

家电板块 23 年报&24 年一

季报总结

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

家电组

分析师：鲍秋宇（执业 S1130524010002）

baociyu@gjzq.com.cn

白电&出口链表现亮眼，家电板块配置价值凸显

行业综述

行情概况：23 年以来家电板块大幅跑赢大盘，23 全年黑电累计涨幅最高，24 年白电、出口小家电表现更优。23 年中万家用电器行业指数/沪深 300 累计涨跌幅分别为+3.8%/-11.7%，家电板块排名全部行业第 7；24 年以来涨跌幅分别为+16.7%/+5.6%，家电板块位居所有行业第 1，板块极具配置价值。细分来看，23 年黑色家电累计涨幅（+44%）显著高于家电整体，24 年以来白电板块（+28%）表现最优、小家电（+17%）次之。

地产端：下行趋势短期难以反转，但更应重视家电更新需求带来的增量。23 年房屋竣工虽然保持高景气（23 年同比+17.2%），但更为前瞻的房屋新开工（23 年同比-20.9%）和销售数据低迷（23 年同比-8.2%）。24 年 Q1 房屋新开工、销售、竣工数据同比-28.7%/-23.4%/-21.9%，持续承压。但考虑到大家电随着渗透率提升，新增需求边际递减，与地产相关度低于前几年水平，且今年 2 月以旧换新重大政策推出并不断细化与落地，龙头企业也拿出真金白银进行补贴发放，我们认为 24 年大家电销售更多由更新需求带动。

需求端：大家电内销稳健，可选消费仍旧低迷，出口链在海外补库带动下景气上行。大家电内销：根据产业在线数据，23 年空冰洗内销量同比+14%/+6%/+3%，空调在动销旺盛、企业补库需求下数量亮眼；1Q24 景气延续，1Q24 空调/1-2M24 冰箱/1-2M24 洗衣机内销量同比+17%/6%/-1%。国内可选消费：需求疲弱，品牌竞争加剧，抖音渠道红利边际减弱。细分品类中净水器、清洁电器、吹风机增速较快。出口链：2H23 以来，海外零售商库存逐渐回归至合理水平，外销代工企业受益于下游品牌商/零售商补库需求，订单逐季恢复，1Q24 空/1-2M24 冰/1-2M24 洗外销量同比+22%/+38%/+40%，家电出口景气度上行。自主品牌方面，海外扫地机行业产品结构持续升级，国牌出海市占率不断提升。

成本端：23 年海运费、汇率、原材料压力有所缓解。1Q24 铜价环比上升，但原材料价格同比来看仍有利好；人民币贬值下，汇率对出口企业利好延续；海运费受红海因素影响，短期有所上升，但呈边际下滑趋势，成本基本可控。

分板块概述

白电：内外销基本面稳健，收入端持续增长。在原材料价格下滑、汇率利好、优秀费用控制下，板块利润增速超越收入，龙头表现强业绩兑现。展望未来，白电企业增长主要由以旧换新政策以及出海驱动。

出口小家电：扫地机出海保持高景气，石头科技超预期增长得益于优秀的产品力、渠道拓展、持续提升的品牌势能，且海外收入增长快于国内（海外盈利水平更高），叠加汇率利好、成本控制严格，盈利水平上行。外销代工企业自 23 年 Q2 起收入逐季恢复，1Q24 部分外销代工企业在良好接单量、汇率利好下收入与业绩超预期表现。展望后市，我们认为扫地机出海 24 年仍具有 β （海外高端产品力渗透率提升）与 α （国牌抢占海外龙头市场份额），持续看好板块未来走势；外销代工企业需关注 Q2 订单恢复增长情况与企业拓品、拓渠道等内生增长进度。

内销小家电：23 年初至今收入端表现较为承压，仅有部分小家电企业乘抖音渠道红利，表现出较快增速。毛利率在原材料价格下降下有所优化。重视抖音渠道投入的家电企业销售费用率往往呈现较快增长。整体板块盈利水平维持稳定。展望后市，小家电行业中长期格局有望逐步改善，利好拥有强拓品能力、营销实力、内部持续提效的龙头企业。

投资建议

看好全年白电与出口链板块行情。1) 白电：具备高股息、低估值、业绩增长确定性。建议关注海尔智家、美的集团、海信家电。2) 出口链：自主品牌小家电方面看好扫地机出海，推荐石头科技。代工小家电方面推荐 Q2 收入低基数+拓品拓渠道下业绩增长有望提速的欧圣电气。

风险提示

海内外需求波动、行业竞争加剧、原材料价格波动、汇率波动、关税波动风险。



内容目录

1、家电板块概况：景气度上行，基本面稳健，大幅跑赢大盘.....	4
1.1、行情概况：跑赢大盘，24 年至今行业累计收益率位列第一.....	4
1.2、地产端：地产下行趋势短期难以反转，但更应重视家电更新需求带来的增量.....	5
1.3、需求端：大家电内销稳健，可选消费仍旧低迷，出口链在海外补库带动下景气上行.....	5
1.4、成本端：23 年原材料、海运费、汇率压力有所缓解，1Q24 海运费上行但总体成本压力可控.....	10
2、分板块概述：白电、出口小家电表现优异，配置价值凸显.....	11
2.1、白电：利润增速超越收入，龙头表现强业绩兑现.....	11
2.2、出口链小家电：景气度上行，收入逐季恢复.....	13
2.3、内销可选消费小家电：内销持续承压，静待 Q2 大促表现.....	14
3、投资建议.....	15
4、风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 家电板块 2023 年累计收益率为+3.8%.....	4
图表 2： 家电板块 2024 年累计收益率为+16.7%.....	4
图表 3： 家电板块 23 年累计涨跌幅情况.....	5
图表 4： 家电板块 1Q24 累计涨跌幅情况.....	5
图表 5： 中国地产当月同比数据下行.....	5
图表 6： 中国地产累计同比数据下行.....	5
图表 7： 空调内销 23 年同比+14%，1Q24 同比+17%.....	6
图表 8： 冰箱内销 23 年同比+6%，1-2M24 同比+6%.....	6
图表 9： 洗衣机内销 23 年同比+3%，1-2M24 同比-1%.....	6
图表 10： 油烟机内销 23 年同比+6%，1-2M24 同比+6%.....	6
图表 11： 国内主要电商平台家电品类季度 GMV 增速情况.....	7
图表 12： 国内主要电商平台家电品类季度均价增速情况.....	8
图表 13： 美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存（亿美元）.....	9
图表 14： 美国主要零售商期末存货额（亿美元）.....	9
图表 15： 空调外销 23 年同比+8%，1Q24 同比+22%.....	9
图表 16： 冰箱、洗衣机外销 1-2M24 分别同比+38%、+40%.....	9
图表 17： 家电品类出口金额自 23M3 以来恢复趋势明显.....	10
图表 18： 美国家电零售额有待恢复.....	10



图表 19: 1Q24 原材料、汇率同比仍有利好, 海运费同比有所提升.....	11
图表 20: 白电公司业绩情况	11
图表 21: 白电毛利率、费用率、净利率同比变动情况	12
图表 22: 白电周转天数、盈利质量变动情况	12
图表 23: 白电企业 24 年股息率敏感度测算	12
图表 24: 外销小家电公司业绩情况	13
图表 25: 外销小家电毛利率、费用率、净利率同比变动情况	14
图表 26: 外销小家电周转天数、盈利质量变动情况	14
图表 27: 内销小家电公司业绩情况	14
图表 28: 内销小家电毛利率、费用率、净利率同比变动情况	15
图表 29: 内销小家电周转天数、盈利质量变动情况	15

