

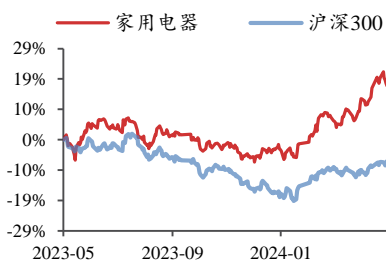
## 家用电器

2024年05月19日

投资评级：看好（维持）

——行业周报

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《家用电器行业 2023 年报及 2024 年一季度总结——外销亮眼，股息率持续提高——行业点评报告》-2024.5.17

《电动两轮车：2024 年政策大年催化行业，看好板块业绩、行情发酵——行业深度报告》-2024.5.16

《扫地机 4 月量价齐升，2024Q2 预计空调外销/冰箱内销/洗衣机双位数增长——行业周报》-2024.5.12

## 九号公司 4 月两轮车/全地形车/割草机器人零售表现亮眼，需求延后+结构改善下 Q2 两轮车拐点明确

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

林文隆（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

linwenlong@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122070043

● **推荐：石头科技、九号公司、海尔智家、海信视像、TCL 电子、雅迪控股、爱玛科技、德昌股份、涛涛车业、海信家电，受益标的长虹美菱**

(1) **家电品牌走向世界主题**：石头科技、海尔智家、九号公司、海信视像、TCL 电子；(2) **两轮车主题**：雅迪控股、爱玛科技；(3) **家电优秀代工出海**：德昌股份、涛涛车业；(4) **低估值高分红、利润率提升主题**：海信家电，受益标的长虹美菱。  
**重点推荐标的**：**石头科技**（2024Q1 业绩超预期，内销竞争格局向好，海外渠道建设加速，2024Q2 有望继续超预期）、**九号公司**（两轮车/全地形车/割草机器人零售表现持续亮眼，2024Q2 有望继续超预期）、**海尔智家**（卡萨帝去库完成恢复增长，空调业务利润率有望改善，海外市场竞争优势明显）、**海信视像**（黑电成本及需求拐点，长期出海抢份额）、**TCL 电子**（黑电业务全球份额及盈利提升，业务调整落地 2024 年有望释放利润）、**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）、**德昌股份**（新客户、新业务持续拓展，陆续收到龙头定点）、**涛涛车业**（区域供应链优势快速布局，率先受益布局高尔夫球车短途出行化红利）、**海信家电**（改革提效下，盈利能力进入持续上行区间）。

● **4 月家电出口延续亮眼表现/彩电出口领跑行业，地产政策持续催化**

(1) **4 月彩电出口表现亮眼**：4 月中国出口整体/家用电器出口金额同比分别+1.5%/+13.9%，家电出口延续较好表现。细分行业上看，电视/冰箱/空调/洗衣机/吸尘器出口金额同比分别+24.6%/+19.6%/+7.1%/+8.9%/+5.7%，电视出口表现亮眼。

(2) **5 月 17 日地产需求政策持续加码，供给侧聚焦保交楼及存量库存去化。需求层面**，取消全国首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率、降低个人住房贷款最低首付款比例。**供给层面**，何副总理强调推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付。国新办举行吹风会上谈到保障性住房再贷款。强政策力度下关注优质后周期标的。

● **4 月石头科技/九号公司零售亮眼，看好两轮车龙头 Q2 收入拐点及盈利提升**

**石头科技**：4 月内销线上份额登顶/外销美亚份额持续提升，美国线下欧亚及南欧线下渠道仍有增量，看好 2024Q2 持续超预期。内销奥维云网数据显示 4 月销额份额 26.9%，位列行业第一；外销美亚 4 月销额份额同比+7.7pct。内外销均延续强竞争力，美国线下渠道+欧洲亚马逊及法国线下有望为 2024Q2 带来纯增量。

**九号公司**：4 月两轮车/全地形车/割草机器人零售表现亮眼，渠道扩张及业绩表现有望持续超预期。4 月公司两轮车天猫/京东销额同比分别+218%/+40%，割草机器人新品 4 月美亚份额已达 22%，全地形车 AT5 新品 4 月在东欧/北欧/西欧市场同排量段市占率分别位列 1/1/2。零售亮眼表现或带动渠道扩张超预期从而带动全年业绩高增。

**两轮车：短期维度**，前期被国检+雨雪天气抑制的需求有望在 2024Q2 逐步得到释放，叠加产品结构持续升级，看好 2024Q2 龙头收入拐点及盈利提升。**长期维度**随着国家加大对行业的管理和规范，尾部出清利好龙头份额持续提升+竞争格局改善提盈利。其中**爱玛科技**中高端产品热销改善产品结构，低基数+需求延后下 2024Q2 业绩拐点趋势清晰；**雅迪控股**聚焦中高端后预计 2024 年单车盈利将显著改善，此外前瞻性布局东南亚及钠电市场有望打开长期成长空间。

● **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：家电板块本周跌 2.36%，厨卫电器板块领涨 .....	4
1.2、 原材料/海运/汇率数据跟踪 .....	4
2、 外资持股比例更新 .....	6
3、 行业及个股信息更新 .....	7
3.1、 出口数据更新：家电出口延续优于整体表现，4 月彩电/冰箱出口实现较高双位数增长 .....	7
3.2、 地产政策催化：需求政策加码，供给侧聚焦保交楼及存量库存去化 .....	7
3.3、 九号公司：4 月两轮车零售维持高增长，全地形车新品拉动欧洲增长 .....	8
4、 本周推荐标的及逻辑 .....	8
4.1、 石头科技：内销大促有望超预期，外销仍有增量市场，继续看好 2024Q2 超预期 .....	8
4.2、 九号公司：4 月两轮车零售需求旺盛，全地形车/割草机器人表现持续亮眼，继续看好全年营收业绩超预期 ..	9
4.3、 海尔智家：内销空调弹性，外销份额提升+欧洲扭亏，数字化改革降费 .....	9
4.4、 海信视像：需求侧&成本侧预计在 2024Q2 迎来拐点，长期仍看好全球彩电份额和盈利提升 .....	12
4.5、 TCL 电子：彩电业务增长稳健，关注彩电盈利提升、中小尺寸业务减亏释放利润弹性 .....	12
4.6、 雅迪控股：国内提质增效，龙头优势仍足；前瞻性布局东南亚及钠电市场，打开中长期成长想象空间 .....	12
4.7、 爱玛科技：2024Q1 单车盈利超预期，看好 2024Q2 业绩弹性表现 .....	13
4.8、 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
4.9、 涛涛车业：高尔夫球车有望打开成长空间 .....	14
4.10、 海信家电：白电 $\alpha$ 逐渐显现，盈利能力进入上行区间 .....	15
5、 周度数据更新（2024 年 5 月 6 日-5 月 12 日） .....	15
5.1、 彩电：线上均价延续提升趋势，全年累计呈量减价升趋势 .....	15
5.2、 空调：线上零售增速有所放缓，全年累计仍保持增长态势 .....	16
5.3、 冰箱：线上渠道销量同比增长，全年累计量价双升 .....	16
5.4、 洗衣机：线上零售增速有所放缓，全年累计仍保持双位数增长 .....	17
5.5、 油烟机：线下和线上渠道销量增长仍有压力 .....	17
5.6、 燃气灶：线下渠道承压，线上渠道销量延续增长态势 .....	18
5.7、 集成灶：线下渠道恢复增长趋势，线上渠道仍承压 .....	19
5.8、 洗碗机：线下渠道仍有压力，线上渠道销量呈增长态势 .....	19
5.9、 洗地机：线上销量维持高增，价格仍同比下降 .....	20
5.10、 扫地机：线上渠道量价双高增，全年累计较高双位数增长 .....	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 2.36%（单位：%） .....	4
图 2： 家电电子板块本周厨卫电器板块涨幅居前（单位：%） .....	4
图 3： 家电个股中本周火星人、极米科技、北鼎股份、老板电器、飞科电器涨幅居前五（单位：%） .....	4
图 4： 家电个股中本周 ST 同洲、开能健康、星光股份、毅昌科技、石头科技跌幅居前五（单位：%） .....	4
图 5： 本周铜/铝/塑料/螺纹钢价格环比分别+4%/+1%/持平/-1%，同比分别+25%/+11%/+7%/-3% .....	5
图 6： 本周海运运价综合指数较上周环比+6.0%，同比+37.2% .....	5
图 7： 截至 2024 年 5 月 17 日，美元兑人民币即期汇率环比上周-0.01% .....	6
图 8： 本周外资资金持股比例增加较多的个股为石头科技、华帝股份、科沃斯、海信家电、三花智控、老板电器等 .....	6

