



寻找中国制造到中国品牌的双重机会

姓名：吕明（分析师）

证书编号：S0790520030002

邮箱：lvming@kysec.cn

核心观点

外销市场：创新能力+自主品牌+海外产能构筑长期竞争力

(1) **创新思维+快速迭代/快速反应能力**：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/海尔智家/赛维时代/名创优品/泡泡玛特/TCL电子为代表。

(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/名创优品为代表。

(3) **搭建海外产能**：于墨西哥、东南亚等地搭建本地化供应链，以应对关税成本提升的影响。

推荐标的：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

- 石头科技：进军北美线下大KA，继续看好更积极的产品和销售策略拉动份额持续提升
- 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，看好割草机器人/E-Bike全球市场增长
- 开润股份：箱包代工壁垒坚实、一体化服装代工锦上添花
- 安克创新：品牌出海标杆企业，聚焦核心主业后看好各业务线稳健增长
- 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
- TCL电子：依托高端化以及线下渠道开拓，持续突破国际市场
- 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
- 泡泡玛特：看好多品类新业态多元发展，海外加速扩张带动收入利润高增
- 名创优品：IP航母乘兴趣消费浪潮，海外成长逻辑持续兑现

风险提示：贸易摩擦风险；原材料价格大幅波动；汇率波动风险等

目 录

CONTENTS

- 1 细分赛道外销总结
- 2 优秀外销公司的基因：创新、品牌与产能
- 3 投资建议与盈利预测
- 4 风险提示

出口整体：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

表1：2024Q1-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	2024-10	2024-11	2024-12
电扇	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%	40.1%	24.7%	36.2%
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%	58.9%	41.5%	32.5%
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%	22.6%	8.0%	10.6%
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%	12.3%	-4.0%	18.5%
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%	8.8%	11.8%	1.4%
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%	92.4%	70.6%	76.3%
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%	38.9%	12.5%	-32.7%
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%	28.9%	11.2%	24.1%
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%	32.2%	10.0%	7.3%
电烤面包机	-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%	27.0%	25.1%	12.8%
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%	-0.6%	-0.9%	16.8%	-17.9%	-30.4%	-21.9%	-18.4%	-1.3%	1.3%	-10.3%	-4.5%	-15.4%	-3.1%
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%	16.3%	-8.6%	6.9%
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%	43.6%	41.4%	48.5%
电熨斗	0.1%	-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%	20.1%	0.5%	17.7%
干燥机	-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%	38.8%	35.3%	38.0%
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%	28.9%	18.3%	15.6%
气体净化器	-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%	10.5%	6.6%	36.7%
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%	31.1%	50.2%	8.7%	23.8%	0.7%	18.1%	22.5%	13.9%	7.1%	22.6%	20.7%	19.7%
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%	25.3%	7.4%	-3.7%
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%	28.7%	10.1%	1.9%
滴液式咖啡机	-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%	15.1%	16.0%	10.5%
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%	22.5%	37.1%	60.0%	37.2%	41.3%
蒸馏渗透式咖啡机	-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%	-41.3%	-26.0%	-26.5%
其他电咖啡机或茶壶	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%	32.0%	15.0%	11.9%
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%	-1.3%	40.6%	17.6%	31.8%
食品研磨机及搅拌器	-13.1%	-28.8%	24.1%	3.3%	17.6%	17.6%	15.9%	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%	12.5%	39.4%	16.0%	17.7%
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%	21.2%	25.3%	7.3%
水果或蔬菜的榨汁器	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%	3.4%	0.4%	11.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 扫地机外销：表现优于国内，品牌间表现持续分化

扫地机行业外销品牌间分化明显

外销：海外表现优于国内，2024年美亚/2024H2德亚销额同比+42%/+16%，石头/Shark份额提升显著。

表2：2024年美亚/2024H2德亚/ 2024H2法亚销额同比+42%/+16%/-5%，石头/shark扫地机市场份额提升显著

外销销额同比	行业	石头	追觅	科沃斯	Eufy	云鲸	Irobot	Shark	各品牌外销销额份额	石头	追觅	科沃斯	Eufy	云鲸	Irobot	Shark
2024Q1	17%	128%	136%	-32%	-24%	561%	-21%	0%	2024Q1	27%	5%	2%	5%	3%	20%	11%
2024Q2	6%	12%	29%	-50%	8%	377%	-13%	18%	2024Q2	18%	2%	2%	10%	4%	20%	15%
2024Q3	48%	38%	438%	110%	141%	503%	32%	40%	2024Q3	21%	4%	3%	9%	5%	22%	15%
2024Q4	71%	38%	121%	181%	627%	179%	7%	115%	2024Q4	21%	4%	4%	14%	2%	19%	13%
2024美亚累计	42%	46%	151%	53%	155%	332%	3%	51%	2024美亚累计	22%	4%	3%	11%	3%	20%	12%
2024Q3	27%	5%	46%	230%	197%	327%	-46%	8%	2024Q3	36%	14%	15%	5%	2%	3%	0%
2024Q4	30%	36%	44%	146%	224%	393%	-54%	462%	2024Q4	44%	18%	12%	5%	1%	3%	1%
2024H2德亚累计	16%	16%	21%	65%	86%	103%	-36%	138%	2024H2德亚累计	38%	18%	13%	4%	1%	3%	1%
2024Q3	3%	-62%	124%	63%	868%		-31%		2024Q3	6%	24%	15%	1%		8%	
2024Q4	-14%	-33%	68%	-11%	1134%		-65%		2024Q4	17%	22%	10%	1%		7%	
2024H2法亚累计	-5%	-25%	38%	10%	313%		-39%		2024H2法亚累计	16%	22%	11%	1%		8%	

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）

1.3

黑电外销：2024年全年出口延续亮眼表现，中国品牌优于国际品牌

表3：2024Q1-Q4黑电出口延续亮眼表现

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
中国出口量同比	25%	20%	4%	17%	15%	25%
出口至欧洲	45%	44%	15%	17%	12%	26%
出口至美国	70%	48%	-9%	48%	39%	-24%
出口至拉美	29%	14%	8%	24%	18%	51%
出口至亚洲	21%	3%	-3%	-1%	1%	35%
出口至非洲	-27%	4%	9%	8%	31%	27%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

