

家用电器

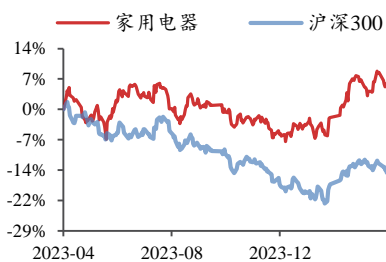
2024年04月14日

投资评级：看好（维持）

3月扫地机行业保持高增，看好石头内外销共振下 Q2 超预期

——行业周报

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《美国就业以及国内 PMI 超预期，石头 P10S Pro 发货两周销额过亿——行业周报》-2024.4.7

《4月家空排产继续保持高增，石头发布旗舰 V20/G20S ——行业周报》-2024.3.31

《家电出口保持较快增长，关注石头科技新品发售——行业周报》-2024.3.24

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

陈怡仲（联系人）

chenyizhong@kysec.cn

证书编号：S0790123070024

● **推荐：石头科技、九号公司、海尔智家、新宝股份、德昌股份、雅迪控股、爱玛科技、海信视像、海信家电**

(1) **外销主题**：石头科技、海尔智家、新宝股份、德昌股份；(2) **两轮车拐点（政策有望超预期）**：九号公司、雅迪控股、爱玛科技；(3) **黑电成本拐点**：海信视像；(4) **低估值白电**：海尔智家，海信家电，长虹美菱。**重点推荐标的包括**：石头科技（2024Q1 收入预计保持高增，看好内外销共振下 Q2 持续超预期）、九号公司（新业务全地形车/割草机新品销售趋势向好，Q1 有望超预期）、海尔智家（卡萨帝、空调、外销三维共振、长期可期）、新宝股份（代工低基数+自有品牌恢复）、德昌股份（新客户、新业务持续拓展，陆续收到龙头定点，在手订单充足）、雅迪控股（以旧换新被低估的行业+超前布局东南亚、卡位新兴钠电赛道龙头先发优势显著）、爱玛科技（行业以旧换新β+重发股权激励彰显发展信心）、海信视像（黑电成本及需求拐点）、海信家电（改革提效下，盈利能力进入持续上行区间）。

● **2024M3 扫地机行业保持高增，石头内销线上/美亚同比分别+58%/+207%**

(1) **扫地机内销**：根据奥维数据，2024M3 扫地机行业内销线上渠道销额/销量同比分别+60.5%/+53.0%。其中分品牌看，科沃斯销额/销量同比分别+12.1%/11.1%，石头同比分别+58.7%/+62.2%，小米分别+17.5%/+8.4%，追觅分别+419.2%/+289.5%，云鲸分别+85.0%/+98.0%，行业呈现边际向好趋势。(2) **扫地机外销**：根据魔镜，2024M3 美亚线上行业销额 7869 万美元（+43.9%），销量 22.61 万台（+65.2%），其中石头销额/销量市占率分别为 32.9%/14.4%，同比分别+17.5/-1.4pcts，其中 500-800/800 美金以上销额市占率分别达 42.2%/67.1%，同比分别+27.4/+2.2pcts，高端市场绝对引领。

(3) **以旧换新**：4月12日，商务部等正式印发《推动消费品以旧换新行动方案》，力争到 2025/2027 年，废旧家电回收量较 2023 年同比分别+15%/+30%，我们预计以旧换新将较好激发家电存量市场活力，同时关注可能被低估的两轮车换新市场。

● **石头 2024Q1 收入预计保持高增，看好内外销共振下 Q2 持续超预期**

2024Q2 国内外收入增速均有望超预期。**国内市场**：Q1 的主要目的是新品预热，收入确认较少，但 2024Q1 石头内销数据仍然持续保持近 30% 较高增长，其中 3 月下半月（3.18-3.31）线上渠道（天猫、京东、抖音合计）单品排名中，石头 P10S Pro 成为唯一销额过亿单品，超过第二名追觅 S30 Pro Ultra 达几千万。我们认为内销 Q2 有望超预期主系：(1) P10S Pro 预售断货，很多本该 3 月销售的产品收入于 Q2 提前确认；(2) V10/G20S 拓宽了公司产品价格带。(3) 2024Q2 的关键是 618 大促，而 618 的热销需要前期新品第一波销售的口碑，而 2024 年各家扫地机第一波销售结果已出，P10S Pro 成为热销单品，口碑持续打造。**中国大陆外市场**：1 月美国 CES 展发布了年度旗舰 S8 MaxV Ultra，因此 2024Q1 大部分经销商对于高端机提货谨慎，但新品影响会比国内小一些：一是海外 SKU 更多，新品销售影响较小；二是新旗舰 2024M4 在德、美上新，经销商在一季度会有一些提货。我们认为大陆外市场可能超预期主系：(1) 石头在法、意、西等国家的线下渠道市占率提升空间很大；(2) 德法意西英亚马逊收回直营后增速非常高，是纯增量；(3) 德语区/北欧/韩国/中国台湾等市场中，仍然有产品结构升级的提价逻辑；(4) 美国市场预计稳定，因为美亚需要长时间投入积累店铺口碑和评分，而线下渠道难以借助经销商资源，壁垒较深，石头在美国突破了 Target 渠道后，将是短期竞争对手较难追赶的格局。

● **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：家电板块本周有压力，小家电涨幅居前	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、	本周行业信息更新	6
3.1、	商务部等 14 部门正式印发《推动消费品以旧换新行动方案》，电动两轮车可能是以旧换新被低估的行业	6
4、	本周年报业绩更新	7
4.1、	星帅尔：2023 年年报	7
4.2、	兆驰股份：2024 年第一季度业绩预告	8
4.3、	涛涛车业：2023 年业绩快报&2024Q1 业绩预告	8
5、	本周推荐标的及逻辑	8
5.1、	石头科技：2024Q1 收入预计保持高增，看好内外销共振下 Q2 持续超预期	9
5.2、	九号公司：新业务全地形车/割草机新品销售趋势向好，Q1 有望超预期	10
5.3、	海尔智家：卡萨帝、空调、外销有望较快增长，看好产品结构提升、数字化降本带动净利率持续提升	11
5.4、	新宝股份：外销短期仍有支撑，内销有望迎新品周期	13
5.5、	德昌股份：新客户带动代工业务高增，汽车 EPS 电机、人形机器人业务打开公司想象空间	14
5.6、	雅迪股份：出席以旧换新座谈会，超前布局东南亚、卡位新兴钠电赛道龙头先发优势显著	14
5.7、	爱玛科技：行业量价表现预计边际向好，股权激励彰显发展信心	14
5.8、	海信视像：黑电成本及需求拐点已至，彩电全球份额稳步提升	15
5.9、	海信家电：白电 α 逐渐显现，盈利能力进入上行区间	16
5.10、	飞科电器：新品周期+渠道优化有望带动博锐持续高增及飞科品牌改善	16
6、	本周奥维数据更新	17
6.1、	周度数据更新（2024 年 3 月 31 日-4 月 7 日）	17
6.1.1、	彩电：线下渠道承压，线上渠道量减价增	17
6.1.2、	空调：线下线上量增价减，线上增幅明显	17
6.1.3、	冰箱：线下渠道承压，线上渠道量价齐增	18
6.1.4、	洗衣机：线下线上量价齐升，线上渠道增幅明显	19
6.1.5、	油烟机：线下量增价减，线上渠道量减价增	19
6.1.6、	燃气灶：线下渠道承压，线上渠道量价齐升	20
6.1.7、	集成灶：线下线上同时承压	21
6.1.8、	洗碗机：线下渠道承压，线上渠道量价齐增	21
6.1.9、	洗地机：全渠道实现量价齐增	22
6.1.10、	扫地机：全渠道实现量价齐升	23
7、	盈利预测与投资建议	23
8、	风险提示	24

图表目录

图 1：	家电板块本周下降 2.4%（单位：%）	4
图 2：	家电子板块本周小家电板块涨幅居前（单位：%）	4
图 3：	家电个股中本周鸿智科技、北鼎股份、TCL 电子、宏昌科技、海达尔涨幅居前五（单位：%）	4
图 4：	家电个股中本周四川九洲、高斯贝尔、盾安环境、星光股份、汉宇集团跌幅居前五（单位：%）	4
图 5：	本周铜/铝/塑料/螺纹钢价格环比分别+3%/+3%/+1%/+2%，同比分别+4%/+5%/+2%/-13%	5

图 6: 本周海运运价综合指数较上周环比-0.5%, 同比+25.8%.....	5
图 7: 截至 2024 年 4 月 12 日, 美元兑人民币即期汇率环比上周持平.....	5
图 8: 本周外资资金持股比例增加较多的个股为安克创新、奥佳华、老板电器、美的集团、万和电气等.....	6
图 9: 2024W14 销额约为 1.2 亿元, 同比-8.6%, 销量约为 2.0 万台, 同比-17.9%.....	17
图 10: 2024W14 销额约为 6.9 亿元, 同比+3.5%, 销量约为 24.6 万台, 同比-5.0%.....	17
图 11: 2024W14 空调线下销额约为 4.1 亿元, 同比+36.5%, 销量约为 8.9 万台, 同比+29.9%.....	18
图 12: 2024W14 空调线上销额约为 17.8 亿元, 同比+73.7%, 销量约为 57.0 万台, 同比+75.2%.....	18
图 13: 2024W14 冰箱线下销额约为 1.6 亿元, 同比-5.8%, 销量约为 2.8 万台, 同比-8.7%.....	19
图 14: 2024W14 冰箱线上销额约为 11.4 亿元, 同比+57.3%, 销量约为 48.6 万台, 同比+51.2%.....	19
图 15: 2024W14 洗衣机线下销额约为 1.1 亿元, 同比+9.9%, 销量约为 3.0 万台, 同比+7.3%.....	19
图 16: 2024W14 洗衣机线上销额约为 7.5 亿元, 同比+32.9%, 销量约为 49.4 万台, 同比+36.4%.....	19
图 17: 2024W14 油烟机线下销额约为 0.3 亿元, 同比-1.8%, 销量约为 0.8 万台, 同比+2.1%.....	20
图 18: 2024W14 油烟机线下销额约为 2.1 亿元, 同比+2.0%, 销量约为 13.0 万台, 同比-10.8%.....	20
图 19: 2024W14 燃气灶线下销额约为 0.2 亿元, 同比-4.9%, 销量约为 0.8 万台, 同比-7.4%.....	21
图 20: 2024W14 燃气灶线上销额约为 1.2 亿元, 同比+9.5%, 销量约为 14.8 万台, 同比+12.8%.....	21
图 21: 2024W14 集成灶线下销额约为 0.01 亿元, 同比-42.2%, 销量约为 0.01 万台, 同比-41.7%.....	21
图 22: 2024W14 集成灶线上销额约为 0.3 亿元, 同比-49.5%, 销量约为 0.5 万台, 同比-41.3%.....	21
图 23: 2024W14 洗碗机线下销额约为 0.1 亿元, 同比-5.6%, 销量约为 0.1 万台, 同比-7.0%.....	22
图 24: 2024W14 洗碗机线上销额约为 0.6 亿元, 同比+27.4%, 销量约为 1.4 万台, 同比+25.7%.....	22
图 25: 2024W14 洗地机线下销额约为 0.04 亿元, 同比+41.7%, 销量约为 0.1 万台, 同比+50.1%.....	23
图 26: 2024W14 洗地机线上销额约为 0.8 亿元, 同比+13.0%, 销量约为 3.7 万台, 同比+43.1%.....	23
图 27: 2024W14 扫地机线下销额约为 0.02 亿元, 同比+16.0%, 销量约为 0.04 万台, 同比+12.3%.....	23
图 28: 2024W14 扫地机线上销额约为 0.9 亿元, 同比+9.4%, 销量约为 2.9 万台, 同比+6.7%.....	23
表 1: 本周推荐标的: 石头科技、九号公司、海尔智家、新宝股份、德昌股份、雅迪控股、爱玛科技、海信视像、海信家电.....	24

