国联证券
GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

行业研究|行业专题研究|家用电器

从海外龙头2024Q2财报评估家电外销走势

2024年08月21日

报告要点

海外家电二季度总体呈恢复趋势。出货端，2024Q2 美国、西欧、东欧核心家电的出货量分别同比-3%、0%及+4%，增速环比分别+4、-1 及+7pct。零售方面，美国正逐步恢复至中枢以上，库存仍在低位，欧洲恢复相对缓慢。企业方面，多数公司 2024Q2 收入增速和盈利能力有改善，全年预期平稳，拉美景气度较高，欧美弱改善。中国家电出口，2024Q2 出口量同比增长 26%，美元计出口额同比增长 17%，人民币计出口额同比增长 20%。新兴市场表现强劲，欧美复苏、低库存、降息的背景下，我们预计中国家电出口大概率将持续超越中枢。

分析师及联系人



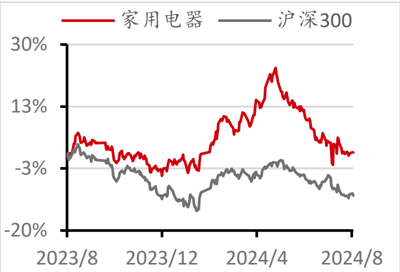

管泉森	孙珊	贺本东	蔡奕娴
SAC：S0590523100007	SAC：S0590523110003	SAC：S0590523110005	

家用电器

从海外龙头2024Q2财报评估家电外销走势

投资建议：强于大市（维持）
上次建议：强于大市

相对大盘走势



相关报告

1、《家用电器：韧性时代：关税周期中的挑战与底气》2024.08.15

2、《家用电器：从湖北样板看以旧换新落地路径》2024.08.13

扫码查看更多

➢ 海外家电需求——美国不弱，欧洲不强

出货方面，2024Q2美国、西欧、东欧核心家电的季度出货量分别同比增长4%、同比下滑3%及同比基本持平。过去十年，美国家电季度出货同比增速均值及中位数为2.8%/2.0%，西欧为-0.5%及0%，东欧为-0.5%及2.0%。目前美国家电出货有超越10年中枢迹象，东欧在10年中枢附近，西欧仍低于10年中枢。零售方面，销量角度看，美国家电零售正逐步恢复至中枢以上，库存仍低，暂无补库存迹象。欧洲暂缺细分指标，但从偏宏观的欧洲整体零售表现看，仍在中枢以下，恢复较慢。

➢ 我国家电出口——大概率仍超越中枢

海关口径下2024Q2我国家电出口量同比增长26%，美元出口额同比增长17%，人民币出口额同比增长20%。预计2024年下半年家电出口大概率仍将超越中枢（同比增长中个位数），核心逻辑：1）据排产数据，2024Q3空调出口预计同比增长超过20%，冰洗出口预计同比增长5%-10%，年内排产预测对最终出口总体仍有低估；2）目前担心家电短期出口数据的最核心逻辑仍是基数在走高，但Q2冰洗已经经历了一定程度的压力测试，且2022H2产业大幅下滑，2023H2增速有“虚高”；3）成熟市场需求改善且库存不高；4）若后续关税预期强化，会有“抢出口”行为。

➢ 海外龙头2024Q2——收入改善，预期平稳

多数公司2024Q2收入增速和盈利能力有改善，全年预期平稳，拉美景气度较高，欧美弱改善。1)收入多有提速,除iRobot和Delonghi，其余13家中，8家提速，5家延续;2)品类上，暖通空调总体仍优于消费电器,欧美消费电器仍是弱复苏状态，暖通空调持续实现较好增长，Carrier和Trane订单表现十分强劲，北美家空增速全面恢复;3)区域上，拉美景气高，北美优于欧洲，亚太偏弱,Whirlpool上调了拉美产业增速预期;4)量价上，多数实现量增，HVAC&R龙头mix/price延续向上趋势，消费电器mix/price仍有压力,竞争激烈；5）盈利上多有改善，消费电器由销量恢复和内部降本贡献，价格仍有拖累，原材料成本对盈利的影响趋于中性。

➢ 业绩确定性较强，维持“强于大市”评级

当前时点，我们认为家电兼具高赔率及高胜率，核心逻辑在于：1）内销有政策，本轮“以旧换新”政策或从根本上解决了“钱”的问题，且体量和补贴力度都超过“家电下乡”，政策目前仍在落地阶段，部分省已开始推进，预计8月底或9月将迎来全面铺开，我们认为届时终端或有较为积极反馈；2）外销大概率仍将超越中枢，新兴市场强劲，欧美弱复苏，库存低位，且步入降息周期。3）估值仍处在历史底部区间，通常“估值不高+业绩确定”的情况下进入后段都会有不错行情。综上所述，维持行业“强于大市”评级，推荐白电龙头美的集团、格力电器、海尔智家，厨电华帝股份，黑电海信视像，关注海信家电等二线白电、石头科技等标的。

风险提示： 政策兑现不及预期；关税预期引起出口节奏波动；原材料成本大幅上涨。

正文目录

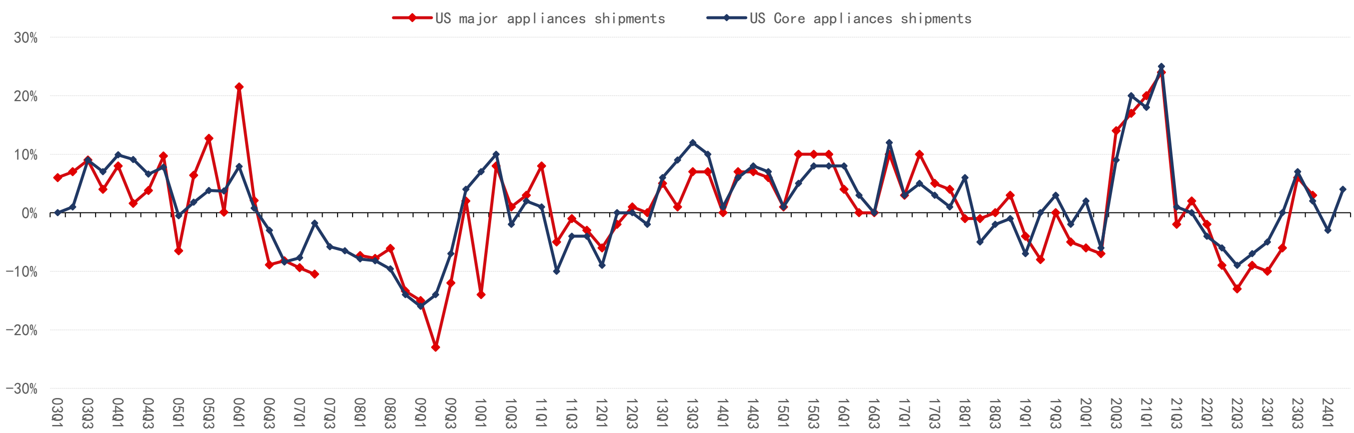
图表目录

"从海外龙头财报评估家电外销走势"系列报告，持续梳理海外消费电器及暖通空调上市公司经营表现及经营预期，对家电外需判断有一定参考意义[1]。

1. 海外家电需求——美国不弱，欧洲不强

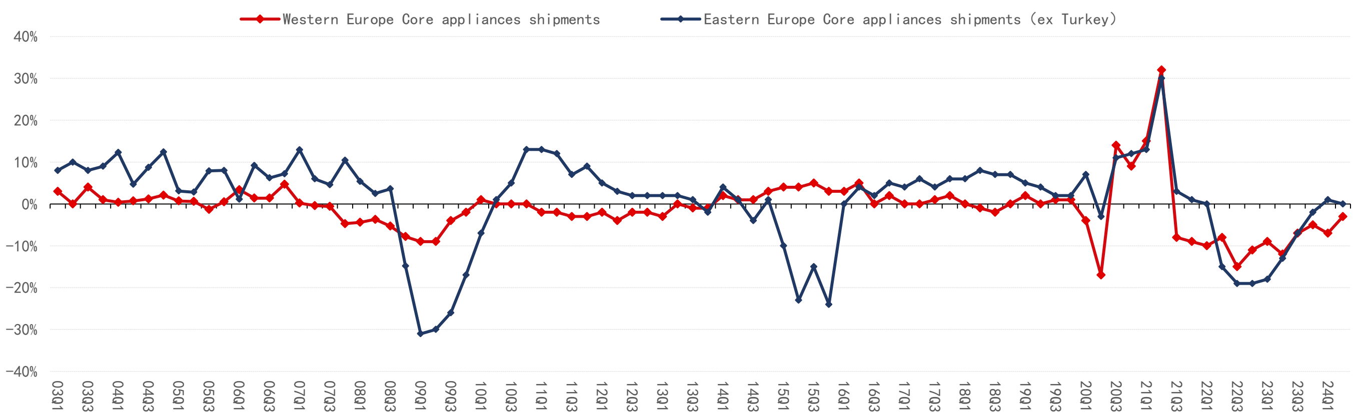
出货方面，2024Q2 美国、西欧、东欧核心家电[2]出货量季度分别同比增长 4%、同比下滑 3%及基本持平。结合过去十年的家电出货季度增速来看，美国的均值及中位数为 2.8%/2.0%，西欧为-0.5%及 0%，东欧为-0.5%及 2.0%。**目前美国家电出货有超越 10 年中枢迹象，东欧在 10 年中枢附近，西欧仍低于 10 年中枢水平。**

图表1：2024Q2 美国核心家电出货量同比增长 4%



资料来源：AHAM，国联证券研究所整理

图表2：2024Q2 西欧核心家电出货量同比下降 3%

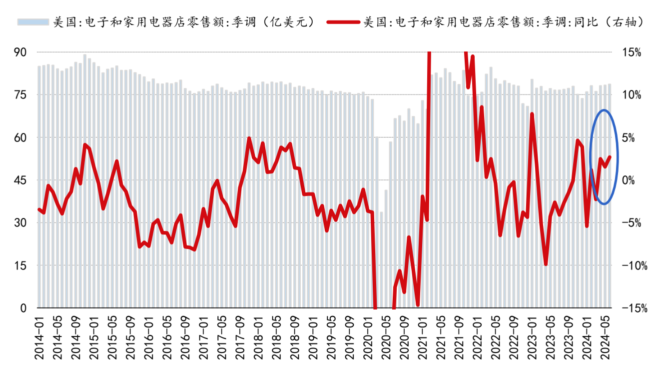


资料来源：Electrolux，国联证券研究所整理

1 由于土耳其通胀超过 80%，为避免干扰，本报告未将重要海外家电企业 Arcelik 包括在内。
2 Washers，Dryers，Dishwashers，Refrigerators，Freezers，Ranges，Ovens and Cooktops。

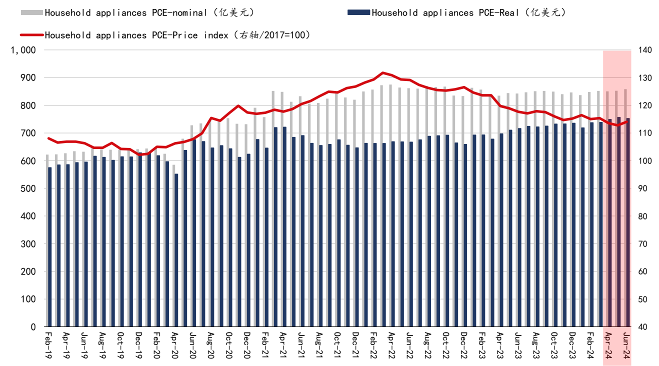
零售方面，美国 2024Q2 电子和家用电器零售店销售额同比增长 2.2%，好于 2024Q1，也高于过去 10 年中枢；同时，根据美国国民经济分析局估算数据，美国居民家用电器名义支出也结束了连续 5 个季度下滑走势，于 2024Q2 首次迎来正增长；另外，从美国商务部披露的家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存数据来看，目前美国零售库销比约为 1.60，2022Q4 高点为 1.83，零售端至今暂无补库存情形。总体来看，**销量角度，美国家电零售正逐步恢复至中枢以上，库存仍在低位，但暂无补库存迹象。欧洲我们缺乏家电细分零售数据，从偏宏观的欧洲整体的零售表现来看，仍处在中枢以下，恢复之路较为曲折，这跟家电出货数据的结论一致。**

图表3：美国家电相关零售 2024Q2 有所提速



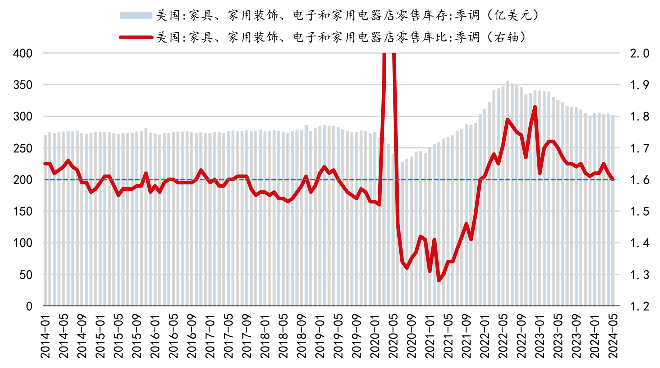
资料来源：Wind，美国商务部，国联证券研究所

图表4：美国居民家电名义支出结束连续 5 个季度同比下滑走势



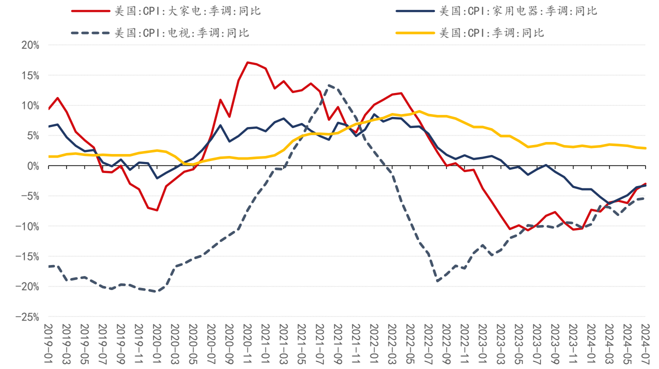
资料来源：BEA，国联证券研究所

图表5：美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库销比仍在低位



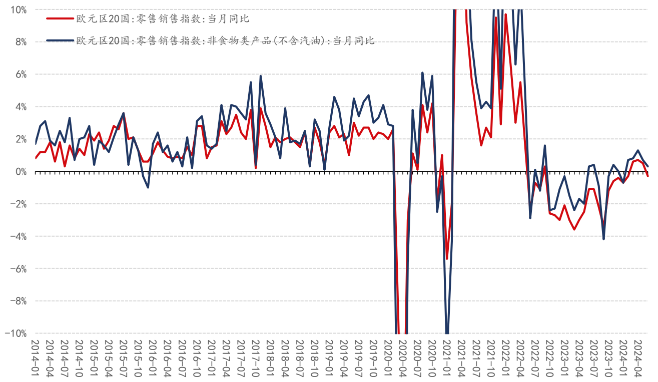
资料来源：Wind，美国商务部，国联证券研究所

图表6：今年以来美国家电 CPI 降幅由大个位数逐步收窄至小个位数



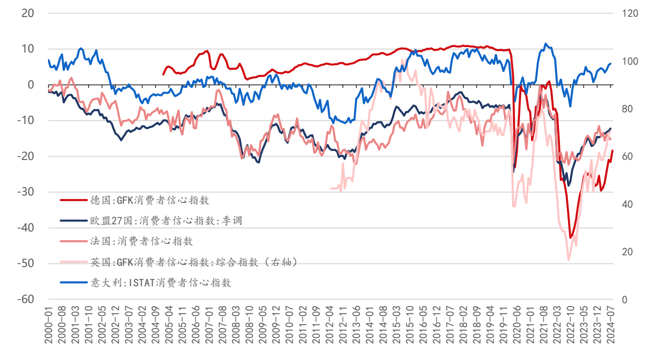
资料来源：美国劳工部，国联证券研究所

图表7：欧元区零售偏弱，目前增速0左右，疫情前中枢略超2%



资料来源：Wind，欧盟统计局，国联证券研究所

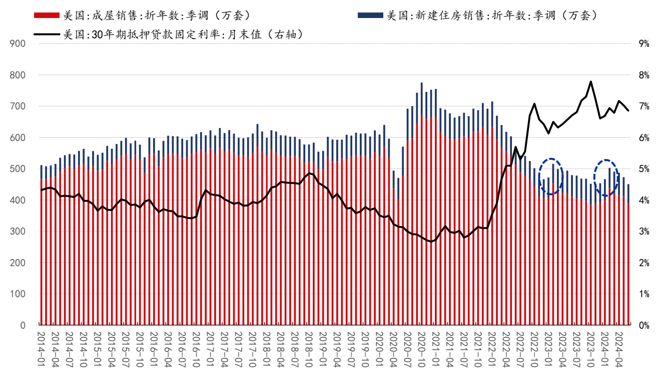
图表8：欧洲消费者信心较疫情前仍有差距但在持续恢复



资料来源：Wind，欧盟统计局，国联证券研究所

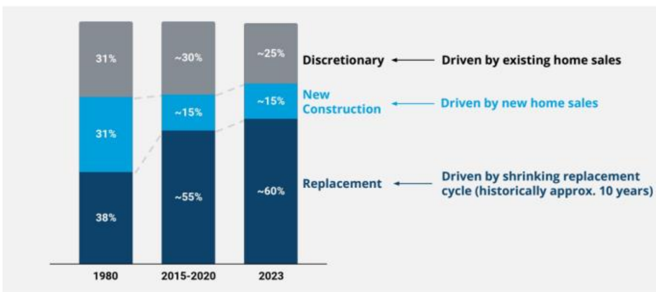
后续来看，进入降息周期后，欧美家电需求端的支撑在走强。美国家电销量中，约15%跟新建住宅相关，25%跟二手房相关，60%是更新需求。降息周期中新房和二手房销售预计都会受益；同时上一轮金融危机后，美国家电销售也经历了较长时间快速增长，更新需求也在稳健扩张；综上，**我们维持对欧美市场家电需求持续改善的判断。**

