强于大市(维持)

强于大市



家用电器

上次建议:

投资建议:

新兴市场的来路与征程

复苏后半程新兴市场弹性突出

本轮出口周期自 2023 年进入修复通道, 2024 年起频超预期, 持续好于中个位数的历史中枢; 期间新兴市场恢复节奏与出口整体基本同步, 但复苏后半程弹性突出, 增速大幅超越低基数修复范畴。2023 年我国近 1/3 家电品类出口规模创历史新高, 若从增量视角拆分区域贡献, 头部新兴与长尾市场都功不可没, 拉美增速与增量均在前列, 亚洲中东空调增长突出, 东南亚小家电表现较好, 且各品类前 20 以外长尾市场均有"超额增量"贡献。

▶ 高增出口目的地需求难言景气

增长的来由不外乎景气和格局,以 2023 年我国家电出口高增的 12 个新兴国家为样本,其欧睿口径下家电零售表现平淡,提速国家占比不足五成且幅度有限。以宏观环境佐证,主要新兴国家实际产出增长第一梯队仅与中国相近,南美两国明显偏弱,而中国出口及本土零售表现相对较好的巴西和土耳其,通胀波动较大且地产低迷,整体宏观环境也未提供耐用品需求走强的条件。综上,对新兴出口高增的事实,结构性的弱景气缺乏解释力。

中国制造竞争力提升或是正解

需求拉力无显著增强, 题眼就落在供给的推力。相对同为全球家电头部供给力量的土耳其/泰国/波兰等国, 2023年中国家电出口表现明显占优,结合需求景气一般的背景, 可见中国出口份额正系统性提升。制造端竞争优势是中国家电出海的底牌, 在通胀错位助推价格优势的契机下, 或又成为新兴市场份额突破的起点。长序列的品牌份额提升虽是慢变量, 欧美龙头对边缘市场的经营与产能收缩却有迹可循,格局量变在战事中场悄然积累。

▶ 中长期空间赋新兴市场以溢价

份额之外,空间赋予的增长期权也是新兴市场核心价值所在。四大新兴市场区域中,亚太及中东非大家电渗透率普遍偏低,白电户均保有量均在 0.6 台以下; 品类间对比看,依赖气温、发展偏晚的空调渗透率最低,新兴地区保有量均不超 0.5 台/户,而电视除中东非外保有量均在 1 台/户以上,相对饱和。基准情形测算下,主要新兴市场的空调/冰箱/洗衣机达到渗透稳态前的增长空间,大致与 2023 年中国大陆市场规模的 1.0-1.5 倍相当。

经营护航之下,有底气的上涨

年初以来家电出口表现频超预期,新兴市场在复苏后半程贡献了绝大部分增量和弹性,市场对其持续性多有关注。出口重启且规模新高的 2023 年,多数高增新兴市场需求难言景气,中国以外的核心出口国表现迥然,指向全球产能份额系统性提升,而价格竞争力与海外龙头势力收缩或是主因。展望后续,更新大周期内销韧性为底,弹性可期,制造/品牌出海看点十足,持续推荐质地优异且经营稳健的白电龙头,关注出海及内销困境反转机遇。

风险提示: 1)海外需求不及预期; 2)原材料成本上涨; 3)空调库存大幅积累; 4)外资大幅波动。

相对大盘走势



作者

分析师: 管泉森

执业证书编号: \$0590523100007 邮箱: guangs@glsc.com.cn

分析师: 孙珊

执业证书编号: S0590523110003 邮箱: sunshan@glsc.com.cn

联系人: 蔡奕娴

邮箱: caiyx@glsc.com.cn

相天报告

1、《家用电器: 背靠内外需韧性, 拥抱新一轮集中家用电器行业 2024 年中期投资策略》2024.06.20 2、《家用电器: 产业在线 5 月空调数据简评: 内销符合预期, 出口增势持续》2024.06.19



正文目录

1.	新高之际, 新兴助力几何?	. 4
	1.1 长尾市场贡献超额增量	
	1.2 节奏较同步而弹性更高	
2.	按图索骥,供需如何演绎?	
۷.		
_	2.2 价格竞争力驱动产能替代	
3.	放眼长期,天花板有多高?	
	3.1 远期空间以空调最具看点	
	3.2 成长曲线难直接对标国内	
4.	风险提示	22
क्रि	‡ 디크	
图 2	表目录	
阿丰	: 1: 2023 年家电主要品类出口美元额前 20 大国别市场增长拆分(百万美元	. `
图表		
		. 4
图表		
图表		
图表		
图表	:5: 土耳其家电相关零售指数及同比增速	. 7
图表	6: 墨西哥家电及家居相关零售指数同比增速	. 7
图表	7: 印尼家电实际零售销售指数同比增速	. 7
图表		
图表		
	10: 2021 年以来新兴各国政策利率变化路径(%)	
	11: 新兴各国工业生产指数同比	
	13: 2008年以来土耳其住宅销售量及同比增速	
	14: 墨西哥电子电器产品进口额及同比增速	
	: 15: 印尼电器/音像设备/电视进口额及同比增速	
图表	16: 空调(含部件)主要出口国 2023 年出口增长情况	. 9
图表	17: 冰箱(含部件)主要出口国 2023 年出口增长及增速	. 9
图表	: 18: 洗衣机(含部件)主要出口国 2023 年出口增长情况	10
图表	: 19: 彩电主要出口国 2023 年出口增长及增速	10
	20: 电动类主要出口国 2023 年出口额增长及增速	
	21: 电热类主要出口国 2023 年出口额增长及增速	
	22: 家电出口主要品类整体及分地区季度量价同比	
	23: 2014-2023 年主要新兴市场中国家电公司份额变化情况(%)	
	23: 2014 2023 千王安丽只下汤、茵尔尼公司仍顿交伦间的(加)	
	25: 近9个季度海外家电龙头新兴市场营收增速及分区域盈利能力	
	26: 近年欧美家电龙头经营及产能收缩动作频频	
	27: 近年来惠而浦美洲以外工厂数量有所缩减	
图表	£ 28: 近十年 SEB 集团代工生产比例趋势提升	
图表	: 29: 中国及主要新兴市场区域/国家家庭户规模及推算主要家电品类户均存	-量
		16
图表	30: 各国家/地区空调户均保有量及夏季高温分布情况	17
	31: 各国家/地区空调户均保有量及夏季均温分布情况	
	23: 新兴市场家用空调存量及市场空间测算	
	33: 新兴市场冰箱、洗衣机存量及市场空间测算	
4		. 5



图表 34:	主要新兴市场国家及中国大陆空调渗透进程对比	. 19
图表 35:	主要新兴市场国家及中国大陆冰箱渗透进程对比	. 19
图表 36:	中日韩新空调渗透曲线各阶段节奏及宏观环境对比	. 19
图表 37:	中国冰箱保有率提升节奏与人均 GDP 增长	. 19
图表 38:	日本冰箱保有率提升节奏与人均 GDP 增长	. 19
图表 39:	1962-2024年日本空调保有率及保有户均拥有量变化情况	. 20
图表 40:	1962 以来日本冰箱保有率变化及保有户均拥有量	. 20
图表 41:	1962 以来日本洗衣机保有率变化及保有户均存量	. 20
图 丰 12.	文 更新 兴市 杨 国 安 乃 坳 区 安 坝 烂 标	21

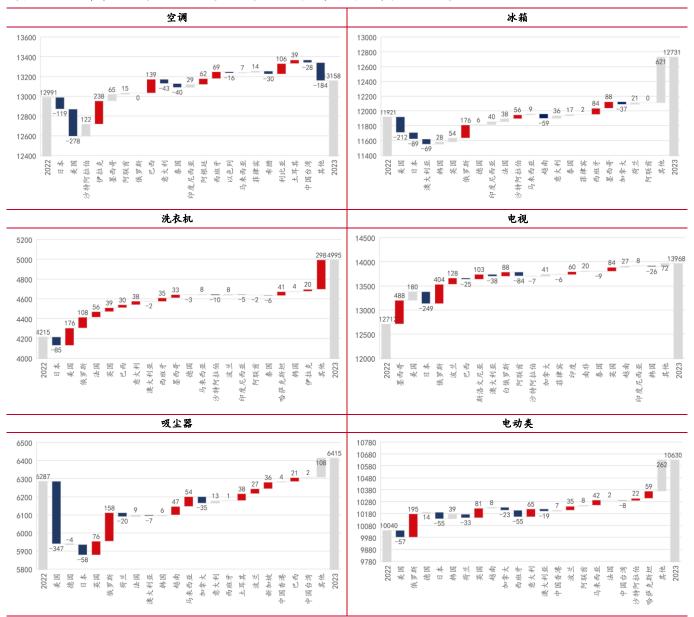


1. 新高之际, 新兴助力几何?

1.1 长尾市场贡献超额增量

将 2023 年家电主要品类的出口额增长拆分到国别,新兴市场在本轮家电出口景气中的重要性一目了然。除洗衣机普涨且美国、西欧均有正贡献之外,各品类规模前 20 出口目的地中,新兴市场国家增长表现抢眼:拉美巴西(空调/洗衣机/吸尘器)、墨西哥(冰箱/洗衣机/电视)增速与贡献均在前列;亚洲中东国家空调贡献突出,东南亚吸尘器/电动类表现较好;此外,俄罗斯低基数修复,除空调外均有 20%以上高增。核心市场之外,冰洗、吸尘器及电动类的长尾市场都贡献了"超额增量":规模前 20 以外的其他国家,在冰箱/洗衣机/吸尘器/电动类 2023 年出口总额中分别占31%/30%/14%/22%,而对各品类当年出口额净增长的贡献率'分别为 77%/38%/84%/44%。

图表1: 2023 年家电主要品类出口美元额前 20 大国别市场增长拆分 (百万美元)



资料来源:海关总署,国联证券研究所

注: 柱状图以长度表示绝对增量, 颜色表征增速, 其中红/蓝色分别表示 2023 年增速大于 20%/小于 0%。

¹ 对各国当年出口额变动/品类出口总额变动。



1.2 节奏较同步而弹性更高

节奏上看,近三年家电向新兴市场出口的恢复节奏与外销整体基本一致,疫情后需求集中释放带来的增速高点在 2021Q1 前后,此后基数走高需求回落,极限跌幅多在 2022Q4,2023 年进入修复通道。时间先后差异不大,新兴对出口整体的带动主要体现在幅度:以基数最低的 2023Q4 为观测点,空调/冰箱/洗衣机/吸尘器/电动类出口总额分别同比+13%/+35%/+23%/+9%/+17%,而上年同期分别同比-13%/-31%/-13%/-24%/-26%,除洗衣机外均以低基数修复为主;而同期新兴市场出口额同比增幅多数大幅超越同期降幅,典型如拉丁美洲,空调/冰箱/洗衣机分别同比+63%/+94%/+53%,上年同期分别-14%/-37%/-24%,两年 CAGR 在高单位数以上,显著快于行业整体。2024年1-5月,新兴增势延续,多数品类景气已持续近1年,普遍好于疫前的8个季度。