图5：本周铜/铝/塑料/螺纹钢价格环比分别+3%/+3%/+1%/+2%，同比分别+4%/+5%/+2%/-13%

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
2024-04-13	3%	3%	1%	2%	4%	5%	2%	-13%
2024-04-06	4%	4%	0%	-2%	2%	1%	1%	-17%
2024-03-30	-1%	1%	0%	-2%	-3%	-3%	1%	-17%
2024-03-23	2%	1%	1%	0%	0%	-1%	1%	-16%
2024-03-16	3%	1%	1%	-4%	1%	-1%	-1%	-18%
2024-03-09	1%	2%	0%	-2%	-4%	-4%	-1%	-14%
2024-03-02	-1%	-1%	0%	-2%	-6%	-8%	-1%	-11%
2024-02-10	-2%	-1%	0%	-1%	-8%	-11%	-2%	-5%
2024-02-03	1%	2%	0%	0%	-7%	-14%	-3%	-6%
2024-01-20	-1%	-3%	0%	-1%	-11%	-17%	-3%	-6%
2024-01-13	-1%	-3%	0%	-2%	-7%	-10%	-3%	-5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **海运价格**：截止 2024 年 4 月 12 日，海运运价综合指数较上周环比-0.5%，同比+25.8%。

图6：本周海运运价综合指数较上周环比-0.5%，同比+25.8%

日期	环比					同比				
	综合指数	美西航线	欧洲航线	美东航线	东南亚航线	综合指数	美西航线	欧洲航线	美东航线	东南亚航线
2024-04-12	-0.5%					25.8%				
2024-04-03	-1.4%	-2.8%	-0.7%	-3.9%	2.1%	25.0%	52.3%	47.2%	17.4%	7.1%
2024-03-29	-2.9%	-4.3%	-4.0%	-2.0%	-3.2%	26.1%	38.1%	46.6%	7.5%	7.7%
2024-03-22	-2.6%	-3.8%	-1.6%	-2.0%	3.3%	27.4%	41.2%	49.9%	6.7%	12.8%
2024-03-15	-2.6%	-1.3%	-6.3%	-2.8%	-3.0%	28.8%	41.1%	32.8%	9.5%	8.6%
2024-03-08	-3.0%	-3.3%	-6.4%	-5.4%	2.3%	28.6%	41.3%	34.8%	14.4%	18.8%
2024-03-01	-3.6%	-3.8%	-1.7%	-1.9%	-1.6%	27.9%	39.7%	36.0%	17.1%	16.6%
2024-02-23	-3.6%	0.7%	-5.5%	-4.1%	-1.9%	30.1%	45.4%	37.0%	15.6%	13.1%
2024-02-09	-0.7%	8.4%	-3.4%	5.8%	-0.1%	33.0%	41.8%	34.2%	17.9%	16.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **人民币汇率**：截止 2024 年 4 月 12 日，美元兑人民币即期汇率收于 7.2375，环比上周持平。

图7：截至 2024 年 4 月 12 日，美元兑人民币即期汇率环比上周持平



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安克创新、奥佳华、老板电器、美的集团、万和电气等，资金持股比例下降较多的个股为格力电器、石头科技、海信视像、欧普照明、四川长虹等。

图8：本周外资资金持股比例增加较多的个股为安克创新、奥佳华、老板电器、美的集团、万和电气等

【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20240405		截至20240412	
	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	20.37	30.42	21.96	32.17
海尔智家	9.29	15.97	9.62	16.53
格力电器	11.77	15.47	11.52	15.02
海信家电	6.20	14.91	6.47	15.14
奥马电器	1.50	3.44	1.41	3.21
黑电板块				
四川长虹	1.19	1.55	1.20	1.56
海信视像	3.54	6.71	3.12	5.92
极米科技	0.85	1.42	0.67	1.12
深康佳A	0.81	1.21	0.73	1.09
四川九洲	0.99	1.97	1.35	2.65
创维数字	1.35	3.05	1.20	2.61
兆驰股份	2.29	4.98	2.24	4.87
厨电板块				
老板电器	8.26	17.62	10.30	21.69
浙江美大	2.02	5.58	2.21	5.48
火星人	0.87	2.41	0.76	1.49
华帝股份	6.21	8.42	6.57	8.20
万和电气	6.27	20.16	7.10	20.32
厨房小家电板块				
新宝股份	5.02	14.58	5.81	16.78
小熊电器	0.43	1.48	0.94	3.19
苏泊尔	7.68	44.99	7.86	45.88
九阳股份	2.13	6.52	1.99	6.06
清洁电器板块				
石头科技	9.03	13.44	8.67	12.89
科沃斯	2.20	6.72	1.97	6.00
莱克电气	0.45	2.45	0.47	2.55
家电出海板块				
安克创新	8.62	23.20	15.72	23.21
个护板块				
飞科电器	0.28	2.89	1.05	10.50
奥佳华	4.43	7.26	6.48	7.50
照明板块				
欧普照明	3.87	25.31	3.68	24.02
佛山照明	2.12	5.14	2.42	4.97
家电上游及其他				
三花智控	14.82	27.83	15.19	28.18
盾安环境	1.60	3.06	2.09	3.44
东方电热	0.07	0.12	0.21	0.27
公牛集团	1.77	11.89	1.75	11.72

注：系统持股占比来自港交所官网，沪股通公布为占流通A股比，深股通公布为占全部A股比

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、本周行业信息更新

3.1、商务部等 14 部门正式印发《推动消费品以旧换新行动方案》，电动两轮车可能是以旧换新被低估的行业

国务院总理李强 3 月 1 日主持召开国务院常务会议，审议通过《推动大规模设

备更新和消费品以旧换新行动方案》。会议指出，推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，是党中央着眼于我国高质量发展大局作出的重大决策。要按照党中央部署要求，坚持市场为主、政府引导，坚持鼓励先进、淘汰落后，坚持标准引领、有序提升，抓紧完善方案，精心组织实施，推动先进产能比重持续提升，高质量耐用消费品更多进入居民生活，让这项工作更多惠及广大企业和消费者。

4月12日，商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，力争到2025年，实现高效节能家电市场占有率进一步提升，其中废旧家电回收量较2023年增长15%；到2027年，废旧家电回收量较2023年增长30%。

在政策方面，强调（1）发挥财税政策引导作用，鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金，充分利用县域商业体系建设等现有资金渠道，改造提升家电回收网络，提高废旧家电回收、中转和集散效率，支持家电以旧换新。（2）鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。（3）完善废旧家电回收网络。（4）加大多元化主体培育力度。（4）强化家电标准引领与支撑。（5）全面提升售后服务水平。（6）发展二手商品流通。

对于电动车行业而言，我们预计各地级市将逐步出台政策，2024年国家两轮车依旧换新重视力度提高，政策执行速度提高。

展望后续，目前国内还没有两轮车电池（尤其市锂电池）的生产销售回收销毁的相关法律法规，预计后续政府会针对电池制定相关政策，加速以旧换新：（1）电动自行车产品不允许使用三元锂。（2）所有T型电池不允许进入两轮车领域。

钠电产品趋势方面，以深圳为代表的城市，在推动钠电产品普及。对于两轮车短出行行业来说，钠电产品是最好的方向，目前钠电的优势在于：（1）高低温表现更强。（2）安全性在两轮车领域最强。（3）放电宽度高，优于锂电。（4）可以做到0放电，在运输过程中大幅高安全性。（5）快充成本较低，锂电做到快充需要提升100%成本，钠电只要提升5-10%。（6）批量生产后规模效应显著，成本可以显著降低。

我们预计两轮车行业受益于以旧换新政策拉动或低于市场预期。总量上看，以江苏、山东省为代表的主要省份存在千万级别可换购两轮车存量。政策上看，国家对两轮车市场以旧换新重视力度提高，政策执行速度或相比之前更快，具体的换购补贴政策及旧车、电池回收政策细节有望于近期逐步细化落地。

4、本周年报业绩更新

4.1、星帅尔：2023年年报

2023年公司营收28.79亿元（+47.68%），归母净利润2.02亿元（+70%），扣非净利润1.82亿元（+78.88%）。2023Q4公司营收5.94亿元（-14.96%），归母净利润0.21亿元（+90.03%），扣非净利润实现0.13亿元（+67.84%）。

分业务看，（1）白电业务：收入7.01亿元（+11.36%），占比24.35%，其中冰箱、冷柜、空调等压缩机及小家电用配套产品收入+12.12%；光通信、光传感器组件实现营收0.14亿元（-16.2%）；（2）电机业务：收入1.73亿元（+5.44%），占比6%，电梯用新品类叠片电机销售规模扩大；（3）太阳能光伏组件：收入19.7亿元（+75.96%），占比68.46%；子公司富乐新能源2023年营收19.7亿元（+74%），净利润1.0亿元（+526%），2024年与中国能建东电签订10.14亿元分布式光伏组件合同。年产2GW

项目 2024 年 1 月底正式投产，全年产能有望达到 3.5GW，达满后新增产值 27.4 亿元，看好公司产能爬坡放量带动增长。

4.2、兆驰股份：2024 年第一季度业绩预告

2024Q1 公司实现归母净利润 4.43 亿元，同比+4.44%~+12.27%，扣除非经常性损益后的净利润 3.93-4.23 亿元，同比+17.46%~26.43%。

公司 2024 年第一季度归属于上市公司股东的净利润同比上升主系：**(1) 智慧显示业务**：2024Q1 公司电视 ODM 经营业绩稳定，同时依托 Mini LED 核心供应链的技术优势，成功向国内外战略客户供货 Mini LED 电视，这不仅助力客户实现 LCD 电视的产品升级，还进一步提升了客户的品牌竞争力。**(2) LED 全产业链业务**：公司 LED 芯片业务实现了满产满销，产量上氮化镓芯片达到 105 万片（4 寸片），砷化镓芯片达到 5 万片（4 寸片）。截至目前，公司 COB 月产能已达 16000 平方米（以 P1.25 点间距产品测算），并且已投放适用于 P1.56 以上的 COB 显示模组，这意味着公司 P1.56 以上的 COB 显示技术在点间距产品中的渗透率将逐步提升，从而有望在未来市场上占据更大的份额。

