

# 家用电器 2024 年度投资策略

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

## 拥抱更新周期，品牌出海共振

### 回顾：需求与成本因素共振，板块跑赢大盘

23年初至12月22日家电绝对收益+1.3%，相对沪深300/上证综指+15%/+4%。年内空调内销景气超预期，出口触底改善，叠加成本与汇率红利，基本面修复，带动行情。黑电格局改善支撑估值重塑，领涨行业，空调带动白电行情，厨小及后周期估值受消费情绪及地产预期压制，清洁个股分化。

### 白电：内销平稳、龙头稳健，外销景气或延续

23M1-10空/冰/洗内销出货分别+15%/+5%/+2%；若11-12月同比持平，23年空调内销同比+13%，预计24年内销规模以盘整为主；当前渠道库存良性，龙头价格策略理性，内销格局稳定；此外，白电前期更新需求释放或受疫情拖累，对内销形成支撑。外销复苏或将延续至24H1，持续贡献弹性。

### 彩电：龙头提份额势不可挡，重视盈利端改善

23年彩电需求小幅下滑，预计24年全球出货量或在赛事带动下小幅增长，且龙头有望凭借产品升级、多品牌与全球扩渠道实现更快增长；当前TV面板价格环比回落，成本压力缓解，中长期波峰削弱、波长收窄或为趋势；龙头则有望凭借优秀产品力，将竞争优势拓展至高端，提升海外品牌形象。

### 后周期：估值与预期处历史底部，危机中孕生机

23年地产销售、开工数据较弱，市场对后周期板块业绩发展有所忧虑，受此影响，当前后周期公司估值均已达历史底部，较充分反映市场悲观预期；后续若政策及销售有改善，弹性可期。个股层面，随着渠道端融合、新品类贡献增量，龙头经营大概率优于行业，且分红比例或将提升，值得重视。

### 清洁电器：内销景气弱复苏，关注国产龙头出海

23年国内外扫地机景气弱复苏，全能款产品占比提升功不可没，国内高端产品清洁功能升级也有贡献，24年有望延续23年趋势，国产品牌继续抢份额，其中北美更为确定，欧洲或以挤压外资为主。23年扫地机竞争加剧，扭转迹象不明显，24年平台成本优化与龙头营销效率或决定盈利改善情况。

### 小家电：景气与预期触底，于变局中开拓新局

23年小家电难言景气，主因消费环境承压，24年结构行情仍可挖掘：一是细分品类机遇，基于更新周期、渗透率等判断，营收中潜在增长品类占比高者；二是渠道变化机遇，基于对抖音加码货架电商的判断，高性价比、抖音布局领先者；三是出海带来的增量，部分外销型公司有望承接红利。

### 强者愈强，维持行业“强于大市”评级

2024年家电内销有望迎来更新大周期，升级出海可期，估值分红优势突出。维持行业“强于大市”评级，建议配置：一是份额企稳回升的白电龙头，推荐美的、海尔、海信家电，关注格力；二是受益格局优化及产品升级的黑电龙头，推荐海信视像；三是国内外渗透率及份额持续提升的扫地机龙头，推荐石头科技，关注科沃斯；四是历史底部静待拐点，强α的后周期龙头老板，关注公牛、华帝；五是可选小家电优质龙头，关注苏泊尔、小熊等。

风险提示：1) 国内外需求不及预期；2) 原材料价格及汇率大幅波动。

### 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：贺本东  
执业证书编号：S0590523110005  
邮箱：hebd@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

### 重点推荐标的

简称	EPS (元)			PE (倍)			GAGR-3	评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
美的集团	4.8	5.3	5.8	11.0	10.0	9.1	10%	买入
海尔智家	1.8	2.0	2.3	11.6	10.2	9.0	14%	买入
海信家电	2.0	2.3	2.7	9.9	8.5	7.5	37%	买入
海信视像	1.7	2.0	2.3	12.2	10.4	8.9	22%	买入
石头科技	14.2	16.8	19.9	19.5	16.4	13.9	16%	买入

数据来源：公司公告，iFIND，Wind一致预测，股价取2023年12月22日收盘价

### 相关报告

- 1、《家用电器：家电年度复盘：岁寒知松柏，春色不须多》2023.12.24
- 2、《家用电器：产业在线11月空调数据简评：内销符合预期，出口延续高增》2023.12.17

## 正文目录

<b>行情：需求与成本因素共振，板块跑赢大盘</b> .....	6
相对收益转正，行业对比处中等偏上水平 .....	6
年内四轮波动，地产、空调与出口为主线 .....	6
黑电涨幅领先，行业收益以业绩驱动为主 .....	7
<b>白电：内销平稳、龙头稳健，外销景气或延续</b> .....	8
空调：24 内销或盘整为主，价格平稳、格局或稳定 .....	9
冰洗：更新需求支撑内销出货，终端均价升势稳定.....	12
外销：高增或延续至 24H1，后续增速回归历史中枢 .....	14
<b>彩电：龙头提份额势不可挡，重视盈利端改善</b> .....	15
需求与格局：需求或弱复苏，国产龙头份额持续提升.....	15
盈利趋势：面板波动影响趋弱，产品升级改善盈利.....	18
智能微投：C 端需求仍然承压，场景延伸值得关注 .....	21
<b>后周期：估值与预期历史底部，于危机中孕生机</b> .....	22
23 年：竣工+疫后复苏支撑下，板块经营稳健收官 .....	22
估值端：地产端数据整体弱势，厨电估值历史底部.....	24
展望 24 年：渠道变革之下，关注龙头份额提升逻辑.....	25
<b>清洁电器：内销景气复苏，关注国产龙头出海</b> .....	28
境内扫地机：需求弱复苏，重视以价换量逻辑兑现.....	28
境外扫地机：国产品牌抢份额，全能产品普及在即.....	31
洗地机：竞争加剧，成本费用优化决定盈利改善空间.....	35
<b>小家电：景气与预期触底，于变局中开拓新局</b> .....	37
细分品类：把握低渗透率品类、部分品类更新机会.....	37
渠道端：抖音电商策略或变化，关注营销灵活个股.....	39
出口：代工景气度有望延续，品牌出海迎来新机遇.....	42
<b>投资建议：维持行业“强于大市”评级</b> .....	43
<b>风险提示</b> .....	44

## 图表目录

<b>图表 1：家电指数 23 年收益位列申万一级第 7 位</b> .....	6
<b>图表 2：家电 23 年累计绝对/相对沪深 300 收益+1%/+15%</b> .....	6
<b>图表 3：23 年初以来家电板块绝对及相对收益走势复盘</b> .....	7
<b>图表 4：23 年各子板块年初以来绝对及相对收益</b> .....	8
<b>图表 5：23 年各子板块累计收益业绩、估值贡献拆分</b> .....	8
<b>图表 6：家电板块基金重仓占持仓总市值比例</b> .....	8
<b>图表 7：2010 年以来家电板块绝对估值走势</b> .....	8
<b>图表 8：空冰洗内外销出货量增速</b> .....	9
<b>图表 9：空冰洗国内终端零售量及均价增速</b> .....	9
<b>图表 10：1990A-2023E 空调内销出货量规模及增速</b> .....	10
<b>图表 11：空调年度内销出货增速及龙头份额同比</b> .....	10
<b>图表 12：空调内销出货量份额</b> .....	10
<b>图表 13：家空内销出货增速与龙头份额同比</b> .....	11
<b>图表 14：家空龙头及其他品牌线上零售量同比</b> .....	11
<b>图表 15：冰箱内销出货增速与龙头份额同比</b> .....	11
<b>图表 16：洗衣机内销出货增速与龙头份额同比</b> .....	11
<b>图表 17：家空龙头线上零售量份额及同比</b> .....	11
<b>图表 18：家空龙头线下零售量份额及同比</b> .....	11

图表 19:	家空线上龙头二线价差 (元)	12
图表 20:	家空线下龙头二线价差 (元)	12
图表 21:	空调龙头近两年积累了大量合同负债 (亿元)	12
图表 22:	美的销售返利快速提升至与格力相当 (亿元)	12
图表 23:	冰箱更新需求及疫期延缓规模测算 (万台)	13
图表 24:	洗衣机更新需求及疫期延缓规模测算 (万台)	13
图表 25:	冰箱新增需求占比测算	13
图表 26:	洗衣机新增需求占比测算	13
图表 27:	冰箱线上零售量价季度同比增速	13
图表 28:	冰箱线下零售量价季度同比增速	13
图表 29:	洗衣机线上零售量价季度同比增速	14
图表 30:	洗衣机线下零售量价季度同比增速	14
图表 31:	冰洗分渠道均价同比增速	14
图表 32:	海尔冰洗线上零售量份额及均价同比变化	14
图表 33:	2022 年以来空冰洗分区域出口美元额同比增速	15
图表 34:	空冰洗季度外销出货量增速	15
图表 35:	空冰洗年度外销出货量增速	15
图表 36:	中国彩电全渠道销量 (万台) 及同比	16
图表 37:	全球彩电出货量 (亿台) 及同比	16
图表 38:	过往年度数据表明重大体育赛事对于彩电需求有一定拉动	16
图表 39:	中国线上彩电分品牌零售额份额	17
图表 40:	中国线下彩电分品牌零售额份额	17
图表 41:	23Q1-Q3 全球彩电分品牌出货量份额及同比	17
图表 42:	海信视像彩电美国市场份额持续提升	17
图表 43:	海信系与小米彩电线上零售额份额	17
图表 44:	海信系与小米彩电线上均价 (元)	17
图表 45:	分全球各地区看, 海信电视市场份额趋势均较好	18
图表 46:	LCD TV 面板价格 (美元)	18
图表 47:	LCD TV 面板价格同比	18
图表 48:	全球 LCD TV 面板出货份额 (按出货面积计)	19
图表 49:	23Q4 头部 LCD TV 面板厂商稼动率下滑	19
图表 50:	LCD TV 面板价格波动预测	19
图表 51:	中国线上彩电分品牌均价走势 (元)	20
图表 52:	中国线下彩电分品牌均价走势 (元)	20
图表 53:	23 年双十一彩电线上零售量尺寸结构及同比	20
图表 54:	23 年彩电线上 MiniLED 零售量规模及占比	20
图表 55:	高端电视 20Q3-23Q2 全球分品牌出货量 (千台)	21
图表 56:	MiniLED TV 21Q3-23Q2 全球分品牌出货量 (千台)	21
图表 57:	智能微投销额 (亿元) 与同比	22
图表 58:	智能微投销量 (万台) 与同比	22
图表 59:	智能微投均价 (元) 与同比	22
图表 60:	智能微投分技术均价变动情况	22
图表 61:	油烟机内销出货增速表现优于集成灶	23
图表 62:	23Q1-Q3 奥维推总口径各品类量价同比增速	23
图表 63:	油烟机、洗碗机及集成灶逐月线上、线下价格同比增速	23
图表 64:	后周期板块公司的收入及业绩增速	24
图表 65:	后周期板块公司的盈利能力变化 (pct)	24
图表 66:	典型的地产后周期标的动态估值来到了历史低点	24
图表 67:	家电行业终端渠道的类型及其占比变化	25
图表 68:	下沉市场厨电龙头份额明显偏低	26
图表 69:	下沉渠道的品类销售结构	26
图表 70:	下沉渠道扩张的逻辑	26
图表 71:	整装的渗透率持续提升及完整装修的全流程概况	27
图表 72:	海尔三翼鸟场景品牌, 1300+场景门店	27

图表 73:	顾家家居——一体化整家 .....	27
图表 74:	志邦与各大装企携手, 引流、产品等赋能 .....	28
图表 75:	九牧的终端大店型 .....	28
图表 76:	扫地机全渠道零售额 (亿元) 及同比 .....	28
图表 77:	扫地机全渠道零售量 (万台) 及同比 .....	28
图表 78:	扫地机全渠道零售均价 (元) 及同比 .....	29
图表 79:	23Q1-Q3 扫地机线上分价格段结构及变动 .....	29
图表 80:	双十一开门红期间分品类结构与同比 .....	29
图表 81:	双十一开门红期间分品类均价与同比 (元) .....	29
图表 82:	扫地机线上分品牌销额份额 .....	30
图表 83:	扫地机线上分品牌均价变动 (元) .....	30
图表 84:	双十一扫地机品牌线上量份额及同比 .....	30
图表 85:	双十一扫地机品牌线上均价及同比 .....	30
图表 86:	23Q1-Q3 扫地机线上分品牌及价格段份额 .....	31
图表 87:	23 年双十一扫地机线上畅销型号 TOP5 .....	31
图表 88:	全球清洁机器人销额 (亿美元) 及同比 .....	31
图表 89:	北美清洁机器人销额 (亿美元) 及同比 .....	31
图表 90:	西欧清洁机器人销额 (亿美元) 及同比 .....	32
图表 91:	亚太清洁机器人销额 (亿美元) 及同比 .....	32
图表 92:	海外清洁机器人代表性市场渗透率情况 (假设 5 年更新) .....	32
图表 93:	20 年以来全球扫地机品牌搜索热度 .....	33
图表 94:	各国家与地区搜索热度最高的扫地机品牌 .....	33
图表 95:	20 年以来美国扫地机品牌搜索热度 .....	33
图表 96:	20 年以来德国扫地机品牌搜索热度 .....	33
图表 97:	iRobot 单季度收入分地区同比 .....	33
图表 98:	iRobot 扫地机分地区份额 .....	33
图表 99:	美国、德国亚马逊扫地机 Best Seller 榜单 .....	34
图表 100:	美国亚马逊 Best Seller 分品牌、价格段 (\$) 的 SKU 数量 .....	34
图表 101:	德国亚马逊 Best Seller 分品牌、价格段 (\$) 的 SKU 数量 .....	34
图表 102:	23 年以来美国石头部分扫地机搜索热度 .....	35
图表 103:	23 年以来德国石头部分扫地机搜索热度 .....	35
图表 104:	全球及主要海外市场清洁机器人销量同比 .....	35
图表 105:	全球及主要海外市场清洁机器人均价同比 .....	35
图表 106:	洗地机线上零售额 (亿元) 及同比 .....	35
图表 107:	洗地机线上零售量 (万台) 及同比 .....	35
图表 108:	洗地机线上零售均价 (元) 及同比 .....	36
图表 109:	双十一开门红期间洗地机分渠道同比表现 .....	36
图表 110:	洗地机线上分品牌销额份额 .....	36
图表 111:	洗地机线上分品牌均价 (元) .....	36
图表 112:	2023 年双十一洗地机品牌线上量份额及同比 .....	36
图表 113:	2023 年双十一洗地机品牌线上均价及同比 .....	36
图表 114:	5 年累计的奥维推总零售反推全国渗透率 .....	37
图表 115:	电蒸炖锅、咖啡机零售量逆势增长 (万台) .....	37
图表 116:	小家电各品类近 6 年的推总销售量规模 (万台) .....	38
图表 117:	各小家电品牌的品类结构差异 .....	38
图表 118:	近年来小家电渠道结构变化 (销额占比) .....	39
图表 119:	23Q1-Q3 龙头额份额, 抖音<传统电商<线下 .....	39
图表 120:	用户人群及使用时长或见顶 .....	40
图表 121:	抖音扶持货架电商, 23H1 货架 GMV 占比 10% .....	40
图表 122:	抖音对货架电商的扶持政策 .....	40
图表 123:	品牌经营 FACT 转为 FACT+S, 加大货架电商 .....	41
图表 124:	各品牌抖音渠道的自播、店播及达播占比 .....	41
图表 125:	目前商品卡成交比例高的行业, 家电居前 .....	41
图表 126:	龙头品牌抖音销售中商品卡占比更高 .....	41

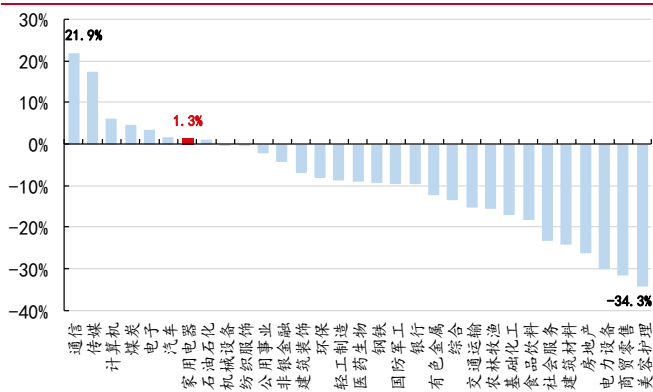
图表 127:	23Q1-Q3, 各品牌抖音占三平台 GMV 的比例 .....	42
图表 128:	各品牌抖音 GMV/线上整体的逐季变化.....	42
图表 129:	23 年以来电热类小家电出口逐步向上.....	42
图表 130:	海外小家电龙头 SEB 集团已有经营拐点 .....	42
图表 131:	中国跨境出口电商的市场增速仍 10%以上.....	43
图表 132:	家居及 3C 电子在跨境出口中占比 40%.....	43

## 行情：需求与成本因素共振，板块跑赢大盘

### 相对收益转正，行业对比处中等偏上水平

年初至12月22日，家电板块累计绝对收益+1.3%，相对沪深300/上证综指分别+15%/+4%。横向对比，年初至今家电绝对收益位列申万一级行业第7位，涨幅前三分别为通信/传媒/计算机，跌幅前三分别为美容护理/商贸零售/电力设备，涨跌幅上下界分别为+22%/-34%。整体而言，年内行业走势整体平稳，三年来绝对收益首次转正，行业间横比处中上游水平。

图表1：家电指数23年收益位列申万一级第7位



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表2：家电23年累计绝对/相对沪深300收益+1%/+15%



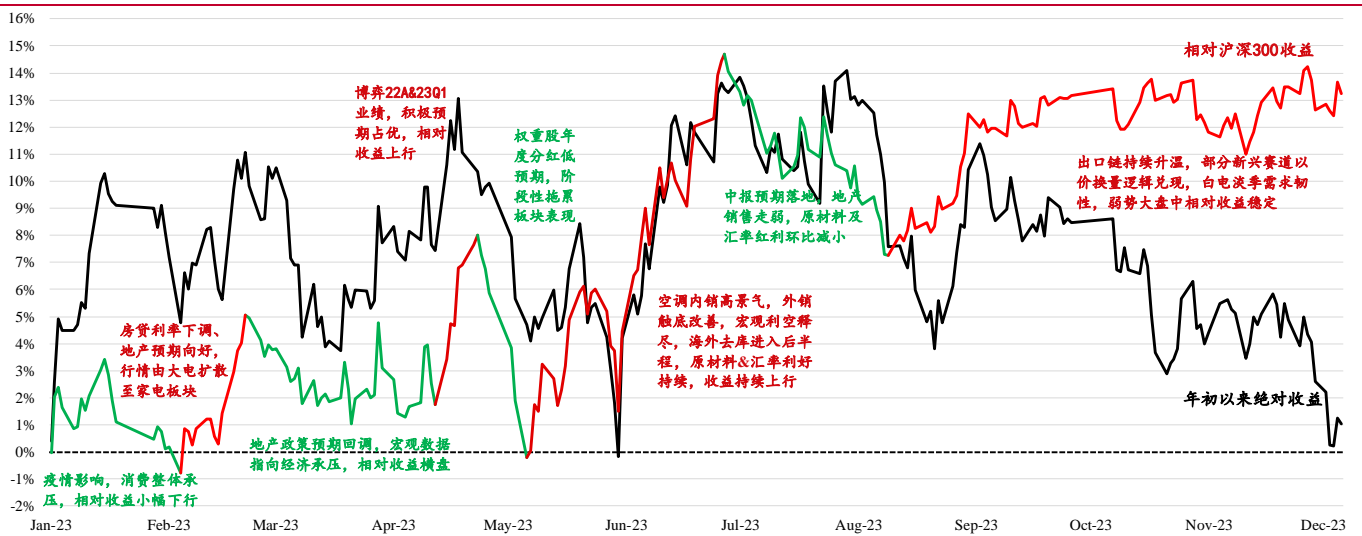
资料来源：iFind，国联证券研究所

### 年内四轮波动，地产、空调与出口为主线

23年初以来，板块收益表现历经四轮波动，整体趋势上行；复盘来看，上行阶段对应地产政策预期上扬、空调景气、出口链好转阶段，下行则主要与地产预期、空调动销走弱有关。

- 第一轮：1月，疫情影响下消费整体承压，相对收益小幅下行；2月上中旬，首套住房贷款利率政策动态调整机制下，多城市集中下调首套利率，地产政策预期升温，且疫后需求复苏、空调动销良好，行情由大家电向板块扩散。
- 第二轮：2月下旬至4月上旬，地产政策预期回调，宏观数据偏疲弱，相对收益横盘；4月财报、权重股分红预期博弈与落地主导板块波动。
- 第三轮：5-6月，连续高温+需求回补下，权重板块空调内销高景气，与此同时外销触底回暖，海外库存、原材料及汇率因素均向好，绝对及相对收益同步上行；7月至8月中，空调动销走弱，地产销售小幅脉冲后转弱趋势明确，三季度原材料及汇率红利环比减小，板块相对收益回调。
- 第四轮：8月，家电出口超预期，叠加板块中报超预期，带动板块绝对及相对收益上行，9月至12月初，大盘持续走弱背景下，外销继续景气，叠加高股息优势凸显，板块绝对收益走弱，但相对收益上行。

图表3：23年初以来家电板块绝对及相对收益走势复盘



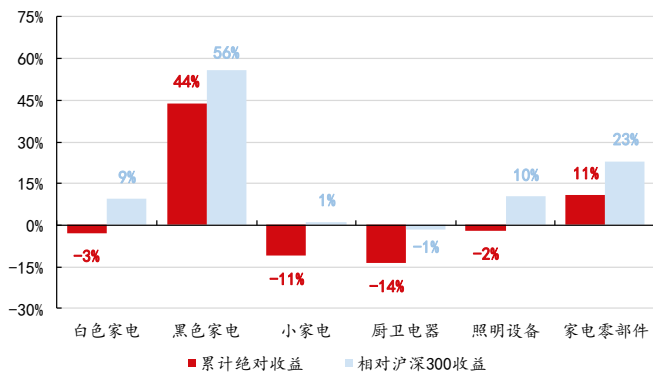
资料来源：iFind，国联证券研究所

### 黑电涨幅领先，行业收益以业绩驱动为主

分子板块看，白电受益空调景气和成本红利，6月单月及累计绝对收益分别+13%/+12%，7月转弱，8-11月小幅下跌，累计绝对/相对收益分别-3%/+9%；黑电累计绝对/相对收益分别+44%/+56%，国内格局优化、结构升级，龙头全球份额扩张，利润率中枢抬升，叠加头部公司治理优化，估值重塑，领涨行业；小家电内销景气持续低迷，整体表现波动下行，年初至今累计-11%，收敛于大盘；后周期板块受地产拖累明显，厨卫表现弱于照明，年内累计分别-14%/-2%；零部件个别月份及个股受机器人/AI/光刻机等概念带动，涨幅居前。

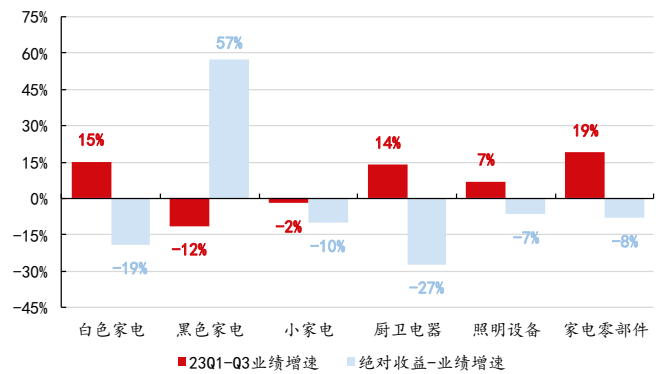
拆分业绩与估值，白电/黑电/小家电/厨卫/照明/零部件前三季度业绩分别+15%/-12%/-2%/+14%/+7%/+19%，估值分别-19%/+57%/-10%/-27%/-7%/-8%。地产下行周期中，白电、后周期板块估值均有压制；黑电格局改善逻辑兑现、但成本端有压制，以估值支撑为主；小家电业绩、估值均受内销景气压制，表现偏弱；零部件业绩在空调及外销景气带动下增速可观，题材热度影响下估值拖累相对较小。整体看，白电收益仍以业绩贡献为主，黑电估值提升显著，小家电承压。

