

# 家用电器

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

## 对美出口的预期差

### 相对大盘走势



### 名义零售景气波动复苏

据欧睿国际，家居/电子电器专业零售商渠道占美国家电零售量过半，零售销售及库存直接影响出货。美国家电相关零售销售于 2023Q4 结束连续 6 个季度下滑恢复增长，而 2024Q1 读数边际转弱，剔除 1 月高基数来看，同比平稳为主；个人消费支出家电分项高频趋势与零售相近，3 月季调环比弱于疫前季节性。整体看，美国家电消费名义景气处于有波动的弱复苏通道中。

### 实际消费上行已至新高

商品通缩大背景下，高基数与去库叠加之下的价格走低是美国家电消费修复斜率的主要压制因素。美国 CPI 家电分项同比自 2022 年初回落，2023Q2 转负，至今大家电低点降幅约 10%；剔除价格，实际家电消费支出自 2023H2 以来走出 2021 年中以来最为明显的上升走势，绝对水平已超越近 5 年前高。本轮北美产业演进以库存周期为主导，除政策退出节点需求保持稳健。

### 库存被动去化或近尾声

截至目前美国家电相关零售渠道库存低点在 2024 年 1 月，较本轮周期高点累计去化 15%，而当前绝对水平及库销比较疫前十年中枢偏高约 10%。海运运况/原材料价格/关税货币不确定性影响下，近 2 月库存小幅回升。考虑贸易环境变迁下自然库存水平的潜在提升，当前库存或已接近充分去化，库存周期行至底部左侧，虽无大幅补库空间，出货端压制已显著减弱。

### 向后看地产是边际利好

美国住宅成交自 2023 年中暂停加息后趋势好转，2024 年初以来通胀就业数据频超预期，降息预期波动，至 Q1 末 30 年房贷利率回升至 7% 以上，利率敏感的成屋销售有所波动。一方面，居民资产负债表健康背景下家电消费对地产下滑的反馈较弱，且美国家电替换需求占比已超 60%；另一方面，当下市场一致预期 2024H2 仍有一次降息，地产/消费边际好转确定性较高。

### 实际份额或远好于表现

中美家电贸易依存度自 2016 年拐点向下，2018 年后下行加速，两轮加关税是主要原因，份额预期差来自转口与海外产能。关税后东南亚在中国家电出口目的及美国家电进口来源中的份额普遍有中个位数提升，转口特征明显；此外，白电龙头海外产能布局普遍且趋势加强，ODM 龙头美的海外产能占外销已达 20%，高度本土化的品牌业务也是北美市场份额的有力补充。

### 后续表现有望好于预期

近期美国通胀下行缓慢，PMI 略超预期，经济表现仍偏强；5 月以来 30 年期抵押贷款利率回落，而降息预期仍有所反复。展望后续，经济韧性支撑实际消费，名义增长或随价格压力减轻逐步回归，零售库存底部渐近，需求端边际积极因素较多。家电龙头海外供应链布局提速，对直接贸易份额损失形成回补，有望受益零售及成屋销售改善，北美经营或好于市场预期。

**风险提示：** 外需改善不及预期，海运运况大幅收紧，美国进口关税提升，原材料价格大幅上涨

### 作者

分析师：管泉森  
执业证书编号：S0590523100007  
邮箱：guanqs@glsc.com.cn  
分析师：孙珊  
执业证书编号：S0590523110003  
邮箱：sunshan@glsc.com.cn  
分析师：贺本东  
执业证书编号：S0590523110005  
邮箱：hebd@glsc.com.cn  
联系人：蔡奕娴  
邮箱：caiyy@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《家用电器：物美且价廉》2024.05.27  
2、《家用电器：地产政策积极，后周期板块有望迎来拐点》2024.05.20

## 正文目录

1.	名义需求在波动中弱复苏.....	3
1.1	商品价格承压, 实际家电消费新高 .....	3
1.2	地产边际改善, 名义增长有望回归 .....	5
2.	实际份额远好于数据表现.....	8
2.1	近7年中美家电贸易依存度下行 .....	8
2.2	以转口及产能回追贸易份额损失 .....	10
3.	底部向上阶段有望超预期.....	12
4.	风险提示 .....	13

## 图表目录

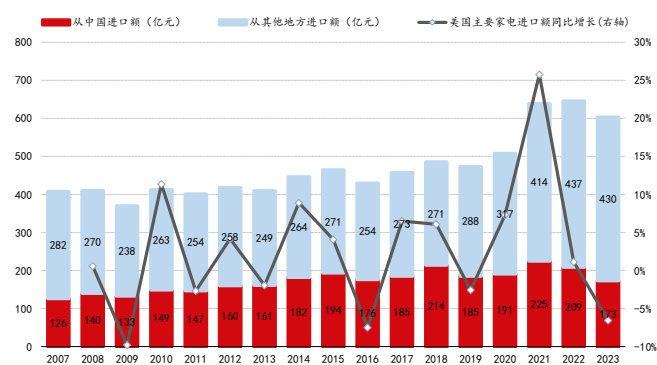
图表 1:	过去三年美国家电进口维持在 600 亿美元以上.....	3
图表 2:	空调、冰箱冰柜、彩电及电热小电是美国进口大品类.....	3
图表 3:	2023Q4 以来美国电子电器零售销售趋势波动向上 .....	4
图表 4:	近 2Q 美国家居家电零售库销比底部企稳并小幅回升.....	4
图表 5:	2023 年年中开始, 美国实际家电支出趋势好转 .....	4
图表 6:	美国家电 CPI 自 2023 年 4 月转负至今持续下行.....	4
图表 7:	2023 年美国大家电实际消费增速稳健上行 .....	5
图表 8:	2023H2 以来美国小家电实际消费增速明显上扬 .....	5
图表 9:	美国疫前及 2024 年前 3 月家电消费支出季调环比.....	5
图表 10:	COSTCO 美国月度可比销售增速 (剔除能源/汇率) .....	5
图表 11:	美国住宅成屋销售为主, 成交近期有企稳回升迹象.....	6
图表 12:	这一轮地产对需求的影响要较次贷危机小很多 .....	6
图表 13:	美国大家电中 15% 的需求跟新建住宅相关.....	6
图表 14:	美国热水器中 15% 的需求跟新建住宅相关.....	6
图表 15:	23Q3 开始美国家电出货重回增长, 24Q1 有波动 .....	7
图表 16:	23Q4 开始美国家电进口重回增长.....	7
图表 17:	23 年北美主要家电公司表现多略超预期.....	7
图表 18:	价格对 Whirlpool 增长和盈利拖累较为明显 .....	7
图表 19:	2022Q1-2024Q1 海外主要家电公司北美收入季度增速及全年指引 .....	8
图表 20:	美国主要家电品类进口来源 .....	9
图表 21:	2016 年是中美家电贸易双向依存度的拐点.....	9
图表 22:	电视、吸尘器及空调在美国进口中的份额下降最快.....	9
图表 23:	中国份额快速转移到了墨西哥和东南亚 .....	10
图表 24:	洗衣机是为数不多份额提升的品类 .....	10
图表 25:	2017-2023 年主要家电品类中国出口目的及美国进口来源份额变动 (美元口径, pct) .....	11
图表 26:	家电主要公司海外产能进展及规划 .....	11

