

行业研究 | 行业深度研究 | 家用电器

# 政策催化景气盈利共振，聚焦业绩稳健 龙头——家电行业 2025 年度投资策略



## | 报告要点

以旧换新政策带动内销迎来增速换挡时刻，后续补贴范畴及规模均有望扩大，行业更新需求释放潜力可观，且政策对产品结构及均价的积极带动值得重视，行业盈利改善趋势确定。在“价格带+渠道”布局优势加持下，政策覆盖品类中龙头经营有望更加受益，份额提升可期。

## | 分析师及联系人



管泉森

SAC: S0590523100007



孙珊

SAC: S0590523110003



贺本东

SAC: S0590523110005



崔甜甜

SAC: S0590523110009



莫云皓

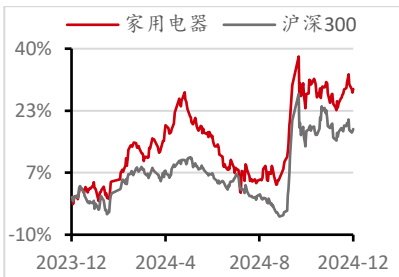
SAC: S0590523120001

## 家用电器

# 政策催化景气盈利共振，聚焦业绩稳健龙头 ——家电行业 2025 年度投资策略

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

### 相对大盘走势



### 相关报告

- 1、《家用电器：11月月报及12月投资策略：景气格局共振，关注龙头估值切换》2024.12.08
- 2、《家用电器：两轮车聚焦：如何看待2025年行业销量及格局变化？》2024.12.03



扫码查看更多

### ➤ 家电板块行情回顾：年年岁岁花相似

家电仍是市场熟悉的那个高胜率板块，年初至今行业累计上涨24%，位居一级行业第4位，跑赢沪深300指数11pct，过去18年内跑赢13次。2024年上半年红利、外销和空调出货超预期支撑板块上涨，年中调整后8月政策加力驱动新一轮行情。

### ➤ 白电：国补政策挺价，盈利弹性可观

我们预计2025年白电内外销出货量都将保持增长，白电内销以更新需求为主，自然增长下限较高，政策若续作将带来增量；白电外销近两年的高增，主要源于份额逻辑，新兴市场OBM发力&欧美市场制造衰退，驱动规模中枢提升。盈利弹性是2025年白电更大看点，政策对产品均价提升较为显著，原材料价格相对平稳的情况下，内销盈利弹性将十分可观；外销层面，对美敞口较小，龙头抗风险能力具备保障。

### ➤ 彩电：重视高端升级，龙头抢占先机

2025年彩电全球景气或延续弱复苏态势，高端化、大屏化仍是行业规模的重要驱动，中国品牌引领海内外产品升级，叠加补贴利好龙头抢占内销份额，黑电龙头后续经营表现值得期待。此外，供需紧平衡、上下游互动迈入新阶段背景下，TV面板价格波动对行业盈利影响趋弱，且关税风险对于全球布局产能的龙头影响可控。

### ➤ 两轮车：销量弹性可观，格局加速集中

两轮车行业景气及龙头经营拐点值得重视；随着新国标落地及渠道认证完善，2025年两轮车国补政策落地有望加速，且新旧产品切换之际渠道备货意愿强化，产业出货有望扭转颓势并实现亮眼增长。新国标将出清不符合生产标准的企业，进一步叠加国补背景下消费趋向中高端、龙头渠道实力较强，行业格局有望加速集中。

### ➤ 厨电：需求企稳，品牌龙头更为受益

2025年厨电终端景气或逐步企稳，新房装修相关需求虽仍承压，但其占比逐步降低，边际压力减弱；此外鉴于10-15年前油烟机正迎来成长期，当下更新需求规模对应抬升，国补有望加速其释放。结构上，产品中高端升级趋势确定，利好品牌龙头；此外洗碗机等一二线城市渗透率提升空间较大的品类成长潜力仍值得重视。

### ➤ 新兴小电：内销景气提振，外销攻城拔寨

在产品创新与政策补贴带动下，以扫地机为代表的新兴小电内需景气明显提振，预计在补贴扩容加码背景下，新兴小电渗透率有望加速提升。外销方面，2024年海外扫地机整体延续量价小幅增长，其中欧洲竞争加剧，海外或重现国内调整价位拉动需求的竞争策略，短期投放费用抢占市场，为长期增长奠定更为坚实基础。

### ➤ 厨房小电：持续关注消费复苏及升级品类

当前对2025年厨房小家电内销景气预判仍以平稳为主，在美的小家电品牌份额回升、电商平台竞争策略回归常态背景下，高压竞争态势有望缓解。值得关注的是，国补延续有望驱动“高单价、低渗透率”的净水类、咖啡机、净化器等升级品类增长，且“扩内需”背景下长尾品类边际改善也值得期待，建议关注对应细分龙头。

### ➤ 投资建议：聚焦政策催化品类龙头，维持“强于大市”评级

以旧换新政策带动内销增速换挡时刻，后续补贴范畴及规模均有望扩大，行业更新需求释放潜力可观，且政策对产品结构及均价的积极带动值得重视，行业盈利改善趋势确定。在“价格带+渠道”布局优势加持下，政策覆盖的龙头经营有望更加受益，份额提升可期。标的方面：一是推荐白电龙头美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电；二是关注两轮车龙头雅迪控股、爱玛科技；三是关注黑电、厨电及扫地机龙头海信视像、TCL电子、老板电器、华帝股份、科沃斯、石头科技等。

**风险提示：**1) 政策兑现不及预期；2) 原材料价格及汇率波动；3) 外需改善不及预期。

## 正文目录

1. 家电板块行情回顾：年年岁岁花相似 .....	7
1.1 2024 年以来家电行业明显跑赢大市 .....	7
1.2 持仓比例持续提升，白电备受青睐 .....	8
2. 白电：国补政策挺价，盈利弹性可观 .....	10
2.1 需求：销量稳健增长，政策影响节奏 .....	10
2.2 盈利：价格弹性突出，盈利或超预期 .....	14
3. 彩电：重视高端升级，龙头抢占先机 .....	18
3.1 需求：总量延续弱复苏，把握升级主旋律 .....	18
3.2 成本：面板振幅减弱，多元产能应对关税 .....	23
4. 两轮车：销量弹性可观，格局加速集中 .....	24
4.1 销量：政策催化&补库存，出货提速可期 .....	24
4.2 格局：强监管&龙头优势，格局加速集中 .....	27
5. 厨房大电：需求企稳，品牌龙头更为受益 .....	30
5.1 复盘：竣工压力测试，需求基本维稳 .....	30
5.2 展望：需求环比改善，结构亦有变化 .....	32
6. 新兴小电：内销景气提振，外销攻城拔寨 .....	35
6.1 内销：扫地机高增有望延续，其他品类环比修复 .....	35
6.2 外销：扫地机欧洲竞争加剧，品牌出海势不可挡 .....	41
7. 厨房小电：持续关注消费复苏&升级品类 .....	44
7.1 复盘：国内竞争激烈，出口持续景气 .....	44
7.2 展望：关注国补及消费复苏受益品类 .....	47
8. 投资建议：聚焦政策催化品类龙头，维持“强于大市”评级 .....	49
8.1 推荐高经营质量、高股息的白电公司 .....	49
8.2 推荐景气反转、集中度提升的两轮车 .....	50
8.3 推荐全球份额稳步提升的子行业龙头 .....	50
9. 风险提示 .....	50

## 图表目录

图表 1：2024 年至今家电指数累计上涨 24%，一级行业排名第 4 .....	7
图表 2：2024 年家电延续跑赢走势 .....	7
图表 3：2024 年初至今家电走势复盘 .....	8
图表 4：2024Q3 家电基金重仓环比+0.61pct 至 5.20% .....	8
图表 5：近两个季度各行业基金重仓持股环比变动 .....	8
图表 6：2024Q3 各行业基金配置比例及超配比例一览 .....	9
图表 7：2024Q3 家电涨跌幅位居中信一级行业第 9 位 .....	9
图表 8：2024Q3 家电分子行业基金重仓市值占比变动情况 .....	9
图表 9：2024Q3 末家电板块基金重仓市值前 15 名标的一览 .....	10
图表 10：2023 年以来，空调和冰箱内销出货增速较好，其余大家电韧性较强 .....	11
图表 11：估算 2024 年政策对空调、冰箱及洗衣机带动分别为 348、192 及 85 万台 (单位：万台) .....	11

图表 12: 预计 2025 年空调、冰箱、洗衣机内销量分别同比+10.4%、+5.2%及+1.5%	12
图表 13: 2024 年预计空调、冰箱及洗衣机出口量同比+38%、+19%及+17%	13
图表 14: 2024 年以来白电出口量分区域表现	14
图表 15: 欧洲家电制造生产基地在 2021-2023 年明显减少	14
图表 16: 中国白电出口占海外家电消费的比重较高	14
图表 17: 9-10 月份, 白电零售均价提升较为显著	15
图表 18: 政策补贴期间, 产品消费均价在 4500 元左右	15
图表 19: 白电推总均价跃升至近年高点	15
图表 20: 我们或将迎来此前极少出现的情形, 即大宗相对稳定但均价明显提升	16
图表 21: 白电龙头内销毛利率多在 30%左右	17
图表 22: 不同均价和成本涨幅下的毛利率同比变动幅度 (pct)	17
图表 23: 白电对美出口额占比逐步降至个位数	17
图表 24: 上一轮关税周期中, 白电外销毛利率同比变动并无明显体现	17
图表 25: 2000 亿清单剔除汇率后在 2019 年约有 5%左右下降	18
图表 26: 美国家电 cpi 在 2018H2 和 2019H1 出现了明显上涨	18
图表 27: 2024Q3 中国 TV 出货量同比-5.2%至 870 万台	19
图表 28: 2024Q3 海外 TV 出货量同比+6.2%至 4520 万台	19
图表 29: 全球 TV 出货量分地区结构	19
图表 30: 2024Q1-3 欧洲、拉美 TV 增速领跑 (单位: 百万台)	19
图表 31: 中国 MiniLED 彩电线上、线下占比均持续提升	20
图表 32: 全球 2024Q3 高端电视出货量同比+51%至 767 万台	20
图表 33: 全球大屏占比持续提升	20
图表 34: 2024 年 1-10 月中国彩电线上分尺寸零售量及同比	20
图表 35: 2024Q3 中国彩电推总均价同比+14% (单位: 元)	20
图表 36: 2024Q3 中国彩电出口均价同比+1% (单位: 美元)	20
图表 37: 全球 TV 分品牌出货量份额	21
图表 38: 内销线上 TV 分品牌零售量份额	22
图表 39: 内销线上 TV 分子品牌零售量份额	22
图表 40: 内销线上 MiniLED 电视分品牌零售量份额	22
图表 41: 内销线上 MiniLED 电视分品牌零售均价 (元)	22
图表 42: 全球高端电视分品牌出货量份额	23
图表 43: 全球高端电视分品牌出货量 (万台)	23
图表 44: LCD TV 面板厂稼动率或小幅调整以稳定面板价格	23
图表 45: 主要面板价格分尺寸趋势 (美元/片)	23
图表 46: TCL 布局越南平阳产能, 满足北美需求为主	24
图表 47: 北美 TV 渠道/互联网品牌 2024E 出货量份额为 36%	24
图表 48: 1500 元+车型补贴 500 元, 其中铅酸电池车补贴 600 元	25
图表 49: 截止 11 月 19 日, 累计带动电动两轮车销售 12.91 亿元	26
图表 50: 10 月以来线上 (京东/天猫/抖音合计) 增长加速	26
图表 51: 量化测算两轮车行业后续销量表现	27
图表 52: 关于电动自行车的相关标准梳理	27
图表 53: 2024 版新国标增加了单独的第 7 章, 要求“企业质量保障能力和产品一致性”	28
图表 54: 通过对比龙头产线投入的变化及互相之间的差异, 计算小厂对应的利润和产线投入要求	28
图表 55: 进一步考虑龙头份额变化后, 对应的出货增速	29
图表 56: 空调中高端价格带销量占比在 9/10 月明显走高	29



图表 57:	冰箱中高端价格带销量占比在 9/10 月明显走高.....	29
图表 58:	以湖北来看, 通过审批可进行国补政策的大部分为品牌龙头.....	30
图表 59:	2024 年地产竣工下滑压力显现, 但现房及二手房表现较优.....	31
图表 60:	厨房大电 Q2 及 7-8 月压力偏大, 国补政策以后需求增速转而改善... ..	31
图表 61:	新房装修套数下滑带来的边际压力减少.....	32
图表 62:	假设 15 年更新周期, 14-16 年前的平均销量对应当前更新需求的理论基础.....	33
图表 63:	油烟机线上高价格带的销量占比 9-10 月以来明显提升.....	33
图表 64:	油烟机线下高价格带的销量占比 9-10 月以来明显提升.....	33
图表 65:	老板在 2000+、华帝在 1000+ 市场的份额较具备优势.....	34
图表 66:	老板在 3000+ 市场的份额更具备优势.....	34
图表 67:	每年的新房装修需求中选配新兴品类的比例.....	34
图表 68:	洗碗机和集成灶的城市分布存在明确的差异.....	34
图表 69:	厨电产品的渠道结构.....	35
图表 70:	线上扫地机销售额 (亿元) 及同比.....	36
图表 71:	线上洗地机销售额 (亿元) 及同比.....	36
图表 72:	双 11 期间扫地机线上零售额同比+66%.....	36
图表 73:	双 11 期间扫地机线上零售量价分别同比+56%/+7%.....	36
图表 74:	线上投影仪零售额 (亿元) 及其同比.....	36
图表 75:	线上摄像头零售额 (亿元) 及其同比.....	36
图表 76:	各省普遍给予新兴小家电补贴政策.....	37
图表 77:	消费者 10-11 月线上扫地机实际支付价位销售额分布.....	38
图表 78:	消费者 10-11 月线上扫地机实际支付价位销量分布.....	38
图表 79:	2024 年双十一各品牌主要扫地机机型参数.....	38
图表 80:	扫地机线上分品牌零售额份额.....	40
图表 81:	洗地机线上分品牌零售额份额.....	40
图表 82:	2024 年 10-11 月合计扫地机线上 TOP20 零售额机型.....	40
图表 83:	投影仪线上分品牌销售额份额.....	41
图表 84:	2024 年 10 月摄像头线上分品牌销售额份额.....	41
图表 85:	扫地机推总销量 (万台) 及其同比.....	41
图表 86:	按照 3/5 年更新估算中国扫地机渗透率.....	41
图表 87:	预计 2024 年海外扫地机销售额同比+6.2%.....	42
图表 88:	预计 2024 年美洲扫地机销售额同比+5.7%.....	42
图表 89:	预计 2024 年欧洲扫地机销售额同比+8.5%.....	42
图表 90:	预计 2024 年亚太扫地机销售额同比+2.9%.....	42
图表 91:	海外扫地机部分龙头品牌 APP 下载量格局.....	43
图表 92:	北美扫地机部分龙头品牌 APP 下载量格局.....	43
图表 93:	欧洲扫地机部分龙头品牌 APP 下载量格局.....	43
图表 94:	亚太扫地机部分龙头品牌 APP 下载量格局.....	43
图表 95:	石头科技与追觅科技的扫地机在德国亚马逊各价位差距正在缩小 (按月最低价降序排列 SKU).....	44
图表 96:	10 月以来行业销售额景气改善.....	45
图表 97:	2024 年小家电线上均价持续下滑, 10 月改善 (单位: 元).....	45
图表 98:	2024 年小家电线下均价持续下滑, 10 月改善 (单位: 元).....	45
图表 99:	内销型企业持续承压, 外销型企业维持较优增长.....	46
图表 100:	内销型企业业绩压力普遍偏大.....	46
图表 101:	外销景气不减, 同期基数转高但维持增长.....	47
图表 102:	低渗透率、高单价的升级小家电品类, 有望持续获益国补政策.....	48

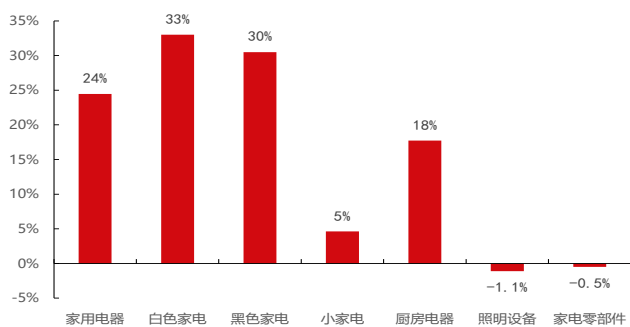
图表 103: 小家电出口北美的占比较高且部分品类尚未涉及加税..... 49

## 1. 家电板块行情回顾：年年岁岁花相似

### 1.1 2024 年以来家电行业明显跑赢大市

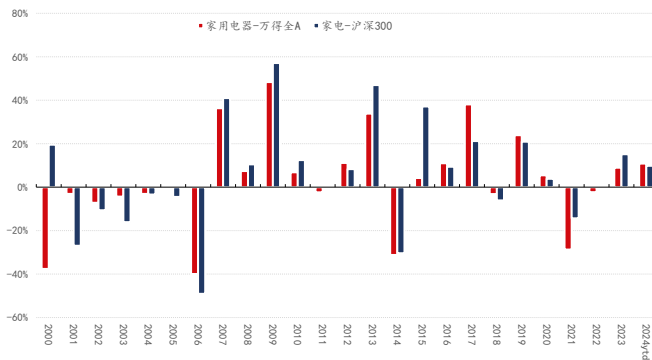
2024 年至今，家电指数累计上涨 24%，位列申万一级行业第 4 位，分别跑赢沪深 300 和 wind 全 A 11 和 10 个百分点。子行业方面，白电表现抢眼，年初至今累计上涨 33%，黑电后来居上，年初至今累计上涨 30%，分列二级行业第 6 和第 10 位；地产政策持续放松的背景下，厨电表现有所好转，小家电、照明及零部件板块表现相对一般。总体来看，家电依旧是市场熟悉的那个高胜率板块，过去 18 年跑赢 13 次，明显跑输仅 2 次，年年岁岁花相似。

图表1：2024 年至今家电指数累计上涨 24%，一级行业排名第 4



资料来源：Wind，国联证券研究所

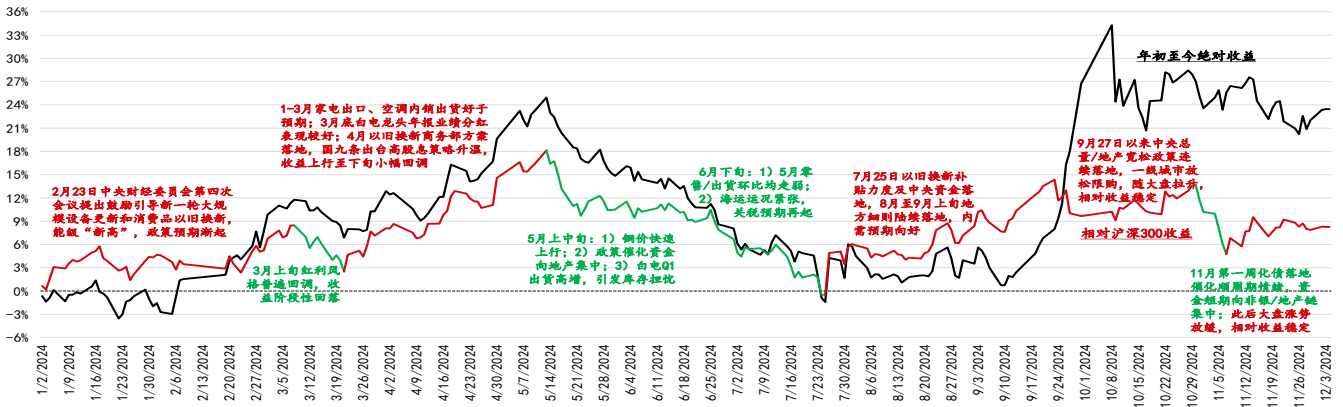
图表2：2024 年家电延续跑赢走势



资料来源：Wind，国联证券研究所

从行情节奏上来看，也是年年岁岁花相似，板块基本遵循了前一年年底到 5、6 月份持续上涨，然后回撤，至当年末再重新开启一轮行情，周而复始。当然，背后的逻辑每年都有所不同，今年上半年上涨中，主要的支撑因素是“红利”、超预期的“外销”和空调内销出货；8 月份开始见底回升，主要的驱动因素是，政策加力，效果较超预期，以及后续的大盘普涨。

图表3：2024年初至今家电走势复盘

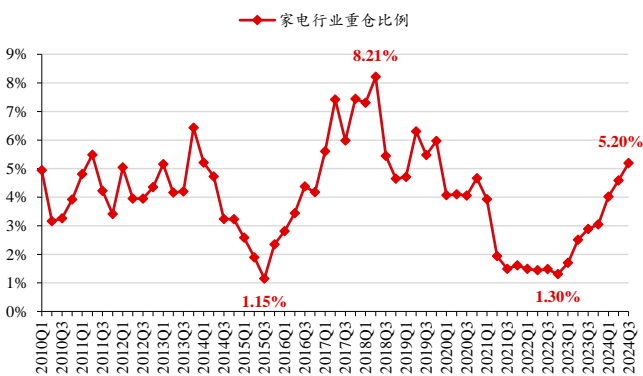


资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1.2 持仓比例持续提升，白电备受青睐

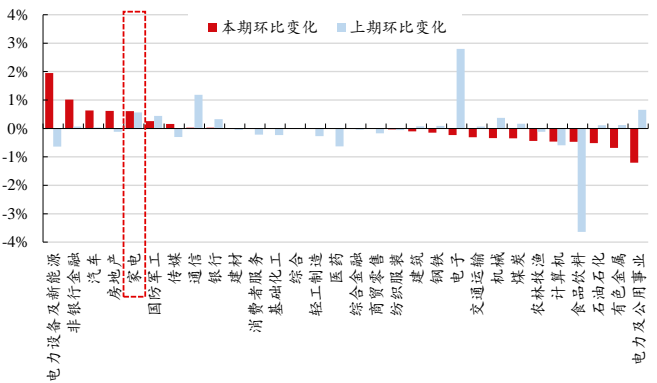
2024Q3 家电行业公募基金重仓比例为 5.20%，环比+0.61pct，处于 2010 年以来 78% 左右的分位水平。行业间对比来看，三季度家电基金配置比例排名中信一级行业第 7 名，加仓幅度排名第 5，加仓幅度前 4 名依次是电力设备及新能源、非银行金融、汽车、房地产。板块走势上，2024Q3 中信家电指数累计上涨 19.90%，绝对收益在所有中信一级行业中排名第 9 名，跑赢沪深 300 指数 3.83pct，跑赢上证综指 7.46pct；2024Q1-Q3 中信家电指数累计上涨 32.81%。

图表4：2024Q3 家电基金重仓环比+0.61pct 至 5.20%



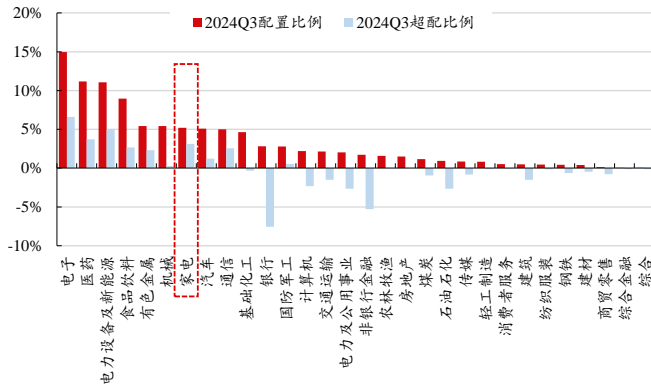
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：近两个季度各行业基金重仓持股环比变动



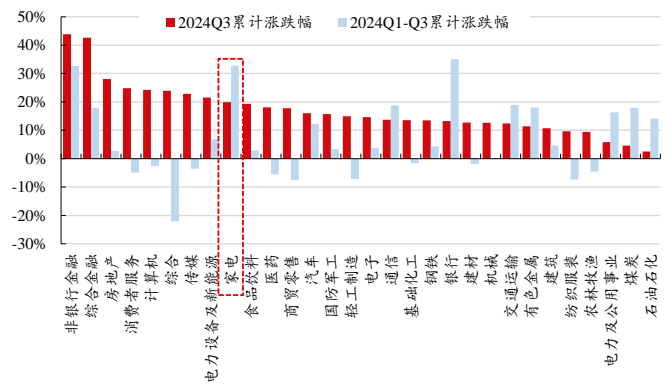
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：2024Q3 各行业基金配置比例及超配比例一览