出口口径（海关总署）：

2024Q1-Q4 出口量同比分别+4%/+17%/+15%/+25%

2024Q1-Q4 出口至欧洲量同比分别+15%/+17%/+12%/+26%

2024Q1-Q4 出口至拉美量同比分别+8%/+24%/+18%/+51%

2024Q1-Q3 出口至非洲量同比分别+9%/+8%/+31%/+27%

表4：2024Q1-Q3 中国品牌全球出货增长优于同行

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

出货口径（AVC数据）：

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%

表5：根据产业在线数据，2024年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	2024Q1	17%	9%	9%	23%	30%	28%	131%	34%
	2024Q2	-2%	-10%	-9%	6%	-2%	29%	35%	25%
	2024Q3	-10%	-20%	-1%	-3%	-15%	-11%	12%	34%
	2024Q4	24%	7%	24%	29%	18%	72%	54%	232%
外销	2024Q1	22%	10%	17%	25%	34%	29%	-19%	19%
	2024Q2	39%	10%	49%	50%	36%	57%	16%	43%
	2024Q3	38%	43%	27%	110%	44%	38%	54%	147%
	2024Q4	49%	21%	38%	84%	55%	101%	32%	148%

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	2024Q1	25%	28%	13%	6%	7%	0%	5%	15%
	2024Q2	26%	27%	12%	5%	10%	1%	6%	14%
	2024Q3	28%	33%	13%	5%	7%	0%	5%	10%
	2024Q4	30%	31%	11%	4%	7%	0%	7%	9%
外销	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%
	2024Q4	11%	33%	6%	9%	12%	0%	5%	23%

冰箱行业销量同比		行业	海尔	美的	海信	美菱	奥马
内销	2024Q1	8%	7%	2%	8%	3%	2%
	2024Q2	-1%	1%	5%	-3%	-5%	-1%
	2024Q3	-3%	-4%	6%	-6%	3%	-1%
	2024Q4	7%	10%	13%	3%	12%	0%
外销	2024Q1	45%	2%	66%	31%	42%	39%
	2024Q2	18%	28%	12%	23%	6%	14%
	2024Q3	14%	37%	3%	22%	14%	11%
	2024Q4	14%	23%	3%	10%	10%	9%

冰箱行业品牌销量份额		海尔	美的	海信	美菱	奥马	其他
内销	2024Q1	34%	16%	13%	5%	3%	28%
	2024Q2	36%	16%	13%	5%	3%	28%
	2024Q3	36%	16%	13%	6%	2%	26%
	2024Q4	36%	17%	14%	6%	2%	25%
外销	2024Q1	3%	19%	18%	6%	22%	32%
	2024Q2	2%	16%	18%	6%	20%	37%
	2024Q3	3%	17%	19%	7%	21%	34%
	2024Q4	3%	16%	17%	7%	21%	36%

洗衣机行业销量同比		行业	海尔	美的系	惠而浦	博世西门子
内销	2024Q1	1%	0%	3%	-25%	5%
	2024Q2	5%	2%	1%	-31%	13%
	2024Q3	7%	3%	14%	-46%	-7%
	2024Q4	13%	8%	16%	-50%	7%
外销	2024Q1	22%	6%	38%	-8%	84%
	2024Q2	15%	6%	15%	-21%	13%
	2024Q3	10%	15%	53%	-20%	-21%
	2024Q4	14%	6%	185%	-4%	5%

洗衣机行业品牌销量份额		海尔	美的系	惠而浦	博世西门子	其他
内销	2024Q1	43%	25%	3%	2%	27%
	2024Q2	41%	26%	3%	2%	28%
	2024Q3	37%	30%	2%	3%	27%
	2024Q4	35%	35%	2%	2%	26%
外销	2024Q1	20%	25%	3%	1%	51%
	2024Q2	20%	24%	2%	1%	53%
	2024Q3	20%	30%	3%	1%	46%
	2024Q4	18%	42%	4%	1%	35%

数据来源：产业在线、开源证券研究所

- 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）。

表6：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	2024年涨跌幅
清洁电器板块								
石头科技	-15%	42%	58%	33%	59%	16%	12%	10.3%
科沃斯	1%	8%	3%	-4%	7%	-10%	-4%	14.1%
黑电板块								
四川长虹	14%	-1%	1%	8%	4%	17%	11%	84.2%
海信视像	13%	34%	17%	9%	11%	-5%	6%	0.0%
TCL电子	3%	17%	17%	30%	30%	30%	30%	155.8%
极米科技	-13%	-27%	-6%	-15%	-7%	4%	-14%	-12.9%
出口板块								
安克创新	17%	22%	29%	21%	30%	42%	44%	47.8%
新宝股份	-22%	1%	23%	31%	23%	21%	13%	5.8%
TCL智家	20%	46%	45%	24%	25%	25%	20%	98.5%
莱克电气	-22%	-16%	-4%	-6%	12%	19%	6%	7.6%
富佳股份	-24%	-18%	21%	6%	2%	6%	-9%	6.7%
德昌股份	-1%	27%	125%	60%	46%	33%	43%	-3.6%
白电板块								
美的集团	7%	9%	7%	10%	10%	10%	8%	43.7%
海尔智家	8%	8%	6%	7%	6%	0%	0%	40.0%
格力电器	1%	6%	7%	18%	3%	-1%	-16%	49.6%
海信家电	6%	18%	17%	21%	21%	7%	0%	47.4%
厨电板块								
老板电器	4%	17%	7%	8%	3%	-10%	-11%	5.6%
华帝股份	6%	0%	7%	16%	16%	2%	-5%	23.5%
火星人	-9%	7%	-12%	-10%	-15%	-43%	-42%	-12.8%
小家电板块								
小熊电器	28%	25%	15%	-2%	-5%	-14%	3%	-5.9%
苏泊尔	-12%	7%	16%	14%	8%	11%	3%	5.4%
飞科电器	23%	12%	-8%	17%	-15%	-12%	-24%	-14.2%
九阳股份	-19%	2%	11%	-13%	9%	-4%	-27%	-17.5%

