

行业研究 | 行业专题研究 | 家用电器

2024Q3 家电板块财报综述： 短期承压，改善可期



报告要点

2024Q1-Q3 家电板块收入同比+5.00%至 11456 亿元，其中 Q3 同比+1.58%，环比有所放缓；Q1-Q3 板块归母净利润同比+7.91%至 951 亿元，其中 Q3 同比+1.51%。期内政策带动有限，成本汇率有压力，龙头经营提效持续兑现，盈利能力彰显韧性。

分析师及联系人



管泉森

SAC: S0590523100007



孙珊

SAC: S0590523110003



崔甜甜

SAC: S0590523110009



莫云皓

SAC: S0590523120001



蔡奕娴

家用电器

2024Q3 家电板块财报综述： 短期承压，改善可期

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

- 《家用电器：2024Q3 家电板块基金持仓点评：重仓比例持续提升，白电龙头加仓显著》
2024. 10. 31
- 《家用电器：进击的小米白电——归因》
2024. 10. 29



扫码查看更多

➤ 整体：收入有所放缓，盈利保持韧性

24Q1-Q3 家电板块收入同比+5.00%至 11456 亿元，其中 24Q3 同比+1.58%，环比有所放缓；24Q1-Q3 板块归母净利润同比+7.91%至 951 亿元，其中 24Q3 同比+1.51%。政策带动有滞后，成本汇率有压力，龙头经营提效持续兑现，盈利能力彰显韧性。

➤ 白电：内销拐点可期，外销势能延续

24Q1-Q3 白电板块营收同比+4.54%至 7939 亿元，其中 24Q3 同比+0.37%，环比放缓；24Q1-Q3 白电归母净利润同比+12.74%至 737 亿元，其中 24Q3 同比+9.57%。期内冰洗外销稳健，空调保持高增；其中外销当季总体景气，内销政策带动零售好转、库存去化显著，24Q4 改善弹性可期；前期铜价上涨、均价承压、收入结构影响下，24Q3 毛利率承压，龙头平滑能力较强，经营提效兑现，净利率保持升势。

➤ 黑电：外销优于内销，业绩短期波动

24Q1-Q3 黑电板块营收同比+8.59%至 1407 亿元，其中 24Q3 同比+10.40%，24Q2 为+9.16%；24Q1-Q3 黑电归母净利润同比-14.70%至 33 亿元，其中 24Q3 同比-31.18%，24Q2 为-3.96%。期内彩电出货内销量降幅收窄，外销量延续增长，随着以旧换新政策逐步拉动彩电内需，后势可期；面板价格此前大幅上涨对成本有滞后影响，叠加板块规模增长摊薄费用与龙头营收结构变化综合影响，行业业绩短期有所波动。

➤ 后周期：收入延续下滑，盈利持续下滑

24Q1-Q3 后周期板块收入同比-2.59%，其中 24Q3 同比-9.18%，9 月以来政策对零售端提振尚未传导至收入；厨房大电/电工照明/集成灶 24Q3 收入分别同比-6%/ -1%/ -55%。24Q1-Q3 板块归母净利润同比-8.48%，其中 24Q3 同比-20.50%；24Q3 毛利率/期间费用率/归属净利率分别同比-1.78%/+2.28%/-2.18pct，主因在于收入下滑以及消费降级。以旧换新政策对厨电需求提振显著，静待 24Q4 板块经营改善。

➤ 智慧家居：收入小幅增长，业绩下滑明显

24Q1-Q3 智慧家居板块收入同比+6.15%至 269.06 亿元，其中 24Q3 同比+2.66%，24Q2 为+2.06%；24Q1-Q3 智慧家居板块归母净利润同比-5.99%至 25.91 亿元，其中 24Q3 同比-46.97%，24Q2 为+3.73%。我们预计 24Q3 扫地机全球零售有望延续增长，其他品类短期或有所波动，龙头在收入推迟确认、海外经营模式切换等因素影响下营收降速，业绩受品宣&促销影响短期波动，因此板块盈利能力下滑较为明显。

➤ 厨房小电：外销维持增长，盈利延续承压

24Q1-Q3 厨房小电板块收入同比+6.39%，其中 24Q3 同比+2.09%，环比放缓；尽管外销录得较优增长，但在高基数走高背景下降速，内销承压；外销/内销型企业 24Q3 收入分别同比+11%/ -7%。24Q1-Q3 板块归母净利润同比-6.70%，其中 24Q3 同比-16.81%；24Q3 板块/内销型/外销型企业盈利能力分别-1.29%/ -2.59%/ -0.01pct。后续来看，外销增长或环比降速，内销随着政策落地以及大促时点，改善较为确定。

➤ 维持行业“强于大市”评级

以旧换新带动下，内销或正迎换挡时刻，补贴销售规模可观，淡季品类弹性突出；24Q4 高端消费季节性向上，政策有望促进升级释放及均价兑现，“价格带+渠道”优势加持，龙头经营有望更加受益。持续推荐：一是白电龙头，推荐美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电；二是后周期标的，推荐华帝股份、老板电器；三是两轮车、扫地机及黑电板块龙头，推荐雅迪控股、科沃斯、石头科技、海信视像。

风险提示：政策兑现不及预期；原材料价格及汇率波动；外需改善不及预期

正文目录

1. 整体：收入有所放缓，盈利保持韧性	5
2. 白电：内销拐点可期，外销势能延续	8
3. 黑电：外销优于内销，盈利短期波动	12
4. 后周期：收入延续下滑，盈利持续下滑	16
5. 智慧家居：收入小幅增长，业绩下滑明显	19
6. 厨房小电：外销维持增长，盈利延续承压	23
7. 家电上游：成本端承压，业绩小幅下滑	26
8. 投资建议：内销拐点可期，盈利改善可期	29
9. 风险提示	30

图表目录

图表 1： 2024Q2/Q3 家电板块收入分别同比+5.21%/+1.58%	6
图表 2： 2024Q3 黑电营收表现较好，白电/后周期/小电放缓	6
图表 3： 2024Q2/Q3 家电毛利率分别同比-0.12/-1.58pct	6
图表 4： 2024Q2/Q3 家电期间费用率分别同比+0.32/-0.85pct	6
图表 5： 2024Q1-Q3 及 2024Q3 家电子板块期间费用率及分项同比变动	6
图表 6： 2024Q3 钢/铜/铝/塑料样本价格指数分别同比-17%/+11%/+10%/+4%	7
图表 7： 2024Q2/Q3 家电归母净利润分别同比+8.88%/+1.51%	7
图表 8： 2024Q2/Q3 家电归母净利润率分别同比+0.30/-0.01pct	7
图表 9： 2024Q1-Q3 家电子板块毛利率、归母净利润及盈利能力	7
图表 10： 2024Q1-Q3 家电子板块经营性现金流净额、合同负债及存货	8
图表 11： 2024Q2/Q3 白电板块营收分别同比+4.77%/+0.37%	10
图表 12： 2024Q1-Q3 及 2024Q3 白电板块个股营收及增速	10
图表 13： 2024Q3 空调/冰箱/洗衣机/多联机内销分别同比-10%/-3%/+7%/-2% ..	10
图表 14： 2024Q3 空调/冰箱/洗衣机/多联机外销分别同比+38%/+14%/+10%/+45%	10
图表 15： 2024Q3 空调/冰箱/洗衣机内销推总零售量分别同比+17%/+7%/+6% ..	10
图表 16： 2024Q3 空调/冰箱/洗衣机内销推总均价分别同比持平/+2%/-1%	10
图表 17： 2024Q3 白电板块毛利率同比-0.99pct 至 26.96%	11
图表 18： 2024Q3 白电板块期间费用率同比-1.08pct 至 16.12%	11
图表 19： 2024Q1-Q3 及 2024Q3 白电公司期间费用率及分项同比变动	11
图表 20： 2024Q3 白电板块归母净利润同比+9.57%至 248 亿元	11
图表 21： 2024Q3 白电板块归母净利润率同比+0.81pct 至 9.66%	11
图表 22： 2024Q1-Q3 白电公司毛利率、归母净利润及盈利能力	12
图表 23： 2024Q1-Q3 白电公司经营性现金流净额、期末合同负债及存货	12
图表 24： 2024Q2/Q3 黑电板块营收分别同比+9.16%/+10.40%	14
图表 25： 2024Q1-Q3 及 2024Q3 黑电板块个股营收及增速	14
图表 26： 2024Q3 中国 TV 出货量同比-5.2%至 870 万台	14
图表 27： 2024Q3 海外 TV 出货量同比+6.2%至 4520 万台	14
图表 28： 2024Q3 彩电全渠道零售均价同比+14%至 3921 元	14
图表 29： 2024Q3 32/65 英寸 LCD TV 面板价格同比-6%/+4%	14
图表 30： 2024Q3 黑电板块毛利率同比-2.71pct 至 11.79%	15

图表 31:	2024Q3 黑电板块期间费用率同比-1.17pct 至 8.83%	15
图表 32:	2024Q1-Q3 及 2024Q3 黑电公司期间费用率及分项同比变动	15
图表 33:	2024Q3 黑电板块归母净利润同比-31.18%至 10.57 亿元	15
图表 34:	2024Q3 黑电板块归母净利润率同比-1.28pct 至 2.12%	15
图表 35:	2024Q1-Q3 黑电公司毛利率、归母净利润及盈利能力	15
图表 36:	2024Q1-Q3 黑电公司经营性现金流净额、期末合同负债及存货	16
图表 37:	2024Q1-Q3/Q3 行业收入分别同比-2.59%/-9.18%	17
图表 38:	2024Q1-Q3/Q3 板块公司收入及增长情况 (亿元)	17
图表 39:	2024Q1-Q3/Q3 行业毛利率分别同比-0.84/-1.78pct	18
图表 40:	2024Q1-Q3/Q3 期间费用率分别同比+1.26/+2.28pct	18
图表 41:	2024Q1-Q3/Q3 地产后周期行业期间费用率及分项同比变动	18
图表 42:	2024Q1-Q3/Q3 归母净利润分别同比-8.48%/-20.50%	18
图表 43:	2024Q1-Q3/Q3 归母净利润率同比-1.05/-2.18pct	18
图表 44:	2024Q1-Q3/Q3 板块公司毛利率、归母净利润及盈利能力变动	19
图表 45:	2024Q1-Q3/Q3 地产后周期行业公司现金流、合同负债及存货变动	19
图表 46:	2024Q2/Q3 智慧家居板块营收分别同比+2.06%/+2.66%	20
图表 47:	2024Q1-Q3 及 2024Q3 智慧家居板块个股营收及增速	20
图表 48:	2024Q3 扫地机传统电商零售量同比+16%	21
图表 49:	2024Q3 洗地机传统电商零售量同比+20%	21
图表 50:	2024Q3 扫地机传统电商零售均价同比+2%	21
图表 51:	2024Q3 洗地机传统电商零售均价同比-18%	21
图表 52:	2024Q3 智慧家居板块毛利率同比-1.80pct 至 44.35%	21
图表 53:	2024Q3 智慧家居板块期间费用率同比+3.58pct 至 38.59%	21
图表 54:	2024Q1-Q3 及 2024Q3 智慧家居公司期间费用率及分项同比变动	22
图表 55:	2024Q3 智慧家居板块归母净利润同比-46.97%至 4.74 亿元	22
图表 56:	2024Q3 智慧家居板块归母净利润率同比-4.87pct 至 5.20%	22
图表 57:	2024Q1-Q3 智慧家居公司毛利率、归母净利润及盈利能力	22
图表 58:	2024Q1-Q3 智慧家居公司经营性现金流净额、期末合同负债及存货	22
图表 59:	2024Q1-Q3/Q3 小家电收入分别同比+6.39%/+2.09%	24
图表 60:	2024Q1-Q3/Q3 小家电板块公司收入及增长情况 (亿元)	24
图表 61:	2024Q1-Q3/Q3 小家电毛利率分别同比-1.71/-2.73pct	24
图表 62:	2024Q1-Q3/Q3 小家电期间费用率分别同比-0.25/-0.09pct	24
图表 63:	2024Q1-Q3/Q3 小家电期间费用率及分项同比变动	25
图表 64:	2024Q1-Q3/Q3 小家电归母净利润分别同比-6.70%/-16.81%	25
图表 65:	2024Q1-Q3/Q3 小家电归母净利润率同比-0.95/-1.29pct	25
图表 66:	2024Q1-Q3/Q3 板块公司毛利率、归母净利润及盈利能力变动情况	25
图表 67:	2024Q1-Q3/Q3 小家电主要公司现金流、合同负债及存货变动情况	26
图表 68:	2024Q3 家电上游营收同比+2.93%至 252 亿元	27
图表 69:	2024Q1-Q3 及 2024Q3 家电上游板块个股营收及增速	27
图表 70:	2024Q3 家电上游毛利率同比-0.96pct 至 19.91%	27
图表 71:	2024Q3 家电上游期间费用率同比-0.18pct 至 12.53%	27
图表 72:	2024Q1-Q3 及 2024Q3 家电上游期间费用率及分项同比变动	27
图表 73:	2024Q3 家电上游归母净利润同比-3.21%至 16 亿元	28
图表 74:	2024Q3 家电上游归母净利润率同比-0.39pct 至 6.20%	28
图表 75:	2024Q1-Q3 家电上游公司毛利率、归母净利润及盈利能力	28
图表 76:	2024Q1-Q3 家电上游公司经营性现金流净额、期末合同负债及存货	29

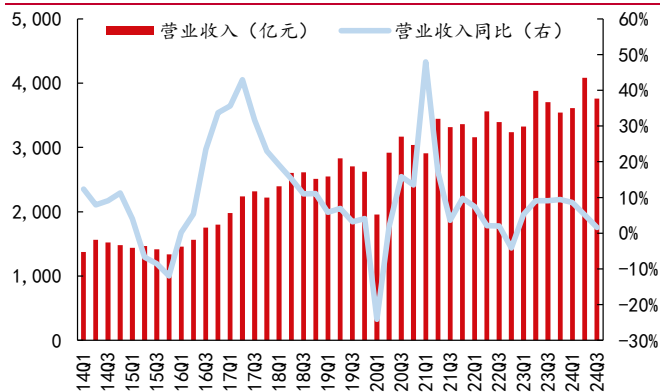
1. 整体：收入有所放缓，盈利保持韧性

2024Q1-Q3 家电收入同比+5.00%至 11456 亿元，其中 2024Q3 同比+1.58%，2024Q1/Q2 分别+8.56%/+5.21%。年内白电出货节奏有所前置，宏观环境、天气因素影响下，6-7 月国内终端景气偏弱；8-9 月以旧换新省级方案陆续落地，政策进入兑现阶段，终端改善先于出货，带动渠道库存去化，叠加新冷年开盘及电商大促，空调及可选品类弹性突出。外销整体基数走高，冰洗小电保持稳健，空调 α 突出，延续 2024Q2 高增态势；龙头 OBM 持续突破，订单保持较快增长。2024Q1-Q3 家电归母净利润同比+7.91%至 951 亿，其中 2024Q3 同比+1.51%，2024Q1/Q2 分别+14.80%/+8.88%；期内毛利率受 2024Q2 原材料成本上涨以及收入结构影响，内需偏弱背景下，部分品类均价有所下行，毛利率普遍承压；海运费仍在高位，海外品牌投入力度延续，而龙头平滑能力较强，费用优化提振盈利，2024Q3 板块归母净利率基本持平。

- **内需拐点向上，海外保持稳健**——年内白电出货节奏有所前置，2024Q2 需求偏弱、库存上行，8-9 月终端动销大幅改善，带动渠道库存去化，期内对出货/收入带动有限，可选需求环比好转而同比仍弱；外销品类间分化，冰洗基数走高有所放缓，空调继续高增，整体保持稳健。板块当季收入环比降速，子行业中黑电/清洁环比基本平稳，其余品类均有放缓。
- **毛利率同比承压**——2024Q3 板块毛利率同比-1.58pct，2024Q1/Q2 分别同比+1.11/-0.12pct，当季或集中反映前期以有色为代表的大宗原材料成本上行及当季人民币汇率升值。其中受竞争及前期面板成本影响的黑电，及内销收入承压/外销汇率敞口较大的小家电压力较大，白电/上游相对稳健。
- **费用率整体优化**——2024Q3 板块期间费用率同比-0.85pct，2024Q2 为+0.32pct，成本端压力较大背景下，费用率多有优化，龙头平滑能力较强；其中白电/黑电期间费用率分别同比-1.08/-1.17pct，改善明显，小家电及上游小幅改善，而后周期及智能家居期间费用率同比提升。
- **盈利能力平稳为主**——2024Q3 板块归母净利润率同比-0.01pct，2024Q2 为+0.30pct，毛利承压而费率改善，盈利能力基本平稳，彰显韧性。其中龙头经营势能强劲，平滑能力较强，白电 2024Q3 归母净利润率同比+0.81pct，逆势提升；收入承压而投入加大的智能家居及后周期表现偏弱。
- **现金流环比改善**——2024Q3 板块经营活动现金流净额同比+15.74%，

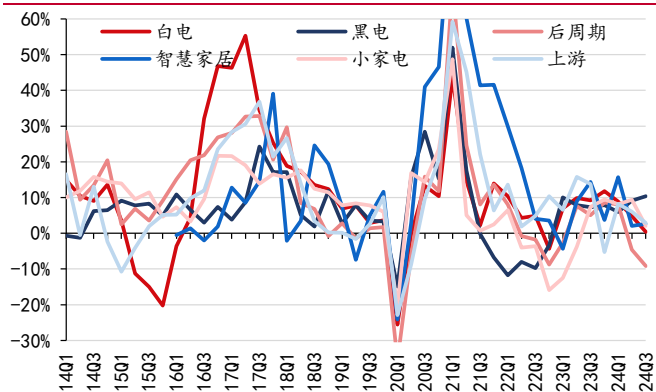
2024Q1/Q2 分别为-51.35%/-22.14%，同比回正；其中白电/黑电经营现金流净额分别同比+18.29%/+79.21%，改善明显，业绩承压的后周期及智慧家居偏弱。2024Q3 末板块合同负债同比-10.56%，2024Q2 为-18.79%，降幅收窄，环比略增；期末存货同比+3.25%，环比-2.54%，整体波动不大。