资料来源：Wind，国联证券研究所

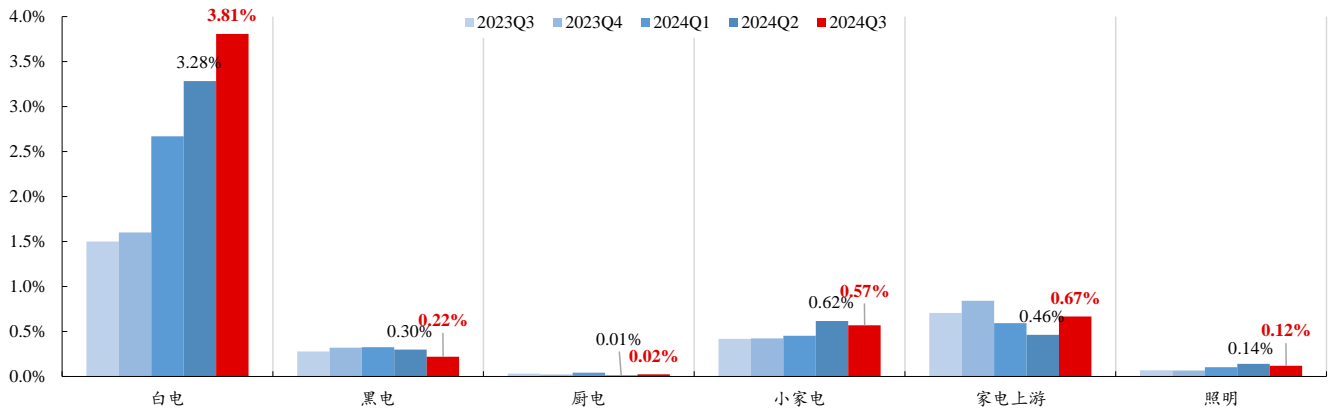
图表7：2024Q3 家电涨跌幅位居中信一级行业第9位



资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q3 家电子板块重仓比例排序依次为白电 (3.81%)、家电上游 (0.67%)、小家电 (0.57%)、黑电 (0.22%)、照明 (0.12%)、厨电 (0.02%)，其中加仓幅度最大的是白电 (+0.52pct)，其次是家电上游 (+0.20pct)，厨电小幅提升，照明基本持平，小家电、黑电小幅下滑。

图表8：2024Q3 家电分子行业基金重仓市值占比变动情况



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表9：2024Q3 末家电板块基金重仓市值前 15 名标的一览

	持股数量 (亿股)	持股总市值 (亿元)	重仓持股比例	重仓市值占比变动	重仓基金数量	重仓基金数量变动
美的集团	5.02	382.04	2.06%	+0.38pct	723	184
格力电器	3.35	160.70	0.87%	+0.29pct	389	147
海尔智家	4.17	134.15	0.72%	-0.16pct	262	46
德业股份	0.63	63.91	0.34%	+0.11pct	118	5
三花智控	2.27	54.20	0.29%	+0.09pct	127	53
石头科技	0.18	50.18	0.27%	-0.06pct	140	-48
九号公司-WD	0.08	38.82	0.21%	+0.00pct	71	-8
海信视像	1.39	31.10	0.17%	-0.08pct	40	-12
公牛集团	0.25	20.94	0.11%	-0.02pct	28	0
海信家电	0.57	20.27	0.11%	-0.02pct	93	48
兆驰股份	1.82	9.78	0.05%	-0.00pct	20	0
长虹美菱	0.73	7.95	0.04%	+0.03pct	46	33
苏泊尔	0.13	7.66	0.04%	+0.01pct	20	10
科沃斯	0.13	6.55	0.04%	+0.02pct	17	1
盾安环境	0.36	4.24	0.02%	+0.01pct	11	1

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

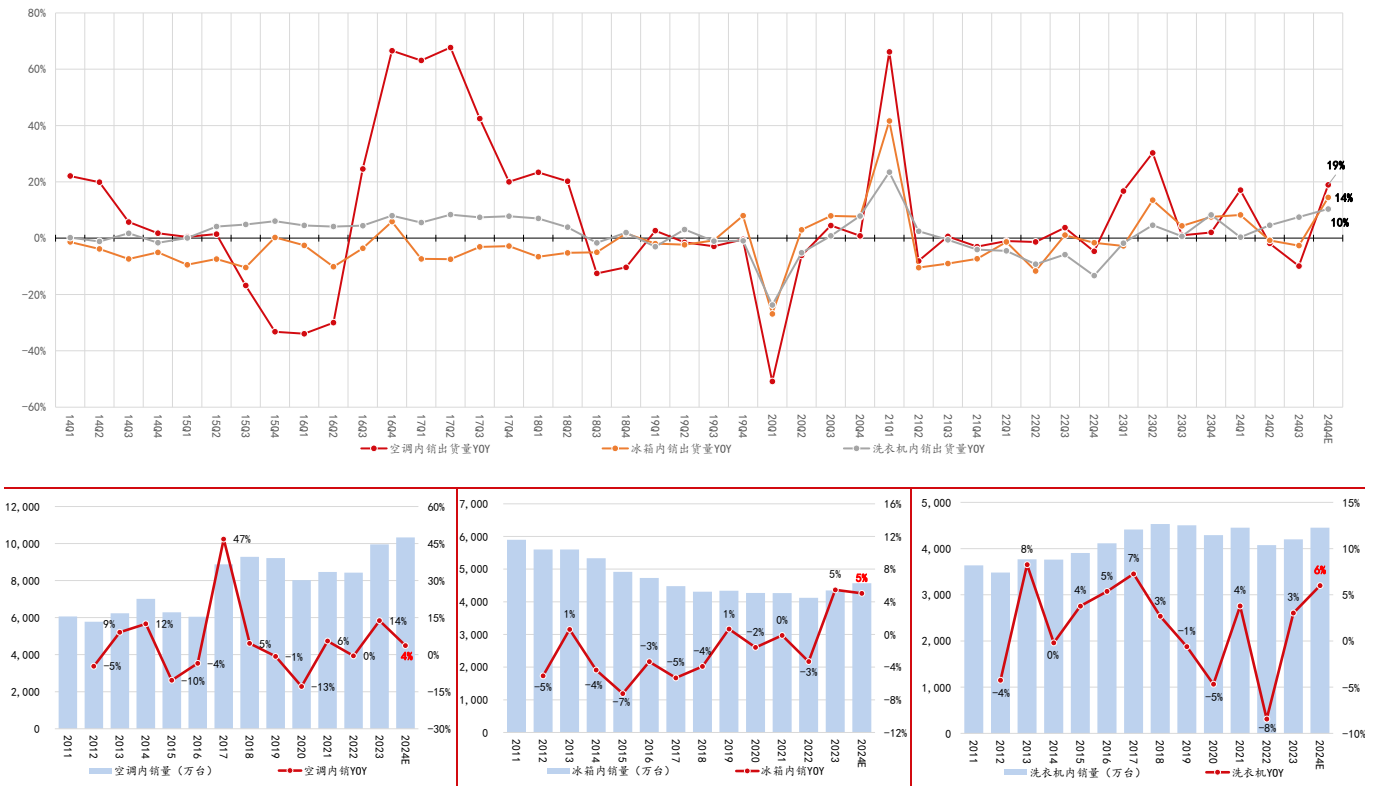
展望 2025 年，我们认为依旧是“年年岁岁花相似”，不高的估值，高的股息率，稳健而又不失看点的基本面——政策对内销盈利的带动作用或仍未被普遍认知，但关税对外销的拖累或已有超过实际影响的体现。

## 2. 白电：国补政策挺价，盈利弹性可观

### 2.1 需求：销量稳健增长，政策影响节奏

无论内外销，政策对明年节奏的扰动预计都不小，对内是“以旧换新”政策，对外则是“关税”政策；但即便如此，我们预计产业销量中枢仍会比较稳定。内销判断的核心逻辑在于，“透支”担忧为时过早，且略超一个季度的脉冲对年度级别销量影响有限；外销判断的核心依据是白电的对美敞口很小。先来看内销，在产业在线 11 月和 12 月内销排产增速的基础上，我们推算 2024Q4 国内空调、冰箱及洗衣机内销出货量分别同比+19%、+14%及+10%，预计 2024 年全年空调、冰箱及洗衣机的内销出货量分别同比+4%、+5%及+6%。

图表10: 2023 年以来, 空调和冰箱内销出货增速较好, 其余大家电韧性强



资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

2024 年国内“以旧换新”政策大致节奏为: ①7 月 25 日, 财政宣告出资 1500 亿元对包括家电在内的 6 个行业予以支持, 时间到 2024 年年底; ②8 月上中旬, 湖北、青海等省份率先落地; ③9 月开始全国绝大部分地方落地。9 月份以来白电内销出货都有明显好转, 若将 1-8 月份的增速视为没有政策情况下的自然增长, 那么我们可以据此计算出, 2024Q4 因为政策带来的额外空调、冰箱及洗衣机销量分别为 348、192 及 85 万台, 占 2024 年全年预计内销出货量的比例分别为 3.4%、4.2%及 1.9%。

图表11: 估算 2024 年政策对空调、冰箱及洗衣机带动分别为 348、192 及 85 万台 (单位: 万台)

品类	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2024				2024		
							Q1	Q2	Q3	Q4E	M1-M8	M9-M12	政策带动
空调	9,216	8,028	8,470	8,429	9,960	10,328	2,574	3,512	2,290	1,951	7,766	2,561	348
同比增长	-0.7%	-12.9%	5.5%	-0.5%	13.8%	3.7%	17.0%	-1.9%	-9.9%	18.9%	0.2%	16.0%	-
冰箱	4,338	4,270	4,265	4,123	4,348	4,567	1,093	1,031	1,074	1,370	2,780	1,787	192
同比增长	0.7%	-1.6%	-0.1%	-3.3%	5.5%	5.0%	8.3%	-0.8%	-2.7%	14.5%	0.6%	12.7%	-
洗衣机	4,504	4,293	4,453	4,077	4,200	4,452	989	984	1,141	1,338	2,678	1,774	85
同比增长	-0.6%	-4.7%	3.8%	-8.4%	3.0%	6.0%	0.3%	4.6%	7.5%	10.4%	4.0%	9.2%	-

资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

对于 2025 年的白电内销出货，我们分有政策和无政策两种情况进行讨论。设定过去 5 年 CAGR 为白电内销出货的基准情形，即空调、冰箱、洗衣机对应数据分别为+1.6%、+0.2%及-0.6%。若政策能覆盖全年，按照 2024 年效果的 80%推算，预计 2025 年国内空调、冰箱及洗衣机内销量出货同比分别约为 10.4%、5.2%及 1.5%，考虑到 2024 年 9 月份政策拉动带来的高基数，预计 2025 年上半年出货将好于下半年。

图表12：预计 2025 年空调、冰箱、洗衣机内销量分别同比+10.4%、+5.2%及+1.5%

序号	情形假设及测算方式	空调	冰箱	洗衣机
<b>基准情形：2019-2024年，白电内销量出货CAGR保持不变。</b>				
(1)	2024年内销量（2024M1-M10披露数据加上M11-12内销排产）	10,328	4,567	4,452
(2)	2025年内销	内销量（万台）（1）*【1+（3）】	4575	4424
(3)		同比增长（过去5年CAGR）	1.6%	0.2%
<b>无政策：2024年透支基准情形下的2025年销量。</b>				
(4)	2024M9-M12政策拉动	348	192	85
(5)	2025年最终预计	内销量（万台）（1）*【1+（3）】	4,384	4,339
(6)		同比增长（过去5年CAGR）	-1.8%	-4.0%
<b>有政策且效果与2024年一致：2024年不透支基准情形下的2025年销量，政策背景相同的9-12月，按基准情形增长。</b>				
(7)	2024M9-M12政策拉动	348	192	85
(8)	2024M9-M12政策拉动年化	1571	526	221
(9)	2025年最终预计	内销量（万台）（1）*【1+（3）】	4910	4560
(10)		同比增长（过去5年CAGR）	13.4%	7.5%

空调内销增速弹性测算		基准情形				
		-1.6%	0.0%	1.6%	3.2%	4.8%
相对2024年的政策效果	60%	4.2%	5.8%	7.4%	9.0%	10.6%
	80%	7.2%	8.8%	10.4%	12.0%	13.6%
	100%	10.2%	11.8%	13.4%	15.0%	16.6%
	120%	13.3%	14.9%	16.5%	18.1%	19.7%
	150%	17.8%	19.4%	21.0%	22.6%	24.2%

冰箱内销增速弹性测算		基准情形				
		-2.8%	-1.3%	0.2%	1.7%	3.2%
相对2024年的政策效果	60%	-0.1%	1.4%	2.9%	4.4%	5.9%
	80%	2.2%	3.7%	5.2%	6.7%	8.2%
	100%	4.5%	6.0%	7.5%	9.0%	10.5%
	120%	6.8%	8.3%	9.8%	11.3%	12.8%
	150%	10.3%	11.8%	13.2%	14.8%	16.3%

洗衣机内销增速弹性测算		基准情形				
		-3.6%	-2.1%	-0.6%	1.1%	2.7%
相对2024年的政策效果	60%	-2.5%	-1.0%	0.5%	2.2%	3.8%
	80%	-1.5%	0.0%	1.5%	3.2%	4.8%
	100%	-0.6%	0.9%	2.4%	4.1%	5.7%
	120%	0.4%	1.9%	3.4%	5.1%	6.7%
	150%	1.9%	3.4%	4.9%	6.6%	8.2%

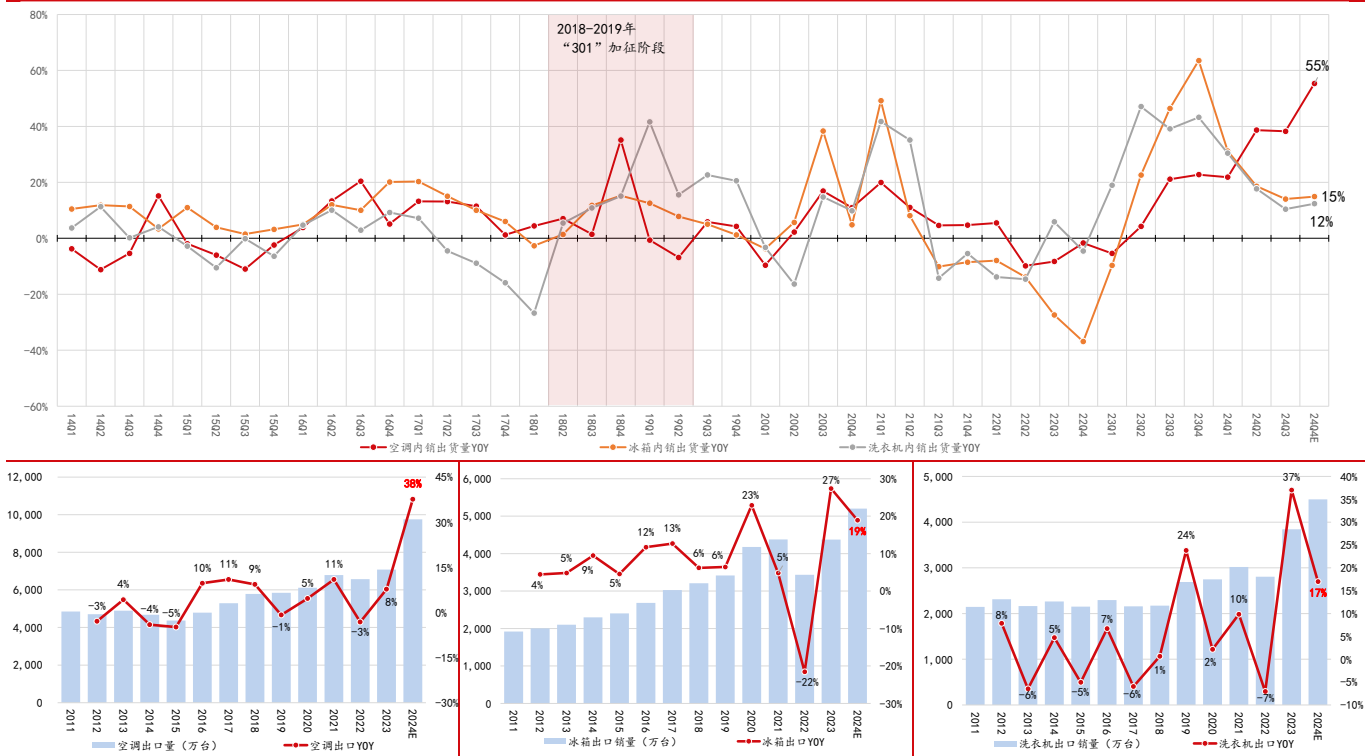
**说明：**

- 假设政策有效期一年，允许出现季度级以内的真空期。
- 假设 2024 年与 2025 年的渠道库存水平都比较接近。
- (4) / (7) 即“2024M9-M12 政策拉动”计算方式为：“2024M9-M12 内销量”减去“基于 2024M1-M8 内销量增速计算的 2024M9-M12 内销量（没有政策，假设后 4 月增速跟前 8 月一样）”。
- (8) 即“2024M9-M12 政策拉动年化”计算方式为：将 (4) / (7) 相对于同期的同比增速，视为有政策情况下产业全年获得的额外增速，再乘以 2024 年内销量。
- 考虑到 2024 年政策出台时明确要求年底截止，短时脉冲较大，若假设 2025 年政策覆盖全年或以上，短期刺激效应较 2024 年或有减弱，故此我们更倾向于选择 2024 年政策效应的 80%。

资料来源：产业在线，国联证券研究所

若无政策，会有透支，预计 2025 年空调、冰箱及洗衣机内销出货量分别同比-1.8%、-4.0%及-2.5%，内销更新主导且透支规模不大的情况下，降幅可控，也就是说即便没有政策，龙头经营也无需过忧。外销方面，根据产业在线 11 月和 12 月排产推算，2024Q4 空调、冰箱及洗衣机外销出货分别同比+55%、+15%及+12%，全年分别同比+38%、+19%及+17%，出口量均创历史新高。

图13: 2024年预计空调、冰箱及洗衣机出口量同比+38%、+19%及+17%



资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

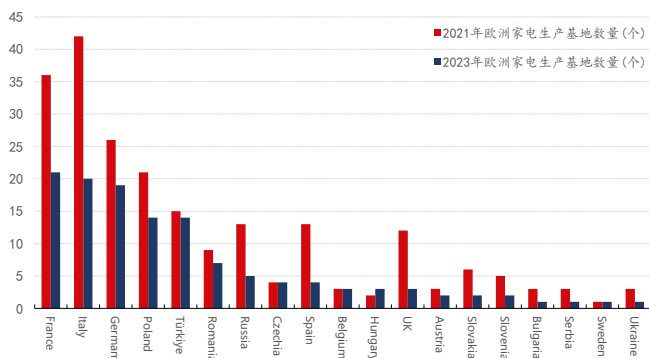
因为基数和关税，市场对2025年家电外销相对谨慎，我们的观点则更乐观一些，预计2025年家电外销降速但不失速，大概率仍能保持中个位数或大个位数增长。第一，近两年白电最大的增量来自新兴市场，尤其是拉美，“景气”与“份额”双轮驱动，自主品牌出海力度持续加大的情况下，我们预计这一趋势会延续。第二，欧洲近两年贡献较大的主因是俄罗斯和域内制造衰退，“份额”逻辑为主，既涉及代工订单转移，也有终端品牌（海尔系）提升，虽然未来斜率不确定性较大，但大概率不会“开倒车”，也就是说在新的规模中枢上预计稳中有升。第三，上一轮加征关税后，对美出口总体趋势向下，大盘扰动已有限，类似于目前国内地产之于白电，若“抢出口”短期或有向上脉冲。第四，降息周期中，成熟市场需求或稳步改善趋势，目前库存也偏低位（上述判断更全面的分析，敬请参阅《韧性时代：关税周期中的挑战与底气》、《新兴市场的来路与征程》、《基于区域拆分看出口景气持续性》、《从海外龙头2024Q3财报评估家电外销走势》等报告）。

图表14：2024年以来白电出口量分区域表现

空调									冰箱									洗衣机								
区域	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024M1-M10	区域	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024M1-M10	区域	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024M1-M10
分区域出口量									分区域出口量									分区域出口量								
亚洲	2,335	2,349	2,446	2,835	2,723	2,577	2,849	3,129	亚洲	744	765	933	985	916	950	1,167	1,057	亚洲	1,200	1,165	1,302	1,289	1,314	1,290	1,537	1,390
非洲	293	306	397	377	343	381	524	532	非洲	251	260	253	277	250	222	352	305	非洲	228	241	249	184	158	141	256	210
欧洲	689	860	873	1,073	1,287	1,221	1,155	1,363	欧洲	1,089	1,136	1,287	1,595	1,744	991	1,427	1,508	欧洲	428	501	534	586	696	636	1,003	1,018
拉丁美洲	765	738	797	833	874	833	1,256	1,569	拉丁美洲	188	192	204	261	342	258	485	581	拉丁美洲	337	328	339	358	409	349	552	686
北美洲	1,100	1,486	948	1,028	1,381	1,061	790	669	北美洲	665	751	596	955	1,024	896	828	813	北美洲	70	86	105	153	166	126	196	186
大洋洲	63	51	56	60	66	49	51	60	大洋洲	84	74	75	103	101	115	112	96	大洋洲	55	59	66	81	79	87	102	89
分区域出口量同比									分区域出口量同比									分区域出口量同比								
亚洲	1%	0%	4%	12%	-4%	-5%	11%	27%	亚洲	1%	3%	2%	5%	7%	2%	23%	9%	亚洲	12%	-3%	13%	-1%	2%	-2%	19%	6%
非洲	2%	4%	3%	5%	2%	12%	38%	8%	非洲	3%	4%	3%	10%	10%	-1%	59%	3%	非洲	5%	6%	3%	-26%	-14%	-20%	8%	4%
欧洲	3%	25%	1%	23%	20%	-5%	-5%	31%	欧洲	5%	4%	3%	24%	9%	-8%	44%	24%	欧洲	14%	17%	7%	18%	14%	-1%	54%	25%
拉丁美洲	18%	3%	8%	3%	5%	5%	51%	54%	拉丁美洲	4%	2%	3%	28%	11%	-24%	88%	48%	拉丁美洲	13%	-1%	3%	5%	14%	-5%	54%	48%
北美洲	18%	35%	-26%	8%	34%	-23%	-25%	-8%	北美洲	7%	3%	-21%	60%	7%	-2%	-8%	20%	北美洲	-7%	23%	2%	44%	9%	-21%	54%	18%
澳洲	18%	-9%	0%	7%	10%	-6%	0%	47%	澳洲	8%	-12%	2%	37%	2%	4%	-3%	4%	澳洲	12%	7%	13%	23%	-1%	9%	18%	4%
分区域出口量同比变动(万台)									分区域出口量同比变动(万台)									分区域出口量同比变动(万台)								
亚洲	231	14	97	389	(112)	(146)	272	667	亚洲	76	21	168	51	(69)	34	217	85	亚洲	(133)	(35)	137	(14)	26	(25)	247	119
非洲	(41)	13	91	(20)	(34)	38	143	79	非洲	19	9	(8)	24	(27)	(29)	130	9	非洲	(11)	13	8	(66)	(26)	(16)	115	4
欧洲	15	171	13	201	213	(65)	(66)	326	欧洲	139	47	151	308	148	(753)	436	308	欧洲	(65)	73	33	52	110	(60)	368	201
拉丁美洲	115	(26)	58	36	41	(41)	423	551	拉丁美洲	47	4	12	57	81	(84)	227	189	拉丁美洲	(39)	(9)	11	19	51	(60)	203	223
北美洲	153	386	(538)	80	354	(321)	(270)	(57)	北美洲	41	86	(155)	359	69	(128)	(68)	137	北美洲	185	16	18	48	13	(40)	71	21
澳洲	9	(12)	5	4	6	(17)	3	19	澳洲	13	(10)	1	28	(2)	15	(3)	3	澳洲	(6)	4	7	15	(2)	7	15	4
分区域出口量占比									分区域出口量占比									分区域出口量占比								
亚洲	45%	41%	44%	46%	41%	42%	43%	43%	亚洲	25%	24%	28%	24%	21%	28%	27%	24%	亚洲	52%	49%	50%	49%	47%	49%	42%	39%
非洲	6%	5%	7%	6%	5%	6%	8%	7%	非洲	8%	8%	8%	7%	6%	6%	8%	7%	非洲	10%	10%	10%	7%	6%	5%	7%	6%
欧洲	13%	15%	16%	17%	19%	20%	17%	19%	欧洲	36%	36%	38%	38%	40%	29%	33%	35%	欧洲	18%	21%	21%	22%	25%	24%	28%	28%
拉丁美洲	15%	13%	14%	13%	13%	14%	19%	21%	拉丁美洲	6%	6%	6%	6%	8%	8%	11%	13%	拉丁美洲	15%	14%	13%	14%	14%	13%	15%	19%
北美洲	21%	26%	17%	17%	21%	17%	12%	9%	北美洲	22%	24%	18%	23%	23%	26%	19%	19%	北美洲	3%	4%	4%	6%	6%	5%	5%	5%
澳洲	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	澳洲	3%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	2%	澳洲	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	2%
对美国出口情况									对美国出口情况									对美国出口情况								
出口量	1,044	1,432	868	950	1,270	941	725	604	出口量	578	641	490	831	937	815	750	718	出口量	50	73	95	141	155	116	182	170
出口量同比	26%	11%	-24%	29%	3%	-13%	-8%	7%	出口量同比	6%	11%	-24%	69%	13%	-13%	-8%	17%	出口量同比	-7%	44%	31%	48%	11%	-25%	57%	10%
对美依存度	20%	25%	16%	15%	19%	15%	11%	8%	对美依存度	19%	20%	15%	20%	21%	24%	17%	16%	对美依存度	2%	3%	4%	5%	6%	4%	5%	5%