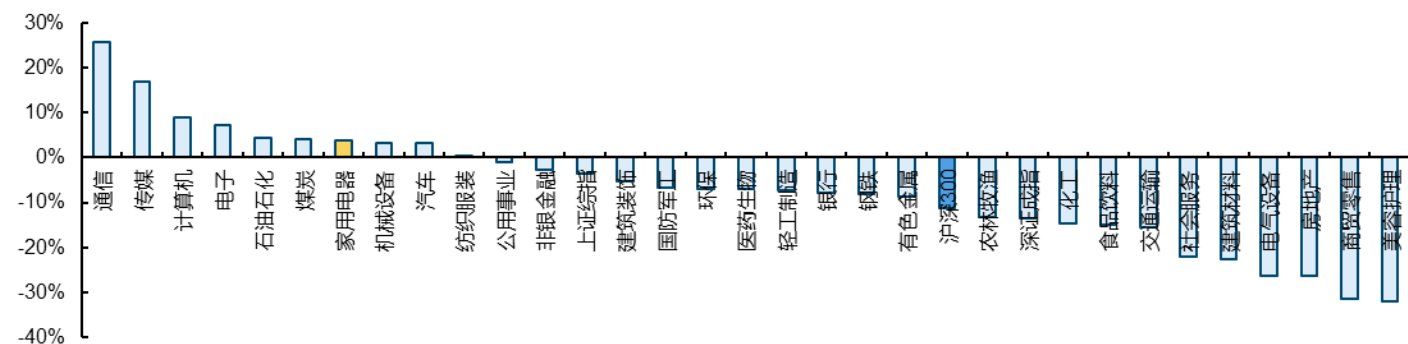


1、家电板块概况：景气度上行，基本面稳健，大幅跑赢大盘

1.1、行情概况：跑赢大盘，24 年至今行业累计收益率位列第一

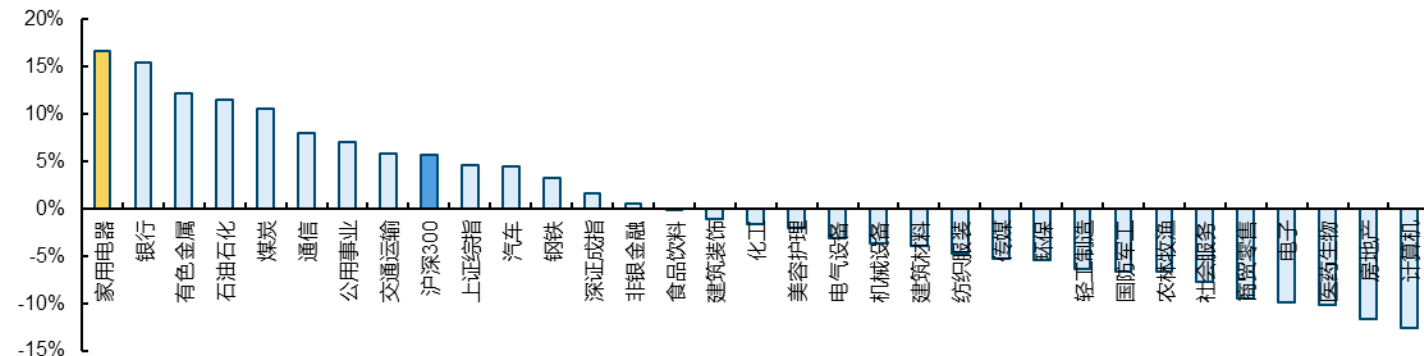
复盘家电板块 23 年及 1Q24 股价表现情况，家电板块大幅跑赢大盘，2023 年申万家用电器行业指数/沪深 300 累计涨跌幅分别为+3.8%/-11.7%，家电板块排名全部行业第 7。截至 24/4/30，2024 年申万家用电器行业指数/沪深 300 累计涨跌幅分别为+16.7%/+5.6%，家电板块位居所有行业第 1，板块极具配置价值。

图表1：家电板块 2023 年累计收益率为+3.8%



来源：wind，国金证券研究所

图表2：家电板块 2024 年累计收益率为+16.7%

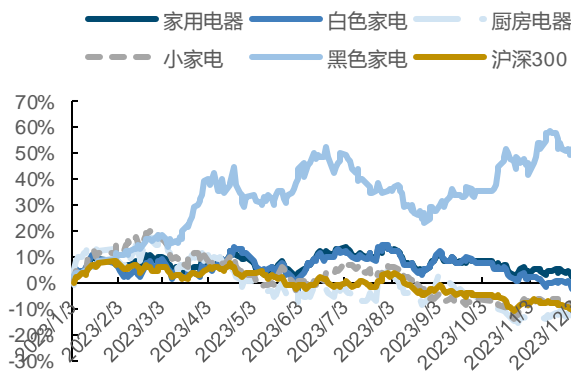


来源：wind，国金证券研究所；统计时间截至 2024/4/30

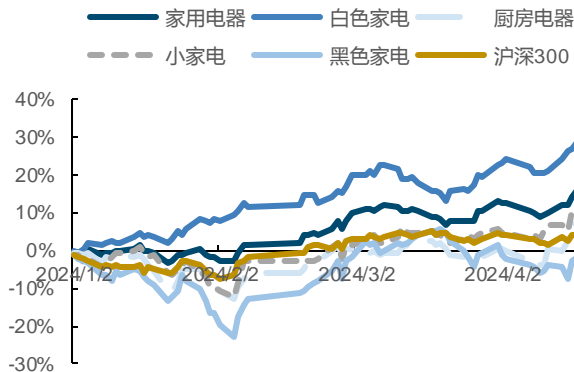
细分来看，23 年黑色家电板块累计涨幅显著高于家电整体，24 年至今白电板块表现最优、小家电次之。2023 年家电各子板块涨跌幅：黑电+44.2%>白电+1.0%>小家电-11.5%>厨电-16.8%。2024 年至今家电各子板块涨跌幅：白电 28.0%>小家电 17.4%>厨电 4.2%>黑电 2.7%。2023 年黑电板块涨势良好主因与 AI 相关度最高（23 年市场 AI 行情），以及黑电出口景气度上行，叠加自身治理逻辑改善逻辑（海信家电、四川长虹）。2024 年白电板块表现优异主因 1Q24 白电内销基本面稳健、外销低基数下持续恢复，以及家电以旧换新重大政策的推出，叠加国九条推出下市场对于持续高分红、业绩稳定增长公司的重视，提振了板块整体估值，小家电板块表现优秀主因出口链行情（海外补库）。



图表3：家电板块 23 年累计涨跌幅情况



图表4：家电板块 1Q24 累计涨跌幅情况



来源：wind，国金证券研究所；注：使用申万 2021 年行业分类

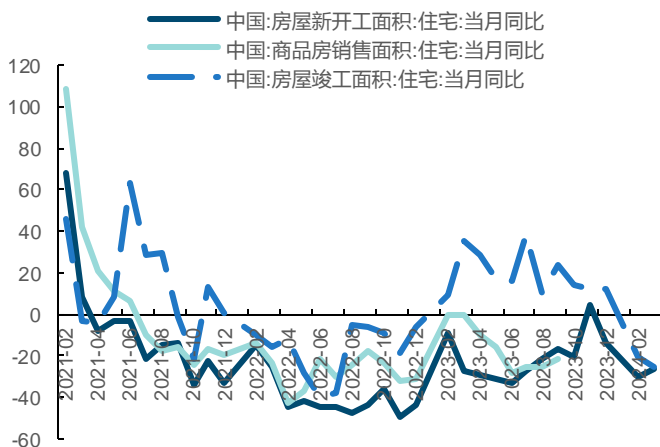
来源：wind，国金证券研究所；注：使用申万 2021 年行业分类

1.2、地产端：地产下行趋势短期难以反转，但更应重视家电更新需求带来的增量

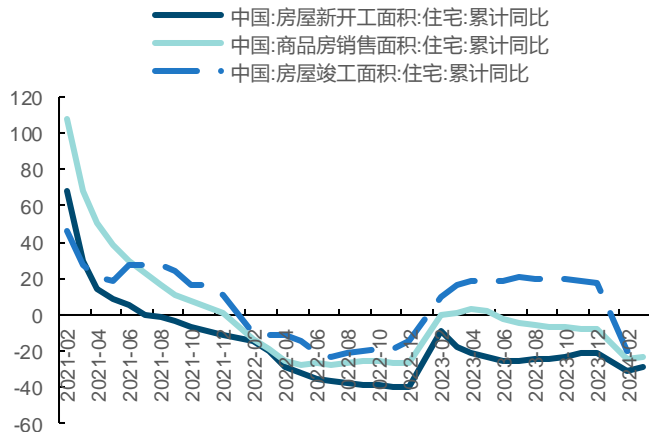
目前家电行业有从原来成长行业逐渐往周期行业转变的迹象，核心原因是地产从 2021 年（三道红线提出后）开始确立了中长期下行趋势，2023 年房屋竣工虽然保持高景气（23 年同比+17.2%），但更为前瞻的房屋新开工（23 年同比-20.9%）和销售数据低迷（23 年同比-8.2%）。24 年 Q1 我国房屋新开工、销售、竣工数据同比-28.7%/-23.4%/-21.9%，持续承压。

但考虑到大家电随着渗透率提升，新增需求边际递减，与地产相关度低于前几年水平，且今年 2 月国务院以旧换新重大政策推出，此后两个月内政策不断细化与落地，强调重点补贴绿色智能家电、完善家电回收体系、鼓励存量房装修改造等，商务部等 14 部门在 4 月 12 日联合发布的以旧换新政策方案中提出，到 2025 年度旧家电回收量较 2023 年增长 15%，推动高效节能的绿色家电占有率进一步提升。此外龙头也拿出真金白银进行补贴发放，24 年 4 月 28 日，格力公告投入 30 亿资金启动家电以旧换新，根据活动规则，格力品牌挂机补贴 240-400 元、柜机补贴 500-1000 元，补贴有望提升价格吸引力；4 月 30 日美的宣布拟投入 80 亿元大力推动全品牌、全品类产品以旧换新和设备更新。在以旧换新政策不断落实下，24 年大家电销售有望实现稳健增长。