图表4：23年各子板块年初以来绝对及相对收益



资料来源：iFind，国联证券研究所

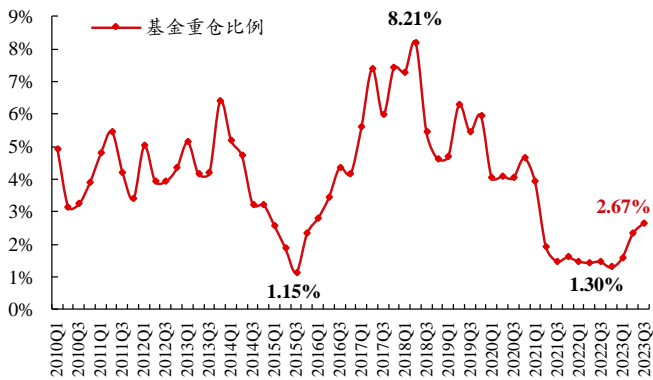
图表5：23年各子板块累计收益业绩、估值贡献拆分



资料来源：iFind，国联证券研究所

23Q3 家电公募基金重仓比例为 2.67%，环比+0.33pct，处于 10 年以来 25% 左右的分位水平。横向对比，三季度家电基金配置比例排名第 13，加仓幅度排名第 10，前 9 依次是医药、食品饮料、非银、石油石化、汽车、银行、有色、电子及煤炭。12 月 8 日，家电板块绝对/相对沪深 300 估值分别为 12.1/1.1 倍，分别位于 2010 年初以来 7%/13% 分位，权重股美的/海尔/格力 24 年 PE 分别为 9/10/6 倍，历史低位。

图表6：家电板块基金重仓占持仓总市值比例



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表7：2010年以来家电板块绝对估值走势

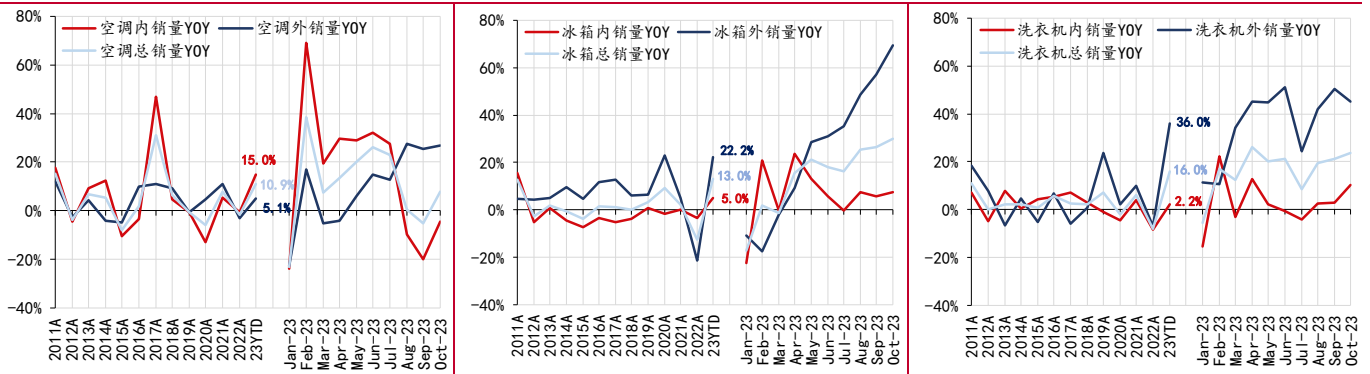


资料来源：iFind，国联证券研究所

## 白电：内销平稳、龙头稳健，外销景气或延续

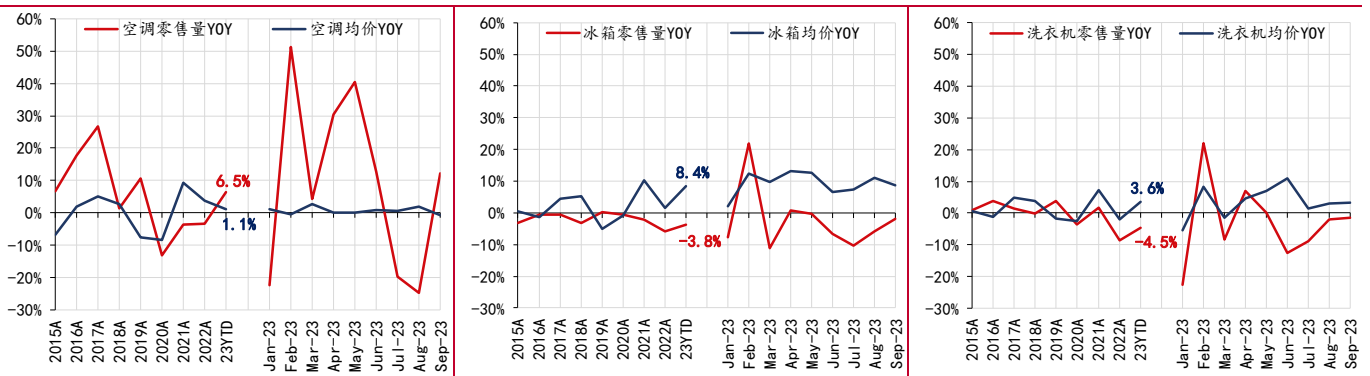
23 年内，空调内销景气、空冰洗外销大幅反弹是白电整体表现亮点所在。出货维度，23M1-10 空/冰/洗内销出货分别+15%/+5%/+2%，其中 1-6 月空调内销累计同比+25%，8-10 月高基数影响下同比转负；7-10 月空/冰/洗外销出货分别+22%/+51%/+41%，冰箱月度环比持续提速。终端来看，23M1-9 空调全渠道零售量同比+7%，冰洗均为小个数下滑；空冰洗累计均价同比为正，其中冰箱均价累计同比+8%，洗衣机次之，空调微升。整体而言，23 年空调内销景气，外销整体弹性显著。

图表8：空冰洗内外销出货量增速



资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表9：空冰洗国内终端零售量及均价增速

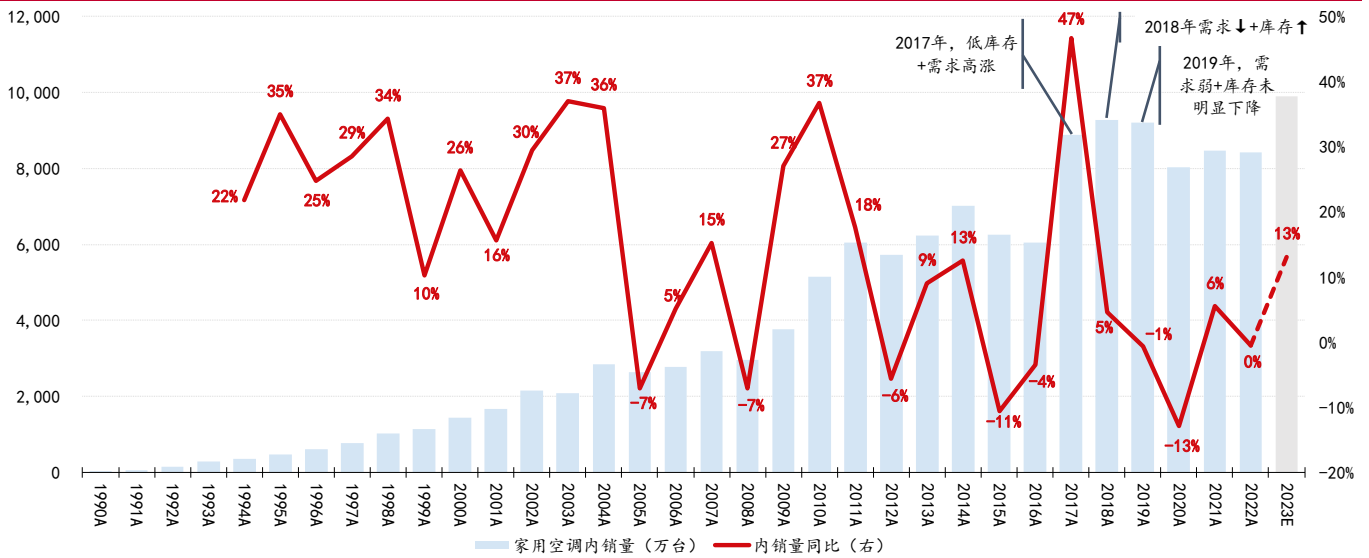


资料来源：奥维推总，国联证券研究所

### 空调：24 内销或盘整为主，价格平稳、格局或稳定

以截至 10 月数据为基础，若 23M11-12 家空内销出货同比持平，则 23 全年内销同比+13%至 9900 万台、创历史新高，市场对 24 年空调担忧较大，但我们结合历史经验和产业跟踪来看，24 年或以盘整为主、下行幅度或有限。回溯国内空调发展史，家空出货规模前两轮中枢性抬升分别对应 11 年“财政刺激+家电下乡”与 17 年“渠道低库存+热夏+地产向好”，08-11 年复合+27%至 6000 万台、17 年+47%至约 8900 万台。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，预计 24 年内销出货以围绕新平台盘整为主。节奏角度，22Q4-23Q3 家空内销分别同比-5%/+17%/+30%/+1%，全渠道零售量分别-5%/+8%/+24%/-17%，24 冷年基数压力前低后高，对应增速曲线呈 U 型；产业库存良性背景下，出货振幅主要与气温、地产及消费环境相关，更新中枢提升有望形成支撑，前期估值被克制的龙头或领涨行业。

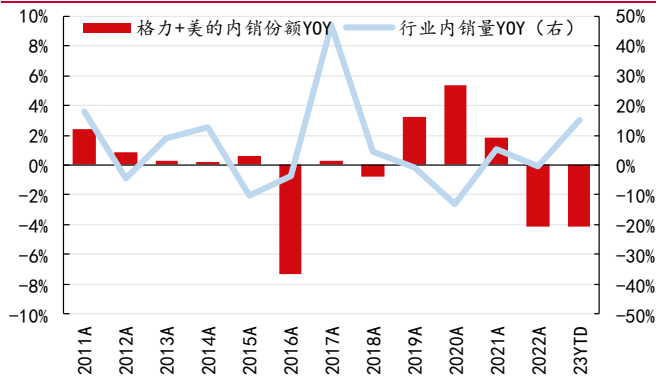
图表10：1990A-2023E 空调内销出货量规模及增速



资料来源：产业在线，国联证券研究所

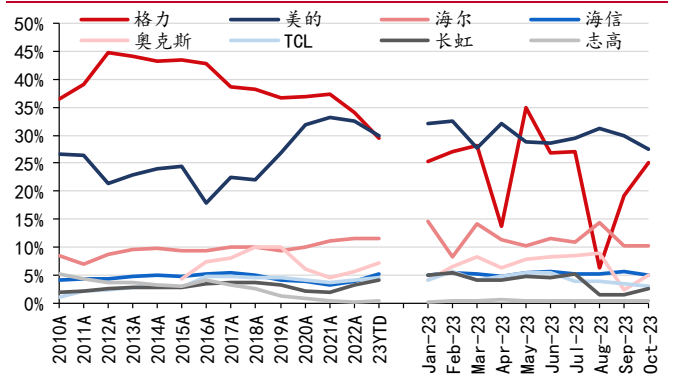
格局也是市场关注的另一个核心问题，连续热夏+需求回补，23年内销景气为历史级，23M1-10 格力/美的/海尔内销出货分别同比+4%/+11%/+18%，海信/志高/奥克斯/长虹/TCL 分别同比+37%/+48%/+47%/+31%，CR3 同比-3.8pct，当下出货端集中度下行持续近2年，这一方面与当前消费环境有关，另一方面也与龙头策略有关。

图表11：空调年度内销出货增速及龙头份额同比



资料来源：产业在线，国联证券研究所

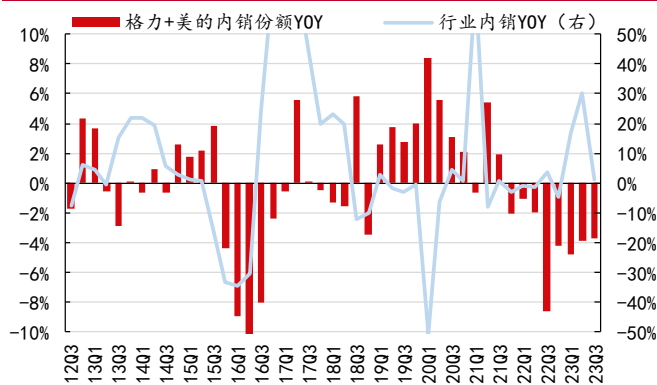
图表12：空调内销出货量份额



资料来源：产业在线，国联证券研究所

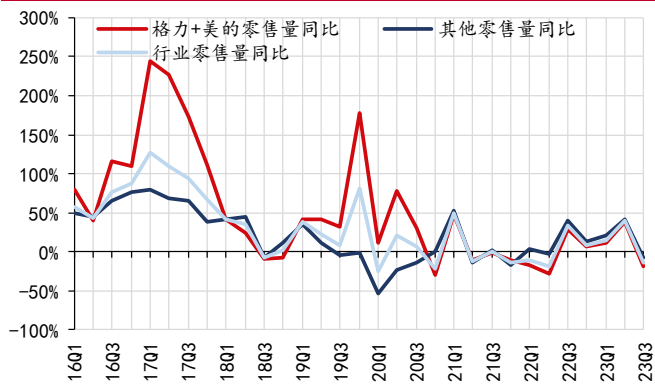
若以冰洗为对照组，共性在于疫情“俱损”阶段头部的相对优势，空调的特殊则在于期间恰逢龙头主动价格竞争出清电商品牌，影响叠加下 19Q1-20Q4 空调龙头份额提升幅度空前，而对标空调集中度仍有上行空间的冰洗，龙头份额仅基本延续前期节奏或略有加速。换言之，以周期视角看，22 年以来空调龙头份额持续回落，或是短期景气加持的“俱荣”表象之下，中期维度二线份额均值回归的反映。而从单个二线角度看，23M1-10 内销份额提升最多的奥克斯仅同比+1.6pct，势能有限。

图表13: 家空内销出货增速与龙头份额同比



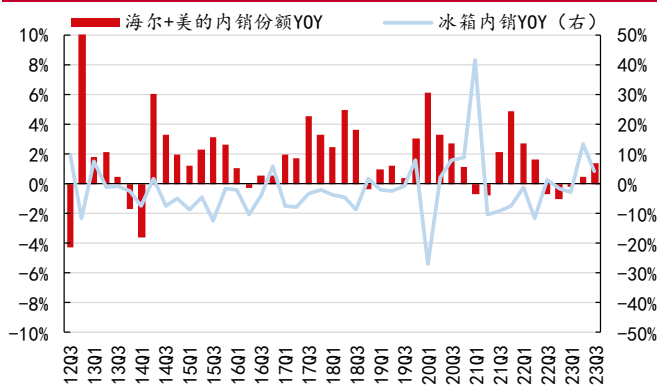
资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

图表14: 家空龙头及其他品牌线上零售量同比



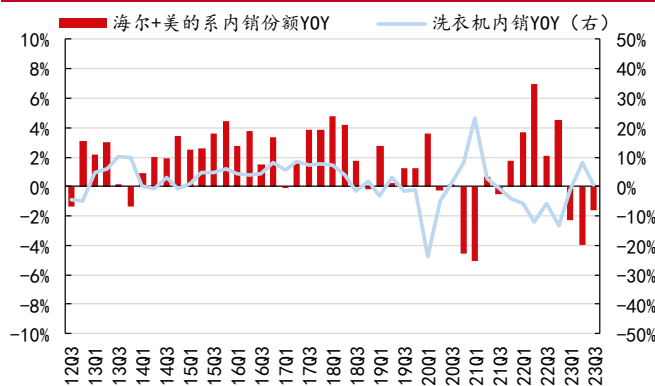
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表15: 冰箱内销出货增速与龙头份额同比



资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

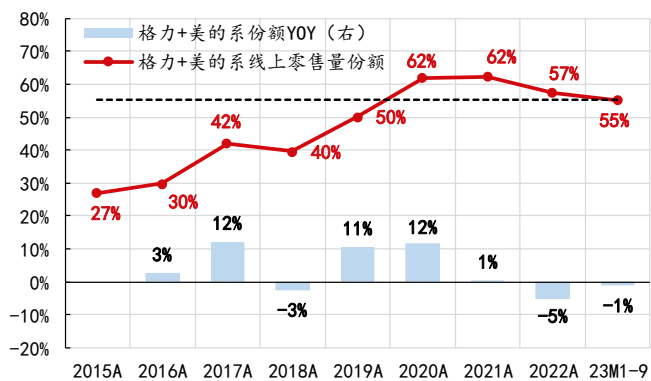
图表16: 洗衣机内销出货增速与龙头份额同比



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

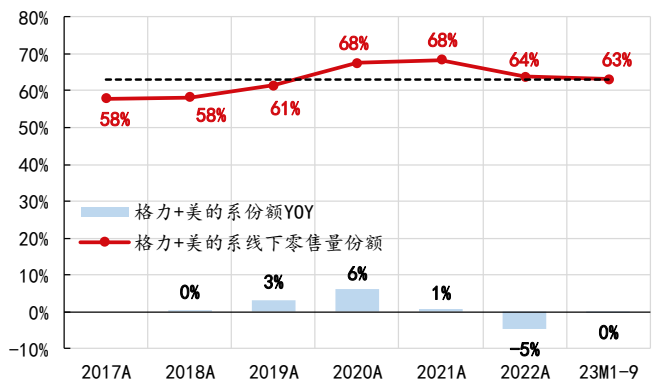
既为双寡头, 格局走势研判无法脱离龙头竞争策略。22 年以来线上均价持平微增, 龙头价格策略整体中性, 其中以恢复盈利为经营导向的美的 22A/23YTD 均价同比相对行业分别+4.8/+5.6pct; 线下 KA 均价同比高单位数提升, 龙头策略分化, 美的仍以盈利为主, 格力 23 年均价同比涨幅小幅低于行业, 份额有所回升。可见龙头当前经营阶段, 既无库存去化或回追份额诉求, 后续价格大幅波动概率较低, 预计边际趋稳。

图表17: 家空龙头线上零售量份额及同比



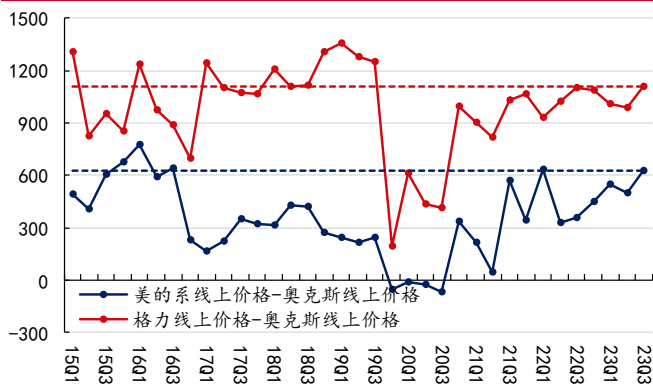
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表18: 家空龙头线下零售量份额及同比



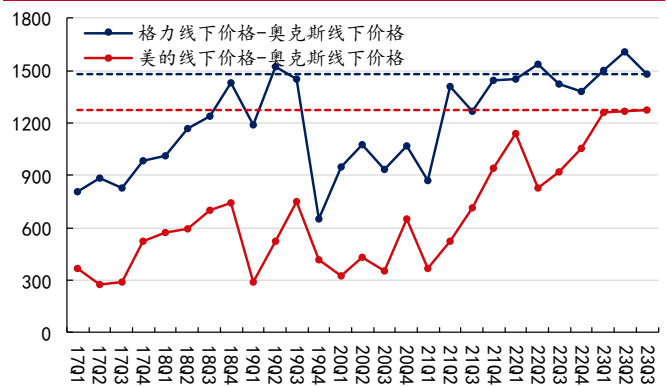
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表19: 家空线上龙头二线价差 (元)



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

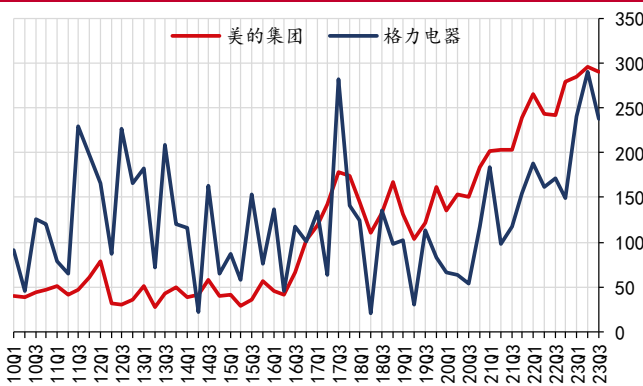
图表20: 家空线下龙头二线价差 (元)



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

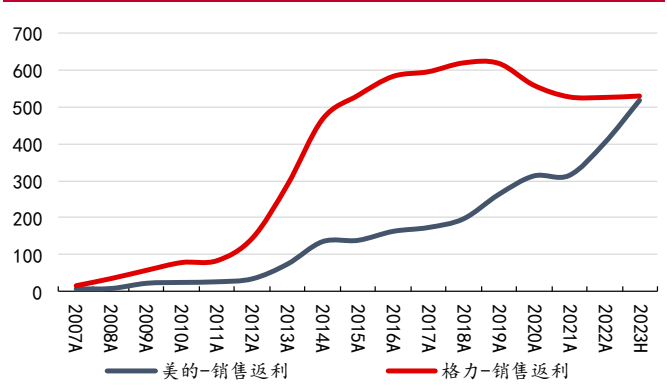
报表端看, 空调龙头近两年积累了大量的合同负债和返利, 对后续业务形成支撑。23Q3 末, 格力电器合同负债 237 亿, 环比-50 亿, 同比+65 亿; 18-22 年 5 年间, Q1/Q2/Q3/Q4 合同负债平均余额为 133/75/118/120 亿。23Q3 末, 美的集团合同负债 290 亿, 环比-6 亿, 同比+49 亿, 18-22 年 5 年间, Q1/Q2/Q3/Q4 合同负债平均余额为 176/163/170/207 亿。23 年年中, 格力及美的销售返利都超过 500 亿。外销方面, 近期龙头外销接单逐月提速, 收入端支撑持续至 24H1, 对内销基数压力或有对冲。

图表21: 空调龙头近两年积累了大量合同负债 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表22: 美的销售返利快速提升至与格力相当 (亿元)

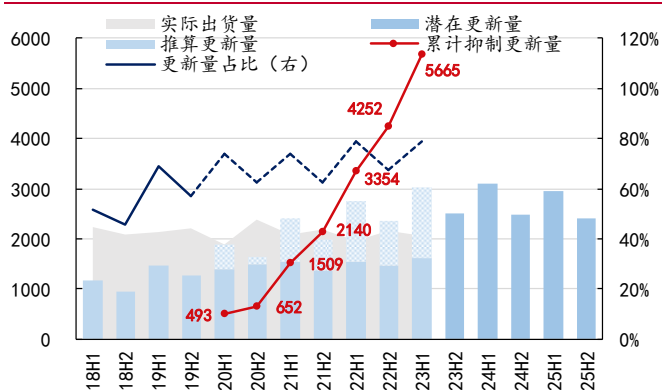


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 冰洗: 更新需求支撑内销出货, 终端均价升势稳定

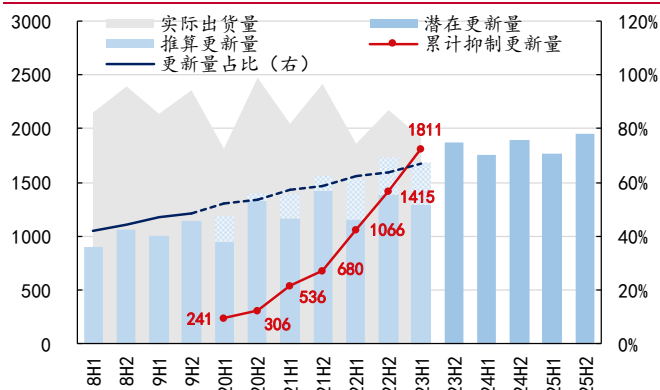
对于保有量提升空间有限的冰洗, 更新需求释放及节奏是核心, 09-13 年下乡等政策催生的大量出货或步入更新期, 叠加更新节奏在疫情期间受抑制, 后续则或是内销扩容的主要驱动力。以冰箱为例, 前期出货量按 10-13 年更新周期推移于 24 年达峰, 对应 23/24/25 年潜在更新需求量 5.5/5.6/5.3 千万台, 而洗衣机对应未来 5 年内更新量在 3.5-4.0 千万台区间内平稳增长。综合新增及更新需求测算结论, 假设 20-22 年间冰/洗实际出货量中更新量占比约 69%/58%, 与前期出货量推移形成的潜在更新量之间累计形成缺口分别超过 4.2/1.4 千万台, 分别约相当于 23 全年出货量的 100%/30%, 形成支撑。