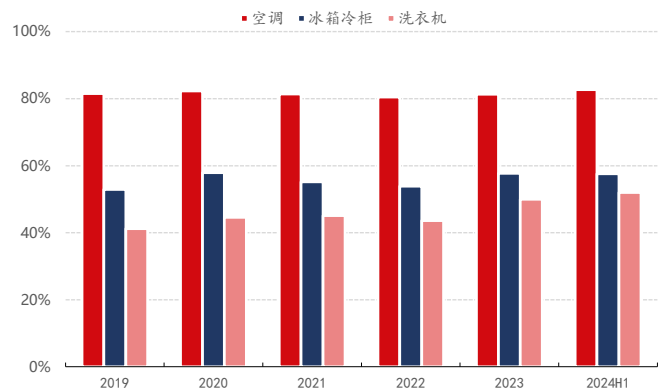
资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表15：欧洲家电制造生产基地在2021-2023年明显减少



资料来源：APPLiA，国联证券研究所

图表16：中国白电出口占海外家电消费的比重较高



资料来源：产业在线，国联证券研究所

## 2.2 盈利：价格弹性突出，盈利或超预期

相较于销量，我们认为内销均价提升带来的盈利弹性或是 2025 年白电更大的看点。从目前的零售监测数据来看，白电线上零售均价由之前普遍的个位数下滑转为个位数到双位数增长，线下冰洗均价从之前同比个位数增长转为双位数增长。由于本轮补贴对线下渠道有一定倾斜，渠道结构变化将进一步助推均价提升。从绝对价格来看，白电全渠道推总零售均价在 9 月和 10 月份都出现了显著优于同期的情况。逻辑上，居民更新预算支出不变的情况下，政策补贴幅度与均价上行幅度应较为接近，当然需要对冲信心不足导致的预算下降，这或在 2024 年 3-8 月份已经有明显体现。如是，若政策延续，预计到 2025 年 8 月零售均价同比至少将延续 2024 年底的状况。

**图表17：9-10月份，白电零售均价提升较为显著**

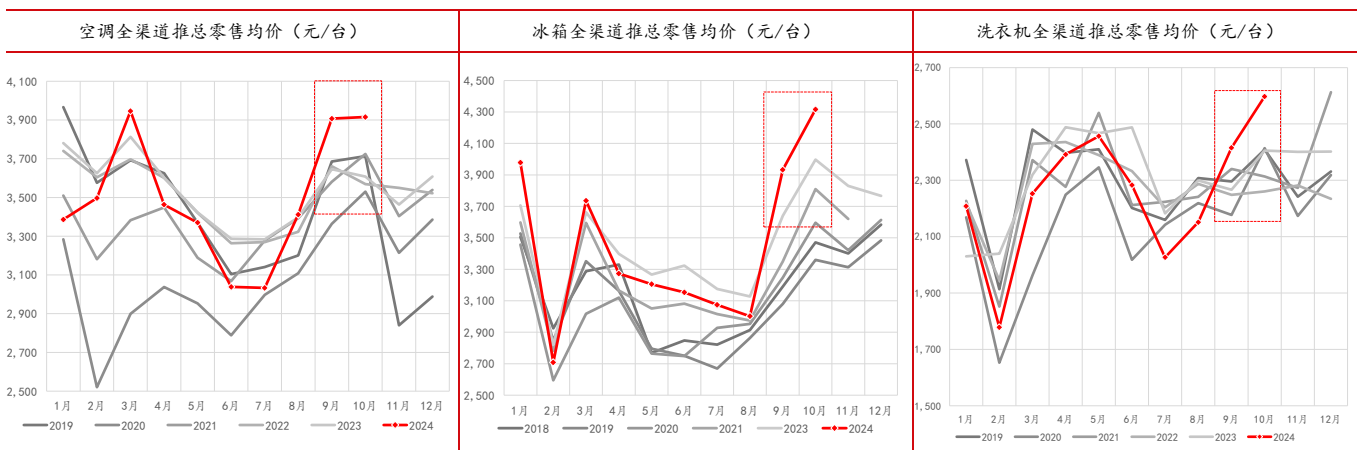
销量同比		24M01-02	24M03	24M04	24M05	24M06	24M07	24M08	24M09	24M10
线上	空调	67%	43%	20%	1%	-10%	-2%	25%	76%	40%
	冰箱	5%	5%	7%	2%	-8%	2%	5%	35%	33%
	洗衣机	4%	22%	14%	3%	16%	8%	7%	24%	20%
线下	空调	-28%	-10%	-14%	-3%	-10%	-6%	13%	63%	97%
	冰箱	-12%	-4%	-17%	1%	-2%	-15%	-9%	27%	62%
	洗衣机	-4%	4%	-9%	6%	5%	-10%	-9%	15%	55%
均价同比		24M01-02	24M03	24M04	24M05	24M06	24M07	24M08	24M09	24M10
线上	空调	1%	-3%	-8%	-6%	-8%	-7%	-5%	3%	6%
	冰箱	9%	6%	1%	-2%	-3%	-2%	-7%	7%	14%
	洗衣机	4%	-6%	-7%	-6%	-11%	-5%	-6%	3%	4%
线下	空调	0%	-7%	1%	2%	-3%	-1%	-1%	5%	9%
	冰箱	4%	2%	4%	9%	8%	2%	5%	14%	14%
	洗衣机	2%	0%	-1%	8%	3%	0%	0%	19%	14%

资料来源：奥维零售监测，国联证券研究所

**图表18：政策补贴期间，产品消费均价在 4500 元左右**

时间范围	补贴额 (亿元)	销售额 (亿元)	销售量 (万台)	均价 (元/台)	平均补贴比例
截止11月18日	310	1,650	3,685	4,478	19%
截止11月11日	281	1,480	3,272	4,524	19%
截止11月8日	261	1,378	3,046	4,524	19%
截止10月30日	209	1,102	2,403	4,587	19%
截止10月25日	180	951	2,073	4,587	19%
截止10月24日	174	913	1,984	4,603	19%
截止10月15日	132	691	1,462	4,724	19%
截止9月28日	64	335	711	4,712	19%

资料来源：商务部，人民网，国联证券研究所

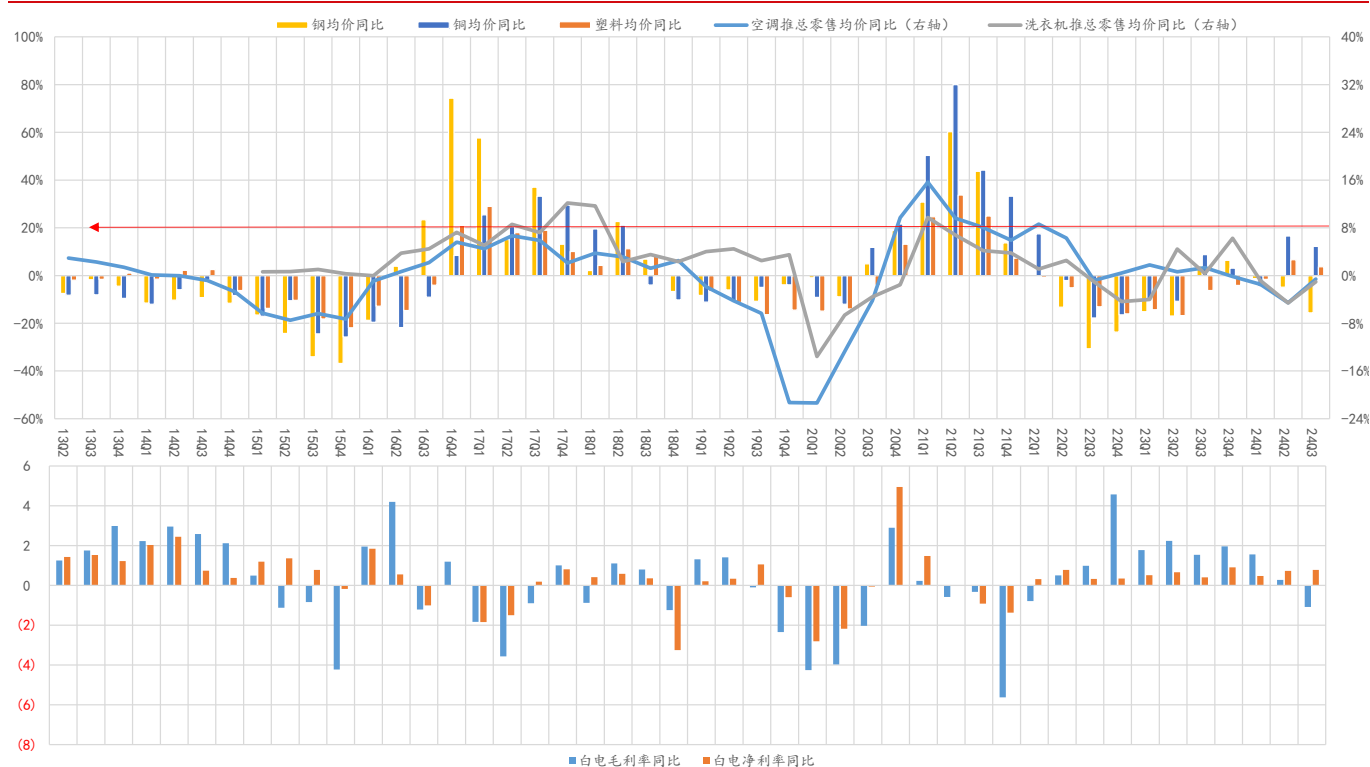
**图表19：白电推总均价跃升至近年高点**


资料来源：奥维推总零售数据，国联证券研究所（冰箱 2022 年价格数据较为异常，予以剔除）

接下来三到四个季度，我们可能会迎来一段此前极少出现的产业情形，即大宗原材料价格相对稳定，但白电产品均价却明显提升。过去十年，白电均价季度同比涨幅持续超过 5% 时候的主要集中在 2016Q4-2017Q3 和 2020Q4-2021Q4 两个阶段，无一例外，

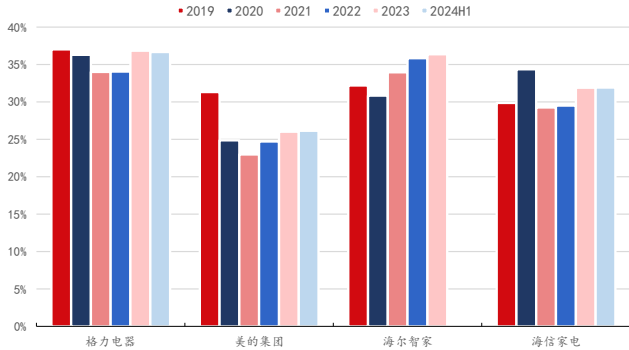
都对应到原材料成本大涨，同期钢铜塑等综合涨幅超过 20%，但目前大宗原材料尚无相似预期。切换到盈利视角，剔除原材料大涨和价格战阶段，白电盈利能力基本保持着可观的提升幅度。综合来看，接下来三到四个季度，或许会成为产业发展史上盈利提升相对较快的一段时间，目前尚未找到类似的“成本”与“均价”组合，上一轮家电政策周期中，存在限价且后期大宗成本上涨，盈利环境跟这一轮有本质不同。

**图表20：我们或将迎来此前极少出现的情形，即大宗相对稳定但均价明显提升**



资料来源：奥维推总零售数据，wind，国联证券研究所

落实到盈利弹性方面，在内销初始毛利率 30%，国内占比 60%的情况下，如果均价提升 5%，相应的成本提升 2%以内，整体毛利率同比变动将超过 1 个百分点，这一测算只是提供一个认知参考，并不意味着具体预测。需要说明的是，白电龙头过去 5 年的内销毛利率多分布在 30%左右；产业常识上，一般也会有更高端的产品，更好的毛利率，即结构驱动的均价和成本上涨幅度并不相同。除了产品结构提升驱动的毛利率改善外，因为政策存在，营销费用可能也会有所节约，对盈利能力预计也会有积极影响。总的来说，我们认为这一轮国内政策，更大的看点是在盈利弹性。

**图表21：白电龙头内销毛利率多在 30%左右**


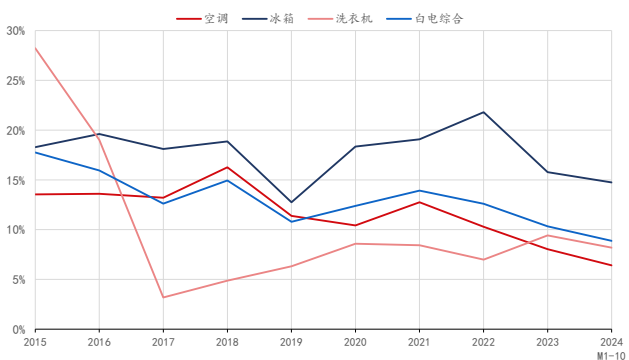
资料来源：公司公告，国联证券研究所

**图表22：不同均价和成本涨幅下的毛利率同比变动幅度 (pct)**

初销毛利率	国内占比	均价同比提升幅度				
		1%	3%	5%	7%	9%
30%	60%	0.4	1.2	<b>2.0</b>	<b>2.7</b>	3.5
成本同比提升幅度	0%	0.0	0.8	<b>1.6</b>	<b>2.4</b>	3.1
	1%	-	0.4	<b>1.2</b>	<b>2.0</b>	2.7
	2%	-	-	0.8	<b>1.6</b>	2.3
	3%	-	-	0.4	<b>1.2</b>	1.9
	4%	-	-	-	0.8	1.5
	5%	-	-	-	0.4	1.2
	6%	-	-	-	-	0.8
	7%	-	-	-	-	0.4
8%	-	-	-	-	-	0.4

资料来源：wind，国联证券研究所

外销方面，若最终关税走向如当前市场预期的那样，无论是转嫁还是转移，逻辑上对盈利都会有拖累，但表现可能难以体现，无需过忧。一方面，白电对美敞口不大，如前文所述，2024M1-10 空调、冰箱及洗衣机对美出口量占整体出口的比例分别为 8%、16%及 5%，出口额占比分别为 6%、15%、8%，白电合计对美出口额占比 9%，加上内销以及外销本身盈利能力偏弱对区域影响的摊薄，除海尔外，主要白电公司对美盈利敞口或在中小个位数，即便有拖累，渐进演变对报表端的影响也极为有限，上一轮关税周期中，白电公司的外销毛利率表现即使如此。事实上，季度甚至是年度级别来看，外销盈利主要的影响因素其实是汇率、原材料成本以及自主品牌等。

**图表23：白电对美出口额占比逐步降至个位数**


资料来源：海关总署，国联证券研究所

**图表24：上一轮关税周期中，白电外销毛利率同比变动并无明显体现**

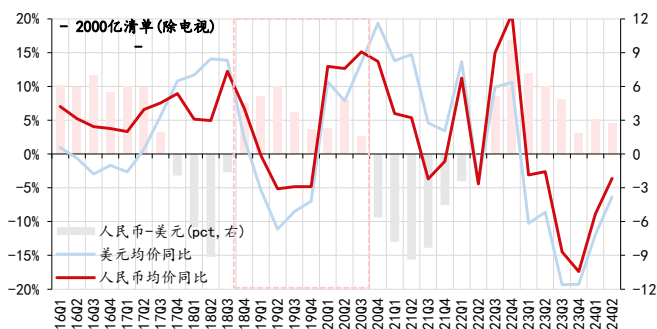
	美的集团	海尔智家	格力电器	海信家电
2017H1	(4.6)	-	(8.1)	(9.1)
2017H2	(4.8)	-	(3.8)	(7.5)
2018H1	1.2	(4.2)	(5.8)	(2.5)
2018H2	5.8	-	17.7	2.5
2019H1	4.6	1.4	2.9	3.8
2019H2	(1.0)	2.1	(2.9)	0.3
2020H1	0.1	(0.3)	2.4	1.0
2020H2	(0.1)	1.3	(8.7)	(0.8)
2021H1	(4.3)	2.4	(2.6)	(2.4)
2021H2	(1.8)	0.2	(1.8)	0.7
2022H1	0.9	0.3	6.2	1.7
2022H2	2.9	(0.7)	2.2	0.7
2023H1	3.3	(0.2)	3.8	1.3
2023H2	3.8	-	15.9	(0.0)

资料来源：公司公告，国联证券研究所

另一方面，从上一轮关税周期来看，额外增加的成本或在产业链上分摊，且下游消费者承担比例较大。“2000 亿美元清单”商品 2019Q2-Q4 的美元出口均价同比-5%~10%，人民币出口均价同比-5%左右；与此同时，美国大家电 CPI 在 2018H2-2019H1 同比+5%~10%，从这一组数据来看，虽然供应链也会分摊部分成本，但是比例并不大，且可以通过产能转移和内部降本增效做部分对冲，下游消费者或将承担更多关税成本。

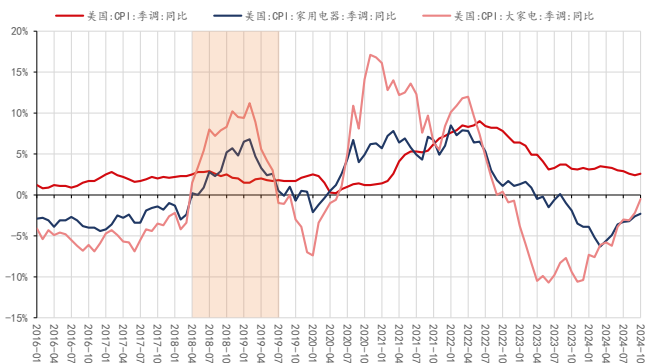
考虑到我国白电在全球产业链中的地位，预计本轮即便恶化，对产业盈利的影响大概率也将遵循上一轮的模式，至于中长期的产能配置和海外竞争，则需要根据最终的政策情况再行讨论。

图表25：2000亿清单剔除汇率后在2019年约有5%左右下降



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表26：美国家电CPI在2018H2和2019H1出现了明显上涨



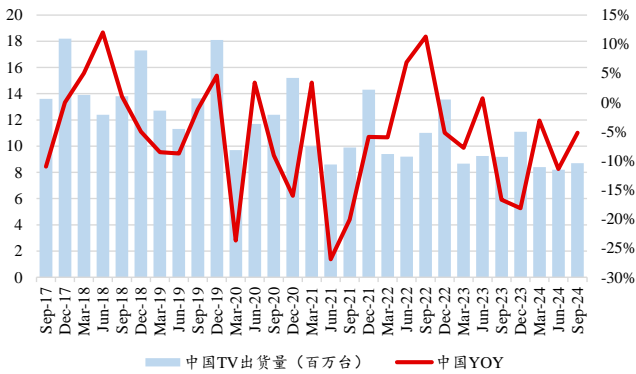
资料来源：Wind，国联证券研究所

综上所述，我们认为白电盈利弹性是2025年最大的看点，核心驱动来自内销，政策对产业均价带动极为显著，有望看齐上两轮成本周期中的涨价水平，但原材料成本端目前并无太强涨势，历史上有过均价稳健成本下降的情形，但暂未有均价显著上行但成本稳健的情况，其对白电盈利带动将较为可观。外销盈利趋势暂无太大变化，由于白电美国盈利在小到中个位数，且上一轮关税周期中上游分摊比例有限，预计即便美国存在关税扰动，其对外销整体的盈利影响在报表端估计也较难体现出来。

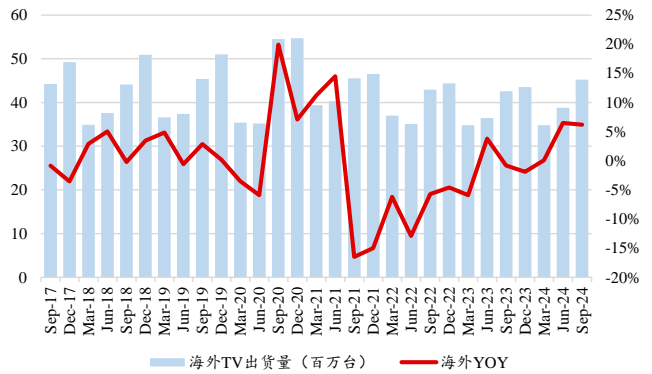
### 3. 彩电：重视高端升级，龙头抢占先机

#### 3.1 需求：总量延续弱复苏，把握升级主旋律

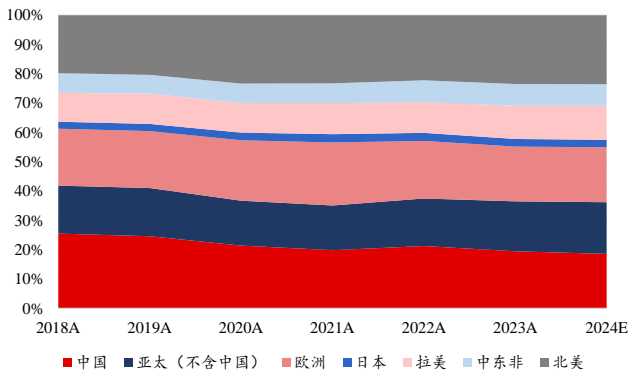
年初以来体育赛事驱动黑电外需表现较好，景气优于内销，年末在家电以旧换新政策的带动下，彩电市场内销景气迎来修复。奥维睿沃数据显示，2024Q3全球彩电出货量同比+4.1%至5390万台，其中中国/海外分别同比-5.2%/+6.2%，进一步拆解至分地区数据，年初以来欧洲、拉美等市场表现较好，预计主要由于世界杯等体育赛事带动需求释放；随着9月以来政策拉动效果显现，彩电内销景气有所修复，奥维云网数据显示2024W42-W46（10月14日-11月17日）彩电市场全渠道零售量同比+2.1%至486万台，全渠道零售额同比+25.5%至232亿元。考虑到财政针对内需有望加力提效，2025年在内销市场的支撑下，全球彩电行业出货量有望延续弱复苏趋势。

