



# 家电行业 2025 年度策略

**买入（维持评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

国金证券研究所

 分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：王刚（执业 S1130524080001）  
 zhaozhongping@gjzq.com.cn wang\_g@gjzq.com.cn

 联系人：蔡润泽  
 cairunze@gjzq.com.cn

## 精选优质出口龙头，把握内销政策催化

### 板块复盘及思考

**内需方面**，1) 以旧换新拉动效果良好，9、10 月家电社零增速大幅跑赢整体。主要家电品类内销量、价均有明显提升，终端动销大幅提速，9 月、10 月我国家电社零同比分别+20.5%、39.2%，增速环比分别提升 17.1pct、18.7pct，显著跑赢内需整体；2) 补贴消耗速度超预期，预计对 24H2 家电内销拉动幅度达 15%左右。据商务部公布的数据，我们推算截至 11 月 11 日家电已使用约 280 亿补贴，若本次家电可享受的补贴总金额为 300 亿、平均补贴率 18%，我们测算本轮政策有望额外拉动 448 亿的更新需求，对我国下半年家电内销的拉动幅度有望达到 14.8%。3) **更新需求并未透支，25 年政策明确加码，家电需求有望稳步修复。**截至 2023 年末，8 年机龄以上的空、冰、洗、电视、油烟机五类产品累计约 5.6 亿台，结合产业在线及商务部数据，我们估算今年这 5 类产品内销量合计约 2 亿台左右，待换新的家电产品需求仍然较大，需求并未透支，政策引导下积压的换新需求有望回归正常释放节奏，我们测算政策续作下明年家电主要品类仍有望实现小个位数增长。

**外需方面**，24 年家电出口高增，1-10 月累计出口量同比+22.2%，1) **成熟市场：需求回暖，降息周期下有望进一步提升。**美国市场自 23Q3 起的家电订单仍在释放，24 年 1-10 月美国冰洗出口累计同比+22%，空调出口 5 月回正后延续高增；欧洲市场通胀回落下零售持续改善，据 Arçelik，欧洲家电需求 23Q2 以来持续修复，2024 年 1-8 月东欧、西欧核心大家电累计分别+11%、+1%。展望后续，降息周期下地产对家电的拉动效果有望增强，考虑到美国库存健康，欧洲需求逐季回暖，我们预计成熟市场家电需求将进一步改善。2) **新兴市场：需求延续，长期具备成长性。**新兴市场家电需求旺盛，24 年 1-10 月南美、东南亚空调/冰冷累计出货分别+53%/+56%、+38%/11%。展望后续，渗透率提升逻辑下新兴市场家电需求有望持续增长，以印尼、菲律宾为例，我们测算其空、冰、洗中长期需求增速中枢分别在 10%、7%、5%左右，越南、泰国、马来西亚等市场同样存在不错的增长潜力。

### 投资主线

**投资主线一：具备强竞争优势+产业周期向上的品牌出海。**品牌出海主线我们重点看好两大方向：1) 高成长潜力+国产品牌全球份额快速扩张的扫地机板块，2) 产业周期向上+受益于北美降息的 OPE 赛道。

**投资主线二：以旧换新政策加码下的黑白电资产。**国补政策以来大家电需求明显回暖，量、价提升明显，份额向头部企业集中，以旧换新潜在释放空间仍然较大，明年政策延续下有望保持稳健增长。

**投资主线三：基本面触底+政策刺激下的地产后周期。**厨电行业基本面底部已现，在以旧换新政策刺激+地产政策不断托底的背景下，厨电行业具备较强的修复弹性。

### 风险提示

海内外需求波动、行业竞争加剧、原材料价格波动、汇率波动、关税波动风险。



## 内容目录

1、板块复盘与思考：以旧换新提振内销，新兴市场拉动外销.....	6
1.1、家电板块：大幅跑赢大盘，超额收益明显.....	6
1.2、家电内销：以旧换新以来持续修复.....	7
1.3、家电出口：欧美回暖+新兴地区需求延续下家电出口表现亮眼.....	10
2、投资主线.....	15
2.1、投资主线一：具备强竞争优势的出口链优质标的，看好扫地机、OPE 赛道.....	15
2.2、投资主线二：以旧换新政策加码下的黑白电龙头.....	20
2.3、投资主线三：以旧换新+政策刺激下的地产后周期.....	27
3、投资建议.....	30
4、风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1： 家电板块 2024 年累计收益率为+24.5%.....	6
图表 2： 家电细分板块年初至今涨跌幅，黑电、白电表现优异.....	6
图表 3： 年初至今家电 PE 逐步回升，但仍处于 10 年均值以下（单位：倍）.....	6
图表 4： 家电细分赛道 PE TTM 估值水平分化（单位：倍）.....	6
图表 5： 24 年 9 月、10 月家电社零同比分别+20.5%、+39.2%.....	7
图表 6： 24 年 9 月、10 月我国社零总额同比分别+3.2%、+4.8%.....	7
图表 7： 国补对家电拉动效果明显，9-10 月量、价较前 8 个月均有明显提升.....	7
图表 8： 国补以来主要家电品类集中度明显提升.....	8
图表 9： 国补以来油烟机、扫地机线上集中度提升最大.....	8
图表 10： 消费者积极参与，本轮补贴消耗速度较快.....	8
图表 11： 2023 年家电更新需求规模测算.....	8
图表 12： 以旧换新”政策对我国 24 年家电内销拉动测算.....	8
图表 13： 我国有换新潜力的大家电产品规模庞大.....	9
图表 14： 家电更新需求占主导，政策引导下积压的需求有望回归正常释放节奏.....	9
图表 15： 24 年初至今我国家电出口量累计同比+22.2%.....	10
图表 16： 24 冷年新兴市场空调增速明显快于成熟市场.....	10
图表 17： 美国市场家电销售增速与成屋销售增速存在明显的滞后关系.....	10
图表 18： 美国家电零售商库销比已经回落至正常水平.....	10
图表 19： 22Q2 以来欧洲核心家电市场出货降幅逐季收窄.....	11
图表 20： 24 年东西欧核心大家电累计出货量均实现正增长.....	11
图表 21： 2023 东南亚人口基数约为我国的 48%.....	11



图表 22:	东南亚重点国家空调渗透率仍有较大提升空间	11
图表 23:	马来西亚、印尼、菲律宾冰箱渗透率仍有较大提升空间	12
图表 24:	印尼、菲律宾洗衣机渗透率仍有较大提升空间	12
图表 25:	越南、泰国、印尼、菲律宾经济发展水平与我国 2010 年时期类似	12
图表 26:	近五年东南亚重点国家白电销量 CAGR 多为正增长	12
图表 27:	东南亚重点国家空调市场增速中枢测算	13
图表 28:	我国品牌在东南亚空调市场占有率约在 20%-30%	13
图表 29:	东南亚重点国家冰箱市场增速中枢测算	13
图表 30:	我国品牌冰箱在泰国、越南占有率相对更高	14
图表 31:	东南亚重点国家洗衣机市场增速中枢测算	14
图表 32:	我国品牌洗衣机在越南、马来西亚相对更强势	14
图表 33:	24 年扫地机呈现较好成长性	15
图表 34:	扫地机主要公司双十一实现高速增长	15
图表 35:	24Q4 扫地机线上销量预计同比+30%，全年预计同比+22%	15
图表 36:	扫地机 25 年行业销量预计同比+15%	15
图表 37:	24M1-M10 石头科技线上分价位段销售表现	16
图表 38:	24M1-M10 科沃斯线上分价位段销售表现	16
图表 39:	24 年 1-10 月线上累计销额 Top20 机型	16
图表 40:	扫地机头部厂商份额变化	17
图表 41:	扫地机市场集中度进一步提升	17
图表 42:	近年海外市场扫地机器人发展较快	17
图表 43:	当前中国品牌扫地机器人各区域市占率	17
图表 44:	石头科技内销市占率持续提升	18
图表 45:	石头科技在 24Q2 出货量登顶全球第一	18
图表 46:	美国建材、园林设备零售和库存	18
图表 47:	碳酸锂价格经历历史级别的暴涨暴跌（单位：万元/吨）	18
图表 48:	24 年以来各 OPE 厂商营收同比增速回升	18
图表 49:	美国地产销售与利率负相关	19
图表 50:	北美工具需求与地产景气度关联度高	19
图表 51:	公司 24 年 H1 业绩实现较快增长	19
图表 52:	EGO 的 56V 平台功率和续航为同行最佳水平	19
图表 53:	24Q1-Q3 收入迎来修复，但利润率仍承压（单位：亿元）	20
图表 54:	格力博与 Toro 商用锂电骑乘式割草车对比	20
图表 55:	2024 年 1-9 月空、冰、洗内销出货情况	20
图表 56:	双 11 前两周空冰洗线上一级能效产品份额提升	21



图表 57:	24 年双 11 前两周 (10 月 14 日至 10 月 27 日) 大家电量价同比均有提升.....	21
图表 58:	预计白电 24Q4 出货量同比双位数左右增长, 全年有望实现个位数增长.....	21
图表 59:	24 年空调、冰箱出货基数呈现“两头高、中间低”的态势.....	21
图表 60:	2024 年 1-9 月空、冰、洗外销出货情况.....	21
图表 61:	年初至今空调出口金额数量及增速.....	22
图表 62:	欧洲、北美、新兴国家空调出口数量占比.....	22
图表 63:	年初至今冰冷出口金额数量及增速.....	22
图表 64:	欧洲、北美、新兴国家冰冷出口数量占比.....	22
图表 65:	三季度美的营收、利润均实现较好增长.....	23
图表 66:	KUKA 已重回增长区间, B 端转型有望加速兑现.....	23
图表 67:	24 年以来海尔利润持续增长.....	23
图表 68:	23Q1 以来海尔已实现连续 7 个季度毛利率同比提升.....	23
图表 69:	8 月以来海信空调内销出货已有所好转.....	24
图表 70:	Q3 铜、铝价格有所回落.....	24
图表 71:	年初以来黑电出货端压力较大.....	24
图表 72:	国补以来份额向龙头集中.....	24
图表 73:	国补以来电视消费结构提升, 量、额增长明显.....	25
图表 74:	国内电视销量及同比.....	25
图表 75:	国内电视销额及同比.....	25
图表 76:	全球 TV 季度出货规模及同比表现.....	25
图表 77:	24Q3 全球 TV 区域出货规模及同比表现.....	25
图表 78:	24Q3 主要 TV 品牌出货规模及同比表现.....	26
图表 79:	欧洲 TV 季度出货规模及同比表现.....	26
图表 80:	北美 TV 季度出货规模及同比表现.....	26
图表 81:	年初以来海信系线下份额持续扩张.....	27
图表 82:	2023 年以来海信在北美价格指数持续提升.....	27
图表 83:	9 月以来 TCL 线上销量同比增速领先.....	27
图表 84:	24Q3 TCL 出货量同比+17.4%, 增速居行业前列.....	27
图表 85:	9 月油烟机全渠道销售大幅反弹.....	28
图表 86:	9 月灶具全渠道销售大幅反弹.....	28
图表 87:	24 年 10 月全国商品房单月销售面积同比-1.6%.....	28
图表 88:	24 年 10 月全国商品房单月销售均价同比+0.6%, 环比提升 10.3%.....	28
图表 89:	线上油烟机老板销额占比较年初+4.8pct.....	29
图表 90:	线下油烟机老板销额占比较年初+3.7pct.....	29
图表 91:	老板电器估值处于低位.....	29



图表 92: 年初至今华帝油烟机内销增速跑赢行业..... 29

图表 93: 线下油烟机老板销额占比较年初+3.7pct..... 29



# 1、板块复盘与思考：以旧换新提振内销，新兴市场拉动外销

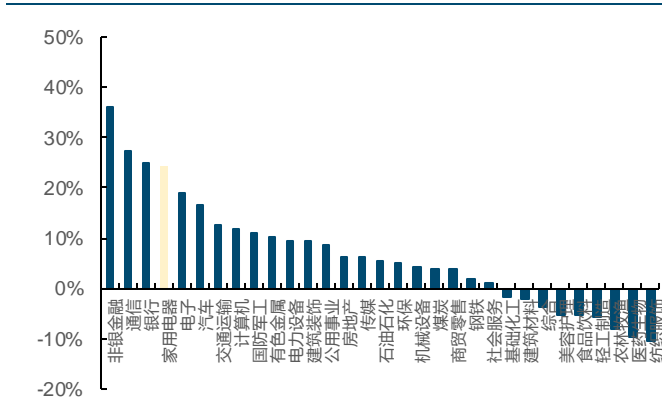
## 1.1、家电板块：大幅跑赢大盘，超额收益明显

年初至今家电板块大幅跑赢大盘：截至 2024 年 11 月 15 日，申万家用电器行业指数上涨 24.5%，相对沪深 300 实现 8.9% 的超额收益，涨跌幅位居所有申万一级行业第四。

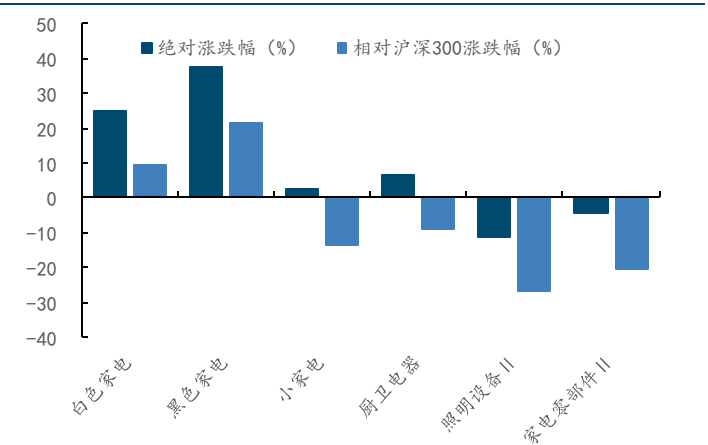
细分赛道分化，黑电、白电表现优异：截至 2024 年 11 月 15 日，细分赛道涨跌幅从高到低排序为黑电 (+37.3%)、白电 (+25.0%)、厨电 (+6.4%)、小家电 (+2.2%)、家电零部件 (-4.6%)、照明设备 (-11.3%)。

图表1：家电板块 2024 年累计收益率为+24.5%

图表2：家电细分板块年初至今涨跌幅，黑电、白电表现优异



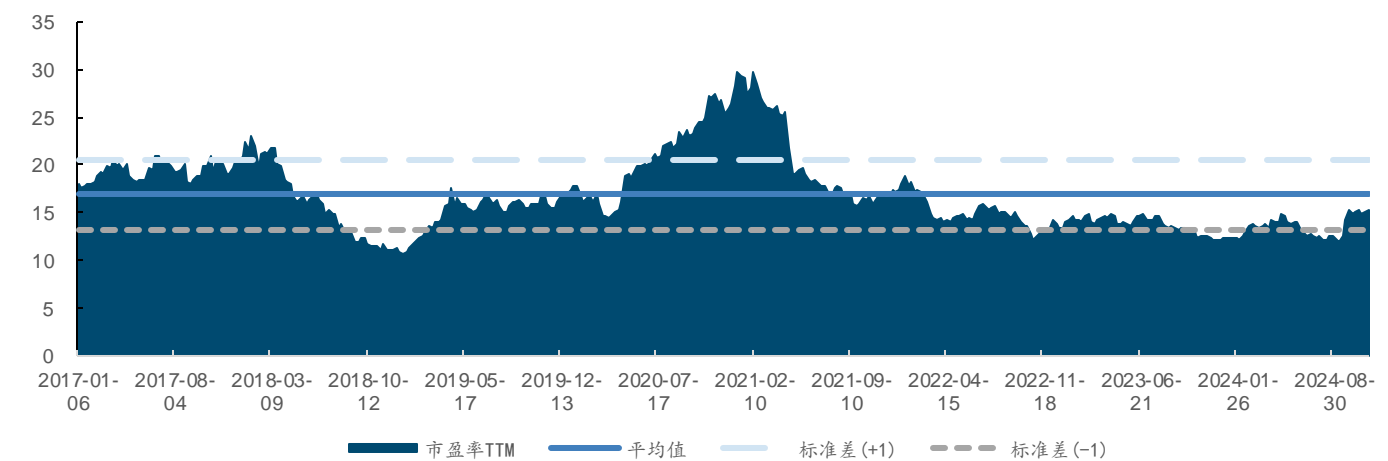
来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

年初至今家电估值逐步提升，但仍处于 10 年期均值以下。截至 2024 年 11 月 15 日，家用电器（申万）PE TTM 由年初的 12.3 倍升至 15.3 倍，仍处于 10 年期平均值以下区间。分赛道看，白电虽然今年涨幅较大，但估值分位仍在近 10 年的 20% 左右，小家电估值亦明显承压。

