

追求稳健资产与成长红利

——家电行业2024年中期投资策略



报告摘要

1、行情回顾及板块复盘：

家电行业指数收益为正，大幅跑赢沪深300。截至2024年6月11日，家用电器（申万）指数上半年区间涨幅13.92%，相对沪深300收益10.67%，在31个申万一级行业中排名3/31。**细分赛道分化，白电板块表现最优。**截至2024年6月11日，细分赛道按照涨跌幅由高到低排序依次为：白色家电（26.36%）、小家电（13.29%）、厨卫电器（1.65%）、黑色家电（-6.64%）、照明设备（-16.67%）及家电零部件（-18.61%）。

内需方面，24年初至今我国消费信心指数保持低位，但家电内销销售额同比有所增长，2024年1-4月我国家用电器和音响器材销额累计同比+5.5%。

外销方面，24年初至今家电出口表现较好，补库需求释放、成本上升导致备货提前等因素或均有影响。1-5月累计出口数量/销额（人民币）同比分别+24.6%/+14.0%（23年同期分别-1.8%/+0.6%）。

2、投资主线：

投资主线一：高分红+确定性的白电资产。截至6月11日，白色家电指数（申万）年内涨幅26.36%，在全部申万二级行业中涨幅排名第一，市场对白电资产的经营韧性及盈利稳定性的认可度持续提升。白电格局稳定，龙头拥有行业定价权，随着欧美等经济体进入补库周期，以及内销换新周期叠加“以旧换新”政策推动，白电高景气度延续可期。**推荐海尔智家、海信家电，建议关注美的集团、格力电器。**

投资主线二：家电企业出海。近年我国出口至中东、非洲、南美等新兴国家及地区的家电总量明显提升，新兴国家及地区家电渗透率提升的红利持续释放。黑电方面，从全球份额的表现来看，我国龙头已经逐渐逼近韩系龙头，在Mini LED赛道更有望“弯道超车”。**推荐海信视像、石头科技、TCL智家，建议关注TCL电子、长虹美菱。**

投资主线三：地产景气的边际修复。地产供需仍乏力，但“支持地方政府回收商品房”、“全国层面取消首套及二套利率下限”、“首付款及个人公积金贷款利率降低”等新政“组合拳”力度强于往期，期待政策效果释放带来的景气修复。**建议关注老板电器、华帝股份、公牛集团。**

3、风险提示：1) 主要原材料价格波动的风险；2) 需求不及预期风险；3) 市场竞争加剧风险。



01

行情回顾

02

投资主线一：高分红+确定性的白电资产

03

投资主线二：家电企业出海

04

投资主线三：地产景气的边际修复

05

风险提示

CONTENTS

目录



01. 行情回顾

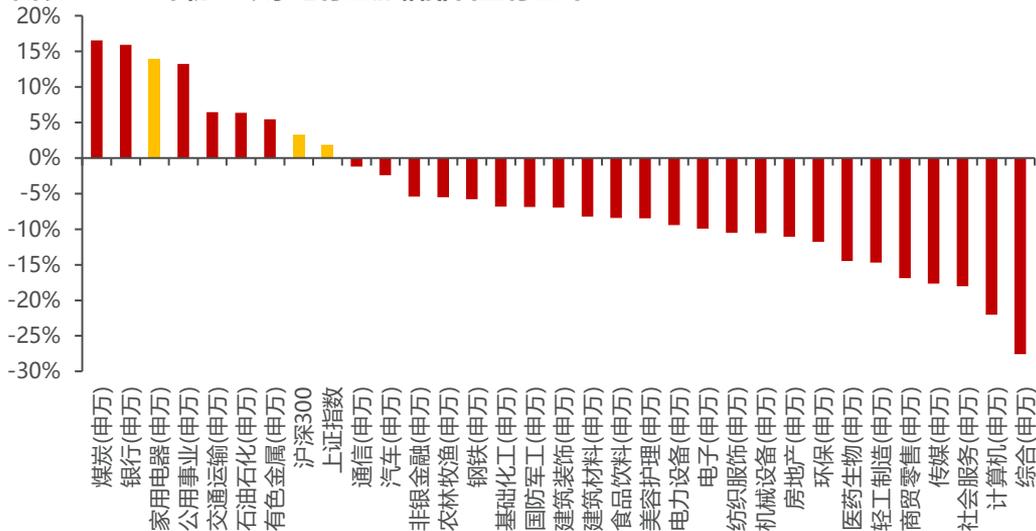
1.1

行情回顾：家用电器板块跑赢大盘，细分赛道表现分化

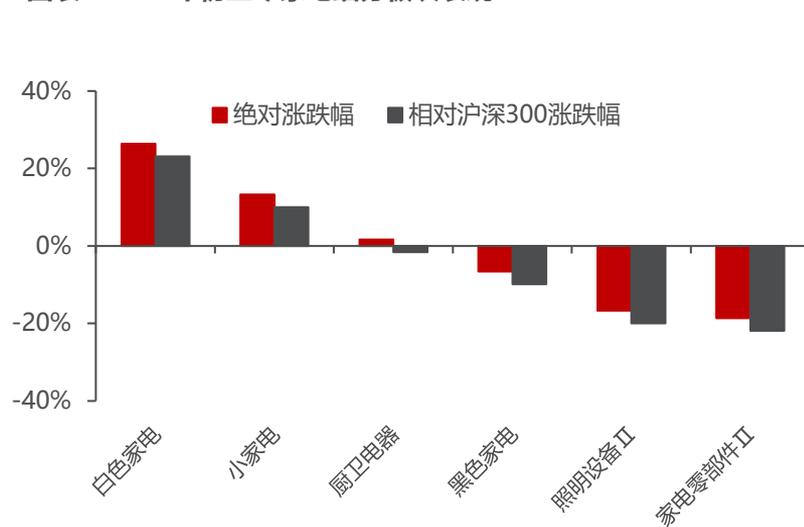
□ **家电行业指数收益为正，大幅跑赢沪深300。**截至2024年6月11日，家用电器（申万）指数上半年区间涨幅13.93%，相对沪深300收益10.67%，在31个申万一级行业中排名3/31。

□ **细分赛道分化，白电板块表现最优。**截至2024年6月11日，细分赛道按照涨跌幅由高到低排序依次为：白色家电（26.36%）、小家电（13.29%）、厨卫电器（1.65%）、黑色家电（-6.64%）、照明设备（-16.67%）及家电零部件（-18.61%）。

图表：2024年初至今家电行业涨幅排名全行业3/31



图表：2024年初至今家电细分板块表现



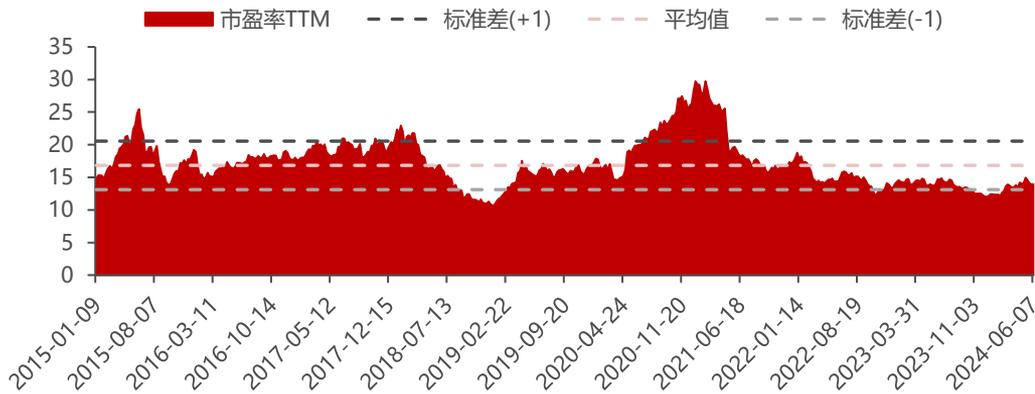
资料来源：Wind, 民生证券研究院

注：图表数据均截至2024年6月11日

1.1 行情回顾：估值与持仓均有所上升

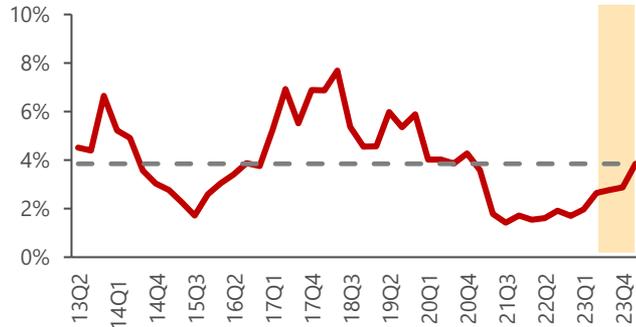
- 年初至今家电PE估值有所提升，但仍处于十年期低位。截至2024年6月11日，家用电器（申万）PE TTM由年初的12.33倍升至13.91倍，仍处于十年期均值-1倍标准差以下区间。分赛道来看，白电虽年初至今涨幅较大，但其估值分位却仅在十年期的20%左右，仍有较大上升空间，黑电小幅升至40%分位左右，照明设备及家电零部件处于历史低位。
- 家电行业公募基金配置比例持续上升。2024Q1家电行业公募基金配置比例为3.84%，较2023年初提升明显，约处于近10年来中位数水平。

