

家用电器

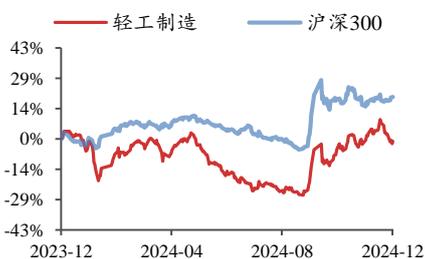
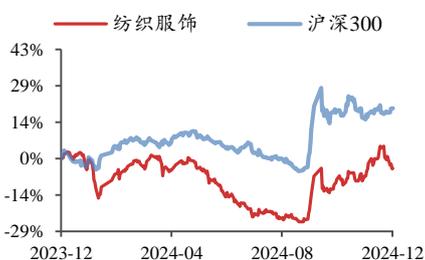
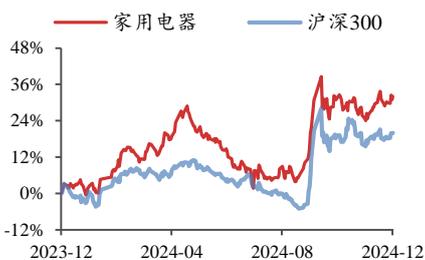
2024年12月26日

投资评级：看好（维持）

可选消费行业 2025 年：内销看政策支持，外销看创新能力

——行业投资策略

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《九号公司 2024H1 业绩持续超预期，7 月石头内销线上份额保持第一——行业周报》-2024.8.11

《电动两轮车：四重逻辑共振，继续看好龙头及成长属性标的投资机会——行业深度报告》-2024.8.1

《家电出口延续优于大盘表现，电视面板价格持续趋稳——行业周报》-2024.7.14

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

● **内销受益政策需求迎拐点，外销看好优质企业创新能力，维持“看好”评级**
外销端看好具备产品创新能力+自主品牌+海外产能优质企业的长期竞争力。内销端仍然看好以旧换新政策拉动换新需求，以及两轮车标准切换下龙头企业的份额提升。**重点推荐标的：**(1) **石头科技：**看好组织架构调整后，更积极的产品和销售策略拉动份额持续提升。(2) **爱玛科技、美的集团、雅迪控股：**电以旧换新成效显著，两轮车以旧换新在各省市细则落地及流程简化后终端动销有望逐步修复。龙头企业爱玛科技、美的集团、雅迪控股有望率先受益，同时看好新势力九号公司依托强产品设计和创新能力提升市场份额。(3) **九号公司、TCL 电子、安克创新：**依托强产品竞争力和创新能力，中国品牌抢海外市场份额，其中安克创新品牌+渠道有望赋能多产品线增长；九号公司有渠道开拓红利（全地形车美国线下/割草机全球）。(4) **德昌股份：**围绕核心优质下游客户拓品类，前瞻性布局海外产能。(5) **开润股份：**箱包代工壁垒坚实、一体化服装代工锦上添花。(6) **泡泡玛特：**潮玩出海龙头，全流程高效商业模式壁垒深铸。

● **内销市场：扫地机迎拐点，政策拉动黑电/白电零售亮眼，静待两轮车改善**

(1) **清洁电器：扫地机行业内销增速迎拐点，品牌间分化明显。**内销方面，2024Q1-Q3/Q3 销额同比分别+19%/+18%，行业集中度提升，石头份额稳定第一。外销表现优于国内，2024Q3 美亚/德亚/法亚行业销额同比分别+51%/+27%/+56%。(2) **厨房小家电：**内需仍较为疲软，美的/苏泊尔表现稳健。2024Q1-Q3 苏泊尔销额同比分别-9%/-9%/+2%，美的销额同比分别-6%/-5%/+7%，较同行增长更加稳健。(3) **两轮车：**前三季度行业受国检、政策切换等影响，渠道逻辑下九号增长优于同行，新品拉动小牛短期销量恢复增长。2023/2024H1 九号销量同比+77.9%/+118%，爱玛销量同比-0.3%/+0.4%，雅迪销量同比 17.9%/-22.3%。(4) **黑电板块：**内销市场经历多个季度疲弱于 9 月恢复双位数增长，2024Q1/Q2/Q3/M9 线上销量同比分别+3%/-13%/+3%/+19%，其中 TCL 凭借子品牌雷鸟快速增长。(5) **白电板块：**受益以旧换新政策，2024Q3 空调/冰箱/洗衣机零售数据亮眼。2024Q3 空调/冰箱/洗衣机线上零售量同比分别+17%/+12%/+14%。

● **外销市场：小家电/黑电/白电外销优于内销表现，优质外销企业份额提升**

行业层面，基数走高但空调/冰箱/电视/小家电等细分品类出口仍延续增长趋势。2024Q1/Q2/Q3 空调出口金额同比分别+2%/+22%/+38%，冰箱同比分别+28%/+19%/+18%，电视同比分别+6%/+19%/+12%，小家电（水果蔬菜榨汁机、食品研磨机、咖啡机、面包机、水壶等）合计同比分别+12%/+14%/+12%。**个股层面，**受益外需稳定，2024Q1-Q3 外销为主企业收入/利润增速普遍优于内销为主的企业，以石头科技、安克创新、九号公司、TCL 电子、德昌股份等为代表的优质外销企业凭借产品创新能力实现优于同行增长，于细分行业份额稳步提升。

● **风险提示：**贸易摩擦风险、原材料价格大幅波动、汇率大幅波动等。

目 录

1、 家电板块：外销表现亮眼，股息率持续提高.....	4
1.1、 清洁电器板块：集中度提升，行业销额增速表现较弱，品牌间表现持续分化.....	4
1.2、 小家电板块：内销行业表现疲软，小熊/美的优于行业表现，苏泊尔稳健.....	5
1.3、 两轮车板块：雅迪、爱玛领先，九号后来居上，小牛短期销量恢复增长.....	6
1.4、 黑电板块：2024Q1-Q3 TCL 电子内外销双高增长.....	7
1.5、 出口板块：外需稳定，基数走高但空调/冰箱/电视/小家电出口仍延续增长趋势.....	7
1.6、 白电板块：外销景气度优于内销，空调表现优于冰洗.....	8
1.7、 三季报总结：出口整体优于内销，政策刺激下内销景气度有所回暖.....	8
2、 优秀外销公司的基因：创新、品牌与产能.....	9
2.1、 石头科技：看好组织架构调整后，更积极的产品和销售策略拉动份额持续提升.....	10
2.2、 九号公司：外销市场既有品牌沉淀，亦有渠道开拓和产品创新能力.....	11
2.3、 安克创新：品牌+渠道相辅相成，有望支撑各产品线长期增长.....	12
2.4、 TCL 电子：政策驱动产品结构升级加速及国内改善，国际市场持续突破.....	13
2.5、 海尔智家：海外业务受关税影响小、预计保持景气，盈利能力仍有持续提升空间.....	14
2.6、 德昌股份：围绕核心优质下游客户拓品类，前瞻性布局海外产能.....	15
2.7、 开润股份：箱包代工壁垒坚实、一体化服装代工锦上添花.....	15
2.8、 赛维时代：服饰品牌出海龙头，数智化+敏捷组织+高效供应链构建核心竞争力.....	16
2.9、 泡泡玛特：潮玩出海龙头，全流程高效商业模式壁垒深铸.....	17
3、 内销看政策：家电/两轮车以旧换新.....	18
3.1、 家电以旧换新：8-9月多地制定、发布个性化补贴细则.....	18
3.2、 家电以旧换新效果：多品类实现量价齐增，预计2024Q4有效拉动内需改善.....	20
3.3、 电动两轮车以旧换新补贴梳理：中央地方构筑合力，政策持续推进中.....	21
3.4、 美的集团：内销家电龙头 Q4 有望充分受益以旧换新，外销北美敞口较小.....	22
3.5、 爱玛科技：2025 看好公司乘行业东风重进量价齐升通道.....	23
3.6、 雅迪控股：国内提质增效，龙头优势仍足.....	23
3.7、 九号公司：内销两轮车以差异化破局，关注渠道优化+新国标下扩大市场份额.....	24
4、 盈利预测与投资建议.....	25
5、 风险提示.....	26

图表目录

图 1： 2024Q1-Q3 扫地机行业销额同比+19%，石头/追觅/云鲸/美的优于行业表现，销额份额提升.....	4
图 2： 2024Q1-Q3 美亚/德亚/法亚销额同比+28%/+8%/+50%，石头/shark 扫地机市场份额提升显著.....	4
图 3： 2024Q1-Q3 洗地机行业线上销额同比+3.5%，云鲸/海尔销额增速优于行业表现.....	5
图 4： 行业集中度提升，二线品牌云鲸/小米/美的等销额份额逐步提升.....	5
图 5： 行业整体增长仍相对疲软，美的/苏泊尔表现相对稳健.....	6
图 6： 九号逐步占领中高端市场，显著优于行业表现，小牛 2024H1 销量增速开始由负转正.....	7
图 7： 2024Q1-Q3 TCL 内销线上销量增速领先行业.....	7
图 8： 2024Q1-Q3 TCL 海外出货增长优于同行.....	7
图 9： 2024Q1-Q3 空调/冰箱/电视/大部分小家电出口延续双位数增长趋势.....	8
图 10： 2024Q1-3 内销洗衣机增速较快，空调/冰箱承压；外销空调增速较快、冰箱/洗衣机表现平稳.....	8
图 11： 家电板块出口整体优于内销，政策刺激下内销景气度有所回暖.....	9
图 12： Q3 实现营业收入 25.9 亿元 (+11.9%)，Q3 内销超预期，北美、亚太符合预期，欧洲小幅承压.....	11

图 13: 2024Q2 起石头内销线上渠道已稳居份额第一.....	11
图 14: 九号割草机器人产品技术引领行业.....	12
图 15: 九号割草机器人欧洲渠道开拓快速, 逐步接近龙头.....	12
图 16: 九号割草机器人亚马逊份额提升明显.....	12
图 17: 安克创新将全面进驻 Apple Store 以及线下渠道, 同时作为亚马逊头部大卖深谙流量规则.....	13
图 18: 安克创新 Google/Youtube 搜索量均位行业前列, 且 2023 年以来呈上升趋势.....	13
图 19: 安克创新欧洲市场多品类线下渠道积累或强于专业性企业.....	13
图 20: 2024Q1-Q3 TCL 出货仍优于同行表现.....	14
图 21: 2024Q3 实现归母净利润 47.3 亿元 (+13.2%).....	15
图 22: 2024Q3 实现归母净利润率 7.0% (+0.8pct).....	15
图 23: Q3 收入高增, 利润受新品开发及集中投入影响.....	16
图 24: Q3 美国去通胀进程尚可, 零售数据回暖.....	16
图 25: 2024H2 收入业绩有望维持高增.....	18
图 26: 海外营收占比提升有望带来盈利能力优化.....	18
图 27: 泡泡玛特海外门店快速扩张.....	18
图 28: 2024 推出 CHAKA、Inosoul、星星人等新 IP.....	18
图 29: 《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》家电相关条文梳理.....	19
图 30: 多地发布以旧换新补贴实施细则.....	20
图 31: 2024 年双十一家电销售额占比 15.7% (截至 10.31).....	21
图 32: 2024 年 10 月线上多个品类出现销量快速增长, 扫地机表现尤为亮眼.....	21
图 33: 多地发布电动两轮车以旧换新补贴实施细则.....	21
图 34: 央视报道电动自行车以旧换新.....	22
图 35: 各地陆续出台电动自行车以旧换新入口.....	22
图 36: 2024Q3 实现归母净利润 108.9 亿元 (+14.9%).....	23
图 37: 2024Q3 归母净利润率 10.7% (+0.6pct).....	23
图 38: 爱玛科技 2023 营业收入 174.6 亿元, 同比+1.3%.....	23
图 39: 爱玛科技股权激励锁定 2024-2026 业绩增长目标.....	23
图 40: 雅迪控股收入及业绩稳增长.....	24
图 41: 雅迪发布冠能 6 代, 售价均为 4000 元+.....	24
图 42: 机器人技术赋能两轮车, 新国标向智能化发展下公司优势明显.....	25
表 1: 近年来中国品牌企业持续抢占海外品牌份额, 营收增速更高.....	9
表 2: 九号公司/石头科技/开润股份等出海企业海外产能已可覆盖对美出口.....	10
表 3: 公司差异化布局印尼产能, 箱包于印尼积极扩产.....	16
表 4: 面料及服装于印尼积极扩产.....	16
表 5: 三大品牌保持高增、女装快速成长, 欧洲区域开始起势.....	17
表 6: 内销推荐有望受益政策的美的集团、爱玛科技、九号公司、雅迪控股, 外销推荐石头科技、海尔智家、九号公司、安克创新、TCL 电子、德昌股份、开润股份、泡泡玛特、名创优品、赛维时代.....	25

1、家电板块：外销表现亮眼，股息率持续提高

1.1、清洁电器板块：集中度提升，行业销额增速表现较弱，品牌间表现持续分化

扫地机行业内销增速反弹，外销增速偏弱，品牌间分化明显。

(1) 内销：线上销额增速回暖，Q1-Q3/Q3 销额同比分别+19%/+18%。集中度提升，石头稳居第一，科沃斯、追觅份额下滑，云鲸有所提升。

(2) 外销：海外表现优于国内，Q3 美亚/德亚/法亚行业销额同比分别+51%/+27%/+56%，石头/Shark 份额提升显著。

图1：2024Q1-Q3 扫地机行业销额同比+19%，石头/追觅/云鲸/美的优于行业表现，销额份额提升

内销销额同比	行业线上	科沃斯	石头	云鲸	小米	美的	海尔	追觅	各品牌内销销额份额	科沃斯	石头	追觅	小米	云鲸	美的	海尔	其他品牌
2023Q1	13%	17%	0%	30%	6%	68%	43%	39%	2023Q1	40%	22%	7%	11%	13%	1%	1%	5%
2023Q2	1%	-1%	1%	31%	-3%	15%	23%	86%	2023Q2	35%	29%	12%	8%	11%	1%	1%	3%
2023Q3	-3%	-28%	12%	-21%	8%	207%	-32%	96%	2023Q3	30%	21%	15%	12%	12%	4%	1%	5%
2023Q4	15%	-14%	33%	13%	-6%	460%	-42%	115%	2023Q4	31%	23%	18%	7%	14%	3%	0%	3%
2024Q1	24%	-14%	21%	44%	22%	638%	-41%	171%	2024Q1	28%	21%	15%	11%	15%	5%	1%	4%
2024Q2	18%	-18%	9%	89%	24%	248%	-46%	60%	2024Q2	24%	27%	17%	9%	17%	3%	0%	3%
2024Q3	18%	-20%	43%	103%	15%	12%	-2%	3%	2024Q3	20%	26%	13%	12%	21%	4%	1%	4%
2024Q1-Q3累计	19%	-18%	19%	80%	21%	157%	-34%	58%	2024Q1-Q3累计	24%	25%	15%	10%	18%	4%	0%	3%