**图表27: 2024Q3 中国 TV 出货量同比-5.2%至 870 万台**


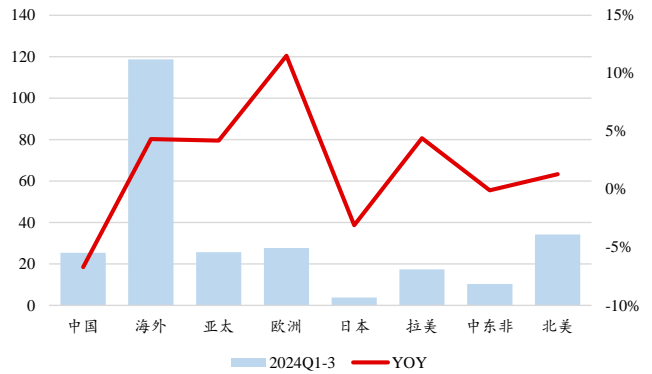
资料来源: 奥维睿沃, 国联证券研究所

**图表28: 2024Q3 海外 TV 出货量同比+6.2%至 4520 万台**


资料来源: 奥维睿沃, 国联证券研究所

**图表29: 全球 TV 出货量分地区结构**


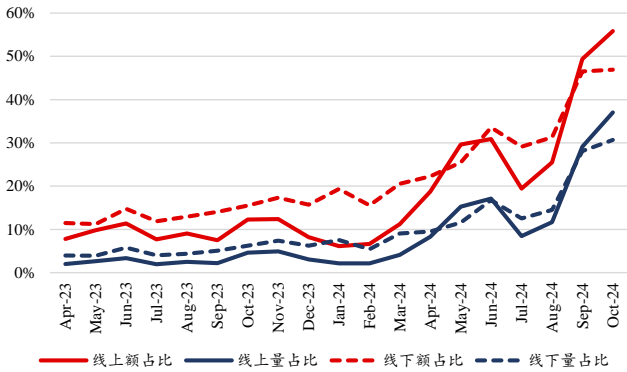
资料来源: 奥维睿沃, 国联证券研究所

**图表30: 2024Q1-3 欧洲、拉美 TV 增速领跑 (单位: 百万台)**


资料来源: 奥维睿沃, 国联证券研究所

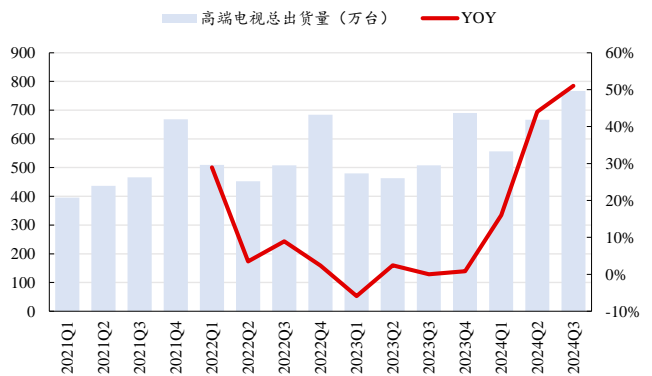
彩电行业产品结构提升成为较确定趋势。从高端电视表现看, 国内数据显示 2024 年以来国内市场线上、线下 MiniLED 占比持续提升, 最新奥维云网数据显示双 11 期间 MiniLED 线上零售量占比达 38.7%, 我们预计 MiniLED 零售额占比或超 50%; 海外数据显示全球 2024Q3 高端电视出货量同比+51%至 767 万台, 出货量创下历史新高, 其中 MiniLED 电视的出货量同比+102%, 单季度超过 OLED 出货量, OLED 电视出货量同比+13%。从大屏化趋势看, 全球大屏出货量占比持续提升, 其中中国 70 英寸以上彩电零售量增速较为突出, 线上零售数据中国彩电市场增量主要来自于 70 英寸以上的大屏产品。此外, 本轮以旧换新政策补贴对于高效产品有所倾斜, 因此本轮双 11 高效产品占比提升, 一级、二级产品线上彩电零售量占比分别+37.3pct/+20.5pct, 分别达到 43.8%/33.3%。在产品结构提升的带动下, 海内外均价提升趋势较为确定, 2024Q3 奥维推总数据显示全渠道零售均价同比+14%至 3921 元, 中国彩电出口均价延续提升。我们认为, 在产品持续升级的基础上, 2025 年彩电行业均价提升仍大概率是发展主旋律, 行业规模有望凭借结构改善实现增长。

**图表31：中国 MiniLED 彩电线上、线下占比均持续提升**



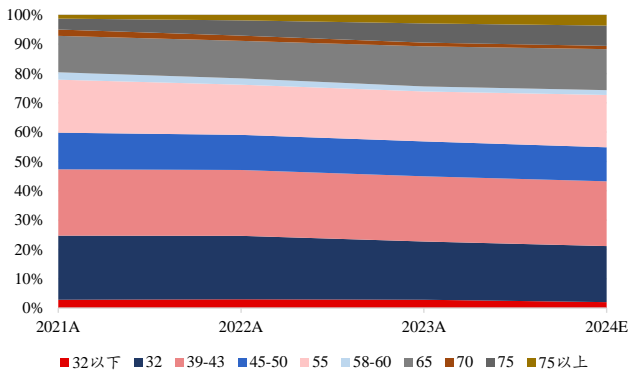
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

**图表32：全球 2024Q3 高端电视出货量同比+51%至 767 万台**



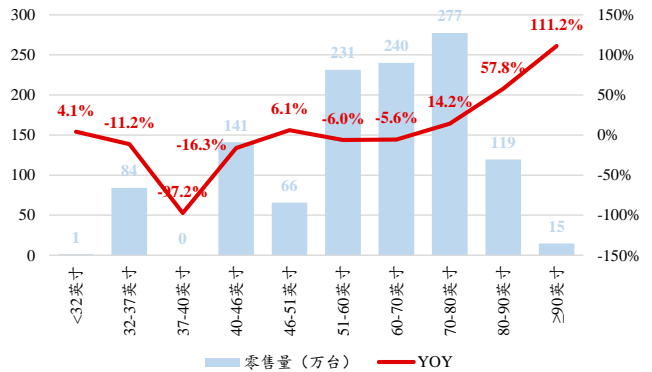
资料来源：DSCC，国联证券研究所（高端电视包含 MiniLED，QD-LCD，8K，OLED，Micro-LED 等产品类别，下略）

**图表33：全球大屏占比持续提升**



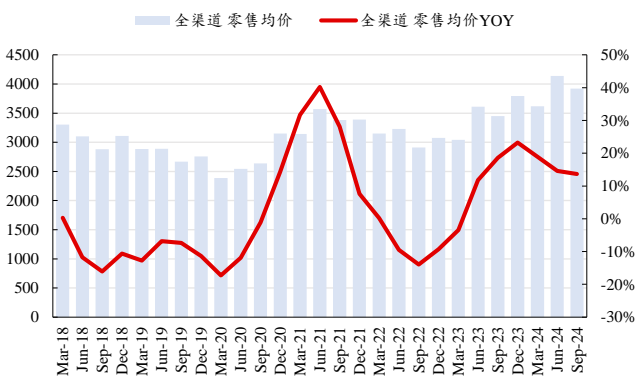
资料来源：奥维睿沃，国联证券研究所

**图表34：2024 年 1-10 月中国彩电线上分尺寸零售量及同比**



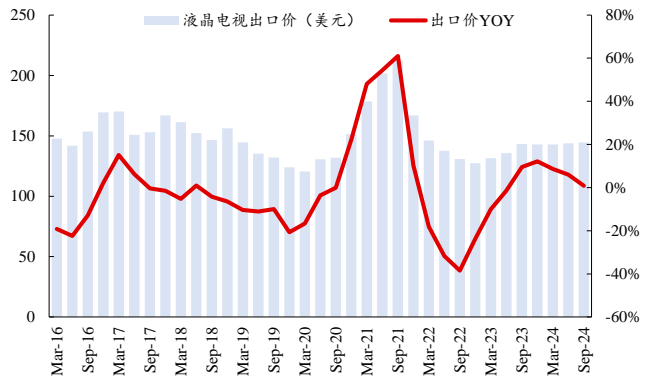
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

**图表35：2024Q3 中国彩电推总均价同比+14%（单位：元）**



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

**图表36：2024Q3 中国彩电出口均价同比+1%（单位：美元）**

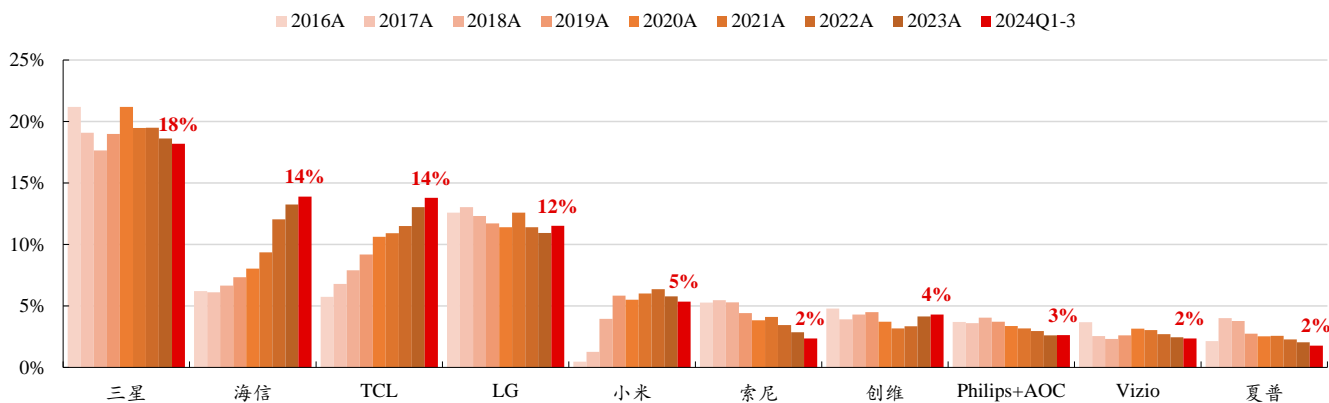


资料来源：海关总署，国联证券研究所

在较好产品力的推动下，国产品牌彩电全球份额持续提升。奥维睿沃数据显示，海信/TCL 的 2024Q1-Q3 全球出货量份额均提升至 14%左右，同比分别+4.7%/+10.3%，相比之下，三星、LG 全球彩电出货量份额均无明显提升，Q1-Q3 出货量分别同比-

0.8%/+4.1%，表现弱于中国龙头品牌。分地区看，2024Q1-Q3 海信/TCL 海外彩电出货量分别+12.3%/+11.4%，海信在欧洲、新兴市场等区域表现较好，TCL 主要凭借欧洲市场带动外销整体实现较快增长，三星、LG 在欧洲市场表现也优于自身整体增速。

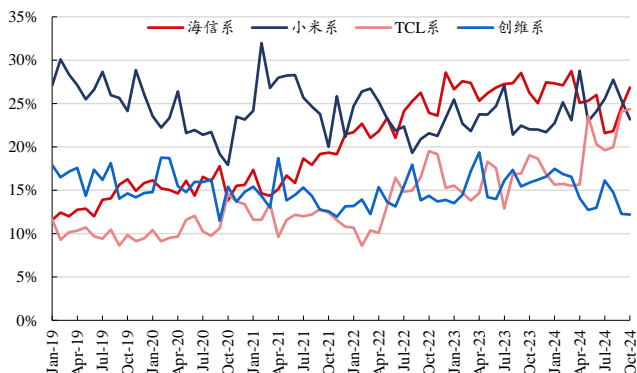
图表37：全球 TV 分品牌出货量份额



资料来源：奥维睿沃，国联证券研究所

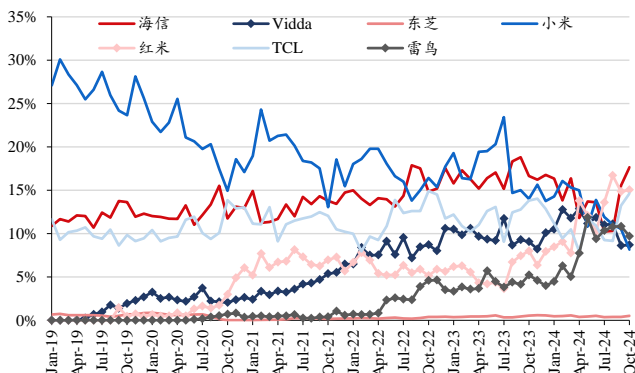
分内外销市场来看，内销方面，我们认为国内龙头品牌受益于家电以旧换新补贴政策，凭借较好的产品力与品牌形象，以及更为果断的产品结构调整策略，年末市场份额明显提升。以线上为例，随着家电以旧换新补贴政策逐步起效，进入大促期间，海信、TCL 的 10 月线上零售量份额环比修复明显，进一步拆解至子品牌份额看，两家龙头的份额修复均得益于主品牌份额的改善；市场此前担心互联网企业主品牌凭借高端化实现产品结构改善，进而抢占零售额份额，但实际上效果并不明显，反而定位更加性价比的子品牌在相对价格优势凸显的背景下获得一定份额。另一个观察视角是 MiniLED 分品牌份额表现，尽管互联网企业的高端电视定位较优惠，龙头仍然凭借较好的品牌力和果断的产品布局抢占更优份额。

图表38：内销线上TV分品牌零售量份额



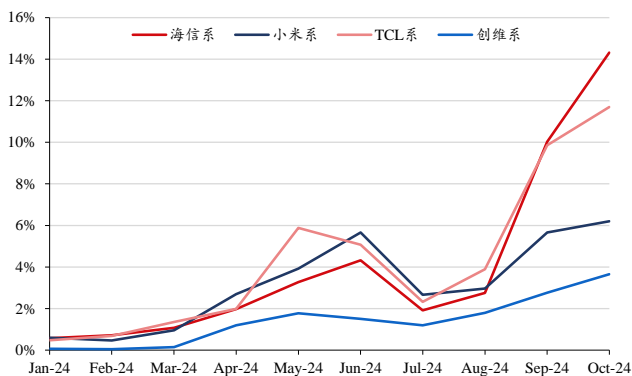
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表39：内销线上TV分子品牌零售量份额



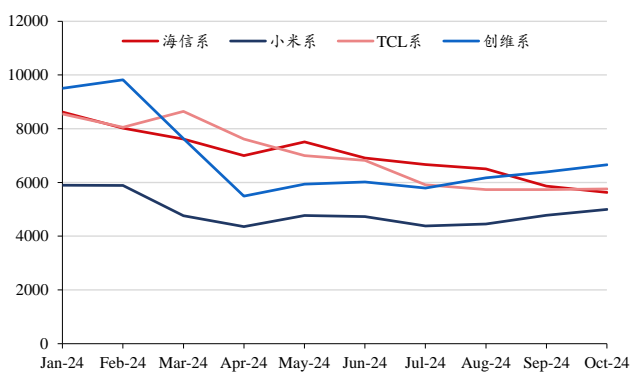
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表40：内销线上MiniLED电视分品牌零售量份额



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

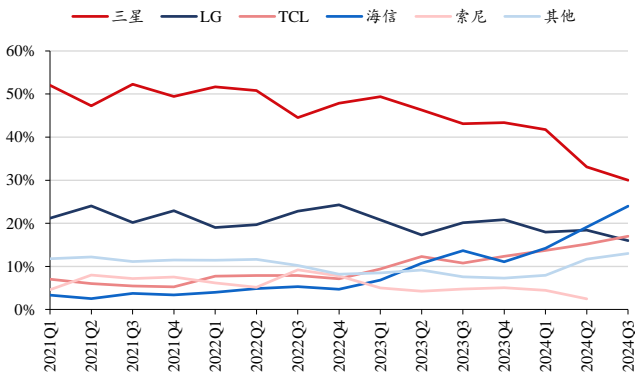
图表41：内销线上MiniLED电视分品牌零售均价（元）



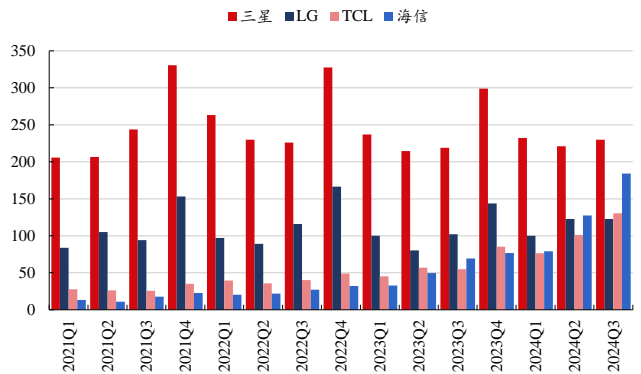
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

外销方面，随着中国品牌的快速崛起，三星和LG在高端电视市场的双头垄断局面已被打破，三星是原本的市场领导者，但年初以来其高端电视出货量增长并不明显，与此同时，海信和TCL的高端电视出货量同比增长两倍以上，两者份额分别提升至24%/17%，因此三星的高端电视份额下滑13pct至30%，LG下滑至第四名。

总结来看，我们认为随着产品力与品牌力的改善，国产彩电品牌全球提升份额确定性进一步提升，延续优于行业增长水平可期。从海内外市场表现看，互联网企业高端产品占比提升并未充分吸引消费者，龙头更具品牌优势，内销更为受益；海外彩电的产品结构升级也主要由国产品牌依托MiniLED、大屏LCD等高端产品带动。因此我们认为彩电龙头2025年量价齐升值得期待。

**图表42: 全球高端电视分品牌出货量份额**


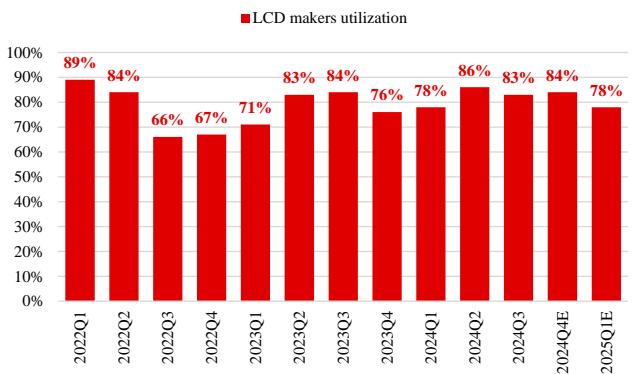
资料来源: DSCC, 国联证券研究所 (2024Q3 索尼数据并入其他)

**图表43: 全球高端电视分品牌出货量 (万台)**


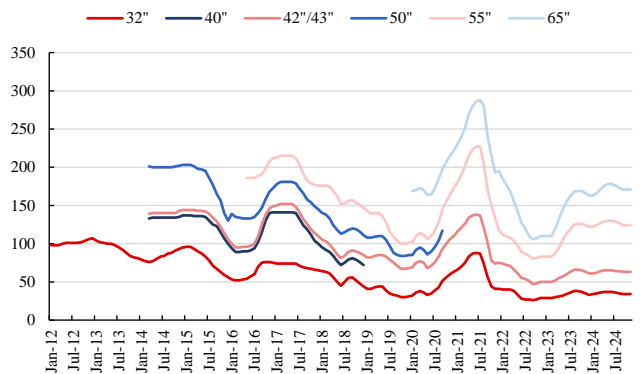
资料来源: DSCC, 国联证券研究所

### 3.2 成本: 面板振幅减弱, 多元产能应对关税

产品结构的调整能否拉动盈利能力提升还取决于面板价格的变化, 对于上游面板厂而言, LCD TV 面板全球总产能增长有限、但中国企业份额持续提升, 因此 LCD TV 面板厂稼动率或随下游企业采购计划动态调整, “控产保价”或成为 TV 面板厂在当前产业环境下的默契; 对于下游品牌而言, 当面板价格回升时, 考虑到全球彩电行业或延续弱复苏趋势, 龙头较此前也有更多空间基于面板厂提供的价格支持调整合作关系。供需紧平衡背景下, 面板价格波动幅度有限, 从 2023 年以来的面板价格看, 不同尺寸的 LCD TV 面板价位小幅波动, 波动幅度较此前明显变小, 价格周期的持续时间也有所缩短。综上, 我们认为 2025 年面板价格或延续较为坚挺的表现, 其波动幅度或不至于拖累行业盈利能力, 也不会严重干扰上下游需求释放。

**图表44: LCD TV 面板厂稼动率或小幅调整以稳定面板价格**


资料来源: 奥维睿沃, 国联证券研究所

**图表45: 主要面板价格分尺寸趋势 (美元/片)**


资料来源: WitsView, 国联证券研究所

上一轮贸易争端以来, 彩电直接由中国发往美国的比例已有明显降低, 但近期全球

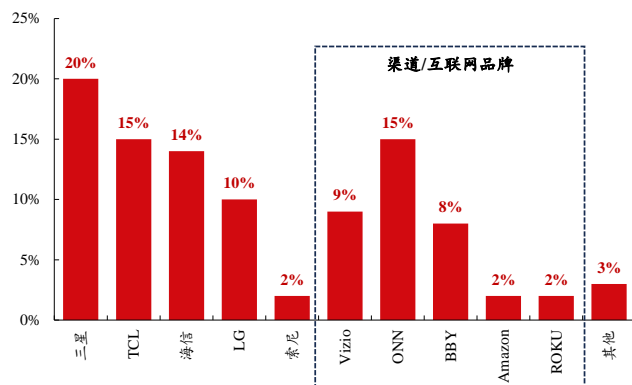
彩电对美出口的关税风险再度浮现。此前全球主要彩电品牌在墨西哥、越南等地均有产能布局，具体到越南看，三星主要布局胡志明市、TCL 主要布局平阳省、海信主要布局同奈省，京东方旗下代工厂以及兆驰也有越南产能布局。若墨西哥出口美国面临的关税提升，我们预计海信、TCL 等企业在越南布局的自有产能、叠加代工厂在越南布局的产能，有望共同支撑对美彩电出口供应，因此我们谨慎判断彩电行业面临的关税风险较为可控。反观美国本土的渠道品牌以性价比作为自身主要竞争优势，在关税风险增加的背景下，无越南自有产能的北美渠道品牌后续发展可能受到一定阻碍。

图表46: TCL 布局越南平阳产能, 满足北美需求为主



资料来源: 新华社<sup>1</sup>, 第一财经<sup>2</sup>, 国联证券研究所

图表47: 北美 TV 渠道/互联网品牌 2024E 出货量份额为 36%



资料来源: 奥维睿沃, 国联证券研究所

综上所述, 彩电行业整体需求或延续弱复苏, 在产品结构高端化、大屏化的基础上, 行业规模有望延续增长, 考虑到中国品牌引领海内外产品升级趋势, 技术、产品实力较为领先, 叠加内销政策补贴有望延续, 利好龙头抢占内销份额, 我们认为中国彩电龙头 2025 年经营稳健、量价齐升可期。同时在成本端, 在供需紧平衡、上下游互动迈入新阶段的背景下, 我们认为 TV 面板价格波动幅度或较为有限, 不至于拖累行业盈利能力, 且关税风险对于产能全球布局的龙头而言较为可控, 考虑到北美渠道自有品牌多为代工厂供应, 北美竞争格局或有转危为机可能性。建议关注海信视像、TCL 电子等彩电行业龙头。

## 4. 两轮车: 销量弹性可观, 格局加速集中

### 4.1 销量: 政策催化&补库存, 出货提速可期

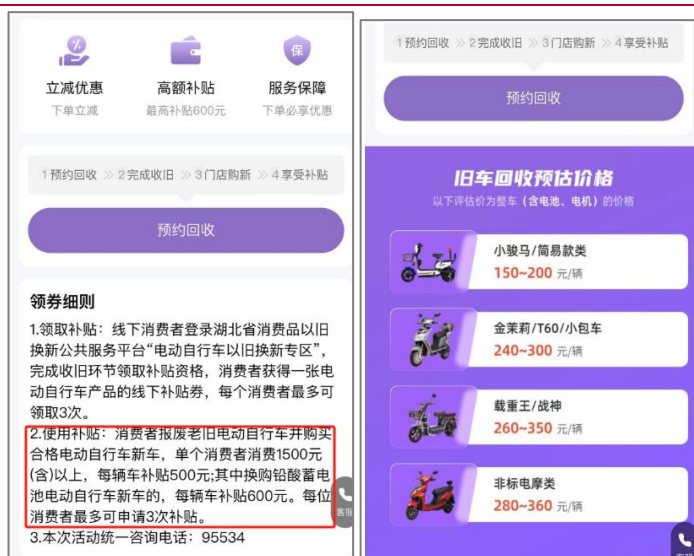
当前“两新”政策背景下, 电动两轮车名列国补的几大行业之中, 补贴资金由中央财

<sup>1</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/gGlr5RfNyie8Q\\_oDntrkfw](https://mp.weixin.qq.com/s/gGlr5RfNyie8Q_oDntrkfw)

<sup>2</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/5XUSivJK4IsPLUJbA7sD\\_Q](https://mp.weixin.qq.com/s/5XUSivJK4IsPLUJbA7sD_Q)

政统一规划拨付，整体补贴力度较大。8月24日商务部等5部门印发《推动电动自行车以旧换新实施方案》，截止11月19日全国所有省份陆续完成了实施细则的出台。补贴比例上：1500元以上的单车补贴可达到500元，其中铅酸车型补贴达到600元，再配合电动两轮车旧车回收获得200-300元的补贴，单车换新的价格降幅有望达到700-900元。