图表9：降息有利于美国地产销售



资料来源：Wind，美国商务部，国联证券研究所

图表10：美国家电需求中约15%与新房相关，25%与二手房相关

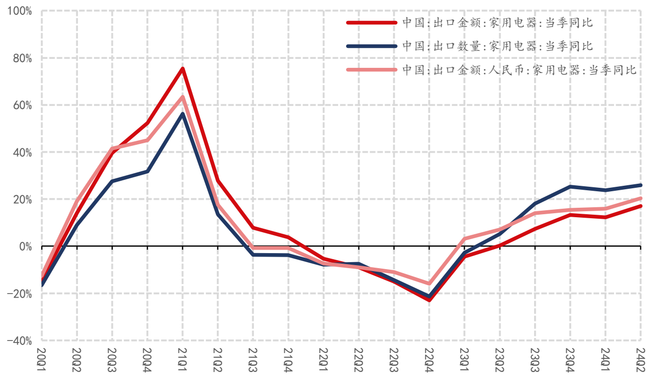


资料来源：Whirlpool，国联证券研究所

2. 我国家电出口——大概率仍超越中枢

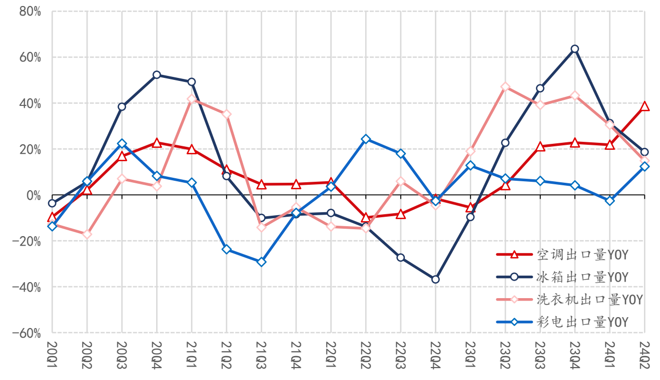
2024Q2海关口径下我国家用电器出口量同比增长26%，美元出口额同比增长17%，人民币出口额同比+20%，景气度较高，出口额增速较前两个季度略有提升，出口量增速近3个季度均在25%左右。产业在线数据显示，2024Q2我国空调、冰箱、洗衣机及彩电出口量分别同比增长39%、增长19%、增长15%及增长12%，空调和彩电均有提速，冰箱和洗衣机2023Q2出口增速分别为同比增长23%及同比增长47%，基数较高使得期内出口增速略有放缓，但仍在15%~20%。目前，市场比较担心外销后续因走高而失速，冰洗Q2的表现或能打消部分疑虑。

图表11：2024Q2 我国家电人民币出口额同比+20%



资料来源：Wind，海关总署，国联证券研究所

图表12：2024Q2 空冰洗彩出口量分别同比+39%/+19%/+15%/+12%



资料来源：产业在线，国联证券研究所

分区域来看，2024Q2 出口增长最好的区域依旧是拉美，面向欧美出口的大多数品类涨势良好，其中空调提速明显，北美洗衣机出口增速走弱；亚洲区域仅空调出口呈高增态势，其余品类相对平稳。关于海外具体区域的出口增长逻辑，敬请参阅《基于区域拆分看出口景气持续性》、《新兴市场的来路与征程》。

图表13：大家电分区域月度出口增速

23M4-24M6空调分地区出口量月度同比增速

	202304	202305	202306	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	202402	202403	202404	202405	202406
总计	6%	3%	15%	-6%	42%	27%	48%	24%	23%	28%	14%	4%	16%	37%	47%
亚洲	15%	3%	21%	-6%	41%	23%	28%	15%	21%	47%	7%	24%	19%	39%	33%
非洲	38%	43%	54%	-24%	64%	39%	62%	30%	23%	33%	19%	-25%	-8%	23%	34%
欧洲	-16%	-11%	2%	-18%	-16%	-36%	6%	-4%	14%	21%	8%	5%	47%	27%	30%
拉丁美洲	43%	47%	7%	24%	74%	76%	119%	88%	144%	101%	96%	28%	13%	32%	114%
北美洲	-13%	-39%	-1%	-41%	38%	6%	-7%	-42%	-40%	-31%	0%	-33%	-21%	64%	42%
大洋洲	-20%	-5%	-40%	-46%	-13%	2%	60%	72%	92%	13%	-5%	32%	13%	136%	126%

23M4-24M6冰箱冰柜分地区出口量月度同比增速

	202304	202305	202306	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	202402	202403	202404	202405	202406
总计	0%	18%	25%	26%	34%	57%	57%	66%	63%	46%	43%	20%	22%	22%	29%
亚洲	34%	19%	19%	8%	8%	21%	20%	32%	37%	41%	9%	-6%	-13%	4%	6%
非洲	34%	40%	50%	20%	73%	69%	50%	107%	90%	34%	90%	14%	9%	-8%	-11%
欧洲	10%	36%	63%	71%	43%	67%	36%	30%	60%	29%	57%	22%	30%	26%	28%
拉丁美洲	2%	113%	62%	100%	120%	104%	155%	176%	115%	105%	126%	75%	103%	67%	69%
北美洲	-32%	-9%	-5%	3%	22%	69%	93%	118%	82%	57%	30%	31%	35%	29%	58%
大洋洲	-23%	-27%	-28%	-25%	23%	7%	39%	17%	33%	36%	45%	13%	9%	3%	7%

23M4-24M6洗衣机分地区出口量月度同比增速

	202304	202305	202306	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	202402	202403	202404	202405	202406
总计	51%	49%	56%	28%	48%	56%	43%	46%	37%	54%	34%	17%	18%	19%	18%
亚洲	51%	31%	28%	-6%	8%	38%	16%	16%	9%	36%	0%	2%	10%	13%	2%
非洲	99%	53%	73%	103%	194%	148%	54%	120%	47%	93%	131%	-4%	-2%	12%	4%
欧洲	67%	77%	113%	68%	71%	49%	53%	58%	71%	61%	63%	33%	28%	16%	16%
拉丁美洲	38%	75%	65%	62%	123%	61%	98%	100%	85%	98%	90%	58%	37%	52%	76%
北美洲	23%	52%	132%	110%	50%	208%	82%	100%	27%	61%	39%	8%	-2%	-17%	2%
大洋洲	-8%	-11%	-13%	-14%	14%	61%	89%	92%	97%	34%	-3%	1%	43%	38%	25%

23M4-24M6电视分地区出口量月度同比增速

	202304	202305	202306	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	202402	202403	202404	202405	202406
总计	6%	2%	13%	1%	4%	12%	6%	1%	8%	-4%	9%	-6%	15%	19%	5%
亚洲	-2%	-7%	21%	2%	6%	2%	-1%	-13%	1%	-9%	-5%	-1%	6%	18%	-21%
非洲	-7%	-21%	-22%	-32%	-31%	-15%	-14%	-1%	3%	-7%	41%	-25%	-14%	-5%	-6%
欧洲	47%	48%	101%	49%	4%	12%	21%	5%	19%	-9%	13%	-6%	28%	24%	-13%
拉丁美洲	19%	12%	9%	10%	11%	13%	-9%	-1%	1%	0%	24%	6%	26%	14%	31%
北美洲	-8%	22%	-2%	-15%	32%	109%	47%	45%	20%	0%	-7%	-15%	26%	52%	52%
大洋洲	-35%	-49%	-23%	-15%	-8%	-31%	26%	1%	59%	66%	-11%	6%	39%	56%	40%

资料来源：海关总署，国联证券研究所整理

后续来看，我们预计下半年家电出口大概率仍将超越中枢（同比中个位数增长），有不小的概率会显著超越中枢。核心逻辑如下：1）据产业在线排产数据，2024Q3 空调出口预计同比增长 20%以上，冰洗出口预计同比增长 5%-10%，年内来看，这一数据总体对最终的出口仍有低估；2）目前担心家电短期出口数据的最核心逻辑仍是基数在走高，但 Q2 冰洗已经经历了一定程度的压力测试，且考虑到 2022 年下半年产业大幅下滑，2023 年下半年的增速有“虚高”成分，绝对值仍低于 2021 年下半年；3）如上所述，欧美成熟市场需求总体呈改善趋势，且库存低位；4）若后续关税预期进一步强化，会有“抢出口”行为，具体可参考最新的深度分析《韧性时代：关税周期中的挑战与底气》。

图表14：排产显示 2024Q3 空调出口同比增长超 20%，冰洗同比增长 5%-10%

预测时点/预测月份	1月预测	2月预测	3月预测	4月预测	5月预测	6月预测	7月预测	8月预测	空调实际出口量YOY
2024-01	48%	48%							51%
2024-02	-13%	-10%	-10%						-9%
2024-03	4%	7%	24%	24%					27%
2024-04		7%	19%	28%	29%				35%
2024-05			6%	17%	34%	34%			37%
2024-06				3%	17%	31%	31%		46%
2024-07					5%	11%	34%	37%	-
2024-08						2%	15%	26%	-
2024-09							8%	16%	-
2024-10								4%	-

预测时点/预测月份	1月预测	2月预测	3月预测	4月预测	5月预测	6月预测	7月预测	8月预测	冰箱实际出口量YOY
2024-01	26%	28%							36%
2024-02	12%	14%	14%						41%
2024-03	14%	14%	22%	26%					20%
2024-04		1%	8%	20%	26%				22%
2024-05			1%	2%	10%	10%			16%
2024-06				-1%	1%	7%	12%		18%
2024-07					-2%	5%	9%	12%	-
2024-08						-1%	2%	8%	-
2024-09							-6%	0%	-
2024-10								-6%	-

预测时点/预测月份	1月预测	2月预测	3月预测	4月预测	5月预测	6月预测	7月预测	8月预测	洗衣机实际出口量YOY
2024-01	8%	5%							50%
2024-02	25%	25%	25%						28%
2024-03	-5%	-5%	-5%	10%					16%
2024-04		2%	2%	2%	2%				9%
2024-05			1%	1%	1%	10%			18%
2024-06				3%	3%	5%	5%		17%
2024-07					2%	5%	5%	19%	-
2024-08						-1%	-2%	0%	-
2024-09							-2%	0%	-
2024-10								5%	-

资料来源：产业在线，国联证券研究所整理

3. 海外龙头 2024Q2——收入改善，预期平稳

在我们系统跟踪的 15 家海外家电公司已全部完成财报披露，多数公司收入增速和盈利能力有改善，全年预期平稳，拉美景气度较高，欧美弱改善。

- **收入端多有提速。**除了 iRobot 和 Delonghi 外，其余 13 家公司中，8 家收入增速环比有提升，5 家延续了前期增长水平。其中增长最快的是 SharkNinja，主要是区域和品类扩张等“α”逻辑使然。而全球化充分，对海外市场需求较为敏感的韩系龙头 LG，过去四个季度增速逐季改善，2024Q2 重新实现双位数增长。

- **品类上，暖通空调总体仍优于消费电器。**欧美消费电器仍是弱复苏状态，暖通空调持续实现较好增长，Carrier 和 Trane 订单表现十分强劲，Carrier 订单增速由之前的个位数下滑快速提升至 30%增长，Trane 订单增速也提升至近 20%，北美家空增速全面恢复，Carrier、Trane、JCI 以及 Lennox 当季北美家空业务增速分别为~5%、10%~15%、5%~10%以及 6%，前一季分别为-5%~0、0~5%、~-5%以及-2%，且 2024Q2 Carrier、Trane 的家空订单分别同比增长 100%+、30%+。

- **区域上，拉美景气高，北美优于欧洲，亚太偏弱。**当季 Whirlpool、Electrolux、SEB 拉美区域增速分别为+15%、+27%、+22%，此前几个季度也保持较高增长，企业反馈区域需求较好，Whirlpool 还上调了拉美产业增速预期；北美表现整体优于欧洲，亚太受中国市场需求拖累，总体较弱，暖通空调龙头订单也明显走弱。

- **量价上，海外龙头多数均已实现量增，但 HVAC&R 龙头 mix/price 延续向上趋势，而消费电器 mix/price 仍有压力。**Whirlpool 因此下调了全年盈利预期，其中 mix/price 对 ongoing EBIT 的负面影响从之前 1.5-1.75pct 上调至 2.0pct；Electrolux 欧美主要区域价格都有拖累，特别提到北美冰箱竞争格外激烈。

- **盈利上多有改善。**剔除并购整合影响，多数公司毛利率同比提升，HVAC&R 龙头的盈利上行主要由 mix/price 贡献，而消费类企业的盈利上行主要由销量恢复和内部降本贡献，价格仍有拖累，原材料成本对盈利的影响趋于中性；期内，仅 AOS 反馈成本端存在压力；目前欧美企业尚无关注关税的情况出现。

- **库存已调整完毕，**几个消费电器公司年中存货水平跟去年同期差不多，跟历史同期也比较接近，目前来看，北美家空或是最后完成库存去化的品类，2024Q2 也迎来全面正增长；北美 KA 渠道库存端变化不大，低于去年和前年同期，但高于疫情前，不过已经出了中报的沃尔玛和家得宝均小幅上调了全年收入预期。

