

## 家用电器

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

### 基于区域拆分看出口景气持续性

#### ► 24年以来家电出口两年CAGR超越历史增速区间

2024Q1 家电出口数量/人民币额/美元额分别同比+24%/+16%/+12%，前2月表观增速延续了2023年8月以来的强劲表现，3月基数显著走高，读数如期回落，但剔除基数扰动的两年CAGR增速却进一步提升，前两月这一口径下，出口数量/人民币额同比均约为8%，3月升至12%，持续好于中个位数的历史增速区间。另外，目前白电出口排产仍有不错增长，多数外销企业反馈订单情况也较为乐观；综合来看，后续家电行业出口有望持续超预期。

#### ► 2023年，欧美需求偏弱但大家电出口已近新高

低基数阶段，凭借表观数据去分析趋势比较困难，从年度数据看会更清晰，也更有信心。2023年，在欧美市场主要家电需求量同比小到中个位数下降的情况下，我国约1/3的家电品类出口已经创下历史新高，大家电表现尤为亮眼，其中空调和洗衣机出口量较前高（2021年）分别同比+4%及+27%，冰箱和彩电虽然没有新高，但跟之前高点比，各自也只少了4万台和54万台，差距分别约为0.1%和0.5%，创新高近在咫尺；仅西式小家电恢复偏慢。

#### ► 新兴市场是2023年家电出口主要增量来源

欧美需求一般但我国出口创新高的主因是新兴市场表现较好，这从大家电出口表现优于西式小家电可得到印证。新兴市场地域上主要对应拉美、中东非及部分南亚/东南亚新兴经济体；分品类看，空调拉美、中东高增，欧洲复苏，北美筑底；冰箱冰柜拉美、非洲表现强劲，亚洲、欧洲恢复，除美国外其余国家出口普增；洗衣机出口普涨，量额均抹平了2022年跌幅，创历史新高，电视拉美占比提升明显。此外，供应链的替代与转移也有影响。

#### ► 欧美复苏&新兴场景气延续或持续强化出口

24年1-2月分区域数据显示新兴场景气延续，出口端的超预期或主要来自欧美，尤其是美国。高频数据来看，美国家电零售额自去年Q4起已恢复到小个位数增长，之前6Q是小个位数下滑，这一增速在5-10年维度也是中等偏上；同时，从家电家居产品库销比来看，美国库存仍在历史底部，并没有回升；此外，家电实际支出数据也从2023H2开始提速；欧洲整体消费者信心也在稳步回升。低库存下的需求趋势性好转有望带来出口高弹性。

#### ► 需求端虽然没有太亮眼，但比预期好一点

年初至今，家电指数以15%涨幅位居一级行业第4；白电指数以29%涨幅位居二级行业第二。诚然市场红利风格功不可没，但产业内来看，剔除基数因素后，年初至今需求端虽然没有太亮眼，但总体也比预期好一点，龙头业绩稳健表现有支撑。更新支撑下内销韧性强，政策端或有弹性；外销短期在欧美复苏及新兴场景气驱动下或持续超越过往表现，品牌出海看点十足。重点推荐质地优异经营稳健的白电龙头，积极关注出口链投资机会。

**风险提示：**海外需求不及预期，原材料成本上涨，空调库存大幅积累，外资大幅波动

#### 相对大盘走势



#### 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

联系人：蔡奕娴

邮箱：caiyx@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《家用电器：产业在线3月空调数据简评：销量同期新高，景气持续向上》2024.04.19
- 2、《家用电器：从家电回收拆解看以旧换新供给侧逻辑》2024.04.14

## 正文目录

1. 家电出口增速超越过往均值.....	3
2. 2023 年表现隐含着结构变化.....	4
3. 新高品类主要由新兴市场贡献.....	6
4. 需求好转带动下出口或超预期.....	7
5. 自上而下看筛选外需弹性.....	9
6. 维持行业“强于大市”评级.....	10
7. 风险提示.....	10