图 9： 4 月家用电器出口金额延续优于整体表现，其中电视/冰箱/空调/洗衣机/吸尘器出口金额同比分别+24.6%/+19.6%/+7.1%/+8.9%/+5.7%.....	7
图 10： 2024W19 彩电线下渠道销额约为 0.86 亿元，同比-15.7%，销量约为 1.56 万台，同比-18.45%.....	16
图 11： 2024W19 彩电线上销额约为 3.85 亿元，同比-23.94%，销量约为 14.45 万台，同比-25.87%.....	16
图 12： 2024W19 空调线下销额约为 1.58 亿元，同比-7.87%，销量约为 4.14 万台，同比-5.18%.....	16
图 13： 2024W19 空调线上销额约为 9.82 亿元，同比-25.45%，销量约为 36.71 万台，同比-16.07%.....	16
图 14： 2024W19 冰箱线下销额约为 1.17 亿元，同比-18.67%，销量约为 2.18 万台，同比-16.77%.....	17
图 15： 2024W19 冰箱线上销额约为 5.32 亿元，同比-5.65%，销量约为 27.4 万台，同比+6.04%.....	17
图 16： 2024W19 洗衣机线下销额约为 0.78 亿元，同比-15.97%，销量约为 2.38 万台，同比-13.99%.....	17
图 17： 2024W19 洗衣机线上销额约为 3.58 亿元，同比-17.97%，销量约为 25.71 万台，同比-8.26%.....	17
图 18： 2024W19 油烟机线下销额约为 0.27 亿元，同比-21.27%，销量约为 0.72 万台，同比-19.38%.....	18
图 19： 2024W19 油烟机线上销额约为 1.36 亿元，同比-20.01%，销量约为 9.54 万台，同比-18.78%.....	18
图 20： 2024W19 燃气灶线下销额约为 0.15 亿元，同比-21.77%，销量约为 0.82 万台，同比-18.82%.....	18
图 21： 2024W19 燃气灶线上销额约为 0.82 亿元，同比-13.63%，销量约为 11.35 万台，同比+3.3%.....	18
图 22： 2024W19 集成灶线下销额约为 0.04 亿元，同比+136.33%，销量约为 0.03 万台，同比+73.56%.....	19
图 23： 2024W19 集成灶线上销额约为 0.34 亿元，同比-29.25%，销量约为 0.55 万台，同比-20.94%.....	19
图 24： 2024W19 洗碗机线下销额约为 0.08 亿元，同比-34.35%，销量约为 0.10 万台，同比-39.0%.....	19
图 25： 2024W19 洗碗机线上销额约为 0.66 亿元，同比+20.05%，销量约为 1.57 万台，同比+25.23%.....	19
图 26： 2024W19 洗地机线下销额约为 0.04 亿元，同比-14.06%，销量约为 0.14 万台，同比持平.....	20
图 27： 2024W19 洗地机线上销额约为 0.92 亿元，同比+21.85%，销量约为 4.59 万台，同比+43.77%.....	20
图 28： 2024W19 扫地机线下销额约为 0.02 亿元，同比-21.97%，销量约为 0.06 万台，同比+21.2%.....	20
图 29： 2024W19 扫地机线上销额约为 1.54 亿元，同比+58.65%，销量约为 4.84 万台，同比+39.56%.....	20
表 1： 5 月 17 日地产政策持续催化，需求政策加码、供给侧聚焦保交楼及存量库存去化.....	7
表 2： 本周推荐标的：石头科技、九号公司、海尔智家、海信视像、TCL 电子、雅迪控股、爱玛科技、德昌股份、涛涛车业、海信家电，受益标的长虹美菱.....	21

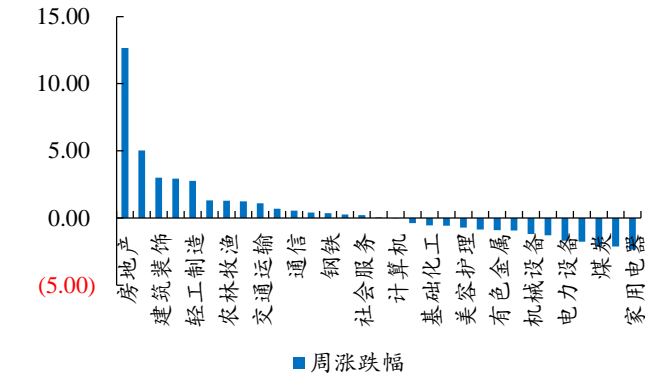
## 1、本周行业指数及宏观数据变化

### 1.1、行业交易数据更新：家电板块本周跌 2.36%，厨卫电器板块领涨

本周(2024年5月13日至2024年5月17日),上证指数-0.02%;深证成指-0.22%;沪深300指数+0.32%;家用电器指数-2.36%。

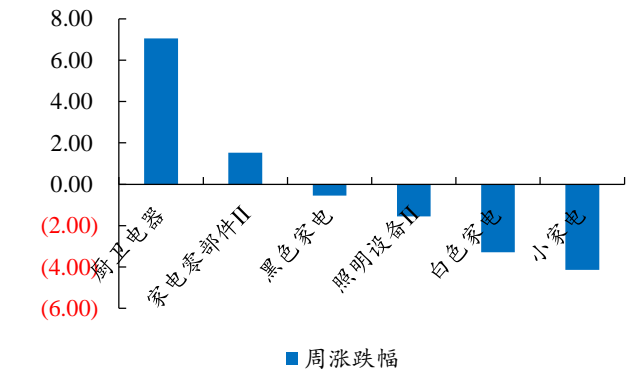
家电分子板块来看,本周小家电/照明设备/厨卫电器/白色家电/家电零部件/黑色家电周涨幅分别为-4.14%/-1.55%/+7.06%/-3.28%/+1.52%/-0.55%。

图1：家电板块本周下跌 2.36%（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

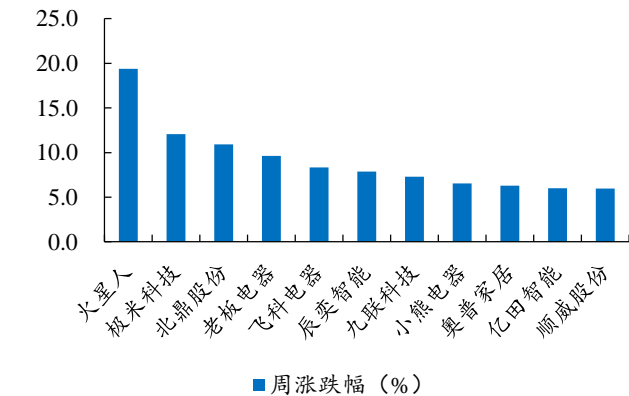
图2：家电子板块本周厨卫电器板块涨幅居前(单位:%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

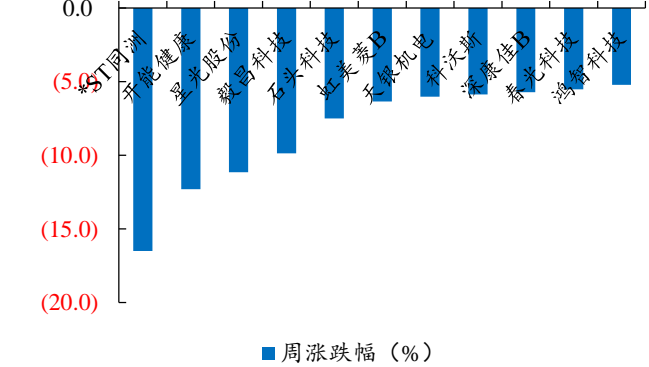
个股方面：家电个股中本周火星人、极米科技、北鼎股份、老板电器、飞科电器涨幅居前五；本周ST同洲、开能健康、星光股份、毅昌科技、石头科技跌幅居前五。

图3：家电个股中本周火星人、极米科技、北鼎股份、老板电器、飞科电器涨幅居前五（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：家电个股中本周ST同洲、开能健康、星光股份、毅昌科技、石头科技跌幅居前五（单位：%）



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5月18日,本周铜/铝/塑料/螺纹钢价格环比分别+4%/+1%/持平/-1%，同比分别+25%/+11%/+7%/-3%。

