

# 把握长期稳健回报，挖掘结构增量机会

## ——家电板块24年中期策略

分析师：鲍秋宇

执业编号：S1130524010002

2024/5/26

- **1、白电**：具备业绩确定性、稳定高分红、低估值的特性。1) 稳定高分红：家电龙头企业重视股东回报，龙头企业有提升现金分红比例的趋势。2) 确定性：从行业格局的角度来看，规模优势下白电行业竞争格局集中、龙头地位稳固。从行业需求角度来看，出海以及国内以旧换新是大家电企业未来确定性增长的两个大方向。3) 低估值：大家电板块估值普遍处于较低水平，在较强的业绩增长确定性以及国九条的影响下，大家电板块估值中枢有望持续提升，看好家电龙头长期投资价值。建议关注海尔智家、美的集团、海信家电。
- **2、出口小家电**：1) 自主品牌出海：看好扫地机出海赛道，兼具海外高端产品渗透率提升 ( $\beta$ ) 与国牌市占率提升 ( $\alpha$ ) 逻辑，推荐石头科技。2) 外销代工方面，看好24年下游零售商补库周期下，自身拓品拓渠道进展良好、客户成长性和竞争力较强的企业。推荐欧圣电气。
- **3、黑电**：国牌技术已经与韩系拉平甚至赶超，MiniLED技术有望给予国牌高端化突围机遇，国牌持续在海外投入营销资源，提升品牌影响，市占率稳步提升，此外近年行业大屏化趋势显著，利于提升产品均价以及公司盈利水平。
- **4、内销可选消费小家电**：底部挖掘，看好强拓品、强营销实力小家电企业，考虑到内销需求相对平淡、行业进入存量竞争阶段，抖音渠道从红利期转向流量争夺期，渠道红利边际递减，我们认为中小品牌生存难度进一步提升，中长期家电格局有望逐步改善，更加利好拥有强拓品能力、营销实力、内部持续提效的龙头企业。

# 目录

01

2024H1行业回顾

02

2024H2投资策略

03

投资建议

04

风险提示

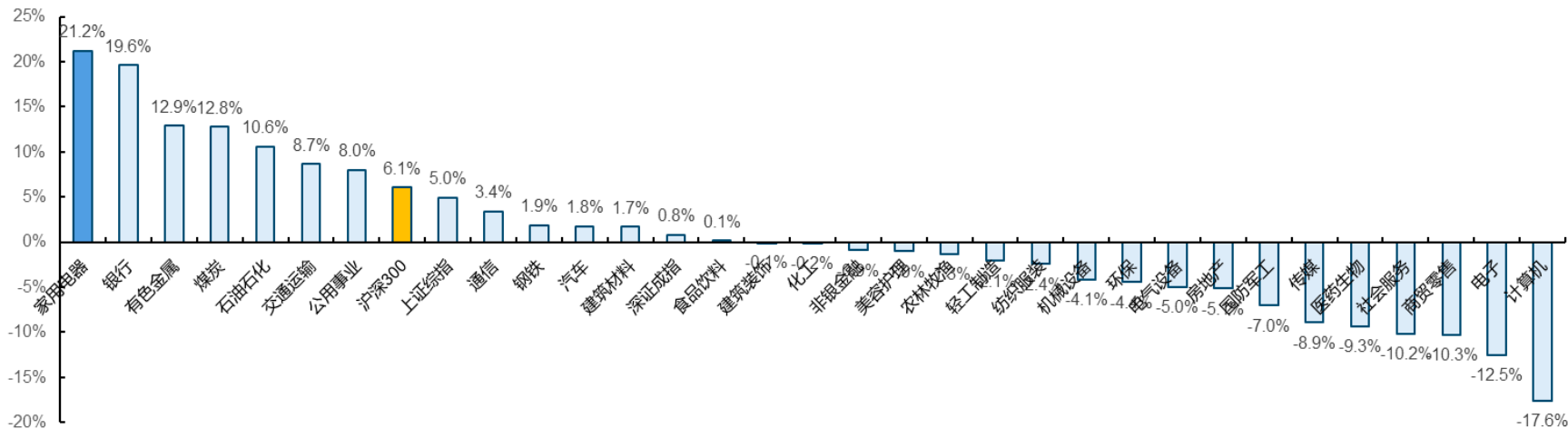
# 01 24H1行业回顾

---

## 行情概况：24年行业累计收益率位列第一

- 复盘家电板块1Q24股价表现情况，**家电板块大幅跑赢大盘**，截至24/5/16，2024年申万家用电器行业指数/沪深300累计涨跌幅分别为+21.2%/+6.1%，家电板块位居所有行业第一，板块极具配置价值。

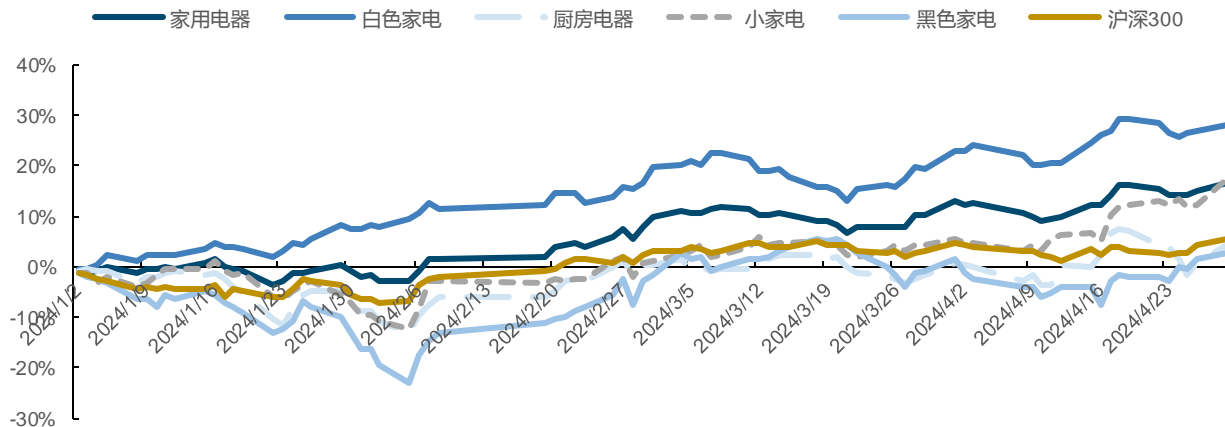
家电板块2024年累计收益率为+21.2%



## 行情概况：白电板块表现最优、小家电次之

- 细分来看，24年至今白电板块表现最优、小家电次之。2024年1-4月家电各子板块涨跌幅：白电28.0%>小家电17.4%>厨电4.2%>黑电2.7%。2024年白电板块表现优异主因1Q24白电内销基本面稳健、外销低基数下持续恢复，以及家电以旧换新重大政策的推出，叠加国九条推出下市场对于持续高分红、业绩稳定增长公司的重视，提振了板块整体估值，小家电板块表现优秀主因出口链行情。

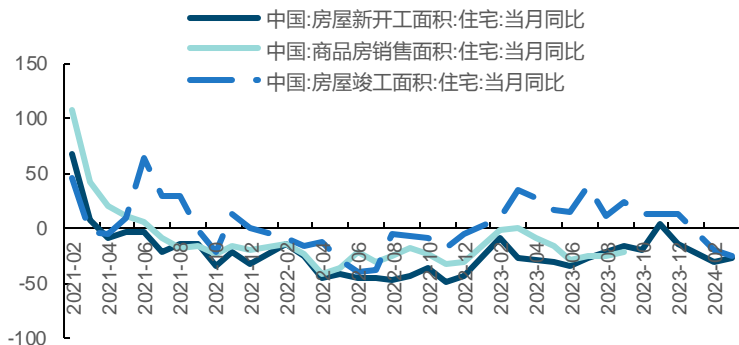
家电板块1Q24累计涨跌幅情况



## 地产端：地产承压趋势短期难以反转，但政策边际放松有望助力板块估值拉升

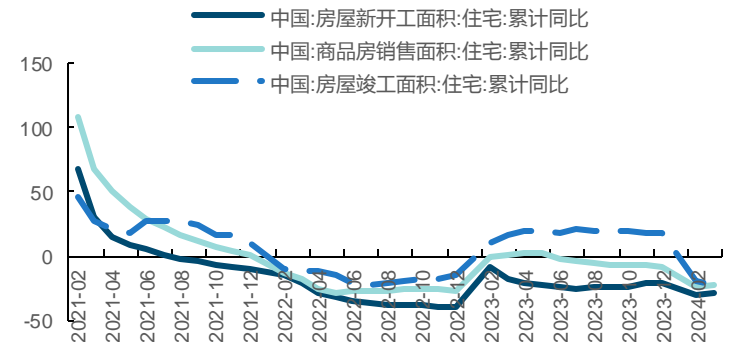
- 目前家电行业有从原来成长行业逐渐往周期行业转变的迹象，核心原因是地产从2021年（三道红线提出后）开始确立了中长期下行趋势，2023年房屋竣工虽然保持高景气（23年同比+17.2%），但更为前瞻的房屋新开工（23年同比-20.9%）和销售数据低迷（23年同比-8.2%）。24年Q1我国房屋新开工、销售、竣工数据同比-28.7%/-23.4%/-21.9%，持续承压。
- **5月以来地产政策持续放松，有望助力家电板块估值拉升。**4月30日，中共中央政治局会议指出，要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式。此后，多地取消住房限购政策。4月30日，北京住建委发布通知，在北京现有住房限购的基础上，已达到限购总套数的家庭或单身个人，可在五环外区域新购1套住房；5月9日，杭州全面取消住房限购。5月17日，央行发布取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率、降低个人住房贷款最低首付款比例。多重政策下。家电板块中，部分品类销量与房地产销售及竣工数据相关性较强，地产政策持续放松有望拉动新房和二手房购房需求，进而有望拉动家电板块业绩和估值提升。

