

证券研究报告

2024年04月11日

行业报告：行业投资策略

家用电器

聚焦长周期稳健性，挖掘结构性增量 ——24年二季度家电策略

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

联系人 赵嘉宁



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

24Q1板块行情回顾+基本面复盘 24Q1家电板块白电相对收益最明显，其余板块结构性明显，大部分标的仍处于历史估值的相对底部分位。从股债收益率模型来看，申万家电指数当前处于股债收益差3年均值左右水平。内销方面，1-2月家用空调内销出货量1339万台，高基数下增速超预期，韧性明显；1-2月小家电中可选品类线上增速承压，扫地机低基数下实现增长。出口方面，24M1-M2受益欧美补库、需求改善带动出口修复，北美地产整体趋稳，分区域看，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。

白电：内销零售+内外销补库带动下增势较好 今年以来内外销零售、出货端均呈现较好景气度。内销方面，当前空调行业库存压力较小，若Q2迎来分化行情，龙头有望通过政策调节确保经营稳定性。关注以旧换新政策潜在影响，更新需求缺口占比年化规模超过40%，政策落地有望明显拉动内需。外销方面，22年欧美地区家电行业销售额规模为中国内地的2倍，其他新兴地区家电行业销售额为中国内地的1.5倍，国内龙头出海带来较大潜在增长空间。成本端，基于良好竞争格局，原材料涨价对白电行业影响预计可控，有望依托提价+产品结构升级有效传导。

小家电：外销较内销呈现高景气，海外产品结构升级带动行业增长 内销方面，国内可选消费仍有承压，3月部分品类有改善趋势，国内价格带竞争仍激烈。外销方面，23年外销呈现高增，低基数和补库需求带动出口景气度提升，海外市场从23年开始国内品牌的全能型产品进入市场，带动海外市场的产品结构升级，Temu、Tik Tok等新兴渠道在海外的兴起也为品牌出海提供了更多的可能性。我们认为，后续海外市场中自有品牌产品力为王，扫地机赛道实现国产品牌技术引领，国产品牌出海利润更高。

其他家电：黑电行业具备结构性亮点，零部件受益下游景气度有望实现增长 黑电领域，近三年全球黑电市场受疫情、高通胀、内容渠道分流等因素影响，市场容量有所萎缩，但调整过后趋势上销售规模已经基本企稳。结构上仍有亮点，以OLED、Mini LED、量子点、激光电视为代表的产品销售实现快速扩容，大尺寸趋势延续。零部件/民用电工领域，受益于下游景气度，预计Q1零部件板块有望实现增长。

厨电：烟灶稳健增长，新兴品类承压 地产数据表现较弱背景下，厨大电线上终端销售延续平淡，结构上看传统分体式稳健增长，集成灶承压，洗碗机、一体机等品需厨电表现平淡；线下KA今年以来整体承压。后续地产政策进一步放松、烟灶可能纳入以旧换新政策范围，或利于行业需求改善。

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、 24Q1板块行情回顾+基本面复盘	4 页
2、 白电：内销零售+内外销补库带动下增势较好	15 页
3、 小家电：外销呈高景气，海外产品结构升级带动增长	24 页
4、 其他：黑电具结构性亮点，零部件受益下游景气有望增长	32 页
5、 厨电：烟灶稳健增长，新兴品类承压	38 页
6、 盈利预测&估值	41 页

1

24Q1板块行情回顾 +基本面复盘

1.1 24Q1家电板块行情回顾：白电相对收益最明显，其余板块结构性明显

白电：24Q1绝对收益+20%，相对沪深300收益+16pcts。Q1白电内销零售+排产数据较为亮眼，预计营收、业绩有望实现增长。

厨电：24Q1绝对收益-2%，相对沪深300收益-5pcts。Q1传统分体式景气度优于集成灶，关注地产政策、以旧换新政策范围等事件催化带动需求改善。

黑电：24Q1绝对收益-1%，相对沪深300收益-4pcts。今年以来海信视像、四川九洲股价较强，但板块总体受到面板价格上涨带来的影响。

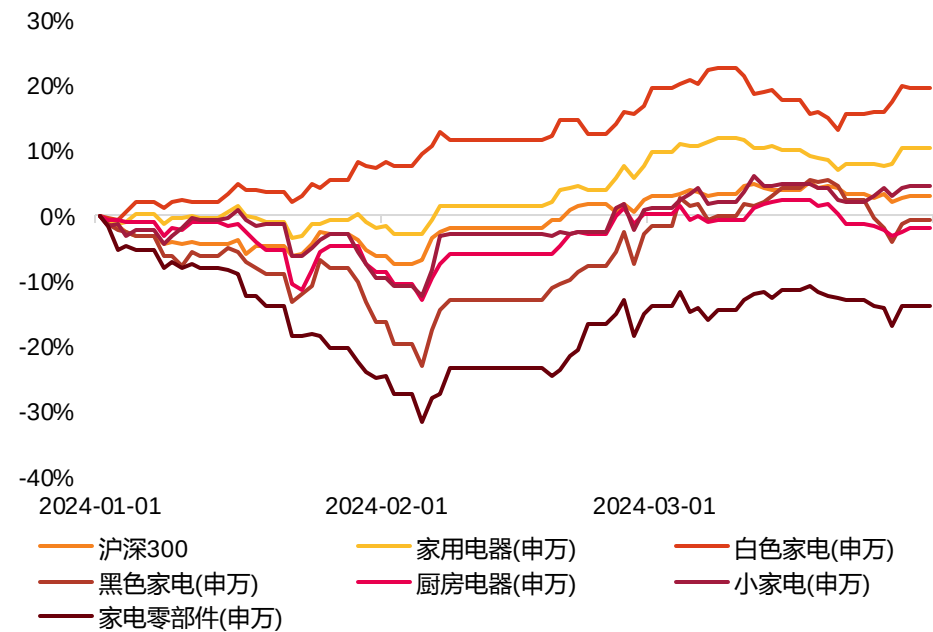
小家电：24Q1绝对收益+4%，相对沪深300收益+1pcts。Q1出口链条基本面较好，内需数据1-2月偏弱，3月有所好转，但需关注内需拐点。

零部件：24Q1绝对收益-14%，相对沪深300收益-17pcts。部分公司营收、业绩或受益下游景气度实现高增。

图：家电各子板块季度涨跌幅

绝对收益	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
沪深300	-3%	5%	-4%	2%	-14%	5%	-14%	2%	5%	-5%	-4%	-7%	3%
家用电器(申万)	-8%	-9%	-10%	6%	-20%	12%	-11%	0%	8%	5%	-4%	-4%	10%
白色家电(申万)	-8%	-10%	-10%	6%	-20%	8%	-13%	2%	5%	6%	-4%	-6%	20%
黑色家电(申万)	-7%	19%	-12%	13%	-13%	8%	-9%	2%	39%	8%	-10%	6%	-1%
厨房电器(申万)	-5%	17%	-21%	7%	-22%	19%	-30%	8%	8%	-10%	-3%	-12%	-2%
小家电(申万)	6%	26%	-30%	10%	-24%	13%	-23%	0%	11%	-5%	-11%	-6%	4%
家电零部件(申万)	-11%	22%	2%	18%	-25%	42%	4%	-12%	5%	10%	-3%	1%	-14%

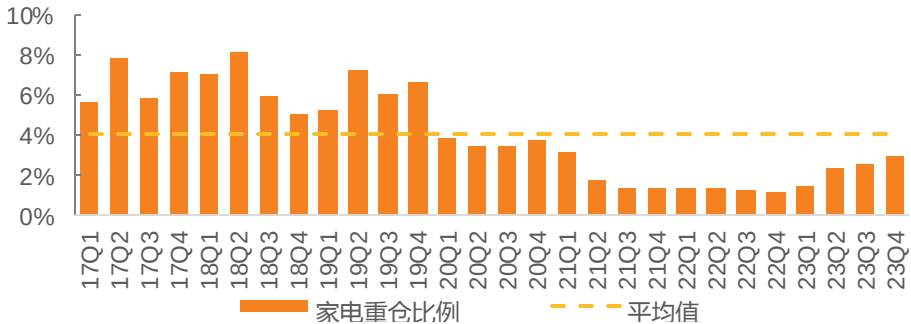
图：24Q1至今家电各子板块绝对收益（%）



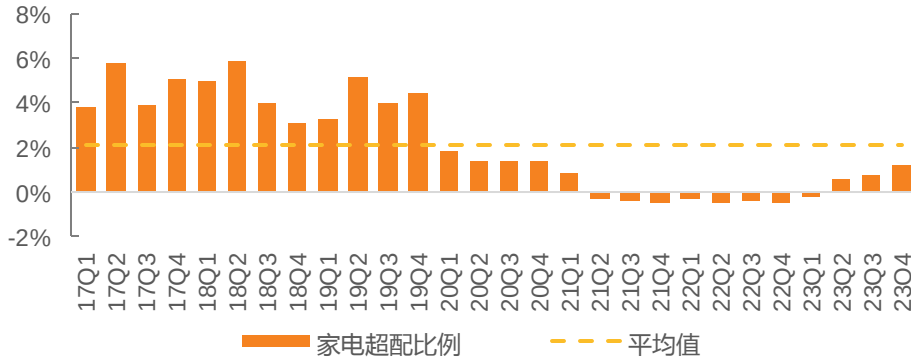
1.2 23Q4基金重仓家电板块意愿走强，但超配并未回到20年之前的水平

- 23Q4基金重仓家电意愿环比走强，持股比例环比+0.3pcts至3.0%；23Q4家电板块超配比例为+1.2%。分板块看，23Q4白电板块占家电整体重仓市值的比例为55%，环比-2pct，且重仓个股依然集中在少数龙头标的，美的集团/海尔智家/格力电器重仓市值达114/58/37亿元；23Q4家电零部件板块占家电整体重仓市值的比例位居第二，环比+3pct至25%，其中三花智控/盾安环境重仓市值分别为89/11亿元。基金对小家电、厨卫电器、黑电重仓市值占家电重仓市值分别环比-1.5/-0.3/+0.7pct，其中石头科技/海信视像/飞科电器重仓市值30/26/8亿元领先。

图：17Q1-23Q4基金重仓家电板块比例



图：17Q1-23Q4基金超配家电板块比例

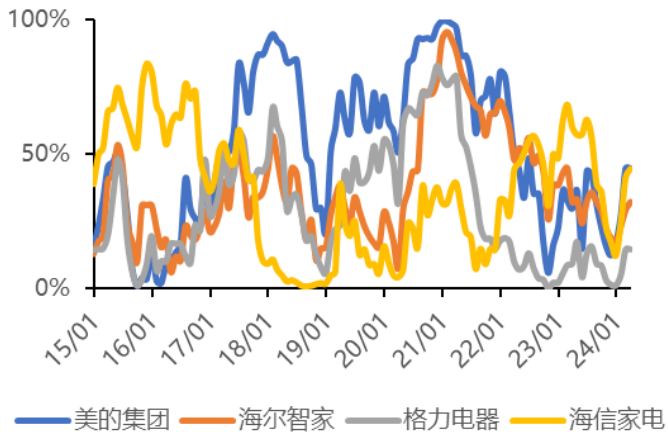


图：23Q4重点个股股价涨跌幅及持仓比例

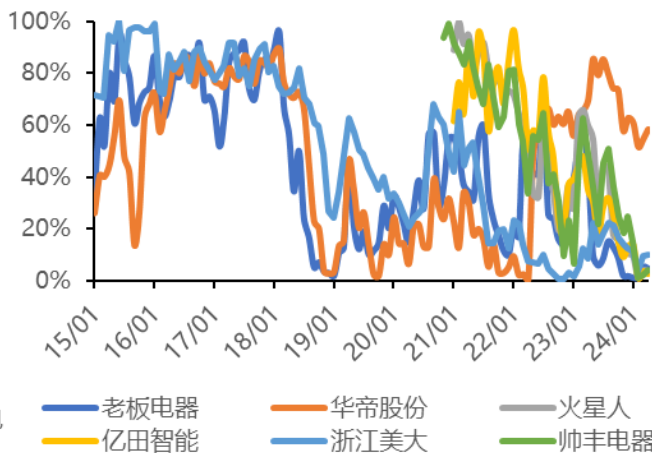
代码	名称	收盘价涨跌幅		基金持仓市值占股票市值比重		
		23Q4	24/1/1-3/26	23Q3	23Q4	环比变动
白电						
000921.SZ	海信家电	13%	42%	5.3%	3.2%	-2.1%
000333.SZ	美的集团	2%	15%	2.5%	3.0%	0.4%
600690.SH	海尔智家	11%	12%	4.1%	2.9%	-1.2%
000651.SZ	格力电器	11%	19%	3.4%	2.0%	-1.3%
黑电						
600060.SH	海信视像	7%	12%	10.2%	9.6%	-0.6%
002429.SZ	兆驰股份	11%	8%	0.5%	1.4%	0.9%
000810.SZ	创维数字	5%	26%	0.1%	1.2%	1.1%
688696.SH	极米科技	8%	23%	0.4%	0.4%	0.0%
厨房大电						
002035.SZ	华帝股份	4%	5%	1.3%	1.0%	-0.3%
605336.SH	帅丰电器	13%	16%	0.5%	0.0%	-0.5%
002677.SZ	浙江美大	5%	10%	0.0%	0.0%	0.0%
002508.SZ	老板电器	19%	13%	0.7%	0.4%	-0.3%
300911.SZ	亿田智能	1%	23%	0.0%	0.0%	0.0%
300894.SZ	火星机器人	17%	19%	0.0%	0.0%	0.0%
小家电						
002959.SZ	小熊电器	11%	5%	0.0%	0.1%	0.0%
002705.SZ	新宝股份	17%	10%	2.0%	0.4%	-1.6%
300824.SZ	北鼎股份	10%	18%	0.0%	0.0%	0.0%
002032.SZ	苏泊尔	9%	3%	0.5%	0.6%	0.1%
002242.SZ	九阳股份	11%	14%	0.0%	0.0%	0.0%
603868.SH	飞科电器	27%	6%	3.5%	3.8%	0.3%
688793.SH	倍轻松	8%	10%	2.2%	2.2%	0.0%
清洁电器						
603657.SH	春光科技	5%	29%	0.0%	0.0%	0.0%
603486.SH	科沃斯	15%	13%	0.2%	0.2%	0.0%
688169.SH	石头科技	4%	20%	9.1%	8.1%	-0.9%
603355.SH	莱克电气	16%	2%	0.0%	0.0%	0.0%
电工照明						
603515.SH	欧普照明	17%	9%	0.0%	0.0%	0.0%
603195.SH	公牛集团	8%	7%	1.0%	0.9%	-0.1%
上游零部件						
002050.SZ	三花智控	1%	17%	7.7%	8.1%	0.4%
603112.SH	华翔股份	2%	3%	0.0%	0.5%	0.5%
002011.SZ	盾安环境	24%	11%	6.0%	7.7%	1.6%
其他家电						
300247.SZ	融捷健康	6%	20%	-	-	-
603579.SH	荣泰健康	12%	10%	0.1%	0.5%	0.4%
002614.SZ	奥佳华	3%	5%	-	-	-

1.3 24Q1家电PE分位数：行情结构化明显，大部分标的仍处历史估值的相对底部分位

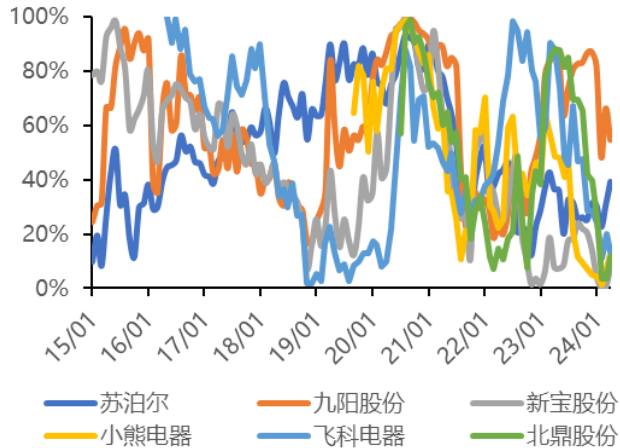
图：2015年至今白电标的市盈率分位数



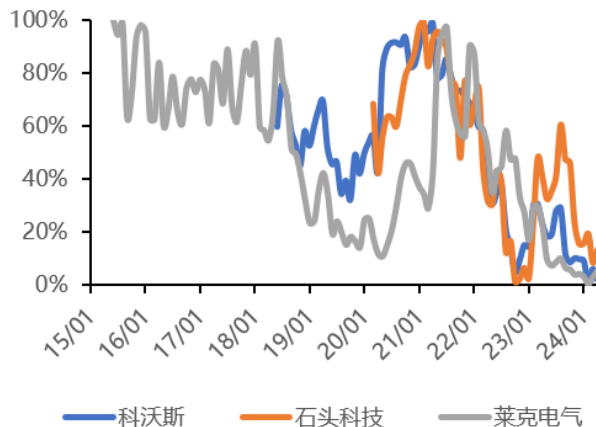
图：2015年至今厨大电标的市盈率分位数



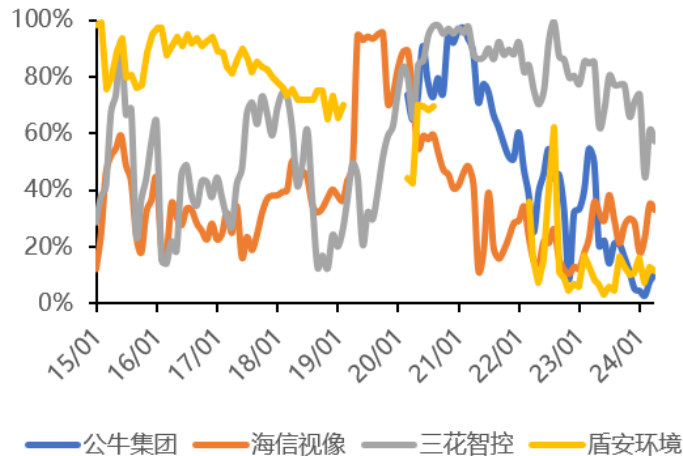
图：2015年至今厨小个护标的市盈率分位数



图：2015年至今清洁电器标的市盈率分位数



图：2015年至今电工/黑电/零部件标的市盈率分位数



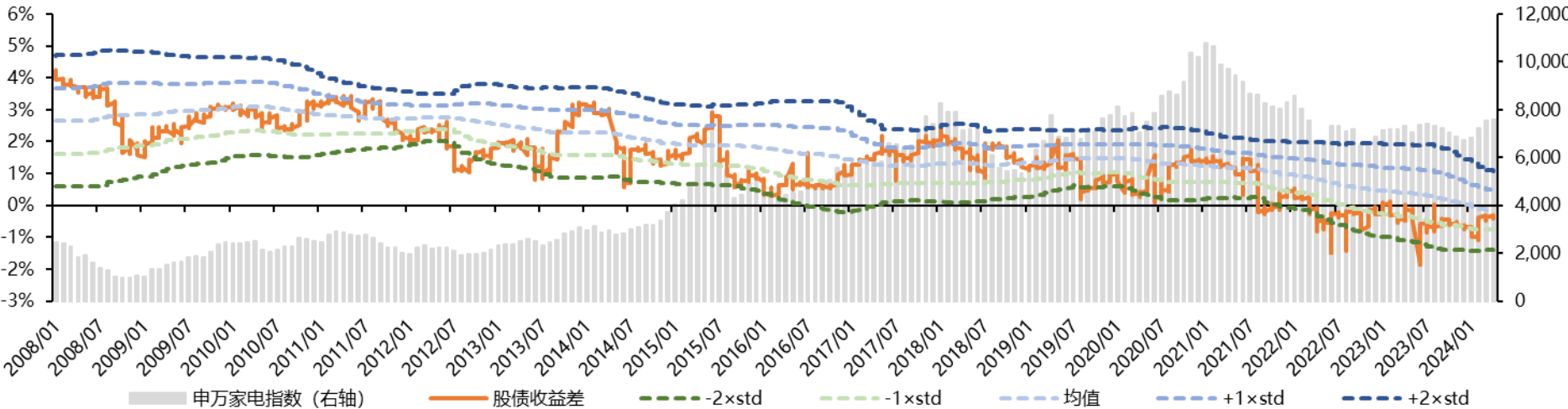
注：市盈率分位数更新至2024/4/1。

1.4 从股债收益率模型来看，申万家电指数当前处于股债收益差3年均值左右水平

图：不同国债收益率假设下申万家电指数点位预测（更新至2024/4/9）

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	2.48%	7389	5165	6145	7585	9906	14273	0%	-30%	-17%	3%	34%	93%
	-10	2.58%	7389	5034	5961	7307	9437	13320	0%	-32%	-19%	-1%	28%	80%
	-5	2.63%	7389	4972	5874	7176	9219	12890	0%	-33%	-21%	-3%	25%	74%
	当前	2.68%	7389	4910	5788	7049	9011	12486	0%	-34%	-22%	-5%	22%	69%
	+5	2.73%	7389	4851	5706	6926	8812	12107	0%	-34%	-23%	-6%	19%	64%
	+10	2.78%	7389	4792	5625	6808	8621	11751	0%	-35%	-24%	-8%	17%	59%
	+20	2.88%	7389	4680	5471	6584	8264	11097	0%	-37%	-26%	-11%	12%	50%

