

2024 年 06 月 18 日

家电

SDIC

行业深度分析

证券研究报告

家电走出休息区，重视板块配置价值

——2024 年家电中期策略报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

当前时点，家电板块仍有配置价值：年初以来，家电（中信）指数上涨 15.3%（截至 2024 年 6 月 17 日），板块涨幅明显，这既有基本面因素影响，也有风格催化。当下节点，部分投资者担忧外部因素变化对家电板块基本面产生压力，进而影响板块收益。我们认为，相比于其他赛道，家电公司具备经营稳定性（行业集中度高）、较高的分红率（现金流充裕、无大资本开支），企业出海逻辑也得到验证，具有比较优势，家电板块仍有长期投资价值。结合各个细分赛道情况，我们也总结出 5 条投资主线供投资者参考。

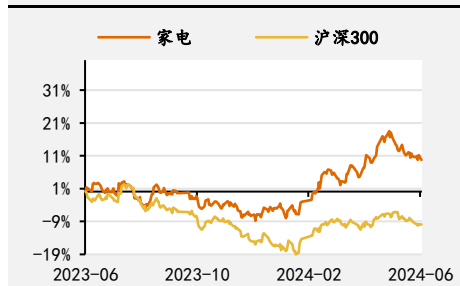
投资主线一：白电板块具备较高配置价值。年初以来白电指数表现亮眼，主要因为白电板块经营表现稳健，同时白电板块高股息、低估值的优势受到资本市场重视。虽然原材料、海运成本压力逐渐显现，但我们认为后续白电板块仍具备配置价值，原因为：1) 白电龙头出海具有制造成本优势、产品迭代优势，海外业务有望保持良好增长。2) 白电龙头的财报质量较高，为后续收入增长提供保障。此外，我们认为白电企业未来的资本开支可能会逐渐降低，分红率有望不断提升，DDM 模型能更好地评估白电企业的投资价值。DDM 模型测算下（假设 0% 永续增长率、90% 分红率），海尔智家、美的集团、格力电器、海信家电的每股权益价值高于现价，白电企业估值存在提升空间。

投资主线二：家电外销有望延续良好增长趋势。市场忧虑欧美经历补库后，家电外销增速将会明显回落。我们认为家电外销将延续良好表现，主要因为：1) 拉美、东南亚的零售景气呈复苏趋势。中国家电企业正加大对新兴市场的渠道和品牌营销布局，家电对新兴市场出口有望保持良好增长。2) 欧美通胀水平回落后，消费者信心持续恢复，库存处于较健康水平。家电对欧美出口有望表现稳健。3) 中东对空调的需求旺盛。在一带一路政策推动下，中国空调企业逐渐加大中东市场的布局力度。2023 年我国对沙特+阿联酋+伊拉克的家用空调出口金额同比+31%，占家用空调出口总金额的比例达 19%。后续我国对中东空调出口将维持较高景气。

投资主线三：扫地机龙头经营向好。随着国内全能基站产品接受度提升，2024 年扫地机行业有望进入均价稳定、销量提升的阶段。海外方面，石头科技、科沃斯等国内品牌凭借在全能基站产品上的技术积累，有望在本轮产品升级周期中扩大海外市场的份额。石头科技正在强化海外渠道布局，将放大产品优势，海外业务有望维持高增速。科沃斯在聚焦核心品类以及新品 T30 系列销售占比提升后，盈利能力有望逐步回升。

首选股票	目标价（元）	评级
000333 美的集团	81.45	买入-A
600690 海尔智家	34.51	买入-A
000651 格力电器	56.69	买入-A
000921 海信家电	41.99	买入-A
002508 老板电器	29.25	买入-A
002035 华帝股份	8.76	买入-A
600060 海信视像	31.79	买入-A
688169 石头科技	452.50	买入-A
603486 科沃斯	62.75	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.7	5.2	18.7
绝对收益	-5.6	4.3	7.9

李奕臻 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020001

liyiz4@essence.com.cn

韩星雨 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080002

hanxy@essence.com.cn

余昆 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521070002

yukun@essence.com.cn

陈伟浩 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523050002

chenwh3@essence.com.cn

杨小天 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524040003

yangxt2@essence.com.cn

目 投资主线四：关注电视行业结构升级和中国品牌海外提份额趋势。凭借产品高性价比和体育营销，以海信、TCL 为代表的中国头部电视企业在海外不断缩小和韩系企业的份额差距。2024 年为欧洲杯、奥运会等体育赛事大年，全球电视需求有望回暖，中国头部电视企业的海外份额将持续提升。同时，电视行业大屏化趋势明确，Mini LED 技术亦呈现快速渗透趋势。2024Q1 我国 Mini LED 电视的零售量渗透率达 3.5%，同比+1.8pct。大屏化和 Mini LED 电视销售占比提升将推动头部电视企业产品结构持续升级。

目 投资主线五：地产政策变化或将提升厨电板块估值。受住宅竣工面积下降影响，厨电行业需求面临压力。由于集成灶主要市场在三四线毛坯房，而传统厨电来自一二线城市的更新需求占比更高，2024Q1 传统厨电企业增速延续了高于集成灶企业的趋势。当前厨电板块估值处于历史相对较低水平，随着地产政策的调整，厨电板块估值有望得到提振。

目 投资建议：白电头部企业经营稳健，外销有望延续良好景气，股息率将维持较高水平。我们推荐美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电。欧美消费整体呈恢复趋势，我国家电对拉美、东南亚的出口景气向好，TCL 智家、石头科技、新宝股份等出口链标的值得关注。2024 年为全球体育赛事大年，全球电视需求有望回暖，我们建议关注黑电龙头海信视像。

目 风险提示：原材料价格大幅上涨、地产政策变化、人民币大幅升值、DDM 模型测算及假设不及预期。

相关报告

国投证券消费一周看图 2024W24	2024-06-16
国投证券消费一周看图 2024W22	2024-06-02
加大回收拆解资金支持，利 好家电更新需求	2024-05-15
国投证券消费一周看图 2024W19	2024-05-12
Q1 重仓家电比例显著提升， 白电获大幅增配	2024-04-30

目 录

1. 投资概要	6
1.1. 核心观点	6
1.2. 有别于市场的观点	6
2. 投资主线一：白电板块具备较高配置价值	7
2.1. 年初以来白电板块取得显著超额收益	7
2.2. 白电内销稳健增长，外销关注新兴市场	7
2.3. 白电具有长期稳健的基本面	10
2.4. 从 DDM 模型看白电企业估值	12
3. 投资主线二：家电外销有望延续良好增长趋势	15
4. 投资主线三：扫地机龙头经营向好	20
5. 投资主线四：关注电视行业结构升级和中国品牌海外提份额趋势	24
6. 投资主线五：地产政策变化或将提升厨电板块估值	26
7. 投资建议	30
8. 风险提示	30
9. 附录：家电行业及子行业财务指标	31

目 录

图 1. 年初以来，家电指数、白电指数、沪深 300 指数涨跌幅	7
图 2. 家电各子板块分季度收入增速	8
图 3. 家电各子板块分季度归母净利润增速	8
图 4. 空冰洗分季度内销量增速	8
图 5. 空冰洗分季度外销量增速	8
图 6. 白电主要公司分季度收入增速	9
图 7. 白电主要公司分季度归母净利润增速	9
图 8. 空调分品牌内销量份额变化	9
图 9. 空调分品牌线上零售均价 YoY	9
图 10. 海外业务占比较高的家电企业国内外收入占比	11
图 11. 中国、海外家用电器行业规模（亿美元）	11
图 12. 三大白电公司其他应付款+其他流动负债	11
图 13. 三大白电公司合同负债（亿元）	11
图 14. 2023Q4~2024Q1 家电企业外销业务同比增速	17
图 15. 欧美零售库存绝对水平（季调）	17
图 16. 欧美消费者信心指数	17
图 17. 美国家电及电动工具类产品零售额同比增速	18
图 18. 美国房屋销量、开工量及批准量（季调）	18
图 19. 东南亚国家零售额/指数同比变化	18
图 20. 东南亚国家消费品进口额同比增速	18
图 21. 中国占东南亚家电类产品进口金额比例	18
图 22. 墨西哥、巴西消费者信心指数	19
图 23. 墨西哥、巴西零售业指数同比增速	19
图 24. 墨西哥城、圣保罗平均气温（摄氏度）	19
图 25. 我国对中东三国家用空调出口量	20
图 26. 我国对中东三国家空出口占家空总出口的比例	20
图 27. 中国出口集装箱运价指数	20

图 28. 扫地机国内线上增速	21
图 29. 国内扫地机产品结构	21
图 30. 全球各区域扫地机零售均价（美元）	21
图 31. 扫地机头部企业收入规模（亿人民币）	21
图 32. 石头 Q Revo 德国价格趋势	22
图 33. 石头 S8 Pro Ultra 德国价格趋势	22
图 34. 石头科技增速	22
图 35. 石头科技产品均价	22
图 36. 石头 P 系列销售情况	23
图 37. 科沃斯 T 系列销售情况	23
图 38. 科沃斯收入增速	23
图 39. 科沃斯归母净利润率	23
图 40. 各企业在海外电视市场的出货量份额	24
图 41. 各区域市场 65 英寸及以上电视的出货量占比	24
图 42. TCL 海外大尺寸电视销量同比增速	25
图 43. 国内电视行业零售量份额	26
图 44. 厨电行业估值及业绩变化对整体市值变化的贡献	26
图 45. 厨电企业单季度收入增速	28
图 46. 油烟机内销出货量及住宅竣工面积同比增速	28
图 47. 华帝股份渠道收入占比变化	28
图 48. 华帝股份产品出厂价变化（单位：元）	28
图 49. 油烟机线上渠道 2023 年各吸力机型份额变化	28
图 50. 油烟机线上渠道 2023 年各吸力机型品牌均价	28
图 51. 厨电产品线上均价同比变化	29
图 52. 住宅新开工面积（滞后 10Q）及竣工面积季度同比增速	29
表 1: 消费行业主要板块归母净利润增速、估值及股息率对比	7
表 2: 大家电与新房关联度	10
表 3: 三大白电公司经营活动现金流量净额及分红	12
表 4: 白电主要上市公司季度末货币资金（亿元）及增速	12
表 5: 白电主要上市公司季度末未分配利润（亿元）及增速	12
表 6: 白电主要上市公司分红及股息率情况	13
表 7: 海尔智家 DDM 估值假设参数及结果	13
表 8: 海尔智家 DDM 估值敏感性分析	13
表 9: 美的集团 DDM 估值假设参数及结果	14
表 10: 美的集团 DDM 估值敏感性分析	14
表 11: 格力电器 DDM 估值假设参数及结果	14
表 12: 格力电器 DDM 估值敏感性分析	14
表 13: 海信家电 DDM 估值假设参数及结果	15
表 14: 海信家电 DDM 估值敏感性分析	15
表 15: 我国家电分区域出口金额同比增速（美元口径）	15
表 16: 2023 年我国家电主要品类分区域出口额占比（美元口径）	16
表 17: 韩系厂商退出 LCD 面板产线时间线	24
表 18: 2021 年美国线上市场各品牌 55 英寸电视对比	24
表 19: 2024 年美国线上市场各品牌 55 英寸电视对比	25

表 20: 各品牌 65 英寸 Mini LED 背光电视对比	26
表 21: 近期中央及地方地产政策	27
表 22: 个股盈利预测表	30
表 23: 家电子板块个股	31
表 24: 行业及子板块财务指标	31
表 25: 家电行业个股收入增速 (按 2024Q1 收入增速排序)	33
表 26: 家电行业个股归母净利润增速 (按 2024Q1 归母净利润增速排序)	34
表 27: 海外业务占比较高的公司名单	34

1. 投资概要

1.1. 核心观点

年初以来，家电指数涨幅明显。展望下半年，我们认为家电行业值得关注的投资机会包括：

- 白电龙头基本面稳健，具备配置价值。今年以来各地政府和家电企业陆续开展以旧换新活动，将拉动白电更新需求释放，白电内销有望实现稳健增长；海外需求逐步复苏，国内白电企业的制造成本优势、产品迭代优势持续凸显，白电外销有望延续良好增长态势。
- 外销景气向好，关注新兴市场机会。我们认为下半年家电外销有望维持良好景气，主要因为：1) 2023 年美国处于去库存进程中，目前家具装饰及电子家电店的库存销售比回落至接近疫情前水平。在美国通胀水平回落后，消费者信心持续修复，家电零售端有望迎来改善，我国对美国家电出口有望表现稳健。2) 拉美、东南亚的零售景气呈复苏趋势。3) 中东对空调的需求旺盛。在一带一路政策推动下，我国对中东市场空调出口保持较高景气。2024Q1 我国对沙特+阿联酋+伊拉克的家用空调出口量增长 25%。随着中国家电企业加大对新兴市场的渠道和品牌营销布局，对新兴市场家电出口有望保持良好增长。
- 关注扫地机行业投资机会。随着国内全能基站产品接受度提升，2024 年扫地机行业有望进入均价稳定、销量提升的阶段，而海外扫地机市场也存在较大的产品升级空间。石头科技、科沃斯等中国企业凭借全能基站产品优势，有望在本轮产品升级周期中扩大在海外市场的份额。石头科技通过精细化运营、渠道扩张，强化在海外市场的竞争优势，海外业务有望保持较快增长；2024 年科沃斯坚定聚焦核心品类，在新业务领域的亏损有望减少，新品 T30 系列销售占比提升将提升扫地机业务的盈利能力。科沃斯的整体盈利能力有望回升。
- 关注头部电视企业份额提升和产品结构升级的机会。近年以海信、TCL 为代表的中国头部电视品牌在海外市场不断缩小和韩系品牌的份额差距。2024 年为欧洲杯、奥运会等体育赛事大年，全球电视需求有望回暖。海信作为 2024 年欧洲杯的全球官方合作伙伴，有望凭借体育营销持续提升品牌知名度和渠道拓展效率。另一方面，电视行业大屏化趋势和 Mini LED 技术快速渗透有望推动头部企业产品结构升级。
- 地产政策刺激下，厨电板块估值有望提升。厨电板块的估值与地产因素密切相关。2024 年 4 月后，中央和地方政府陆续出台地产放松政策。当前厨电板块的估值处于历史较低水平，随着地产政策调整，厨电板块估值有望得到提振。虽然厨电行业整体需求受住宅竣工面积下降影响，但部分企业因治理改善、渠道优化，经营表现好于行业水平，值得资本市场关注。

1.2. 有别于市场的观点

资本市场习惯于以 PEG 模式来衡量白电企业的价值，忽视了白电长期投资机会。我们认为，DDM 模型能更好地评估白电企业的估值，主要因为：1) 白电龙头在国内市场地位稳固，现金流充裕、净利率高于同类企业；2) 白电公司货币资金充裕，未来无大的资本开支计划。我们按保守算法假设：白电龙头未来不具有成长性，按 0%永续增长率、90%分红率计算，海尔智家、美的集团、格力电器、海信家电在 DDM 模型下计算出的每股权益价值均高于现价，当前白电龙头的估值也存在提升空间。此外，我们认为白电和其他家电板块相比具有长期稳健的基本面，主要因为：1) 白电需求以更新为主，与国内新房关联度较低；2) 海外白电市场规模庞大，中国白电龙头具有产品、供应链优势，有望持续提升在海外市场的份额。相比于其他消费赛道，我们认为，白电板块有出海逻辑、行业集中度更高，确定性较强。

部分投资者对下半年家电外销增长的持续性存有担忧。我们认为家电外销有望延续较好表现：

- 1) 我国家电企业的研发、设计、制造能力处于全球前列。随着海外运营能力、品牌调性的提升以及渠道覆盖面扩大，我国家电企业在海外市场的份额将进一步提升。
- 2) 2024 年 6 月，加拿大央行、欧洲央行相继宣布降息，其余发达经济体央行有望开启降息周期。当前美国房屋抵押贷款利率处于近年高位，如果后续美联储降息落地，将有效拉动美国家电需求。
- 3) 中东地区对空调的需求旺盛。一带一路政策推动下，国内空调企业不断加大对中东市场的布局力度。2023 年我国对沙特+阿联酋+伊拉克的家用空调出口金额占家用空调出口总金额的比例达 19%。2024Q1 我国对沙特+阿联酋+伊拉克的家用空调出口量增长 25%。