图表1：2024Q2/Q3 家电板块收入分别同比+5.21%/+1.58%



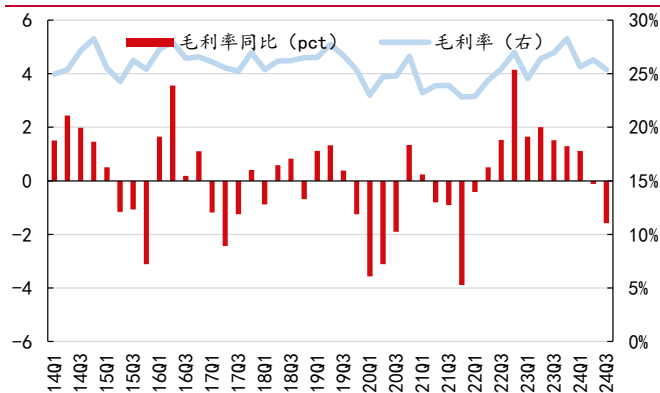
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：2024Q3 黑电营收表现较好，白电/后周期/小电放缓



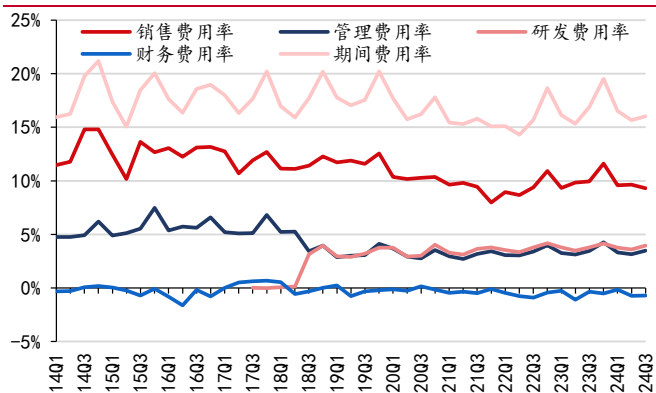
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：2024Q2/Q3 家电毛利率分别同比-0.12/-1.58pct



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：2024Q2/Q3 家电期间费用率分别同比+0.32/-0.85pct



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：2024Q1-Q3 及 2024Q3 家电子板块期间费用率及分项同比变动

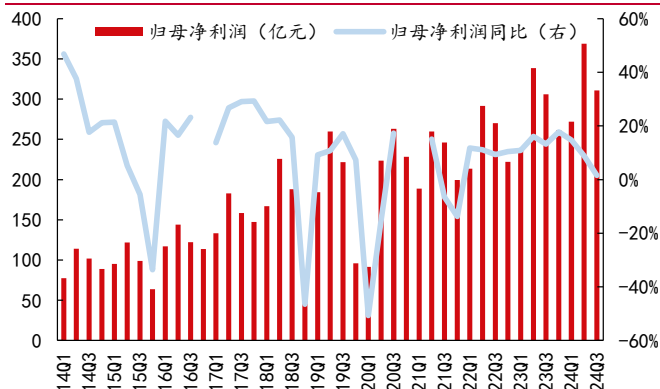
	2024Q1-Q3					2024Q3				
	费用率					同比变动 (pct)				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
白电	10.10%	3.32%	3.65%	-0.68%	16.38%	(0.13)	0.01	0.14	(0.02)	0.01
黑电	4.29%	1.65%	3.12%	0.10%	9.15%	(0.49)	(0.04)	(0.28)	0.08	(0.73)
后周期	17.31%	4.31%	4.25%	-1.10%	24.77%	0.79	0.30	0.19	(0.03)	1.26
智慧家居	23.02%	3.83%	9.09%	-0.94%	35.01%	0.05	(0.26)	0.62	0.00	0.42
小家电	11.91%	4.31%	3.70%	-0.39%	19.53%	(0.87)	(0.02)	0.01	0.63	(0.25)
家电上游	2.40%	4.71%	4.12%	0.07%	11.29%	(0.06)	0.47	(0.08)	0.16	0.50
合计	9.51%	3.31%	3.76%	-0.54%	16.04%	(0.21)	0.03	0.08	0.05	(0.06)
	9.79%	3.53%	3.90%	-1.10%	16.12%	(0.78)	(0.04)	0.26	(0.52)	(1.08)
	4.09%	1.67%	3.03%	0.04%	8.83%	(0.67)	0.14	(0.34)	(0.30)	(1.17)
	18.79%	4.69%	4.20%	-0.93%	26.74%	1.56	0.35	0.26	0.11	2.28
	25.74%	4.09%	8.98%	-0.23%	38.59%	3.01	0.20	0.69	(0.32)	3.58
	10.92%	4.35%	3.73%	0.63%	19.63%	(1.04)	0.12	0.11	0.72	(0.09)
	2.57%	5.05%	4.47%	0.45%	12.53%	(0.09)	0.49	(0.13)	(0.45)	(0.18)
	9.30%	3.49%	3.95%	-0.71%	16.02%	(0.66)	0.02	0.15	(0.37)	(0.85)

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

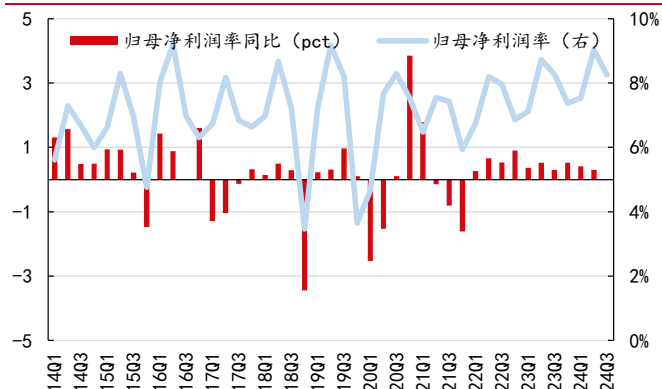
图表6：2024Q3 钢/铜/铝/塑料样本价格指数分别同比-17%/+11%/+10%/+4%

成本类型	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E	2025Q1E	2025Q2E	
原材料	钢	31%	60%	44%	14%	0%	-13%	-31%	-24%	-15%	-17%	4%	6%	-1%	-5%	-17%	-12%	-11%	-4%
	铜	50%	80%	44%	33%	17%	-2%	-18%	-16%	-10%	-11%	9%	3%	-5%	17%	11%	16%	12%	-3%
	铝	23%	58%	52%	43%	55%	20%	-11%	-15%	-25%	-21%	-7%	-5%	-8%	12%	10%	18%	17%	2%
	塑	25%	34%	25%	7%	-1%	-5%	-13%	-16%	-14%	-17%	-6%	-4%	-2%	7%	4%	5%	4%	-1%
汇率	兑美元	-7%	-9%	-6%	-3%	-2%	2%	6%	11%	8%	6%	5%	1%	4%	1%	-1%	0%	0%	0%
	兑欧元	1%	0%	-6%	-7%	-9%	-10%	-10%	-1%	3%	8%	14%	6%	5%	1%	0%	0%	0%	1%
海运	地中海	166%	248%	370%	250%	83%	49%	-7%	-56%	-70%	-72%	-52%	32%	58%	126%	65%	-17%	-21%	
	东南亚	92%	80%	113%	74%	45%	34%	4%	-53%	-69%	-64%	-20%	9%	38%	118%	43%	32%	7%	
	东西非	80%	150%	282%	140%	29%	11%	-23%	-45%	-67%	-66%	-63%	-51%	-3%	69%	136%	102%	82%	14%
	欧洲	183%	247%	384%	259%	78%	45%	-7%	-53%	-74%	-77%	-78%	-61%	40%	81%	214%	93%	-6%	-11%
	美东	60%	89%	125%	98%	80%	59%	22%	-31%	-57%	-68%	-69%	-52%	0%	39%	91%	41%	2%	-5%
	美西	87%	100%	120%	102%	95%	69%	13%	-53%	-70%	-72%	-69%	-33%	25%	59%	103%	70%	26%	9%
	南美	175%	252%	348%	147%	42%	8%	-12%	-67%	-77%	-65%	-35%	15%	62%	127%	86%	69%	3%	

资料来源：Wind，国联证券研究所整理（2024Q4 预测假设原材料价格维持在 10 月 31 日水平）

图表7：2024Q2/Q3 家电归母净利润分别同比+8.88%/+1.51%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：2024Q2/Q3 家电归母净利润率分别同比+0.30/-0.01pct


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：2024Q1-Q3 家电电子板块毛利率、归母净利润及盈利能力

	毛利率				归母净利润 (亿元)					归母净利润率				
	2024Q1-Q3	同比 (pct)	2024Q3	同比 (pct)	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q1-Q3	同比 (pct)	2024Q3	同比 (pct)
白电	27.24%	0.28	26.96%	(0.99)	736.77	653.49	12.74%	247.63	226.00	9.57%	9.28%	0.68	9.66%	0.81
黑电	12.42%	(1.64)	11.79%	(2.71)	32.64	38.27	-14.70%	10.57	15.36	-31.18%	2.32%	(0.63)	2.12%	(1.28)
后周期	42.38%	(0.84)	43.26%	(1.78)	60.99	66.64	-8.48%	18.65	23.46	-20.50%	16.35%	(1.05)	15.32%	(2.18)
智能家居	44.95%	(0.55)	44.35%	(1.80)	25.91	27.56	-5.99%	4.74	8.93	-46.97%	9.63%	(1.24)	5.20%	(4.87)
小家电	27.74%	(1.71)	25.99%	(2.73)	46.41	49.74	-6.70%	13.37	16.07	-16.81%	6.78%	(0.95)	5.69%	(1.29)
家电上游	18.82%	0.05	19.91%	(0.96)	48.39	45.67	5.96%	15.60	16.12	-3.21%	6.17%	0.01	6.20%	(0.39)
合计	25.78%	(0.24)	25.36%	(1.58)	951.11	881.37	7.91%	310.56	305.94	1.51%	8.30%	0.22	8.26%	(0.01)

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表10：2024Q1-Q3 家电板块经营性现金流净额、合同负债及存货

	经营性现金流净额 (亿元)						合同负债 (亿元)					存货 (亿元)				
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比
白电	969.91	1,112.52	-12.82%	449.54	380.03	18.29%	554.05	615.91	555.53	-10.04%	-0.27%	1,213.13	1,193.63	1,259.73	1.63%	-3.70%
黑电	42.15	38.35	9.90%	42.95	23.96	79.21%	30.03	40.69	29.55	-26.20%	1.64%	291.84	282.35	316.65	3.36%	-7.83%
后周期	51.20	95.92	-46.62%	14.18	29.09	-51.25%	20.86	23.00	20.31	-9.30%	2.72%	52.56	51.45	52.03	2.16%	1.02%
智慧家居	15.43	31.91	-51.63%	0.54	10.43	-94.81%	9.00	9.67	8.41	-6.92%	7.07%	78.62	75.01	71.35	4.81%	10.18%
小家电	46.29	65.73	-29.57%	25.22	22.40	12.57%	17.83	18.49	16.10	-3.56%	10.76%	132.06	119.42	126.40	10.58%	4.47%
家电上游	64.08	51.77	23.78%	35.41	24.68	43.46%	14.19	14.49	14.24	-2.08%	-0.36%	164.87	150.40	157.38	9.62%	4.76%
合计	1,189.07	1,396.19	-14.84%	567.83	490.59	15.74%	645.96	722.25	644.13	-10.56%	0.29%	1,933.09	1,872.27	1,983.55	3.25%	-2.54%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2. 白电：内销拐点可期，外销势能延续

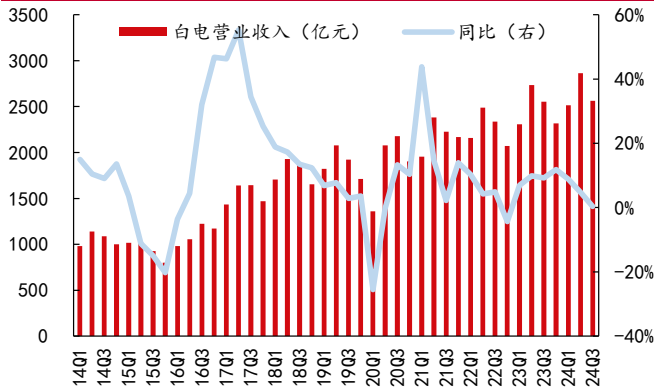
2024Q1-Q3 白电板块收入同比+4.54%至 7939 亿元，其中 2024Q3 同比+0.37%，Q2 为+4.77%；2024Q1-Q3 白电归母净利润同比+12.74%至 737 亿元，其中 2024Q3 同比+9.57%，2024Q2 为+13.27%，收入、业绩均有所放缓。2024Q2 铜价上涨、外销收入占比提升、期内汇率升值影响下，大宗/汇率敞口较大的二线白电毛利率压力明显，制造端提效持续兑现的海尔智家、受益产品结构升级的 TCL 智家毛利率逆势提升；龙头费用调节能力较强，经营提效持续兑现，此外汇兑、业务结构多有正向影响，2024Q3 白电期间费用率同比-1.08pct。综合影响下，当季白电归母净利润率同比+0.81pct 至 9.66%，龙头均有提升。展望后续，9 月以来政策效果兑现，终端动销向上，空调弹性突出；结合 2024Q3 报表、出货及动销看，渠道库存或已充分去化，2024Q4 内销大概率改善；近期出口排产及龙头外销订单均较积极，欧美市场降息叠加补库，新兴市场保持较快增长，外销冰洗稳健为主，空调有望保持高增。龙头势能强劲，提效降费持续兑现，业绩有望保持双位数增长。

- 2024Q3 白电外销增势延续，国内零售好于出货，收入有所放缓。据产业在线，2024Q3 家用空调/冰箱/洗衣机内销出货量分别同比-10%/-3%/+7%，洗衣机稳健，冰箱偏弱，空调有所波动，龙头国内经营趋势与产业基本相近，格力当季收入承压，美的内销预计略有放缓，海尔环比平稳为主。终端来看，奥维推总显示 2024Q3 空调/冰箱/洗衣机国内全渠道零售量分别同比+17%/+7%/+6%，而 2024Q2 分别为-13%/-2%/持平，环比明显改善，政策弹性显著；终端先于出货好转，带动渠道库存去化，后续收入弹性可期。外销方面，当季空调/冰箱/洗衣机外销出货量分别同比+38%/+14%/+10%，冰洗基数走高，环比小幅放缓，空调延续高增，美的格力外销收入预计延续双位数以上增长；海尔 GEA 受益降息，收入盈利预计稳健，后续展望积极，新兴市场保持较好增长。二线中 TCL 智家延续较快增长，小米代工增量带动下长虹

美菱 2024Q3 当季收入同比+23%，表现较超预期；海容冷链触底改善，2024Q3 收入同比回升至+7%。

- **毛利率普遍承压，提效降费持续兑现。**2024Q3 白电板块毛利率同比-0.99pct，2024Q2 为+0.34pct，我们预计大宗原材料成本上涨、期内人民币汇率升值及业务结构均有影响，其中龙头平滑能力较强，美的/格力当季毛利率分别同比-1.08/-0.46pct，海尔制造端提效持续兑现，毛利率逆势同比+0.07pct，预计内外销毛利率均有改善；二线下游议价及成本费用调控能力较弱，叠加7-8月部分品类需求偏弱竞争加剧，毛利率压力较大，长虹美菱 2024Q3 当季毛利率同比-4.65pct，此外海容冷链受冷藏占比提升影响，毛利率同比-6.20pct。费用方面，经营提效驱动下，海尔及美菱 2024Q3 期间费用率分别同比-0.43/-2.20pct，持续优化。美的受益汇兑，当季财务费用率同比-2.02pct，海外 OBM 投入力度延续，销售费用率同比+0.82pct；格力当季销售费用率同比-4.35pct，预计低费用外销业务占比提升及内生优化均有贡献，龙头费用率整体优化，白电 2024Q3 期间费用率同比-1.08pct。综合影响下，2024Q3 白电归母净利率同比+0.81pct 至 9.66%，盈利能力稳健向上。
- 期内白电经营现金流表现环比有所改善，当季板块经营活动现金流净额同比+18.29%，其中美的新冷年开盘渠道打款积极，当季经营现金流净额同比+78.5%至同期新高，格力环比改善，海尔小幅波动，二线普遍偏弱。2024Q3 末美的合同负债同比+29%至同期新高，后续经营支撑较强，格力有所波动。
- **展望后续，政策带动下 2024Q3 白电零售拐点向上，龙头安装卡保持双位数以上增长，动销明显好于出货，结合前期节奏及报表看，渠道库存或已去化充分，后续收入改善可期；11月空调外销排产继续上调，景气大概率延续，冰洗稳健为主，龙头外销订单保持较快增长，欧美降息补库周期共振，新兴市场保持较快增长，外销有望继续超越中枢。龙头经营势能较强，成本预期平稳为主，2024Q4 收入盈利展望均较积极，业绩有望延续较快增长。**

图表11: 2024Q2/Q3 白电板块营收分别同比+4.77%/+0.37%



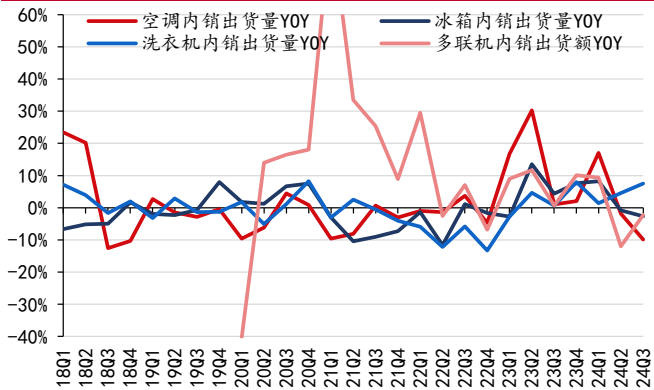
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表12: 2024Q1-Q3 及 2024Q3 白电板块个股营收及增速