图表3：年初至今家电 PE 逐步回升，但仍处于 10 年均值以下（单位：倍）



来源：wind，国金证券研究所

图表4：家电细分赛道 PE TTM 估值水平分化（单位：倍）

	区间 20 分位市盈率 (PE, TTM)	区间 80 分位市盈率 (PE, TTM)	最新市盈率
白色家电	11.7	18.3	12.2
黑色家电	21.6	37.3	42.1



	区间 20 分位市盈率 (PE, TTM)	区间 80 分位市盈率 (PE, TTM)	最新市盈率
小家电	23.6	42.3	22.6
厨卫电器	16.7	31.8	18.9
照明设备 II	20.1	37.3	31.9
家电零部件 II	26.9	48.4	31.5

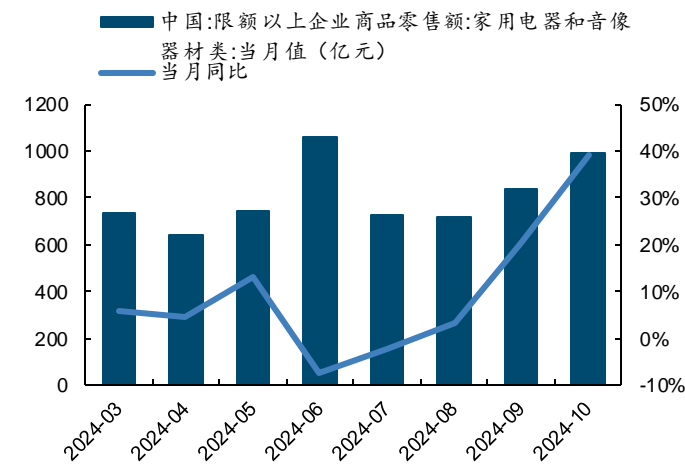
来源: wind, 国金证券研究所

## 1.2、家电内销：以旧换新以来持续修复

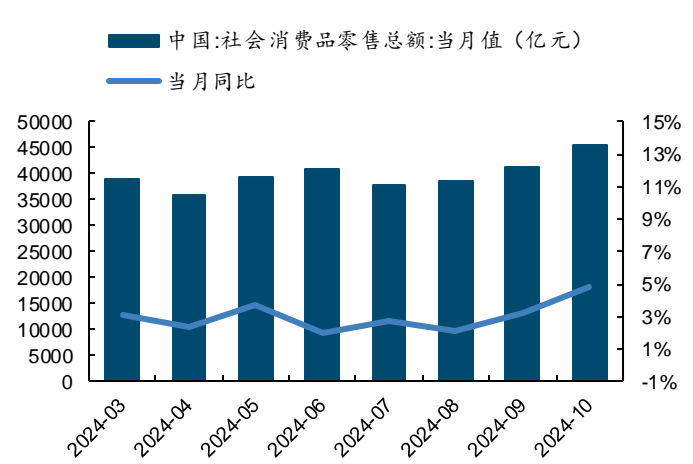
上半年家电社零表现有所波动，以旧换新以来持续修复。上半年家电社零表现有所波动，年初至5月家电社零累计同增7%，但受到618大促节奏提前的影响，6月增速转负，8月以来在以旧换新政策带动下家电消费明显提速，主要家电品类量、价均有明显提升，9-10月家电社零增速大幅跑赢整体，月度增长提速，10月家电社零同比+39.2%，环比+18.1%。

图表5: 24年9月、10月家电社零同比分别+20.5%、+39.2%

图表6: 24年9月、10月我国社零总额同比分别+3.2%、+4.8%



来源: wind, 国金证券研究所



来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 国补对家电拉动效果明显, 9-10月量、价较前8个月均有明显提升。

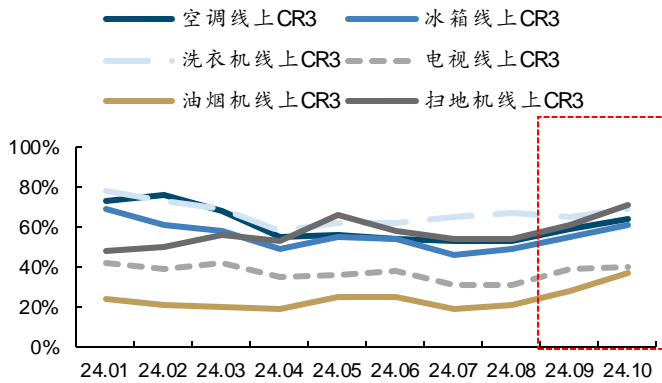
	2024年1-8月		2024年9月		2024年10月	
	线上销额同比	线上均价同比	线上销额同比	均价同比	线上销额同比	均价同比
空调	-4%	3%	81.6%	3.0%	48.1%	5.7%
冰箱	2%	-1%	45.0%	7.4%	51.7%	14.0%
洗衣机	6%	4%	27.4%	2.8%	25.2%	4.0%
电视	3%	-13%	38.3%	15.8%	54.9%	12.5%
油烟机	1%	-2%	53.9%	1.8%	40.6%	10.4%
集成灶	-42%	10%	-27.6%	2.9%	-15.6%	1.4%
扫地机器人	21%	-3%	23.7%	0.5%	129.6%	8.0%

来源: 奥维云网, 国金证券研究所

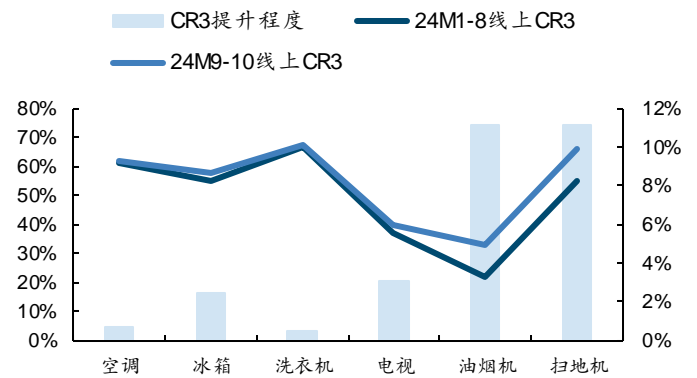
龙头充分受益国补政策, 8月以来集中度明显提升。国补政策落地以来, 主要家电品类集中度均有不同程度的提升, 其中空、冰、洗、电视9-10月线上CR3较前8个月有小个位数的提升, 油烟机、扫地机两个品类格局优化最明显, 集中度提升11pct左右。



图表8: 国补以来主要家电品类集中度明显提升



图表9: 国补以来油烟机、扫地机线上集中度提升最大



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

来源: 奥维云网, 国金证券研究所

消费者参与度较高, 补贴消耗进度超预期。从商务部公布的数据来看, 截至11月11日, 已有2160.8万名消费者购买8大类家电产品3271.9万台, 根据前期披露的数据推算, 我们预计总销售金额超过1400亿, 消耗补贴280亿左右。

图表10: 消费者积极参与, 本轮补贴消耗速度较快

截止日期	交易笔数 (万)	销售金额 (亿元)	补贴金额 (亿元)	补贴率 (%)	单笔补贴金额	均价 (元)	备注
10月15日	1462.4	690.9	131.7	19.1%	900.6	4724	1013.4万名消费者购买
10月16日	1564.0	733.6	139.6	19.0%	892.6	4691	1082.6万名消费者省购买
10月24日	1984.3	913.4	173.73	19.0%	875.5	4603	1363.5万名消费者购买
10月25日	2072.6	950.7	180.4	19.0%	870.4	4587	1420.3万名消费者省购买
11月8日	3045.8	1378	261.8	19.0%	859.6	4524	2025.7万名消费者购买
11月11日	3271.9	1472.4	279.7	19.0%	855	4500	2160.8万名消费者购买

来源: 商务部, 国金证券研究所 注: 标蓝数据为国金证券测算, 其余为商务部披露数据

根据我们的测算, 以奥维统计的空、冰、洗、电视、烟灶2023年终端内销量为基数, 假定均价分别为3500、3500、2500、3500、1200元, 各品类中更新需求占比分别为50%、70%、70%、70%、40%, 则常态下2023年更新总规模为3657亿元, 国补政策生效期间对应的更新规模为1219亿元。若以旧换新期间家电行业可享受的补贴总额为300亿、且全部消耗完, 按照每笔以旧换新订单平均补贴比例18%计算, 本次“以旧换新”政策有望额外拉动448亿的更新需求, 对我国下半年家电内销的拉动幅度有望达到14.8%。

图表11: 2023年家电更新需求规模测算

	内销量 (万台)	均价 (元)	内销规模 (亿元)	更新需求规模 (亿元)
家空	6000	3500	2100	1050
冰箱	4000	3500	1400	980
洗衣机	4000	2500	1000	700
彩电	3000	3500	1050	735
烟灶	4000	1200	480	192
合计	-	-	6030	3657

图表12: “以旧换新”政策对我国24年家电内销拉动测算

单位: 亿元	
补贴期间更新需求规模 (24M9-12)	1219
所需补贴总金额	219
<b>政策补贴总金额</b>	<b>300</b>
超额补贴金额	81
超额补贴拉动销额规模	448
<b>对家电下半年规模拉动幅度</b>	<b>14.8%</b>

来源: 奥维云网, 国金证券研究所测算 (注: 内销量采用奥维统计的终端数据)

来源: 奥维云网, 国金证券研究所测算 (注: 补贴假设中不含电脑)

更新需求并未透支, 待更新的家电数量庞大。假定8年以上的大家电产品存在换新潜力, 2023年空、冰、洗、电视、油烟机五类产品保有量分别为6.8、4.8、4.6、5.0、3.1亿台, 过去八年内销累计出货6.6、3.4、3.4、3.8、1.3亿



台，粗略估算使用年龄超过 8 年以上的产品规模分别为 0.16、1.4、1.2、1.2、1.8 亿台，合计超过 5.6 亿台，根据产业在线及商务部披露的数据估算，年初至 11 月 11 日，该五类产品 24 年总出货规模约 2.0 亿台左右，较有换新潜力的产品总规模仍有较大差值。考虑到商务部公布的数据中涵盖了热水器、电脑等品类，传统品类中待换新需求缺口可能会更大。

图表13: 我国有换新潜力的大家电产品规模庞大

单位: 万台	空调	冰箱	洗衣机	电视	油烟机	合计
2023 年总保有量	67755	48018	45603	50061	30868	242305
过去 8 年内销出货合计	66078	34337	33920	38183	13307	185825
8 年以上产品累计数量	1677	13681	11683	11878	17561	56480
24 年前 8 个月累计内销量	7766	2780	2673	2256	901	16376
以旧换新以来购买总量						3271
截至 11 月 11 日						19647
家电内销总量估算						

来源: wind, 商务部, 产业在线, 国金证券研究所

**25 年政策明确加码，内销有望延续增长。**11 月 8 日，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，财政部部长蓝佛安表示，结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策，加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模。若假定空调、冰洗、电视的常规更换周期分别为 8 年、10 年及 12 年，我们测算 2023 年空调、冰箱、洗衣机、电视更新需求占内销出货量比例应分别达到 85%、110%、108%、109%，政策引导下积压的换新需求有望回归正常释放节奏，我们预计 2025 年家电仍有望实现小个位数左右的增长。

图表14: 家电更新需求占主导，政策引导下积压的需求有望回归正常释放节奏

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
我国总人口 (万人)		140,541	141,008	141,212	141,260	141,175	140,967	140885	140761
平均每户人数		3.08	3.08	3.07	3.05	3.04	3.04	3.04	3.04
总户数 (万户)		45,630	45,782	45,997	46,315	46,439	46,371	46,344	46,303
每百户保有量 (台)	空调	109.30	115.64	117.74	131.20	133.90	145.90	156.71	166.27
	冰箱	98.76	100.90	101.80	103.90	104.20	103.40	103.94	103.95
	洗衣机	93.78	96.00	96.70	98.70	99.00	98.20	98.71	98.71
	电视	119.26	120.60	120.80	118.70	118.90	107.80	103.79	99.24
总保有量 (万台)	空调	49873	52943	54156	60765	62182	67655	72626	76990
	冰箱	45065	46194	46825	48121	48390	47947	48169	48133
	洗衣机	42792	43951	44479	45713	45975	45536	45744	45704
	电视	54419	55213	55565	54976	55216	49988	48098	45952
<b>更新周期假设</b>									
年度内销出货量 (万台)	空调	8584	9212	8028	8470	8430	9960	10209	10617
	冰箱	3975	4338	4270	4265	4123	4348	4500	4680
	洗衣机	4089	4493	4291	4453	4033	4200	4419	4640
	电视	5387	5340	4835	4082	3926	3816	3851	3928
潜在更新需求 (万台)	空调	6234	6618	6770	7596	7773	8457	9078	9624
	冰箱	4506	4619	4683	4812	4839	4795	4817	4813
	洗衣机	4279	4395	4448	4571	4597	4554	4574	4570
	电视	4535	4601	4630	4581	4601	4166	4008	3829
更新需求占年度出货比例	空调	73%	72%	84%	90%	92%	85%	89%	91%
	冰箱	113%	106%	110%	113%	117%	110%	107%	103%
	洗衣机	105%	98%	104%	103%	114%	108%	104%	99%
	电视	84%	86%	96%	112%	117%	109%	104%	97%

来源: wind, 产业在线, 国金证券研究所 注: 假设空调、冰洗、电视更新周期分别为 8 年、10 年、12 年

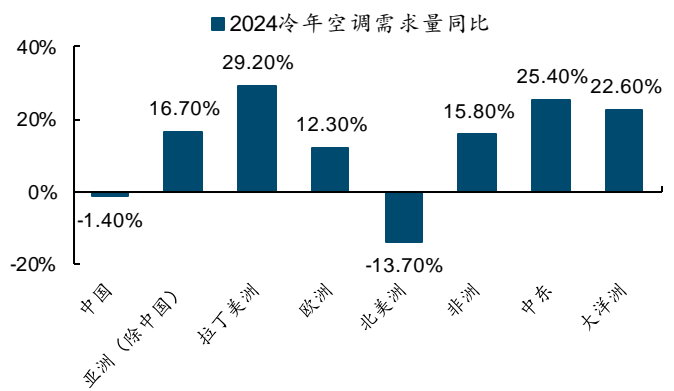
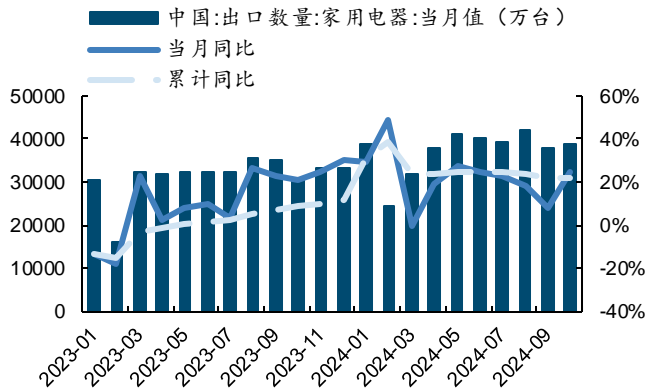


### 1.3、家电出口：欧美回暖+新兴地区需求延续下家电出口表现亮眼

24年初至今家电出口表现亮眼。今年1-10月家电累计出口数量/销额（美元）同比分别+22.2%/+14.5%，外销的高增长或与多种因素有关：1）成熟市场需求回暖，一方面美国市场冰洗自23Q3起的订单仍在释放，另一方面在通胀回落的环境下，欧洲居民消费意愿回升，零售明显回暖，2）新兴市场家电渗透率仍在提升，人口红利下需求延续增长。

图表15：24年初至今我国家电出口量累计同比+22.2%

图表16：24冷年新兴市场空调增速明显快于成熟市场



来源：海关总署，国金证券研究所

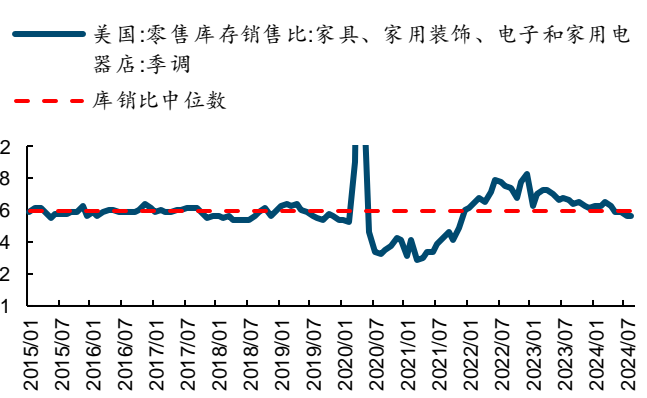
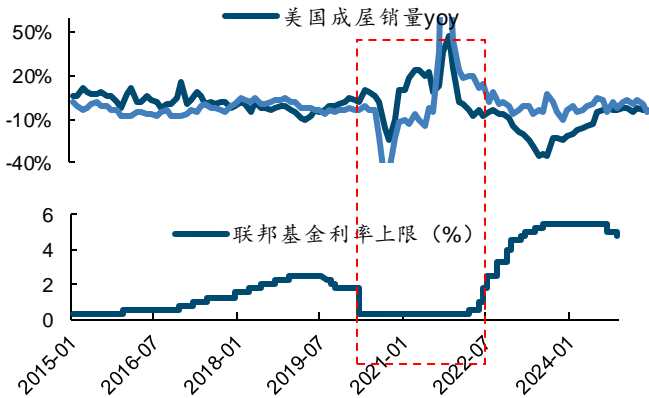
来源：产业在线，国金证券研究所