## 1. 名义需求在波动中弱复苏

### 1.1 商品价格承压，实际家电消费新高

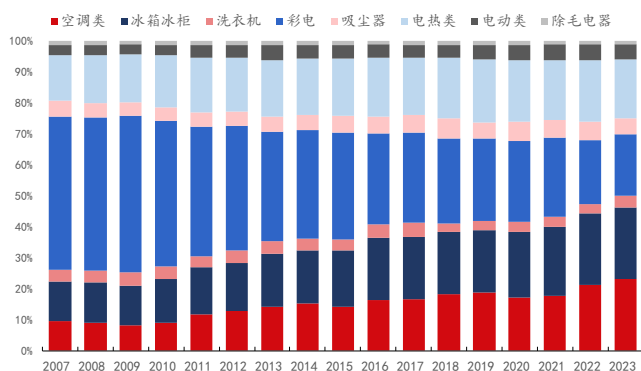
美国是全球最大的家电进口国，空调、冰箱冰柜、彩电和电热小家电进口规模均超百亿美元，洗衣机有较大本地产能，进口少，多数年份在 20 亿美元以下，估计家电整体对外依存度约为 3/4。无重大事件冲击的情况下，进口大盘比较稳定，2020 年之前，美国家电进口多在 400-500 亿美元；2021 年因财政刺激，需求高涨，进口突破 600 亿美元，之后两年，一直维持在这一水平。从过去 16 年数据来看，美国家电进口共经历过 6 次下滑，幅度较大的是 2009 年（-10%）、2016 年（-7%）和 2023 年（-7%），没有出现连续两年萎缩的情况，表现稳健。

图表1：过去三年美国家电进口维持在 600 亿美元以上



资料来源：ITC，国联证券研究所

图表2：空调、冰箱冰柜、彩电及电热小电是美国进口大品类

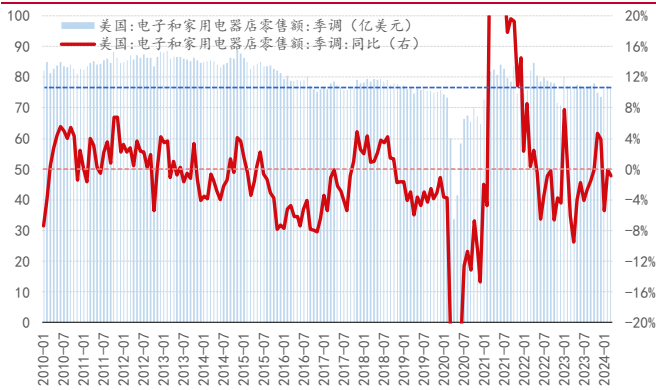


资料来源：ITC，国联证券研究所

线下为主的专业零售在美国家电渠道中占据主导，欧睿零售量口径下，家居及电子电器两类专业零售商占比超过 50%；同时渠道层级少，零售商销售及库存直接影响出货。从零售销售来看，2023Q4 美国电子和家用电器店的销额季调同比小个位数增长，这一表现近 5 年弱于 2021 年高景气时期，22Q2-23Q3 是小个位数下滑；2024 年 1-3 月表现零售增速再度走弱，但剔除 2023 年 1 月同比+8%的高基数影响，2-3 月同比基本持平，考虑商品通缩的宏观背景，实际消费仍在平稳的弱复苏通道中。

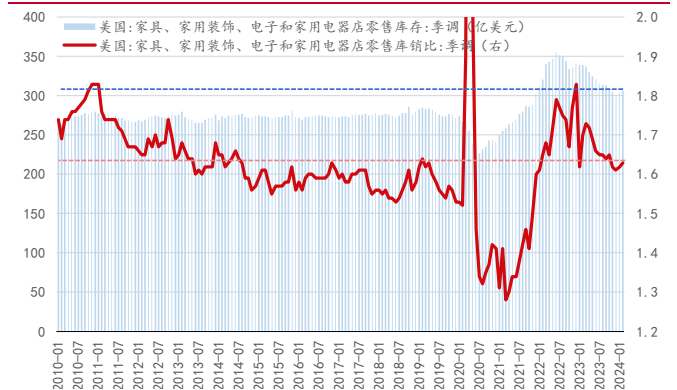
库存方面，至 2024 年 1 月家居家电类零售库存绝对水平较 2022 年高点累计去化 15%，当前绝对水平较疫前均值高 8%-9%；库销比较高点下降 12%，当前水平与疫前 10 年中枢基本相当，原材料价格及海运费波动影响下，2024Q1 环比小幅回补。向后市看，考虑疫情/地缘冲突影响下潜在的中枢抬升，当前库存水平或已接近充分去化，周期接近底部左侧，虽无大幅补库空间，至少对出货的压制已大幅减弱。

图表3：2023Q4 以来美国电子电器零售销售趋势波动向上



资料来源：Wind，美国商务部普查局，国联证券研究所

图表4：近 2Q 美国国家居家电零售库销比底部企稳并小幅回升

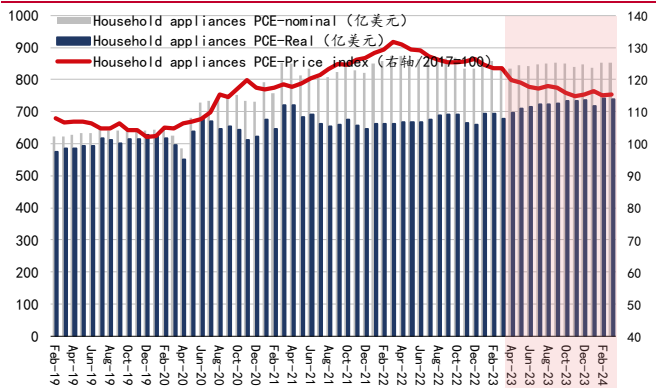


资料来源：Wind，美国商务部普查局，国联证券研究所

另一方面，剔除价格下行影响后家电实际消费在超越前高。从美国商务部个人消费支出数据来看，居民家电名义消费支出虽稳中有降，但价格指数自 2022 年年初以来持续回落；23Q2 开始家电 CPI 小个位数下跌，大家电 CPI 跌幅约为 10%，从剔除价格因素的实际家电消费支出指数来看，美国家电需求从 23 年下半年开始出现了 21Q2 以来最明显的上升走势。

