

家用电器

2024年01月14日

石头及九号 CES 展发布旗舰新品，产品力行业引领

——行业周报

投资评级：看好（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陆帅坤（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

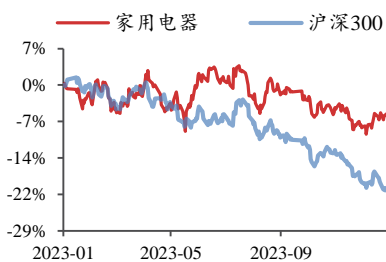
lushuaikun@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790523060001

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《扫地机全年量价齐增，关注石头及九号 CES 展新品——行业周报》
-2024.1.7

《扫地机全年销量转正，德昌股份获耐世特北美定点——行业周报》
-2023.12.24

《扫地机全年销量同比回正，继续看好石头、德昌及九号——行业周报》
-2023.12.17

● 本周推荐标的：石头科技、德昌股份、九号公司

建议关注强竞争力，有份额提升或新业务/客户拓展逻辑板块和标的。重点推荐标的：石头科技（CES 展发布旗舰扫地机 S8 等多款新品，强竞争力下抢占海外市场红利，国内外份额延续提升），九号公司（CES 展发布全矩阵多款新品，收入利润结构有望业绩反转，拖累业务触底）。德昌股份（拓客户拓业务逻辑）。

● 继续推荐关注强 α 标的，石头及九号 CES 展发布新品引领行业

石头科技：（1）CES 展发布年度旗舰产品 S8 MaxV Ultra & S8 Max Ultra，性价比全基站产品 Q Revo MaxV & Q Revo Pro。S8 MaxV Ultra 产品力亮眼：新增动态机械臂“边刷”、边角固定小圆盘拖布、基站小拖布自清洁和烘干功能，更好解决边角扫拖问题；拖布抬升到 2 厘米；吸力升级为 1 万帕；配有双胶刷以及抬升功能、语音控制、动态热水洗拖，AI 避障。（2）美国线下渠道石头目前已进驻 Target 近 200 家门店，以洛杉矶为例，当前石头 S7 Max Ultra 在 Target 当地 13 家线下门店有售，售价 950 美金。此外石头扫地机在 4 家 KA 的线上平台中均有销售。石头在美亚线上渠道 2023M11 单月销量/销额市占率已超越 iRobot，登顶榜首。美国线下 KA 渠道扫地机商品多为中低端单集尘产品。看好石头科技依托产品创新和渠道突破，看好持续抢占海外全能基站扫地机渗透率提升机遇。

九号公司：（1）CES 展发布全新一代 Segway Navimow i 系列割草机器人，在定位技术和智能功能等方面进行升级，相较于追觅和科沃斯新品产品力和性价比兼具；展出全新混动旗舰 SSV 新品以及 UTV 新品全地形车，采用自研+汽车配套供应链，相较于同行拥有更强的马力扭矩和百公里加速性能，目前北美经销商渠道拓展顺利；新布局 E-Bike 领域，发布 Segway Xafari 和 Segway Xyber，引入智能化和防盗功能，类似两轮车智能化；发布电动平衡车、电动滑板车、移动储能等全矩阵产品。（2）九号公司新业务（两轮车/全地形车/割草机器人）持续高速增长，净利率快速提升，老业务主滑板车已触底反弹，看好实现底部反转。

德昌股份：（1）家电代工主业趋势向好，Shark 吸尘器新品类、洗碗机新品类等有望持续贡献业绩增量。（2）汽车 EPS 无刷转向电机业务获耐世特北美 1.43 亿美元定点，绑定头部客户，迎来国产替代机遇。（3）基于 EPS 无刷电机技术迁移，牵手优必选，发力人形机器人关节电机新赛道，成长空间进一步打开。

● 以价换量策略下扫地机全年销量止跌，石头科技表现持续好于行业

根据 AVC，扫地机器人线上 2023Q4/全年累计销额+17%/+4%，销量分别+11%/持平，均价分别+5%/+4%。线上渠道销量同比止跌主系行业以价换量策略奏效，渗透率重回提升态势。2023Q4 以来石头扫地机线上销额 9.9 亿元（+35.1%）、销额市占率 22.6%（+3.0pcts），销量 25.4 万台（+37.7%），销量市占率 19.8%（+3.8pcts）。我们看好在以价换量趋势下，石头依托技术降本，保持毛利率的同时推出更多质优价低新品、拉宽产品价格带，延续国内市占率提升趋势。

● **风险提示：**海外需求快速回落；原材料和海运成本回升；行业竞争加剧等。

目录

1、	本周行业指数及宏观数据变化	4
1.1、	行业交易数据更新：小家电涨幅居前，黑色家电表现较差	4
1.2、	原材料/海运/汇率数据跟踪	4
2、	外资持股比例更新	5
3、	2024年CES展及美国扫地机线下渠道实录	6
3.1、	石头科技CES展发布新旗舰扫地机引领行业	6
3.2、	扫地机美国线下渠道实录：石头科技美国线下渠道潜力大	9
3.3、	九号公司CES展发布行业割草机器人、全地形车、E-Bike新品性能领先行业	12
4、	本周推荐标的及逻辑	13
4.1、	出口链（自主品牌+出口代工）	13
4.1.1、	石头科技：国内外竞争格局持续向好	13
4.1.2、	九号公司：交易影响消除+收入利润结构变化，看好业绩底部反转	14
4.1.3、	德昌股份：收获耐世特北美EPS电机定点，加速产品出海进程	15
5、	本周国内数据更新	16
5.1、	月度数据更新（2023M12）	16
5.1.1、	空调：12月线下保持较快增长，线上增速有所回落	16
5.1.2、	洗衣机：12月线下高增，线上有所承压	16
5.1.3、	冰箱：12月线下、线上增速走弱	17
5.1.4、	彩电：线下保持增长，线上持续承压	17
5.1.5、	油烟机：线下保持高增，线上增速回落	17
5.1.6、	燃气灶：线下保持高增，线上增速回落	18
5.1.7、	集成灶：12月低基数下线下高增，线上跌幅有所收窄	18
5.1.8、	洗碗机：12月线下保持增长，线上略有下滑	19
5.1.9、	扫地机器人：12月线下持续走强，线上止跌回升	19
5.1.10、	洗地机：12月线下持续走强，线上止跌回升	20
6、	盈利预测与投资建议	21
7、	风险提示	21

图表目录

图 1：	家电板块本周下跌 0.46%	4
图 2：	家电子板块本周小家电涨幅居前，黑色家电表现较差	4
图 3：	家电个股中富佳股份、爱仕达、立达信、小崧股份、星光股份本周涨幅居前五	4
图 4：	家电个股中本周倍益康、格利尔、海达尔、拾比佰、合肥高科跌幅居前五	4
图 5：	本周铜/铝/塑料/螺纹钢价格环比分别-1%/-3%/持平/-2%，原材料稳中有降	5
图 6：	截至 2024 年 1 月 12 日，美元兑人民币即期汇率环比上周+0.08%	5
图 7：	本周外资资金持股比例增加较多的个股为万和电气、创维数字、四川长虹、佛山照明、火星人	6
图 8：	石头的展厅布置风格以科技风为主，扫地机边刷墙和透明分子筛洗衣机展厅科技感十足	7
图 9：	本次展会推出了 S8 MaxV Ultra、S8 Max Ultra、Q Revo MaxV 以及 Q Revo Pro 四款新品	7
图 10：	石头 S8 旗舰系列新品持续引领行业	8
图 11：	石头 S8 旗舰新品的边角清洁采用机械臂“边刷”外扩+额外的边角拖地系统	8
图 12：	本次 CES 展会发布了两款具有平躺功能的洗地机新品	9