数据来源：久谦平台、开源证券研究所

图2：2024Q1-Q3 美亚/德亚/法亚销额同比+28%/+8%/+50%，石头/shark 扫地机市场份额提升显著

外销销额同比	行业	科沃斯	石头	云鲸	Irobot	Shark	Eufy	追觅	各品牌外销销额份额	科沃斯	石头	追觅	Irobot	Shark	云鲸	eufy	其他品牌
2023Q1	64%	59%	119%	53%	55%	90%	138%	-17%	2023Q1	3%	18%	1%	38%	18%	1%	6%	16%
2023Q2	115%	0%	271%	37%	83%	275%	292%	148%	2023Q2	3%	3%	1%	27%	18%	1%	4%	12%
2023Q3	8%	-32%	141%	126%	-45%	112%	-49%	266%	2023Q3	1%	40%	2%	23%	19%	1%	3%	11%
2023Q4	-33%	-35%	73%	55%	-77%	-72%	-85%	176%	2023Q4	1%	60%	3%	11%	11%	1%	1%	13%
2024Q1	-37%	-69%	77%	26%	-85%	-71%	-88%	369%	2024Q1	2%	51%	4%	9%	8%	1%	1%	25%
2024Q2	62%	-23%	37%	233%	18%	124%	139%	119%	2024Q2	1%	28%	2%	20%	26%	1%	7%	17%
2024Q3	51%	402%	-10%	306%	31%	116%	190%	48%	2024Q3	4%	24%	2%	20%	29%	3%	6%	14%
2024Q1-Q3美亚累计	28%	53%	19%	241%	-18%	69%	67%	103%	2024Q1-Q3美亚累计	3%	29%	2%	18%	25%	2%	6%	17%
2023Q1	5%	24%	117%	0%	0%	-32%	78%	0%	2023Q1	4%	25%	4%	2%	0%	2%	2%	64%
2023Q2	16%	150%	56%	5%	5%	-39%	297%	0%	2023Q2	5%	26%	5%	2%	0%	1%	1%	61%
2023Q3	52%	83%	126%	75%	46%	-4%	535%	0%	2023Q3	4%	36%	7%	2%	0%	1%	1%	49%
2023Q4	32%	-70%	6%	46%	-5%	378%	0%	2023Q4	1%	24%	11%	3%	0%	2%	2%	59%	
2024Q1	-8%	10%	-47%	15%	-34%	45%	0%	2024Q1	5%	15%	6%	2%	0%	1%	1%	71%	
2024Q2	1%	43%	-52%	-31%	160%	36%	0%	2024Q2	6%	12%	7%	2%	1%	3%	3%	70%	
2024Q3	27%	133%	-58%	-5%	232%	43%	0%	2024Q3	8%	12%	8%	2%	1%	2%	2%	68%	
2024Q1-Q3德亚累计	8%	66%	-53%	-7%	90%	42%	0%	2024Q1-Q3德亚累计	7%	13%	7%	2%	1%	2%	2%	69%	
2023Q1	635%	5073%	10%	1027%	0%	9678%	0%	2023Q1	13%	5%	7%	2%	0%	0%	0%	72%	
2023Q2	263%	1366%	93%	416%	0%	1144%	0%	2023Q2	10%	10%	8%	3%	0%	0%	0%	70%	
2023Q3	305%	3901%	177%	884%	0%	133%	0%	2023Q3	10%	13%	5%	4%	0%	0%	0%	69%	
2023Q4	164%	318%	368%	127%	88%	40%	0%	2023Q4	10%	15%	4%	5%	0%	0%	0%	67%	
2024Q1	40%	-78%	213%	88%	-5%	0%	0%	2024Q1	2%	10%	5%	3%	0%	0%	0%	79%	
2024Q2	56%	-50%	145%	29%	55%	0%	0%	2024Q2	3%	15%	8%	2%	0%	0%	0%	72%	
2024Q3	56%	-25%	-5%	22%	317%	0%	0%	2024Q3	5%	8%	13%	3%	0%	0%	0%	72%	
2024Q1-Q3法亚累计	50%	-54%	79%	43%	103%	0%	0%	2024Q1-Q3法亚累计	3%	11%	9%	3%	0%	0%	0%	74%	

数据来源：久谦平台、开源证券研究所（注：外销亚马逊中行业整体为吸尘器）

洗地机行业销额增速整体偏弱，品牌间分化明显。

(1) 销额增速看，价格战相对激烈挤压销额表现，Q1-3/Q3 销额同比分别+3.5%/-1.3%。

(2) 各品牌份额看，集中度提升，添可份额下滑，二线品牌销额份额普遍提升。

图3：2024Q1-Q3 洗地机行业线上销额同比+3.5%，云鲸/海尔销额增速优于行业表现

内销销额同比	行业线上	添可	追觅	云鲸	小米	美的	海尔	德尔玛	石头
2023Q1	26.2%	15.1%	623.8%		42.4%	118.3%	42.4%	186.3%	84.7%
2023Q2	6.8%	-11.9%	64.4%		-2.9%	220.7%	21.7%	258.8%	223.8%
2023Q3	-0.1%	-10.7%	-10.5%		10.6%	187.1%	5.0%	109.7%	235.9%
2023Q4	11.3%	-4.9%	34.1%		17.6%	245.4%	66.1%	128.5%	6.9%
2024Q1	22.0%	11.4%	36.5%		29.2%	65.7%	3.3%	215.0%	5.1%
2024Q2	-34.4%	-44.9%	-18.7%	93.4%	2.2%	-40.1%	-28.0%	-42.5%	-38.0%
2024Q3	-1.3%	-7.9%	10.6%	552.0%	35.0%	-34.2%	471.7%	-59.8%	-51.0%
2024Q1-Q3累计	3.5%	-6.0%	31.7%	133.5%	33.7%	-7.4%	100.2%	9.8%	-32.4%

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图4：行业集中度提升，二线品牌云鲸/小米/美的等销额份额逐步提升

各品牌销额份额	添可	追觅	云鲸	小米	美的	海尔	德尔玛	石头	其他品牌
2023Q1	49.5%	16.9%		3.4%	5.0%	4.0%	1.5%	5.0%	15%
2023Q2	48.4%	15.1%	1.3%	3.0%	7.9%	2.5%	1.7%	5.3%	15%
2023Q3	43.3%	18.1%	1.0%	3.5%	8.6%	2.5%	4.7%	5.5%	13%
2023Q4	51.0%	18.4%	1.5%	2.8%	7.2%	2.1%	2.1%	3.3%	12%
2024Q1	45.1%	18.9%	2.4%	3.6%	6.8%	3.3%	3.8%	4.3%	12%
2024Q2	42.9%	22.8%	4.3%	4.3%	6.6%	2.3%	1.8%	3.1%	12%
2024Q3	40.5%	20.3%	6.3%	4.9%	5.7%	14.4%	1.9%	2.7%	3%
2024Q1-Q3累计	43.1%	20.9%	4.2%	4.2%	6.5%	5.6%	2.5%	3.4%	10%

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

1.2、小家电板块：内销行业表现疲软，小熊/美的优于行业表现，苏泊尔稳健

行业增长仍相对疲软，美的/苏泊尔相对稳健。(1) 行业层面：2024Q1-Q3 天猫表现优于京东。行业低价竞争仍持续，增长相对疲软。(2) 品牌层面：2023Q1-Q3 小熊/美的增速较高于行业，苏泊尔稳定优于行业表现。2024Q1-Q3 厨小电销额同比分别-11%/+16%/+5%，其中苏泊尔销额同比分别-9%/-9%/+2%，美的销额同比分别-6%/-5%/+7%。

图5：行业整体增长仍相对疲软，美的/苏泊尔表现相对稳健

厨小电分渠道数据总览	月度趋势									季度趋势						
	2024M1	2024M2	2024M3	2024M4	2024M5	2024M6	2024M7	2024M8	2024M9	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
销售额 (亿元)	京东 19.27	18.43	16.03	13.80	18.28	17.51	14.30	14.65	15.78	67.34	63.97	50.91	62.36	53.74	49.59	44.72
	天猫 28.34	22.36	27.72	31.37	39.86	69.66	25.71	29.92	35.77	88.95	102.19	85.80	115.39	78.42	140.89	91.40
	抖音 10.38	7.88	7.48	5.73	9.78	10.66	8.48	10.88	10.95	20.60	20.11	22.37	37.39	25.74	26.17	30.31
销售额同比 (%)	京东 -29%	-12%	-17%	-7%	-6%	-41%	-19%	-13%	-5%	0%	14%	2%	-14%	-20%	-22%	-12%
	天猫 -2%	-29%	-3%	-3%	22%	88%	9%	4%	7%	-12%	-14%	-14%	-19%	-12%	38%	7%
	抖音 54%	16%	6%	-22%	55%	65%	3%	65%	45%	42%	-7%	-10%	32%	25%	30%	35%
	京东+天猫+抖音 -8%	-18%	-7%	-6%	16%	33%	-2%	6%	8%	-4%	-5%	-9%	-12%	-11%	16%	5%
小熊电器分渠道数据总览	月度趋势									季度趋势						
销售额 (亿元)	京东 1.53	1.61	1.53	1.22	1.86	1.12	1.32	1.11	1.37	6.00	6.01	5.30	5.91	4.66	4.20	3.80
	天猫 1.40	1.26	1.60	1.26	1.54	1.30	0.89	1.20	1.66	3.87	4.50	3.62	5.30	4.26	4.11	3.74
	抖音 0.20	0.16	0.17	0.19	0.23	0.22	0.24	0.36	0.29	1.03	1.44	0.74	0.94	0.52	0.64	0.90
销售额同比 (%)	京东 -33%	-17%	-15%	-18%	1%	-58%	-32%	-39%	-10%	17%	62%	40%	-2%	-22%	-30%	-28%
	天猫 3%	-9%	42%	-3%	2%	-22%	-4%	1%	10%	0%	2%	1%	-25%	10%	-9%	4%
	抖音 -42%	-48%	-57%	-68%	-51%	-39%	-19%	78%	27%	363%	311%	41%	-7%	-49%	-55%	22%
	京东+天猫+抖音 -21%	-16%	0%	-21%	-5%	-44%	-23%	-17%	2%	18%	41%	23%	-14%	-13%	-25%	-13%
苏泊尔分渠道数据总览	月度趋势									季度趋势						
销售额 (亿元)	京东 6.41	5.62	4.81	4.16	6.18	5.32	5.08	4.99	5.29	20.70	19.25	15.90	18.42	16.83	15.66	15.37
	天猫 5.59	4.16	4.27	4.31	5.83	4.03	3.24	4.16	6.31	14.09	14.63	13.41	17.71	14.01	14.18	13.71
	抖音 1.45	0.86	1.18	0.83	1.39	1.44	1.22	1.48	1.54	2.84	2.77	3.51	5.88	3.49	3.65	4.23
销售额同比 (%)	京东 -27%	-12%	-14%	-12%	3%	-38%	-5%	-6%	2%	4%	19%	-4%	-16%	-19%	-19%	-3%
	天猫 -2%	-11%	14%	-10%	19%	-18%	-8%	1%	17%	-15%	-2%	-6%	-14%	-1%	-3%	2%
	抖音 29%	-1%	40%	-2%	105%	15%	40%	8%	21%	27%	22%	13%	74%	23%	32%	21%
	京东+天猫+抖音 -14%	-11%	1%	-10%	16%	-27%	-2%	-5%	11%	-3%	10%	-3%	-9%	-9%	-9%	2%
美的分渠道数据总览 (只包括厨小电)	月度趋势									季度趋势						
销售额 (亿元)	京东 4.97	4.82	3.88	3.33	4.27	4.66	3.50	3.41	4.12	15.15	13.96	11.04	14.70	13.67	12.26	11.03
	天猫 3.19	2.33	2.47	2.14	2.47	3.08	1.74	1.99	2.76	8.55	7.89	6.12	10.26	7.98	7.70	6.49
	抖音 0.41	0.26	0.40	0.29	0.35	0.48	0.40	0.49	0.50	0.54	0.38	0.51	1.52	1.07	1.13	1.39
销售额同比 (%)	京东 -21%	-2%	-2%	-1%	2%	-27%	-9%	-3%	13%	-2%	36%	17%	-1%	-10%	-12%	0%
	天猫 -15%	-7%	9%	-17%	6%	4%	6%	-10%	21%	-17%	4%	2%	-21%	-7%	-2%	6%
	抖音 56%	125%	146%	132%	254%	214%	125%	163%	240%	163%	246%	280%	40%	98%	198%	173%
	京东+天猫+抖音 -17%	-2%	5%	-5%	7%	-14%	0%	-1%	21%	-7%	24%	14%	-9%	-6%	-5%	7%
新宝股份分渠道数据总览	月度趋势									季度趋势						
销售额 (亿元)	京东 0.63	0.50	0.47	0.38	0.61	0.53	0.39	0.40	0.43	1.95	2.26	1.51	2.03	1.61	1.52	1.22
	天猫 0.53	0.33	0.47	0.37	0.66	0.54	0.25	0.34	0.42	1.44	1.75	1.22	2.17	1.33	1.57	1.01
	抖音 0.31	0.20	0.28	0.20	0.19	0.22	0.12	0.13	0.19	1.02	0.91	0.96	1.47	0.78	0.62	0.44
销售额同比 (%)	京东 -27%	-8%	-12%	-12%	-5%	-56%	-27%	-19%	-11%	5%	13%	2%	-22%	-18%	-33%	-19%
	天猫 -5%	-24%	5%	-18%	4%	-19%	-22%	-22%	-11%	-22%	-27%	-3%	-22%	-8%	-10%	-17%
	抖音 -2%	-37%	-29%	-49%	-23%	-14%	-68%	-52%	-39%	197%	-11%	45%	11%	-23%	-32%	-54%
	京东+天猫+抖音 -15%	-21%	-11%	-26%	-4%	-39%	-38%	-28%	-18%	9%	-9%	9%	-16%	-16%	-25%	-28%
九阳分渠道数据总览	月度趋势									季度趋势						
销售额 (亿元)	京东 2.60	2.38	2.40	1.95	2.63	2.51	1.82	1.75	1.99	9.15	9.75	7.58	8.68	7.38	7.09	5.56
	天猫 1.99	1.63	2.02	1.74	2.04	2.32	1.42	1.65	2.14	6.26	7.67	5.76	7.76	5.64	6.10	5.21
	抖音 0.58	0.56	0.85	0.60	0.82	0.86	0.58	0.88	0.78	1.89	2.38	2.18	3.58	1.99	2.28	2.24
销售额同比 (%)	京东 -26%	-14%	-17%	-9%	-16%	-44%	-33%	-29%	-16%	-11%	8%	-5%	-13%	-19%	-27%	-27%
	天猫 -13%	-22%	8%	-23%	-13%	-24%	-9%	-18%	-2%	-28%	-18%	-21%	-21%	-10%	-20%	-10%
	抖音 11%	-2%	7%	-25%	11%	3%	-4%	6%	4%	75%	174%	99%	70%	6%	-4%	3%
	京东+天猫+抖音 -18%	-16%	-5%	-17%	-12%	-32%	-22%	-19%	-7%	-14%	3%	-5%	-9%	-13%	-22%	-16%

数据来源：久谦平台、开源证券研究所

1.3、两轮车板块：雅迪、爱玛领先，九号后来居上，小牛短期销量恢复增长

渠道逻辑下九号销量表现持续优于同行，小牛新品带动短期销量恢复增长。2023/2024H1 九号销量同比+77.9%/+118%；2023/2024H1 小牛销量同比-14.6%/25.8%；2023/2024H1 爱玛销量同比-0.3%/0.4%；2023/2024H1 雅迪销量同比 17.9%/-22.3%。