**图表48：1500元+车型补贴500元，其中铅酸电池车补贴600元**



资料来源：湖北以旧换新公共服务平台，国联证券研究所

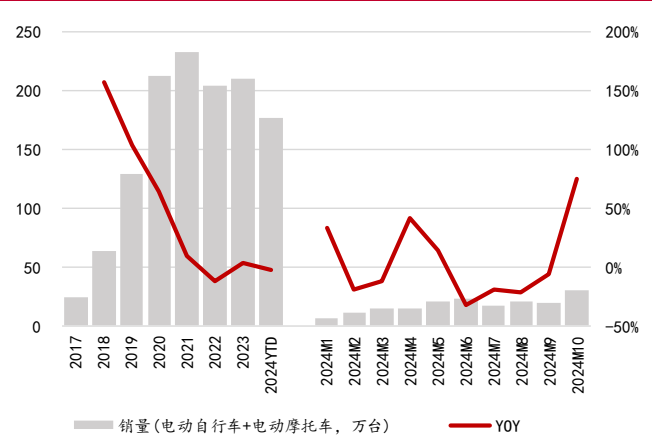
随着三大标准调整完成、补贴车型得到确定，且更大范围经销商纳入国补实施名单，国补政策在两轮车产业的落地加速；截至11月19日，全国实现了电动自行车收旧50.57万辆、换新50.57万辆，累计带动电动自行车新车销售12.91亿；此外，线上电动两轮车也开启补贴，数据显示10月线上(京东/天猫/抖音合计)增长显著加速。我们预计2025年电动自行车补贴仍将延续。

图表49: 截止11月19日, 累计带动电动两轮车销售12.91亿元



资料来源: 新华社, 国联证券研究所

图表50: 10月以来线上(京东/天猫/抖音合计)增长加速



资料来源: 久谦, 国联证券研究所

以旧换新政策对行业销量的提振效果如何? 我们进行量化测算如下, 预计两轮车行业2025年在悲观、中性及乐观的情况下年销量增速分别为+7%/+16%/+26%。

(1) **理论更新需求的基本盘**: 两类车型更新周期不同, 锂电池车型一般更新周期3年左右, 我们以3-5年前销售的锂电池车为当前锂电池车更新需求的基本盘, 铅酸电池车型更新周期则是5年, 我们以5-7年前的销量作为基本盘;

(2) **国补的提振比例**: 国补预计将在理论更新需求基础上, 产生额外的提振; 参考家电补贴以来的表现, 9/10月家电社零分别+20%/+40%, 我们假设悲观、中性、乐观情形下, 政策提振幅度分别为10%/15%/20%, 这样的假设主要有三方面原因: (1) 家电10月提速, 有双11大促的帮助, 预计11月下旬至12月增速或有放缓, 预计Q4整体增速或落在20%-30%; (2) 社零为销售额口径, 考虑到补贴所带动的消费偏向中高端, 均价提升趋势明确, 销量贡献增速略慢于销售额; (3) 相比家电, 两轮车渠道覆盖面仍相对偏窄。

(3) **新增需求的释放**: 经历疫情对新增需求的催化后, 近两年行业新增需求增长平稳, 考虑到国补对旧车并无强制要求, 部分新车购买也可以享受补贴, 我们中性假设政策会加速部分新增需求的释放; 对应的悲观、中性、乐观假设分别是: 假设百户保有量分别提升1.0/1.5/2.0辆/百户。

**图表51：量化测算两轮车行业后续销量表现**

指标/参数/方法	单位	来源	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E		
										悲观	中性	乐观
新增需求	①总人口	万人	140,541	141,008	141,212	141,260	141,175	141,175	141,175	141,175	141,175	141,175
	②平均家庭户规模	人/户	3.00	2.92	2.85	2.77	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76
	③户数	万户	46,847	48,290	49,635	50,996	51,150	51,150	51,243	51,243	51,243	51,243
	④百户保有量	辆/百户	59.2	63.9	66.7	73.8	75.5	76.5	77.5	78.5	79.0	79.5
	⑤▲百户保有量	辆/百户		4.7	2.8	7.1	1.7	1.0	1.0	1.0	1.5	2.0
	⑥年末总保有量	亿辆	2.77	3.09	3.31	3.76	3.86	3.91	3.97	4.02	4.05	4.07
	⑦▲年末总保有量，新增需求	万辆		3124	2249	4529	983	512	583	512	769	1025
更新需求	政策对更新需求的提振幅度	%								10%	15%	20%
	⑧锂电池车	万辆								1192	1246	1300
	⑨铅酸车	万辆								3567	3730	3892
	⑩更新需求合计	万辆								4760	4976	5192
总出货量	锂电池车销量渗透率	%	13%	15%	21%	23%	25%	15%				
	锂电池车	万辆	409	541	981	1018	1253	825				
	铅酸车	万辆	2811	3139	3779	3332	3758	4675				
	出货量合计	万辆	3220	3680	4760	4350	5010	5500	4950	5272	5745	6217
	增速	%	-8.6%	14%	29%	-9%	15%	10%	-10%	7%	16%	26%

资料来源：艾瑞咨询，国家统计局，国联证券研究所

（注：测算包含如上图中列明的诸多假设，结果可能存在误差，上述测算结果仅供参考）

11月初三大子标准带来的车型变化使渠道库存水平偏低，经销商正逐步恢复库存；且明年旧车生产截点，经销商有较强意愿加大旧车库存。当前产业出货拐点已现，叠加国补持续催化、后续渠道补库，行业出货有望持续实现亮眼增长。11月1日后市场销售车辆须符合43854/42295/42296新要求，因此经销商须在此之前出清旧车，渠道于Q3进入了库存去化阶段。而考虑到旧车短期内仍更受消费者欢迎，那么在旧车生产停止但终端仍可销售的阶段，经销商倾向于加大旧车库存水平。

**图表52：关于电动自行车的相关标准梳理**

标准类型	标准文件	说明	最新变化	时间阶段	强制性目标的实施情况
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	之前- 2024/10/31	17761（2019版） + 42295（旧）+42296（旧）+43854（旧）
	GB 43854—2024《电动自行车用锂离子电池安全技术规范》	新发布 电动自行车锂电池相关	2024年4月发布 2024年11月1日正式实施	2024/11/1- 2024/12/31	17761（2019版） + 42295（新）+42296（新）+43854（新）
	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。	2025/1/1- 2025/6/30	17761（2024版，旧车厂商可生产+终端可销售） + 42295（新）+42296（新）+43854（新）
	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。	2025/6/30- 2025/9/30	17761（2024版，旧车终端可销售） + 42295（新）+42296（新）+43854（新）
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	2025/6/30- 2025/9/30	17761（2024版，旧车终端可销售） + 42295（新）+42296（新）+43854（新）
	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》	-	-	2025/9/30- 之后	17761（2024版） + 42295（新）+42296（新）+43854（新）

资料来源：工信部，国联证券研究所

## 4.2 格局：强监管&龙头优势，格局加速集中

2024版新国标增加了单独第7章，主要针对整车及车架等关键部件的生产线，如管材的切割&弯曲、焊接设备、电泳工艺设备、工件自动化传送带等。不符合新国标生

产标准的企业将被强制出清。

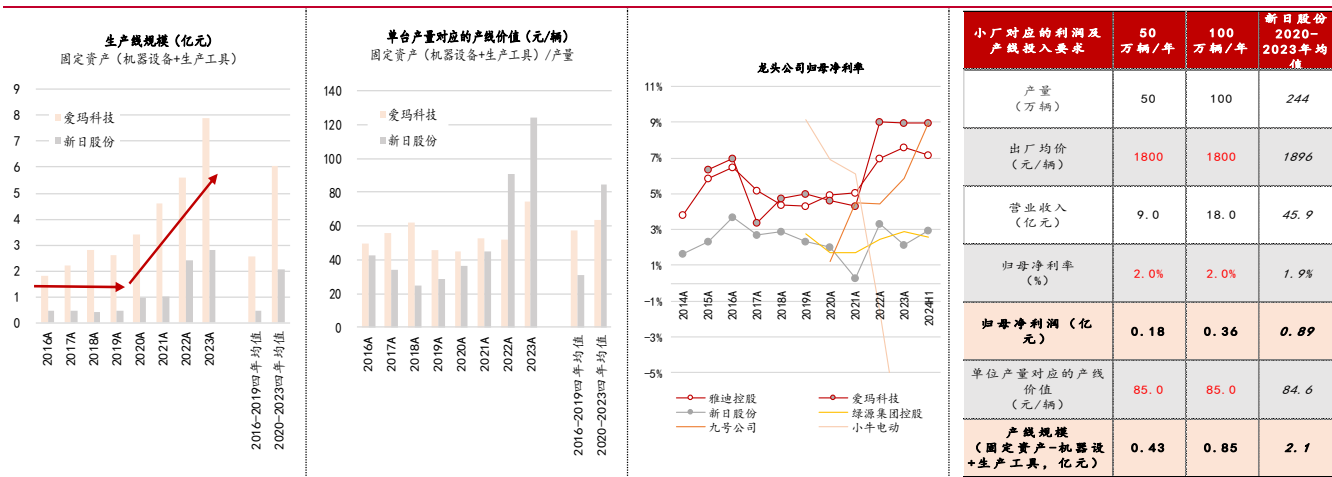
**图表53：2024 版新国标增加了单独的第 7 章，要求“企业质量保障能力和产品一致性”**

企业能力维度	项目	具体要求
生产能力 (与整车生产能力相匹配的)	切割、弯曲	管材等原材料切割、弯曲设备
	焊接	气体保护焊接设备，其中焊接机器人在所有焊接设备中占比超过70%，焊接机器人复位精度小于0.1mm；
	电泳工艺	车架、前叉、后平叉、车把等主要零部件电泳工艺设备，其中电泳工艺悬挂链轨道承载力不低于60kg，阴极电泳电源功率不低于200kW，电泳槽容积不低于40m³，电泳线体长度不低于300m；
	工件传送	工件自动化传送带或吊挂输送系统
检测能力	满足例行检验和确认检验项目的检测能力	
质量控制能力	建立从关键件采购、生产过程控制至出厂检验的质量保证能力	

资料来源：《电动自行车安全技术规范 17761》（征求意见稿），国联证券研究所

参考新日股份 2020-2023 年情况，计算 50 万、100 万辆规模的企业对应的收入、盈利规模及完整的产线价值。可以看到，100 万辆产量对应的完整产线价值达到了其年度利润的 2.4 倍，而新国标实施后，不达标的长尾企业需要在不到一年内完成产线的建设，其需要的资金支出规模较大；进一步考虑建成后，固定资产的折旧摊销，基于当前预计不到 2% 的净利率，长尾企业陆续被出清的概率较大。

**图表54：通过对比龙头产线投入的变化及互相之间的差异，计算小厂对应的利润和产线投入要求**



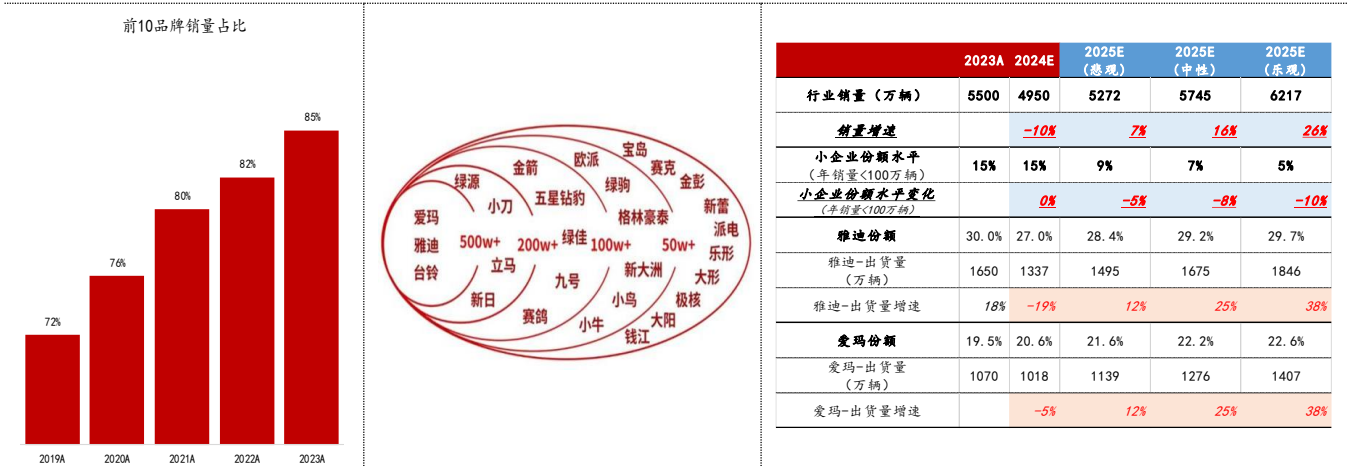
资料来源：公司公告，国联证券研究所

(注：测算包含如上图中列明的诸多假设，结果可能存在误差，上述测算结果仅供参考)

市场监管总局数据显示，两轮车行业有接近 600 家生产企业，进一步结合全球电动车网数据，行业 50 万辆以上的品牌企业只有 18 个，100 万辆以上的品牌企业只有 12 个，前 10 的品牌企业销量份额达到 85%。我们假设悲观、中性、乐观情形下长尾企

业出清 1/3、1/2、2/3，进一步结合前文对行业销量的预测，龙头对应的销量弹性可分别达到 12%/25%/38%。

图表55：进一步考虑龙头份额变化后，对应的出货增速

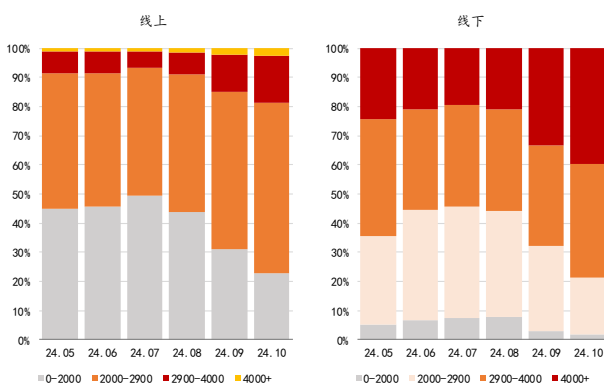


资料来源：全球电动车网，国联证券研究所

(注：测算包含如上图中列明的诸多假设，结果可能存在误差，上述测算结果仅供参考)

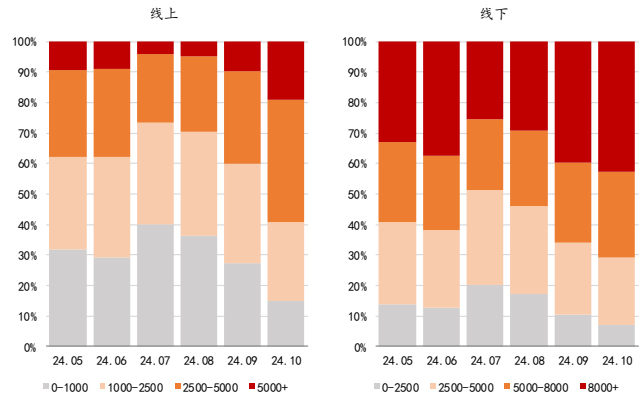
国补过程中产品消费趋向中高端，预计龙头更为受益；家电行业在国补政策实施之后，空调、冰箱中高端价格带销量占比 9、10 月明显走高。且渠道端，电动两轮车绝大部分通过线下经销商销售，而龙头经销商的资金实力更强、数量更多，将更大范围进入政策实施名单；参考湖北，目前雅迪/爱玛/台铃参与国补门店合计占 69%。

图表56：空调中高端价格带销量占比在 9/10 月明显走高



资料来源：奥维监测，国联证券研究所

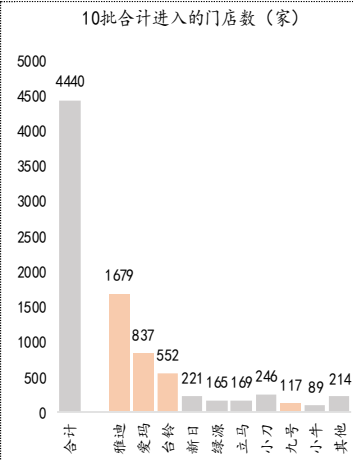
图表57：冰箱中高端价格带销量占比在 9/10 月明显走高



资料来源：奥维监测，国联证券研究所

**图表58：以湖北来看，通过审批可进行国补政策的大部分为品牌龙头**

批次及审核通过时间	第1批	第2批	第3批	第4批	第5批	第6批	第7批	第8批	第9批	第10批	合计
	8月27日	8月30日	9月9日	9月19日	9月25日	10月21日	10月25日	10月30日	11月4日	11月18日	
雅迪	234	102	1213	10	64	1	9	1	3	42	1679
爱玛	150	158	6	60	110	54	175	54	11	59	837
台铃	165	64	91	46	10	26	79	26	8	37	552
新日	117	25	6	17	27	1	22	1	3	2	221
绿源	47	18	9	3	80	0	5	0	2	1	165
立马	58	23	2	42	4	8	8	8	2	14	169
小刀	36	9	6	57	68	7	13	7	38	5	246
九号	29	0	20	18	6	2	0	2	4	36	117
小牛	7	0	9	9	1	30	2	30	1	0	89
其他品牌	153	32	19	-	-	3	6	3	-	8	224
行业合计	996	431	1381	258	366	132	319	283	70	204	4440



资料来源：湖北省商务厅，国联证券研究所

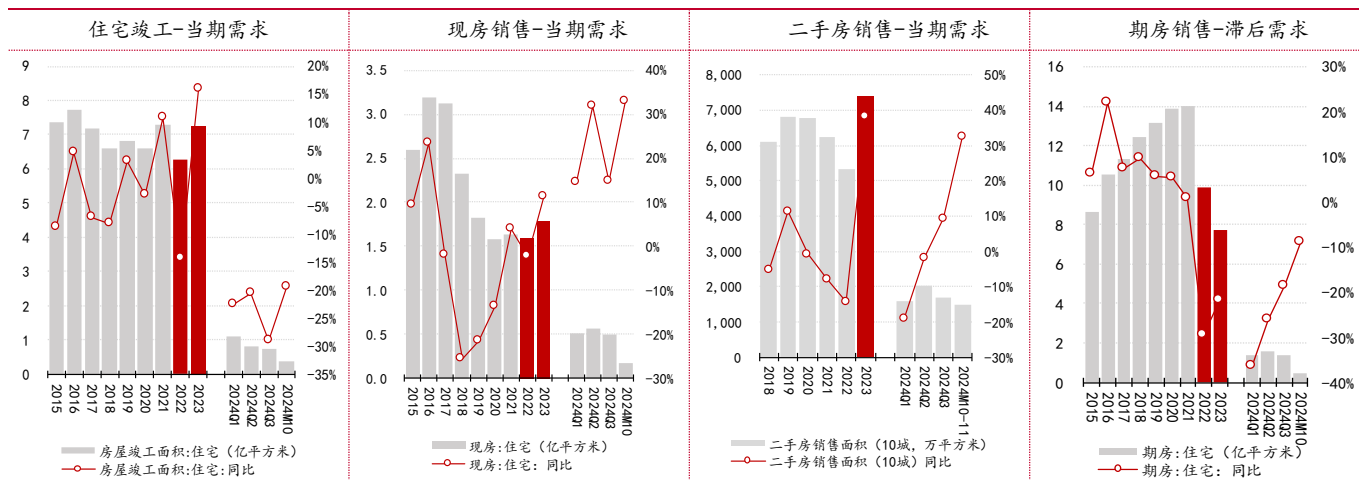
综合上述，当前时点我们积极看好两轮车板块的投资机会。当前时点，龙头经营拐点已现且预计 2025 年经营表现亮眼。随着国补落地加速，短期渠道库存正由低点回升，且新国标切换时点渠道有加大旧车库存的倾向，产业亮眼的出货增长有望持续；而新国标将出清不符合生产标准的企业，进一步叠加国补过程中消费趋向中高端、龙头较优的渠道实力，龙头经营增速将快于行业。

展望长期，一线龙头经过几年快速增长已实现规模大幅领先，近年来正在持续强化研发、供应链等实力，产品均价、盈利能力持续处于提升通道；且海外市场电动两轮车空间广阔，龙头积极布局海外，也有望打造第二增长曲线。综合上述，基于短期经营拐点及 2025 年优质经营，中长期龙头盈利提升及海外市场的增量，我们积极看好两轮车板块的投资机会，建议关注雅迪控股、爱玛科技等核心龙头。

## 5. 厨房大电：需求企稳，品牌龙头更为受益

### 5.1 复盘：竣工压力测试，需求基本维稳

2024 年是新房装修套数下台阶的一年，压力测试下，后周期产业需求仍表现平稳。地产销售自 2022 年进入下滑通道，而地产竣工则 2023 年受益保交楼政策，2024 年一季度才开始大幅下滑；新房装修规模下行的压力显现，但地产后周期产业的下滑幅度并不及竣工刻画的悲观。一方面，除了地产竣工外，还有现房及二手房交易影响当下的装修需求，有效平滑了竣工下滑带来的压力；另一方面，与地产交易无关的更新需求有所释放；进一步叠加 9 月以来国补政策，全年产业需求表现优于悲观预期。

**图表59：2024年地产竣工下滑压力显现，但现房及二手房表现较优**


资料来源：iFinD，国联证券研究所整理

季度节奏来看，竣工自Q1开始持续大幅下滑，滞后一个季度影响装修需求，Q2/7-8月产业承压，9月后国补政策实施，行业需求转而改善。品类层面，集成灶下滑压力持续更大，主要在于需求以三四线为主；其他品类前期需求承压，国补之后需求释放，其中洗碗机、嵌入式微蒸烤等产品国补后增速相比其他品类更快；(3) 均价层面，消费降级、龙头加强竞争背景下，早期均价下滑；而国补后均价有所抬升，消费趋向中高端。

**图表60：厨房大电 Q2 及 7-8 月压力偏大，国补政策以后需求增速转而改善**

全渠道增速		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024M10
零售额	油烟机	-4.9%	9.3%	3.6%	13.3%	4.9%	-2.8%	14.1%	50.2%
	燃气灶	-10.1%	7.1%	2.4%	11.6%	7.7%	-0.2%	13.3%	44.0%
	消毒柜	-9.5%	-2.4%	3.4%	4.9%	-0.4%	3.3%	6.4%	30.3%
	洗碗机	3.1%	8.2%	9.9%	14.7%	6.6%	4.1%	10.4%	55.0%
	嵌入式微蒸烤	-7.7%	13.0%	4.7%	7.5%	8.7%	-1.1%	6.6%	66.8%
	集成灶	0.5%	-0.9%	-7.2%	-7.4%	-11.9%	-22.2%	-25.1%	-11.3%
	电储水热水器	0.6%	0.7%	1.0%	11.5%	5.6%	-6.1%	-1.2%	13.7%
零售量	燃气热水器	1.0%	18.8%	5.7%	13.2%	5.7%	-5.4%	8.8%	31.2%
	油烟机	-5.4%	4.6%	-0.5%	8.7%	1.0%	-5.8%	12.7%	39.0%
	燃气灶	-10.5%	0.6%	-4.3%	4.1%	6.9%	3.3%	12.5%	40.9%
	消毒柜	-10.4%	1.8%	7.8%	8.8%	3.6%	-1.0%	8.3%	24.8%
	洗碗机	-1.6%	0.5%	2.9%	6.2%	2.1%	4.1%	14.0%	60.2%
	嵌入式微蒸烤	-12.0%	8.7%	1.1%	4.4%	7.2%	0.5%	6.1%	62.8%
	集成灶	0.1%	-2.1%	-4.7%	-8.5%	-10.5%	-18.1%	-23.2%	-11.4%
电储水热水器	-1.8%	-12.7%	-4.1%	2.6%	3.9%	-0.7%	4.6%	5.5%	
燃气热水器	0.6%	10.8%	4.8%	6.2%	5.5%	-2.0%	10.1%	23.0%	