### 美国市场：降息周期+库存回落，家电消费需求有望延续

美国家电消费与成屋销量存在强相关性，从历史来看，降息对美国成屋销售有明显提振效果。美国家电零售商库销比最新数据回落至1.56，已低于2015以来的中位数水平，渠道库存水平健康+美国地产修复逻辑下，看好明年美国家电需求延续增长。

图表17：美国市场家电销售增速与成屋销售增速存在明显的滞后关系

图表18：美国家电零售商库销比已经回落至正常水平



来源：wind, Fred, 国金证券研究所

来源：wind, 国金证券研究所

### 欧洲市场：需求逐季好转，24年东、西欧均实现累计正增

2024年以来欧洲家电市场消费出现回暖迹象。参考Electrolux与Arçelik的公告，22Q3以来欧洲大家电出货好转，季度下滑幅度明显收窄，2024年西欧大家电增速转正，东欧延续恢复性增长态势，前八个月累计分别+1%、+11%。通胀回落+欧央行已开启降息的背景下，欧洲家电零售有望进一步改善。

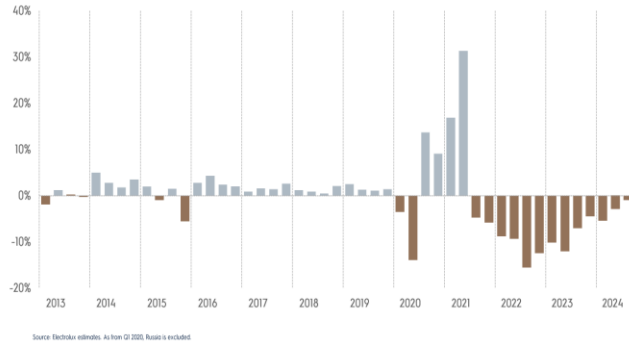


图表19: 22Q2 以来欧洲核心家电市场出货降幅逐季收窄

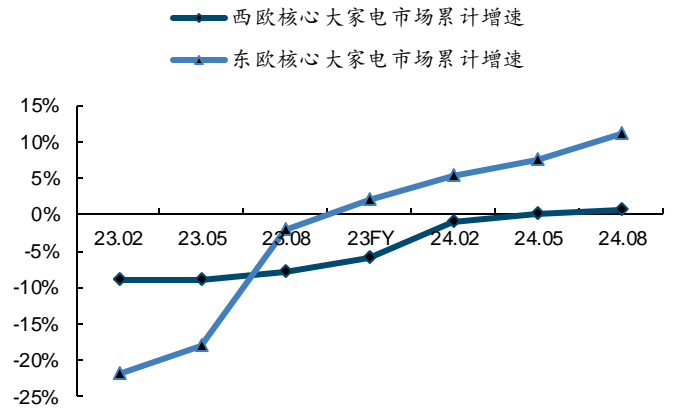
图表20: 24 年东西欧核心大家电累计出货量均实现正增长

European Core Appliances Market

Total European shipments, quarterly unit comparison y-o-y



来源: Electrolux 公司公告, 国金证券研究所



来源: Arçelik 公司公告, 国金证券研究所

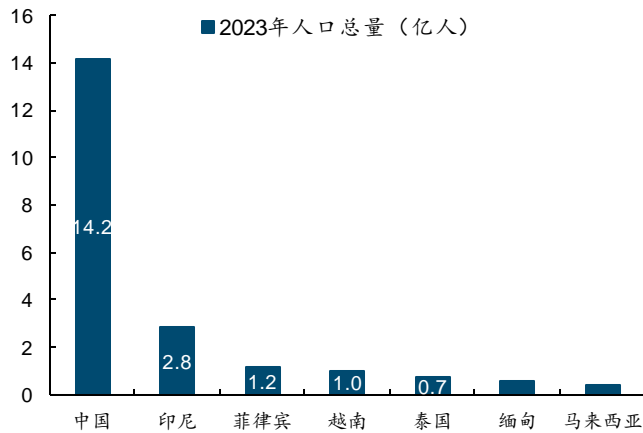
注: 核心大家电指 Arçelik 统计的家电品类中核心六类产品, 此处为量增速

新兴市场: 家电需求有望长期维持增长

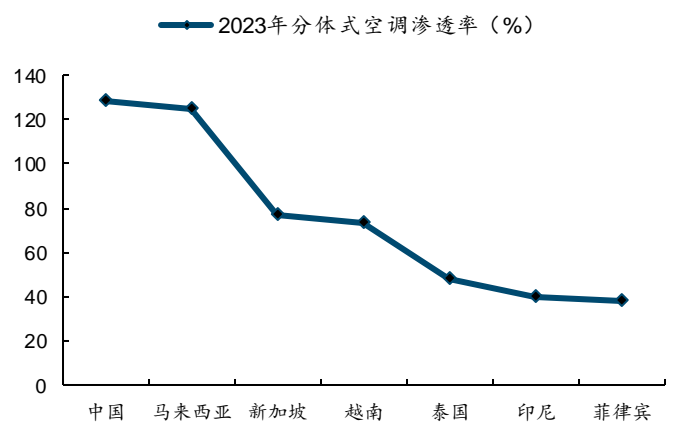
东南亚地区消费习惯与我国接近, 是我国家电出口的代表型市场, 本文中我们以东南亚为例尝试测算大家电市场的长期增速中枢。从人口来看, 东南亚人口总量庞大, 约为我国的一半, 家电的理论需求总量很大, 其中印尼、菲律宾、越南、泰国等市场中白电渗透率相较于我国仍有较大差距, 家电保有量仍处于提升阶段。

图表21: 2023 东南亚人口基数约为我国的 48%

图表22: 东南亚重点国家空调渗透率仍有较大提升空间



来源: World Population, 国金证券研究所

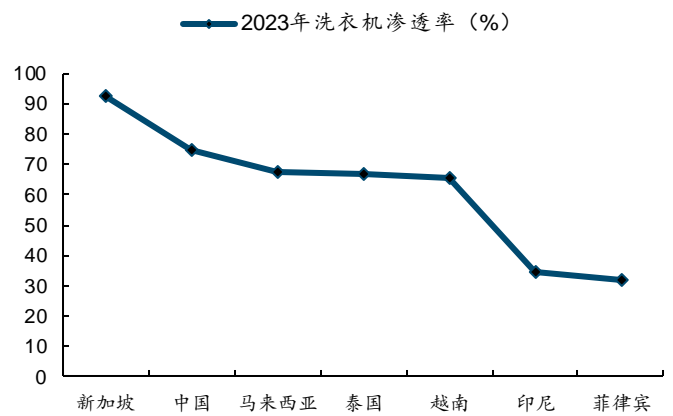
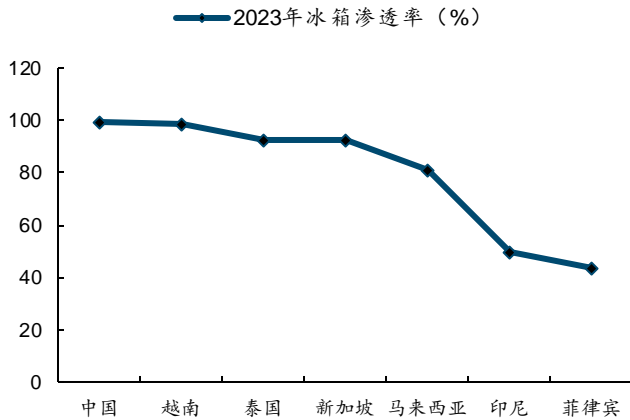


来源: 欧睿, 国金证券研究所 注: 考虑到国情不同, 菲律宾空调渗透率计算中含窗机



图表23: 马来西亚、印尼、菲律宾冰箱渗透率仍有较大提升空间

图表24: 印尼、菲律宾洗衣机渗透率仍有较大提升空间



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

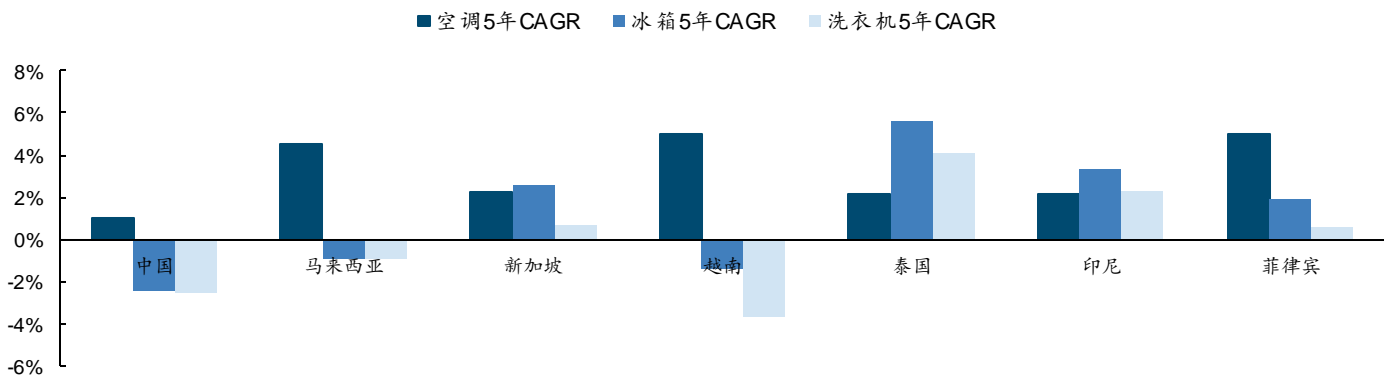
东南亚国家中越南、泰国、印尼、菲律宾经济发展阶段或可类比我国 2010 年时期, 近五年空冰洗出货增速中枢显著高于我国。从城镇化率及人均 GDP 的角度看, 越南、泰国、印尼、菲律宾等东南亚人口大国经济发展水平与我国 2010 年左右相当, 近五年大家电市场增速中枢明显高于我国, 其中泰国、印尼、菲律宾、新加坡近五年空冰洗复合增速均为正, 越南、马来西亚空调增长明显, 但冰洗略有下滑。

图表25: 越南、泰国、印尼、菲律宾经济发展水平与我国 2010 年时期类似

	2023 年 城镇化率	对标我国 城镇化时期	2023 年人均 GDP (美元)	对标我国 经济时期	近 8 年人均 GDP CAGR
中国	64.6%	-	12,614	-	5.8%
马来西亚	78.7%	-	11,649	2020-2021 年	2.3%
新加坡	100%	-	84,734	-	5.4%
越南	39.5%	2003 年	4,347	2010 年	6.7%
泰国	53.6%	2013 年	7,172	2013 年	2.9%
印尼	58.6%	2018 年	4,941	2010-2011 年	5.1%
菲律宾	48.3%	2009 年	3,726	2009 年	2.9%

来源: World Population Review, Macrotrends, World Bank, 国金证券研究所

图表26: 近五年东南亚重点国家白电销量 CAGR 多为正增长



来源: 欧睿, 国金证券研究所



**空调市场：整体具备不错的成长性，其中印尼、菲律宾、越南中长期成长中枢更高。**假设目标国家在相应时间周期内经济发展水平能达到我国 23 年的水平，对标我国当前的空调渗透率，在考虑人口结构的变化后，我们测算印尼、菲律宾、越南、泰国、马来西亚空调市场在对应周期内的复合增速分别为 9%、10%、5%、3%、2%。

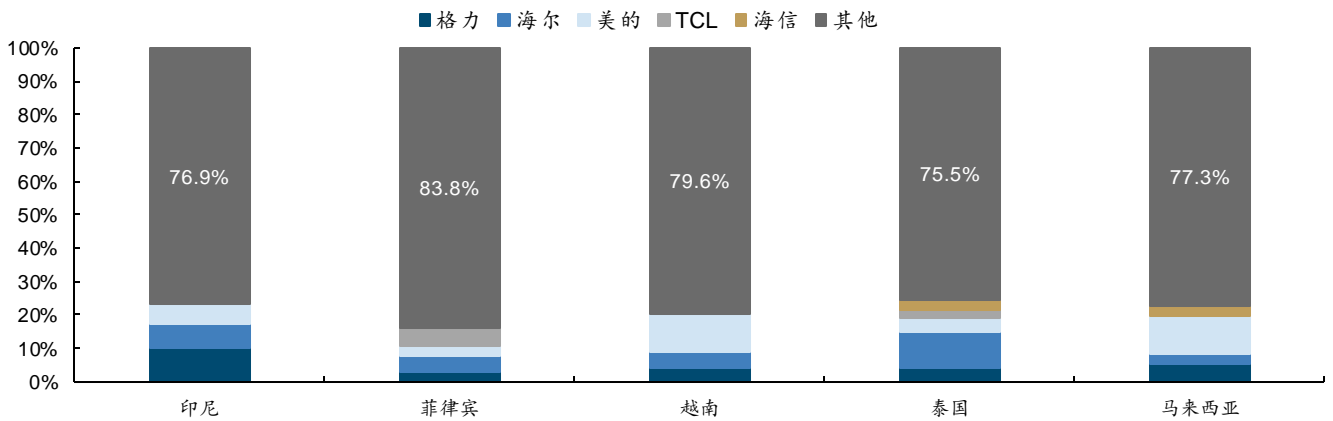
**我国品牌在东南亚重点国家空调市场占有率约在 20%-30%。**根据欧睿，东南亚重点国家的空调市场主要被日系企业占据，我国品牌整体占有率约在 20%-30%，考虑到我国企业在东南亚市场的产业链布局不断加强，预计增速长期快于市场整体。

图表27：东南亚重点国家空调市场增速中枢测算

	2023 人口总量 (万人)	2023 保有量 (万台)	目标 渗透率 (%)	达到目标 渗透率 所需年份	目标年份 人口总量 (万人)	目标 保有量 (万台)	保有量 提升比例	期间 CAGR
印尼	28120	13863	128	12	30460	39019	181%	9%
菲律宾	11490	4320	128	14	12470	15974	270%	10%
越南	10040	7379	128	13	10610	13591	84%	5%
泰国	7170	6654	128	10	7080	9069	36%	3%
马来西亚	3510	4388	128	3	3640	4663	6%	2%

来源：World Population Review, World Bank, 欧睿, 国金证券研究所测算 注：考虑到国情不同，菲律宾空调渗透率计算中含窗机

图表28：我国品牌在东南亚空调市场占有率约在 20%-30%



来源：欧睿，国金证券研究所

**冰箱市场：越南、泰国成熟度更高，印尼、菲律宾长期成长潜力较大。**根据欧睿，越南、泰国冰箱渗透率接近我国，市场相对成熟，印尼、菲律宾冰箱目前渗透率不到我国一半，预计长期有望保持较高增速，我们测算印尼、菲律宾、越南、泰国、马来西亚冰箱市场在对应周期内的复合增速分别为 7%、7%、0.5%、0.6%、9%。

**我国品牌在东南亚重点市场占有率表现分化，泰国、越南为相对强势市场。**根据欧睿，东南亚冰箱市场中日系、韩系及我国企业均占有相当份额，我国企业在泰国、越南相对强势，美的在泰国份额第一，海尔在越南份额第二。

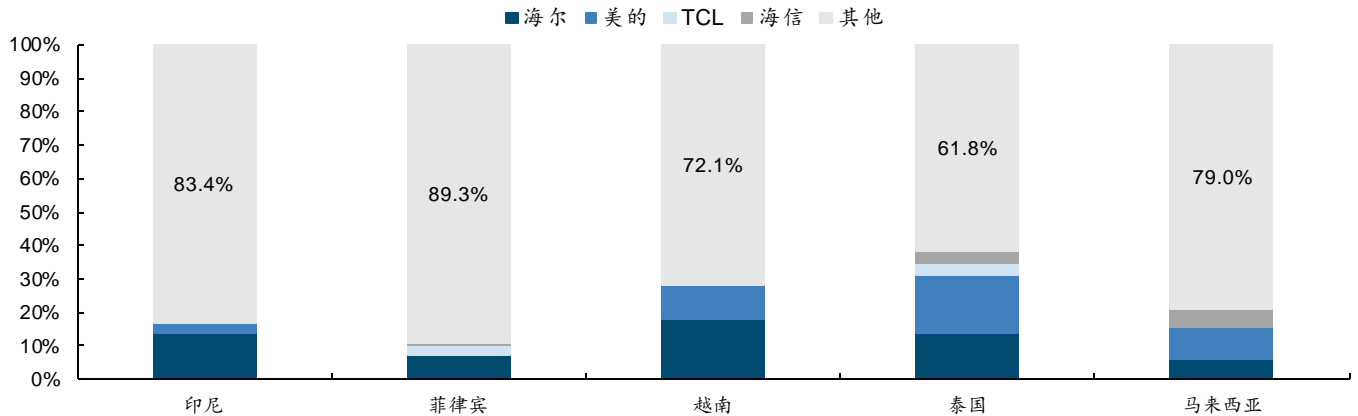
图表29：东南亚重点国家冰箱市场增速中枢测算

	2023 人口总量 (万人)	2023 保有量 (万台)	目标 渗透率 (%)	达到目标 渗透率 所需年份	目标年份 人口总量 (万人)	目标 保有量 (万台)	保有量 提升比例	期间 CAGR
印尼	28120	14032	99.5	12	30460	30308	116%	7%
菲律宾	11490	5044	99.5	14	12470	12408	146%	7%
越南	10040	9899	99.5	13	10610	10557	7%	0.5%
泰国	7170	6654	99.5	10	7080	7045	6%	0.6%
马来西亚	3510	2833	99.5	3	3640	3622	28%	9%

