

证券研究报告

2024年11月29日

行业报告：行业投资策略

家用电器

内需搭台，寻结构性增量 ——家电行业2025年投资策略

作者：

分析师 孙谦 SAC执业证书编号：S1110521050004

分析师 宗艳 SAC执业证书编号：S1110522070002

分析师 赵嘉宁 SAC执业证书编号：S1110524070003



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

■ 24年以来家电行业基本面复盘

回顾24年家电板块行情，受益外销景气度+以旧换新政策，白电、黑电收益领先行业。23年以来基金重仓家电水平持续攀升，24Q3达5.0%，对标17-20年均值5.8%有空间。分内外销看，内销方面24Q3空冰出货量同比下滑、洗衣机&烟机稳增，政策支撑下Q4有望改善，9-10月政策拉动厨小、清洁线上增速明显提振，投影均价步入同比上行通道；外销方面24年以来家电出口延续双位数增长，美国家电零售额增速逐季改善。报表端，24Q1-Q3家用电器（申万）板块整体营收/归母净利润分别达11840/925亿元，同比+4.1%/+5.7%；盈利能力方面，24Q1-Q3家用电器（申万）板块毛利率/归母净利率分别为25.3%/7.8%，分别同比-0.2/+0.1pct；现金流方面，24Q1-Q3板块经营活动现金流净额达1171亿元，同比-16.0%。

■ 策略一、内需聚焦以旧换新延续

7月25日国家发改委、财政部推出全国范围内以旧换新政策，支持家电产品以旧换新。对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机8类家电产品给予以旧换新补贴。对比补贴前后的分行业增速，补贴前Q2内需较为低迷，补贴后行业回归量价齐升。Q4在大促带动下，京东率先开启线上全国范围的多品类补贴，家电补贴泛化产品涵盖厨房小电、清洁电器、个护类、环电类等29类产品。分品类看，国补带动下核心白电品类销售增速较好，在Q4大促不明显的环境下表现亮眼；本次京东线上许多小家电品类也可参与20%国补，其中扫地机叠加大促属性呈快速增长；部分厨小品类增速环比有好转。标的方面，若明年以旧换新政策延续带动内需增长，预计【海信视像】、【小熊电器】、【极米科技】、【九阳股份】等标的收入有望有效拉动，且业绩端的增速表现或将更快。

■ 策略二、地产链的机会

地产后周期标的24年以来收入业绩整体呈现逐季走弱态势。其中，24Q3华帝业绩增速逆势提升；海信家电、老板电器业绩略有下滑；集成灶标的因对新房销售依赖度较高，营收业绩压力相对更大。零售端，据奥维云网高频数据，除集成灶、厨电套餐外，在以旧换新政策拉动下9月起后周期品类终端零售表现有明显改观，多数品类实现双位数增长。标的方面，看好厨大电龙头【华帝股份】、【老板电器】充分受益地产改善+政策拉动带动经营改善；中央空调业务改善带动【海信家电】收入业绩迎来修复。

■ 策略三、美国潜在关税影响与非美地区出口

在国内市场已经逐步成熟后，中国家电企业全球自主品牌市场份额提升或是未来龙头企业增长的长期空间，其中，新兴市场家电保有量较低、处普及初期，相较于国内水平具备空间，近年来正逐渐成长为全球家电市场的增长引擎。考虑到家电出口欧洲、新兴市场并无潜在关税影响，即使美国加征关税，对北鼎、海信家电、石头科技、科沃斯、美的集团等家电核心出口标的毛利影响仍较小，后续国内龙头有望依托国内长期积累的制造能力迁移海外新兴市场，带动当地行业格局进一步整合，实现自身企业份额扩张。

■ 策略四、产业整合

近年来依靠着资产并购重组等方式，国内已诞生海信系、长虹系、TCL系等多个具有国际竞争力的“版图型”企业，在国内发展多元家电业务的同时，集团旗下不乏家电零部件、生物医疗、生鲜电商、新能源等新产业领域。考虑到2023年底以来，中国证监会及国务院针对上市公司并购重组领域出台的一系列政策与措施，聚焦于鼓励上市公司聚焦主业和开展产业并购，为此类公司后续通过并购重组进一步增强核心竞争力、提升质量创造有利条件。

■ 投资建议

1) 以旧换新之前受损较大：综合估值和基本面两方面看，清洁、厨小、投影板块皆属今年基本面承压，股价涨幅相对较少的标的，且此类标的目前皆可参与国补补贴。考虑到公司历史净利率的表现，若明年以旧换新政策延续带动内需增长，则对这些公司在收入有拉动的同时，有望迎来业绩端的弹性修复。2) 出口非美市场比重较大：受到特朗普胜选影响，出口链承压，类似18年10月贸易摩擦开启时期，市场也普遍担忧关税对于出口的影响。结合测算结果（P26），即使美国加征关税，对北鼎、海信家电、石头科技、科沃斯、美的集团等家电核心出口标的毛利影响仍较小。此外，新兴市场格局分散、家电快速扩容，国内龙头出海有望加速行业整合趋势，赋能中长期增长。3) 地产链改善：近期国内楼市政策频出，带动新房销售降幅有所缩窄、二手房成交改善，叠加以旧换新政策拉动Q4终端零售改善，后周期标的收入、业绩有望逆转24年以来持续向下趋势，迎来经营改善拐点。4) 产业整合机会：“并购六条”发布后，上市公司并购重组活动显著增加，政策红利的释放为并购重组市场提供了活力，利好以长虹系、海信系、TCL系等为代表的家电标的。

■ 标的方面：1) 白电：推荐格力电器、美的集团；2) 地产链：推荐海信家电、华帝股份；3) 以旧换新修复：推荐科沃斯、小熊电器、极米科技；4) 产业整合：建议关注TCL智家；5) 其他家电：推荐德昌股份、盾安环境。

风险提示：测算过程具有一定主观性；原材料价格波动的风险；房地产市场波动的风险；宏观经济波动风险等。

目录

1、24年以来家电行业基本面复盘.....	4 页
2、策略一、内需聚焦以旧换新延续.....	17 页
3、策略二、地产链的机会.....	22 页
4、策略三、美国潜在关税影响与非美地区出口.....	25 页
5、策略四、产业整合.....	32 页

1

24年以来家电行业 基本面复盘

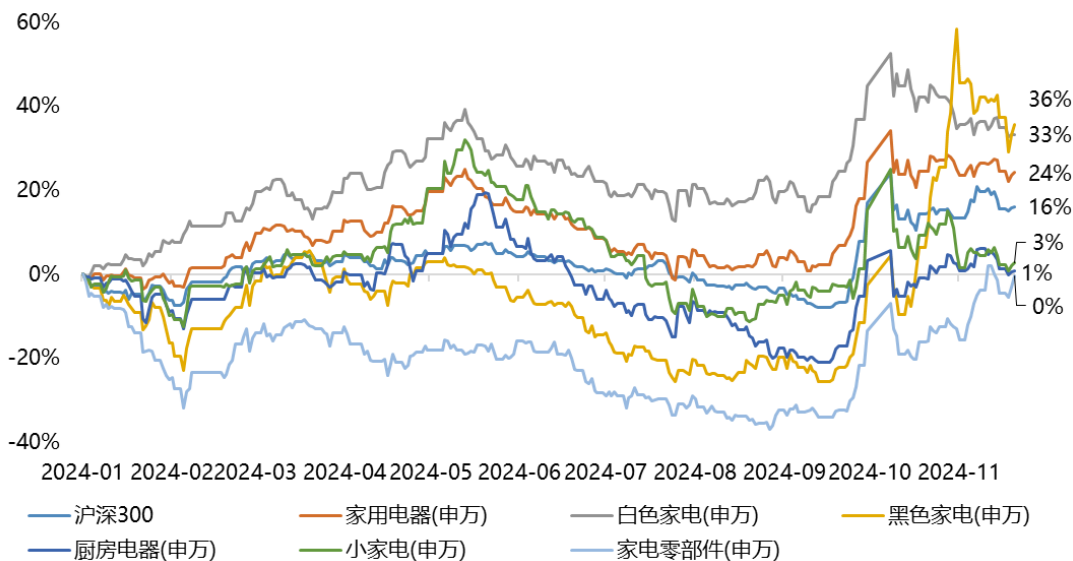
1.1 24年家电板块行情回顾：受益外销景气度+以旧换新政策，白电、黑电收益领先行业

- **白电**：24年以来绝对收益+33%，相对沪深300收益+17%。年初出货表现亮眼，今年以来出口景气度较高，叠加政策拉动前三季度股价提振明显。
- **厨电**：24年以来绝对收益+1%，相对沪深300收益-15%。地产悲观情绪压制下，厨大电终端销售延续平淡，结构上看传统分体式相对平稳，集成灶承压，H1股价有所承压，伴随Q3地产政策推出+以旧换新拉动零售改善Q3起股价有所回升。
- **黑电**：24年以来绝对收益+36%，相对沪深300收益+20%。面板价格止跌回落对下游电视企业成本端预期形成改善；家电外销高景气对TCL电子中的白电分销业务也有正贡献。
- **小家电**：24年以来绝对收益+3%，相对沪深300收益-13%。刚需小电内需较稳定，在国补的带动下国内费用端压力有望缓解、利润弹性更大，23年低基数下后续出口景气度有望提升。
- **零部件**：24年以来绝对收益0%，相对沪深300收益-17%。H2受以旧换新政策带来下游家电&汽车需求利好，板块迎来修复行情。

图：家电各子板块季度涨跌幅

绝对收益	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4YTD (截至11/20)
沪深300	-14%	5%	-14%	2%	5%	-5%	-4%	-7%	3%	-2%	16%	-1%
家用电器(申万)	-20%	12%	-11%	0%	8%	5%	-4%	-4%	10%	-2%	17%	-2%
白色家电(申万)	-20%	8%	-13%	2%	5%	6%	-4%	-6%	20%	2%	19%	-8%
黑色家电(申万)	-13%	8%	-9%	2%	39%	8%	-10%	6%	-1%	-14%	14%	39%
厨房电器(申万)	-22%	19%	-30%	8%	8%	-10%	-3%	-12%	-2%	-4%	10%	-2%
小家电(申万)	-24%	13%	-23%	0%	11%	-5%	-11%	-6%	4%	4%	6%	-11%
家电零部件(申万)	-25%	42%	4%	-12%	5%	10%	-3%	1%	-14%	-17%	21%	15%

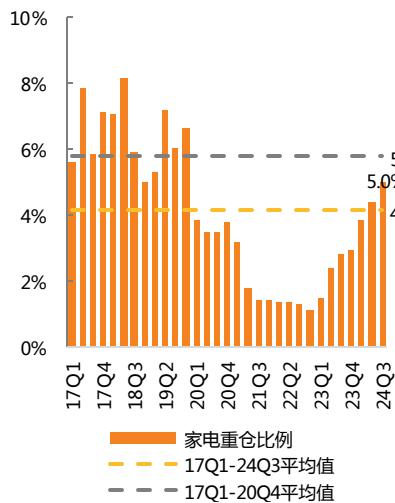
图：2024/1/1-2024/11/20家电各子板块绝对收益（%；基准为沪深300）



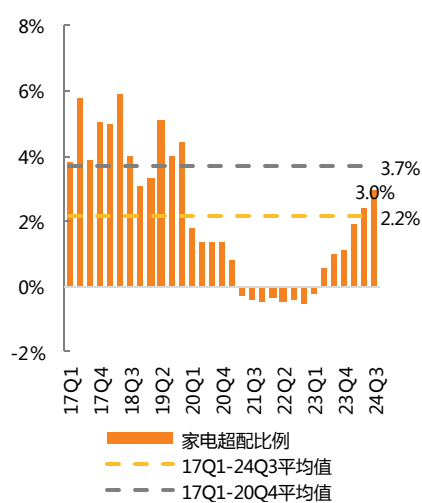
1.2 23年以来基金重仓家电水平持续攀升，24Q3达5.0%，对标17-20年均值5.8%有空间

- 24Q3基金重仓家电意愿持续七个季度环比提升，持股比例环比+0.6pct至5.0%，超越17年以来平均水平；24Q3家电板块超配比例为3.0%，较24Q2提升0.5pct，超配比例高于17年至今平均水平。
- 分板块看，24Q3白电板块占家电整体重仓市值的比例为82%，环比+2.6pcts，且重仓个股依然集中在少数龙头标的，美的集团/格力电器/海尔智家/海信家电重仓市值分别301/135/109/13亿元，较23Q3分别同比+204%/+97%/+78%/+10%；小家电板块占家电整体重仓市值的比例位居第二，环比-2pcts至7%，其中石头科技/科沃斯/苏泊尔重仓市值分别同比+18%/+755%/+13%至42/5/2亿元；黑色家电/家电零部件/照明设备/厨电重仓市值占家电重仓市值分别环比-2.1/+1.1/-0.1/+0.4pcts至3%/6%/0%/1%，其中三花智控/海信视像/兆驰股份/华帝股份/盾安环境重仓市值分别为36/20/3/3/3亿元领先，三花智控/华帝股份/盾安环境等标的获增持。