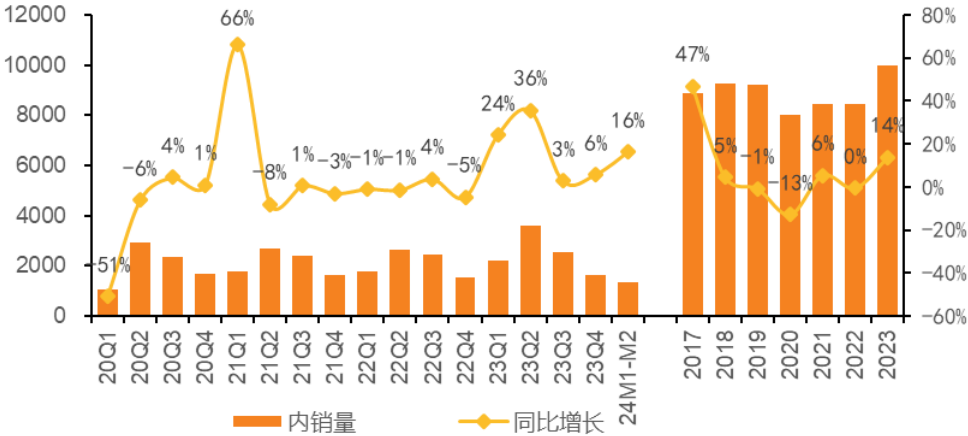
图：2008年至今申万家电股债收益差（均值和标准差采用三年滚动周期；更新至2024/4/9）



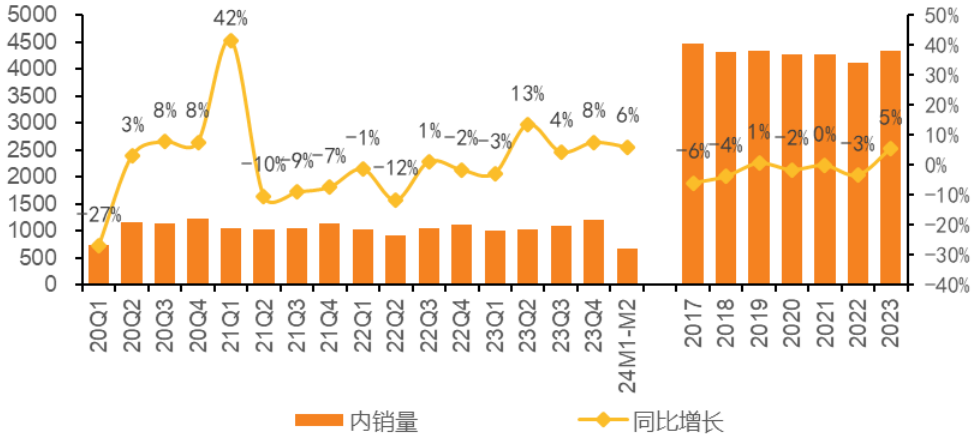
注：考虑到国内宏观经济周期多为3年一周期规律，此处采用滚动3年均值与标准差构建股债差“均值±1倍标准差”、“均值±2倍标准差”通道。

1.5 内销：1-2月家用空调内销出货量1339万台，高基数下增速超预期，韧性明显

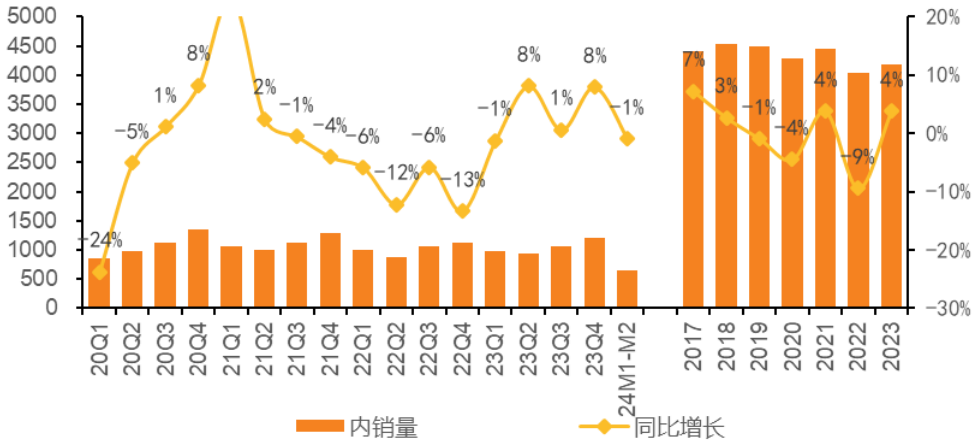
图：空调24M1-M2内销量1339万台，同比+16%（23Q4同比+6%）



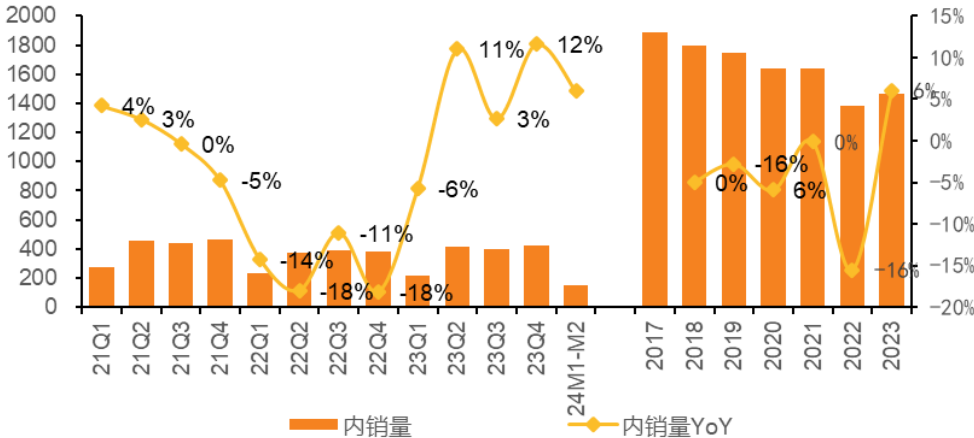
图：冰箱24M1-M2内销量668万台，同比+6%（23Q4同比+8%）



图：洗衣机24M1-M2内销量653万台，同比-1%（23Q4同比+8%）

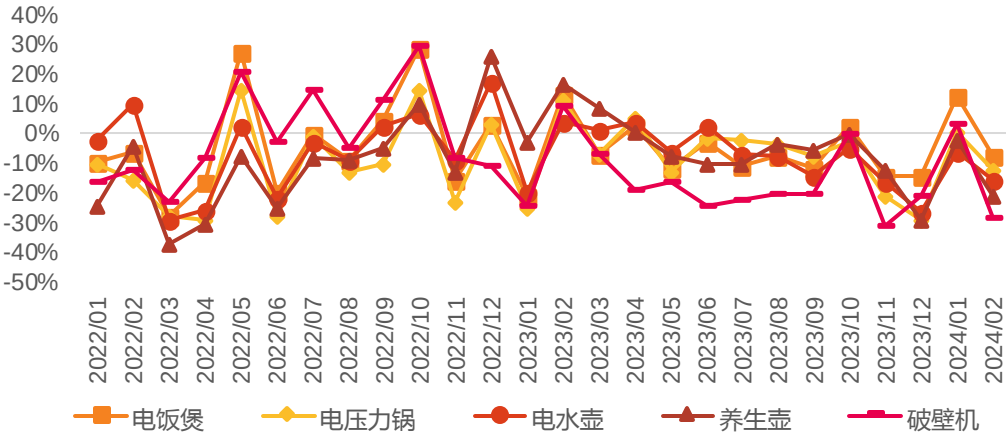


图：油烟机24M1-M2内销量153万台，同比+6%（23Q4同比+12%）

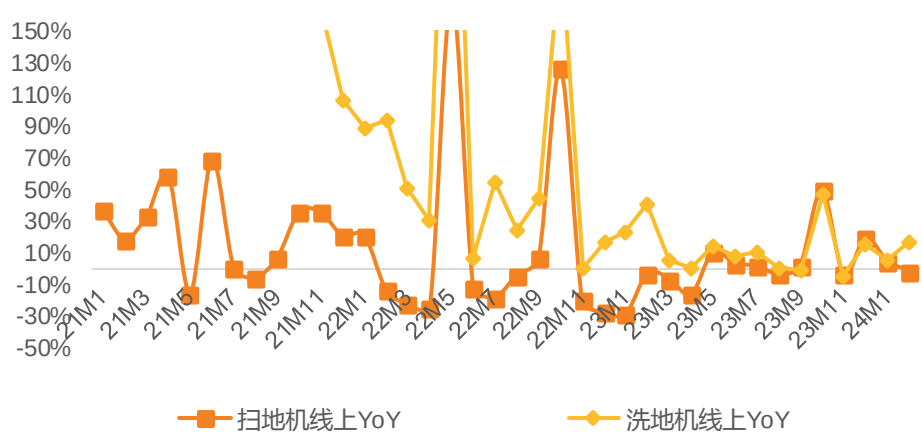


1.5 内销：1-2月小家电中可选品类线上增速承压，扫地机实现增长

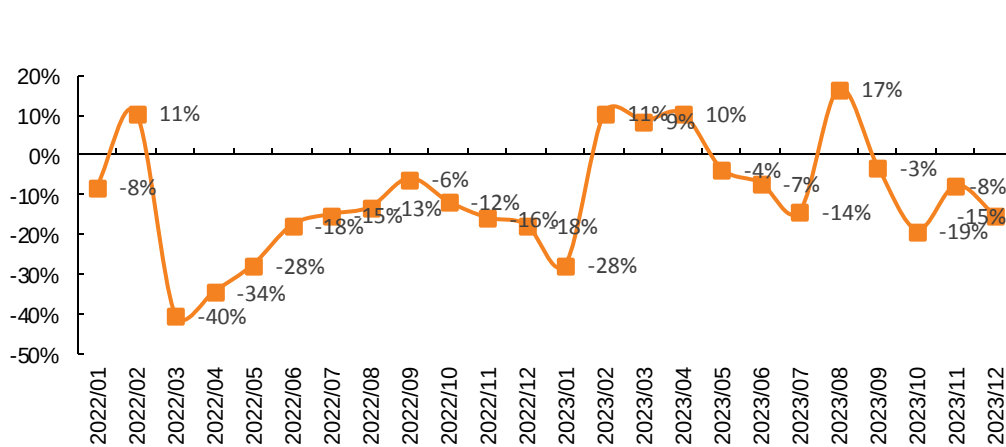
图：厨小电主要品类线上月度销额增速（%）



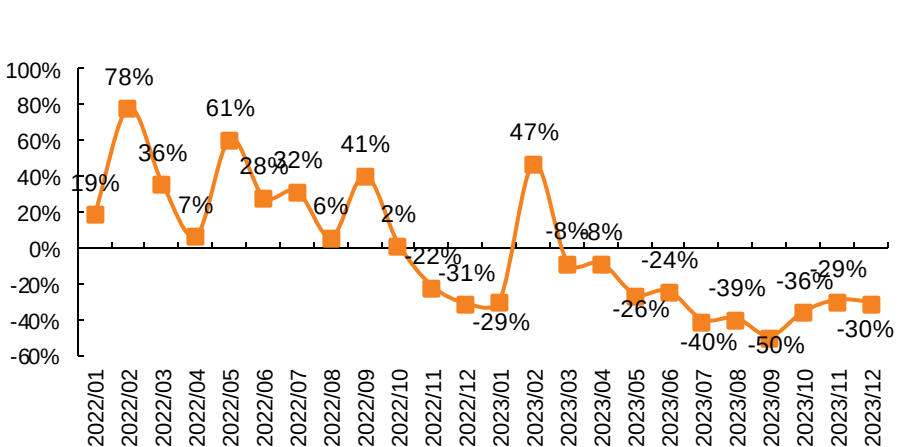
图：清洁电器主要品类线上月度销额增速（%）



图：天猫淘宝按摩个护线上月度销额增速（%）

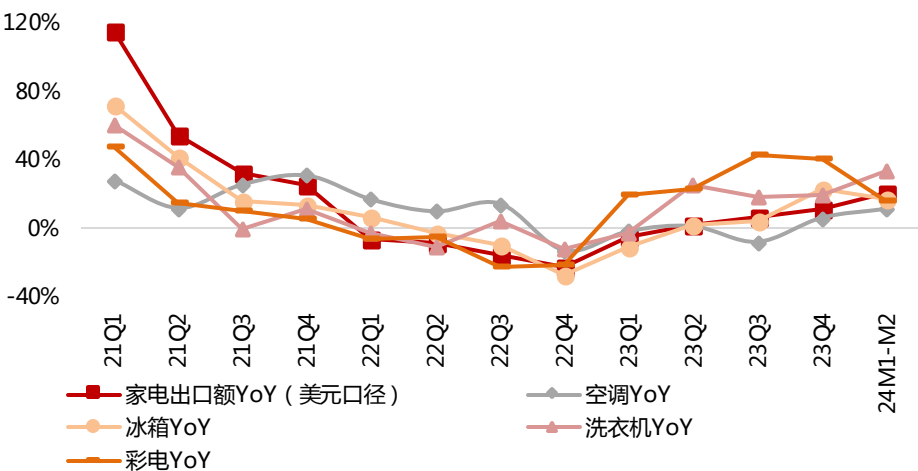


图：天猫淘宝投影机线上月度销额增速（%）

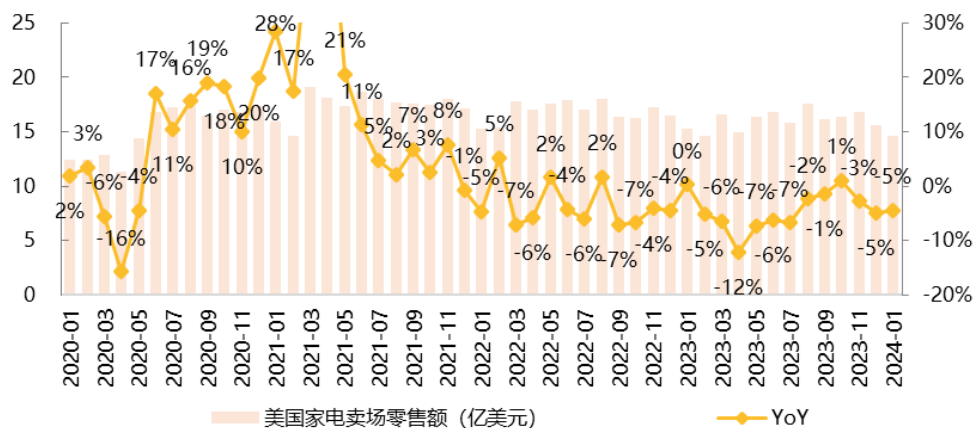


1.6 出口：24M1-M2受益欧美补库、需求改善带动出口修复，北美地产整体趋稳

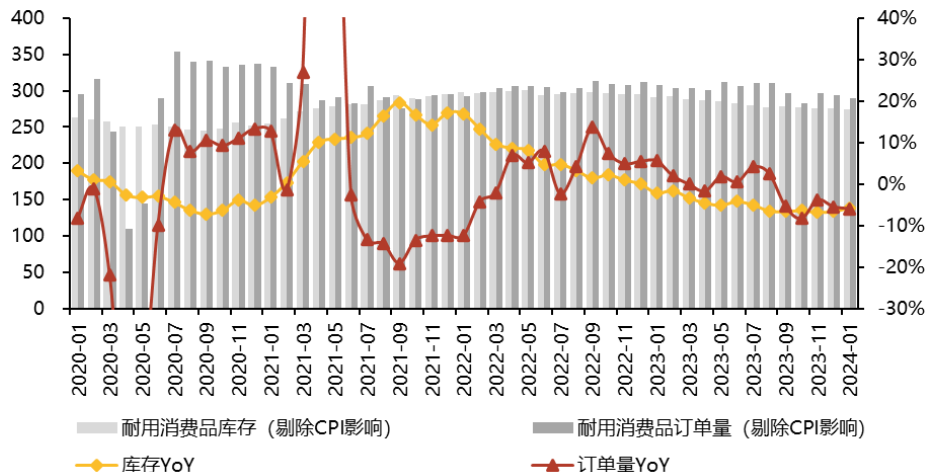
图：家电行业及主要大家电出口额增速（美元口径）



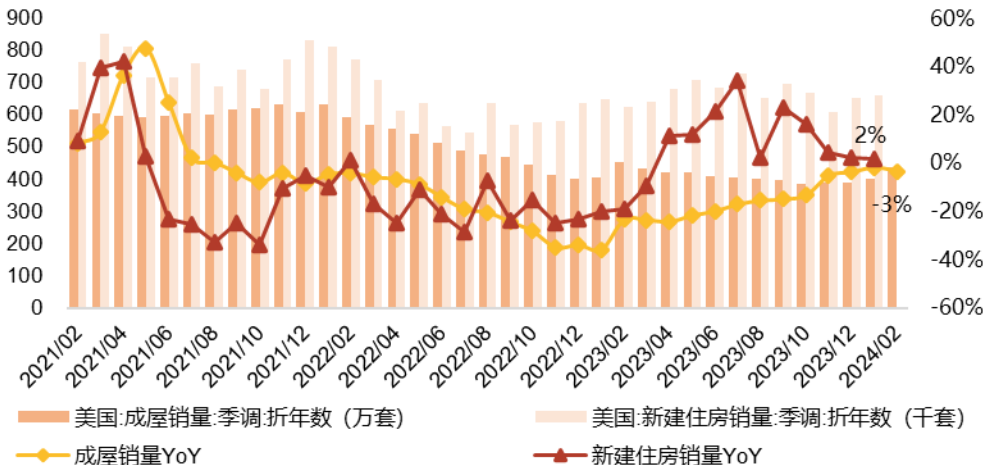
图：24M1美国家电卖场零售额yoy环比略有改善



图：24M1美国耐用消费品库存增速环比略有回升（亿美元）

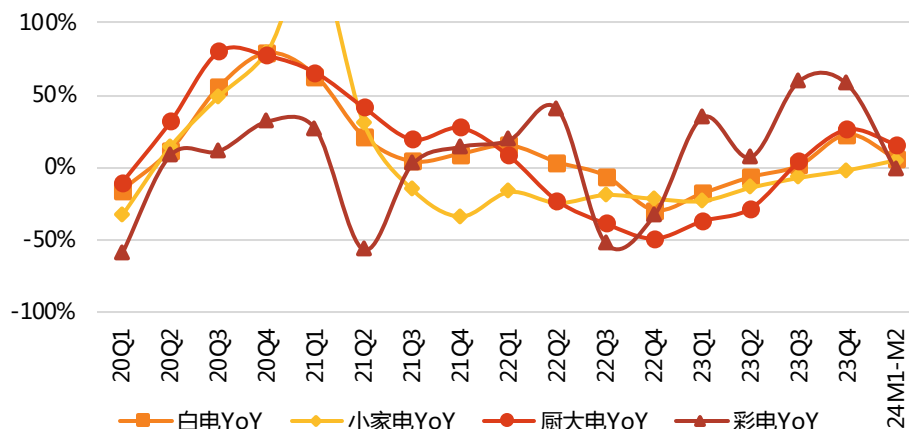


图：美国新建住房、成屋销售套数及增速



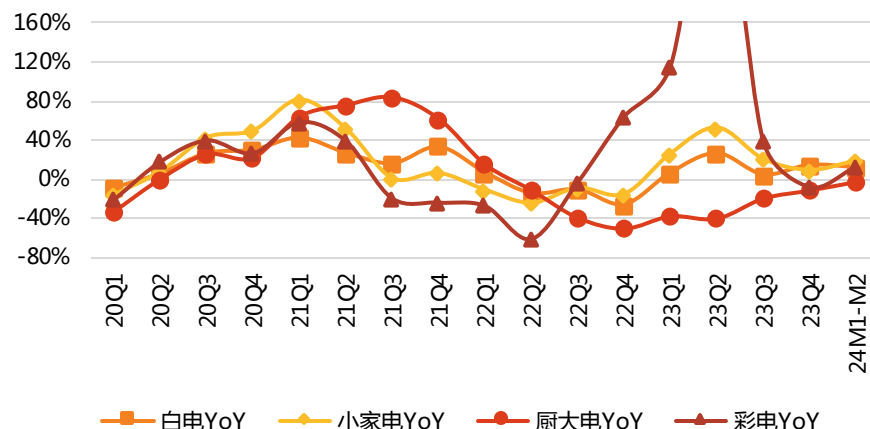
1.6 出口分区域：1-2月白电、小家电出口欧美成熟市场及新兴市场的增速表现均较好