归母净利润增速	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024年涨跌幅
清洁电器板块								
石头科技	-40%	98%	160%	110%	98%	35%	-43%	10.3%
科沃斯	-23%	-43%	-12%	-19%	-4%	21%	-49%	14.1%
黑电板块								
四川长虹	63%	17%	273%	-14%	112%	-12%	-7%	84.2%
海信视像	100%	41%	11%	-18%	-35%	-12%	-19%	0.0%
TCL电子	6%	142%	142%	142%	142%	142%	142%	155.8%
极米科技	-57%	-33%	-11%	-80%	-33%	-125%	-577%	-12.9%
出口板块								
安克创新	54%	36%	58%	28%	2%	9%	52%	47.8%
新宝股份	-22%	-17%	-9%	105%	2%	5%	1%	5.8%
TCL智家	660%	73%	14%	39%	28%	36%	23%	98.5%
莱克电气	-12%	44%	-5%	53%	36%	-15%	18%	7.6%
富佳股份	-37%	-10%	-10%	-10%	99%	-30%	-8%	6.7%
德昌股份	-30%	29%	-3%	63%	162%	-9%	3%	-3.6%
白电板块								
美的集团	12%	14%	12%	18%	12%	16%	15%	43.7%
海尔智家	13%	13%	13%	13%	28%	13%	13%	40.0%
格力电器	3%	15%	9%	44%	18%	10%	5%	49.6%
海信家电	131%	143%	103%	13%	58%	17%	-16%	47.4%
厨电板块								
老板电器	6%	24%	7%	6%	2%	-19%	-19%	5.6%
华帝股份	16%	4%	152%	164%	36%	4%	6%	23.5%
火星人	-16%	11%	8%	-14%	-25%	-5%	-130%	-12.8%
小家电板块								
小熊电器	58%	63%	-14%	-11%	-9%	-15%	-3%	-5.9%
苏泊尔	-19%	12%	8%	8%	8%	2%	2%	5.4%
飞科电器	33%	31%	-24%	138%	-44%	-53%	-32%	-14.2%
九阳股份	-27%	-30%	-39%	1%	7%	-4%	-16%	-17.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

- 1 细分赛道外销总结
- 2 优秀外销公司的基因：创新、品牌与产能
- 3 投资建议与盈利预测
- 4 风险提示

2.1 创新能力+自主品牌+海外产能构筑外销长期竞争力，抵御关税影响

- **创新思维+快速迭代/快速反应能力：**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/海尔智家/赛维时代/名创优品/泡泡玛特/TCL电子为代表。
- **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/名创优品为代表。
- **搭建海外产能：**于墨西哥、东南亚等地搭建本地化供应链，以应对关税成本提升的影响。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/海尔智家/TCL电子为代表

表7：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8：九号公司/石头科技/TCL电子/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

- 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：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：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：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：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%。

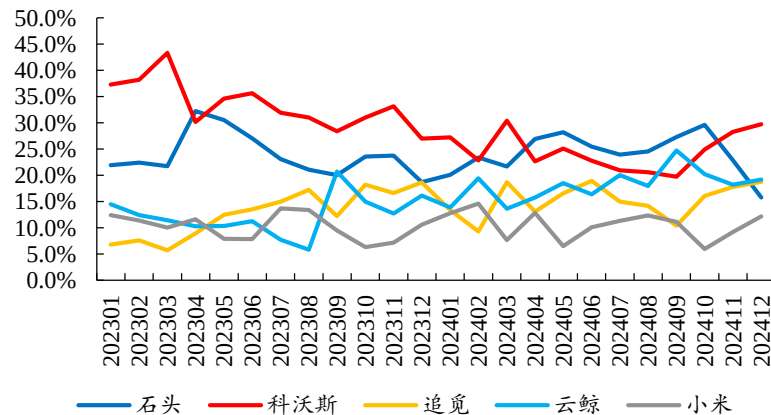
表9：Q3实现营业收入25.9亿元（+11.9%），Q3内销超预期，北美、亚太符合预期，欧洲小幅承压

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E
公司营收/亿元	11.60	22.14	23.15	29.65	18.41	25.75	25.91	44.48
yoy	-14.6%	41.5%	57.6%	32.6%	58.7%	16.3%	11.9%	50.0%
归母净利润/亿元	2.04	5.36	6.21	6.90	3.99	7.22	3.51	6.77
yoy	-40.4%	95.8%	160.3%	110.2%	95.2%	34.7%	-43.5%	-1.9%
扣非净利润/亿元	1.63	4.97	5.93	5.72	3.42	5.19	3.24	6.00
yoy	-46.0%	73.5%	119.5%	68.6%	110.0%	4.4%	-45.3%	4.9%
非经常/亿元	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%	15.2%
扣非净利率	14.0%	22.5%	25.6%	19.3%	18.6%	20.2%	12.5%	13.5%

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E
公司营收/亿元	11.60	22.14	23.15	29.65	18.40	25.75	25.91	44.48
yoy	-14.6%	41.5%	57.6%	32.6%	58.7%	16.3%	11.9%	50.0%
内销整体/亿元	3.71	9.93	3.63	10.36	4.45	10.72	4.61	16.07
yoy	1.7%	41.6%	45.5%	32.5%	20.0%	8.0%	27.0%	55.0%
外销整体/亿元	7.89	12.21	19.52	19.28	13.95	15.03	21.30	28.41
yoy	-20.1%	42.5%	60.2%	32.7%	76.8%	23.1%	9.1%	47.3%
欧洲/亿元	3.80	6.21	9.56	8.14	6.84	6.84	8.32	11.39
yoy	-30.0%	45.0%	67.0%	40.0%	80.0%	10.1%	-13.0%	40.0%
北美/亿元	1.50	2.40	4.29	6.32	2.96	3.60	6.35	10.74
yoy	51.7%	40.0%	60.0%	45.0%	98.0%	50.0%	48.0%	70.0%
亚太/亿元	2.59	3.60	5.67	4.83	4.15	4.59	6.63	6.28
yoy	-25.0%	40.0%	50.0%	10.8%	60.0%	27.5%	17.0%	30.0%