图：基金重仓家电板块比例



图：基金超配家电板块比例

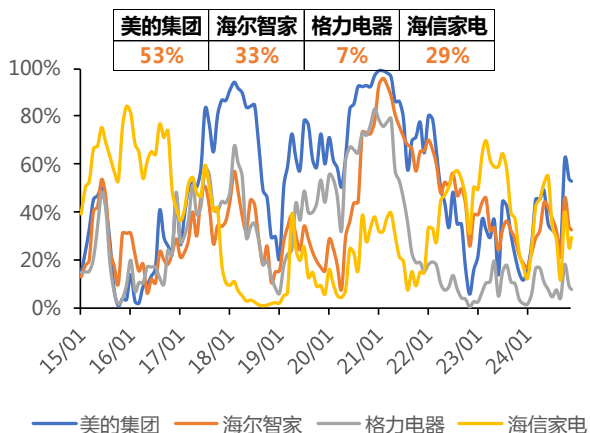


表：24Q1-24Q3重点个股股价涨跌幅及持仓比例

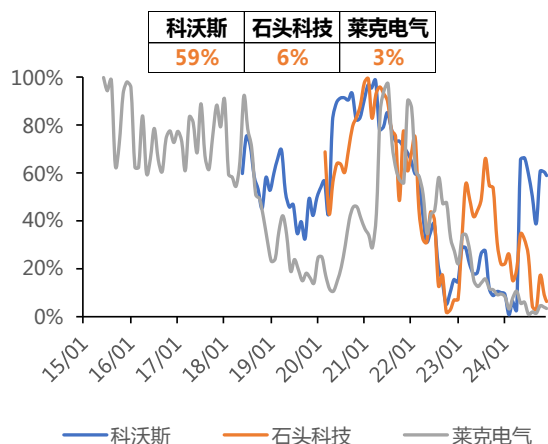
代码	名称	收盘价涨跌幅			基金持仓市值占股票市值比重			
		24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3	环比变动
白电								
000521.SZ	长虹美菱	65%	-16%	44%	7.1%	1.6%	5.0%	3.3%
000651.SZ	格力电器	22%	0%	29%	2.8%	3.6%	5.0%	1.4%
000333.SZ	美的集团	18%	5%	18%	3.9%	4.8%	5.2%	0.4%
600690.SH	海尔智家	19%	14%	17%	3.8%	4.8%	3.9%	0.9%
000921.SZ	海信家电	49%	6%	15%	5.4%	4.3%	2.9%	1.5%
黑电								
000810.SZ	创维数字	-31%	-20%	29%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
002429.SZ	兆驰股份	-10%	-2%	12%	0.7%	0.7%	1.3%	0.5%
688696.SH	极米科技	-25%	-9%	2%	0.2%	0.0%	0.4%	0.4%
600060.SH	海信视像	14%	3%	-5%	10.2%	8.8%	7.0%	1.8%
厨房大电								
002035.SZ	华帝股份	-3%	8%	28%	2.3%	0.4%	4.3%	3.9%
300894.SZ	火星人	-20%	2%	24%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
605336.SH	帅丰电器	-16%	-10%	11%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
002508.SZ	老板电器	12%	-6%	8%	1.9%	0.2%	0.2%	0.1%
002677.SZ	浙江美大	-8%	-6%	-2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
300911.SZ	亿田智能	-25%	21%	-4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
小家电								
688793.SH	倍轻松	-9%	-5%	36%	1.9%	0.3%	0.0%	0.3%
300824.SZ	北鼎股份	-16%	-2%	25%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
002032.SZ	苏泊尔	10%	-10%	17%	0.5%	0.3%	0.5%	0.2%
603868.SH	飞科电器	-6%	-16%	13%	1.3%	1.3%	0.0%	1.3%
002705.SZ	新宝股份	14%	-13%	12%	1.5%	1.3%	1.2%	0.1%
002242.SZ	九阳股份	-18%	2%	9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
002959.SZ	小熊电器	5%	-10%	-1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%
清洁电器								
603486.SH	科沃斯	-14%	33%	9%	0.1%	0.4%	1.8%	1.4%
603355.SH	莱克电气	4%	-7%	12%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
688169.SH	石头科技	21%	15%	1%	7.2%	8.7%	8.1%	0.6%
上游零部件								
000404.SZ	长虹华意	22%	-22%	33%	1.3%	0.1%	1.7%	1.6%
002050.SZ	三花智控	-19%	-19%	25%	5.8%	3.2%	4.0%	0.9%
603112.SH	华翔股份	-2%	-9%	24%	1.8%	1.8%	2.0%	0.2%
002011.SZ	盾安环境	-8%	-22%	21%	5.1%	2.3%	2.1%	0.2%
603657.SH	春光科技	-25%	-4%	6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他								
300247.SZ	融捷健康	-19%	-15%	31%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
002614.SZ	奥佳华	-6%	-18%	18%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
603515.SH	欧普照明	-7%	8%	13%	0.1%	0.9%	1.0%	0.2%
603195.SH	公牛集团	8%	11%	8%	1.3%	1.7%	1.4%	0.3%
603303.SH	得邦照明	2%	-10%	7%	3.1%	3.1%	2.9%	0.2%
603579.SH	荣泰健康	-6%	6%	-5%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%

1.3 家电标的PE分位数

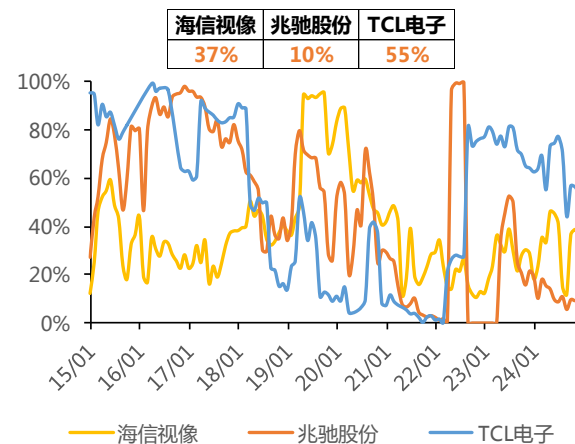
图：2015年至今白电标的市盈率分位数



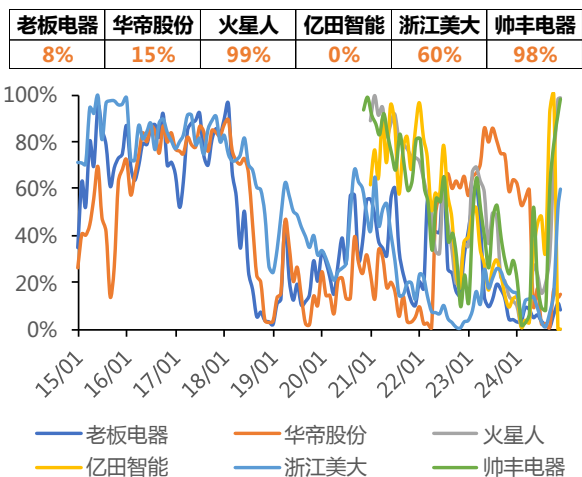
图：2015年至今清洁电器标的市盈率分位数



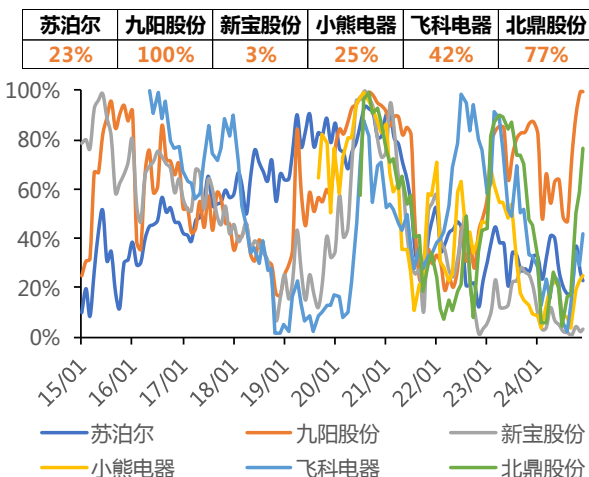
图：2015年至今黑电标的市盈率分位数



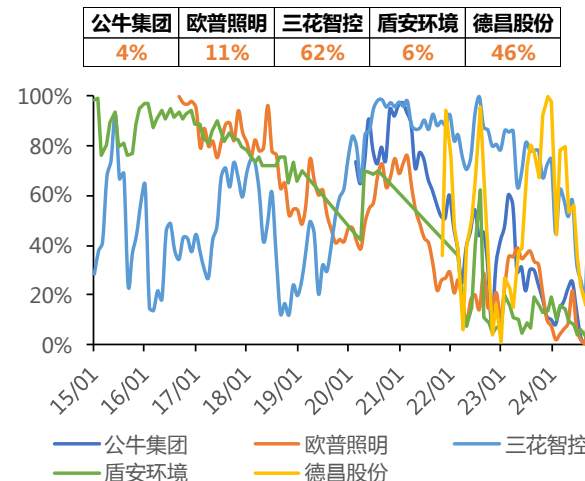
图：2015年至今厨大电标的市盈率分位数



图：2015年至今厨小个护标的市盈率分位数



图：2015年至今电工、零部件标的市盈率分位数



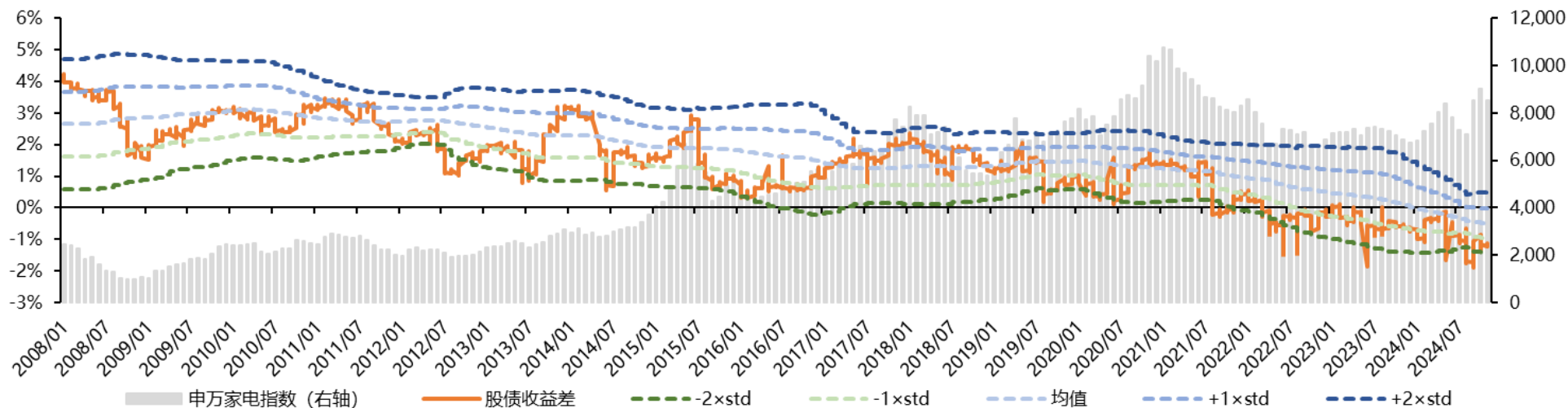
注：市盈率分位数更新至2024/11/20。

1.4 从股债收益率模型来看，当前处股债收益差均值负1x-2x标准差之间

图：不同国债收益率假设下申万家电指数点位预测（更新至2024/11/11）

收益差位置假设			申万家电指数点位						指数涨幅（对比当前）					
			当前	-2×std	-1×std	均值	+1×std	+2×std	当前	-2×std	-1×std	均值	+1×std	+2×std
10年期国债收益率假设（bp）	-20	1.92%	8492	8307	9674	11579	14418	19102	0%	-2%	14%	36%	70%	125%
	-10	2.02%	8492	8066	9349	11116	13708	17876	0%	-5%	10%	31%	61%	111%
	-5	2.07%	8492	7951	9195	10899	13379	17320	0%	-6%	8%	28%	58%	104%
	当前	2.12%	8492	7839	9045	10690	13065	16798	0%	-8%	7%	26%	54%	98%
	+5	2.17%	8492	7730	8901	10488	12766	16306	0%	-9%	5%	24%	50%	92%
	+10	2.22%	8492	7625	8761	10295	12480	15842	0%	-10%	3%	21%	47%	87%
	+20	2.32%	8492	7421	8494	9928	11945	14990	0%	-13%	0%	17%	41%	77%

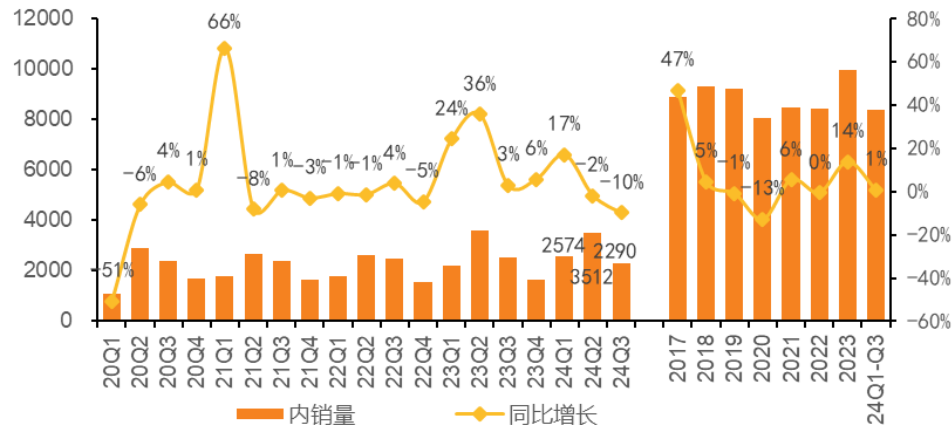
图：2008年至今申万家电股债收益差（均值和标准差采用三年滚动周期；更新至2024/11/11）