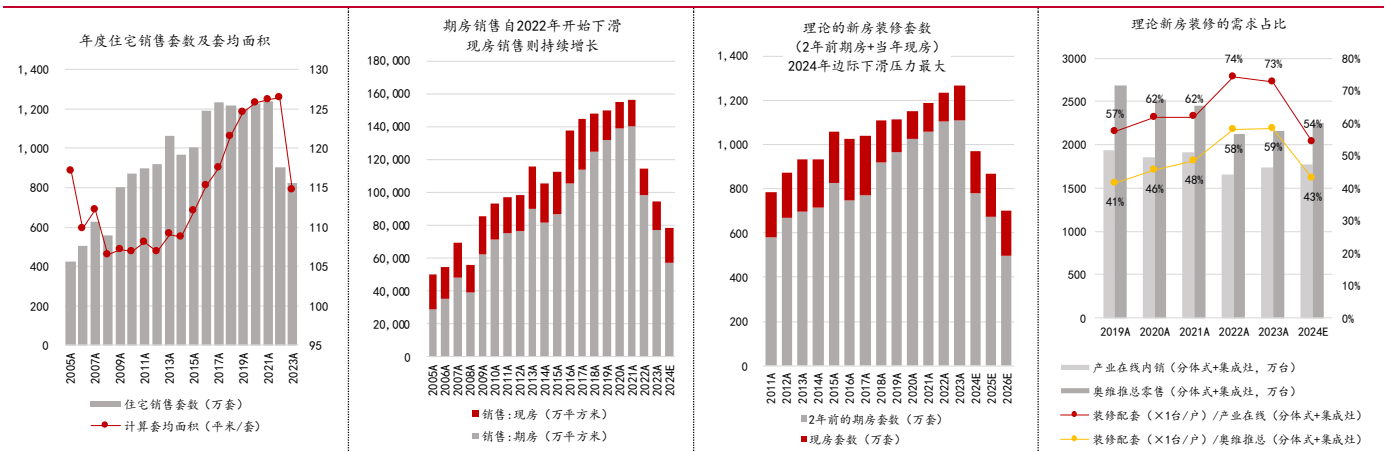
零售均价	油烟机	0.5%	4.4%	4.2%	4.2%	3.9%	3.2%	1.3%	8.0%
	燃气灶	0.5%	6.4%	7.0%	7.1%	0.7%	-3.3%	0.7%	2.2%
	消毒柜	0.9%	-4.2%	-4.1%	-3.6%	-3.9%	4.3%	-1.7%	4.4%
	洗碗机	4.7%	7.7%	6.8%	8.0%	4.3%	0.1%	-3.1%	-3.3%
	嵌入式微蒸烤	4.8%	3.9%	3.5%	2.9%	1.4%	-1.6%	0.4%	2.4%
	集成灶	0.4%	1.2%	-2.7%	1.2%	-1.6%	-5.0%	-2.5%	0.2%
	电储水热水器	2.4%	15.3%	5.3%	8.7%	1.6%	-5.5%	-5.5%	7.8%
	燃气热水器	0.4%	7.2%	0.8%	6.6%	0.2%	-3.5%	-1.2%	6.7%

资料来源：奥维推总，国联证券研究所

## 5.2 展望：需求环比改善，结构亦有变化

展望 2025 年，行业需求改善确定性较高。一方面在于，新房装修需求虽预计仍下滑，但下滑带来的压力边际缩小。尽管 2022 年以来持续下滑的地产期房销售，传导至竣工端，意味着 2024-2026 年竣工将持续下滑；但考虑到 2024 年是新房期房竣工下台阶的阶段，对应的装修需求占行业整体需求的比例已大幅降低，后续即使持续下滑，边际带来的压力将逐步减少。

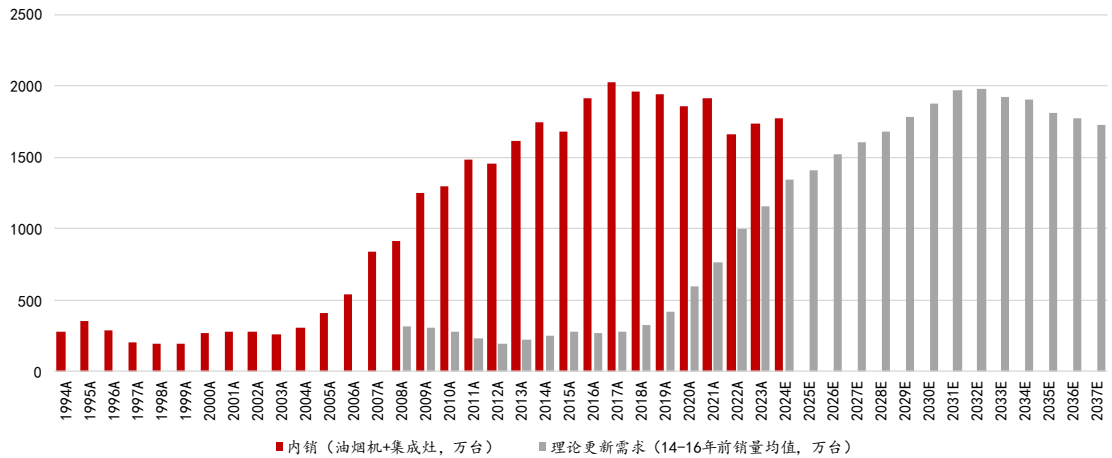
图表 61：新房装修套数下滑带来的边际压力减少



资料来源：奥维推总，产业在线，国家统计局，国联证券研究所

另一方面，理论更新需求的规模逐步抬升，叠加国补政策大概率将延续，更新需求释放仍然可观。考虑到厨房大电更不容易更换，我们预计产业更新周期长于白电的 8-10 年的理论更新周期，假设理论更新周期为 15 年，以 14-16 年前的内销规模作为理论更新需求基础，可以看到随着 2010 年之后产业规模迎来快速发展，对应当下的理论更新需求规模也在持续攀升。

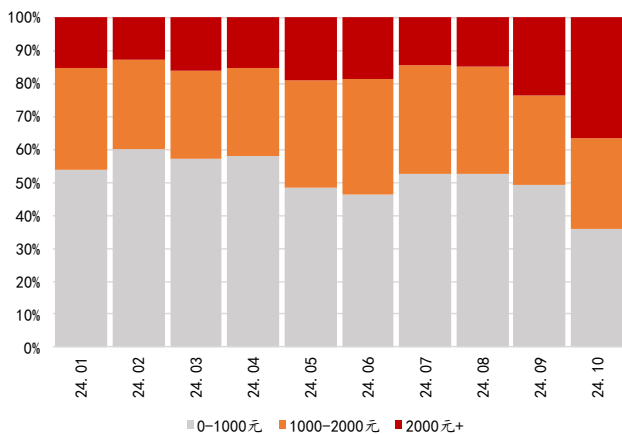
**图表62：假设 15 年更新周期，14-16 年前的平均销量对应当前更新需求的理论基础**



资料来源：产业在线，国联证券研究所（内销量仅 2014 年至今的数据，2014 年之前用产量增速反推）

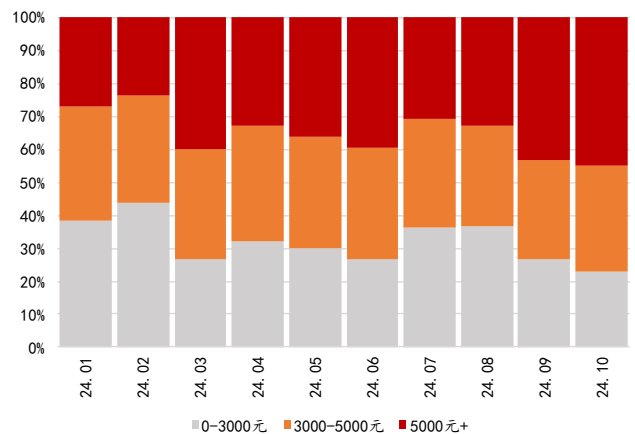
总量呈现改善趋势之外，需求结构也将会有变化，国补政策是影响主线。产品端，消费结构趋向于中高端，中高端龙头更为受益。由于补贴变相增加了消费者的消费力，消费结构趋向升级。奥维数据显示，国补政策以来 9-11 月油烟机线上、线下高价格带产品的销售占比明显提升。进一步考虑到，龙头在中高端价格带更强的份额优势，龙头有望更为受益。

**图表63：油烟机线上高价格带的销量占比 9-10 月以来明显提升**



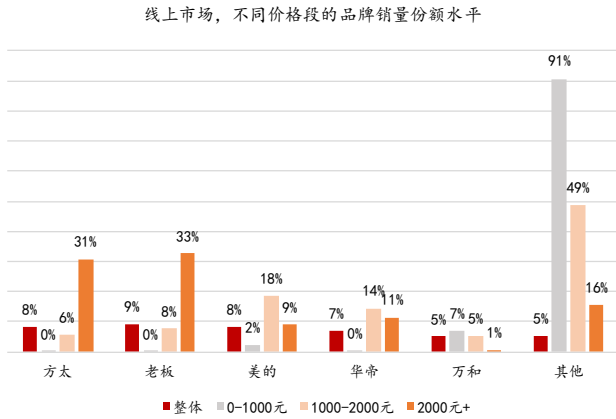
资料来源：AVC 监测数据，国联证券研究所

**图表64：油烟机线下高价格带的销量占比 9-10 月以来明显提升**



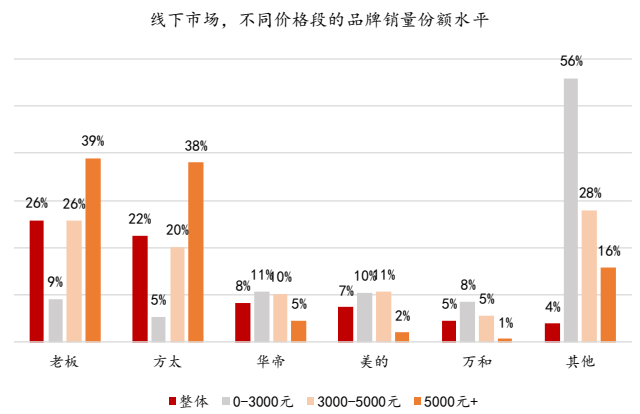
资料来源：AVC 监测数据，国联证券研究所

图表65：老板在 2000+、华帝在 1000+市场的份额较具备优势



资料来源：AVC 监测数据，国联证券研究所

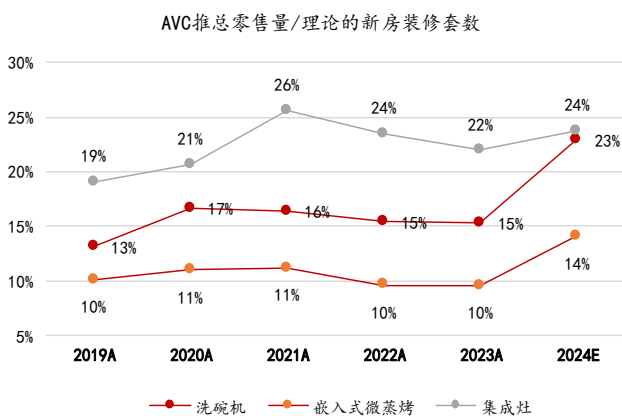
图表66：老板在 3000+市场的份额更具备优势



资料来源：AVC 监测数据，国联证券研究所

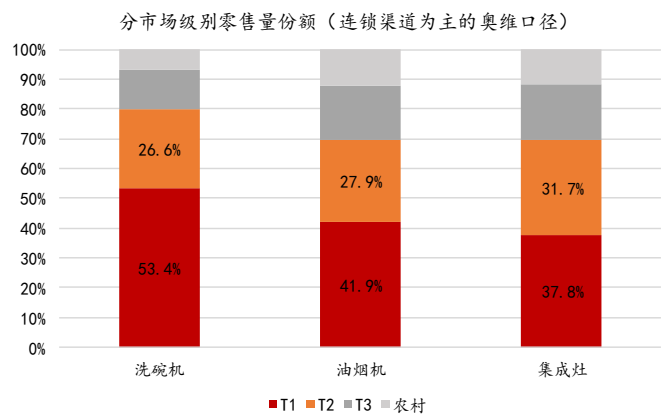
品类端，需要关注洗碗机、嵌入式微蒸烤等新房装配比例仍不高，且主要在一二线城市销售的升级品类。洗碗机、嵌入式微蒸烤由于装修相对复杂，绝大部分需求仍由新房装修贡献，测算可得每年新装修的房子中装配洗碗机、微蒸烤的比例仍不高，2024年逆势提升的背景下仅分别 23%/14%；叠加洗碗机、嵌入式微蒸烤主要在一二线城市销售，属于典型的升级品类，我们看好后续国补政策持续背景下，洗碗机和嵌入式微蒸烤的持续增长。集成灶由于主要在三四线销售，国补政策的提振预计弱于洗碗机和嵌入式微蒸烤。

图表67：每年的新房装修需求中选配新兴品类的比例



资料来源：AVC 推总，国家统计局，国联证券研究所

图表68：洗碗机和集成灶的城市分布存在明确的差异



资料来源：AVC 监测数据，国联证券研究所

渠道端：（1）线下连锁/区域连锁等家电专业渠道预计增速持续领先。一方面，在这类平台化的渠道，国补政策落实最顺畅；另一方面可选品类与品牌更多，消费也偏向中高端，这类渠道更吸引消费者需求；此外，连锁及区域连锁渠道多分布于集中消费

力更强的一二线。自国补政策以来，连锁渠道是众多销售渠道中，增长表现最好的渠道，我们预计较优的增长有望持续。(2)下沉渠道主要分布在四线及乡镇市场，消费者消费力偏弱、且能参与国补的渠道覆盖面不足，今年表现较弱，后续随着国补政策的持续开展，增长有望逐步提升。(3)工程渠道，考虑到新房期房的持续下滑，预计后续工程端或延续下滑趋势。

**图表69：厨电产品的渠道结构**



资料来源：国联证券研究所

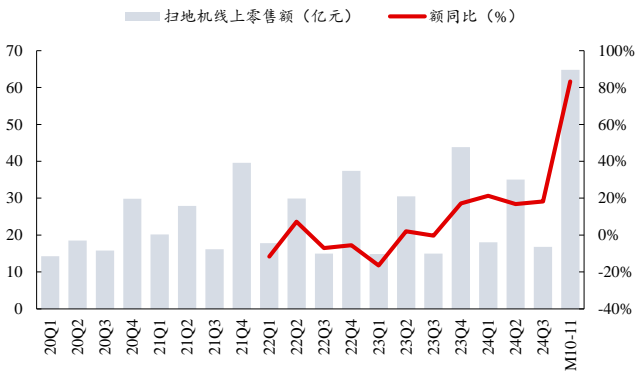
综上所述，我们预计 2025 年行业需求改善确定性较高；一方面在于新房装修需求虽预计下滑，但占比显著减少背景下边际压力减弱；且随着 10-15 年前，厨房大电产业迎来成长期，对应当前的理论更新需求规模明显抬升，国补补贴下更新需求释放可观。值得关注的是，国补影响背景下，产品销售趋向中高端；且洗碗机、嵌入式微蒸烤等新房装配比例仍不高且主要在一二线城市销售的升级品类也有望迎来更优增长。

## 6. 新兴小电：内销景气提振，外销攻城拔寨

### 6.1 内销：扫地机高增有望延续，其他品类环比修复

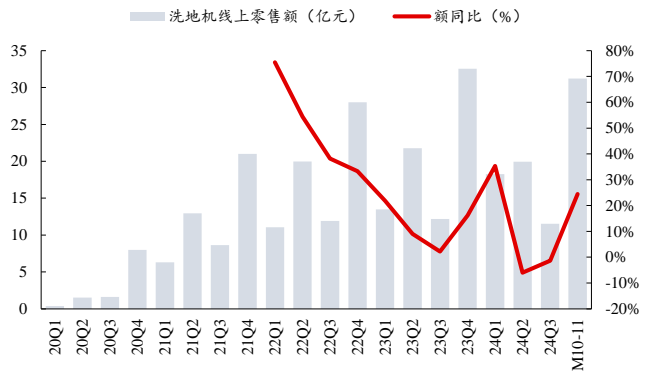
新兴小电 2024 年底内需显著回升，奥维云网数据显示 10-11 月线上扫地机销售额同比+83.2%，洗地机同比+24.4%，其中扫地机量增为主，价格小幅提升，洗地机销量高增，均价小幅回调，此外投影仪、摄像头双 11 期间景气相比 2024Q3 均有所好转，洛图科技数据显示 10 月线上投影仪销售额同比已恢复至持平左右，均价小幅提升，线上摄像头 10 月 14 日至 11 月 11 日期间销售量同比+15%至 249 万台，我们预计销售额增速也环比转正。

**图表70: 线上扫地机销售额 (亿元) 及同比**



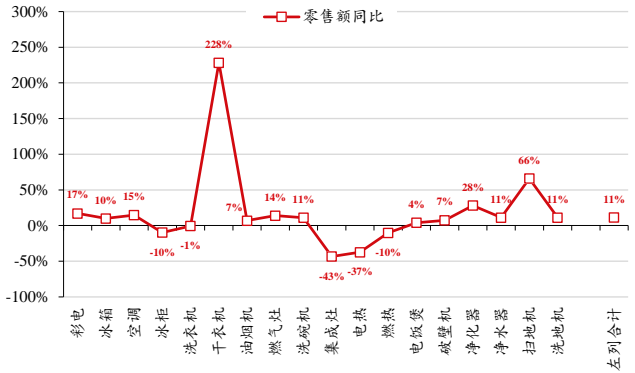
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

**图表71: 线上洗地机销售额 (亿元) 及同比**



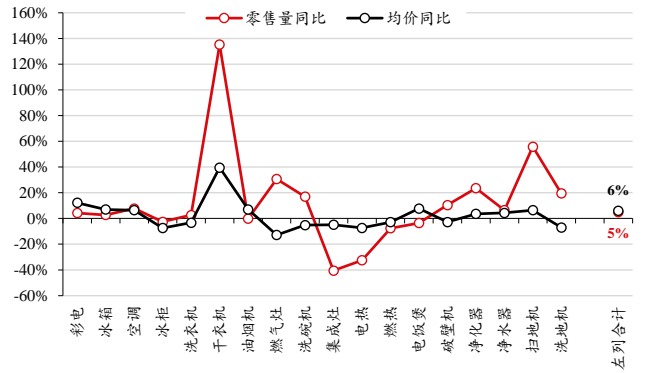
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

**图表72: 双11期间扫地机线上零售额同比+66%**



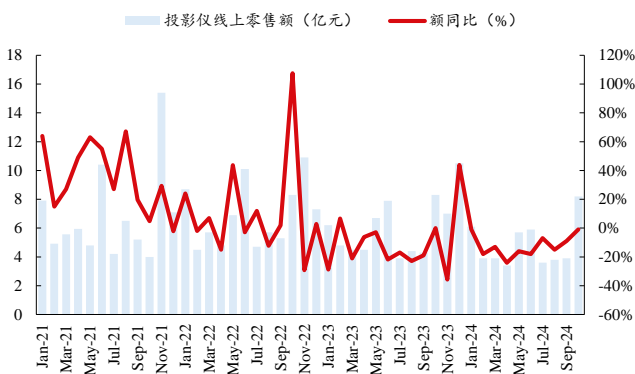
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所 (注: 选取 9.30-11.10 期间)

**图表73: 双11期间扫地机线上零售量价分别同比+56%/+7%**



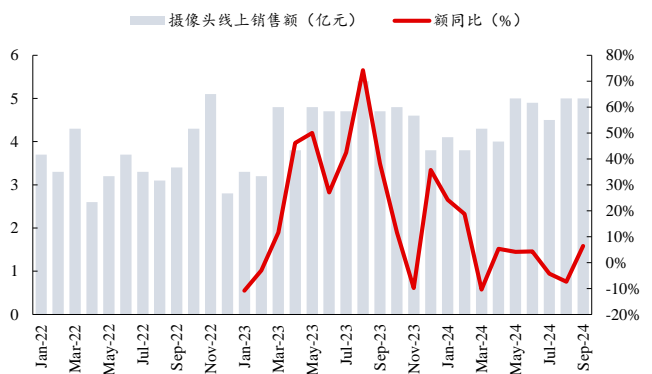
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所 (注: 选取 9.30-11.10 期间)

**图表74: 线上投影仪零售额 (亿元) 及其同比**



资料来源: 洛图科技, 国联证券研究所

**图表75: 线上摄像头零售额 (亿元) 及其同比**



资料来源: 洛图科技, 国联证券研究所

本轮新兴小电年末大促首次受益于政策直接补贴。我们的统计显示, 全国 31 个省市自治区 (不含港澳台) 均以“以旧换新”、“家居焕新”、“智能家居补贴”等各种政策形式对新兴小家电进行补贴, 其中大部分省份补贴了扫地机、智能门锁等品类, 且不少省份也补贴了投影仪、摄像头。在政府补贴的带动下, 新兴小电需求迎来较充分释

放，考虑到扫地机、投影仪等品类单价更高，按同等补贴比例换算，消费者获取的补贴金额更多，叠加平台、品牌优惠券，我们认为拉动效果更为明显。考虑到家电补贴有望在财政政策延续的背景下实现规模增加、品类覆盖面扩大，我们认为新兴小电后续内销景气较有保障。

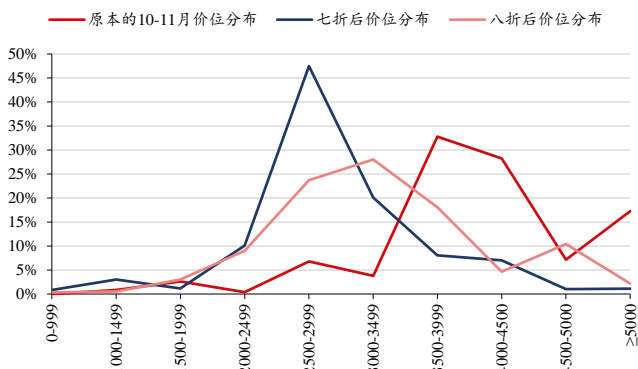
**图表76：各省普遍给予新兴小家电补贴政策**

省份（代表城市）	扫地机器人	投影仪	摄像头	智能门锁	智能马桶（盖）
湖北	√			√	√
青海	√			√	
天津	√	√	√	√	√
海南	√			√	√
吉林	√	√	（智能家用监控）	√	√
宁夏	√		（智能家用监控）	√	√
重庆	√	√	（智能家用监控）	√	√
浙江	√		√	√	√
四川	√	√	√	√	√
北京	√	√		√	√
云南	√	√		√	√
湖南	√		√	√	√
广东（深圳）	√	√	√	√	√
辽宁	√				√
甘肃	√			√	√
江苏	√				√
上海	√	√	√	√	√
山西	√			√	
黑龙江	√			√	
广西	√			√	√
福建	√		（智能家用监控）	√	√
江西（南昌）	√	√	（智能家用监控）	√	√
安徽	√			√	√
贵州	√	√		√	√
山东	√		（智能家用监控）	√	√
河南（郑州）	√			√	√
陕西	√		（安全监控装置）	√	√
河北	√				
内蒙古	√		（安全监控装置）	√	√
新疆	√				√
西藏	√	√		√	√
<b>合计（31）</b>	<b>31</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>27</b>	<b>27</b>

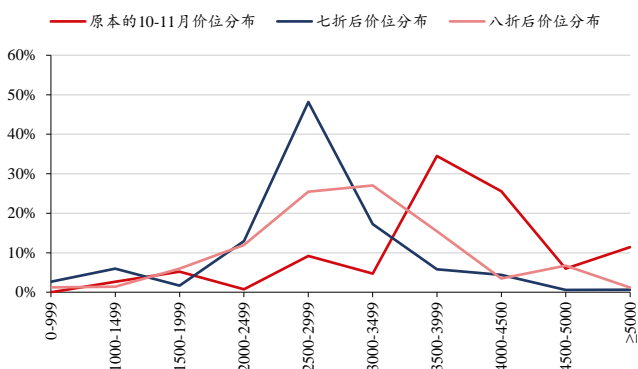
资料来源：各地商务局，云闪付，京东，国联证券研究所整理（注：不含港澳台）

本轮补贴对于新兴小电主流价位的影响如何？政策补贴对于扫地机产品结构有一定带动，10-11月扫地机量/价分别同比+72.2%/+6.4%，本轮双11政策优惠力度普遍在原到手价基础上优惠20%左右，进一步考虑到平台、品牌方大促期间的常规优惠，消费者实际支付价格或意味着减少30%左右，换算扫地机实际价位段已来到3000元左右，这与2023年石头科技引导的性价比爆款P10价位较为接近，我们认为这一轮补贴为品牌有效指明了后续价位的方向。其他新兴小电品类方面，洗地机10-11月线上

量/价分别同比+35%/-8%，投影仪 10 月线上销量同比+1%，均价下滑，摄像头 10 月线上销量同比+9%，均价仅小个位数提升，可见补贴对于其他品类在均价方面的向上拉动并不明显。