图：国内主要家电品类出口美国金额增速(%；人民币口径)



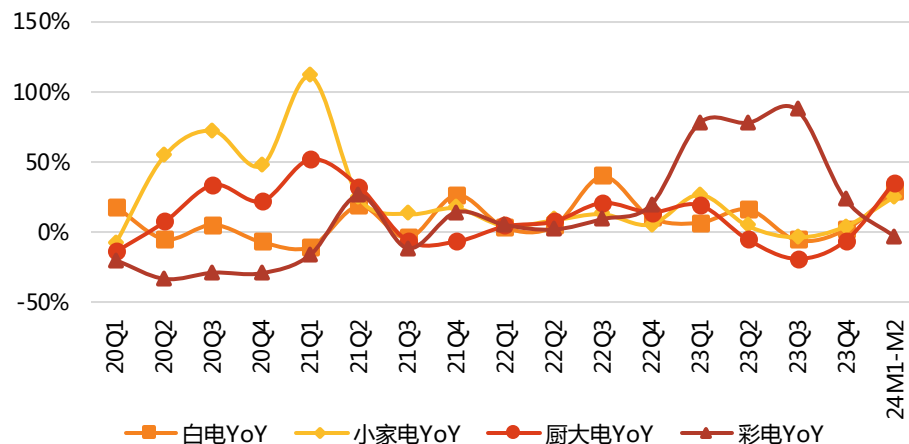
图：国内主要家电品类出口欧洲金额增速(%；人民币口径)

取英国、意大利、西班牙、法国、德国、俄罗斯六国出口金额之和



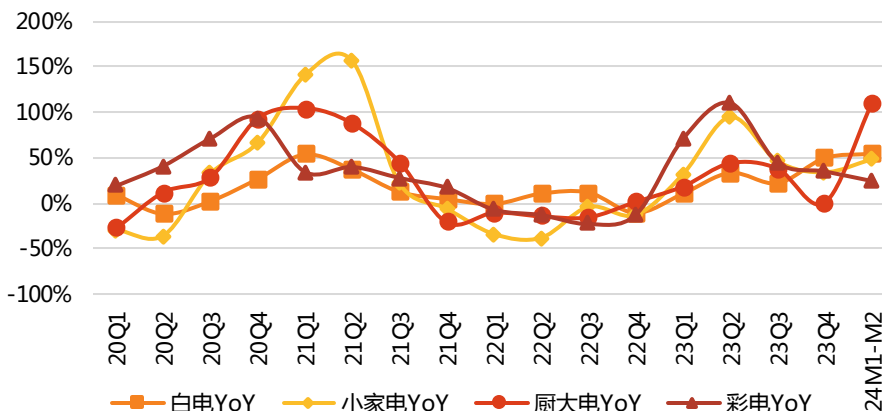
图：国内主要家电品类出口南亚/东南亚金额增速(%；人民币口径)

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



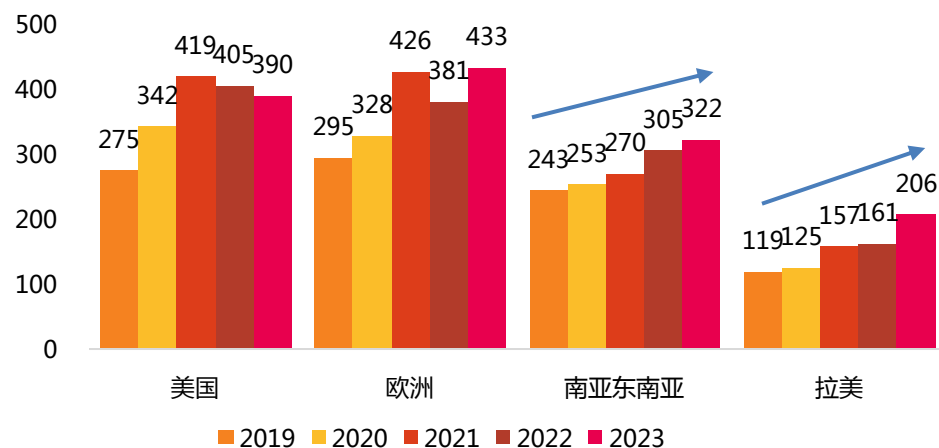
图：国内主要家电品类出口拉美金额增速(%；人民币口径)

取巴西、阿根廷、墨西哥三国出口金额之和

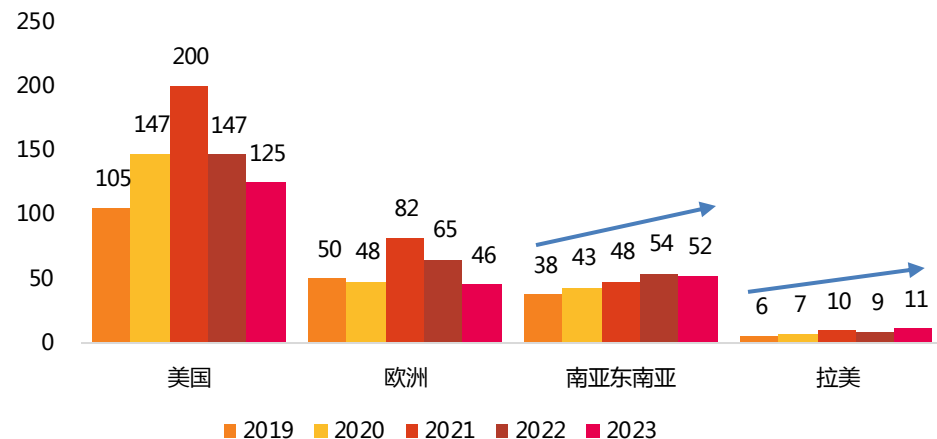


1.6 出口分区域：近年来新兴市场大家电出口额扩容明显，为家电出口带来增量主要来源

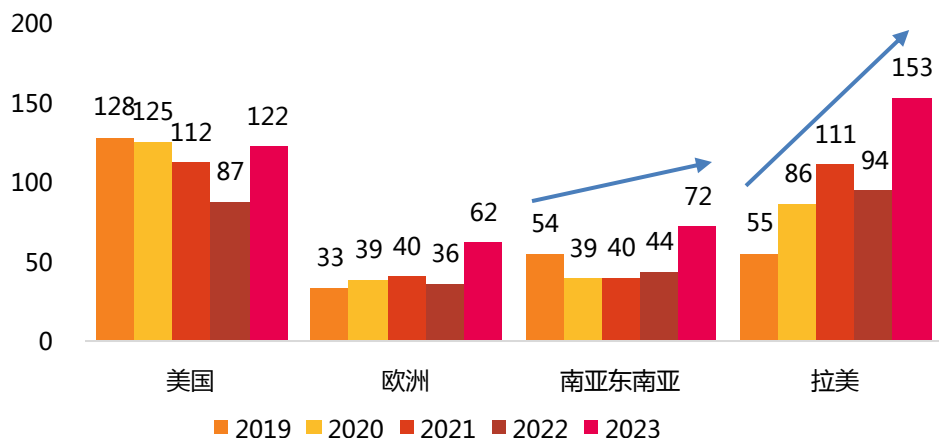
图：国内白电（空调+冰箱+洗衣机）向全球主要地区出口额情况（亿元）



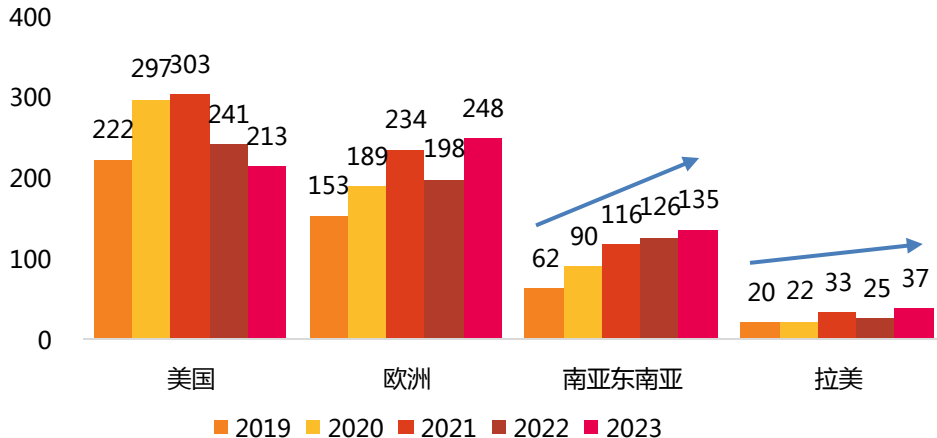
图：国内厨大电（烟+灶）向全球主要地区出口额情况（亿元）



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（亿元）

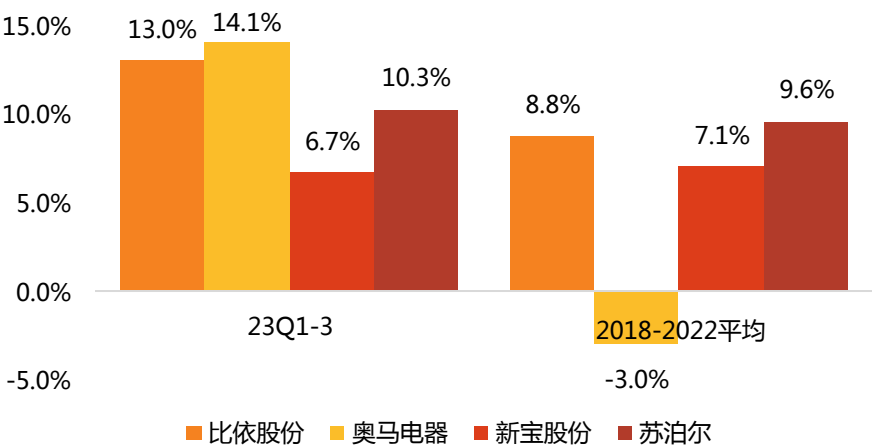


注：欧洲取英国、意大利、西班牙、法国、德国、俄罗斯六国出口金额之和；南亚东南亚取泰国、马来西亚、新加坡、印度、越南、菲律宾、印度尼西亚七国出口金额之和；拉美取巴西、阿根廷、墨西哥三国出口金额之和。

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

- 利润率方面：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1Q24、2Q24将维持在24/3/25水平不变，得到：1）汇率方面，23Q1人民币有明显升值、24Q1又有所贬值，故24Q1有望带来一定汇兑收益；2）近期出口运价提升明显，若后续维持此水平，预计24年出口运价对出口链公司成本有负向影响；3）23Q1原材料价格仍处高位，故尽管近期铜价有所上涨，但同比看仍是下滑水平，伴随后续原材料价格基数走低，成本有利将有所减弱。
- 从测算结果看，代工占比较大的企业前期受益于原材料及汇兑红利增厚利润率更多。随着原材料、汇率、运费等贡献因素逐步趋于中性，后续出口企业盈利能力预计将逐渐回到疫情前的平均水平，代工企业利润影响或将更为显著。

图：主要出口代工企业受益原材料、运费、汇率等因素，净利率23年提升明显



图：原材料、运费、汇率对公司的综合影响变化

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E (3/25数据)	2Q24E (3/25数据)	3Q24E (3/25数据)	4Q24E (3/25数据)
美元兑人民币即期汇率	6.6	6.5	6.5	6.4	6.3	6.7	7.1	7.0	6.9	7.3	7.3	7.1	7.2	7.2	7.2	7.2
环比变化	0.3%	-1.5%	0.0%	-1.4%	-0.5%	5.5%	6.0%	-2.0%	-1.2%	5.7%	0.5%	-2.9%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
对出口链利润影响	负向	负向	正向	正向	负向	正向	正向	负向	负向	正向	负向	负向	正向	负向	负向	正向
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E (1/1-3/25均值)	2Q24E (1/1-3/25均值)	3Q24E (1/1-3/25均值)	4Q24E (1/1-3/25均值)
中国出口集装箱运价指数（季度平均）	1961	2164	2992	3266	3444	3157	2950	1615	1087	938	876	854	1298	1298	1298	1298
同比变化	113%	154%	229%	161%	76%	46%	-1%	-51%	-68%	-70%	-70%	-47%	19%	38%	48%	52%
对出口链利润影响	负向	负向	负向	负向	负向	负向	正向	正向	正向	正向	正向	正向	负向	负向	负向	负向
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E(原材料取 1/1-3/20均值)	3Q24E(原材料取 1/1-3/20均值)	4Q24E(原材料取 1/1-3/20均值)
大宗对各品类成本影响（滞后1Q）																
空调影响	7%	17%	28%	19%	13%	7%	-1%	-8%	-8%	-6%	-7%	0%	0%	-2%	0%	0%
冰箱影响	7%	14%	21%	14%	7%	2%	-2%	-7%	-7%	-6%	-7%	-1%	-1%	-1%	0%	0%
洗衣机影响	6%	14%	23%	18%	8%	2%	-3%	-9%	-9%	-6%	-8%	-1%	0%	-1%	1%	0%
小家电影响	4%	8%	15%	13%	7%	3%	0%	-4%	-5%	-4%	-3%	1%	1%	1%	0%	0%
对出口链利润影响	负向	负向	负向	负向	负向	负向	正向	正向	正向	正向	正向	正向	负向	正向	负向	负向

2

白电：内销零售+内外
销补库带动下增势较好

2.1 白电：今年以来内外销零售、出货端均呈现较好景气度

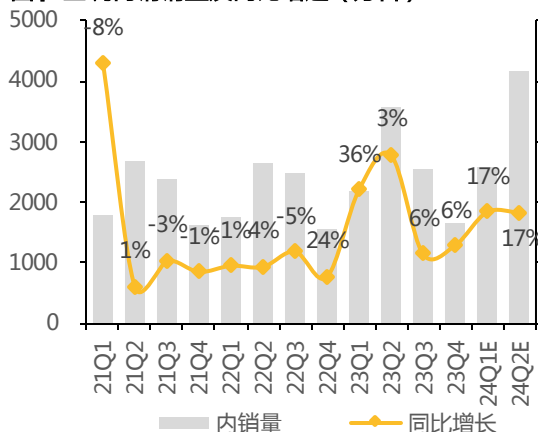
➤ 24Q1展望

1) 内销方面：年初至今，大家电需求景气度整体较好。零售端，据奥维云网，24W1-W10(1/1-3/10)空/冰/洗/线上销额同比+33%/+19%/+15%。产业在线排产数据超预期，空调3/4/5月内销排产同比去年内销实绩+17%/+21%/+16%。

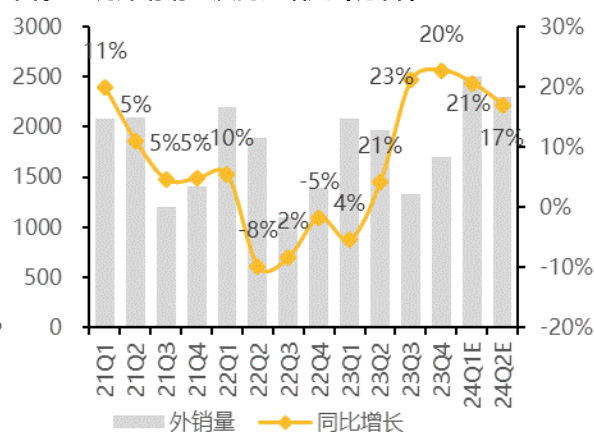
2) 出口方面：家电出口持续跑赢总体。按人民币计价，24M1-M2国内家电出口额1020亿元，同比+24%（出口大盘同期+10%；家电出口23Q4+14%）；按美元计价，24M1-M2国内家电出口额144亿美元，同比+21%（出口大盘同期+7%；家电出口23Q4+12%）。基于23Q4海外渠道商库销比延续同比回落，补库+需求修复有望带动H1出口增长。

综合来看，24Q1白电行业内销零售+内外销补库的带动下，数据较为亮眼，预计白电营收有望实现增长。

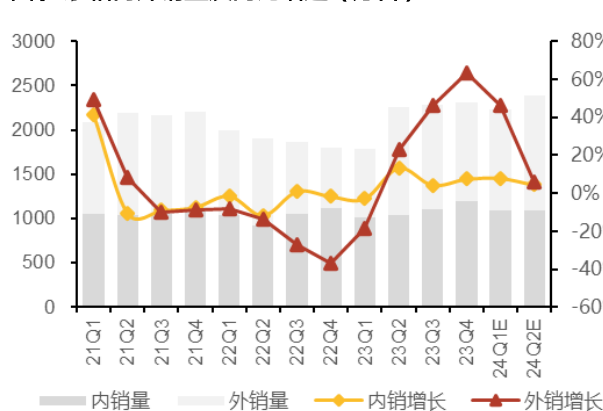
图：空调内销量及同比增速（万台）



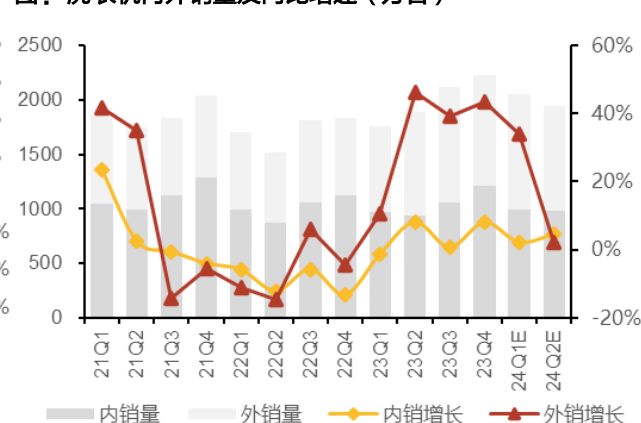
图：空调外销量及同比增速（万台）



图：冰箱内外销量及同比增速（万台）



图：洗衣机内外销量及同比增速（万台）

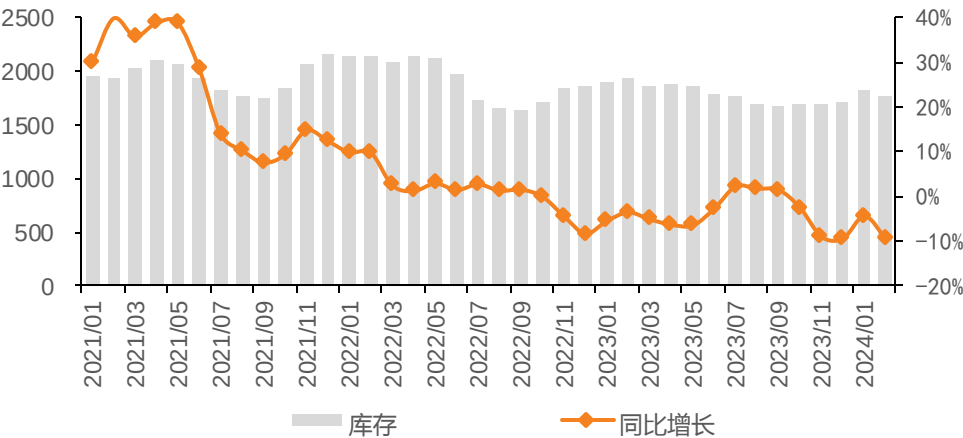


注：24Q1数据用1-2月实际生产、3月产业在线排产数据计算；24Q2数据用4-6月产业在线排产数据计算。

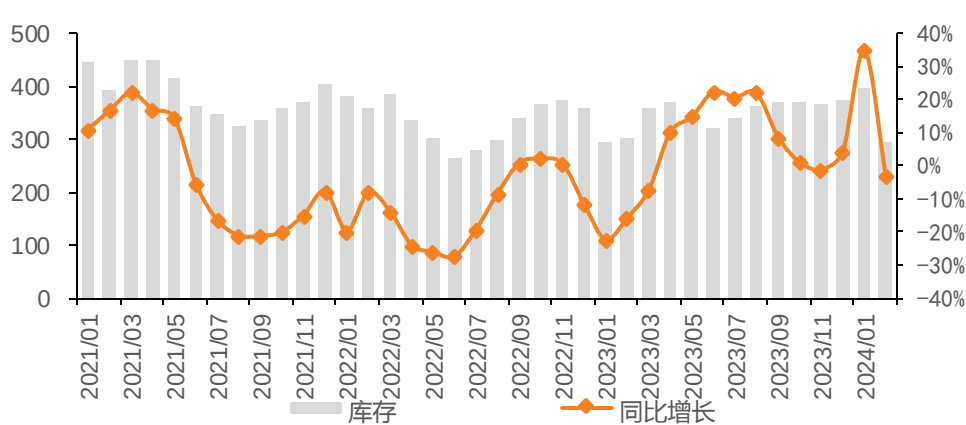
2.2 白电：今年以来空调、洗衣机行业库存水位同比下降明显，冰箱低基数下库存同比上行

