

## 家用电器

### 2023A&2024Q1 家电板块财报综述：

#### 内外销共同向好，盈利能力持续改善

**23Q4/24Q1 家电板块收入分别同比+9.4%/+8.6%，业绩分别+17.7%/+14.8%。**内需稳健向好，外销保持较快增长，收入增势延续；期内原材料成本红利消退，结构改善/OBM突破/降本增效助益下业绩保持双位数增长。

#### ➤ 白电：空调&外销好于预期，经营质量优异

23Q4/24Q1 白电收入分别同比+11.81%/+8.88%；业绩分别+27.49%/+16.12%，内外需均好于预期，盈利改善势能强。龙头国内业务整体稳健，空调好于冰洗；海外新兴市场、OBM业务突破，欧美需求偏弱，盈利略承压。二线白电保持较快增长，但工商业暖通/制冷公司有所放缓。展望后续，政策强化更新逻辑，外销反馈积极，盈利改善穿越周期，业绩有望延续双位数增长。

#### ➤ 黑电：外需总体更优，盈利能力小幅波动

23Q4/24Q1 黑电收入分别同比+7.91%/+5.93%；业绩分别-3.99%/-3.39%，预计海外增速优于国内，全球产品结构持续改善，库存与面板价格对短期盈利能力有所拖累。后续看，在体育营销的带动下，海内外TV需求有望持续稳健复苏，且面板、库存的压力也有望减轻，龙头有望在此基础上凭借自身产品以及品牌优势，不断提升份额、优化产品结构，再度释放业绩弹性。

#### ➤ 后周期：总体需求平淡，成熟龙头表现稳健

前期竣工带来的装修需求&成熟产品的更新需求对行业表现有支撑，传统厨电/电工照明收入稳健，以三四线新房需求为主的集成灶则承压。盈利层面，电工照明净利率大幅改善且趋势延续至24Q1，传统厨电24Q1净利率改善幅度趋弱，集成灶净利率持续承压。后续来看，更新需求有望在整体家电以旧换新的政策浪潮驱动下释放，其中公牛、华帝α突出，经营有望领先。

#### ➤ 智慧家居：经营分化显著，24Q1经营环比改善

23Q4/24Q1 智慧家居收入同比+3.74%/+15.69%，一季度提速原因是因为内需为主企业淡季增速优于大促旺季、基数压力减轻，且外需为主企业营收提速；23Q4/24Q1 业绩同比-28.46%/+29.15%，而在新品带动、收入结构改善等因素带动下，24Q1盈利能力迎来改善。后续品牌出海&质价比成为不二选择，新品盈利有保障，叠加费用优化，板块收入与业绩增速均有望改善。

#### ➤ 小家电：外销持续超预期，内销端改善显著

23H2 以来小家电外销走强，内销经历一年调整后于24Q1出现弱拐点；盈利层面，内销前期需求平淡&竞争激烈，毛利率承压且销售费用小幅提升，23年以来盈利能力持续承压；外销端，成本红利趋弱叠加订单均价下调，23Q4/24Q1 以来企业毛利率下滑者居多，叠加汇兑损益及套保损益的影响，季度间盈利波动大。后续预计外销增长有望延续至H2，内销平稳增长可期。

#### ➤ 投资建议：需求向好经营提质，关注向上拐点

23A及24Q1家电内外销趋势向好，盈利能力改善，部分子板块及个股经营拐点显现。展望后续，空调内销超预期，龙头经营稳健，OBM开始实质性带动外销；可选回暖，部分子行业/个股拐点显现；地产链仍在历史底部，静待转机；维持行业“强于大市”评级。白电板块推荐美的、海尔、海信家电、格力，黑电推荐龙头海信视像，清洁电器推荐扫地机龙头石头科技、科沃斯，后周期推荐公牛集团、华帝股份，关注厨小/个护龙头小熊电器等。

**风险提示：**内外需不及预期，原材料价格大幅上涨

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

#### 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：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

联系人：蔡奕娴

邮箱：caiyx@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《家用电器：内需稳健向好，外销景气延续——家电行业4月月报及5月投资策略》2024.05.07
- 2、《家用电器：龙头先发响应政策，更新弹性可期》2024.04.29

## 正文目录

1. 家电整体：内外需均向好，盈利能力持续改善	4
2. 白电：空调&外销均好于预期，经营质量优异	6
3. 黑电：外需总体更优，盈利能力小幅波动	10
4. 后周期：总体需求平淡，成熟龙头表现稳健	13
5. 智慧家居：经营分化显著，24Q1 经营环比改善	16
6. 小家电：外销持续超预期，内销端有所改善	20
7. 家电上游：24Q1 经营改善，细分龙头持续成长	23
8. 投资建议：需求向好经营提质，关注向上拐点	25
9. 风险提示	25

## 图表目录

图表 1：23Q4/24Q1 家电收入分别同比+9.44%/+8.56%	5
图表 2：24Q1 智慧家居及上游营收环比提速，其余子板块平稳	5
图表 3：23Q4/24Q1 家电毛利率同比+1.29/+1.11pct，连续 8Q 改善	5
图表 4：23Q4/24Q1 家电期间费率同比+0.86/+0.38pct，连续 6Q 提升	5
图表 5：23Q4&24Q1 家电销售/管理费用率同比走势一览（%/pct）	5
图表 6：成本红利环比前期明显减弱，大宗成本上行尚未形成压力	5
图表 7：23Q4/24Q1 家电归母净利润分别同比+17.74%/+14.80%	6
图表 8：23Q4/24Q1 归母净利率同比+0.52/+0.41pct，连续 9Q 改善	6
图表 9：盈利能力持续向上，24Q1 智慧家居及小家电改善更明显	6
图表 10：家电经营现金流表现整体稳健，合同负债、表内存货均同比增加	6
图表 11：23Q4/24Q1 白电收入分别同比+11.81%/+8.88%	7
图表 12：23Q4/24Q1 白电板块公司收入及增长情况（亿元）	7
图表 13：24Q1 空调/冰箱/洗衣机/多联机内销出货分别同比+17%/+8%/+1%/+9%	8
图表 14：24Q1 空调/冰箱/洗衣机/多联机外销分别同比+22%/+31%/+36%/+23%	8
图表 15：24Q1 空调/冰箱/洗衣机/多联机推零售量分别同比+4%/+5%/+10%	8
图表 16：24Q1 空调/冰箱/洗衣机/多联机推总零售均价分别同比持平/+4%/-1%	8
图表 17：24Q1 白电毛利率同比+1.62pct 至 26.86%	8
图表 18：24Q1 白电期间费用率同比+0.72pct 至 17.06%	8
图表 19：23Q4/23A/24Q1 白电期间费用率分别同比+1.17/+1.12/+0.72pct（%/pct）	9
图表 20：23Q4/24Q1 白电归母净利润分别同比+27.49%/+16.12%	9
图表 21：24Q1 白电归母净利率同比+0.50pct 至 7.99%	9
图表 22：23Q4 及 24Q1 白电主要公司毛利率、归母净利润及盈利能力变动情况	9
图表 23：23Q4 及 24Q1 白电主要公司现金流、合同负债及存货变动情况	10
图表 24：23Q4/24Q1 黑电收入分别同比+7.91%/+5.93%	11
图表 25：23Q4/24Q1 黑电板块公司收入及增长情况（亿元）	11
图表 26：24Q1 中国 TV 出货量同比-3.1%至 840 万台	11
图表 27：24Q1 海外 TV 出货量同比+0.1%至 3480 万台	11
图表 28：24Q1 彩电全渠道零售均价同比+19%至 3616 元	12
图表 29：24Q1 32/65 英寸 LCD TV 面板价格分别同比+19%/+47%	12
图表 30：24Q1 黑电毛利率同比-0.45pct 至 13.15%	12
图表 31：24Q1 黑电期间费用率同比-0.08pct 至 9.71%	12
图表 32：23Q4/23A/24Q1 黑电期间费用率分别同比-0.66/-0.33/-0.08pct（%/pct）	12
图表 33：23Q4/24Q1 黑电归母净利润分别同比-3.99%/-3.39%	12

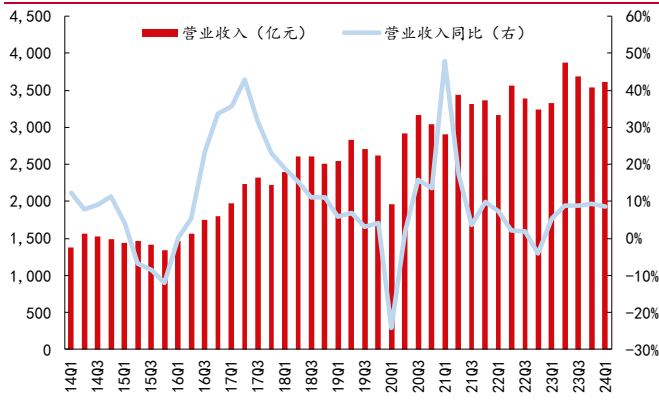
图表 34:	24Q1 黑电归母净利润率同比-0.26pct 至 2.71%.....	12
图表 35:	23Q4 及 24Q1 黑电主要公司毛利率、归母净利润及盈利能力变动情况	13
图表 36:	23Q4 及 24Q1 黑电主要公司现金流、合同负债及存货变动情况 .....	13
图表 37:	23Q4/24Q1 后周期收入分别同比+8.65%/+8.06%.....	15
图表 38:	23Q4/24Q1 后周期板块公司收入及增长情况 (亿元) .....	15
图表 39:	24Q1 后周期毛利率同比+0.86pct 至 41.80%.....	15
图表 40:	24Q1 后周期期间费用率同比-0.42pct 至 24.03%.....	15
图表 41:	23Q4/23A/24Q1 后周期期间费用率分别同比+2.32/+1.64/-0.42pct(%/pct) .....	15
图表 42:	23Q4/24Q1 后周期归母净利润分别同比+22.53%/+12.66% .....	16
图表 43:	24Q1 后周期归母净利润率同比+0.65pct 至 15.86%.....	16
图表 44:	23Q4 及 24Q1 后周期主要公司毛利率、归母净利润及利润率变动情况	16
图表 45:	23Q4 及 24Q1 后周期主要公司现金流、合同负债及存货变动情况 ....	16
图表 46:	23Q4/24Q1 智慧家居收入分别同比+3.74%/+15.69%.....	18
图表 47:	23Q4/24Q1 智慧家居板块公司收入及增长 (亿元) .....	18
图表 48:	24Q1 扫地机传统电商零售量同比+33%.....	18
图表 49:	24Q1 洗地机传统电商零售量同比+74%.....	18
图表 50:	24Q1 扫地机传统电商零售均价同比+3%.....	18
图表 51:	24Q1 洗地机传统电商零售均价同比-22%.....	18
图表 52:	24Q1 智慧家居毛利率同比+0.03pct 至 44.83%.....	19
图表 53:	24Q1 智慧家居期间费用率同比-1.81pct 至 33.57%.....	19
图表 54:	23Q4/23A/24Q1 智慧家居期间费用率分别同比+2.41/+3.30/-1.81pct (%/pct) .....	19
图表 55:	23Q4/24Q1 智慧家居归母净利润分别同比-28.46%/+29.15% .....	19
图表 56:	24Q1 智慧家居归母净利润率同比+1.17pct 至 11.25%.....	19
图表 57:	23Q4 及 24Q1 智慧家居公司毛利率、归母净利润及利润率变动情况 ..	19
图表 58:	23Q4 及 24Q1 智慧家居主要公司现金流、合同负债及存货变动情况 ..	20
图表 59:	23Q4/24Q1 小家电收入分别同比+9.47%/+8.12%.....	21
图表 60:	23Q4/24Q1 小家电板块公司收入及增长情况 (亿元) .....	21
图表 61:	24Q1 小家电毛利率同比-1.29pct 至 29.45%.....	21
图表 62:	24Q1 小家电期间费用率同比-1.43pct 至 19.47%.....	21
图表 63:	23Q4/23A/24Q1 小家电期间费用率分别同比-1.08/+2.13/-1.43pct(%/pct) .....	22
图表 64:	23Q4/24Q1 小家电归母净利润分别同比-10.49%/+9.20% .....	22
图表 65:	24Q1 小家电归母净利润率同比+0.08pct 至 8.14%.....	22
图表 66:	23Q4 及 24Q1 小家电主要公司毛利率、归母净利润及利润率变动情况	22
图表 67:	23Q4 及 24Q1 小家电主要公司现金流、合同负债及存货变动情况 ....	23
图表 68:	23Q4/24Q1 家电上游收入分别同比-5.29%/+8.25%.....	23
图表 69:	23Q4/24Q1 家电上游主要公司收入及增长情况 (亿元) .....	23
图表 70:	24Q1 家电上游毛利率同比+0.38pct 至 17.48%.....	24
图表 71:	24Q1 家电上游期间费用率同比-0.19pct 至 10.90%.....	24
图表 72:	23Q4/23A/24Q1 上游期间费用率分别同比+0.67/+1.11/-0.19pct(%/pct) .....	24
图表 73:	23Q4/24Q1 上游归母净利润分别同比-0.25%/+15.89%.....	24
图表 74:	24Q1 家电上游归母净利润率同比+0.36pct 至 5.42%.....	24
图表 75:	23Q4 及 24Q1 上游主要公司毛利率、归母净利润及利润率变动情况 ..	25
图表 76:	23Q4 及 24Q1 家电上游主要公司现金流、合同负债及存货变动情况 ..	25

## 1. 家电整体：内外需均向好，盈利能力持续改善

23Q4/24Q1 家电板块收入分别同比+9.44%/+8.56%，23Q3 为+8.74%；2023A 收入同比+8.03%至 14421 亿。23Q4 内销稳健，外销继续修复，带动板块收入增长环比提速；24Q1 内需稳健向好，新兴市场、OBM 业务带动外销保持较快增长，欧美也有恢复，营收保持稳健增长。23Q4/24Q1 家电归母净利润分别同比+17.74%/+14.80%，23Q3 为+13.16%；23 年业绩同比+14.53%至 1142 亿。原材料红利虽减弱，但在经营提效驱动下毛利率同比稳定提升，盈利能力持续改善。此外，板块预收及存货表现较好，剔除个别龙头经营节奏扰动，板块现金流保持稳健，经营质量优异，产业健康运行。

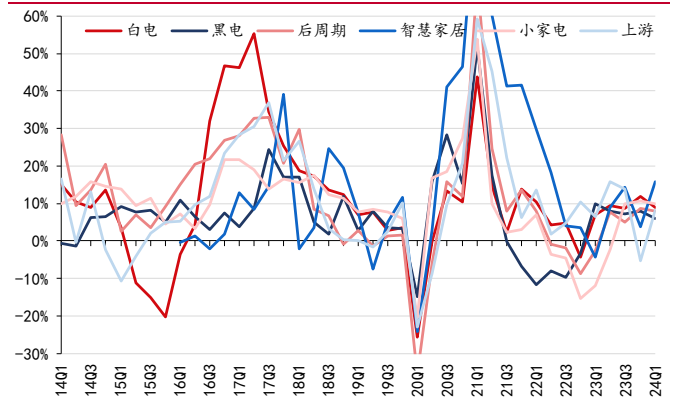
- **内需好转，外销持续**——23Q4 内销景气偏弱，外销持续修复；24Q1 内需环比回暖，外销同期基数有波动，整体稳健增长。子行业方面，白电 23A/23Q4 收入分别+9.09%/+11.81%，表现最好；前期压力较大的智慧家居及上游 24Q1 收入分别+15.69%及+8.25%，环比改善最为明显。
- **毛利率连续 8Q 改善**——23Q4/24Q1 板块毛利率分别同比+1.29/+1.11pct，原材料成本贡献减弱，企业结构优化/收入恢复/降本增效驱动下，毛利率持续改善；子行业中，后周期及上游 23 年毛利率分别+3.63/+2.42pct，改善幅度最大，白电 23Q4/24Q1 毛利率分别+2.28/+1.62pct，持续性较强。
- **费用率温和提升**——23Q4/24Q1 板块期间费用率分别同比+0.86/+0.38pct，幅度环比减小，23Q4 后周期及智慧家居销售费用率提升幅度较大，分别+2.07/+2.27pct；24Q1 板块财务费用率+0.12pct，其中美的受汇率影响+1.26pct，此外黑电整体+0.32pct，四川长虹及创维数字单季波动较大。
- **盈利能力连续 9Q 改善**——23Q4/24Q1 家电板块归母净利润率分别同比+0.52/+0.41pct，后周期及白电表现较好，23A 分别+1.56/0.64pct；24Q1 智慧家居及小家电同比转正，分别+1.17/+0.08pct，边际改善最为明显。
- **经营质量仍较高**——23Q4/24Q1 家电板块经营活动现金流净额分别同比+56.57%/-51.35%，白电龙头出货回款节奏对表观影响较大，23Q4/24Q1 白电净经营现金流分别+119.97%/-50.91%；24Q1 黑电及智慧家居环比改善。24Q1 板块合同负债同比+3.94%，环比-1.14%，对后续主营支撑较强；存货同比+4.37%，环比微降，近期排产备货情绪积极，产业健康运行。

图表1: 23Q4/24Q1 家电收入分别同比+9.44%/+8.56%



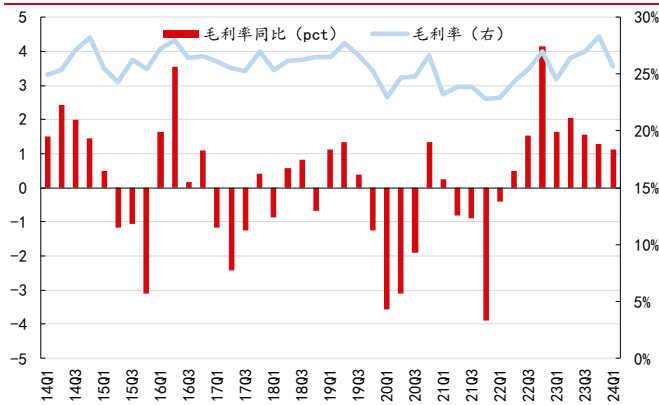
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表2: 24Q1 智能家居及上游营收环比提速, 其余子板块平稳



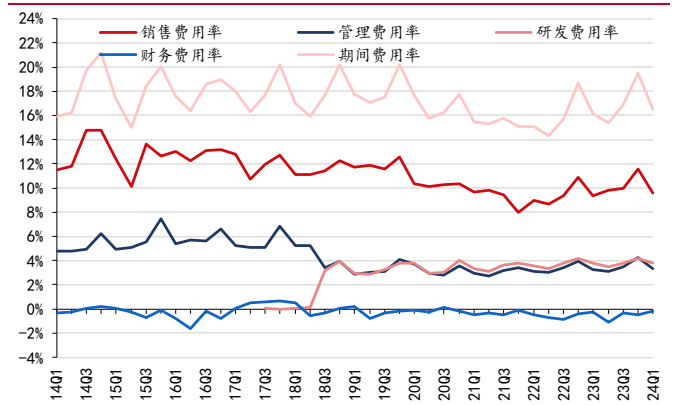
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表3: 23Q4/24Q1 家电毛利率同比+1.29/+1.11pct, 连续 80 改善



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 23Q4/24Q1 家电期间费率同比+0.86/+0.38pct, 连续 60 提升



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表5: 23Q4&24Q1 家电销售/管理费用率同比走势一览 (%/pct)