图表15：2020-2024 年海外消费电器及 HVACR 公司分季度主营增长情况

	2020	2021	2022	2023	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
Whirlpool	1%	12%	-8%	-2%	-7%	-2%	-10%	-11%	-4%	-6%	1%	2%	-4%	1%	持平	持平
Carrier	-6%	15%	8%	3%	10%	7%	8%	5%	4%	6%	3%	0%	2%	2%	~MSD	~MSD
Trane	-5%	11%	15%	9%	12%	11%	19%	16%	9%	11%	9%	6%	14%	13%	8%~9%	~+10%
JCI	-6%	4%	9%	8%	9%	8%	10%	9%	13%	9%	2%	8%	1%	3%	~MSD	~7%（Q3）
LENNOX	-5%	15%	13%	6%	9%	10%	17%	13%	4%	3%	10%	6%	0%	3%	7%	7%
AOS	-3%	22%	6%	3%	27%	12%	-4%	-6%	-1%	-1%	7%	6%	1%	7%	3%~5%	3%~5%
SharkNinja	-	-	0%	14%	-	-	-	-	6%	22%	13%	16%	25%	31%	10%~12%	20%~22%
iRobot	18%	9%	-24%	-25%	-4%	-30%	-37%	-21%	-45%	-7%	-33%	-14%	-6%	-30%	8.15~8.60	7.65~8
Daikin	-2%	25%	28%	10%	24%	21%	38%	30%	23%	13%	7%	8%	14%	10%	3%~4%	3%~4%
Panasonic-AP/lifestyle		3%	10%	0%	1%	7%	18%	10%	5%	0%	-4%	-1%	5%	4%	1%	1%
LG-H&A	4%	22%	10%	1%	19%	19%	6%	-2%	1%	-1%	0%	5%	7%	11%	-	增长
Samsung-CE ex VD	7%	19%	12%	-5%	17%	17%	10%	6%	-1%	-2%	-7%	-8%	-6%	-4%	-	-
Electrolux	3%	14%	-3%	-4%	-3%	0%	1%	-8%	2%	-8%	-8%	-1%	-4%	7%	-	-
SEB	-4%	16%	-5%	5%	0%	-5%	-8%	-6%	-4%	7%	9%	9%	7%	6%	增长	5%
Delonghi	14%	24%	-6%	0%	6%	-11%	-10%	-7%	-19%	-1%	8%	8%	7%	2%	-	9%~11%

资料来源：公司公告，国联证券研究所（注：为表达方便，后文将“2024Q1 后对 2024 年预期”简写为“2024Q1-2024F”，其余季度同做类似处理）

图表16：2020-2024 年海外消费电器及 HVACR 公司分季度北美区域增长情况

		2020	2021	2022	2023	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Whirlpool	North America	-2%	11%	-8%	0%	-8%	-2%	-7%	-13%	-2%	-4%	4%	1%	-8%	-6%
Carrier	United States	-5%	15%	12%	3%	18%	11%	11%	13%	3%	7%	6%	-6%	4%	3%
Trane	Americas	-3%	11%	15%	9%	13%	13%	19%	14%	8%	9%	11%	7%	15%	16%
JCI	North America	-5%	0%	8%	11%	6%	10%	9%	10%	14%	10%	8%	11%	8%	8%
LENNOX	United States	-4%	15%	15%	6%	10%	13%	20%	16%	4%	3%	10%	6%	5%	9%
SharkNinja	North America	-	-	-1%	3%	-	-	-	-	-6%	8%	2%	8%	22%	34%
AOS	North America	2%	19%	11%	4%	32%	23%	-1%	-3%	3%	-3%	9%	7%	2%	9%
iRobot	United States	23%	1%	-18%	-30%	33%	-29%	-32%	-22%	-53%	-6%	-42%	-20%	-4%	-36%
Daikin	Americas	-4%	32%	50%	18%	37%	47%	63%	57%	35%	16%	21%	10%	25%	18%
Electrolux	North America	1%	13%	-1%	-8%	0%	1%	2%	-6%	4%	-12%	-10%	-15%	-13%	5%
SEB	North America	0%	18%	-10%	-3%	-9%	-4%	-15%	-10%	-22%	-7%	15%	0%	8%	4%
Delonghi	Americas	-2%	11%	-8%	0%	24%	6%	-21%	-1%	-31%	-15%	14%	-6%	3%	-7%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表17：2020-2024年海外消费电器及HVACR公司分季度欧洲区域增长情况

		2020	2021	2022	2023	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Whirlpool	EMEA	2%	13%	-12%	-12%	-1%	-10%	-17%	-18%	-8%	-12%	-11%	-8%	-7%	-
Carrier	Europe	-7%	17%	-25%	8%	-25%	-23%	-28%	-30%	14%	8%	10%	15%	65%	57%
Trane	EMEA	-8%	13%	15%	8%	6%	11%	18%	23%	15%	8%	3%	8%	4%	5%
JCI	EMEA/LA	-4%	3%	6%	9%	8%	4%	9%	12%	12%	9%	3%	9%	4%	8%
SharkNinja	Rest of World	-	-	3%	70%	-	-	-	-	68%	80%	85%	59%	31%	25%
iRobot	EMEA	8%	22%	-43%	-11%	-44%	-39%	-60%	-26%	-29%	-9%	-2%	-4%	-3%	-22%
Daikin	Europe	4%	31%	27%	1%	24%	12%	25%	38%	33%	14%	1%	-7%	-2%	1%
Electrolux	Europe	3%	11%	-9%	-8%	-4%	-8%	-10%	-12%	-5%	-11%	-12%	-4%	-4%	0%
SEB	EMEA	2%	19%	-11%	7%	-5%	-13%	-14%	-12%	-5%	13%	7%	11%	8%	9%
Delonghi	Europe	17%	26%	-11%	3%	-1%	-18%	-12%	-12%	-18%	6%	9%	13%	13%	5%

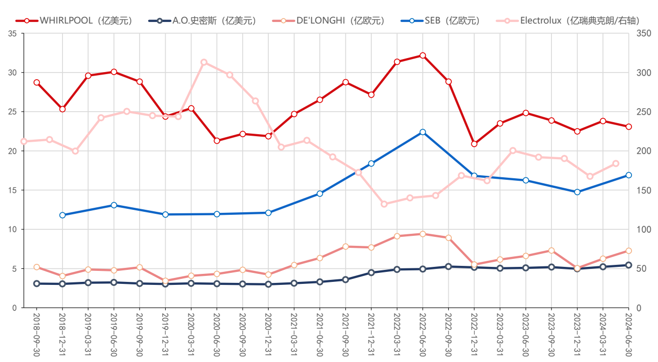
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表18：2020-2024年海外消费电器及HVACR公司分季度毛利率同比

	2020	2021	2022	2023	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Whirlpool	2.5	0.4	(4.5)	0.7	(4.1)	(2.9)	(6.0)	(5.2)	(0.9)	(0.6)	2.0	2.5	(2.1)	(1.3)
Carrier	0.1	(0.3)	(2.3)	2.1	(1.9)	(2.0)	(2.9)	(2.2)	(1.6)	1.5	4.6	3.7	1.4	(1.2)
Trane	0.0	1.1	(0.6)	2.1	(2.1)	(1.6)	0.4	0.8	1.7	2.1	1.2	3.3	3.4	2.8
JCI	1.1	0.8	(1.1)	0.5	(2.6)	(1.4)	(0.2)	(1.2)	1.4	0.8	(2.2)	0.5	(1.0)	0.3
LENNOX	0.3	(0.3)	(1.1)	3.8	(1.1)	(1.9)	(1.0)	(0.2)	2.8	3.4	4.5	4.6	3.3	1.2
AOS	(1.2)	(1.2)	(1.6)	3.1	(2.6)	(2.8)	(2.3)	1.0	3.8	5.4	3.1	0.2	0.6	(1.4)
SharkNinja	-	-	(0.7)	6.9	-	-	-	-	3.4	4.3	9.3	9.4	2.6	6.4
daikin	(0.0)	(0.7)	(0.6)	0.9	(1.1)	(1.8)	(1.3)	(0.5)	1.3	1.5	1.7	0.3	0.1	0.9
iRobot	2.1	(11.7)	(5.6)	(7.6)	(3.7)	(6.3)	(9.5)	(3.8)	(14.0)	(9.1)	(1.7)	(4.9)	1.3	(6.1)
LG-H&A-opm	1.3	(2.1)	(4.4)	2.9	(7.9)	(4.2)	(4.0)	(2.0)	7.1	2.1	(8.1)	(2.1)	(1.8)	0.4
Electrolux	2.6	(0.1)	(4.1)	(0.4)	(4.0)	(6.2)	(5.3)	(8.1)	(4.1)	1.7	1.6	(1.0)	(0.4)	0.0
Delonghi	(0.4)	0.5	(2.4)	1.6	(1.3)	(3.4)	(3.2)	(2.1)	(0.6)	3.6	2.3	1.7	0.4	2.4

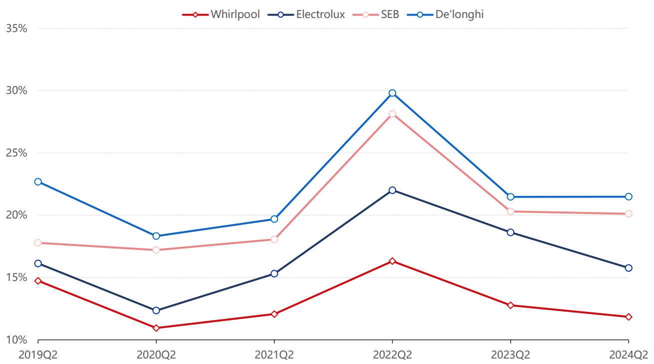
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表19：海外主要消费电器龙头表内存货走势



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表20：2024Q2末库存/财年预计收入处在正常水平



资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 业绩确定性较强，维持“强于大市”评级

当前时点，我们认为家电板块兼具高赔率及高胜率，逻辑在于：1）内销政策和外销景气对板块盈利的支撑，业绩确定性较强；2）估值仍处在历史底部区间，近十年多数年份，在“估值不高+业绩确定”的情况下进入后段都会有不错行情。

看好内销政策弹性。一方面，正如我们在《补贴资金来源落地，力度比肩家电下乡》、《从湖北样板看以旧换新落地路径》中的观点，本轮政策或从根本上解决了“钱”的问题，且体量和补贴力度都超过“家电下乡”，“持续时间”或也能有所期待，政策目前仍在落地阶段，部分省已开始推进，预计8月底或9月将会迎来全面铺开，届时我们认为终端或有较为积极反馈。这本质上是一个量价弹性问题，《攻守之间，踏步向前》中我们以2019年空调价格竞争以及日本加征消费税等情形粗略模拟了量价弹性，1:2~1:3的可能性较大。退一步讲，若政策无效，这隐含的是产业内生需求将有一个非常明显的下滑。另一方面，当前家电产业以更新需求为主，且跟上一轮政策形成呼应。最后，即便是极端情形日本（经济弱+消费税+处置费），在过去20年，冰洗销量中枢也相对稳定，空调总体仍是扩张态势。综上，我们看好内销政策弹性。

看好外销仍在中枢以上。一方面，正如本文梳理的情况，当前欧美市场处在弱复苏阶段，库存也在偏低水平，若无衰退情形，暂不考虑关税，再叠加降息周期的情况下，面向欧美出口整体上应保持改善趋势。另一方面，新兴市场需求总体好于欧美，目前尚无明显颓势，加上这两年欧美系产能的退出，中国品牌出海提速，新兴市场有较大概率保持较好的成长性。最后，若关税演绎至悲观场景，“抢出口”势必重现。综上，我们认为不用担心未来半年到一年区间的家电外销。当然，目前大家对关税这个问题颇为关心，这其实主要影响估值，只要这个预期在，估值无疑会一直受到压制，好的方面是，目前的估值已反映了较大一部分关税预期，虽然外销估值行情短期或难以期待，需要一些源头因素反转才有可能，但外销“业绩”我们认为仍处在中枢以上。

最后重申行业观点，2024年以旧换新中央资金落地，补贴力度比肩家电下乡，内销正逢更新大周期，政策兑现弹性可期，内销预期或迎来反转。分子行业看：1）白电2024H1出货节奏前高后低，空调全年展望稳中有增，冰洗产品刚性更新需求支撑内需；龙头出口订单保持较快增长，外销景气有望延续；2）黑电受益于赛事带动，龙头份额提升势能强劲，面板价格压力或趋减轻；3）清洁电器内销预计弱复苏，需要重点关注国产龙头品牌出海节奏；4）后周期估值均处历史最底部，需关注地产政策预期变化；5）小家电整体景气短期承压，需结合跟踪挖掘结构性机会，新兴品类、

渠道及出海带来的结构性机遇持续涌现。建议关注：一是份额企稳回升、高质量的高股息公司代表白电龙头，推荐美的集团、格力电器、海尔智家；二是品类首次纳入补贴名录的厨电龙头，推荐华帝股份，关注老板电器；三是格局优化及产品升级的黑电龙头，推荐海信视像；此外关注海信家电等二线白电、石头科技等标的。

附：海外主要公司财务表现

Whirlpool：维持全年收入指引，下调盈利指引

公司2024Q2经营符合预期，剔除欧洲出表影响，单季度主营同比增长1.2%。分区域看，拉美和亚太区域表现较好，销量份额提升，但结构恶化；北美收入估计低个位数下降，降幅略小于2024Q1，与地产相关的更新升级需求偏弱，更新替换需求强劲，产品结构恶化明显，价格竞争激烈。公司维持全年收入指引，内生增长为0，据此推算下半年主营平稳，分区域来看，公司将北美大家电的产业增长预期由0-2%下调至持平，将全球小家电的产业增长预期由2%-4%下调至持平，维持亚太大家电产业增速预期即4%-6%，将拉美大家电产业增长预期由0-3%上调至5%-7%。盈利方面，产品结构和价格竞争强度超过年初预期，公司将其对盈利能力的影响上调0.25-0.50pct，北美大家电全年EBIT由9%下调至7%，小幅上调拉美和亚太EBIT。

图表21：Whirlpool收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1–2024F	2024Q2–2024F
Net Sales	-4.7%	12.3%	-8.1%	-1.7%	-6.9%	-2.3%	-9.7%	-10.8%	-3.7%	-5.6%	1.3%	1.6%	-4.4%	1.2%[3]	0%	0%
By geography																
North America	-2.3%	10.9%	-7.9%	-0.1%	-8.3%	-2.3%	-7.4%	-13.0%	-1.6%	-4.4%	3.8%	1.3%	-8.1%	-5.6%	–	–
EMEA	1.8%	12.5%	-11.8%	-12.2%	-0.5%	-10.3%	-16.7%	-18.1%	-7.7%	-11.8%	-11.1%	-8.3%	-6.9%	–	–	–
Latin America	22.8%	25.6%	-3.5%	6.8%	0.8%	-0.5%	-10.4%	-3.1%	-0.4%	4.6%	9.8%	12.5%	8.4%	14.9%	–	–
Asia	-14.6%	-3.4%	-6.8%	-3.3%	-28.8%	30.5%	-1.2%	-15.9%	-3.4%	-8.0%	-8.4%	10.1%	-1.7%	21.5%	–	–
SDA Global	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	6.5%	11.9%	–	–
By product																
Laundry	-8.4%	7.9%	-16.2%	3.9%	-15.0%	-6.7%	-20.8%	-20.8%	-2.9%	0.5%	14.6%	4.4%	-2.4%	-16.0%	–	–
Refrigeration	-2.7%	10.2%	-6.4%	-7.3%	-6.1%	6.5%	-11.5%	-14.1%	-10.2%	-14.7%	-4.9%	2.3%	-8.6%	-12.1%	–	–
Cooking	2.4%	17.9%	-10.3%	-6.6%	2.7%	-17.0%	-8.5%	-16.1%	-14.8%	-11.7%	-2.8%	2.7%	-2.7%	-17.6%	–	–
Dishwashing	0.4%	17.8%	-3.6%	-5.1%	-12.6%	13.7%	-2.1%	-10.1%	-4.0%	-4.3%	-9.8%	-2.1%	-0.9%	-38.9%	–	–