注：考虑到国内宏观经济周期多为3年一周期规律，此处采用滚动3年均值与标准差构建股债差“均值±1倍标准差”、“均值±2倍标准差”通道。

1.5 内销：24Q3空冰出货量同比下滑、洗衣机&烟机稳增，政策支撑下Q4有望改善

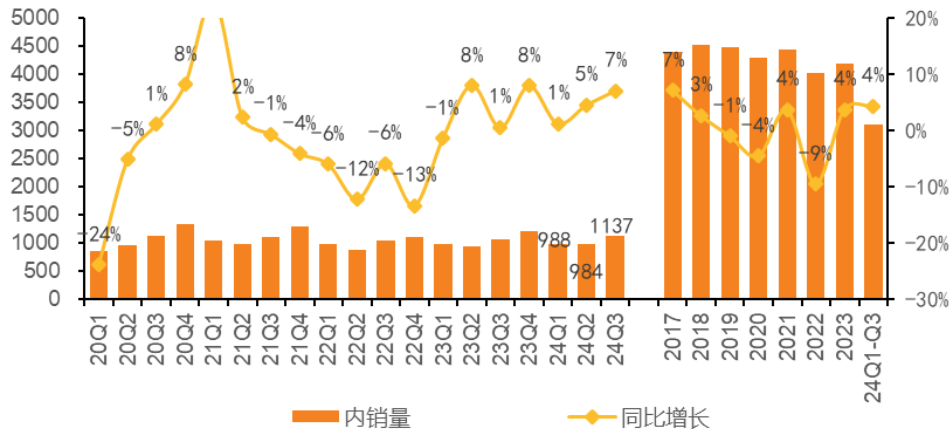
图：空调行业24Q3内销量2290万台，同比-10%



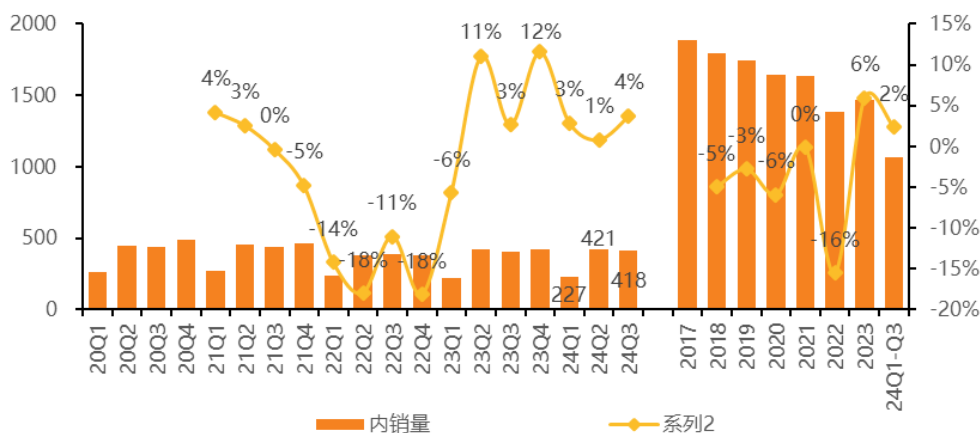
图：冰箱行业24Q3内销量1074万台，同比-3%



图：洗衣机行业24Q3内销量1137万台，同比+7%

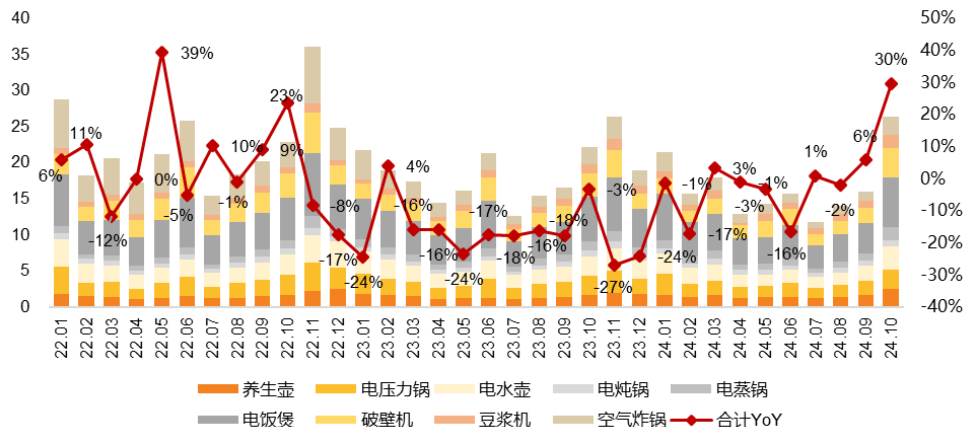


图：油烟机24Q3内销量418万台，同比+4%

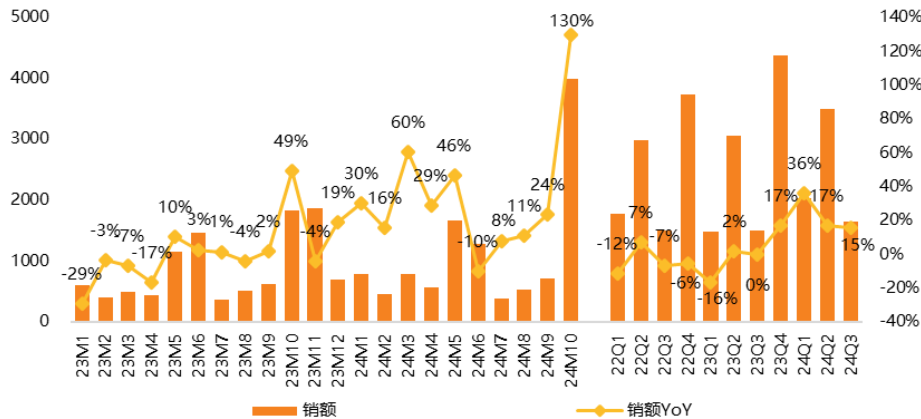


1.5 内销：9-10月政策拉动厨小、清洁线上增速明显提振，投影均价步入同比上行通道

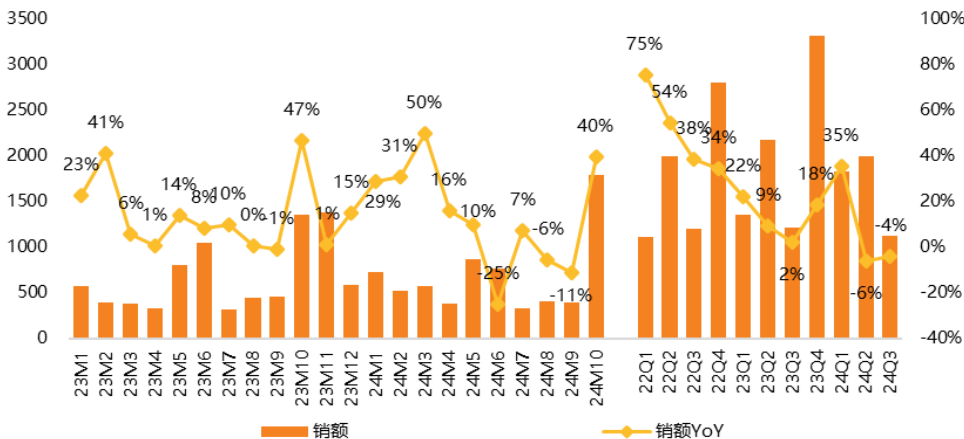
图：厨小电主要品类线上月度销额增速（亿元；%）



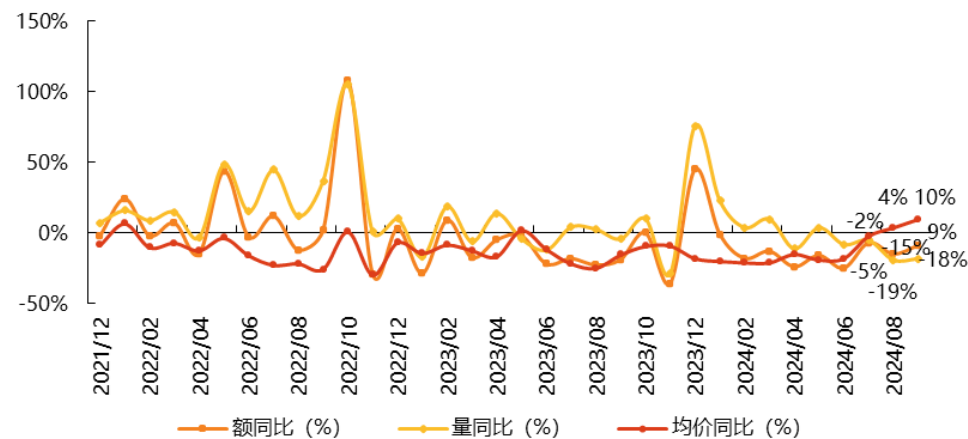
图：扫地机线上月度销额增速（百万元；%）



图：洗地机线上月度销额增速（百万元；%）

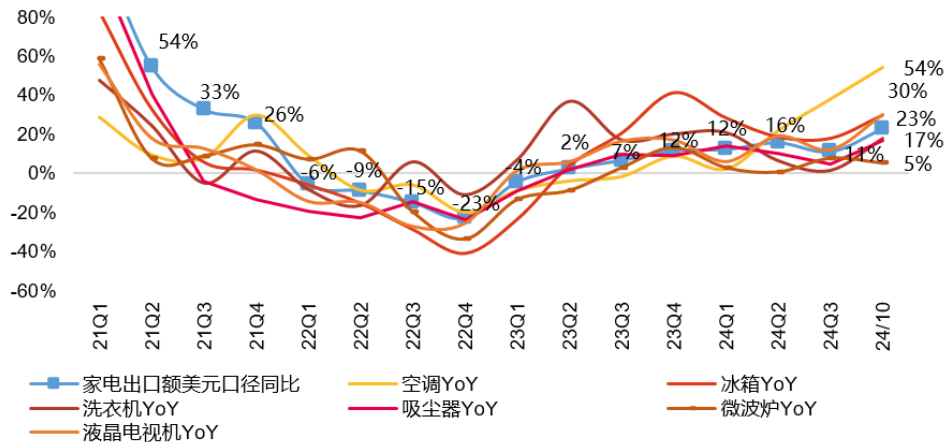


图：智能投影线上月度销额增速（%）

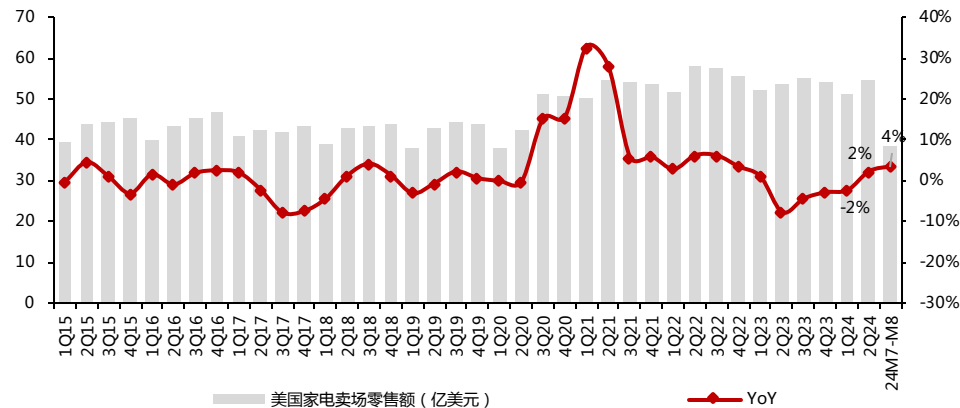


1.6 出口：24年以来家电出口延续双位数增长，美国家电零售额增速逐季改善

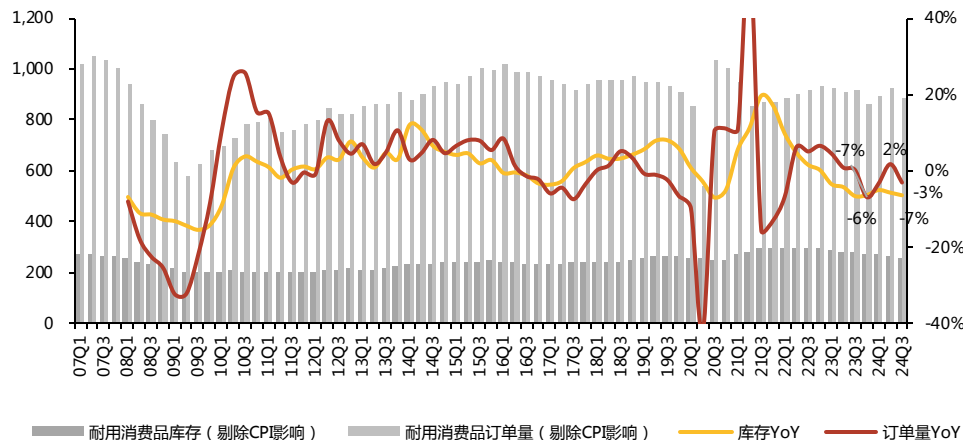
图：家电行业及主要大家电出口额增速（美元口径）



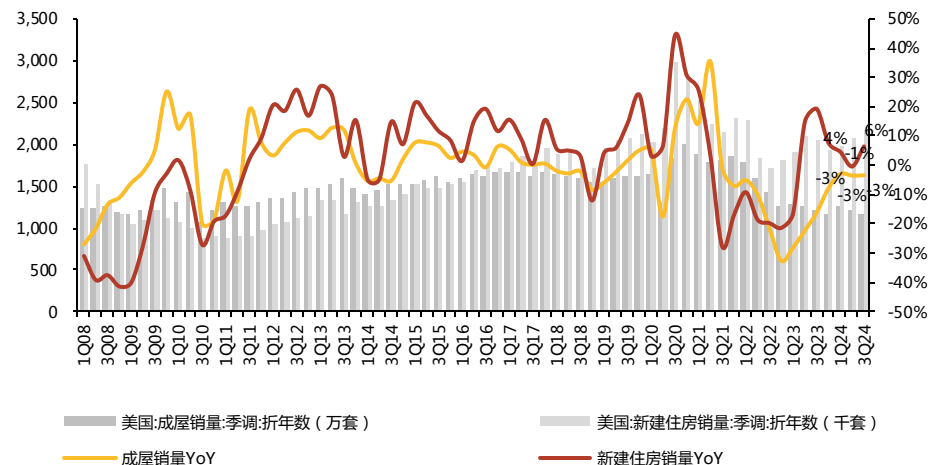
图：24M7-M8美国家电卖场零售额yoy环比继续改善



图：24Q3美国耐用消费品库存同比降幅扩大（亿美元）

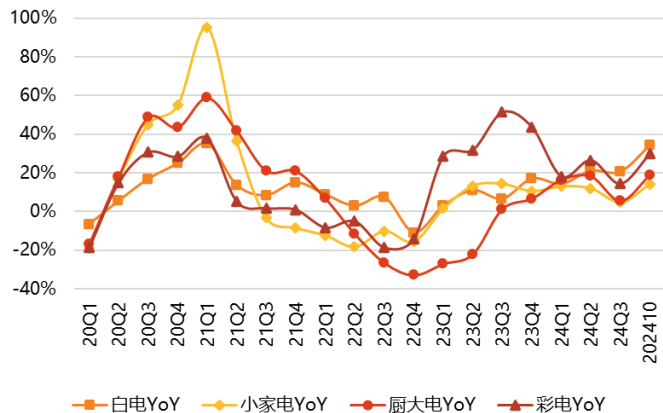


图：美国新建住房、成屋销售套数及增速

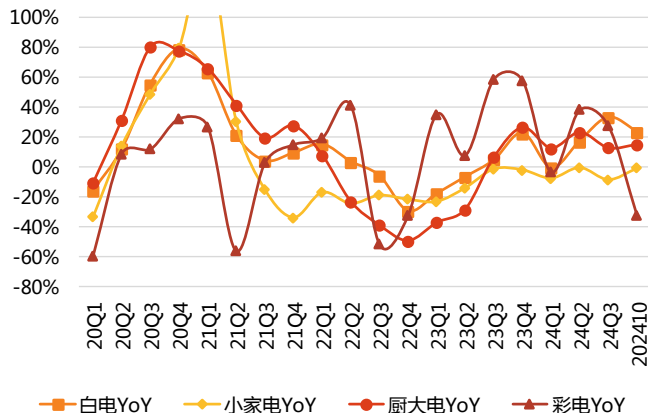


1.6 出口分区域：24Q3家电核心品类出口欧美成熟市场及新兴市场的增速表现均较好

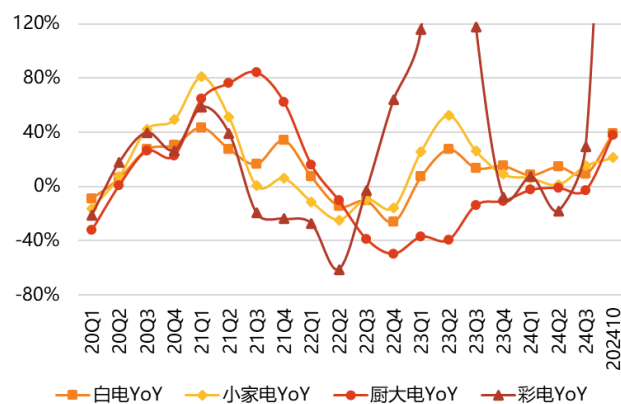
图：主要家电品类出口金额增速(人民币口径)



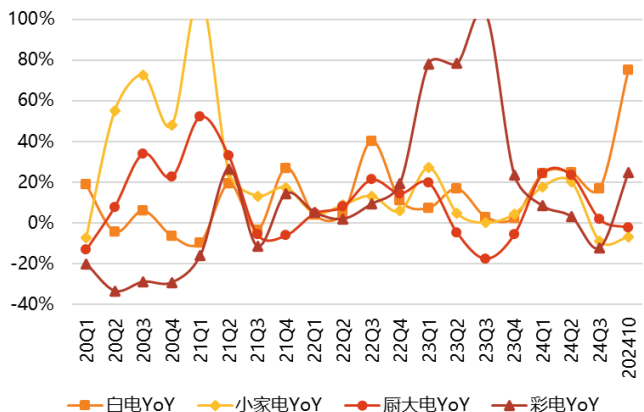
图：主要家电品类出口美国金额增速(人民币口径)



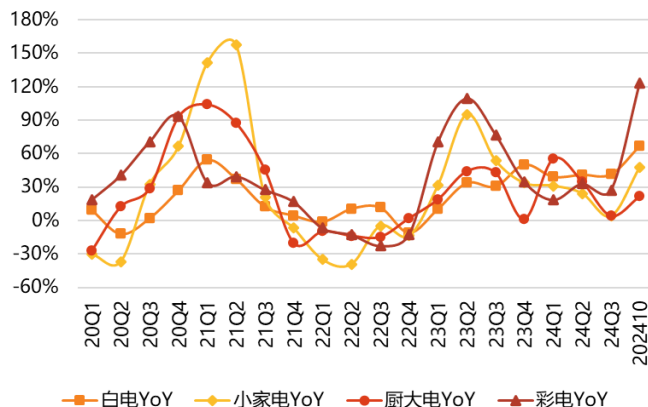
图：主要家电品类出口欧洲金额增速(人民币口径)
取英国、意大利、西班牙、法国、德国、俄罗斯六国出口金额之和