4.3、涛涛车业：2023 年业绩快报&2024Q1 业绩预告

2023 年公司实现营收 21.47 亿元（+21.62%），归母净利润 2.81 亿元（+36.1%），扣非归母净利润 2.62 亿元（+28.18%），单季度上看 2023Q4 营收 8.01 亿元（+42.67%），归母净利润 0.76 亿元（+9.1%），扣非归母净利润 0.68 亿元（+0.63%）。

2024Q1 预计实现归母净利润 0.47~0.51 亿元，同比增长 34.78%~46.25%；扣非归母净利润 0.47~0.51 亿元，同比增长 34.47%~45.72%。

2023Q4 营收增速环比提升，单季度归母净利率 9.53%（-2.93pct），扣非归母净利率 8.48%（-3.54pct），利润增速低于收入增速或系年底费用率提升以及同期较高公允价值收益（占收入比重 1.2%）。2023 年公司积极降本增效，同时海运费降低、人民币汇率贬值、利息收入等增厚利润。

2024Q1 营收实现良好增长，其中电动滑板车、电动自行车等产品在亚马逊和沃尔玛的销售稳步增长；电动高尔夫球车随着产能改善和渠道优化，销售逐步增加。

5、本周推荐标的及逻辑

(1) 外销主题：石头科技、海尔智家、新宝股份、德昌股份；

(2) 新品催化：石头科技、新宝股份、飞科电器；

(3) 两轮车拐点：九号公司、雅迪控股、爱玛科技；3 月的国检仅影响短期销量，实际对龙头是利好。国检目的是打击杂牌改装和低质车，利好龙头，同时可能会推出新的行业标准，刺激强制换购，已经有江苏地级市推出了换购补贴。23Q2 开始行业价格战，24Q2 有低基数，各家公司收入利润均会改善。

(4) 黑电成本拐点：海信视像；

(5) 低估值白电：海尔智家，海信家电，美的集团。

重点推荐标的包括：石头科技（新品 V20/G20S 带动 Q2 业绩，P10SPro 系列断货热销，发货两周销额过亿）、九号公司（拖累业务见底，新业务全地形车/割草机新

品落地)、海尔智家(卡萨帝、空调、外销三维共振、长期可期)、新宝股份(代工低基数+自有品牌恢复)、德昌股份(新客户、新业务持续拓展,陆续收到龙头定点,在手订单充足)、雅迪控股(超前布局东南亚、卡位新兴钠电赛道龙头先发优势显著)、爱玛科技(行业 β +重发股权激励彰显发展信心)、海信家电(改革提效下,盈利能力进入持续上行区间)。

5.1、石头科技：2024Q1 收入预计保持高增，看好内外销共振下 Q2 持续超预期

2024Q2 国内外收入增速有望超预期。其中国内新品预售断货,新品技术再次引领;海外市场方面,2024M4 开始,新品陆续发货,有望带来海外市场量价齐升。而在美国线下渠道、欧洲低市占率的法国等新市场,以及欧洲亚马逊等均会带来纯增量。

国内市场:2024M3 石头销额/销量分别为 1.68 亿元/4.4 万台,同比分别+58.7%/+62.2%,销额/销量市占率分别为 21.4%/18.2%。2024 年 3 月下半月(3.18-3.31)线上渠道(天猫、京东、抖音合计)单品销额排名:(1) P10S Pro(唯一销额过亿单品);(2) S30 Pro Ultra,在近两周支付尾款销售,但与石头差距较大(几千万);(3) 科沃斯 T30 Pro;(4) 云鲸 J4;(5) 美的 V12;(6) 科沃斯 X2;(7) 石头 P10 Pro。追觅 X40 付尾款较晚,且销售主要为 S30,销额预计不到 2000 万。

Q1 的主要目的是发新、上新,新品收入确认的很少。例如国内市场种,2 月 18 日发布的 P10S 系列到 3 月 18 日才付尾款,4 月前开始陆续现货发货。一方面,新品发布后,老品销售受影响(买新不买旧);另一方面,即使 3.18 开始发货,也需要物流配送时间、消费者确认收货时间。因此,2024Q1 国内市场能确认的收入非常有限。此外,从新品有现货的第 2 周开始,P10S Pro 就出现了全面断货,只能付定金,要到 4 月 10 日付尾款后才能发货,因此很多 3 月底预售的产品均要 Q2 确认收入。

我们认为内销 Q2 有望超预期主系:(1) P10S Pro 预售断货,很多本该 3 月销售的产品收入于 Q2 提前确认;(2) V10/G20S 拓宽了公司产品价格带。(3) 2024Q2 的关键是 618 大促,而 618 的热销需要前期新品第一波销售的口碑,而 2024 年各家扫地机第一波销售结果已出,P10S Pro 成为热销单品,口碑持续打造。

海外市场:国外市场基数不高,新品发货+线下渠道突破有望继续带动 2024Q2 外销延续较快增长。

线下渠道看,美国线下渠道逐步取得突破,而欧洲的薄弱国家(南欧、法国)预计在 2024 年 5 月 1 日前于线下渠道全面铺货。在线上渠道方面,欧洲亚马逊(德法意西英)改为直营,有望复刻美亚成功。从新品方面看,S8maxV 系列新品发货有望带动 2024Q2 外销市场延续较快增长。

海外市场的新品影响会比国内小一些。1 月美国 CES 展发布了年度旗舰 S8 MaxV Ultra,因此 2024Q1 大部分经销商对于高端机提货谨慎,但新品影响会比国内小一些:一是海外 SKU 更多,新品销售影响较小;二是新旗舰 2024M4 在德、美上新,经销商在一季度会有一些提货。我们认为大陆外市场可能超预期主系:。

Q2 中国大陆外收入可能超预期主系:(1) 石头在法、意、西等国家的线下渠道市占率提升空间很大;(2) 德法意西英亚马逊收回直营后增速非常高,是纯增量;(3) 德语区/北欧/韩国/中国台湾等市场里,仍然有产品结构升级的提价逻辑;(4) 美国市

场预计稳定，因为美亚需要长时间投入积累店铺口碑和评分，而线下渠道难以借助经销商资源，壁垒较深，石头在美国突破了 Target 渠道后，将是短期竞争对手较难追赶的格局。

5.2、九号公司：新业务全地形车/割草机新品销售趋势向好，Q1 有望超预期

2023 年公司实现营收 102.22 亿元（同比+0.97%，下同），归母净利润 5.98 亿元（+32.5%），扣非归母净利润 4.13 亿元（+8.54%）。2023Q4 实现营收 26.96 亿元（+8.18%），归母净利润 2.19 亿元（+280%），扣非归母净利润 0.65 亿元（+471%），单季度业绩高增。基于持续改善的现金流和盈利状况，公司上市首年高分红。

2023Q4 两轮车/全地形车维持高增长，ToB 渠道降幅收窄。（1）两轮车：2023/2023Q4 营收分别为 42.32/10.05 亿元，同比分别+74%/+136%；销量分别为 147/32 万台，同比分别+78%/+69%；均价分别为 2876/3129 元，同比分别-2%/+39%，2023Q4 量价双升或主要系高端车型占比较同期提升。（2）全地形车：2023/2023Q4 营收分别为 6.98（+19%）/2.22 亿元，销量分别为 1.77（+41%）/0.55 万台，均价分别为 39448（-16%）/40663 元。2023Q4 在 UTV 新品拉动下恢复高增长，2023H2 全地形车营收同比+94%。（3）零售滑板车：2023/2023Q4 营收分别为 21.12/5.65 亿元，同比分别-7%/-17%；销量分别为 108/31 万台，同比分别-3%/-11%；均价分别为 1957/1830 元，同比分别-4%/-6%。（4）割草机器人：2023/2023Q4 营收分别为 2.24/0.96 亿元，销量分别为 3.68/1.76 万台，均价分别为 6087/5456 元。（5）ToB 渠道：2023/2023Q4 实现营收 15.97/4.85 亿元，同比分别-40%/-12%，2023Q4 降幅收窄，营收环比 Q3 提升。（6）定制渠道：2023/2023Q4 实现营收 4.36/0.34 亿元，同比分别-65%/-85%。

全年两轮车/全地形车/机器人毛利率较大幅度增长，2023Q4 费用率改善。2023 年毛利率 26.9%（+0.92pct），2023Q4 毛利率 27.68%（-0.6pct）。拆分上看，全年电动平衡车/滑板车毛利率 29.45%（+0.01pct），两轮车毛利率 19.27%（+3.71pct），全地形车毛利率 24.64%（+14.42pct），机器人毛利率 53.11%（+3.8pct）。两轮车剔除建店补贴后毛利率达 21.42%。

费用端，2023 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.87/+0.68/+0.27/+0.36pct，费用率增长主要系：（1）汇兑收益减少导致财务费用增加 0.82 亿元；（2）股份支付费用同比增加 0.18 亿元。2023Q4 销售/管理/研发/财务合计费用率为 24.25%（-1.68pct），同比分别-0.61/+0.8/-1.6/-0.26pct，股份支付费用减少+收入改善情况下销售/研发/财务费用率下降，规模效应显现。2023Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.61/+0.8/-1.6/-0.26pct。综合影响下 2023 年扣非净利率 4.04%（+0.29pct），2023Q4 扣非净利率 2.42%（+3.12pct）。

经营性现金流较大幅度改善，存货周转效率提升/回款能力处健康状态。2023/2023Q4 公司经营活动产生现金流净额 23.19 亿元（+45.96%）/0.86 亿元（+291.6%）。经营活动产生现金流净额同比较大增加主要系电动两轮车等新业务的增长带来经营性现金净流入增加，同时公司加强资金管理，提升销售回款速度。**营运能力方面**，2023 年公司存货周转天数 70 天（-30 天），应收账款周转天数 38 天（+3 天），存货周转效率较大幅度提升或系两轮车等内销高周转业务快速增长，回款能力整体处于健康状态。

九号公司二代割草机器人上线亚马逊，销售趋势向好。公司二代割草机器人 i 系列新品近期已上线美国亚马逊和法国亚马逊，销售趋势向好：（1）美亚市场，

Navimow i 系列新品于 3 月下旬发售，近 1 月销售额份额 9.77%，加上 H 系列产品公司割草机器人美亚合计销售额份额 13.4%，位列行业 TOP2。(2) 法亚市场：Navimow i105N 款新品于 3 月上旬发售，近 1 月销售额份额 7.46%。割草机器人渗透有所提升：2024 年 1-2 月美亚割草机器人销量预计同比+255%，渗透率 5.4% (+3.9pct)。

Navimow i110N /i105N 价格更亲民，聚焦导航避障升级。

(1) 售价：\$1299/\$999，相较于 H 系列\$1899~2599 价位段有较为明显下降；(2) 技术路径：两款产品采用 RTK+Vision (全新 RTK 和视觉辅助组合定位系统)，较 H 系列升级增加视觉模组。VisionFence 内置 AI 算法识别 20+种障碍物。当卫星信号弱时，Navimow 将利用视觉辅助导航。(3) 最大割草面积：i110N 和 i105N 分别为 1/4 英亩、1/8 英亩，上一代割草面积 0.2~0.8 英亩。(4) 适应最大坡度：i 系列 16°，H 系列最大适应坡度 24°。(5) 智能化：(a) i 系列引入 AI 助手建图，智能识别草坪边缘 (可选择手动或自动)+分区割草；(b) 此外新增跨骑模式，优化草坪边缘割不到草的问题；(c) 可 OTA 升级，APP 程序可防盗。