图表5：中国地产当月同比数据下行



图表6：中国地产累计同比数据下行



来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

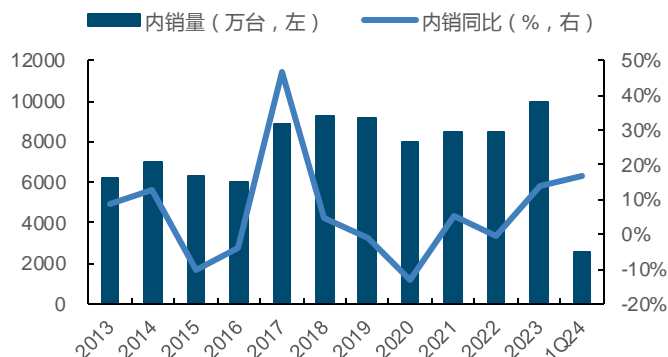
1.3、需求端：大家电内销稳健，可选消费仍旧低迷，出口链在海外补库带动下景气上行

大家电内销方面，23 年&1Q24 表现稳健，未来主要看更新需求释放与产品结构升级。23 年空调/冰箱/洗衣机/油烟机内销销售数量分别为 9960/4348/4187/1466 万台，同比+13.8%/+5.5%/+3.0%/+6.0%，空调品类表现尤为亮眼，主因空调渗透率仍有提升逻辑、强安装属性下需求延后释放、以及企业补库需求。24 年一季度白电内销向好趋势延续，1Q24 空调/1-2M24 冰箱/1-2M24 洗衣机/1-2M24 油烟机内销同比+17.0%/+6.0%/-1.0%/+6.0%，空调内销增速较高主因以旧换新政策利好、厂商对市场信心增强以及原材料中铜价上行趋



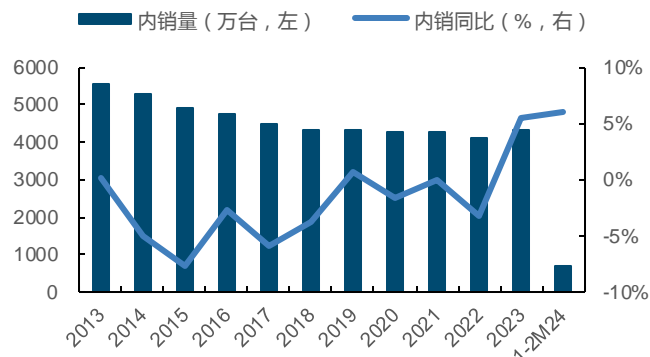
势下空调市场排产和出货高增长。我们认为家电内销需求端未来主要由以旧换新政策补贴加持下更新换代需求的释放，此外在政策推动下更利于高效节能产品占有率的提升，有望推动行业产品结构升级、均价上行。

图表7：空调内销 23 年同比+14%，1Q24 同比+17%



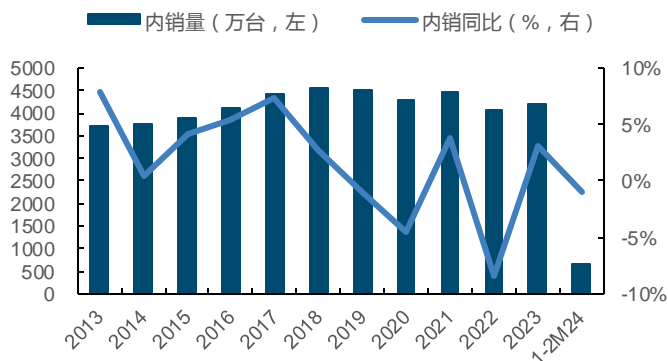
来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

图表8：冰箱内销 23 年同比+6%，1-2M24 同比+6%



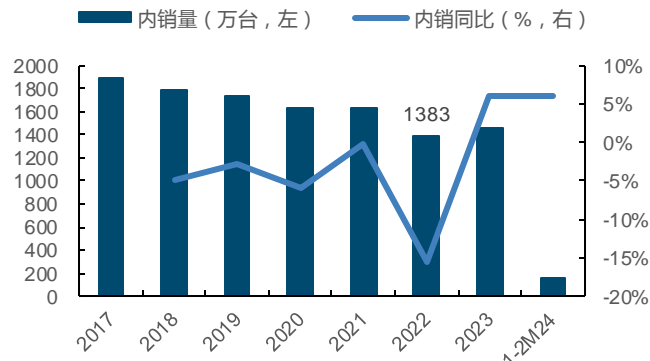
来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

图表9：洗衣机内销 23 年同比+3%，1-2M24 同比-1%



来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

图表10：油烟机内销 23 年同比+6%，1-2M24 同比+6%



来源：产业在线，通联数据，国金证券研究所

国内电商消费方面，从销售 GMV 同比增速来看，1) 大家电 23 年增速亮眼，1Q24 增速下滑；2) 厨房小家电自 2Q23 至 1Q24 持续表现低迷；3) 生活电器中净水器保持快速增长；4) 清洁电器在行业产品持续推新下保持增长，1Q24 增速较高主因低基数+新品产品力&价格优势显著+龙头上新节奏前置；5) 个护品类中电吹风随高速吹风机快速渗透、保持较高增速，剃须刀 1Q24 增速有所下滑。从销售均价同比增速来看，家电线上 Q1 普遍有均价下探的情况，但净水器、扫地机器人均价保持上行趋势，或因更优质高价产品需求提升驱动，例如净水器大流量、智能化占比提升，扫地机全能基站产品渗透率提升。


图表11：国内主要电商平台家电品类季度 GMV 增速情况

cat_second_cn	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
空调	-38.2%	0.3%	10.8%	52.7%	48.8%	18.4%	32.0%	-12.7%	-5.8%
冰箱	-21.6%	5.6%	21.5%	16.4%	24.1%	10.1%	23.9%	26.1%	17.7%
平板电视	-14.2%	-10.3%	4.5%	13.1%	8.0%	2.8%	11.1%	25.4%	11.8%
洗衣机	-16.4%	-6.1%	11.0%	9.6%	6.7%	-1.3%	19.9%	18.0%	14.7%
厨房大电	-5.6%	12.6%	14.8%	23.3%	39.2%	11.3%	22.0%	6.7%	4.7%
热水器	-8.7%	6.6%	35.6%	21.6%	15.7%	7.1%	26.1%	15.6%	13.8%
净水器	51.7%	35.2%	25.0%	16.2%	22.0%	4.4%	22.9%	20.2%	5.1%
扫地机器人	17.4%	41.2%	4.4%	2.6%	-11.0%	-18.5%	2.2%	10.9%	7.7%
个人洗护清洁用具	-9.4%	7.1%	8.8%	9.1%	24.3%	0.0%	10.3%	10.6%	10.7%
投影机	-27.4%	-12.9%	-6.6%	-0.5%	34.5%	20.9%	37.7%	33.3%	14.0%
电饭煲	-7.8%	-13.6%	-7.4%	4.5%	23.0%	28.5%	26.2%	14.2%	1.5%
洗地机	1.6%	18.3%	5.0%	59.8%	76.6%	13.4%	-36.4%	-9.1%	105.7%
电炸锅	-39.0%	-52.0%	-47.9%	-51.8%	-26.3%	16.6%	63.9%	156.2%	157.4%
破壁机	-30.7%	-23.0%	-21.2%	-15.7%	21.1%	6.2%	22.9%	12.4%	-20.1%
按摩器材	10.5%	1.4%	26.2%	27.4%	36.8%	50.6%	49.3%	22.0%	34.1%
电吹风	35.5%	20.4%	24.6%	22.3%	30.9%	17.9%	-8.5%	-13.2%	-34.9%
保健/养生/煎药壶	-9.2%	-8.7%	-7.5%	4.6%	22.7%	11.7%	4.8%	-9.3%	1.1%
咖啡机	-28.1%	-38.7%	-38.9%	-48.1%	40.1%	71.2%	82.1%	119.2%	35.9%