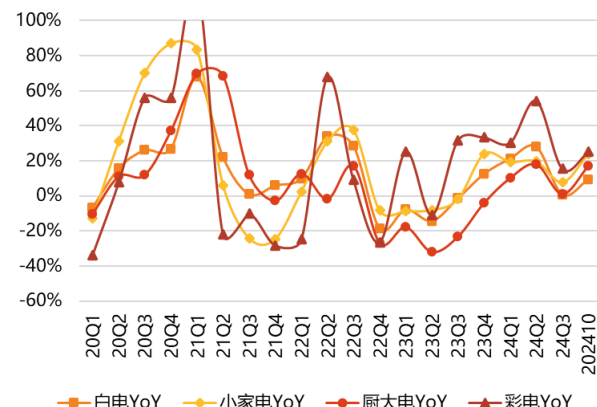
图：主要家电品类出口南亚/东南亚金额增速(人民币口径)
取泰国、马来西亚、新加坡、印度、越南、菲律宾、印度尼西亚七国出口金额之和



图：主要家电品类出口拉美金额增速(人民币口径)
取巴西、阿根廷、墨西哥三国出口金额之和

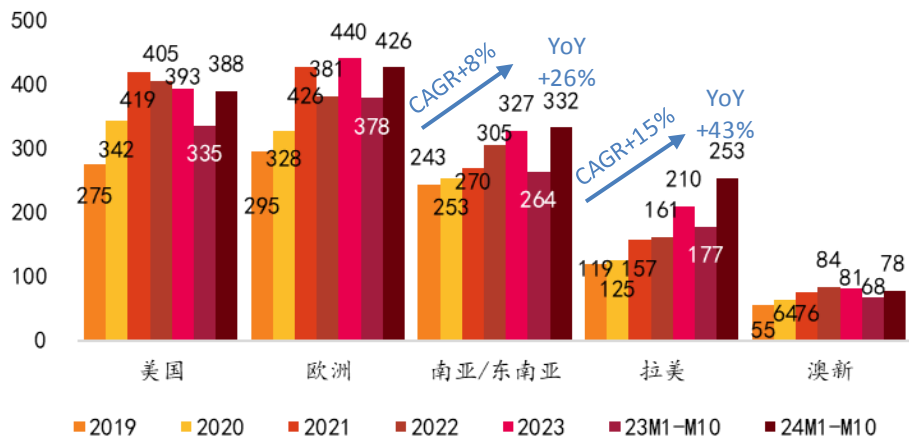


图：主要家电品类出口澳新金额增速(人民币口径)

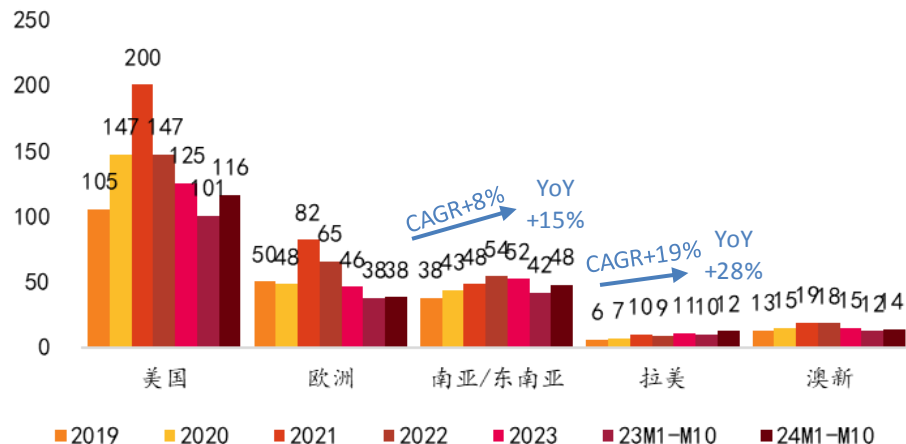


1.6 出口分区域：近年来新兴市场大家电出口额扩容明显，为家电出口带来增量主要来源

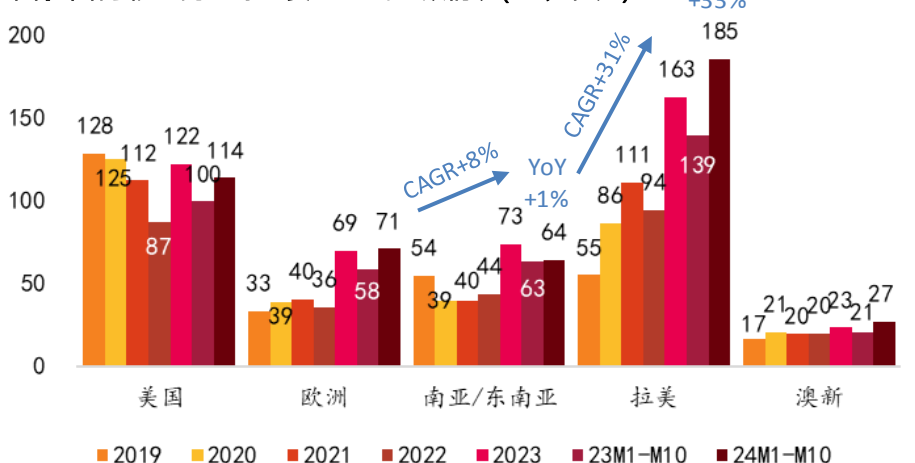
图：国内白电（空调+冰箱+洗衣机）向全球主要地区出口额情况(%；亿元)



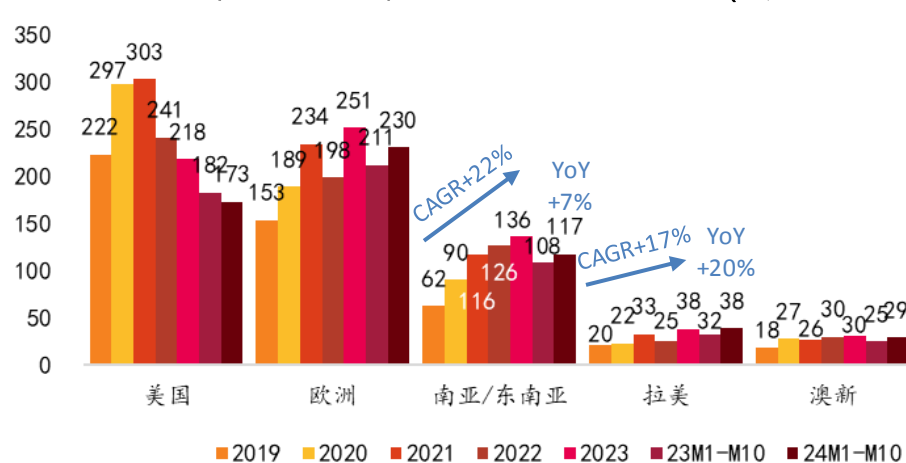
图：国内厨大电（烟+灶）向全球主要地区出口额情况(%；亿元)



图：国内彩电向全球主要地区出口额情况(%；亿元)



图：国内小家电（电锅+吸尘器）向全球主要地区出口额情况(%；人民币口径)

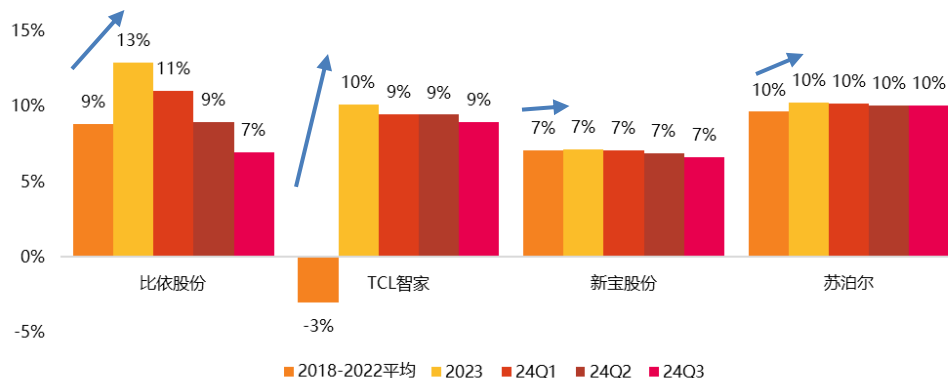


注：欧洲取英国、意大利、西班牙、法国、德国、俄罗斯六国出口金额之和；南亚东南亚取泰国、马来西亚、新加坡印度、越南、菲律宾、印度尼西亚七国出口金额之和；拉美取巴西、阿根廷、墨西哥三国出口金额之和。

1.6 外销：汇率+海运+原材料对代工企业利润的一次性正贡献更大

- 汇率、海运、原材料价格下降对出口公司在23年都有正向贡献，其中对代工企业贡献更为明显。为测算汇率、海运和原材料价格对利润的影响，我们此处假设原材料价格、运费价格、汇率到4Q24、1Q25将维持在24/11/11水平不变，得到：1) 汇率方面，四季度人民币相对美元有一定贬值，且去年同期有升值，故24Q4有望带来一定汇兑收益；2) 3Q近期出口运价提升明显，尽管10月至今已有明显回落，较去年同期仍有大幅提升，预计4Q24-1Q25出口运价对出口链公司成本有负向影响；3) 今年以来铜铝等大宗价格明显上涨，对后续冰洗品类成本略有影响，洗衣机、小家电影响较小。

图：主要出口代工企业23年净利率提升明显



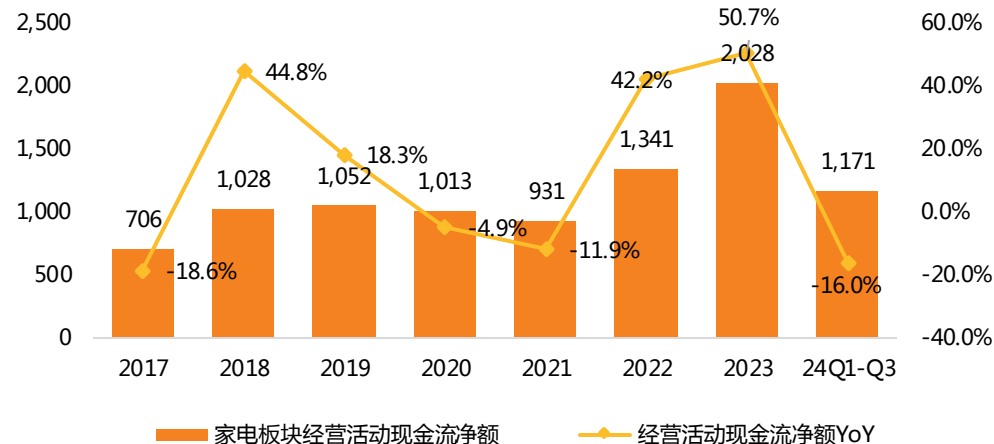
图：原材料、运费、汇率对公司的综合影响变化

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E (11/11数据)	1Q25E (11/11数据)
美元兑人民币即期汇率	6.3	6.7	7.1	7.0	6.9	7.3	7.3	7.1	7.2	7.3	7.0	7.2	7.2
环比变化	-0.5%	5.5%	6.0%	-2.0%	-1.2%	5.7%	0.5%	-2.9%	1.8%	0.6%	-3.4%	2.5%	0.0%
对出口链利润影响	负向	正向	正向	负向	负向	正向	负向	负向	正向	负向	负向	正向	负向
中国出口集装箱运价指数(季度平均)	3444	3157	2950	1615	1087	938	876	854	1290	1439	1991	1401 (10/1-11/11均值)	1401 (10/1-11/11均值)
同比变化	76%	46%	-1%	-51%	-68%	-70%	-70%	-47%	19%	53%	127%	64%	9%
对出口链利润影响	负向	负向	正向	正向	正向	正向	正向	正向	负向	负向	负向	负向	负向
大宗对各品类成本影响(滞后1Q)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E(原材料取 10/1-11/11均值)	1Q25E(原材料取 10/1-11/11均值)
空调影响	13%	7%	-1%	-8%	-8%	-6%	-7%	0%	0%	-2%	4%	1%	4%
冰箱影响	7%	2%	-2%	-7%	-7%	-6%	-7%	-1%	-1%	-1%	3%	1%	3%
洗衣机影响	8%	2%	-3%	-9%	-9%	-6%	-8%	-1%	0%	-2%	1%	-2%	0%
小家电影响	7%	3%	0%	-4%	-5%	-4%	-3%	1%	1%	1%	2%	1%	0%
对出口链利润影响	负向	负向	正向	正向	正向	正向	正向	正向	负向	正向	负向	负向	负向

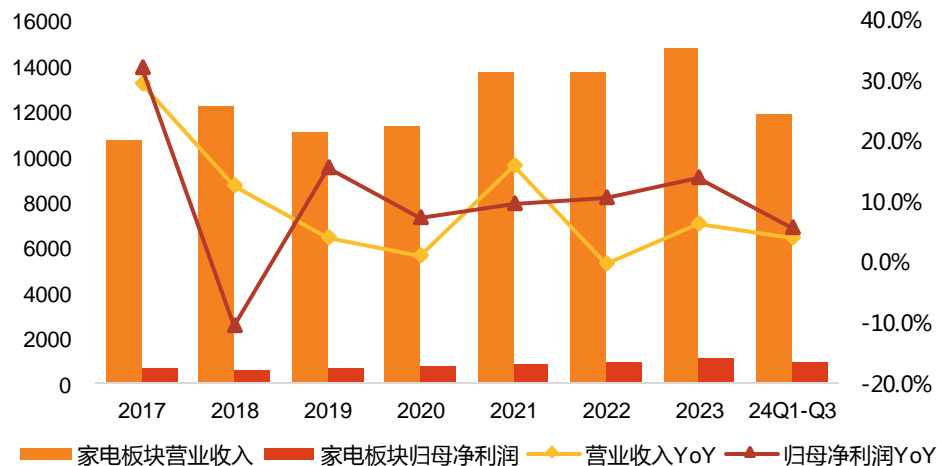
1.7 报表端：前三季度家电板块收入稳健增长，净利率持续上行

- 24Q1-Q3家用电器（申万）板块整体营收/归母净利润分别达11840/925亿元，同比+4.1%/+5.7%。
- 盈利能力方面，24Q1-Q3家用电器（申万）板块毛利率/归母净利率分别为25.3%/7.8%，分别同比-0.2/+0.1pct。
- 现金流方面，24Q1-Q3板块经营活动现金流净额达1171亿元，同比-16.0%。

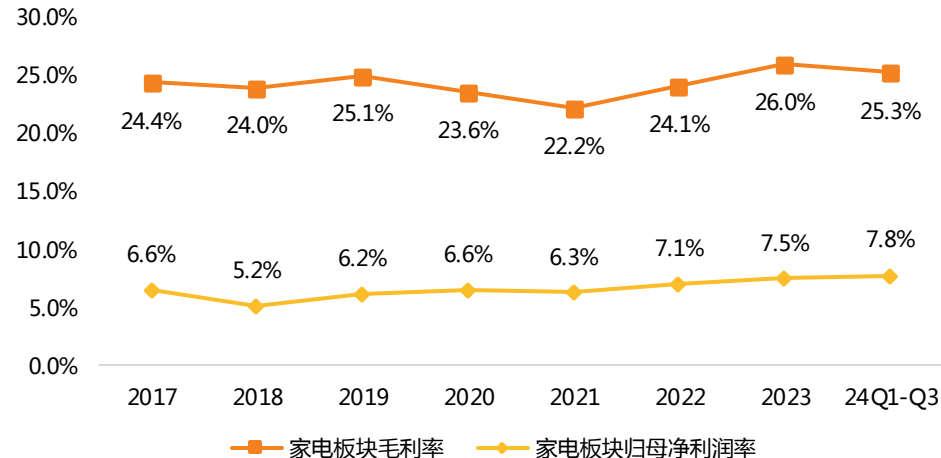
图：24Q1-Q3家电（申万）板块经营活动现金流净额达1171亿元，同比-16.0%