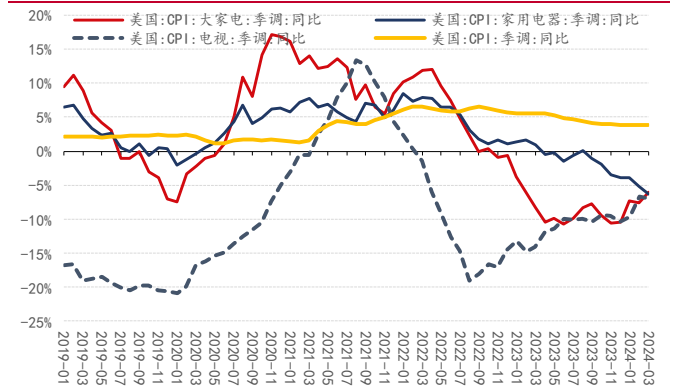
这一轮北美产业演进更像是库存周期而非需求周期——政策刺激，20Q3-21Q2 家电实际消费量提升，但由于供应链担忧，下游过度备货导致库存积累，随着供应链警报解除，去库存导致价格快速下降，需求除了政策退出的节点，始终未有明显回落。“量价皆需求”建立在价格没有大幅外生扰动的基础上，而 2022 年 10% 以上的家电 CPI 同比已超历史高点，后期又有主动去库的压力，政策退出、库存周期共振，双位数下行意料之中；而价格波动剧烈的情况下，实际消费是需求景气更好的代理变量。与此同时，前期拖累明显的大家电价格 2024 年初以来已企稳回升，惠而浦也自 4 月底将所有促销价格调涨 5%，名义增长或也将随价格压力解除逐步回归。

图表5：2023 年年中开始，美国实际家电支出趋势好转



资料来源：美国国民经济分析局（BEA），国联证券研究所

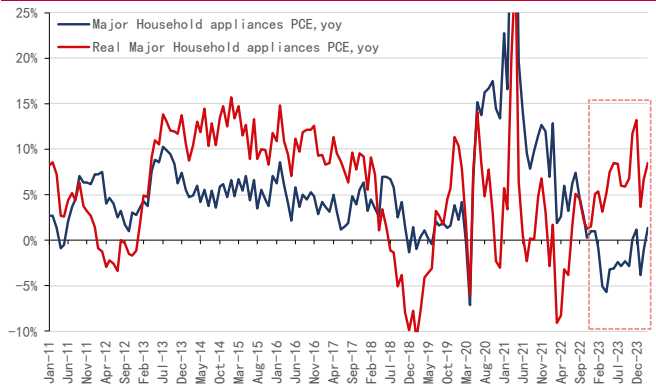
图表6：美国家电 CPI 自 2023 年 4 月转负至今持续下行



资料来源：美国国民经济分析局（BEA），国联证券研究所

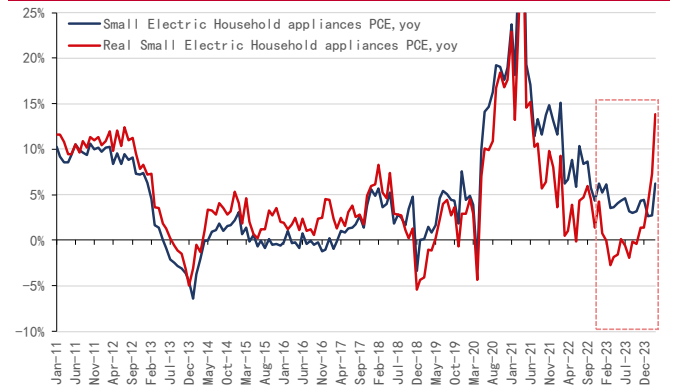


图表7：2023年美国大家电实际消费增速稳健上行



资料来源：美国国民经济分析局（BEA），国联证券研究所

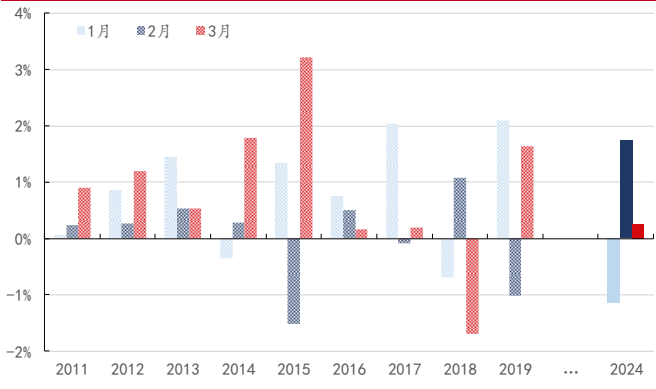
图表8：2023H2以来美国小家电实际消费增速明显上扬



资料来源：美国国民经济分析局（BEA），国联证券研究所

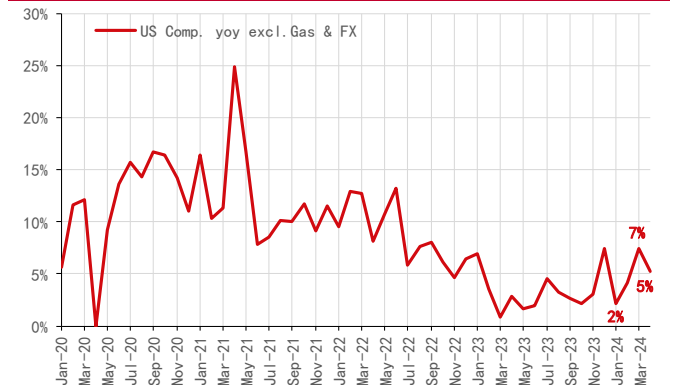
综合量价，从月度环比看名义家电消费恢复趋势，结论与零售数据基本一致：除2月家电消费季调环比在偏低的基数之上读数明显好于季节性之外，2024Q1表现整体偏弱；但3月环比较1月与疫前一般水平的差距明显缩小，支持家电名义零售弱复苏的基本结论。分品类，小家电及电视向上趋势明显，大家电高频表现偏弱。微观来看，开市客月度可比销售增速自2023H2至今的表现也印证了消费景气的波动恢复。

图表9：美国疫前及2024年前3月家电消费支出季调环比



资料来源：美国国民经济分析局（BEA），国联证券研究所

图表10：COSTCO美国月度可比销售增速（剔除能源/汇率）



资料来源：COSTCO，国联证券研究所

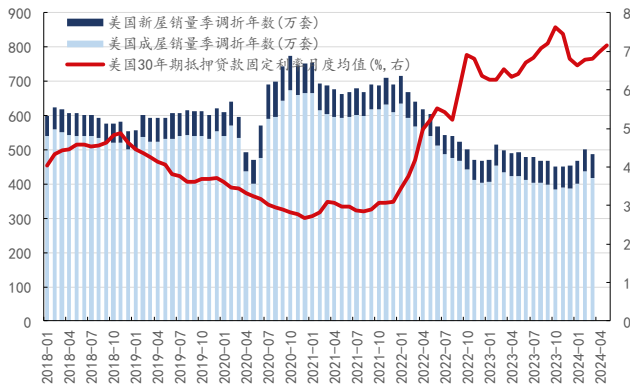
## 1.2 地产边际改善，名义增长有望回归

作为后周期，地产是家电需求展望绕不开的因素，暂停加息后，美国住宅成交开始略有好转，接下来地产可视为边际上的积极因素。美国以二手房销售为主，对利率环境比较敏感，2023年底30年按揭利率自高点回落大概60bp至6.8%，住宅成交略有好转。2024年以来，尽管降息因超预期经济韧性一再后延，长贷利率上行，住宅成交承压，但向后市看，若政策利率沿下一致预期路径演进，降息仍有望于2024年内到来，而预期对长端利率的前置影响下，地产及耐用品景气或边际改善。