来源：国金数字 lab，国金证券研究所


图表12：国内主要电商平台家电品类季度均价增速情况

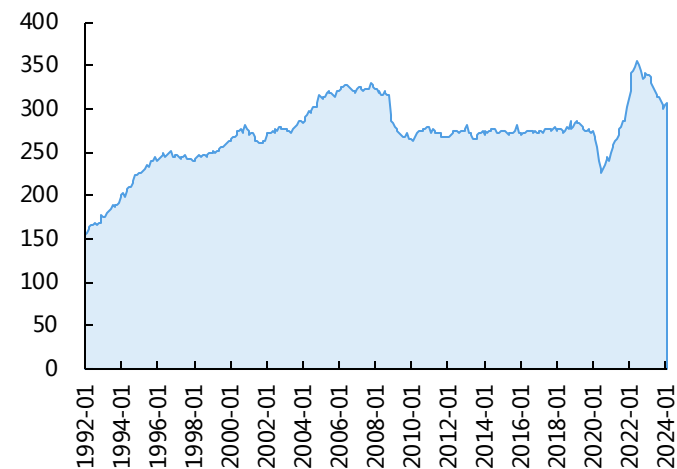
cat_second_cn	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
空调	-8.7%	3.5%	-7.8%	-1.8%	2.0%	-8.6%	-3.1%	0.7%	0.1%
冰箱	-8.9%	-5.7%	4.1%	9.9%	12.3%	11.1%	6.1%	12.9%	4.4%
平板电视	-2.6%	7.2%	7.0%	3.0%	4.7%	-11.1%	0.2%	-0.6%	0.6%
洗衣机	-15.9%	-7.6%	-4.8%	-3.1%	-0.5%	-6.0%	2.6%	8.9%	20.6%
厨房大电	-21.7%	1.8%	3.3%	-2.6%	1.6%	-1.6%	0.8%	1.0%	11.9%
热水器	-29.0%	-7.2%	-17.3%	0.4%	-8.0%	-15.9%	-10.6%	0.2%	23.1%
净水器	53.8%	32.5%	-14.2%	11.9%	-17.1%	-12.4%	-14.6%	-8.9%	10.3%
扫地机器人	16.4%	33.0%	27.9%	15.6%	-14.4%	-11.1%	9.3%	12.6%	24.9%
个人洗护清洁用具	-7.6%	-2.0%	13.6%	-3.6%	17.9%	5.6%	36.0%	31.8%	3.3%
投影机	-1.5%	-4.8%	-2.2%	-13.1%	-21.8%	-4.4%	-8.0%	12.7%	25.6%
电饭煲	-1.6%	-5.2%	-1.4%	-10.5%	9.6%	12.4%	8.6%	22.8%	-2.1%
洗地机	-13.2%	-2.5%	-14.7%	-12.1%	-11.2%	-12.4%	-0.8%	-9.8%	7.7%
电炸锅	-14.8%	-12.8%	-3.3%	-13.9%	-10.6%	-13.6%	-14.1%	0.4%	-10.3%
破壁机	-1.1%	-12.0%	-16.5%	-12.4%	-17.9%	-11.2%	-10.0%	-5.9%	-14.3%
按摩器材	4.8%	19.8%	39.8%	6.6%	11.4%	8.7%	39.1%	2.1%	32.5%
电吹风	0.4%	16.3%	20.2%	9.9%	31.4%	16.5%	18.7%	63.7%	33.7%
保健/养生/煎药壶	-9.5%	-9.1%	-9.3%	-5.2%	0.2%	-1.2%	-0.2%	1.1%	1.8%
咖啡机	-3.4%	33.8%	-20.4%	-17.5%	5.3%	-25.2%	23.1%	38.6%	38.6%

来源：国金数字 lab，国金证券研究所

外销方面，外销代工企业受益于下游品牌商/零售商补库需求，订单逐季恢复。受美联储持续加息的影响，海外需求开始降温，从 2022 年第三季度开始，零售开始进入去库存周期。Walmart、Amazon、HomeDepot、Target、Bestbuy、Lowe's、Costco 在 2023 财年库存同比分别-3.0%、-3.2%、-15.6%、-11.8%、-2.7%、-8.8%、+6.3%，同时对上游下单速度放缓，表现为处于生产端的国内代工厂和品牌厂商的订单增长速度下降。经过大约一年的去库存后，当前的库存水平开始出现顶部回落，库存销售比也开始回归正常水平，下游品牌商/零售商补库意愿有所增强，带动我国外销代工企业收入逐渐恢复。

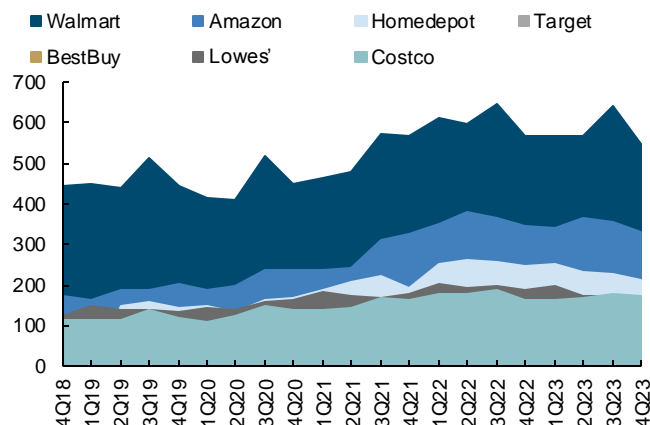


图表13: 美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存 (亿美元)



来源: wind, 美国商务普查局, 国金证券研究所

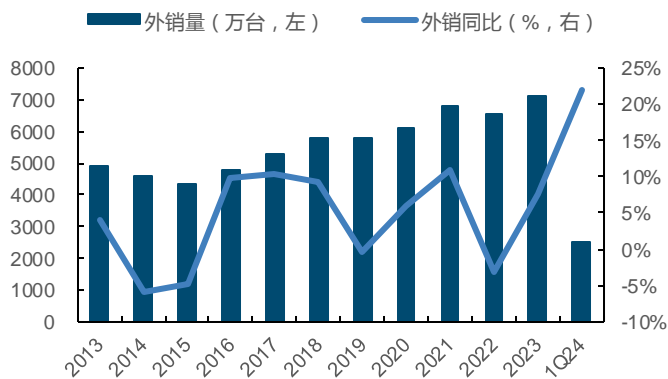
图表14: 美国主要零售商期末存货额 (亿美元)



来源: wind, 国金证券研究所

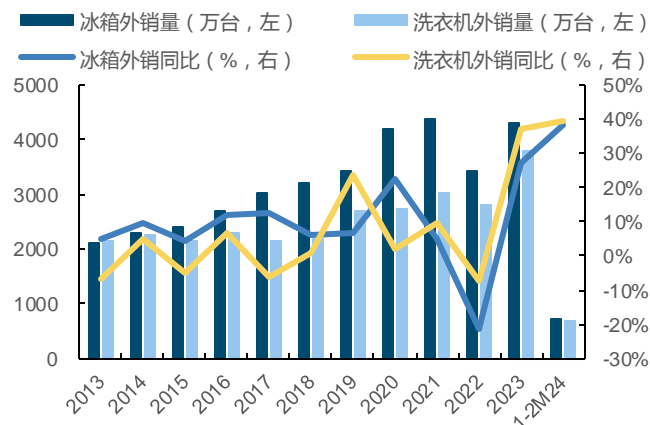
白电出口自23年下半年以来销售数量逐季恢复, 预计1H24在低基数下有望保持恢复趋势。2023年空调/冰箱/洗衣机外销数量达7084/4299/3803万台, 同比+7.8%/+27.4%/+37.0%, 冰洗尤其出色。1Q24延续良好恢复趋势, 1Q24空调/1-2M24冰箱/1-2M24洗衣机外销量同比+21.8%/+38.4%/+39.6%。

图表15: 空调外销23年同比+8%, 1Q24同比+22%



来源: 产业在线, 通联数据, 国金证券研究所

图表16: 冰箱、洗衣机外销1-2M24分别同比+38%、+40%



来源: 产业在线, 通联数据, 国金证券研究所

从家电品类出口额来看, 2022年中国家电出口金额同比增速下滑, 2023年由于低基数效应, 家电品类出口金额自23M3以来恢复趋势明显。2022年, 叠加2021年海运货物积压严重, 导致渠道和品牌商整体降低库存的压力大、周期长。中国家电出口在2022年面临欧美家电零售市场需求减弱以及欧美客户大幅度降低库存的压力, 该年中国家电出口额为855.0亿美元, 同比下降13.3%。到了2023年, 中国家电出口压力开始减轻, 已出现了边际拐点, 尽管欧美家电零售渠道和品牌商的库存仍然较高, 考虑到中国家电出口的低同比基数影响和欧美降低库存进程的持续推进, 2023年家电出口金额同比+9.9%, 单月数据转正出现在3月, 2024年Q1家电累计出口金额+24.3%, 恢复趋势延续。我们认为中国家电出口的压力已逐渐缓解。