(亿元)	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
美的集团	3,189.75	2,911.11	9.57%	1,017.01	941.22	8.05%
海尔智家	2,029.71	1,986.57	2.17%	673.49	670.31	0.47%
格力电器	1,467.22	1,550.07	-5.34%	469.39	557.71	-15.84%
海信家电	705.79	649.00	8.75%	219.37	219.56	-0.08%
长虹美菱	227.58	191.68	18.73%	78.10	63.39	23.21%
澳柯玛	63.82	72.12	-11.51%	17.59	21.13	-16.73%
TCL 智家	139.45	113.42	22.95%	49.84	41.58	19.86%
惠而浦	25.24	29.63	-14.81%	8.91	9.39	-5.18%
海容冷链	21.10	24.98	-15.56%	5.23	4.89	7.00%
申菱环境	19.77	18.62	6.20%	6.72	7.12	-5.58%
美埃科技	12.02	10.72	12.16%	4.45	4.20	5.94%
冰山冷热	37.15	36.02	3.12%	12.51	12.75	-1.83%
合计	7,938.60	7,593.94	4.54%	2,562.62	2,553.24	0.37%

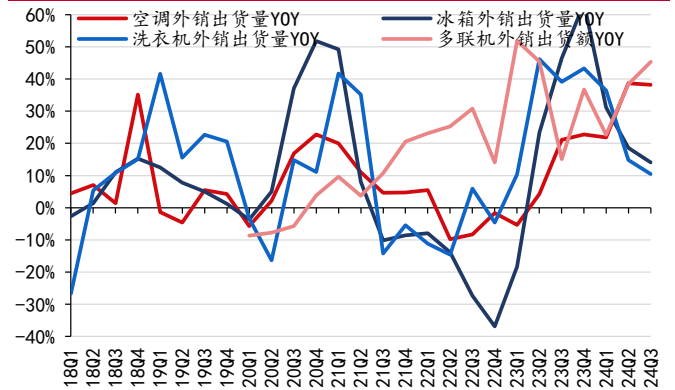
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 2024Q3 空调/冰箱/洗衣机/多联机内销分别同比-10%/-3%/+7%/-2%



资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

图表14: 2024Q3 空调/冰箱/洗衣机/多联机外销分别同比+38%/+14%/+10%/+45%



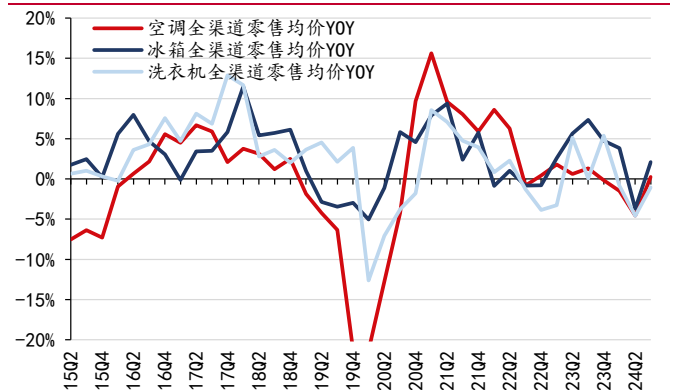
资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

图表15: 2024Q3 空调/冰箱/洗衣机内销推总零售量分别同比+17%/+7%/+6%



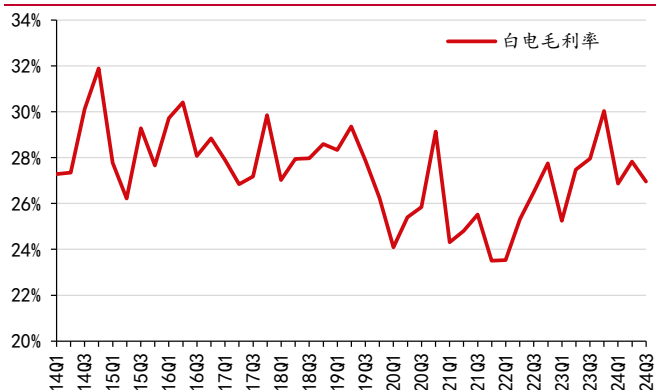
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表16: 2024Q3 空调/冰箱/洗衣机内销推总均价分别同比持平/+2%/-1%



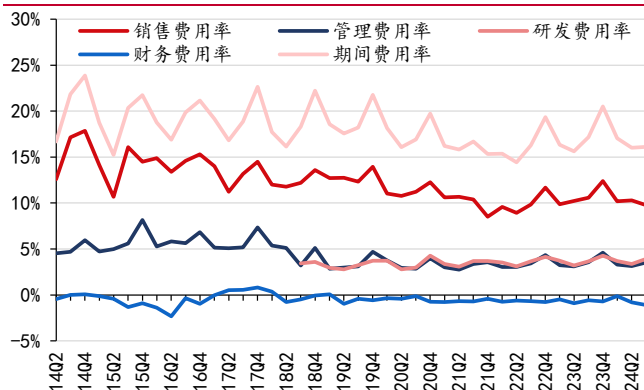
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表17: 2024Q3 白电板块毛利率同比-0.99pct 至 26.96%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 2024Q3 白电板块期间费用率同比-1.08pct 至 16.12%



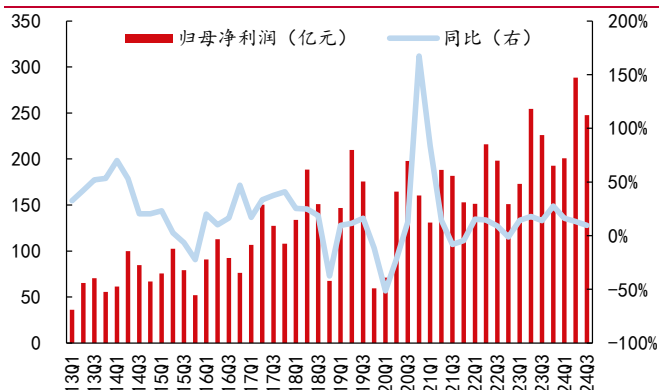
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表19: 2024Q1-Q3 及 2024Q3 白电公司期间费用率及分项同比变动

	2024Q1-Q3					2024Q3					2024Q3									
	费用率					同比变动					费用率					同比变动				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
美的集团	9.77%	3.25%	3.57%	-0.93%	15.66%	1.06	0.04	0.13	(0.36)	0.87	9.54%	3.61%	3.68%	-2.34%	14.49%	0.82	(0.29)	0.06	(2.02)	(1.43)
海尔智家	14.18%	3.85%	4.01%	0.06%	22.09%	(0.50)	(0.27)	(0.04)	0.11	(0.70)	15.00%	3.89%	4.52%	0.08%	23.48%	(0.51)	(0.16)	0.01	0.23	(0.43)
格力电器	6.93%	3.39%	3.65%	-1.63%	12.33%	(1.64)	0.31	0.28	0.13	(0.93)	4.39%	3.55%	3.88%	-1.44%	10.38%	(4.35)	0.39	0.87	0.55	(2.54)
海信家电	10.14%	2.52%	3.49%	-0.02%	16.13%	(0.59)	0.09	0.54	0.46	0.50	10.00%	2.64%	3.75%	0.42%	16.80%	(1.25)	0.14	0.68	0.52	0.10
长虹美菱	5.55%	1.16%	1.97%	-0.54%	8.15%	(0.89)	(0.22)	(0.19)	0.02	(1.29)	5.50%	1.38%	2.06%	-0.28%	8.66%	(1.57)	0.07	(0.30)	(0.39)	(2.20)
澳柯玛	8.02%	1.95%	2.69%	0.57%	13.24%	0.06	0.04	0.31	0.57	0.97	9.78%	2.14%	3.10%	0.98%	16.01%	0.92	0.01	0.38	0.92	2.24
TCL 智家	3.62%	3.60%	3.54%	-0.35%	10.41%	0.11	0.34	0.20	0.52	1.17	3.67%	3.71%	4.18%	1.10%	12.66%	0.30	0.74	0.40	0.81	2.25
惠而浦	3.31%	3.43%	4.83%	-1.57%	10.00%	(3.76)	0.72	0.76	1.09	(1.18)	2.59%	2.90%	3.49%	2.03%	11.01%	(4.51)	(0.01)	(0.44)	2.75	(2.22)
海信冷链	7.62%	3.54%	3.10%	-1.05%	13.21%	1.66	0.61	(0.03)	0.37	2.62	11.03%	4.70%	4.04%	-1.86%	17.92%	1.34	(0.36)	(0.72)	(1.30)	(1.03)
中菱环境	7.95%	6.18%	5.51%	0.60%	20.24%	1.23	(0.83)	0.81	(0.09)	1.13	8.39%	6.73%	6.04%	0.94%	22.10%	1.63	1.14	1.02	0.26	4.05
美埃科技	6.16%	4.92%	4.76%	0.61%	16.44%	(0.40)	1.09	(0.19)	0.30	0.81	5.86%	4.28%	4.77%	0.65%	15.56%	0.04	0.74	(0.47)	0.93	1.24
冰山冷热	4.78%	5.17%	3.30%	0.50%	13.76%	0.10	0.39	0.10	(0.21)	0.38	5.40%	5.64%	3.51%	0.52%	15.06%	(0.13)	0.24	(0.14)	(0.26)	(0.28)
合计	10.10%	3.32%	3.65%	-0.68%	16.38%	(0.13)	0.01	0.14	(0.02)	0.01	9.79%	3.53%	3.90%	-1.10%	16.12%	(0.78)	(0.04)	0.26	(0.52)	(1.08)

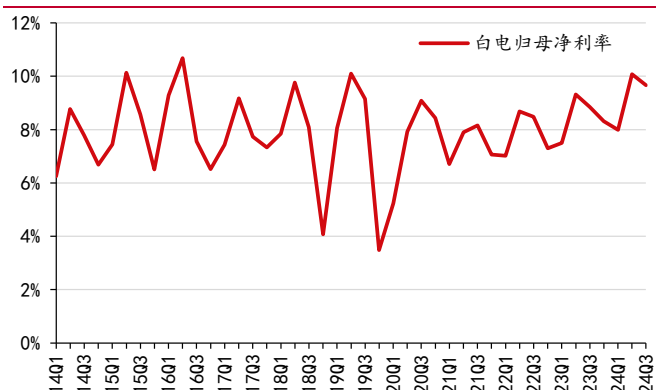
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表20: 2024Q3 白电板块归母净利润同比+9.57%至 248 亿元



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 2024Q3 白电板块归母净利润率同比+0.81pct 至 9.66%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表22：2024Q1-Q3 白电公司毛利率、归母净利润及盈利能力

	毛利率				归母净利润 (亿元)						归母净利润率			
	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比
美的集团	26.76%	0.91	26.04%	(1.08)	316.99	277.17	14.37%	108.95	94.85	14.86%	9.94%	0.42	10.71%	0.64
海尔智家	30.85%	0.13	31.32%	0.07	151.54	131.49	15.25%	47.34	41.85	13.11%	7.47%	0.85	7.03%	0.79
格力电器	30.21%	0.97	29.67%	(0.46)	219.61	200.92	9.30%	78.25	74.19	5.47%	14.97%	2.01	16.67%	3.37
海信家电	21.12%	(0.98)	20.76%	(2.45)	27.93	24.26	15.13%	7.77	9.28	-16.29%	3.96%	0.22	3.54%	(0.69)
长虹美菱	10.83%	(2.61)	9.98%	(4.65)	5.30	4.99	6.35%	1.15	1.41	-17.99%	2.33%	(0.27)	1.48%	(0.74)
澳柯玛	13.58%	(0.23)	12.72%	(1.35)	0.03	1.08	-97.39%	-0.47	0.33	-241.93%	0.04%	(1.46)	-2.68%	(4.26)
TCL 智家	23.36%	0.56	24.04%	1.93	8.25	6.37	29.56%	2.66	2.15	23.49%	5.92%	0.30	5.33%	0.16
惠而浦	14.13%	(1.27)	14.29%	(0.85)	0.53	0.14	274.98%	0.22	-0.22	-201.91%	2.10%	1.62	2.47%	4.76
海容冷链	28.04%	(1.72)	29.63%	(6.20)	2.72	3.56	-23.56%	0.72	0.86	-16.56%	12.89%	(1.35)	13.73%	(3.88)
申菱环境	26.37%	(1.80)	26.20%	(0.64)	1.43	1.49	-4.11%	0.32	0.62	-48.07%	7.23%	(0.78)	4.79%	(3.92)
美埃科技	30.57%	2.25	32.22%	2.89	1.49	1.29	15.17%	0.56	0.52	7.08%	12.36%	0.32	12.51%	0.13
冰山冷热	17.00%	0.07	18.07%	0.53	0.95	0.72	31.57%	0.16	0.14	10.89%	2.55%	0.55	1.28%	0.15
合计	27.24%	0.28	26.96%	(0.99)	736.77	653.49	12.74%	247.63	226.00	9.57%	9.28%	0.68	9.66%	0.81

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表23：2024Q1-Q3 白电公司经营性现金流净额、期末合同负债及存货

	经营性现金流净额 (亿元)						合同负债 (亿元)						存货 (亿元)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比		
美的集团	602.64	447.87	34.56%	267.76	150.02	78.48%	375.10	290.41	346.84	29.16%	8.15%	427.74	333.79	403.29	28.14%	6.06%		
海尔智家	138.76	132.03	5.09%	60.57	64.13	-5.54%	35.25	56.31	32.56	-37.39%	8.28%	384.53	398.48	394.54	-3.50%	-2.54%		
格力电器	127.12	395.96	-67.89%	75.90	87.36	-13.12%	108.76	237.02	141.06	-54.11%	-22.90%	253.37	335.83	291.23	-24.55%	-13.00%		
海信家电	52.08	87.01	-40.15%	31.08	48.89	-36.43%	13.58	12.74	13.30	6.61%	2.08%	56.46	52.22	66.51	8.12%	-15.12%		
长虹美菱	27.45	24.06	14.09%	0.17	9.96	-98.27%	4.16	3.10	3.95	34.40%	5.39%	24.94	18.01	35.70	38.48%	-30.15%		
澳柯玛	3.94	1.87	110.28%	3.66	3.16	15.85%	2.36	2.10	2.34	11.99%	0.84%	14.79	10.43	14.68	41.77%	0.77%		
TCL 智家	13.54	21.19	-36.08%	5.68	11.97	-52.52%	3.70	2.08	3.53	77.98%	4.89%	13.93	8.58	15.49	62.42%	-10.08%		
惠而浦	1.34	-0.42	-	-0.15	0.59	-125.32%	0.22	0.34	0.22	-36.74%	-2.31%	4.03	3.94	4.34	2.12%	-7.22%		
海容冷链	3.37	4.21	-19.76%	3.76	3.90	-3.58%	0.50	0.47	0.46	6.53%	8.33%	5.51	5.12	5.65	7.61%	-2.43%		
申菱环境	0.55	-0.47	-	0.80	-0.09	-	3.47	2.60	3.32	33.46%	4.43%	8.80	6.96	8.01	26.32%	9.77%		
美埃科技	-0.43	0.87	-149.42%	0.43	0.53	-18.75%	1.77	1.59	1.34	11.78%	32.03%	6.09	4.11	5.84	48.14%	4.33%		
冰山冷热	-0.45	-1.66	-	-0.13	-0.39	-	5.17	7.14	6.60	-27.54%	-21.58%	12.95	16.15	14.44	-19.83%	-10.38%		
合计	969.91	1,112.52	-12.82%	449.54	380.03	18.29%	554.05	615.91	555.53	-10.04%	-0.27%	1,213.13	1,193.63	1,259.73	1.63%	-3.70%		

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

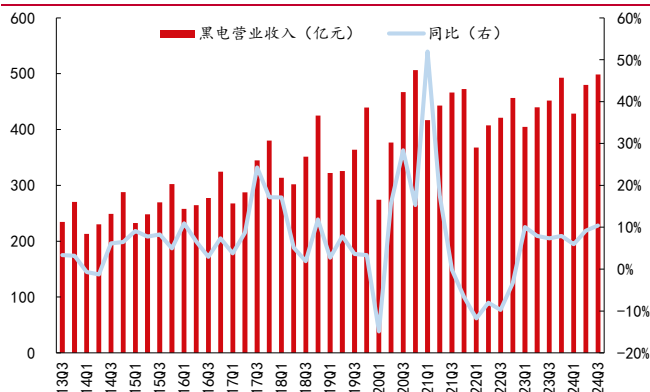
3. 黑电：外销优于内销，盈利短期波动

2024Q1-Q3 黑电板块收入同比+8.59%至 1407.29 亿元，其中 2024Q3 同比+10.40%，2024Q2 为+9.16%；2024Q1-Q3 黑电归母净利润同比-14.70%至 32.64 亿元，其中 2024Q3 同比-31.18%，2024Q2 为-3.96%，收入环比小幅提速，业绩降幅扩大。2024Q3 面板价格上涨有滞后影响，且龙头外销经营模式为“低毛利率&低费用率”，外销占比提升对毛利率有所拖累，因此板块当季毛利率同比-2.71pct 至 11.79%；收入规模增长的背景下，费用有所摊薄，2024Q3 黑电期间费用率同比-1.17pct。综合影响下，当季黑电归母净利润率同比-1.28pct 至 2.12%。展望后续，10 月以来政策对于彩电需求的拉动效果逐步兑现，且较高的能效要求或有望带动彩电产品结构优化，我们预计 2024Q4 彩电内销弹性可期，此外彩电出口数据显示 2024Q3 外销景气延续，我们预计 2024Q4 趋势不改。考虑到龙头产品力较好，有望持续扩大市场份额，摊薄费用、优