图6：九号逐步占领中高端市场，显著优于行业表现，小牛 2024H1 销量增速开始由负转正

	销量（万辆）						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
雅迪	504	609	1080	1386	1401	1652	638
YoY		20.9%	77.3%	28.3%	1.1%	17.9%	-22.3%
爱玛	509	566	796	867	1077	1074	532
YoY		11.2%	40.6%	8.9%	24.2%	-0.3%	0.4%
绿源			147	195	242	280	
YoY				32%	24%	16%	
新日	164	170	255	229	259	224	
YoY		3.7%	42.6%	-10.3%	13.3%	-13%	
九号			11	42	83	147	120
YoY				281.8%	96.7%	77.9%	118%
小牛		39	60	104	83	71	39
YoY			42.6%	72.7%	-19.9%	-14.6%	25.8%
行业	3220	3680	4760	4350	5010	5500	
YoY		14.3%	42.6%	-8.6%	15.2%	9.8%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.4、黑电板块：2024Q1-Q3 TCL 电子内外销双高增长

2024Q1-Q3 TCL 电子内外销双高增长。根据 AVC 数据，内销市场看，2024Q1-Q3 TCL 线上销量同比分别+16%/+6%/+58%；2024Q1-Q3 海信线上销量同比分别-3%/-24%/-21%；2024Q1-Q3 创维线上销量同比分别+16%/+14%/+21%；2024Q1-Q3 小米线上销量同比分别-2%/-25%/-5%；2024Q1-Q3 其他品牌线上销量同比分别-2%/-21%/-9%。外销市场看，2024Q1-Q3 全球出货同比分别+0%/+3%/+4%；2024Q1-Q3 三星全球出货同比分别-10%/+4%/+4%；2024Q1-Q3 海信全球出货同比分别+0%/+5%/+9%；2024Q1-Q3 TCL 全球出货同比分别+4%/+10%/+17%。

图7：2024Q1-Q3 TCL 内销线上销量增速领先行业

品牌销量同比	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
海信系	-20%	-30%	-3%	-24%	-21%
海信	-26%	-33%	-10%	-32%	-23%
Vidda	-13%	-28%	6%	-11%	-19%
TCL系	-22%	-20%	16%	6%	58%
TCL	-21%	-13%	4%	-19%	13%
雷鸟	-23%	-34%	41%	54%	163%
创维系	-41%	-40%	16%	14%	21%
小米系	-20%	-36%	-2%	-25%	-5%
长虹	-56%	-42%	-13%	0%	14%
康佳	-44%	-20%	14%	29%	9%
其他	-44%	-30%	-2%	-21%	-9%

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图8：2024Q1-Q3 TCL 海外出货增长优于同行

AVC数据	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
全球出货同比	-6%	3%	-4%	-6%	0%	3%	4%
三星	-15%	-4%	-4%	-7%	-10%	4%	4%
海信	24%	19%	-1%	-8%	0%	5%	9%
TCL	14%	17%	3%	6%	4%	10%	17%
LGE	-13%	-6%	-2%	-8%	-6%	11%	8%
创维	7%	29%	21%	20%	38%	22%	-22%
VIZIO		-8%	-7%	0%	-10%	8%	-8%

数据来源：AVC 产业洞察公众号、开源证券研究所

1.5、出口板块：外需稳定，基数走高但空调/冰箱/电视/小家电出口仍延续增长趋势

从出口板块的整体趋势来看，外需保持稳定，基数走高但空调/冰箱/电视/小家电出口仍延续增长趋势。

图9：2024Q1-Q3 空调/冰箱/电视/大部分小家电出口延续双位数增长趋势

2023Q2各品类出口数据不同程度恢复，小电恢复相对较早

2024Q2虽基数走高，但空调/冰箱/电视/部分小家电仍延续双位数增长表现

出口数量同比增速	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09
电脑	2.8%	-6.4%	38.2%	15.2%	22.3%	40.5%	27.7%	33.2%	22.9%	41.4%	49.4%	40.3%	42.1%	71.9%	15.8%	45.9%	58.7%	39.8%	39.9%	33.6%	31.4%
空调	1.5%	-13.8%	-4.5%	1.2%	-0.4%	12.9%	1.3%	35.0%	20.5%	39.3%	17.8%	14.9%	19.1%	14.7%	1.7%	15.1%	40.2%	49.3%	52.6%	40.2%	29.7%
冰箱	-15.4%	-20.8%	-8.2%	3.3%	21.1%	28.1%	28.6%	35.2%	55.8%	58.1%	65.7%	67.6%	40.1%	43.5%	22.5%	20.8%	15.7%	22.1%	14.9%	20.6%	9.7%
洗衣机	13.0%	17.7%	45.2%	57.7%	57.3%	60.9%	24.7%	48.1%	49.7%	37.6%	42.0%	33.0%	49.5%	27.2%	13.5%	17.9%	17.8%	12.3%	9.9%	7.7%	-0.4%
微波炉	-19.6%	-6.5%	2.2%	-14.1%	4.8%	15.0%	22.9%	16.8%	27.5%	37.3%	18.7%	20.2%	30.2%	2.9%	0.3%	12.6%	2.9%	13.4%	12.4%	16.0%	7.9%
LCD电视	7.5%	3.5%	25.3%	6.8%	2.3%	12.9%	0.8%	5.2%	11.9%	6.1%	0.1%	5.9%	-5.0%	7.3%	-6.6%	14.5%	18.7%	4.8%	18.4%	11.8%	4.1%
电炒锅	1.2%	8.9%	27.1%	29.6%	52.4%	25.7%	29.2%	122.4%	36.9%	21.1%	-5.2%	27.3%	18.2%	86.3%	-18.8%	74.5%	8.2%	11.7%	8.6%	-20.9%	-16.4%
电动剃须刀	-7.3%	9.3%	70.6%	29.7%	9.8%	17.3%	12.6%	51.1%	27.5%	26.1%	20.4%	35.4%	44.1%	23.9%	26.1%	9.7%	26.2%	27.9%	24.1%	5.9%	-0.2%
电饭锅	-14.1%	2.4%	21.0%	7.2%	-5.7%	-4.4%	-5.4%	23.4%	2.8%	18.3%	19.2%	31.9%	37.7%	24.6%	-7.2%	11.9%	9.8%	22.0%	31.8%	4.6%	5.2%
电烤箱/面包机	-24.7%	-43.8%	-0.4%	-18.5%	-6.8%	-8.1%	-9.1%	12.7%	31.4%	31.6%	14.9%	29.1%	25.5%	84.1%	-11.6%	11.5%	29.3%	42.7%	24.7%	32.2%	7.1%
电气空间加热器	-21.4%	-32.3%	8.3%	5.9%	0.1%	-1.9%	-9.5%	8.5%	1.6%	-6.1%	-0.9%	-4.0%	-0.9%	16.8%	-17.9%	-30.4%	-21.9%	-18.4%	-1.3%	1.3%	-10.3%
电热干手器	42.1%	-51.6%	84.2%	55.9%	29.2%	19.8%	10.4%	8.2%	25.0%	33.8%	36.6%	77.2%	47.5%	172.5%	-23.1%	16.4%	17.1%	3.8%	-8.6%	22.3%	-11.4%
电热水壶	9.4%	5.5%	14.2%	42.7%	18.2%	37.5%	32.0%	5.2%	11.9%	18.5%	61.5%	66.5%	85.4%	60.0%	30.3%	18.1%	36.7%	6.6%	52.3%	48.1%	25.1%
电熨斗	-2.4%	-0.1%	50.9%	15.4%	21.5%	28.4%	17.9%	44.7%	41.6%	21.3%	40.4%	29.7%	36.8%	62.3%	-19.7%	4.9%	14.6%	32.5%	14.2%	9.5%	-6.6%
干衣机	-8.3%	14.1%	38.2%	5.0%	-31.4%	-6.8%	33.5%	12.1%	9.7%	2.0%	-2.0%	34.3%	44.4%	14.3%	6.8%	3.5%	27.4%	38.1%	21.5%	68.0%	32.0%
咖啡机和电茶壶	-17.1%	-30.4%	14.0%	-13.1%	2.9%	-2.0%	-2.2%	22.4%	20.2%	13.9%	14.2%	35.1%	25.0%	54.4%	-11.8%	6.6%	18.6%	21.7%	14.2%	5.3%	0.4%
空气净化器	-37.5%	-49.7%	-10.6%	-16.7%	-5.0%	-0.1%	28.8%	59.9%	67.4%	63.9%	25.7%	27.5%	13.3%	84.0%	21.9%	46.6%	42.8%	43.1%	-1.7%	-13.0%	3.9%
水净化器	-2.4%	-15.9%	25.8%	0.4%	28.3%	13.7%	8.4%	24.4%	16.2%	21.2%	15.7%	46.8%	50.2%	50.2%	8.7%	23.8%	0.7%	18.1%	22.5%	13.9%	7.1%
吸尘器	-15.1%	-20.6%	11.2%	12.4%	3.4%	11.6%	10.6%	38.3%	56.2%	32.3%	25.8%	70.2%	31.4%	33.7%	14.2%	0.3%	25.1%	22.5%	20.7%	14.6%	-1.8%
饮水机	-11.4%	-9.0%	13.0%	11.1%	25.4%	31.8%	11.3%	27.3%	59.3%	41.6%	40.5%	66.9%	66.9%	54.2%	44.4%	34.4%	32.4%	27.0%	28.0%	16.8%	-14.6%
滴流式咖啡机	-19.6%	-42.3%	-5.2%	-10.8%	-3.7%	-9.6%	-5.7%	33.7%	22.1%	44.5%	20.7%	47.4%	24.2%	55.7%	2.1%	-4.3%	22.4%	39.8%	26.6%	10.6%	3.3%
泵压式咖啡机	-46.7%	-48.6%	0.4%	-39.3%	-22.1%	-18.8%	-30.1%	-22.3%	-14.3%	1.8%	13.8%	23.3%	31.3%	48.0%	-21.8%	-0.9%	13.1%	14.0%	27.6%	25.5%	37.1%
浓缩/滴滤式咖啡机	-30.8%	-48.3%	17.7%	-15.5%	3.4%	-39.8%	-12.7%	-20.8%	41.5%	35.4%	39.0%	-7.7%	-40.5%	39.1%	-17.7%	-51.6%	6.7%	-4.0%	-27.8%	-46.0%	-69.5%
其他电咖啡机/茶壶	3.8%	3.2%	43.3%	1.9%	25.6%	19.6%	25.1%	51.0%	36.2%	-0.1%	9.7%	32.1%	25.5%	56.6%	-18.6%	23.7%	18.1%	10.3%	-1.7%	-4.7%	-10.5%
家用自动面包机	-30.5%	26.1%	31.4%	15.9%	27.7%	92.1%	21.0%	65.6%	43.3%	50.1%	25.0%	61.1%	42.0%	68.9%	22.1%	20.7%	33.3%	40.1%	14.3%	9.8%	-1.5%
食品研磨机及搅拌机	-13.1%	-28.8%	24.1%	3.3%	17.6%	17.6%	15.0%	46.4%	49.2%	39.2%	40.5%	37.7%	31.0%	81.3%	-2.3%	24.3%	36.6%	37.3%	30.1%	23.7%	12.3%
片式烤面包机(多士炉)	-19.2%	-47.8%	5.8%	-18.8%	-5.8%	-11.5%	6.6%	27.6%	27.1%	35.6%	14.5%	15.5%	18.8%	76.5%	-15.0%	6.0%	24.8%	45.3%	15.9%	23.3%	15.3%
水果或蔬菜榨汁器	1.2%	23.1%	68.3%	47.0%	57.7%	40.7%	34.2%	61.1%	75.0%	48.4%	33.0%	26.2%	30.0%	53.3%	-16.5%	-7.6%	3.7%	9.3%	-1.6%	0.3%	-23.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6、白电板块：外销景气度优于内销，空调表现优于冰洗

从白电板块的整体趋势来看，外销景气度优于内销，空调表现优于冰洗。

图10：2024Q1-3 内销洗衣机增速较快，空调/冰箱承压；外销空调增速较快，冰箱/洗衣机表现平稳

空调行业销量同比		行业	格力	美的	海尔	海信	奥克斯	至高	长虹
内销	2023Q3	3%	-8%	-1%	16%	53%	20%	63%	-10%
	2023Q4	0%	-1%	-2%	11%	31%	41%	53%	-18%
	2024Q1	17%	9%	9%	23%	30%	28%	33%	34%
	2024Q2	-2%	-10%	9%	6%	-2%	29%	35%	25%
	2024Q3	-10%	-20%	-1%	-3%	-15%	-11%	12%	34%
	2024Q1-Q3	1%	-9%	-2%	8%	3%	17%	45%	30%
	2023Q3	21%	8%	17%	11%	20%	75%	-16%	31%
2023Q4	23%	36%	5%	4%	35%	79%	26%	64%	
2024Q1	22%	10%	17%	25%	34%	29%	-19%	19%	
2024Q2	39%	10%	39%	50%	36%	87%	16%	33%	
2024Q3	38%	45%	27%	116%	44%	38%	34%	137%	
2024Q1-Q3	32%	18%	31%	31%	37%	40%	9%	78%	
冰箱行业销量同比		行业	美的	海尔	海信	美菱	奥马		
内销	2023Q3	4%	8%	5%	6%	-1%	-41%		
	2023Q4	8%	10%	-1%	2%	2%	-24%		
	2024Q1	8%	7%	2%	8%	3%	2%		
	2024Q2	-1%	1%	5%	-3%	-5%	-1%		
	2024Q3	-3%	-4%	6%	-6%	3%	-1%		
	2024Q1-Q3	1%	1%	4%	2%	0%	0%		
	2023Q3	46%	71%	68%	49%	58%	36%		
2023Q4	64%	88%	87%	86%	85%	102%			
2024Q1	45%	2%	66%	31%	42%	39%			
2024Q2	18%	2%	12%	23%	6%	14%			
2024Q3	14%	3%	3%	22%	14%	11%			
2024Q1-Q3	23%	21%	21%	5%	17%	19%			
洗衣机行业销量同比		行业	海尔	美的	惠而浦	博西西门子			
内销	2023Q3	1%	-2%	-1%	8%	-7%	-41%		
	2023Q4	8%	6%	9%	3%	5%	2%		
	2024Q1	1%	0%	3%	-3%	9%	2%		
	2024Q2	8%	2%	1%	-1%	13%	-7%		
	2024Q3	7%	3%	14%	-16%	7%	-7%		
	2024Q1-Q3	4%	2%	7%	-18%	2%	2%		
	2023Q3	43%	13%	43%	59%	50%	50%		
2023Q4	43%	30%	21%	49%	104%	84%			
2024Q1	20%	6%	36%	-8%	84%	1%			
2024Q2	15%	6%	3%	-21%	13%	1%			
2024Q3	10%	15%	2%	-20%	21%	1%			
2024Q1-Q3	15%	9%	12%	-16%	13%	1%			
空调行业品牌销量份额		格力	美的	海尔	海信	奥克斯	至高	长虹	其他
内销	2023Q3	31%	30%	12%	5%	7%	0%	3%	11%
	2023Q4	35%	31%	11%	4%	5%	0%	2%	11%
	2024Q1	28%	28%	12%	6%	7%	0%	1%	15%
	2024Q2	26%	33%	13%	5%	7%	0%	5%	15%
	2024Q3	26%	45%	12%	5%	8%	0%	5%	13%
	2024Q1-Q3	26%	42%	12%	5%	8%	0%	5%	13%
	2023Q3	5%	29%	5%	9%	8%	0%	4%	31%
2023Q4	14%	36%	5%	9%	9%	0%	3%	25%	
2024Q1	13%	33%	7%	9%	12%	0%	3%	23%	
2024Q2	14%	33%	6%	8%	11%	0%	4%	24%	
2024Q3	16%	26%	7%	9%	8%	0%	7%	27%	
2024Q1-Q3	14%	31%	6%	9%	10%	0%	4%	24%	
冰箱行业品牌销量份额		美的	海尔	海信	美菱	奥马	其他		
内销	2023Q3	15%	14%	14%	6%	2%	27%		
	2023Q4	16%	16%	14%	6%	3%	26%		
	2024Q1	16%	16%	13%	5%	3%	28%		
	2024Q2	16%	16%	13%	5%	3%	28%		
	2024Q3	16%	16%	13%	5%	2%	26%		
	2024Q1-Q3	16%	16%	13%	5%	2%	27%		
	2023Q3	2%	18%	17%	7%	7%	21%	34%	
2023Q4	2%	17%	18%	7%	7%	23%	33%		
2024Q1	3%	19%	18%	6%	7%	22%	32%		
2024Q2	2%	16%	18%	6%	7%	20%	37%		
2024Q3	3%	17%	19%	7%	7%	21%	34%		
2024Q1-Q3	3%	17%	18%	7%	7%	21%	35%		
洗衣机行业品牌销量份额		海尔	美的	惠而浦	博西西门子	其他			
内销	2023Q3	39%	20%	5%	3%	24%			
	2023Q4	36%	34%	3%	2%	24%			
	2024Q1	43%	25%	3%	2%	27%			
	2024Q2	41%	26%	3%	2%	28%			
	2024Q3	37%	30%	2%	3%	27%			
	2024Q1-Q3	40%	27%	3%	2%	27%			
	2023Q3	20%	22%	4%	1%	54%			
2023Q4	19%	17%	4%	1%	58%				
2024Q1	20%	24%	3%	1%	52%				
2024Q2	20%	21%	2%	1%	56%				
2024Q3	20%	20%	3%	1%	56%				
2024Q1-Q3	20%	22%	3%	1%	55%				