2024Q1 有望看到收入和利润双拐点，其中两轮车和零售滑板车终端激活量延续良好态势，全地形车新品强竞争力叠加基数效应或带动 2024Q1 延续高增长态势。**展望 2024 年全年，继续看好收入和利润拐点向上**：(1) 电动两轮车，1 月份久谦数据显示京东渠道仍高增，2024 年持续推新，扩渠道逻辑下收入和利润有望维持高增长。

(2) 全地形车，UTV 新品强竞争力带动收入增长提速以及北美渠道拓展，看好新品/渠道扩张落地下收入增长。(3) 割草机器人，迭代新品于 CES 展推出，更强竞争力+全渠道布局下收入有望维持高增。(4) 小米/ToB 渠道滑板车已触底，对 2024 年业绩影响有限。此外预计后续股份支付费用对业绩影响也有限。负面影响因素减弱+高增品类净利率提升有望驱动 2024 年业绩增长。

基于持续改善的现金流和盈利状况，公司上市首年高分红。考虑到小米/ToB 渠道触底，两轮车/全地形车/割草机新品和新渠道落地，规模效应下看好收入利润持续增长，预计 2024-2026 年归母净利润 7.43/10.34/13.66 亿元。

5.3、海尔智家：卡萨帝、空调、外销有望较快增长，看好产品结构提升、数字化降本带动净利率持续提升

海尔是 2024 年看好的白电低估值滞涨的标的，公司要提高分红比例，如果分红比例不大幅落后于美的、格力，海尔未来几年净利率提升逻辑、海外自有品牌(特别是美国)、国内空调份额提升潜力、欧洲 Candy 扭亏为盈，有更高利润弹性的逻辑会被逐步认可。Q2 美国降息，利好自有品牌外销标的。

内销方面：

2023 年中国市场份额为 28% (+0.8pcts)，连续三年份额提升。分产品看，根据中怡康数据，2023 年公司冰箱冷柜/厨电/洗衣机的线下份额分别为 45%/9%/48%，线上份额分别为 40%/4%/40%，冰箱冷柜/厨电/洗衣机的线下线上份额均实现同比增长；根据产业在线数据，智慧楼宇份额达到 9.5% (+0.8pct) 排名第四。

(1) 制冷产业：高端市场显著提升份额。卡萨帝冰箱丰富平嵌冰箱产品阵容，实现平嵌产品销量同比增长 120%；海尔冰箱拓展博观家族阵容，在 20,000 元以上价位段实现份额第一。根据中怡康数据，线下市场公司冰箱产品在 10,000 元价位段零售额份额达 52.8% (+4.0pcts)。推进全流程降本提效，2023 年上合制冷园区一期建成投产，产能增加 150 万台。

(2) 厨电业务：2023 年全年收入增长超过 10%。卡萨帝厨电零售额增长 30%，高端市场份额达到 10%。

(3) 洗涤产业：2023 年干衣机收入同比增长 20%。上海干衣机工厂的投产，增加产能 200 万台。根据 Gfk 数据，公司干衣机线下零售额份额达到 40.4%，线上零售额 34%。

(4) 家空业务：2023 年上市行业首台集成式高能空气机——卡萨帝星云空调，上市一年销售 11 万套，拉动 10,000 元以上高端份额达到 37%，位居高端市场第一。深化供应链布局，强化零部件自制能力，提升成本竞争力。(a) 2023 年 3 月郑州电路板自制工厂正式量产，年产 200 万套，预计优化成本超千万；(b) 公司与海立股份成立的压缩机合资公司将在 2024 年 Q1 投产，有助于进一步补全产业链，建立深度融合的压缩机供应能力。

(5) 智慧楼宇产业：热泵业务产品收入增长 20%，2023 年 9 月公司控股收购同方能源科技发展有限公司，增强公司在供热、供冷运营一体化服务能力与清洁能源综合利用、工业余热回收等节能改造方案实施能力。

(6) 全屋用水解决方案：2023 年国内收入突破 120 亿元，燃气热水器业务 2021 年~2023 年的收入复合增长率超过 20%。

高端品牌卡萨帝实施品牌升级计划，2023 年卡萨帝零售额增幅 14%。2023 年，卡萨帝在小红书高端家电用户关注度排名第一；线下卡萨帝已在 240 家 Shopping mall 建立体验中心，并进驻全国知名的高端商业综合体——南京德基广场，开设卡萨帝艺术中心，通过打造家电与家居艺术的融合为消费者带来全新的购物体验。根据中怡康数据，2023 年卡萨帝品牌高端份额领先，在高端市场冰箱、洗衣机、空调等品类的零售额份额排名第一。卡萨帝品牌冰箱及空调在中国一万五千元以上市场的线下零售额份额达到 50%、28%，洗衣机在中国万元以上市场的份额达到 84%。

2023 年三翼鸟场景交易额超过 51 亿，全国触点 2900 家，定制落地方案超 8 万套，三翼鸟门店零售额同比提升 84%，成套占比超过 60%，卡萨帝占比 40%，前置占比 35%。①公司研发的筑巢设计工具拥有超 500 个 3D 版家电设计模块和全国超 90%小区的真实户型图，为用户制定专业家电设计成套方案。②三翼鸟触点新增近 1500 家，通过本地化的场景方案定制与专业交付服务能力提升成套产品销售效率。

外销方面：

(1) **欧洲市场：**预计 2024 年欧洲所有品牌营收规模的目标为增长约 25%，经营利润率目标定为整体提升 1.5%左右。分产品来看，空调（含热泵与中央空调）的增幅最快，预计在 30%以上；洗衣机和洗烘一体机预计增幅为 20%；冰箱预计实现两位数的增长。2025 年经营利润率做到 2.5%以上，到 2027 年至少做到 4%以上。Candy 换管理层以后，保留 Candy80%员工。随着罗马尼亚和土耳其工厂产能释放，冰洗当地化生产比例进一步提升至 65%至 70%，空调预计达到 45%左右。自产比例提升后，物流方面预计降低成本 0.5-1pct，非核心零部件采购优化 1pct，交货周期缩短，土耳其缩短至 15 天，罗马尼亚缩短至 7 天。目标：中高端渠道比例提升至 25-28%，海尔的经营利润率在 2%-2.5%，海尔牌在欧洲价格指数从 127 提升到 131，Candy 聚焦智慧互联。渠道覆盖率提升到 60-65%。

提升经营利润率主要是优化销售费用，KA 渠道、B2B 渠道手续费调整；优化采购成本，增加自主采购比例，欧洲推进节能产品、热泵、商空、智慧互联产品的发

展，在欧洲建立卡萨帝和三翼鸟生态品牌店，在欧洲 2024 年至少要开 20 家。综合提升海尔牌、卡萨帝牌和等在当地高端品牌认知度的提升 3.1% 左右。

(2) 美国市场：预计 2024 年收入增速 5% 左右。2025 年营收规模超过惠而浦，2027 年经营利润率达到和惠而浦一样的水平或者超过惠而浦。GEA 高端品牌目标不低于 30% 至 35%，工程渠道的占比提升至 25-28%，计划实现全年近 15 万台洗烘一体机，提升洗衣机市场份额从 19% 到 21%，采购成本目标压缩 0.5% 至 1%。优化供应链布局，加大在墨西哥的比例，中国工厂稍微有一点增长，减少一点美国工厂占比。

(3) 海尔海外 2024Q1 情况：预计欧洲海尔牌，GE 的四个高端品牌，东南亚的 AQUA 品牌，两位数以上增速。分区域，东南亚增速两位数以上，中东非、西欧增速 15-20%，澳洲、东亚、拉美个位数增长。

海尔、美的空调 3-5 月份基本都是两位数增长，6 月份个位数的增长。海尔 54 个工厂的规划达产率都在 80-85% 左右，积极进行产能的爬坡。

盈利能力方面，2023 年公司毛利率达到 31.5% (+0.2pct)，国内市场毛利率实现同比提升，主要受益于大宗原材料价格下降、采购与研发端数字化变革、数字化产销协同体系构建、产品结构改善；海外市场毛利率同比回落，主系持续优化产品结构、提升产能利用率带来的积极影响受主要区域行业竞争加剧因素抵消。**毛利率分产品看，空调毛利率提升明显。**2023 年公司电冰箱/洗衣机/空调/厨卫电器/水家电/渠道综合服务及其他/其他业务毛利率分别为 32.2%/33.3%/29.4%/32.0%/46.1%/8.6%/65%，同比分别+0.3/+0.1/+0.8/-0.4%/+0.1/-1.2/+5.1pcts。

2023 年现金分红比例提升至 45%，加上回购达到 54.74%。推出《未来三年（2024 年-2026 年）股东回报规划》，2025 年、2026 年度公司以现金方式分配的利润占当年实现的合并报表归属于母公司所有者的净利润的比例不低于 50%。

5.4、新宝股份：外销短期仍有支撑，内销有望迎新品周期

2024 上半年代工低基数，可以撑起上半年业绩；2024 下半年自有品牌恢复，全年增速有望超过代工达到 15%+，估值得到提升。

内销方面，2023 年受国内整体消费信心尚未恢复+行业竞争加剧+上新节奏放缓等影响，内销品牌营收整体表现疲弱。AWE 展中摩飞已储备包括制冰机/洗地机/净饮机/电压力锅/咖啡机等在内的多款新品，上新节奏加快，新品周期下 2024 年高盈利内销市场有望实现恢复性增长。

外销方面，出口/零售/上市公司财报等多维度数据佐证欧美小家电需求未明显走弱，叠加公司引入新品类，预计短期代工业务仍将保持增长趋势。**多维度佐证欧美小家电需求并未明显走弱：**（1）2024M1-M2 出口欧美小家电维持高增长，部分品类增速环比 2023Q4 提升。细分市场上看美国和欧洲仍是小家电出口增长主要拉动市场。（2）德龙、SEB、SharkNinja 为代表的小家电企业西欧营收持续恢复，东北欧等其他地区实现高增长，北美市场延续正增长态势，整体反馈 2023 年欧美小家电需求并不弱，2024 年预期仍能实现增长。（3）零售数据进一步验证欧洲小家电需求不弱，卖家精灵数据显示 2024M1-M2 英国/德国/法国三大市场亚马逊渠道维持双位数增长趋势。

展望后续，较强的就业市场及工资增速预计对美国短期需求仍有支撑。

SharkNinja/VESYNC/SEB Group 等小家电龙头企业持续深耕欧洲市场。因此从宏观环境上看预计短期欧美小家电需求仍有支撑，叠加公司持续引入新品类，我们预计代工业务短期仍将保持增长趋势。展望后续，2024H1 低基数效应仍存，出口营收有望保持稳健增长。

5.5、德昌股份：新客户带动代工业务高增，汽车 EPS 电机、人形机器人业务打开公司想象空间

再获采埃孚定点,加速产品出海。德昌股份 3 月 27 日发布公告,收到了 EPS Tier1 公司于 EPS 电机的定点通知书,我们推测是采埃孚。两个定点项目生命周期均为 6 年,总销售金额合计约 2.74 亿元,预计分别在 2024 年 9 月、2025 年 2 月逐步开始量产。该项目面对的主机厂主要是长安和小鹏。