### 中国地产当月同比数据下行



来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

### 中国地产累计同比数据下行

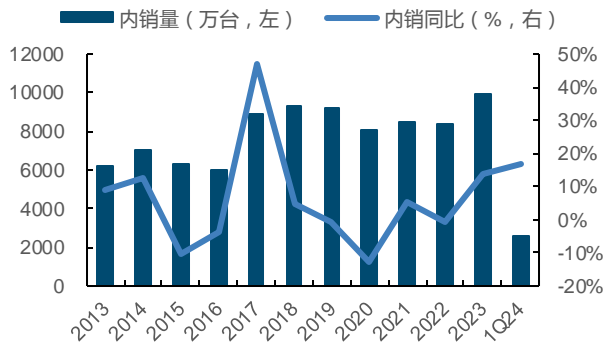


来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

# 需求端：大家电内销稳健，可选消费仍旧低迷，出口链在海外补库带动下景气上行

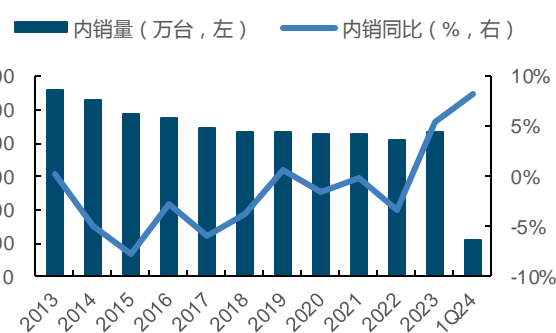
• **大家电内销方面，1Q24表现稳健，未来主要看更新需求释放与产品结构升级。** 24年一季度白电内销向好趋势延续，1Q24空调/冰箱/洗衣机/油烟机内销同比+17.0%/+8.3%/+0.3%/+2.9%，空调内销的高增速主要由于以旧换新政策的推出增强了厂商对市场的信心，以及原材料中铜价上行趋势下，厂商提前备货，空调排产和出货量均显著增长。我们认为家电内销需求端未来主要由更新换代需求的释放，此外在以旧换新政策推动下更利于高效节能产品占有率的提升，有望推动行业产品结构升级、均价上行。

空调内销23年同比+14%，1Q24同比+17%



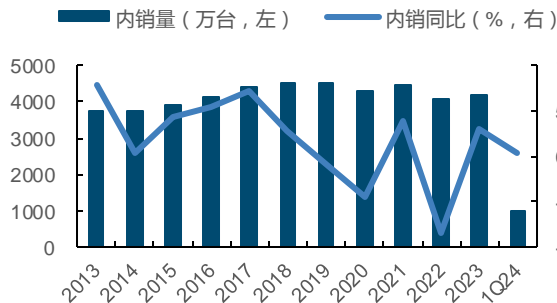
来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

冰箱内销23年同比+6%，1Q24同比+8%



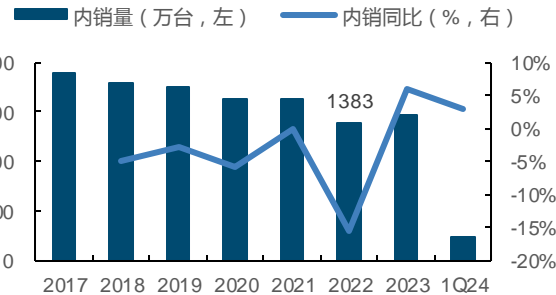
来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

洗衣机内销23年同比+3%，1Q24同比持平



来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

油烟机内销23年同比+6%，1Q24同比+3%



来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

# 需求端：大家电内销稳健，可选消费仍旧低迷，出口链在海外补库带动下景气上行

国内主流电商平台家电品类季度GMV增速情况

cat_second_cn	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
空调	-38.2%	0.3%	10.8%	52.7%	48.8%	18.4%	32.0%	-12.7%	-5.8%
冰箱	-21.6%	5.6%	21.5%	16.4%	24.1%	10.1%	23.9%	26.1%	17.7%
平板电视	-14.2%	-10.3%	4.5%	13.1%	8.0%	2.8%	11.1%	25.4%	11.8%
洗衣机	-16.4%	-6.1%	11.0%	9.6%	6.7%	-1.3%	19.9%	18.0%	14.7%
厨房大电	-5.6%	12.6%	14.8%	23.3%	39.2%	11.3%	22.0%	6.7%	4.7%
热水器	-8.7%	6.6%	35.6%	21.6%	15.7%	7.1%	26.1%	15.6%	13.8%
净水器	51.7%	35.2%	25.0%	16.2%	22.0%	4.4%	22.9%	20.2%	5.1%
扫地机器人	17.4%	41.2%	4.4%	2.6%	-11.0%	-18.5%	2.2%	10.9%	7.7%
个人洗护清洁用具	-9.4%	7.1%	8.8%	9.1%	24.3%	0.0%	10.3%	10.6%	10.7%
投影机	-27.4%	-12.9%	-6.6%	-0.5%	34.5%	20.9%	37.7%	33.3%	14.0%
电饭煲	-7.8%	-13.6%	-7.4%	4.5%	23.0%	28.5%	26.2%	14.2%	1.5%
洗地机	1.6%	18.3%	5.0%	59.8%	76.6%	13.4%	-36.4%	-9.1%	105.7%
电炸锅	-39.0%	-52.0%	-47.9%	-51.8%	-26.3%	16.6%	63.9%	156.2%	157.4%
破壁机	-30.7%	-23.0%	-21.2%	-15.7%	21.1%	6.2%	22.9%	12.4%	-20.1%
按摩器材	10.5%	1.4%	26.2%	27.4%	36.8%	50.6%	49.3%	22.0%	34.1%
电吹风	35.5%	20.4%	24.6%	22.3%	30.9%	17.9%	-8.5%	-13.2%	-34.9%
保健/养生/煎药壶	-9.2%	-8.7%	-7.5%	4.6%	22.7%	11.7%	4.8%	-9.3%	1.1%
咖啡机	-28.1%	-38.7%	-38.9%	-48.1%	40.1%	71.2%	82.1%	119.2%	35.9%

- 国内可选消费方面，1Q24仍处承压状态。从主流销售GMV同比增速来看，1) 大家电23年增速亮眼，1Q24增速下滑；2) 厨房小家电自2Q23至1Q24持续表现低迷；3) 生活电器中净水器保持快速增长；4) 清洁电器在行业产品持续推新下保持增长，1Q24增速较高主因低基数+新品产品力&价格优势显著+龙头上新节奏前置；5) 个护品类中电吹风随高速吹风机快速渗透、保持较高增速，剃须刀1Q24增速有所下滑。从销售均价同比增速来看，家电线上Q1普遍有均价下探的情况，但净水器、扫地机器人均价保持上行趋势，或因更优质高价产品需求提升驱动，例如净水器大通量、智能化占比提升，扫地机全能基站产品渗透率提升。

来源：国金数字lab，国金证券研究所

# 需求端：大家电内销稳健，可选消费仍旧低迷，出口链在海外补库带动下景气上行

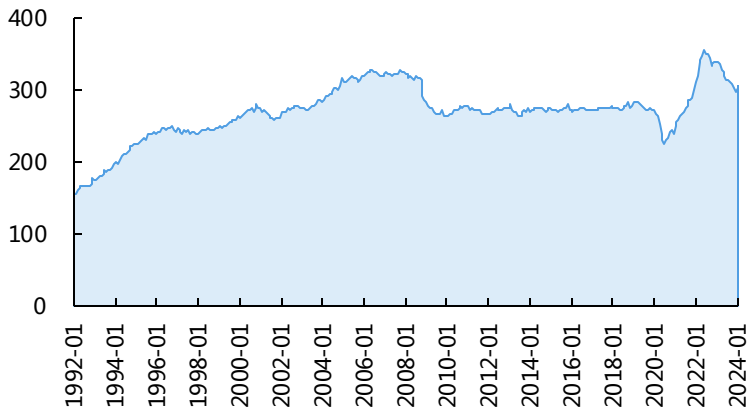
## 国内主流电商平台家电品类季度均价增速情况

cat_second_cn	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
空调	-8.7%	3.5%	-7.8%	-1.8%	2.0%	-8.6%	-3.1%	0.7%	0.1%
冰箱	-8.9%	-5.7%	4.1%	9.9%	12.3%	11.1%	6.1%	12.9%	4.4%
平板电视	-2.6%	7.2%	7.0%	3.0%	4.7%	-11.1%	0.2%	-0.6%	0.6%
洗衣机	-15.9%	-7.6%	-4.8%	-3.1%	-0.5%	-6.0%	2.6%	8.9%	20.6%
厨房大电	-21.7%	1.8%	3.3%	-2.6%	1.6%	-1.6%	0.8%	1.0%	11.9%
热水器	-29.0%	-7.2%	-17.3%	0.4%	-8.0%	-15.9%	-10.6%	0.2%	23.1%
净水器	53.8%	32.5%	-14.2%	11.9%	-17.1%	-12.4%	-14.6%	-8.9%	10.3%
扫地机器人	16.4%	33.0%	27.9%	15.6%	-14.4%	-11.1%	9.3%	12.6%	24.9%
个人洗护清洁用具	-7.6%	-2.0%	13.6%	-3.6%	17.9%	5.6%	36.0%	31.8%	3.3%
投影机	-1.5%	-4.8%	-2.2%	-13.1%	-21.8%	-4.4%	-8.0%	12.7%	25.6%
电饭煲	-1.6%	-5.2%	-1.4%	-10.5%	9.6%	12.4%	8.6%	22.8%	-2.1%
洗地机	-13.2%	-2.5%	-14.7%	-12.1%	-11.2%	-12.4%	-0.8%	-9.8%	7.7%
电炸锅	-14.8%	-12.8%	-3.3%	-13.9%	-10.6%	-13.6%	-14.1%	0.4%	-10.3%
破壁机	-1.1%	-12.0%	-16.5%	-12.4%	-17.9%	-11.2%	-10.0%	-5.9%	-14.3%
按摩器材	4.8%	19.8%	39.8%	6.6%	11.4%	8.7%	39.1%	2.1%	32.5%
电吹风	0.4%	16.3%	20.2%	9.9%	31.4%	16.5%	18.7%	63.7%	33.7%
保健/养生/煎药壶	-9.5%	-9.1%	-9.3%	-5.2%	0.2%	-1.2%	-0.2%	1.1%	1.8%
咖啡机	-3.4%	33.8%	-20.4%	-17.5%	5.3%	-25.2%	23.1%	38.6%	38.6%