	2023A										2023Q4										2024Q1									
	费用率					同比变动					费用率					同比变动					费用率					同比变动				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
白电	10.76%	3.61%	3.68%	-0.68%	<b>17.37%</b>	0.82	0.17	0.11	0.02	<b>1.12</b>	12.38%	4.58%	4.26%	-0.72%	<b>20.51%</b>	0.71	0.25	0.14	0.07	<b>1.17</b>	10.20%	3.30%	3.69%	-0.12%	<b>17.06%</b>	0.34	0.05	(0.02)	0.35	<b>0.72</b>
黑电	4.90%	1.76%	3.30%	0.03%	<b>9.99%</b>	(0.13)	0.01	(0.11)	(0.09)	<b>(0.33)</b>	5.22%	1.95%	3.04%	0.04%	<b>10.25%</b>	(0.08)	0.35	(0.71)	(0.23)	<b>(0.64)</b>	4.66%	1.79%	3.01%	0.25%	<b>9.71%</b>	(0.07)	(0.02)	(0.31)	0.32	<b>(0.08)</b>
后周期	16.82%	4.20%	4.22%	-1.03%	<b>24.21%</b>	1.39	0.27	(0.01)	(0.02)	<b>1.64</b>	17.61%	4.70%	4.64%	-0.91%	<b>26.04%</b>	2.07	0.40	0.19	(0.34)	<b>2.32</b>	16.54%	4.31%	4.33%	-1.16%	<b>24.03%</b>	(0.20)	0.17	0.02	(0.41)	<b>(0.42)</b>
智能家居	24.34%	3.69%	7.92%	-0.81%	<b>35.16%</b>	2.79	(0.21)	0.61	0.11	<b>3.30</b>	27.35%	2.81%	6.72%	-0.52%	<b>36.37%</b>	2.27	0.01	0.32	(0.18)	<b>2.41</b>	21.27%	3.61%	9.41%	-0.72%	<b>33.57%</b>	(0.18)	(1.12)	0.27	(0.77)	<b>(1.81)</b>
小家电	12.91%	4.44%	3.65%	-0.67%	<b>20.33%</b>	1.14	0.25	0.12	0.62	<b>2.13</b>	13.25%	4.72%	3.54%	0.23%	<b>21.73%</b>	(0.62)	0.23	(0.46)	(0.23)	<b>(1.08)</b>	12.36%	4.41%	3.43%	-0.72%	<b>19.47%</b>	0.04	(0.08)	(0.08)	(1.30)	<b>(1.43)</b>
家电上游	2.74%	4.66%	4.20%	-0.05%	<b>11.64%</b>	0.35	0.33	0.11	0.33	<b>1.11</b>	3.68%	6.06%	4.21%	0.08%	<b>14.03%</b>	0.86	0.72	(0.28)	(0.62)	<b>0.67</b>	2.29%	4.61%	3.95%	0.05%	<b>10.90%</b>	(0.01)	0.48	0.07	(0.72)	<b>(0.19)</b>
合计	<b>10.20%</b>	<b>3.53%</b>	<b>3.80%</b>	<b>-0.57%</b>	<b>16.95%</b>	<b>0.74</b>	<b>0.16</b>	<b>0.09</b>	<b>0.07</b>	<b>1.05</b>	<b>11.61%</b>	<b>4.26%</b>	<b>4.14%</b>	<b>-0.60%</b>	<b>19.51%</b>	<b>0.70</b>	<b>0.29</b>	<b>(0.05)</b>	<b>(0.08)</b>	<b>0.86</b>	<b>9.59%</b>	<b>3.32%</b>	<b>3.76%</b>	<b>-0.15%</b>	<b>16.52%</b>	<b>0.25</b>	<b>0.05</b>	<b>(0.03)</b>	<b>0.12</b>	<b>0.38</b>

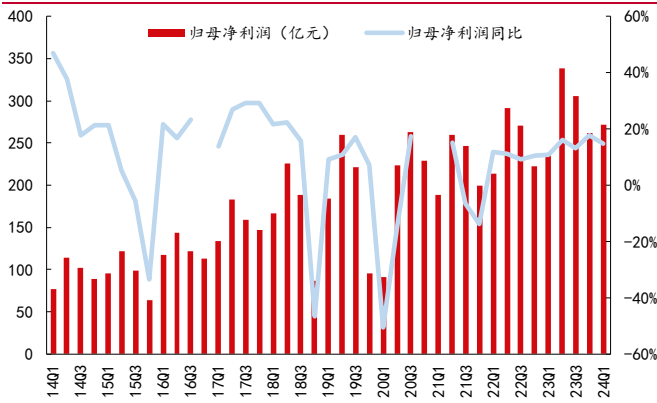
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表6: 成本红利环比前期明显减弱, 大宗成本上行尚未形成压力

成本类型	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2E	24Q3E	24Q4E
	原材料	58%	15%	37%	13%	2%	23%	7%	-7%	-8%	-6%	-11%	-4%	-1%	-9%	5%	19%	31%	60%	44%	14%	0%	-13%	-31%	-24%	-15%	-17%	4%	6%	-1%	-4%	-7%
铜	25%	21%	33%	30%	19%	21%	-4%	-10%	-11%	-11%	-5%	-4%	-9%	-12%	12%	22%	50%	80%	44%	33%	17%	-2%	-18%	-16%	-10%	-11%	9%	3%	-5%	16%	19%	21%
铝	23%	21%	24%	24%	16%	18%	2%	-7%	-13%	-19%	-13%	-11%	-9%	-16%	-3%	10%	23%	58%	52%	43%	55%	20%	-11%	-15%	-25%	-21%	-7%	-5%	-8%	12%	17%	16%
塑料	29%	18%	19%	10%	4%	11%	8%	-1%	-7%	-11%	-16%	-15%	-14%	-4%	13%	25%	34%	25%	7%	-1%	-5%	-13%	-16%	-14%	-17%	-6%	-4%	-2%	7%	5%	6%	
原油	54%	7%	9%	16%	22%	44%	45%	9%	-9%	-10%	-18%	-7%	-18%	-52%	-29%	-26%	23%	120%	71%	78%	61%	63%	32%	9%	-18%	-31%	-11%	-6%	0%	13%	1%	5%
汇率	5%	5%	0%	-3%	-8%	-7%	2%	5%	6%	7%	3%	2%	3%	4%	-1%	-6%	-7%	-9%	-6%	-3%	-2%	2%	6%	11%	8%	6%	5%	1%	4%	1%	-1%	-1%
兑美元	2%	2%	5%	6%	7%	1%	1%	1%	-2%	1%	-2%	-1%	0%	2%	4%	1%	1%	0%	-6%	-7%	-9%	-10%	-10%	-1%	3%	8%	14%	6%	5%	0%	-3%	-1%
地中海	39%	56%	41%	1%	-8%	-10%	-2%	13%	14%	1%	-4%	1%	14%	13%	10%	67%	166%	248%	370%	250%	83%	49%	-7%	-56%	-70%	-72%	-72%	-52%	32%	37%	54%	78%
东南亚	4%	11%	14%	5%	1%	-3%	-1%	4%	9%	2%	-5%	0%	5%	5%	0%	42%	92%	80%	113%	74%	45%	34%	4%	-53%	-69%	-64%	-60%	-20%	9%	19%	36%	17%
东西非	-1%	83%	53%	3%	0%	-14%	0%	58%	43%	33%	11%	-3%	7%	-23%	-27%	17%	80%	150%	282%	140%	29%	11%	-23%	-45%	-67%	-66%	-63%	-51%	-3%	2%	9%	
欧洲	40%	61%	32%	10%	-2%	-7%	-4%	0%	1%	-3%	-9%	-6%	0%	3%	7%	53%	183%	247%	384%	259%	78%	45%	-7%	-53%	-74%	-77%	-78%	-61%	40%	46%	58%	70%
美东	-4%	9%	11%	-10%	-6%	-1%	5%	27%	1%	4%	1%	-11%	5%	6%	14%	45%	60%	89%	125%	98%	80%	59%	22%	-31%	-57%	-68%	-69%	-52%	0%	17%	18%	22%
美西	-13%	-1%	8%	-13%	-9%	0%	11%	32%	10%	9%	-1%	-16%	2%	10%	33%	68%	87%	100%	120%	102%	95%	69%	13%	-53%	-70%	-72%	-69%	-33%	25%	29%	24%	26%
南美	65%	53%	5%	7%	14%	-27%	-25%	-24%	-24%	-1%	-2%	12%	18%	-3%	-13%	84%	175%	252%	348%	147%	42%	8%	-12%	-67%	-77%	-65%	-68%	-35%	15%	14%	19%	30%

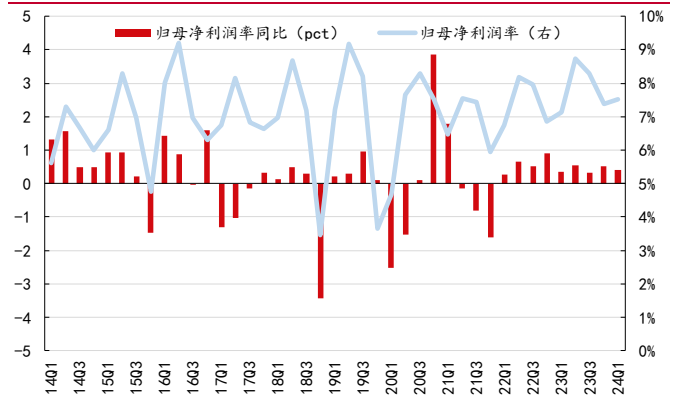
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理 (24 年预测假设原材料价格维持在 4 月末水平)

图表7: 23Q4/24Q1 家电归母净利润分别同比+17.74%/+14.80%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表8: 23Q4/24Q1 归母净利率同比+0.52/+0.41pct, 连续 9Q 改善



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表9: 盈利能力持续向上, 24Q1 智能家居及小家电改善更明显

	毛利率 (%/pct)					归母净利润 (亿元/%)					归母净利率 (%/pct)										
	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
白电	27.74%	1.98	30.04%	2.28	26.86%	1.62	845.77	716.89	17.98%	192.68	151.13	27.49%	200.82	172.95	16.12%	8.56%	0.64	8.32%	1.02	7.99%	0.50
黑电	14.17%	(0.21)	14.45%	(2.41)	13.15%	(0.45)	49.74	41.16	20.85%	11.47	11.95	-3.99%	11.63	12.04	-3.39%	2.78%	0.29	2.33%	(0.29)	2.71%	(0.26)
后周期	43.39%	3.63	43.85%	3.01	41.80%	0.86	86.23	74.29	16.07%	19.58	15.98	22.53%	18.79	16.68	12.66%	16.30%	1.56	13.41%	1.52	15.86%	0.65
智能家居	45.38%	0.85	45.10%	(2.00)	44.83%	0.03	36.69	40.47	-9.35%	9.12	12.75	-28.46%	9.39	7.27	29.15%	9.93%	(1.64)	7.86%	(3.54)	11.25%	1.17
小家电	29.09%	1.07	28.16%	(2.05)	29.45%	(1.29)	63.69	70.55	-9.72%	13.95	15.58	-10.49%	17.69	16.20	9.20%	7.15%	(0.77)	5.63%	(1.26)	8.14%	0.08
家电上游	19.40%	2.42	21.48%	2.38	17.48%	0.38	60.13	53.98	11.39%	14.46	14.50	-0.25%	13.61	11.74	15.89%	6.23%	0.22	6.47%	0.33	5.42%	0.36
合计	26.61%	1.68	28.26%	1.29	25.64%	1.11	1142.24	997.33	14.53%	261.27	221.90	17.74%	271.94	236.89	14.80%	7.92%	0.45	7.38%	0.52	7.53%	0.41

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表10: 家电经营现金流表现整体稳健, 合同负债、表内存货均同比增加

	经营现金流净额 (亿元/%)									期末合同负债 (亿元/%)					期末存货 (亿元/%)				
	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比
白电	1,558	898	73.45%	448	204	119.97%	129	263	-50.91%	658.87	624.02	668.37	5.58%	-1.42%	1,339.58	1,287.99	1,351.00	4.01%	-0.85%
黑电	86	149	-42.04%	48	69	-30.64%	-21	-14	49.73%	29.23	35.36	33.46	-17.33%	-12.62%	313.87	280.96	299.22	11.71%	4.90%
后周期	127	77	64.31%	31	33	-5.83%	19	25	-22.40%	29.49	27.00	23.34	9.22%	26.34%	50.90	49.71	56.33	2.39%	-9.63%
智能家居	54	41	33.49%	22	30	-26.12%	4	3	20.63%	9.66	8.42	9.20	14.70%	5.02%	65.26	66.08	65.94	-1.23%	-1.03%
小家电	107	89	20.38%	42	27	53.18%	16	19	-13.78%	21.53	25.02	22.27	-13.94%	-3.31%	119.73	126.25	126.38	-5.17%	-5.26%
家电上游	92	75	23.08%	40	40	0.76%	-7	-8	-10.18%	15.48	15.46	16.41	0.11%	-5.70%	165.21	157.54	167.29	4.87%	-1.24%
合计	2,025.38	1,329.04	52.39%	631.29	403.19	56.67%	139.69	287.13	-51.35%	764.27	735.29	773.05	3.94%	-1.14%	2,054.56	1,968.54	2,066.16	4.37%	-0.56%

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

## 2. 白电: 空调&外销均好于预期, 经营质量优异

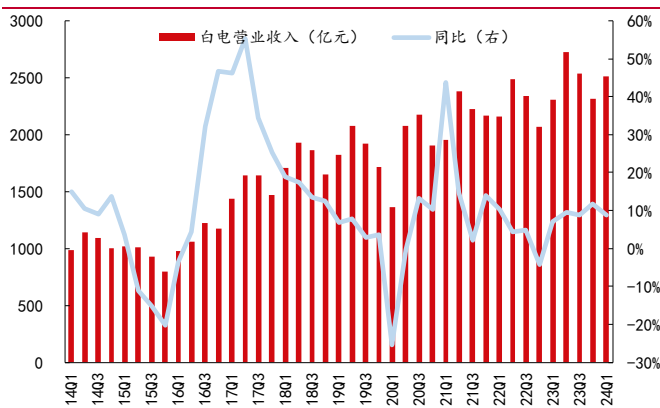
23Q4/24Q1 白电板块收入分别同比+11.81%/+8.88%, 23Q3 为+8.67%; 23A 同比+9.09%至 9878 亿。23Q4 收入环比 Q3 提速, 空调龙头稳健恢复, 外销增速整体向上。23Q4/24Q1 归母净利润分别同比+27.49%/+16.12%, 23Q3 为+13.87%; 23A 同比+17.98%至 846 亿。业绩增速显著快于收入, 毛利率、费用率及归母净利润率均同比提升。后续来看, 内需稳健向好, 政策强化更新逻辑, 从龙头订单情况来看外销收入端支撑持续至 H2; 提效降本持续兑现, 对冲成本上行压力, 收入业绩有望延续较好增长。

- 23Q4 外销仍好于内销, 二线弹性延续; 年初以来空调出货动销好于预期, C 端白电整体表现稳健。据产业在线数据, 家用空调 23Q4/24Q1 内销出货分别+2%/+17%, 而 23Q1 内销同比+17%, 内销出货表现强劲, Q1 推总零售量/价分别+4%/持平, 动销稳健。24Q1 空/冰/洗外销出货分别同比+22%/+31%/

+36%，延续 23H2 增势。综合龙头国内经营与产业趋势基本一致，整体稳健，空调好于冰洗；23H2 格力空调 OBM 为主的外销业务收入盈利表现抢眼，美的年初以来外销订单高增，海尔北美受需求影响有所放缓，二线中海信、奥马、美菱保持双位数较快增长，工商业暖通/制冷公司则多数放缓。

- **毛利率多保持稳定提升，24Q1 提效降费兑现明显，盈利能力持续改善。** 23Q4/24Q1 白电毛利率分别同比+2.28/+1.62pct，23Q3 为+1.54pct。原材料成本红利趋弱背景下，龙头结构改善及内生降本带动毛利率持续提升，其中美的内销产品结构优化及海外 OBM 占比提升成效突出，23Q4/24Q1 毛利率分别+2.25/+3.28pct；格力 23Q4 毛利率同比+6.96pct，OBM 突破、材料业务占比下降均有助益。23Q4/24Q1 白电期间费用率分别+1.17/+0.72pct，其中美的高端品牌及海外 OBM 投入加大，销售费用率持续提升；海尔提效降费兑现，24Q1 销售/管理费用率分别-0.49/-0.34pct。此外，财务费用率主要受汇率影响，二线 B 端暖通制冷收入承压，销售费用率波动较大。
- **综合白电现金流表现整体稳健，受空调出货回款季度节奏影响，24Q1 格力经营净现金流有所波动；24Q1 末格力及美的合同负债/其他流动负债均处历史偏高水平，当前表内及渠道库存仍较为良性，后续经营支撑较强。**
- **后续来看，24Q1 家空内销表现好于预期，当下全年展望可适当乐观，旺季动销表现需要持续跟踪；以旧换新政策强化冰洗更新逻辑，内需稳健。龙头外销订单反馈积极，年初以来排产持续上调，增势有望延续。**

图表11：23Q4/24Q1 白电收入分别同比+11.81%/+8.88%



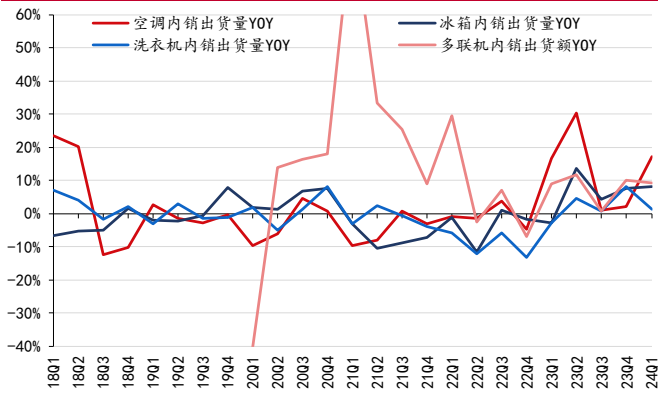
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：23Q4/24Q1 白电板块公司收入及增长情况（亿元）

	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比
美的集团	3,720.37	3,439.18	8.18%	809.27	735.51	10.03%	1,061.02	962.63	10.22%
海尔智家	2,614.28	2,435.14	7.36%	627.70	587.65	6.82%	689.78	650.66	6.01%
格力电器	2,039.79	1,889.88	7.93%	489.72	414.99	18.01%	363.64	354.56	2.56%
海信家电	856.00	741.15	15.50%	207.01	170.89	21.13%	234.86	194.30	20.87%
长虹美菱	242.48	202.15	19.95%	50.80	48.40	4.96%	59.40	50.25	18.20%
澳柯玛	93.04	95.67	-2.75%	20.92	23.04	-9.19%	25.58	24.85	2.95%
奥马电器	151.80	116.63	30.15%	70.86	57.35	23.55%	41.98	33.69	24.60%
惠而浦	40.04	42.64	-6.10%	10.40	9.22	12.87%	8.93	10.06	-11.30%
海信冷链	32.05	29.05	10.34%	7.07	5.88	20.24%	8.52	8.90	-4.34%
中菱环境	25.11	22.21	13.06%	6.50	6.65	-2.29%	4.94	4.63	6.78%
美菱科技	15.05	12.27	22.68%	4.33	3.89	11.46%	2.73	2.68	2.08%
冰山冷热	48.16	28.93	66.46%	12.14	8.49	42.98%	11.60	10.73	8.18%
合计	9,878.17	9,054.90	9.09%	2,316.72	2,071.95	11.81%	2,512.97	2,307.94	8.88%

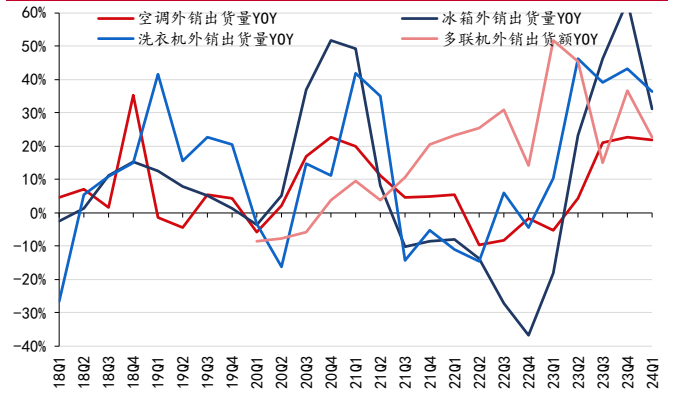
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：24Q1 空调/冰箱/洗衣机/多联机内销出货分别同比+17%/+8%/+1%/+9%