**图5：本周铜/铝/塑料/螺纹钢价格环比分别+4%/+1%/持平/-1%，同比分别+25%/+11%/+7%/-3%**

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
2024-05-18	4%	1%	0%	-1%	25%	11%	7%	-3%
2024-05-11	0%	-1%	0%	0%	17%	11%	7%	-3%
2024-05-04	1%	-2%	1%	0%	15%	9%	6%	-3%
2024-04-27	2%	1%	1%	1%	14%	11%	5%	-5%
2024-04-20	2%	6%	1%	3%	7%	8%	4%	-10%
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%
2024-02-24	3%	-1%	0%	0%	-7%	-8%	-1%	-9%
2024-02-17	-1%	0%	0%	0%	-8%	-7%	-2%	-6%
2024-02-10	-2%	-1%	0%	-1%	-8%	-11%	-2%	-5%
2024-02-03	1%	2%	0%	0%	-7%	-14%	-3%	-6%
2024-01-27	2%	1%	0%	1%	-10%	-16%	-3%	-6%
2024-01-20	-1%	-3%	0%	-1%	-11%	-17%	-3%	-6%
2024-01-13	-1%	-3%	0%	-2%	-7%	-10%	-3%	-5%
2024-01-06	-1%	-2%	0%	0%	0%	-1%	-3%	-1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 海运价格：截至 2024 年 5 月 17 日，海运运价综合指数较上周环比+6.0%，同比+37.2%

**图6：本周海运运价综合指数较上周环比+6.0%，同比+37.2%**

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
2024-05-17	6.0%					37.2%				
2024-05-10	3.7%	1.5%	4.0%	-0.9%	1.8%	27.9%	23.0%	48.3%	9.0%	20.2%
2024-04-26	0.6%	-0.5%	-3.0%	-1.1%	5.9%	23.8%	25.8%	41.0%	11.2%	15.9%
2024-04-19	0.1%	-4.0%	-0.3%	-2.4%	2.0%	27.0%	35.2%	48.2%	19.6%	10.0%
2024-04-12	-0.5%	2.2%	-2.5%	-1.3%	-1.5%	25.8%	34.4%	46.5%	14.1%	5.7%
2024-04-03	-1.4%	-2.8%	-0.7%	-3.9%	2.1%	25.0%	32.3%	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%	52.8%	9.5%	8.6%
2024-03-08	-3.0%	-3.3%	-6.4%	-5.4%	2.3%	28.6%	41.3%	54.8%	14.4%	18.8%
2024-03-01	-3.6%	-3.8%	-1.7%	-1.9%	-1.6%	27.9%	39.7%	56.0%	17.1%	16.6%
2024-02-23	-3.6%	0.7%	-5.5%	-4.1%	-1.9%	30.1%	45.4%	57.0%	15.6%	13.1%
2024-02-09	-0.7%	8.4%	-3.4%	5.8%	-0.1%	33.0%	41.8%	64.2%	17.9%	16.2%
2024-02-02	4.4%	13.4%	4.4%	10.4%	-0.7%	29.3%	22.8%	65.5%	4.6%	6.1%
2024-01-26	9.0%	7.6%	12.9%	10.0%	5.9%	26.4%	15.3%	56.7%	-3.7%	12.5%
2024-01-19	12.9%	8.0%	23.0%	5.7%	2.3%	10.9%	4.1%	35.4%	-15.3%	2.2%
2024-01-12	21.7%	7.9%	40.1%	10.2%	0.3%	-5.1%	-4.1%	4.4%	-25.5%	1.2%
2024-01-05	3.0%	-1.5%	6.6%	4.0%	-0.9%	-25.4%	-13.4%	-32.7%	-33.9%	-2.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 人民币汇率：截至 2024 年 5 月 17 日，美元兑人民币即期汇率收于 7.2242，环比上周-0.01%。

**图7：截至2024年5月17日，美元兑人民币即期汇率环比上周-0.01%**


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石头科技、华帝股份、科沃斯、海信家电、三花智控、老板电器等，资金持股比例下降较多的个股为四川九洲、九阳股份、美的集团、火星人、浙江美大等。

**图8：本周外资资金持股比例增加较多的个股为石头科技、华帝股份、科沃斯、海信家电、三花智控、老板电器等**

北上资金持股比例 (%)	截至20240510		截至20240517	
	占流通股A股(%) (公布)	占自由流通股比(%)	占流通股A股(%) (公布)	占自由流通股比(%)
<b>白电板块</b>				
美的集团	20.45	29.94	20.26	29.66
海尔智家	10.42	17.90	10.62	18.26
格力电器	11.36	14.82	11.50	14.99
海信家电	7.24	16.93	7.57	17.71
TCL智家	0.61	1.38	0.74	1.70
<b>黑电板块</b>				
四川长虹	0.99	1.29	1.08	1.41
海信视像	2.56	4.85	2.49	4.72
极米科技	0.90	1.36	0.84	1.28
深康佳A	0.97	1.44	1.05	1.57
四川九洲	0.91	1.79	0.57	1.12
创维数字	1.09	2.37	1.18	2.57
兆驰股份	2.20	4.79	2.22	4.82
<b>厨电板块</b>				
老板电器	10.99	23.14	11.21	23.61
浙江美大	2.10	5.21	1.98	4.90
火星人	0.83	1.63	0.65	1.29
华帝股份	8.11	10.12	8.63	10.78
万和电气	6.69	19.14	6.57	18.79
<b>厨房小家电板块</b>				
新宝股份	7.32	21.12	7.50	21.67
小熊电器	0.66	2.22	0.81	2.74
苏泊尔	7.15	43.07	7.09	42.70
九阳股份	2.08	6.34	1.80	5.49
<b>清洁电器板块</b>				
石头科技	9.10	11.69	9.65	12.39
科沃斯	2.22	6.85	2.60	8.00
莱克电气	0.81	4.37	0.92	4.98
<b>家电出海板块</b>				
安克创新	14.74	21.61	14.91	21.87
<b>个护板块</b>				
飞科电器	1.16	11.56	1.13	11.33
奥佳华	5.48	6.34	5.46	6.32
<b>照明板块</b>				
欧普照明	3.38	22.09	3.41	22.29
佛山照明	1.21	2.48	1.10	2.26
<b>家电上游及其他</b>				
三花智控	13.81	25.63	14.04	26.05
盾安环境	1.74	2.86	1.89	3.11
东方电热	0.32	0.41	0.29	0.37
公牛集团	1.80	12.01	1.92	12.84

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、行业及个股信息更新

### 3.1、出口数据更新：家电出口延续优于整体表现，4月彩电/冰箱出口实现较高双位数增长

海关总署发布4月出口情况，中国出口整体/家用电器出口金额同比分别+1.5%/+13.9%，同期基数不低的情况下家电出口延续较好表现。细分行业上看，电视/冰箱/空调/洗衣机/吸尘器出口金额同比分别+24.6%/+19.6%/+7.1%/+8.9%/+5.7%，4月彩电/冰箱出口实现较高双位数增长。

图9：4月家用电器出口金额延续优于整体表现，其中电视/冰箱/空调/洗衣机/吸尘器出口金额同比分别+24.6%/+19.6%/+7.1%/+8.9%/+5.7%

出口金额同比 (%)	整体	家用电器	电视	冰箱	空调	洗衣机	吸尘器	机电产品
2024-04	1.50	13.90	24.60	19.60	7.10	8.90	5.70	5.80
2024-03	-7.50	-0.60	3.50	20.50	-6.80	11.30	6.00	-5.20
2024-02	5.40	24.50	12.70	33.40	2.20	23.30	27.70	7.90
2024-01	8.10	18.30	2.70	35.50	14.00	31.20	21.50	8.90
2023-12	2.20	17.40	16.10	46.50	4.90	25.10	15.10	5.60
2023-11	0.70	13.40	15.10	42.20	2.40	23.00	6.10	3.30
2023-10	-6.61	9.50	20.80	37.10	26.00	13.20	9.00	-5.00
2023-09	-6.84	14.10	27.70	35.00	7.80	23.80	20.50	-4.70
2023-08	-8.55	12.80	12.40	20.50	12.10	23.30	19.00	-6.20
2023-07	-14.25	-2.60	6.80	9.80	-15.40	4.40	-9.20	-10.70
2023-06	-12.38	4.60	16.50	10.50	-1.00	36.00	-2.40	-6.60
2023-05	-7.56	1.00	-0.90	6.30	-5.50	36.50	3.20	-1.30
2023-04	7.11	2.60	-0.50	-4.10	-4.70	37.40	4.90	11.00
2023-03	10.84	12.20	7.20	18.90	-8.60	20.10	7.90	13.10
2023-02	-2.86	-16.20	-3.20	25.30	-14.50	-1.70	22.60	-2.90
2023-01	-12.02	-10.90	-1.00	26.90	-3.20	1.90	13.40	-10.20

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、地产政策催化：需求政策加码，供给侧聚焦保交楼及存量库存去化

