

内需、外需景气度转折之年

——2025年家电行业年度策略

行业评级：看好

2024年11月26日

分析师 闵繁皓
邮箱 minfanhao@stocke.com.cn
证书编号 S1230522040001

分析师 张云添
邮箱 zhangyuntian@stocke.com.cn
证书编号 S1230524020006

分析师 文煊
邮箱 wenxuan@stocke.com.cn
证书编号 S1230523120003

目录

CONTENTS

01

家电板块24年复盘

02

25年投资策略——关注内需、外需拐点

03

投资建议

04

风险提示

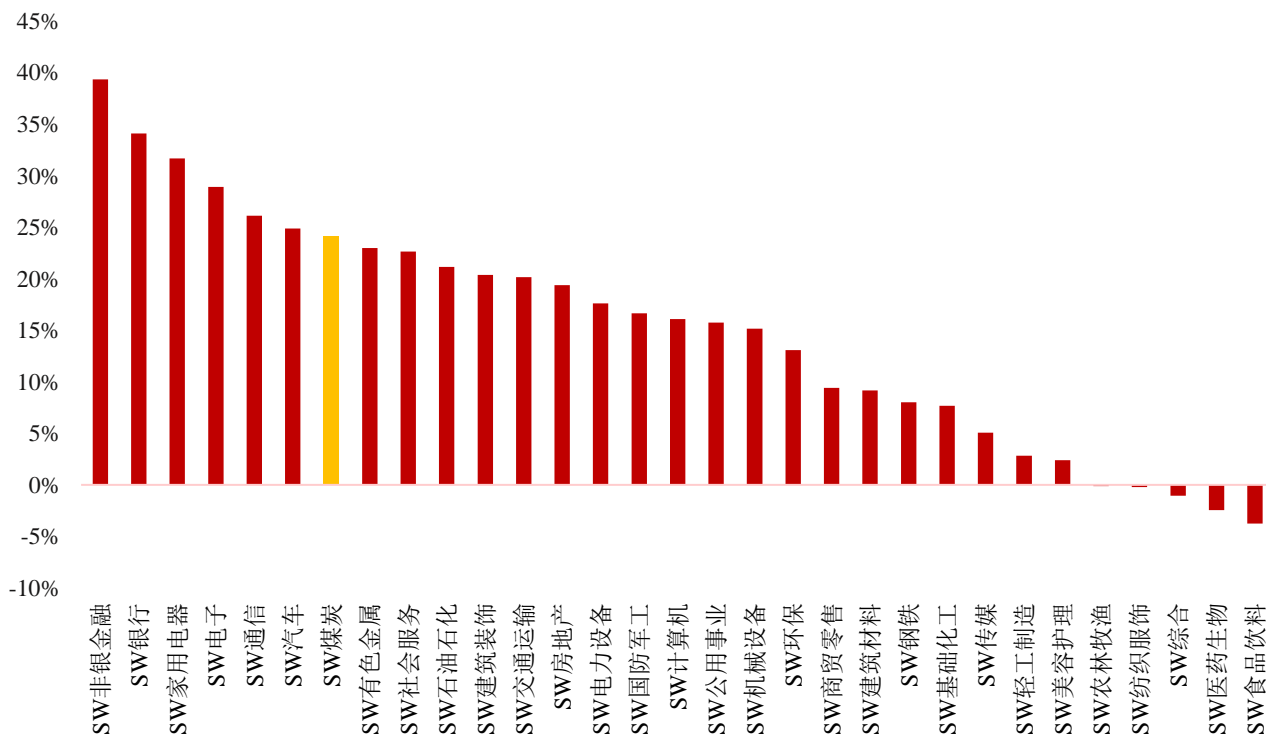
01

家电板块24年复盘

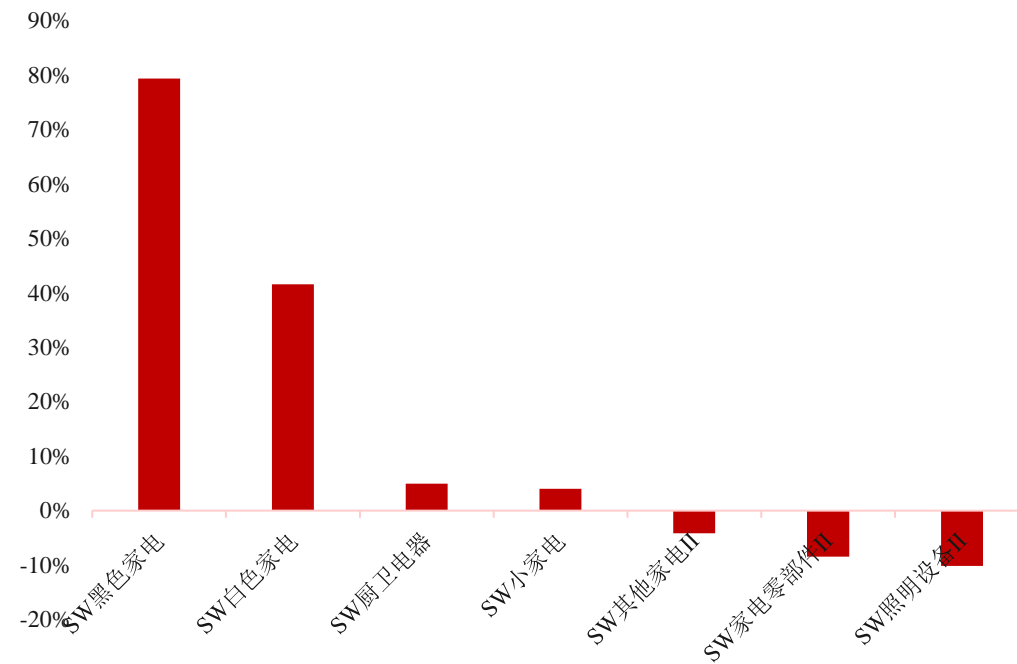
- **综合表现跑赢大盘：**年初至2024年11月1日，上证综指+9.99%、深证成指+9.77%；家用电器年内+31.69%。
- **细分赛道分化，黑色家电、白色家电表现最优：**年初至2024年11月1日，细分赛道涨跌幅排序依次为黑色家电（+79.32%）、白色家电（+41.54%）、厨卫电器（+4.96%）、小家电（+4.03%）、其他家电（-4.18%）、家电零部件（-8.46%）、照明设备（-10.17%）。

图：家用电器板块年涨幅为31.69%（年初至11月1日）

SW一级板块全年涨跌幅

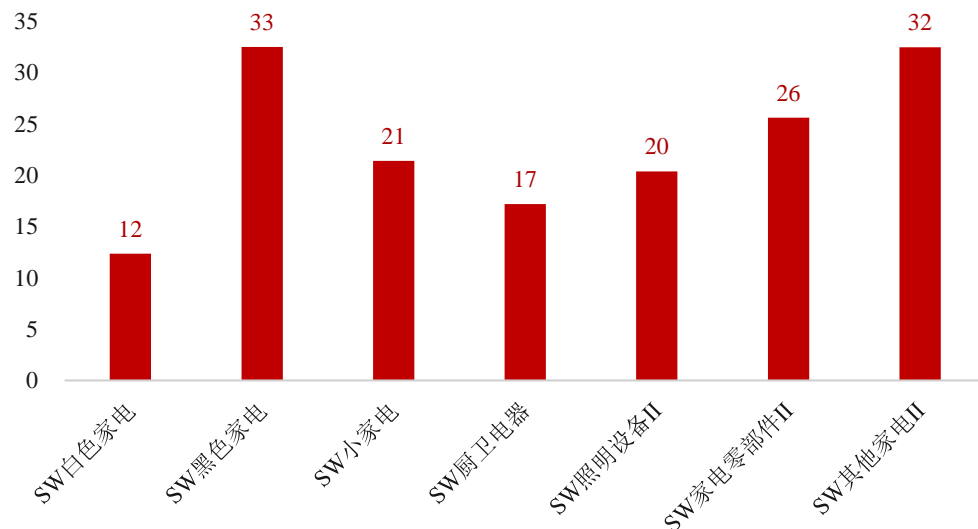


图：家用电器子板块涨跌幅（年初至11月1日）



- 从个股看，家电板块各个标的涨幅出现分化：年初至2024年11月1日，分标的看，海尔智家、格力电器、海信家电、美的集团等涨幅居前。
- 板块估值处于中枢位：横向比较，家用电器行业近五年估值分位处于46.7%的水平。

图：家用电器子板块市盈率（TTM，整体法）



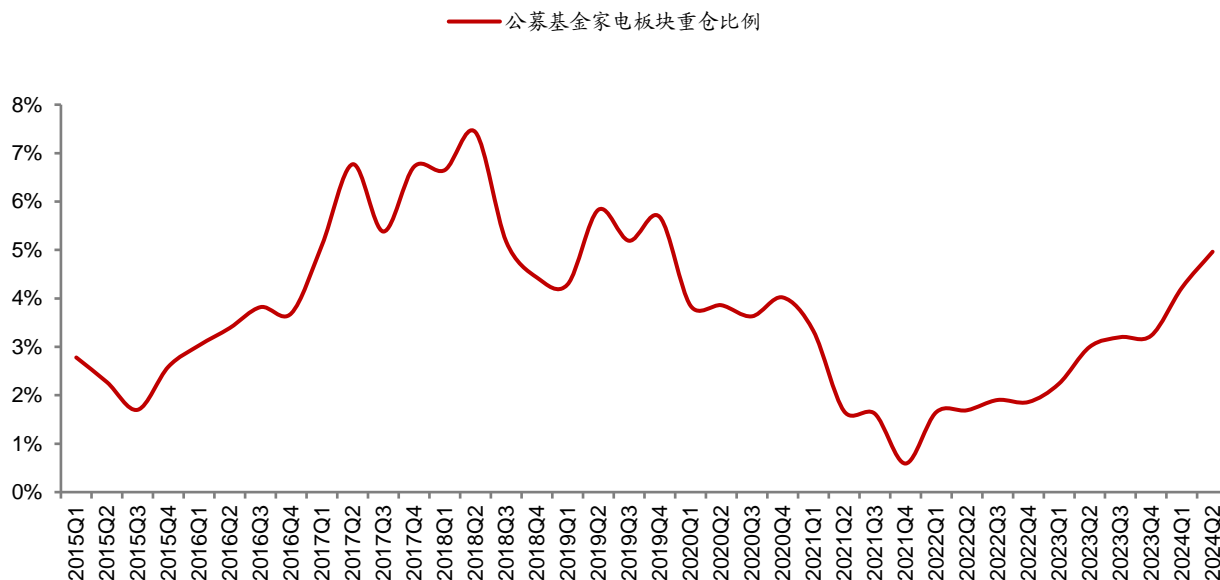
表：家电标的估值分位数

代码	赛道	证券简称	年初至今收益率 (11.01收盘)	PE(TTM)	估值分位 (近一年)	估值分位 (近三年)	估值分位 (近 五年)
801110.SI	-	家用电器 (申万)	23.57	14.81	90.42	75.76	46.74
600690.SH	白电	海尔智家	44.53	14.82	66.67	41.18	36.17
000333.SZ		美的集团	38.06	14.67	91.67	85.81	52.93
000651.SZ		格力电器	43.27	7.89	62.08	47.93	28.74
000921.SZ		海信家电	42.93	12.12	44.58	21.35	37.41
600060.SH	黑电	海信视像	9.97	16.10	77.08	90.77	64.33
001308.SZ		康冠科技	-26.65	14.09	48.33	61.10	61.10
000810.SZ		创维数字	-17.00	37.77	98.33	89.26	93.56
002508.SZ	厨电	老板电器	18.37	14.51	97.50	35.67	21.39
002677.SZ		浙江美大	-24.62	22.02	98.75	99.59	88.36
300894.SZ		火星人	-15.77	135.78	98.33	99.45	99.57
300911.SZ		亿田智能	-22.36	-427.68	0.00	0.00	0.00
605336.SH		帅丰电器	-22.63	21.16	99.58	99.86	92.86
603366.SH		日出东方	-27.06	34.13	100.00	89.67	73.44
002543.SZ		万和电气	8.38	14.67	96.25	71.21	82.74
002032.SZ	小家电	苏泊尔	6.73	19.20	40.42	32.09	20.97
002242.SZ		九阳股份	-20.35	62.06	99.58	99.86	99.92
002705.SZ		新宝股份	1.10	11.35	26.67	8.82	5.28
002959.SZ		小熊电器	-15.13	21.87	93.33	37.33	23.86
300824.SZ		北鼎股份	-1.48	48.54	97.50	73.97	59.74
603486.SH		科沃斯	21.12	45.55	78.33	84.71	59.12
688169.SH		石头科技	12.89	19.17	20.83	12.53	7.99
688696.SH		极米科技	-37.21	-825.38	0.00	0.00	0.00
688007.SH		光峰科技	-40.14	408.12	96.25	98.76	99.26
688793.SH		倍轻松	-12.90	-117.53	0.00	0.00	0.00
603868.SH		飞科电器	-23.06	24.67	81.25	27.00	27.83
603579.SH		荣泰健康	-10.76	12.39	35.42	11.71	7.02
603578.SH		三星新材	-14.13	91.74	99.58	99.86	99.92
002050.SZ		家电上游	三花智控	-25.67	26.23	36.25	11.98
002011.SZ	盾安环境		-20.73	13.72	20.42	7.55	6.37
605117.SH	德业股份		56.13	24.00	49.17	23.97	21.50
000541.SZ	照明	佛山照明	-16.10	27.84	41.67	43.66	49.30



