

证券研究报告

2024年07月15日

行业报告：行业投资策略

家用电器

家电成长与中国再全球化 ——家电行业首席联盟培训

作者：

分析师 孙谦 SAC执业证书编号：S1110521050004

分析师 宗艳 SAC执业证书编号：S1110522070002

分析师 赵嘉宁 SAC执业证书编号：S1110524070003



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

一、家电成长与中国再全球化

过去家电行业投资主要聚焦在国内的量增（渗透率的提升）和价增（消费升级），考虑到目前国内家电行业传统品类百户保有量已接近天花板，新房销售逐渐放缓，单纯国内市场对家电行业的驱动边际降低，展望未来我们认为家电行业要去找的增量主要在三个方面：成长性一：再全球化；成长性二：新兴品类具备渗透空间；成长性三：跨行业转向。

二、24Q2板块行情回顾+基本面复盘

24Q2小家电、厨电、白电板块跑出相对收益最明显。基金持仓水平看，24Q1基金重仓家电意愿提升，持股比例继续环比+0.9pct至3.9%；超配比例1.9%，较23Q4+0.8pct，超配比例接近17年至今平均水平（2.1%）。从PE分位数看，截至6月30日，个股行情结构化明显，大部分标的估值分位数低于40%。从股债收益率模型来看，当前处3年均值与负1x标准差之间，若回归均值对应6%涨幅。

三、白电：内销出货高增，分化行情下看好龙头经营稳定性

Q2以来白电板块内销零售稳定、出货高增，出口人民币口径延续双位数高增。库存方面，据产业在线，今年以来空调行业库存压力较小，叠加7月以来全国多地高温，后续价格战压力不大。报表端，我们认为，若Q2迎来分化行情，龙头可通过政策调节提升经营稳定性，估值方面PB-ROE框架下白电龙头仍被低估，在具备较好确定性下或带来一定溢价。

四、小家电：内销线上增速改善，海外产品结构升级带动行业增长

可选消费内销Q2呈现改善趋势，23年低基数+补库需求带动出口景气度提升。内销方面，今年以来扫地机、洗地机线上零售额延续双位数高增态势，由于目前清洁电器形态相对完善，主要企业推出的新品功能较为相似，叠加内需相对疲软，使清洁电器中主要品类扫地机和洗地机的价格带从23年开始逐渐下探。海外市场，23年开始国内品牌全能型产品进入市场，带动产品结构升级，今年以来家电出口景气度较高，海外扫地机产品结构升级+汇兑收益贡献收入利润，利好出口占比较高、自主品牌布局完善的清洁龙头（如石头科技）。

五、其他家电：黑电行业具备结构性亮点，零部件受益下游景气度有望增长

黑电板块近年来全球市场规模维稳，结构上仍有亮点；零部件/民用电工板块受益于下游景气度，Q2零部件板块有望实现增长。

六、厨电：烟灶平稳，集成灶承压，新兴品类增速改善

Q2传统分体式平稳，集成灶承压，新兴品类增速走高。考虑到厨大电渗透率具备较大提升空间，伴随后续地产政策进一步放松，以及烟灶可能纳入以旧换新范围，或利于后续行业新增、更新需求同步扩容。

七、投资建议&Q2前瞻

展望下半年家电行业的投资：1）国内的需求仍有待修复，部分需求将受地产竣工影响；2）海外特别是新兴市场需求旺盛，全球化的好处不一定体现在增速上，更多体现在巨大空间上；3）建议以红利为锚，尤其是出海比例较高的分红型公司，同时以出海为帆，尤其是自主品牌出海的公司。推荐标的：1）大家电：如【美的集团】/【格力电器】/【海尔智家】/【海信家电】；2）小家电：如【石头科技】/【科沃斯】；3）厨大电：如【华帝股份】；4）黑电：如【TCL电子】/【海信视像】；5）其他家电：如【盾安环境】（和机械组联合覆盖）/【德昌股份】等。

风险提示：测算过程具有一定主观性；原材料价格波动的风险；房地产市场波动的风险；宏观经济波动风险等。

目录

1、 家电成长与中国再全球化	4 页
2、 24Q2板块行情回顾+基本面复盘	19 页
3、 白电：内销出货高增，分化行情下龙头更具经营稳定性	33 页
4、 小家电：内销线上增速改善，海外产品结构升级带动行业增长	41 页
5、 其他家电：黑电行业具备结构性亮点，零部件受益下游景气度有望增长	48 页
6、 厨电：烟灶平稳，集成灶承压，新兴品类增速改善	54 页
7、 投资建议&Q2前瞻	57 页

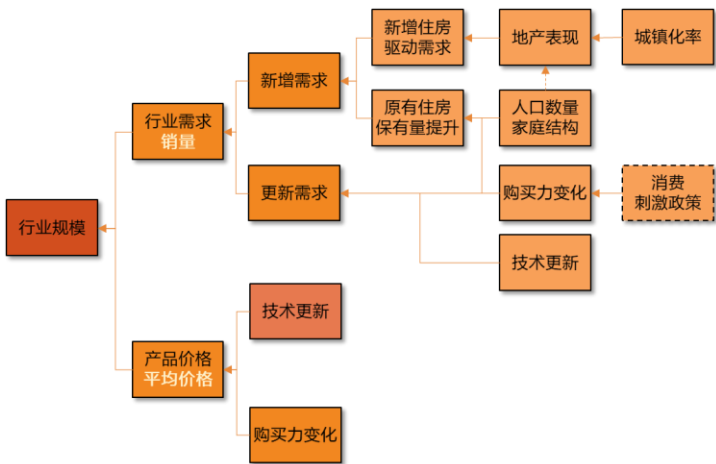
1

家电成长与中国 再全球化

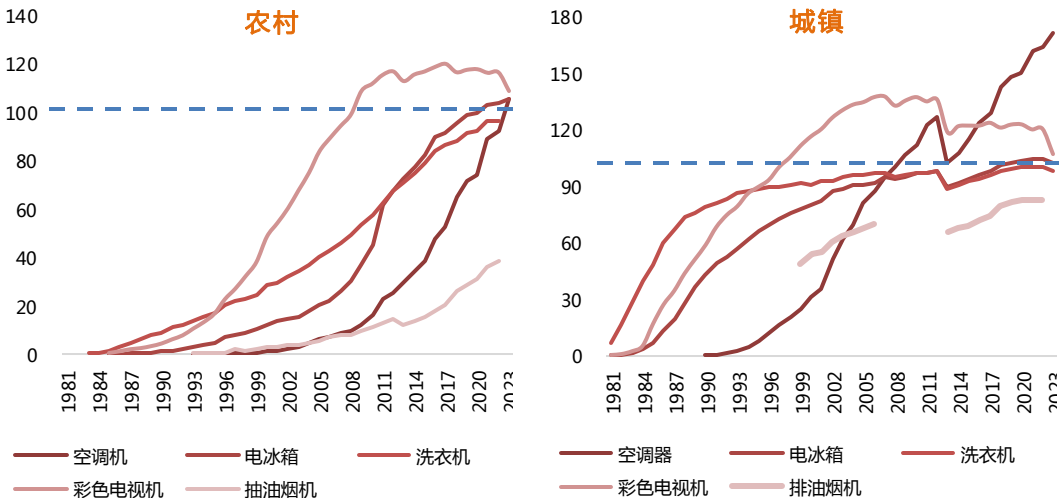
1.1 家电投资逻辑：由“旧”转“新”

- 过去家电行业投资主要聚焦在国内的量增（渗透率的提升）和价增（消费升级），其中量增主要是发生在2016年及以前，彼时受益于三大政策刺激国内大家电渗透率快速提升，且同期行业集中度有所提升；伴随2016年国内开启棚改政策推升地产销售，2016-2018年间大家电消费被进一步拉动，整体步入量价齐升阶段。考虑到目前国内家电行业传统品类百户保有量已接近天花板，新房销售逐渐放缓，单纯国内市场对家电行业的驱动边际降低。**展望未来我们认为家电行业要去寻找的增量主要在三个方面：**
- 成长性一：再全球化。**在国内市场已经逐步成熟后，中国家电企业全球自主品牌市场份额提升或是未来龙头企业增长的长期空间，其凭借完善的供应链、先进的生产技术及快速迭代产品的能力，有望逐渐打开海外市场。
- 成长性二：新兴品类具备渗透空间。**以清洁电器为例，根据欧睿国际，2023年中国清洁电器渗透率为37.5%，与全球其他发达国家相比渗透率水平仍处于低位，有2-3倍的提升空间。分品类看，清洁电器中占比较大的扫地机和洗地机产品未来将是主要拉动市场增长的品类，随着近年来成熟产品的以价换量，扫地机和洗地机品类有望由量增带动行业渗透率提升。
- 成长性三：跨行业转向。**近年来国内家电企业也呈现出多元化发展态势，具备产业发展土壤、行业竞争优势的企业通过扩充新业务、布局新赛道，寻找第二增长曲线，一大批国内家电龙头在追求基业长青的同时，相继加码光伏、汽车零部件、热管理、智能制造等领域。供应链的补充与新赛道的布局，本质上是家电企业制造能力的跨领域输出，新赛道一方面将满足家电企业多元化的发展需求，另一方面将有助于企业摆脱产业生命周期的约束，带来新的业绩增长点，在主业稳健之外，新业务普遍发展空间较大。

图：过去家电行业投资更多聚焦在国内量、价的提升



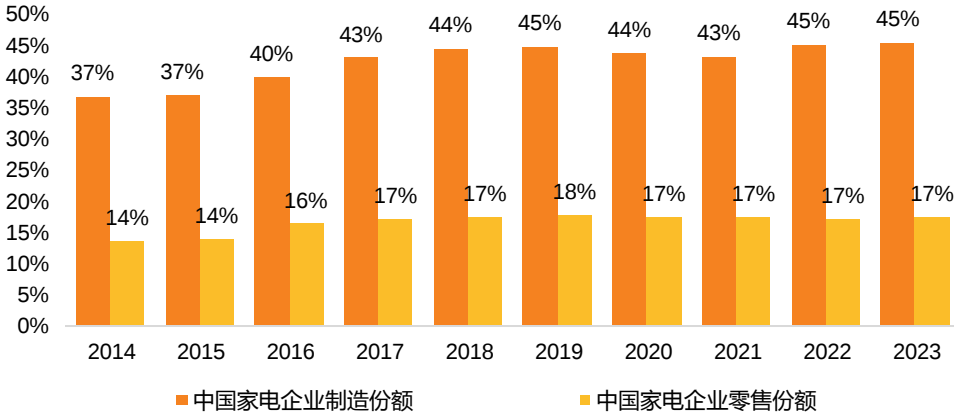
图：目前我国农村/城镇空冰洗油烟机保有量接近天花板（台/百户）



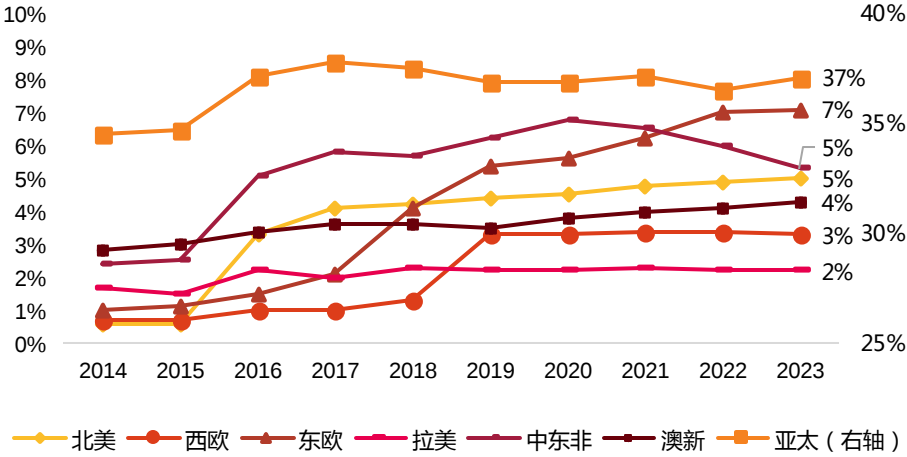
1.2 家电成长性一：中国家电企业全球OBM份额、外销收入占比均具备较大提升空间

- 我们认为，在国内市场已经逐步成熟后，中国家电企业全球自主品牌市场份额提升或是未来龙头企业增长的长期空间。中国家电企业凭借完善的供应链、先进的生产技术及快速迭代产品的能力，有望逐渐打开海外市场。据欧睿国际数据，23年中国家电全球制造份额已达约45%，而自主品牌（含收购）份额近年来均不足20%，在欧美成熟市场及新兴市场份额提升空间均很大。分地区看，中国企业在亚太份额较为强势（近几年零售量稳定在约37%-38%水平），其次为东欧地区（零售量份额达7%），而中东非、北美、拉美、澳新地区均为中低个位数水平。
- 中国家电企业近年来外销收入占比呈上行趋势，后续有望通过出海并购进一步拓展海外市场。从报表端看，近年来上市公司加快了海外布局速度，营收中外销所贡献比例逐渐上升，并诞生了一批立足中国而收入大部分为外销贡献的标的（例如OPE、比依股份、Vesync、安克创新等）。考虑到中国家电企业在欧美等成熟市场的品牌力及渠道力仍然较弱，除了在海外投入大量资金推广自有品牌外，中国家电企业也可选择直接收购当地的成熟品牌，借助海外品牌更快速建立销售渠道及打开海外市场。

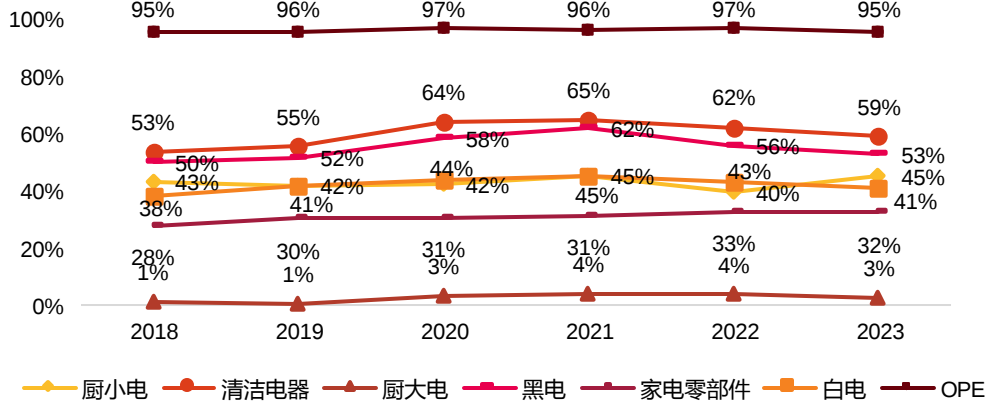
图：中国家电企业全球制造份额vs零售份额（量）



图：中国家电企业各地区零售量市场份额



图：家电上市公司加快了海外布局的速度，外销占收入比重逐渐上升

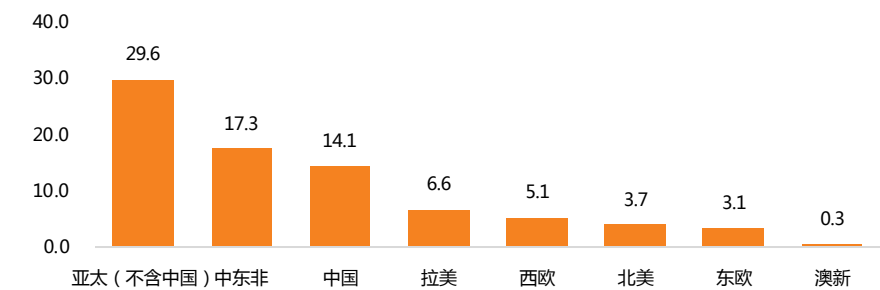


注：各板块选取标的为，白电板块美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电、TCL智家；厨小电为苏泊尔、九阳股份、小熊电器、新宝股份、比依股份；清洁电器为科沃斯、石头科技、莱克电气、德昌股份；厨大电包括老板电器、华帝股份、亿田智能、火星星人；黑电包括海信视像、TCL电子；家电零部件包括三花智控、盾安环境、大元泵业；OPE包括格力博、泉峰控股（各标的外销收入占比取算术平均值）。

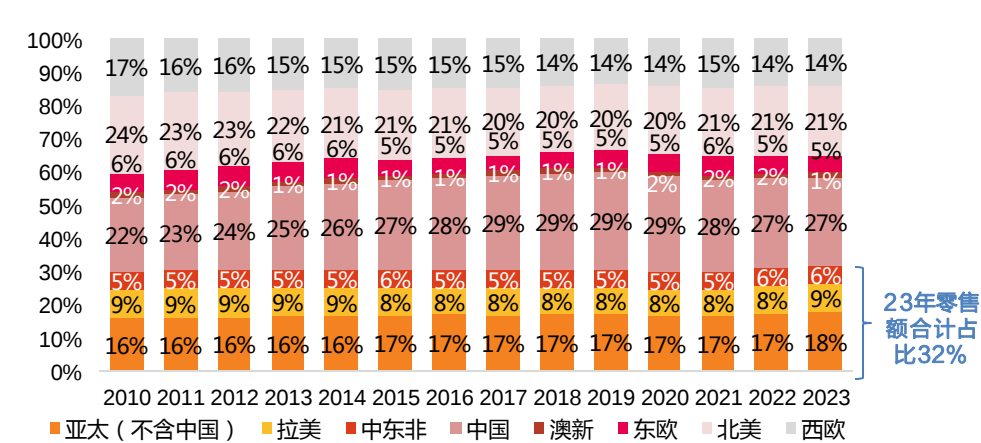
1.2 家电成长性一：过去十余年间，新兴市场正逐渐成长为全球家电市场的增长引擎

- 据欧睿国际，以亚太、拉美、中东非为代表的新兴市场家电行业规模2010-2023年CAGR达3%，占全球规模比重由30%升至32%，已成为全球家电市场的重要组成部分。大家电品类方面，23年新兴市场占全球规模比重达到34%，高于家电行业整体水平，其中亚太（不含中国）在10-23年间大家电零售量CAGR领先其余地区，表明新兴市场中家电的保有量均比较低，家电行业发展仍处大家电普及阶段。
- 考虑到家电行业的本质是基于人口的生意，而从全球各地人口分布来看，据欧睿国际，2023年亚太（不含中国）、中东非、拉美地区人口数量分别达29.6、17.3、6.6亿人，合计达53.5亿人，占全球的比例的67%，因此家电领域中新兴市场当前占据的30%+份额仍具备大幅提升空间。

图：2023年全球各地区人口数量（亿人）



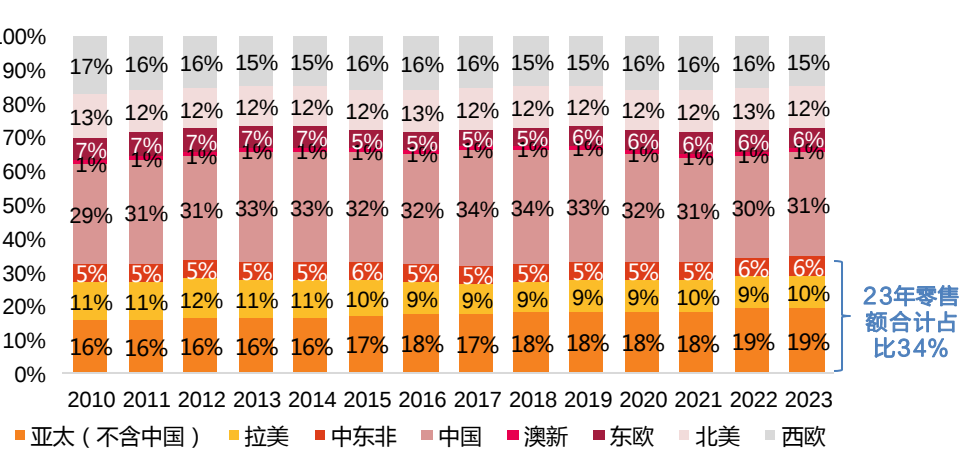
图：分地区家电行业零售量规模占比



图：2010-2023年各地区家电行业/大家电（含空调）零售量CAGR排名

地区	家电行业零售量 10-23年CAGR	地区	大家电+空调零售量 10-23年CAGR
中国	3.9%	亚太（不含中国）	3.5%
亚太（不含中国）	3.4%	中国	2.5%
中东非	2.7%	中东非	2.3%
拉美	2.2%	澳新	2.2%
澳新	2.0%	北美	1.5%
北美	1.6%	西欧	0.9%
东欧	1.5%	拉美	0.7%
西欧	1.1%	东欧	0.5%
全球	2.5%	全球	1.9%

图：分地区大家电（含空调）零售量规模占比



1.2 家电成长性一：新兴市场家电保有量较低、处普及初期，相较于国内水平具备空间

- 新兴市场家电品类保有量较低、处普及初期，欧洲空调需求仍具备增长潜力。我们对比了全球各地区主要国家2023年空调、冰箱、洗衣机、彩电、炊具、吸尘器的百户保有量情况，得到当前南亚/东南亚、中东非、拉美地区大部分国家家电品类渗透率均低于国内渗透率水平，伴随当地经济水平发展带动家电渗透率提升，行业规模具备大幅提升空间。此外，基于此前欧洲地区夏季气温不高、空调使用率低和空调安装费用高，欧洲发达国家空调渗透率普遍低于50%左右水平，考虑到近年来欧洲极端天气引发的次生灾害频发，意大利、西班牙、希腊和法国南部的空调保有量在过去10年迅速上升，中长期维度看亦或带来较大空调需求。

表：亚洲、中东非、拉美主要国家2023年家电品类百户保有量（台/百户）

亚洲主要国家	空调每百户保有量	冰箱每百户保有量	洗衣机每百户保有量	彩电每百户保有量	炊具每百户保有量	吸尘器每百户保有量
中国	97	99	99	98	87	42
日本	95	98	97	98	99	97
韩国	92	100	100	98	97	96
新加坡	84	99	97	98	99	82
马来西亚	63	99	97	99	98	48
越南	43	89	63	94	100	3
泰国	39	94	76	99	93	17
印度	37	42	22	72	64	4
菲律宾	22	54	52	72	38	5
老挝	14	69	31	85	60	2
印度尼西亚	13	67	39	92	71	8
柬埔寨	8	28	12	52	48	11
缅甸	6	21	16	72	50	10
中东非主要国家	空调每百户保有量	冰箱每百户保有量	洗衣机每百户保有量	彩电每百户保有量	炊具每百户保有量	吸尘器每百户保有量
以色列	96	100	98	84	73	74
阿联酋	95	100	100	100	99	70
科威特	86	100	100	99	94	100
黎巴嫩	62	99	80	85	89	73
约旦	55	98	98	97	94	72
伊朗	31	91	84	100	99	91
摩洛哥	29	96	78	98	77	14
土耳其	29	100	99	99	86	92
埃及	17	97	98	99	94	25
伊拉克	14	92	71	99	87	24
埃塞俄比亚	10	9	20	22	49	2
肯尼亚	8	12	15	51	38	5
加纳	2	39	3	75	34	1
拉美主要国家	空调每百户保有量	冰箱每百户保有量	洗衣机每百户保有量	彩电每百户保有量	炊具每百户保有量	吸尘器每百户保有量
委内瑞拉	65	91	80	99	95	15
阿根廷	60	99	95	99	97	33
巴拉圭	55	93	83	92	99	16
乌拉圭	51	99	90	97	96	69
智利	41	98	98	90	96	92
巴拿马	33	90	87	95	94	31
玻利维亚	32	49	10	86	79	26
哥斯达黎加	31	97	95	94	95	30
巴西	28	98	70	95	99	45
秘鲁	26	56	38	83	98	25
墨西哥	20	88	71	91	91	8
哥伦比亚	4	86	65	97	89	8

注：标黄表示该国该品类每百户保有量低于50台/百户。

表：欧洲、北美、澳新主要国家2023年家电品类百户保有量（台/百户）

东欧主要国家	空调每百户保有量	冰箱每百户保有量	洗衣机每百户保有量	彩电每百户保有量	炊具每百户保有量	吸尘器每百户保有量
波兰	70	99	97	97	97	95
保加利亚	57	100	97	100	94	94
塞尔维亚	44	100	97	100	100	88
爱沙尼亚	38	100	97	96	98	94
立陶宛	37	99	97	100	98	98
俄罗斯	30	100	93	98	99	99
白俄罗斯	28	100	97	98	96	88
匈牙利	19	93	99	98	98	91
乌克兰	19	99	94	97	91	84
斯洛伐克	6	100	99	99	100	97
西欧主要国家	空调每百户保有量	冰箱每百户保有量	洗衣机每百户保有量	彩电每百户保有量	炊具每百户保有量	吸尘器每百户保有量
希腊	61	100	99	100	98	87
意大利	53	99	98	97	99	96
西班牙	41	100	100	99	98	90
芬兰	41	98	95	92	99	96
瑞士	40	100	100	89	99	100
挪威	38	97	95	98	99	93
瑞典	37	100	88	99	99	92
丹麦	32	100	85	99	99	92
德国	30	100	97	97	99	94
法国	30	99	96	96	98	92
荷兰	29	100	99	99	99	95
葡萄牙	27	100	97	100	100	87
比利时	13	100	95	96	99	95
北美主要国家	空调每百户保有量	冰箱每百户保有量	洗衣机每百户保有量	彩电每百户保有量	炊具每百户保有量	吸尘器每百户保有量
美国	91	100	87	97	97	97
加拿大	67	100	88	100	99	92
澳新主要国家	空调每百户保有量	冰箱每百户保有量	洗衣机每百户保有量	彩电每百户保有量	炊具每百户保有量	吸尘器每百户保有量
澳大利亚	82	100	99	99	100	96
新西兰	72	91	99	100	91	93

1.2 家电成长性一：新兴市场格局分散、家电快速扩容，白电龙头出海有望加速行业整合

- **竞争格局：**新兴市场家电行业格局较为分散，据欧睿国际，2023年亚太、拉美、中东非地区家电企业CR3分别为21%、19%、10%（零售量口径），对比同期成熟市场CR3（23%-26%）有待进一步整合。国内龙头企业在海外各地区份额对比各地区龙头看，拉美地区具备6-8个点提升空间，中东非地区具备2-4个点提升空间。
- **大/小家电规模：**结合欧睿国际数据，展望未来五年，新兴市场中亚太地区、中东非地区大家电零售量成长性（CAGR均有望达到20%+）整体好于小家电；拉美地区小家电零售量增速有望达到19%，快于大家电同期约14%增速。
- 因此，我们认为国内白电龙头有望依托在大家电领域长期积累的制造能力迁移海外新兴市场，带动当地行业格局进一步整合，实现自身企业份额扩张。