另一方面，从美国家电与地产的历史拟合来看，没有比较稳定的结论，次贷危机时地产是“因”，这一轮地产是“果”，居民收入增加且资产负债表健康的情况下，家电甚至后周期对地产成交下滑的反馈总体较弱。另外，美国家电需求中，替换需求占到60%以上，这跟产业放量节奏有关，若其他因素没有非常显著的偏离，很难扰动需

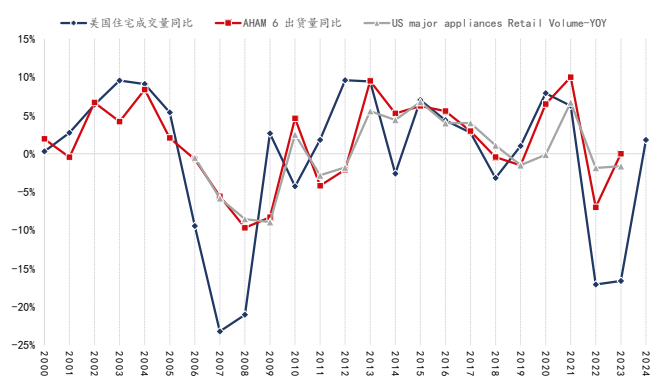
求大盘，我国未来的情况与之类似，地产只是家电需求中我们能够稳定量化跟踪的部分，仅此而已。

图表11: 美国住宅成屋销售为主，成交近期有企稳回升迹象



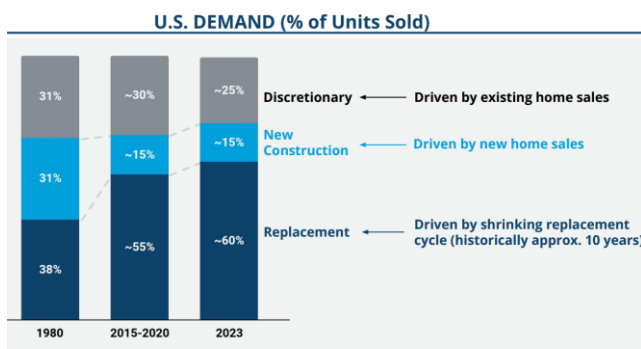
资料来源: Wind, 美国商务部, 房地美, 国联证券研究所

图表12: 这一轮地产对需求的影响要较次贷危机小很多



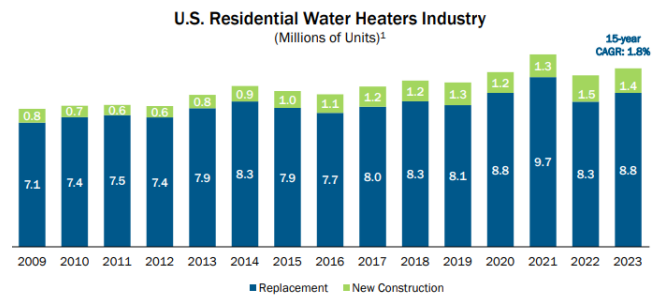
资料来源: Wind, 美国商务部, AHAM, 欧睿国际, 国联证券研究所

图表13: 美国大家电中 15%的需求跟新建住宅相关



资料来源: Whirlpool, 国联证券研究所

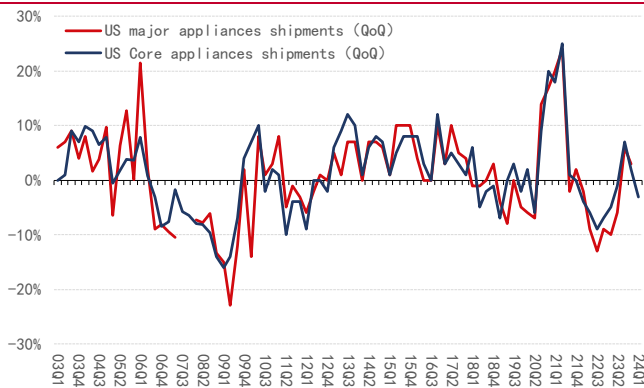
图表14: 美国热水器中 15%的需求跟新建住宅相关



资料来源: A. O. Smith, 国联证券研究所

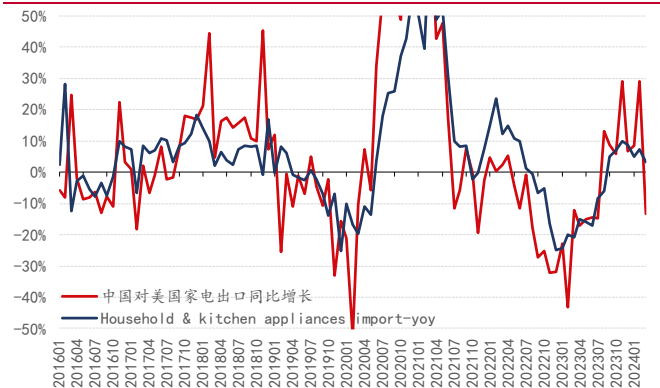
出货方面，2023 年下半年陆续恢复增长，2024Q1 有波动，绝对量也尚未回到前高。2023Q3 开始美国主要家电出货结束了连续 6 个季度的下滑；同时，美国家电进口也从 2023 年 10 月份重回增长，我国对美出口与美国家电进口走势比较一致，幅度受各自节奏及份额变化影响，有一定差异。基数角度看，美国出货到 2024Q3，美国家电进口到 2024Q4，中国对美家电出口到 2024 年 9 月，基数上都没太大压力，预计表观增速会比较快。需要注意的是，在出货端量暂未回到新高的情况下，零售端量可能已经在超越新高，加上整体库存偏低，伴随着地缘/大选/成本等潜在的补库动因，若需求延续改善趋势，名义增速向实际收敛，库存周期从被动去库向主动补库顺利切换，可能带来对美出口增速超预期，边际上积极因素占优，展望可适当乐观。

图表15: 23Q3 开始美国家电出货重回增长, 24Q1 有波动



资料来源: AHAM, Electrolux, 国联证券研究所

图表16: 23Q4 开始美国家电进口重回增长



资料来源: 美国商务部, 海关总署, 国联证券研究所

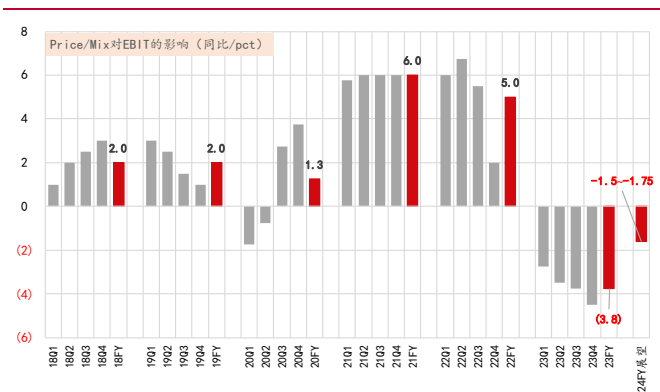
企业层面, 2023 年北美主要家电和暖通公司均逐季小幅上修预期, 2024 年经营展望略好于 2023 年, 能够确认小幅改善趋势。北美两大龙头 Whirlpool 和 GE 2023 年的收入同比基本都持平, 下半年均有小个位数增长。Whirlpool 从 23Q2 开始反馈需求有所好转, 下半年销量开始同比增长, 但是价格竞争激烈, 根据公司自身披露的 price/mix 对 EBIT 的拖累数据, 价格降幅可能达到了中大个位数, 这跟产业及宏观情况也可以相互印证; 公司预计 2024 年收入基本持平, 其中北美需求跟 2023H2 差不多, 增速在 0-2% 之间, 更新需求有韧性, 升级需求偏弱, 下半年或好于上半年。此外, 从海外龙头 Q1 北美收入增速来看, 商用好于家用/暖通好于消费电器, 指向价格压力下 C 端名义景气仍在低位运行, 而 2023Q4 长端利率下行或对 B 端有带动。