2024年5月17日中央出台一系列政策，需求政策持续加码，供给侧聚焦保交楼及存量库存去化。(1) 5月17日上午全国切实做好保交房工作视频会议中何副总理强调打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付。(2) 中午需求政策持续加码：取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率、降低个人住房贷款最低首付款比例。(3) 下午国新办举行吹风会上谈到保障性住房再贷款，透露人民银行按照贷款本金的60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元用于收储去库存。

表1：5月17日地产政策持续催化，需求政策加码、供给侧聚焦保交楼及存量库存去化

政策情况	
需求侧	<p>(1) 首付比例：首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%，当前首付比例基本属于历史最低水平。</p> <p>(2) 房贷利率：取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。</p> <p>(3) 公积金：自2024年5月18日起，个人住房公积金贷款利率下调0.25个百分点，目前5年及以下和5年以上首套公积金贷款利率分别为2.35%和2.85%，5年及以下和5年以上首套公积金贷款利率分别为不低于2.775%和3.325%。</p>
供给侧	<p>(1) 保交楼：何副总理强调要打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付。</p> <p>(2) 央行设立3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，期限1年且可展期4次，预计带动银行贷款5000亿元，该笔资金向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，以合理价格收</p>

购已建成未出售的商品房，用作保障性住房。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府、开源证券研究所

### 3.3、九号公司：4月两轮车零售维持高增长，全地形车新品拉动欧洲增长

(1) 4月两轮车线上零售延续高增长。根据久谦数据显示，2024年4月公司天猫/京东两轮车零售额同比分别+218%/+40%，2024年3月推出的A2z 90开始逐步放量。

(2) 年初以来ATV新品拉动欧洲市场表现亮眼。赛格威全地形车公众号数据显示，2024年4月年初上市的AT5迭代新品终端销量环比增长80%，其中东欧/北欧/西欧环比分别+84%/+223%/+16%，同排量段市占率分别位列1/1/2。

**AT5 2024款：法国官网 S Standard / S EPS / L LUXE 三款定价分别€5490/€5990/€7490，整体动力性能、越野性能和价格竞争力较强：**(1) 动力系统：499cc 四冲程单缸双顶置凸轮轴发动机、最大马力 39HP、最大扭矩 44Nm、60公里加速 4.6s、爬坡角度 39°、CVTech 变速箱。(2) 实用性能：拖拽能力 612kg、绞盘 2500 磅。(3) 越野性能：2WD/4WD 可切换、前/后差速锁、四碟刹。(4) 智能化 APP：靠近解锁、EPS 设置、智能报警、在线组队、实时数据。

## 4、本周推荐标的及逻辑

(1) 家电品牌走向世界主题：石头科技、海尔智家、九号公司、海信视像、TCL 电子；

(2) 两轮车主题：雅迪控股、爱玛科技；

(3) 家电优秀代工出海：德昌股份、涛涛车业；

(4) 低估值高分红、利润率提升主题：海信家电，受益标的长虹美菱。

重点推荐标的：石头科技（2024Q1 业绩超预期，内销竞争格局向好，海外渠道建设加速，2024Q2 有望继续超预期）、九号公司（两轮车终端动销/渠道拓展或持续超预期，2024Q2 有望继续超预期）、海尔智家（卡萨帝去库完成恢复增长，空调业务利润率有望改善，海外市场竞争优势明显）、海信视像（黑电成本及需求拐点）、TCL 电子（黑电业务全球份额及盈利提升，业务调整落地 2024 年有望释放利润）、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）、德昌股份（新客户、新业务持续拓展，陆续收到龙头定点）、涛涛车业（区域供应链优势快速布局，率先受益布局高尔夫球车短途出行化红利）、海信家电（改革提效下，盈利能力进入持续上行区间）。

### 4.1、石头科技：内销大促有望超预期，外销仍有增量市场，继续看好 2024Q2 超预期

(1) 国内市场：2024M4 石头销额/销量市占率分别为 26.9%/20.6%，环比分别+5.5%/+2.4pcts，内销线上份额位列行业第一。展望 2024Q2 内销有望超预期主系：(1) P10S Pro 预售断货，很多本该 3 月销售的产品收入将于 2024Q2 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



需要前期新品销售的口碑，而2024年各家扫地机第一波销售结果已出，2024W14-16（2024年4月1日-4月24日）石头扫地机品类线上渠道销额市占率达30.7%，位列第一，其中新品P10S Pro/G20S/V20分别占比14.8%/6.3%/2.5%。

**(2) 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。**展望2024Q2中国大陆外收入有望超预期**主系：(1) 石头在法、意、西等国家的线下渠道市占率提升空间较大；(2) 德法意西英亚马逊收回直营后增速较高，将贡献纯增量；(3) 德语区/北欧/韩国/中国台湾等市场仍然有产品结构升级的提价逻辑；(4) 美国市场预计稳定，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Target渠道后短期内竞争对手较难追赶。

**4.2、九号公司：4月两轮车零售需求旺盛，全地形车/割草机器人表现持续亮眼，继续看好全年营收业绩超预期**

**(1) 两轮车β向好，公司具备产品逻辑和渠道逻辑：2024Q2预计迎来行业均价/单车盈利拐点；政策大年（行业规范条例+即将推锂电新规+即将推新国标修订+以旧换新政策），尾部企业将出清+刺激换购需求，九号既有行业β更有自身α（渠道扩张+产品破圈）。根据久谦数据显示，2024年4月公司天猫/京东两轮车零售额同比分别+215%/+40%，2024年3月推出的A2z 90开始逐步放量。零售需求旺盛+行业尾部出清，终端动销和渠道扩张有望超预期。**

**(2) 全地形车/割草机器人新品已落地，新品表现力强，将会逐步贡献收入和利润。全地形车：ATV/UTV新品产品竞争力强劲，带动欧洲及美国市场两开花。(a) 欧洲市场年初全面上市AT5迭代新品，2024年4月终端销量环比增长80%。其中中东欧/北欧/西欧环比分别+84%/+223%/+16%，同排量段市占率分别位列1/1/2。海关总署数据显示，2024Q1江苏省全地形车出口欧洲量/额同比分别+47%/+52%。(b) 美国市场依托2023Q3推出的UT10 CREW新品快速扩张，海关总署数据显示2024Q1江苏省全地形车出口美国量/额同比分别+80%/+96%。割草机器人：3月亚马逊发售二代新品，卖家精灵数据显示4月美亚/法亚销量份额已达22%/8%，亚马逊增长势头强势。**

**(3) E-Bike 2024Q4推出，产品力强+行业空间大+复用程度高，长期增长空间值得期待。**

**(4) 老业务小米分销/ToB渠道触底，预计对公司后续营收及业绩负面影响有限。**

**4.3、海尔智家：内销空调弹性，外销份额提升+欧洲扭亏，数字化改革降费**

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，利润弹性更高。

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/洗衣机的线上线下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 月郑州电脑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 345 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%。

**2024Q1 拆分：**(1) 国内：国内增长 8.1%，卡萨帝 Q1 收入+14%，中国区的经营利润同比增长超过 30%，经营利润率 10.9% (+2.2pct)。各产业收入均实现增长，空调、厨电、水、楼宇实现两位数以上增长，家空经营利润率提升超 2pct。(2) 海外：收入增长 4%，经营利润增长超过两位数，经营利润率 4.2% (+0.3pct)。美洲/欧洲/南亚/澳洲/东南亚/日本收入分别+0.9%/+8.3%/+8.7%/+8.7%/+8.3%/-9%，经营利润率分别为 6.5%/0.4%/3%/3.7%/0.9%/0.6%，欧洲实现盈利。

**收入增长逻辑：**(1) 内销空调业务弹性大，以旧换新有望抢占更多份额；(2) 卡萨帝持续高端引领，星云套系和致境套系持续贡献增量，线上推专门套系叠加线

下不断进入高端建材和 shoppingmall 渠道促进规模提升；(3) 外销各区域持续提份额，欧洲更换更有市场导向的 CEO，欧洲提升海尔和 Candy 的价格指数。(4) 外销欧洲定制渠道增长。(5) 海外新产业新渠道持续突破。

**利润增长逻辑：**(1) 产品结构升级持续推新卖贵、供应链优化、降低原材料成本共同带动毛利率提升，海外毛利率每年至少提升 0.2-0.3pct；(2) 内销数字化变革降费效果已经在 Q1 初步体现，海外数字化变革已经开始有望贡献较大利润弹性，海外每年平均降费目标至少 1pct，长期经营利润率做到 7%；(3) 空调大单模式调整倒逼全流程降本提效，零部件回移自制降本。