化盈利能力，我们预计龙头有望实现优于行业的业绩增速。

- **当季黑电外销优于内销，国内弹性有望在以旧换新政策带动下持续改善。**
据奥维睿沃数据显示,2024Q3 全球 TV 出货量同比+4.1%,2024Q2 同比+2.8%,其中内销出货量 2024Q2/2024Q3 分别同比-11.4%/-5.2%，海外出货量 2024Q2/2024Q3 分别同比+6.5%/+6.2%，外销快于内销，龙头经营趋势与第三方数据展示的趋势基本相近，海信视像智慧显示终端 2024Q3 外销/内销收入分别同比+16%/-6%；随着以旧换新政策逐步带动彩电的需求，进入 10 月，高频数据显示彩电增长较快，线上、线下彩电均有 50%以上甚至超 100%的零售额同比增长，且均价大幅增长，预计在政策较高能效要求的带动下行业产品结构有望显著提升，我们预计 2024Q4 彩电内需有望在政策带动下进一步改善。
- **面板价格滞后影响，黑电行业毛利率同比下滑，规模扩张摊薄费用。**2024Q3 黑电板块毛利率同比-2.71pct，2024Q2 为-1.60pct。尽管 2024Q3 面板价格同比总体涨幅有所收窄，其中中小尺寸 LCD TV 面板 2024Q3 同比已经转为下滑，但叠加滞后影响、面板当期对毛利影响仍然偏负面，此外，考虑到龙头海信视像 2024Q3 外销增长快于内销，且其外销业务模式为“低毛利率&低费用率”，因此其 2024Q3 毛利率同比-2.16pct，也对行业毛利率有所影响。费用方面，行业费用率在规模扩张的背景下有所摊薄，2024Q3 期间费用率同比-1.17pct 至 8.83%，其中龙头海信视像期间费用率 2024Q3 同比-0.13pct。综合影响下，2024Q3 黑电归母净利润率同比-1.28pct 至 2.12%，盈利能力短期有所波动。
- **期内黑电经营现金流表现较好，当季板块经营活动现金流净额同比+79.21%，**我们预计面板价格下滑对黑电企业带来的备货压力有所减轻，龙头海信视像的经营活动现金流净额同比+1.83%至 17.37 亿元。
- **展望后续，在以旧换新政策带动下，2024Q4 黑电内需量价齐升概率较高，**外销也有望延续稳健增长。在此基础上，面板价格对于彩电行业成本的影响或减弱，龙头抢占全球份额、积极降本增效、改善产品结构的努力有望得到回报，我们预计龙头的收入、盈利均有望实现优于行业的增速。

图表24: 2024Q2/Q3 黑电板块营收分别同比+9.16%/+10.40%



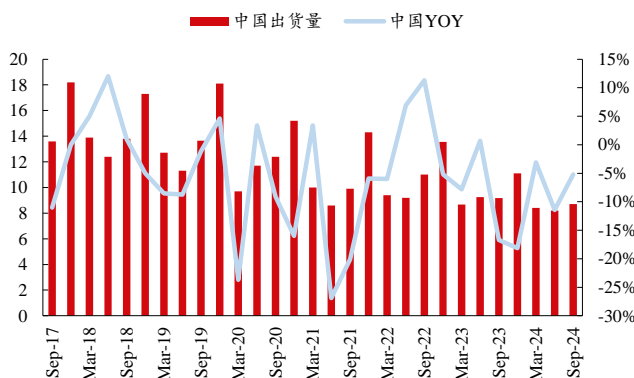
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表25: 2024Q1-Q3 及 2024Q3 黑电板块个股营收及增速

(亿元)	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
海信视像	406.50	392.26	3.63%	151.89	143.51	5.84%
四川长虹	772.98	700.60	10.33%	258.79	234.16	10.52%
兆驰股份	161.62	126.87	27.39%	66.42	49.52	34.15%
创维数字	66.18	76.28	-13.24%	21.65	24.58	-11.91%
合计	1,407.29	1,296.01	8.59%	498.76	451.77	10.40%

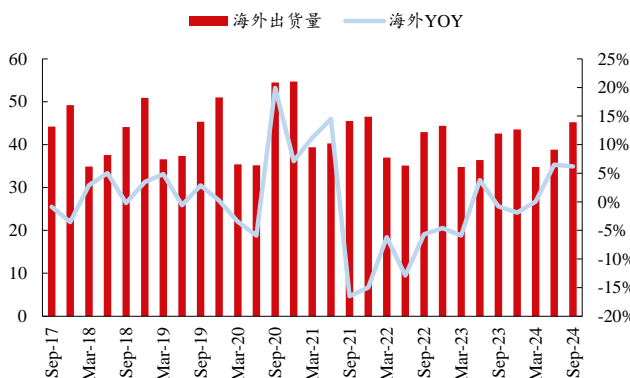
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表26: 2024Q3 中国 TV 出货量同比-5.2%至 870 万台



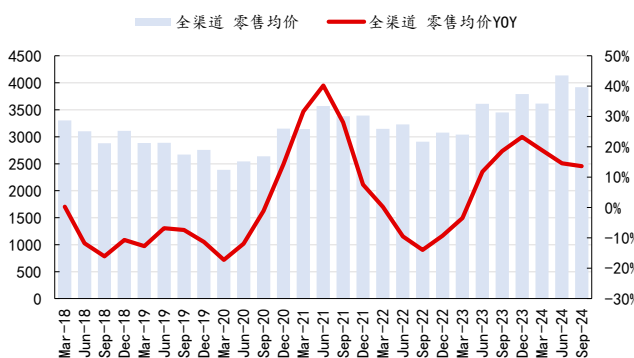
资料来源: 奥维睿沃, 国联证券研究所 (图表单位: 百万台)

图表27: 2024Q3 海外 TV 出货量同比+6.2%至 4520 万台



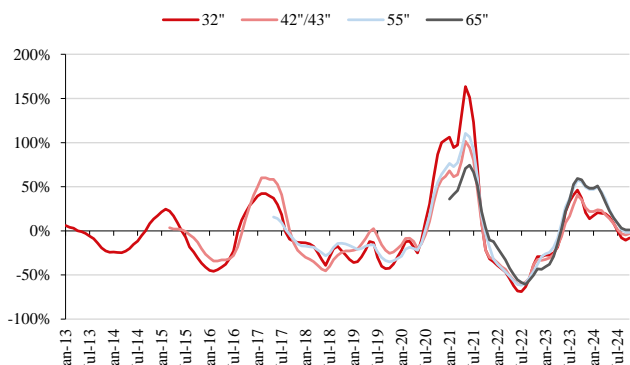
资料来源: 奥维睿沃, 国联证券研究所 (图表单位: 百万台)

图表28: 2024Q3 彩电全渠道零售均价同比+14%至 3921 元

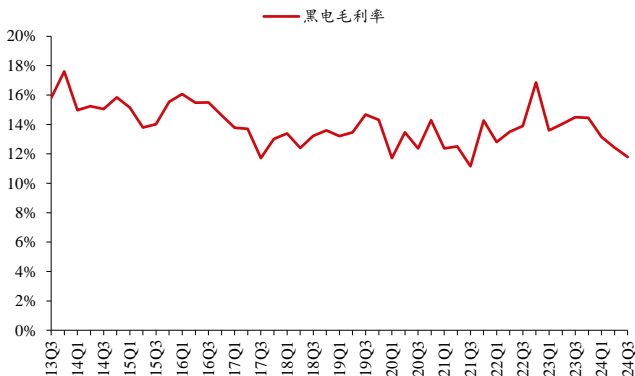


资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所 (图表单位: 元)

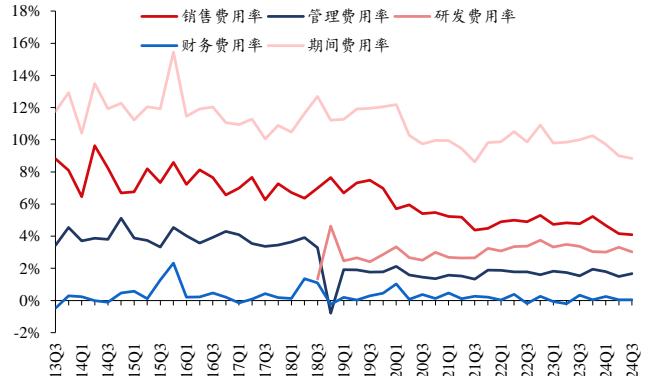
图表29: 2024Q3 32/65 英寸 LCD TV 面板价格同比-6%/+4%



资料来源: WitsView, 国联证券研究所

图表30: 2024Q3 黑电板块毛利率同比-2.71pct 至 11.79%


资料来源: Wind, 国联证券研究所

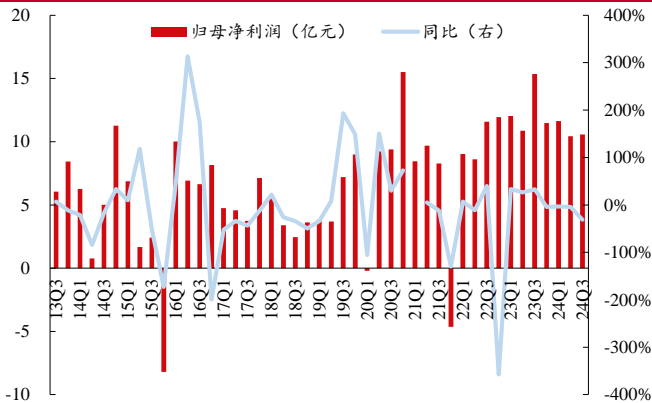
图表31: 2024Q3 黑电板块期间费用率同比-1.17pct 至 8.83%


资料来源: Wind, 国联证券研究所

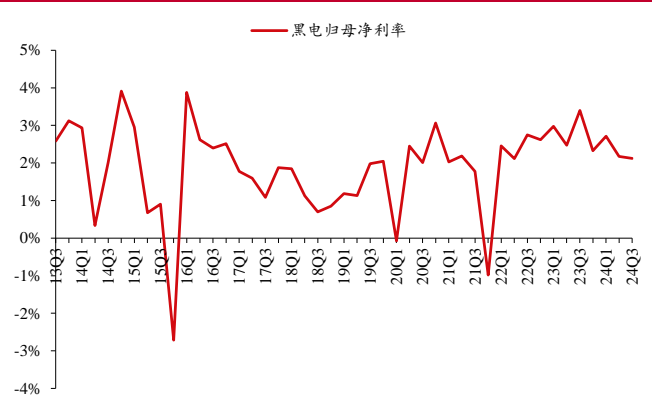
图表32: 2024Q1-3 及 2024Q3 黑电公司期间费用率及分项同比变动

	2024Q1-3					同比变动					2024Q3					同比变动				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
海信视像	6.15%	1.71%	4.21%	0.15%	12.22%	(0.32)	0.01	(0.18)	0.17	(0.32)	5.87%	1.70%	3.90%	0.13%	11.60%	(0.11)	0.25	(0.26)	(0.01)	(0.13)
四川长虹	3.86%	1.72%	2.12%	0.10%	7.80%	(0.49)	(0.10)	(0.32)	(0.04)	(0.96)	3.68%	1.84%	2.18%	-0.08%	7.63%	(1.02)	0.08	(0.35)	(0.48)	(1.77)
兆驰股份	1.10%	1.03%	4.09%	0.29%	6.51%	(0.77)	0.10	(0.05)	(0.09)	(0.82)	0.94%	0.84%	3.45%	0.47%	5.71%	(0.52)	0.31	(0.31)	(0.53)	(1.05)
创维数字	5.60%	1.94%	5.72%	-0.61%	12.65%	0.82	0.28	(0.06)	0.73	1.78	6.22%	2.01%	5.73%	-0.61%	13.34%	1.21	0.21	(0.18)	(0.05)	1.18
合计	4.29%	1.65%	3.12%	0.10%	9.15%	(0.49)	(0.04)	(0.28)	0.08	(0.73)	4.09%	1.67%	3.03%	0.04%	8.83%	(0.67)	0.14	(0.34)	(0.30)	(1.17)

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表33: 2024Q3 黑电板块归母净利润同比-31.18%至 10.57 亿元


资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表34: 2024Q3 黑电板块归母净利润率同比-1.28pct 至 2.12%


资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表35: 2024Q1-3 黑电公司毛利率、归母净利润及盈利能力

	毛利率		归母净利润 (亿元)			归母净利润率								
	2024Q1-3	同比	2024Q3	同比	2024Q1-3	2023Q1-3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q1-3	同比	2024Q3	同比
海信视像	15.31%	(1.68)	14.47%	(2.16)	13.10	16.28	-19.53%	4.76	5.91	-19.46%	3.22%	(0.93)	3.14%	(0.98)
四川长虹	9.93%	(1.45)	9.36%	(2.69)	3.45	4.79	-28.03%	0.64	2.77	-76.82%	0.45%	(0.24)	0.25%	(0.93)
兆驰股份	16.32%	(1.89)	14.38%	(4.32)	13.73	12.72	7.93%	4.62	5.38	-14.08%	8.49%	(1.53)	6.95%	(3.90)
创维数字	14.36%	(2.39)	14.01%	(2.88)	2.36	4.48	-47.19%	0.55	1.30	-58.02%	3.57%	(2.30)	2.52%	(2.77)
合计	12.42%	(1.64)	11.79%	(2.71)	32.64	38.27	-14.70%	10.57	15.36	-31.18%	2.32%	(0.63)	2.12%	(1.28)

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表36：2024Q1-Q3 黑电公司经营性现金流净额、期末合同负债及存货

	经营性现金流净额 (亿元)						合同负债 (亿元)					存货 (亿元)				
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比
海信视像	29.49	23.82	23.80%	17.37	17.06	1.83%	4.35	3.50	5.01	24.07%	-13.25%	48.88	55.74	58.36	-12.30%	-16.23%
四川长虹	5.71	3.89	46.67%	16.20	6.95	133.10%	24.58	35.01	22.93	-29.77%	7.20%	194.41	184.99	202.19	5.09%	-3.85%
兆驰股份	2.42	8.32	-70.87%	8.14	1.24	558.67%	0.62	0.83	0.98	-24.54%	-36.39%	33.23	25.15	40.49	32.11%	-17.92%
创维数字	4.53	2.32	95.30%	1.23	-1.28	-	0.47	1.35	0.62	-64.98%	-23.60%	15.32	16.47	15.62	-7.02%	-1.92%
合计	42.15	38.35	9.90%	42.95	23.96	79.21%	30.03	40.69	29.55	-26.20%	1.64%	291.84	282.35	316.65	3.36%	-7.83%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4. 后周期：收入延续下滑，盈利持续下滑

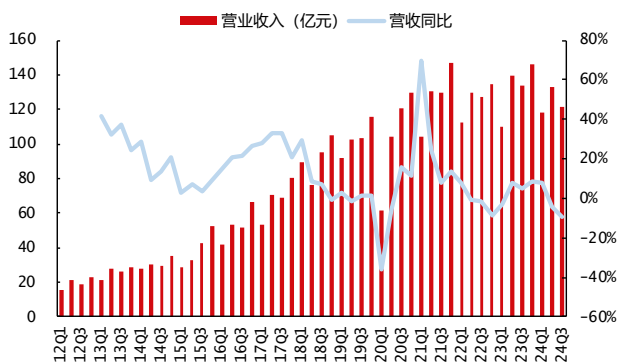
2024Q1-Q3 地产后周期板块收入同比-2.59%，其中 2024Q3 同比-9.18%，降幅环比 2024Q2 加大，主因在于地产端依然承压，而 9 月以来政策对零售需求的提振尚未传导至收入。其中，厨房大电/电工照明/集成灶 2024Q3 收入分别-6%/-1%/-55%，增速环比均有弱化，其中成熟品类受益于更新需求支撑，幅度显著弱于三四线新房需求为主的集成灶。2024Q1-Q3 板块归母净利润同比-8.48%，其中 2024Q3 同比-20.50%；季度趋势来看，收入下滑及消费降级使得板块毛利率同比下滑且期间费用率抬升，行业盈利能力延续走弱；2024Q3 板块毛利率/期间费用率/归属净利率分别同比-1.78%/+2.28%/-2.18pct。展望后续，奥维推总数据显示自 9 月政策实施以来，厨房大电全渠道销额增速显著改善，静待 2024Q4 经营改善。

- 2024Q3 后周期板块收入同比-9.18%，2024Q1/Q2 分别+8.06%/-4.63%，增速环比进一步放缓。主因在于影响当期房屋装修需求的最大因素——住宅竣工面积在 2024Q2/Q3 延续大幅下滑，分别同比-21%/-29%；而 9 月以来以旧换新政策对终端需求有明显提振，但尚未传导至收入；因此板块收入延续承压态势。拆分子行业来看，厨房大电/电工照明行业 2024Q3 收入分别同比-6%/-1%，环比降速，但降幅仍可控制；以三四线新房装修为主的集成灶压力偏大，2024Q3 收入降幅加大，同比-55%。
- 毛利率下滑，费用率提升，盈利能力下行。毛利率方面，收入规模承压、消费降级趋势影响下，2024Q3 行业毛利率同比-1.78pct，延续 2024Q2 下滑趋势；其中厨房大电/集成灶/电工照明毛利率分别同比-1.65%/-10.82%/-0.36pct。费用端，收入增长不及预期，费用率普遍上行，2024Q3 行业销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.56%/+0.35%/+0.26%/+0.11pct，其中厨房大电/集成灶/电工照明的期间费用率分别+1.20%/+18.31%/+2.00pct。综上，板块毛利率承压，叠加费用率抬升，行业整体/厨房大电/集成灶/电工照明