图 13: 洗衣机发布产品 Zeo one 系列产品 (共两款) 对应国内 H1、Mini 系列产品	9
图 14: 本次 CES 九号公司首次发布了全新一代割草机器人, 并正式官宣进入 E-Bike 市场	13
图 15: 空调线下渠道 2023M12 销额+23.5%, 销量+21.3%	16
图 16: 空调线上渠道 2023M12 销额-11.2%, 销量-8.8%	16
图 17: 洗衣机线下渠道 2023M12 销额+30.7%, 销量+27.6%	16
图 18: 洗衣机线上渠道 2023M12 销额-25.2%, 销量-24.6%	16
图 19: 冰箱线下渠道 2023M12 销额-11.6%, 销量-13.7%	17
图 20: 冰箱线上渠道 2023M12 销额-26.6%, 销量-28.8%	17
图 21: 彩电线下渠道 2023M12 销额+11.2%, 销量持平	17
图 22: 彩电线上渠道 2023M12 销额-12.7%, 销量-31.3%	17
图 23: 油烟机线下渠道 2023M12 销额+50.6%, 销量+49.0%	18
图 24: 油烟机线上渠道 2023M12 销额+2.0%, 销量-2.3%	18
图 25: 燃气灶线下渠道 2023M12 销额+47.2%, 销量+48.5%	18
图 26: 燃气灶线上渠道 2023M12 销额+5.1%, 销量-1.6%	18
图 27: 集成灶线下渠道 2023M12 销额+191.6%, 销量+206.6%	19
图 28: 集成灶线上渠道 2023M12 销额-12.7%, 销量+0.5%	19
图 29: 洗碗机线下渠道 2023M12 销额+25.3%, 销量+25.6%	19
图 30: 洗碗机线上渠道 2023M12 销额-3.2%, 销量-7.3%	19
图 31: 扫地机器人线下渠道 2023M12 销额+132.2%, 销量+103.3%	20
图 32: 扫地机器人线上渠道 2023M12 销额+19.2%, 销量+11.2%	20
图 33: 洗地机线下渠道 2023M12 销额+47.9%, 销量+53.8%	20
图 34: 洗地机线上渠道 2023M12 销额+15.1%, 销量+52.4%	20
表 1: Roborock 已经进驻该 Target 门店, 货架上摆放一款 S7 Max Ultra, 原价\$1299.99, 折后价\$949.99	10
表 2: iRobot 高中低端均有, 搭配 m6 拖地机, 一共 4 款产品	11
表 3: Shark 共摆放 3 款产品, 高端 RV2610WA 折后价\$449.99	12
表 4: 本周重点推荐标的: 石头科技, 德昌股份, 九号公司	21

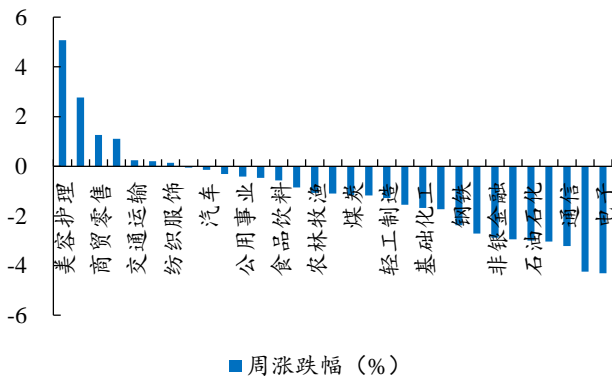
1、本周行业指数及宏观数据变化

1.1、行业交易数据更新：小家电涨幅居前，黑色家电表现较差

本周（2024年1月8日至2024年1月12日），上证指数下跌1.61%；深证成指下跌1.32%；沪深300指数下跌1.35%；家用电器指数下跌0.46%。

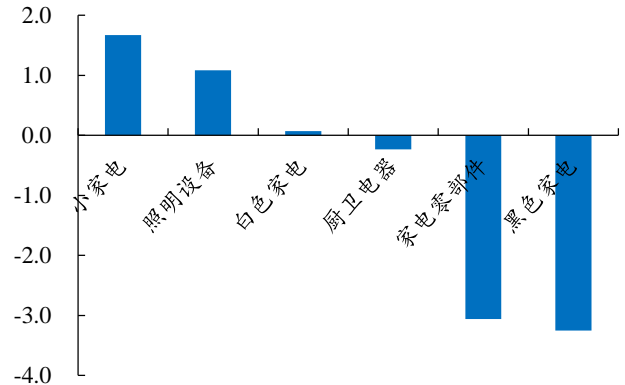
家电分子板块来看，本周小家电/照明设备/白色家电/厨卫电器/家电零部件/黑色家电周涨幅分别为+1.67%/+1.09%/+0.07%/-0.24%/-3.06%/-3.25%。

图1：家电板块本周下跌0.46%



数据来源：Wind、开源证券研究所

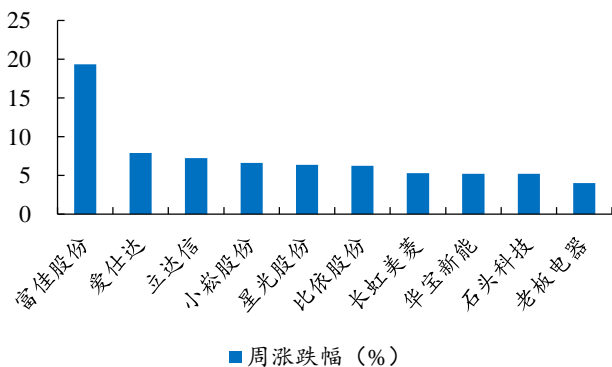
图2：家电电子板块本周小家电涨幅居前，黑色家电表现较差



数据来源：Wind、开源证券研究所

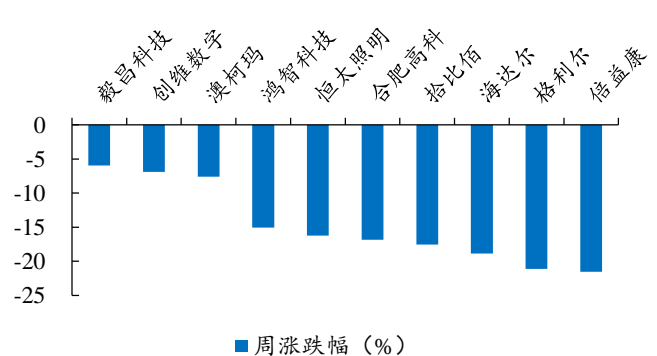
个股方面：家电个股中本周富佳股份、爱仕达、立达信、小崧股份、星光股份涨幅居前五；本周倍益康、格利尔、海达尔、拾比佰、合肥高科跌幅居前五。

图3：家电个股中富佳股份、爱仕达、立达信、小崧股份、星光股份本周涨幅居前五



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：家电个股中本周倍益康、格利尔、海达尔、拾比佰、合肥高科跌幅居前五



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、原材料/海运/汇率数据跟踪

(1) 原材料价格：截至2024年1月13日，本周铜/铝/塑料/螺纹钢价格环比分别-1%/-3%/持平/-2%，同比分别-7%/-10%/-3%/-5%。

(2) 海运价格：截至2024年1月12日，海运运价综合指数较上周环比+21.7%，

同比-5.1%。

图5：本周铜/铝/塑料/螺纹钢价格环比分别-1%/-3%/持平/-2%，原材料稳中有降

日期	环比 (%)				同比 (%)			
	LME铜	LME铝	塑料价格指数	螺纹钢	LME铜	LME铝	塑料价格指数	螺纹钢
2024-01-13	-1%	-3%	0%	-2%	-7%	-1%	-3%	-5%
2024-01-06	-1%	-2%	0%	0%	0%	-1%	-3%	-3%
2023-12-30	1%	5%	1%	0%	1%	-2%	-4%	-2%
2023-12-23	1%	4%	0%	-1%	2%	-6%	-4%	0%
2023-12-16	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	-4%	3%
2023-12-09	0%	-2%	-1%	0%	-1%	-14%	-4%	6%
2023-12-02	1%	-1%	0%	-1%	2%	-9%	-4%	7%
2023-11-25	2%	0%	0%	1%	4%	-7%	-4%	8%
2023-11-18	1%	-2%	0%	2%	-2%	-8%	-4%	6%
2023-11-11	0%	0%	0%	3%	0%	-4%	-4%	5%
2023-11-04	2%	3%	0%	3%	5%	0%	-4%	4%
2023-10-28	0%	1%	0%	1%	3%	-2%	-4%	-2%
2023-10-21	-1%	-1%	-1%	0%	5%	-2%	-5%	-4%
2023-10-14	0%	-2%	-1%	-1%	4%	-4%	-5%	-7%
2023-10-07	-2%	1%	-1%	0%	4%	-2%	-4%	-7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)人民币汇率：截至2024年1月12日，美元兑人民币即期汇率收于7.1622，环比上周+0.08%。

图6：截至2024年1月12日，美元兑人民币即期汇率环比上周+0.08%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、外资持股比例更新

本周外资资金持股比例增加较多的个股为万和电气、创维数字、四川长虹、佛山照明、火星人，资金持股比例下降较多的个股为海信家电、九阳股份、奥马电器、欧普照明、海信视像。