#### 4.4、海信视像：需求侧&成本侧预计在 2024Q2 迎来拐点，长期仍看好全球彩电份额和盈利提升

短期需求侧，2024Q2 赛事催化海外需求或有所回暖。短期成本侧，面板涨幅较 2023 年收窄，伴随赛事和大促面板采购需求告一段落成本压力将逐季度改善，预计 2024Q2 利润表现环比会有改善。长期上看，日韩品牌供应链优势减弱以及中日韩品牌产品竞争力差距缩小，随着海信推动以欧洲为代表的海外渠道产品结构升级+赛事营销强化品牌力，全球份额有望持续提升。

**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。

#### 4.5、TCL 电子：彩电业务增长稳健，关注彩电盈利提升、中小尺寸业务减亏释放利润弹性

(1) 彩电业务稳健增长：2023/2023H2 中国市场营销营收同比分别+5%/+3%，海外市场营收同比分别+9%/+11%。2024Q1 中国市场出货同比+24%（TCL 品牌/雷鸟品牌出货同比分别+8%/+126%），海外市场出货预计维持平稳。长期面板波动减弱+国内外结构升级，盈利有望稳中有升。

(2) 北美市场/中小尺寸业务有望减亏，光伏业务持续高增：2023 年中小尺寸以及北美市场竞争导致亏损拖累整体业绩，随着中小尺寸业务主动调整落地以及北美彩电竞争趋缓，2024 年有望减亏从而释放利润弹性。2023 年光伏业务快速增长，预计 2024 年维持较高双位数增长态势。叠加互联网及全品类营销业务盈利提升，长期利润弹性高。

#### 4.6、雅迪控股：国内提质增效，龙头优势仍足；前瞻性布局东南亚及钠电市场，打开中长期成长想象空间

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。产能方面，进一步加大产能投入，新增与越南北江省政府签署投资备忘录，于北江省建设电动摩托车制造和装配厂（雅迪越南第二座工厂），计划年产能 200 万辆。产品方面，雅迪携 Trooper 01、Innovator 等 E-bike 产品于欧洲参展亮相，先后于越南市场发布 VoltGuard 滑板车、Fierider 电动摩托车和 Keeness 电动摩托车 3 款新品。

(3) 钠电：钠电产品顺利推出，打造钠电以换代充新模式。2023 年，雅迪率先行业推出可批量化商用钠电池——极钠 1 号及 G25 等钠电池电动车。2024 年 3 月，雅迪联合美团首创“钠电以换代充”的全新模式，首次亮相深圳。

#### 4.7、爱玛科技：2024Q1 单车盈利超预期，看好 2024Q2 业绩弹性表现

**公司整体营收业绩情况：**公司 2023/2024Q1 分别实现营收 210.4/49.5 亿元（同比 +1.1%/-9.0%），归母净利润 18.81/4.8 亿元（同比 +0.4%/+1.2%）；2024Q1 单车利润预计同比增长约 14%，盈利表现超预期。

短期业绩看，2024Q2 公司业绩进入低基数，公司产品销售有望进入量价齐升通道，弹性表现可期。中长期业绩展望，管理层经营信心超越行业，股权激励考核给予明确业绩增长目标：2024-2026 营收或净利复合增速均不低于 20%。

**对外：公司凭借领先于行业的消费洞察成功实现热销品持续打造，男性用户市场产品线进一步丰富。**

2023 年底公司推出仰望系列（售价 3999 元），定位面向男性用户的高端电动摩托车，进一步补齐公司薄弱产品线条；成功实现上市即热销，区域单场订购量频频突破新高。2024Q2 公司中高端新品推新延续，打造高毛利产品奇趣蛋、趣味蛋，我们预计高毛利新品销售占比同比将持续提升，公司单车 ASP 及单车利润仍处上行通道。

**对内：公司针对产品线进一步梳理、精简 SKU+归总产品线或使得资源投放更为精确。**

2024 年爱玛对产品 SKU 进行全面梳理，精简 SKU 上样数量，该产品线梳理举措目的或为节约公司研发、开模成本，提高终端库存周转；同时有利于提升产品的用户精准匹配度及让总部营销资源更精准投放。

**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。

#### 4.8、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

**近期经营情况：**2023年营收27.75亿元(+43.2%)，归母净利润3.22亿元(+7.9%)，扣非净利润3.15亿元(+8.9%)。2024Q1营收8.25亿元(+46.1%)，归母净利润0.85亿元(+102.3%)，扣非净利润0.81亿元(+101.1%)。2023年公司归母净利率11.61%(-3.80pcts)，扣非归母净利率11.34%(-3.57pcts) 2024Q1公司归母净利率10.34%(+2.87pcts)，扣非归母净利率9.86%(+2.70pcts)。

**营收拆分：**2023年公司家电板块/汽车板块分别实现营收24.81/2.02亿元，同比分别+38.98%/+171.69%，家电/汽车板块主营收入占比分别为92.48%/7.52%。家电板块，TTI/HOT/SharkNinja三大客户销售收入分别为15/5/5亿元左右。

**收入增长逻辑：**(1) 家电基本盘稳健，拓客户拓品类贡献增量。SharkNinja是主要增量客户，预计2024年达到10亿元；TTI预计10-15%增长；HOT收缩供应商情况下预计2024年7亿元左右，整体家电板块2024年25亿元左右。拓品类方面洗碗机有望贡献增量。(2) 汽车电机订单陆续交付，预计2024年4亿左右，主要是耐世特、湘滨和采埃孚。2023年获取EPS电机和刹车电机新定点项目4个，全生命周期总销售金额超过14亿，2024年-2026年定点金额共计超过23亿。

**利润增长逻辑：**除营收增长带来的利润提升外，(1) 降本：自动化比例提升，核心零部件外购转自制；(2) 汽车电机盈利能力提升，2024年毛利率达到20%，净利率达到10%；(3) 控费：费用端持续优化。

#### 4.9、涛涛车业：高尔夫球车有望打开成长空间

**业绩回顾：**2023年布局电动高尔夫球车，全年实现营收0.79亿元。2024Q1营收/净利润同比分别+49.06%/+45.89%，业绩呈拐点向上趋势。

**重点聚焦高尔夫球车。**高尔夫球车在美国处在红利期（城镇短途出行新需求），有机会超预期增长

(1) 市场端：城镇短途出行新需求释放（多家机构反馈北美LSV城镇短途出行需求旺盛），市场整体市场仍分散。对标E-Bike/电动滑板车，以及根据麦肯锡调

研数据，长期体量有望超百万辆，会迎来一段行业红利期。

(2) 产品端：公司产品已通过 LSV 认证，作为 LSV 车辆可上公共道路，定价方面，2+2 终端售价 7995 美金，正四座终端售价 9995 美金，相较于海外本土品牌有一定性价比优势。

(3) 生产和供应链端：核心零部件可自主生产，其次公司美国仓储较大，能够提高供应链效率。

#### 4.10、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，中央空调业务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、周度数据更新（2024 年 5 月 6 日-5 月 12 日）

### 5.1、彩电：线上均价延续提升趋势，全年累计呈量减价升趋势

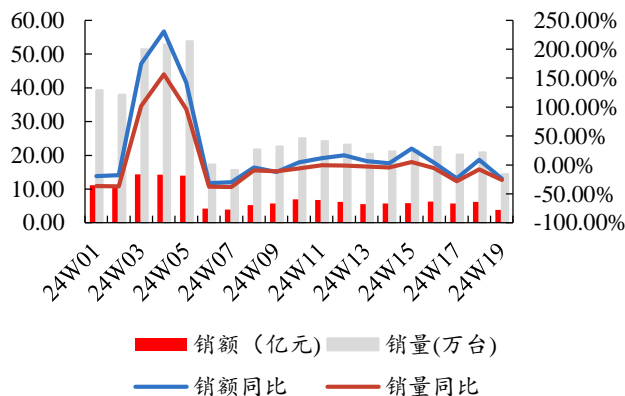
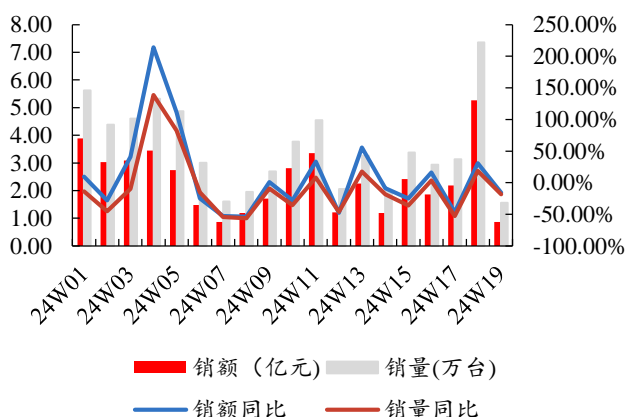
(1) 线下渠道：2024W19 销额约为 0.86 亿元，同比-15.7%，2024 年累计同比