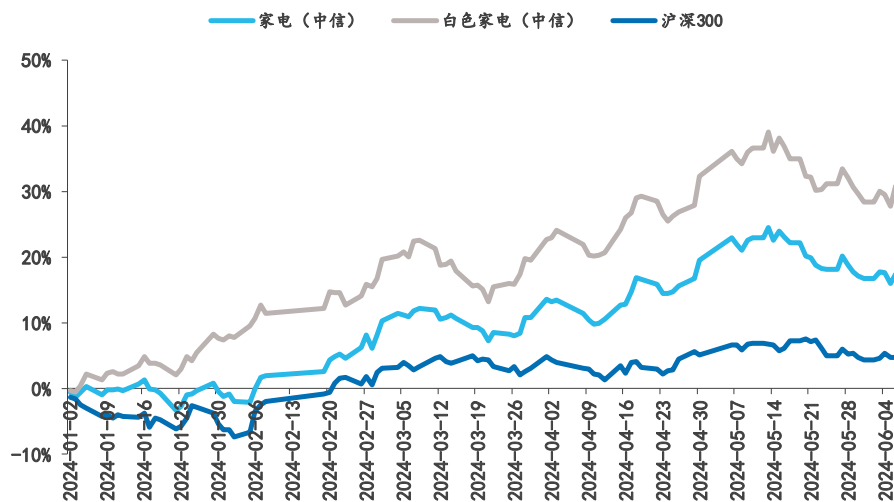
2. 投资主线一：白电板块具备较高配置价值

2.1. 年初以来白电板块取得显著超额收益

风格偏好和稳健基本面共同驱动白电指数上涨。截至 2024 年 6 月 17 日，今年家电指数累计上涨 15%，居于中信一级行业的前列，其中白色家电指数涨幅 28%，跑赢沪深 300 指数 25%。年初以来，家电指数表现较优，且白电板块取得明显的超额收益，主要因为：

- **高股息、低估值标的受到资本市场重视。**对比其他消费行业，白电板块股息率较高，且估值水平较低，资本市场对白电龙头的重视度有所提高。
- **白电板块基本面稳健，且空调内外销生产出货积极。**回顾历史，白电板块业绩增长较为稳健（见表 1）。年初以来，空调厂商受“以旧换新”政策预期的推动，内销排产积极性回升；受益于人民币汇率和海运费下降，及海外补库存需求释放，家电出口延续高景气。
- **家电“以旧换新”政策落地，提振家电板块估值。**2024 年 2 月 23 日，中央财经委员会第四次会议指出“鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新”。资本市场预期“以旧换新”政策有望提振家电内销表现。

图1. 年初以来，家电指数、白电指数、沪深 300 指数涨跌幅



资料来源：Wind，国投证券研究中心

表1：消费行业主要板块归母净利润增速、估值及股息率对比

行业分类	归母净利润 YoY					PE-TTM	股息率-TTM
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		
白色家电	13.6%	17.7%	13.8%	28.1%	16.1%	12.1	3.4%
食品饮料	18.0%	9.6%	18.5%	25.8%	16.2%	22.2	2.6%
轻工制造	-29.3%	-19.0%	3.9%	3798.4%	36.1%	24.3	2.3%
商贸零售	46.4%	24.7%	-27.0%	62.7%	-19.4%	53.6	1.7%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

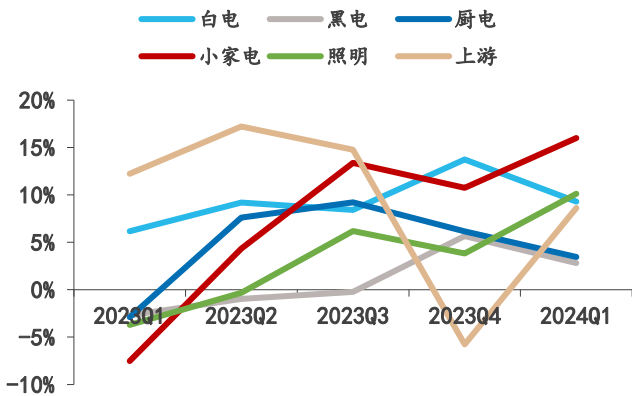
注：行业为中信行业分类。时间截至 2024 年 6 月 17 日

2.2. 白电内销稳健增长，外销关注新兴市场

下半年白电内销有望平稳增长，外销表现较好。今年各地政府和家电企业陆续推出“以旧换新”政策，有望推动家电更新需求释放，白电内销有望实现稳健增长。海外需求逐步复苏，且中国家电企业的制造成本优势和产品快速迭代优势持续凸显，家电外销有望延续快速增长态势。回顾白电一季报表现，空调内销好于预期，白电外销表现亮眼。2024Q1 白电板块收入 YoY+9.3%，归母净利润 YoY+16.0%，收入、业绩延续稳健表现。分区域来看：1) 内销方面，空调企业受政策利好影响，排产出货积极性较高。据产业在线数据，2024Q1 空调、冰箱、洗

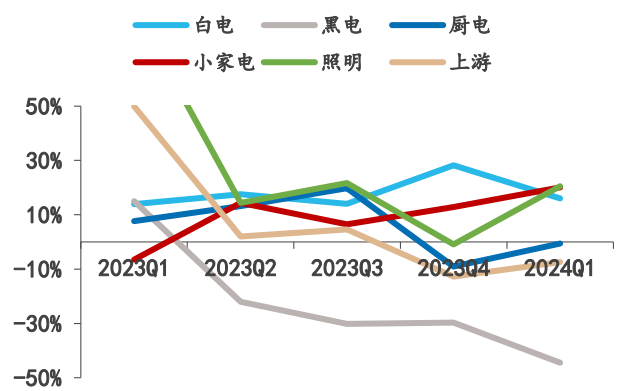
衣机内销量 YoY+17.0%/+8.3%/+0.3%)。2) 外销方面, 受益于海外补库存需求释放及中国家电企业综合竞争力提升, 且去年同期出口低基数, 白电外销延续高增态势。据产业在线数据, 2024Q1 空调、冰箱、洗衣机外销量 YoY+21.8%/+31.2%/+30.4%。

图2. 家电各子板块分季度收入增速



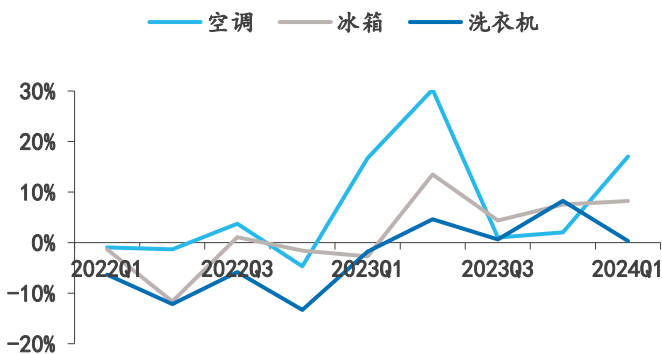
资料来源: Wind, 国投证券研究中心 注: 子板块分类见附录

图3. 家电各子板块分季度归母净利润增速



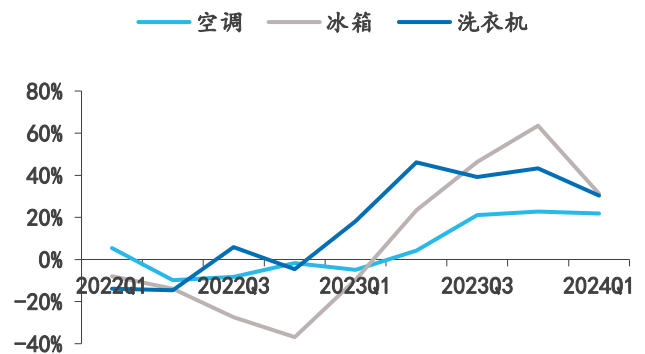
资料来源: Wind, 国投证券研究中心 注: 子板块分类见附录

图4. 空冰洗分季度内销量增速



资料来源: 产业在线, 国投证券研究中心 注: 子板块分类见附录

图5. 空冰洗分季度外销量增速

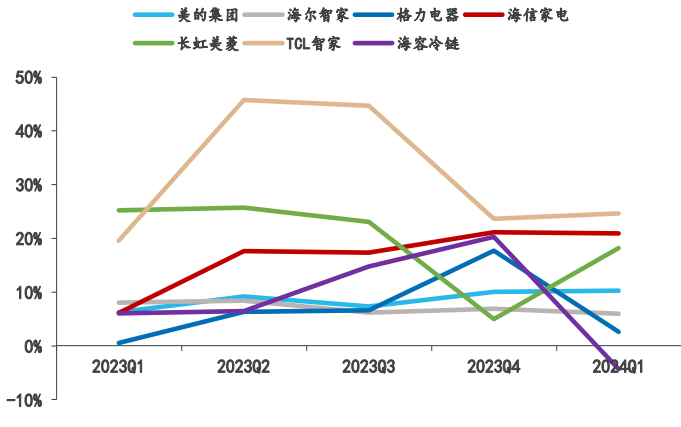


资料来源: 产业在线, 国投证券研究中心 注: 子板块分类见附录

龙头经营表现稳健, 部分白电企业经营改善。对比白电主要上市公司的 2024Q1 经营表现, 白电龙头收入业绩保持稳健增长, 美的、海信、美菱、TCL 智家的收入、业绩保持双位数增长, 经营表现较优, 主要因为:

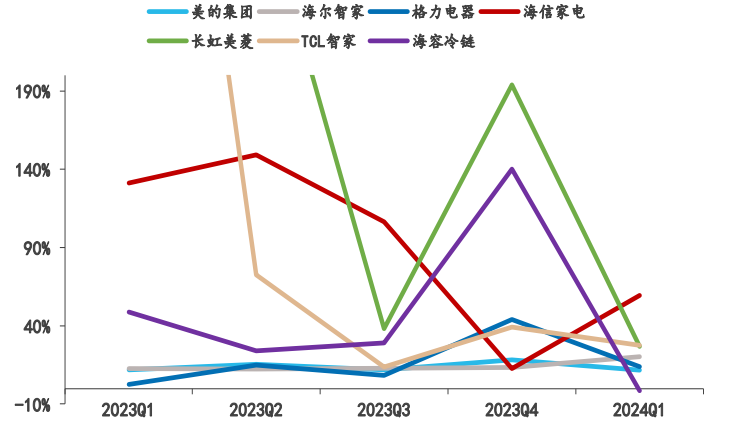
- 部分白电企业积极推动内部变革, 降本增效成果显著。近年来, 部分白电企业陆续推动内部改革, 有效提升了经营效率。
- 近年来, 白电龙头经营重点转向利润增长, 空调行业价格维持提升态势。行业价格竞争压力减弱背景下, 部分白电品牌价格优势凸显, 份额有所提升。

图6. 白电主要公司分季度收入增速



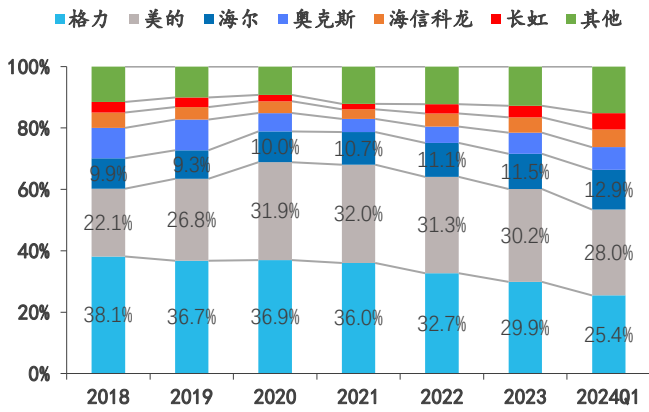
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图7. 白电主要公司分季度归母净利润增速



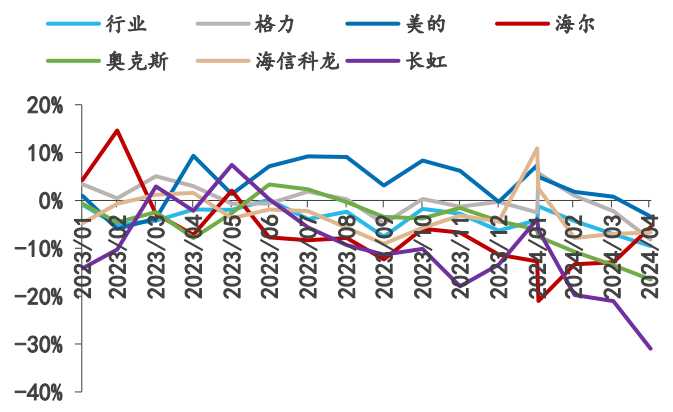
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图8. 空调分品牌内销量份额变化



资料来源: 产业在线, 国投证券研究中心

图9. 空调分品牌线上零售均价 YoY



资料来源: 奥维云网, 国投证券研究中心

国内空调渠道库存有所回升，但仍在安全范围内。根据渠道和公司调研，美的渠道库存 1~2 个月，格力湖北、安徽、山东渠道库存 2~3 个月，同比均小幅提升。综合来看，当前空调渠道库存有所上升，但空调龙头渠道库存仍处于健康水平，后续需关注旺季终端动销情况。

2.3. 白电具有长期稳健的基本面

展望未来，我们认为白电行业基本面较为稳定。主要因为：

1) 白电需求以更新为主，与国内新房关联度较低。根据我们测算，2023 年国内空调、冰箱、洗衣机、厨电新房需求占比分别为 23%/27%/28%/59%，白电新房需求占比明显低于厨电。

我们将家电需求分为新房需求、添置&更新需求。主要测算逻辑及核心假设如下：

新房需求：1) 新房需求根据地产销售数据拟合，假设空冰洗新房需求均发生在地产销售 5 个季度后；厨电为 4 个季度后。2) 我们依据 30 大中城市的商品房成交套数和商品房成交面积计算商品房成交套均面积，据此假设新建住宅的套均面积。3) 新房需求是拉动家电保有量提升的重要驱动因素，新房中家电产品户均保有量的变化往往领先整体户均保有量的变化。参考 2023 年我国城镇家庭空调的户均保有量为 1.7 台，我们假设空调新房配置需求为户均 2 台。假设冰箱/洗衣机/厨电的新房配置需求为户均 1 台。

添置&更新需求：我们假设添置&更新需求=内销量-新房需求-当年渠道库存变化量。

表2：大家电与新房关联度

空调	2019	2020	2021	2022	2023
新建住宅销售面积（万平，滞后 5Q）	148137	149100	149109	166696	126858
新建住宅销售套数（滞后 5Q/万套）	1401	1401	1389	1549	1167
空调需求-新增（万台）	2803	2802	2779	3097	2334
当年空调内销量（万台）	9216	8028	8796	8754	9960
当年渠道库存变化量（万台）	-7	-476	142	182	825
空调需求-添置&更新（万台）	6421	5701	5876	5475	6800
新房需求占比	30%	35%	32%	35%	23%
添置与更新需求占比	70%	71%	67%	63%	68%

冰箱	2019	2020	2021	2022	2023
新建住宅销售面积（万平，滞后 5Q）	148137	149100	149109	166696	126858
新建住宅销售套数（滞后 5Q/万套）	1401	1401	1389	1549	1167
冰箱需求-新增（万台）	1401	1401	1389	1549	1167
当年冰箱内销量（万台）	4338	4270	4265	4123	4348
冰箱需求-添置&更新（万台）	2937	2868	2875	2574	3181
新房需求占比	32%	33%	33%	38%	27%
添置与更新需求占比	68%	67%	67%	62%	73%