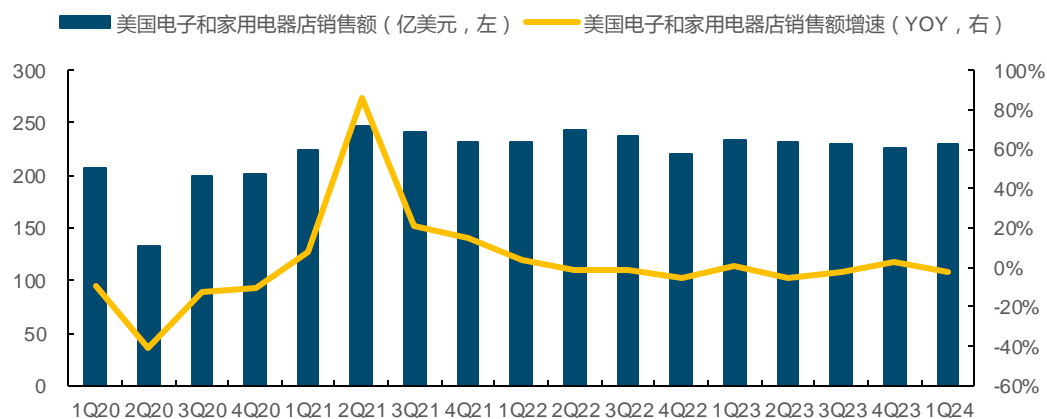
图表17：家电品类出口金额自 23M3 以来恢复趋势明显

中国出口 金额同比 (%)	家用电器	空调	冰箱	洗衣机	电咖啡 机或茶 壶	电热饮 水机	榨汁机	电烤箱	面包机	多士炉	电锅	滴液式 咖啡机	泵压式 咖啡机	食品研 磨机及 搅拌器	液晶电 视机	吸尘器	电吹风 机	电熨斗	电动剃 须刀
21Q1	116.0%	28.6%	82.8%	47.3%	73.8%	43.0%	113.3%	141.5%	212.4%	76.6%	118.6%	60.6%	74.7%	117.0%	55.6%	104.8%	84.9%	27.2%	33.1%
21Q2	54.5%	9.3%	33.0%	24.3%	33.4%	6.7%	47.6%	64.4%	52.3%	28.3%	55.1%	17.3%	37.4%	50.4%	17.8%	40.2%	42.5%	13.5%	12.1%
21Q3	32.6%	7.7%	5.7%	-5.0%	17.2%	4.3%	14.1%	19.4%	-15.0%	14.6%	13.8%	17.4%	19.0%	17.2%	12.5%	-4.1%	19.1%	11.3%	1.2%
21Q4	25.8%	29.7%	1.7%	11.3%	23.3%	-1.6%	4.7%	-5.2%	-45.3%	3.8%	1.2%	12.5%	38.4%	6.7%	1.6%	-13.7%	23.7%	14.2%	14.0%
22Q1	-5.4%	9.0%	-5.9%	-8.3%	13.8%	-2.7%	-11.1%	-21.7%	-48.3%	-0.2%	-4.4%	2.3%	20.2%	-10.4%	-14.6%	-19.5%	15.7%	11.1%	5.2%
22Q2	-8.9%	-8.8%	-15.3%	-16.4%	20.6%	-1.2%	-16.4%	-26.4%	-54.8%	1.0%	-16.1%	11.7%	21.3%	-17.0%	-15.1%	-22.9%	25.1%	13.6%	-4.5%
22Q3	-14.9%	-6.1%	-28.7%	5.8%	-5.2%	-0.7%	-27.2%	-30.6%	-38.4%	-30.4%	-16.3%	-25.6%	-1.7%	-28.8%	-27.4%	-14.5%	14.4%	9.5%	10.6%
22Q4	-23.0%	-20.1%	-41.0%	-11.0%	-33.3%	-18.3%	-33.3%	-38.4%	-36.8%	-44.3%	-21.9%	-47.6%	-46.3%	-36.0%	-25.8%	-24.0%	9.9%	-1.2%	-2.1%
23Q1	-4.6%	-8.9%	-23.6%	6.8%	-19.9%	-5.0%	-5.1%	-14.5%	-11.9%	-23.0%	-3.3%	-25.2%	-28.9%	-8.7%	1.2%	-9.1%	15.8%	10.9%	21.0%
23Q2	2.2%	-4.1%	3.9%	36.6%	-18.5%	7.2%	2.1%	2.4%	18.1%	-16.0%	9.5%	-18.4%	-24.9%	-1.8%	5.7%	1.6%	15.8%	18.5%	35.0%
23Q3	6.6%	-1.8%	20.5%	16.9%	-11.6%	4.7%	9.4%	17.8%	2.3%	12.2%	7.2%	-2.0%	-17.4%	7.6%	16.2%	9.6%	10.1%	24.6%	18.9%
23Q4	11.5%	8.7%	41.3%	19.9%	-0.1%	30.5%	11.8%	21.6%	42.1%	17.3%	6.3%	21.8%	4.0%	12.9%	16.8%	9.1%	-4.5%	20.2%	16.6%
24Q1	8.6%	2.0%	28.4%	20.7%	3.7%	30.3%	10.3%	12.6%	20.3%	7.3%	4.5%	10.6%	5.8%	11.4%	5.8%	13.8%	12.8%	18.8%	23.8%

来源：wind，海关总署，国金证券研究所

2022 年以来美国家电和其他耐用消费品的需求表现疲软，考虑到美国经济仍具韧性，若未来的美国零售端能够恢复，那么新的库存补充周期将加快到来。美国商务部普查局数据显示，2021 年/2022 年/2023 年美国家电零售销售额同比分别+26.9%/-1.4%/-0.7%，反映耐用消费品如家电、电子产品的零售需求仍较弱。若后续零售端能恢复，将增强零售商补库动力，进一步带动我国的出口企业订单增长。

图表18：美国家电零售额有待恢复



来源：wind，美国商务部，国金证券研究所

展望后市，外销短期看 Q2 低基数下恢复程度，长期看家电品牌出海/新兴市场拓展。Q2 家电外销仍然是低基数状态，看好主品恢复弹性强，具有新业务、新渠道增量，客户成长性/竞争力较强的外销代工企业。家电品牌出海首推扫地机出海，国牌通过快速迭代创新抢占海外高端市场份额，叠加渠道铺设，海外市场份额快速提升，再加上扫地机产品发展越来越贴近当地消费者需求，助力行业渗透率快速提升。新兴市场方面，东南亚、中东非等地区家电渗透率仍较低，考虑当地政策支持、人口红利、经济发展等良好营商环境，未来发展潜力十足，也是我国自有品牌出海相较海外百年家电龙头，有望实现弯道超车的有利市场。

1.4、成本端：23 年原材料、海运费、汇率压力有所缓解，1Q24 海运费上行但总体成本压力可控

原材料、海运价格及汇率改善显著，利润率逐季度提升已兑现。出口制造业影响利润率的核心要素有三点，即原材料价格、海运集装箱运价及美元兑人民币汇率。出口企业从 2020 年下半年开始盈利能力明显下行，持续至 2022 年上半年。2022 年下半年至今，原材料、海运价格、汇率影响明显改善，出口企业净利率逐季度改善，虽然 1Q24 铜价环比上行，但同比增速仍保持下滑，海运费短期虽有上升但有回落趋势、基本可控，汇率对出口企业仍有利好。总体来看，1Q24 家电出口板块成本端压力不大，在板块净利率未修复至 2020 年之前，出口企业净利率上行趋势或将持续兑现。



图表19：1Q24 原材料、汇率同比仍有利好，海运费同比有所提升

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
LME铜 同比	50.9%	81.1%	43.8%	35.3%	17.6%	-1.9%	-17.4%	-17.5%	-10.7%	-11.0%	7.9%	2.0%	-5.5%
LME铝 同比	24.1%	60.3%	55.4%	44.2%	56.5%	19.8%	-11.1%	-15.9%	-27.0%	-21.5%	-8.5%	-5.7%	-8.2%
塑料 同比	24.6%	33.7%	24.9%	7.3%	-0.8%	-5.1%	-13.1%	-16.0%	-14.4%	-16.8%	-6.2%	-4.2%	-1.6%
钢材 同比	25.6%	50.1%	44.1%	22.8%	5.5%	-9.0%	-24.8%	-21.2%	-13.6%	-18.8%	-4.1%	0.3%	-5.6%
32寸TV面板价格 同比	103.8%	151.9%	59.0%	-31.9%	-47.2%	-60.7%	-61.0%	-26.6%	-17.5%	3.9%	39.8%	18.7%	12.8%
50寸TV面板价格 同比	82.4%	121.9%	69.8%	-18.9%	-48.6%	-60.3%	-60.6%	-35.3%	-7.4%	22.4%	54.0%	42.8%	31.2%
CCFI综合 同比	113.3%	153.5%	228.8%	161.2%	75.6%	45.9%	-1.4%	-50.6%	-68.5%	-70.3%	-70.3%	-47.1%	18.8%
CCFI美东 同比	60.3%	88.8%	125.5%	98.3%	79.6%	59.1%	21.9%	-30.9%	-56.7%	-68.3%	-69.4%	-51.9%	-0.1%
CCFI美西 同比	87.1%	100.3%	120.2%	101.6%	94.7%	68.6%	13.0%	-53.5%	-69.9%	-71.7%	-68.6%	-32.8%	25.3%
CCFI欧洲 同比	183.2%	247.4%	384.3%	258.5%	77.9%	44.6%	-7.3%	-52.7%	-74.5%	-77.2%	-77.6%	-60.6%	40.4%
人民币兑美元同比	-7.6%	-8.7%	-5.1%	-2.6%	-3.3%	3.6%	9.8%	9.1%	8.3%	8.5%	2.9%	2.0%	5.1%
人民币兑美元环比	0.3%	-1.5%	0.0%	-1.4%	-0.5%	5.5%	6.0%	-2.0%	-1.2%	5.7%	0.5%	-2.9%	1.8%