图表：年初至今家电PE有所提升，但仍处于近十年均值以下(单位：倍)

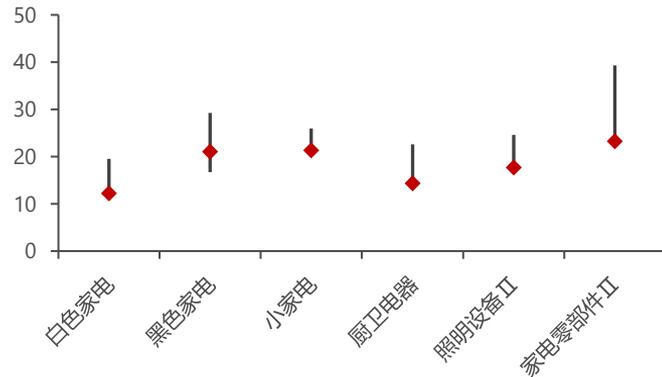


资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：24年上半年家电行业公募仓位回归中位数



图表：家电细分赛道PE TTM估值水平分化(单位：倍)

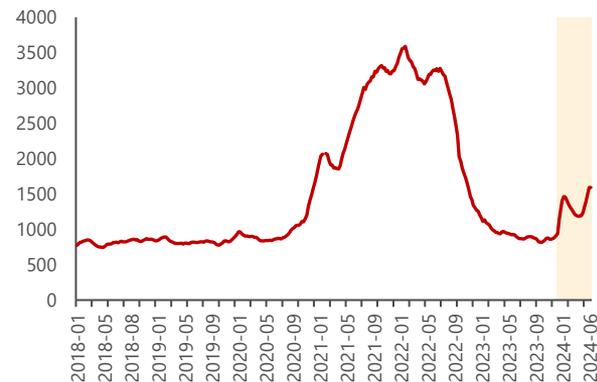


注：估值区间高点、低点分别为十年期PE TMM80%分位、20%分位；小家电采用剔除负值后的动态市盈率

1.2 成本端：原材料价格及海运费上升

- 年初至今，原材料价格整体波动上升。截至2024年6月11日，LME铜、LME铝、冷轧卷板平均价格及中国塑料行业指数较年初分别+15.0%、+10.36%、-11.0%及+14.15%。
- 国际海运费开启新一轮上涨。国际海运费从24年初开始持续上涨，4月中旬短暂回落后继续上涨，截至6月11日，CCFI指数较年初上升70.0%。

图表：CCFI出口集装箱运价综合指数波动上升



图表：24年至今铜铝及塑料等原材料价格波动上升，冷轧卷板价格下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 内销：消费者信心指数保持低位，家电内销小幅增长

□ 24年初至今我国消费信心指数保持低位，但家电内销同比有所增长。2024年初至今我国消费信心指数保持在90左右，消费者信心及预期仍有待恢复。2024年1-4月我国家用电器和音响器材销额累计同比+5.5%，家电内销有所增长或与更新需求释放有关。

图表：我国消费者信心指数小幅度回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2024年初至今家电内销同比有所增长



1.4 外销：24年初至今家电出口表现较好

□ 24年初至今家电出口表现较好，补库需求释放、成本上升导致备货提前等因素或均有影响。1-5月累计出口数量/销额（人民币）同比分别+24.6%/+14.0%（23年同期分别-1.8%/+0.6%），我们认为今年较好的表现并非基于同期低基数带来的红利，外销的增长或与多种因素有关：1）欧美等主要需求地区需求压制减缓，渠道、品牌补库需求逐渐释放，2）今年3月以来，国际铜、铝价格出现了明显的上涨，动荡的地缘政治局势导致欧洲方向航运价格快速上涨，成本快速上升或使得海外备货进度提前。

图表：2024年初至今我国家电出口金额累计同比+14.0%（单位：亿元）



图表：2024年初至今我国家电出口量累计同比+24.6%（单位：万台）



资料来源：Wind，民生证券研究院

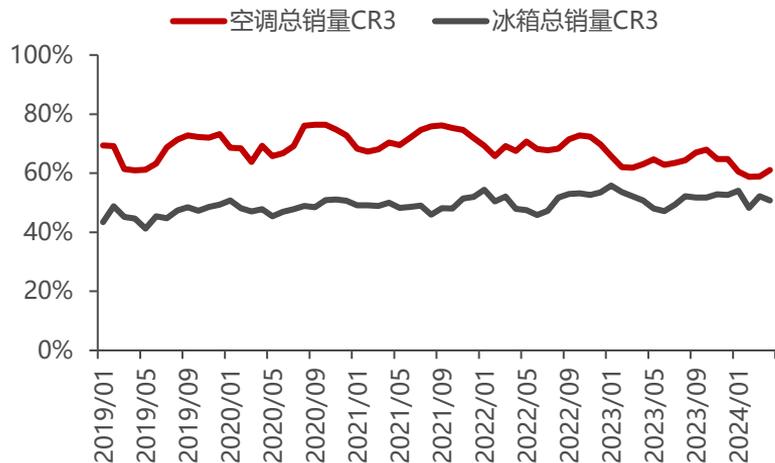


02. 投资主线一： 高分红+确定性的白电资产

2.1 白电：格局稳定的强经营韧性赛道

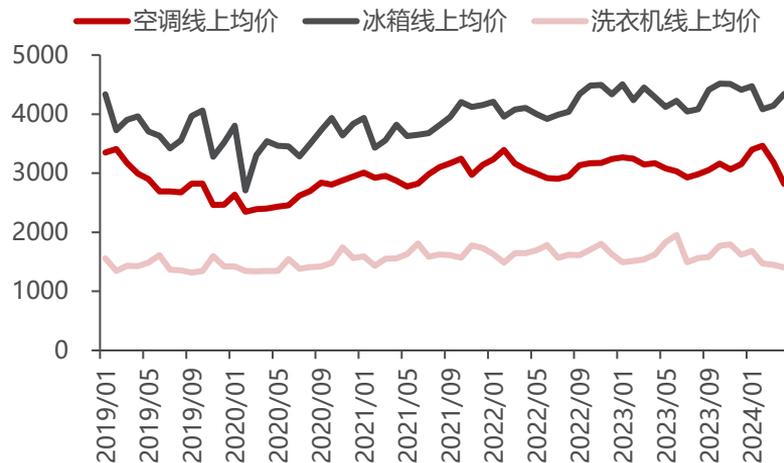
□ **白电行业格局稳定，具备强经营韧性。**截至2024年6月11日，白色家电指数（申万）年内涨幅26.36%，在全部申万二级行业中涨幅排名第一，市场对白电资产的经营韧性及盈利稳定性的认可度持续提升。白电格局稳定，龙头拥有行业定价权，近五年空调、冰箱CR3分别维持在70%、50%左右，空冰洗均价经过2019-2020年的价格竞争阶段后震荡向上，总体波动不大，行业景气较好时龙头企业可以通过提价追求利润，行业景气波动向下时亦可以通过降价提份额来平滑周期影响。