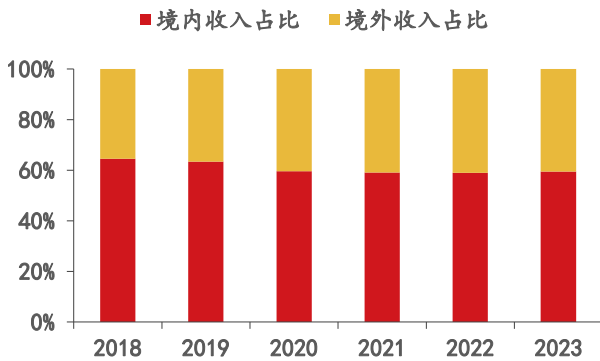
洗衣机	2019	2020	2021	2022	2023
新建住宅销售面积（万平，滞后 5Q）	148137	149100	149109	166696	126858
新建住宅销售套数（滞后 5Q/万套）	1401	1401	1389	1549	1167
洗衣机需求-新增（万台）	1401	1401	1389	1549	1167
当年洗衣机内销量（万台）	4493	4291	4453	4077	4200
洗衣机需求-添置&更新（万台）	3091	2889	3064	2528	3033
新房需求占比	31%	33%	31%	38%	28%
添置与更新需求占比	69%	67%	69%	62%	72%

厨电	2019	2020	2021	2022	2023
新建住宅销售套数（滞后 4Q/万套）	1398	1412	1445	1458	1033
烟机与集成灶需求-新增（万台）	1398	1412	1445	1458	1033
当年烟机与集成灶内销量（万台）	1944	1835	1924	1657	1737
烟机与集成灶需求-添置&更新（万台）	546	423	479	200	704
新房需求占比	72%	77%	75%	88%	59%
添置与更新需求占比	28%	23%	25%	12%	41%

资料来源：国家统计局，产业在线，国投证券研究中心

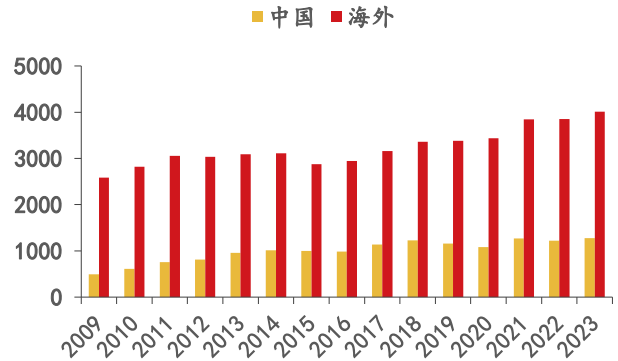
2) **海外经营稳健，接单持续兑现。**海外家电市场规模庞大，约为国内家电市场规模的三倍。全球家电产业链集中在中国，中国企业在家电领域具有产品、供应链优势，在全球市场的份额持续提升。根据产业在线数据，2022 年空调/冰箱冷柜/洗衣机国内产能占全球市场的比重为 82%/62%/51%。我国小家电占全球产能的比例为 50% (2020, 中国家用电器协会)。我国家电制造产业链配套齐全，且在全球市场具有较难复制的规模效应。根据产业在线数据，我国转子压缩机年产能约占全球的 90%(2021 冷年)，空调电机产能也大约占全球的 90%(2020 年)。根据过往情况来看，家电政治敏感度低，受制裁风险小。

图10. 海外业务占比较高的家电企业国内外收入占比



资料来源: Wind, 国投证券研究中心
注: 选取的公司名单见附录表 27

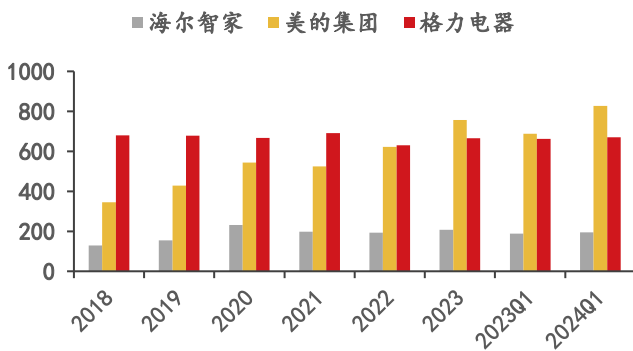
图11. 中国、海外消费电器行业规模 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 国投证券研究中心

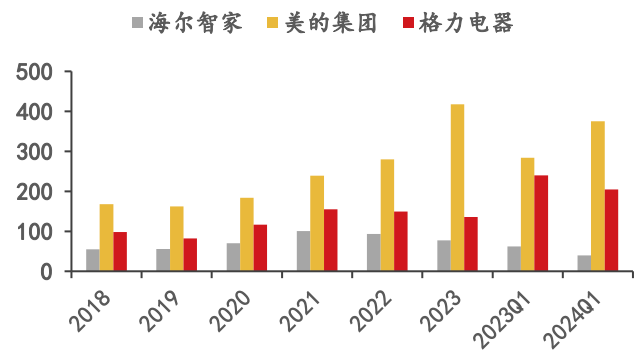
3) **白电企业财报质量较高，后续经营韧性较强。**白电龙头计提返利规模保持稳定，2023 年美的计提返利规模提升明显。从预收款情况看，美的 2023 年合同负债同比+138 亿元，对下游的占款显著增加，经销商打款积极，为公司后续收入增长提供了保障。从 2024Q1 的情况来看，美的合同负债虽然环比 2023 年末有所下降，但是规模相比去年同期仍有较大增幅。

图12. 三大白电公司其他应付款+其他流动负债



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图13. 三大白电公司合同负债 (亿元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

4) **白电企业分红率较高，且仍具有提升空间。**白电龙头经营活动现金流量充足，剔除资本开支、现金分红、回购之后仍有较多结余。由此可见，白电龙头分红率仍有较大的提升空间。

表3：三大白电公司经营活动现金流量净额及分红

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+现金分红+回购（亿元）（1）						
海尔智家	90	87	112	139	150	188
美的集团	182	178	187	323	274	274
格力电器	165	119	324	442	173	216
经营活动现金流量净额（亿元）（2）						
海尔智家	189	151	176	231	202	253
美的集团	279	386	296	351	347	579
格力电器	269	279	192	19	287	564
（1）/（2）						
海尔智家	47%	57%	64%	60%	74%	74%
美的集团	65%	46%	63%	92%	79%	47%
格力电器	61%	43%	168%	2331%	60%	38%
分红率						
海尔智家	30%	30%	39%	33%	36%	45%
美的集团	42%	46%	41%	41%	58%	62%
格力电器	48%	29%	102%	72%	46%	45%
股息率						
海尔智家	2.1%	2.3%	2.5%	1.6%	2.2%	3.4%
美的集团	2.7%	3.2%	2.4%	2.1%	4.4%	5.4%
格力电器	4.7%	2.2%	6.4%	5.6%	5.8%	6.6%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

2.4. 从 DDM 模型看白电企业估值

市场习惯于以 PEG 的模式看待白电估值，从成长性角度衡量白电企业的价值。伴随地产景气下行，白电企业在国内市场的成长性减弱，但是龙头竞争优势强化，份额稳定。龙头白电企业现金流情况较好、资本开支未来逐步降低，分红率有望不断提升。在此背景下，我们认为 DDM 模型可以帮助我们更好地评估白电头部企业的价值。

表4：白电主要上市公司季度末货币资金（亿元）及增速

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
美的集团	货币资金	589.8	717.3	681.0	816.7	959.5
	YoY	-15.6%	-6.5%	7.8%	47.8%	62.7%
格力电器	货币资金	1,863.1	1,916.5	1,819.9	1,241.0	1,251.5
	YoY	44.7%	41.6%	19.1%	-21.2%	-32.8%
海尔智家	货币资金	552.8	556.4	521.5	544.9	536.2
	YoY	19.5%	10.6%	10.4%	0.6%	-3.0%
海信家电	货币资金	56.9	45.6	42.8	49.4	52.9
	YoY	-15.7%	-41.5%	-35.5%	-17.7%	-6.9%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

表5：白电主要上市公司季度末未分配利润（亿元）及增速

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
美的集团	未分配利润	1,277.4	1,207.2	1,302.1	1,362.8	1,452.6
	YoY	15.9%	12.5%	12.4%	13.9%	13.7%
格力电器	未分配利润	953.2	985.7	1,059.9	1,122.1	1,168.9
	YoY	-6.2%	0.6%	13.7%	22.7%	22.6%

海尔智家	未分配利润	619.2	616.6	659.0	685.4	732.4
	YoY	20.4%	19.2%	18.8%	18.2%	18.3%
海信家电	未分配利润	78.6	80.3	89.6	93.6	103.4
	YoY	23.4%	24.8%	30.1%	29.1%	31.5%

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

表6: 白电主要上市公司分红及股息率情况

	2020-2022 平均分红率	2023 分红率	2023 股息率	2024E 分红率	2024E 股息率
美的集团	46.56%	61.57%	4.6%	65%	5.4%
格力电器	73.36%	45.29%	5.8%	50%	6.9%
海尔智家	35.87%	45.02%	2.6%	50%	3.4%
海信家电	36.64%	49.04%	2.7%	50%	3.3%

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注: 2024 年归母净利润采用 Wind 一致预期, 截至 2024/6/17。

我们利用 DDM 法测算美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电的权益价值。DDM 模型参数假设:

- 1) 无风险利率取 10 年期国债利率 2.31%;
- 2) 市场收益率取沪深 300 指数 2014 年 1 月 1 日至 2024 年 1 月 1 日的年平均收益率 6.75%;
- 3) Beta 系数取对应公司股价 2014 年 1 月 1 日至 2024 年 1 月 1 日相对于沪深 300 指数的系统性风险指数。

表7: 海尔智家 DDM 估值假设参数及结果

无风险利率	2.31%	显性预测价值 (亿元)	377
风险溢价	4.44%	永续价值 (亿元)	2613
β 系数	1.01	权益价值	2990
Rm	6.75%	每股权益价值	31.68
Ke	6.82%	股价	30.22
永续增长率	0.0%		
未来稳定分红率	90.0%		

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注: 股价为 2024 年 6 月 17 日收盘价

表8: 海尔智家 DDM 估值敏感性分析

DDM 模型下每股权益价值	永续增长率					
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	
30%	13.22	14.00	14.92	16.01	17.32	
40%	16.30	17.34	18.56	20.01	21.76	
50%	19.38	20.68	22.20	24.01	26.20	
未来稳定分红率	60%	22.45	24.01	25.84	28.02	30.64
	70%	25.53	27.35	29.48	32.02	35.08
	80%	28.61	30.69	33.13	36.02	39.52
	90%	31.68	34.02	36.77	40.03	43.96

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

表9: 美的集团 DDM 估值假设参数及结果

无风险利率	2.31%	显性预测价值 (亿元)	908
风险溢价	4.44%	永续价值 (亿元)	5050
β 系数	0.99	权益价值	5958
Rm	6.75%	每股权益价值	85.41
Ke	6.70%	股价	64.53
永续增长率	0.0%		
未来稳定分红率	90.0%		

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注: 股价为 2024 年 6 月 17 日收盘价

表10: 美的集团 DDM 估值敏感性分析

DDM 模型下每股权益价值	永续增长率					
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	
30%	37.15	39.22	41.66	44.57	48.10	
40%	45.19	47.96	51.21	55.09	59.80	
50%	53.24	56.70	60.76	65.61	71.49	
未来稳定分红率	60%	61.28	65.43	70.31	76.13	83.19
	70%	69.32	74.17	79.86	86.65	94.89
	80%	77.37	82.91	89.41	97.17	106.58
	90%	85.41	91.64	98.96	107.69	118.28

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

表11: 格力电器 DDM 估值假设参数及结果

无风险利率	2.31%	显性预测价值 (亿元)	558
风险溢价	4.44%	永续价值 (亿元)	4588
β 系数	0.88	权益价值	5147
Rm	6.75%	每股权益价值	91.40
Ke	6.22%	股价	40.36
永续增长率	0.0%		
未来稳定分红率	90.0%		

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注: 股价为 2024 年 6 月 17 日收盘价

表12: 格力电器 DDM 估值敏感性分析

DDM 模型下每股权益价值	永续增长率					
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	
30%	37.08	39.60	42.60	46.24	50.74	
40%	46.13	49.49	53.50	58.35	64.35	
50%	55.18	59.38	64.39	70.46	77.96	
未来稳定分红率	60%	64.24	69.28	75.29	82.57	91.57
	70%	73.29	79.17	86.18	94.67	105.18
	80%	82.34	89.07	97.08	106.78	118.79
	90%	91.40	98.96	107.97	118.89	132.40

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

表13: 海信家电 DDM 估值假设参数及结果

无风险利率	2.31%	显性预测价值 (亿元)	125
风险溢价	4.44%	永续价值 (亿元)	496
β 系数	1.12	权益价值	621
Rm	6.75%	每股权益价值	44.75
Ke	7.28%	股价	37.73
永续增长率	0.0%		
未来稳定分红率	90.0%		

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注: 股价为 2024 年 6 月 17 日收盘价

表14: 海信家电 DDM 估值敏感性分析

DDM 模型下每股权益价值	永续增长率				
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
30%	20.93	21.81	22.83	24.02	25.44
40%	24.90	26.07	27.43	29.02	30.91
50%	28.87	30.33	32.03	34.02	36.38
未来稳定分红率	32.84	34.60	36.63	39.02	41.86
60%	36.81	38.86	41.23	44.02	47.33
70%	40.78	43.12	45.83	49.01	52.80
80%	44.75	47.38	50.43	54.01	58.27
90%					

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

从 DDM 模型看白电企业估值。按保守算法, 假设白电龙头未来不具有成长性, 按照 0% 永续增长率、90% 分红率计算, 海尔智家、美的集团、格力电器、海信家电 DDM 模型下计算出的每股权益价值均高于现价, 当前白电龙头估值仍然存在提升空间。根据 DDM 模型测算结果, 格力电器被有所低估, 我们认为主要因为市场对于格力分红率的稳定性存在担忧。DDM 模型计算出的海尔智家的每股权益价值较现价溢价幅度较小, 主要因为此处 DDM 模型弱化了对于成长性的假设。目前海尔在全球家电市场仍有较大的收入、利润扩张空间, DDM 模型对于海尔智家的价值判断可能会有所低估。

3. 投资主线二: 家电外销有望延续良好增长趋势

家电外销景气向好。根据产业在线数据, 2023Q4~2024Q1 我国家电出口金额(美元)分别同比+16%/+9%, 保持良好增长态势。分地区来看, 2023Q4~2024Q1 我国家电对拉美、欧洲、亚洲的出口情况良好。其中, 我国对拉美的空冰洗、吸尘器、食品料理机出口高增长; 对欧洲的冰洗、彩电、吸尘器出口快速增长; 对亚洲的冰箱、吸尘器出口良好。从家电各品类代表性企业来看, 厨房小家电、清洁小家电企业外销收入快速增长。

表15: 我国家电分区域出口金额同比增速 (美元口径)

		海外整体	亚洲	北美洲	欧洲	拉丁美洲	非洲	大洋洲
家电 ^注	2023Q1	-3%	2%	-20%	2%	2%	10%	-16%
	2023Q2	1%	1%	-21%	14%	23%	8%	-28%
	2023Q3	8%	-4%	7%	13%	39%	9%	-9%
	2023Q4	16%	4%	22%	15%	39%	28%	24%
	2024Q1	9%	8%	-2%	7%	37%	8%	13%
家用空调	2023Q1	17%	20%	10%	11%	22%	40%	16%
	2023Q2	2%	5%	-19%	-12%	22%	30%	-29%
	2023Q3	0%	-1%	-12%	-32%	35%	12%	-19%
	2023Q4	13%	12%	-29%	-15%	62%	32%	40%
	2024Q1	8%	16%	-27%	0%	50%	-4%	18%