数据来源：产业在线、开源证券研究所

1.7、三季报总结：出口整体优于内销，政策刺激下内销景气度有所回暖

出口受益于宏观景气持续+渠道补库，2024 年收入/利润表现优于国内，个股超额收益主要由外销提振，例如 TCL 电子、TCL 智家、海尔智家。

内销各行业β相对较弱，政策刺激下白电、清洁电器、黑电、厨电预计最为受益，集中度呈提高态势，利好各板块龙头，例如白电板块（美的集团、海尔智家）、清洁电器（石头科技、科沃斯）、黑电板块（TCL 电子、海信视像）、厨电（老板电

器、华帝股份)。

图11: 家电板块出口整体优于内销, 政策刺激下内销景气度有所回暖

收入增速	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	年初以来涨跌幅	归母净利润增速	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	年初以来涨跌幅
清洁电器板块									清洁电器板块								
石头科技	-15%	42%	58%	33%	59%	16%	12%	14.8%	石头科技	-4%	9%	16%	11%	9%	3%	-4%	14.8%
科沃斯	1%	8%	3%	-4%	7%	-10%	-4%	27.2%	科沃斯	-3%	-4%	-2%	-9%	-4%	2%	-6%	27.2%
黑电板块									黑电板块								
四川长虹	14%	-1%	1%	8%	4%	17%	11%	152.7%	四川长虹	6%	17%	23%	-14%	11%	-12%	-7%	152.7%
海信视像	13%	34%	17%	9%	11%	-5%	6%	6.1%	海信视像	10%	4%	15%	-18%	-2%	-12%	-19%	6.1%
TCL电子	3%		17%		30%			125.6%	TCL电子	0%		14%		14%			125.6%
极米科技	-13%	-27%	-6%	-15%	-7%	4%	-14%	-32.5%	极米科技	-7%	-3%	-11%	-8%	-3%	-15%	-5%	-32.5%
出口板块									出口板块								
安克创新	17%	22%	29%	21%	30%	42%	44%	27.1%	安克创新	5%	3%	5%	2%	2%	9%	5%	27.1%
新宝股份	-22%	1%	23%	31%	23%	21%	13%	3.8%	新宝股份	-2%	-17%	-5%	10%	2%	5%	1%	3.8%
TCL智家	20%	46%	45%	24%	25%	20%	20%	68.2%	TCL智家	66%	7%	14%	3%	23%	36%	23%	68.2%
莱克电气	-22%	-16%	-4%	-6%	12%	19%	6%	19.3%	莱克电气	-12%	4%	-5%	5%	3%	-16%	1%	19.3%
富佳股份	-24%	-18%	21%	6%	2%	6%	-9%	7.0%	富佳股份	-7%	-10%	-3%	-10%	9%	-3%	-7%	7.0%
德昌股份	-1%	27%	125%	60%	46%	33%	43%	-8.4%	德昌股份	-3%	2%	-3%	6%	10%	-4%	3%	-8.4%
白电板块									白电板块								
美的集团	7%	9%	7%	10%	10%	10%	8%	36.0%	美的集团	12%	1%	12%	18%	12%	16%	1%	36.0%
海尔智家	8%	8%	6%	7%	6%	0%	0%	41.0%	海尔智家	13%	13%	13%	13%	20%	13%	13%	41.0%
格力电器	1%	6%	7%	18%	3%	-1%	-16%	41.0%	格力电器	3%	15%	9%	44%	14%	10%	5%	41.0%
海信家电	6%	18%	17%	21%	21%	7%	0%	45.8%	海信家电	13%	14%	10%	13%	5%	17%	-6%	45.8%
厨电板块									厨电板块								
老板电器	4%	17%	7%	8%	3%	-10%	-11%	15.9%	老板电器	0%	2%	7%	0%	2%	-1%	-1%	15.9%
华帝股份	6%	0%	7%	16%	16%	2%	-5%	32.9%	华帝股份	1%	4%	14%	16%	3%	4%	0%	32.9%
火星人	-9%	7%	-12%	-10%	-15%	-43%	-42%	-7.6%	火星人	-1%	11%	8%	-1%	-5%	-5%	-1%	-7.6%
小家电板块									小家电板块								
小熊电器	28%	25%	15%	-2%	-5%	-14%	3%	-10.3%	小熊电器	5%	6%	-1%	-1%	-1%	-6%	-6%	-10.3%
苏泊尔	-12%	7%	16%	14%	8%	11%	3%	5.2%	苏泊尔	-1%	12%	2%	8%	7%	0%	2%	5.2%
飞科电器	23%	12%	-8%	17%	-15%	-12%	-24%	-19.2%	飞科电器	3%	3%	-2%	13%	-4%	-5%	-2%	-19.2%
九阳股份	-19%	2%	11%	-13%	9%	-4%	-27%	-10.3%	九阳股份	-7%	-3%	-3%	1%	7%	-4%	-6%	-10.3%

数据来源: Wind、开源证券研究所

2、优秀外销公司的基因: 创新、品牌与产能

我们认为创新能力+自主品牌+海外产能有望构筑外销长期竞争力, 抵御关税等风险影响。(1) 创新思维+快速迭代/快速反应能力。这类品牌企业依托中国供应链以及工程师红利快速迭代产品, 极致创新+成本抢占海外品牌份额, 以石头科技/九号公司/安克创新等为代表。(2) 打造自主品牌。创新思维打造差异化, 站外精准营销提升品牌溢价, 具备一定市场定价权, 关税成本提升情况下可通过部分提价向下游传导, 以石头科技/安克创新/九号公司/泡泡玛特/名创优品等为代表。(3) 搭建海外产能。于东南亚等地搭建本地化供应链, 以应对将来关税成本可能提升的影响。代工厂以德昌股份/开润股份为代表, 品牌商以石头科技/九号公司等为代表。

表1: 近年来中国品牌企业持续抢占海外品牌份额, 营收增速更高

	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3/2024H1
充电/安防类					
安克创新	41%	34%	13%	23%	40%
Arlo	-3%	22%	13%	0%	9%
领益制造_充电器	150%	49%	17%	2%	-8%
扫地机					
石头科技	8%	29%	14%	31%	23%
iRobot	18%	9%	-24%	-25%	-13%
黑电					
TCL电子	41%	47%	-5%	11%	30%
海信视像	15%	19%	-2%	17%	4%
三星电子_VD/DA	8%	16%	9%	-7%	0%
LGE_HE	-18%	31%	-9%	-9%	9%

数据来源: Wind、彭博、各公司公告、开源证券研究所

表2：九号公司/石头科技/开润股份等出海企业海外产能已可覆盖对美出口

细分	公司	海外产能情况
家电出口	涛涛车业	美国/越南规划，美国已投产，越南进度更快
	九号公司-WD	越南产能可覆盖对美滑板车出口
	新宝股份	越南小部分产能
	德昌股份	2023年越南工厂已有较大产值，未来会继续提升
	石头科技	越南产能可覆盖对美扫地机出口
	美的集团	海外产能可覆盖对美出口
	海尔智家	海外产能可大部分覆盖对美出口
	海信视像	海外产能可覆盖对美电视出口
	TCL电子	海外产能可覆盖对美电视出口
纺织出口	开润股份	海外产能可覆盖对美出口
	华利集团	海外产能可覆盖对美出口
轻工出口	乐歌股份	海外产能可大部分覆盖对美出口
	裕同科技	海外产能可覆盖对美出口

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

2.1、石头科技：看好组织架构调整后，更积极的产品和销售策略拉动份额持续提升

Q3 内销超预期，北美、亚太符合预期，欧洲小幅承压。 Q3 实现收入 25.9 亿元 (+11.9%)，分地区看：

(1) 内销：我们预计增长约 30%。根据奥维云网，2024Q3 公司石头线上渠道销额同比+42%，销额市占率达 25.6% (+4.4pcts)、份额登顶第一。

(2) 北美：我们预计增长约 50%。根据久谦数据，2024Q3 石头美亚销额+39%，线下渠道进驻顺利，预计实现较快增长。

(3) 欧洲：我们预计小幅承压，主系渠道结构调整下经销收入延后确认所致，线上渠道增长良好，7 月 Primeday 期间石头在德亚市占率第一、销量同比+100%。

(4) 亚太：我们预计增长约 20%。根据久谦，2024Q3 石头日亚电动工具零件销额同比+12%，7 月 Primeday 期间石头在澳亚销量同比+270%。

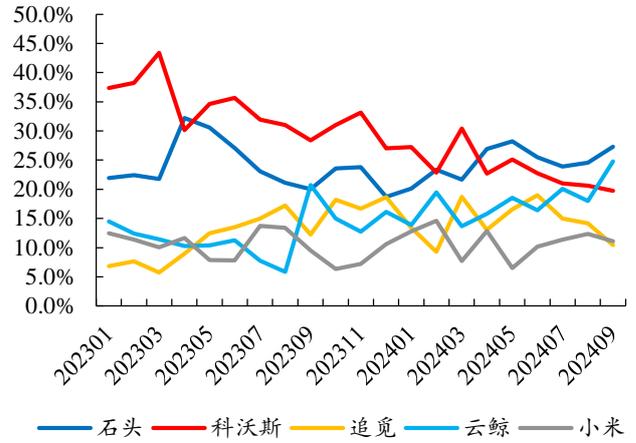
图12: Q3 实现营业收入 25.9 亿元 (+11.9%), Q3 内销超预期, 北美、亚太符合预期, 欧洲小幅承压

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E
公司营收/亿	11.60	22.14	23.15	29.65	18.41	25.75	25.91	40.99
yoy	-14.6%	41.5%	57.6%	32.6%	58.7%	16.3%	11.9%	38.2%
归母净利润/亿	2.04	5.36	6.21	6.90	3.99	7.22	3.51	7.07
yoy	-40.4%	95.8%	160.3%	110.2%	95.2%	34.7%	-43.5%	2.4%
扣非净利润/亿	1.63	4.97	5.93	5.72	3.42	5.19	3.24	6.30
yoy	-46.0%	73.5%	119.5%	68.6%	110.0%	4.4%	-45.3%	10.0%
非经常/亿	0.41	0.38	0.27	1.18	0.57	2.03	0.27	0.77
净利率	17.6%	24.2%	26.8%	23.3%	21.7%	28.0%	13.5%	17.2%
扣非净利率	14.0%	22.5%	25.6%	19.3%	18.6%	20.2%	12.5%	15.4%

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E
公司营收/亿	11.60	22.14	23.15	29.65	18.40	25.75	25.91	40.99
yoy	-14.6%	41.5%	57.6%	32.6%	58.7%	16.3%	11.9%	38.3%
内销整体/亿	3.71	9.93	3.63	10.36	4.45	10.72	4.61	15.55
yoy	1.7%	41.6%	45.5%	32.5%	20.0%	8.0%	27.0%	50.0%
外销整体/亿	7.89	12.21	19.52	19.28	13.95	15.03	21.30	25.44
yoy	-20.1%	42.5%	60.2%	32.7%	76.8%	23.1%	9.1%	31.9%
欧洲/亿	3.80	6.21	9.56	8.14	6.84	6.84	8.32	10.17
yoy	-30.0%	45.0%	67.0%	40.0%	80.0%	10.1%	-13.0%	25.0%
北美/亿	1.50	2.40	4.29	6.32	2.96	3.60	6.35	9.48
yoy	51.7%	40.0%	60.0%	45.0%	98.0%	50.0%	48.0%	50.0%
亚太/亿	2.59	3.60	5.67	4.83	4.15	4.59	6.63	5.79
yoy	-25.0%	40.0%	50.0%	10.8%	60.0%	27.5%	17.0%	20.0%

数据来源: 奥维云网、公司公告、开源证券研究所

图13: 2024Q2 起石头内销线上渠道已稳居份额第一



数据来源: 奥维云网、公司公告、开源证券研究所

看好公司组织架构调整后, 在更积极的产品和销售策略下, 份额持续提升, 同时利润率实现合理下降。

(1) 销售策略: 直营渠道方面, 加大投流、施行更多达播、店播等方式, 国内抖音以及欧亚快速增长; 经销渠道方面, 给经销商更多返点、更多品牌推广等。

(2) 产品策略上拓宽价格带: 欧美主流价格带在 300-500 美金/欧元, 而石头主流价格带在 600 美金/欧元以上。Q3 公司推出了更低价格带的产品, 比如国内的 P10S Pure 定价 2499, 以及海外的 Q8 Plus、Q8 Max、Q Revo Slim 等, 可以帮助公司打开份额低的美国线下、日法意西等渠道。

展望 Q4: (1) 内销: 国补+大促刺激下公司 Q4 表现亮眼, 2024 双十一开门红期间公司 10 月线上核心渠道全品类 GMV 同比+210%。(2) 北美: 渠道壁垒高、竞争不大, 预计平稳, 美亚 PD2.0 期间收入同比+50%。(3) 欧洲: 自营渠道快速增长, 欧亚 PD2.0 期间同比增长超 100%。(4) 亚太: 预计保持平稳增长。