资料来源：Whirlpool，国联证券研究所（整体及分区域收入增长剔除货币因素，2024年开始大家电/MDA按区域划分，小家电SDA Global独立，未追述）

[3] Whirlpool于24Q2实现了欧洲业务出表，故此处采用剔除业务剥离影响的增速即“organic”，该序列不连续。

图表22：Whirlpool 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
Gross margin	19.7%	20.1%	15.6%	16.3%	17.3%	17.6%	14.2%	13.1%	16.4%	17.0%	16.2%	15.6%	14.3%	15.7%	–	–
SG&A ratio	9.6%	9.5%	9.2%	10.2%	7.6%	9.0%	9.3%	10.9%	10.5%	9.9%	9.6%	10.8%	10.6%	9.9%	–	–
Ongoing EBIT margin	9.0%	10.8%	6.9%	6.9%	9.4%	9.0%	5.5%	3.5%	5.4%	7.3%	6.5%	5.2%	4.3%	5.3%	6.8%	6.0%
Net Earnings margin	5.5%	8.1%	-7.7%	2.5%	6.4%	-7.3%	3.0%	-32.6%	-3.9%	1.8%	1.7%	9.7%	-5.8%	5.5%	–	–
EBIT by geography																
North America	15.7%	17.8%	11.5%	9.7%	16.3%	14.1%	9.8%	5.8%	10.0%	10.3%	10.0%	8.4%	5.6%	6.3%	~9%	~7%
EMEA	–	2.0%	-1.4%	1.6%	-2.5%	0.2%	-3.1%	-0.4%	0.6%	2.0%	0.1%	3.3%	-1.1%	–	–	–
Latin America	8.4%	8.4%	6.4%	6.0%	7.1%	7.2%	5.3%	5.9%	5.2%	6.5%	6.3%	6.0%	7.8%	5.8%	~6.5%	~7%
Asia	-0.5%	5.4%	4.9%	2.7%	4.8%	6.8%	4.7%	2.7%	3.1%	3.7%	2.2%	1.3%	4.6%	6.2%	~3%	~4%
SDA Global	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	18.1%	13.9%	~15.5%	~15.5%

资料来源：Whirlpool 公告，国联证券研究所（Net Earnings margin 为非持续经营口径，2023 年 Ongoing EBIT 调整为 2024 年可比口径）

图表23：Whirlpool 主要盈利及费用指标同比变动（pct）

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
Gross margin	2.5	0.4	(4.5)	0.7	(4.1)	(2.9)	(6.0)	(5.2)	(0.9)	(0.6)	2.0	2.5	(2.1)	(1.3)	–	–
SG&A ratio	0.9	0.1	(0.3)	(1.0)	(1.6)	(0.6)	(0.2)	(4.4)	(2.9)	(0.9)	(0.3)	0.1	(0.1)	0.0	–	–
Ongoing EBIT margin	2.1	1.8	(3.9)	(0.8)	(3.0)	(2.4)	(5.5)	(5.2)	(4.0)	(1.7)	1.0	1.8	(0.9)	(2.0)	(0.1)	(0.9)
Net Earnings margin	(0.2)	2.6	–	–	(1.7)	(18.2)	(5.6)	–	–	–	(1.3)	–	(1.9)	3.7	–	–
EBIT by geography																
North America	3.1	2.1	(6.3)	(1.8)	(3.6)	(4.2)	(7.9)	(9.5)	(6.3)	(3.8)	0.2	2.6	(4.5)	(3.8)	–	–
EMEA	0.7	2.0	(3.4)	3.0	(4.3)	(2.3)	(5.3)	(1.8)	3.1	1.8	3.2	3.7	(0.5)	–	–	–
Latin America	3.0	0.0	(2.0)	(0.4)	(1.4)	(2.5)	(3.4)	(0.8)	(1.9)	(0.7)	1.0	0.1	3.0	(0.3)	–	–
Asia	(2.7)	5.9	(0.5)	(2.2)	(0.3)	5.1	(3.9)	(3.2)	(1.7)	(3.1)	(2.5)	(1.4)	1.3	2.7	–	–
SDA Global	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	6.9	1.4	–	–

资料来源：Whirlpool 公告，国联证券研究所

图表24：各因素对 Whirlpool 持续经营 EBIT 率的影响（pct）

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
Price/Mix	+1.25	+6.00	+5.00	-3.75	+6.00	+6.75	+5.50	+2.00	-2.75	-3.50	-3.75	-4.50	-3.75	-3.00	-1.50~-1.75	-2.00
Net Cost	+0.75	+2.00	-2.25	+2.25	-2.50	-1.75	-3.25	-2.00	-0.75	+1.25	+3.25	+5.50	+2.25	+1.00	+1.75	+1.50~+1.75
Raw Material Inflation	+1.25	-5.00	-6.75	+1.75	-7.00	-7.50	-7.50	-4.75	+0.50	+1.50	+3.00	+1.50	nm	nm	nm	nm
Marketing & Technology Investments	-0.25	-0.75	+0.25	-0.75	+0.50	–	+0.25	–	-0.75	-0.50	-0.75	-0.75	nm	-0.50	-0.25	-0.25
Currency	-0.75	-0.50	-0.25	-0.25	–	–	-0.50	-0.25	-0.25	-0.50	-0.75	–	+0.50	-0.25	Nm	-0.25
Europe Transaction														+0.75	+0.75	+0.75

资料来源：Whirlpool 公告，国联证券研究所（“+”有利于盈利，“-”有损于盈利）

Carrier：订单强劲，维持财年收入指引

全球空调龙头 Carrier 24Q2 内生收入同比增长 2%，经调 EPS 同比增长 10%，稳健增长趋势延续。公司暖通空调业务 Q2 内生增速为 2%，跟 Q1 一致，主要变化如下：

①北美家用暖通空调业务实现中个位数增长，Q1 为低个位数下滑；②北美非家用业务增速略有放缓但仍在双位数；③EMEA 收入当季微增，Q1 为双位数下滑；④亚太同比-7%，Q1 为基本持平，主要是中国市场需求转弱。值得一提的是，公司当季订单表现强劲，整体+30%，Q1 有大个位数下滑，暖通空调业务增幅超过 40%，主要是美洲市场带动，北美家用及商用表现强劲，欧洲订单有改善，亚太转弱；公司维持全年中个位数内生收入增速指引，据此推算下半年主营将提速。此外，公司期内完成 Viessmann 并表，持续推进商用制冷及安防/消防业务剥离，聚焦暖通空调。

图表25：Carrier 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
Net Sales	-6%	15%	8%	3%	10%	7%	8%	5%	4%	6%	3%	0%	2%	2%	~MSD	~MSD
By geography																
United states	-5%	15%	12%	3%	18%	11%	11%	13%	3%	7%	6%	-6%	4%	3%	-	-
Europe	-7%	17%	-25%	8%	-25%	-23%	-28%	-30%	14%	8%	10%	15%	65%	57%	-	-
Asia Pacific	-6%	30%	1%	25%	-12%	-21%	23%	-31%	58%	67%	-1%	63%	1%	-8%	-	-
By product																
HVAC	-2%	17%	12%	5%	18%	8%	13%	9%	6%	9%	4%	-1%	2%	2%	-	-
Refrigeration	-12%	21%	0	-2%	1%	9%	-1%	-7%	-5%	-6%	-3%	6%	-2%	1%	-	-
Fire & Security	-9%	7%	5%	6%	4%	3%	5%	6%	9%	9%	6%	-1%	7%	3%	-	-

资料来源：Carrier 公告，国联证券研究所（整体及分产品为 organic growth，分区域为名义同比，亚太受东芝开利并表影响，欧洲受 Viessmann 并购影响）

图表26：Carrier 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
Gross margin	**29.3%**	**29.0%**	**26.8%**	**28.9%**	**27.8%**	**27.8%**	**27.1%**	**24.4%**	**26.1%**	**29.3%**	**31.7%**	**28.1%**	**27.6%**	**28.1%**	-	-
R&D ratio	**2.4%**	**2.4%**	**2.6%**	**2.8%**	**2.7%**	**2.3%**	**2.6%**	**2.9%**	**2.6%**	**2.5%**	**2.7%**	**3.1%**	**3.6%**	**2.8%**	-	-
SG&A ratio	**16.2%**	**15.1%**	**12.3%**	**14.9%**	**12.9%**	**11.8%**	**11.4%**	**13.2%**	**13.7%**	**13.1%**	**14.5%**	**18.8%**	**15.9%**	**14.6%**	-	-
Operating margin	**17.7%**	**12.8%**	**22.1%**	**10.4%**	**37.3%**	**15.7%**	**28.0%**	**8.5%**	**10.5%**	**8.2%**	**11.3%**	**11.9%**	**8.1%**	**55.2%**	**15.5%**	**15.5%**
HVAC	26.0%	15.3%	19.5%	15.0%	15.8%	17.3%	35.2%	7.3%	12.0%	17.6%	19.0%	10.2%	9.4%	13.8%	-	-
Refrigeration	10.7%	11.5%	12.4%	11.2%	11.0%	14.1%	12.6%	12.0%	12.0%	11.5%	11.6%	9.9%	11.0%	11.6%	-	-
Fire & Security	11.7%	12.0%	45.7%	5.8%	148.9%	15.1%	15.7%	14.2%	10.7%	-16.8%	17.8%	12.0%	17.2%	344.5%	-	-
Net income margin	**11.5%**	**8.3%**	**17.6%**	**6.5%**	**29.8%**	**11.3%**	**24.4%**	**5.4%**	**7.3%**	**3.9%**	**6.6%**	**8.6%**	**4.7%**	**35.4%**	-	-

资料来源：Carrier 公告，国联证券研究所（个别盈利指标大幅波动主要是受资产并购/处置影响）

图表27：Carrier 主要盈利及费用指标同比变动（pct）

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	0.1	(0.3)	(2.3)	2.1	(1.9)	(2.0)	(2.9)	(2.2)	(1.6)	1.5	4.6	3.7	1.4	(1.2)
R&D ratio	0.2	0.0	0.2	0.2	0.1	0.0	0.3	0.3	(0.0)	0.2	0.1	0.2	1.0	0.3
SG&A ratio	1.3	(1.0)	(2.8)	2.6	(2.9)	(3.2)	(2.6)	(2.7)	0.8	1.3	3.1	5.7	2.3	1.5
Operating margin	4.3	(4.8)	9.3	(11.7)	25.2	1.3	12.5	(0.5)	(26.8)	(7.6)	(16.7)	3.4	(2.4)	47.0
HVAC	9.9	(10.7)	4.2	(4.4)	1.1	(1.1)	16.4	(1.0)	(3.8)	0.3	(16.2)	2.9	(2.6)	(3.8)
Refrigeration	(3.3)	0.8	0.9	(1.2)	(1.7)	2.1	0.8	2.2	1.1	(2.6)	(1.0)	(2.1)	(1.1)	0.1
Fire & Security	(1.2)	0.3	33.7	(39.9)	137.4	4.6	2.5	1.4	(138.2)	(32.0)	2.1	(2.2)	6.5	361.4
Net income margin	(0.1)	(3.2)	9.3	(11.0)	21.5	2.1	15.4	(1.0)	(22.5)	(7.4)	(17.8)	3.2	(2.7)	31.5

资料来源：Carrier 公告，国联证券研究所（个别盈利指标大幅波动主要是受资产并购/处置影响）

图表28：Carrier 订单情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Net Sales	~10%	Flattish	0%~5%	~(10%)	0%~5%	~(5%)	~(10%)	(5%)~0	(5%)-(10%)	~30%
By product										
HVAC	10%~15%	0%~5%	0%~5%	~(15%)	~5%	(10%)~(5%)	~(10%)	0~5%	0 - (5%)	40% - 45%
Residential&Light commercial	~10%	~(5%)	(10%~5%)	~(30%)	5%~10%	(15%)~(10%)	~(15%)	~(10%)	-	-
Commercial HVAC	15%~20%	10%~15%	15%~20%	>10%	5%~10%	~(5%)	Flat	~5%	-	-
*Americas**	-	-	-	-	-	-	-	-	0 - (5%)	~70%
Residential	-	-	-	-	-	-	-	-	0%~5%	>100%
Light Commercial	-	-	-	-	-	-	-	-	~(35%)	~5%
Commercial	-	-	-	-	-	-	-	-	~+5%	40% - 45%
EMEA	-	-	-	-	-	-	-	-	~(5%)	10% - 15%
Residential & Light Commercial	-	-	-	-	-	-	-	-	~(40%)	(5%) - 0%
Commercial	-	-	-	-	-	-	-	-	25% - 30%	15% - 20%
Asia Pacific	-	-	-	-	-	-	-	-	0%~5%	(5%) - 0%
Global Commercial	-	-	-	-	-	-	-	-	~+10%	20% - 25%

资料来源：Carrier 公告，国联证券研究所

Trane：订单强劲，维持财年收入指引

Trane 2024Q2 内生收入同比增长 13%，经调营业利润同比增长 21%，经调持续经营 EPS 同比增长 23%，延续强劲表现。收入方面，美洲和 EMEA 环比略有提速，美洲商用空调持续高增，美洲家空增速由前一季度的小个位数上升至 10%~15%；亚太收入在同期高基数和期内需求走弱的共同影响下，明显降速。期内公司订单强劲，同比+19%，美洲和 EMEA 进一步提速，其中美洲家空接单由前一季的小个位数下滑，提升为 30%+，边际变化最为显著。此外，公司上调了全年经营指引，内生收入增速由 8%~9%上调至 10%，经调 EPS 同比由同比增长 15%~16%上调至同比增长约 20%。

图表29：Trane 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
Net Sales	-5%	11%	15%	9%	12%	11%	19%	16%	9%	11%	9%	6%	14%	13%	8%-9%	10%
Booking	2%	27%	5%	3%	6%	7%	8%	flat	-1%	-5%	8%	12%	17%	19%	-	-
By geography																
Americas	-3%	11%	15%	9%	13%	13%	19%	14%	8%	9%	11%	7%	15%	16%	-	-
EMEA	-8%	13%	15%	8%	6%	11%	18%	23%	15%	8%	3%	8%	4%	5%	-	-
AP	-11%	7%	12%	10%	14%	-12%	28%	19%	8%	41%	-1%	flat	16%	-3%	-	-
Booking																
Americas	4%	29%	7%	2%	6%	10%	11%	flat	-4%	-8%	7%	13%	20%	23%	-	-
EMEA	-3%	27%	-5%	11%	flat	-12%	-10%	2%	10%	14%	12%	10%	7%	10%	-	-
AP	-6%	-14%	7%	8%	14%	16%	3%	-6%	13%	6%	12%	2%	6%	flat	-	-

资料来源：Trane 公告，国联证券研究所（均为内生增速）

图表30：Trane 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	30.5%	31.6%	31.0%	33.1%	29.5%	31.6%	32.8%	29.9%	31.2%	33.7%	34.0%	33.3%	34.6%	36.5%
S&A ratio	18.2%	17.3%	15.9%	16.8%	17.9%	14.6%	15.9%	15.7%	18.7%	14.9%	16.3%	17.7%	19.6%	17.0%
Operating Margin	12.3%	14.3%	15.1%	16.4%	11.6%	17.0%	16.9%	14.3%	12.5%	18.8%	17.7%	15.5%	15.0%	19.5%
Interest expense	2.0%	1.7%	1.4%	1.3%	1.7%	1.3%	1.3%	1.4%	1.6%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	1.1%
Net earning margin	7.0%	10.2%	11.1%	11.5%	7.8%	12.3%	12.6%	10.9%	8.4%	12.6%	12.9%	11.5%	10.4%	14.3%
OP margin by segment														
Americas	*14.7%*	*16.1%*	*16.9%*	*18.0%*	*13.3%*	*19.0%*	*18.7%*	*15.5%*	*13.7%*	*21.2%*	*19.2%*	*16.7%*	*16.3%*	*21.6%*
EMEA	*13.5%*	*16.7%*	*14.7%*	*17.0%*	*11.5%*	*16.0%*	*15.6%*	*15.3%*	*16.8%*	*16.4%*	*17.8%*	*17.1%*	*17.1%*	*18.7%*
AP	*15.1%*	*17.0%*	*17.5%*	*20.8%*	*13.7%*	*14.4%*	*20.0%*	*20.2%*	*16.8%*	*20.9%*	*22.0%*	*22.6%*	*20.3%*	*24.1%*