经过 6 年时间,德昌 EPS 电机进入收获期。我们预计 2024 年汽车 EPS+转向电机收入达 4 亿,预计净利率 5%左右,随着收入快速增长,2025 年收入有望达到 8 亿,净利率 10%。EPS 电机、刹车电机是汽车安全件,壁垒高,需要 5 年以上的时间才有可能进入核心 Tier1 客户体系,且本身市场空间不特别大,日本电产处于垄断地位。德昌凭借快速响应速度+价格优势从国产 EPS 公司中脱颖而出,后面的新进入者想在一个不太大的市场里与德昌竞争则较为困难。

德昌 2024 年家电代工主业预计 32 亿(增 23%),预计贡献净利润 3.5-3.8 亿;汽车电机收入 4 亿,贡献净利润 2000 万,目前估值仅 17 倍左右。德昌同时有人形机器人概念,和优必选成立了机器人联盟,独供无框力矩电机,有望增加关注度和提高估值。

5.6、雅迪股份：出席以旧换新座谈会，超前布局东南亚、卡位新兴钠电赛道龙头先发优势显著

2023 年公司实现主营业务收入 347.63 亿元(+11.9%),净利润 26.40 亿元(+22.2%)。我们测算,2023H2 公司收入为 177.22 亿元(+4.2%),净利润为 14.53 亿元(+15.1%)。公司 2023 年收入业绩增速亮眼,主要系电动自行车、电池及充电器的高销量推动。2023 年 4 月,公司出席国家发展改革委主持召开的大规模设备更新和消费品以旧换新第 1 次专题座谈会,受益于以旧换新政策明确,具体措施或后续逐步落地。

展望公司发展,收入端看,(1)国内:我们看好产品+渠道积累拉动市场收入稳增长。产品方面,2024 年公司推出搭载全新 TTFAR 6.0 系统的冠能 6 代系列产品,其终端售价高于冠能 5 系列 1150 元,截至 3 月冠能 6 系列动销率达 35%,带动公司中高端产品(预计以冠能为主)占比重回 40%。渠道方面,2023 年底公司分销商数量达 4000 家,分销网点增加至超过 40000 个,渠道持续加密铸高公司竞争壁垒,2024 年我们预计公司将通过门店店效优化+门店扩张双向拉动公司营收规模扩大。(2)海外:市场或进收获期,助力公司二次成长。2023 年公司进一步加快东南亚市场拓展,2024 年初越南北江工厂(设计产能 200 万辆)已奠基。展望公司未来海外业务发展,产能、产品、渠道配套逐步成熟,市场增长弹性可期。业绩端看,2023 年公司加大核心零部件及平台化工程系统的研发投入,目的或为提升零部件自产率及通配率;同时公司积极推新中高端产品(冠能 6 代新品价格均为 4000+元),供应链降本增效叠加产品结构优化升级,盈利能力提升空间仍足。

5.7、爱玛科技：行业量价表现预计边际向好，股权激励彰显发展信心

行业量价表现预计边际向好,看好爱玛从中超额受益。展望 2024 年行业发展,

量上 2024 年为新国标过渡期截止的最后一年，我们预计各地政府将不同程度加严监管，新国标强制替换需求及高保有量下的自然更新需求为行业需求稳增长驱动；价上目前各个品牌积极推新中高端产品（2024 年 2 月雅迪发布新品冠能 6 代，产品价格区间为 3990-4690 元）、储备钠电相关技术（2023 年 12 月台铃全球首批超级钠电车量产进入市场），我们预计行业将逐步脱离产品低价内卷竞争，进入由供应品牌端发起的产品高端智能化、主导钠电推新的升级变革，行业新一轮价增逻辑孕育。爱玛科技作为行业龙头，品牌影响力、产品研发及渠道密度均领先行业，或从中超额受益。

股权激励发布，公司坚定发展信心彰显。公司于 2024 年 1 月 29 日发布 2024 年限制性股票激励计划（草案），激励计划拟向董事、高级管理人员、中高层管理人员及核心技术（业务）人员 204 人授予的限制性股票 1,370 万股，约占公司股本总额的 1.59%。股权激励考核给予明确业绩增长目标：以 2023 年营收/净利润为基数，2024/2025/2026 营收/净利润增速分别不低于 20%/44%/72.8%，即 2024-2026 营收/净利复合增速均不低于 20%。该激励较 2023 年股权激励，业绩目标调整为均以 2023 年为基数，重申三年收入及业绩 20%复合增长目标，体现出公司并未因业绩短期动丢失长期发展信心，我们预计在此激励下，公司将以更为积极的举措应对市场挑战。

5.8、海信视像：黑电成本及需求拐点已至，彩电全球份额稳步提升

需求侧，大型赛事催化下预计 2024Q2 需求拐点向上：（1）体育赛事催化有望带动欧洲出货改善。复盘历史全球 TV 出货增长与体育赛事关联性，2024 年欧洲杯、奥运会于欧洲举行，欧洲低基数下或有望恢复增长。（2）北美地区，短期工资仍有韧性，降息预期有望修复购房意愿，或支撑彩电需求企稳。（3）中国地区，关注以旧换新政策+产品升级刺激换新需求。

成本侧，预计 2024Q1-Q4 面板成本压力逐季度改善：2024H1 涨价趋势已定（但涨幅较 2023H1 同期低），考虑到面板厂盈利情况预计后续涨幅较 2023 年有所收敛，旺季过后 2024H2 面板价格或企稳回落，叠加海信视像为代表的龙头企业内外销高端化/大尺寸化持续推进，预计 2024Q2 起面板价格压力逐季度改善。

2023 年公司营收 536 亿元（同比+17.22%，下同），归母净利润 20.96 亿元（+24.82%），扣非归母净利润 17.33 亿元（+21.19%）。2023Q4 营收 143.89 亿元（+8.8%），归母净利润 4.68 亿元（-18.3%），扣非归母净利润 3.75 亿元（-35.26%）。

2023H2 新显示业务加速/智慧显示终端稳健增长，智慧显示全球份额提升。2023 年公司主营业务收入 484 亿元（+19.34%），具体拆分看：（1）2023/2023H2 智慧显示终端营收 412.57 亿元（+17.01%）/223.05 亿元（+14.91%）。2023 年智慧显示终端销量 2654 万台（+5.2%），均价 1555 元（+11.2%），量价双升。大尺寸/高端化持续引领行业，2023 年公司 ULED X/ULED 电视销量 157 万台（+54%），销额同比+66%；2023 年 75 寸及以上产品全球/中国境内销售量占比 13.2%/29.8%，销售额占比 30.5%（+9.4pct）/54.2%（+15.8pct）。（2）2023/2023H1 新显示业务营收同比分别+40.6%/+25.85%，2023H2 新显示业务增速环比提升明显。细分看 2023 年商用激光投影销量同比+59.7%，商用显示境外收入同比+41%。（3）2023/2023H1 境内营收同比分别+18.2%/+16.8%，境外营收同比分别+20.45%/+22.22%，2023H2 境内外营收增长稳健。智慧显示海外份额稳步提升，2023 年海信品牌于美国/德国/意大利/英国/法国/西班牙份额同比分别+1.1/+3.1/+4.4/+3.3/+1.0/+2.0pct（美国为零售额份额），日本份额稳步提升。

短期毛利率受合并乾照光电及成本扰动，费用率维持稳定。2023 年公司毛利率 16.94% (-1.29pct)，2023Q4 毛利率 16.8% (-2.56pct)，其中 2023 年智慧显示/新显示业务毛利率同比分别-1.36/-6.54pct，短期毛利率受合并乾照光电+面板成本压力上升扰动。费用端，2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.9/+0.2/-0.1/+0.1pct，2023Q4 同比分别-0.76/+0.3/+0.2/+0.13pct，销售费用率管控效果良好，管理费用/财务费用同比提升主要系合并乾照光电等影响。综合影响下 2023 年公司净利率 3.9% (+0.24pct)，扣非净利率 3.2% (+0.11pct)。2023Q4 净利率/扣非净利率分别为 3.25% (-1.08pct) /2.6% (-1.77pct)。

5.9、海信家电：白电 α 逐渐显现，盈利能力进入上行区间

2023 年公司实现营收 856 亿(同比+15.5%，下同)，归母净利润 28.4 亿(+97.7%)，扣非归母净利润 23.6 亿 (+160.1%)。2023Q4 实现营收 207 亿 (+21.1%)，归母净利润 4.1 亿 (+12.7%)，扣非归母净利润 2.9 亿 (+124.9%)，2023 年公司合计分配利润约占归母净利润比率为 49%。

家空冰洗业务理顺、公司 α 整体突出，中央空调多元化战略稳步拓展。分产品看，2023 年公司暖通空调/冰洗/其他主营的收入同比分别+12%/+23%/+4%。其中(1) 中央空调：2023 年收入/利润总额同比分别+9.3%/+20.5%。公司不断进行品类、地区和应用场景的多元化拓展，全年海信系在多联机/两联供/工装市场份额分别达 20%/20%/10%以上，水机业务收入同比+50%。(2) 家空：双品牌逐渐理顺、差异化突破下表现良好，2023 年家用空调线上和线下零售额同比分别+41.4%/+14.3%，其中海信中高端零售额同比+43.7%，新风空调线下新风市场占有率同比提升 12 个百分点。(3) 冰箱：2023 年收入同比+18.7%，其中海信系在线下中高端冰箱产品额占率达到 12.0% (+1.8pcts)，抖音、快手等新兴渠道规模同比+151%。(4) 洗衣机：收入同比+53.6%，其中罗马假日洗衣机上市首月全渠道销售创新品历史记录。(5) 厨电：2023 年规模同比+66%，出口同比+250.5%。(6) 三电：2023 年汽车空调压缩机及综合热管理板块实现收入 90.5 亿元，签单总额同比增长 43%，预计逐渐释放。海外方面，东盟区：新设合资公司赋能下整体收入同比增长超过 20%，其中自有品牌业务同比增长超 70%。欧洲：中央空调收入同比+45%，冰洗业务在西欧销额同比+16.5%，额占率同比+1.2 个 pcts，东欧销售额同比+25.1%，额占率同比+2.4pcts；洗衣机在欧洲多个市场细分品类占比第一，销量同比+66.9%。渠道方面，公司在抖音、快手等新兴渠道的收入实现翻番增长，高端璀璨套系产品实现收入同比增长 287%。

供应商优化、制造效率提升、产品结构优化下，盈利能力持续提升。毛利率：2023 年毛利率 22.1%(+1.4pct)，2023Q4 毛利率 22.0%(+0.6pct)，提升主系供应商优化、制造效率提升、产品结构提升所致。分产品看，2023 年暖通空调/冰洗/其他主营的毛利率分别为 30.66%/19.11%/13.57%，同比分别+2.73/+1.58/+0.26pcts。费用端：2023Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.6/+0.8/+0.3/+1pct，主系激励费用增加所致。净利率：2023 年公司扣非净利率为 2.8%(+1.5pct)，提升主系毛利率提升、退税、减值损失影响降低所致。2023Q4 销售净利率为 4.0% (-0.5pct)，归母净利率为 2.0%(-0.1pct)，主系激励费用增加、营业外收入减少所致，扣非净利率为 1.4%(+0.7pct)，盈利能力进入上行区间。