		海外整体	亚洲	北美洲	欧洲	拉丁美洲	非洲	大洋洲
冰箱	2023Q1	-22%	-14%	-51%	-10%	-11%	0%	-23%
	2023Q2	7%	4%	-41%	50%	62%	37%	-29%
	2023Q3	23%	-5%	0%	58%	123%	57%	-2%
	2023Q4	42%	14%	48%	53%	125%	63%	31%
	2024Q1	27%	17%	16%	33%	73%	27%	19%
洗衣机	2023Q1	0%	1%	2%	3%	-6%	-3%	-9%
	2023Q2	31%	18%	61%	53%	42%	20%	-29%
	2023Q3	23%	-10%	120%	42%	52%	95%	7%
	2023Q4	23%	-6%	74%	45%	53%	51%	59%
	2024Q1	25%	5%	41%	47%	52%	48%	-6%
彩电	2023Q1	1%	-15%	-1%	33%	9%	0%	-22%
	2023Q2	6%	-8%	-8%	76%	20%	-19%	-36%
	2023Q3	16%	-4%	20%	51%	30%	-15%	-4%
	2023Q4	17%	-1%	44%	38%	9%	12%	40%
	2024Q1	6%	-1%	-5%	10%	16%	3%	16%
吸尘器	2023Q1	-9%	13%	-33%	-4%	-4%	19%	-11%
	2023Q2	2%	10%	-28%	24%	38%	50%	-11%
	2023Q3	8%	12%	-9%	21%	32%	27%	-9%
	2023Q4	10%	14%	-5%	13%	44%	92%	22%
	2024Q1	14%	21%	-6%	19%	40%	25%	6%
食品料理机	2023Q1	1%	28%	19%	-22%	-29%	10%	-9%
	2023Q2	5%	7%	14%	-7%	7%	37%	-14%
	2023Q3	10%	13%	13%	-1%	34%	27%	-5%
	2023Q4	12%	12%	6%	4%	55%	29%	42%
	2024Q1	3%	14%	-15%	-3%	50%	8%	13%

资料来源：产业在线，国投证券研究中心

注：统计口径包括家用空调、冰箱、洗衣机、彩电、吸尘器、食品料理机、冷柜、微波炉、燃气灶具、电烤箱、空气源热泵、电饭锅、洗碗机、干衣机、除湿机、油烟机、净水器、电热水器、太阳能热水器、燃气热水器、燃气壁挂炉

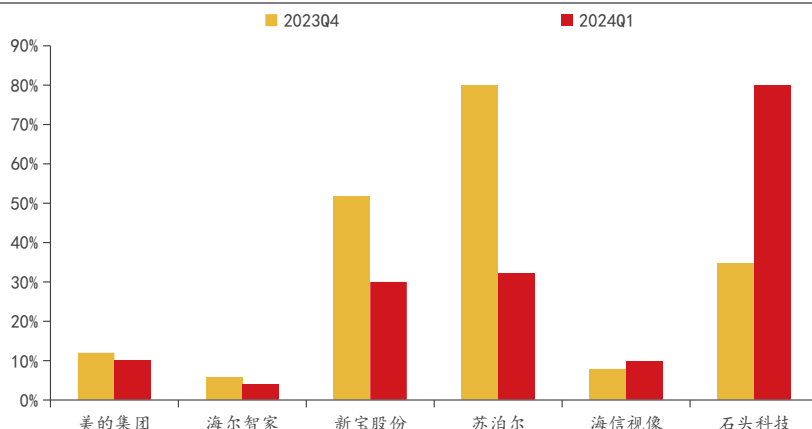
表16：2023年我国家电主要品类分区域出口额占比（美元口径）

	亚洲	北美洲	欧洲	拉丁美洲	非洲	大洋洲
家电 ^注	33%	18%	27%	13%	6%	3%
家用空调	49%	9%	18%	16%	7%	1%
冰箱	31%	18%	33%	10%	5%	4%
洗衣机	40%	10%	30%	11%	5%	3%
彩电	28%	15%	22%	24%	9%	3%
吸尘器	24%	25%	44%	2%	1%	4%
食品料理机	30%	27%	28%	7%	7%	2%

资料来源：产业在线，国投证券研究中心

注：统计口径包括家用空调、冰箱、洗衣机、彩电、吸尘器、食品料理机、冷柜、微波炉、燃气灶具、电烤箱、空气源热泵、电饭锅、洗碗机、干衣机、除湿机、油烟机、净水器、电热水器、太阳能热水器、燃气热水器、燃气壁挂炉

图14. 2023Q4~2024Q1 家电企业外销业务同比增速



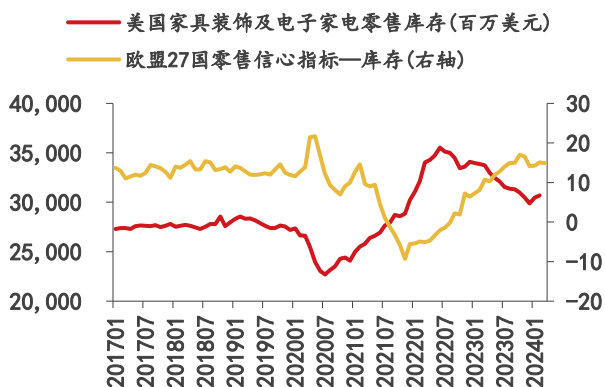
资料来源：公司公告，国投证券研究中心测算

我们认为，2023Q4~2024Q1 家电外销延续良好景气主要因为：1) 拉美通胀压力缓解+高温天气，拉动外销订单高增长；2) 欧洲、东南亚等地区进口需求改善。往后来看，我们认为 2024 年外销景气或存在超预期可能，主要得益于欧美消费景气修复、拉美和东南亚零售改善、我国对中东空调出口景气向好。分地区来看：

欧美消费整体呈恢复趋势，美国有望迎补库周期。 欧盟统计局及密歇根大学数据显示，欧美消费者信心正持续恢复，主要因通胀回落使得实际消费能力释放，且美国就业市场相对较好。在库存周期上，我们认为欧美存在一定差异，具体而言：1) 2022 年欧洲受通胀抬升及地缘政治影响，整体需求偏弱。2023Q2 开始我国对欧家电出口在低基数下开始出现增长。根据欧盟统计局调查数据，2023 年下半年后欧洲整体零售库存指数已恢复至疫情前水平；2) 相比之下，2023 年美国处于持续去库存的进程中，库存自 2022 年中以来持续回落。美国商务部普查局数据显示，美国家具装饰及电子家电类产品的零售库存，2019M2/2024M2 库销比分别为 1.64/1.63。虽绝对值未回落至疫情前水平，库销比已与疫情前持平，显示美国库存已恢复健康。

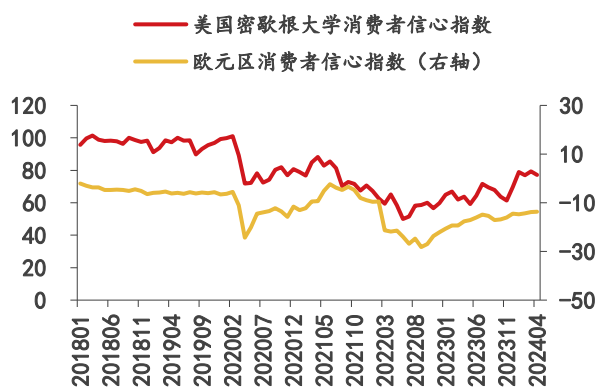
美国家电零售小幅改善，地产市场后续有望带动需求提升。 根据美国经济咨商局数据，分品类来看大家电、小家电、电视、五金工具、OPE 产品 2024Q1 名义消费支出额同比分别-1.2%/+3.8%/-0.6%/+0.3%/+4.9%，2024M3 则分别+1.3%/+6.2%/+6.3%/+1.6%/+3.1%。3 月主要品类皆呈现小幅改善趋势，且增速较前两月提升，其中小家电及电视增速最快。美国 3 月成屋及新屋季调折年数销量分别为 419/69.3 万套，成屋折年销量自 2023 年 10 月以来小幅回升。目前美国房屋抵押贷款利率仍处于近年高位，如 2024H2 利率水平下降，美国大家电及电动工具类产品终端需求有望进一步改善。

图15. 欧美零售库存绝对水平（季调）



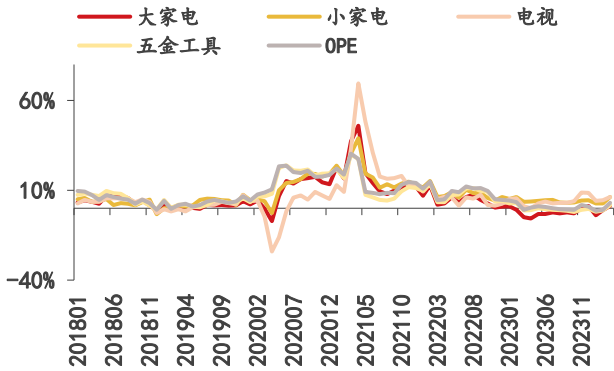
资料来源：Wind、国投证券研究中心

图16. 欧美消费者信心指数



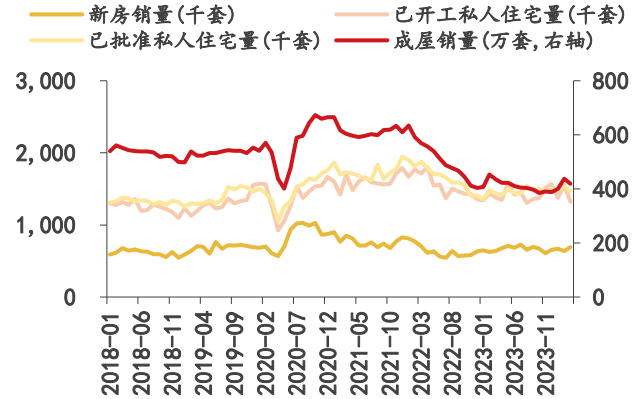
资料来源：Wind、国投证券研究中心

图17. 美国家电及电动工具类产品零售额同比增速



资料来源: Bloomberg、国投证券研究中心

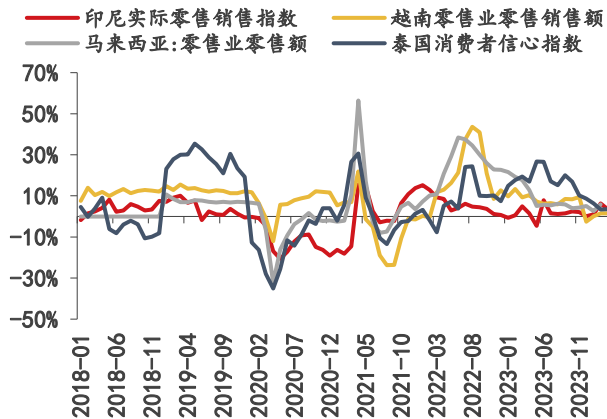
图18. 美国房屋销量、开工量及批准量 (季调)



资料来源: Wind、国投证券研究中心

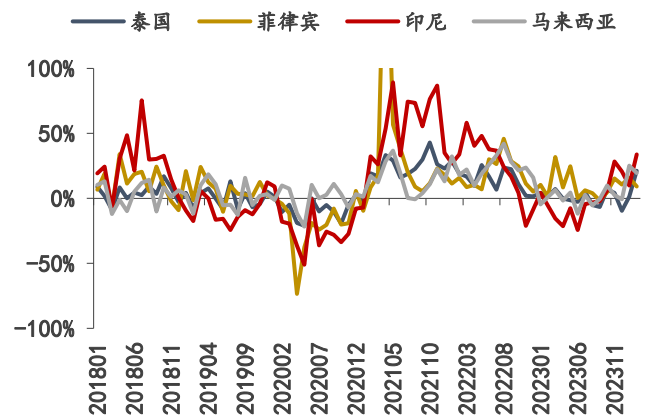
东南亚零售额维持改善趋势，中国进口比例持续提升。从终端零售来看，东南亚各国 2024Q1 终端零售额大多维持小幅增长，增速较 2023Q4 有所放缓。随着通胀的持续下行，终端零售或延续改善趋势。各国消费品进口额同比变化幅度较零售额更大，消费品进口额 Q1 呈环比加速态势。近年来东南亚进口的家电产品中，来自中国的比例逐渐提升。随着中国家电企业在东南亚加大渠道及品牌营销布局，中国对东南亚家电出口有望保持相对景气。

图19. 东南亚国家零售额/指数同比变化



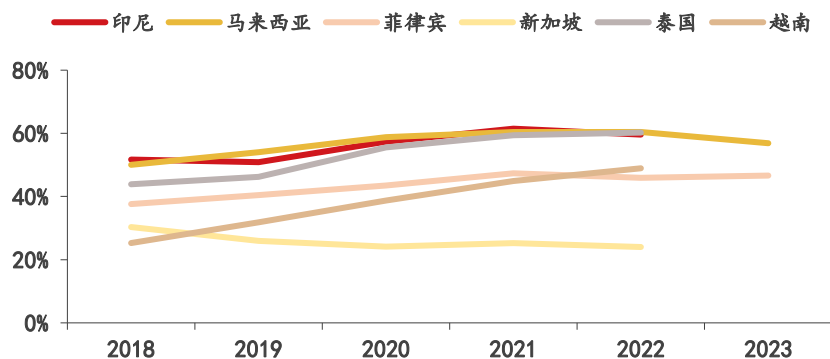
资料来源: Wind、国投证券研究中心

图20. 东南亚国家消费品进口额同比增速



资料来源: Wind、国投证券研究中心

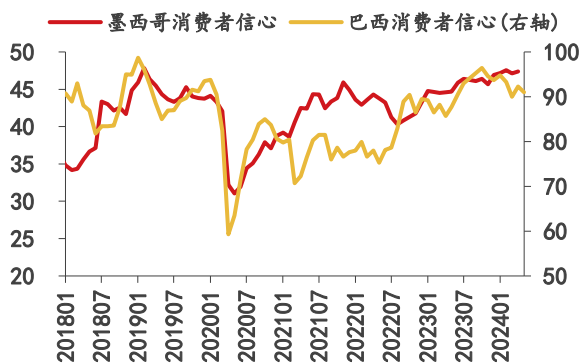
图21. 中国占东南亚家电类产品进口金额比例



资料来源: 联合国、国投证券研究中心 注: 统计海关代码包括 8415、8416、8418、8450、8516、8528

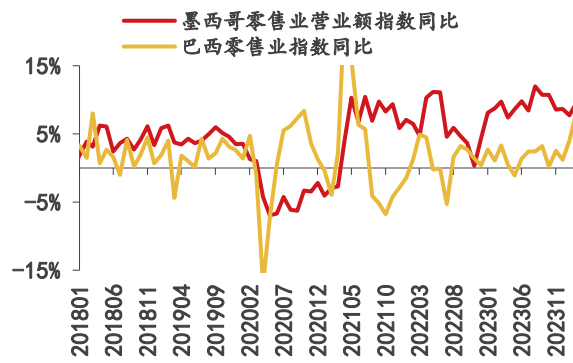
拉美通胀压力缓解+高温天气，拉动外销订单高增长。2023 年以来巴西、墨西哥的 CPI 增速持续回落。通胀回落后，巴西、墨西哥的消费者信心指数持续提升，零售市场景气亦呈现复苏趋势。此外，2023 年拉美多国遭遇高温热浪，刺激空调、冰箱的消费需求。2023 年 11 月，巴西近 3000 个城市发布了红色高温预警，许多地区的气温打破了纪录。

图22. 墨西哥、巴西消费者信心指数



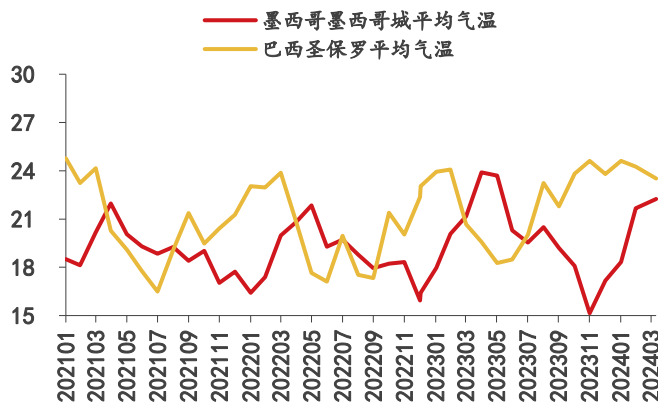
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图23. 墨西哥、巴西零售业指数同比增速