图表2: 2018Q1 至今主要品类新兴市场出口额季度同比增速

	国家/地区	2018Q1	201802	201803	2018Q4	201901	201902	201903	201904	202001	202002	2020Q3	202004	202191	202102	202103	202104	202291	202202	202203	2022Q4	202301	202302	202303	202304	202401	24114-5
	出口总额	20%	9%	-4%	3%	<u>-11%</u>	-6%	9%	<u>-3%</u>	<u>-5%</u>	9%	<u>4%</u>	18%	20%	<u>3%</u>	12%	21%	14%	4%	<u>5%</u>	<u>-13%</u>	<u>-5%</u>	<u>2%</u>	0%	13%	<u>8%</u>	15%
	亚洲(除日本)	32%	10%	-15%	-20%	-24%	-4%	31%	23%	9%	9%	3%	29%	-2%	-6%	1%	6%	19%	18%	10%	-7%	-5%	6%	14%	21%	20%	19%
	东南亚五国	40%	25%	19%	13%	5%	15%	27%	63%	34%	26%	10%	-10%	27%	21%	-12%	38%	14%	-14%	11%	-10%	-25%	8%	20%	23%	46%	51%
	土耳其	6%	24%	-58%	-82%	-61%	-58%	2%	57%	-2%	65%	60%	184%	32%	-17%	7%	-32%	-3%	48%	5%	-30%	84%	-16%	33%	177%	22%	51%
空	11/24	6%	48%	6%	-20%	26%	5%	28%	23%	-28%	-11%	-5%	-7%	16%	-30%	19%	6%	10%	40%	6%	-8%	39%	30%	12%	32%	-4%	2%
调	拉丁美洲	20%	22%	-6%	-32%	-20%	-14%	3%	31%	-2%	-13%	-11%	18%	64%	23%	10%	-4%	-5%	24%	12%	-14%	6%	22%	35%	63%	50%	17%
Nel.	巴西	47%	83%	-6%	-52%	-12%	-2%	24%	108%	60%	-16%	-13%	15%	97%	32%	-8%	-17%	-51%	-15%	30%	-23%	0%	59%	23%	108%	166%	66%
	基面等	4%	11%	26%	6%	-15%	0%	19%	-18%	-13%	-8%	-38%	-2%	37%	27%	71%	33%	35%	19%	-2%	31%	-3%	-3%	31%	62%	37%	5%
	安山市 阿根廷	80%	43%	2%		-54%	-61%	-44%	-5%	-16%	-37%	43%	256%	215%	23%	-17%	-31%	-28%	181%	-20%	-22%	25%	47%	66%	-42%	-68%	-68%
					-61%																						
	後罗斯	-41%	-42%	29%	128%	32%	-9%	-22%	-42%	-25%	-15%	-22%	26%	16%	35%	128%	227%	92%	46%	73%	-41%	-1%	5%	-26%	26%	-1%	28%
	西班牙	52%	2%	-69%	-39%	-27%	27%	147%	4%	-25%	5%	27%	60%	46%	13%	30%	-16%	-6%	-26%	-56%	-18%	34%	28%	88%	53%	48%	45%
	国家/地区	201891	201802	201893	201894	201991	201902	201993	201994	202001	202002	202003	202004	202101	202102	202103	202194	202291	202202	202203	202204	202391	202302	202303	202304	202491	24114-5
	出口总额	12%	12%	17%	14%	8%	2%	2%	0%	-7%	-24%	34%	52%	73%	90%	12%	9%	2%	<u>-7%</u>	-16%	-31%	-17%	4%	13%	35%	27%	19%
	亚洲(除日本)	9%	9%	10%	6%	15%	12%	22%	19%	-8%	-27%	8%	18%	46%	67%	10%	15%	5%	3%	24%	-2%	-1%	12%	-6%	14%	17%	7%
	东南亚五国	25%	25%	27%	4%	18%	6%	21%	32%	-12%	-19%	12%	3%	67%	86%	10%	31%	32%	24%	40%	3%	-5%	5%	-9%	13%	20%	-4%
	土耳其	-5%	-10%	-27%	-22%	-31%	15%	92%	214%	56%	-35%	-63%	-49%	-41%	-39%	158%	42%	-18%	200%	-34%	43%	339%	82%	77%	-22%	-26%	-51%
冰	非洲													32%													
		2% 17%	5% 13%	20%	25%	11%	-6% 6%	2%	-11%	-13%	-41% -22%	-9% 5v	22% 49%	91%	81% 178%	29%	12%	1% 4%	3%	-12% -22¥	-35% -27%	-2%	24% 45%	19% 78%	43% 94%	31% 65%	-4% 55%
箱	拉丁美洲	17%	13%	-1% 25%	11%	3%	8%	6% 24%	1% 53%	3% 12%	-33%	5%			178%	60%	8%	-5%	-30% -42%	-23%	-37% -46%	-13%	45% 111%	78%	164%		114%
	巴西					27%					0%	91%	146%	266%						1%		2%				82%	
	基面哥	53%	55%	21%	24%	-4%	-2%	22%	26%	22%	-21%	3%	16%	39%	76%	35%	41%	50%	18%	29%	9%	37%	56%	62%	80%	52%	42%
	阿根廷	99%	77%	-21%	-74%	-72%	-56%	-27%	111%	200%	-65%	-17%	-27%	-29%	160%	76%	47%	58%	24%	26%	4%	-51%	65%	9%	-52%	-39%	-57%
	俄罗斯	36%	18%	43%	63%	45%	6%	12%	-30%	-43%	-31%	36%	113%	154%	164%	3%	-8%	-33%	-47%	30%	107%	95%	200%	48%	8%	20%	-20%
	西班牙	28%	16%	30%	40%	23%	33%	17%	7%	-7%	-50%	41%	51%	81%	91%	17%	22%	-33%	-23%	-64%	-63%	13%	48%	96%	88%	1%	24%
	国家/地区	201891	2018Q2	201803	2018Q4	201991	201902	201903	201904	202001	202002	2020Q3	202004	202101	202102	202103	202104	202201	202202	202203	2022Q4	2023Q1	202302	2023Q3	2023Q4	202491	24M4-5
	出口总额	<u>4%</u>	17%	<u>7%</u>	0%	<u>7%</u>	3%	9%	9%	-10%	-6%	19%	17%	60%	37%	-1%	12%	-3%	-13%	4%	<u>-13%</u>	<u>-1%</u>	31%	23%	23%	26%	8%
	亚洲(除日本)	2%	-1%	-9%	-20%	-3%	10%	13%	20%	-2%	-12%	3%	11%	53%	35%	-4%	7%	-4%	-6%	18%	-1%	7%	19%	8%	3%	10%	8%
	东南亚五国	19%	8%	22%	-11%	-3%	-3%	-8%	33%	13%	-2%	49%	14%	65%	83%	-7%	30%	10%	2%	39%	-13%	-3%	-6%	-23%	1%	16%	12%
洗	土耳其	-49%	-51%	-24%	-7%	15%	17%	33%	1%	-15%	-22%	-33%	-21%	-55%	-27%	-13%	-7%	18%	28%	-42%	-58%	52%	27%	91%	88%	-17%	52%
	세 34	-11%	57%	13%	0%	2%	2%	15%	3%	-39%	-36%	-14%	-4%	61%	30%	-10%	-11%	-16%	-8%	-16%	-21%	-3%	20%	97%	51%	48%	5%
衣	拉丁美洲	11%	9%	-26%	-15%	-9%	-3%	20%	-8%	8%	-21%	23%	55%	43%	72%	-3%	-4%	-4%	-21%	-6%	-24%	-6%	42%	52%	53%	52%	18%
机	巴西	4%	-24%	-65%	-27%	4%	42%	232%	32%	74%	-4%	72%	123%	32%	71%	-32%	-26%	1%	-13%	8%	-21%	-19%	45%	38%	62%	34%	-4%
700		-174			27.0	-1.4	-12.70	LOLIS	OLIV	7-174	-1.4	1 2.74	1200	OL.	7.174								1			45%	75%
	254	50%	20%	1.6%	8%	5%	-13%	-74	-10%	-10%	-14%	46%	20%	63%	82%	-74							28%	124			
	基面等	50%	29%	16%	8%	5% -40%	-13%	-7% -10¥	-10%	-19% 20%	-14% -EV	46%	20%	63%	82%	-7%	8%	-10%	-10%	10%	-1% -169	25%	28%	42%	57%		
	阿根廷	20%	-8%	-76%	-95%	-69%	-63%	-19%	188%	28%	-5%	24%	156%	9%	50%	-33%	-15%	13%	-31%	193%	-16%	-7%	72%	-23%	-21%	-13%	-48%
	阿根廷 俄罗斯	20% 45%	-8% 55%	-76% 58%	-95% 16%	-69% 2%	-63% -25%	-19% 5%	188% -1%	28% -28%	-5% -6%	24% 23%	156% 77%	9% 109%	50% 100%	-33% -26%	-15% -44%	13%	-31% -41%	193% 173%	-16% 258%	-7% 340%	72% 369%	-23% 5%	-21% -1%	-13% 20%	-48% -36%
	阿根廷	20%	-8%	-76%	-95%	-69%	-63%	-19%	188%	28%	-5%	24%	156%	9%	50%	-33%	-15%	13%	-31%	193%	-16%	-7%	72%	-23%	-21%	-13%	-48%
	阿根廷 後罗斯 西班牙 国家/地区	20% 45% 16% 201891	-8% 55% 36% 201802	-76% 58% 24% 2018Q3	-95% 16% 9% 2018Q4	-69% 2% 16% 201991	-63% -25% -5% 201902	-19% 5% 7% 2019Q3	188% -1% -4% 2019Q4	28% -28% -21% 202091	-5% -6% -28% 2020Q2	24% 23% 18% 2020Q3	156% 77% 31% 2020Q4	9% 109% 97% 202101	50% 100% 85% 202102	-33% -26% 20% 2021Q3	-15% -44% 30% 202104	13% -44% 2% 202291	-31% -41% 7% 202202	193% 173% -41% 2022Q3	-16% 258% -53% 2022Q4	-7% 340% -20% 202301	72% 369% 38% 202302	-23% 5% 105% 2023Q3	-21% -1% 81% 2023Q4	-13% 20% 43% 202491	-48% -36% 27% 24M4-5
	阿根廷 依罗斯 西班牙 四家/地区 出口总额	20% 45% 16% 201891 17%	-8% 55% 36% 201802 12%	-76% 58% 24% 2018Q3 19%	-95% 16% 9% 2018Q4 15%	-69% 2% 16% 201901 5%	-63% -25% -5% 201992 5%	-19% 5% 7% 2019Q3 2%	188% -1% -4% 2019Q4 -5%	28% -28% -21% 202001 -15%	-5% -6% -28% 202092 13%	24% 23% 18% 2020Q3 45%	156% 77% 31% 2020Q4 62%	9% 109% 97% 202101 103%	50% 100% 85% 202102 44%	-33% -26% 20% 2021Q3 -2%	-15% -44% 30% 2021Q4 -10%	13% -44% 2% 202201 -17%	-31% -41% 7% 202202 -21%	193% 173% -41% 2022Q3 -12%	-16% 258% -53% 2022Q4 -24%	-7% 340% -20% 202301 -11%	72% 369% 38% 202302 1%	-23% 5% 105% 2023Q3 7%	-21% -1% 81% 2023Q4 9%	-13% 20% 43% 202401 16%	-48% -36% 27% 24N4-5 11%
	阿根廷 俄罗斯 西班牙 四家/地区 出口总额 亚洲(除日本)	20% 45% 16% 201801 17% 30%	-8% 55% 36% 201802 12% 16%	-76% 58% 24% 2018Q3 19% 28%	-95% 16% 9% 2018Q4 15% 17%	-69% 2% 16% 201901 5% 10%	-63% -25% -5% 201992 5% 16%	-19% 5% 7% 201993 2% 8%	188% -1% -4% 2019Q4 -5% 22%	28% -28% -21% 202001 -15% 12%	-5% -6% -28% 202002 13% 35%	24% 23% 18% 2020Q3 45% 55%	156% 77% 31% 2020Q4 62% 39%	9% 109% 97% 2021Q1 103% 74%	50% 100% 85% 202102 44% 46%	-33% -26% 20% 2021Q3 -2% 23%	-15% -44% 30% 2021Q4 -10% 15%	13% -44% 2% 202201 -17% -5%	-31% -41% 7% 202202 -21% -15%	193% 173% -41% 2022Q3 -12% -7%	-16% 258% -53% 202204 -24% -2%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16%	72% 369% 38% 202302 1% 30%	-23% 5% 105% 202303 7% 35%	-21% -1% 81% 2023Q4 9% 26%	-13% 20% 43% 202401 16% 30%	-48% -36% 27% 24M4-5 11% 29%
_	阿根廷 俄罗斯 西班牙 国家/地区 出口总额 亚洲(除日本) 东南亚五国	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25%	-76% 58% 24% 2018Q3 19% 28% 36%	-95% 16% 9% 2018Q4 15% 17% 29%	-69% 2% 16% 201901 5% 10% 5%	-63% -25% -5% -5% 201902 5% 16% 23%	-19% 5% 7% 2019Q3 2% 8% 23%	188% -1% -4% 2019Q4 -5% 22% 96%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50%	-5% -6% -28% 202002 13% 35% 98%	24% 23% 18% 2020Q3 45% 55% 95%	156% 77% 31% 202004 62% 39% 42%	9% 109% 97% 2021Q1 103% 74% 151%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84%	-33% -26% 20% 2021Q3 -2% 23% 79%	-15% -44% 30% 2021Q4 -10% 15% 44%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8%	-31% -41% 7% 2022Q2 -21% -15% -7%	193% 173% -41% 2022Q3 -12% -7% -14%	-16% 258% -53% 202204 -24% -2% 1%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29%	72% 369% 38% 202302 1% 30% 27%	-23% 5% 105% 2023Q3 7% 35% 45%	-21% -1% 81% 2023Q4 9% 26% 31%	-13% 20% 43% 2024Q1 16% 30% 26%	-48% -36% 27% 24M4-5 11% 29% 31%
吸	阿根廷 俄罗斯 西班牙 国家/地区 由口总额 亚洲(除日本) 东南亚五国 土耳其	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36%	-76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -41%	-95% 16% 9% 2018Q4 15% 17% 29% -51%	-69% 2% 16% 201901 5% 10% 5% -11%	-63% -25% -5% 201902 5% 16% 23% -27%	-19% 5% 7% 2019Q3 2% 8% 23% -19%	188% -1% -4% 2019Q4 -5% 22% 96% 36%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18%	-5% -6% -28% 202002 13% 35% 98% 46%	24% 23% 18% 2020Q3 45% 55% 95% 138%	156% 77% 31% 202004 62% 39% 42% 109%	9% 109% 97% 2021Q1 103% 74% 151% 66%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149%	-33% -26% 20% 2021Q3 -2% 23% 79% 84%	-15% -44% 30% 2021Q4 -10% 15% 44% 77%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32%	-31% -41% -7% 202202 -21% -15% -7% -26%	193% 173% -41% 202208 -12% -7% -14% -1%	-16% 258% -53% 202204 -24% -2% 1% -21%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16%	72% 369% 38% 202302 1% 30% 27% 99%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69%	-21% -1% 81% 2023Q4 9% 26% 31% 28%	-13% 20% 43% 202401 16% 30% 26% 6%	-48% -36% 27% 24M4-5 11% 29% 31% 4%
	阿禄延 俄罗斯 西班牙 国家/地区 出口总额 亚洲(除日本) 东南亚亚国 土耳其	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23% 18%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36% 2%	-76% 58% 24% 201808 19% 28% 36% -41% 0%	-95% 16% 9% 2018Q4 15% 17% 29% -51% -30%	-69% 2% 16% 201901 5% 10% 5% -11% 0%	-63% -25% -5% 201992 5% 16% 23% -27% -5%	-19% 5% 7% 201903 2% 8% 23% -19%	188% -1% -4% 201904 -5% 22% 96% 36% 21%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28%	-5% -6% -28% 202002 13% 35% 98% 46% -14%	24% 23% 18% 202003 45% 55% 95% 138% -8%	156% 77% 31% 202004 62% 39% 42% 109%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 89%	-33% -26% 20% 202108 -2% 23% 79% 84% 35%	-15% -44% 30% 2021Q4 -10% 15% 44% 77% 35%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% 5%	-31% -41% 7% 202202 -21% -15% -7% -26% -32%	193% 173% -41% 2022Q8 -12% -7% -14% -1% -22%	-16% 258% -53% 202204 -24% -2% 1% -21% -37%	-7% 340% -20% 2028Q1 -11% 16% 29% 16% 11%	72% 369% 38% 202302 1% 30% 27% 99% 38%	-23% 5% 105% 202393 7% 35% 45% 69% 35%	-21% -1% 81% 202304 9% 26% 31% 28% 69%	-13% 20% 43% 2024Q1 16% 30% 26% 6% 27%	-48% -36% 27% 24¼4-5 11% 29% 31% 4% 68%
尘	阿葆延 俄罗斯 南班牙 四家/地区 山口基類 亚洲(除日本) 东南亚王国 土耳其 非洲	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23% 18% 14%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36% 2%	-76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -41% 0%	-95% 16% 9% 2018Q4 15% 17% 29% -51% -30%	-69% 2% 16% 201991 5% 10% 5% -11% 0% 3%	-63% -25% -5% 201902 5% 16% 23% -27% -5%	-19% 5% 7% 201903 2% 8% 23% -19% 19% -1%	188% -1% -4% 201994 -5% 22% 96% 36% 21% 23%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -9%	-5% -6% -28% 202092 13% 35% 98% 46% -14% -8%	24% 23% 18% 2020Q3 45% 55% 95% 138% -8% 74%	156% 77% 31% 2020Q4 62% 39% 42% 109% 12%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 69%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 89%	-33% -26% 20% 202108 -2% 23% 79% 84% 35% 18%	-15% -44% 30% 202194 -10% 15% 44% 77% 35% -7%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% 5% -37%	-31% -41% 7% 202202 -21% -15% -7% -26% -32% -39%	193% 173% -41% 202203 -12% -7% -14% -1% -22% -29%	-16% 258% -53% 202204 -24% -2% 1% -21% -37% -51%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3%	72% 369% 38% 202302 1 <u>%</u> 30% 27% 99% 38%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35% 32%	-21% -1% 81% 2023Q4 9% 26% 31% 28% 69% 42%	-13% 20% 43% 202401 16% 30% 26% 6% 27% 40%	-48% -36% 27% 24M4-5 11% 29% 31% 4% 68% 24%
	阿禄延 俄罗斯 西班牙 国家/地区 出口总额 亚洲(除日本) 东南亚亚国 土耳其	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23% 18%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36% 2%	-76% 58% 24% 201808 19% 28% 36% -41% 0%	-95% 16% 9% 2018Q4 15% 17% 29% -51% -30%	-69% 2% 16% 201901 5% 10% 5% -11% 0%	-63% -25% -5% 201992 5% 16% 23% -27% -5%	-19% 5% 7% 201903 2% 8% 23% -19%	188% -1% -4% 201904 -5% 22% 96% 36% 21%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28%	-5% -6% -28% 202002 13% 35% 98% 46% -14%	24% 23% 18% 202003 45% 55% 95% 138% -8%	156% 77% 31% 202004 62% 39% 42% 109%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 69% 157% 120%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 89%	-33% -26% 20% 202108 -2% 23% 79% 84% 35%	-15% -44% 30% 2021Q4 -10% 15% 44% 77% 35%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% 5%	-31% -41% 7% 202202 -21% -15% -7% -26% -32%	193% 173% -41% 2022Q8 -12% -7% -14% -1% -22%	-16% 258% -53% 202204 -24% -2% 1% -21% -37%	-7% 340% -20% 2028Q1 -11% 16% 29% 16% 11%	72% 369% 38% 202302 1% 30% 27% 99% 38%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35%	-21% -1% 81% 202304 9% 26% 31% 28% 69%	-13% 20% 43% 2024Q1 16% 30% 26% 6% 27%	-48% -36% 27% 24¼4-5 11% 29% 31% 4% 68%
尘	阿葆延 俄罗斯 南班牙 四家/地区 山口基類 亚洲(除日本) 东南亚王国 土耳其 非洲	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23% 18% 14%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36% 2%	-76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -41% 0%	-95% 16% 9% 2018Q4 15% 17% 29% -51% -30%	-69% 2% 16% 201991 5% 10% 5% -11% 0% 3%	-63% -25% -5% 201902 5% 16% 23% -27% -5%	-19% 5% 7% 201903 2% 8% 23% -19% 19% -1%	188% -1% -4% 201994 -5% 22% 96% 36% 21% 23%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -9%	-5% -6% -28% 202092 13% 35% 98% 46% -14% -8%	24% 23% 18% 2020Q3 45% 55% 95% 138% -8% 74%	156% 77% 31% 2020Q4 62% 39% 42% 109% 12%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 69%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 89%	-33% -26% 20% 202108 -2% 23% 79% 84% 35% 18%	-15% -44% 30% 202194 -10% 15% 44% 77% 35% -7%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% 5% -37%	-31% -41% 7% 202202 -21% -15% -7% -26% -32% -39%	193% 173% -41% 202203 -12% -7% -14% -1% -22% -29%	-16% 258% -53% 202204 -24% -2% 1% -21% -37% -51%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3%	72% 369% 38% 202302 1 <u>%</u> 30% 27% 99% 38%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35% 32%	-21% -1% 81% 2023Q4 9% 26% 31% 28% 69% 42%	-13% 20% 43% 202401 16% 30% 26% 6% 27% 40%	-48% -36% 27% 24M4-5 11% 29% 31% 4% 68% 24%
尘	阿葆延 俄罗斯 南班牙 国家/地区 由口总额 亚洲(除日本) 东南亚五国 土耳其 非洲 拉丁曼洲 已两	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23% 18% 14% -8%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36% 2% 15% 6%	-76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -41% 0% -6% -3%	-95% 16% 9% 2018Q4 15% 17% 29% -51% -30% -9% 6%	-69% 2% 16% 201901 5% 10% 5% -11% 0% 3% 16%	-63% -25% -5% 201902 5% 16% 23% -27% -5% 5% 24%	-19% 5% 7% 2019Q3 2% 8% 23% -19% 19% -1% -7%	188% -1% -4% 201994 -5% 22% 96% 36% 21% 23% 25%	28% -28% -21% 202091 -15% 12% 50% 18% -28% -9% -3%	-5% -6% -28% 202002 13% -35% -6% -14% -6% -35%	24% 23% 18% 2020Q3 45% 55% 95% 138% -8% 74%	156% 77% 31% 202044 62% 39% 42% 109% 12% 124% 151%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 69% 157% 120%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 89% 115%	-33% -26% 20% 202103 -2% 23% 79% 84% 35% 18% -2%	-15% -44% 30% 202104 -10% 15% 44% 77% 35% -7% -47%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% -5% -37% -67%	-31% -41% 7% 202202 -21% -15% -7% -26% -32% -39% -53%	193% 173% -41% 202203 -12% -7% -14% -15 -22% -29% -21%	-16% 258% -53% 202204 -24% -2% 1% -21% -37% -51% -43%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3% 81%	72% 369% 38% 202302 1% 30% 27% 99% 38% 38% 57%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35% 32% 19%	-21% -1% 81% 202304 9% 26% 31% 28% 69% 42% 72%	-13% 20% 43% 202401 16% 30% 26% 6% 27% 40% 48%	-48% -36% 27% 24M4-5 11% 29% 31% 4% 68% 24% 49%
尘	阿根廷 俄罗斯 西班牙 国家/地区 出口总额 亚洲(除日本) 东南亚五国 土平其 非洲 杜丁美洲 巴西	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23% 18% 14% -8% 12%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36% 2% 15% 6% 55%	-76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -41% 0% -6% -3% 72%	-95% 16% 9% 201894 15% 17% 29% -51% -30% -9% 6% 32%	-69% 2% 16% 201991 5% 10% 5% -11% 0% 3% 16% 26%	-63% -25% -5% 201902 5% 16% 23% -27% -5% 5% 24% 30%	-19% -5% -7% -19% -19% -19% -1% -7% -17%	188% -1% -4% 201994 -5% 22% 96% 36% 21% 23% 25% 15%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -9% -3%	-5% -6% -28% 202092 13% -35% -46% -14% -8% -35% -15%	24% 23% 18% 2020Q3 45% 55% 95% 138% -8% 74% 110% 21%	156% 77% 31% 202094 62% 39% 42% 109% 12% 124% 151% 26%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 69% 157% 120% 209%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 89% 115% 196% 39%	-33% -26% 20% 202103 -2% 23% 79% 84% 35% 18% -2% 29%	-15% -44% 30% 202194 -10% 15% 44% 77% 35% -7% -47% 65%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% 5% -37% -67% -39%	-31% -41% 7% 202202 -21% -15% -7% -26% -32% -39% -53% 8%	193% 173% -41% 202203 -12% -7% -14% -15 -22% -29% -21% 23%	-16% 258% -53% 202294 -24% -25% 1% -21% -37% -51% -43% -4%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3% 81% 145%	72% 369% 38% 202302 1% 30% 27% 99% 38% 57% 81%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35% 32% 19% 94%	-21% -1% 81% 202394 9% 26% 31% 28% 69% 42% 72%	-13% 20% 43% 202401 16% 30% 26% 6% 27% 40% 48% 9%	-48% -36% 27% 24M4-5 11% 29% 31% 4% 68% 24% 49% 35%