图7：本周外资资金持股比例增加较多的个股为万和电气、创维数字、四川长虹、佛山照明、火星人

【开源家电】个股外资（含北上资金、QFII/RQFII）持股比例梳理				
北上资金持股比例（%）	截至20240105		截至20240112	
	占流通A股(%) (公布)	占自由流通股比(%)	占流通A股(%) (公布)	占自由流通股比(%)
白电板块				
美的集团	21.49	31.36	21.55	31.45
海尔智家	9.45	16.24	9.46	16.25
格力电器	11.30	14.72	11.23	14.64
海信家电	7.17	16.77	6.70	15.66
奥马电器	1.20	2.75	1.07	2.45
黑电板块				
四川长虹	3.30	4.30	3.81	4.96
海信视像	4.45	8.43	4.34	8.22
极米科技	0.46	0.51	0.59	0.66
深康佳A	0.75	1.23	0.81	1.32
四川九洲	0.50	0.98	0.73	1.43
创维数字	0.61	1.33	1.19	2.59
兆驰股份	3.26	7.08	3.28	7.12
厨电板块				
老板电器	9.20	19.36	9.13	19.22
浙江美大	3.32	39.12	3.59	42.33
火星人	0.97	1.91	1.25	2.47
华帝股份	6.08	7.58	6.25	7.80
万和电气	3.16	9.03	3.77	10.78
厨房小家电板块				
新宝股份	2.19	6.31	2.33	6.73
小熊电器	0.81	2.70	0.75	2.48
苏泊尔	8.71	51.09	8.92	52.30
九阳股份	3.00	9.15	2.72	8.30
清洁电器板块				
石头科技	6.14	9.14	6.05	9.00
科沃斯	2.25	6.83	2.16	6.57
莱克电气	0.47	2.51	0.51	2.76
家电出海板块				
安克创新	16.83	24.84	16.92	24.98
个护板块				
飞科电器	0.99	9.88	1.02	10.22
奥佳华	6.45	7.47	6.44	7.45
照明板块				
欧普照明	5.35	34.94	5.24	34.22
佛山照明	2.76	5.66	3.06	6.27
家电上游及其他				
三花智控	15.95	29.60	16.16	29.99
盾安环境	0.45	0.75	0.46	0.76
东方电热	0.44	0.57	0.64	0.81
公牛集团	2.13	14.27	2.14	14.31

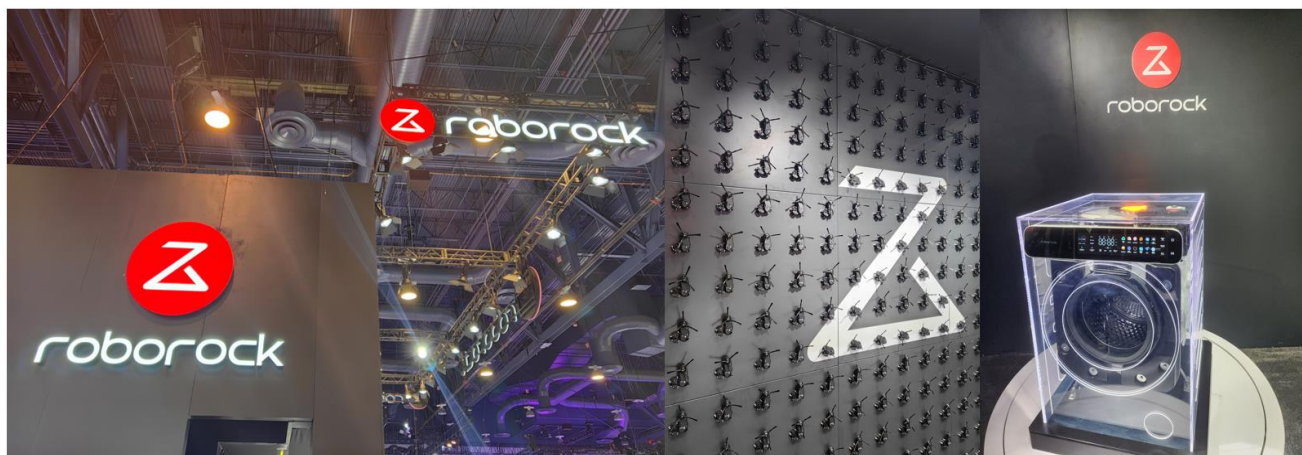
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、2024年CES展及美国扫地机线下渠道实录

3.1、石头科技CES展发布新旗舰扫地机引领行业

2024年美国CES消费电子展（CES2024）于北京时间1月9日至1月13日在美国内华达州拉斯维加斯市举行，石头科技携3个品类、8个产品参会。我们发现其中3个扫地机新品为世界范围内首发，且旗舰扫地机新品针对海外用户使用习惯，主要针对清洁能力和智能化方向进行迭代升级，产品力持续引领，充分展现石头科技创新基因。

图8: 石头的展厅布置风格以科技风为主, 扫地机边刷墙和透明分子筛洗衣机展厅科技感十足



资料来源: 开源证券研究所

本次展会中, 石头科技推出了国内未曾上市的年度旗舰新品 S8 MaxV Ultra 及 S8 Max Ultra, 分别定价 1799.99/1599.99 美金, 预计在 2024 年 4 月上市; 在性价比价格带, 石头科技推出了全基站产品 Q Revo MaxV (国内 P10 Pro) 以及 Q Revo Pro (国内 P10 Pro 减配版, 尚未在国内上市), 目前价格和上线时间未知。

图9: 本次展会推出了 S8 MaxV Ultra、S8 Max Ultra、Q Revo MaxV 以及 Q Revo Pro 四款新品



S8 MaxV Ultra (单机版) S8 MaxV Ultra (上下水版) 自动补水及烘干系统 S8 Max Ultra Q Revo MaxV Q Revo Pro

资料来源: 开源证券研究所

此次年度旗舰顶配新品 S8 MaxV Ultra 的主要升级方向着眼于清洁能力和智能性的提高。与历代产品以及行业旗舰机型相比, 石头本次新品 (1) 采用机械臂“边刷”外扩+额外的边角拖地系统(边角新增小圆形拖布)方案解决海外用户的边角清扫问题; (2) S8 MaxV Ultra 升级为 1 万帕吸力; (3) 拖地系统升级到 VibraRise Mopping 3.0, 拖布抬升高度升级到 2 厘米; (4) 首次在海外产品线上配备动态热水复洗复拖, 且本次 4 个新品都支持; (5) Helo Rocky 内置语音可直接呼叫操作, 不再依赖 Alexa 或 Siri 间接唤醒; (6) 支持 Matter 协议, 可接入 Google Home 智能家居; (7) 双胶刷以及胶刷抬升功能。

S8 Max Ultra 减配 AI 识别、脏污检测、吸力及内置语音助手功能, 扩宽高端产品价格带的同时, 产品性能依然强劲。

图10: 石头 S8 旗舰系列新品持续引领行业

扫地机海外主流全基站产品对比																			
品牌	Roborock							Ecovacs			Dreame				Narwal			iRobot	Eufy
型号	S8 MaxV Ultra	S8 Max Ultra	Q Revo MaxV	Q Revo Pro	Q Revo	S7 Max Ultra	S8 Pro Ultra	X2 Omni	X1 Omni	T20 Omni	L30 Ultra	L10s Ultra	L20 Ultra	L30 Ultra	Narwal Freo	Narwal Freo X Ultra	Narwal Freo X Plus	Roomba Combo j9+	X9 PRO
上架时间	2024年4月	2024年4月	/	/	2023年6月	2023年6月	2023年6月	/	/	/	2024年3月	2023年2月	2023年7月	2023年7月	2022年6月	2024年3月	2024年3月	2023年9月	2023年5月
售价	\$1,800	\$1,600	/	/	\$900	\$950	\$1,600	\$1,150	\$699	\$1,100	/	\$900	\$1,500	\$1,700	\$1,200	\$1,499	\$469	\$867	\$900
产品类型	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站
导航方式	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	半固态激光雷达	Dtof	Dtof	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	视觉导航	Dtof
避障方式	结构光+RGB摄像头+AI	结构光	动态, 结构光+摄像头+AI+夜视补光	激光避障	结构光+LDS+陀螺仪+多传感器融合	激光避障	结构光	动态, 结构光+摄像头+AI+夜视补光	AI+结构光	结构光+摄像头+AI	结构光+摄像头+AI	结构光+摄像头+AI	结构光+摄像头+AI	结构光+摄像头+AI	激光避障	激光避障	激光避障	视觉+AI	AI+摄像头
吸力	10000Pa	8000Pa	7000Pa	7000Pa	5500Pa	5500Pa	5500Pa	8000pa	5000pa	6200Pa	8300Pa	5300Pa	7000Pa	7300Pa	7800Pa	8200 Pa	7800Pa	600系列的2倍	5500 Pa
热水洗拖布	√	√	√	√	×	×	×	√	×	√	√	×	×	√	×	×	×	×	×
边角清洁	动态机械臂“边刷”+额外的边角拖地系统	动态机械臂“边刷”+额外的边角拖地系统	机械臂	机械臂	/	/	/	沿边扫动	/	沿边扫动	机械臂	/	机械臂	机械臂	沿边扫动	沿边扫动	沿边扫动	/	/
集尘桶容积	/	/	65天	/	50天	50天	50天	90天	75天	75天	75天	60天	75天	75天	30天	7周	7周	60天	60天
水箱容积/拖地面积	/	/	500ml	/	5L, 400ml	300ml	300ml	4L	4L	/	4.5L	2.5L	4.5L	4.5L	480ml	480ml	480ml	30天	410 ml
脏污检测	√	√	/	/	×	×	×	×	×	×	√	√	√	√	√	√	√	√	√
视频通话	√	√	/	/	×	×	×	√	√	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
内置语音控制	√	×	√	×	×	×	×	√	√	√	×	×	×	×	×	×	×	√	√
接入Google Home进行智能家居全屋管理	√	√	/	/	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
拖布智能升降	√	√	√	/	√	√	√	√	×	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√