资料来源：Trane 公告，国联证券研究所

图表31：Trane 主要盈利及费用指标同比变动（pct）

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	0.0	1.1	(0.6)	2.1	(2.1)	(1.6)	0.4	0.8	1.7	2.1	1.2	3.3	3.4	2.8
S&A ratio	0.5	(0.9)	(1.4)	0.8	(2.0)	(1.6)	(0.8)	(1.3)	0.8	0.2	0.4	2.0	0.9	2.1
Operating Margin	(0.5)	2.0	0.8	1.2	(0.1)	(0.0)	1.2	2.0	0.9	1.9	0.8	1.3	2.6	0.7
Interest expense	0.1	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
Net earning margin	(3.9)	3.2	0.9	0.5	(0.0)	0.0	1.6	1.9	0.5	0.3	0.3	0.6	2.1	1.8
OP margin by segment														
Americas	*(0.4)*	*1.4*	*0.8*	*1.1*	*(0.6)*	*0.2*	*1.3*	*2.0*	*0.4*	*2.2*	*0.5*	*1.2*	*2.6*	*0.4*
EMEA	*0.3*	*3.2*	*(1.9)*	*2.3*	*(3.6)*	*(2.9)*	*(2.7)*	*1.4*	*5.3*	*0.3*	*2.2*	*1.8*	*0.3*	*2.3*
AP	*2.4*	*1.9*	*0.5*	*3.2*	*(2.1)*	*(2.9)*	*3.4*	*2.3*	*3.1*	*6.5*	*1.9*	*2.4*	*3.5*	*3.2*

资料来源：Trane 公告，国联证券研究所

JCI：2024Q2 收入同比增长 3%，预计 2024Q3 收入同比增长 7%

JCI 2024Q2 内生收入同比增长 3%，经调 EPS 同比增长 11%，收入略低预期，盈利略超预期。收入端的主要变化为：①全球产品业务提速，主要是北美家空由上一季度的中个位数下滑提速至高个位数增长；②北美轻商增速由 15%左右放缓至低个位数，工业空调提速至 20%以上；③亚太需求依旧偏弱。公司 Q2 整体订单同比增长 5%，环比放缓，工业应用领域接单增速提升至 20%以上，接单表现均弱于 Carrier 和 Trane。盈利超预期主要跟费用大幅下降有关。公司预计财年最后一季（2024Q3）收入同比增长 7%，财年收入同比增长约 3%，全年经调 EPS 由之前 3.60-3.75 美元上调至 3.66-3.69 美元。此外，公司就家用和轻商业务出售与博世集团达成协议，目标资产包括北美风管机 100%股权和所持江森自控日立 60%股权，目前核算在“全球产品业务”中，2023 合并收入约 45 亿美元，意向交易对价约为 67 亿美元。

图表32：JCI（江森自控国际）收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024FY	2024Q2-2024FY
Net Sales	-6%	4%	9%	8%	8%	9%	8%	10%	9%	13%	9%	2%	-1%	1%	3%	~MSD	~3%
By geography																	
B&S-NA	-5%	0%	8%	11%	5%	6%	10%	9%	10%	14%	10%	8%	4%	8%	8%	-	-
B&S- EMEA/LA	-4%	3%	6%	9%	3%	8%	4%	9%	12%	12%	9%	3%	2%	4%	8%	-	-
B&S-AP	-9%	6%	7%	7%	12%	7%	-1%	12%	7%	15%	16%	-6%	-21%	-23%	-19%	-	-
Global Products	-9%	8%	11%	6%	14%	14%	9%	11%	7%	12%	6%	-2%	-1%	-1%	3%	-	-
Order																	
B&S-NA	-	-	-	-	11%	13%	15%	13%	6%	8%	5%	8%	6%	19%	5%	-	-
B&S- EMEA/LA	-	-	-	-	7%	8%	8%	3%	5%	7%	10%	16%	5%	8%	11%	-	-
B&S-AP	-	-	-	-	4%	8%	2%	3%	-1%	9%	14%	3%	-31%	-9%	-2%	-	-

资料来源：JCI 公告，国联证券研究所（均为内生增速，公司会计年度为头年 10.1~次年 09.30）

图表33：JCI（江森自控国际）主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	33.2%	34.1%	33.0%	33.5%	32.3%	32.1%	33.3%	34.1%	34.5%	33.5%	34.1%	32.0%	32.7%	32.6%	34.4%
SG&A ratio	25.4%	22.2%	23.5%	23.1%	23.4%	23.8%	24.0%	22.8%	25.9%	23.6%	21.8%	21.4%	24.8%	33.6%	15.1%
EBITA margin	13.2%	14.3%	13.5%	15.0%	12.3%	13.1%	15.1%	16.5%	13.1%	14.2%	16.4%	16.0%	12.8%	14.1%	18.7%
-B&S-NA	*13.4%*	*13.9%*	*12.0%*	*13.5%*	*11.6%*	*10.6%*	*10.7%*	*14.7%*	*11.3%*	*12.5%*	*14.4%*	*15.4%*	*11.5%*	*13.6%*	*18.0%*
-B&S- EMEA/LA	*9.8%*	*10.5%*	*9.3%*	*7.7%*	*10.8%*	*8.2%*	*8.7%*	*9.4%*	*7.7%*	*6.7%*	*8.6%*	*7.8%*	*7.7%*	*8.4%*	*10.3%*
-B&S-AP	*13.3%*	*13.1%*	*12.2%*	*12.5%*	*10.1%*	*11.9%*	*12.8%*	*14.0%*	*10.5%*	*11.8%*	*13.9%*	*13.5%*	*9.1%*	*11.0%*	*11.7%*
-Global Products	*14.4%*	*16.8%*	*17.0%*	*20.4%*	*14.5%*	*18.0%*	*22.2%*	*21.9%*	*18.4%*	*19.8%*	*22.1%*	*21.0%*	*17.9%*	*17.8%*	*24.5%*
Net income	2.8%	6.9%	6.1%	6.9%	6.5%	0.7%	5.7%	11.3%	1.9%	2.0%	14.7%	7.9%	6.1%	0.6%	13.5%

资料来源：JCI 公告，国联证券研究所（异动与资产重组有关）

图表34：JCI（江森自控国际）主要盈利及费用指标同比变动（pct）

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	1.1	0.8	(1.1)	0.5	(0.1)	(2.6)	(1.4)	(0.2)	(1.2)	1.4	0.8	(2.2)	(1.8)	(1.0)	0.3
SG&A ratio	(0.7)	(3.2)	1.3	(0.4)	(0.9)	1.4	2.5	1.8	2.5	(0.2)	(2.2)	(1.4)	(1.1)	10.0	(6.7)
EBITA margin	0.5	1.1	(0.8)	1.5	0.3	0.4	(1.0)	0.5	0.7	1.1	1.3	(0.5)	(0.3)	(0.1)	2.3
-B&S-NA	0.7	0.4	(1.9)	1.5	*(0.9)*	*(2.2)*	*(4.0)*	*(0.5)*	*(0.3)*	*1.9*	*3.7*	*0.7*	*0.2*	*1.1*	*3.5*
-B&S- EMEA/LA	(0.2)	0.7	(1.2)	(1.6)	*0.5*	*(1.2)*	*(1.8)*	*(1.6)*	*(3.2)*	*(1.6)*	*(0.1)*	*(1.6)*	*0.0*	*1.7*	*1.7*
-B&S-AP	0.4	(0.1)	(0.9)	0.3	*(2.7)*	*(0.4)*	*0.8*	*(1.4)*	*0.5*	*(0.0)*	*1.1*	*(0.5)*	*(1.5)*	*(0.8)*	*(2.2)*
-Global Products	0.7	2.3	0.3	3.4	*2.4*	*3.6*	*1.3*	*2.9*	*3.9*	*1.8*	*(0.1)*	*(0.8)*	*(0.5)*	*(1.9)*	*2.4*
Net income	(20.8)	4.1	(0.9)	0.8	(0.1)	(2.6)	(1.4)	(0.2)	(1.2)	1.4	0.8	(2.2)	4.2	(1.3)	(1.2)

资料来源：JCI 公告，国联证券研究所（异动与资产重组有关）

Lennox：2024Q2 收入同比增长 3%，上调财年盈利预期

Lennox 2024Q2 收入同比增长 3%，经调 EPS 同比增长 11%，收入略低预期，盈利略超预期，维持全年收入指引不变，即同比增长 7%，上调商用业务增长预期，将财年 EPS 由之前的 19~20 美元上调至 19.5~20.25 美元。期内公司收入端的主要变化为：①家空销量结束 5 个季度下滑，当季同比增长 1%，渠道去库存基本结束；②家空价格同比增长 4%，强于过去几个季度，有提价；③家空产品结构平稳，弱于 2023 年，好于 2024Q1。盈利方面，价格助力毛利率改善，原材料及履约成本有所上行。

图表35：LENNOX 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023QQ4	2024Q1	2024Q2	2024Q1–2024F	2024Q2–2024F
Net Sales	-4.5%	15.4%	12.5%	5.6%	*8.9%*	*10.3%*	*17.5%*	*13.4%*	*3.6%*	*3.3%*	*9.8%*	*5.6%*	*-0.2%*	*2.8%*	~7%	~7%
By product																
Home Comfort	3.1%	17.5%	15.2%	0.8%	12.5%	16.6%	17.5%	13.4%	-0.2%	-4.2%	7.3%	0.9%	-0.9%	4.9%	~6%	~5%
US	*2.2%*	*16.1%*	*16.8%*	*1.5%*	*12.7%*	*18.2%*	*19.1%*	*16.2%*	*1.5%*	*-3.7%*	*8.0%*	*0.9%*	*-2.1%*	*6.3%*	-	-
Canada	*15.6%*	*35.3%*	*-0.8%*	*-8.1%*	*10.5%*	*0.9%*	*-0.9%*	*-11.1%*	*-20.6%*	*-10.6%*	*-2.3%*	*0.9%*	*16.3%*	*-13.1%*	-	-
Building Climate	-16.1%	-6.6%	8.2%	17.5%	-5.8%	-13.1%	19.6%	19.4%	10.4%	24.5%	15.1%	19.2%	20.7%	15.0%	~10%	~14%
US	*-16.3%*	*13.8%*	*9.8%*	*15.7%*	*-3.0%*	*-9.4%*	*19.8%*	*19.5%*	*9.7%*	*21.3%*	*13.5%*	*17.6%*	*21.3%*	*16.4%*	-	-
Canada	*-21.2%*	*-5.8%*	*-14.6%*	*53.5%*	*-38.5%*	*-48.1%*	*20.8%*	*24.5%*	*35.6%*	*104.0%*	*41.4%*	*43.5%*	*7.8%*	*-5.9%*	-	-

资料来源：LENNOX 公告，国联证券研究所（2023 年公司调整分部，将制冷并入商用暖通，统一为商用业务）

图表36：LENNOX 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023QQ4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	28.6%	28.3%	27.2%	31.1%	26.5%	29.1%	26.8%	26.1%	29.2%	32.4%	31.4%	30.7%	32.5%	33.6%
SG&A ratio	15.3%	14.3%	13.3%	14.2%	15.3%	12.4%	11.8%	14.2%	16.0%	12.8%	13.1%	15.4%	16.3%	11.6%
operating margin	13.2%	14.1%	13.9%	15.9%	11.0%	16.6%	14.9%	12.0%	13.3%	19.8%	13.7%	16.0%	15.9%	22.1%
Home Comfort	*18.1%*	*19.5%*	*18.7%*	*18.9%*	*15.8%*	*22.1%*	*18.4%*	*16.9%*	*16.3%*	*21.6%*	*20.2%*	*16.2%*	*16.6%*	*23.3%*
Building Climate	*13.3%*	*13.8%*	*12.7%*	*22.5%*	*6.1%*	*10.4%*	*12.7%*	*12.0%*	*16.2%*	*25.3%*	*24.0%*	*23.2%*	*21.0%*	*24.3%*
Interest expense	0.8%	0.6%	0.8%	1.0%	0.7%	0.6%	0.8%	1.2%	1.4%	1.1%	0.8%	1.0%	1.1%	0.9%
income taxes rate	19.8%	17.2%	19.3%	20.0%	19.9%	18.5%	18.7%	21.0%	21.7%	17.6%	25.6%	16.7%	19.4%	19.9%
Net income	9.8%	11.1%	10.5%	11.8%	8.2%	13.0%	11.4%	8.6%	9.3%	15.4%	9.5%	12.5%	11.9%	16.9%

资料来源：LENNOX 公告，国联证券研究所

图表37：LENNOX 主要盈利及费用指标同比变动（pct）

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023QQ4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	0.3	-0.3	-1.1	3.8	-1.1	-1.9	-1.0	-0.2	2.8	3.4	4.5	4.6	3.3	1.2
SG&A ratio	-0.1	-1.0	-1.0	0.9	-0.3	-1.1	-0.8	-1.5	0.6	0.4	1.3	1.2	0.3	-1.2
operating margin	-4.1	0.9	-0.2	2.0	-1.2	-0.8	-0.4	1.9	2.3	3.1	-1.3	4.0	2.6	2.3
Home Comfort	-2.1	1.3	-0.8	0.3	-0.1	-0.5	-1.8	-0.8	0.5	-0.5	1.8	-0.7	0.3	1.6
Building Climate	-1.6	13.8	-1.2	9.9	-7.6	-7.5	2.0	4.2	7.7	12.7	9.1	9.3	4.8	-1.0
Interest expense	-0.5	-0.2	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.7	0.4	-0.0	-0.2	-0.2	-0.2
income taxes rate	0.3	-2.6	2.1	0.7	-0.9	-0.1	0.3	13.6	1.7	-0.8	6.8	-4.3	-2.3	2.3
Net income	-0.9	1.3	-0.5	1.3	-0.8	-0.8	-0.5	-0.0	1.1	2.4	-1.9	3.9	2.5	1.6

资料来源：LENNOX 公告，国联证券研究所

A.O.Smith：2024Q2 收入同比增长 7%，维持全年收入指引

A.O.Smith 2024Q2 收入同比增长 7%，经调 EPS 同比增长 5%，收入端略超预期，盈利符合预期。收入方面，北美主营同比增长 10%，2023 年以来单季最佳，热水器量价均有增长，中国市场 Q2 微增，增速进一步放缓，盈利主要受原材料成本拖累。公司维持全年收入指引，即预计 2024 年收入同比增长 3%~5%，中国市场当地货币收入同比增长 0%~3%；对北美热水器产业预期也没有变化，热水器小个位数增长，锅炉和净水产业+8%~10%；公司预计 2024 年经调 EPS 为 3.95~4.10 美元，前次为 3.90~4.15 美元。此外，公司拟收购印度家用净水器龙头 Pureit，对价为 1.2 亿美元，标的资产年收入约为 0.6 亿美元。

图表38：A.O.Smith 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1–2024F	2024Q2–2024F
Net Sales	**-3.3%**	**22.2%**	**6.1%**	**2.6%**	**27.1%**	**12.3%**	**-4.4%**	**-6.0%**	**-1.2%**	**-0.5%**	**7.2%**	**5.6%**	**1.3%**	**6.6%**	**3%~5%**	**3%~5%**
By geography																
North America	1.7%	19.4%	11.4%	3.7%	32.0%	23.3%	-0.8%	-3.2%	3.1%	-2.9%	8.7%	6.6%	1.8%	9.5%	–	–
Rest of World	-14.5%	29.5%	-6.8%	-0.9%	15.2%	-12.7%	-12.5%	-13.3%	-14.4%	6.2%	1.4%	4.2%	3.6%	0.2%	–	–
China($)	-15.3%	31.6%	-9.0%	-0.5%	14.6%	-15.6%	-15.1%	-15.9%	-16.7%	8.0%	3.6%	5.1%	5.5%	0.2%	–	–
China(¥)	–	–	–	4.0%	12.0%	-13.0%	-10.0%	-8.0%	-10.0%	13.0%	9.0%	–	6.0%	2.0%	0%~3%	0%~3%

资料来源：A.O.Smith 公告，国联证券研究所

图表39：A.O.Smith 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	**38.3%**	**37.0%**	**35.4%**	**38.5%**	**34.9%**	**34.6%**	**34.9%**	**37.2%**	**38.7%**	**40.0%**	**38.0%**	**37.4%**	**39.3%**	**38.7%**
SG&A ratio	**22.8%**	**19.8%**	**17.9%**	**18.9%**	**18.4%**	**17.3%**	**17.8%**	**18.0%**	**19.4%**	**18.8%**	**18.7%**	**18.7%**	**19.6%**	**18.4%**
Net Earnings margin	**11.9%**	**13.8%**	**6.3%**	**14.4%**	**12.3%**	**13.1%**	**12.6%**	**-12.8%**	**13.1%**	**16.3%**	**14.4%**	**13.9%**	**15.1%**	**15.2%**
Segment margin	17.4%	19.3%	9.6%	21.0%	18.1%	18.4%	18.7%	-16.7%	20.1%	23.7%	20.6%	19.7%	22.0%	21.9%
North America	23.8%	23.4%	9.4%	24.9%	20.8%	21.5%	21.7%	-27.1%	25.1%	27.6%	23.9%	22.9%	25.9%	25.1%
Rest of World	–	8.8%	10.0%	8.7%	9.7%	7.9%	9.5%	12.7%	2.4%	11.6%	9.9%	10.2%	7.6%	10.6%