# 需求端：大家电内销稳健，可选消费仍旧低迷，出口链在海外补库 带动下景气上行

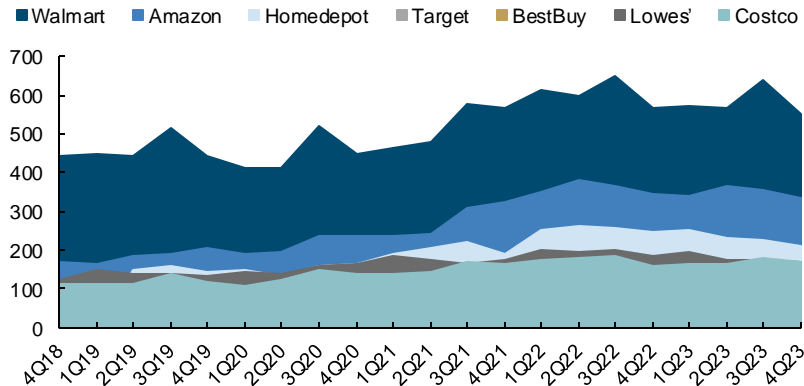
- 外销方面，外销代工企业受益于下游品牌商/零售商补库需求，订单逐季恢复。受美联储持续加息的影响，海外需求开始降温，从2022年第三季度开始，零售开始进入去库存周期。Walmart、Amazon、Home Depot、Target、Best Buy、Lowe's、Costco在2023财年库存同比分别-3.0%、-3.2%、-15.6%、-11.8%、-2.7%、-8.8%、+6.3%，同时对上游下单速度放缓，表现为处于生产端的国内代工厂和品牌厂商的订单增长速度下降。经过大约一年的去库存后，当前的库存水平开始出现顶部回落，库存销售比也开始回归正常水平，下游品牌商/零售商补库意愿有所增强，带动我国外销代工企业收入逐渐恢复。

### 美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存（亿美元）



来源：wind，美国商务普查局，国金证券研究所

### 北美家装零售商库存情况（亿美元）

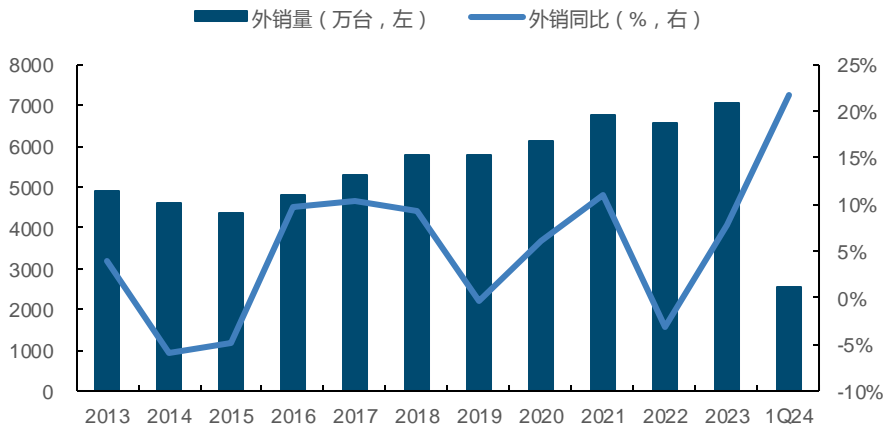


来源：wind，国金证券研究所

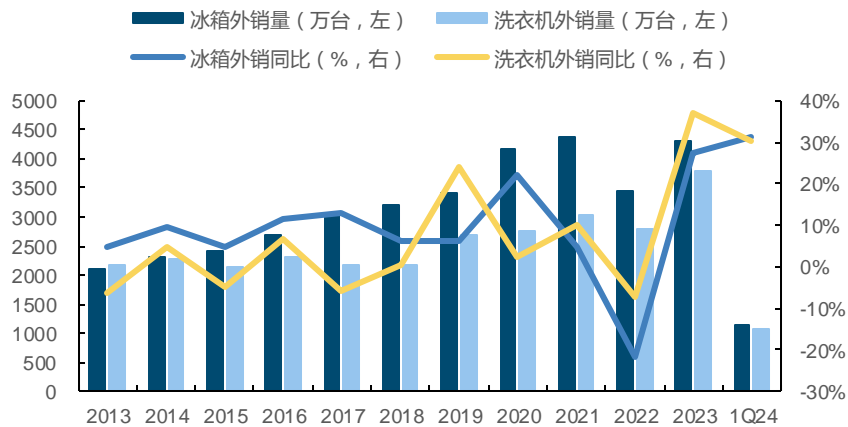
# 需求端：大家电内销稳健，可选消费仍旧低迷，出口链在海外补库 带动下景气上行

- 白电出口自23年下半年以来销售数量逐季恢复，预计1H24在低基数下有望保持恢复趋势。2023年空调/冰箱/洗衣机外销数量达7084/4299/3803万台，同比+7.8%/+27.4%/+37.0%，冰洗尤其出色。1Q24延续良好恢复趋势，1Q24空调/冰箱/洗衣机外销量同比+21.8%/+31.2%/+30.4%。

空调外销1Q24同比+22%



1Q24冰箱、洗衣机外销分别同比+31%、+30%



来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

# 需求端：大家电内销稳健，可选消费仍旧低迷，出口链在海外补库带动下景气上行

- 从家电品类出口额来看，2022年中国家电出口金额同比增速下滑，2023年由于低基数效应，家电品类出口金额自23M3以来恢复趋势明显。2022年，叠加2021年海运货物积压严重，导致渠道和品牌商整体降低库存的压力大、周期长。中国家电出口在2022年面临欧美家电零售市场需求减弱以及欧美客户大幅度降低库存的压力，该年中国家电出口额为855.0亿美元，同比下降13.3%。到了2023年，中国家电出口压力开始减轻，已出现了边际拐点，尽管欧美家电零售渠道和品牌商的库存仍然较高，考虑到中国家电出口的低同比基数影响和欧美降低库存进程的持续推进，2023年家电出口金额同比+9.9%，单月数据转正出现在3月，2024年Q1家电累计出口金额+24.3%，恢复趋势延续。我们认为中国家电出口的压力已逐渐缓解。

家电品类出口金额自23M3以来恢复趋势明显

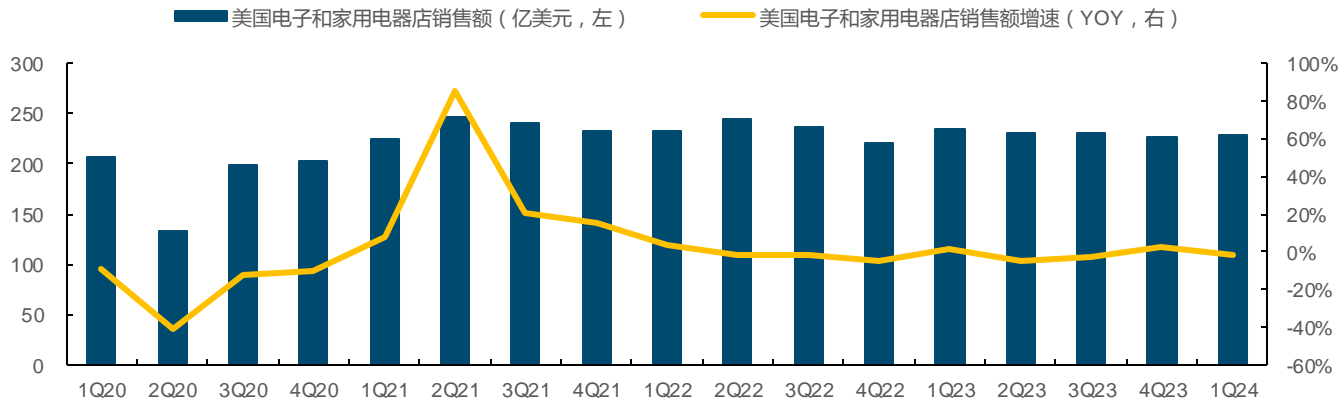
中国出口金额同比 (%)	家用电器	空调	冰箱	洗衣机	电咖啡机或茶壶	电热饮水机	榨汁机	电烤箱	面包机	多士炉	电锅	滴液式咖啡机	泵压式咖啡机	食品研磨机及搅拌机	液晶电视	吸尘器	电吹风机	电熨斗	电动剃须刀
21Q1	116.0%	28.6%	82.8%	47.3%	73.8%	43.0%	113.3%	141.5%	212.4%	76.6%	118.6%	60.6%	74.7%	117.0%	55.6%	104.8%	84.9%	27.2%	33.1%
21Q2	54.5%	9.3%	33.0%	24.3%	33.4%	6.7%	47.6%	64.4%	52.3%	28.3%	55.1%	17.3%	37.4%	50.4%	17.8%	40.2%	42.5%	13.5%	12.1%
21Q3	32.6%	7.7%	5.7%	-5.0%	17.2%	4.3%	14.1%	19.4%	-15.0%	14.6%	13.8%	17.4%	19.0%	17.2%	12.5%	-4.1%	19.1%	11.3%	1.2%
21Q4	25.8%	29.7%	1.7%	11.3%	23.3%	-1.6%	4.7%	-5.2%	-45.3%	3.8%	1.2%	12.5%	38.4%	6.7%	1.6%	-13.7%	23.7%	14.2%	14.0%
22Q1	-5.4%	9.0%	-5.9%	-8.3%	13.8%	-2.7%	-11.1%	-21.7%	-48.3%	-0.2%	-4.4%	2.3%	20.2%	-10.4%	-14.6%	-19.5%	15.7%	11.1%	5.2%
22Q2	-8.9%	-8.8%	-15.3%	-16.4%	20.6%	-1.2%	-16.4%	-26.4%	-54.8%	1.0%	-16.1%	11.7%	21.3%	-17.0%	-15.1%	-22.9%	25.1%	13.6%	-4.5%
22Q3	-14.9%	-6.1%	-28.7%	5.8%	-5.2%	-0.7%	-27.2%	-30.6%	-38.4%	-30.4%	-16.3%	-25.6%	-1.7%	-28.8%	-27.4%	-14.5%	14.4%	9.5%	10.6%
22Q4	-23.0%	-20.1%	-41.0%	-11.0%	-33.3%	-18.3%	-33.3%	-38.4%	-36.8%	-44.3%	-21.9%	-47.6%	-46.3%	-36.0%	-25.8%	-24.0%	9.9%	-1.2%	-2.1%
23Q1	-4.6%	-8.9%	-23.6%	6.8%	-19.9%	-5.0%	-5.1%	-14.5%	-11.9%	-23.0%	-3.3%	-25.2%	-28.9%	-8.7%	1.2%	-9.1%	15.8%	10.9%	21.0%
23Q2	2.2%	-4.1%	3.9%	36.6%	-18.5%	7.2%	2.1%	2.4%	18.1%	-16.0%	9.5%	-18.4%	-24.9%	-1.8%	5.7%	1.6%	15.8%	18.5%	35.0%
23Q3	6.6%	-1.8%	20.5%	16.9%	-11.6%	4.7%	9.4%	17.8%	2.3%	12.2%	7.2%	-2.0%	-17.4%	7.6%	16.2%	9.6%	10.1%	24.6%	18.9%
23Q4	11.5%	8.7%	41.3%	19.9%	-0.1%	30.5%	11.8%	21.6%	42.1%	17.3%	6.3%	21.8%	4.0%	12.9%	16.8%	9.1%	-4.5%	20.2%	16.6%
24Q1	8.6%	2.0%	28.4%	20.7%	3.7%	30.3%	10.3%	12.6%	20.3%	7.3%	4.5%	10.6%	5.8%	11.4%	5.8%	13.8%	12.8%	18.8%	23.8%