图表17: 23 年北美主要家电公司表现多略超预期

行业	公司	23Q4-24FY	2023FY	23Q3-23F	23Q2-23F	23Q1-23F	22Q4-23F
消费电器	Whirlpool (organic)	持平	-1.7% (北美-0.1%)	-2%--1% (美国产业↑)	-2%--1%	-2%--1%	-2%--1%
	AOS (report)	3%-5%	2.6% (北美3.7%)	+2% EPS (↑)	0--+2%	-2%--+2%	-3%+3%
	SharkNinja (report)	5%-7%	14.4% (北美3.3%)	11.5%--12.5% %	9%--11%	-	-
暖通空调	LENNOX (organic)	7%	5.6% (美国5.7%)	+5% EPS (↑)	2%--4%	0%--4%	0%--4%
	Carrier (organic)	-MSD	3% (北美3.5%)	MSD OPM-14.5%	MSD	LSD-MSD	5%--10%
	Trane (organic)	6%--7%	8.7% (美洲8.6%)	8%--9% EPS (↑)	8%	7%--8%	6%--8%
	JCI (organic)	-MSD	8% (北美11%)	-	HSD	10%	+5%--+15%

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表18: 价格对 Whirlpool 增长和盈利拖累较为明显



资料来源: Whirlpool, 国联证券研究所

**图表19：2022Q1-2024Q1 海外主要家电公司北美收入季度增速及全年指引**

公司	区域	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024E
Whirlpool	North America	-8%	-2%	-7%	-13%	-2%	-4%	4%	1%	-8%	持平
Carrier	United States	18%	11%	11%	13%	3%	7%	6%	-6%	4%	~MSD
Trane	Americas	13%	13%	19%	14%	8%	9%	11%	7%	15%	8%~9%
JCI	North America	6%	10%	9%	10%	14%	10%	8%	11%	9%	MSD
LENNOX	United States	10%	13%	20%	16%	4%	3%	10%	6%	5%	7%
AOS	North America	32%	23%	-1%	-3%	3%	-3%	9%	7%	2%	3%~5%
iRobot	United States	33%	-29%	-32%	-22%	-53%	-6%	-42%	-20%	-4%	-8%~-3%
Daikin	Americas	37%	47%	63%	57%	35%	16%	21%	10%	25%	5%
Electrolux	North America	0%	1%	2%	-6%	4%	-12%	-10%	-15%	-14%	-

资料来源：公司公告，国联证券研究所

综上所述，目前美国家电零售库存去化已较充分，实际消费需求稳健向好，价格二阶导边际改善，名义增长回归或已在路上；从基数来看，富有弹性的增长延续至2024Q3 概率较大，而决定实际弹性的关键是需求改善斜率。当前时点向后市看，下半年降息周期开启仍在一致预期之中，地产成交与耐用品消费名义景气改善确定性较高，此外北美 B 端暖通保持强劲增长，实际需求好于表现，经营展望可适当乐观。