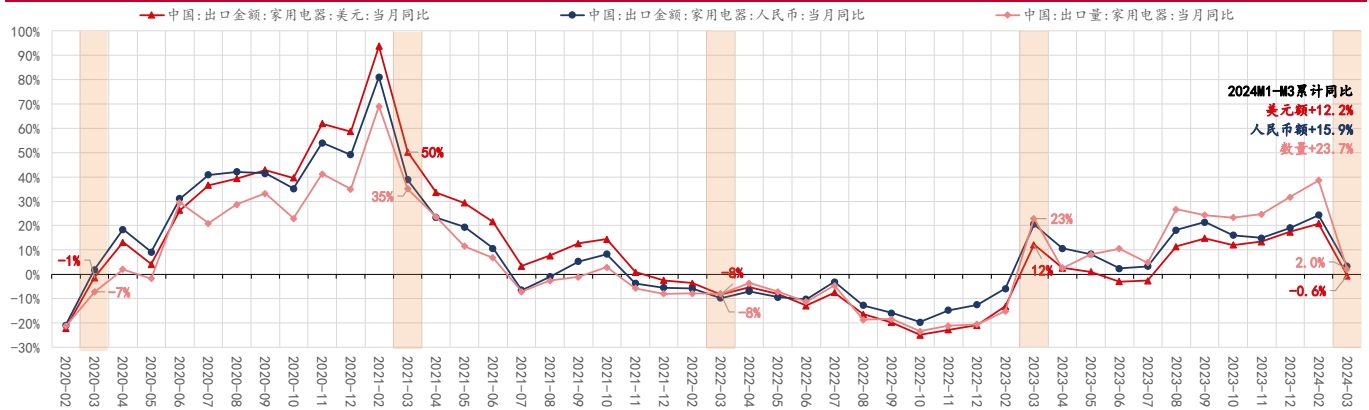
## 图表目录

图表 1: 2024 年 1-3 月家电出口表现好于预期.....	3
图表 2: 24 年 3 月家电出口量/人民币额 2 年 CAGR 均为+12%.....	3
图表 3: 24 年 1-3 月家电出口量及人民币出口额均为同期新高.....	3
图表 4: 主要家电品类 5 年、10 年及 15 年出口量复合增速.....	4
图表 5: 2024 年以来外销排产表现也好于预期.....	4
图表 6: 2023 年空调和洗衣机出口量为历史新高, 冰箱和彩电仅略低于前高 ...	4
图表 7: 2023 年, 除空调和个人护理外, 其余家电子类海外零售量均未回到前高	5
图表 8: 2023 年全球前 20 大空气调节设备市场需求表现.....	5
图表 9: 2023 年全球前 20 大冰箱市场需求表现.....	5
图表 10: 2023 年全球前 20 大洗衣机市场需求表现.....	6
图表 11: 2023 年全球前 20 大彩电市场需求表现.....	6
图表 12: 2023 年全球前 20 大吸尘器市场需求表现.....	6
图表 13: 2023 年全球前 20 大厨房大电市场需求表现.....	6
图表 14: 23 年空调出口额较前高分地区增长表现 (亿美元).....	6
图表 15: 23 年空调出口量较前高分地区增长表现 (万台).....	6
图表 16: 23 年冰箱柜出口额较前高分地区增长表现 (亿美元).....	7
图表 17: 23 年冰箱柜出口量较前高分地区增长表现 (万台).....	7
图表 18: 23 年洗衣机出口额较前高分地区增长表现 (亿美元).....	7
图表 19: 23 年洗衣机出口量较前高分地区增长表现 (万台).....	7
图表 20: 2024 年海外需求较 2023 年有改善.....	8
图表 21: 2024Q1 欧洲消费者信心普遍企稳改善.....	8
图表 22: 24 年初以来美国家电相关零售降幅收敛或回正.....	8
图表 23: 23Q3 美国核心家电出货增速转正, Q4 同比+2%.....	8
图表 24: 23Q4 西欧核心家电出货同比-5%, 环比收窄 2pct.....	8
图表 25: 23Q4 以来美国家电相关零售增速趋势向上.....	9
图表 26: 当前美国家电零售渠道库销比已处历史偏低位.....	9
图表 27: 主要家电公司外销业务模式、结构及增速.....	9
图表 28: 主要家电公司外销业务模式、结构及增速 (续前表).....	10

## 1. 家电出口增速超越过往均值

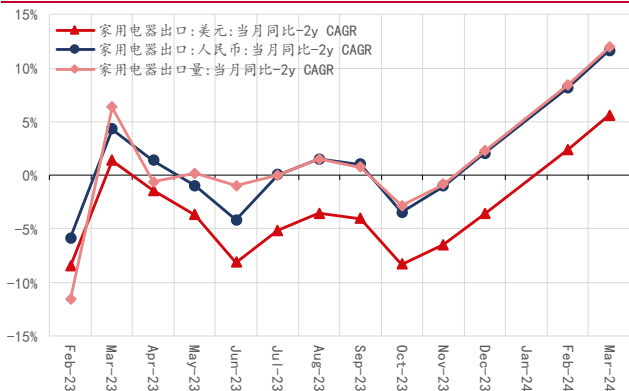
3月家电出口数量/人民币/美元分别同比+2.0%/+3.3%/-0.6%，乍看乏善可陈，但用两年CAGR去剔除基数影响后，会得到一条持续改善的增速曲线，24M3家电出口量及人民币额2年CAGR均在12%左右，而它在23年还在围绕着零轴波动。我们认为这是一个非常积极的变化。毕竟今年前2月家电出口数量/人民币/美元分别同比+38.6%/+24.3%/+20.8%，已经超预期，且剔除基数影响，也超越过往表现，而3月更强，加上总量层面的强劲PMI出口订单，基本可以确认外销好不仅仅是因为基数低。回溯过去5年/10年/15年看，主要家电产品出口量增速多落在3%-7%区间，而24Q1出口量两年CAGR为10%，绝对规模已超过21Q1海外需求景气阶段，创下历史新高。

图表1：2024年1-3月家电出口表现好于预期



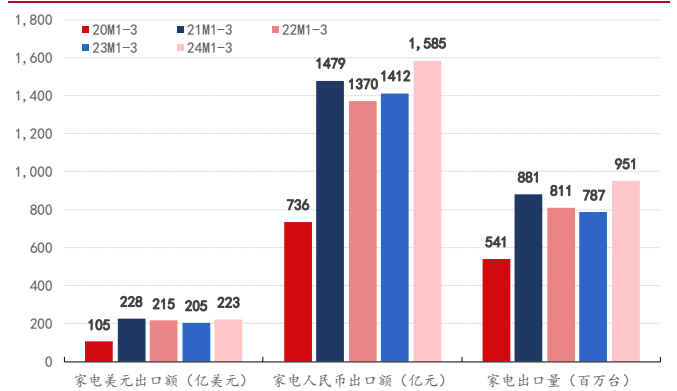
资料来源：海关总署，Wind，国联证券研究所整理

图表2：24年3月家电出口量/人民币额2年CAGR均为+12%



资料来源：海关总署，国家统计局，国联证券研究所

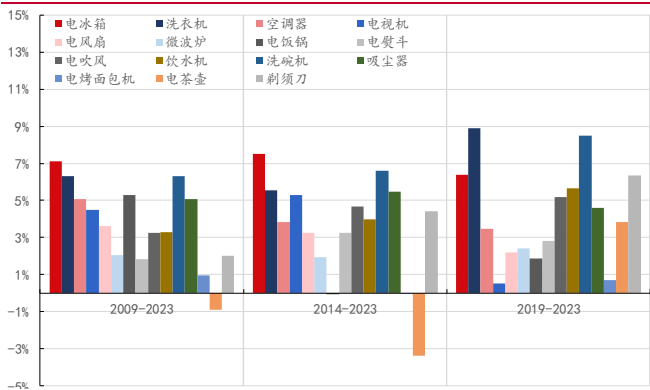
图表3：24年1-3月家电出口量及人民币出口额均为同期新高



资料来源：海关总署，国家统计局，国联证券研究所

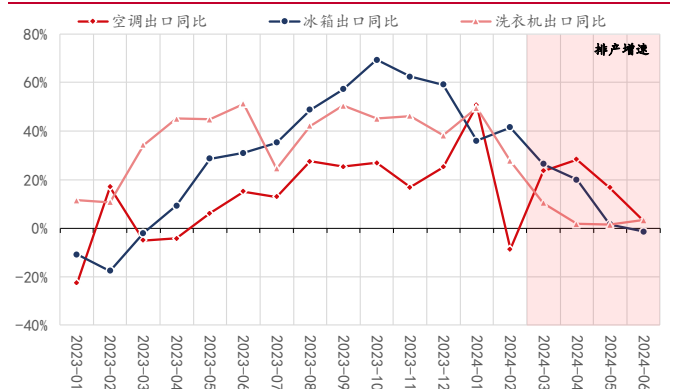
除了季度级增速超越过往，产业跟踪反馈也较积极，一方面白电出口排产在基数走高的背景下依旧保持增长，且年初以来逐月上调预期，外销排产多基于订单，锁定率较高；同时，多数企业对上半年的外销也表现出了相对较强的信心；因此，我们认为家电外销短期有望延续强劲表现，3月之后读数预计好转，下半年超预期概率较大。