- 据产业在线，截至2024年2月，国内空调/冰箱/洗衣机行业库存分别为1762万台/293万台/200万台，同比-9%/-3%/-20%。

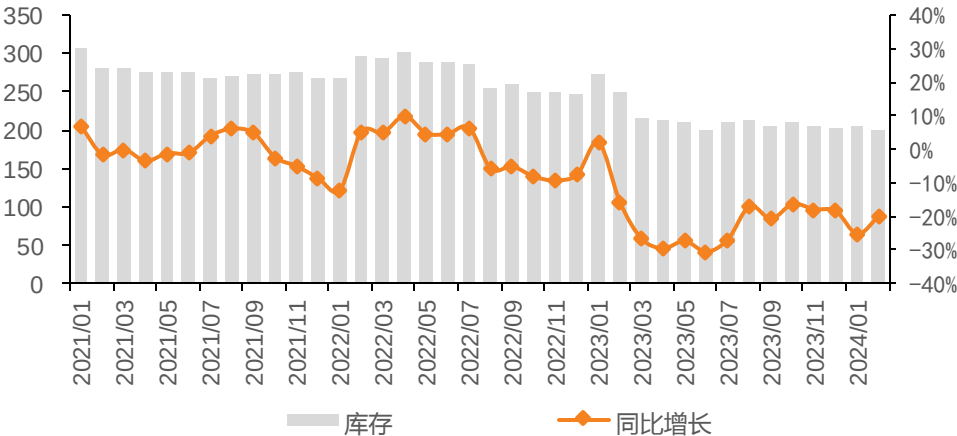
图：产业在线空调库存（万台）



图：产业在线冰箱库存（万台）



图：产业在线洗衣机库存（万台）



2.3 白电：基于良好竞争格局，原材料涨价对白电行业影响预计可控，有望依托提价+产品结构升级有效传导

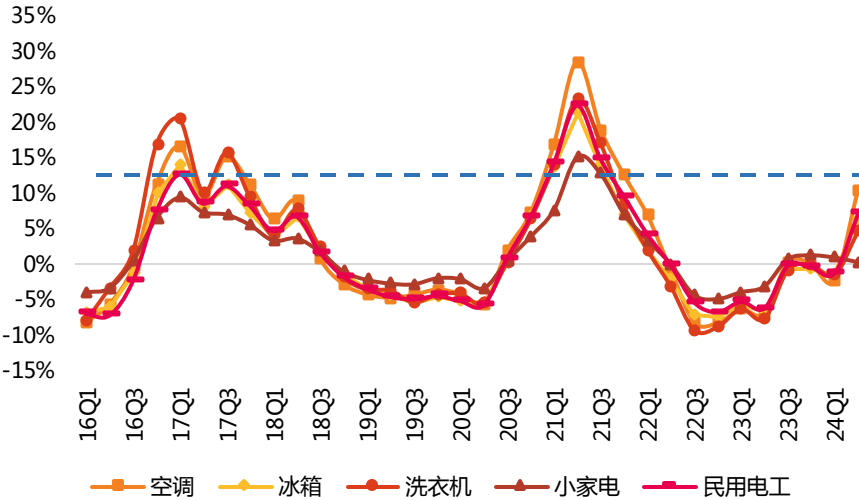
历史上原材料波动对家电行业影响

2016年至今已有两轮原材料普涨周期，在高位时点部分大宗价格出现同比超50%涨幅。前几轮大宗价格普涨期间，家电龙头通过涨价、推新等方式实现传导，盈利能力快速修复，伴随后续成本下行+终端均价上行形成剪刀差，标的盈利水平或升至更高台阶。

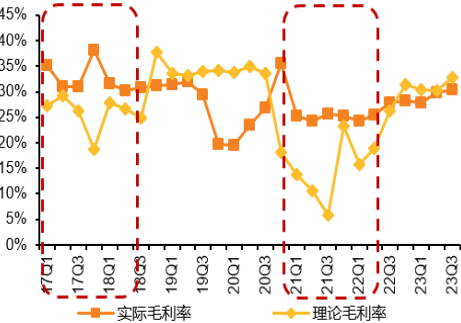
如何看本次铜价上行对家电行业影响

- 1) 前序两轮大宗普涨周期中，家电企业毛利率虽在短期（约1-2个季度）有所下行，但实际下行幅度明显好于理论测算值，盈利能力表现较为坚挺，背后反馈的是近年来国内家电行业竞争格局逐步优化，逐步增强的产业竞争优势，在成本短时间内上行的情况下，通过提价+产品结构升级等方式实现成本压力有效传导。
- 2) 与以往几轮由供需错配带来的大宗普涨有所差异，近期铜价上涨主要系“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。假设24Q2铜价同比+50%、其他大宗价格维持Q1不变，得到空调/冰箱/洗衣机/小家电/民用电工各自成本影响幅度分别为10%/6%/5%/ 0%/7%，明显小于21年大宗普涨周期中的峰值影响幅度29%/21%/23%/ 15%/23%。
- 3) 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。

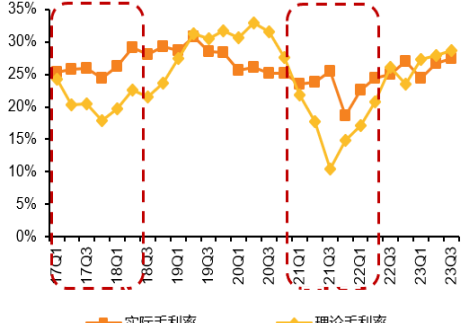
图：假设24Q2铜价上涨50%、其他大宗价格维持Q1价格不变，各家电品类成本影响测算



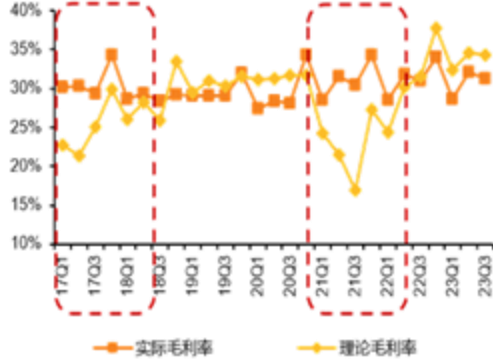
图：格力电器实际VS理论毛利率



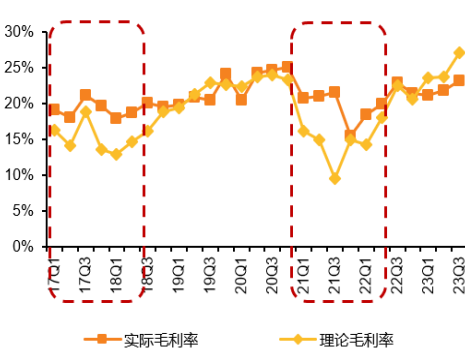
图：美的集团实际VS理论毛利率



图：海尔智家实际VS理论毛利率



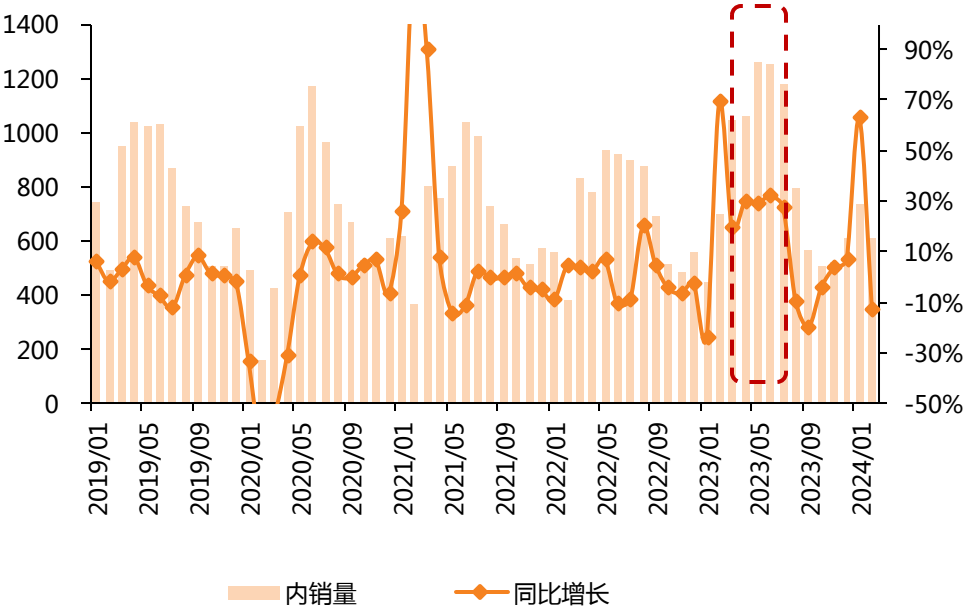
图：海信家电实际VS理论毛利率



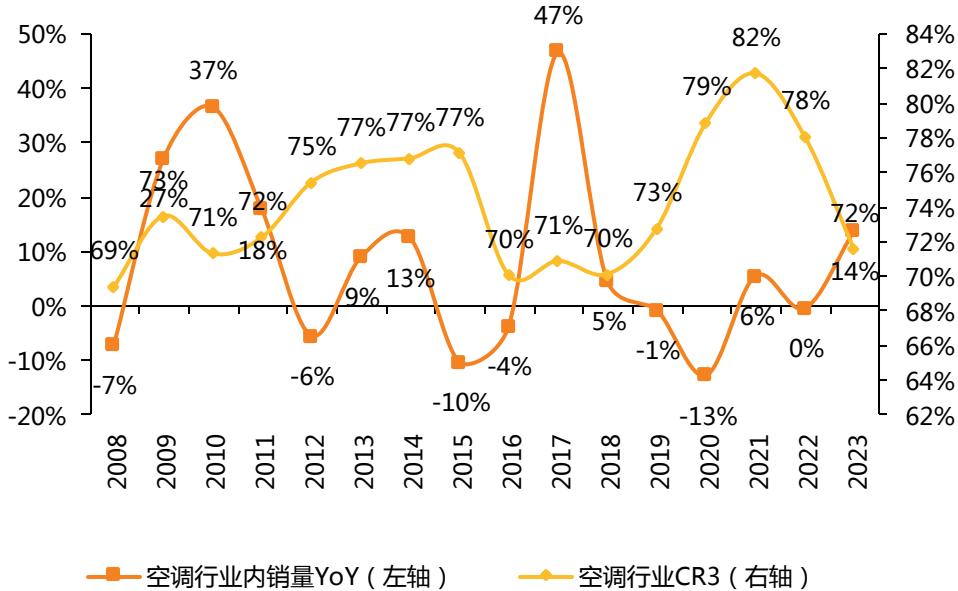
2.4 白电：若Q2迎来分化行情，龙头可通过政策调节确保经营稳定性

23年空调行业景气度较高，一方面是疫情扰动，另一方面为过去两年极端天气影响（23M3-M7疫后+高温驱动，23M8-M9受22年高基数影响增速环比回落）。市场担忧2Q内销高基数下空调行业后续增长承压，我们认为，某种意义上受到天气扰动有高基数，这是外力因素难预估，但我们预计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。

图：19M1-24M2国内空调内销量及增速（万台）



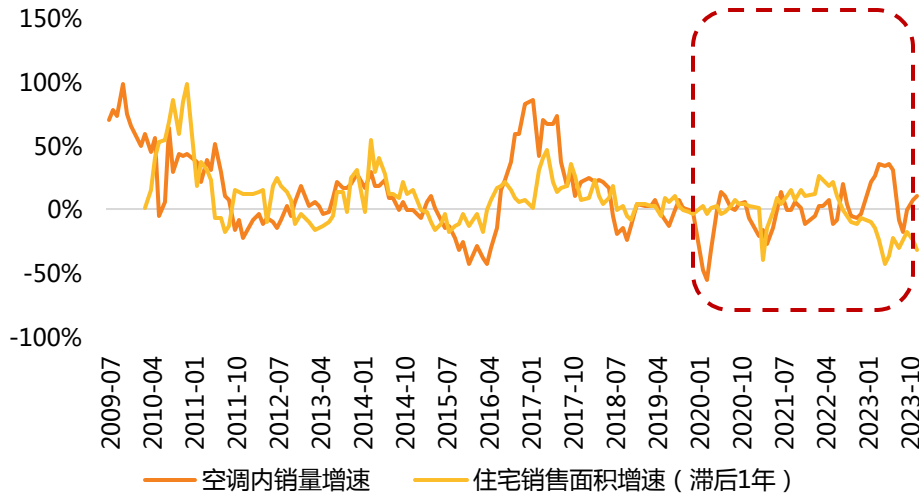
图：国内空调大/小年中，当年CR3基本呈降低/提升态势



2.5 白电：白电需求驱动的变化——从新增驱动到存量驱动

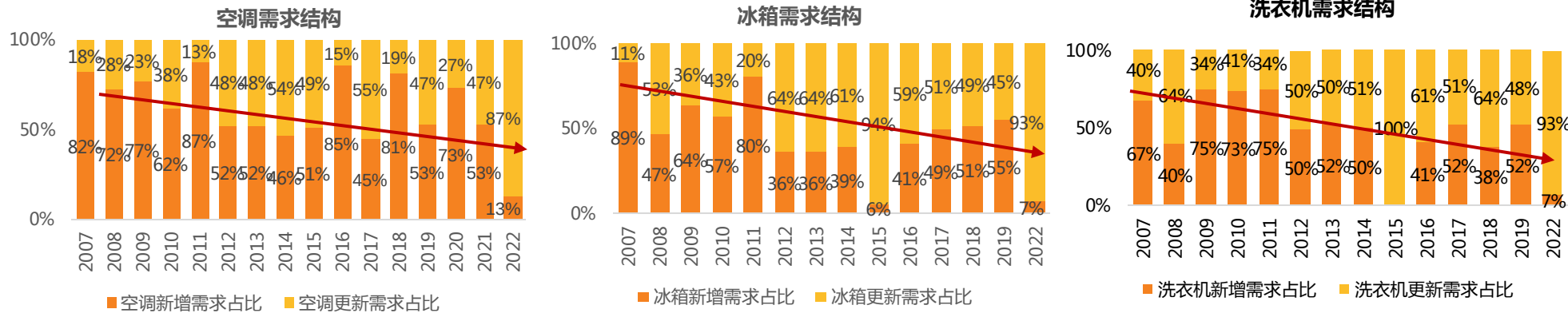
- 影响大家电销售的需求划分为：较为刚性的竣工新增需求、被动更新需求，以及弹性的存量房加配需求（主要是空调）和主动更新需求（如二手房重装修、主动升级换代）。
- 复盘近年来国内大家电内销需求结构，伴随国内商品房数据走弱、家电存量市场扩容带来的更新需求持续提升，23年大家电品类由地产竣工带来需求占总需求比重有所下滑，其中23年受高温和补库需求表现出高景气的空调品类下滑更为明显。
- 从空调内销量增速、住宅销售增速（滞后1年）拟合情况看，2011–2019年曲线拟合效果较好，而近年来疫情导致空调销售受阻、23H1高温带来高景气等因素影响下，2020年至今二者相关性有所减弱。
- 展望后续，伴随白电渗透逐步触顶、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。

图：空调内销量增速与住宅销售增速（滞后1年）拟合情况



注：考虑受疫情造成的20年低基数影响，将21年同比增速调整为较19年同期增速。

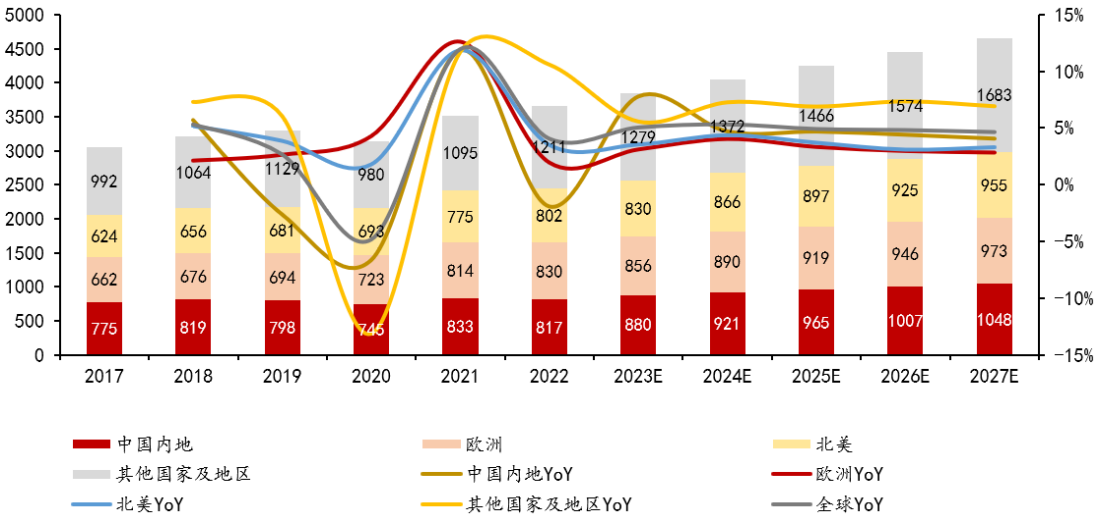
图：2007–2022年国内白电需求结构拆解（竣工=销售*80%）



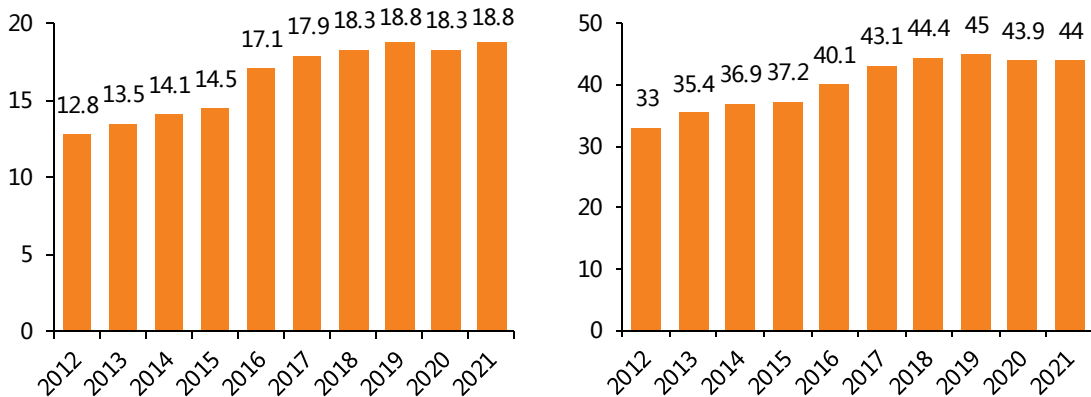
2.6 白电：外销的全球化空间

- 22年欧美地区家电行业销售额规模为中国内地的2倍，其他新兴地区家电行业销售额为中国内地的1.5倍，国内龙头出海带来较大潜在增长空间。2022年全球家电行业销售额达3.7万亿元，销售量达30.66亿台。弗若斯特沙利文预计，2027年全球家电市场销售额将达到4.7万亿元（22-27年CAGR为4.9%），销售量将达到33.92亿台（22-27年CAGR为2.0%）。随着国内大家电普及率逐步见顶，国内大家电市场能够提供的增量空间越来越小，海外市场能够提供的潜在增长空间已经明显超过国内市场，海外业务对家电企业收入增长重要性逐步提升。
- 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。根据欧睿国际数据，2021年中国家电全球制造份额已达40%以上，而自主品牌（含收购）份额不足20%，在欧美成熟市场及新兴市场份额提升空间均很大。中国家电企业在欧美等成熟市场的品牌力及渠道力较弱，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：全球家电市场零售额（十亿元）