2.2、九号公司: 外销市场既有品牌沉淀, 亦有渠道开拓和产品创新能力

外销维度, 公司有基本盘业务滑板车稳居全球龙头, 潜力品类业务割草机器人/E-Bike 有望长期贡献利润弹性:

(1) 割草机器人为核心, 产品技术引领行业, 渠道优势领先国内同行。首先行业处在明显产品升级换代周期, 预计 2024 年起无边界割草机器人将快速增长, 长期空间有望超 300 万台。其次公司产品技术领先(已推第三代产品), 渠道开拓领先(本土化, 渠道开拓能力强), 高利润率品类未来具备弹性。

(2) 全地形车: 混动旗舰产品树立品牌调性, 美国市场渠道开拓稳步推进。

(3) E-Bike: 预计 2025 年发售, 可复用 Segway 品牌优势以及滑板车渠道积累, 具备较大增长潜力。

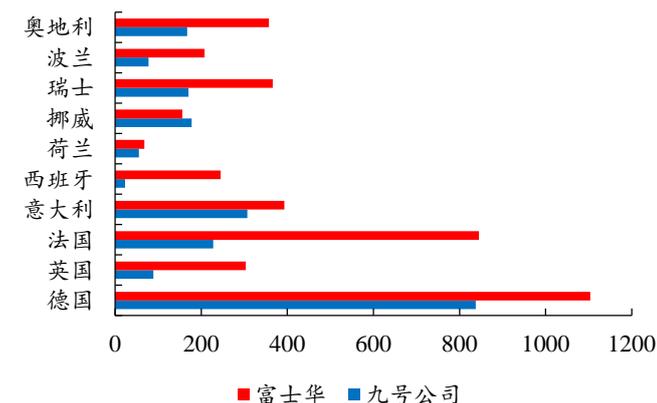
(4) 零售滑板车: 销售美国市场产能已转移至东南亚, 预计受关税影响小。

图14：九号割草机器人产品技术引领行业



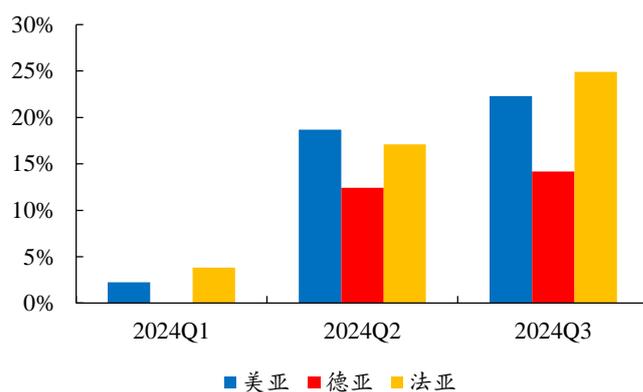
资料来源：各公司官网、开源证券研究所

图15：九号割草机器人欧洲渠道开拓快速，逐步接近龙头



数据来源：公司官网、开源证券研究所

图16：九号割草机器人亚马逊份额提升明显



数据来源：卖家精灵、开源证券研究所

2.3、安克创新：品牌+渠道相辅相成，有望支撑各产品线长期增长

与苹果和亚马逊深度合作，品牌效应持续提升。此外线下渠道积累甚至优于部分专营企业。展望后续，核心品类（小充、中大充、智能安防）市场空间足够大，极致创新+品牌渠道赋能份额有望稳步提升。短期小充或受益消费电子需求回暖和苹果迭代。

(1) **苹果引流**：公司为少数进入 Apple Store 销售的第三方品牌。此外，预计公司未来还将进驻 Apple 全球 500+ 线下门店。

(2) **掌握亚马逊渠道流量密码**：公司为早期进入亚马逊渠道的品牌商，公司深谙亚马逊流量规则。

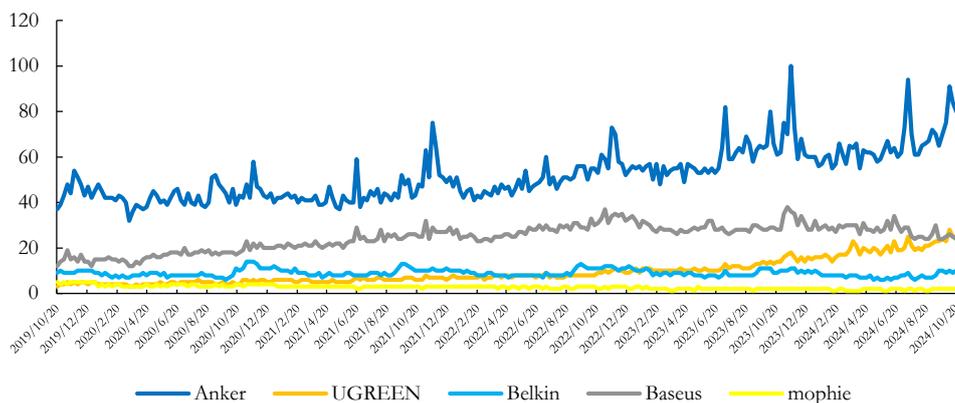
(3) **品牌积累同步发展线下渠道**：欧洲市场为例，充电类/储能类/家庭监控摄像头三大核心品类进驻的线下渠道分销商数量接近甚至高于其他专营企业。

图17: 安克创新将全面进驻 Apple Store 以及线下渠道, 同时作为亚马逊头部大卖深谙流量规则



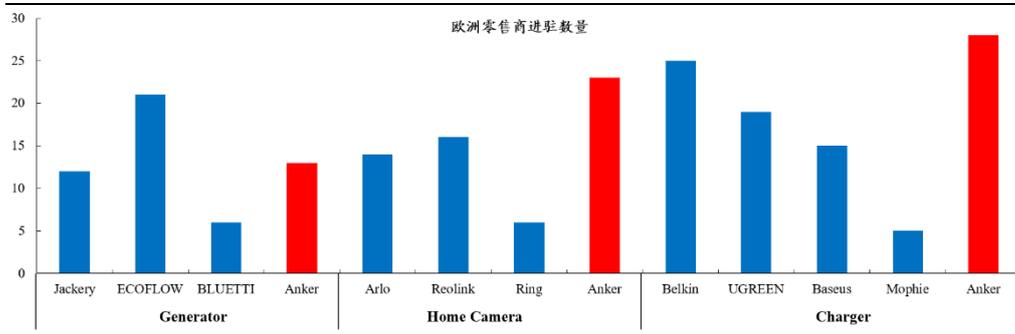
资料来源: Anker 安克公众号、易势科技 X 每日经济新闻、开源证券研究所

图18: 安克创新 Google/Youtube 搜索量均位行业前列, 且 2023 年以来呈上升趋势



数据来源: Google Trend、开源证券研究所

图19: 安克创新欧洲市场多品类线下渠道积累或强于专业性企业



数据来源: 安克创新公司官网开源证券研究所

2.4、TCL 电子: 政策驱动产品结构升级加速及国内改善, 国际市场持续突破

2018-2023 年海信/TCL 出货量份额持续提升, 主要系:

(1) **成本优势带来价格竞争优势。**海信/TCL 背靠 BOE/华星光电龙头面板厂，相较于日韩品牌有更强成本优势，同尺寸低客单与日韩品牌竞争。

(2) **技术逐步追赶日韩企业。**依托 MiniLED 产业链和竞争优势，高端 MiniLED 电视领域份额逐步赶上三星，并远超 LG、索尼。

(3) **渠道持续深化。**欧美线下渠道有提升空间（展位/门店数量以及中高端产品占比较日韩有提升空间），海信/TCL 持续加大线下渠道投入。

展望后续：(1) 国内市场或迎拐点，“TCL+雷鸟”双品牌运营收效，叠加以旧换新政策驱动，预计 2024H2 产品结构升级加速，有助于毛利率改善。(2) 国际市场有望持续突破，美国市场渠道切换逐步收效（2024Q3 高增），欧洲/拉美/中东出货延续双位数增长趋势。(3) 短期关注面板成本改善+产品结构升级驱动毛利率修复，长期继续看国际市场份额提升和利润率提升。

图20：2024Q1-Q3 TCL 出货仍优于同行表现

出货数据 (AVC、迪显数据)								
AVC数据			AVC数据			AVC数据		
	2024Q1	2024Q2	2024Q3		2024Q1	2024Q2	2024Q3	
全球出货同比	0%	3%	4%	全球出货同比	0%	3%	4%	
亚太	1%	8%	5%	三星	-10%	4%	4%	
中国	-3%	-11%	-5%	海信	0%	5%	9%	
欧洲	3%	15%	16%	TCL	4%	10%	17%	
拉美	1%	3%	10%	LGE	-6%	11%	8%	
中东非	-6%	7%	0%	创维	38%	22%	-22%	
北美	-1%	2%	2%	VIZIO	-10%	8%	-8%	
迪显数据			迪显数据			迪显数据		
	2024Q1	2024Q2	2024Q3		2024Q1	2024Q2	2024Q3	
全球出货同比	-4%	2%	10%	全球出货同比	-4%	2%	10%	
亚太	-1%	7%	12%	三星	-11%	2%	0%	
中国	-6%	-16%	5%	海信	-4%	-3%	15%	
东欧	-2%	13%	18%	TCL	7%	-2%	17%	
西欧	0%	16%	20%	LGE	-5%	8%	7%	
拉美	1%	4%	5%	创维	26%	/	-13%	
中东和非洲	-1%	2%	10%	VIZIO	-14%	/	6%	
北美	-10%	0%	7%	ONN			51%	
公司口径								
海信视像：营收同比	11%	-5%	6%	海信视像：营收同比	11%	-5%	6%	
TCL电子：出货同比	5%	13%	20%	TCL电子：出货同比	5%	13%	20%	

数据来源：AVC 产业洞察公众号、DISIEN 迪显公众号、开源证券研究所

2.5、海尔智家：海外业务受关税影响小、预计保持景气，盈利能力仍有持续提升空间

Q3 收入持续提效降费，利润实现较快增长。Q1-3 实现收入 2029.7 亿元(+2.2%)，归母净利润 151.5 亿元 (+15.3%)，扣非净利润 146.9 亿元 (+15.4%)。Q3 实现营业收入 673.5 亿元 (+0.5%)，归母净利润 47.3 亿元 (+13.2%)，扣非净利润 45.2 亿元 (+9.9%)。预计 2024-2026 年归母净利润 193.0/216.2/241.9 亿元，当前股价对应 PE 为 13.2/11.8/10.6 倍。海外业务受关税影响小、预计保持景气，盈利能力仍有持续提升空间。

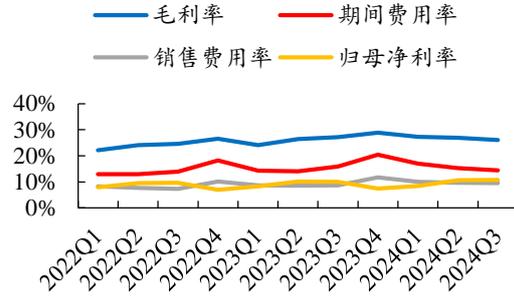
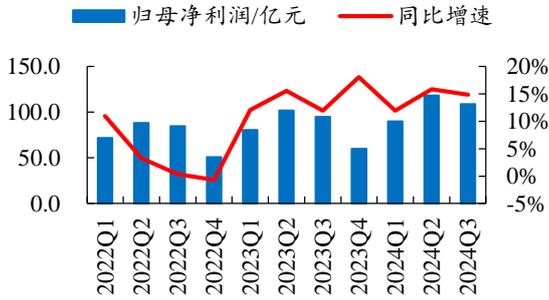
外销稳健增长，看好以旧换新拉动内销改善。(1) 外销：Q3 预计实现稳增，新兴市场更快，例如南亚市场增长超 30%。公司全球产销布局完善，看好全球进入降息周期下外需提升拉动海外收入实现稳增。(2) 内销：Q3 宏观环境承压下预计有所承压，但公司积极抓住以旧换新机会，终端零售逐月改善，海尔冰箱/洗衣机/空调线下份额分别达 44.2%/47.2%/超 20%，9 月卡萨帝/Leader 品牌零售额同比分别+19%/+31%。

数字化变革 & 供应链协同持续助力提效降费，Q3 盈利能力持续提升。Q3 毛利率+0.1pct，主系国内数字化变革及数字化产销协同，海外搭建全球供应链协同提升产能利用率所致。归母净利润率 7.0% (+0.8pct)，数字化变革下销售/管理费率同比

优化 0.5/0.2pct，盈利能力持续提升。

图21：2024Q3 实现归母净利润 47.3 亿元（+13.2%）

图22：2024Q3 实现归母净利润率 7.0%（+0.8pct）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.6、德昌股份：围绕核心优质下游客户拓品类，前瞻性布局海外产能

SharkNinja 和 HOT 大客户在新项目拉动下 2024Q1-Q3 营收维持高增长态势：SharkNinja 吸尘器等新项目放量，HOT 加湿器等新项目放量。中长期维度上看：家电代工业务绑定优质大客户将拓宽收入边界、汽车电机业务营收和利润率有望持续提升。

(1) 家电代工业务：SharkNinja 客户代工体系内份额有提升空间，HOT 客户接触高速吹风机等新项目、自主研发洗碗机有望在 2025 年实现放量

(2) 汽车电机业务：在手订单充足，2025 年耐世特海外项目等定点项目将持续放量，毛利率和利润率仍有提升空间。

(3) 海外产能提前布局，提升与下游客户粘性：2023 年越南已有较大产值，后续新项目可能逐步迁移至越南工厂，海外产能将进一步提升

2.7、开润股份：箱包代工壁垒坚实、一体化服装代工锦上添花

核心逻辑：公司系具有成长性的运动户外代工龙头，核心壁垒为印尼产能布局、客户资源、精益管理经验，预计海外产能布局约 70%且以印尼为主，订单充足背景下积极扩产。箱包代工已为全球龙头，订单未来复合增速双位数且净利率目前 10%左右仍有提升空间，第二曲线为空间更大、盈利更好的服装垂直一体化代工赛道，未来三年嘉乐收入及盈利进入快速成长期。短期看公司箱包及服装代工订单可持续性较强，Q4 业绩预计扭亏，长期预计盈利能力提升空间充足。

箱包代工老客户提份额、新客户放量下积极扩大印尼产能，盈利能力预计稳健提升。代工制造全球化产能布局并卡位印尼，区位优势突出，同时客户结构优质且集中度高，预计中长期订单维持双位数增长，此外新客户拓展持续推进中。利润端，随着公司优化客户及产能结构并提升精细化管理能力，盈利能力预计稳步提升。

上海嘉乐成长路径明确，并表协同下盈利亟待释放：上海嘉乐为垂直一体化的针织服装代工企业，拥有优衣库、阿迪达斯、Puma、Muji 等优质客户资源，以及面辅料研发、印尼产能布局的竞争优势：嘉乐 2003 年于印尼建厂，印尼纺织产业链织造及染整加工的中上游环节较为薄弱，垂直一体化产业链布局优势明显。并表后与箱包代工业务资源共享，在生产经验、客户、产能布局上深度协同，2024Q1-Q3 净利率分别为 3.4%、2.1%、2.4%，预计 2024 年实现净利润约 4 千万元，表观扭亏（2023

