

家用电器

背靠内外需韧性，拥抱新一轮集中

家用电器行业 2024 年中期投资策略

➤ 回顾：市场表现突出，景气驱动上涨

2024 年初至 6 月 7 日家电板块绝对收益+14.4%，相对沪深 300/上证综指分别+10%/+6%；排名 31 个申万一级第 3 位，表现抢眼，红利资产属性与超预期的基本面支撑了收益表现，以旧换新与地产政策预期阶段性也有助益。当前家电板块估值处于 2013 年以来 27%分位水平，且业绩与估值匹配度高。

➤ 白电：需求稳健向好，成本影响可控

年初以来白电内需表现好于预期，内销出货增速已在政策周期后的中上水平，且零售数据稳中向好，印证需求表现。1-4 月白电外销出货均有 25%以上高增，两年复合实现增长，景气质量高。后续政策强化更新大周期、内需有韧性，外销基数压力可控、稳健为主；成本涨势或趋缓，盈利影响有限。

➤ 彩电：需求弱复苏，龙头全球份额提升

年初以来彩电全球景气弱复苏趋势延续，亮点在于体育赛事契机下，MiniLED 等高端产品渗透率加速提升，行业海内外均价延续增长，叠加中国显示产业链优势，预计面板成本波动影响较有限。随着中国品牌技术实力与质价比优势展现，龙头高端电视份额持续提升，盈利能力有望稳中求进。

➤ 后周期：低估值&低持仓，政策信号积极

2024 年以来地产环境仍较低迷，后周期需求平淡，但部分龙头表现平稳，超出预期，主因在于更新需求、二手房销售正在崛起，构筑了更加平稳的需求基本盘。近期地产政策有积极变化，行业需求或无须过于忧虑；同时龙头更为积极地挖掘新品类以及新渠道机遇，预计有望持续实现优于行业增长。

➤ 新兴小电：聚焦高端技术下放&全球化机遇

2024 年以来扫地机产品类型、定价策略、主推功能已基本趋同，我们更重点聚焦技术创新以及全球化，并关注各品牌的消费者洞察情况；洗地机格局趋于平稳，竞争或迎阶段性缓和，海外潜力不容忽视；投影仪性价比放量&高端技术下放，景气拐点呼之欲出，技术变革&品牌出海带来新的可能性。

➤ 厨房&个护小电：聚焦性价比&品牌出海机会

2024 年小家电内销需求环比小幅改善，但仍表现平淡，结合当前需求趋势，内销端我们或更应该注重性价比品牌的销售表现，同时品牌出海也值得关注。小熊、德尔玛等企业积极参与竞争，对内不断拓张新品、争取更高份额，对外积极尝试品牌出海，随着基数转低，逐季经营改善趋势值得期待。

➤ 两轮车：景气短期波动，长期集中趋势确定

2024 年以来电动两轮车行业难言景气，需求驱动不足，安全整治行动使得部分需求滞后释放，标准规范悬而未决也使企业推新暂缓。后续来看，随着行业新标准修订落地，非标车淘汰与以旧换新配合，预计带来新的换购潮，需求改善可期；同时严监管背景下经营门槛提升，龙头份额提升加速确定。

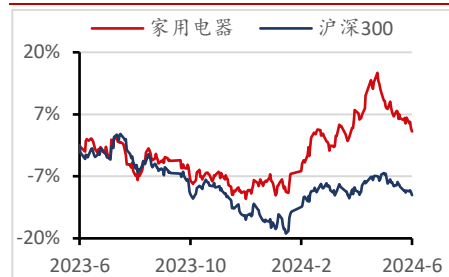
➤ 投资建议：维持行业“强于大市”评级

我们维持家电板块“强于大市”评级，标的方面：1) 推荐白电龙头海尔智家、美的集团、海信家电以及格力电器；2) 推荐黑电龙头海信视像；3) 推荐扫地机龙头石头科技与科沃斯；4) 推荐后周期龙头华帝股份、公牛集团以及老板电器等；5) 建议关注可选小家电龙头极米科技以及小熊电器等。

风险提示：1) 海外需求不及预期；2) 原材料成本上涨；3) 空调库存大幅积累；4) 外资大幅波动

投资建议：强于大市（维持）
上次建议：强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：管泉森
执业证书编号：S0590523100007
邮箱：guanqs@glsc.com.cn
分析师：孙珊
执业证书编号：S0590523110003
邮箱：sunshan@glsc.com.cn
分析师：崔甜甜
执业证书编号：S0590523110009
邮箱：cuitt@glsc.com.cn
分析师：莫云皓
执业证书编号：S0590523120001
邮箱：moyh@glsc.com.cn

联系人：蔡奕娴
邮箱：caiyx@glsc.com.cn

相关报告

1、《家用电器：产业在线 5 月空调数据简评：内销符合预期，出口增势持续》2024.06.19
2、《家用电器：奥维云网 5 月线上清洁电器数据简评：扫地机销量高增，洗地机均价企稳》2024.06.18

正文目录

1. 行情：市场表现突出，景气驱动上涨	6
1.1 年初至今收益位居一级行业前三	6
1.2 红利属性、基本面助推两轮行情	6
1.3 回调后估值已经在历史底部附近	7
2. 白电：需求稳健向好，成本影响可控	9
2.1 内销：更新主导，韧性为底，弹性可期	10
2.2 出口：稳健增长，外需环境有望好转	14
2.3 成本：影响可控，上行势能边际趋弱	16
3. 彩电：需求弱复苏，龙头全球份额提升	17
3.1 体育赛事临近，弱复苏下结构优化	17
3.2 升级推动均价提升，成本影响可控	18
3.3 国产龙头全球领跑，高端化潜力可期	20
4. 后周期：低估值&低持仓，政策信号积极	22
4.1 更新需求占比提升，政策信号积极	22
4.2 拓渠道&推新品，龙头表现持续优于行业	26
5. 新兴小电：聚焦高端技术下放&全球化机遇	29
5.1 扫地机：全能型产品已主导，期待全球化&渗透率提升	29
5.2 洗地机：内销竞争迎阶段性喘息，外销扩张值得重视	33
5.3 投影仪：产品结构仍在持续迭代，海外潜力不应忽视	35
6. 厨房&个护小电：聚焦性价比&品牌出海机会	38
6.1 内销相比 2023 年改善，聚焦性价比消费	38
6.2 代工业务依然稳健，品牌出海大有可为	41
7. 两轮车：景气短期波动，长期集中趋势确定	43
7.1 监管趋严&原材料上涨，需求释放暂缓	43
7.2 调整落地后，需求恢复&格局集中可期	46
8. 投资建议：维持行业“强于大市”评级	50
8.1 白电：推荐龙头海尔智家、美的集团、海信家电、格力电器	50
8.2 彩电：推荐海信视像等	50
8.3 后周期：推荐华帝股份、公牛集团、老板电器等	51
8.4 新兴小电：推荐石头科技、科沃斯，关注极米科技	51
8.5 厨房&个护小电：关注小熊电器等	51
8.6 两轮车：建议关注国内一线龙头	51
9. 风险提示	51

图表目录

图表 1：2024 年初至今申万家电指数累计绝对收益 14%	6
图表 2：2024 年前 5 月家电相对收益处历史同期偏高水平	6
图表 3：2024 年初至 6 月 7 日家电板块绝对及相对收益走势复盘	7
图表 4：2024 年 1-5 月各子板块绝对及相对收益	8
图表 5：2024 年 1-5 月各子板块收益业绩估值拆分	8
图表 6：当前家电 PEttm 为 14.1，位于 2013 年以来 27%分位水平，仅略高于向下 1 倍标准差	8
图表 7：当前板块估值业绩匹配度横向对比仍较好	9
图表 8：家电板块公募基金重仓比例季度走势	9
图表 9：白电内销出货量年/季度增速	9
图表 10：白电外销出货量年/季度增速	9

图表 11:	冰箱推总零售量及均价年/季度同比	10
图表 12:	洗衣机推总零售量及均价年/季度同比	10
图表 13:	空调推总零售量及均价年/季度同比	10
图表 14:	白电线上零售量及均价同比	10
图表 15:	大家电更新占比测算	11
图表 16:	更新需求的主要影响因素	12
图表 17:	往前 10-20 年恰好对应白电消费规模中枢提升阶段	12
图表 18:	日本白电购买决策中因为故障的比例约为 60%-80%	12
图表 19:	2022 年美国大家电消费中替换的比例超过 60%	12
图表 20:	1990A-2024 年前 4 月空调内销出货量规模及增速	13
图表 21:	空调内销出货增速及 CR2 同比	13
图表 22:	2021 年以来龙头与二线线上均价差持续扩大	13
图表 23:	冰箱线上零售量额及均价同比	14
图表 24:	冰箱线下零售量额及均价同比	14
图表 25:	洗衣机线上零售量额及均价同比	14
图表 26:	洗衣机线下零售量额及均价同比	14
图表 27:	海关口径家用电器出口增速月度走势	15
图表 28:	2023M1-2024M4 空调/冰箱/洗衣机分地区月/季度出口美元额增速及线性预测	15
图表 29:	2020Q1 以来家电主要成本分项季度同比走势	16
图表 30:	中国彩电出货量 24Q1 同比-3%至 840 万台左右	17
图表 31:	海外彩电出货量 24Q1 同比持平于 3480 万台左右	17
图表 32:	2016 年、2021 年欧洲杯，中国电视出口额同比表现均较好	17
图表 33:	MiniLED 电视中国份额持续提升	18
图表 34:	2024Q1 全球 MiniLED 电视出货量已十分接近 OLED	18
图表 35:	中国线上大屏零售量占比持续提升	18
图表 36:	全球彩电平均尺寸不断扩大	18
图表 37:	2019 年以来中国线上、线下彩电零售均价（元）及其同比，以及中国彩电出口均价（美元）及其同比	19
图表 38:	MiniLED 电视线上保持溢价，且渗透率快速提升	19
图表 39:	MiniLED 电视线下渗透率稳步提升，溢价可观	19
图表 40:	LCD 面板产能利用率 23Q4 以来回落至 76%	20
图表 41:	2024 年以来彩电面板价格同比涨幅收窄	20
图表 42:	LCD TV 面板均价有望保持平稳趋势（美元/片）	20
图表 43:	LCD TV 面板同比涨幅 7 月有望收窄到个位数	20
图表 44:	2024 年 1-4 月中国线上彩电零售额份额及其同比	21
图表 45:	2024 年 1-4 月中国线下彩电零售额份额及其同比	21
图表 46:	2016A-2024Q1 全球 TV 分品牌出货量份额表现，以及日韩系、大陆系头部品牌份额集中度演变	21
图表 47:	全球高端电视分品牌出货量份额，国产品牌提升	22
图表 48:	全球高端电视分品牌收入份额，海信增幅领跑	22
图表 49:	2022 年与地产相关的当期需求压力大，2023 年与地产相关的当期需求表现较优	22
图表 50:	厨房大电的品类需求表现更为平稳，波幅较低	23
图表 51:	一图看懂“地产因素”在家电需求影响中的位置	23
图表 52:	“住宅销售面积厨房大电需求”传导力度降至 40%-50%	24
图表 53:	新房销售中的现房比例连续三年提升	24
图表 54:	正向推演的更新需求：若更新周期 10-15 年，2024 年对应 2009-2014 年的更新规模中枢在 1400 万台左右	24
图表 55:	反向推演的更新需求：若新房销售均获得完全装修，那么 2020-2022 年更新需求中枢达 800 万台左右	25
图表 56:	老板电器过往计提坏账损失的情况	26
图表 57:	华帝股份过往计提坏账损失的情况	26
图表 58:	场景化销售龙头更具优势，且将增长空间由主要核心单品延伸至其他厨房	

大电品类	27
图表 59: 油烟机各品牌线下定位差异持续存在 (单位: 元/台)	28
图表 60: 油烟机各品牌线上定位差异持续存在 (单位: 元/台)	28
图表 61: 电商渠道各品牌油烟机分价格段销量占比结构 (%)	28
图表 62: 电商渠道各品牌油烟机分价格段销量格局 (%)	28
图表 63: 大厨电当前的渠道结构体系	28
图表 64: 2024 年 1-4 月扫地机零售额同比+22%	29
图表 65: 2024 年 1-4 月扫地机零售量同比+17%	29
图表 66: 2024 年 1-4 月扫地机零售均价同比+4%至 3080 元	30
图表 67: 扫地机分产品类型线上均价变动情况	30
图表 68: 2024 年 618 大促期间扫地机重点新品列表	31
图表 69: 2024 年 1-4 月扫地机传统电商分品牌、分价格段销额份额情况 (%)	31
图表 70: 主营扫地机品牌的全球及美国、德国搜索指数	32
图表 71: 扫地机用户产品体验满意度 (按重要性从左至右)	33
图表 72: 扫地机用户反馈的未来升级需求	33
图表 73: 2024 年 1-4 月洗地机零售额同比+16%	33
图表 74: 2024 年 1-4 月洗地机零售量同比+37%	33
图表 75: 2024 年 1-4 月洗地机零售均价同比-15%至 2132 元	33
图表 76: 传统电商洗地机分品牌均价变动情况 (元)	33
图表 77: 添可洗地机主要型号的线上均价 (元) 与线上零售量 (万台) 走势	34
图表 78: 2023 年西欧洗地机初具规模, 亚太潜力大	35
图表 79: 2023H2 添可外销收入超越内销 (单位: 亿元)	35
图表 80: Sharkninja 分业务单季度收入 (亿美元) 及同比	35
图表 81: Sharkninja 单季度盈利能力	35
图表 82: 2024Q1 投影仪销额同比-5.1%至 24 亿元	36
图表 83: 2024Q1 投影仪销量同比+8.7%至 144 万台	36
图表 84: 2024Q1 投影仪均价同比-12.7%至 1635 元	36
图表 85: 不同规格 0.23 DMD 芯片价格相比 2021 年下调	36
图表 86: 中国家用投影激光出货量占比提升	37
图表 87: 极米 RS 系列产品价格带放宽至 3K 元价位	37
图表 88: 投影仪线上分品牌销额份额	37
图表 89: 2023 年 DLP、1LCD 投影仪线上分品牌销额份额	37
图表 90: 2024 年全球投影仪规模有望同比+9.7%至 2057 万台	38
图表 91: 爱普生预计 2024 财年投影仪出货量同比+3%	38
图表 92: 2023Q1-Q3 全球投影出货量份额, 爱普生、极米领跑	38
图表 93: 爱普生 FY2017-FY2022 投影分品类出货量份额变化	38
图表 94: 传统电商年初以来景气改善, 1-5 月累计销额-5%	39
图表 95: 销额口径下小家电行业渠道结构近年变动趋势	39
图表 96: 含抖音渠道的线上推总, 1-4 月销额累计同比+1%	39
图表 97: 线下推总, 1-4 月累计销额同比-13%	39
图表 98: 小家电各品类近 6 年的推总销售量规模 (单位: 万台)	40
图表 99: 线上均价延续下降的趋势	40
图表 100: 厨小分品类销额增速变化	40
图表 101: 行业及品牌的传统电商销额季度增速	41
图表 102: 电热类小家电出口额, 1-4 月同比+7%	41
图表 103: 电热类小家电出口量, 1-4 月同比+12%	41
图表 104: 电动类小家电出口额, 1-4 月同比+22%	41
图表 105: 电动类小家电出口量, 1-4 月同比+24%	41
图表 106: 欧美主要国家小家电电商化率	42
图表 107: 全球小家电市场电商渗透率 (按销售量计算)	42
图表 108: TikTok 在各国家的用户与当地人口的比例	42
图表 109: 美国社交电商情况 (含 FB/INS/TK 等)	42
图表 110: 南京大火事件使得行业监管进一步趋严, 全国开展“安全隐患全链条”整治工作	44

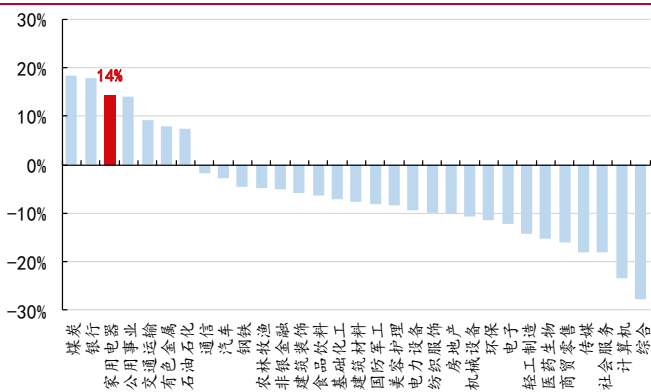
图表 111: “行业标准及规范”密集调整	44
图表 112: 2023 年电动两轮车内销小幅增长 (单位: 万台)	45
图表 113: 爱玛、新日一季度收入均有下滑 (单位: 亿元)	45
图表 114: 核心原材料均价日度走势: 铝、铅价格环比增长	46
图表 115: 核心原材料均价季度同比: 铝、铅分别+15%、+11%	46
图表 116: 电动两轮车相关标准的全部梳理, 强制性国家标准今年发生较多变化	46
图表 117: 锂电池产量渗透率在 2022 年达到 19%	47
图表 118: 锂电池销量渗透率在 2023 年达到 15%	47
图表 119: 《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》将于 11 月 1 日正式实施, 核心项目整理如下	48
图表 120: 《电动自行车行业规范条件》《电动自行车行业规范公告管理办法》的部分核心要求	49
图表 121: 电动两轮车行业前 10 品牌销量占比达到 85%	49
图表 122: 电动两轮车行业中百万台以上的品牌有 12 个	49
图表 123: 2023 年电动两轮车的存量保有量达到 4.2 亿台	50

1. 行情：市场表现突出，景气驱动上涨

1.1 年初至今收益位居一级行业前三

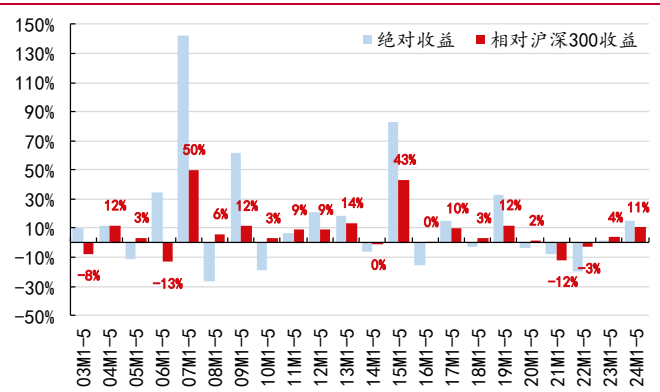
年初至6月7日，家电板块累计绝对收益+14.4%，相对沪深300/上证综指分别+10%/+6%。横向对比，年初至今家电绝对收益位列申万一级行业第3位，涨幅前三分别为煤炭(+18%)/银行(+18%)/家电(+14%)，红利资产市场表现突出，跌幅前三分别为社会服务(-18%)/计算机(-23%)/综合(-28%)。2024年初至今，在红利风格、基本面、政策预期等助益下家电板块表现抢眼。

图表1：2024年初至今申万家电指数累计绝对收益14%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：2024年前5月家电相对收益处历史同期偏高水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 红利属性、基本面助推两轮行情

2024年一季度，市场红利风格热度持续，带动了高股息家电龙头年初首轮上涨；4月以来，一季报表现及基本面数据表现支撑绝对/相对收益继续上行，5月上中旬小幅回调后下旬横盘，年内累计收益仍在历年同期较好水平。具体来看：

- 岁末年初政策面变化不大，至2月中旬大盘表现持续偏弱，高股息策略相对占优，板块相对收益稳定；2月中下旬中央消费品以旧换新政策密集推进，带动绝对收益上行，3月上旬高股息普遍回调，收益短期回落；
- 3月下旬至4月，权重龙头年报/一季报业绩表现较超预期，1-4月内外需表现均好于预期，4月白电出货高基数之上均有双位数增长，验证政策预期；海关口径出口增速超越历史中枢，2年CAGR持续上扬，基本面支撑绝对及相对收益大幅上行，一级行业位列前茅；此外，国九条出台背景下大市值高股息白电龙头持续受资金青睐，领涨板块；
- 5月上旬，铜价快速上行带来的成本端担忧，同时空调进入旺季，前期终端表现不及出货，市场担忧库存问题，此外市场也担心外销基数后续走高的问题；地产政策快速宽松之下，资金短期向地产及地产链集中，板块收益阶段性回调，5月中下旬以来收益走平，累计表现仍然突出。

图表3：2024年初至6月7日家电板块绝对及相对收益走势复盘



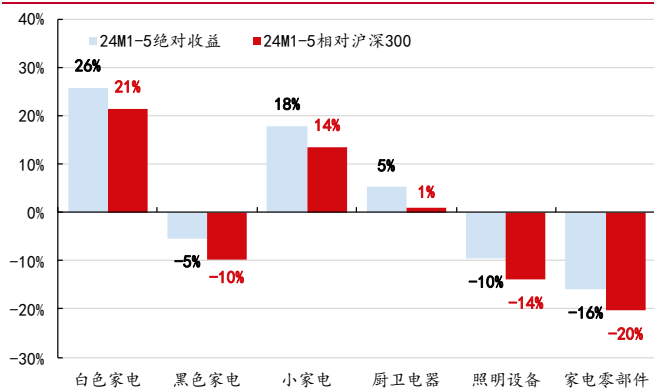
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 回调后估值已经在历史底部附近

分子板块看，白电受益高股息标签及稳健基本面表现，收益表现突出，1-2月/4月绝对收益分别+17%/+11%，5月回调5%，1-5月分别实现累计绝对/相对收益+26%/+21%，位居二级行业首位。2月首轮政策行情中，除受地产销售/竣工拖累的厨卫及照明，其余子行业表现较好，黑电/小家电/零部件当月相对沪深300分别+7%/+2%/+4%。4月宏观景气向好，地产政策预期升温，除白电外后周期及受益内需改善的可选品类当月表现突出，小家电/厨卫/黑电当月相对沪深300超额分别+13%/+4%/+2%。5月回调阶段，前期涨幅突出的白电及黑电跌幅靠前；年初至5月末累计，子板块中仍以白电收益表现最好，小家电次之，厨卫也有小幅超额。

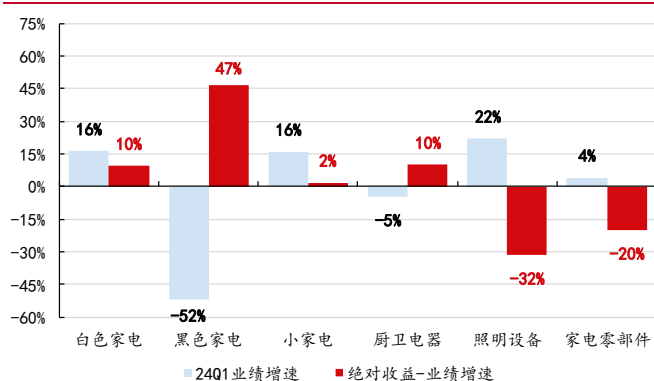
从业绩表现看，2024Q1子板块中白电及小家电表现较好，同比增速均在16%左右；若以累计收益减业绩增速简单对比估值影响，年初以来白电及小家电估值变化均有正贡献；其余子板块中，黑电及厨卫业绩仍然承压，一季度分别同比-52%/-5%，估值均有正贡献。此外，照明业绩表现较好而估值仍然承压，前期受益题材热度的零部件期内受估值拖累较大，业绩表现也相对平稳。整体来看，白电及小家电业绩估值均有较好表现，黑电/厨卫业绩偏弱，照明/零部件主要受估值拖累。

图表4：2024年1-5月各子板块绝对及相对收益



资料来源：Wind，国联证券研究所

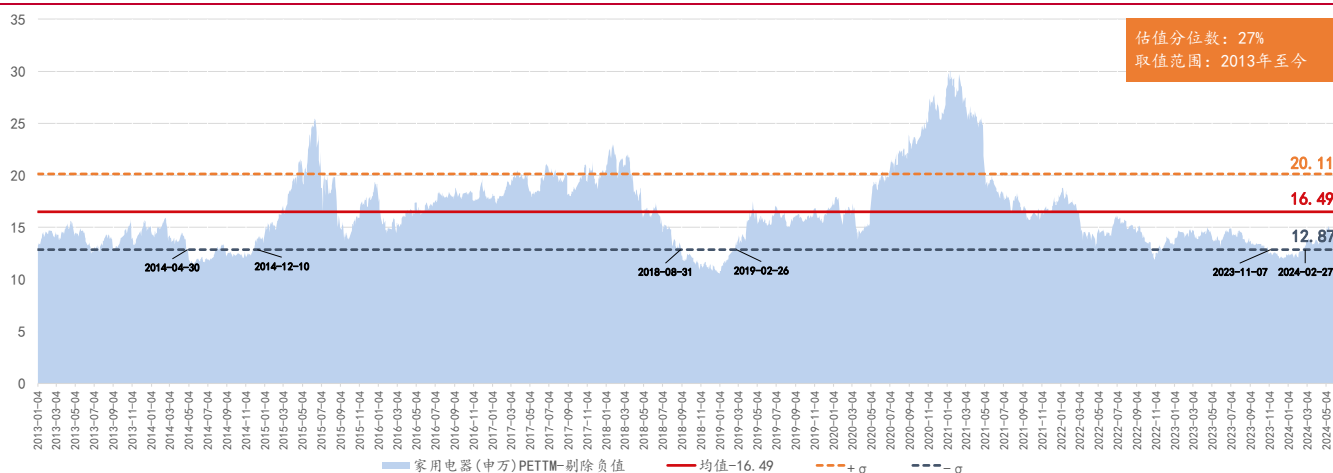
图表5：2024年1-5月各子板块收益业绩估值拆分



资料来源：Wind，国联证券研究所

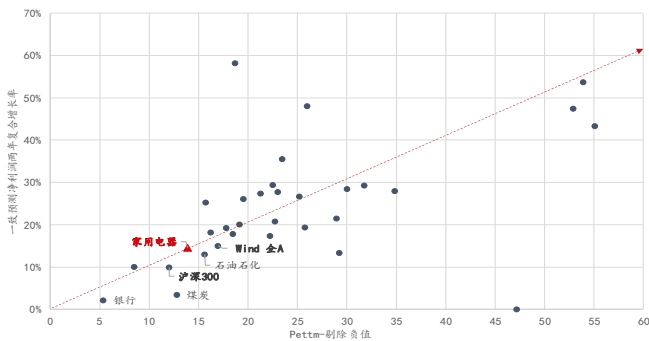
经过5月的回调后，目前家用电器（申万）板块PE为14.1倍。以家电下乡结束后，即2013年至今为考察区间，家电板块平均估值约16.5倍，上下1倍标准差分别对应12.9倍和20.1倍。当前板块估值仅略高于向下1倍标准差，对应的历史分位数为27%，距离均值还有17%上行空间。若看估值业绩匹配度，目前家电板块Wind一致预期净利润两年复合增速为14.5%，PEG略低于1，不仅明显好于其他红利资产，也好于Wind全A与沪深300，并未体现估值溢价。2024Q1板块公募重仓比例4.02%，环比+0.97pct，回归历史中位水平。