表：新兴市场大家电、小家电零售量规模及23-28年CAGR（亿台）

亚太（不含中国）	2013	2023	2028	23-28CAGR
大家电（含空调）	10	14	16	21%
小家电（剔除空调）	31	41	46	14%
拉美	2013	2023	2028	23-28CAGR
大家电（含空调）	7	7	8	14%
小家电（剔除空调）	15	20	23	19%
中东非	2013	2023	2028	23-28CAGR
大家电（含空调）	3	4	5	26%
小家电（剔除空调）	10	13	17	25%

表：2023年亚太、拉美、中东非地区龙头企业及国内品牌家电零售量份额情况

地区	集团名称	品牌名称	23年零售量份额	排名	对标海外龙头空间 (pcts)	CR3
亚太地区	美的	Midea	11.3%	1		21%
	海尔	Haier	5.7%	2		
	Panasonic Corp	Panasonic Corp	4.2%	3		
	格力	Gree	3.2%	4		
拉美地区	Britânia	Britânia	7.8%	1		19%
	Mondial	Mondial	6.2%	2		
	Electrolux	Electrolux	5.4%	3		
	...	...	...	...		
	美的	Midea	1.3%	18	6.5	
	海尔	Haier	0.5%	28	7.3	
	海信	Hisense	0.2%	45	7.6	
	格力	Gree	0.2%	53	7.6	
中东非地区	SEB	SEB	3.9%	1		10%
	Koninklijke Philips NV	Koninklijke Philips NV	3.4%	2		
	Fresh Electric	Fresh Electric	3.1%	3		
	...	...	...	...		
	海尔	Haier	1.8%	11	2.1	
	美的	Midea	1.7%	13	2.2	
	海信	Hisense	1.0%	19	2.9	
	格力	Gree	0.4%	29	3.5	
北美地区	Conair	Conair	8.7%	1		24%
	Spectrum	Spectrum	8.5%	2		
	Newell	Newell	6.8%	3		
	...	...	...	...		
	海尔	Haier	3.7%	5	5.0	
	美的	Midea	0.7%	28	8.0	
	Procter & Gamble	Procter & Gamble	9.9%	1		26%
	Spectrum	Spectrum	9.0%	2		
澳新地区	Breville	Breville	6.7%	3		
	...	...	...	...		
	海尔	Haier	3.0%	9	6.9	
	海信	Hisense	0.7%	24	9.2	
	科沃斯	Ecovacs	0.3%	38	9.6	
	美的	Midea	0.2%	39	9.7	
东欧地区	SEB	SEB	7.3%	1		16%
	BSH Hausgeräte GmbH	BSH Hausgeräte GmbH	4.9%	2		
	Arçelik AS	Arçelik AS	3.5%	3		
	...	...	...	...		
	海尔	Haier	3.5%	4	3.8	
	海信	Hisense	1.6%	15	5.7	
	美的	Midea	1.2%	19	6.1	
	小米	Xiaomi	0.4%	29	6.9	
西欧地区	格力	Gree	0.4%	32	6.9	23%
	BSH Hausgeräte GmbH	BSH Hausgeräte GmbH	8.3%	1		
	Procter & Gamble	Procter & Gamble	7.8%	2		
	SEB	SEB	6.8%	3		
	...	...	...	...		
	海尔	Haier	2.4%	11	5.9	
	海信	Hisense	0.5%	28	7.8	
	美的	Midea	0.1%	59	8.2	

1.2 家电成长性一：通过量化分析得到，亚太、中东非及拉美等新兴市场发展潜力较大

- 我们选取大家电近10年零售量CAGR、小家电近10年零售量CAGR、2023年人口规模、2023年家庭数、城市化率、大家电（空冰洗彩灶均值）2023年每百户保有量、小家电（吸尘器）2023年每百户保有量等7项指标对各区域进行排名，得到结论：
- 基于过去十年家电品类零售量的快速增长，以及各地区背后庞大的人口规模与家庭户数，叠加城市化率、家电百户保有量相较于成熟市场仍具备较大提升空间，亚太、中东非及拉美等新兴市场发展潜力较大。考虑到当地行业集中度相对较低，自有品牌仍有待进一步整合，相对成熟市场当地人民或对新品牌的接受程度较高，国内家电企业在这些市场的前瞻性布局有望带来后续潜在发展空间。

表：2023年各区域各项指标综合排名

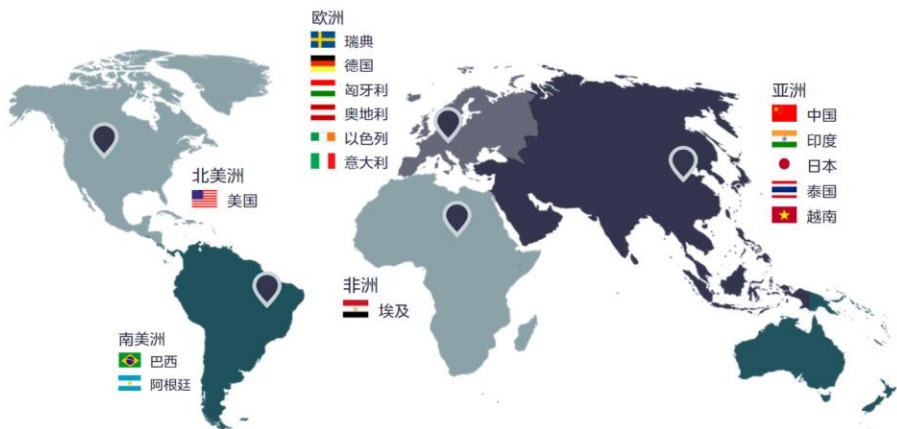
绝对值	大家电13-23年CAGR	小家电13-23年CAGR	2023年人口规模	2023年家庭数	城市化率	大家电23年百户保有量	小家电23年百户保有量
单位	%	%	亿人	亿户	%	台/百户	台/百户
亚太地区（不含中国）	2.8%	2.8%	29.6	7.1	45%	59	20
中东非	2.4%	2.6%	17.3	3.8	50%	50	24
中国	-0.7%	3.2%	14.1	5.5	63%	96	42
拉美	-0.7%	2.2%	6.6	2.3	81%	75	31
西欧	1.2%	1.2%	5.1	2.2	80%	85	93
北美	1.8%	1.5%	3.7	1.5	83%	94	96
东欧	-0.4%	0.8%	3.1	1.3	69%	85	94
澳洲	2.1%	1.5%	0.3	0.1	87%	96	96

分数	大家电14-23年CAGR	小家电14-23年CAGR	2023年人口规模	2023年家庭数	城市化率	大家电2023年保有量	小家电2023年保有量	总得分	排名
亚太地区（不含中国）	1	2	1	1	1	2	1	9	1
中东非	2	3	2	3	2	1	2	15	2
中国	7	1	3	2	3	7	4	27	3
拉美	8	4	4	4	6	3	3	32	4
西欧	5	7	5	5	5	4	5	36	5
北美	4	6	6	6	7	6	8	43	6
东欧	6	8	7	7	4	5	6	43	6
澳洲	3	5	8	8	8	8	7	47	8

排名机制：各区域大家电近10年零售量CAGR、小家电近10年零售量CAGR、2023年人口规模、2023年家庭数按顺序排列分别得分1-8分；城市化率、大家电（空冰洗彩灶均值）2023年每百户保有量、小家电（吸尘器）2023年每百户保有量为按逆序排列分别得分1-8分。

1.2 家电成长性一：国内家电龙头全球产能布局已辐射至欧美及新兴市场

图：美的集团全球产能布局



图：海尔智家全球产能布局



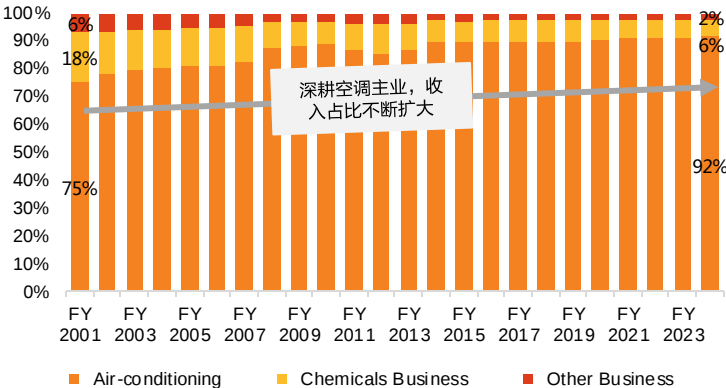
表：国内白电龙头海外布局情况（亿元）

单位：亿元	23年外销收入/占比	品牌矩阵	本土化进程	发展战略	渠道开拓进展
海尔智家	1357/52%	15年收购海尔集团海外白电业务(含日本三洋电机日本、东南亚白电业务); 16年收购GE家电业务; 18年收购Fisher&Paykel; 19年收购Candy。	2023年，公司在全球设立10+N创新生态体系、122个制造中心、108个营销中心。	依托全球化平台优势，产品创新技术在全球市场得到广泛应用；全球化供应链保障柔性供应和高效协同；利用全球化产能更快满足当地化需求；全球推广高端创牌战略，产品价格指数持续提升。	2023年在全球市场覆盖接近23万个销售网点。把在中国三四级市场的销售及营销模式成功复制到印度、巴基斯坦、泰国等市场，强化了公司的品牌形象和区域市场竞争力。
美的集团	1509/40%	家电领域美的、COLMO、东芝三品牌同步运作，B端领域拥有美芝、威灵、合康、日业、高创、东菱、美仁、美皇、东芝等多个品牌。	美的在海外设有17个研发中心和21个主要生产基地，遍布十多个国家。加速推进“中国供全球+区域供区域”模式，推动巴西、印尼、意大利、泰国、印度、墨西哥、埃及等制造基地建设。	以美国、巴西、德国、日本、东盟为突破口，推进海外渠道向零售终端转型，推动渠道扁平化，推动数字化变革，深耕海外电商业务，培育ToC自营电商能力，强化海外自有品牌建设。	2023年扩展终端零售网络的广度和深度，推动专业渠道进驻以及渠道结构升级，在亚太市场开拓数百个空调专业渠道客户，欧洲嵌入式产品渠道规模同比提升超过30%
海信家电	279/33%	产品涵盖Hisense、Ronshen、KELON、HITACHI、YORK、Gorenje、ASKO、SANDEN八大品牌。	2022年11月，海信墨西哥蒙特雷家电产业园冰箱产线正式投产。2023年位于墨西哥蒙特雷的智能家电产业园冰箱、厨卫产品已进入量产阶段，为海信进一步开拓北美市场、加速海外产业布局提供了有力支撑。	持续参与集团体育营销，海信品牌海外知名度和影响力不断提升。积极拓展客户、渠道，推出高端化、变频化、智能化产品，提高海外竞争力，提升自有品牌份额。	2023年公司加速渠道布局，中央空调业务热泵规模同比增长46%；冰箱业务在东盟区泰国市场占有率同比提升2.3个百分点、马来西亚市场同比提升3.1个百分点。
格力电器	249/12%	格力、TOSOT、晶弘三大消费品牌及凌达、凯邦、新元等工业品牌。	在北美地区和亚洲建有海外生产基地，通过自主品牌和OEM拓展海外空调市场。23年产品已销往190多个国家和地区，海外业务实现营业收入249.04亿元，自主品牌占比近70%，同比上升8%。	通过内外协同的产业优势，提升海外产品的研发能力，推更适应当地市场细分产品；通过海外线下展会和开展多场线上、线下产品推介活动，运营格力全矩阵海外社媒平台；海外试点建立保税仓新型模式。	加强海外主流零售电商平台布局，拓宽海外市场品类。公司的循环风扇、加湿器等生活电器产品上线欧美Amazon、Walmart、东南亚SHOPEE、LAZADA、拉美Mercadolibre等主流零售电商平台。

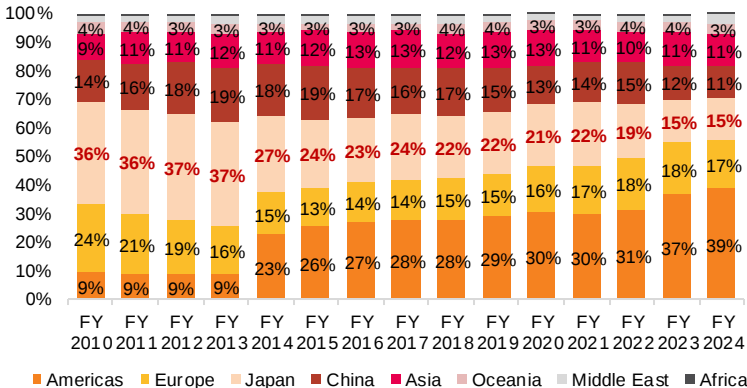
1.2 家电成长性一：百年大金的全球化启示

- 回顾大金百年发展，其通过集中空调主业、坚定全球扩张等方式实现穿越周期，在日本家电整体陷入困境背景下至今实现十余倍级增长。90年代日本经济衰退背景下家电需求承压，彼时公司业绩恶化，面临经营危机，在此背景下公司于1995年底推出“FUSION 21经营战略计划”开启全方位改革：对内定员定编，精简机构；对外发展壮大5个全球性区域市场（日本、中国、东南亚、欧洲、北美洲）。自此，公司将有限经营资源集中在强项事业，先后收购OYL、德国ROTEX、Airfel、Goodman等标的，实现海外多地暖通业务的布局，23年公司继续加强对中国及欧美地区的暖通工厂布局，夯实全球竞争力。
- 全球化进程仍在继续，新兴市场发展有望成为大金中长期增长引擎。2023年底大金在印度南部的斯里城启动了印度的第2座工厂(正式投产后，年产能有望达到300万台)。在启动工厂的同时，还在加紧为第3座工厂选址，目标是2027年投产，并设定到2025年将出口到海外的印度制造产品增加近两倍的目标。我们认为公司增强印度产能主要基于近两年印度空调市场迅速扩大，且后续印度工厂有望培育成其最大的出口制造基地。

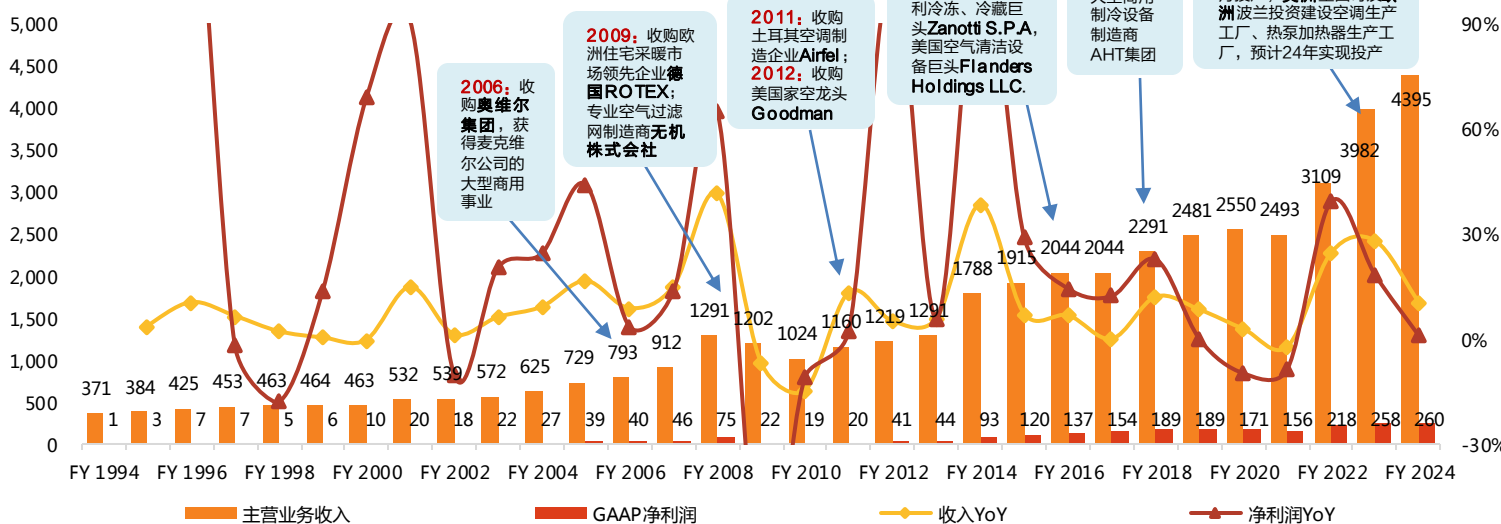
图：2001-2024FY大金工业分产品收入结构



图：2010-2024FY大金工业空调业务分地区收入结构



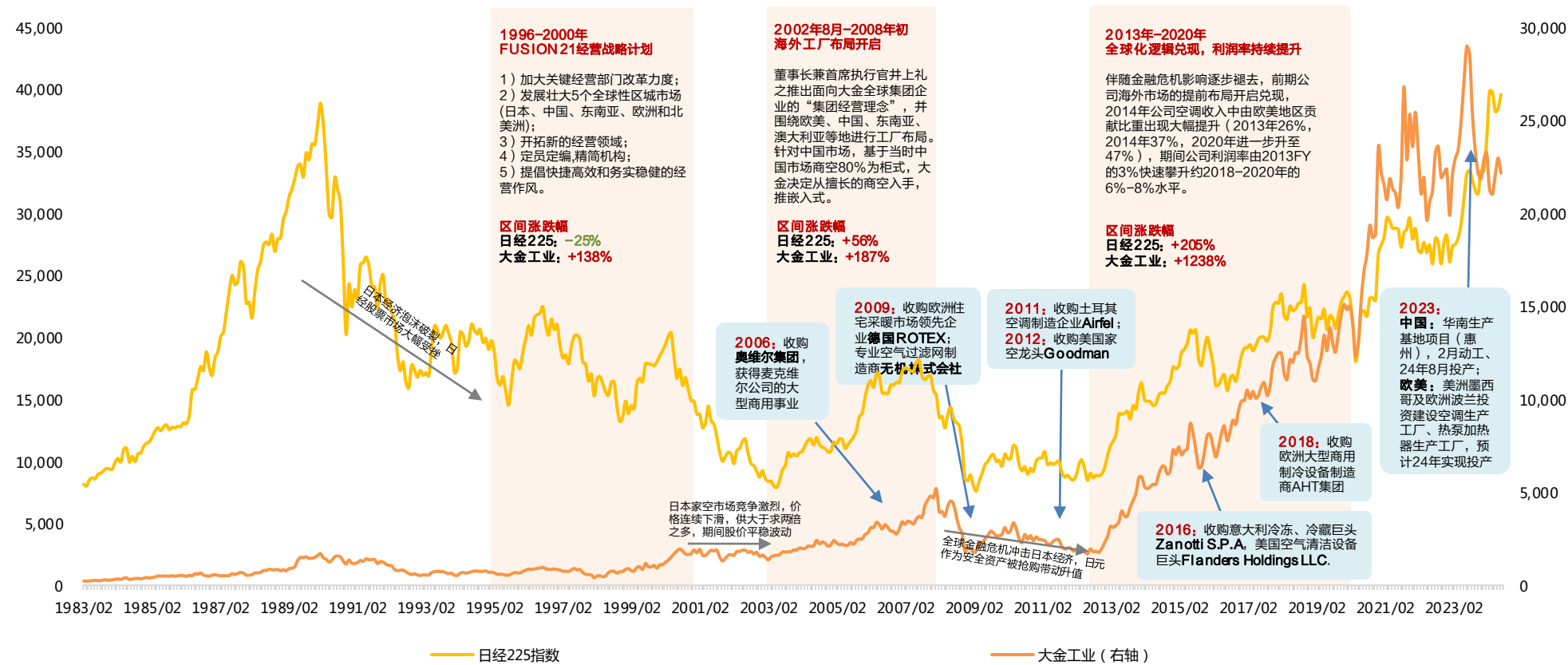
图：1994-2024FY大金工业收入/利润及增速（十亿JPY）



1.2 家电成长性一：百年大金的全球化启示

- 复盘过去40年大金工业股价出现大幅波动的周期：
- 2个下跌阶段：①1990s日本泡沫破灭期间，②2008年全球金融危机期间，两个β较弱阶段大金工业股价均出现超50%的下跌。
- 3个上涨阶段：①1996-2000年公司制定FUSION 21经营战略计划，在日本失去的二十年间展现α、实现穿越周期逆势增长；②2002年8月井上礼之提出面向大金全球集团企业的“集团经营理念”，自此公司通过收购等方式开启全球多地区的工厂布局；③尽管2008年因全球金融危机导致公司全球化逻辑延迟兑现，但依托长期修炼自身经营能力，2013-2020年间大金工业海外收入贡献大幅提升，带动利润率改善明显。

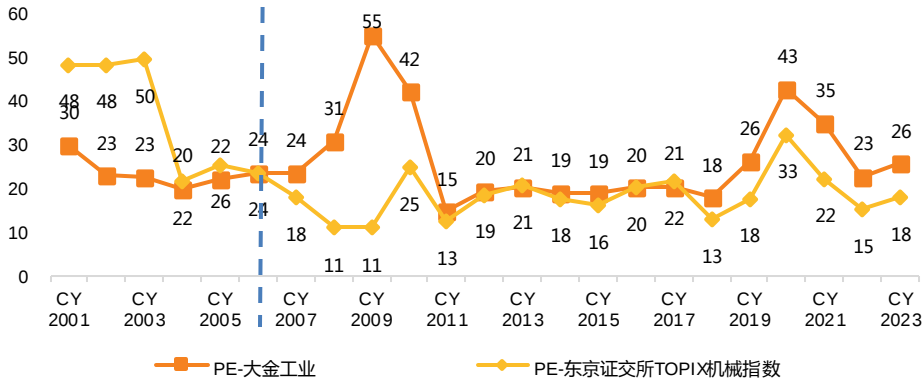
图：1983年至今日经225指数&大金工业收盘价（JPY，前复权）



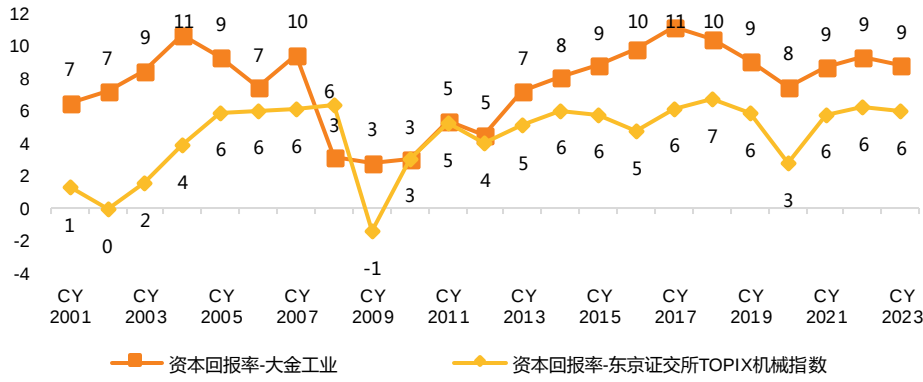
1.2 家电成长性一：百年大金的全球化启示

- 估值角度：1) 从绝对值看，2011-2024FY公司PE基本维持在20-30+x，期间公司收入/利润CAGR分别为11%/22%，且尽管近年来业绩增长出现明显降速，但市盈率依然坚挺。2) 对比日本行业，自2006年起大金工业市盈率大多高于TOPIX机械指数，实现一定溢价水平。我们认为，核心资产实现溢价的必要条件是经济不确定的环境中，资产的盈利、成长具备稳定性，近年来大金工业的稳定高估值其背后的支撑力在于市场对大金全球品牌地位及盈利确定性的认同，而其盈利确定性的构建过程为：逆境之下持续修炼内功，实现降本增效→全球化逻辑兑现彰显经营α→近年来海外收入占比仍在提升，多地区布局深化经营稳定性，保障长期稳定的资本回报率及超越同行的分红水平。3) 对比国内龙头，美的集团、海尔智家近两年市盈率处于10+x，格力电器处于7x-8x，尽管国内龙头净利率持续高于大金但市盈率仍处于较低水平。结合大金工业全球化带来的启示，我们认为后续具备更强经营稳定性的标的有望获得一定溢价（在β较弱时的持续对内改革、降本增效有望在行业回暖之际展现出更强α，全球多区域的布局有望弱化单个地区需求波动带来的影响），同时中长期稳定且持续的分红水平亦有望从PB-ROE角度推升估值。