图表：近五年空调、冰箱CR3基本保持稳定



资料来源：产业在线，民生证券研究院

图表：近五年空冰洗线上均价稳中有波动（单位：元）



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

2.1 白电：存量更新需求成为主导，需求确定性有望进一步增强

□ 白电销售中更新需求逐渐成为主导。根据我们的测算，若假定我国白电产品更新周期的中枢为12年，则2015年-2022年期间空调、冰箱、洗衣机内销销量中更新需求占比分别由48%、68%、82%提升至61%、98%、95%。冰洗产品的销售基本已经完全由更新需求主导，而空调则由于渗透率仍在提升的原因，更新需求比例低于冰洗。

□ 白电需求的确定性有望进一步增强。在10年、12年、14年的换新周期假设下，冰洗销售的80%及以上均由更新需求贡献，空调对应比例也有50%及以上，虽然年初至今开工、竣工数据表现均一般，但在更新需求成为主力的背景下，我们仍看好今年白电内销的韧性。

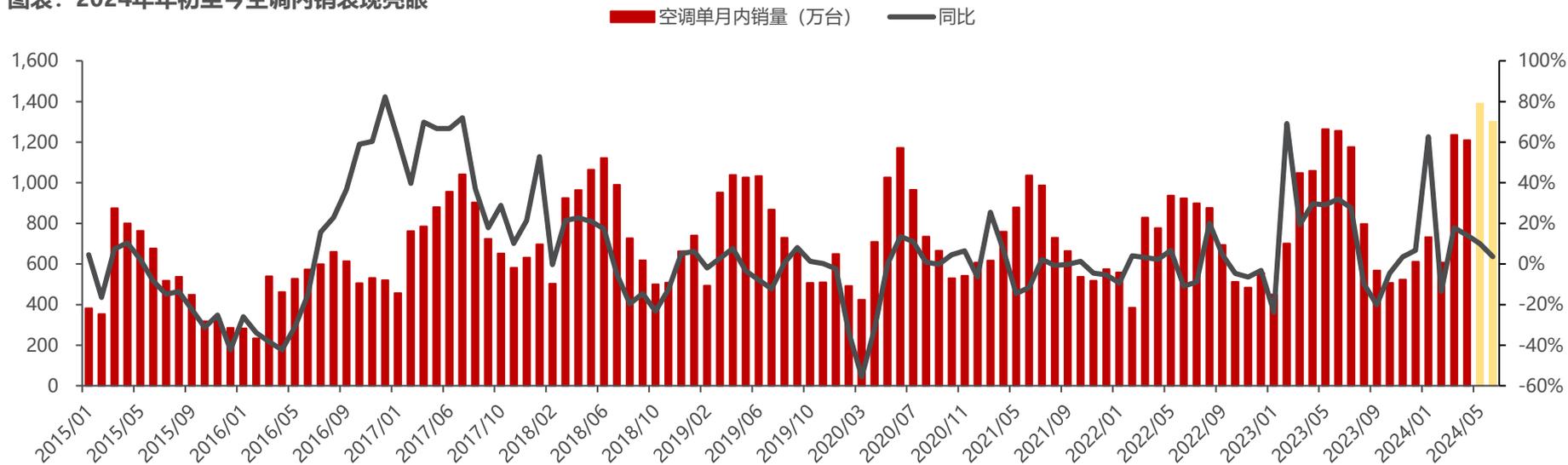
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
我国总人口 (万人)		138,326	139,232	140,011	140,541	141,008	141,212	141,260	141,175
平均每户人数		3.10	3.10	3.09	3.08	3.08	3.07	3.05	3.04
总户数 (万户)		44,621	44,914	45,311	45,630	45,782	45,997	46,315	46,439
每百户保有量 (台)	空调	81.52	90.88	96.15	109.30	115.64	117.74	131.20	133.90
	冰箱	89.00	93.50	95.30	98.76	100.90	101.80	103.90	104.20
	洗衣机	86.40	89.80	91.70	93.78	96.00	96.70	98.70	99.00
总保有量 (万台)	空调	36377	40817	43565	49873	52943	54156	60765	62182
	冰箱	39713	41994	43181	45065	46194	46825	48121	48390
	洗衣机	38553	40332	41550	42792	43951	44479	45713	45975
年度内销出货量 (万台)	空调	6288	6049	8875	8584	9212	8028	8470	8430
	冰箱	4894	4763	4480	3975	4238	4270	4265	4123
	洗衣机	3905	4115	4414	4089	4493	4291	4453	4033
10年更新周期假设									
年度更新总量	空调	3638	4082	4357	4987	5294	5416	6076	6218
	冰箱	3971	4199	4318	4506	4619	4683	4812	4839
	洗衣机	3855	4033	4155	4279	4395	4448	4571	4597
年度更新需求占比	空调	58%	67%	49%	58%	57%	67%	72%	74%
	冰箱	81%	88%	96%	113%	106%	110%	113%	117%
	洗衣机	99%	98%	94%	105%	98%	104%	103%	114%
12年更新周期假设									
年度更新总量	空调	3031	3401	3630	4156	4412	4513	5064	5182
	冰箱	3309	3500	3598	3755	3849	3902	4010	4032
	洗衣机	3213	3361	3463	3566	3663	3707	3809	3831
年度更新需求占比	空调	48%	56%	41%	48%	48%	56%	60%	61%
	冰箱	68%	73%	80%	94%	89%	91%	94%	98%
	洗衣机	82%	82%	78%	87%	82%	86%	86%	95%
14年更新周期假设									
年度更新总量	空调	2598	2915	3112	3562	3782	3868	4340	4442
	冰箱	2837	3000	3084	3219	3300	3345	3437	3456
	洗衣机	2754	2881	2968	3057	3139	3177	3265	3284
年度更新需求占比	空调	41%	48%	35%	42%	41%	48%	51%	53%
	冰箱	58%	63%	69%	81%	76%	78%	81%	84%
	洗衣机	71%	70%	67%	75%	70%	74%	73%	81%

资料来源：Wind，国家统计局，产业在线，民生证券研究院测算

2.2 白电内销：高基数下年初至今空调增速亮眼

□ 年初至今空调在高基数压力下表现依然亮眼。据产业在线，2024年1-4月空调累计出货3784万台，同比+16.1%，其中5月、6月排产分别1390、1300万台，同比分别+10.0%、3.6%。较高基数下空调内销仍然有不错的增长表现，我们认为主要与年初渠道库存偏良性，经销商现金较充裕，铜、铝、制冷剂大宗商品涨价迫使经销商提前备货等因素有关。