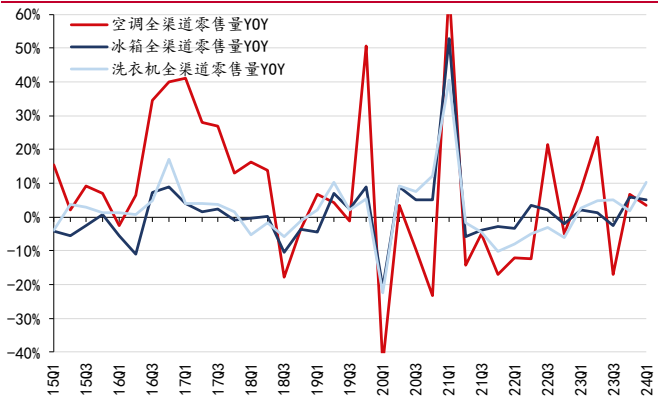
资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表14：24Q1 空调/冰箱/洗衣机/多联机外销分别同比+22%/+31%/+36%/+23%



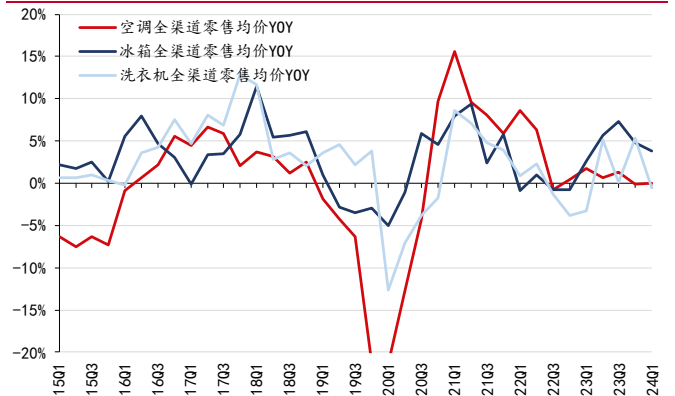
资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表15：24Q1 空调/冰箱/洗衣机/多联机推零售量分别同比+4%/+5%/+10%



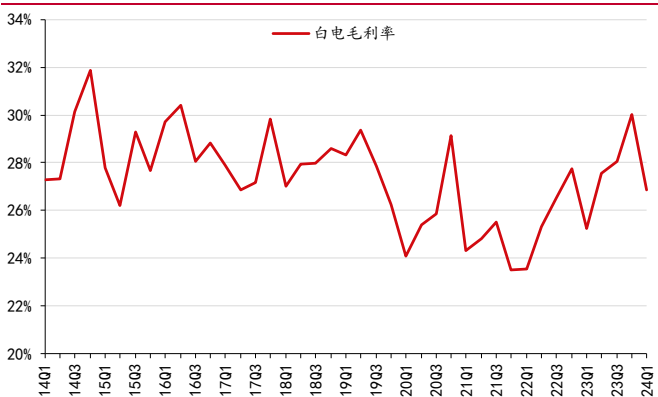
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表16：24Q1 空调/冰箱/洗衣机/多联机推零售均价分别同比持平/+4%/ -1%



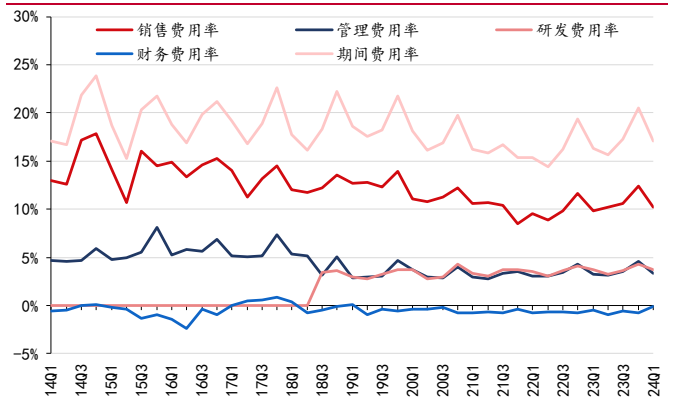
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表17：24Q1 白电毛利率同比+1.62pct 至 26.86%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表18：24Q1 白电期间费用率同比+0.72pct 至 17.06%



资料来源：Wind，国联证券研究所

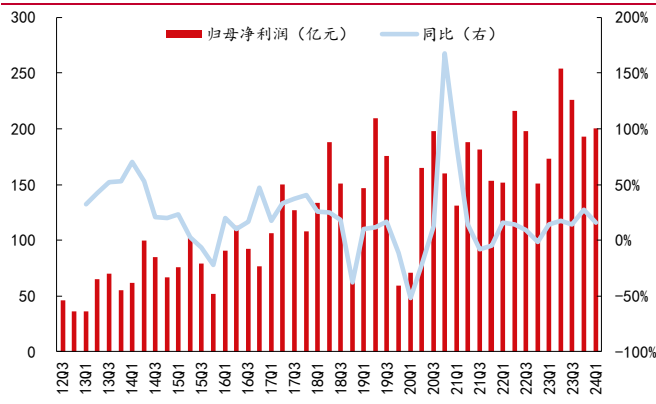


图表19: 23Q4/23A/24Q1 白电期间费用率分别同比+1.17/+1.12/+0.72pct (%/pct)

	2023A					2023Q4					2024Q1				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
美的集团	9.38%	3.62%	3.92%	-0.88%	16.04%	11.78%	5.12%	5.65%	-1.98%	20.67%	10.02%	3.12%	3.39%	0.53%	17.06%
海尔智家	15.67%	4.39%	3.91%	0.20%	24.18%	18.82%	5.28%	3.47%	0.99%	28.56%	13.09%	3.22%	4.27%	0.30%	20.87%
格力电器	8.40%	3.21%	3.32%	-1.73%	13.19%	7.85%	3.60%	3.15%	-1.64%	12.96%	7.36%	4.77%	4.09%	-2.54%	13.69%
海信家电	10.88%	2.68%	3.25%	-0.24%	16.57%	11.35%	3.49%	4.16%	0.50%	19.61%	10.00%	2.65%	3.30%	-0.31%	15.64%
长虹美菱	6.48%	1.49%	2.46%	-0.49%	9.94%	6.63%	1.87%	3.59%	-0.22%	11.87%	7.03%	1.19%	2.23%	-0.70%	9.74%
澳柯玛	8.13%	1.96%	2.58%	0.11%	12.79%	8.71%	2.11%	3.24%	0.52%	14.58%	6.63%	1.87%	2.30%	0.40%	11.19%
奥马电器	4.07%	4.23%	3.57%	-0.68%	11.19%	4.32%	4.89%	3.76%	-0.05%	12.94%	3.64%	2.87%	2.95%	-0.84%	8.62%
惠而浦	6.52%	2.76%	4.23%	-1.79%	11.72%	4.94%	2.92%	4.70%	0.70%	13.26%	3.84%	2.99%	5.90%	-1.78%	10.94%
海信冷链	7.60%	3.25%	3.39%	-1.15%	13.09%	13.42%	4.38%	4.31%	-0.17%	21.94%	6.38%	2.93%	2.58%	-1.09%	10.80%
中菱环境	8.44%	6.00%	6.15%	0.49%	21.08%	5.26%	3.11%	10.30%	-0.66%	26.74%	8.64%	6.27%	5.86%	0.83%	21.60%
美埃科技	6.29%	3.99%	4.66%	0.38%	15.32%	5.62%	4.38%	3.94%	0.61%	14.55%	8.14%	6.78%	4.79%	0.85%	20.56%
冰山冷热	4.86%	5.20%	3.41%	0.63%	14.09%	5.37%	6.44%	4.04%	0.35%	16.21%	4.20%	4.97%	3.18%	0.61%	12.96%
合计	10.76%	3.61%	3.68%	-0.68%	17.37%	12.38%	4.56%	4.26%	-0.72%	20.61%	10.20%	3.30%	3.69%	-0.12%	17.06%

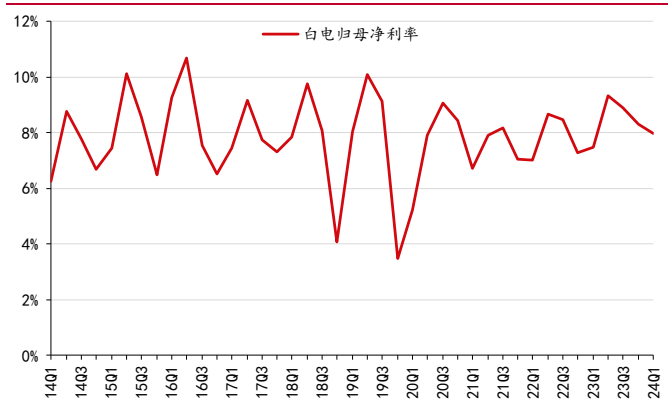
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表20: 23Q4/24Q1 白电归母净利润分别同比+27.49%/+16.12%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 24Q1 白电归母净利润率同比+0.50pct 至 7.99%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表22: 23Q4 及 24Q1 白电主要公司毛利率、归母净利润及盈利能力变动情况

	毛利率 (%/pct)				归母净利润 (亿元/%)				归母净利润率 (%/pct)						
	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	同比	
美的集团	26.49%	2.25	28.82%	2.25	27.32%	3.28	337.20	295.54	14.10%	60.02	50.84	18.08%	90.00	80.42	11.91%
海尔智家	31.51%	0.18	34.03%	0.06	28.95%	0.26	165.97	147.11	12.82%	34.47	30.45	13.20%	47.73	39.71	20.19%
格力电器	30.57%	4.53	34.76%	6.96	29.45%	2.04	290.17	245.07	18.41%	89.25	62.02	43.90%	46.75	41.09	13.77%
海信家电	22.08%	1.40	22.04%	0.65	21.63%	0.51	28.37	14.35	97.74%	4.11	3.65	12.68%	9.81	6.15	59.48%
长虹美菱	13.94%	0.24	15.82%	(1.28)	13.39%	(1.27)	7.41	2.45	203.04%	2.42	0.82	194.22%	1.56	1.23	26.93%
澳柯玛	14.08%	0.11	15.01%	3.04	13.16%	(0.49)	0.56	1.46	-61.65%	-0.52	-0.06	-	0.32	0.30	5.38%
奥马电器	23.68%	3.77	18.74%	1.18	20.28%	(1.88)	7.87	4.64	69.37%	1.90	1.36	39.32%	2.25	1.76	27.83%
惠而浦	16.27%	2.87	18.75%	(1.85)	14.40%	(1.06)	0.81	0.28	190.36%	0.67	1.03	-35.10%	0.10	0.11	-9.92%
海信冷链	29.66%	6.04	29.34%	4.83	27.49%	0.36	4.13	2.92	41.37%	0.57	0.24	140.08%	1.15	1.17	-1.67%
中菱环境	27.64%	(0.12)	26.14%	(0.31)	25.97%	(3.02)	1.05	1.66	-36.91%	-0.44	0.30	-248.91%	0.50	0.41	21.92%
美埃科技	27.25%	(0.58)	24.58%	0.01	30.44%	0.86	1.73	1.23	40.76%	0.44	0.37	19.39%	0.35	0.34	5.44%
冰山冷热	16.83%	4.54	16.53%	5.78	16.55%	(0.17)	0.49	0.18	170.47%	-0.23	0.10	-320.08%	0.29	0.25	15.23%
合计	27.74%	1.98	30.04%	2.28	26.86%	1.62	845.77	716.89	17.98%	192.68	151.13	27.49%	200.82	172.95	16.12%

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

**图表23：23Q4及24Q1 白电主要公司现金流、合同负债及存货变动情况**

	经营现金流净额 (亿元/%)									期末合同负债 (亿元/%)					期末存货 (亿元/%)				
	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比
美的集团	579.03	346.58	67%	131.16	51.85	152.93%	139.29	92.72	50.22%	375.55	284.16	417.65	32.16%	-10.08%	412.04	333.57	473.39	23.52%	-12.96%
海尔智家	252.62	201.54	25%	120.59	89.48	34.76%	17.25	13.55	27.31%	39.36	62.00	77.32	-36.51%	-49.09%	412.81	405.06	395.24	1.91%	4.45%
格力电器	563.98	286.68	97%	168.02	62.10	170.58%	-29.41	150.65	-119.52%	204.91	239.84	135.89	-14.57%	50.79%	342.27	405.40	325.79	-15.57%	5.06%
海信家电	106.12	40.32	163%	19.11	-0.80	-	1.56	8.86	-82.40%	15.10	18.70	14.40	-19.22%	4.88%	71.85	65.03	67.75	10.49%	6.06%
长虹美菱	20.82	14.65	42%	-3.24	-3.74	-	-1.14	-3.72	-	4.74	4.15	4.06	14.37%	16.86%	34.02	24.49	20.23	38.94%	68.21%
澳柯玛	-0.23	-0.36	-37%	-2.10	-0.95	-	-2.26	-1.10	-	2.67	2.41	2.24	10.97%	19.10%	13.59	12.53	13.11	8.47%	3.68%
奥马电器	27.98	4.33	547%	8.89	1.56	470.55%	4.34	5.29	-18.04%	3.69	1.83	2.95	101.55%	25.06%	13.67	7.72	15.41	77.09%	-11.26%
惠而浦	0.61	4.15	-85%	1.03	0.87	18.13%	1.25	-1.75	-	0.27	0.24	0.27	13.59%	3.28%	4.22	3.88	4.86	8.73%	-13.14%
海信冷链	6.37	1.33	380%	2.17	0.93	133.36%	-0.48	0.16	-407.92%	0.87	0.73	0.89	18.88%	-2.96%	6.59	6.26	6.89	5.27%	-4.25%
申菱环境	0.14	0.62	-78%	0.61	0.46	32.73%	0.14	-0.32	-	3.05	3.06	2.87	-0.38%	6.14%	7.27	6.59	6.96	10.45%	4.55%
美埃科技	1.20	-0.79	-251%	0.32	-0.49	-	0.05	0.07	-29.62%	1.54	0.92	1.94	67.41%	-20.94%	5.85	4.70	5.00	24.48%	16.94%
冰山冷热	-0.24	-0.56	-57%	1.42	2.39	-40.57%	-1.58	-1.58	-	7.12	6.00	7.88	18.65%	-9.63%	15.39	12.75	16.38	20.64%	-6.08%
<b>合计</b>	<b>1,558.40</b>	<b>898.48</b>	<b>73%</b>	<b>447.98</b>	<b>203.66</b>	<b>119.97%</b>	<b>129.02</b>	<b>262.83</b>	<b>-50.91%</b>	<b>658.87</b>	<b>624.02</b>	<b>668.37</b>	<b>5.58%</b>	<b>-1.42%</b>	<b>1,339.58</b>	<b>1,287.99</b>	<b>1,351.00</b>	<b>4.01%</b>	<b>-0.85%</b>

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

### 3. 黑电：外需总体更优，盈利能力小幅波动

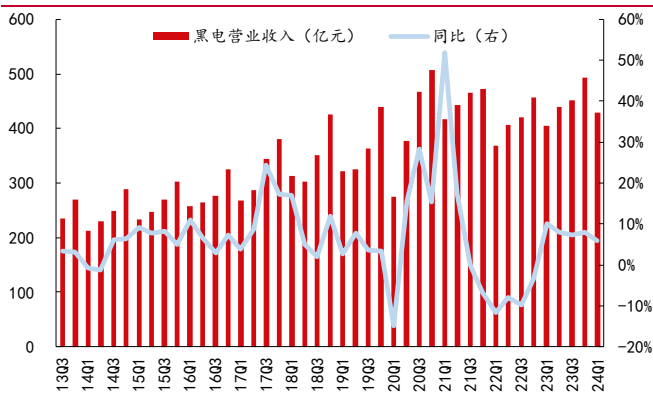
23Q4/24Q1 黑电板块收入分别同比+7.91%/+5.93%，23Q3 为+7.33%；23A 同比+8.24%至 1789 亿。23Q4 行业收入增速延续 Q3 趋势，24Q1 增速略微放缓，预计海外增速优于国内，且预计全球彩电产品结构持续优化。23Q4/24Q1 归母净利润分别同比-3.99%/-3.39%，23Q3 为+32.70%；23A 同比+20.85%至 50 亿。全年业绩总体增速快于收入，单季度受库存、面板等影响，业绩小幅波动。后续来看，在体育营销的带动下，海内外 TV 需求有望延续稳健复苏势头，且面板、库存的压力也有望减轻，龙头有望在此基础上凭借自身产品与品牌优势，持续提升自身份额、优化营收结构，迎来新一轮业绩增长。

- **23Q4/24Q1 外销总体优于内销，预计全球产品结构持续优化。**据奥维睿沃数据，全球 TV 出货量 23Q4/24Q1 分别同比-6%/-1%，其中中国出货量 23Q4/24Q1 分别同比-18%/-3%，海外出货量 23Q4/24Q1 分别同比-2%/基本持平，总体而言外销景气相比内销更为稳健；从均价看，奥维云网推总数据显示中国 TV 零售均价 23Q4/24Q1 分别同比+23%/+19%，其中线上提升幅度大于线下，中国海关出口数据显示彩电出口均价(美元)23Q4/24Q1 分别同比+12%/+9%，预计全球 TV 在产品结构持续优化和成本压力的带动下，均价同比提升。行业情况与龙头经营表现基本匹配，23H2 海信视像内外销主营均实现较好增长，预计 TV 外销增速快于内销，智慧显示终端 23A 量/价分别同比+5%/+11%，均价提升对于主营贡献大于量增。
- **23Q4/24Q1 毛利率小幅波动，期间费用率优化，盈利能力阶段性调整。**23Q4/24Q1 黑电毛利率分别同比-2.41/-0.45pct，23Q3 为+0.60pct。一方面，龙头外销业务表现毛利率低于内销，其占比提升或对整体毛利率有所影响，另一方面，同期面板价格同比明显上涨，叠加龙头库存处于调整期，因此熨平盈利能力波动的抓手较少，尽管产品结构&期间费用率均有优化，但

毛利率短期仍有小幅波动，盈利能力阶段性调整。

- 为应对面板价格短期波动，龙头凭借自身资金优势，动态调整库存策略，因此龙头存货金额环比持续小幅提升，净现金流净额受库存采购影响，短期有所波动。
- 后续看，在欧洲杯、奥运会等重大体育赛事的带动下，海内外TV需求有望持续稳健复苏，且面板价格基数逐步上行、库存清理也告一段落，压力均有望减轻，龙头有望在此基础上凭借自身产品以及品牌优势，不断提升份额、优化产品结构，再度释放业绩弹性。

图表24: 23Q4/24Q1 黑电收入分别同比+7.91%/+5.93%



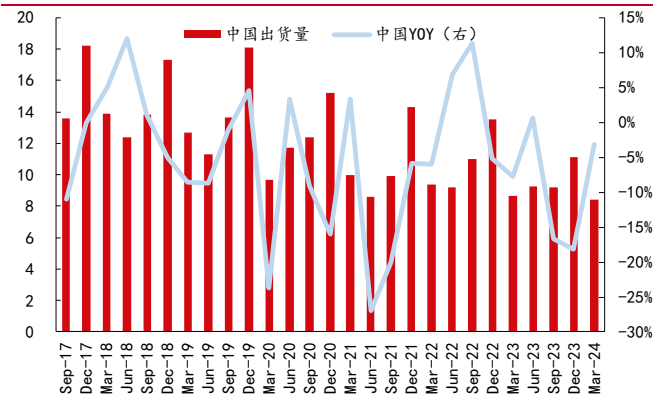
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表25: 23Q4/24Q1 黑电板块公司收入及增长情况 (亿元)

	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比
海信视像	536.16	457.38	17.22%	143.89	132.27	8.79%	127.02	114.83	10.61%
四川长虹	974.56	924.82	5.38%	273.96	253.70	7.99%	237.72	229.43	3.61%
兆驰股份	171.67	150.28	14.23%	44.80	40.76	9.91%	41.06	36.95	11.14%
创维数字	106.27	120.09	-11.50%	29.99	29.79	0.68%	22.84	23.42	-2.50%
合计	1,788.66	1,652.57	8.24%	492.65	456.52	7.91%	428.63	404.63	5.93%