来源：World Population Review, World Bank, 欧睿, 国金证券研究所



图表30: 我国品牌冰箱在泰国、越南占有率相对更高



来源: 欧睿, 国金证券研究所

**洗衣机市场: 东南亚洗衣机市场发展与冰箱市场类似, 越南、泰国偏成熟, 印尼、菲律宾普及度偏低。**东南亚洗衣机普及率低于冰箱, 其中越南、泰国、马来西亚渗透率接近70%, 印尼、菲律宾渗透率仅略高于30%, 考虑到印尼、菲律宾雨季时长更长, 烘干需求较强, 公共洗衣房普及度高, 假设目标渗透率为东南亚其他国家的80%, 我们测算印尼、菲律宾、越南、泰国、马来西亚冰箱市场在对应周期内的复合增速分别为5.4%、5.2%、1.4%、1.0%、4.6%。

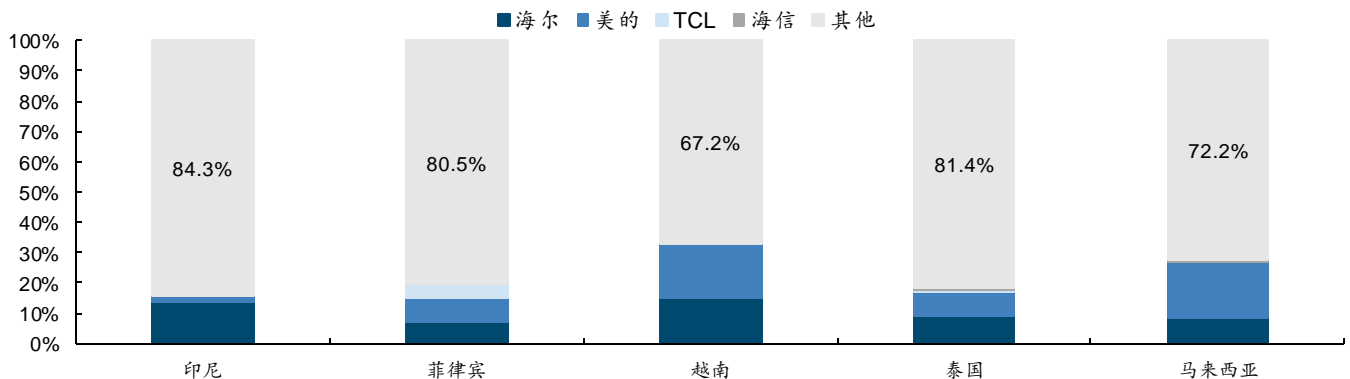
**泰国、马来西亚为我国洗衣机的相对强势市场。**东南亚洗衣机市场与冰箱竞争格局类似, 韩系、日系均有相当份额, 我国企业在泰国、马来西亚相对强势, 美的在马来西亚、越南份额排名第二, 海尔、美的在泰国位列前五。

图表31: 东南亚重点国家洗衣机市场增速中枢测算

	2023 人口总量 (万人)	2023 保有量 (万台)	目标 渗透率 (%)	达到目标 渗透率 所需年份	目标年份 人口总量 (万人)	目标 保有量 (万台)	保有量 提升比例	期间 CAGR
印尼	28120	9673	60	12	30460	22754	135%	5.4%
菲律宾	11490	3654	60	14	12470	9315	155%	5.2%
越南	10040	6606	75	13	10610	7926	20%	1.4%
泰国	7170	4790	75	10	7080	5289	10%	1.0%
马来西亚	3510	2376	75	3	3640	2719	14%	4.6%

来源: World Population Review, World Bank, 欧睿, 国金证券研究所测算

图表32: 我国品牌洗衣机在越南、马来西亚相对更强势



来源: 欧睿, 国金证券研究所



## 2、投资主线

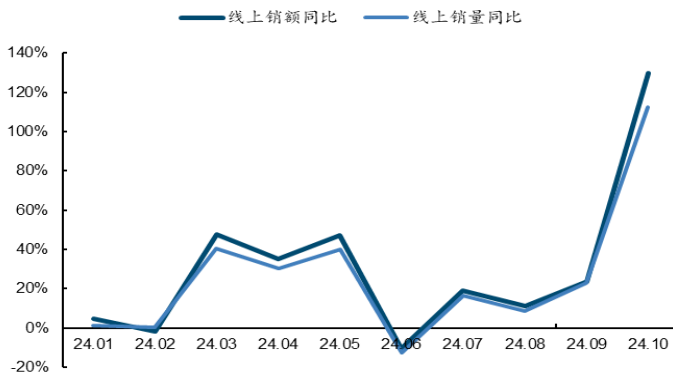
### 2.1、投资主线一：具备强竞争优势的出口链优质标的，看好扫地机、OPE 赛道

#### 2.1.1、扫地机：国产品牌全球份额快速扩张，成长潜力高

内销：国补政策前扫地机已呈现较好成长性，国补政策后进一步提速。24 年 1-8 月扫地机累计销量/销额分别同比+15.3%/+18.9%，在消费疲软环境下表现较为亮眼。9 月以来，随着国补政策落地，行业景气度进一步攀升，24 年 9 月/10 月行业销额分别同比+23.7%/129.6%。

图表33：24 年扫地机呈现较好成长性

图表34：扫地机主要公司双十一实现高速增长



2024年双十一战报	
石头	京东全品类销额同比+196%，抖音扫地机销额同比+105%、
追觅	全渠道销售额突破32亿元，扫地机销售额同比+170%以上，线下销售额1.3亿元，京东五星同比+680%以上
云鲸	全渠道销售额突破17亿元，同比+200%，销售目标完成超160%+；京东销额同比+500%，扫地机销售额同比+350%；天猫销额同比+40%；抖音全品牌销售额同比+55%。

来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：各公司公众号，国金证券研究所

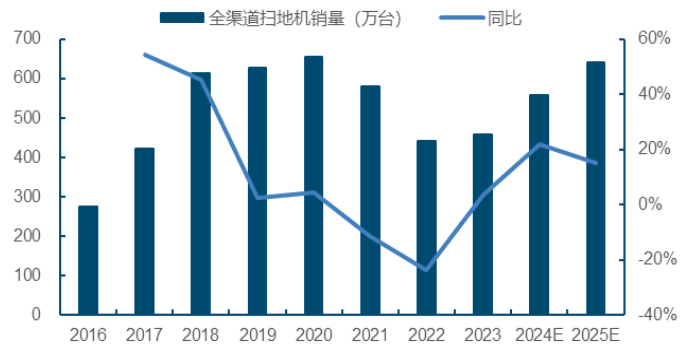
以价换量与更新需求作用下，预计 Q4 扫地机高增。24Q4 受益于以旧换新预计销量同比+30%，带来全年增速进一步提速，23Q4 奥维云线上扫地机销量约 122 万台（10/11/12 月为 50/52/20 万台），24 年 10 月受益于国补+双十一销售 106 万台（双十一大促提前），我们预计 Q4 整体实现销售同比+30%至 158 万台。

我们预计需求并未透支，2025 年扫地机行业有望延续较高成长。基于：1) 以价换量策略过去两年验证有效，明年预计龙头公司会继续推进价格带下沉刺激销量，2) 18-21 年为扫地机内销销量巅峰期，近几年扫地机产品持续升级迭代，更新需求有望持续释放的逻辑，我们认为扫地机 25 年仍具备不错的成长性。

图表35：24Q4 扫地机线上销量预计同比+30%，全年预计同比+22%

图表36：扫地机 25 年行业销量预计同比+15%

	2024H1	2024Q1-3	2024Q4E	2024E
扫地机线上销量 (万台)	159	213	158.3	371.3
YOY	16%	16%	30%	22%
全渠道销量 (万台)	239	320	238	558



来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

从行业竞争的角度看，扫地机从爆品走向多价位段竞争，石头科技表现突出。石头科技在各价位段均实现较高增长，在行业目前销售占比最高的 3500-4000 价位段零售额实现同比+87.6%，同时也进一步加大价格下沉，在 2500-3000 价位段零售额实现同比+262.7%。科沃斯 3-3.5k、5K+ 产品销额表现亮眼，同比+103.1%、+56.8%，但是其他价位段表现承压，4.5-5k、3.5-4k、2.5-3k 价格段产品销额均出现双位数下滑。



图表37: 24M1-M10 石头科技线上分价位段销售表现

价格段	零售额(万元)	同比增长率(%)	份额
2500-3000	24659.6	262.7%	8.4%
3000-3500	23717.6	-46.7%	8.0%
3500-4000	99960.8	87.6%	33.9%
4000-4500	42636.8	126.9%	14.5%
4500-5000	65728.3	84.0%	22.3%
5000+	34462.1	24.9%	11.7%

图表38: 24M1-M10 科沃斯线上分价位段销售表现

价格段	零售额(万元)	同比增长率(%)	份额
2500-3000	10786.6	-37.2%	4.0%
3000-3500	46098.9	103.1%	17.2%
3500-4000	56561.7	-33.6%	21.1%
4000-4500	37995.9	29.8%	14.2%
4500-5000	38298.6	-21.7%	14.3%
5000+	58980.7	56.8%	22.0%

来源: 奥维云网, 国金证券研究所

来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表39: 24年1-10月线上累计销额Top20机型

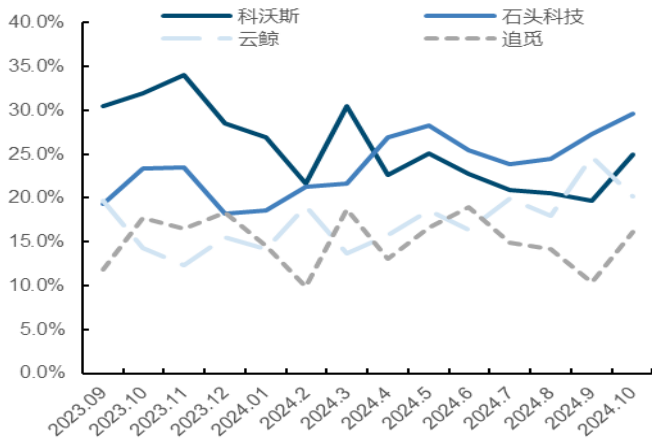
机型	品牌	零售额(亿元)	均价(元/台)	份额(%)
J4	云鲸	5.9	3502	5.4
P10S PRO	石头	5.2	3568	4.7
T30 PRO	科沃斯	5.0	3610	4.6
J5	云鲸	4.4	3724	4.0
P20 PRO(上下水版)	石头	4.2	4492	3.9
P20 PRO	石头	4.1	3822	3.7
P10S PRO(上下水版)	石头	3.7	4222	3.4
T50 PRO	科沃斯	3.1	3745	2.8
J5(上下水版)	云鲸	2.9	4183	2.6
T50 PRO(上下水版)	科沃斯	2.6	4301	2.4
S30 PRO ULTRA	追觅	2.2	3765	2.0
G20S(上下水版)	石头	2.2	5578	2.0
米家免洗扫拖机器人2	小米	2.1	1805	1.9
J4(上下水版)	云鲸	2.1	4113	1.9
X8 PRO PLUS AI(上下水版)	科沃斯	1.9	6292	1.7
S30 PRO ULTRA(上下水版)	追觅	1.7	4593	1.6
M30S	小米	1.7	2779	1.5
X5 PRO	科沃斯	1.7	4766	1.5
逍遥001	云鲸	1.6	5000	1.5
P10 PRO	石头	1.4	3665	1.3

来源: 奥维云网, 国金证券研究所

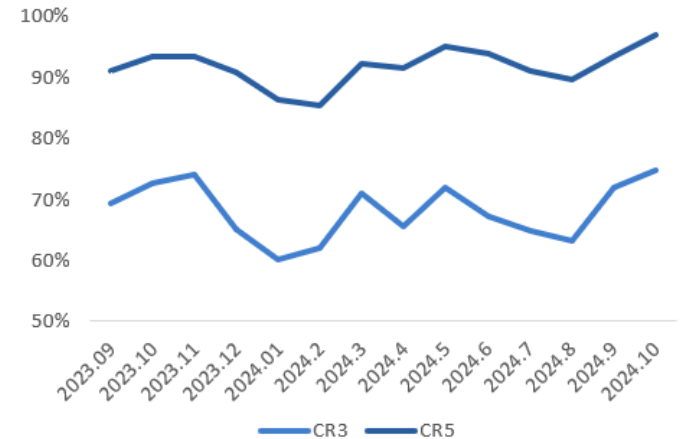
从市占率角度看, 国内线上市场集中度进一步提高, 石头科技份额持续提升。24年1-10月, 扫地机行业线上 CR3/CR5 进一步提升。分品牌看, 石头科技、云鲸份额提升较快, 其中石头科技由1月的18.6%提升至10月的29.6%, 云鲸由1月的14.1%提升至10月的20.2%。



图表40: 扫地机头部厂商份额变化



图表41: 扫地机市场集中度进一步提升

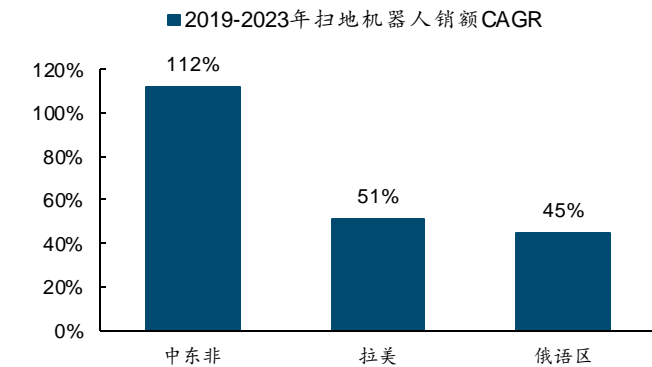


来源: 奥维云网, 国金证券研究所

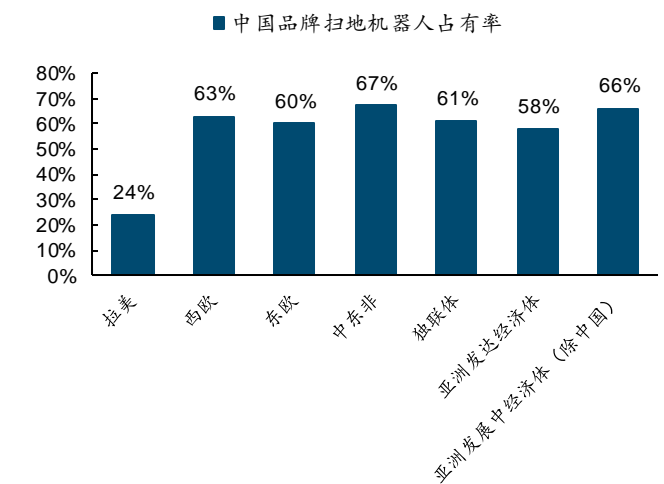
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

**外销: 扫地机海外持续扩容, 中国品牌主导产品结构升级。**当期中国市场扫地机器人的发展已经由基站型转向全能基站, 以石头科技为代表的国产品牌在海外市场通过优秀的产品力+品牌力持续扩大全球市场份额, 主导海外基站类产品渗透率提升。根据 IDC《全球智能家居设备市场季度跟踪报告, 2024 年第二季度》显示, 二季度全球智能扫地机器人出货 511.7 万台, 同比增长 15.7%。