尘	阿根廷 俄罗斯 西班牙 国本/地区 由口总额 亚州南亚王国 土平共 非洲 拉丁两 墨西哥 阿根廷	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23% 18% 14% -8% 12% 327%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36% 2% 15% 6% 55%	76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -41% 0% -6% -3% 72%	-95% 16% 9% 2018Q4 15% 17% 29% -51% -30% -9% 6% 32% -89%	-69% 2% 16% 201901 5% 10% 5% -11% 0% 3% 16% 26% -87%	-63% -25% -5% -5% 201902 -5% -16% -23% -27% -5% -5% -24% -30% -70%	-19% -5% -7% -19% -19% -19% -1% -7% -17% -24%	188% -1% -4% 2019Q4 -5% 22% 96% 36% 21% 23% 25% 15% 190%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -9% -3% -38% 204%	-5% -6% -28% 202002 13% 35% 98% 46% -14% -8% -35% -15% 117%	24% 23% 18% 2020Q3 45% 55% 95% 138% -8% 74% 110% 21% 112%	156% 77% 31% 2020Q4 62% 39% 42% 109% 12% 124% 151% 26% 174%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 69% 157% 120% 209% 187%	50% 100% 85% 2021q2 44% 46% 84% 149% 89% 115% 196% 39% -6%	-33% -26% 20% 202103 -2% 23% 79% 84% 35% 18% -2% 29% -33%	-15% -44% 30% 202194 -10% 15% 44% 77% 35% -7% 65% 14%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% 5% -37% -67% -39%	-31% -41% 7% 202202 -21% -15% -7% -26% -32% -39% -53% 8% 123%	193% 173% -41% 202203 -12% -7% -14% -1% -22% -29% -21% 23% 104%	-16% 258% -53% 202204 -24% -2% 1% -21% -37% -51% -43% -4% -40%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3% 81% 145% -54%	72% 369% 38% 202302 1% 30% 27% 99% 38% 57% 81% -17%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35% 32% 19% 94% 11%	-21% -1% 81% 2023Q4 9% 26% 31% 28% 69% 42% 72% 17% 9%	-13% 20% 43% 202401 16% 30% 26% 6% 27% 40% 48% 9% -30%	-48% -36% 27% 24M4-5 11% 29% 31% 4% 68% 24% 49% 35% -55%
尘	阿根廷 俄罗斯 南班子 山口总额 亚洲(除日本) 东南亚亚国 土平其 林川 拉丁曼湖 巴斯 俄罗斯 南班牙	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23% 18% 14% -6% 12% 327% 39% 56%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36% 2% 15% 6% 55% 56% 33% 50%	-76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -41% 0% -6% -3% 72% -54% 46% 53%	-95% 16% 9% 201894 15% 17% 29% -51% -30% -9% 6% 32% -89% 41% 163%	-69% 2% 16% 201901 5% 10% 5% -11% 0% 3% 16% 26% -87% 66% 98%	-63% -25% -5% 201902 5% -16% 23% -27% -5% 5% 24% 30% -70% 60%	-19% 5% 7% 201903 2% 8% 23% -19% 19% -1% -7% -17% -24% 46% 11%	188% -1% -4% 201904 -5% 22% 96% 36% 21% 23% 25% 15% 19% 29% 19%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -9% -3% -38% 204% 8% -41%	-5% -6% -28% 202092 13% -35% -46% -14% -8% -35% -15% 117% 19% -20%	24% 23% 18% 2020Q3 45% 55% 95% 138% -8% 74% 110% 21% 112% 73%	156% 77% 31% 2020Q4 62% 39% 42% 109% 124% 151% 26% 174% 72% 43%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 69% 157% 120% 209% 187% 93% 54%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 89% 115% 196% 39% -6% 48% -3%	-33% -26% 20% 202103 -2% 23% 79% 84% 35% 18% -2% 29% -33% -10% -40%	-15% -44% 30% 202194 -10% 15% 44% 77% 35% -7% -47% 65% 14% 9% -39%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% -5% -37% -67% -39% 9% -24% -38%	-31% -41% 7% 202202 -21% -15% -7% -26% -32% -32% -53% 8% 123% -64% -12%	193% 173% -41% 202203 -12% -7% -14% -1% -22% -29% -21% 23% 104% -11% 38%	-16% 258% -53% 2022Q4 -24% -2% 1% -21% -37% -51% -43% -4% -40% 31% -59%	-7% 340% -20% 2023Q1 -11% 16% 29% 16% 11% -3% 81% 145% -54% 103% -16%	72% 369% 38% 202302 1% 30% 27% 99% 38% 38% 57% 81% -17% 331% -12%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35% 32% 19% 94% 11% 61% -15%	-21% -1% 81% 202394 9% 26% 31% 28% 69% 42% 72% 17% 9% 8% 59%	-13% 20% 43% 202491 16% 30% 26% 6% 27% 40% 48% 9% -30% -5% 51%	-48% -36% 27% 2414- 11% 29% 31% 4% 68% 24% 49% 35% -55% -25% 53%
尘	所得延 機罗斯 南北牙 国家/地区 由口息報 末南至五国 土耳其 非打 更減 長 長 百 百 百 百 百 百 百 百 7 8 7 8 7 8 7 8 7 8 7 8	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23% 18% 14% -8% 12% 327% 39% 56%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36% 2% 15% 6% 55% 56% 33% 50%	-76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -41% 0% -6% -3% 72% -54% 46% 53% 201803	-95% 16% 9% 201804 15% 17% 29% -51% -30% -9% 6% 32% -89% 41% 163%	-69% 2% 16% 201991 5% 10% 5% -11% 0% 3% 16% 26% -87% 66% 98%	-63% -25% -5% 201902 5% 16% 23% -27% -5% 5% 24% 30% -70% 60% 65% 201902	-19% 5% 7% 201903 2% 8% 23% -19% 19% -1% -7% -17% -24% 46% 11% 201903	188% -1% -4% 2019Q4 -5% 22% 96% 36% 21% 23% 25% 15% 190% 29% 19%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -9% -3% -38% 204% 8% -41%	-5% -6% -28% 202092 13% -35% -46% -14% -8% -35% -15% 117% 19% -20%	24% 23% 18% 202003 45% 55% 95% 138% -8% 74% 110% 21% 112% 73% 65%	156% 77% 31% 2020Q4 62% 39% 42% 109% 124% 151% 26% 174% 72% 43% 2020Q4	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 69% 157% 120% 209% 187% 93% 54%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 89% 115% 196% 39% -6% 48% -3%	-33% -26% 20% 202103 -2% 23% 79% 84% 35% 18% -2% 29% -33% -10% -40% 202103	-15% -44% 30% 202194 -10% 15% 44% 77% 35% -7% -47% 65% 14% 9% -39% 202194	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% 5% -37% -67% -39% 9% -24% -38%	-31% -41% -41% -7% -202202 -21% -15% -7% -26% -32% -39% -53% -8% 123% -64% -12%	193% 173% -41% 202203 -12% -7% -14% -1% -22% -29% -21% 23% 104% -11% 38% 202203	-16% 258% -53% 2022Q4 -24% -2% -1% -21% -37% -51% -43% -4% -40% 31% -59%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3% 81% 145% -54% 103% -16%	72% 369% 38% 202302 1½ 30% 27% 99% 38% 57% 81% -17% 331% -12% 202302	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35% 32% 19% 94% 11% 61% -15% 202303	-21% -1% 81% 2023Q4 9% 26% 31% 28% 69% 42% 72% 17% 9% 8% 59% 2023Q4	-13% 20% 43% 202401 16% 30% 26% 6% 27% 40% 48% 9% -30% -5% 51%	-48% -36% 27% 2414- 11% 29% 31% 4% 68% 24% 49% 35% -55% -25% 53%
尘	所傳送 機罗斯 奇潔子 直文/地区 並已基礎 至例(除日本) 本南東王周 土平其 非別 拉丁長河 巴西南哥 所称延 概罗斯 奇潔子 概罗斯 奇潔子 概罗斯 表面等 大東東子 東京 東京 東京 東京 東京 東京 東京 東京 東京 東京	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23% 18% 14% -8% 12% 327% 39% 56% 201801 14%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36% 2% 15% 6% 55% 56% 33% 50% 201802	-76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -41% 0% -6% -3% 72% -54% 46% 53% 201803	-95% 16% 9% 2018Q4 15% 17% 29% -51% -30% -9% 6% 32% -89% 41% 163% 2018Q4	-69% 2% 16% 201991 5% 10% 5% -11% 0% 3% 16% 26% -87% 66% 98% 201991 12%	-63% -25% -5% -5% -5% -5% -5% -6% -23% -27% -5% -5% -24% -30% -70% -60% -65% -201902	-19% 5% 7% 201903 2% 8% 23% -19% 19% -1% -7% -17% -24% 46% 11% 201903 13%	188% -1% -4% 2019Q4 -5% 22% 96% 36% 21% 23% 25% 15% 190% 29% 19% 2019Q4 17%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -9% -3% -38% 204% 8% -41%	-5% -6% -28% 202002 13% 35% 98% 46% -14% -8% -35% -15% 117% 19% -20% 202002 41%	24% 23% 18% 202003 45% 55% 95% 138% -8% 74% 110% 21% 112% 73% 65% 202003 78%	156% 77% 31% 202044 62% 39% 42% 109% 124% 151% 26% 174% 72% 43%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 69% 157% 120% 209% 187% 93% 54%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 89% 115% 196% 39% -6% 48% -3% 202102 36%	-33% -26% 20% 202103 -2% 23% 79% 84% 35% 18% -2% 29% -33% -10% -40% 202103 3%	-15% -44% 30% 2021Q4 -10% 15% 44% 77% 35% -7% -47% 65% 14% 9% -39% 2021Q4	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% 5% -37% -67% -39% 9% -24% -38% 202201 -8%	-31% -41% 7% 202202 -21% -15% -7% -26% -32% -39% -53% 8% 123% -64% -12% 202202 -7%	193% 173% -41% 202203 -12% -75 -14% -1% -22% -29% -21% 23% 104% -11% 38% 202203 -18%	-16% 258% -53% 2022Q4 -24% -2% -1% -21% -37% -51% -43% -4% -40% 31% -59% 2022Q4 -26%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3% 81% 145% -54% 103% -16% 202301 -B%	72% 369% 38% 202392 1% 30% 27% 99% 38% 57% 81% -17% 331% -12% 202392 -2%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35% 32% 19% 94% 11% 61% -15% 202303 16%	-21% -1% 81% 2023Q4 9% 26% 31% 28% 69% 42% 72% 17% 9% 8% 59% 2023Q4	-13% 20% 43% 2024q1 16% 30% 26% 6% 27% 40% 48% 9% -30% -5% 51% 2024q1 20%	-48% -36% 27% 24M4-2 11% 29% 31% 4% 68% 24% 49% 35% -55% -25% 53%
尘	阿雅廷 俄罗斯 南班牙 国家/地区 里口思期 里列(徐日本) 木南里田 土耳其 华河 松丁美洲 巴西哥 阿雅廷 俄罗斯 南班牙 国家/地区 里面等/地区 里面等/地区 里面等/地区	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% 18% 14% -8% 12% 327% 39% 56% 201801 14% 21%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36% 2% 15% 6% 55% 56% 33% 50% 201802 11%	76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -41% 0% -6% 72% -54% 46% 53% 201803 13%	-95% 16% 9% 201894 15% 17% 29% -51% -30% -9% 6% 32% -89% 41% 163% 201894 6% 7%	-69% 2% 16% 201991 5% 10% 5% -11% 0% 3% 16% 26% -87% 66% 98% 201991 12%	-63% -25% -5% -5% 201902 5% -6% 23% -27% -5% 5% -24% 30% -70% 60% 65% 201902 8% 16%	-19% 5% 7% 201903 2% 8% 23% -19% 19% -1% -7% -17% -24% 46% 11% 201903 13%	188% -1% -4% 201994 -5% 22% 96% 36% 21% 25% 15% 190% 29% 19% 201994 17%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -9% -38% 204% 8% -41% 202001 -14% 4%	-5% -6% -28% 202002 13% 35% 98% 46% -14% -8% -35% 117% 19% -20% 202002 41% 48%	24% 23% 18% 202003 45% 55% 95% 138% -8% 74% 110% 21% 112% 73% 65% 202003 78% 82%	156% 77% 31% 202044 62% 39% 42% 109% 12% 151% 26% 174% 72% 43% 202044 81% 78%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 69% 157% 120% 209% 187% 93% 54% 202101 141%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 89% 115% 39% -6% 48% -3% 202102 36% 33%	-33% -26% 20% 202103 -2% 23% 79% 84% 35% 18% -2% -33% -10% -40% 202103 3% 12%	-15% -44% 30% 202194 -10% 15% 44% 77% 35% -7% 65% 14% 9% -39% 202194 5% 3%	13% -44% 25 202201 -17% -5% 8% 32% 5% -37% -67% -39% 9% -24% -38% 202201 -B%	-31% -41% -7% 202202 -21% -15% -7% -26% -32% -33% -53% -53% -64% -12% 202202 -7% -6%	193% 173% -41% 202203 -12% -7% -14% -1% -22% -29% -21% 23% 104% -11% 38% 202203 -18% -18%	-16% 258% -53% 202244 -24% -2% 1% -21% -37% -51% -43% -40% 31% -59% 202224 -26% -6%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3% 81% 145% -54% 103% -16% 202301 -B% 21%	72% 369% 38% 202302 1% 30% 27% 99% 38% 38% 38% 38% -17% 331% -12% 202302 -2% 6%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35% 19% 94% 11% 61% -15% 202303 16%	-21% -1% 81% 2023Q4 9% 26% 31% 28% 69% 42% 72% 17% 9% 8% 59% 2023Q4 17%	-13% 20% 43% 202401 16% 30% 26% 6% 27% 40% 48% 9% -30% -5% 51% 202401 20% 25%	-48% -36% 27% 2484-2 11% 29% 31% 4% 68% 24% 49% 35% -55% -25% 53% 2484-2 32%
尘器	所得延 機罗斯 司家/地区 直立是類 至訓(徐日本) 东南亚国 土耳其 建河 林丁克两 墨南等 所建延 南鄉牙 直立是類 五百八五五 五百八五五 五百八五五 五百八五五 五百八五五 五百八五五 五五五 五	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% 18% 14% -8% 12% 32% 39% 56% 201801 14% 20%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -36% 2% 15% 6% 55% 56% 33% 50% 201802 11% 16%	-76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -41% 0% -6% -3% 72% -54% 46% 53% 201803 13% 18% 28%	-95% 16% 9% 201894 15% 17% 29% -51% -30% -9% 6% 32% -89% 41% 163% 201894 6% 7% -12%	-69% 25 16% 201991 5% 10% 5% 10% 5% -115 05 3% 16% 26% -87% 66% 98% 201991 12% 155 25	-63% -25% -5% -5% 201902 5% -16% 23% -5% 5% 24% 30% -70% 65% 201902 8% 16% 9%	-19% 5% 7% 201903 2% 8% 23% -19% 19% -7% -17% -24% 46% 11% 201903 13% 19% 22%	188% -1% -4% 201994 -5% 22% 96% 36% 21% 23% 25% 15% 190% 29% 19% 201994 17% 60%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -9% -38% -38% 204% 8% -41% 202001 -14% 4% 35%	-5% -6% -28% 202092 13% -35% -8% -46% -14% -8% -35% -15% 117% 19% -20% 202092 41% -48% 120%	24% 23% 18% 202003 45% 55% 95% 138% -8% 74% 110% 21% 112% 73% 65% 202003 78% 82% 125%	156% 77% 31% 202004 62% 39% 42% 109% 12% 151% 26% 174% 43% 202004 81% 78% 66%	9% 109% 97% 2021q1 103% 74% 151% 66% 69% 157% 120% 93% 54% 2099 187% 93% 54%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 99% 115% 196% 39% -6% 48% -3% 202102 36% 33% 35%	-33% -26% 20% 202103 -2% 23% 79% 84% 35% 18% -2% -33% -10% -40% 202103 3% 12% 49%	-15% -44% 30% 202104 -10% 15% 44% 77% 35% -7% -47% 65% 14% 9% -39% 202104 5% 3% 45%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% 5% -37% -67% -39% 9% -24% -38% 202201 -B% -16% 4%	-31% -41% -7% 202202 -21% -15% -7% -26% -32% -39% -53% -64% -12% 202202 -7% -6% 10%	193% 173% -41% 202203 -12% -7% -14% -15% -22% -29% -215 23% 104% -115 38% 202203 -18% -18% -24%	-16% 258% -53% 202244 -24% -2% 1% -21% -37% -51% -43% -40% 31% -59% 202244 -26% -6% -13%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3% 81% 145% -54% 103% -16% 202301 -B% 21% 29%	72% 369% 38% 202302 1% 30% 27% 99% 38% 38% 57% 81% -17% 331% -12% 202302 -2% 6% -13%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35% 32% 19% 94% 11% 61% -15% 202303 16% 15%	-21% -1% 81% 202304 9% 26% 31% 26% 31% 28% 69% 42% 72% 17% 9% 8% 59% 202304 17% 16% 12%	-13% 20% 43% 202401 16% 30% 26% 6% 27% 40% 48% -30% -5% 51% 202401 20% 25% 23%	-485 -365 278 2444-118 295 315 48 688 244 495 355 -555 -255 538 2444-25 425
尘	所領域 機罗斯 南班牙 直立基額 至洲(徐日本) 本年末 中洲 拉丁曼洲 巴西 西哥 斯維廷 數罗斯 西班 並可是額 至洲(徐日本) 本本年末 地可是 近立是額 至洲(徐日本)	20% 45% 16% 201801 17% 30% -23% 18% 14% -8% 12% 327% 39% 56% 201801 14% 20% -15%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% -96% 6% 6% 55% 50% 201802 11% 16% -2%	-76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -41% 0% -6% -3% 72% -54% 46% 53% 201803 13% 18% 5%	-95% 16% 9% 2018Q4 15% 17% 29% -51% -30% -9% 6% 32% -89% 41% 163% 2018Q4 5% -12% -29%	-69% 2% 16% 201991 5% 10% 5% -11% 0% 3% 16% 26% -87% 66% 98% 201991 12% -38%	-63% -25% -5% -5% 201902 5% -16% 23% -27% -5% 5% 24% 30% -70% 60% 65% 201902 8% 16% 9% 7%	-19% -5% -7% -201903 -2% -8% -23% -19% -1% -7% -17% -24% -46% -11% -201903 -13% -19% -19% -16%	188% -1% -4% 201994 -5% 22% 96% 36% 21% 23% 25% 15% 190% 29% 19% 201994 17% 60% 9%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -9% -3% -38% 204% 8% -41% 202001 -14% 35% 38%	-5% -6% -28% 202092 13% 35% 46% -14% -8% -35% -15% 117% 19% -20% 202092 41% 48% 120% 34%	24% 23% 18% 2020Q3 45% 55% 95% 138% -8% 74% 110% 21% 112% 73% 65% 2020Q3 78% 82% 125% 127%	156% 77% 31% 2020Q4 62% 39% 42% 109% 12% 151% 26% 174% 72% 43% 2020Q4 81% 78% 66% 253%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 69% 157% 120% 54% 107% 93% 107% 98% 1156% 156%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 99% 115% 196% 39% -6% 48% -3% 202102 36% 33% 35% 122%	-33% -26% 20% 202103 -2% 23% 79% 84% 35% 18% -2% 29% -33% -10% -40% 202103 3% 12% 49% 105%	-15% -44% 30% 2021Q4 -10% 15% 44% 77% 35% -7% -47% 65% 14% 9% 2021Q4 5% 3% 45% 88%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% 5% -37% -67% -39% 9% -24% -38% 202201 -8% 4% 28%	-31% -41% -7% -202202 -21% -15% -7% -26% -32% -39% -53% -8% 123% -64% -12% -05% 10% -20%	193% 173% -41% 202203 -12% -7% -14% -1% -22% -29% -21% 23% 104% -11% 38% 202203 -18% -18% -24% -52%	-16% 258% -53% 202204 -24% -21% -37% -51% -43% -40% 31% -59% 202204 -26% -13% -43%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3% 81% 145% -54% 103% -16% 202301 -8% 29% 60%	72% 369% 38% 202302 1% 30% 27% 99% 38% 57% 81% -17% 331% -12% 202302 -2% 6% -13% 154%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35% 32% 19% 94% 11% 61% -15% 202303 16% 15% 10%	-21% -1% 81% 2023Q4 9% 26% 31% 26% 31% 28% 69% 42% 72% 17% 9% 8% 59% 2023Q4 12% 16% 89%	-13% 20% 43% 202401 16% 30% 26% 6% 6% 40% 48% 9% -30% -5% 51% 202401 20% 25% 23% 54%	-48% -36% -27% 2444-5 114 29% 31% -48 68% -24% -48% -55% -25% -25% -25% -244 -42% -42% -42% -42% -49%
尘器	所想延 使罗斯 南班牙 国家/AC 国家/AC 国家/AC 世 D 基础 是 测 (除日本) 本 本 平 本 本 平 本 和 平 和 平 和 平 和 平 和 平 和 平 和	20% 45% 16% 201801 17% 30% -23% 18% 14% -8% 327% 39% 56% 201801 14% 21% 20% -15% 42%	-8% 55% 36% 201802 12% 16% 25% 16% 55% 56% 33% 50% 201802 11% 16% -2% 28%	-76% 58% 24% 201803 19% 28% -6% -6% -3% 46% 53% 201803 13% 18% 28% 5%	-95% 16% 9% 201804 15% 17% 29% -51% -9% 6% 32% -89% 41% 163% 201804 6% 7% 202804 203804 203804 203804 203804 203804	-69% 2% 16% 201991 5% 10% 5% -11% 0% 3% 16% -87% 66% 98% 201991 12% 15% 2% -38% 23%	-63% -25% -5% -5% 201902 -5% -5% -5% -27% -5% -5% -27% -5% -5% -70% -60% -65% -70% -60% -70% -70% -60% -70% -70% -70% -70% -70% -70% -70% -7	-19% 5% 7% 201903 25 8% -19% -11% -7% -17% -24% 46% 11% 1201903 13% 19% 205 19% 205 205 205 205 205 205 205 205 205 205	188% -1% -4% 201994 -5% 22% 96% 36% 21% 23% 25% 15% 19% 29% 19% 201994 17% 27% 6% 9% 34%	28% -28% -21% 202091 -15% 12% 50% 18% -28% -9% -38% 204% 8% -41% 202001 -14% 4% 35% 36% -13%	-5% -6% -28% 202092 13% 35% 46% -14% -8% -35% 117% 19% -20% 202092 41% 48% 120% 34%	24% 23% 18% 202003 45% 55% 55% 138% 74% 110% 21% 112% 73% 82% 12278 35%	156% 77% 31% 202004 62% 39% 42% 109% 124% 151% 26% 174% 72% 43% 202004 81% 78% 66% 253% 60%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 157% 120% 209% 187% 93% 141% 107% 156% 156% 156% 156% 156% 156% 156% 156	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 89% 115% 196% -6% 48% -3% 202102 36% 33% 35% 122% 77%	-33% -26% 20% 202103 -25 23% 79% 84% -33% -10% -40% 202103 33 12% 42% 105% 24%	-15% -44% 30% 202194 -10% 15% 44% 77% 35% -7% 65% 14% 9% -39% 202194 5% 3% 45% 88% -4%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% 8% 32% 5% -37% -67% -38% 202201 -8% -16% 4% 26% -13%	-31% -41% -7% -41% -7% -20202 -21% -15% -26% -32% -39% -53% -8% -12% -64% -12% -6% -10% -20% -25%	193% 173% -41% 202203 -12% -7% -14% -15 -22% -29% -21% -11% 38% 202203 -18% -18% -18% -24% -52% -25%	-16% 258% -53% 202204 -24% -24% -21% -37% -43% -44% -40% -59% 202204 -26% -6% -6% -8%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3% 81% 145% -54% 103% -16% 202301 -8% 202301 -8% 60% 3%	72% 369% 38% 202392 1% 30% 27% 99% 38% 38% 57% 81% -17% 331% -12% 202392 -2% 6% -13% 154% 29%	-23% 5% 105% 202303 7% 35% 45% 69% 35% 32% 19% 61% -15% 202303 16% 15% 10%	-21% -1% 81% 2025Q4 9% 26% 31% 28% 69% 42% 72% 17% 9% 8% 59% 2023Q4 17% 16% 12% 8%% 26%	-13% 20% 43% 202401 16% 30% 26% 6% 27% 40% 48% -30% -5% 51% 202401 20% 25% 23% 54%	-48% -36% 27% 24145 114 29% 31% 4% 68% 24% 49% -55% -25% 53% 24145 324 42% 49% 3%