数据来源：奥维云网、公司公告、开源证券研究所

图1：2024Q2起石头内销线上渠道已达份额第一，11-12月受缺货影响有所回落



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，最终见底趋稳，达15%左右。
 - (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：Q3公司推出了更低价格带的产品，比如国内的P10S Pure、海外的Q8系列，可以帮助公司打开美国线下、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。
- 机器人概念：石头CES展发布机械手臂新品，国内外即将上市，作为应用落地最快的机器人概念公司之一，有望拔估值。

表10：组织架构调整后，公司预计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，随后见底趋稳

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E	2025Q1E		2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
公司营收/亿元	11.60	22.14	23.15	29.65	18.41	25.75	25.91	44.48	27.61		45.30	58.37	66.28	86.54	114.54	153.63	203.27
yoy	-14.6%	41.5%	57.6%	32.6%	58.7%	16.3%	11.9%	50.0%	50.0%			28.8%	13.6%	30.6%	32.4%	34.1%	32.3%
归母净利润/亿元	2.04	5.36	6.21	6.90	3.99	7.22	3.51	6.77			13.69	14.02	11.83	20.51	21.49	25.03	33.25
yoy	-40.4%	95.8%	160.3%	110.2%	95.2%	34.7%	-43.5%	-1.9%				2.4%	-15.6%	73.3%	4.8%	16.4%	32.9%
扣非净利润/亿元	1.63	4.97	5.93	5.72	3.42	5.19	3.24	6.00			12.08	11.90	11.98	18.26	17.86	22.03	30.05
yoy	-46.0%	73.5%	119.5%	68.6%	110.0%	4.4%	-45.3%	4.9%				-1.5%	0.6%	52.5%	-2.2%	23.3%	36.4%
非经常/亿元	0.41	0.38	0.27	1.18	0.57	2.03	0.27	0.77			1.61	2.12	(0.14)	2.25	3.63	3.00	3.20
净利率	17.6%	24.2%	26.8%	23.3%	21.7%	28.0%	13.5%	15.2%	15.0%		30.2%	24.0%	17.9%	23.7%	18.8%	16.3%	16.4%
扣非净利率	14.0%	22.5%	25.6%	19.3%	18.6%	20.2%	12.5%	13.5%			26.7%	20.4%	18.1%	21.1%	15.6%	14.3%	14.8%
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E			2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
公司营收/亿元	11.60	22.14	23.15	29.65	18.40	25.75	25.91	44.48			45.30	58.37	66.28	86.54	114.54	153.63	203.27
yoy	-14.6%	41.5%	57.6%	32.6%	58.7%	16.3%	11.9%	50.0%				28.8%	13.6%	30.6%	32.4%	34.1%	32.3%
内销整体/亿元	3.71	9.93	3.63	10.36	4.45	10.72	4.61	16.07			7.56	13.20	20.98	27.64	35.85	46.61	60.59
yoy	1.7%	41.6%	45.5%	32.5%	20.0%	8.0%	27.0%	55.0%				74.6%	58.9%	31.7%	29.7%	30.0%	30.0%
外销整体/亿元	7.89	12.21	19.52	19.28	13.95	15.03	21.30	28.41			33.54	44.47	45.15	58.90	78.69	107.02	142.68
yoy	-20.1%	42.5%	60.2%	32.7%	76.8%	23.1%	9.1%	47.3%				32.6%	1.5%	30.5%	33.6%	36.0%	33.3%
欧洲/亿元	3.80	6.21	9.56	8.14	6.84	6.84	8.32	11.39				25.31	21.25	27.71	33.39	43.41	56.43
yoy	-30.0%	45.0%	67.0%	40.0%	80.0%	10.1%	-13.0%	40.0%					-16.0%	30.4%	20.5%	30.0%	30.0%
北美/亿元	1.50	2.40	4.29	6.32	2.96	3.60	6.35	10.74				6.14	9.74	14.51	23.65	35.48	49.67
yoy	51.7%	40.0%	60.0%	45.0%	98.0%	50.0%	48.0%	70.0%					58.7%	48.9%	63.1%	50.0%	40.0%
亚太/亿元	2.59	3.60	5.67	4.83	4.15	4.59	6.63	6.28				13.02	14.16	16.69	21.64	28.13	36.57
yoy	-25.0%	40.0%	50.0%	10.8%	60.0%	27.5%	17.0%	30.0%					8.7%	17.8%	29.7%	30.0%	30.0%

- **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。

(1) 行业有 β ：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。

(2) 公司有 α ：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。

- **全地形车：**混动旗舰产品将发布树立品牌调性，美国市场渠道开拓稳步推进。
- **E-Bike：**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。
- **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2：九号割草机器人欧洲渠道开拓快速，逐步接近龙头（单位：家）

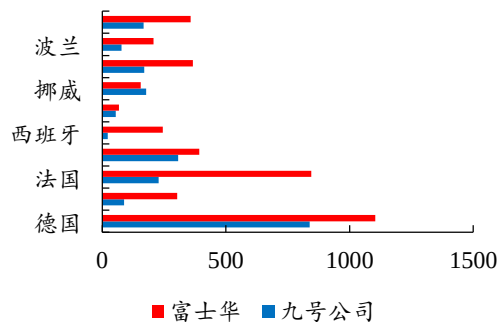


图3：九号割草机器人亚马逊份额提升明显，2024Q4美亚份额第一

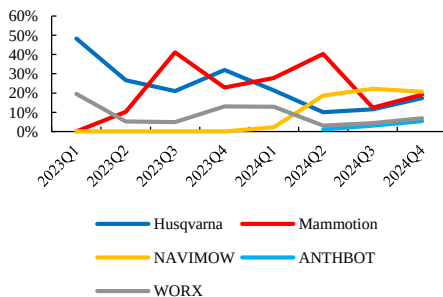


图4：九号割草机器人产品技术引领行业

传统园林工具企业

Husqvarna	划线式、NERA系列可选配虚拟边界
Gardena	划线式、随机导航
WORX	划线式、纯视觉
Robomow	划线式
Greenwork	划线式、随机导航
Mowit	划线式、随机导航