**图表 77：消费者 10-11 月线上扫地机实际支付价位销售额分布**


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

**图表 78：消费者 10-11 月线上扫地机实际支付价位销量分布**


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

政策补贴确保较好消费环境，但各品牌实际表现仍取决于产品力。清洁电器方面，各品牌双 11 前纷纷推出新品，其中石头科技新品均推出智能底盘升降越障功能，并在高端产品线持续优化双 3DToF 激光导航方案，科沃斯加快推新，性价比新品与洗地机器人共同获得消费者青睐，云鲸持续丰富产品布局，并继续迭代广受好评的双目视觉 AI 识别避障功能，追觅也在新品上推出仿生机械足实现越障功能。其他新兴小电方面，极米凭借性价比产品 Play 系列与三色激光产品持续抢夺市场份额，萤石 4G 摄像头与高清摄像头表现领跑市场。

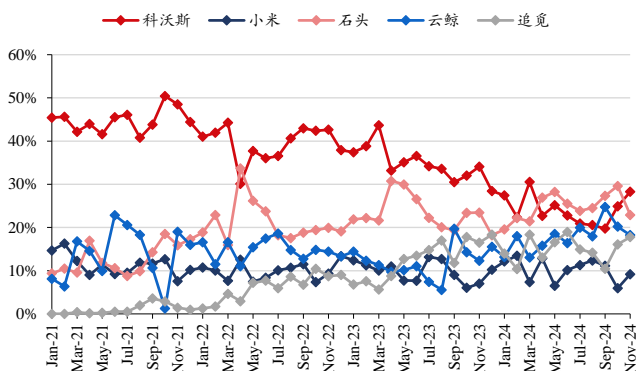
**图表 79：2024 年双十一各品牌主要扫地机机型参数**

型号	P20 PRO	P10S PRO	G20S Ultra	T50 PRO	X8 PRO PLUS AI	J5	S30 PRO Ultra 增强	X50 PRO
品牌	石头	石头	石头	科沃斯	科沃斯	云鲸	追觅	追觅
外观								
上市时间	2024 年 9 月	2024 年 2 月	2024 年 9 月	2024 年 9 月	2024 年 9 月	2024 年 8 月	2024 年 8 月	2024 年 9 月
首发价(元, 水箱/上下水)	3999/4599	3698/4298	4999/5599	3999/4599	5999/6599	3799/4299	4299/4899	6699/7399
导航技术	LDS 激光导航	LDS 激光导航	双 3DToF 激光	内置 dToF 激光雷达	内置 dToF 激光雷达	LDS 激光导航	LDS 激光导航	LDS 激光导航
避障技术	Reactive AI 动态避障	结构光+RGB 摄像头动态避障	RGB 摄像头+竖线激光+3dToF 双固态激光雷达	3D 结构光&AI 视觉辅助	双重 3D 结构光 & AI 视觉辅助	双向 3D 结构光	双目 AI+LED 补光+单线结构光	AI 结构光+双目避障
越障能力	智能底盘升降 4cm	2cm	智能底盘升降 4cm	2cm	2cm	2cm	2.2cm	仿生机械足 4.2cm
吸力	18500Pa	11000Pa	18500Pa	15800Pa	13000Pa	15000Pa	17000Pa	19500Pa
擦地方式	双盘抹布旋转加压湿拖	双盘抹布旋转加压湿拖	双盘抹布旋转加压湿拖	双盘抹布旋转加压湿拖	恒压活水滚筒洗地	旋转加压, 固定 8N	双圆盘旋转加压湿拖	双圆盘旋转加压湿拖

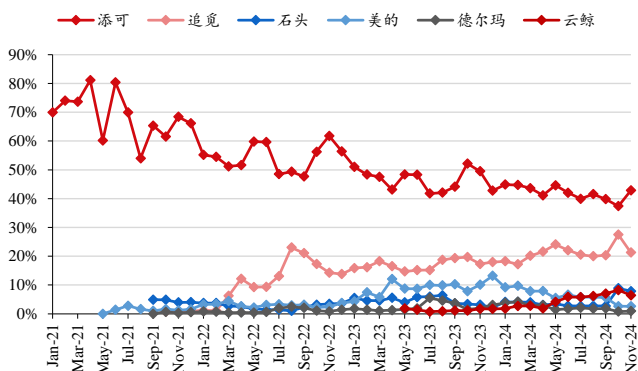
拖布抬升	7mm	10mm	22mm (底盘提升+拖布提升)	9mm	滚筒抬升 10mm	10mm	10.5mm	10.5mm
沿边清洁	动态双臂扫拖	动态双臂扫拖	动态双臂扫拖	“灵隙”灵动双恒贴边, 抹布盘常态外扩	“灵隙”2.0 双恒贴边, 滚筒动态外扩	拖布外扩, 机身扭动: 主动式解缠边刷	双机械臂+机身扭动	双机械臂
自动集尘	有	有	有	有	有	机器人轻集尘, 30天免维护	有	有
拖布烘干	热风烘干	热风烘干	热风烘干	热风烘干	63度热风烘干	热风烘干	热风烘干	热风烘干
热水洗拖布	75度高温动态热水洗布	60度热水洗油污	80度热水洗油污	70度+银离子活水洗	45-75度动态热水洗拖布	45-75度动态热水洗拖布	75度四档水温调节	80度热水洗拖布
电池容量	6400mAh	5200mAh	6400mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	6400mAh
机身设计	圆形	圆形	圆形	圆形	圆形	圆形	圆形	圆形
机身高度	10.3cm	10.3cm	7.9cm	8.1cm	9.8cm	10.7cm	10.4cm	11.05/8.9cm (雷达升起/降下)
水箱款基站尺寸 (mm)	450*450*450	340*487*521	381*475*488	352*477*533	352*477*533	430*388*461	340*457*591	456.7*340*590.5
上下水款基站尺寸 (mm)	450*450*321	340*487*405	381*475*300	394*459*390	352*459*390	同水箱款	同水箱款	同水箱款
边刷数量	1	1	1	1	1	2	1	1
滚刷设计	胶毛混合一体, 弧形螺旋对向滚刷	双螺旋胶刷	0 缠绕对刷	V 型螺旋滚刷	V 型螺旋胶条	气旋导流式防缠绕滚刷	割毛滚刷 3.0	混合式 0 缠毛双滚刷
抹布类型	圆形双盘	圆形双盘	圆形双盘	圆形双盘	滚筒	勒洛三角形旋转拖布	圆形双盘	圆形双盘
机身尘盒容量	325ml	220ml	270ml	260ml	220ml	800ml	300ml	300ml
基站集尘袋容量	2.5L	2.7L	2.5L	3L	3L	1L	3.2L	3.2L
清水箱容量	4L	4L	4L	4L	4L	5L	4.5L	4.5L
污水箱容量	3L	3.5L	3L	4L	4L	4.75L	4L	4L

资料来源: 奥维云网, 京东, 国联证券研究所整理 (注: 篇幅所限, 略去部分型号的“超薄款”参数统计, 外观均展示水箱款)

从各品牌的实际销售成绩来看, 石头与追觅在双 11 大促期间京东、抖音渠道的销售额均有三位数以上增长, 奥维云网数据显示石头扫地机新品 P20 PRO 销售排名第一, 此外石头洗地机、洗衣机表现也较为亮眼; 追觅销售额增长较快, 但主销扫地机产品为价位较低的 S 系列产品, 整体均价因此环比有所下滑; 云鲸 10 月整体销售额同比也是三位数增长, 扫地机新品 J5 广受欢迎, 其中淘系、抖音渠道略慢, 京东渠道表现突出。此外科沃斯凭借性价比新品 T50PRO 和 X8 PRO 系列洗地机器人较好的销售表现, 销售份额与销售均价环比均有提升。极米双 11 期间销量总体实现增长, 销售份额环比明显改善, 萤石网络 10 月线上摄像头销售额、销量份额提升至行业第三, 我们预计智能门锁、扫地机等增量业务对萤石双 11 也有所贡献。

**图表80：扫地机线上分品牌零售额份额**


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

**图表81：洗地机线上分品牌零售额份额**


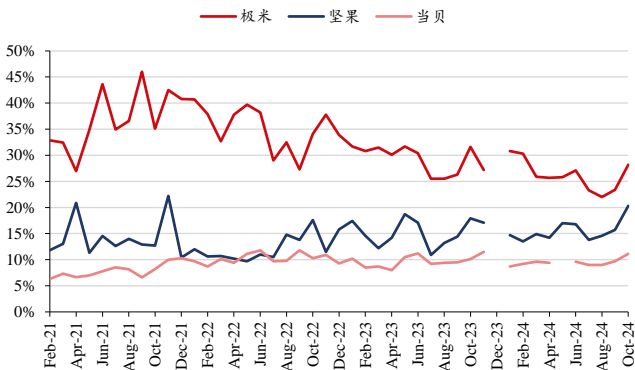
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

**图表82：2024年10-11月合计扫地机线上TOP20零售额机型**

排名	机型	品牌	上市日期	零售额(万元)	零售额份额	零售量(台)	零售量份额	均价(元)
1	P20 PRO(上下水版)	石头	2024年8月	53672	8.29%	119744	6.83%	4482
2	J5	云鲸	2024年8月	47957	7.40%	130885	7.46%	3664
3	T50 PRO	科沃斯	2024年9月	46779	7.22%	129115	7.36%	3623
4	P20 PRO	石头	2024年8月	42748	6.60%	113614	6.48%	3763
5	T50 PRO(上下水版)	科沃斯	2024年9月	39304	6.07%	93595	5.34%	4199
6	J5(上下水版)	云鲸	2024年8月	34598	5.34%	84390	4.81%	4100
7	X8 PRO PLUS AI(上下水版)	科沃斯	2024年9月	30799	4.75%	49526	2.82%	6219
8	S30 PRO ULTRA 增强	追觅	2024年8月	16144	2.49%	44302	2.53%	3644
9	P10S PRO	石头	2024年2月	15978	2.47%	55539	3.17%	2877
10	X8 PRO PLUS AI	科沃斯	2024年9月	14670	2.26%	26055	1.49%	5630
11	S40 增强	追觅	2024年9月	14344	2.21%	37590	2.14%	3816
12	G20S ULTRA	石头	2024年9月	13574	2.10%	29614	1.69%	4584
13	H40	小米	2024年8月	11271	1.74%	56629	3.23%	1990
14	G20S(上下水版)	石头	2024年4月	10501	1.62%	20357	1.16%	5158
15	S30 PRO ULTRA 增强(上下水版)	追觅	2024年8月	9596	1.48%	23069	1.32%	4160
16	M40	小米	2024年9月	9456	1.46%	31547	1.80%	2997
17	P10S PRO(上下水版)	石头	2024年2月	8930	1.38%	24736	1.41%	3610
18	S40 增强(上下水版)	追觅	2024年10月	8440	1.30%	19487	1.11%	4331
19	逍遥001 MAX(上下水版)	云鲸	2024年9月	7751	1.20%	14760	0.84%	5251
20	S30 PRO ULTRA 增强嵌入(上下水版)	追觅	2024年8月	7322	1.13%	16438	0.94%	4454

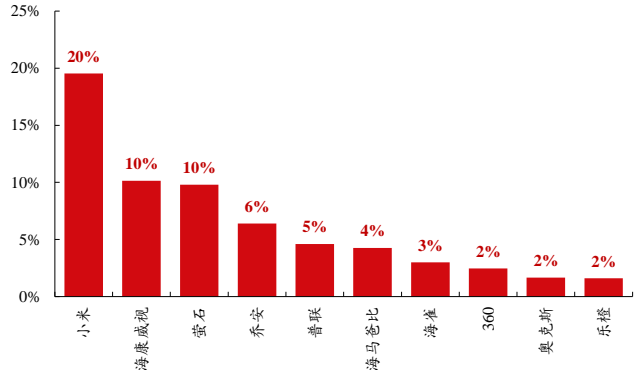
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表83：投影仪线上分品牌销售额份额



资料来源：洛图科技，国联证券研究所

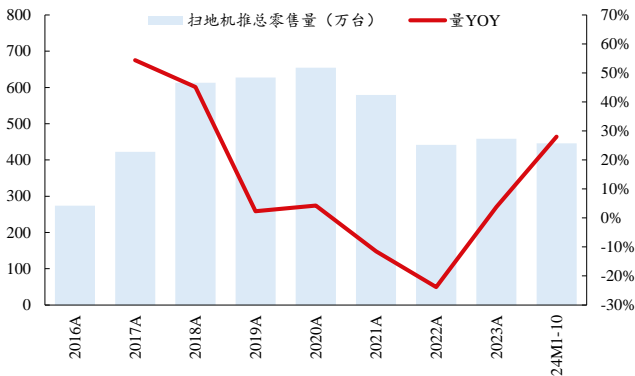
图表84：2024年10月摄像头线上分品牌销售额份额



资料来源：洛图科技，国联证券研究所

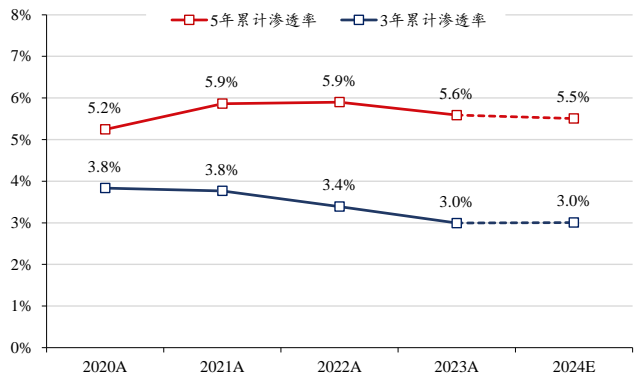
展望新兴小电内销后续发展，我们认为新兴小电行业渗透率仍有较大提升空间。以扫地机为例，考虑到本轮双11大促扫地机展现的高弹性，假设全年扫地机销量延续年初以来增速，我们测算扫地机渗透率在3-5%左右，预计洗地机、投影仪等品类渗透率水平与此接近。因此，我们认为在产品持续创新、补贴有望延续并扩大覆盖品类的基础上，扫地机的销量份额有望延续双位数以上增长，产品结构则可能朝向3000元左右的价位移动，其他品类也有望在补贴拉动下实现景气持续改善。

图表85：扫地机推总销量（万台）及其同比



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表86：按照3/5年更新估算中国扫地机渗透率

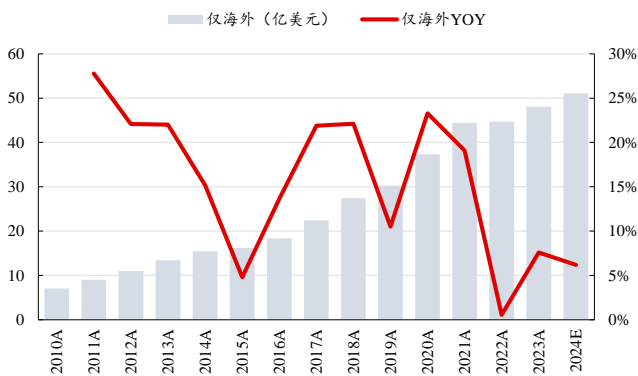


资料来源：国家统计局，奥维云网，国联证券研究所（注：假设总户数保持2020年水平不变，2024年销量按照1-10月增速外推全年）

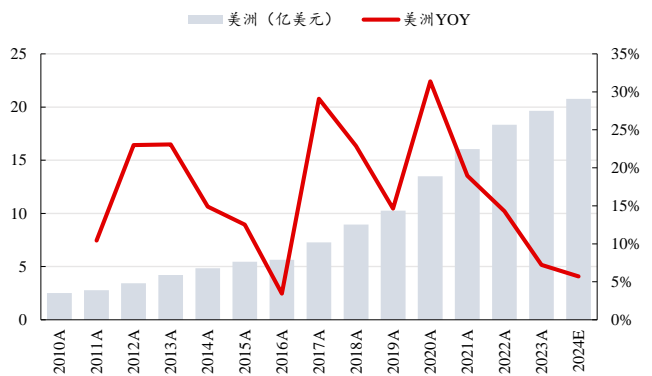
## 6.2 外销：扫地机欧洲竞争加剧，品牌出海势不可挡

外销方面，新兴小电中最具代表性的品类无疑是扫地机。欧睿国际预测2024年海外扫地机销售额同比+6%至51亿美元，其中美洲、欧洲、亚太分别同比+6%/+9%/+3%，欧洲增速领跑；结构上，欧洲与美洲市场体量接近，均为20亿美元上下，亚太市场大约是北美的一半左右，约10亿美元；分量价看，2024年海外扫地机市场量/价同

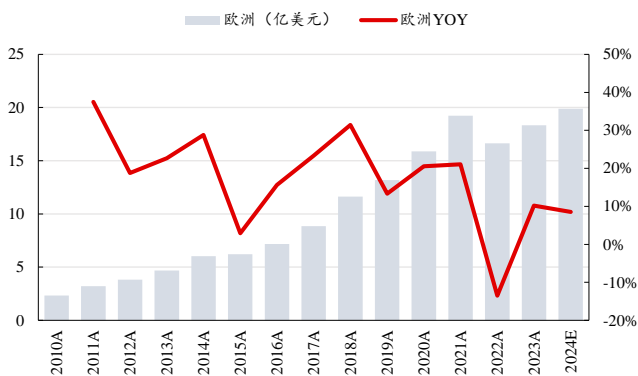
比分别+4%/+2%，其中欧洲量/价同比分别+4%/+4%，美洲分别+3%/+3%，亚太分别+4%/ -2%。在欧洲市场当中，除了传统的核心市场德国、西班牙之外，法国、意大利与英国等市场越发重要，在亚太市场当中，澳洲、韩国的重要性也与日俱增，而在这些增量市场当中，全能型扫地机的接受度越来越高，随着全能型扫地机占比持续提升，我们认为海外扫地机行业有望延续量价小幅增长的发展趋势。

**图表87：预计 2024 年海外扫地机销售额同比+6.2%**


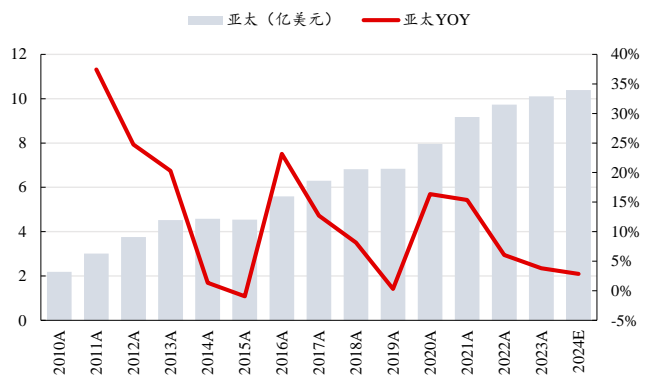
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所（注：不含中国大陆）

**图表88：预计 2024 年美洲扫地机销售额同比+5.7%**


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所（注：含北美、拉美）

**图表89：预计 2024 年欧洲扫地机销售额同比+8.5%**


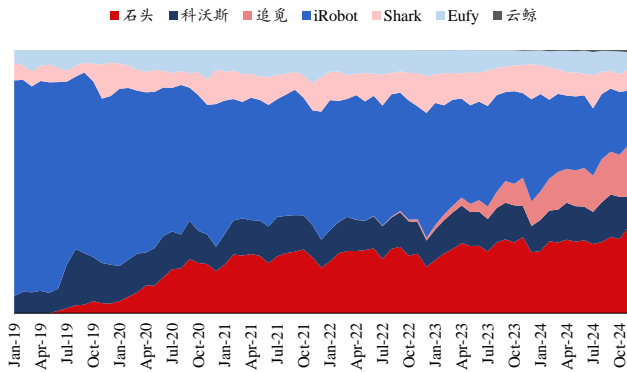
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所（注：不含土耳其）

**图表90：预计 2024 年亚太扫地机销售额同比+2.9%**


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所（注：含澳新、土耳其、中东非）

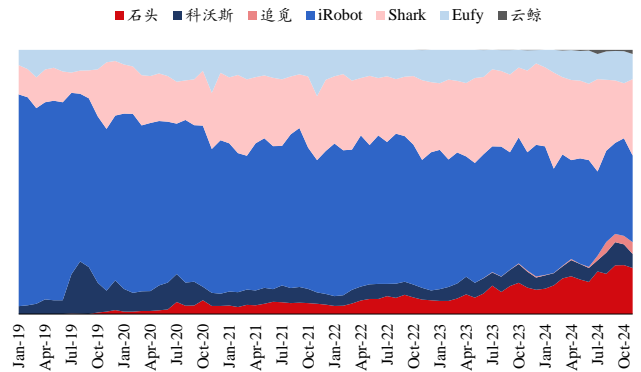
从各扫地机品牌量分 APP 的格局来看，iRobot 全球份额持续下滑，Shark 局限于北美市场，安克创新旗下 Eufy（悠飞）主要跟随亚马逊渠道布局全球市场，而其他国产品牌份额提升势头明显，其中石头在欧洲、亚太占优，北美份额奋起直追，追觅欧洲市场份额快速提升，科沃斯海外份额总体稳中有增，主要是欧洲市场有所改善。考虑到亚太各市场地理距离较远，彼此影响不大，各区域有领先品牌，北美市场传统龙头创新乏力、国产品牌有望兼顾份额提升与产品升级，因此我们认为不同市场之间消费者接触较为紧密的欧洲市场或成为国产品牌出海竞争的重中之重。

图表91：海外扫地机部分龙头品牌 APP 下载量格局



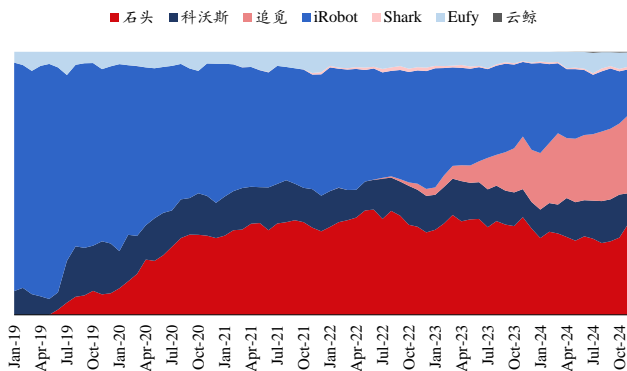
资料来源：SensorTower，国联证券研究所

图表92：北美扫地机部分龙头品牌 APP 下载量格局



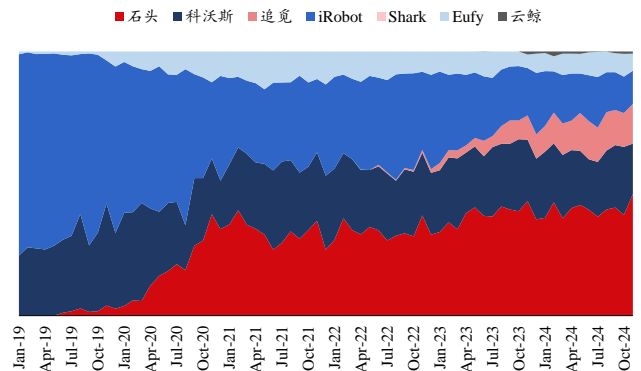
资料来源：SensorTower，国联证券研究所

图表93：欧洲扫地机部分龙头品牌 APP 下载量格局



资料来源：SensorTower，国联证券研究所（含东欧）

图表94：亚太扫地机部分龙头品牌 APP 下载量格局



资料来源：SensorTower，国联证券研究所（含土耳其、澳洲）

落实到具体市场的品牌竞争格局,亚马逊搜索与商品页面展示的“过去 30 天销售量”是一个较好的窗口。德国亚马逊数据显示,11 月黑五大促期间,石头原本价位 1000 欧元以上的扫地机均下探至 500-1000 欧元,仅剩 Qrevo Curv (对应 P20PRO) 保持 1000 欧元以上,此外平日价格在 500-1000 欧元的性价比产品 Qrevo S 价格进一步下探至最低 480 欧元左右,拉动品牌 500 欧元以内价位段产品需求快速释放,叠加社交媒体、线下渠道等品牌宣传活动,石头在不同价位段的扫地机份额均不弱于追觅。战报数据显示,石头黑五期间德国核心渠道市占率超 50%,德国线上 GMV 同比+38%。我们认为,欧洲扫地机市场围绕 500-1000 欧元价位段的国产品牌竞争或仍将延续,这一价位段既对于维护德国市场份额至关重要,又对于拓展消费力较弱的法国、意大利等市场十分关键,因此欧洲市场或仍为中国品牌投入的重点。