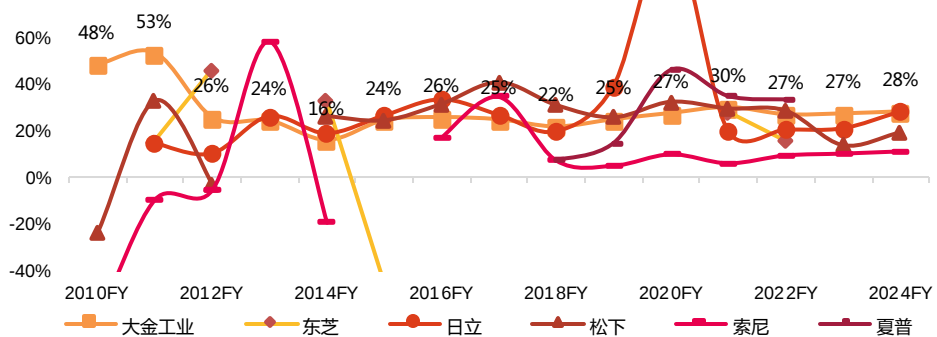
图：2006年起大金工业市盈率持续高于TOPIX机械指数



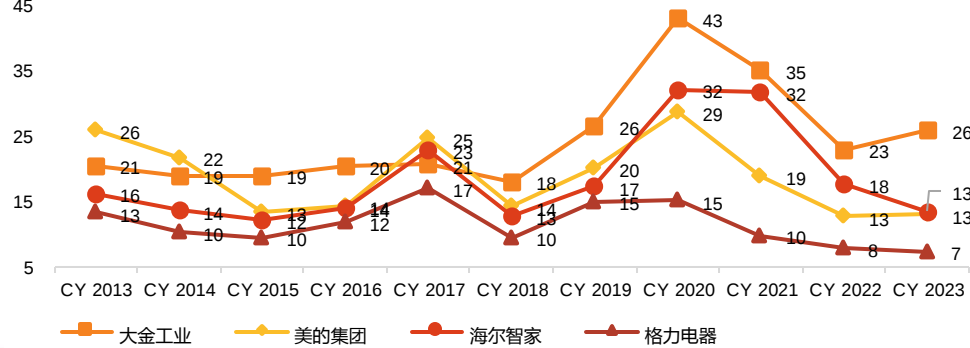
图：2013年起大金工业资本回报率大幅领先TOPIX机械指数（%）



图：大金工业现金分红率较可比公司更稳定，且2022年来领先行业并持续提升



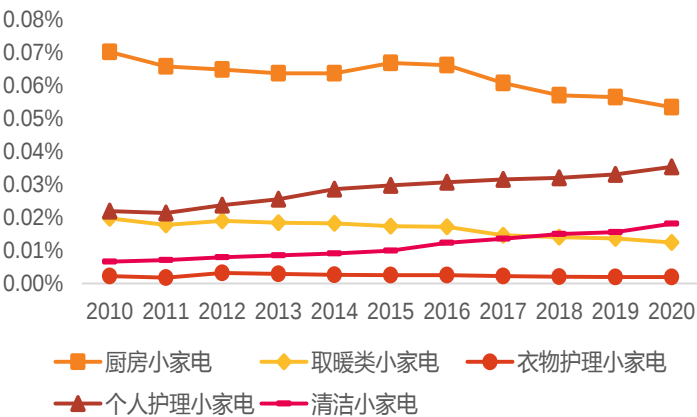
图：对比大金工业，国内龙头PE仍有较大提升空间



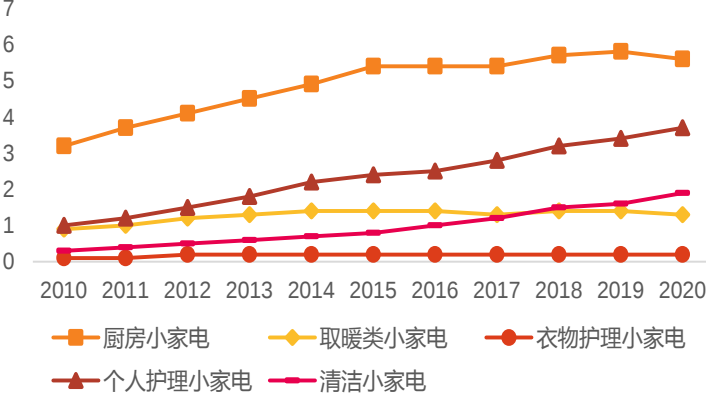
1.3 家电的成长性二：经济长期发展的动能将催化新兴家电品类规模扩大

- 基于欧睿国际中国、日本小家电人均消费支出及中日对应的人均GDP分析，未来中国小家电市场中，清洁类、个人护理类小家电将取得长期超越中枢增速的发展。
- 从过去10年数据来看，我国厨房小家电支出占当期人均GDP比重在逐年下降，反馈出以电饭煲类、豆料榨类为代表的必选类小家电保有量已高企，可支配收入上升不再对此类产品有超额催化。
- 对比日本来看，我国消费者在清洁、个护、衣物护理等小家电上支出占比较少，我们认为，随着经济发展，收入提升将催化此类小家电支出比例提升，而过去10年中两者支出比例亦始终处于提升状态。
- 从中、日数据来看，全体小家电支出增速与人均GDP增速呈现较强的线性相关性。参照我国十四五计划，至2035年人均GDP预期实现翻番目标，则未来到2035年小家电市场中枢增速约为5%。

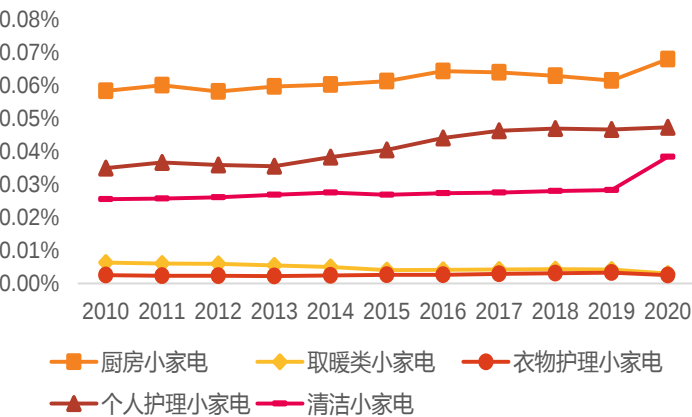
图：中国小家电消费占人均GDP比重



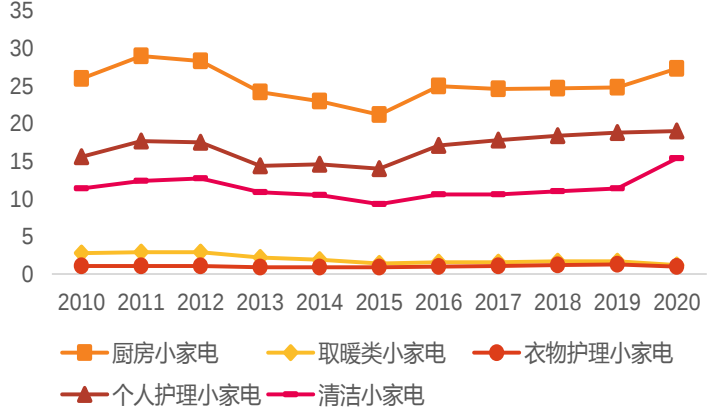
图：中国人均小家电消费支出（美元）



图：日本小家电消费占人均GDP比重



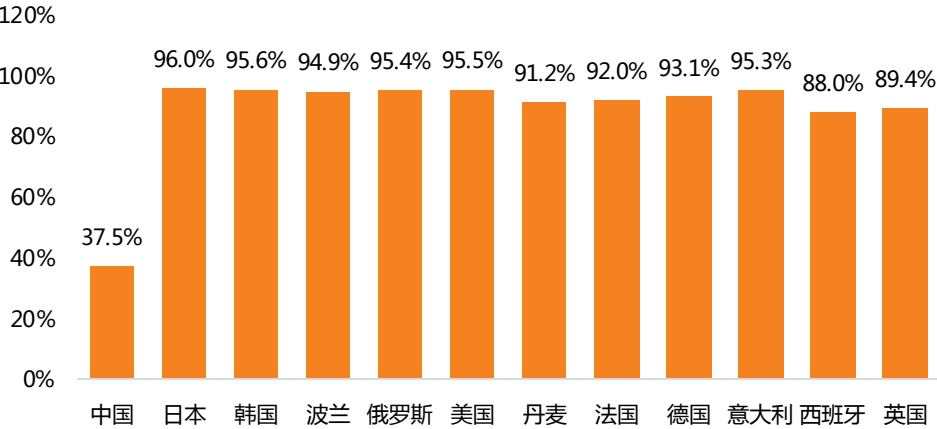
图：日本人均小家电消费支出（美元）



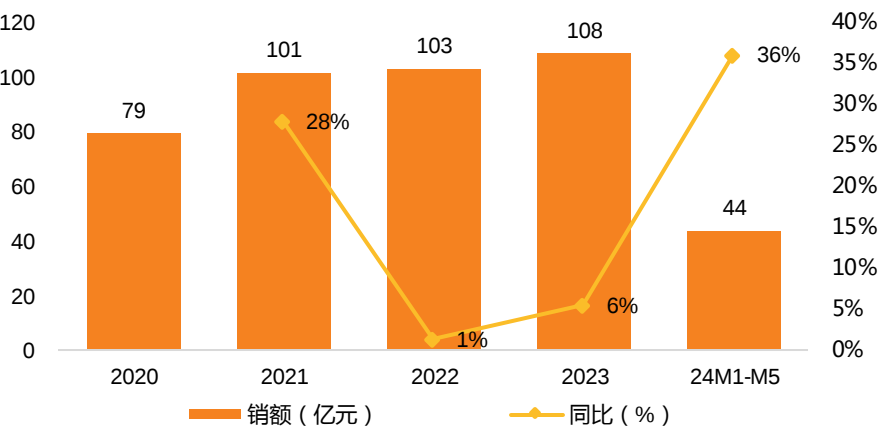
1.3 家电的成长性二：经济长期发展的动能将催化新兴家电品类规模扩大

- 以清洁电器为例，新兴家电的渗透率提升空间较大。根据欧睿国际，2023年中国清洁电器渗透率为37.5%，与全球其他发达国家相比渗透率水平仍处于低位，有2-3倍的提升空间。
- 分品类看，清洁电器中占比较大的扫地机和洗地机产品未来将是主要拉动市场增长的品类，随着近年来成熟产品的以价换量，扫地机和洗地机品类有望由量增带动行业渗透率提升。

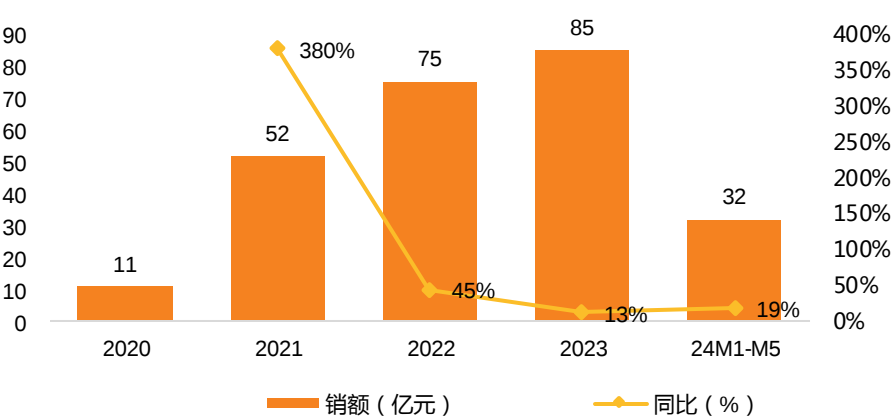
图：2023年我国清洁电器渗透率对标海外发达国家仍处于低位



图：2020年至24M1-M5我国扫地机器人品类线上+线下销额规模



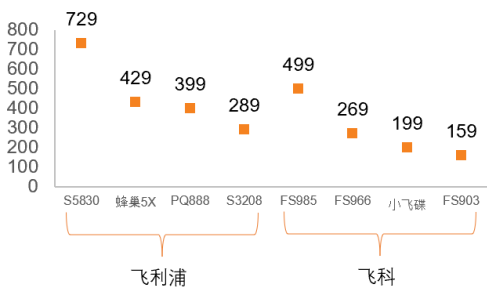
图：2020年至24M1-M5我国洗地机品类线上+线下销额规模



1.3 家电的成长性二：经济长期发展的动能将催化新兴家电品类规模扩大

- 新兴家电品类的发展往往呈现非线性，技术升级、性价比提升带来的产品周期将催化新兴家电品类发展。
- 电动剃须刀：飞科通过推出比自身原有价格带更高的新品来提高品牌产品价格，叠加在500元以下价格带的产品中，飞科比飞利浦更具竞争力，中高价格新品后续有望贡献增量。
- 清洁电器：性价比新品逐步实现放量。24年扫地机新品情况看，全能型产品的价格带已下探至3000-3500元左右。根据奥维云网，24M1-M5扫地机市场线上销额为41.4亿元，同比+36%，线上均价为3285元，同比+4%，行业已呈现主要由量增带动增长的态势。

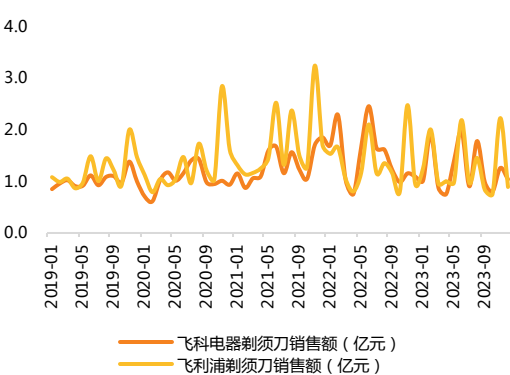
图：飞科、飞利浦主力SKU价格带分布（元；取最终到手价）



表：2024年扫地机新品梳理

产品名称	科沃斯T30 MAX	科沃斯T30 PRO	石头P10S	石头P10S Pro	石头G20S	石头V20黑武士	科沃斯T30	科沃斯X5 PRO	科沃斯MATE X子母机	科沃斯N20 Family
导航类型	LDS激光导航+3D结构光避障	LDS激光导航+3D结构光避障	LDS导航+3D结构光避障	LDS导航+3D结构光避障+AI识别	LDS导航+3D结构光避障+AI识别	双光源固态激光雷达导航避障	LDS激光导航+红外避障	DTof导航+AI仿生动态避障+多传感器	DTof导航+AI仿生动态避障+多传感器	LDS激光导航避障
吸力大小	11000Pa	11000Pa	7000Pa	11000Pa	11000Pa	11000Pa	8400Pa	12800Pa	12800Pa	8000Pa
电池容量	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh
尘盒容量	300ml (机身)	300ml (机身)	330ml (机身)	220ml (机身)	270ml (机身)	220ml (机身)	300ml (机身)	250ml (机身)	250ml (机身)	400ml (机身)
基站水箱	清水箱4L+污水箱3.5L+尘盒3L (基站)	清水箱4L+污水箱3.5L+尘盒3L (基站)	清水箱4L+污水箱3.5L+尘盒2.7L (基站)	清水箱4L+污水箱3.5L+尘盒2.7L (基站)	清水箱4L+污水箱3.5L+尘盒2.5L (基站)	清水箱4L+污水箱3.5L+尘盒2.7L (基站)	清水箱4L+污水箱3.5L+尘盒3.4L (基站)	清水箱4L+污水箱3.5L+尘盒3.4L (基站)	清水箱4L+污水箱3.5L+尘盒3.4L (基站)	无基站
机身水箱	55ml	55ml	80ml	100ml	100ml	72ml	无机身水箱	90ml	90ml	220ml
机身高度	9.9cm	10.4cm	9.65cm	10.3cm	10.3cm	8.2cm	9.9cm	9.5cm	9.5cm	9.6cm
超薄高度	20mm	20mm	20mm	20mm	20mm	22mm	20mm	22mm	22mm	20mm
噪音	65-80dB	65-80dB	54-72dB	54-72dB	52-77dB	54-77dB	65-80dB	63-78dB	63-78dB	65-82dB
清扫模式	单边刷+v型螺旋毛胶滚刷+双盘抹布	单边刷+v型螺旋毛胶滚刷+双盘抹布	单边刷+柔性全胶主刷+双盘抹布	单边刷+双螺旋胶刷+双盘抹布	单边刷+单片抹布+1个贴边清洁刷+双螺旋胶刷	单边刷+双盘抹布+双螺旋胶刷	单边刷+v型螺旋毛胶滚刷+双盘抹布	单边刷+v型螺旋毛胶滚刷+双盘抹布	单边刷+v型螺旋毛胶滚刷+双盘抹布	单边刷+v型螺旋毛胶滚刷+双盘抹布
拖地功能	180转/分高速对旋拖地	180转/分高速对旋拖地	200转/分钟高速双旋拖地	200转/分钟高速双旋拖地	四区双震4000次/分	200转/分钟高速双旋拖地	180转/分高速对旋拖地	180转/分高速对旋拖地	旋转加压拖地	旋转加压拖地
价格	3699/4299 (自动上下水)-预售价	3999/4599 (自动上下水)-预售价	3299/3899 (自动上下水)-预售价	3999/4599 (自动上下水)-预售价	5399/5999 (自动上下水)-预售价	4799/5399 (自动上下水)-预售价	3299/3899 (自动上下水)-预售价	4999/5599 (自动上下水)-预售价	5499元	1499元
上市预售时间	2024/2/1-3/5	2024/2/1-3/5	2024/2/18-3/8	2024/2/18-3/20	2024/3/29-4/18	2024/3/29-4/18	2024/4/7-4/15	2024/4/7-5/2	2024/5/5-5/31	2024/5/5-5/31
产品特点	70°C活水洗拖；2小时热风烘干抹布； 灵犀灵动恒贴边技术，贴边距离<1mm； 双梳齿结构，毛发0缠绕； 90°天不倒垃圾； 小型化基站，上下水箱高度仅40cm，水箱取高度48cm； 相比T30Pro，不支持语音控制和解锁APP检测	70°C活水洗拖；2小时热风烘干抹布； 灵犀灵动恒贴边技术，贴边距离<1mm； 双梳齿结构，毛发0缠绕； 90°天不倒垃圾； 小型化基站，上下水箱高度仅40cm，水箱取高度48cm；	动态机械臂极限贴边拖； 最高60°C动态复洗拖布；拖布基站双烘干； 上下水基站高度40.5cm；水箱取高度52.1cm； 最高60°C动态复洗拖布； 自动集尘，解放双手65天； AI动态感知家庭环境，自动匹配全屋清洁方案； 灰/绿/黄/粉四色选择（P系列定制部门）	扫描双臂极限覆盖（即单边刷和圆盘抹布都配有伸缩机械臂），自维护双螺旋滚刷拆洗；毛发自动吸卷切； 上下水基站高度40.5cm，水箱取高度52.1cm； 最高60°C动态复洗拖布； 自动集尘，解放双手65天； AI动态感知家庭环境，自动匹配全屋清洁方案； 灰/绿/黄/粉四色选择（P系列定制部门）	主动式热水洗抹布，基站自清洁；拖布基站双烘干；自动集尘解放双手60天； 宠物友好，带远程看护； AI识别物体，最多能识别73种； 新增贴边清洁小圆片，方便死角和贴边清洁； 自动上下水版超薄嵌入式，整机深度仅44.6cm，高度仅30cm	石头首创前后双光源固态激光雷达，实现超广角，四面RGB避障更精准，识别73种障碍物； 抹布基站热风烘干，自动集尘解放双手65天； 自动上下水版超薄嵌入式，高度仅40.5cm	90天免倒垃圾； 自动上下水版超薄基站，高度仅40cm； 无线悬停抹布盒+灵动恒贴边技术，边角清洁无死角； 基站自清洁； 智能检测污渍区域拖布；	D形机身，抹布盒常态外扩，双恒贴边技术，清洁无死角； 15mm抹布抬升，避免打滑地毯造成二次污染； 70°C高温银离子活性水洗抹布；2小时热风烘干抹布； 70°C活水洗拖；15mm拖布抬升；	母机D形机身，抹布盒常态外扩，双恒贴边技术，清洁无死角； 子母机设计，子机更轻薄，仅5.8cm高度26cm宽度，仅吸尘；清洁低矮狭窄区，母机清洁开阔区域，协同清洁，共享集尘； 70°C活水洗拖；15mm拖布抬升；	顶配单机，超强毛发，毛发防缠绕，扫拖一体。

图：2019年至今飞科、飞利浦剃须刀销额



1.4 家电的成长性三：家电企业制造能力的跨领域输出

- 近年来国内家电企业也呈现出多元化发展态势，具备产业发展土壤、行业竞争优势的企业通过扩充新业务、布局新赛道，寻找第二增长曲线，一大批国内家电龙头在追求基业长青的同时，相继加码光伏、汽车零部件、热管理、智能制造等领域。供应链的补充与新赛道的布局，本质上是家电企业制造能力的跨领域输出，新赛道一方面将满足家电企业多元化的发展需求，另一方面将有助于企业摆脱产业生命周期的约束，带来新的业绩增长点，在主业稳健之外，新业务普遍发展空间较大。

证券代码	证券名称	23年总营收 (亿元)	近三年PE分位数 (对应24/6/28收盘价)	转型领域	转型业务进展
002011.SZ	盾安环境	113.8	0.2%	新能源汽车热管理	23年汽车热管理产业实现营收约4.7亿元，同比+137%。 公司新能源汽车热管理业务单元完成新基地搬迁，持续扩大产能以保障业务的快速增长；对大口径电子膨胀阀等核心产品持续进行技术升级，打造产品核心竞争力；积极进行客户拓展，公司产品现已覆盖主流车型；优化营销策略和客户服务，实现市场份额提升。
002050.SZ	三花智控	245.6	0.0%	新能源汽车热管理	23年公司汽零业务实现营收99.1亿元，同比+32%；毛利率同比+1.5pct至31.9%。 乘着全球新能源汽车东风，公司新能源汽车热管理产品市场扩张迅速。公司早年即发轫汽车热管理领域，具有深厚技术积累与广泛客户认可，从汽车热管理零部件切入子系统、组件，现已成为比亚迪、沃尔沃、吉利、法雷奥、马勒、大众、奔驰、宝马、丰田、通用、理想、蔚来等客户的重要合作伙伴。
688007.SH	光峰科技	22.1	29.1%	车载光学	2023年公司车载业务实现质的突破，首个定点车型华为智能旗舰SUV“问界M9”正式落地。除了问界M9，其他5个尚未发布车型的定点也会对公司未来的业绩产生积极影响。
000541.SZ	佛山照明	90.6	4.1%	车用照明	23年公司车灯业务实现营收18.3亿元，同比+6%；毛利率同比+1.5pct至18.1%。 公司的汽车照明业务在原有车灯光源、模组的基础上，依托控股子公司南宁燎旺向汽车车灯总成拓展，主要产品包括前照灯、后组合灯、雾灯、倒车灯、室内灯、牌照灯等，基本囊括了汽车需要的所有车灯。南宁燎旺主要客户包括上汽通用五菱、重庆长安、赛力斯、上汽智己、一汽奔腾、上汽大通等汽车整车制造企业，中高端车灯产品销售占比逐步提升。
000921.SZ	海信家电	856.0	36.8%	新能源汽车热管理	23年汽车空调压缩机及综合热管理板块实现收入90.5亿元。 三电公司结合自身的优势及海信系的协同资源优势，持续推进从压缩机为主的零部件供应商向新能源汽车综合热管理系统供应商的转变。
605555.SH	德昌股份	27.8	29.6%	车用EPS电机、机器人电机	23年公司EPS电机业务实现营收2亿元，同比+172%；毛利率同比+8.7pct至10.3%。 截至23年底，公司已累计实现30个汽车电机项目的定点，其中，DP-EPS、R-EPS项目合计11个，已实现量产项目18个，2024年-2026年定点金额共计超过23亿，客户覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氪等国内外知名转向/制动系统供应商。
603355.SH	莱克电气	87.9	0.1%	车用精密零部件	23年公司铝合金精密零部件业务再次实现收入和利润的双增长， 面对汽车产业和新能源产业的转型升级，一方面积极稳住原有老客户、老业务，同时又积极开拓新客户、新业务。2023年公司持续深化新能源汽车及太阳能核心部件布局，不断拓展业务边界，拓展新客户超10位以上，并获得了全球头部的新能源车企、全球知名的欧美整车企业、国内优势自主品牌车企、全球知名一级零部件供应商等客户的多个新项目定点订单。

2

24Q2板块行情回顾 +基本面复盘

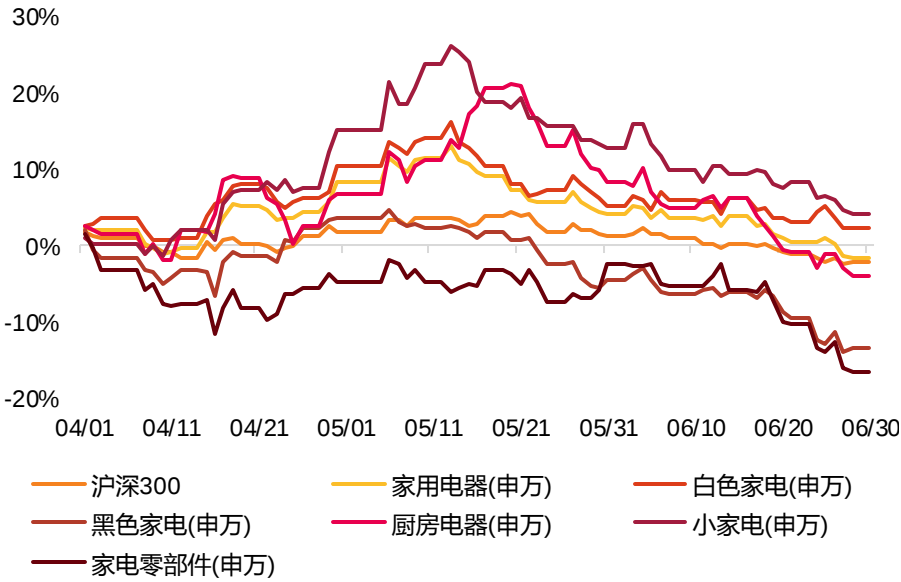
2.1 24Q2家电板块行情回顾：小家电、厨电、白电板块跑出相对收益最明显

- **小家电**：24Q2绝对收益+4%，相对沪深300收益+6%。可选消费内销Q2呈现改善趋势，23年低基数+补库需求带动出口景气度提升。
- **厨电**：24Q2绝对收益-4%，相对沪深300收益-2%。地产悲观情绪压制下，Q2以来厨大电线上终端销售延续平淡，结构上看传统分体式相对平稳，集成灶承压，洗碗机、一体机等品需厨电增速环比有所走高，静候地产政策或终端数据催化。
- **白电**：24Q2绝对收益+2%，相对沪深300收益+4%。Q2以来内销零售稳定、出货高增，出口人民币口径延续双位数高增。
- **零部件**：24Q2绝对收益-17%，相对沪深300收益-14%。家电领域Q2以来内销生产端延续稳增，出口数据亦延续高景气；新能源车降价潮下4-5月国内产销量延续同比约+30%增速。下游产销两旺带动下，Q2零部件公司冷配、汽零业务或有较好表现。同时预计将受到以旧换新政策带来的需求利好。
- **黑电**：24Q2绝对收益-14%，相对沪深300收益-11%。面板价格逐渐企稳，对下游电视企业的成本端预期形成改善。此外，空调外销保持高景气对TCL电子中的白电分销业务也有正贡献。

图：家电各子板块季度涨跌幅

绝对收益	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
沪深300	-3%	5%	-4%	2%	-14%	5%	-14%	2%	5%	-5%	-4%	-7%	3%	-2%
家用电器(申万)	-8%	-9%	-10%	6%	-20%	12%	-11%	0%	8%	5%	-4%	-4%	10%	-2%
白色家电(申万)	-8%	-10%	-10%	6%	-20%	8%	-13%	2%	5%	6%	-4%	-6%	20%	2%
黑色家电(申万)	-7%	19%	-12%	13%	-13%	8%	-9%	2%	39%	8%	-10%	6%	-1%	-14%
厨房电器(申万)	-5%	17%	-21%	7%	-22%	19%	-30%	8%	8%	-10%	-3%	-12%	-2%	-4%
小家电(申万)	6%	26%	-30%	10%	-24%	13%	-23%	0%	11%	-5%	-11%	-6%	4%	4%
家电零部件(申万)	-11%	22%	2%	18%	-25%	42%	4%	-12%	5%	10%	-3%	1%	-14%	-17%