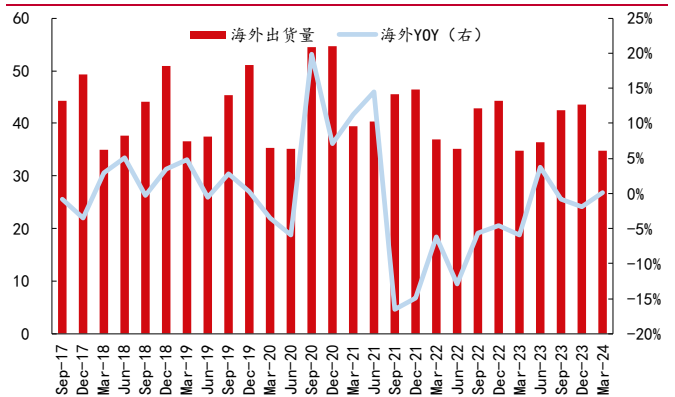
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表26: 24Q1 中国TV出货量同比-3.1%至840万台



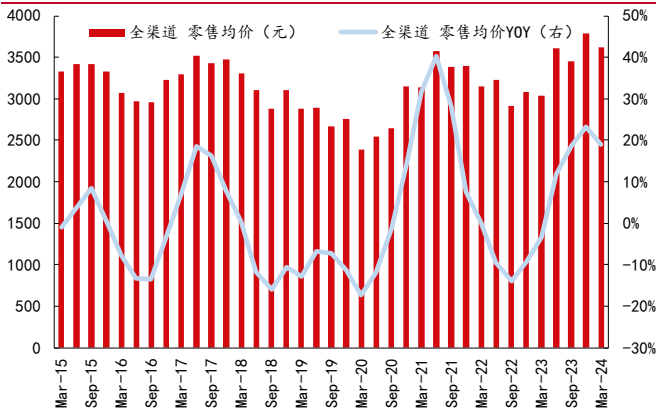
资料来源: 奥维睿沃, 国联证券研究所 (图表单位: 百万台)

图表27: 24Q1 海外TV出货量同比+0.1%至3480万台



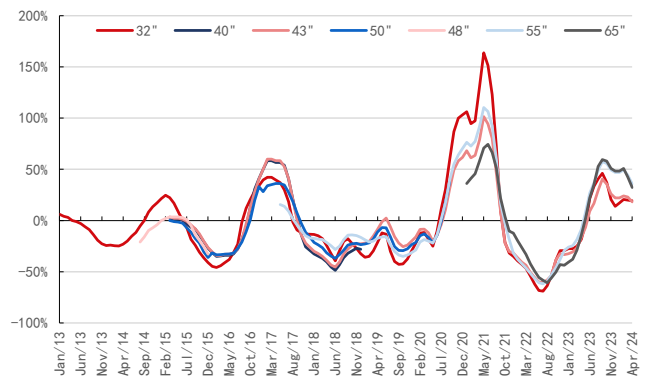
资料来源: 奥维睿沃, 国联证券研究所 (图表单位: 百万台)

图表28: 24Q1 彩电全渠道零售均价同比+19%至 3616 元



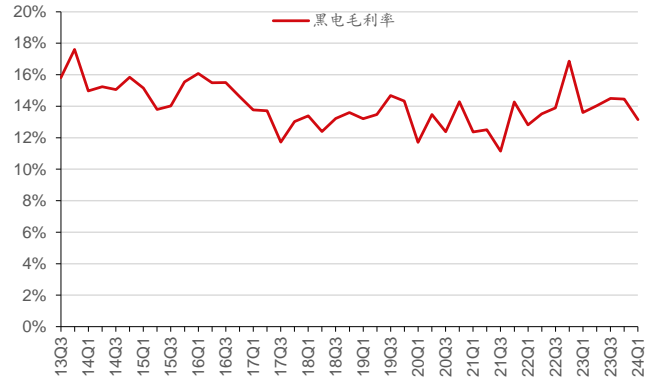
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表29: 24Q1 32/65 英寸 LCD TV 面板价格分别同比+19%/+47%



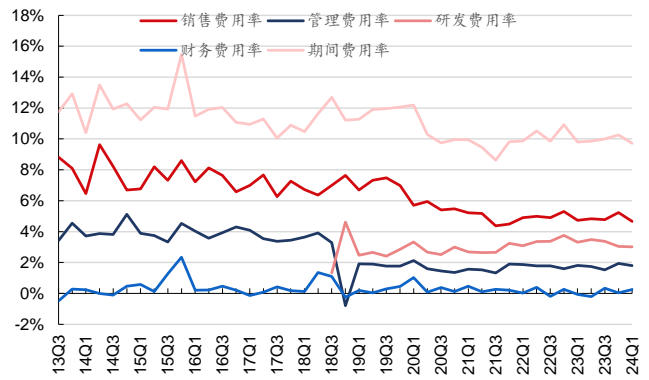
资料来源: WitsView, 国联证券研究所

图表30: 24Q1 黑电毛利率同比-0.45pct 至 13.15%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表31: 24Q1 黑电期间费用率同比-0.08pct 至 9.71%



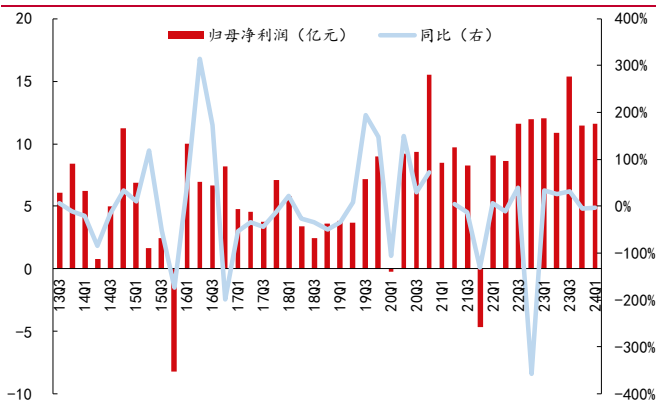
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表32: 23Q4/23A/24Q1 黑电期间费用率分别同比-0.66/-0.33/-0.08pct (%/pct)

	2023A										2023Q4										2024Q1									
	费用率					同比变动					费用率					同比变动					费用率					同比变动				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
海信视像	6.73%	1.74%	4.44%	-0.02%	<b>12.89%</b>	(0.93)	0.19	(0.11)	0.08	(0.78)	7.44%	1.85%	4.57%	-0.01%	<b>13.84%</b>	(0.76)	0.30	0.20	0.13	(0.13)	6.05%	1.66%	4.13%	0.19%	<b>12.04%</b>	(0.59)	(0.22)	(0.37)	0.14	(1.04)
四川长虹	4.38%	1.86%	2.27%	0.14%	<b>8.66%</b>	0.20	(0.02)	(0.22)	(0.11)	(0.16)	4.45%	1.98%	1.83%	0.14%	<b>8.40%</b>	0.27	0.37	(1.27)	(0.13)	(0.76)	4.38%	1.90%	1.91%	0.32%	<b>8.50%</b>	0.25	0.03	(0.36)	0.54	0.46
兆驰股份	2.15%	1.27%	4.10%	0.37%	<b>7.90%</b>	(0.06)	(0.21)	(0.09)	(0.22)	(0.58)	2.94%	2.25%	3.99%	0.35%	<b>9.53%</b>	(0.41)	0.62	(0.54)	(1.35)	(1.88)	1.77%	1.48%	4.59%	-0.37%	<b>8.20%</b>	(0.30)	0.13	0.18	(0.64)	(0.62)
创维数字	4.84%	1.68%	5.66%	-1.27%	<b>10.91%</b>	(0.19)	(0.12)	0.49	(0.68)	(0.50)	5.02%	1.70%	5.37%	-1.09%	<b>11.00%</b>	0.74	(0.01)	(0.08)	(1.22)	(0.57)	5.09%	1.93%	5.40%	-0.38%	<b>12.04%</b>	(0.44)	0.27	(0.64)	0.49	(0.32)
合计	<b>4.90%</b>	<b>1.76%</b>	<b>3.30%</b>	<b>0.03%</b>	<b>9.99%</b>	(0.13)	0.01	(0.11)	(0.09)	(0.33)	<b>5.22%</b>	<b>1.95%</b>	<b>3.04%</b>	<b>0.04%</b>	<b>10.25%</b>	(0.08)	0.35	(0.71)	(0.23)	(0.66)	<b>4.66%</b>	<b>1.79%</b>	<b>3.01%</b>	<b>0.26%</b>	<b>9.71%</b>	(0.07)	(0.02)	(0.31)	0.32	(0.08)

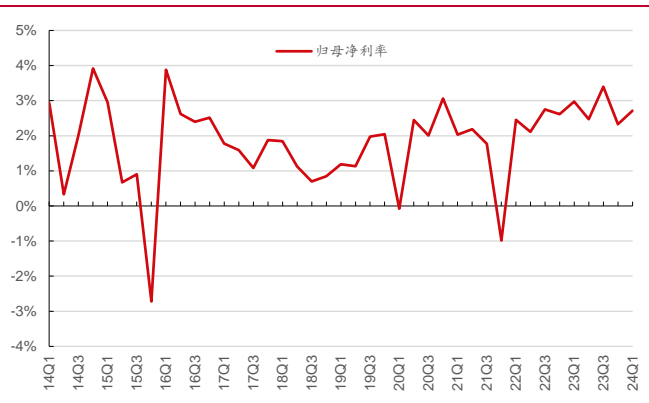
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表33: 23Q4/24Q1 黑电归母净利润分别同比-3.99%/-3.39%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表34: 24Q1 黑电归母净利润率同比-0.26pct 至 2.71%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

**图表35：23Q4 及 24Q1 黑电主要公司毛利率、归母净利润及盈利能力变动情况**

	毛利率 (%/pct)						归母净利润 (亿元/%)						归母净利率 (%/pct)								
	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
海信视像	16.94%	(1.29)	16.80%	(2.56)	15.76%	(2.41)	20.96	16.79	24.82%	4.68	5.72	-18.25%	4.67	6.21	-24.81%	3.91%	0.24	3.25%	(1.08)	3.67%	(1.73)
四川长虹	11.54%	(0.08)	11.97%	(3.17)	10.80%	0.59	6.88	4.68	46.98%	2.09	2.42	-13.57%	1.76	0.83	111.77%	0.71%	0.20	0.76%	(0.19)	0.74%	0.38
兆驰股份	18.83%	1.82	20.58%	0.61	17.78%	(0.55)	15.88	11.46	38.61%	3.17	2.65	19.40%	4.15	3.83	8.25%	9.25%	1.63	7.07%	0.56	10.10%	(0.27)
创维数字	16.75%	(0.92)	16.76%	0.56	14.74%	(2.19)	6.02	8.23	-26.85%	1.54	1.16	32.80%	1.06	1.17	-9.51%	5.67%	(1.19)	5.14%	1.24	4.65%	(0.36)
合计	14.17%	(0.21)	14.45%	(2.41)	13.15%	(0.45)	49.74	41.16	20.85%	11.47	11.95	-3.99%	11.63	12.04	-3.39%	2.78%	0.29	2.33%	(0.29)	2.71%	(0.26)

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

**图表36：23Q4 及 24Q1 黑电主要公司现金流、合同负债及存货变动情况**

	经营现金流净额 (亿元/%)						期末合同负债 (亿元/%)						期末存货 (亿元/%)						
	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比
海信视像	29.28	50.05	-41.51%	5.46	11.41	-52.21%	3.45	18.78	-81.66%	4.16	4.60	3.95	-9.51%	5.42%	59.93	44.46	58.31	34.79%	2.77%
四川长虹	28.55	32.95	-13.36%	24.66	27.57	-10.57%	-30.83	-31.05	-	23.57	28.57	27.50	-17.48%	-14.28%	201.92	196.95	195.47	2.52%	3.30%
兆驰股份	23.51	49.41	-52.43%	15.18	26.72	-43.16%	9.46	1.44	558.36%	0.70	0.95	0.81	-26.32%	-13.98%	34.08	21.29	26.78	60.09%	27.24%
创维数字	4.75	16.10	-70.49%	2.43	3.12	-21.97%	-3.06	-3.18	-	0.80	1.25	1.20	-35.70%	-33.01%	17.95	18.26	18.65	-1.72%	-3.77%
合计	86.08	148.52	-42.04%	47.73	68.82	-30.64%	-20.99	-14.02	49.73%	29.23	35.36	33.46	-17.33%	-12.62%	313.87	280.96	299.22	11.71%	4.90%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

## 4. 后周期：总体需求平淡，成熟龙头表现稳健

前期竣工带来的装修需求&成熟产品的更新需求对行业表现仍有支撑，传统厨电/电工照明板块收入稳健，而以三四线新房需求为主的集成灶公司则持续承压；23 年传统厨电、集成灶、电工照明收入分别+4%/-7%/+10%，24Q1 分别+13%/-25%/+11%。盈利层面，23 年各板块毛利率均大幅改善，24Q1 由于行业景气分化而表现有所差异；其中电工照明板块净利率大幅改善趋势延续至 24Q1，传统厨电 24Q1 净利率改善幅度趋弱，集成灶公司净利率则持续承压。展望后续，更新需求有望在整体家电以旧换新的政策浪潮驱动下释放，需求有望平稳。龙头层面，公牛、华帝经营 α 突出，份额提升驱动增长。

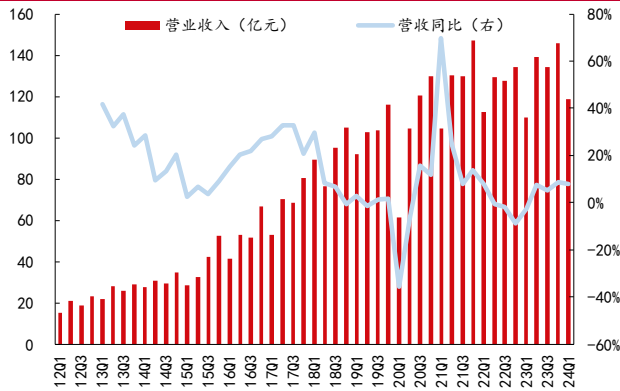
- **收入维度**，23Q2-24Q1 后周期行业收入持续维持大个位数稳健增长，需求韧性凸显；主因在于 23 年住宅竣工高增，而竣工房屋将于当季或滞后 1-2 个季度产生装修需求，此外成熟赛道更新需求也对收入有支撑；因此传统厨电、电工照明赛道，市场需求仍表现稳健，而以新增需求、三四线装修为主的集成灶景气明显偏弱；23 年传统厨电、集成灶、电工照明收入分别+4%/-7%/+10%，24Q1 分别+13%/-25%/+11%。
- **盈利维度**，受益于原材料红利&降本增效，23 年全年后周期各子板块毛利率均大幅改善，但随着成本红利逐渐趋弱，毛利率提升幅度逐季收窄；23 年行业整体/传统厨电/集成灶/电工照明板块毛利率分别同比+3.6pct/+2.9pct/+2.4pct/+5.0pct，23Q4 分别同比+3.0pct/+1.9pct/+1.2pct/+4.8pct。费用端，23 年行业增速较慢叠加疫后品牌积极开始投入，费用率整体上行；其中销售费用率同比+1.4pct，23Q2/23Q4 提升幅度更大，均同比+2.1pct；管理/研发则小幅提升，季度节奏类似。净利率维度，子行业有所分化，传统厨电毛销差改善，其他费用率小幅提升，同时受益于坏账损失

大幅减少，23A/23Q4 净利率分别同比+1.7/+3.4pct；集成灶仍有压力，毛销差改善但费用率提升较大，23A/23Q4 净利率分别同比-0.4/-5.4pct；电工照明行业 23A/23Q4 净利率分别同比+1.8/+1.3pct，主要是毛销差改善驱动。

24Q1 由于子行业收入增速分化，盈利能力表现也有分化。需求压力较大但竞争持续的集成灶，净利率同比-3.7pct，主因在于毛利率下滑同时费用率在收入下滑背景下被动提升。传统厨电层面，受到性价比消费、费用投入效率等影响，毛销差改善幅度环比 23 年收窄，24Q1 毛利率、销售费用率分别同比-1.3/-1.8pct，而财务/管理费用率优化，整体净利率同比+0.2pct。电工照明行业受益于龙头产品升级、降本增效，毛利率延续大幅改善，销售费用率仍维持投入，毛销差同比+3.1pct，驱动净利率仍+2.3pct。

- **现金流层面**，后周期板块的现金流在 23 年均表现十分健康；24 年一季度因季节性波动原因小幅波动，整体在合理范围内。
- **值得关注的重点公司**，公牛及华帝经营  $\alpha$  延续，增长突出，持续领先板块。**公牛集团**传统业务扎实，墙开业务不断提升份额，新兴业务增量持续，23A 及 24Q1 收入分别同比+11%/+14%，优质经营持续领先；此外，优质成本管理、采购及降本增效驱动毛利率连续四个季度提升高达 5pct 以上，超出市场预期，表现十分亮眼。**华帝股份** 23 年以来渠道改善+新品提价逻辑兑现，国内零售持续维持优于行业的增长，24Q1 增长仍然领先；同时高端化驱动盈利能力大幅改善。
- **展望后续**，24 年以来住宅销售及竣工面积均有明显下滑，预计由竣工驱动的装修需求将逐步走弱，但综合考虑到更新需求有望在整体家电以旧换新的政策浪潮驱动下释放，成熟品类需求或相对可控。龙头层面，综合实力较强的龙头，其份额提升也将驱动增长优于行业；其中公牛、华帝经营  $\alpha$  突出；传统龙头老板仍有新品类、子品牌带来的收入增量。

图表37: 23Q4/24Q1 后周期收入分别同比+8.65%/+8.06%



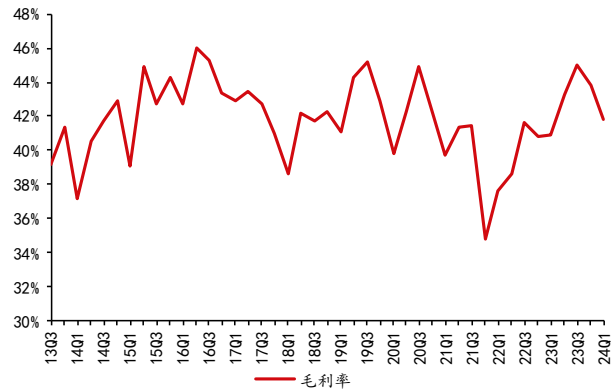
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表38: 23Q4/24Q1 后周期板块公司收入及增长情况 (亿元)

	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比
老板电器	112.02	102.72	9.06%	32.69	30.35	7.71%	22.37	21.77	2.75%
华帝股份	62.33	58.19	7.12%	18.02	15.59	15.54%	13.81	11.95	15.60%
万和电气	61.04	66.28	-7.91%	16.91	15.52	8.98%	19.80	16.03	23.53%
火星人	21.39	22.77	-6.03%	5.69	6.35	-10.45%	3.48	4.12	-15.44%
浙江美大	16.73	18.34	-8.80%	4.11	4.36	-5.73%	2.73	3.39	-19.39%
亿田智能	12.27	12.76	-3.80%	2.83	3.13	-9.56%	1.27	2.28	-44.49%
帅丰电器	8.31	9.46	-12.23%	2.07	2.37	-12.67%	1.17	1.75	-32.96%
公牛集团	156.95	140.81	11.46%	40.88	36.07	13.34%	38.03	33.34	14.06%
欧普照明	77.95	72.70	7.22%	22.81	20.64	10.50%	15.83	15.03	5.35%
合计	528.98	504.02	4.95%	146.01	134.39	8.65%	118.50	109.66	8.06%

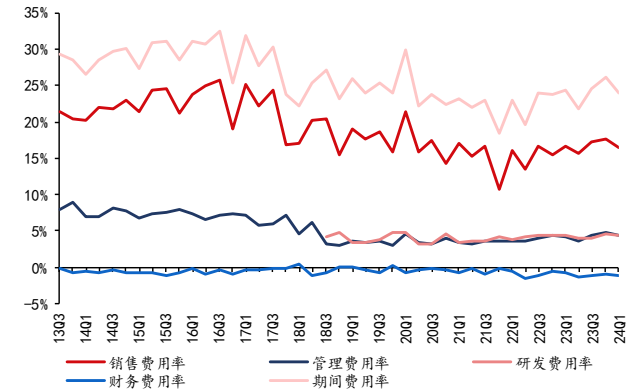
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表39: 24Q1 后周期毛利率同比+0.86pct 至 41.80%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表40: 24Q1 后周期期间费用率同比-0.42pct 至 24.03%



