

# “变”中求“进”，龙头掘金

## ——家用电器行业2024年度投资策略

首创证券家电团队

陈梦 SAC执证编号：S0110521070002

潘美伊 SAC执证编号：S0110524010001

# 家用电器行业2024年度投资策略：“变”中求“进”，龙头掘金

- 我们关于家用电器行业2024年度投资策略为：“变”中求“进”，龙头掘金。认为家电板块明年虽然仍然面临挑战，但海内外结构性机会仍存，具备优质产品力及渠道力的细分赛道龙头领先优势扩大。
- 白电：2023年内销回暖，外销需求持续改善。据产业在线，2023年1-10月我国家空/冰箱/洗衣机内销量同比+15.0%/+5.0%/+2.2%，出口量同比+5.1%/+22.2%/+36.0%，炎夏拉动空调内销表现超预期；我国大家电出海产品结构持续优化，在低基数及补库需求下，冰洗出口高增。展望2024年，原材料成本对公司业绩贡献幅度或将减弱，中长期看，“套系化+智能化+场景化”或将成大家电企业破局关键。重点推荐海尔智家、美的集团、海信家电，积极关注格力电器等。
- 厨电：短期新兴品类承压，长期增长动能仍存。年初至今，受保交楼政策的拉动，我国厨电需求逐步修复，其中传统大厨电韧性较强，新兴品类承压。2023年我国房地产利好政策频出，多地落实“认房不认贷”及取消限购政策，大量政策出台或将改善房地产向下预期，展望2024年，我们认为地产后周期属性相对较强的厨电板块估值有望修复。重点推荐老板电器，积极关注火星人、亿田智能等。
- 小家电：需求缓慢恢复，刚需品类韧性较强。2023年以来消费缓慢复苏，小家电需求逐步恢复，其中厨小电需求仍承压，但刚需品表现较优；扫地机行业有所改善，石头科技表现优异，洗地机行业竞争加剧，以添可为代表的品牌开启价格战以维持销量；个护小家电持续增长，品类升级为主要驱动力，新兴电商渠道持续发力。展望2024年，我们认为扫地机海外迭代需求较高，洗地机国内行业竞争加剧下小品牌出清，具备强产品力的龙头有望实现长足发展。重点推荐石头科技、科沃斯、新宝股份、苏泊尔、小熊电器、比依股份，积极关注九阳股份、荣泰健康、飞科电器等。
- 视听及零部件：智能投影短期承压，看好零部件板块长期潜力。（1）视听：2023年智能投影内销承压，海外需求恢复。国内市场LCD技术产品占比提升，头部品牌行业集中度下降。（2）零部件板块：2023年家电零部件板块（热泵、阀类产品）需求增长，新能源汽车产业链及人形机器人入局进一步提升家电零部件景气度。展望2024年，传统家电与新能源领域多业务协同仍为零部件企业发展方向。重点推荐三花智控、光峰科技。
- 风险提示：原料价格大幅波动；终端需求萎靡风险；汇率波动风险。

# 核心投资逻辑

## ——“变”中求“进”，龙头掘金

展望2024年，我们认为家电板块机会仍存，建议把握三条投资主线：

- 一是出口链的结构性机会。2023Q2起家电出口需求回暖，目前大家电在新兴市场发展潜力较大、扫地机海外迭代需求较高、智能投影海外仍属蓝海市场以及欧美小家电换新年限将至更新需求逐步释放，因此我们建议关注在家电行业出口整体增速回升背景下具备优质产品力及渠道力的细分赛道龙头。
- 二是房地产预期改善下，厨电板块的配置机会。2023年我国房地产利好政策频出，多地落实“认房不认贷”及取消限购政策，大量政策出台或将改善房地产向下预期，我们认为地产后周期属性相对较强的厨电板块估值有望修复。
- 三是关注购买力回升背景下，可选家电品类业绩弹性。2023年智能微投、清洁电器等可选家电品类竞争加剧，且部分个股估值下杀明显，但可选品类长期来看在我国渗透率依旧有较大提升空间。在今年低基数利好下，我们重点推荐自身具有 $\alpha$ 属性且有望在行业复苏背景下市占率强势提升的细分赛道龙头。

# “变”中求“进”，龙头掘金

## 章节一

---

家电板块回顾：黑电领涨，白电稳健

## 章节二

---

行业复盘&展望：需求期待复苏，结构改善空间仍存

## 章节三

---

“变”中求“进”，龙头掘金

## 章节四

---

风险提示

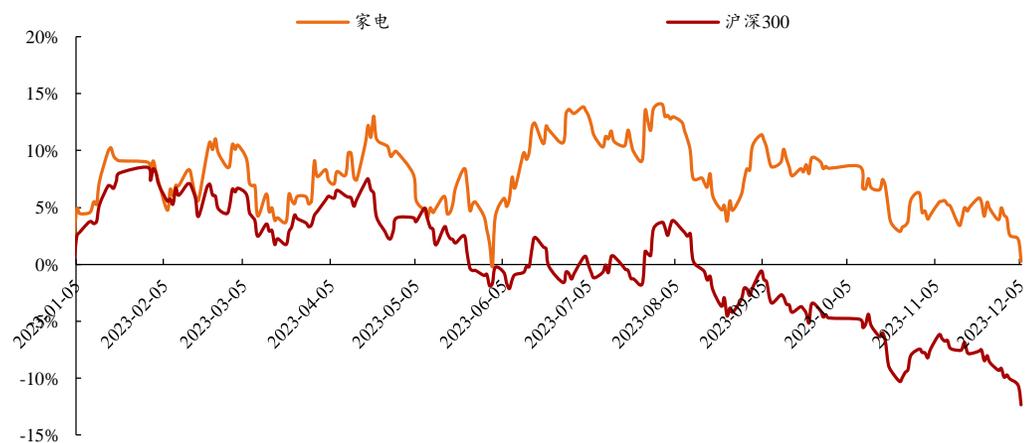
# 一、家电板块回顾：黑电领涨，白电稳健

## 1.1 行情回顾：年初至今家电板块表现明显优于大盘

今年年初以来（截至12月5日收盘）沪深300指数下跌12.33%，家电板块增长0.26%，跑赢大盘12.59pct，在31个子行业中位列第10名。从走势上看，2023H1受益于空调内销行情的拉动，叠加同期低基数及成本红利，白电板块涨幅亮眼，带动家电板块整体走势向上，大幅跑赢大盘；下半年大盘整体表现偏弱，但家电在外销回暖、海外补库需求的拉动下，部分个股三季度业绩超预期，因此家电板块依旧表现坚挺。2023Q4虽然家电板块整体有所回调，但较年初依旧实现正增长。

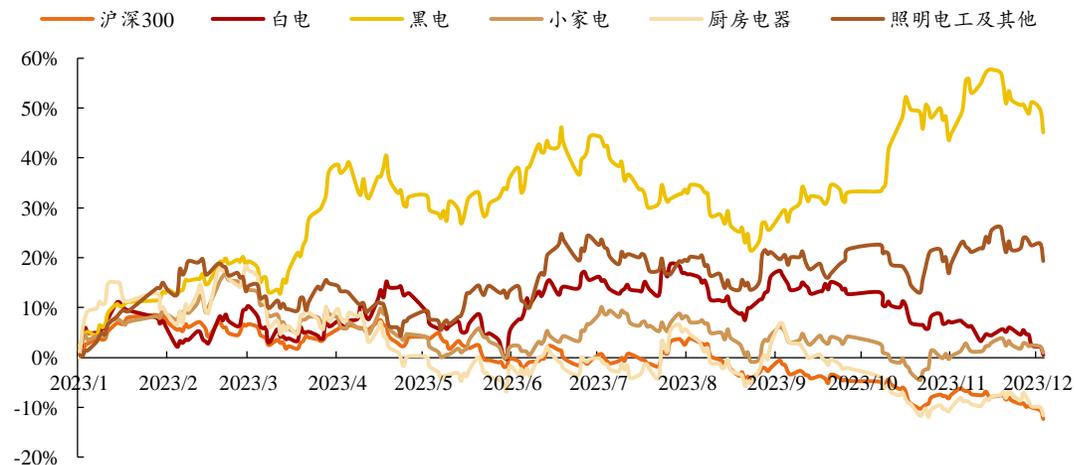
今年年初以来（截至12月5日收盘），各细分子板块中，白电/黑电/小家电/厨房电器/照明电工及其他板块分别+0.51%/+45.12%/+0.96%/-11.5%/+19.29%，分别跑赢大盘12.84pct/57.45pct/13.29pct/0.82pct/31.62pct，黑电表现突出。

图1 年初以来家电板块跑赢大盘12.59pct



资料来源：Wind，首创证券

图2 年初以来黑电板块涨幅较大



资料来源：Wind，首创证券

# 1.1 行情回顾：年初至今家电板块表现明显优于大盘

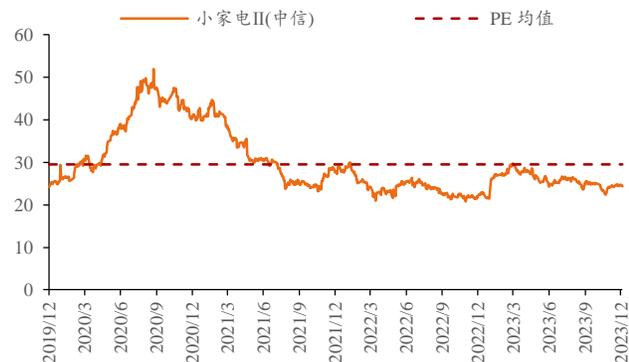
家电各子板块估值水平目前均低于历史均值。截至2023年12月5日收盘，白电、黑电、小家电、厨电、照明电工及其他五个主要的家电行业子板块的市盈率（TTM）水平分别为9.81/33.64/24.29/13.97/30.48X，除黑电板块市盈率水平略高于近四年以来的市盈率历史均值之外，其他板块均低于近四年以来的市盈率历史均值。

图3 白电板块估值调整后已低于历史平均



资料来源：Wind，首创证券

图4 小家电板块当前估值水平低于历史均值



资料来源：Wind，首创证券

图5 厨电板块当前估值水平低于历史均值



资料来源：Wind，首创证券

图6 黑电板块当前估值水平略高于历史平均



资料来源：Wind，首创证券

## 1.2 机构持仓：机构及北向资金更青睐白电及零部件龙头

机构及北向资金更青睐白电及零部件龙头。机构持仓方面，截至2023年9月30日，美的集团（630）、格力电器（384）、三花智控（369）、海尔智家（252）、石头科技（165）分列家电板块机构持仓数量前五名；基金持仓方面，美的集团（614）、格力电器（359）、三花智控（355）、海尔智家（239）、石头科技（153）在家电板块中排基金持仓数前五。

从北向资金持股比例变动情况来看，今年以来，白电、黑电、零部件及清洁电器受北向资金关注有一定提升。个股方面，美的集团、格力电器、海尔智家、三花智控、苏泊尔、海信家电、老板电器及石头科技等家电电子板块龙头标的更受北向资金青睐，沪/深股通持股比例较高。截至2023年12月5日收盘，家电板块沪/深股通持股比例前10名分别为美的集团（19.33%）、三花智控（15.80%）、格力电器（10.79%）、海尔智家（9.73%）、苏泊尔（8.41%）、海信家电（7.74%）、老板电器（7.02%）、华帝股份（5.58%）、石头科技（5.53%）、欧普照明（5.48%）。

图7 截至2023年Q3家电板块机构持仓前20名

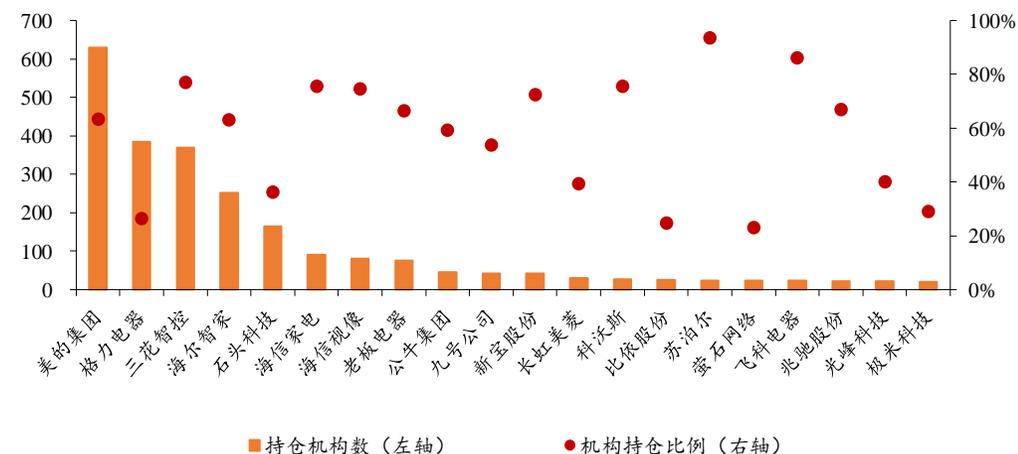
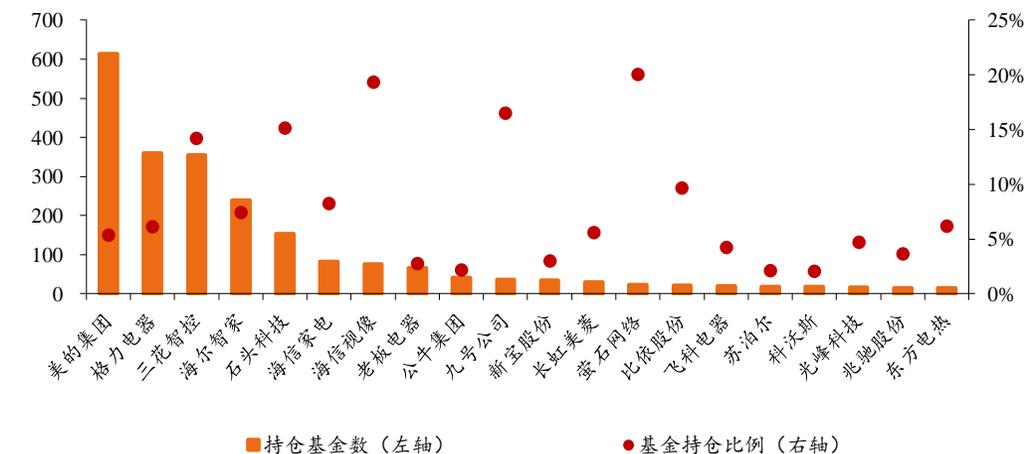


图8 截至2023年Q3家电板块基金持仓前20名



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

## 1.2 机构持仓：机构及北向资金更青睐白电及零部件龙头

图9 家电板块重点标的沪/深股通持股比例变化情况

|                |      | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023/12/5 |
|----------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| <b>白色家电</b>    |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| 000333.SZ      | 美的集团 | 14.91% | 16.40% | 18.60% | 17.41% | 16.89% | 17.86% | 18.21% | 20.47% | 19.13% | 19.71% | 19.97% | 19.33%    |
| 000651.SZ      | 格力电器 | 16.46% | 17.03% | 13.64% | 11.14% | 9.85%  | 9.65%  | 11.42% | 11.48% | 12.06% | 10.40% | 10.93% | 10.79%    |
| 600690.SH      | 海尔智家 | 7.46%  | 8.12%  | 8.80%  | 10.82% | 10.67% | 11.33% | 10.29% | 11.19% | 10.88% | 10.73% | 10.19% | 9.73%     |
| 000921.SZ      | 海信家电 | 6.98%  | 7.79%  | 8.42%  | 8.60%  | 9.85%  | 10.27% | 7.60%  | 6.31%  | 4.39%  | 5.38%  | 7.78%  | 7.74%     |
| <b>黑色家电</b>    |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| 688696.SH      | 海信视像 | 0.60%  | 0.06%  | 0.06%  | 0.06%  | 0.06%  | 0.06%  | 0.06%  | 0.05%  | 1.24%  | 2.67%  | 4.28%  | 4.13%     |
| 000016.SZ      | 兆驰股份 | 0.97%  | 1.06%  | 1.10%  | 1.05%  | 1.05%  | 0.94%  | 0.72%  | 0.80%  | 1.23%  | 2.66%  | 3.13%  | 3.42%     |
| 600060.SH      | 四川长虹 | 0.03%  | 0.02%  | 0.02%  | 0.02%  | 0.02%  | 0.02%  | 0.02%  | 0.02%  | 1.33%  | 2.30%  | 1.96%  | 2.98%     |
| <b>厨房电器</b>    |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| 002508.SZ      | 老板电器 | 12.89% | 11.12% | 10.11% | 10.04% | 9.85%  | 8.89%  | 7.23%  | 9.38%  | 11.66% | 6.88%  | 8.03%  | 7.02%     |
| 002035.SZ      | 华帝股份 | 2.97%  | 3.29%  | 4.68%  | 3.85%  | 3.27%  | 1.04%  | 0.29%  | 0.21%  | 1.73%  | 5.63%  | 5.27%  | 5.58%     |
| 002677.SZ      | 浙江美大 | 3.02%  | 3.72%  | 1.65%  | 2.87%  | 1.97%  | 1.58%  | 0.98%  | 1.09%  | 1.52%  | 0.98%  | 1.36%  | 1.79%     |
| 300894.SZ      | 火星人  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.03%  | 0.21%  | 0.13%  | 0.30%  | 0.38%  | 0.40%  | 0.36%  | 0.88%  | 0.64%     |
| <b>厨小电</b>     |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| 002242.SZ      | 九阳股份 | 8.62%  | 10.63% | 11.80% | 11.88% | 10.43% | 8.82%  | 5.34%  | 5.40%  | 5.57%  | 4.52%  | 3.89%  | 3.15%     |
| 002032.SZ      | 苏泊尔  | 5.23%  | 6.31%  | 6.87%  | 7.97%  | 8.42%  | 8.42%  | 8.72%  | 9.08%  | 9.67%  | 9.18%  | 8.35%  | 8.41%     |
| 002705.SZ      | 新宝股份 | 1.99%  | 1.59%  | 1.41%  | 1.02%  | 1.02%  | 1.23%  | 4.69%  | 2.80%  | 1.09%  | 1.14%  | 1.52%  | 1.62%     |
| 002959.SZ      | 小熊电器 | 2.37%  | 0.86%  | 0.46%  | 0.66%  | 0.64%  | 0.59%  | 1.57%  | 4.76%  | 4.27%  | 3.42%  | 2.57%  | 1.05%     |
| <b>健康个护</b>    |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| 002614.SZ      | 奥佳华  | 3.40%  | 3.37%  | 3.39%  | 1.60%  | 0.94%  | 0.89%  | 0.70%  | 0.78%  | 0.99%  | 1.56%  | 2.32%  | 3.08%     |
| 603579.SH      | 荣泰健康 | 0.41%  | 0.35%  | 0.34%  | 0.33%  | 0.30%  | 0.30%  | 0.29%  | 0.29%  | 0.29%  | 0.27%  | 0.25%  | 0.25%     |
| 603868.SH      | 飞科电器 | 0.29%  | 0.47%  | 0.43%  | 0.44%  | 0.32%  | 0.36%  | 0.41%  | 0.69%  | 0.33%  | 0.33%  | 0.31%  | 0.23%     |
| <b>清洁电器</b>    |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| 603486.SH      | 科沃斯  | 10.24% | 4.12%  | 4.23%  | 5.41%  | 5.71%  | 4.68%  | 4.64%  | 3.69%  | 2.91%  | 2.76%  | 2.63%  | 2.05%     |
| 688169.SH      | 石头科技 | 0.00%  | 0.52%  | 2.38%  | 3.99%  | 2.65%  | 3.72%  | 4.22%  | 3.14%  | 0.90%  | 2.85%  | 4.39%  | 5.53%     |
| 603355.SH      | 莱克电气 | 2.22%  | 2.54%  | 2.17%  | 1.04%  | 0.93%  | 0.73%  | 0.52%  | 0.64%  | 1.13%  | 0.77%  | 0.54%  | 0.41%     |
| <b>照明电工及其他</b> |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| 002050.SZ      | 三花智控 | 14.09% | 16.49% | 20.70% | 22.68% | 24.97% | 20.35% | 12.69% | 15.25% | 16.90% | 16.34% | 16.02% | 15.80%    |
| 603195.SH      | 公牛集团 | 8.71%  | 11.76% | 18.30% | 18.57% | 17.90% | 19.41% | 16.96% | 11.97% | 1.40%  | 1.62%  | 2.15%  | 2.05%     |
| 603515.SH      | 欧普照明 | 4.17%  | 3.23%  | 2.96%  | 2.78%  | 2.49%  | 2.87%  | 2.60%  | 2.74%  | 3.30%  | 3.55%  | 4.86%  | 5.48%     |

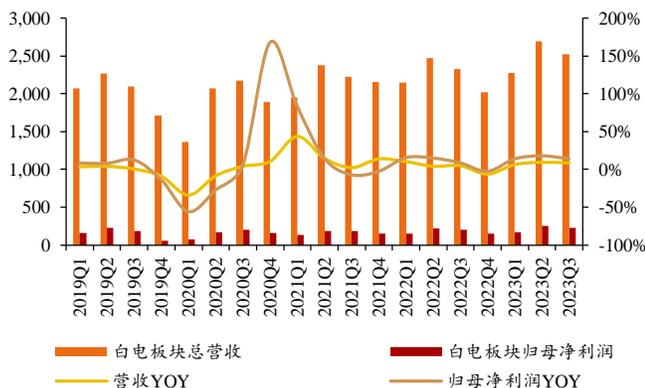
资料来源：公司公告，首创证券（注：深股通：占全部A股数的百分比；沪股通：占流通A股数的百分比）

## 二、行业复盘&展望：需求期待复苏，结构改善空间仍存

## 2.1 白电：内销回暖，外销需求持续改善

2023年初至今，白电板块表现优异。2023Q1/Q2/Q3中信二级分类白电板块收入增速分别为+6.2%/+9.2%/+8.3%，归母净利润增速分别为+13.6%/+17.7%/+13.7%，炎夏拉动下我国空调内销表现超预期；叠加大家电海外库存消化状况良好，冰洗外销改善明显，年内白电板块收入实现稳健增长。从业绩端看，在原材料成本及海运费红利叠加下，白电企业盈利能力逐步修复，单季度业绩增速均优于营收增速。

图10 截至2023Q3白电板块收入及业绩表现（亿元）



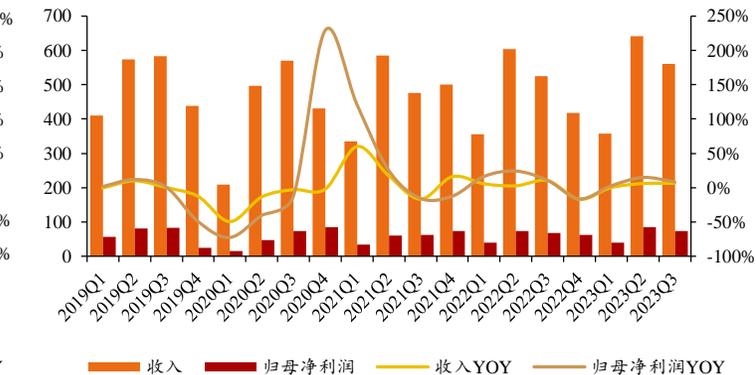
资料来源：Wind，首创证券

图11 截至2023Q3海尔智家收入及业绩表现（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图12 截至2023Q3美的集团收入及业绩表现（亿元）



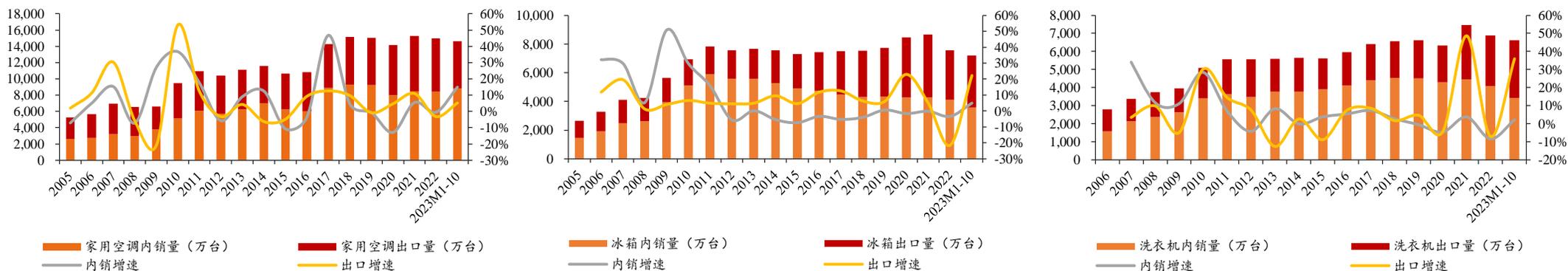
资料来源：Wind，首创证券

## 2.1.1 复盘2023：内需恢复，外需改善

### (1) 内需：大家电行业需求恢复，线下表现较优

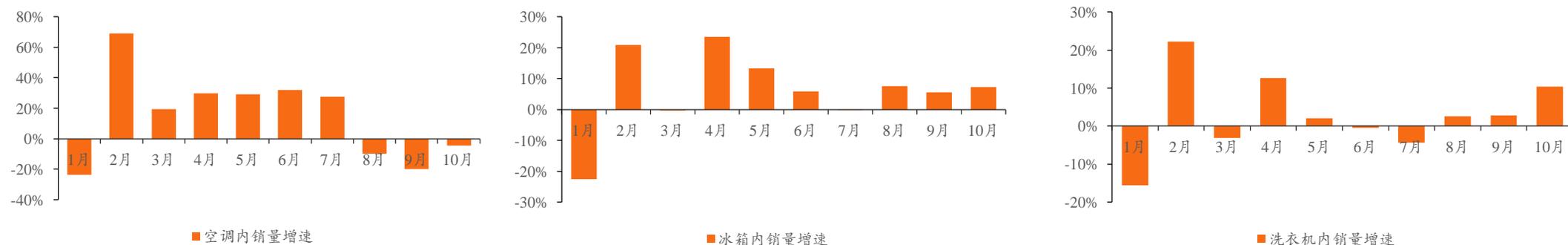
从企业出货端看，2023年初至今白电内销量明显优于去年同期。据产业在线，2023年1-10月我国家空/冰箱/洗衣机内销量为8826/3564/3429万台，同比+15.0%/+5.0%/+2.2%。分季度来看，23Q1/Q2/Q3家空内销量+16.7%/+30.3%/+1.0%，冰箱内销量-2.7%/+13.5%/+4.3%，洗衣机内销量-1.8%/+4.6%/+0.7%。年初以来空调景气度高企，23H1空调需求复苏，叠加渠道商补库需求，我国空调内销表现超预期，23Q3新冷年开启，内销出货节奏调整；年内冰洗品类受益于“以旧换新”促消费政策及保交楼政策的拉动，在低基数下实现稳健增长。

图13 2023年1-10月家用空调、冰箱、洗衣机销量及增速



资料来源：产业在线，首创证券

图14 2023年以来空调、冰箱、洗衣机单月内销量增速情况



资料来源：产业在线，首创证券

## 2.1.1 复盘2023：内需恢复，外需改善

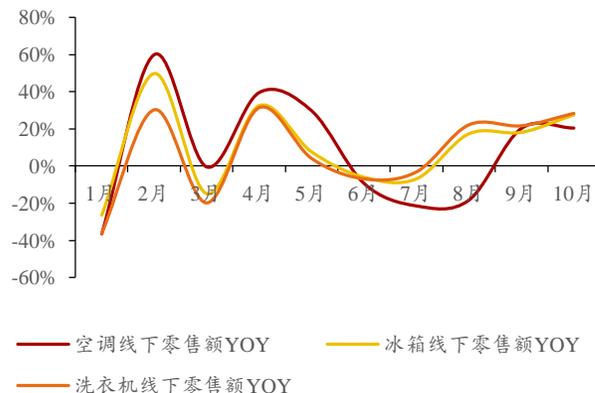
### (1) 内需：大家电行业需求恢复，线下表现较优

从零售终端需求看，我国白电行业整体需求恢复较好，线下表现优于线上。根据奥维云网：

- 2023年1-10月我国空调/冰箱/洗衣机线下市场零售额增速分别为+3.1%/+5.6%/+3.3%，零售量增速分别为-1.7%/+0.1%/+1.6%。
- 2023年1-10月我国空调/冰箱/洗衣机线上市场零售额增速分别为+18.6%/+4.5%/-8.3%，零售量增速分别为+16.5%/-5.6%/-8.7%。
- 2023年1-10月我国空调/冰箱/洗衣机线下市场均价同比分别+4.9%/+5.5%/+1.6%，线上市场均价同比分别+1.9%/+10.7%/+0.5%。

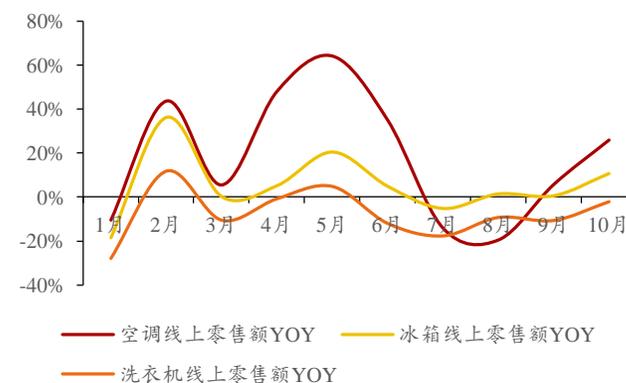
疫情期间积压的大家电安装需求于年内集中释放，叠加今年炎夏拉动下我国空调内销表现超预期，1-10月全渠道口径下空调销售量价齐升，带动零售额同比明显改善；此外，1-10月冰箱线上线下零售额双升，洗衣机线上零售额表现优于线下。

图15 2023年以来空冰洗单月线下零售额增速



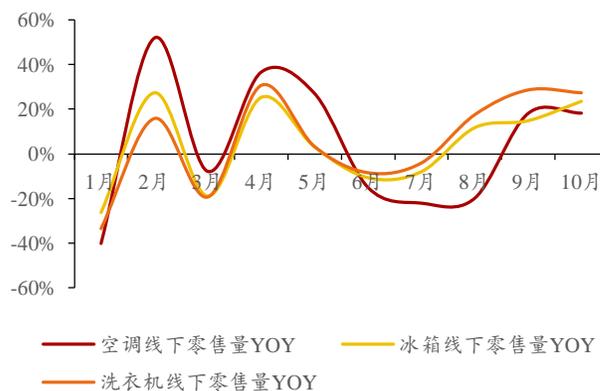
资料来源：奥维云网，首创证券

图16 2023年以来空冰洗单月线上零售额增速



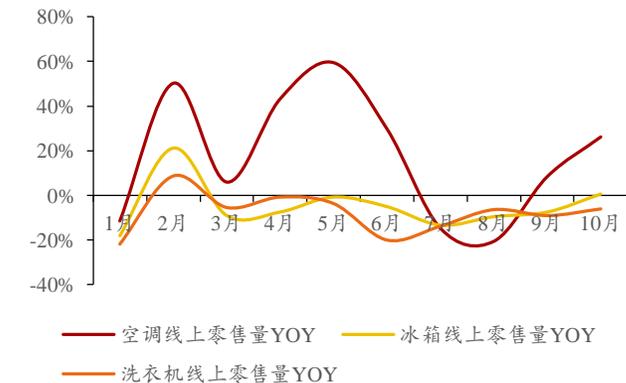
资料来源：奥维云网，首创证券

图17 2023年以来空冰洗单月线下零售量增速



资料来源：奥维云网，首创证券

图18 2023年以来空冰洗单月线上零售量增速



资料来源：奥维云网，首创证券

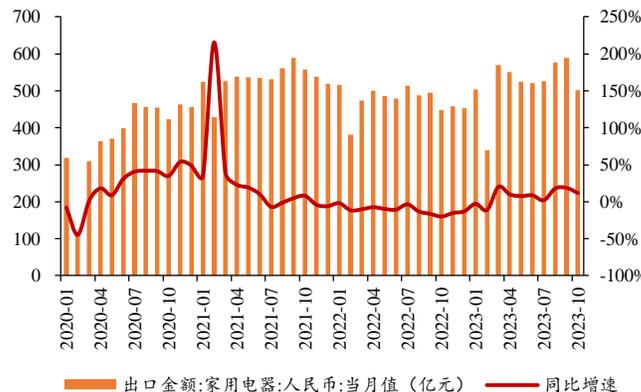
## 2.1.1 复盘2023：内需恢复，外需改善

### (2) 外需：海外需求走强，白电出口高景气

今年年初以来，中国家电出口表现优异。据海关总署，中国家用电器单月出口金额自23年3月同比转正，且自8月份以来始终维持双位数增速，一方面系低基数原因，另一方面海外需求恢复，叠加海外家电库存消化进程良好，逐步带动我国家电产品出口增长。

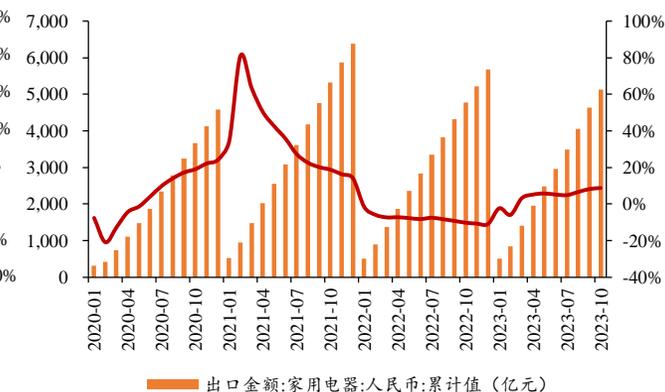
**海外耐用消费品需求走强。**中国家电主要出口国为美国，据美国商务部，美国新建住房销售套数在20年5月至21年5月期间维持较快增长，21年6月之后开始同比回落，23年4月增速再次转正且大部分月份维持双位数高增速，为具有装修属性的家具、家电等销售带来增长动能；此外，美国成屋销售套数同比虽仍为负，但降幅较年初低点显著收窄。从零售端数据看，22年3月起美国零售库存从高位逐月回落，23年3月以来美国零售库存同比呈现负增长，且库销比逐月下降，预计后续家具家电等产品补库需求走强。

图19 中国家用电器出口额当月值及增速



资料来源：海关总署，首创证券

图20 中国家用电器出口额累计值及增速



资料来源：海关总署，首创证券

图21 美国家具、家用饰品、电子及家电零售库存销售比提升



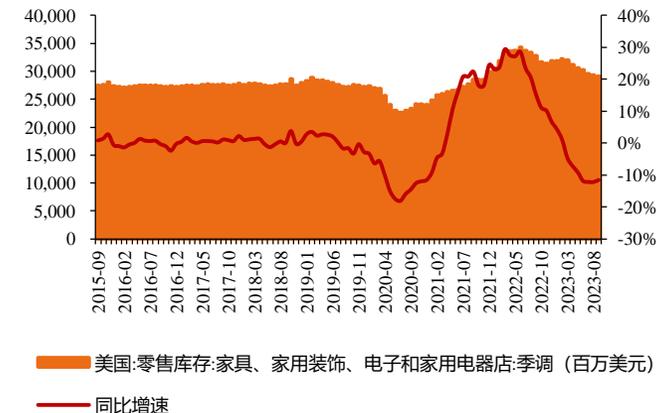
资料来源：美国商务部，首创证券

图22 美国成屋及新建住房销售及增速



资料来源：美国商务部，首创证券

图23 美国家具、家用饰品、电子及家电零售库存下降



资料来源：美国商务部，首创证券

## 2.1.1 复盘2023：内需恢复，外需改善

### (2) 外需：海外需求走强，白电出口高景气

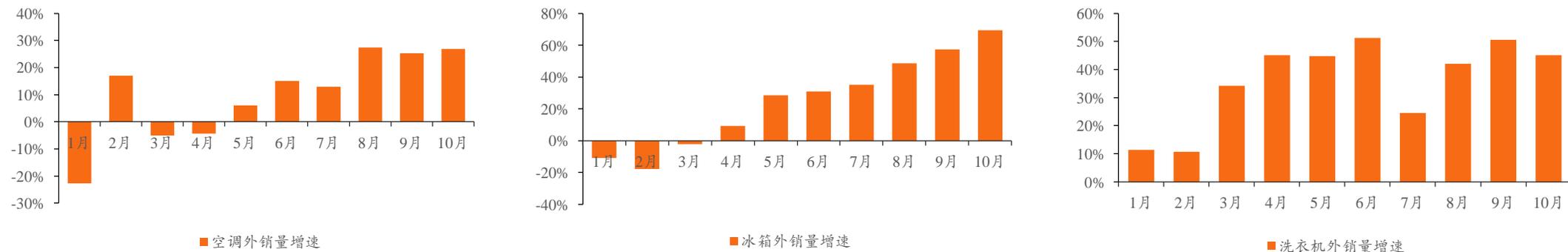
白电出口景气度提升，洗衣机、冰箱出口表现亮眼。据产业在线，2023年1-10月我国空调、冰箱、洗衣机出口量同比分别+5.1%/+22.2%/+36.0%。分季度来看，23Q1/Q2/Q3家空外销量-5.4%/+4.2%/+21.1%，冰箱外销量-9.7%/+22.6%/+46.4%，洗衣机外销量+19.0%/+47.1%/+39.1%。我国大家电出海产品结构持续优化，同时在低基数及补库需求下，空调、冰箱出口改善明显，景气度逐季提升；洗衣机外销持续高景气。

图24 2023年1-10月家用空调、冰箱、洗衣机出口量及增速



资料来源：产业在线，首创证券

图25 2023年以来空调、冰箱、洗衣机单月出口量增速情况



资料来源：产业在线，首创证券

## 2.1.2 展望2024：成本红利贡献收窄，结构改善空间仍存

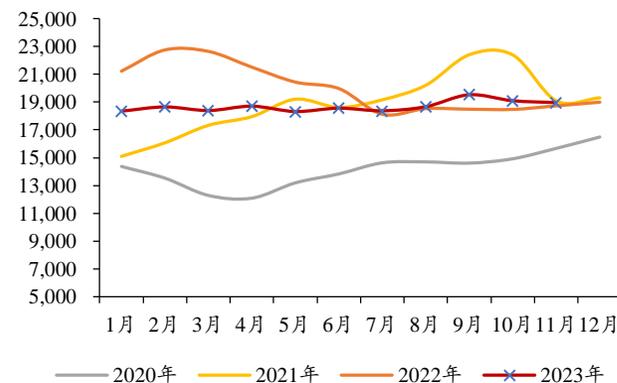
### □ 供给端：原材料成本红利接近尾声

截至11月底，我国锌板/铜/铝价格与塑料价格指数较年初+1.2%/+2.8%/-0.2%/-2.9%，较9月份+0.6%/-1.3%/-2.9%/-3.8%，上半年部分原材料价格小幅回落后于近期企稳，目前趋势来看，后续大部分原材料均价继续下降的可能性不大，对公司业绩贡献幅度或将减弱。从价格角度看，23年家电产品均价有所提升，而家电品牌尤其在涨价后为维持品牌调性，一般不会向下调价，因此展望24年，我们认为在需求持续修复带来的规模效应提升下，家电企业盈利能力仍有望提升。

### □ 需求端：“套系化+智能化+场景化”或将成破局关键

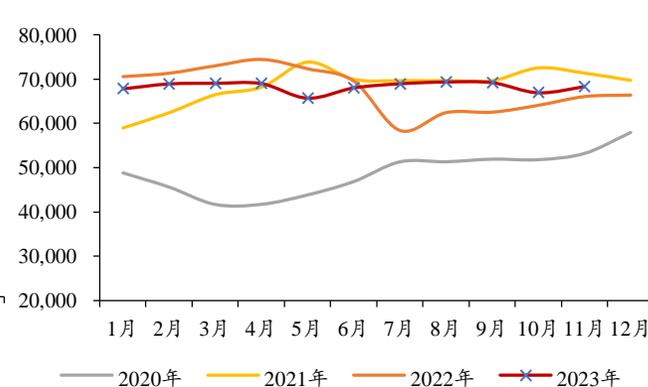
据国家统计局，23年1-11月我国家电社零总额同比+0.6%，较22年同期基本持平（较21年同期-5.3%），23年以来家电内销小幅改善，但较21年仍存在一定差距。我们认为2024年在国内需求继续修复的进程中，套系化与高端化或为白电行业发展主要推动力。以海尔为例，其高端品牌“卡萨帝”拉高了单品均价，“三翼鸟”成套智慧家电解决方案的发展带动了其他品类的协同销售，据海尔智家年报披露，2022年卡萨帝套系化产品收入占比增加2.4pct，卡萨帝品牌份额较2021年提升1.4pct至12.3%。

图26 长江有色市场:平均价:铝:A00 (元/吨)



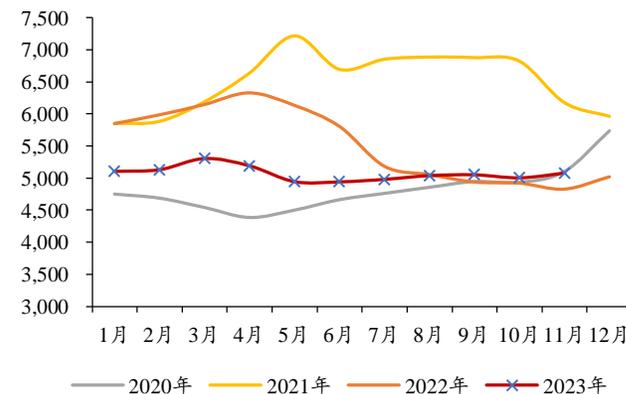
资料来源：Wind，首创证券

图27 长江有色市场:平均价:铜:0.5mm# (元/吨)



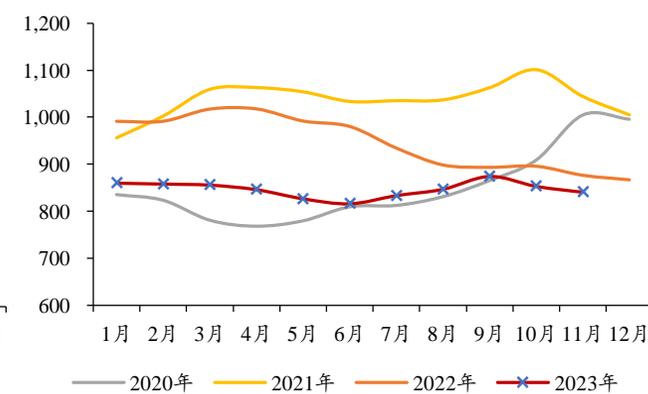
资料来源：Wind，首创证券

图28 价格:镀锌板卷:0.5mm镀锌:全国 (元/吨)



资料来源：Wind，首创证券

图29 中国塑料城价格指数

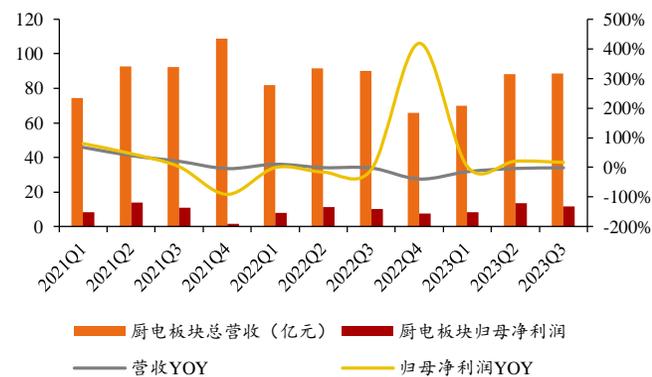


资料来源：Wind，首创证券

## 2.2 厨电：短期新兴厨电或承压，长期行业增长动能仍存

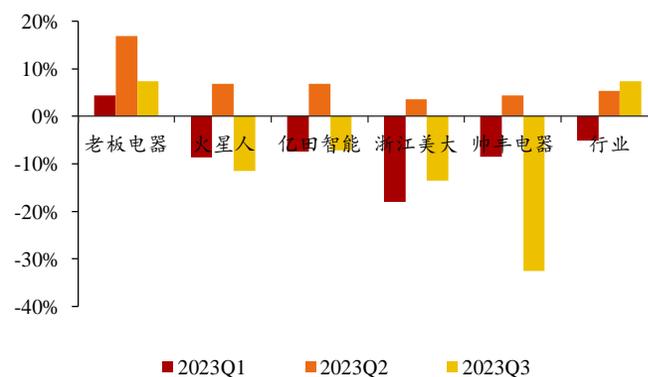
2023年初至今，受保交楼政策的拉动，我国厨电需求逐步修复。2023Q1/Q2/Q3中信厨电板块收入增速分别为-5.1%/+5.4%/+7.4%，归母净利润增速分别为+1.8%/+20.0%/+13.9%，随保交楼政策拉动下，我国地产竣工数据向好以及线下消费逐步复苏，地产后周期的厨电板块逐步修复，Q2厨电收入增速转正，Q3增速环比进一步扩大；而在去年同期低基数、原材料成本低位及产品结构调整等多方面因素影响下，今年以来厨电板块业绩增速快于收入增速，Q2/Q3业绩同比均呈现双位数增长。根据各公司披露的财报数据，二季度以来各厨电龙头收入及业绩增速均呈不同幅度增长，其中老板电器凭借多年来积累的产品力与渠道优势，表现略优于行业。

图30 截至2023Q3厨电板块收入及业绩表现



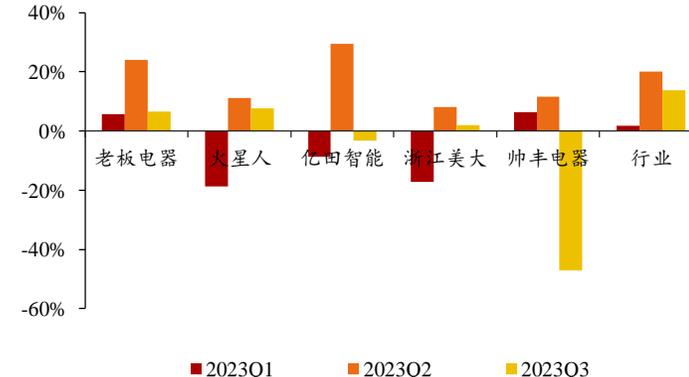
资料来源：Wind，首创证券

图31 2023年以来各厨电龙头收入增速表现



资料来源：Wind，首创证券

图32 2023年以来各厨电龙头业绩增速表现



资料来源：Wind，首创证券

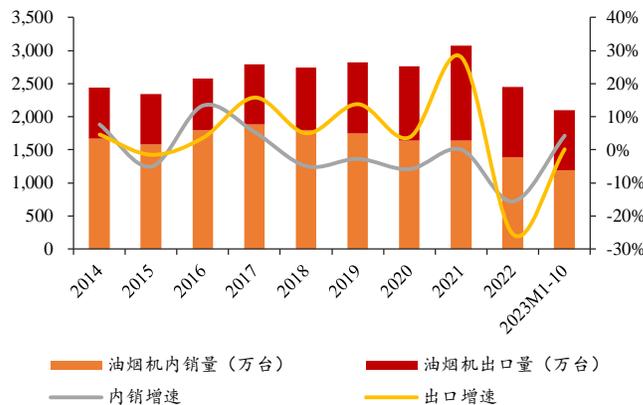
## 2.2.1 复盘2023：传统大厨电韧性凸显，新兴品类承压

2023年以来我国油烟机市场回暖。据产业在线，23年1-10月，我国油烟机内销量1192万台，同比+4.2%，出口量907万台，同比+0.1%，油烟机因具有较强装修属性，销售量与新房交付关联度较高，2023年初我国地产竣工端增速转正，叠加前期滞后的装修需求集中释放，油烟机内销市场恢复较快；外销方面，年内油烟机出口量较去年同期基本持平，主要系Q3起外销大幅改善（Q1、Q2油烟机出口仍承压），预计与海外补库需求有关。

据奥维云网，23年1-10月我国油烟机/燃气灶/洗碗机/集成灶线下市场零售额增速为+14.2%/+9.9%/+27.0%/-1.6%，线上零售额增速为+6.5%/+0.9%/-7.0%/-11.2%；1-10月线下市场零售量增速为+9.9%/+5.8%/+23.7%/-1.9%，线上零售量增速为+2.8%/-5.9%/-7.2%/-8.4%。

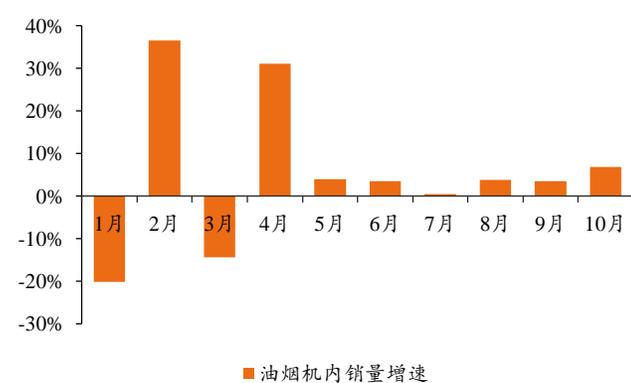
线下零售表现较优，传统厨电韧性较强。从渠道上看，年内我国厨电线下市场表现优于线上，线下渠道量价齐升。从品类上看，烟灶等传统厨电表现优于洗碗机、集成灶等新兴厨电，我们认为当前消费复苏节奏较慢，可选消费品类需求仍需时日恢复。据国家统计局，2022年我国城镇/农村油烟机每百户保有量为83台/39台，下沉市场的烟灶需求仍有较大提升空间；而我国洗碗机渗透率较欧美等发达国家相比仍较低，伴随方太、老板等厨电龙头对洗碗机功能性的开发更加完善，后续洗碗机销售增量较为可观。

图33 2023年1-10月家用油烟机销量及增速



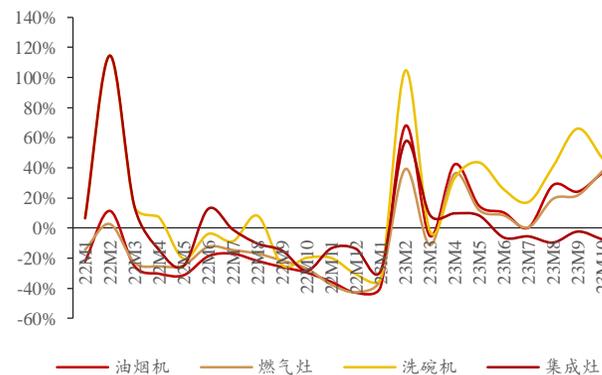
资料来源：产业在线，首创证券

图34 2023年以来油烟机单月内销量增速情况



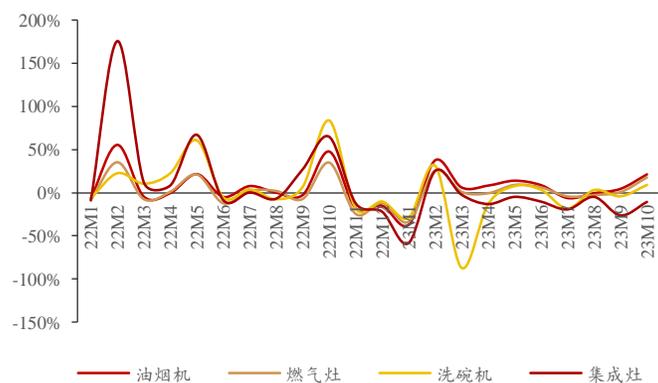
资料来源：产业在线，首创证券

图35 厨电各品类线下市场零售额增速



资料来源：奥维云网，首创证券

图36 厨电各品类线上市场零售额增速



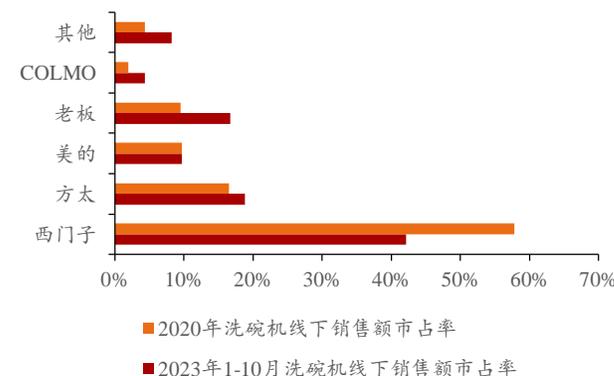
资料来源：奥维云网，首创证券

## 2.2.1 复盘2023：传统大厨电韧性凸显，新兴品类承压

**洗碗机市场国产品牌发力。**近几年我国洗碗机本土品牌凭借更优异的产品形态及销售渠道，市占率迅速提升，抢占了部分原有外资品牌的市场份额，据奥维云网，我国洗碗机零售量份额中，外资品牌占有率下降，其中西门子线上/线下零售量份额已经由20年的31.3%/57.8%下降到23年1-10月的19.4%/42.2%；而老板、方太等国产品牌市占率逐年提升，二者线下零售额份额较20年分别提升7.2pct/2.3pct，线上零售额份额分别提升4.6pct/2.7pct。

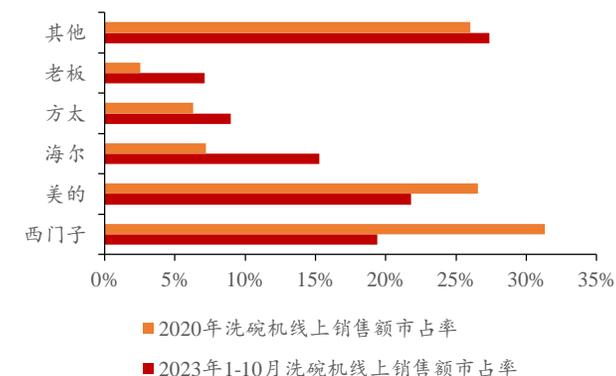
**我国洗碗机渗透率低。**近年来我国洗碗机零售额始终维持正增长，但渗透率仍处低位，根据华经产业研究院，2022年我国洗碗机渗透率仅为4.8%。据奥维云网，2020年我国洗碗机保有量仅为2台/百户，距土耳其/欧美/日本 86/70/18台/百户仍有较大提升空间。未来随洗碗机主流品牌的营销投入和产品创新，渗透率有望进一步提升。

图37 洗碗机线下市场竞争格局



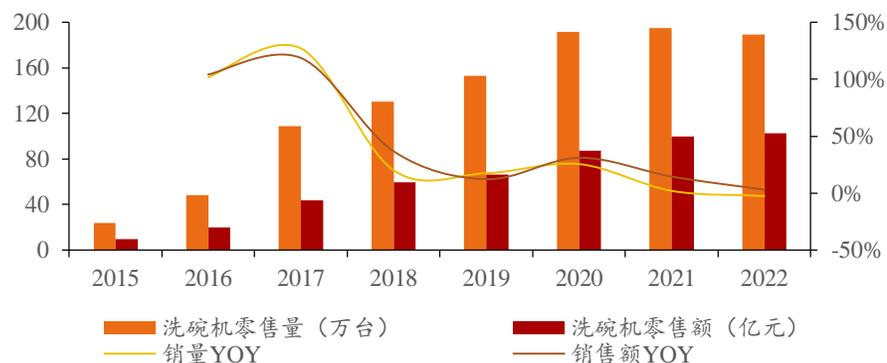
资料来源：奥维云网，首创证券

图38 洗碗机线上市场竞争格局



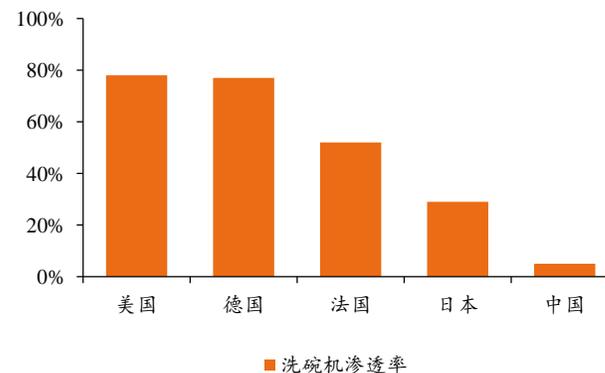
资料来源：奥维云网，首创证券

图39 2022年我国洗碗机零售额同比+2.9%



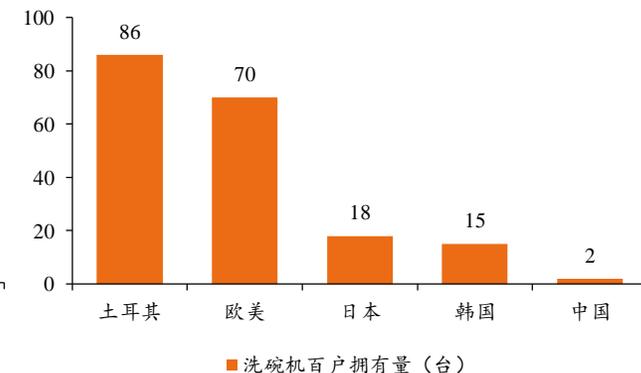
资料来源：奥维云网，首创证券

图40 各国洗碗机渗透率



资料来源：前瞻产业研究院，华经产业研究院，首创证券（中国为2022年数据，美国、德国、日本为2021年数据，法国为2020年数据）

图41 2020年各国洗碗机每百户保有量



资料来源：奥维云网，首创证券

## 2.2.2 展望2024：长期看好行业结构性机会

### (1) 需求端：政策环境边际缓和

预计2024年住宅商品房交房压力较大。据国家统计局，2023年1-10月，我国住宅销售面积同比-6.8%，单10月同比-21.0%；1-10月住宅竣工面积同比+19.3%，单10月同比+14.0%，年内商品房竣工及销售面积走势出现背离，一方面，保交楼政策推动下，住宅竣工面积较去年同期大幅改善；另一方面，年内商品房销售面积增速承压，11月我国一线、二线、三线城市商品房成交面积较去年同期分别-17.2%/-30.0%/-7.4%，考虑到新房销售后平均12-18个月的交房周期，我们预计2024年厨电整体需求或有承压。

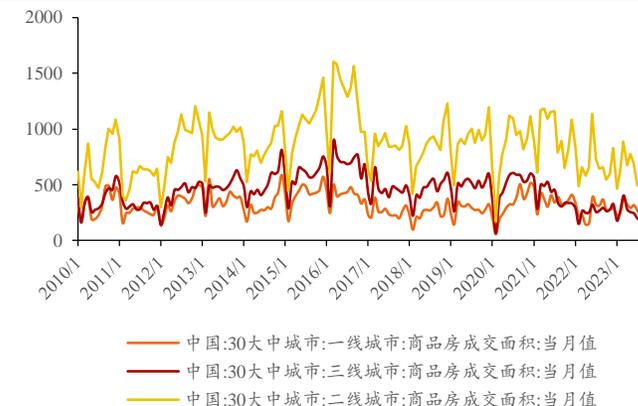
2023年房地产利好政策频出，政策环境边际缓和。从政策端来看，23年下半年起，涉及降低购房成本与门槛的房地产利好政策陆续出台，预计后续将拉动住房需求逐步改善。8月25日，住建部、央行、金融监管局推动落实购买首套房贷款“认房不认贷”政策。限购方面，南京、合肥、济南、青岛等14个二线城市全面取消限购政策，另有多个二线城市从优化购房套数、限购范围、放松购房限制条件等方式放松限购。限贷方面，各地积极落实差别化住房信贷政策，多数城市商贷已执行首套20%，二套30%的首付比例。房地产稳增长政策陆续出台，有望带动房地产销售回暖，进而带动地产后周期板块估值回升。

图42 我国商品房销售及竣工面积累计同比 (%)



资料来源：Wind，首创证券

图43 30大中城市商品房月度销售面积 (万平方米)



资料来源：Wind，首创证券

表1：2023年楼市政策基调及部分落地举措

| 时间     | 主题   | 主要内容  |
|--------|--|---|
| 7月21日  | 发改委《关于恢复和扩大消费的措施》                          | 支持刚性和改善性住房需求，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造                           |
| 8月25日  | 《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》                   | 首套住房认房不认贷，政策纳入“一城一策”工具箱                                   |
| 8月31日  | 央行、金融监管总局《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》              | 最低首付款比例统一为不低于首套20%，二套30%                                  |
| 8月31日  | 央行、金融监管总局《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》           | 符合条件的存量住房贷款可申请调整，调整后的利率不能低于原贷款发放时所在城市的首套房贷款利率政策下限         |
| 11月17日 | 央行、金融监管总局、证监会举办金融机构座谈会                     | 要继续配合地方政府和相关部门，加大保交楼金融支持。要积极服务保障性住房等“三大工程”建设，加快房地产金融供给侧改革 |
| 11月27日 | 央行、金融监管总局等八部门联合印发《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》 | 抓好房地产市场平稳健康发展等政策落实落地，保持信贷、债券等重点融资渠道稳定，合理满足民营房地产企业金融需求     |

资料来源：中国政府网，首创证券

## 2.2.2 展望2024：长期看好行业结构性机会

### (2) 供给端

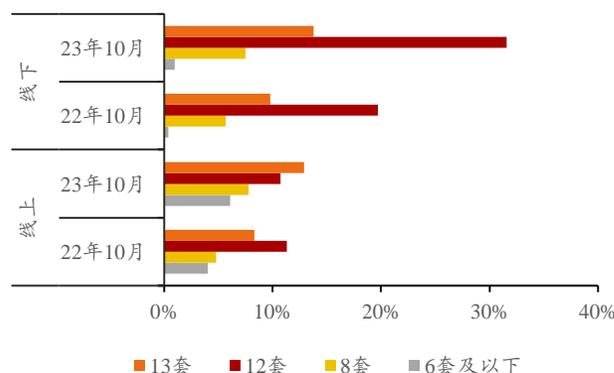
大容量洗碗机、蒸烤独立款集成灶有望成为行业迭代方向。集成灶最早以消毒柜款为主，后续伴随集成功能逐步完善，蒸烤款销售占比迅速提升，据奥维云网，2019H1至2023H1，中高端蒸烤一体款集成灶零售额份额在线上/线下市场中分别从1%/7%提升至54%/52%，高端蒸烤独立款零售额份额在线上/线下市场中分别从5%/0%提升至21%/6%。此外，大容量洗碗机销售占比也有明显提升，2023年10月，8套/12套/13套洗碗机销售额占比在线上市场中较去年同期分别+3pct/-1pct/+5pct，在线下市场中较去年同期分别+2pct/+12pct/+4pct。未来高端蒸烤独立款集成灶及大套数洗碗机有望成为迭代方向，带动行业均价提升。

### (3) 渠道端

下沉市场为集成灶企业带来结构化机会。我国农村地区烟灶保有量仍较低，集成灶以其高性价比优势代替传统分体式厨电进入农村家庭的潜力大，借力京东小店、天猫优品等下沉渠道网点，集成灶企业获得新增量。

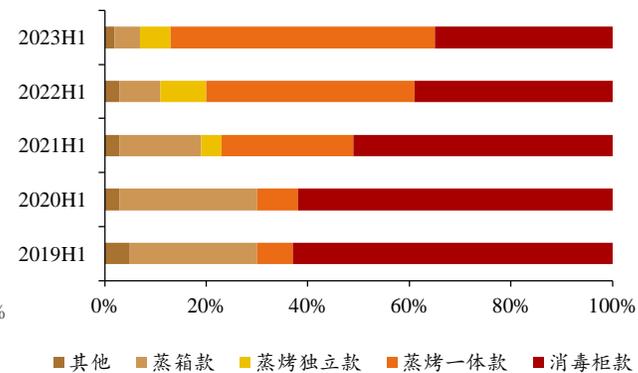
向前端拓展，家装渠道发展迅速。国内家装行业已从单一的装修服务提供者，发展为设计、施工与建材、家电等产品销售的整合供应商，通过家装渠道前置，集成灶企业能够更精准的截流用户，与装企和家装设计师的合作为其开辟新盈利点。

图44 大容量洗碗机销售占比不断提升



资料来源：奥维云网，首创证券

图45 蒸烤独立、蒸烤一体款集成灶销售占比不断提升



资料来源：奥维云网，首创证券

表2：四家集成灶企业在KA、下沉、家装及工程渠道梳理

|      | KA渠道   | 下沉市场  | 家装渠道  |
|------|--|---|---|
| 火星人  | 率先与优质家电KA卖场达成合作，鼓励、支持经销商进入当地优质的KA家电卖场，实现一城多店覆盖网络 | 积极布局下沉渠道，进驻京东小店、天猫优品、苏宁零售云，将门店开到了距离消费者更近的社区                     | 加快家装渠道建设，布局精装修市场，将销售前置，已与主流家装公司维尚家居、圣都装饰、匠人智装、嘉宝家居等知名品牌合作 |
| 亿田智能 | 深挖KA渠道，扩大进驻布点                                    | 跟进下沉市场，增设服务网点，22年京东家电、天猫优品、五星万镇通、国美新零售等下沉渠道网点入驻及经销商专卖店合计逾4,800家 | 签约家装龙头企业与优质地产商开展深远战略合作，22年合作装企逾8,000家                     |
| 帅丰电器 | 与红星美凯龙、居然之家等连锁建材卖场渠道达成战略合作协议                     | 配合京东“智慧厨房”的发展战略，为下沉渠道匹配组织、加大产品和费用投入。同时，与天猫优品洽谈进驻合作，实现电商下沉的双轨运行  | 继续指导、培训并协助经销商拓展家装渠道，深入推进总对总合作，22年实现了与湖南千思等地方家装合作网点1000家以上 |

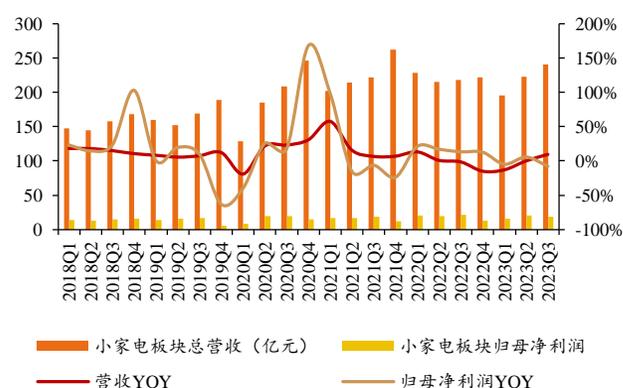
资料来源：火星人、亿田智能、帅丰电器公司公告，首创证券整理

## 2.3 小家电：需求缓慢恢复，刚需品类韧性较强

2023年我国小家电需求缓慢恢复，出口小家电汇兑收益影响减弱。受疫情催生宅经济影响，2020年小家电发展迅猛；2021年因需求透支，行业有所承压；2022年，空炸、电蒸锅等新兴居家品类需求快速增长，但生产供应链受阻、线下物流不畅、叠加2021年相对高基数的影响，全年小家电整体表现较为平稳。2023年以来消费缓慢复苏，小家电需求逐步恢复，23Q1/Q2/Q3小家电行业收入增速分别为-13.4%/-0.3%/+9.2%；23Q1/Q2/Q3业绩增速分别为-4.7%/+5.9%/-7.6%，上半年业绩表现好于收入端，Q2业绩增速率先回正；Q3业绩同比下滑主要系人民币汇率波动幅度较22Q3有所收窄，因此汇兑收益不及去年同期。

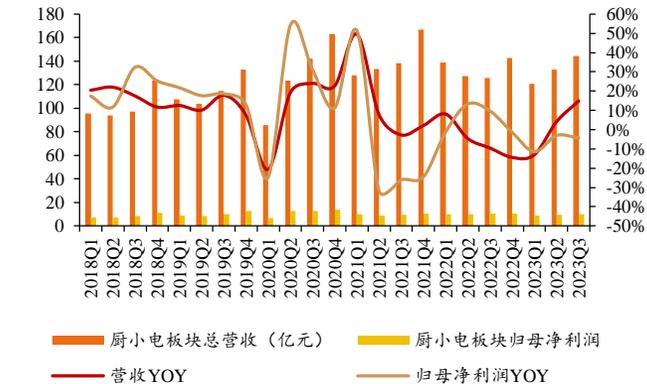
细分子板块表现分化，健康个护板块利润恢复较优。我们选择家电行业中15只有代表性的股票作为分析样本，将小家电分为厨小电、健康个护、清洁电器三个细分行业。分板块看，23Q1-3厨小电、健康个护、清洁电器板块收入增速分别为+1.6%/-6.0%/+5.9%，归母净利润增速分别为-6.2%/+20.4%/-1.2%，不同细分子行业间表现有所分化，受汇兑收益不及去年同期影响，厨小电板块业绩同比下滑；年内健康个护板块利润恢复较快；而清洁电器板块受洗地机价格战影响，利润端仍小幅承压。

图46 截至23Q3小家电板块收入及业绩表现



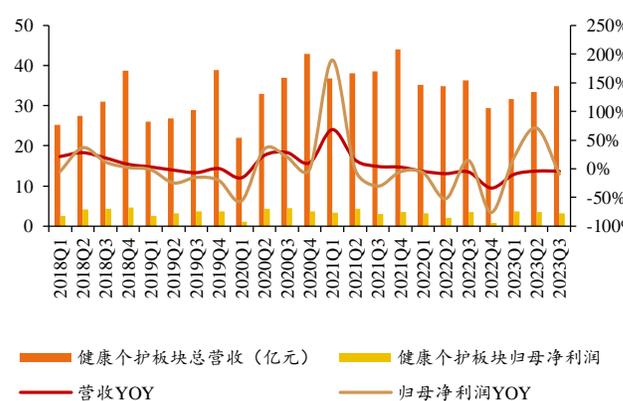
资料来源：Wind，首创证券

图47 截至23Q3厨房小电器板块收入及业绩表现



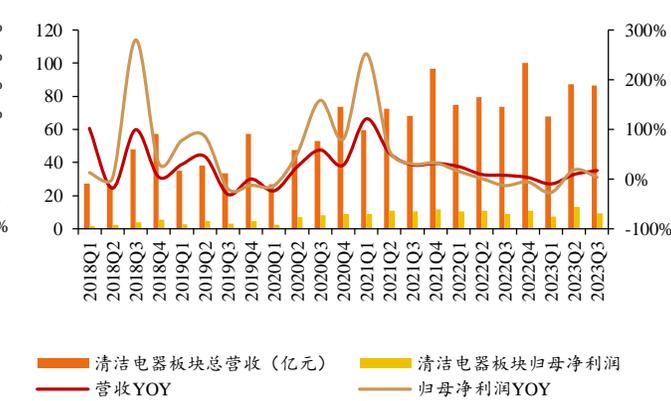
资料来源：Wind，首创证券

图48 截至23Q3健康个护板块收入及业绩表现



资料来源：Wind，首创证券

图49 截至23Q3清洁电器板块收入及业绩表现



资料来源：Wind，首创证券

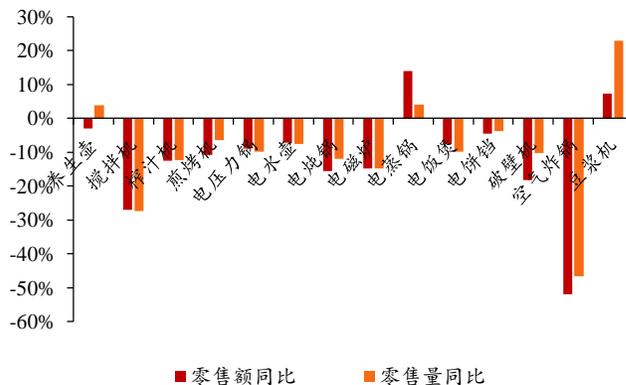
## 2.3.1 厨房小家电：刚需品类表现较优，外销有望逐步恢复

2023年厨房小家电需求仍承压，刚需品类表现较优。2020年疫情催化下部分家庭厨小电实现了从无到有的增长，带来一定需求透支，因此今年厨小电表现依旧承压，据奥维云网，2023年1-11月除电蒸锅(+14.0%)、豆浆机(+7.4%)等偏刚需小家电品类外，其他品厨小电类线上零售额均呈负增长。均价角度看，2023年厨小电均价走势出现一定分化，但整体来看大部分品类线下均价同比有所提升，据奥维云网，2023年1-11月我国电炖锅、电蒸锅、空气炸锅提价幅度较大，线下均价同比分别+8.7%/+11.9%/+9.2%。

厨房小家电海外市场在去库存压力缓解后有望逐步复苏。今年海外环境较为复杂，人民币贬值、海运费回落、运力缓解等因素利好出口型厨小电企业；而欧美通胀、地缘冲突等不利因素也部分压制了海外厨房小家电的需求。海运费方面，我国出口集装箱运价综合指数自22年2月起逐步回落，截至23年12月，CCFI综合指数为858.4，较去年同期-39.1%，较年初-31.7%，集运指数已恢复至疫情前的水平。汇率方面，23H1人民币汇率快速贬值，于6月30日美元兑人民币汇率达到年内最高水平7.2258，Q3仍在高位区震荡。截至12月11日，美元对人民币汇率为7.1163，较年初+2.4%。

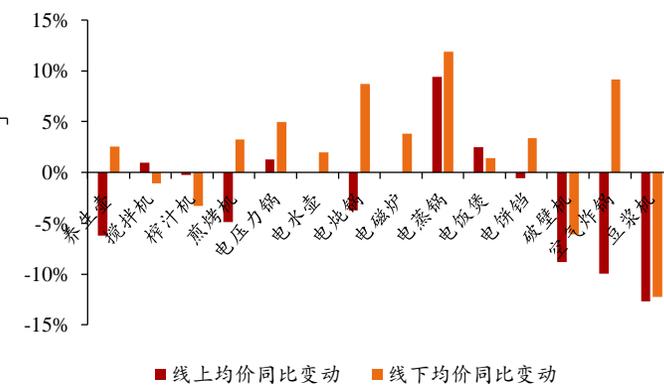
**行业展望：**1) 一般厨房小家电的更换周期为3-5年，因此2024年起厨小电换新需求或对行业增长有所拉动，同时考虑到2024年起我国消费将有望进一步复苏，叠加今年的低基数利好，2024年我国厨小电有望恢复良好增长。2) 海外小家电需求正逐步恢复，外销有望实现稳健增长。

图50 2023年1-11月厨房小家电线上市场表现



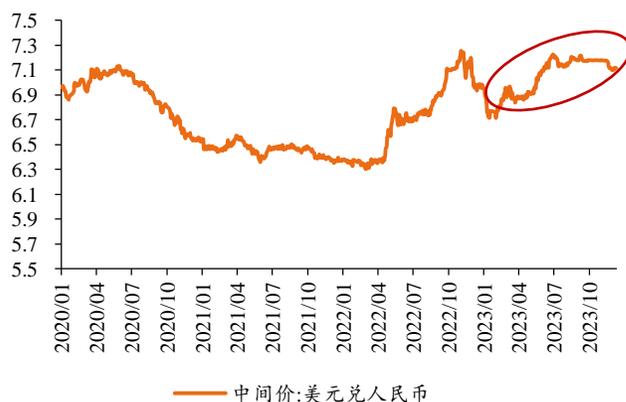
资料来源：奥维云网，首创证券

图51 2023年1-11月厨房小家电均价表现



资料来源：奥维云网，首创证券

图52 美元兑人民币汇率走势（元）



资料来源：Wind，首创证券

图53 中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）情况

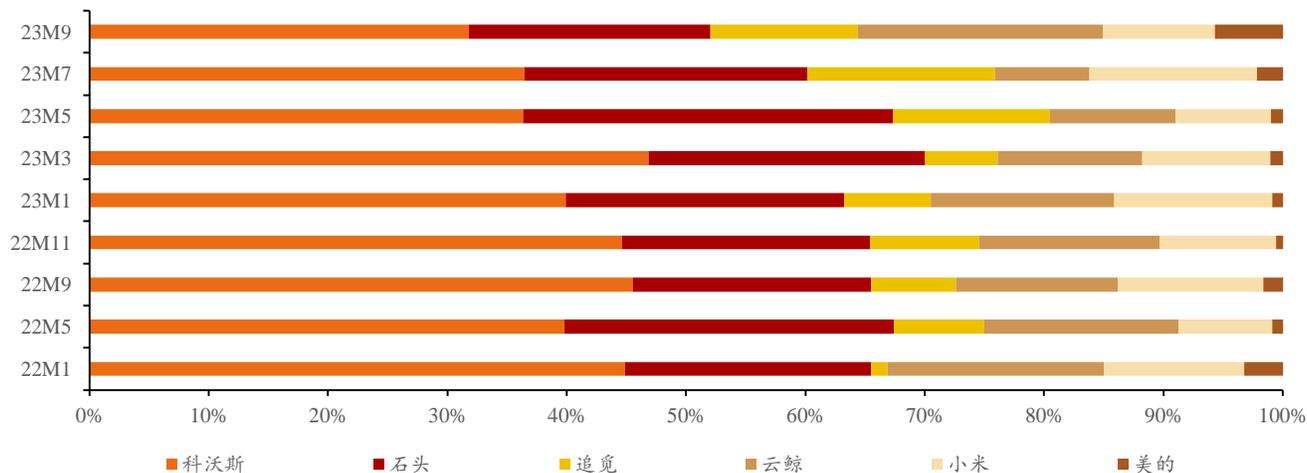


资料来源：Wind，首创证券

## 2.3.2 清洁家电：扫地机看好海外空间，洗地机内销竞争加剧

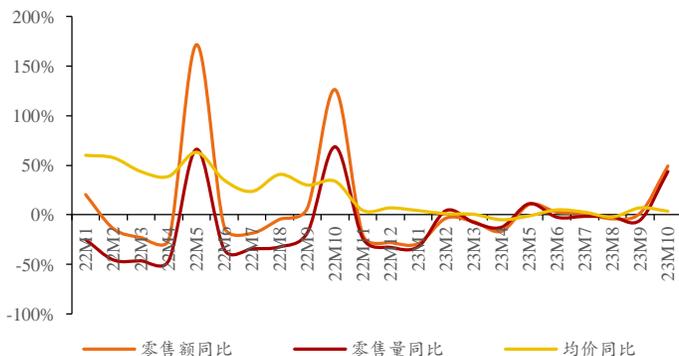
扫地机行业线下大幅改善，石头份额提升。据奥维云网，2023年1-10月扫地机线上零售额/量同比+4.9%/+2.1%，其中石头科技额/量同比+17.2%/+18.5%，科沃斯额/量同比-11.0%/-12.3%；1-10月扫地机线下零售额/量同比+61.9%/+63.0%，其中科沃斯额/量同比+32.2%/+32.1%。份额方面，2023年1-10月科沃斯线上/线下市占率约35%/79%，同比-5pct/-7pct；石头科技线上市占率25%，同比+3pct，2023年石头科技凭借更具性价比的P10、P10 Pro机型拉高了线上市场份额；而科沃斯年内推出的新品定价过高，或与目前消费趋势不符，全渠道市占率有所下滑。

图54 各品牌扫地机器人线上零售额市占率变动情况（元）



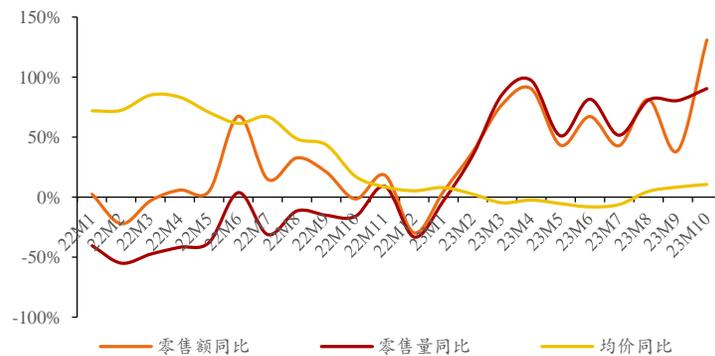
资料来源：奥维云网，首创证券

图55 扫地机器人线上增速情况



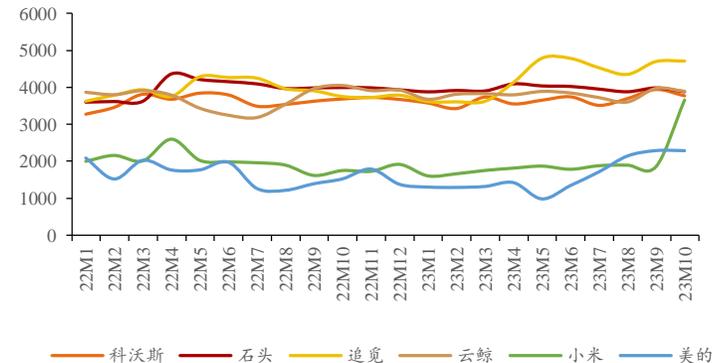
资料来源：奥维云网，首创证券

图56 扫地机器人线下增速情况



资料来源：奥维云网，首创证券

图57 各品牌扫地机器人线上均价变动情况（元）

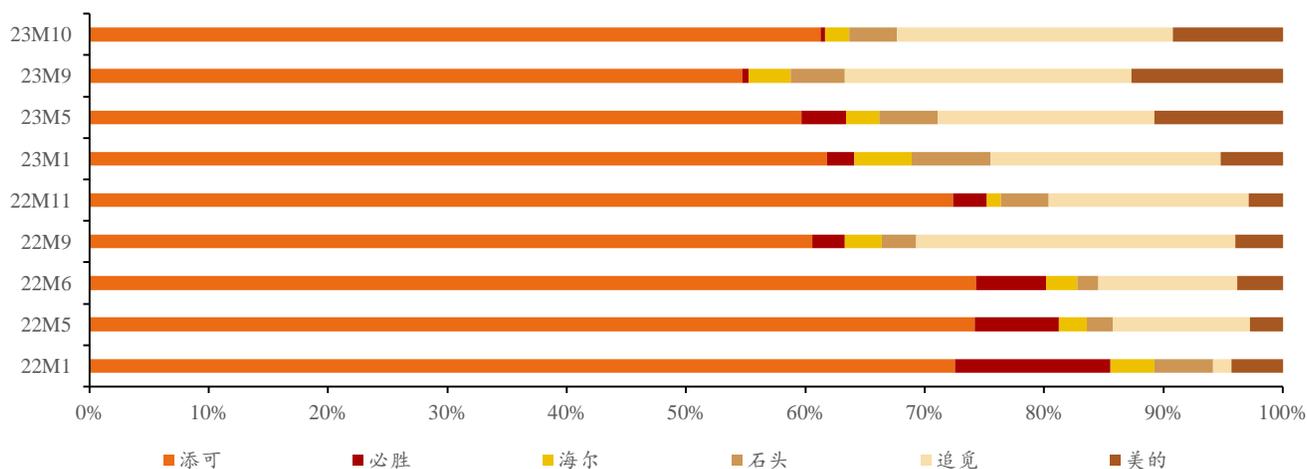


资料来源：奥维云网，首创证券

## 2.3.2 清洁家电：扫地机看好海外空间，洗地机内销竞争加剧

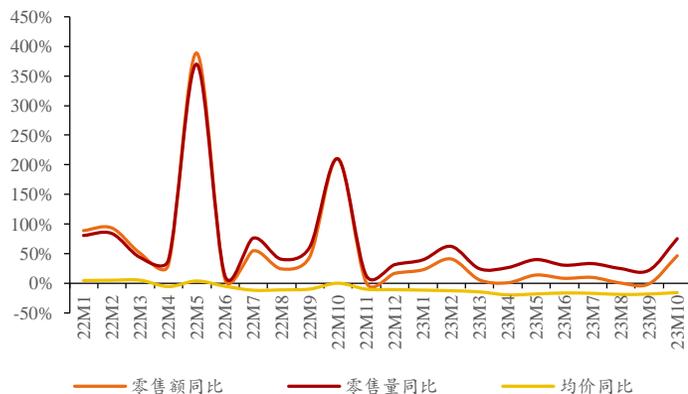
2023年洗地机行业竞争加剧。据奥维云网，2023年1-10月洗地机线上零售额/量同比+16.8%/+40.4%，添可额/量同比-2.6%/+11.0%；1-10月线下零售额/量同比+17.6%/+25.1%，添可额/量同比+12.4%/+20.0%。份额方面，2023年1-10月添可/追觅/美的线上零售额市占率约为48%/17%/8%，同比-7pct/+5pct/+2pct；添可/追觅/美的线下零售额市占率约为60%/3%/4%，同比持平/+1pct/+4pct，近年来洗地机新进品牌增多，添可份额受到冲击，追觅、美的市占率有所提升。年内洗地机行业竞争加剧，以添可为代表的品牌开启价格战以维持销量。展望后续，我们认为洗地机行业竞争加剧下小品牌出清，具备强产品力的龙头有望实现长足发展。

图58 各品牌洗地机线上零售额市占率变动情况 (元)



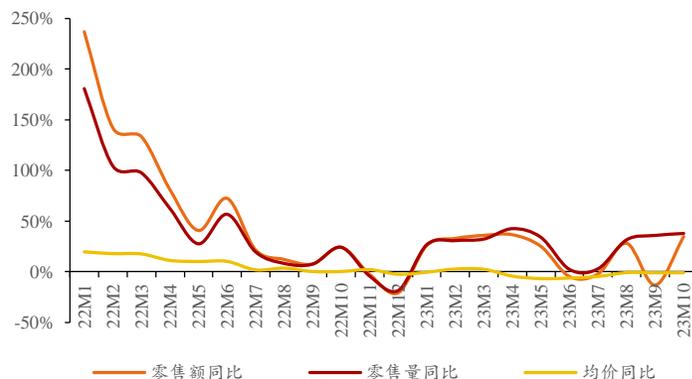
资料来源：奥维云网，首创证券

图59 洗地机线上增速情况



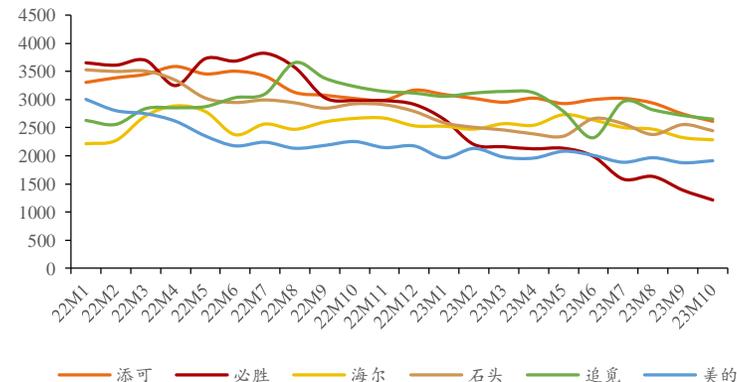
资料来源：奥维云网，首创证券

图60 洗地机线下增速情况



资料来源：奥维云网，首创证券

图61 各品牌洗地机线上均价变动情况 (元)



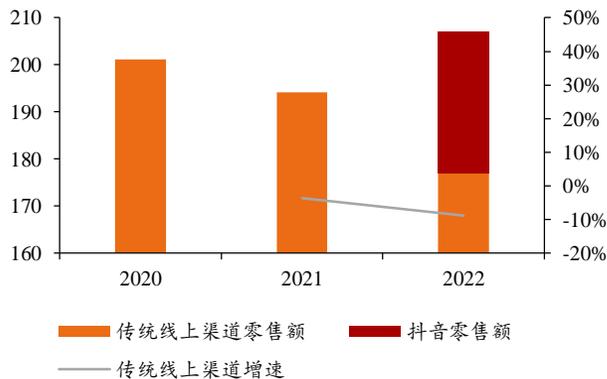
资料来源：奥维云网，首创证券

## 2.3.3 个护小家电：新兴电商发力，品类升级为主要驱动力

个护小家电持续增长，品类升级为主要驱动力。据奥维云网，2023H1个护小家电（电吹风、电动牙刷、电动剃须刀）线上零售额为116.3亿元，同比+19.9%，上半年个护小家电行业保持较优增长。分品类看，2023H1电吹风/电动牙刷/电动剃须刀零售额为39.2/28.6/48.5亿元，同比分别+26.3%/+8.3%/+22.7%，电吹风及电动剃须刀表现优于电动牙刷，品类升级下高速电吹风、便携式剃须刀使用需求的增加成为拉动其行业增长的主要驱动力，截至2023年6月，高速电吹风/便携式电动剃须刀线上零售额份额较2020年初提升23.1/26.1pct。

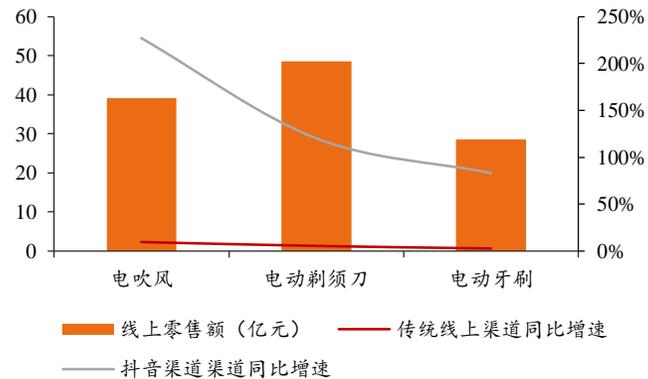
线上渠道持续发力，抖音等新兴电商渠道增速表现优于传统电商。个护小家电体积小、无需安装的特性更适合线上销售，目前我国传统电商平台流量被逐步瓜分，社群平台、短视频直播平台迅速成为小家电产品销售的重要渠道之一。据奥维云网，2023H1电吹风/电动剃须刀/电动牙刷在传统电商平台零售额同比+9.3%/+5.2%/+2.5%，在抖音渠道同比+227.3%/+120.6%/+83.6%。展望后续，个护小家电有望通过差异化和对个性化细分需求的抓取，实现景气度回升。例如，小熊更专注于“年轻、个性”化市场、九阳深挖“太空科技系列”产品，其均致力于在成熟品类中抓住个性化需求。我们持续看好后续购买力回升带来景气度的恢复，产品创新驱动下占领消费者心智的小家电企业有望突围而出。

图62 我国个护小家电线上分渠道零售额（亿元）及其增速



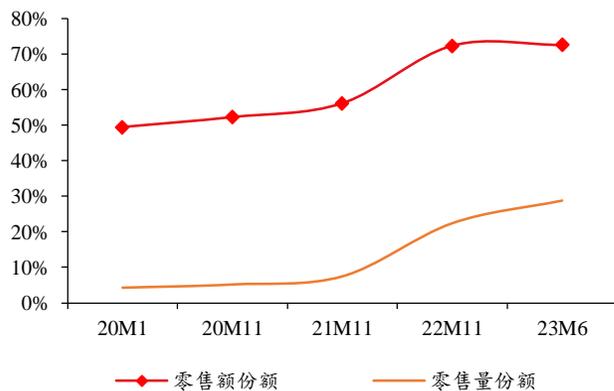
资料来源：奥维云网，首创证券

图63 20231-9月我国个护小家电线上分品类零售额（亿元）及其增速



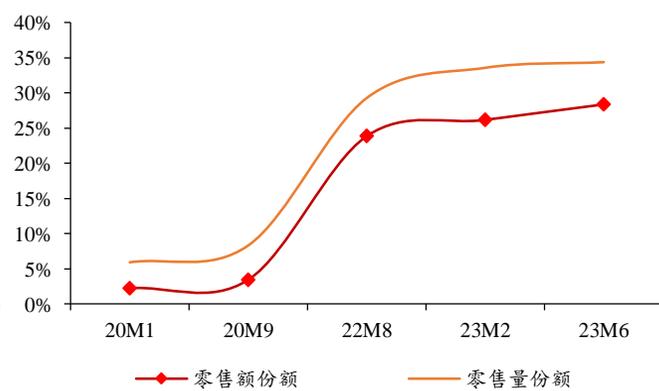
资料来源：奥维云网，首创证券（线上零售额=传统线上+抖音渠道零售额）

图64 高速电吹风线上零售额份额走势



资料来源：奥维云网，首创证券

图65 便携式电动剃须刀线上零售额份额走势



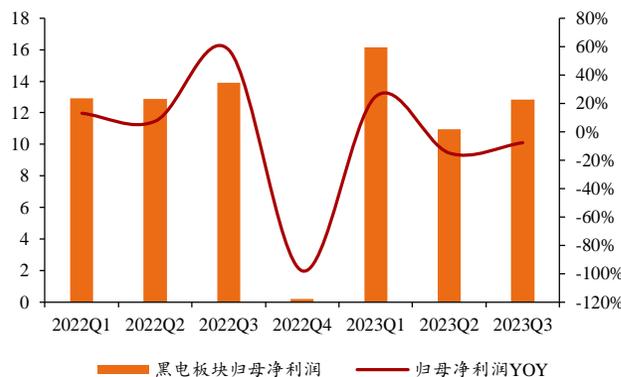
资料来源：奥维云网，首创证券

## 2.4 视听及零部件：智能投影短期承压，看好零部件板块长期潜力

黑电板块较稳健，海信视像表现超预期。2023年1-9月黑电板块收入同比-0.02%，归母净利润同比+0.6%，年内智能微投等可选消费恢复较慢，叠加行业弱复苏背景下LCD低端机型竞争激烈，DLP高端机型需求放缓，极米业绩端承压；光峰科技受益于线下影院回暖，业绩有明显改善；海信视像、四川长虹等传统黑电公司表现超预期，共同作用下，1-9月视听板块业绩表现较为稳健。分季度看，2023Q1/Q2/Q3黑电板块收入增速为-0.1%/+0.3%/-0.3%，业绩增速为+24.9%/-14.9%/-7.6%，Q2业绩增速转负，Q3业绩降幅环比收窄。

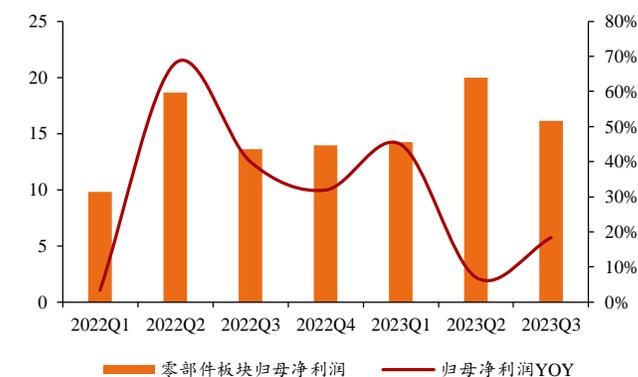
零部件板块高景气延续，三花智控表现优异。2023年1-9月零部件板块收入同比+12.0%，归母净利润同比+19.6%，海外空气源热泵需求仍有增长，叠加家电跨界新能源汽车以及人形机器人产业链高景气延续，1-9月零部件板块收入持续增长，且受益于原材料成本及汇兑利好影响，业绩增速表现优于收入，其中三花智控业绩增长亮眼。分季度看，2023Q1/Q2/Q3零部件板块收入分别同比+7.3%/+15.7%/+13.0%，业绩分别同比+44.9%/+7.1%/+18.4%。

图66 截至2023年Q3黑电板块收入及业绩表现



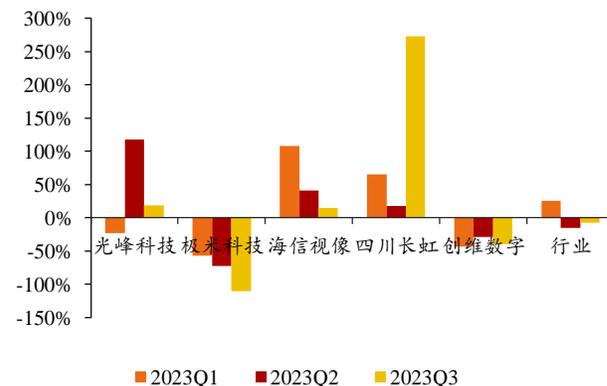
资料来源：Wind，首创证券

图67 截至2023年Q3零部件板块收入及业绩表现



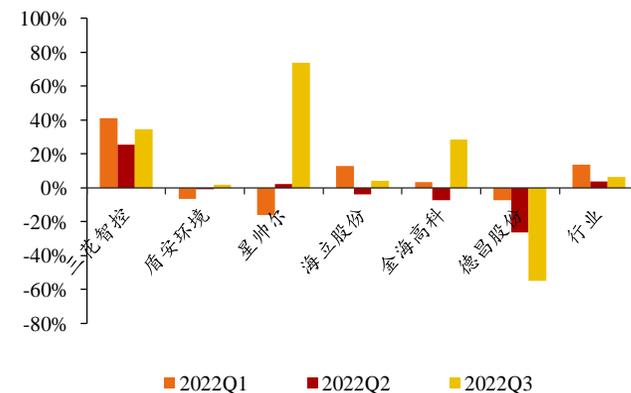
资料来源：Wind，首创证券

图68 主要视听公司业绩增速



资料来源：Wind，首创证券

图69 主要家电零部件公司业绩增速



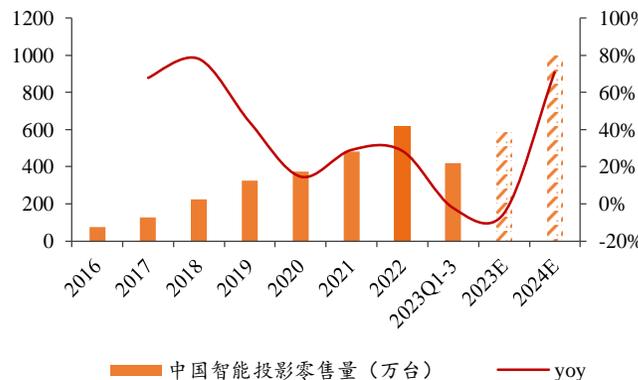
资料来源：Wind，首创证券

## 2.4.1 视听：行业竞争加剧，期待内需恢复

智能投影内销承压，海外需求恢复。2023Q1-3我国智能投影零售量420万台，同比-2.2%，零售额73亿元，同比-15.2%，年内可选消费复苏较缓，智能投影需求承压，据洛图科技预测，2023年智能投影零售量同比约-5%。从出口端来，据海关总署，根据我们测算，23年1-10月我国彩色投影机对日本/韩国/德国/法国/美国的出口量同比+11.0%/-1.2%/+120.9%/+129.2%/-2.6%，统计口径上彩色投影机与智能微投存在一定差别，但整体看投影仪外销市场在低基数下呈逐步恢复态势，且欧洲地区增速显著。

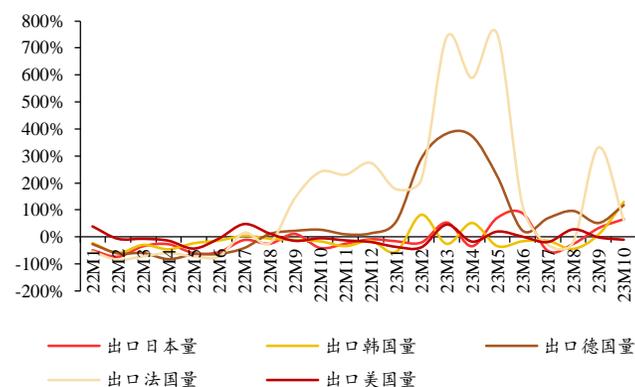
行业竞争加剧，DLP产品占比下降。DLP技术为中高端消费级智能投影的主流技术方案之一，自2020年起占比不断下降。据奥维云网，DLP产品线上份额自2020年的66%下降至2023Q3的22%。家用投影赛道新进入者众多，LCD产品以更低的成本优势，成为新兴品牌率先切入的赛道，叠加目前消费力偏弱，消费者在可选消费品的选择上更倾向于更具性价比的LCD产品。市占率角度看，2023年7月极米/坚果/当贝线上零售额份额为25.5%/10.9%/9.2%，较2022年底-8.4pct/-4.9pct/-0.1pct，主因头部品牌均主攻中高端DLP市场，而以LCD产品为主的新进品牌瓜分了高端市场份额，头部品牌行业集中度有所下降。

图70 中国智能投影零售量及增速



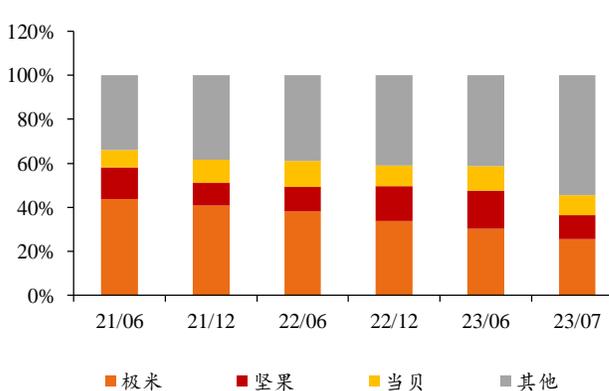
资料来源：洛图科技（注：智能微投产品不含激光电视），首创证券

图71 彩色投影机出口量增速



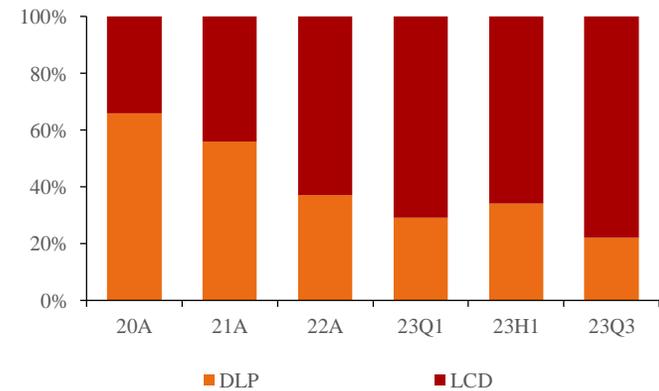
资料来源：海关总署，首创证券

图72 我国智能投影市场份额变动情况



资料来源：奥维云网，首创证券

图73 2022年以来我国智能投影技术路线占比情况



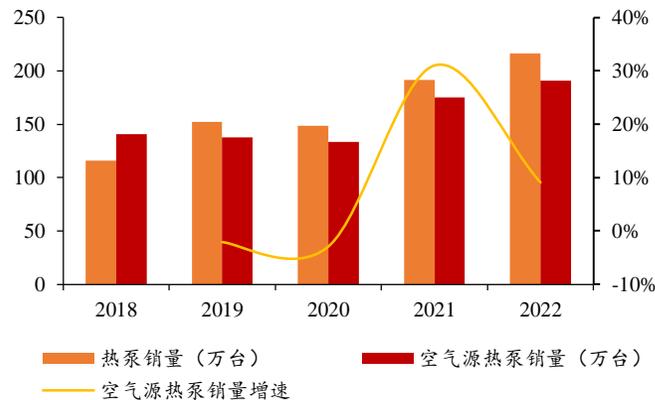
资料来源：奥维云网，首创证券

## 2.4.2 零部件：行业需求增长，汽车零部件增量可期

2023年家电零部件板块（热泵、阀类产品）需求增长。年内我国家电零部件板块仍维持较高景气度，一是空气源热泵国内需求拉动；二是新能源汽车快速增长，汽零产业链中的冷媒侧阀件出口需求增长，据海关总署，23年1-10月我国电子膨胀阀出口金额为9566万美元，同比+16.0%。

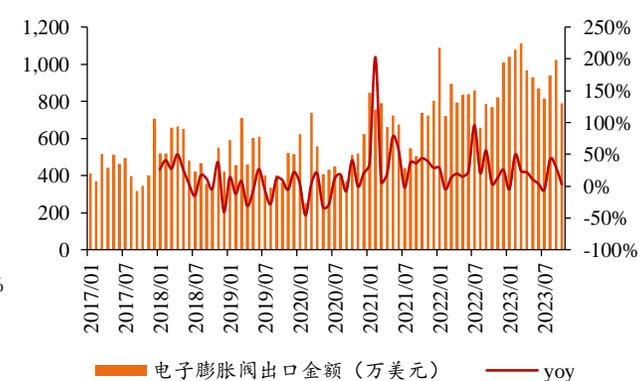
家电零部件企业凭借制造优势进入新能源汽车产业链，规模迅速扩张。近几年随新能源汽车行业规模的快速增长，我国汽车零部件赛道景气度较高，家电零部件生产企业凭借较强制造优势，陆续跨界进入新能源汽车产业链，其中主要可分为两部分，热泵空调的阀类产品（包括电子膨胀阀、电磁阀等）与集成化组件，热泵空调与传统车载空调相比更省电，而集成化组件则有利于减轻供应链和安装压力，从而提升内部热能利用率，二者在质、量的提升上均具备较大成长空间。家电零部件企业多年来积累的出色的大规模制造优势，很好地嫁接了汽车零部件的多样化需求。以三花智控为例，随电动车持续快速增长，三花智控电动车热管理业务规模也快速扩张，2019-2022年公司汽车零部件相关业务营收从16.51亿元提升至75.14亿元，CAGR高达65.7%。

图74 我国热泵及空气源热泵销量及其增速



资料来源：海关总署，首创证券

图75 我国电子膨胀阀出口金额及其增速



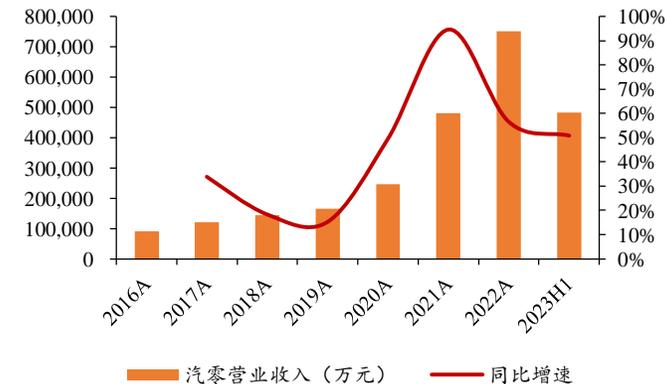
资料来源：海关总署，首创证券

图76 我国新能源汽车销量及增速



资料来源：中汽协，首创证券

图77 三花智控汽车零部件业务收入情况



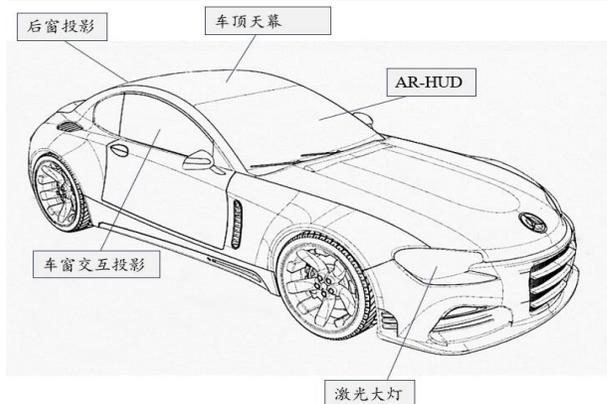
资料来源：Wind，首创证券

## 2.4.2 零部件：行业需求增长，汽车零部件增量可期

智能座舱行业发展良好，HUD产品市场前景广阔。近年来，国家相继出台政策促进自动驾驶及智能汽车行业的发展，间接带动了智能座舱子行业的规模扩大。据ICV Tank数据，2017-2022年我国智能座舱市场规模由383亿元增长至739亿元，CAGR为14%。在智能座舱细分市场中AR-HUD成长空间广阔，据高工智能汽车数据，2022年我国乘用车新车前装HUD搭载率虽然已提升至8.5%左右，但仍处于较低水平，其中AR-HUD前装标配搭载量达10.96万套，经测算搭载率仅约为0.5%。目前HUD正处于从W-HUD向AR-HUD升级的阶段，在智能化进程加快与HUD国产替代的背景下，我国AR-HUD市场空间广阔。

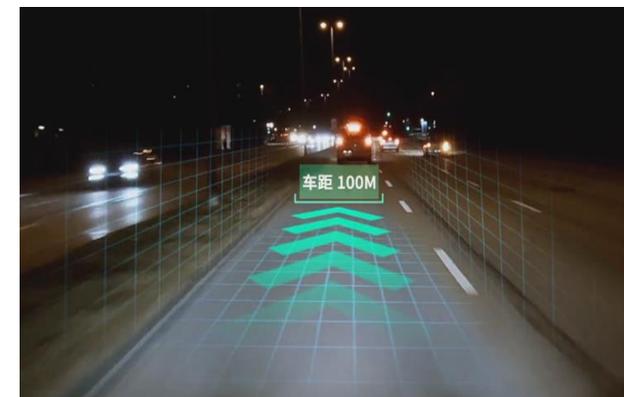
**AR-HUD领域增量可期。**AR-HUD（增强抬头显示）是指将车速、油量、导航ADAS等驾驶信息投射到汽车前挡风玻璃上，同时还能与车外的环境相互结合起来，通过在真实视觉基础上叠加虚拟提示，增强驾驶者对实际行车环境的感知。目前，国产配套企业正加速在AR-HUD上的布局与发展，一是行业发展中消费者对智能驾驶提出了更高的要求，二是搭载智能座舱可以有效提升单车价值量，通常讲，搭载AR-HUD的单车价值量可以增加2-3千元。

图78 激光显示在汽车智能座舱中的应用



资料来源：首创证券整理

图79 AR-HUD形态展示



资料来源：光峰科技官网，首创证券

图80 中国智能座舱市场规模



资料来源：ICVTank，首创证券

图81 国内乘用车前装HUD配套量 (万套)



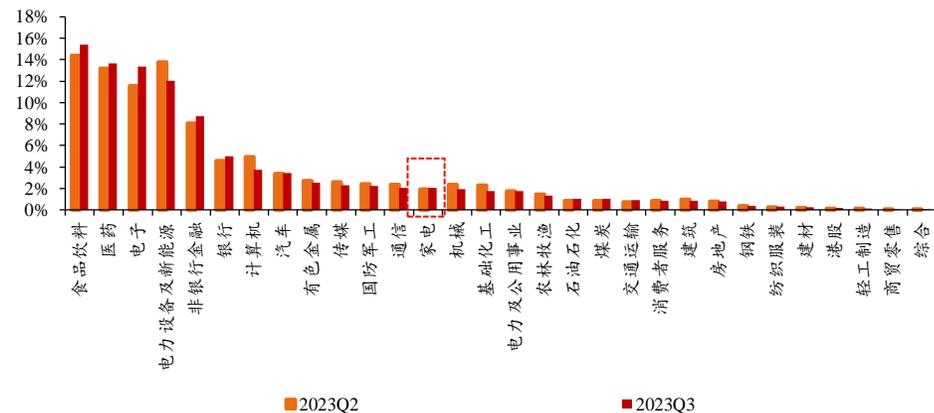
资料来源：盖世汽车，高工智能汽车数据，首创证券

### 三、“变”中求“进”，龙头掘金

## 3.1 机构持仓：处历史低位区间

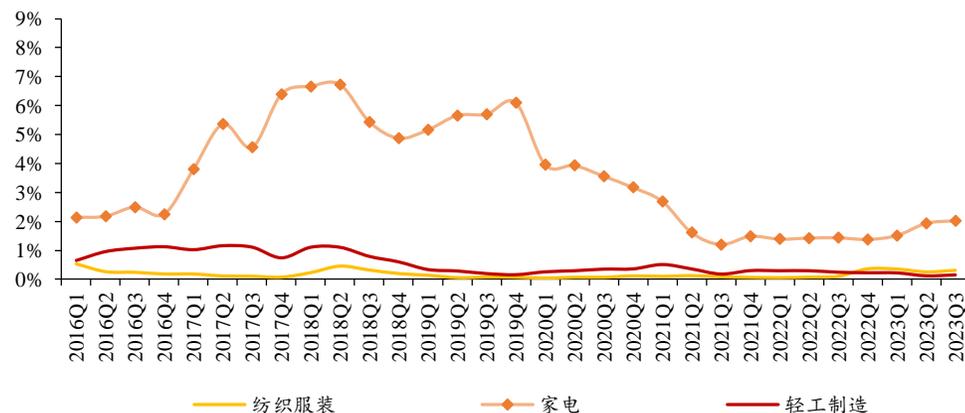
**基金持仓：**家电板块占股票投资总市值比例连续三个季度环比提升，但仍处于2016年以来历史低位。据股票型开放式基金重仓持股数据，2023年三季度末全部股票型开放式基金股票投资总市值中，前十大重仓股中家电行业占比2.03%，较二季度末增加0.09pct，较去年同期增加0.59pct，家电板块基金重仓持股比例自2022年底有所提升，但仍处于2016年以来低位区间。

图82 股票型开放式基金前十大重仓股行业占比（占股票投资总市值）



资料来源：Wind，首创证券

图83 股票型开放式基金前十大重仓股中家电行业占比处低位



资料来源：Wind，首创证券

## 3.1 机构持仓：处历史低位区间

2023年受空调景气度拉动，家电板块走势较强。需求层面，年内空调内需高增，冰洗外需回暖；刚需厨电品类受益于保交楼增长较好；其他家电品类则受居民消费意愿不强影响表现较弱。供给层面，人民币汇率贬值，海运费回落均利好出口型家电企业，但同时上半年部分原材料价格小幅回落，后于近期企稳，目前趋势来看，后续大部分原材料均价继续下降的可能性不大，后续对公司业绩贡献幅度或将减弱。估值层面，目前大部分家电企业估值仍处低位。

展望2024年，我们认为家电板块机会仍存，建议把握三条投资主线：一是出口链的结构性机会。2023Q2起家电出口需求回暖，目前大家电在新兴市场发展潜力较大、扫地机海外迭代需求较高、智能投影海外仍属蓝海市场以及欧美小家电换新年限将至更新需求逐步释放，因此我们建议关注在家电行业出口整体增速回升背景下具备优质产品力及渠道力的细分赛道龙头。二是房地产预期改善下，厨电板块的配置机会。2023年下半年起，我国房地产利好政策频出，多地落实“认房不认贷”及取消限购政策，大量政策出台或将改善房地产向下预期，我们认为地产后周期属性相对较强的厨电板块估值有望修复。三是关注购买力回升背景下，可选家电品类业绩弹性。2023年智能微投、清洁电器等可选家电品类竞争加剧，且部分个股估值下杀明显，但可选品类长期来看在我国渗透率依旧有较大提升空间。在23年低基数利好下，我们重点推荐自身具有 $\alpha$ 属性且有望在行业复苏背景下市占率强势提升的细分赛道龙头。

- **白电：多元化拓展与品牌出海为核心关键**。2024年冰洗内销及空调外销仍有改善空间，建议关注在内销市场通过差异化竞争与模式创新有望穿越周期，以及品牌出海加速、全球竞争力提升的白电企业。大部分龙头个股业绩韧性充足，但估值处在近三年低位，投资价值凸显，如通过卡萨帝高端引领及全球化战略提升竞争力的**海尔智家**和多元化、全球化发展，并稳步推进TO B与TO C业务协同的**美的集团**，同时积极关注供应链与渠道转型成效渐显，高分红率的**格力电器**。
- **厨电：渠道下沉与品类拓展为核心关键**。2023年下半年起大量地产政策出台或将改善房地产向下预期，我们认为地产后周期属性相对较强的厨电板块估值有望修复。推荐传统业务稳健发展，洗碗机业务快速发力以及渠道下沉布局积极的**老板电器**。
- **小家电：产品力强的可选品类有望受益**。（1）**厨小电**：2023年我国刚需厨小电品类表现较好，预计后续随购买力回升和海外补库需求提振，产品力强的可选品类有望实现较强业绩弹性。推荐出口小家电龙头**新宝股份**，多品类拓展的**苏泊尔**、**小熊电器**、**比依股份**等。（2）**清洁电器**：扫地机海外迭代需求较高，且长期渗透率提升空间大，建议积极关注并择机布局**石头科技**、**科沃斯**。
- **视听板块：技术创新与盈利改善为核心关键**。推荐影院业务恢复、创新车载业务逐步放量的激光显示领域龙头**光峰科技**。
- **零部件：多业务协同为主要发展方向**。建议关注产品格局稳定、梯队良好、汽零业务快速发展的**三花智控**。

## 3.2 重点个股：白电——多元化拓展与品牌出海为核心关键

**美的集团：**公司坚持C端主业的同时，持续深化在汽零、热管理系统及机器人等领域的布局，C端通过打造双高端品牌实现盈利优化，B端业务规模化也有望进一步提升业绩弹性。公司资金充沛，经营效率稳中有升，看好公司长期白电龙头的经营韧性。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为338.2/377.7/413.3亿元，维持“买入”评级。

**海尔智家：**公司全渠道、多元化及全球化发展具备较强抗风险能力；且公司通过加强套系化阵容及触点布局，带动卡萨帝业务稳中向好，展望后续，我们认为卡萨帝及海外自有品牌发展仍具备较高的业绩弹性。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为170.0/196.1/217.4亿元，维持“买入”评级。

**格力电器：**公司渠道直营化改革已见成效，空调渠道库存逐步消化，现金流持续改善。公司兼具低估值+高分红特性，当前市场环境和行业周期中，其性价比凸显。我们看好公司的渠道革新、长远规划、股东回馈以及公司作为空调龙头的长期发展实力。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为269.98/290.45/310.42亿元，维持“买入”评级。

表3：主要白电公司盈利预测

| 公司名称 | 2022年营收规模（亿元） | 2022年归母净利润规模（亿元） | 营收增速预测 |       |       | 归母净利润增速预测 |       |       | 投资评级 |
|------|---------------|------------------|--------|-------|-------|-----------|-------|-------|------|
|      |               |                  | 2023E  | 2024E | 2025E | 2023E     | 2024E | 2025E |      |
| 美的集团 | 3457.09       | 295.53           | 9.1%   | 8.0%  | 7.1%  | 14.4%     | 11.7% | 9.4%  | 买入   |
| 格力电器 | 1901.50       | 245.06           | 8.5%   | 6.8%  | 5.9%  | 10.2%     | 7.6%  | 6.9%  | 买入   |
| 海尔智家 | 2435.14       | 147.11           | 8.8%   | 7.4%  | 7.1%  | 15.6%     | 15.4% | 10.9% | 买入   |

资料来源：Wind，首创证券

## 3.2 重点个股：厨电——渠道下沉与品类拓展为核心关键

**老板电器：**公司作为厨电行业领导者，在深耕优势品类的同时，结合智能厨电概念不断扩展产品矩阵，未来洗碗机、集成蒸烤一体产品有望逐步放量。同时公司零售渠道不断完善升级，大宗客户结构持续优化，考虑到老厨房改造带来的增量空间，公司长期发展实力强劲。我们预计公司2023-2025年归母净利润为18.90/21.52/24.16亿元，维持“买入”评级。

**火星人：**困境之下修炼内功，渠道优化稳步推进，静待消费复苏公司业绩拐点向上。目前集成灶行业景气度有所回落，且行业内卷加大，但集成灶结构性机会仍存，公司坚持主业并不断加大研发投入，迭代新品有望增厚利润空间。我们预计公司2023-2025年归母净利润为3.27/3.80/4.22亿元，维持“买入”评级。

表4：主要厨电公司盈利预测

| 公司名称 | 2022年营收规模（亿元） | 2022年归母净利润规模（亿元） | 营收增速预测 |       |       | 归母净利润增速预测 |       |       | 投资评级 |
|------|---------------|------------------|--------|-------|-------|-----------|-------|-------|------|
|      |               |                  | 2023E  | 2024E | 2025E | 2023E     | 2024E | 2025E |      |
| 老板电器 | 102.72        | 15.72            | 10.2%  | 9.7%  | 8.6%  | 20.2%     | 13.9% | 12.2% | 买入   |
| 火星人  | 22.77         | 3.14             | -1.3%  | 11.7% | 9.1%  | 4.1%      | 16.2% | 11.1% | 买入   |

资料来源：Wind，首创证券

## 3.2 重点个股：小家电——产品力强的可选品类有望受益

**苏泊尔：**渠道布局持续优化，外销改善预期充分。公司在国内市场具备稳定的经销网络，与SEB的整合协同效应为公司带来稳定的出口订单，多品牌、全品类策略夯实公司核心竞争力。目前公司外销订单逐步恢复，国内市场持续进行品类拓展与渠道优化，公司业绩有望进一步提高。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为22.35/24.59/26.66亿元，维持“买入”评级。

**新宝股份：**在自主品牌运营+多品牌运作下，公司内销市场潜力仍存；此外，海外小家电去补库需求开启，低基数影响下公司外销收入有望逐季改善。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为10.06/11.84/13.15亿元，维持“买入”评级。

**小熊电器：**创意小家电领军企业，品牌力不断提升。公司系创意小家电龙头企业，重视细分品类拓展，研发升级带动产品力不断提升；此外，公司重视新渠道对用户需求的精准获取，持续加大线上抖快等新渠道建设力度，虽然短期国内小家电市场复苏回暖速度不及预期，但长期来看发展实力依旧强劲。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.55/5.63/6.66亿元，维持“买入”评级。

**石头科技：**公司系国内扫地机器人行业龙头，研发实力强劲，随国内消费逐步复苏，公司有望凭借多价位段覆盖与高质价比新品实现规模的进一步扩大；此外，公司在北美线下渠道（Target）取得突破，外销实现强劲复苏，考虑到扫极地海外成长性及石头品牌在全球份额的提升潜力，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为19.35/23.53/27.93亿元，维持“买入”评级。

**科沃斯：**年内公司积极开拓新品类，科沃斯品牌割草机、商业清洁机器人，添可食万系列产品正陆续推向海外市场，但国内洗地机市场竞争加剧及公司自身产品价格调整等不利因素也压制着公司的利润率。我们认为后续伴随公司产品结构调整与海外市场突破，盈利水平有望逐渐改善。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为9.70/13.13/17.34亿元，维持“买入”评级。

## 3.2 重点个股：小家电——产品力强的可选品类有望受益

**荣泰健康：**我国按摩椅行业渗透率仍低，未来提升空间大，公司自创立以来持续深耕于按摩椅行业，积极进行客户拓展与产品升级，产品与渠道布局领先，全球品牌力不断提升。考虑海外需求逐步回暖，我们看好公司作为按摩椅行业龙头的长期经营实力，预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.04/2.45/2.85亿元，维持“买入”评级。

**比依股份：**客户深耕叠加品类拓展，打开长期增长空间。公司持续深耕空炸等新兴小家电品类，并布局咖啡机赛道打开第二增长曲线，考虑到公司主营业务具有较高成长性、大客户订单逐步放量，以及新赛道咖啡机业务带来的增量空间，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.41/2.69/3.64亿元，维持“买入”评级。

表5：主要小家电公司盈利预测

| 公司名称 | 2022年营收规模（亿元） | 2022年归母净利润规模（亿元） | 营收增速预测 |       |       | 归母净利润增速预测 |       |       | 投资评级 |
|------|---------------|------------------|--------|-------|-------|-----------|-------|-------|------|
|      |               |                  | 2023E  | 2024E | 2025E | 2023E     | 2024E | 2025E |      |
| 苏泊尔  | 201.71        | 20.67            | 7.3%   | 9.2%  | 7.8%  | 8.1%      | 10.0% | 8.4%  | 买入   |
| 新宝股份 | 136.96        | 9.61             | 4.4%   | 10.2% | 6.0%  | 4.7%      | 17.6% | 11.0% | 买入   |
| 小熊电器 | 41.18         | 3.86             | 19.6%  | 15.9% | 9.7%  | 17.9%     | 23.6% | 18.4% | 买入   |
| 石头科技 | 66.29         | 11.83            | 31.3%  | 18.5% | 16.4% | 63.5%     | 21.6% | 18.7% | 买入   |
| 科沃斯  | 153.25        | 16.98            | 5.4%   | 18.7% | 13.3% | -42.9%    | 35.5% | 32.0% | 买入   |
| 荣泰健康 | 20.05         | 1.65             | -5.4%  | 15.6% | 12.0% | 24.7%     | 19.7% | 16.3% | 买入   |
| 比依股份 | 14.99         | 1.78             | 25.5%  | 23.0% | 36.3% | 35.6%     | 11.3% | 35.6% | 买入   |

资料来源：Wind，首创证券

## 3.2 重点个股：照明电工——渠道下沉与品类融合为核心关键

**公牛集团：**民用电工行业绝对龙头，品牌深入人心，渠道端护城河深厚。公司围绕电连接/智能电工照明/新能源三大赛道，不断推动产品渠道升级，且海外市场有序拓展，前景可期。考虑到消费复苏力度及企业提质增效，公司长期发展可期。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为37.84/43.72/50.15亿，维持“买入”评级。

**欧普照明：**公司作为我国照明电工领域头部企业，在消费复苏承压背景下持续深化内功，全价值链运营能力不断深化，同时海外业务稳步拓展，全球竞争力持续提升。综合考虑当前我国消费复苏节奏、地产销售竣工进度以及公司数字化改革提效力度，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为9.43/10.98/12.31亿元，维持“买入”评级。

表6：主要照明电工公司盈利预测

| 公司名称 | 2022年营收规模（亿元） | 2022年归母净利润规模（亿元） | 营收增速预测 |       |       | 归母净利润增速预测 |       |       | 投资评级 |
|------|---------------|------------------|--------|-------|-------|-----------|-------|-------|------|
|      |               |                  | 2023E  | 2024E | 2025E | 2023E     | 2024E | 2025E |      |
| 公牛集团 | 140.81        | 31.88            | 12.8%  | 14.4% | 14.1% | 18.7%     | 15.5% | 14.7% | 买入   |
| 欧普照明 | 72.70         | 7.84             | 7.3%   | 13.1% | 10.0% | 20.3%     | 16.4% | 12.1% | 买入   |

资料来源：Wind，首创证券

## 3.2 重点个股：视听及零部件——技术创新与盈利改善为核心关键

**光峰科技：**激光显示领域龙头企业，ALPD技术产业化持续推进。自公司切入车载赛道以来，在车载光学业务上持续突破。截至目前公司在AR-HUD、激光大灯与车载显示三大应用方向均取得定点，未来有望凭借光学技术优势获得新增量。我们预计公司2023-2025年归母净利润为1.66/2.33/3.45亿元，维持“买入”评级。

**三花智控：**2023年10月，公司公告称拟发行GDR并申请在瑞士证券交易所上市，并通过募集不超过50亿元人民币用于全球化生产基地建设、新能源汽车热管理部件生产项目以及机器人机电执行器研发项目等。公司产能布局逐步完善，全球化业务有望逐步放量，综合竞争实力进一步增强。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为31.63/39.38/49.95亿元，维持“买入”评级。

表7：主要视听及零部件公司盈利预测

| 公司名称 | 2022年营收规模（亿元） | 2022年归母净利润规模（亿元） | 营收增速预测 |       |       | 归母净利润增速预测 |       |       | 投资评级 |
|------|---------------|------------------|--------|-------|-------|-----------|-------|-------|------|
|      |               |                  | 2023E  | 2024E | 2025E | 2023E     | 2024E | 2025E |      |
| 光峰科技 | 25.41         | 1.2              | -4.4%  | 20.7% | 32.0% | 38.3%     | 40.4% | 48.1% | 买入   |
| 三花智控 | 213.48        | 25.73            | 25.9%  | 22.4% | 24.6% | 22.9%     | 24.5% | 26.8% | 买入   |

资料来源：Wind，首创证券

## 四、风险提示

**原材料价格大幅波动风险。**家电企业生产主要原材料为铜、铝、钢、ABS塑料等，其中铜、铝、钢材等原材料在家电营业成本中占比高，若原材料价格大幅上涨，将会对家电生产企业盈利能力产生不利影响。

**汇率大幅波动风险。**出口型家电企业受汇率波动影响较大，若人民币大幅波动，出口型家电公司产品在海外市场竞争力会受到影响，同时带来汇兑损益波动，从而影响其外销产品的收入与利润率水平。

**终端需求萎靡风险。**消费购买力下降、地产销售及交房下降等因素导致的零售终端需求疲弱，会一定程度压制家电等可选消费品需求释放，若未来终端需求持续萎靡，家电行业市场总规模可能会缩小，对行业内主要竞争企业产生冲击。

首席分析师：陈梦

电话：010-81152649

邮箱：[chenmeng@sczq.com.cn](mailto:chenmeng@sczq.com.cn)

SAC执证编号：S0110521070002

家电分析师：潘美伊

电话：010-81152646

邮箱：[panmeiyi@sczq.com.cn](mailto:panmeiyi@sczq.com.cn)

SAC执证编号：S0110524010001

# 法律声明

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

| 1. 投资建议的比较标准   |  | 评级                     | 说明                  |
|--|--|------------------------|---------------------|
| 投资评级分为股票评级和行业评级  |  | <b>股票投资评级</b>          | 买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 |
| 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准 |  | 增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 |                     |
|  |  | 中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 |                     |
|  |  | 减持 相对沪深300指数跌幅5%以上     |                     |
| 2. 投资建议的评级标准   |  | <b>行业投资评级</b>          | 看好 行业超越整体市场表现       |
| 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准                       |  | 中性 行业与整体市场表现基本持平       |                     |
|  |  | 看淡 行业弱于整体市场表现          |                     |

# 谢谢观看!