资料来源: 亚马逊、石头科技官网、开源证券研究所

石头 S8 旗舰新品针对海外用户进行了国内机械臂方案改造, 更好完成大面积家庭的清扫任务。由于海外用户地毯面积大, 扫地机采用平板振动拖布的拖地效率更高。为了兼顾解决边角清扫问题, 石头 S8 新旗舰系列把国内的机械臂“旋转加压拖布”外扩方案改为机械臂“边刷”外扩+额外的边角拖地系统(边角新增小圆形拖布), 完美解决地毯和边角清扫问题。

图11: 石头 S8 旗舰新品的边角清洁采用机械臂“边刷”外扩+额外的边角拖地系统



资料来源: 开源证券研究所

与智能家居的联动进一步加深。作为大厂背景深厚、软硬件实力兼具的创新型企业, 石头一直坚持在做好产品硬件的同时, 打造以消费者为中心的软件生态。本次石头 S8 新旗舰系列支持 Matter 协议, 石头科技也成为首批支持 Google Home 应用的公司之一, 可以通过扫地机产品完成日程安排、自动化和 Siri 控制等指令。搭配产品的内置 Hello Rocky 语音助手、Apple Watch 控制等方式, 石头扫地机有望成为智能家庭解决方案的又一智慧触点。

本次展会中, 石头科技推出了 Flexi Lite/Pro 系列(国内 A20 系列), 相比历代产

品具备平躺功能。(1) Flexi Pro 款：吸力达到 17000Pa，Roborock RevoBrush 2.0 现在增强了 60°C 热水自清洁、热风烘干功能，30 分钟内烘干后除菌率达 99.99%。(2) Flexi Lite 款：吸力达到 17000Pa，单面边缘清洁，有热风自干但无热水自洗，60 分钟烘干，具备平躺功能，可以深入 15cm 以下低矮区域清洁。

图12：本次 CES 展会发布了两款具有平躺功能的洗地机新品



资料来源：石头科技官网

本次展会推出了 Zeo one 系列洗衣机（共两款，对应国内 H1、Mini 系列）。加入了 Eco、20°C 模式以适应海外市场，目前已在德国销售。石头的“Zeo-cycle”分子筛干燥技术温和强力，适用于不同衣物类型，拥有 LintCleaner 自清洁系统，维护更简单，自动加洗衣液可以 30 天免维护。10 公斤洗衣，6 公斤干衣，可以做到 1 小时快速洗涤和烘干，更加节省时间。除此之外还可去除细菌、螨虫、宠物皮屑、花粉和过敏原，非常适合养宠家庭。采用沸石干燥技术，可中温烘干羊毛服装，减少缩小率。

图13：洗衣机发布产品 Zeo one 系列产品（共两款）对应国内 H1、Mini 系列产品



资料来源：开源证券研究所

3.2、扫地机美国线下渠道实录：石头科技美国线下渠道潜力大

拉斯维加斯 5 家门店：Target、BestBuy、Walmart 和 Sam’s Club，扫地机品类陈列商品多为中低端单集尘产品，以 iRobot 和 Shark 为主。中国品牌线下展位有限，主要有 Roborock、Eufy 和 Ecovacs 品牌；洗地机主要品牌包括 Tineco 和 Bissell，VACUUM&WASH 品类在逐渐推广。美国扫地机线下渠道成长空间广阔，看好石头

美国线下渠道抢份额。

美国线下渠道中，中国扫地机品牌成长空间广阔，洗地机品类在逐渐推广。2023年美国吸尘器（含扫地机）线下销量占比58.1%，其中线下杂货商/线下非杂货商/线下直营销量占比分别为28.5%/28.9%/0.7%。根据欧睿数据，（1）扫地机：2023年美国iRobot线下销量市占率超过80%，国牌的可替代空间较大。石头在美亚线上渠道2023M11单月销量/销额市占率已超越iRobot，2023年M1-M11累计市占率第二，有望形成口碑和品牌影响力在线下复刻线上成功。（2）洗地机：洗地机没有统一专有名词，但洗吸一体的VACUUM&WASH洗地机品类在逐渐推广，有望逐渐完成消费者教育、持续提高产品渗透率。

线上产品热销+CES新品产品力领先，线下渠道石头有望进驻更多新品抢份额。石头目前已进驻Target近200家门店，线下陈列S7 Max Ultra，此外4家KA的线上平台中均有销售。BestBuy定位与受众与扫地机较为契合，石头线上进驻5款扫地机和1款洗地机。2024年美国CES展石头发布新品S8 MaxV Ultra、S8 Max Ultra、Q Revo MaxV（国内P10 Pro）、Q Revo Pro（P10 Pro减配版，国内未上市），预计2024年4月上市，新品针对海外用户进行了清洁能力和智能化方向的迭代升级，产品竞争力强，综合性能领先于外资品牌，线下有望进驻更多新品，看好石头持续抢占外资品牌份额。

石头科技已经进驻部分Target线下门店货架，以Target（Grand Canyon Dr店）为例，门店地址为4155 S Grand Canyon Dr, Las Vegas, NV 89147。**Roborock已经进驻该门店，货架上摆放一款S7 Max Ultra，是曾经线上出圈的爆品，原价\$1299.99，现在折后价\$949.99。**iRobot高中低端均有，搭配m6拖地机，一共4款产品；Shark共摆放3款产品，高端RV2610WA折后价\$449.99。价格来看，Target扫地机价格均高于美亚同款产品价格。

表1: Roborock已经进驻该Target门店，货架上摆放一款S7 Max Ultra，原价\$1299.99，折后价\$949.99

指标	参数	产品图
品牌	Roborock	
型号	S7 Max Ultra	
Target 售价	原价\$1299.99 折后 \$949.99	
美亚售价	\$949.98	
	Sold by Roborock Technology Co. Ltd	

资料来源：Amazon.com、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

10 / 23

表2: iRobot 高中低端均有, 搭配 m6 拖地机, 一共 4 款产品

指标	参数	产品图
产品图		 
品牌	iRobot	iRobot
型号	Roomba Combo j5+	Roomba Combo i5+
Target 售价	\$799.99	\$349.99
美亚售价	\$654.00	\$498.00
	Sold by United Shopping	Sold by Lumege (Serial Numbers Recorded)
		
品牌	iRobot	iRobot
型号	Roomba 675	Braava jet m6-6110
Target 售价	\$244.99	\$399.99
美亚售价	\$229.9; Sold by SAVEABIZ	\$249.00; Sold by Amazon.com

资料来源: Amazon.com、开源证券研究所

表3: Shark 共摆放 3 款产品, 高端 RV2610WA 折后价\$449.99

指标	参数	产品图
产品图		
		
		
品牌	Shark	Shark
型号	Shark ION Robot-RV765	Shark Matrix Plus 2-in-1, RV 2610WA
Target 售价	\$259.99	原价\$699.99 折后\$449.99
美亚 售价	没有同款, 仅有亚马逊翻新款标价\$99.99	\$699.99
美亚 售价	sold by Good As New Electronics	Sold by AZDealClub
		\$499.99
		\$399.00
		sold by Deals4Less (SN Recorded)

资料来源: Amazon.com、开源证券研究所

3.3、九号公司 CES 展发布行业割草机器人、全地形车、E-Bike 新品性能领先行业

本次 CES 展示九号公司展出了割草机器人、全地形车、电动滑板车、移动储能等全矩阵新品, 其中首次发布了全新一代割草机器人, 并正式官宣进入 E-Bike 市场。通过对比分析, 我们认为全新割草机器人产品力和价格竞争力兼具 (相较于同行竞品以及追觅、科沃斯 CES 展新品), E-Bike 智能化优势突出, 全地形车产品性能超同行, 多款新品有望驱动 2024 年业绩边际向上。