-2.17%；销量约为 1.56 万台，同比-18.45%，2024 年累计同比-15.82%；均价 5525 元，同比+3.88%，2024 年累计同比+15.96%。

(2) 线上渠道：2024W19 销额约为 3.85 亿元，同比-23.94%，2024 年累计同比+15.57%；销量约为 14.45 万台，同比-25.87%，2024 年累计同比-0.78%；均价 2669 元，同比+2.6%，2024 年累计同比+16.49%。

图10: 2024W19 彩电线下渠道销额约为 0.86 亿元，同比 -15.7%，销量约为 1.56 万台，同比-18.45%

图11: 2024W19 彩电线上销额约为 3.85 亿元，同比 -23.94%，销量约为 14.45 万台，同比-25.87%



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

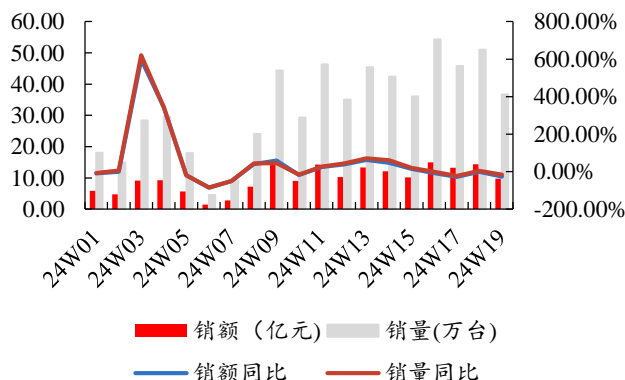
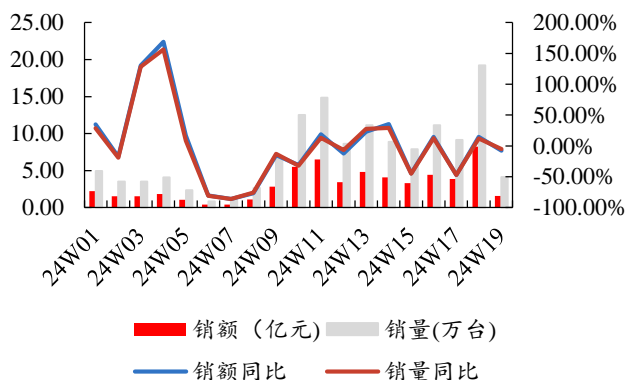
## 5.2、空调：线上零售增速有所放缓，全年累计仍保持增长态势

(1) 线下渠道：2024W19 销额约为 1.58 亿元，同比-7.87%，2024 年累计同比-14.62%；销量约为 4.14 万台，同比-5.18%，2024 年累计同比-15.69%；均价 3817 元，同比-3.72%，2024 年累计同比-1.77%。

(2) 线上渠道：2024W19 销额约为 9.82 亿元，同比-25.45%，2024 年累计同比+8.16%；销量约为 36.71 万台，同比-16.07%，2024 年累计同比+12.62%；均价 2675 元，同比-11.18%，2024 年累计同比-3.96%。

图12: 2024W19 空调线下销额约为 1.58 亿元，同比 -7.87%，销量约为 4.14 万台，同比-5.18%

图13: 2024W19 空调线上销额约为 9.82 亿元，同比 -25.45%，销量约为 36.71 万台，同比-16.07%



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

## 5.3、冰箱：线上渠道销量同比增长，全年累计量价双升

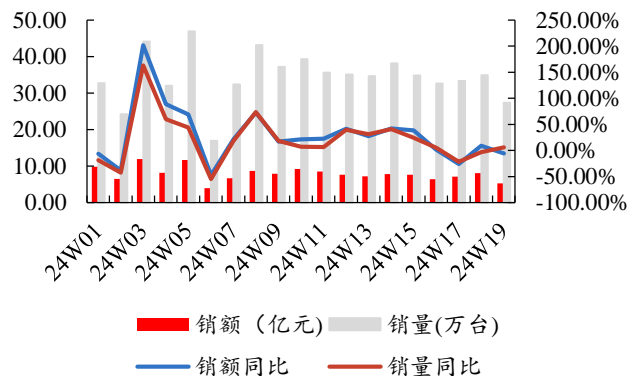
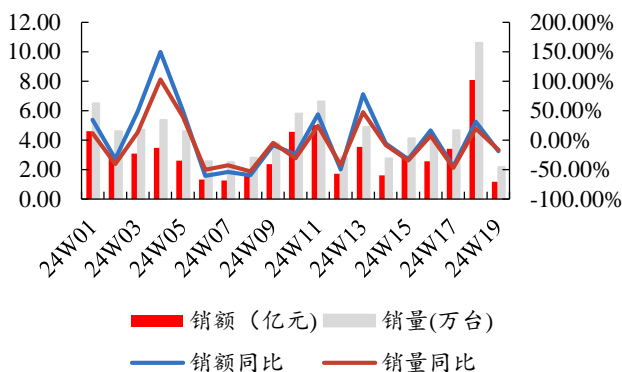


(1) 线下渠道：2024W19 销额约为 1.17 亿元，同比-18.67%，2024 年累计同比-7.43%；销量约为 2.18 万台，同比-16.77%，2024 年累计同比-12.69%；均价 5350 元，同比-4.24%，2024 年累计同比+1.96%。

(2) 线上渠道：2024W19 销额约为 5.32 亿元，同比-5.65%，2024 年累计同比+18.91%；销量约为 27.4 万台，同比+6.04%，2024 年累计同比+12.16%；均价 1941 元，同比-11.02%，2024 年累计同比+6.02%。

图14：2024W19 冰箱线下销额约为 1.17 亿元，同比-18.67%，销量约为 2.18 万台，同比-16.77%

图15：2024W19 冰箱线上销额约为 5.32 亿元，同比-5.65%，销量约为 27.4 万台，同比+6.04%



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

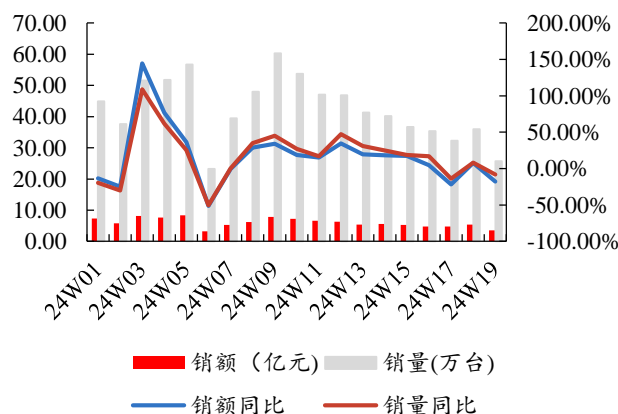
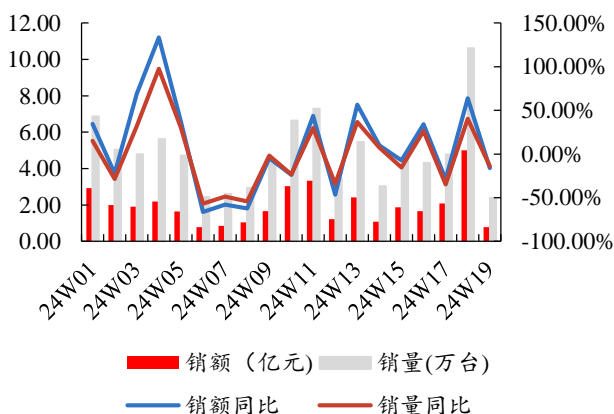
## 5.4、洗衣机：线上零售增速有所放缓，全年累计仍保持双位数增长

(1) 线下渠道：2024W19 销额约为 0.78 亿元，同比-15.97%，2024 年累计同比-1.41%；销量约为 2.38 万台，同比-13.99%，2024 年累计同比-5.69%；均价 3281 元，同比-3.93%，2024 年累计同比-1.65%。

(2) 线上渠道：2024W19 销额约为 3.58 亿元，同比-17.97%，2024 年累计同比+11.61%；销量约为 25.71 万台，同比-8.26%，2024 年累计同比+13.42%；均价 1391 元，同比-10.59%，2024 年累计同比-1.59%。