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

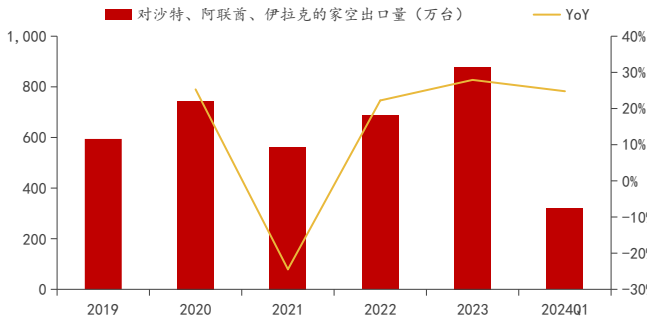
图24. 墨西哥城、圣保罗平均气温 (摄氏度)



资料来源: CEIC, 国投证券研究中心

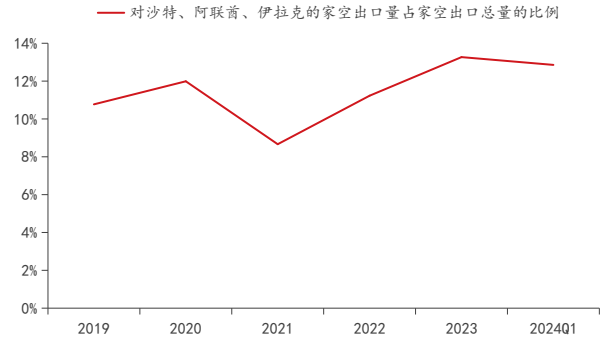
我国对中东空调出口值得关注。中东地区为多沙漠、全年高热的环境特点，对空调的需求旺盛。在我国一带一路政策的推动下，国内空调企业逐渐加大中东市场布局力度，同时持续进行产品本土化创新。例如，格力电器针对中东气候特点开发出热带气候高效家用光储空调，集成梯级换热并行压缩制冷、光伏直驱、储能等技术，受到了客户认可。根据海关总署数据，2019~2023 年我国对沙特+阿联酋+伊拉克的家用空调出口量 CAGR 为 10%。2023 年我国对上述三国家用空调出口金额占家用空调出口总金额的比例达 19%。2024Q1 我国对沙特+阿联酋+伊拉克的家用空调出口量同比增长 25%。

图25. 我国对中东三国家用空调出口量



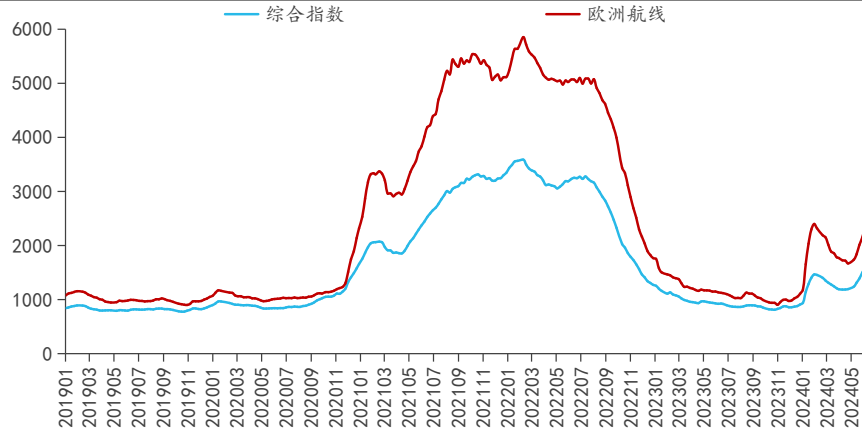
资料来源：海关总署、国投证券研究中心

图26. 我国对中东三国家空出口占家空总出口的比例



资料来源：海关总署、国投证券研究中心

图27. 中国出口集装箱运价指数



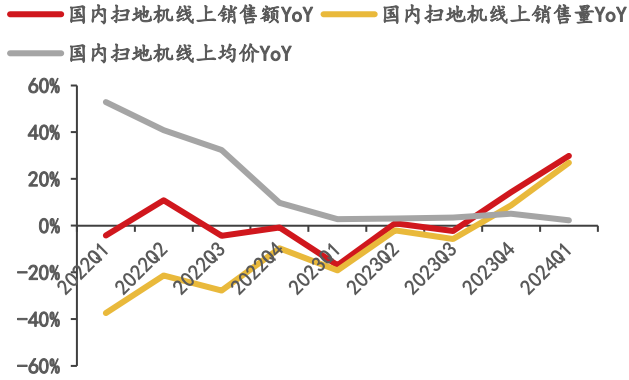
资料来源：Wind，国投证券研究中心

长期来看，海外家电市场规模庞大，提高了国内家电企业的收入天花板，在国内地产景气下行背景下提高了家电企业的增长中枢。短期来看，欧洲补库节奏放缓，增速可能逐渐下降；北美零售小幅改善，渠道库存偏低。在美联储降息周期到来前，预计中国家电对北美出口增速环比小幅改善，而降息将推动行业进入补库周期，有望大幅拉升对美出口增速；东南亚等新兴市场零售保持改善趋势，中国对新兴市场的家电出口有望维持稳定增长。近期海运费呈上涨趋势，但我们认为短期内对白电龙头盈利能力的影响有限，主要因为：1) 白电龙头会和航运公司签订较长周期的协议锁定海运价格；2) 白电龙头在海外有本土化的产能布局。

4. 投资主线三：扫地机龙头经营向好

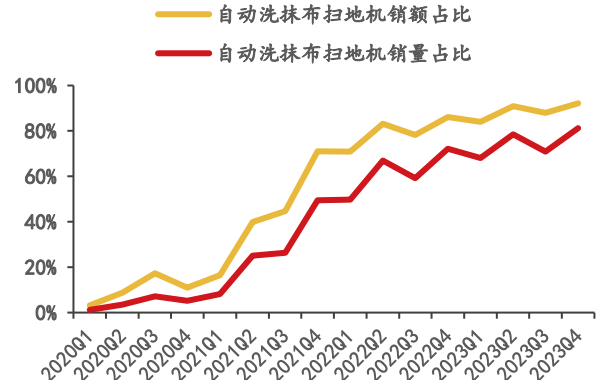
国内全能基站产品接受度提升，行业有望进入量增阶段。国内扫地机销量2021~2022年价增量减，2023年量价稳定，2024年有望进入均价稳定、销量提升的阶段。2021~2022年扫地机由单机类产品为主向自动洗抹布产品升级，虽然产品性能提升，但是价格的大幅提升抑制了行业销量增长。2023年全能基站产品渗透率继续提升，国内消费者对于该类产品的认知加强。2024年全能基站扫地机在价格稳定的情况下，功能持续优化，有望刺激行业销量加速增长。

图28. 扫地机国内线上增速



资料来源：奥维云网、国投证券研究中心

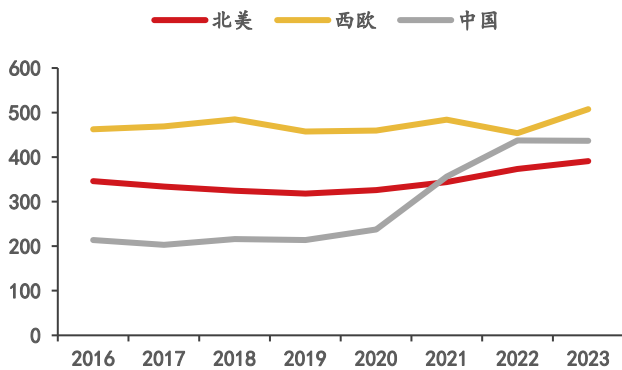
图29. 国内扫地机产品结构



资料来源：奥维云网、国投证券研究中心

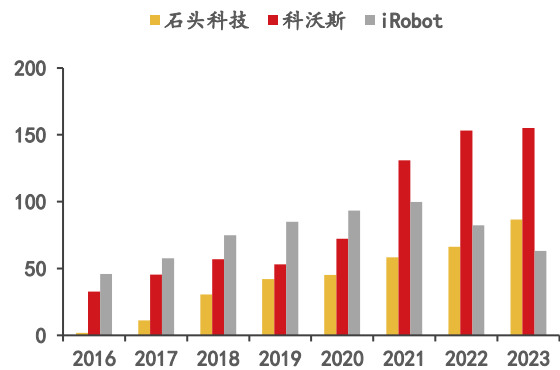
海外扫地机市场仍有较大的产品升级空间，中国企业有望凭借产品优势获取行业红利。在全能基站产品带动下，欧美扫地机行业均价提升。根据 Euromonitor 数据，2023 年北美、欧洲扫地机零售均价 YoY+5%/+12%。根据产业调研，2023 年欧美全能基站扫地机销售额占比约为 10%，全能基站产品占比仍有较大提升空间（根据奥维，国内 2023 年全能基站扫地机销售额占比已达 70%+）。石头、科沃斯、追觅等国内品牌在全能基站产品上已有充足的技术积累，与海外品牌相比有较强的竞争优势，有望在本轮产品升级周期中持续扩大在全球市场的份额。

图30. 全球各区域扫地机零售均价（美元）



资料来源：Euromonitor、国投证券研究中心

图31. 扫地机头部企业收入规模（亿人民币）



资料来源：Wind、国投证券研究中心

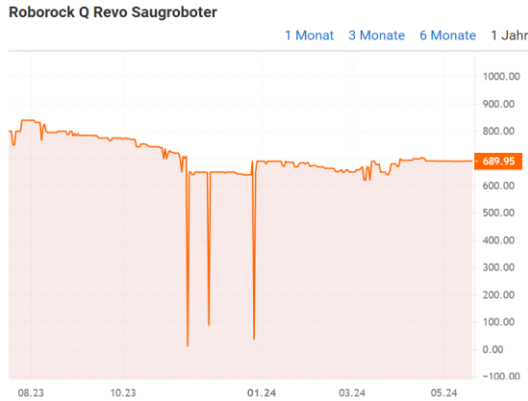
石头科技强化渠道布局，放大产品优势，有望在海外市场维持高增速。公司早期借助经销商力量将优秀产品带到全球市场。截至 2023 年末，石头产品遍布全球 170 多个国家和地区，已有超过 1500 万家庭使用石头扫地机器人。石头近年来加强对海外市场的精细化运营，已经在美国、日本、荷兰、波兰、德国、韩国等主要海外市场设立当地分公司和海外公司，以提高市场地位，提供更好的售后服务。渠道扩张方面，公司 2023 年首次进入美国线下实体连锁零售渠道，2023 年末已扩展到美国线下 180 多家 Target 商店。北美扫地机行业线下渠道占比较高，石头进入线下渠道有望加速在北美市场的份额提升。

我们认为，海外扫地机市场仍处在产品升级周期，全能基站扫地机行业规模持续扩张。石头通过精细化运营、渠道扩张有望强化在海外市场的竞争优势，保持较快增长。

盈利能力方面，石头较高的盈利能力主要来自产品结构的提升，因此盈利能力是否能够维持，我们认为需要关注主销产品的价格走势。根据 idealo 数据，石头 2023 年上市性价比机型 Q Revo 2024Q2 的价格与 Q1 相比保持稳定。虽然 2023 年上市的旗舰机型 S8 Pro Ultra 在 2024Q2 的售价相比 Q1 下降，但是考虑到公司 2024 年发布的新款旗舰机型 S8 MaxV Ultra 售价更高（1799.99 美元，去年同期石头发布的 S8 Pro Ultra 发售价 1599.99 美元），我们预

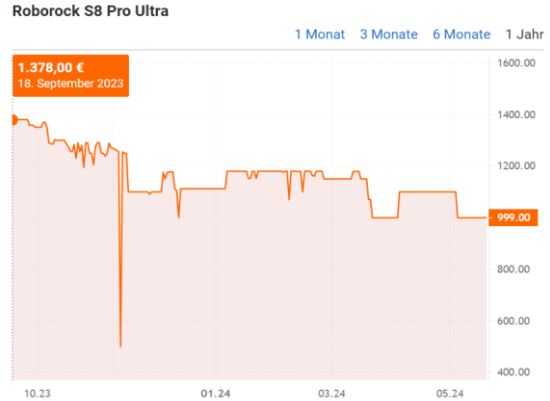
计石头在海外盈利能力有望保持稳定。

图32. 石头 Q Revo 德国价格趋势



资料来源: idealo、国投证券研究中心

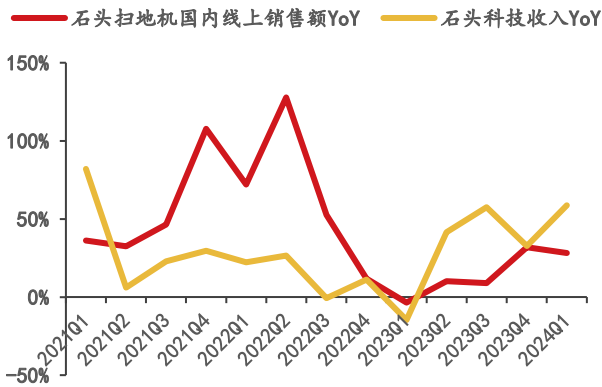
图33. 石头 S8 Pro Ultra 德国价格趋势



资料来源: idealo、国投证券研究中心

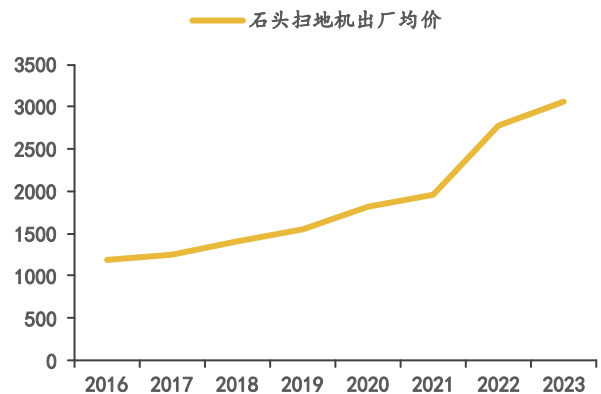
石头科技外销亮眼，盈利能力伴随产品结构升级持续提升。石头科技 2024Q1 收入 YoY+59%，归母净利润 YoY+95%。与 2022Q1 相比，石头 2024Q1 收入 CAGR 为 44%，归母净利润 CAGR 为 34%。石头海外业务高速增长，Q1 海外收入增速约为 80%，我们认为主要因为：1) 全能基站扫地机在海外具有较强的产品竞争力，且目前尚未饱和渗透，石头能够获取产品升级红利；2) 石头在海外市场搭建本地团队，做深本土营销、做精本土用户运营，竞争力不断加强；3) 渠道方面，公司于 2023 年首次进入美国线下实体连锁零售 Target，在美国市场增速提升。业绩的高速增长主要得益于产品结构的提升。2023 年石头扫地机出场均价同比增长约 10%，根据奥维数据，2023 年石头扫地机国内线上销售均价 YoY-1%，均价提升主要因为全能基站类产品拉动了海外产品结构的提升，推动公司盈利能力提升较多，这一影响在 2024Q1 延续，石头 2024Q1 毛利率-销售费用率同比+6.8pct。

图34. 石头科技增速



资料来源: 奥维云网、Wind、国投证券研究中心

图35. 石头科技产品均价

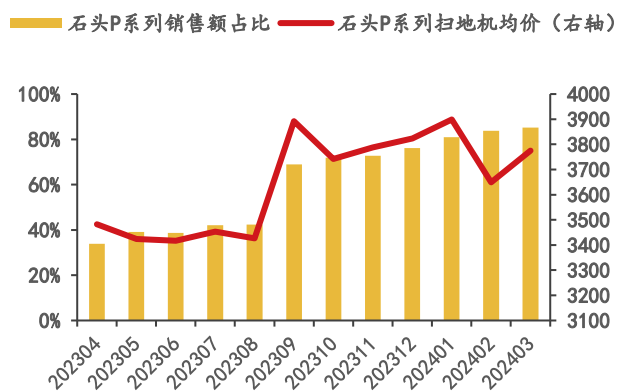


资料来源: 公司公告、国投证券研究中心

科沃斯盈利能力有望逐步回升。我们认为，2023 年科沃斯盈利能力较低，主要因为：1) 产品布局问题。2023Q2 石头推出性价比 P 系列产品，市场热度较高。科沃斯 T 系列产品与石头 P 系列产品价格带相近，但是石头 P 系列 SKU 较为集中，新品盈利能力较好。相比之下，科沃斯 T10 系列产品 2022 年推出，2023 年降价后仍在科沃斯产品结构中占据一席之地，对公司盈利能力有所拖累。此外，科沃斯 2023 年推出首款方形扫地机 X2，因为形态发生变化，前期费用、成本相对较高，对公司盈利能力亦有拖累。科沃斯 2024 年 3 月推出新品 T30 系列产品，3 月在科沃斯线上销售额中占比接近 50%。我们认为在 T30 新品拉动下，公司扫地机