(1) 割草机器人: 全新一代 Segway Navimow i 系列, 相较于追觅和科沃斯新品产品力和性价比兼具 (RTK 技术融合 AI 视觉避障), 源自于九号公司成熟的机器人底层技术。

(2) 全地形车: 展出全新混动旗舰 SSV 新品以及 UTV 新品, 九号采用自研+汽车配套供应链, 产品性能超同行 (其中 UT10 牵引力和承载能力优于同行, SX20T 百公里加速、扭矩和马力优于同行)。

(3) E-Bike: 新布局领域, 发布 Segway Safari 和 Segway Xyber, 引入智能化差异化功能, 源自于九号公司成熟的两轮车/机器人智能技术和电机控制技术。智能化包括 IMU 多传感器融合调节电机功率, 安全防盗功能包括电池和车身防盗系统。

(4) 电动平衡车、电动滑板车、移动储能等全矩阵产品。

图14: 本次 CES 九号公司首次发布了全新一代割草机器人, 并正式官宣进入 E-Bike 市场



九号割草机 Navimow I
(RTK定位+AI视觉增强)



芙伟达合作移动平台 AMR



电动滑板车 E2 pro



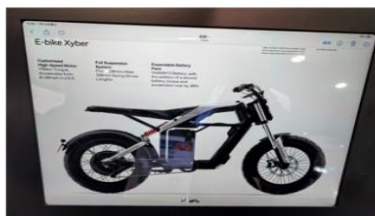
SSV SX20T (燃油款)



SSV SX20T Hybrid (混动旗舰产品)



UTV UT10 Crew



E-Bike Xyber (胖胎运动型)



E-Bike Xafari (娱乐骑行场景)



E-Bike现场实拍图

资料来源: 开源证券研究所

4、本周推荐标的及逻辑

重点推荐标的: 石头科技, 德昌股份, 九号公司, 海信视像, 海尔智家。其中, 国内外份额提升: 石头科技, 海信视像, 海尔智家; 优秀代工+新业务: 德昌股份; 底部反转: 九号公司。

4.1、出口链 (自主品牌+出口代工)

自主品牌: 巴以冲突等扰动因素致欧美需求以及通胀控制仍存不确定性, 因此品牌出海维度建议关注强竞争力, 有份额提升逻辑板块, 例如扫地机以及彩电板块。其中扫地机市场石头科技持续抢占美国本土品牌 iRobot 份额, 海信视像以及 TCL 抢占三星、LG 份额。个股方面推荐业绩确定性相对较强的石头科技, 建议关注上游面板价格企稳回落的彩电板块, 有望受益消费电子板块回暖的安克创新, 以及有望迎来业绩拐点的九号公司。

出口代工: 海外库存逐步回归正常水平, 海外旺季来临下游客户或逐步补库支撑下半年出口增长。吸尘器、厨房小家电、冰箱延续改善趋势, 低基数效应下相关标的业绩增长确定性较强, 吸尘器板块推荐德昌股份; 厨房小家电板块推荐新宝股份, 受益标的比依股份; 冰箱板块受益标的奥马电器。

4.1.1、石头科技: 国内外竞争格局持续向好

国内石头扫地机持续抢份额。根据 AVC, Q4 以来石头扫地机表现优异。2023Q4

扫地机行业线上销额 43.8 亿元 (+17.1%)、销量 127.9 万台 (+11.4%)；石头扫地机线上销额 9.9 亿元(+35.1%)、销额市占率 22.6%(+3.0pcts)，销量 25.4 万台(+37.7%)，销量市占率 19.8% (+3.8pcts)，**预计 Q4 石头国内收入增速超 30%**。

强竞争力下有望持续收获海外红利，抢占 iRobot 市场份额，预计 Q4 石头海外收入增速超 30%。此前市场担心追觅等中国扫地机品牌进入德国等市场后，会加剧行业竞争，同时抢占石头科技的份额，我们认为不必过多担心，基于“行业够大+石头的竞争力够强”，追觅数据影响趋弱，预计石头科技 Q4 国内外收入增速超 30%。

海外扫地机行业空间大。预计日本/韩国/泰国/加拿大/英国/法国/德国/意大利/土耳其的稳态销量增长空间可达当前本国行业销量的 2.3/1.3/14.7/3.5/3.2/1.5/1.0/2.9/19.9 倍，日本/新加坡/美国/加拿大/英国/法国/澳大利亚的稳态均价增长空间可达当前本国行业均价的 1.8/6.4/5.3/3.8/3.0/2.9/2.9 倍，**量价提升空间较大，中国厂商出海共拓市场，并非此消彼长复制国内内卷。**

石头竞争力够强，数据稳健扎实。(1) **份额方面**，美国、德国高端份额绝对领先。中国厂商出海均布局中高端市场，但其他厂商市占仅个位数；美国 iRobot 被收购影响有限，德国龙头份额稳固可复制经验给其他欧洲国家；(2) **产品力**：海外品牌高端产品缺位、技术研发掉队，中国品牌主推全基站产品性能实力强劲，海外消费者对价格不敏感产品更有提价空间。石头产品性能、好评率领先，占据消费者心智；(3) **APP 指标**：更能反映市场真实消费情况，其中石头下载量、打开率、评分均领先其他国内厂商，与过往业绩构成交叉验证。

红海商船接连遇袭，马士基宣布暂停集装箱船在红海航行，我们认为对于石头科技影响有限、市场无需担心。(1) 石头科技对欧洲航线运输并不完全依赖苏伊士运河，可以通过海运绕道或者陆路运输的方式替代，可以充分应对变化。(2) 石头科技对欧洲区域是经销模式，采用 FOB 方式，石头科技不承担运费，运费端的影响不会影响石头科技盈利能力。(3) 对于 Q4 终端销售旺季的经销商备货、石头科技通常提前 1-2 个月发货，目前已经完成不受此次事件影响。(4) 每年 Q1 为终端销售淡季，预计 Q2 在新品拉动下进入发货旺季，因此对收入端影响有限。

利润率稳定性强：技术降本持续，产品架构持续优化。新品按一定毛利率成本加成式定价。此外石头科技在区域严控费率，我们预计石头科技净利率水平稳定性强。

石头科技是本轮出口链滞涨标的，当前股价对应 2024 年 PE 仅 17.1 倍，继续推荐。

4.1.2、九号公司：交易影响消除+收入利润结构变化，看好业绩底部反转

九号公司调出科创 50 指数于 2023 年 12 月 8 日收市后生效，此前主要受其影响，目前交易影响逐渐消除，看好 2024 年业绩反转，当前可底部布局。

收入利润结构变化，高增品类（两轮车+全地形车+割草机）进入收获期释放利润，原有滑板车业务拖累减小。(1) **两轮车**：扩渠道逻辑和盈利提升逻辑并存。对标头部品牌长期开店空间有望达 10000 家；利润率方面考虑到后续成本费用改善空间，以及对标爱玛/雅迪定位中高端，预计长期利润率有望达到 10%左右，利润弹性可期。(2) **全地形车**：伴随收入改善 2023Q3 逐步盈亏平衡。产品方面，11 月九号公司发布混动旗舰车型，从扭矩、加速度和马力等指标上看性能优于同行。渠道方面，美国为全球 ORV 主要市场，九号公司产品于 9 月份逐步进入美国市场，强产品

竞争力有望驱动渠道突破，看好渠道突破带动量价双升，从而带动利润率提升。(3) **割草机**：2023Q3 割草机器人进入线上渠道，销售网络逐步拓宽。后续迭代新品预计在保持产品竞争力的基础上拥有更高价格竞争力，新品+渠道拓宽有望助力长期放量。(4) **基本盘业务零售滑板车**：剔除小米渠道后预计 Segway 自主品牌全球份额仍保持领先，其中欧洲区域自主品牌份额预计保持提升趋势。

小米分销/ToB 渠道滑板车触底，此前压制业绩表现的负面因素或将得到改善。2023Q3 小米分销/ToB 渠道占比已降至 1%/10%，对后续业绩影响有限。2023 年利润受股份支付费用、汇率波动等影响波动较大，剔除汇率波动、股份支付费用等异常值影响，2023Q3 利润实现翻倍以上增长。我们预计后续股份支付费用对业绩影响将减弱，规模效应提盈利逻辑将占主导地位。

4.1.3、德昌股份：收获耐世特北美 EPS 电机定点，加速产品出海进程

家电代工主业来看 shark 大客户持续带来增量，汽零业务 EPS 电机、刹车电机预计未来三年每年收入翻倍，2023 年有望盈亏平衡，2024 年净利率快速提升，进入业绩收获期。预计人形机器人关节无框力矩电机独供优必选，有望提升估值。