图表4：主要家电品类5年、10年及15年出口量复合增速



资料来源：海关总署，《电器》杂志，国联证券研究所

图表5：2024年以来外销排产表现也好于预期



资料来源：海关总署，国家统计局，国联证券研究所

## 2. 2023年表现隐含着结构变化

实际上，年度出口量来看，2023年约1/3家电品类已是历史新高，其中包括了空调和洗衣机这样的大品类，冰箱和彩电虽然没有新高，但跟高点比，各自也少了4万台和54万台，差距分别约为0.1%和0.5%，创新高近在咫尺。2023年空调出口量7084万台，同比+8%，较前高2021年+4%。洗衣机成为近年出口表现最好的品类，2023年出口3845万台，同比+37%，绝对量增加了1039万台，较前高2021年+27%。此外，绝大部分西式小家电处在恢复阶段，即2023年出口有增长，但未回到前高。

图表6：2023年空调和洗衣机出口量为历史新高，冰箱和彩电仅略低于前高

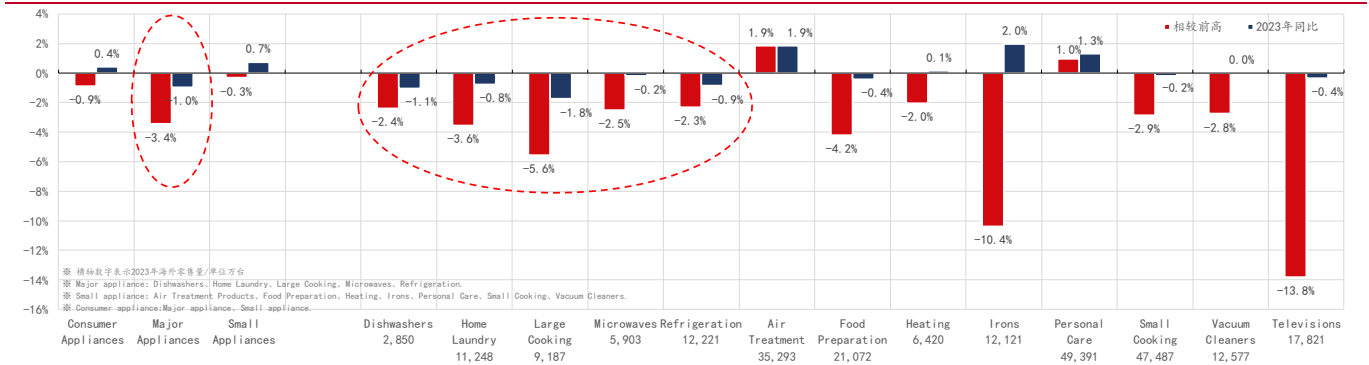
品类	趋势	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
空调		2,819	4,327	4,852	4,711	4,897	4,679	4,367	4,792	5,295	5,788	5,846	6,118	6,789	6,575	7,084
冰箱		1,719	1,830	1,918	2,004	2,100	2,299	2,404	2,685	3,027	3,209	3,416	4,177	4,379	3,435	4,374
洗衣机		1,406	1,809	2,144	2,313	2,164	2,266	2,151	2,295	2,159	2,173	2,690	2,748	3,019	2,806	3,845
电视		5,459	6,628	6,532	6,145	6,284	7,572	7,396	8,113	8,080	9,605	9,342	9,949	8,359	9,210	9,895
电扇		8,793	10,423	13,018	12,072	13,086	13,020	12,744	15,258	17,077	17,865	19,371	21,046	20,441	18,807	20,721
干衣机		11	17	20	29	8	7	6	6	12	14	12	14	11	16	24
吸尘器		7,867	9,066	9,068	8,938	9,394	10,312	10,404	10,668	11,979	12,784	12,781	15,987	17,829	13,377	15,953
电磁炉		393	565	1,036	1,285	1,476	1,316	1,078	986	1,171	1,277	1,412	1,504	1,568	1,633	1,572
微波炉		4,486	5,308	5,390	5,383	5,433	5,764	5,371	5,628	5,881	5,841	5,980	6,741	7,269	6,052	6,577
电炒锅		241	258	194	193	181	159	215	278	289	223	162	202	185	166	206
电饭锅		2,644	3,313	3,890	4,393	5,800	4,919	4,831	4,937	5,186	5,258	5,257	4,942	5,158	5,363	5,702
电烤面包机		8,056	9,884	9,693	9,143	9,306	9,037	9,032	8,453	8,764	8,954	9,252	10,846	13,390	9,341	9,261
干燥机		11	14	23	49	89	121	114	94	138	217	234	309	365	342	358
咖啡机和电茶壶		10,765	13,814	13,821	13,819	13,613	9,218	8,428	8,083	7,897	7,992	8,799	9,252	10,415	9,236	9,563
其他电炉/电锅		9,235	11,377	11,119	11,830	12,529	12,891	13,300	13,524	15,603	17,681	18,874	22,838	27,331	20,866	24,515
吸油烟机		447	599	674	711	737	770	766	782	907	982	1,080	1,135	1,434	1,066	1,125
电热水器		377	457	470	524	702	909	737	785	921	1,056	1,042	1,171	1,184	1,053	1,337
洗碗机		180	249	251	268	293	323	325	339	395	386	407	524	647	590	581
气体净化器		683	791	894	932	882	949	749	840	1,211	1,768	2,105	3,674	3,558	2,171	2,305
水净化器		1,459	1,831	1,658	1,604	1,563	1,908	2,289	2,154	2,566	2,804	2,917	3,707	3,812	3,370	3,823
饮水机		465	648	733	746	764	806	783	825	854	841	903	1,000	997	887	1,099
电动剃须刀		4,907	5,070	4,457	4,789	4,493	5,176	5,473	4,756	5,318	5,087	5,314	5,456	5,774	5,587	6,848
电吹风机		7,081	8,812	8,324	8,387	9,198	9,688	10,587	10,197	10,532	11,284	11,974	11,016	13,095	13,047	14,376
电熨斗		8,481	10,224	9,612	9,088	9,532	10,486	10,068	9,674	10,292	11,409	11,394	9,140	9,947	10,414	13,087
电气空间加热器		6,571	7,898	9,376	7,543	8,096	9,931	8,538	7,963	9,250	10,259	9,491	9,217	12,004	11,508	11,196
电热干手器		51	67	82	153	133	132	125	109	131	157	177	155	138	119	154

资料来源：产业在线（空调、冰箱、洗衣机、电视），海关总署（除空调、冰箱、洗衣机、电视），Wind，国联证券研究所整理

不过，根据欧睿国际数据，2023年海外（World-China）大家电需求仍在下滑，

零售量同比-1%，看起来虽不大，但该口径过去 15 年只下滑过 3 次，另两次是 2015 年的-0.2%，以及 2022 年的-2.5%。具体到子品类维度，除了空调和个人护理电器之外，其余品类 2023 年的海外零售量都未回到之前高点（多为 2021 年），而 2023 年实现量增的，也仅额外多出电熨斗和吸尘器两个品类，且都是微增。