图表42: 近年海外市场扫地机器人发展较快



图表43: 当前中国品牌扫地机器人各区域市占率



来源: GFK, 国金证券研究所

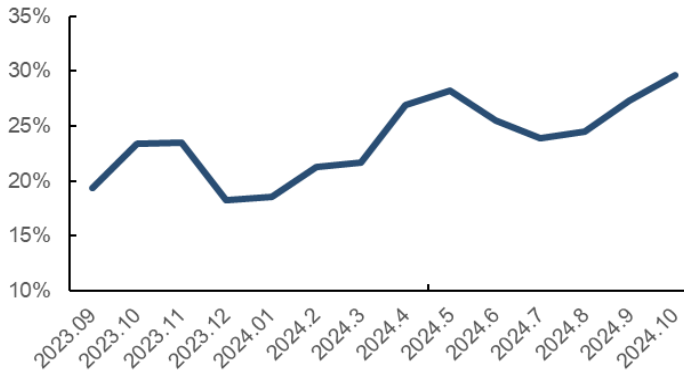
来源: GFK, 国金证券研究所 注: 图表中为销额市占率

**石头科技: 全球份额持续提升, 多元化品类扩张可期**

国内市场方面, 石头科技今年推出丰富的扫地机新品, 并进一步实现价格带下沉, 在高效运营的产品力、渠道力下, 预计持续提升市场份额; 外销方面, 石头加速拓展欧洲法国、意大利等空白市场和美国线下渠道, 保持较快增长。根据 IDC 数据, 石头科技在 24Q2 出货量全球第一, 这也是中国厂商首次在智能扫地机器人市场登顶。公司目前已成为全球扫地机龙头公司, 对于石头科技而言未来多元化品类拓展将成为公司成长重要的驱动, 看好公司在洗衣机、洗地机出海以及未来更多新品类的扩张前景。



图表44: 石头科技内销市占率持续提升



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表45: 石头科技在 24Q2 出货量登顶全球第一

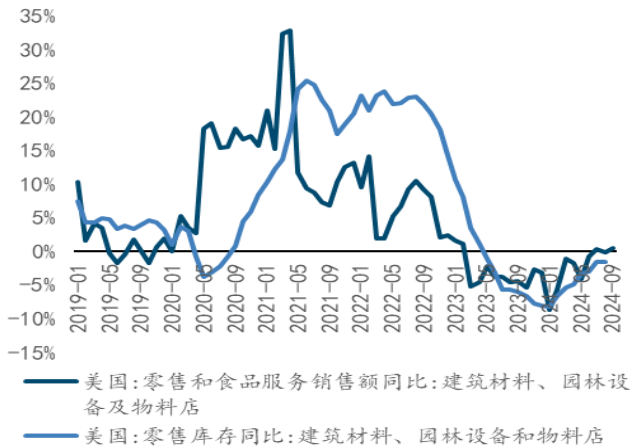
24Q2全球扫地机出货排名		
排名	公司	24Q2同比增长率
1	石头科技	8.0%
2	Irobot	-6.0%
3	科沃斯	-9.4%
4	小米	16.1%
5	追觅	73.3%
6	云鲸	121.7%
7	安克创新	-0.7%
8	SharkNinja	6.5%
9	乐帆	7.1%
10	智意	4.6%

来源: IDC, 国金证券研究所

### 2.1.2、OPE: 24 年周期反转, 25 年行业 Beta 继续上行

过去几年行业经历了需求、库存、成本三大周期: 1) 2020-2021 年: 需求高涨+渠道加大累库; 2) 2022-2023 年: 需求走弱, 渠道去库, 成本端碳酸锂暴涨也对行业盈利造成扰动。今年以来去库周期转向补库, 终端动销改善, 高价库存消化后成本下行带来的利润率弹性逐步释放。

图表46: 美国建材、园林设备零售和库存



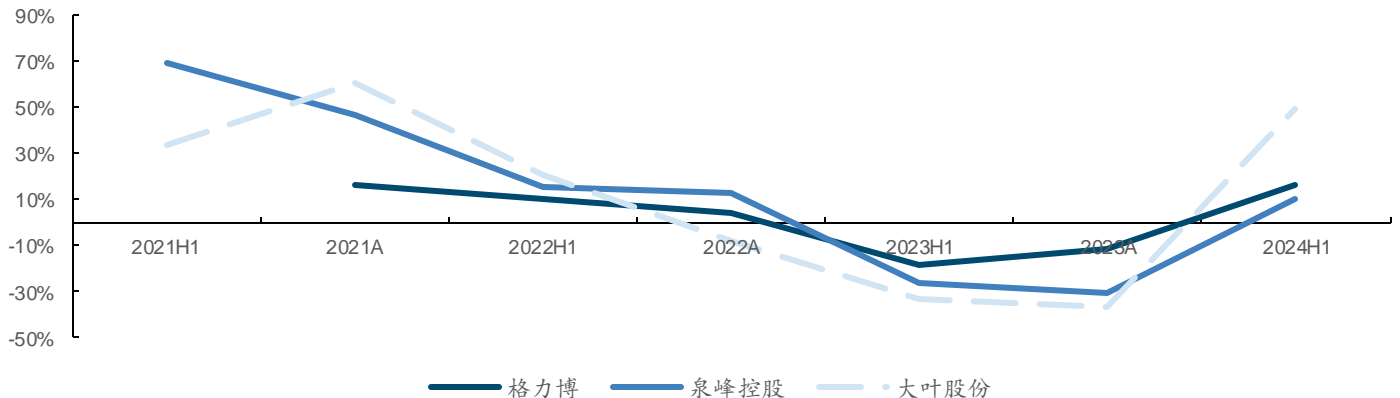
来源: wind, 国金证券研究所

图表47: 碳酸锂价格经历历史级别的暴涨暴跌 (单位: 万元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表48: 24 年以来各 OPE 厂商营收同比增速回升



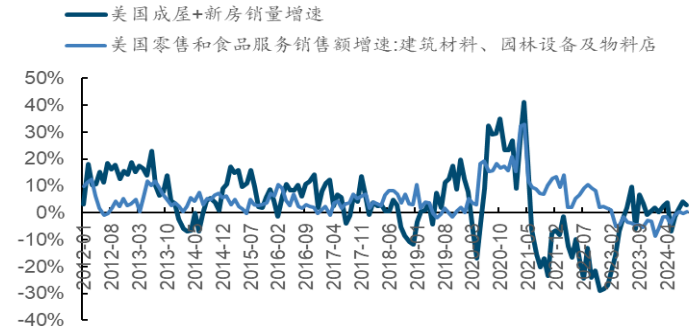
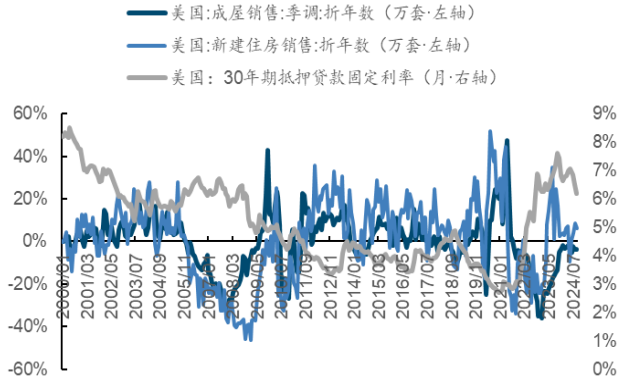


来源: wind, 国金证券研究所

**展望 2025 年, 在北美地产向上+更新需求释放的带动下, OPE 行业景气度有望进一步提升:** 1) 锂电 OPE 设备更新周期为 3-5 年, 上一轮高峰期为 20-21 年, 我们预计更新需求将迎来进一步释放; 2) 美国降息通道已开启, 利率下行有望刺激美国房地产销售, 与地产强相关的 OPE 有望提振需求。此外, 随着锂电产品经济性+成熟度持续提升, 叠加更多龙头厂商入局, 我们预计商用锂电化进程有望迎来加速。

图表49: 美国地产销售与利率负相关

图表50: 北美工具需求与地产景气度关联度高



来源: wind, 国金证券研究所

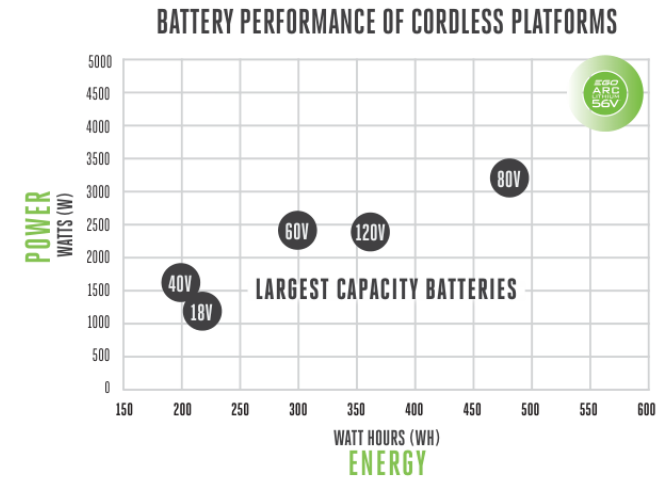
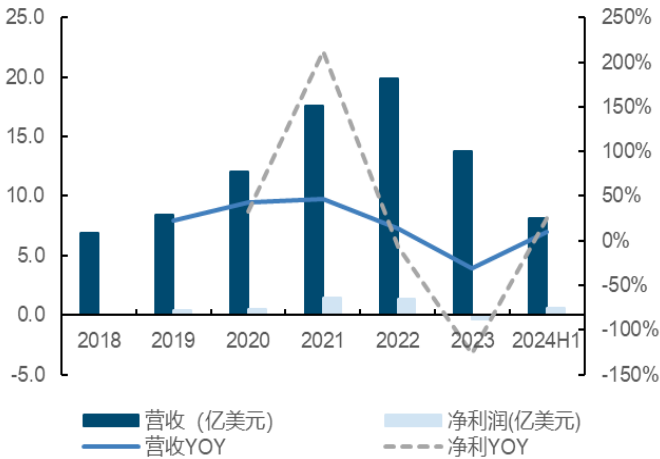
来源: wind, 国金证券研究所

**泉峰控股: 24 年超预期修复, 份额有望持续提升**

24 年以来公司基本面修复超预期兑现, 受益于公司强大的品牌号召力、有效的促销活动及有利的天气, 终端动销表现强劲, 公司收入同比+10.5%, 24H1 净利率修复到 7.6%。24Q1-3 公司实现纯利约 1 亿美金, 同比增长超 300%。长期来看, 公司旗下的 EGO 品牌作为锂电 OPE 领导者, 具备强品牌势能, 拥有最大的单电压电池平台, 且渠道多元化布局加快, 预计将持续受益于锂电 OPE 渗透率的长期结构性增长, 具备较强 Alpha, 份额有望持续提升。

图表51: 公司 24 年 H1 业绩实现较快增长

图表52: EGO 的 56V 平台功率和续航为同行最佳水平



来源: wind, 国金证券研究所

来源: 泉峰控股 EGO 产品手册, 国金证券研究所

**格力博: 24Q4 拐点将至, 25 年迎来修复确定性和弹性**

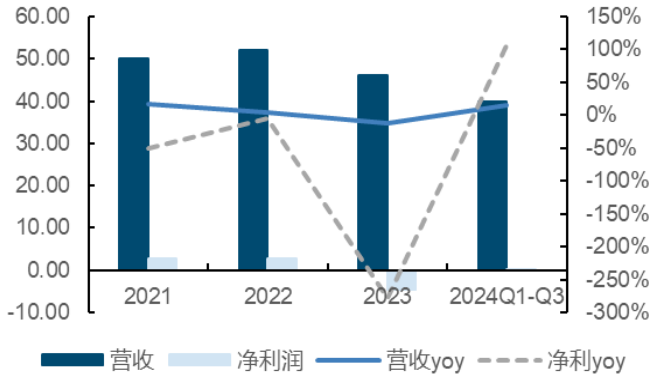
24 年受益于终端需求回暖+渠道补库, 24Q1-Q3 收入同比+14.7%。公司季报披露公司四季度在手订单充足, 共计约 2.2 亿美元, 预计 Q4 收入迎来更强劲的增长。此外, 公司之前盈利能力受高价库存去库+渠道扣款等因素影响承压明显, 我们预计负面因素消除后 Q4 盈利能力有望迎来拐点, 25 年会迎来类似泉峰控股今年的业绩修复弹性。

中长期看, 公司商用布局领先, 未来有望充分享受商用锂电 OPE 成长红利。商用市场是未来锂电 OPE 最大的增量, 当前锂电商用市场处于起步初期。23 年公司推出 82V 全系列商用产品, 以锂电商用割草车 Optiums 为核心, 进一步推出手持式、手推式系列产品, 并推出为商用产品配套的移动储备装置, 产品布局目前领先于锂电 OPE 行业主要竞争对手。



图表53: 24Q1-Q3 收入迎来修复, 但利润率仍承压 (单位: 亿元)

图表54: 格力博与 Toro 商用锂电骑乘式割草车对比



商用骑乘式割草机		
锂电	格力博 OptimusZ CZ60R24X	Toro Revolution Zmaster
价格 (美元)	26999	35000+
切割速度 (MPH)	19	12
功率	65HP	38HP
运行时间 (h)	8	7+
行进速度 (km/h)	26	19.3
电池平台	82v 磷酸铁锂	HyperCell 锂离子电池 (大容量三元锂电池)
最大爬坡度	25°	15°
保修 (割草机/电池)	5年/2000小时	5年/1500小时

来源: wind, 国金证券研究所

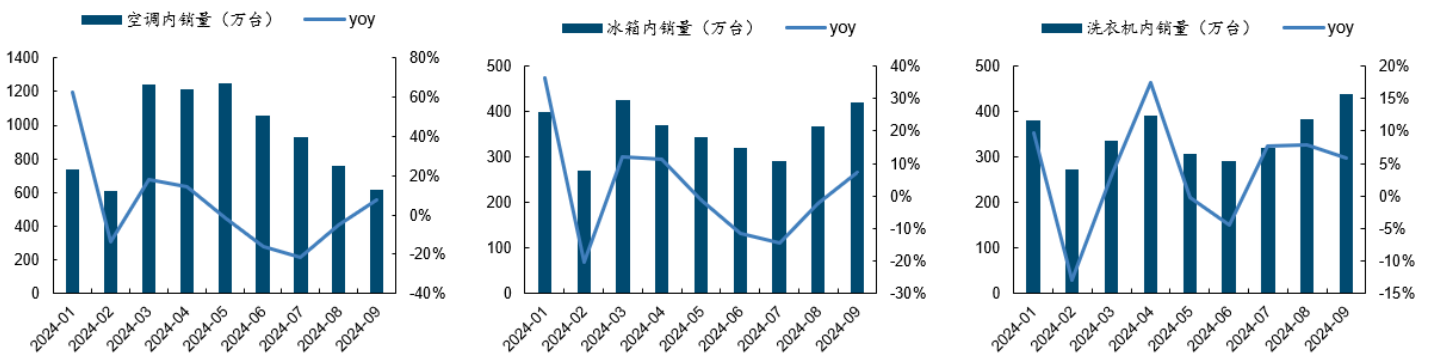
来源: 格力博&Toro 官网, 公司公告, 国金证券研究所

## 2.2、投资主线二：以旧换新政策加码下的黑白电龙头

### 2.2.1、白电：国补以来需求明显回暖，以旧换新潜在释放空间仍较大

内销：白电上半年有所波动，下半年国补拉动效果较好。24Q1 白电厂商备货较积极，但进入 Q2 需求遇冷，6-8 月出货明显下滑。由于以旧换新政策落地较晚，6-8 月空调、冰箱动销较弱，厂商出货明显下滑，洗衣机由于同期基数偏低，增速回正较快，24Q3 空调、冰箱、洗衣机销量分别同比-9.9%/-2.7%/+7.2%。9 月以来白电动销回暖，空调、冰箱、洗衣机在以旧换新刺激下销量回暖，24 年 9 月销量分别同比+7.4%/+7.4%/+6.2%。

图表55: 2024 年 1-9 月空、冰、洗内销出货情况

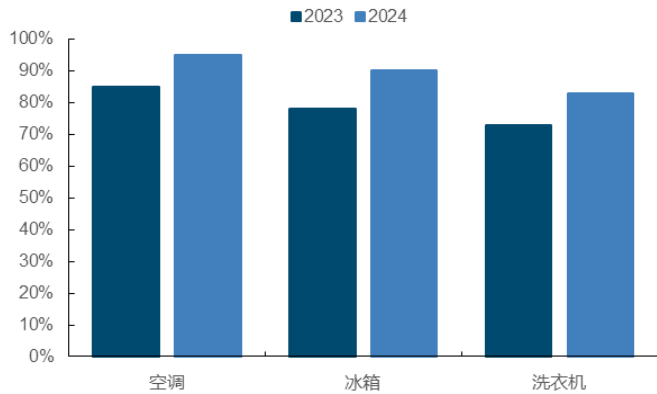


来源: 产业在线, 国金证券研究所

政策拉动下家电消费情绪大幅好转，国补叠加“双 11”空冰洗均呈现量价齐升的趋势。双 11 前两周空调零售量提升最快，同比+91.3%，彩电、冰箱销量同比+50%以上，高能效产品占比提升下，白电均价亦有双位数提升，据 GFK，双 11 前两周线上市场，空调、冰箱、洗衣机一级能效产品零售额比例分别为 95%、90%、83%，同比均提升 10pct 左右。