图表6：当前家电PEttm为14.1，位于2013年以来27%分位水平，仅略高于向下1倍标准差



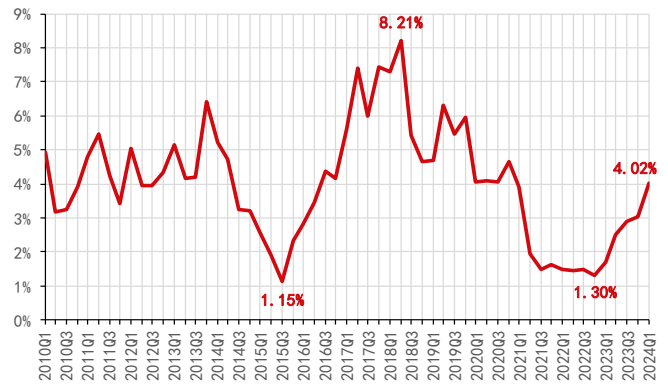
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：当前板块估值业绩匹配度横向对比仍较好



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：家电板块公募基金重仓比例季度走势

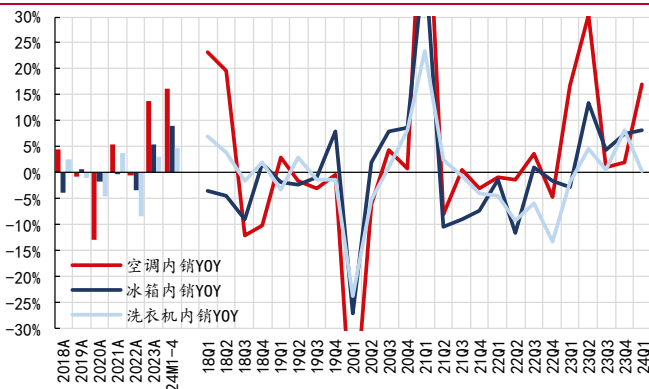


资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 白电：需求稳健向好，成本影响可控

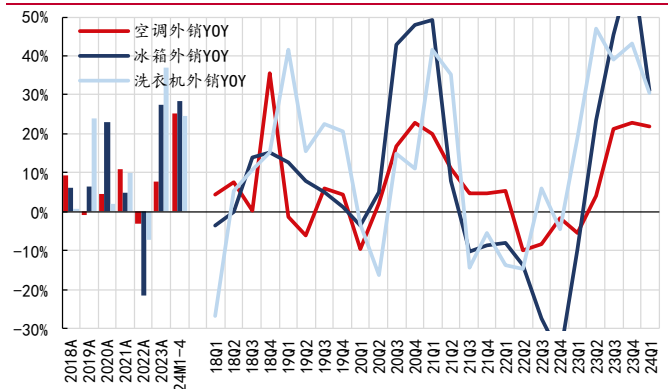
年初以来，白电内销表现好于预期，1-4 月空调/冰箱/洗衣机出货分别同比+16%/+9%/+5%，而 2023 年同期分别+21%/+3%/+1%，基数不低，出货表现好于预期。过去 5 年（2019-2023）白电内销出货 CAGR 分别为空调+1%、冰箱 0%、油烟机-4%、洗衣机-2%、电视-6%，10 年（2014-2023）出货 CAGR 分别为空调+5%、冰箱-3%、洗衣机+1%，电视-3%。综合以上信息来看，当前白电内销出货增速多处政策周期后的中上水平，其中冰箱是家电下乡后最好，空调仅次于 2017H2-2018H1（2016H2-2017H1 基数偏低）。与此同时，空调/冰箱/洗衣机 1-4 月外销出货增速均在 25%以上，延续 2023H2 以来的高增态势，远大于 2023 年同期降幅，景气质量较高。

图表9：白电内销出货量年/季度增速



资料来源：产业在线，国联证券研究所

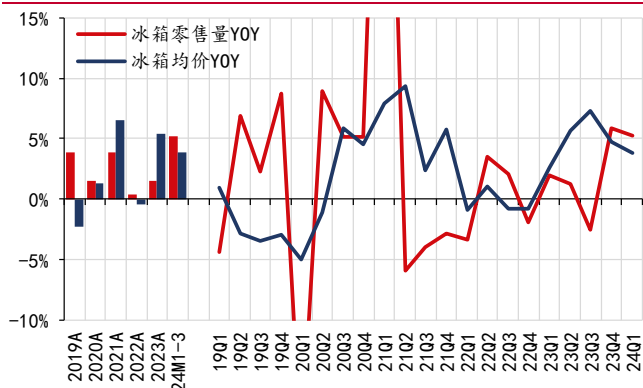
图表10：白电外销出货量年/季度增速



资料来源：产业在线，国联证券研究所

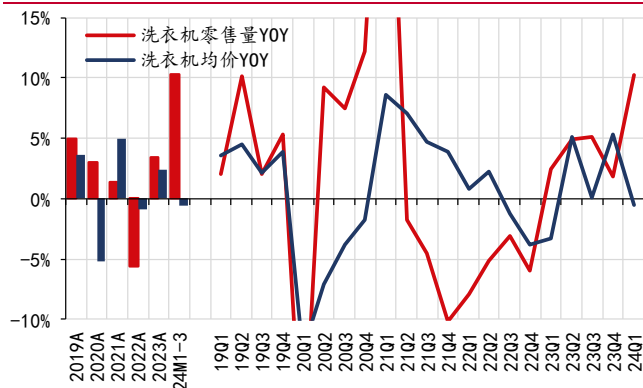
市场总会担心出货口径有库存影响，尤其是空调。从零售端数据来看，2024Q1 空调/冰箱/洗衣机推总零售量分别同比+3.6%/+5.2%/+10.3%，而上年同期冰洗同比小个位数增长，空调同比+8%，表现稳健；2024Q1 空冰洗推总零售均价分别同比持平/+3.8%/-0.5%，以稳为主。线上月度来看，2024 年以来白电线上零售量增速基本+10%+，空调进入基数压力较大的 4 月份，增速依然达+9%，表现好于预期。加上下沉渠道延续着较好的增长趋势，综合来看白电零售表现基本稳中向好，能够印证出货。

图表11：冰箱推总零售量及均价年/季度同比



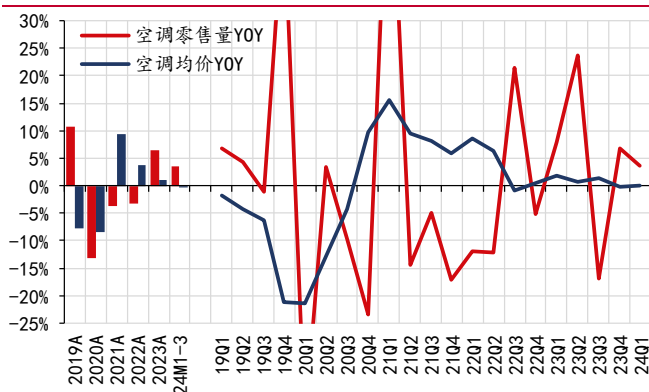
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表12：洗衣机推总零售量及均价年/季度同比



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表13：空调推总零售量及均价年/季度同比



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表14：白电线上零售量及均价同比

零售量YOY	年份	M01-M02	M03	M04	M05	M06	M07	M08	M09	M10	M11	M12
冰箱	2023	-2%	-9%	-3%	3%	0%	-9%	-8%	-6%	7%	-1%	-20%
	2024	15%	15%	10%								
空调	2023	11%	1%	32%	49%	29%	-11%	-23%	7%	20%	-3%	-9%
	2024	29%	16%	9%								
洗衣机	2023	-9%	-6%	3%	-3%	-20%	-9%	-9%	-15%	-1%	-14%	-21%
	2024	10%	26%	10%								
均价YOY	年份	M01-M02	M03	M04	M05	M06	M07	M08	M09	M10	M11	M12
冰箱	2023	-1%	5%	6%	17%	6%	4%	8%	5%	7%	5%	3%
	2024	9%	5%	0%								
空调	2023	-3%	-4%	-2%	-2%	0%	-4%	-2%	-8%	-2%	-3%	-6%
	2024	-3%	-4%	-7%								
洗衣机	2023	-6%	-6%	-2%	5%	10%	-5%	-7%	-7%	2%	0%	-1%
	2024	3%	-6%	-7%								

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

展望后续，1) 内需方面，更新大周期使得需求有韧性，以旧换新政策弹性可期，目前大家电基本都已经是更新主导，更新节奏跟产业历史放量节奏更相关，由于家电下乡以及前期快速城市化的影响，更新需求或正在以双位数增速扩张；恰逢此时，政策自上而下推动消费品以旧换新，目前中央财政补贴回收拆解环节为产业注入边际资金增量近百亿，地方各级政府联合企业补贴消费端，资金体量已在百亿级，产业更新本来就提速的情况下，政策加码有望给 5 月份之后的家电销售带来弹性，内销或持续好于预期。2) 出口方面，2023H2 以来家电外销增速持续超越历史中枢，新兴市场贡献主要增量，当前美国家电名义零售波动复苏，实际消费已至新高，价格降幅企稳收窄，名义增长或渐行渐近，若政策利率沿下一致预期路径演进，降息预期带动长端利率下行利好地产及耐用品消费改善，北美市场表现或好于线性预期，而欧美龙头经营收缩背景下，品牌出海开始实质性带动外销好转，新兴市场增势有望延续。

2.1 内销：更新主导，韧性为底，弹性可期

近年来，地产拖累边际递减，谨慎口径测算的新房对白电影响已降至 20%，同时正如我们在前期年度策略《拥抱更新周期，品牌出海共振》中所判断，国内更新需求迎来质变。目前更新需求在大家电中的确占据主导，通过存量反推来看，取 2018-2022 年均值，空调、冰箱、洗衣机及彩电分别为 46%、57%、63%及 80%，白电低于通常认

知；而通过假设更新年限，大家电似乎在 10 年前就已是更新主导，毕竟日本的更新周期也很少达到 14 年，以日本为下限，我国空调当前更新需求或被框定在 60%-80%，冰箱、洗衣机及彩电超过 80%，我们更倾向于这个结果，主要是产业历史放量节奏能够大致匹配。当然，这个结论往前倒 5-10 年，对冰洗彩也同样成立，只是比例没那么高，而空调是近几年才逐渐转变为更新主导的品类。

图表15：大家电更新占比测算

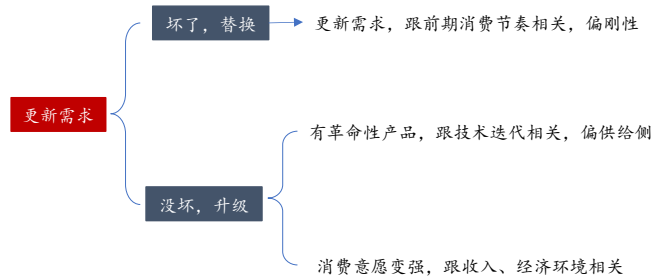
指标/参数/方法		单位	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
基础参数	总人口	万人	136,726	137,646	138,326	139,232	140,011	140,541	141,008	141,212	141,260	141,175
	平均家庭户规模	人/户	2.98	2.97	3.10	3.11	3.03	3.00	2.92	2.85	2.77	2.76
	户数	万户	45,881	46,345	44,621	44,769	46,208	46,847	48,290	49,635	50,996	51,150
	空调	台/百户	70	75	82	91	96	109	116	118	131	134
	冰箱		82	86	89	94	95	99	101	102	104	104
	洗衣机		81	84	86	90	92	94	96	97	99	99
	彩电		116	119	120	121	122	119	121	121	119	119
	空调	亿台	3.23	3.49	3.64	4.07	4.44	5.12	5.58	5.84	6.69	6.85
	冰箱		3.76	3.96	3.97	4.19	4.40	4.63	4.87	5.05	5.30	5.33
	洗衣机		3.71	3.88	3.86	4.02	4.24	4.39	4.64	4.80	5.03	5.06
	彩电		5.33	5.52	5.35	5.41	5.65	5.59	5.82	6.00	6.05	6.08
	空调	万台	-	2,551	1,515	4,329	3,711	6,797	4,621	2,597	8,487	1,583
	冰箱		-	2,003	88	2,146	2,177	2,459	1,804	2,457	313	
	洗衣机		-	1,719	(238)	1,650	2,170	1,560	2,426	1,638	2,336	305
	彩电		-	1,976	(1,743)	580	2,385	(596)	2,368	1,721	573	285
保有量提升反推	空调	万台	6,235	7,017	6,269	6,049	8,876	9,281	9,216	8,028	8,796	8,754
	冰箱		5,601	5,299	4,916	4,731	4,480	4,310	4,338	4,270	4,265	4,123
	洗衣机		3,769	3,763	3,905	4,115	4,414	4,532	4,493	4,291	4,453	4,077
	彩电		5,350	5,041	5,120	5,525	5,344	5,406	5,356	4,817	4,141	4,102
	空调	万台	-	4,465	4,754	1,720	5,165	2,484	4,595	5,431	310	7,171
	冰箱		-	3,296	4,828	2,585	2,303	2,080	1,880	2,466	1,808	3,810
	洗衣机		-	2,044	3,905	2,465	2,243	2,972	2,067	2,652	2,117	3,771
	彩电		-	3,065	5,120	4,945	2,959	5,406	2,989	3,096	3,568	3,817
	空调	-	-	64%	76%	28%	58%	27%	50%	68%	4%	82%
	冰箱	-	-	62%	98%	55%	51%	48%	43%	58%	42%	92%
	洗衣机	-	-	54%	100%	60%	51%	66%	46%	62%	48%	93%
	彩电	-	-	61%	100%	89%	55%	100%	56%	64%	86%	93%
	空调	年	-	7.81	7.65	23.66	8.60	20.61	12.15	10.76	216.05	9.55
	冰箱		-	12.02	8.23	16.19	19.12	22.25	25.92	20.49	29.31	13.99
	洗衣机		-	18.98	9.87	16.31	18.89	14.78	22.43	18.10	23.78	13.43
	彩电		-	18.02	10.45	10.94	19.08	10.34	19.49	19.37	16.97	15.93
假设平均更新周期	空调	更新占比	52%	50%	58%	67%	50%	55%	61%	73%	76%	78%
	冰箱		67%	75%	81%	88%	98%	107%	112%	118%	124%	129%
	洗衣机		98%	103%	99%	98%	96%	97%	103%	112%	113%	124%
	彩电		100%	110%	104%	98%	106%	103%	109%	124%	146%	148%
	空调	更新占比	47%	45%	53%	61%	45%	50%	55%	66%	69%	71%
	冰箱		61%	68%	73%	80%	89%	98%	102%	108%	113%	118%
	洗衣机		89%	94%	90%	89%	87%	88%	94%	102%	103%	113%
	彩电		91%	100%	95%	89%	96%	94%	99%	113%	133%	135%
	空调	更新占比	43%	41%	48%	56%	42%	46%	50%	61%	63%	65%
	冰箱		56%	62%	67%	74%	82%	89%	94%	99%	104%	108%
	洗衣机		82%	86%	82%	81%	80%	81%	86%	93%	94%	104%
	彩电		83%	91%	87%	82%	88%	86%	91%	104%	122%	124%
	空调	更新占比	40%	38%	45%	52%	38%	42%	47%	56%	59%	60%
	冰箱		52%	58%	62%	68%	76%	83%	86%	91%	96%	99%
	洗衣机		76%	79%	76%	75%	74%	75%	79%	86%	87%	96%
	彩电		77%	84%	80%	75%	81%	80%	84%	96%	112%	114%
	空调	更新占比	37%	35%	41%	48%	36%	39%	43%	52%	54%	56%
	冰箱		48%	53%	58%	63%	70%	77%	80%	85%	89%	92%
	洗衣机		70%	74%	71%	70%	69%	69%	74%	80%	81%	89%
	彩电		71%	78%	75%	70%	75%	74%	78%	89%	104%	106%

资料来源：Wind、产业在线、国家统计局，国联证券研究所整理

一般更新需求可分解为替换和升级，区别在于坏没坏。替换需求偏刚性，是真正的基本盘，与前期消费节奏相关，升级需求则偏可选，若产品本身无革命性进步，其释放节奏更多依赖消费意愿，背后是收入预期、财富效应等。日本白电消费动机中故障的比例在 60%-80%，美国大家电相应数据也达 55%-60%，预计当前我国介于二者之间。由此，白电更新需求中刚性成分更高，以 10-20 年宽泛区间反推，由于早期“家电下乡”政策的作用，叠加 2020-2022 年消费场景的限制，未来几年刚性更新部分

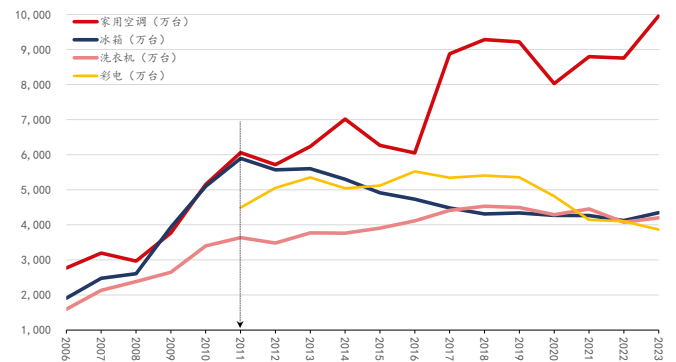
将保持不错增长，即便升级部分出现两位数下滑，总需求大概率也能保持平稳，而空调/冰箱因为前期上量快，更新驱动也会更强。

图表16：更新需求的主要影响因素



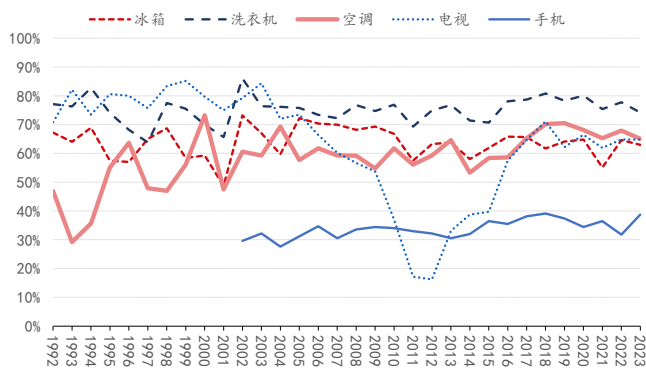
资料来源：国联证券研究所整理

图表17：往前10-20年恰好对应白电消费规模中枢提升阶段



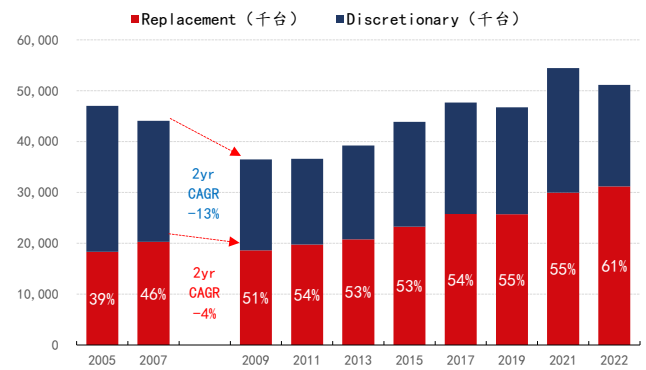
资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表18：日本白电购买决策中因为故障的比例约为60%-80%



资料来源：日本内阁府，国联证券研究所

图表19：2022年美国大家电消费中替换的比例超过60%

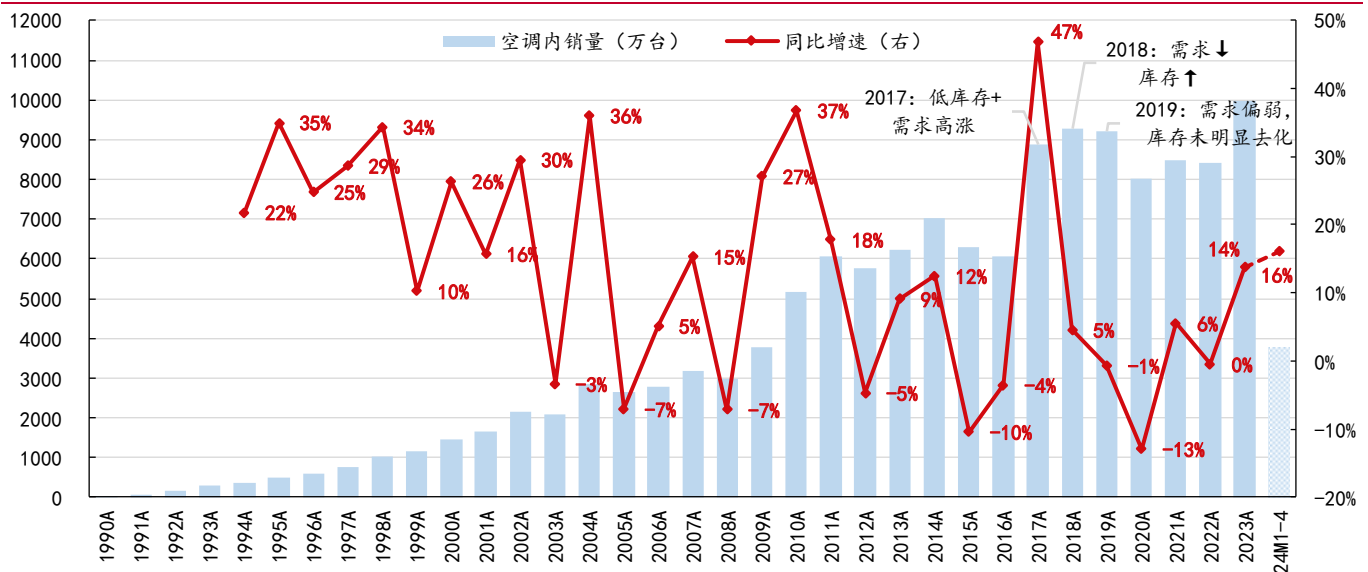


资料来源：Whirlpool、AHAM\TraQline，国联证券研究所

对空调而言，在更新基本盘之外库存与基数是后续产业节奏的额外影响因素。库存方面，从产业跟踪来看，当前龙头库存水平均在历史同期偏低水平，部分二线品牌策略偏积极，但后者主动权有限，对终端价格及出货节奏的潜在影响也将远小于上一轮龙头主导的去库周期；此外，4-5月龙头安装卡在同期接近中双位数的高基数之上持平，表现好于预期，边际上看库存也无明显向上压力。

全年维度看，仅仅由“更新需求双位数增长”+“更新占比60%-80%”带动的总量增速已在高个位数。由此，不考虑外生变量天气变化的影响，后续表现也有望好于当前在库存/基数担忧之下有所下修的预期。而从产业历史经验来看，单纯基数走高+需求转弱带来的调整降幅只在个位数，政策加持的刚性更新支撑之下，大幅下滑概率较低。

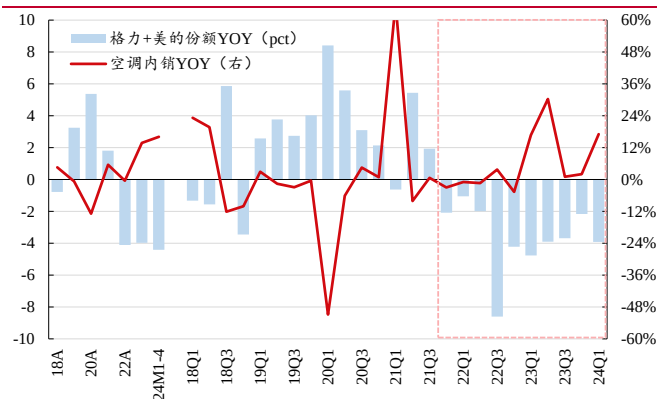
图表20：1990A-2024 年前 4 月空调内销出货量规模及增速



资料来源：国家统计局、产业在线，国联证券研究所

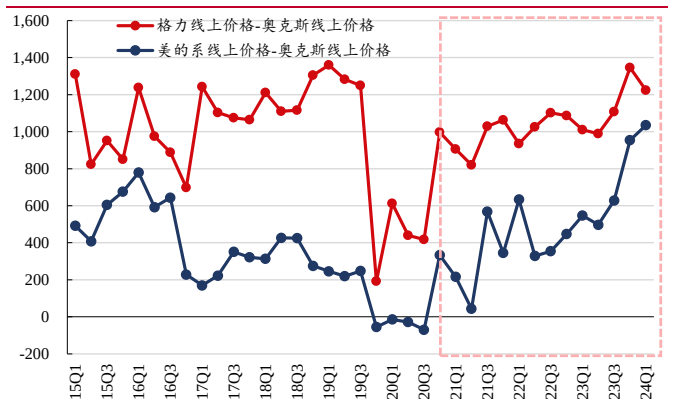
2021 年以来，龙头盈利恢复为导向的经营策略下，较二线价差持续走扩，近两个季度格力/美的线上较奥克斯价差均已接近或达到新高，空调 CR2 有所下行。2024 年 1-4 月，格力+美的内销出货/线上零售量份额合计同比均-4pct，延续前期趋势。宏观环境改善，内需展望向好，龙头盈利能力目标由“恢复”转向“稳定”，影响后续格局的核心变量仍是龙头价格、库存策略边际走向及调整幅度。年初至今，季/月度价格序列尚未反映龙头策略边际变化，1-4 月奥维监测格力线上/线下零售均价分别同比-0.1%/+1.8%，美的分别同比+3.8%/-2.0%，较前期趋势变化不大；同期行业线上/线下均价分别同比-4.4%/-2.8%，海尔/奥克斯/长虹/康佳线上降幅均在 10%+，二线策略积极，但行业影响有限，5-7 月零售旺季是龙头策略边际变化的重要观测节点。

图表21：空调内销出货增速及 CR2 同比



资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表22：2021 年以来龙头与二线线上均价差持续扩大

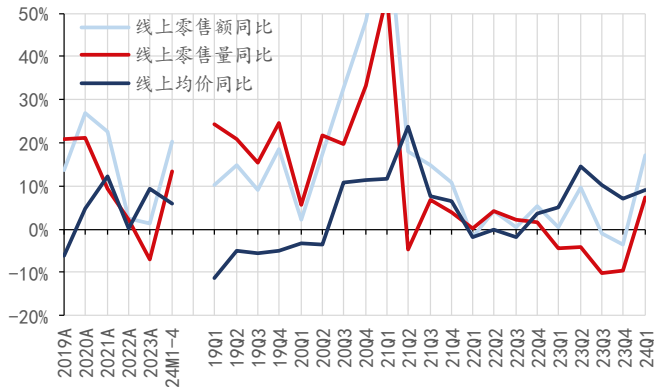


资料来源：奥维云网，国联证券研究所（单位：元）

年初以来冰洗终端量价格局表现稳健，前 4 月线上零售量均有双位数增长，均价同比小至中个位数稳健提升；剔除同期低基数影响，零售量 2 年复合均为小个位数增长，需求景气平稳。格局方面，1-4 月海尔/美的系冰箱线上零售量份额分别同比+3.2/+1.3pct，线下分别+0.7/+1.2pct，集中度稳定提升；洗衣机龙头主品牌份额平

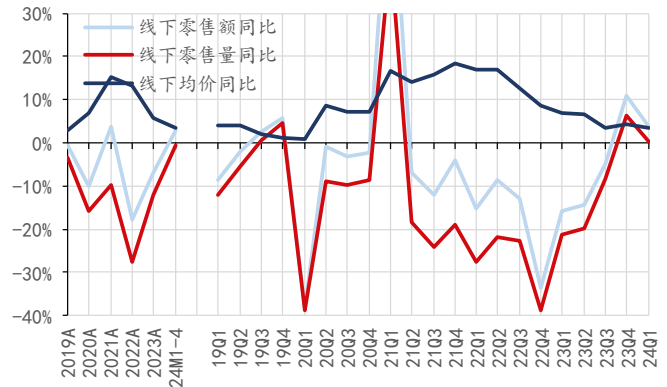
稳为主，小天鹅表现较好。整体来看，冰洗格局边际变化不大，更新主导阶段，较好格局支撑下量价稳健增长确定性较高。