年表观亏损 7500 万元，经营口径盈利 1 千万元)，预计未来三年利润率随着规模化订单及面料自供比例提升，从低单提至高单再至 10%+，长期有望提至 15%。

表3: 公司差异化布局印尼产能，箱包于印尼积极扩产

包装	2021 年	2024 年	2024H1 产能占比*	产能利用率*	扩产计划
印尼	120 条	190 条	66.16%	90.03%	预计 2026-2027 年印尼箱包产能扩大约 60%
印度	45 条	60 条			预计小幅扩产
滁州	140 条	120 条	33.84%	93.59%	基本维持

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (*为不包含上海嘉乐)

表4: 面料及服装于印尼积极扩产

服装	扩产计划
成衣	国内保持稳定，印尼保持每年 30%+ 的扩产速度
面料	国内保持稳定，印尼保持每年 60%+ 的扩产速度，以提升自供比例

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

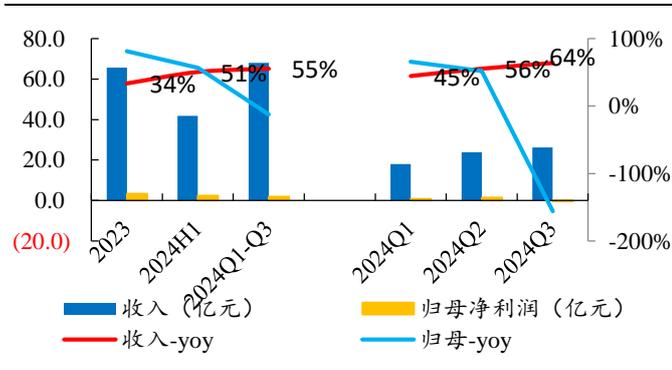
2.8、赛维时代: 服饰品牌出海龙头，数智化+敏捷组织+高效供应链构建核心竞争力

核心逻辑: 公司凭借全链路数字化技术、敏捷的小前端组织形态、高效供应链形成核心竞争优势，打造有梯度的多品牌矩阵。美国消费展现较强韧性，公司竞争优势显著，预计精耕细作提升成熟品牌市占率+新品类、新市场、新平台拓展持续驱动收入增长，盈利能力中枢伴随品牌孵化及溢价力提升而上抬。

前三季度收入逐季加速，Q3 利润受加大新品开发及投放影响。 2024Q1-Q3 营业收入/归母净利润分别为 68.02/1.95 亿元，yoy+55.5%/ -12.2%，2024Q3 营收/归母净利润 26.24/-0.4 亿元，yoy+63.89%/转亏，2024Q3 利润转亏主要由于: (1) 海运费提升、料本和尾程成本提升导致毛利率下降; (2) 为应对竞争、迎合佣金政策，新品开发力度加大，2024Q3 正值集中推广期，平台推广费用提升。

传统品牌市占率稳健提升、新品类、新市场、新平台拓展显著。 我们预计 2024Q3 男装、家居服、内衣三大核心品牌市占率持续提升。(1) 新品类女装品牌 ZEAGOO 进一步提速; (2) 欧洲市场起势，增速快于北美市场; (3) 新平台销售额扩大，TEMU 销售额近 1 亿元，TikTok 销售额约 4000 万。

图23: Q3 收入高增，利润受新品开发及集中投入影响



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: Q3 美国去通胀进程尚可，零售数据回暖

零售和食品服务销售额	环比增速				季调环比 (%)				同比增速						
	变化(pct)	Sep-24	Aug-24	Jul-24	Jun-24	变化(pct)	Sep-23	Aug-23	Jul-23	Jun-23	变化(pct)	Sep-23	Aug-23	Jul-23	Jun-23
零售和食品服务销售额	0.4	0.43	0.06	1.21	-0.28	-0.42	1.74	2.16	2.93	1.97					
核心零售(不含汽车)	0.3	0.42	0.10	0.49	0.58	-0.36	1.93	2.28	3.08	3.16					
CPI指数	-	0.20	0.20	0.20	-0.10	-0.20	2.40	2.60	2.90	3.00					
核心CPI指数	-	0.30	0.30	0.20	0.10	-	3.30	3.30	3.20	3.30					
耐用用品															
食品和饮料店	1.4	0.95	-0.46	0.92	0.16	0.88	2.53	1.65	2.79	2.11					
保健和个人护理店	0.5	1.11	0.57	1.88	0.66	1.21	4.57	3.35	4.91	1.57					
加油站	-0.4	-1.65	-1.23	0.54	-2.06	-4.21	-10.74	-6.53	1.06	0.31					
服装及服装配饰店	2.4	1.52	-0.85	0.19	0.08	2.90	3.49	0.59	2.79	3.80					
运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店	0.2	0.27	0.11	-1.00	-0.10	0.55	-3.50	-4.05	-7.30	-3.47					
日用品商店	0.9	0.53	-0.36	0.81	-0.03	0.59	2.57	1.98	2.80	2.53					
杂货店	3.7	4.01	0.26	-0.78	1.63	-1.24	7.87	9.10	4.37	3.67					
无店销售	-1.2	0.44	1.59	-0.30	2.25	-0.99	7.14	8.13	5.82	8.83					
食品服务和酒吧	0.5	1.05	0.54	0.56	0.07	0.04	3.68	3.64	3.85	3.92					
非耐用用品															
电子和家用电器店	-1.5	-3.26	-1.71	0.13	-1.47	-5.27	-4.61	0.65	3.37	0.64					
家具和家居用品店	-1.0	-1.44	-0.42	1.47	0.63	-1.88	-2.27	-0.39	-0.74	-4.34					
机动车辆及零部件店	0.5	0.04	-0.42	4.36	-3.59	-0.99	-0.28	0.71	1.75	-3.51					
建筑材料、园林设备及物料店	0.2	0.22	-0.01	0.86	1.53	0.68	0.55	-0.13	0.34	-0.77					

数据来源: Wind、开源证券研究所

表5: 三大品牌保持高增、女装快速成长, 欧洲区域开始起势

分区域收入/YOY	2023	2024H1	2024Q3
北美	58.72	37.04	/
欧洲	4.99	2.89	/
北美/YOY	41.04%	51.52%	34.70%
欧洲/YOY	-10.15%	18.61%	53.70%
分品牌收入/YOY	2023	2024H1	2024Q3
COOFANDY	14.55	9.48	5.5
EKOU	12.86	7.86	5.1
AVIDLOVE	6.29	3.71	2.1
ZEAGOO	2.28	1.79	1.5
COOFANDY/YOY	58.6%	51.1%	52.0%
EKOU/YOY	41.9%	57.9%	68.8%
AVIDLOVE/YOY	33.4%	34.7%	46.2%
ZEAGOO/YOY	85.1%	81.9%	174.0%
分渠道收入/YOY	2023	2024H1	2024Q3
Amazon	57.70	34.90	/
Temu		0.61	1
TikTok		0.24	0.4
Amazon	32.5%	43.1%	49.0%
毛利率	45.8%	46.5%	42.4%
销售费用率	35.7%	36.6%	40.3%
管理费用率	2.4%	2.1%	2.1%
研发费用率	1.3%	1.3%	1.0%
财务费用率	-0.1%	-0.4%	0.1%
归母净利率	5.1%	5.6%	-1.5%
扣非归母净利率	4.7%	5.0%	-1.8%

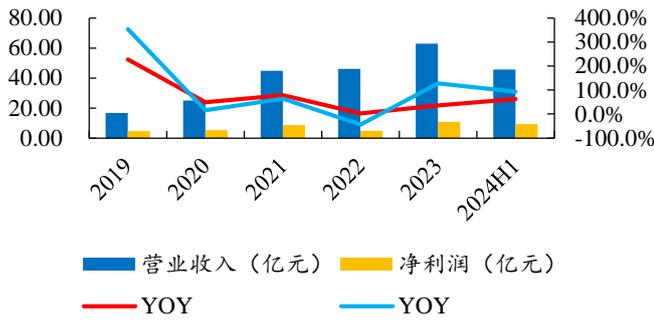
数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

2.9、泡泡玛特: 潮玩出海龙头, 全流程高效商业模式壁垒深铸

核心逻辑: 先发优势以及全流程高效运营 IP 的商业模式持续保持行业龙头地位。渠道方面看好国内同店持续提升及海外渠道进一步扩张; 产品方面看好多品类新业态下实现多元发展, 搪胶毛绒产品预计持续放量, 逐步形成盲盒、MEGA 以及搪胶毛绒多轮驱动的产品模式。

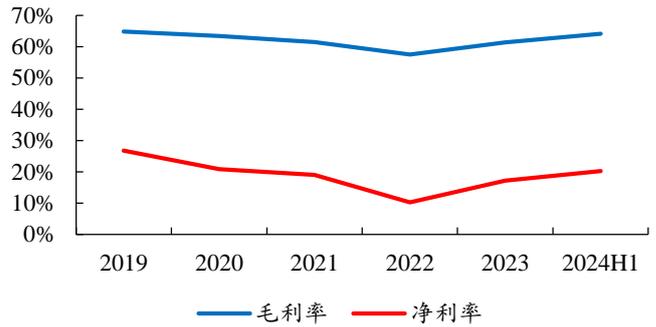
复盘泡泡玛特近几年的业绩表现, 公司业绩持续保持高增长, 在大环境消费疲软的情况下强阿尔法彰显。公司 2024H1 收入利润增速分别为 62.0%/93.3%, 远超同行业公司, 究其原因, 我们认为主要是 (1) 经过多年的沉淀, 公司的品牌效应逐步提升。(2) 公司卓越的 IP 运营能力, 对不同 IP 进行差异化的运营, 能够为 IP 找到最适合自己的呈现方式 (MEGA、搪胶等)。(3) 公司对于渠道等强掌控力度, 目前公司的线下门店大多采取直营模式, 能够有效防止渠道窜货, 给予消费者更好的购物体验。

图25：2024H2 收入业绩有望维持高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：海外营收占比提升有望带来盈利能力优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

渠道方面，海外市场逐步成为公司的第二成长曲线，2022-2024H1 公司海外收入占比分别为 9.8%/16.9%/29.7%。线下方面，截止 2024 年 11 月 6 日，泡泡玛特海外门店总数 114 家（对比 2024H1 提升 24 家），其中东亚/东南亚/欧洲/澳洲/北美门店数量分别为 49/26/10/13/16 家。2024 年新入驻了意大利、越南等新市场，在法国卢浮宫等地开设了大量地标店，受到海外消费者的热烈追捧，例如泰国新开设的 LABUBU 主题店首日销售额超过 1000 万元。线上方面，海外主要布局独立站、亚马逊等渠道，2024 年新入驻了 TikTok 渠道。展望未来，看好海外扩张进一步加速，带动收入利润高增，规模效应下带动盈利能力提升。

产品及 IP 方面，公司 2024H1 手办/MEGA/毛绒收入占比分别为 58.3%/12.9%/9.8%，2024 年公司新推出了积木、卡牌、甜品店手游等新产线及业态，期待未来多品类多业态协同效应持续。IP 方面，2024H1 公司前四大 IP Molly、LABUBU、SKULLPANDA、DIMMO 收入占比分别为 17.2%/13.8%/12.6%/8.3%，新推出 CHAKA、Inosoul、星星人等新 IP，看好公司 IP 矩阵持续完善。

图27：泡泡玛特海外门店快速扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2024 推出 CHAKA、Inosoul、星星人等新 IP



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、内销看政策：家电/两轮车以旧换新

3.1、家电以旧换新：8-9 月多地制定、发布个性化补贴细则

7 月 25 日，发改委统筹 3000 亿超长期特别国债。其中 1480 亿用于文件(一二)设备更新船舶更新；向地方安排 1500 亿用于文件(三四五七八九)消费品以旧换新，包括：老旧货车、农业机械、新能公交车&动力电池、汽车、家电，以及提升消费品

以旧换新能力，所涉资金按 9:1 原则央地分摊。

此次政策对家电行业来说超预期：

(1)、补贴总包 1500 亿，从先到先得和更新容易度来说，高于之前市场对家电补贴 100 亿预期；

(2)、补贴比例 15%-20%，高于之前市场 10%预期。

(3)、补贴品类和细节：上一轮补贴空调、冰箱、洗衣机、电视、电脑，此次新增加热水器、家用灶具、吸油烟机。

图29：《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》家电相关条文梳理

家电相关条文	资金来源	央地比例	分配依据	支持行业
(七) 支持地方提升消费品以旧换新能力	直接(向地方)安排超长期特别国债资金1500亿元左右,用于落实文件(三)(四)(五)(七)(八)(九)条政策	文件(三)(五)(七)(八)(九)条涉及的支持资金按照总体9:1的原则央地分摊,东部、中部、西部地区中央承担比例为85%、90%、95%,各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排分配资金;若某地区用完中央下达资金额度,则超出部分由该地区通过地方资金支持,中央不再负担截至2024年12月31日,未用完的中央下达资金额度收回中央	根据各地区常住人口、地区生产总值、汽车和家电保有最等因素,合理确定	各地区要重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新,家电产品和电动自行车以旧换新,旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置,促进智能家居消费等
(九) 支持家电产品以旧换新			对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8类家电产品给予以旧换新补贴,补贴标准为产品销售价格的15%,对购买1级及以上能效或水效标准的产品,额外再给予产品销售价格5%的补贴每位消费者每类产品可补贴1件,每件补贴不超过2000元	
(十) 落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策	2024年中央财政安排75亿元	(中央100%)	/	采取“以奖代补”方式继续支持废弃电器电子产品国收处理工作

数据来源：Wind、开源证券研究所

8月7日，湖北省商务厅发布新一轮以旧换新补贴实施公告，新一轮以旧换新8月10日启动并持续至年末，品类覆盖除中央规定的8类外，**新增扫地机、智能门锁、净水器等15个品类，补贴力度为20%。**