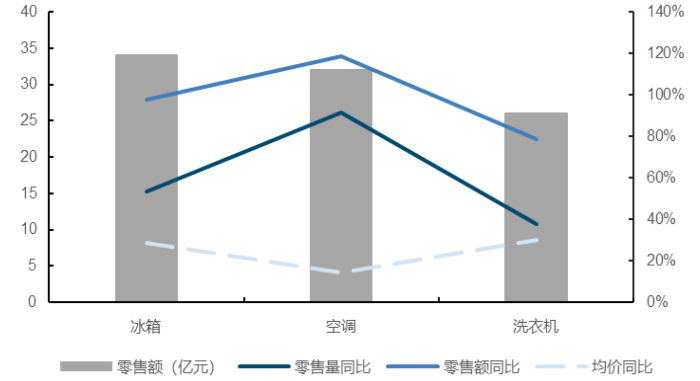


图表56: 双11前两周空冰洗线上一级能效产品份额提升



来源: GFK, 国金证券研究所

图表57: 24年双11前两周(10月14日至10月27日)大家电量价同比均有提升



来源: GFK, 国金证券研究所

预计白电整体 Q4 出货有望实现接近双位数增长, 全年实现个位数正增长。24 年 9 月空、冰、洗线上销量同比增速双双位数增长, 出货端增速在 5%-7%, 渠道库存仍在去化过程中, 我们预计 10-11 月在终端动销的带动下渠道库存有望回到正常水平, 10 月、11 月增速环比有望提速, 预计 Q4 空、冰、洗出货同比分别+15.4%、8.8%、8.0%。

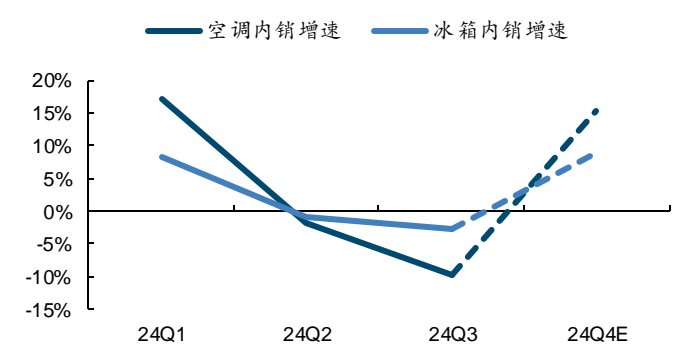
看好 25 年白电更新需求进一步释放, 内销全年可能呈现“前低、中高、后缓”的节奏。根据我们前文的测算, 白电仍积压有大量待释放的换新需求, 国补政策续作可能性较大, 我们仍然看好明年需求的延续性。从节奏上来看, 考虑到今年上半年渠道积极备货下基数偏高, 明年初政策可能存在一定空窗期, 上半年出货增速可能相对平缓, 全年可能呈现“前低、中高、后缓”的节奏。

图表58: 预计白电 24Q4 出货量同比双位数左右增长, 全年有望实现个位数增长

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E	2024E
空调内销量 (万台)	2574	3512	2290	1800	10177
YOY	17%	-1.9%	-9.9%	15.4%	3.1%
冰箱内销量 (万台)	1093	1031	1074	1310	4507
YOY	8.3%	-0.8%	-2.7%	8.8%	3.5%
洗衣机内销量 (万台)	989	984	1136	1310	4419
YOY	0.3%	4.6%	7.1%	8.0%	5.2%

来源: 产业在线, 国金证券研究所

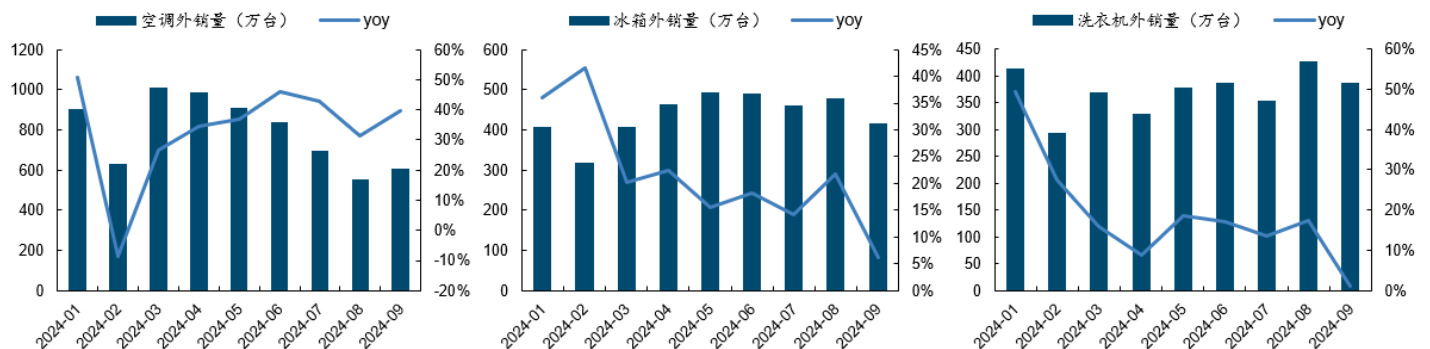
图表59: 24 年空调、冰箱出货基数呈现“两头高、中间低”的态势



来源: GFK, 国金证券研究所

外销: 空调景气度仍延续, 冰箱、洗衣机外销略有降速。空调 9 月外销销量同比+39.8%, 冰箱、洗衣机 9 月外销销量增速较 8 月环比略有下滑, 但同比依然维持正增长, 分别+6.2%/+1.0%。24Q3, 空调/冰箱/洗衣机外销销量分别同比+38.2%/+14.0%/+10.4%。

图表60: 2024 年 1-9 月空、冰、洗外销出货情况





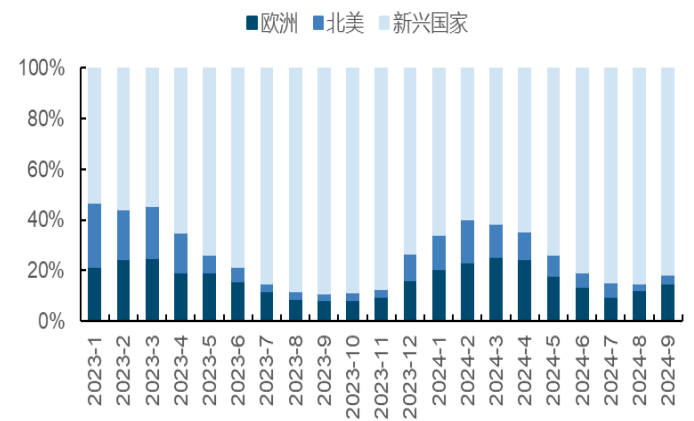
来源：产业在线，国金证券研究所

白电空调出口增长动能延续，新兴国家近年份额占比有所提升。10月欧洲、北美空调出口销量高增，同比+218%、+45%，新兴国家销量普遍双位数增长，24年1-10月，南美、东南亚、欧洲累计销量增速领先，北美销量略承压，同比-9%。近两年新兴国家在我国空调出口占比中有所提升，2023年至今，我国对新兴国家空调出口量占比呈提升趋势，2024年9月高点时占超过80%。

图表61：年初至今空调出口金额数量及增速

	10月出口数量 (万台)	同比	1-10月 累计出口数量 (万台)	同比
欧洲	76.7	218%	1352.2	30%
北美	13.4	45%	668.7	-8%
中东	75.4	62%	1282.3	24%
非洲	47.1	39%	522.3	15%
东南亚	54.2	9%	866.6	36%
南美	141.2	46%	1551.7	52%
其他	43.3	14%	1025.4	24%

图表62：欧洲、北美、新兴国家空调出口数量占比



来源：海关总署，国金证券研究所

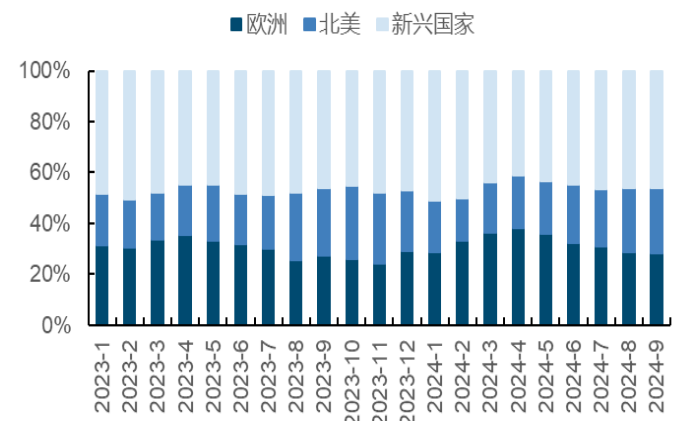
来源：海关总署，国金证券研究所

白电冰冷出口略有降速，新兴国家增速较快。进入Q3欧洲、中东等新兴国家冰冷订单保持高增，北美有所降速，10月欧洲及南美、非洲新兴国家增速最快，欧洲、南美、非洲出口销量同比+28%、+50%、+57%，北美在基数走高的情况下单月增速回落至0%。24年1-10月，南美增速最快，出口销量同比+56%，欧、美增长良好，出口销量同比分别+27%、+19%。

图表63：年初至今冰冷出口金额数量及增速

	10月出口数量 (万台)	同比	1-10月 累计出口数量 (万台)	同比
欧洲	201.6	28%	2323.1	27%
北美	173.4	0%	1602.5	19%
中东	37.8	25%	487.8	15%
非洲	62.4	57%	546.5	10%
东南亚	49.8	13%	474.3	11%
南美	119.2	50%	975.9	56%
其他	93.3	14%	861.4	1%

图表64：欧洲、北美、新兴国家冰冷出口数量占比



来源：海关总署，国金证券研究所

来源：海关总署，国金证券研究所

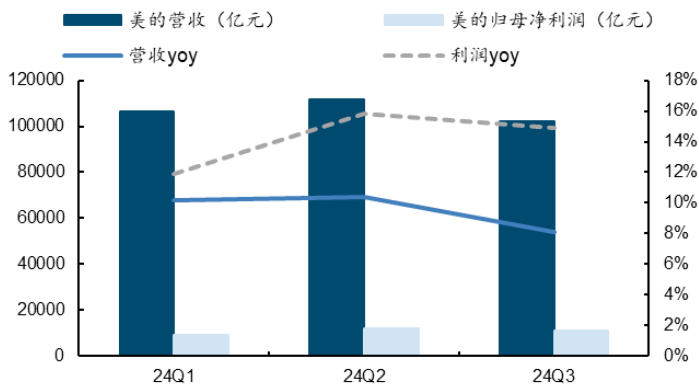
### 美的集团：Q3表现领跑行业，多元化布局开辟长期增长曲线

Q3内销环境整体偏弱下美的依靠规模、效率及价格优势实现增长，智能家居业务Q3+8%，参考产业在线数据，预计内销低个位数增长，外销在OBM业务带动下实现高速增长，前三季度海外OBM收入同比增长超25%，Q3海外电商销售同比增长50%，亚马逊会员日GMV增长超35%。B端业务中KUKA在传统车企订单下滑+新能源订单转化周期偏长的影响下有所下滑，新能源及工业技术、智慧楼宇实现增长。

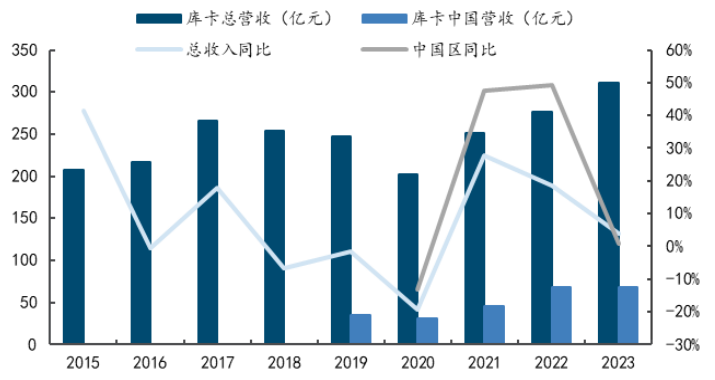
展望后续，C端业务凭借规模优势、龙头品牌效应充分享受国补红利，外销在美的+东芝双品牌运作下发掘OBM潜力，B端业务多处于早期阶段，市场空间广阔、发展潜力充足，与C端业务有望形成良性循环，23年汽零、伺服、KUKA等业务均取得一定进展，转型成果有望加速兑现。



图表65: 三季度美的营收、利润均实现较好增长



图表66: KUKA 已重回增长区间, B 端转型有望加速兑现



来源: wind, 国金证券研究所

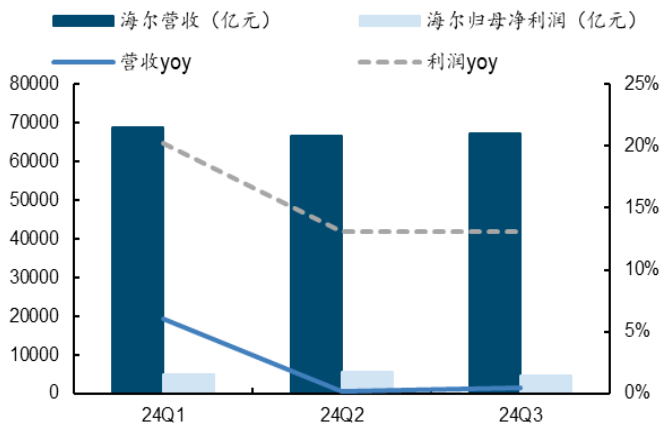
来源: wind, 国金证券研究所

海尔智家: 坚持数字化变革, 盈利能力提升持续兑现

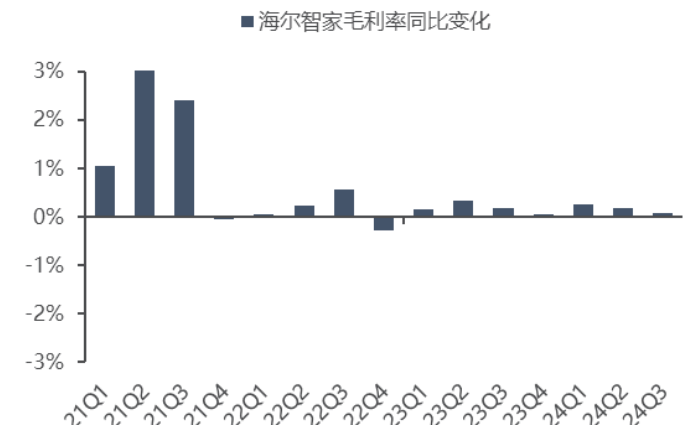
公司 Q3 内销在整体大盘影响下预计有所下滑, 但随着以旧换新政策的落地, 公司有望充分发挥全品牌、多渠道、高端定位的优势, 外销方面, 公司在成熟市场通过产品创新、开拓新产业等方式提升份额, 在新兴市场加强本土化布局, 实现较快增长, 但公司盈利能力持续提升, 公司坚持推进的数字化变革的效果仍在持续兑现, 期间费用率进一步收窄。

公司拟通过受托表决权的方式控股日日顺, 有望打通不同业务部门之间的物流体系, 强化垂直一体化管理能力, 随着公司在海外市场搭建数字化采购平台、加强全球供应链协同, 成本有望进一步得到优化, 运营效率有望进一步提升。

图表67: 24 年以来海尔利润持续增长



图表68: 23Q1 以来海尔已实现连续 7 个季度毛利率同比提升



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

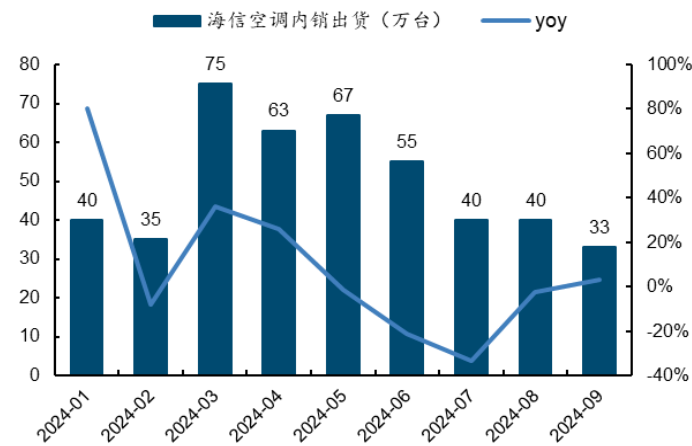
海信家电: 外销持续高景气, 盈利能力有望迎来改善。

Q3 内销小幅承压, 外销延续高增。国补政策出台前内需情绪低迷, 白电内销有所下滑, 其中家空受去库影响、中央空调在地产需求偏弱及政府订单延后影响下预计降幅高于整体, 海外方面欧洲需求逐步回温, 新兴市场维持较快增速下整体保持快速增长。