国内新锐科技企业

九号 (Navimow)	第一代RTK技术、第二代RTK+视觉融合技术
Ecovacs	第一代UWB技术、第二代纯视觉
石头 (Mammotion)	第一代RTK技术、第二代RTK+视觉融合技术
白鸟 (Sanswaker)	第一代划线式、第二代RTK+视觉融合技术
追觅 (Dreame)	第一代3D激光雷达技术
科沃斯 (Ecovacs)	RTK技术

数据来源：公司官网、开源证券研究所

数据来源：卖家精灵、开源证券研究所

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

- 绑定苹果+亚马逊，品牌效应持续提升；线下渠道积累甚至优于部分专营企业

(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。

- 未来增长点：核心品类（小充、中大充、智能安防）市场空间足够大，极致创新+品牌渠道赋能提份额。短期小充或受益消费电子需求回暖和苹果迭代

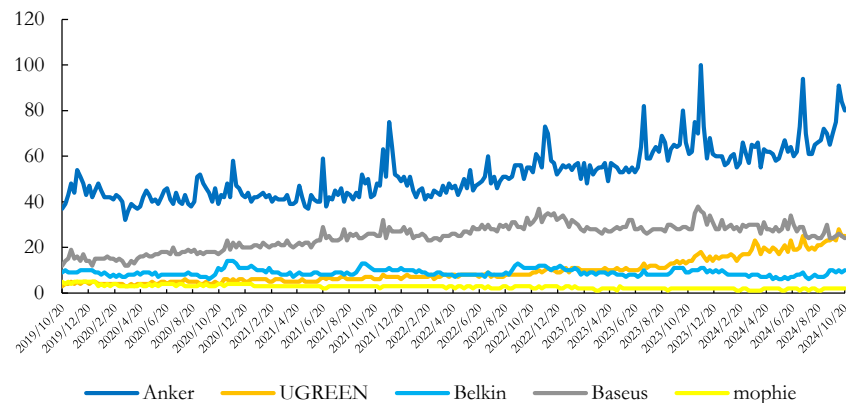
图5：公司将全面进驻Apple Store以及线下渠道，同时作为亚马逊头部大卖深谙流量规则

接下来
Anker安克的充电系列产品
将全面进驻Apple Store
可以在Apple全球500+线下门店选购



中国跨境电商品牌影响力榜 (2024年上半年)						
序号	品牌	品类	城市	搜索热度	独立站自然流量 (K)	亚马逊搜索量 (UV)
1	SHEIN	服装	广州	179388.53	93252.01	17652.07
2	ANKER	数码	长沙	14380.39	3252.57	73577.48
3	Eufy	数码	长沙	7545.91	1231.55	25471.33
4	Amazfit	数码	合肥	7170.93	587.40	15502.32
5	Roborock	家电	北京	5950.02	440.19	15831.23
6	Soundcore	数码	长沙	5671.84	1300.21	11989.90
7	Insta360	数码	深圳	5119.72	1967.58	9759.87
8	VEVOR	设备工具	上海	4999.33	2874.59	7577.18
9	Worx	工具	苏州	4511.60	386.33	3597.75
10	Halara	服装	北京	4380.94	1348.46	18218.63

图6：公司Google/Youtube搜索量均位行业前列，且2023年以来呈上升趋势



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

数据来源：Google Trend、开源证券研究所

• 绑定苹果+亚马逊，品牌效应持续提升；线下渠道积累甚至优于部分专营企业

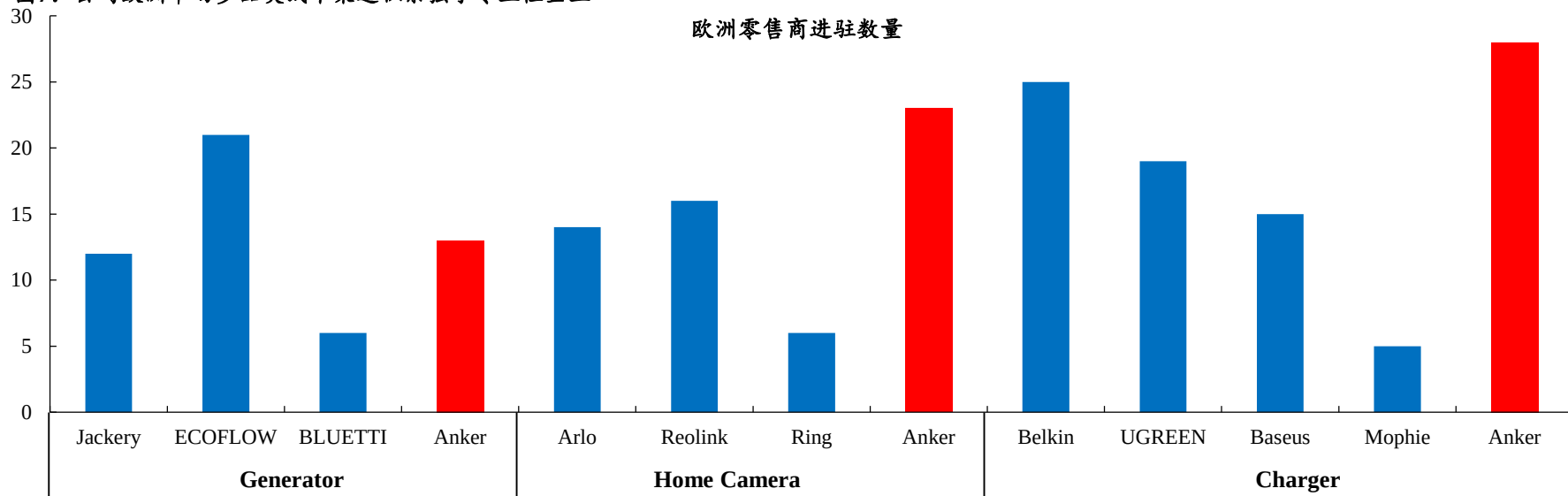
(1) 苹果引流：公司为少数进入Apple Store销售的第三方品牌。此外，预计公司还将全面进驻Apple全球500+线下门店。