图：中国家电企业在全全球家电市场的市场份额（%）图：中国家电企业在全全球家电市场的制造份额（%）



2.7 白电：以旧换新政策潜在影响，更新需求缺口占比年化规模超过40%

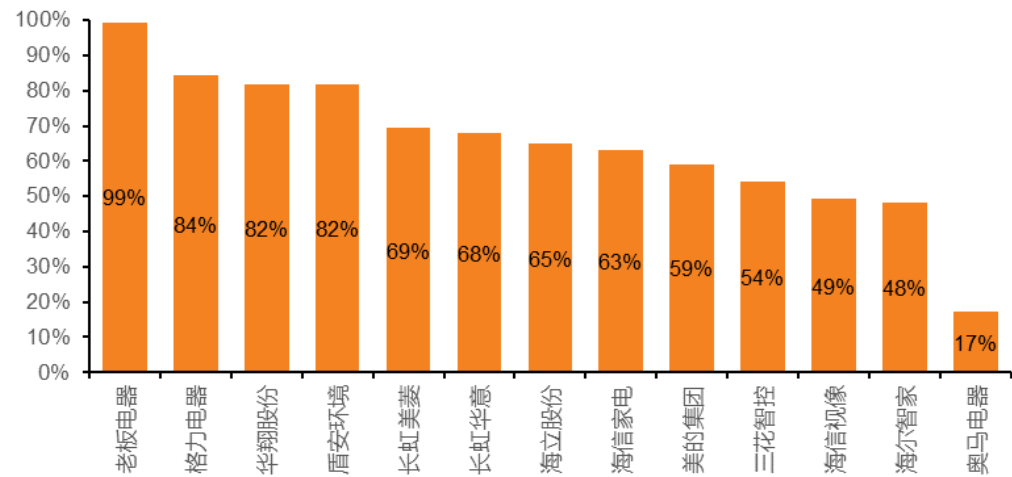
- “消费促进年”到来，中央财经委、国常会等多主体强调家电以旧换新。2月23日下午，中央财经委强调家电等传统消费品以旧换新，彰显全年对国内需求促进、消费环境优化的重视。2024年3月1日，国务院常务会议审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，会议指出积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应，同时抓紧建立健全回收利用体系，提升资源循环利用水平。
- 本轮家电以旧换新政策落地，有望带来更大的更新换代的需求与潜力，主要基于：1) 国内保有量基数提升，更新换代潜力更大。2) 上轮三大政策期间所售家电更新需求仍待释放。3) 行业格局变化，龙头集中度更高或将更好受益政策利好。4) 主要家电龙头企业对以旧换新有所布局，若叠加后续财政补贴发力，有望进一步加大折扣力度，利于更好唤起消费者更新需求释放。5) 我们推测政策或将与能效政策结合，头部家电品牌有望依托自身产品优势，抢先布局并形成较为完善的家电回收体系，在新一轮以旧换新政策过程中有望较好受益，为企业营收、利润提供新增量。
- 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，得到冰/洗/彩实际更新需求分别为3039/2949/2842万台，更新需求缺口占2022年内销出货比重分别为56%/53%/83%。空调方面，其总需求中除了竣工带来的新增需求、更新需求外，还有部分为存量房新增需求带来，我们假设2022年空调需求中存量房新增需求仍占比30%，则对应空调实际更新需求3732万台，更新需求缺口占2022年内销出货比重约42%。
- 从测算结果看，近年来国内大家电品类实际更新需求较理论值仍有较大差距，若本轮“以旧换新”政策落地，有望有效拉动存量大家电市场更新需求释放，带来较为明显的增量。

表：主要大家电品类更新需求仍待释放（以2022年数据为例）

	国内白电分产品保有量（万台）	假设更新年限（年）	理论每年更新需求（万台）	2022年内销出货量（万台）	内销量-竣工新增需求（万台）	存量房新增需求	更新需求缺口占2022年内销出货比重
空调	72824	10	7282	8430	6261	疫情前（2019年）占比30%	42%
冰箱	53325	10	5333	4123	3039	几乎没有	56%
洗衣机	50881	10	5088	4033	2949	几乎没有	53%
彩电	61066	10	6107	3926	2842	几乎没有	83%

注：由于国家统计局家电百户保有量数据仅更新至2022年，此处使用2022年数据进行测算；2022年竣工带来新增需求计算方式为2020年住宅销售套数×80%×每套住宅配置大家电台数（假设空调2台，冰洗彩各1台）。

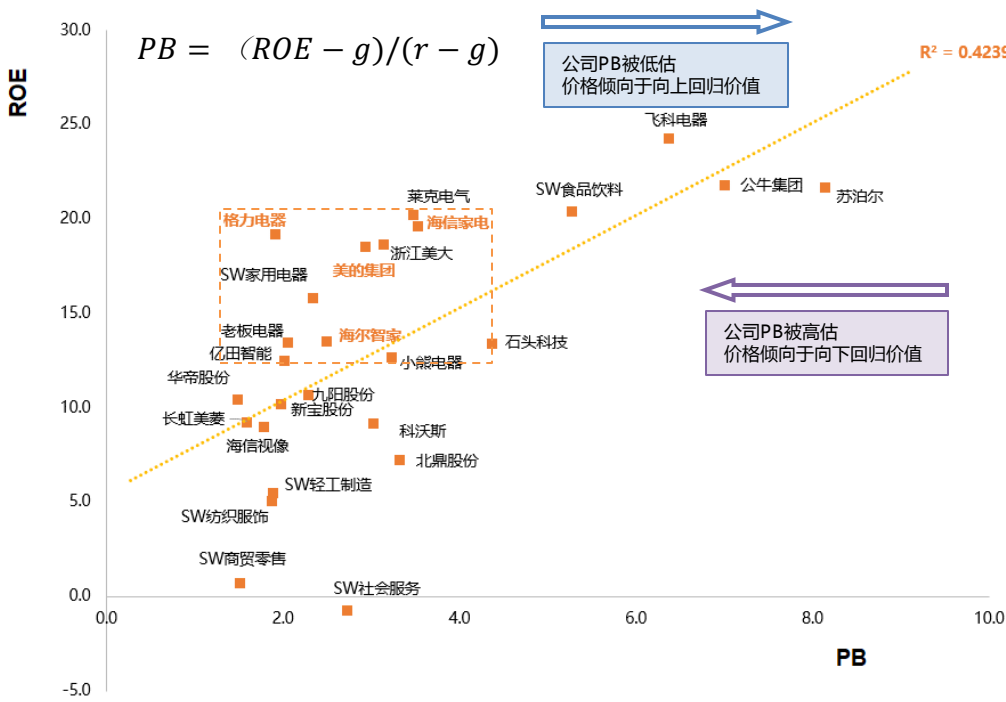
图：以旧换新关联标的内销收入占主营收入比重（最新公告）



2.8 白电：PB-ROE框架下白电龙头具备更好长周期稳健性，当前仍被低估

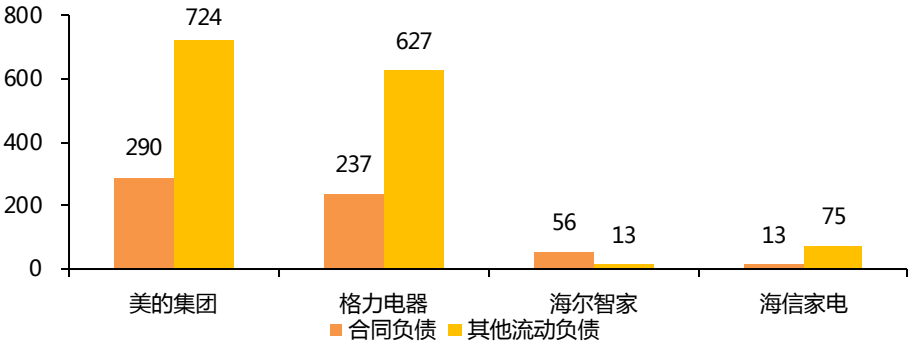
- 白电龙头报表端收入、利润“蓄水池”较为充沛。对于在手资金充足且CAPEX较低的此类标的，有望在行情小年平滑业绩波动，提升整体经营稳定性。同时，此类标的后续有望通过提升分红率水平，有效提升公司的估值，同时建议采用PB-ROE角度重估企业价值。
- 在PB-ROE框架下，当前白电龙头企业PB估值偏低，市场仍将白电视为周期属性明显的资产。A股消费板块整体符合PB-ROE框架下的线性趋势，但家电板块和其中的白电龙头企业（格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电）在维持较高ROE水平的同时PB却明显偏低，尤其是对比相似ROE水平的食品饮料板块。究其原因，我们认为市场或仍将白电理解为地产后周期相关标的，带有一定的周期股属性，低PB估值隐含着地产下行周期中ROE下降的预期。

图：PB-ROE框架下，A股家电板块以及白电龙头公司PB偏低

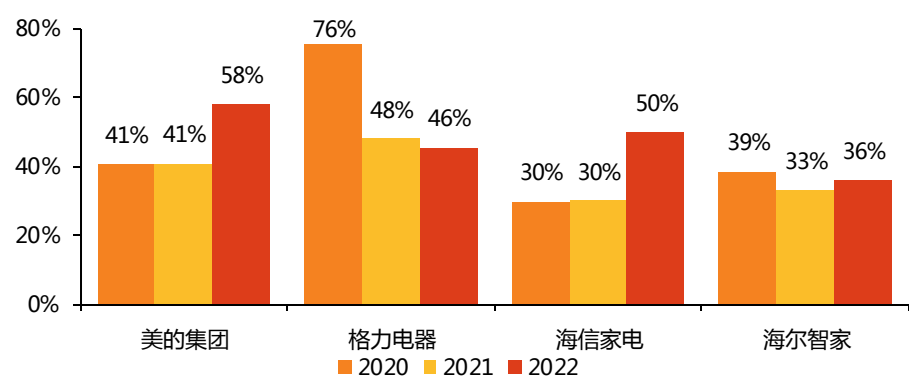


注：ROE、每股净资产均使用23年三季报数据，股价选取2024年4月11日收盘价数据。

图：国内白电龙头利润蓄水池较为充裕（亿元）



图：2020-2022年白电龙头分红比例（%）



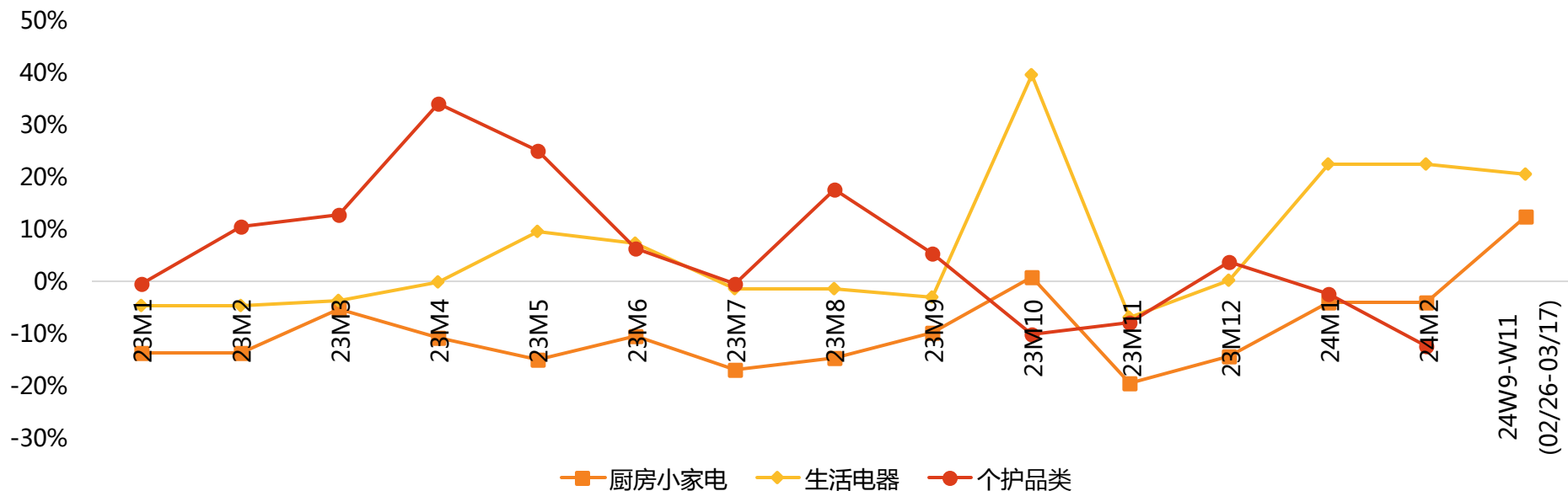
3

小家电：外销呈高景气，海外产品结构升级带动增长

3.1 小家电：可选消费内销仍有承压，3月部分品类有改善趋势

- 22年疫情缓和后，内销一直处于缓慢修复的状态。小家电作为可选消费品，在内需较为疲软的情况下，23年以来销售增速有所承压。分品类看，厨房小家电的需求疲软表现最为显著，疫情期间，长尾类厨房小家电的需求的集中释放在一定程度上透支了行业增长；生活电器和个护品类在新品和大促节日的带动下，部分月份增长较为明显，但整体销售增速仍然较慢。
- 24M1-2厨房小家电和个护品类需求仍相对疲软，清洁电器增速在23年的行业增长低基数下有所回暖，3月以来（截止至3.17），厨房小电和清洁电器销售同环比皆有所改善，一方面由于前期基数较低，另一方面内需在缓慢修复的趋势下，或将迎来拐点。

图：小家电品类23年以来增速承压，3月初部分品类线上销售数据有所改善（数据截止至24/3/17）

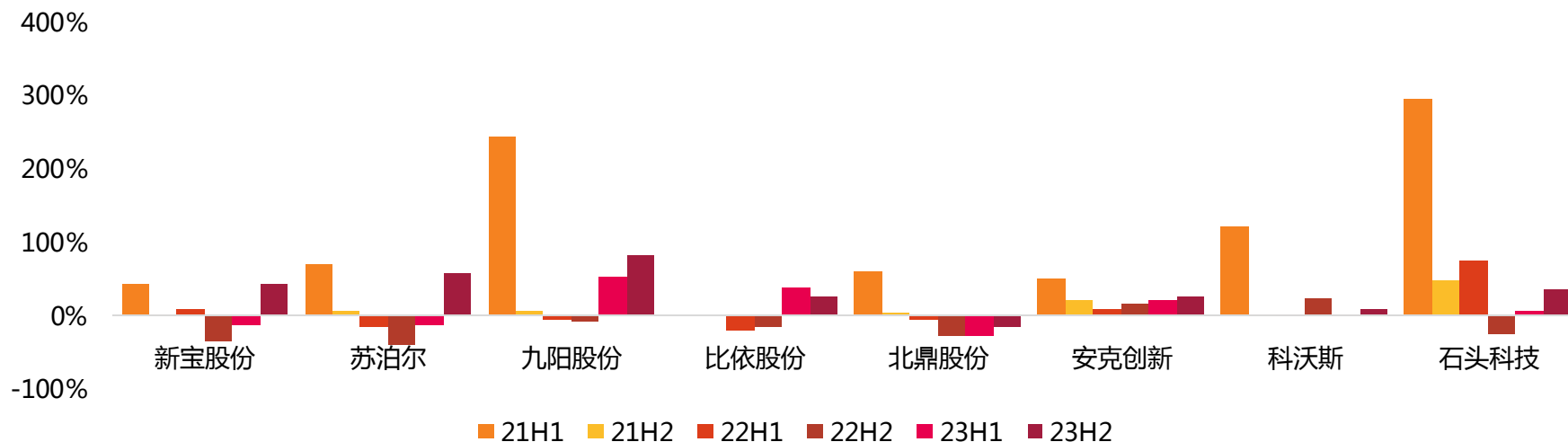


注：厨房小家电品类包括微波炉、养生壶、搅拌机、榨汁机、煎烤机、电压力锅、电水壶、电炖锅、电磁炉、电蒸锅、电饭煲、破壁机、空气炸锅、豆浆机；生活电器包括净化器、净水器、净饮机、吸尘器、扫地机、洗地机；个护品类包括剃须刀、美发系列。

3.2 小家电：23年外销呈现高增，低基数和补库需求带动出口景气度提升

- 从小家电各公司的外销增速看，小家电公司23年外销呈现高增。
- 分自有品牌和代工看，低基数和补库需求带来的外销增长贡献更大。大部分小家电代工公司在22年外销由于海外去库存增速承压，23年在低基数和补库的驱动下有显著增长，其中23H2增速显著恢复。自有品牌的外销增长更多来自于在海外的产品结构升级，其中在全球市场上产品力更为领先的扫地机23H2外销呈现较快增长，虽然有去年同期俄乌战争带来的低基数效应，但在海外市场的全能型基站新品带动海外扫地机市场结构升级的趋势仍有望延续。补库带来的间歇性增长长期来看难以持续且缺乏稳定性，在全球市场产品力领先的自有品牌的产品结构升级或将是后续带动外销增长的更长期更稳定的驱动力。

图：从小家电公司外销增速看，大部分公司在23年呈现外销高增（%）



注：各公司是按已披露的23年年报收入或180天wind一致预期的23年收入减去23H1得到的23H2的增速，23H2的外销收入比例用23年全年，或23H1，或22年全年的外销比例。

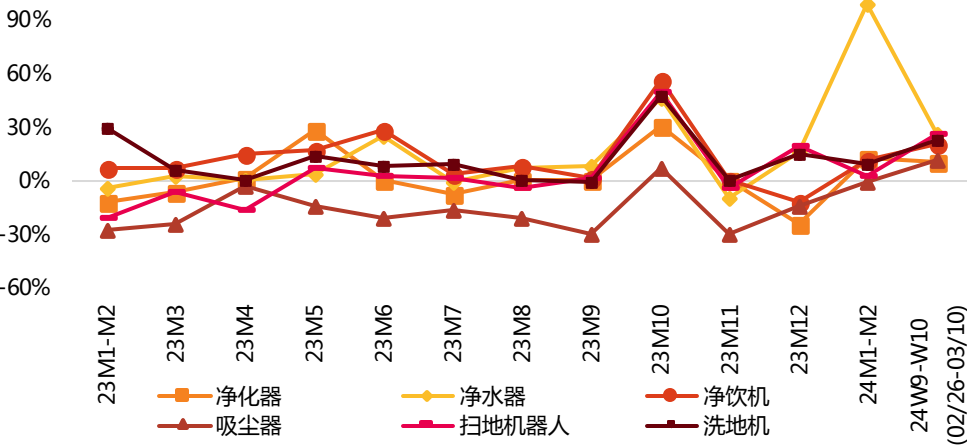
3.3 清洁电器：Q1基本面回顾

➤ 24Q1展望

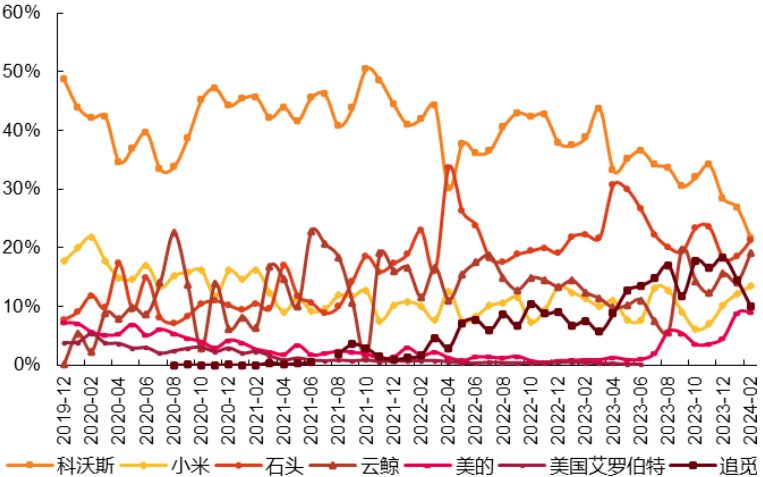
1) 内销方面：根据奥维云网数据，24W1-W10(1/1-3/10)扫地机线上销额分别同比+9%，其中，科沃斯/石头/美的品牌扫地机同期线上销额分别同比-16%/-14%/+853%，24W1-W10(1/1-3/10)洗地机线上销额分别同比+12%，其中，添可/石头/美的品牌洗地机同期线上销额分别同比+0%/-8%/+84%。整体看今年以来清洁电器龙头国内增速有所承压，从量价角度来看洗地机品类以价换量成效凸显，边际来看3月以来扫地机、洗地机奥维线上零售额增速环比向上，关注内销基本面拐点。