- 历史上，家电板块保持高净值回报率，是A股稀有的、常年保持稳定的高ROE的板块。
- 家电板块全年获公募基金增持，年初至24Q2家电板块公募持仓比例为4.99%，相比23Q4提升1.75pct。

图：2024年家电板块获公募基金增持



表：各板块ROE (TTM)

净资产收益率ROE(整体法)[报告期] 年报 [单位] %								
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-3
CS食品饮料	17.93	19.57	20.53	21.07	20.02	19.93	21.46	21.74
CS煤炭	12.15	11.96	11.07	9.67	16.60	21.76	14.95	11.83
CS家电	18.68	15.19	17.10	16.79	16.24	16.90	17.66	16.74
CS电力设备及新能源	7.65	5.02	5.45	7.83	8.98	13.57	10.81	5.49
CS石油石化	3.99	6.34	5.88	3.74	8.99	12.27	11.21	10.84
CS有色金属	6.68	2.83	1.29	6.08	13.79	17.90	11.19	10.49
CS银行	13.32	12.69	11.91	10.61	10.75	10.53	9.85	9.30
CS电力及公用事业	6.94	6.27	6.59	7.90	3.24	5.38	8.40	8.58
CS医药	12.02	9.98	8.31	9.40	12.37	9.96	7.44	7.34
CS通信	4.00	4.06	2.61	5.60	5.51	8.47	8.48	8.84
CS基础化工	7.95	10.18	2.31	7.50	15.99	14.06	6.71	5.96
CS建筑	11.45	10.52	9.81	9.37	8.17	8.49	8.31	7.11
CS非银行金融	10.84	8.10	12.14	10.73	10.22	7.13	6.63	9.29
CS机械	6.14	2.28	5.70	8.40	8.40	7.36	7.37	6.46
CS交通运输	10.61	8.01	7.89	0.52	9.53	4.61	7.81	7.89
CS汽车	11.58	8.69	5.70	5.75	6.58	5.97	7.99	8.07
CS纺织服装	8.39	5.52	5.43	6.17	7.62	5.20	7.18	6.48
CS轻工制造	11.71	9.71	9.58	9.17	9.00	6.51	6.26	5.83
CS消费者服务	9.86	11.00	9.77	1.80	2.64	0.80	6.77	6.41
CS国防军工	3.51	3.76	3.43	6.04	6.01	5.46	4.65	3.66
CS建材	12.42	18.62	16.65	16.96	16.97	7.12	5.29	2.96
CS计算机	7.49	3.31	2.26	3.36	5.29	3.71	3.68	3.36
CS电子	9.70	5.15	6.80	8.58	12.06	6.78	4.34	5.33
CS钢铁	13.65	15.26	8.31	7.84	13.87	3.76	3.36	0.71
CS传媒	6.85	-2.90	-2.92	0.63	5.41	1.07	6.00	4.23
CS商贸零售	7.39	7.32	5.52	1.59	-2.92	-0.95	2.41	2.80
CS农林牧渔	8.10	2.93	14.79	16.75	-7.42	3.21	-0.33	7.57
CS房地产	13.82	13.65	13.55	10.90	1.67	-4.44	-2.04	-3.93
CS综合	6.78	-0.97	3.84	-2.82	2.63	-3.05	-3.32	-3.98

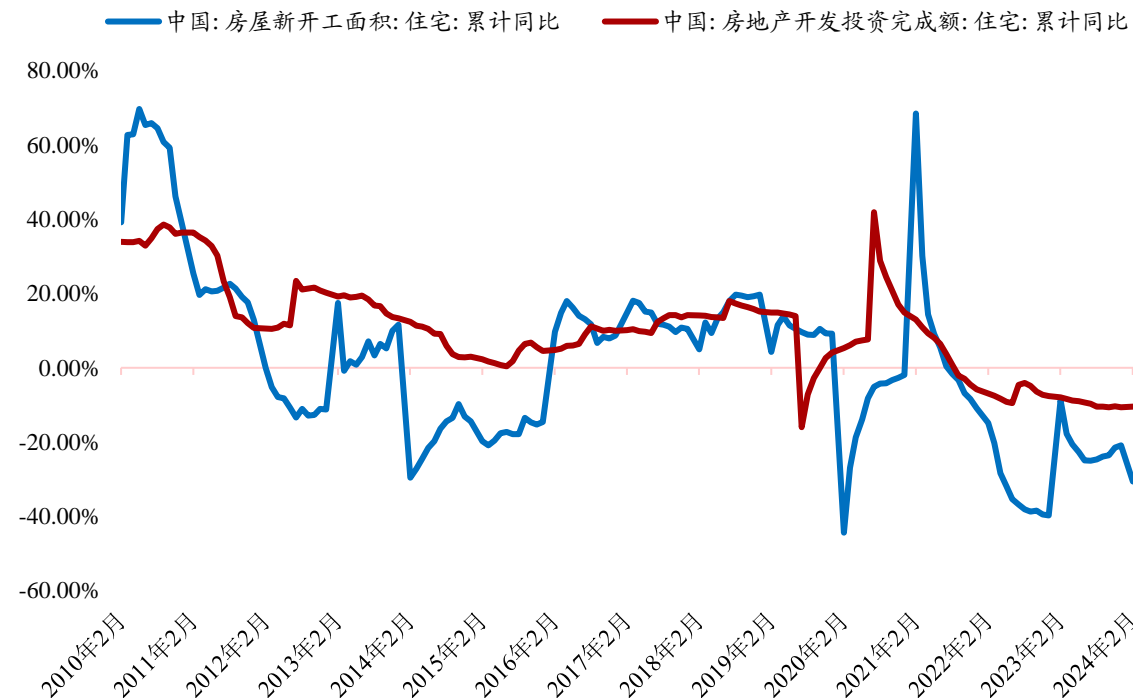
- 房地产压力较大。2024年1-9月，住宅竣工面积累计同比-24%。
- 销售仍处于低位，新开工增速增速仍有压力，开发投资走弱。2024年1-9月销售面积累计同比-19%，新开工面积累计同比-22%，住宅开发投资完成额累计同比-11%。

图：地产竣工面积、房屋销售同比增速疲软



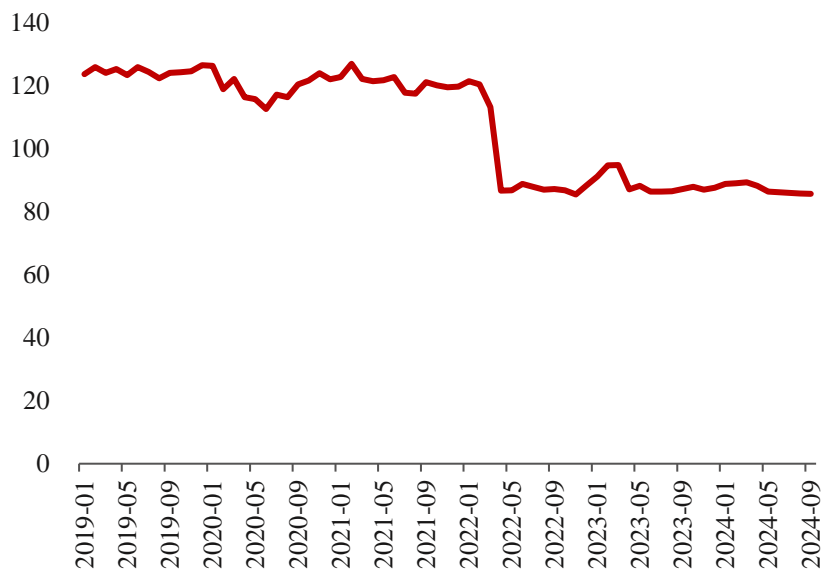
资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

图：住宅新开工面积及开发投资完成额累计同比承压



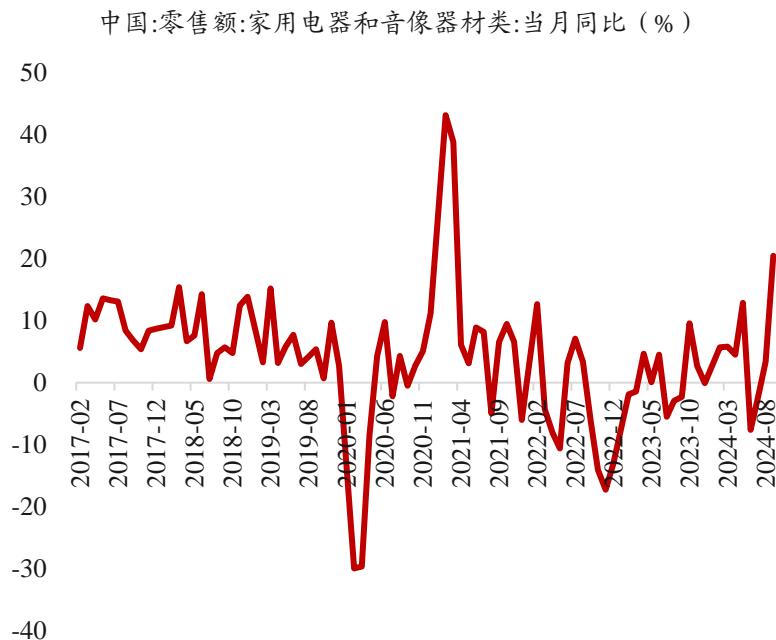
- 消费者信心仍处于低位，在以旧换新影响下，2024年9月家电及音响器材销售额同比+20.50%
- 厨小电可选属性较强，奥维云网数据显示2024年1-9月厨房小家电销售额同比-5%。