资料来源：A.O.Smith 公告，国联证券研究所

图表40：A.O.Smith 主要盈利及费用指标同比变动（pct）

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	(1.2)	(1.2)	(1.6)	3.1	(2.6)	(2.8)	(2.3)	1.0	3.8	5.4	3.1	0.2	0.6	(1.4)
SG&A ratio	(1.1)	(3.0)	(1.9)	1.0	(3.3)	(2.9)	(1.6)	(0.5)	1.0	1.5	0.9	0.7	0.3	(0.4)
Net Earnings margin	(0.5)	1.9	(7.5)	8.2	(0.5)	(0.7)	(1.8)	–	0.9	3.3	1.9	–	1.9	(1.1)
Segment margin	(0.3)	1.9	(9.6)	11.4	(0.4)	(0.6)	(0.8)	–	2.0	5.2	1.9	–	2.0	(1.8)
North America	0.3	(0.4)	(13.9)	15.4	(2.8)	(2.0)	(1.3)	–	4.3	6.1	2.2	–	0.9	(2.5)
Rest of World	–	–	1.2	(1.3)	4.4	(0.6)	(0.7)	2.1	(7.3)	3.7	0.5	(2.4)	5.2	(1.0)

资料来源：A.O.Smith 公告，国联证券研究所（2022Q4 部分利润率大幅下滑主要受非经营性项目影响）

SharkNinja：2024Q2 收入同比增长 31%，大幅上调全年指引

SharkNinja 2024Q2 收入同比增长 31%，经调业绩同比增长 53%，收入和业绩表现均大超预期。收入方面，**北美提速**，其余区域虽有降速但仍高增，**清洁电器收入由前一季的微增提速至 13%**，主要由地毯清洗机和无绳吸尘器驱动；食品处理电器延续高增，主要由冰淇淋机和便携式搅拌机驱动；**个护、风扇以及空气净化器等新兴产品也贡献了近九千万美元收入增量。**盈利高增，毛利率提升明显，主要是供应链及采购/成本策略优化，区域扩张带来的收入增长也有帮助。公司将全年收入增长预期由之前的 10%~12%上调至 20%~22%，经调 EPS 由之前的 3.66~3.82 美元上调至 4.05~4.21

美元。

图表41：SharkNinja 收入增长拆分

	2022FY	2023FY	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q04	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
Net Sales	**-0.3%**	**14.4%**	**5.6%**	**22.1%**	**13.1%**	**16.5%**	**24.7%**	**31.4%**	**10%~12%**	**20%~22%**
By product										
Cleaning	-0.9%	-5.8%	-5.1%	0.6%	-10.7%	-6.7%	1.7%	12.6%	-	-
Cooking and Beverage	-8.1%	33.7%	10.6%	68.1%	30.3%	31.5%	28.4%	10.6%	-	-
Food Preparation	7.7%	10.7%	-8.3%	4.1%	31.1%	11.0%	74.0%	84.8%	-	-
By geography										
North America	-1.1%	3.3%	-6.5%	7.6%	2.5%	8.0%	22.1%	34.5%	-	-
Europe	3.0%	70.5%	68.3%	79.5%	85.1%	58.8%	-	-	-	-
Rest of World	2.2%	-1.5%	-5.5%	47.5%	-10.5%	-43.0%	30.7%	24.8%	-	-

资料来源：SharkNinja 公告，国联证券研究所(2024 年开始“Rest of World”数据包括了原来的“Europe”)

图表42：SharkNinja 盈利指标表现

	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	**38.6%**	**37.9%**	**44.9%**	**43.5%**	**37.5%**	**36.3%**	**35.8%**	**46.8%**	**41.8%**	**45.5%**	**45.2%**	**49.4%**	**48.1%**
Research and development	5.4%	5.8%	5.9%	6.4%	6.9%	5.7%	4.7%	6.9%	6.4%	5.7%	5.0%	6.5%	7.2%
Sales and marketing	16.6%	16.7%	21.1%	15.5%	18.8%	14.1%	18.3%	17.8%	21.9%	19.4%	23.9%	20.1%	24.3%
General and administrative	4.8%	6.8%	9.1%	6.4%	7.0%	5.0%	8.2%	7.8%	7.6%	11.6%	9.0%	8.2%	8.3%
Operating margin	**11.8%**	**8.6%**	**8.8%**	**15.1%**	**4.6%**	**11.5%**	**4.5%**	**14.3%**	**5.9%**	**8.8%**	**7.3%**	**14.5%**	**8.3%**
Interest expense	-0.4%	-0.7%	-1.1%	-0.5%	-0.8%	-0.9%	-0.7%	-1.0%	-0.7%	-1.2%	-1.2%	-1.4%	-1.2%
income taxes rate	20.1%	23.1%	43.0%	22.3%	28.5%	21.8%	24.6%	21.8%	25.1%	75.3%	45.4%	23.6%	24.1%
Net income	8.9%	6.3%	3.9%	11.0%	2.1%	8.5%	3.9%	10.2%	1.3%	1.7%	3.6%	10.3%	5.4%
同比变动	-	-	-										
Gross margin	**-**	**(0.7)**	**6.9**	**-**	**-**	**-**	**-**	**3.4**	**4.3**	**9.3**	**9.4**	**2.6**	**6.4**
Research and development	-	0.4	0.1	-	-	-	-	0.4	(0.5)	(0.0)	0.3	(0.3)	0.8
Sales and marketing	-	0.1	4.4	-	-	-	-	2.3	3.1	5.3	5.6	2.3	2.4
General and administrative	-	1.9	2.3	-	-	-	-	1.4	0.5	6.6	0.8	0.4	0.7
Operating margin	**-**	**(3.1)**	**0.1**	**-**	**-**	**-**	**-**	**(0.8)**	**1.2**	**(2.7)**	**2.8**	**0.2**	**2.5**
Interest expense	-	(0.3)	(0.3)	-	-	-	-	(0.5)	0.0	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
income taxes rate	-	3.0	20.0	-	-	-	-	(0.5)	(3.4)	53.5	20.8	1.8	(1.0)
Net income	-	(2.6)	(2.3)	-	-	-	-	(0.8)	(0.9)	(6.7)	(0.4)	0.1	4.2

资料来源：SharkNinja 公告，国联证券研究所

iRobot：2024Q2 收入同比下滑 30%，下调全年经营指引

iRobot 2024Q2 收入同比下滑 30%，单季净亏损 0.71 亿美元，收入降幅扩大，2024Q1 短暂扭亏后，2024Q2 再度大幅亏损，较低预期。公司经营仍初处在困境中，面临较大财务压力，期内库存有所下降，且裁员 35%，但仍进一步下调了全年经营指

引，预计收入降幅及亏损幅度均有所扩大。7月，公司发布新品“Roomba Combo 10 Max robot + AutoWash Dock”，须后续销售情况值得关注。

图表43：iRobot 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
Net Sales	17.8%	9.4%	-24.4%	-24.7%	-3.7%	-30.2%	-36.9%	-21.4%	-45.1%	-7.4%	-33.1%	-14.1%	-6.4%	-29.7%	-8%~-3%	-14%~-10%
By geography																
United states	23.4%	1.3%	-18.4%	-30.3%	33.5%	-29.2%	-32.1%	-22.4%	-53.0%	-6.0%	-41.7%	-20.3%	-4.3%	-35.6%	-	-
International	12.3%	18.2%	-29.9%	-18.7%	-26.4%	-31.3%	-41.5%	-20.5%	-36.4%	-8.9%	-23.4%	-8.0%	-8.1%	-22.4%	-	-
EMEA	7.9%	21.9%	-42.5%	-10.8%	-43.5%	-38.9%	-60.0%	-26.5%	-28.9%	-9.0%	-1.9%	-4.4%	-3.4%	-21.6%	-	-
Japan	20.2%	15.2%	-5.9%	-21.4%	24.5%	-17.6%	-20.0%	-2.2%	-34.9%	9.4%	-35.1%	-18.2%	-15.7%	-34.7%	-	-
By product																
Solo and other	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-30.4%	-52.1%	-	-
volume	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-28.4%	-55.4%	-	-
price	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2.7%	7.2%	-	-
2-in-1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	124.0%	55.1%	-	-
volume	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	200.0%	72.3%	-	-
price	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-25.3%	-10.0%	-	-
Vacuum	15.5%	9.8%	-23.8%	-22.0%	-4.1%	-30.3%	-36.9%	-18.9%	-43.6%	-1.3%	-31.5%	-12.1%	-	-	-	-
volume	10.4%	2.4%	-24.2%	-24.9%	-10.9%	-33.2%	-32.9%	-18.0%	-53.9%	1.3%	-36.8%	-11.4%	-	-	-	-
price	4.7%	7.2%	0.5%	3.8%	7.7%	4.2%	-6.0%	-1.0%	22.2%	-2.6%	8.4%	-0.8%	-	-	-	-
Mopping	41.4%	5.7%	-29.5%	-48.7%	0.0%	-30.2%	-37.2%	-42.6%	-57.6%	-50.0%	-48.1%	-37.0%	-	-	-	-
volume	8.4%	-1.4%	-34.5%	-51.2%	-6.8%	-41.1%	-50.6%	-31.1%	-66.1%	-44.4%	-48.1%	-47.5%	-	-	-	-
price	30.5%	7.3%	7.6%	5.1%	7.3%	18.4%	27.1%	-16.7%	25.0%	-10.0%	0.0%	20.0%	-	-	-	-

资料来源：iRobot 公告，国联证券研究所

图表44：iRobot 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
Gross margin	46.9%	35.2%	29.6%	22.0%	36.8%	31.7%	27.5%	23.8%	22.8%	22.6%	25.8%	18.9%	24.1%	16.5%	30%~32%	27%~28%
R&D ratio	11.0%	10.3%	14.1%	16.2%	14.6%	16.4%	14.9%	11.3%	26.2%	16.0%	20.0%	8.8%	22.6%	14.0%	-	-
S&M ratio	18.6%	18.5%	24.8%	22.6%	20.9%	29.8%	21.7%	26.8%	27.9%	23.5%	22.4%	19.4%	19.8%	24.0%	-	-
G&A ratio	7.0%	6.3%	10.0%	12.3%	9.1%	10.3%	11.3%	9.4%	19.3%	13.1%	15.2%	6.1%	-35.8%	10.2%	-	-
Operating margin	10.2%	-0.1%	-20.3%	-29.7%	-8.0%	-25.0%	-24.6%	-23.7%	-50.7%	-30.0%	-32.0%	-17.0%	7.9%	-36.7%	-	-
Other income	2.9%	1.9%	-1.8%	-3.3%	-5.7%	-0.9%	-3.5%	-3.9%	-0.7%	-1.7%	-10.3%	-1.5%	-2.1%	-5.3%	-	-
Income tax rate	21.7%	-7.4%	-9.4%	-4.0%	24.0%	34.3%	85.1%	2.4%	1.5%	-7.6%	-0.8%	-11.6%	1.2%	-1.0%	-	-
Net income margin	10.3%	1.9%	-24.2%	-34.2%	-10.4%	-17.0%	-46.1%	-23.5%	-50.6%	-34.2%	-42.5%	-20.7%	5.7%	-42.5%	-	-

资料来源：iRobot 公告，国联证券研究所

图表45：iRobot 主要盈利及费用指标同比变动（pct）

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	2.1	(11.7)	(5.6)	(7.6)	(3.7)	(6.3)	(9.5)	(3.8)	(14.0)	(9.1)	(1.7)	(4.9)	1.3	(6.1)
R&D ratio	(0.7)	(0.6)	3.8	2.1	0.7	5.8	5.8	2.5	11.6	(0.4)	5.1	(2.6)	(3.6)	(2.1)
SG&A ratio	(0.5)	(0.0)	6.3	(2.1)	4.1	8.8	8.3	4.2	7.0	(6.3)	0.8	(7.4)	(8.1)	0.6
G&A ratio	0.2	(0.7)	3.6	2.3	1.4	3.1	6.2	3.5	10.2	2.7	3.9	(3.2)	(55.1)	(2.9)
Operating margin	3.1	(10.3)	(20.2)	(9.3)	(10.1)	(24.2)	(33.8)	(13.8)	(42.7)	(5.0)	(7.4)	6.7	58.7	(6.7)
Net income margin	3.3	(8.3)	(26.1)	(10.0)	(12.9)	(16.3)	(59.1)	(16.6)	(40.2)	(17.2)	3.6	2.8	56.3	(8.3)

资料来源：iRobot 公告，国联证券研究所

Electrolux：2024Q2 年收入同比增长 7%，亏损收窄

Electrolux 2024Q2 收入同比增长 7%，亏损约 0.8 亿瑞典克朗（约 0.5 亿人民币），2024Q1 亏损 12.3 亿瑞典克朗（约 8.4 亿人民币），表现好于预期。收入方面公司整体销量有增长但均价下降，拉美强劲，北美低基数上重回增长，欧洲及亚太等区域在低基数上逐步企稳；盈利方面，期内毛利率同比持平，北美亏损收窄，拉美盈利能更强且有所提升。公司将南美的产业预期由“Neutral”上调至“Positive”，维持北美产业展望为“Neutral”，欧洲和亚太产业展望由“Neutral”下调为“Negative”。

图表46：Electrolux 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Net Sales	**3.3%**	**14.3%**	**-3.6%**	**-4.3%**	**-3.3%**	**0.4%**	**0.4%**	**-10.4%**	**1.1%**	**-8.8%**	**-7.9%**	**-0.8%**	**-3.7%**	**6.8%**
By geography														
Europe	3.3%	10.6%	-8.6%	-7.8%	-4.3%	-7.7%	-9.7%	-11.8%	-4.9%	-10.9%	-11.5%	-4.2%	-3.9%	-0.4%
APMEA	1.7%	8.4%	-0.5%	-8.4%	-5.2%	6.4%	13.7%	-14.1%	-5.5%	-10.7%	-16.8%	0.7%		
North America	0.9%	12.7%	-0.9%	-8.4%	-0.3%	0.7%	2.3%	-6.1%	4.0%	-12.3%	-9.6%	-14.5%	-13.0%	4.7%
Latin America	10.0%	33.7%	4.2%	15.2%	-6.0%	12.9%	13.5%	-1.6%	20.9%	5.6%	7.6%	29.4%	14.8%	26.6%

资料来源：Electrolux 公告，国联证券研究所（Organic growth）

图表47：Electrolux 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	**19.2%**	**19.1%**	**13.1%**	**12.7%**	**17.2%**	**13.8%**	**12.6%**	**9.5%**	**13.1%**	**15.5%**	**14.2%**	**8.5%**	**12.7%**	**15.5%**
Selling expenses	9.5%	9.4%	9.6%	9.9%	9.6%	9.5%	9.1%	10.3%	9.7%	9.8%	9.9%	10.4%	10.1%	10.6%
Administrative expenses	4.4%	4.0%	4.3%	5.2%	4.9%	3.4%	3.8%	5.0%	4.5%	4.4%	3.8%	7.9%	5.0%	4.1%
Operating margin	**5.0%**	**5.4%**	**-0.2%**	**-2.2%**	**5.2%**	**1.7%**	**-1.1%**	**-5.5%**	**-0.8%**	**-0.4%**	**1.8%**	**-9.0%**	**-2.3%**	**1.2%**
interset expenses	0.6%	0.4%	1.1%	1.6%	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.8%	1.6%
net income margin	**3.4%**	**3.7%**	**-1.0%**	**-3.9%**	**3.2%**	**0.8%**	**-1.7%**	**-5.4%**	**-1.8%**	**-2.0%**	**0.4%**	**-11.5%**	**-4.0%**	**-0.2%**
OPM by geography														
Europe	7.9%	8.1%	1.5%	-3.5%	5.2%	1.3%	0.7%	-1.1%	-0.4%	-3.2%	4.5%	-13.5%	1.7%	1.7%
APMEA	-	-	-	-	7.3%	10.1%	10.8%	2.1%	3.4%	5.4%	6.6%	-2.7%		
North America	3.2%	1.7%	-5.1%	-5.2%	7.6%	-2.3%	-9.5%	-13.4%	-3.8%	-1.4%	-3.7%	-12.5%	-12.1%	-3.1%
Latin America	3.9%	6.7%	4.4%	5.6%	1.8%	4.8%	6.8%	3.4%	3.8%	4.8%	5.6%	7.5%	6.0%	7.9%
APMEA	7.0%	9.6%	7.7%	3.0%	7.3%	10.1%	10.8%	2.1%	3.4%	5.4%	6.6%	-2.7%	-	-