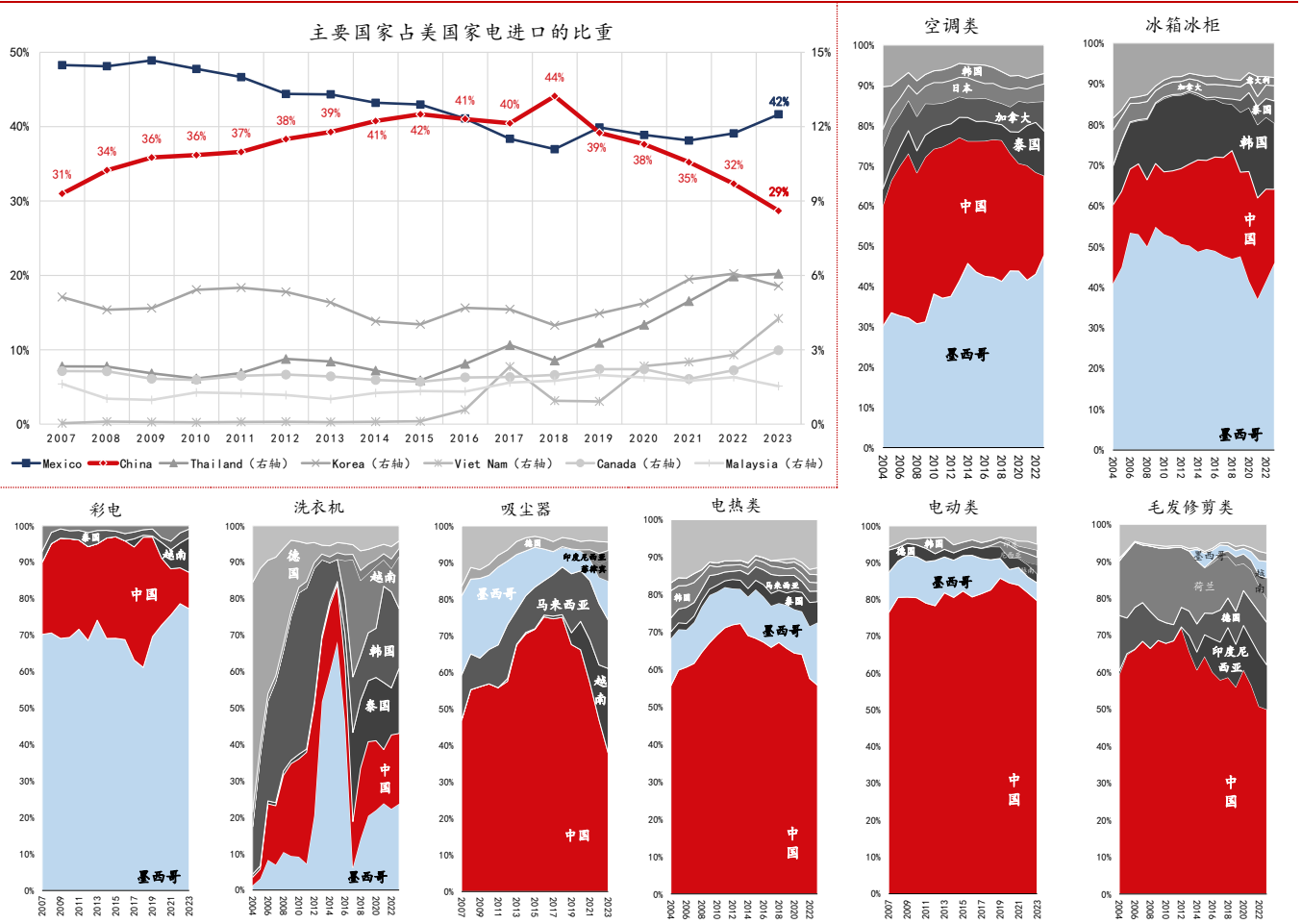
## 2. 实际份额远好于数据表现

### 2.1 近 7 年中美家电贸易依存度下行

供给角度看，墨西哥是美国家电最大的供应方，2023 年占美国进口的 42%，我国以 29%的比重位居第二，泰国和韩国分列三、四位，份额在 6%左右。不同产品有一定分化，墨西哥空调/冰箱/彩电优势明显，我国强于小家电，韩国主要出口冰箱/洗衣机，泰国主要出口空调/洗衣机，越南主要出口吸尘器。以 2023 年数据为例，墨西哥占美国电视进口份额的 77%，空调 48%，冰箱/冰柜 46%，其余品类份额均不超过 20%；我国电动类小家电份额高达 80%，电热类小家电 56%，吸尘器 36%；泰国空调和洗衣机的份额分别为 11%及 18%，韩国冰箱和洗衣机的份额都是 16%，越南吸尘器份额高达 23%，彩电份额也逐步提升至 10%。



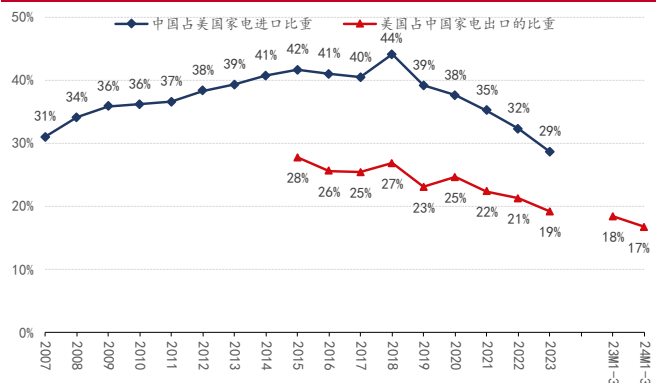
图表20：美国主要家电品类进口来源



资料来源：ITC，国联证券研究所

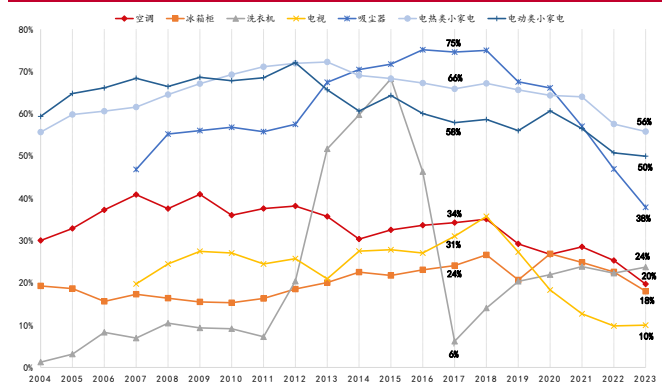
2016年后中美家电贸易相互依存度进入下行通道，2018年后下行加速，背后主要是两次关税冲击。第一次在2016-2017年，美国商务部对我国大容量洗衣机进行反倾销调查，并裁定征收超过50%的反倾销和反补贴税，这直接导致2017年洗衣机对美出口较2015年下降90%+；2018年以后，美国将政策调整为“税率20%逐年下降（目前14%）且季度进口量≤30万台”，洗衣机出口才开始触底回升。第二次是2018年，美国发起“301调查”，最终大部分家电产品被加征25%关税，仅少数小家电和零部件豁免，2018年也因为关税冲击，对美出口冲高，份额达到迄今为止的高点44%。

图表21：2016年是中美家电贸易双向依存度的拐点



资料来源：ITC，国联证券研究所

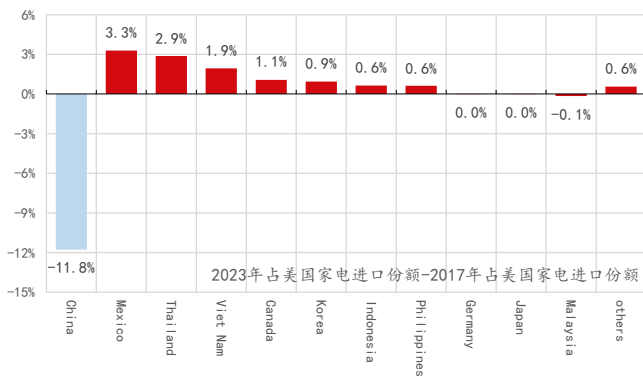
图表22：电视、吸尘器及空调在美国进口中的份额下降最快



资料来源：海关总署，国联证券研究所

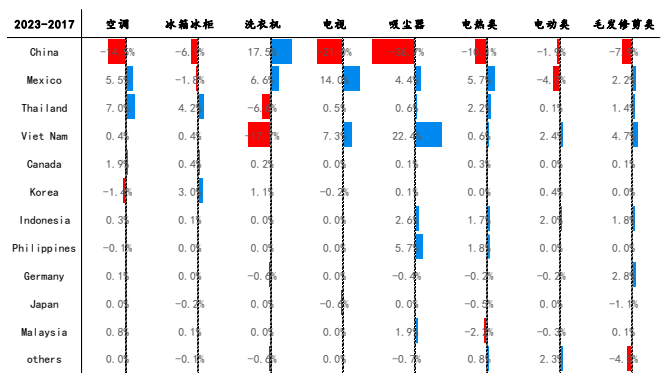
表观来看，中国在美国家电进口中的份额主要转移到了东南亚和墨西哥。跟贸易摩擦前的 2017 年相比，我国在美国家电进口中的份额下降了 11.8pct，同期墨西哥+3.3pct，泰国+2.9pct，越南+1.9pct，东南亚四国合计+7.0pct；泰国承接的主要是空调和冰箱/冰柜，越南承接的主要是吸尘器和电视。另外，从份额数据还可以看出：一方面，2020-2021 年需求高涨时，我国占美国进口的比例仍在下降，供应链替代并没有因为疫情或需求出现方向性变化，只是节奏放缓了一些；另一方面，被针对更早的洗衣机，近年来因为税率相对下降，份额持续回升，但因为配额，趋于稳定，而泰国和越南份额下降明显，看起来供应链替代在洗衣机上似乎出现了逆转。结合这两个数据来看，关税可能才是产业转移最直接的推手，若这一情况没有好转，长期替代进程可能还没有结束。而转口贸易、供应链与市场替代，都是份额消涨的直接动因，本质则指向产业生命周期与不同经济体阶段性要素禀赋特征的演变。