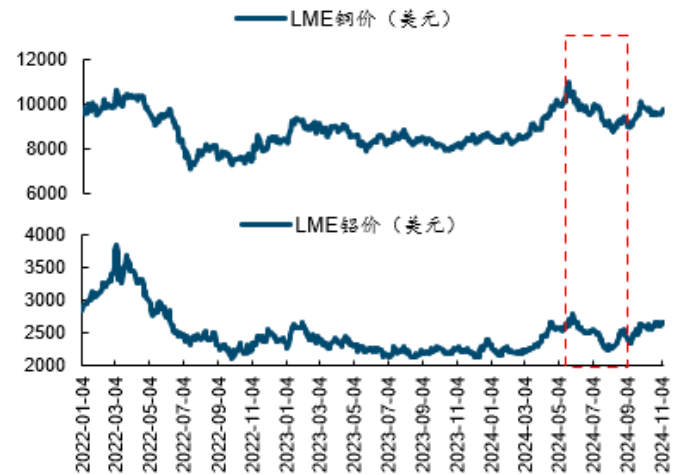
公司营收、利润表现有望迎来改善。内销方面, 家空经过 Q3 去库后渠道库存已回落至健康水平, 以旧换新的政策带来的增量有望充分反馈至报表端; 外销方面, 欧美渠道库存正常, 新兴市场人口红利下预计维持稳定增长, 景气度基本延续, 参考排产数据预计空调维持高增, 冰洗增速放缓, 整体增速预计双位数左右。此外, Q3 铜价环比有所回落, 成本压力有所减轻, 叠加以旧换新对结构的正向拉动, 盈利能力有望明显提升。



图表69：8月以来海信空调内销出货已有所好转



图表70：Q3铜、铝价格有所回落



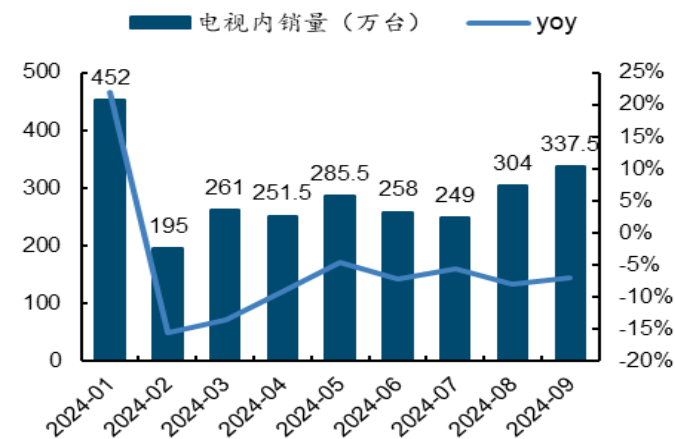
来源：产业在线，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

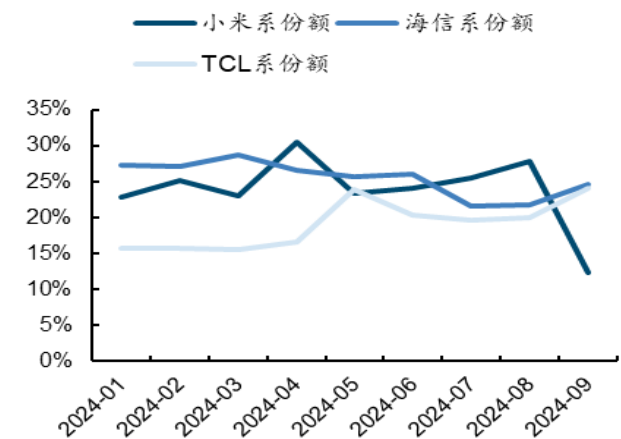
2.2.2、黑电：补贴带动国内量价提升，全球流动性宽裕背景下出海需求有望延续

内销：年初以来电视出货压力较大，Q3以来份额向龙头集中。受整体消费环境不景气影响，黑电出货压力较大，自2月份起黑电单月内销量同比持续下滑。线上线下份额表现分化，但Q3以来均向龙头集中。线上竞争加剧，上半年小米表现较好，但国补政策以来龙头份额明显提升，线下份额继续向龙头集中。

图表71：年初以来黑电出货端压力较大



图表72：国补以来份额向龙头集中



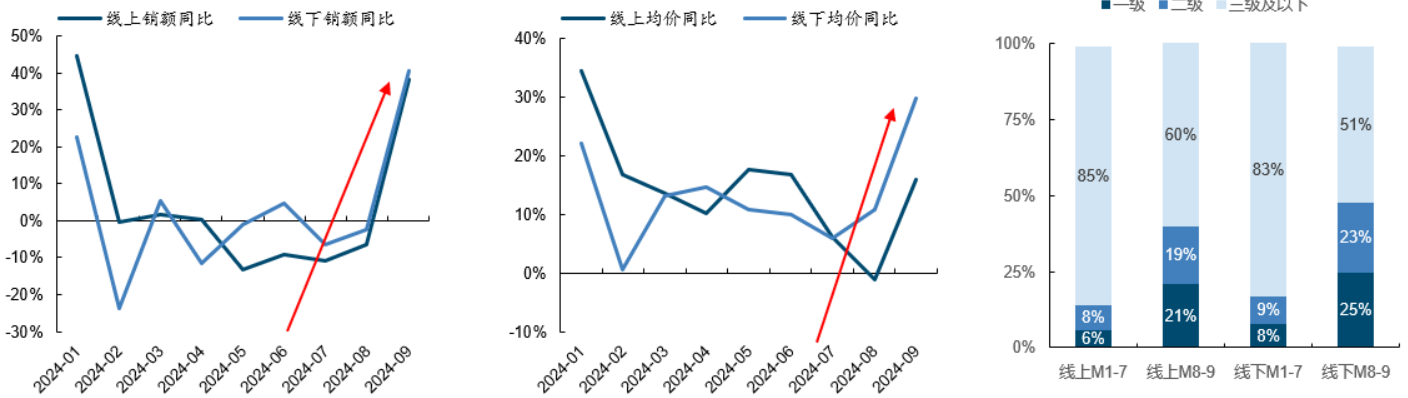
来源：产业在线，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

国补政策刺激效果显著，电视量额均有明显提升。据奥维云网，9月电视线上/线下销额同比分别+38.3%/+40.6%，均价同比分别+15.8%/29.7%，较年初至今大幅反弹，看好四季度黑电销售延续高增。此外，黑电结构明显提升，大尺寸、高端化进程提速，据奥维云网，今年1-7月线上/线下二级能效及以上产品占比仅为14%/17%，8-9月在国补政策的刺激下，高效能产品占比大幅提升至40%/48%。



图表73：国补以来电视消费结构提升，量、额增长明显

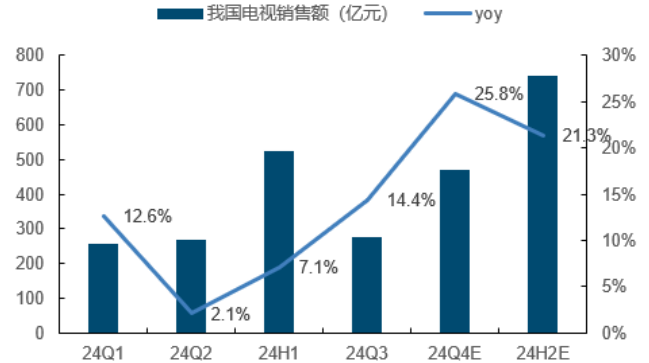
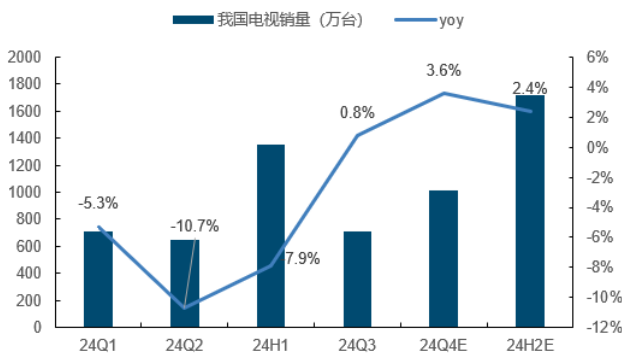


来源：产业在线，国金证券研究所

黑电国补拉动下终端动销良好，渠道库存去化明显，我国电视全年出货有望止跌。终端动销旺盛+渠道积极备货下，预计Q4内销提速，据奥维云网预测，24Q4电视内销量、内销额同比有望分别+3.6%、14.4%，对应H2分别同比+2.4%、21.3%。

图表74：国内电视销量及同比

图表75：国内电视销额及同比



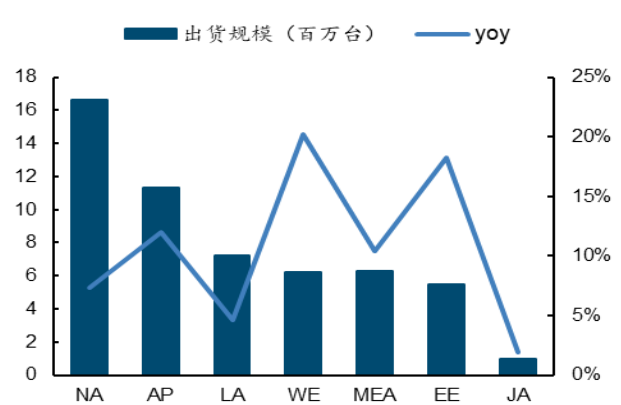
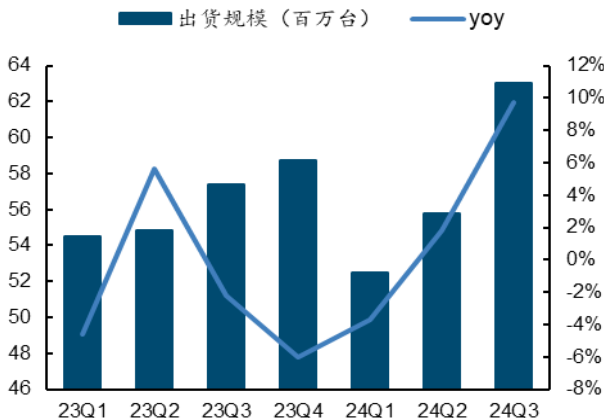
来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

外销：受体育赛事拉动明显，24年1-9月全球电视累计出货实现正增长。德国欧洲杯、巴黎奥运会、美洲杯等赛事备货拉动效果明显，今年以来全球电视出货增速逐季提升，据DISCIEN，24Q1、Q2、Q3黑电全球出货同比分别-3.7%、+1.8%、+9.7%，年初至今出货1.71亿台，同比+2.4%。三季度全球主要区域均实现正增长，其中西欧增速亮眼，通胀回落+降息刺激下，欧洲电视消费持续回暖，欧洲Q3出货同比+20.2%。分品牌看，三星出货基本与去年持平，LG增长7.2%，海信与TCL延续高增，出货量同比增长均在15%以上。

图表76：全球TV季度出货规模及同比表现

图表77：24Q3全球TV区域出货规模及同比表现

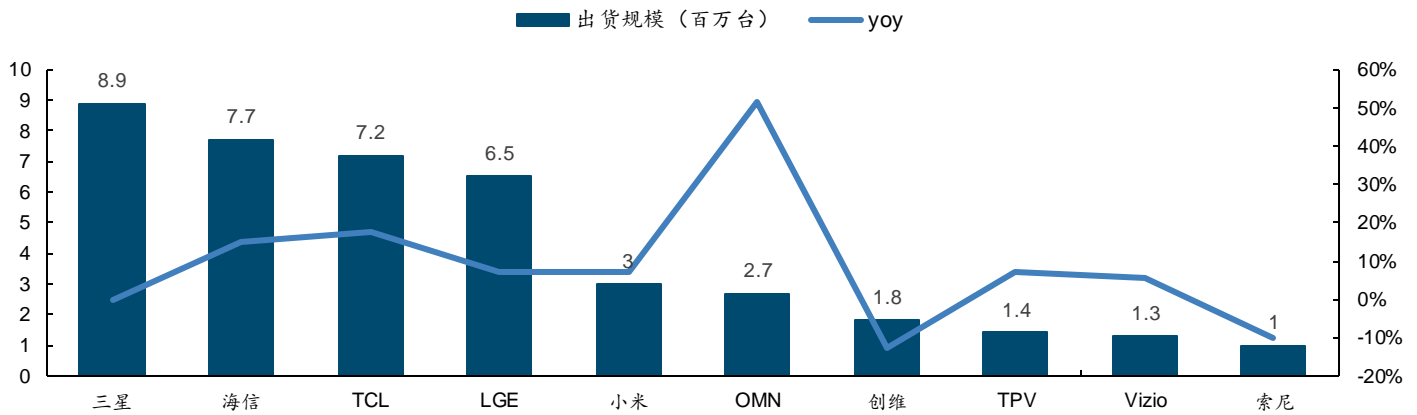


来源：DISCIEN，国金证券研究所

来源：DISCIEN，国金证券研究所



图表78：24Q3 主要TV品牌出货规模及同比表现

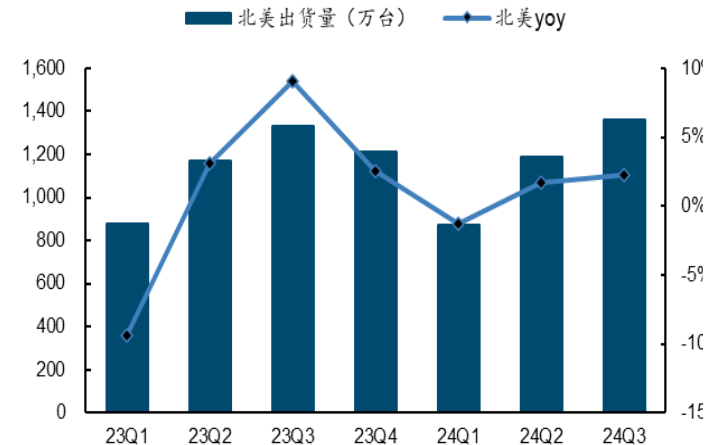
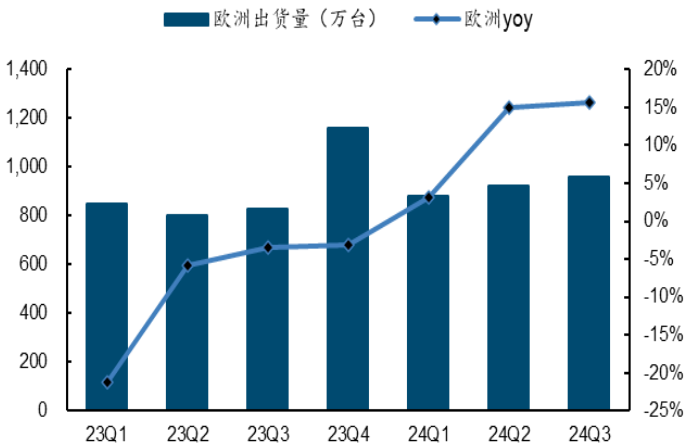


来源：DISCIEN, 国金证券研究所

流动性宽松的环境下，25 年全球黑电需求有望延续增长。24 年以来欧美黑电需求边际改善趋势明显，流动性宽松的环境下看好 2025 年黑电全球出货延续增长，欧洲市场方面，23Q1 以来单季度电视出增速已经连续 6 个季度环比提升，体育赛事并未透支下半年的需求，边际向上的趋势显著；北美市场方面，高利率环境下地产低迷带来的负面影响逐渐缓解，24Q2、Q3 出货增速已经回正，降息+黑五刺激下增速有望进一步提升。

图表79：欧洲 TV 季度出货规模及同比表现

图表80：北美 TV 季度出货规模及同比表现



来源：奥维睿沃, 国金证券研究所

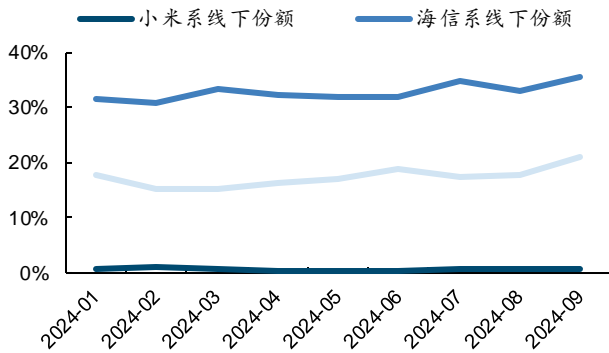
来源：奥维睿沃, 国金证券研究所

### 海信视像：内外共振，弹性可期

内销方面，24 年海信线下份额持续扩张，核心新品聚焦中高端，维持龙头品牌的调性，国补政策下占有率进一步提升，据奥维云网，截至 9 月，海信系线下零售额份额由年初的 32% 上升至 36%。外销方面，海信继续强化海外渠道建设，前三季度海信美国、欧洲市场出货额同比分别+24.6%、29.3%，价格指数在多个海外市场保持提升，欧美电视需求逐季改善，通胀回落+流动性宽松环境下需求景气度有望延续，看好公司借助全球体育营销进一步强化品牌力、优化海外出货结构，实现量价双升。