图表：2024年年初至今空调内销表现亮眼

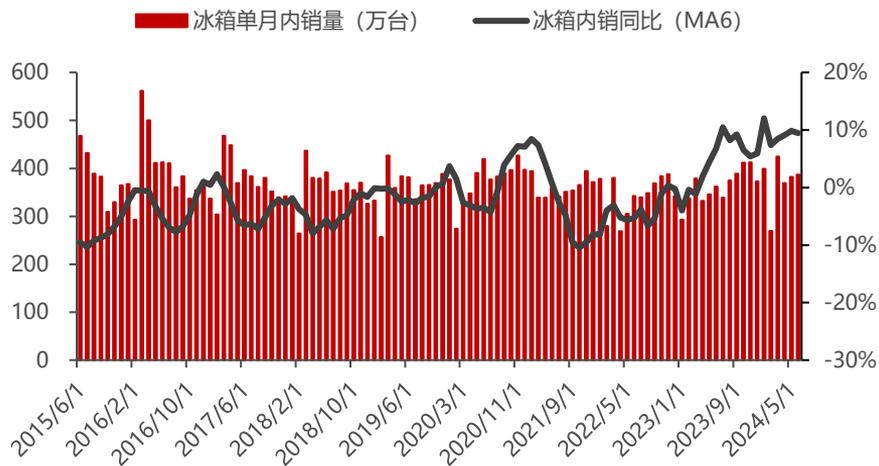


资料来源：产业在线，民生证券研究院 注：已剔除2017.2、2020.2、2021.2、2021.3的异常值，24年5、6月为排产数据及同比

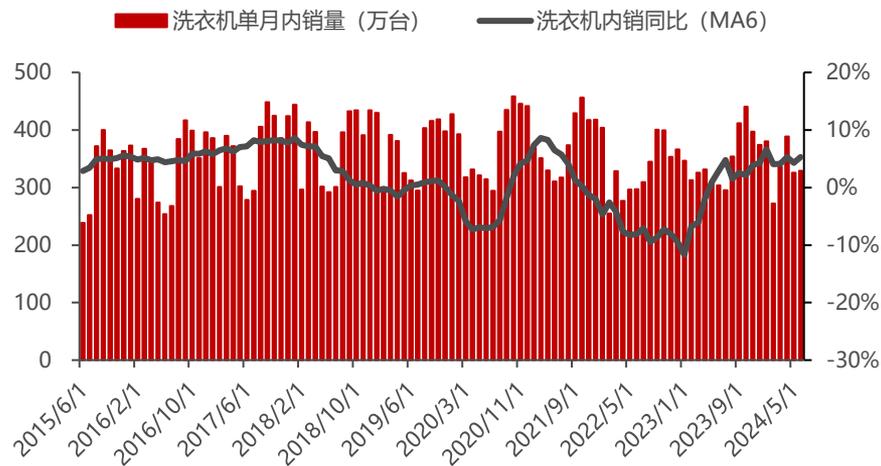
2.2 白电内销：更新需求引导下冰洗内销增速呈现明显的向上趋势

□ 24H1冰洗增速较好，或与集中更新需求时点渐进有关。24年初至今，冰洗内销增速保持在不错的水平，其中1-4月冰箱内销同比增长9.0%，洗衣机内销同比增长4.6%，5、6月的排产数据同样显示冰洗均有不错的增长。采用移动平均法平滑掉月度之间的波动后，不难看出冰箱内销的增速已经明显高于往年水平，洗衣机虽然没有达到新高，但同样已经逼近往年较快增速的区间。参考前文测算，若冰洗销售基本已被更新需求全盘接管的假设成立，则我们有理由认为家电下乡期间渗透率快速提升的冰洗产品或已进入集中换新需求的释放周期。

图表：冰箱内销增速出现明显向上趋势



图表：洗衣机内销已明显摆脱底部区间



资料来源：产业在线，民生证券研究院

注：已剔除2022.1、2022.2的异常值，2024.5、2024.6为排产数据

2.2 白电内销：“更新周期” + “以旧换新”政策带来的超预期潜力

□ “以旧换新”政策引导下换新需求有望释放，白电内销具备超预期潜力。家电下乡政策期间（2008年-2012年）白电销量出现了明显的提升，若考虑10-15年的使用寿命，政策期间渗透率快速提升的家电产品已经进入了理论换新周期。随着各地方政府、渠道、企业的响应，今年3月以来中央持续推进的“家电以旧换新”政策影响正逐级扩大，财政支持+强有力的政策引导或许能够有效的刺激消费者选择在本轮补贴周期中更换老旧家电产品，更新周期叠加政策催化有望带动白电内销超预期。

图表：渠道及企业“以旧换新”政策梳理

	企业							渠道			
	格力	美的	海尔	海信	TCL	长虹	奥克斯	京东	苏宁易购	天猫	抖音商城
“以旧换新”政策重点内容	总投入30亿元，单机补贴240-1000元	总投入80亿元，最高抵1000元	总投入10亿元，双补贴最高达20%，单台最高补贴2000元	覆盖300+型号产品，新机补贴最高2000元	双重补贴政策，享受旧机补贴和TCL厂家补贴，厂家补贴最高1000元，套购补贴最高5000元	以旧换新最高补贴1000元；政企双补最高2000元	奥克斯空调在最高抵扣1000元的基础上额外补贴200元，最高补贴1200元	投入30亿元用于以旧换新补贴	成交价格基础补贴10%，单件商品最高补1000元，单个用户最高补5000元	投入5亿元用于以旧换新补贴	推出“3年10亿绿电补贴计划”，三年内针对大家电类目投入10亿换新补贴

资料来源：经济观察报、艾肯家电网、中国青年网、各公司官网，民生证券研究院

2.2 白电内销：“换新周期” + “以旧换新”政策带来的超预期潜力

图表：省市地方“以旧换新”政策梳理

部分省市财政“以旧换新”补贴政策梳理

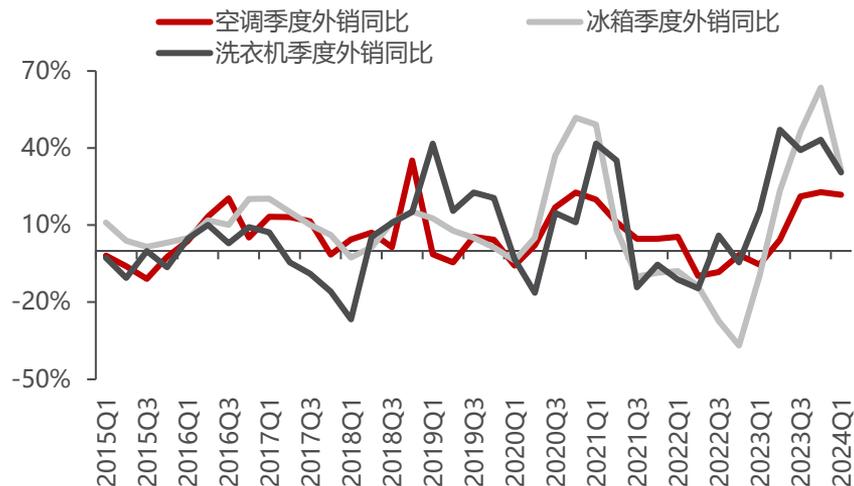
山西	省级财政补贴资金总规模2亿元，按不超过各市实际支出的50%给予补贴。按成交价格的10%享受一次立减机会，可购买若干件符合条件的补贴产品，最高不超过2000元。	吉林	省级及各地叠加补贴，按成交价格10%补贴，补贴上限为1000元/台；企业按家电品类进行补贴，不低于最终价格的5%；鼓励银行等金融机构叠加补贴，参与银行出资不低于2%。	黑龙江	补贴资金总额约1亿元，消费者购买二级能效以上的家电产品，按照剔除所有折扣优惠后成交价格的10%享受一次立减补贴，补贴额不超过1000元。	山东	省级财政安排资金2亿元支持各市开展家电以旧换新工作。按照省、市补贴资金比例1:3的配比，省级财政1亿元用于支持发放购新消费券，6000万元用于支持家电回收，4000万元用于家电销售奖励。
云南	省商务厅组织重点企业启动以旧换新活动，换新补贴最高可达20%，单品最高优惠5000元，多家企业叠加发放优惠券。	安徽	各地财政对个人消费者购买绿色智能家电，消费券（消费补贴）补贴标准最高可达销售价格10%	江西	统筹安排2亿元推出一系列惠民举措，鼓励引导新一轮消费品以旧换新。	江苏	去年省财政共安排绿色节能家电专项资金2亿元，今年将把绿色节能家电促消费专项活动与以旧换新工作结合起来。
青海	投入3500万元省级专项资金用于汽车、家电以旧换新和家装焕新。购买能耗等级2级及以上家电补贴15%，单笔上限1500元；购买其他能耗等级家电补贴10%，单笔补贴上限1000元。	湖北	补贴资金总额3.5亿元（以旧换新3亿元，回收补贴0.5亿元），补贴资金由省级财政与市州财政各负担50%。按成交价格的10%享受一次性立减补贴，单件商品补贴不超过1000元，单个消费者享受补贴不超过3000元。	广东	省财政首轮安排3.7亿元资金支持“以旧换新”消费券活动。对于家电“以旧换新”，活动期间，对消费者交售旧家电并购买绿色智能低碳的17类家电产品和手机类电子产品，财政向消费者发放一定比例的补贴。	海南	共安排补贴资金总额3000万元，分档给予补贴，累计金额超过10000元的，享受1000元补贴；超过7000元的，享受700元补贴；超过4000元的，享受400元补贴；超过2000元的，享受200元补贴。
河南	鼓励各地对消费者交售废旧家电并新购绿色智能家电、智能电子产品给予补贴，省财政对各地实际财政支出按照不超过30%给予奖补。	浙江	对达到要求的家电产品按照成交价格的10%左右享受立减补贴，单次补贴最高不超过1000元。	上海	补贴资金总额1.5亿元，消费者在参与企业的门店可购买若干件符合条件的补贴产品，按照剔除所有折扣优惠后成交价格的10%享受一次立减补贴，补贴额不超过1000元。	广西	对厨卫改造给予500—1000元补贴。消费贷信用卡分期补贴、企业专享消费券等活动，消费者还可享受1000元补贴。旧家电回收最高补贴400元现金。
宁夏	对17大类二级以上能效、单价1000元以上家电产品，成交价格的10%、不超过1000元标准进行补贴；单价500元及以上燃气灶具，按成交价格的20%、不超过1000元补贴。	北京	聚焦家电换“智”、家居“焕新”，重点支持26类绿色智能商品，对“促新”“换旧”双环节给予补贴，消费者购买新品时，可享受新品价格10%、单件商品最高1000元的优惠补贴。	四川	对七类绿色智能电器，按成交价格的10%给予补贴，单台(套)最高不超过1000元，每人限购3台(套)，对个人补贴累计不超过3000元。	重庆	中央及市级财政资金将投入超2.4亿元，预计将带动区县投入3亿元、带动各类企业、金融机构和平台累计投入超15亿元。对贡献突出的企业给予最高不超过200万元的市级财政资金奖补。