来源：wind，海关总署，国金证券研究所

## 需求端：大家电内销稳健，可选消费仍旧低迷，出口链在海外补库带动下景气上行

- 2022年以来美国家电和其他耐用消费品的需求表现疲软，鉴于美国经济的持续韧性，**若未来的美国零售端能够恢复，预计将促进我国出口企业收入进一步增长**。美国商务部普查局数据显示，2021年/2022年/2023年美国家电零售销售额同比分别+26.9%/-1.4%/-0.7%，反映耐用消费品如家电、电子产品的零售需求仍较弱。若后续零售端能恢复，将增强零售商补库动力，进一步带动我国的出口企业订单增长。

### 美国家电零售额有待恢复



来源：wind，美国商务部，国金证券研究所

# 成本端：23年原材料、海运费、汇率压力有所缓解，1Q24海运费上行但总体成本压力可控

- 原材料、海运价格及汇率已显著改善，1Q24海运费有所上升但总体成本压力可控。** 出口制造业影响利润率的核心要素有三点，即原材料价格、海运集装箱运价及美元兑人民币汇率。出口企业从2020年下半年开始盈利能力明显下行，持续至2022年上半年。2022年下半年至今，原材料、海运价格、汇率影响明显改善，出口企业净利率逐季度改善，虽然1Q24铜价环比上行，但同比增速仍保持下滑，海运费短期虽有上升但有回落趋势、基本可控，汇率对出口企业仍有利好。总体来看，1Q24家电出口板块成本端压力不大，在板块净利率未修复至2020年之前，出口企业净利率上行趋势或将持续兑现。

1Q24原材料、汇率同比仍有利好，海运费同比有所提升

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
LME铜 同比	50.9%	81.1%	43.8%	35.3%	17.6%	-1.9%	-17.4%	-17.5%	-10.7%	-11.0%	7.9%	2.0%	-5.5%
LME铝 同比	24.1%	60.3%	55.4%	44.2%	56.5%	19.8%	-11.1%	-15.9%	-27.0%	-21.5%	-8.5%	-5.7%	-8.2%
塑料 同比	24.6%	33.7%	24.9%	7.3%	-0.8%	-5.1%	-13.1%	-16.0%	-14.4%	-16.8%	-6.2%	-4.2%	-1.6%
钢材 同比	25.6%	50.1%	44.1%	22.8%	5.5%	-9.0%	-24.8%	-21.2%	-13.6%	-18.8%	-4.1%	0.3%	-5.6%
32寸TV面板价格 同比	103.8%	151.9%	59.0%	-31.9%	-47.2%	-60.7%	-61.0%	-26.6%	-17.5%	3.9%	39.8%	18.7%	12.8%
50寸TV面板价格 同比	82.4%	121.9%	69.8%	-18.9%	-48.6%	-60.3%	-60.6%	-35.3%	-7.4%	22.4%	54.0%	42.8%	31.2%
CCFI综合 同比	113.3%	153.5%	228.8%	161.2%	75.6%	45.9%	-1.4%	-50.6%	-68.5%	-70.3%	-70.3%	-47.1%	18.8%
CCFI美东 同比	60.3%	88.8%	125.5%	98.3%	79.6%	59.1%	21.9%	-30.9%	-56.7%	-68.3%	-69.4%	-51.9%	-0.1%
CCFI美西 同比	87.1%	100.3%	120.2%	101.6%	94.7%	68.6%	13.0%	-53.5%	-69.9%	-71.7%	-68.6%	-32.8%	25.3%
CCFI欧洲 同比	183.2%	247.4%	384.3%	258.5%	77.9%	44.6%	-7.3%	-52.7%	-74.5%	-77.2%	-77.6%	-60.6%	40.4%
人民币兑美元同比	-7.6%	-8.7%	-5.1%	-2.6%	-3.3%	3.6%	9.8%	9.1%	8.3%	8.5%	2.9%	2.0%	5.1%
人民币兑美元环比	0.3%	-1.5%	0.0%	-1.4%	-0.5%	5.5%	6.0%	-2.0%	-1.2%	5.7%	0.5%	-2.9%	1.8%

来源：wind，国金证券研究所

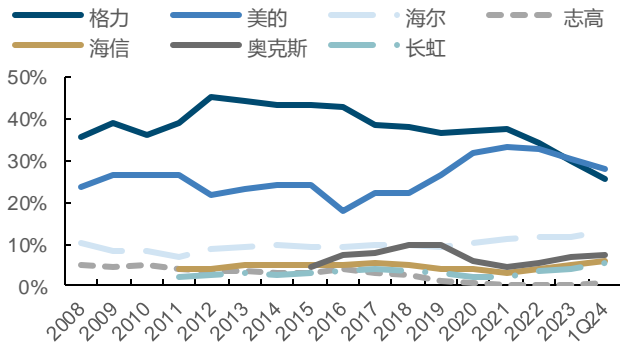
# 02 24H2投资策略

---

## 方向一：白电，具备高分红、低估值、确定性，价投优选

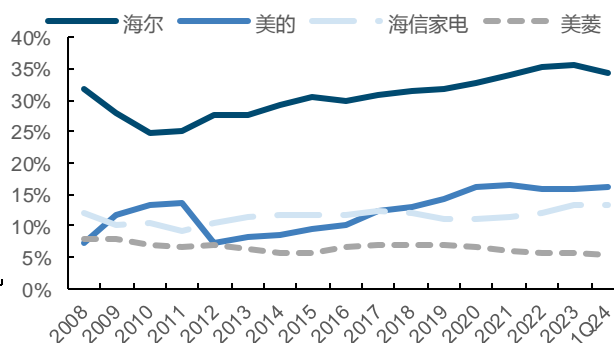
- **业绩增长确定性。** 1) 从行业格局的角度来看，稳定的产品属性下白电行业竞争格局集中、龙头地位稳固。家电产品标准化程度高，同时具备安装属性，龙头在产业链一体化、渠道布局中通过规模效应形成准入壁垒，新进入者难以撼动龙头形成的优势。家电产品更新周期长、服务属性偏弱、产品属性稳定，行业变化较小使得新进入者难以弯道超车，因此白电各个品类均处于高寡占和中高寡占的市场格局。在高寡占和中高寡占的市场格局中才可能出现行业巨头，虽然消费者对价格敏感导致龙头容易通过价格竞争抢占份额，但是从更长的时间维度看，寡占的格局保证家电龙头稳定的盈利能力。

### 空调内销量市占率



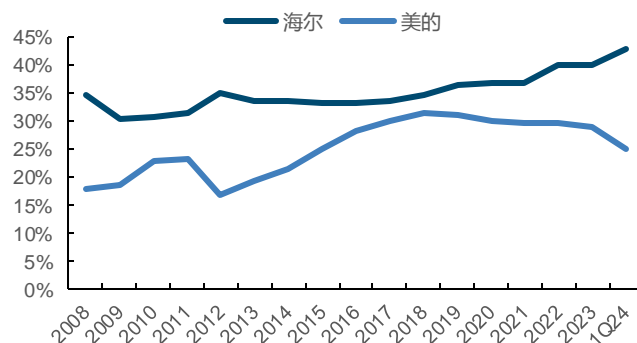
来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