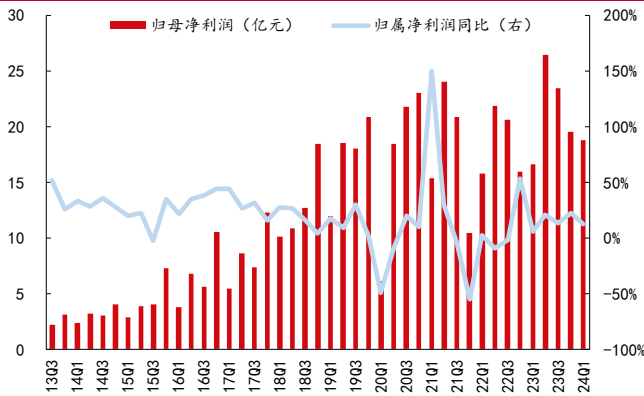
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表41: 23Q4/23A/24Q1 后周期期间费用率分别同比+2.32/+1.64/-0.42pct (%/pct)

	2023A				同比变动				2023Q4				同比变动				2024Q1				同比变动									
	销售	管理	研发	财务	销售	管理	研发	财务	销售	管理	研发	财务	销售	管理	研发	财务	销售	管理	研发	财务	销售	管理	研发	财务						
老板电器	26.80%	4.19%	3.46%	-1.69%	<b>32.77%</b>	1.36	(0.00)	(0.35)	(0.16)	<b>0.84</b>	26.39%	4.37%	3.31%	-2.55%	<b>31.52%</b>	3.40	(0.12)	(0.96)	(1.42)	<b>0.89</b>	26.72%	4.29%	3.10%	-2.30%	<b>31.81%</b>	(4.16)	0.11	(0.04)	(0.73)	<b>(4.82)</b>
华帝股份	24.74%	4.54%	3.97%	-0.17%	<b>33.09%</b>	0.39	0.18	(0.48)	0.00	<b>0.10</b>	26.56%	4.25%	4.03%	-0.19%	<b>34.64%</b>	5.86	(0.68)	0.50	(0.58)	<b>5.10</b>	24.06%	4.67%	4.65%	-0.35%	<b>33.04%</b>	1.89	(1.01)	(0.48)	(0.41)	<b>(0.01)</b>
万和电气	12.45%	3.29%	3.78%	-0.29%	<b>19.23%</b>	2.41	0.54	(0.00)	1.31	<b>4.27</b>	10.37%	4.14%	3.30%	1.99%	<b>19.81%</b>	0.38	(0.37)	(1.50)	1.70	<b>0.21</b>	14.32%	2.15%	3.79%	-0.87%	<b>19.40%</b>	(0.03)	0.19	0.33	(0.86)	<b>(0.36)</b>
火星人	22.88%	5.70%	5.36%	-1.20%	<b>32.73%</b>	0.86	1.24	0.68	(0.30)	<b>2.48</b>	23.31%	5.68%	4.13%	-1.24%	<b>31.88%</b>	2.27	1.72	0.01	(0.15)	<b>3.86</b>	23.16%	7.63%	6.95%	-1.77%	<b>35.97%</b>	(0.09)	0.29	1.14	(0.95)	<b>0.39</b>
浙江美大	10.57%	4.41%	3.44%	-1.79%	<b>16.63%</b>	(0.68)	0.06	0.09	(0.86)	<b>(1.39)</b>	18.31%	4.61%	4.07%	-2.28%	<b>24.71%</b>	(0.94)	(0.95)	(0.34)	(1.11)	<b>(3.34)</b>	6.98%	6.90%	3.37%	-3.30%	<b>13.94%</b>	1.05	0.97	0.25	(0.67)	<b>1.60</b>
亿田智能	23.51%	6.15%	5.21%	-1.54%	<b>33.33%</b>	1.16	2.43	0.50	0.05	<b>4.14</b>	29.40%	9.99%	6.50%	-2.06%	<b>43.83%</b>	0.79	8.04	2.74	(0.59)	<b>10.99</b>	29.76%	9.57%	7.33%	-1.45%	<b>45.21%</b>	9.94	4.19	1.75	0.40	<b>16.28</b>
帅丰电器	15.57%	6.01%	4.32%	-3.86%	<b>22.04%</b>	1.04	(0.17)	(0.19)	(0.36)	<b>0.32</b>	13.30%	5.30%	3.59%	-4.06%	<b>18.14%</b>	(4.73)	0.28	1.15	0.35	<b>(2.95)</b>	20.11%	11.32%	4.57%	-10.49%	<b>25.51%</b>	4.13	4.77	1.02	(6.86)	<b>3.05</b>
公牛集团	6.82%	3.99%	4.29%	-0.69%	<b>14.41%</b>	1.14	0.43	0.11	0.08	<b>1.76</b>	6.95%	4.49%	6.02%	-0.62%	<b>16.83%</b>	0.38	1.33	1.00	0.24	<b>2.95</b>	7.42%	4.19%	4.54%	-0.70%	<b>15.45%</b>	1.05	0.20	0.68	(0.05)	<b>1.87</b>
欧普照明	18.48%	4.09%	5.40%	-1.42%	<b>26.55%</b>	2.63	(0.35)	0.32	(0.91)	<b>1.69</b>	19.84%	5.37%	5.66%	-1.04%	<b>29.84%</b>	4.00	(0.13)	1.03	(1.26)	<b>3.64</b>	19.15%	4.93%	5.27%	-0.50%	<b>28.84%</b>	1.39	1.14	(1.73)	(0.26)	<b>0.55</b>
合计	16.82%	4.20%	4.22%	-1.03%	<b>24.21%</b>	1.39	0.27	(0.01)	(0.02)	<b>1.64</b>	17.61%	4.70%	4.64%	-0.91%	<b>26.04%</b>	2.07	0.40	0.19	(0.34)	<b>2.32</b>	16.54%	4.31%	4.33%	-1.16%	<b>24.03%</b>	(0.20)	0.17	0.02	(0.41)	<b>(0.42)</b>

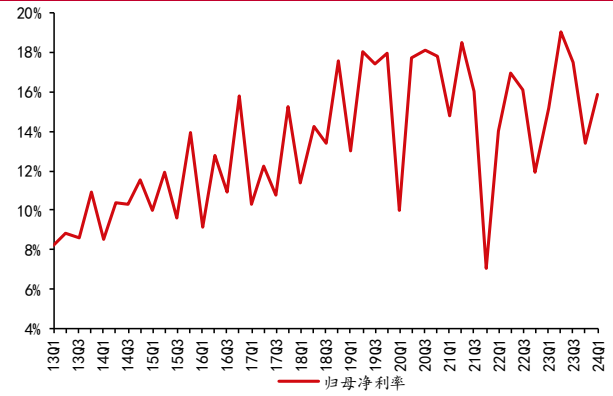
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表42: 23Q4/24Q1 后周期归母净利润分别同比+22.53%/+12.66%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表43: 24Q1 后周期归母净利润率同比+0.65pct 至 15.86%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表44: 23Q4 及 24Q1 后周期主要公司毛利率、归母净利润及利润率变动情况

	毛利率 (%/pct)						归母净利润率 (%/pct)						归母净利润 (亿元/%)					
	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
老板电器	50.65%	0.67	47.31%	(1.14)	50.65%	(4.14)	15.47%	0.16	11.01%	(0.16)	17.81%	(0.05)	17.33	10.20%	3.60	6.18%	3.98	2.49%
华帝股份	42.18%	2.66	43.14%	8.29	41.86%	2.23	7.17%	4.72	4.86%	13.68	8.98%	1.27	4.47	212.50%	0.88	-	1.24	34.61%
万和电气	31.64%	4.58	29.91%	1.56	32.07%	2.05	9.31%	1.01	0.53%	0.18	8.39%	0.69	5.68	3.31%	0.09	66.23%	1.66	34.69%
火星人	47.63%	2.63	46.58%	1.44	45.65%	(1.23)	11.56%	(2.26)	4.33%	(10.72)	10.59%	(1.27)	2.47	-21.39%	0.25	-74.24%	0.37	-24.52%
浙江美大	47.10%	2.99	46.26%	3.78	46.16%	(0.78)	27.76%	3.10	24.52%	6.30	28.26%	(1.46)	4.64	2.68%	1.01	26.89%	0.77	-23.34%
亿田智能	48.66%	2.04	45.35%	0.11	44.64%	(4.84)	14.59%	(1.85)	1.40%	(14.16)	3.57%	(14.25)	1.79	-14.64%	0.04	-91.87%	0.05	-88.88%
帅丰电器	46.86%	0.76	44.05%	(2.85)	44.59%	(3.12)	22.84%	0.19	24.34%	(1.99)	18.94%	(3.94)	1.90	-11.51%	0.50	-19.27%	0.22	-44.50%
公牛集团	43.20%	5.20	46.77%	5.79	42.16%	5.01	24.66%	2.01	25.85%	2.92	24.44%	2.36	38.70	21.37%	10.57	27.77%	9.29	26.27%
欧普照明	40.33%	4.61	43.20%	2.95	38.47%	1.64	11.85%	1.07	11.63%	(1.84)	7.64%	1.12	9.24	17.85%	2.65	-4.57%	1.21	23.48%
合计	43.39%	3.63	43.85%	3.01	41.80%	0.86	16.30%	1.56	13.41%	1.52	15.86%	0.65	86.23	16.07%	19.58	22.53%	18.79	12.66%

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表45: 23Q4 及 24Q1 后周期主要公司现金流、合同负债及存货变动情况

	经营性现金流净额 (亿元/%)						期末合同负债 (亿元/%)					期末存货 (亿元/%)				
	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比
老板电器	23.92	22.99%	9.97	29.94%	0.55	-69.80%	6.70	8.15	10.20	-17.82%	-34.34%	13.38	15.27	15.24	-12.39%	-12.20%
华帝股份	11.49	-	4.08	1.90%	2.36	611.79%	3.91	3.67	2.19	6.52%	78.43%	7.49	7.05	8.01	6.14%	-6.52%
万和电气	12.96	58.95%	0.83	-29.80%	3.18	-11.76%	2.77	1.91	1.48	45.08%	86.68%	6.99	6.73	8.21	3.96%	-14.82%
火星人	4.45	71.52%	0.64	-68.91%	-0.48	-221.71%	0.82	0.95	1.15	-13.72%	-28.34%	2.06	2.46	2.33	-16.28%	-11.32%
浙江美大	5.83	57.77%	1.18	128.55%	0.15	-86.91%	0.50	0.86	1.12	-41.52%	-55.25%	0.71	1.29	0.66	-45.22%	6.84%
亿田智能	1.52	-7.42%	-0.29	-144.34%	0.00	-98.84%	0.41	0.43	0.28	-5.33%	45.51%	0.96	0.97	0.88	-0.84%	8.64%
帅丰电器	2.18	-28.93%	0.64	-62.36%	-0.21	-152.15%	0.19	0.32	0.16	-42.11%	18.29%	1.00	0.99	1.06	0.52%	-5.54%
公牛集团	48.27	57.86%	8.07	-25.06%	15.19	5.52%	12.45	8.66	5.28	43.83%	135.63%	12.83	9.71	14.21	32.15%	-9.68%
欧普照明	16.67	-	6.25	30.97%	-1.72	-182.26%	1.75	2.05	1.47	-14.80%	18.44%	5.48	5.23	5.73	4.65%	-4.37%
合计	127.29	64.31%	31.37	-5.83%	19.03	-22.40%	29.49	27.00	23.34	9.22%	26.34%	50.90	49.71	56.33	2.39%	-9.63%

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

## 5. 智能家居: 经营分化显著, 24Q1 经营环比改善

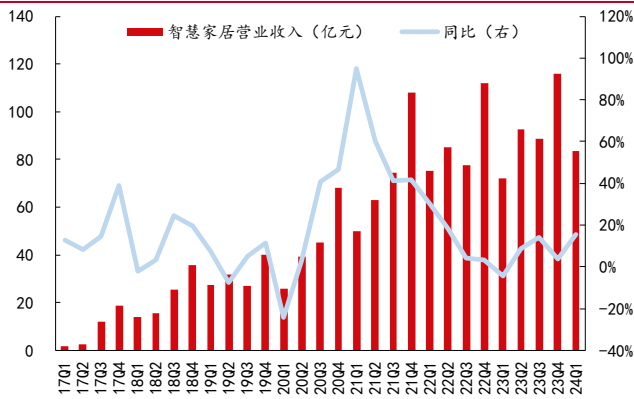


23Q4/24Q1 智慧家居板块收入分别同比+3.74%/+15.69%，23Q3 为+14.38%；23A 同比+5.62%至 369 亿。23Q4 收入环比 Q3 降速至小个位数区间，24Q1 增速环比反弹，主要由于内需为主的企业基数压力减轻，淡季增速优于电商大促旺季，同时外需为主的企业全球营收增长提速。23Q4/24Q1 归母净利润分别同比-28.46%/+29.15%，23Q3 为+22.82%；23A 同比-9.35%至 37 亿，23 全年盈利能力下滑，其中毛利率全年仅小幅提升，销售费用率提升显著，不过 24Q1 盈利能力已然看到改善。后续来看，品牌出海与质价比路线成为行业的不二选择，叠加龙头营销转化效果优化、外销带动整体规模效应显现，预计智慧家居板块收入与业绩增速有望双双改善。

- 产品策略决定智慧家居企业成长性，外销为主企业营收增长优于内销为主企业。在国内消费环境仍然有待复苏的背景下，能否针对多价格带进行完善产品布局决定智慧家居企业能否实现较好增长。以清洁电器行业为例，扫地机/洗地机传统电商销售额 23Q4 分别同比+17%/+16%，24Q1 分别+36%/+35%，其中扫地机均价连续两个季度仅提升个位数，消费者主动向上升级、拥抱价格下探的全能型扫地机，同时洗地机均价则维持在同比-20%左右，投影仪同样存在参数相同产品价格持续下探的现象。因此，多价位布局较好、外销营收占比较高的石头科技营收增长较快，而科沃斯、极米科技的经营表现总体有所承压。进入 24Q1，科沃斯推出性价比全能型扫地机 T30 Pro 系列，极米推出 Play5 投影仪，多价位产品布局均有明显改善，有望在当前消费环境下进一步挖掘价格敏感型消费者需求，且 2024 年各企业海外布局力度均有望加强。
- 毛利率 23Q4 有所下滑，盈利能力在费用提升背景下承压，24Q1 行业盈利能力在费用率优化基础上有所改善。23Q4/24Q1 智慧家居毛利率分别同比-2.00/+0.03pct，23Q3 为+3.54pct。在国内市场竞争越发激烈、但产品创新却陷入阶段性瓶颈期的背景下，龙头纷纷在电商大促期间采取促销、赠品等方式维护份额，因此毛利率有所下滑；23Q4/24Q1 智慧家居归母净利率分别同比-3.54/+1.17pct，其中 23Q4 板块销售费用率同比提升 2.27pct，同样反映行业竞争激烈，进入 24Q1 行业期间费用率有所下滑，一方面以石头科技为代表的外销为主企业营收增长较快，摊薄费用，另一方面部分企业管理、研发费用投放金额同比也转为下滑。
- 从盈利质量看，24Q1 板块整体经营性净现金流净额同比增长，Q1 末合同负债金额有显著提升，相对应地，Q1 末存货金额也有所提升，预计为后续经营旺季有所储备。
- 后续看，智慧家居板块品牌出海&产品质价比路线成为不二选择，24Q1 已有所体现，举例来说科沃斯、极米科技等以内需为主的新兴小家电龙头正持

续走向海外，并推出盈利能力较有保障的性价比产品，叠加龙头营销投放效率提升、外需带动费用端规模效应显现，板块全年收入与业绩增速有望双双改善。

图表46: 23Q4/24Q1 智慧家居收入分别同比+3.74%/+15.69%



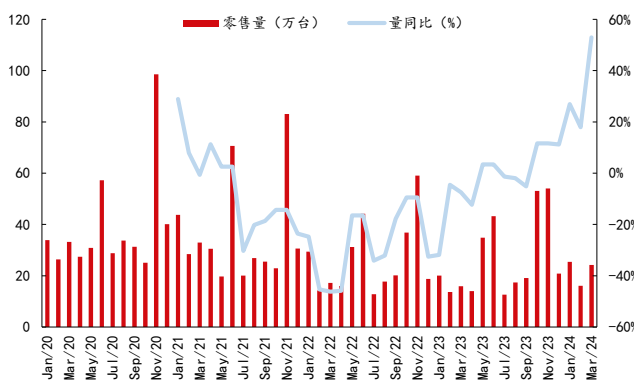
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表47: 23Q4/24Q1 智慧家居板块公司收入及增长 (亿元)

	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比
科沃斯	155.02	153.25	1.16%	49.71	52.00	-4.42%	34.74	32.36	7.35%
石头科技	86.54	66.29	30.55%	29.65	22.36	32.60%	18.41	11.60	58.69%
极米科技	35.57	42.22	-15.77%	11.35	13.40	-15.31%	8.25	8.84	-6.59%
光峰科技	22.13	25.41	-12.90%	5.63	6.65	-15.42%	4.45	4.59	-3.04%
瑞尔特	21.84	19.60	11.47%	6.38	5.74	11.29%	5.23	3.96	32.30%
萤石网络	48.40	43.06	12.39%	13.32	11.69	13.87%	12.37	10.79	14.61%
合计	369.50	349.83	5.62%	116.03	111.85	3.74%	83.46	72.14	15.69%

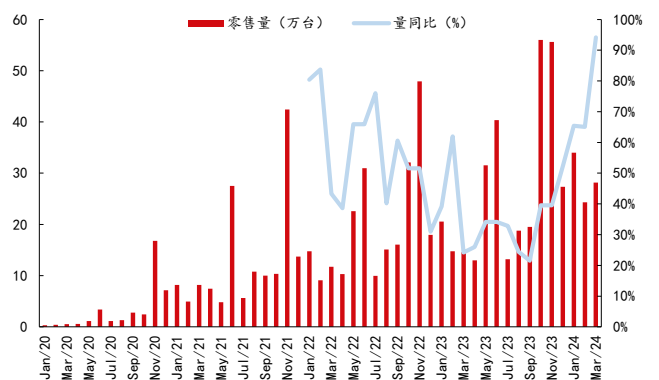
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表48: 24Q1 扫地机传统电商零售量同比+33%



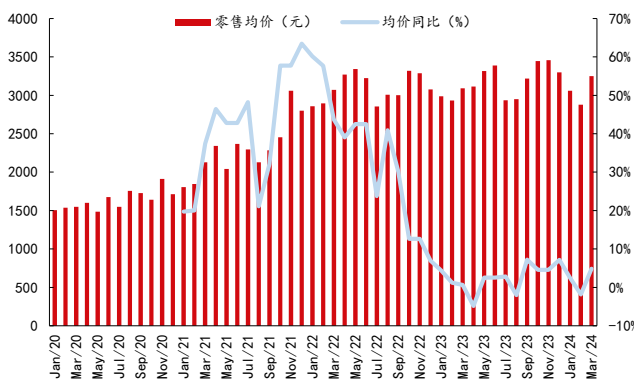
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所 (5-6月、10-11月合并计算同比)

图表49: 24Q1 洗地机传统电商零售量同比+74%



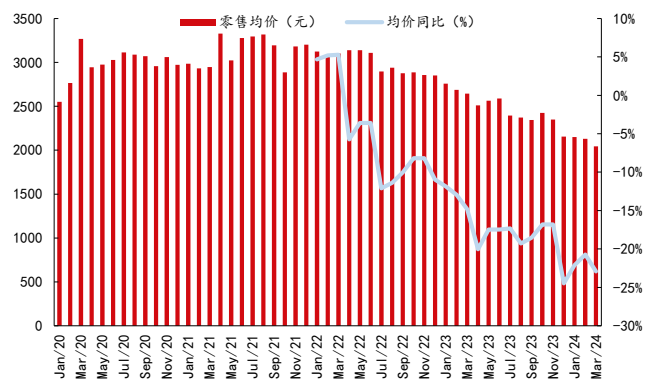
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所 (5-6月、10-11月合并计算同比)