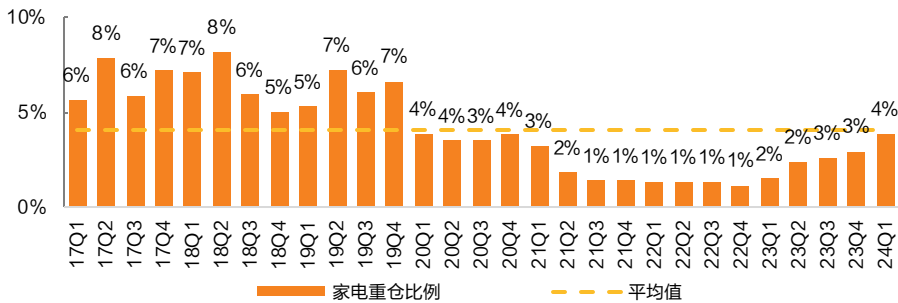
图：24Q2家电各子板块绝对收益（%）



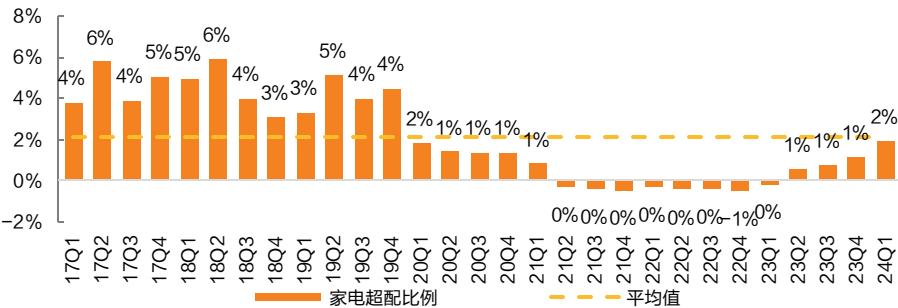
2.2 23年以来基金重仓家电水平持续攀升，24Q1持仓接近17年以来均值水平

- 24Q1基金重仓家电意愿提升，持股比例继续环比+0.9pct至3.9%；超配比例1.9%，较23Q4+0.8pct，超配比例接近17年至今平均水平（2.1%）。
- 分板块看，24Q1白电板块占家电整体重仓市值的比例为71%，环比+15.6pcts，且重仓个股依然集中在少数龙头标的，美的集团/海尔智家/格力电器/海信家电重仓市值分别达176/85/63/21亿元，分别较23Q4+53%/+45%/+72%/+129%；24Q1家电零部件板块占家电整体重仓市值的比例位居第二，环比-13.1pcts至12%，其中三花智控/盾安环境重仓市值分别为52/7亿元，分别较23Q4-42%/-39%。基金对小家电、厨卫电器、黑电重仓市值占家电重仓市值分别环比-2.7/+0.8/-1.1pct，其中石头科技/海信视像/老板电器/飞科电器重仓市值33/32/4/3亿元领先。

图：17Q1-24Q1基金重仓家电板块比例



图：17Q1-24Q1基金超配家电板块比例

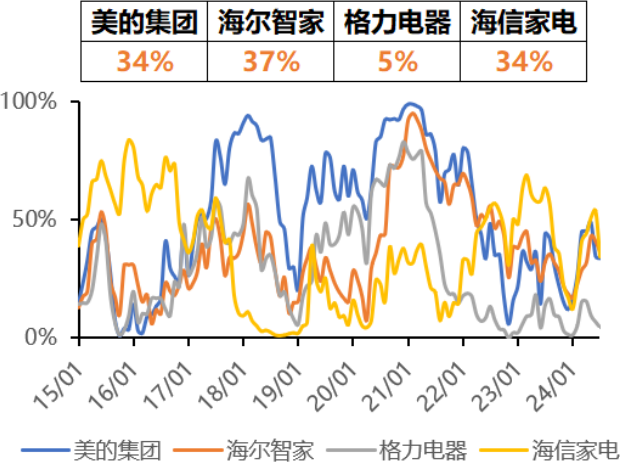


图：24Q1重点个股股价涨跌幅及持仓比例

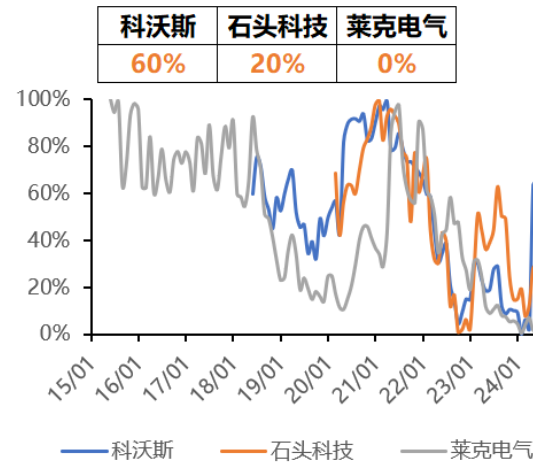
代码	名称	收盘价涨跌幅（左轴）		基金持仓市值占股票市值比重（右轴）		
		23Q4	24Q1	23Q4	24Q1	环比变动
白电						
000521.SZ	长虹美菱	-9%	65%	1%	7%	7%
000921.SZ	海信家电	-13%	49%	4%	5%	2%
000333.SZ	美的集团	-2%	18%	3%	4%	1%
600690.SH	海尔智家	-11%	19%	3%	4%	1%
000651.SZ	格力电器	-11%	22%	2%	3%	1%
黑电						
600060.SH	海信视像	-7%	14%	10%	10%	1%
002429.SZ	兆驰股份	11%	-10%	1%	1%	-1%
688696.SH	极米科技	-8%	-25%	0%	0%	0%
000810.SZ	创维数字	15%	-31%	1%	0%	-1%
厨房大电						
002508.SZ	老板电器	-19%	12%	0%	2%	1%
002035.SZ	华帝股份	4%	-3%	1%	2%	1%
002677.SZ	浙江美大	-5%	-8%	0%	0%	0%
605336.SH	帅丰电器	-13%	-16%	0%	0%	0%
300894.SZ	火星人	-17%	-20%	0%	0%	0%
300911.SZ	亿田智能	-1%	-25%	0%	0%	0%
小家电						
002705.SZ	新宝股份	-17%	14%	0%	1%	1%
002032.SZ	苏泊尔	9%	10%	1%	0%	0%
002959.SZ	小熊电器	-11%	5%	0%	0%	0%
603868.SH	飞科电器	-27%	-6%	4%	1%	-3%
688793.SH	倍轻松	-8%	-9%	2%	2%	0%
300824.SZ	北鼎股份	-10%	-16%	0%	0%	0%
002242.SZ	九阳股份	-11%	-18%	0%	0%	0%
清洁电器						
688169.SH	石头科技	-4%	21%	8%	7%	-1%
603355.SH	莱克电气	-16%	4%	0%	0%	0%
603486.SH	科沃斯	-15%	-14%	0%	0%	0%
电工照明						
603195.SH	公牛集团	-8%	8%	1%	1%	0%
603515.SH	欧普照明	-17%	-7%	0%	0%	0%
上游零部件						
603112.SH	华翔股份	2%	-2%	1%	2%	1%
002011.SZ	盾安环境	24%	-8%	8%	5%	-3%
002050.SZ	三花智控	-1%	-19%	8%	6%	-2%
603657.SH	春光科技	5%	-25%	0%	0%	0%
其他家电						
300247.SZ	融捷健康	-6%	-19%			
002614.SZ	奥佳华	-3%	-6%			
603579.SH	荣泰健康	-12%	-6%	0%	0%	0%

2.3 家电标的PE分位数：行情结构化明显，大部分标的估值分位数低于40%

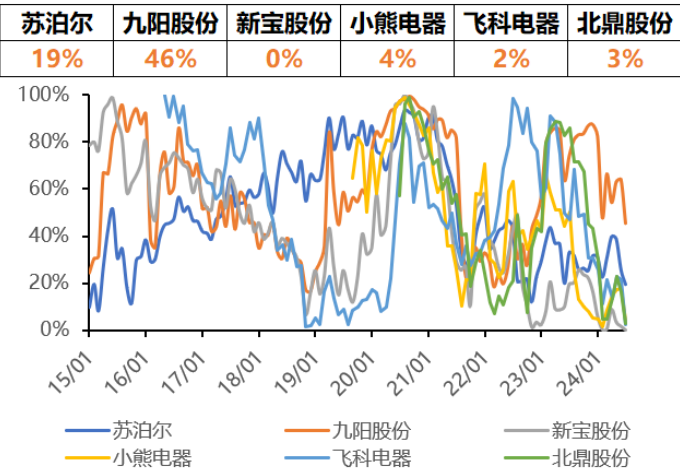
图：2015年至今白电标的市盈率分位数



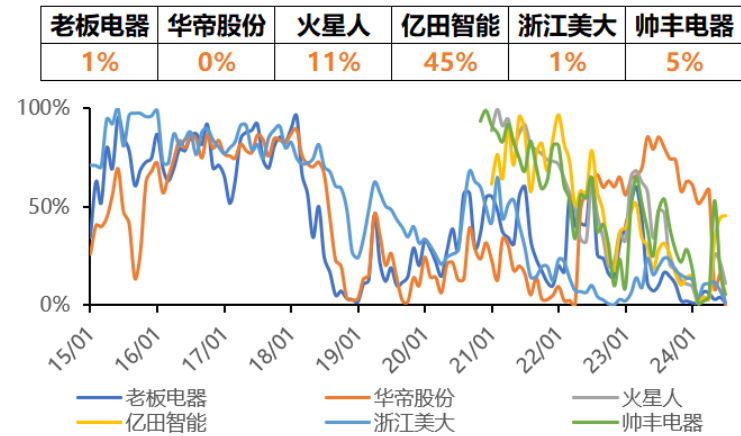
图：2015年至今清洁电器标的市盈率分位数



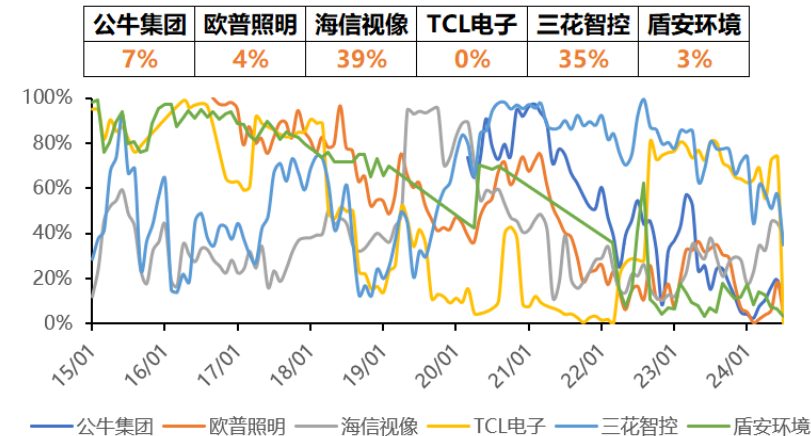
图：2015年至今厨小/个护标的市盈率分位数



图：2015年至今厨大电标的市盈率分位数



图：2015年至今电工/黑电/零部件标的市盈率分位数



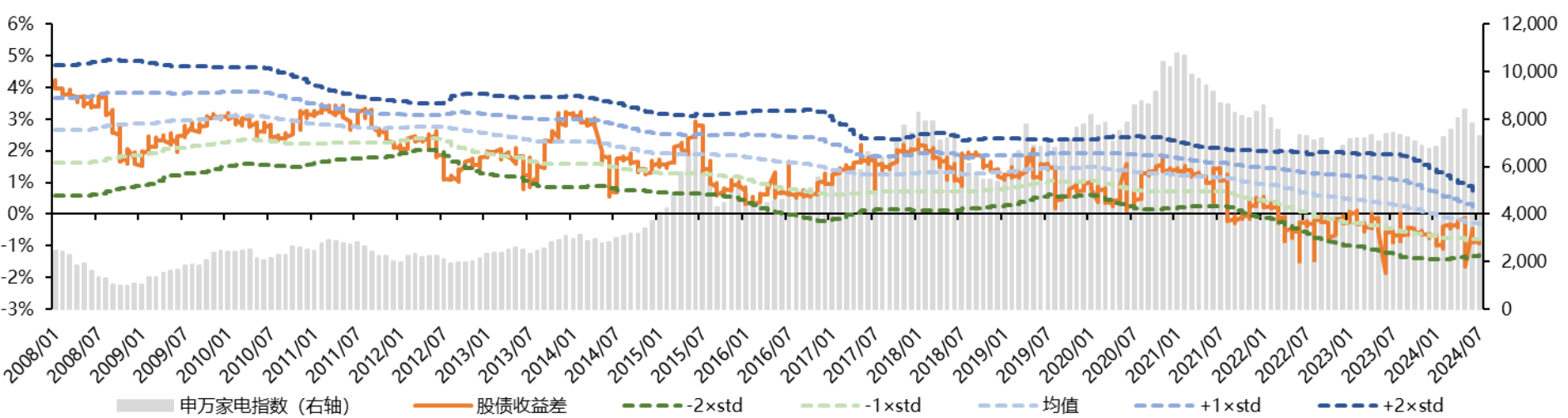
注：市盈率分位数更新至2024/6/30。

2.4 从股债收益率模型来看，当前处3年均值与负1x标准差之间，若回归均值对应6%涨幅

图：不同国债收益率假设下申万家电指数点位预测（更新至2024/7/5）

收益差位置假设			申万家电指数点位						指数涨幅（对比当前）					
			当前	-2×std	-1×std	均值	+1×std	+2×std	当前	-2×std	-1×std	均值	+1×std	+2×std
10年期国债收益率假设（bp）	-20	2.48%	7095	5960	6858	8074	9815	12512	0%	-16%	-3%	14%	38%	76%
	-10	2.58%	7095	5807	6656	7795	9405	11854	0%	-18%	-6%	10%	33%	67%
	-5	2.63%	7095	5733	6559	7662	9213	11550	0%	-19%	-8%	8%	30%	63%
	当前	2.68%	7095	5661	6465	7534	9028	11261	0%	-20%	-9%	6%	27%	59%
	+5	2.73%	7095	5591	6373	7410	8851	10987	0%	-21%	-10%	4%	25%	55%
	+10	2.78%	7095	5522	6284	7291	8680	10725	0%	-22%	-11%	3%	22%	51%
	+20	2.88%	7095	5390	6114	7062	8358	10238	0%	-24%	-14%	0%	18%	44%

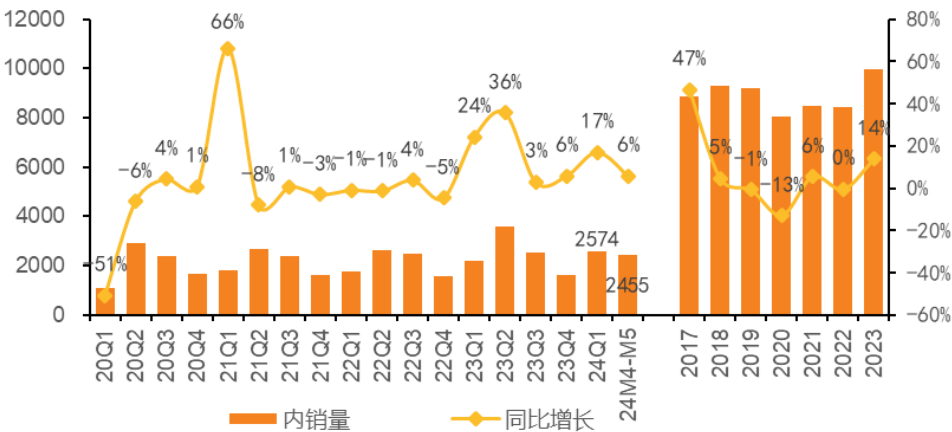
图：2008年至今申万家电股债收益差（均值和标准差采用三年滚动周期；更新至2024/7/5）



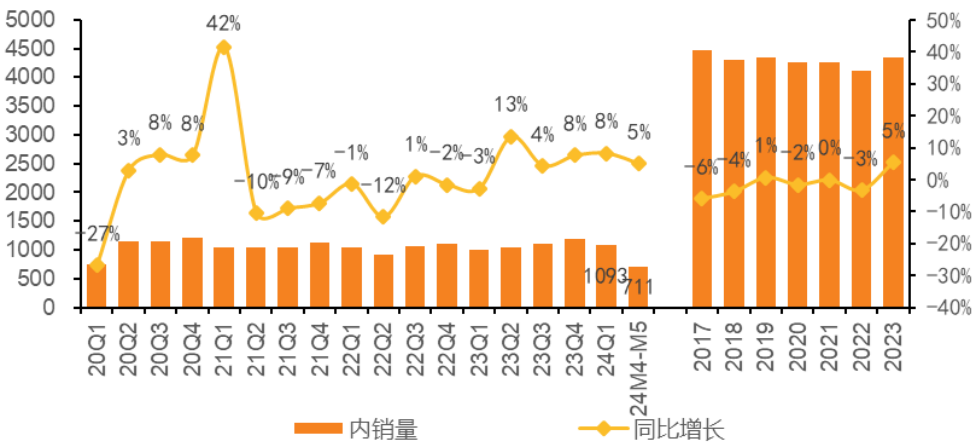
注：考虑到国内宏观经济周期多为3年一周期规律，此处采用滚动3年均值与标准差构建股债差“均值±1倍标准差”、“均值±2倍标准差”通道。

2.5 内销：4-5月白电内销量保持稳增，空调高基数下出货具备韧性

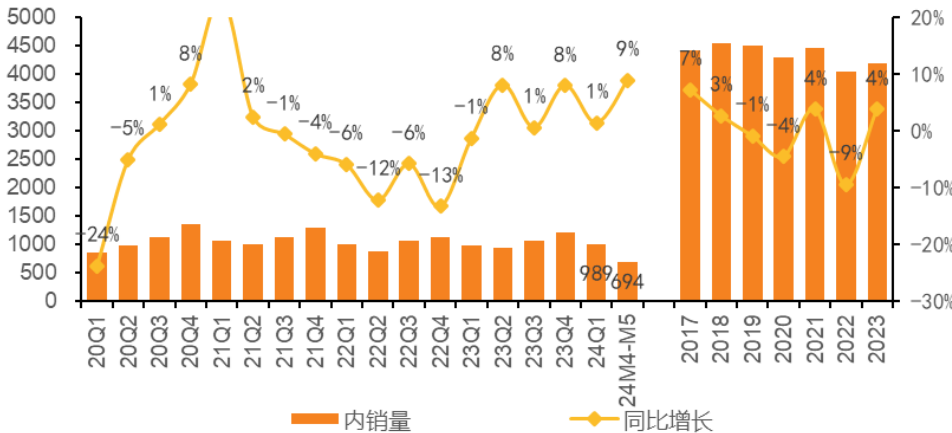
图：空调24M4-M5内销量2455万台，同比+6%（Q1+17%）



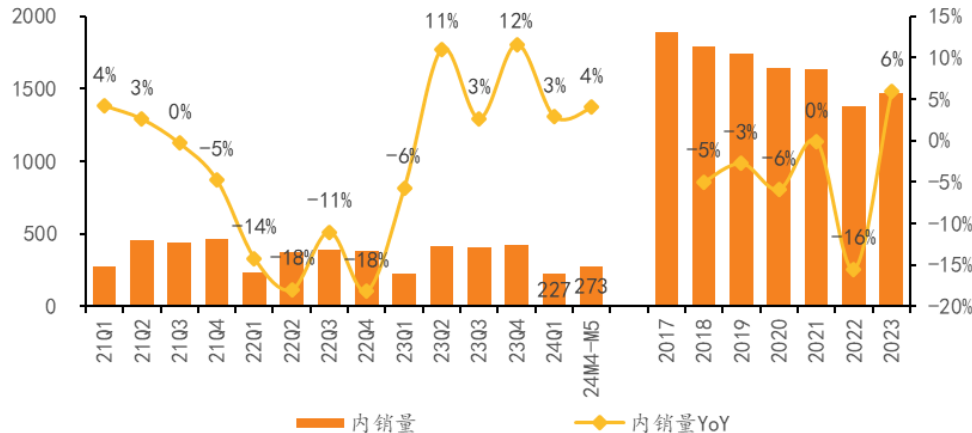
图：冰箱24M4-M5内销量711万台，同比+5%（Q1+8%）



图：洗衣机24M4-M5内销量694万台，同比+9%（Q1+1%）

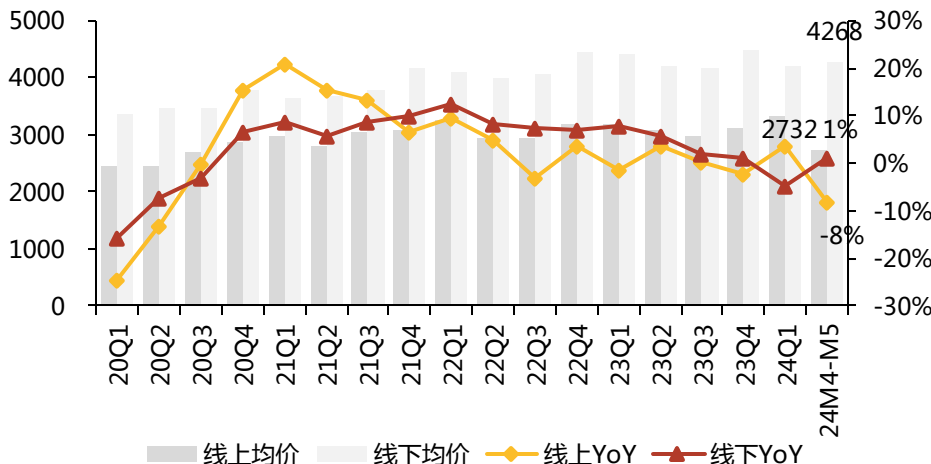


图：油烟机24M4-M5内销量273万台，同比+4%（Q1+3%）

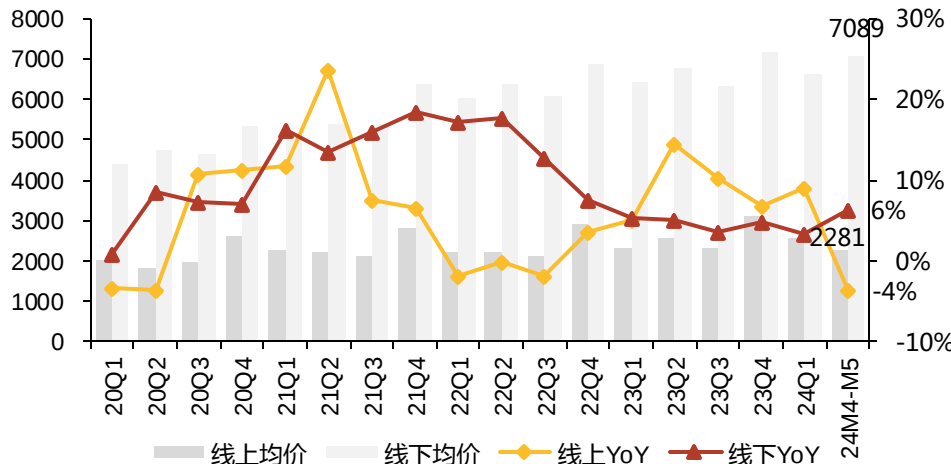


2.5 内销：4-5月国内白电线上价格竞争趋于激烈，线下价盘依然较稳

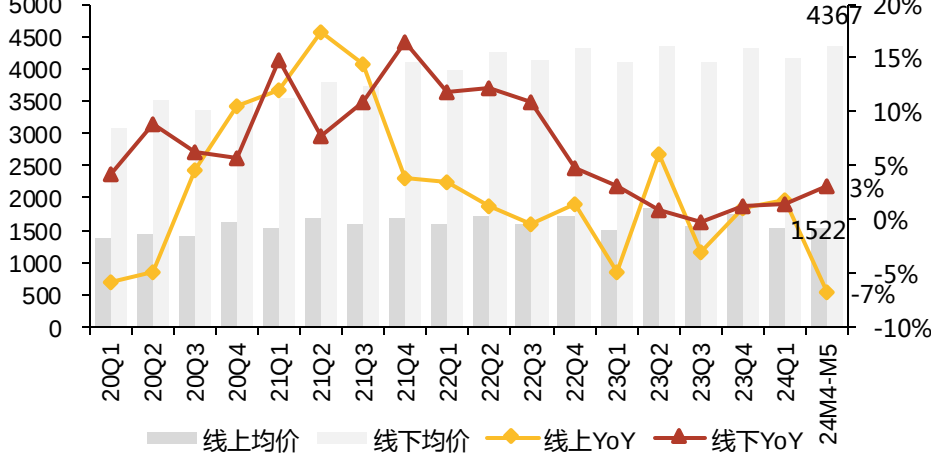
图：空调24M4-M5线上/线下均价分别同比-8%/+1%



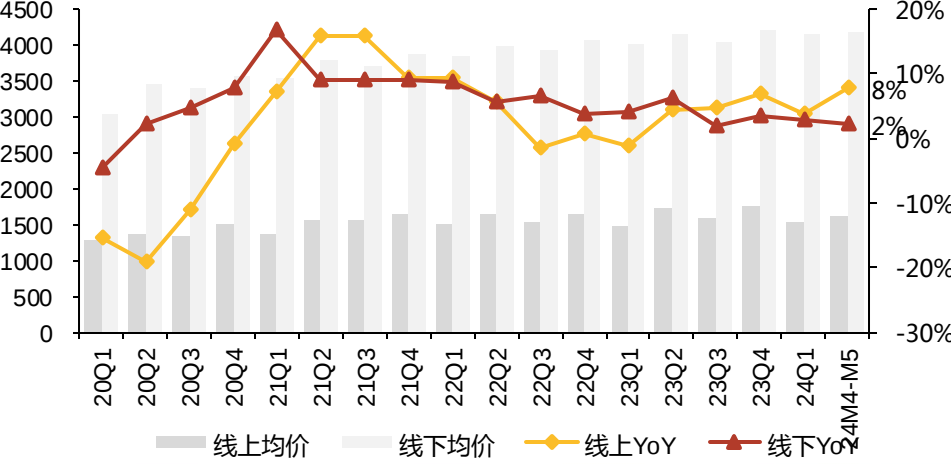
图：冰箱24M4-M5线上/线下均价分别同比-4%/+6%



图：洗衣机24M4-M5线上/线下均价分别同比-7%/+3%



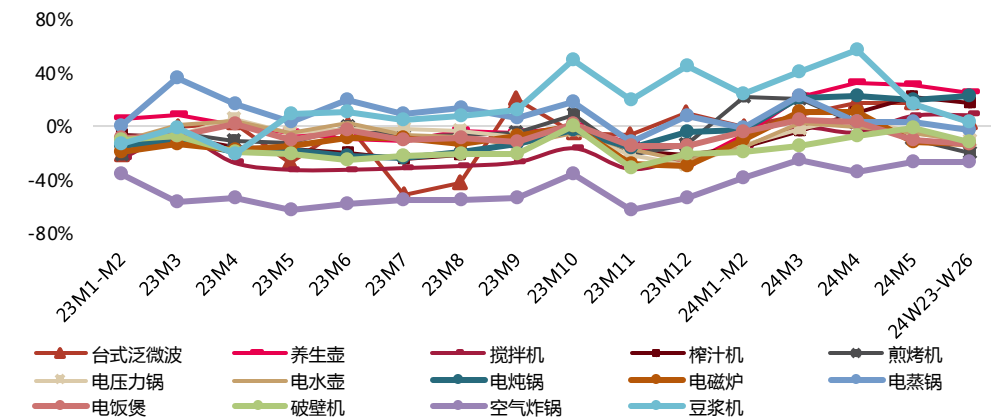
图：油烟机24M4-M5线上/线下均价分别同比+8%/+2%



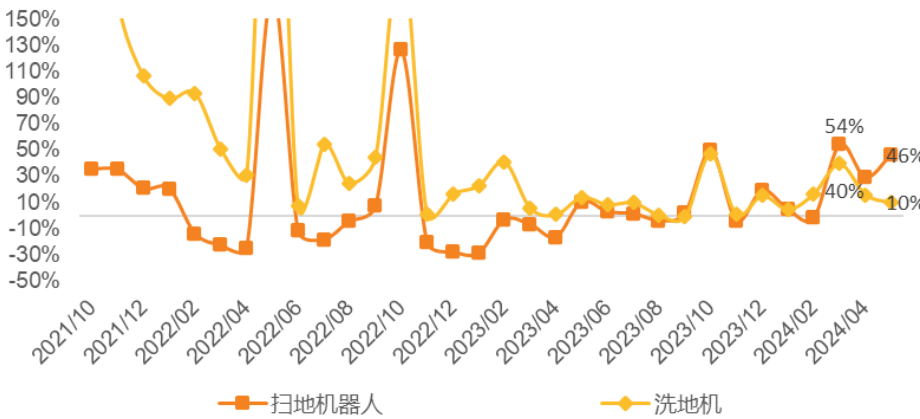
2.5 内销：Q2以来厨小、清洁、个护中的美发品类增速环比改善，投影仪行业相对平淡