2024Q3 净利率分别同比-2.18/-1.76/-25.93/+0.37pct。现金流层面，后周期板块的现金流 2024Q3/Q1-Q3 分别同比-51.25%/-46.62%，承压显著。

- 公司层面，2024Q3 仅有公牛集团/万和电气收入实现正增长，分别同比+5%/+6%，仅有公牛集团/华帝股份业绩实现正增长，分别+3%/+6%，经营α延续，增长突出。其中，公牛集团自地产环境转弱的2022年以来，季度收入增速持续领先同行，彰显韧性。华帝股份2023年以来渠道挖掘增量+效率提升，收入增速表现优于行业，2024Q3 经营性利润率有所承压，坏账计提减少助益盈利正增长。
- 展望后续，2024Q4 改善可期。奥维推总数据显示自9月政策实施以来，9月份偏刚需的传统品类油烟机/燃气灶零售额增速分别为+43%/+37%，洗碗机/集成灶分别+27%/-16%，增速环比大幅改善；而10月份周度数据显示，终端零售进一步加速，后周期企业收入改善可期。此外，9月以来烟机零售均价由前期下滑转为提升，消费者或为充分享受补贴，倾向于购买高价产品，在此背景下后续公司盈利改善可期。龙头层面，厨房大电、集成灶企业均有望展望较强的改善弹性，值得重点关注。

图表37：2024Q1-Q3/Q3 行业收入分别同比-2.59%/-9.18%



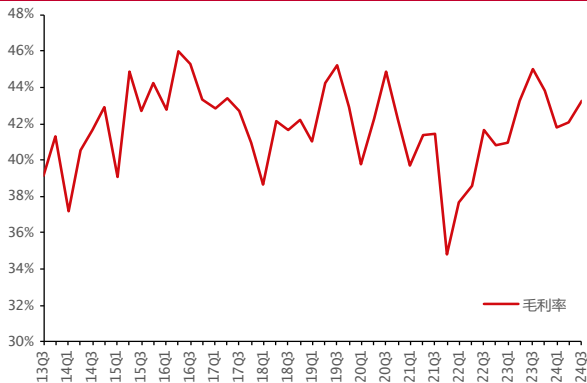
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表38：2024Q1-Q3/Q3 板块公司收入及增长情况（亿元）

	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
老板电器	73.96	79.33	-6.78%	26.66	29.98	-11.07%
华帝股份	45.76	44.31	3.27%	14.75	15.51	-4.94%
万和电气	52.34	44.13	18.61%	14.23	13.43	5.93%
火星人	10.13	15.71	-35.51%	3.16	5.47	-42.29%
浙江美大	6.54	12.61	-48.16%	1.95	4.89	-60.18%
亿田智能	4.49	9.44	-52.45%	1.06	3.27	-67.57%
帅丰电器	3.13	6.23	-49.76%	0.80	1.69	-52.82%
公牛集团	126.03	116.07	8.58%	42.17	40.14	5.04%
欧普照明	50.68	55.14	-8.09%	17.02	19.70	-13.62%
合计	373.05	382.97	-2.59%	121.79	134.09	-9.18%

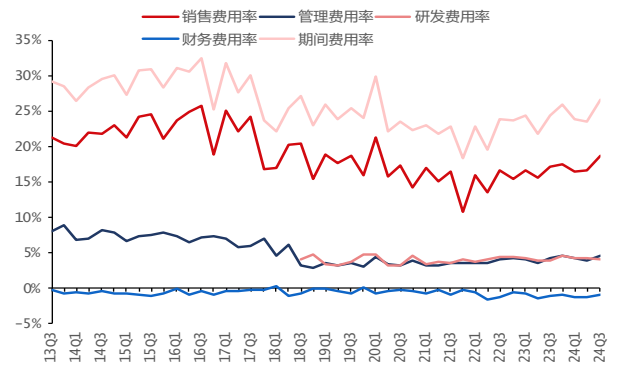
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表39: 2024Q1-Q3/Q3 行业毛利率分别同比-0.84/-1.78pct



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表40: 2024Q1-Q3/Q3 期间费用率分别同比+1.26/+2.28pct



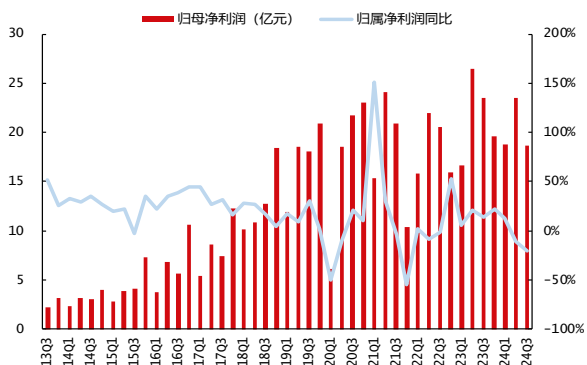
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表41: 2024Q1-Q3/Q3 地产后周期行业期间费用率及分项同比变动

	2024Q1-Q3										2024Q3									
	费用率					同比变动					费用率					同比变动				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
老板电器	26.27%	4.62%	3.74%	-1.84%	32.79%	(0.70)	0.50	0.22	(0.51)	(0.49)	28.24%	4.79%	3.67%	-1.52%	35.18%	2.26	0.68	0.12	(0.30)	2.76
华帝股份	24.17%	4.19%	4.29%	-0.26%	32.40%	0.17	(0.46)	0.34	(0.11)	(0.06)	25.77%	4.47%	4.72%	-0.06%	34.90%	0.40	(0.40)	1.19	0.08	1.28
万和电气	15.55%	2.69%	3.92%	-1.29%	20.87%	2.31	(0.28)	(0.04)	(0.13)	1.87	17.01%	3.53%	4.40%	-2.80%	22.14%	(0.46)	(0.37)	1.43	(1.40)	(0.79)
火星人	28.40%	8.87%	7.87%	-1.28%	43.85%	5.67	3.17	2.06	(0.09)	10.81	30.81%	10.31%	8.60%	-0.25%	49.47%	8.28	4.22	2.74	1.25	16.48
浙江美大	15.57%	8.03%	3.93%	-2.97%	24.56%	7.53	3.69	0.69	(1.34)	10.57	24.31%	8.76%	4.47%	-0.64%	36.91%	16.94	5.12	1.33	(0.27)	23.12
亿田智能	25.33%	9.81%	7.52%	0.32%	42.98%	3.58	4.81	2.69	1.71	12.80	30.83%	11.12%	10.02%	2.37%	54.34%	7.31	5.10	5.44	4.04	21.89
帅丰电器	20.12%	11.21%	5.21%	-8.30%	28.24%	3.79	4.97	0.65	(4.51)	4.90	20.30%	14.40%	6.98%	-6.95%	34.73%	(0.24)	4.38	(0.17)	(1.82)	2.16
公牛集团	8.40%	3.87%	4.10%	-0.69%	15.68%	1.63	0.05	0.42	0.03	2.12	9.19%	4.31%	3.60%	-0.63%	16.48%	2.75	(0.12)	(0.09)	0.10	2.64
欧普照明	19.14%	4.39%	4.67%	-0.99%	27.21%	1.22	0.84	(0.62)	0.58	2.02	19.53%	4.28%	4.52%	-0.05%	28.28%	0.59	0.96	(0.78)	1.44	2.21
合计	17.31%	4.31%	4.25%	-1.10%	24.77%	0.79	0.30	0.19	(0.03)	1.26	18.79%	4.69%	4.20%	-0.93%	26.74%	1.56	0.35	0.26	0.11	2.28

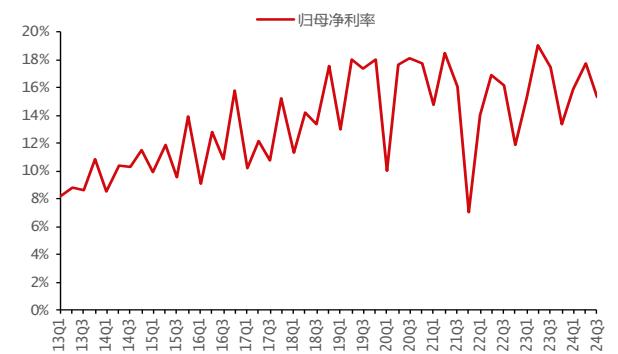
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表42: 2024Q1-Q3/Q3 归母净利润分别同比-8.48%/-20.50%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表43: 2024Q1-Q3/Q3 归母净利润率同比-1.05/-2.18pct



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表44：2024Q1-Q3/Q3 板块公司毛利率、归母净利润及盈利能力变动

	毛利率				归母净利润 (亿元)						归母净利率			
	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比
老板电器	50.43%	(1.60)	53.18%	0.99	12.02	13.73	-12.44%	4.43	5.43	-18.49%	16.25%	(1.05)	16.61%	(1.51)
华帝股份	40.50%	(1.29)	40.11%	(2.50)	4.04	3.60	12.28%	1.04	0.99	5.68%	8.82%	0.71	7.07%	0.71
万和电气	32.78%	0.47	31.74%	(3.85)	4.54	5.59	-18.83%	0.99	1.46	-32.14%	8.67%	(4.00)	6.94%	(3.90)
火星人	44.06%	(3.95)	39.08%	(10.36)	0.15	2.23	-93.22%	-0.26	0.87	-129.96%	1.49%	(12.68)	-8.22%	(24.06)
浙江美大	43.27%	(4.10)	40.79%	(7.54)	1.07	3.63	-70.67%	0.09	1.45	-93.78%	16.30%	(12.51)	4.64%	(25.09)
亿田智能	38.92%	(10.74)	23.86%	(22.20)	-0.11	1.75	-106.30%	-0.29	0.48	-159.52%	-2.46%	(21.01)	-27.01%	(41.73)
帅丰电器	43.07%	(4.72)	39.80%	(7.66)	0.44	1.39	-68.35%	0.04	0.25	-84.77%	14.07%	(8.26)	4.86%	(10.19)
公牛集团	43.12%	1.17	43.47%	(1.18)	32.63	28.13	16.00%	10.25	9.91	3.36%	25.89%	1.66	24.30%	(0.39)
欧普照明	40.19%	1.05	41.95%	1.11	6.21	6.59	-5.68%	2.37	2.62	-9.69%	12.26%	0.31	13.90%	0.60
合计	42.38%	(0.84)	43.26%	(1.78)	60.99	66.64	-8.48%	18.65	23.46	-20.50%	16.35%	-1.05	15.32%	(2.18)

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表45：2024Q1-Q3/Q3 地产后周期行业公司现金流、合同负债及存货变动

	经营性现金流净额 (亿元)						期末合同负债 (亿元)						期末存货 (亿元)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比		
老板电器	5.26	13.95	-62.30%	1.12	4.35	-74.30%	8.08	8.28	7.78	-2.48%	3.90%	13.50	14.99	13.99	-9.94%	-3.53%		
华帝股份	3.72	7.41	-49.79%	1.46	3.57	-59.11%	3.03	3.25	1.73	-6.66%	75.33%	7.63	7.22	6.96	5.69%	9.52%		
万和电气	9.91	12.13	-18.27%	2.91	2.46	18.28%	1.74	1.81	1.45	-3.97%	19.40%	8.25	6.54	7.00	26.06%	17.72%		
火星人	-1.00	3.81	-126.24%	-0.40	1.26	-131.79%	0.77	0.95	0.65	-18.80%	18.47%	1.73	2.42	2.18	-28.24%	-20.39%		
浙江美大	0.20	4.65	-95.67%	0.09	1.77	-94.76%	0.46	0.73	0.83	-36.65%	-43.92%	0.71	0.79	0.82	-10.48%	-13.88%		
亿田智能	-0.06	1.81	-103.37%	0.25	1.06	-76.32%	0.35	0.25	0.36	39.12%	-1.53%	0.79	0.97	0.80	-18.49%	-1.41%		
帅丰电器	0.02	1.54	-98.59%	0.48	0.73	-35.05%	0.13	0.17	0.14	-24.07%	-7.34%	0.89	1.12	0.93	-20.67%	-4.72%		
公牛集团	30.15	40.20	-25.01%	6.54	10.41	-37.20%	4.69	5.77	5.81	-18.78%	-19.29%	13.21	10.99	13.58	20.13%	-2.77%		
欧普照明	3.00	10.42	-71.23%	1.74	3.48	-50.06%	1.61	1.79	1.57	-9.70%	2.80%	5.87	6.42	5.76	-8.61%	1.94%		
合计	51.20	95.92	-46.62%	14.18	29.09	-51.25%	20.86	23.00	20.31	-9.30%	2.72%	52.56	51.45	52.03	2.16%	1.02%		

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

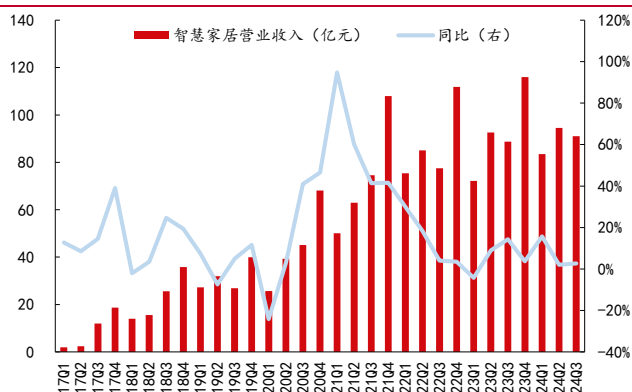
5. 智慧家居：收入小幅增长，业绩下滑明显

2024Q1-Q3 智慧家居板块收入同比+6.15%至 269.06 亿元，其中 2024Q3 同比 +2.66%，2024Q2 为 +2.06%；2024Q1-Q3 智慧家居板块归母净利润同比-5.99%至 25.91 亿元，其中 2024Q3 同比-46.97%，2024Q2 为 +3.73%，收入延续增长，业绩下滑显著。在 2024Q3 各公司新品上市，竞争较为剧烈的背景下，行业毛利率同比-1.80pct 至 44.35%；此外，为备战年末海内外大促，推动新品销售，龙头普遍存在费用投放错期的现象，2024Q3 智慧家居板块期间费用率同比+3.58pct。综合影响下，当季智慧家居归母净利润率同比-4.87pct 至 5.20%，龙头均有所波动。展望后续，随着新品销售逐步确认为收入，政策补贴的效果也开始拉动销售，我们认为行业内需有望登上新台阶，外销也有望在中国企业较为领先的产品力的基础上、凭借份额提升延续增长。叠加龙头的渠道、品牌优势更强，我们期待龙头的 2024Q4 经营弹性充分体现。

- 2024Q3 智慧家居收入延续增长，其中清洁电器表现较好，投影仪有所下滑。据奥维云网，2024Q3 线上扫地机、洗地机零售额同比+18%/ -1%，扫地机延续双位数增长，洗地机降幅环比 2024Q2 收窄，参考 APP 数据，我们预计扫地机海外零售量也延续增长。据洛图科技，投影仪、摄像头线上 7、8 月零售额数据有所下滑，我们预计行业需求总体承压。具体到公司，清洁电器龙

石头科技、科沃斯 2024Q3 收入分别同比+12%/-4%，结合奥维云网与 APP 下载数据，我们预计石头科技内外销延续增长，欧洲有所承压，新品上市& 销售模式变化导致两家公司均有收入推迟确认的情况，投影仪龙头极米科技与摄像头龙头萤石网络 2024Q3 营收分别同比-14%/+13%，投影仪作为可选小家电需求仍有承压，摄像头我们预计凭借电商、海外等渠道实现增长。

- **毛利率小幅下滑，新品&促销增加导致期间费用率提升。**2024Q3 智慧家居板块毛利率同比-1.80pct，2024Q2 为+0.20pct，我们认为主要是由于行业竞争加剧，其中科沃斯毛利率同比小幅提升，石头科技尽管欧洲销售模式正逐步从毛利率较低的自营模式转为较高的自营模式，但竞争加剧与收入确认错期仍然拖累毛利率。费用方面，各企业 2024Q3 纷纷推出新品，我们预计 2024Q3 是历史上扫地机新品数量最多的季度之一，在此背景下行业销售费用率当季同比+3.01pct，推动行业期间费用率同比+3.58pct。综合影响下，2024Q3 智慧家居归母净利润率同比-4.87pct 至 5.20%，盈利能力同比下滑。
- **展望后续，随着新品收入在 2024Q4 确认，政策带动下扫地机等新兴小家电的内需也有望展现弹性。**在此基础上，龙头有望凭借产品与品牌优势抢占海内外市场份额，实现较快增长，中长期规模持续扩张的背景下，费用也有望有效摊薄，盈利能力或将改善。

图表46：2024Q2/Q3 智慧家居板块营收分别同比+2.06%/+2.66%


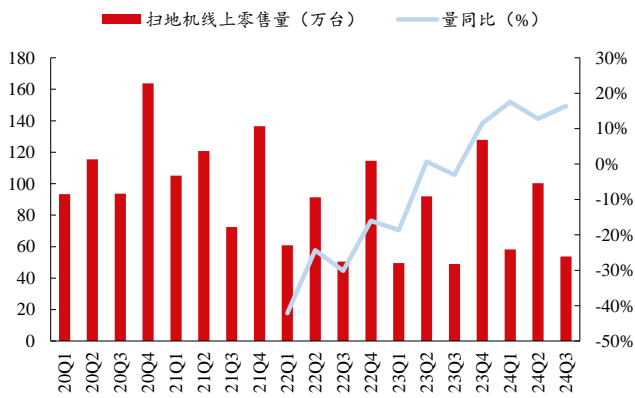
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表47：2024Q1-Q3 及 2024Q3 智慧家居板块个股营收及增速