2) 外销方面：一季度家电出口景气度较高，海外扫地机产品结构升级+汇兑收益贡献收入利润，利好出口占比较高、自主品牌布局完善的清洁龙头（如石头科技）。

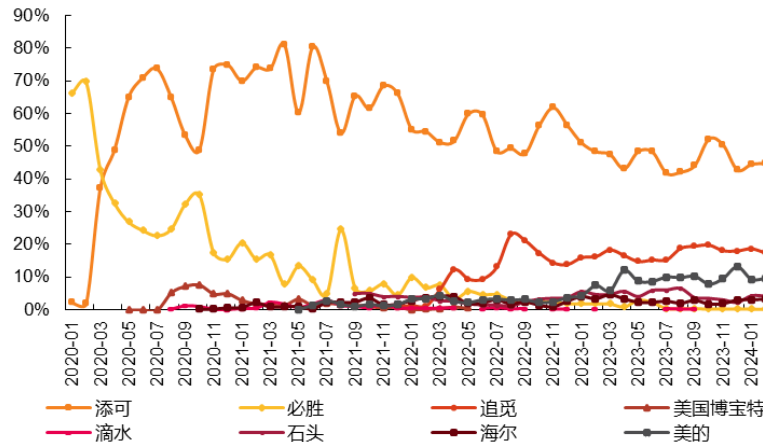
图：奥维云网生活电器线上零售额YoY



图：21M1-24M2扫地机线上分品牌零售额份额



图：21M1-24M2洗地机线上分品牌零售额份额



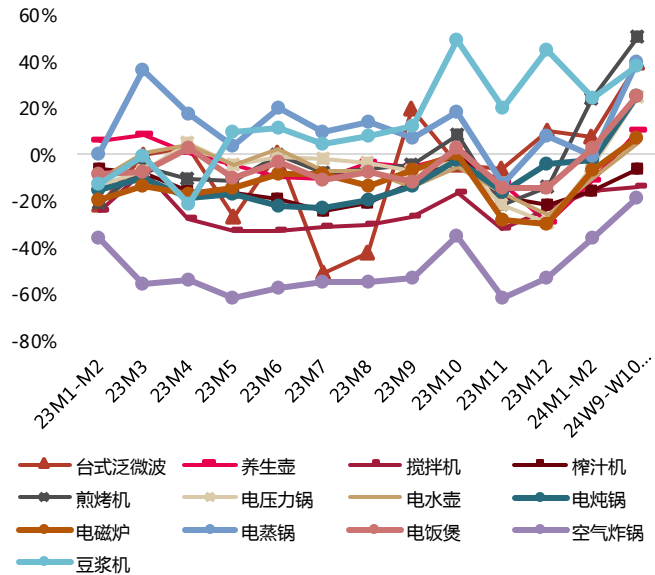
3.3 厨小&个护：Q1基本面回顾

➤ 24Q1展望

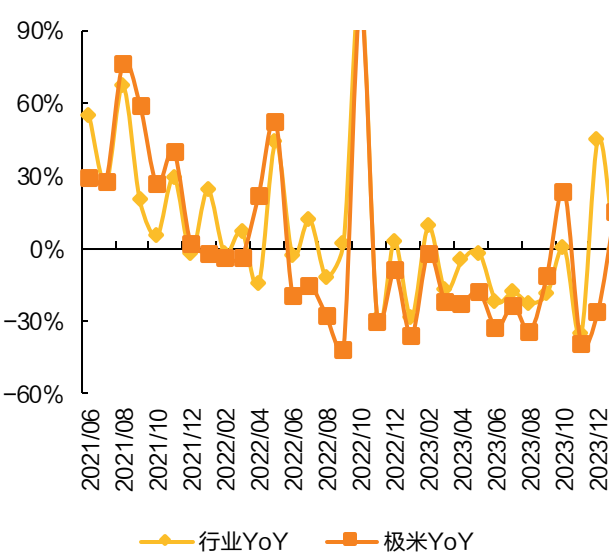
1) 厨小电：降价趋势延续，静待内需增速拐点。参考奥维线上数据，截至3月10日（24W1-W10）厨小电线上景气度排序为豆浆机（+25%）>台式泛微波（+10%）>电饭煲（+5%）>养生壶（-10%）>榨汁机（-15%）>空气炸锅（-33%），相对偏刚需品类增速表现较好，可选属性较高的榨汁机、空气炸锅等品类增速承压。边际看内需数据在进入3月后有所改善，是否形成拐点仍待观察。

2) 投影&个护：投影行业需求承压，个护传统品类二次升级有望带来增量。受宏观经济环境等因素影响，国内投影市场消费需求复苏缓慢，产品需求面临阶段性压力。按摩个护行业近期增速相对平淡，据Datayes!数据，23年10月-12月按摩个护行业天猫淘宝平台的零售额同比延续下滑态势，飞科电器趋势与行业表现较为一致，我们认为，后续若吹风机、剃须刀品类推新及线下博锐品牌放量，将有望带来改善。

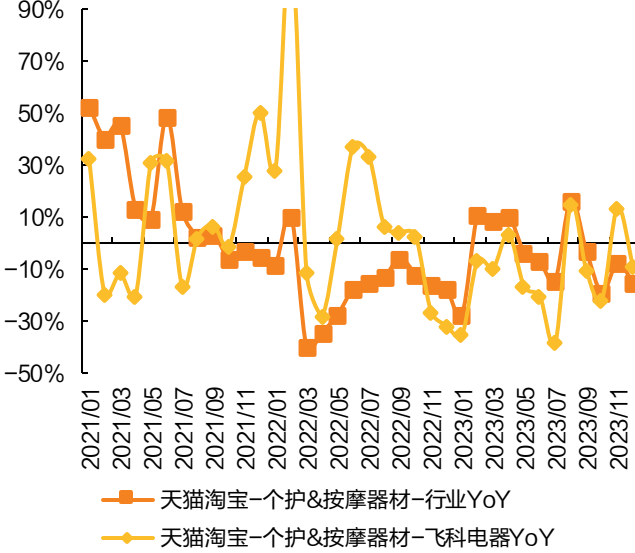
图：厨小电线上零售额YoY（奥维云网监测）



图：智能投影行业、极米线上零售额YoY（Datayes!）



图：按摩个护行业、飞科天猫淘宝零售额YoY（Datayes!）



3.4 清洁电器：国内价格带竞争仍激烈，海外开启结构升级

- 国内方面，由于目前清洁电器形态相对完善，主要厂商推出的新品功能较为相似，叠加内需相对疲软，使清洁电器中主要品类扫地机和洗地机的价格带从23年开始逐渐下探。24M1-2累计分价格段销量占比中，扫地机放量价格段由原来的4000-4500元下移至3500-4000元，同时更有性价比的2000-3000元价格段也有市占率提升的趋势。此外，随着各家sku的完善，高端价格带的销量市占率同比也有所提升。洗地机价格竞争更为激烈，放量价格段由原来的2000-2500元下降至1500-2000元，且1500元以下的价格段市占率同比也有所提升。
- 海外方面，海外市场呈现产品结构升级的趋势，国内品牌在产品功能形态上领先海外品牌。在24年北美亚马逊消费者最想购买的扫地机机型前十排名中，不乏有许多价格在500-600美元以上的中高端产品，产品结构升级的趋势仍旧延续。

图：美国Amazon消费者最想购买的扫地机前十列表

Most Wished For in Robotic Vacuums						
#1						
#7						

图：扫地机24M1-2线上分价格段销量市占率分布

价格段	行业占比	同比
1000-	13.06%	-0.19%
1000-1500	10.13%	0.41%
1500-2000	10.37%	0.27%
2000-2500	4.43%	2.10%
2500-3000	12.17%	0.81%
3000-3500	4.47%	-6.97%
3500-4000	23.20%	8.55%
4000-4500	8.87%	-8.90%
4500-5000	5.57%	-1.24%
5000+	7.73%	5.17%

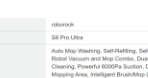
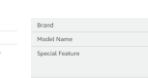
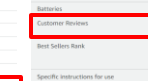
图：洗地机24M1-2线上分价格段销量市占率分布

价格段	行业占比	同比
1000-	10.89%	8.04%
1000-1500	9.36%	5.73%
1500-2000	35.75%	18.26%
2000-2500	11.26%	-4.28%
2500-3000	22.88%	-16.63%
3000-3500	4.46%	-0.69%
3500-4000	2.87%	-0.23%
4000+	2.53%	-10.20%

3.4 清洁电器：自有品牌产品力为王，扫地机实现国产品牌技术引领，国产品牌出海利润更高

- 我们总结清洁电器中石头、科沃斯海外收入增速好，主要由于在扫地机赛道上，国产品牌通过自身的技术创新和迭代，产品力更强，在海外市场更具竞争力。根据GFK数据显示，截至2022年底，中国产扫地机器人已占据海外市场近50%的份额。其中，东南亚和欧洲占比最高，分别为68%和55%，因此其余市场（日韩、拉美等）中国产品牌仍有一定份额扩张空间。从渠道端来看，清洁电器各区域销售渠道中，亚太、东欧区域线上占比较高，2022年线上销售占比分别达到45.6%，43.5%。而北美、西欧地区则主要以线下为主，2022年线下销售占比分别达到82.9%和68.6%，从趋势看各区域均有不同程度的线上化进程，伴随海外线上占比的提升，有望进一步推动线上扫地机市场的发展。
- 扫地机以领先的产品力在海外市场收获好评，且海外市场的同类产品定价高于国内。23年国内品牌的全能型基站新品一经推出便收获海外消费者的好评。以石头扫地机为例，通过比较石头和iRobot在美国亚马逊平台上最新的旗舰机产品，我们发现：1）石头在参数上更为领先；2）在产品形态上，石头皆为全能型扫地机产品，iRobot还是自集尘类的扫地机产品；3）价格端，石头定价更高，在千元以上，远超iRobot，尽管定价更高，但评分仍然远高于竞争对手。充分说明海外消费者更看重产品本身，其较强的产品力带来了更高的定价权。此外，与国内同类型的高端旗舰机相比，石头在海外的定价远高于国内近一倍，充分说明较强的产品力可以支持同类产品在海外更高的溢价。
- 除扫地机外，近年来海外也有许多有竞争力的国内出海品牌和产品销售情况较好。例如，安克凭借优秀产品力在海外亚马逊市场上站稳脚跟。

图：美国亚马逊石头最高端扫地机和海外竞品及国内最高端旗舰机对比

石头S8 pro Ultra (全能型) 价格: 1599美元		iRobot S9+ (仅自集尘) 价格: 649美元		石头G20 (全能型) 价格: 4999元	
Brand	roborock	Brand	iRobot		
Model Name	S8 Pro Ultra	Model Name	Resemble s9+ (S950)		
Special Feature	Auto Map Mapping, Self-Refilling, Self-Charging, Robot Vacuum with Map Control, Dual Brush Cleaning, Powerful 6000Pa Suction, Dual Sonic Mopping, Intelligent BrushRoll Lifting, Roomba® IQ CleanBase Automatic D尘 Station, Laser Mapping & Navigation, Low Noise, Smart Mapping, Ultrasonic Clutter Detection, Auto Control, Variable Suction Control, Multi-Floor Mapping, No-Go Zone, Advanced Control Cleaning, Scheduling, Real-time App, Works with Alexa, Auto-Docking, Anti-Fall, Combines, Edge Cleaning, MopRoller Filter, Self-Drying, Self-Emptying	Special Feature	Recharge when full, Powerful Suction, Thoroughly Cleans Corners & Edges, Wi-Fi Connected, Automatic Dirt Detection, Emergency Stop		
Color	Black	Color	Black		
Product Dimensions	18.5" x 13.25" x 17.74"	Product Dimensions	12.07" x 12.25" x 3.174"		
Included Components	1" S8 Pro Ultra Robot Vacuum Cleaner, 1" Power Clean™, 1" User Manual	Included Components	Fiber, Dangling lines, in disposal bag, Charging station		
Filter Type	Washable Filter	Filter Type	Cartridge		
Battery Life	180 minutes	Battery Life	120 minutes		
Voltage	115 Volts	Power Source	Battery Powered		
Power Source	Battery Powered	Auto Batteries Included	Noise		
Are Batteries Included	Smartphones, Amazon Echo, Google Home	Compatible Devices	Smartphones, Amazon Echo, Tablets, Google Home		
Form Factor	Robotic	Form Factor	Robotic		
Item Weight	31.1 pounds	Item Weight	18.67 pounds		
Manufacturer	Roborock	Manufacturer	Roborock		
ASIN	B08PQZM5YX	ASIN	B08PQZM5YX		
Item model number	4.4 out of 5 stars	Item model number	4.4 out of 5 stars		
Customer Reviews	4.4 out of 5 stars	Customer Reviews	4.4 out of 5 stars		
Best Sellers Rank	404,171 in Home & Kitchen (See Top 100 in Home & Kitchen)	Best Sellers Rank	404,171 in Home & Kitchen (See Top 100 in Home & Kitchen)		
Specific Instructions for Use	Assembly required	Specific Instructions for Use	Assembly required		
Number of pieces	Washable Filter	Number of pieces	Washable Filter		
Warranty	1 year limited	Warranty	1 year limited		
Shipping weight	31.1 pounds	Shipping weight	31.1 pounds		
Shipping dimensions	18.5" x 13.25" x 17.74"	Shipping dimensions	18.5" x 13.25" x 17.74"		

图：美国亚马逊安克产品与竞品对比



Overall Pick 1

Anker USB C Charger Cable (6ft 100W, 2Pack), USB 2.0 Type C Fast Charging Cable for iPhone 15 / 15Pro / 15Plus / 15ProMax MacBook Pro 2020, iPad Pro 2020, iPad Air 4, Samsung Galaxy S23+/S23 Ultra

★★★★☆ ~ 22,942
 10K+ bought in past month

\$15⁹⁹ (\$1.33/Foot)
 Save 10% with coupon

Delivery **Thu, Jan 4**
 Ships to China
 Climate Pledge Friendly

More Buying Choices
 \$14.47 (6 used & new offers)



USB C to Lightning Cable [Apple MFi Certified] 3Pack 6FT for iPhone Type C Fast Charging Cable Power Delivery Compatible for iPhone 14 13 13 Pro Max 12 12 Pro Max 11 XS XR X 8 iPad (White)

★★★★☆ ~ 55
 100+ bought in past month

\$9⁹⁹ Typical: \$11.99

Delivery **Thu, Jan 4**
 Ships to China



2 in 1 USB C Cable Lightning Cable 45W [Fast Charging & Data Sync] Flat Braided Anti-Tangle iPhone Charger Cord with Velcro, Multi Charging Cable Combo Lightning/Type C/USB A Ports [3ft]

★★★★☆ ~ 861
 2K+ bought in past month

\$19⁹⁹

Delivery **Thu, Jan 4**
 Ships to China

3.4 清洁电器：海外渠道扩展与跨境电商

- 海外线下渠道销售占比较高，部分自有品牌谋求拓展线下布局。疫情期间带来海外线上销售高增，许多国内品牌借海外线上市场扩规模的红利纷纷出海，入驻线上亚马逊渠道进行销售。经过2-3年的品牌塑造，部分具备产品力的品牌在北美线上渠道已颇具口碑和知名度，逐渐开始布局美国线下渠道。以石头科技为例，公司在北美的出海路线为先进入北美亚马逊线上市场进行品牌宣传和口碑打磨，其高端旗舰扫地机产品评分横向比较优于国内外的竞争对手，充分说明了海外消费者对石头产品和品牌的认可。石头凭借其优秀的产品力和品牌力目前已逐步进入美国线下市场，23年10月宣布其高端S系列的产品S7 Max Ultra进入北美Target的180+线下零售渠道，24年有望贡献公司的收入和利润。
- Temu、Tik Tok等新兴渠道在海外的兴起也为品牌出海提供了更多的可能性。拼多多主动抓住跨境电商的风口，推出多多跨境Temu，采用“全托管”、“柔性供应”等创新模式，极大降低传统外贸型工厂的出海成本，让中国产业带的成千上万工厂能直接面对消费者，创造自己的品牌。为了保障供给侧平稳有序作业、助力平台商家卖出更多优质好货，多多跨境持续扩大仓库布局，增强收货能力，同时加大备货天数，提升供货能力。同时，多多跨境与世界著名船公司合作，打通海运快船渠道，降低物流成本，为其平台及跨境卖家提供更多发展机会。此外，海外随着短视频的兴起也开始引发短视频带货和直播带货的趋势，相较于传统线上渠道的宣传，短视频和直播带货更为直观能更好的定捕捉位垂直细分领域的消费者，丰富品牌推广宣传的方式。

图：石头入驻北美Target线下渠道

Roborock Announces Expansion Into Target with Its Innovative S7 Max Ultra

2023-10-10 09:30:00 • Corporate

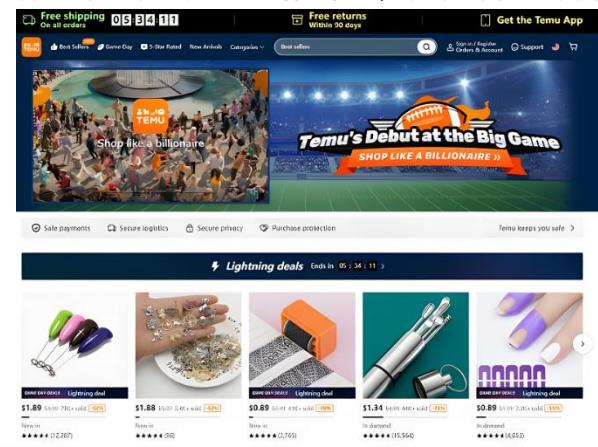
Global Leader in Ultra-Intelligent Home Robotics Makes Debut Into Brick-And-Mortar Retail

Roborock, a global leader in ultra-intelligent home robotics engineered to simplify life, today announced its expansion into 180+ selected Target stores across the United States. Making its debut into brick-and-mortar retail, Roborock is offering Target shoppers the latest addition to the brand's premium S-Series – the S7 Max Ultra. The S7 Max Ultra offers users a complete hands-free cleaning experience, taking both vacuum and mopping off of your plate. Combining powerful self-maintenance capabilities, cleaning functions, and intelligent app features for ease of use, the brand is dedicated to delivering an effortless cleaning solution.

"Roborock is proud to offer Target shoppers a simplified cleaning experience through the innovative S7 Max Ultra," said Richard Chang, Founder & CEO of Roborock. "As we witness a growing number of consumers seeking smarter ways to maintain their homes, our goal is to ensure that our products are more than just cleaning companions. They are designed to simplify daily life and to solve the real-world problems our consumers are facing. As a leader in the smart home cleaning category, we're excited to reach a broader consumer base with this retail expansion and look forward to the further integration of the S7 Max Ultra into Target shoppers' smart homes."

Merging innovation, practicality, and ease of use, the Roborock S7 Max Ultra is the ultimate cleaning tool equipped with automation features, bringing high-performance, hands-free cleaning without compromise. Equipped with Roborock's RockDock™ Ultra, the S7 Max Ultra offers Self-Emptying, Mop-Washing and Drying, Self-Refilling, Self-Cleaning, and Fast Charging. With an extreme 5,500Pa suction power, the robot vacuum effectively captures messes from floors and carpets without difficulty. Paired with Roborock's proprietary VibraRise® mopping system, which automatically lifts when cleaning on carpets and scrubs floors at a frequency of 3,000 times per minute, users can enjoy an unparalleled hassle-free cleaning experience. The S7 Max Ultra also features Reactive Tech Obstacle Avoidance, ensuring the vacuum identifies and avoids obstacles when cleaning, while LiDAR-based Navigations searches for an optimal route to clean your home.