图：24Q1-Q3家电（申万）板块营收&归母净利润（亿元）



图：24Q1-Q3家电（申万）板块毛利率&归母净利率



1.7 报表端：厨卫电器收入利润端皆承压，黑电板块压力也较大，小家电利润端承压更显著

- 收入方面，24Q1-Q3家用电器（申万）板块整体营收增速中，增速表现最弱的三个子行业分别是**厨卫电器**、**其他家电**和**黑色家电**；小家电、白电和照明设备板块收入增速稳定性表现较好。
- 盈利能力方面，24Q1-Q3家用电器（申万）板块毛利率表现最弱的是**厨卫电器**、**小家电**、**黑色家电**板块，毛利率同比下滑受到受产品终端价格面临竞争、地产影响需求疲软、面板价格等因素影响；净利率端**厨卫电器**和**小家电**压力更大，主要是行业需求弱，竞争加剧带来的费用率提升。

图：24Q1-Q3家电（申万）板块子行业毛利率同比变化

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
白色家电	1.8%	2.2%	1.6%	2.0%	1.5%	0.3%	-1.4%
黑色家电	1.5%	0.9%	0.9%	-2.0%	-0.1%	-0.9%	-1.6%
小家电	3.6%	1.5%	1.1%	-2.2%	-0.7%	-1.0%	-2.3%
厨卫电器	2.7%	3.3%	0.7%	1.4%	-1.0%	-3.0%	-2.1%
照明设备II	3.1%	3.7%	3.7%	2.6%	1.2%	1.2%	-1.5%
家电零部件II	5.1%	3.4%	1.1%	0.7%	-1.2%	-1.2%	-0.6%
其他家电II	7.7%	7.4%	4.6%	-1.3%	0.6%	0.5%	-2.8%

图：24Q1-Q3家电（申万）板块子行业收入同比增速变化

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
白色家电	6%	9%	8%	14%	10%	5%	4%
黑色家电	0%	0%	-2%	3%	0%	2%	-8%
小家电	-9%	11%	17%	13%	16%	5%	3%
厨卫电器	-5%	6%	8%	7%	3%	-6%	-16%
照明设备II	-1%	-1%	17%	6%	13%	3%	5%
家电零部件II	-3%	39%	-7%	-12%	3%	-1%	74%
其他家电II	-24%	-20%	-9%	5%	-6%	-3%	-11%

图：24Q1-Q3家电（申万）板块子行业净利率同比变化

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
白色家电	0.5%	0.7%	0.4%	1.0%	0.5%	0.7%	0.5%
黑色家电	0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.3%	-1.7%	-0.8%	0.1%
小家电	-0.3%	0.4%	-1.5%	-0.2%	0.2%	-0.8%	-2.1%
厨卫电器	1.2%	1.8%	0.8%	-1.0%	-1.1%	-4.6%	-4.6%
照明设备II	1.0%	0.5%	1.3%	0.0%	1.1%	-0.6%	-1.1%
家电零部件II	3.1%	0.3%	-0.8%	-1.5%	-1.7%	-2.3%	-0.8%
其他家电II	-0.1%	-0.8%	0.8%	-0.2%	1.5%	-1.3%	-1.6%

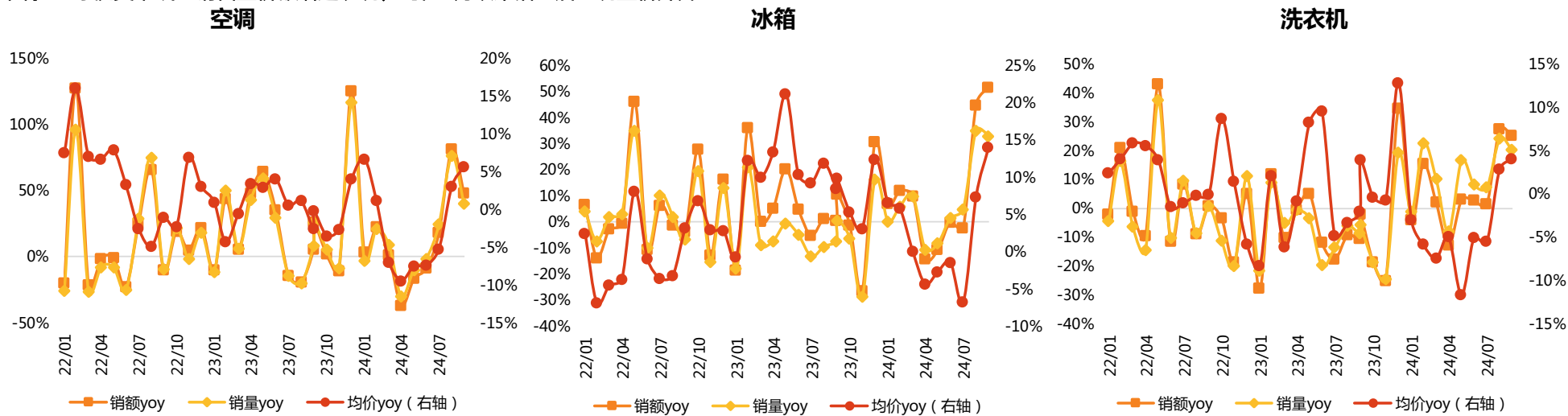
2

策略一、内需聚焦 以旧换新延续

2.1 内需聚焦以旧换新延续

- 2024年7月25日，国家发改委、财政部推出全国范围内以旧换新政策，支持家电产品以旧换新。对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为1级能效20%，2级能效15%。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。该政策在8月底开始在湖北率先落地，后续9-10月在全国范围内落实完毕。
- 品类上，除国补的7大家电品类外，后续部分省市增加了扫地机、空气净化器、电饭煲、净水机等小家电品类；补贴范围也从线下逐步拓展到线上，品类和渠道进一步扩大。对比补贴前后的分行业增速，补贴前Q2内需较为低迷，补贴后行业回归量价齐升。

图：空冰洗奥维线上销售量价额增速表现，均在9月政策落地后呈现量价齐升



2.1 内需聚焦以旧换新延续

- Q4在大促带动下，京东率先开启线上全国范围的多品类补贴，家电补贴泛化产品涵盖生活小电、个护小电、厨房小电等共计20余类产品。
- 根据奥维线上数据显示，厨房小家电销售拉动有限，生活电器叠加大促折扣销售拉动更为明显，24W40-W44（24/9/30-11/3）生活电器行业中净化器/净水器/净饮机销额分别同比+47%/+30%/+29%，扫地机/洗地机销额分别同比+87%/+25%。
- 我们预计客单价较高的品类在国补+大促的带动下销售表现更好，泛品类的子行业排序为：扫地机>养生壶>搅拌机>电蒸锅≈净化器>豆浆机>榨汁机>净饮机≈电水壶≈台式泛微波>洗地机>破壁机>电饭煲>电炖锅>空气炸锅>电压力锅>煎烤机>电磁炉≈吸尘器

表：小家电核心品类线上销额增速变化

	2023	2024YTD	24W40-W44
小家电	-12%	3%	23%
养生壶	-6%	22%	52%
搅拌机	-27%	8%	49%
电蒸锅	13%	9%	47%
豆浆机	10%	21%	36%
榨汁机	-14%	8%	33%
电水壶	-9%	-1%	29%
台式泛微波	-4%	9%	29%
破壁机	-18%	-6%	23%
电饭煲	-8%	-1%	19%
电炖锅	-15%	13%	15%
空气炸锅	-52%	-24%	13%
电压力锅	-11%	-3%	12%
煎烤机	-11%	0%	-3%
电磁炉	-16%	-7%	-8%

表：生活电器核心品类线上销额增速变化

	2023	2024YTD	24W40-W44
生活电器	-3%	16%	59%
扫地机器人	4%	39%	87%
净化器	-1%	33%	47%
净水器	9%	6%	30%
净饮机	12%	12%	29%
洗地机	13%	9%	25%
吸尘器	-19%	-3%	-8%

2.1 内需聚焦以旧换新延续

- **品类端**：国补带动下核心白电、厨大电品类在9月起销售增速已有明显提振。本次京东线上许多小家电品类也可参与20%国补，其中扫地机叠加大促属性呈快速增长；部分厨小品类增速环比有所好转。我们预计客单价较高的品类在国补+大促的带动下销售表现更好。
- **品牌端**：整体呈现头部品牌增速更快，尤其在白电品类中空调的头部品牌效应更明显，小米今年以来在消费降级的趋势下，其家电销售情况较好，国补落地后也保持了较好的增速。清洁电器品类中，由于有一定的低基数效应，石头增速表现好于科沃斯。
- 人大会后财政部蓝部长明确“结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策”，表明“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”，我们认为这是官方首次对以旧换新政策延续给出明确信号！若明年以旧换新政策可延续，则对清洁电器和长尾品类小家电或在销售端有一定的拉动；且目前仅京东平台开放了部分小家电20%的补贴，部分地区对小家电的国补仍在10-15%不等的折扣力度，若政策延续，明年天猫等其他线上平台也有望推出泛品类20%的国补折扣，从而进一步带动家电的消费。

图：线上分品类分品牌表现（截止至24/11/3）

豆浆机	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4YTD	电炖锅	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4YTD
小熊	150%	162%	81%	58%	小熊	-20%	-5%	-7%	-4%
苏泊尔	23%	33%	4%	2%	苏泊尔	-3%	24%	24%	35%
美的	46%	151%	83%	43%	美的	23%	123%	72%	32%
九阳	30%	9%	10%	53%	九阳	83%	88%	25%	-6%
扫地机	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4YTD	洗地机	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4YTD
科沃斯	-10%	-20%	-21%	47%	添可	18%	-16%	-8%	-12%
石头	28%	9%	42%	131%	石头	11%	-44%	-52%	188%
美的	673%	247%	12%	-8%	美的	73%	-24%	-34%	-48%

空调	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4YTD	冰箱	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4YTD	洗衣机	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4YTD
美的	53%	-32%	42%	67%	美的	32%	3%	33%	69%	美的	9%	-14%	4%	-6%
格力	-4%	-30%	3%	44%	海尔	30%	-10%	9%	43%	小天鹅	38%	1%	31%	28%
海尔	-17%	-22%	15%	35%	海信	-11%	-17%	14%	70%	美的系	28%	-3%	22%	20%
海信	54%	-14%	8%	42%	容声	27%	-10%	16%	50%	海尔	9%	-7%	12%	32%
小米	96%	67%	65%	123%	海信系	22%	-11%	16%	52%	海信	5%	15%	-24%	2%

2.2 对于近期基本面及股价承压标的，后续弹性或更大

■ 选取市值大于50亿的核心家电标的进行筛选，综合估值和基本面两方面看，黑电中的海信视像、极米科技、光峰科技今年基本面承压，其中极米和光峰今年股价涨幅相对较少；厨小电中的九阳股份、小熊电器，个护电器中的飞科电器，厨大电中的火星人、浙江美大，亦属基本面及股价有所承压的标的。这些标的目前皆可参与国补补贴。

■ 考虑到公司24年净利率的表现，其中【海信视像】、【小熊电器】、【极米科技】、【九阳股份】等标的在明年的归母净利润修复弹性或更大，若明年以旧换新政策延续带动内需增长，则对这些公司在收入有拉动的同时，业绩端增速表现或将更快。

表：核心标的24年以来收入、业绩增速以及市值/PE/PB分位数（统计日期2024/11/13）

细分板块	标的简称	5年市值分位	5年PE分位	5年PB分位	收入增速(%)			归母净利润增速(%)			毛利率(%)		
					24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3
白电	美的集团	59%	55%	17%	10.2	10.4	8.1	11.9	15.8	14.9	27.3	26.9	26.0
	海尔智家	70%	31%	38%	6.0	0.1	0.5	20.2	19.2	19.2	29.0	32.3	31.3
	格力电器	57%	32%	21%	2.5	-0.6	-15.9	19.8	10.5	5.5	29.5	31.1	29.7
	海信家电	55%	47%	91%	20.9	7.0	-0.1	59.5	17.3	-16.3	21.6	21.0	20.8
厨房大电	老板电器	17%	22%	11%	2.8	-9.6	-11.1	2.5	-18.2	-18.5	50.6	47.3	53.2
	华帝股份	42%	40%	65%	15.6	2.1	-4.9	34.6	3.9	5.7	41.9	39.7	40.1
	火星人	5%	100%	23%	-15.4	-3.0	-2.3	-24.5	-9.2	-130.0	45.6	47.0	39.1
	浙江美大	9%	93%	7%	-19.4	-7.1	-6.2	-23.3	-8.6	-9.8	46.2	41.6	40.8
清洁电器	科沃斯	13%	60%	19%	7.4	-10.4	-4.1	-8.7	20.7	69.2	47.2	51.0	46.8
	石头科技	22%	8%	16%	58.7	15.3	11.9	95.2	34.9	-43.4	56.5	51.9	53.9
	莱克电气	41%	7%	20%	11.7	19.4	5.8	36.0	-16.3	18.2	25.9	23.9	22.3
厨房小电	苏泊尔	44%	18%	52%	8.4	11.3	3.0	7.2	6.4	2.2	24.4	24.4	24.6
	九阳股份	7%	100%	12%	9.2	-4.3	-7.1	7.1	63.9	-166.5	26.9	29.1	21.9
	新宝股份	8%	8%	9%	22.8	20.5	12.9	24.7	5.1	0.5	21.9	21.6	20.9
	小熊电器	6%	31%	6%	-4.6	-14.0	3.2	-8.5	-8.9	-7.6	38.5	34.4	33.3
个护	飞科电器	20%	40%	10%	-14.5	-11.9	-3.1	-3.8	-3.0	-3.8	57.1	54.1	56.9
	海信视像	67%	64%	74%	10.6	-4.7	5.8	-4.8	-1.7	-19.5	15.8	15.9	14.5
黑电	TCL电子	66%	56%	71%		30.3	-		147.3	-		17.0	-
	兆驰股份	45%	38%	38%	11.1	34.0	34.1	8.3	41.3	-14.1	17.8	17.6	14.4
	极米科技	5%	0%	12%	-6.6	4.2	-14.3	-2.6	-12.2	-57.2	28.1	30.2	28.1
	光峰科技	15%	100%	16%	-3.0	3.6	10.5	226.2	-154.9	-40.3	32.4	30.1	30.4
	三花智控	61%	20%	20%	13.4	5.6	6.8	7.7	9.2	3.0	27.1	27.8	28.2
零部件	盾安环境	44%	18%	34%	7.3	19.0	4.1	28.9	58.7	-17.2	17.5	18.3	18.6
	长虹华意	86%	16%	96%	-11.2	-3.1	-1.1	27.0	44.3	35.2	10.0	12.8	16.0
	德昌股份	51%	55%	53%	45.1	33.4	43.0	102.3	-5.8	2.8	17.4	17.9	17.4
电工照明	公牛集团	47%	6%	7%	14.1	7.6	5.0	26.3	20.6	3.4	42.2	43.6	43.5
	欧普照明	19%	28%	19%	5.3	-12.6	-13.6	23.5	-11.7	-9.7	38.5	40.0	42.0
智能家居	萤石网络	59%	54%	68%	14.6	11.6	12.7	37.4	-6.6	-34.9	42.7	43.9	42.0