图表23：中国份额快速转移到了墨西哥和东南亚



资料来源：ITC，国联证券研究所

图表24：洗衣机是为数不多份额提升的品类



资料来源：海关总署，国联证券研究所

微观视角下，广义的海外收入包含出口/外销与海外本土经营，后者典型如北美本土供应比例过半的海尔；而正是由于产能转移与转口贸易的存在，中国企业在美国家电需求中的实际份额损失将远小于贸易份额损失。在我国份额近年来下降这一背景下，可以有以下两个推论：一是，若国内面向美国出口增长很快，有理由认为海外对美出口会更快；二是，若要继续经营美国市场，出口产能转移就成了必选。

## 2.2 以转口及产能回追贸易份额损失

作为避税手段的转口贸易难以直接观测，但若转口贸易对贸易流向和格局有实质影响，在 2016 年中美直接贸易依存度拐点之后，应该能够观察到“中转地”在美国进口与中国出口中份额的同向变动。实际来看，若将“美国进口份额与中国出口份额同时提升”定义为潜在的转口贸易中心，“仅美国进口份额提升”定义为供应替代，“仅中国出口份额提升”定义为市场转移，则 2017 至 2023 年间，家电贸易格局中除洗衣机受独立关税政策影响外，空调/冰箱柜/吸尘器/电动类/电热类/个护类均存在明显的经东南亚转口特征，彩电则以墨西哥为转口中心。出口市场方面，俄罗斯是中国除空调、个护之外品类的市场转移目的地，空调则部分地向中东和南欧转移；进口

供应方面，墨西哥对中国洗衣机、电热类产能形成一定替代。

图表25：2017-2023年主要家电品类中国出口目的及美国进口来源份额变动（美元额口径，pct）

	空调		冰箱冰柜		洗衣机		彩电		吸尘器		电动类		电热类		个护类	
	中国出口	美国进口	中国出口	美国进口	中国出口	美国进口	中国出口	美国进口	中国出口	美国进口	中国出口	美国进口	中国出口	美国进口	中国出口	美国进口
美国/中国	-3.4	-14.5	-1.6	-6.1	3.7	17.5	-20.3	-21.0	-16.8	-36.7	-2.7	-1.9	-3.4	-10.1	-0.3	-7.9
日本	-2.8	0.0	-1.3	-0.2	-5.1	-0.1	-0.2	-0.6	-2.2	0.0	-0.8	0.0	-1.5	-0.5	-5.5	-1.1
韩国	0.6	-1.4	1.4	3.0	-0.6	1.1	-0.7	-0.2	1.2	0.1	1.5	0.4	0.0	0.0	-0.4	0.0
加拿大	0.7	1.9	-0.4	0.4	-0.9	0.2	-0.3	0.0	0.3	0.1	-0.2	0.0	-0.4	0.3	0.2	0.1
拉美	1.1	5.5	1.9	-1.7	0.5	6.6	10.1	14.0	0.4	4.4	0.3	-4.7	0.4	5.7	1.5	2.2
墨西哥	1.0	5.5	1.1	-1.8	0.1	6.6	8.9	14.0	0.3	4.4	0.5	-4.7	0.5	5.7	1.6	2.2
巴西	0.1	0.0	0.8	0.1	0.4	0.0	1.2	0.0	0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0
东南亚	3.1	8.1	2.8	4.7	0.6	-24.3	1.5	7.8	5.7	33.3	3.3	4.1	3.7	4.0	6.4	7.9
泰国	1.3	7.0	0.9	4.2	0.7	-6.6	0.7	0.5	0.5	0.6	0.2	0.1	0.9	2.2	0.5	1.4
马来西亚	0.7	0.8	0.6	0.1	0.8	0.0	0.1	0.0	1.6	1.9	1.0	-0.3	0.9	-2.2	3.2	0.1
印度尼西亚	1.0	0.3	0.6	0.1	-0.8	0.0	-0.1	0.0	0.4	2.6	0.3	2.0	0.5	1.7	0.7	1.8
菲律宾	0.2	-	0.1	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.3	5.7	0.2	0.0	0.6	1.8	0.6	0.0
越南	0.0	-	0.5	0.4	-0.5	-17.7	0.8	7.3	2.8	22.4	1.5	2.4	0.9	0.6	1.3	4.7
欧洲	1.5	0.5	2.4	0.6	4.5	-1.6	6.8	0.0	6.5	-1.4	1.9	-1.2	0.7	0.7	-5.3	2.9
俄罗斯	0.2	0.0	1.8	0.0	3.0	0.0	3.5	0.0	4.1	0.0	3.6	0.0	1.7	0.0	0.6	0.0
波兰	0.6	0.0	0.7	0.1	0.0	0.1	3.6	0.0	1.0	0.0	0.9	0.0	0.1	-0.1	-0.9	0.0
德国	0.2	0.1	-0.8	0.0	0.5	-0.6	-0.1	0.0	1.1	-0.4	-1.4	-0.2	-0.9	-0.2	-4.6	2.8
意大利	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5	-1.3	-0.2	0.0	0.1	-0.9	-1.1	-0.9	-0.4	0.8	0.2	0.0
西班牙	0.1	0.1	0.3	0.0	0.5	0.1	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.3	0.2	-0.6	0.0
中东	2.8	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	0.6	0.0	0.1	0.0	0.8	0.0	-0.3	0.0
沙特阿拉伯	0.4	-	0.1	0.0	0.5	0.0	0.2	0.0	0.3	0.0	0.2	0.0	0.3	0.0	0.3	0.0
阿联酋	1.1	0.2	0.6	0.0	-0.5	0.0	0.9	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.5	0.0	-0.2	0.0
伊拉克	1.4	-0.2	-0.7	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.0
其他	-3.6	-0.3	-5.1	-0.7	-2.7	0.6	2.5	0.0	4.4	0.3	-3.3	3.3	-0.3	-0.2	3.8	-4.1

资料来源：ITC，国联证券研究所

产能方面，作为制造出海代表的白电龙头布局领先，在 OBM 转型与地缘冲突/关税不确定性提升的背景下，海外产能扩张均有提速预期；其中美的海外产能集中在南亚/东南亚及南美，未来 3-5 年资本开支规划较 2023 年有较明显的提升，其中海外是主要增量，埃及、印尼、墨西哥等产能均有扩张计划；海尔 2024 年新增 30 亿投入海外“基建”，产能稳步扩张。此外，海信集团在南美及非洲产能布局较早，小家电中新宝及苏泊尔在东南亚设有生产基地。整体来看，目前白电海外自建产能重心在东南亚及南亚，其次是南美，品牌为主的海尔海外供应比例最高，欧美产能主要通过资产收购取得，小家电产能则以国内为主。产能转移普遍且趋势加强的背景下，贸易份额难以对应企业份额，而产能布局差异也将成为贸易政策影响全球格局的中间变量。