(亿元)	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
科沃斯	102.26	105.32	-2.90%	32.50	33.87	-4.06%
石头科技	70.07	56.89	23.17%	25.91	23.15	11.91%
极米科技	22.81	24.22	-5.80%	6.82	7.95	-14.26%
光峰科技	17.20	16.51	4.18%	6.38	5.77	10.53%
瑞尔特	17.10	15.46	10.59%	5.67	5.73	-0.93%
萤石网络	39.63	35.08	12.95%	13.79	12.23	12.73%
合计	269.06	253.47	6.15%	91.07	88.71	2.66%

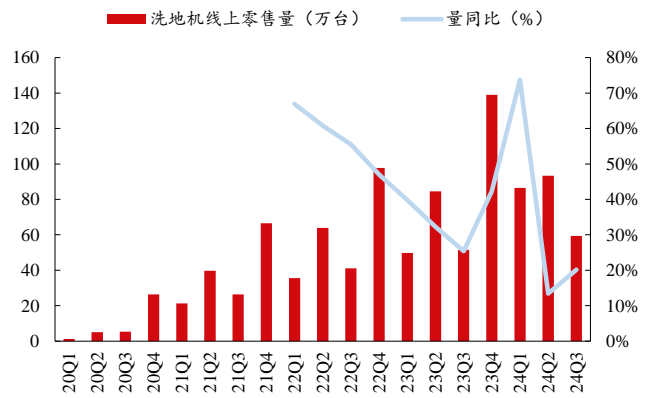
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表48: 2024Q3 扫地机传统电商零售量同比+16%



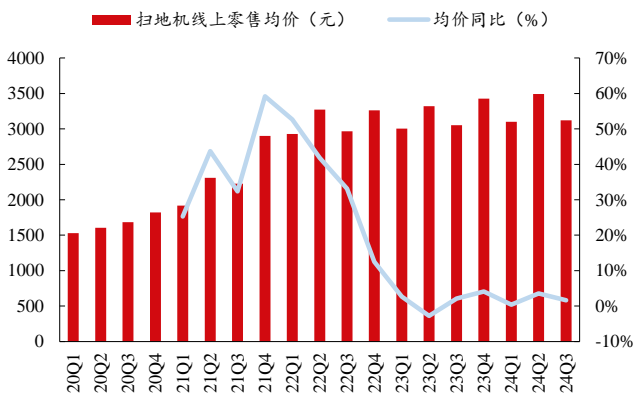
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表49: 2024Q3 洗地机传统电商零售量同比+20%



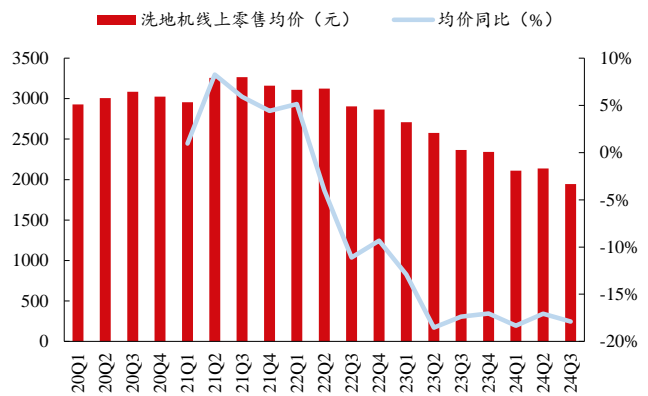
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表50: 2024Q3 扫地机传统电商零售均价同比+2%



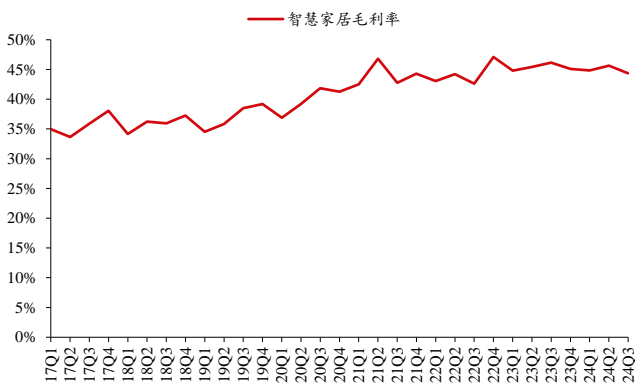
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表51: 2024Q3 洗地机传统电商零售均价同比-18%



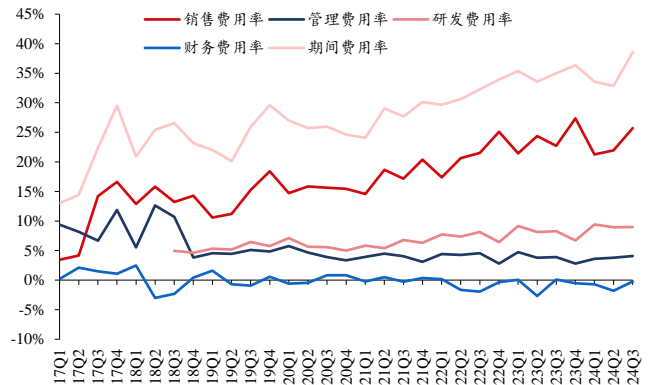
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表52: 2024Q3 智慧家居板块毛利率同比-1.80pct 至 44.35%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表53: 2024Q3 智慧家居板块期间费用率同比+3.58pct 至 38.59%

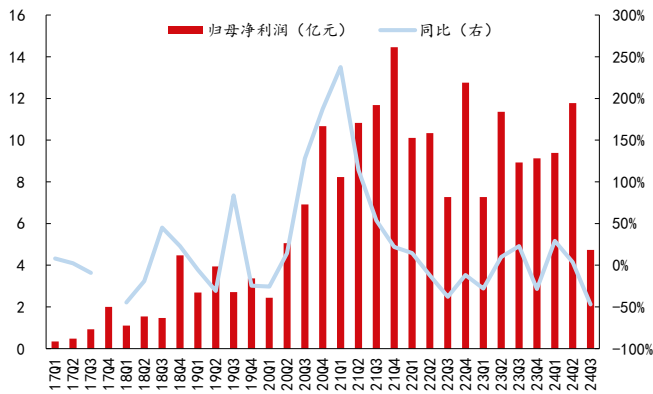


资料来源: Wind, 国联证券研究所

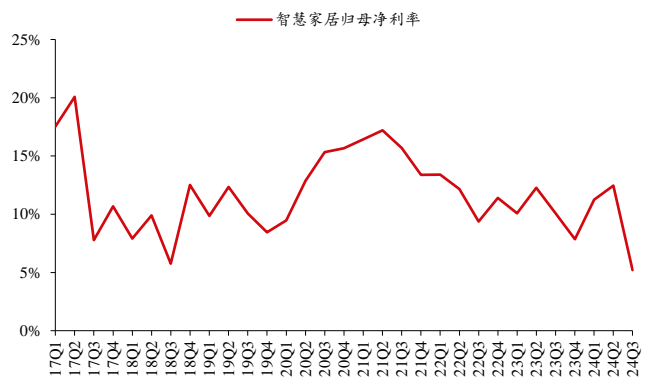
图表54：2024Q1-Q3 及 2024Q3 智能家居公司期间费用率及分项同比变动

	2024Q1-Q3					2024Q3					2024Q3									
	费用率					同比变动					费用率					同比变动				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
科沃斯	31.41%	3.74%	6.43%	-0.31%	41.27%	(1.02)	(0.22)	0.68	(0.16)	(0.71)	36.00%	3.83%	6.51%	-0.33%	46.02%	2.97	(0.28)	0.18	(1.51)	1.35
石头科技	22.31%	3.33%	9.14%	-1.65%	33.13%	2.63	0.32	1.26	0.30	4.51	26.18%	3.80%	8.90%	-0.49%	38.38%	6.85	1.16	1.92	0.64	10.57
极米科技	18.50%	3.53%	12.61%	-1.42%	33.22%	0.27	(1.52)	0.24	(0.28)	(1.29)	19.08%	5.11%	13.96%	-0.71%	37.45%	2.41	(0.04)	2.08	(0.09)	4.36
光峰科技	9.41%	6.67%	10.00%	0.05%	26.13%	(3.86)	(0.57)	(1.80)	1.13	(5.09)	9.79%	5.09%	9.47%	1.06%	25.41%	(3.30)	(0.58)	(2.39)	1.21	(5.07)
瑞尔特	12.92%	4.67%	4.15%	-0.40%	21.35%	4.92	(1.00)	0.60	1.11	5.62	11.93%	4.71%	4.23%	0.76%	21.64%	1.84	(0.03)	0.90	1.19	3.90
萤石网络	15.46%	3.56%	15.61%	-1.68%	32.95%	1.16	0.16	0.07	(0.48)	0.91	17.05%	4.05%	14.24%	-0.24%	35.10%	2.05	0.47	(0.29)	(0.46)	1.77
合计	23.02%	3.83%	9.09%	-0.94%	35.01%	0.05	(0.26)	0.62	0.00	0.42	25.74%	4.09%	8.98%	-0.23%	38.59%	3.01	0.20	0.69	(0.32)	3.58

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表55：2024Q3 智能家居板块归母净利润同比-46.97%至 4.74 亿元


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表56：2024Q3 智能家居板块归母净利润率同比-4.87pct 至 5.20%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表57：2024Q1-Q3 智能家居公司毛利率、归母净利润及盈利能力

	毛利率				归母净利润 (亿元)						归母净利润率			
	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比
科沃斯	48.39%	0.40	46.82%	0.90	6.15	6.04	1.88%	0.06	0.20	-69.21%	6.01%	0.28	0.19%	(0.39)
石头科技	53.86%	(0.48)	53.95%	(5.16)	14.72	13.60	8.22%	3.51	6.21	-43.40%	21.01%	(2.90)	13.57%	(13.26)
极米科技	28.77%	(4.04)	28.05%	(1.40)	-0.40	0.86	-146.81%	-0.44	-0.07	577.18%	-1.77%	(5.33)	-6.52%	(5.69)
光峰科技	30.82%	(7.30)	30.42%	(8.49)	0.43	1.29	-66.59%	0.32	0.54	-40.28%	2.50%	(5.29)	5.02%	(4.27)
瑞尔特	28.48%	(0.03)	27.35%	(2.19)	1.26	1.76	-28.15%	0.35	0.63	-43.43%	7.39%	(3.98)	6.24%	(4.68)
萤石网络	42.88%	(0.55)	42.01%	(2.29)	3.75	4.01	-6.65%	0.93	1.43	-34.85%	9.46%	(1.99)	6.75%	(4.93)
合计	44.95%	(0.55)	44.35%	(1.80)	25.91	27.56	-5.99%	4.74	8.93	-46.97%	9.63%	(1.24)	5.20%	(4.87)

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表58：2024Q1-Q3 智能家居公司经营现金流净额、期末合同负债及存货

	经营性现金流净额 (亿元)						合同负债 (亿元)					存货 (亿元)				
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比
科沃斯	1.04	3.86	-72.95%	-1.43	-0.98	-	2.32	3.52	2.04	-33.93%	13.92%	33.97	36.17	32.72	-6.08%	3.83%
石头科技	10.60	17.31	-38.77%	0.29	7.12	-95.93%	1.43	1.06	1.33	34.39%	7.05%	17.19	9.21	11.50	86.65%	49.48%
极米科技	0.52	0.28	83.20%	-1.19	-0.28	-	0.30	0.25	0.22	19.46%	33.91%	9.83	13.46	9.59	-26.97%	2.44%
光峰科技	0.72	2.09	-65.77%	1.51	0.94	59.96%	0.55	0.49	0.43	12.75%	28.78%	7.02	7.55	6.60	-7.03%	6.29%
瑞尔特	1.24	2.97	-58.16%	0.38	1.02	-62.77%	0.68	1.19	0.85	-42.67%	-19.78%	3.29	2.99	3.66	10.18%	-10.20%
萤石网络	1.31	5.40	-75.70%	0.99	2.61	-62.22%	3.71	3.16	3.53	17.60%	5.24%	7.32	5.64	7.27	29.83%	0.67%
合计	15.43	31.91	-51.63%	0.54	10.43	-94.81%	375.10	290.41	346.84	29.16%	8.15%	427.74	333.79	403.29	28.14%	6.06%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

6. 厨房小电：外销维持增长，盈利延续承压

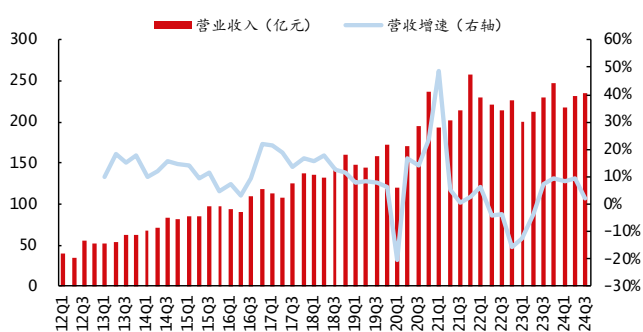
2024Q1-Q3 厨房小家电板块收入同比+6.39%，其中 2024Q3 同比+2.09%，环比放缓；尽管外销仍录得较优增长，但在基数走高背景下外销降速，内销延续承压趋势。外销型/内销型企业 2024Q3 收入分别同比+11%/-7%。2024Q1-Q3 归母净利润同比-6.70%，其中 2024Q3 同比-16.81%；2024Q3 板块/内销型/外销型盈利能力分别同比-1.29%/-2.59%/-0.01pct，内销在于需求疲软&期间费用率提升，外销盈利基本维稳，期内人民币大幅升值，使毛利率明显下滑、财务费用率提升，但收入规模扩张使其他费用率下行。展望后续，预计外销订单增长或将环比降速，内销终端零售已随着政策刺激显现出一定改善趋势。

- 2024Q3 小家电板块收入分别同比+2.09%，环比降速，尽管外销仍录得较优增长，但在基数走高背景下降速，内销延续承压趋势。若将小家电按照内外销收入占比划分为外销型/内销型，其中外销型公司收入自 2023Q3 以来增长较优，2024Q1/Q2/Q3 分别同比+13%/+19%/+11%；内销则逐季弱化，内销型公司 2024Q1/Q2/Q3 收入分别同比+4%/+1%/-7%，奥维推总数据显示 2024Q1/Q2/Q3 全渠道销额分别-2%/-7%/-3%。
- 盈利维度，2024Q1-Q3 小家电板块归属净利润同比-6.70%，其中 2024Q3 小家电板块同比-16.81%，板块盈利能力延续承压趋势。具体来看，2024Q3 板块毛利率/期间费用率/归属净利率分别同比-2.73%/-0.09%/-1.29pct。毛利率端，内外销毛利率均有明显承压，其中内销型公司 2024Q3 毛利率同比-1.86pct，主要在于需求疲软、均价下滑；外销型公司 2024Q3 毛利率同比-2.97pct，人民币汇率明显升值有一定影响。费用率层面，板块销售/财务/管理/研发费用率 2024Q3 分别同比-1.04%/+0.72%/+0.12%/+0.11pct，销售费用率下滑主要是外销业务占比提升，财务费用率主要在于期内人民币升值；综上，2024Q3 板块内销盈利能力走弱，外销盈利能力基本维稳。现金流维度，小家电现金流 2024Q3/2024Q1-Q3 分别同比+12.57%/-29.57%，企业现金流环比好转。
- 个股层面，苏泊尔 2024Q3 收入/业绩分别同比+3%/+2%，仍维持增长，环比降速主要在于外销降速，内销仍维持平稳表现，盈利能力也维持平稳表现。小熊电器 2024Q3 收入/业绩分别同比+3%/-76%，公司内销占较高，环境压力仍较大，剔除罗曼并表后的小熊收入仍延续下滑；同时，罗曼盈利偏弱&

部分费用保持投入，2024Q3 盈利能力仍大幅承压。飞科电器 2024Q3 收入/业绩分别同比-24%/-32%，策略切换期的飞科经营仍未改善。外销型龙头收入增速仍快，欧圣/比依/德昌/嘉益 2024Q3 增速仍延续 40%+，新宝/莱克/格力博收入维持双位数增长。

- 展望后续，考虑到外销基数逐渐走高，预计外销业务增长将环比降速，但综合考虑较优的订单需求，预计仍能维持正增长。内销后续改善趋势可期，一方面在于同期基数转低，去年下半年行业销额下滑幅度加大；另一方面，尽管小家电并未纳入中央划定的八大家电品类中，但地方可酌情拓张品类，小家电在部分地区也被惠及；叠加双 11 促销，行业需求改善趋势较确定；9 月以来厨房小电线上/线下零售额增速环比改善，其中电饭煲/电压力锅/电水壶/电蒸锅/咖啡机等增速边际改善显著。建议关注内销占比较高且短期经营环比改善较为确定的苏泊尔、小熊电器、飞科电器。

图表 59：2024Q1-Q3/Q3 小家电收入分别同比+6.39%/+2.09%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 60：2024Q1-Q3/Q3 小家电板块公司收入及增长情况（亿元）

	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
苏泊尔	165.12	153.67	7.45%	55.48	53.84	3.03%
飞科电器	33.21	39.94	-16.85%	10.02	13.20	-24.10%
九阳股份	61.82	67.81	-8.84%	17.95	24.64	-27.12%
新宝股份	126.90	107.55	17.99%	49.67	44.00	12.88%
小熊电器	31.39	33.18	-5.40%	10.08	9.77	3.17%
北鼎股份	5.06	4.72	7.19%	1.84	1.51	22.04%
德尔玛	14.80	12.60	17.46%	6.19	4.08	51.60%
爱仕达	21.14	18.04	17.19%	8.23	6.39	28.86%
利仁科技	2.62	3.16	-16.98%	0.58	0.73	-20.38%
德尔玛	23.99	22.71	5.66%	7.78	7.15	8.80%
倍轻松	8.37	9.42	-11.16%	2.33	3.42	-31.92%
荣泰健康	11.64	12.98	-10.30%	3.39	4.08	-16.85%
奥佳华	34.35	37.52	-8.45%	12.32	14.07	-12.46%
莱克电气	72.46	57.86	25.23%	24.97	21.36	16.87%
格力博	39.80	34.68	14.77%	9.88	8.87	11.42%
富佳股份	18.58	19.01	-2.23%	8.40	9.24	-9.14%
欧圣电气	13.06	8.37	56.14%	5.67	3.60	57.44%
合计	684.32	643.20	6.39%	234.79	229.97	2.09%