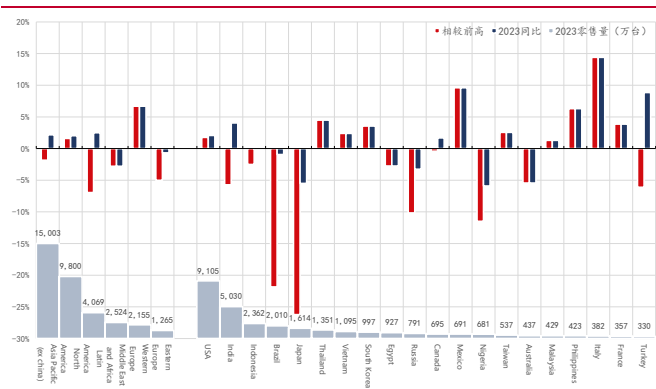
图表7：2023 年，除空调和个人护理外，其余家电子类海外零售量均未回到前高



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所整理

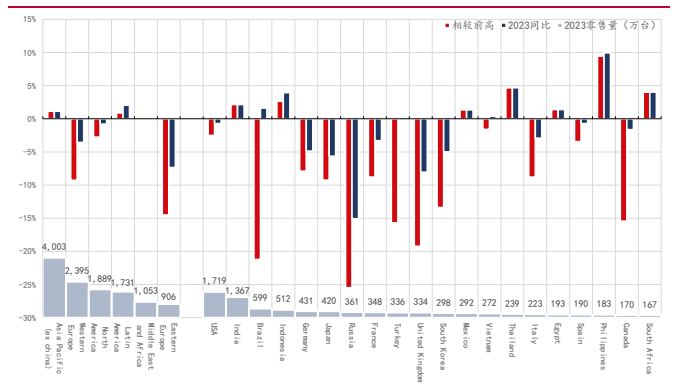
外需偏弱主要受欧美市场拖累，其零售占比超过 40%，其余多有恢复。若将“2023 年同比下滑但降幅收窄”定义为“筑底”，将“2023 年同比增长但低于前高”定义为“恢复”，将“2023 年增长且创新高”定义为“景气”；那么，2023 年海外家电需求的状态可以概括为：欧美筑底，亚太（除中国）和拉美在恢复，中东非区域景气；印度、墨西哥、印度尼西亚、南非、菲律宾等国需求表现较好，发达经济体大家电普跌。

图表8：2023 年全球前 20 大空气调节设备市场需求表现



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

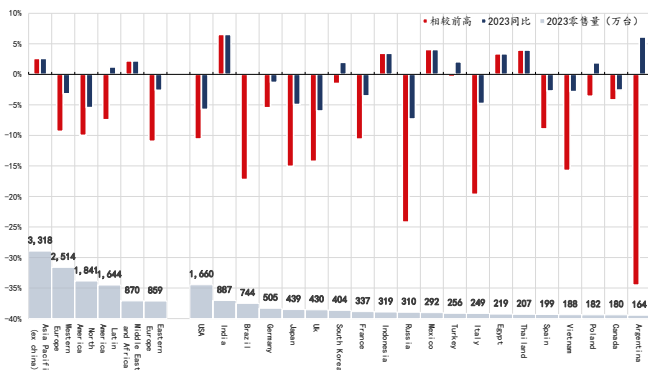
图表9：2023 年全球前 20 大冰箱市场需求表现



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

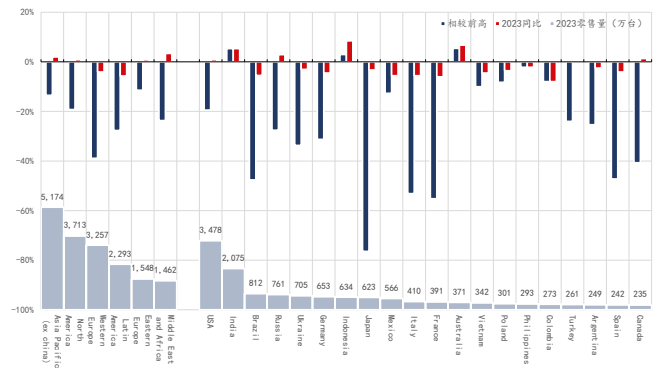


图表10: 2023 年全球前 20 大洗衣机市场需求表现



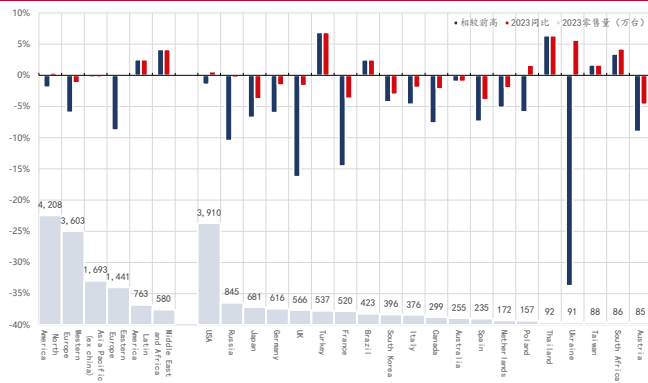
资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表11: 2023 年全球前 20 大彩电市场需求表现



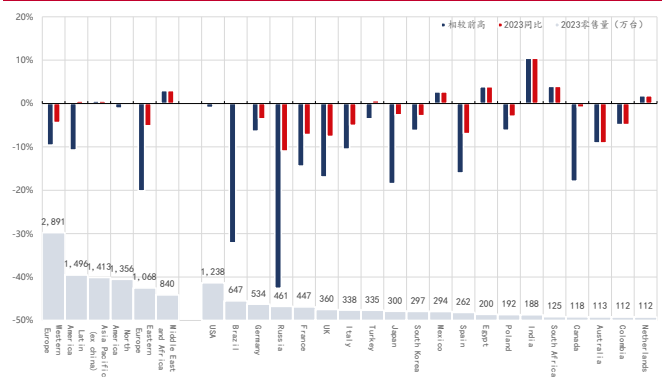
资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表12: 2023 年全球前 20 大吸尘器市场需求表现



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表13: 2023 年全球前 20 大厨房大电市场需求表现