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

2.3 白电外销：季度增速处于高位，空、冰外销排产多次上修

□ 白电出口的季度增速已经均处于近十年偏高位置，多次上修的月度出口排产或预示着较为强劲的海外需求。我国白电出口增速的拐点出现在23Q2左右，其中冰洗恢复的斜率更大，空调其次。从产业在线披露的排产数据来看，白电2024年Q2及H1出口的增长已经确定，而空调、冰箱外销排产的多次上修则预示着海外需求改善的程度或持续超预期。

图表：白电出口已连续四季度正增长



图表：空调、冰箱2024年Q2外销排产均有不小幅度的上修

排产日期	4月排产			5月排产			6月排产		
	发布日期	2月	3月	4月	3月	4月	5月	4月	5月
空调外销增速	6.8%	18.6%	28.3%	6.2%	16.7%	33.8%	3.1%	16.6%	31.4%
冰箱外销增速	0.8%	7.7%	19.9%	1.3%	1.5%	9.7%	-1.4%	1.0%	7.3%
洗衣机外销增速	1.6%	1.6%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	3.2%	2.8%	4.7%

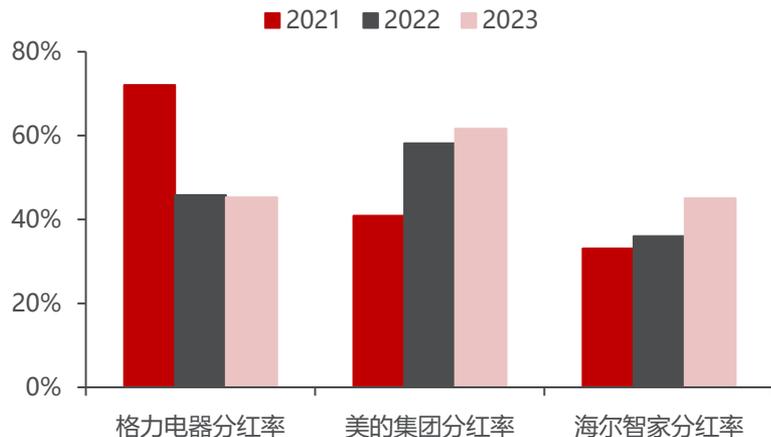
资料来源：产业在线，民生证券研究院注：此处增速指当月排产与去年同期相比

2.4

白电估值：“经营稳健+高股息+分红提升”的属性稀缺，估值中枢有望进一步提升

“经营稳健+分红提升”属性稀缺，白电估值中枢有望继续提升。当前的市场对盈利能力稳健、注重分红和投资者回报风格的标的的偏好明显加强，白电行业格局稳定，龙头企业依靠广泛而深入的渠道布局、完整且高效的供应链建设及较强的品牌力等优势，构建了较深的护城河，能有效的熨平需求的周期性波动。白电行业本身已经处于成熟阶段，龙头企业普遍现金流充裕，资本支出需求有限，近三年格力、美的、海尔资本开支占货币资金的比例均值分别仅为3.8%、9.4%、16.1%，“提质增效重回报”倡议下白电企业分红比率大概率能够进一步提升，以PB-ROE的投资视角来看，白电资产的估值中枢仍有较大提升空间。

图表：格力、美的、海尔近三年分红比例



图表：格力、美的、海尔近三年货币资金及资本开支情况（单位：亿元）

单位：亿元	格力电器			美的集团			海尔智家		
日期	货币资金	资本性支出	资本开支占比	货币资金	资本性支出	资本开支占比	货币资金	资本性支出	资本开支占比
2021	1169	57	4.9%	719	65	9.0%	459	71	15.4%
2022	1575	60	3.8%	553	71	12.9%	541	80	14.7%
2023	1241	35	2.8%	817	59	7.3%	545	97	17.9%
均值	1328	51	3.8%	696	65	9.4%	515	83	16.1%

资料来源：Wind，民生证券研究院

03. 投资主线二： 家电企业出海

3.1 出海：外销结构出现变化，新兴国家及地区逐渐成为增量的主要贡献

- 近年我国出口至中东、非洲、南美等新兴国家及地区的空调总量明显提升，新兴国家及地区家电渗透率提升的红利持续释放。拆分近5年我国空调的出口数据，不难发现2021年后我国对欧、对美空调的直接出口呈现下滑趋势，而中东、非洲及南美等地区则贡献了主要增量，其中“一带一路”沿线的中东区域增长亮眼。
- 24年初至今，欧洲、东南亚、南美空调出口量大幅增长，其中欧洲区域航运费上涨，订单或前移；东南亚方面或与近期高温天气有所关联。

图表：近年中东、非洲、南美等新兴地区空调出口增速显著快于欧美等传统出口市场

日期	年出口金额 (亿元)	同比	年出口数量 (万台)	同比	年出口均价 (千元/台)	同比
2019年	111.7		872.6		1.3	
2020年	129.2	16%	1073.4	23%	1.2	-6%
2021年	145.8	13%	1284.5	20%	1.1	-6%
2022年	167.0	15%	1220.3	-5%	1.4	21%
2023年	151.9	-9%	1154.7	-5%	1.3	-4%
2024年1-4月	43.5	49%	402.9	53%	1.1	-

日期	年出口金额 (亿元)	同比	年出口数量 (万台)	同比	年出口均价 (千元/台)	同比
2019年	51.8		396.7		1.3	
2020年	45.4	-12%	377.1	-5%	1.2	-8%
2021年	41.8	-8%	343.3	-9%	1.2	1%
2022年	47.8	14%	380.9	11%	1.3	3%
2023年	65.0	36%	524.3	38%	1.2	-1%
2024年1-4月	24.1	-3%	207.0	1%	1.2	-

日期	年出口金额 (亿元)	同比	年出口数量 (万台)	同比	年出口均价 (千元/台)	同比
2019年	90.6		948.0		1.0	
2020年	89.1	-2%	1027.7	8%	0.9	-9%
2021年	113.6	27%	1381.0	34%	0.8	-5%
2022年	99.1	-13%	1060.2	-23%	0.9	14%
2023年	82.0	-17%	790.1	-25%	1.0	11%
2024年1-4月	42.0	-22%	461.8	-23%	0.9	-

日期	年出口金额 (亿元)	同比	年出口数量 (万台)	同比	年出口均价 (千元/台)	同比
2019年	80.5		668.0		1.2	
2020年	88.1	9%	821.6	23%	1.1	-11%
2021年	80.7	-8%	784.2	-5%	1.0	-4%
2022年	81.7	1%	722.5	-8%	1.1	10%
2023年	88.3	8%	789.6	9%	1.1	-1%
2024年1-4月	43.5	49%	402.9	53%	1.1	-