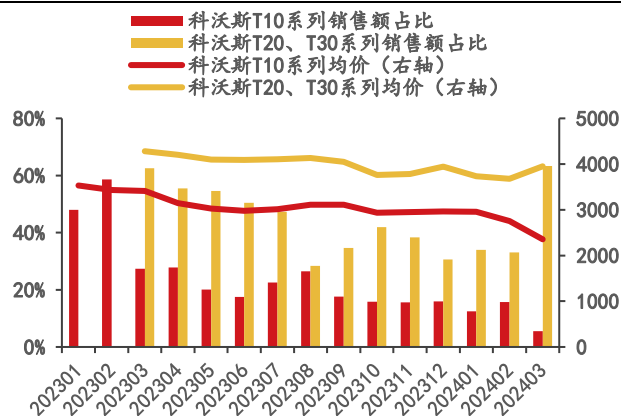
器人业务盈利能力有望逐渐提升；2) 2023 年公司商用机器人等新业务领域的投入显著增加，拖累盈利能力。2024 年公司坚定聚焦核心品类，在新业务领域的亏损有望减少；3) 2021~2023 年公司售后及修理费用率为 1.2%/1.4%/3.3%，2023 年公司修理费用率较高，公司修理费用率回归常态后，整体盈利能力有望回升。

图36. 石头 P 系列销售情况



资料来源：奥维云网、国投证券研究中心

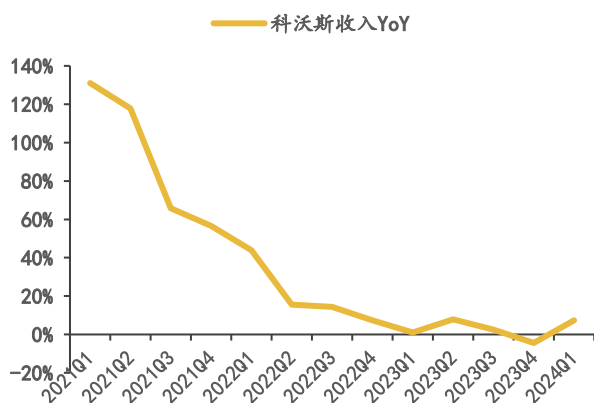
图37. 科沃斯 T 系列销售情况



资料来源：奥维云网、国投证券研究中心

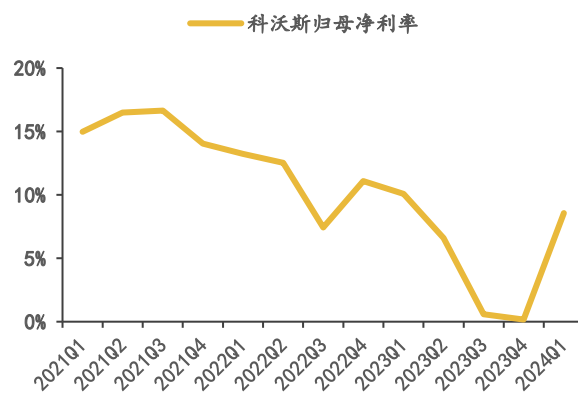
科沃斯 Q1 盈利能力环比已有显著改善。科沃斯 2024Q1 收入 YoY+7%，归母净利润 YoY-9%。虽然科沃斯 Q1 收入、业绩同比增速与石头科技相去甚远，但是盈利能力环比改善情况较好。2024Q1 科沃斯归母净利率为 8.6%，而 2023H2 仅 0.3%。Q1 盈利能力环比改善主要得益于费用率的优化，Q1 科沃斯毛利率同比-3.5pct，环比+0.7pct；销售/管理/研发费用率同比-1.6pct/-1.3pct/+0.6pct，环比-10.2pct/+0.0pct/+1.9pct。公司在 2023 年年报中提及将调整经营策略，聚焦核心品类。公司 Q1 优化费用投放效率，取得了一定的效果。

图38. 科沃斯收入增速



资料来源：Wind、国投证券研究中心

图39. 科沃斯归母净利率

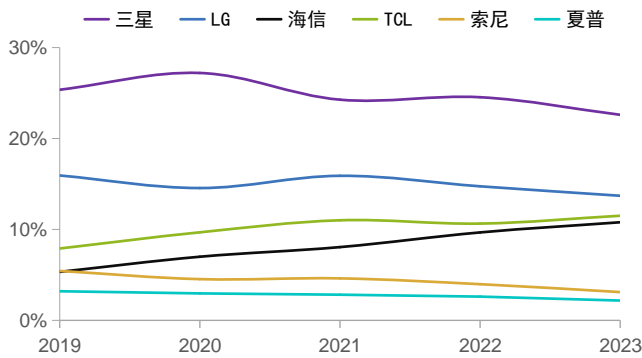


资料来源：Wind、国投证券研究中心

5. 投资主线四：关注电视行业结构升级和中国品牌海外提份额趋势

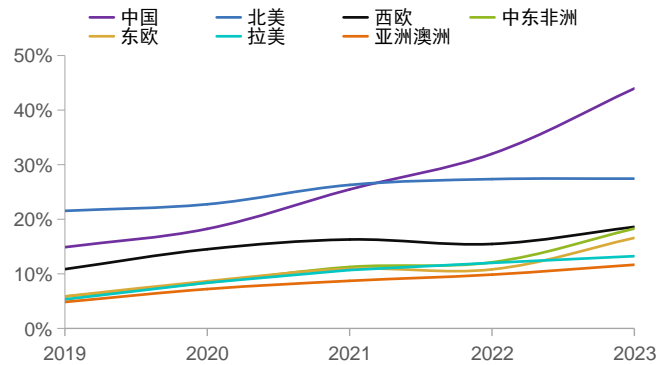
韩系电视品牌海外份额加速下滑，中国头部品牌份额提升。根据 Omdia 数据，2023 年三星、LG 在海外电视市场的出货量份额下降幅度明显，而海信、TCL 的份额提升。我们认为近年中国头部品牌不断缩小和韩系品牌份额差距的原因包括：1) 韩系厂商基本退出 LCD 面板产业，其 LCD 电视的面板和中国品牌无本质差异，难以支撑较高的品牌溢价。2) 欧美高通胀压力下，消费者逐渐转向性价比更高的中国品牌。根据美国亚马逊，目前三星、LG 的 55 英寸基础款 LCD 电视和海信的价差在 20%~35%。3) 以海信、TCL 代表的中国品牌通过赞助欧洲杯、世界杯、美国职业橄榄球大联盟等顶级体育赛事，不断补足品牌营销和线下渠道短板。

图40. 各企业在海外电视市场的出货量份额



资料来源：Omdia，国投证券研究中心

图41. 各区域市场 65 英寸及以上电视的出货量占比



资料来源：Omdia，国投证券研究中心

注：亚洲澳洲不包含中国、日本

表17: 韩系厂商退出 LCD 面板产线时间线

时间	事件
2015 年	三星关闭两座 5 代 LCD 面板厂。
2016 年	三星关闭一座 7 代 LCD 面板厂。
2017 年	三星关闭一座 5 代 LCD 面板厂。 LG 关闭 P2、P3、P4 低世代 LCD 面板厂。
2019 年	三星关闭一座 8.5 代 LCD 面板厂、一座 8.5 代 LCD 面板厂减少投片。
2020 年	三星关闭一座 7.5 代 LCD 面板厂、苏州 8.5 代 LCD 面板厂出售给 TCL 华星。
2022 年	三星关闭最后一座 8.5 代 LCD 面板厂，完全退出 LCD 面板生产。 LG 关闭 P5、P7 LCD 面板厂，韩国本土的 LCD 面板生产全部停止。

资料来源：WitsView，集微网，LEDinside，国投证券研究中心

表18: 2021 年美国线上市场各品牌 55 英寸电视对比

品牌	海信	TCL	三星	LG
型号	55A6G	55S423	UN55AU8000FXZA	55NANO75UPA
价格 (美元)	430	509	550	600
其他品牌与海信的价差	-	18%	28%	40%
尺寸 (英寸)	55	55	55	55
显示技术	LCD	LCD	LCD	LCD
分辨率	4K	4K	4K	4K
刷新率 (Hz)	60	60	60	60

资料来源：美国亚马逊，国投证券研究中心

注：零售价为 2021 年 5 月 10 日零售价

表19: 2024 年美国线上市场各品牌 55 英寸电视对比

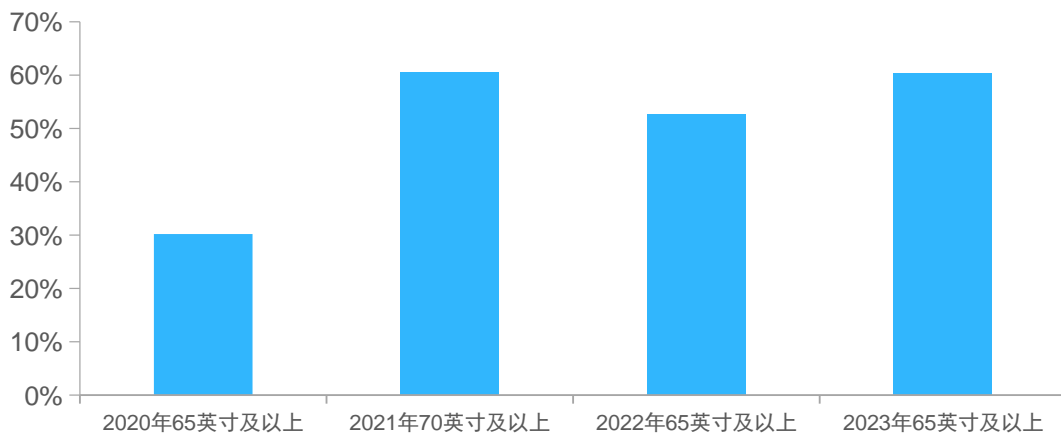
品牌	海信	TCL	三星	LG
型号	55A7N	55Q650G	UN55DU7200	55UR9000PUA
价格(美元)	350	370	427	477
其他品牌与海信的价差	-	6%	22%	36%
尺寸(英寸)	55	55	55	55
显示技术	LCD	LCD	LCD	LCD
分辨率	4K	4K	4K	4K
刷新率(Hz)	60	60	60	60

资料来源: 美国亚马逊, 国投证券研究中心

注: 零售价为 2024 年 5 月 10 日零售价

海外电视市场大屏化结构趋势兴起。根据 Omdia 数据, 近年中东非洲、东欧、北美 65 英寸及以上电视的出货量占比提升显著。我们认为近年海外电视大屏化趋势加速的原因包括: 1) 国内高世代 LCD 面板产线步入折旧期的尾声, 大尺寸面板成本降低, 面板厂积极推动大尺寸面板出货。2) 海信、TCL 等中国品牌更加积极地在海外推广大尺寸电视。根据公司公告, 2022 年 TCL 海外 65 英寸及以上电视出货量同比增长 53%, 2023 年增长 60%。展望未来, 和中国电视大屏化进程相比, 海外电视大屏化拓展空间广阔。

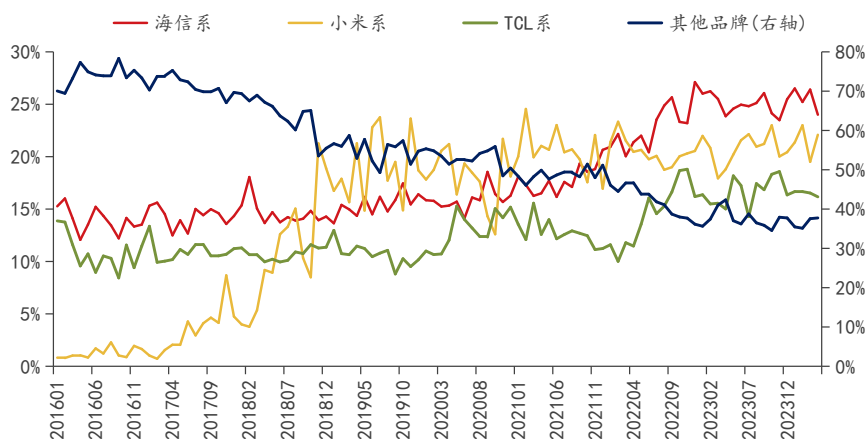
图42. TCL 海外大尺寸电视销量同比增速



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

大屏化和 Mini LED 技术将拉动国内电视产品结构升级。我国居民家庭电视保有量高, 电视消费结构升级趋势值得关注。过去国内电视行业集中度较低, 价格竞争激烈。近年随着传统电视龙头依托研发和供应链优势推出互联网子品牌进攻中低端市场, 行业竞争格局逐步走向集中。根据奥维, 2023 年海信系+小米系+TCL 系电视的零售量份额提升至 63%。行业集中度提升后, 头部品牌积极推动产品朝大屏化、高端化升级。根据奥维, 2023 年我国 65 英寸及以上电视市场的零售量份额已超过 50%, 同比+11pct。另一方面, Mini LED 作为显示技术升级的重要方向, 发展势头强劲。根据公司公告, 2023 年 TCL Mini LED 电视全球出货量同比+180%; 2023 年海信牌 ULED X 及 ULED 电视销量同比+54%。2024 年 3 月, 海信、TCL、小米均发布了 Mini LED 背光电视新品, 推动行业价格带进一步下沉。各头部品牌发布的 Mini LED 背光电视新品将进一步提高消费者对这一品类的认知, 加速渗透率提升。奥维数据显示, 2024Q1 国内 Mini LED 背光电视零售量增长超过 90%, 零售量渗透率提升至 3.5%。展望未来, 大屏化和 Mini LED 技术渗透有望持续推动电视市场中高端化升级。

图43. 国内电视行业零售量份额



资料来源：奥维云网，国投证券研究中心

注：海信系包括海信、Vidda 品牌；小米系包括小米、红米品牌；TCL 系包括 TCL、雷鸟品牌

表20: 各品牌 65 英寸 Mini LED 背光电视对比

品牌	小米		海信		TCL	
	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年
发布时间						
型号	S Pro 65	S65 Mini LED	65E7K	65E5N Pro	65Q10G Pro	65Q9K
尺寸 (英寸)	65	65	65	65	65	65
分辨率	4K	4K	4K	4K	4K	4K
背光分区数	896	392	336	336	576	1008
峰值亮度 (尼特)	2200	1200	1200	1300	2200	2400
零售价 (元)	4499	3499	5499	4499	6139	5999

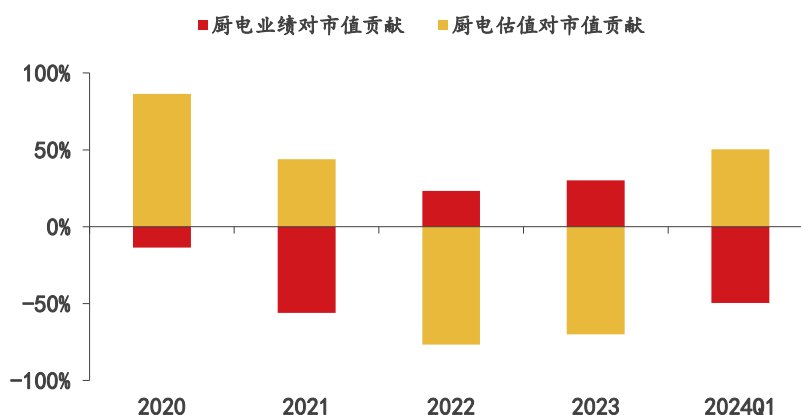
资料来源：京东，国投证券研究中心

注：小米、海信、TCL 均在 3 月发布 Mini LED 电视新品，故选取 2024 年 3 月 16 日零售价

6. 投资主线五：地产政策变化或将提升厨电板块估值

厨电市值受估值影响较大，地产政策变化或提升板块估值。我们复盘厨电板块发现，板块市值受估值影响较大，而厨电估值与地产因素密切相关。如 2020 年国内地产销售较好，厨电估值提升；2022~2023 年国内头部房企经营承压，厨电估值回调。我们认为，厨电板块估值处于历史中相对较低水平，随着地产政策的调整，厨电板块估值短期有望得到提振。