家电主业方面，新客户新品类拓展趋势向好。Q3 吸尘器/小家电收入增长约 90%/280%。德昌股份切入新客户 Shark 后持续扩大合作规模，德昌股份为 Shark 代工的 Shark FlexStyle 新品，凭借卷发、吹风二合一的创新和性价比持续热销，Q4 的吹风机新项目及吸尘器项目有望量产、持续贡献增量。后续洗碗机等新品类量产有望加速增长。德昌股份被选为 HOT 核心供应商，有望导入更多品类与项目、扩大合作体量；TTI 从吸尘器去库走向补库周期，合作体量将稳中有升，后续有望拓展体量更大的园林电动工具新品类；洗碗机等新品类拓展有望持续贡献增量，我们看好在拓客户、拓品类的拉动下，家电业务 2023-2025 年保持 20%以上复合增长。

EPS 电机和制动电机在汽零行业中竞争格局好，主系涉及汽车安全认证时间长；国内暂无量产竞争对手。相较于 EPS 电机头部公司日本电产，德昌股份具有产品性价比高、决策链条短、客户响应度高等优势，看好把握国产替代风口机遇。

收获耐世特北美 EPS 电机定点，加速产品出海。德昌股份 12 月 20 日发布公告，于近日收到了耐世特北美公司关于 EPS 电机的项目定点通知书。根据耐世特规划，定点项目生命周期为 10 年，生命周期预计总销售金额约 1.43 亿美元，预计在 2025 年 5 月逐步开始量产。德昌股份持续斩获头部客户高质量定点大单，验证了设计研发、质量管控、生产保障等各方面综合能力过硬。产品出海方面，德昌股份首个应用于全球车型的耐世特欧洲 EPS 电机项目已于 5 月实现量产，耐世特北美 EPS 电机项目的获取，将助力德昌股份绑定头部客户，加速拓展全球 EPS 电机市场。

截至 2023 年 6 月 30 日，德昌股份已累计实现 28 个汽车电机项目的定点，其中已实现量产项目 16 个。2023 年-2026 年定点金额超过 23 亿，客户覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氮等国内外知名转向/制动系统供应商。

基于 EPS 无刷电机技术迁移，发力人形机器人关节电机新赛道。德昌股份与优必选等产业伙伴合资设立深圳人形机器人国创中心有限公司，基于汽车 EPS 电机的技术迁移迈入人形机器人赛道。目前项目在注册阶段、技术开始衔接。考虑到汽车 EPS 无刷电机和人形机器人的无框力矩电机同属于扭矩精密控制，在磁器设计、结构设计部分相通，技术端具备可迁移性，看好成长空间进一步打开。

5、本周国内数据更新

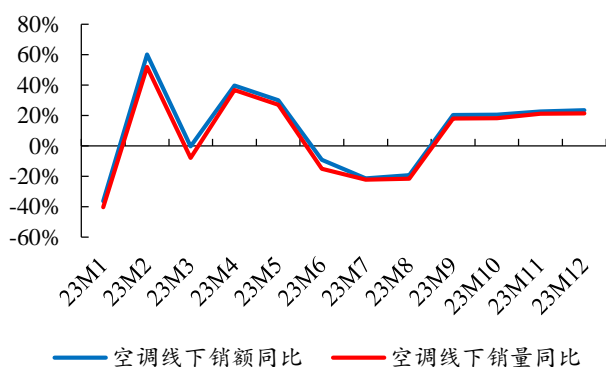
5.1、月度数据更新（2023M12）

5.1.1、空调：12月线下保持较快增长，线上增速有所回落

(1) 线下渠道：2023M12 销额+23.5%，销量+21.3%；2023Q4 销额+22.1%，销量+20.1%；2023 年销额+4.2%，销量-0.1%。

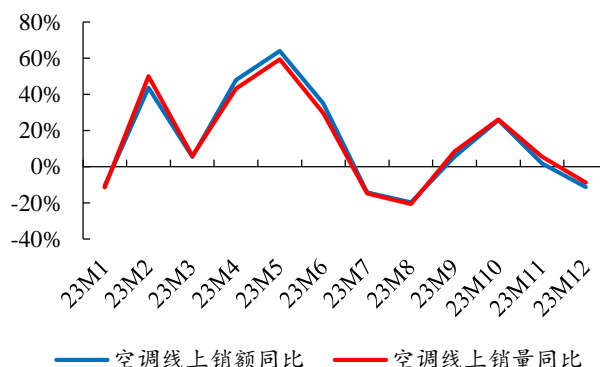
(2) 线上渠道：2023M12 销额-11.2%，销量-8.8%；2023Q4 销额+5.8%，销量+8.2%；2023 年销额+15.8%，销量+14.5%。

图15：空调线下渠道 2023M12 销额+23.5%，销量+21.3%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图16：空调线上渠道 2023M12 销额-11.2%，销量-8.8%



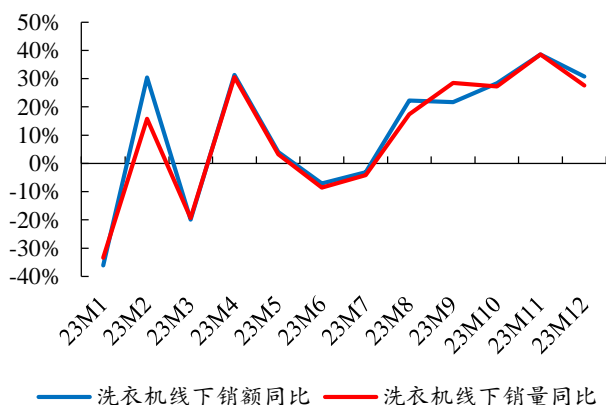
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

5.1.2、洗衣机：12月线下高增，线上有所承压

(1) 线下渠道：2023M12 销额+30.7%，销量+27.6%；2023Q4 销额+32.8%，销量+31.3%；2023 年销额+6.7%，销量+5.7%。

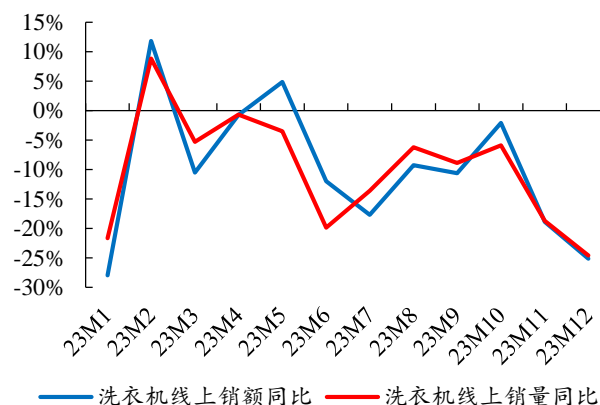
(2) 线上渠道：2023M12 销额-25.2%，销量-24.6%；2023Q4 销额-15.1%，销量-16.2%；2023 年销额-11.2%，销量-11.5%。

图17：洗衣机线下渠道 2023M12 销额+30.7%，销量+27.6%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图18：洗衣机线上渠道 2023M12 销额-25.2%，销量-24.6%



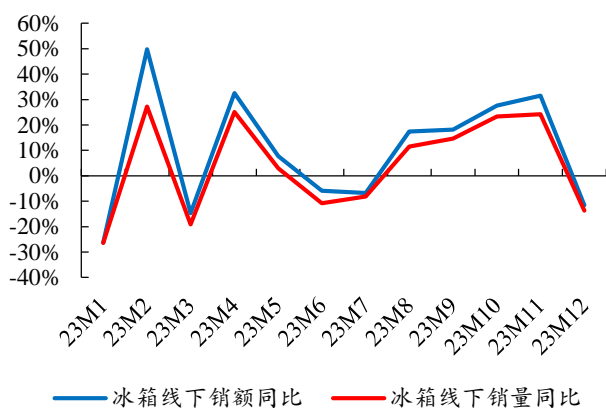
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

5.1.3、冰箱：12月线下、线上增速走弱

(1) 线下渠道：2023M12 销额-11.6%，销量-13.7%；2023Q4 销额+18.6%，销量+13.2%；2023 年销额+6.0%，销量+0.9%。

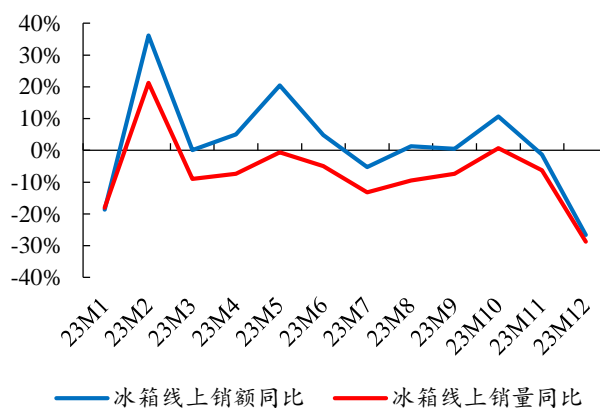
(2) 线上渠道：2023M12 销额-26.6%，销量-28.8%；2023Q4 销额-3.5%，销量-9.8%；2023 年销额+1.4%，销量-7.2%。