日期	年出口金额 (亿元)	同比	年出口数量 (万台)	同比	年出口均价 (千元/台)	同比
2019年	145.6		816.8		1.8	
2020年	178.1	22%	1038.2	27%	1.7	-4%
2021年	154.3	-13%	881.6	-15%	1.8	2%
2022年	190.4	23%	955.4	8%	2.0	14%
2023年	228.7	20%	1176.5	23%	1.9	-2%
2024年1-4月	112.5	13%	600.5	15%	1.9	-

日期	年出口金额 (亿元)	同比	年出口数量 (万台)	同比	年出口均价 (千元/台)	同比
2019年	91.8		796.8		1.2	
2020年	89.4	-3%	833.8	5%	1.1	-7%
2021年	100.2	12%	874.4	5%	1.1	7%
2022年	107.5	7%	832.9	-5%	1.3	13%
2023年	147.0	37%	1256.0	51%	1.2	-9%
2024年1-4月	59.1	41%	523.3	53%	1.1	-

资料来源：海关总署，民生证券研究院

3.1 出海：外销结构出现变化，新兴国家及地区逐渐成为增量的主要贡献

- 欧美为冰冷产品的主要需求市场，从出口的绝对数量看，2021年后我国对欧美地区冰冷产品出口量逐渐回归常态，而中东、东南亚、非洲、南美等地区贡献了较多的绝对增量，除东南亚外，23年较21年相比我国对新兴国家及地区出口的冰箱+冷柜增量均在百万台以上。
- 从地区的增速来看，欧美市场或主要与其库存消化节奏有关，对其的出口增速自23年下半年回升至今；中东非区域大幅提速，我们判断或与地缘政治冲突导致相关地区出口订单转移至我国有关。

图表：近年中东、东南亚、非洲、南美等新兴地区冰箱、冷柜出口均提速

日期	年出口金额 (亿元)	同比	年出口数量 (万台)	同比	年出口均价 (百元/台)	同比
2019年	170.9		2020.0		8.5	
2020年	209.3	23%	2472.1	22%	8.5	0%
2021年	268.6	28%	2749.9	11%	9.8	15%
2022年	155.2	-42%	1665.1	-39%	9.3	-5%
2023年	200.6	29%	2164.1	30%	9.3	-1%
2024年1-4月	85.8	41%	920.3	34%	9.3	-

日期	年出口金额 (亿元)	同比	年出口数量 (万台)	同比	年出口均价 (百元/台)	同比
2019年	93.0		1060.4		8.8	
2020年	158.3	70%	2171.5	105%	7.3	-17%
2021年	167.7	6%	1957.3	-10%	8.6	18%
2022年	154.8	-8%	1677.6	-14%	9.2	8%
2023年	141.9	-8%	1672.1	0%	8.5	-8%
2024年1-4月	45.5	24%	526.1	31%	8.7	-

日期	年出口金额 (亿元)	同比	年出口数量 (万台)	同比	年出口均价 (百元/台)	同比
2019年	33.1		335.7		9.9	
2020年	41.9	26%	427.4	27%	9.8	-1%
2021年	42.7	2%	383.8	-10%	11.1	14%
2022年	38.9	-9%	337.3	-12%	11.5	4%
2023年	50.9	31%	502.4	49%	10.1	-12%
2024年1-4月	20.2	20%	199.7	15%	10.1	-

日期	年出口金额 (亿元)	同比	年出口数量 (万台)	同比	年出口均价 (百元/台)	同比
2019年	35.2		467.1		7.5	
2020年	33.3	-5%	471.5	1%	7.1	-6%
2021年	39.7	19%	484.9	3%	8.2	16%
2022年	34.3	-14%	418.5	-14%	8.2	0%
2023年	44.6	30%	592.2	42%	7.5	-8%
2024年1-4月	15.4	25%	205.8	28%	7.5	-

日期	年出口金额 (亿元)	同比	年出口数量 (万台)	同比	年出口均价 (百元/台)	同比
2019年	49.9		416.8		12.0	
2020年	49.4	-1%	441.0	6%	11.2	-6%
2021年	66.4	34%	515.8	17%	12.9	15%
2022年	74.5	12%	502.2	-3%	14.8	15%
2023年	71.2	-4%	578.7	15%	12.3	-17%
2024年1-4月	22.2	11%	182.8	13%	12.1	-

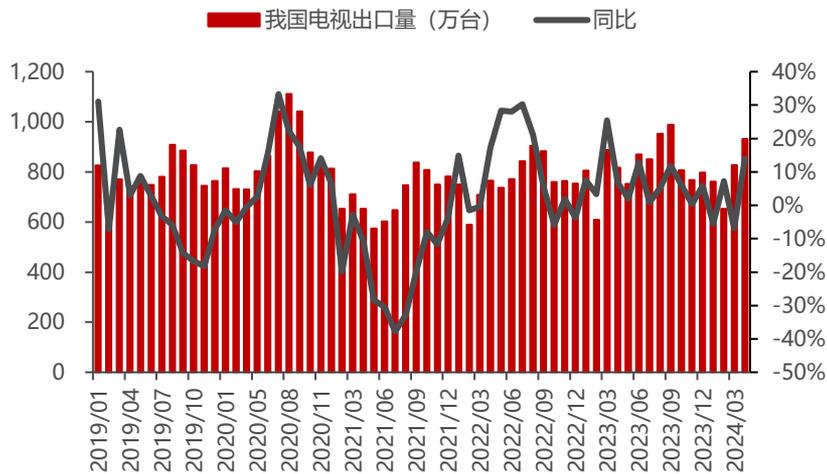
日期	年出口金额 (亿元)	同比	年出口数量 (万台)	同比	年出口均价 (百元/台)	同比
2019年	34.9		362.7		9.6	
2020年	40.7	17%	469.1	29%	8.7	-10%
2021年	63.0	55%	674.6	44%	9.3	7%
2022年	45.9	-27%	465.9	-31%	9.8	6%
2023年	71.8	56%	781.2	68%	9.2	-7%
2024年1-4月	28.8	79%	323.6	95%	8.9	-

资料来源：海关总署，民生证券研究院

3.2 黑电：欧洲赛事带动需求增长，我国品牌出海逻辑持续演绎

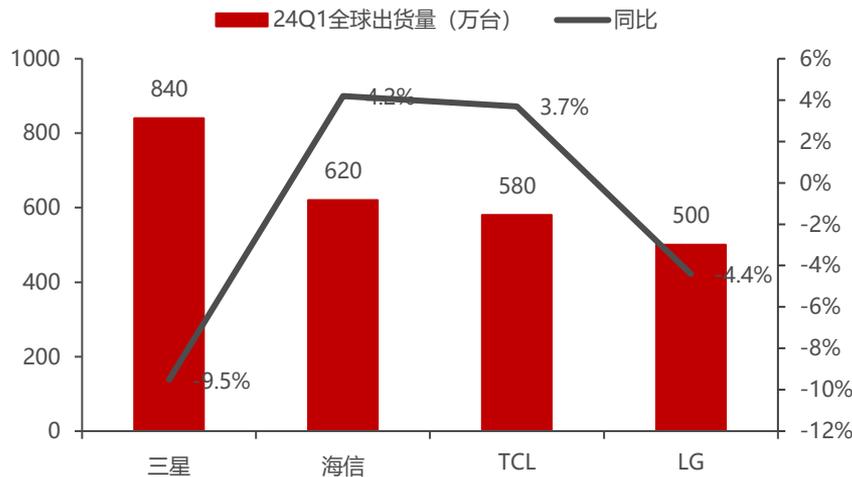
- **欧洲赛事需求强劲，我国24年1-4月电视出口同比正增。**在欧洲杯、奥运会等赛事的需求拉动下，2024年1-4月我国电视出口总量3172万台，同比+1.7%（23年同期增长11.0%）。
- **黑电品牌出海逻辑继续演绎，24Q1海信、TCL全球出货同比均实现增长。**据奥维睿沃，24Q1韩系品牌三星、LG全球出货同比均有所下滑，海信、TCL期间出货620、580万台，同比分别+4.2%、3.7%。