(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。

• 未来增长点：核心品类（小充、中大充、智能安防）市场空间足够大，极致创新+品牌渠道赋能提份额。短期小充或受益消费电子需求回暖和苹果迭代

图7：公司欧洲市场多品类线下渠道积累强于专业性企业



数据来源：安克创新公司官网、开源证券研究所

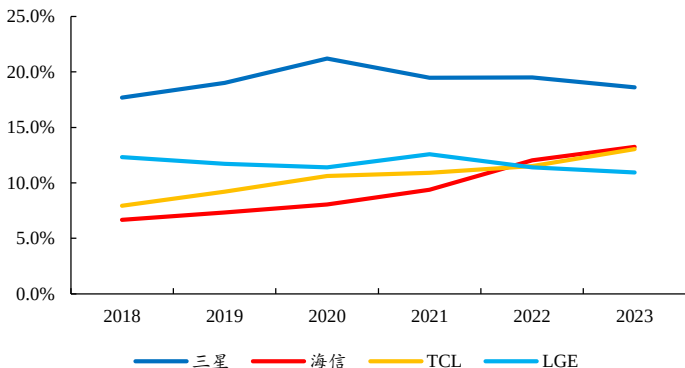
2.5 TCL电子：依托高端化以及线下渠道开拓，国际市场持续突破

全球品牌出货端：2018-2023年海信/TCL出货量份额持续提升

- (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。

- 国内市场迎拐点：**“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
- 国际市场持续突破：**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。
- 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8：2018-2023年海信/TCL彩电出货量份额持续提升



数据来源：AVC产业洞察公众号、开源证券研究所

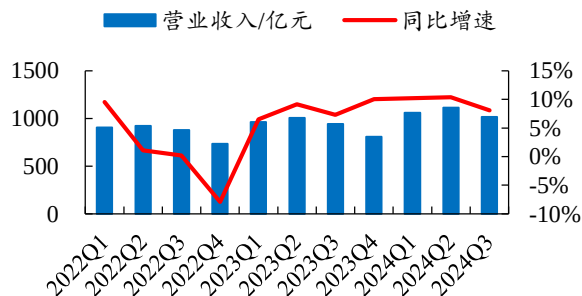
表11：2024Q1-Q3 TCL出货仍优于同行表现

出货数据 (AVC、迪显数据)									
AVC数据		2024Q1	2024Q2	2024Q3	AVC数据		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		2024Q1	2024Q2	2024Q3	迪显数据		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

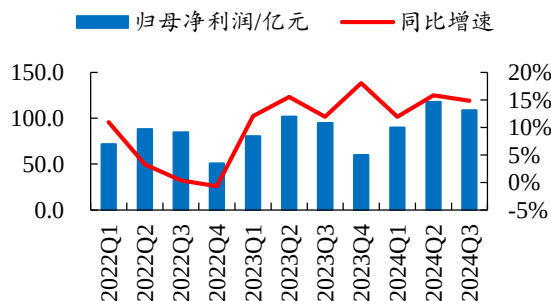
- **Q3收入持续提效降费，利润实现较快增长。**Q1-3实现收入2029.7亿元（+2.2%），归母净利润151.5亿元（+15.3%），扣非净利润146.9亿元（+15.4%）。Q3实现营业收入673.5亿元（+0.5%），归母净利润47.3亿元（+13.2%），扣非净利润45.2亿元（+9.9%）。预计2024-2026年归母净利润193.0/216.2/241.9亿元。海外业务受关税影响小、预计保持景气，盈利能力仍有持续提升空间。
- **外销稳健增长，看好以旧换新拉动内销改善。**（1）**外销：**Q3预计实现稳增，新兴市场更快，例如南亚市场增长超 30%。公司全球产销布局完善，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。归母净利率7.0%（+0.8pct），数字化变革下销售/管理费用率同比优化0.5/0.2pct，盈利能力持续提升。

图9：Q3实现营业收入673.5亿元（+0.5%）



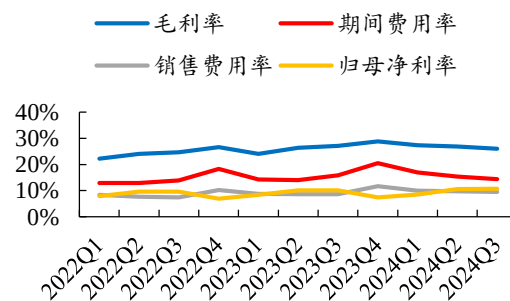
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图10：Q3实现归母净利润47.3亿元（+13.2%）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图11：Q3归母净利率7.0%（+0.8pct）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.7 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。

表12：2024Q1-Q3 SharkNinja和HOT新项目放量拉动营收高增长

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营业总收入	5.64	7.78	7.86	6.47	8.25	10.38	11.24
yoy	-1%	27%	125%	60%	46%	33%	43%
分客户							
TTI	3.0	4.6	4.5	3.2	3.5	4.1	4.2
HOT	1.5	1.7	1.5	0.4	2.1	2.4	2.7
SharkNinja	0.3	1.0	1.3	2.2	1.9	2.8	3.4
汽车电机	0.44	0.43	0.51	0.64	0.48	1.0	1.0
TTI					19%	-10%	-5%
HOT					40%	42%	75%
SharkNinja					533%	180%	152%
吸尘器							
个护、家居等其他							
汽车电机					9%	133%	86%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.8 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。

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，预计2025-2026年印尼箱包产能扩张50-60%，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。依托万隆成衣工厂、哲帕拉的面料成衣一体化工厂以及新产业园，预计2025-2026年印尼成衣产能每年扩张30%左右、面料产能每年扩张40-50%。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14：公司差异化布局印尼产能，箱包及服装于印尼积极扩产

包袋	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2025-2026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（*为不包含嘉乐）

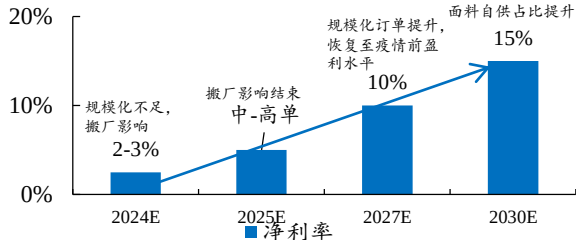
服装	扩产计划
成衣	国内保持稳定，印尼保持每年30%左右的扩产速度
面料	国内保持稳定，印尼保持每年40-50%的扩产速度，以提升自供比例