图表81：年初以来海信系线下份额持续扩张



图表82：2023年以来海信在北美价格指数持续提升

	2024H1	2023FY	2023H1
海信牌美国价格指数变化	提升 7个单位	提升 6个单位	提升 2个单位
海信牌加拿大价格指数变化	提升 10个单位	提升 6个单位	-

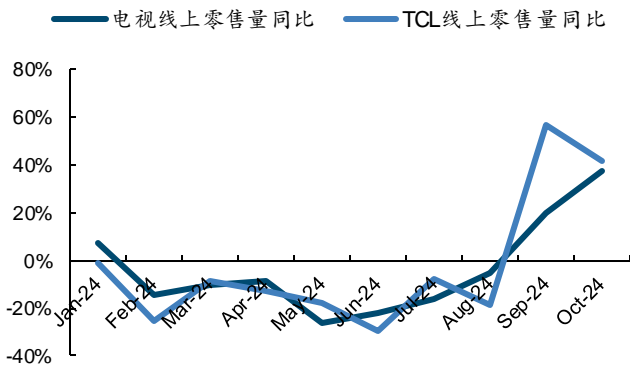
来源：奥维云网，国金证券研究所 注：表中为销售份额

来源：公司公告，国金证券研究所

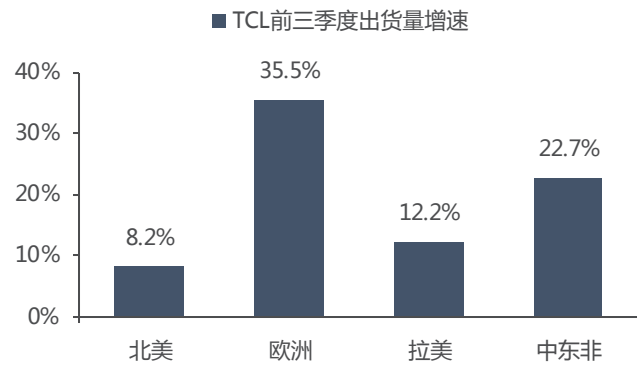
### TCL 电子：出货稳健增长，海外市场持续拓展

24年前三季度公司出货量同比+5.3%，75吋及以上电视、Mini LED 电视出货量同比+14.3%、+181.1%。内销方面，9月以来在以旧换新驱动下，公司销量大幅反弹，据奥维云网，9、10月TCL线上销量同比+56%、+42%；外销市场受益于海外赛事拉动，前三季度电视出货量同比+29.3%，在主要市场均实现不错的增长，北美、欧洲、拉美、中东非分别+8.2%、35.5%、12.2%、22.7%，公司重视北美品牌营销投放及中高端渠道建设，并逐步提升欧洲及新兴市场的渠道渗透率，看好公司海外市场份额进一步提升。

图表83：9月以来TCL线上销量同比增速领先



图表84：24Q3 TCL出货量同比+17.4%，增速居行业前列



来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：TCL电子投资者关系，国金证券研究所

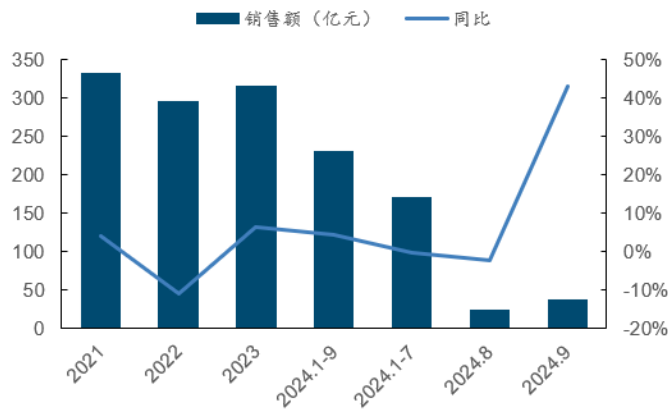
## 2.3、投资主线三：以旧换新+政策刺激下的地产后周期

### 厨电：基本面筑底已现，修复弹性较充足

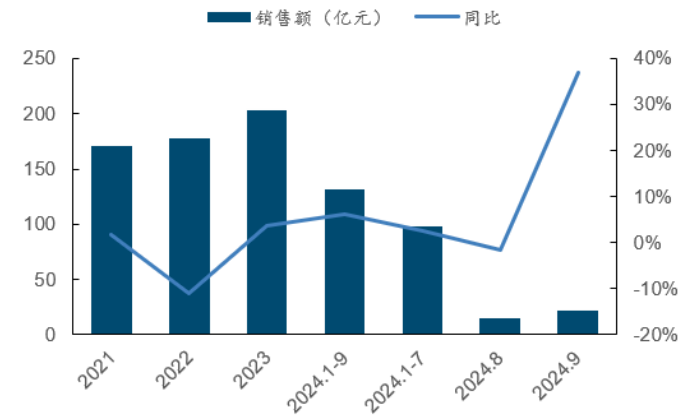
地产影响下厨电销售整体处于承压阶段，但国补刺激下反弹明显。24年1月至7月，厨电销额基本持平，油烟机、灶具全渠道销额同比分别-0.2%、+2.5%；9月以来，国补拉动下厨电销售大幅反弹，9月烟、灶全渠道零售额同比分别+43%、37%。



图表85: 9月油烟机全渠道销售大幅反弹



图表86: 9月灶具全渠道销售大幅反弹



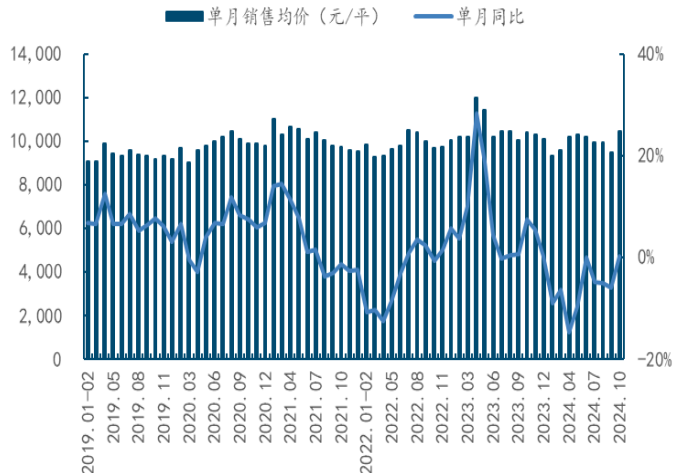
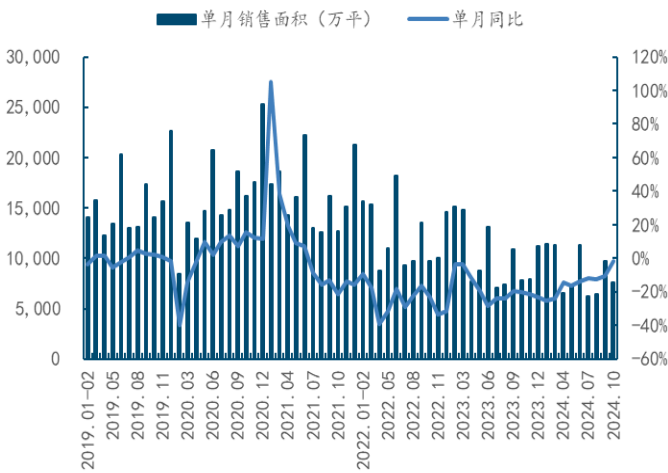
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

来源: 奥维云网, 国金证券研究所

政策组合拳落地, 地产量价边际有所改善, 后续有望推动地产企稳。政治局会议“止跌回稳”的政策目标明显更为积极, 政策端系列组合拳落地后, 市场短期修复效果比较明显, 10月地产销量边际改善, 2024年1-10月全国商品房销售额/面积累计同比分别为-20.9%/-15.8%, 销售累计降幅继续收敛, 10月当月销售额/面积同比分别为-1.4%/-1.6%。

图表87: 24年10月全国商品房单月销售面积同比-1.6%

图表88: 24年10月全国商品房单月销售均价同比+0.6%, 环比提升10.3%



来源: wind, 国金证券研究所

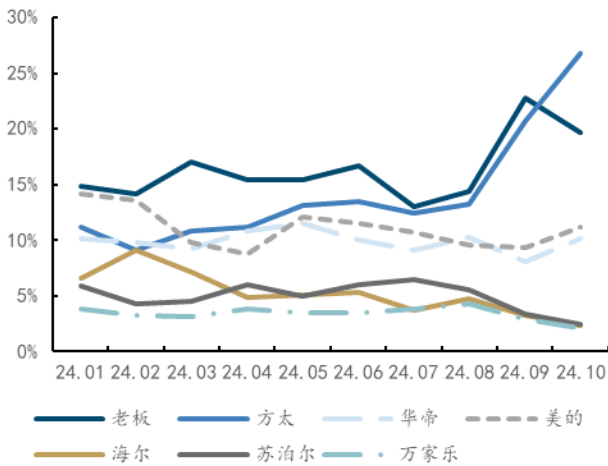
来源: wind, 国金证券研究所

### 老板电器: 基本面筑底, 修复弹性较强

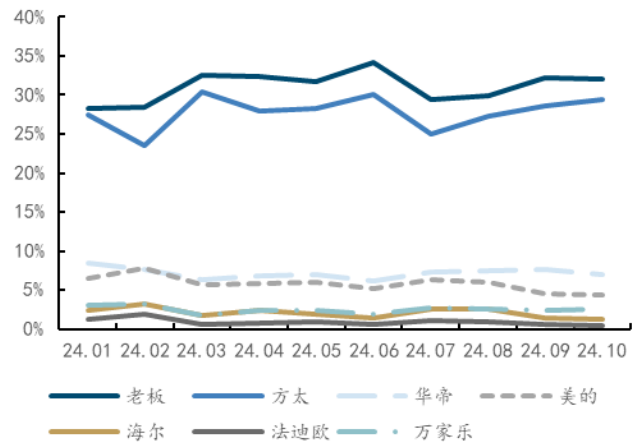
公司龙头地位稳固, 有望充分受益地产的边际修复。公司产品、渠道、品牌护城河较深, 虽然在地产拖累下前三季度有所承压, 但通过产品创新、渠道下沉等方式, 份额保持提升, 以旧换新以来龙头地位进一步强化, 老板油烟机线上、线下销额份额较年初分别提升4.8、3.7pct。展望后续, 公司烟灶龙头地位稳固, 洗碗机等新品类渗透率长期提升空间广阔, 子品牌名气电器、ROKI数字厨电等有望逐步贡献收入增量, 厨电行业基本面底部已现, 在以旧换新政策刺激+地产政策不断托底的背景下, 集中度有望进一步提升, 厨电行业具备强修复弹性, 公司作为行业龙头有望充分受益。



图表89: 线上油烟机老板销额占比较年初+4.8pct



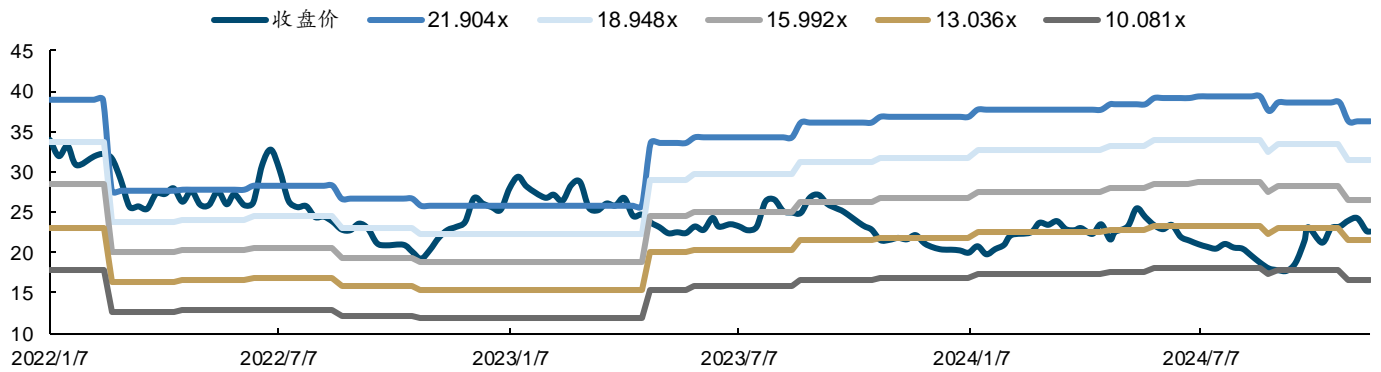
图表90: 线下油烟机老板销额占比较年初+3.7pct



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表91: 老板电器估值处于低位

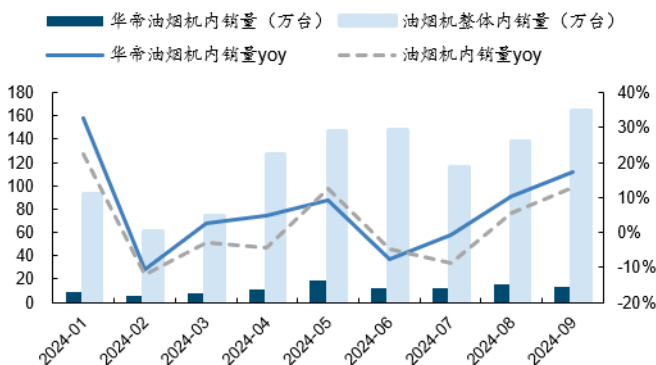


来源: wind, 国金证券研究所

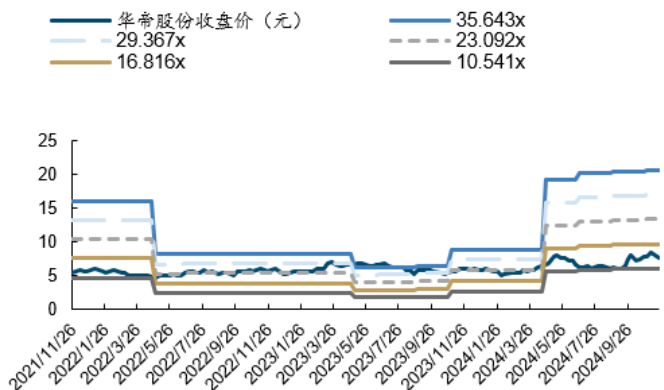
华帝股份: 下沉渠道发力, 战略调整有望逐步兑现

持续推进战略调整夯实内功, 有望随地产修复兑现弹性。公司拥有“华帝”、“百得”、“华帝家居”三大品牌, 持续推进多元化品类拓展, 优化渠道结构, 积极挖掘下沉渠道增量, 提升下沉渠道核心门店的覆盖率, 油烟机内销增速跑赢行业。截至 24 上半年公司在京东、天猫、苏宁、五星等平台的动销门店数量已超过 2 万家, 前三季度公司累计营收增长 3.3%, 预计下沉渠道增速更快。我们看好公司在理顺渠道、加强治理、开拓新品的过程中提高竞争力, 随着内需消费情绪改善及地产链修复, 公司战略调整效果有望逐步兑现, 具备较强修复弹性。

图表92: 年初至今华帝油烟机内销增速跑赢行业



图表93: 线下油烟机老板销额占比较年初+3.7pct



来源: 产业在线, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所



### 3、投资建议

以旧换新政策带动下家电消费情绪大幅升温，外销在欧美市场回暖+新兴市场需求带动下年内保持高景气。展望25年，内销方面，以旧换新政策预计延续、政策力度或将加码，家电内销有望进一步修复。外销方面，欧美进入降息周期，地产对家电的拉动效果有望增强，美国库存水位健康，欧洲零售逐季回暖，我们预计成熟市场家电需求将进一步改善，新兴市场在渗透率提升、人口红利逻辑下需求延续性较强，整体看外需的高景气有望延续，建议把握三条主线，

**1) 投资主线一：具备强竞争优势+产业周期向上的品牌出海。**品牌出海主线我们重点看好两大方向：1) 高成长潜力+国产品牌全球份额快速扩张的扫地机板块，建议关注全球扫地机龙头石头科技。2) 产业周期向上+受益于北美降息的OPE赛道，建议关注全球锂电OPE龙头厂商泉峰控股、格力博。

**2) 投资主线二：以旧换新政策加码下的黑白电资产。**国补政策以来大家电需求明显回暖，量、价提升明显，份额向头部企业集中，以旧换新潜在释放空间仍然较大，明年政策延续下有望保持稳健增长，建议关注经营稳健、效率持续优化的白电龙头美的集团、海尔智家，管理理顺、股权激励下经营势能不断提升的海信家电、海信视像、TCL电子。

**3) 投资主线三：基本面触底+政策刺激下的地产后周期。**厨电行业基本面底部已现，在以旧换新政策刺激+地产政策不断托底的背景下，厨电行业具备较强的修复弹性。建议关注份额提升、不断开拓新增长曲线的厨电龙头老板电器，多品牌运作+下沉渠道逐步发力的华帝股份。

### 4、风险提示

**海内外需求波动的风险：**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，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。

**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。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**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。

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。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究