图表50: 24Q1 扫地机传统电商零售均价同比+3%



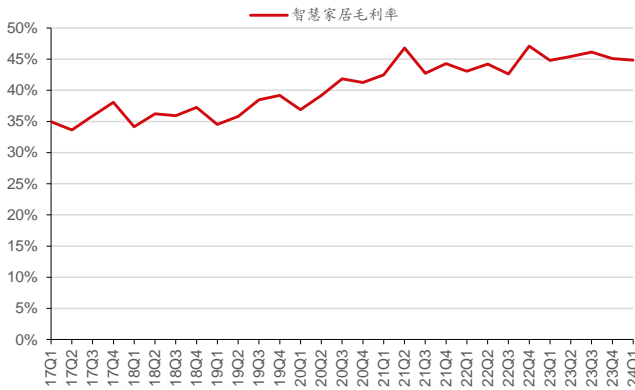
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所 (5-6月、10-11月合并计算同比)

图表51: 24Q1 洗地机传统电商零售均价同比-22%



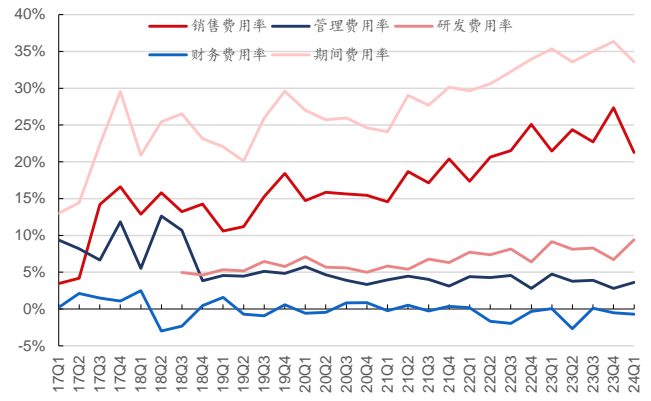
资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所 (5-6月、10-11月合并计算同比)

图表52: 24Q1 智慧家居毛利率同比+0.03pct 至 44.83%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表53: 24Q1 智慧家居期间费用率同比-1.81pct 至 33.57%



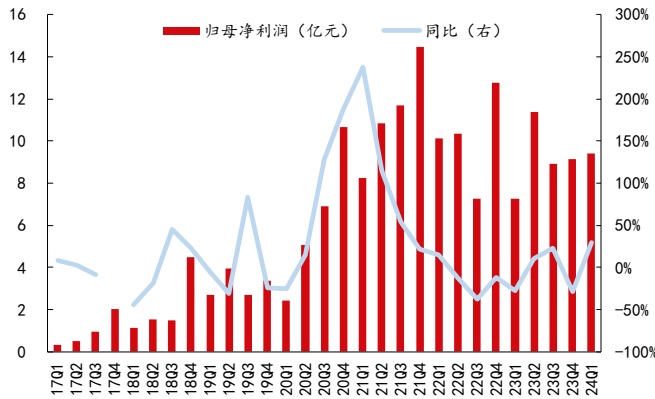
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表54: 23Q4/23A/24Q1 智慧家居期间费用率分别同比+2.41/+3.30/-1.81pct (%/pct)

	2023A										2023Q4										2024Q1									
	费用率					同比变动					费用率					同比变动					费用率					同比变动				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
科沃斯	34.17%	3.76%	5.32%	-0.17%	<b>43.09%</b>	4.01	(0.45)	0.46	0.55	<b>4.68</b>	37.86%	3.35%	4.42%	-0.19%	<b>45.44%</b>	3.79	0.25	0.52	(0.49)	<b>4.07</b>	27.69%	3.36%	6.34%	0.53%	<b>37.93%</b>	(1.63)	(1.28)	0.55	(0.45)	<b>(2.61)</b>
石头科技	21.00%	2.44%	7.15%	-1.60%	<b>28.99%</b>	1.11	0.31	(0.22)	(0.01)	<b>1.19</b>	23.53%	1.34%	5.77%	-0.94%	<b>29.69%</b>	(0.18)	(0.48)	(0.67)	(0.37)	<b>(1.70)</b>	20.75%	2.76%	10.57%	-0.75%	<b>33.34%</b>	(0.18)	(1.67)	(0.79)	1.09	<b>(1.54)</b>
极米科技	18.13%	4.22%	10.72%	-0.89%	<b>32.18%</b>	3.96	0.87	1.79	(0.41)	<b>6.21</b>	17.91%	2.45%	7.20%	-0.35%	<b>27.21%</b>	3.98	(0.09)	0.33	2.44	<b>6.66</b>	17.27%	3.56%	10.49%	-1.50%	<b>29.81%</b>	2.04	(0.82)	(0.76)	(1.35)	<b>(0.89)</b>
光峰科技	13.58%	7.10%	12.69%	-0.88%	<b>32.50%</b>	0.41	(0.52)	2.38	(0.52)	<b>1.75</b>	14.52%	6.69%	15.30%	-0.28%	<b>36.22%</b>	(5.70)	2.18	2.09	(1.18)	<b>(2.61)</b>	9.90%	8.82%	12.14%	-0.74%	<b>30.12%</b>	(3.15)	(0.41)	(1.68)	(1.41)	<b>(6.66)</b>
瑞尔特	10.88%	4.61%	4.17%	-0.97%	<b>18.69%</b>	4.59	(0.18)	(0.06)	1.34	<b>5.70</b>	17.86%	2.04%	5.66%	0.31%	<b>25.88%</b>	13.61	0.39	0.68	(0.63)	<b>14.05</b>	11.66%	4.35%	4.26%	-0.82%	<b>19.46%</b>	5.84	(1.67)	0.07	(1.67)	<b>2.57</b>
萤石网络	14.40%	3.33%	15.10%	-1.27%	<b>31.55%</b>	1.80	(0.09)	1.10	(0.59)	<b>2.21</b>	14.67%	3.12%	13.92%	-1.46%	<b>30.24%</b>	1.16	(0.15)	0.14	(0.19)	<b>0.96</b>	14.86%	3.41%	16.77%	-3.63%	<b>31.41%</b>	2.01	0.18	1.86	(2.49)	<b>1.67</b>
合计	<b>24.34%</b>	<b>3.69%</b>	<b>7.92%</b>	<b>-0.81%</b>	<b>35.15%</b>	<b>2.79</b>	<b>(0.21)</b>	<b>0.61</b>	<b>0.11</b>	<b>3.30</b>	<b>27.35%</b>	<b>2.81%</b>	<b>6.72%</b>	<b>-0.52%</b>	<b>36.37%</b>	<b>2.27</b>	<b>0.01</b>	<b>0.32</b>	<b>(0.18)</b>	<b>2.41</b>	<b>21.27%</b>	<b>3.61%</b>	<b>9.41%</b>	<b>-0.72%</b>	<b>33.57%</b>	<b>(0.18)</b>	<b>(1.12)</b>	<b>0.27</b>	<b>(0.77)</b>	<b>(1.61)</b>

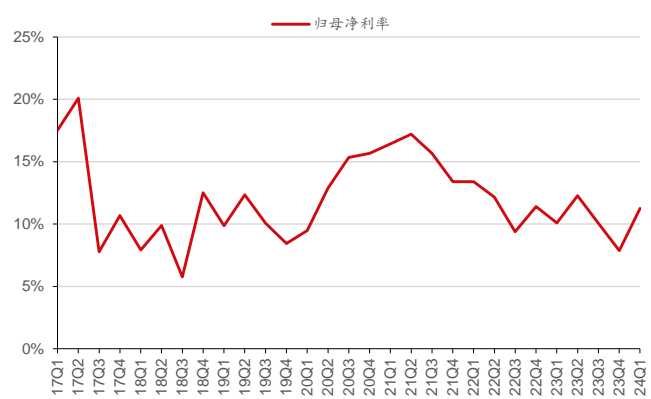
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表55: 23Q4/24Q1 智慧家居归母净利润分别同比-28.46%/+29.15%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表56: 24Q1 智慧家居归母净利润率同比+1.17pct 至 11.25%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表57: 23Q4 及 24Q1 智慧家居公司毛利率、归母净利润及利润率变动情况

	毛利率 (%/pct)						归母净利润 (亿元/%)						归母净利润率 (%/pct)								
	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
科沃斯	47.50%	(4.11)	46.46%	(8.80)	47.17%	(3.50)	6.12	16.98	-63.96%	0.08	5.76	-98.54%	2.98	3.26	-8.71%	3.95%	(7.13)	0.17%	(10.91)	8.57%	(1.51)
石头科技	55.13%	5.87	56.65%	5.94	56.49%	6.65	20.51	11.83	73.32%	6.91	3.28	110.33%	3.99	2.04	95.23%	23.70%	5.85	23.30%	8.61	21.66%	4.05
极米科技	31.25%	(4.73)	27.91%	(5.86)	28.05%	(6.80)	1.21	5.01	-75.97%	0.34	1.72	-80.02%	0.14	0.52	-72.57%	3.39%	(8.49)	3.03%	(9.80)	1.73%	(4.17)
光峰科技	36.22%	3.58	30.63%	(5.50)	32.44%	(2.93)	1.03	1.19	-13.61%	-0.25	0.28	-190.34%	0.45	0.14	226.21%	4.66%	(0.04)	-4.51%	(8.73)	10.01%	7.03
瑞尔特	29.53%	4.72	32.02%	9.37	30.24%	5.01	2.19	2.11	3.62%	0.43	0.57	-24.74%	0.59	0.40	47.15%	10.01%	(0.76)	6.69%	(3.21)	11.19%	1.13
萤石网络	42.85%	6.44	41.33%	3.95	42.72%	1.60	5.63	3.33	69.01%	1.61	1.14	41.62%	1.25	0.91	37.38%	11.63%	3.90	12.13%	2.38	10.13%	1.68
合计	<b>45.38%</b>	<b>0.85</b>	<b>45.10%</b>	<b>(2.00)</b>	<b>44.83%</b>	<b>0.03</b>	<b>36.69</b>	<b>40.47</b>	<b>-9.35%</b>	<b>9.12</b>	<b>12.75</b>	<b>-28.46%</b>	<b>9.39</b>	<b>7.27</b>	<b>29.15%</b>	<b>9.93%</b>	<b>-1.64</b>	<b>7.86%</b>	<b>(3.54)</b>	<b>11.25%</b>	<b>1.17</b>

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

**图表58：23Q4及24Q1智能家居主要公司现金流、合同负债及存货变动情况**

	经营现金流净额 (亿元/%)									期末合同负债 (亿元/%)					期末存货 (亿元/%)				
	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比
科沃斯	10.91	17.27	-36.82%	7.05	13.79	-48.83%	0.81	0.17	382.80%	3.30	3.12	3.10	5.70%	6.51%	29.00	29.80	28.48	-2.69%	1.82%
石头科技	21.86	11.20	95.09%	4.55	7.33	-37.96%	2.33	1.37	70.32%	1.19	0.83	0.85	44.03%	39.61%	8.76	6.76	9.28	29.57%	-5.62%
极米科技	3.78	-0.59	-	3.50	2.23	57.06%	1.46	0.82	78.64%	0.33	0.37	0.36	-10.95%	-9.72%	10.15	12.60	10.98	-19.49%	-7.60%
光峰科技	3.64	1.77	-	1.55	1.66	-6.61%	0.12	-0.36	-	0.43	0.54	0.45	-20.32%	-5.21%	6.54	8.51	6.56	-23.14%	-0.33%
瑞尔特	4.36	3.63	20.08%	1.40	0.61	128.63%	0.38	0.31	22.00%	1.08	0.77	0.98	40.30%	10.97%	3.83	3.03	3.69	26.57%	3.86%
萤石网络	9.71	7.36	31.95%	4.31	4.64	-7.22%	-1.54	0.66	-334.26%	3.33	2.79	3.46	19.18%	-3.63%	6.99	5.37	6.95	29.99%	0.54%
<b>合计</b>	<b>54.27</b>	<b>40.65</b>	<b>33%</b>	<b>22.36</b>	<b>30.26</b>	<b>-26.12%</b>	<b>3.57</b>	<b>2.96</b>	<b>20.63%</b>	<b>375.55</b>	<b>284.16</b>	<b>417.65</b>	<b>32.16%</b>	<b>-10.08%</b>	<b>412.04</b>	<b>333.57</b>	<b>473.39</b>	<b>23.52%</b>	<b>-12.96%</b>

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

## 6. 小家电：外销持续超预期，内销端有所改善

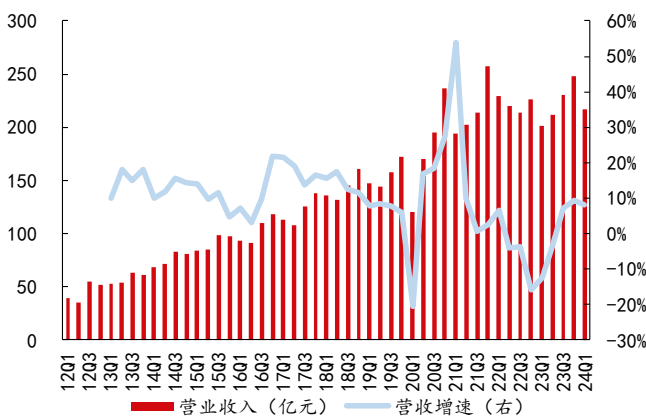
23年下半年至今，小家电外销收入持续走强，内销经历一年调整后于24Q1出现拐点。将公司按照内外销收入占比划分为内销型及外销型，内销型公司收入合计增速23A/23Q4/24Q1分别+3%/+2%/+4%；外销型公司收入合计分别对应-3%/+19%/+13%。盈利层面，23年以来内销需求平淡&竞争激烈，毛利率承压且销售费用小幅提升，综合盈利能力持续小幅承压；外销业务，23年整体毛利率受益原材料红利及汇率环境，23Q4/24Q1趋弱，且汇兑/套保等其他汇率影响各季度不同，盈利能力波动较大。展望后续，预计外销订单增长有望延续至24H2，内销平稳增长值得期待。

- 收入维度**，在同期低基数叠加海外需求修复背景下，各小家电公司自23Q3以来外销收入普遍高增；内销端经历了一年景气调整后，于24Q1迎来内需弱拐点，奥维数据显示行业24Q1零售额增速基本持平，而23年全年零售额则有个位数下滑。若进一步将公司按照内外销收入占比划分为内销型及外销型，内销型公司收入合计增速23A/23Q4/24Q1分别+3%/+2%/+4%；外销型公司收入合计分别对应-3%/+19%/+13%。
- 盈利维度**，内销型小家电由于高度依赖线上，而天猫/京东/抖音三大平台加大竞争，小家电企业产品均价承压且销售费用率走高，盈利能力承压；23A/23Q4/24Q1内销型小家电公司毛销差分别同比-0.41/-0.07/-2.19pct；对应净利率分别同比+0.18/+0.58/-1.25pct。外销型公司来看，23年整体毛利率受益原材料红利及汇率环境，各外销企业毛利率仍普遍提升；季度来看，原材料红利环比走弱，叠加早期成本&汇率环境较优背景下存在订单让利情况，23Q4/24Q1毛利率下滑的外销企业居多。汇率综合影响层面，由于公司套保的方向、幅度不同，汇率的最终影响（汇兑损益与套保投资损益合计）不尽相同，盈利能力波动较大；23A/23Q4/24Q1外销型小家电公司净利率分别同比-1.86/-2.93/+1.67pct。
- 现金流层面**，小家电现金流23年均表现十分健康；24年一季度有所波动，但整体在合理范围内。
- 公司方面**，苏泊尔内销经营持续稳健，内销收入维持平稳增长且内销盈利能

力仅小幅承压，展现了龙头风范；外销则与行业节奏相近，24Q1 延续较优增长。小熊品牌升级以来，因阶段渠道/营销策略的不同，收入及业绩季度经营波动较大，经历去年下半年调整之后，于 24Q1 逐步出现企稳迹象；九阳内销经历长期压力及不断调整之后，24Q1 内销显现弱拐点；飞科仍处于活跃调整中，飞科-博锐双品牌战略执行彻底，阶段性收入波动不改长期品牌升级方向。外销型企业中，各赛道龙头的外销收入均维持较优增长表现，其中比依因产能限制而增长不及预期。

- **展望后续**，考虑到基数效应及海外平稳的需求，24Q2 仍可展望较快的外销增速，24H2 预计平稳增长为主。内销维度，24Q1 内销需求已有启稳迹象，考虑到旺季促销、整体家电以旧换新的更新大环境，小家电需求也有望受到一定驱动。

图表59：23Q4/24Q1 小家电收入分别同比+9.47%/+8.12%



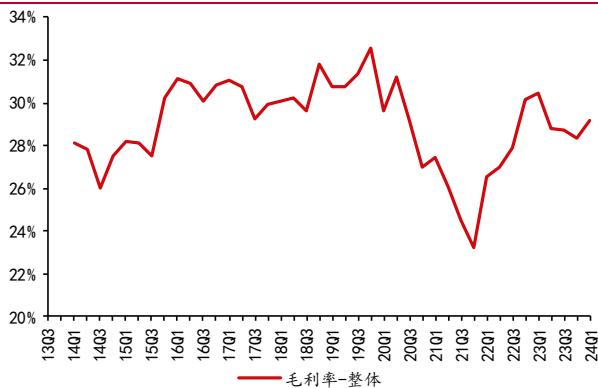
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表60：23Q4/24Q1 小家电板块公司收入及增长情况（亿元）

	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
苏泊尔	213.04	5.62%	59.37	14.40%	53.78	8.38%
飞科电器	50.60	9.35%	10.66	16.72%	11.74	-14.52%
九阳股份	96.13	-5.54%	28.32	-12.92%	20.65	9.15%
新宝股份	146.47	6.94%	38.92	30.66%	34.74	22.79%
小熊电器	47.12	14.43%	13.94	-1.79%	11.94	-4.58%
北鼎股份	6.65	-17.33%	1.93	-28.44%	1.59	-6.52%
比依股份	15.60	4.02%	3.00	-32.80%	3.20	-15.39%
爱仕达	24.57	-16.42%	6.53	-9.37%	6.84	16.17%
利仁科技	4.29	-34.69%	1.13	-41.56%	1.23	-18.85%
德尔玛	31.53	-4.64%	8.82	-12.18%	7.16	7.69%
倍轻松	12.75	42.30%	3.33	34.93%	2.93	28.59%
荣泰健康	18.55	-7.47%	5.57	25.84%	4.01	3.86%
奥佳华	50.30	-16.50%	12.79	-3.71%	10.51	-11.15%
格力博	87.92	-1.33%	30.06	38.36%	23.13	26.53%
格力博	46.17	-11.40%	11.49	10.83%	16.36	5.45%
富佳股份	26.93	-1.87%	7.92	5.66%	4.25	1.90%
欧圣电气	12.16	-5.27%	3.80	51.07%	3.26	33.80%
合计	890.78	0.01%	247.57	9.47%	217.33	8.12%

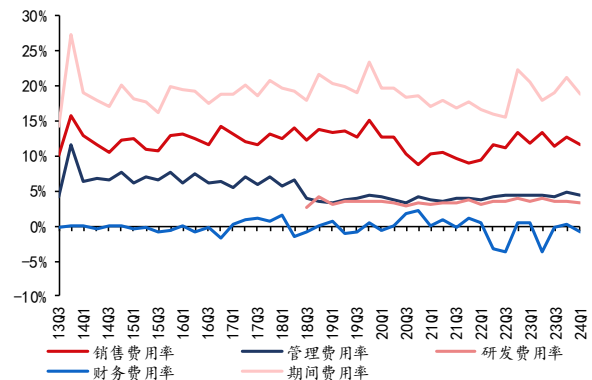
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表61：24Q1 小家电毛利率同比-1.29pct 至 29.45%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表62：24Q1 小家电期间费用率同比-1.43pct 至 19.47%