图：消费者信心指数仍未修复（指数无单位）

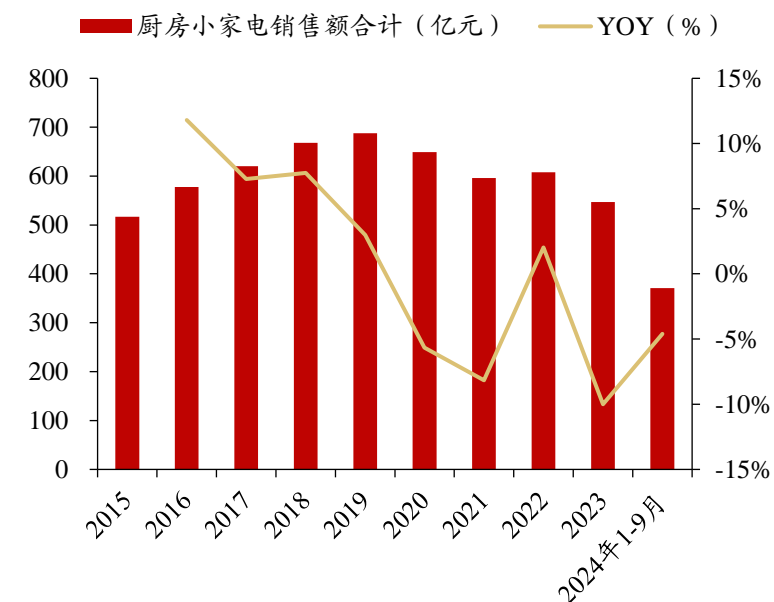


资料来源：Wind，国家统计局，奥维云网，浙商证券研究所

图：以旧换新9月开始见效

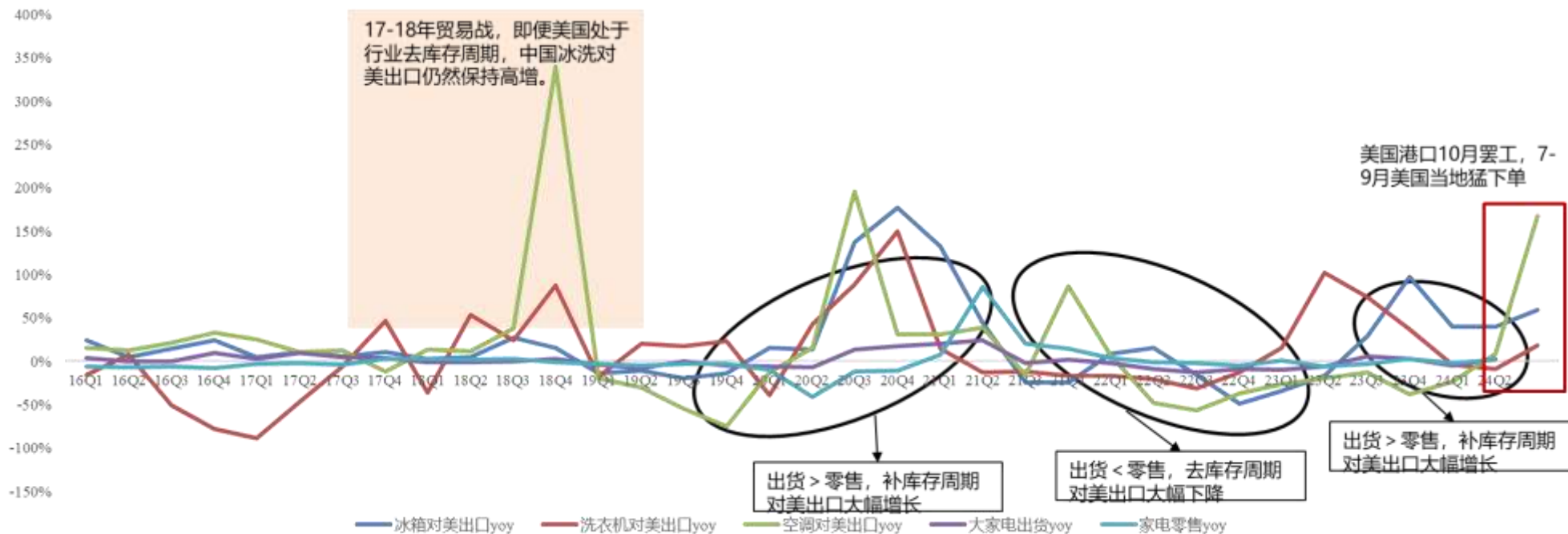


图：可选属性较强的小家电内销整体承压



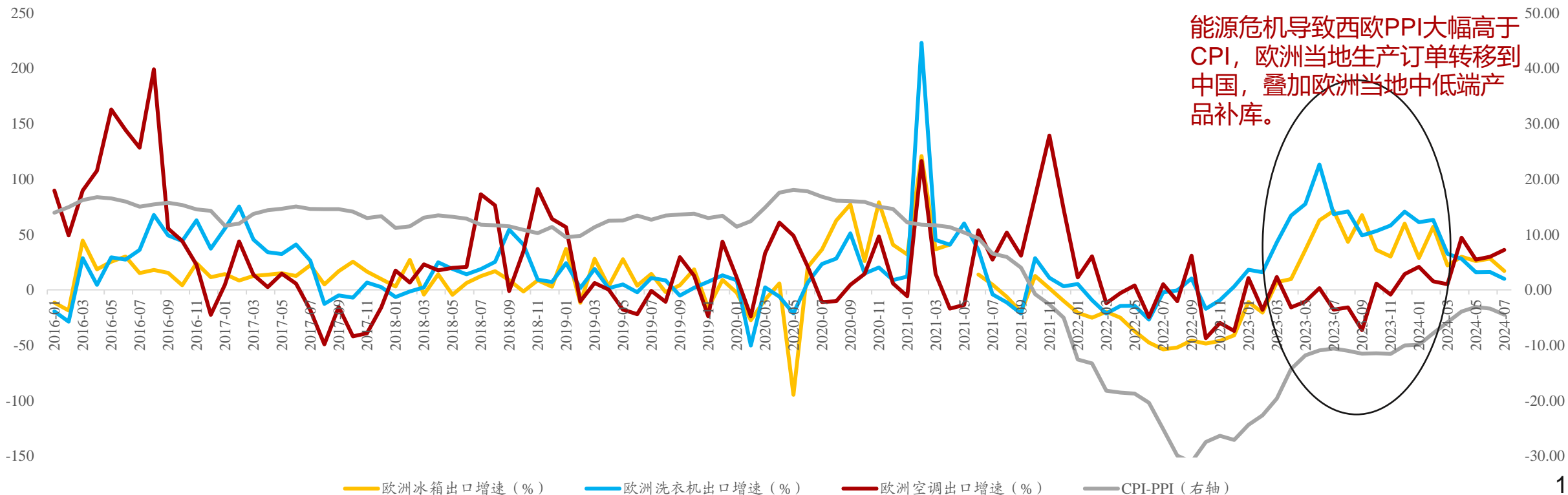
- 对比出口、企业出货、家电零售数据看，中国冰洗对美出口的增速和当地的终端零售增速相关度其实并不大，核心还是在库存的周期，当行业处于补库存周期时（即出货 > 零售），那么对美出口的弹性会释放，但如果行业从补库向去库切换时，那么出口会在同比高基数下快速下降。
- 库存周期对北美出口的判断并不绝对，特殊的政策周期也会造成影响，例如美国加关税会造成中国家电企业向欧美当地抢运，即便是北美去库存的情况下出口也大幅增长。并且海运费、铜周期、汇率都会导致提前或滞后出口发货，单月出口发货节奏的波动性非常明显。
- 空调的出口数据容易和冰箱走出分化，并且整体来看空调的增长在走弱，主要的原因是中国家电企业在17-18年贸易摩擦后将产能向东南亚地区转移，目前美的和海尔的泰国空调工厂负责供应美国市场。

图：海外市场出货的波动性来看，终端零售 > 品牌方出货 > 外销出口



- 西欧也存在类似北美的库存周期，欧洲季度和月度的零售增速可得性较差，但是从年度数据看出货和零售端增速基本匹配；因为欧洲零售端的数据可得性差，渠道库存天数和库存周期需要通过欧洲当地的专家进行判断，从历史数据上看，中国对欧洲出口增速也会受到补库存、去库存影响，和美国类似。
- 欧洲的通货膨胀可能会刺激中国向欧洲出货。欧洲对中国产能依赖度高，如果欧洲通胀过高导致当地生产成本飙升，CPI和PPI轧差拉大会使得欧洲的品牌商加大从中国进口的比例。

中国冰洗对欧洲市场出口增速及欧元区通胀拟合



- 海关总署数据显示小家电出口量持续修复，厨小电典型企业SEB、Ninja获得较快增长。
- 外销为主的小家电企业新宝股份、石头科技及比依股份收入端维持较快增长。

表：小家电分品类出口增速

出口量YOY	24年累计	24年1-2月	24年3月	24年4月	24年5月	24年6月	24年7月	24年8月	24年9月	24年10月
小家电：										
电饭锅	15.90%	32.37%	-7.26%	11.00%	8.60%	20.86%	31.61%	4.24%	4.50%	32.04%
电烤箱	9.21%	38.99%	4.00%	26.71%	23.03%	21.49%	-1.97%	-11.85%	-13.53%	3.49%
多士炉	19.80%	76.43%	-15.01%	6.01%	24.69%	45.31%	15.95%	23.27%	15.23%	21.13%
吸尘器	23.30%	35.80%	17.10%	16.00%	26.90%	27.50%	23.90%	16.30%	14.80%	29.10%
电炒锅	20.64%	22.77%	-20.75%	66.21%	10.41%	11.48%	6.77%	-21.00%	-17.97%	36.05%
电磁炉	21.38%	9.72%	10.86%	28.85%	20.06%	30.41%	17.62%	19.27%	26.81%	39.27%
食品研磨机及搅拌机	27.81%	46.10%	-1.11%	23.66%	34.68%	36.43%	29.94%	23.44%	11.14%	38.95%
电熨斗	13.54%	44.08%	-19.17%	4.95%	14.22%	32.28%	14.13%	9.40%	-7.20%	20.07%
大家电：										
空调	27.20%	17.20%	1.70%	15.30%	39.50%	49.40%	52.80%	58.90%	29.50%	58.90%
电冰箱	21.90%	41.90%	23.10%	21.00%	15.40%	22.00%	14.70%	22.60%	9.90%	22.60%
洗衣机	15.90%	40.00%	14.30%	18.70%	18.30%	12.30%	9.60%	12.50%	0.00%	12.50%
抽油烟机	24.51%	35.10%	0.77%	28.38%	31.40%	17.82%	36.33%	30.46%	0.57%	41.81%
电热水器	12.31%	34.29%	13.25%	-0.60%	17.81%	-13.07%	18.72%	1.27%	-2.84%	33.03%
燃气热水器	17.36%	32.17%	-7.81%	14.19%	26.45%	4.63%	32.93%	14.65%	0.44%	30.53%

注：销售额YOY按照美元口径销售额计算。

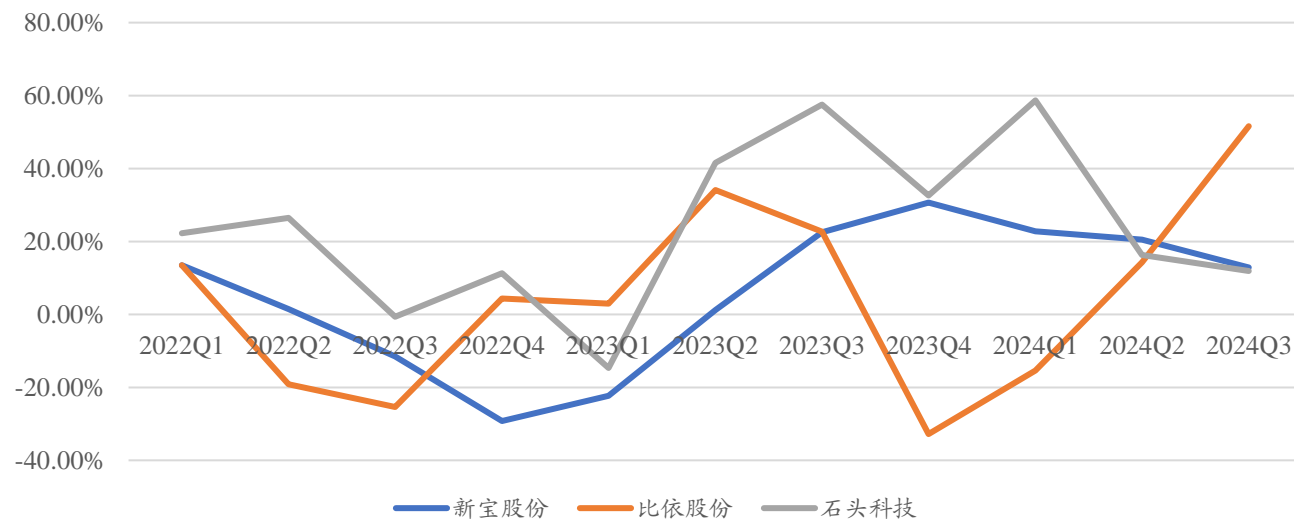
资料来源：海关总署，浙商证券研究所

表：海外小家电品牌商获得较快增长

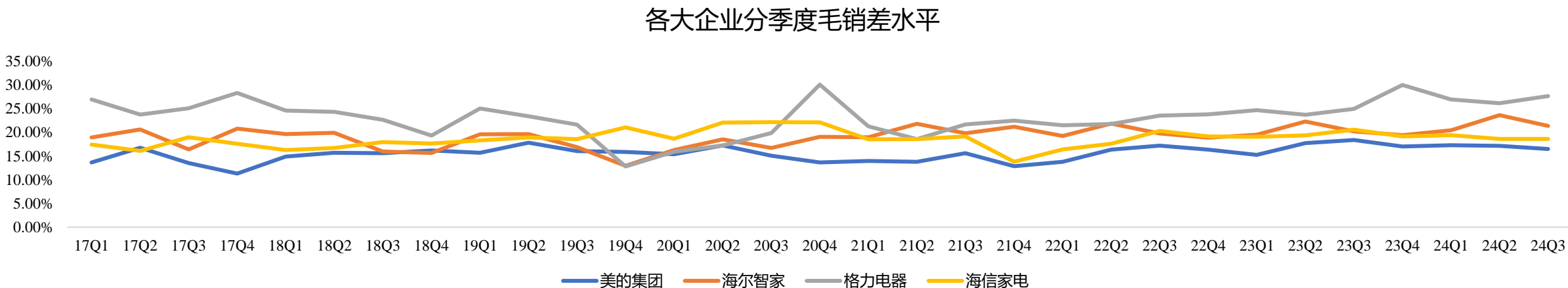
公司	主营产品	24Q3/24H1增速
SEB	油炸锅、电饭煲、电压力锅、烤面包机等厨小电	24Q3收入 +4.0%
Ninja	炊具、制冰机、烤箱、空气炸锅、搅拌机等	24Q3食品加工机类目+73.5%，烹饪和饮料电器+21.3%。