### 冰箱内销量市占率



来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

### 洗衣机内销量市占率

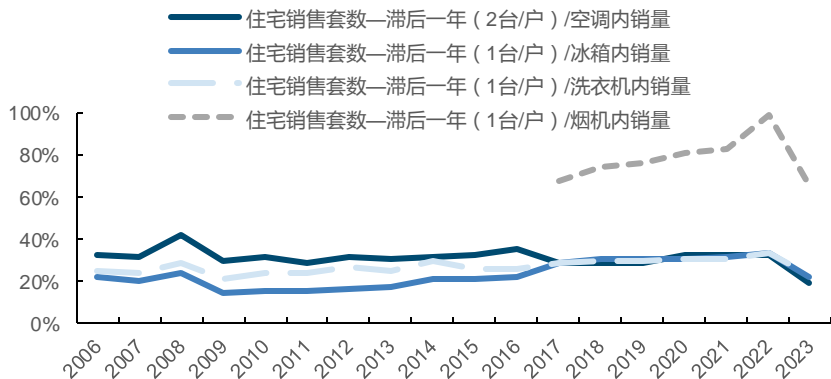


来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

# 白电内销需求驱动的变化——从新增驱动到存量驱动

- 2) 从行业需求角度来看，过往市场认为在地产下行、人口红利减弱的趋势下白电企业增长动力不足，展望后市，我们认为白电企业业绩增长主要来自**国内更新需求**（以旧换新政策刺激）+**出海**驱动。
- 影响大家电销售的需求划分为：较为刚性的竣工新增需求（占比约30%），以及弹性的存量房加配需求（主要是空调，占比约15%），被动更新需求和主动更新需求（如二手房重装修、主动升级换代，更新需求总体占比大概70%）。复盘近年来国内大家电内销需求结构，伴随国内商品房数据走弱、家电存量市场扩容带来的更新需求持续提升，大家电品类由地产竣工带来需求占总需求比重有所下滑，其中23年受高温和补库需求表现出高景气的空调品类下滑更为明显。展望后续，伴随白电渗透逐步触顶、在地产下行预期下竣工需求占比有望进一步降低，国内白电需求驱动或将主要由存量需求带来。

白电与地产相关新增大约占比30%



来源：wind，国家统计局，产业在线，国金证券研究所

空调产品存量房加配需求大约占比15%

	全国居民每百户空调拥有量 (台)	全国总户数 (万户)	空调内销出货量 (万台)	新增空调保有量	新增需求占内销出货量比重
2013	70	43880			
2014	75	44331	7017	2445	34.9%
2015	82	44550	6288	2971	47.3%
2016	91	44912	6049	4517	74.7%
2017	96	45181	8875	2594	29.2%
2018	109	45562	9281	6379	68.7%
2019	116	45827	9212	3178	34.5%
2020	118	46010	8028	1178	14.7%
2021	131	46402	8470	6726	79.4%
2022	134	46802	8429	1788	21.2%
2020年-2022年平均					38.4%
2014年-2022年平均					44.9%
存量房新增需求		40% (总新增需求) - 30% (竣工新增需求) = 15%			

来源：wind，国家统计局，产业在线，国金证券研究所

- **以旧换新。**本轮家电以旧换新政策落地，有望带来更大的更新换代的需求与潜力，24年以来国家层面多次提及消费品以旧换新，各地政府、电商平台、家电企业积极响应。4月12日，商务部等14部门印发的《推动消费品以旧换新行动方案》落地，我们判断更加利好家电龙头企业：
  - 1) 此轮补贴重点是绿色智能家电，预计或会有新的能效标准出台，帮助行业出清、间接提升龙头市场份额；
  - 2) 强调回收体系的建设，强调二手商品流通试点，鼓励二手商品交易，家电头部企业具备较强的产品力，且多已自建回收体系，回收流程规范发展利于龙头企业构建多层次的商业模式。
  - 3) 鼓励存量房装修改造，对于地产后周期的家电属于实质性利好，有助于基本面改善以及在一定程度上缓解地产对于大家电估值压制的因素。
- 此外龙头也拿出真金白银进行补贴发放，24年4月28日，格力公告投入30亿资金启动家电以旧换新，根据活动规则，格力品牌挂机补贴240-400元、柜机补贴500-1000元，补贴有望提升价格吸引力；4月30日美的宣布拟投入80亿元大力推动全品牌、全品类产品以旧换新和设备更新。在以旧换新政策不断落实下，24年大家电销售有望实现稳健增长。

- 本次以旧换新政策拉动效果测算：近年来国内冰洗彩品类渗透率提升幅度较小，使用2022年内销量减去竣工带来新增需求，得到空/冰/洗/彩实际更新需求分别为5691/2754/2708/1473万台（空调需加上存量房新增需求算出理论更新需求），更新需求缺口占2022年内销出货量分别为32%/70%/65%/175%，主要大家电品类更新需求有待释放。

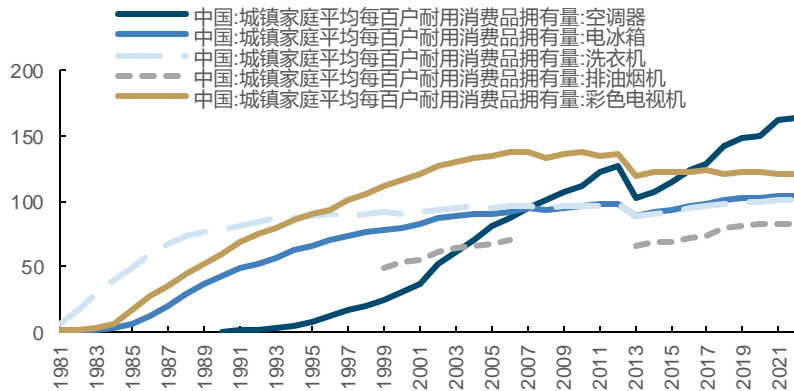
### 主要大家电品类更新需求有待释放

	2022年国内保有量（万台）	假设更新年限	存量房新增需求	每年理论更新需求（万台）	2022年内销出货量（万台）	2022年实际更新需求（万台）	更新缺口占2022年出货量比
空调	72615	10	假设占比15%	8351	8429	5691	32%
洗衣机	53688	10	无	5369	4077	2708	65%
冰箱	56508	10	无	5651	4123	2754	70%
彩电	64480	10	无	6448	2842	1473	175%
油烟机	35033	10	无	3503	1383	14	252%

## 出海：内销市场逐渐饱和，出海打开家电企业增长空间

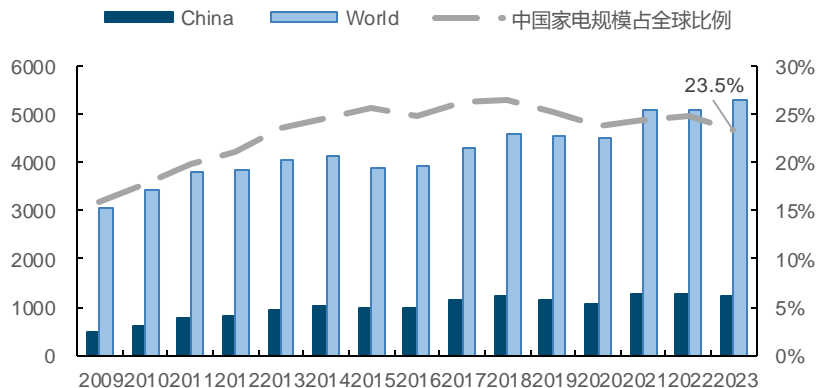
- 国内家电普及率较高，发展增速逐渐放缓，出海打开家电企业增长空间。家电受人口/户数限制明显（一户基本一台冰箱/洗衣机），国内大家电/刚需小家电保有量趋于稳定，增速趋缓。但2023年国内家电市场规模占全球比例约24%，占比自2018年以来有所下滑，主要是东南亚、中东非等新兴市场近年来发展迅速。白电企业通过产品创新、品牌并购、本地化运营多种方式出海。在产品方面，洞察当地需求，研发出适合海外消费习惯和审美的好产品；在品牌方面，消费者对本土品牌认可度相对较高，特别是欧美有很多百年品牌，中国企业通过收购更快占领市场；在渠道方面，积极搭建本地化的营销、售后体系。除海尔以外，中国白电家电自主品牌处于相对前期的阶段，预计未来中国白电品牌出海将持续发展。