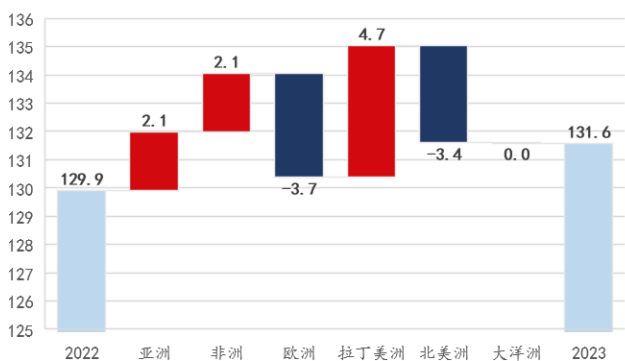


资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

### 3. 新高品类主要由新兴市场贡献

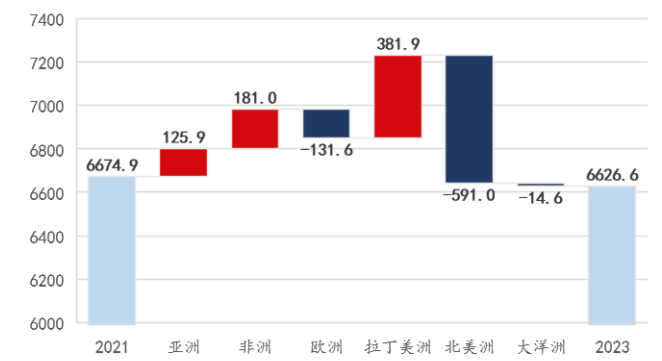
一边是尚未完全恢复的外需, 另一边是日渐新高的出口 (大家电尤甚), 这一般意味着有结构变化。2023 年达到或逼近新高的品类中, 除洗衣机普涨且欧美贡献度居前, 空调、冰箱均以新兴市场驱动为主, 其中拉美对空调额增长贡献最大, 其次为亚洲及非洲, 北美、欧洲下滑明显, 从出口量来看结论基本一致, 只是北美拖累更明显; 接近新高的冰箱冰柜则主要受欧洲拖累, 亚洲、拉美贡献主要增量。

图表14: 23 年空调出口额较前高分地区增长表现 (亿美元)



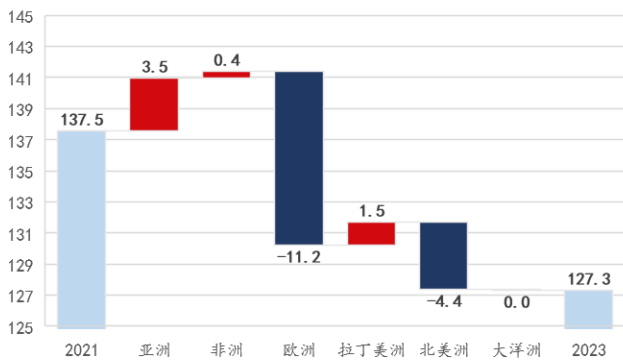
资料来源: 海关总署, 国联证券研究所

图表15: 23 年空调出口量较前高分地区增长表现 (万台)



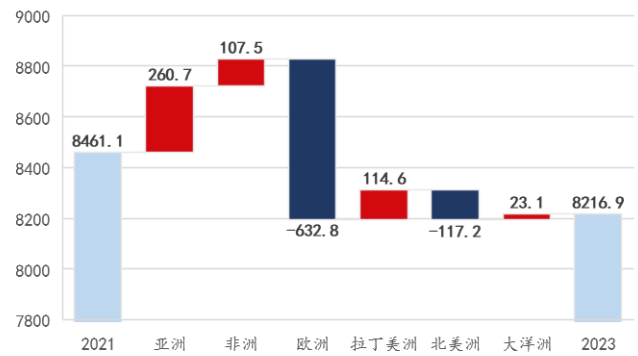
资料来源: 海关总署, 国联证券研究所

图表16: 23年冰箱柜出口额较前高分地区增长表现(亿美元)



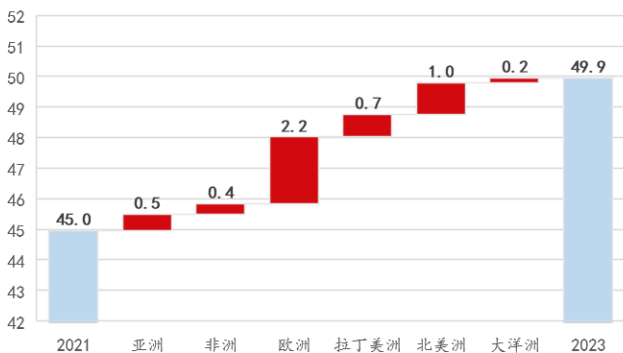
资料来源: 海关总署, 国联证券研究所

图表17: 23年冰箱柜出口量较前高分地区增长表现(万台)



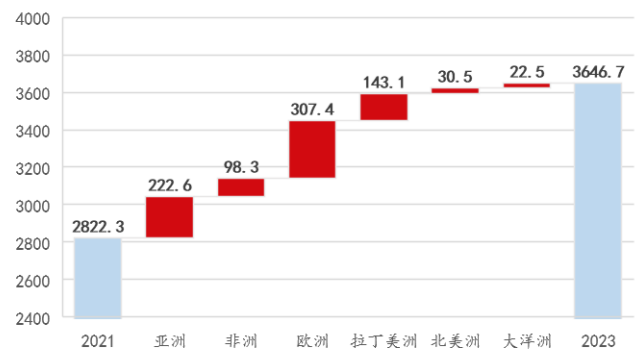
资料来源: 海关总署, 国联证券研究所

图表18: 23年洗衣机出口额较前高分地区增长表现(亿美元)



资料来源: 海关总署, 国联证券研究所

图表19: 23年洗衣机出口量较前高分地区增长表现(万台)



资料来源: 海关总署, 国联证券研究所

从供给端定性来看, 2023 年外溢至贸易领域的地缘冲突, 以及大宗价格和通胀的滞后影响下, 海外局部产能陷于停滞, 而俄罗斯、土耳其等家电出口国位居核心地带, 受影响首当其冲, 工业生产恢复缓慢。地域性供需错配之下, 这部分海外产能释放出来的订单向中国转移, 或许是支撑 23 年出口份额提升的潜在因素; 对于这一判断的验证, 我们将在海关完整发布一季度高频结构数据后进一步展开。