图表23：冰箱线上零售量额及均价同比



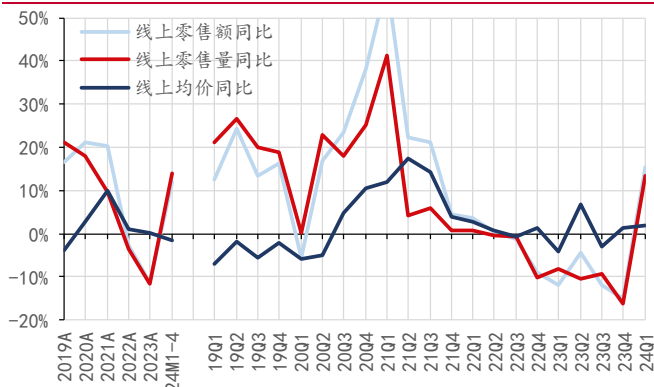
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表24：冰箱线下零售量额及均价同比



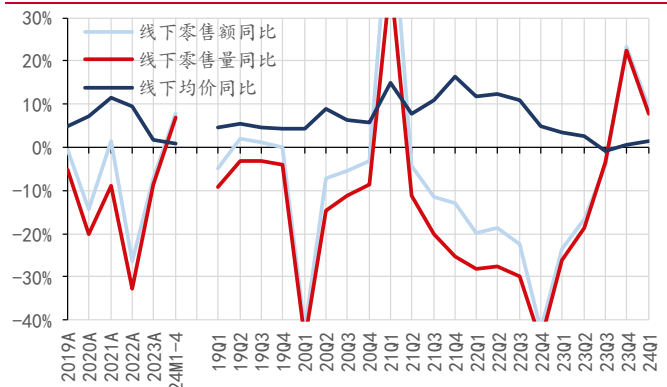
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表25：洗衣机线上零售量额及均价同比



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表26：洗衣机线下零售量额及均价同比

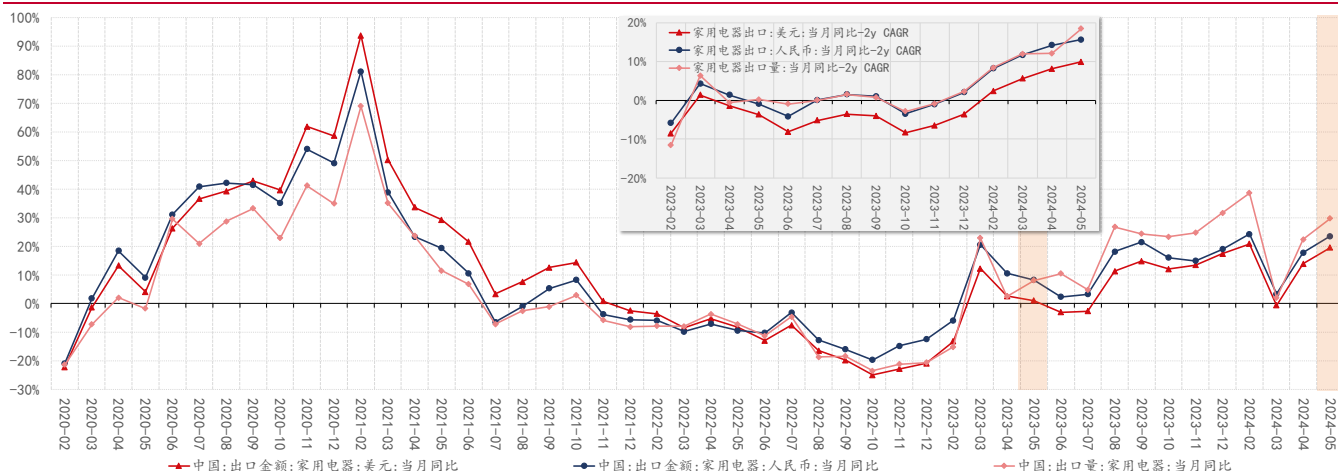


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

2.2 出口：稳健增长，外需环境有望好转

本轮家电出口自 2022Q4 触底后降幅收窄，至 2023Q1 末同比转正，此后持续改善，2024 年以来表现已超越“复苏”范畴。产业在线口径，2024 年 1-4 月空调/冰箱/洗衣机外销出货分别同比+25%/+29%/+25%，而同期分别-5%/-5%/+25%，空调、冰箱基数尚可，洗衣机同期已是 20%+高增，当下景气质量较高。分区域看，2023 年在欧美市场主要家电需求量同比小到中个位数下降的情况下，我国约 1/3 的家电品类出口已经创下历史新高，其中空调和洗衣机出口量较前高（2021 年）分别+4%及+27%，主要原因在于新兴市场表现亮眼，而这一点在本轮出口景气周期中大家电表现明显好于西式小家电的结构特征中也有迹可循。

图表27：海关口径家用电器出口增速月度走势



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表28：2023M1-2024M4 空调/冰箱/洗衣机分地区月/季度出口美元额增速及线性预测

空调																	
	202305	202306	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	202402	202403	202404	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024A
总计	-3%	6%	-18%	21%	11%	27%	8%	10%	28%	2%	-2%	8%	8%	2%	15%	4%	2%
亚洲	-5%	11%	20%	24%	15%	25%	5%	16%	50%	-4%	11%	8%	17%	10%	12%	8%	12%
非洲	22%	40%	-9%	34%	18%	43%	26%	29%	16%	9%	25%	13%	-4%	-9%	22%	6%	3%
欧洲	-15%	-7%	33%	-31%	-43%	-15%	-31%	-16%	4%	-4%	-4%	26%	-2%	14%	24%	2%	2%
拉丁美洲	39%	-3%	6%	53%	57%	62%	47%	83%	83%	68%	13%	5%	50%	22%	16%	-2%	22%
北美洲	-27%	0%	-37%	23%	-2%	-1%	-15%	-40%	-28%	-11%	-37%	-16%	-27%	27%	-46%	14%	27%
大洋洲	-8%	-46%	-44%	21%	13%	42%	36%	35%	21%	-9%	40%	14%	17%	26%	35%	17%	25%
冰箱																	
	202305	202306	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	202402	202403	202404	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024A
总计	7%	6%	2%	13%	25%	30%	37%	37%	33%	35%	16%	19%	27%	11%	-7%	18%	2%
亚洲	10%	-3%	-13%	-10%	-3%	2%	14%	23%	38%	7%	1%	-3%	15%	15%	17%	3%	12%
非洲	21%	29%	7%	30%	25%	20%	62%	48%	30%	75%	10%	0%	31%	27%	-1%	16%	10%
欧洲	31%	50%	46%	30%	51%	36%	35%	55%	27%	58%	22%	35%	33%	6%	-13%	-9%	3%
拉丁美洲	77%	53%	61%	79%	96%	106%	110%	70%	55%	103%	51%	70%	65%	8%	22%	31%	-3%
北美洲	-25%	-25%	-16%	14%	38%	61%	58%	35%	26%	30%	22%	23%	25%	2%	-31%	-55%	-19%
大洋洲	-35%	-24%	-29%	5%	0%	15%	22%	24%	25%	37%	21%	33%	27%	11%	8%	16%	13%
洗衣机																	
	202305	202306	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	202402	202403	202404	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024A
总计	28%	33%	12%	24%	31%	17%	27%	26%	40%	27%	14%	7%	26%	2%	11%	17%	14%
亚洲	20%	2%	-18%	-13%	7%	-6%	-3%	-2%	21%	-6%	1%	-3%	6%	1%	23%	27%	14%
非洲	-4%	20%	45%	152%	105%	40%	81%	33%	76%	92%	3%	-11%	48%	16%	-16%	21%	13%
欧洲	44%	77%	33%	50%	35%	29%	42%	57%	50%	75%	30%	22%	48%	6%	22%	27%	25%
拉丁美洲	52%	48%	58%	87%	24%	52%	54%	61%	61%	60%	40%	14%	52%	4%	2%	0%	13%
北美洲	40%	171%	127%	62%	193%	65%	138%	43%	87%	39%	12%	-7%	42%	-22%	-37%	-21%	-14%
大洋洲	-28%	-30%	-32%	5%	45%	41%	71%	69%	14%	-18%	-9%	55%	-4%	38%	-10%	-36%	-4%

资料来源：海关总署，国联证券研究所（注：预测假设后续月度量/价延续 2024 年 1-4 月累计 2 年 CAGR，由预测量价推算出口额）

展望后续，2023H2 外销增速走高，若再向前追溯剔除 2022 年低基数，产业在线口径下近三个季度空调/冰箱外销出货量 2 年 CAGR 中枢大致在中高个位数，洗衣机受独立关税政策影响，近两年持续恢复，同比/复合差异不大。若以年内后续月度各品类出口量及美元均价延续 1-4 月累计 2 年 CAGR 线性外推，受 2023H2 高基数影响的主要是冰箱，而空调、洗衣机仍有中枢在高个位数至双位数之间的同比增长。此外，外推隐含假设是各品类×地区出口量价延续近 2 年增长态势，而期内除洗衣机以外的品类出口主要由新兴市场带动，美欧拖累较大；而着眼当下，欧洲降息周期渐行渐近，美国家电实际消费持续上行同时，价格降幅边际企稳收窄，龙头主动减小价格竞争强度，实际增长或也逐渐回归，需求正在磨底向上的弱复苏阶段，若经济韧性与关税政策无大幅扰动，后续表现大概率好于线性预期。结构角度理解出口增长驱动力：

- 1) 欧美龙头全球经营收缩背景下, 中国家电龙头新兴市场 OBM 持续突破, 贡献增量;
- 2) 欧美市场名义需求在波动中弱复苏, 经济韧性支撑实际需求上行, 名义增长或也将随价格压力减轻渐行渐近, 边际积极因素较多, 前期拖累有望减轻。

2.3 成本: 影响可控, 上行势能边际趋弱

3 月以来铜价快速上行, 盈利关注度再起。5 月 LME 3 个月期铜价格同/环比分别+24%/+7%, 铝同/环比分别+15%/+3%, 是大宗上涨的核心分项; 若看周度高频, 5 月最后一周铜价环比-3%, 4 月以来首度转降, 上涨势能边际趋弱; 同期塑料城指数同/环比分别+8%/+1%, 国内样本城市 1mm 冷轧板卷同/环比分别-3%/-1%, 压力不大。家电主要品类中空调用铜量较高, 根据欧盟及日本松下披露的数据, 钢、铜、铝及塑料占典型家用空调净重的比例分别约为 50%、17%、7%及 10%-20%, 据可得的公司大宗采购均价推算, 铜占空调营业成本的比例多数时候在 25%-30%之间。

若取铜占空调营业成本 30%, 初始毛利率 25%, 其它条件不变, 去计算成本毛利率弹性; 若铜价同比上涨 15%-25%, 对应综合成本涨幅 4.5%-7.5%, 带来约 3-6pct 的毛利率拖累, 完全对冲需要低至高个位数的终端均价涨幅。从过往周期来看, 除了去库存阶段外, 空调推总均价基本保持小到中个位数增长, 成本上行阶段上涨更多, 大个位数涨幅并非难以实现; 另一方面, 若成本压力持续, 对均价也将形成支撑, 有利消除渠道累库担忧下价格竞争再起的负面预期。此外, 龙头原材料套保普遍, 费用率平滑能力较强, 从格局落定至今的三轮成本周期来看, 实际盈利能力波动将远小于量化结论, 而市场表现则以需求为主导、成本为辅。

图表29: 2020Q1 以来家电主要成本分项季度同比走势

成本类型		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2E	24Q3E	24Q4E
原材料	钢	-1%	-9%	5%	19%	31%	60%	44%	14%	0%	-13%	-31%	-24%	-15%	-17%	4%	6%	-1%	-4%	-8%	-9%
	铜	-9%	-12%	12%	22%	50%	80%	44%	33%	17%	-2%	-18%	-16%	-10%	-11%	9%	3%	-5%	18%	20%	22%
	铝	-9%	-16%	-3%	10%	23%	58%	52%	43%	55%	20%	-11%	-15%	-25%	-21%	-7%	-5%	-8%	14%	20%	19%
	塑	-15%	-14%	-4%	13%	25%	34%	25%	7%	-1%	-5%	-13%	-16%	-14%	-17%	-6%	-4%	-2%	7%	5%	6%
	原油	-18%	-52%	-29%	-26%	23%	120%	71%	78%	61%	63%	32%	9%	-18%	-31%	-11%	-6%	0%	9%	-6%	-2%
汇率	兑美元	3%	4%	-1%	-6%	-7%	-9%	-6%	-3%	-2%	2%	6%	11%	8%	6%	5%	1%	4%	1%	-1%	0%
	兑欧元	0%	2%	4%	1%	1%	0%	-6%	-7%	-9%	-10%	-10%	-1%	3%	8%	14%	6%	5%	1%	-2%	0%
海运	地中海	14%	13%	10%	67%	166%	248%	370%	250%	83%	49%	-7%	-56%	-70%	-72%	-72%	-52%	32%	51%	83%	113%
	东南亚	5%	5%	0%	42%	92%	80%	113%	74%	45%	34%	4%	-53%	-69%	-64%	-60%	-20%	9%	28%	56%	34%
	东西非	7%	-23%	-27%	17%	80%	150%	282%	140%	29%	11%	-23%	-45%	-67%	-66%	-63%	-51%	-3%	49%	88%	102%
	欧洲	0%	3%	7%	53%	183%	247%	384%	259%	78%	45%	-7%	-53%	-74%	-77%	-78%	-61%	40%	67%	102%	118%
	美东	5%	6%	14%	45%	60%	89%	125%	98%	80%	59%	22%	-31%	-57%	-68%	-69%	-52%	0%	30%	46%	51%
	美西	2%	10%	33%	68%	87%	100%	120%	102%	95%	69%	13%	-53%	-70%	-72%	-69%	-33%	25%	49%	62%	64%
	南美	18%	-3%	-13%	84%	175%	252%	348%	147%	42%	8%	-12%	-67%	-77%	-65%	-68%	-35%	15%	49%	83%	99%

资料来源: Wind, 国联证券研究所 (数据截至 5 月 31 日, 预测假设各项成本价维持最新水平不变)

总结来看, 年初以来白电内需表现好于预期, 内销出货增速已在政策周期后的中上水平, 且零售数据稳中向好, 印证需求表现。1-4 月白电外销出货均有 25%以上高增, 两年复合实现增长, 景气质量高。后续看, 政策强化更新大周期、内需有韧性, 外销基数压力可控、稳健为主; 成本涨势或趋缓, 盈利影响有限。标的方面, 我们推

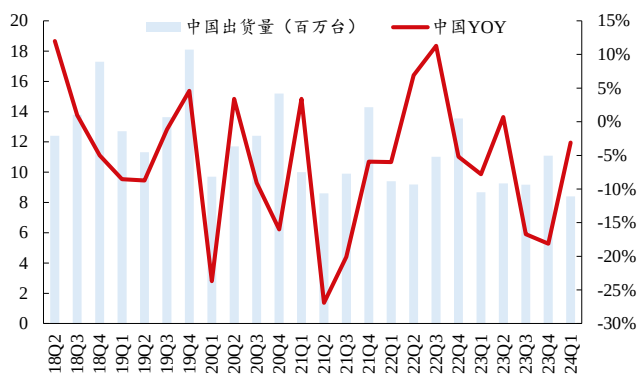
荐白电龙头海尔智家、美的集团、海信家电、格力电器。

3. 彩电：需求弱复苏，龙头全球份额提升

3.1 体育赛事临近，弱复苏下结构优化

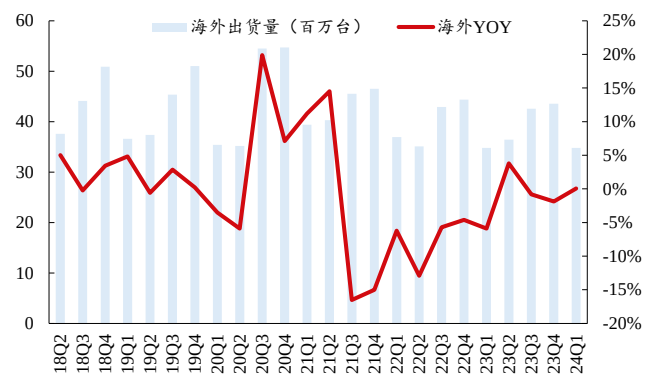
受经济环境及内容传播碎片化的影响，近年彩电市场体量有所下滑，但 2024 年以来，全球彩电整体呈现弱复苏趋势，奥维睿沃数据显示，2024Q1 全球 TV 出货量同比-0.8%至 4320 万台，降幅环比 23Q4 明显收窄，其中中国彩电出货量同比-3.1%至 840 万台左右，海外同比基本持平，出货量在 3480 万台左右。

图表30：中国彩电出货量 24Q1 同比-3%至 840 万台左右



资料来源：奥维睿沃，国联证券研究所

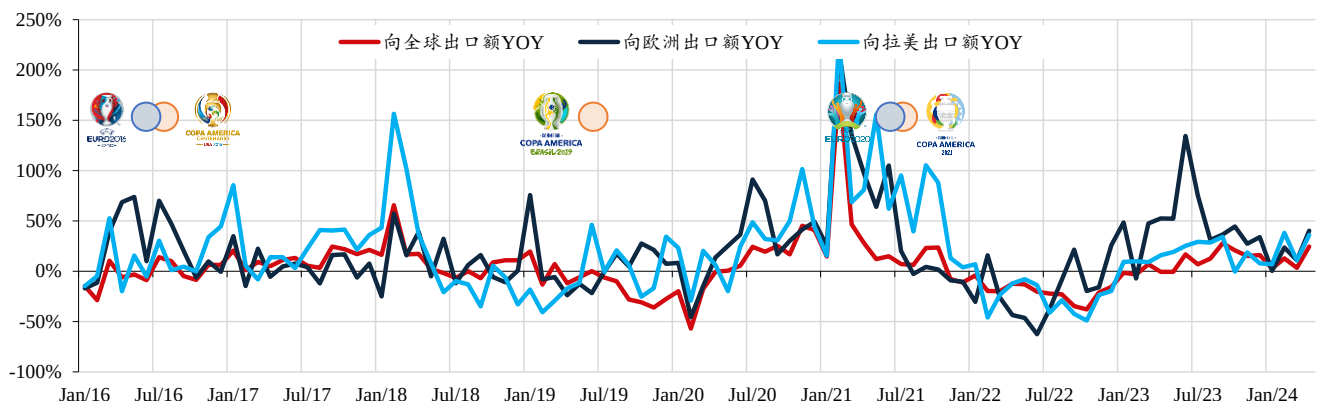
图表31：海外彩电出货量 24Q1 同比持平于 3480 万台左右



资料来源：奥维睿沃，国联证券研究所

在欧洲杯、奥运会等体育赛事的拉动下，彩电分地区的景气不乏亮眼表现，4 月份出口环比显著改善，以奥维睿沃的口径进一步拆解各地区来看，2024Q1 欧洲/拉美彩电出货量分别同比+3.2%/+0.6%；这与中国海关显示的电视出口数据相匹配，2024Q1 中国向全球出口彩电额（美元计价）同比+6%，其中欧洲/拉美分别同比+11%/+16%，4 月更在基数抬升的基础上环比提速，向全球/欧洲/拉美出口额（美元计价）分别同比+25%/+40%/+36%，同时从出口量来看，结论也仍是环比明显提速。历史数据显示，中国彩电出口数据在 2016、2021 年欧洲杯期间的额、量同比增速均较好，我们认为在重大体育赛事来临前，可以更乐观一些看待全球电视景气度。

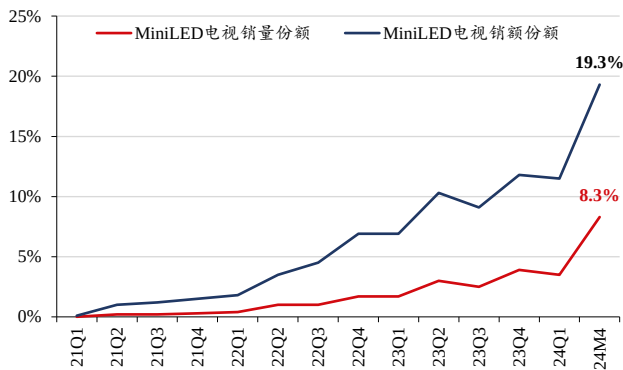
图表32：2016 年、2021 年欧洲杯，中国电视出口额同比表现均较好



资料来源：海关总署、欧洲杯官网、美洲杯官网，国联证券研究所（注：蓝点为欧洲杯，橙点为美洲杯，2020 欧洲杯推迟至 2021 年举办）

以体育赛事为契机，彩电行业产品升级的脚步明显加快，结构化亮点值得关注，一方面，海内外 MiniLED 电视渗透率提升的趋势已经确立，奥维推总数据显示中国 4 月 MiniLED 电视销量份额已经大幅提升至 8.3%，销售额占比更进一步提升至接近 20%，预计全年量占比有望向 10% 进一步靠近，在国内市场带动下，2024Q1 全球 MiniLED 电视出货量已与韩系品牌主导的 OLED 非常接近；另一方面，全球彩电大屏化的趋势明确，奥维睿沃数据显示 2024Q1 全球彩电出货平均尺寸 53"，同比+1.3"，其中中国大屏化进程领跑全球，线上 65" 及以上的电视已经占据近半零售量份额。总体来看，我们看好在体育大年全球彩电产品升级趋势延续。

图表33: MiniLED 电视中国份额持续提升



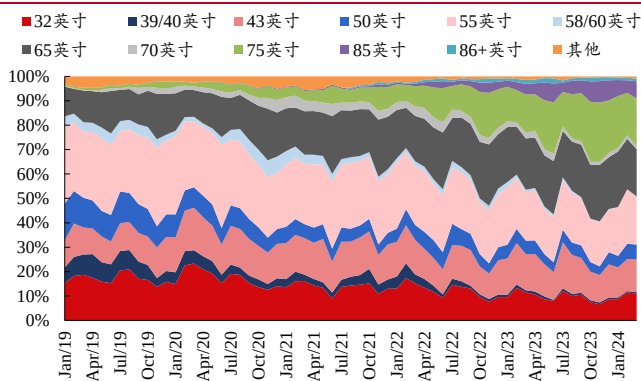
资料来源：奥维推总，国联证券研究所

图表34: 2024Q1 全球 MiniLED 电视出货量已十分接近 OLED



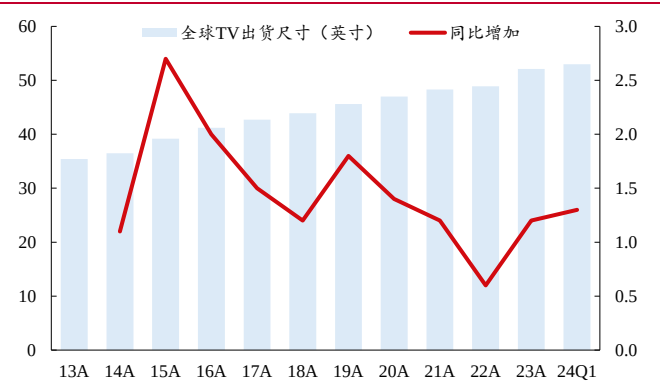
资料来源：DSCC，国联证券研究所（注：份额分子为 MiniLED，分母为 OLED+MiniLED）

图表35: 中国线上大屏零售量占比持续提升



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表36: 全球彩电平均尺寸不断扩大



资料来源：奥维睿沃，国联证券研究所

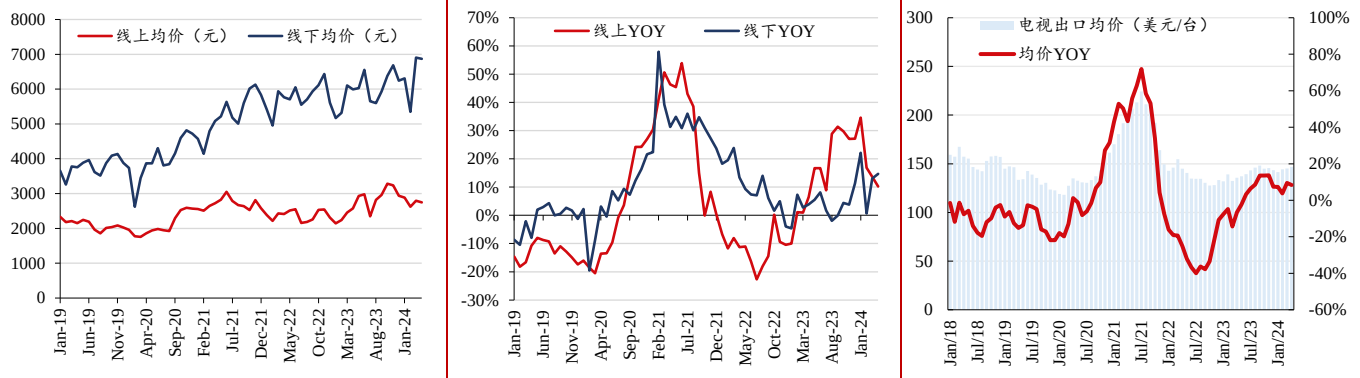
3.2 升级推动均价提升，成本影响可控

既然全球彩电景气在体育赛事支撑下相对有保障，产品升级趋势也有望延续，那么行业整体盈利情况的演变或许就成为市场关注的另一大核心。我们认为从彩电海内外产品结构、均价及面板成本变动的情况综合来看，具备产业链优势地位的中国彩电龙头有望稳定全年盈利水平，且不无进一步优化的空间。

内销端，从奥维云网的数据看，自 2023 年初零售价格同比转正以来，中国彩电零售均价同比持续增长，2024 年 1-4 月线上/线下均价分别同比+17%/+14%至 2699/6419 元，2023 年初线上、线下 MiniLED 零售量占比仅小个位数，与其他类型彩电相比，价差至少有 6000 元，截至 2024 年 4 月，尽管产业链越发成熟，MiniLED 技

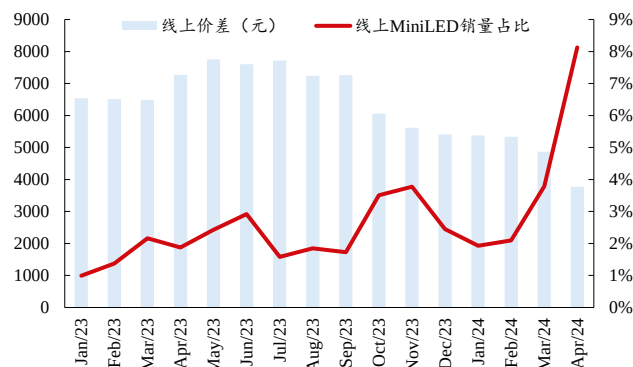
术向性价比产品下沉，但 MiniLED 电视仍保持近 4000 元价差，在此基础上渗透率快速提升；外销端，从中国海关数据看，2024 年 1-4 月出口均价（美元计价）同比+8%，同样保持提升。考虑到中国企业在 MiniLED 产业链的投入更加积极，引领全球彩电产品升级趋势，我们认为年初以来 MiniLED 电视即使价格有一定下行，其占比提升也对中国企业盈利能力优化有明显贡献，参考各品牌上新节奏，5 月尚有更多高端产品陆续上市，结构优化带来的均价提升还未完全展现，后势可期。