### 城镇居民每百户耐用消费品拥有量



来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

### 中国及全球家电零售额情况（亿美元）

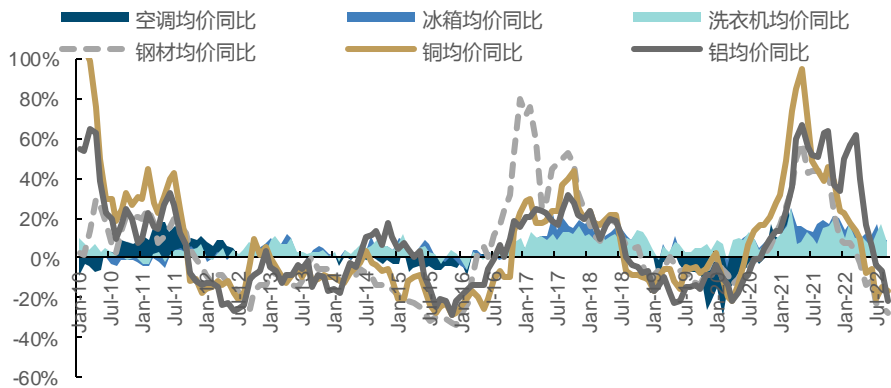


来源：Euromonitor，国金证券研究所

# 如何看待原材料涨价对白电公司影响？良好竞争格局下原材料涨价对白电行业影响预计可控

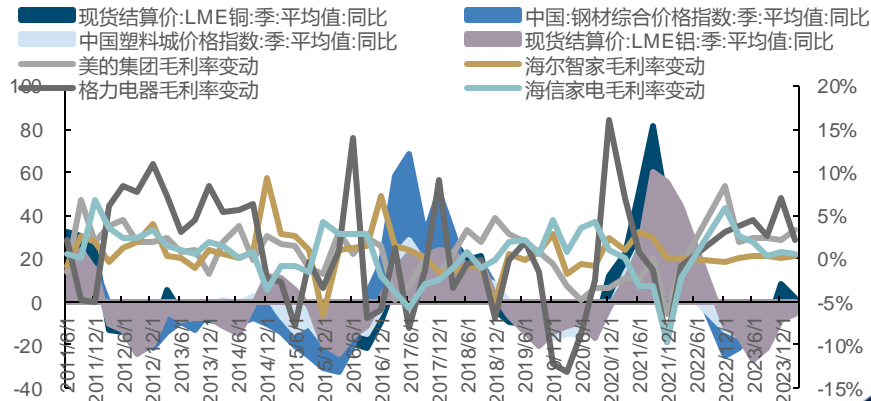
- 基于良好竞争格局，原材料价格上行时，白电公司可通过提价、推新等方式进行传导，毛利率虽在短期有所下行，但总体调整幅度不大，伴随后续原材料价格下行+终端均价上行形成的剪刀差，白电公司不降价/降价幅度小，可享受短期成本红利，盈利能力升至更高。
- 与以往几轮由供需错配带来的大宗普涨有所差异，24年以来铜价上涨主要系“冶炼厂减产”预期下多头情绪释放，其余核心原材料价格并未出现同步大幅提升的情况，此外铜于家电原材料中占比不是大头，预计对企业毛利率影响有限。此外空调“铝代铜”逐步落地+家电回收体系发展，利于行业降低对外部供应铜的依赖。

### 原材料价格上行时，白电零售均价也有所提升



来源：wind，中怡康，国金证券研究所

### 原材料价格上行时，白电毛利率下行幅度不大

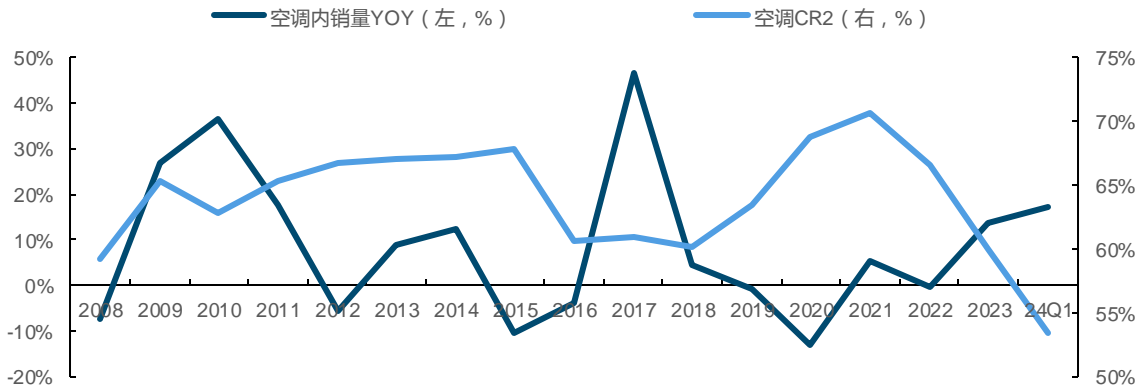


来源：wind，国金证券研究所

# 如何看待23Q2、23Q3空调板块高基数情况下龙头增长动力？ 龙头可通过政策调节减少经营波动

- 23年空调行业景气度较高，主因渠道库存低位+疫情后装修囤积需求释放+热夏预期下经销商备货热情强。市场担忧24年二季度后内销高基数下空调行业后续增长承压，我们预计在分化行情下龙头企业或可通过返利政策等方式进行调节，提升经营稳定性。同时，近年来国内空调行情大/小年中，对应CR3基本分别呈现降低/提升态势，龙头在较弱行情中显示出更强的经营稳定性。即使今年受地产、高基数影响下白电迎来行情小年，龙头份额有望逆势扩张。

空调小年中，CR2基本呈现提升趋势



来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

## 白电：重视股东回报，未来有提升现金分红比例的趋势

- **白电龙头企业重视股东回报，未来有提升现金分红比例的趋势，行业格局稳固下高股息更具投资吸引力。** 海尔智家公告将23年现金分红比例提升至45%（22年36%），若加上A/H股回购的话占公司净利润比例达54.7%，并且公司在《未来三年（24-26年）股东回报规划》中要求在无重大投资、保证公司正常经营情况下24-26年现金分红比例稳步提升，25、26年公司以现金分红比例不低于50%。预计24年股息率为3.0%（45%分红率）。美的集团23年分红率提升至61.6%（22年58.2%），预计未来有望实现不低于60%分红，24年股息率4.7%（60%分红率）。格力电器以高股息率著称，24年股息率6.1%（45%分红率）。
- **白电板块有足够现金发放分红以维持 ROE 水平。** 白电板块现金资产占总资产比重为40%（现金资产=货币资金+应收账款+应收票据），且行业高度成熟稳定，资本性开支多来源于海外产能建设和研发投入资本化，预计资本性开支对货币资产在总资产的比重影响有限。

白电企业24年股息率敏感度测算

海尔智家		美的集团		格力电器		海信家电		长虹美菱	
24年分红率	24年股息率	24年分红率	24年股息率	24年分红率	24年股息率	24年分红率	24年股息率	24年分红率	24年股息率
45%	3.0%	60%	4.7%	45%	6.1%	50%	3.2%	40%	3.4%
47%	3.1%	62%	4.8%	47%	6.4%	52%	3.3%	42%	3.6%
50%	3.3%	64%	5.0%	50%	6.8%	54%	3.4%	44%	3.8%

来源：wind，国金证券研究所；注：24年归母净利润采用wind一致预期，统计时间截至2024/5/1

## 白电：低估值高股息，ROE定价逐渐得到重视

- **低估值。**中国大家电龙头美的、海尔、格力、老板的PEG水平基本在1上下。而海外家电龙头的PEG值则走出分化，A.O.史密斯、大金工业、开利全球市盈率均达到20x以上，PEG > 2，主要原因除了不同市场宏观&政策环境、资金风格等因素对股票估值定价方式产生影响外，主要系中国家电品牌出海趋势下资本开支预计将增加（当地建厂、并购品牌等），且在海外市场并未形成稳定竞争地位；而A.O.史密斯、大金工业则因全球化、持续的产品创新、稳固的竞争格局、稳定的盈利水平、稳定的回购+分红等取得更高估值溢价（ROE定价）。
- 过去A股投资风格偏向成长性，我们认为在龙头追求利润水平、内销以旧换新政策推动、外销延续恢复态势、长期展望家电品牌出海下，白电企业业绩增速虽不快但具有确定性，结合白电板块账面资金充足&高分红且分红有持续提升趋势、估值处于较低水平，叠加国九条出台，对于ROE定价更加重视，我们认为白电企业估值中枢有望持续提升，看好白电龙头长期投资价值。推荐**海尔智家、美的集团、海信家电、长虹美菱**。

海外家电龙头与国内对比

公司	市值（亿人民币）	18-23收入CAGR	18-23净利润CAGR	ROE（21-23年平均）	PE-TTM
大金	3,238	7.2%	3.0%	11.4%	
开利全球	4,123	3.2%	-10.6%	30.2%	40.2
特灵	5,358	2.6%	7.7%	27.3%	28.3
江森自控	3,509	-1.9%	-1.9%	9.9%	17.6
雷诺士	1,246	4.8%	9.2%	1435.8%	29.5
伊莱克斯	217	-1.2%		16.5%	
惠而浦	336	-0.8%		6.5%	-4.1
A.O.Smith	877	3.8%	4.4%	23.5%	41.0
美的	0	6.1%	7.7%	21.4%	12.1
海尔	0	6.1%	9.4%	16.1%	12.2
格力	0	0.4%	0.8%	24.1%	7.0
海信家电	0	15.5%	22.4%	14.3%	10.1
长虹美菱	0	5.6%	67.5%	6.2%	10.0

## 方向二：出口小家电自有品牌，推荐品类渗透率（ $\beta$ ）、国牌市占率（ $\alpha$ ）持续提升的扫地机板块

- 自主品牌出海持续推荐扫地机出海。产品为基：**1) 国牌快速迭代创新抢占高端市场份额，海外龙头产品竞争力逐渐下滑，盈利能力恶化。2) 产品发展越来越贴近当地消费者需求，助力海外扫地机渗透率快速提升。**渠道铺路：**欧洲进入发力期；美国依靠线上布局打开局面，线下KA渠道迎来突破。**品牌崛起：**营销扩声，品牌势能累积。**全球市场规模预测：**根据欧睿数据，23年扫地机全球销额规模约为70亿美元，销量规模约1616万台。我们测算全球扫地机器人主要市场空间为4544万台/年（北美984万台、日韩390万台、欧洲626万台、中国2545万台），与23年相比仍有181%的增长空间。若iRobot市占率从23年的约20%-25%下滑至10%-15%，则让出约7亿美元市场份额，加之行业仍处成长期，预计国牌未来海外扫地机规模增长有翻倍以上空间。

扫地机器人全球市场空间测算（百万台）

2022年全球主要国家/地区家庭数量	
地区	户数（百万户）
亚洲	417.3
中国（城市）	339.3
亚洲（日韩）	78
其中：日本	55.6
其中：韩国	22.4
北美	131.2
其中：美国	131.2
欧洲	100.1
其中：法国	31
其中：德国	40.9
其中：英国	28.2

中国扫地机器人销量预测—敏感性分析				
(百万台)		更新周期（年）		
		3	4	5
渗透率（%）	15%	16.97	12.72	10.18
	30%	33.93	25.45	20.36
	45%	50.90	38.17	30.54