#### 4. 需求好转带动下出口或超预期

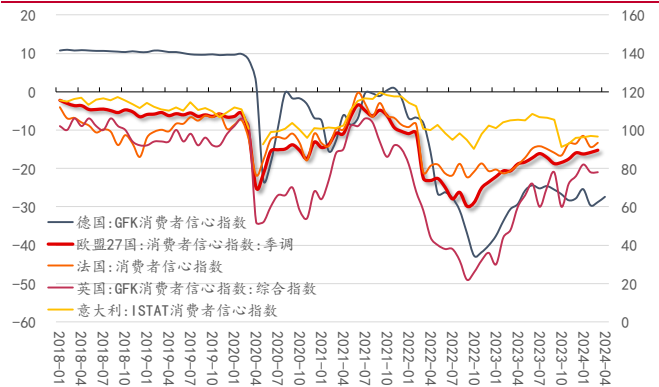
我们认为出口下半年有上调预期的可能。一方面, 需求在好转, 根据欧睿国际预测, 2024 年海外家电需求会小幅改善, 仅北美电视, 亚太(除中国)和东欧的吸尘器, 在预测口径中出现了增速为负且劣于前值的情形, 余下 39 个品类与区域的组合中, 24 个增速为正且提速, 15 个增速为负但降幅收窄。品类上, 24 年空调、小家电及吸尘器有增长, 冰洗彩降幅收窄并逐步企稳; 区域上, 中东非最好, 西欧最差。根据欧睿国际预测来看, 22 及 23 年为发达经济体下滑年, 24 年触底改善, 25 年将明显好转。此外, 从可得的高频景气指标来看, 24 年初以来美国家电相关零售回暖趋势比较清晰, 2 月家电卖场零售额同比+6%, 为 2022 年以来单月最好; 随着通胀回落至历史正常区间, 23Q4 以来欧洲消费者信心整体也呈现稳定的企稳改善态势。

图表20: 2024 年海外需求较 2023 年有改善

Region	Air Treatment		Refrigeration		Laundry		Televisions		Vacuum Cleaners		small appliance	
	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F
World-china(ex china)	1.6%	1.9%	-1.5%	-0.9%	-2.8%	-0.8%	-4.8%	-0.4%	-2.8%	0.0%	-1.5%	0.5%
Asia Pacific(ex china)	2.9%	2.2%	2.0%	1.2%	1.6%	2.6%	1.9%	2.0%	0.4%	-0.3%	2.3%	1.9%
North America	2.0%	1.4%	-0.8%	-0.1%	-5.4%	-1.0%	0.9%	-0.5%	0.4%	0.9%	0.1%	0.6%
Western Europe	6.7%	1.6%	-3.6%	-1.8%	-3.2%	-0.8%	-4.1%	-0.8%	-1.2%	0.0%	-1.8%	-1.1%
Latin America	2.5%	2.7%	2.1%	3.0%	1.2%	2.0%	-5.7%	-1.4%	2.5%	3.1%	3.8%	3.8%
Eastern Europe	-0.7%	3.0%	-7.4%	0.5%	-2.6%	1.0%	0.8%	1.7%	-0.2%	-0.8%	0.2%	0.2%
Middle East and Africa	-2.8%	4.3%	0.2%	4.0%	2.2%	3.8%	3.4%	4.5%	4.2%	5.7%	2.7%	4.2%
Australasia	-5.2%	2.4%	-5.1%	-2.5%	0.4%	1.4%	6.7%	4.6%	-1.2%	1.9%	-6.3%	-2.0%

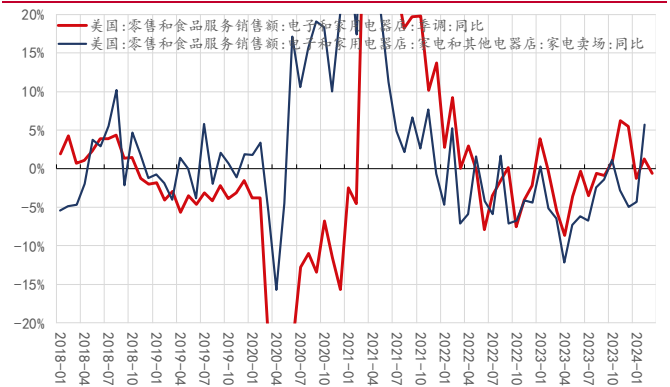
资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所整理 (红色圆圈表示增速为正且提速, 绿色圆圈表示增速为负且降速)

图表21: 2024Q1 欧洲消费者信心普遍企稳改善



资料来源: Wind, 国联证券研究所

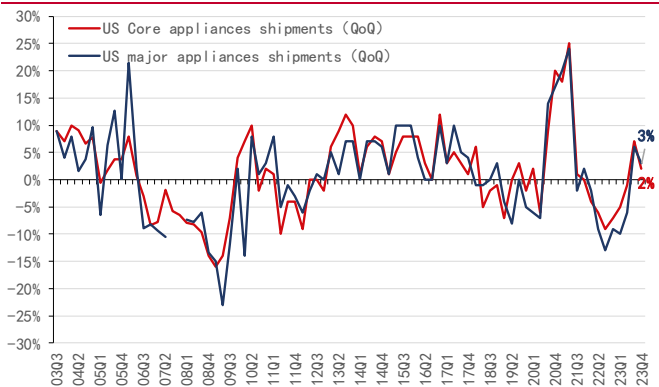
图表22: 24 年初以来美国家电相关零售降幅收敛或回正



资料来源: Wind, 国联证券研究所

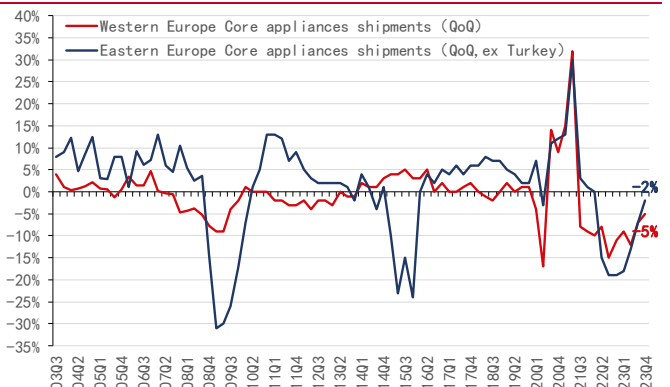
结合出货及零售库存看, 目前北美家电零售渠道大致位于由被动去库尾声向主动补库过渡的底部拐点: 家电相关零售同比于 2023 年 4 月触底, 库存及库销比自此下行; 23Q1 及 Q3 零售、出货同比先后转正, 库存水平接近历史正常水位, 而库销比已处 2015 年来的偏低位, “绝对”正常而“相对”偏低, 虽无大幅补库动力, 至少零售回暖向出货的传导已无库存阻滞, 且弹性或高于过往周期。另一方面, 欧洲核心家电出货尚未转正, 但消费信心稳步回暖, 降息渐行渐近, 大概率也已经走到去库尾声。