图表23: 冰箱更新需求及疫期延缓规模测算 (万台)



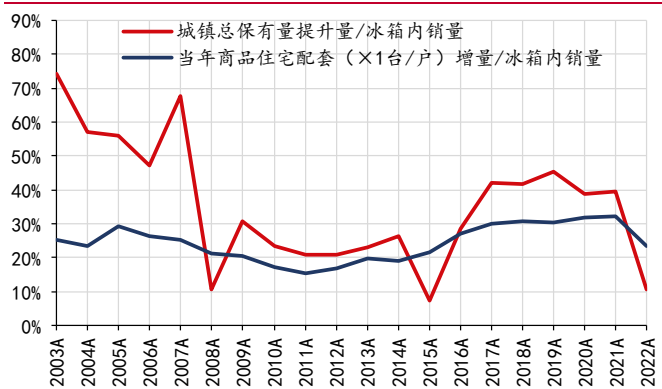
资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

图表24: 洗衣机更新需求及疫期延缓规模测算 (万台)



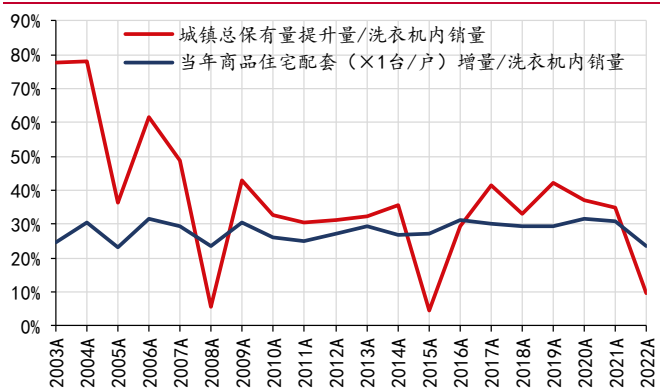
资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

图表25: 冰箱新增需求占比测算



资料来源: 国家统计局, 产业在线, 国联证券研究所

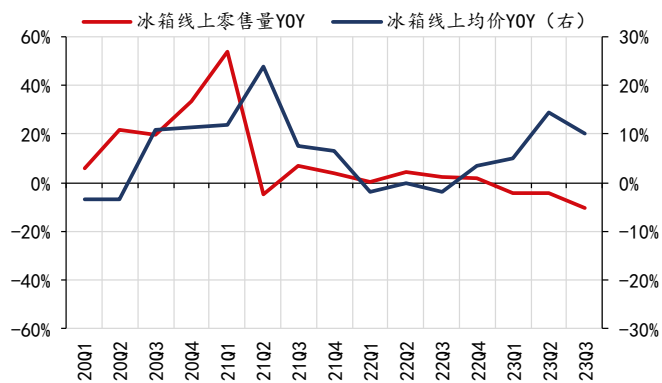
图表26: 洗衣机新增需求占比测算



资料来源: 国家统计局, 产业在线, 国联证券研究所

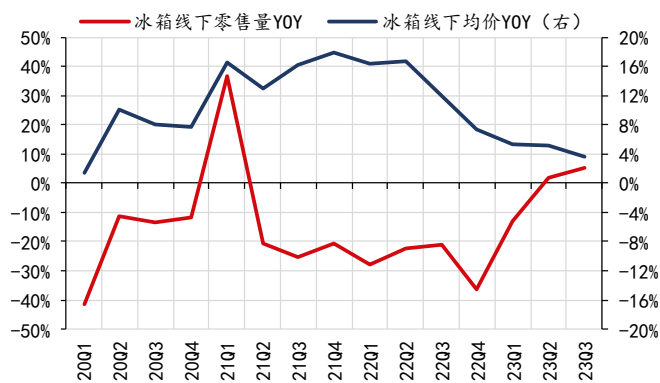
量增之外, 价格也一直是冰洗规模增长的主要驱动, 23M1-9 冰箱/洗衣机全渠道均价分别同比+8.4%/+3.6%, 增幅较 22 年均环比扩大。结构来看, 23 年冰洗线上线上均价同比涨幅较前期趋势均有所逆转, 线上提速而线下收敛。品类对比看, 23 年双线均价相对增速逆转仅在冰洗, 主要以海尔为代表, 定位中端的冰洗龙头线上策略偏积极; 当前海尔+美的冰洗年度累计出货端份额均处高位、仅次于 22 年, 格局+升级支撑下, 中个位数的均价涨幅中枢预计长期稳定。

图表27: 冰箱线上零售量价季度同比增速



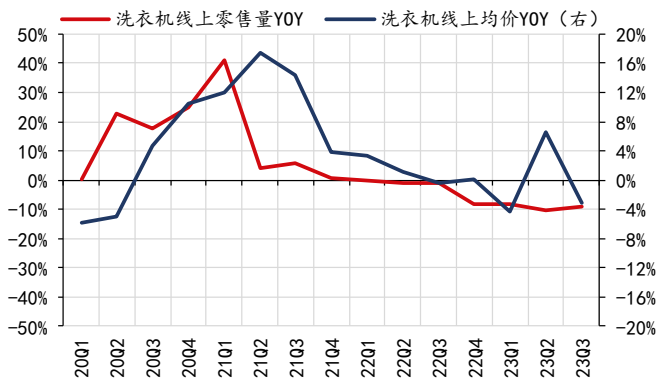
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表28: 冰箱线下零售量价季度同比增速



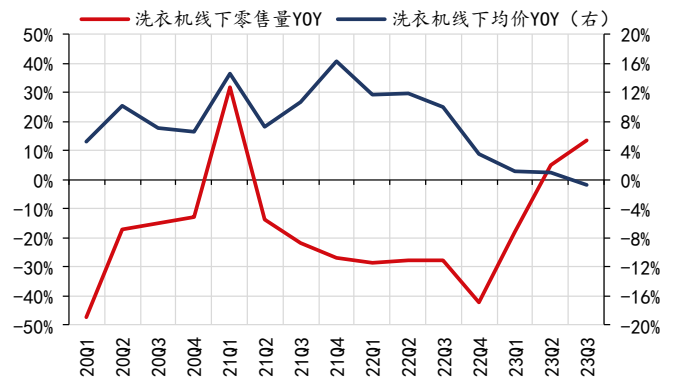
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表29：洗衣机线上零售量价季度同比增速



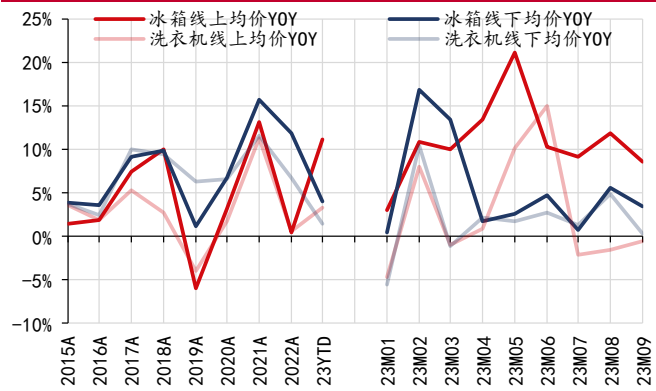
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表30：洗衣机线下零售量价季度同比增速



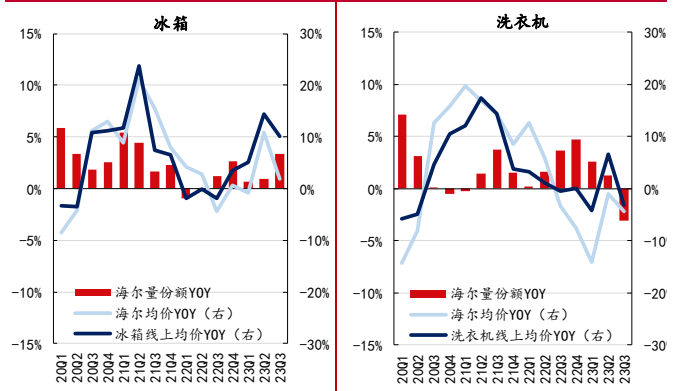
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表31：冰洗分渠道均价同比增速



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表32：海尔冰洗线上零售量份额及均价同比变化



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

### 外销：高增或延续至24H1，后续增速回归历史中枢

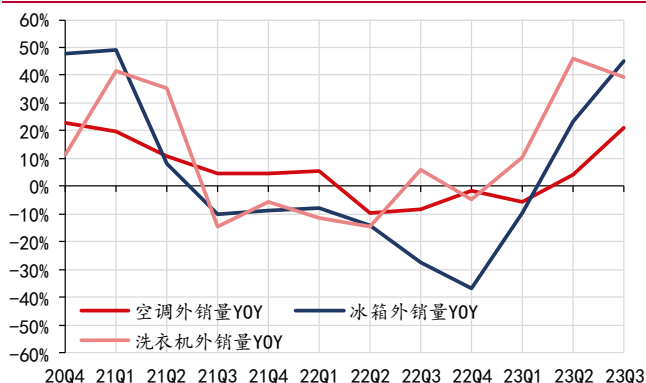
22Q4 以来，白电外销持续改善，产业在线口径 23Q3 空/冰/洗外销出货量分别同比+21%/45%/39%，年初至今分别同比+5%/+22%/+36%。分区域看，三季度白电出口新兴市场表现亮眼，冰洗欧洲低基数之上反弹强劲，北美洗衣机景气突出。回溯过去十年，白电年度外销出货波幅多在 10%以内，冰箱长期增长中枢趋近区间上限。节奏角度，剔除基数因素，近 4 个季度空调外销 2 年复合增速分别+1/-0%/-3%/+5%，冰箱分别-24%/-9%/+3%/+3%，洗衣机分别-5%/-1%/+12%/+21%；展望后续，白电外销低基数下的高弹性有望持续至 24H1，后续增速或回归历史中枢。

图表33：2022年以来空冰洗分区域出口美元额同比增速

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
<b>空调</b>							
总计	14%	4%	5%	-13%	-5%	2%	0%
亚洲	14%	6%	2%	-4%	-4%	6%	0%
非洲	10%	40%	6%	-8%	55%	41%	17%
欧洲	24%	14%	30%	-20%	-4%	-14%	-35%
拉丁美洲	-5%	24%	12%	-14%	6%	22%	35%
北美洲	18%	-33%	-32%	-34%	-24%	-19%	-13%
大洋洲	-36%	-5%	3%	-45%	10%	-25%	-17%
<b>冰箱柜</b>							
总计	2%	-7%	-15%	-31%	-17%	4%	12%
亚洲	9%	2%	21%	-3%	-4%	7%	-9%
非洲	2%	2%	-12%	-34%	3%	30%	22%
欧洲	-18%	-35%	-50%	-49%	-14%	28%	42%
拉丁美洲	4%	-30%	-23%	-37%	-13%	45%	77%
北美洲	17%	22%	-15%	-40%	-27%	9%	9%
大洋洲	15%	54%	26%	-24%	-24%	-30%	-9%
<b>洗衣机</b>							
总计	-3%	-13%	4%	-13%	-1%	31%	23%
亚洲	-2%	-14%	21%	2%	1%	20%	-8%
非洲	-16%	-8%	-16%	-21%	-3%	20%	97%
欧洲	0%	-13%	-6%	-25%	1%	51%	39%
拉丁美洲	-4%	-21%	-6%	-24%	-6%	42%	52%
北美洲	-16%	-15%	-33%	-19%	1%	61%	119%
大洋洲	21%	32%	35%	-30%	-11%	-30%	6%

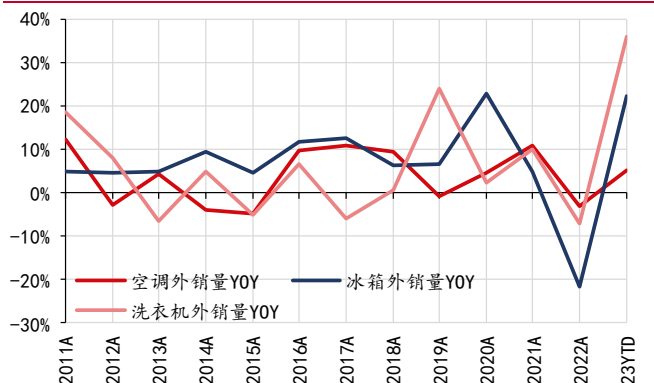
资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表34：空冰洗季度外销出货量增速



资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表35：空冰洗年度外销出货量增速



资料来源：产业在线，国联证券研究所

综上，23年空调内销景气及冰洗外销弹性是行业亮点所在，格局与升级支撑下冰洗终端价格稳定上行。空调方面，23年空调内销同比+13%，规模虽历史新高，但基数压力可控，预计24年内销规模以盘整为主，龙头价格策略平稳，24年预计均价与格局走势平稳；冰洗方面，前期疫情对更新节奏有所压制，而对后续内销则形成支撑；外销方面，复苏将延续至24H1，结合订单看有望持续贡献弹性。总体来说，24年行业运行以稳健为主，考虑到龙头极低估值水平、稳健经营能力，以及较好分红比例，我们继续看好，推荐美的、海尔、海信家电，关注格力。

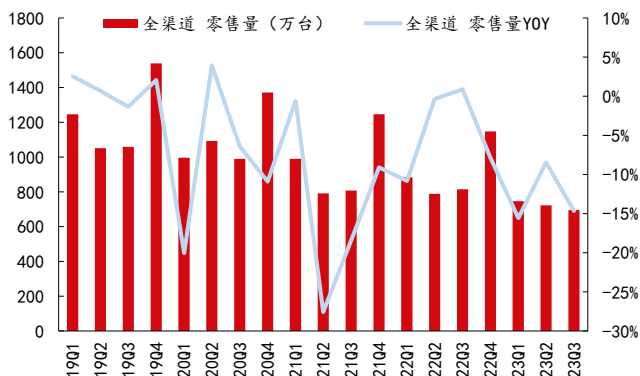
## 彩电：龙头提份额势不可挡，重视盈利端改善

### 需求与格局：需求或弱复苏，国产龙头份额持续提升

23年彩电内外销景气有所分化，总体需求小幅下滑，内销方面，23Q3/Q1-Q3彩电全渠道零售量分别同比-15%/-13%，而外销方面，23Q3/Q1-Q3彩电全球出货量分别同比-4%/-3%，较22年有所改善，预计其中北美、拉美贡献较大。参考TrendForce预测，23年全球电视出货量或同比-2.1%至1.97亿台，尽管海内外短视频均对彩电

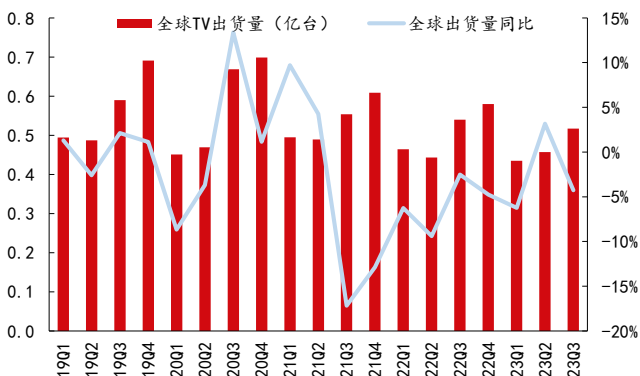
需求有所分流，但新兴市场表现或支撑全球彩电出货量表现，且过往年度数据表明重大体育赛事对于彩电需求有一定拉动，预计全球彩电出货量 24 年有望在欧洲杯与奥运会的带动下实现小幅增长，维持 2 亿台左右的全球规模。

图表36：中国彩电全渠道销量（万台）及同比



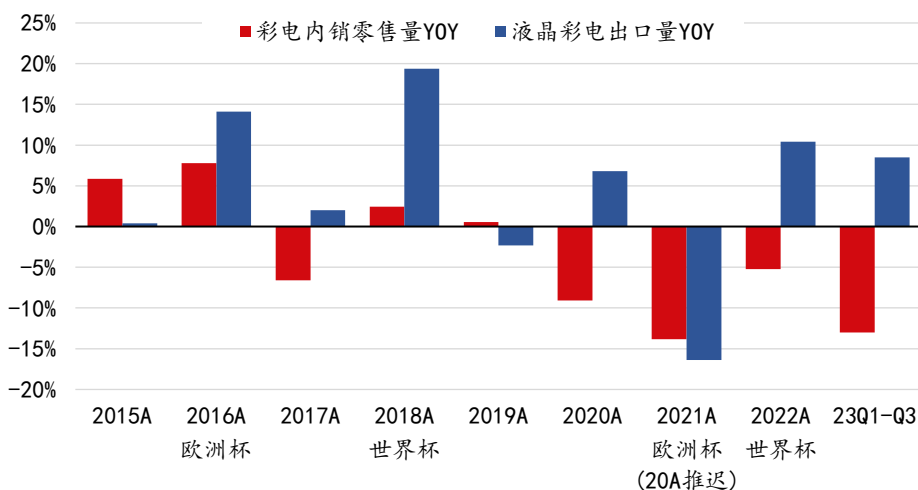
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表37：全球彩电出货量（亿台）及同比



资料来源：奥维睿沃，国联证券研究所

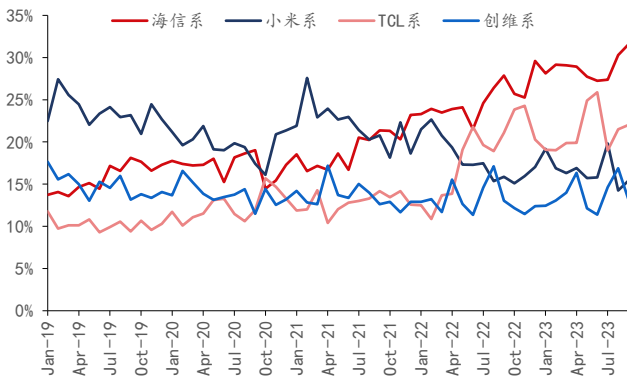
图表38：过往年度数据表明重大体育赛事对于彩电需求有一定拉动



资料来源：奥维云网，海关总署，国联证券研究所

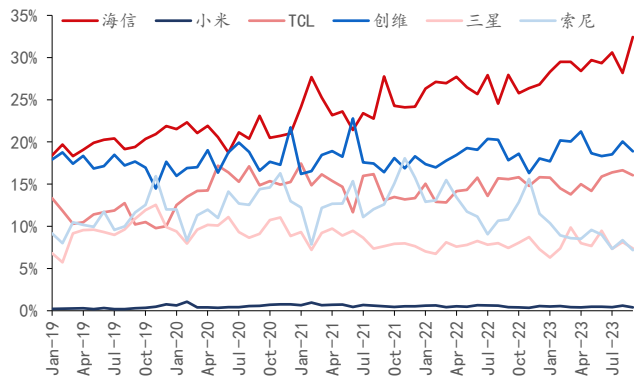
格局方面，国内龙头抢占海内外份额的趋势十分明显，一方面，奥维云网数据显示海信系内销线上线下游额份额均已突破 30%，TCL 系线上表现也较好，而互联网品牌与外资品牌份额持续承压，另一方面，随着中国大陆显示产业链的崛起以及传统彩电龙头产品力的逐步提升，国内龙头在全球各地区凭借优秀的性价比持续抢占市场份额，奥维睿沃数据显示三星、LG 全球出货量份额同比下滑。预计 24 年国内龙头抢份额趋势有望延续，海信、TCL 等龙头有望实现较行业更快的出货增长。

图表39：中国线上彩电分品牌零售额份额



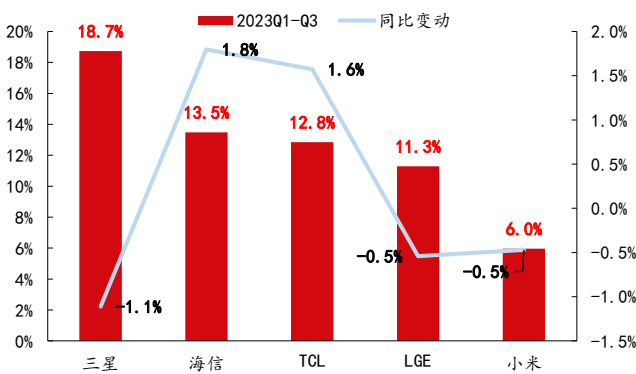
资料来源：奥维云网，国联证券研究所  
注：含子品牌

图表40：中国线下彩电分品牌零售额份额



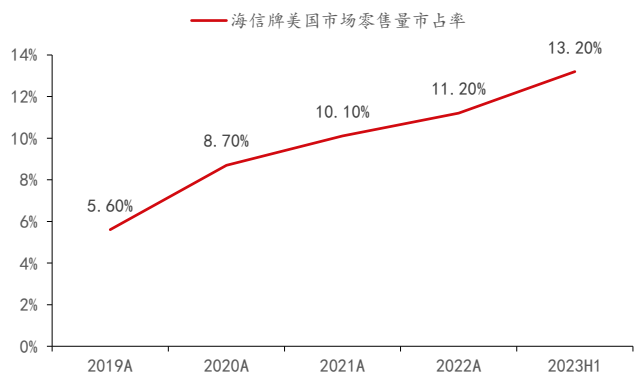
资料来源：奥维云网，国联证券研究所  
注：不含子品牌

图表41：23Q1-Q3 全球彩电分品牌出货量份额及同比



资料来源：奥维睿沃，国联证券研究所

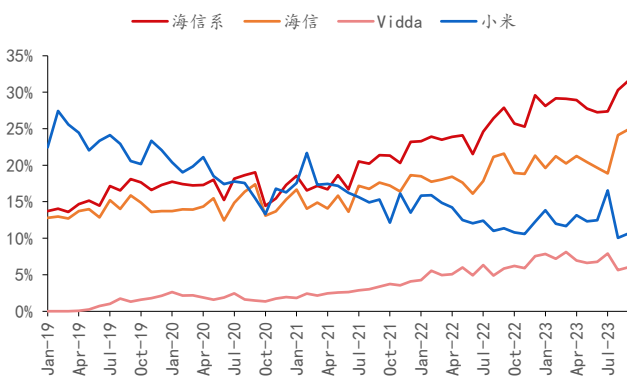
图表42：海信视像彩电美国市场份额持续提升



资料来源：Circana，公司公告，国联证券研究所

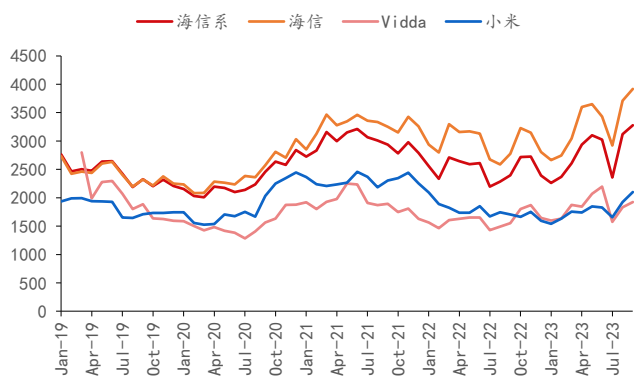
**中国彩电龙头如何实现全球份额持续提升？**以海信为例，国内方面，海信有望在线上市场通过多品牌策略发力，进一步抢占互联网品牌份额，并在此基础上优化整体产品结构，提升盈利能力，且有望发挥高端产品系列（ULEDX 等）优势，扩展新渠道，挖掘增量市场。