日韩扫地机器人销量预测—敏感性分析				
(百万台)		更新周期（年）		
		3	4	5
渗透率（%）	15%	3.90	2.93	2.34
	20%	5.20	3.90	3.12
	30%	7.80	5.85	4.68

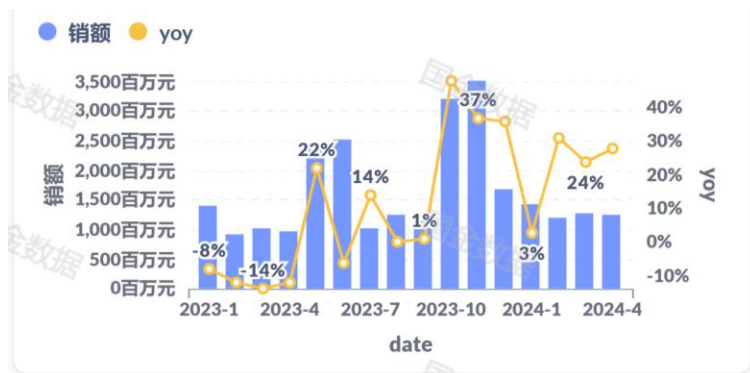
北美扫地机器人销量预测—敏感性分析				
(百万台)		更新周期（年）		
		3	4	5
渗透率（%）	20%	8.75	6.56	5.25
	30%	13.12	9.84	7.87
	40%	17.49	13.12	10.50

欧洲扫地机器人销量预测—敏感性分析				
(百万台)		更新周期（年）		
		3	4	5
渗透率（%）	15%	5.01	3.75	3.00
	25%	8.34	6.26	5.01
	35%	11.68	8.76	7.01

## 方向二：出口小家电自有品牌，推荐品类渗透率（ $\beta$ ）、国牌市占率（ $\alpha$ ）持续提升的扫地机板块

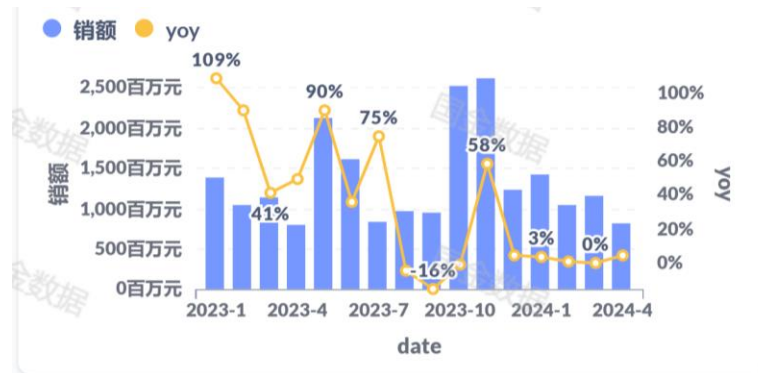
- 展望后市，我们预计扫地机出海24年仍具有 $\beta$ （海外高端产品力渗透率提升）与 $\alpha$ （国牌抢占海外龙头市场份额）。
- 目前扫地机上市公司石头科技内销占比3成、科沃斯内销占比6成，出海短期增速更快，但仍需考虑内销基本面情况。2023年清洁电器行业内销价格竞争激烈，但需求端偏低迷，**2024年开年以来清洁电器内销景气度回升**，根据国金数字lab，24M1-4扫地机行业于主流电商平台销额/销量同比+19.7%/+7.5%，洗地机行业线上销额/销量同比+2.0%/+29.8%，整体看今年以来清洁电器龙头国内增速有所承压，从量价角度来看洗地机品类以价换量成效凸显，边际来看3月以来扫地机、洗地机奥维线上零售额增速环比向上，关注内销基本面拐点。持续看好板块未来走势推荐，石头科技、科沃斯。

扫地机器人行业销额及同比增速（包含天猫、京东、拼多多、抖音）



来源：国金数字lab，国金证券研究所

洗地机行业销额及同比增速（包含天猫、京东、拼多多、抖音）



来源：国金数字lab，国金证券研究所

## 方向二：出口小家电自有品牌，推荐品类渗透率（ $\beta$ ）、国牌市场占有率（ $\alpha$ ）持续提升的扫地机板块



- **石头科技**：得益于优秀的产品力（产品迭代创新速度快，海外高端定位）、渠道拓展（欧洲线上、美国线下均有新增量）、持续提升的品牌势能，财报收入持续超预期，且海外收入增长快于国内（海外盈利水平更高），叠加汇率利好、成本控制严格，利于盈利水平上行，利润增速更快，股价自23年初以来保持上行趋势，我们预计24年在扫地机出海 $\beta$ 以及公司持续推新、渠道铺设下仍能保持龙头地位。
- **科沃斯**：22年因内销业务占比更高但表现不佳（23年内销同比-11.4%）从而拖累收入与利润表现，但外销仍有亮眼增长，23年海外收入同比+25.8%，此外在补齐产品矩阵、加大费用控制力度下1Q24扣非净利润增速转正，经营拐点显现。预计随后续海外高净利率地区收入占比提升+产品矩阵补齐+国内洗地机竞争压力缓和下未来业绩有望持续恢复。

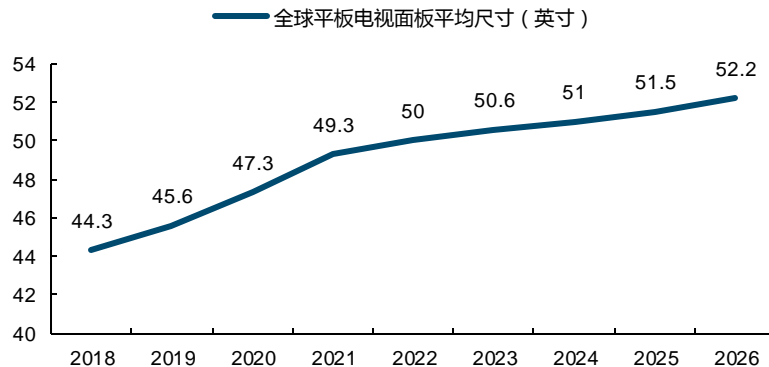
## 方向二：出口小家电代工品牌，下游补库行情下景气度上行

- 外销代工企业整体来看自23年Q2起收入逐季恢复，不同品类/不同国家恢复节奏略有差异，1Q24部分外销代工企业在良好接单量、汇率利好下表现出收入与业绩超预期的表现。**展望后市，外销代工企业收入在23H2高基数下则需跟踪企业拓品、拓渠道、产品结构升级等内生增长进度。**
- **欧圣电气**：24年在库存周期+地产周期共振下，主品类空压机&干湿两用吸尘器收入持续恢复增长，此前公司已披露家得宝空压机新订单也有印证恢复进度，此外23年公司拓展园林工具、洗地机等新品类开发，以及护理机器人产品力达到可量产水平，订单或迎爆发式增长，24年新增量颇多，我们预计公司24年收入增长具有较大弹性。
- **德昌股份**：家电代工主业稳健，TTI订单持续恢复，后续有望突破进体量更大的园林工具。23年新增shark大客户，合作品类从吹风机扩展至吸尘器，后续有望突破其他品类；HOT把公司列为核心供应商、有望导入更多订单；洗碗机等新品类研发完毕，有望持续拓展边界；预计24-25年整体家电代工业务增速20-25%，显著跑赢行业。汽车电机业务放量可期，毛/净利率有望超越家电板块。此外涉足人形机器人业务利于估值提振。

## 方向三：推荐国牌市占率稳步提升、产品结构持续优化的黑电板块

- 从黑电产业链看，国内电视保有率已饱和，此外房地产表现低迷、TV产品面临内容渠道（短视频、直播用户增长迅速）以及智能硬件（投影、手机等分流）的双重挤压，但海外居民仍有看电视的习惯，拉美、中东等新兴市场保有率还有提升空间，叠加韩国巨头三星、LG聚焦高端市场从而给予国牌以性价比优势出海的窗口，**我国黑电出海具备发展空间**。随着上游面板产业链优势向中国转移，国牌技术已经与韩系拉平甚至赶超，目前欠缺的是品牌文化辐射能力与全球市场认可度，随国牌持续在海外投入营销资源，提升品牌影响，中国企业有望复刻当年韩系取代日系的过程。
- 大屏化趋势下，国牌均价与盈利能力有望持续提升**。虽然与韩系销量收入差距逐渐缩小，但2023年海信/TCL电视收入为76/101亿美元，LG/三星业务为125/241美元，营收规模差距仍较大，反映国牌高端大屏市场占有率还需增强。24Q1海信境外85寸及以上/100寸及以上销售量同比+49.7%/+750%。TCL65寸全球出货量同比+44.6%，占比达51.2%/+7.3pct，平均尺寸达61.6寸/+2.6寸，国牌大屏化占比逐渐提升，利于提升均价与盈利水平。