图：Temu宣传口号是“像亿万富翁一样购物”，吸引了众多海外消费者的关注



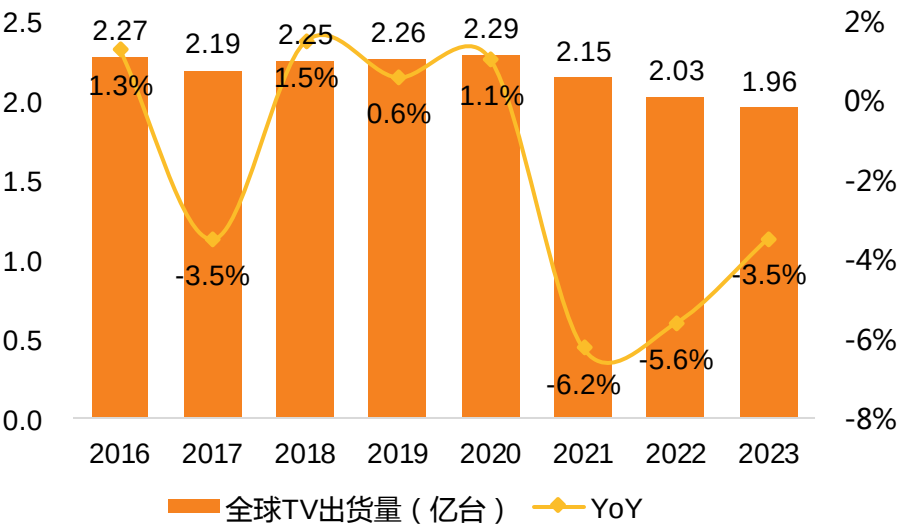
4

其他：黑电具结构性亮点，零部件受益下游景气有望增长

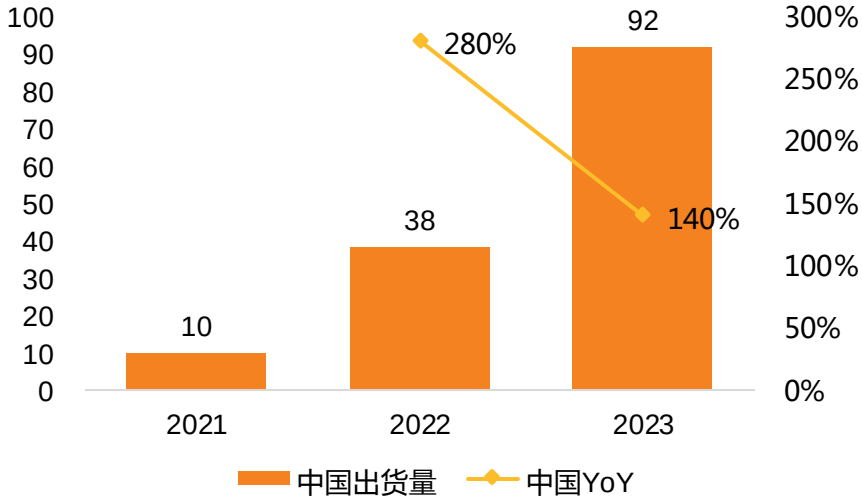
4.1 黑电：近年来全球市场规模维稳，结构上仍有亮点

- 奥维睿沃（AVC Revo）《全球TV品牌出货月度数据报告》显示，2023年全球TV出货195.5M，同比下降3.5%。近三年全球黑电市场受疫情、高通胀、内容渠道分流等因素影响，市场容量有所萎缩，但调整过后趋势上销售规模已经基本企稳。结构上仍有亮点，以OLED、Mini LED、量子点、激光电视为代表的产品销售实现快速扩容，大尺寸趋势延续。
- Mini LED兼具OLED的优质表现和LCD的平价特征，伴随降本周期其渗透率快速提升，且需求释放下规模效应可进一步反哺成本优化。根据洛图科技数据显示，凭借在超大尺寸方面的高性能匹配优势，以及产业链供给能力的提升，**2023年全球Mini LED电视出货量达到425万台，同比+24.6%；国内市场Mini LED电视销量达92万台，同比增长140%**。国内Mini LED产业链完善、整机制造优势显著，中资品牌有望进一步获取全球高端TV市场份额，建议关注产业链一体化布局完善、规模和技术领先的兆驰股份，以及受益Mini LED国际化发展的全球性品牌海信视像和TCL电子。

图：全球黑电出货量略有收缩至2亿台（亿台）



图：国内Mini LED电视销量增长亮眼（万台）



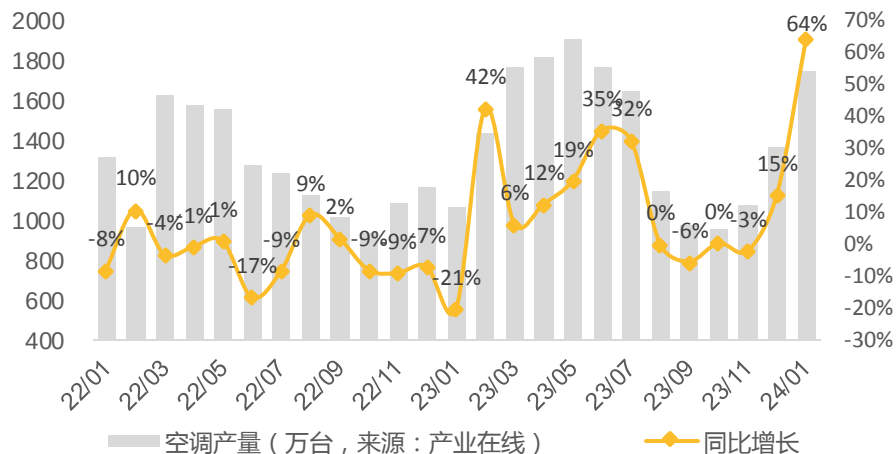
4.2 零部件/民用电工：受益于下游景气度，预计Q1零部件板块有望实现增长

➤ 24Q1展望

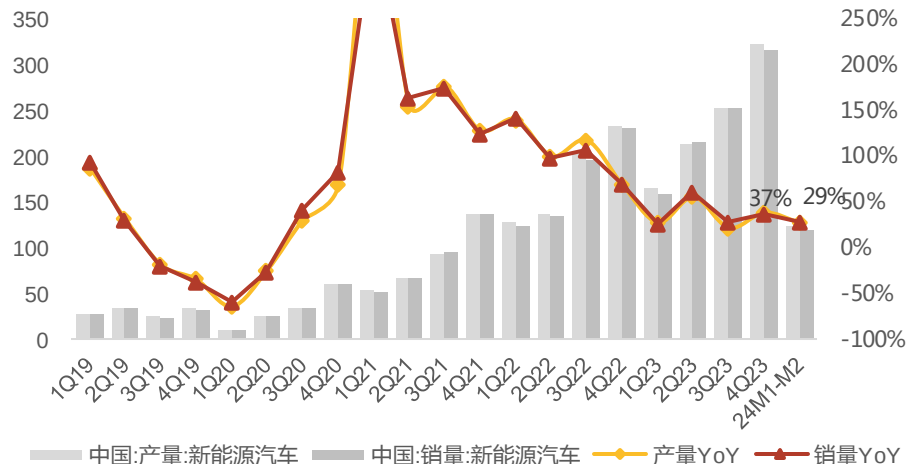
1) 零部件：家电领域，结合排产数据预计白电国内产销表现较好，出口补库迎来高景气；春节后的价格战迅速升温，新能源车降价潮下1-2月国内产销量实现同比约+30%增速。下游产销两旺带动下，Q1零部件公司制冷配件、汽零业务或有较好表现。同时，预计也将受到以旧换新政策带来的需求利好。我们看好零部件中格局较好的环节，推荐盾安环境、长虹华意，建议关注华翔股份等。

2) 民用电工：优势品类墙开插座、转换器稳健成长，龙头地位夯实；新能源+无主灯业务快速起量，国际化战略长坡厚雪，我们持续看好公牛在民用电工领域的龙头地位以及入局新赛道的成长性。

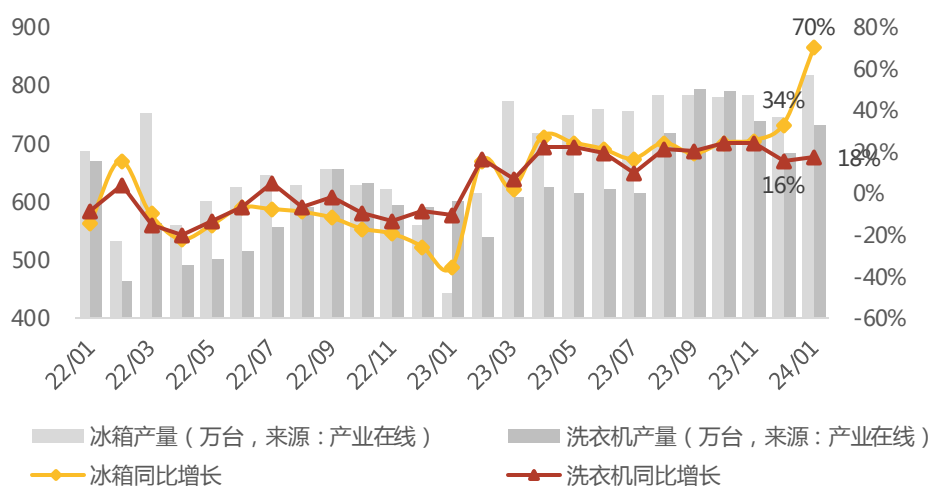
图：空调产业在线整体产量数据（万台）



图：中国新能源车产销量数据（万辆）



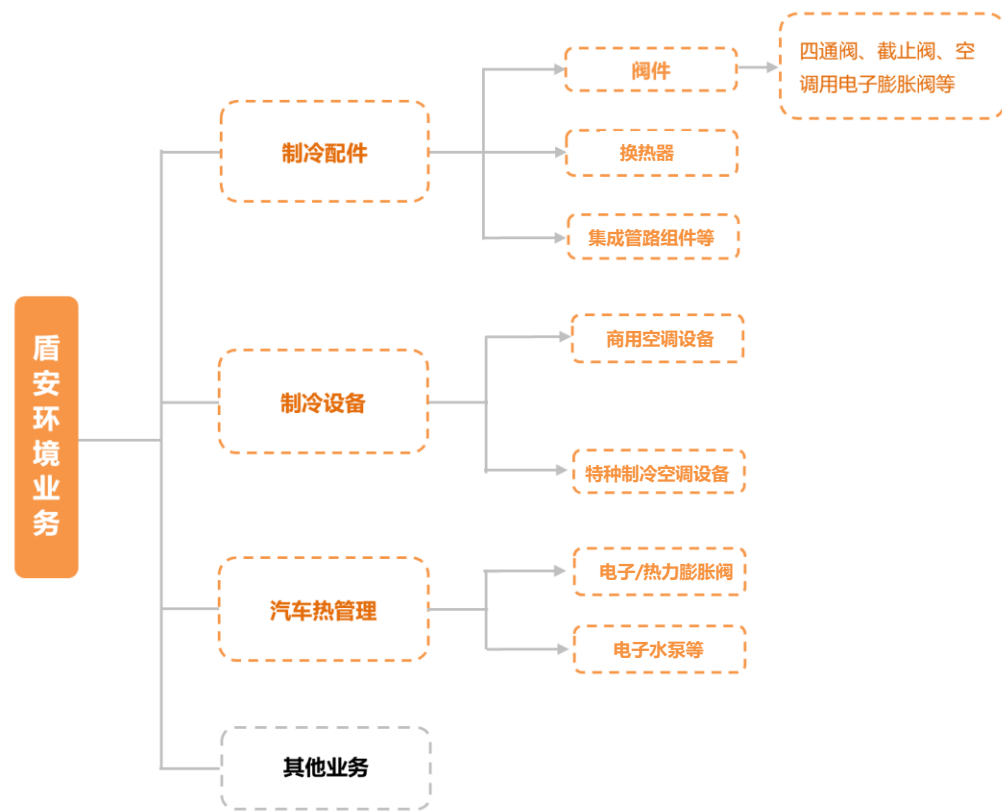
图：冰洗产业在线整体产量数据（万台）



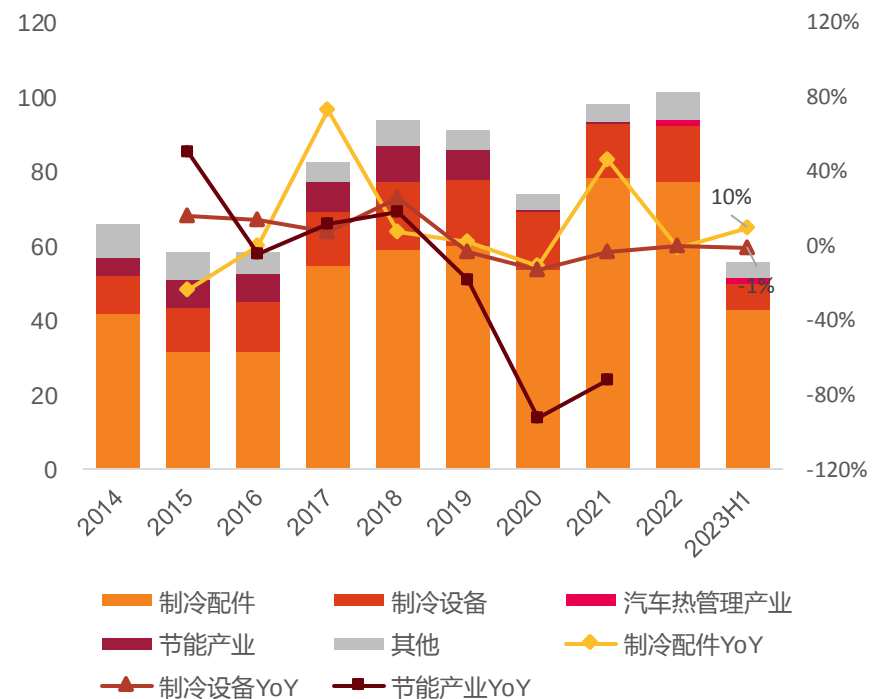
4.3 盾安环境：全球制冷阀件龙头，汽零在手订单充足构筑第二曲线

➤ 盾安是制冷元器件领域龙头，主业结构升级、盈利改善路径清晰，将业务延伸高景气新能源车热管理赛道后，有望抓住二供机遇打造又一增长曲线，目前公司汽零产品性能已获行业认可，奠定未来几年收入高增基础。

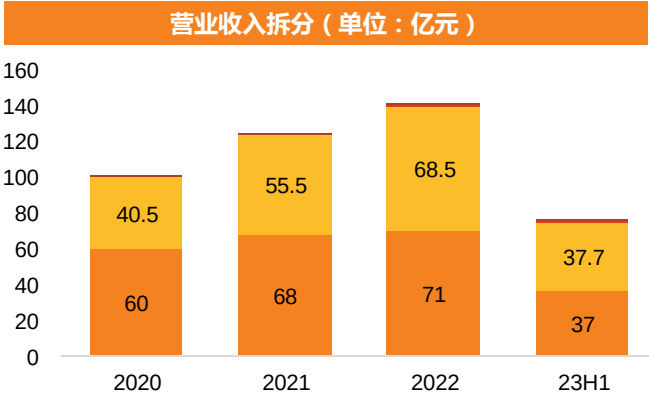
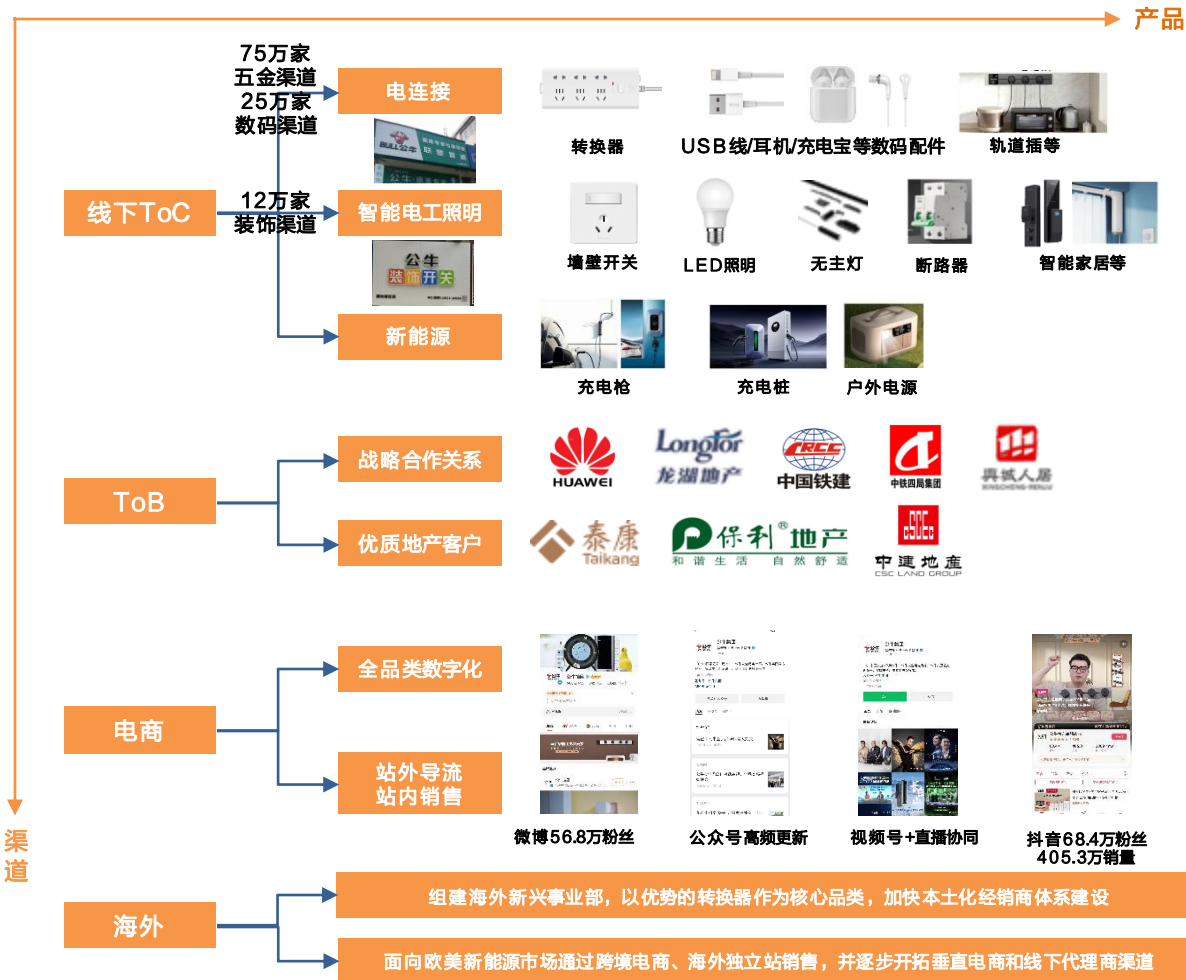
图：盾安环境业务结构