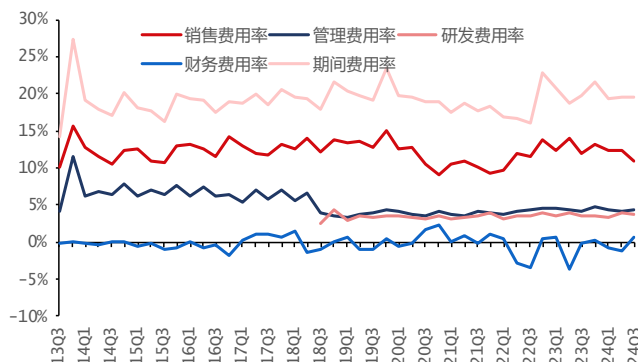
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 61：2024Q1-Q3/Q3 小家电毛利率分别同比-1.71/-2.73pct



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 62：2024Q1-Q3/Q3 小家电期间费用率分别同比-0.25/-0.09pct

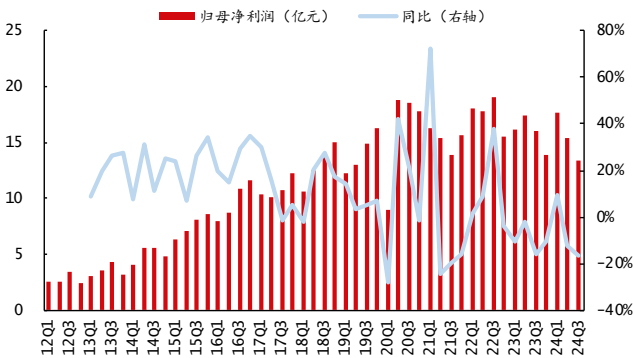


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表63: 2024Q1-Q3/Q3 小家电期间费用率及分项同比变动

	2024Q1-Q3										2024Q3									
	费用率					同比变动					费用率					同比变动				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
苏泊尔	10.10%	1.78%	1.98%	-0.29%	13.57%	(0.73)	(0.11)	0.14	0.08	(0.63)	9.54%	1.80%	2.22%	0.16%	13.71%	(0.98)	(0.10)	0.19	0.43	(0.45)
飞科电器	35.06%	3.98%	1.87%	-0.15%	40.76%	6.54	1.15	(0.07)	(0.02)	7.60	36.23%	4.62%	2.11%	0.03%	43.00%	5.40	1.62	0.15	0.12	7.30
九阳股份	17.18%	3.98%	4.40%	-1.10%	24.46%	4.01	0.35	0.67	(0.32)	4.71	19.12%	4.48%	4.77%	-0.49%	27.89%	8.07	1.22	1.46	(0.03)	10.72
新宝股份	3.40%	5.16%	3.54%	-0.08%	12.02%	(0.22)	(0.27)	(0.29)	0.92	0.13	2.97%	4.77%	3.25%	0.92%	11.90%	(0.22)	(0.26)	(0.35)	0.96	0.13
小熊电器	19.21%	5.40%	4.83%	0.52%	29.96%	(0.74)	0.77	1.64	0.36	2.02	20.37%	6.40%	5.83%	1.14%	33.75%	(2.66)	0.75	2.03	0.52	0.64
北鼎股份	28.72%	8.72%	5.93%	-0.20%	43.17%	2.99	(1.49)	(0.23)	1.12	2.38	29.23%	7.49%	5.42%	1.38%	43.52%	6.88	(2.09)	(0.68)	1.54	5.65
比依股份	0.96%	3.07%	3.05%	-0.21%	6.87%	(0.02)	0.12	(0.68)	1.86	1.29	1.07%	2.78%	2.49%	1.32%	7.67%	0.24	0.18	(1.14)	1.63	0.91
爱仕达	16.08%	7.21%	5.73%	2.02%	31.04%	(3.43)	(1.00)	(0.16)	(0.32)	(4.92)	13.02%	5.74%	5.67%	2.70%	27.13%	(5.21)	(1.76)	0.02	0.15	(6.80)
利仁科技	19.24%	7.00%	3.30%	-2.45%	27.10%	1.25	0.77	0.70	0.13	2.85	29.52%	11.60%	5.36%	-2.50%	43.97%	8.42	2.32	1.84	1.40	13.99
德尔玛	18.95%	4.24%	5.51%	-0.70%	27.99%	0.05	(0.27)	0.98	0.24	0.98	18.18%	4.20%	5.85%	-0.50%	27.73%	(4.89)	(0.41)	1.47	0.70	(3.13)
倍轻松	52.10%	5.57%	5.57%	0.25%	63.49%	(2.68)	1.51	1.27	0.41	0.51	59.99%	7.25%	6.77%	0.48%	74.49%	6.37	3.06	2.66	0.90	12.99
荣泰健康	10.76%	4.94%	4.90%	-0.74%	19.85%	(0.92)	0.60	0.32	0.23	0.23	10.35%	4.65%	5.56%	0.55%	21.12%	(0.82)	(0.19)	0.14	(0.10)	(0.98)
奥佳华	21.58%	8.29%	5.05%	0.65%	35.57%	1.04	0.59	0.83	0.87	3.33	18.67%	7.94%	4.87%	0.65%	32.14%	1.80	1.01	0.99	(1.02)	2.78
莱克电气	3.90%	2.82%	5.26%	-2.20%	9.78%	(2.61)	(0.05)	(1.11)	2.89	(0.88)	2.92%	2.79%	5.23%	-0.04%	10.90%	(2.51)	(0.09)	(0.61)	2.20	(1.00)
格力博	11.86%	9.35%	3.75%	0.17%	25.13%	(4.94)	(1.59)	(2.37)	0.80	(8.10)	11.74%	12.83%	3.78%	4.93%	33.28%	(9.08)	(1.26)	(3.60)	1.84	(12.10)
富佳股份	0.63%	3.91%	4.13%	-0.89%	7.77%	0.14	0.63	0.66	0.70	2.13	0.53%	2.95%	3.64%	0.35%	7.46%	0.02	0.33	0.24	0.78	1.37
欧圣电气	11.39%	3.95%	3.60%	-0.83%	18.11%	0.26	(2.23)	(1.46)	5.02	1.58	9.07%	4.14%	2.01%	0.36%	15.58%	(0.60)	(0.80)	(1.56)	0.32	(2.65)
合计	11.91%	4.31%	3.70%	-0.39%	19.53%	(0.87)	(0.02)	0.01	0.63	(0.25)	10.92%	4.35%	3.73%	0.63%	19.63%	(1.04)	0.12	0.11	0.72	(0.09)

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表64: 2024Q1-Q3/Q3 小家电归母净利润分别同比-6.70%/-16.81%


资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表65: 2024Q1-Q3/Q3 小家电归母净利润率同比-0.95/-1.29pct


资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表66: 2024Q1-Q3/Q3 板块公司毛利率、归母净利润及盈利能力变动情况

	毛利率				归母净利润 (亿元)				归母净利润率					
	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	
苏泊尔	24.47%	(0.93)	24.62%	(0.76)	14.33	13.62	5.19%	4.92	4.82	2.22%	8.68%	(0.19)	8.87%	(0.07)
飞科电器	56.00%	(1.71)	56.92%	(0.41)	4.65	8.27	-43.82%	1.49	2.19	-31.84%	13.99%	(6.72)	14.88%	(1.69)
九阳股份	26.27%	0.88	21.85%	(0.58)	0.98	3.64	-73.02%	-0.77	1.16	-166.46%	1.59%	(3.77)	-4.31%	(9.03)
新宝股份	21.41%	(1.09)	20.87%	(2.23)	7.85	7.36	6.66%	3.43	3.41	0.53%	6.19%	(0.66)	6.90%	(0.85)
小熊电器	35.62%	(3.00)	33.34%	(7.49)	1.80	3.16	-42.91%	0.19	0.79	-75.60%	5.74%	(3.77)	1.91%	(6.16)
北鼎股份	47.36%	(1.84)	44.56%	(1.25)	0.39	0.52	-25.74%	0.07	0.15	-52.70%	7.68%	(3.41)	3.78%	(5.98)
比依股份	16.17%	(5.56)	15.25%	(6.69)	1.02	1.76	-42.08%	0.34	0.49	-30.61%	6.87%	(7.07)	5.44%	(6.44)
爱仕达	29.68%	1.93	29.35%	2.32	0.02	-1.45	-	0.05	-0.78	-	0.08%	8.10	0.63%	12.82
利仁科技	29.14%	2.84	22.84%	0.32	0.10	0.17	-39.49%	-0.06	-0.02	-	3.85%	(1.43)	-10.31%	(7.48)
德尔玛	31.82%	0.80	31.21%	(1.80)	1.04	1.00	4.10%	0.36	0.32	11.18%	4.33%	(0.06)	4.63%	0.10
倍轻松	63.21%	1.79	66.80%	2.94	0.13	-0.16	-	-0.13	0.09	-244.58%	1.57%	3.30	-5.59%	(8.23)
荣泰健康	32.43%	0.58	30.64%	(2.31)	1.43	1.52	-6.08%	0.31	0.47	-33.41%	12.24%	0.55	9.19%	(2.28)
奥佳华	36.32%	(0.75)	32.63%	(2.82)	0.51	0.95	-46.37%	0.27	0.53	-48.40%	1.49%	(1.05)	2.22%	(1.54)
莱克电气	24.00%	(3.06)	22.30%	(2.17)	8.79	7.95	10.53%	2.76	2.21	24.96%	12.13%	(1.61)	11.07%	0.72
格力博	25.45%	(1.07)	20.80%	(6.01)	0.09	-1.75	-	-1.12	-1.21	-	0.23%	5.28	-11.32%	2.31
富佳股份	17.06%	(1.76)	13.80%	(5.52)	1.45	1.95	-25.62%	0.38	0.87	-56.83%	7.80%	(2.45)	4.48%	(4.95)
欧圣电气	34.76%	0.02	33.02%	(5.48)	1.85	1.25	47.96%	0.87	0.59	49.19%	14.13%	(0.78)	15.42%	(0.85)
合计	27.74%	(1.71)	25.99%	(2.73)	46.41	49.74	-6.70%	13.37	16.07	-16.81%	6.78%	-0.95	5.69%	(1.29)

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

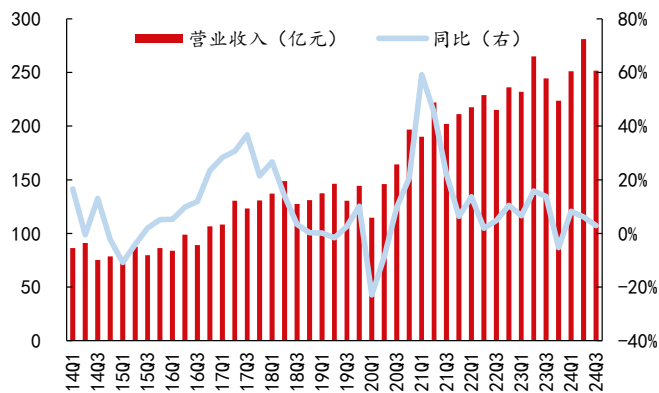
图表67：2024Q1-Q3/Q3 小家电主要公司现金流、合同负债及存货变动情况

	经营性现金流净额 (亿元)						期末合同负债 (亿元)						期末存货 (亿元)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比		
苏泊尔	11.60	11.62	-0.14%	6.12	6.07	0.81%	3.20	5.34	2.19	-40.01%	46.12%	21.30	19.91	19.92	7.01%	6.95%		
飞科电器	3.20	12.33	-74.08%	0.19	3.44	-94.51%	0.25	0.68	0.36	-63.38%	-30.25%	5.73	3.99	4.68	43.54%	22.50%		
九阳股份	4.17	4.27	-2.37%	1.90	0.91	109.52%	2.36	1.98	2.26	19.51%	4.58%	6.23	5.89	6.20	5.78%	0.52%		
新宝股份	6.12	10.03	-38.95%	5.58	6.09	-8.40%	2.62	1.98	2.23	32.46%	17.45%	18.43	15.38	19.93	19.83%	-7.52%		
小熊电器	-1.65	4.57	-136.06%	0.04	2.35	-98.49%	1.31	0.63	0.69	107.54%	89.91%	8.01	6.51	6.10	23.03%	31.42%		
北鼎股份	0.25	0.78	-68.32%	0.18	0.25	-28.92%	0.15	0.11	0.06	31.16%	131.51%	1.15	1.08	1.22	6.32%	-5.66%		
比依股份	-0.35	2.23	-115.84%	-0.10	0.09	-204.76%	0.11	0.10	0.16	10.60%	-31.92%	2.59	1.57	2.02	64.73%	27.84%		
爱仕达	-0.54	0.12	-530.87%	-0.03	-0.49	-	1.53	1.34	1.53	13.75%	0.01%	8.55	7.98	8.10	7.20%	5.54%		
科仁科技	0.15	0.11	33.05%	-0.10	-0.07	-	0.02	0.01	0.01	27.19%	60.07%	1.02	1.31	1.00	-21.88%	2.43%		
德尔玛	0.79	1.77	-55.56%	0.29	-0.31	-	0.21	0.18	0.23	12.42%	-11.80%	5.55	4.32	5.14	28.50%	7.99%		
倍轻松	0.19	0.82	-76.12%	-0.40	0.09	-556.67%	0.15	0.07	0.09	120.92%	66.28%	1.08	1.45	1.17	-25.94%	-8.27%		
荣泰健康	-0.17	1.46	-111.99%	0.26	-0.18	-	0.19	0.32	0.26	-42.35%	-28.20%	1.35	1.68	1.64	-19.29%	-17.21%		
奥佳华	0.10	5.32	-98.17%	1.97	3.00	-34.24%	1.41	1.69	1.42	-16.37%	-0.49%	9.74	10.65	10.17	-8.59%	-4.27%		
莱克电气	9.55	5.22	82.93%	3.98	0.10	3905.26%	3.14	3.14	3.71	-0.11%	-15.45%	12.80	9.78	12.98	30.88%	-1.43%		
格力博	8.51	2.48	243.65%	3.60	0.20	1745.06%	0.43	0.76	0.67	-44.04%	-36.75%	21.84	22.56	19.89	-3.17%	9.78%		
富佳股份	1.52	1.51	0.44%	0.88	0.29	209.53%	0.68	0.11	0.10	505.96%	547.73%	5.04	4.12	4.31	22.38%	16.88%		
欧圣电气	2.86	1.09	163.99%	0.88	0.60	46.99%	0.09	0.04	0.12	127.79%	-21.67%	1.64	1.25	1.93	31.49%	-14.94%		
合计	46.29	65.73	-29.57%	25.22	22.40	12.57%	17.83	18.49	16.10	-3.56%	10.76%	132.06	119.42	126.40	10.58%	4.47%		

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

7. 家电上游：成本端承压，业绩小幅下滑

2024Q1-Q3 家电上游收入同比+5.72%至 784 亿元，其中 2024Q3 单季同比+2.93%，环比有所放缓；2024Q1-Q3 上游板块归母净利润同比+5.96%至 48 亿元，其中 2024Q3 单季同比-3.21%。期内下游库存去化，终端动销改善对整机生产出货带动有限，收入环比放缓；大宗原材料成本及汇率压力下，板块当季毛利率同比-0.96pct，期间费用率同比-0.18pct，收入放缓背景下，费率优化空间有限，综合影响下板块归母净利润率同比-0.39pct 至 6.20%。权重公司中，三花智控、盾安环境相对稳健，2024Q3 单季营收分别同比+6.82%及+4.09%，汽零业务受益下游政策带动，预计保持稳健，制冷配件业务或平稳为主，此外德昌股份受益大客户新项目放量，收入同比+42.99%，表现抢眼；成本压力下毛利普遍承压，三花/盾安当季毛利率分别同比-2.61/-0.84pct。

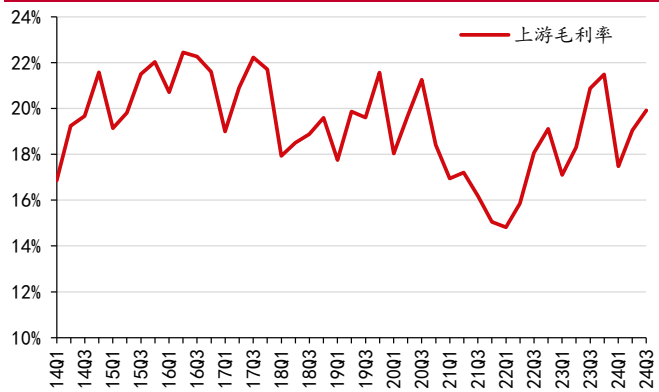
图表68：2024Q3 家电上游营收同比+2.93%至 252 亿元


资料来源：Wind，国联证券研究所

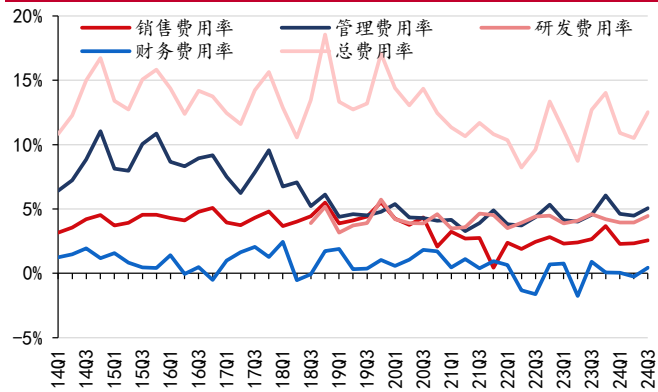
图表69：2024Q1-Q3 及 2024Q3 家电上游板块个股营收及增速

(亿元)	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
三花智控	205.63	189.76	8.36%	68.87	64.47	6.82%
海立股份	151.73	133.84	13.36%	41.92	41.95	-0.06%
长虹华意	96.87	107.26	-9.69%	29.57	29.90	-1.09%
盾安环境	93.36	84.45	10.54%	29.90	28.72	4.09%
冰轮环境	49.56	55.76	-11.12%	16.06	19.24	-16.54%
东贝集团	45.59	43.82	4.04%	14.96	14.87	0.64%
康盛股份	17.20	16.35	5.21%	5.75	5.66	1.61%
禾盛新材	18.37	17.03	7.83%	6.29	6.40	-1.78%
德昌股份	29.87	21.28	40.33%	11.24	7.86	42.99%
春光科技	14.86	13.52	9.94%	5.90	4.60	28.38%
亿利达	11.17	11.51	-2.96%	4.44	4.64	-4.28%
奇精机械	14.66	12.83	14.27%	4.94	4.44	11.41%
汉宇集团	8.18	7.99	2.36%	2.65	2.79	-4.96%
天银机电	7.51	7.13	5.46%	2.46	2.45	0.46%
金海高科	6.06	5.79	4.55%	1.97	1.70	15.46%
联合精密	5.41	5.01	7.94%	1.75	1.63	7.27%
英特科技	3.55	4.06	-12.63%	1.31	1.70	-22.67%
英华特	4.31	4.04	6.60%	1.68	1.51	11.78%
合计	783.89	741.45	5.72%	251.68	244.53	2.93%