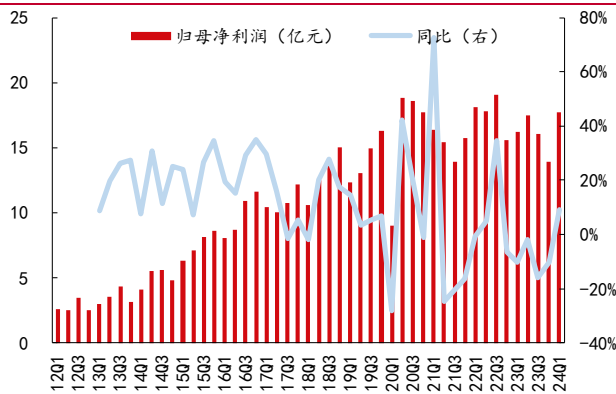
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表63: 23Q4/23A/24Q1 小家电期间费用率分别同比-1.08/+2.13/-1.43pct (%/pct)

	2023A				2023Q4				2024Q1				
	销售	管理	研发	财务	销售	管理	研发	财务	销售	管理	研发	财务	
苏泊尔	10.79%	1.85%	2.02%	-0.32%	14.94%	0.10	(0.01)	0.17	0.22	10.67%	1.73%	2.49%	-0.18%
飞科电器	29.19%	3.51%	1.96%	-0.13%	34.52%	4.50	0.03	0.04	(0.01)	4.56	31.70%	6.03%	2.04%
九阳股份	14.84%	3.96%	4.05%	-0.65%	22.20%	(0.81)	0.27	0.21	(0.01)	(0.36)	18.84%	4.75%	4.79%
新宝股份	3.96%	5.87%	3.79%	-0.58%	13.04%	0.46	0.15	0.29	1.26	2.15	4.86%	7.11%	3.65%
小熊电器	28.04%	4.03%	6.02%	0.11%	25.93%	1.04	0.28	(0.31)	0.21	1.22	15.91%	2.59%	2.65%
北鼎股份	28.04%	9.48%	6.02%	-0.94%	42.59%	(3.45)	1.71	(0.64)	(2.83)	33.68%	7.99%	5.67%	-0.03%
比依股份	1.11%	3.16%	4.16%	-1.85%	6.98%	(0.04)	0.52	(0.14)	0.32	0.67	1.67%	4.05%	5.98%
爱仕达	20.80%	8.82%	6.05%	2.30%	37.97%	3.71	1.48	0.79	1.67	7.64	24.36%	10.50%	6.49%
利仁科技	17.26%	6.00%	2.53%	-2.48%	23.31%	2.48	2.45	1.05	(1.64)	4.33	15.20%	5.35%	2.32%
德尔玛	19.32%	4.49%	4.79%	-0.89%	27.71%	3.79	0.38	1.09	(0.70)	4.57	20.41%	4.42%	5.46%
倍轻松	53.94%	4.25%	4.59%	0.29%	63.06%	0.10	(0.48)	(1.81)	0.28	(2.11)	51.56%	4.78%	5.39%
荣泰健康	11.02%	4.23%	4.32%	-0.80%	18.77%	0.56	0.71	(0.10)	0.27	1.44	9.50%	3.98%	3.73%
奥佳华	21.03%	7.45%	4.34%	-0.07%	32.75%	2.68	0.89	0.25	1.58	5.41	22.46%	6.70%	4.71%
莱克电气	5.88%	2.89%	5.32%	-3.00%	11.09%	0.92	(0.24)	(0.11)	0.81	1.38	4.67%	2.92%	3.29%
格力博	17.57%	11.80%	4.82%	-0.46%	33.73%	5.86	2.83	0.72	2.52	11.94	19.90%	14.38%	0.89%
富佳股份	0.55%	3.65%	3.80%	-1.01%	6.99%	0.08	0.65	0.11	1.18	2.02	0.69%	4.55%	4.61%
欧圣电气	11.86%	4.28%	5.53%	-3.16%	18.52%	1.35	0.19	1.44	(1.24)	1.73	13.47%	0.08%	6.57%
合计	12.91%	4.44%	3.65%	-0.67%	20.33%	1.14	0.25	0.12	0.62	2.13	13.25%	4.72%	3.54%

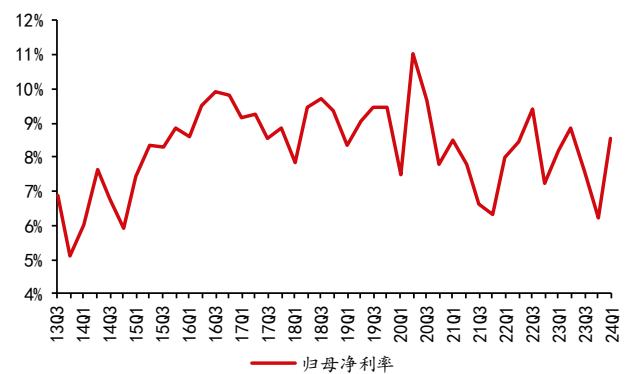
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表64: 23Q4/24Q1 小家电归母净利润分别同比-10.49%/+9.20%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表65: 24Q1 小家电归母净利润率同比+0.08pct 至 8.14%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表66: 23Q4 及 24Q1 小家电主要公司毛利率、归母净利润及利润率变动情况

	毛利率 (%/pct)				归母净利润 (亿元/%)				归母净利润率 (%/pct)				
	2023A	同比	2023Q4	2024Q1	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比
苏泊尔	26.30%	0.52	28.63%	2.56	24.42%	(0.80)	21.80	20.68	5.42%	8.18	7.59	7.75%	4.70
飞科电器	57.10%	3.47	54.80%	1.08	57.10%	1.02	10.20	8.23	23.90%	1.93	0.81	138.02%	1.80
九阳股份	25.86%	(3.22)	27.00%	(2.84)	26.92%	(0.95)	3.89	5.30	-26.53%	0.26	0.25	2.52%	1.30
新宝股份	22.74%	1.62	23.39%	(0.48)	21.92%	0.03	9.77	9.61	1.64%	2.41	1.18	105.07%	1.73
小熊电器	36.61%	0.17	31.83%	(5.86)	38.51%	(1.25)	4.45	3.86	15.26%	1.30	1.46	-11.08%	1.51
北鼎股份	50.75%	2.01	54.54%	3.40	49.68%	(2.02)	0.71	0.47	51.92%	0.19	0.20	-6.22%	0.23
比依股份	21.21%	1.66	19.04%	(6.26)	12.95%	(8.13)	2.02	1.78	13.34%	0.26	0.47	-43.87%	0.10
爱仕达	26.84%	(0.75)	24.34%	(4.74)	31.28%	1.76	-3.78	-0.79	-	-2.34	-0.71	-	0.21
利仁科技	25.84%	(5.10)	24.57%	(7.79)	30.63%	3.93	0.21	0.52	-59.03%	0.04	0.10	-57.11%	0.12
德尔玛	30.76%	1.27	30.12%	0.76	30.86%	1.36	1.09	1.91	-42.93%	0.09	0.92	-90.39%	0.23
倍轻松	59.32%	9.50	53.38%	12.07	62.78%	3.72	-0.51	-1.24	-	-0.35	-0.67	-	0.16
荣泰健康	30.82%	4.30	28.42%	1.41	35.88%	6.60	2.03	1.64	23.43%	0.51	0.39	32.19%	0.63
奥佳华	37.07%	4.84	37.07%	(2.98)	38.66%	(1.21)	1.03	1.02	1.16%	0.08	0.34	-73.92%	0.05
莱克电气	25.61%	2.59	22.80%	(5.27)	25.93%	(3.19)	11.17	9.83	13.63%	3.22	1.62	98.18%	2.72
格力博	22.72%	(3.00)	11.24%	(17.53)	30.29%	(3.66)	-4.74	2.66	-278.40%	-2.99	0.64	-568.26%	1.30
富佳股份	20.21%	0.10	23.53%	1.50	20.47%	3.54	2.61	3.47	-24.73%	0.66	0.73	-9.53%	0.49
欧圣电气	35.78%	5.94	38.07%	(13.57)	39.57%	4.66	1.75	1.61	8.43%	0.50	0.27	86.90%	0.43
合计	29.09%	1.07	28.16%	(2.95)	29.45%	(1.29)	63.69	70.55	-9.72%	13.95	15.58	-10.49%	17.69

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表67：23Q4及24Q1小家电主要公司现金流、合同负债及存货变动情况

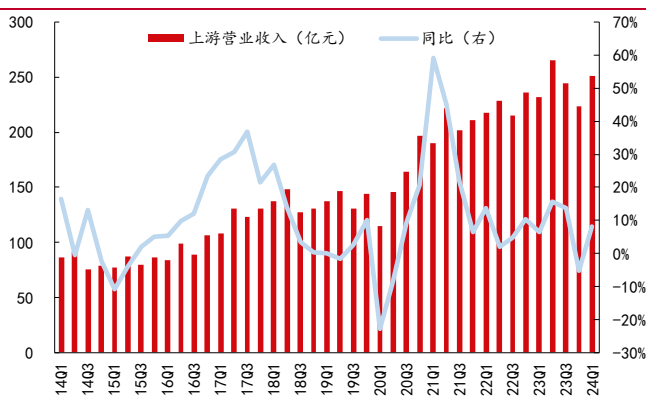
	经营现金流净额 (亿元/%)									期末合同负债 (亿元/%)					期末存货 (亿元/%)				
	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比
苏泊尔	20.35	31.60	-35.60%	8.73	11.35	-23.06%	10.43	7.53	38.51%	6.63	10.60	8.63	-37.46%	-23.14%	19.82	20.99	22.63	-5.59%	-12.42%
飞科电器	13.11	8.16	60.66%	0.78	1.59	-51.10%	2.38	5.78	-58.85%	0.68	0.71	0.58	-4.77%	16.35%	3.75	4.32	4.73	-13.12%	-20.63%
九阳股份	7.63	6.10	25.04%	3.36	-2.99	-	3.13	3.07	2.09%	1.98	2.75	2.04	-28.23%	-3.30%	5.78	7.41	5.58	-22.00%	3.57%
新宝股份	19.09	14.23	34.15%	9.06	7.19	25.99%	-2.15	-1.91	-	2.78	3.06	2.52	-9.35%	10.03%	17.84	15.66	18.53	13.90%	-3.73%
小熊电器	6.85	6.13	11.64%	2.27	3.07	-25.96%	1.29	2.10	-38.57%	0.69	0.44	0.61	54.55%	13.05%	5.34	5.65	6.20	-5.33%	-13.76%
北鼎股份	1.47	1.54	-4.27%	0.69	1.06	-34.89%	-0.02	0.44	-104.77%	0.11	0.13	0.13	-17.67%	-16.56%	1.01	1.23	1.07	-18.12%	-5.78%
比依股份	4.43	1.96	125.73%	2.20	1.38	59.07%	0.14	1.25	-88.74%	0.14	0.09	0.10	58.55%	46.73%	1.64	1.64	1.70	-0.05%	-3.47%
爱仕达	1.11	-0.38	-	0.99	0.36	175.82%	-0.11	-0.21	-	1.60	1.59	2.01	0.65%	-20.40%	7.64	7.69	7.89	-0.65%	-3.13%
利仁科技	0.42	0.12	-	0.31	0.35	-12.39%	0.16	0.20	-19.82%	0.01	0.02	0.01	-31.65%	63.68%	1.05	1.35	1.17	-22.37%	-10.61%
德尔玛	4.28	2.68	59.89%	2.51	1.26	98.93%	0.90	0.61	48.23%	0.17	0.13	0.18	26.30%	-9.39%	4.51	4.32	4.96	4.19%	-9.18%
倍轻松	0.82	-0.02	-	0.00	0.46	-99.80%	0.41	-0.16	-	0.10	0.11	0.13	-15.39%	-25.14%	1.12	1.23	1.27	-9.15%	-12.51%
荣泰健康	3.44	2.37	45.40%	1.99	0.99	101.37%	-1.50	0.21	-813.40%	0.22	0.34	0.21	-35.87%	1.25%	1.86	1.77	1.45	5.15%	28.53%
奥佳华	8.95	7.42	20.62%	3.63	3.88	-6.23%	-1.86	0.80	-332.79%	1.41	1.30	1.61	8.23%	-12.49%	9.28	10.59	9.88	-12.35%	-6.10%
莱克电气	8.40	7.98	5.26%	3.18	-0.66	-	3.30	1.50	119.33%	3.80	2.94	2.71	29.06%	40.12%	13.04	10.51	13.02	24.12%	0.12%
格力博	0.62	-7.86	-107.92%	-1.85	-3.58	-	-2.08	-4.00	-	1.04	0.65	0.66	60.02%	58.91%	20.75	27.40	21.99	-24.25%	-5.61%
富佳股份	3.69	5.64	-34.57%	2.18	1.07	103.91%	0.98	0.97	1.27%	0.10	0.07	0.07	55.52%	50.97%	3.99	2.92	2.91	36.79%	37.11%
欧圣电气	2.58	1.42	80.88%	1.49	0.33	348.36%	0.56	0.32	74.88%	0.09	0.08	0.07	23.10%	27.90%	1.31	1.58	1.40	-17.18%	-6.33%
合计	107.24	89.08	20.38%	41.51	27.10	53.18%	15.95	18.50	-13.78%	21.53	25.02	22.27	-13.94%	-3.31%	119.73	126.25	126.38	-5.17%	-5.26%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

## 7. 家电上游：24Q1经营改善，细分龙头持续成长

23Q4/24Q1 家电上游收入分别同比-5.29%/+8.25%；归母净利润分别-0.25%/+15.89%，季度环比均明显改善。近3个季度家电上游毛利率分别同比+2.42%/+2.38%/+0.38pct，与原材料成本红利走势相关度较高；24Q1期间费用率-0.72pct，23A及23Q4同比均有提升，环比优化主要来自销售及管理费用率。阀件龙头三花、盾安24Q1收入分别+13.40%及+7.59%，环比23Q4提速，制冷业务预计受空调排产带动实现较好增长；此外，德昌股份在23年新客户/项目放量及下游需求恢复带动下保持高双位数收入增长，涡旋压缩机龙头英华特保持较好成长势头。

图表68：23Q4/24Q1家电上游收入分别同比-5.29%/+8.25%



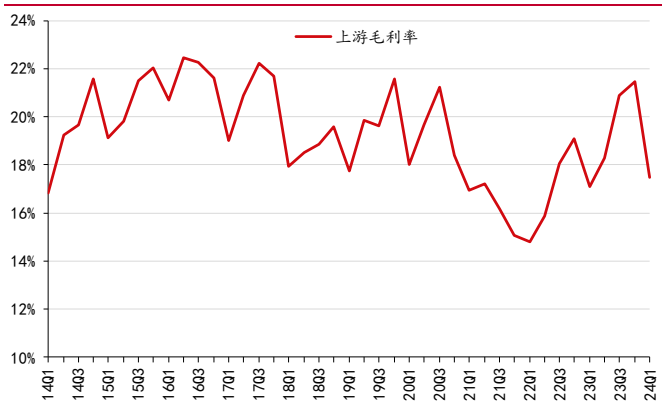
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表69：23Q4/24Q1家电上游主要公司收入及增长情况 (亿元)

	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比
三花智控	245.58	213.48	15.04%	55.82	57.49	-2.90%	64.40	56.79	13.40%
海立股份	170.31	165.03	3.20%	36.46	41.12	-11.33%	55.80	43.02	29.72%
长虹华意	128.89	130.95	-1.58%	21.63	31.82	-32.03%	33.41	42.37	-21.16%
盾安环境	113.82	101.44	12.21%	29.37	28.87	1.72%	26.26	24.41	7.59%
冰轮环境	74.96	61.02	22.86%	19.20	18.05	6.39%	16.35	15.65	4.46%
东贝集团	59.04	53.45	10.45%	15.22	11.46	32.77%	14.58	12.92	12.83%
康盛股份	22.97	31.51	-27.09%	6.63	10.17	-34.85%	5.52	5.06	9.10%
禾盛新材	23.40	21.33	9.71%	6.37	5.16	23.55%	5.49	4.84	13.52%
德昌股份	27.75	19.38	43.19%	6.47	4.04	60.02%	8.25	5.64	46.14%
春光科技	18.20	19.21	-5.28%	4.68	6.90	-32.14%	3.64	4.10	-11.22%
亿利达	16.00	19.08	-16.15%	4.49	5.17	-13.25%	2.80	2.83	-0.99%
奇精机械	17.72	18.04	-1.78%	4.89	4.69	4.15%	4.61	4.01	14.90%
汉宇集团	10.91	10.58	3.20%	2.93	2.83	3.58%	2.66	2.56	4.00%
天银机电	10.41	8.39	24.07%	3.29	1.88	74.75%	1.86	2.18	-14.62%
金海高科	7.25	7.89	-8.13%	1.46	1.96	-25.50%	1.89	2.06	-8.45%
联合精密	6.60	6.60	0.01%	1.59	1.44	10.34%	1.73	1.69	2.69%
英特科技	5.67	5.67	0.08%	1.61	1.80	-10.29%	0.87	0.99	-11.85%
英华特	5.55	4.48	23.86%	1.51	1.25	20.79%	0.95	0.81	17.33%
合计	965.05	897.53	7.52%	223.60	236.09	-5.29%	251.07	231.93	8.25%

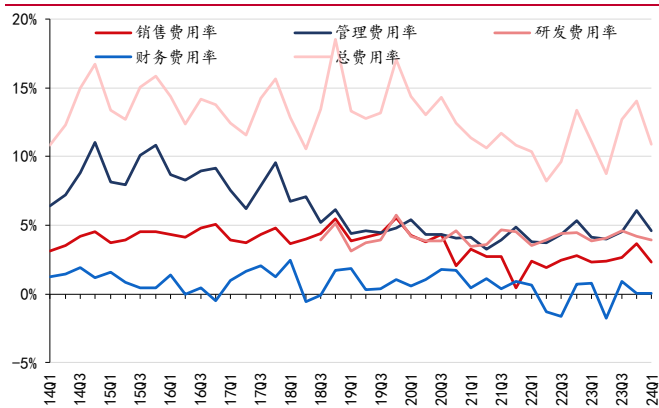
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表70: 24Q1 家电上游毛利率同比+0.38pct 至 17.48%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表71: 24Q1 家电上游期间费用率同比-0.19pct 至 10.90%



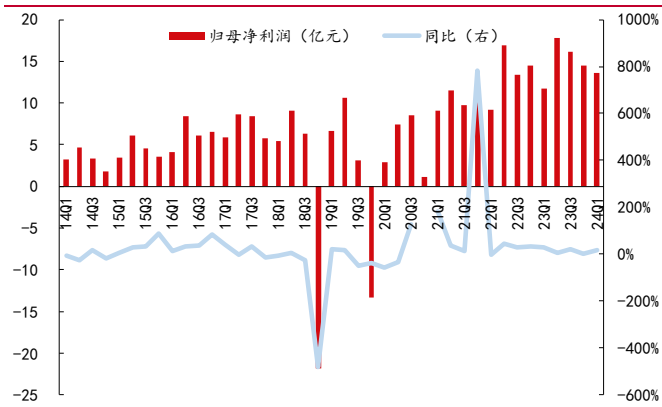
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表72: 23Q4/23A/24Q1 上游期间费用率分别同比+0.67/+1.11/-0.19pct (%/pct)