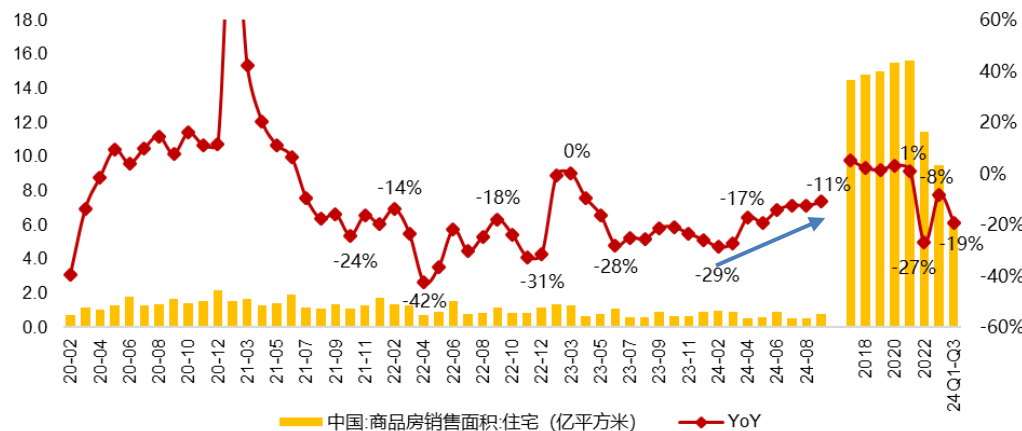
3

策略二、地产链的 机会

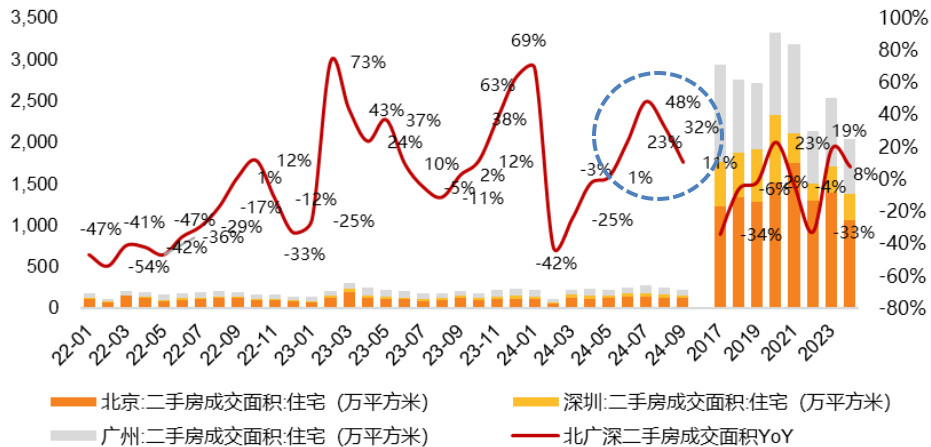
3. 地产链的机会

- 国新办10月17日举行新闻发布会，聚焦房地产市场平稳健康发展，指导各地迅速行动，抓存量政策落实，抓增量政策出台，打出一套组合拳，推动市场止跌回稳。具体措施包括：1) 充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因城施策，调整或取消各类限制性措施。2) 降低住房公积金贷款利率、首付比例、存量贷款利率以及“卖旧买新”换购住房税费负担。3) 通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村和危旧房改造，年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。
- 近期国内楼市政策频出，带动新房降幅缩窄、二手房成交改善。从新房销售数据看，24年以来住宅销售面积降幅呈逐步缩窄态势，截至9月住宅销售面积同比下滑11%；二手房成交方面，自6月以来北广深二手房成交面积同比延续双位数增长，二手房挂牌量指数呈逐月修复态势。

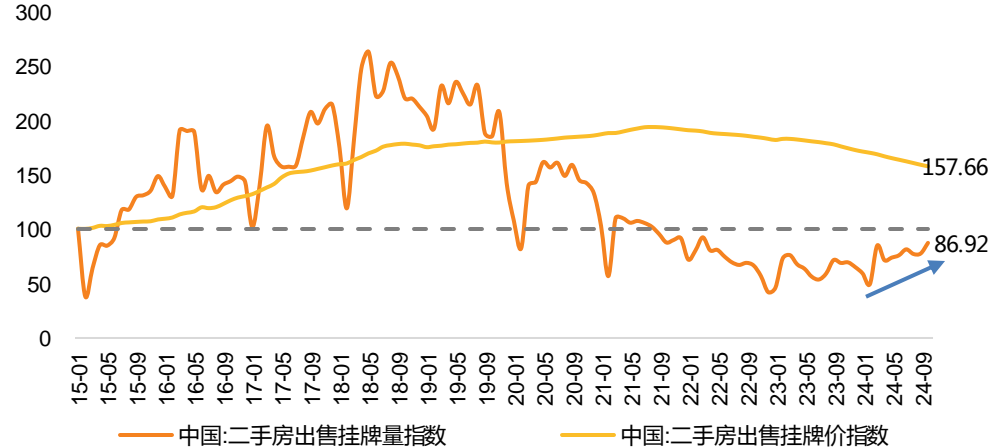
图：国内住宅商品房销售面积及同比增速（亿平方米）



图：北广深二手房成交面积及同比增速（万平方米）



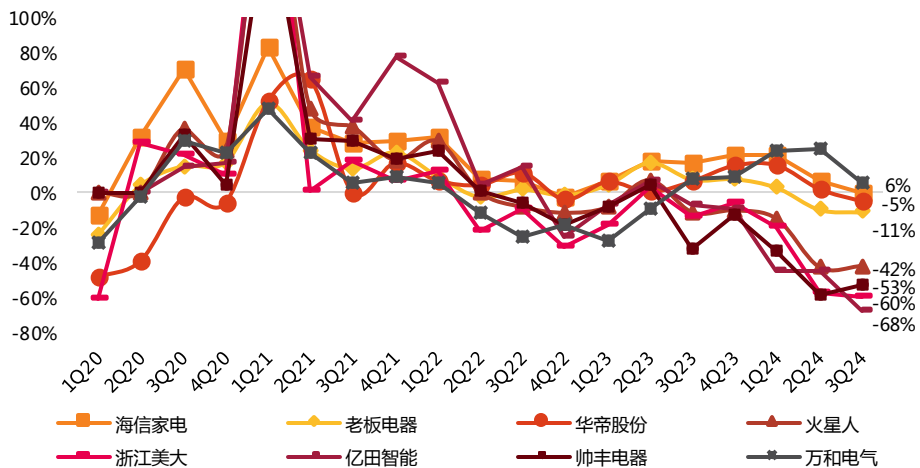
图：中国二手房出售挂牌量&挂牌价指数（2015年01月=100）



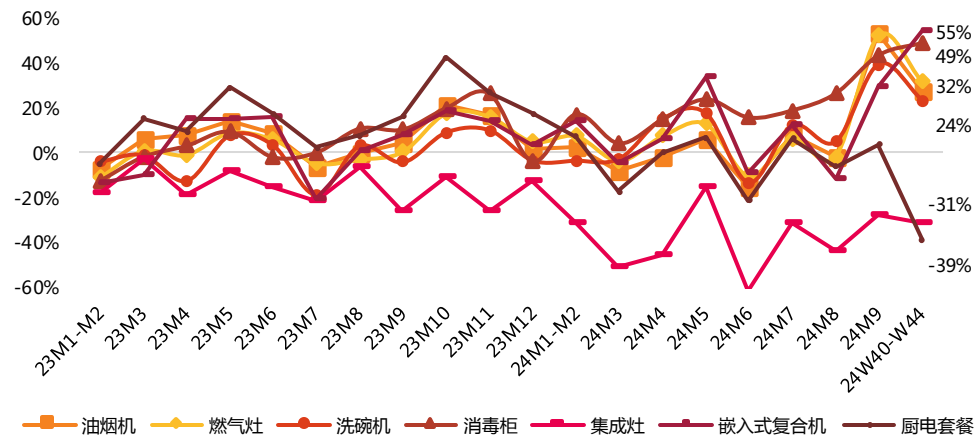
3. 地产链的机会

- **报表端：**地产后周期标的分季度收入业绩表现看，24年以来整体呈现逐季走弱态势。其中，24Q3华帝业绩增速逆势提升；海信家电、老板电器业绩略有下滑；集成灶标的因对新房销售依赖度较高，营收业绩压力相对更大。
- **零售端：**据奥维云网高频数据，油烟机/燃气灶/集成灶/洗碗机9月线上销售额分别同比+54%/+52%/-28%/+39%，9/30-11/3期间分别同比+28%/+32%/-31%/+24%；油烟机/燃气灶/集成灶/洗碗机9月线下销售额分别同比+69%/+63%/+14%/+43%，9/30-11/3期间分别同比+130%/+119%/+50%/+114%。除集成灶、厨电套餐外，在以旧换新政策拉动下9月起后周期品类终端零售表现有明显改观，多数品类实现双位数增长。
- **推荐标的：**看好厨大电龙头充分受益地产改善+政策拉动带动经营改善，推荐【华帝股份】、【老板电器】；以及中央空调业务改善带动【海信家电】收入业绩迎来修复。

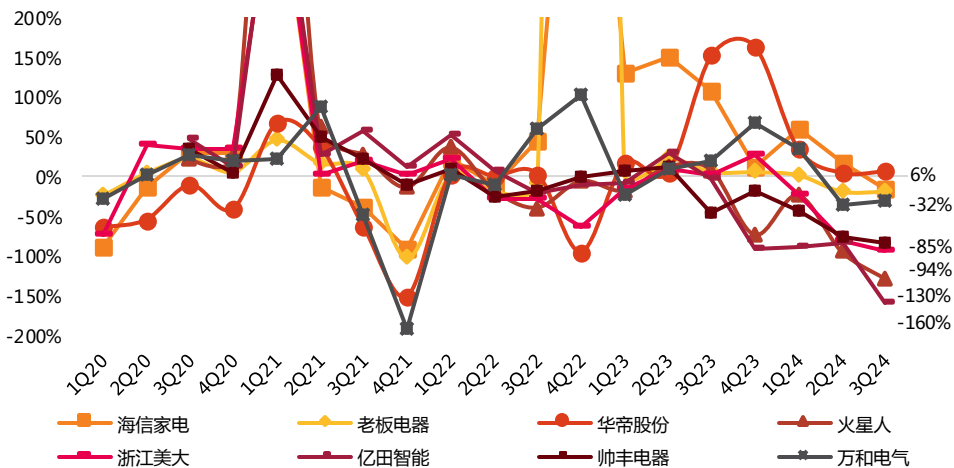
图：地产后周期标的分季度收入YoY



图：厨大电核心品类线上销额增速（奥维云网）



图：地产后周期标的分季度归母净利润YoY

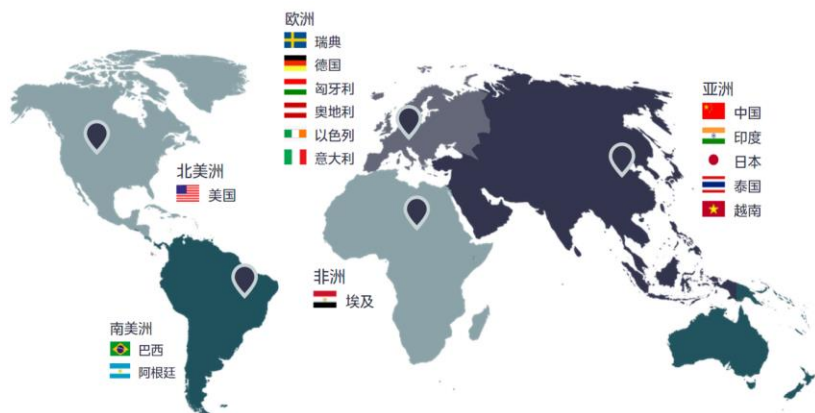


4

策略三、美国潜在关税 影响与非美地区出口

4.1 美国潜在关税影响与非美地区出口

图：美的集团全球产能布局



图：海尔智家全球产能布局



表：家电核心出口标的对美出口潜在影响测算

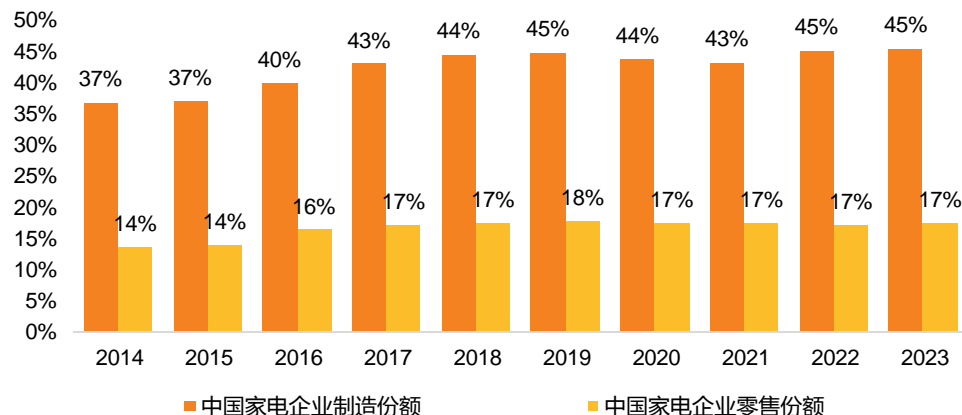
证券简称	23年外销收入占比	假设出口美国从海外工厂供货比例	23年海外业务毛利率(假设同美国地区毛利率)	乐观情形：仅对中国出口加征35%			中性情形：中国出口加征35%，转口贸易加征20%			悲观情形：中国出口、转口贸易均加征35%		
				美国业务毛利率	海外业务收入损失比例	海外业务毛利损失比例	美国业务毛利率	海外业务收入损失比例	海外业务毛利损失比例	美国业务毛利率	海外业务收入损失比例	海外业务毛利损失比例
北鼎股份	25%	0%	21%	-7%	3%	1%	-7%	3%	1%	-7%	3%	1%
海信家电	33%	20%	10%	-15%	3%	1%	-19%	3%	1%	-21%	3%	1%
海尔智家	52%	30%	27%	9%	0%	17%	21%	0%	5%	19%	0%	7%
石头科技	49%	2%	62%	48%	0%	5%	48%	0%	5%	48%	0%	5%
科沃斯	42%	0%	52%	35%	0%	7%	35%	0%	7%	35%	0%	7%
美的集团	40%	20%	27%	7%	0%	6%	4%	0%	7%	2%	0%	8%
莱克电气	66%	33%	21%	2%	0%	7%	-3%	10%	8%	-7%	10%	8%
海信视像	46%	100%	13%	13%	0%	0%	-4%	15%	12%	-17%	15%	12%
TCL电子	59%	98%	19%	18%	0%	0%	2%	0%	13%	-10%	21%	15%
TCL智家	67%	0%	26%	0%	0%	16%	0%	0%	16%	0%	0%	16%
新宝股份	74%	2%	21%	-6%	18%	17%	-6%	18%	17%	-7%	18%	17%
安克创新	96%	30%	44%	30%	0%	14%	27%	0%	17%	24%	0%	20%
比依股份	92%	0%	21%	-6%	18%	18%	-6%	18%	18%	-6%	18%	18%
泉峰控股	92%	15%	28%	7%	0%	52%	5%	0%	57%	3%	0%	61%
格力博	98%	50%	23%	9%	0%	38%	2%	0%	60%	-4%	64%	64%
德昌股份	78%	35%	19%	1%	0%	64%	-5%	66%	66%	-9%	66%	66%