图19：冰箱线下渠道 2023M12 销额-11.6%，销量-13.7%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图20：冰箱线上渠道 2023M12 销额-26.6%，销量-28.8%



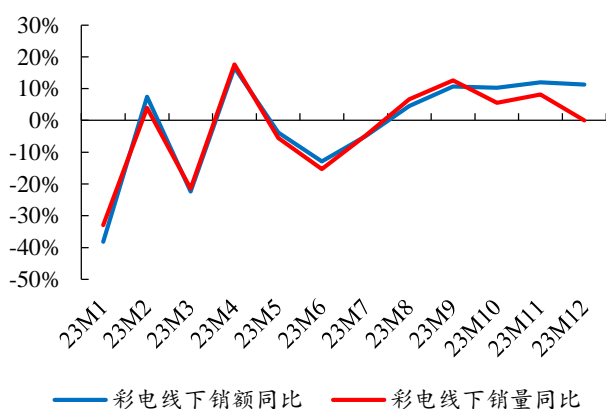
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

5.1.4、彩电：线下保持增长，线上持续承压

(1) 线下渠道：2023M12 销额+11.2%，销量持平；2023Q4 销额+11.2%，销量+4.7%；2023 年销额-4.6%，销量-5.6%。

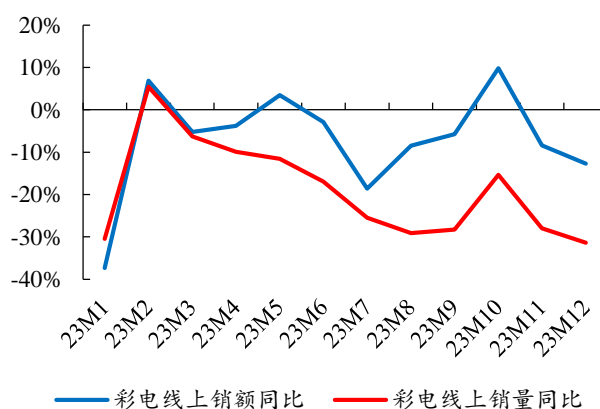
(2) 线上渠道：2023M12 销额-12.7%，销量-31.3%；2023Q4 销额-4.1%，销量-25.2%；2023 年销额-8.6%，销量-21.5%。

图21：彩电线下渠道 2023M12 销额+11.2%，销量持平



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图22：彩电线上渠道 2023M12 销额-12.7%，销量-31.3%



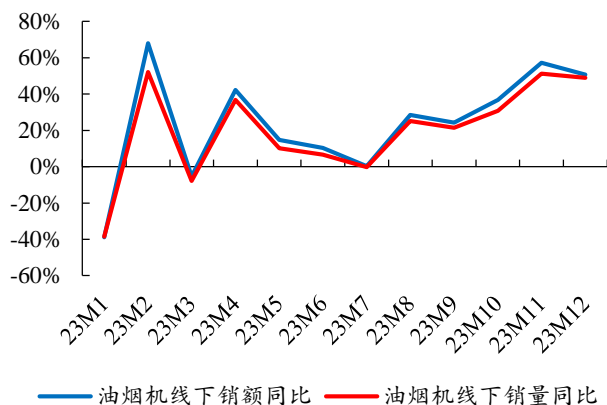
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

5.1.5、油烟机：线下保持高增，线上增速回落

(1) 线下渠道：2023M12 销额+50.6%，销量+49.0%；2023Q4 销额+47.9%，销量+42.9%；2023 年销额+19.2%，销量+15.1%。

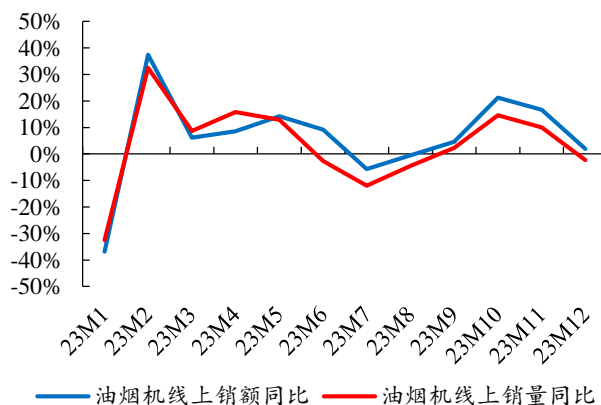
(2) 线上渠道：2023M12 销额+2.0%，销量-2.3%；2023Q4 销额+15.2%，销量+8.7%；2023 年销额+7.4%，销量+3.2%。

图23：油烟机线下渠道 2023M12 销额+50.6%，销量+49.0%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图24：油烟机线上渠道 2023M12 销额+2.0%，销量-2.3%



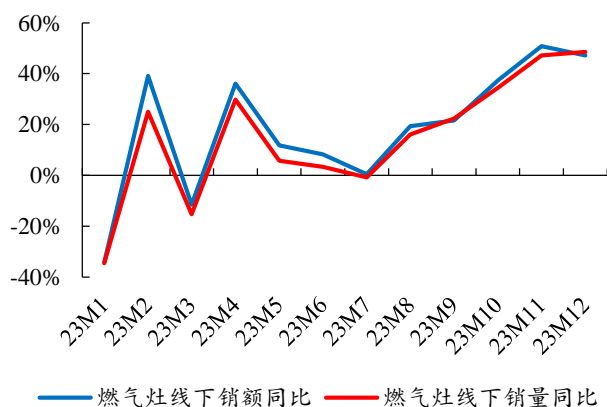
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

5.1.6、燃气灶：线下保持高增，线上增速回落

(1) 线下渠道：2023M12 销额+47.2%，销量+48.5%；2023Q4 销额+44.9%，销量+42.8%；2023 年销额+14.6%，销量+10.8%。

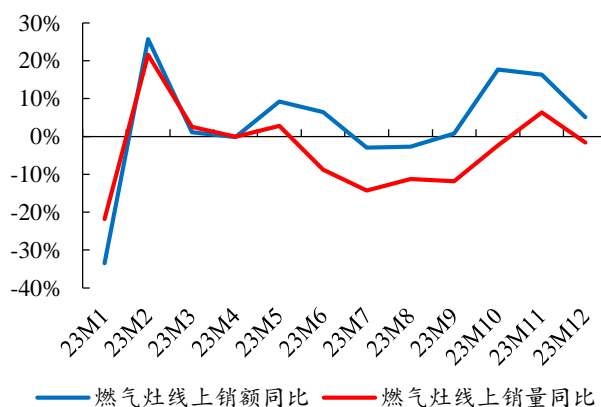
(2) 线上渠道：2023M12 销额+5.1%，销量-1.6%；2023Q4 销额+14.1%，销量+1.0%；2023 年销额+4.3%，销量-4.0%。

图25：燃气灶线下渠道 2023M12 销额+47.2%，销量+48.5%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图26：燃气灶线上渠道 2023M12 销额+5.1%，销量-1.6%



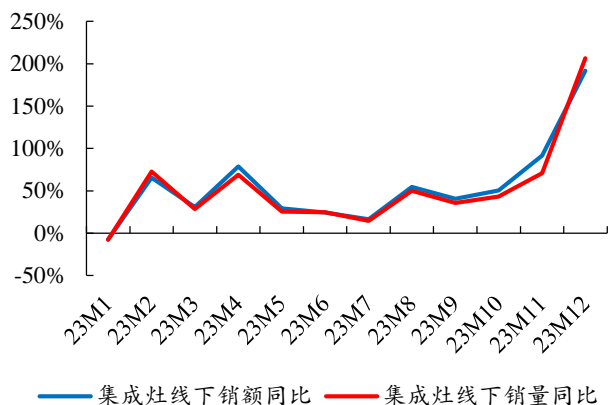
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

5.1.7、集成灶：12月低基数下线下高增，线上跌幅有所收窄

(1) 线下渠道：2023M12 销额+191.6%，销量+206.6%；2023Q4 销额+97.7%，销量+88.9%；2023 年销额+52.1%，销量+47.8%。