图表43：海信系与小米彩电线上零售额份额



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表44：海信系与小米彩电线上均价（元）



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

海外方面，不同地区抢份额策略有所不同，同样以海信为例，在北美市场其渠道覆盖度已较好，23H1 海信品牌零售量市占率已经达到 13.2%，与全球出货量份额相差无几，预计后续策略主要是进一步优化展示点位与产品结构，实现量、价共同增长；

考虑到海信中国份额比全球更高，美国基本与全球持平，预计欧洲市场海信份额仍有很大提升空间，预计 24 年欧洲市场策略主要是进驻更多国家/渠道，利用好海信激光电视在欧洲的良好口碑，在欧洲杯营销的基础上进一步抢占用户心智；东南亚与日本方面，预计“海信+东芝”的双品牌、多价格带布局策略有望对海信整体份额实现较好支撑。此外，全球化的产能布局也有望为国产彩电龙头抢份额贡献“地利”。

图表45：分全球各地区看，海信电视市场份额趋势均较好

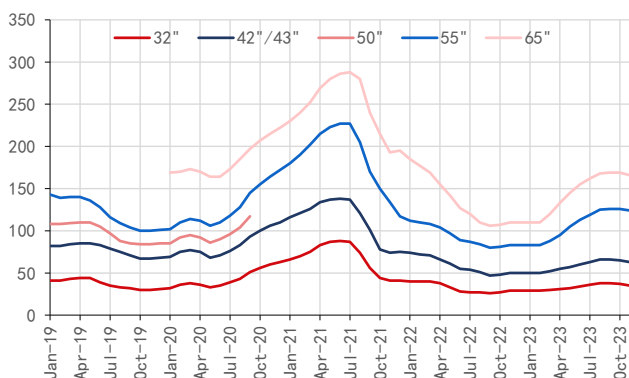
市场	2023年上半年	2022年	2021年
北美	海信品牌电视北美零售市场的销售量份额同比提升至14.1%，海信品牌电视在美国、加拿大、墨西哥零售市场的销售量份额均居第二位	海信系彩电在美国市场份额为11.3%，同比+1.1pct，在加拿大市场份额为15.1%，同比+4.8pct	海信牌市占率为10.8%；其中美国为10.2%，同比+1.4pct，在当地销量前十品牌中增幅居第二，增量主要为中大尺寸；墨西哥市占率同比+1.2pct至15.9%，排名前三
欧洲	海信品牌电视在欧洲多国零售量份额同比快速增长，在德国、英国、意大利、西班牙、葡萄牙、匈牙利、斯洛文尼亚、克罗地亚、塞尔维亚市场零售量份额位居前三	在西欧，德国、英国、法国、意大利、西班牙五大市场均已成为行业一流品牌	海信牌市占率在西欧同比+1.3pct至4.1%；其中，在法国同比+2.3pct，在德国和英国均同比+1.8pct
日本	海信系电视在日本市场零售量份额为33.2%，蝉联第一，其中东芝（含Regza）零售量份额24.0%	日本海信系电视销量市占率同比+4.8pct至32.8%	海信及东芝两品牌日本市占率+1.5pct至28.1%，蝉联第一，高出第二名6.3pct；日本线上市占率为36.3%，合计远高出第二名24.3pct
东南亚	海信系电视在泰国市场、马来西亚市场零售量份额分列第三	东南亚市场出货量同比+43.93%	-
中东非	-	海信系电视销量市占率在南非市场为29.9%，排名第一	-
澳洲	-	海信系电视销量市占率在澳洲市场为19.7%，排名第一	海信牌市占率为18.5%，同比+1.2pct，保持市场前两位

资料来源：海信视像定期报告，国联证券研究所

### 盈利趋势：面板波动影响趋弱，产品升级改善盈利

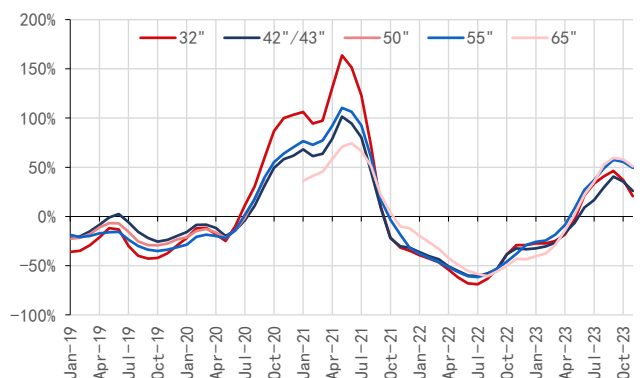
面对全球经济后续的不确定性，下游 TV 品牌采购计划变为保守，面板价格逐步走弱，从 10 月 TV 面板数据看，不论是价格还是价格同比，各尺寸均普遍见顶，且这一轮 TV 面板价格上涨的持续性与幅度都比此前弱；短期来看，综合考虑电视厂商采购计划，预计 23Q4-24Q1 面板价格环比或有一定回落。

图表46：LCD TV 面板价格（美元）



资料来源：WitsView，国联证券研究所

图表47：LCD TV 面板价格同比

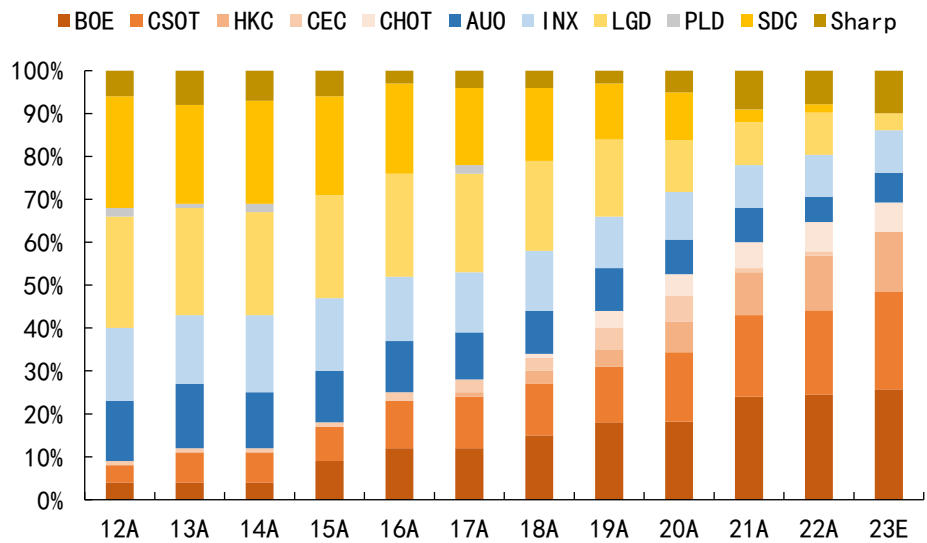


资料来源：WitsView，国联证券研究所

中长期来看，TV 面板价格波峰削弱、波长收窄是大趋势，由于上游 LCD TV 面板

产能已有 70%集中在中国大陆，当下游需求相对稳定，面板价格的波动就主要取决于短期需求波动以及上游稼动率之间的博弈：1) 当短期需求疲软或者厂家备货淡季时，上游面板厂通过主动控制稼动率收缩供给，稳住面板价格；2) 当旺季来临、行业复苏时，头部品牌亦可以通过平滑备货、分散供应链等方式抑制面板价格上涨。这一博弈的反馈较为及时，因此，中长期 LCD TV 面板价格的周期性或有所减弱，波峰降低，且此前 2 年左右的面板周期或缩短为 1 年左右，对于下游电视品牌厂商尤其是龙头而言，盈利的周期性会进一步弱化。

图表48：全球 LCD TV 面板出货份额（按出货面积计）



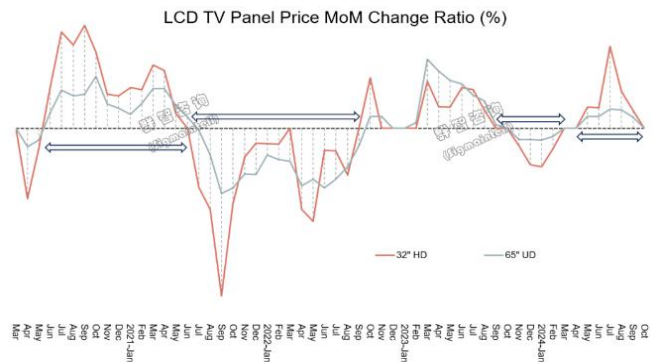
资料来源：奥维睿沃，国联证券研究所（注：橙色系为中国大陆 LCD TV 面板厂商）

图表49：23Q4 头部 LCD TV 面板厂商稼动率下滑



资料来源：DSCC，国联证券研究所

图表50：LCD TV 面板价格波动预测

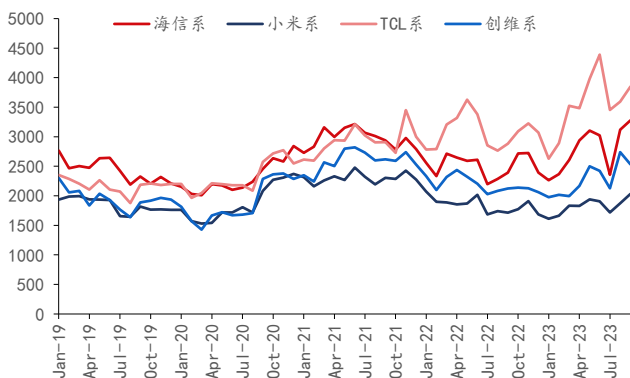


资料来源：群智咨询，国联证券研究所

产品升级有望成为彩电厂商改善盈利能力的重要抓手，奥维云网数据显示，年初以来海信、TCL 线上线下均价同比提升显著，当面板价格提升时，彩电龙头价格顺势提升，但面板价格下滑时彩电龙头价格却保持相对平稳，这主要是由于龙头抓住了大屏化与高端化两个最为重要的彩电产品升级趋势，支撑了均价表现。在大屏化方面，23 年双十一期间 75、85 英寸彩电占比显著提升，且海外市场大屏化趋势预计也十分明显，随着中国厂商坚定出海，依托中国大陆产业链优势，大屏化或势不可挡；同时

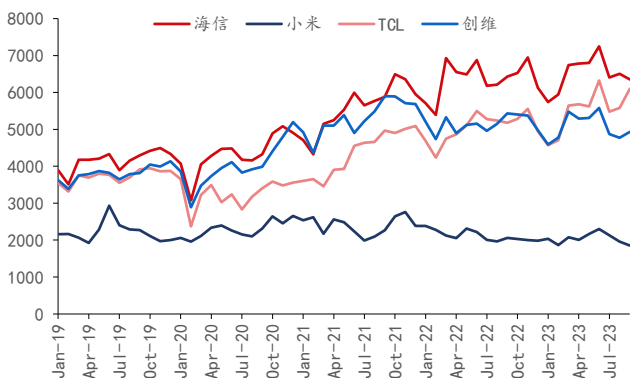
在高端化方面，MiniLED 背光电视当前最受市场关注，随着 MiniLED 背光电视技术逐步突破、成本显著下降，23 年双十一线上其零售量份额已经达到 4.5%，随着价格进一步下探，MiniLED 背光电视占比有望进一步提升，龙头或明显受益，此外画质芯片、黑曜屏等高端技术渗透率也有进一步提升空间。综合看，预计在保持一定溢价的基础上，大屏、高端彩电后续有望为彩电龙头贡献超额利润。

图表51：中国线上彩电分品牌均价走势（元）



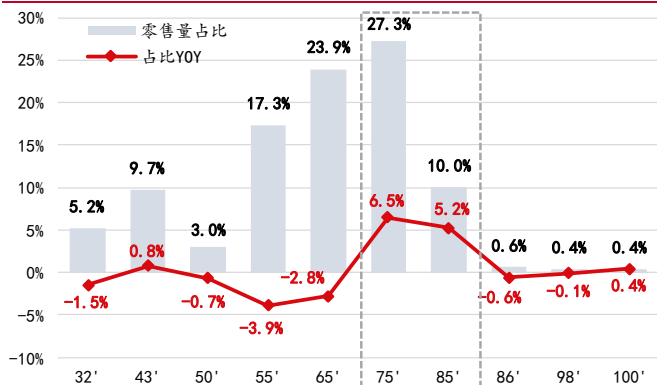
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表52：中国线下彩电分品牌均价走势（元）



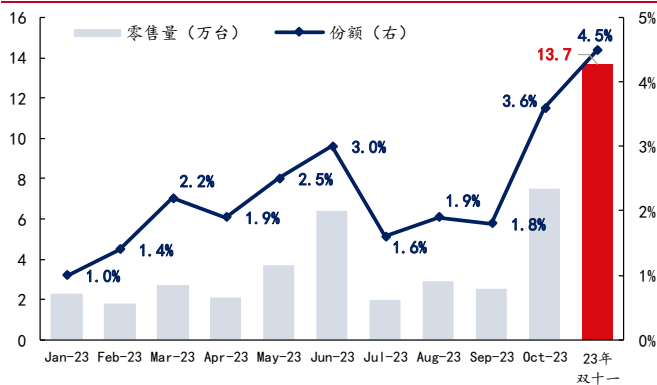
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表53：23 年双十一彩电线上零售量尺寸结构及同比



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

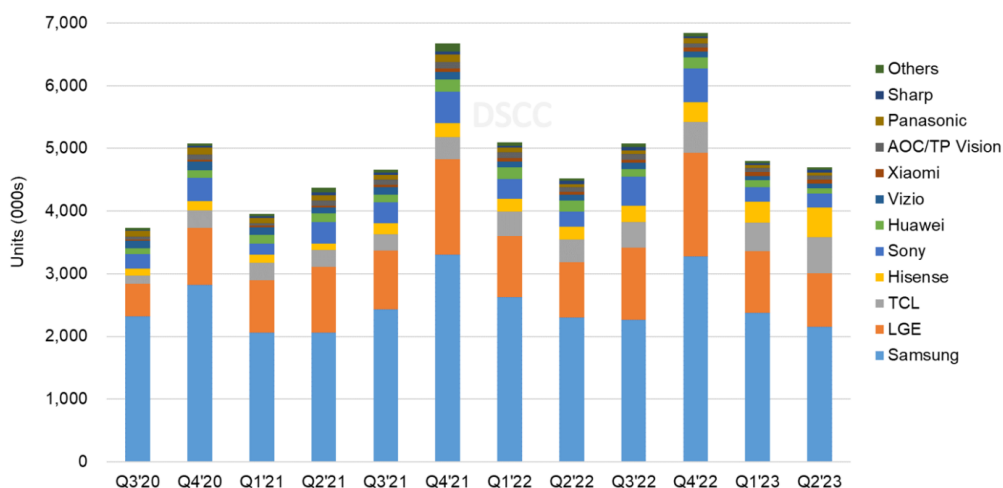
图表54：23 年彩电线上 MiniLED 零售量规模及占比



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

全球来看，国产龙头在高端电视的市场份额同样呈现提升趋势，DSCC 数据显示，23Q2 全球高端彩电出货量同比+4%至 470 万台，其中海信、TCL 份额持续提升，以 MiniLED 电视为例，23Q2 海信 Mini LED 电视全球出货量同比增加 20 倍，份额达到 17%，TCL 同比+212%，份额达到 27%。预计国产彩电龙头有望凭借优秀产品力，将自身竞争优势逐步拓展至高端产品，摆脱“纯性价比”的海外品牌形象，进一步收窄与日韩龙头的均价差距。考虑到海外市场盈利能力或优于境内，预计海外份额提升有望进一步提振龙头整体盈利水平。

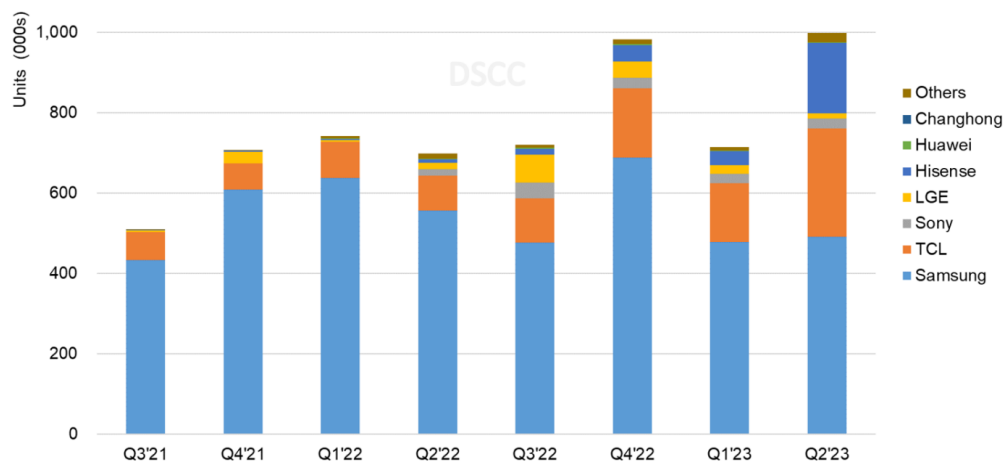
图表55：高端电视 20Q3-23Q2 全球分品牌出货量（千台）



资料来源：DSCC，国联证券研究所

注：高端电视即 Advanced TV

图表56：MiniLED TV 21Q3-23Q2 全球分品牌出货量（千台）

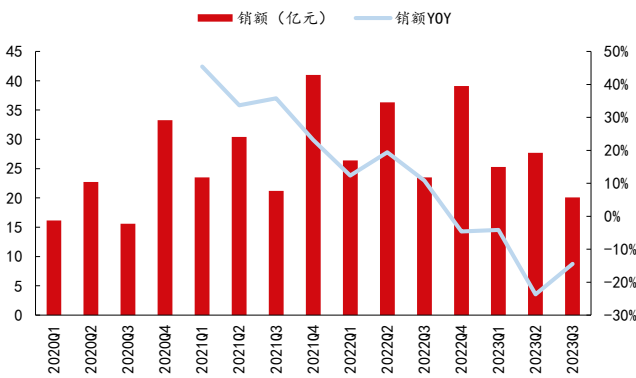


资料来源：DSCC，国联证券研究所

### 智能微投：C端需求仍然承压，场景延伸值得关注

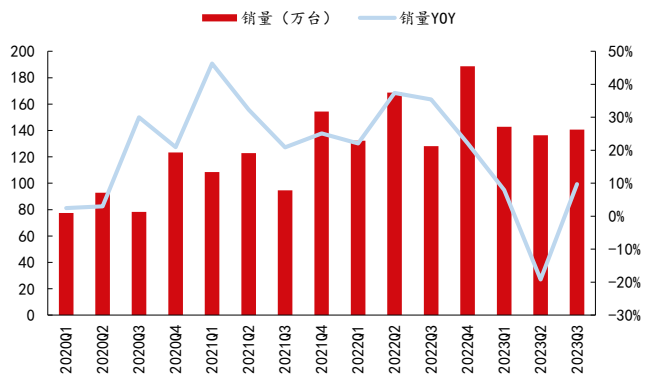
23年以来智能投影景气持续承压，销额同比有所下滑，洛图科技预计23年双十一智能微投线上销额同比-24%，且由于LCD占比提升、消费环境承压、LCD与DLP产品均价同步下探，23Q3全渠道均价同比-22%至1429元，预计双十一线上均价同比-13.3%。后续投影仪渗透率若要进一步提升，既需要产品性能的进一步升级（亮度、分辨率等），又需要进一步优化成本，考虑到DLP技术路线核心专利与产品短期内仍由德州仪器掌握，技术降本仍需等待，因此板块复苏或应重点关注产品力提升，此外消费景气改善也不可或缺。但投影仪应用场景的延伸值得关注，尤其是车载场景潜力较大，AR-HUD、激光大灯和车内观影均有可能成为中高端车型的标准配备，目前光峰、极米均有所布局，新应用场景有望拓展行业第二增长曲线。

图表57: 智能微投销额 (亿元) 与同比



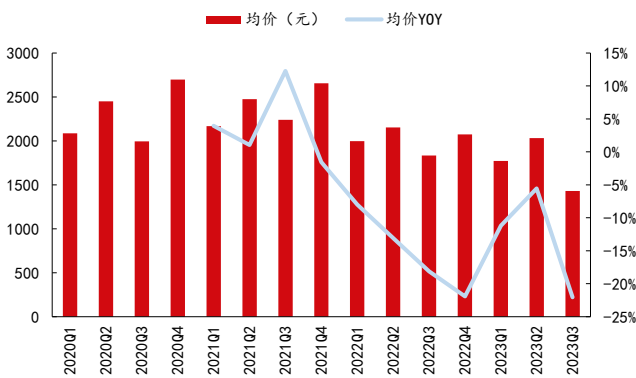
资料来源: 洛图科技, 国联证券研究所

图表58: 智能微投销量 (万台) 与同比



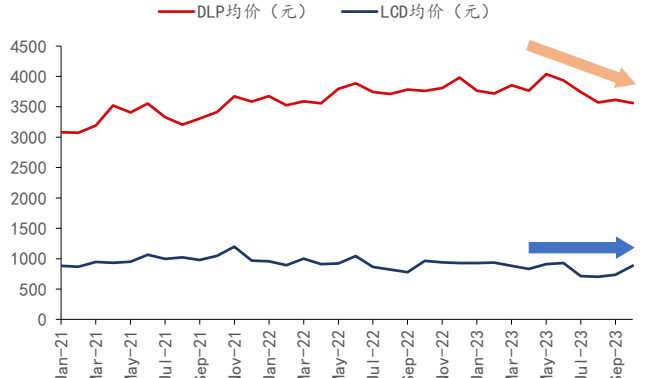
资料来源: 洛图科技, 国联证券研究所

图表59: 智能微投均价 (元) 与同比



资料来源: 洛图科技, 国联证券研究所

图表60: 智能微投分技术均价变动情况



资料来源: 洛图科技, 国联证券研究所

综上, 23 年彩电需求小幅下滑, 预计 24 年全球出货量或在体育赛事带动下实现小幅增长, 且当前 TV 面板价格环比回落, 成本压力缓解, 中长期 TV 面板价格波峰削弱、波长收窄或是大趋势, 有利于龙头转嫁成本; 具体到个股层面, 预计彩电龙头海信视像有望凭借海内外产品升级、多品牌策略与全球扩渠道实现更快营收增长, 并有望凭借 ULEDX、激光电视等产品的优秀产品力抢占高端市场, 逐步收窄与日韩品牌差距, 提高盈利能力, 此外龙头治理优化也是一大看点, **推荐海信视像**; 智能微投龙头盈利总体承压, 盈利回升有待产品力提升以及消费景气改善, 当前关注要点在于以车载为代表的新应用场景, 夺得先机的企业有望实现较好经营表现。

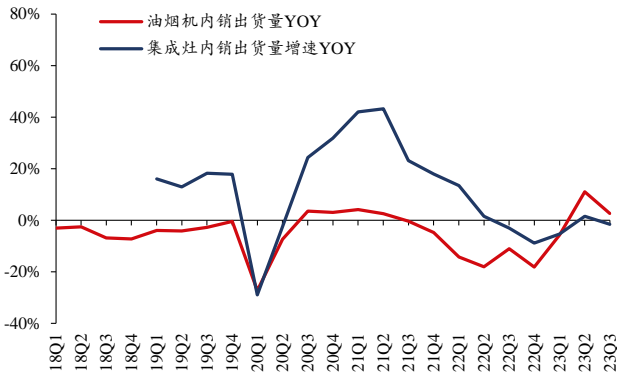
## 后周期: 估值与预期历史底部, 于危机中孕生机

### 23 年: 竣工+疫后复苏支撑下, 板块经营稳健收官

基于疫后复苏和竣工端保障, 23 年厨电板块经营整体稳健, 23Q1/Q2/Q3 后周期行业收入分别-3%/+8%/+5%, 环比去年改善。分子品类看, 由于一二线地产景气仍然优于三四线, 烟灶/电工照明收入稳健, 集成灶承压。从奥维推总显示, 23Q1-Q3 油烟机/燃气灶/集成灶/洗碗机/蒸烤一体机销量同比分别+0%/-4%/-3%/+1%/-8%, 油烟机/燃气灶/洗碗机/集成灶/蒸烤一体机价格同比分别+4%/+5%/+7%/-0%/+12%, 销量