来源：wind，国金证券研究所

2、分板块概述：白电、出口小家电表现优异，配置价值凸显

2.1、白电：利润增速超越收入，龙头表现强业绩兑现

白电板块表现出强业绩兑现，从收入端来看，23 年三大白收入增速接近 10%，利润增速超越收入增速，符合市场预期，而二三线白电企业海信、长虹、奥马在空调&出口景气度向上（β）、叠加自身治理结构改善（α）等逻辑下业绩弹性表现更强。1Q24 板块延续盈利上行趋势，其中海尔智家 1Q24 归母净利润增速超市场预期，主因海外业务盈利修复、自身数字化变革之下成本、费用控制力度提升；美的集团在 B&C 端共同发力下 1Q24 收入端实现双位数增长、扣非净利率水平超预期。

展望后市，我们认为白电企业业绩增长主要来自出海+国内以旧换新政策驱动。

- 出海。更多来自在欧美等成熟市场自有品牌市占率的提升，以及新兴市场（东南亚、中东非）的发力，白电企业通过产品创新、品牌并购、本地化运营多种方式出海。在产品方面，洞察当地需求，研发出适合海外消费习惯和审美的好产品；在品牌方面，消费者对本土品牌认可度相对较高，特别是欧美有很多百年品牌，中国企业通过收购更快占领市场；在渠道方面，积极搭建本地化的营销、售后体系。中国白电品牌出海持续发展。
- 以旧换新。24 年以来国家层面多次提及消费品以旧换新，各地政府、电商平台、家电企业积极响应，4 月 12 日，商务部等 14 部门印发的《推动消费品以旧换新行动方案》落地，我们判断更加利好家电龙头企业：1）此轮补贴重点是绿色智能家电，预计或会有新的能效标准出台，帮助行业出清、间接提升龙头市场份额；2）强调回收体系的建设，强调二手商品流通试点，鼓励二手商品交易，家电头部企业具备较强的产品力，且多已自建回收体系，回收流程规范发展利于龙头企业构建多层次的商业模式。3）鼓励存量房装修改造，对于地产后周期的家电属于实质性利好，有助于基本面改善以及在一定程度上缓解地产对于大家电估值压制的因素。

图表20：白电公司业绩情况

证券简称	股价表现		业绩情况											
	市值(亿元)	24年涨跌幅	2023年收入(亿元)	同比	2023年归母(亿元)	同比	2023年扣非(亿元)	同比	1Q24收入(亿元)	同比	1Q24归母(亿元)	同比	1Q24扣非(亿元)	同比
美的集团	4,867	27%	3,737.1	8.1%	337.2	14.1%	329.7	15.3%	1,064.8	10.2%	90.0	11.9%	92.4	20.4%
海尔智家	2,856	44%	2,614.3	7.3%	166.0	12.8%	158.2	13.3%	689.8	6.0%	47.7	20.2%	46.4	25.4%
格力电器	2,372	31%	2,050.2	7.8%	290.2	18.4%	275.7	14.9%	366.0	2.5%	46.8	13.8%	45.3	21.5%
海信家电	537	90%	856.0	15.5%	28.4	97.7%	23.6	160.1%	234.9	20.9%	9.8	59.5%	8.4	60.9%
长虹美菱	106	82%	242.5	19.9%	7.4	203.0%	7.5	629.4%	59.4	18.2%	1.6	26.9%	1.9	79.6%
海容冷链	54	-8%	32.0	10.3%	4.1	41.4%	3.9	40.6%	8.5	-4.3%	1.1	-1.7%	1.0	-12.2%
奥马电器	115	60%	151.8	30.1%	7.9	69.4%	7.1	67.4%	42.0	24.6%	2.3	27.8%	2.2	33.2%

来源：wind，国金证券研究所；注：市值及 24 年涨跌幅统计时间截至 2024/4/30

从毛利率角度来看，23 年&1Q24 白电毛利率在原材料价格压力缓解、汇率利好、加之自身产品结构改善下基本呈正向变动，美的集团 1Q24 毛利率同比+3.3%，我们认为主要与公司



产品结构提升，叠加海外自主品牌收入占比提升相关，根据公司官微，公司大力拓展新渠道和新市场，海外电商零售额同比增长约 60%，巴西、埃及、马来西亚和中东市场自有品牌销售同比增长超 50%。奥马 1Q24 毛利率因 TCL 冰洗业务并表影响下滑较多，调整后口径下公司实现毛利率 20.3%/-1.9pct，主要受原材料与海运费等因素影响。

从费用率角度来看，白电企业控费能力较强，费用率大都保持稳定水平。其中美的 1Q24 财务费用率略有上升主因埃及镑等外币资产和负债估值波动；海尔销售费用率在数字化变革下持续优化；格力 23 年销售费用率有所提升主因安装维修费增长较大。盈利水平方面，主因毛利率提升较多，板块净利率上行。

图表21：白电毛利率、费用率、净利率同比变动情况

证券简称	毛利率变动		销售费用率变动		管理费用率变动		财务费用率变动		研发费用率变动		净利率变动	
	2023年	1Q24	2023年	1Q24	2023年	1Q24	2023年	1Q24	2023年	1Q24	2023年	1Q24
美的集团	2.2%	3.3%	1.0%	1.2%	1.1%	0.3%	0.1%	1.3%	0.3%	0.0%	0.4%	0.1%
海尔智家	0.2%	0.3%	-0.2%	-0.5%	-1.3%	1.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.4%	0.8%
格力电器	4.5%	2.0%	2.4%	0.0%	-0.1%	-1.4%	-0.6%	-1.0%	0.0%	-0.2%	1.4%	1.8%
海信家电	1.4%	0.5%	0.0%	-0.1%	-1.0%	-1.5%	0.0%	-0.2%	0.2%	0.3%	1.5%	1.2%
长虹美菱	0.2%	-1.3%	-0.6%	-0.9%	1.5%	1.4%	-0.2%	0.1%	-0.3%	-0.3%	1.8%	0.1%
海容冷链	6.0%	0.4%	2.4%	2.2%	1.2%	0.2%	0.4%	-1.1%	-0.3%	-0.2%	2.4%	0.5%
奥马电器	-0.9%	-6.7%	0.0%	-0.7%	-5.0%	-3.9%	0.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	-1.6%	-4.5%

来源：wind，国金证券研究所

从营运效率角度来看，行业普遍呈现存货周转加快、应收&应付账款天数增加的情况，从净现比、收现比来看，企业盈利质量情况良好。从合同负债角度来看，格力电器、长虹美菱、奥马电器 1Q24 合同负债环比明显提升，利润蓄水池较足。

图表22：白电周转天数、盈利质量变动情况

证券简称	存货周转天数变动(天)		应收账款周转天数变动(天)		应付账款周转天数变动(天)		净现比		收现比		净现比变动		收现比变动		合同负债同比	合同负债环比
	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	1Q24	1Q24
美的集团	-2	2	2	1	0	8	1.7	1.5	1.0	0.8	54%	39%	4%	4%	32%	-10%
海尔智家	-6	-6	2	2	-1	7	1.5	0.4	1.1	1.0	15%	2%	-1%	5%	-37%	-49%
格力电器	-15	-22	0	1	6	24	1.9	-0.6	1.1	0.9	77%	-430%	8%	-66%	-15%	51%
海信家电	-10	-4	-4	0	-7	1	3.7	0.2	0.9	0.7	93%	-128%	0%	-4%	-19%	5%
长虹美菱	1	4	-3	2	5	7	2.8	-0.7	1.0	0.9	-318%	230%	0%	4%	14%	17%
海容冷链	0	14	14	8	-4	-1	1.5	-0.4	1.1	0.8	109%	-55%	32%	-1%	19%	-3%
奥马电器	-17	-4	-7	11	4	50	3.6	1.9	0.9	1.0	285%	61%	-15%	11%	102%	25%