表13：上海嘉乐2024Q3并表，收入及利润大幅增长

单位：百万元	2022	2023	2024Q1	2024H1	2024Q3
收入	2741.0	3104.9	909.9	1831.5	1193.3
yoy		13%	23%	18%	64%
B2B收入	2198	2444	750	1529	975.9
箱包	1922	1972	630	1255	594
服装	276	471	120	273	382
B2B收入yoy		11%	23%	22%	81%
箱包		3%	双位数	22%	28%
服装		71%	30%+	20%	416%
B2B毛利率	22.0%	23.9% +3~4pct		23.7%	21.3%
B2C收入	513	626	150	281	212.0
B2C收入yoy		22%	24%	-2%	12%
B2C毛利率	20.9%	26.6%持平		25.2%	25-27%
归母净利润	46.9	115.6	71.1	248.1	72.4
yoy		147%	103%	230%	58%
毛利率	21.6%	24.4%	24.2%	23.9%	22.0%
销售费用率	6.9%	6.4%	4.9%	5.4%	4.8%
管理费用率	7.2%	6.4%	5.3%	5.9%	6.1%
研发费用率	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%	2.3%
财务费用率	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%	1.6%
归母净利率	1.7%	3.7%	7.8%	13.5%	6.1%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图12：上海嘉乐盈利能力有望持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

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，在大消费环境较弱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找到最适合自身的呈现方式（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。

展望未来，仍然看好公司凭借先发优势以及这一套全流程高效运营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，看好多品类新业态共同发展，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。

图13：2024H1公司实现净利润9.2亿元（+93.3%）

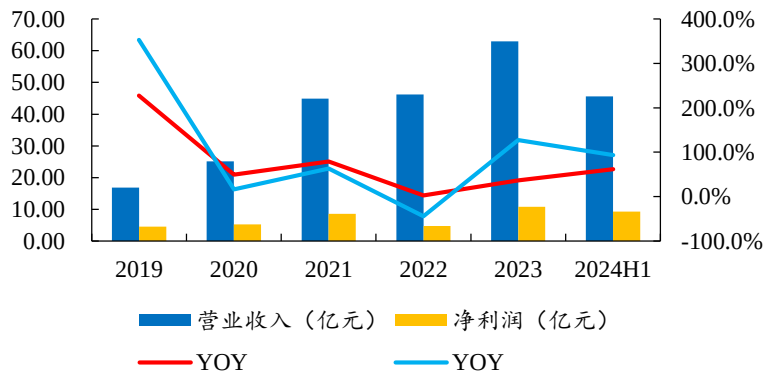
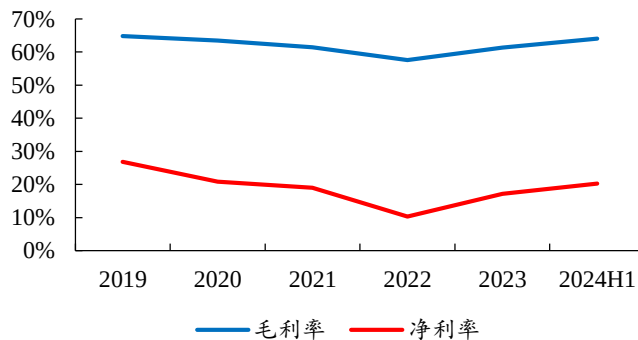


图14：2024H1公司净利率20.2%（+3.0pct）



数据来源：Wind、开源证券研究所

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2025年1月末，泡泡玛特海外门店总数126家（对比2024H1提升35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，2025年初推出哪吒联名盲盒，上市即断货，市场反响热烈。

图15：泡泡玛特海外门店总数126家



资料来源：泡泡玛特海外官网、开源证券研究所

图16：2025年春节公司推出哪吒联名盲盒



资料来源：泡泡玛特微信公众号

2.10 名创优品：IP航母乘兴趣消费浪潮，海外成长逻辑持续兑现

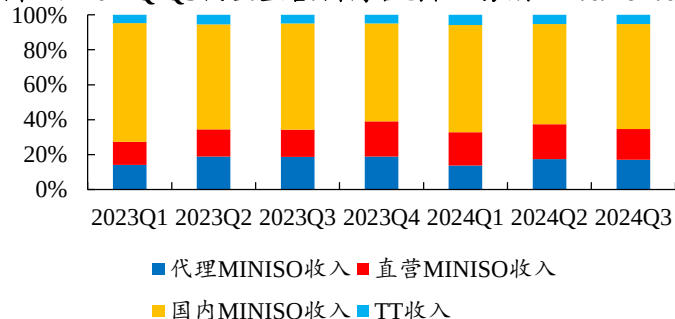
2024Q1-Q3表现：收入同增22.8%，同店增长低单&店数同增19%，扣除汇兑后调整后净利润同增13.7%。

国内同店因客流承压，但韧性凸显，全年+10%有望实现。2024Q1-Q3收入+12.3%，线下同增11.8%，其中平均店数+14.7%、可比同店下滑中单。主要系客流下降。2024Q1-Q3国内净增324家门店，有望完成全年净增350-450家目标。看好IP及品类场景化下店型矩阵布局，预计店效将随差异化消费需求匹配以及O2O增加触达点而提升，短期看好Q4哈利波特联名销售催化。

海外成长逻辑稳步兑现，美国同店有望改善，欧洲潜力不断释放。2024Q1-Q3海外同增41%，其中代理/直营市场分别同增64%/22%。2024Q1-Q3净增449家门店，同店同增高单位数。全年净增目标上调至650-700（原为550-650家）。(1)美国：截至2024Q3门店约250家，门店净增100+&同店增长中单，预计2025年以本土化为思路，通过渠道策略降低租售比、人员安排、IT数字化，最终实现OPM提升，未来或开放加盟进一步扩张。此外，供应链风险减弱，公司本地直采+海外供应链储备完善将有效应对关税问题。(2)欧洲：未来5年具备1000家门店空间，店效较美国、墨西哥有提升空间，有望从国内的1.5倍提升至3倍。(3)东南亚：年轻人口结构支撑未来发展，印尼360-370家，新开100+。未来5年发展规划清晰，拓店+IP下收入复合增长不低于20%。2024-2028年保持不低于20%的收入复合增长和更高EPS增速，每年净增900~1100家门店，到2028年IP产品销售占比超过50%。