图表37：2019 年以来中国线上、线下彩电零售均价（元）及其同比，以及中国彩电出口均价（美元）及其同比



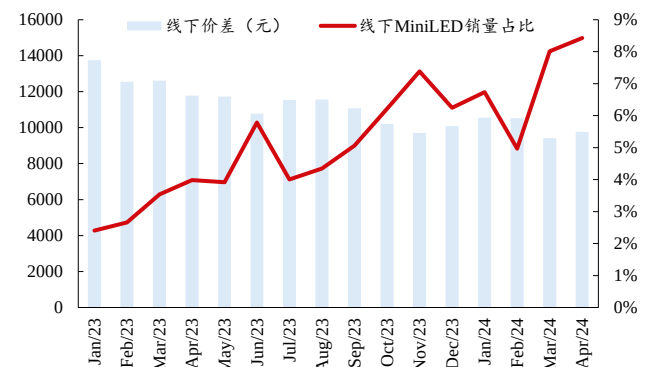
资料来源：奥维云网、海关总署，国联证券研究所

图表38：MiniLED 电视线上保持溢价，且渗透率快速提升



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表39：MiniLED 电视线下渗透率稳步提升，溢价可观



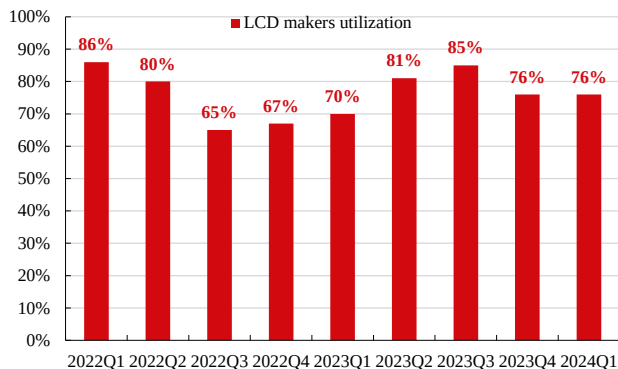
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

成本端来看，因面板占 TV 成本比例仍过半，因此不考虑下游企业的备库、长协等策略，面板价格波动对彩电企业盈利仍可能有阶段性扰动；但从面板产业链近年来发展情况及其与下游厂商的互动看，我们认为 TV 面板产业链的发展或许进入了一个更加良性的阶段——在下游弱复苏，供需紧平衡的背景下，面板价格小幅上行的压力传导有望更加顺畅。

TV 产业链的上下游之间的互动模式可能已经发生改变：当总体需求处于弱复苏，短期迎来需求释放契机，厂家备货需求较高，那么上游产能利用率小幅提升，但总体供给仍偏短缺，面板价格上行；当面板价格基数提升，厂家则主动放慢备货节奏，推动上游产能利用率下滑，面板价格小幅波动，保持平稳，同比涨幅回落。这一互动模式可以从数据中体现，DSCC 的数据表明，2023 年的面板价格环比上行导致厂家下半年放慢备货，上游面板价格涨幅开始收窄，接下来面板厂回调产能利用率，进入 2024

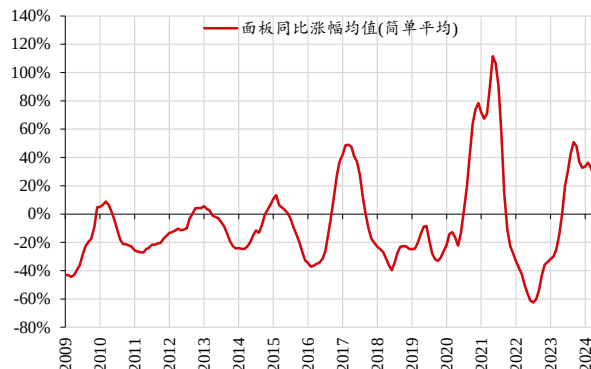
年面板价格同比涨幅进一步收窄，以此为背景，我们认为当前成本环境较利于厂家下一轮备货需求释放，总体看，面板价格的波动对于彩电龙头影响已较 2023 年底明显改善。

图表40：LCD 面板产能利用率 23Q4 以来回落至 76%



资料来源：DSCC，国联证券研究所

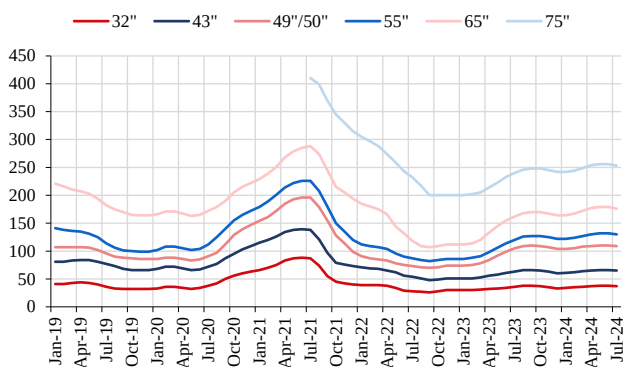
图表41：2024 年以来彩电面板价格同比涨幅收窄



资料来源：WitsView，国联证券研究所

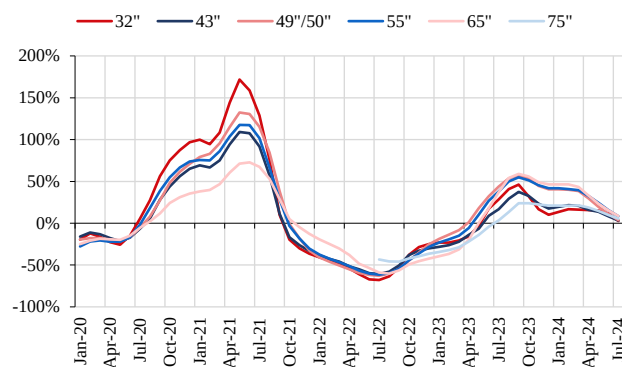
分尺寸看，按照 DSCC 预测，随着基数走高，大尺寸面板的价格同比涨幅有望环比加速收窄，中小尺寸面板的价格同比涨幅也有望趋于持平，到 7 月不同尺寸的 LCD TV 面板价格同比涨幅均有望收窄至个位数水平。我们认为，体育赛事营销关键时段之后，随着龙头企业高端产品攻下更多市场，行业结构进一步提升，叠加上游产能利用率保持较低水平，面板成本的价格可能具备一定短期上行空间，但考虑到行业互动模式的变化，总体成本压力实际上相比 2023 年更轻，参考 2023 年下半年以来的面板价格小幅提升、彩电整机均价共振的数据表现，整个显示产业链互动更加健康，面板价格波动对于盈利能力的影响较可控。

图表42：LCD TV 面板均价有望保持平稳趋势（美元/片）



资料来源：DSCC，国联证券研究所

图表43：LCD TV 面板同比涨幅 7 月有望收窄到个位数

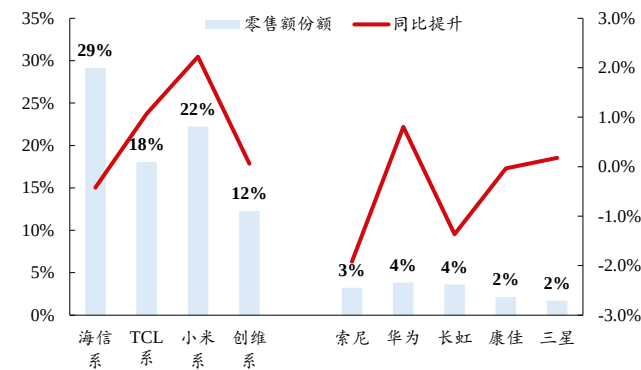


资料来源：DSCC，国联证券研究所

3.3 国产龙头全球领跑，高端化潜力可期

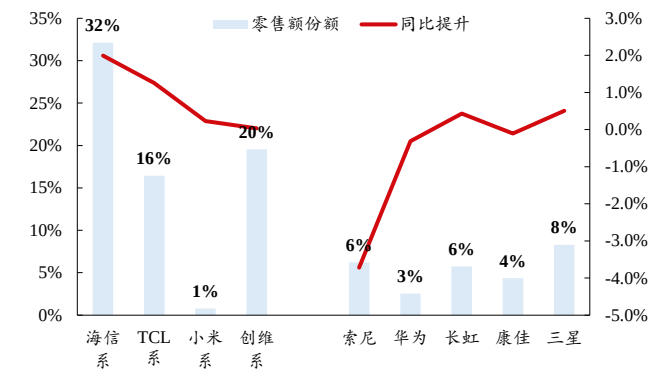
显示产业链已基本转移至中国，后续看份额提升与高端化潜力更加值得市场预期。内销方面，中国彩电企业份额持续提升，奥维云网数据显示 2024 年 1-4 月线上国产品牌已经占据主导地位，其中海信、创维系零售额份额同比较稳定，TCL、小米系零售额份额同比有所提升，线下以海信、TCL 为代表的品牌零售额提升速度更明显优于日韩系品牌。

图表44：2024 年 1-4 月中国线上彩电零售额份额及其同比



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

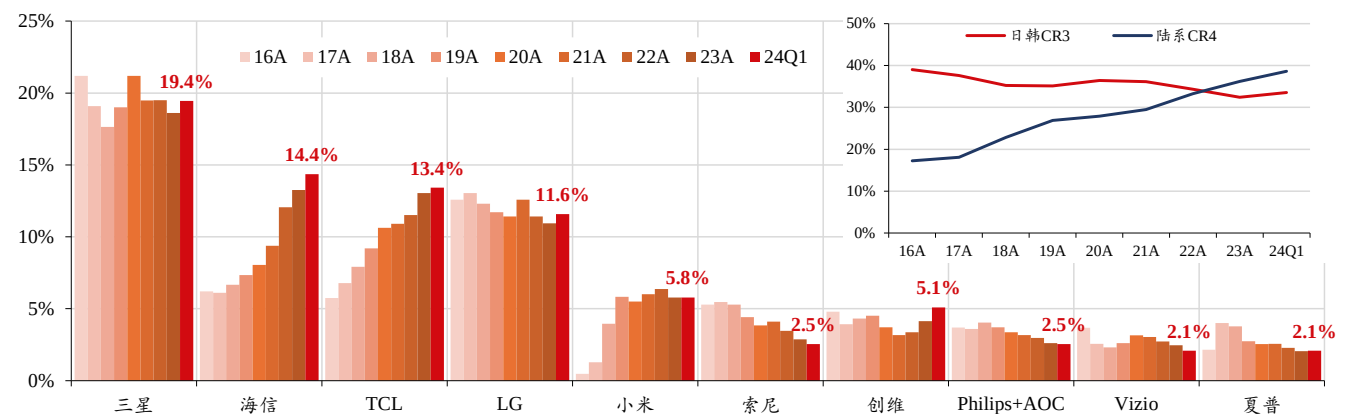
图表45：2024 年 1-4 月中国线下彩电零售额份额及其同比



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

全球维度来看，中国大陆的彩电出货量份额占比持续提升，参考奥维睿沃数据，我们选取三家日韩系品牌与四家中国大陆品牌出货量份额之和对比，2023 年中国大陆品牌份额已经超越日韩系品牌，其中海信、TCL 贡献最大，进入 2024Q1 中国品牌优势进一步拉大。

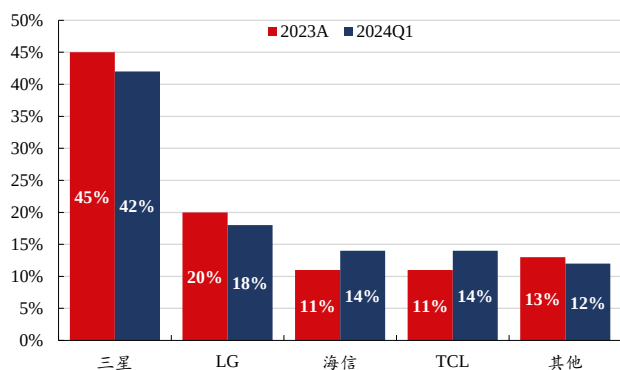
图表46：2016A-2024Q1 全球 TV 分品牌出货量份额表现，以及日韩系、大陆系头部品牌份额集中度演变



资料来源：奥维睿沃，国联证券研究所（注：日韩 CR3=三星+LG+索尼，陆系 CR4=海信+TCL+小米+创维）

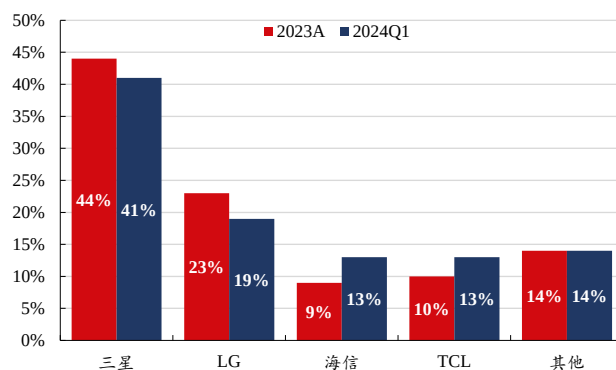
此外，中国彩电全球份额的提升不是靠低价竞争，而是靠中高端产品的持续发力，进一步拆解全球高端彩电市场出货量、额份额，中国彩电龙头的表现更加亮眼，DSCC 数据显示，得益于 MiniLED 技术较为优秀的显示表现，以及龙头自身各方面研发与产品实力显现，2024Q1 海信、TCL 高端电视收入同比分别+152%/+86%，高端电视收入份额均达到 13%左右，相比 2023 年全年水平有明显提升，与此同时三星同比持平、LG 同比显著下滑。我们认为，体育赛事只是加速国产龙头全球高端化进程与份额提升的一个契机，但始终不变的是中国显示产业链越发明显的产品力以及质价比优势，在此背景下，中国彩电龙头收获全球份额、发力高端化，仍然大有可为。

图表47：全球高端电视分品牌出货量份额，国产品牌提升



资料来源：DSCC，国联证券研究所（注：高端电视定义为 OLED+量子点+MicroLED 电视，以及具有 4K 或 8K 分辨率的 MiniLED 电视，下略）

图表48：全球高端电视分品牌收入份额，海信增幅领跑



资料来源：DSCC，国联证券研究所

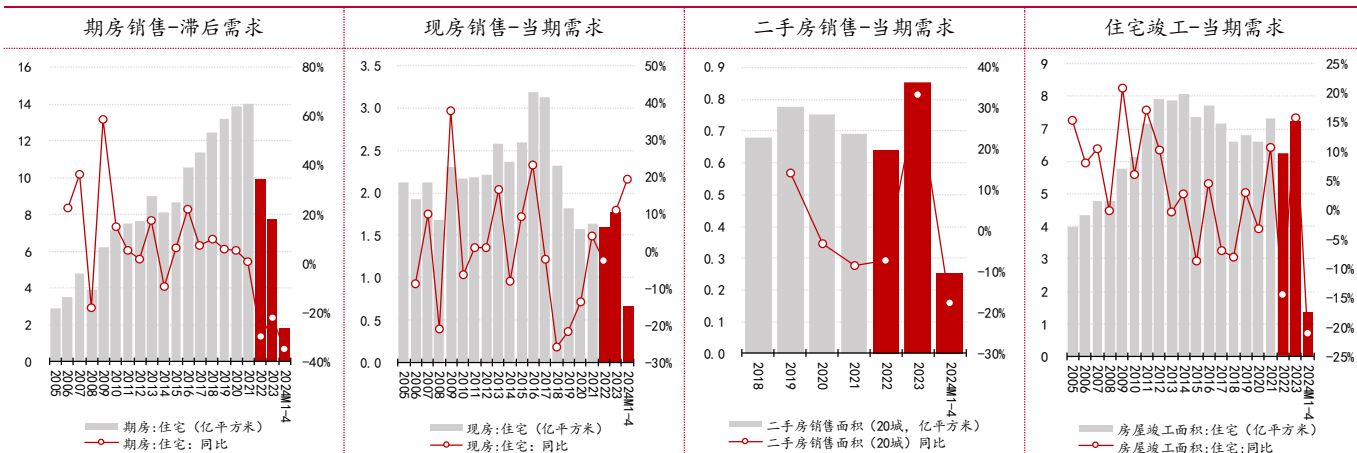
总结来看，年初以来彩电全球景气弱复苏趋势延续，亮点在于体育赛事契机下，MiniLED 等高端产品渗透率加速提升，行业海内外均价延续增长，叠加中国显示产业链优势，预计面板成本波动影响较有限。随着中国品牌技术实力与质价比优势展现，龙头高端电视份额持续提升，盈利能力有望稳中求进。标的方面，我们推荐彩电龙头海信视像。

4. 后周期：低估值&低持仓，政策信号积极

4.1 更新需求占比提升，政策信号积极

2024 年以来，地产端数据较为低迷，其中新房销售延续下滑趋势，住宅竣工面积同比下滑 20% 以上，二手房销售面积（20 城）相比新房销售降幅较小，但同比也有双位数下滑。但在此背景下，后周期板块的需求并没有像地产刻画的这样悲观，2024 年初至今的行业及企业表现平稳，且部分企业表现超出预期。

图表49：2022 年与地产相关的当期需求压力大，2023 年与地产相关的当期需求表现较优

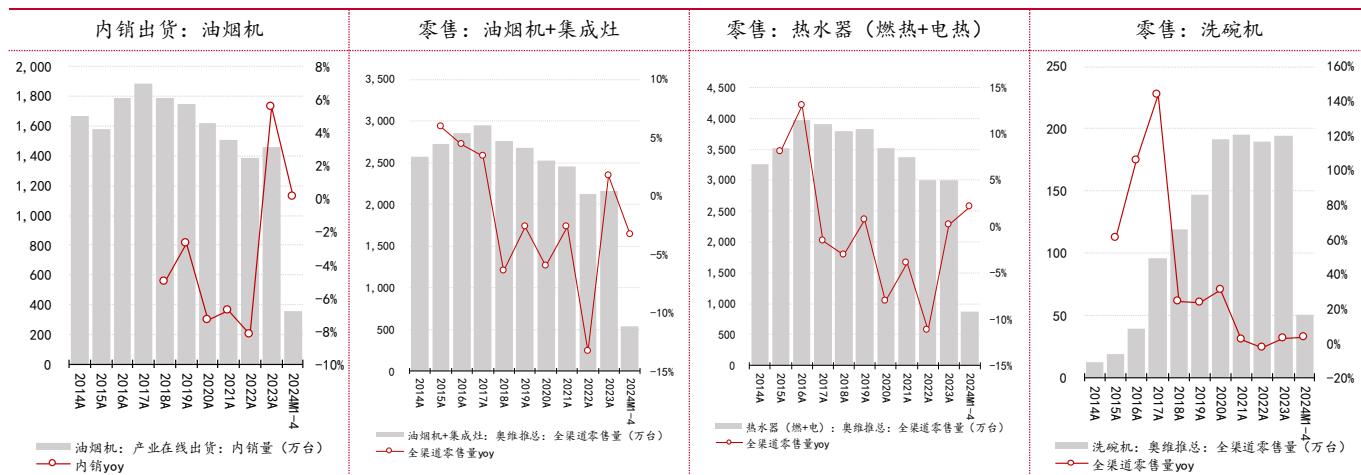


资料来源：iFinD，国联证券研究所整理

具体来看，2024 年 1-4 月，油烟机出货同比基本持平；同时间阶段，油烟机+集成灶合计终端零售量同比-3%，其中油烟机、集成灶分别同比-2%、-14%；热水器（燃热+电热）同比+2%，洗碗机则同比+3%。若进一步考虑龙头收入层面，2024Q1 公牛集

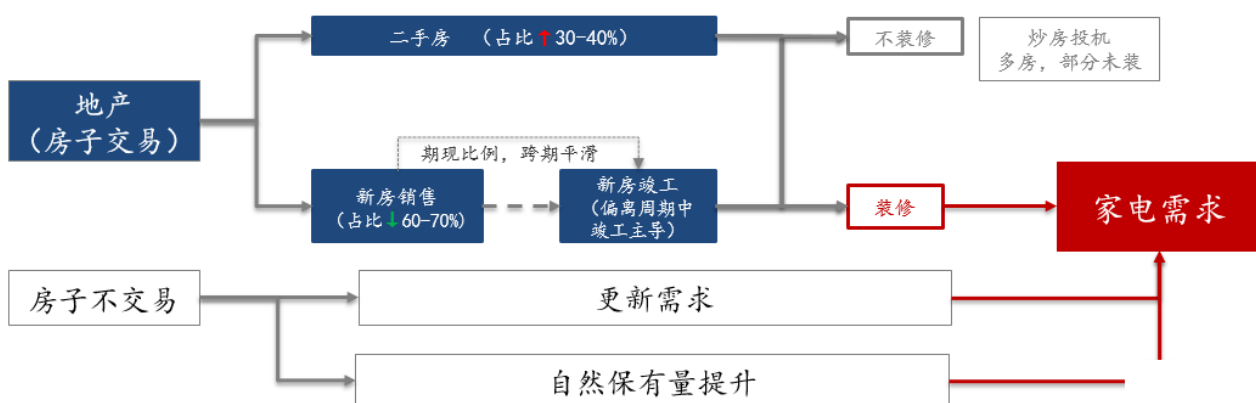
团、华帝股份及万和电气叠加自身经营 α 后收入同比分别+14%、+16%、+24%，老板电器及欧普照明基本维稳，分别同比+3%、+5%。

图表50：厨房大电的品类需求表现更为平稳，波幅较低



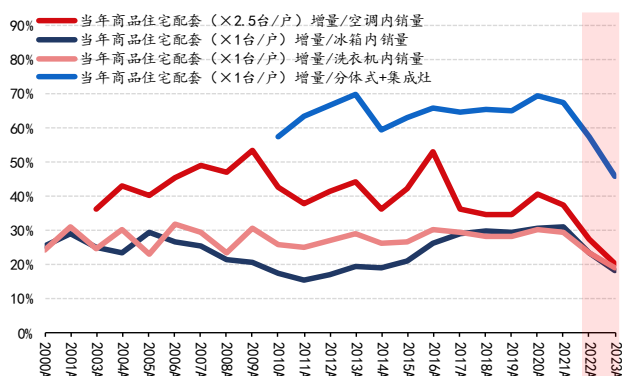
我们认为后周期表现好于悲观预期的原因在于：一方面，新房成交已从高点跌去近40%，对后周期行业需求影响比例大幅下滑，且其中非投资需求的比例提升；另一方面，二手房、新房现房等当期交付的比例提升，对当期装修需求也有所拉动，根据住建部的数据，2023年二手房销售占比已达到30%-40%，影响滞后期也大大缩短。

图表51：一图看懂“地产因素”在家电需求影响中的位置



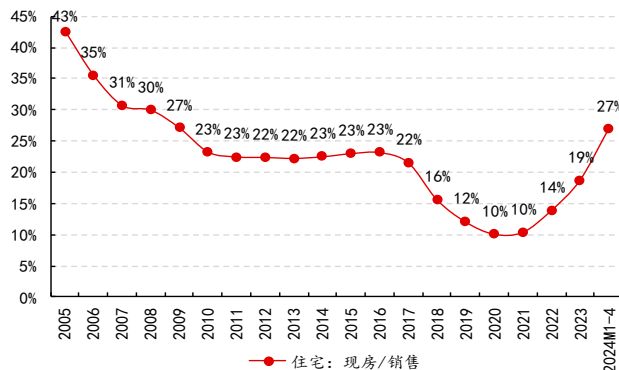
资料来源：工信部，国联证券研究所整理

图表52：“住宅销售面积→厨房大电需求”传导力度降至 40%-50%



资料来源：iFinD、产业在线，国联证券研究所

图表53：新房销售中的现房比例连续三年提升



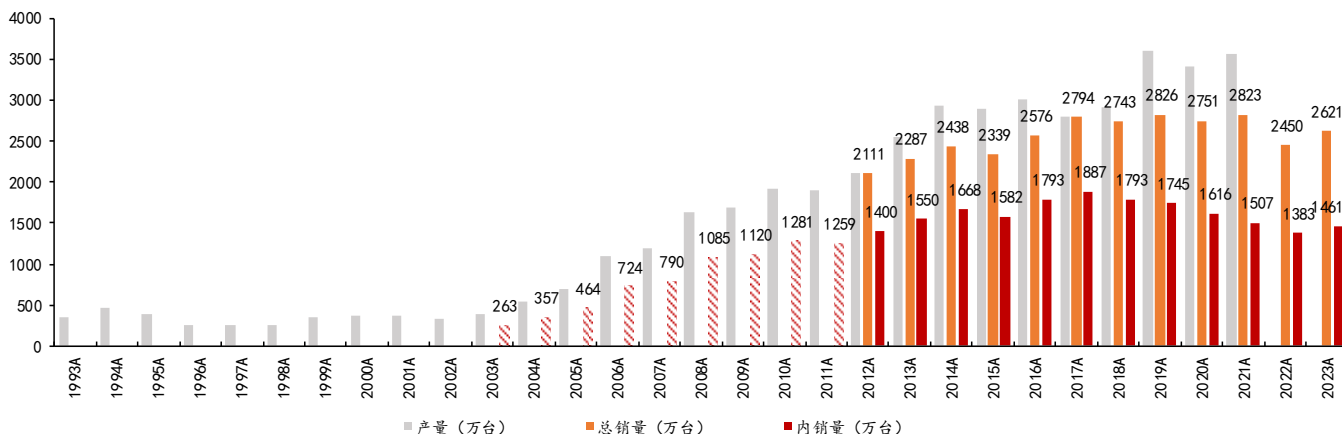
资料来源：iFinD，国联证券研究所

此外，随着行业逐步成熟，更新需求占比正在提升，驱动力提升。

(1) 用正向的推演来看，2005-2017 年厨房大电是新增需求成长的黄金阶段，2008 年前后规模也顺利提升至 1000 万台以上的规模。因此若以 10-15 年的更新周期预估，2009-2014 年销售的厨电将在 2024 年前后迎来更新，更新中枢在 1400 万台。

(2) 用反向的推演来看，按照保有量反推的更新需求在 2020-2022 年占比预计在 30-40%之间。具体测算方式上：依据中国的家庭数量、厨房大电保有量计算市场存量规模，再由存量变化反推新增需求，再由产品的年度销量规模，获得厨房大电更新需求，推算出年度规模在 800-900 万台左右，但对应的更新期超过 30 年，更新需求的贡献显著低估，因此我们更倾向于第一种推算结果。

图表54：正向推演的更新需求：若更新周期 10-15 年，2024 年对应 2009-2014 年的更新规模中枢在 1400 万台左右



资料来源：iFinD、产业在线，国联证券研究所整理（注：2003-2011 年内销量无数据，按照产量增速进行反推）

图表55：反向推演的更新需求：若新房销售均获得完全装修，那么 2020-2022 年更新需求中枢达 800 万台左右

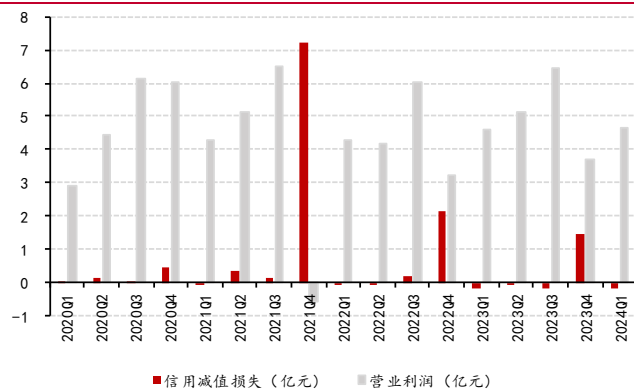
指标/参数/方法		单位	Jul-05	Jul-05	Jul-05	Jul-05	Jul-05	Jul-05	Jul-05	Jul-05	Jul-05	Jul-05	Jul-05	Jul-05	2013-16	2013-16	2013-16	2013-16	2013-16	2013-16	2013-16	2013-16	2013-16	2013-16	资料来源
市场规模	总人口	万人	136,726	137,646	138,326	139,232	140,011	140,541	141,008	141,212	141,260	141,175	138,401	139,190	139,928	140,520	140,920	141,160	141,216	Wind导出					
	平均家庭户规模	人/户	2.98	2.97	3.10	3.11	3.03	3.00	2.92	2.85	2.77	2.76	3.06	3.08	3.05	2.98	2.92	2.85	2.79	Wind导出					
	户数	万户	45,881	46,345	44,621	44,769	46,208	46,847	48,290	49,635	50,996	51,150	45,229	45,191	45,928	47,102	48,233	49,617	50,585	根据前两行计算					
	空调		70	75	82	91	96	109	116	118	131	134	83	90	99	107	114	122	128	Wind导出					
	冰箱		82	86	89	94	95	99	101	102	104	104	89	93	96	98	100	102	103	Wind导出					
	洗衣机	台/百户	81	84	86	90	92	94	96	97	99	99	87	89	92	94	95	97	98	Wind导出					
	彩电		116	119	120	121	122	119	121	121	119	119	120	121	121	121	120	120	119	Wind导出					
	油烟机		43	44	46	49	51	56	59	61	63	65	46	48	52	56	59	61	63	Wind导出					
	空调		3.23	3.49	3.64	4.07	4.44	5.12	5.58	5.84	6.69	6.85	3.73	4.04	4.54	5.04	5.51	6.03	6.45	根据以上数据的计算值					
	冰箱		3.76	3.96	3.97	4.19	4.40	4.63	4.87	5.05	5.30	5.33	4.04	4.18	4.40	4.63	4.85	5.07	5.23	根据以上数据的计算值					
基础参数	洗衣机	万台	3.71	3.88	3.86	4.02	4.24	4.39	4.64	4.80	5.03	5.06	3.92	4.04	4.21	4.42	4.61	4.82	4.96	根据以上数据的计算值					
	彩电		5.33	5.52	5.35	5.41	5.65	5.59	5.82	6.00	6.05	6.08	5.43	5.47	5.55	5.68	5.80	5.96	6.04	根据以上数据的计算值					
	油烟机		1.95	2.05	2.04	2.18	2.36	2.64	2.86	3.02	3.22	3.30	2.09	2.19	2.39	2.62	2.84	3.03	3.18	根据以上数据的计算值					
	空调		-	2551	1515	4329	3711	6797	4621	2597	8487	1583		3117	4915	5037	4683	5203	4262	根据以上数据的计算值					
	冰箱		-	2003	88	2146	2177	2230	2459	1804	2457	313		1443	2177	2287	2157	2241	1546	根据以上数据的计算值					
	洗衣机	万台	-	1719	-238	1650	2170	1560	2426	1638	2336	305		1172	1788	2050	1865	2135	1446	根据以上数据的计算值					
	彩电		-	1976	-1743	580	2385	-596	2368	1721	573	285		407	794	1386	1140	1571	875	根据以上数据的计算值					
	油烟机		-	1032	-139	1366	1808	2855	2215	1592	1951	864		992	1995	2290	2220	1923	1485	根据以上数据的计算值					
	空调		6,235	7,017	6,269	6,049	8,876	9,281	9,216	8,028	8,796	8,754		7,064	8,068	9,124	8,842	8,680	8,526	产业在线					
	冰箱		5,601	5,299	4,916	4,731	4,480	4,310	4,338	4,270	4,265	4,123		4,709	4,507	4,376	4,306	4,291	4,219	产业在线					
内销出货量	洗衣机	万台	3,769	3,763	3,905	4,115	4,414	4,532	4,493	4,291	4,453	4,077		4,145	4,353	4,479	4,438	4,412	4,274	产业在线					
	彩电		5,350	5,041	5,120	5,525	5,344	5,406	5,356	4,817	4,141	4,102		5,330	5,425	5,369	5,193	4,771	4,353	产业在线					
	油烟机		-	2,575	2,728	2,849	2,946	2,756	2,683	2,521	2,454	2,126		2,841	2,851	2,795	2,654	2,553	2,367	AVC推总					
	空调		-	4465	4754	1720	5165	2484	4595	5431	310	7171		3947	3153	4087	4159	3477	4265	根据以上数据的计算值					
	冰箱		-	3296	4828	2585	2303	2080	1880	2466	1808	3810		3267	2331	2089	2149	2050	2674	根据以上数据的计算值					
	洗衣机	万台	-	2044	3905	2465	2243	2972	2067	2652	2117	3771		2972	2566	2429	2573	2277	2828	根据以上数据的计算值					
	彩电		-	3065	5120	4945	2959	5406	2989	3096	3568	3817		4923	4632	3983	4053	3201	3478	根据以上数据的计算值					
	油烟机		-	1544	2728	1483	1138	-99	469	929	503	1262		1849	856	505	433	630	882	根据以上数据的计算值					
	空调		-	64%	76%	28%	58%	27%	50%	68%	4%	82%		56%	39%	45%	47%	40%	50%	根据以上数据的计算值					
	冰箱		-	62%	98%	55%	51%	48%	43%	58%	42%	92%		69%	52%	48%	50%	48%	63%	根据以上数据的计算值					
更新需求占比	洗衣机	-	-	54%	100%	60%	51%	66%	46%	62%	48%	93%		72%	59%	54%	58%	52%	66%	根据以上数据的计算值					
	彩电		-	61%	100%	89%	55%	100%	56%	64%	86%	93%		92%	85%	74%	78%	67%	80%	根据以上数据的计算值					
	油烟机		-	60%	100%	52%	39%	-4%	17%	37%	20%	59%		65%	30%	18%	16%	25%	37%	根据以上数据的计算值					
	空调		-	7.81	7.65	23.66	8.60	20.61	12.15	10.76	216.05	9.55		10.25	14.39	12.33	13.25	17.34	15.14	根据以上数据的计算值					
	冰箱		-	12.02	8.23	16.19	19.12	22.25	25.92	20.49	29.31	13.99		12.81	18.49	22.17	22.56	24.74	19.54	根据以上数据的计算值					
	洗衣机	年	-	18.98	9.87	16.31	18.89	14.78	22.43	18.10	23.78	13.43		13.58	16.43	18.19	17.90	21.17	17.56	根据以上数据的计算值					
	彩电		-	18.02	10.45	10.94	19.08	10.34	19.49	19.37	16.97	15.93		11.10	11.97	14.27	14.31	18.61	17.37	根据以上数据的计算值					
	油烟机		-	13.30	7.47	14.67	20.71	-267.05	61.11	32.52	64.00	26.19		11.84	27.91	51.81	65.52	48.14	36.06	根据以上数据的计算值					

资料来源：iFinD、产业在线，国联证券研究所整理

后周期板块以“更新需求、二手房”为主的非新房装修需求正在崛起，进而构筑更加平稳的需求基本盘。因此我们看到，2022、2024 年地产全面转向负面的情况下，后周期行业需求压力似乎并没有那么大；而 2023 年竣工增速大涨，后周期需求有所转好，但未及竣工增速弹性。在此背景下，地产端数据虽然不乐观，但或无须过度忧虑后周期需求的压力。

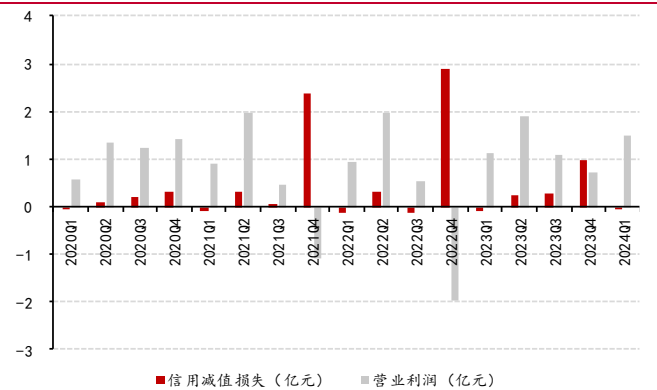
此外，政策端也有积极驱动；（1）地产端可期待积极变化，政策出台频繁，一方面积极刺激需求、释放购买力，保障房企资金回流，维护应有的房屋竣工规模；另一方面，由政府兜底，纾解房企困局，可酌情回收土地、收购库存房。在此背景下，前几年因房企资金受困而产生大量坏账计提的供应链企业盈利端有望受益。（详情可参考《国联证券-行业专题研究-地产政策积极，后周期板块有望迎来拐点》）；（2）全国范围内的以旧换新政策，则有望进一步刺激更新需求释放。（详情可参考《国联证券-行业专题研究-从家电回收拆解看以旧换新供给侧逻辑》）

图表56：老板电器过往计提坏账损失的情况



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表57：华帝股份过往计提坏账损失的情况



资料来源：iFinD，国联证券研究所

4.2 拓渠道&推新品，龙头表现持续优于行业

随着新房规模下行，更新需求（单机换新、旧房改造）、二手房销售崛起，叠加近年来整装、套系化销售趋势，各个龙头积极挖掘存量市场的结构化机遇：

品类方面，综合龙头充分发挥品牌、渠道、多品类优势，由单品思路转向场景思路；套系化销售可以带来新品类需求，进而带来的客单价提升。套系化销售中，综合龙头优势突出：一方面，套系化场景中大部分产品均需安装，具备渠道与安装售后系统的龙头优势突出；另一方面，场景中的核心标配品“烟/灶、热水器、洗碗机”掌握在龙头品牌手中，而净水/厨余处理器/水槽等品类格局分散，利于龙头扩张。

- (1) 烹饪中心是第一大核心场景，也是最成熟的场景，主要产品有：油烟机/燃气灶（标配），微蒸烤消（选配）。几大产品合计零售额在千亿左右，其中烟灶消合计 500 亿，微蒸烤 150 亿，集成灶 250 亿；按照当前销量来看目前的配置比例，10 个买烟灶的人中，会有 1-2 个人买集成灶/消毒柜，有 7-8 个人买台式微蒸烤，有 0-1 个人买嵌入式微蒸烤。
- (2) 水洗中心是最有潜力的领域，核心产品有①水槽（选配垃圾处理器、果蔬清洗机）；②洗碗机；③净水器。洗碗机和净水器都是潜力产品，年轻消费群体新宠，净水主打健康，2023 年销量 800 万台、均价 2500 元左右；洗碗机，2023 年销量 200 万台、均价 5800 元左右；量的层面两者均有较大市场空间。

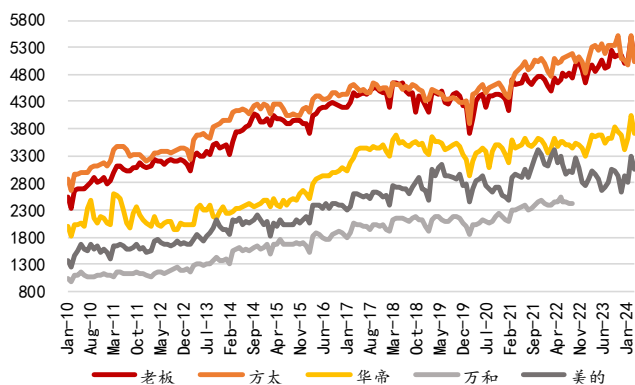
图表58：场景化销售龙头更具优势，且将增长空间由主要核心单品延伸至其他厨房大电品类



资料来源：奥维云网，国联证券研究所整理

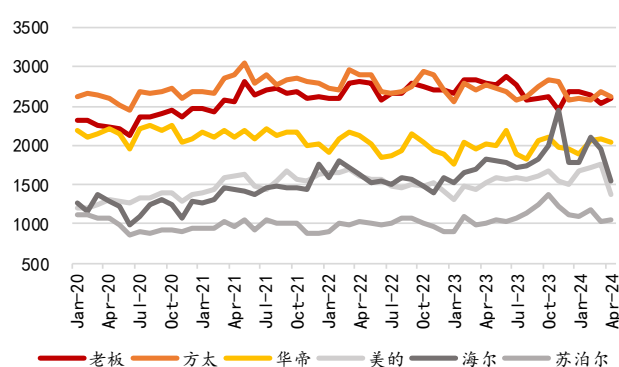
渠道端，龙头积极挖掘如电商低价市场、下沉渠道等空白市场增量。(1) 电商渠道的低价市场空间，逐步得到龙头重视。老板/方太/华帝长期以来坚持中高端定位，低价市场龙头参与度偏低，2023年1000元以下的销量占比整体电商销量达50%+，但老板/方太/华帝的销量份额仅分别0.0%、0.0%、1.2%，为维持品牌调性，几乎并未涉及；1000-2000元的销量占比整体电商销量约30%，但老板/方太/华帝的销量份额仅分别6.3%、3.8%、13.8%，华帝该区间仍积极竞争，但老板/方太份额显著偏低。在此背景下，龙头开始积极发力低端子品牌；且主品牌也预计将策略性的推出部分低价爆款，发力竞争空白市场的增量，龙头份额有望提升。

图表59：油烟机各品牌线下定位差异持续存在(单位：元/台)



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表60：油烟机各品牌线上定位差异持续存在(单位：元/台)



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表61：电商渠道各品牌油烟机分价格段销量占比结构(%)

品牌	整体	0-1000	1000-2000	2000-3000	3000-4000
整体市场	100%	53%	27%	14%	4%
华帝	100.0%	9%	55%	25%	6%
美的	100.0%	23%	63%	7%	5%
老板	100.0%	0%	20%	58%	15%
志高	100.0%	100%	0%	0%	0%
方太	100.0%	0%	16%	62%	16%
苏泊尔	100.0%	66%	24%	9%	1%
惠普好太太	100.0%	100%	0%	0%	0%
万和	100.0%	60%	38%	2%	0%
海尔	100.0%	17%	49%	18%	9%
万家乐	100.0%	49%	44%	6%	1%

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表62：电商渠道各品牌油烟机分价格段销量格局(%)

品牌	整体	0-1000	1000-2000	2000-3000	3000-4000
华帝	6.8%	1.2%	13.8%	12.4%	9.4%
美的	10.8%	4.7%	25.2%	5.0%	11.9%
老板	8.6%	0.0%	6.3%	36.0%	31.2%
志高	9.5%	18.0%	0.1%	0.0%	0.0%
方太	6.3%	0.0%	3.8%	27.7%	24.6%
苏泊尔	4.8%	6.0%	4.3%	3.1%	0.8%
惠普好太太	5.9%	11.2%	0.0%	0.0%	0.0%
万和	3.8%	4.3%	5.4%	0.5%	0.4%
海尔	4.7%	1.5%	8.5%	6.0%	10.3%
万家乐	3.7%	3.5%	6.0%	1.7%	0.6%
其他	35.1%	49.6%	26.6%	7.7%	10.7%

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

在下沉渠道，龙头品牌同样优势更强，集中度有望提升。下沉渠道，品牌与电商平台的新零售合作，是体系化 B2B 模式，平台将优选龙头进行合作。随着货品型号更全、线上线下联动、整装选购、服务效率更高的平台新零售逐步替代原有的低效终端，品牌下沉渠道的网点质量将提升，借助平台新零售的力量，获得份额增量。2023 年老板及华帝下沉渠道收入规模均分别达到约 10 亿。

图表63：大厨电当前的渠道结构体系



资料来源：国联证券研究所整理

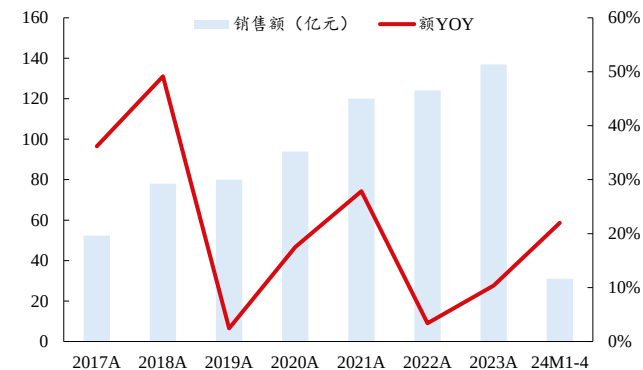
总结来看，我们认为后周期龙头“低估值&低持仓&龙头稳健经营”的配置价值凸显。2024 年以来虽然地产端数据走弱，但后周期需求平稳，且部分龙头表现亮眼，超出预期；主因在于更新需求、二手房销售正在崛起，构筑了更加平稳的需求基本盘；叠加地产政策近期仍有积极变化，行业需求或无须过于忧虑。龙头则更为积极地挖掘新品类以及新渠道机会，表现有望持续优于行业增长。标的方面，我们推荐后周期板块龙头华帝股份、公牛集团、老板电器。

5. 新兴小电：聚焦高端技术下放&全球化机遇

5.1 扫地机：全能型产品已主导，期待全球化&渗透率提升

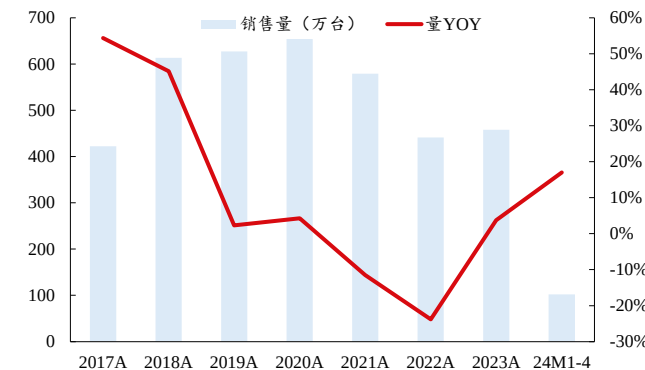
自从全能型产品价格 2023 年下探起，扫地机行业高端产品以价换量&消费者主动向上升级的趋势就一直延续至今，带动行业销量在均价小幅提升的基础上稳步增长。奥维云网数据显示 2024 年 1-4 月以来全行业推总零售额、量分别同比+22%/+17%，一方面 2022Q4 以来需求相对承压，当季基数相对较低，另一方面 2024Q1 上新节奏较此前明显加快，但不同品牌之间的上新时点错开，流量不冲突，且新品从高端价位下探，带动当季行业需求释放。

图表64：2024 年 1-4 月扫地机零售额同比+22%



资料来源：奥维推总，国联证券研究所

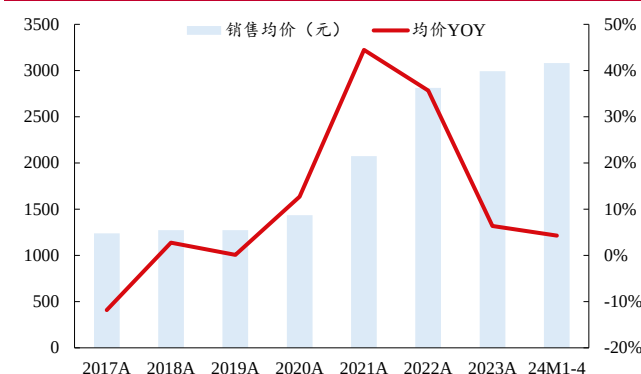
图表65：2024 年 1-4 月扫地机零售量同比+17%



资料来源：奥维推总，国联证券研究所

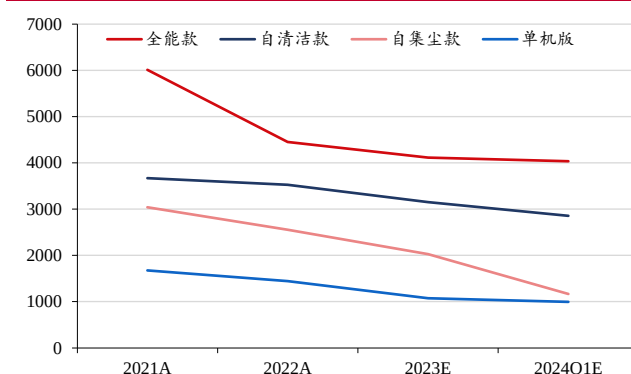
具体到价格变化与产品结构来看，2024 年 1-4 月扫地机推总均价同比+4%至 3080 元，其中线上数据显示 2024 年 1-4 月全能型扫地机均价稳定在 4000 元左右，其他类型的产品均价持续下滑，相比去年同期发布的产品，今年各品牌发布的全能款主销产品基本都是“加量不加价”，参数更优，功能更多，价格不变，部分品类价格小幅下探。最新数据显示，全能款产品的线上销额占比已经超过 70%，随着全能款产品全面普及，我们预计内部结构变化带来的均价提升效果将边际递减，但渗透率提升带来的量增可期。

图表66：2024 年 1-4 月扫地机零售均价同比+4%至 3080 元



资料来源：奥维推总，国联证券研究所

图表67：扫地机分产品类型线上均价变动情况



资料来源：奥维云网，国联证券研究所（注：2023E 数据取 2023 年 618 大促统计，2024Q1E 数据取 2024 年 1-4 月统计）

为具体分析 2024 年各品牌主销产品的参数、功能与定价，我们参考奥维云网 618 大促第一周销售额排名靠前的 10 个 SKU，并总结出各品牌布局的一些共同思路：

- **产品类型与定价策略上**，各品牌主销款均为全能型扫地机，其中水箱款定价集中在 3.5-4K 价格段，这意味着行业最受关注的价格段相比去年同期的 3-3.5K 有所提升，尽管可以观察到 618 大促开启以来科沃斯 T30 Pro 水箱款价格由 3799 元下调至 3399 元，但考虑到科沃斯 T30 MIX（灵尘）水箱款定价 3799 元，在抖音渠道集中推广，销售表现较为突出，充分利用抖音新品转化率相对较好的优势，且科沃斯新品 2024Q2 占比预计较 Q1 明显提升，盈利能力改善节奏无需过于担忧。
- **基站设计上**，石头与科沃斯均区分水箱与上下水款的基站设计，这种设计节约了基站外壳的用料，更好融入家居环境，在此基础上，追觅引领推出了嵌入式上下水基站，石头与科沃斯也快速跟进。值得一提的是，科沃斯 T30 MIX 的基站基本沿用 X5 Pro 基站设计，而机身则基本沿用 T30 Pro，或许意味着设计上投入的资源并不算高。
- **机身设计上**，针对消费者对于家具底部清洁的需求，石头 V20 以双光源固态激光雷达加以回应，机身高度降低至 8.2cm；科沃斯 X 系列平台对于机身高度降低的强调引领市场风潮，在此基础上科沃斯 2024 年推出子母机 Mate X，子机高度仅 5.8cm，将家具底部灵活清洁推向极致。
- **清洁功能上**，各品牌纷纷推出拖布外扩机械臂功能，其中科沃斯选择拖布机械臂恒定外扩的方案，并对于外扩后下压力不足的情况进行针对化改善，而石头、追觅则进一步推出边刷外扩方案，进一步强化边角清洁能力。

图表68：2024 年 618 大促期间扫地机重点新品列表

型号	T30 Pro	T30 MIX (灵尘)	X5 Pro	P10S Pro	G20S	V20	J4	追觅 001	S30 Pro Ultra	X40 Pro
品牌	科沃斯	科沃斯	科沃斯	石头	石头	石头	云鲸	云鲸	追觅	追觅
外观										
上市时间	2024 年 2 月	2024 年 5 月	2024 年 4 月	2024 年 2 月	2024 年 3 月	2024 年 3 月	2023 年 9 月	2024 年 4 月	2024 年 2 月	2024 年 3 月
到手价 (元) (水箱/上下水)	3399/3999	3799/4399	4999/5599	3999/4599	5399/5999	4799/5399	3699/4199	4999/5599	3899/4499	5599/6299
导航类型	LDS+3D 结构光	LDS+3D 结构光	dToF+AI+多种传感器	LDS+3D 结构光+AI	LDS+3D 结构光+AI	双光源固态激光雷达+AI	LDS+双向 3D 结构光	LDS+3D 结构光+双目摄像头+AI	LDS+双线激光+双目 AI	LDS+双线激光+双目 AI
吸力 (Pa)	11000	11000	12800	11000	11000	11000	7800	12000	11000	12000
机身高度 (cm)	10.4	10.4	9.5	10.3	10.3	8.2	10.7	10.9	10.38	10.38
越障高度 (mm)	20	20	22	20	20	20	20	20	22	22
边角清扫	拖布恒定外扩	拖布恒定外扩	D 形机, 拖布恒定外扩	拖布、边刷外扩	贴边清洁小圆盘	拖布、边刷外扩	扭一扭贴边	扭一扭贴边	拖布、边刷外扩	拖布、边刷外扩
基站尺寸 (cm) (水箱/上下水)	40.9*49*48 40.9*49*40	39.4*44.3*52.75	39.4*44.3*52.75	48.7*34*52.1 48.7*34*40.5	41.9*40.9*47 41.9*40.9*30	48.7*34*52.1 48.7*34*40.5	41.5*37*43.5	43*42.6*46.2	45.67*34*59.05	45.67*34*59.05
电池容量 (mAh)	5200	5200	5200	5200	5200	5200	5200	5200	6400	6400
机身水箱 (ml)	55	55	90	80	100	72	-	-	80	80
机身尘盒 (ml)	300	300	250	220	270	220	见产品特色	见产品特色	350	350
产品特色	双梳齿结构, 毛发 0 缠绕	基站与 X5 Pro 相似, 地宝与 T30Pro 相似; 提供灵嵌超薄上下水款产品 (4999 元)	15mm 拖布抬升; 智能检测脏污进行复拖	主刷、拖布可动态双升降; 毛发切割; 提供超薄全嵌上下水款 (4999 元)	沿用震动拖布	使用两颗 3D ToF 激光雷达, 120 度布置, 实现超广视角	10mm 拖布抬升; 智能复洗; 鲸灵托管 2.0; 轻集尘功能支持 800ml 机身尘盒收集灰尘	云鲸首次推出基站集尘, 机身尘盒容量 300ml; 新增动态热水功能; 轻集尘款为 4599/5199 元	提供超薄上下水款 (4799 元)	边刷、主刷、拖布三升降; 提供超薄上下水款 (6599 元)

资料来源：科沃斯、石头科技、云鲸、奥维云网，国联证券研究所（注：到手价取于 2024 年 6 月 7 日各品牌官方旗舰店价格，上市日期以奥维云网收录为准）

进一步结合奥维数据看分品牌、分价格段销额份额，2024 年 1-4 月扫地机传统电商主销价位已集中至 3.5-4K，科沃斯、石头、云鲸份额居前，而高端市场由追觅、科沃斯、石头主导，3-3.5K 价位出现阶段性的相对空白。考虑到 T30 MIX (灵尘) 主推抖音渠道，且线下份额较高，预计科沃斯的份额表现总体仍居于第一，但石头保持销额份额同比提升趋势，云鲸在低基数基础上增长趋势较好，追觅增速同样较快，份额端竞争更加白热化。

图表69：2024 年 1-4 月扫地机传统电商分品牌、分价格段销额份额情况 (%)

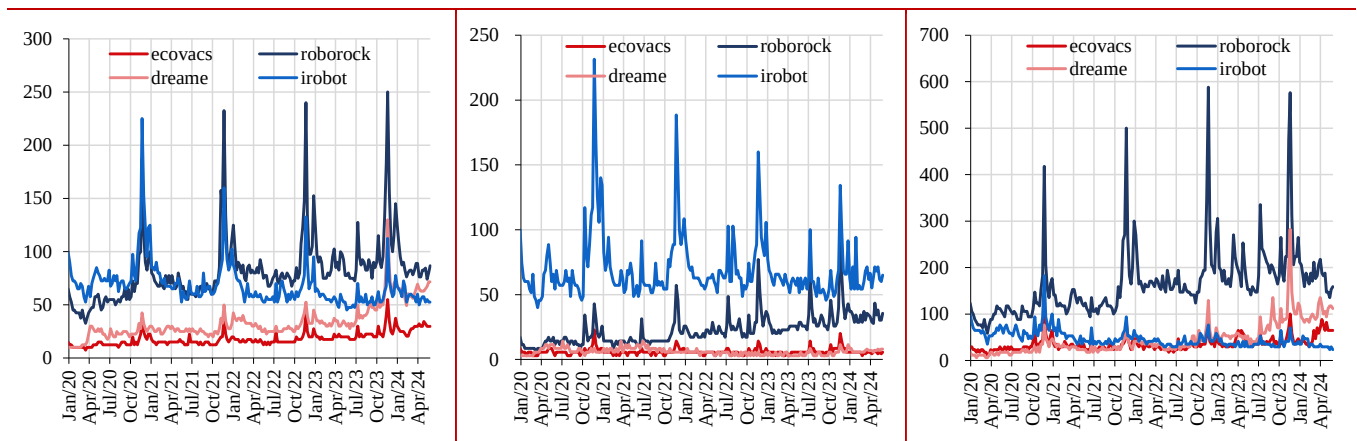
品牌	整体	3K-	3-3.5K	3.5-4K	4-4.5K	4.5-5K	5K+
整体	100.0%	24.7%	5.2%	33.5%	10.5%	11.3%	14.8%
科沃斯	26.5%	4.0%	0.9%	10.2%	2.5%	4.1%	4.7%
石头	22.8%	3.0%	1.7%	10.1%	1.1%	4.3%	2.6%
云鲸	15.2%	1.4%	0.8%	9.2%	2.6%	0.0%	1.1%
追觅	14.2%	1.1%	0.5%	1.8%	2.2%	2.6%	6.0%
小米	11.5%	9.5%	0.8%	1.1%	0.1%	-	-
美的	5.1%	2.7%	0.3%	0.5%	1.6%	0.0%	0.0%
其他	4.7%	3.1%	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.4%

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

目光转向海外，全球各市场扫地机带有基站产品销额占比均逐步提升，且正在替代非基站产品，中国品牌无疑引领这一趋势，且亚马逊宣布终止收购 iRobot，传统海外扫地机龙头预计从人事到产品均面临一系列调整，资金可能也面临短期困难，在

此背景下，iRobot 对于 2024 年收入增长指引并不乐观，但扫地机市场总体趋势至少是保持平稳，因此中国厂商有望迎来一轮全球扫地机格局优化红利，加速抢占海外份额，从海外搜索引擎热度指数来看，iRobot 短期仍无明显好转，石头保持领先，追觅全球热度已超越 iRobot，科沃斯凭借割草机器人 GOAT G1 在欧洲市场初步打开局面。总体来看，海外扫地机产品升级红利仍在延续，国产品牌有望在此基础上持续突破份额、实现增长。

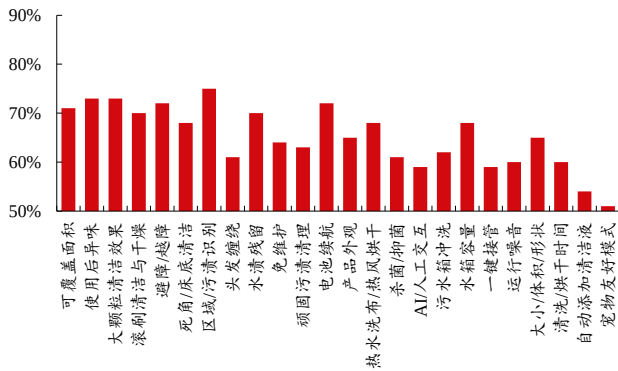
图表70：主营扫地机品牌的全球及美国、德国搜索指数



资料来源：GoogleTrend，国联证券研究所（注：左-全球，中-美国，右-德国；数据为定基，2020 年初 irobot=100）

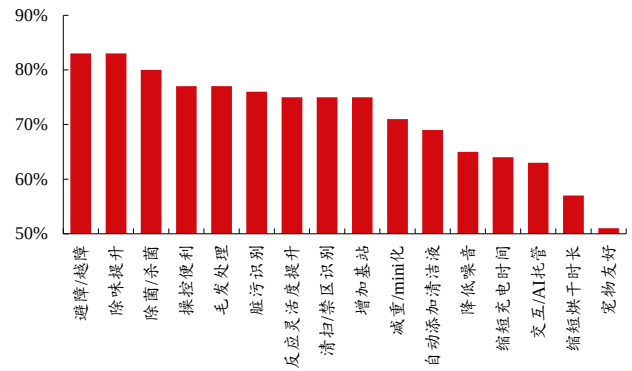
展望未来，技术创新仍是推动需求充分释放及行业增长的核心因素之一，从消费者调研看，龙头已对死角&床底清洁，头发缠绕等痛点进行部分回应，但消费者最希望升级的仍然是避障、脏污识别等智能化功能，后续随着厂家持续创新升级，产品优化也将持续带动行业放量。总结来看，当行业在产品类型选择、主销价位、主打功能上基本趋于一致时，技术的下一步创新以及精细化运营、准确的消费者洞察就成为判断行业格局变化的重要因素。站在格局演变的关键时点，我们建议积极关注技术创新带来的可能性，例如科沃斯在 D 型机导航、避障上的探索，以及石头科技在双激光雷达等方面的创新，云鲸的双目 AI 摄像头识别也同样值得重视。若技术短期内进展不大，或消费环境不足以支持进一步创新，就应当保持关注全能型扫地机后续价格变动与功能精简。

图表71：扫地机用户产品体验满意度（按重要性从左至右）



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表72：扫地机用户反馈的未来升级需求

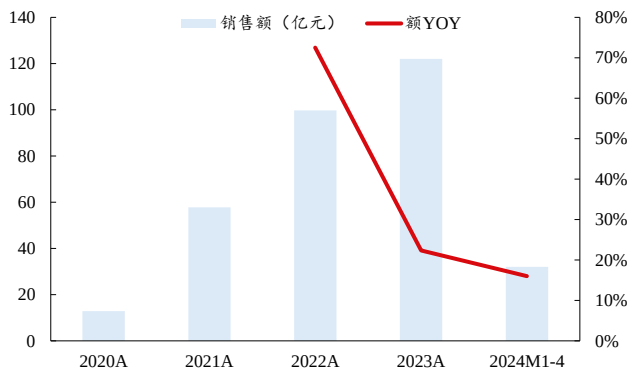


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

5.2 洗地机：内销竞争迎阶段性喘息，外销扩张值得重视

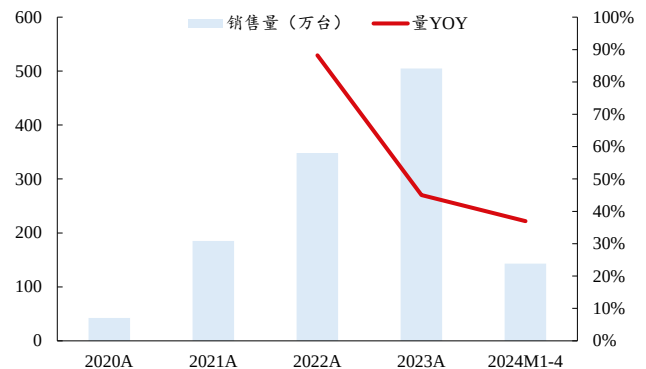
观察 2024 年以来洗地机各品牌动向，我们认为行业激烈的竞争有可能迎来阶段性喘息机会。2024 年 1-4 月中国洗地机零售额、量分别同比+16%/+37%，对应均价同比-15%至 2132 元，相比 2020-2021 年 3000 元左右的价位已经减少近三分之一。分品牌来看，自 2023 年中石头、德尔玛的均价就已经环比保持相对平稳，进入 2024 年追觅的价格也开始基本保持与石头一致，在此背景下科沃斯旗下添可 Q1 尚有价格调整，但随着价格优势建立后，3 月以来添可均价也停止环比下行趋势。

图表73：2024 年 1-4 月洗地机零售额同比+16%



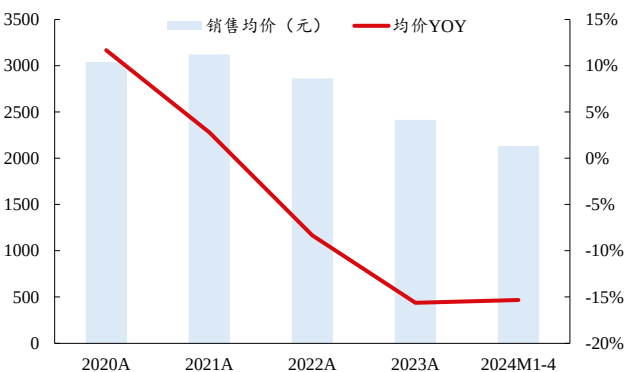
资料来源：奥维推总，国联证券研究所

图表74：2024 年 1-4 月洗地机零售量同比+37%



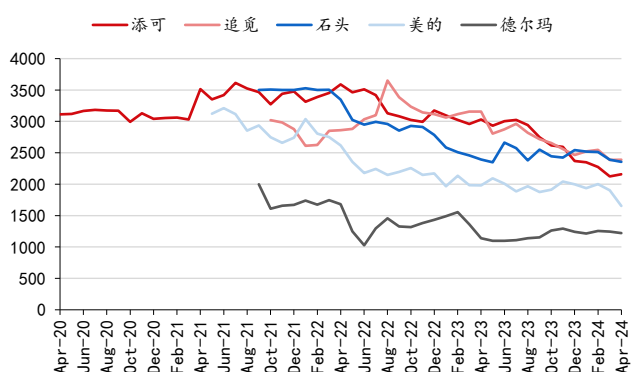
资料来源：奥维推总，国联证券研究所

图表75：2024 年 1-4 月洗地机零售均价同比-15%至 2132 元



资料来源：奥维推总，国联证券研究所

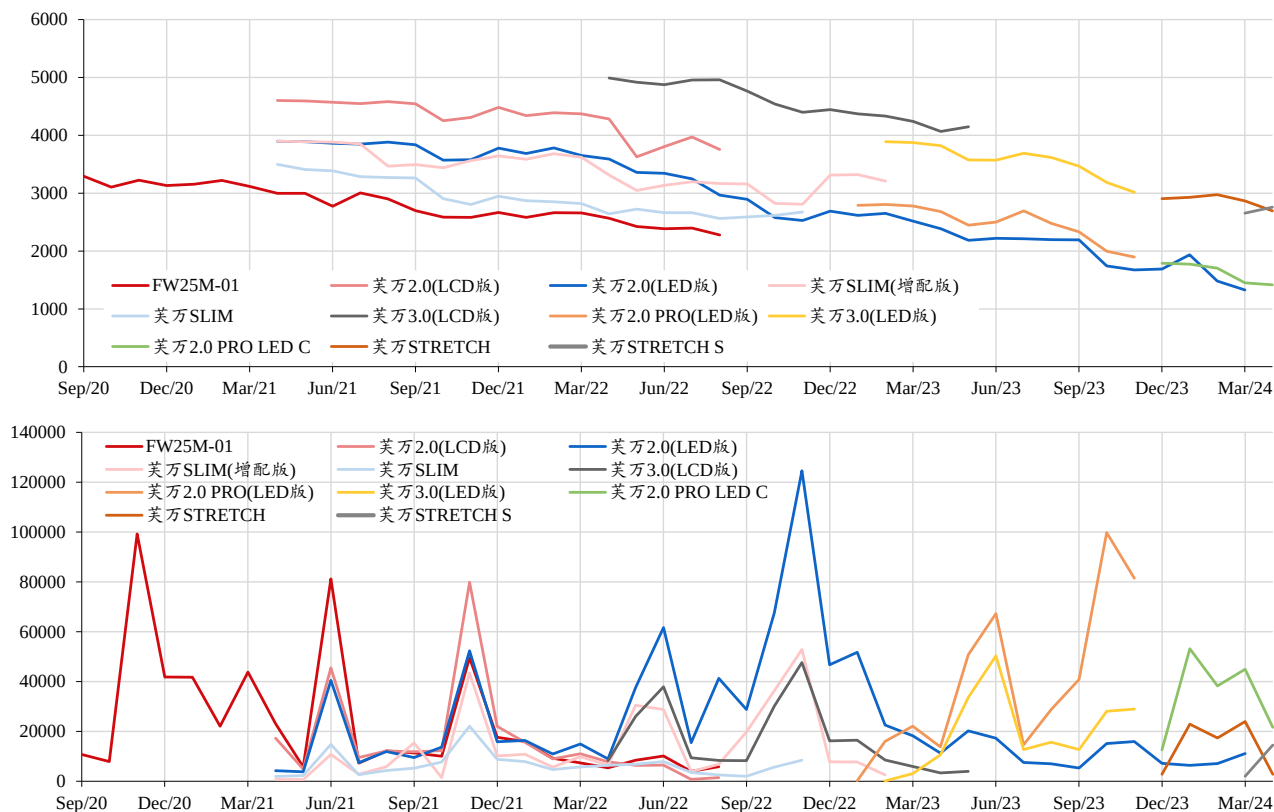
图表76：传统电商洗地机分品牌均价变动情况（元）



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

进一步拆解行业龙头科沃斯旗下添可品牌的传统电商分型号洗地机销量表现，此前拖累添可品牌均价的老品芙万 2.0LED 版进入 2024 年 4 月已经退出畅销榜前列，取而代之的是一批以芙万 2.0 PRO LED C 为代表的新品，预计已经针对对应价格段进行成本优化，考虑新品芙万 2.0 PRO LED C 均价已低于 2000 元，其传统电商单月销量均在 4 万台左右甚至更高，此前少有单款产品可在淡季实现如此表现，或许意味着洗地机价格已经阶段性降低至消费者合意位置。

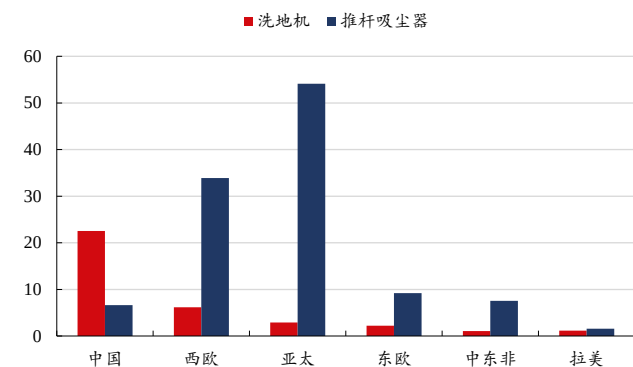
图表77：添可洗地机主要型号的线上均价（元）与线上零售量（万台）走势



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

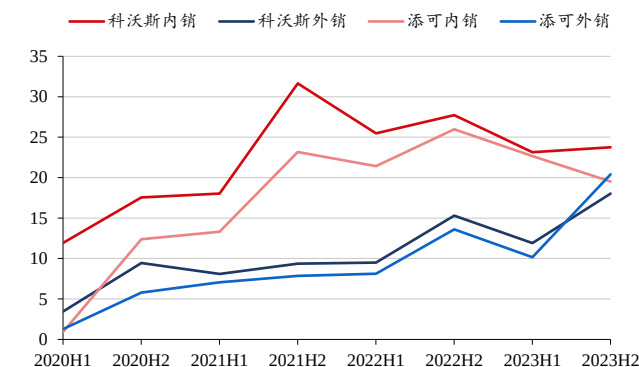
海外洗地机的拓展或许是市场较为忽视的一块增量，但也值得重视。参考 GFK 数据，预计 2023 年海外洗地机市场规模（不含中国、北美）在 13 亿美元左右，其中西欧、亚太市场规模相对较大，可供参考的潜在市场规模是推杆式吸尘器，2023 年相同口径下推杆式吸尘器的海外市场规模为 106 亿美元左右。从增速看，目前在中国、发达亚洲与发展中亚州市场，洗地机规模增速均为正，同时推杆式为负，两者产生替代关系，考虑到中国洗地机厂商在全球范围内份额均持续提升，伴随制造力外溢&品牌力提升，欧洲等地区的洗地机渗透率也有进一步提升空间。进一步考虑到海外洗地机领先品牌多为北美品牌，如 Shark、Bissell 等，预计北美市场体量也较为可观。洗地机海外增长的潜力也已经在龙头的财务报表上有所体现，仅以科沃斯为例，2023 年下半年添可品牌外销收入已超越添可内销与科沃斯品牌外销，其营收成长性已不能仅关注扫地机。

图表78：2023 年西欧洗地机初具规模，亚太潜力大



资料来源：GFK，国联证券研究所（注：不含北美，单位：亿美元）

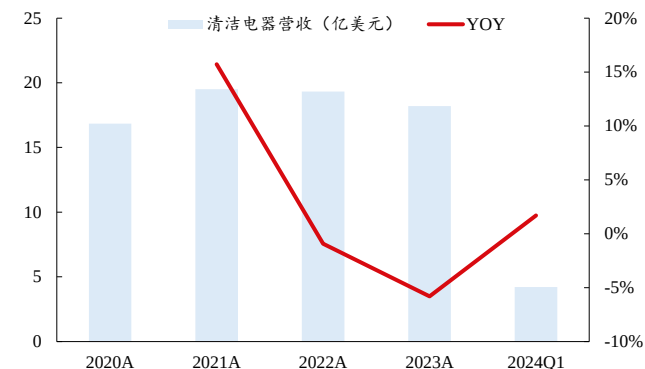
图表79：2023H2 添可外销收入超越内销（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

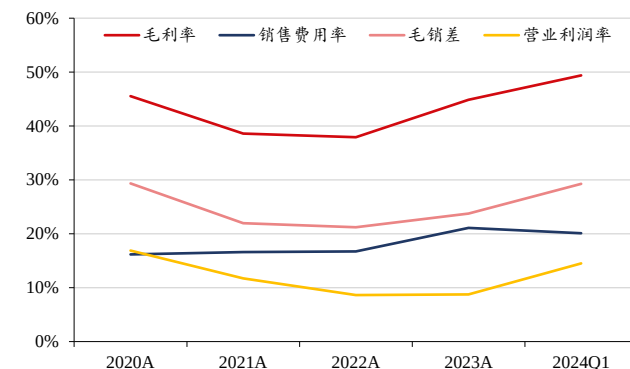
海外清洁电器的盈利能力相比国内市场或许也更加优秀。Sharkninja 的主销业务之一即为清洁电器，2023 年营收规模约为 18 亿美元，预计主要集中在北美地区，SharkNinja 整体盈利能力，其营业利润率近年来维持在双位数左右水平。尽管我们尚无洗地机盈利能力的具体情况，但我们可以通过对比发现国内龙头洗地机在海外的主销型号价格显著高于国内对应产品，在此基础上，我们认为中国洗地机龙头出海的稳态盈利能力有望依托中国企业领先的制造能力达到更好水平。

图表80：Sharkninja 分业务单季度收入（亿美元）及同比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表81：Sharkninja 单季度盈利能力

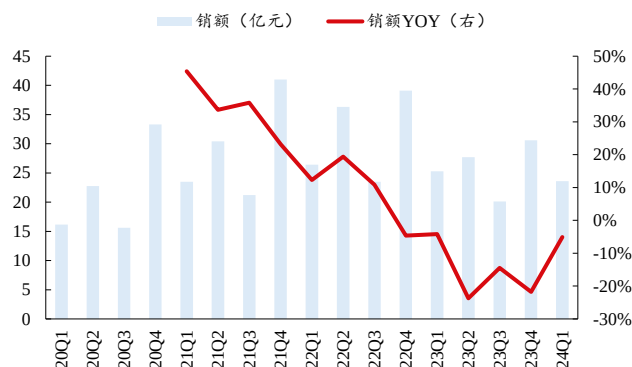


资料来源：公司公告，国联证券研究所

5.3 投影仪：产品结构仍在持续迭代，海外潜力不应忽视

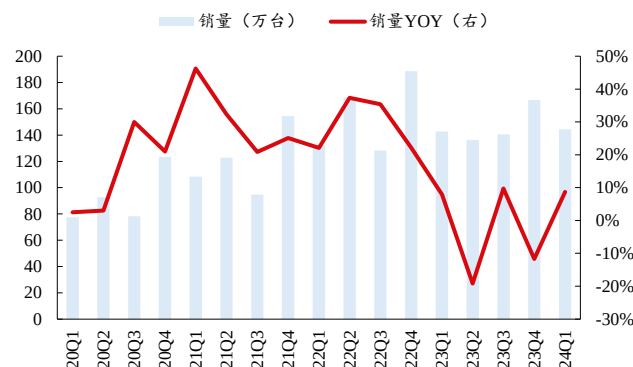
投影仪相比扫地机而言更偏向娱乐属性，因此需求受消费环境的影响更加明显。洛图数据显示 2024Q1 投影仪销售额同比-5.1%至 24 亿元，销售量同比+8.7%至 144 万台，单季度景气环比相对 2023Q4 有所改善，但仍有一定压力。

图表82：2024Q1 投影仪销额同比-5.1%至 24 亿元



资料来源：洛图科技，国联证券研究所

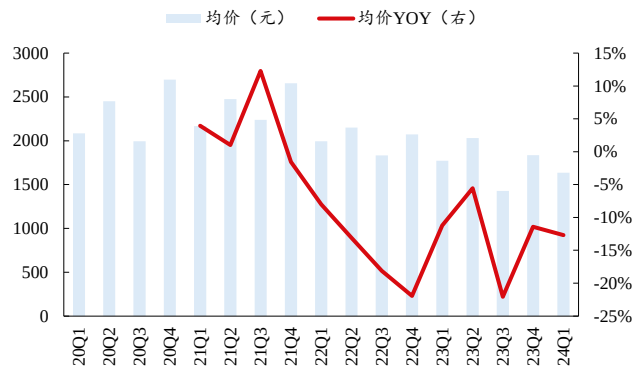
图表83：2024Q1 投影仪销量同比+8.7%至 144 万台



资料来源：洛图科技，国联证券研究所

在总体需求仍有所承压的背景下，整个行业出现性价比产品销售畅旺&高端技术下沉推动销额增长的情况。性价比方面，尽管 2024Q1 1LCD 技术产品在线上市场的份额同比+5pct 至 69.4%，销量同比涨幅超过+20%，但在 0.23 寸 DMD 芯片降价的推动下，DLP 产品的均价 2023H2 持续下探，以极米 Play3 为代表的产品销售火爆，说明消费者仍然有向上升级的需求，受此带动，DLP 产品 Q1 销量同比降幅从双位数收窄至个位数。

图表84：2024Q1 投影仪均价同比-12.7%至 1635 元



资料来源：洛图科技，国联证券研究所

图表85：不同规格 0.23 DMD 芯片价格相比 2021 年下调

便携式DMD芯片型号	芯片尺寸 (最高)	标准分辨率	微透镜阵列尺寸	2021年中价格 (美元)	2024年中价格 (美元)
DLP471TP	0.47	4K UHD (3840x2160)	1920x1080	130.00	136.50
DLP230NP	0.23	1080p (1920x1080)	960x540	48.00	24.03 (-50%)
DLP230GP	0.23	qHD (960x540)	960x540	33.18	25.00 (-25%)
DLP230KP	0.23	720p (1280x720)	960x540	37.82	26.00 (-31%)
DLP3310	0.33	1080p (1920x1080)	1368x768	64.67	61.00
DLP4710	0.47	1080p (1920x1080)	1920x1080	130.24	130.24
DLP3010	0.3	720p (1280x720)	1280x720	60.28	52.00
DLP2010	0.2	WVGA (854x480)	854x480	35.33	22.00
DLP2000	0.2	nHD (640x360)	640x360	15.99	15.99

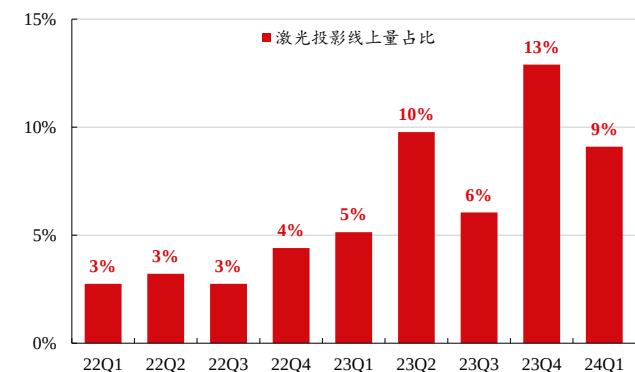
资料来源：德州仪器，国联证券研究所

中高端产品方面，4K 分辨率与激光光源产品的渗透率持续提升，主要原因在于其价格带向上、向下均拓宽，这对于 DLP 销量的降幅收窄也有促进作用。2024Q1 中国线上激光投影销量份额已经达到 9.1%，同比几乎翻番，4K 的占比也在持续提升，预计主要是由于高端技术下放。以极米为例，极米的 RS 系列均采用护眼三色激光，亮度随成本提升而提升，RS10 及以上的产品均选用 4K DMD 芯片，最高端的 RS10 Ultra 则使用 MCL 激光器，光效更加优秀，预计 RS10 mini 使用的 Qualas 激光器数量较少，且显示芯片使用 0.23 寸 DMD 芯片，但价格也最为亲民。

后续看，根据洛图科技披露，2024 年华为海思将推出 1LCoS 和 3LCoS 投影技术方案，并在年内上市，有望解决此前 LCoS 技术因制造工艺要求较高导致的低良品率 & 高成本问题，LCoS 对 DLP 的替代预期再起，高端产品的供应链选择有望更加多元，

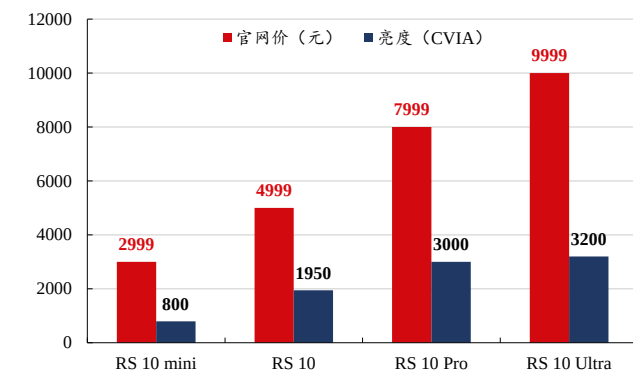
有利于高端投影中长期实现降本。综合来看，投影仪的产品结构正同时发力性价比&高端技术下放，随着行业产品力持续升级，我们认为投影仪的景气拐点正呼之欲出。

图表86：中国家用投影激光出货量占比提升



资料来源：洛图科技，国联证券研究所

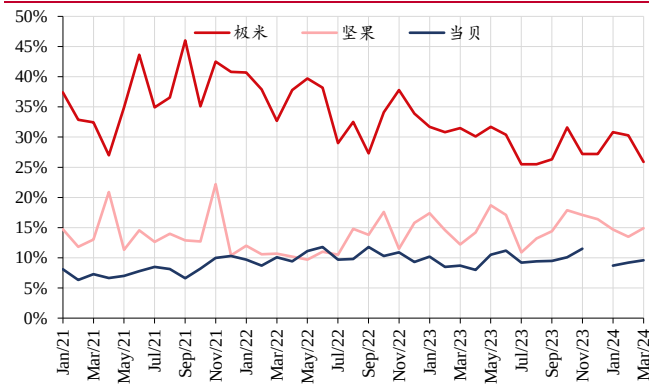
图表87：极米 RS 系列产品价格带放宽至 3K 元价位



资料来源：极米科技官网，国联证券研究所

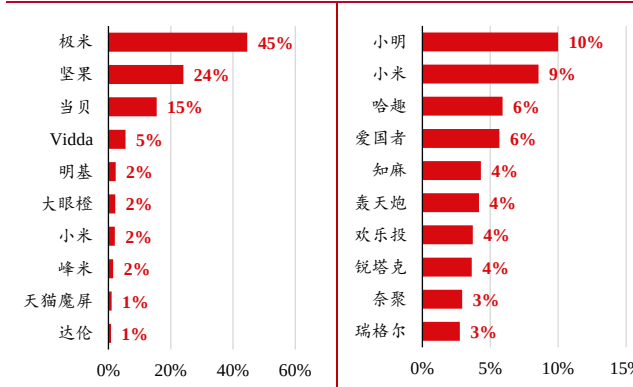
从市场竞争情况来看，极米仍然保持较为领先的市场地位。洛图数据显示 2024 年以来极米线上销额份额保持在 25-30% 左右，其中极米在 DLP 产品当中的销额占比 2023 年达 45%，仍然领先于坚果、当贝等竞争对手。1LCD 方面，光峰科技旗下的小明品牌居于行业首位。我们认为，投影仪行业竞争激烈，既要求品牌具备较好的消费者洞察能力、在多价位进行领先布局，又要求品牌具备优秀的产品定义能力与光学、智能化算法研发能力，因此我们看好龙头保持竞争优势地位。

图表88：投影仪线上分品牌销额份额



资料来源：洛图科技，国联证券研究所

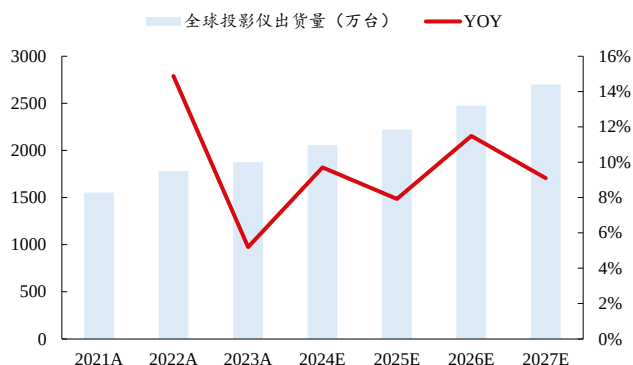
图表89：2023 年 DLP、1LCD 投影仪线上分品牌销额份额



资料来源：洛图科技，国联证券研究所（注：左为 DLP，右为 1LCD）

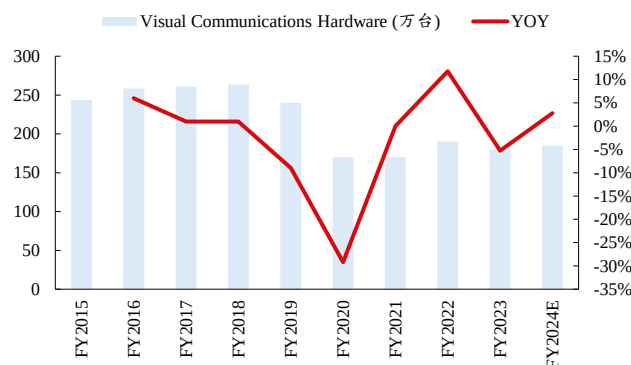
放眼全球，投影仪的市场也十分广阔。2023 年全球投影机市场出货量同比+5.2% 至 1875 万台，2024 年预计同比+9.7% 至 2057 万台，将 1LCD 性价比产品考虑在内，北美、亚太、西欧 2023 年出货量规模分别为 405、311、259 万台，合计规模已超过中国市场，其中仍以传统商用投影仪为主，参考全球投影龙头爱普生数据，其预计 2024 财年自身投影仪出货量仅同比+3% 至 185 万台左右，留给国内龙头的空间预计十分广阔。

图表90：2024 年全球投影仪规模有望同比+9.7%至 2057 万台



资料来源：洛图科技，国联证券研究所（注：含 1LCD）

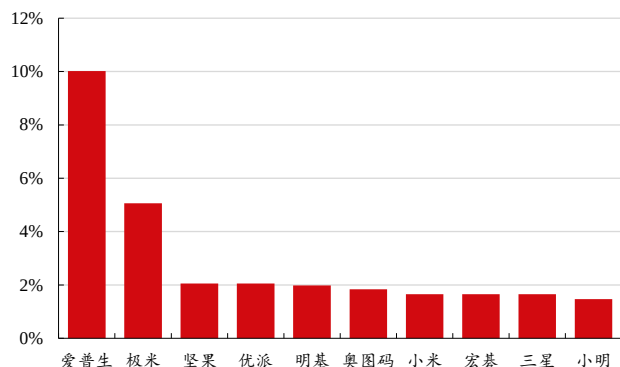
图表91：爱普生预计 2024 财年投影仪出货量同比+3%



资料来源：公司公告，国联证券研究所（注：爱普生 FY2024=2024 年 4 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日）

具体到份额来看，爱普生 2023 年全球份额预计在 10%左右（考虑 1LCD 产品），其中主要是商用产品的份额较高，高亮度产品由于市场规模较小，预计对于份额提升帮助不大，而爱普生在智能化方面投入相对不高，因此 2017 年以来在智能投影的份额提升不甚明显。考虑到爱普生的全球竞争优势主要集中在渠道层面，而非产品竞争力上，参考国内投影仪发展历程，我们看好中国投影龙头出海提升智能投影渗透率、抢夺市场份额的前景。

图表92：2023Q1-Q3 全球投影出货量份额，爱普生、极米领跑



资料来源：洛图科技，国联证券研究所（注：含 1LCD 产品）

图表93：爱普生 FY2017-FY2022 投影分品类出货量份额变化



资料来源：公司公告，国联证券研究所（注：未考虑 1LCD 产品）

总结来看，2024 年以来扫地机产品类型、定价策略、主推功能已基本趋同，我们更重点聚焦技术创新以及全球化，并关注各品牌的消费者洞察情况；洗地机格局趋于平稳，竞争或迎阶段性缓和，海外潜力不容忽视；投影仪性价比放量&高端技术下放，景气拐点呼之欲出，技术变革&品牌出海带来新的可能性。标的方面，我们推荐扫地机龙头石头科技、科沃斯，并建议关注投影仪龙头极米科技。

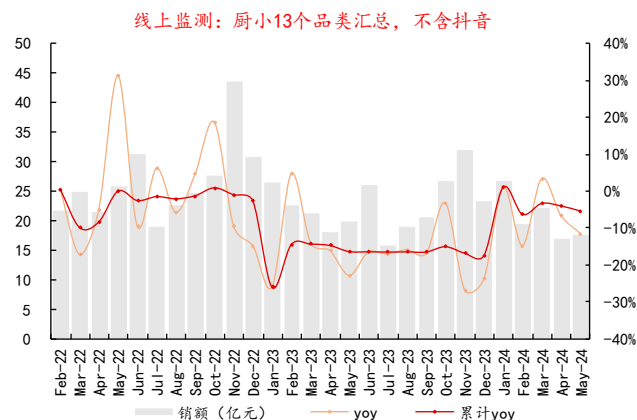
6. 厨房&个护小电：聚焦性价比&品牌出海机会

6.1 内销相比 2023 年改善，聚焦性价比消费

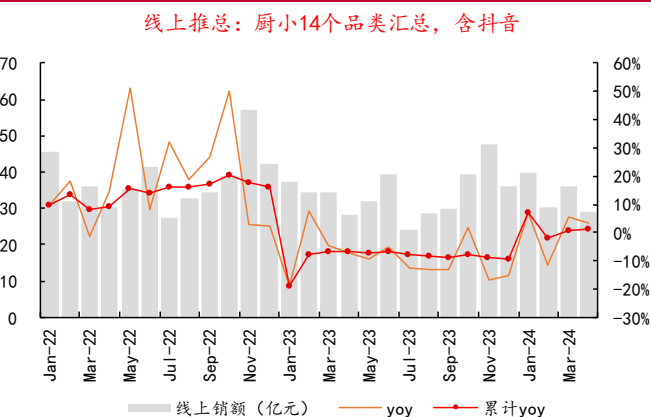
2024 年小家电行业整体景气表现仍优于 2023 年，季度节奏来看，Q2 以来景气弱于 Q1，传统电商降幅有所扩大且抖音渠道增幅收窄。具体来看，4-5 月小家电传

统电商销额累计同比-9%，Q1 累计同比-3%；抖音渠道 4-5 月累计同比+8%，Q1 同比+18%。分品类来看，今年豆浆机延续改善，电炖锅/养生壶表现较优。

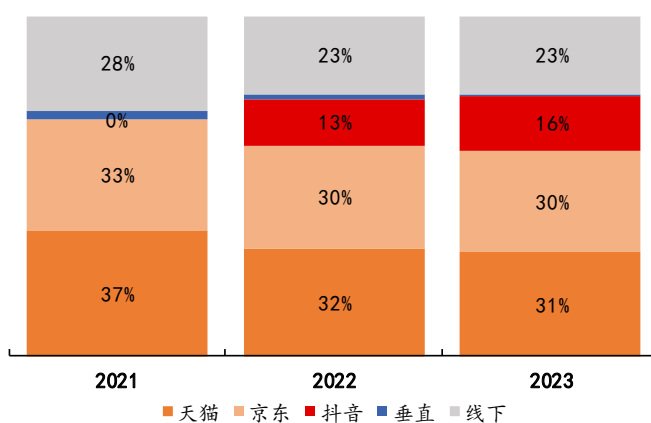
图表94：传统电商年初以来景气改善，1-5 月累计销额-5%



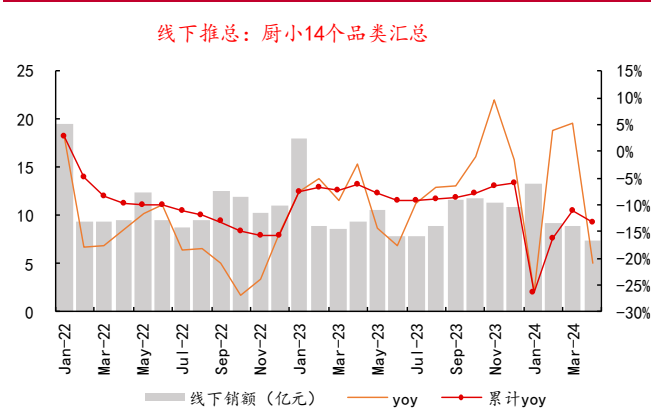
图表96：含抖音渠道的线上推总¹，1-4 月销额累计同比+1%



图表95：销额口径下小家电行业渠道结构近年变动趋势



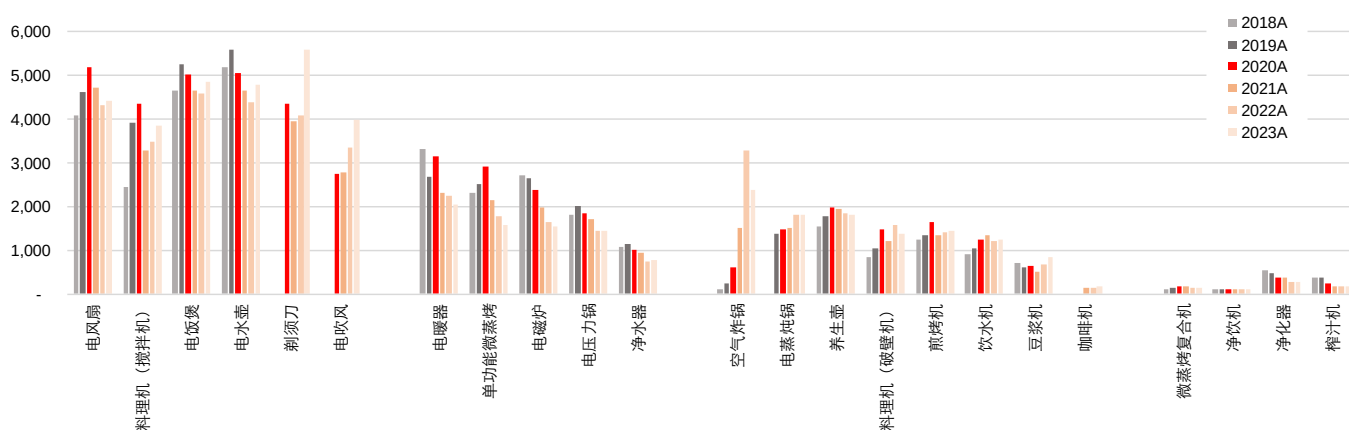
图表97：线下推总，1-4 月累计销额同比-13%



改善的原因主要在于部分品类的景气修复，在 2024 年的年度策略《拥抱更新周期，品牌出海共振》中我们提出，2020 年居家效应催生了大量高增长的小家电品类，若产品本身需求具备较好基础且后续无其他替代品类，经历 3 年左右的高基数消化，或将于 2024 年步入更新阶段；这类品类主要包含电风扇、电饭煲、搅拌机、煎烤机。奥维数据显示，2024 年以来煎烤机（利好摩飞）改善突出，豆浆机（利好九阳）延续改善，电蒸锅（利好小熊）延续优质增长。

¹※奥维推总：含抖音渠道；比监测品类多咖啡机；数据更新时间较为滞后。

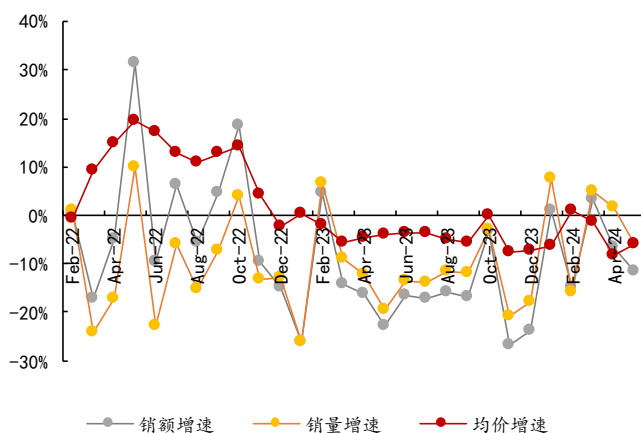
图表98: 小家电各品类近6年的推总销售量规模(单位:万台)



资料来源：奥维推总，国联证券研究所整理（注：其中剃须刀及电吹风为线上推总）

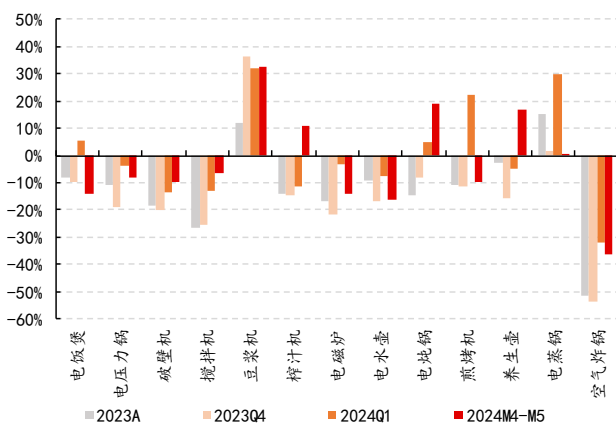
价格端仍然承压，一方面行业景气平淡，另一方面行业竞争依旧激烈，整体小家电零售均价仍有所下滑，但降幅环比2023年有所收窄。后续考虑到平淡的消费环境，以及小家电的可选属性，我们预期性价比消费仍是主要的趋势，建议关注企业在性价比产品方面的破局。

图表99：线上均价延续下降的趋势



资料来源：奥维监测，国联证券研究所

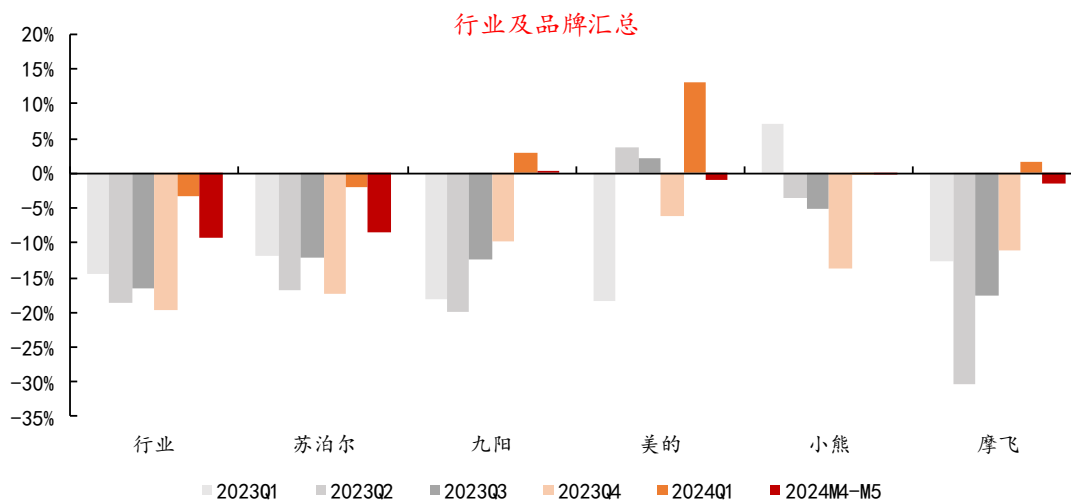
图表100：厨小分品类销额增速变化



资料来源：奥维监测，国联证券研究所

从销售额层面，大部分品牌在 2024 年一季度销售均出现拐点，Q2 截至目前大部分品牌销额同比基本持平。其中，美的小家电正值改善阶段，增速领先；其自 2022 年开始了为期一年多的调整，于去年下半年重新进入上行通道。Q1 各品牌传统电商销额同比来看，美的/苏泊尔/小熊/九阳/摩飞分别+13%/-2%/+0%/+3%/+2%。4-5 月累计增速，九阳/小熊/美的/摩飞基本持平，苏泊尔下滑压力较大。环比变化来看，Q2 以来小熊增长基本与 Q1 相近，其他品牌 Q2 以来则均有所弱化。我们认为，后续小家电行业景气有望维持平稳，各个品牌销售表现有望维持优于去年的表现。

图表101：行业及品牌的传统电商销额季度增速

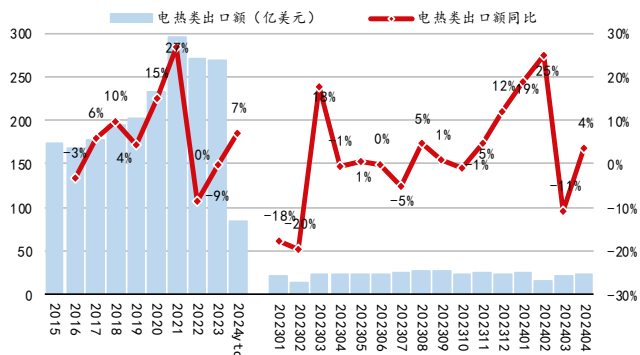


资料来源：奥维监测，国联证券研究所

6.2 代工业务依然稳健，品牌出海大有可为

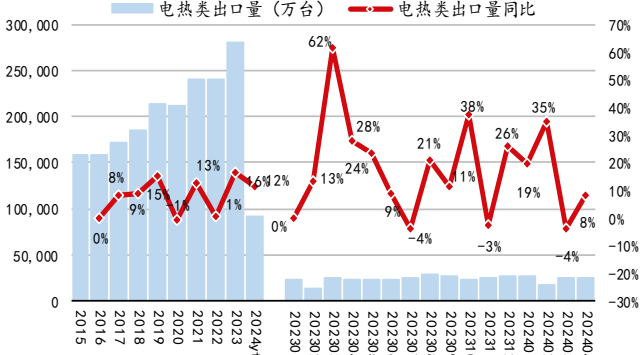
出口层面，基于海外需求平稳以及同期低基数，小家电出口保持较好景气，海关数据显示，1-4月电热类小家电、电动类小家电累计出口销额分别同比+7%/+22%，销量分别同比+12%/+24%。后续来看，尽管去年下半年出口基数提高，但基于中国制造优势以及新兴市场景气，预计后续出口业务稳健增长可期。

图表102：电热类小家电出口额，1-4月同比+7%



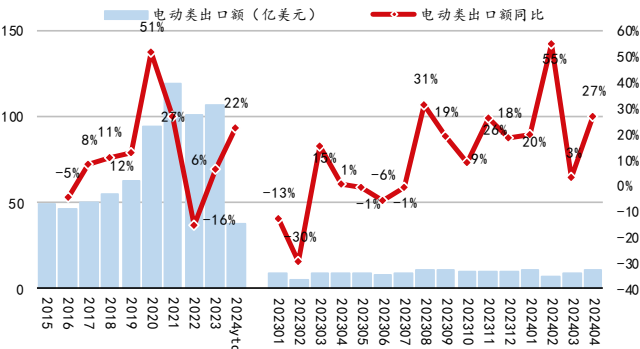
资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表103：电热类小家电出口量，1-4月同比+12%



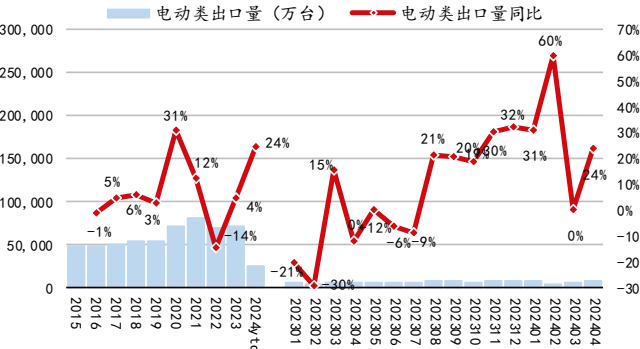
资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表104：电动类小家电出口额，1-4月同比+22%



资料来源：海关总署，国联证券研究所

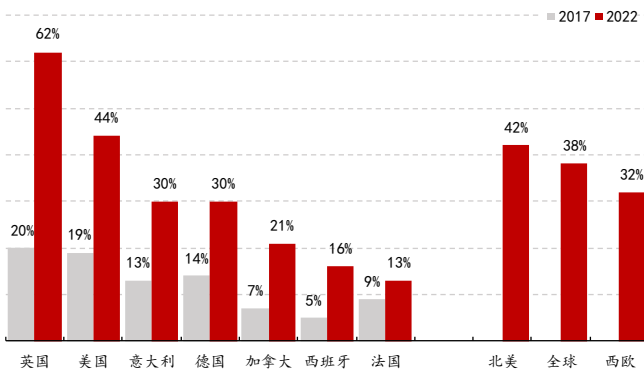
图表105：电动类小家电出口量，1-4月同比+24%



资料来源：海关总署，国联证券研究所

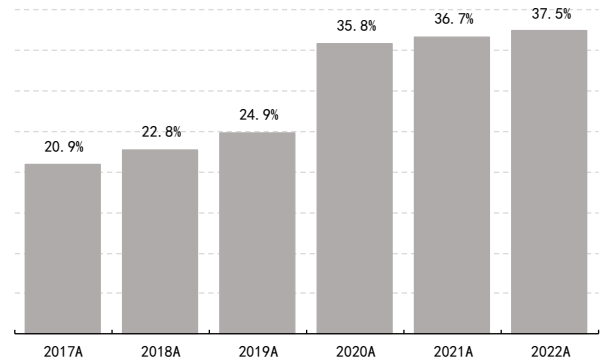
而品牌出海维度，小家电仍大有可为。考虑到小家电无复杂售后环节、产品价值量相对较低，所以都不过度依赖线下；海外电商化浪潮中，小家电受益程度高于市场均值。全球小家电线上销售比例在 2020 年大幅提升，平均达到了 36%，相比 2019 年提升了 11%。欧美主要国家小家电的电商化率也高于整体零售电商化率水平，2022 年英国、美国、意大利、德国的小家电线上销售比例达到 62%、44%、30%、30%，而 2017 年时分别仅有 20%、19%、13%、14%。

图表106：欧美主要国家小家电电商化率



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

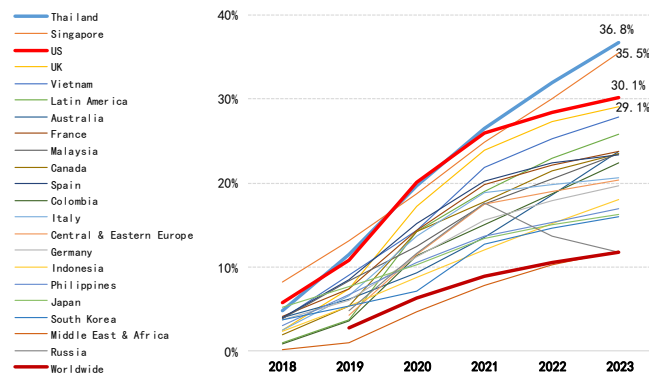
图表107：全球小家电市场电商渗透率（按销售量计算）



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

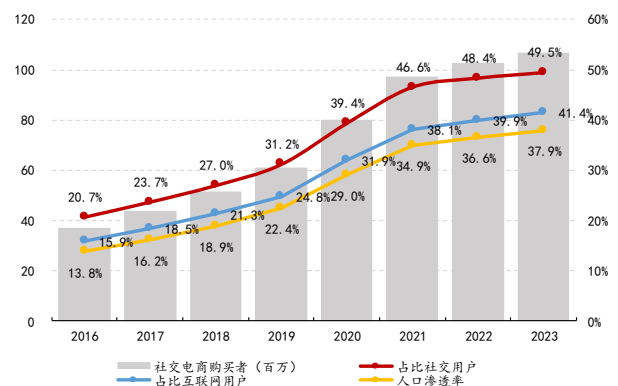
且小家电需求相对可选，消费者需求的差异化、个性化突出，当前海外社交电商的快速发展，使得营销效率的大幅提升，也将帮助相对个性化的小家电需求的释放。我们以北美为例，包含 Facebook、INS、TikTok 等社交 APP 在内的社交电商购物者合计，在人口中占比达到 38%；社交电商平台已初具影响力。全球维度来看，TikTok 用户在全球各国人口中的占比在 2019 年以来大幅提升；目前在代表性国家泰国、新加坡、美国、英国分别达到了 36.8%、35.5%、30.1%、29.1%。

图表108：TikTok 在各国家的用户与当地人口的比例



资料来源：eMarketer，国联证券研究所

图表109：美国社交电商情况（含 FB/INS/TK 等）



资料来源：eMarketer，国联证券研究所

在此背景下，小熊电器自 2022 年加速海外电商的布局，2024 年十八周年会议上，公司将全球化作为战略重心之一，拟将品牌优势扩展至海外，对全球用户需求进行挖掘。2023 年公司海外收入实现了翻倍增长，其中跨境电商超过 1 亿，海外增长超过 60%，且在东南亚等区域也实现了入驻。2024 年以来依旧维持较快增长。此外，除了

欧美等电商红利突出的市场外，东南亚、中东非等经济发展较慢的国家，也存在很多“类早期中国发展阶段”的市场。

综上，2024 年小家电内销需求环比小幅改善，但仍表现平淡，结合当前需求趋势，内销端我们或更应该注重性价比品牌的销售表现，同时品牌出海也值得关注。小熊、德尔玛等积极参与竞争，对内不断拓张新品类、争取更高份额，对外积极尝试品牌出海，且逐季经营改善的趋势相对明确，值得关注。标的方面，我们建议关注可选小家电龙头小熊电器等。

7. 两轮车：景气短期波动，长期集中趋势确定

7.1 监管趋严&原材料上涨，需求释放暂缓

2024 年电动两轮车行业的关键词是“管理趋严”。3 月南京大火事件，再度暴露了电动两轮车的安全隐患。4 月 12 日由国务院会议部署开展“安全隐患全链条”整治工作，一方面围绕行业各环节开展整治行动，另一方面加速行业标准、规范调整。在此背景下，行业短期销售受到了一定影响。具体来看：