分品类看：根据奥维云网线上数据，24Q2以来厨房小家电整体延续正增长，4月/5月销额分别+9%/+3%；可选品类中清洁电器24M4-M5在低基数下增速有所修复；投影仪行业销售延续平淡表现；个护24M4-M5美发系列产品线上销额同比大幅增长。

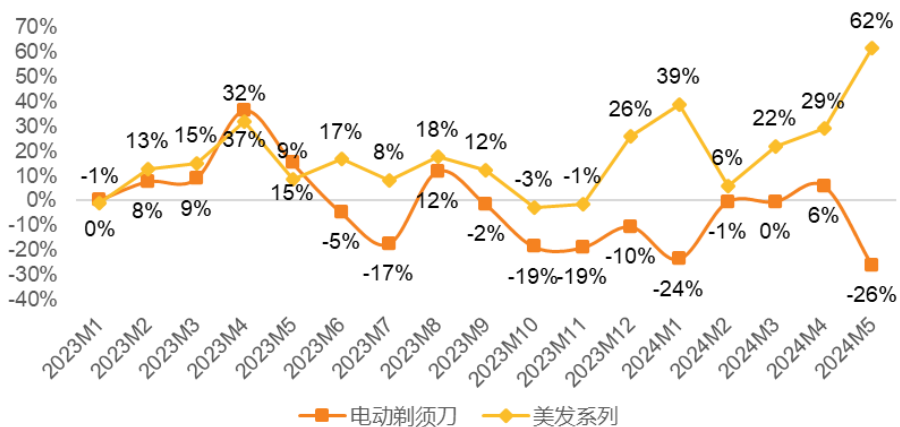
图：厨小电主要品类线上月度销额增速（%）



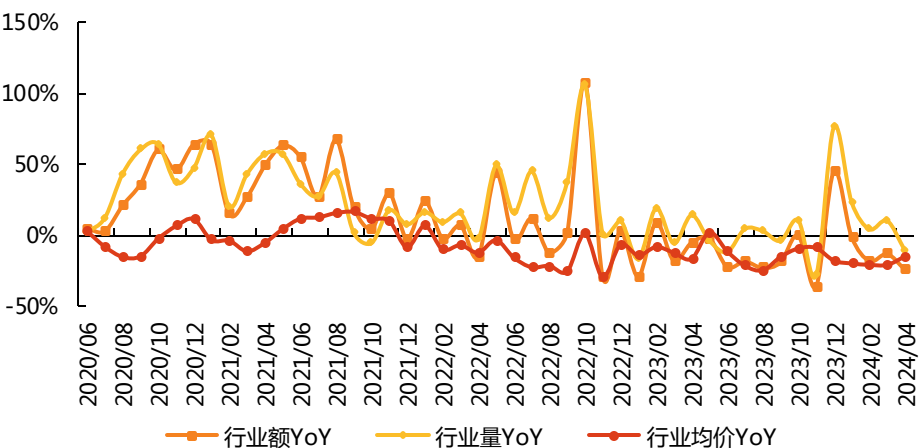
图：清洁电器主要品类线上月度销额增速（%）



图：个护小电主要品类线上月度销额增速（%）

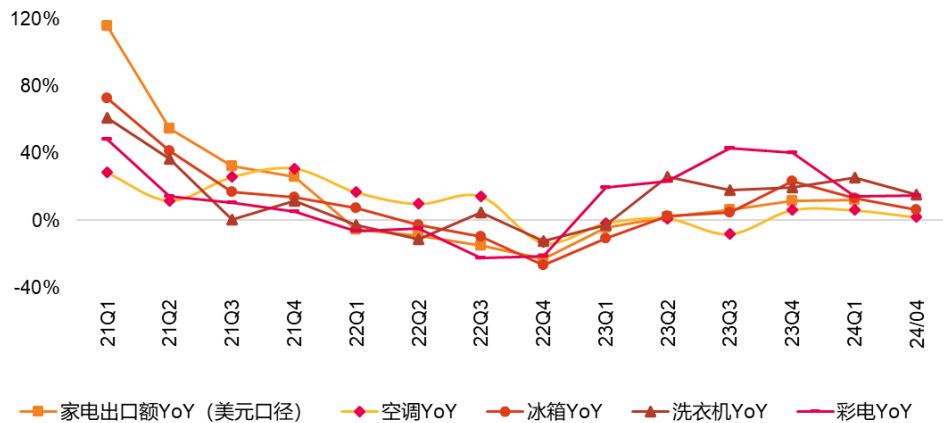


图：智能微投主要品类线上月度销额增速（%）

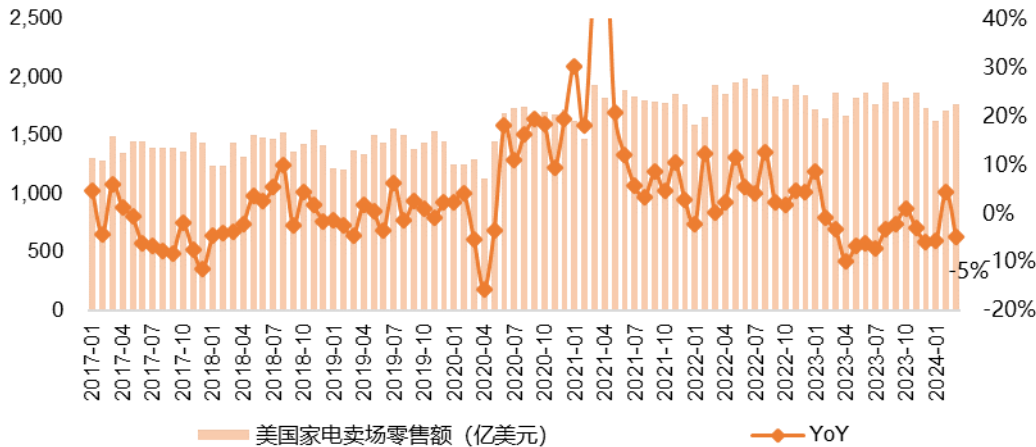


2.6 出口：24M4美国耐用消费品订单量恢复增长，库存延续低位，成屋销量增速继续趋稳

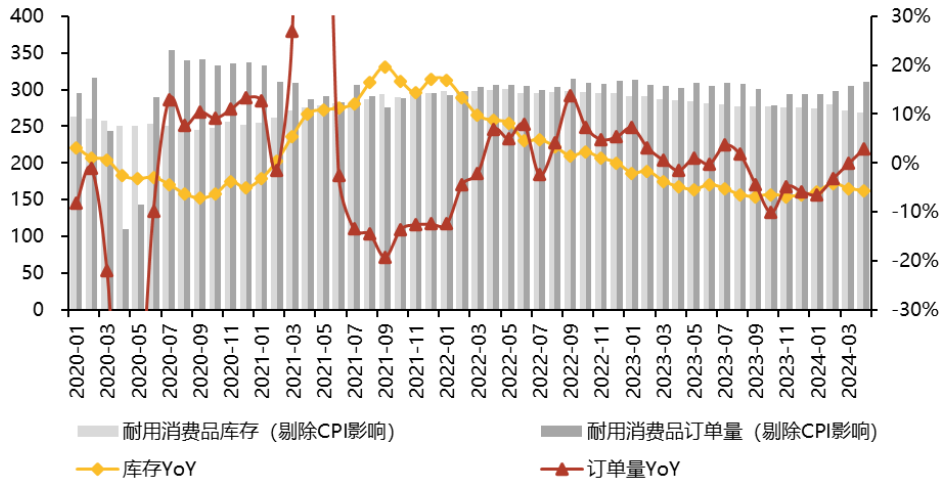
图：家电行业及主要大家电出口额增速（美元口径）



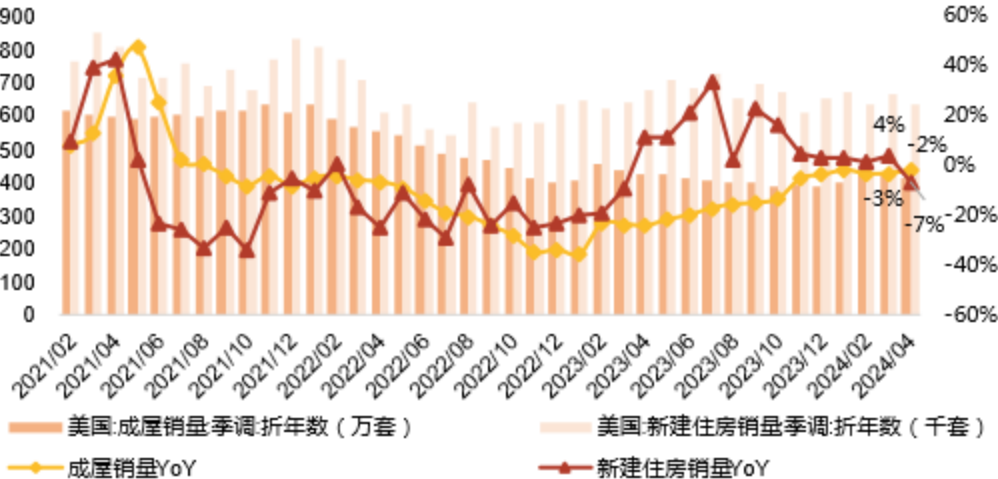
图：24M3美国家电卖场零售额同比-5%



图：24M4美国耐用消费品订单量恢复正增长，库存延续低位（亿美元）



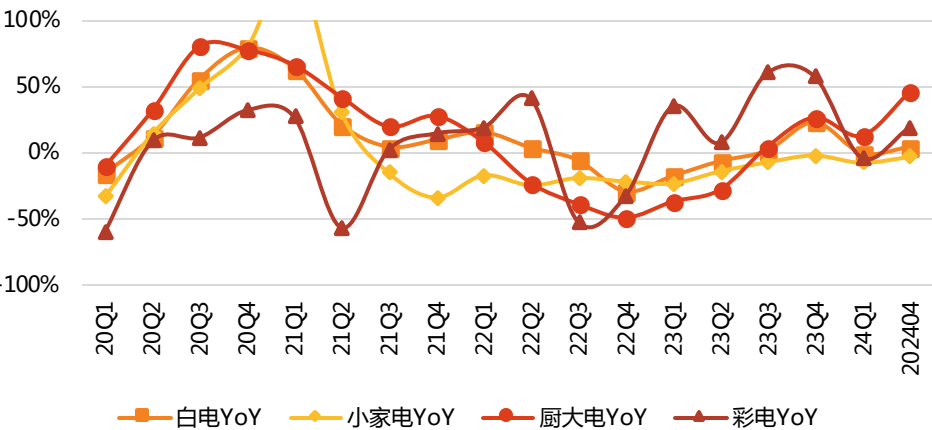
图：美国新建住房、成屋销售套数及增速



资料来源：海关总署，Wind，天风证券研究所

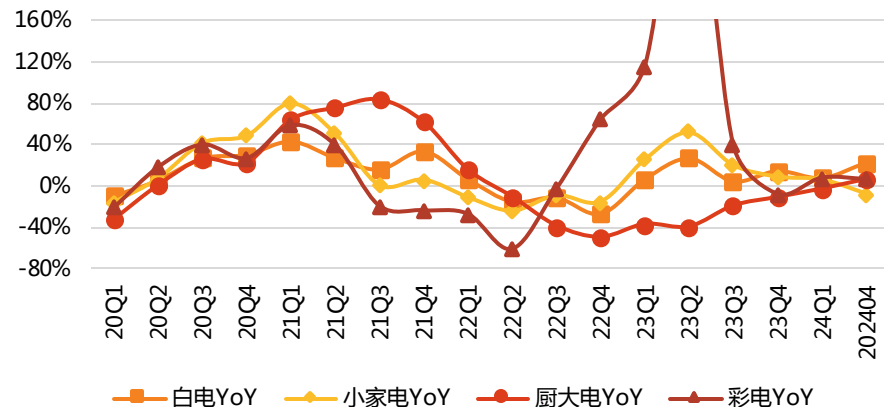
2.6 出口分区域：4月家电出口成熟市场及新兴市场的增速表现均较好

图：国内主要家电品类出口美国金额增速(%; 人民币口径)



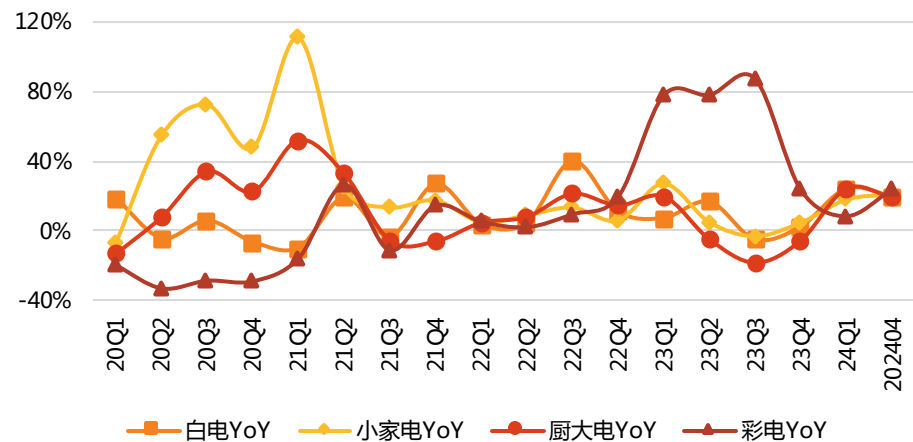
图：国内主要家电品类出口欧洲金额增速(%; 人民币口径)

取英国、意大利、西班牙、法国、德国、俄罗斯六国出口金额之和



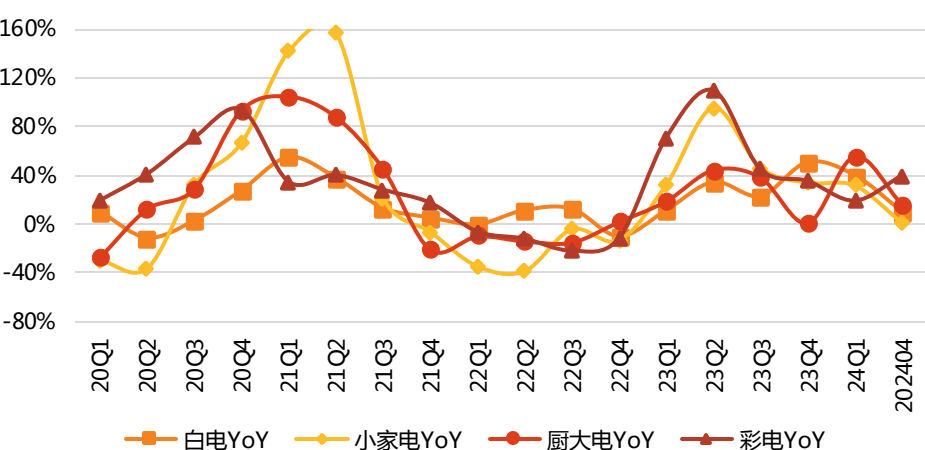
图：国内主要家电品类出口南亚/东南亚金额增速(%; 人民币口径)

取泰国、马来西亚、新加坡印度、越南、菲律宾、印度尼西亚七国出口金额之和



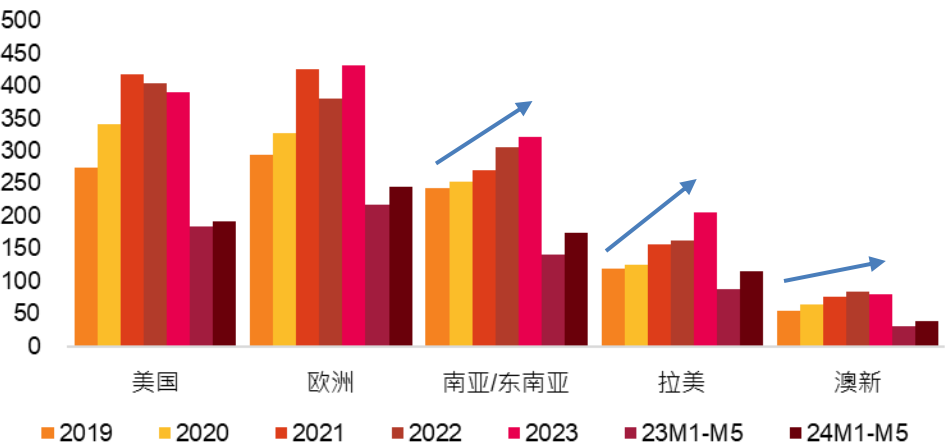
图：国内主要家电品类出口拉美金额增速(%; 人民币口径)

取巴西、阿根廷、墨西哥三国出口金额之和

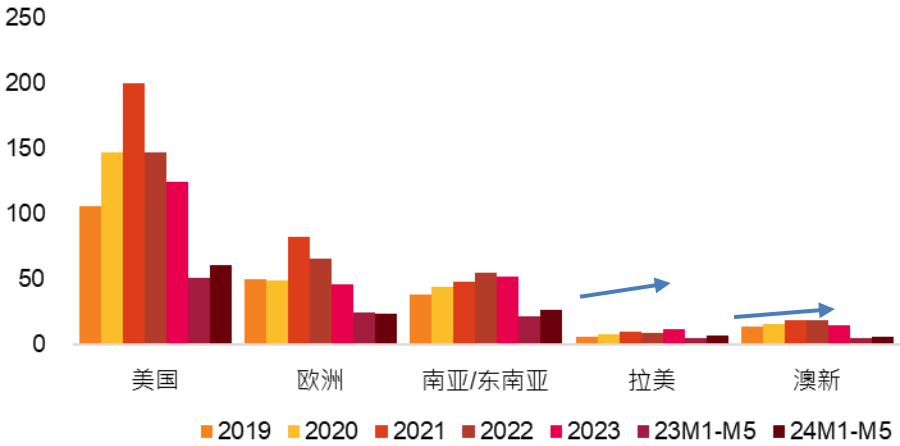


2.6 出口分区域：近年来新兴市场大家电出口额扩容明显，为家电出口带来增量主要来源

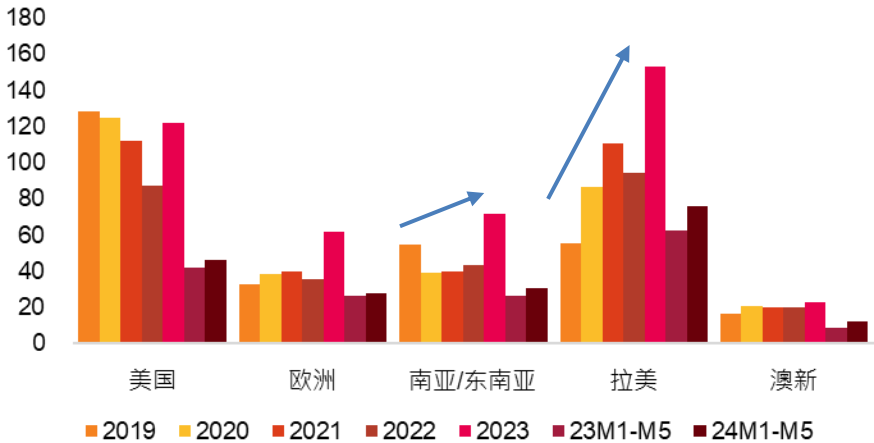
图：国内白电（空调+冰箱+洗衣机）向全球主要地区出口额情况(%；亿元)



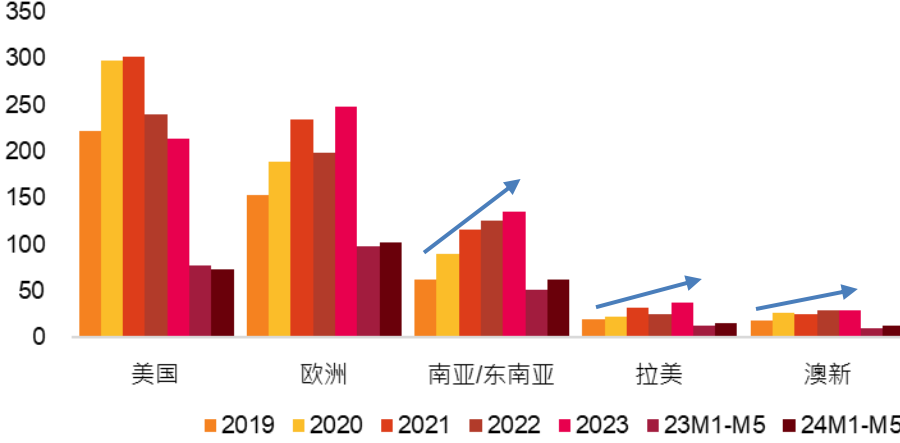
图：国内厨大电（烟+灶）向全球主要地区出口额情况(%；亿元)



图：国内彩电向全球主要地区出口额情况(%；亿元)



图：国内小家电（电锅+吸尘器）向全球主要地区出口额情况(%；人民币口径)

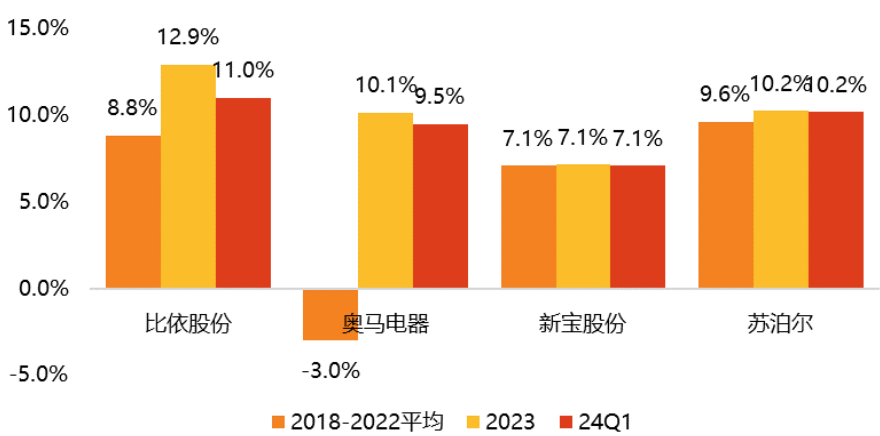


注：欧洲取英国、意大利、西班牙、法国、德国、俄罗斯六国出口金额之和；南亚东南亚取泰国、马来西亚、新加坡印度、越南、菲律宾、印度尼西亚七国出口金额之和；拉美取取巴西、阿根廷、墨西哥三国出口金额之和。

2.6 外销：汇率+海运+原材料对代工企业利润的一次性正贡献更大

- 利润率方面：汇率、海运、原材料价格下降对出口公司在23年都有正向贡献，其中对代工企业贡献更为明显。为测算汇率、海运和原材料价格对利润的影响，我们此处假设原材料价格、运费价格、汇率到3Q24、4Q24将维持在24/6/17水平不变，得到：1）汇率方面，考虑到23Q2-Q3人民币有明显贬值，预计24Q2-Q3汇兑红利较小或为负向贡献；2）近期出口运价提升明显，若后续维持此水平，预计24年出口运价对出口链公司成本有负向影响；3）尽管近期铜价有所上涨，但24Q1铜价同比看仍是下滑水平，传递到Q2成本压力不大。伴随后续原材料价格基数走低，成本有利将有所减弱，受铜价上涨影响空调成本上行幅度高于其他品类。
- 从测算结果看，代工占比较大的企业前期受益于原材料及汇兑红利增厚利润率更多。随着原材料、汇率、运费等贡献因素逐步趋于中性，后续出口企业盈利能力预计将逐渐回到疫情前的平均水平，代工企业利润影响或将更为显著。