随后，多省市以旧换新政策陆续落地，且新增吸尘器、扫地机、部分厨房小家电等品类，同样享受15%~20%的补贴力度。

图30：多地发布以旧换新补贴实施细则

省/市	发布时间	活动时间	补贴品类	补贴标准	使用方式
中央	7.25	截至12.31	冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机8类家电产品	2级及以上能效或水效的产品，补贴销售价格的15%；1级及以上能效或水效的产品，额外再给予5%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。	-
湖北	8.7	8.10-12.31	(1) 家电类：与中央一致；(2) 厨卫类：蒸烤箱、微波炉、洗碗机、消毒柜、电饭煲、咖啡机、面包机、净水器、垃圾处理器、空气净化器、凉霸、扫地机器人(含扫地机)、吸尘器、智能门锁、智能马桶(智能马桶盖)15类产品。	(1) 家电类：与中央一致。(2) 厨卫类：补贴销售价格20%，单个消费者最高享受补贴金额为2000元。	在“湖北省以旧换新公共服务平台”微信小程序提交收旧申请，获得补贴券，到线下指定门店、“美的智慧家会员店”微信小程序、苏宁易购APP“湖北省家电以旧换新”专区选购产品。
青海	8.14	8.14-12.31	(1) 与中央一致的8类家电产品。(2) 额外增加品类：壁挂炉、洗碗机、智能门锁、扫地机器人、空气净化器、电饭煲、微波炉、电磁炉、净水器9类家电产品。	(1) 与中央一致。(2) 额外增加品类：一二级能效产品补贴标准与中央一致，另外对他能效或水效标准的产品，补贴销售价格10%，单笔补贴上限为1000元。	在云闪付APP“青京U惠”专区提示提交审核资料。青海银联审核通过后，向发放补贴资金。
天津	9.10	9.11-12.31	(1) 与中央一致的8类家电产品。(2) 扫地机、扫地机器人、净水器等24类厨卫家电、智能家居和适老化商品	(1) 与中央一致。(2) 按照产品最终销售价格的15%给予立减补贴，每件补贴金额最高不超过2000元。	活动在线上和线下同步开展。线上线下共用资金盘子、共享消费资格。
海南	8.29	8.31-12.31	(1) 与中央一致的8类家电产品。(2) 额外增加品类：洗碗机、空气净化器、吸尘器、微波炉(含一体机)、电磁炉、电饭煲、电风扇(含空调扇)、净水器、扫(拖)地机器人、咖啡机、面包机等11类家电产品。	(1) 与中央一致。(2) 额外增加品类：1级及以上能效或水效标准的，补贴销售价格的20%。每位消费者每类产品可补贴一次，每次补贴不超过2000元。	通过银联云闪付APP平台完成，个人消费者登陆银联云闪付APP，在首页点击“政府消费券”专栏，点击“2024年海南省家电产品补贴”专栏，选购范围(1)产品需领取对应品类的补贴券，然后出示云闪付付款二维码享受补贴，选购范围(2)直接出示付款二维码享受补贴。
重庆	8.22	8.26-12.31	(1) 与中央一致的8类家电产品。(2) 额外增加品类：洗碗机、净水器、投影仪	政府直接补贴与中央一致，另外企业叠加补贴2%，每件产品最高补贴200元。	购买家电后，在银联云闪付APP的“重庆家电补贴专区”自主申领家电补贴资格码，然后通过专用收款设备付款，可直接享受补贴。
吉林	8.22	8.23-12.31	(1) 与中央一致的8类家电产品。(2) 额外增加品类：洗碗机、净水器、扫(拖)地机(含一体机)、电烤箱(含电蒸箱)、电饭煲、智能门锁、空气净化器8类家电。	(1) 与中央一致。另外，企业原则上补贴不低于销售价格的5%；鼓励银行等金融机构叠加补贴，参与银行出资不低于2%。(2) 额外增加品类：补贴销售价格的15%。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。	线上线下均可：在小程序“废旧家电以旧换新”提交收旧信息，领取相应补贴券。
宁夏	8.30	8.30-12.31	(1) 与中央一致的8类家电产品。(2) 额外增加品类：手机、洗碗机、打印机、空气净化器、电饭煲、微波炉、净水器、扫洗地机、电风扇、电磁炉等。	与中央一致。	-
浙江	8.22	8.22-12.31	(1) 与中央一致的8类家电产品。鼓励各地增加烘干机、吸尘器等。(2) 额外增加品类：智能桌椅(含智能按摩椅)、智能沙发、智能服务机器人(含智能扫地机、拖地机)、智能洗碗机、智能蒸(烤)机等智能家居产品。	(1) 与中央一致。(2) 额外增加品类：按剔除所有折扣优惠后成交价格的15%予以立减优惠。每位消费者每类产品可补贴1件，每件商品补贴最高不超过2000元。	-
北京	8.26	8.26-12.31	与中央一致的8类家电产品。	与中央一致。	通过“京通”小程序领取补贴资格，在线上商城或线下门店消费使用。
四川	8.27	8.26-12.31	(1) 除中央政策规定的8类家电产品外，增加投影仪、饮水机、净饮机、净水器、洗碗机、蒸烤箱、消毒柜、空气净化器。(2) 扫地机器人、智能马桶(盖)、吸尘器、洗地机、垃圾处理器、音响(箱)、智能门锁、智能沙发、智能床等9类智能家居产品。	(1) 与中央一致。本政策实施前购买补贴产品的，按新补贴标准执行，已兑付的及时补足差额。(2)：按不超过30%的优惠比例向消费者分批分类分券发放消费券。	通过“四川省家电以旧换新信息系统”小程序录入相关信息，待审核通过后可享受补贴，再到参与以旧换新的销售企业购买新家电。
云南	8.28	8.28-12.31	(1) 与中央一致的8类家电产品。(2) 额外增加品类：洗碗机类、扫地机器人、智能马桶类、微蒸烤一体机类、净水器类、智能门锁类	与中央一致。	家电类产品：在第三方平台领取云南省以旧换新政府补贴电子优惠券。其他类产品：在参与企业(门店)直接通过第三方平台扫码领取电子优惠券。通过第三方平台支付结算，平台自动核算补贴金额，政府补贴部分从的电子优惠券中核减。
广东	8.29	9.1-12.31	(1) 与中央一致的8类家电产品。(2) 额外增加品类：手机、平板、智能穿戴设备。(3) 各地市可结合实际将补贴范围扩展到8类家电以外的“N”类家电产品	(1) 与中央一致。(2) 手机补贴标准为产品销售价格的10%，每件补贴不超过1000元；平板、智能穿戴设备补贴标准为产品销售价格的15%，每件补贴不超过2000元。(3) “8+3”类家电以外的“N”类家电产品补贴不得高于以上标准	在各地市明确的商家或电商平台交付旧家电并购买新家电，按照前述标准享受优惠。
湖南	9.5	9.6-12.31	与中央一致的8类家电产品。至年底补贴范围可视情况扩大	与中央一致。	打开云闪付APP，首页点击“以旧换新”——进入“2024年湖南省家电以旧换新”——进入各市州活动专区。或者，直接在云闪付APP扫描二维码进入。
甘肃	9.9	8.1-12.31	(1) 与中央一致的8类家电产品。(2) 额外增加品类：洗碗机、净水器、吸尘器、打印机。	与中央一致。	-
辽宁	9.4	9.4-12.31	与中央一致的8类家电产品，其他类型酌情纳入家装厨卫换新活动	与中央一致。	消费者实名登陆“辽事通”APP进入以旧换新专区参与活动
江苏	9.6	9.7-12.31	(1) 与中央一致的8类家电产品。(2) 额外增加品类：空气净化器、微波炉、电磁炉、电饭煲、电风扇、家用冰吧、洗碗机、净水器、智能马桶。	(1) 与中央一致。(2) 额外增加品类每件商品补贴不超过2000元。	消费者通过“建行生活”APP进入“苏新消费·绿色节能家电以旧换新专项活动”专区进行补贴资格申领，补贴资格申领完成后，可前往专项活动销售企业选购家电。

资料来源：Wind、开源证券研究所

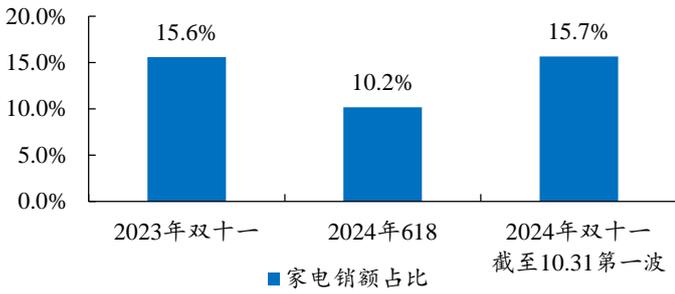
3.2、家电以旧换新效果：多品类实现量价齐增，预计 2024Q4 有效拉动内需改善

双十一第一波销售看，家电品类实现畅销。根据星图数据，2024 年第一波（10 月 14 日-10 月 30 日）销售中，家用电器以 1324 亿元的销售额位居品类榜首，占据 15.7% 的市场份额，已完成去年双十一销额的 87%，相比 2024 年 618（占比 10.2%）、2023 年双十一（15.6%）占比进一步提升。

10 月整体动销良好。根据奥维云网，2024 年 Q4(W40~W43, 对应时间 9.30-10.27) 线上销售同比高增，且头部玩家表现突出，集中度在提升。以扫地机为例，2024Q4 行业销额同比+620%，量/均价同比分别+490%/+22%，其中石头同比分别+906%/+11%，云鲸同比分别+1187%/+1%。

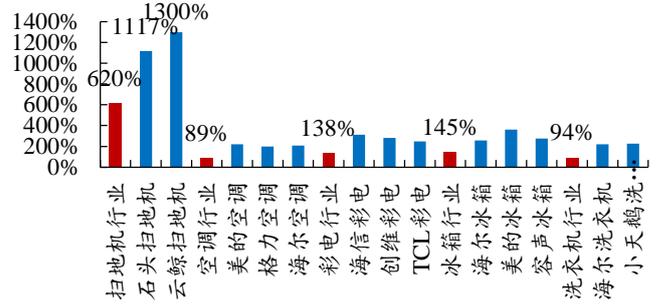
据商务部数据显示，截至 2024 年 10 月 15 日，已有 1013.4 万人次通过参与以旧换新购买 8 类家电产品共计 1462.4 万台，带动销额 690.9 亿元。

图31：2024年双十一家电销售额占比15.7%（截至10.31）



数据来源：奥维云网、星图数据、开源证券研究所

图32：2024年10月线上多个品类出现销量快速增长，扫地机表现尤为亮眼



数据来源：奥维云网、星图数据、开源证券研究所

3.3、电动两轮车以旧换新补贴梳理：中央地方构筑合力，政策持续推进中

中央与地方构筑合力，政策执行速度或相比之前更快。商务部等5部门办公厅（室）印发《推动电动自行车以旧换新实施方案》，各地陆续发布以旧换新细则，补贴力度大多在20%，最高补贴500元，对于锂电产品更换铅酸产品给予额外补贴。

图33：多地发布电动两轮车以旧换新补贴实施细则

省/市	活动时间	补贴标准	使用方式
北京	11.4-12.31	每台新车补贴500元（交售锂电车额外补贴100元，旧车经过电池健康评估额外补贴50元）	进入“京通”小程序电动自行车以旧换新专区进行业务办理
上海	10.16-第二年6.30	每台补贴500元	进入“上海商务”微信公众号-“政务服务”-“电动车以旧换新”进行业务办理
江苏	-12.31	2000元以下产品补贴300元 2000-3000元产品补贴400元 3000元以上补贴500元 锂电换铅酸额外补贴100元	-
河北	9.20-12.31	铅酸每辆补贴20%，每辆补贴不超过500元 锂电每辆补贴10%，每辆补贴不超过300元	进入“农行河北分行微银行”公众号中进行业务办理
山西	-12.31	每台补贴500元	-
内蒙古	-12.31	每台补贴500元（锂电换铅酸额外补贴100元）	进入银联云闪付APP（小程序）进行业务办理
陕西	9.10-12.31	1500元（不含）以下产品补贴300元 1500元及以上产品补贴500元	消费者现买立减、门店申请后补，门店通过支付宝上传相关资料
吉林	10.12-12.31	补贴20%，最高500元（锂电换铅酸补贴15%，最高400元）	进入“废旧家电以旧换新”小程序进行业务办理
黑龙江	9.20-12.31	每台补贴20%，最高500元	-
浙江	-12.31	每台补贴20%，最高500元	通过平台发放，各地自行决定
安徽	-12.31	铅酸每台补贴20%，补贴不超过600元 锂电每台补贴15%，补贴不超过500元	-
福建	-12.31	2000元（不含）以下产品补贴300元 2000元及以上产品补贴500元 （锂电换铅酸额外补贴100元）	进入银联云闪付APP（小程序）进行业务办理
江西	9.19-12.31	每台补贴500元（锂电换铅酸额外补贴100元）	先购车后申领，登陆省服务平台电动自行车专区上传资料进行申领
山东	-12.31	单台补贴不超过500元，锂电换铅酸不超过600元。	-
河南	9.18-12.31	每台补贴500元	-
湖北	8.26-12.31	1200-2000元产品补贴300元 2000-3000元产品补贴400元 3000元以上产品补贴500元	进入湖北以旧换新小程序进行业务办理
湖南	9.6-12.31	每台补贴500元	进入银联云闪付APP（小程序）进行业务办理
广东	-12.31	深圳市每台补贴20%，最高800元 广州市每台补贴500元	-
广西	-12.31	最高补贴500元	-
海南	-12.31	每台补贴20%，最高500元（锂电换铅酸定额补贴800元）	进入银联云闪付APP（小程序）进行业务办理
重庆	-12.31	每台补贴500元	-
四川	-12.31	每台补贴15%，最高500元（锂电换铅酸补贴20%，最高500元）	-
贵州	10.16-12.31	每台补贴20%，最高500元（锂电换铅酸最高补贴600元）	进入贵州省电动自行车以旧换新申请平台提交材料
云南	-12.31	每台补贴500元	进入银联云闪付APP（小程序）进行业务办理
西藏	-12.31	满2000-3000，满3000-5000（锂电换铅酸定额补贴600元）	-
辽宁	-12.31	每台补贴300元	进入辽事通APP进行业务办理
青海	-12.31	每台补贴30%，最高500元（锂电换铅酸最高600元）	进入银联云闪付APP（小程序）进行业务办理
宁夏	-12.31	每台补贴20%，最高500元	-
新疆	-12.31	每台补贴500元（锂电换铅酸补贴600元）	通过第三方APP进入“兵团以旧换新专区”进行业务办理

资料来源：国家商务部公告、开源证券研究所

投入补贴资金达6600万元，刺激4.6亿销售额市场。商务部的显示，自五部门8月联合发布《推动电动自行车以旧换新实施方案》以来，截至10月22日，已有30个省份出台实施细则，使用补贴资金6600多万元，各地已累计举办电动自行车以旧换新活动2993场次，回收旧车、销售新车各17.63万辆，销售额4.6亿元。

政策导向或为提升行业安全保障，展现存在较大潜力市场及延续性强特性。此

次电动自行车以旧换新活动，鼓励引导市场上核心零部件老化或存在安全隐患的电动自行车置换成符合新国标电动自行车车型，不断提高居民生活品质和安全保障。目前，我国电动自行车存量市场约 3.5 亿台，且非合规、存在安全隐患车型占比较大，因此我们预计电动自行车以旧换新政策或展现存在较大潜力市场及政策延续性强特性。

五部门或将进一步规范简化流程，终端动销随之加速释放。电动自行车为首次纳入到全国性以旧换新活动中，且涉及生产、销售、回收等多个环节，目前部分环节通畅度低压制终端需求释放，五部门下发通知，将进一步规范补贴条件及流程管理，后续市场终端动销或有望随着各环节进一步打通加速释放。

图34：央视报道电动自行车以旧换新



资料来源：央视新闻直播

图35：各地陆续出台电动自行车以旧换新入口



资料来源：微信小程序检索

3.4、美的集团：内销家电龙头 Q4 有望充分受益以旧换新，外销北美敞口较小

Q3 内销份额逆势增长，业绩稳健增长。Q1-3 实现收入 3189.7 亿元(同比+9.6%)，归母净利润 317 亿元 (+14.4%)，扣非归母净利润 303.8 亿元 (+13.2%)。Q3 实现收入 1017.0 亿元 (+8.1%)，归母净利润 108.9 亿元 (+14.9%)，扣非净利润 102 亿元 (+11.0%)，预计 2024-2026 年归母净利润 385.6/426.6/465.2 亿元，当前股价对应 PE 为 14.3/12.9/11.9 倍。公司作为内销家电龙头 Q4 有望充分受益以旧换新，外销北美敞口较小。