资料来源：Electrolux 公告，国联证券研究所

图表48：Electrolux 主要盈利及费用指标同比变动（pct）

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	2.6	(0.1)	(4.1)	(0.4)	(4.0)	(6.2)	(5.3)	(8.1)	(4.1)	1.7	1.6	(1.0)	(0.4)	0.0
Selling expenses	(0.7)	(0.1)	0.1	0.3	0.8	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.4	0.7	0.0	0.5	0.8
Administrative expenses	(0.2)	(0.5)	(0.6)	0.9	0.7	(0.5)	(0.0)	1.1	(0.4)	1.0	(0.0)	2.9	0.5	(0.3)
Operating margin	2.3	0.4	(5.4)	(2.1)	(2.7)	(4.9)	(6.4)	(8.0)	(6.0)	(2.0)	2.9	(3.5)	(1.5)	1.6
interset expenses	(0.0)	(0.2)	0.2	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9	0.7	0.7	0.5	0.2	0.2	0.0
net income margin	1.9	0.3	(4.1)	(2.9)	(2.2)	(3.8)	(5.4)	(7.1)	(5.0)	(2.7)	2.1	(6.2)	(2.2)	1.7
OPM by geography														
Europe	2.4	0.2	(3.8)	(5.0)	(4.4)	(7.4)	(6.3)	(8.4)	(5.6)	(4.5)	3.9	(12.4)	1.1	2.7
APMEA	4.0	2.5	0.4	(4.7)	(2.8)	1.6	1.2	(7.7)	(4.0)	(4.7)	(4.3)	(4.8)		
North America	4.5	(1.5)	(12.7)	(0.1)	2.1	(7.8)	(11.4)	(8.3)	(11.4)	0.8	5.8	1.0	(8.3)	(1.7)
Latin America	(5.3)	2.8	2.6	1.3	(7.6)	(2.0)	(1.1)	(0.1)	2.0	(0.0)	(1.1)	4.1	2.2	3.1

资料来源：Electrolux 公告，国联证券研究所

SEB：2024Q2 收入同比增长 6%，全年预计同比增长 5%

SEB 集团 2024Q2 收入同比增长 6%，消费者业务同比增长 6%，跟 2024Q1 增速基本一致。公司过去 5 个季度有四个季度主营增速在 5%~6%，整体保持稳健增长趋势，预计全年收入同比增长 5%。分区域看，欧洲与北美均略有增长，南美洲高增，亚太基本持平；其中 2024Q2 中国市场收入同比下滑 0.6%，2024Q1 同比增长 0.5%。分产品来看，仅个护有下滑，风扇驱动家庭环境电器、地面清洁电器以及衣物护理电器增速超过两位数，驱动产品分别为电风扇、多功能吸尘器及衣物护理机。

图表49：SEB 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
EMEA	-1.0%	17.7%	-11.5%	0.9%	-4.8%	-13.4%	-13.7%	-12.1%	-5.0%	12.8%	7.0%	10.9%	8.0%	9.1%	-	~5%
Western Europe	-1.5%	15.2%	-12.8%	-0.6%	-3.2%	-14.5%	-17.8%	-14.6%	-9.6%	3.3%	-3.4%	6.1%	-3.1%	0.7%		
Other countries	0.4%	24.5%	-8.4%	4.5%	-8.3%	-10.6%	-3.3%	-5.7%	6.7%	37.3%	29.7%	21.7%	32.9%	28.1%	-	-
AMERICAS	-4.2%	23.5%	4.5%	-1.5%	-6.2%	1.8%	-12.5%	-3.9%	-13.7%	-6.6%	15.5%	7.0%	14.0%	12.0%	-	-
North America	5.7%	26.6%	1.1%	-3.7%	-9.1%	-3.8%	-14.8%	-10.2%	-22.1%	-7.4%	14.9%	0.0%	7.7%	3.8%	-	-
South America	-22.1%	15.7%	13.5%	3.7%	1.6%	16.0%	-7.5%	17.6%	7.2%	5.1%	16.8%	26.3%	27.1%	31.0%	-	-
ASIA	-5.2%	12.6%	8.2%	-7.6%	7.0%	1.3%	1.2%	-0.2%	-6.1%	2.2%	-1.1%	2.9%	0.5%	-0.6%	-	-
China	-7.7%	14.4%	13.0%	-6.5%	10.9%	1.9%	3.4%	3.8%	-4.6%	5.5%	0.2%	3.3%	0.5%	-0.6%	-	-
Other countries	3.2%	7.5%	-6.5%	-12.1%	-5.8%	-0.7%	-5.5%	-11.9%	-12.9%	-9.4%	-6.2%	1.6%	0.7%	-0.8%	-	-
TOTAL Consumer	-2.9%	16.7%	-2.6%	-2.6%	-0.8%	-5.9%	-8.8%	-7.3%	-6.6%	5.2%	5.5%	7.7%	5.8%	5.9%	-	-
WMF Professional	-28.0%	9.2%	15.6%	32.6%	16.8%	3.6%	-0.2%	17.6%	29.1%	21.0%	42.6%	16.2%	18.5%	3.9%	-	-
GROUPE SEB	-5.6%	16.1%	-1.2%	0.6%	0.4%	-5.1%	-8.1%	-5.6%	-3.7%	6.8%	8.9%	8.5%	7.3%	5.6%	-	-

资料来源：SEB 公告，国联证券研究所（Change Like-for-like）

De' Longhi：2024Q2 收入同比增长 2%，维持全年指引

De' Longhi 2024Q2 收入同比增长 2%（剔除汇率），净利润同比增长 25%。欧美增速环比均有所放缓，欧洲主要是同期基数有所回升，北欧在咖啡机及熨烫产品的带动下实现近双位数增长。盈利能力同比明显提升，主要是受产品结构改善和生产成本下降带动。公司维持全年收入指引，即收入同比 9%~11%，包括了今年并购业务，上半年包括并购业务的收入增速为 10.3%，内生增速为 4.2%，据此推算，下半年主营增速与上半年基本相当。

图表50：De' Longhi 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
Net Sales	13.8%	24.3%	-5.9%	-0.2%	5.7%	-10.7%	-10.3%	-7.0%	-18.7%	-0.9%	8.1%	7.9%	7.3%	1.5%	9%-11%	9%-11%
By geography																
South West Europe	*17.2%*	*27.0%*	*-8.3%*	*-1.9%*	*3.5%*	*-14.7%*	*-13.7%*	*-8.2%*	*-24.7%*	*-1.7%*	*7.0%*	*9.9%*	*10.1%*	*1.2%*	-	-
North East Europe	*16.7%*	*23.7%*	*-14.4%*	*10.7%*	*-6.9%*	*-23.9%*	*-9.5%*	*-16.2%*	*-7.5%*	*19.3%*	*11.8%*	*16.8%*	*17.1%*	*9.8%*	-	-
EUROPE	17.0%	25.6%	-10.8%	3.1%	-0.7%	-18.2%	-11.9%	-11.7%	-18.3%	6.0%	9.0%	12.8%	13.1%	4.6%	-	-
Americas	-	33.3%	-1.2%	-9.7%	24.2%	6.1%	-21.2%	-0.7%	-30.6%	-15.4%	13.8%	-6.0%	3.3%	-6.8%	-	-
MEIA	-9.4%	46.4%	-4.1%	-7.9%	6.9%	-19.0%	1.2%	1.5%	-28.2%	-7.3%	-2.3%	13.4%	-12.2%	8.9%	-	-
Asia-Pacific	-	9.2%	12.2%	2.4%	20.1%	7.3%	8.9%	5.5%	3.2%	-2.0%	2.5%	4.8%	-3.0%	-3.5%	-	-

资料来源：De' Longhi 公告，国联证券研究所（收入指引是名义增速，其余为 Organic growth）

图表51：De' Longhi 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	49.2%	49.7%	47.3%	48.9%	51.1%	45.2%	46.7%	46.4%	50.5%	48.8%	49.0%	48.1%	50.9%	51.2%
Ebitda margin	14.6%	14.9%	11.7%	14.2%	12.7%	8.1%	9.8%	14.7%	12.5%	12.1%	14.4%	16.4%	13.8%	14.2%
Ebit margin	11.1%	12.0%	11.7%	10.7%	12.7%	8.1%	9.8%	14.7%	8.3%	8.4%	10.6%	13.6%	9.8%	10.3%
Net Income margin	8.5%	9.7%	5.6%	8.1%	6.9%	3.0%	4.1%	7.6%	6.4%	6.4%	8.4%	10.0%	7.3%	7.2%
同比变动														
Gross margin	(0.4)	0.5	(2.4)	1.6	(1.3)	(3.4)	(3.2)	(2.1)	(0.6)	3.6	2.3	1.7	0.4	2.4
Ebitda margin	(0.6)	0.3	(3.2)	2.5	(5.2)	(7.8)	(4.7)	2.0	(0.2)	5.2	4.6	1.7	1.3	1.7
Ebit margin	(0.7)	0.9	(0.3)	2.4	(5.5)	(8.4)	(5.1)	1.7	(1.1)	4.0	4.6	1.7	1.5	1.9
Net Income margin	0.1	1.2	(4.1)	2.5	(4.2)	(9.9)	(4.3)	0.2	(0.5)	3.4	4.3	2.4	0.9	0.8

资料来源：De' Longhi 公告，国联证券研究所

Daikin：2024Q2 收入同比增长 14%，维持财年收入增长 3%指引

Daikin 2024Q2 收入同比增长 14%（剔除汇率后，同比增长约 5%），归母净利润同比下降 21%，收入基本符合预期，业绩低预期。收入端美洲和新兴市场较好，欧洲和中国偏弱，欧洲主要是热泵超预期下滑，单季同比下降 47%，中国需求偏弱，人民币口径估计有大个位数到双位数下滑；日本市场需求有好转，天气有积极影响，美国家空收入重回增长，库存压力有所缓解，不过在通胀和高利率下需求仍一般。盈利承压主因是收入扩张放缓，原材料和固定成本增加。公司维持财年指引不变，收入同比增长 3.3%，归母净利润同比增长 2.6%，据此推算收入增长放缓，盈利或有好转。

图表52：Daikin 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F
Net Sales	-2.2%	24.7%	28.1%	10.4%	21.1%	38.4%	30.0%	23.4%	13.1%	7.5%	7.5%	13.6%	14.3%	3.3%	3.3%
By Product															
AC	-1.5%	24.4%	28.3%	11.0%	20.9%	39.4%	30.0%	23.7%	13.8%	8.2%	7.6%	14.6%	15.5%	3.4%	-
Chemicals	-8.7%	29.4%	24.0%	0.2%	26.8%	30.9%	18.3%	20.7%	-4.7%	-5.2%	3.7%	6.8%	2.3%	2.3%	-
AC By geography															
Japan	0.3%	5.6%	5.6%	6.5%	-3.0%	7.7%	11.5%	6.8%	5.7%	5.3%	8.8%	6.2%	7.2%	1.9%	-
Europe	3.8%	31.5%	26.7%	1.4%	12.3%	24.5%	38.2%	33.2%	13.7%	1.5%	-6.8%	-1.7%	-0.3%	5.0%	-
China	7.1%	29.6%	1.3%	6.7%	-5.2%	26.4%	-11.1%	-7.4%	18.4%	-13.1%	15.1%	15.1%	0.4%	0.3%	-
Americas	-4.1%	31.9%	50.0%	18.1%	46.7%	63.5%	56.5%	34.9%	16.3%	21.3%	9.5%	24.8%	27.9%	4.7%	-
Asia	-16.0%	18.4%	41.3%	9.8%	42.9%	71.1%	42.9%	19.3%	11.8%	0.8%	5.0%	20.8%	26.4%	5.4%	-
Oceania	8.0%	31.4%	23.1%	4.8%	29.3%	35.5%	17.1%	13.7%	-0.3%	0.6%	5.7%	12.7%	17.2%	-3.6%	-
Middle East	-6.3%	35.5%	59.8%	38.0%	35.8%	87.1%	34.0%	81.0%	29.7%	40.1%	49.8%	33.3%	23.3%	-2.9%	-
Africa	4.8%	44.8%	13.5%	4.9%	92.3%	8.1%	7.4%	0.0%	16.0%	-10.0%	44.8%	-12.2%	3.4%	0.0%	-

资料来源：Daikin 公告，国联证券研究所

图表53：Daikin 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	34.7%	34.0%	33.4%	34.3%	33.9%	33.3%	33.2%	33.4%	35.4%	35.0%	33.5%	33.5%	34.2%
SG&A expense	25.1%	23.8%	24.0%	25.4%	22.8%	22.5%	24.7%	26.0%	24.6%	24.5%	26.7%	25.9%	24.9%
Operating margin	9.6%	10.2%	9.5%	8.9%	11.1%	10.8%	8.5%	7.4%	10.8%	10.4%	6.8%	7.6%	9.2%
AC	*9.8%*	*10.0%*	*8.9%*	*8.3%*	*10.6%*	*10.2%*	*8.3%*	*6.5%*	*10.2%*	*9.7%*	*6.1%*	*6.9%*	*8.9%*
Chemicals	*6.9%*	*12.9%*	*17.2%*	*19.5%*	*19.6%*	*19.8%*	*11.0%*	*18.3%*	*21.0%*	*23.5%*	*17.3%*	*16.8%*	*18.0%*
Income tax rate	32%	31%	29%	30%	34%	26%	28%	27%	30%	30%	27%	32%	36%
Net Earnings margin	6.5%	7.2%	6.7%	6.1%	7.5%	8.4%	5.7%	5.0%	7.5%	6.7%	4.2%	6.0%	5.3%

资料来源：Daikin 公告，国联证券研究所

图表54：Daikin 主要盈利及费用指标同比变动（pct）

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	-0.0	-0.7	-0.6	0.9	-1.8	-1.3	-0.5	1.3	1.5	1.7	0.3	0.1	-1.2
SG&A expense	0.8	-1.3	0.1	1.5	0.7	-1.1	-0.0	1.0	1.8	2.1	2.0	-0.1	0.3
Operating margin	-0.8	0.6	-0.7	-0.5	-2.5	-0.2	-0.5	0.3	-0.4	-0.4	-1.7	0.2	-1.5
AC	-0.4	0.2	-1.0	-0.7	-3.0	-0.5	-0.7	-0.1	-0.4	-0.5	-2.3	0.4	-1.3
Chemicals	-6.3	5.9	4.4	2.3	3.9	5.0	1.9	6.1	1.5	3.7	6.3	-1.4	-3.0
Net Earnings margin	-0.4	0.7	-0.6	-0.5	-2.6	0.1	0.1	0.0	0.0	-1.7	-1.5	1.0	-2.3

资料来源：Daikin 公告，国联证券研究所

Panasonic：2024Q2 家电同比增长 5%，财年预计同比增长 2%

Panasonic 家电 2024Q2（Lifestyle）收入同比增长 5%，剔除汇率影响同比-1%，营业利润率同比-2pct 至 2.7%。当季欧洲暖通空调（热泵）以及中国消费电器销售下滑，空调、展示柜及印度建筑电气实现增长。公司预计 2024 财年家电业务收入同比增长约 2%，生活电器、HVAC、冷链、电工分别同比增长 1%、8%、1%、2%，空调业务表现相对较好，日本消费电器业务有复苏迹象，欧洲热泵及中国销售预计仍将下滑。

图表55：Panasonic 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q2–2024FY
Net Sales	**-10.6%**	**10.3%**	**13.4%**	**1.4%**	**10.1%**	**20.0%**	**14.3%**	**9.6%**	**2.8%**	**0.0%**	**0.9%**	**1.9%**	**4.5%**	**1.2%**
By product														
Lifestyle	**-**	**2.8%**	**10.0%**	**0.1%**	**7.0%**	**18.1%**	**10.2%**	**5.5%**	**0.3%**	**-3.7%**	**-0.9%**	**5.0%**	**4.5%**	**2.4%**
Automotive	-	4.9%	22.1%	15.0%	4.1%	35.8%	26.6%	22.6%	26.5%	13.7%	16.9%	5.7%	6.6%	-2.1%
Connect	-	13.1%	22.0%	7.3%	18.1%	26.4%	30.1%	14.9%	7.7%	5.6%	3.8%	11.2%	13.3%	3.1%
Industry	-	14.9%	1.9%	-9.3%	4.4%	10.1%	3.0%	-9.2%	-16.0%	-12.7%	-8.2%	0.8%	10.2%	1.7%
Energy	-	27.4%	25.8%	-5.8%	21.2%	27.6%	25.6%	28.4%	4.7%	-1.5%	-7.5%	-17.4%	-11.1%	-4.2%
Lifestyle by product	-													
Living Appliances and Solutions	-	*4.0%*	*6.8%*	*-0.9%*	*6.2%*	*20.5%*	*2.4%*	*-0.2%*	*0.2%*	*-7.9%*	*-1.2%*	*5.9%*	*-1.2%*	-
Heating & Ventilation A/C	-	*2.2%*	*11.8%*	*0.6%*	*7.4%*	*21.8%*	*10.3%*	*9.9%*	*-1.6%*	*0.0%*	*-2.5%*	*7.1%*	*14.9%*	-
Cold Chain Solutions	-	*21.1%*	*30.3%*	*12.5%*	*24.3%*	*34.8%*	*38.4%*	*24.6%*	*20.5%*	*10.8%*	*9.7%*	*10.4%*	*11.8%*	-
Electric Works	-	*3.3%*	*11.0%*	*4.4%*	*6.2%*	*15.4%*	*11.2%*	*11.0%*	*7.8%*	*2.2%*	*4.2%*	*3.8%*	*0.1%*	-
China and Northeast Asia	-	*18.8%*	*8.6%*	*-9.8%*	*10.2%*	*26.4%*	*5.3%*	*-1.2%*	*-8.3%*	*-19.2%*	*-6.7%*	*-2.2%*	*10.1%*	-

资料来源：Panasonic 公告，国联证券研究所

图表56：Panasonic 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	**29.5%**	**28.2%**	**27.0%**	**29.4%**	**26.7%**	**26.8%**	**26.3%**	**28.0%**	**29.0%**	**29.0%**	**30.4%**	**29.0%**	**29.7%**
SG&A expense	**24.9%**	**23.3%**	**23.2%**	**24.8%**	**23.4%**	**23.0%**	**22.4%**	**24.2%**	**24.4%**	**24.3%**	**24.6%**	**25.8%**	**25.8%**
Operating margin	**3.9%**	**4.8%**	**3.4%**	**4.2%**	**3.2%**	**4.1%**	**3.9%**	**2.5%**	**4.5%**	**4.9%**	**5.8%**	**1.9%**	**3.9%**
EBT	**3.9%**	**4.9%**	**3.8%**	**5.0%**	**3.7%**	**4.5%**	**4.1%**	**2.8%**	**5.4%**	**5.5%**	**6.6%**	**2.6%**	**4.9%**
Net income margin	**2.7%**	**3.6%**	**3.3%**	**5.5%**	**2.7%**	**3.0%**	**2.6%**	**5.0%**	**10.2%**	**4.4%**	**5.3%**	**2.3%**	**3.6%**
OPM by product													
Lifestyle	**4.7%**	**3.1%**	**3.0%**	**3.5%**	**4.6%**	**4.0%**	**3.4%**	**-0.1%**	**4.7%**	**2.5%**	**4.0%**	**2.7%**	**2.7%**
Automotive	-1.2%	0.1%	1.2%	2.9%	-3.9%	-0.6%	3.6%	4.5%	1.7%	2.6%	5.6%	1.3%	4.1%
Connect	-2.4%	5.6%	1.9%	3.4%	-3.9%	-0.3%	4.8%	5.5%	2.6%	3.2%	3.0%	4.4%	2.0%
Industry	4.1%	7.4%	5.8%	3.0%	8.9%	7.3%	5.2%	1.3%	1.4%	3.7%	4.4%	2.3%	6.3%
Energy	5.6%	8.4%	3.4%	9.7%	7.2%	5.1%	0.1%	1.7%	12.4%	9.6%	13.2%	2.9%	10.2%
Lifestyle OPM													
Living Appliances and Solutions	**8.7%**	**6.8%**	**6.2%**	**5.0%**	**7.5%**	**6.0%**	**8.2%**	**2.8%**	**6.7%**	**4.8%**	**4.5%**	**4.3%**	**4.3%**
Heating & Ventilation A/C	6.6%	3.1%	0.0%	1.0%	6.1%	3.3%	-0.1%	-10.7%	5.6%	-2.4%	-0.6%	0.2%	2.5%
Cold Chain Solutions	-1.2%	-2.7%	3.5%	5.7%	1.7%	3.7%	4.0%	3.5%	5.8%	0.0%	4.8%	3.4%	5.2%
Electric Works	3.1%	3.6%	4.6%	6.4%	3.1%	4.8%	5.0%	5.5%	4.8%	5.9%	7.7%	6.1%	4.4%
China and Northeast Asia	5.2%	1.2%	3.5%	3.8%	5.3%	6.5%	0.9%	0.2%	8.7%	5.5%	2.3%	-0.8%	6.9%

资料来源：Panasonic 公告，国联证券研究所

图表57：Panasonic 主要盈利及费用指标同比变动（pct）

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	-	(1.3)	(1.2)	2.4	(2.6)	(0.9)	(1.5)	0.3	2.3	2.2	4.0	1.0	0.8
SG&A expense	-	(1.6)	(0.1)	1.5	0.7	(0.2)	(0.9)	0.0	1.0	1.3	2.2	1.5	1.4
Operating margin	-	1.0	(1.4)	0.8	(2.6)	(1.4)	0.0	(1.7)	1.2	0.5	1.9	(0.7)	(0.5)
EBT	-	1.0	(1.1)	1.2	(2.3)	(1.1)	0.2	(1.3)	1.6	1.1	2.5	(0.3)	(0.4)
Net income margin	-	0.8	(0.2)	0.2	(1.9)	(1.6)	0.3	2.1	7.5	1.3	2.7	(2.7)	(0.7)
OPM by product													
Lifestyle	-	(1.6)	(0.5)	0.5	(1.2)	2.1	(0.7)	(2.0)	2.8	(1.5)	0.6	2.9	(2.0)
Automotive	-	1.3	1.1	1.6	(4.8)	2.3	2.9	3.1	0.3	3.2	2.0	(3.2)	2.4
Connect	-	8.0	(3.9)	1.5	(3.9)	(24.6)	9.1	8.9	6.1	3.6	(1.8)	(1.0)	(0.3)
Industry	-	3.2	(1.6)	(2.8)	(0.4)	0.2	(1.7)	(4.9)	(4.8)	(3.6)	(0.8)	1.1	4.9
Energy	-	2.8	(5.2)	6.3	(2.7)	(4.8)	(8.8)	(4.4)	6.3	4.5	13.1	1.2	(2.2)

资料来源：Panasonic 公告，国联证券研究所

LG Electronics：2024Q2 家电同比增长 11%，预计持续增长

LG 家电业务（H&A）2024Q2 收入同比增长 11%，营业利润率同比提升 0.4pct 至 7.9%，2023 年以来家电业务收入逐季提速；主因是成熟市场需求略有恢复，新兴市场需求较为强劲，同时，公司也扩展了产品线，强化了全价格带竞争。公司预计家电和电视业务能够延续增长态势，但竞争仍会比较激烈。**此外，公司调整了全球消费电器产业预期，预计北美、欧洲、亚太、中国下半年需求将下滑，中南美、印度、中东非下半年需求将保持增长；跟前次相比，公司下调了下半年北美、中国、亚太及欧洲的产业需求预期。**

图表58：LG Electronic 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Net Sales	1.5%	28.7%	12.9%	0.9%	18.5%	15.0%	14.1%	5.2%	-2.6%	2.7%	-2.2%	5.7%	3.3%	8.5%
By product														
H&A	3.5%	21.7%	10.3%	0.8%	18.8%	18.4%	5.8%	-2.2%	0.6%	-1.0%	-0.2%	4.5%	7.3%	10.6%
HE	-0.8%	30.6%	-8.7%	-9.5%	1.4%	-14.5%	-11.2%	-2.3%	-4.0%	-9.0%	-3.9%	-7.4%	3.9%	15.3%
VS	6.1%	24.0%	29.1%	17.3%	8.5%	19.4%	45.6%	44.6%	27.1%	31.2%	6.7%	107.6%	11.5%	1.0%
BS	-1.5%	15.8%	11.2%	-11.1%	23.7%	18.8%	9.7%	-12.6%	-21.0%	-13.4%	-6.9%	-47.0%	6.5%	9.9%
Innotek	16.0%	55.2%	31.1%	5.2%	28.7%	57.2%	41.9%	14.4%	10.7%	5.5%	-11.6%	15.4%	-1.0%	16.6%

资料来源：LG Electronic 公告，国联证券研究所（H&A-home appliance&Air Solution，HE-Home Entertainment，VS-Vehicle component Solutions，BS-Business solution）

图表59：LG Electronics 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	**25.8%**	**25.3%**	**24.2%**	**23.5%**	**25.3%**	**24.4%**	**24.2%**	**20.5%**	**25.3%**	**24.4%**	**24.2%**	**20.5%**	**25.5%**	**26.1%**
Operating margin	5.1%	5.2%	4.3%	4.2%	7.3%	3.7%	4.8%	1.4%	7.3%	3.7%	4.8%	1.4%	6.3%	5.5%
Net Earnings margin	3.3%	1.9%	2.2%	1.4%	2.7%	1.0%	2.3%	-0.3%	2.7%	1.0%	2.3%	-0.3%	2.8%	2.9%
OPM by product														
H&A	**10.6%**	**8.2%**	**3.8%**	**6.7%**	**12.7%**	**7.5%**	**4.8%**	**1.4%**	**12.7%**	**7.5%**	**4.8%**	**1.4%**	**10.9%**	**7.9%**
HE	7.4%	6.4%	0.0%	2.5%	6.0%	3.9%	6.8%	-1.7%	6.0%	3.9%	6.8%	-1.7%	3.8%	2.7%
VS	-6.7%	-13.0%	2.0%	1.3%	2.3%	-2.3%	3.9%	6.4%	2.3%	-2.3%	3.9%	6.4%	2.0%	3.0%
BS	7.6%	2.1%	0.4%	-0.8%	4.4%	0.2%	5.4%	0.2%	4.4%	0.2%	5.4%	0.2%	0.8%	-0.4%
Innotek	6.3%	8.4%	6.5%	4.0%	3.3%	0.5%	3.1%	-1.7%	3.3%	0.5%	3.1%	-1.7%	4.1%	3.3%

资料来源：LG Electronic 公告，国联证券研究所（H&A-home appliance&Air Solution，HE-Home Entertainment，VS-Vehicle component Solutions，BS-Business solution）

图表60：LG Electronics 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Gross margin	**1.2**	**-1.5**	**-1.3**	**-0.7**	**1.0**	**-1.0**	**-2.0**	**-3.6**	**-3.1**	**-1.3**	**0.4**	**1.1**	**0.2**	**1.7**
Operating margin	1.1	-1.6	-1.2	-0.0	-1.0	-1.2	0.3	-3.3	-1.9	-0.4	1.3	1.0	-1.0	1.8
Net Earnings margin	3.0	-1.7	0.3	-1.0	5.4	6.4	-1.2	1.5	-5.1	-0.1	0.8	0.6	0.1	1.9
OPM by product														
H&A	**1.3**	**-2.1**	**-4.4**	**2.9**	**-7.9**	**-4.2**	**-4.0**	**-2.0**	**7.1**	**2.1**	**-8.1**	**-2.1**	**-1.8**	**0.4**
HE	1.4	-0.7	-6.3	2.5	-5.3	-8.8	-6.4	-5.6	1.4	4.5	0.1	0.7	-2.2	-1.3
VS	7.9	-6.4	15.9	-0.6	0.0	22.7	37.5	-3.2	2.6	-4.8	-0.6	6.4	-0.3	5.3
BS	-0.4	-3.9	-5.5	-1.2	-4.0	-5.0	-4.2	-1.6	-1.1	-0.7	-8.8	-8.3	-3.6	-0.6
Innotek	1.4	2.1	-1.9	-2.5	-2.0	1.4	-0.6	-4.9	-6.0	-7.4	-16.6	3.8	0.7	2.9

资料来源：LG Electronic 公告，国联证券研究所（H&A-home appliance&Air Solution，HE-Home Entertainment，VS-Vehicle component Solutions，BS-Business solution）

Samsung：2024Q2 家电收入同比下降 4%

Samsung 家电业务 2024Q2 收入同比下降 4%，降幅逐季收窄，电视和电器整体营业利润率为 3.4%，同比下降 1.7pct。公司家电经营策略为：加大 BESPOKE 系列推广力度，强化在 AI 和全球高端市场的领先地位，同时推动 B2B 业务发展，尤其是空调。

图表61：Samsung Electronics 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Net Sales	2.8%	18.1%	8.1%	-14.3%	19.0%	21.3%	3.8%	-8.0%	-18.0%	-22.3%	-12.2%	-3.8%	12.8%	23.4%
By product														
DX	-3.2%	12.5%	9.8%	-6.8%	13.2%	22.1%	10.4%	-4.2%	-3.8%	-9.6%	-6.9%	-7.4%	2.3%	4.6%
VD（电视）	5.8%	13.7%	5.7%	-8.7%	20.8%	5.2%	0.5%	-1.4%	-14.8%	-3.8%	-6.9%	-8.5%	-2.6%	4.0%
DA（电器）	6.9%	18.9%	12.5%	-4.8%	17.0%	17.2%	9.7%	5.9%	-1.5%	-2.1%	-7.3%	-8.4%	-6.1%	-3.6%
IM	-3.2%	12.55	9.8%	-6.8%	10.8%	29.4%	13.3%	-7.1%	-1.7%	-12.9%	-6.9%	-6.9%	5.4%	7.2%
DS	7.9%	21.4%	3.2%	-32.4%	39.1%	23.6%	-13.9%	-23.6%	-48.9%	-48.3%	-28.6%	8.1%	68.5%	93.9%
SDC	-	3.7%	8.4%	-9.9%	15.1%	12.3%	6.0%	2.7%	-17.0%	-15.9%	-12.5%	3.8%	-18.6%	18.0%
Harman	-8.9%	9.4%	31.6%	8.9%	12.5%	23.4%	51.3%	38.2%	18.7%	17.2%	4.7%	-0.5%	1.1%	3.6%

资料来源：Samsung Electronics 公告，国联证券研究所

5. 风险提示

1）政策兑现不及预期。*以旧换新落地以来板块情绪虽有提振，当前家电股价中包含的政策预期仍不高，若后续持续走高，政策兑现有不及预期的风险。*

2）关税预期引起出口节奏波动。*7 月家电出口表现好于大盘，关税预期升温阶段出口订单或有前置，若虹吸效应持续，可能造成后续出口节奏大幅波动。*

3）原材料成本大幅上涨。*原材料占主要家电公司营业成本 80%以上，目前盈利预期建立在原材料价格总体平稳假设上，若大宗价格持续普涨，盈利有不达预期的可能。*

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

联系我们

北京：北京市东城区安外大街 208 号玖安广场 A 座 4 层
上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 8 层
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 16 楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