图16：2024W19 洗衣机线下销额约为 0.78 亿元，同比-15.97%，销量约为 2.38 万台，同比-13.99%

图17：2024W19 洗衣机线上销额约为 3.58 亿元，同比-17.97%，销量约为 25.71 万台，同比-8.26%



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

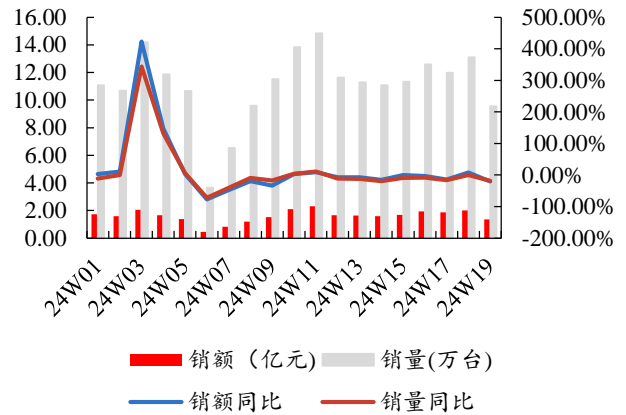
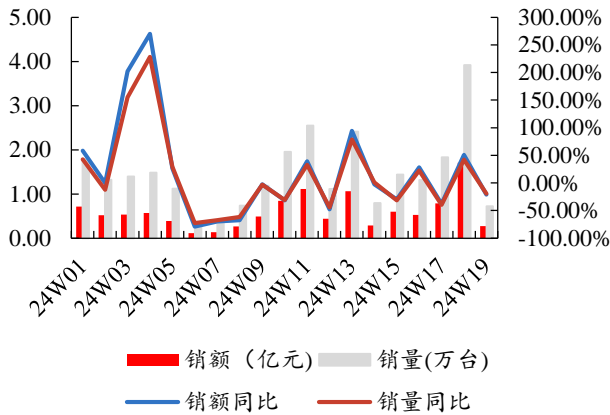
## 5.5、油烟机：线下和线下渠道销量增长仍有压力

(1) 线下渠道：2024W19 销额约为 0.27 亿元，同比-21.27%，2024 年累计同比-1.97%；销量约为 0.72 万台，同比-19.38%，2024 年累计同比-3.93%；均价 3734 元，同比-3.65%，2024 年累计同比-0.20%。

(2) 线上渠道：2024W19 销额约为 1.36 亿元，同比-20.01%，2024 年累计同比-4.04%；销量约为 9.54 万台，同比-18.78%，2024 年累计同比-4.96%；均价 1422 元，同比-1.52%，2024 年累计同比+0.96%。

图18：2024W19 油烟机线下销额约为 0.27 亿元，同比-21.27%，销量约为 0.72 万台，同比-19.38%

图19：2024W19 油烟机线上销额约为 1.36 亿元，同比-20.01%，销量约为 9.54 万台，同比-18.78%



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

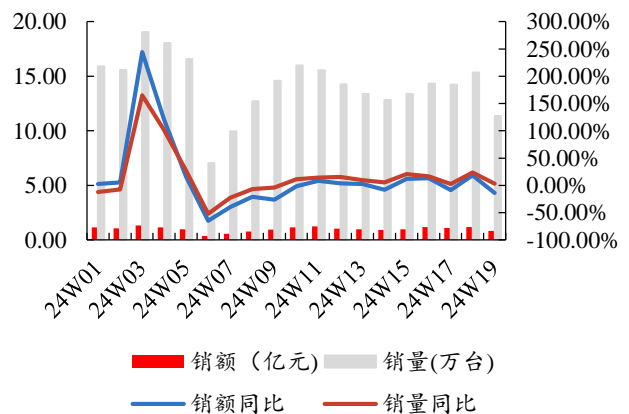
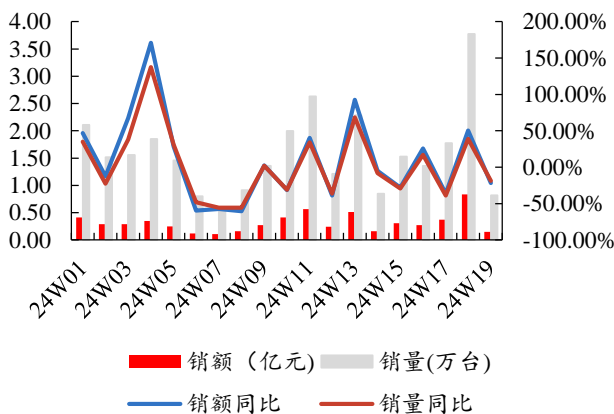
## 5.6、燃气灶：线下渠道承压，线上渠道销量延续增长态势

(1) 线下渠道：2024W19 销额约为 0.15 亿元，同比-21.77%，2024 年累计同比-1.07%；销量约为 0.82 万台，同比-18.82%，2024 年累计同比-4.47%；均价 1796 元，同比-3.39%，2024 年累计同比+1.18%。

(2) 线上渠道：2024W19 销额约为 0.82 亿元，同比-13.63%，2024 年累计同比+2.58%；销量约为 11.35 万台，同比+3.3%，2024 年累计同比+9.91%；均价 722 元，同比-16.39%，2024 年累计同比-6.66%。

图20：2024W19 燃气灶线下销额约为 0.15 亿元，同比-21.77%，销量约为 0.82 万台，同比-18.82%

图21：2024W19 燃气灶线上销额约为 0.82 亿元，同比-13.63%，销量约为 11.35 万台，同比+3.3%



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

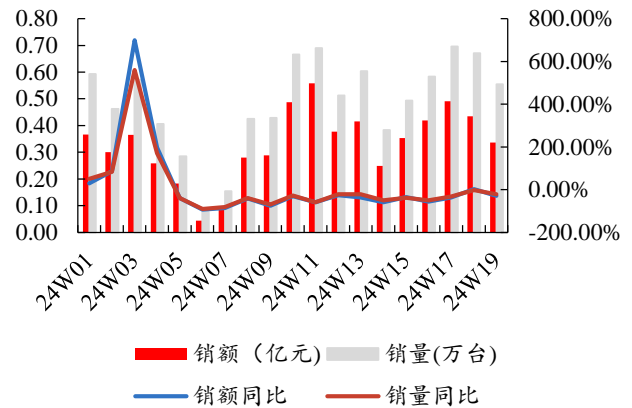
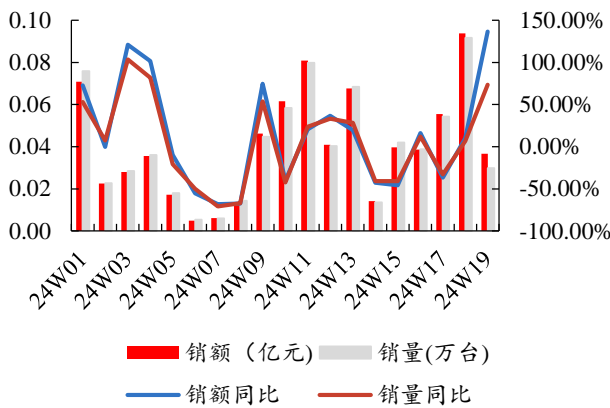
## 5.7、集成灶：线下渠道恢复增长趋势，线上渠道仍承压

(1) 线下渠道：2024W19 销额约为 0.04 亿元，同比+136.33%，2024 年累计同比-5.54%；销量约为 0.03 万台，同比+73.56%，2024 年累计同比-6.03%；均价 12302 元，同比+43.23%，2024 年累计同比+1.78%。

(2) 线上渠道：2024W19 销额约为 0.34 亿元，同比-29.25%，2024 年累计同比-41.65%；销量约为 0.55 万台，同比-20.94%，2024 年累计同比-35.13%；均价 6072 元，同比-10.51%，2024 年累计同比-10.06%。

图22：2024W19 集成灶线下销额约为 0.04 亿元，同比+136.33%，销量约为 0.03 万台，同比+73.56%

图23：2024W19 集成灶线上销额约为 0.34 亿元，同比-29.25%，销量约为 0.55 万台，同比-20.94%



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

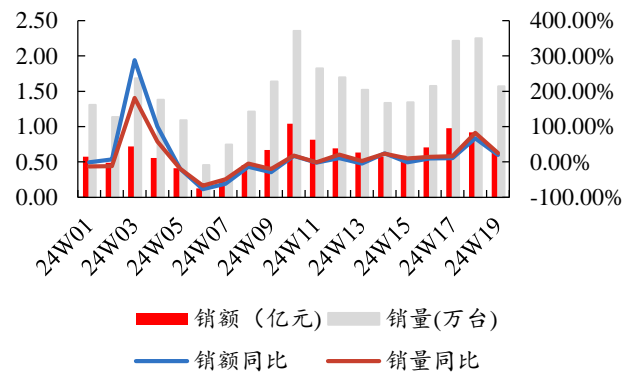
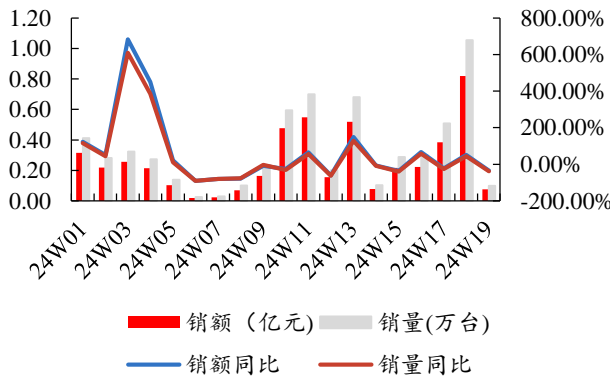
## 5.8、洗碗机：线下渠道仍有压力，线上渠道销量呈增长态势