图表23: 23Q3 美国核心家电出货增速转正, Q4 同比+2%



资料来源: Electrolux, 国联证券研究所

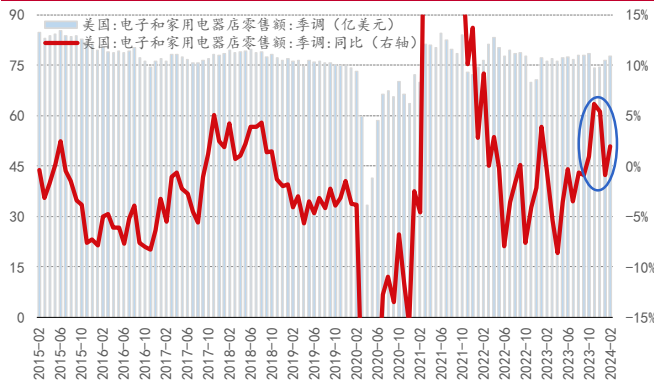
图表24: 23Q4 西欧核心家电出货同比-5%, 环比收窄 2pct



资料来源: Electrolux, 国联证券研究所

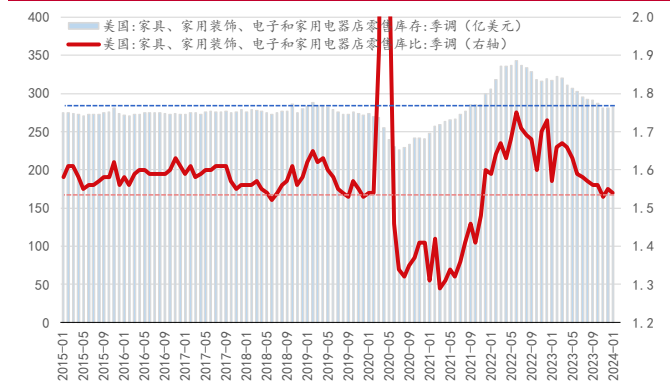


图表25: 23Q4 以来美国家电相关零售增速趋势向上



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表26: 当前美国家电零售渠道库存比已处历史偏低位



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 5. 自上而下看筛选外需弹性

沿发达市场需求及库存周期向上的主线，自上而下筛选外销敞口大且欧美占比高的个股包括：白电中北美品牌为主且卡位高端的海尔智家及部分聚焦欧洲的代工龙头，小家电板块欧美自主品牌势头强劲的石头科技，厨小/清洁电器代工，代表如龙头新宝股份。黑电板块，额外有海外品牌份额提升和体育赛事逻辑的海信视像也值得关注。若短期暂不对美国货币政策作紧缩预期，电动工具品牌/代工企业大部分集中出口北美，也有望受益家居建材渠道补库及成屋供给恢复。此外，代工龙头美的一季度订单反馈积极，收入端兑现延续至下半年；格力、海信家电、科沃斯等也有望受益，部分公司自主品牌进展需要跟踪。

图表27: 主要家电公司外销业务模式、结构及增速

公司名称	子行业	外销模式区域		外销占比		外销收入增速						收入展望
		业务模式	区域结构	占比	报告期	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	
美的集团	白电	OEM→OBM, 23A海外OBM占比超40%, 其中欧/美自主品牌占比10%/30%	估算欧洲、北美各20%, 亚太30%+, 中东北非7%+8%, 南美HSD	40%	2023A	20%	8%	5%	2%	3%	9%	23Q3至24Q1外销接单保持较快增长, 收入兑现持续至下半年
海尔智家	白电	收购+自有品牌, 11年三洋(日本/东南亚)/16年GEA/18年FPA/19年Candy/23年开利高冷	23A欧洲/亚洲/澳洲/中东非分别占58%/21%/14%/5%/1%	52%	2023A	23%	4%	8%	12%	9%	6%	23Q4惠而浦北美收入同比+1.3%, 价格压力较大, 24年大家电北美市场预期同比持平至+2%
格力电器	白电	自主品牌+OEM, 23年自主品牌占比61%	中东、美国、欧洲为主	16%	2023H	7%	21%	8%	-3%	-7%		Q1/Q2/Q3/Q4外销出货同比-20%/-6%/+8%/+36%, 预计环比持续改善; 自主品牌稳步推进, 3-5年预计中位数复合增速
海信家电	白电	OEM→OBM, 冰箱/家用空调外销OBM占比分别为80%/60%, 白电整体70%左右	估算欧洲30%+, 美洲20%, 中东非20%, 东南亚/日本/澳洲等各个位数	33%	2023A	59%	57%	35%	-16%	-1%	30%	央空外销持续高增, 23H2开始环比修复, 外销有望持续超预期
奥马电器	白电	ODM, 23A整体前5客户占34%(内销少量OBM)	估算欧洲40%-50%, 亚洲/美洲各约20%	67%	2023A	36%	10%	-22%	-42%	31%	122%	23Q3起外销明显提速, 据产业在线Q2/Q3/Q4冰箱外销出货量分别+36%/+98%/103%
长虹美菱	白电	ODM, 估算外销冰箱及空调体量相近, 23A整体前5客户占56%(内外销均有少量品牌)	冰箱市场区域分布较均衡, 空调拉美中东为主	31%	2023A	15%	-20%	-1%	18%	46%	48%	23年Q2/Q3/Q4冰箱出口分别+94%/+58%/+35%, Q2/Q3/Q4空调出口分别+60%/+51%/66%, 全年外销表现亮眼, 有望持续
苏泊尔	小家电	OEM, 主要承接母公司SEB订单; 估算23年代工结构款具:小家电约4:6	欧洲为主	29%	2023A	69%	6%	-17%	-40%	-13%	58%	外销自23Q3开始持续高增, 预计持续至24H1; 据公司公告, 24年外销关联交易小个数位增长
新宝股份	小家电	OEM/ODM, 厨小为主, 22A整体前5客户占23%	估算欧洲30%-40%, 北美30%+	73%	2023H	43%	-1%	7%	-35%	-14%	40%+	23全年外销+11%; 23Q1低基数, Q1预计延续23H2增速
石头科技	智能家居	自主品牌外协生产; 美国亚马逊自营为主, KA拓展中; 欧洲经销为主	估算23A欧/美/亚分别占比50%/20%/30%, 23Q4分别40%/25%/35%	70%	2023A		80%		4%		30%*	欧洲基数较低, 北美拓展顺利, 高端产品带动海外均价提升, 欧美增速或高于亚太, 23全年外销收入增速接近30%, 一季度趋势有望延续
科沃斯	智能家居	自主品牌为主, 保留少量代工; 估算美国线下(KA+自建)约7成, 欧洲线上:线下6:4, 经销为主	估算欧洲/北美各约35%, 亚太/其他各约15%; 北美占比提升	34%	2022A	40%		10%		30%+	~50%	外销处在拓展阶段, 持续高增
比依股份	小家电	OEM/ODM空炸/烤箱等电热类厨小, 22A整体前5客户占63%, 包括飞利浦、Newell等	估算欧洲/美国各约25%-30%, 其余包括南美/东南亚/中东非	93%	2023H	49%		-21%			26%	23H1出口已开始有恢复, 同时客户订单方面也有增量, 后续经营端或有明显改善
荣泰健康	小家电	OEM/ODM按摩小电, 23A整体前5客户占44%	估算韩国50%+, 美国14%-15%, 东南亚/欧洲分别11%-12%	55%	2023A	32%		-19%			-9%	预计下半年外销收入和订单会持续改善趋势