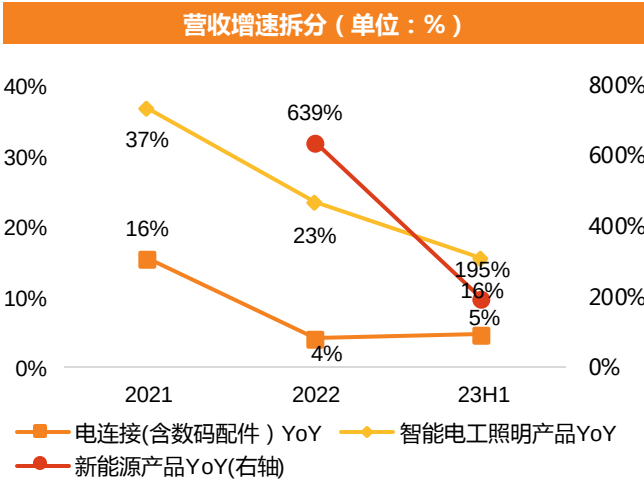
图：盾安环境分业务收入（亿元）及同比增速



4.4 公牛集团：转换器+墙开照明优势地位稳固，进军新能源+无主灯+海外打开空间



■ 电连接(含数码配件) ■ 智能电工照明产品 ■ 新能源产品 ■ 其他业务

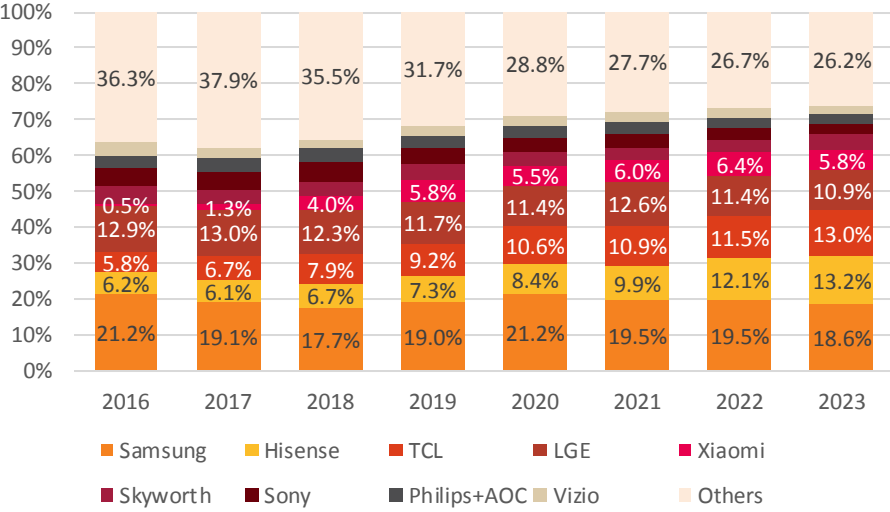


注: ToC渠道店数量为23年中报披露数字, 电商渠道粉丝与笔记数为截至2024年4月4日数字。

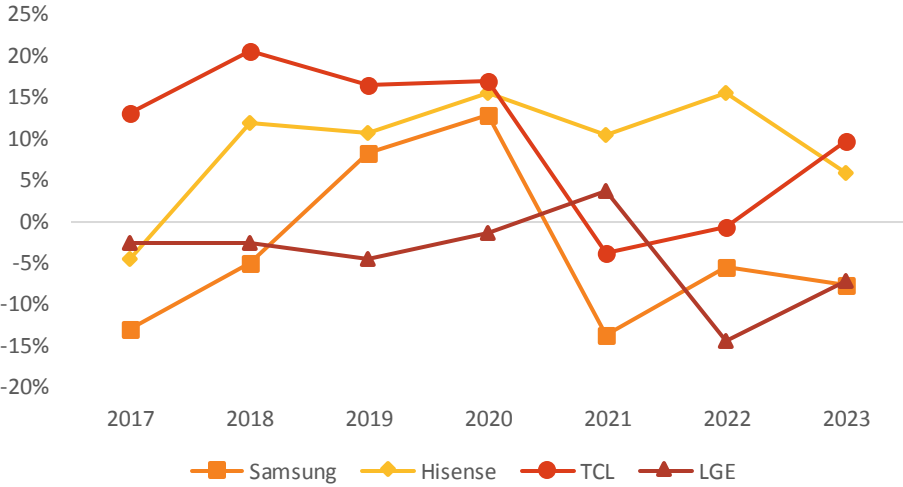
4.5 海信视像：全球化发展提速，产业布局纵横拓展

- **智慧显示份额持续扩张，引领全球大屏化升级。**2023年公司终端显示实现收入412.6亿元，同比+17.0%，竞争力在国内外市场均衡提升——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，稳居世界第二；根据奥维云网统计，海信系电视中国内地零售额市占率为29.05%，同比提升3.43pct，对比2023年全球和国内电视市场出货量均下滑的态势，公司龙头优势进一步扩大。对应到报表收入，公司境内实现营收236.4亿元，同比+18.2%，境外收入247.5亿元，同比+20.5%，海外业务占比已经过半。同时，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。
- **垂直一体化布局深化，新显示新业务打开多元应用场景。**2023年公司新显示新业务实现收入65.2亿元，同比+40.6%，毛利率31.7%，同比-6.54pct，收入及毛利率变动均受到合并乾照光电影响。展望后续新型产业成长动能有望加速释放：激光显示全球引领能力持续加强、商用显示自主品牌建设及海外市场拓展初具成效、芯片产品品类不断拓展、云服务范围及质量持续提高。同时，公司在传统家用场景基础上，积极拓展教育、车载等产品及AR/MR产品持续扩充“大显示”布局。

图：全球黑电品牌出货量份额



图：全球黑电TOP4品牌出货量同比增速



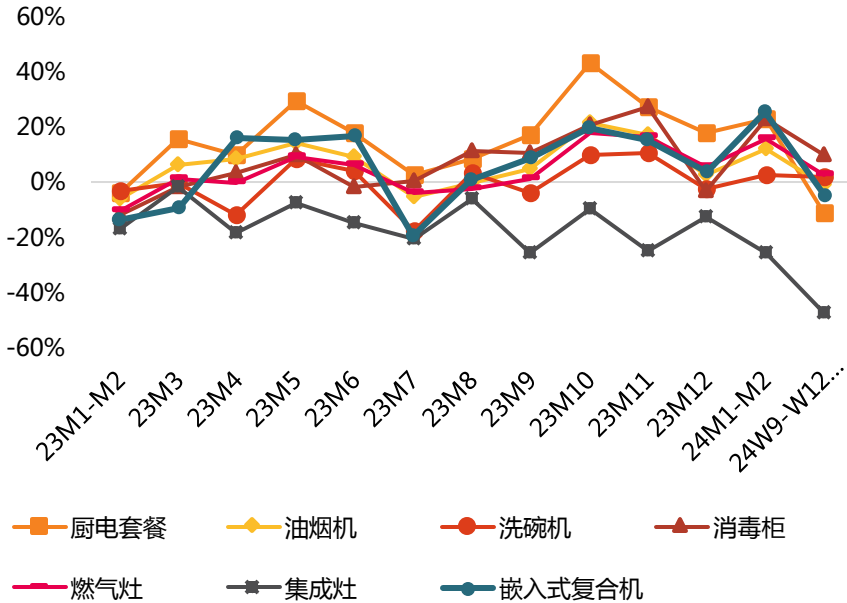
5

厨电：烟灶稳健增长， 新兴品类承压

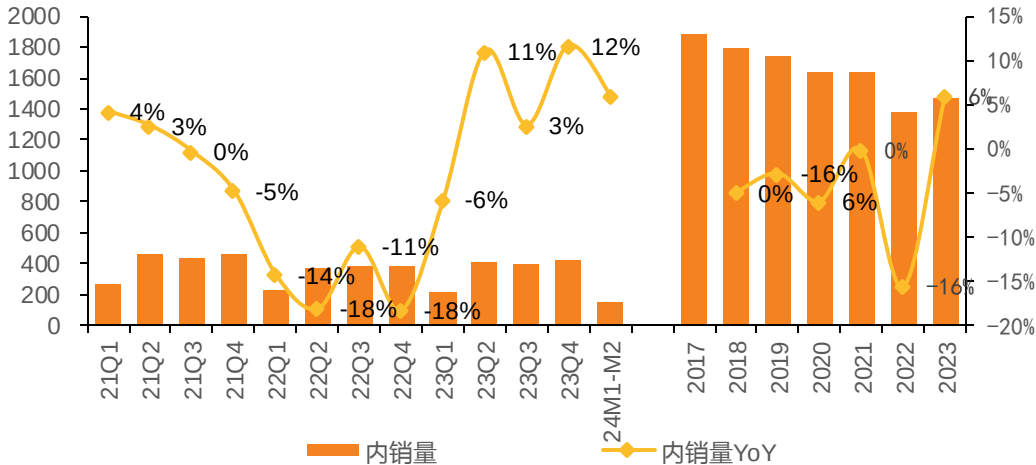
5.1 厨电：Q1传统分体式稳健增长，新兴品类略有承压

24Q1展望：地产数据表现较弱背景下，厨大电线上终端销售延续平淡，结构上看传统分体式稳健增长，集成灶承压；线下KA今年以来整体承压。静候地产政策或终端数据催化。

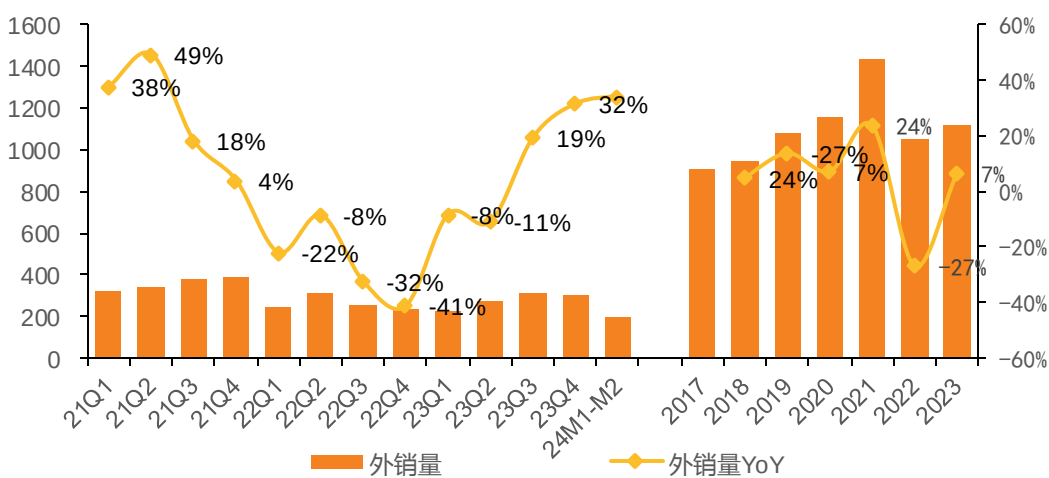
图：奥维云网厨大电主要品类线上销额增速



图：油烟机产业在线内销量及同比增速（万台）



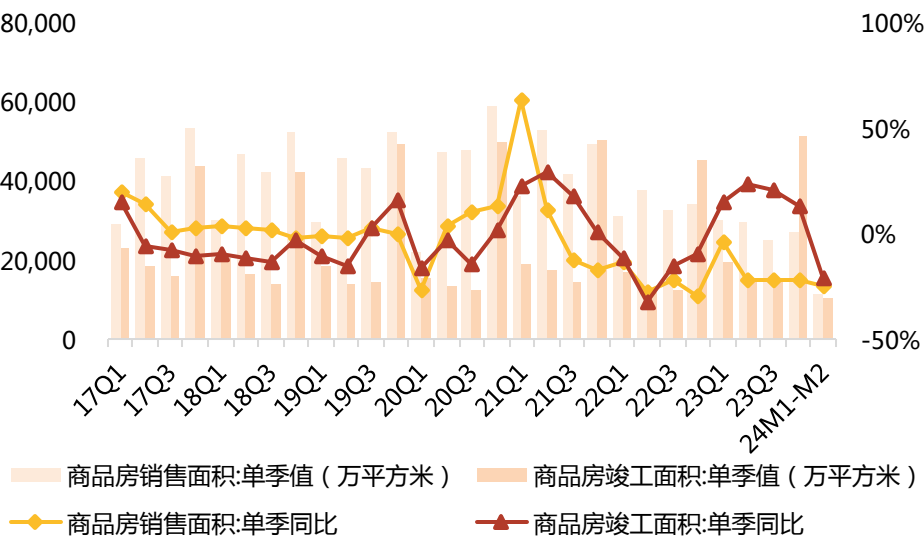
图：油烟机产业在线外销量及同比增速（万台）



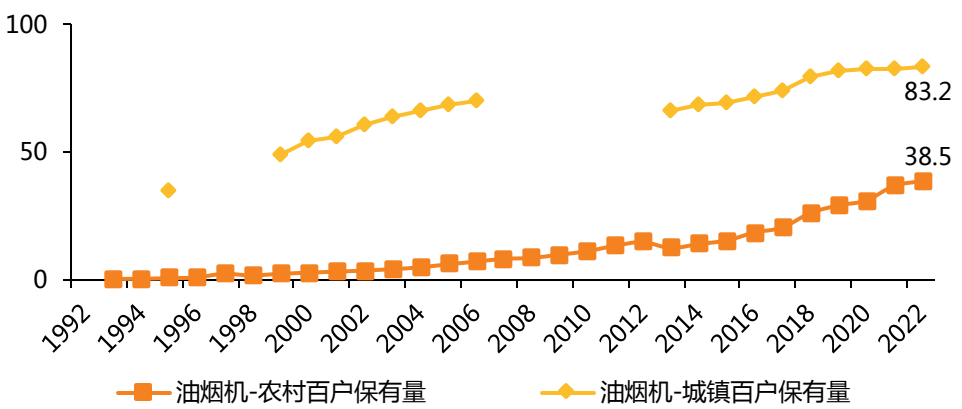
5.2 厨电：地产影响与存量更新

- 复盘近年来国内烟机需求结构，其与竣工依赖度较高（接近60%），伴随国内商品房销售、竣工数据走弱，烟灶品类需求中来自渗透率提升、更新需求释放带来占比或逐步提升。考虑到厨大电渗透率具备较大提升空间，伴随后续地产政策进一步放松，以及烟灶可能纳入以旧换新范围，或利于后续行业新增、更新需求同步扩容。

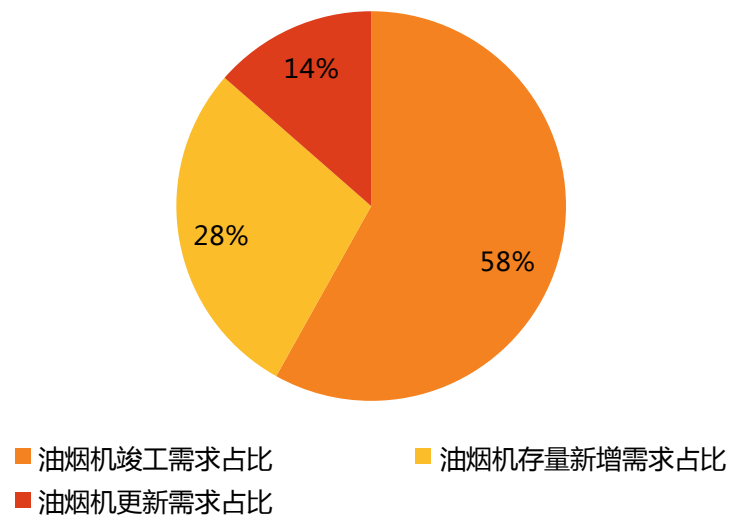
图：17Q1至24M1-M2国内商品房销售、竣工面积及增速（万平方米）



图：油烟机国内百户保有量（台/百户）



图：2023年油烟机内销需求结构拆解



6

盈利预测&估值

➤ 聚焦长周期稳健性（代表板块：白电）

- 短期维度看，今年以来白电内外销零售、出货端均呈现较好景气度。同时，零售端24Q1白电整体实现较好增长（且空调去年同期基数并不低），共同促进了Q1提货的高景气状态。若Q2迎来分化行情，龙头有望通过政策调节确保经营稳定性。长期维度看，PB-ROE框架下，当前白电龙头企业PB估值偏低，报表端收入、利润“蓄水池”较为充沛，后续有望通过提升分红率水平，有效带动估值提升。推荐分化行情下具备长周期经营稳健性的白电龙头标的，如【美的集团】/【格力电器】/【海信家电】/【海尔智家】。

➤ 挖掘结构性增量（代表板块：小家电&其他家电）

- **小家电：**23年整体呈现外销高于内销的趋势，外销增长一方面来自于低基数下的补库需求，一方面来自于具有产品力的自有品牌带动海外市场产品结构升级。长期来看，补库带来的间歇性增长难以持续且缺乏稳定性，在全球市场产品力领先的自有品牌的产品结构升级或将是后续带动外销增长的更长期更稳定的主要驱动力。建议关注【石头科技】、【科沃斯】、【安克创新】等。
- **黑电：**近年来全球市场规模维稳，同时结构上仍有亮点。以Mini LED为例，国内Mini LED产业链完善、整机制造优势显著带动细分赛道扩容明显，2023年国内市场销量达92万台，销量同比增速超140%，建议关注Mini LED产业链关联标的【兆驰股份】、【海信视像】和【TCL电子】。
- **零部件：**下游产销两旺带动下，Q1零部件公司制冷配件、汽零业务或有较好表现。同时，预计也将受到以旧换新政策带来的需求利好。看好零部件中格局较好的环节，推荐【盾安环境】、【长虹华意】，建议关注【华翔股份】等。
- **民用电工：**当前国内电工照明行业竞争激烈，推荐转换器+墙开照明龙头地位夯实，同时进军新能源、海外带来长期增长动力的【公牛集团】。

盈利预测&估值

	收入增速											归母净利润增速											PE		
	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4E	2023E	24Q1E	2024E	2025E	2026E	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4E	2023E	24Q1E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
美的集团	20%	1%	7%	9%	7%	10%	8%	10%	9%	8%	7%	5%	3%	12%	16%	12%	18%	14%	13%	11%	10%	9%	12	11	10
海尔智家	9%	7%	8%	8%	6%	7%	7%	8%	8%	7%	7%	47%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	14%	13%	12%	12	11	10
格力电器	11%	1%	1%	6%	7%	26%	9%	9%	5%	5%	-	4%	6%	3%	15%	9%	30%	15%	11%	5%	5%	-	7	7	-
海信家电	40%	10%	6%	18%	17%	21%	15%	15%	9%	8%	8%	-38%	48%	131%	149%	106%	13%	98%	22%	12%	15%	14%	13	12	10
老板电器	25%	1%	4%	17%	7%	12%	10%	6%	10%	11%	-	-20%	18%	6%	24%	7%	84%	27%	6%	12%	12%	-	10	9	-
火星人	44%	-2%	-9%	7%	-12%	-5%	-5%	-12%	5%	8%	-	37%	-16%	-19%	11%	8%	-1%	1%	-15%	15%	17%	-	15	13	-
亿田智能	72%	4%	-7%	7%	-7%	27%	5%	-10%	14%	13%	-	46%	0%	-9%	30%	-3%	56%	20%	-10%	16%	15%	-	10	9	-
浙江美大	22%	-15%	-18%	4%	-14%	6%	-6%	-15%	5%	7%	-	22%	-32%	-17%	8%	2%	91%	14%	-15%	7%	9%	-	11	10	-
华帝股份	28%	4%	6%	0%	7%	11%	6%	13%	9%	10%	-	-49%	-31%	16%	4%	152%	176%	224%	16%	31%	14%	-	9	8	-
科沃斯	81%	17%	1%	8%	3%	5%	4%	4%	15%	15%	-	214%	-16%	-23%	-43%	-92%	-94%	-62%	-61%	102%	28%	-	15	12	-
石头科技	29%	14%	-15%	42%	58%	33%	31%	35%	22%	18%	16%	2%	-16%	-40%	96%	160%	110%	73%	67%	18%	17%	14%	18	16	14
莱克电气	27%	12%	-22%	-16%	-4%	5%	-9%	12%	7%	8%	-	53%	96%	-12%	44%	-35%	64%	8%	16%	3%	7%	-	13	12	-
苏泊尔	16%	-7%	-12%	7%	16%	14%	6%	15%	7%	8%	8%	5%	6%	-19%	12%	28%	8%	5%	20%	10%	9%	8%	19	17	16
九阳股份	-6%	-3%	-19%	2%	11%	-13%	-6%	10%	9%	8%	8%	-21%	-29%	-27%	-30%	-26%	3%	-27%	7%	33%	16%	20%	16	13	11
新宝股份	13%	-8%	-22%	1%	23%	31%	7%	25%	8%	7%	-	-29%	21%	-22%	-17%	-5%	105%	2%	46%	15%	10%	-	13	12	-
小熊电器	-1%	14%	28%	25%	15%	-2%	14%	2%	13%	11%	10%	-34%	36%	58%	63%	-14%	-11%	15%	-30%	9%	12%	13%	18	16	14
北鼎股份	21%	-5%	-7%	-19%	-9%	-28%	-17%	-10%	10%	10%	9%	8%	-57%	7%	228%	255%	-6%	52%	-2%	30%	19%	11%	27	23	21
飞科电器	12%	16%	23%	12%	-8%	17%	9%	6%	15%	14%	13%	0%	28%	35%	31%	-24%	138%	24%	4%	12%	12%	12%	19	17	15
公牛集团	23%	14%	8%	13%	10%	13%	11%	15%	13%	13%	-	20%	15%	15%	25%	16%	22%	20%	20%	16%	14%	-	21	19	-
海信视像	19%	-2%	13%	34%	17%	9%	17%	9%	12%	12%	11%	-5%	48%	108%	41%	15%	-18%	25%	-15%	15%	16%	16%	13	11	9
盾安环境	33%	3%	21%	9%	19%	9%	14%	14%	13%	14%	-	141%	107%	95%	-67%	98%	40%	-13%	20%	30%	26%	-	13	11	-
比依股份	40%	-8%	3%	34%	23%	28%	22%	38%	32%	23%	-	141%	49%	82%	60%	-12%	10%	28%	48%	19%	21%	-	13	10	-
萤石网络	38%	2%	4%	14%	17%	14%	12%	15%	19%	19%	-	141%	-26%	34%	100%	113%	42%	69%	50%	24%	23%	-	37	30	-
德昌股份	38%	-32%	-1%	27%	125%	104%	52%	36%	22%	22%	-	141%	-1%	-30%	20%	-3%	183%	22%	79%	8%	24%	-	18	14	-

注：数据统计日期2024/4/10；23-26年收入、归母净利润增速为天风家电组最新外发报告中预测值；标红表示已披露2023年经营数据。

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