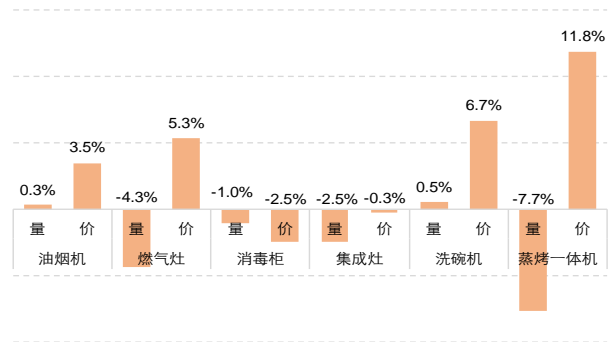
总体承压，但价格稳中有升。

图表61：油烟机内销出货增速表现优于集成灶



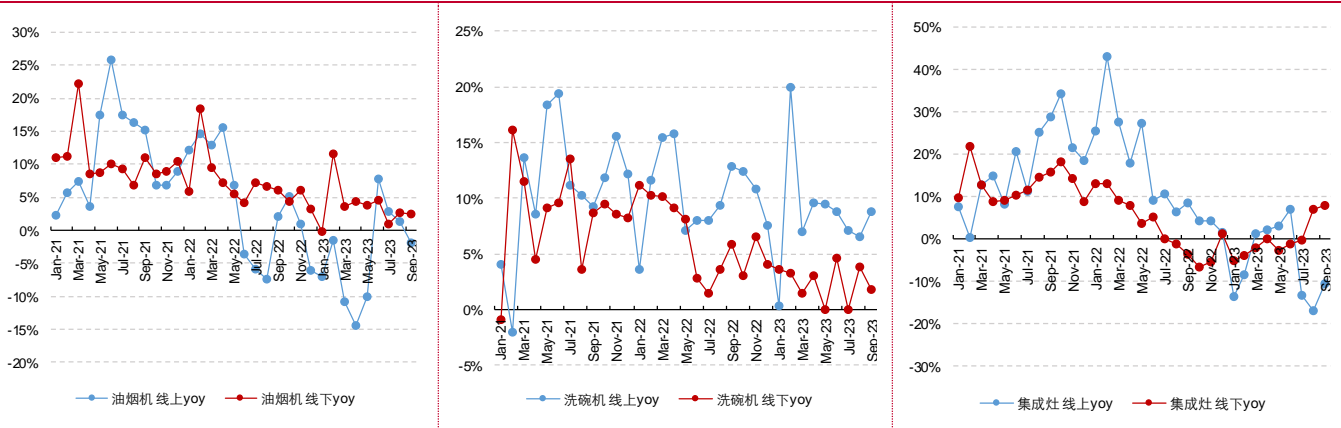
资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表62：23Q1-Q3 奥维推总口径各品类量价同比增速



资料来源：奥维推总，国联证券研究所

图表63：油烟机、洗碗机及集成灶逐月线上、线下价格同比增速



资料来源：奥维监测，国联证券研究所整理

落实到公司层面，后周期板块 23Q1-Q3 收入、业绩分别+3.61%、+14.29%；23Q1-3 毛利率同比+3.85pct，驱动后周期归属净利率 23Q1-Q3 同比+1.63pct；其中，公牛、老板及华帝表现较优；公牛传统业务基础扎实，新兴业务不断放量，综合份额提升驱动表现领先，23Q1-Q3 收入+11%；内部降本增效、原材料红利驱动业绩+19%。华帝股份国内零售逐季表现较优，渠道改善+新品提价逻辑兑现；同时高端化驱动盈利能力大幅改善。老板工程累计增量突出，零售增速维持稳健，23Q1-Q3 盈利能力小幅改善。整体来看，23 年厨房大电销量需求表现较优，均价维稳，行业整体稳健；在此基础上，龙头凭借更强的优势、内部精细化管理，收入及业绩实现了稳健增长。

图表64：后周期板块公司的收入及业绩增速

公司	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
	2023Q1-Q3	2022Q1-Q3	同比	2023Q1-Q3	2022Q1-Q3	同比
老板电器	79.33	72.37	9.62%	13.73	12.34	11.31%
华帝股份	44.31	42.59	4.03%	3.60	2.81	28.16%
万和电气	44.13	50.76	-13.07%	5.59	5.45	2.68%
火星人	15.71	16.42	-4.32%	2.23	2.19	1.70%
浙江美大	12.61	13.98	-9.76%	3.63	3.73	-2.48%
亿田智能	9.44	9.62	-1.93%	1.75	1.61	8.76%
帅丰电器	6.23	7.09	-12.09%	1.39	1.52	-8.33%
公牛集团	116.07	104.74	10.81%	28.13	23.61	19.13%
欧普照明	55.14	52.06	5.92%	6.59	5.06	30.16%
合计	382.97	369.63	3.61%	66.64	58.31	14.29%

资料来源：iFind，国联证券研究所

图表65：后周期板块公司的盈利能力变化 (pct)

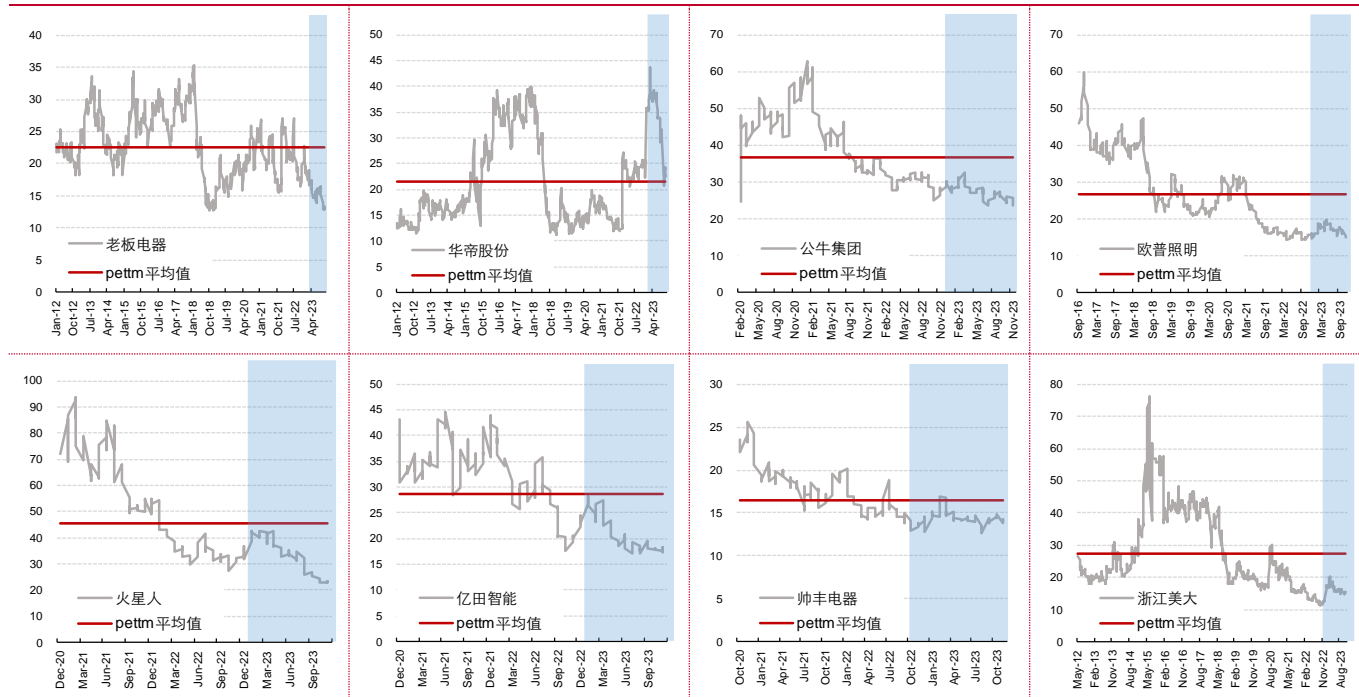
公司	毛利率yoy		归母净利率yoy	
	2023Q1-Q3	同比	2023Q1-Q3	同比
老板电器	52.03%	1.41	17.31%	0.26
华帝股份	41.79%	0.57	8.12%	1.53
万和电气	32.31%	5.64	12.67%	1.94
火星人	48.01%	3.07	14.17%	0.84
浙江美大	47.37%	2.75	28.81%	2.15
亿田智能	49.66%	2.58	18.55%	1.82
帅丰电器	47.79%	1.96	22.34%	0.92
公牛集团	41.95%	4.97	24.24%	1.69
欧普照明	39.14%	5.22	11.95%	2.23
合计	43.22%	3.85	17.40%	1.63

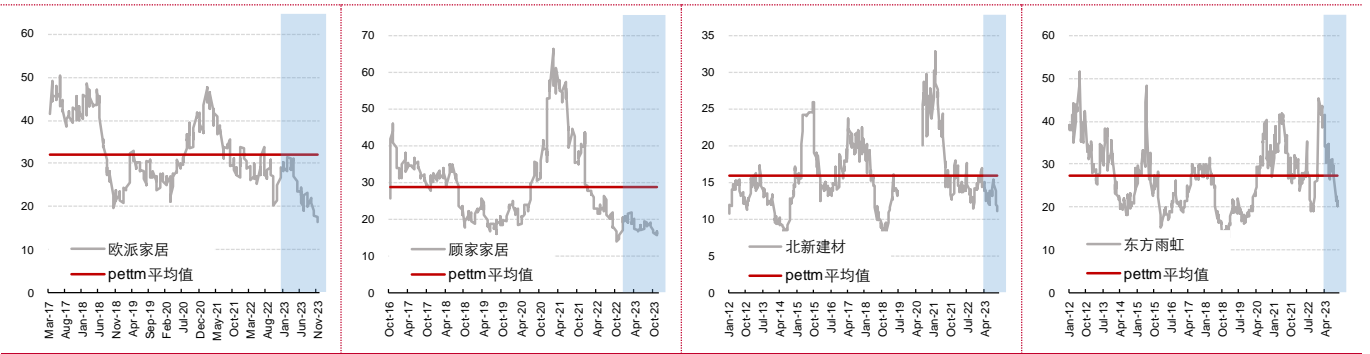
资料来源：iFind，国联证券研究所

### 估值端：地产端数据整体弱势，厨电估值历史底部

23年以来，地产端数据持续走弱，累计至10月，地产新开工、销售及竣工面积增速分别-24%、-17%、+18%。基于市场对地产长期销售、竣工表现的担忧，后周期龙头估值均向下探底，部分公司甚至创下历史新低：其中，公牛、欧派及火星人估值均创下历史新低，老板、顾家、亿田及欧普估值也低于上一个底部——2022年10月，表明已充分反映市场悲观预期，后续若政策及销售端有所改善，板块弹性可期。

图表66：典型的地产后周期标的动态估值来到了历史低点



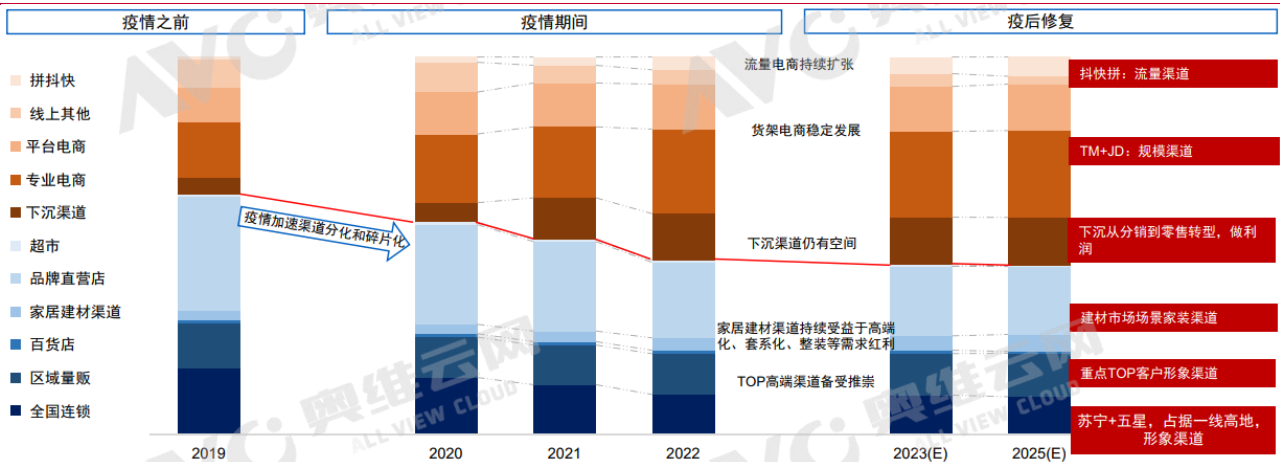


资料来源：iFind，国联证券研究所整理

### 展望 24 年：渠道变革之下，关注龙头份额提升逻辑

23 年龙头公司更优异经营成果的背后，也有渠道变化带来的助益。24 年我们仍需要重点关注渠道端变化或是下沉渠道及整装渠道等，二者增长更优且品牌集中度更高，龙头或仍可在渠道结构变化过程中收获增量。24 年平台新零售体系、龙头与装企的合作渠道、各品牌联合整装渠道等，由于效率提升、模式创新，占比仍将持续提升，而这类新渠道往往龙头品牌的份额更加集中。

图表67：家电行业终端渠道的类型及其占比变化



资料来源：奥维云网《从家电市场渠道演变看用户全流程运营》，国联证券研究所整理

下沉市场所包含的三线及以下城市、县镇及农村市场，截至 2018 年人口规模 9.3 亿，市场潜力较大。原有家电的销售渠道以品牌专卖店、区域性家电卖场、大超市等为主，存在货品不全、服务参差、效率偏低等弊端；且由于越往下，渠道层级多，层层加价使得大厨电在下沉市场零售价偏高，份额较低，经营基础相对薄弱。奥维监测数据显示，老板方太在 T1\T2 市场集中度较高，CR2 达到 50%；在 T3\农村市场 CR2 仅约 40%。而空调龙头由于渠道覆盖度高，且由于品牌与渠道优势，低线的市场份额反而攀升。

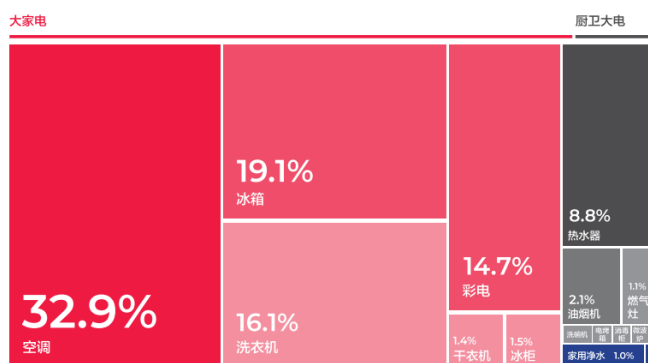
图表68：下沉市场厨电龙头份额明显偏低

	线下-T1市场销量份额			线下-T2市场销量份额			线下-T3市场销量份额			线下-农村市场销量份额			线上-销量份额	
	品牌	2022A	2021A	品牌	2022A	2021A	品牌	2022A	2021A	品牌	2022A	2021A	品牌	2022A线上
油烟机	老板	27.4%	26.2%	老板	27.6%	24.8%	老板	21.1%	20.6%	老板	22.9%	20.7%	美的	10.0%
	方太	25.4%	23.7%	方太	22.1%	20.5%	方太	20.9%	18.9%	方太	18.3%	17.0%	志高	9.2%
	法迪欧	4.2%	6.0%	华帝	9.4%	10.9%	美的	6.8%	8.3%	美的	8.2%	11.6%	老板	7.9%
	美的	3.8%	4.7%	海尔	6.5%	6.3%	华帝	8.0%	8.4%	海尔	7.9%	7.3%	苏泊尔	5.7%
	华帝	5.7%	7.0%	美的	4.2%	5.8%	海尔	6.0%	6.3%	万家乐	5.7%	4.7%	华帝	6.9%
燃气灶	老板	25.1%	24.7%	老板	24.7%	22.5%	老板	18.0%	18.1%	老板	20.8%	19.5%	苏泊尔	16.0%
	方太	22.2%	21.8%	方太	19.9%	19.0%	方太	17.8%	16.8%	方太	15.7%	15.5%	厅和好太太	5.9%
	华帝	7.5%	8.2%	华帝	12.1%	12.9%	美的	8.6%	9.2%	美的	9.8%	12.6%	华帝	7.5%
	法迪欧	3.4%	4.8%	海尔	7.1%	6.3%	华帝	10.7%	10.3%	万家乐	7.2%	7.0%	美的	8.0%
	万家乐	4.1%	4.1%	美的	4.9%	6.8%	万和	5.8%	6.4%	华帝	9.8%	9.4%	万和	6.3%
空调	格力	29.3%	30.0%	格力	26.9%	28.3%	美的	32.8%	38.3%	格力	32.1%	31.6%	格力	23.8%
	美的	33.0%	35.5%	美的	36.4%	41.0%	格力	32.3%	31.6%	美的	33.3%	39.4%	美的	26.8%
	海尔	17.6%	14.2%	海尔	16.7%	12.8%	海尔	15.9%	13.1%	海尔	16.3%	13.2%	海尔	11.7%
	海信	8.3%	6.2%	海信	9.3%	7.3%	海信	8.3%	6.6%	海信	8.6%	6.5%	米家	5.9%
	TCL	3.0%	1.6%	TCL	1.7%	0.7%	长虹	2.0%	1.6%	TCL	1.7%	0.7%	奥克斯	6.9%

资料来源：奥维监测，国联证券研究所整理

品牌与电商平台的新零售合作，是体系化的 B2B 模式，而随着货品型号更全、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，新零售占比将趋于提高。而平台在各赛道中，更倾向于选择龙头进行合作，对于厨电品牌而言，下沉网点有助于其渠道补齐，获得份额增量。

图表69：下沉渠道的品类销售结构



资料来源：GFK《家电下沉市场美好生活趋势白皮书》，国联证券研究所

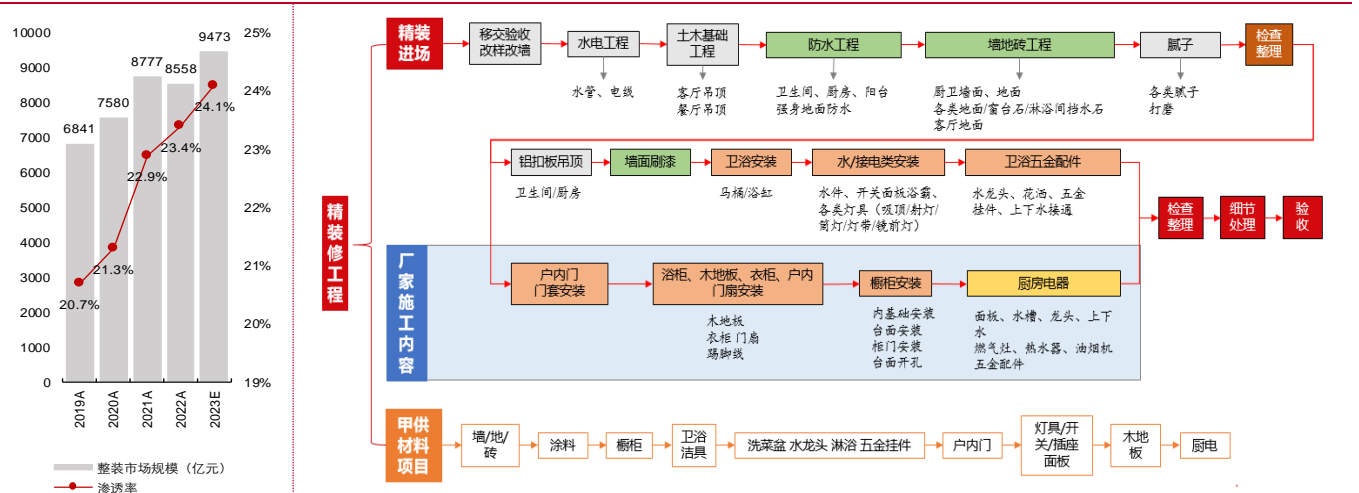
图表70：下沉渠道扩张的逻辑



资料来源：GFK《家电下沉市场美好生活趋势白皮书》，国联证券研究所

另一个需求的共性趋势即整装，消费者倾向于以整套方案的形式完成房屋装修。在此背景下，家电的零售需求也逐步被前端渠道截流，典型如房企精装修、装修企业及装修环节更靠前的渠道。基于此，厨电企业开始倾斜三类渠道合作，其一是房企精装修项目，其二是装修企业的合作，其三是品牌强强联合的渠道。

图表71：整装的渗透率持续提升及完整装修的全流程概况



对于房企精装渠道我们在此不再赘述，而厨电企业与装修企业合作，也有利于品牌集中度提升。其一，为吸引消费者，装修企业将选择品牌影响力更强、产品更优的龙头品牌合作；其二，装修企业也将集中客户流量于优选品牌，增加与单一品牌的合作规模，进而优化盈利；因此，龙头品牌份额将进一步集中。

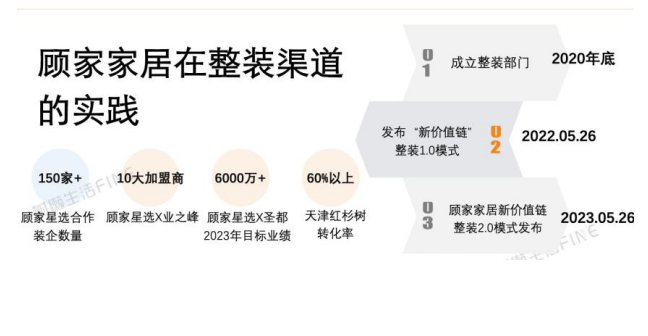
品牌联合渠道对品牌的影响力和实力提出更高的要求。在整装大趋势背景下，品类加速融合为场景，各环节龙头企业不断加码整家模式，联合其他品牌走向家装，典型如海尔的场景品牌三翼鸟、欧派零售大家居、顾家家居整装等；这种模式对品牌提出了更高的要求，联合圈内的龙头品牌之间相互引流，共同成长。

图表72：海尔三翼鸟场景品牌，1300+场景门店



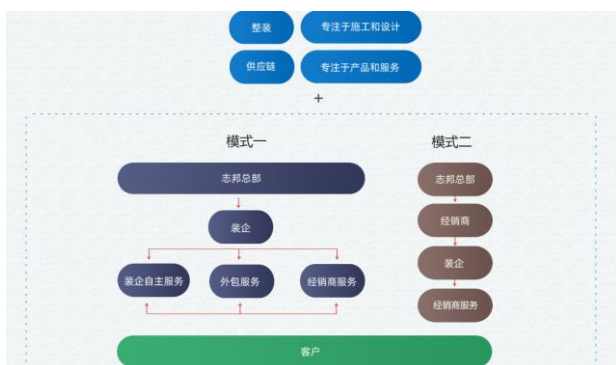
资料来源：三翼鸟官网，国联证券研究所

图表73：顾家家居——一体化整家



资料来源：顾家官网，国联证券研究所

图表74: 志邦与各大装企携手, 引流、产品等赋能



资料来源: 志邦家居官网, 国联证券研究所

图表75: 九牧的终端大型型



资料来源: 九牧官网, 国联证券研究所

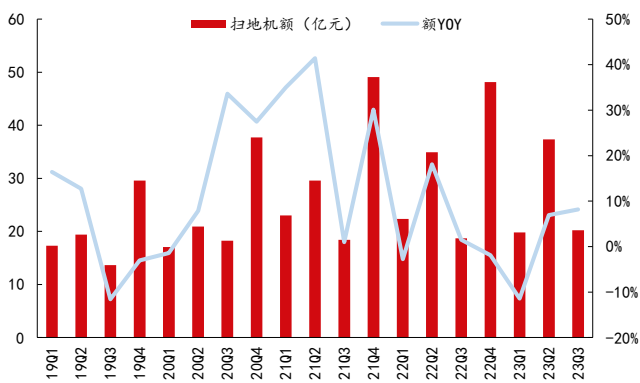
综上, 23 年无论是销售端还是开工端, 地产数据持续较弱, 使得市场对后周期板块后续短期与长期需求显著担忧, 在此背景下, 当前后周期公司估值均已达到历史底部、甚至创下历史新低, 已充分反映市场悲观预期, 后续若政策及销售端有所改善, 板块弹性较大。个股层面, 随着渠道融合、新品类贡献增量, 龙头经营大概率优于行业, 叠加部分龙头积极提升分红比例, 我们提示当前地产后周期龙头估值低位的配置价值, 推荐老板电器, 建议关注公牛集团、华帝股份。