资料来源：Wind，海关总署，各公司公告，浙商证券研究所

图：外销为主的小家电公司收入增速



图：原材料虽有扰动，但龙头企业毛销差受影响不大



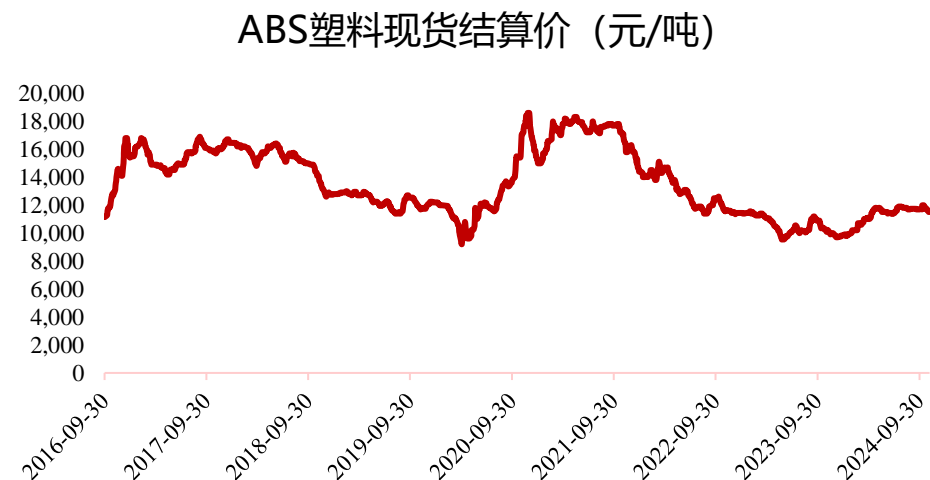
图：冷轧板价格走势（元/吨）



图：LME铜价格走势



图：ABS塑料价格走势



表：家电上市公司收入和利润

	(单位: 百万元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
美的集团	营业收入	90,381	92,280	87,706	73,551	96,263	100,725	94,122	80,927	106,102	111,172	101,701
	营业收入yoy	9.55	1.07	0.20	-7.94	6.51	9.15	7.32	10.03	10.22	10.37	8.05
	归母净利润	7,178	8,818	8,474	5,084	8,042	10,190	9,485	6,002	9,000	11,804	10,895
	归母净利润yoy	10.97	3.24	0.33	-0.68	12.04	15.57	11.93	18.08	11.91	15.84	14.86
海尔智家	营业收入	60,251	61,607	62,891	58,765	65,066	66,560	67,031	62,770	68,978	66,645	67,349
	营业收入yoy	10.00	8.17	8.62	2.24	8.02	8.39	6.12	6.80	6.01	0.13	0.47
	归母净利润	3,517	4,432	3,717	3,045	3,971	4,993	4,185	3,447	4,773	5,647	4,734
	归母净利润yoy	15.12	16.52	20.28	-2.71	12.60	12.63	12.92	13.18	20.16	13.15	13.15
海信家电	营业收入	18,304	20,003	18,719	17,089	19,430	23,513	21,956	20,701	23,486	25,156	21,937
	营业收入yoy	31.35	8.19	6.09	-2.32	6.16	17.55	17.29	21.13	20.87	6.98	-0.08
	归母净利润	266	354	450	365	615	882	928	411	981	1,035	777
	归母净利润yoy	22.10	-10.91	44.55	691.03	131.11	149.23	106.49	12.66	59.48	17.26	-16.29
海信视像	营业收入	10,184	10,030	12,297	13,227	11,483	13,392	14,351	14,389	12,702	12,760	15,189
	营业收入yoy	-1.86	-5.20	-5.14	2.69	12.75	33.52	16.71	8.79	10.61	-4.72	5.84
	归母净利润	299	295	513	572	621	416	591	468	467	367	476
	归母净利润yoy	47.17	58.99	116.19	11.77	107.90	41.01	15.19	-18.25	-24.81	-11.74	-19.46
老板电器	营业收入	2,086	2,358	2,793	3,035	2,177	2,758	2,998	3,269	2,237	2,492	2,666
	营业收入yoy	9.32	-2.47	1.74	-1.38	4.37	16.94	7.37	7.71	2.75	-9.63	-11.07
	归母净利润	368	356	510	339	389	441	543	360	398	361	443
	归母净利润yoy	2.47	-17.54	-7.62	3,252.61	5.72	23.93	6.53	6.18	2.49	-18.15	-18.49
华帝股份	营业收入	1,125	1,679	1,456	1,559	1,195	1,685	1,551	1,802	1,381	1,720	1,475
	营业收入yoy	6.92	4.43	11.50	-3.91	6.24	0.36	6.56	15.54	15.60	2.07	-4.94
	归母净利润	80	162	39	-138	92	169	99	88	124	176	104
	归母净利润yoy	2.80	-0.02	2.39	-95.77	15.86	4.32	151.55	163.64	34.61	3.95	5.68

表：家电上市公司收入和利润

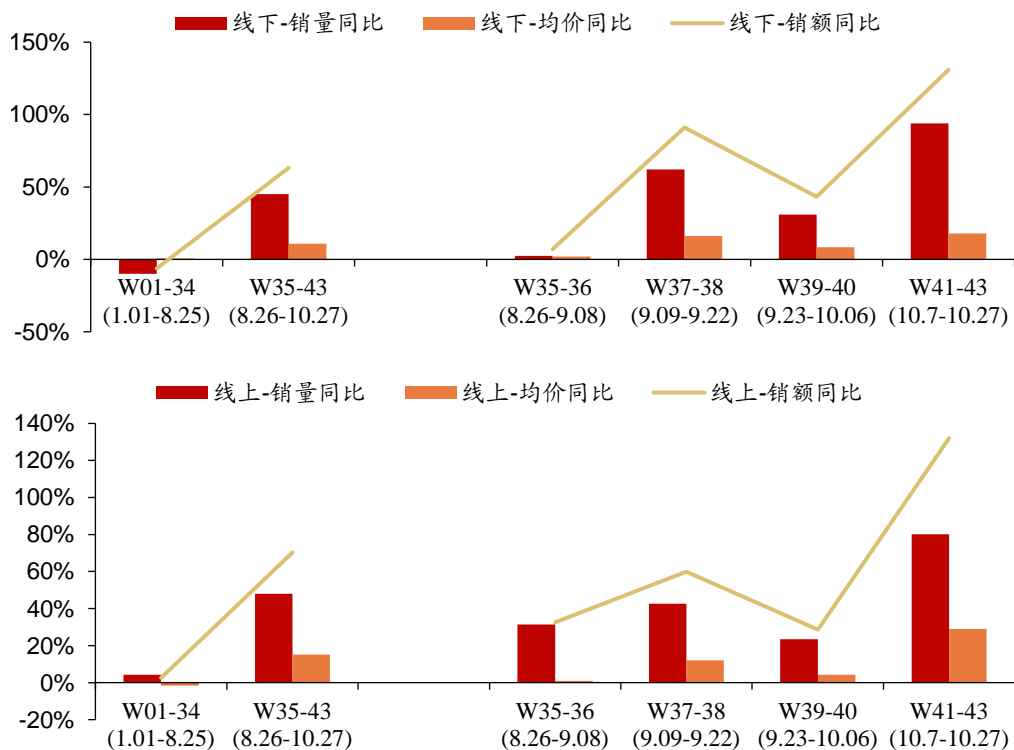
	(单位: 百万元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
石头科技	营业收入	1,360	1,564	1,469	2,236	1,160	2,214	2,315	2,965	1,841	2,575	2,591
	营业收入yoy	22.30	26.46	-0.65	11.25	-14.68	41.57	57.56	32.60	58.69	16.33	11.91
	归母净利润	343	274	238	328	204	535	621	691	399	722	351
	归母净利润yoy	8.76	-18.66	-34.54	-15.00	-40.42	95.53	160.38	110.33	95.23	34.91	-43.40
科沃斯	营业收入	3,201	3,621	3,302	5,200	3,236	3,908	3,387	4,971	3,474	3,502	3,250
	营业收入yoy	43.90	15.54	14.44	7.40	1.09	7.92	2.58	-4.42	7.35	-10.39	-4.06
	归母净利润	424	453	245	576	326	258	20	8	298	311	6
	归母净利润yoy	27.20	-12.34	-48.94	-15.24	-23.01	-43.10	-92.00	-98.54	-8.71	20.67	-69.21
光峰科技	营业收入	525	744	606	665	459	614	577	563	445	636	638
	营业收入yoy	0.03	28.37	9.09	-20.57	-12.59	-17.46	-4.80	-15.42	-3.04	3.60	10.53
	归母净利润	18	28	45	28	14	61	54	-25	45	-34	32
	归母净利润yoy	-67.18	-71.02	-24.27	27.58	-23.54	117.95	18.19	-190.34	226.21	-154.90	-40.28
极米科技	营业收入	1,013	1,023	846	1,340	884	743	795	1,135	825	774	682
	营业收入yoy	24.32	17.35	-11.59	-3.86	-12.75	-27.38	-6.08	-15.31	-6.59	4.20	-14.26
	归母净利润	121	148	60	172	52	41	-7	34	14	-10	-44
	归母净利润yoy	35.77	43.24	-44.01	-6.20	-57.03	-72.59	-110.90	-80.02	-72.57	-125.21	-577.18
小熊电器	营业收入	977	871	850	1,419	1,251	1,090	977	1,394	1,194	937	1,008
	营业收入yoy	7.69	19.96	16.29	14.29	28.07	25.11	14.89	-1.79	-4.58	-14.01	3.17
	归母净利润	104	44	92	146	165	72	79	130	151	10	19
	归母净利润yoy	15.93	-10.30	84.51	54.48	58.27	62.96	-14.46	-11.13	-8.53	-85.89	-75.60
新宝股份	营业收入	3,642	3,484	3,591	2,979	2,829	3,525	4,400	3,892	3,474	4,249	4,967
	营业收入yoy	13.46	1.46	-11.54	-29.22	-22.32	1.18	22.52	30.66	22.79	20.51	12.88
	归母净利润	178	308	357	118	138	256	341	241	173	269	343
	归母净利润yoy	4.60	113.90	27.42	-40.47	-22.27	-16.82	-4.57	105.07	24.74	5.06	0.53