图表：2024年初至今在高基数下电视出口仍实现了增长



资料来源：Wind，民生证券研究院 注：电视出口数据中剔除了2020.2、2021.2的异常值

图表：24Q1出货量韩系同比下降，海信、TCL同比提升

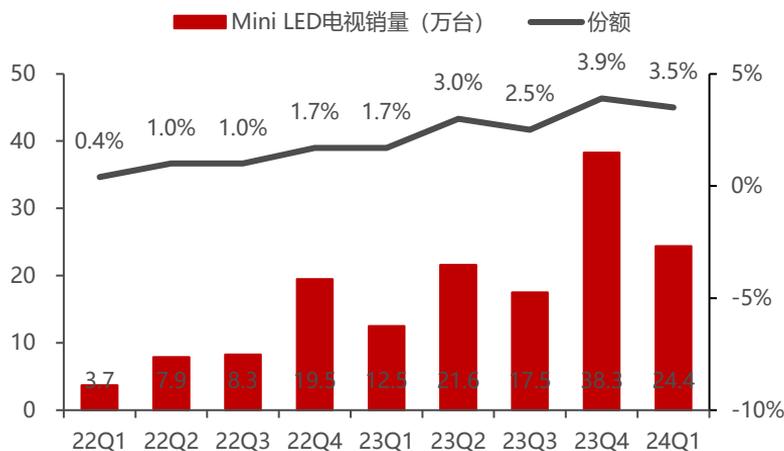


资料来源：奥维睿沃，民生证券研究院

3.2 黑电：Mini LED渗透率快速提升，我国品牌有望“弯道超车”

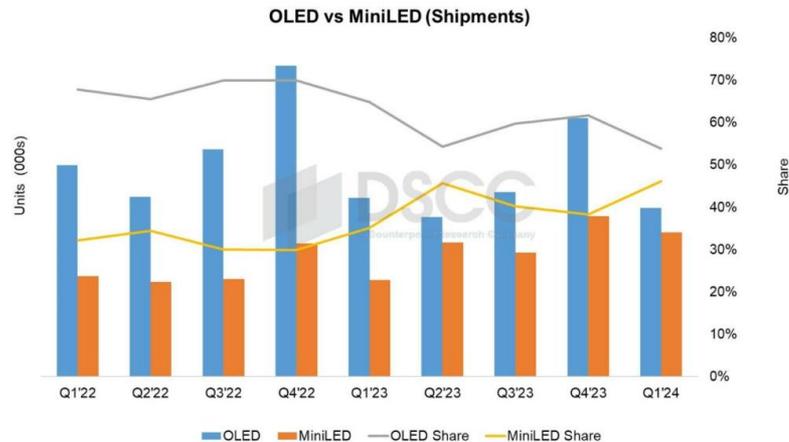
□ Mini LED渗透率显著提升，我国品牌有望借助此赛道实现“弯道超车”。随着Mini背光产业链提供的方案成熟度及标准化不断提高，叠加我国龙头品牌商对Mini LED技术持续的宣传及引导，Mini LED电视的接受度持续提升，内销市场渗透率由22Q1的0.4%快速提升至24Q1的3.5%，2024年“618”首周Mini LED线上销量渗透率达到20.2%。展望未来，我国背光产业链配套完善、成本优势明显，随着LCD面板产能进一步向我国企业转移，我国黑电品牌在LCD及Mini LED赛道的话语权逐渐加强，有望借助Mini LED产品实现对韩系品牌的“弯道超车”。

图表：2022年以来我国Mini LED电视渗透率持续提升



资料来源：奥维睿沃，民生证券研究院

图表：全球高端电视市场中Mini LED快速抢占OLED份额



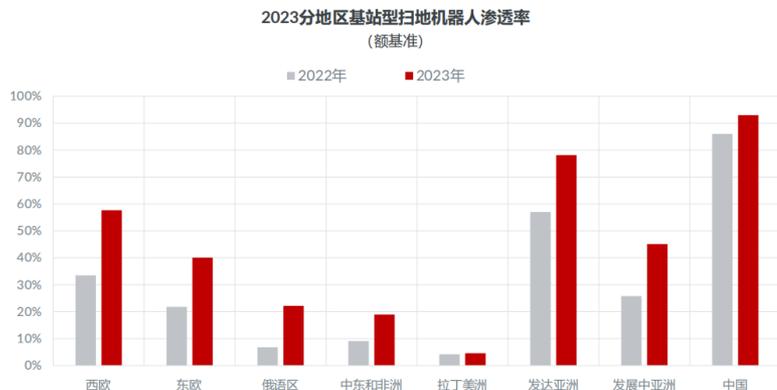
资料来源：DSCC，民生证券研究院

3.3

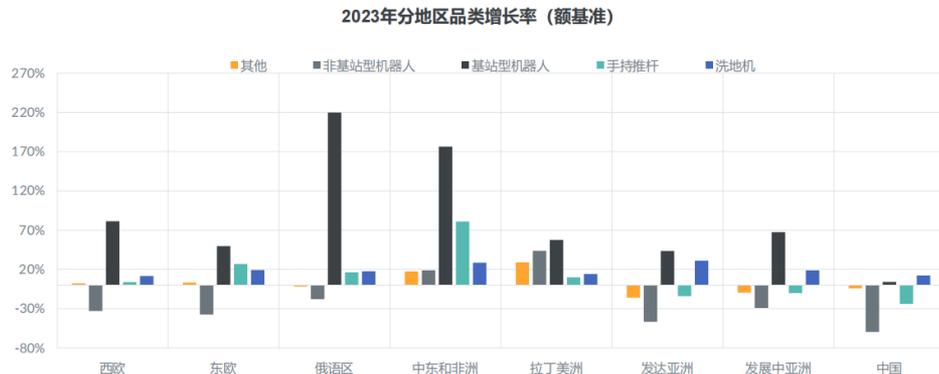
清洁电器：中国品牌主导海外市场产品结构升级

目前海外市场处于产品结构升级（基站产品占比还很低）阶段。当期中国市场扫地机器人的发展已经由基站型转向全能基站，以石头科技为代表的国产品牌在海外市场通过优秀的产品力+品牌力持续扩大全球市场份额，主导海外基站类产品渗透率提升。