5.10、飞科电器：新品周期+渠道优化有望带动博锐持续高增及飞科品牌改善

2024 年博锐品牌将延续较高双位数增长：2023 年博锐品牌较好承接飞科品牌 150 元以下价位段规模，剃须刀近 7 亿元，吹风机/电动牙刷同比增长 130%/50%，规模增长带来利润率显著提升。2024 年新品+渠道优化落地下博锐有望延续较高增长，规模效应+强成本控制下毛利率有提升空间，利润率有望维持平稳，占比提升对公司业绩拉动作用提升。新品方面，博锐后续将推出高速吹风机；渠道方面，海外聚焦中东非、东南亚等地区理发器市场，当前处于团队建设期；国内聚焦线上渠道，线下承接飞科分销渠道，2024 年国内和海外渠道有望实现进展。

2024 年飞科品牌增速有望边际改善：剃须刀方面，全年仍有多款便携剃须刀新品储备，新款便携机甲剃须刀产品已线上销售（进入天猫剃须刀新品榜 TOP5），预计剃须刀均价有望向上。吹风机方面，星环产品日销和 ROI 持续提升，2024 年 1-2 月销量增长明显；已推 199 价位段高速吹风机，价格下探同时预计保持毛利率稳定，2024 年高速吹风机对公司业绩拉动作用或更为明显。

6、本周奥维数据更新

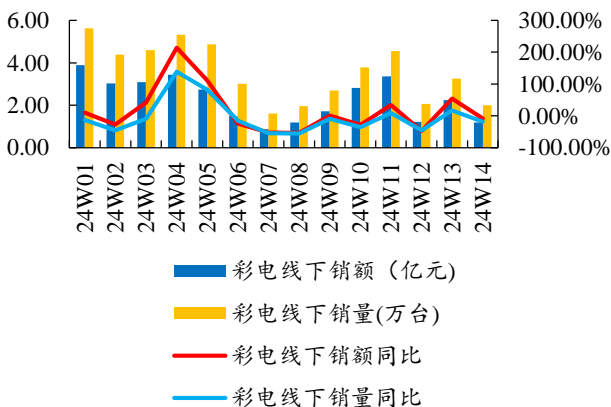
6.1、周度数据更新（2024 年 3 月 31 日-4 月 7 日）

6.1.1、彩电：线下渠道承压，线上渠道量减价增

(1)线下渠道：2024W14 销额约为 1.2 亿元，同比-8.6%，2024 年累计同比+1.3%；销量约为 2.0 万台，同比-17.9%，2024 年累计同比-14.4%；均价 5943 元，同比+8.8%，2024 年累计同比+18.3%。年累计销额约为 32.3 亿元，同比+1.3%；销量约为 49.7 万台，同比-14.4%。

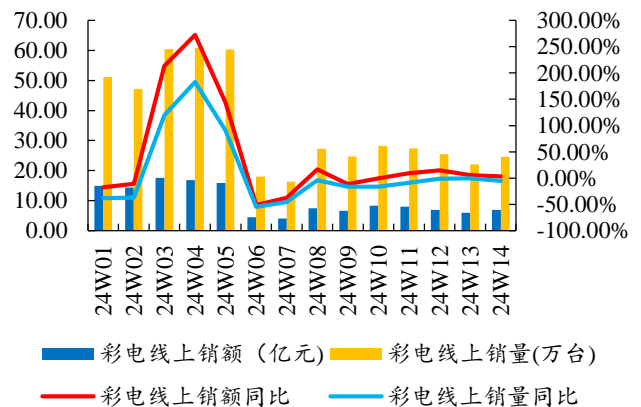
(2)线上渠道：2024W14 销额约为 6.9 亿元，同比+3.5%，2024 年累计同比+20.9%；销量约为 24.6 万台，同比-5.0%，2024 年累计同比-1.9%；均价 2803 元，同比+9.0%，2024 年累计同比+23.2%。年累计销额约为 138.5 亿元，同比+20.9%；销量约为 494.0 万台，同比-1.9%

图9：2024W14 销额约为 1.2 亿元，同比-8.6%，销量约为 2.0 万台，同比-17.9%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图10：2024W14 销额约为 6.9 亿元，同比+3.5%，销量约为 24.6 万台，同比-5.0%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

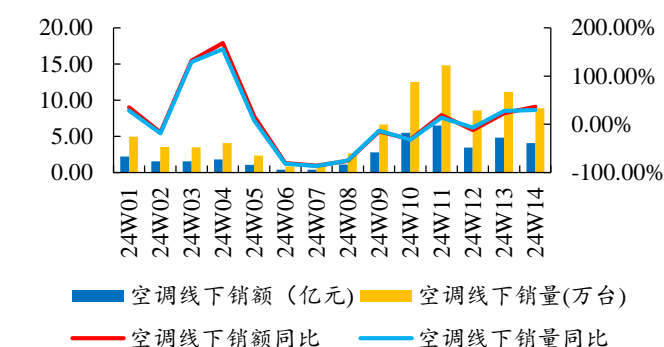
6.1.2、空调：线下线上量增价减，线上增幅明显

(1)线下渠道：2024W14 销额约为 4.1 亿元，同比+36.5%，2024 年累计同比-12.7%；

销量约为 8.9 万台,同比+29.9%,2024 年累计同比-13.9%;均价 4574 元,同比+2.9%,2024 年累计同比-1.4%。年累计销额约为 37.2 亿元,同比-12.7%;销量约为 85.5 万台,同比-13.9%。

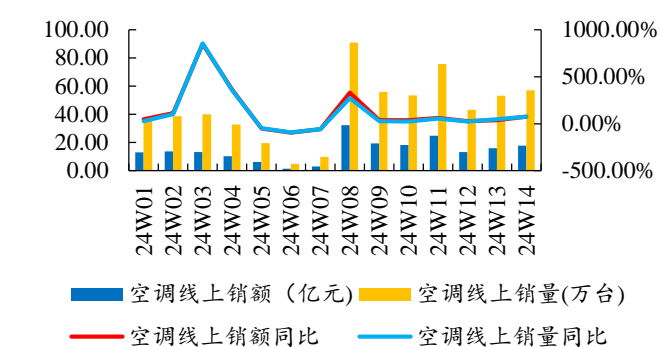
(2) 线上渠道: 2024W14 销额约为 17.8 亿元,同比+73.7%,2024 年累计同比+38.5%;销量约为+57.0 万台,同比+75.2%,2024 年累计同比+33.4%;均价 3122 元,同比-0.8%,2024 年累计同比+3.9%。年累计销额约为 202.9 亿元,同比+38.5%;销量约为 610.2 万台,同比+33.4%

图11: 2024W14 空调线下销额约为 4.1 亿元,同比+36.5%,销量约为 8.9 万台,同比+29.9%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图12: 2024W14 空调线上销额约为 17.8 亿元,同比+73.7%,销量约为 57.0 万台,同比+75.2%



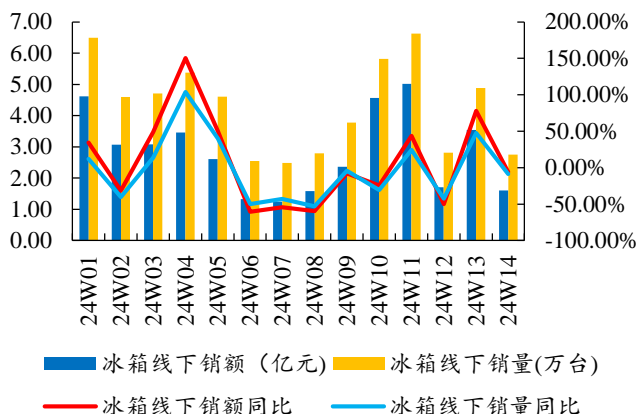
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

6.1.3、冰箱: 线下渠道承压, 线上渠道量价齐增

(1) 线下渠道: 2024W14 销额约为 1.6 亿元,同比-5.8%,2024 年累计同比-5.8%;销量约为 2.8 万台,同比-8.7%,2024 年累计同比-11.1%;均价 5836 元,同比-6.8%,2024 年累计同比+2.1%。年累计销额约为 39.8 亿元,同比-5.8%;销量约为 60.3 万台,同比-11.1%。

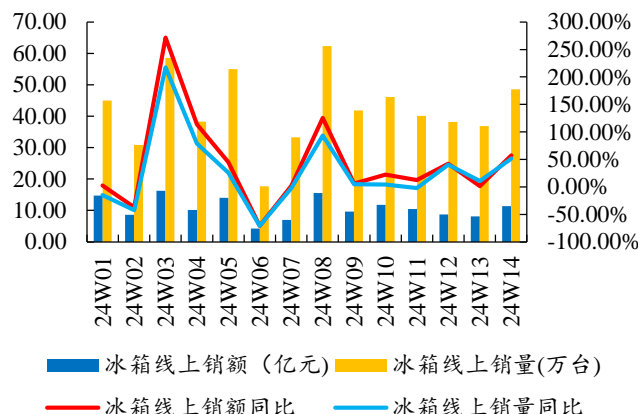
(2) 线上渠道: 2024W14 销额约为 11.4 亿元,同比+57.3%,2024 年累计同比+20.8%;销量约为 48.6 万台,同比+51.2%,2024 年累计同比+10.9%;均价 2339 元,同比+4.0%,2024 年累计同比+8.9%。年累计销额约为 150.5 亿元,同比+20.8%;销量约为 592.7 万台,同比+10.9%。

图13: 2024W14冰箱线下销额约为1.6亿元,同比-5.8%,销量约为2.8万台,同比-8.7%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图14: 2024W14冰箱线上销额约为11.4亿元,同比+57.3%,销量约为48.6万台,同比+51.2%



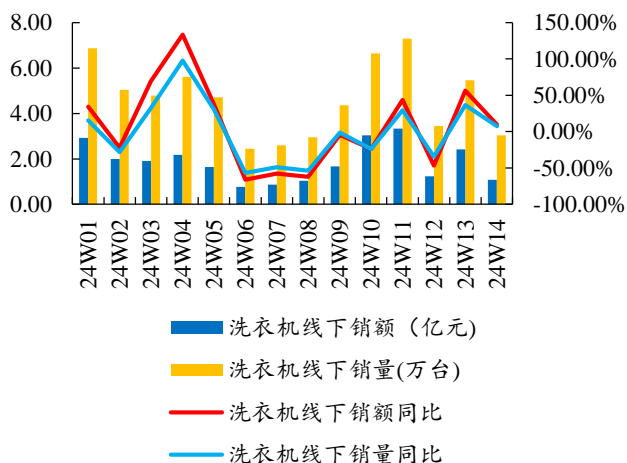
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

6.1.4、洗衣机: 线下线上量价齐升, 线上渠道增幅明显

(1)线下渠道:2024W14销额约为1.1亿元,同比+9.9%,2024年累计同比-6.5%;销量约为3.0万台,同比+7.3%,2024年累计同比-8.1%;均价3578元,同比-9.2%,2024年累计同比-3.6%。年累计销额约为26.1亿元,同比-6.5%;销量约为65.3万台,同比-8.1%。