02

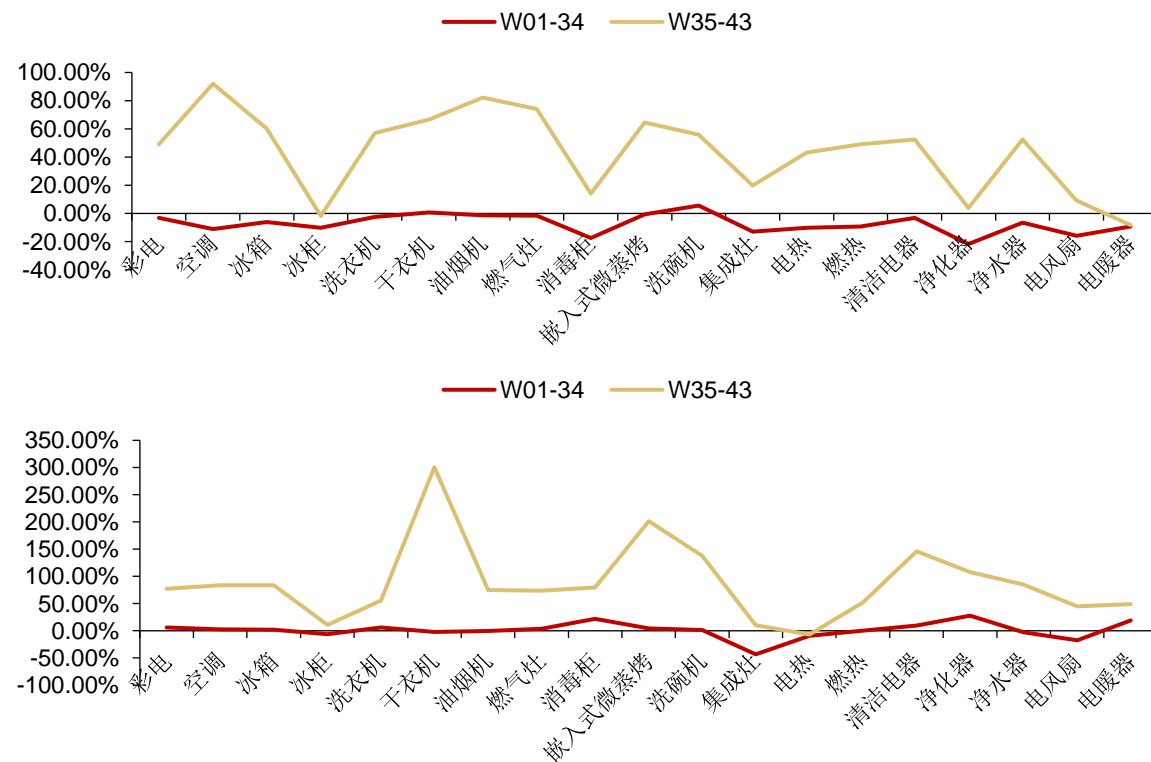
25年投资策略——关注内需、外需拐点

- **以旧换新显著拉动家电需求，市场量价齐升。**根据AVC，2024年35-43周（8月26日-10月27日）彩电、空调、冰箱冷柜、洗（干）衣机、热水器、油烟机、燃气灶七大品类线上市场零售量、零售额、均价分别同比增长48.0%、70.3%、15.1%，线下市场零售量、零售额、均价分别同比增长45.1%、63.1%、10.9%。
- **从品类看，国补至今，大家电中销额增速空调 > 冰洗 > 电视 ≥ 厨卫。**空调受益于天气炎热，电视一二级能效占比低，厨卫则是受到地产影响。

图：以旧换新显著拉动家电需求，市场量价齐升

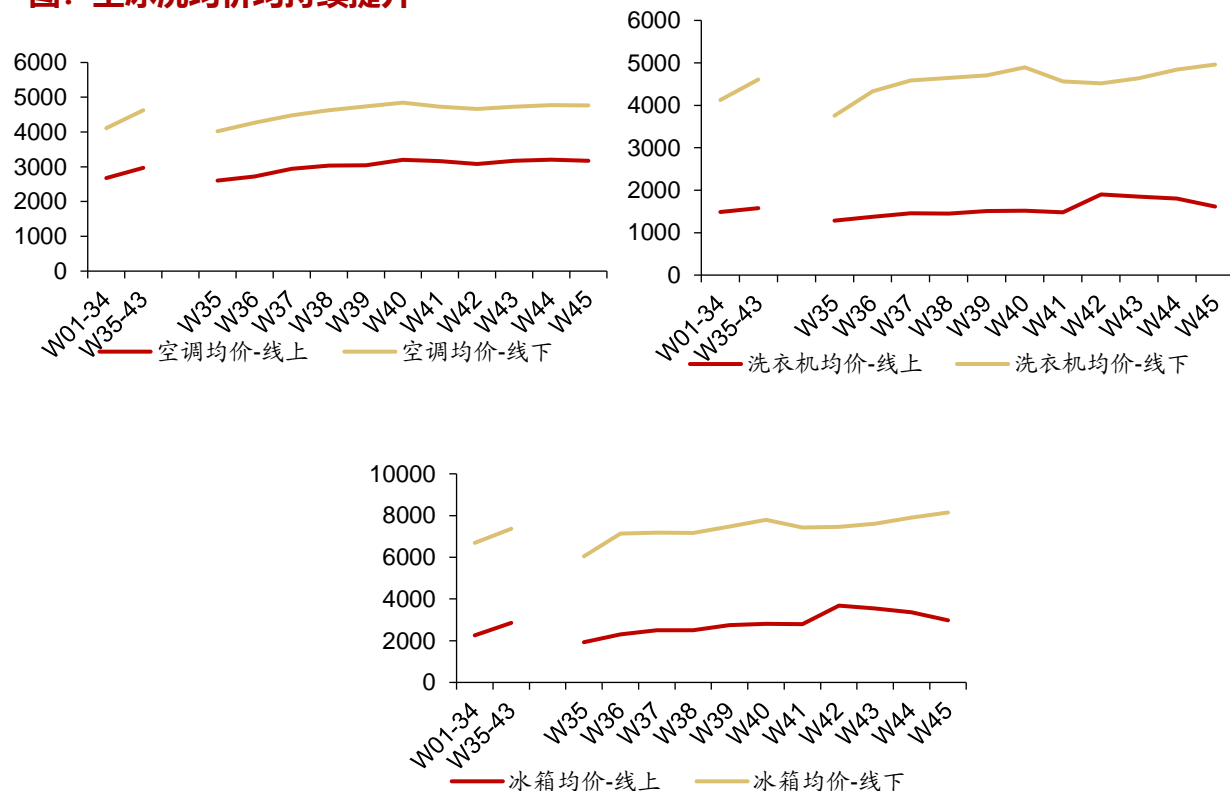


图：以旧换新以来家电需求快速提升，销额增速空调>冰洗>电视 ≥ 厨卫（线下-上图，线上-下图）

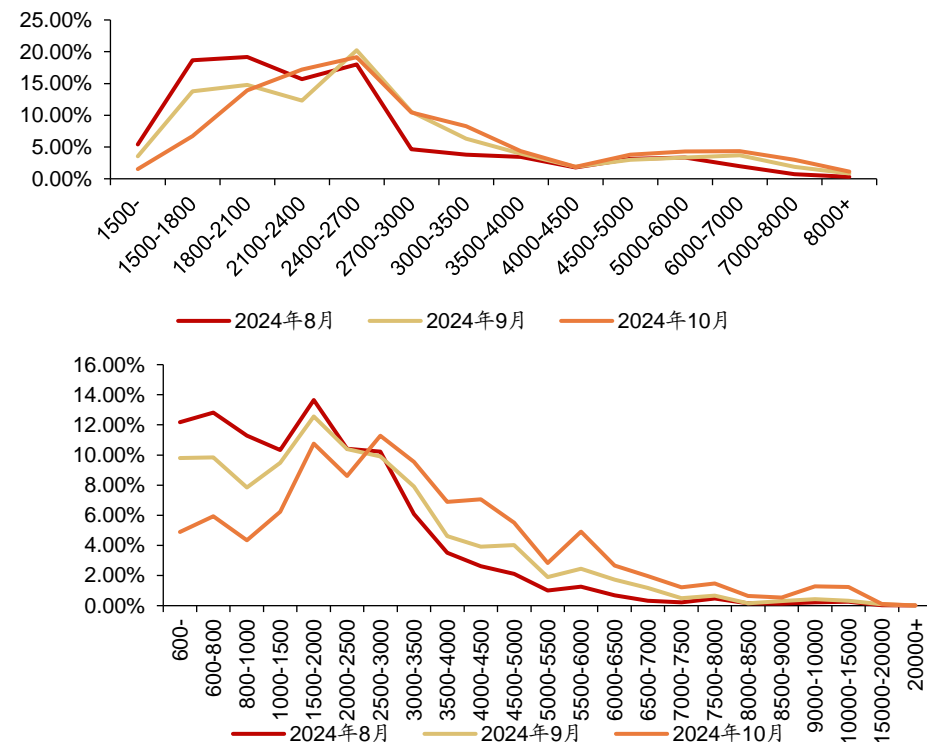


□ 对于白电而言，以旧换新的重点在于价盘修复，中高端产品具备更强弹性。按比例补贴+高能效等级补贴力度更大，推动消费者更偏向选择中高端价位段产品。根据AVC数据，以旧换新以来，空冰洗均出现均价上行。分产品来看，价位段占比提升最为明显的是：1) 空调：线上为2700-3500价格带以及6000-8000价格带；2) 冰箱：线上2500以上价位段占比均有提升，4000-4500以及5500-6000价位段占比提升最为明显。

图：空冰洗均价均持续提升

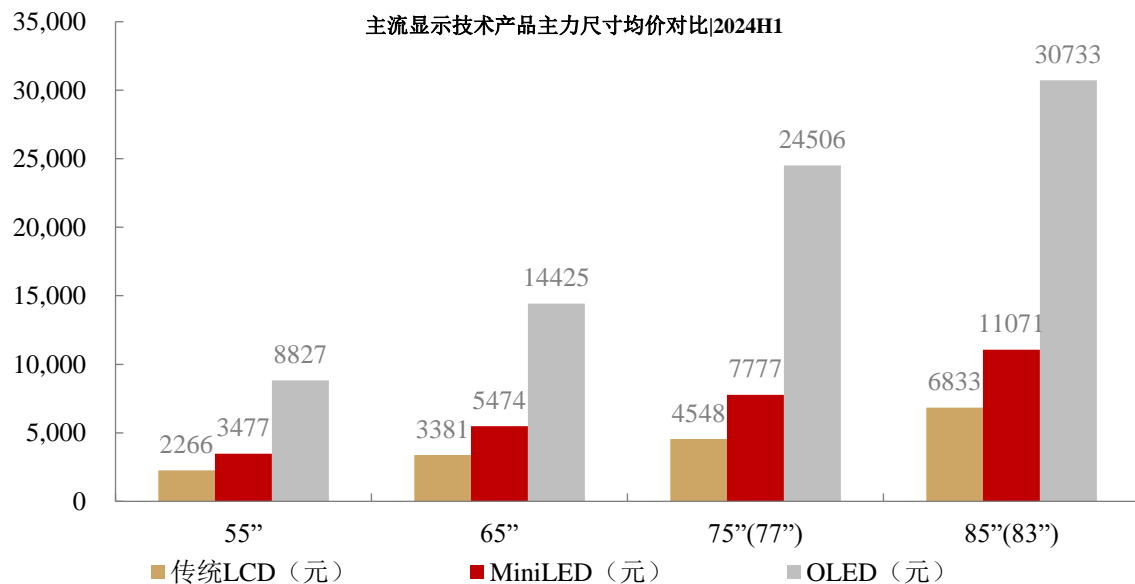


图：高端价位段占比上升（空调-上图，冰箱-下图）

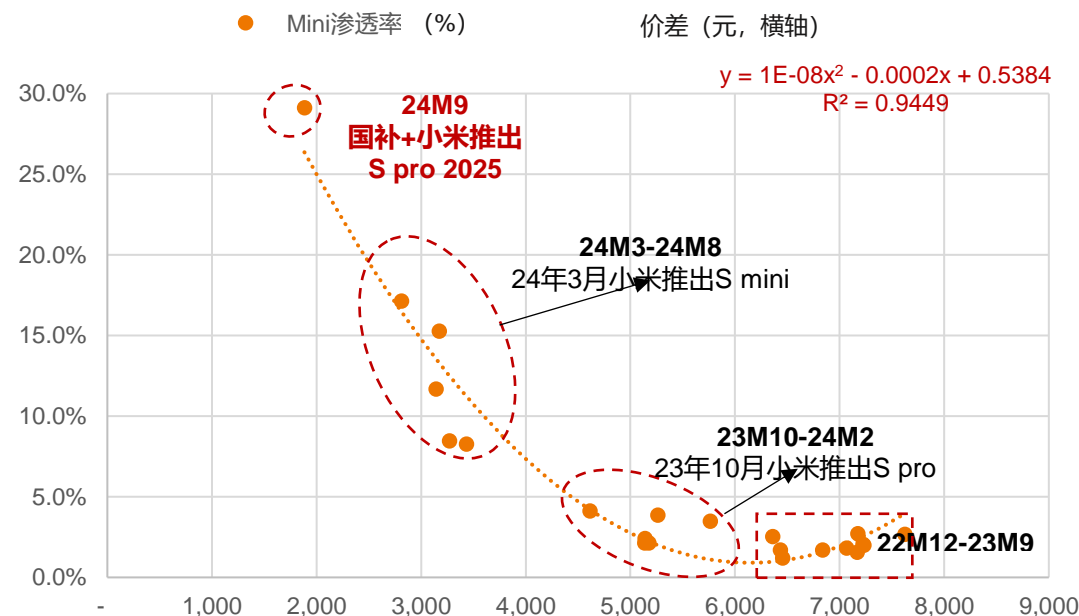


- ✓ **Mini LED降本实现与中低端产品价差收窄，国补刺激下以旧换新逻辑强烈，Mini LED渗透率大幅提升。** 2024年国庆节期间，线上市场Mini LED产品销量份额为28.9%，较去年同期增长了26.4%；线下市场Mini LED产品销量份额为27.4%，较去年同期增长了20.2%。
- **Mini LED降本起量：**业界聚焦的降本路径，包括PCB/LED芯片/驱动IC和工艺材料等的多方面策略。根据集邦咨询，PCB降本路径有望实现30%以上降本。长期趋势判断，Mini LED背光TV产品定价应会持续低于OLED，在降本推动下部分产品价格甚至会与高端LCD重迭，有望进一步提高Mini LED产品的渗透率。
- **国补带动新一轮Mini LED爆发：**根据奥维云网线上数据，2024年9月Mini LED和LCD产品价差收窄到2355元，奥维口径下零售价没有考虑补贴后的价格，本轮国家按照固定20%比例补贴，如果算上补贴后的价差收窄到1884元。国庆数据Mini LED渗透率大幅提升，说明以旧换新国补政策驱动Mini LED红利爆发。