外销景气度延续下 C 端业务实现较快增长，内销份额逆势提升。(1) C 端业务：智能家居事业群收入同比+8%，预计外销实现较快增长，内销在行业承压下份额保持提升，看好以旧换新拉动 Q4 改善。根据产业在线，2024Q3 美的品牌空调/冰箱内销份额分别达 33.0% (+2.9pcts)/16.4%(+1.3pcts)。(2) B 端业务：Q3 新能源及工业技术/楼宇科技/机器人与自动化事业部收入同比分别+8%/+5%/-10%。

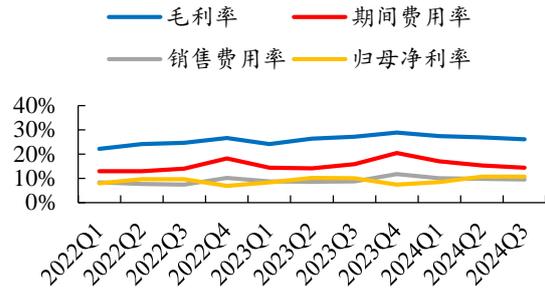
加大促销力度下毛销差有所下降，整体盈利能力保持稳中有升。Q3 毛利率-1.1 pct，主系公司主动加大促销所致，根据奥维云网，Q3 公司美的品牌线上空调/冰箱/洗衣机均价同比分别-10%/-6%/-19%。Q3 归母净利润率+0.6pct，其中利息费用减少下财务费率-2.0pct，盈利能力持续提升。

图36：2024Q3 实现归母净利润 108.9 亿元（+14.9%）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图37：2024Q3 归母净利润率 10.7%（+0.6pct）



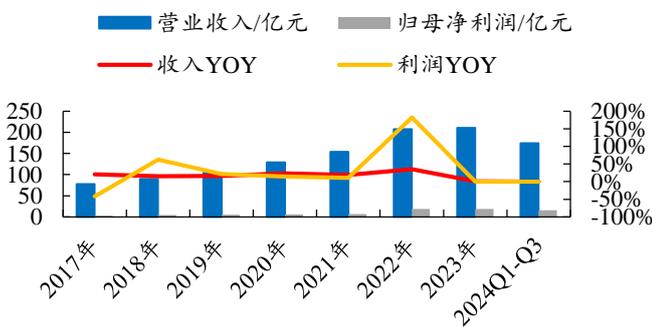
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

3.5、爱玛科技：2025 看好公司乘行业东风重进量价齐升通道

2024Q3 公司单车 ASP 预计同比持续提升，收入因政策切换阶段承压。公司 2024Q1-Q3 实现营业收入 174.6 亿元（+0.05%），归母净利润 15.5 亿元（-0.25%），扣非净利润 14.5 亿元（-0.03%），非经常性损益（主含政府补助）为 1.07 亿元。单季度看，公司 2024Q3 实现营业收入 68.7 亿元（-5.1%），归母净利润 6.0 亿元（-9.0%），扣非净利润 5.5 亿元（-9.8%）。单车 ASP 及单车利润方面，我们预计公司单车 ASP 为 1986 元/台（+5.7%），单车利润为 174 元/台（+1.2%），单车扣非利润为 160 元/台（+0.35%），公司产品结构调整顺利，高毛利两轮及三轮产品占比预计提升，带动单车 ASP 及利润连续三季度同比提升。

以旧换新、国标修订等政策逐步落地，2025 看好公司重进量价齐升通道。行业政策暖风频吹，以旧换新逐步细化落地执行或有效刺激行业终端动销；新国标修订后行业低质企业或再度出清，行业份额进一步向龙头集中。公司作为电动两轮车龙头预计超额受益于行业贝塔改善，2025 年基本面拐点清晰：量上，公司新国标修订标准下的新款产品储备充足，且渠道库存轻、留足囤货空间；价上，公司高毛利产品成功打造（仰望&露娜）、行业整体价格战未显、新国标执行下成本优势或将进一步拉大，看好产品单价稳步提升。

图38：爱玛科技 2023 营业收入 174.6 亿元，同比+1.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：爱玛科技股权激励锁定 2024-2026 业绩增长目标

股权激励项目	激励对象	拟授予股票数量	授予价格	解除限售期	考核指标
2024 年限制性股票激励计划（草案）	公司董事、高级管理人员及中高层管理人员（共5人）；中高层管理人员、核心技术（业务）人员（共199人）	1370万股	12.6 元/股	第一个解除限售期	以2023年营业收入/净利润为基数，2024年度营业收入/净利润增长率不低于20%；
				第二个解除限售期	以2023年营业收入/净利润为基数，2025年度营业收入/净利润增长率不低于44%；
				第三个解除限售期	以2023年营业收入/净利润为基数，2026年度营业收入/净利润增长率不低于72.8%；

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.6、雅迪控股：国内提质增效，龙头优势仍足

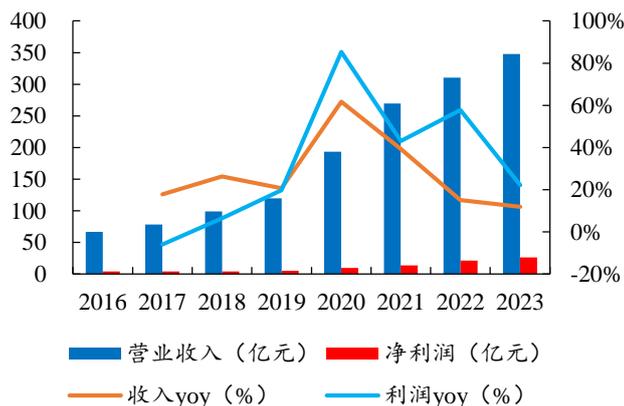
2024H1 公司实现营收 144.14 亿元（-15.4%），归母净利润 10.34 亿元（-12.9%）其中其他收入及收益净额同比减少约 43.2%至 2.5 亿元，主系政府补助同比减少 36.7%至 1.4 亿元。公司 2024H1 收入业绩承压，我们预计主系 2023H1 基数较高以及 2024H1

国检、极端天气等外部因素扰动所致。

国内市场仍是公司 2024 年主要营收来源，我们看好价增带动公司业绩逐步恢复。

政策密集出台或推动行业整合加速，看好价增带动公司业绩逐步恢复。2024 年上半年公司产品结构调整顺利，中高端冠能 6 系列产品销量表现强劲；另一方面，公司加大对中高端产品储备，8 月 1 日发布全新高端智能电动车飞越 FX6(售价 4500 元+)，预计后续公司冠能、飞越系列将有更多款中高端车型面世。

图40：雅迪控股收入及业绩稳增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：雅迪发布冠能 6 代，售价均为 4000 元+

项目	冠能 6 代		
	Q50-M	T60-M	M85-M
产品图			
吊牌价 (元)	4390	5090	4890
制动	前碟刹后鼓刹	前后碟刹	前后碟刹
减震	液压减震	液压减震	液压减震
负载	75KG	150KG	150KG
电池型号	TTFAR 常青藤石墨烯电池	TTFAR 石墨烯 3 代 Plus 电池	TTFAR 常青藤石墨烯铅酸电池
电池类型		72V38Ah	72V25Ah
智能化	蓝牙无感解锁等 22 项功能	蓝牙解锁等 13 项功能	蓝牙解锁等 12 项功能
电机	TTFAR 全能电机	TTFAR 全能电机	TTFAR 全能电机

资料来源：雅迪电动车天猫旗舰店、开源证券研究所

3.7、九号公司：内销两轮车以差异化破局，关注渠道优化+新国标下扩大市场份额

收入端短期看扩店，中长期看店效提升。利润端看规模效应：

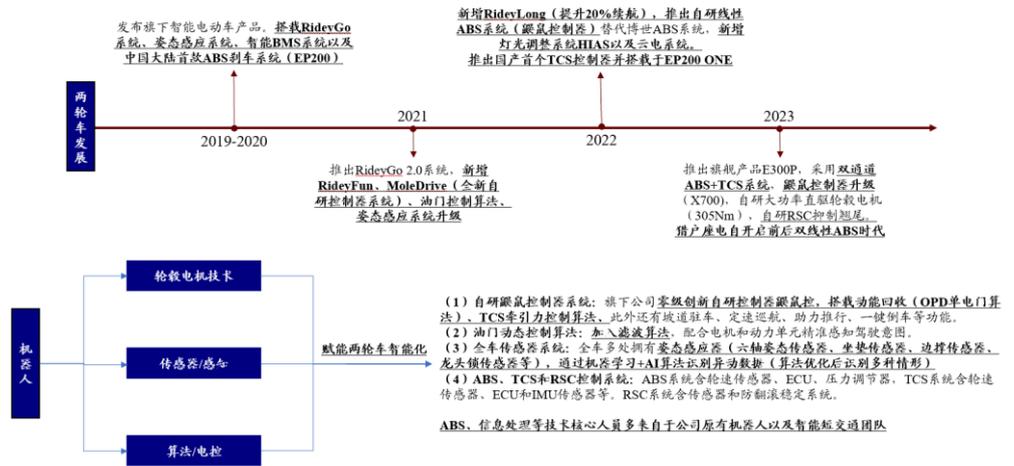
(1) 2025 年仍有扩店逻辑：我们预计 2024 年 7000 家+门店，2025 年新开门店 2000 家左右，长期目标 1 万家门店，定位一二三线城市。

(2) 店效提升：未来或通过扩大店/渠道改革等措施提升店效。我们预计九号单店店效空间更高（渠道密度仍相对低）。

(3) 毛利率和利润率的提升：随着产能利用率以及品牌效应的提升，毛利率和费用率都有改善空间。旺季下 2024Q2-Q3 利润率均已超 10%。

(4) 行业层面：以旧换新+新国标政策或致中小厂商出清。行业价格带上移、限塑转骨架车、加装北斗以及数据传输模组等或利好九号，九号具备更强外观设计和产品定义能力，预计新国标修订仍将提升九号产品质价比。

图42：机器人技术赋能两轮车，新国标向智能化发展下公司优势明显



资料来源：九号电动新品发布会、九号电动公众号、零级创新公众号、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

在外销端，看好具备创新能力+品牌+产能的优质企业长期竞争力。(1) **创新思维+快速迭代/快速反应能力**。这类品牌企业依托中国供应链以及工程师红利快速迭代产品，极致创新+成本抢占海外品牌份额。(2) **打造自主品牌**。创新思维打造差异化，站外精准营销提升品牌溢价，具备一定市场定价权，关税成本提升情况下可通过部分提价向下游传导。(3) **搭建海外产能**。于东南亚等地搭建本地化供应链，以应对将来关税成本可能提升的影响。

在内销端，我们仍然看好以旧换新政策拉动换新需求，以及存量市场稳健增长下，家电企业优异、稳定的分红能力。

重点推荐标的：(1) **石头科技**：内销大促无忧，外销仍有增量市场，继续看好Q2超预期。看好组织架构调整后，更积极的产品和销售策略拉动份额持续提升。(2) **海尔智家**：海外业务受关税影响小、预计保持景气，盈利能力仍有持续提升空间。(3) **九号公司、TCL电子、安克创新**：依托强产品竞争力和创新能力，中国品牌抢海外市场份额，其中安克创新品牌+渠道有望赋能多品线增长；九号公司有渠道开拓红利（全地形车美国线下/割草机全球）；TCL电子线下渠道结构升级和空白市场补缺逻辑并存，同时短期成本压力有望改善。(4) **德昌股份**：围绕核心优质下游客户拓品类，前瞻性布局海外产能。(5) **开润股份**：箱包代工壁垒坚实、一体化服装代工锦上添花。(6) **泡泡玛特**：潮玩出海龙头，全流程高效商业模式壁垒深铸。(7) **爱玛科技、美的集团、雅迪控股**：家电及两轮车以旧换新政策有望刺激换新需求，家电以旧换新成效显著，两轮车以旧换新在各省市细则落地及流程简化后终端动销有望逐步修复。龙头企业爱玛科技、美的集团、雅迪控股有望率先受益，同时看好新势力九号公司依托强产品设计和创新能力提升市场份额。

表6：内销推荐有望受益政策的美的集团、爱玛科技、九号公司、雅迪控股，外销推荐石头科技、海尔智家、九号公司、安克创新、TCL电子、德昌股份、开润股份、泡泡玛特、名创优品、赛维时代

证券代码	公司	评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)				EPS			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688169.SH	石头	买	403.10	20.51	21.78	24.94	30.62	19.65	18.51	16.16	13.16	11.10	11.79	13.50	16.58

股票代码	公司/行业	操作	2499.01	165.97	193.00	216.20	241.85	15.06	12.95	11.56	10.33	1.77	2.06	2.30	2.58
600690.SH	海尔智家	买入													
689009.SH	九号公司	买入	330.74	5.98	11.59	16.97	24.49	55.31	28.54	19.49	13.50	8.34	16.16	23.66	34.15
1070.HK	TCL电子*	买入	151.26	7.44	13.63	16.35	19.43	20.34	11.10	9.25	7.78	0.29	0.54	0.65	0.77
605555.SH	德昌股份	买入	79.42	3.22	4.08	5.38	6.74	24.65	19.47	14.76	11.78	0.87	1.10	1.44	1.81
9992.HK	泡泡玛特	买入	1272.44	10.82	27.00	35.93	45.35	117.56	47.13	35.41	28.06	0.81	2.01	2.68	3.38
9896.HK	名创优品	买入	572.86	17.69	28.63	35.11	42.96	32.38	20.01	16.32	13.33	1.41	2.28	2.79	3.42
300577.SZ	开润股份	买入	61.00	1.16	4.00	4.09	5.20	52.76	15.25	14.92	11.73	0.48	1.67	1.71	2.17
1585.HK	雅迪控股	买入	422.70	26.40	26.57	32.52	39.63	16.01	15.91	13.00	10.67	0.85	0.85	1.04	1.27
603529.SH	爱玛科技	买入	346.50	18.81	19.95	24.98	31.08	18.42	17.37	13.87	11.15	2.18	2.32	2.90	3.61
300866.SZ	安克创新	买入	509.57	16.15	20.42	24.24	29.13	31.55	24.95	21.02	17.49	3.04	3.84	4.56	5.48
301381.SZ	赛维时代	买入	98.62	3.36	4.57	6.04	7.77	29.39	21.58	16.33	12.69	0.84	1.14	1.51	1.94
000333.SZ	美的集团	买入	5664.49	337.20	385.60	426.59	465.24	16.80	14.69	13.28	12.18	4.40	5.04	5.57	6.08

数据来源：Wind、开源证券研究所（均为开源证券研究所预测，收盘日截至2024年12月19日）

5、风险提示

(1) 贸易摩擦风险：标的公司产品的最终销售地主要为北美和欧洲，出口业务总体占比较高，受贸易政策的影响较为显著。若贸易保护主义、地缘政治等外部环境持续恶化，将对整体经营业绩构成不利影响。

(2) 原材料价格大幅波动：标的公司的主要原材料价格受石油、橡胶、基础金属等大宗商品的价格影响。若原材料价格显著上升，标的公司将面临采购成本大幅上涨而带来的成本压力，进而挤压利润空间。

(3) 汇率大幅波动：标的公司存在较高的境外销售占比，相关销售业务会用外币结算。如果汇率波动较大影响标的公司的汇兑损益情况从而影响公司业绩。

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3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