来源：wind，国金证券研究所

白电龙头企业重视股东回报，未来有提升现金分红比例的趋势，行业格局稳固下高股息更具投资吸引力。海尔智家公告将 23 年现金分红比例提升至 45%（22 年 36%），若加上 A\H 股回购的话占公司净利润比例达 54.7%，并且公司在《未来三年（24-26 年）股东回报规划》中要求，在无重大投资、保证公司正常经营情况下 24-26 年现金分红比例稳步提升，25、26 年公司以现金分红比例不低于 50%。预计 24 年股息率为 3.0%（45%分红率）。美的集团 23 年分红率提升至 61.6%（22 年 58.2%），预计未来有望实现不低于 60%分红，24 年股息率 4.7%（60%分红率）。格力电器以高股息率著称，24 年股息率 6.1%（45%分红率）。

图表23：白电企业 24 年股息率敏感度测算

海尔智家		美的集团		格力电器		海信家电		长虹美菱	
24年分红率	24年股息率	24年分红率	24年股息率	24年分红率	24年股息率	24年分红率	24年股息率	24年分红率	24年股息率
45%	3.0%	60%	4.7%	45%	6.1%	50%	3.2%	40%	3.4%
47%	3.1%	62%	4.8%	47%	6.4%	52%	3.3%	42%	3.6%
50%	3.3%	64%	5.0%	50%	6.8%	54%	3.4%	44%	3.8%

来源：国金证券研究所；注：24 年归母净利润采用 wind 一致预期，统计时间截至 2024/5/1



预计白电板块在龙头追求利润水平、内销以旧换新政策推动、外销延续恢复态势、长期展望家电品牌出海下，业绩增长具有确定性，结合白电板块高分红且分红有持续提升趋势、估值处于较低水平下，长期配置价值凸显。

2.2、出口链小家电：景气度上行，收入逐季恢复

以外销为主的小家电可划分为自主品牌出海与外销代工两类。自主品牌出海中扫地机出海的表现 23 年家电板块中脱颖而出，石头科技得益于优秀的产品力（海外高端定位）、渠道拓展（欧洲线上、美国线下均有新增量）、持续提升的品牌势能，财报收入持续超预期，且海外收入增长快于国内（海外盈利水平更高），叠加汇率利好、成本控制严格，利于盈利水平上行，利润增速更快，股价自 23 年初以来保持上行趋势；科沃斯因内销业务占比更高但表现不佳（23 年内销同比-11.4%）从而拖累收入与利润表现，但外销仍有亮眼增长，23 年海外收入同比+25.8%，此外在补齐产品矩阵、加大费用控制力度下 1Q24 扣非净利润增速转正，经营拐点显现。外销代工企业整体来看自 23 年 Q2 起收入逐季恢复，不同品类/不同国家恢复节奏略有差异，1Q24 部分外销代工企业在良好接单量、汇率利好下表现出收入与业绩超预期的表现，例如欧圣电气、德昌股份、荣泰健康。

展望后市，我们预计扫地机出海 24 年仍具有 β （海外高端产品力渗透率提升）与 α （国牌抢占海外龙头市场份额），持续看好板块未来走势；外销代工企业则需跟踪 Q2 收入恢复增长情况与企业拓品、拓渠道等内生增长进度。

图表24：外销小家电公司业绩情况

证券简称	股价表现		业绩情况											
	市值(亿元)	24年涨跌幅	2023年收入(亿元)	同比	2023年归母(亿元)	同比	2023年扣非(亿元)	同比	1Q24收入(亿元)	同比	1Q24归母(亿元)	同比	1Q24扣非(亿元)	同比
科沃斯	286	20%	155.0	1.2%	6.1	-64.0%	4.8	-70.3%	34.7	7.4%	3.0	-8.7%	2.9	0.3%
石头科技	559	50%	86.5	30.5%	20.5	73.3%	18.3	52.5%	18.4	58.7%	4.0	95.2%	3.4	110.0%
莱克电气	151	18%	87.9	-11.5%	11.2	8.4%	9.8	3.9%	23.1	11.7%	2.7	36.0%	2.7	57.1%
荣泰健康	32	12%	18.6	-7.5%	2.0	23.4%	1.9	47.8%	4.0	3.9%	0.6	67.3%	0.6	136.0%
新宝股份	137	14%	146.5	6.9%	9.8	1.6%	10.0	-0.5%	34.7	22.8%	1.7	24.7%	2.1	131.8%
比依股份	30	-9%	15.6	4.0%	2.0	13.3%	1.9	15.6%	3.2	-15.4%	0.1	-78.1%	0.1	-76.5%
欧圣电气	38	4%	12.2	-5.3%	1.7	8.4%	1.6	18.5%	3.3	33.8%	0.4	126.7%	0.4	144.8%
德昌股份	77	-9%	27.8	43.2%	3.2	7.9%	3.1	8.9%	8.2	46.1%	0.9	102.3%	0.8	101.1%

来源：wind，国金证券研究所；注：市值及 24 年涨跌幅统计时间截至 2024/4/30

从毛利率角度来看，23 年外销小家电毛利率在原材料价格压力缓解下毛利率基本呈正向变动，但科沃斯因内销行业竞争带动产品均价下降等压力，毛利率有所下滑。1Q24 板块毛利率表现分化，石头科技、荣泰健康、欧圣电气因高毛利率市场地区占比提升、以及产品推新下毛利率水平提升明显；比依股份主要系一季度新品正处于产能爬坡期，产效偏低拖累毛利率；莱克电气因 ODM 等低毛利率产品占比提升拉低毛利率；科沃斯因去年同期扫地机竞争格局未开始恶化，毛利率基数较高所致，但环比来看在公司积极控本下降幅有所收窄。

从费用率角度来看，板块销售费用率普遍保持稳定。其中科沃斯 23 年在竞争压力+抖音渠道开拓下销售费用投放较高，但 1Q24 情况有所缓解。1Q24 部分出口链企业收入快速增长摊薄一定销售费用。管理费用率/研发费用率变动大多与规模效应有关。财务费用率因人民币贬值利好汇兑损益科目，1Q24 显著减少。净利率方面，在成本端和费用端优化下，1Q24 出口小家电呈现明显盈利水平提升。



图表25：外销小家电毛利率、费用率、净利率同比变动情况

证券简称	毛利率变动		销售费用率变动		管理费用率变动		财务费用率变动		研发费用率变动		净利率变动	
	2023年	1Q24	2023年	1Q24	2023年	1Q24	2023年	1Q24	2023年	1Q24	2023年	1Q24
科沃斯	-4.1%	-3.5%	4.0%	-1.6%	-0.4%	-1.3%	0.6%	-0.5%	0.5%	0.6%	-7.2%	-1.5%
石头科技	5.9%	6.6%	1.1%	-0.2%	0.3%	-1.7%	0.0%	1.1%	-0.2%	-0.8%	5.8%	4.1%
莱克电气	2.6%	-3.2%	0.9%	-1.5%	-0.2%	0.4%	0.8%	-2.9%	-0.1%	-1.5%	1.7%	1.6%
荣泰健康	4.3%	6.6%	0.6%	-1.2%	0.7%	0.8%	0.3%	-3.4%	-0.1%	0.6%	2.7%	5.9%
新宝股份	1.6%	0.0%	0.5%	-0.3%	0.1%	-0.8%	1.3%	-2.0%	0.3%	-0.3%	-0.4%	0.1%
比依股份	1.7%	-8.1%	0.0%	0.0%	0.5%	2.9%	0.3%	-4.0%	-0.1%	1.1%	1.0%	-9.1%
欧圣电气	5.9%	4.7%	1.3%	0.0%	0.2%	-1.5%	-1.2%	-2.7%	1.4%	-1.6%	1.8%	5.4%
德昌股份	1.3%	-0.7%	0.0%	-0.4%	-0.7%	0.0%	6.2%	-1.8%	-0.6%	-0.7%	-3.8%	2.9%

来源：wind，国金证券研究所

从营运效率角度来看，行业普遍呈现存货周转、应收账款周转加快情况，石头科技、欧圣电气应付账款周转天数增加明显，表现出对上游议价能力提升。从净现比、收现比来看，企业盈利质量情况较为良好。