图：Mini LED价格显著低于OLED 且有望持续缩小与LCD价差



图：Mini LED与LCD均价价差 vs Mini LED销量占比，相关度极高



- 双11平台优惠叠加国补，京东主力机型折扣力度达到七折。
- 国补刺激下，3000-3500/4000-4500价格带即分别对应中高端机型和旗舰机的价格带市占率显著提升。
- 扫地机作为小电中的高客单品种，国补刺激下价格吸引力提升带动销售增长，10月销售额/销售量线上分别同比大幅+129.6%/+112.6%。

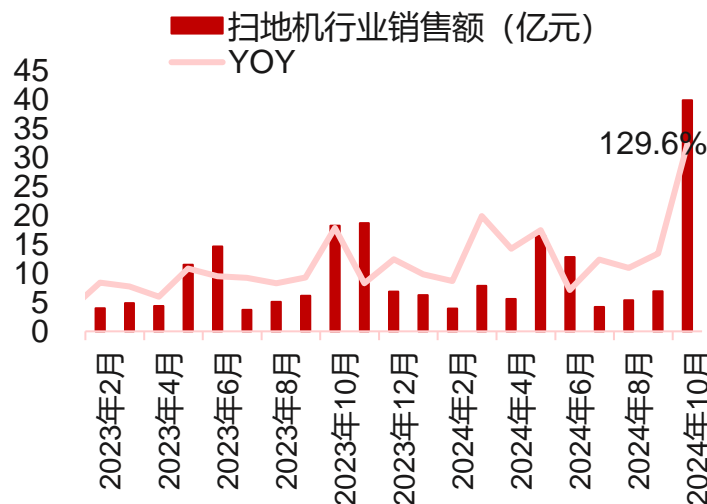
表：国补带动中高端及旗舰价格带机型放量（2024.10，奥维线上，按销量）

价格带	市占率 (%)	YOY
1000-	2.22	-4.45
1000-1500	2.86	-2.68
1500-2000	5.74	-1.71
2000-2500	2.53	-2.41
2500-3000	10.68	1.38
3000-3500	12.95	5.5
3500-4000	26.85	3.88
4000-4500	15.39	7.62
4500-5000	10.88	2.47
5000+	9.89	-1.85

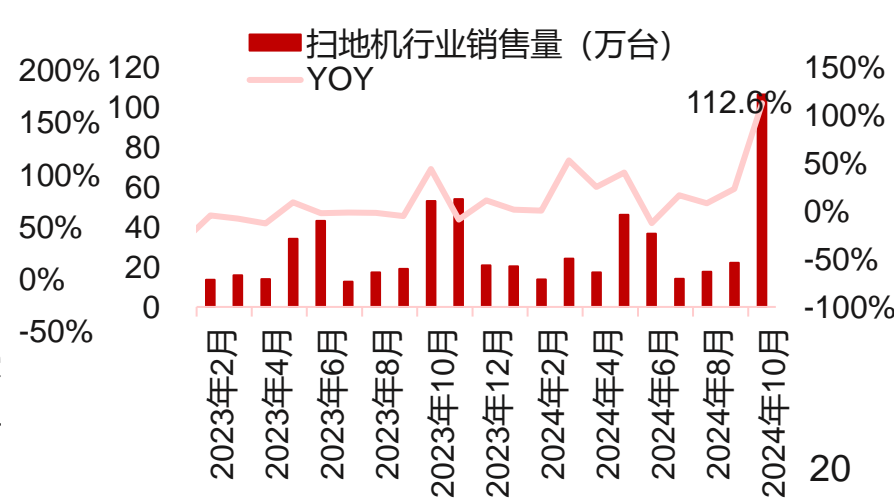
表：双11平台优惠叠加国补，主力机型折扣力度达到七折（京东）

扫地机				
品牌	产品	日常价	双11到手价	折扣
石头	P20 Pro	3999	2800	70%
	P20 Pro上下水	4599	3280	71%
	G20S Ultra	4999	4999	100%
	G20S Ultra上下水	5599	5599	100%
科沃斯	T50 PRO	3999	2700	68%
	T50 PRO上下水	4499	3200	71%
	X8 PRO上下水	6099	4380	72%
	X8 PRO PLUS AI	5999	4300	72%
云鲸	X8 PRO PLUS AI上下水	6599	4780	72%
	J5	3799	2739	72%
	J5上下水	4299	3039	71%

图：扫地机行业10月销售额大幅增长（奥维线上）

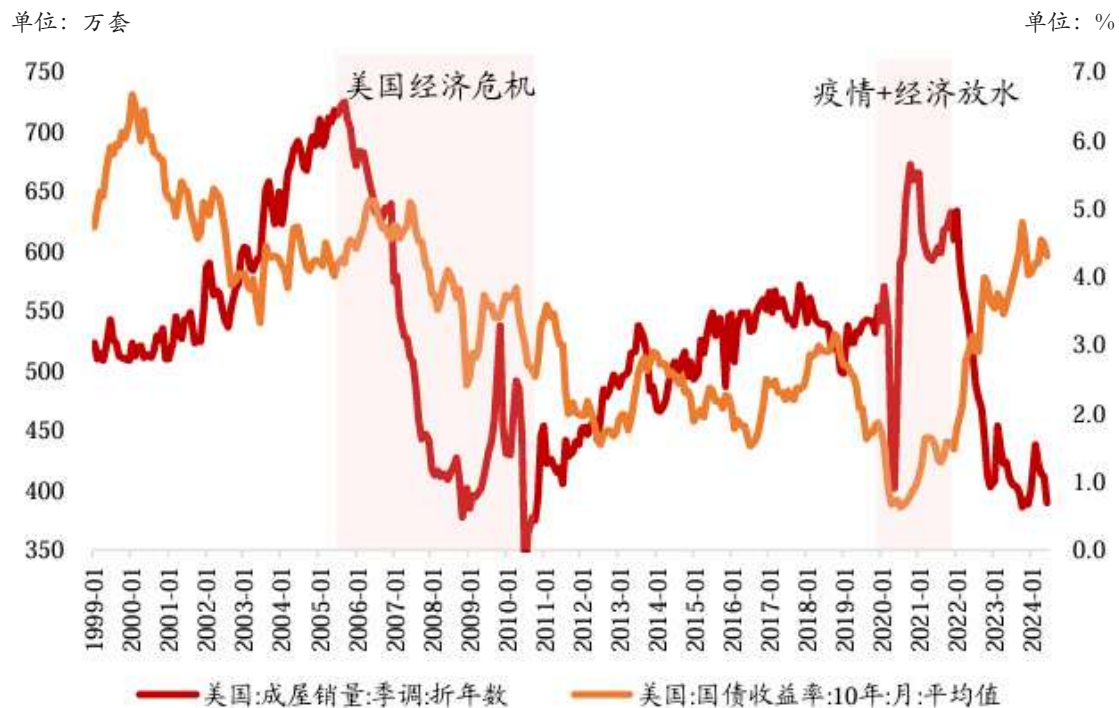


图：扫地机行业10月销售量大幅增长（奥维线上）



- 我们认为美联储降息会利好美国房地产销售，从而传导到北美家电终端消费。
- 长期抵押贷款利率跟随10年期美国国债收益率同向变动，当国债利率上升时，美国居民购房成本上升从而抑制需求。1999年以来，排除2007~2011年美国金融危机以及2020年上半年疫情的特殊时间段，美国国债收益率和成屋销售套数呈反相关。
- 我们发现，当国债利率下降，成屋销售套数通常会即期向上，但是从美国10年起国债利率拐头向下到成屋销售套数同比转正的时间大概在2~4个季度之间（发生时点分别在2011.2→2011.7、2013.10→2014.10、2018.9→2019.6）。

图：美国国债收益率和成屋销售呈反相关（特殊时期除外）



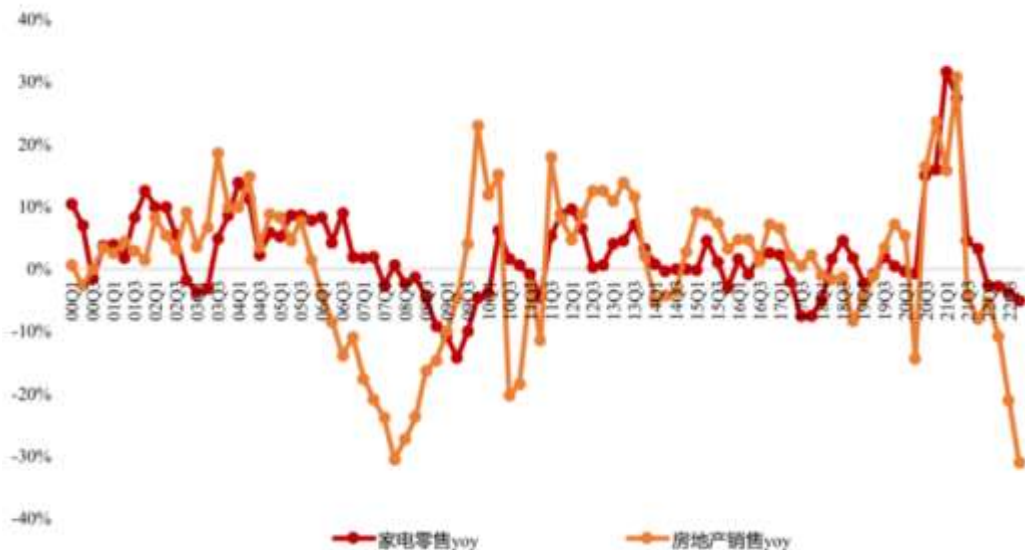
图：美国十年期国债利率拐头向下到成屋转正需要2-4个季度



- 北美家电消费具有较强的地产后周期属性，房屋销售到家电消费相隔接近一个季度的时间。根据惠而浦公告，美国约有15%、25%的家电消费来源于新房和成屋。通过拟合惠而浦收入同比和北美住宅销售套数同比，拟合度在0.37水平。
- 美国住宅以现房占主导，通过观察家电零售和房地产销售的数据，基本上房地产销售到家电零售同比增速传导周期在1个季度左右。
- 复盘历史数据，在美国国债收益率降低的时期，大部分时间家电零售季度同比增速在0%~5%之间，在个别特殊时期零售同比增速在10%以上（存在一定基数效应）。北美家电零售商库存库销比基本已经恢复到2015~2017年水平，行业去库存已经完成，预计后续企业出货端增速和零售端增速匹配。