- 针对销售、使用环节分别开展了“国抽”、“夜查行动”。今年“国抽”提前且整治力度加大，为应对检查，部分电动两轮车终端门店关门整改。“夜查行动”严查居民违规停放、违规充电、非法改装等行为，且将对非法改装行为进行溯源处理，终端改装的销售行为也受影响有所收紧。
- 行业标准的进一步调整。(1) 公开征集“新国标修订”计划项目的意见；由于行业规范的修改预期，部分标准悬而未决，企业端产品推新节奏有所放缓。(2) 4 月底出台了“行业规范”，符合要求的厂商将进入白名单，对生产、制造等维度提出了更高要求。(3) 新增了电动自行车“蓄电池的国标”。(4) 修订“电气安全&充电器的相关国标”，且公开征求意见。(5) 配合整治工作，各地区政府也推出了“地区非机动车管理新规”等规范电动自行车的使用；此外部分地区也强化三轮、四轮车的管理，加速淘汰非标产品。

图表110：南京大火事件使得行业监管进一步趋严，全国开展“安全隐患全链条”整治工作

4月12日，由国务院会议部署开展“安全隐患全链条”整治工作 全面提升电动自行车生产、销售、使用、停放、充电、报废、回收等各环节的安全管理水平			
主要的行动	国家市场监管总局开展“国抽”	国家消防救援局开展“夜查行动”	...
针对的环节	销售	使用	
执行的时间	3月底至4月	5月底开始至6月中旬	
目的	整治非标车、改装车等，防范风险	为了消除火灾隐患	
监管内容	①检查店内销售电动自行车的3C认证情况、标签标识情况是否符合法定要求，检查产品是否都具有产品合格证； ②将产品合格证上的参数与实车进行比对，检查店内是否存在拼装、加装、改装电动自行车的行为；对相关配件如控制器、电池、充电器等进行现场检查，看是否有合格证、3C认证以是否符合相关产品标准和技术要求。	重点严查是否存在违规停放、违规充电、非法改装等行为，相关场所是否具备完善的消防安全条件等，此外还将对相关非法改装行为进行溯源处理；	
相关文件	《关于发布电动自行车、电动自行车电池2种产品质量监督抽查实施细则》		

资料来源：电动车头条网、全球电动车网，国联证券研究所整理

图表111：“行业标准及规范”密集调整

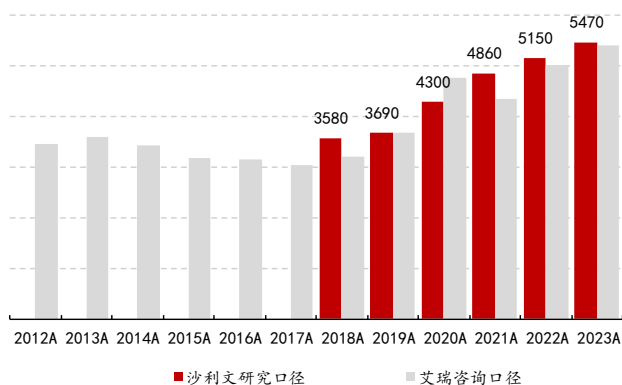
时间	总结	详情
2024年4月7日	新国标修订	工信部科技司公开征集对《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准修订计划项目的意见
2024年4月30日	规范运营的厂商进入白名单	工信部等三部门联合于4月30日印发《电动自行车行业规范条件》、《电动自行车行业规范公告管理办法》，5月1日开始执行
2024年5月6日	出台子标准：单体电池和电池组，保障电动自行车用锂离子电池安全	市场监管总局（国家标准委）发布《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》（GB 43854—2024）强制性国家标准，该标准由工业和信息化部归口，将于2024年11月1日正式实施。
2024年5月30日	修订子标准：电气安全要求	工业和信息化部公开征集对《电动自行车电气安全要求》强制性国家标准第1号修改单（征求意见稿）的意见，截止日期2024年6月28日。

		2022 年 12 月 29 日,《电动自行车电气安全要求》发布。 2024 年 1 月 1 日,《电动自行车电气安全要求》开始实施。
2024 年 6 月以来	配合“安全隐患全链条”整治工作,上海/成都等推出的非机动车管理新规,规范电动自行车的使用;此外安徽/宁夏等也强化三轮、四轮车的管理,加速淘汰非标产品。	

资料来源:工信部官网、全球电动车网,国联证券研究所整理

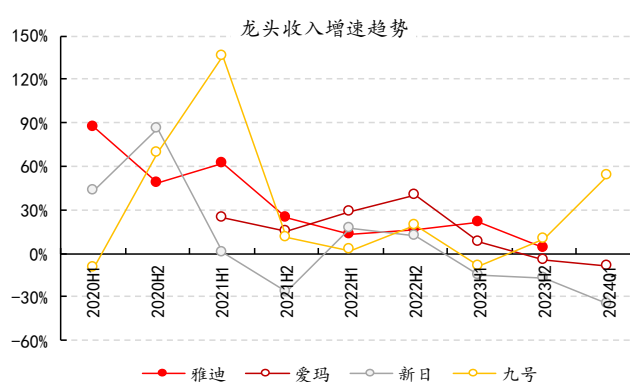
回溯来看,2019 年至 2022 年,新国标催化了大量换新需求释放;2020 年后疫情使得居民更为偏好个人出行,且汽车保有量提升也使得两轮车便捷不堵车的优势突出,进一步催化了两轮车的短途出行需求;2023 年品牌低价竞争也刺激了部分需求释放。进入 2024 年,居民需求边际上缺乏新的驱动,需求景气进入平稳阶段;而行业管理趋严使得部分需求滞后释放,行业标准正在调整、规定悬而未决,也使企业推新节奏暂缓,在此背景下行业销售表现平淡。上市公司表现来看,披露一季报的一线龙头爱玛、二线龙头新日收入均存下滑压力,新兴参与者九号公司的两轮车收入保持较优增长趋势,一方面是销售规模尚小,另一方面公司主打中高端产品受影响不大。

图表112: 2023 年电动两轮车内销小幅增长(单位:万台)



资料来源:沙利文研究、艾瑞咨询,国联证券研究所

图表113: 爱玛、新日一季度收入均有下滑(单位:亿元)

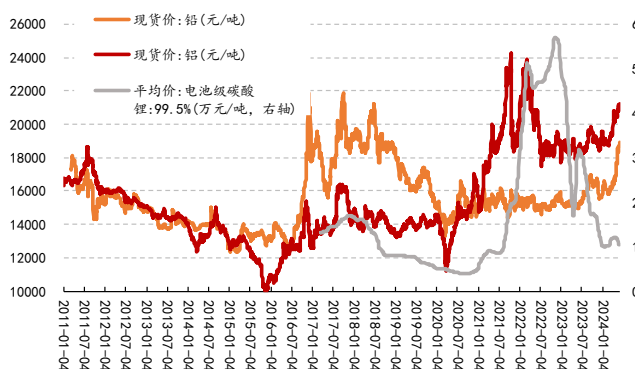


资料来源:iFinD,国联证券研究所

价格层面,2024 年整车企业共同发力产品结构升级,且短期大宗原材料价格快速上行也驱动终端涨价。2023 年上半年品牌企业对量增有较高的要求,且拟拓宽产品 SKU 价格带,发起了价格竞争;由于中低端产品盈利能力较弱,于 2023 年下半年恢复常态的产品结构升级方向。2024 年,品牌企业共同发力产品结构升级,行业中高端新品推出节奏恢复。成本侧,4 月以来上游核心原材料铅、铝价格快速上涨,5 月、6 月及 Q2 现货铅价分别同比+20%、+24%、+18%,铝价分别+14%、+14%、+12%。在此背景下,下游电池企业、整车企业也于近期纷纷调整电池及整车的价格。

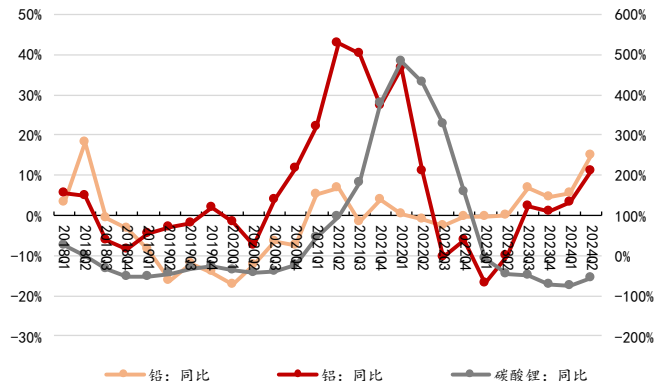
综合来看,行业管理趋严、标准调整短期影响行业需求释放,且近期均价上行预计也对需求短期抑制,我们预计行业销售相对平淡。

图表114：核心原材料均价日度走势：铝、铅价格环比增长



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表115：核心原材料均价季度同比：铝、铅分别+15%、+11%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

7.2 调整落地后，需求恢复&格局集中可期

但，我们认为行业监管趋严及标准调整对销售产生的干扰是短期阶段性的；长期来看，标准调整落地后需求恢复，格局集中加速都值得期待。2024 年行业强制性国家标准已经丰富至 4 个，除了我们熟悉的“2019 年新国标”正在修订之外，比较重要的还有锂电池相关的国标，今年 4 月已发布，将于 11 月实施；此外就是关于电气安全、充电器安全的国标修订。

图表116：电动两轮车相关标准的全部梳理，强制性国家标准今年发生较多变化

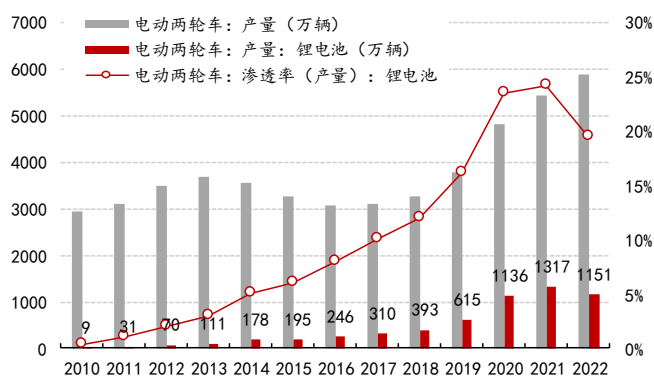
标准类型	标准文件	说明	最新变化
强制性国家标准	GB 17761—2018《电动自行车安全技术规范》	即新国标 正在征集修订意见	2018 年 5 月发布 2019 年 4 月实施； 2024 年 4 月 7 日，公开征集修订意见
	GB 43854—2024《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》	新发布 电自锂离子电池相关	2024 年 4 月发布 2024 年 11 月 1 日正式实施
	GB 42295-2022《电动自行车电气安全要求》	已实施正在修订 关于电气安全	2022 年 12 月发布 2024 年 1 月实施； 2024 年 5 月 30 日，公开征集对第 1 号修改单的意见。
	GB 42296-2022《电动自行车用充电器安全技术要求》	已实施正在修订 关于充电器安全	2022 年 12 月发布 2023 年 7 月实施； 2024 年 5 月 30 日，公开征集对第 1 号修改单的意见。

推荐性国家标准	GB/T 32504-2016《民用铅酸蓄电池安全技术规范》	-	2016年2月、2018年13月发布
	GB/T 36972-2018《电动自行车用锂离子蓄电池》	-	2016年9月、2019年8月实施
推荐性行业标准	QB/T 1715-2023《自行车车把》	-	-
	QB/T 4428-2023《电动自行车用锂离子蓄电池产品规格尺寸》		
	QB/T 5869-2023《电动自行车总线通用技术规范》		
	QB/T 5870-2023《电动车电子控制单元（ECU）通用技术规范》		
	QB/T 5887-2023《电动自行车型号编制方法》		

资料来源：工信部官网、全球电动车网，国联证券研究所整理

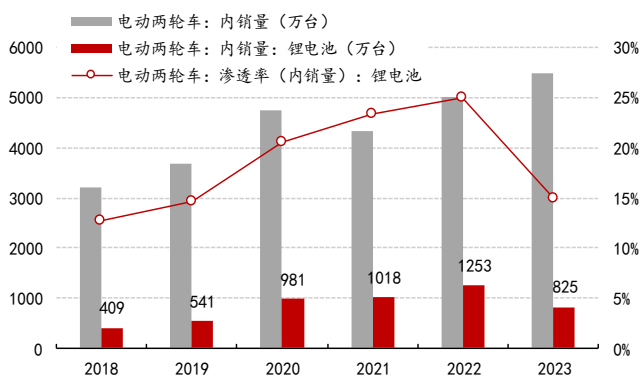
锂电池国标是除“2019年新国标修订”外，对行业影响最大的，其针对性解决起火风险，实施后将引发锂电池电动两轮车存量换新。2019年新国标对电动自行车整车限重（ $\leq 55\text{KG}$ ），使得能量密度高（意味着续航更久重量更轻）的锂电池成为优选；此外部分铅酸电池的车型，也被消费者改装换成了适配度欠缺、价格更低的低质量锂电池。2019年后锂电池装配比例提升，累计2019-2023年，锂电池两轮车销量存量达到4617万辆，若考虑电池改装，预计存量规模更大。考虑到锂电池的安全性不及铅酸电池且用的时间越久风险越高，叠加低质量换装电池不稳定，爆炸风险近年来逐步暴露。这批存量锂电池产品将成为锂电池新国标实施后的主要替换对象。

图表117：锂电池产量渗透率在2022年达到19%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表118：锂电池销量渗透率在2023年达到15%



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

另外，锂电池国标有了更高的要求，能够更大程度地保障锂电池电动两轮车的安全性，且将提升研发、制造成本；在此背景下，钠电池相对优势或将凸显。锂电池新国标的核心要求如下：（1）整车需要与锂电池一车一配，互相识别，避免电池改装；且配有唯一性编码，可对事故追溯；（2）对锂电池及电池组增加高要求的安全检测项目，制造成本变高；（3）电池组需要设置过温报警、管理系统（BMS）等。在此背景下，锂电池电动两轮车的研发、制造成本将提升。对比锂电池，钠电池更高的安全性、快充性能、低温性能；且在原材料获取方面的成本优势等或将进一步凸显，产业发展

布局有望加速。

图表119: 《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》将于 11 月 1 日正式实施, 核心项目整理如下

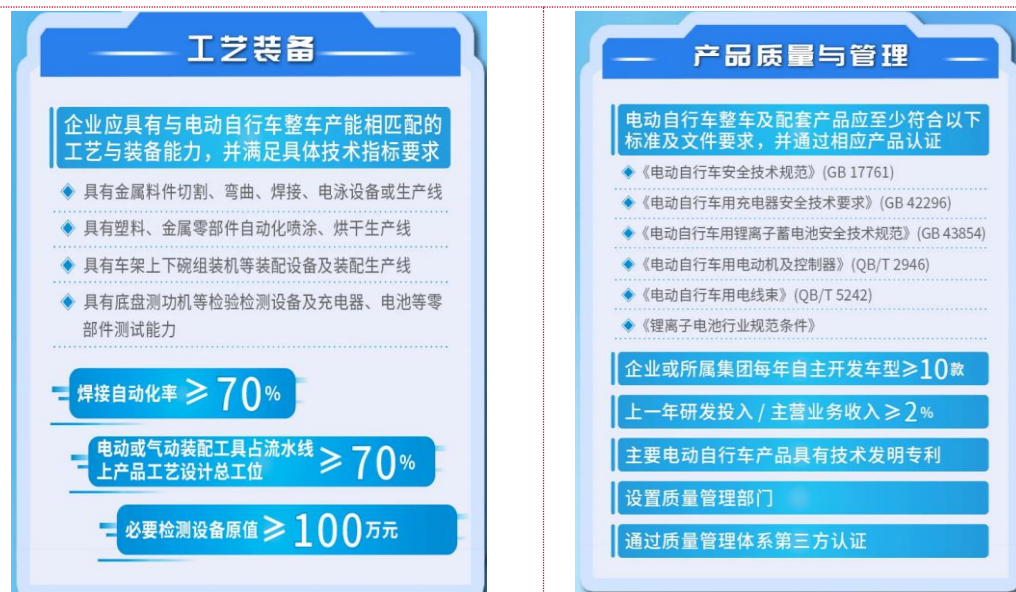
序号	需要关注的重要项目	简单说明
1	单体电池过充电 (1.5 倍) 测试、针刺测试可对电池的安全性作出有效筛选。	加强测试、提高安全性
2	电池组应具有唯一性编码, 并且编码标识需要采用耐高温 (950℃) 材质, 即便发生火灾也可以进行追溯。	唯一性编码, 出事故后可追溯来源
3	电池组的过充电、外部短路、过流放电试验在正常工作条件和保护元器件单一故障条件下都要进行, 因此电池组可能需要采取双重保护设计才能满足要求。	电池组加强测试
4	电池组需要具备互认协同充电功能, 以降低充电装置不匹配给电池组充电带来的风险。	车电匹配, 防止电池改装
5	电池组在充电、放电过程中应实时采集电池电压、电池组电压/温度/电流, 这就要求电池组配备管理系统 (智能 “大脑”) 进行实时监控。	BMS 系统管理
6	制造商在电池组上应清晰地标明 “安全使用年限”, 以提醒用户及时淘汰老旧电池, 这是因为随着锂离子蓄电池使用年限增加, 其安全风险也会逐步放大。	标注电池使用年限, 加强换新
7	电池组的外壳、印制电路板、导线应使用阻燃性材料, 以降低发生火灾后火焰的蔓延速率。	使用阻燃材料
8	电池组的热扩散测试要求当电池组中某一节单体电池起火之后, 不得快速扩散至整个电池组。	对热扩散有要求

资料来源: 市场监管总局网站, 国联证券研究所

此外, 关于充电器和电气安全的国标修改, 主要是: (1) 加严关键安全指标, 对相关安全指标进行了细化和强化; (2) 强化与其他国标的协调性, 注重与锂离子电池、充电器的协调; (3) 提升标准的可操作性。对应的生产制造要求也有增加。

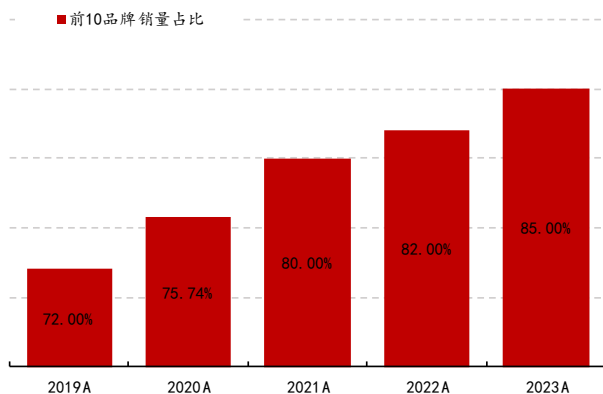
至于大家最关注的 “2019 年国标修订” 暂未落地, 对行业具体的规范尚未清晰, 但方向上将带动换新需求, 且要求趋严进而会加速优化格局。此外, 行业 4 月底新出的行业规范白名单也将对行业形成正向引导, 尽管不具备强制性, 但将对符合要求的企业进行公告列示, 影响消费者的品牌选择。新规范对企业布局、工艺装备、自主研发水平、研发投入均有明确的指标要求, 预计中小企业要做到达标, 经营成本偏高。2023 年行业年度销量百万台以上的品牌仅 12 个, 前 10 大品牌之外的品牌销量合计占比达到 15%。

图表120: 《电动自行车行业规范条件》《电动自行车行业规范公告管理办法》的部分核心要求



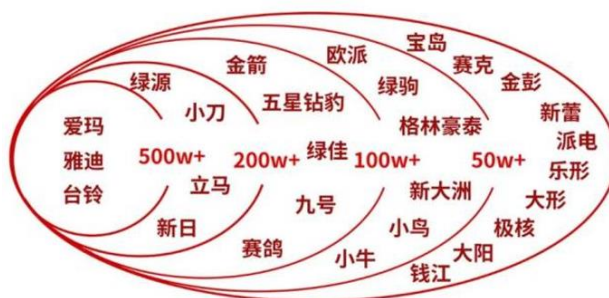
资料来源:工业和信息化部官方政务新媒体账号,国联证券研究所

图表121: 电动两轮车行业前10品牌销量占比达到85%



资料来源:全球电动车网,国联证券研究所

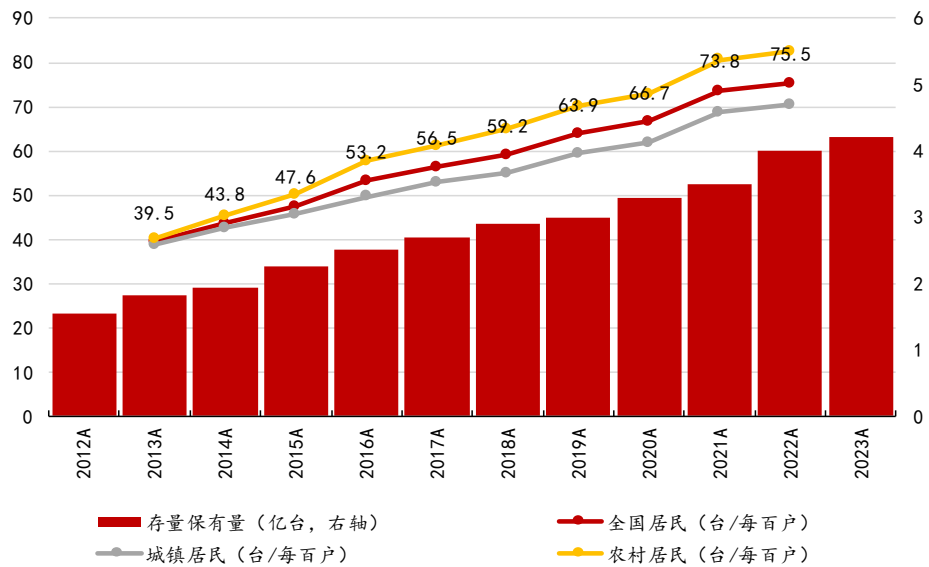
图表122: 电动两轮车行业中百万台以上的品牌有12个



资料来源:全球电动车网,国联证券研究所

展望后续,随着安全整治工作取得成效、逐渐收尾,行业标准及规范清晰化,我们认为产业的供给节奏、渠道销售节奏将恢复常态;且进一步的,非标车淘汰与“以旧换新”能够互相配合(4月12日商务部等14部门印发了《推动消费品以旧换新行动方案》的通知,多个省市也已出台纲要文件),或带来一场新的换购大潮。另一方面,2024年行业全面迎来严监管阶段,各类围绕安全的整治活动频繁开展,锂电池国标、行业白名单制度实施且新国标也将再度修订,行业经营难度提升,龙头优势凸显,集中度有望加速提升。

图表123：2023 年电动两轮车的存量保有量达到 4.2 亿台



资料来源：国家统计局，国联证券研究所整理

综合上述，我们认为两轮车行业于 2024 年进入严管时代，短期尽管对经营形成波动，但长期需求释放和格局整合趋势明确。2024 年以来行业难言景气，需求缺乏新的驱动，而安全整治行动使得部分需求滞后释放，标准规范的悬而未决也使企业推新暂缓。但后续来看，随着行业新标准修订落地，非标车淘汰与以旧换新配合，预计带来新的换购潮，需求改善可期；同时严监管背景下经营门槛提升，龙头份额提升加速确定。

8. 投资建议：维持行业“强于大市”评级

最后我们重申行业观点，2024 年以来内销需求稳健向好，外销基数走高而仍显韧性，品牌出海贡献增量。政策方面，更新主导阶段，刺激有弹性，虽不能比肩家电下乡阶段，但锦上添花可期。综合来看，板块基本面稳健，股息率、估值仍有相对优势，政策有催化，投资价值值得重视。维持家电板块“强于大市”评级。推荐标的方面：

8.1 白电：推荐龙头海尔智家、美的集团、海信家电、格力电器

年初以来白电内需表现好于预期，内销出货增速已在政策周期后的中上水平，且零售数据稳中向好，印证需求表现。1-4 月白电外销出货均有 25%以上高增，两年复合实现增长，景气质量高。后续看，政策强化更新大周期、内需有韧性，外销基数压力可控、稳健为主；成本涨势或趋缓，盈利影响有限。推荐龙头海尔智家、美的集团、海信家电、格力电器。

8.2 彩电：推荐海信视像等

年初以来彩电全球景气弱复苏趋势延续，亮点在于体育赛事契机下，MiniLED 等

高端产品渗透率加速提升，行业海内外均价延续增长，叠加中国显示产业链优势，预计面板成本波动影响较有限。随着中国品牌技术实力与质价比优势展现，龙头高端电视份额持续提升，盈利能力有望稳中求进。推荐黑电龙头海信视像等。

8.3 后周期：推荐华帝股份、公牛集团、老板电器等

2024 年以来地产环境仍较低迷，后周期需求平淡，但部分龙头表现平稳，超出预期，主因在于更新需求、二手房销售正在崛起，构筑了更加平稳的需求基本盘。近期地产政策有积极变化，行业需求或无须过于忧虑；同时龙头更为积极地挖掘新品类以及新渠道机遇，预计有望持续实现优于行业增长。推荐后周期龙头华帝股份、公牛集团、老板电器等。

8.4 新兴小电：推荐石头科技、科沃斯，关注极米科技

2024 年以来扫地机产品类型、定价策略、主推功能已基本趋同，我们更重点聚焦技术创新以及全球化，并关注各品牌的消费者洞察情况；洗地机格局趋于平稳，竞争或迎阶段性缓和，海外潜力不容忽视；投影仪性价比放量&高端技术下放，景气拐点呼之欲出，技术变革&品牌出海带来新的可能性。推荐扫地机龙头石头科技、科沃斯，关注投影仪龙头极米科技。

8.5 厨房&个护小电：关注小熊电器等

2024 年小家电内销需求环比小幅改善，但仍表现平淡，结合当前需求趋势，内销端我们或更应该注重性价比品牌的销售表现，同时品牌出海也值得关注。小熊、德尔玛等积极参与竞争，对内不断拓张新品、争取更高份额，对外积极尝试品牌出海，随着基数转低，逐季经营改善趋势值得期待。建议关注小熊电器等。

8.6 两轮车：建议关注国内一线龙头

2024 年以来电动两轮车行业难言景气，需求驱动不足，安全整治行动使得部分需求滞后释放，标准规范悬而未决也使企业推新暂缓。后续来看，随着行业新标准修订落地，非标车淘汰与以旧换新配合，预计带来新的换购潮，需求改善可期；同时严监管背景下经营门槛提升，龙头份额提升加速确定。建议关注国内一线龙头。

9. 风险提示

1、海外需求不及预期：近期权重市场美国通胀、就业数据频超预期，大宗价格持续走高，政策方向不确定性较大；若后续再通胀趋势加剧，货币转向紧缩，地产及耐用品消费有下行风险；此外，近期中东地缘冲突发酵，或影响需求及欧洲方向海运。

2、原材料成本上涨：家电业绩总体比较平稳，但由于其成本中大宗商品占比较高，若大宗商品钢铜塑等价格出现持续大幅上涨，则企业盈利会受到拖累。

3、空调库存大幅积累：当前需求环境下，若 2024 年产业出货持续保持较快增长趋势，预计渠道库存会有大幅上行风险，对后续产业出货和价格都会有拖累。

4、外资大幅波动：家电龙头外资持股比例较高，近一年受外资流动影响较大，若后续外资出现进一步大幅流出，对股价或有负面影响。

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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

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

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