图表26：家电主要公司海外产能进展及规划

公司	海外产能发展及规划
美的集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2007年首次于越南落地海外产能</li> <li>• 2011年与开利设立拉美合资，2012年设立印度合资</li> <li>• 至2016年在越南/白俄/埃及/巴西/阿根廷/印度6国设有7处海外制造基地</li> <li>• 2021年泰国日立压缩机工厂交割，原机电事业群首个海外产能</li> <li>• 2022年意大利热泵生产研发基地奠基；泰国空调工厂投产，规划2025年产能400万台，至此泰国4处产能，覆盖空调/冰箱/洗衣机/电机</li> <li>• 至2022年在越南/白俄/埃及/巴西/阿根廷/印度/泰国/意大利/日本9国拥有18处海外制造基地</li> <li>• 2023年巴西新工厂奠基，预计2024年7月投产/产能130万台，至此巴西2处产能覆盖家商用空调/微波炉；埃及冰洗基地奠基，预计2025H2投产，至此埃及共3处产能</li> <li>• 至2023年末海外共17个研发中心/21处产能，全年海外生产销售220亿元，占外销收入约20%</li> <li>• 2024年4月公告拟收购瑞士Arbonia暖通业务，标的于德国/捷克/意大利/比利时/俄罗斯/波兰/塞尔维亚拥有8处产能；巴西冰箱基地预计2024年9月投产</li> <li>• 未来3-5年加大海外OBM投入，年CAPEX预计不超150亿；埃及冰洗工厂在建，印尼计划扩张本土供应，墨西哥项目评估中</li> </ul>

<b>海尔智家</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2005 年收购印度浦那工厂，2015/2017 年两度扩产；2018 年签约印北工业园，两期共 550 万台产能于 2022 年完成投产</li> <li>• 2017 年，AQUA 于日本/越南/泰国/印尼设有产能；2019 年越南新滚筒工厂投产，至此共 4 座工厂覆盖空调/冰箱/洗衣机</li> <li>• 2019 年俄罗斯工业园暨洗衣机互联工厂投产</li> <li>• 2021 年土耳其干衣机工厂开业/洗碗机工厂奠基，土耳其已有 3 处工厂；12 月罗马尼亚高端冰箱互联工厂投产</li> <li>• 至 2022 年末，GEA 于美国 5 个州共有 11 处产能（含微工厂），覆盖洗干衣机/洗碗机/冰箱/厨电/热水器/部件，生产人员 8300 余人；海尔欧洲共 7 处工厂，分布于意大利/土耳其/罗马尼亚/俄罗斯</li> <li>• 2023 年埃及工业园一期奠基，预计于 2024H1 投产，覆盖空调/洗衣机/电视，二期规划冰箱冷柜，供应 EMEA 市场</li> <li>• 至 2023 年 11 月，FPA 泰国工厂年有产能 60 万台/1700 余人</li> <li>• <b>2023 年海外产能共 3300 余万台，2024 年预计新增 100-200 万台；其中美国产能 1000 余万台/本土供应比例 6-7 成，欧洲（含土耳其）600-700 万台，南亚/东南亚数百万台</b></li> <li>• 2024 年印度浦那工业园持续扩产，新商空/厨电工厂产品陆续下线，供应南亚/东南亚市场</li> </ul>
<b>海信集团</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2013 年南非产业园二期投产；至 2022 年南非产能达电视 1000 万台、冰箱 55 万台，供应赞比亚、博茨瓦纳等十余非洲国家</li> <li>• 2015 年捷克电视工厂投产，2017 年扩产高端大尺寸；收购夏普墨西哥工厂</li> <li>• 2018 年重组东芝 TVS、Gronje</li> <li>• 2021 年投建墨西哥蒙特雷产业园，覆盖冰箱/洗衣机/烤箱/空调等，供应美洲市场，一期当年投产，规划 5 年内建成</li> <li>• 2022 年印尼雅加达彩电生产基地 PT. GAS 工厂投产；塞尔维亚瓦列沃冰箱工厂开始建设，2023 年 2 月投产，供应欧洲市场</li> <li>• <b>目前集团海外产能包括海信墨西哥/南非/捷克工业园、在建墨西哥家电工厂及泰国光模块工业园，三电美国/墨西哥/法国/波兰/印度/泰国/马来西亚/新加坡/印尼工厂及日本制造中心，Gorenje 斯洛文尼亚/塞尔维亚工业园</b></li> </ul>
<b>格力电器</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2001 年首个海外空调生产基地于巴西投产，年产能 30 万台</li> <li>• 2006 年第二处海外生产基地于巴基斯坦投产，年产能 30 万台，与当地专业渠道 DWP 公司合资</li> </ul>
<b>新宝股份</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2020 年与印尼本土家电厂商合资设立产能；2023 年完成印尼产能股权收购</li> </ul>
<b>苏泊尔</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2008 年越南灶具生产基地投产，据项目可行性报告年产能 790 万口</li> </ul>

资料来源：公司公告，公司官网，国联证券研究所

### 3. 底部向上阶段有望超预期

当前美国家电零售名义景气仍在有波动的弱复苏通道中，若剔除政策退出与主动去库叠加阶段价格被动下行的影响，2023H2 以来家电实际消费已走出 2021 年以来最明显的上行趋势，绝对水平超越前高。近期美国通胀下行偏缓，PMI 仍略超预期，经济表现支撑实际需求韧性；展望后续，被动去库接近尾声、通胀基数回落背景下，价格二阶导拐点已现，名义增长回归渐行渐近；此外，若政策利率按当前市场一致预期路径演进，降息预期阶段地产/耐用品消费仍将受益，有望迎来边际改善。本轮北美产业演进以库存周期为主线，实际需求除政策退出时点外保持稳健。大选年贸易政策不确定性增强，2016/2018 两轮关税周期后中美家电直接贸易依存度趋势下行；考虑潜在转口贸易及海外产能强化趋势，企业端实际份额损失远小于表观。需求展望积极因素较多，有望触底改善，份额“曲线回补”趋势加强，经营预期向好；标的层面，海外产能布局领先的制造出海龙头美的集团，北美品牌本土化经营断档领先的海尔智家，墨西哥产能布局前瞻、品牌出海持续突破的海信视像及海信家电均有望受益。

最后重申行业观点，2024 年以来内销需求稳健向好，外销基数走高而仍显韧性，品牌出海贡献增量。政策方面，更新主导阶段，刺激有弹性，虽不能比肩家电下乡阶段，但锦上添花可期。综合来看，板块一季报超预期，股息率、估值仍有相对优势，政策有催化，投资价值值得重视。维持家电板块“强于大市”评级：1) 推荐白电龙头海尔智家、美的集团、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) 推荐后周期龙头华帝股份、公牛集团，建议关注老板电器等；5) 关注可选小家电龙头极米科技、小熊电器等。

#### 4. 风险提示

- 1、外需改善不及预期。当前美国市场需求改善预期建立在货币政策至少不进一步收紧，财政退出节奏不对需求形成压制的假设之上，若美国再通胀趋势加剧，政策边际收紧，地产及耐用品消费有下行风险。
- 2、海运运况大幅收紧。地缘冲突频发、海外补库订单增加，近期海运运况边际趋紧，运费边际上行，若海运条件进一步收紧，出口有受阻风险。
- 3、美国进口关税提升。美国市场需求改善向出口平稳传导建立在贸易政策保持平稳基础上，若关税进一步提升，将压制出口表现。
- 4、原材料价格大幅上涨。全球制造业复苏、供给侧收紧推动有色价格上行，家电原材料成本占比较高，若大宗价格进一步上行，盈利能力或不及预期。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

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

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

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

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