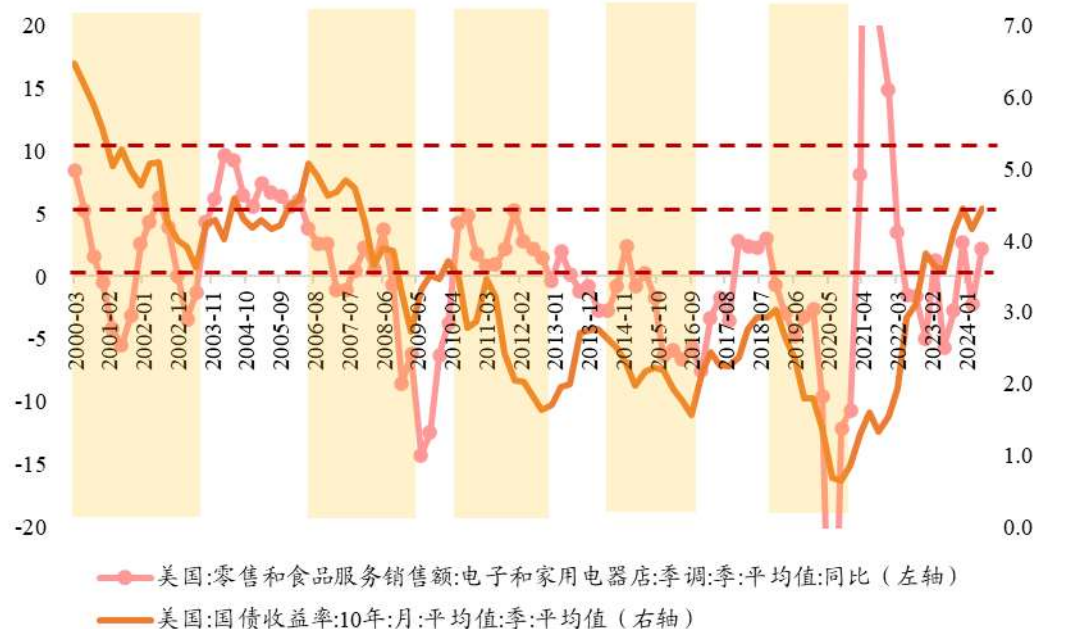
图：北美家电零售和房地产销售的相关度较高

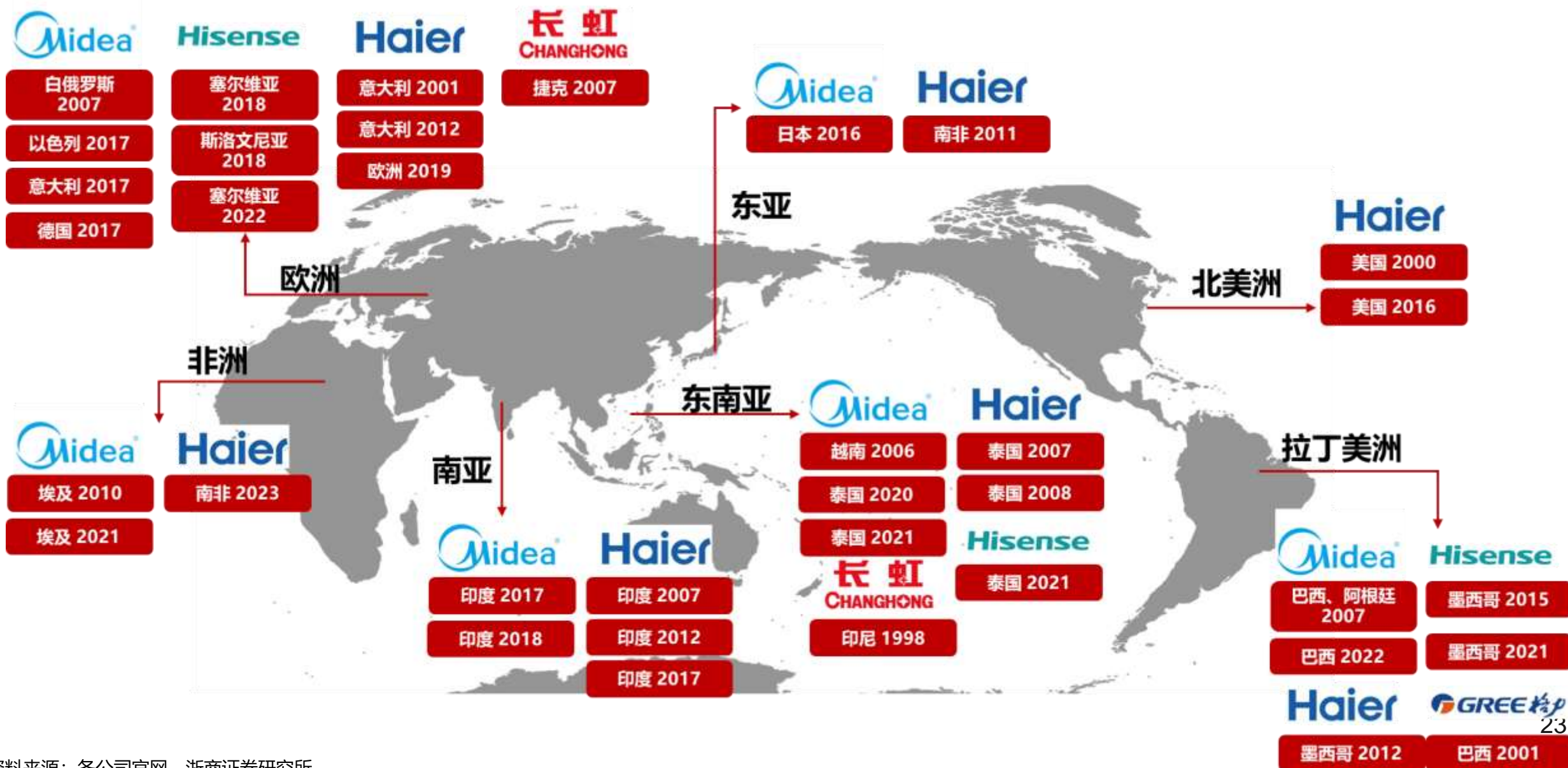
单位：%



图：美债利率下降时，家电零售季度同比大部分在0~5%之间

单位：%

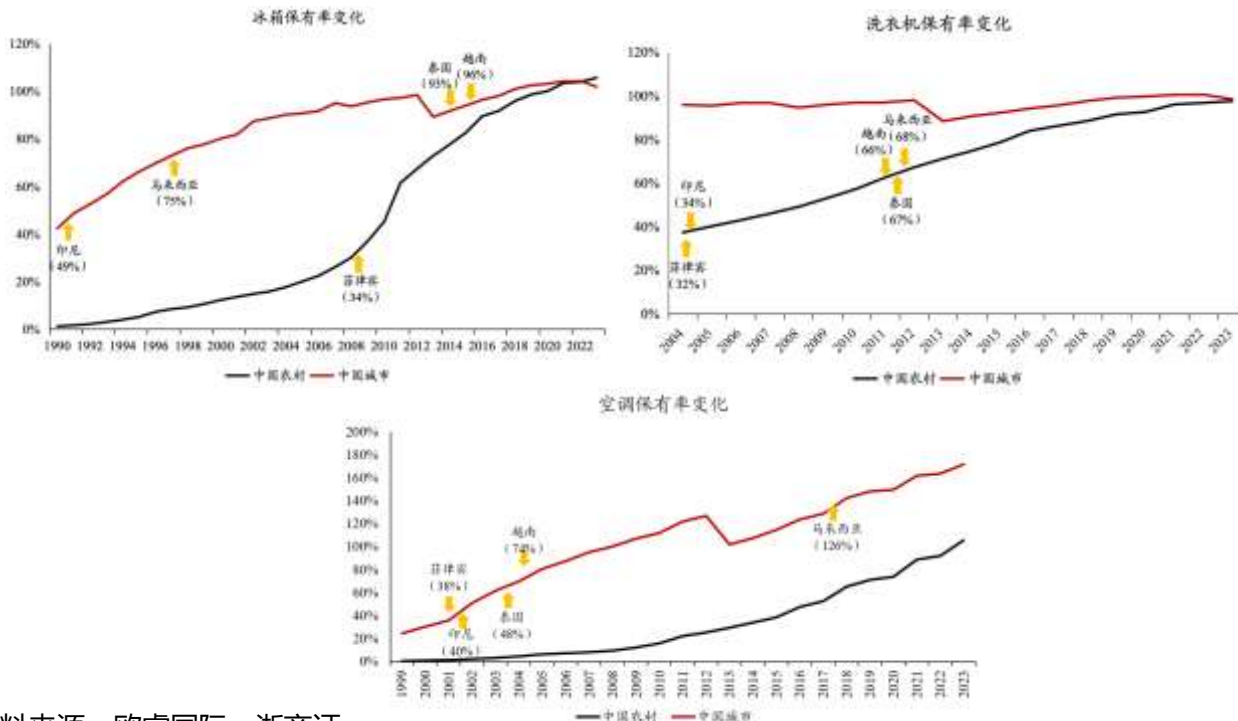




02 外需：新兴市场享受行业成长，中国企业份额有望提升

- 东南亚国家的家电保有量相当于中国21世纪初的水平，家电消费市场处于相对前期的阶段。
- 与中国发展路径一致，东南亚大家电整体普及率相当于中国 2000 年代，正处于快速成长期。细分来看，东南亚国家的白电普及率相当于中国城镇 2000 年代初期，中国整体 2000 年代末期。
- 根据欧睿数据，东南亚五国共有6亿人口，约为中国人口的一半，测算东南亚地区冰洗销量天花板各为1765万、空调销量天花板为2942万台（假设冰洗、空调替换周期为10年、12年），冰箱零售量增长空间为70%，洗衣机零售量增长空间为107%，空调空间为179%。销量的增长空间主要来自于菲律宾、印尼市场。

图：2023年东南亚各国空冰洗保有率 and 中国的对比



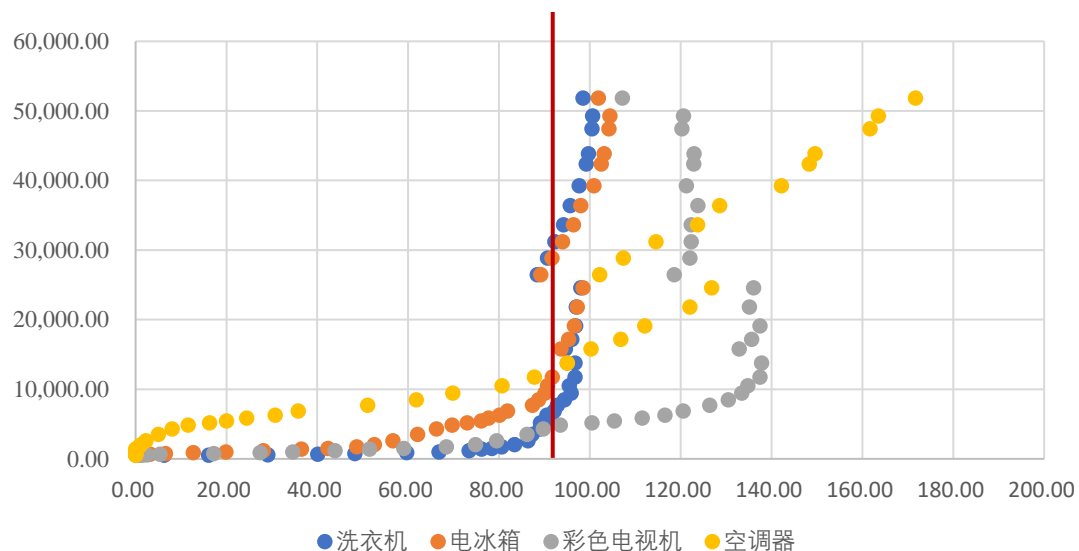
图：2023年东南亚主要国家空冰洗空间测算

	印尼	马来西亚	菲律宾	泰国	越南	合计
人口数量 (万人)	28,119	3,340	11,489	7,170	10,035	60,154
户数 (万户)	8,567	880	2,836	2,572	2,795	17,651
渗透率 (% 万户)						
冰箱	49%	75%	34%	93%	96%	62%
洗衣机	34%	68%	32%	67%	66%	45%
空调	40%	126%	38%	48%	74%	51%
保有量 (万台)						
冰箱	4224	658	970	2387	2689	10,927
洗衣机	2947	596	902	1718	1839	8,003
空调	3444	1111	1066	1240	2055	8,916
百户保有量空间						
冰箱	100%	100%	100%	100%	100%	100%
洗衣机	100%	100%	100%	100%	100%	100%
空调	200%	200%	200%	200%	200%	200%
销量空间 (万台)						
冰箱	857	88	284	257	280	1765
洗衣机	857	88	284	257	280	1765
空调	1428	147	473	429	466	2942
2023年销量 (万台)						
冰箱	394	48	118	228	248	1,036
洗衣机	308	57	108	200	182	855
空调	352	159	132	156	258	1,056
销量空间 (%)						
冰箱	117%	82%	139%	13%	13%	70%
洗衣机	178%	54%	164%	29%	54%	107%
空调	306%	-8%	259%	175%	81%	179%