全球平板彩电平均尺寸（英寸），大屏化趋势明显

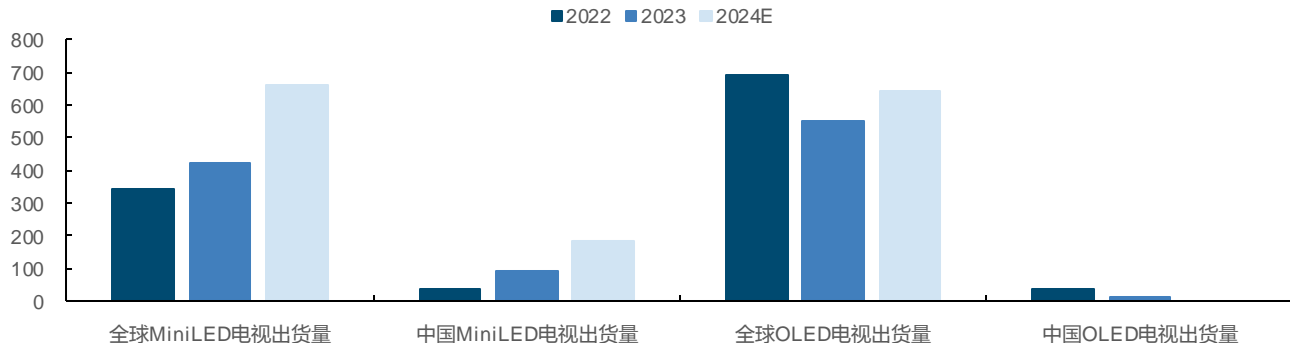


资料来源：Omidia，国金证券研究所

## 方向三：推荐国牌市占率稳步提升、产品结构持续优化的黑电板块

- 全球高端电视以OLED主导，日韩品牌技术优势显著，根据洛图科技，2023年LGE、Sony、Samsung垄断全球OLED电视市场，合并出货量达85.5%/+3.5pct。2023年全球OLED电视出货销量548万台，同比-20.6%，渗透率达2.7%；预计2024年达640万台，同比+17%。
- MiniLED技术发展给予国产品牌高端产线突围机遇。**近年来MiniLED路线技术成熟度提升，能实现不亚于OLED显示效果、但成本更低且持续下探，给了国产品牌在高端化产线的突围机会，未来降本节奏或影响竞争走向。2023年MiniLED电视全球市场三星排名第一，出货量达198万台，占比46.6%，TCL出货量第二，出货接近百万台，占比达22.2%。全球MiniLED电视出货量达到425万台，同比+24.7%，渗透率达2.1%；预计2024年增幅将扩大，规模或至659万台，出货量或首次超OLED电视；国内市场Mini LED电视销量达92万台，同比增长140%，预计2024年或达185万台，同比+101%。

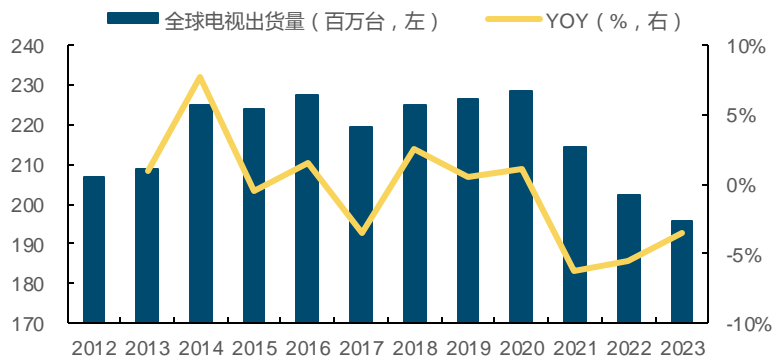
MiniLED电视出货量快速增长（万台）



## 方向三：推荐国牌市占率稳步提升、产品结构持续优化的黑电板块

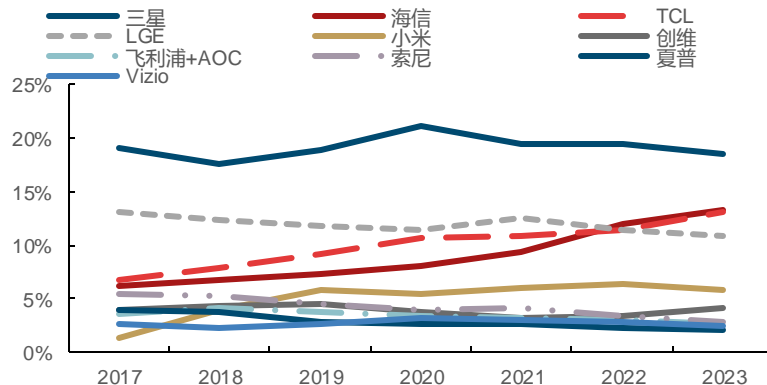
- 短期体育赛事刺激需求：巴黎奥运会将于7月底开幕，通过复盘过去年份电视出货数据，我们能够发现诸如世界杯（2014、2018年）、奥运会（2016年）等赛事对于电视出货或具有一定催化作用，建议关注黑电主题投资机会。
- **海信视像**：国内黑电龙头，发力全球。根据奥维睿沃统计，2023年海信系全球出货量市占率为13.23%，同比提升1.17pct，位居行业第二，其背后则是海信产品力和品牌力提升、面板产业在国内集中之后供应链能力的提升，以及公司通过体育营销等方式满足海外消费者需求。公司坚持“百吋领航”的市场策略，持续优化产品结构，坚定推动行业向高端化和大屏化升级。据奥维睿沃数据，2023年全球/中国内地100英寸及以上电视市场，海信系出货量市占率分别为44.75%/61.64%，高居全球及国内双第一。此外公司发力新显示业务，新型产业动能有望加速释放。

### 全球电视出货量及增速



资料来源：奥维睿沃，国金证券研究所

### 海信视像、TCL全球市占率持续提升



资料来源：奥维睿沃，国金证券研究所

## 方向四：可选消费底部挖掘，看好强拓品、营销实力的龙头企业

- 从收入端来看，以内销为主的小家电企业23年初至今表现较为承压，仅有部分小家电企业乘抖音渠道红利，表现出较快增速，例如倍轻松、小熊电器。近年来小家电行业先后经历了传统电商红利、公共卫生事件下居家需求释放、内容电商红利等黄金增长阶段，催生了大量中小品牌入局，展望后市，考虑到内销需求相对平淡、行业进入存量竞争阶段，抖音渠道从红利期转向流量争夺期，渠道红利边际递减，我们认为中小品牌生存难度进一步提升，中长期家电格局有望逐步改善。**若24下半年在内销行业低基数下需求端有所恢复，将为小家电企业带来β行情，更加利好拥有强拓品能力、营销实力、内部持续提效的小家电龙头企业，建议关注极米科技、小熊电器。**
- **极米科技**：行业龙头地位稳固，经营边际拐点显现。根据国金数字lab，单4月公司线上销额/销量同比+7.2%/+12.2%，增速近一年来首次转正。销售数据表现良好主因1) 去年同期低基数；2) 公司新品投放见效，便携版Play 3、Play 5 (1799元) 成为爆款，高端RS系列受众稳定；3) 产品补齐及渠道完善效果持续释放。预计Q2价端仍或有承压，低毛利率产品结构性占比提升，但进入Q3基数抹平+新品放量+海外占比提升，基本面拐点接近。因融资困境投放有所收缩，DLP投影格局向好，同时核心零部件芯片成本下降，海外高毛利占比逐步提升，未来盈利有望改善。
- **小熊电器**：看好公司收入持续增长，经营提质增效。公司深入了解年轻人需求，产品创意设计开发能力出色，产品颜值高符合当下女性消费主导趋势，拓展婴童+个护品类，有望持续提供爆品支撑收入持续增长。可期待出海进程。公司精品化战略持续推进，货架与兴趣电商协同发展趋势+规模效应释放下抖音渠道ROI有望提升，看好公司整体经营提质增效。

# 03 投资建议

---

- 1) 长期价值投资，稳健性突出的白电板块：具备稳定高分红+业绩增长确定性+低估值特征，价投优选。稳定高分红：家电龙头企业重视股东回报，龙头企业有提升现金分红比例的趋势。确定性：从行业格局的角度来看，规模优势下白电行业竞争格局集中、龙头地位稳固。从行业需求角度来看，过往市场认为在地产下行、人口红利减弱的趋势下大家电企业增长动力不足，我们认为出海以及国内以旧换新是大家电企业未来确定性增长的两个大方向。低估值：大家电板块估值普遍处于较低水平，我们认为在较强的业绩增长确定性以及国九条的影响下，大家电板块估值中枢有望持续提升，看好家电龙头长期投资价值。建议关注**海尔智家、美的集团、海信家电、长虹美菱、TCL智家**。
- 2) 出口小家电高景气度，寻找结构性增量：自主品牌出海方面，看好扫地机出海赛道，兼具海外高端产品渗透率提升( $\beta$ )与国牌市占率提升( $\alpha$ )的逻辑，推荐**石头科技、科沃斯**。外销代工方面，看好24年下游零售商补库周期下，自身拓品拓渠道进展良好、客户成长性和竞争力较强的企业。推荐**欧圣电气**，建议关注**德昌股份**。
- 3) 黑电关注出海+结构优化：国牌技术已经与韩系拉平甚至赶超，MiniLED技术有望给予国牌高端化突围机遇，国牌持续在海外投入营销资源，提升品牌影响，市占率稳步提升，此外近年行业大屏化趋势显著，利于提升产品均价以及公司盈利水平。建议关注**海信视像、TCL电子**。
- 4) 可选消费底部挖掘，看好强拓品、强营销实力小家电企业：考虑到内销需求相对平淡、行业进入存量竞争阶段，抖音渠道从红利期转向流量争夺期，渠道红利边际递减，我们认为中小品牌生存难度进一步提升，中长期家电格局有望逐步改善，更加利好拥有强拓品能力、营销实力、内部持续提效的龙头企业。建议关注**极米科技、小熊电器**。

# 04 风险提示

---

- **海内外需求波动的风险。**当供给端新品推新力度不足、叠加下游需求在宏观环境影响下转弱，则行业有可能出现增长不及预期甚至下滑的风险，进而影响上市公司的盈利状况。。
- **行业竞争加剧。**若行业发生价格战等情况，或对公司经营情况产生负面影响，进而影响公司利润水平。
- **汇率波动风险。**汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑损益变动与外销毛利率变动，进而影响公司利润水平。汇率波动风险。
- **关税风险。**当前全球宏观经济环境复杂，如果海外国家关税政策出现变化，会对我国出口企业利润产生一定影响。
- **原材料价格波动风险。**如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致企业的毛利率出现大幅波动，对企业的盈利能力造成不利影响。

# 特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题