注：①海外业务损失比例计算方式：若加关税后毛利率>0%，则海外业务收入无损失，海外业务毛利损失比例=美国地区毛利下滑值÷公司总毛利；若加关税后毛利率<0%，则海外业务收入损失比例=美国地区收入÷公司总营收，海外业务毛利损失比例=美国地区毛利÷公司总毛利；
 ②标黄表示因加征关税导致美国地区毛利率小于0，我们假定公司损失全部美国业务；
 ③考虑到代工模式下关税多为客户承担，此处假设均为上市公司承担，会导致关税对海外毛利率影响被高估；
 ④泉峰控股、TCL电子未披露23年海外毛利率，此处取销售毛利率数据。

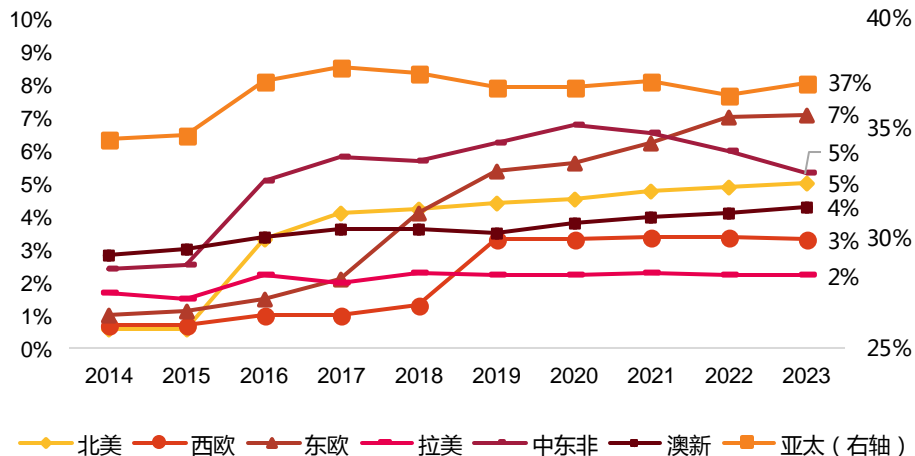
4.2 中国家电企业全球OBM份额、外销收入占比均具备较大提升空间

- 我们认为，在国内市场已经逐步成熟后，中国家电企业全球自主品牌市场份额提升或是未来龙头企业增长的长期空间。中国家电企业凭借完善的供应链、先进的生产技术及快速迭代产品的能力，有望逐渐打开海外市场。据欧睿国际数据，23年中国家电全球制造份额已达约45%，而自主品牌（含收购）份额近年来均不足20%，在欧美成熟市场及新兴市场份额提升空间均很大。分地区看，中国企业在亚太份额较为强势（近几年零售量稳定在约37%-38%水平），其次为东欧地区（零售量份额达7%），而中东非、北美、拉美、澳新地区均为中低个位数水平。
- 中国家电企业近年来外销收入占比呈上行趋势，后续有望通过出海并购进一步拓展海外市场。从报表端看，近年来上市公司加快了海外布局速度，营收中外销所贡献比例逐渐上升，并诞生了一批立足中国而收入大部分为外销贡献的标的（例如OPE、比依股份、Vesync、安克创新等）。考虑到中国家电企业在欧美等成熟市场的品牌力及渠道力仍然较弱，除了在海外投入大量资金推广自有品牌外，中国家电企业也可选择直接收购当地的成熟品牌，借助海外品牌更快速建立销售渠道及打开海外市场。

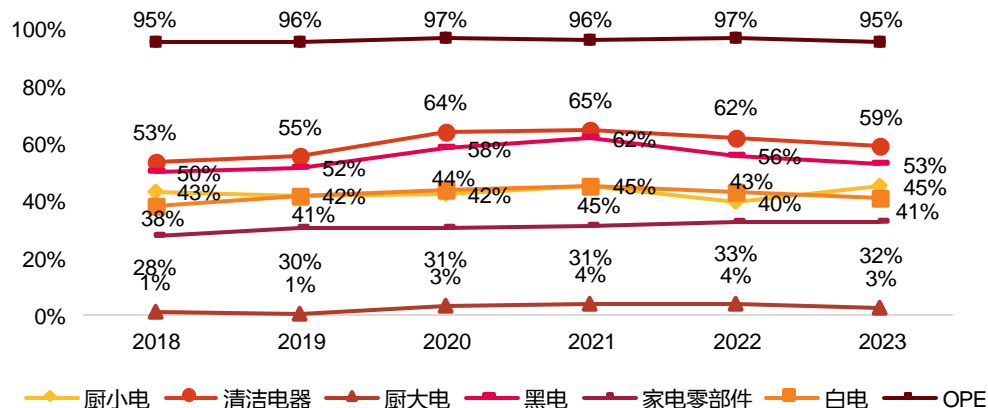
图：中国家电企业全球制造份额vs零售份额（量）



图：中国家电企业各地区零售量市场份额



图：家电上市公司加快了海外布局的速度，外销占收入比重逐渐上升

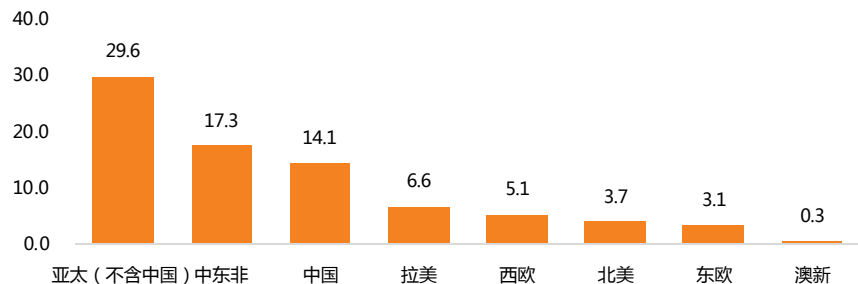


注：各板块选取标的为，白电板块美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电、TCL智家；厨小电为苏泊尔、九阳股份、小熊电器、新宝股份、比依股份；清洁电器为科沃斯、石头科技、莱克电气、德昌股份；厨大电包括老板电器、华帝股份、亿田智能、火星星人；黑电包括海信视像、TCL电子；家电零部件包括三花智控、盾安环境、大元泵业；OPE包括格力博、泉峰控股（各标的外销收入占比取算术平均值）。

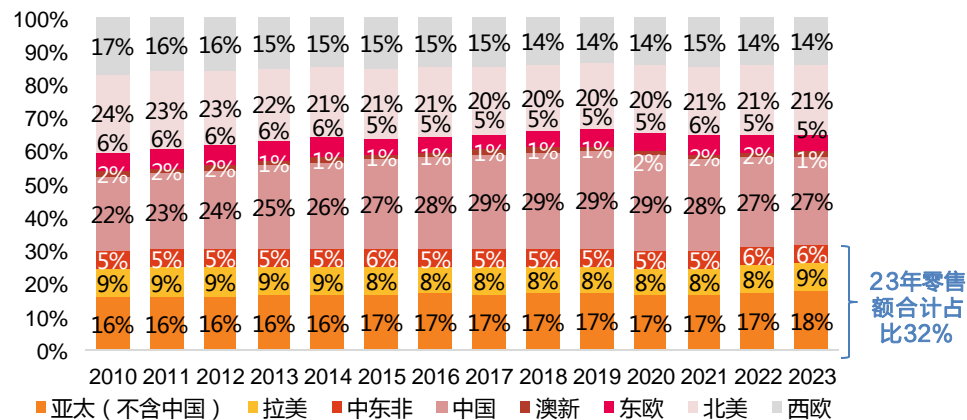
4.3 过去十余年间，新兴市场正逐渐成长为全球家电市场的增长引擎

- 据欧睿国际，以亚太、拉美、中东非为代表的新兴市场家电行业规模2010-2023年CAGR达3%，占全球规模比重由30%升至32%，已成为全球家电市场的重要组成部分。大家电品类方面，23年新兴市场占全球规模比重达到34%，高于家电行业整体水平，其中亚太（不含中国）在10-23年间大家电零售量CAGR领先其余地区，表明新兴市场中家电的保有量均比较低，家电行业发展仍处大家电普及阶段。
- 考虑到家电行业的本质是基于人口的生意，而从全球各地人口分布来看，据欧睿国际，2023年亚太（不含中国）、中东非、拉美地区人口数量分别达29.6、17.3、6.6亿人，合计达53.5亿人，占全球的比例的67%，因此家电领域中新兴市场当前占据的30%+份额仍具备大幅提升空间。

图：2023年全球各地区人口数量（亿人）



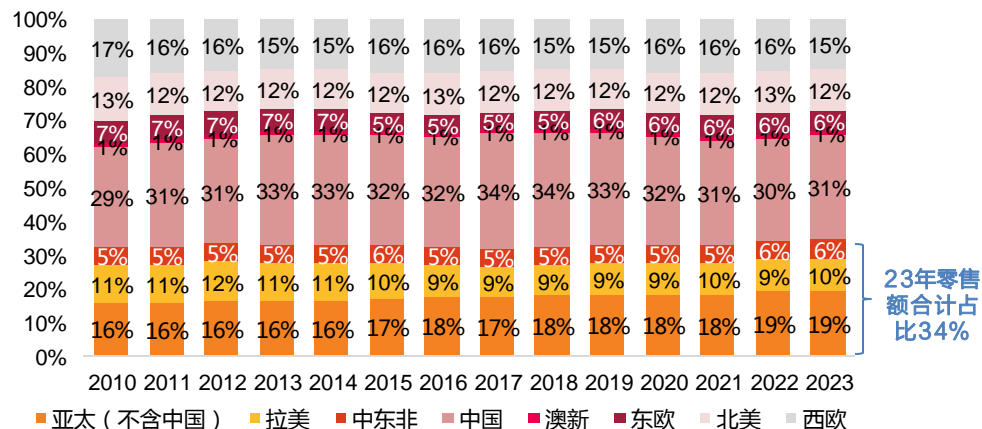
图：分地区家电行业零售量规模占比



图：2010-2023年各地区家电行业/大家电（含空调）零售量CAGR排名

地区	家电行业零售量 10-23年CAGR	地区	大家电+空调零售量 10-23年CAGR
中国	3.9%	亚太（不含中国）	3.5%
亚太（不含中国）	3.4%	中国	2.5%
中东非	2.7%	中东非	2.3%
拉美	2.2%	澳新	2.2%
澳新	2.0%	北美	1.5%
北美	1.6%	西欧	0.9%
东欧	1.5%	拉美	0.7%
西欧	1.1%	东欧	0.5%
全球	2.5%	全球	1.9%

图：分地区大家电（含空调）零售量规模占比



4.3 新兴市场家电保有量较低、处普及初期，相较于国内水平具备空间

- 新兴市场家电品类保有量较低、处普及初期，欧洲空调需求仍具备增长潜力。我们对比了全球各地区主要国家2023年空调、冰箱、洗衣机、彩电、炊具、吸尘器的渗透率情况，得到当前南亚/东南亚、中东非、拉美地区大部分国家家电品类渗透率均低于国内渗透率水平，伴随当地经济水平发展带动家电渗透率提升，行业规模具备大幅提升空间。此外，基于此前欧洲地区夏季气温不高、空调使用率低和空调安装费用高，欧洲发达国家空调渗透率普遍低于50%左右水平，考虑到近年来欧洲极端天气引发的次生灾害频发，意大利、西班牙、希腊和法国南部的空调渗透率在过去10年迅速上升，中长期维度看亦或带来较大空调需求。

表：亚洲、中东非、拉美主要国家2023年家电品类渗透率（%）

亚洲主要国家	空调渗透率	冰箱渗透率	洗衣机渗透率	彩电渗透率	炊具渗透率	吸尘器渗透率
中国	97	99	99	98	87	42
日本	95	98	97	98	99	97
韩国	92	100	100	98	97	96
新加坡	84	99	97	98	99	82
马来西亚	63	99	97	99	98	48
越南	43	89	63	94	100	3
泰国	39	94	76	99	93	17
印度	37	42	22	72	64	4
菲律宾	22	54	52	72	38	5
老挝	14	69	31	85	60	2
印度尼西亚	13	67	39	92	71	8
柬埔寨	8	28	12	52	48	11
缅甸	6	21	16	72	50	10
中东非主要国家	空调渗透率	冰箱渗透率	洗衣机渗透率	彩电渗透率	炊具渗透率	吸尘器渗透率
以色列	96	100	98	84	73	74
阿联酋	95	100	100	100	99	70
科威特	86	100	100	99	94	100
黎巴嫩	62	99	80	85	89	73
约旦	55	98	98	97	94	72
伊朗	31	91	84	100	99	91
摩洛哥	29	96	78	98	77	14
土耳其	29	100	99	99	86	92
埃及	17	97	98	99	94	25
伊拉克	14	92	71	99	87	24
埃塞俄比亚	10	9	20	22	49	2
肯尼亚	8	12	15	51	38	5
拉美主要国家	空调渗透率	冰箱渗透率	洗衣机渗透率	彩电渗透率	炊具渗透率	吸尘器渗透率
委内瑞拉	65	91	80	99	95	15
阿根廷	60	99	95	99	97	33
巴拉圭	55	93	83	92	99	16
乌拉圭	51	99	90	97	96	69
智利	41	98	98	90	96	92
巴拿马	33	90	87	95	94	31
玻利维亚	32	49	10	86	79	26
哥斯达黎加	31	97	95	94	95	30
巴西	28	98	70	95	99	45
秘鲁	26	56	38	83	98	25
墨西哥	20	88	71	91	91	8

注：标黄表示该国家该品类渗透率低于50%。

表：欧洲、北美、澳新主要国家2023年家电品类渗透率（%）

东欧主要国家	空调渗透率	冰箱渗透率	洗衣机渗透率	彩电渗透率	炊具渗透率	吸尘器渗透率
波兰	70	99	97	97	97	95
保加利亚	57	100	97	100	94	94
塞尔维亚	44	100	97	100	100	88
罗马尼亚	38	100	97	96	98	94
立陶宛	37	99	97	100	98	98
俄罗斯	30	100	93	98	99	99
白俄罗斯	28	100	97	98	96	88
匈牙利	19	93	99	98	98	91
乌克兰	19	99	94	97	91	84
斯洛伐克	6	100	99	99	100	97
西欧主要国家	空调渗透率	冰箱渗透率	洗衣机渗透率	彩电渗透率	炊具渗透率	吸尘器渗透率
希腊	61	100	99	100	98	87
意大利	53	99	98	97	99	96
西班牙	41	100	100	99	98	90
芬兰	41	98	95	92	99	96
瑞士	40	100	100	89	99	100
挪威	38	97	95	98	99	93
瑞典	37	100	88	99	99	92
丹麦	32	100	85	99	99	92
德国	30	100	97	97	99	94
法国	30	99	96	96	98	92
荷兰	29	100	99	99	99	95
葡萄牙	27	100	97	100	100	87
比利时	13	100	95	96	99	95
北美主要国家	空调渗透率	冰箱渗透率	洗衣机渗透率	彩电渗透率	炊具渗透率	吸尘器渗透率
美国	91	100	87	97	97	97
加拿大	67	100	88	100	99	92
澳新主要国家	空调渗透率	冰箱渗透率	洗衣机渗透率	彩电渗透率	炊具渗透率	吸尘器渗透率
澳大利亚	82	100	99	99	100	96
新西兰	72	91	99	100	91	93