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表70：2024Q3 家电上游毛利率同比-0.96pct 至 19.91%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表71：2024Q3 家电上游期间费用率同比-0.18pct 至 12.53%


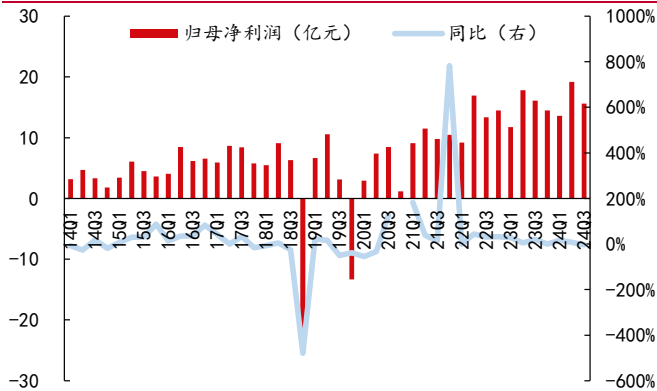
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表72：2024Q1-Q3 及 2024Q3 家电上游期间费用率及分项同比变动

	2024Q1-Q3					2024Q3														
	费用率				期间	同比变动 (pct)				费用率				期间	同比变动 (pct)					
	销售	管理	研发	财务		销售	管理	研发	财务	销售	管理	研发	财务							
三花智控	2.19%	6.86%	4.83%	-0.01%	13.86%	(0.06)	1.50	(0.42)	0.33	1.34	2.23%	7.58%	5.23%	0.72%	15.75%	(0.10)	1.43	(1.22)	(0.64)	(0.54)
海立股份	1.79%	4.38%	4.48%	0.69%	11.34%	(0.03)	(0.07)	(0.03)	0.12	(0.01)	1.90%	5.05%	4.62%	0.14%	11.71%	0.14	0.01	0.75	(1.54)	(0.65)
长虹华意	1.46%	2.81%	3.21%	-0.47%	7.00%	0.18	0.55	(0.16)	(0.02)	0.55	1.81%	3.04%	3.83%	0.03%	8.71%	0.14	0.57	(0.33)	(0.76)	(0.37)
盾安环境	2.67%	2.92%	3.78%	0.08%	9.44%	(0.42)	(0.15)	0.14	(0.25)	(0.67)	2.61%	2.38%	4.56%	0.63%	10.18%	(0.48)	(0.46)	0.92	(0.00)	(0.02)
冰轮环境	9.19%	4.89%	3.83%	0.19%	18.11%	0.84	0.64	0.11	0.39	1.98	9.98%	5.05%	4.11%	0.63%	19.78%	0.88	1.05	(0.43)	0.44	1.94
东贝集团	2.30%	3.02%	4.40%	0.12%	9.84%	0.07	(0.03)	0.16	(0.27)	(0.08)	2.64%	3.10%	4.93%	0.31%	10.97%	(0.11)	0.33	0.10	(0.47)	(0.16)
康盛股份	1.19%	5.53%	1.04%	1.08%	8.84%	0.07	(0.04)	0.29	(0.29)	0.02	1.44%	5.59%	1.26%	0.82%	9.11%	0.30	(0.01)	0.29	(0.46)	0.12
禾盛新材	0.42%	1.91%	3.23%	0.04%	5.60%	0.09	0.14	(0.02)	(0.34)	(0.13)	0.51%	2.32%	3.64%	0.46%	6.93%	0.14	0.53	(0.06)	0.20	0.81
德昌股份	0.39%	4.09%	3.26%	-1.18%	6.57%	0.03	(0.16)	(0.05)	2.67	2.49	0.40%	4.05%	3.13%	0.68%	8.26%	(0.08)	(0.12)	(0.00)	2.10	1.89
春光科技	0.94%	5.65%	3.30%	0.01%	9.91%	(0.09)	(0.58)	0.48	1.26	1.06	0.90%	5.05%	2.92%	1.27%	10.14%	(0.24)	(2.01)	0.25	1.57	(0.43)
亿利达	4.05%	10.09%	5.04%	0.58%	19.76%	0.37	0.51	(0.40)	(0.19)	0.29	4.07%	9.82%	4.45%	0.71%	19.04%	0.46	0.68	(0.47)	0.19	0.85
奇精机械	1.13%	3.78%	3.26%	0.63%	8.80%	0.11	(0.56)	(0.64)	0.08	(1.00)	1.24%	3.85%	3.78%	1.58%	10.45%	0.16	(0.35)	0.25	0.77	0.83
汉宇集团	2.85%	3.62%	3.52%	-1.99%	8.00%	(0.42)	0.01	(0.38)	(0.82)	(1.62)	2.60%	4.40%	3.50%	-3.67%	6.83%	(0.72)	1.15	0.17	(5.18)	(4.59)
天银机电	2.54%	6.39%	7.69%	0.38%	17.01%	0.07	(0.19)	(0.38)	0.43	(0.67)	3.90%	6.58%	8.21%	1.10%	19.79%	1.15	0.13	1.01	0.69	2.98
金海高科	3.17%	7.50%	2.29%	0.28%	13.25%	(0.69)	(1.54)	(0.18)	0.04	(2.38)	4.03%	8.58%	2.60%	-0.32%	14.90%	(0.08)	(2.27)	(0.70)	(1.31)	(4.36)
联合精密	1.04%	4.63%	3.70%	0.21%	9.57%	0.23	(0.32)	(0.35)	(0.28)	(0.72)	1.65%	4.01%	3.84%	0.52%	10.02%	0.79	(0.74)	(0.44)	0.03	(0.36)
英特科技	1.70%	5.66%	5.40%	-3.46%	9.30%	0.61	0.58	0.98	(1.49)	0.68	1.86%	5.13%	4.14%	-2.93%	8.19%	0.47	0.66	(0.17)	0.58	1.54
英华特	3.90%	3.74%	7.67%	-0.90%	14.42%	0.75	(0.31)	3.22	(0.49)	3.17	3.55%	3.26%	7.73%	-0.28%	14.25%	0.49	(0.55)	3.51	0.52	3.97
合计	2.40%	4.71%	4.12%	0.07%	11.29%	(0.06)	0.47	(0.08)	0.16	0.50	2.57%	5.05%	4.47%	0.45%	12.53%	(0.09)	0.49	(0.13)	(0.45)	(0.18)

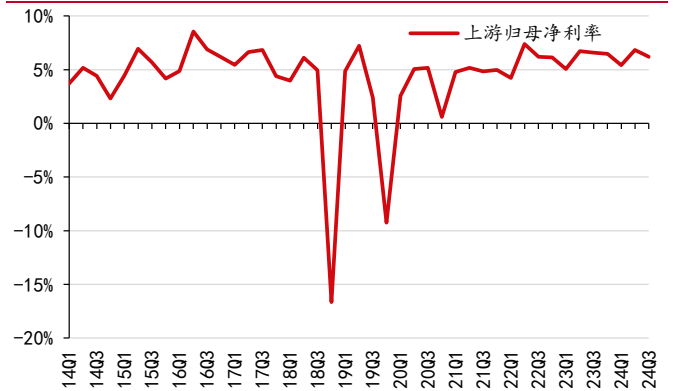
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表73：2024Q3 家电上游归母净利润同比-3.21%至16亿元



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表74：2024Q3 家电上游归母净利润率同比-0.39pct至6.20%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表75：2024Q1-Q3 家电上游公司毛利率、归母净利润及盈利能力

	毛利率				归母净利润 (亿元)						归母净利润率			
	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比
三花智控	27.70%	0.20	28.16%	(2.61)	23.02	21.60	6.59%	7.87	7.65	2.95%	11.19%	(0.19)	11.43%	(0.43)
海立股份	11.56%	0.84	12.70%	1.36	0.23	-0.88	-	0.19	-0.39	-	0.15%	0.81	0.44%	1.38
长虹华意	12.80%	1.36	15.95%	0.72	3.76	2.75	36.68%	1.49	1.10	35.22%	3.88%	1.32	5.04%	1.35
盾安环境	18.19%	(1.08)	18.57%	(0.84)	6.49	5.40	20.10%	1.75	2.11	-17.18%	6.95%	0.55	5.85%	(1.50)
冰轮环境	27.34%	1.21	28.07%	(1.08)	4.74	5.65	-16.10%	1.43	1.93	-26.11%	9.56%	(0.57)	8.90%	(1.15)
东贝集团	12.87%	(0.91)	13.70%	(1.08)	1.03	1.35	-23.37%	0.04	0.50	-92.65%	2.27%	(0.81)	0.24%	(3.10)
康盛股份	8.80%	(1.38)	7.02%	(3.41)	-0.10	0.28	-134.71%	-0.11	0.06	-294.82%	-0.57%	(2.31)	-1.91%	(2.90)
禾盛新材	10.61%	(1.17)	10.78%	(1.27)	0.86	0.85	1.29%	0.25	0.28	-12.71%	4.67%	(0.30)	3.90%	(0.49)
德昌股份	17.58%	(0.75)	17.39%	(2.08)	3.02	2.63	14.50%	0.94	0.92	2.78%	10.10%	(2.28)	8.40%	(3.29)
春光科技	11.64%	(0.95)	11.97%	0.13	0.05	0.40	-88.15%	0.01	0.06	-88.74%	0.32%	(2.63)	0.12%	(1.24)
亿利达	24.75%	(0.30)	23.28%	(1.82)	0.46	0.54	-14.67%	0.13	0.27	-52.73%	4.16%	(0.57)	2.84%	(2.92)
奇精机械	12.64%	(3.07)	11.82%	(3.14)	0.52	0.63	-17.98%	0.10	0.20	-50.39%	3.53%	(1.39)	2.05%	(2.56)
汉宇集团	33.87%	(0.60)	31.81%	(5.31)	1.78	1.78	0.45%	0.62	0.61	0.57%	21.81%	(0.41)	23.20%	1.28
天银机电	25.47%	0.79	30.52%	8.61	0.55	0.43	29.00%	0.22	0.08	169.99%	7.36%	1.34	8.92%	5.60
金海高科	23.16%	(1.07)	24.26%	3.26	0.51	0.43	17.86%	0.14	0.02	618.34%	8.40%	0.95	7.08%	5.94
联合精密	21.41%	(0.50)	22.01%	0.73	0.50	0.46	8.99%	0.17	0.13	31.51%	9.28%	0.09	9.48%	1.75
英特科技	23.57%	(5.60)	20.60%	(10.36)	0.42	0.73	-42.48%	0.14	0.33	-58.36%	11.88%	(6.16)	10.52%	(9.02)
英华特	26.01%	(2.84)	27.90%	(1.07)	0.55	0.63	-13.88%	0.24	0.26	-5.73%	12.68%	(3.02)	14.34%	(2.67)
合计	18.82%	0.05	19.91%	(0.96)	48.39	45.67	5.96%	15.60	16.12	-3.21%	6.17%	0.01	6.20%	(0.39)

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表76：2024Q1-Q3 家电上游公司经营性现金流净额、期末合同负债及存货

	经营性现金流净额 (亿元)						合同负债 (亿元)					存货 (亿元)				
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比	环比
三花智控	19.93	23.64	-15.66%	8.32	6.45	28.98%	0.56	1.02	0.63	-45.33%	-11.34%	44.42	41.92	45.10	5.98%	-1.49%
海立股份	17.62	8.99	96.03%	12.07	10.60	13.84%	1.18	0.79	1.14	48.30%	3.28%	35.53	32.38	30.53	9.73%	16.40%
长虹华意	8.58	4.95	73.23%	4.89	-0.82	-	0.41	0.41	0.42	0.43%	-1.14%	13.85	10.68	12.84	29.77%	7.94%
盾安环境	5.57	-3.06	-	2.84	-1.32	-	0.68	0.90	0.74	-24.62%	-8.85%	13.10	12.66	13.54	3.54%	-3.25%
冰轮环境	-0.78	-0.55	-	1.81	2.41	-25.09%	8.58	9.59	8.75	-10.54%	-1.93%	14.04	13.27	12.75	5.82%	10.11%
东贝集团	2.05	2.30	-11.08%	1.44	0.92	55.92%	0.34	0.34	0.43	-1.30%	-20.54%	7.66	7.74	8.01	-0.97%	-4.33%
康盛股份	-0.17	1.96	-108.63%	-0.87	-0.39	-	0.18	0.10	0.12	77.75%	49.82%	1.80	1.97	1.94	-8.50%	-7.07%
禾盛新材	1.79	1.68	6.53%	1.02	0.33	209.82%	0.07	0.05	0.06	59.94%	22.10%	4.03	4.19	4.05	-3.67%	-0.30%
德昌股份	2.63	3.26	-19.39%	1.26	3.20	-60.75%	0.31	0.26	0.23	18.98%	33.06%	5.19	2.76	4.33	88.15%	20.02%
春光科技	0.32	-1.51	-	-0.12	-0.37	-	0.05	0.09	0.06	-42.77%	-11.99%	3.68	2.63	3.93	39.88%	-6.18%
亿利达	0.57	0.83	-30.63%	-0.18	0.10	-274.65%	0.28	0.27	0.25	1.61%	10.10%	6.39	5.68	5.82	12.54%	9.95%
奇精机械	0.88	1.84	-52.22%	0.45	0.78	-42.08%	0.01	0.01	0.01	-10.86%	-5.53%	4.18	3.85	3.95	8.59%	5.67%
汉宇集团	1.98	2.88	-31.34%	0.88	1.35	-35.09%	0.08	0.11	0.11	-21.76%	-27.10%	2.62	2.35	2.43	11.23%	7.74%
天银机电	0.24	0.86	-72.08%	0.16	0.19	-15.00%	1.03	0.47	1.07	121.32%	-3.98%	4.43	4.83	4.38	-8.27%	1.10%
金海高科	0.88	0.87	1.18%	0.44	0.23	87.71%	0.24	0.01	0.05	3450.52%	341.34%	1.53	1.34	1.38	13.95%	11.00%
联合精密	1.24	0.98	26.81%	0.75	-0.07	-	0.00	0.00	0.00	-81.96%	45.71%	0.60	0.61	0.62	-1.33%	-3.46%
英特科技	0.37	1.24	-70.49%	0.23	0.94	-75.13%	0.01	0.01	0.00	15.49%	291.73%	0.84	0.84	0.72	-0.72%	16.62%
英华特	0.38	0.61	-37.37%	0.05	0.15	-69.00%	0.18	0.06	0.16	199.58%	14.28%	0.96	0.71	1.09	34.69%	-11.59%
合计	64.08	51.77	23.78%	35.41	24.68	43.46%	14.19	14.49	14.24	-2.08%	-0.36%	164.87	150.40	157.38	9.62%	4.76%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

8. 投资建议：内销拐点可期，盈利改善可期

最后重申行业观点，7月底中央发布新一轮以旧换新政策，8月中旬起各省陆续落地新方案及细则，截至目前省级地方方案接近完全落地，步入兑现阶段；奥维监测显示，中央补贴核心品类增速较快，渠道反馈积极。展望后续，家电内销正处更新大周期，补贴大幅提振了弹性，或有望明显驱动四季度业绩，且综合政策表述及渠道反馈，明后年补贴政策有望展期。品类层面，逻辑上价格相对刚性、置换相对方便的品类最受益，白电>厨电，家居>黑电；同时，本轮补贴政策对能效设置门槛，地方方案对线下参与主体资质多有要求，内销占比较高、产品结构更好的一二线白电龙头经营或更受益。外销方面，年初以来家电出口持续超越中枢，欧美需求触底改善，渠道库存健康；拉美、非洲等新兴市场表现抢眼，持续贡献增量，背后核心驱动为“中国制造”价格竞争力持续强化；当前外销订单反馈依旧积极，维持稳健增长可期。2018年301调查以来，家电企业海外收入扩张趋势及盈利能力并未受损，充分体现其应对外部风险能力，中长期有望持续抢占全球市场份额。投资建议：一是政策弹性大，份额企稳回升，高质量高股息的白电龙头，推荐美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电；二是基本面触底，政策预期向上的后周期标的，推荐华帝股份、老板电器；三是产品竞争力领先的两轮车、扫地机及黑电龙头，推荐雅迪控股、科沃斯、石头科技、海信视像等。

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