图：主要出口代工企业受益原材料、运费、汇率等因素，净利率23年提升明显



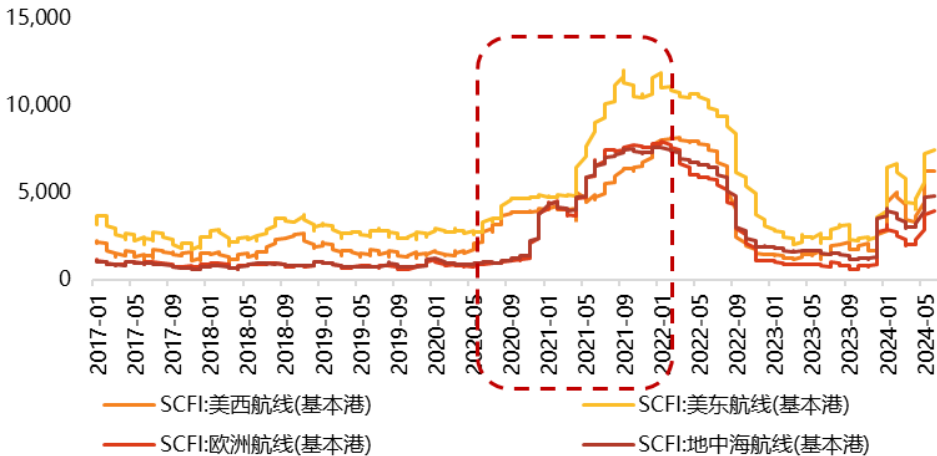
图：原材料、运费、汇率对公司的综合影响变化

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E (6/17数据)	3Q24E (6/17数据)	4Q24E (6/17数据)
美元兑人民币即期汇率	6.6	6.5	6.5	6.4	6.3	6.7	7.1	7.0	6.9	7.3	7.3	7.1	7.2	7.3	7.3	7.3
环比变化	0.3%	-1.5%	0.0%	-1.4%	-0.5%	5.5%	6.0%	-2.0%	-1.2%	5.7%	0.5%	-2.9%	1.8%	0.4%	0.0%	0.0%
对出口链利润影响	负向	负向	正向	正向	负向	正向	正向	负向	负向	正向	负向	负向	正向	负向	负向	正向
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E (4/1-6/17均值)	3Q24E (4/1-6/17均值)	4Q24E (4/1-6/17均值)
中国出口集装箱运价指数（季度平均）	1961	2164	2992	3266	3444	3157	2950	1615	1087	938	876	854	1290	1352	1352	1352
同比变化	113%	154%	229%	161%	76%	46%	-1%	-51%	-68%	-70%	-70%	-47%	19%	44%	54%	58%
对出口链利润影响	负向	负向	负向	负向	负向	负向	正向	正向	正向	正向	正向	正向	负向	负向	负向	负向
大宗对各品类成本影响（滞后1Q）	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E(原材料取 4/1-6/14均值)	4Q24E(原材料取 4/1-6/14均值)
空调影响	7%	17%	28%	19%	13%	7%	-1%	-8%	-8%	-6%	-7%	0%	0%	-2%	4%	4%
冰箱影响	7%	14%	21%	14%	7%	2%	-2%	-7%	-7%	-6%	-7%	-1%	-1%	-1%	3%	3%
洗衣机影响	6%	14%	23%	18%	8%	2%	-3%	-9%	-9%	-6%	-8%	-1%	0%	-2%	2%	1%
小家电影响	4%	8%	15%	13%	7%	3%	0%	-4%	-5%	-4%	-3%	1%	1%	1%	1%	0%
对出口链利润影响	负向	负向	负向	负向	负向	负向	正向	正向	正向	正向	正向	正向	负向	正向	负向	负向

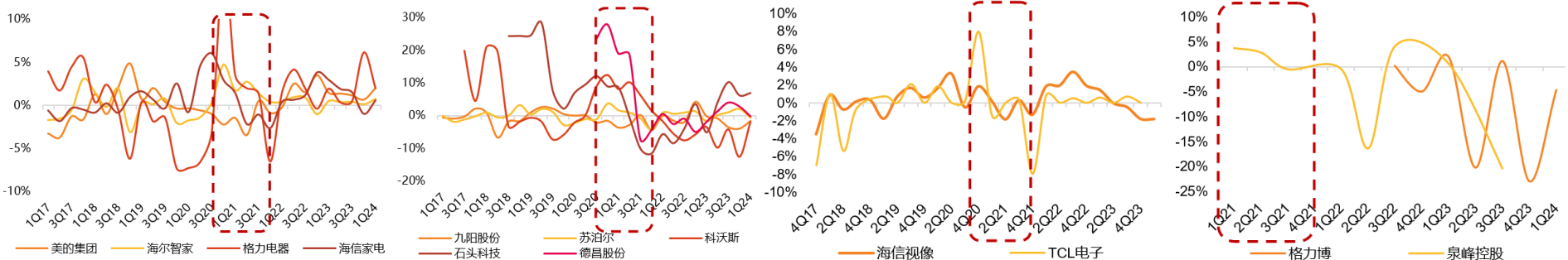
2.6 外销：复盘21年海运费变动对家电企业影响

- 2020年第四季度以来，美国欧洲等地港口持续发生严重拥堵，造成国际供应链紊乱和效率降低，继而引发船舶船期大面积延误，带动海运费大幅上升。SCFI综合指数由19年年底之前的750-800\$/FEU左右快速提升，并于2022/1/7达到峰值水平5110\$/FEU，当日美西/美东/欧洲/地中海航线价格分别达到7994/11833/7777/7529 \$/FEU。
- 从上轮海运费上行期间（20Q4-21Q4）家电标的毛销差表现看：
白电：海尔智家受益于全球产能布局，期间毛销差延续同比提升态势；格力电器因出口比例相对较低期间毛销差表现亦相对较好；美的集团、海信家电期间毛销差则有一定承压。
小家电：小家电企业毛销差基本在21Q4才出现同比下滑态势。
黑电：海信视像毛销差波动幅度略好于TCL电子，展现更强稳定性。
OPE：泉峰21H2毛销差同比略有下滑但整体相对稳定。同时但需注意的是，同期大宗成本上行亦对成本端有所拖累，故期间毛销差的变动为海运费、大宗等因素的综合影响。

图：2017年至今SCFI欧美航线价格走势（\$/FEU）



图：主要出口家电企业17Q1-24Q1毛销差YoY走势



2.6 外销：海运费对家电企业利润端影响测算

- 极端假设2024全年欧美航线实时价格达到年初至今均值4024\$/FEU的约两倍（即8000\$/FEU），长协价格约1500\$/FEU（略低于2023年全年欧美航线实时价格），海运费上涨对家电企业利润端影响：
- 白电：品类端，冰箱因体积较大导致单柜装载量较小，故海运费上涨对其成本端影响最大单个冰箱费率提升8.3pcts；其次为洗衣机（提升5.1pcts）、空调（提升1.6pcts）。企业端，海信家电因冰洗占比高+欧美本土化率相对较低，费用率提升0.4%，领先其余标的；海尔智家冰洗占比更高但具备更高的本土化率，故其提升幅度与美的接近，二者均约为0.3pct；格力出口比例较低，故影响较少。考虑到美的集团出口仍有近60%为贴牌业务收入（2022年数据），且海信家电出口亦采用FOB模式分散海运费上涨的风险、费用，实际影响将弱于测算得到的结果，龙头与船公司签订部分长协亦将削弱本次海运费上涨的影响。
- 小家电：品类端，基于小家电产品体积远小于白电产品，故海运费价格上涨分摊到单个产品成本影响较小（处于0.8–1.8pct区间内）。企业端，在保守假设小家电企业外销均到欧美且本土化率均为0%，海运费价格上涨对各标的利润端影响仅在0.01–0.02pct，远小于对白电标的影响。此外，考虑到以苏泊尔、九阳股份、德昌股份等为代表的小家电代工企业与核心外销客户的贸易采用FOB或EXW的方式，相应的海运费由客户承担，本轮海运费价格上涨对出口欧洲的产品或带来运输时间延长的短期影响，对公司整体影响相对可控，且我们预计影响对小家电标的利润端影响相对滞后。
- 黑电：结合上轮海运费上涨期间海信视像毛销差表现稳定性好于TCL电子，并考虑到海信视像外销通过国际营销部署国际化战略，预计本次海运费价格上涨对公司利润端影响有限。
- OPE：结合上轮海运费上涨期间泉峰控股毛销差下滑幅度不大，且产品体积较小，预计海运费提升摊到单个产品层面的成本影响亦相对有限。

图：24年海运费上涨占白电品类出厂价变动比率测算

	时间节点	出厂价格 (元)	单个家电体 积(m³)	FEU体积(按 高柜：m³)	装载率	装载量 (台)	汇率 (\$/¥)	海运费(\$/FEU)		海运费占出厂 价比例	变化 比率
								实时价格 (20%)	长协价格 (80%)		
家用空调	2023	2499	0.2	68	90%	306	7.0	1640	1000	1.0%	-
	2024YTD						7.3	4024	1500	1.9%	0.9%
	2024E						7.3	8000	1500	2.7%	1.6%
冰箱	2023	2999	1.2	68	90%	50	7.0	1640	1000	5.2%	-
	2024YTD						7.3	4024	1500	9.7%	4.5%
	2024E						7.3	8000	1500	13.6%	8.3%
洗衣机	2023	1999	0.5	68	90%	122	7.0	1640	1000	3.2%	-
	2024YTD						7.3	4024	1500	6.0%	2.8%
	2024E						7.3	8000	1500	8.4%	5.1%
吸尘器	2023	257	0.04	68	90%	1530	7.0	1640	1000	2.0%	-
	2024YTD						7.3	4024	1500	3.7%	1.7%
	2024E						7.3	8000	1500	5.2%	3.2%
扫地机 (含基站)	2023	2724	0.10	68	90%	612	7.0	1640	1000	0.5%	-
	2024YTD						7.3	4024	1500	0.9%	0.4%
	2024E						7.3	8000	1500	1.2%	0.8%
洗地机	2023	1370	0.11	68	90%	572	7.0	1640	1000	1.0%	-
	2024YTD						7.3	4024	1500	1.9%	0.9%
	2024E						7.3	8000	1500	2.6%	1.6%
个护小家电	2023	80	0.006	68	90%	10200	7.0	1640	1000	1.0%	-
	2024YTD						7.3	4024	1500	1.8%	0.8%
	2024E						7.3	8000	1500	2.5%	1.5%
厨房小家电	2023	165	0.014	68	90%	4300	7.0	1640	1000	1.1%	-
	2024YTD						7.3	4024	1500	2.1%	0.9%
	2024E						7.3	8000	1500	2.9%	1.8%

图：24年海运费上涨对白电标的利润率影响测算

	23年外销收入 占营收比重	欧洲		美国		中国生产出口欧 美占营收比重	空调23年 收入占比	冰箱23年 收入占比	洗衣机23 年收入占比	2024E海运费上行 带来费用率提升(pct)
		占外销比重	本土化率	占外销比重	本土化率					
美的集团	40%	25%	20%	25%	20%	16%	30%	9%	9%	0.3
海尔智家	52%	21%	50%	58%	90%	8%	17%	31%	23%	0.3
格力电器	12%	25%	10%	17%	10%	5%	74%	-	-	0.1
海信家电	33%	35%	20%	20%	20%	14%	45%	15%	15%	0.4

注：假设公司出口产品结构 with 整体产品结构相同；海尔智家出口欧美收入比重取23年对外交易收入口径，其余标的出口欧洲、美国收入占外销收入比重为预估值。

图：24年海运费上涨对小家电标的利润率影响测算

	23年外销收入 占营收比重	中国生产出口欧美 占营收比重	厨小23年 收入占比	吸尘器23年 收入占比	扫地机23年 收入占比	洗地机23年 收入占比	个护23年 收入占比	2024E海运费上行 带来费用率提升(pct)
苏泊尔	29%	29%	70%	-	-	-	-	0.01
九阳股份	23%	23%	90%	-	-	-	-	0.02
科沃斯	42%	42%	-	-	50%	49%	-	0.01
石头科技	49%	49%	-	-	100%	-	-	0.01
德昌股份	78%	78%	-	59%	-	-	30%	0.02

注：假设公司出口产品结构 with 整体产品结构相同；保守假设小家电企业外销均到欧美，且欧美地区本土化率均为0%。

3

白电：内销出货延续高增，分化行情下龙头更具经营稳定性

3.1 白电：Q2以来内销出货具备韧性，出口人民币口径延续双位数高增

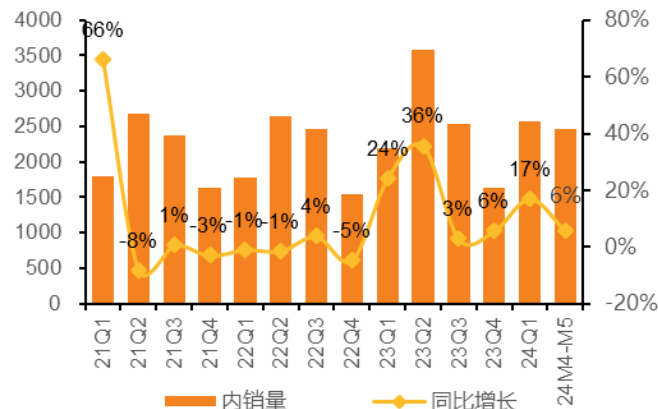
内销：Q2以来空冰洗出货端增速

延续稳增。据产业在线，24M4-M5空/冰/洗内销量分别同比+6%/+5%/+9%，其中空调品类在高基数下（23M4+30%；23M5+29%）出货表现较为亮眼。

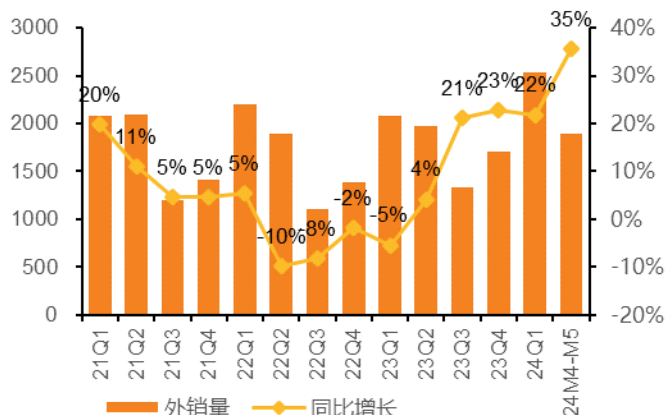
出口：家电出口持续跑赢总体。

24M4-M5按人民币计价，国内家电出口额同比+18%（同期大盘+8%，24Q1+16%）；按美元计价，国内家电出口额同比+14%（同期大盘+5%，24Q1+12%）。24M1-M5按人民币计价，国内家电出口额同比+18%（同期大盘+6%）；按美元计价，国内家电出口额同比+14%（同期大盘+3%）。

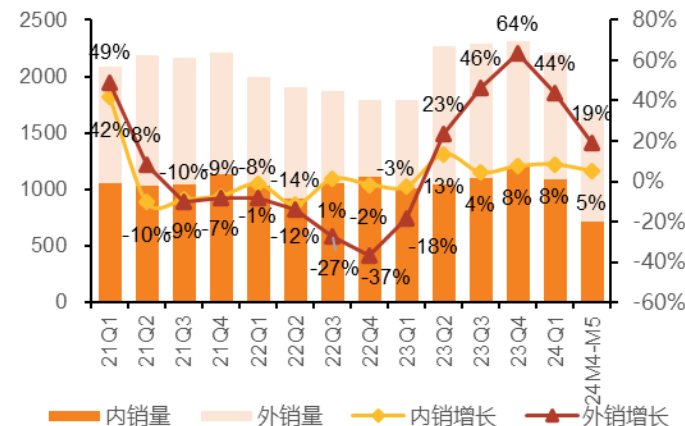
图：空调内销量及同比增速（万台）



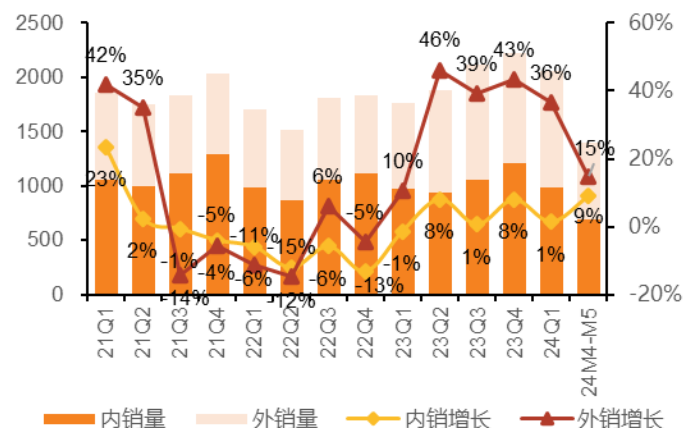
图：空调外销量及同比增速（万台）



图：冰箱内外销量及同比增速（万台）



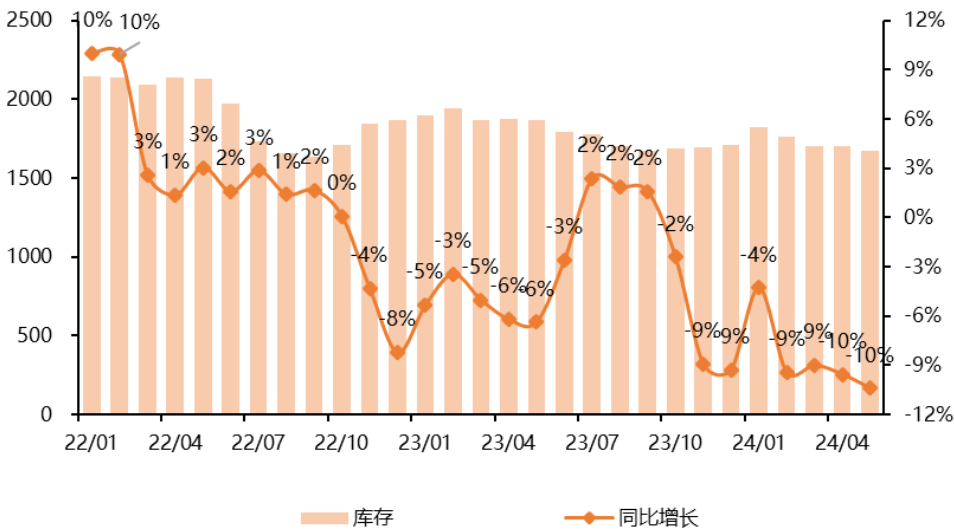
图：洗衣机内外销量及同比增速（万台）



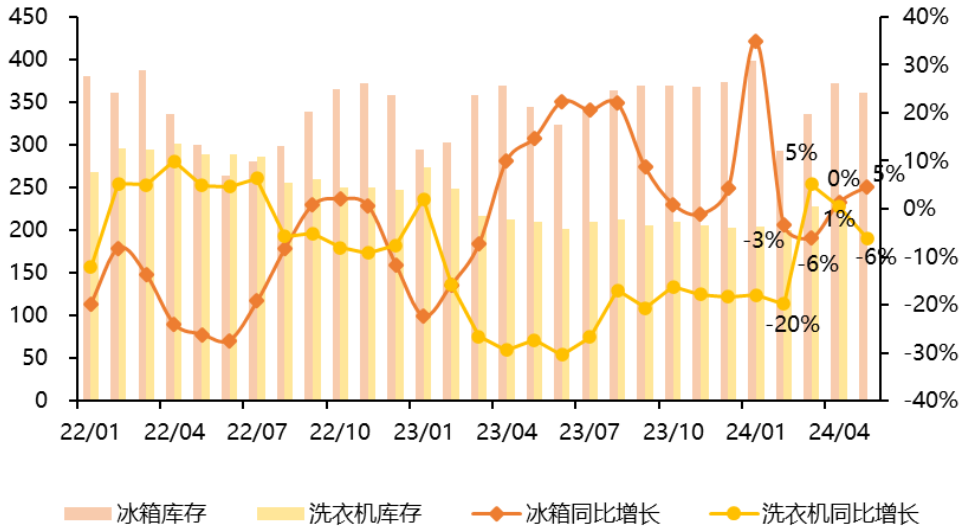
3.2 白电：今年以来空调行业库存压力较小，近期国内多地高温有望带动需求回暖

- 据产业在线数据，截至2024年5月，国内空调/冰箱/洗衣机行业库存1672/361/198万台，同比-10%/+5%/-6%。今年以来空调行业库存水位同比下降明显，叠加6-7月以来全国多地高温，预计后续库存压力不大。

图：产业在线空调行业库存及同比增速（万台）



图：产业在线冰洗库存及同比增速（万台）



3.3 白电：基于良好竞争格局，原材料涨价对白电行业影响预计可控，有望依托提价+产品结构升级有效传导

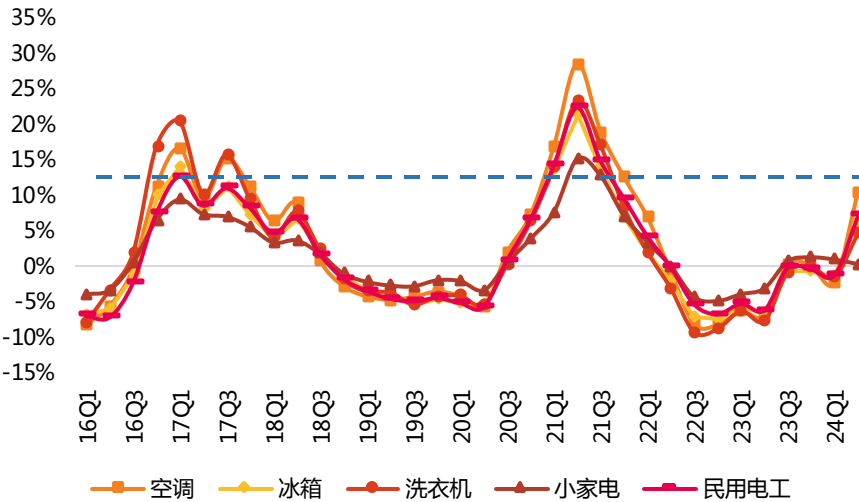
历史上原材料波动对家电行业影响

2016年至今已有两轮原材料普涨周期，在高位时点部分大宗价格出现同比超50%涨幅。前几轮大宗价格普涨期间，家电龙头通过涨价、推新等方式实现传导，盈利能力快速修复，伴随后续成本下行+终端均价上行形成剪刀差，标的盈利水平或升至更高台阶。

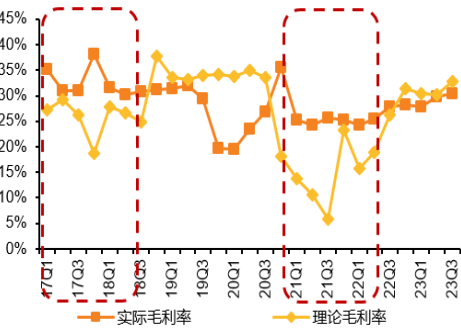
如何看本次铜价上行对家电行业影响

- 1) 前序两轮大宗普涨周期中，家电企业毛利率虽在短期（约1-2个季度）有所下行，但实际下行幅度明显好于理论测算值，盈利能力表现较为坚挺，背后反馈的是近年来国内家电行业竞争格局逐步优化，逐步增强的产业竞争优势，在成本短时间内上行的情况下，通过提价+产品结构升级等方式实现成本压力有效传导。
- 2) 与以往几轮由供需错配带来的大宗普涨有所差异，近期铜价上涨主要系“冶炼厂减产”预期下多头情绪释放，其余核心原材料价格并未出现同步大幅提升的情况。假设24Q2铜价同比+50%、其他大宗价格维持Q1不变，得到空调/冰箱/洗衣机/小家电/民用电工各自成本影响幅度分别为10%/6%/5%/ 0%/7%，明显小于21年大宗普涨周期中的峰值影响幅度29%/21%/23%/ 15%/23%。
- 3) 空调“铝代铜”逐步落地+家电回收体系发展，利于行业降低对外部供应铜的依赖。

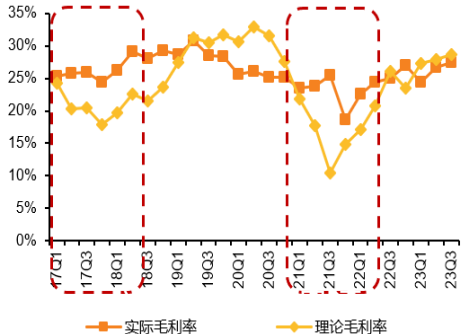
图：假设24Q2铜价上涨50%、其他大宗价格维持Q1价格不变，各家电品类成本影响测算



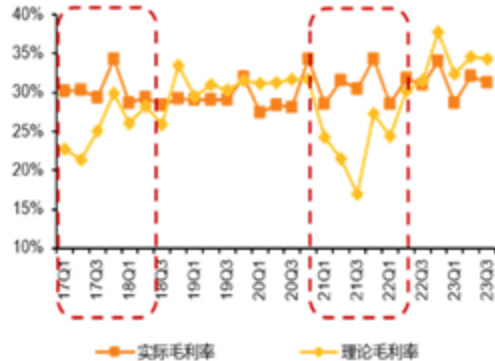
图：格力电器实际VS理论毛利率



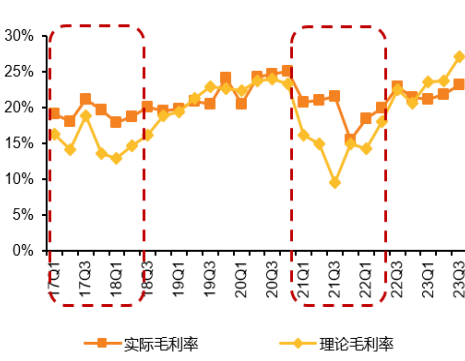
图：美的集团实际VS理论毛利率



图：海尔智家实际VS理论毛利率



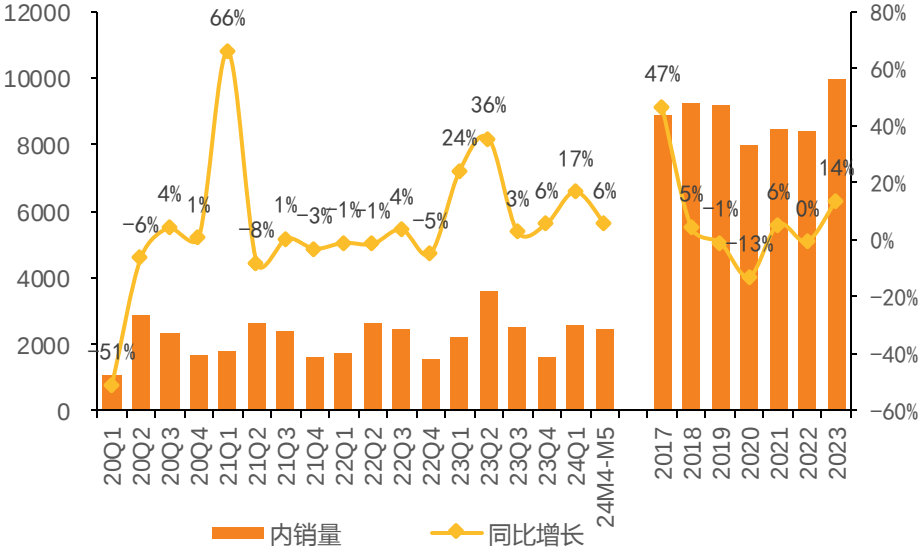
图：海信家电实际VS理论毛利率



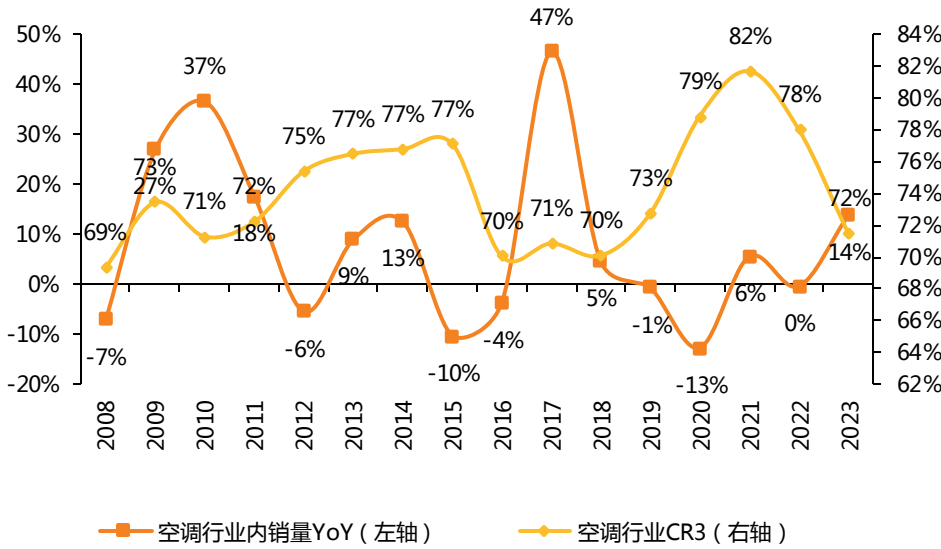
3.4 白电：若Q2迎来分化行情，龙头可通过政策调节提升经营稳定性

23年空调行业景气度较高，一方面是疫情扰动，另一方面为过去两年极端天气影响（23M3-6高温驱动，M7-M9受22年高基数影响增速环比回落）。市场担忧2Q内销高基数下空调行业后续增长承压，但从4月产业在线数据看内销量同比+14%延续双位数高增，我们认为：1）某种意义上受到天气扰动有高基数，这是外力因素难预估，但是龙头企业较稳，可以通过返利、机型政策等调节，且近年来国内空调行情大/小年中，对应CR3基本分别呈现降低/提升态势，龙头在较弱行情中显示出更强的经营稳定性。即使今年受地产、高基数压制下白电迎来行情小年，龙头份额有望逆势扩张。2）基本面角度，24年1-4月空调行业保持高增，背后反馈的是行业库存腾挪，以及经销商经历23年大年后资金较为宽裕。3）24Q2的关键词是分化，在没有政策刺激的前提下，龙头确定性或更高。