**图表95：石头科技与追觅科技的扫地机在德国亚马逊各价位差距正在缩小（按11月最低价降序排列SKU）**

11月最低价价位段	机型	销售量	12月到手价(€)	11月最低价(€)	机型	销售量	12月到手价(€)	11月最低价(€)
	石头科技				追觅科技			
€1000+	Qrevo Curv	3000+	1499.00	1099.00	X40 Master	200+	1678.24	1349.00
	小计	3000+	-	-	小计	200+	-	-
€500-1000	S8 Max V Ultra	5000+	1299.00	999.00	X40 Ultra Complete	10000	1499.00	999.00
	Qrevo Slim	1000+	1299.00	999.00	L20 Ultra Complete	1000	767.04	799.00
	Qrevo Master	2000+	1299.00	899.99	L40 Ultra	2000	1049.00	799.00
	Qrevo Pro	6000+	799.99	619.99	L10s Pro Ultra Heat	1000	642.24	629.00
	小计	14000+	-	-	小计	14000+	-	-
€500-	Qrevo S	8000+	699.99	479.99	L10s Ultra Gen 2	4000	699.00	499.00
	Qrevo	2000+	799.00	470.00	L10s Ultra	200	426.24	444.00
	Q8 Max+	4000+	459.99	319.99	MOVA E30 Ultra	1000	479.18	372.00
	Q5 Pro+	7000+	399.99	299.99	L10 Prime	200	445.14	349.00
	Q8 Max	4000+	329.99	219.99	L10s Plus	400	422.10	349.00
	Q7 Max	1300+	299.99	199.99	L10s Plus Gen 2	600	445.00	299.00
	Q5 Pro	7000+	249.99	159.99	D10 Plus Gen 2	2000	299.00	259.00
					D10 Plus	100	275.00	259.00
					D9 Max Gen2	200	279.00	199.00
	小计	33300+	-	-	小计	8700+	-	-

资料来源：德国亚马逊，国联证券研究所整理（注：2024年12月7日过去1个月内）

综上所述，在产品创新与政策补贴的带动下，以扫地机为代表的新兴小电内需迎来改善，其中补贴对于不同新兴小电的产品结构带动效果有所不同，剔除补贴后，扫地机产品核心价位已达3000元左右，我们预计在补贴延续的背景下，以扫地机为代表的新兴小电渗透率有望持续提升。外销方面，2024年海外扫地机或延续量价小幅增长，本轮黑五欧洲市场扫地机竞争明显加剧，表明海外扫地机市场或重演2023年中国扫地机市场调整价位拉动需求的龙头策略，我们认为在全能型扫地机海外接受度提升的背景下，中国国产品牌份额提升的趋势将越发不可阻挡，更多细分国别、渠道将成为国产品牌争夺的关键增量，短期费用投放在所难免，长期增长有望奠定坚实基础。建议关注受益内需改善、外销份额优化的科沃斯与产品持续创新，海内外份额提升的石头科技，以及经营触底的投影仪龙头极米科技。

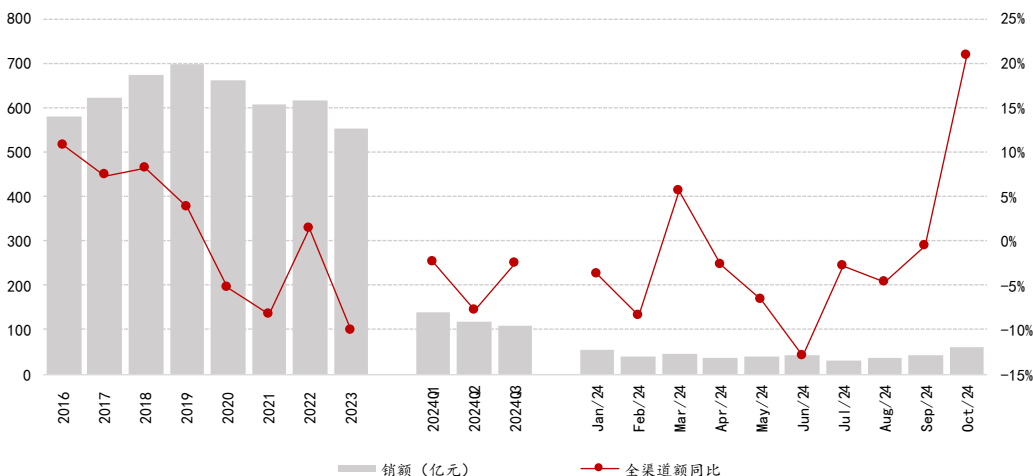
## 7. 厨房小电：持续关注消费复苏&升级品类

### 7.1 复盘：国内竞争激烈，出口持续景气

消费大环境平淡背景下，可选小家电需求疲弱，厨房小家电全渠道销售额今年延续下滑。9月以来的部分区域的家电国补将补贴品类扩展至厨房小家电，行业需求预计有所改善，但幅度或相对有限。其一在于，区域覆盖面不足，仅1/3省份涉及；另一方面，品类数量有限，电饭煲、微波炉、电磁炉等参与度较高；其三，小家电单价偏低，

补贴绝对额较小，消费者消费意愿不强。

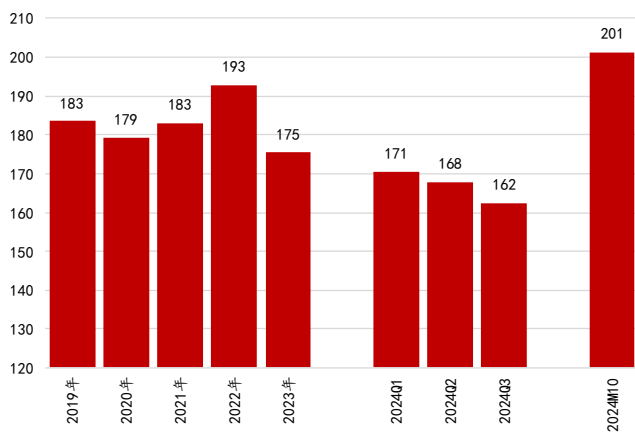
图表96：10月以来行业销售额景气改善



资料来源：奥维推总，国联证券研究所

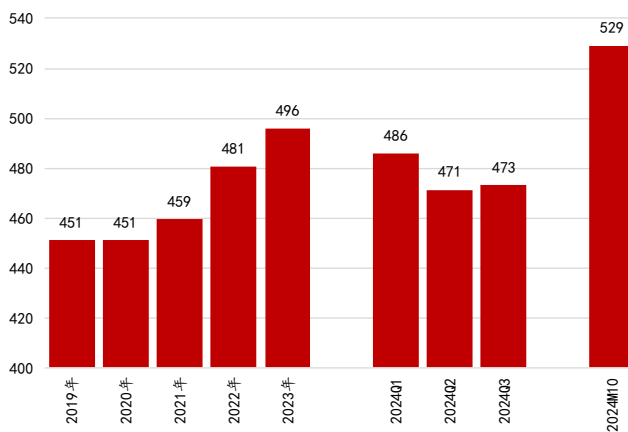
此外，低价竞争成为影响经营的主要因素。一方面电商平台竞争加剧，考虑到小家电行业当前较高的线上占比，电商平台因竞争而调整规则，明显影响品牌销售。另一方面，美的小家电积极追回早期份额，加大竞争力度；在此背景下，行业线上、线下渠道均价均有下滑。

图表97：2024年小家电线上均价持续下滑，10月改善（单位：元）



资料来源：奥维推总，国联证券研究所

图表98：2024年小家电线下均价持续下滑，10月改善（单位：元）



资料来源：奥维推总，国联证券研究所

在此背景下，小家电内销业务增长持续承压，内销型公司 2024Q1/Q2/Q3 收入分别同比+4%/+1%/-7%；且盈利能力明显走弱，小熊、九阳、飞科盈利能力压力大；苏泊尔、德尔玛则基本平稳。

**图表99：内销型企业持续承压，外销型企业维持较优增长**

收入增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-Q3
苏泊尔	-12%	7%	16%	14%	8%	11%	3%	7%
九阳股份	-19%	2%	11%	-13%	9%	-4%	-27%	-9%
小熊电器	28%	25%	15%	-2%	-5%	-14%	3%	-5%
利仁科技	-18%	-39%	-43%	-42%	-19%	-11%	-20%	-17%
北鼎股份	-7%	-19%	-9%	-28%	-7%	8%	22%	7%
德尔玛	6%	0%	-9%	-12%	8%	2%	9%	6%
飞科电器	23%	12%	-8%	17%	-15%	-12%	-24%	-17%
倍轻松	-8%	76%	80%	35%	29%	-16%	-32%	-11%
新宝股份	-22%	1%	23%	31%	23%	21%	13%	18%
比依股份	3%	34%	23%	-33%	-15%	14%	52%	17%
莱克电气	-22%	-16%	-4%	38%	27%	34%	17%	25%
富佳股份	-24%	-18%	21%	6%	2%	6%	-9%	-2%
欧圣电气	-25%	-34%	2%	51%	34%	78%	57%	56%
德昌股份	-1%	27%	125%	60%	46%	33%	43%	40%
格力博	-1%	-36%	-11%	11%	5%	32%	11%	15%
嘉益股份	32%	50%	52%	29%	78%	78%	43%	62%
爱仕达	-22%	-22%	-12%	-9%	16%	5%	29%	17%
荣泰健康	-32%	-6%	-11%	26%	4%	-16%	-17%	-10%
奥佳华	-25%	-26%	-9%	-4%	-11%	-1%	-12%	-8%

资料来源：iFind，国联证券研究所

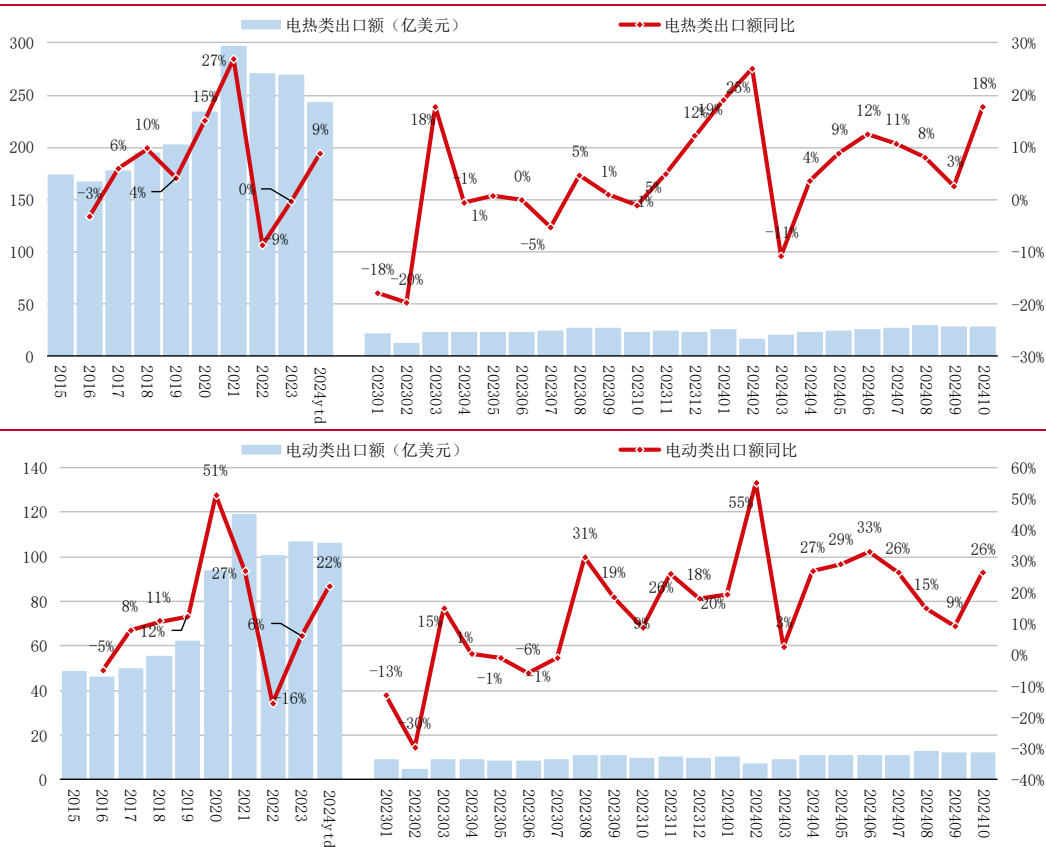
**图表100：内销型企业业绩压力普遍偏大**

业绩增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-Q3
苏泊尔	-19%	12%	28%	8%	7%	6%	2%	5%
九阳股份	-27%	-30%	-26%	3%	7%	-64%	-166%	-73%
小熊电器	58%	63%	-14%	-11%	-9%	-86%	-76%	-43%
利仁科技	-3%	-92%	-141%	-57%	-28%	151%	191%	-39%
北鼎股份	7%	228%	255%	-6%	28%	-53%	-53%	-26%
德尔玛	16%	8%	-13%	-90%	1%	1%	11%	4%
飞科电器	35%	31%	-24%	138%	-44%	-53%	-32%	-44%
倍轻松	-82%	-8%	-141%	-48%	-956%	-145%	-245%	-180%
新宝股份	-22%	-17%	-5%	105%	25%	5%	1%	7%
比依股份	82%	60%	-12%	-44%	-78%	-28%	-31%	-42%
莱克电气	-12%	44%	-35%	98%	47%	-15%	25%	11%
富佳股份	-57%	-10%	-30%	-10%	95%	-30%	-57%	-26%
欧圣电气	-50%	2%	16%	87%	127%	15%	49%	48%
德昌股份	-30%	20%	-3%	65%	102%	-6%	3%	14%
格力博	-41%	-233%	133%	-568%	48%	-94%	-7%	-105%
嘉益股份	61%	106%	86%	52%	102%	91%	42%	69%
爱仕达	45%	-285%	-2010%	229%	-153%	-14%	-107%	-101%
荣泰健康	-36%	140%	19%	32%	67%	-28%	-33%	-6%
奥佳华	-31%	-261%	-4%	-76%	-74%	-19%	-48%	-46%

资料来源：iFind，国联证券研究所

外销则景气不减，同期基数转高但维持增长。电热类小家电销售额，1-10月累计同比+9%，相比2022年+7%；电动类小家电销售额，1-10月累计同比+22%，相比2022年+26%。各个出口区域均有增长，欧美并非拉动主力，拉美、澳洲、亚洲等区域有贡献。在此背景下，外销型企业自2023Q3以来持续录得较优增长，2024Q1/Q2/Q3分别同比+13%/+19%/+11%，Q3在同期基数走高背景下，仍维持较优增长；盈利层面人民币升值趋势影响了毛利率及汇兑收益等表现。

图表101：外销景气不减，同期基数转高但维持增长



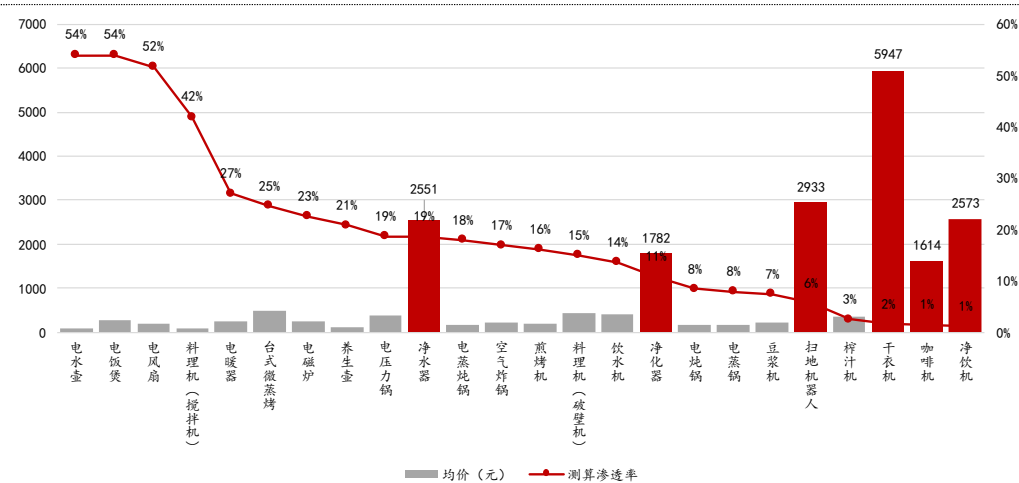
资料来源：海关总署，国联证券研究所

## 7.2 展望：关注国补及消费复苏受益品类

我们预计 2025 年小家电行业整体内销景气仍以平稳为主，在美的份额回升、平台策略变化等背景下，高压竞争的态势有望缓解，且“高单价、低渗透率”的品类有望在国补政策带动下维持较优增长。在人群消费力疲弱的大环境下，预计可选属性的小家电消费需求以平淡为主；竞争端，平台年内策略已调整，不再主导低价；美的小家电份额也已回归往年水平，叠加低价背景下偏弱的盈利能力，我们预计不论是平台还是品牌，明年竞争有望回归常态，不再延续今年的高压竞争态势。

值得关注的是，国补延续背景下，“高单价、低渗透率”的净水、咖啡机、净化器等升级品类有望获益；一方面国补带来的补贴金额可观，提升了高单价产品的性价比；另一方面，低渗透率的品类意味着潜在需求人群规模较大，国补政策有望帮助对应品类持续挖掘潜在需求。

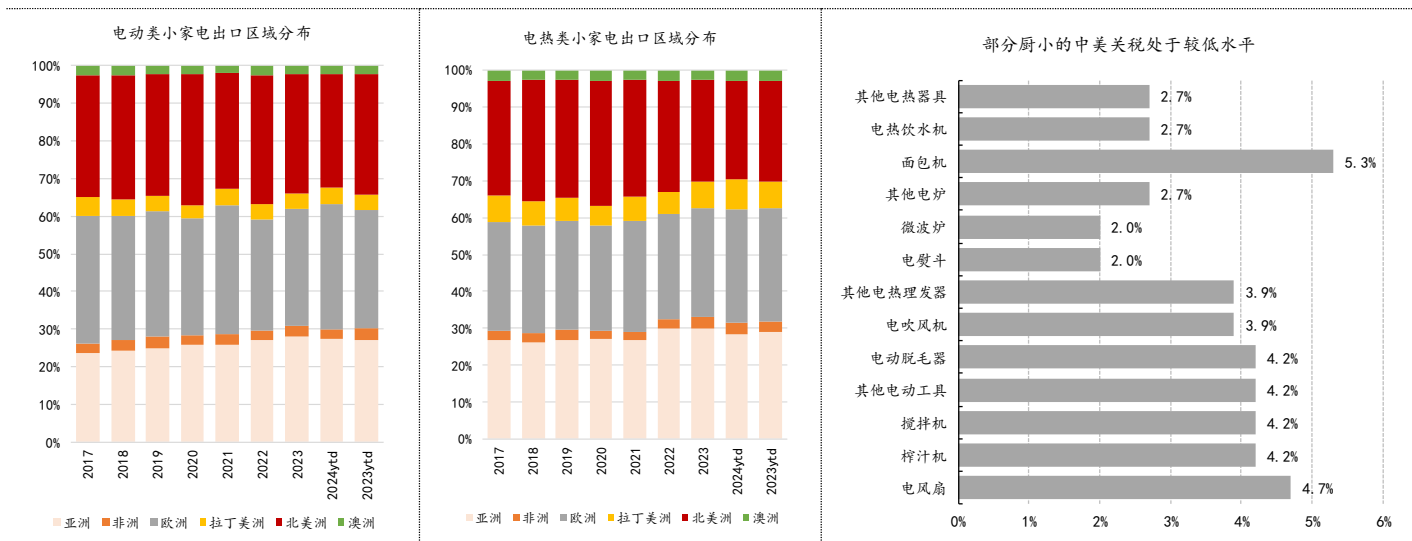
图表102：低渗透率、高单价的升级小家电品类，有望持续获益国补政策



资料来源：国家统计局，奥维推总，国联证券研究所

展望外销，2025 年小家电代工龙头预计面临预期悲观但基本面并不弱的局面。悲观预期在于，小家电仍是以北美作为主要出口区域的赛道，且关税并未加至高位，后续美国关税变动的隐忧较大。基本面并不弱在于，在不考虑关税的情况下，西欧、北美从 2024Q3 需求出现改善，且步入北美降息周期后需求改善的趋势有望延续；进一步考虑关税节奏，关税前有抢出口，关税后海外有产能的龙头将获得份额提升。自中美贸易摩擦的 2018 年以来，龙头基于长期考虑，已陆续在东南亚等区域建设产能，而中小工厂基于资金实力、客户订单不够稳定等因素很难进行产能转移，因此龙头仍有份额提升带来的订单增量；且关税落地前有抢出口的趋势。综合上述，我们建议关注主营产品类为净水、清洁等升级品类的德尔玛，以及关税情绪扰动出现估值底的新宝股份。

图表103: 小家电出口北美的占比较高且部分品类尚未涉及加税



资料来源: USTR, 商务部, 海关总署, 国联证券研究所

## 8. 投资建议: 聚焦政策催化品类龙头, 维持“强于大市”评级

国内, 7月底以旧换新加码以来, 终端反馈积极, 9/10月家电社零增速表现亮眼; 截至12月上旬, 国补8大品类消耗中央补贴资金已近400亿。近日商务部、发改委屡次提及后续“两新”政策将扩容加码, 政策延续性预期持续强化, 对后续销量形成支撑的同时, 家电行业一级能效产品、高价格带产品占比提升趋势确定。海外, 贸易环境虽有挑战, 但家电龙头海外产能布局完备, 并持续加大非美出口市场开拓力度, 品牌出海长期趋势不改。综上, 家电内销有望持续受益政策拉动下的更新需求加速释放, 且产品升级出海可期, 估值分红优势突出。

### 8.1 推荐高经营质量、高股息的白电公司

我们预计2025年白电内外销出货量都将保持增长, 白电内销以更新需求为主, 自然增长下限较高, 政策若续作将带来增量; 白电外销近两年的高增, 主要源于份额逻辑, 新兴市场OBM发力&欧美市场制造衰退, 驱动规模中枢提升。盈利弹性是2025年白电更大看点, 政策对产品均价提升较为显著, 原材料价格相对平稳的情况下, 内销盈利弹性将十分可观; 外销层面, 对美敞口较小, 龙头抗风险能力具备保障。持续推荐政策弹性大, 份额企稳回升, 高质量高股息的白电龙头美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电。

## 8.2 推荐景气反转、集中度提升的两轮车

当前两轮车行业景气及龙头经营拐点值得重视，随着新国标落地及渠道认证完善，2025 年两轮车国补政策落地有望加速，且新旧产品切换之际渠道备货意愿强化，产业出货有望扭转颓势并实现亮眼增长。新国标将出清不符合生产标准的企业，进一步叠加国补背景下消费趋向中高端、龙头渠道实力较强，行业格局有望加速集中。关注有望受益于新国标推动格局出清的两轮车龙头**雅迪控股**与**爱玛科技**。

## 8.3 推荐全球份额稳步提升的子行业龙头

黑电龙头全球份额提升势能强劲，面板价格压力或趋减轻，结构升级带动盈利改善可期；清洁电器内销明显改善，需同比关注国产龙头品牌出海节奏；后周期估值业绩均在历史底部区间，总量地产政策宽松，地产销售竣工边际好转，业绩估值有望修复；小家电景气仍有压力，需结合跟踪挖掘结构性机会，新兴品类、渠道及出海带来的结构性机遇持续涌现。关注黑电、厨电及扫地机等子行业优质龙头，关注**海信视像**、**TCL 电子**、**老板电器**、**华帝股份**、**科沃斯**、**石头科技**等。

## 9. 风险提示

- 1) 政策兑现不及预期。四季度政策进入集中兑现阶段，近期板块估值尚在反映初期，若后续股价出现持续大幅上涨，市场预期明显上调，最终兑现有弱于预期的可能。
- 2) 原材料价格及汇率波动。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基本平稳的假设下，主要经济体降息周期之中，以有色为代表的大宗价格在弱美元、顺周期支撑下有上行可能；此外我国顺周期政策加力叠加美国降息，近日人民币汇率走升；若大宗价格及人民币持续走高，对出口价格竞争力及外销业务盈利或形成不利影响。
- 3) 外需改善不及预期。当前后续外销预期的积极因素主要来自发达经济体库存水位健康基础上的需求改善，若后续美联储降息路径发生超预期变化，或地产、耐用品消费需求改善不及预期，家电公司外销业务有不及预期的可能。

## 评级说明

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

## 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。

## 法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

## 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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