### 清洁电器: 内销景气复苏, 关注国产龙头出海

#### 境内扫地机: 需求弱复苏, 重视以价换量逻辑兑现

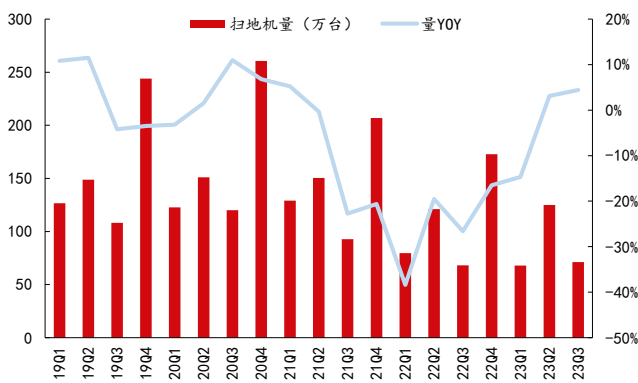
回顾 23 年, 内销方面, 扫地机景气较上年有所复苏, 全年或个位数增长。23Q3/Q1-23Q3 全渠道销额同比+8.1%/+1.8%, 销量同比+4.4%/-1.8%, 最新奥维数据显示, 23 年双十一线上(含抖音)扫地机规模同比+17.5%至 34.4 亿元, 量同比+13.0%至 97 万台, 因此 23 年内销扫地机行业销额实现个位数增长或已成定局。

图表76: 扫地机全渠道零售额(亿元)及同比



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表77: 扫地机全渠道零售量(万台)及同比

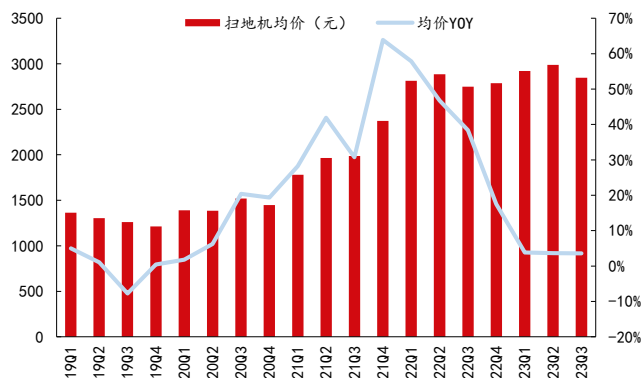


资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

今年扫地机内销景气改善, 预计主要是由于全能型产品价格下探, 带动消费者主动向上升级, 需求释放, 此外高端产品清洁功能升级也有所贡献。一方面, 在龙头性价比单品的带动下, 全能款产品全面普及, 销额占比已超过七成, 另一方面, 今年

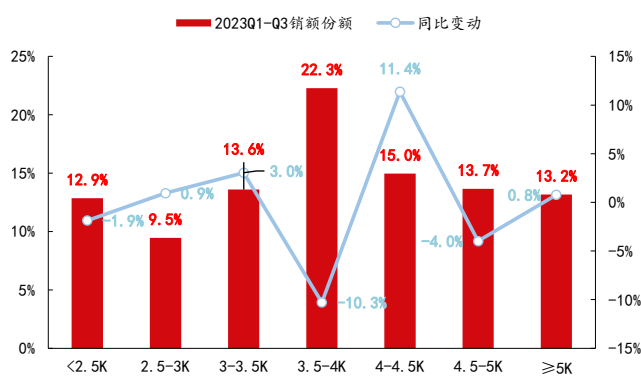
新品主要聚焦精细化清洁，机械臂、方形机等功能创新层出不穷，同时包括吸力在内的参数也得到显著提升。综合影响下，23Q3 扫地机全渠道价格小幅提升，同比+3.6%至 2846 元，23Q1-Q3 同比+3.7%至 2932 元，双十一均价同比也有小个位数增长，分价格带看，3-3.5K 与 4-4.5K 是份额提升最多的价格段。

图表78：扫地机全渠道零售均价（元）及同比



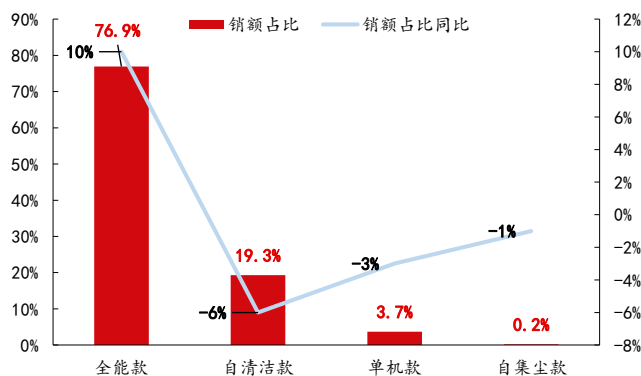
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表79：23Q1-Q3 扫地机线上分价格段结构及变动



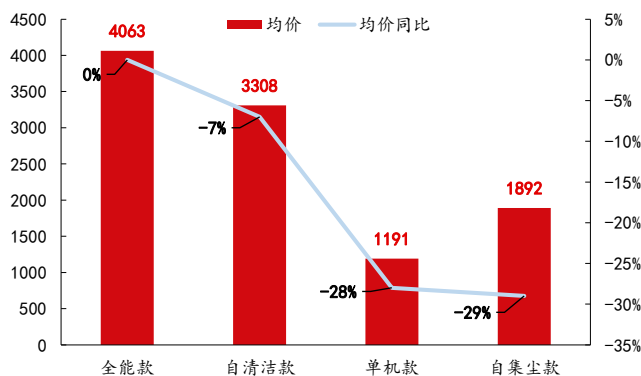
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表80：双十一开门红期间分品类结构与同比



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

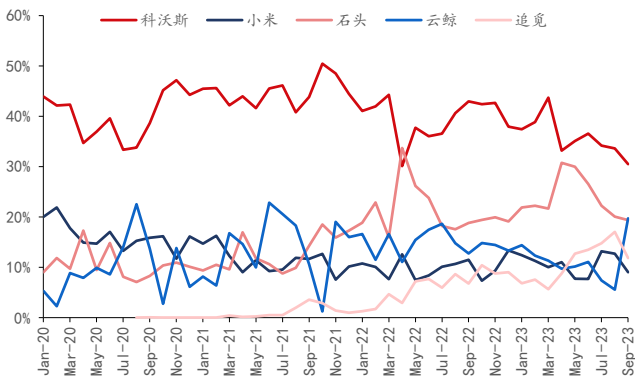
图表81：双十一开门红期间分品类均价与同比（元）



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

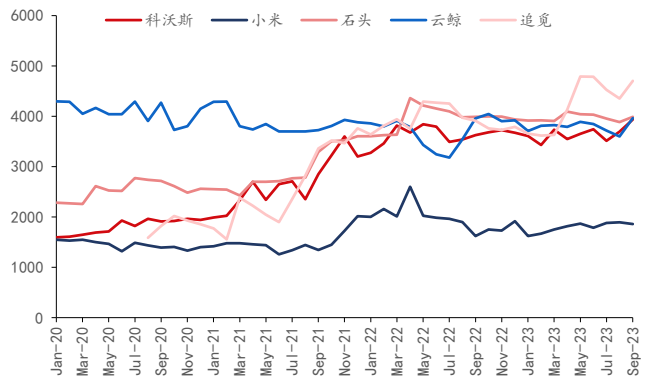
扫地机内销景气弱改善背景下，不同企业的受益程度确有所不同。其中，科沃斯价格环比变动不大，但今年新品销售不及预期，且去年同期有明显价格调整，有基数压力，因此年初以来份额同比有所承压；石头今年以来凭借 P10 与 P10 Pro 两款性价比全能型产品吸引大量消费者关注，且 G 系列高端产品销售表现也不落下风，因此份额同比提升显著；追觅今年凭借 X 系列新品进一步抢占高端市场，均价提升幅度领跑全行业；云鲸或由于产品更新速度偏慢导致年初以来销额份额同比有所下滑。

图表82：扫地机线上分品牌销额份额



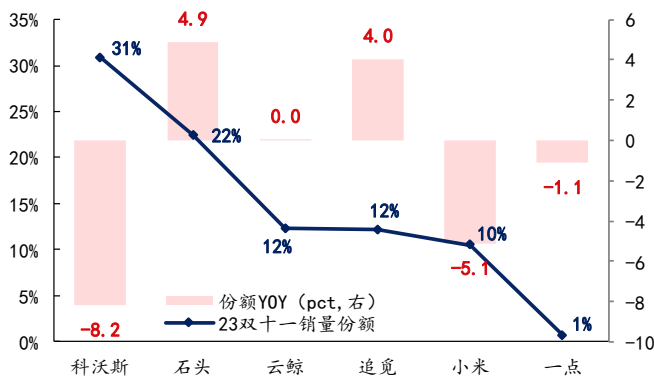
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表83：扫地机线上分品牌均价变动（元）



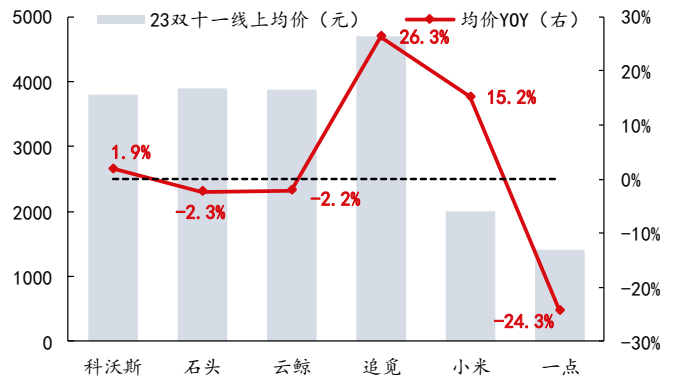
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表84：双十一扫地机品牌线上量份额及同比



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表85：双十一扫地机品牌线上均价及同比



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

进一步拆解不同价格段品牌的份额情况，或许会对企业后续扭转格局的方向更加清晰。石头在3-3.5K价格段凭借性价比全能型产品P10，份额提升最为显著，且在3.5-4K以及≥5K价格段均有所斩获，共同支撑石头年初以来销额份额提升；追觅主要凭借X30系列在≥5K价格段拔得头筹，此外追觅在4-4.5K价格段凭借S系列也抢占一定市场份额。而科沃斯各价格段份额均有所承压，竞争压力较大，叠加新品销售情况偏弱，份额波动；云鲸尽管在4-4.5K价格段份额提升，但其他价格段由于对应产品为老品，而新品迭代较慢，因此整体销额份额均有下滑。

考虑到石头、科沃斯与追觅同属多价格段、多SKU布局的品牌，对于不同消费者的覆盖均有一定基础，但石头对于消费者的洞察或在23年更胜一筹，例如P10 PRO以“热水洗拖布+机械臂”引领市场，因此仅凭较少SKU即可高效抢占市场份额，而科沃斯与追觅SKU数量均较多，且科沃斯性价比款产品销售费用投放有所掣肘，导致份额有所波动；后续看，一方面在消费者洞察的基础上聚焦SKU是提高销售效率的重要途径，另一方面功能与技术降本也有望为营销留下空间，有助于抢回份额。

图表86: 23Q1-Q3 扫地机线上分品牌及价格段份额

	整体	<2.5K	2.5-3K	3-3.5K	3.5-4K	4-4.5K	4.5-5K	≥5K
整体	100.0%	12.9%	9.5%	13.6%	22.3%	15.0%	13.7%	13.2%
科沃斯合计	37.1%	3.1%	3.4%	3.7%	10.9%	4.5%	7.2%	4.4%
科沃斯品牌	35.8%	2.3%	2.9%	3.7%	10.8%	4.5%	7.2%	4.4%
一点品牌	1.2%	0.7%	0.4%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
石头	24.8%	0.5%	0.4%	6.5%	6.4%	2.6%	4.6%	3.8%
追觅	11.5%	0.1%	0.7%	1.3%	1.0%	2.4%	1.4%	4.7%
云鲸	11.4%	0.1%	1.6%	0.4%	3.6%	5.3%	0.3%	0.0%
小米	9.7%	6.4%	2.3%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所 (橙色表示同比提升较明显, 绿色表示下滑较明显)

图表87: 23年双十一扫地机线上畅销型号 TOP5

型号	品牌	销额市占	W44-W46均价
P10 Pro	石头	7.50%	3866
T20S Pro	科沃斯	7.40%	3552
T20S Pro (上下水版)	科沃斯	6.40%	3994
J4	云鲸	6.30%	3884
P10 Pro (上下水版)	石头	5.90%	4448

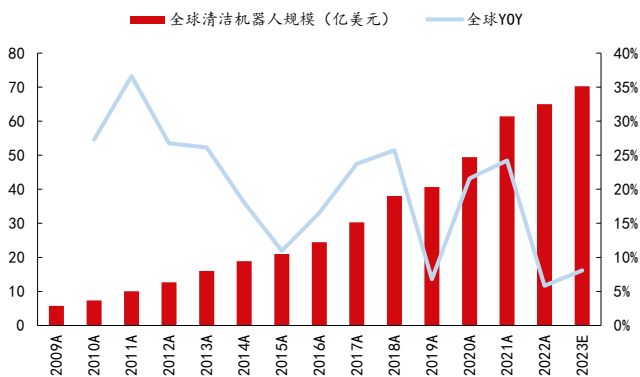
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

展望 24 年: 一方面, 预计 24 年扫地机内销市场对高性价比产品仍趋之若鹜, 因此对龙头企业的降本能力提出更高要求, 在此基础上, 预计 3K 元上下的价格段占比有望继续提升, 企业若能围绕这一价格区间展开技术、功能或产业链降本, 或有望夺得竞争先机, 进一步推动需求释放; 另一方面, 我们预计消费者精细化清洁的功能仍未得到充分满足, 因此在高端市场, 产品迭代创新是观察重点, 其中功能的进一步迭代是重中之重。若性价比产品降本以及高端产品升级突破均进展良好, 预计行业销额仍有望在消费者主动升级基础上, 量价提升、销额延续增长。

### 境外扫地机: 国产品牌抢份额, 全能产品普及在即

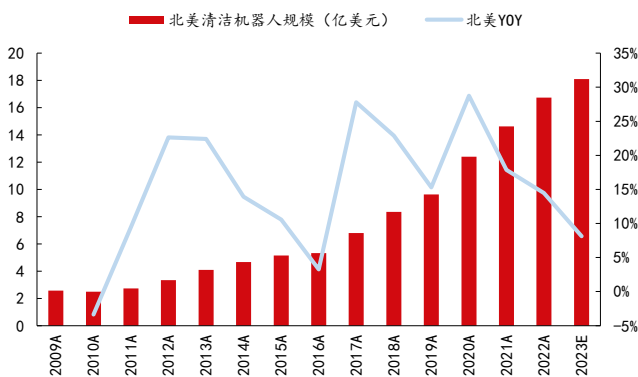
欧睿国际预计 2023 年全球清洁机器人行业零售额同比+8%至 70 亿美元, 增速环比小幅提升, 预计主要由于全球扫地机产品持续升级, 全基站产品渗透率不断提升。其中预计北美/西欧/东欧/亚太 (不含中国) 零售额分别全年同比+8%/+14%/+24%/+9%, 不同地区均有望实现增长。尽管扫地机在海外主流市场的渗透率或大多已经超过 5%, 仍有空间, 预计随着扫地机算法与清洁功能的进一步升级, 海外扫地机渗透率提升仍然十分值得期待, 且其中全能型产品的占比相比中国也同样有提升空间。

图表88: 全球清洁机器人销额 (亿美元) 及同比



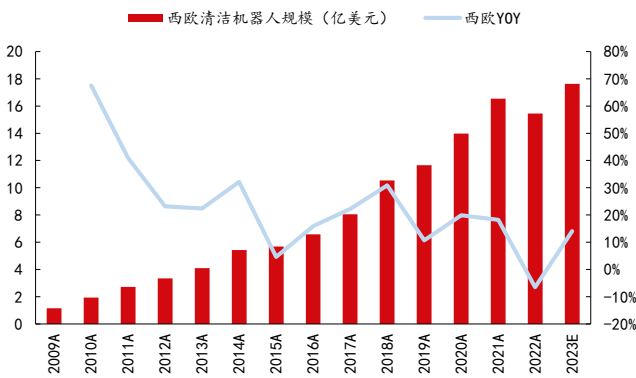
资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表89: 北美清洁机器人销额 (亿美元) 及同比



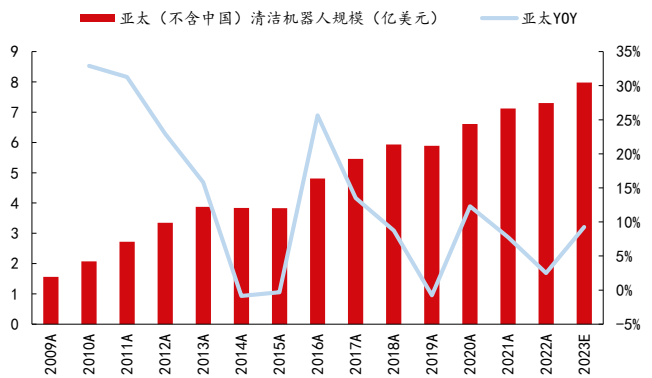
资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表90：西欧清洁机器人销额（亿美元）及同比



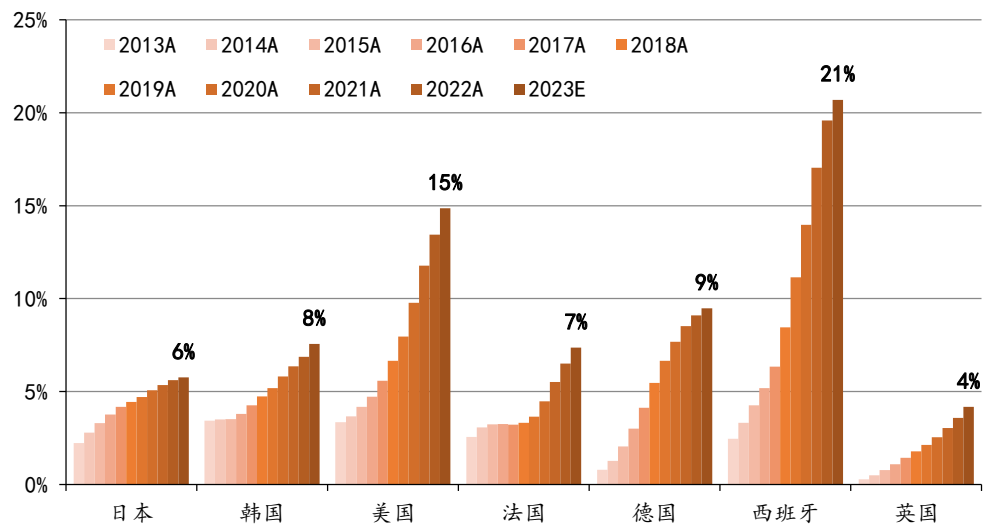
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所（注：含土耳其）

图表91：亚太清洁机器人销额（亿美元）及同比



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

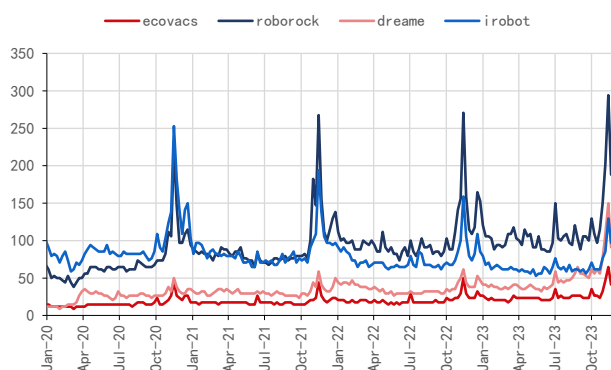
图表92：海外清洁机器人代表性市场渗透率情况（假设5年更新）



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

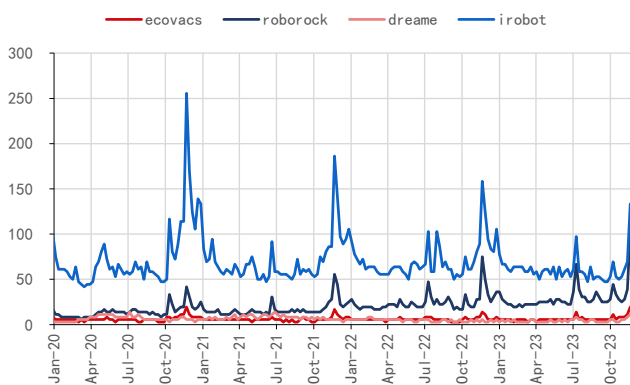
从高频数据看，国产扫地机龙头抢占全球份额可谓势不可挡。从海外搜索引擎指数看，一方面，iRobot 搜索热度自 20 年末起颓势显现，其算法能力与清洁功能的迭代升级都较为缓慢，且经营自 22 年以来承压日益显著，自身品牌力受损；另一方面，国产清洁电器龙头品牌全球知名度稳步提升，其中石头 22 年以来凭借 S 系列产品在海外引领全能型产品趋势，黑五期间或延续年初以来较好收入增长表现，同时追觅自 23 年中起海外市场明显发力，其多品类布局的策略在海外市场也取得较好效果，黑五期间全球各地区预计同比均实现较快增长。

图表93: 20年以来全球扫地机品牌搜索热度



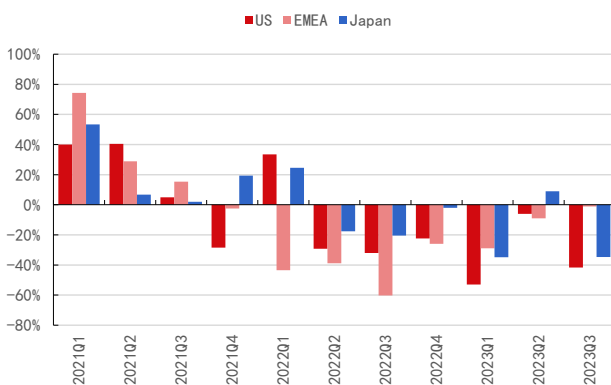
资料来源: Google Trend, 国联证券研究所 (注: 2019年末iRobot=100; Google Trend数据统计于2023年12月6日, 下同)

图表95: 20年以来美国扫地机品牌搜索热度



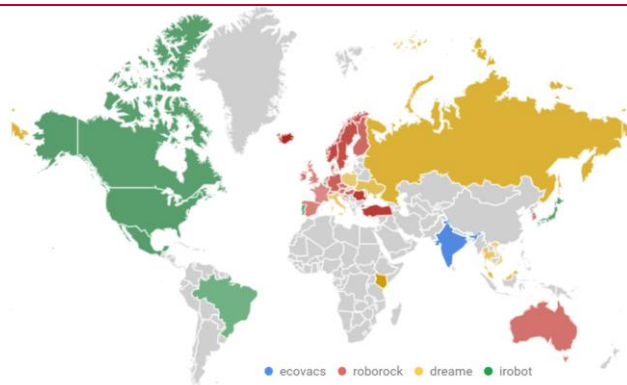
资料来源: Google Trend, 国联证券研究所 (注: 2019年末iRobot=100)