图：20Q1至24年4-5月国内空调内销量及增速（万台）



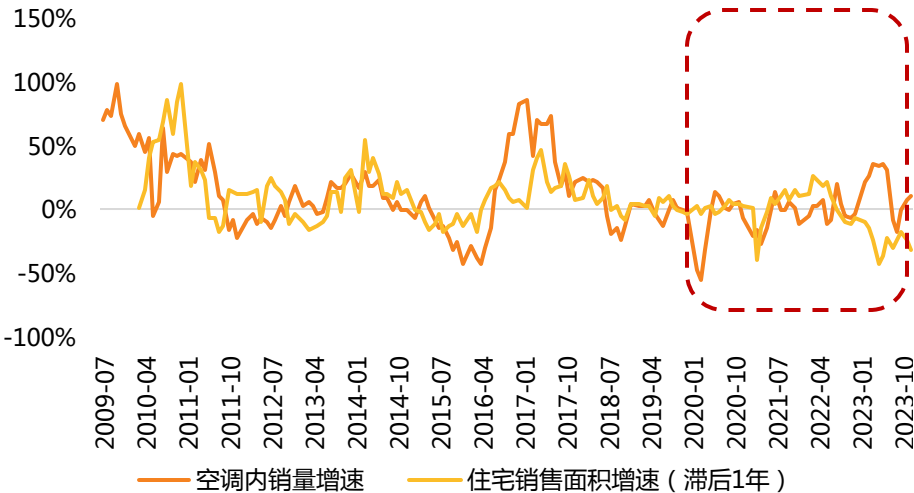
图：国内空调大/小年中，当年CR3基本呈降低/提升态势



3.5 白电：白电需求驱动的变化——从新增驱动到存量驱动

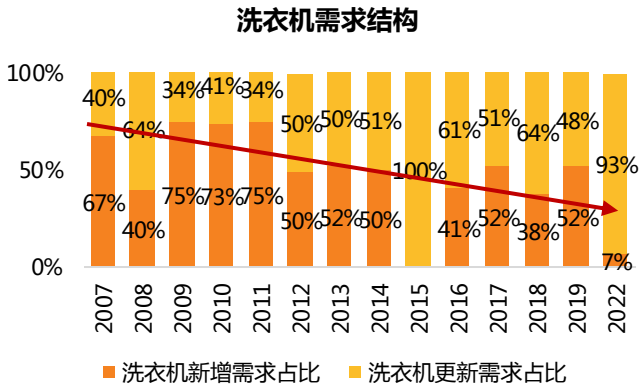
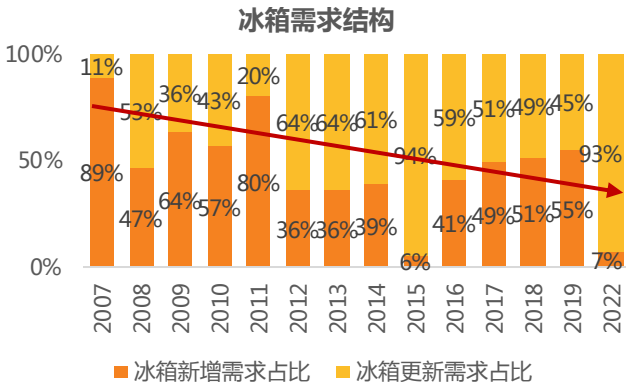
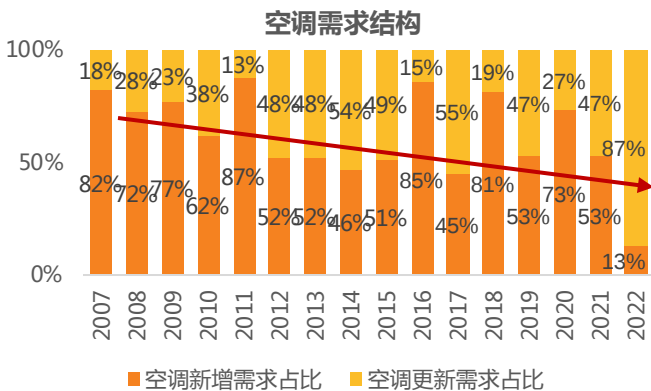
- 影响大家电销售的需求划分为：较为刚性的竣工新增需求、被动更新需求，以及弹性的存量房加配需求（主要是空调）和主动更新需求（如二手房重装修、主动升级换代）。
- 复盘近年来国内大家电内销需求结构，白电需求中竣工带来占比约20%左右，伴随国内商品房数据走弱、家电存量市场扩容带来的更新需求持续提升，23年大家电需求中地产竣工带来占比有所下滑，其中23年受高温和补库需求表现出高景气的空调品类下滑更为明显。
- 从空调内销量增速、住宅销售增速（滞后1年）拟合情况看，2011-2019年曲线拟合效果较好，而近年来疫情导致空调销售受阻、23H1高温带来高景气等因素影响下，2020年至今二者相关性有所减弱。
- 展望后续，伴随白电渗透逐步触顶、在地产下行预期下竣工需求占比进一步萎缩，国内白电需求驱动将主要由存量需求带来。

图：空调内销量增速与住宅销售增速（滞后1年）拟合情况



注：考虑受疫情造成的20年低基数影响，将21年同比增速调整为较19年同期增速。

图：2007-2022年国内白电需求结构拆解（竣工=销售*80%）



3.6 白电：以旧换新政策潜在影响，更新需求缺口占比年化规模超过40%

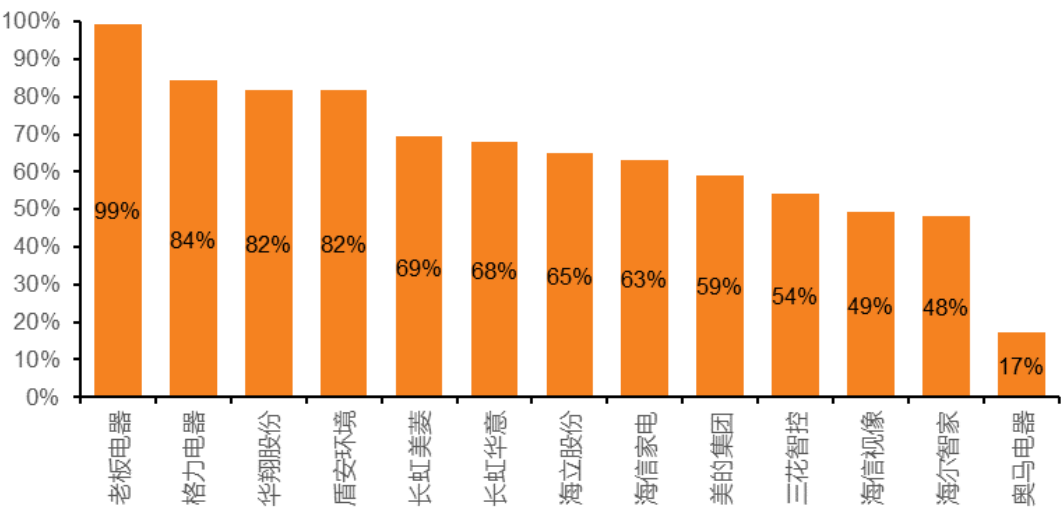
- “消费促进年”到来，中央财经委、国常会等多主体强调家电以旧换新。2月23日下午，中央财经委强调家电等传统消费品以旧换新，彰显全年对国内需求促进、消费环境优化的重视。2024年3月1日，国务院常务会议审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，会议指出积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应，同时抓紧建立健全回收利用体系，提升资源循环利用水平。
- 本轮家电以旧换新政策落地，有望带来更大的更新换代的需求与潜力，主要基于：1) 国内保有量基数提升，更新换代潜力更大。2) 上轮三大政策期间所售家电更新需求仍待释放。3) 行业格局变化，龙头集中度更高或将更好受益政策利好。4) 主要家电龙头企业对以旧换新有所布局，若叠加后续财政补贴发力，有望进一步加大折扣力度，利于更好唤起消费者更新需求释放。5) 我们推测政策或将与能效政策结合，头部家电品牌有望依托自身产品优势，及抢先布局并形成较为完善的家电回收体系，在新一轮“以旧换新”政策过程中在多重积极因素叠加下较好受益，为企业营收、利润提供新增量。
- 本次以旧换新政策拉动效果测算：近年来国内冰洗彩品类渗透率提升幅度较小，使用2022年内销量减去竣工带来新增需求，得到冰/洗/彩实际更新需求分别为3039/2949/2842万台，更新需求缺口占2022年内销出货比重分别为56%/53%/83%。空调方面，其总需求中除了竣工带来的新增需求、更新需求外，还有部分为存量房新增需求带来，我们假设2022年空调需求中存量房新增需求仍占比30%，则对应空调实际更新需求3732万台，更新需求缺口占2022年内销出货比重约42%。
- 从测算结果看，近年来国内大家电品类实际更新需求较理论值仍有较大差距，若本轮“以旧换新”政策落地，有望有效拉动存量大家电市场更新需求释放，带来较为明显的增量。

表：主要大家电品类更新需求仍待释放（以2022年数据为例）

	国内白电分产品保有量（万台）	假设更新年限（年）	理论每年更新需求（万台）	2022年内销出货量（万台）	内销量-竣工新增需求（万台）	存量房新增需求	更新需求缺口占2022年内销出货比重
空调	72824	10	7282	8430	6261	疫情前（2019年）占比30%	42%
冰箱	53325	10	5333	4123	3039	几乎没有	56%
洗衣机	50881	10	5088	4033	2949	几乎没有	53%
彩电	61066	10	6107	3926	2842	几乎没有	83%

注：由于国家统计局家电百户保有量数据仅更新至2022年，此处使用2022年数据进行测算；2022年竣工带来新增需求计算方式为2020年住宅销售套数×80%×每套住宅配置大家电台数（假设空调2台，冰洗彩各1台）。

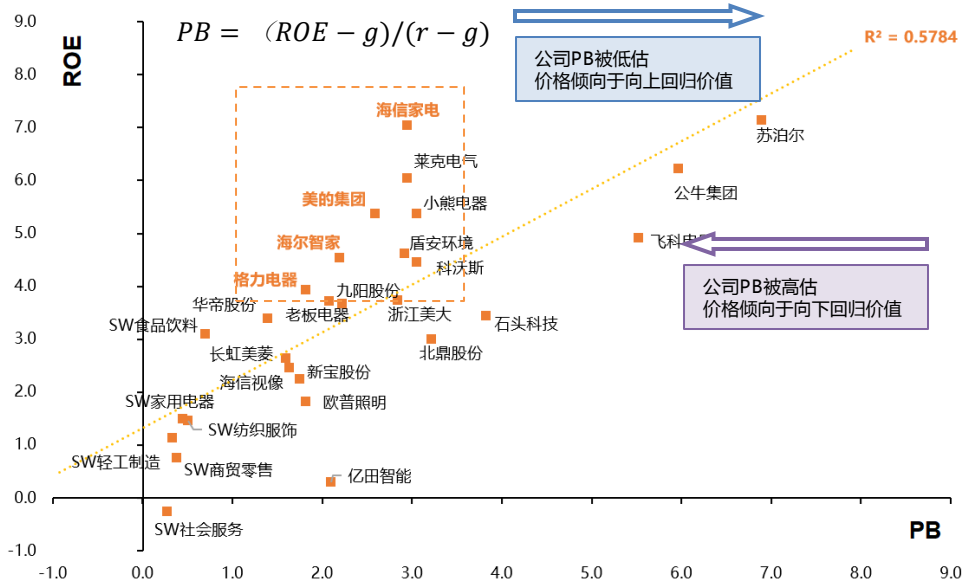
图：以旧换新关联标的的内销收入占主营收入比重（最新公告）



3.7 白电：PB-ROE框架下白电龙头仍被低估

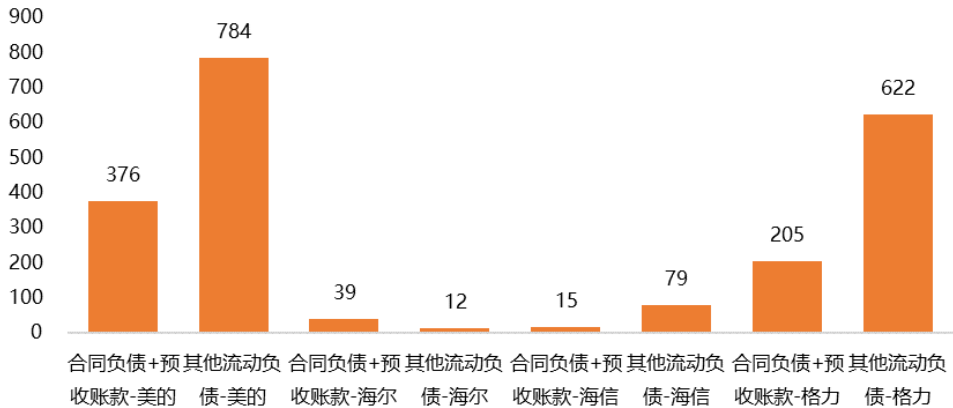
- 白电龙头报表端收入、利润“蓄水池”较为充沛。对于在手资金充足且CAPEX较低的此类标的，有望在行情小年平滑业绩波动，提升整体经营稳定性。同时，此类标的后续有望通过提升分红率水平，有效提升公司的估值，同时建议采用PB-ROE角度重估企业价值。
- 在PB-ROE框架下，当前白电龙头企业PB估值偏低，市场仍将白电视为周期属性明显的资产。A股消费板块整体符合PB-ROE框架下的线性趋势，但家电板块和其中的白电龙头企业（格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电）在维持较高ROE水平的同时PB却明显偏低，尤其是对比相似ROE水平的食品饮料板块。究其原因，我们认为市场或仍将白电理解为地产后周期相关标的，带有一定的周期股属性，低PB估值隐含着地产下行周期中ROE下降的预期。

图：PB-ROE框架下，A股家电板块以及白电龙头公司PB偏低

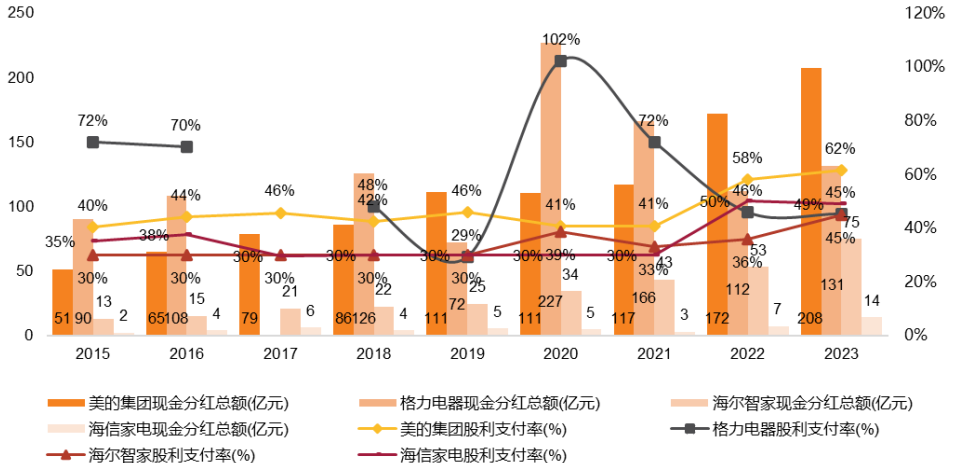


注：ROE、每股净资产均使用24年一季报数据，股价选取2024年3月31日收盘价数据

图：截至24Q1国内白电龙头利润蓄水池较为充裕（亿元）



图：2015-2023年白电龙头分红比例（%）



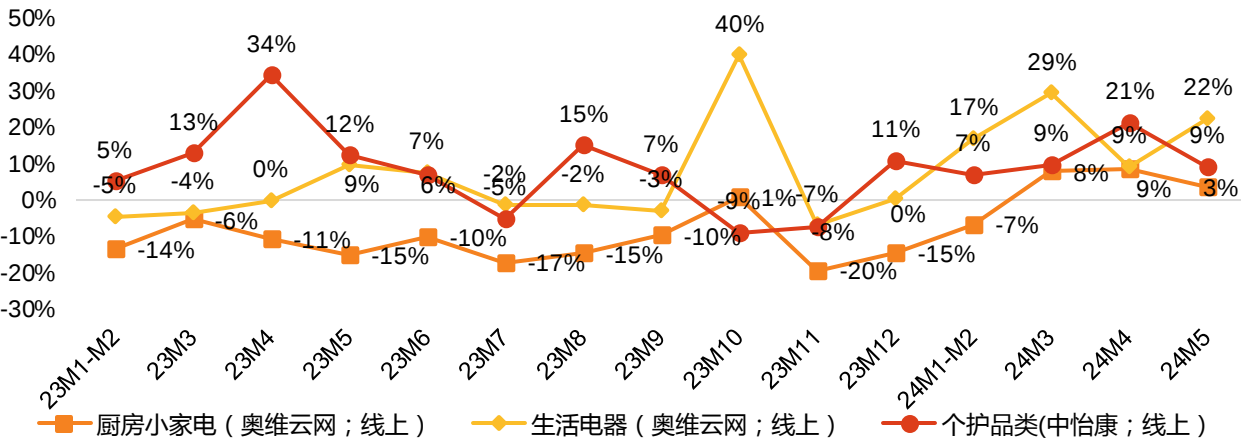
4

小家电：内销线上增速改善，海外产品结构升级带动行业增长

4.1 小家电：可选消费内销Q2呈现改善趋势，23年低基数+补库需求带动出口景气度提升

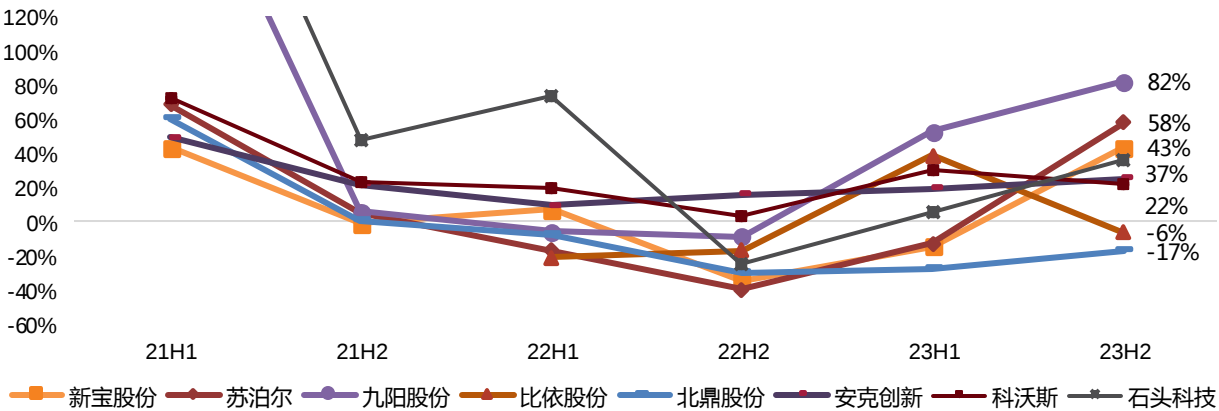
- **内销：**22年疫情放开后，内销一直处于缓慢修复的状态。小家电作为可选消费品，在内需较为疲软的情况下，23年以来销售增速有所承压。分品类看，厨房小家电的需求疲软表现最为显著，疫情期间对长尾类厨房小家电的需求提前集中释放在一定程度上带来的增长的透支；生活电器和个护品类在新品和大促节日的带动下，部分月份增长较为明显，但整体销售增速仍然较慢。24年以来个护品类销额延续10%左右增长；厨房小电和清洁电器销售同环比皆有所改善，一方面由于前期基数较低，另一方面内需缓慢修复的趋势下，或将迎来拐点。
- **外销：**小家电公司23年外销呈现高增。分自有品牌和代工看，低基数和补库需求带来的外销增长贡献更大。大部分小家电代工公司在22年外销由于海外去库存增速承压，23年在低基数和补库的驱动下有显著增长，其中23H2增速显著恢复。自有品牌的外销增长更多来自于在海外的产品结构升级，其中在全球市场上产品力更为领先的扫地机23年呈现外销高增，虽然有去年同期战争带来的低基数效应，但在海外市场的全能型基站新品带动海外扫地机市场结构升级的趋势自22年底一直在持续。补库带来的间歇性增长长期来看难以持续且缺乏稳定性，在全球市场产品力领先的自有品牌的产品结构升级将是后续带动外销增长的更长期更稳定的主要驱动力。

图：小家电品类23年以来线上零售额同比增速承压，今年以来有所改善（图中数据为同比增速）



注：厨房小家电品类包括微波炉、养生壶、搅拌机、榨汁机、煎烤机、电压力锅、电水壶、电炖锅、电磁炉、电蒸锅、电饭煲、破壁机、空气炸锅、豆浆机；生活电器包括净化器、净水器、净饮机、吸尘器、扫地机、洗地机；个护品类包括剃须刀、美发系列。

图：从小家电公司外销增速看，大部分公司在23年呈现外销高增（%）

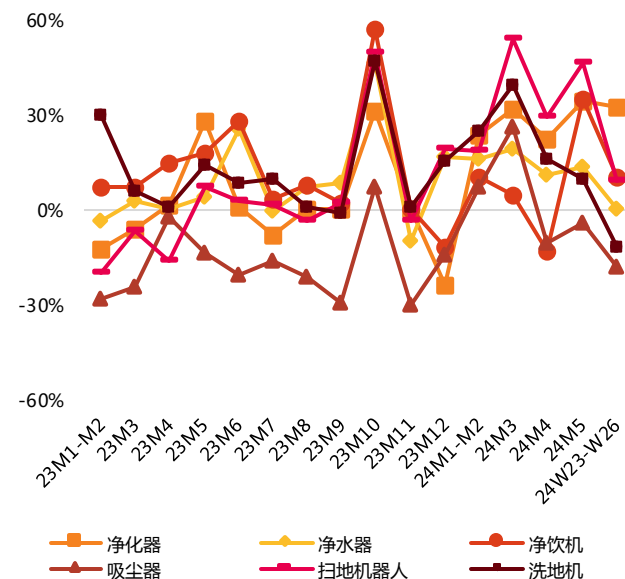


4.2 清洁电器：Q2基本面回顾

分内外销

- 1) 内销：据奥维云网监测数据，4/1-6/30【扫地机】行业/科沃斯/石头/美的线上零售额分别同比+28%/-13%/+23%/+255%；【洗地机】行业/添可/石头/美的线上零售额分别同比+2%/-8%/-42%/-22%。整体看今年以来扫地机线上零售额延续双位数高增态势，洗地机亦延续稳定增长。
- 2) 外销：今年以来家电出口景气度较高，海外扫地机产品结构升级+汇兑收益贡献收入利润，利好出口占比较高、自主品牌布局完善的清洁龙头（如石头科技）。

图：奥维云网生活电器线上零售额YoY



图：今年以来扫地机、洗地机线上分品牌零售额及增速（亿元）

来源：奥维云网监测数据		线上								
		24Q1	24M4	24M5	24W23 (24/6/3-6/9)	24W24 (24/6/10-6/16)	24W25 (24/6/17-6/23)	24W26 (24/6/24-6/30)	24Q2YTD	24年YTD
扫地机器人										
行业	销额	19.2	5.6	16.6	2.4	3.9	4.8	0.8	34.0	53.2
	yoy	30%	29%	46%	66%	-44%	169%	8%	28%	29%
科沃斯	销额	5.3	1.3	4.2	0.6	0.8	1.1	0.2	8.1	13.4
	yoy	-10%	-12%	5%	3%	-67%	72%	-21%	-13%	-12%
石头	份额	28%	23%	25%	24%	22%	23%	23%	24%	25%
	销额	4.2	1.5	4.7	0.6	1.1	1.2	0.1	9.2	13.3
	yoy	28%	13%	36%	109%	-42%	172%	-10%	23%	24%
	份额	22%	27%	28%	25%	27%	25%	19%	27%	25%
美的	销额	1.0	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.9	2.0
	yoy	673%	277%	306%	272%	68%	708%	205%	255%	396%
	份额	5%	4%	2%	3%	3%	3%	5%	3%	4%
洗地机										
行业	销额	17.1	3.8	8.6	1.6	2.1	2.7	0.7	19.4	36.5
	yoy	29%	16%	10%	22%	-55%	77%	10%	2%	13%
	销额	7.7	1.5	3.8	0.7	0.9	1.2	0.3	8.4	16.1
添可	yoy	18%	11%	-1%	7%	-60%	56%	16%	-8%	3%
	份额	45%	41%	45%	42%	42%	43%	40%	43%	44%
石头	销额	0.7	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.6	1.3
	yoy	11%	-37%	-7%	3%	-89%	8%	-25%	-42%	-21%
	份额	4%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	4%
美的	销额	1.2	0.3	0.5	0.1	0.1	0.2	0.0	1.2	2.4
	yoy	73%	-23%	-14%	-5.88%	-65.44%	123.05%	-51.72%	-22%	7%
	份额	7%	8%	5%	6%	6%	7%	6%	6%	7%