图表：2023年分地区基站型扫地机器人渗透率（额基准）



图表：2023年分地区品类增长率（额基准）

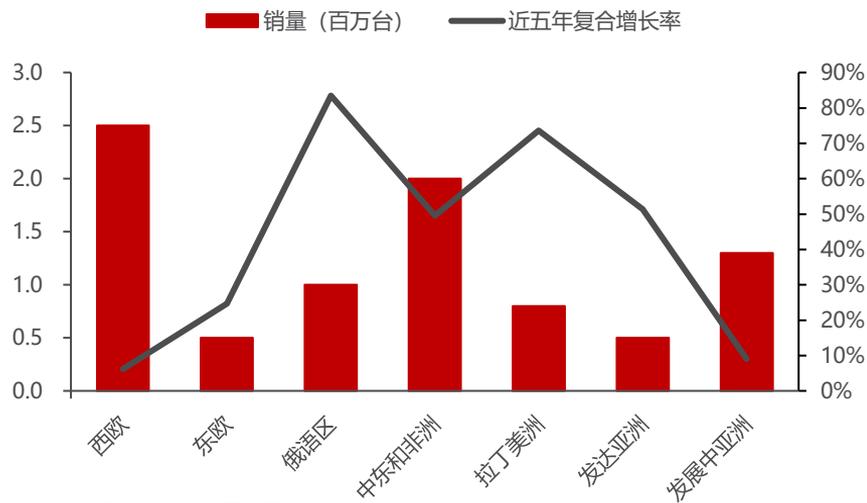


资料来源：GfK Estimate, 民生证券研究院

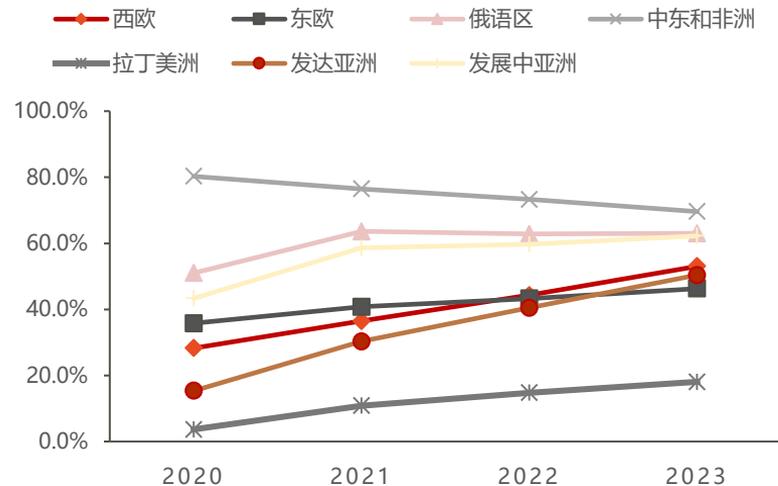
3.3 清洁电器：中国品牌主导海外市场产品结构升级

□ 国产品牌在全球大部分市场处于引领地位。根据GfK数据，除拉丁美洲和东欧外，中国品牌扫地机器人市占率在其他地区均超过50%。

图表：近年海外市场扫地机器人发展较快



图表：中国品牌扫地机器人市占率



资料来源：GfK Estimate, 民生证券研究院

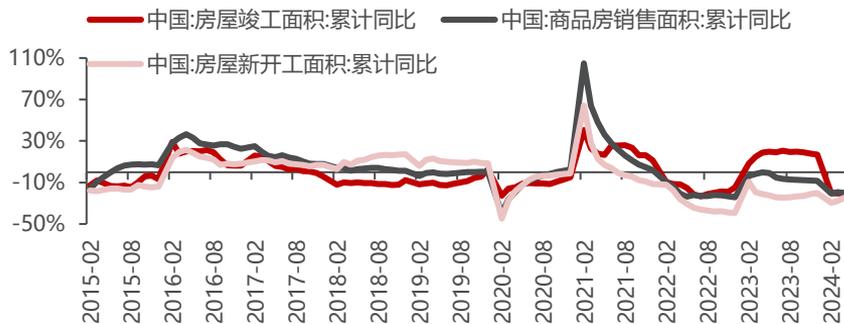
注：左图标销量数据为2023年

04. 投资主线三： 地产景气的边际修复

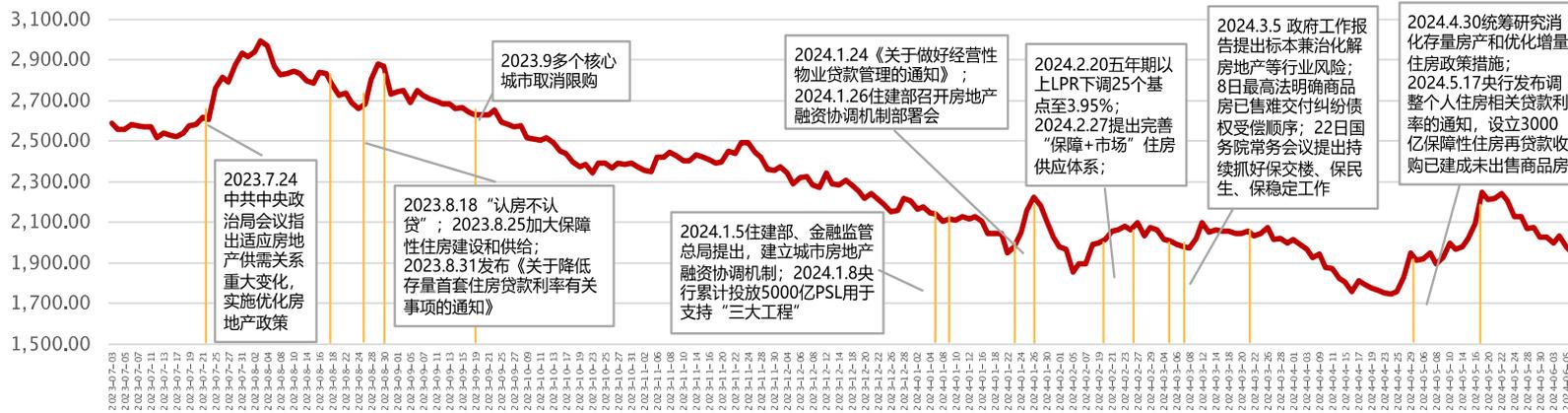
4.1 地产：楼市对政策敏感度较高，年初至今楼市仍承压

□ **开竣工放缓，地产需求仍乏力。** 房地产项目开工、竣工的节奏同样放缓。2024年1-4月，全国房屋新开工面积同比下降24.6%，其中住宅新开工面积下降25.6%。房屋竣工面积同比下降20.4%，住宅竣工面积下降21.0%。需求端态势同样相对疲软，2024年1-4月，全国房地产开发投资额同比下降9.8%，其中住宅投资下降10.5%。新建商品房销售面积同比下降20.2%，销售额下降28.3%；住宅销售面积下降23.8%，销售额下降31.1%。

图表：年初至今房地产仍承压仍较重



图表：地产走势对政策变化的敏感度较高



资料来源：Wind、新京报、央视网、新华社、中国人民银行官网，民生证券研究院

4.2 地产：新政“组合拳”出台，预期有望缓慢修复

- 新一轮地产政策“组合拳”出台，重点关注市场存量房去库。本轮地产政策“组合拳”较以往出台速度、力度明显加大，政策对供需两端均有较大影响，重点针对市场存量房消化。
- 4月政治局会议定调接下来楼市调控政策或将重点针对“存量房消化”，帮助资金困难房企解困：供给端，1) 支持地方政府回收企业的“库存土地”用于建设保障房及相关配套设施，5月已有部分区域政府开始收购存量住房用作保障房，2) 拟设立3000亿元规模的保障性住房再贷款，利率为1.75%，期限1年。需求端，5月17日央行等发布联合通知，1) 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，2) 首套和二套房贷最低首付比例分别降至不低于15%/25%（原20%/30%），3) 5月18日，央行宣布个人住房公积金贷款利率下调0.25个百分点。

2024年房地产部分政策一览

日期	事件	内容	日期	事件	内容
3月5日	2024年政府工作报告	明确了优化房地产政策、支持不同所有制房企合理融资需求、加快构建房地产发展新模式、加大保障性住房建设和供给、完善商品房相关基础性制度等工作。		国务院政策例行吹风会央行	1、设立3000亿保障性住房再贷款,用于收购已建未出售商品房2、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限3、首套住房和二套住房商业性个人贷款最低首付比例降至15%和25%4、下调个人住房公积金贷款利率0.25%。
3月22日	国务院常务会议	优化房地产工作,持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作,进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效,加快完善“市场+保障”的住房供应体系,改革商品房相关基础性制度,着力构建房地产发展新模式等。	5月17日	国务院政策例行吹风会住建部	打好商品住房项目保交楼攻坚战,防范处置风险,推动项目按时保质交付,让老百姓按合同约定如期拿到验收合格的房子;分类处置住房项目,不让违法违规者“金蝉脱壳”。
4月30日	中共中央政治局会议	1、持续防范化解房地产风险,压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任,切实做好保交楼工作;2、结合房地产市场供求变化和人民群众对优质住房的新期待,统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施,抓紧构建房地产发展新模式。		国务院政策例行吹风会自然资源部、国家金融监督管理总局	支持地方以合理价格收回、收购闲置存量住宅用地;对于不同所有制房企的“白名单”项目一视同仁,应贷尽贷。

资料来源：清河住建，民生证券研究院

05. 风险提示

- 1) 主要原材料价格波动的风险：**家电产品原材料成本占公司主营业务成本比例较高，其价格波动将会影响公司产品成本，从而影响公司盈利能力。
- 2) 需求不及预期风险：**家电市场需求受宏观经济及地产销售影响较大，宏观经济承压或地产销售低迷对家电需求会有一定负面冲击。
- 3) 市场竞争加剧风险：**海外市场及我国市场目前需求仍具有一定不确定性，若终端需求不及预期的情况下，前期较为饱满的订单及排场或有一定堆积可能，导致竞争加剧，或将对公司经营业绩产生一定影响。

THANKS 致谢

家电研究团队：

分析师 汪海洋

执业证号：S0100522100003

邮件：wanghaiyang@mszq.com

分析师 王刚

执业证号：S0100522020001

邮件：wanggang_yjy@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。