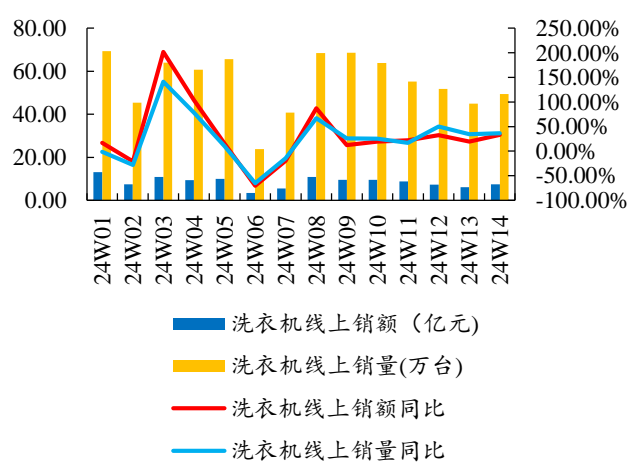
(2)线上渠道:2024W14销额约为7.5亿元,同比+32.9%,2024年累计同比+17.7%;销量约为49.4万台,同比+36.4%,2024年累计同比+15.6%;均价1518元,同比-2.6%,2024年累计同比+1.8%。年累计销额约为119.1亿元,同比+17.7%;销量约为771.8万台,同比+15.6%。

图15: 2024W14洗衣机线下销额约为1.1亿元,同比+9.9%,销量约为3.0万台,同比+7.3%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图16: 2024W14洗衣机线上销额约为7.5亿元,同比+32.9%,销量约为49.4万台,同比+36.4%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

6.1.5、油烟机: 线下量增价减, 线上渠道量减价增

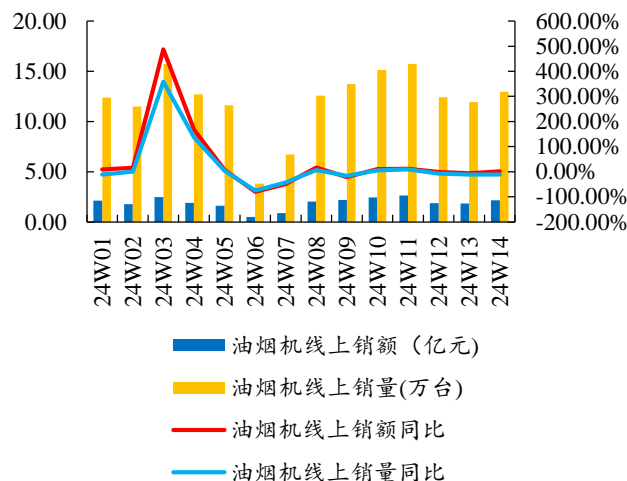
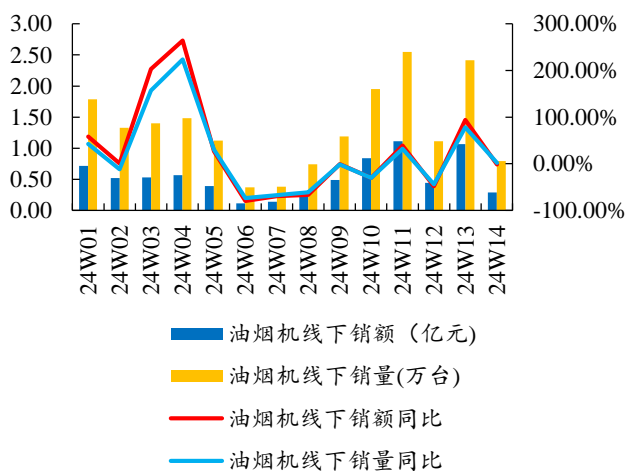
(1)线下渠道:2024W14销额约为0.3亿元,同比-1.8%,2024年累计同比-1.2%;销量约为0.8万台,同比+2.1%,2024年累计同比-2.5%;均价3625元,同比-9.2%,

2024年累计同比-0.7%。年累计销额约为7.5亿元，同比-1.2%；销量约为18.6万台，同比-2.5%。

(2)线上渠道:2024W14销额约为2.1亿元，同比+2.0%，2024年累计同比+4.1%；销量约为13.0万台，同比-10.8%，2024年累计同比-1.2%；均价1654元，同比+14.3%，2024年累计同比+5.4%。年累计销额约为26.4亿元，同比+4.1%；销量约为168.9万台，同比-1.2%。

图17: 2024W14 油烟机线下销额约为 0.3 亿元, 同比 -1.8%, 销量约为 0.8 万台, 同比+2.1%

图18: 2024W14 油烟机线上销额约为 2.1 亿元, 同比 +2.0%, 销量约为 13.0 万台, 同比-10.8%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

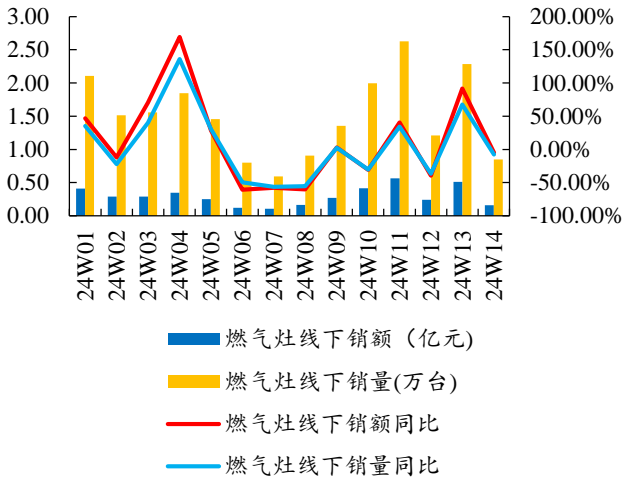
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

6.1.6、燃气灶: 线下渠道承压, 线上渠道量价齐升

(1)线下渠道:2024W14销额约为0.2亿元，同比-4.9%，2024年累计同比-0.5%；销量约为0.8万台，同比-7.4%，2024年累计同比-3.3%；均价1857元，同比-3.1%，2024年累计同比+0.6%。年累计销额约为4.1亿元，同比-0.5%；销量约为21.1万台，同比-3.3%。

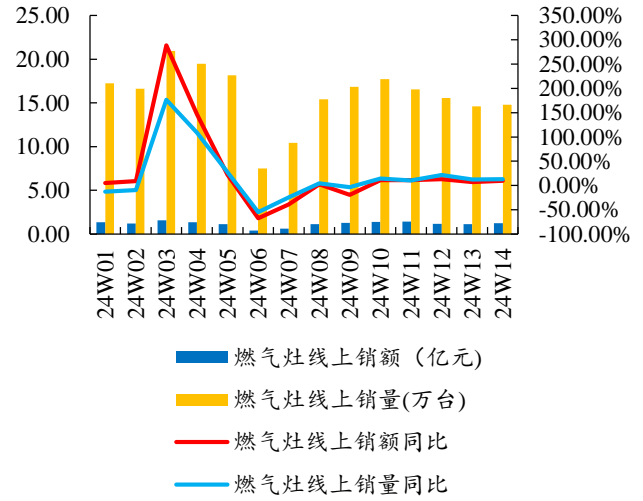
(2)线上渠道:2024W14销额约为1.2亿元，同比+9.5%，2024年累计同比+9.5%；销量约为14.8万台，同比+12.8%，2024年累计同比+10.2%；均价826元，同比-2.9%，2024年累计同比-0.6%。年累计销额约为16.3亿元，同比+9.5%；销量约为221.9万台，同比+10.2%。

图19: 2024W14 燃气灶线下销额约为 0.2 亿元, 同比-4.9%, 销量约为 0.8 万台, 同比-7.4%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图20: 2024W14 燃气灶线上销额约为 1.2 亿元, 同比+9.5%, 销量约为 14.8 万台, 同比+12.8%



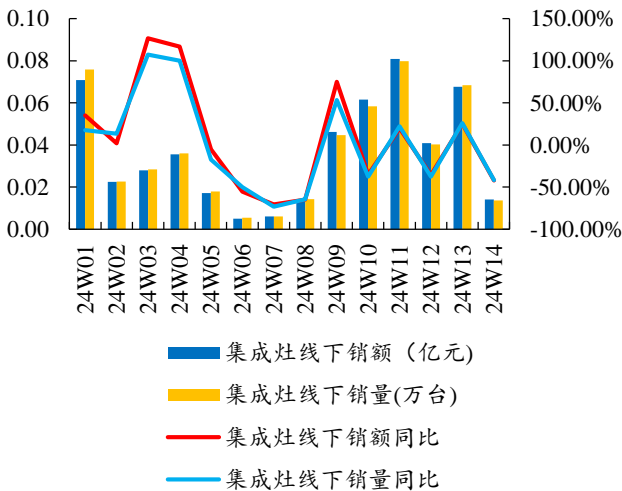
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

6.1.7、集成灶: 线下线上同时承压

(1) 线下渠道: 2024W14 销额约为 0.01 亿元, 同比-42.2%, 2024 年累计同比-5.3%; 销量约为 0.01 万台, 同比-41.7%, 2024 年累计同比-7.4%; 均价 10403 元, 同比+9.6%, 2024 年累计同比+0.8%。年累计销额约为 0.5 亿元, 同比-5.3%; 销量约为 0.5 万台, 同比-7.4%。

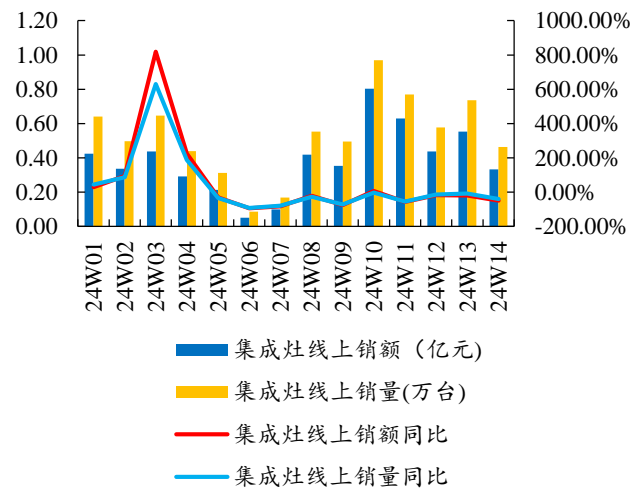
(2) 线上渠道: 2024W14 销额约为 0.3 亿元, 同比-49.5%, 2024 年累计同比-37.1%; 销量约为 0.5 万台, 同比-41.3%, 2024 年累计同比-32.8%; 均价 7182 元, 同比-14.0%, 2024 年累计同比-6.3%。年累计销额约为 5.4 亿元, 同比-37.1%; 销量约为 7.4 万台, 同比-32.8%。

图21: 2024W14 集成灶线下销额约为 0.01 亿元, 同比-42.2%, 销量约为 0.01 万台, 同比-41.7%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图22: 2024W14 集成灶线上销额约为 0.3 亿元, 同比-49.5%, 销量约为 0.5 万台, 同比-41.3%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