图44. 厨电行业估值及业绩变化对整体市值变化的贡献



资料来源：Wind，国投证券研究中心

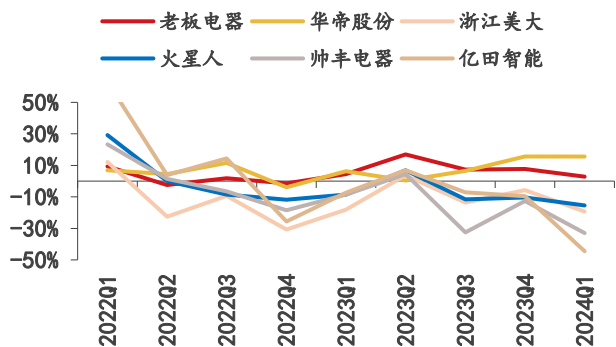
表21：近期中央及地方地产政策

中央政策			
部门	时间	政策	内容
政治局	4月30日	政治局会议	会议强调要持续防范化解重点领域风险，继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作：要结合房地产市场供求关系的新变化，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，要深入实施地方政府债务风险化解方案等内容。
国家金融监督管理总局	5月17日	《关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知》	为适应房地产市场供求关系的新变化，促进房地产市场平稳健康发展，对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于25%。
央行	5月17日	《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	中国人民银行决定，自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。
央行	5月17日	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	为适应房地产市场供求关系的新变化，促进房地产市场平稳健康发展，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。
央行	5月17日	国新办举行国务院政策例行吹风会	为支持房地产市场，中国人民银行推出了包括设立3000亿元保障性住房再贷款在内的一系列政策措施，旨在鼓励金融机构支持地方国有企业以合理价格收购商品房用于保障性住房建设，预计此举将带动银行贷款5000亿元。
地方政策			
城市	时间	政策	政策/活动内容
北京	4月30日	《关于优化调整本市住房限购政策的通知》	本市户籍家庭在京拥有2套住房的、本市户籍单身在京拥有1套住房的、五年社保在京拥有1套住房的，允许在五环外新购买1套商品住房。
上海	5月3日	以旧换新活动	上海市房地产行业协会、上海市房地产经纪行业协会发起商品房“以旧换新”活动。购房居民先与房企达成购买新房的意向，再由房地产经纪机构优先推动其旧房交易，旧房成功出售后按约定完成新房交易。上海市房地产行业协会倡议房地产开发企业加大优惠力度。
深圳	4月23日	以旧换新活动	深圳市房地产业协会、深圳市房地产中介协会发起房产“以旧换新”活动。鼓励房地产开发企业、中介机构与计划出售旧房并购买新房的居民签署协议。房企对换房人意向购买的新房设定一定期限的“解约保护期”，中介机构优先推动换房人旧房交易。约定期限内，旧房售出的，开发企业和换房人完成新房交易；旧房未售出的，房企和换房人解除协议并无条件退款。
杭州	5月9日	《关于优化调整房地产市场调控政策的通知》	全面取消住房限购，取消购房资格审核，实现杭州市范围内自由购房。对于供需平衡的新建商品住房项目，取消公证摇号，由开发企业自主销售。符合条件者购买首套或唯一在售住房时，可享受首套住房按揭贷款政策。在杭州市拥有合法产权住房的非户籍人员可申请落户。
南京	4月27日	以旧换新活动	南京安居建设集团开展存量住房“以旧换新”试点活动。换房人可用一套或多套存量住房置换一套或多套新建商品住房，置换总价不高于所购新建商品住房总价的80%。首批试点限额2000套。
成都	4月28日	《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》	成都市商品住房项目不再实施公证摇号选房，由企业自主销售；成都市住房交易不再审核户籍、社保等购房条件，不再限制购买套数。

资料来源：新华社，中国人民银行，北京市住房和城乡建设委员会，上海市政府，深圳市房地产业协会，杭州市人民政府，南京市人民政府，四川省人民政府，国投证券研究中心

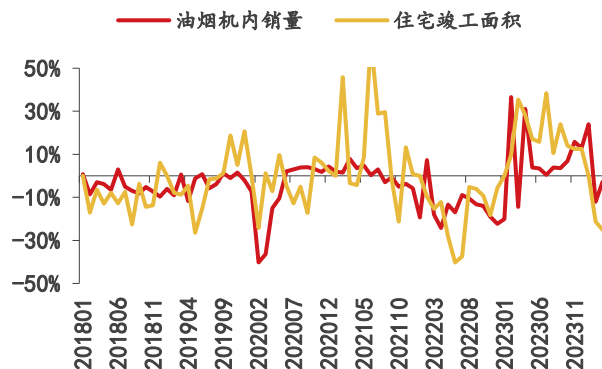
厨电行业收入环比降速，传统厨电企业增速相对较快。厨电行业收入2024Q1增速下降，主要是因为厨电销售与地产销售关联度较高，前期地产销售压力有所体现。随着保交楼红利消退，2024Q1厨电企业工程渠道收入降速，导致厨电企业收入增速进一步放缓。由于集成灶主要市场在三四线毛坯房，且传统厨电来自一二线城市的更新需求占比更高，2024Q1传统厨电收入增速延续了高于集成灶企业的趋势。此外由于集成灶“集成”的特性，单台售价高于烟灶消单品，在消费景气波动的环境下，偏改善型需求的集成灶产品受影响更大。

图45. 厨电企业单季度收入增速



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

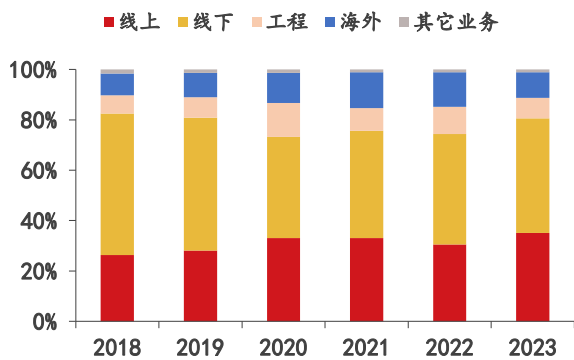
图46. 油烟机内销出货量及住宅竣工面积同比增速



资料来源: 产业在线, 国家统计局, Wind, 国投证券研究中心
注: 产业在线为工厂发货数据, 因此相比零售数据变化有所滞后。

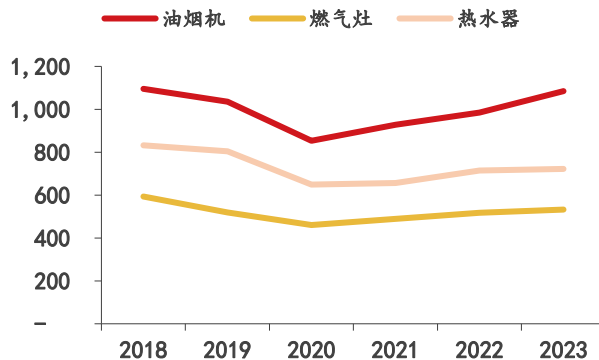
华帝股份收入增速快于行业。根据公司公告及交流信息, 华帝 2023 年海外渠道、下沉渠道占整体收入的比例都在 10%左右。华帝 2024Q1 收入增速较快, 我们认为主要因为: 1) 公司海外渠道 Q1 收入增长双位数以上, 拉动收入增长; 2) 公司积极拓展下沉渠道, Q1 下沉渠道收入快速增长。公司整体经营管理改善, 推动线下零售渠道的扁平化架构转型, 产品结构得到优化带来出厂均价持续提升。公司油烟机出厂价从 2020 年的 853 元提升至 2023 年的 1084 元。根据奥维的线上数据, 在 25 立方米以上的大吸力油烟机市场, 华帝 2023 年销量份额同比提升 10pct。而华帝在此市场的零售均价约为 2900 元, 较龙头品牌低 20%-30%。我们认为华帝出厂价提升, 主要是公司持续推出具有价格竞争力的高性能新品, 提升了公司产品在中高端市场的份额。

图47. 华帝股份渠道收入占比变化



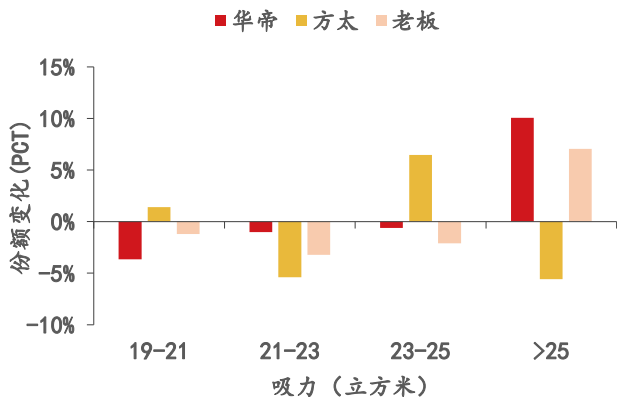
资料来源: 华帝股份公告, 国投证券研究中心

图48. 华帝股份产品出厂价变化 (单位: 元)



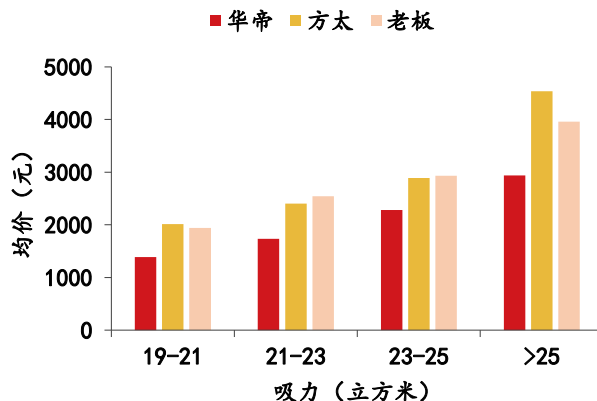
资料来源: 华帝股份公告, Wind, 国投证券研究中心

图49. 油烟机线上渠道 2023 年各吸力机型份额变化



资料来源: 奥维, 国投证券研究中心

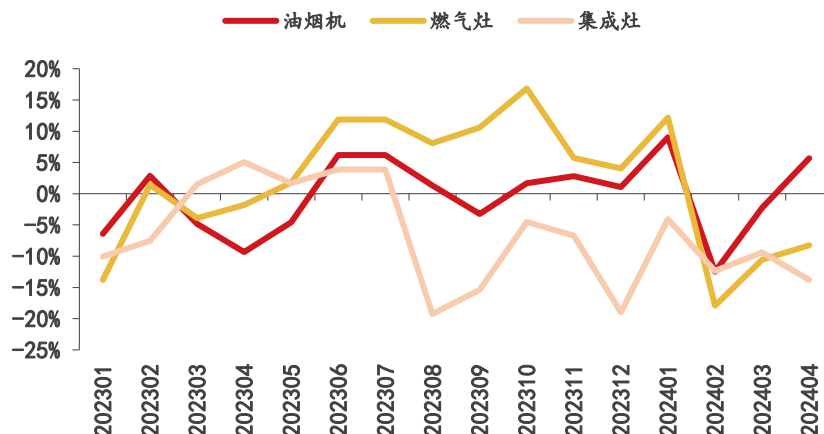
图50. 油烟机线上渠道 2023 年各吸力机型品牌均价



资料来源: 奥维, 国投证券研究中心

厨电行业整体盈利能力同比下降。2024Q1 行业净利率同比有所下降，主要是毛利率同比下降所致，部分集成灶企业毛利率同比降幅较大。我们认为，行业毛利率下降主要是因为行业景气下降，企业推出高性价比机型来提升竞争力。奥维云网数据显示，集成灶线上均价从 2023 年下半年开始同比下降，烟灶产品均价在 2024M2-3 亦同比有所下降。部分企业销售费用率同比提升，我们认为主要因收入规模下降及市场竞争压力变大影响。

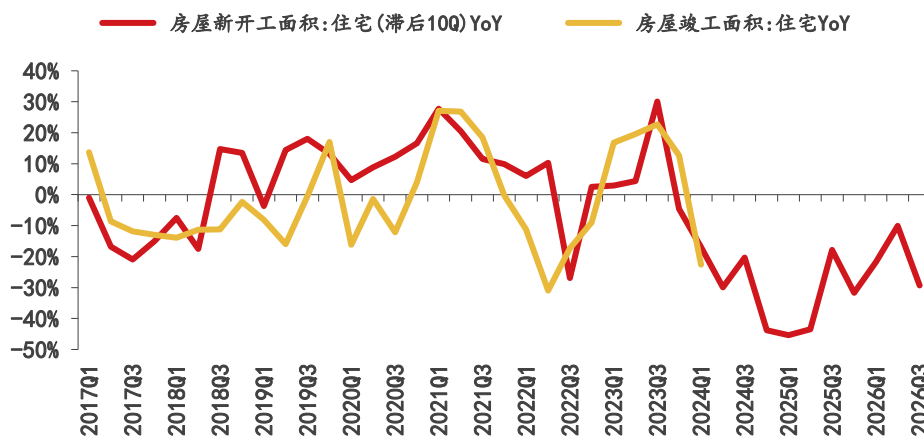
图51. 厨电产品线上均价同比变化



资料来源：奥维云网，国投证券研究中心

竣工面积下降，行业需求或承压。竣工一般滞后于新开工两年左右，根据过去两年以来的新开工数据，2024~2025 年竣工面积将面临下降压力。因此受竣工面积下降影响，我们判断厨电行业需求或承压。需求承压下，企业盈利能力及现金流亦可能受影响，我们需密切关注公司经营现金流及产品均价情况。尽管行业景气波动，但部分企业因治理改善及渠道优化呈现了高于行业的增速。

图52. 住宅新开工面积（滞后 10Q）及竣工面积季度同比增速



资料来源：Wind，国投证券研究中心

7. 投资建议

我们推荐白电头部企业、出口链标的、黑电产业链标的：1) 白电头部企业经营稳健，外销有望延续良好景气，股息率将维持较高水平。我们推荐美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电。2) 欧美消费整体呈恢复趋势，我国家电对拉美、东南亚的出口景气向好，TCL 智家、石头科技、新宝股份等出口链标的值得关注。3) 2024 年为全球体育赛事大年，全球电视需求有望回暖，我们建议关注黑电龙头海信视像。长期来看，家电出口业务将迎来价值重估，可参见深度报告《对比海外同行，我国家电如何突破估值洼地？—海外业务的三维估值体系》。

表22：个股盈利预测表

公司	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
美的集团	64.5	5.43	6.02	6.50	11.9	10.7	9.9	买入-A
海尔智家	30.2	2.03	2.30	2.53	14.9	13.2	12.0	买入-A
格力电器	40.4	5.67	6.01	6.60	7.1	6.7	6.1	买入-A
海信家电	37.7	2.47	2.86	3.21	15.3	13.2	11.7	买入-A
老板电器	23.8	1.96	2.15	2.40	12.1	11.1	9.9	买入-A
华帝股份	7.2	0.73	0.87	1.01	10.0	8.3	7.2	买入-A
海信视像	27.3	1.77	2.01	2.29	15.4	13.6	11.9	买入-A
石头科技	411.5	18.69	21.56	23.85	22.0	19.1	17.3	买入-A
科沃斯	50.3	2.44	2.80	3.04	20.6	18.0	16.6	买入-A