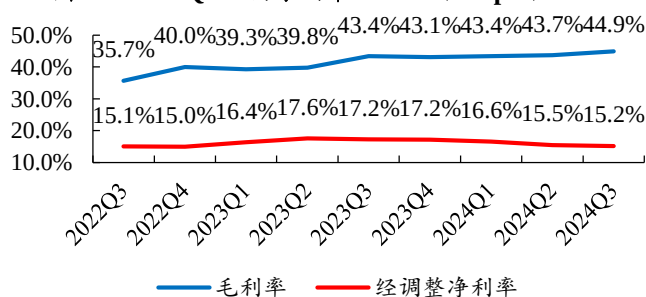
盈利预测：综合来看，新财年2024-2026年归母净利润预计27.3/33.9/41.6亿元，成长确定性较高且投资者回报丰厚（20亿港币回购+中期派息，24H1分红比例50%+）。

图17：2024Q-Q3代理/直营/国内名创收入分别+22%/+64%/+14%



数据来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

图18：2024Q2经调净利率15.5%（-2.1pct）



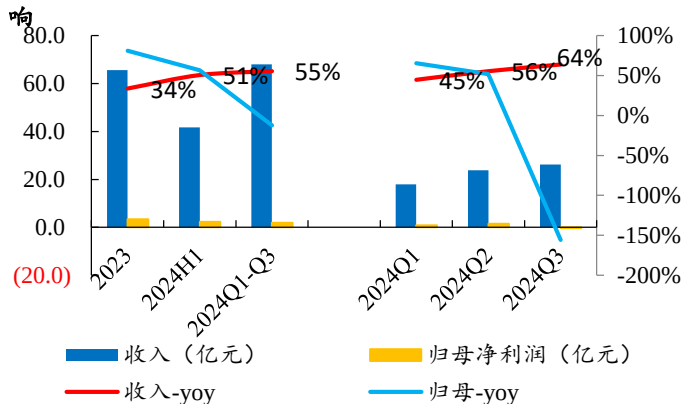
数据来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

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，Q3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，Q3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。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19：公司Q3收入保持高增，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20：Q3美国去通胀进程尚可，零售数据回暖

	环比增速 变化(pct)	Sep-24	Aug-24	Jul-24	Jun-24	同比增速 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
非耐用品										
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
日用品商场	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
耐用品										
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
家具和家居装饰店	-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、公司公告、开源证券研究所

表15：三大品牌保持高增、女装快速增长，欧洲区域开始起势（单位：亿元）

分区域收入/YOY	2023	2024H1	2024Q3
北美	58.72	37.04	/
欧洲	4.99	2.89	/
北美	41.04%	51.52%	34.70%
欧洲	-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	58.6%	51.1%	52.0%
EKOU	41.9%	57.9%	68.8%
AVIDLOVE	33.4%	34.7%	46.2%
ZEAGOO	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

目 录

CONTENTS

- 1 细分赛道外销总结
- 2 优秀外销公司的基因：创新、品牌与产能
- 3 投资建议与盈利预测
- 4 风险提示

推荐标的：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

表28：盈利预测与估值

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	石头科技	买入	441.82	20.51	21.49	25.03	33.25	21.54	20.56	17.65	13.29	11.10	11.63	13.55	18.00
600690.SH	海尔智家	买入	2349.15	165.97	193.00	216.20	241.85	14.15	12.17	10.87	9.71	1.77	2.06	2.30	2.58
689009.SH	九号公司	买入	360.52	5.98	10.50	15.98	22.97	60.29	34.33	22.56	15.70	8.34	14.64	22.28	32.02
1070.HK	TCL电子*	买入	169.91	7.44	13.63	16.35	19.43	22.85	12.47	10.39	8.74	0.29	0.54	0.65	0.77
605555.SH	德昌股份	买入	97.63	3.22	4.08	5.38	6.74	30.30	23.93	18.15	14.49	0.87	1.10	1.44	1.81
9992.HK	泡泡玛特	买入	1406.06	10.82	27.00	35.93	45.35	129.91	52.08	39.13	31.00	0.81	2.01	2.68	3.38
9896.HK	名创优品	买入	544.94	17.69	27.29	33.85	41.58	30.81	19.97	16.10	13.11	1.42	2.18	2.71	3.33
300577.SZ	开润股份	买入	57.12	1.16	3.90	3.66	4.59	49.40	14.65	15.61	12.44	0.48	1.63	1.53	1.91
300866.SZ	安克创新	买入	587.05	16.15	20.42	24.24	29.13	36.35	28.75	24.22	20.15	3.04	3.84	4.56	5.48
301381.SZ	赛维时代	买入	90.94	3.36	4.57	6.04	7.77	27.10	19.90	15.06	11.70	0.84	1.14	1.51	1.94

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：均为开源证券研究所预测；TCL电子为港元计价；收盘价截至2024年2月11日）

目录

CONTENTS

- 1 细分赛道外销总结
- 2 优秀外销公司的基因：创新、品牌与产能
- 3 投资建议与盈利预测
- 4 风险提示

- **贸易摩擦风险：**近年以中美贸易冲突为代表的国际贸易形势变化频繁，全球经济正面临着多重压力，国际贸易保护主义抬头，贸易摩擦政治化的倾向日益突出，影响全球经贸秩序和供应链体系。许多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。
- **原材料价格大幅波动：**许多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。
- **汇率波动风险：**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。随着汇率制度改革不断深入，人民币汇率波动日趋市场化，同时国内外政治、经济环境也影响着人民币汇率的走势。如果汇率波动较大会影响标的公司的汇兑损益情况从而影响公司业绩。

分析师声明

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。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券