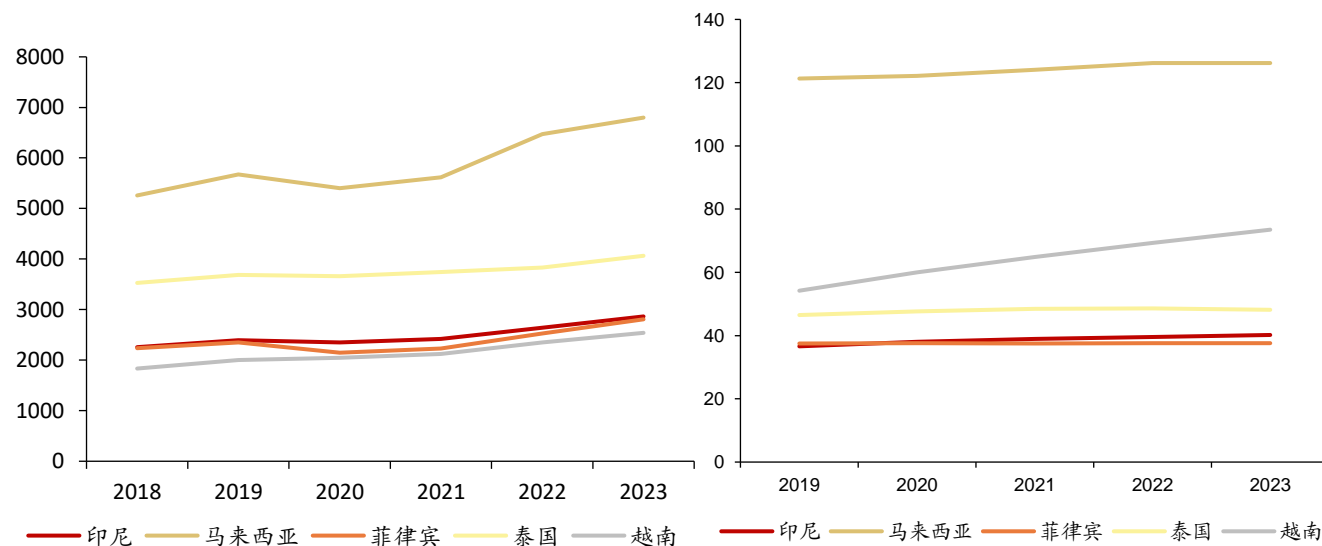
02 外需：新兴市场享受行业成长，中国企业份额有望提升

- 居民收入提升速度决定了家电消费市场增长的斜率。东南亚地区家电保有量的提升节奏和人均收入关系密切，不同地区的消费习惯也影响家电普及。
- 参考中国冰洗数据，在耐用品渗透率达到90%前，人均收入对保有量提升的贡献更为显著。东南亚国家中，仅马来西亚空调渗透率达到90%以上，其余国家空调渗透率提升的节奏取决于人均收入的增长。
- 越南大家电普及深受当地消费习惯影响：越南市场虽然人均GDP较低，但家电保有率相比印尼、菲律宾更高。越南经济主要依靠消费驱动，最终消费支出占越南GDP的64%。

图：中国大家电百户保有水平（横轴，台）和人均收入关系（纵轴，元）



图：东南亚主要国家人均收入水平（USD，左图）与每百户空调保有量（台，右图）

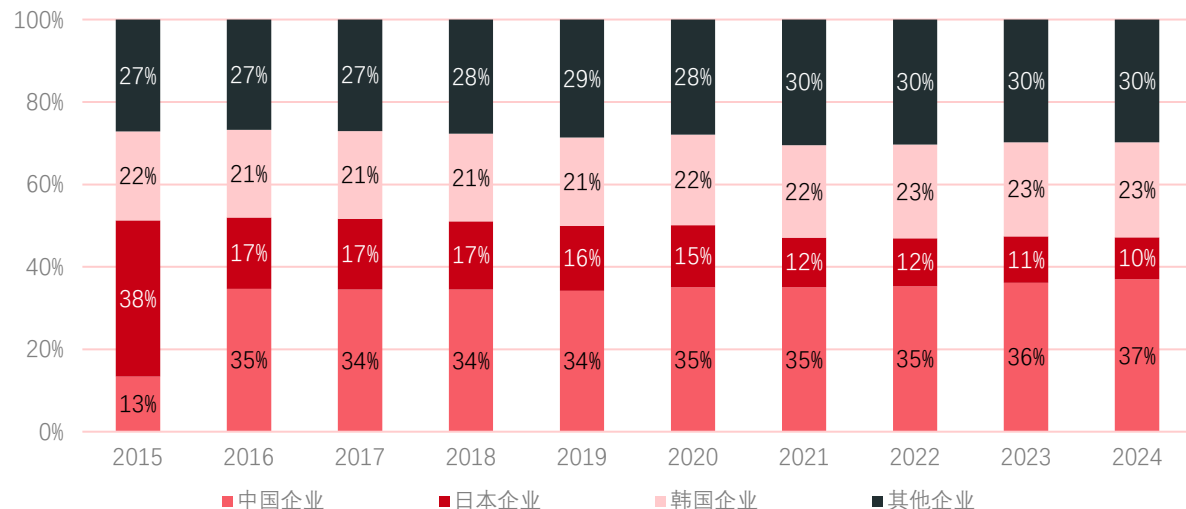


02 外需：新兴市场享受行业成长，中国企业份额有望提升

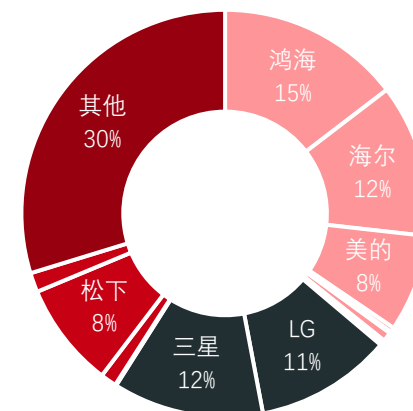
□ 竞争格局来看，在东南亚市场，中日韩企业三分天下，发展出现分化，未来的竞争主要集中在中国和韩国企业。

- **日企式微**：日本企业家电业务衰退的背景下，三洋、东芝、夏普等企业家电业务都被出售。目前大金、松下保留的家电业务，其优势主要在空调市场、小家电市场。**我们认为日本家电企业过分依赖技术升级且组织臃肿，短期内根本性问题难以解决，预计未来在东南亚市场的份额会持续下降，而中国和韩国企业将会争夺日本企业退出所带来的份额。**
- **韩企强势**：三星重视东南亚市场，制定了从中国市场收缩、深耕东南亚市场的产业策略。此外，三星东南亚工厂和研发中心受到本部直接控制，能够迅速针对东南亚市场行情变化做出决策，紧跟市场动向，在东南亚市场拥有很强的影响力。
- **中企崛起**：1) 国内家电品牌对日系品牌的收购和经营提效，2) 全面推行地产地销的本地化经营战略实现产品层面的差异化竞争。
- **本土品牌**：考虑到东南亚国家本土企业供应链建设相对滞后，且本地居民在耐用消费品的选择上更加倾向于海外品牌，预计未来东南亚地区本土品牌不会对中日韩三分天下的格局产生影响。

图：东南亚主要国家主要公司大家电市场份额（按国别汇总）



图：2023年东南亚主要国家分国家企业大家电零售量份额



02 外需：新兴市场享受行业成长，中国企业份额有望提升

- **以制造为基石+收并购成熟品牌切入，中国企业东南亚布局日渐成熟。**东南亚已经成为中国家电品牌的海外制造中心，美的海尔海信均设置生产基地，形成“研产销”一体布局。品牌方面，中国企业通过收并购三洋AQUA和东芝TOSHIBA进入越南、印尼等市场，在泰国、马来对华相对友好的市场推广Haier和Midea品牌，通过频繁的产品迭代和差异化产品增加市场份额。
- **面对东南亚市场激烈竞争，未来中国企业仍需要在品牌和渠道端扩大投入以提升份额。**一方面，韩国企业三星、LG在东南亚市场具有先发优势，产能布局和市场教育较早，更早占领用户心智。另一方面，东南亚国家线下渠道强势，经销渠道以KA为主，并且KA也通过夫妻老婆店加盟的形式进行渠道下沉，家电企业自建渠道意义不大，中国家电企业在东南亚难以发挥在中国建立的渠道布局优势。短期来看，中国家电企业还是需要通过快速产品迭代、高渠道让利、高费用投放的方式提升市场份额。

表：白电企业在东南亚地区的布局

东南亚地区布局	
美的集团	1.制造端：公司在泰国拥有4个生产基地，分别为大城：威灵电机工厂；巴吞他尼：冰箱和洗衣机生产工厂；暖武里：冰箱、微波炉、生活电器工厂；春武里：空调工厂 2.品牌端：2016年收购日本东芝的白电业务，共享了东芝在东南亚的营销渠道、客户群体和品牌认可度等资源
海尔智家	1.制造端：海尔在东南亚建立了11家工厂和4个工业园区 2.品牌端：通过并购三洋电机在日本和东南亚的家电业务，加强了在东南亚市场的影响力；使用海尔、AQUA和卡萨帝等多个品牌，产品强调本土化，例如针对高湿度环境在马来西亚推出UVCool健康空调，针对低水压在泰国开发零水压洗衣机等
海信家电&海信视像	1.制造端：在印尼布局彩电生产基地，年产能近60万台，主要生产32英寸至75英寸的海信和东芝品牌电视产品，满足海信在印尼市场的本土化生产和经营的需求； 2.品牌端：海信视像在东南亚市场采用海信和东芝双品牌运营策略，扩大市场覆盖；在马来西亚，2024年，海信的目标是新增三家旗舰店全品类场景体验店，将精品旗舰店的数量增加到10家以上。 3.战略端：为共同拓展东盟区业务发展和品牌建设，海信家电及海信视像共同出资设立青岛海信环亚控股有限公司。

03

投资建议

- **推荐逻辑：**1) 内外销需求转向、25年弹性大、24年基本面确定见底的标的。2) 业绩稳健，内外销成长确定性高，有前置验证指标的确定性的稳健标的。
- **2025年宏观大环境仍存不确定性，所以一方面寻求稳健资产，另一方面加大换手率、提升对边际变化的敏感度。**
- **推荐标的：**
 - **美的集团：**海外OBM持续拓展、在手订单提供业绩支撑，新一轮渠道改革带动效率进一步提升（25年12x）。
 - **海尔智家：**以旧换新修复高端需求，美国房地产带动海外自主品牌收入和利润率共振（25年11x）。
 - **海信家电：**治理改革持续见效，空调、冰箱国内短板补齐，外销利润率改善。（25年9x）。
 - **科沃斯：**扫地机内销龙头，国补刺激下有望充分受益（25年16x）。
 - **石头科技：**内销受益国补，海外自营渠道快速放量（25年12x）。
 - **华帝股份：**地产政策托底估值先行，以旧换新释放收入弹性（25年9x）。

04

风险提示

原材料价格反弹：原材料成本占家电企业营业成本比重较大，若面板、芯片、金属原材料等价格大幅度回弹，将影响板块公司的盈利水平。

全球经济下行超预期：家电属于可选消费，若宏观经济周期下行，全球居民消费水平下降，则导致家电行业整体的需求低迷。

汇率波动：部分公司海外收入占比较大，人民币汇率波动会对其收入和盈利造成影响。

地产周期下行：大家电属于地产后周期消费，地产周期下行或导致家电消费需求下行。

市场竞争加剧：部分家电产品同质化竞争严重，若消费需求不及预期或库存处于相对高位，或新进入者参与市场竞争，都会导致行业竞争格局恶化。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>