	2023A										2023Q4										2024Q1									
	费用率					同比变动					费用率					同比变动					费用率					同比变动				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
三花智控	2.70%	6.01%	4.47%	-0.30%	<b>12.88%</b>	0.30	0.08	(0.17)	0.54	<b>0.75</b>	4.22%	8.24%	1.81%	-0.16%	<b>14.11%</b>	0.25	1.61	(0.36)	(2.43)	<b>(0.88)</b>	1.99%	6.53%	4.92%	-0.35%	<b>13.09%</b>	(0.21)	1.11	(0.21)	(1.24)	<b>(0.85)</b>
海王股份	2.07%	5.10%	5.03%	0.51%	<b>12.70%</b>	0.59	0.40	0.59	0.26	<b>2.04</b>	2.99%	7.44%	6.92%	0.30%	<b>17.65%</b>	0.16	0.84	2.37	2.61	<b>(1.21)</b>	1.74%	3.87%	4.07%	1.04%	<b>10.72%</b>	(0.17)	(0.03)	(0.10)	(0.23)	<b>(0.83)</b>
长虹华意	1.63%	3.13%	3.70%	-0.33%	<b>8.13%</b>	0.29	0.65	0.14	0.31	<b>1.38</b>	3.36%	7.42%	5.37%	0.24%	<b>16.41%</b>	0.19	0.82	3.49	1.57	<b>0.52</b>	1.20%	2.47%	2.51%	-0.47%	<b>5.71%</b>	0.27	0.29	0.12	(0.51)	<b>0.18</b>
盾安环境	3.11%	2.99%	3.81%	0.29%	<b>10.20%</b>	0.36	0.16	(0.03)	(0.67)	<b>(0.19)</b>	3.18%	2.76%	4.32%	0.19%	<b>10.45%</b>	0.16	0.34	0.92	(0.18)	<b>(1.83)</b>	3.09%	3.52%	3.44%	-0.03%	<b>10.03%</b>	0.07	0.30	(0.35)	(0.74)	<b>(0.71)</b>
冰轮环境	8.76%	4.65%	3.79%	-0.14%	<b>17.07%</b>	(0.05)	0.09	0.09	0.31	<b>0.45</b>	9.93%	5.80%	3.99%	0.04%	<b>19.74%</b>	0.14	1.22	0.75	(1.08)	<b>(1.32)</b>	8.53%	5.18%	3.76%	-0.03%	<b>17.43%</b>	0.36	1.13	0.62	(0.98)	<b>1.12</b>
东贝集团	2.35%	3.26%	4.64%	0.10%	<b>10.35%</b>	0.27	(0.10)	(0.33)	0.61	<b>0.44</b>	2.71%	3.85%	5.79%	-0.76%	<b>11.59%</b>	0.12	(0.18)	(0.41)	(3.11)	<b>1.80</b>	1.85%	3.23%	4.68%	0.16%	<b>9.93%</b>	(0.36)	(0.45)	0.50	(0.31)	<b>(0.62)</b>
康盛股份	1.07%	4.11%	0.80%	1.32%	<b>7.31%</b>	(0.24)	0.75	0.28	0.09	<b>0.88</b>	0.95%	0.51%	0.90%	1.20%	<b>3.56%</b>	0.05	1.79	(1.95)	0.65	<b>0.10</b>	0.92%	5.78%	0.79%	1.42%	<b>8.91%</b>	(0.20)	0.44	0.24	(0.43)	<b>0.05</b>
禾盛新材	0.42%	2.05%	3.40%	0.38%	<b>6.25%</b>	0.06	0.06	0.16	(0.14)	<b>0.15</b>	0.65%	2.82%	3.80%	0.38%	<b>7.66%</b>	0.08	0.13	0.68	0.29	<b>(1.79)</b>	0.42%	1.66%	3.15%	-0.27%	<b>4.95%</b>	0.15	(0.48)	0.25	(1.78)	<b>(1.85)</b>
德器股份	0.40%	4.38%	3.65%	-3.00%	<b>5.42%</b>	(0.05)	(0.73)	(0.56)	6.23	<b>4.90</b>	0.54%	4.80%	4.74%	-0.22%	<b>9.86%</b>	0.21	(0.15)	(0.52)	(0.28)	<b>3.25</b>	0.29%	4.63%	3.33%	-1.78%	<b>6.47%</b>	(0.41)	(0.03)	(0.67)	(1.85)	<b>(2.95)</b>
春光科技	0.92%	5.75%	3.55%	-0.49%	<b>9.73%</b>	0.11	1.42	0.13	1.11	<b>2.77</b>	0.62%	4.36%	5.65%	1.67%	<b>12.30%</b>	0.12	0.15	1.22	1.34	<b>1.98</b>	1.36%	7.06%	4.02%	-0.33%	<b>12.10%</b>	(0.13)	1.52	0.94	0.33	<b>2.67</b>
亿利达	3.90%	9.87%	5.29%	0.75%	<b>19.81%</b>	(0.19)	2.08	0.23	(0.07)	<b>2.05</b>	4.45%	10.63%	4.91%	0.70%	<b>20.69%</b>	0.16	(1.95)	(1.19)	(2.05)	<b>(0.05)</b>	4.79%	11.29%	6.29%	1.34%	<b>23.71%</b>	0.34	(0.17)	0.28	(0.69)	<b>(0.24)</b>
奇精机械	1.15%	4.41%	3.44%	0.77%	<b>9.77%</b>	0.20	0.37	(0.30)	1.10	<b>1.37</b>	1.52%	4.59%	2.22%	1.33%	<b>9.65%</b>	0.11	(0.02)	(0.12)	(1.85)	<b>(0.41)</b>	0.98%	3.81%	2.34%	0.23%	<b>7.40%</b>	0.14	(0.60)	(1.72)	(1.64)	<b>(3.81)</b>
汉宇集团	3.51%	3.94%	3.81%	-1.33%	<b>9.93%</b>	(0.36)	(0.23)	(0.50)	1.06	<b>(0.04)</b>	4.16%	4.84%	3.55%	-1.78%	<b>10.78%</b>	0.29	(1.62)	(1.53)	(0.38)	<b>1.16</b>	2.97%	3.59%	3.28%	0.42%	<b>10.27%</b>	0.24	(0.61)	(1.14)	(0.27)	<b>(1.78)</b>
天板机电	2.52%	6.23%	7.68%	0.15%	<b>16.58%</b>	(0.25)	(1.60)	(1.53)	0.48	<b>(2.90)</b>	2.61%	5.48%	6.82%	0.57%	<b>15.49%</b>	0.20	(2.51)	(4.35)	(6.74)	<b>(0.89)</b>	3.51%	9.09%	9.38%	0.04%	<b>22.01%</b>	1.13	1.96	2.01	(0.99)	<b>4.11</b>
金海高科	3.80%	9.38%	2.87%	0.16%	<b>16.22%</b>	(0.51)	0.88	0.98	0.09	<b>1.45</b>	3.54%	10.72%	4.46%	-0.17%	<b>18.55%</b>	0.26	1.87	2.64	2.46	<b>(1.80)</b>	3.81%	7.24%	2.23%	0.63%	<b>13.90%</b>	0.35	(2.25)	0.51	0.22	<b>(1.17)</b>
联合精密	1.01%	5.42%	3.92%	0.42%	<b>10.76%</b>	0.22	(0.77)	(0.43)	(1.44)	<b>(2.43)</b>	1.63%	6.93%	3.52%	0.18%	<b>12.26%</b>	0.19	0.71	(3.92)	(1.36)	<b>(0.52)</b>	0.93%	5.32%	3.63%	0.07%	<b>9.94%</b>	0.04	0.55	(0.10)	(0.55)	<b>(0.65)</b>
爱特科技	1.11%	4.73%	4.50%	-2.58%	<b>7.75%</b>	0.12	1.02	0.44	(2.60)	<b>(1.03)</b>	1.17%	3.85%	4.69%	-4.13%	<b>5.58%</b>	0.25	0.24	1.00	0.88	<b>(4.14)</b>	1.79%	8.17%	5.79%	-5.61%	<b>10.14%</b>	0.82	2.22	1.16	(5.74)	<b>(1.54)</b>
英华特	3.39%	3.83%	4.70%	-0.59%	<b>11.34%</b>	0.99	0.76	1.29	0.23	<b>3.27</b>	4.01%	3.25%	5.39%	-1.06%	<b>11.59%</b>	0.23	1.87	(0.42)	2.08	<b>(1.29)</b>	5.04%	4.89%	9.45%	-1.90%	<b>17.48%</b>	1.28	(0.89)	3.14	(2.36)	<b>1.16</b>
合计	2.74%	4.66%	4.20%	-0.05%	<b>11.54%</b>	0.35	0.33	0.11	0.33	<b>1.11</b>	3.68%	6.06%	4.21%	0.08%	<b>14.03%</b>	0.86	0.72	(0.28)	(0.62)	<b>0.67</b>	2.29%	4.61%	3.95%	0.05%	<b>10.90%</b>	(0.01)	0.48	0.07	(0.72)	<b>(0.19)</b>

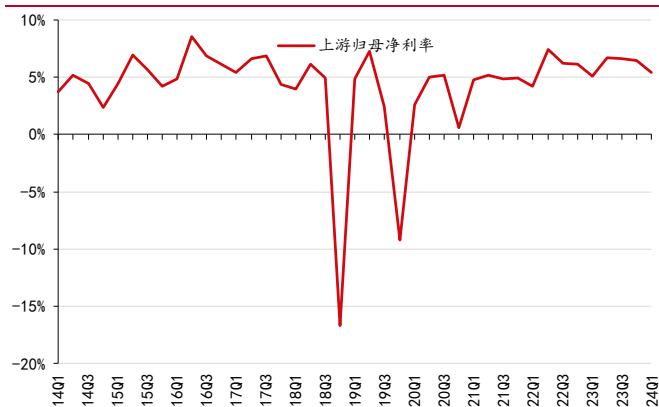
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表73: 23Q4/24Q1 上游归母净利润分别同比-0.25%/+15.89%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表74: 24Q1 家电上游归母净利润率同比+0.36pct 至 5.42%



资料来源: Wind, 国联证券研究所



**图表75：23Q4及24Q1上游主要公司毛利率、归母净利润及利润率变动情况**

	毛利率 (%/pt)						归母净利润 (亿元/%)						归母净利润率 (%/pt)								
	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2024Q1	2023Q1	同比	2023A	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
三花智控	27.89%	1.82	29.24%	0.61	27.05%	1.48	29.21	25.73	13.51%	7.61	9.46	-19.49%	6.48	6.01	7.73%	11.89%	(0.16)	13.64%	(2.81)	10.06%	(0.53)
海立股份	12.38%	2.75	18.49%	6.60	10.47%	0.29	0.31	0.35	-13.94%	1.19	-0.25	-	-0.07	-0.27	-76.11%	0.18%	(0.04)	3.26%	3.86	-0.12%	0.52
长虹华意	13.22%	2.48	22.05%	5.66	9.99%	1.13	3.62	2.63	37.83%	0.87	1.18	-26.11%	0.80	0.63	26.96%	2.81%	0.80	4.03%	0.32	2.39%	0.91
盾安环境	19.19%	2.19	18.98%	2.18	17.53%	(1.97)	7.38	8.39	-12.03%	1.98	1.37	44.00%	2.08	1.63	28.03%	6.48%	(1.79)	6.74%	1.98	7.94%	1.27
冰轮环境	25.56%	2.87	23.91%	1.26	24.07%	0.65	6.55	4.26	53.73%	0.90	0.96	-6.99%	1.22	1.08	13.78%	8.73%	1.75	4.67%	(0.67)	7.49%	0.61
东贝集团	14.07%	1.67	14.91%	(0.68)	12.41%	(1.81)	1.88	1.42	32.67%	0.54	0.49	10.21%	0.48	0.38	25.16%	3.19%	0.53	3.52%	(0.72)	3.30%	0.32
康盛股份	9.01%	1.20	6.10%	(1.79)	9.74%	(0.02)	0.22	0.18	21.54%	-0.07	0.16	-141.67%	0.02	0.07	-66.02%	0.95%	0.38	-1.00%	(2.57)	0.43%	(0.94)
禾盛新材	10.82%	(0.50)	8.24%	(1.35)	10.43%	(1.23)	0.83	0.66	25.54%	-0.02	-0.04	-	0.28	0.18	57.13%	3.54%	0.45	-0.31%	0.54	5.08%	1.41
德昌股份	19.11%	1.33	21.69%	2.60	17.43%	(0.67)	3.22	2.99	7.92%	0.59	0.36	64.93%	0.85	0.42	102.33%	11.61%	(3.80)	9.09%	0.27	10.34%	2.87
春光科技	12.58%	(1.73)	12.55%	(0.95)	10.20%	(3.56)	0.25	0.98	-74.58%	-0.15	0.19	-177.39%	-0.04	0.17	-124.28%	1.37%	(3.74)	-3.17%	(5.94)	-1.11%	(5.17)
亿利达	23.80%	2.63	20.59%	(4.33)	25.75%	0.64	0.21	0.38	-46.15%	-0.34	-0.16	-	0.11	0.06	74.67%	1.29%	(0.72)	-7.54%	(4.47)	3.92%	1.70
奇精机械	14.79%	1.77	12.36%	0.30	13.14%	(2.73)	0.69	0.64	8.00%	0.06	0.07	-9.96%	0.24	0.17	39.17%	3.90%	0.35	1.24%	(0.19)	5.18%	0.90
汉宇集团	34.18%	3.26	33.39%	(2.43)	36.67%	4.64	2.44	2.04	19.48%	0.66	0.40	66.97%	0.57	0.47	20.97%	22.35%	3.05	22.70%	8.62	21.34%	2.99
天银机电	24.03%	0.33	22.62%	(2.49)	23.22%	(3.19)	0.33	0.08	319.10%	-0.10	-0.33	-	0.04	0.18	-78.74%	3.15%	2.22	-3.06%	14.24	2.03%	(6.12)
金海高科	25.22%	2.93	29.14%	17.76	24.84%	(1.25)	0.49	0.76	-34.94%	0.06	-0.10	-	0.19	0.20	-6.43%	6.78%	(2.80)	4.13%	9.23	9.98%	0.21
联合精密	21.66%	(5.10)	20.86%	0.50	20.59%	0.02	0.62	0.73	-15.26%	0.16	0.10	55.90%	0.16	0.16	-0.54%	9.37%	(1.69)	9.94%	2.91	9.23%	(0.30)
英特科技	28.32%	(1.78)	26.18%	(5.14)	24.84%	(2.34)	1.01	1.05	-3.74%	0.28	0.39	-28.95%	0.11	0.13	-18.31%	17.84%	(0.71)	17.33%	(4.55)	12.19%	(0.97)
英华特	28.44%	2.50	27.35%	(4.15)	25.55%	(0.52)	0.87	0.70	24.20%	0.24	0.25	-2.45%	0.08	0.07	8.16%	15.75%	0.04	15.87%	(3.78)	8.53%	(0.72)
合计	19.40%	2.42	21.48%	2.38	17.48%	0.98	60.13	53.98	11.39%	14.46	14.50	-0.25%	13.61	11.74	15.89%	6.23%	0.22	6.47%	0.33	5.42%	0.36

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

**图表76：23Q4及24Q1家电上游主要公司现金流、合同负债及存货变动情况**

	经营现金流净额 (亿元/%)								期末合同负债 (亿元/%)					期末存货 (亿元/%)					
	2023A	2022A	同比	2023Q4	2022Q4	2024Q1	2023Q1	同比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比	2024Q1	2023Q1	2023A	同比	环比	
三花智控	37.24	25.10	48.38%	13.60	14.53	-6.38%	1.08	7.36	-85.35%	0.77	0.78	0.52	-0.80%	48.55%	49.79	42.44	46.01	17.33%	8.23%
海立股份	10.72	5.10	-	1.73	7.98	-78.27%	0.20	-3.65	-	1.42	0.84	1.56	69.07%	-8.90%	32.97	36.13	37.44	-8.74%	-11.95%
长虹华意	8.64	8.87	-2.52%	3.69	0.06	6312.83%	-4.42	-4.07	-	0.55	0.63	0.43	-12.56%	28.41%	13.04	11.16	16.95	16.87%	-23.07%
盾安环境	8.12	12.70	-36.10%	11.17	7.21	55.04%	0.67	-1.72	-	1.09	0.85	1.26	27.15%	-13.90%	15.52	14.11	12.79	9.96%	21.35%
冰轮环境	3.40	6.42	-	3.95	6.76	-41.53%	-3.77	-4.99	-	9.08	10.42	10.36	-12.84%	-12.37%	11.76	13.73	14.15	-14.34%	-16.89%
东贝集团	3.44	0.77	346.77%	1.14	-0.13	-	-2.18	-2.60	-	0.46	0.27	0.31	66.43%	49.00%	8.36	7.31	8.12	14.39%	2.94%
康盛股份	1.90	0.19	885.35%	-0.06	-0.81	-	0.19	0.44	-57.06%	0.16	0.12	0.11	41.23%	54.43%	2.23	2.03	2.11	9.92%	5.61%
禾盛新材	2.38	1.89	26.18%	0.70	-0.03	-	-0.17	0.66	-126.11%	0.06	0.07	0.01	-21.53%	272.54%	4.36	3.98	4.15	9.44%	4.91%
德昌股份	4.69	3.46	35.66%	1.43	-0.97	-	0.50	-0.03	-	0.33	0.19	0.28	74.08%	18.77%	3.76	2.81	3.76	33.87%	0.14%
春光科技	-0.90	3.41	-126.35%	0.61	2.39	-74.38%	0.74	-0.16	-	0.03	0.03	0.02	-0.56%	33.27%	2.85	2.70	2.67	5.50%	6.78%
亿利达	1.31	1.02	27.70%	0.48	-0.18	-	0.23	0.44	-47.44%	0.27	0.23	0.29	13.28%	-7.35%	5.59	5.65	5.24	-1.00%	6.60%
奇精机械	2.04	1.75	16.67%	0.20	0.62	-67.91%	-0.23	-0.10	-	0.02	0.01	0.02	114.27%	-14.93%	4.01	4.00	3.94	0.03%	1.73%
汉宇集团	2.96	1.80	64.68%	0.08	0.52	-85.14%	0.62	0.76	-18.44%	0.10	0.11	0.10	-8.75%	2.50%	2.43	2.50	2.37	-2.73%	2.70%
天银机电	1.79	0.81	-	0.93	0.97	-4.17%	-0.55	-0.23	-	1.05	0.72	1.06	45.13%	-0.98%	4.94	5.14	4.14	-4.02%	19.38%
金海高科	1.15	1.75	-34.11%	0.28	1.03	-72.79%	0.19	0.32	-39.85%	0.00	0.00	0.00	146.46%	8.45%	1.44	1.60	1.43	-10.06%	0.61%
联合精密	1.11	-1.12	-	0.13	-0.54	-	0.31	0.34	-9.57%	0.00	0.01	0.00	-81.52%	20.58%	0.60	0.66	0.62	-9.22%	-3.60%
英特科技	1.28	0.45	-	0.04	0.37	-	-0.25	-0.28	-	0.00	0.00	0.00	790.24%	419.38%	0.68	0.76	0.68	-10.94%	-0.28%
英华特	0.84	0.46	81.00%	0.23	0.27	-15.25%	-0.05	-0.17	-	0.10	0.18	0.09	-45.95%	8.15%	0.90	0.84	0.73	6.79%	23.44%
合计	92.11	74.83	23.08%	40.33	40.03	0.76%	-6.88	-7.66	-10.18%	15.48	15.46	16.41	0.11%	-5.70%	165.21	157.54	167.29	4.87%	-1.24%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

## 8. 投资建议：需求向好经营提质，关注向上拐点

23A及24Q1家电财报披露完毕，内外需稳健中不乏亮点，盈利能力持续改善，部分前期压力较大的子板块及个股经营拐点显现。后续内需展望稳中向好，出口增势有望延续；年初至今家电收益表现突出，当前公募重仓比例回归历史中位，经营面可圈可点：1) 空调内销超预期，龙头经营稳健；2) 出口弹性延续，OBM开始实质性带动外销改善；3) 可选内需回暖，智能家居/小家电迎向上拐点；4) 地产链经营及预期均在历史底部，静待转机。维持行业“强于大市”评级，标的方面：1) 推荐白电龙头美的集团、海尔智家、海信家电、格力电器；2) 推荐黑电龙头海信视像；3) 推荐扫地机龙头石头科技、科沃斯；4) 推荐后周期龙头公牛集团、华帝股份，建议关注老板电器等；5) 关注可选小家电龙头小熊电器等。

## 9. 风险提示

1、内外需不及预期。内需保持稳健的必要条件之一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，如上述假设未能达成，存在国内需求不及预期的风险。海外方面，家电主要公司均有一定或较高比例的海外收入；近期北美物价就业数据频超预期，若美国再通胀持续发酵，美联储政策转鹰，美国地产后周期及大宗耐用品消费有下行风险。

2、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假设之上，若综合涨幅超过个位数，盈利能力可能会有不达预期甚至是下行的风险；3月有色价格环比持续上行，后续走势需要跟踪。此外，近期中东地缘冲突再起，或对新兴市场需求及欧洲方向海运造成负面影响。

### 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/或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/或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