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所整理 (\*石头科技为含境内出口商的实际外销增速)

**图表28：主要家电公司外销业务模式、结构及增速（续前表）**

公司名称	子行业	外销模式区域		外销占比		外销收入增速						收入展望
		业务模式	区域结构	占比	报告期	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	
莱克电气	小家电	OEM/ODM清洁/园林类小电，少量自主品牌跨境电商	代工北美、欧洲为主，品牌跨境电商集中东南亚及东欧	67%	2022A	27%		7%		-10%+	环比改善	23Q1家电外销下降20%~30%，23Q3订单有一些改善，收入转正，23Q4有望降幅收窄甚至转正
海容冷链	白电	2B自主品牌商用冷链终端，直接供应快消品牌商，少量ODM	估算亚洲58%，北美26%，欧洲7%，南美6%，大洋洲、非洲小个位数	30%	2023A	-16%		42%		41%		北美冷藏预期平稳为主，东南亚冷冻持续贡献增量，增速延续
德昌股份	家电上游	OEM/ODM吸尘器，22A核心客户TTI占75%，前5超99%	北美、欧洲为主	100%	2022A	33%		-31%		~13%	环比改善	23Q1-Q3收入环比提速，低基数持续至24Q1；23Q2小电代工及EPS电机客户增量，有望提速
欧圣电气	小家电	代工+品牌授权电动工具，少量自主品牌；23A前5客户占70%，零售商自有品牌为主	估算美国占80%以上，欧洲等拓展中	99%	2023A	32%		-1%		-5%		23Q2-Q3海关口径吸尘器出口提速，空压机受益北美地产后周期向上，预计环比修复
格力博	小家电	自主品牌家用电动工具为主，有OEM/ODM	北美为主，欧洲多于国内	99%	2023H	16%		11%	-4%	-21%	环比改善	北美零售商去库充分，降息预期下供需或迎拐点，预计环比修复
富佳股份	小家电	ODM清洁电器，22A核心客户JS环球Shark占82%	北美、欧洲为主	73%	2023H	48%	4%	2%	4%	-30%	-	受下游去库及需求走弱影响较大，清洁代工客户稳定为主，取决于北美可选消费需求恢复情况
奥佳华	小家电	ODM→自主品牌，品牌业务集中于东南亚；22A前5客户占24%	亚洲为主，其次北美、欧洲	65%	2023H	43%	-8%	-19%	-28%	-38%	-	强可透属性，受下游去库及需求走弱影响较大，取决于北美可选消费需求恢复情况
汉宇集团	家电上游	白电零部件，22A整体前5客户占64%	-	54%	2023H	35%	-9%	-14%	-4%	11%	-	H1环比修复，规模较19年同期增长；受益海外白电产能受限，低基数贯穿24全年，预计以稳为主
兆驰股份	黑电	ODM电视为主，23A整体前5客户占49%	北美为主，拓展东南亚、南美、欧洲等	55%	2023A	43%	2%	-35%	-34%	43%	41%	低基数恢复+下游白牌整机厂商短期份额提升，H1环比大幅改善，增速预计延续
海信视像	黑电	自主品牌电视为主	估算北美30%+，欧洲15%-20%，日本10%+	46%	2023A	19%		-12%		20%		23年美/欧是境外首要增量市场，同比均实现较高双位数增长；均价提升+品牌发力，高增有望持续
三花智控	家电上游	家用+汽车制冷阀件	汽零北美、欧洲为主，家用东南亚、日本为主	46%	2023H	40%	16%	24%	27%	17%	-	低基数为主，Q1-Q3海外汽零、制冷下游需求均偏弱，后续看需求恢复及汽零客户情况

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

## 6. 维持行业“强于大市”评级

2024年初以来，中国家电出口表现好于预期。3月家电出口数量/人民币/美元分别同比+2.0%/+3.3%/-0.6%，若用两年CAGR去剔除基数影响后，会得到一条持续改善，且超越历史表现的家电出口增速曲线。回顾出口重启的2023年，海外家电零售仍以恢复为基调，其中欧美筑底，亚太（除中国）和拉美在恢复，中东非区域景气；在此背景下，空调、洗衣机等约1/3品类规模历史新高，冰箱、彩电逼近历史高点，逻辑上指向份额提升与海外补库。高频跟踪来看，当前美国家电相关零售回暖趋势明确，零售库存周期右侧起点渐行渐近，而欧洲降息预期强化，需求企稳改善，补库尚未开始。新兴市场增量+发达经济体需求好转，24下半年家电出口有望超预期。

最后重申行业观点，2024年以来内销需求稳健向好，外销基数走高而仍显韧性，品牌出海贡献增量。政策方面，更新主导阶段，刺激有弹性，虽不能比肩家电下乡阶段，但锦上添花可期。综合来看，板块一季报预期可较乐观，股息率、估值仍有相对优势，政策有催化，当前时点投资价值值得重视。我们维持家电板块“强于大市”评级，持续推荐：1) 高质量的高股息代表，白电龙头美的集团、海尔智家、海信家电、格力电器；2) 份额及均价稳步提升的强α厨电龙头，华帝股份及老板电器；3) 品牌出海重塑全球格局、业绩领跑板块的海信视像及石头科技；4) 经营拐点渐行渐近的顺周期代表小熊电器、新宝股份及科沃斯。

## 7. 风险提示

1、海外需求不及预期：近期权重市场美国通胀、就业数据频超预期，大宗价格

持续走高，政策方向不确定性较大；若后续再通胀趋势加剧，货币转向紧缩，地产及耐用品消费有下行风险；此外，近期中东地缘冲突发酵，或影响需求及欧洲方向海运。

2、原材料成本上涨：家电业绩总体比较平稳，但由于其成本中大宗商品占比较高，若大宗商品钢铜塑等价格出现持续大幅上涨，则企业盈利会受到拖累。

3、空调库存大幅积累：当前需求环境下，若 2024 年产业出货持续保持较快增长趋势，预计渠道库存会有大幅上行风险，对后续产业出货和价格都会有拖累。

4、外资大幅波动：家电龙头外资持股比例较高，近一年受外资流动影响较大，若后续外资出现进一步大幅流出，对股价或有负面影响。

### 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：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