(1) 线下渠道：2024W19 销额约为 0.08 亿元，同比-34.35%，2024 年累计同比+5.19%；销量约为 0.10 万台，同比-39.0%，2024 年累计同比-0.1%；均价 7652 元，同比+3.98%，2024 年累计同比+2.35%。

(2) 线上渠道：2024W19 销额约为 0.66 亿元，同比+20.05%，2024 年累计同比+4.3%；销量约为 1.57 万台，同比+25.23%，2024 年累计同比+6.61%；均价 4223 元，同比-4.13%，2024 年累计同比-2.16%。

图24：2024W19 洗碗机线下销额约为 0.08 亿元，同比-34.35%，销量约为 0.10 万台，同比-39.0%

图25：2024W19 洗碗机线上销额约为 0.66 亿元，同比+20.05%，销量约为 1.57 万台，同比+25.23%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

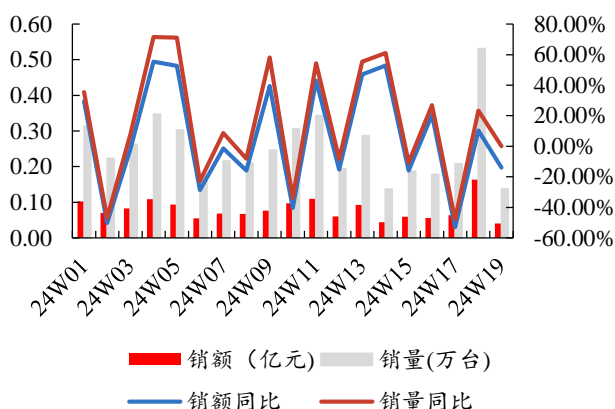
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

## 5.9、洗地机：线上销量维持高增，价格仍同比下降

(1) 线下渠道：2024W19 销额约为 0.04 亿元，同比-14.06%，2024 年累计同比-4.72%；销量约为 0.14 万台，同比持平，2024 年累计同比+4.06%；均价 2950 元，同比-14.8%，2024 年累计同比-8.81%。

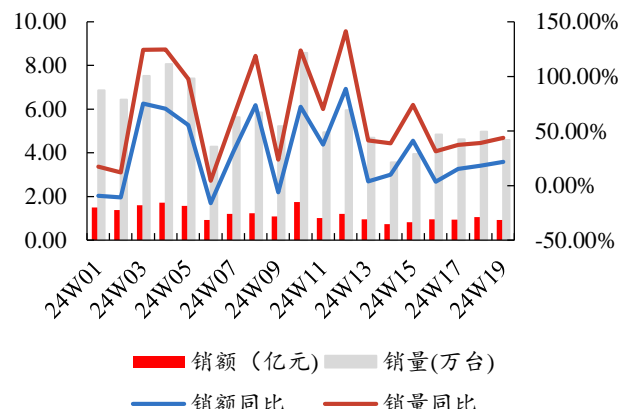
(2) 线上渠道：2024W19 销额约为 0.92 亿元，同比+21.85%，2024 年累计同比+25.58%；销量约为 4.59 万台，同比+43.77%，2024 年累计同比+58.94%；均价 2017 元，同比-15.25%，2024 年累计同比-20.99%。

图26：2024W19 洗地机线下销额约为 0.04 亿元，同比-14.06%，销量约为 0.14 万台，同比持平



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图27：2024W19 洗地机线上销额约为 0.92 亿元，同比+21.85%，销量约为 4.59 万台，同比+43.77%



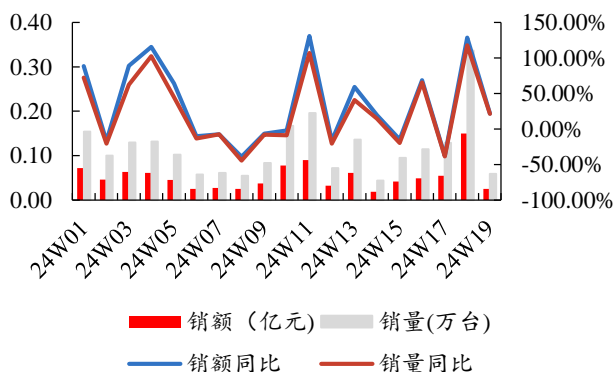
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

## 5.10、扫地机：线上渠道量价双高增，全年累计较高双位数增长

(1) 线下渠道：2024W19 销额约为 0.02 亿元，同比-21.97%，2024 年累计同比-27.54%；销量约为 0.06 万台，同比+21.2%，2024 年累计同比+19.74%；均价 4231 元，同比+2.16%，2024 年累计同比+6.9%。

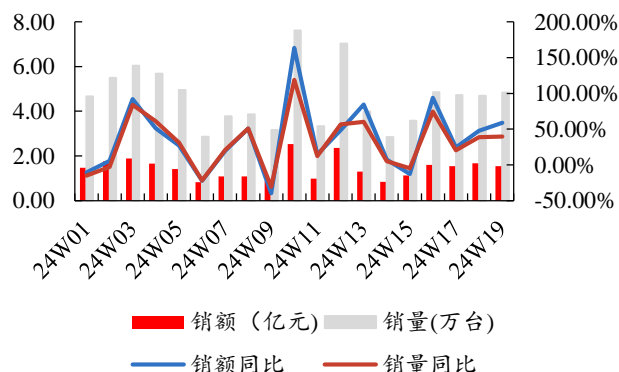
(2) 线上渠道：2024W19 销额约为 1.54 亿元，同比+58.65%，2024 年累计同比+31.28%；销量约为 4.84 万台，同比+39.56%，2024 年累计同比+27.32%；均价 3176 元，同比+13.67%，2024 年累计同比+3.11%。

图28：2024W19 扫地机线下销额约为 0.02 亿元，同比-21.97%，销量约为 0.06 万台，同比+21.2%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图29：2024W19 扫地机线上销额约为 1.54 亿元，同比+58.65%，销量约为 4.84 万台，同比+39.56%



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

(1) 家电品牌走向世界主题：石头科技、海尔智家、九号公司、海信视像、TCL 电子；(2) 两轮车主题：雅迪控股、爱玛科技；(3) 家电优秀代工出海：德昌股份、涛涛车业；(4) 低估值高分红、利润率提升主题：海信家电，受益标的长虹美菱、TCL 电子。

表2：本周推荐标的：石头科技、九号公司、海尔智家、海信视像、TCL 电子、雅迪控股、爱玛科技、德昌股份、涛涛车业、海信家电，受益标的长虹美菱

证券代码	公司	评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688169.SH	石头科技	买入	563.51	20.51	26.01	31.24	37.74	27.5	21.7	18.0	14.9
600690.SH	海尔智家	买入	2804.35	165.97	191.83	219.87	246.74	16.9	14.6	12.8	11.4
689009.SH	九号公司	买入	295.81	5.98	8.10	12.04	17.21	49.5	36.5	24.6	17.2
600060.SH	海信视像	买入	362.51	20.96	24.06	27.99	31.93	17.3	15.1	13.0	11.4
1070.HK	TCL 电子	买入	141.18	7.44	9.15	11.14	13.09	19.0	15.4	12.7	10.8
1585.HK	雅迪控股	买入	463.86	26.40	32.48	39.22	46.57	17.6	14.3	11.8	10.0
603529.SH	爱玛科技	买入	315.55	18.81	22.78	27.63	33.80	16.8	13.9	11.4	9.3
605555.SH	德昌股份	买入	80.99	3.22	4.08	5.38	6.74	25.1	19.9	15.1	12.0
301345.SZ	涛涛车业	买入	78.84	2.80	3.91	5.21	6.52	28.1	20.2	15.1	12.1
000921.SZ	海信家电	买入	534.49	28.37	33.94	39.51	45.33	18.8	15.7	13.5	11.8
000521.SZ	长虹美菱	未评级	105.68	7.41	9.02	10.43	11.96	14.3	11.7	10.1	8.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（TCL 电子数据币值为港元，长虹美菱盈利预测来自 Wind 一致预测，其他均为开源证券研究所预测，收盘日截至 2024 年 5 月 18 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

### 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