资料来源：公司公告，国投证券研究中心测算

注：收盘价、PE 计算时间为 2024 年 6 月 17 日

8. 风险提示

1) 原材料价格大幅上涨风险

家电产品最为主要的原材料为铜、铝、塑料、五金等，其采购价格与大宗商品的价格波动密切相关。如果原材料价格出现超出预期的波动，将对企业的生产经营产生不利影响。

2) 地产政策变化风险

白电、厨电等品类的家电消费与住宅销售的相关性较大。地产政策收紧将影响住宅商品房的销售，进而影响家电销售情况。

3) 人民币大幅升值的风险

汇率波动将影响出口型企业的盈利能力。如果公司不能采取有效措施规避人民币升值风险，则公司盈利能力将面临汇率波动影响的风险。

4) DDM 模型测算及假设不及预期的风险

本文 DDM 模型的假设为 0% 永续增长率、90% 分红率。如果白电企业未来的永续增长率、分红率达不到假设条件，可能会对 DDM 模型的测算结果带来较大的误差。

9. 附录：家电行业及子行业财务指标

下表为我们跟踪的家电个股及子板块分类：

表23：家电子板块个股

子板块	行业个股						
白电	美的集团	格力电器	海尔智家	海信家电	海容冷链	TCL 智家	澳柯玛
	惠而浦	长虹美菱	春兰股份	申菱环境	绿岛风		
黑电	海信视像	极米科技	光峰科技	兆驰股份	创维数字	深康佳 A	四川长虹
	视源股份	鸿合科技	康冠科技				
厨电	老板电器	火星人	浙江美大	华帝股份	万和电气	长青集团	亿田智能
	帅丰电器	日出东方	融捷健康	奥普家居			
小家电	苏泊尔	九阳股份	爱仕达	奋达科技	新宝股份	莱克电气	哈尔斯
	飞科电器	荣泰健康	奥佳华	汉宇集团	科沃斯	小熊电器	石头科技
	公牛集团	北鼎股份	九号公司	安克创新	倍轻松	春光科技	比依股份
	欧圣电气	富佳股份	德昌股份	利仁科技	德尔玛		
照明	欧普照明	佛山照明	阳光照明	珈伟新能	*ST 雪莱	*ST 长方	
上游	三花智控	和而泰	海立股份	三星新材	盾安环境	立霸股份	星帅尔
	长虹华意	金海高科	顺威股份	亿利达	奇精机械	科力尔	英华特

资料来源：国投证券研究中心

家电行业财务指标：

表24：行业及子板块财务指标

(%)		白电	黑电	厨电	小家电	照明	上游	合计
收入 YoY	2023Q1	6.2	-2.7	-2.9	-7.5	-3.7	12.2	3.2
	2023Q2	9.2	-1.0	7.6	4.3	-0.3	17.2	7.4
	2023Q3	8.4	-0.2	9.2	13.4	6.2	14.8	7.8
	2023Q4	13.7	5.7	6.1	10.7	3.8	-5.8	10.4
	2024Q1	9.3	2.8	3.5	16.0	10.1	8.6	8.8
归母净利润 YoY	2023Q1	13.9	15.0	7.6	-6.5	86.0	49.9	12.3
	2023Q2	17.6	-22.0	13.3	14.3	14.4	2.0	13.5
	2023Q3	14.0	-30.2	19.8	6.5	21.7	4.6	8.5
	2023Q4	28.2	-29.7	-9.1	12.9	-0.9	-12.8	19.4
	2023Q3	16.0	-44.5	-0.6	20.1	20.5	-7.4	9.9
毛利率	2023Q1	25.3	14.8	39.2	34.2	26.8	16.9	24.4
	2023Q2	27.5	15.2	40.8	34.8	28.4	18.3	26.3
	2023Q3	28.0	15.7	41.0	34.3	30.1	20.6	26.7
	2023Q4	30.0	15.6	39.9	35.6	30.5	21.8	28.1
	2024Q1	26.8	14.2	38.5	34.8	27.7	17.5	25.6
销售费用率	2023Q1	9.9	5.3	19.1	14.0	9.8	1.9	9.3
	2023Q2	10.3	5.6	17.2	15.1	10.4	2.1	9.7
	2023Q3	10.6	5.2	18.9	13.5	11.6	2.2	9.8
	2023Q4	12.4	5.7	19.8	16.4	11.7	3.4	11.5
	2024Q1	10.2	5.2	18.8	14.1	10.5	2.0	9.6
管理费用率	2023Q1	3.2	2.6	4.8	4.4	6.0	4.0	3.4
	2023Q2	3.1	2.4	4.4	3.9	5.5	3.9	3.2
	2023Q3	3.6	2.2	4.9	4.0	5.5	4.8	3.5
	2023Q4	4.6	2.7	5.8	4.2	6.5	6.6	4.4

	2024Q1	3.3	2.5	5.0	4.4	6.1	4.6	3.4
研发费用率	2023Q1	3.7	3.9	3.5	4.8	5.3	4.0	3.9
	2023Q2	3.2	4.0	3.6	4.7	4.5	4.4	3.6
	2023Q3	3.6	3.8	3.3	4.4	5.3	4.8	3.8
	2023Q4	4.3	3.8	3.6	4.8	5.3	4.5	4.3
	2024Q1	3.7	3.7	3.8	5.0	4.8	4.1	3.9
财务费用率	2023Q1	-0.5	0.3	0.1	0.6	0.3	0.8	-0.2
	2023Q2	-0.9	-0.6	-0.5	-2.9	-2.6	-1.6	-1.1
	2023Q3	-0.6	0.4	-0.1	0.0	-0.3	1.2	-0.3
	2023Q4	-0.7	0.2	-0.2	0.0	-0.1	0.2	-0.4
	2024Q1	-0.1	0.3	-0.4	-0.6	-0.3	0.2	-0.1
净利率	2023Q1	7.5	3.7	10.8	9.7	4.1	6.2	7.1
	2023Q2	9.4	2.6	14.5	12.1	8.3	7.5	8.7
	2023Q3	8.9	3.2	12.3	9.9	5.9	6.0	8.0
	2023Q4	8.4	0.7	7.1	8.9	5.5	6.2	6.9
	2024Q1	8.0	2.0	10.4	10.0	4.4	5.3	7.2
ROE	2023Q1	4.5	2.3	2.7	3.4	1.1	3.1	3.8
	2023Q2	6.6	1.8	4.5	5.2	2.7	4.2	5.4
	2023Q3	5.6	2.3	3.7	4.4	1.8	2.7	4.6
	2023Q4	4.6	0.5	2.3	4.1	1.7	2.5	3.7
	2024Q1	4.6	1.2	2.5	3.7	1.2	2.5	3.7
对上游占款 YoY	2023Q1	-7.0	7.3	-2.6	-2.3	-7.2	12.7	-3.4
	2023Q2	-3.6	16.4	4.4	-1.8	1.1	10.2	0.4
	2023Q3	2.9	10.5	11.8	20.7	8.5	17.5	6.6
	2023Q4	4.8	16.9	18.0	16.9	10.4	19.3	9.0
	2024Q1	10.8	17.0	14.3	17.8	9.5	19.8	13.0
被下游占款 YoY	2023Q1	9.2	-5.5	-3.1	-6.3	-11.9	10.9	4.6
	2023Q2	6.5	12.0	-2.7	-2.9	-4.8	17.8	7.4
	2023Q3	2.2	11.9	5.5	11.9	-2.1	20.0	6.4
	2023Q4	-2.0	14.3	7.0	8.5	5.3	13.4	3.8
	2024Q1	6.6	10.3	3.8	12.3	3.9	13.2	8.1
预收款 YoY	2023Q1	12.9	-12.3	-7.2	4.0	21.6	3.6	8.3
	2023Q2	39.3	6.4	-6.8	2.7	5.2	-10.7	29.8
	2023Q3	21.4	8.1	-6.1	-10.2	18.2	1.9	14.5
	2023Q4	20.4	-1.6	2.6	-4.9	38.3	50.9	12.8
	2024Q1	5.3	-16.6	3.4	7.1	-9.8	20.2	0.1
经营现金净流入 YoY	2023Q1	144.6	32.6	309.2	141.4	146.4	90.3	319.1
	2023Q2	49.4	-38.6	60.6	13.8	-21.0	-6.7	28.3
	2023Q3	37.2	-39.1	11.9	9.7	71.1	95.9	22.2
	2023Q4	122.8	-19.5	0.9	-1.0	-20.8	13.6	56.4
	2024Q1	-50.1	-42.1	-46.0	18.2	-144.6	-279.2	-49.4

资料来源：Wind，国投证券研究中心

说明：对上游占款包括应付票据及应付款；被下游占款包括应收账款、应收票据、应收款项融资；预收款包含预收款项和新会计准则下列示的“合同负债”科目。下文所涉及同一概念的，均按照此方式处理。

表25：家电行业个股收入增速（按 2024Q1 收入增速排序）

公司	23Q4 收入 YoY	24Q1 收入 YoY	公司	23Q4 收入 YoY	24Q1 收入 YoY	公司	23Q4 收入 YoY	24Q1 收入 YoY
石头科技	32.6%	58.7%	奋达科技	23.8%	12.5%	创维数字	0.7%	-2.5%
哈尔斯	32.4%	58.6%	莱克电气	-6.0%	11.7%	光峰科技	-15.4%	-3.0%
九号公司-WD	8.2%	54.2%	融捷健康	17.1%	11.4%	海容冷链	20.2%	-4.3%
德昌股份	60.0%	46.1%	兆驰股份	9.9%	11.1%	小熊电器	-1.8%	-4.6%
立霸股份	34.8%	44.3%	海信视像	8.8%	10.6%	北鼎股份	-28.4%	-6.5%
欧圣电气	51.1%	33.8%	美的集团	10.0%	10.2%	极米科技	-15.3%	-6.6%
康冠科技	95.0%	30.8%	奥普家居	3.2%	10.1%	金海高科	-25.5%	-8.4%
安克创新	21.4%	30.1%	九阳股份	-12.9%	9.2%	长方集团	-31.6%	-8.7%
海立股份	-11.3%	29.7%	阳光照明	-8.1%	8.7%	奥佳华	-3.7%	-11.1%
倍轻松	34.9%	28.6%	苏泊尔	14.4%	8.4%	春光科技	-32.1%	-11.2%
TCL 智家	23.6%	24.6%	德尔玛	-12.2%	7.7%	惠而浦	12.9%	-11.3%
万和电气	9.0%	23.5%	科沃斯	-4.4%	7.4%	飞科电器	16.7%	-14.5%
新宝股份	30.7%	22.8%	盾安环境	1.4%	7.3%	三星新材	3.7%	-15.2%
珈伟新能	169.6%	22.5%	申菱环境	-2.3%	6.8%	比依股份	-32.8%	-15.4%
海信家电	21.1%	20.9%	海尔智家	6.8%	6.0%	火星人	-10.5%	-15.4%
和而泰	30.8%	20.5%	欧普照明	10.5%	5.3%	鸿合科技	-4.1%	-15.6%
视源股份	-3.1%	19.6%	绿岛风	44.0%	5.2%	日出东方	12.7%	-16.3%
顺威股份	-9.2%	19.2%	长青集团	0.1%	5.0%	利仁科技	-41.6%	-18.9%
长虹美菱	5.0%	18.2%	汉宇集团	3.6%	4.0%	星帅尔	-15.0%	-19.3%
英华特	20.8%	17.3%	荣泰健康	25.8%	3.9%	浙江美大	-5.7%	-19.4%
爱仕达	-9.4%	16.2%	四川长虹	8.0%	3.6%	长虹华意	-32.0%	-21.2%
科力尔	11.6%	15.8%	澳柯玛	-9.2%	3.0%	帅丰电器	-12.7%	-33.0%
华帝股份	15.5%	15.6%	老板电器	7.7%	2.8%	亿田智能	-9.6%	-44.5%
奇精机械	4.1%	14.9%	格力电器	17.7%	2.5%	深康佳 A	-40.7%	-46.5%
佛山照明	1.1%	14.8%	富佳股份	5.7%	1.9%	春兰股份	47.1%	-79.1%
公牛集团	13.3%	14.1%	雪莱特	-23.2%	-0.2%			
三花智控	-2.9%	13.4%	亿利达	-13.3%	-1.0%			

资料来源：Wind，国投证券研究中心

表26: 家电行业个股归母净利润增速 (按 2024Q1 归母净利润增速排序)

公司	23Q4 归母净 利润 YoY	24Q1 归母净 利润 YoY	公司	23Q4 归母净 利润 YoY	24Q1 归母净 利润 YoY	公司	23Q4 归母净 利润 YoY	24Q1 归母净 利润 YoY
倍轻松	48.0%	956.1%	长虹华意	-26.1%	27.0%	小熊电器	-11.1%	-8.5%
哈尔斯	276.2%	781.6%	长虹美菱	194.2%	26.9%	科沃斯	-98.5%	-8.7%
九号公司-WD	279.9%	675.3%	佛山照明	856.6%	26.4%	创维数字	32.8%	-9.5%
长青集团	-50.0%	247.8%	公牛集团	27.8%	26.3%	惠而浦	-35.1%	-9.9%
光峰科技	-190.3%	226.2%	新宝股份	105.1%	24.7%	阳光照明	33.5%	-11.1%
爱仕达	-228.8%	152.7%	欧普照明	-4.6%	23.5%	浙江美大	26.9%	-23.3%
欧圣电气	86.9%	126.7%	申菱环境	-248.9%	21.9%	火星人	-74.2%	-24.5%
四川长虹	-13.6%	111.8%	汉宇集团	67.0%	21.0%	海信视像	-18.3%	-24.8%
德昌股份	64.9%	102.3%	海尔智家	13.2%	20.2%	康冠科技	13.2%	-26.7%
石头科技	110.3%	95.2%	奋达科技	-264.5%	20.0%	利仁科技	-56.7%	-28.1%
富佳股份	-9.5%	94.7%	和而泰	-102.8%	18.1%	视源股份	-35.7%	-37.2%
融捷健康	107.5%	86.1%	星帅尔	90.0%	17.2%	飞科电器	138.0%	-43.8%
长方集团	47.8%	82.4%	格力电器	43.9%	13.8%	帅丰电器	-19.3%	-44.5%
海立股份	578.8%	76.1%	美的集团	18.1%	11.9%	三星新材	-138.2%	-49.7%
亿利达	-112.2%	74.7%	奥普家居	20.0%	9.8%	极米科技	-80.0%	-72.6%
荣泰健康	32.2%	67.3%	鸿合科技	84.9%	9.4%	奥佳华	-75.9%	-73.9%
海信家电	12.7%	59.5%	兆驰股份	19.4%	8.3%	科力尔	-55.3%	-76.1%
奇精机械	-10.8%	39.2%	英华特	-2.5%	8.2%	比依股份	-43.9%	-78.1%
顺威股份	-20.4%	38.4%	三花智控	-19.5%	7.7%	珈伟新能	-80.6%	-83.9%
莱克电气	53.5%	36.0%	苏泊尔	7.8%	7.2%	立霸股份	-60.3%	-87.0%
万和电气	66.1%	34.7%	九阳股份	0.9%	7.1%	亿田智能	-91.9%	-88.9%
华帝股份	163.6%	34.6%	澳柯玛	-804.7%	5.4%	春兰股份	51.9%	-97.0%
雪莱特	-106.1%	31.1%	老板电器	6.2%	2.5%	春光科技	-177.1%	-124.3%
绿岛风	325.3%	29.9%	安克创新	28.3%	1.6%	日出东方	-84.2%	-386.7%
盾安环境	43.1%	28.9%	德尔玛	-90.4%	0.5%	深康佳 A	9.9%	-434.5%
北鼎股份	-6.2%	28.3%	海容冷链	140.1%	-1.7%			
TCL 智家	39.3%	27.8%	金海高科	160.4%	-6.4%			

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

表27: 海外业务占比较高的公司名单

美的集团	海尔智家	格力电器	创科实业	海信家电	海信视像	苏泊尔	海立股份
科沃斯	泉峰控股	新宝股份	巨星科技	九号公司	莱克电气	奥马电器	石头科技
万和电气	奥佳华	华帝股份	格力博	奋达科技	海容冷链	富佳股份	荣泰健康
德昌股份	比依股份	大叶股份	欧圣电气	英华特			

资料来源: 国投证券研究中心

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034