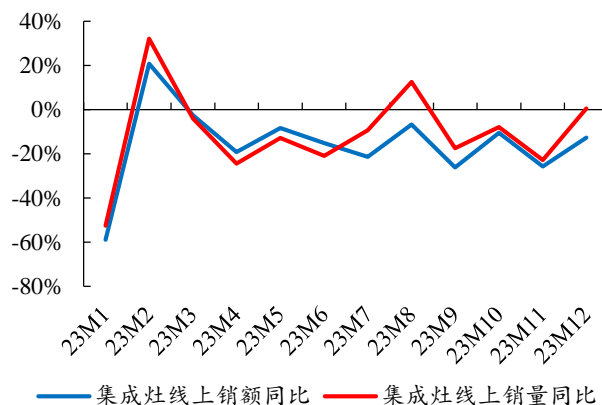
(2) 线上渠道：2023M12 销额-12.7%，销量+0.5%；2023Q4 销额-17.8%，销量-13.2%；2023 年销额-15.5%，销量-12.9%。

图27: 集成灶线下渠道 2023M12 销额+191.6%, 销量+206.6%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图28: 集成灶线上渠道 2023M12 销额-12.7%, 销量+0.5%



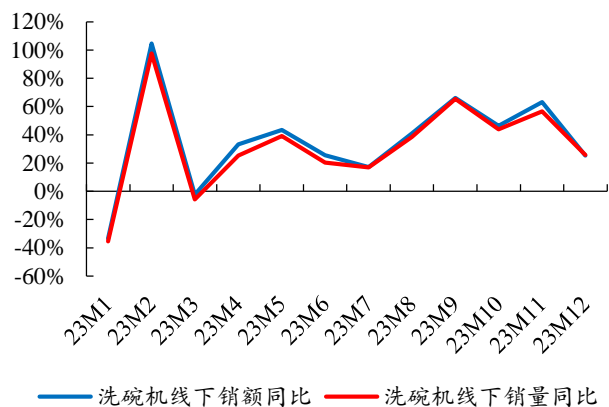
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

5.1.8、洗碗机: 12月线下保持增长, 线上略有下滑

(1) 线下渠道: 2023M12 销额+25.3%, 销量+25.6%; 2023Q4 销额+48.2%, 销量+44.6%; 2023 年销额+32.0%, 销量+28.2%。

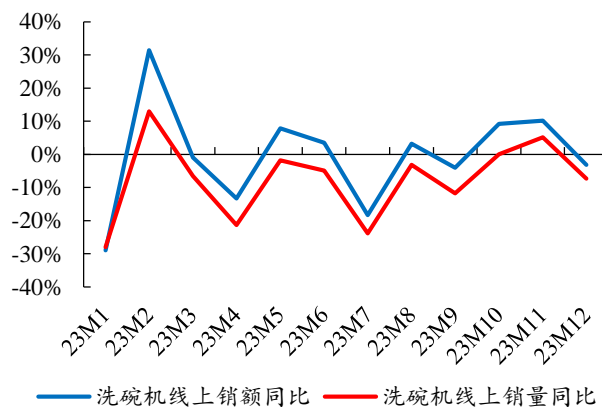
(2) 线上渠道: 2023M12 销额-3.2%, 销量-7.3%; 2023Q4 销额+7.5%, 销量+1.0%; 2023 年销额+2.0%, 销量-5.4%。

图29: 洗碗机线下渠道 2023M12 销额+25.3%, 销量+25.6%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图30: 洗碗机线上渠道 2023M12 销额-3.2%, 销量-7.3%



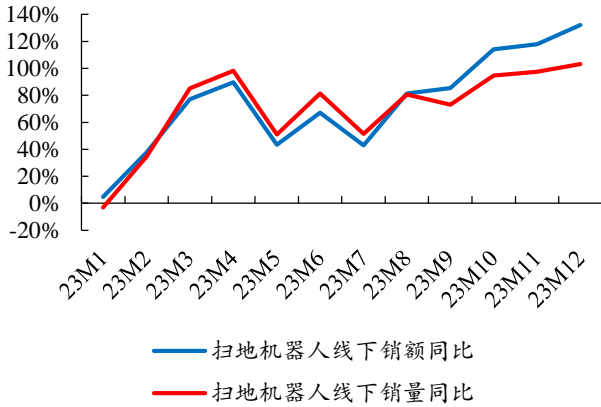
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

5.1.9、扫地机器人: 12月线下持续走强, 线上止跌回升

(1) 线下渠道: 2023M12 销额+132.2%, 销量+103.3%; 2023Q4 销额+119.8%, 销量+97.9%; 2023 年销额+76.1%, 销量+70.6%。

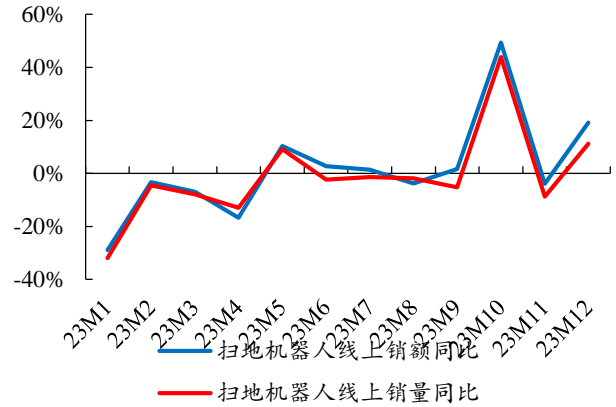
(2) 线上渠道: 2023M12 销额+19.2%, 销量+11.2%; 2023Q4 销额+17.1%, 销量+11.4%; 2023 年销额+4.0%, 销量持平。

图31: 扫地机器人线下渠道 2023M12 销额+132.2%, 销量+103.3%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图32: 扫地机器人线上渠道 2023M12 销额+19.2%, 销量+11.2%



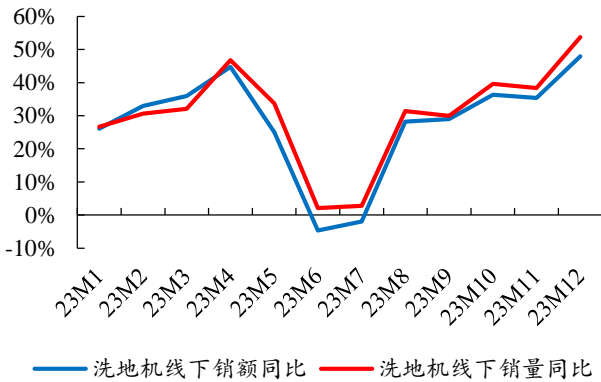
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

5.1.10、洗地机: 12月线下持续走强, 线上止跌回升

(1) 线下渠道: 2023M12 销额+47.9%, 销量+53.8%; 2023Q4 销额+38.7%, 销量+42.5%; 2023 年销额+25.6%, 销量+28.7%。

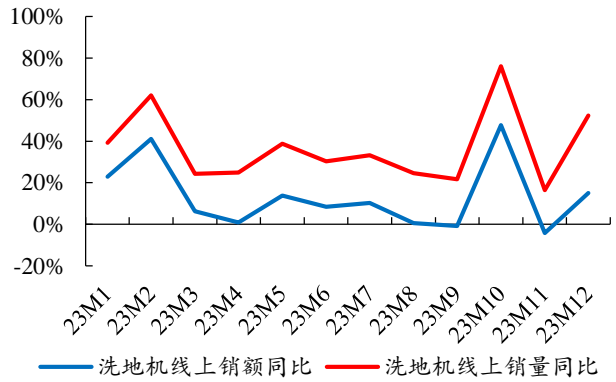
(2) 线上渠道: 2023M12 销额+15.1%, 销量+52.4%; 2023Q4 销额+16.4%, 销量+42.5%; 2023 年销额+12.9%, 销量+36.6%。

图33: 洗地机线下渠道 2023M12 销额+47.9%, 销量+53.8%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图34: 洗地机线上渠道 2023M12 销额+15.1%, 销量+52.4%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

重点推荐标的：石头科技，德昌股份，九号公司。分投资主线：（1）国内外份额提升，石头科技；（2）优秀代工+新业务，德昌股份；（3）底部反转：九号公司。

表4：本周重点推荐标的：石头科技，德昌股份，九号公司

证券代码	证券简称	评级	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)			23-25 三年 利润 CAGR	PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E
688169.SH	石头科技	买入	287.27	62.70%	14.60%	20.00%	30.83%	19.6	17.1	14.3
605555.SH	德昌股份	买入	21.23	17.90%	15.60%	31.90%	21.55%	22.5	19.4	14.7
689009.SH	九号公司	买入	27.52	5%	57%	36%	30.62%	42.1	26.8	19.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（均为开源证券研究所预测，收盘价截至2024年1月12日）

7、风险提示

海外需求快速回落；原材料和海运成本回升；行业竞争加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn