

稀缺资产，价值重估

——家用电器行业2025年投资策略

2025年1月17日



洪吉然

- 执业证书编号：S0930521070002
- 电话：021-52523793
- 邮件：hongjiran@ebscn.com



周方正

- 联系人
- 电话：021- 52523855
- 邮件：zhoufangzheng@ebscn.com



证券研究报告

2024年回顾：大放异彩的一年。 1) **基本面：Q3确认底部，白电韧性最强。** 24年前三季度家电板块收入同比+4%、扣非归母利润同比+7%，增长幅度相对23年同期（6%、15%）边际递减，降速主要出现在24Q3，国补政策及时的推出也让Q3成为基本面底部。细分板块看，白电的增长韧性最强，其24Q1-Q3的收入和扣非净利润增长分别为4%、12%。 2) **估值：见底回升，仍有空间。** 2021-2023年家电指数经历连续3年的估值下降（下降幅度达到56%，市盈率由28.3倍下降至12.4倍），估值变化的过程中穿插着成本上涨、地产下行、疫情扰动，相对稳健的业绩增长也让估值出现被动下降（估值消化）。2024年是三年下行后的第一年估值上行，2024年底家电指数市盈率上涨至15.1倍（较2023年底升幅22%），该估值水平对应10年分位数是37%。 **预计2025年，家电的估值水平将继续上行，核心原因是家电资产的优质属性（业绩波动小+股息回报高）会在“资产荒”的大背景下被进一步认可。** 3) **市场表现卓越。** 24年家电指数上涨26%位列全行业第4名，1-4月指数收益明显（空调排产超预期、高股息、出海），5-8月绝对收益和超额收益表现均不佳（排产增速放缓+内需走弱+关税担忧），9-12月以旧换新+宏观政策带动家电板块上行但市场风格更偏弹性板块。

2025年内需展望：换新政策延续，内需量价齐升。 1) **政策大概率延续。** 截至12月19日，超3330万名消费者购买家电以旧换新产品超5210万台，政策对内需的支撑作用立竿见影。展望25年，中央经济工作会议明确将加力扩围实施“两新”政策，相关部门正抓紧研究制定明年相关政策。 2) **内需量价齐升。** 奥维云网（AVC）监测数据显示，24年8月26日-12月1日彩电、空调、冰箱冷柜、洗（干）衣机、热水器、油烟机、燃气灶七大品类合计线上市场零售额、均价同比+27%、+6%，线下市场同比+67%、+10%。25年国补大概率覆盖全年，预计在此基础上内需全渠道零售额增速会超20%，其中量的逻辑是零售带动经销商补库，价和利润率的弹性来源于产品结构大幅提升。鉴于大白电的存量规模很大，预计在25Q4之前需求透支的问题可以淡化看待。 3) **成本稳定。** 以铜价为例，24年经历较大起伏，预计25年供给偏紧、需求稳定，铜价会是窄幅震荡的状态。

2025年外贸展望：出口自然降速，关税影响可控。 1) **24年加速出海。** 海关数据显示，24年1-11月家用电器出口金额/销量的累计同比增速+14%/+21%（21-23年1-11月累计同比增速分别是+22%/+10%、-13%/-13%、+4%/+11%），24年和21年都是出口大年，两者的差异在于21年是国内产能匹配海外强需求，24年是海外弱补库+企业加速出海（出口价格下降）。品类来看，21年-24年1-11月三大品类出口量增速是+12%/-13%/+5%/+28%（空调），+2%/-23%/+22%/+21%（冰箱），+2%/-6%/+40%/+14%（洗衣机）。 2) **25年出口降速是大概率事件。** 基于高基数+补库周期尾声+美国关税上调，25年家电出口增速下移是大概率事件，预计全年出口额小个位数增长，新兴市场品牌出海对冲欧美补库退坡。 3) **关税影响。** 目前产自中国的家电品类基本都被美国加收关税，其中空调和冰箱税率25%。关税影响实际可控：一是中性假设下关税的上调幅度较前次有收敛（核心品类预计从25%升至35%，而上一轮是从3%升至25%），上一轮加税主要影响2019年，19年美国从中国的家电进口额同比下滑14%，预计本轮关税的影响小于上一轮原因是企业对美出口的量受冲击但出口价有粘性；二是新增关税致美国进口中国家电的价格同比例提高（转嫁给美国消费者），实际对国内企业的影响进一步收敛。

投资主线：高股息+内需弹性+以旧换新扩容。 1) **高股息。** “资产荒”大环境下，业绩稳定的高股息资产会持续受到资金青睐，推荐格力电器、美的集团、苏泊尔。 2) **内需弹性。** 高端品牌更受益国补，龙头品类均价提升更明显，推荐格力电器、海尔智家，建议关注海信视像。 3) **以旧换新扩容。** 预计25年更多家电品类会纳入以旧换新政策，低估值厨房小家电和家电零部件公司值得关注，推荐小熊电器、新宝股份，建议关注盾安环境。

风险提示：宏观经济不及预期，地产销售不及预期，人民币升值超预期。

- 1、2024年行业复盘：白电景气延续，可选品类承压
- 2、2025年外部环境展望：以旧换新政策延续、海外增速降档
- 3、2025年基本面展望：国内需求边际回暖
- 4、2025年投资建议：稀缺资产，价值重估
- 5、风险提示

1.1 2024年行情复盘：超额回报好于2023年

- 2024年家电行情复盘：** 24年全年家电跑赢大盘20.8个百分点，这一表现已明显好于2023年（跑输6.5个百分点），说明家电板块在自身基本面扎实、估值偏低下得到市场认可。分季度看：（1）24Q1家电跑赢大盘20.6个百分点，弱宏观（消费偏弱+地产低迷）下白电整体排产及国内动销较好（与地产基本面逐步脱钩）带动白电估值提升。（2）24Q2家电跑赢大盘9.6个百分点，白电业绩确定性强（外销景气向上、内销平稳），高股息风格进一步抬升板块估值。（3）24Q3家电跑输大盘3.5个百分点，消费品整体偏弱下家电板块跑输大盘。（4）24年Q4跑输大盘10.1个百分点，短期有所回调，原因一是全A指数涨幅较大、二是关税等利空担忧下板块有所回调。

表1：2005年至今家电板块相对iFinD全A的月度超额收益（pcts）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2005	1.5	-0.6	-2.5	5.3	5.0	-2.6	-3.5	-0.7	-2.1	-0.1	1.4	-1.7
2006	-1.0	2.2	-1.5	-11.0	-1.8	-0.8	2.2	-2.9	-1.4	-1.2	3.5	-8.7
2007	5.5	5.3	2.4	5.7	-0.5	6.0	-6.1	-10.1	2.2	-6.8	5.0	5.9
2008	12.3	0.2	-0.7	-1.2	-6.3	-2.1	3.0	-3.0	6.4	3.5	2.8	4.2
2009	-11.0	10.2	-2.7	11.3	-3.7	-7.8	-6.2	9.6	5.0	9.6	4.1	2.6
2010	-0.2	4.3	-0.1	-7.0	2.3	0.9	4.9	2.3	-2.2	1.3	-0.6	3.0
2011	-2.2	13.0	-1.4	0.2	0.4	3.4	-1.3	-4.0	-0.9	-4.0	-5.2	1.1
2012	1.1	6.7	1.4	-1.3	3.1	-3.2	-1.7	0.1	0.9	4.0	3.5	-4.1
2013	4.0	-0.9	5.1	6.3	-6.1	2.2	2.2	-3.7	-0.5	13.3	-0.5	6.2
2014	-1.2	-3.8	0.2	0.8	-0.6	-2.2	-1.6	-2.6	-6.1	0.7	-4.3	-3.1
2015	8.4	0.2	-4.7	-0.3	-2.5	6.2	-2.8	1.3	-4.7	-3.3	-0.7	5.6
2016	5.9	-1.1	-3.9	2.4	1.0	0.6	3.8	-5.1	6.1	-2.4	5.4	-2.7
2017	2.2	3.0	5.8	3.0	4.2	7.7	-5.6	-3.6	1.7	9.3	0.5	4.2
2018	8.5	-1.9	-4.2	-1.9	4.9	4.4	-7.3	-5.8	-0.4	-0.9	0.1	1.4
2019	10.3	-7.5	-0.2	6.7	0.1	0.6	1.0	-1.0	-0.5	4.0	0.2	3.8
2020	-2.4	-3.1	-4.3	2.4	5.6	-6.0	-2.2	-1.3	4.1	6.2	4.8	1.2
2021	-3.0	-1.5	-0.2	-3.0	-6.5	-7.9	-6.1	-3.3	0.0	-1.0	-3.0	5.6
2022	4.3	-9.4	-8.0	14.9	-9.3	3.6	-4.3	-1.4	6.4	-16.4	5.7	5.0
2023	0.2	-3.0	0.4	5.1	-7.6	8.7	-0.3	-1.4	0.4	-2.5	-5.9	0.4
2024	16.9	3.6	-1.6	10.2	-2.6	2.7	-3.4	1.8	-1.7	-10.3	-8.1	8.0

资料来源：iFinD，光大证券研究所 *注：行业划分参照申万分类，数据截至2024年12月31日

1.2 24年全年个股表现：市场呈现结构分化，白电一二线品种表现优异

表2：2013年-2024年核心家电股票涨幅统计（%）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
飞科电器				81	62	-50	-1	26	-7	55	-25	-18
德业股份									481	21	-75	1
日出东方	-8	15	-33	-10	-38	-30	37	0	0	19	3	88
万和电气	-30	-13	67	-7	31	-44	-26	-12	-9	13	5	15
大元泵业					85	-69	-18	21	-1	5	26	-17
小熊电器							41	62	-43	-6	-14	-8
莱克电气			70	-5	7	-56	10	28	-2	-4	-20	2
盾安环境	0	7	71	-43	-16	-47	15	-19	238	-4	5	-21
富佳股份									44	-19	-16	4
华帝股份	57	-2	49	48	16	-71	52	-35	-28	-13	12	18
深康佳A	27	58	16	-36	34	-47	35	51	1	-31	-8	32
三花智控	25	20	-22	3	66	-31	37	42	4	-16	39	-20
格力电器	29	15	-37	8	77	-18	84	-6	-40	-13	0	41
比依股份										17	18	-2
海信视像	14	0	75	-12	-12	-42	25	6	23	1	54	-5
惠而浦	100	-20	10	-18	-38	-27	-6	33	30	-19	28	4
兆驰股份	3	-45	65	-26	-64	-47	83	80	-15	-28	60	4
海信家电	69	-28	15	5	36	-49	74	22	6	-13	55	42
海立股份	9	32	85	-17	-21	-26	-3	-12	15	-32	22	79
新宝股份		-3	44	-22	-27	-25	80	154	-42	-33	-12	3
浙江美大	56	71	-7	-41	45	-41	34	19	15	-36	-9	-27
海尔智家	50	-4	-45	0	91	-26	41	51	6	-18	-14	36
苏泊尔	23	16	65	22	16	30	46	2	-16	-21	7	0
奥佳华	176	-44	42	-33	45	-18	-34	26	-6	-28	-20	-12
九阳股份	43	9	106	-21	-6	-6	57	30	-26	-29	-23	-18
美的集团	18	-45	22	-16	97	-34	58	69	-23	-30	5	38
荣泰健康					-2	-55	10	0	12	-40	4	-30
老板电器	110	-14	43	-20	31	-58	67	20	-9	-23	-22	-2
德昌股份									-3	-50	13	-5
火星人									0	-49	-36	-16
亿田智能								-35	97	-44	-18	-31
倍轻松									-39	-53	-31	-11
北鼎股份								228	-32	-52	1	8
科沃斯					60	-56	336	70	-52	-52	-43	13
帅丰电器								-19	22	-57	0	-14
极米科技									4	-70	-32	-13
石头科技								107	-19	-70	14	-22

- **核心个股：市场呈现结构分化，白电一二线品种表现优异。**从2024年全年核心家电股票股价表现来看，（1）**整体情况：**内需方面因地产持续低迷+消费整体偏弱、多数核心个股股价有所下跌。（2）**白电家电：**外销景气度较高，叠加内销国补提振消费，海尔智家、美的集团、格力电器、海信家电出现不同程度上涨，分别上涨36%、38%、41%、42%。（3）**清洁电器：**科沃斯上涨13%、石头科技下跌22%。（4）**厨房小家电：**国内消费恢复低于预期，经济走弱影响可选消费，个股普遍下跌。（5）**出口代工：**24年家电出口整体波动不大，莱克电气、富佳股份、新宝股份涨幅2%、4%、3%。

资料来源：iFinD，光大证券研究所，数据截至2024年12月31日

1.3 24Q1-Q3行业基本面：传统品类整体平稳

- **传统品类整体平稳，扫地机器人增长亮眼。**（1）传统品类销量整体平稳，空调、冰箱、洗衣机、彩电、大厨电24Q3同比增速环比向上，主要是以旧换新政策带动下销量销额增长，空调Q2因上年高基数及旺季不旺下滑较大、集成灶整体偏弱。（2）厨房小家电短期承压：厨房小家电销量同比略有增长但随着行业竞争加剧，均价有所下滑。（3）新兴家电品类增长加速：洗碗机、扫地机器人均实现增长，其中扫地机器人增速亮眼，主要得益于供给端产品结构升级带动量价上行。

表3：主要家电品类的全渠道零售量/额的同比增长

零售量同比	空调	冰箱	洗衣机	彩电	大厨电	厨房小家电	洗碗机	集成灶	扫地机器人
23Q1	8%	12%	2%	-16%	-8%	0%	-2%	0%	-8%
23Q2	24%	-5%	5%	-8%	2%	9%	0%	-2%	4%
23Q3	-17%	-2%	5%	-15%	-2%	2%	3%	-5%	7%
23Q4	7%	18%	2%	-15%	6%	2%	6%	-9%	8%
24Q1	-4%	5%	10%	-5%	3%	4%	2%	-10%	17%
24Q2	-13%	-2%	0%	-11%	-2%	-1%	4%	-18%	9%
24Q3	10%	7%	6%	1%	10%	2%	14%	-23%	15%
零售额同比	空调	冰箱	洗衣机	彩电	大厨电	厨房小家电	洗碗机	集成灶	扫地机器人
23Q1	10%	4%	-2%	-18%	-4%	-7%	3%	0%	-9%
23Q2	24%	7%	9%	2%	5%	-2%	8%	-1%	9%
23Q3	-16%	4%	5%	1%	0%	-5%	10%	-7%	9%
23Q4	7%	11%	9%	5%	7%	-2%	15%	-7%	21%
24Q1	-5%	9%	9%	13%	0%	0%	7%	-12%	24%
24Q2	-17%	-6%	-4%	2%	-7%	-6%	4%	-22%	16%
24Q3	9%	9%	5%	14%	1%	-1%	10%	-25%	22%

资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：大厨电包括油烟机、燃气灶、消毒柜；小家电包括料理机(破壁机)、料理机(搅拌机)、榨汁机、电磁炉、电水壶、电饭煲、电压力锅、豆浆机，数据截至2024年9月30日

1.4 公司财报：盈利稳中有降，产业定价权凸显

- **收入端：2023年全行业收入同比+8%，24Q1-Q3收入增速稳中有降。**2023年家电上市企业营业收入yoy+8%；24Q1营收yoy+8.9%，Q2营收yoy+5.0%，Q3营收yoy+4.5%。
- **利润率：单季“毛销差”同比增幅向上，产业链定价权得到彰显。**24Q1-Q3单季度“毛利率-销售费用率”分别yoy+0.8pcts/+0.4pcts/+0.1pcts，主要系终端产品提价。家电行业竞争格局优异，上游涨价较为顺畅地向下游传导。

表4：家电上市公司整体核心财务指标

家用电器整体财务指标	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023 同比增速	2024Q1 同比增速	2024Q2 同比增速	2024Q3 同比增速
营业总收入(亿元)	14801	3687	4168	3985	8.0%	8.9%	5.0%	4.5%
营业利润(亿元)	1339	321	439	372	16.3%	10.5%	9.1%	3.7%
净利润(亿元)	1139	274	370	314	15.3%	11.1%	6.3%	2.6%
经营现金流(亿元)	2028	131	481	559	51.1%	-53.1%	-22.6%	15.8%
毛利率-销售费用率	16.0%	15.7%	16.1%	16.0%	1.0pct	0.8pct	0.4pct	0.1pct
净利率	7.7%	7.4%	8.2%	8.1%	0.5pct	0.1pct	0.1pct	0.0pct

资料来源：wind，光大证券研究所；注：数据取自申万家用电器一级行业分类（代码：801110.SI）

表5：家电上市公司分板块毛销差指标

代码	家用电器二级行业	2023	24Q1	24Q2	24Q3	2023 同比 (pct)	2024Q1 同比 (pct)	2024Q2 同比 (pct)	2024Q3 同比 (pct)
801111.SI	白色家电（申万）	17.0%	16.6%	17.1%	16.9%	1.1	1.3	0.7	0.2
851141.SI	厨房电器（申万）	23.5%	22.6%	21.6%	20.9%	0.6	-1.4	-2.8	-3.8
801112.SI	黑色家电（申万）	8.5%	8.2%	8.1%	8.4%	0.4	0.0	-0.2	0.0
801113.SI	小家电（申万）	17.8%	18.8%	18.5%	17.7%	0.1	-0.1	1.2	-0.6
801115.SI	照明设备 II（申万）	18.9%	17.8%	18.5%	18.3%	2.3	1.1	1.0	-0.3
801116.SI	家电零部件 II（申万）	17.0%	15.9%	16.4%	16.9%	1.1	-1.2	-1.1	0.2

资料来源：wind，光大证券研究所；注：数据取自申万家用电器二级行业分类，指标为毛利率-销售费用率

- 1、2024年行业复盘：白电景气延续，可选品类承压
- 2、2025年外部环境展望：以旧换新政策延续、海外增速降档**
- 3、2025年基本面展望：国内需求边际回暖
- 4、2025年投资建议：稀缺资产，价值重估
- 5、风险提示

2.1 原材料成本同比略有增长

■ **原材料成本同比略有增长。**家用电器的核心原材料（冷轧板、铜、铝、塑料（ABS））的价格自22年6月开始同比持续回落到23年6月。考虑报表端滞后原材料变动一个季度，成本红利自22Q3开始体现在报表中，并延续至23Q3。24年原材料成本维持窄幅震荡，整体看今年是红利收敛甚至对利润率产生负向贡献的一年。具体数据看，2024年12月冷轧板、铜、铝、塑料（ABS）价格分别同比-11%、+8%、+7%、+19%，目前成本保持整体平稳态势。

图3：长江有色市场平均铝价（元/吨）

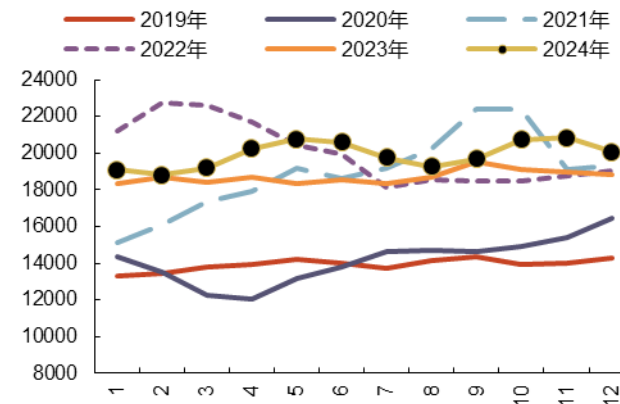


图1：钢材（冷轧板卷）价格（元/吨）

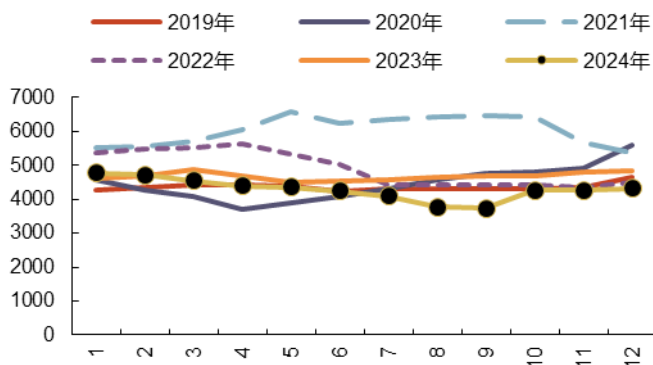


图2：长江有色市场平均铜价（元/吨）

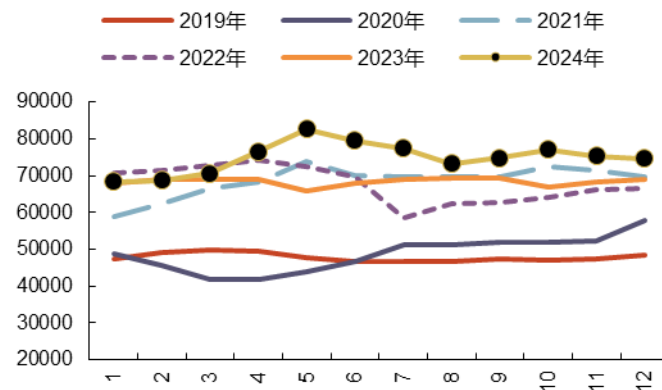
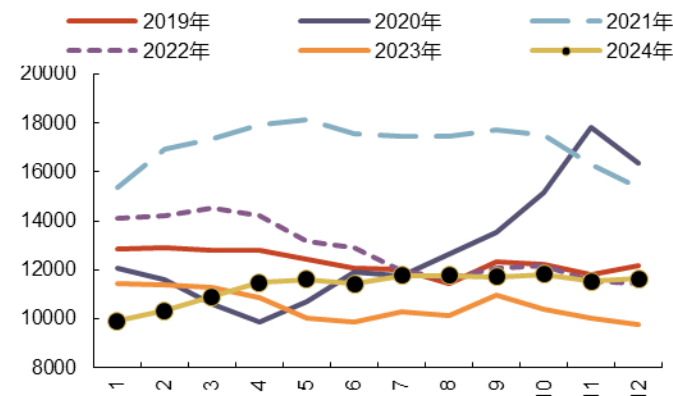


图4：塑料（ABS）价格（元/吨）



资料来源：wind，奥维云网，光大证券研究所,数据截至2024年12月31日

2.1 原材料成本同比略有增长，下游顺价平滑成本影响

- **核心品类竞争格局较好，下游顺价能力有效平滑成本影响。**从空冰洗、油烟机核心品类来看，核心品类竞争格局较好，公司通过套期保值及向下游顺延成本的能力较强，并且24年原材料成本增长幅度不高，估计原材料成本上涨不会对核心品类上市公司盈利中枢造成影响。

图7：油烟机的价格和成本增速对比

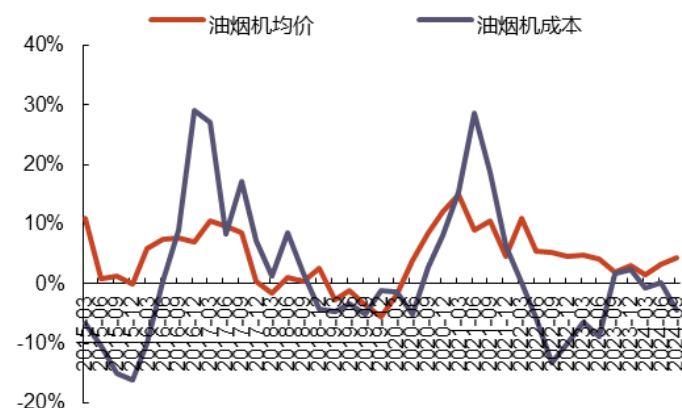


图5：空调的价格和成本增速对比

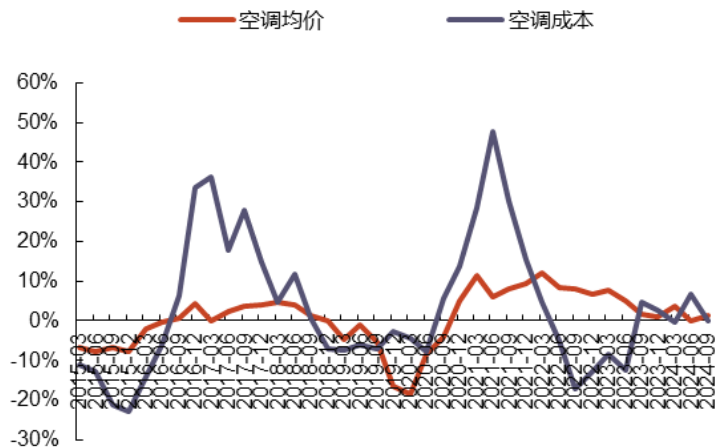


图6：冰箱的价格和成本增速对比

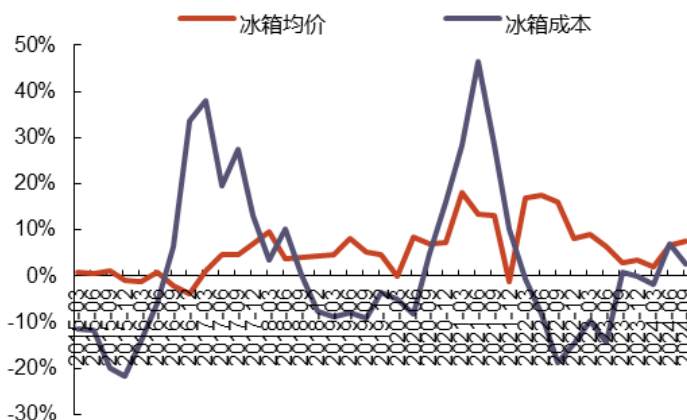
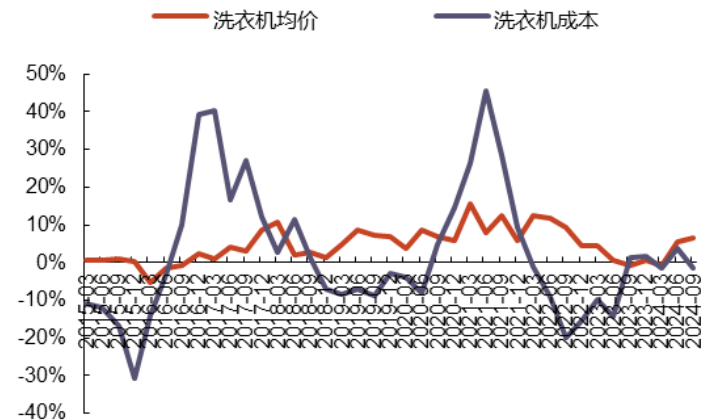


图8：洗衣机的价格和成本增速对比



资料来源：iFinD，奥维云网，光大证券研究所，数据截至2024年9月30日；注：均为同比增速

2.1 空调毛利率敏感性分析

■ 敏感性分析：若2025年主要原材料价格同比上调10%，预计空调成本上升8%，毛利率降低4.9pcts

以空调为例，假设2025年原材料价格上升，且空调产品价格保持不变，以美的集团、格力电器、海信家电、海尔智家这四家公司的2024年三季报为基础，当铜、钢、塑料、铝的价格均上升10%，空调成本将上升8%，毛利率则预计下降4.9pcts，家电企业的盈利能力可能会受到冲击，但考虑到龙头公司顺价能力优异，预计实际对毛利率的影响较小。

表6：主要原材料价格变动对空调毛利率的敏感性分析

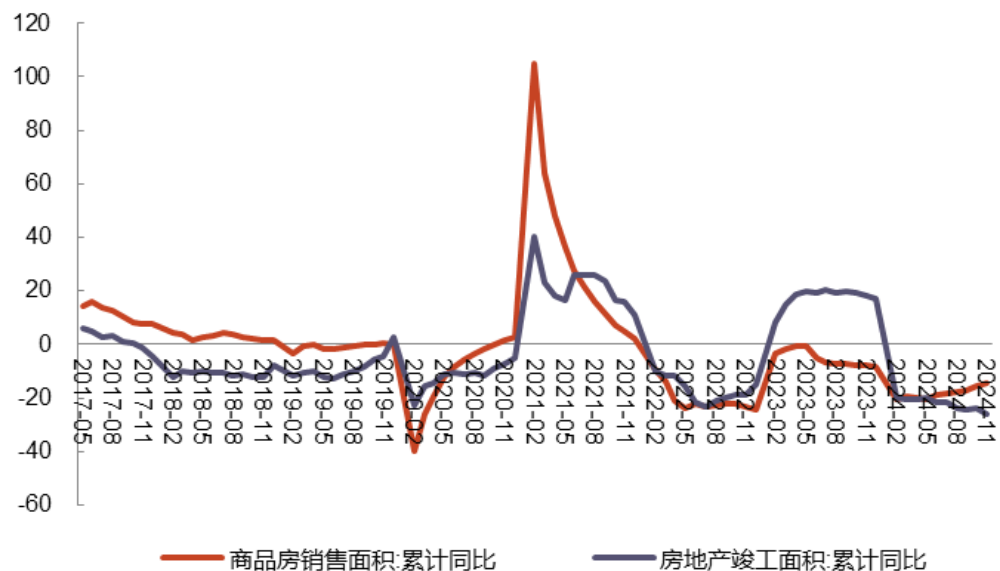
原材料价格变动对空调业务毛利率的影响 (pcts)										
塑料价变动		-10%			0%			10%		
铝价变动		-10%	0%	10%	-10%	0%	10%	-10%	0%	10%
铜价变动	钢价变动									
-10%	-10%	4.87	4.56	4.25	4.25	3.95	3.64	3.64	3.33	3.02
	0%	3.08	2.77	2.47	2.47	2.16	1.85	1.85	1.54	1.23
	10%	1.29	0.99	0.68	0.68	0.37	0.06	0.06	-0.25	-0.55
0%	-10%	2.71	2.40	2.10	2.10	1.79	1.48	1.48	1.17	0.86
	0%	0.92	0.62	0.31	0.31	0.00	-0.31	-0.31	-0.62	-0.92
	10%	-0.86	-1.17	-1.48	-1.48	-1.79	-2.10	-2.10	-2.40	-2.71
10%	-10%	0.55	0.25	-0.06	-0.06	-0.37	-0.68	-0.68	-0.99	-1.29
	0%	-1.23	-1.54	-1.85	-1.85	-2.16	-2.47	-2.47	-2.77	-3.08
	10%	-3.02	-3.33	-3.64	-3.64	-3.95	-4.25	-4.25	-4.56	-4.87

资料来源：iFinD，光大证券研究所测算

2.2 地产：新房销售面积同比下滑，市场尚未回稳

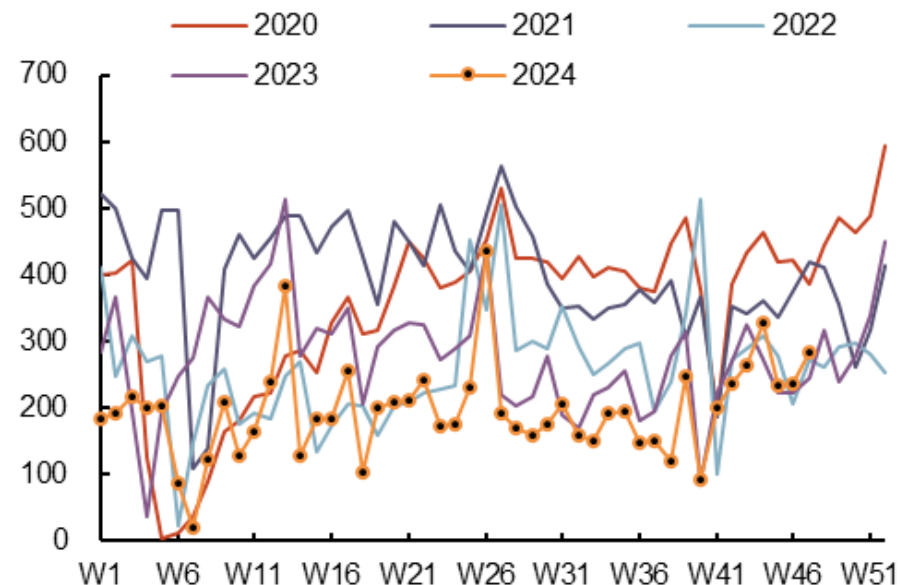
- **11月新房销售面积同比下跌收窄，供给侧降幅收窄。** 24年1-11月新房销售市场尚未回稳，1-11月全国商品房销售面积累计同比为 -14%，1-11月房地产竣工面积累计同比为-26%。高频数据显示，2024年11月，30大中城市中，一/二/三线城市商品房单月销售面积同比增速分别为+18%/+16%/-12%。

图9：房地产销售面积与竣工面积月度同比（%）



资料来源：Ifind，光大证券研究所；截至2024年11月

图10：30大中城市商品房周度销售面积（万平方米）



资料来源：Ifind，光大证券研究所；截至2024年11月

2.2 房地产：政策环境持续宽松

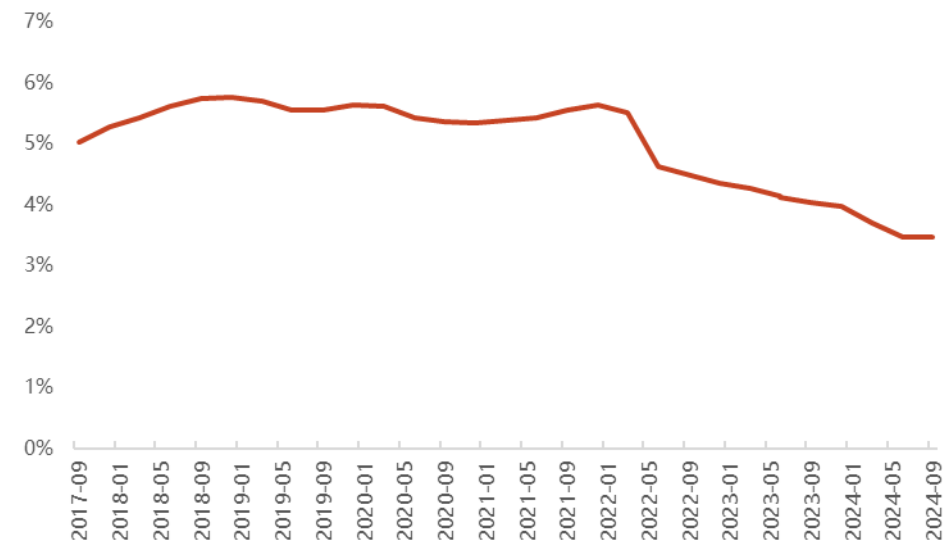
- **地产放松进行时：总量调控，因城施策。**12月9日中央政治局会议强调“稳住楼市股市”表态之后，强调2025年重点任务之一就是持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。

图11：中央经济工作会议房地产相关表述

时间	板块	表述
2024年	化解风险	有效防范 化解重点领域风险 ，牢牢守住不发生系统性风险底线， 持续用力 推动房地产市场止跌回稳， 加力实施 城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。 合理控制 新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房， 推进处置 存量商品房工作。 推动构建 房地产发展新模式， 有序搭建 相关基础性制度。
2023年	化解风险	要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线，积极稳妥化解房地产风险， 一视同仁满足不同所有制 房地产企业的合理融资需求，加快推进保障性住房建设、平急两用公共基础设施建设，城中村改造等三大工程，加快构建 房地产发展新模式 ，统筹好地方债务风险化解和稳定发展。
2022年	化解风险	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好 保交楼、保民生、保稳定 各项工作，满足行业合理融资需求， 推动行业重组并购 ，有效防范化解 优质头部房企 风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要 因城施策 ， 支持刚性和改善性住房需求 ，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向 新发展模式平稳过渡 。

资料来源：CRIC，克而瑞地产研究，光大证券研究所

图12：贷款加权平均利率：个人住房贷款

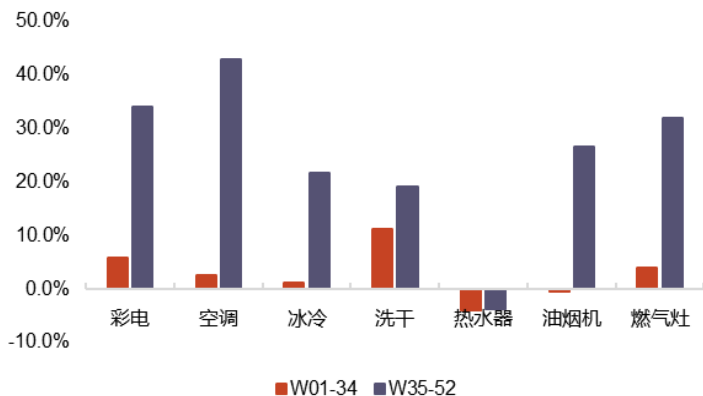


资料来源：Ifind，光大证券研究所；注：数据截至2024年9月

2.3、以旧换新：家电以旧换政策延续，25年有效拉动内需增长

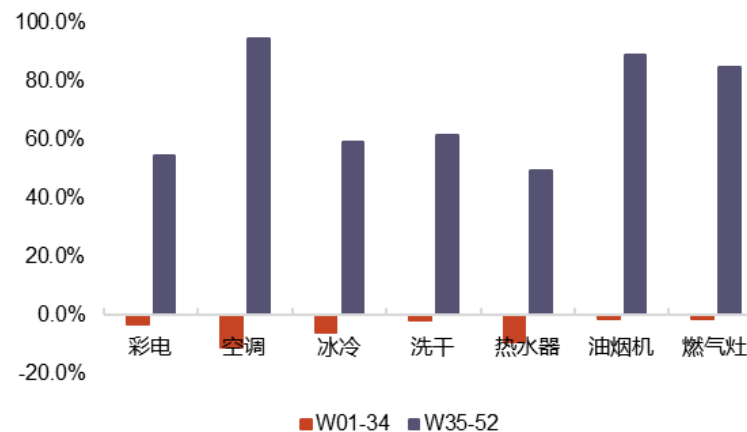
- **政策落地：**2024年3月中央财经委第四次会议研究推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，同年8月商务部等四部门办公厅印发《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》，全国家电以旧换新政策正式落地实施。
- **政策实施效果：**以旧换新补贴既激活部分需求，也驱动着结构快速升级。从官方数据来看，一是从商务部全国家电以旧换新数据平台显示，截至2024年12月19日24时，超3330万名消费者购买相关家电以旧换新产品超5210万台，家装厨卫“焕新”补贴产品超5300万件，电动自行车以旧换新超100万辆，消费品以旧换新政策整体带动相关产品销售额超1万亿元；二是根据国家发改委公布数据，8月份全国家用电器和音像器材类销售额由前一个月同比下降2.4%，迅速转变为同比增长3.4%，9-11月份分别同比大幅增长20.5%、39.2%和22.2%，激发消费活力效果非常明显。从第三方数据来看（奥维云网），2024年35-52周（8月26日-12月29日）彩电、空调、冰箱冷柜、洗（干）衣机、热水器、油烟机、燃气灶七大品类（合计）线上市场零售量、零售额、均价分别同比增长19.1%、25.0%、4.9%，线下市场零售量、零售额、均价分别同比增长49.1%、66.5%、9.9%，整体价量齐升态势明显。
- **政策进展：**2025年1月发改委发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，明确2025年继续支持冰箱、空调等8类家电以旧换新，并新增微波炉等4类家电补贴范围。家电补贴标准为销售价的15%-20%，每件最高2000元，空调最多补贴3件。新增手机、平板等数码产品购新补贴，按售价15%补贴，每件最高500元。预计随着家电以旧换新政策展开，能够有效拉动需求释放消费潜力并为内需托底。

图13：2024年分品类按周度分阶段线上市场零售额同比



资料来源：奥维云网公众号，注：W01-34为1月1日-8月25日，W35-52为8月26日-12月29日

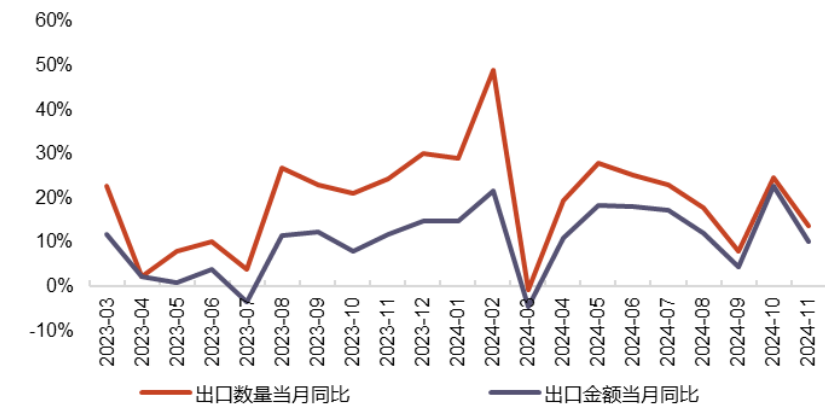
图14：2024年分品类按周度分阶段线下市场零售额同比



2.3 家电出口：2024年出口增长亮眼，预计25年增速降档

- **家电出口金额同比增速上升趋势明显。**海关总署数据显示，2023年/24M1-M11家用电器累计出口金额同比增速-1%/+14%，家电出口同比增幅扩大。**需求端看**，随着欧美主要经济体疫后逐步复苏、我国对新兴经济体出口加大、红海危机及对华关税加征预期下订单前置等事件性催化，海外家电需求大幅增长。**供给端看**，我国依托制造业完整供应链及规模生产优势，近年来进一步提高全球市场份额。**展望25年**，考虑到24年出口高基数+补库周期尾声+美国关税上调，预计整体增速较24年放缓。
- **需求上行+人民币兑美元汇率贬值，2024年行业出口端增速亮眼。**2024H1白电出口量同比大幅提升，而上市公司海外收入同比增长（同时海外收入占比提升），其中行业销量增速>主要公司海外收入增速，体现了出口均价并未提升；另一方面，行业及公司出口占比提升较快，反映出出口景气向上、国内需求稍有疲软。

图15：家电出口数量和金额的同比增速



资料来源：wind，海关总署，光大证券研究所

表7：白电市场出口量增速以及相关公司出口收入和毛利增速

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
空调行业出口YoY	9.3%	-0.3%	6.0%	11.0%	-3.2%	7.8%	30.0%
冰箱行业出口YoY	6.0%	6.4%	21.7%	6.0%	-22.1%	27.6%	23.3%
洗衣机行业出口YoY	0.6%	23.8%	2.2%	9.9%	-11.3%	7.8%	30.7%
美的海外收入YoY	6.2%	5.8%	3.7%	13.7%	3.6%	5.8%	13.1%
格力海外收入YoY	20.4%	-6.5%	-3.8%	12.6%	3.3%	7.0%	15.6%
海尔海外收入YoY	14.4%	21.7%	8.6%	13.2%	9.9%	7.6%	3.7%
海信家电海外收入YoY	9.1%	6.8%	27.5%	58.2%	7.4%	12.3%	27.9%
美的外销毛利YoY	23.9%	14.7%	3.6%	-2.8%	12.3%	21.8%	24.6%
格格外销毛利YoY	84.9%	6.2%	-1.6%	-4.8%	-6.6%	76.7%	5.6%
海尔外销毛利YoY	-2.1%	30.1%	14.0%	33.8%	9.8%	-12.9%	-
海信家电外销毛利YoY	5.1%	42.6%	30.1%	45.5%	18.7%	21.4%	45.0%

资料来源：产业在线，ifind，光大证券研究所 *注：海尔智家自2020年起不再披露半年的海外销售毛利

表8：白电市场出口量占国内总产量比例及相关公司出口收入和毛利占比

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
空调行业出口占比	38.4%	38.5%	43.3%	44.5%	43.7%	41.6%	46.4%
冰箱行业出口占比	42.7%	44.1%	49.5%	50.9%	45.4%	50.2%	54.8%
洗衣机行业出口占比	32.4%	37.5%	39.0%	40.4%	39.0%	35.9%	42.0%
美的海外收入占比	42.5%	42.0%	42.6%	40.3%	41.3%	40.4%	41.7%
格力海外收入占比	11.2%	10.5%	11.9%	12.0%	12.3%	12.3%	14.9%
海尔海外收入占比	41.8%	46.5%	48.3%	50.4%	51.8%	51.9%	52.2%
海信家电海外收入占比	29.8%	30.7%	30.3%	34.3%	33.6%	32.6%	37.4%
美的外销毛利占比	36.3%	37.0%	43.2%	39.0%	40.4%	41.7%	44.2%
格格外销毛利占比	6.0%	7.0%	8.6%	7.9%	7.0%	9.8%	9.2%
海尔外销毛利占比	36.0%	41.6%	45.6%	53.4%	55.9%	45.0%	-
海信家电外销毛利占比	10.7%	13.0%	11.7%	14.8%	15.3%	15.1%	19.6%

资料来源：产业在线，ifind，光大证券研究所 *注：海尔智家自2020年起不再披露半年的海外销售毛利

2.3 美国市场：成屋销售略有承压，耐用消费品支出占比偏高

- **总量：成屋销售承压减缓，家电零售额震荡向上。** 2024年11月美国成屋销售量同比为+6%，环比为+5%，房贷利率较23Q3相比有所下降是销售量稳定的主要因素。历史上成屋销售数据弱领先于家电零售，2024年9月美国家电零售金额同比为-2%，剔除价格因素后同比为-4%。
- **结构：商品消费占比偏高。** 24Q3美国商品消费占个人消费支出的比例为33.9%，相距22Q1的高点下降2.1pcts，仍高于疫情前水平（32%左右）。另一方面，24Q3耐用品支出占商品消费支出的比例达37.5%，虽低于22Q1高点的水平，但仍高于疫情前（34%左右）。

图16：美国房地产销售

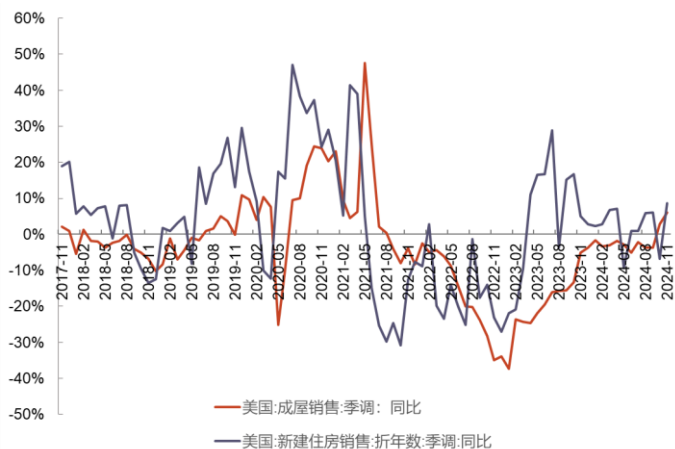


图17：美国家电零售同比

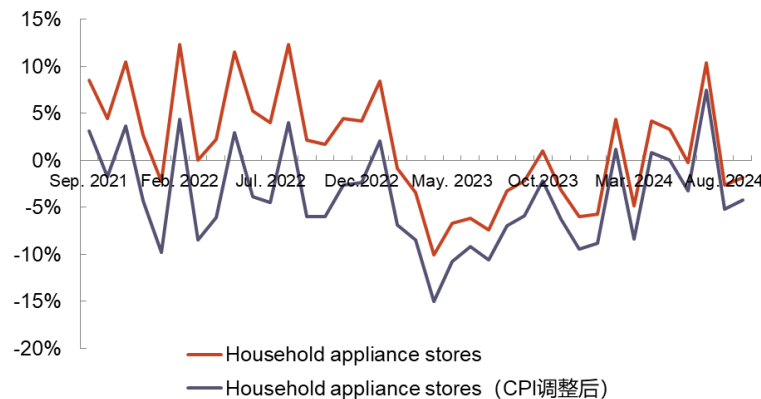


表9：美国个人消费支出结构

美国：季度：占比 %	个人消费支出：商品	个人消费支出：服务	个人消费支出：商品：耐用品	个人消费支出：商品：非耐用品
1Q19	32.1%	67.9%	34.4%	65.6%
2Q19	32.0%	68.0%	34.5%	65.5%
3Q19	32.0%	68.0%	34.6%	65.4%
4Q19	32.1%	67.9%	34.5%	65.5%
1Q20	32.1%	67.9%	34.1%	65.9%
2Q20	32.4%	67.6%	34.4%	65.6%
3Q20	32.5%	67.5%	34.8%	65.2%
4Q20	32.4%	67.6%	34.9%	65.1%
1Q21	32.8%	67.2%	33.5%	66.5%
2Q21	35.0%	65.0%	34.2%	65.8%
3Q21	35.6%	64.4%	36.6%	63.4%
4Q21	35.4%	64.6%	36.8%	63.2%
1Q22	36.0%	64.0%	37.7%	62.3%
2Q22	34.4%	65.6%	36.5%	63.5%
3Q22	34.0%	66.0%	36.5%	63.5%
4Q22	33.9%	66.1%	36.4%	63.6%
1Q23	34.1%	65.9%	37.2%	62.8%
2Q23	34.0%	66.0%	37.2%	62.8%
3Q23	34.0%	66.0%	37.3%	62.7%
4Q23	34.0%	66.0%	37.2%	62.8%
1Q24	33.8%	66.2%	37.2%	62.8%
2Q24	33.8%	66.2%	37.4%	62.6%
3Q24	33.9%	66.1%	37.5%	62.5%

资料来源：ifind，光大证券研究所；图14数据截至2024年11月，图15数据截至2024年9月

2.3 欧洲市场：通胀对非食品消费的挤出效应收敛

- **零售交易量：通胀对非食品消费的挤出效应收敛。** 数据显示，2024年10月欧元区20国零售额（非食品）同比+2.5%；剔除通胀因素10月欧元区20国零售额（非食品）同比+2.7%，高通胀对消费品的挤出效应较2月减弱，较22年能源危机整体大幅收敛。
- **部分欧洲国家非食品消费复苏。** 分国家看，10月部分重点经济体的非食品零售量同比上升。

图18：欧元区20国零售交易（非食品）季调同比

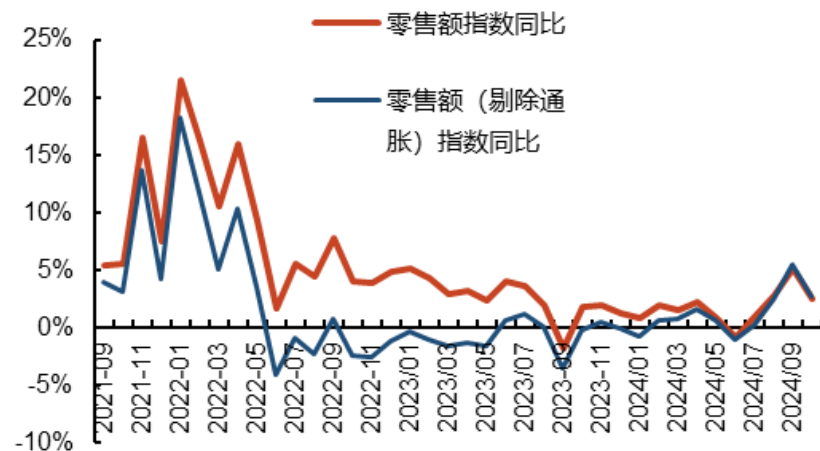


图19：欧元区国家零售额指数(非食品)季调同比

TIME	2024/01	2024/02	2024/03	2024/04	2024/05	2024/06	2024/07	2024/08	2024/09	2024/10
European Union - 27 countries (from 2020)	1.4	2.6	1.9	2.9	1.1	-0.2	2.0	3.1	5.2	3.1
Euro area - 20 countries (from 2023)	0.9	2.0	1.5	2.2	0.9	-0.8	1.0	2.8	5.2	2.5
Euro area - 19 countries (2015-2022)	0.7	1.9	1.3	1.9	1.3	0.8	1.5	2.1	-	-
Spain	2.4	4.5	2.5	1.8	2.2	1.7	2.4	3.5	4.8	4.6
France	1.8	3.0	1.9	2.4	1.2	-0.2	-1.4	5.2	5.1	4.0
Italy	-1.1	1.3	-2.0	0.3	-0.5	-1.2	0.9	-0.6	2.2	1.6
Netherlands	2.5	5.2	6.5	3.3	3.8	0.2	3.4	4.3	5.1	4.3
Finland	-4.7	-4.1	-1.0	-6.9	-0.5	-4.3	-2.9	2.7	-4.0	-1.8
Sweden	-0.9	-0.1	2.4	-0.2	0.9	-2.1	-0.8	-0.1	2.8	1.0
Norway	3.1	2.9	5.8	5.2	7.1	-0.3	0.7	1.4	3.0	3.0
Switzerland	1.0	0.3	-2.6	2.4	-0.8	-4.9	0.9	-0.2	2.6	1.1

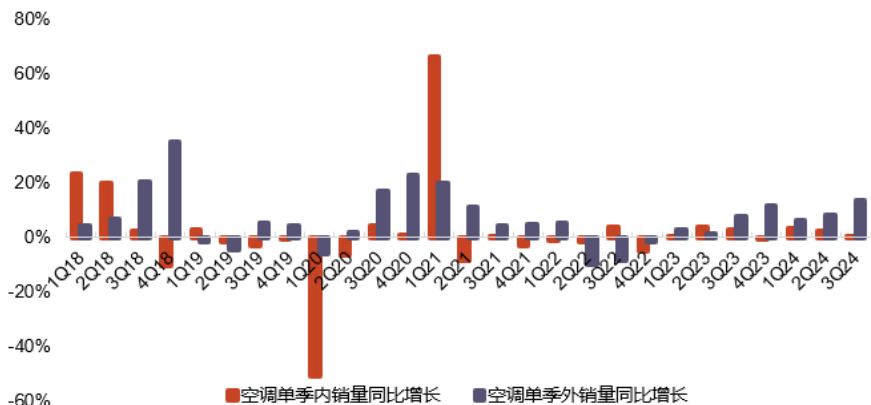
资料来源：欧盟统计局，光大证券研究所

- 1、2024年行业复盘：白电景气延续，可选品类承压
- 2、2025年外部环境展望：以旧换新政策延续、海外增速降档
- 3、2025年基本面展望：国内需求边际回暖**
- 4、2025年投资建议：稀缺资产，价值重估
- 5、风险提示

3.1 空调整体：24年外销景气度高，25年内需边际向上

- **空调出厂：内需疲软，出口强劲。** 2024年以来家用空调外销强劲，内销增速在高基数下相对疲软。产业在线数据显示，2024年Q1/Q2/Q3外销量较2019年同期的五年复合增速分别为+7%/+8%/+13%（同比2023年分别为+22%/+39%/+38%），内销量五年复合增速为+3%/+3%/0%（同比2023年分别为+17%/-2%/-10%）。内销整体保持平稳增长，外销增速较快得益于在欧美地区抢占份额及新兴经济体出货量提升。
- **空调零售：24年Q3终端零售端整体较强。** 奥维云网推总数据显示，2024年Q1/Q2/Q3空调全渠道零售量同比为-4%/-13%/+10%（较2019年同期的五年复合增速分别为+1%/-1%/+1%），而2024Q1/Q2/Q3全渠道零售价同比为-1%/-5%/-1%（较2019年五年复合增速分别为0%/0%/+1%）。展望25年，预计家电以旧换新政策有效托底国内需求、海外因高基数及关税等影响增速有所回落。

图20：2024年以来空调外销强劲+内需疲弱



资料来源：产业在线，光大证券研究所 *注：23年的增速为相对19年四年复合增速，24年的增速为相对19年五年复合增速

图21：2024年以来空调全渠道零售价

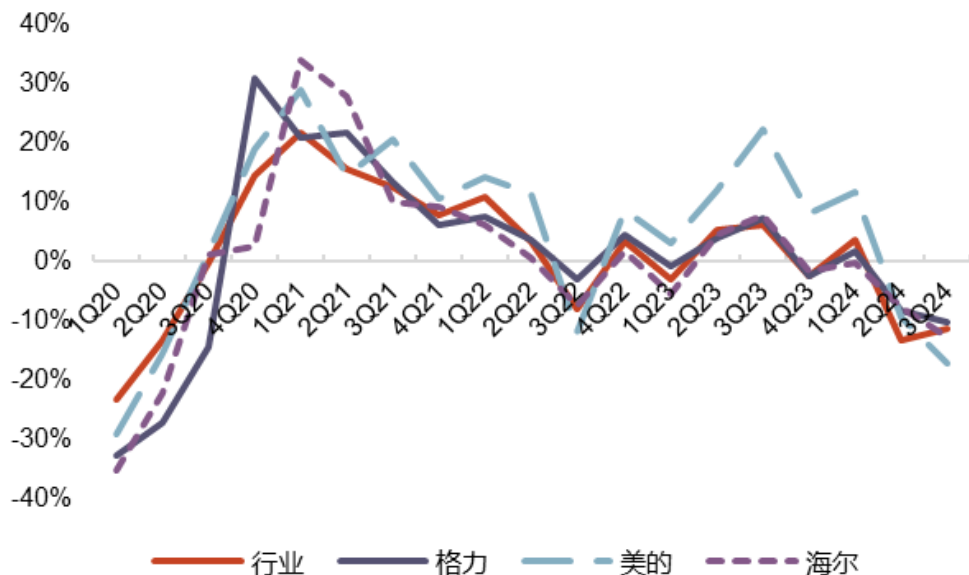


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

3.1 空调价格：行业提价趋势放缓

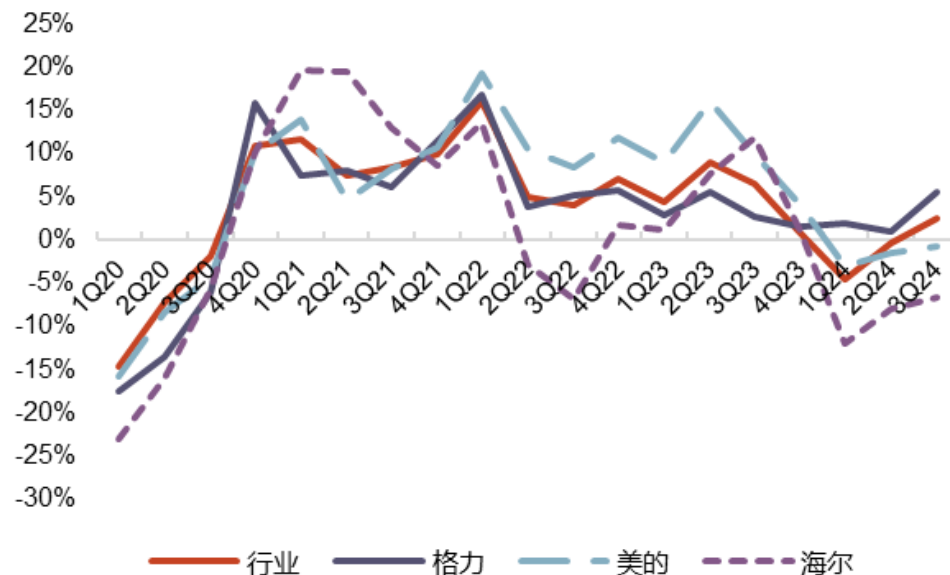
■ **空调渠道品牌间均价比较：行业提价趋势逐渐放缓。**奥维云网数据显示，2024年Q1/Q2/Q3空调行业线上价格同比分别为+4%/-13%/-11%，上年价格上涨导致基数抬高+二线厂商排产激进下供给端较为充沛，Q2线上价格同比下滑幅度较大；2024年Q1/Q2/Q3空调行业线下价格同比分别为-4%/0%/+2%，提价趋势也有所减缓。其中2024年一季度美的线上提价明显，其Q1/Q2/Q3线上价格同比分别为+12%/-9%/-17%，Q1/Q2/Q3线下价格同比分别为-3%/-2%/-1%。

图22：空调品牌线上季度均价同比



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图23：空调品牌线下季度均价同比

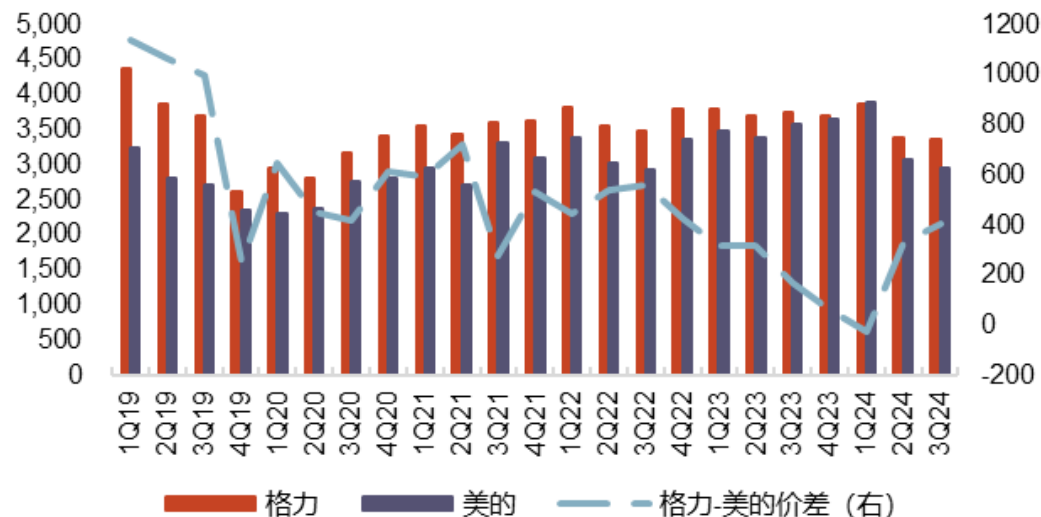


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

3.1 空调竞争：格力-美的价差收窄

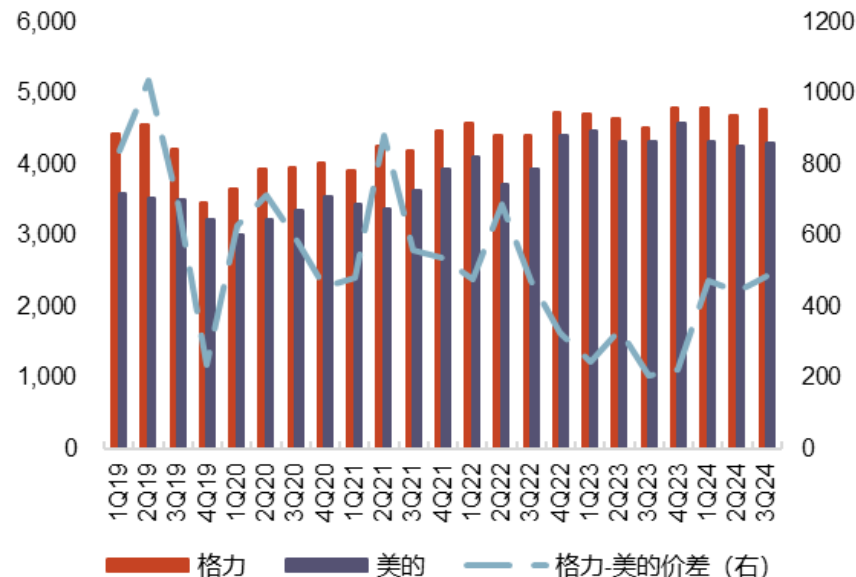
- **空调渠道格力、美的均价比较：线上线下渠道价差均呈逐步收敛态势。** 奥维云网数据显示，1) 线上渠道：价差从2019年Q1的1140元缩窄为2024年Q3的405元；2) 线下渠道：二者价差从峰值2019年Q2的1036元逐渐收窄至2024年Q3的487元，线上线下格力与美的的价差均呈逐步收敛的态势。

图24：空调线上渠道美的、格力均价（元）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图25：空调线下渠道美的、格力均价（元）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

3.1 空调竞争：寡头垄断，交替为王

- **空调品牌销售额份额比较：格力、美的交替为王。** 奥维云网数据显示，线上渠道，2022-2024年，美的、格力份额稳居TOP2，海尔线上份额自22年起在5%-15%之间波动。线下渠道，自2022年一季度起格力、美的分别占30%，海尔份额在10%-18%之间波动。

表10：空调线上线下载各主要品牌销售额份额比较

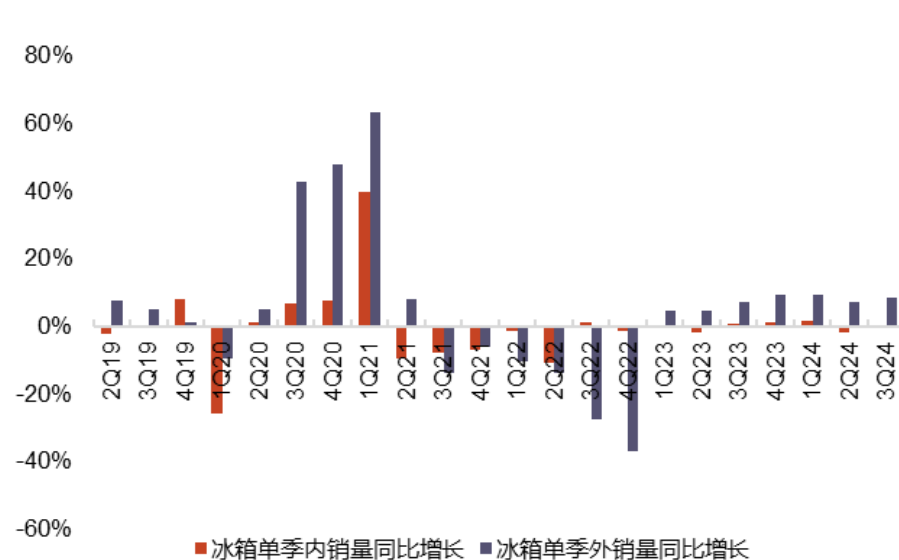
线上份额	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
格力	24.3%	27.8%	28.8%	33.3%	28.0%	27.4%	27.0%	31.6%	23.4%	25.7%	22.8%
同比 (pct)	-5.6	-2.6	-4.9	0.0	3.7	-0.4	-1.8	-1.7	-4.6	-1.8	-4.2
美的	43.3%	28.4%	24.4%	27.8%	32.0%	29.2%	24.1%	27.0%	38.1%	22.2%	26.2%
同比 (pct)	9.6	-4.7	1.1	-0.7	-11.3	0.8	-0.3	-0.8	6.2	-7.0	2.1
海尔	11.1%	11.7%	12.8%	10.4%	14.7%	11.9%	10.5%	9.6%	12.7%	5.6%	4.6%
同比 (pct)	-1.8	2.1	0.9	-0.3	3.6	0.2	-2.4	-0.7	-2.0	-6.3	-5.8
线下份额	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
格力	35.1%	33.8%	30.5%	35.8%	29.5%	33.9%	30.8%	36.2%	27.6%	31.4%	29.5%
同比 (pct)	2.1	-1.4	0.0	0.7	-5.6	0.1	0.4	0.5	-1.9	-2.0	-1.3
美的	34.6%	32.9%	32.2%	33.9%	42.4%	31.4%	32.5%	33.0%	42.3%	31.4%	31.6%
同比 (pct)	-5.9	-1.4	-1.7	-3.7	7.8	-1.4	0.3	-0.9	-0.1	0.0	-0.9
海尔	14.6%	16.2%	18.0%	13.9%	13.7%	15.2%	15.3%	12.4%	12.6%	11.2%	10.8%
同比 (pct)	1.1	3.2	1.1	1.1	-0.9	-1.0	-2.8	-1.5	-1.0	-4.1	-4.5

资料来源：奥维云网，光大证券研究所

3.2 冰洗整体：24年外销景气，25年内需回暖

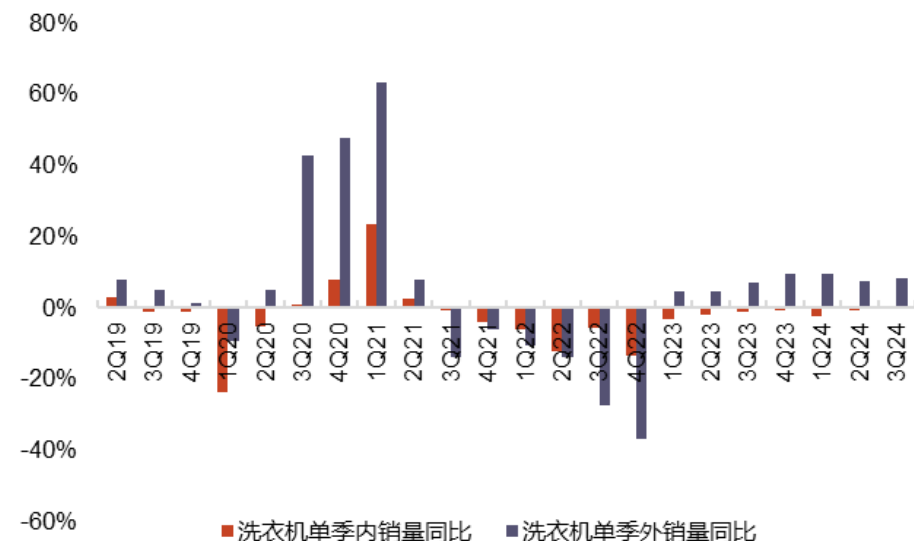
- **冰箱&洗衣机出厂：外销高增，内销疲软。** 洗衣机：2024年Q1/Q2/Q3外销量较2019年同期的五年复合增速为+13%/+10%/+10%（同比2023年分别为+30%/+15%/+10%），Q1/Q2/Q3内销量五年复合增速为-2%/-1%/0%（同比2023年分别为+0%/+5%/+7%）；冰箱：2024年Q1/Q2/Q3冰箱的外销量较2019年同期的五年复合增速分别为+9%/+7%/+8%（同比2023年分别为+31%/+18%/+14%），2024年Q1/Q2/Q3冰箱的内销量较2019年同期的五年复合增速为+1%/-2%/0%（同比2023年分别为+8%/-1%/-3%）。2023年起冰洗外销增长趋势加快，预计25年因高基数及关税影响增速有所回落、内需在以旧换新政策下有望边际回暖。

图26：冰箱内外销量同比增长情况（分季度）



资料来源：产业在线，光大证券研究所 *注：23年的增速为相对19年四年复合增速，24年的增速为相对19年五年复合增速

图27：洗衣机内外销销量同比增长情况（分季度）

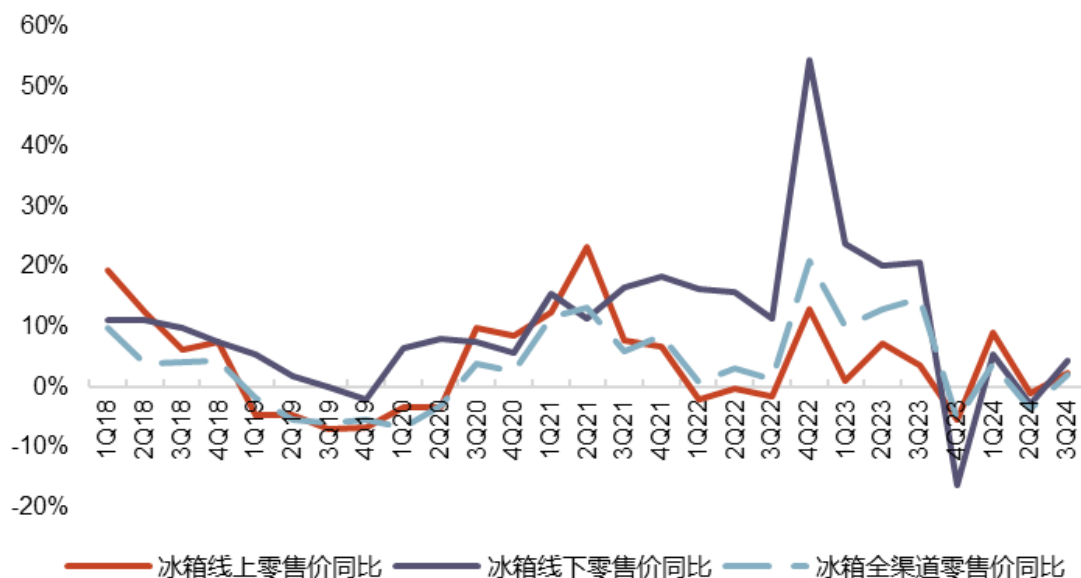


资料来源：产业在线，光大证券研究所 *注：23年的增速为相对19年四年复合增速，24年的增速为相对19年五年复合增速

3.2 冰洗价格：线上线下价格增速回落，整体价格相对稳定

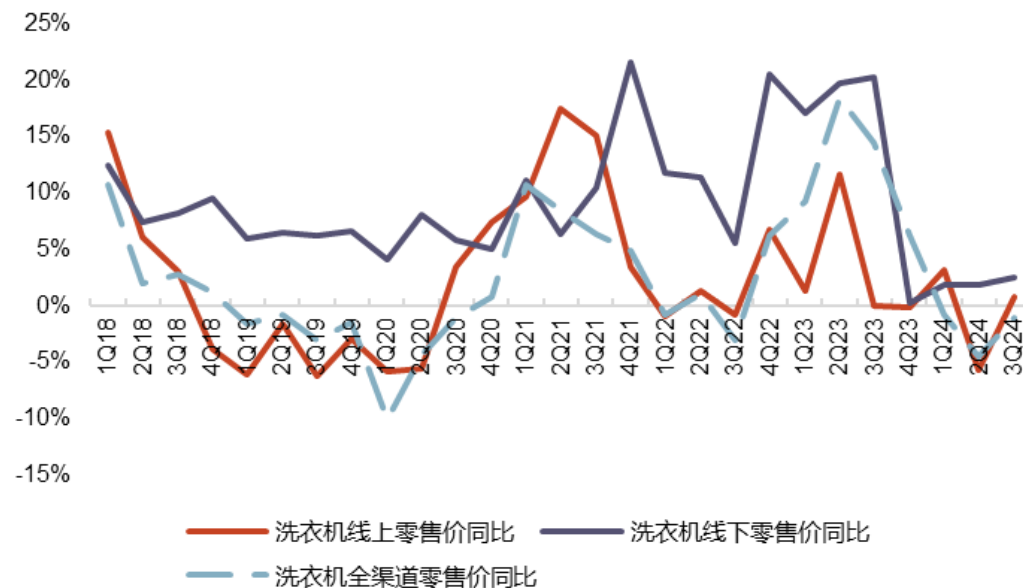
- **冰箱&洗衣机：线上线下价格增速回落，整体价格相对稳定。**奥维云网推总数据显示，2024年Q1/Q2/Q3冰箱全渠道零售价同比为+4%/-4%/+2%（较2019年同期五年复合增速为+4%/+4%/+5%）；2024年Q1/Q2/Q3洗衣机全渠道零售价同比分别为-1%/-5%/-1%（较2019年同期五年复合增速为+1%/+3%/+3%）。2021年起在成本上涨和高端转型背景下，洗衣机、冰箱持续3年处于提价周期，2024年起冰箱和洗衣机线下及全渠道零售价格基本保持稳定。

图28：2023年以来冰箱零售价格增速逐渐回落



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图29：2023年以来洗衣机零售价格增速逐渐回落

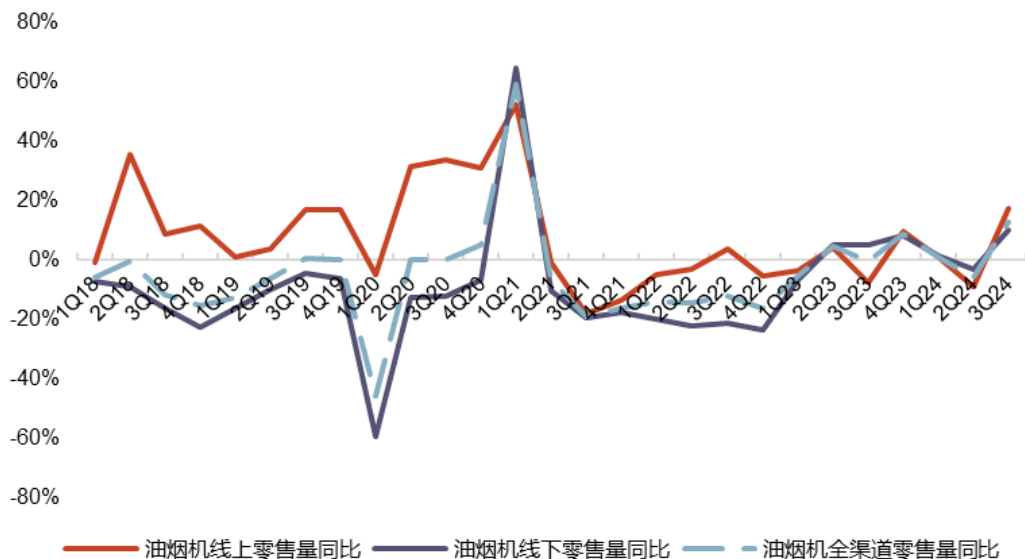


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

3.3 油烟机：全渠道相对疲软，均价走势较好

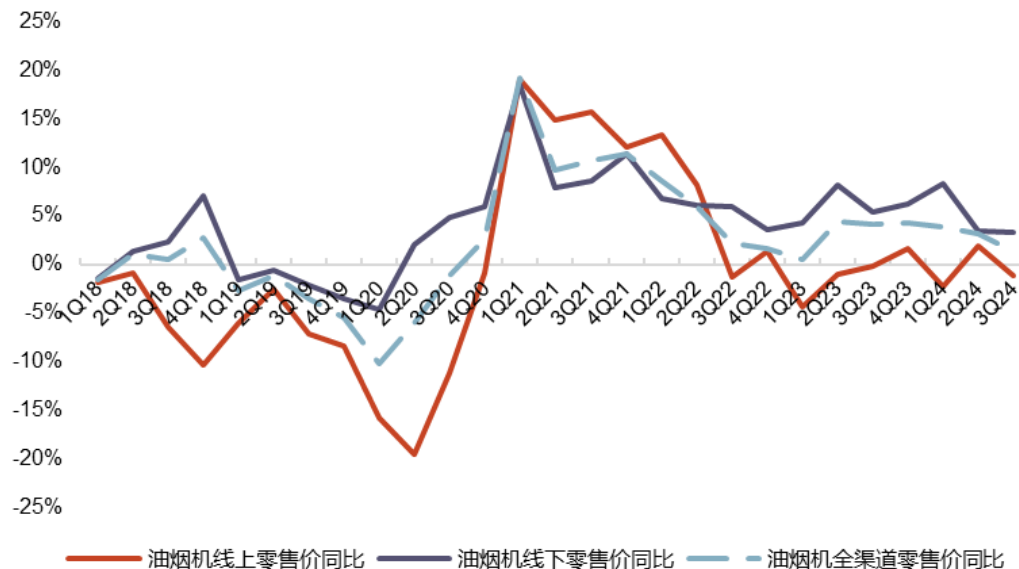
- **油烟机零售：全渠道相对疲软，均价走势较好。** 2024年Q1/Q2/Q3油烟机全渠道零售量同比+1%/-6%/+13%（较2019年同期的五年复合增速为-7%/-5%/-5%）。高端油烟机份额提升，均价走势较强，2024年Q1/Q2/Q3油烟机全渠道零售均价同比+4%/+3%/+1%（较2019年同期的五年复合增速为+4%/+3%/+3%）。**展望25年，油烟机在以旧换新政策下内需边际回暖，因品类与地产销售相关度较高，预计仍有一段磨底期。**

图30：油烟机全渠道零售量



资料来源：奥维云网，光大证券研究所；增速为相对上一年的同比增速

图31：油烟机全渠道零售均价



资料来源：奥维云网，光大证券研究所；增速为相对上一年的同比增速

3.3 油烟机：线下格局稳定，线上竞争激烈

- **油烟机品牌零售额份额：线下格局稳定，线上竞争激烈。** (1) 线上渠道，2024Q3美的/老板/方太/华帝 / 海尔 销售 额 份 额 分 别 为 9.7%/18.1%/16.6%/9.0%/3.8%，同比分别为 -4.6pcts/+1.5pcts/+2.7pcts/-1.6pcts/-2.6 p c t s。
(2) 线下渠道，2024Q3老板/方太/美的/华帝/法迪欧 销 售 额 份 额 分 别 为 31.0%/27.5%/5.3%/7.5%/0.8%，同比分别为 +1.7pcts/-1.7pcts/-0.1pcts/-0.3pcts/-1.1pcts。

表11：油烟机线上、线下主要品牌零售额份额比较

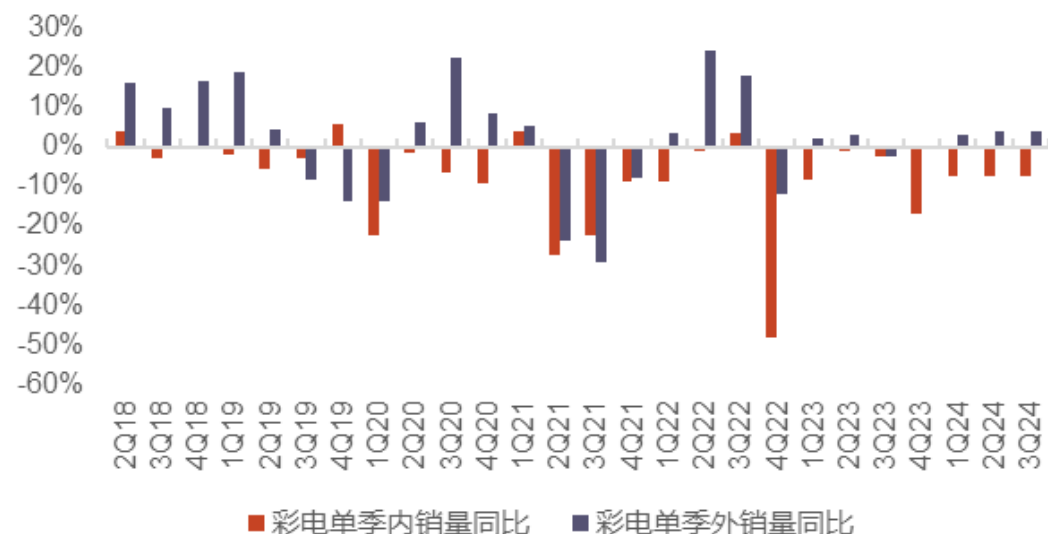
线上份额	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
美的	10.8%	11.4%	11.2%	12.7%	15.6%	13.1%	14.3%	10.8%	12.4%	10.9%	9.7%
同比 (pct)	-4.6	-4.0	-2.9	1.2	4.8	1.6	3.2	-1.9	-3.1	-2.1	-4.6
老板	15.0%	15.0%	15.9%	18.0%	15.5%	19.0%	16.6%	19.5%	15.5%	15.9%	18.1%
同比 (pct)	-2.0	-2.1	-0.8	1.2	0.5	3.9	0.6	1.5	0.0	-3.1	1.5
方太	14.6%	14.4%	13.9%	13.8%	12.0%	14.4%	13.9%	12.8%	10.6%	12.7%	16.6%
同比 (pct)	-0.8	-1.5	-0.7	-2.8	-2.7	0.0	-0.1	-1.0	-1.4	-1.7	2.7
华帝	10.3%	10.7%	9.6%	10.8%	10.1%	11.4%	10.5%	10.3%	9.7%	10.8%	9.0%
同比 (pct)	2.9	0.4	0.0	1.0	-0.3	0.7	0.9	-0.5	-0.4	-0.6	-1.6
海尔	5.8%	5.7%	5.7%	5.9%	6.5%	6.0%	6.5%	7.9%	7.5%	5.2%	3.8%
同比 (pct)	-1.2	-1.0	-1.9	-0.2	0.7	0.3	0.8	2.0	0.9	-0.8	-2.6
线下份额	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
老板	30.7%	32.3%	31.9%	31.5%	30.0%	31.8%	29.3%	32.3%	30.6%	32.9%	31.0%
同比 (pct)	1.5	0.7	1.6	0.7	-0.7	-0.6	-2.6	0.8	0.6	1.2	1.7
方太	28.8%	29.1%	28.7%	30.3%	28.9%	30.7%	29.1%	29.8%	28.7%	28.9%	27.5%
同比 (pct)	2.2	1.5	1.4	1.3	0.1	1.7	0.5	-0.5	-0.3	-1.8	-1.7
美的	4.9%	3.9%	3.9%	4.0%	4.9%	4.3%	5.4%	5.6%	6.2%	5.6%	5.3%
同比 (pct)	-1.8	-1.6	-1.2	-0.8	0.0	0.4	1.5	1.6	1.3	1.3	-0.1
华帝	6.8%	7.0%	6.3%	5.4%	6.1%	6.3%	7.8%	6.2%	7.2%	6.6%	7.5%
同比 (pct)	-1.1	-0.9	-1.5	-1.9	-0.7	-0.7	1.5	0.8	1.2	0.3	-0.3
法迪欧	2.7%	2.7%	2.6%	2.2%	2.5%	2.0%	1.9%	1.0%	1.0%	0.7%	0.8%
同比 (pct)	-1.4	-1.2	-1.4	-1.0	-0.3	-0.7	-0.7	-1.2	-1.4	-1.2	-1.1

资料来源：奥维云网，光大证券研究所

3.4 彩电量价：外销强劲，均价整体上行

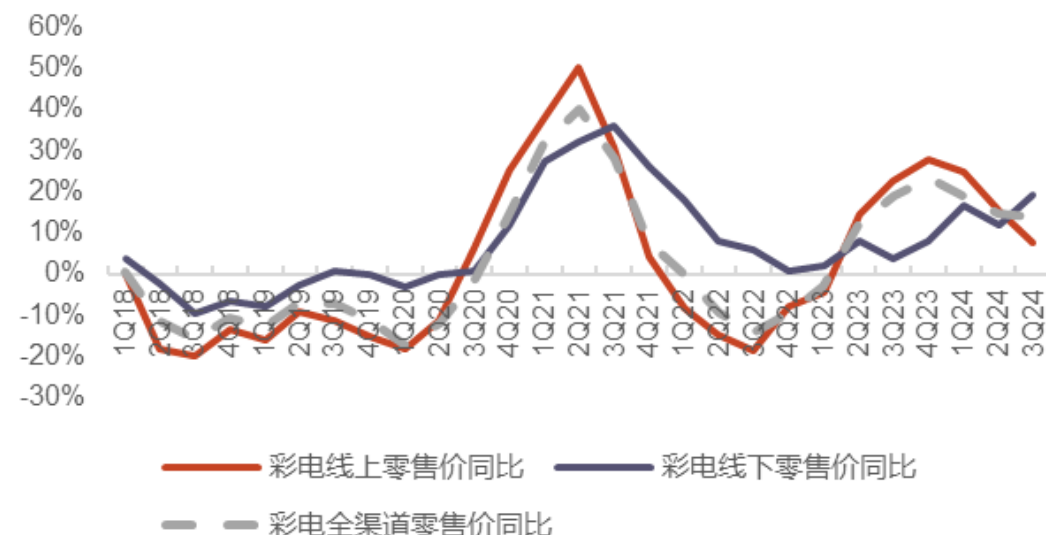
- **彩电出厂：外销强劲，内销待恢复。**产业在线数据显示，2024年Q1/Q2/Q3彩电的内销量较2019年同期的五年复合增速分别为-8%/-7%/-7%（同比分别为-5%/-30%/-25%），2024年Q1/Q2/Q3外销量较2019年同期的五年复合增速为+3%/+4%+4%（同比分别为+5%/+7%/+33%）。内销偏弱有待恢复，经济增速下行抑制彩电更新换代需求；受益于海外整体需求回暖，外销表现强劲。
- **彩电均价：24Q1-Q3整体均价上行。**奥维云网推总数据显示，2024年Q1/Q2/Q3彩电全渠道零售价同比分别为+18.9%/+14.6%/+13.6%，彩电线上零售价同比分别为+24.8%/+15.4%/+7.6%，线下零售价同比为+16.4%/+12.1%/+19.2%，产品结构升级带动线上、线下均价持续提升。

图32：彩电内外销销量同比情况（分季度）



资料来源：产业在线，光大证券研究所 *注：23年的增速为相对19年四年复合增速，24年的增速为相对19年五年复合增速

图33：彩电国内线上线下载价同比情况（分季度）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

3.4 彩电竞争格局：海信全渠道强势

- **TOP4合计份额超过60%，品牌销售集中度持续提升。**奥维云网数据显示，2024年1-9月TOP4线上份额合计达到69%，线下份额合计达到69%，其中小米凭借高性价比和线上渠道等优势，线上渠道表现亮眼，2024年1-9月小米线上销售额略高于海信；海信作为传统电视龙头，积极拥抱电商平台、革新技术，市场份额稳步提升，2024年1-9月线上份额第二线下份额第一。

表12：彩电品牌销量份额对比

彩电销量份额占比	海信		小米		创维		TCL	
	线上	线下	线上	线下	线上	线下	线上	线下
2018	12.6%	15.9%	21.1%	0.2%	11.3%	15.5%	10.3%	10.9%
2019	13.2%	18.0%	27.0%	0.6%	11.6%	17.3%	9.9%	11.4%
2020	15.1%	19.7%	22.4%	1.0%	11.4%	17.9%	11.2%	18.7%
2021	17.7%	23.2%	25.2%	1.5%	10.9%	17.8%	11.3%	18.1%
2022	23.4%	21.8%	22.7%	1.3%	11.2%	17.0%	12.1%	14.0%
2023	26.2%	26.4%	23.2%	1.8%	11.7%	22.0%	12.4%	16.4%
2024年1-9月	24.8%	27.7%	25.8%	2.0%	8.2%	21.2%	10.0%	17.9%

3.5 清洁电器：扫地机行业量价齐升，二线品牌增速亮眼

扫地机行业量价齐升，二线品牌增速亮眼。 2024Q1/Q2/Q3扫地机行业线上销售额同比+23%/+16%/+16%，其中科沃斯、石头销额分别同比-15%/-22%/-25%、+20%/+9%/+43%，销量同比-16%/-24%/-20%、+22%/+4%/+41%。24年以来科沃斯线上份额同比有所下滑，二线品牌云鲸份额提升较大。

行业销额同比上升，龙头量额不一。 2024M10-11扫地机行业线上销售额同比+83%，其中科沃斯、石头线上销额分别同比+49%/+109%，线上销量同比+42%/+109%。2024M10-11石头科沃斯线上销额销量双双保持高增长。

表13: 扫地机零售销额/销量同比 (线上)

销额同比	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024M10-11
行业	-16%	1%	-3%	12%	23%	16%	16%	83%
科沃斯	-21%	0%	-25%	-16%	-15%	-22%	-25%	49%
石头	-3%	10%	10%	31%	20%	9%	43%	109%
米家	-2%	-5%	4%	-12%	22%	24%	15%	94%
云鲸	-30%	-31%	-21%	11%	44%	89%	103%	157%
追觅	134%	86%	94%	112%	171%	59%	2%	76%

销量同比	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024M10-11
行业	-19%	1%	-5%	6%	20%	9%	12%	72%
科沃斯	-24%	6%	-27%	-19%	-16%	-24%	-20%	42%
石头	-11%	16%	12%	34%	22%	4%	41%	109%
米家	20%	12%	-2%	-21%	6%	2%	1%	62%
云鲸	-29%	-39%	-27%	12%	45%	90%	114%	164%
追觅	147%	73%	73%	64%	111%	56%	-1%	93%

资料来源：奥维云网，光大证券研究所

表14: 扫地机市场份额 (线上)

销售额份额	Q1	Q2	Q3	Q4
科沃斯2022	42.2%	35.6%	40.5%	41.8%
科沃斯2023	39.9%	35.4%	31.3%	31.3%
科沃斯2024	27.5%	23.9%	20.3%	
石头2022	18.9%	26.3%	18.2%	19.6%
石头2023	21.9%	28.7%	20.7%	22.9%
石头2024	21.4%	27.0%	25.6%	
小米2022	9.7%	8.8%	10.9%	9.4%
小米2023	11.3%	8.3%	11.7%	7.4%
小米2024	11.2%	8.9%	11.6%	
云鲸2022	15.4%	15.6%	14.9%	14.4%
云鲸2023	12.8%	10.6%	12.2%	14.2%
云鲸2024	15.0%	17.3%	21.4%	
追觅2022	2.4%	6.7%	7.2%	9.3%
追觅2023	6.6%	12.3%	14.5%	17.6%
追觅2024	14.6%	16.9%	12.8%	

3.5 清洁电器：主流厂商补齐产品矩阵，应对行业竞争

主流厂商补齐各价格带产品，应对行业竞争。

2024Q3行业主流企业密集推新（云鲸J5系列、石头P20 PRO系列、科沃斯T50 PRO（上下水版）系列、追觅S30 PRO ULTRA系列），通过新款拉高客单价+老款降价的方式，科沃斯、石头均补齐各价格带产品矩阵，形成以5000元以上/3500-5000元/3000元左右高中低端三个价格带的产品系列，应对行业竞争。具体来看（高、中、低端排序）：1) 科沃斯：X8 PRO PLUS AI（上下水版）系列、T50 PRO系列、N20 PRO系列；2) 石头：G20S（上下水版）系列、P10S PRO（上下水版）系列；3) 追觅：X50 PRO嵌入（上下水版）系列、S30 PRO ULTRA增强系列、S10 PRO热水版。

表15：扫地机畅销型号TOP10（线上）

排名	机型	品牌	上市时间	零售额份额			零售量份额			零售均价(元)		
				24.09	24.10	24.11	24.09	24.10	24.11	24.09	24.10	24.11
1	T50 PRO	科沃斯	24.09	5.6%	6.8%	8.0%	4.6%	6.8%	8.2%	4003	3709	3512
2	T50 PRO(上下水版)	科沃斯	24.09	3.9%	5.8%	6.4%	2.8%	5.1%	5.7%	4607	4267	4105
3	P20 PRO(上下水版)	石头	24.08	5.7%	9.6%	6.2%	4.1%	8.0%	5.0%	4590	4482	4484
4	J5	云鲸	24.08	11.7%	8.8%	5.2%	10.1%	8.9%	5.2%	3794	3708	3549
5	X8 PRO PLUS AI(上下水版)	科沃斯	24.09	0.6%	4.7%	4.9%	0.3%	2.8%	2.9%	6124	6296	6104
6	J5(上下水版)	云鲸	24.08	7.1%	6.0%	4.3%	5.4%	5.4%	3.9%	4300	4159	3975
7	G20S ULTRA	石头	24.09	1.0%	1.2%	3.6%	0.7%	1.0%	2.8%	5000	4525	4615
8	P20 PRO	石头	24.08	8.1%	8.7%	3.2%	6.6%	8.6%	3.2%	3994	3794	3630
9	X8 PRO PLUS AI	科沃斯	24.09	0.4%	2.0%	2.8%	0.3%	1.3%	1.8%	5532	5706	5546
10	S40增强	追觅	24.09	0.1%	1.9%	2.7%	0.1%	1.9%	2.5%	3802	3754	3891

资料来源：奥维云网，光大证券研究所

3.5 清洁电器：洗地机行业以价换量，销额基本持平

行业以价换量，销额基本持平。2024M10-M11洗地机行业线上销售额同比+24%，其中石头表现亮眼，线上销售额同比+202%，添可、美的线上销售额同比与行业相比较弱，2024M10-11洗地机行业线上销量同比+35%，石头和追觅同比大幅增长。

表16：洗地机零售销额/销量同比（线上）

销额同比	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024M10-11
行业	22%	9%	0%	9%	20%	-8%	-4%	24%
添可	12%	-11%	-11%	-6%	10%	-17%	-10%	-6%
追觅	616%	70%	-8%	31%	36%	38%	4%	69%
石头	78%	224%	233%	6%	5%	-44%	-52%	202%
美的	88%	274%	203%	202%	44%	-32%	-43%	-51%

销量同比	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024M10-11
行业	40%	32%	23%	34%	54%	11%	17%	35%
添可	24%	4%	-2%	11%	47%	8%	22%	5%
追觅	542%	73%	12%	65%	72%	63%	35%	80%
石头	147%	294%	291%	25%	7%	-33%	-22%	256%
美的	164%	321%	247%	253%	61%	-14%	-25%	-46%

资料来源：奥维云网，光大证券研究所

表17：洗地机市场份额（线上）

销售额份额	Q1	Q2	Q3	Q4
添可2022	53.6%	58.4%	48.5%	59.1%
添可2023	49.3%	47.6%	43.1%	51.0%
添可2024	45.1%	42.9%	40.5%	
追觅2022	2.8%	9.8%	19.9%	15.2%
追觅2023	16.6%	15.2%	18.1%	18.4%
追觅2024	18.9%	22.9%	19.7%	
石头2022	3.4%	1.7%	1.6%	3.4%
石头2023	5.0%	5.1%	5.3%	3.3%
石头2024	4.3%	3.1%	2.6%	
美的2022	3.7%	2.7%	3.1%	2.6%
美的2023	5.6%	9.2%	9.4%	7.2%
美的2024	6.8%	6.8%	5.6%	