图表97: iRobot 单季度收入分地区同比



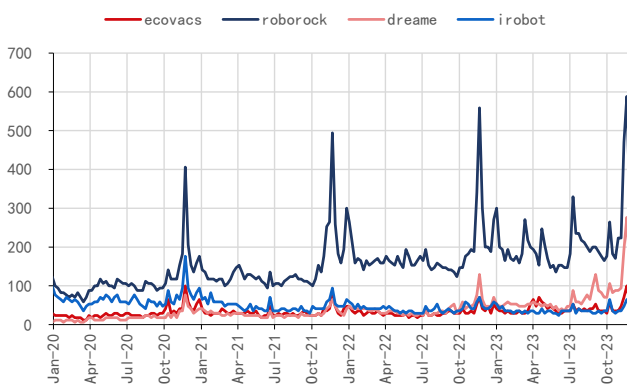
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表94: 各国与地区搜索热度最高的扫地机品牌



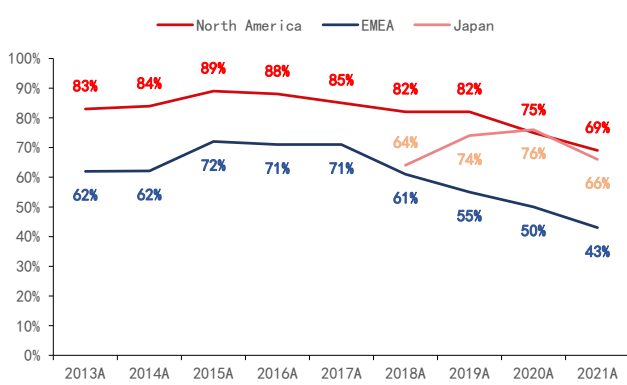
资料来源: Google Trend, 国联证券研究所 (注: 时间段为2023年11月25日的过去三十天, 灰色表示搜索量较低的国家与地区)

图表96: 20年以来德国扫地机品牌搜索热度



资料来源: Google Trend, 国联证券研究所 (注: 2019年末iRobot=100)

图表98: iRobot 扫地机分地区份额



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所 (注: 数据截至2021年)

从亚马逊畅销榜排名看, 美国亚马逊排名靠前的产品仍然主要是低价、单机款, 国产品牌的排名仍有很大提升空间, 但石头的性价比 Q 系列排序相对居前, 在总体具有一定溢价的情况下, 本次黑五石头 Q 系列在美国亚马逊的畅销榜排名提升显著, 而德国亚马逊石头保持显著领先优势, 但追觅提升势头值得关注。

结合搜索与销售高频数据看, 一方面预计北美地区以石头为代表的国产品牌份额趋势较为确定, 主要是由于石头已经凭借 S8 Pro Ultra 与 S7 Max Ultra 在 800 美元以上的市场实现“霸榜”, 且石头已经在北美线下渠道有所突破, 而 iRobot 产品

力总体上仍然与国产品牌有代差；另一方面预计欧洲地区竞争可能比北美激烈，尤其是在高端价格段，但需要注意的是欧洲市场扫地机高端化红利仍存，因此国产品牌总体可获得份额提升，iRobot、Neato 等外资品牌份额下滑显著，国产龙头之间相互挤压、此消彼长的情况并未发生。

**图表99：美国、德国亚马逊扫地机 Best Seller 榜单**

美国畅销榜	品牌	型号	价格 (美元)	德国畅销榜	品牌	型号	价格 (美元)	价格 (欧元)
1	iRobot	Roomba 694	274.99	1	roborock	S8 Pro Ultra	1210.99	1111.00
2	Shark	AI Ultra	389.00	2	Dreame	L20 Ultra	1088.91	999.00
3	iRobot	Roomba Combo i5+	496.99	3	Dreame	D10 Plus	315.01	289.00
4	Shark	AI Ultra 2-in-1	598.00	4	roborock	Q Revo	707.41	649.00
5	Eufy	11S MAX	139.99	5	ECOVACS	DEEBOT T20 OMNI	761.91	699.00
6	iRobot	Roomba Combo i5	229.00	6	roborock	S7 Max Ultra	925.41	849.00
7	iRobot	Roomba Combo j5+	749.99	7	Dreame	L10s Ultra	761.91	699.00
8	roborock	Q5+	399.99	8	roborock	S8	543.91	499.00
9	roborock	Q Revo	679.99	9	AIRROBO	P20	137.38	126.04
10	iRobot	Roomba 692	252.00	10	iRobot	Roomba 692	184.21	169.00

资料来源：亚马逊，国联证券研究所

注：橙色为国产龙头；亚马逊 Best Seller 数据统计日期为 2023 年 11 月 26 日，下同

**图表100：美国亚马逊 Best Seller 分品牌、价格段(\$)**  
**的 SKU 数量**

名次/价格	<300	300-500	500-800	800-1500
1-10	iRobot 3	iRobot 1 roborock 1 Shark 1	iRobot 1 roborock 1 Shark 1	
11-20		Shark 1		roborock 1
21-30	Shark 1	roborock 2	iRobot 1	roborock 1
31-40	Shark 1	Shark 1		iRobot 2
41-50		iRobot 1 roborock 2		

资料来源：亚马逊，国联证券研究所

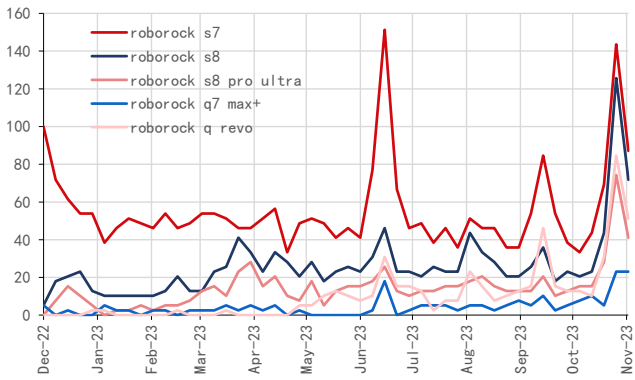
**图表101：德国亚马逊 Best Seller 分品牌、价格段(\$)**  
**的 SKU 数量**

名次/价格	<300	300-500	500-800	800-1500
1-10	iRobot 1 Dreame 1		roborock 2 Dreame 1 ECOVACS 1	roborock 2 Dreame 1
11-20		iRobot 1 roborock 2	iRobot 1	ECOVACS 1
21-30				
31-40		Dreame 1	iRobot 1	
41-50		ECOVACS 2		

资料来源：亚马逊，国联证券研究所（注：欧元兑美元汇率取1.09）

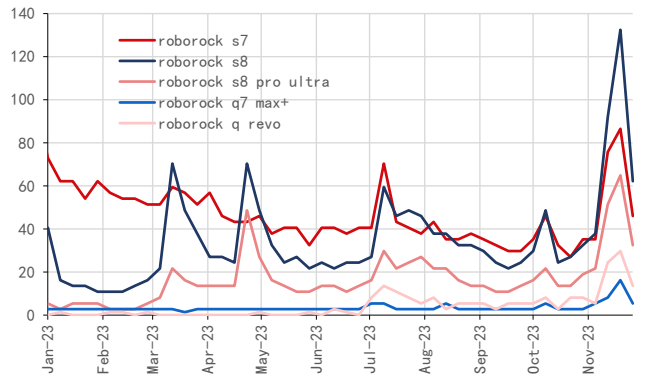
展望 24 年扫地机海外市场，高端产品占比提升所带来的均价提升是部分海外市场增长的主要动力，而全能型基站在海外市场的发展机遇仍值得重视。以石头几款典型产品为例，在更加重视价格的美国市场，Q Revo 10 月以来搜索热度上升很快，达到 S 系列代表性产品的一半；而在德国，Q Revo 同样获得关注，但 S 系列短时弹性更显著，预计本次黑五德国市场性价比产品的提升相对美国市场而言偏弱，后续高端产品的红利仍有望延续。参考国内市场 23 年经验，预计全球范围内性价比全能型基站扫地机的发力或许已经在路上，不过欧美节奏或有不同。

图表102: 23年以来美国石头部分扫地机搜索热度



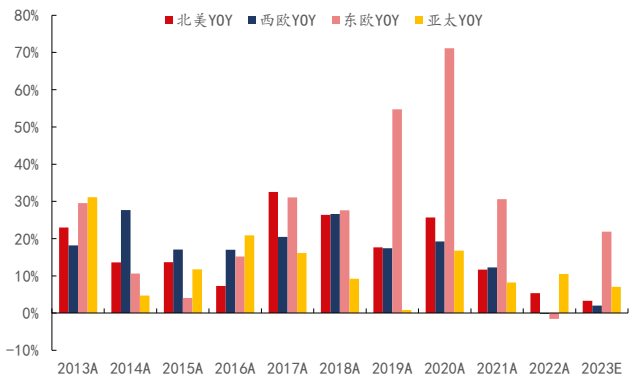
资料来源: Google Trend, 国联证券研究所 (注: 最新一周数据为估算)

图表103: 23年以来德国石头部分扫地机搜索热度



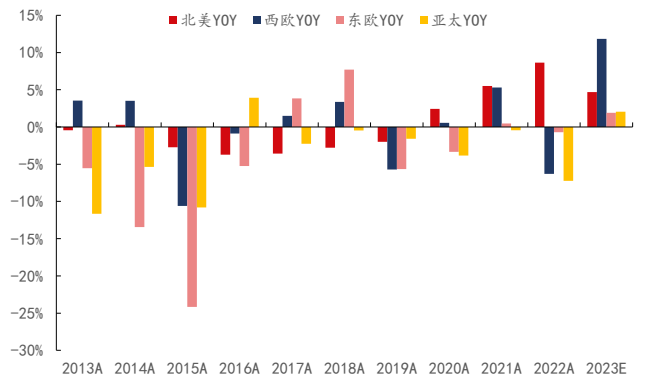
资料来源: Google Trend, 国联证券研究所 (注: 最新一周数据为估算)

图表104: 全球及主要海外市场清洁机器人销量同比



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所 (注: 西欧含土耳其)

图表105: 全球及主要海外市场清洁机器人均价同比

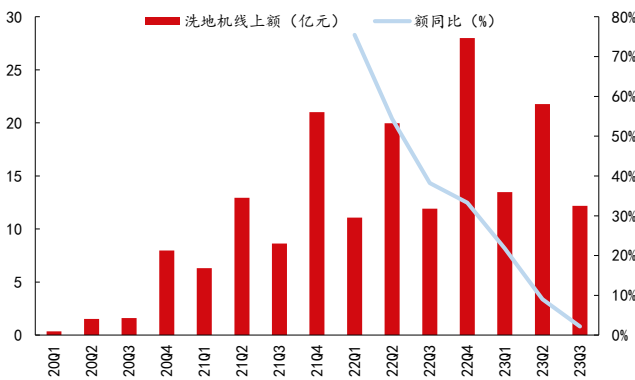


资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所 (注: 西欧含土耳其)

### 洗地机: 竞争加剧, 成本费用优化决定盈利改善空间

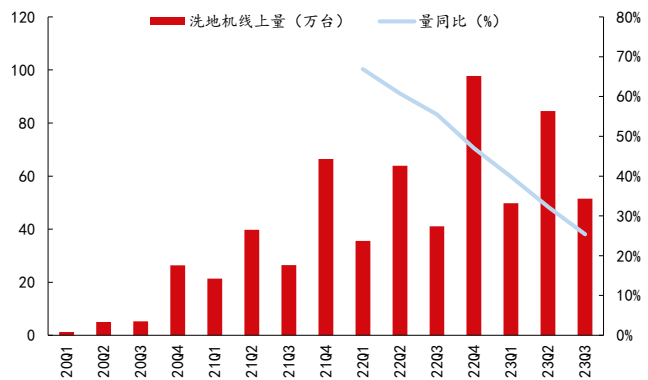
23年初以来洗地机量增价减, 23Q3/Q1-Q3 行业销额分别同比+10.4%/+2.2%, 分不同渠道来看, 洗地机双十一开门红期间传统电商渠道销额仍有所增长, 但抖音电商由于白牌较多, 流量转化效果一般, 且直播退货率、投流费用较高, 很多品牌因此更加理性, 因此抖音电商销额同比转为下滑, 同时不同渠道的均价同比降幅均较为显著。考虑到洗地机迭代空间比扫地机小, 后续行业天花板提升或主要依靠产品在操作灵活性以及自清洁上边际改善。

图表106: 洗地机线上零售额 (亿元) 及同比



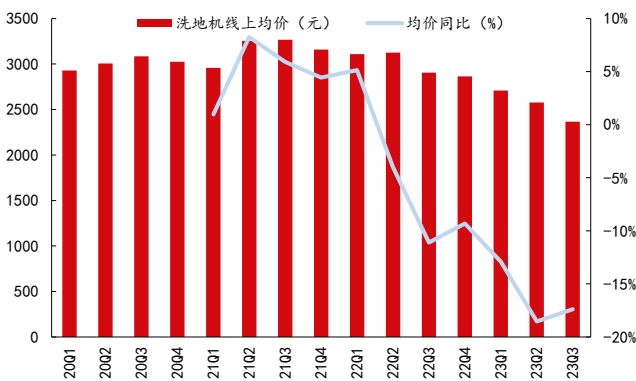
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表107: 洗地机线上零售量 (万台) 及同比



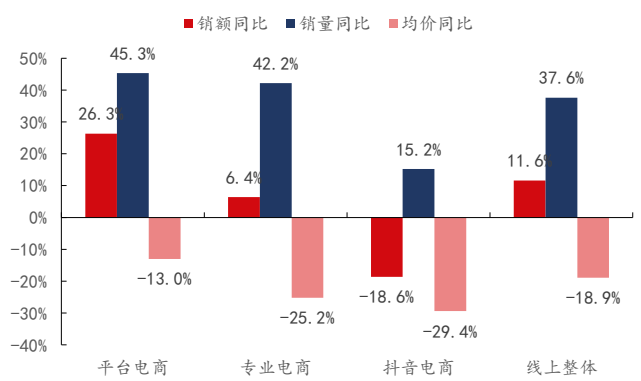
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表108: 洗地机线上零售均价(元)及同比



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

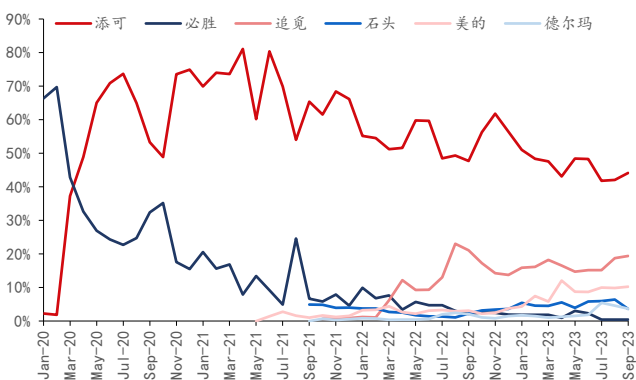
图表109: 双十一开门红期间洗地机分渠道同比表现



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

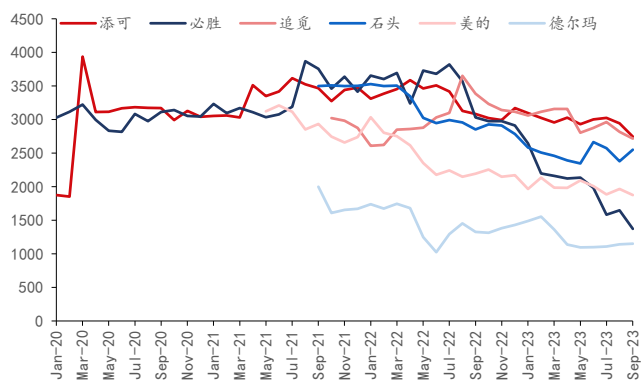
年初以来洗地机行业竞争加剧, 美的、石头、德尔玛等品牌凭借低于行业龙头的价格, 销额份额年内稳步提升, 但添可10月以来价格调整幅度显著、追觅也跟随调整, 因此行业暂时仍维持添可领先、追觅其次、其他品牌跟随的格局。后续看, 由于进入门槛不高, 代工产业链相对成熟, 洗地机行业洗牌仍需要较长时间, 大概率维持竞争态势, 但随着洗地机逐步放量、规模效应显现, 成本有望进一步下探, 盈利情况仍需关注, 24年新兴电商平台的流量策略以及龙头自身营销效率值得重点关注。

图表110: 洗地机线上分品牌销额份额



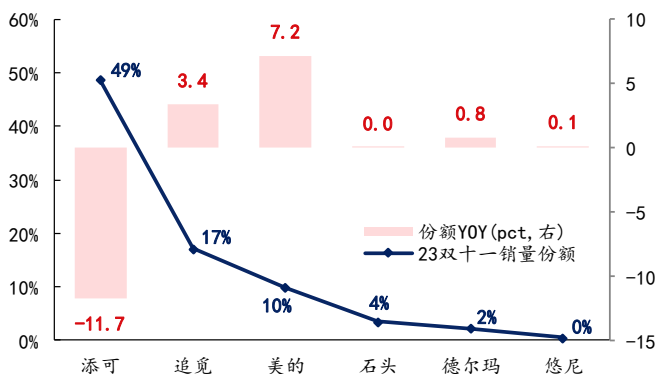
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表111: 洗地机线上分品牌均价(元)



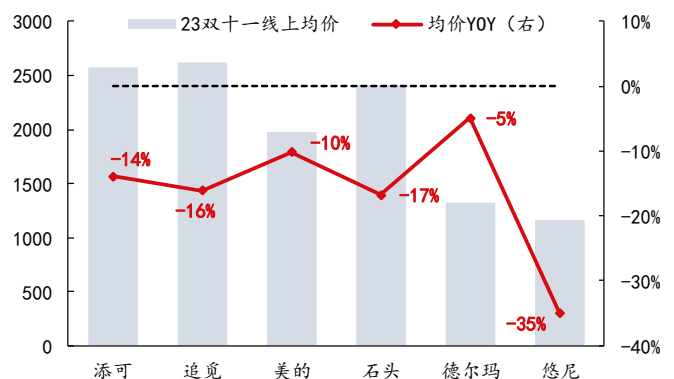
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表112: 2023年双十一洗地机品牌线上量份额及同比



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表113: 2023年双十一洗地机品牌线上均价及同比



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

综上, 23年海内外扫地机景气弱复苏, 全能款产品占比提升功不可没, 国内高

端产品清洁功能升级也有贡献，板块 23 年趋势有望在 24 年延续，国内继续“以价换量”，国外继续结构升级，国产品牌抢份额趋势有望延续，其中北美更为确定，欧洲则主要是继续挤压外资份额；23 年洗地机竞争加剧，扭转迹象暂不明显，24 年平台流量策略与龙头营销效率或决定盈利改善情况。具体到个股层面，继续推荐石头科技，有望延续全球抢份额趋势，业绩延续增长可期；积极关注科沃斯，其若能有效优化产品布局、提升营销效率、整顿线下渠道，则有望修复收入增速与盈利能力。

## 小家电：景气与预期触底，于变局中开拓新局

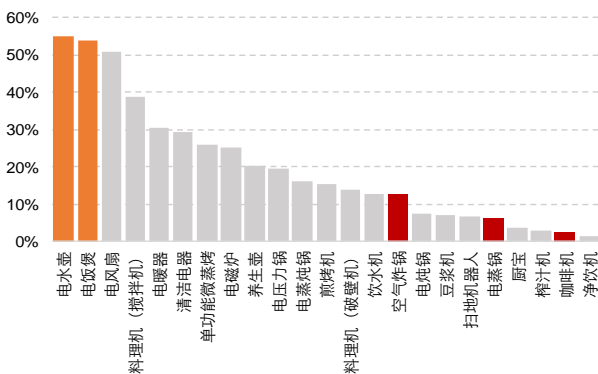
小家电需求偏可选，使行业整体性景气展现出两个特征：一是与消费信心关联度高，二是受居民生活环境、行为变化驱动。展望 24 年，目前难言有外部催化驱动行业规模大幅增长，但依然可以探寻结构性机会，以下我们将从细分品类、渠道、出海这三个维度去挖掘潜在机会。

### 细分品类：把握低渗透率品类、部分品类更新机会

厨房小家电是多个细分品类的合集，各个细分品类的发展阶段、产业周期、创新周期均存在较大的差异，在总量增长不明显的情况，个别品类的差异却可以很大，渗透率低、前期下滑较多的品类值得关注。

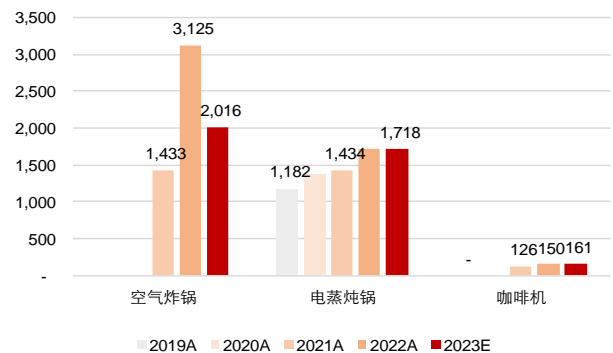
其一，渗透率偏低、且提升概率较高的品类值得重视。电蒸炖锅、咖啡机预计仍可实现增长，参考奥维全渠道推总的零售总量，若假设小家电 5 年换新，反推全国家庭的渗透率来看，典型的水壶/电饭煲均为 50-60% 渗透率；而电蒸锅/咖啡机则分别 5-10%、0-5% 之间，考虑到上述品类或能对其他品类形成替代、或具备较大的使用场景，未来成长空间仍存。回溯来看，电蒸炖锅近 5 年销量复合增速达到 5%，其中电蒸锅、电炖锅销量规模基本相当，电炖锅渗透曲线早于电蒸锅；咖啡机是典型的当前销量尚小，未来有望成长空间大的品类。

图表 114：5 年累计的奥维推总零售反推全国渗透率



资料来源：奥维全渠道推总，国联证券研究所

图表 115：电蒸炖锅、咖啡机零售量逆势增长（万台）



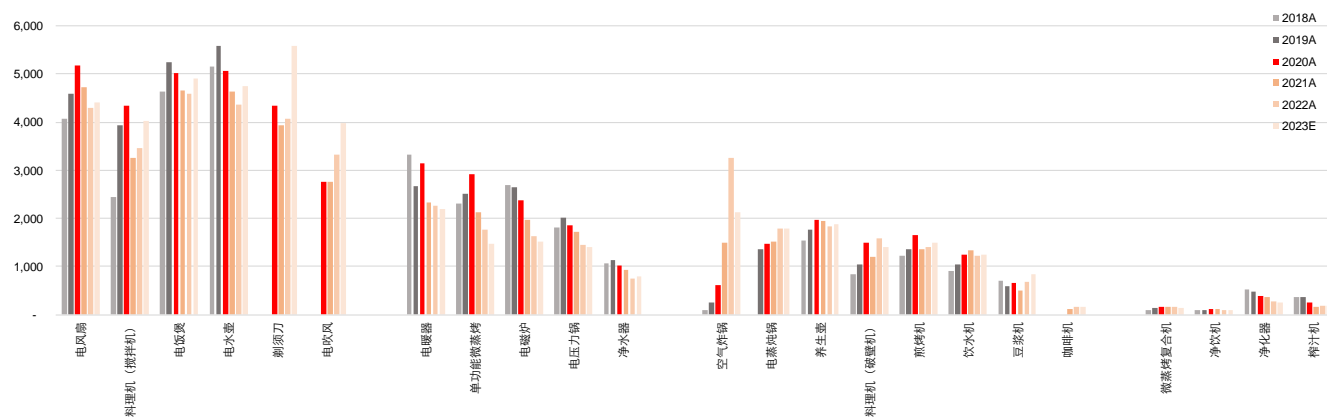
资料来源：奥维线上推总，国联证券研究所

其二，前期跌幅较大、更新需求临近的品类值得关注。20 年大部分小家电需求受疫情催化，当年销售规模较高，24 年或有望逐渐步入更新阶段。其中，受线下消

费场景萎缩的进一步影响，刚需小家电规模大幅下探，其需求释放或更为突出。21-23年销量规模大幅低于18-20年的有电风扇、电饭煲、搅拌机、煎烤机；此外，有部分小家电也符合上述特征，但由于存在替代性需求，预计销售规模仍将下滑，典型如电磁炉（电锅等替代）、单功能微蒸烤（空炸）、电暖器（其他加热产品）、净水器（饮水机/净饮器）、电水壶（养生壶）等。