4.3 新兴市场格局分散、家电快速扩容，白电龙头出海有望加速行业整合

- 竞争格局：**新兴市场家电行业格局较为分散，据欧睿国际，2023年亚太、拉美、中东非地区家电企业CR3分别为21%、19%、10%（零售量口径），对比同期成熟市场CR3（23%-26%）有待进一步整合。国内龙头企业在海外各地区份额对比各地区龙头看，拉美地区具备6-8个点提升空间，中东非地区具备2-4个点提升空间。
- 大/小家电规模：**结合欧睿国际数据，23-28年期间，新兴市场中亚太地区、中东非地区大家电零售量规模有望分别扩容21%/26%，整体好于小家电同期增幅（14%/25%）；拉美地区小家电零售量规模有望扩容19%，快于大家电同期约14%的增幅。
- 因此，我们认为国内白电龙头有望依托在大家电领域长期积累的制造能力迁移海外新兴市场，带动当地行业格局进一步整合，实现自身企业份额扩张。

表：新兴市场大家电、小家电零售量规模（亿台）

地区	2013	2023	2028	23年相较13年增幅	28年相较23年增幅
亚太（不含中国）					
大家电（含空调）	1.0	1.4	1.6	33%	21%
小家电（剔除空调）	3.1	4.1	4.6	31%	14%
拉美					
大家电（含空调）	0.7	0.7	0.8	-6%	14%
小家电（剔除空调）	1.5	2.0	2.3	26%	19%
中东非					
大家电（含空调）	0.3	0.4	0.5	23%	26%
小家电（剔除空调）	1.0	1.3	1.7	30%	25%

表：2023年亚太、拉美、中东非地区龙头企业及国内品牌家电零售量份额情况

地区	集团名称	品牌名称	23年零售量份额	排名	对标海外龙头空间 (pcts)	CR3
亚太地区	美的	Midea	11.3%	1		21%
	海尔	Haier	5.7%	2		
	Panasonic Corp	Panasonic Corp	4.2%	3		
	格力	Gree	3.2%	4		
拉美地区	Britania	Britania	7.8%	1		19%
	Mondial	Mondial	6.2%	2		
	Electrolux	Electrolux	5.4%	3		
	美的	Midea	1.3%	18	6.5	
	海尔	Haier	0.5%	28	7.3	
	海信	Hisense	0.2%	45	7.6	
中东非地区	SEB	SEB	3.9%	1		10%
	Koninklijke Philips NV	Koninklijke Philips NV	3.4%	2		
	Fresh Electric	Fresh Electric	3.1%	3		
	海尔	Haier	1.8%	11	2.1	
	美的	Midea	1.7%	13	2.2	
	海信	Hisense	1.0%	19	2.9	
北美地区	Conair	Conair	8.7%	1		24%
	Spectrum	Spectrum	8.5%	2		
	Newell	Newell	6.8%	3		
	海尔	Haier	3.7%	5	5.0	
	美的	Midea	0.7%	28	8.0	
	澳新地区	Procter & Gamble	Procter & Gamble	9.9%	1	
Spectrum		Spectrum	9.0%	2		
Breville		Breville	6.7%	3		
海尔		Haier	3.0%	9	6.9	
海信		Hisense	0.7%	24	9.2	
科沃斯		Ecovacs	0.3%	38	9.6	
东欧地区	美的	Midea	0.2%	39	9.7	16%
	SEB	SEB	7.3%	1		
	BSH Hausgeräte GmbH	BSH Hausgeräte GmbH	4.9%	2		
	Arçelik AS	Arçelik AS	3.5%	3		
	海尔	Haier	3.5%	4	3.8	
	海信	Hisense	1.6%	15	5.7	
西欧地区	美的	Midea	1.2%	19	6.1	23%
	小米	Xiaomi	0.4%	29	6.9	
	格力	Gree	0.4%	32	6.9	
	BSH Hausgeräte GmbH	BSH Hausgeräte GmbH	8.3%	1		
	Procter & Gamble	Procter & Gamble	7.8%	2		
	SEB	SEB	6.8%	3		
西欧地区	海尔	Haier	2.4%	11	5.9	23%
	海信	Hisense	0.5%	28	7.8	
	美的	Midea	0.1%	59	8.2	

5

策略四、产业整合

5.1 家电核心标的并购重组情况

表：家电核心标的并购重组情况梳理（盈利预测取Wind 90天前瞻预测；更新日期2024/11/29）

证券名称	控股股东	证券代码	总市值	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PE			并购重组情况
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
长虹美菱	四川长虹电子控股集团有限公司	000521.SZ	87	284	318	350	7.9	9.1	10.4	10.9	9.5	8.3	<p>■2006年：长虹成为美菱电器控股股东后，美菱电器由单一冰箱制造企业逐步发展为覆盖冰箱(柜)、空调、洗衣机、厨卫、小家电等全产品线，同时进入生物医疗、生鲜电商等新产业领域的综合白电企业，实现了快速发展。2018年简称由“美菱电器”变更为“长虹美菱”。</p> <p>■2007/12：四川长虹以2.34亿元收购了华意29.92%的股权，成为了华意最大的股东，此后华意改名为“长虹华意”。</p> <p>■当前长虹作为拥有黑电、白电且产业对等独立运营的企业，近年来依靠着资产并购与重组，成为拥有美菱、华意等具有国际竞争力的“版图型”企业。</p>
长虹华意		000404.SZ	49	117	124	132	4.5	5.2	5.9	10.7	9.3	8.3	
四川长虹		600839.SH	501	1,051	1,127	1,207	8.8	11.5	13.4	57.3	43.4	37.4	
海信视像	海信集团控股股份有限公司	600060.SH	245	575	628	687	20.0	23.2	26.5	12.3	10.6	9.3	<p>■2023/1：为进一步强化在显示产业链的战略布局，加快Mini LED、Micro LED等新技术的研发和产品推广，海信视像通过对外投资取得乾照光电的控制权并成为乾照光电的控股股东。截至23年1月31日，视像累计投资乾照光电16亿元，持有乾照光电股份占总股本的22.9%，取得乾照光电控制权并成为控股股东。</p> <p>■母公司有古洛尼、asko等海外白电品牌资产。</p>
海信家电		000921.SZ	369	940	1,027	1,118	33.4	38.1	43.1	11.1	9.7	8.6	
TCL智家	TCL实业控股股份有限公司	002668.SZ	117	181	201	222	9.9	11.3	12.8	11.7	10.3	9.1	<p>■2023/10：奥马电器披露重大资产重组进展，合肥家电（TCL冰洗业务）100%股权评估值为3.34亿元，交易作价3.30亿元。12月奥马电器足额支付了第一期股权转让价款1.98亿元，合肥家电纳入公司合并报表范围。</p> <p>■2024/5：奥马电器变更证券简称为TCL智家，旗下拥有奥马冰箱和TCL合肥两大运营主体，主要产品包括冰箱(含冷柜)和洗衣机两大类，后续有望作为TCL旗下白电业务上市主体进行进一步品类扩充，提升综合竞争力。</p>
佛山照明	广东省人民政府国有资产监督管理委员会	000541.SZ	89	95	106	116	3.3	3.9	4.5	26.6	22.5	19.6	<p>■2024/9/29：佛山照明联合广东机场集团临空产业发展有限公司与北京航信助航科技有限公司签署增资扩股协议。根据协议，本次增资完成后，北京航信将成为佛山照明并表企业，依托佛山照明在照明领域深厚的技术沉淀，以及广东机场集团在民航机场领域的丰富产业资源，大力拓展机场跑道照明业务，并逐步向低空飞行照明及其他航空照明业务拓展。</p>
华翔股份	山西临汾华翔实业有限公司	603112.SH	62	40	48	56	4.8	5.9	7.0	12.8	10.4	8.9	<p>■2024/9/29：公司与华域上海拟共同成立华翔圣德曼（上海）汽车系统有限公司。华域上海以其持有的圣德曼山西100%股权作价出资1.8亿；华翔股份以货币出资4.3亿，合计投资规模约6.1亿。其中华域上海拟占股30%，华翔股份拟占股70%。</p>

投资结论和估值表

■ 投资建议：

1) 以旧换新之前受损较大：综合估值和基本面两方面看，清洁、厨小、投影板块皆属今年基本面承压，股价涨幅相对较少的标的，且此类标的目前皆可参与国补补贴。考虑到公司24年净利率的表现，若明年以旧换新政策延续带动内需增长，则对这些公司在收入有拉动的同时，有望迎来业绩端的弹性修复。

2) 出口非美市场比重较大：受到特朗普胜选影响，出口链承压，类似18年10月贸易摩擦开启时期，市场也普遍担忧关税对于出口的影响。结合测算结果（P26），即使美国加征关税，对北鼎、海信家电、石头科技、科沃斯、美的集团等家电核心出口标的毛利影响仍较小。此外，新兴市场格局分散、家电快速扩容，国内龙头出海有望加速行业整合趋势，赋能中长期增长。

3) 地产链改善：近期国内楼市政策频出，带动新房销售降幅有所缩窄、二手房成交改善，叠加以旧换新政策拉动Q4终端零售改善，后周期标的收入、业绩有望逆转24年以来持续向下趋势，迎来经营改善拐点。

4) 产业整合机会：“并购六条”发布后，上市公司并购重组活动显著增加，政策红利的释放为并购重组市场提供了活力，利好以长虹系、海信系、TCL系等为代表的家电标的。

■ 标的方面

- 1) 白电：推荐【格力电器】、【美的集团】；
- 2) 地产链：推荐【海信家电】、【华帝股份】；
- 3) 以旧换新修复：推荐【科沃斯】、【小熊电器】、【极米科技】；
- 4) 产业整合：建议关注【TCL智家】；
- 5) 其他家电：推荐【德昌股份】、【盾安环境】。

表：家电核心标的估值表（更新至2024/11/27）

单位：亿元， 亿港元	营业收入						归母净利润（港股为经调整归母净利润增速）						盈利预测						
	公司	24Q1		24Q2		24Q3		24Q1		24Q2		24Q3		2024E		2025E		PE	
		24Q1	增速	24Q2	增速	24Q3	增速	24Q1	增速	24Q2	增速	24Q3	增速	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	2024E	2025E
美的集团	1061	10%	1112	10%	1017	8%	90.0	12%	118.0	16%	108.9	15%	384.6	14%	427.2	11%	14.2	12.8	
海尔智家	690	6%	666	0%	673	0%	47.7	20%	56.5	13%	47.3	13%	190.9	15%	218.2	14%	14.1	12.4	
格力电器	364	3%	634	-1%	469	-16%	46.8	14%	94.6	10%	78.2	5%	310.2	7%	329.1	6%	7.6	7.2	
海信家电	235	21%	252	7%	219	0%	9.8	59%	10.3	17%	7.8	-16%	33.9	20%	39.0	15%	11.3	9.8	
老板电器	22	3%	25	-10%	27	-11%	4.0	2%	3.6	-18%	4.4	-18%	16.6	-4%	18.0	8%	13.0	12.0	
华帝股份	14	16%	17	2%	15	-5%	1.2	35%	1.8	4%	1.0	6%	5.4	21%	6.2	13%	12.3	10.9	
火星人	3	-15%	3	-43%	3	-42%	0.4	-25%	0.0	-95%	-0.3	-130%	0.3	-90%	0.9	258%	234.8	65.6	
浙江美大	3	-19%	2	-57%	2	-60%	0.8	-23%	0.2	-83%	0.1	-94%	1.3	-72%	1.6	23%	41.0	33.5	
亿田智能	1	-44%	2	-44%	1	-68%	0.0	-89%	0.1	-85%	-0.3	-160%	-0.1	-106%	0.3	404%	-	131.2	
科沃斯	35	7%	35	-10%	32	-4%	3.0	-9%	3.1	21%	0.1	-69%	12.8	110%	14.7	15%	21.9	19.1	
石头科技	18	59%	26	16%	26	12%	4.0	95%	7.2	35%	3.5	-43%	21.8	6%	24.1	10%	17.7	16.0	
莱克电气	23	12%	24	19%	25	17%	2.7	36%	3.3	-16%	2.8	25%	12.2	9%	14.0	15%	10.7	9.3	
苏泊尔	54	8%	56	11%	55	3%	4.7	7%	4.7	6%	4.9	2%	22.6	4%	24.1	7%	18.6	17.5	
九阳股份	21	9%	23	-4%	18	-27%	1.3	7%	0.5	-64%	-0.8	-166%	2.6	-33%	3.6	39%	32.6	23.5	
新宝股份	35	23%	42	21%	50	13%	1.7	25%	2.7	5%	3.4	1%	10.4	7%	12.0	15%	11.2	9.8	
小熊电器	12	-5%	9	-14%	10	3%	1.5	-9%	0.1	-86%	0.2	-76%	3.0	-33%	3.4	12%	22.8	20.4	
北鼎股份	2	-7%	2	8%	2	22%	0.2	28%	0.1	-53%	0.1	-53%	0.6	-13%	0.7	20%	48.7	40.7	
飞科电器	12	-15%	11	-12%	10	-24%	1.8	-44%	1.4	-53%	1.5	-32%	6.2	-39%	6.7	7%	29.4	27.4	
公牛集团	38	14%	46	8%	42	5%	9.3	26%	13.1	21%	10.2	3%	43.6	13%	46.5	7%	21.3	20.0	
海信视像	127	11%	128	-5%	152	6%	4.7	-25%	3.7	-12%	4.8	-19%	19.2	-8%	22.3	16%	13.0	11.2	
TCL电子	24H1:455亿港元，yoy+30%			-	-	24H1:经调整6.5亿港元，yoy+147%			-	-	13.6	70%	16.6	22%	9.6	7.9			
兆驰股份	41	11%	54	34%	66	34%	4.1	8%	5.0	41%	4.6	-14%	18.5	16%	23.3	26%	12.5	9.9	
光峰科技	4	-3%	6	4%	6	11%	0.4	226%	-0.3	-155%	0.3	-40%	1.8	71%	2.4	39%	43.3	31.2	
三花智控	64	13%	72	6%	69	7%	6.5	8%	8.7	9%	7.9	3%	31.7	8%	37.4	18%	26.5	22.4	
盾安环境	26	7%	37	19%	30	4%	2.1	29%	2.7	59%	1.7	-17%	9.3	26%	11.7	25%	12.6	10.0	
长虹华意	33	-21%	34	-3%	30	-1%	0.8	27%	1.5	44%	1.5	35%	4.7	30%	5.2	10%	10.3	9.4	
德昌股份	8	46%	10	33%	11	43%	0.9	102%	1.2	-6%	0.9	3%	3.9	21%	4.9	26%	18.3	14.6	
比依股份	3	-15%	5	14%	6	52%	0.1	-78%	0.6	-28%	0.3	-31%	1.4	-32%	1.7	27%	20.1	15.8	
萤石网络	12	15%	13	12%	14	13%	1.3	37%	1.6	-7%	0.9	-35%	5.7	2%	6.9	20%	44.0	36.6	

风险提示

- **宏观经济波动风险：**家用电器需求受宏观经济形势的影响较大，当前全球尚未彻底摆脱新冠疫情的影响，可能导致消费者需求持续低迷，房地产市场增速放缓也将间接影响家电产品的终端需求。
- **房地产市场波动的风险：**大家电销售与房地产市场有一定关联度，新增需求占比较高的品类需求受房地产市场波动影响较大。此外，部分民营房地产企业因流动性问题出现商票债务违约等情况，可能形成工程业务应收款项无法收回的问题。
- **原材料价格波动的风险：**家用电器原材料的采购价格与大宗商品价格波动相关，若未来原材料价格继续上涨，将对家电公司生产成本与盈利能力的稳定性带来压力。
- **测算过程具有一定主观性：**市场空间测算、板块个股选择等过程具有一定主观性，存在偏差风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS