

家用电器

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

2023 年报业绩前瞻：低基数上的稳健修复

相对大盘走势



► 白电：内外销出货提速，公司经营多超预期

2023Q4 白电内外销出货环比多有提速，内销提速主因是基数低，但由于下半年市场对内销预期较悲观，这一表现还是略好于预期。外销显著快于 Q3，绝对规模已超前高，激烈去库存后补库存势能强，好于预期。国内零售方面，虽然需求绝对水平仍弱，但边际上并无太大变化，价格体系相对平稳，综合成本较稳定，受益于结构改善和规模增长，盈利预计持续好转。综上，白电四季度主营提速明显，盈利能力持续提升，整体经营表现仍略超预期。

► 黑电：内外销稳健复苏，成本压力有所缓解

2023Q4 彩电行业得益于终端产品结构持续改善以及海内外需求稳健复苏，预计总体销售稳中有升，奥维推总数据显示 10-11 月彩电内销全渠道零售额同比+4%，Q1/Q2/Q3 全渠道分别-18%/+2%/+1%，中国海关出口数据显示 10-11 月液晶彩电出口额同比+18%，Q1/Q2/Q3 分别+1%/+6%/+16%；目前 LCD TV 面板价格 10 月环比走入下行通道，预计企业成本压力或有所缓解，此外以海信、TCL 为代表的国产品牌有望凭借高端产品进一步提升全球份额。

► 厨电：后周期需求改善，坏账计提压力趋弱

10-11 月地产竣工同比+11%，Q1-Q3 累计+19%，驱动后周期需求释放；此外考虑到 2022Q4 受疫情影响，基数较低，当季厨电终端销额增速环比 Q3 明显提升，传统烟灶及洗碗机需求较优，集成灶表现仍偏弱。公司层面，集成灶龙头表现承压；传统龙头零售渠道均保持较优增长，且下沉、家装等渠道增量也有贡献，但工程渠道预计四季度表现偏弱，龙头收入增速环比改善。业绩方面，市场关注的坏账计提规模均相对可控，利润率同比恢复。

► 新兴小家电：内销景气缓步修复，清洁电器品牌出海

考虑到消费总体环境及产品迭代处于蓄力期，2023Q4 新兴小家电内销景气仅缓步修复，且品类间有所分化，其中扫地机凭借以价换量、产品结构调整实现较好增长，洗地机通过大幅降价实现销量快速增长；而洛图数据显示双十一期间投影仪线上销额同比-24%，10-11 月摄像头线上销额同比-3%，转为下滑。值得关注的是，凭借优秀产品力及海外渠道持续扩张，石头、科沃斯、追觅等国产清洁电器龙头持续抢占全球份额，贡献可观营收增量。

► 厨房&个护小电：内销景气依旧平淡，外销弹性显现

2023Q4 电商平台之间竞争依旧激烈，品牌营销效率走低，叠加双十二未发力营销，期内厨房及个护小家电整体景气较为平淡，其中抖音渠道维持较优增长，传统渠道承压；品类端除了豆浆机增速大幅改善外，其他均延续前三季度趋势。奥维推总数据显示，10-11 月厨房小电全渠道销额同比-7%，Q1/Q2/Q3 分别-7%/-8%/-12%。内销端景气不振，但外销端随着基数走低，增长弹性显现，苏泊尔、九阳及新宝当期经营均明显受益于外销大幅增长。

► 投资建议

2024 年家电内销有望迎来更新大周期，且出海前景可期，叠加估值分红优势突出，维持行业“强于大市”评级，建议关注：一、业绩稳增长确定性较强、高股息优势凸显的白电龙头，推荐美的集团、海尔智家、海信家电，关注格力电器；二、受益于格局优化及产品升级的黑电龙头，推荐海信视像；三、国内外渗透率及份额持续提升，品牌出海的代表扫地机龙头，推荐石头科技，关注科沃斯；此外，持续关注老板电器、苏泊尔、小熊电器等。

风险提示：1) 国内需求不及预期；2) 海外需求低预期；3) 原材料价格大幅上涨；4) 汇率大幅波动。

作者

分析师：管泉森
执业证书编号：S0590523100007
邮箱：guanqs@glsc.com.cn

分析师：孙珊
执业证书编号：S0590523110003
邮箱：sunshan@glsc.com.cn

分析师：贺本东
执业证书编号：S0590523110005
邮箱：hebd@glsc.com.cn

分析师：崔甜甜
执业证书编号：S0590523110009
邮箱：cuitt@glsc.com.cn

分析师：莫云皓
执业证书编号：S0590523120001
邮箱：moyh@glsc.com.cn

相关报告

1、《家用电器：淡季运行稳健，配置价值突出——家电行业 12 月月报及 1 月投资策略》2024.01.03
2、《家用电器：2024 年 1 月消费金股推荐》2023.12.31

正文目录

白电：Q4 内外销提速，收入盈利均向上	3
黑电：规模稳中有升，成本环比下行	4
厨电：竣工维持增长，龙头盈利恢复	4
新兴小电：景气趋于改善，龙头出海可期	5
厨房&个护小电：景气低位徘徊，外销弹性显现	5
附：重点跟踪上市公司 2023 年业绩前瞻	6
风险提示	12

图表目录

图表 1：主要白电行业内外销增速情况	4
图表 2：厨房大电单季度行业景气变化情况	5
图表 3：新兴小家电单季度同比情况	5
图表 4：厨房小电单季度同比情况	6
图表 5：2023Q4 与 2023E 家电公司业绩前瞻	11
图表 6：2023Q4 与 2023E 家电公司营收前瞻	11

白电：Q4 内外销提速，收入盈利均向上

2023Q4 白电内外销出货增速环比多有提升，均价及成本相对平稳，同期基数偏低，收入规模回升情况下，盈利能力保持提升趋势。

10-11 月出货数据来看，家用空调、冰箱、洗衣机及多联机内销分别同比-1%、+7%、+11%及+9%，快于 Q3，主要是 2022 年疫情致基数走低，但由于下半年市场对内销普遍较为悲观，这一表现还是略好于预期，另外 Q4 空调内销出货相对平稳，一定程度上缓解了 2024 年的基数压力。外销方面，家用空调、冰箱、洗衣机及多联机外销分别同比+21%、+66%、+46%及+22%，显著快于 Q3，虽然也有低基数，但绝对规模已经开始超过前高，海外需求有韧性突出的情况下，激烈去库存后产业短期补库存势能超预期，加上一带一路国家的出口增量，白电出口进一步提速。综合来看，Q4 白电内销出货好于市场悲观预期，外销表现则更为强势。

国内零售方面，奥维监测数据显示，10 月及 11 月空调线上和线下都有不错增长，冰洗线下增长较快但线上表现一般，价格体系相对平稳，白电中冰箱全渠道均价表现最好，内需绝对水平仍弱但边际上并无太大变化。成本方面，期内主要钢价及铜价同比有个位数涨幅，其余成本项仍有下滑，综合来看成本预计较为稳定。考虑到四季度白电公司主营均有提速，规模提升情况下，盈利能力持续改善。

图表1：主要白电行业内外销增速情况

时间	家用空调			冰箱			洗衣机			多联机		
	总销量	内销量	外销量	总销量	内销量	外销量	总销量	内销量	外销量	总销额	内销额	外销额
分季度												
2020Q1	-32%	-51%	-10%	-17%	-27%	-4%	-17%	-24%	-3%	-38%	-40%	-9%
2020Q2	-3%	-6%	2%	4%	3%	6%	-10%	-5%	-16%	12%	14%	-8%
2020Q3	8%	4%	17%	22%	8%	38%	7%	1%	15%	15%	16%	-6%
2020Q4	10%	1%	23%	26%	8%	52%	9%	8%	11%	17%	18%	4%
2021Q1	38%	66%	20%	45%	42%	49%	31%	23%	42%	96%	107%	8%
2021Q2	-1%	-8%	11%	-2%	-10%	8%	14%	2%	35%	33%	34%	8%
2021Q3	2%	1%	5%	-10%	-9%	-10%	6%	-1%	-14%	25%	26%	10%
2021Q4	0%	-3%	5%	-8%	-7%	-9%	-5%	-4%	-5%	7%	6%	12%
2022Q1	4%	1%	5%	-5%	-1%	-8%	-9%	-4%	-14%	21%	20%	31%
2022Q2	-5%	-1%	-10%	-13%	-12%	-14%	-12%	-6%	-15%	-2%	-3%	20%
2022Q3	-2%	2%	-8%	-14%	1%	-27%	-1%	-9%	6%	10%	9%	36%
2022Q4	-5%	-5%	-4%	-19%	2%	-39%	-11%	-14%	-5%	-5%	-7%	20%
2023Q1	5%	17%	-5%	-6%	-3%	-10%	7%	-2%	19%	14%	12%	29%
2023Q2	20%	30%	4%	18%	13%	23%	22%	5%	47%	17%	15%	49%
2023Q3	7%	1%	21%	23%	4%	46%	17%	1%	39%	0%	-1%	17%
2023M10-11	9%	-1%	21%	39%	7%	66%	25%	11%	46%	10%	9%	22%
分年度												
2018	6%	10%	5%	0%	-4%	6%	2%	3%	2%	-	-	-
2019	-1%	-1%	-1%	3%	1%	6%	1%	-1%	5%	-	-	-
2020	-6%	-13%	5%	9%	-2%	23%	-2%	-4%	2%	15%	17%	-5%
2021	8%	6%	11%	2%	0%	5%	6%	4%	10%	31%	32%	12%
2022	-2%	0%	-3%	-13%	-3%	-22%	-8%	-8%	-7%	5%	3%	27%
2023M1-11	11%	24%	6%	14%	5%	25%	17%	3%	37%	10%	8%	29%

资料来源：产业在线，国联证券研究所

黑电：规模稳中有升，成本环比下行

得益于终端结构持续改善以及海内外需求稳健复苏，预计彩电行业总体销售稳中有升，奥维推总数据显示 10-11 月彩电内销全渠道零售额同比+4%，Q1/Q2/Q3 全渠道分别-18%/+2%/+1%，中国海关出口数据显示 10-11 月液晶彩电出口额同比+18%，Q1/Q2/Q3 分别+1%/+6%/+16%，同时 LCD TV 面板价格 10 月环比走入下行通道，预计成本端压力或有所缓解，此外以海信、TCL 为代表的国产品牌有望凭借 MiniLED 背光、激光电视、QD 等高端产品进一步提升全球 TV 市场份额。

厨电：竣工维持增长，龙头盈利恢复

10-11 月地产竣工增速同比+11%，Q1-Q3 累计同比+19%，竣工仍维持较优增长，驱动后周期需求释放；此外，考虑到 2022Q4 受疫情影响，同期销售基数较低，厨电行业终端销额增速环比 Q3 明显提升，传统烟灶及洗碗机需求较优，集成灶表现仍偏弱。参考奥维推总，10-11 月油烟机、燃气灶、洗碗机、集成灶全渠道零售额分别同比+16%、+13%、+16%、-8%，其中线下分别+13%、+12%、+23%、-5%，线上分别+19%、+13%、+12%、-18%。公司层面，集成灶龙头表现承压，传统龙头表现较优。传统龙头零售渠道均保持较优增长，且下沉、家装等渠道增量也有贡献，但工程渠道预计四季

度表现偏弱，整体龙头收入增速环比改善。业绩方面，市场最为关注的坏账计提规模均相对可控，整体利润率同比恢复，业绩表现快于收入。

图表2：厨房大电单季度行业景气变化情况

时间	全渠道推总-零售额同比				线上推总-零售额同比				线下推总-零售额同比			
	油烟机	燃气灶	洗碗机	集成灶	油烟机	燃气灶	洗碗机	集成灶	油烟机	燃气灶	洗碗机	集成灶
2021Q1	89%	60%	52%	163%	81%	61%	17%	159%	95%	60%	86%	164%
2021Q2	2%	-3%	14%	46%	14%	8%	13%	36%	-3%	-9%	14%	49%
2021Q3	-10%	-10%	-2%	27%	-5%	-7%	6%	8%	-13%	-12%	-6%	31%
2021Q4	-7%	-5%	13%	19%	-3%	-5%	12%	33%	-9%	-6%	13%	15%
2022Q1	-7%	-5%	21%	19%	7%	0%	11%	24%	-15%	-8%	26%	18%
2022Q2	-10%	-8%	7%	4%	5%	-2%	14%	14%	-18%	-12%	0%	2%
2022Q3	-11%	-9%	-3%	-2%	2%	-4%	1%	7%	-17%	-12%	-7%	-4%
2022Q4	-15%	-19%	-5%	-9%	2%	-5%	8%	5%	-25%	-28%	-17%	-13%
2023Q1	-5%	-10%	3%	0%	-2%	-7%	-1%	-8%	-7%	-13%	5%	2%
2023Q2	9%	7%	8%	-1%	11%	7%	2%	-9%	8%	7%	14%	1%
2023Q3	4%	2%	10%	-7%	-1%	-2%	-3%	-17%	6%	5%	19%	-5%
2023M10-11	16%	13%	16%	-8%	19%	13%	12%	-18%	13%	12%	23%	-5%

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

新兴小电：景气趋于改善，龙头出海可期

2023Q4 新兴小家电总体景气已有改善迹象，但考虑到消费环境总体情况以及产品迭代处于蓄力期，后续景气仍有进一步改善空间，其中扫地机凭借以价换量、产品结构调整实现较好销额增长，洗地机通过大幅降价实现销量快速增长。奥维数据显示，10-11月清洁电器全渠道销额同比+13%，Q1/Q2/Q3全渠道分别-2%/+7%/+4%，其中10-11月扫地机全渠道销额同比+24%，洗地机线上销额同比+19%；洛图数据显示，双十一期间投影仪线上销额同比-24%，10-11月摄像头线上销额同比-3%，转为下滑。外销方面，凭借优秀的产品力以及海外渠道持续扩张，石头、科沃斯、追觅等国产清洁电器品牌正持续抢夺全球份额。

图表3：新兴小家电单季度同比情况

	额同比					量同比					价同比				
	清洁电器	扫地机	洗地机	投影仪	摄像头	清洁电器	扫地机	洗地机	投影仪	摄像头	清洁电器	扫地机	洗地机	投影仪	摄像头
22Q1	-3%	-3%	75%	12%	-	-17%	-38%	67%	22%	-	17%	58%	5%	-8%	-
22Q2	15%	18%	54%	19%	-	-6%	-20%	61%	37%	-	23%	47%	-4%	-13%	-
22Q3	5%	2%	38%	11%	-	-14%	-27%	56%	35%	-	21%	38%	-11%	-18%	-
22Q4	0%	-2%	33%	-5%	-	-18%	-17%	47%	22%	-	23%	18%	-9%	-22%	-
23Q1	-2%	-11%	22%	-4%	-2%	-15%	-15%	40%	8%	-14%	15%	4%	-13%	-11%	15%
23Q2	7%	7%	9%	-24%	37%	-4%	3%	32%	-19%	28%	11%	4%	-18%	-6%	7%
23Q3	4%	8%	2%	-14%	49%	2%	4%	25%	10%	47%	2%	4%	-18%	-22%	2%
23M10-11	13%	24%	19%	-	-3%	9%	14%	42%	-	19%	3%	9%	-16%	-	-18%

资料来源：奥维云网，洛图科技，国联证券研究所（洗地机、摄像头为线上渠道数据，其余为全渠道）

厨房&个护小电：景气低位徘徊，外销弹性显现

※厨房&个护小家电：Q4 电商平台之间竞争依旧激烈、品牌营销效率走低且双12未发力背景下，小家电景气仍低位徘徊，其中抖音渠道维持较优增长，传统渠道承压；品类端除了豆浆机增速大幅改善外，其他均延续前三季度趋势。奥维推总数据显示，10-11月厨房小电全渠道销额同比-7%，Q1/Q2/Q3全渠道分别-7%/-8%/-12%。品类端，

空炸/破壁机延续较大下滑，电蒸锅及咖啡机维持双位数增长，电水壶及电饭煲表现平稳，豆浆机增速则大幅改善。内销端环境变化不大，但外销端随着基数走低，增长弹性显现，苏泊尔、九阳及新宝的整体表现均明显受益于外销大幅增长。

图表4：厨房小电单季度同比情况

时间	全渠道推总			线上推总			线下推总		
	零售量	零售额	零售均价	零售量	零售额	零售均价	零售量	零售额	零售均价
	yoy	yoy	yoy	yoy	yoy	yoy	yoy	yoy	yoy
2022Q1	1%	3%	2%	3%	8%	5%	-12%	-8%	3%
2022Q2	3%	12%	8%	7%	21%	14%	-18%	-12%	7%
2022Q3	14%	10%	-3%	22%	25%	3%	-24%	-20%	6%
2022Q4	12%	4%	-8%	18%	13%	-4%	-24%	-22%	2%
2023Q1	0%	-7%	-7%	2%	-7%	-9%	-15%	-7%	9%
2023Q2	4%	-8%	-12%	7%	-7%	-13%	-14%	-12%	3%
2023Q3	-3%	-12%	-9%	-2%	-13%	-11%	-6%	-7%	-1%
2023M10-11	-1%	-7%	-6%	-1%	-9%	-8%	4%	4%	0%

资料来源：奥维推总，国联证券研究所

附：重点跟踪上市公司 2023 年业绩前瞻

白电——

美的集团：公司 2022Q4 收入及业绩分别同比-8%及-1%，基数较低。收入端来看，预计 23Q4 公司内销外销增速环比均有所提升，内销空调安装卡表现抢眼，预计单季或达 15%~20%，全年增速超过双位数，冰洗及小家电延续恢复趋势，双 11 期间国内家电 GMV 同比近 20%，综合来看，单季内销或有望双位数增长；外销方面，23 年开始公司代工接单改善明显，接单到收入传递周期一般是 3-6 月，Q3 开始公司外销表现就有所好转，预计 Q4 延续提速趋势，且从目前在手订单来看，外销 24 年上半年有望持续实现较快增长，家电 OBM 业务从 20 年开始便作为公司战略重点，增速预计好于代工，综合来看，家电外销或实现大个位数到双位数增长。B 端增速总体较为平稳，楼宇短期仍受海外热泵和国内商业地产影响，KUKA 延续稳健增长趋势，工业技术中新能源相关业务高增，家电相关业务预计稳健增长；此外科陆并表对 B 端增速有提振。盈利能力方面，成本改善、结构升级及规模回升情况下，预计盈利能力同比保持提升趋势。综上所述，预计 23Q4 美的收入同比+10%左右，业绩同比约+20%左右（据此推算，公司 2023 年全年收入同比+8.10%，业绩同比+14.43%）。

海尔智家：2022Q4 公司收入及业绩分别同比+2%及-3%，基数不高。收入端来看，预计 23Q4 主营增速环比 Q3 略有提速，主要是国内低基数基础上改善，冰洗预计稳健增长，空调仍相对较好，卡萨帝环比有一定提速；海外 2022 年因汇率贡献，收入基数偏高，即便如此，预计 Q4 公司海外仍有中个位数增长表现，其中北美延续小幅增长走势，其余区域更快。业绩方面，卡萨帝增速回升加上海外毛利改善，预计整体毛利率将延续提升趋势，同时 2022 年 Q4 运费增加，加上收入放缓，费用率有短暂提升，而 23 年以来上述因素影响消除，预计费用率保持改善趋势，盈利能力稳步提升。中长期来看，高端品牌占比提升、海外规模效应显现以及经营降本增效三大逻辑，

仍将持续推动盈利能力上行。综上所述，我们预计 2023Q4 海尔收入同比+7%左右，业绩同比+12.5%左右(据此推算，公司 2023 年全年收入同比+7.40%，业绩同比+12.67%)。

※格力电器：公司已披露全年业绩预告，公司预计 2023 年营业总收入为 2050~2100 亿，同比+7.8%~+10.4%；归母净利润 270~293 亿，同比+10.2%~+19.6%；扣非归母净利润 261~278 亿，同比+8.8%~+15.9%；据此推算，公司 2023Q4 营业总收入 492~542 亿，同比+18%~+30%；归母净利润 69~92 亿，同比+11%~+48%；扣非归母净利润 69~86 亿，同比+27%~+58%。公司 22Q4 总收入及归母净利润分别同比-17%及-16%，基数很低，加上 Q3 末合同负债仍是历史同期偏高，Q4 主营高弹性符合预期，业绩方面，随着规模稳步回升和渠道改革持续推进，预计公司盈利能力也将大概率保持改善趋势。综上，预计格力 23Q4 主营收入同比+24%左右，业绩同比+28%左右（据此推算，公司 2023 年全年收入同比+9.20%，业绩同比+14.38%）。

※海信家电：收入端，海信家电 10-11 月产业在线口径家空内/外销量分别同比+11%/+23%，预计家空总体表现较好，公司 10-11 月产业在线冰箱内/外销量分别同比+15%/+91%，均呈现改善趋势，尤其是外销部分，海信日立 10-11 月产业在线中央空调额同比实现增长，预计 Q4 也延续增长趋势，综上，预计海信家电 2023Q4 收入同比+17%左右；盈利端，预计公司产品结构改善与内部效率提升等均对盈利能力提升有所帮助，但考虑到 Q4 或计提 1 亿元左右激励费用，预计海信家电 2023Q4 业绩同比持平，还原激励费用后预计 Q4 同比+30%左右（据此推算，公司 2023 年全年收入同比+14.54%，业绩同比+94.51%）。

※海容冷链：公司期内原有大客户及新客户表现均较好，海外市场增长较快；Q4 作为新周期的开端，主要是大客户产品的生产交付，而大客户基础订单总体较为稳健，加上 22Q4 公司交付受疫情影响，使得收入和业绩分别同比-12%及-23%，基数偏低；综合来看，预计公司 Q4 收入将会在 Q3 基础上进一步提速，有望达成全年收入目标（32~33.5 亿元）下限，据此推算公司 Q4 收入规模约为 7 亿元。业绩方面，由于同期基数低，规模回升、产品及客户结构持续改善、原材料价格总体低位的情况下，预计公司 23Q4 业绩弹性将较为突出。综上所述，预计海容 23Q4 主营收入同比+20%左右，业绩同比+80%左右（据此推算，公司 2023 年全年收入同比+10.29%，业绩同比+36.46%）。

黑电——

※海信视像：收入端，海信视像 10-11 月产业在线口径 LCD TV 内/外销量分别同比-2%/+6%，奥维数据显示国内海信系彩电线上/线下均价分别同比+30%/+5%，终端价格处于上行通道，考虑到公司正处于全球海内外抢份额阶段，预计公司 2023Q4 收入同比+12%左右，竞争力持续显现；盈利端，Q4 LCD TV 面板价格环比步入下行，成本压力有所释放，毛利率表现值得期待，但基于战略规划节奏调整，预计四季度公司

相关费用投放力度有所加大，在此影响下预计公司 2023Q4 业绩同比-5%左右，随着投放成效逐步显现，公司后续经营表现值得期待（据此推算，公司 2023 全年收入同比+18.15%，业绩同比+29.33%）。

厨电——

※老板电器：Q4 烟机及灶具行业零售额增长双位数，预计公司零售及电商渠道仍延续较优增长，在此驱动下，预计公司单季度收入同比+11%左右。业绩端，四季度仍有部分坏账损失计提，但整体规模可控，我们预计剔除坏帐后的归母净利润与收入增速相近。综上，预计公司 Q4 收入+11%左右，业绩+40%左右（据此推算，公司 2023 全年收入+10.03%，业绩+17.49%）。

※华帝股份：Q4 烟灶行业增速双位数，配合公司高端新品系列的销售驱动，传统电商及线下渠道增长较优；海外 Q4 也转为稳健正增；拖累项主要是工程渠道，延续二季度末以来的下滑；综合预计收入+10%。业绩端，经营性净利率维持提升，坏账计提 2023 年分摊至 Q3\Q4 两个季度，对业绩的压力明显减少，单季度预计恢复正常盈利水平。综上，预计公司 Q4 收入+10%左右，业绩预计达到 1.0 亿左右（据此推算，公司 2023 全年收入同比+5.63%，业绩同比+221.22%）。

※火星人：Q4 集成灶市场需求仍相对平淡，10-11 月行业线上、线下销额分别-18%、-5%，线下基数偏低；在此背景下公司收入承压，其中电商渠道小幅下滑。业绩端，公司推进内部降本增效预计仍有贡献，但考虑到 Q4 促销旺季，费用投入较大，而收入未及预期，预计费用率提升，此外信托产品坏账计提对当期业绩拖累较大。综上，预计公司 Q4 收入-6%左右，业绩-30%左右（据此推算，公司 2023 全年收入同比-4.79%，业绩同比-7.94%）。

※浙江美大：Q4 集成灶市场需求线下下滑 5%、线上下滑 18%，线下基数低且压力相对偏小，预计公司整体收入下滑个位数；业绩端，考虑到 22Q4 净利率水平明显偏离正常中枢，预计仍将迎来一定修复；综上，预计公司 Q4 收入-8%左右，业绩-5%左右（据此推算，公司 2023 全年收入同比-9.34%，业绩同比-2.92%）。

※亿田智能：Q4 集成灶市场需求仍相对平淡，公司整体收入预计仍有承压，综合考虑公司产品结构升级、新渠道增量，预计综合收入小幅下滑，表现优于行业；业绩端，考虑到收入规模并未实现增长，且 Q4 是促销力度较大的季度，预计公司整体盈利能力有一定压力。综上，预计公司 Q4 收入-5%左右，业绩-8%左右（据此推算，公司 2023 全年收入同比-2.68%，业绩同比+4.87%）。

照明与电工——

※公牛集团：22Q4 因疫情影响，公司部分业务增速放缓，形成了经营低基数；在此背景下，Q4 收入增长环比提速；其中各项业务趋势与前三季度相近，传统业务

稳健增长且新业务增量持续释放；利润端，公司 2023 年实施的降本增效效果仍在持续，预计公司单季度净利率同比仍有提升。综上，预计公司 Q4 收入+13%左右，业绩+18%左右（据此推算，公司 2023 全年收入同比+11.37%，业绩同比+18.84%）。

※欧普照明：收入方面，预计公司家居渠道表现较好，而在经济整体环境影响下，商照业务表现或不及此前，同时预计电商渠道依托大促有所改善，海外或延续增长，综上，预计欧普 2023Q4 收入同比+8%左右；盈利方面，预计电商渠道产品结构改变以及全案照明的推广或对业绩均有支撑，但有一定销售费用投放以支撑线上大促等，综上，预计欧普 2023Q4 业绩同比-5%左右（据此测算，公司 2023 全年收入同比+7.08%，业绩同比+17.70%）。

新兴小家电——

※石头科技：收入方面，奥维云网数据显示 10-11 月石头品牌清洁电器线上销售额同比+36%，P 系列销售情况较好，预计公司内销延续 2023 年以来的优秀表现，且参考海外搜索指数数据，公司 S 系列在欧、美地区销售较好，Q 系列在北美增长势头也有所显现，预计外销收入增速较快，综上，预计石头科技 2023Q4 收入同比+35%左右；盈利方面，考虑到公司多价格带布局策略日益成熟，预计石头科技 2023Q4 业绩有望同比+95%左右（据此测算，公司 2023 年全年收入同比 31.36%，业绩同比+69.07%）。

※科沃斯：收入方面，奥维云网数据显示 10-11 月科沃斯品牌清洁电器线上销售额同比-10%，添可品牌同比+2%，合计-4%，综合考虑到公司抖音、线下以及海外渠道销售表现，预计公司 2023Q4 收入同比持平；盈利方面，考虑到电商大促与渠道扩张有对应营销投入，且洗地机产品价格或有一定回调，奥维数据显示 10-11 月添可品牌线上均价同比-11%，综合影响下，预计科沃斯 2023Q4 盈利同比-60%左右（据此测算，公司 2023 年全年收入同比+2.66%，业绩同比-50.89%）。

※萤石网络：尽管消费总体环境对于摄像头景气的影响开始有所显现，但在智能门锁等硬件第二增长曲线的加持、云平台服务业务收入的支撑、海内外渠道扩张以及上年同期收入低基数的支撑下，预计萤石 2023Q4 收入同比+15%左右；考虑到公司盈利基本盘云平台业务增长势头稳健，预计公司盈利能力总体仍处于改善通道，我们预计萤石 2023Q4 业绩同比+65%左右（据此测算，公司 2023 年全年收入同比+12.69%，业绩同比+77.02%）。

※极米科技：四季度智能微投行业内需仍然承压，洛图数据显示 2023 年双十一行业线上销售额同比-24%，因此极米收入压力仍存，战报数据显示极米双十一销量小幅波动，但考虑到价格下沉，预计 Q4 公司内销线上收入有所下滑，叠加公司日本业务或受经济环境影响有所波动，综合预计极米 2023Q4 收入同比-10%左右；2023 年以来智能微投头部品牌纷纷调整 DLP 产品均价以应对消费环境改变，预计公司盈利能力承压，但考虑到四季度研发费用加计扣除对所得税有所减免，综合影响下，预计极米

2023Q4 业绩同比-90%左右（据此测算，公司 2023 年全年收入同比-14.08%，业绩同比-79.39%）。

※光峰科技：收入端，一方面 Q4 全国影院票房有望在 2022 年低基数基础上实现较快增长，公司放映服务业务或受益，另一方面双十一智能微投总体景气仍然承压，预计公司中高端整机与相关产业链业务或有压力，小明品牌在性价比较好的基础上实现较好表现，综上，预计光峰 2023Q4 收入同比+10%左右；盈利端，公司盈利能力较好的放映服务业务占比或提升，但考虑到公司车载业务或需加强研发投入、C 端业务需要一定销售费用投入，综上，预计光峰 2023Q4 业绩同比持平左右（据此测算，公司 2023 年全年收入同比-6.24%，业绩同比+31.25%）。

厨房&个护小家电——

※小熊电器：Q4 小家电整体线上零售规模仍在下滑，同时公司 22 年双 11、双 12 大力促销，零售 GMV 增速基数较高；在此背景下，小熊四季度零售端承压；但收入维度，22 年疫情影响发货使得收入确认基数并不高，同时结合电商新渠道增量，线下及海外收入延续较优增长驱动，Q4 公司收入仍维持平稳表现。利润端，考虑到行业竞争加剧、费用投入效率预计同比降低，且抖音等低盈利能力渠道占比提升，预计归母净利率同比 2022 年仍有下滑；综上，预计公司 Q4 收入+3%左右，业绩-15%左右（据此测算，公司 2023 年全年收入同比+16.08%，业绩同比+13.78%）。

※新宝股份：Q4 小家电线上零售规模仍在下滑，同时消费风格偏向性价比，摩飞及东菱的品牌销售仍有承压；百胜图在咖啡机维持增长背景下，预计延续较优增长表现；公司内销预计维持下滑；外销层面，低基数+海外订单环比增加，预计整体维持 Q3 高增趋势。利润端，考虑到外销收入规模恢复，预计净利率同比 22Q4 有所修复；综上，预计公司 Q4 收入+20%左右，业绩+65%左右（据此测算，公司 2023 年全年收入同比+4.62%，业绩同比-3.26%）。

※荣泰健康：Q4 以来，公司外销核心市场韩国的订单明显恢复，北美市场需求表现也较超预期，结合 22Q4 偏低的外销基数，Q4 外销预计实现了 30%-40%的增长；内销端，四季度线上仍有一定压力，但线下出货表现较优；利润端，四季度公司仍在积极推进内部降本增效、产品结构升级以保障业务的盈利能力。综合上述，预计公司 Q4 收入+20%左右，业绩+40%左右（据此测算，公司 2023 年全年收入同比-8.76%，业绩同比+25.26%）。

※倍轻松：Q4 以来公司对电商渠道的诉求由 GMV 增长转为增长与盈利质量兼具，在此背景下抖音 GMV 增速环比降速，久谦数据显示 Q2\Q3 抖音 GMV 增长接近 10 倍，10-11 月增长 4 倍，传统渠道 GMV 增速也有降速。综合线上预计增长 30-40%。线下渠道对比 22 年同期，收入仍在修复；整体预计 Q4 收入增长 40%；利润端，考虑到公司改变电商渠道策略、内部降本增效，提高经营质量，Q4 利润环比前期已有明显改

善；综上，预计公司 Q4 收入+40%左右，业绩扭亏为盈，实现 2400 万左右归母净利润（据此测算，公司 2023 年全年收入同比+43.70%，实现 800 万的业绩，同比扭亏）。

图表5：2023Q4 与 2023E 家电公司业绩前瞻

业绩 (亿元)	公司	22Q4	23Q4E	同比	22A	23E	同比
白电	美的集团	50.84	61.00	20%	295.54	338.18	14.4%
	海尔智家	30.45	34.26	13%	147.11	165.75	12.7%
	格力电器	62.02	79.39	28%	245.07	280.31	14.4%
	海信家电	3.65	3.65	0%	14.35	27.91	94.5%
	海容冷链	0.24	0.43	80%	2.92	3.99	36.5%
黑电	海信视像	5.72	5.43	-5%	16.79	21.72	29.3%
厨电	老板电器	3.39	4.74	40%	15.72	18.47	17.5%
	华帝股份	-1.38	1.00	扭亏	1.43	4.60	221.2%
	火星入	0.96	0.67	-30%	3.15	2.90	-7.9%
	浙江美大	0.79	0.75	-5%	4.52	4.39	-2.9%
照明&电工	亿田智能	0.49	0.45	-8%	2.10	2.20	4.9%
	公牛集团	8.27	9.76	18%	31.89	37.89	18.8%
小家电	欧普照明	2.78	2.64	-5%	7.84	9.23	17.7%
	石头科技	3.28	6.40	95%	11.83	20.01	69.1%
	科沃斯	5.76	2.30	-60%	16.98	8.34	-50.9%
	萤石网络	1.14	1.88	65%	3.33	5.90	77.0%
	极米科技	1.72	0.17	-90%	5.01	1.03	-79.4%
	光峰科技	0.28	0.28	0%	1.19	1.57	31.1%
	小熊电器	1.46	1.24	-15%	3.86	4.40	13.8%
	新宝股份	1.18	1.94	65%	9.61	9.30	-3.3%
	荣泰健康	0.39	0.54	40%	1.64	2.06	25.3%
倍轻松	-0.67	0.24	扭亏	-1.24	0.08	-106.2%	

资料来源：iFind，国联证券研究所

图表6：2023Q4 与 2023E 家电公司营收前瞻

收入 (亿元)	公司	22Q4	23Q4E	同比	22A	23E	同比
白电	美的集团	739.34	813.27	10%	3457.09	3737.07	8.1%
	海尔智家	587.65	628.78	7%	2435.14	2615.36	7.4%
	格力电器	418.07	518.41	24%	1901.51	2076.53	9.2%
	海信家电	170.89	199.94	17%	741.15	848.94	14.5%
	海容冷链	5.88	7.05	20%	29.05	32.04	10.3%
黑电	海信视像	132.27	148.14	12%	457.38	540.40	18.2%
厨电	老板电器	30.35	33.68	11%	102.72	113.02	10.0%
	华帝股份	15.59	17.15	10%	58.19	61.46	5.6%
	火星入	6.35	5.97	-6%	22.77	21.68	-4.8%
	浙江美大	4.36	4.01	-8%	18.34	16.63	-9.3%
	亿田智能	3.13	2.98	-5%	12.76	12.42	-2.7%
照明&电工	公牛集团	36.07	40.76	13%	140.81	156.83	11.4%
	欧普照明	20.64	22.71	10%	72.70	77.85	7.1%
小家电	石头科技	22.36	30.19	35%	66.29	87.08	31.4%
	科沃斯	52.00	52.00	0%	153.25	157.32	2.7%
	萤石网络	11.69	13.45	15%	43.06	48.53	12.7%
	极米科技	13.40	12.06	-10%	42.22	36.28	-14.1%
	光峰科技	6.65	7.32	10%	25.41	23.83	-6.2%
	小熊电器	14.19	14.62	3%	41.18	47.80	16.1%
	新宝股份	29.79	35.74	20%	136.96	143.29	4.6%
	荣泰健康	4.43	5.31	20%	20.05	18.29	-8.8%
倍轻松	2.47	3.46	40%	8.96	12.87	43.7%	

资料来源：iFind，国联证券研究所

风险提示

1、国内需求不及预期。我们预计接下来几个季度国内需求至少能够维持在 2023Q3 的水平，暂不做高景气预期，这一预测的重要前提条件是地产需求未再进一步大幅下滑，住宅销售至少能够保持在弱平稳区间，如上述假设受政策或宏观经济恢复节奏扰动，最终未能达成，存在国内需求不及预期的风险。

2、海外需求低预期。家电主要公司均有一定或较高比例的海外收入；目前，北美受联储持续加息影响，需求有进一步走弱的可能，需要持续跟踪；同时，欧洲地缘政治影响仍在持续，后续需要关注其对欧洲市场需求的边际影响；当前预测建立在欧美后续需求至少维持在 2023 年下半年的水平，若进一步下滑，则有海外需求低预期的风险。

3、原材料价格大幅上涨。原材料占主要家电公司营业成本的比例在 80%以上，以钢、铜、塑等为主，目前盈利预测建立在原材料价格总体平稳，至多能够容忍部分材料出现个位数同比涨幅，若超过这一水平，盈利能力可能会有不达预期甚至是下行的风险。

4、汇率大幅波动。2023 前三季度汇率贬值利好外销型公司出口竞争力及外币定价业务毛利率提升，家电公司外销业务普遍提速；Q4 以来汇率呈现高位企稳态势，但考虑 2022Q4 汇率整体处于相对高位，若后续海外经济放缓、中美利差收敛超预期演化，存在汇率升值压制出口的风险。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

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

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

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