其三，创新驱动型品类依然值得重视。疫后小家电消费进一步转向线上，同时线上低运营壁垒催化大量品牌涌现，叠加内容电商放大营销效率，行业创新活力远高于早期。近年来诸多创新品类增长良好，如20年的多功能锅（属煎烤机）、手持榨汁杯（属搅拌机），22年至今的低价静音破壁机、便携式剃须刀、高速电吹风；23年便携式烧水壶（属电水壶）、豆浆机。24年我们仍需关注创新驱动的增长品类。

图表116：小家电各品类近6年的推总销售量规模（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

从企业层面看，各小家电公司品类结构和优势领域有所不同，且经营周期也有差异；基于我们对24年预计增长品类、维稳品类、承压品类的拆分和判断，明年值得关注的是摩飞、小熊、苏泊尔及飞科；此外，企业的经营周期也值得关注，当前时点经营处于较优周期的是苏泊尔、小熊及飞科，而经营阶段性承压正值调整的是九阳、摩飞，当下小家电公司估值均处于历史偏低水平，后续均值得关注。

图表117：各小家电品牌的品类结构差异

分类	预计增长品类占比						预计维稳品类占比					预计下滑品类占比						
	电蒸锅	电炖锅	电饭煲	搅拌机	煎烤机	合计	空气炸锅	养生壶	豆浆机	破壁机	合计	电磁炉	电水壶	电压力锅	台式单烤	原汁机	果汁机	合计
摩飞	4.6%	0.5%	0.2%	16.6%	48.8%	70.7%	4.6%	3.1%	1.8%	16.3%	25.8%	0.2%	1.3%	1.0%	0.2%	0.7%	-	3.4%
小熊	10.5%	9.4%	11.6%	9.7%	8.2%	49.4%	6.7%	21.2%	1.2%	4.3%	33.4%	0.9%	12.1%	1.5%	1.7%	1.2%	-	17.2%
苏泊尔	3.8%	3.5%	28.7%	3.4%	6.8%	46.2%	7.2%	4.4%	1.9%	6.6%	20.1%	5.9%	9.4%	16.5%	1.5%	0.1%	0.3%	33.7%
美的	2.5%	1.0%	24.7%	2.4%	4.8%	35.4%	8.7%	4.1%	0.8%	5.9%	19.5%	12.7%	12.6%	16.5%	3.1%	0.0%	0.3%	45.2%
九阳	3.0%	1.9%	17.6%	6.2%	2.0%	30.7%	10.2%	5.0%	11.1%	26.0%	52.3%	3.1%	6.4%	5.8%	0.4%	1.2%	0.0%	16.9%

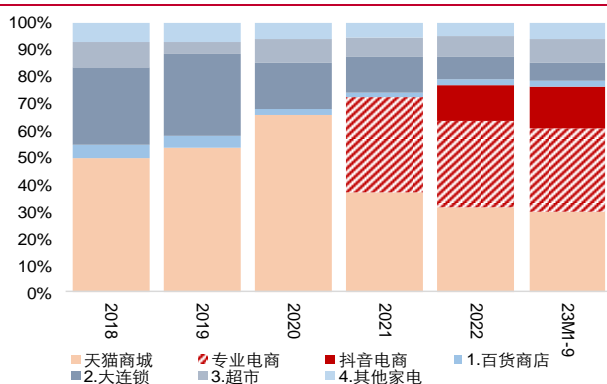
资料来源：奥维监测，国联证券研究所整理

### 渠道端：抖音电商策略或变化，关注营销灵活个股

回顾最近几年，小家电行业有两轮较大的渠道分流，一是线下转向线上，二是线上进一步分流出以抖音为代表的内容电商渠道。品牌集中度方面，抖音为代表的内容电商<传统电商<线下渠道，因此这几年的每一轮渠道分化，都使小家电格局趋向分散。

由于当前小家电行业大比例依赖线上，因此电商平台间的竞争关系及运营导向，将明显影响企业经营。展望后续，抖音电商仍是最大变量，而抖音 GMV 可拆分为直播、视频及货架，我们预计直播及视频带来的 GMV 增速趋缓，平台将进一步加大货架的培育力度。

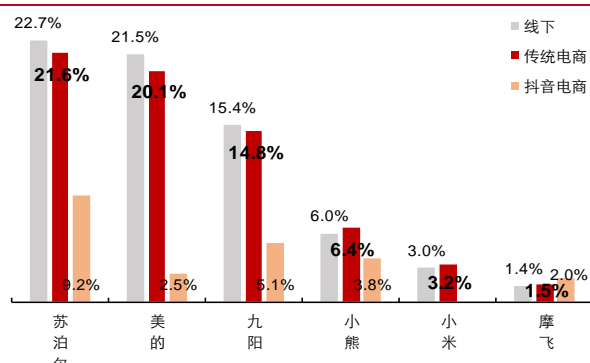
图表118：近年来小家电渠道结构变化（销额占比）



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

注：18-20年天猫商城代表全线上

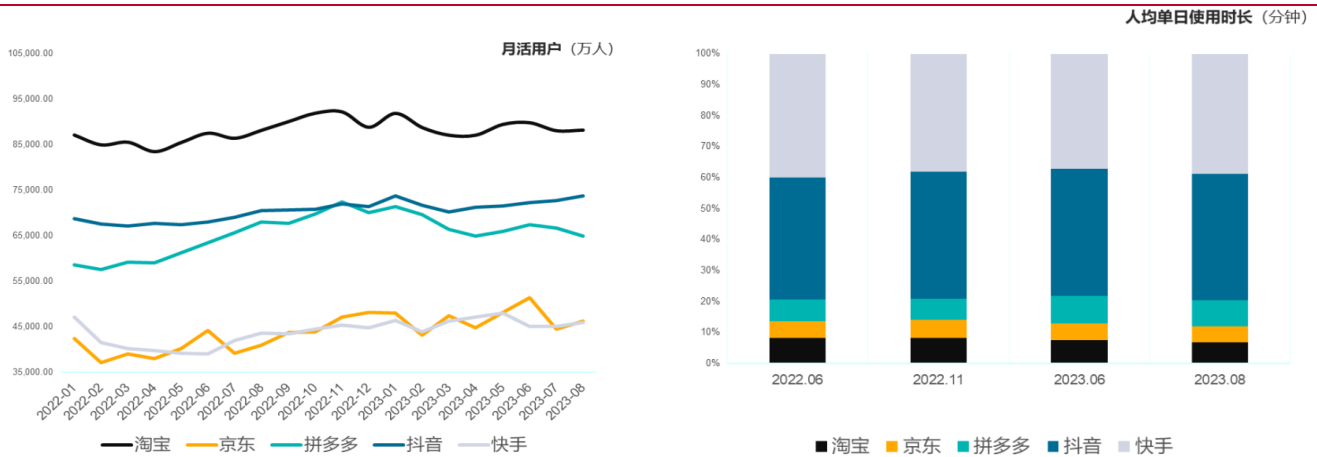
图表119：23Q1-Q3 龙头额份额，抖音<传统电商<线下



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

抖音的直播及视频 GMV 增速或将趋缓，主要原因在于其他平台的竞争掣肘。(1) 抖音等用户流量见顶，或很难进一步提升内容中对营销/购物等直播的倾斜。各类 APP 如小红书、爱优腾及微信增加了短视频入口，且加大投放，而各类 KOL 也往往一号多平台；这使得抖音的用户流量阵地并不绝对稳固，很难大幅违背用户意愿，提升对营销/购物等直播内容的倾斜。(2) 其他平台的电商变现也在加速。各 APP 依托于当前已有的用户流量，也均走向电商变现，如小红书、得物等种草平台进行平台内闭环购买；淘系、京东加大内部直播电商的培养等。22 及 23M1-9，小家电行业抖音占线上的比例分别为 18%、21%，提升幅度趋缓。

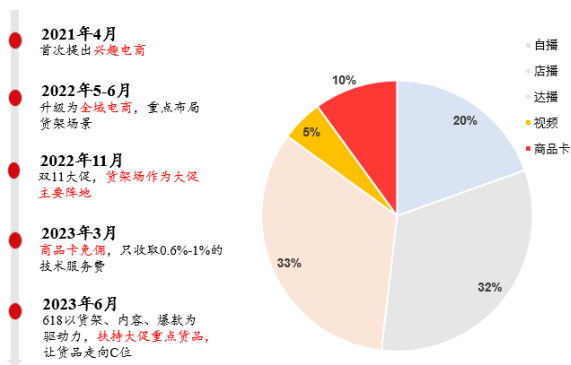
图表120: 用户人群及使用时长或见顶



在此背景下，抖音平台或将进一步加大货架电商的培育力度。抖音希望用户能在不被直播、视频营销的情况下，仍然有在抖音消费的心智和习惯，因此于22年5月推出货架电商，并在今年3月加大扶持政策，包括推出商品卡免佣活动、百亿现金扶持、降低入驻门槛等举措。蝉妈妈数据显示，23H1直播仍是抖音销售的主流方式，占比达到85%；同时商品卡（货架）及短视频产生的销售分别占比10%、5%。预计后续，抖音将进一步加大培育力度。

同时为了扭转产业链利润较大幅度被头部主播占据、品牌投流成本过高的情况，抖音及天猫等平台均在弱化头部主播、扶持中小达人，且支持商家自播。蝉妈妈数据显示，23H1抖音直播销售中自播、店播、达播的占比已经达到了20%、32%、33%；后续在这一政策导向下，品牌端利润有望改善。

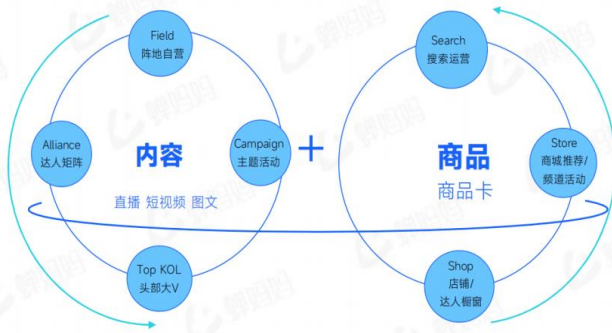
图表121: 抖音扶持货架电商，23H1 货架 GMV 占比 10%



图表122: 抖音对货架电商的扶持政策

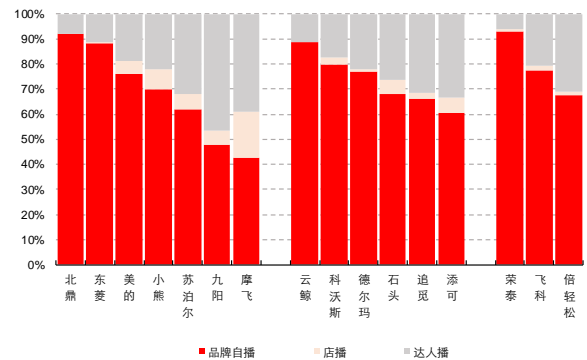


图表123: 品牌经营 FACT 转为 FACT+S, 加大货架电商



资料来源: 蝉妈妈, 国联证券研究所

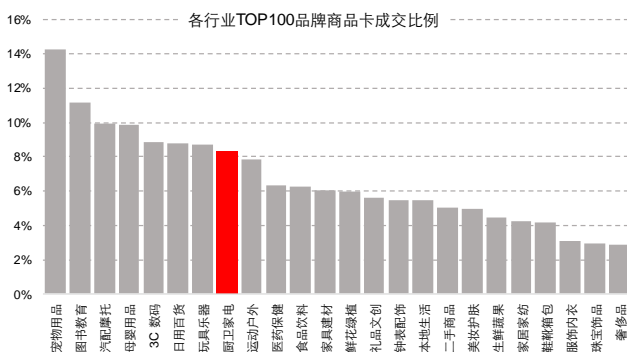
图表124: 各品牌抖音渠道的自播、店播及达人播占比



资料来源: 蝉妈妈, 国联证券研究所

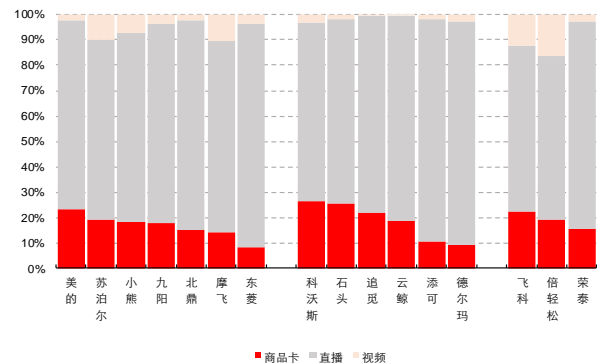
抖音货架电商主打“低价好物”，模式更适合标品、创新品、大单品。抖音7亿+用户，人均单月36小时+的使用时长，对用户注意力的占据仍是得天独厚，这也意味着：一方面，需要营销的新品仍将依赖抖音；另一方面，尽管抖音货架电商很难与淘系拼大而全，很难与京东拼物流，但可以突破大单品（性价比+优质），利用自己的营销实力、流量矩阵保障产品销量，而大量的销售会提供规模优势，进而降本降费，模式形成闭环。

图表125: 目前商品卡成交比例高的行业, 家电居前



资料来源: 蝉妈妈, 国联证券研究所

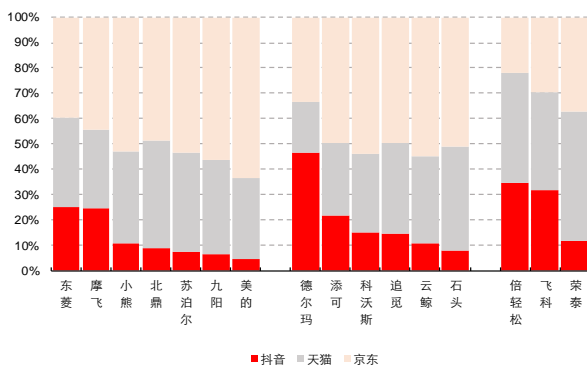
图表126: 龙头品牌抖音销售中商品卡占比更高



资料来源: 蝉妈妈, 国联证券研究所

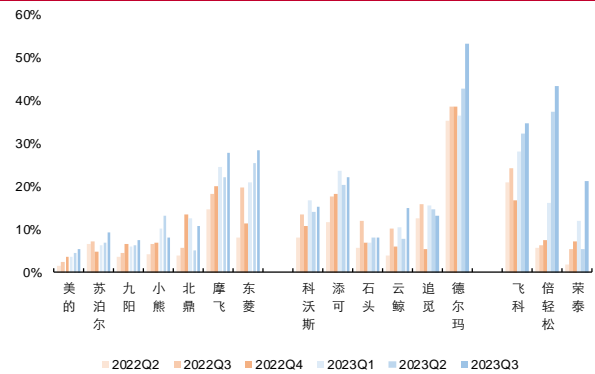
截至前三季度，龙头品牌货架电商的销售占比更高。货架电商是消费者主动购买产生的，这一方面在于部分大单品已具备影响力，消费者有自动购买的行为，比如飞科的小飞碟；其次在于，品牌本身具备流量，消费者会浏览对应品牌的货架，比如美的、苏泊尔等。考虑到货架电商为自然流量，结合抖音鼓励发展货架电商，有优厚的扶持政策，品牌在货架电商部分的费用率低，盈利情况更佳。

图表127: 23Q1-Q3, 各品牌抖音占三平台 GMV 的比例



资料来源: 久谦, 国联证券研究所

图表128: 各品牌抖音 GMV/线上整体的逐季变化



资料来源: 久谦, 国联证券研究所

整体来看, 我们预计 24 年电商平台间的竞争特征及对应品牌的经营特征是:

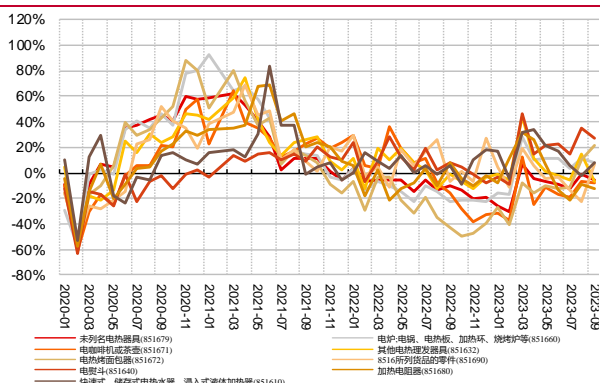
(1) 尽管抖音直播/视频电商增速趋缓, 但平台加快货架电商转型, 平台间竞争依旧激烈; 而抖音货架电商的特征是标品、创新品、大单品, 且导向性价比, 进一步结合整体消费大环境, 预计性价比消费仍是主流, 其中创新品类受影响更大;

(2) 流量去中心化趋势延续, 平台扶持中小达人及商家自播; 在此背景下, 抖音经营矩阵、自播体系健全的品牌, 能收获更高 GMV; 进一步叠加部分品牌商品卡成交占比提升, 品牌在抖音渠道的营销费用率也有望改善。

### 出口: 代工景气度有望延续, 品牌出海迎来新机遇

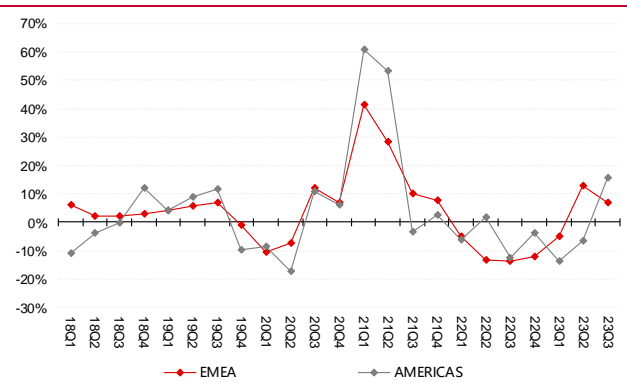
出口占小家电产值的半壁江山, 若考虑到国内需求趋势不明朗, 未来海外的权重还会更高, 从海外代工业务来看, 短期增长确定性较高。海外终端需求企稳, 企业与渠道库存已降至合理偏低, 若叠加基数效应, 外销代工业务的订单高增长预计维持至 24Q2; 成长性品类的代工龙头比依股份明年增速有望进一步加快, 其中德昌股份在制造实力增强背景下, 有望获取更多的订单; 而苏泊尔有来自母公司 SEB 的订单保障; 九阳股份有 SN 欧美/JS 环球关联公司的进一步订单转移, 外销业务的增长确定性均较高。

图表129: 23 年以来电热类小家电出口逐步向上



资料来源: 海关总署, 国联证券研究所

图表130: 海外小家电龙头 SEB 集团已有经营拐点

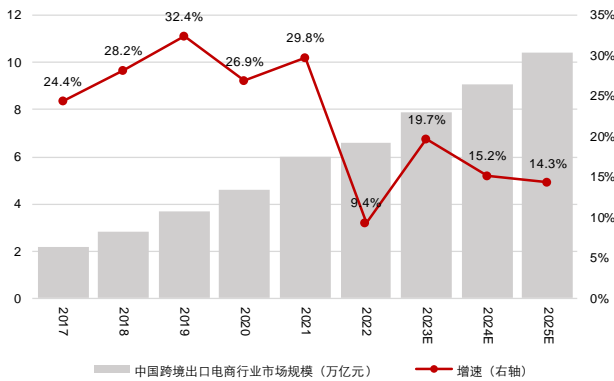


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

从品牌出海来看, 未来发展则空间更大。随着欧美电商渗透率的快速提升, 东南

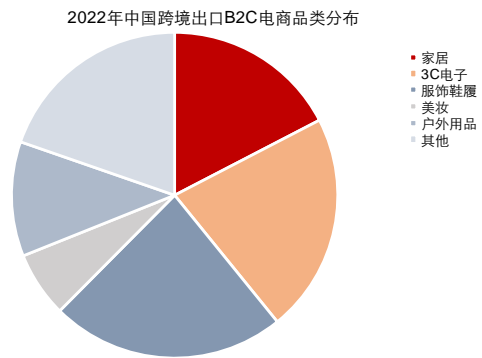
亚市场的蓬勃发展，叠加跨境电商、中国电商平台出海等带来的海外经营壁垒下降，中国小家电品牌出海也正值快速增长阶段，部分创新效率高、供应链具备优势的国内小电品牌进一步收获海外份额，典型如石头科技、安克创新、SN 欧美、JS 环球、Vesync 等，近年来小熊、倍轻松、北鼎等企业也加速了海外业务的开拓。

图表131：中国跨境出口电商的市场增速仍10%以上



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

图表132：家居及3C电子在跨境出口中占比40%



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

综上，小家电行业，内销整体景气仍相对平淡，但存在结构性品类机会，基于我们对24年预计增长品类、维稳品类、承压品类的预测，24年增长相对具备优势的是摩飞、小熊、苏泊尔等；竞争层面，平台竞争依旧激烈，性价比消费+新渠道拥抱较为积极+抖音运营经验突出的飞科、德尔玛、小熊等更为受益；倍轻松及摩飞专注于创新品类且抖音占比较高，也值得重点关注。进一步考虑海外业务的增量，我们建议关注外销增速大幅提升+分红比率有望提升的苏泊尔，推荐海外稳步开拓+国内低价清洁业务放量+明年健身器材开始运营的德尔玛；同时，度过24Q1高基数后经营回归稳健的小熊电器，经营触底+外销放量的九阳股份，也值得关注。

### 投资建议：维持行业“强于大市”评级

最后重申我们的行业观点，当前家电行业基本面运行稳健，四季度空调内销增速环比改善，且可选小家电等品类市场份额加速集中；外销需求表现较超预期，中长期优质企业品牌出海空间广阔；此外盈利延续稳步改善趋势，综合影响下我们判断行业净利润保持双位数增长确定性较强。且2024年起，国内多品类家电有望迎来大更新周期，在此背景下龙头份额提升及行业结构升级趋势较为确定；此外国内优质龙头基于产品、成本及效率等多重优势，积极出海抢占全球份额前景可期。叠加当前处于历史不到10%分位的估值水平，后续估值切换前景可期，且优质龙头股息优势值得重视，维持行业“强于大市”评级。

建议积极配置：1) 随景气趋平份额大概率企稳回升的暖通空调产业链龙头，推荐美的集团、海尔智家、海信家电，建议关注格力电器；2) 受益格局优化及产品升级的黑电龙头，推荐海信视像；3) 国内外渗透率及份额持续提升的扫地机龙头推荐

石头科技，关注科沃斯；4) 历史底部静待拐点明晰的地产链相关标的，推荐老板电器，关注华帝股份及公牛集团；5) 可选小家电优质龙头，关注苏泊尔、小熊电器等。

## 风险提示

1、国内外需求不及预期。我们预计接下来几个季度国内需求至少能够维持在 2023Q3 的水平，暂不做高景气预期，这一预测的重要前提条件是地产需求未再进一步大幅下滑，住宅销售至少能够保持在弱平稳区间，如上述假设受政策或宏观经济恢复节奏扰动，最终未能达成，存在国内需求不及预期的风险。海外方面，家电主要公司均有一定或较高比例的海外收入；目前，北美受联储持续加息影响，需求有进一步走弱的可能，需要持续跟踪；同时，欧洲地缘政治影响仍在持续，后续需要关注其对欧洲市场需求的边际影响；当前预测建立在欧美后续需求至少维持在 2023 年下半年的水平，若进一步下滑，则有海外需求低预期的风险。

2、原材料价格及汇率大幅波动。原材料占主要家电公司营业成本的比例在 80% 以上，以钢、铜、塑等为主，目前盈利预测建立在原材料价格总体平稳，至多能够容忍部分材料出现个位数同比涨幅，若超过这一水平，盈利能力可能会有不达预期甚至是下行的风险。2023 前三季度汇率贬值利好外销型公司出口竞争力及外币定价业务毛利率提升，家电公司外销业务普遍提速；Q4 以来汇率呈现高位企稳态势，但考虑 2022Q4 汇率整体处于相对高位，若后续海外经济放缓、中美利差收敛超预期演化，存在汇率升值压制出口的风险。

## 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