3.5 清洁电器：行业推新节奏较快，添可地位牢固

添可迭代速度较快，改款降价+密集推新。

23年9月以来添可经营变化较大，具体来看：1) 老款降价：芙万2.0/芙万3.0系列降价幅度较大，其中芙万STRETCH PLUS 11月降至2484元，与美的GX5 PRO等二线厂商形成正面竞争；2) 全功能产品密集推新：芙万STRETCH、芙万ARTIST系列等全功能产品上市，至此添可全功能产品形成完整价格矩阵。添可通过全功能产品推新提价+芙万老款降价的方式，维持零售额线上份额第一。

表18：洗地机畅销型号TOP10（线上）

排名	机型	品牌	上市时间	零售额份额				零售量份额				零售均价（元）			
				24.08	24.09	24.10	24.11	24.08	24.09	24.10	24.11	24.08	24.09	24.10	24.11
1	芙万STRETCH PLUS	添可	24.07	9.6%	8.6%	9.6%	11.9%	6.5%	6.0%	8.5%	10.3%	2858	2773	2513	2484
2	芙万STRETCH COMBO	添可	24.08	2.4%	3.4%	5.4%	6.0%	1.4%	2.1%	4.0%	4.3%	3295	3163	2999	2990
3	H20 ULTRA旋锋版	追觅	24.05	6.1%	6.2%	7.6%	5.7%	4.1%	4.2%	6.2%	4.7%	2875	2862	2718	2620
4	T40 ULTRA	追觅	24.10			5.0%	4.7%			3.5%	3.3%			3138	3080
5	A30 PRO	石头	24.09		0.2%	5.4%	4.7%		0.2%	5.0%	4.2%		2399	2400	2399
6	S2 ISLAND	云鲸	24.09		1.9%	5.5%	4.5%		1.2%	4.5%	3.4%		3099	2732	2825
7	芙万ARTIST 40	添可	24.09		0.2%	2.4%	3.0%		0.1%	1.5%	1.9%		3590	3517	3348
8	D100 PLUS	UWANT	24.10			0.3%	2.7%			0.4%	2.9%			1953	1983
9	米家无线洗地机3PRO	小米	24.04	1.5%	1.7%	1.5%	2.6%	1.8%	1.9%	2.1%	3.6%	1669	1738	1600	1577
10	芙万MASTER PRO	添可	24.10			0.4%	2.4%			0.3%	1.7%			3090	3090

资料来源：奥维云网，光大证券研究所

- 1、2024年行业复盘：白电景气延续，可选品类承压
- 2、2025年外部环境展望：以旧换新政策延续、海外增速降档
- 3、2025年基本面展望：国内需求边际回暖
- 4、2025年投资建议：稀缺资产，价值重估
- 5、风险提示

4.1 估值水平：相对PE处于历史均值下方

- **传统家电相对全部A股估值处于历史均值下方。**我们选取了16家关注度较高的传统家电股票，并以此计算其整体PE (TTM) 相对大盘的估值水平。数据显示，截至2024年末，相对PE水位为0.91，近年的阶段高点出现在2021年1月（均值+2标准差上方）。
- **PB-ROE视角：24年三季度季度ROE (ttm) 环比下降，PB低于均值。**我们选取16只家电股票作为研究对象（样本同前），其整体ROE (ttm) 自18年中报见顶后处于下降通道，20年三季报ROE (ttm) 为最低值16%，之后触底反弹，截至24年三季报ROE (ttm) 回升至18.4%。与此同时，24年三季报16只家电股的整体PB为2.56倍，低于2014年一季度-2024年三季报的均值位置。

图34：主要的传统家电品种相对PE回至历史均值以下

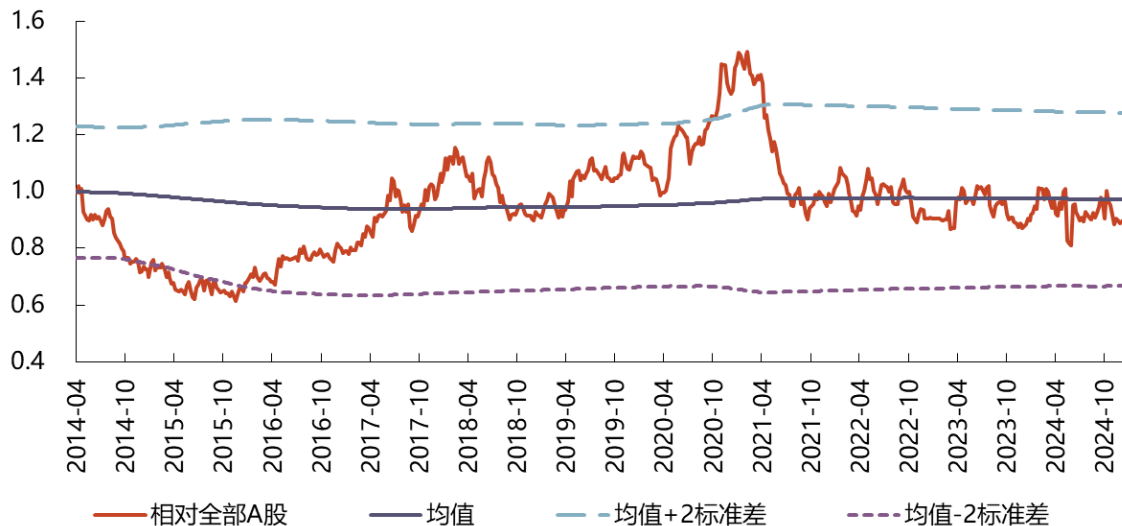
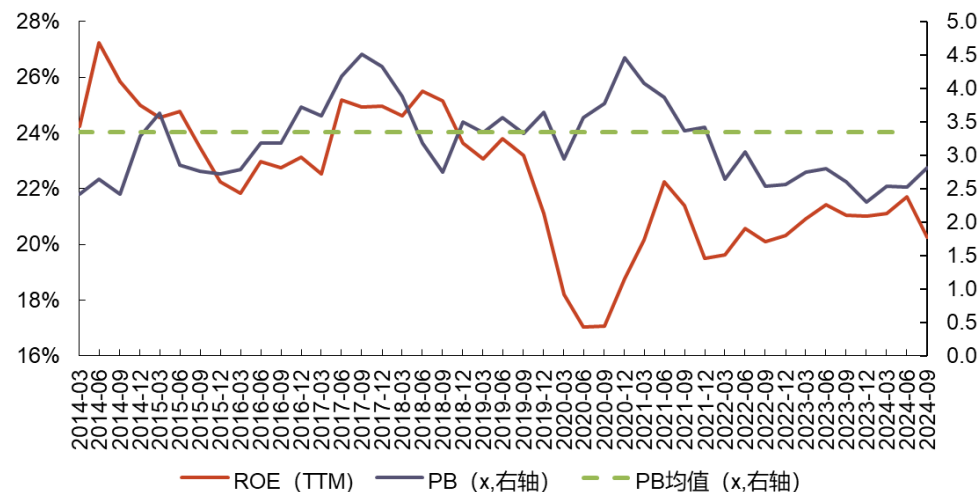


图35：PB-ROE视角：24年三季度ROE环比基本持平，PB低于均值



资料来源：ifind，光大证券研究所，相对PE截至2024年末(数据以周度更新，时间节点为2024.12.27)，PB-ROE截至2024年9月30日，3月指一季报，6月指中报，以此类推

4.2 国内资金面：24Q3公募基金增持家电

- **24Q3公募基金增持家电。**整体来看，24Q3公募基金增配家电，其配置比例为6.61%，环比+1.07个百分点，家电超配比例为4.0%，环比上升1.1个百分点。细分行业看，24Q3公募基金配置白色家电/厨房电器/小家电/黑色家电/照明及其他分别为5.96% / 0.01% / 0.02% / 0.15% / 0.47%，环比+1.12/+0.01/+0.01/-0.04/-0.03pct。

图38：公募基金家电细分行业超配比例

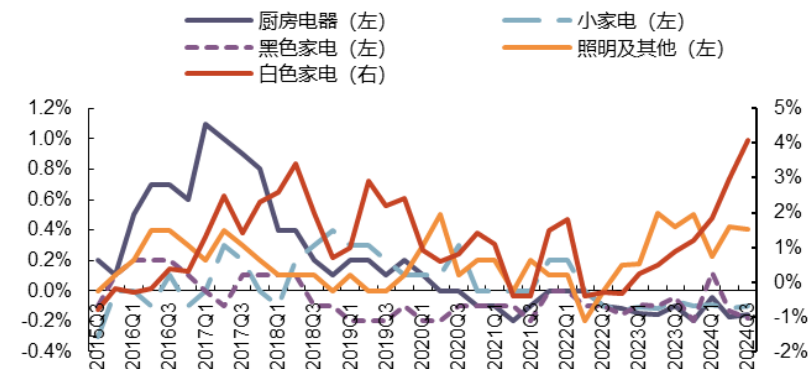


图36：公募基金家电配置比例

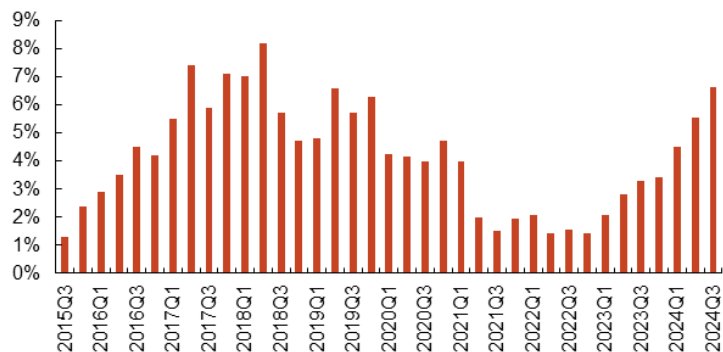


图37：公募基金家电超配比例

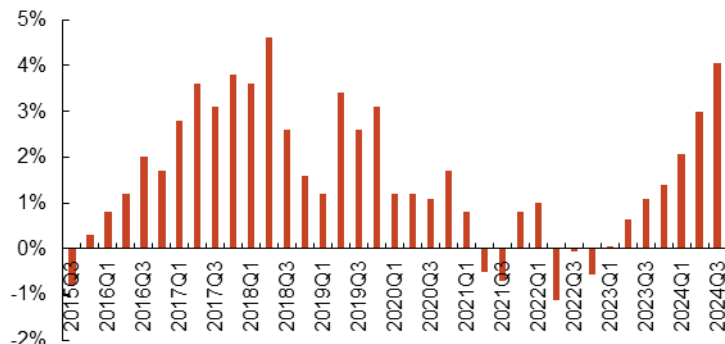
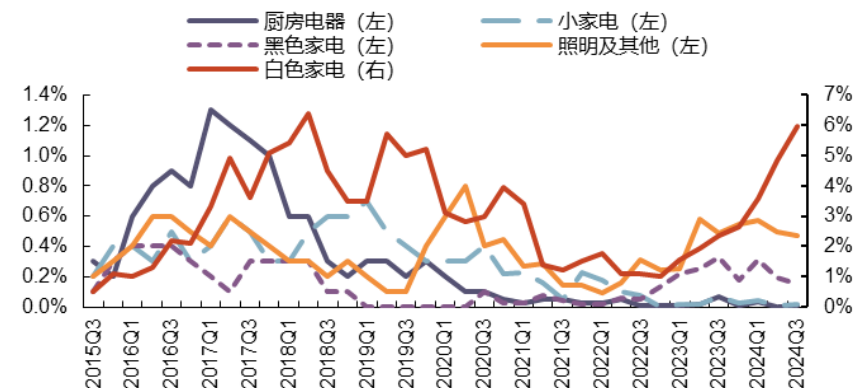


图39：公募基金家电电子行业配置比例



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2024Q3

4.3 投资建议、重点公司盈利预测及投资评级

投资建议：1) **高股息。**“资产荒”大环境下，业绩稳定的高股息资产会持续受到资金青睐，推荐格力电器、美的集团、苏泊尔。2) **内需弹性。**高端品牌更受益国补，龙头品类均价提升更明显，推荐格力电器、海尔智家，建议关注海信视像。3) **以旧换新扩容。**预计25年更多家电品类会纳入以旧换新政策，低估值厨房小家电和家电零部件公司值得关注，推荐小熊电器、新宝股份，建议关注盾安环境。

表19：重点公司盈利预测及投资评级

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	
000333.SZ	美的集团	75.22	4.80	5.08	5.70	16	15	13	买入
000651.SZ	格力电器	45.45	5.15	5.41	5.88	9	8	8	买入
600690.SH	海尔智家	28.47	1.76	2.02	2.28	14	14	12	买入
002032.SZ	苏泊尔	53.21	2.70	2.93	3.19	19	18	17	买入
002959.SZ	小熊电器	47.91	2.84	2.27	2.61	14	21	18	买入
002705.SZ	新宝股份	15.00	1.19	1.39	1.57	11	11	10	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-12-31

- 1、2024年行业复盘：白电景气延续，可选品类承压
- 2、2025年外部环境展望：以旧换新政策延续、海外增速降档
- 3、2025年基本面展望：国内需求边际回暖
- 4、2025年投资建议：稀缺资产，价值重估
- 5、风险提示

❑ 宏观经济不及预期

若宏观经济和居民收入增长不及预期，这将导致社会消费品零售额增长疲软，进而影响家电行业的需求景气度。

❑ 地产销售不及预期

家电、家居用品等消费品的销售额与地产周期关系较大，如果地产销售显著下行，相关行业可能受较大负面影响。

❑ 人民币升值超预期

家电行业出口占比较高，人民币升值超预期将提高出口产品以外币表示的价格，这将削弱产品竞争力，进而导致外销量不及预期。

❑ 原材料涨价超预期

在目前供给受严格管控的形势下，原材料仍存涨价可能性，若涨价幅度超预期而且企业不能及时转嫁成本，这将导致家电行业公司利润率下行。

衷心 感谢

光大证券研究所



家电研究团队

洪吉然

- 🔑 执业证书编号: S0930521070002
- ☎ 电话: 021- 52523793
- ✉ 邮件: hongjiran@ebscn.com

周方正

- 🔑 联系人
- ☎ 电话: 021- 52523855
- ✉ 邮件: zhoufangzheng@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。