尘器 电动	所傳統 機罗斯 司家/之正 直立是類 三洲(徐日本) 末未耳其 非可 其一是 新 其一是 新 五 第 第 第 第 十 第 十 第 第 第 第 第 第 第 第 第 第 第 第	20% 45% 16% 201801 17% 30% -23% 18% 14% 12% 327% 327% 327% 327% 327% 327% 327% 32	-8% 55% 36% 201902 12% 16% 25% -36% 6% 55% 56% 33% 50% 201802 11% 16% -2% 28% -5%	76% 58% 24% 201803 19% 36% -41% 0% -6% 72% -54% 46% 53% 201803 18% 28% 5% -8%	-95% 16% 9% 201804 15% 17% -51% -30% -9% 6% 32% -99% 41% 163% 201804 6% 7% -12% 201804 -17%	-69% 28 105 201901 5% 105 5% -118 05 38 165 -878 665 988 201901 128 156 25 205 -48	-63% -25% -5% 201902 5% 16% 23% -27% -5% 5% 30% -70% 66% 55% 201902 8% 16% 9% 10% 0%	-19% 5% 7% 201903 25 8% -19% -19% -11% -17% -17% -17% -17% -17% -17% -17	188% -1% -4% 201904 -55 22% 25% 190% 29% 19% 201904 17% 27% 60% 9% 34% 9%	28% -28% -21% 202001 -155 12% -50% -28% -9% -3% -38% 2045 -41% 202001 -145 -45 -535 -535 -13% -13% -13%	-5% -6% -28% 202002 13% -5% -98% -46% -14% -8% -35% -15% 117% 117% 120% -20% 202002 41% -48% 16% -1%	24% 23% 18% 202003 45% 55% 138% -8% 74% 110% 21% 21112% 73% 65% 82% 82% 125% 35% 41%	156% 77% 31% 2020Q4 62% 39% 42% 109% 124% 151% 26% 174% 72% 43% 2020Q4 81% 78% 66% 250% 111%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 157% 120% 202101 141% 107% 98% 107% 188%	50% 100% 85% 202102 44% 46% 84% 149% 89% 115% 196% 39% -6% 48% 202102 36% 33% 35% 177% 96%	-33% -26% 20% 202103 -2% 22% 35% 18% -2% -33% -10% -40% 202103 3% 12% 49% 2054 37%	-15% -44% -30% -202104 -10% -15% -47% -47% -47% -5% -39% -39% -5% -39% -34% -13% -13%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% -8% -32% -6/% -37% -24% -38% -16% 4% -16% 4% -15% -15% -15%	-31% -41% -41% -7% 202202 -21% -15% -32% -32% -39% -32% -39% -12% -64% -12% -05% 10% -25% -16% -16%	193% 173% -415 202203 -128 -215 -225 -215 1045 -115 385 202203 -188 -188 -245 -255 -255 -236	-16% 258% -538 202204 -24\$ -24\$ -21% -37% -51% -40% 31% -65% -05% -13% -68% -40%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3% 81% 1-54% 103% -1-6% 202301 -8% 21% 29% 35% -19%	72% 369% 38% 202302 15 30% 38% 38% 38% 38% 1-17% 331% -12% 202302 -2\$ 6% 1-13% 202302 29% 155%	-23% -5% -105% -202303 -7% -35% -35% -35% -35% -35% -35% -15% -15% -15% -15% -15% -15% -15% -1	-21% -15 81% -15 81% -15 81% -202304 -95 26% -69% -42% -72% -85 59% -10% -12% -10% -12% -20% -20% -20% -20% -20% -20% -20% -2	-13% 20% 43% 202401 165 30% 426 65 27% 40% 485 -30% 51% 202401 208 228 238 165 445	-48% -36% -27% -36% -27% -31% -41% -29% -31% -4% -49% -35% -55% -25% -25% -32% -42% -42% -42% -42% -43% -3% -21%
尘器	所領廷 俄罗斯 西班牙 国家/光区 里河·德里本 王河·德里本 本本军末 特別 大方 市 罗斯 村工 天 市 西 市 罗斯 斯 罗斯 斯 罗斯 斯 罗斯	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23% 18% 14% -8% 12% 327% 39% 56% 201801 14% 20% -15% 42% 47%	-8% 55% 36% 201802 128 16% 25% 15% 6% 25% 15% 6% 201802 118 16% 201802 118 201802 148 48%	-76% 58% 24% 201603 19% 28% -6% -3% 201603 133% 28% 55% -6% -5% 53% 28% 55% -6% -15% 55% -6% -15%	-95% 165 9% 201804 15% 17% -51% -30% -9% 65 32% -89% 41% 163% -12% -29% -29% -217% -24%	-69% 28 165 201901 58 105 55 -115 05 35 165 265 -878 665 988 155 28 155 28 78	-63% -255% -55% 201902 5% 165% -27% -55% -55% -27% -70% -665% -70% -655% -105% -9% -75% -75% -75% -75% -75% -75% -75% -75	-19% 5% 7% 201903 28 88 23% -19% 15% -17% -24% 46% 11% 201903 19% 22% -16% -23% -16% -23% -16% -23% -16% -15% -15% -15% -15% -15% -15% -15% -15	188% -1% -4% 201904 -5% 36% 36% 21% 22% 15% 190% 29% 15% 60% 99% 27% 60% 99% 27%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -38% 204% 85 -41% 45 35% 38% -11% -11% -118%	-5\$ -6\$ -28\$ 202002 13\$ 46\$ -14\$ -8\$ -15\$ 117\$ 202002 448 120\$ 345 -15\$ -15\$ -16\$	24% 23% 18% 202003 45% 95% 138% -8% 74% 110% 21% 112% 202003 82% 125% 32% 41% 0%	156% 77% 31% 202004 62% 39% 12% 109% 124 124% 151% 26% 174% 43% 202004 81% 66% 65% 65% 65% 111% 82%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 157% 120% 229% 141% 107% 96% 156% 1103% 89% 89%	50% 100% 85% 202102 44% 84% 84% 149% 89% -6% 48% -3% 202102 33% 35% 122% 96% 33%	-33% -26% 20% 202103 -28 23% 35% 18% -29% -33% -10% -40% 202103 38 12% 49% 105% 37% 41%	-15% -44% -30% -202104 -10% -15% -77% -35% -78% -65% -14% -9% -39% -45% -88% -45% -88% -15%	13% -44% 25 202201 -17% -5% 85 32% -5% -37% -37% -37% -38% -24% -38% -16% 45 28% -15% -15% -15%	-31% -41% 7% 202202 -21% -15% -26% -32% -32% -32% -64% -12% -65 10% -20% -20% -20% -20% -20% -20% -20% -2	193% 173% -41% 202208 -12% -7% -14% -15 -22% -29% -21% 23% 104% -11% -21% 38% 202203 -18% -24% -25% -25% -25% -25% 25%	-16% 2583 -53% 202204 -24% -24% -21% -21% -21% -37% -51% -40% -31% -40% -13% -45% -40% -17%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 16% 11% -3% 145% -54% 103% -1-6% 202301 22% 60% 35 3-19% 0%	72% 369% 38% 202302 11 202302 11 30% 30% 27% 99% 38% 38% 11% -17% 331% -12% 202302 -21% 6% -13% 154% 264% 264% 264% 264% 264% 264% 264% 26	-23% 5% 105% 202303 7% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5%	-21% -1% 81% 81% 202304 9\$ 26% 31% 28% 66% 42% 72% 17% 98 85 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 80 80 80 80 80 80 80 80 80 80 80 80	-13% 20% 43% 202401 16% 26% 65 27% 40% 9% -30% 51% 22% 25% 55% 16% 76% 76% 76% 76% 76% 76%	-485 -365 -275 -2444- 115 -295 -315 -45 -495 -255 -255 -255 -325 -425 -425 -425 -425 -425 -555 -555
尘器 电动	所想延 機罗斯 南班牙 直下/地区 直口基礎 至別(除日本) 末南军其 非 拉丁長 四 五 四 4 2 2 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 4 3 4 3 4 3	20% 45% 16% 201901 17X 30% 33% -23% 14% -8% 12% 39% 56% 201901 14\$ 21% 20% -15% 42% 35%	-85 555 365 201802 128 165 255 -365 25 555 565 335 505 201802 118 165 -25 28 165 -25 465 555 565 165 165 -25 465 165 165 165 165 165 165 165 165 165 1	-76% 58% 24% 201803 19% 36% -41% 06% -36% -37% 201803 13% 201803 13% 5% 5% 5% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4%	-95% 16% 9% 201804 15% -51% -51% -51% -50% 41% 163% 41% 163% 201804 45% -12% -29% -17% -24% 34%	-69% 28 105 201901 5% 105 5% -118 05 38 165 -878 665 988 201901 128 156 25 25 -388 238 -48	-63% -25% -5% 201902 5% 16% 23% -27% -5% 5% 30% -70% 66% 55% 201902 8% 16% 9% 10% 0%	-19% 5% 7% 201903 25 8% -19% -19% -11% -17% -17% -17% -17% -17% -17% -17	188% -1% -4% 201904 -55 22% 25% 190% 29% 19% 201904 17% 27% 60% 9% 34% 9%	28% -28% -21% 202001 -155 12% -50% -28% -9% -3% -38% 2045 -41% 202001 -145 -45 -535 -535 -13% -13% -13%	-55 -65 -65 -65 -65 -65 -65 -65 -65 -65	24% 23% 18% 202003 45% 55% 138% -8% 74% 110% 21% 21112% 73% 65% 82% 82% 125% 35% 41%	156% 77% 31% 2020Q4 62% 39% 42% 109% 124% 151% 26% 174% 72% 43% 2020Q4 81% 78% 66% 2050Q4 111%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 157% 120% 202101 141% 107% 98% 107% 188%	50% 100% 85% 202102 44% 44% 44% 149% 89% 115% 196% 39% 202102 36% 33% 122% 77% 96% 33% 122% 77%	-33% -26% 20% 202103 -28 23% -28 23% -35% -10% -29% -33% -10% -40% 202103 33 34 49% 105% 37% 41% 11%	-15% -44% -30% -202104 -10% -15% -47% -47% -47% -5% -39% -39% -5% -39% -34% -13% -13%	13% -44% 2% 202201 -17% -5% -8% -32% -6/% -37% -24% -38% -16% 4% -16% 4% -15% -15% -15%	-31% -41% -78 -202202 -21% -78 -78 -20% -32% -32% -32% -53% -8 -53% -8 202202 -7% -65% -05% -20% -20% -21% -19%	193% 173% -415 202203 -128 -215 -225 -215 1045 -115 385 202203 -188 -188 -245 -255 -255 -236	-16% 258% -538 202204 -24\$ -24\$ -21% -37% -51% -40% 31% -65% -05% -13% -68% -40%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 29% 16% 11% -3% 81% 1-54% 103% -1-6% 202301 -8% 21% 29% 35% -19%	72% 369% 38% 202302 15 30% 38% 38% 38% 38% 1-17% 331% -12% 202302 -2\$ 6% 1-13% 202302 29% 155%	-23% 5% 105% 202803 7% 35% 45% 45% 45% 45% 45% 45% 45% 19% 44% 11% 11% 10% 1280 1280 1280 1280 1280 1280 1280 1280	-21% -1% 81% 202304 9 <u>%</u> 26% 31% 28% 42% 72% 17% 9 9 85 59% 202304 1 <u>7%</u> 80% 20% 20% 20% 20% 20% 20% 20% 20% 20% 2	-13% 20% 43% 202401 165 30% 426 65 27% 40% 485 -30% 51% 202401 208 228 238 165 445	-48% -36% -27% -2144-5 -115 -29% -31% -48% -49% -35% -55% -55% -24% -42% -49% -3% -21% -51% -13%
尘器 电动	所領廷 俄罗斯 西班牙 国家/光区 里河·德里本 王河·德里本 本本军末 特別 大方 市 罗斯 村工 天 市 西 市 罗斯 斯 罗斯 斯 罗斯 斯 罗斯	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% -23% 18% 14% -8% 12% 327% 39% 56% 201801 14% 20% -15% 42% 47%	-8% 55% 36% 201802 128 16% 25% 15% 6% 25% 15% 6% 201802 118 16% 201802 118 201802 148 48%	-76% 58% 24% 201603 19% 28% -6% -3% 201603 133% 28% 55% -6% -5% 53% 28% 55% -6% -15% 55% -6% -15%	-95% 165 9% 201804 15% 17% -51% -30% -9% 65 32% -89% 41% 163% -12% -29% -29% -217% -24%	-69% 28 165 201901 58 105 55 -115 05 35 165 265 -878 665 988 155 28 155 28 78	-63% -255% -55% 201902 5% 165% -27% -55% -55% -27% -70% -665% -70% -655% -105% -9% -75% -75% -75% -75% -75% -75% -75% -75	-19% 5% 7% 201903 28 88 23% -19% 15% -17% -24% 46% 11% 201903 19% 22% -16% -23% -16% -23% -16% -23% -16% -15% -15% -15% -15% -15% -15% -15% -15	188% -1% -4% 201904 -5% 36% 36% 21% 22% 15% 190% 29% 15% 60% 99% 27% 60% 99% 27%	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -38% 204% 85 -41% 45 35% 38% -11% -11% -118%	-5\$ -6\$ -28\$ 202002 13\$ 46\$ -14\$ -8\$ -15\$ 117\$ 202002 448 120\$ 345 -15\$ -15\$ -16\$	24% 23% 18% 202003 45% 95% 138% -8% 74% 110% 21% 112% 202003 82% 125% 32% 41% 0%	156% 77% 31% 202004 62% 39% 12% 109% 124 124% 151% 26% 174% 43% 202004 81% 66% 65% 65% 65% 111% 82%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 151% 66% 157% 120% 229% 141% 107% 96% 156% 1103% 89% 89%	50% 100% 85% 202102 44% 84% 84% 149% 89% -6% 48% -3% 202102 33% 35% 122% 96% 33%	-33% -26% 20% 202103 -28 23% 35% 18% -29% -33% -10% -40% 202103 38 12% 49% 105% 37% 41%	-15% -44% -30% -202104 -10% -15% -77% -35% -78% -65% -14% -9% -39% -45% -88% -45% -88% -15%	13% -44% 25 202201 -17% -5% 85 32% -5% -37% -37% -37% -38% -24% -38% -16% 45 28% -15% -15% -15%	-31% -41% 7% 202202 -21% -15% -26% -32% -32% -32% -64% -12% -65 10% -20% -20% -20% -20% -20% -20% -20% -2	193% 173% -41% 202208 -12% -7% -14% -15 -22% -29% -21% 23% 104% -11% -216 38% 202203 -18% -24% -25% -25% -25% -25% 25% 25% 25%	-16% 2583 -53% 202204 -24% -24% -21% -21% -21% -37% -51% -40% -31% -40% -13% -45% -40% -17%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 16% 11% -3% 145% -54% 103% -1-6% 202301 22% 60% 35 3-19% 0%	72% 369% 38% 202302 11 202302 11 30% 30% 27% 99% 38% 38% 11% -17% 331% -12% 202302 -21% 6% -13% 154% 264% 264% 264% 264% 264% 264% 264% 26	-23% 5% 105% 202303 7% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5% 5%	-21% -1% 81% 81% 202304 9\$ 26% 31% 28% 66% 42% 72% 17% 98 85 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 12% 80 80 80 80 80 80 80 80 80 80 80 80 80	-13% 20% 43% 202401 16% 26% 65 27% 40% 9% -30% 51% 22% 25% 55% 16% 76% 76% 76% 76% 76% 76%	-48% -36% -27% -2484-5 -11% -29% -31% -48% -49% -35% -25% -25% -25% -2484-5 -32% -42% -42% -42% -49% -31% -55% -55% -55% -55% -55% -55% -55% -5
尘器 电动	所想延 機罗斯 南班牙 直下/地区 直口基礎 至別(除日本) 末南军其 非 拉丁長 四 五 四 4 2 2 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 4 3 4 3 4 3	20% 45% 16% 201901 17X 30% 33% -23% 14% -8% 12% 39% 56% 201901 14\$ 21% 20% -15% 42% 35%	-85 555 365 201802 128 165 255 -365 25 555 565 335 505 201802 118 165 -25 28 165 -25 465 555 565 165 165 -25 465 165 165 165 165 165 165 165 165 165 1	-76% 58% 24% 201803 19% 36% -41% 06% -36% -37% 201803 13% 201803 13% 5% 5% 5% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4% 4%	-95% 16% 9% 201804 15% -51% -51% -51% -50% 41% 163% 41% 163% 201804 45% -12% -29% -17% -24% 34%	-69% 25 16% 201901 10% 55, -11% 10% 35, 165 26% 2098 201901 128, -38% 23% -45, 26%	-63% -25% -5% -5% -5% -5% -5% -5% -5% -5% -5% -	-19% 5% 7% 201903 25 8% 23% -19% 10% -24% 46% 11% 201903 13% 22% -16% 22% -165 5% 21% 10%	188% -1% -4% -4% 201904 -55 965 366 22% 22% 296 197 201904 12% 201904 12% 345 95 345 95 345 95 345	28% -28% -21% 202001 -15% 12% 50% 18% -28% -9% -3% -38% 204% 8% -41% 35% 39% -13% -19% -19% -19% -7%	-55 -65 -65 -65 -65 -65 -65 -65 -65 -65	24% 23% 18% 202003 45% 55% 95% 138% -8% 110% 21% 1112% 73% 65% 122% 35% 127% 35% 41% 0% 58%	156% 77% 31% 202004 628 39% 428 109% 428 1124% 151% 266 1748 22004 8116 778 606 605 605 111%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 66% 66% 157% 120% 187% 93% 1017% 98% 1103% 103% 88% 177%	50% 100% 85% 202102 44% 44% 44% 149% 89% 115% 196% 39% 202102 36% 33% 122% 77% 96% 33% 122% 77%	-33% -26% 20% 202103 -28 23% -28 23% -35% -10% -29% -33% -10% -40% 202103 33 34 49% 105% 37% 41% 11%	-15% -44% -30% -202104 -10% -15% -47% -35% -47% -58% -39% -45% -88% -45% -35% -35% -35% -35%	13% -44% 25 202201 -17% -5% -8% 32% -67% -37% -67% -38% 202201 -8% 45 28% -13% -15% -15% -15% -15% -13%	-31% -41% -78 -202202 -21% -78 -78 -20% -32% -32% -32% -53% -8 -53% -8 202202 -7% -65% -05% -20% -20% -21% -19%	193% 173% -41% 202203 -12% -75, -14% -14, -22% -22% -21% 38% 202203 -18% -52% -24% -52% -25, -26, -26, -26, -26, -26, -26, -26, -26	-16% 258% -53% 202204 -24% -24% -21% -21% -37% -43% -40% -13% -43% -43% -443% -443% -443% -443% -459%	-7% 340% -20% 202301 -11% 16% 16% 11% -3% 16% 11% -3% 103% -16% 202301 -2% 60% 3% 3% 11%	725 3695 385 202802 15 305 275 995 385 385 -175 815 -178 3315 -128 202802 -135 1545 295 845 795	-23% 5% 105% 202803 7% 35% 45% 45% 45% 45% 45% 45% 45% 19% 44% 11% 11% 10% 1280 1280 1280 1280 1280 1280 1280 1280	-21% -1% 81% 202304 9 <u>%</u> 26% 31% 28% 42% 72% 17% 9 9 85 59% 202304 1 <u>7%</u> 80% 20% 20% 20% 20% 20% 20% 20% 20% 20% 2	-13% -20% -43% -20% -43% -30% -65% -27% -40% -51% -51% -20441 -51% -20441 -205 -54% -31% -44% -75% -44% -44% -44% -44% -44% -44% -44% -4	-48% -36% -27% -2484 11% -29% -31% -48% -48% -35% -48% -24% -49% -35% -24% -42% -42% -42% -42% -42% -43% -31% -13%
尘器 电动	所得延 長男斯子 国家/龙区 直立是類 三洲(徐田本) 本名写其 在 三洲 美洲 三 三新 华湖	20% 45% 16% 201801 17% 30% 33% 18% 14% -6% 12% 327% 39% 201801 14% 21% 20% 42% 15% 42% 15% 42% 10%	-8% -55% -36% -201802 -12% -16% -25% -36% -25% -56% -33% -50% -201802 -11% -16% -2% -28% -48%1%1%1%	-76% 58% 24% 201803 19% 28% 36% -61% -65% -65% 53% 18% 201803 18% 20% -68% -72%	-95% 165 9% 201804 15% 15% 29% -51% -30% 65 32% 65% 32% 41% 163% 201804 65% 75% -12% -29% 20% -17% -24% -71%	-69% 25 16% 201901 10% 5% -11% 0% 35, 16% 26% -87% 15% 2201901 12% 15% 23% -45, 7% -86%	-63% -25% -25% -25% -5% -65% -65% -65% -70% -60% -65% -70% -65% -70% -70% -70% -70% -70% -70% -70% -70	-19% 5% 78 201903 25 88 23% -19% -17% -17% -17% -24% 11% 201903 135 19% 225 -16% 228 -24% -10% -24%	188% -15 -45 201904 -55 306 215 228 965 306 215 190 190 127 201904 127 201904 127 346 95 346 95 3-38	285 -285 -215 -215 -215 -215 -215 -285 -285 -38 -385 -415 -135 -136 -137 -197 -188 -355 -385 -335 -335 -335 -335 -335 -3	-55 -64 -28% 202002 138 355 988 465 -148 -85 -155 1178 199 202002 418 485 1206 -15 -165 165 -18	24% 23% 18% 202003 45% 95% 138% 95% 110% 21% 110% 2202003 72% 82% 127% 35% 41% 0% 155%	156% 77% 31% 202004 628 39% 42% 42% 112% 124% 151% 72% 43% 70% 66% 66% 60% 111% 82% 60% 111% 82% 468%	9% 109% 97% 202101 103% 74% 66% 66% 157% 209% 187% 93% 144% 107% 103% 1180% 180% 1177% 463%	50% 100% 85% 40% 86% 448 46% 848 115% 190% 488 -65 488 -38 202102 202102 202102 33% 35% 96% 33% 35% 96% 33% 20% 20% 20% 20% 20% 20% 20% 20% 20% 20	-33% -265 205 202103 -25 234 795 845 -25 295 -405 -405 202103 35 125 295 405 415 415 95	-15% -44% 30% 202104 -108 -7% -47% -47% -65% -14% -39% -39% -39% -39% -15% -88% -45 -15% -15% -15%	13% -44% 25 202201 -17% -6% -6% -6% -9% -9% -24% -38% -16% -4% -15% -15% -15% -15% -29%	-31% -41% -78 -20202 -21% -15% -7% -26% -32% -32% -53% -8 8 123% -64% -12% -05% -20% -25% -10% -20% -25% -10% -25% -10% -25% -21% -50%	193% 173% -41% 20208 -12% -14% -15 -14% -15 -22% -21% -23% -18% -18% -24% -25% -25% -25% -25% -25% -52% -52% -52	-16% 258% -53% 202204 -24% -24% -24% -24% -37% -43% -44% -40% -59% 202204 -25% -13% -8% -43% -8% -43% -17% -43% -17% -43%	-7% 340% -20% 202301 -11% 10% 10% 10% 10% 11% -3% 81% 145% -16% 202301 -8% 60% 3% -19% 0% 11% -3%	725 369% 385 202302 18 202302 18 305 275 995 815 575 815 -12% 202302 -28 65 1548 295 1548 845 -575	-23% -5% -105% -202803 -7% -35% -45% -65% -35% -35% -15% -15% -15% -15% -15% -16% -22% -10% -24% -3%	-21% -15 81% -202304 -95 26% -31% -28% -69% -42% -72% -17% -9% -59% -202304 -12% -59% -20304 -12% -59% -205304 -51%	-13% -20% -43% -202401 -165% -65% -30% -48% -9% -30% -55% -51% -202401 -205 -25% -36% -36% -36% -36% -36% -36% -36% -36	-44 -3 27 24 11 29 31 4 4 5 5 3 5 5 3 3 2 2 1 1 3 3 2 1 1 3 1 3 1 4 4 5 5 1 1 3 1 4 4 5 1

资料来源:海关总署,国联证券研究所



2. 按图索骥, 供需如何演绎?

2.1 需求景气未有整体性抬升

要回答新兴出口景气为什么好,题眼不外乎景气和格局。以欧睿国际数据对需求作整体感知,2023年核心新兴市场终端难言"景气":12个样本国家中,大家电零售量较前5年 CAGR 提速的仅有巴西/印尼/菲律宾/阿联酋/土耳其五国,巴西、阿联酋及土耳其也仅是从下滑恢复至小幅增长,价格除土耳其受通胀扰动较大,提速的仅墨西哥/印尼/越南/西班牙,幅度不大;小家电结论基本一致,量价提速的样本略多于大家电。大体来看,2023年新兴市场的终端需求并无整体意义上的中枢抬升。

图表3: 2023 年新兴市场主要国家家电零售量价增速

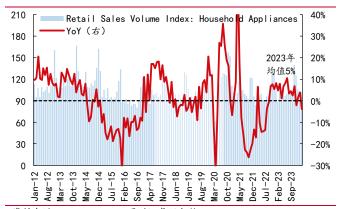
14.17	同应		零售量			均价	
地区	. 国家	2013-2022 CAGR	2018-2022 CAGR	2023 Y0Y	2013-2022 CAGR	2018-2022 CAGR	2023 Y0Y
拉丁美	墨西哥	3. 8%	3. 4%	2. 9%	6. 1%	7. 0%	7. 1%
42.1天	巴西巴西	-3.0%	-1.3%	0.8%	5. 8%	5. 8%	5. 0%
	印度尼西亚	2. 3%	3. 3%	4. 0%	2. 3%	2. 6%	4. 2%
	泰国	4. 8%	4. 3%	3. 9%	-0. 2%	1. 1%	0. 2%
	马来西亚	0.4%	-0.1%	-1.6%	2. 2%	3. 4%	2. 0%
亚洲	菲律宾	3. 3%	1. 9%	9.0%	-2. 4%	-5. 0%	-3. 6%
35.01	越南	6. 5%	0.0%	-1.1%	0. 2%	2. 5%	4. 7%
	沙特阿拉伯	1. 9%	0. 9%	0.0%	2. 5%	3. 4%	2. 6%
	阿联酋	2. 3%	-1.3%	2. 7%	-1.4%	-1.9%	2. 3%
	土耳其	2. 5%	-1.1%	0. 9%	25. 5%	43. 2%	52. 8%
欧洲	俄罗斯	-2.0%	3. 7%	−11. 2 %	9. 1%	10.0%	3. 2%
B人 01	西班牙	2. 6%	1.4%	-4. 2%	1.1%	3. 9%	6. 2%
地区	国安		零售量			均价	
地区	. 国家	2013-2022 CAGR	2018-2022 CAGR	2023 YOY	2013-2022 CAGR	2018-2022 CAGR	2023 YOY
拉丁美	墨西哥	3. 1%	3. 1%	3. 9%	4. 2%	5. 1%	10.5%
22 1 天	巴西	3. 0%	2. 1%	2.8%	2. 6%	2. 9%	5. 3%
k							
	印度尼西亚	3. 9%	2. 2%	3. 1%	3. 6%	3. 4%	2. 7%
	印度尼西亚 泰国		2. 2% 4. 0%	3. 1% 3. 7%	3. 6% 1. 4%	3. 4% 0. 6%	2. 7% 1. 6%
	,	3. 9%					
TE dust	泰国 马来西亚 菲律定	3. 9% 4. 8%	4. 0%	3. 7%	1.4%	0. 6%	1.6%
亚洲	泰国 马来西亚 菲律定	3. 9% 4. 8% 4. 1%	4. 0% 3. 9%	3. 7% 1. 8%	1. 4% 2. 3%	0. 6% 3. 4%	1. 6% 0. 8%
亚洲	泰国 马来西亚 菲律宾	3. 9% 4. 8% 4. 1% 3. 9%	4. 0% 3. 9% 1. 9%	3. 7% 1. 8% 3. 7%	1. 4% 2. 3% 1. 1%	0. 6% 3. 4% 3. 5%	1. 6% 0. 8% 4. 7%
	泰国 马来西亚 菲律宾 越南	3. 9% 4. 8% 4. 1% 3. 9% 7. 9%	4. 0% 3. 9% 1. 9% 6. 3%	3. 7% 1. 8% 3. 7% 3. 1%	1. 4% 2. 3% 1. 1% 2. 6%	0. 6% 3. 4% 3. 5% -0. 2%	1. 6% 0. 8% 4. 7% 3. 7%
亚洲	泰国 马来西亚 菲律宾 越南 沙特阿拉伯	3. 9% 4. 8% 4. 1% 3. 9% 7. 9% 1. 4%	4. 0% 3. 9% 1. 9% 6. 3% 1. 1%	3. 7% 1. 8% 3. 7% 3. 1% 1. 4%	1. 4% 2. 3% 1. 1% 2. 6% 4. 4%	0. 6% 3. 4% 3. 5% -0. 2% 5. 7%	1. 6% 0. 8% 4. 7% 3. 7% 3. 3%
	泰国 马来西亚 菲律宾 越南 沙特阿斯首 土住罗斯	3. 9% 4. 8% 4. 1% 3. 9% 7. 9% 1. 4% 5. 0%	4. 0% 3. 9% 1. 9% 6. 3% 1. 1% 2. 8%	3. 7% 1. 8% 3. 7% 3. 1% 1. 4% 4. 5%	1. 4% 2. 3% 1. 1% 2. 6% 4. 4% 0. 1%	0. 6% 3. 4% 3. 5% -0. 2% 5. 7% 2. 6%	1. 6% 0. 8% 4. 7% 3. 7% 3. 3% 3. 9%

资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

从官方统计看家电相关零售趋势,核心新兴国家中,2023 年消费景气明显上扬的仅土耳其,含税家电零售指数 20%以上的增速背后是极高水平上仍不断上调的通胀预期,高消费导向的经济政策与 2023 年 7 月执行的增值税率上调,特殊经济环境是其表观消费高增的主要成因;此外,巴西、墨西哥零售指数同比增速中枢均在小个位数,巴西低基数恢复为主,墨西哥表现也不及疫前十年中枢;而印尼央行统计的两类家用电器零售实际增速中,"信息通讯相关设备"尚未回正,"其他家用电器"在 2024年 1 月的同比高点也仅在+6%,恢复曲线波动较大。由此,2023 年以来新兴市场消费需求恢复为主、景气不足的结论可以确认,除部分国家受环境影响波动较大,类似2021 年的"外需普涨"并不是本轮新兴出口景气的答案。

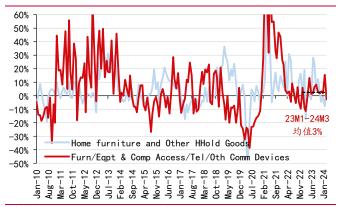


图表4: 巴西家电零售指数及同比增速



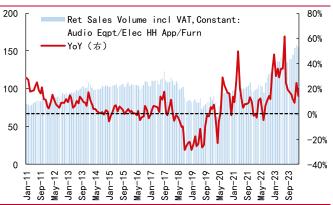
资料来源: IBEF、Haver, 国联证券研究所

图表6:墨西哥家电及家居相关零售指数同比增速



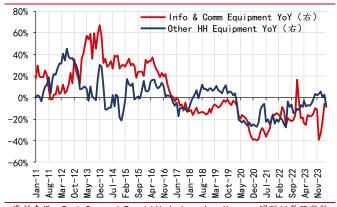
资料来源: INEGI、Haver, 国联证券研究所

图表5: 土耳其家电相关零售指数及同比增速



国联证券研究所 资料来源: Turkish StatisticalInstitute、Haver,

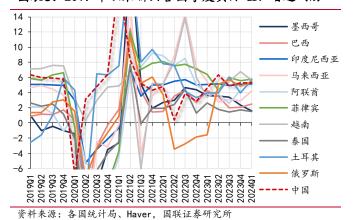
图表7: 印尼家电实际零售销售指数同比增速



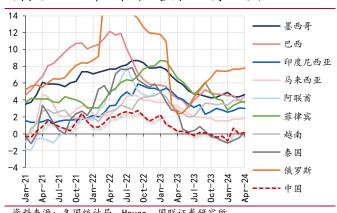
资料来源: Bank Sentral Republik Indonesia、Haver,国联证券研究所

零售反映的终端消费景气是需求的一个侧面, 对于政治环境相对动荡、政策不确 定性较高的新兴国家,刻画真实的耐用消费品需求需要结合经济增长与通胀环境。以 中国为参照系,主要国家中实际产出增速与中国增速相近的第一梯队包括土耳其/越 南/菲律宾/印尼,俄罗斯低基数恢复,而墨西哥/巴西/泰国/马来小个位数增长,南 美两国明显偏弱; 2023 年主要新兴国中仅巴西进入降息周期,通胀除土耳其高涨、 巴西波动,其余整体在限制性利率下温和回落。而家电出口及本土景气表现都较好的 巴西/土耳其, 2023年至今的地产表现均明显弱于历史中枢。

图表8: 2019 年以来新兴各国季度实际 GDP 增速 (%)

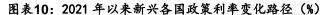


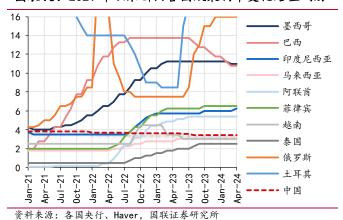
图表9: 2021 年以来新兴各国 CPI 同比(%)



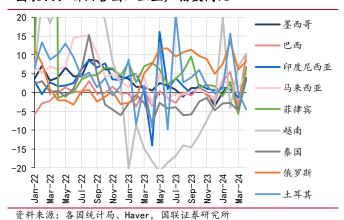
资料来源:各国统计局、Haver, 国联证券研究所





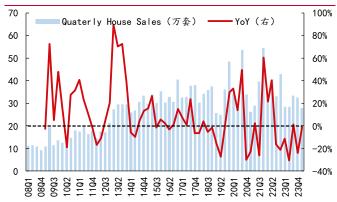


图表11: 新兴各国工业生产指数同比





图表13: 2008 年以来土耳其住宅销售量及同比增速



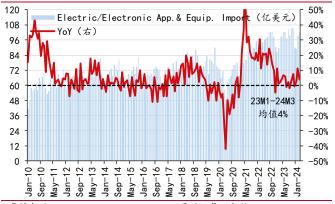
资料来源: Turkish Statistical Institute、Haver, 国联证券研究所

综合零售销售、宏观环境及地产表现来看,除少数国家受特殊通胀环境及货币税 收政策影响向上波动外,核心新兴市场国家通胀环境、家电消费与地产均在平稳改善 进程中,复苏趋势一致但难言景气,对本轮家电新兴市场出口高增解释力有限,逻辑 上指向中国对新兴出口份额的系统性提升,要回到贸易格局/国际竞争语境下理解。

从国际贸易视角看,根据 ITC 已更新的 2023 年贸易数据,规模新兴市场表现分化,且结构特征也与中国出口景气相呼应:进入景气范畴的包括土耳其(空/冰/洗进口额分别+11%/+34%/+47%)和巴西(空/冰/洗进口额分别+2%/+20%/+45%);东南亚偏弱,泰国空/冰/洗进口额分别-0.5%/+4%/持平,马来西亚则分别-1%/-12%/-11%。其余中国出口表现较好的新兴市场国家中,墨西哥及印尼家电相关进口表现平平:墨西哥电子电器类进口额 2023M1-2024M3 月度同比增速中枢仅在小个位数,印尼家电相关品类进口增速自 2023 年 10 月结束半年下滑回正后,也仅围绕 0 波动,并无改善趋势。综上,2023 年新兴进口表现分化,高增的不外乎土耳其及巴西,其余大多偏弱,与本土家电零售表现基本对应,印证需求端结论。

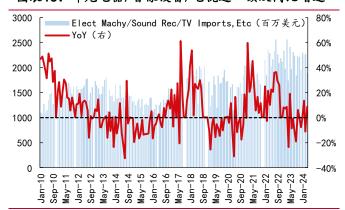


图表14:墨西哥电子电器产品进口额及同比增速



资料来源: Banco de Mexico、Haver, 国联证券研究所

图表15: 印尼电器/音像设备/电视进口额及同比增速

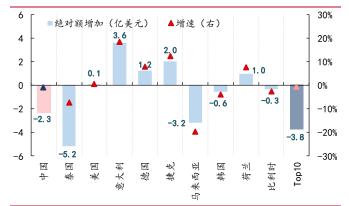


资料来源: Badan Pusat Statistik、Haver. 国联证券研究所

2.2 价格竞争力驱动产能替代

进口需求"拉力"既无实质性增强,我国对新兴市场出口高增的题眼就落在供给。从全球各品类核心出口国 2023 年出口表现看,ITC 口径下中国出口除空调(含部件)及电热类小幅下滑外,冰箱、洗衣机、电视及电动类出口额绝对增长及增速均明显好于其余出口大国:样本 10 国出口总额正增长的冰箱及电动类,中国出口额增量贡献率²分别达 51%/140%;洗衣机/彩电核心出口国 2023 年普遍表现不佳,样本国家总额下滑,而中国出口额分别+15%/+10%。整体看,同处全球家电出口供给第一梯队,相对亚洲的土耳其/泰国/韩国、欧洲的波兰/德国/意大利及美国,2023 年中国家电出口表现明显占优,一方面印证了外需景气整体偏弱的结论,同时也指向中国全球出口份额的系统性提升。就准确性而言,虽非全量数据,除中国外的对照组国家出口额加总,空调/冰箱/洗衣机/彩电分别占全球出口额 35%/39%/46%/34%,除空调外均高于中国,而电动类/电热类分别占全球出口额 27%/30%,整体来看份额均在 1/3 以上,对"中国以外的主要家电供给"具备代表性。

图表16: 空调(含部件)主要出口国 2023 年出口增长情况3



资料来源: ITC, 国联证券研究所

图表17:冰箱(含部件)主要出口国2023年出口增长及增速



资料来源: ITC, 国联证券研究所

² 中国出口额增长/样本十国出口总额增长。

³ ITC 数据品类代码为:空调(含部件)-8415(除841520)/冰箱(含部件)-8418/洗衣机(含部件)-8450/彩电-852872/电动类-8509/电热类-8516,与海关数据口径有差异。

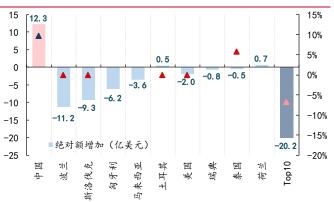


图表18: 洗衣机(含部件)主要出口国 2023 年出口增长情况



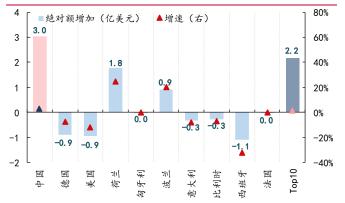
资料来源: ITC, 国联证券研究所

图表19: 彩电主要出口国 2023 年出口增长及增速



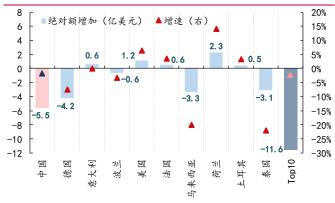
资料来源: ITC, 国联证券研究所

图表20: 电动类主要出口国 2023 年出口额增长及增速



资料来源: ITC, 国联证券研究所

图表21: 电热类主要出口国 2023 年出口额增长及增速



资料来源: ITC, 国联证券研究所

中国家电出海以制造能力输出为肇始,代工转型 OBM 是龙头公司的典型发展路径,除海尔以品牌收购为主外,美的外销 OBM 占比上台阶仅在收购东芝白电及库卡的 2016-2017,当下仍有近 6 成 ODM,格力品牌占比由 50%→70%也发生在近三年内;龙头如此,遑论品牌在本土都未成气候的二线,小家电中苏泊尔/新宝/莱克外销也均以代工为主,新兴品类借力线上渠道的品牌出海尚崭露头角,以代工为典型的制造出海仍是规模层面的基本盘。品牌赋予的议价能力有限,同质化且竞争充分的出口市场价格弹性突出:在 2016Q1 以来的 33 个季度中,空调/冰箱/洗衣机及电热类量价一阶负相关的频率分别为 76%/64%/73%及 55%,偏可选/升级的电热类小家电新兴市场出口量价负相关显著性明显高于整体,大家电差异不大。

在没有外生冲击的环境中,量价经由供需机制实现互动,而本轮价格周期由疫情冲击开启,2020H2 开始的成本大幅上行与流动性宽松中的需求集中释放叠加,后期又有俄乌冲突带来的订单节奏波动,出口价格大幅上行,峰值多在2021Q2-2022Q2之间,极限涨幅均在20%以上;此后均价随成本/需求/海运不确定性同步回落,在涨幅峰值后3-5个季度先后转负,大家电出口价格在2023Q3达到15%左右的极限跌幅,至2024Q1同比下滑已持续4个季度以上。此间,出口量价呈现相当显著的负相关,而2023年以来高基数与国内低通胀环境下持续下跌的出口均价,部分解释了本轮景气中的量增。值得一提的是,近1年部分地区及品类出口量增超越疫前量价弹性指



引的区间,典型如非洲及拉美的冰洗,指向潜在的产能替代或价格弹性提升。

在内销格局研究的话语体系中,价格竞争往往与库存高、需求弱之类负面要素相 关联, 但在制造出口全球竞争中, 相对低价不同于一般意义上的价格战: 一方面, 作 为全球产能占比 4-5 成以上的核心供给, 市场均价下行一定程度上是中国出口量增 的"果"而非其"因";同时,存量离天花板尚远、中国公司刚刚坐上牌桌的新兴市 场,需求有价格弹性、供给有出清空间,中国供应链凭借成本效率优势走出陡峭成长 曲线的故事比比皆是, 价格优势更多是要素禀赋的显化, 一如出口最初十年中的三来 一补4,既是分享增长的有效手段,或许也将是"制造包围品牌"第一阶段的胜负手。

空调 冰箱 洗衣机 电热类 25% 30% 20% 30% 50% 20% 15% 35% 20% 整 20% 体 5% -5% -10% -15% | 601 | 1603 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1 30% 60% 25% 空调亚洲 均价同比 50% 40% 70% 20% 40% 55% 30% 15% 30% 40% 20% 10% 20% 25% 亚 10% 10% 0% 0% -5% 10% -10% -20% 10% 20% -20% -35% -50% 409 30% 30% 55% 55% 20% 20% 40% 非 10% 25% 洲 -5% -10% -20% -20% 35% | 601 | 1701 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1703 | 1 00% 30% 60% 85% 25% 50% 70% 20% 40% 60% 15% 30% 45% 拉 10% 40% 20% 丁 25% 10% 0% 10% 美 0% 洲 -10% 10% -20%

图表22: 家电出口主要品类整体及分地区季度量价同比5

价格驱动之外, 若无资产收购, 品牌份额提升是慢变量。从大家电龙头在新兴市 场国家份额十年维度的长期走势来看, 空调龙头在巴西及东南亚、海尔在俄罗斯、海 信家电在墨西哥, TCL 电子及海信视像在拉美及中东非均有提升趋势, 其中格力巴西

资料来源:海关总署,国联证券研究所

⁴ 指来料加工、来样加工、来件装配及补偿贸易,中国大陆改革开放初期创立的贸易形式。

⁵ 标红表示量价一阶负相关区间



空调份额在十年间由不到 3%提升至 11%; 黑电龙头疫前 5 年出海新兴成绩斐然, 2014-2019 五年间, TCL 电子在巴西/阿联酋、海信视像在墨西哥份额均有 10pct 以上提升。此外, 年际份额抬升主要来自收并购, 美的 2016 年并表东芝白电, 当年印尼/马来西亚冰箱份额分别+5/+8pct, 洗衣机份额+1/+10pct; 海尔 2019 年并表 Candy, 当年俄罗斯/西班牙洗衣机份额分别+6/+7pct。仍以盈利恢复为主要经营导向的家电龙头近期均无规模品牌资产收购, 2023 年国产品牌在新兴市场的份额稳中有升, 幅度不大。

图表23: 2014-2023 年主要新兴市场中国家电公司份额变化情况(%)

\neg	地区	国家	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	港区	四季	美的	1.8	2. 0	2.1	2. 2	2.8	3. 6	3. 6	3. 7	3. 7	3. 7
			格力	-	-	-	-	-	-	J. 0	0.1	0. 2	0.3
		墨西哥	海尔	-	_	_	_	_	_	_	-	-	-
			海信	_	1.7	2.8	2. 1	1.7	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
	拉美		 美的	28. 4	23. 6	21.4	19. 7	20. 9	21. 1	21. 0	20. 5	20. 5	20. 4
			格力	2.7	2. 2	3. 7	5. 2	9. 2	10. 2	10. 6	11. 1	11. 1	11. 2
		巴西	海尔	-	_	-	-	-	-	-	-	-	-
			海信	-	_	_	_	_	_	_	_	_	_
-			美的	3. 2	2. 9	3. 1	3. 3	3. 3	3.5	3. 9	4. 3	4. 7	4. 8
			格力	-	1.5	1.9	2. 3	3. 0	3. 4	4. 1	5. 7	7. 9	10. 9
		印度尼西亚	海尔	2. 4	2. 6	4. 7	5. 0	5. 5	5. 3	5. 5	6. 0	6. 3	6. 4
			海信	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	东南亚		美的	6. 7	6. 4	7. 2	7. 9	8. 9	9. 4	9. 9	10. 3	10. 6	11. 1
			格力	-	-	-	-	-	3. 4	4. 1	5. 5	5. 4	5. 2
مند		马来西亚	海尔	1.5	1.9	2. 1	2. 3	2. 5	2.5	3. 1	3. 1	3. 1	3. 2
空			海信	3.5	3. 9	4. 1	2. 4	2. 0	2. 0	2. 0	2. 1	2. 2	2. 2
调			美的	-	-				-				
			格力	-	_	_	_	_	_	23. 9	25. 5	24. 7	23. 9
		阿联酋	海尔	7. 1	9.5	8. 0	10. 9	12. 8	13. 9	14. 3	16. 0	15. 3	16. 1
			海信	11. 4	13. 1	4. 8	7. 0	19. 3	24. 2	17. 2	15. 1	14. 4	13. 8
	中东非			-	-	0.8		-	-	6. 5	6. 5	5. 0	4. 9
			格力	_	_	-	_		-	15. 5	15. 3	23. 9	25. 0
		沙特阿拉伯	海尔	10. 6	12. 1	12. 1	14. 3	4. 1	4. 8	16. 5	22. 5	18. 4	18. 4
			海信	2. 7	2. 6	2. 7	6. 2	1.8	0.5	-	-	-	-
-				1.8	3. 5	5. 6	5. 3	4. 0	3. 7	3. 0	3. 2	3. 2	3. 2
			格力	-	J. J	J. 0 -	J. J	4. 0	3. <i>1</i>	5. 6	6. 0	6. 0	6. 0
		俄罗斯	海尔	2. 2	3. 6	17. 0	34. 1	33. 2	30. 6	31. 2	36. 8	52. 2	54. 9
			海信	1.1	3. 4	3. 3	1.4	5. 4	5. 7	4. 8	5. 1	5. 1	5. 1
	欧洲		美的	2.8	3. 3	3. 6	3. 3	3. 4	3. 5	3. 1	2. 8	2. 6	2. 5
			格力	2.0	J. J	3. 1	3. 1	4. 5	5. 0	4. 7	4. 5	4. 3	4. 1
		西班牙	海尔	14. 9	11. 7	12. 1	13. 2	17. 1	17. 5	16. 3	21. 2	21. 2	20. 6
			海信	0.9	2.8	5. 4	6. 4	6. 0	5. 2	6. 9	5. 4	6. 4	6. 9
\rightarrow			W-19	0. 7	2. 0	5.4	0.4	0. 0	5. 2	0. 7	5.4	0. 4	0. 7
	地区	国家	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
			美的	-	=	-	-	-	-	-	-	-	-
		墨西哥	海尔	0.1	0. 1	8. 6	7. 5	7. 2	6. 0	6. 1	6. 1	6. 1	6. 1
	拉美		海信	1.3	2. 1	3. 3	3.8	6. 0	6.8	7. 7	7.8	7. 8	7. 9
	4-8		美的	0.1	0. 1	0.3	0.3	0.4	0.5	0. 4	0. 4	0.5	0.5
		巴西	海尔	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
			海信	-	-	_	_	-	_	_	_	_	_
			美的	2. 3	2. 7	8. 1	6. 7	4. 9	4. 6	4. 6	4. 6	4. 6	4. 5
		印度尼西亚	海尔	12. 4	13. 5	13. 9	15. 1	15. 9	15. 9	16. 5	17. 0	15. 5	15. 8
	东南亚		海信	-	-	_	_	_		_	_	_	_
		7 +	美的	1.4	1.6	9. 9	10. 9	10. 4	10. 0	10.6	10.9	11. 2	11.5
冰		马来西亚	海尔	4.9	5. 1	5. 1	5. 6	6. 5	6.8	8. 0	8. 3	8. 4	8. 7
箱			海信	4. 9 1. 6	5. 0 1. 7	5. 2 2. 3	5. 7 2. 6	4. 8 2. 8	4. 7 2. 8	5. 0	5. 3	5. 3 2. 1	5. 3 2. 1
7F)		there and wife	美的 海尔		6.8		10. 2			2. 1 4. 7	2. 2 4. 8	4. 9	4. 9
		阿联酋		1.8		8. 9		12.3	10. 1				
	中东非		海信 美的	2. 9 1. 9	3. 9 2. 1	2. 7 11. 8	9. 9 11. 5	18. 8 11. 6	19. 9 11. 7	17. 6 12. 8	18. 0 13. 0	18. 1 12. 3	17. 9 12. 6
		沙特阿拉伯	海尔	16.8	17. 2	16. 6	15. 9	15. 4	16. 4	21. 0	20. 9	16. 2	16. 9
		0 10 17 42 10	海信	8.8	8. 7	7. 7	6. 5	3. 9	3. 4	2.9	3. 0	3. 2	3. 4
-			美的	-	- 0. /		- 0. 5	- 3.7	- 3.4	- 2. 7	- 3.0	- -	- 3.4
		俄罗斯	海尔	1.9	2. 9	3. 1	6. 2	9. 2	11.3	13. 9	14. 5	20. 1	22. 5
	mt1		海信	0.7	0.3	1.6	1.3	1.6	1. 2	1. 1	1.1	1. 1	1.1
	欧洲		美的	-	-	_		-	_	_	_	-	_
		西班牙	海尔	4. 8	6. 9	6. 7	6. 0	5. 3	4. 3	5. 5	5. 7	5. 6	5. 5
			海信	2.5	3. 0	4. 8	6. 1	7. 0	7. 4	7. 6	7. 6	8. 3	8. 5
	4.7	rall alter		0044	0045	0047	0047	0040	0040	0000	0004	0000	0000
	地区	国家	公司 TCL	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 9. 4	2021	2022	2023
		墨西哥		!	-		5. 5	7.4	8.5		11.4	13. 3	14.9
	拉美		海信	5. 0	6. 3	9.0	11.0	13. 7	14. 5	14. 6	14. 1	14.1	14. 0
		巴西	TCL	-	-	4. 6	5. 5	9. 0	11. 3	14. 3	14. 7	14. 6	14. 4
-			海信	-	-	_	_	0.6			_	-	
		印度尼西亚	TCL	0. 2	0.0	0.0	-	-	-	-	4. 2	5. 8	5. 7
	东南亚		海信	_	_		0. 1	8. 0	7. 2	6. 7	6. 1	6. 1	6. 1
电		马来西亚	TCL	1.1	1. 2	1. 3	1.5	1.6	1.6	1. 2	1. 2	1.3	1.4
视		7.1-17.2	海信	3. 2	4. 1	4. 2	4. 3	9. 4	10. 1	10. 8	10. 7	11. 1	11.3
化		阿联酋	TCL	5. 7	7. 4	8. 7	15. 4	19. 0	20. 4	19. 7	22. 0	20. 1	19.8
	中东非	1147.14	海信	4. 5	6. 4	7. 7	9. 0	11.0	10.1	8. 8	7. 5	9. 8	11.2
	1 11-11	沙特阿拉伯	TCL	2. 5	2. 7	3. 7	4. 0	4. 9	5. 0	8. 4	7. 7	8. 1	12.8
		クカ門が出	海信	_	2. 4	4. 0	5. 4	9. 2	9. 0	10. 1	11. 9	12. 2	9. 0
ſ		1ds wo the	TCL	-	_	_	_	_	_	_	_	_	_
	gjml	俄罗斯	海信	_	0.3	0.3	0.3	0.6	0.7	0.7	0.8	0. 7	6. 1
	欧洲	The street	TCL	-	_	0. 9	2. 5	3. 2	3. 9	4. 7	3. 8	4. 2	4. 5
		西班牙	海信	1. 2	1.7	2. 3	2. 6	3. 1	3.5	3. 5	3. 6	4. 0	4. 3
- 1													

资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所



年度时间序列虽看不出短期趋势,季度级别的边际变化仍可由微观经营情况观察。从代表国家当下格局来看,除中东部分国家及品类已位居头部,中国家电龙头新兴市场份额多在保二争一的位置,第一梯队多为以 LG、三星、松下、夏普(鸿海精密收购)为主的日韩系,Whirlpool、Electrolux 为代表的美欧龙头及土耳其公司Arcelik;品牌竞争力地理边界明显,日韩系强于东南亚及中东,欧美公司强于南美及东欧。除墨西哥综合家电龙头 Controladora Mabe、空调公司 Airpac 位居头部,新兴市场本土龙头多在第二梯队。由此,新兴国家的品牌竞争与发达市场殊途同归,全球竞争本质上依然以中国家电与日韩/欧美家电龙头之间的寡头竞争为主。

图表24: 2023 年新兴市场代表国家主要大家电品类头部公司及零售量份额6

	排名	墨西哥	巴西	印度尼西亚	马来西亚	阿联首	沙特阿拉伯	俄罗斯	西班牙
	1	Airpac/29%	LG Corp/21%	Hon Hai Precision/18%	Daikin Industries/27%	Gree Appliances/24%	Gree Appliances/25%	Haier Group/55%	Haier Group/21%
	2	LG Corp/24%	Nidea Group/20%	Daikin Industries/18%	Panasonic Corp/20%	Hajer Group/16%	Haier Group/18%	Gree Appliances/6%	Daikin Industries/11%
	3	Global Comfort Systems/14%	Samsung Corp/15%	Panasonic Corp/14%	Midea Group/11%	Hisense Group/14%	LG Corp/13%	Daikin Industries/6%	Fujitsu Ltd/8%
	1	Controladora Mabe/6%	Gree Appliances/11%	LG Corp/13%	Acson Malaysia/7%	Super General Co/11%	Zamil Air Conditioners/10%	Hisense Group/5%	Hisense Group/7%
	5	Whirlpool Corp/5%	Whirlpool Corp/11%	Gree Appliances/11%	Johnson Controls Inc/7%	Panasonic Corp/7%	United Technologies Corp/8%	Nidea Group/3%	LG Corp/7%
ž	CR5	77	78	73	71	72	75	75	53
周			Britânia Eletrodomésticos/9%	Samsung Corp/7%	Hon Hai Precision/6%	LG Corp/5%	Johnson Controls Inc/8%	Electrolux AB/2%	Mitsubishi Electric Corp/5
	7	Midea Group/4%	Electrolux AB/8%	Haier Group/6%	Gree Appliances/5%	Fujitsu Ltd/5%	Midea Group/5%	Ballu Industrial Group/2%	Gree Appliances/4%
	8	•					•		
	9	Johnson Controls Inc/3% Rheem Mfg/2%	Fujitsu Ltd/2%	Midea Group/5%	LG Corp/3%	Johnson Controls Inc/3%	Alessa Industries Co/4%	LG Corp/2%	Samsung Corp/3%
	1		Komeco-Komlog Importação/1%	Changhong Electric/3%	Samsung Corp/3%	Samsung Corp/3%	Samsung Corp/4%	Samsung Corp/1%	
	10	Hisense Group/1%	Johnson Controls Inc/0%	Hartono Istana Teknologi/2%	Haier Group/3%	United Technologies Corp/2%	Electrolux AB/1%	AUX Group Co Ltd/1%	Midea Group/2%
	CR10	92	99	96	93	89	96	83	70
	排名	墨西哥	巴斯	印度尼西亚	马来西亚	阿联首	沙特阿拉伯	使罗斯	西班牙
	1	Winia Group/20%	Whirlpool Corp/46%	Hon Hai Precision/28%	Hon Hai Precision/25%	Hisense Group/18%	Haier Group/17%	Arçelik AS/28%	BSH Hausgeräte GmbH/21%
	2	Controladora Mabe/18%	Electrolux AB/33%	Hartono Istana Teknologi/18%	Samsung Corp/22%	LG Corp/15%	LG Corp/17%	Haier Group/23%	Hisense Group/9%
	3	Samsung Corp/14%	Panasonic Corp/3%	Haier Group/16%	Midee Group/12%	Arçelik AS/11%	Midea Group/13%	LG Corp/10%	LG Corp/7%
	4	Whirlpool Corp/12%	Samsung Corp/1%	LG Corp/13%	Panasonic Corp/9%	Samsung Corp/11%	Samsung Corp/11%	Whirlpool Corp/7%	Whirlpool Corp/7%
水	5	LG Corp/10%	Britânia Eletrodomésticos/1%	Panasonic Corp/6%	Haier Group/9%	Haier Group/5%	Winia Group/5%	Atlant ZAO/6%	Arçelik AS/7%
箱	CR5	73	84	80	76	60	62	73	50
rei	6 7	Hisense Group/8%	LG Corp/1%	Samsung Corp/6%	LG Corp/6%	BSH Hausgeräte GmbH/2%	Arçelik AS/4%	Liebherr International AG/5%	Haier Group/6%
	8	Haier Group/6%	Midea Group/1% M Cassab Comércioe Indústria/0%	Midea Group/5%	Hisense Group/5% Arcelik AS/4%	Whirlpool Corp/2%	Hisense Group/3% Electrolux AB/2%	BSH Hausgeräte GmbH/4% Rostekh GK/3%	Electrolux AB/5%
	9	Electrolux AB/3%	W Cassab Comercioe Industria/U%	Whirlpool Corp/0%	Mitsubishi Electric Corp/2%	Electrolux AB/1%	Alessa Group/1%	Rostekh uK/3% Birusa OAO/2%	Samsung Corp/2%
	10	_	Cadence Indústria&Comércio/0%	_	Acson Malaysia/1%	Winia Group/1%	Simfer Ic ve Dis Tic/1%	Nord Group/2%	Winia Group/2%
	CR10	90	85	90	95	69	73	89	69
			1	4.4	0.500	4	0.04-0.0	11 A1	
	排名	基面哥	巴西	印度尼西亚	马来西亚	阿联首	沙特阿拉伯	俄罗斯	西班牙
	1	Whirlpool Corp/27%	Whirlpool Corp/20%	Hon Hai Precision/22%	Samsung Corp/25%	LG Corp/28%	LG Corp/28%	Arçelik AS/32%	BSH Hausgeräte GmbH/23%
	2	Controladora Mabe/25%	Electrolux AB/19%	LG Corp/15%	Midea Group/19%	Samsung Corp/15%	Samsung Corp/20%	Haier Group/27%	Arçelik AS/11%
	3	Winia Group/10%	Suggar Electrodomésticos/12%	Haier Group/14%	Hon Hai Precision/12%	Whirlpool Corp/9%	Haier Group/17%	LG Corp/10%	Haier Group/10%
洗	4	LG Corp/9%	Mueller Eletrodomesticos/10%		LG Corp/10%	Haier Group/5%	Midea Group/13%	Samsung Corp/9%	Electrolux AB/10%
	5	Koblenz Electrica/7%	Color Visão do Brasil/7%	Samsung Corp/7%	Panasonic Corp/9%	Arçelik AS/4%	Winia Group/4%	Whirlpool Corp/6%	Whirlpool Corp/9%
Ř	CR5	77	67	67	75	60	82	85	62
九	6	Samsung Corp/6%	Samsung Corp/4%	Panasonic Corp/6%	Haier Group/9%	BSH Hausgeräte GmbH/4%	Arçelik AS/4%	Midea Group/4%	LG Corp/5%
	7	Hisense Group/5%	Newmaq Eletrodomesticos/4%	Sanken Argadwija/5%	Electrolux AB/6%	Hisense Group/3%	Whirlpool Corp/3%	BSH Hausgeräte GmbH/3%	Samsung Corp/5%
	8	Electrolux AB/3%	SEB Groupe/4%	Electrolux AB/2%	BSH Hausgeräte GmbH/2%	Winia Group/3%	Admiral Corp. of America/3%	Electrolux AB/2%	CNA Group/4%
	9	Haier Group/1%	Wanke SA/3%	Midea Group/2%	Pensonic Holdings Bhd/2%	Teka Industrial SA/3%	Panasonic Corp/1%	Hisense Group/1%	Miele & Cie KG/4%
	10	Midea Group/0%	LG Corp/1%	-	Arçelik AS/1%	Panasonic Corp/2%	Emjoi Inc/1%	Miele & Cie KG/1%	Cecotec Innovaciones SL/1
	CR10	93	83	82	93	74	93	96	81
	排名	墨西哥	巴西	印度尼西亚	马来西亚	阿联首	沙特阿拉伯	俄罗斯	西班牙
	1	LG Corp/32%	Samsung Corp/40%	LG Corp/31%	Samsung Corp/22%	LG Corp/31%	Samsung Corp/46%	Samsung Corp/15%	Samsung Corp/35%
	2								
		Samsung Corp/16%	LG Corp/36%	Samsung Corp/23%	Hon Hai Precision/16%	Samsung Corp/25%	TCL Corp/13%	LG Corp/14%	LG Corp/33%
	3	TCL Corp/15%	TCL Corp/14%	Hon Hai Precision/16%	LG Corp/15%	TCL Corp/20%	LG Corp/11%	Haier Group/8%	Panasonic Corp/7%
	4	Hisense Group/14%	Koninklijke Philips NV/2%	Hartono Istana Teknologi/6%	Hisense Group/11%	Hisense Group/11%	Hisense Group/9%	Hisense Group/6%	TCL Corp/5%
ŧ	5	Vizio Inc/6%	Panasonic Corp/2%	Hisense Group/6%	Panasonic Corp/7%	Koninklijke Philips NV/5%	Panasonic Corp/2%	DNS 000/6%	Koninklijke Philips NV/49
Q.	CR5	83	94	83	72	92	80	48	83
	6	Panasonic Corp/4%	Sony Corp/2%	TCL Corp/6%	Sony Corp/7%	Sony Corp/3%	Haier Group/1%	Sony Corp/5%	Hisense Group/4%
	7	Koninklijke Philips NV/3%	TPV Technology Ltd/1%	Sony Corp/4%	Koninklijke Philips NV/4%	Panasonic Corp/2%	Sony Corp/1%	Koninklijke Philips NV/1%	Sony Corp/3%
	8	Hon Hai Precision/3%	-	Panasonic Corp/2%	Haier Group/2%	Hon Hai Precision/0%	Koninklijke Philips NV/1%	Panasonic Corp/1%	Hon Hai Precision/2%
		0 0 (48)		Sichuan Changhong/1%	CT Frank (M)/2%	_	JVC Kenwood Corp/1%	Supra Technologies Ltd/0%	Xiaomi Corp/1%
	9	Sony Corp/1%		STORMAR CHARGEORG/TX	OI Frank (M)/2%		OVO REIMOOD OOF p/ 1/9	oupra roomorogros zearen	XI doini Ooi pi Tie
	9 10	sony corp/1%	-		TCL Corp/1%			Hon Hai Precision/0%	Nevir SA/1%

资料来源:欧睿国际,国联证券研究所

从海外龙头经营趋势看,2023年以来:1) 拉美改善趋势明显,至2024Q1 惠而浦、伊莱克斯及SEB 拉美营收同比已连续3-4个季度提速;2) 亚太表现分化且季度

⁶ 灰色及红色填充分别代表全球经营的发达市场家电集团及中国家电公司。



间波动较大,空调带动下 2023H1 暖通表现较好,Q2 特灵/开利/江森自控收入分别同比+41%/+67%/+16%,消费电器弱势表现持续至Q3,2023Q4 惠而浦、SEB 同比回正,恢复节奏仍偏慢;3)中东非报表多与欧洲合并,独立披露的SEB 中东非+东欧自2023Q2起同比均在20%以上,超越低基数修复,大金中东持续高增,非洲波动较大。

盈利方面,当下消费电器新兴市场盈利普遍好于欧美,其中伊莱克斯拉美/亚太中东非盈利持续好于经营承压的美欧,历史上惠而浦北美盈利多数时候好于新兴,但近半年北美价格竞争压力之下,24Q1 新口径大家电 EBIT 率拉美〉北美〉亚太〉EMEA;暖通盈利北美~亚太〉EMEA,较好的经营趋势支撑下,表现好于消费电器。整体看,发达市场景气低位徘徊之下,以拉美为核心的新兴市场增速/盈利对整体表现均有正贡献,品牌经营未见颓势,而作为供应链的制造份额提升或是出口景气的主要驱动。

图表25: 近9个季度海外家电龙头新兴市场营收增速及分区域盈利能力

	公司	区域	2201	2202	2203	2204	2301	2302	2303	23Q4	2401
		EMEA(MDA Europe 24Q1-)	-1%	-10%	-17%	-18%	-8%	-12%	-11%	-8%	-
	Whirlpool	Latin America(MDA LA 24Q1-)	1%	-1%	-10%	-3%	0%	5%	10%	13%	12%
		Asia(MDA Asia 24Q1-)	-29%	31%	-1%	-16%	-3%	-8%	-8%	10%	-2%
	F	Latin America	2%	5%	7%	3%	4%	5%	6%	8%	15%
	Electrolux	APMEA (N/A 24Q1-)	7%	10%	11%	2%	3%	5%	7%	-3%	-
		EMEA excl.Western EU(LFL)	-8%	-11%	-3%	-6%	7%	37%	30%	22%	33%
	SEB	South America(LFL)	2%	16%	-8%	18%	7%	5%	17%	26%	27%
营		Asia excl.China(LFL)	-6%	-1%	-6%	-12%	-13%	-9%	-6%	2%	1%
收	AD act is	Asia Pacific	314%	132%	81%	136%	6%	17%	11%	182%	64%
増	ARÇELİK	Africa	103%	29%	125%	281%	24%	-2%	47%	180%	66%
速	-	EMEA	6%	11%	18%	23%	15%	8%	3%	8%	8%
	Trane	Asia Pacific	14%	-12%	28%	19%	8%	41%	-1%	0%	11%
		Asia Pacific		-21%	23%	-31%	58%	67%	-1%	63%	1%
	Carrier	Other than US/EU/AP	-16%	-8%	-10%	-23%	6%	-2%	4%	23%	11%
	JCI (Building	(Building EMEA/LA(organic)		4%	9%	12%	12%	9%	3%	2%	4%
	Solutions)	Asia Pacific(organic)	7%	-1%	12%	7%	15%	16%	-6%	-21%	-23%
		Asia excl.CHN & JPN	22%	43%	71%	43%	19%	12%	1%	5%	21%
	Daikin(AC)	Middle East	25%	36%	87%	34%	81%	30%	40%	50%	33%
		Africa	53%	92%	8%	7%	0%	16%	-10%	45%	-12%
	公司	区域	2201	2202	2203	2204	2301	2302	2303	23Q4	2401
		North America(MDA NA 24Q1-)	16. 3%	14. 1%	9.8%	5. 8%	10. 0%	10. 3%	10. 0%	8. 4%	5. 6%
	Whirlpool	EMEA(MDA Europe 24Q1-)	-2.5%	0. 2%	-3. 1%	-0.4%	0. 6%	2. 0%	0.1%	3. 3%	-1. 1%
	<u>EBIT margin</u>	Latin America(MDA LA 24Q1-)	7. 1%	7. 2%	5. 3%	5. 9%	5. 2%	6. 5%	6. 3%	6. 0%	7. 8%
		Asia(MDA Asia 24Q1-)	4. 8%	6. 8%	4. 7%	2. 7%	3. 1%	3. 7%	2. 2%	1. 3%	4. 6%
		Europe(EUAPMEA 24Q1-)	5. 2%	1. 3%	0. 7%	-1.1%	-0.4%	-3. 2%	4. 5%	-13.5%	1. 7%
盈	Electrolux	North America	7. 6%	-2. 3%	-9. 5%	-13. 4%	-3. 8%	-1.4%	-3. 7%	-12. 5%	-12. 1%
利	<u>OPM</u>	Latin America	1. 8%	4. 8%	6. 8%	3. 4%	3. 8%	4. 8%	5. 6%	7. 5%	6. 0%
能		APMEA (N/A 24Q1-)	7. 3%	10. 1%	10. 8%	2. 1%	3. 4%	5. 4%	6. 6%	-2. 7%	-
カ		Americas	13. 3%	19. 0%	18. 7%	15. 5%	13. 7%	21. 2%	19. 2%	16. 7%	16. 3%
	Trane	EMEA	11.5%	16. 0%	15. 6%	15. 3%	16. 8%	16. 4%	17. 8%	17. 1%	17. 1%
	<u>OPM</u>	Asia Pacific	13. 7%	14. 4%	20. 0%	20. 2%	16. 8%	20. 9%	22. 0%	22. 6%	20. 3%
		North America	10.6%	10. 7%	14. 7%	11. 3%	12. 5%	14. 4%	15. 4%	11. 5%	13. 6%
	JCI	EMEA/LA	8. 2%	8. 7%	9. 4%	7. 7%	6. 7%	8. 6%	7. 8%	7. 7%	8. 4%
	EBITDA margin	Asia Pacific	11. 9%	12. 8%	14. 0%	10. 5%	11.8%	13. 9%	13. 5%	9. 1%	11. 0%

资料来源:公司公告,国联证券研究所

报表披露的粗口径区域趋势之外,边际变化在格局细节与经营动向中有迹可循。 大家电受品牌认知及近地产能约束,能力地理边界相对明显,**支撑新兴市场"欧美龙 头经营趋势较好"的核心是拉美,2023** 年 LA 占惠而浦/伊莱克斯总营收比例在 20% 上下,亚太与中东非各自占比均在个位数;对经营趋势较弱的长尾市场,龙头收缩动 作频频: 惠而浦逐步退出欧洲及中东非市场,收缩亚太经营控制权,2021-2024年间



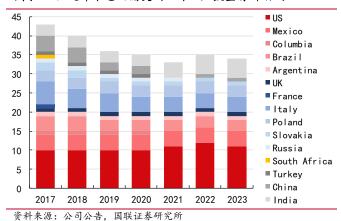
先后向阿奇立克出售土耳其分部、中东北非及俄罗斯业务,2020及2023年先后出售中国及印度公司股权; 东欧产能受挫且本土景气更弱的伊莱克斯以产能收缩为主,2022年出售俄罗斯业务,2023年出售美、匈2座工厂,宣布包括非洲 Zanussi等品牌在内的非核心资产分拆计划。另一方面,亚太市场地位强势的日韩系内部经营分化明显,韩系地位稳固且有扩张意愿,日系中大金、松下硕果仅存,夏普于2016年被鸿海精密收购,同年东芝向美的出售白电资产,次年海信视像收购 TVS;时至2023,TVS在日本本土份额首超索尼⁷。北美龙头退居强势市场、日系重组活跃,寡头力量此消彼长,而作为龙头寻求成长的应许之地,新兴市场的"西线战事"正在上演。龙头经营/产能收缩,加上波兰、泰国、韩国等出口大国普遍的弱势表现,是近2-3年中外通胀走势分化的背景下,出口价格下行周期中产能替代或制造份额提升的佐证。

图表26: 近年欧美家电龙头经营及产能收缩动作频频

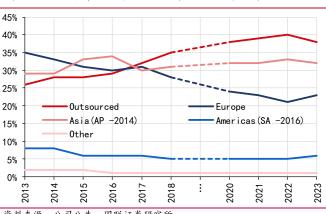
公司	时间	资产/业务分拆
	2024	• 1月就出售 拉美 Brastemp净水器业务签署协议
	2024	• 4月欧洲大家电及MENA业务出售交割完成
	2023	• 1月/6月先后公告向Arcelik出售 欧洲大家电/MENA业务
Whinlead	2023	•11月公告拟于2024年出售 印度 子公司24%股权,保留控制权
Whirlpool	2022	• 6月宣布向Arcelik出售 俄罗斯业务 ,8月交易完成
	2021	•5月向格兰仕出售惠而浦 中国 多数股权,交易后持股20%
	2021	• 6月向Arcelik出售土耳其分部
	2019	• Q4出售 南非业务
		•7月公告 非核心资产分析 计划,包括Zanussi等9品牌
	2023	・9月公告出售 匈牙利Nyiregyhaza工 厂
		• 12月完成Memphis工厂出售
Electrolux		• 9月公告出售瑞士办公楼
Electrolux	2022	• 10月公告出售 美国Memphis工厂 ,12月计划推迟
		9月公告通过出售分部退出俄罗斯市场
	2020	• Professional业务分拆,独立上市
	2018	•剥离 美国商用/中央吸尘器 业务,出售品牌Sanitaire/BEAM

资料来源:公司公告,国联证券研究所

图表27: 近年来惠而浦美洲以外工厂数量有所缩减



图表28: 近十年 SEB 集团代工生产比例趋势提升



资料来源:公司公告,国联证券研究所

⁷ 日经:海信和 TCL 在日本电视销售份额 4 年翻倍 https://mp. weixin. qq. com/s/m0pSVIL4MHhbpQ1iWfYhkg



3. 放眼长期, 天花板有多高?

3.1 远期空间以空调最具看点

节奏与份额之外,远期空间也是"新兴"的题中之义。若假设 10-14 年更新周期取均值推算,四大新兴市场区域中,亚太及中东非大家电渗透率偏低,白电品类户均保有量均在 0.6 台以内;品类之间,依赖气温、品类发展相对晚的空调渗透率最低,各地区保有量均不超 0.5 台/户,而电视除中东非外户均在 1 台以上,相对饱和。从家庭户数看,新兴亚太⁸/中东非/拉美/东欧市场容量分别相当于中国大陆的112%/68%/42%/24%,加总规模接近中国大陆的 2.5 倍;以户数规模加权,海外新兴市场空调/冰箱/洗衣机及电视户均保有量分别为 0.3/0.5/0.5/0.8 台,若简单对标中国大陆,空调存量增长空间在 4 倍以上,冰洗接近翻倍,电视在 20%+。

图表29:中国及主要新兴市场区域/国家家庭户规模及推算主要家电品类户均存量?

山口/田安	家庭户数 (万)		户均保有量:更新	周期10-14年取均值	
地区/国家	系展广致(カ)	空调	冰箱	洗衣机	电视
中国大陆	<u>55310</u>	<u>1. 76</u>	<u>1. 04</u>	<u>0.84</u>	<u>0. 98</u>
新兴亚太	62023	0. 34	0. 52	0. 37	0. 69
印度	30339	0. 19	0. 43	0. 27	0. 62
印度尼西亚	7075	0. 52	0. 77	0. 45	0.89
菲律宾	2846	0.44	0. 63	0. 42	1.10
越南	2802	0.81	1. 03	0.74	1. 23
土耳其	2668	0. 49	1. 44	1.00	1. 28
泰国	2603	0. 64	0. 86	0.76	1.11
马来西亚	880	1.78	0. 86	0.89	1.16
中东非	37594	0. 22	0. 31	0. 26	0. 45
埃及	2603	0. 41	0. 72	0.82	0. 67
南非	2010	0.17	0. 79	0. 41	0.72
沙特阿拉伯	935	2. 05	0. 89	0.93	1. 61
以色列	289	2. 47	1. 41	1. 79	2. 47
立美	23184	0. 48	0. 82	0. 85	1. 37
巴西	9464	0. 52	0. 78	1. 02	1. 41
墨西哥	3691	0. 55	0.80	0. 79	1.74
哥伦比亚	1834	0. 19	0. 58	0. 58	1.67
阿根廷	1832	0. 95	0.80	1.15	1.70
智利	610	0.39	1. 37	1. 49	3. 19
东欧	13474	0. 25	0. 79	0. 74	1. 33
俄罗斯	6917	0.30	0. 69	0.57	1. 26
波兰	1425	0. 26	1. 09	1.18	2. 43
乌克兰	1304	0.13	0. 83	0.72	0. 95
罗马尼亚	702	0. 15	0. 97	0. 71	2. 39
捷克	508	0.03	1. 27	1.10	1.43

资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

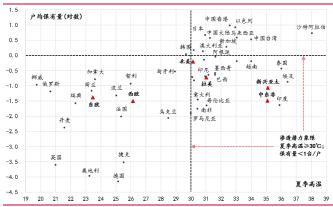
就渗透率上限而言,气候条件决定空调的必需程度,而冰洗功能上有天然的一户一机属性;而渗透曲线斜率依赖收入增长,空调的影响因素额外多一个短期气温波动。以当前各国家地区保有量与气温的相关分布为基准找必要条件,达到户均 1 台基础渗透的样本,夏季高温/均温多在 30°C/25°C以上;以此划定标准,满足气候要求而保有量低于1台/户的地区及国家是空调海外空间测算的核心,随收入水平提升,潜在保有量可对标成熟市场。渗透潜力象限内以新兴亚太、中东非及拉美为主,其中印度/埃及/越南等气候条件与渗透率"错配"明显,空间可观。

⁸ 欧睿口径亚太地区剔除日本、韩国、新加坡及中国台湾、中国香港。

⁹ 考虑可比性,户均保有量均以欧睿零售量 10-14 年更新周期推算,与政府统计数值略有差异。

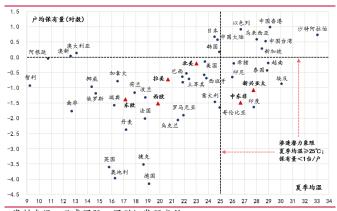


图表30: 各国家/地区空调户均保有量及夏季高温分布情况



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表31:各国家/地区空调户均保有量及夏季均温分布情况



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

以气温为条件分级给予保有量假设,新兴市场气候条件普遍好于北美西欧,假设满足气候条件的渗透潜力市场仅达到户均 1 台的基础渗透,新兴亚太、中东非及拉美的存量增长空间在 1.0-3.5 倍之间;进一步考虑改善需求,参考日本/中国大陆城镇 2023 年空调户均保有量分别为 2.9/1.7 台,谨慎假设渗透潜力市场饱和渗透率 1.5 台/户,12 年更新周期下对应市场规模增长空间在 2 倍以上,中东非达 5 倍;三大新兴地区10渗透稳态之前的规模增量,大致相当于 2023 年中国大陆零售量 1.2 倍。

图表32: 新兴市场家用空调存量及市场空间测算

地区/国家	气温条件	† (°C)	户均保有量	存量:	空间:户均保	有量上限敏感性	生分析	2023A零售量	市场:	空间: 更新年下	限敏感性分析	(户均上限=1.	5台)
地区/国家	夏季高温	夏季均温	尸对休有宣	1.0台	1.5台	2.0台	2.5台	(万台)	14年	13年	12年	11年	10年
新兴亚太	35	28	0.34	192%	338%	484%	631%	2258	194%	217%	243%	275%	312%
印度	36	28	0.19	422%	683%	944%	1205%	738	340%	374%	414%	460%	516%
印度尼西亚	31	26	0. 52	93%	190%	287%	384%	357	113%	129%	148%	170%	198%
菲律宾	33	28	0. 44	127%	241%	354%	468%	128	137%	156%	177%	202%	232%
越南	34	29	0.81	23%	84%	146%	207%	225	33%	43%	55%	69%	86%
土耳其	30	22	0. 49	106%	209%	312%	415%	134	113%	129%	148%	171%	198%
泰国	36	29	0. 64	57%	135%	214%	292%	158	77%	91%	106%	125%	148%
马来西亚	33	28	1. 78	0%	0%	12%	41%	152	-	-	-	-	3%
中东非	35	27	0. 22	346%	569%	792%	1015%	736	447%	489%	538%	596%	666%
埃及	36	30	0. 41	143%	264%	386%	507%	80	248%	275%	306%	343%	387%
南非	30	13	0.17	491%	787%	1082%	1378%	29	649%	706%	774%	853%	948%
沙特阿拉伯	38	33	2. 05	0%	0%	0%	22%	204	-	-	-	-	-
以色列	33	27	2. 47	0%	0%	0%	1%	67	-	-	-	-	7%
拉美	31	21	0. 48	107%	211%	314%	418%	941	164%	184%	208%	236%	269%
巴西	32	22	0.52	93%	190%	286%	383%	376	170%	191%	215%	243%	278%
墨西哥	32	24	0.55	81%	172%	263%	353%	235	68%	81%	96%	114%	136%
哥伦比亚	31	25	0. 19	429%	693%	958%	1222%	30	548%	597%	655%	724%	807%
阿根廷	32	11	0. 95	6%	58%	111%	164%	115	70%	83%	98%	116%	138%
智利	26	9	0. 39	0%	0%	0%	0%	23	-	_		_	2%
东欧	23	17	0. 25	0%	0%	0%	0%	347	-	-	_	-	-
俄罗斯	21	15	0.30	0%	0%	0%	0%	157	-	2%	10%	20%	32%
波兰	25	19	0. 26	0%	0%	0%	0%	82	-	-	-	-	-
乌克兰	29	22	0.13	379%	379%	379%	379%	14	302%	333%	369%	412%	463%
罗马尼亚	30	22	0. 15	580%	920%	1260%	1600%	12	516%	563%	618%	683%	762%
捷克	26	19	0.03	0%	0%	0%	0%	2	-	-	-	-	-

【测算说明】

- •保有量上限根据各国气温条件分三档给予假设: 1)夏季高温≥30°C或夏季均温≥25°C,假设饱和保有量≥1 台/户,按谨慎→乐观分情形假设 1.0/1.5/2.0/2.5 台/户并测算 敏感性; 2)夏季高温≥25°C且夏季均温≥20°C,假设饱和户均保有量 0.6 台; 3)其余国家/地区假设保有量保持现况,存量无扩容空间。
- 气温取值: 1) 夏季高温: 12 个月中月度平均日最高气温取峰值,多为 7/8 月月均日最高气温;2) 夏季均温:6-8 月月度平均日均温取均值;各月数值均取 2014-2023 十年平均;地区气温为区域内样本国家数值按家庭户数加权平均。
- 当前户均保有量为历史零售量序列按10-14年更新周期推算取均值。
- 存量及市场空间计算公式为"饱和存量(规模)/2023年存量(规模)-1"。

资料来源:欧睿国际,国联证券研究所

对于冰洗,空间测算逻辑相对简单: 2023年中国城镇冰洗保有量均在1台/户左

¹⁰ 东欧气候寒冷,以气温为主线测算上限无增长空间,正文予以省略。



右,以此为参照系,当前海外渗透空间主要在新兴亚太及中东非,拉美及东欧户均保有量均在 0.8 台左右。若冰洗保有量达到 1 台/户,新兴亚太及中东非的冰箱存量增长空间在 1-2 倍,洗衣机在 1.5-3.0 倍;假设 12 年更新周期,新兴亚太/中东非冰箱市场规模增长空间分别约 0.6/2.0 倍,洗衣机分别为 1.2/2.6 倍;以上基准假设下,四个海外新兴市场区域加总,稳态前冰箱/洗衣机市场规模增量空间分别相当于中国大陆 2023 年零售量的 1.0/1.4 倍。

图表33: 新兴市场冰箱、洗衣机存量及市场空间测算

以可/可/	产均	保有量	存量空间: 如	包和保有1台/户	2023A季售	量 (万台)	冰箱市:	场空间:更新年	限上下限	洗衣机市	「场空间:更新年	限上下限
地区/国家	冰箱	洗衣机	冰箱	洗衣机	冰箱	洗衣机	14年	12年	10年	14年	12年	10年
新兴亚太	0. 52	0. 37	91%	167%	3171	2336	40%	63%	96%	90%	121%	166%
印度	0. 43	0. 27	133%	271%	1367	887	58%	85%	122%	144%	185%	242%
印度尼西亚	0.77	0. 45	30%	120%	512	319	-	15%	38%	58%	85%	122%
菲律宾	0.63	0.42	60%	139%	183	116	11%	29%	55%	75%	105%	146%
越南	1.03	0.74	0%	34%	272	188	-	-	6%	7%	24%	49%
土耳其	1.44	1.00	O%	0%	336	256	-	-	15%	-	-	5%
泰国	0.86	0. 76	16%	32%	239	207	-	-	9%	_	5%	26%
马来西亚	0.86	0.89	17%	13%	60	63	5%	23%	47%	_	16%	39%
中东非	0. 31	0. 26	220%	292%	1053	870	155%	198%	257%	209%	260%	332%
埃及	0.72	0.82	40%	22%	193	219	-	12%	35%	-	-	19%
南非	0.79	0. 41	26%	144%	167	77	-	-	20%	86%	117%	161%
沙特阿拉伯	0.89	0. 93	12%	8%	75	65	-	4%	25%	2%	20%	43%
以色列	1. 41	1. 79	O%	0%	36	45	-	-	13%	_	-	16%
拉美	0. 82	0. 85	22%	17%	1731	1644	_	12%	34%	1%	18%	41%
巴西	0.78	1.02	28%	0%	599	744	13%	32%	58%	-	8%	29%
墨西哥	0.80	0. 79	26%	26%	292	292	-	5%	26%	-	5%	26%
哥伦比亚	0.58	0.58	74%	73%	110	100	19%	39%	66%	31%	53%	84%
阿根廷	0.80	1. 15	25%	0%	131	164	-	16%	39%	-	7%	29%
智利	1. 37	1. 49	0%	0%	75	76	-	-	11%	_	_	19%
东欧	0. 79	0. 74	27%	35%	906	859	6%	24%	49%	12%	31%	57%
俄罗斯	0.69	0.57	45%	75%	361	310	37%	60%	92%	59%	86%	123%
波兰	1.09	1.18	O%	0%	150	182	-	-	3%	-	-	-
乌克兰	0.83	0.72	20%	39%	89	77	4%	22%	46%	21%	42%	70%
罗马尼亚	0.97	0.71	3%	41%	64	47	-	-	10%	6%	23%	48%
捷克	1. 27	1.10	0%	0%	55	51	-	-	16%	-	_	10%

【测算说明】

- 当前户均保有量为历史零售量序列按10-14年更新周期推算取均值。
- 存量及市场空间计算公式为"饱和存量(规模)/2023 年存量(规模)-1"。

资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

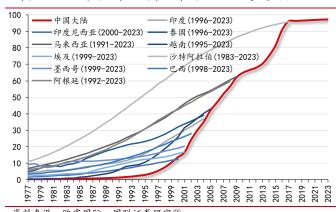
3.2 成长曲线难直接对标国内

理论上,规模越过特定阈值后,消费品渗透进程会在底数的带动下明显提速;观照现实,在新兴市场走出明显"S型曲线"的多是消费电子,典型如电视和手机,相较之下白电渗透率曲线较平缓,与中国大陆和日本对比,空调尤其偏慢。以为数不多渗透已接近饱和的沙特为样本看,中国空调渗透率在2002-2015的14年间由20%提升至80%,而沙特用了24年。将各国当前保有率映射至中国空调渗透曲线,除沙特、马来西亚、阿根廷外,多数新兴亚太及拉美国家当前渗透水平均在曲线前半段,但斜率都明显小于中国同期,趋势也未见提速;就成长阶段偏成熟的冰箱而言,除越南曲线比中国大陆陡峭、印尼大致相当,其余样本国家渗透曲线均明显平缓。由是,新兴市场"≥1倍中国大陆"的成长空间,兑现时间或将长于后者所需,期间市场扩容速率不可简单平移,背后是各经济体产出增长、基建水平的差异,极端政治与通胀环境的影响不可低估。以中日空调产业各阶段扩容速率作为上限,去刻画新兴市场成长曲线的渐近线:保有率10%→20%的渗透初期,中国(1999-2002)/日本(1971-1974)

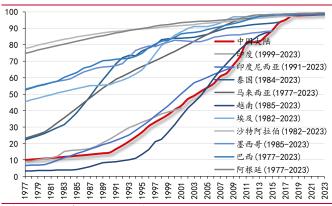


空调出货复合增速分别为+24%/+22%; 20%→60%的大众化阶段,中国(2002-2009)/日本(1976-1989)复合增速分别+8%/+6%; 60%-80%的普及后期,日本(1989-1993)产业增速放缓至小个位数,中国(2009-2013)受政策带动+13%,前者更具参考意义。

图表34: 主要新兴市场国家及中国大陆空调渗透进程对比



图表35: 主要新兴市场国家及中国大陆冰箱渗透进程对比



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

就空调而言,从亚洲成熟市场看渗透速率差异来源,若以10%为步长等距切割渗透曲线,20%→60%区间大致是直观上的渗透提速区间,对应的2002-2009年间中国经济正处高速增长阶段,人均实际 GDP 复合增速中枢在10%左右,城镇化率也以年均1.3pct左右的节奏快速提升,宏观"顺风"之下,中国空调得以走出难以复刻的陡峭成长曲线;相较之下,日韩经济增长与城镇化均已放缓,除韩国在2015年提消费税及2016年高温的带动下阶段性提速,其余区间渗透均慢于中国。此外,从中日冰箱渗透节奏与经济增长的序列拟合来看,快速渗透阶段对应人均GDP增速均在8%-9%的较高水平,人均意义上的产出/收入增长仍是耐用消费品扩张最重要的底层变量。

图表36: 中日韩新空调渗透曲线各阶段节奏及宏观环境对比

空调		时间	阶段			区间长	度(年)			人均实际G	DP复合增速		城镇化率年均提升(pct)				
渗进率	中国	日本	养国	新加坡	中国	日本	韩国	新加坡	中国	日本	韩国	新加坡	中国	日本	韩国	新加坡	
0%-10%	1976-1999	1961-1973	1976-1995	-	23	12	19	-	8%	7%	8%	-	0. 76	0.83	1.50	-	
10%-20%	1999-2002	1973-1976	1995-1998	1982-1988	3	3	3	6	8%	1%	2%	5%	1. 19	0.57	0.30	-	
20%-30%	2002-2003	1976-1978	1998-2000	1988-1991	1	2	2	3	9%	4%	9%	5%	1. 35	0.06	0. 24	-	
30%-40%	2003-2005	1978-1981	2000-2005	1991-1993	2	3	5	2	10%	3%	5%	6%	1. 37	0. 07	0.34	-	
40%-50%	2005-2007	1981-1985	2005-2012	1993-1996	2	4	7	3	13%	3%	3%	5%	1. 34	0.11	0. 07	-	
50%-60%	2007-2009	1985-1988	2012-2014	1996-1999	2	3	2	3	9%	4%	3%	1%	1. 34	0. 13	-0. 07	-	
60%-70%	2009-2013	1988-1993	2014-2015	1999-2003	4	5	1	4	8%	2%	2%	3%	1. 28	0. 13	-0. 07	-	
70%-80%	2013-2015	1993-1997	2015-2016	2003-2019	2	4	1	16	7%	2%	3%	3%	1. 24	0. 13	-0. 07	-	
80%-90%	2015-2016	1997-2012	2016-2021	-	1	15	5	-	6%	0%	2%	-	1. 24	0.86	-0. 03	-	

资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表37: 中国冰箱保有率提升节奏与人均 GDP 增长



资料来源:欧睿国际,国联证券研究所

图表38: 日本冰箱保有率提升节奏与人均 GDP 增长

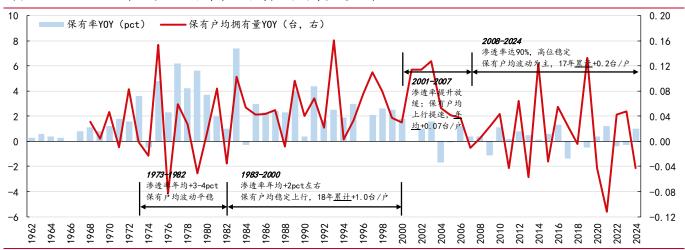


资料来源: 日本内阁府, 欧睿国际, 国联证券研究所



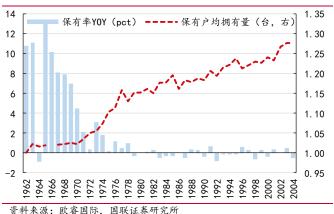
渗透之外,以家庭户总体为基数的户均保有量=保有率*保有家庭户均拥有量,前者概念等同渗透率,度量品类普及程度,后者则来源于拥有群体升级需求带来的存量扩张。从日本空调渗透进程来看,"普及"与"升级"并无严格先后之分,70年代普及初期的快速渗透后,20世纪末的20年间,伴随保有率以偏快速率提升的是保有家庭户平均拥有量的稳定提升;金融危机前的7-8年内,渗透率提升步入尾声,保有家庭户均仍延续前期节奏,成为存量扩容的主要驱动,危机后才明显放缓。无独有偶,日本冰箱及洗衣机的快速渗透同样集中在上世纪60-70年代,渗透率90%以上高位稳定后,保有家庭台数增加长期持续,冰箱趋势强于洗衣机。综上,升级需求多于渗透进程中期起步,并在普及完成后长期持续,渗透节奏并非影响存量扩容节奏的唯一因素;逻辑虽不同,归根结底仍取决于收入水平,只是升级受基础设施掣肘较少。

图表39: 1962-2024年日本空调保有率及保有户均拥有量变化情况

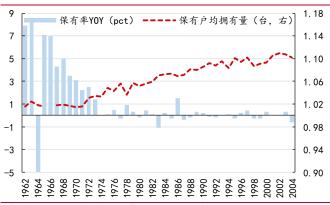


资料来源:日本内阁府、欧睿国际,国联证券研究所

图表40: 1962 以来日本冰箱保有率变化及保有户均拥有量



图表41:1962 以来日本洗衣机保有率变化及保有户均存量



资料来源:日本内阁府,欧睿国际,国联证券研究所

从宏观条件看新兴市场的增长环境: 1) 新兴亚太人口及收入增速均处中上水平,除土耳其外通胀整体温和,多岛多山的地理条件约束下城镇化水平偏低,但近年提升速率较快,电商渗透率相对偏高但区域内差异较大; 2) 中东非是新兴中的人口增长极,远期容量仍在扩张,但收入水平偏低且改善幅度有限,部分国家通胀高企,城镇化率略高于新兴亚太而电商渗透率极低,家庭基础设施条件较差; 3) 拉美人口增长



偏慢,收入增长主要由墨西哥带动,阿根廷等国家长期存在恶性通胀,城镇化率较高、家庭基础设施完善,电商渗透率不高;4)东欧人口受乌克兰影响较大,整体负增长,收入增长相对快但通胀普遍偏高,城镇化及电商渗透率均处较高水平。整体来看,新兴亚太受益城镇化及电商渗透,通胀与基础设施环境条件均相对较好,加之地理毗邻带来的物流与文化距离优势,有望成为中国家电出海新兴的突破口和增长极。而从日本家电 70-80 年代的出海路径来看,本土产能对远期格局的重要性不容小觑,虽是后验总结,在保护主义扩散的环境中,满足本土化要求逻辑上也是份额突破的必要条件,这也是以美的为代表,以OBM 为重点的家电龙头海外产能扩张提速的逻辑所在。

图表42: 主要新兴市场国家及地区宏观指标11

地区/国家	人口		收入		通胀	商貿流通			基础设施	
	总人口(亿)	五年CAGR	人均可支配收入(\$)	五年CAGR	CPI同比	人口城镇化率	城鎮化速率(pct)1	电商渗透率2	家庭通电率	家庭供水率
中国大陆	<u>14. 1</u>	0. 2%	7815	<u>5. 9%</u>	0. 2%	63%	<u>0. 95</u>	<u>36%</u>	100%	97%
新兴亚太	27. 5	1.0%	2155	4. 7%	4. 9%	41%	0. 50	23%	98%	86%
印度	14. 3	0.9%	2146	6. 0%	5. 6%	36%	0. 47	8%	100%	84%
印度尼西亚	2. 8	0.8%	2845	3. 1%	3. 7%	59%	0. 65	32%	99%	91%
菲律宾	1. 2	1.6%	2740	2. 8%	6. 0%	54%	0.57	9%	98%	100%
越南	1.0	0.8%	2566	5. 6%	3. 4%	39%	0. 64	14%	100%	99%
土耳其	0. 9	1.1%	7952	4. 1%	53. 9%	77%	0.46	16%	100%	100%
泰国	0. 7	0. 2%	4324	2. 9%	1. 2%	54%	0.73	21%	100%	95%
马来西亚	0. 3	1.0%	6739	2. 7%	2. 5%	79%	0.56	11%	100%	95%
中东非	17. 3	2. 3%	1785	0. 5%	16. 7%	50%	0. 42	4%	69%	60%
埃及	1.0	1.6%	2664	2. 8%	33. 9%	43%	0.08	5%	100%	96%
南非	0.6	1.1%	4115	-1.9%	6. 0%	69%	0. 49	5%	100%	93%
沙特阿拉伯	0. 3	1.6%	13020	4. 2%	2. 3%	85%	0.19	7%	100%	82%
以色列	0. 1	1.9%	32873	3. 4%	4. 3%	93%	0. 09	15%	100%	100%
拉美	6. 6	0.6%	7073	4. 3%	16. 4%	81%	0. 20	12%	99%	90%
巴西	2. 1	0.4%	6854	1. 0%	4. 6%	87%	0.18	20%	100%	97%
墨西哥	1.3	0. 7%	11639	10.0%	5. 5%	79%	0. 20	12%	100%	78%
哥伦比亚	0.5	1.1%	5476	1. 9%	11. 7%	82%	0. 32	7%	100%	99%
阿根廷	0.5	0.5%	9326	2. 7%	134. 3%	93%	0.12	12%	100%	93%
智利	0. 2	0.9%	11473	2. 6%	7. 3%	91%	0.14	14%	100%	94%
东欧	3. 1	-0. 7%	8210	5. 1%	8. 4%	69%	0. 16	17%	100%	91%
俄罗斯	1.5	0.0%	7158	2. 9%	5. 9%	75%	0.14	25%	100%	94%
波兰	0. 4	0. 2%	11864	5. 0%	11. 6%	60%	0. 05	15%	100%	98%
乌克兰	0. 3	-4. 8%	2818	5. 0%	12. 8%	70%	0.15	8%	100%	65%
罗马尼亚	0. 2	-0.5%	11421	7. 9%	10. 4%	54%	0. 13	9%	100%	92%
捷克	0. 1	0.6%	16129	5. 3%	10. 7%	74%	0. 15	17%	100%	94%

资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

年初以来家电出口表现频超预期,在重启以来的本轮复苏周期中,欧美市场触底向上,复苏斜率多有波折,而新兴国家在出口复苏后半程贡献了绝大部分增量和弹性。鉴往知来,近1/3 品类出口新高的 2023 年,多数新兴市场国内零售与进口需求难言景气,中国以外的主要家电供给国表现普遍偏弱,指向中国产能份额系统性提升。论及原因,国内外通胀错位背景下的价格竞争力提升,与海外龙头边缘市场的经营与产能收缩,或是近一年来新兴出口强势表现的主要支撑。靠成本效率优势切入供应链份额本是中国家电出海的来路,而以国内从进口替代到品牌崛起的故事为蓝本,产能替代或也正在为新兴市场的品牌竞争开启新途。短期弹性之外,中长期空间也是"新兴"的题中之义,核心品类新兴市场远期增长空间均在1-1.5倍中国市场规模之间,然而中国家电产业成长的经济政策环境不可复制,对成长斜率的期待不宜过高,或有的

¹¹ 绝对值均为 2023 年, 五年 CAGR 对应时间区间为 2019-2023;城镇化率为城镇人口/总人口,速率为 2019-2023 年均提升幅度;电商渗透率为电商销售总额/零售总额。



"爆发点"依赖政策/气候的极端变化。以中日渗透各阶段的产业增速为上限,多在渗透初期的新兴市场仍有明显的成长红利,而各品类中以空调的远期空间最具看点。

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,板块年内经营表现超预期,股息率、估值优势突出, 政策有催化,当前时点投资价值值得重视。我们维持家电板块"强于大市"评级,持续推荐:1)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)关注后周期龙头华帝股份、公牛集团、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、海外需求不及预期: 近期权重市场美国通胀、就业数据频超预期, 大宗价格 持续走高, 政策方向不确定性较大; 若后续再通胀趋势加剧, 货币转向紧缩, 地产及 耐用品消费有下行风险; 此外, 近期中东地缘冲突发酵, 或影响需求及欧洲方向海运。
- 2、原材料成本上涨:家电业绩总体比较平稳,但由于其成本中大宗商品占比较高,若大宗商品纲铜塑等价格出现持续大幅上涨,则企业盈利会受到拖累。
- 3、空调库存大幅积累: 当前需求环境下, 若 2024 年产业出货持续保持较快增 长 趋势, 预计渠道库存会有大幅上行风险, 对后续产业出货和价格都会有拖累。
- 4、外资大幅波动:家电龙头外资持股比例较高,近一年受外资流动影响较大, 若后续外资出现进一步大幅流出,对股价或有负面影响。



分析师声明

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

评级说明

	评级	说明	
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	
	増持	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	
	买出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上	
	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	
		要入 增持 持有 卖出 預于大市 行业评级	

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 上海:上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼

无锡: 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 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

电话: 0510-85187583