6.1.8、洗碗机: 线下渠道承压, 线上渠道量价齐增

(1) 线下渠道:2024W14 销额约为 0.1 亿元,同比-5.6%,2024 年累计同比+4.3%;销量约为 0.1 万台,同比-7.0%,2024 年累计同比-1.3%;均价 7522 元,同比-8.9%,2024 年累计同比+3.4%。年累计销额约为 3.2 亿元,同比+4.3%;销量约为 4.1 万台,同比-1.3%。

(2) 线上渠道:2024W14 销额约为 0.6 亿元,同比+27.4%,2024 年累计同比+2.9%;销量约为 1.4 万台,同比+25.7%,2024 年累计同比+1.8%;均价 4344 元,同比+1.4%,2024 年累计同比+1.1%。年累计销额约为 8.6 亿元,同比+2.9%;销量约为 20.3 万台,同比+1.8%。

图23: 2024W14 洗碗机线下销额约为 0.1 亿元, 同比-5.6%, 销量约为 0.1 万台, 同比-7.0%

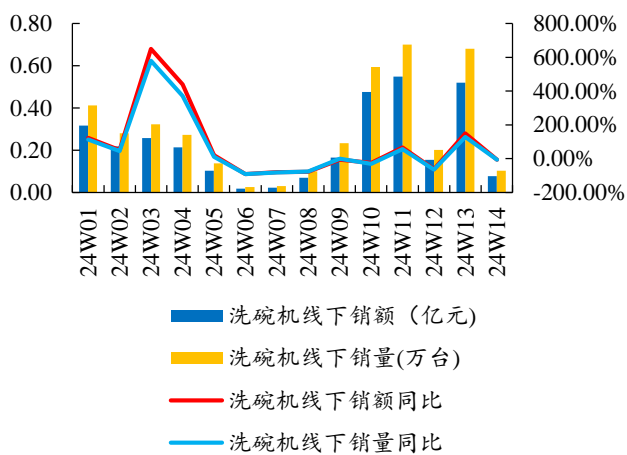
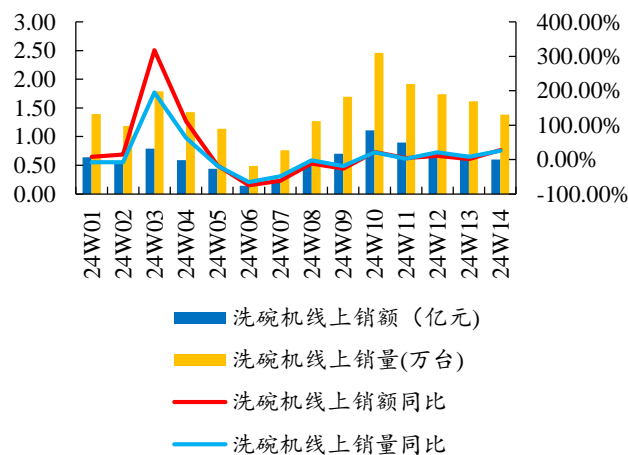


图24: 2024W14 洗碗机线上销额约为 0.6 亿元, 同比+27.4%, 销量约为 1.4 万台, 同比+25.7%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

6.1.9、洗地机: 全渠道实现量价齐增

(1) 线下渠道:2024W14 销额约为 0.04 亿元,同比+41.7%,2024 年累计同比-2.1%;销量约为 0.1 万台,同比+50.1%,2024 年累计同比+6.4%;均价 3252 元,同比-5.3%,2024 年累计同比-8.6%。年累计销额约为 1.1 亿元,同比-2.1%;销量约为 3.6 万台,同比+6.4%。

(2) 线上渠道:2024W14 销额约为 0.8 亿元,同比+13.0%,2024 年累计同比+33.8%;销量约为 3.7 万台,同比+43.1%,2024 年累计同比+71.7%;均价 2064 元,同比-21.1%,2024 年累计同比-22.1%。年累计销额约为 19.0 亿元,同比+33.8%;销量约为 90.2 万台,同比 71.7%。

图25：2024W14 洗地机线下销额约为 0.04 亿元，同比+41.7%，销量约为 0.1 万台，同比+50.1%

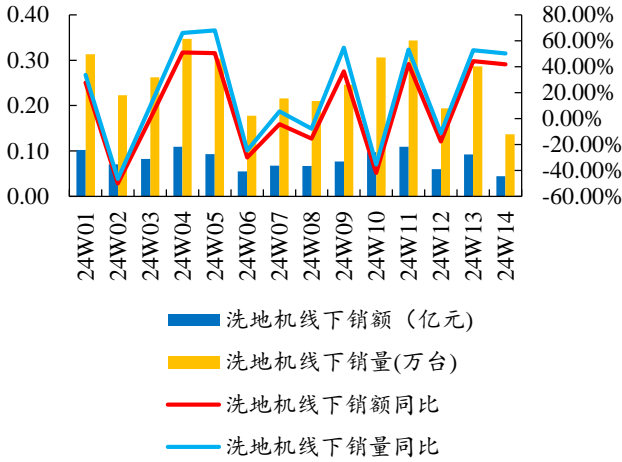
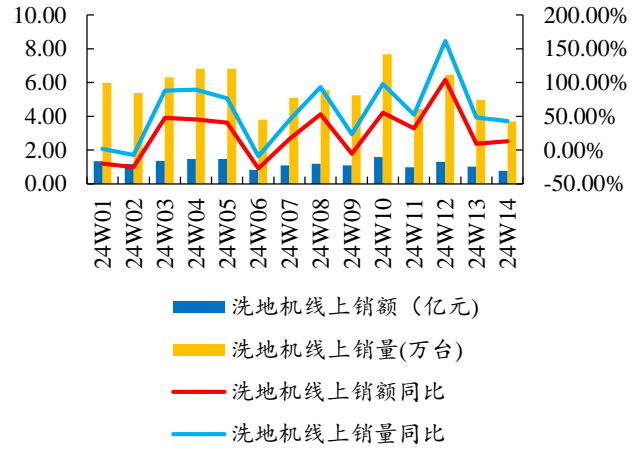


图26：2024W14 洗地机线上销额约为 0.8 亿元，同比+13.0%，销量约为 3.7 万台，同比+43.1%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

6.1.10、扫地机：全渠道实现量价齐升

(1) 线下渠道：2024W14 销额约为 0.02 亿元，同比+16.0%，2024 年累计同比+26.8%；销量约为 0.04 万台，同比+12.3%，2024 年累计同比+17.9%；均价 4372 元，同比+2.4%，2024 年累计同比+8.7%。年累计销额约为 0.7 亿元，同比+26.8%；销量约为 1.5 万台，同比+17.9%。

(2) 线上渠道：2024W14 销额约为 0.9 亿元，同比+9.4%，2024 年累计同比+35.3%；销量约为 2.9 万台，同比+6.7%，2024 年累计同比+31.7%；均价 2986 元，同比+2.6%，2024 年累计同比+2.7%。年累计销额约为 21.1 亿元，同比+35.3%；销量约为 68.5 万台，同比+31.7%。

图27：2024W14 扫地机线下销额约为 0.02 亿元，同比+16.0%，销量约为 0.04 万台，同比+12.3%

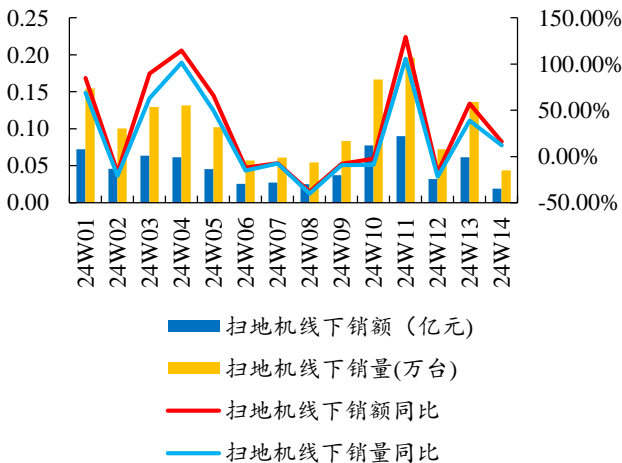
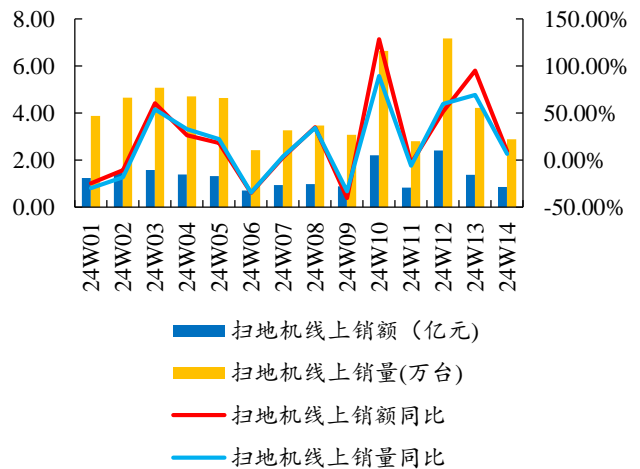


图28：2024W14 扫地机线上销额约为 0.9 亿元，同比+9.4%，销量约为 2.9 万台，同比+6.7%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

7、盈利预测与投资建议

重点推荐标的：(1) 外销主题：石头科技、海尔智家、新宝股份、德昌股份；(2) 两轮车拐点：九号公司、雅迪控股、爱玛科技；(3) 黑电成本拐点：海信视像；(4) 低估值白电：海尔智家，海信家电，美的集团。

表1：本周推荐标的：石头科技、九号公司、海尔智家、新宝股份、德昌股份、雅迪控股、爱玛科技、海信视像、海信家电

证券代码	证券简称	评级	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				2023-2025/ 2024-2026 三年利润 CAGR		PE (倍)			
				2023A/E	2024E	2025E	2026E	2023A/E	2024E	2025E	2026E		
688169.SH	石头科技	买入	348.00	73.50%	17.10%	18.40%	34.02%	22.3	19.0	16.1	348.00	73.50%	
689009.SH	九号公司	买入	27.80	30.30%	26.60%	39.10%	31.86%	33.9	26.7	19.2	27.80	30.30%	
600690.SH	海尔智家	买入	34.49	7.20%	15.70%	21.70%	14.70%	23.8	20.6	16.9	34.49	7.20%	
002705.SZ	新宝股份	买入	18.62	17.90%	15.60%	31.90%	21.55%	19.7	17.0	12.9	18.62	17.90%	
605555.SH	德昌股份	买入	18.74	1.60%	13.10%	13.80%	9.36%	15.8	13.9	12.3	18.74	1.60%	
1585.HK	雅迪控股	买入	26.51	15.80%	14.90%	14.00%	14.90%	14.7	12.8	11.2	26.51	15.80%	
000921.SZ	爱玛科技	买入	34.49	102.70%	11.50%	16.10%	37.95%	16.5	14.8	12.7	34.49	102.7%	
600060.SH	海信视像	买入	25.81	34.00%	15.50%	12.70%	20.35%	15.0	13.0	11.5	25.81	34.00%	
000921.SZ	海信家电	买入	348.00	73.50%	17.10%	18.40%	34.02%	22.3	19.0	16.1	348.00	73.50%	

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4月12日）

8、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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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

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

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

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