图表26：外销小家电周转天数、盈利质量变动情况

证券简称	存货周转天数变动(天)		应收账款周转天数变动(天)		应付账款周转天数变动(天)		净现比		收现比		净现比变动		收现比变动	
	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24
科沃斯	-2	-25	-2	-6	-3	-22	1.8	0.3	1.0	1.1	77%	22%	1%	-14%
石头科技	6	-5	0	-7	21	45	1.1	0.6	1.1	1.2	12%	-9%	-2%	5%
莱克电气	-3	-7	8	9	2	-10	0.8	1.2	0.9	0.9	-6%	40%	-9%	-9%
荣泰健康	-10	-5	3	15	-12	23	1.7	-2.4	1.0	1.0	26%	-296%	-8%	-5%
新宝股份	-16	-5	-1	1	-5	-2	2.0	-1.2	1.0	1.0	47%	13%	-6%	4%
比依股份	-18	3	-11	-9	-24	-10	2.2	1.4	1.1	1.0	109%	-131%	15%	-8%
欧圣电气	-5	-33	-3	-9	36	0	1.5	1.3	1.0	0.8	59%	-39%	-6%	-32%
德昌股份	-16	-2	-39	-6	-13	3	1.5	0.6	0.9	1.0	30%	67%	-25%	-1%

来源：wind，国金证券研究所

2.3、内销可选消费小家电：内销持续承压，静待 Q2 大促表现

从收入端来看，以内销为主的小家电企业 23 年初至今表现较为承压，仅有部分小家电企业乘抖音渠道红利，表现出较快增速，例如倍轻松、小熊电器。近年来小家电行业先后经历了传统电商红利、公共卫生事件下居家需求释放、内容电商红利等黄金增长阶段，催生了大量中小品牌入局，展望后市，考虑到内销需求相对平淡、行业进入存量竞争阶段，抖音渠道从红利期转向流量争夺期，渠道红利边际递减，我们认为中小品牌生存难度进一步提升，中长期家电格局有望逐步改善，更加利好拥有强拓品能力、营销实力、内部持续提效的龙头企业。

图表27：内销小家电公司业绩情况

证券简称	股价表现		业绩情况											
	市值(亿元)	24年涨跌幅	2023年收入(亿元)	同比	2023年归母(亿元)	同比	2023年扣非(亿元)	同比	1Q24收入(亿元)	同比	1Q24归母(亿元)	同比	1Q24扣非(亿元)	同比
苏泊尔	475	11%	213.0	5.6%	21.8	5.4%	19.9	5.6%	53.8	8.4%	4.7	7.2%	4.6	8.1%
九阳股份	89	-9%	96.1	-5.5%	3.9	-26.6%	3.5	-35.8%	20.7	9.2%	1.3	7.1%	1.3	7.2%
北鼎股份	29	-1%	6.7	-17.3%	0.7	51.9%	0.6	59.2%	1.6	-6.5%	0.2	28.3%	0.2	29.0%
小熊电器	92	13%	47.1	14.4%	4.5	15.2%	3.8	5.6%	11.9	-4.6%	1.5	-8.5%	1.1	-24.3%
德尔玛	53	-5%	31.5	-4.6%	1.1	-42.9%	1.0	-44.4%	7.2	7.7%	0.2	0.5%	0.2	0.3%
飞科电器	202	-8%	50.6	9.3%	10.2	23.9%	8.9	14.9%	11.7	-14.5%	1.8	-43.8%	1.7	-40.8%
倍轻松	28	-2%	12.7	42.3%	-0.5	59.0%	-0.6	57.3%	2.9	28.6%	0.2	956.1%	0.2	682.8%

来源：wind，国金证券研究所；注：市值及 24 年涨跌幅统计时间截至 2024/4/30

从毛利率角度来看，23 年内销小家电毛利率在原材料价格压力缓解下毛利率基本呈正向变动，1Q24 苏泊尔、九阳因内外销结构变动（外销增长快、但毛利率低）毛利率有所下



滑，但仍有部分小家电企业仍凭借自身推新、降本等举措，提升毛利率，例如德尔玛、倍轻松。

从费用率角度来看，重视抖音渠道投入的家电企业销售费用率往往呈现出较高增长，例如德尔玛、飞科电器。管理费用率/财务费用率/研发费用率方面，企业大都保持稳定水平。净利率方面，北鼎、倍轻松因渠道结构变化，净利率出现较大幅度增长。

图表28：内销小家电毛利率、费用率、净利率同比变动情况

证券简称	毛利率变动		销售费用率变动		管理费用率变动		财务费用率变动		研发费用率变动		净利率变动	
	2023年	1Q24	2023年	1Q24	2023年	1Q24	2023年	1Q24	2023年	1Q24	2023年	1Q24
苏泊尔	0.5%	-0.8%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.2%	0.2%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%
九阳股份	-3.2%	-0.9%	-0.8%	0.7%	0.3%	0.2%	0.0%	-0.6%	0.2%	-0.2%	-1.1%	-0.1%
北鼎股份	2.0%	-2.0%	-3.5%	-3.3%	-0.1%	0.0%	-0.6%	-1.2%	1.7%	-0.5%	4.9%	3.8%
小熊电器	0.2%	-1.2%	1.0%	2.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	-0.3%	0.6%	0.1%	-0.5%
德尔玛	1.3%	1.4%	3.8%	2.5%	0.4%	-0.2%	-0.7%	-0.8%	1.1%	0.7%	-2.3%	0.1%
飞科电器	3.5%	1.0%	4.5%	8.9%	0.0%	1.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	2.4%	-8.0%
倍轻松	9.5%	3.7%	0.1%	-2.3%	-0.7%	1.5%	0.3%	-0.9%	-1.8%	-0.2%	10.0%	6.1%

来源：wind，国金证券研究所

从营运效率角度来看，行业普遍呈现存货周转加快、应付账款天数减少情况，从净现比、收现比来看，企业盈利质量情况较为良好。

图表29：内销小家电周转天数、盈利质量变动情况

证券简称	存货周转天数变动(天)		应收账款周转天数变动(天)		应付账款周转天数变动(天)		净现比		收现比		净现比变动		收现比变动	
	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24	2023	1Q24
苏泊尔	-13	-9	-1	10	-10	5	0.9	2.2	1.0	1.0	-59%	50%	-12%	12%
九阳股份	-12	-13	9	5	-8	-23	2.0	2.4	1.1	1.4	81%	-12%	-10%	-3%
北鼎股份	-22	-22	-3	0	-5	-13	2.1	-0.1	1.1	1.0	-121%	-258%	3%	-15%
小熊电器	-11	-2	0	4	-5	-2	1.5	0.9	1.1	1.1	-5%	-42%	-5%	-2%
德尔玛	5	-3	8	-10	10	-19	3.9	3.8	1.1	1.3	253%	124%	7%	-3%
飞科电器	-15	-5	-8	1	-18	2	1.3	1.3	1.1	1.1	29%	-48%	0%	-2%
倍轻松	-46	-28	-11	-6	-20	15	-1.6	2.6	1.1	1.2	-162%	-604%	5%	4%

来源：wind，国金证券研究所

3、投资建议

1) 白电板块：具备高股息+业绩增长确定性+低估值特征，为价投优选。高股息：家电龙头企业重视股东回报，龙头企业有提升现金分红比例的趋势。确定性：从行业格局的角度来看，规模优势下白电行业竞争格局集中、龙头地位稳固。从行业需求角度来看，过往市场认为在地产下行、人口红利减弱的趋势下大家电企业增长动力不足，我们认为出海以及国内以旧换新是大家电企业未来确定性增长的两个大方向。低估值：大家电板块估值普遍处于较低水平，我们认为在较强的业绩增长确定性以及国九条的影响下，大家电板块估值中枢有望持续提升，看好家电龙头长期投资价值。建议关注**海尔智家、美的集团、海信家电、长虹美菱、奥马电器**。

2) 出口链：自主品牌出海方面，看好扫地机出海赛道，兼具海外高端产品渗透率提升(β)与国牌市占率提升(α)的逻辑，推荐**石头科技、科沃斯**。外销代工方面，看好24年补库周期下，自身拓品拓渠道进展良好、客户成长性和竞争力较强的企业。推荐**欧圣电气**，建议关注**德昌股份**。

4、风险提示

海内外需求波动的风险。当供给端新品推新力度不足、叠加下游需求在宏观环境影响下转弱，则行业有可能出现增长不及预期甚至下滑的风险，进而影响上市公司的盈利状况。

行业竞争加剧。若行业发生价格战等情况，或对公司经营情况产生负面影响，进而影响公司利润水平。

汇率波动风险。汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑损益变动与外销毛利率变动，进而影



响公司利润水平。

关税风险。当前全球宏观经济环境复杂，如果海外国家关税政策出现变化，会对我国出口企业利润产生一定影响。

原材料价格波动风险。如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致企业的毛利率出现大幅波动，对企业的盈利能力造成不利影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究