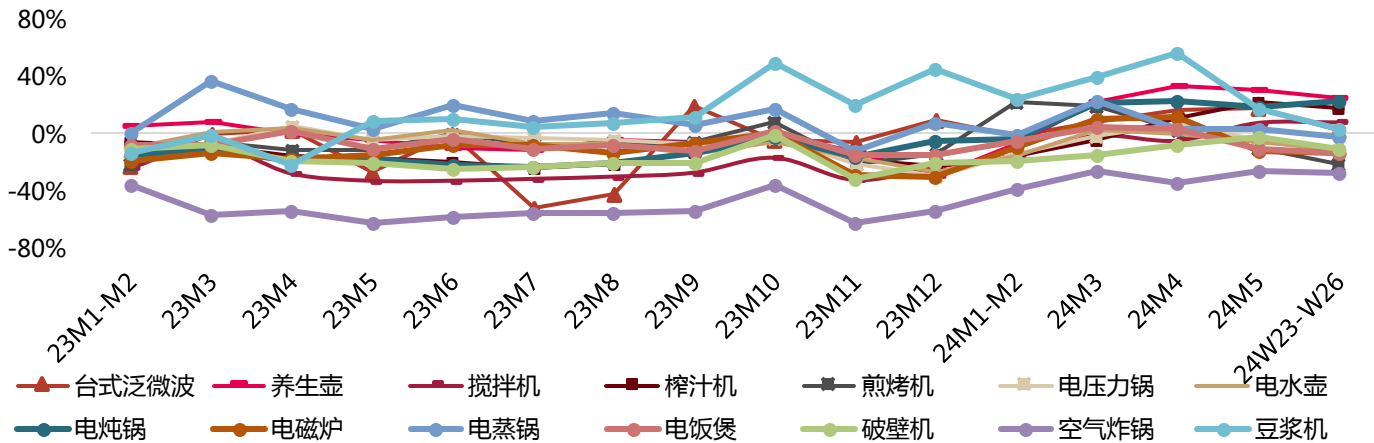
4.3 厨小&个护：Q2基本面回顾

➤ 分品类

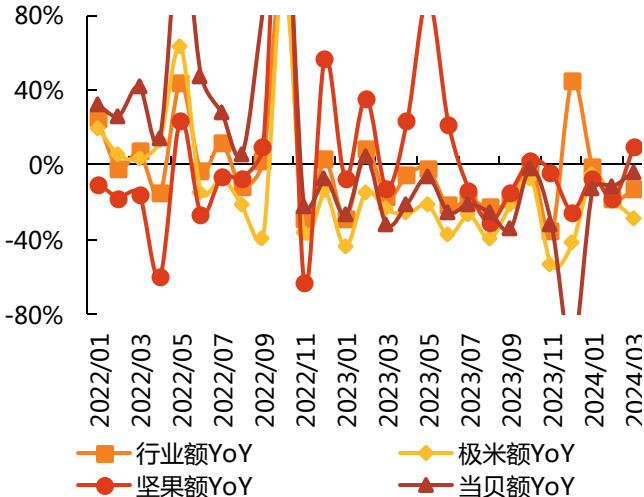
1) 厨小电：据奥维云网，Q2以来小家电板块线上零售额整体延续正增长态势。具体来看，4/1-6/30【豆浆机】行业/小熊/苏泊尔/美的/九阳分别同比+23%/+186%/+36%/+159%/+15%；【养生壶】行业/小熊/苏泊尔/美的/九阳分别同比+30%/+17%/+21%/+76%/+43%；【电炖锅】行业/小熊/苏泊尔/美的/九阳分别同比+21%/-5%/+25%/+123%/+91%。从量价看，今年以来除电饭煲、电水壶等刚需小电线上均价同比略有提升外，其他细分品类降价趋势延续。

2) 投影&个护：投影行业需求承压，个护传统品类二次升级有望带来增量。受宏观经济环境等因素影响，国内投影市场消费需求复苏缓慢，产品需求面临阶段性压力。按摩个护行业近期增速相对平淡，飞科电器趋势与行业表现较为一致但4-5月份环比有所提升，后续吹风机、剃须刀品类推新以及线下博锐品牌的放量有望带来改善。

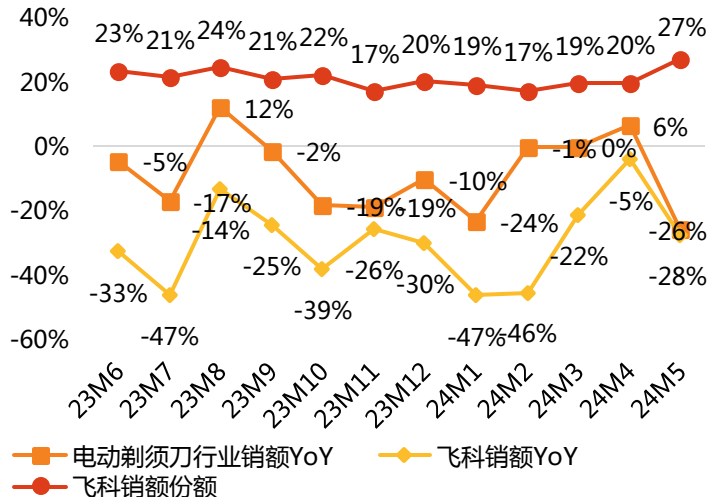
图：厨小电线上零售额YoY（奥维云网监测）



图：智能投影行业和品牌线上零售额YoY（洛图科技）



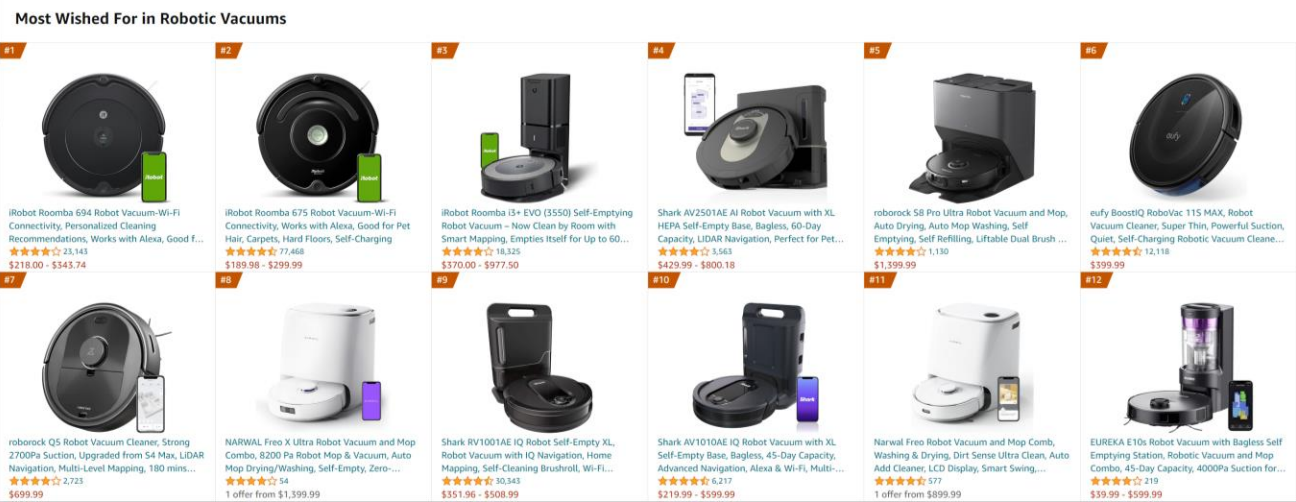
图：剃须刀行业、飞科线上零售额YoY（中怡康）



4.4 清洁电器：国内价格带竞争仍激烈，海外23年开启结构升级

- 国内方面，由于目前清洁电器形态相对完善，主要品牌推出的新品功能较为相似，叠加内需相对疲软，使清洁电器中主要品类扫地机和洗地机的价格带从23年开始逐渐下探。24M1-M2累计分价格段销量占比中，扫地机放量价格段由原来的4000-4500元下移至3500-4000元，同时更有性价比的2000-2500元价格段也有市占率提升的趋势。此外，随着各家sku的完善，高端价格带的销量市占率同比也有所提升。洗地机价格竞争更为激烈，放量价格段由原来的2000-2500元下降至1500-2000元，且2000元以下的价格段市占率同比也有所提升。
- 海外方面，海外市场从23年开始国内品牌的全能型产品进入市场，带动海外市场的产品结构升级。在24年北美亚马逊消费者最想购买的扫地机机型前十排名中，不乏有许多价格在500-600美元以上的中高端产品，产品结构升级的趋势仍旧延续。

图：美国Amazon消费者最想购买的扫地机前十列表



表：扫地机24/1/1-6/9线上分价格段销量市占率分布（元）

价格段	行业占比	同比
1000-	9.37%	0.06%
1000-1500	6.84%	-1.40%
1500-2000	8.39%	-0.66%
2000-2500	3.93%	1.66%
2500-3000	9.12%	-0.67%
3000-3500	11.02%	-3.11%
3500-4000	23.83%	6.05%
4000-4500	9.04%	-5.24%
4500-5000	9.18%	-0.24%
5000+	9.28%	3.54%

表：洗地机24/1/1-6/9线上分价格段销量市占率分布（元）

价格段	行业占比	同比
1000-	10.45%	6.29%
1000-1500	16.07%	11.26%
1500-2000	26.84%	8.09%
2000-2500	14.77%	-6.86%
2500-3000	23.32%	-4.32%
3000-3500	4.05%	-2.46%
3500-4000	2.21%	-6.45%
4000+	2.29%	-5.55%

4.4 清洁电器：自有品牌产品力为王，扫地机实现国产品牌技术引领，国产品牌出海利润更高

- 我们总结清洁电器中石头、科沃斯海外收入增速好，主要由于在扫地机赛道上，国产品牌通过自身的技术创新和迭代，产品力更强，在海外市场更具竞争力。根据GFK数据显示，截至2022年底，中国产扫地机器人已占据海外市场近50%的份额。其中，东南亚和欧洲占比最高，分别为68%和55%，因此其余市场（日韩、拉美等）中国产品牌仍有一定份额扩张空间。从渠道端来看，清洁电器各区域销售渠道中，亚太、东欧区域线上占比较高，2022年线上销售占比分别达到45.6%，43.5%。而北美、西欧地区则主要以线下为主，2022年线下销售占比分别达到82.9%和68.6%，从趋势看各区域均有不同程度的线上化进程，伴随海外线上占比的提升，有望进一步推动线上扫地机市场的发展。
- 扫地机以领先的产品力在海外市场收获好评，且海外市场的同类产品定价高于国内。23年国内品牌的全能型基站新品一经推出便收获海外消费者的好评。以石头扫地机为例，通过比较石头和iRobot在美国亚马逊平台上最新的旗舰机产品，我们发现：1）石头在参数上更为领先；2）在产品形态上，石头皆为全能型扫地机产品，iRobot还是自集尘类的扫地机产品；3）价格端，石头定价更高，在千元以上，远超iRobot，尽管定价更高，但评分仍然远高于竞争对手。充分说明海外消费者更看重产品本身，其较强的产品力带来了更高的定价权。此外，与国内同类型的高端旗舰机相比，石头在海外的定价远高于国内近一倍，充分说明较强的产品力可以支持同类产品在海外更高的溢价。
- 除扫地机外，近年来海外也有许多有竞争力的国内出海品牌和产品销售情况较好。例如，安克凭借优秀产品力在海外亚马逊市场上站稳脚跟。

图：美国亚马逊石头最高端扫地机和海外竞品及国内最高端旗舰机对比（价格仅供参考）

图：美国亚马逊安克产品与竞品对比

石头 S8 pro Ultra（全能型） 价格：1599美元		iRobot S9+（仅自集尘） 价格：649美元	
Brand	roborock	Brand	iRobot
Model Name	S8 Pro Ultra	Model Name	Roomba s9+ (9500)
Special Features	Auto Map Weeding, Self-Refilling, Self-Cleaning, Robot Vacuum and Mop Combo, Dual Brush Cleaning, Powerful 6600Pa Suction, Dual Sensor Mapping Area, Intelligent Brush/Mop Lifting, Realtime 3D Obstacle Avoidance, Precision Laser Mapping & Navigation, Low Noise, Spot Mopping, Ultrasonic Carpet Detection, App Control, Variable Suction Control, Multi-Floor Mapping, No-go Zones, Advanced Custom Cleaning, Scheduling, Pet Hair Pick Up, Works with Alexa, Auto-Docking, Auto-Fill, Cordless, Edge Cleaning, Washable Filter, Self-Drying, Self-Emptying	Special Features	Ideal for Pet Hair, Powerful Suction, Thoroughly Cleans Corners & Edges, Wi-Fi Connected, Automatic Dirt Disposal-Empties itself
Color	Black	Color	Black
Product Dimensions	16.8" x 20.2" x 17.7"	Product Dimensions	12.25" x 12.25" x 3.5"
Included Components	1" S8 Pro Ultra Robot Vacuum Cleaner, 1" RoadDock™ Ultra Dock, 1" Charging Dock, 1" Power Cable, 1" User Manual	Included Components	Filter, Dusting brush, 1" disposal bag, Charging station
Filter Type	Washable Filter	Filter Type	Cartridge
Battery Life	180 minutes	Battery Life	120 minutes
Voltage	110 Volts	Power Source	Battery Powered
Power Source	Battery Powered	Are Batteries Included	Yes
Are Batteries Included	Yes	Control Method	Voice
Compatible Devices	Smartphones, Amazon Echo, Google Home	Compatible Devices	Smartphones, Amazon Echo, Tablets, Google Home
Form Factor	Robot	Form Factor	Robotic
Item Weight	9.1 pounds	Item Weight	19.87 pounds
Manufacturer	roborock	Manufacturer	iRobot
ASIN	B09B9P7DK	ASIN	B07QXZVEX
Item model number	S8 Pro Ultra	Item model number	a95000
Batteries	1 Lithium ion batteries required. (included)	Batteries	1 Lithium Polymer batteries required. (included)
Customer Reviews	4.4 out of 5 stars - 758 ratings	Customer Reviews	3.7 out of 5 stars - 6,457 ratings
Best Sellers Rank	#6,875 in Home & Kitchen (See Top 100 in Home & Kitchen)	Best Sellers Rank	#24,371 in Home & Kitchen (See Top 100 in Home & Kitchen)
Batteries required	Yes	Specific Instructions for use	No
		Assembly required	No
		Number of pieces	1
		Warranty Description	1 year limited
		Batteries required	Yes

石头 G20（全能型）
价格：4999元

双刷双震擦卷吸
全维升级真旗舰
双旦惊喜款

4999
299元礼盒
清洁液x4

¥ 6699.00 前往淘宝APP购买更优惠

【即刻抢购】石头自清洁扫地机器人G20系列扫拖一体机全自动家用
总销量：3万+

Overall Pick 1

Anker USB C Charger Cable (6ft 100W, 2Pack), USB 2.0 Type C Fast Charging Cable for iPhone 15 / 15Pro / 15Plus / 15ProMax MacBook Pro 2020, iPad Pro 2020, iPad Air 4, Samsung Galaxy S23+/S23 Ultra

★★★★☆ ~ 22,942
10K+ bought in past month

\$15.99 (\$1.33/Foot)
Save 10% with coupon

Delivery Thu, Jan 4
Ships to China

Climate Pledge Friendly -
More Buying Choices
\$14.47 (6 used & new offers)

USB C to Lighting Cable [Apple MFi Certified] 3Pack 6FT for iPhone Type C Fast Charging Cable Power Delivery Compatible for iPhone 14 13 13 Pro Max 12 12 Pro Max 11 XS XR X 8 iPad (White)

★★★★☆ ~ 55
100+ bought in past month

\$9.99 Typical: \$11.99

Delivery Thu, Jan 4
Ships to China

4 in 1 USB C Cable Lightning Cable 45W (Fast Charging & Data Sync) Flat Braided Anti-Tangle iPhone Charger Cord with Velcro, Multi Charging Cable Combo Lightning/Type C/USB A Ports [3ft]

★★★★☆ ~ 861
2K+ bought in past month

\$19.99

Delivery Thu, Jan 4
Ships to China

4.4 清洁电器：海外渠道扩展与跨境电商

- 海外线下渠道销售占比较高，部分自有品牌谋求拓展线下布局。疫情期间带来海外线上销售高增，许多国内品牌借海外线上市场扩规模的红利纷纷出海，入驻线上亚马逊渠道进行销售。经过2-3年的品牌塑造，部分具备产品力的品牌在北美线上渠道已颇具口碑和知名度，逐渐开始布局美国线下渠道。以石头科技为例，公司在北美的出海路线为先进入北美亚马逊线上市场进行品牌宣传和口碑打磨，其高端旗舰扫地机产品评分横向比较优于国内外的竞争对手，充分说明了海外消费者对石头产品和品牌的认可。石头凭借其优秀的产品力和品牌力目前已逐步进入美国线下市场，23年10月宣布其高端S系列的产品S7 Max Ultra进入北美Target的180+线下零售渠道，24年有望贡献公司的收入和利润。
- Temu、Tik Tok等新兴渠道在海外的兴起也为品牌出海提供了更多的可能性。拼多多主动抓住跨境电商的风口，推出多多跨境Temu，采用“全托管”、“柔性供应”等创新模式，极大降低传统外贸型工厂的出海成本，让中国产业带的成千上万工厂能直接面对消费者，创造自己的品牌。为了保障供给侧平稳有序作业、助力平台商家卖出更多优质好货，多多跨境持续扩大仓库布局，增强收货能力，同时加大备货天数，提升供货能力。同时，多多跨境与世界著名船公司合作，打通海运快船渠道，降低物流成本，为其平台及跨境卖家提供更多发展机会。此外，海外随着短视频的兴起也开始引发短视频带货和直播带货的趋势，相较于传统线上渠道的宣传，短视频和直播带货更为直观能更好的定捕捉位垂直细分领域的消费者，丰富品牌推广宣传的方式。

图：石头入驻北美Target线下渠道

Roborock Announces Expansion Into Target with Its Innovative S7 Max Ultra

2023-10-10 09:30:00 • Corporate

Global Leader in Ultra-Intelligent Home Robotics Makes Debut Into Brick-And-Mortar Retail

Roborock, a global leader in ultra-intelligent home robotics engineered to simplify life, today announced its expansion into 180+ selected Target stores across the United States. Making its debut into brick-and-mortar retail, Roborock is offering Target shoppers the latest addition to the brand's premium S-Series – the S7 Max Ultra. The S7 Max Ultra offers users a complete hands-free cleaning experience, taking both vacuum and mopping off of your plate. Combining powerful self-maintenance capabilities, cleaning functions, and intelligent app features for ease of use, the brand is dedicated to delivering an effortless cleaning solution.

"Roborock is proud to offer Target shoppers a simplified cleaning experience through the innovative S7 Max Ultra," said Richard Chang, Founder & CEO of Roborock. "As we witness a growing number of consumers seeking smarter ways to maintain their homes, our goal is to ensure that our products are more than just cleaning companions. They are designed to simplify daily life and to solve the real-world problems our consumers are facing. As a leader in the smart home cleaning category, we're excited to reach a broader consumer base with this retail expansion and look forward to the further integration of the S7 Max Ultra into Target shoppers' smart homes."

Merging innovation, practicality, and ease of use, the Roborock S7 Max Ultra is the ultimate cleaning tool equipped with automation features, bringing high-performance, hands-free cleaning without compromise. Equipped with Roborock's RockDock™ Ultra, the S7 Max Ultra offers Self-Emptying, Mop-Washing and Drying, Self-Refilling, Self-Cleaning, and Fast Charging. With an extreme 5,500Pa suction power, the robot vacuum effectively captures messes from floors and carpets without difficulty. Paired with Roborock's proprietary VibraRise® mopping system, which automatically lifts when cleaning on carpets and scrubs floors at a frequency of 3,000 times per minute, users can enjoy an unparalleled hassle-free cleaning experience. The S7 Max Ultra also features Reactive Tech Obstacle Avoidance, ensuring the vacuum identifies and avoids obstacles when cleaning, while LiDAR-based Navigations searches for an optimal route to clean your home.

图：Temu宣传口号是“像亿万富翁一样购物”，吸引了众多海外消费者的关注

Free shipping
On all orders

09:34:11

Free returns
Within 90 days

Get the Temu App

Best Sellers

Game City

Star Rated

New Arrivals

Categories

Best offers

Sign in / Register

Orders & Account

Support

Cart

Shop like a billionaire

TEMU

Temu's Debut at the Big Game

SHOP LIKE A BILLIONAIRE

Safe payments

Secure logistics

Secure privacy

Purchase protection

Temu keeps you safe

Lightning deals

Ends in 05 : 34 : 11

Lightning deal

11.89

14.00 28% off

12,267

Lightning deal

1.88

14.00 8.45x sold

390

Lightning deal

50.89

54.00 4.16x sold

2,763

Lightning deal

1.34

6.00 4.48x sold

15,540

Lightning deal

0.89

1.00 2.30x sold

4,652

资料来源：石头海外官网，澎湃，21经济网，天风证券研究所

天风证券
TF SECURITIES

47

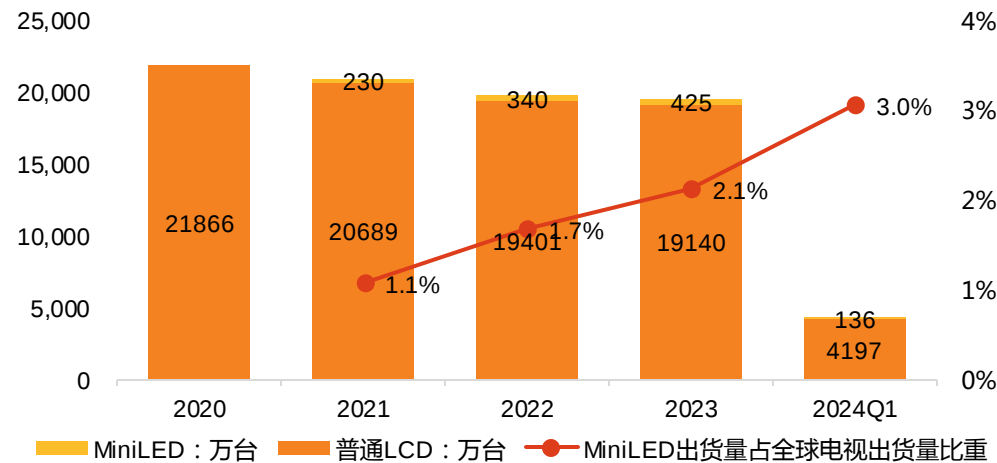
5

**其他家电：黑电行业具备结构
性亮点，零部件受益下游
景气度有望增长**

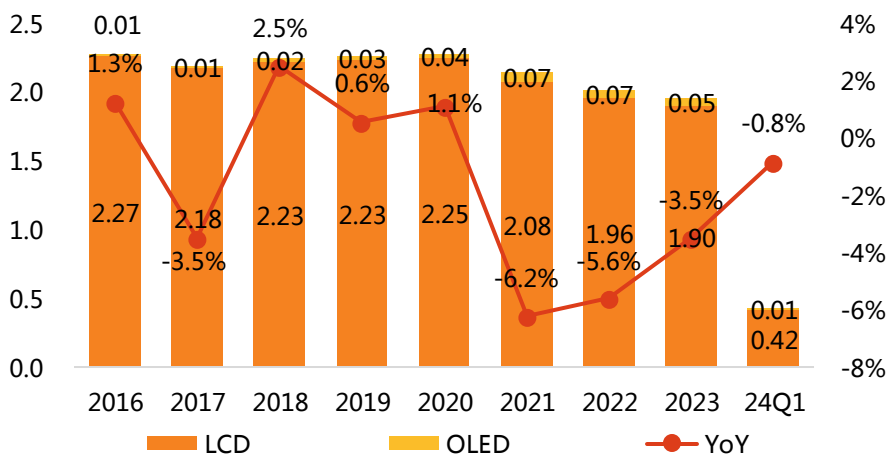
5.1 黑电：近年来全球市场规模维稳，结构上仍有亮点

- 近三年来全球黑电市场受疫情、高通胀、内容渠道分流等因素影响，市场容量有所萎缩，但调整过后趋势上销售规模已经基本企稳，据奥维睿沃，2024Q1全球TV出货43.2M，同比下降0.8%。结构上仍有亮点，以OLED、Mini LED、量子点、激光电视为代表的产品销售实现快速扩容，大尺寸趋势延续，24Q1全球TV出货面积33.4Mm²，同比增长4.2%；出货平均尺寸53”，同比增长1.3”。
- Mini LED兼具OLED的优质表现和LCD的平价特征，伴随降本周期其渗透率快速提升，且需求释放下规模效应可进一步反哺成本优化，根据洛图科技数据，23年国内Mini LED出货92万台，同比大幅增长140%；24Q1Mini LED电视全球出货约136万台，同比+42%，渗透率达到3%，首次超过OLED电视。国内Mini LED产业链完善、整机制造优势显著，中资品牌有望进一步获取全球高端TV市场份额，建议关注产业链一体化布局完善、规模和技术领先的兆驰股份，以及受益Mini LED国际化发展的全球性品牌海信视像和TCL电子。

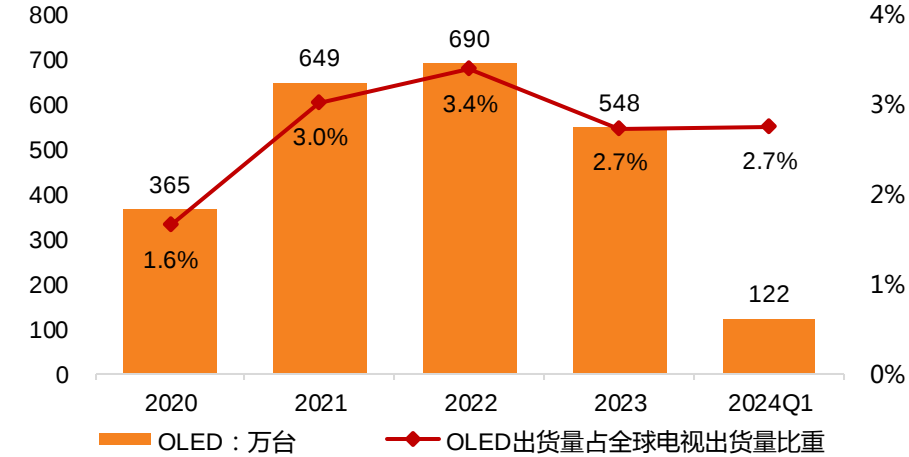
图：全球LCD(不含Mini LED)、Mini LED电视出货量及渗透率（万台）



图：23年全球黑电出货量略有收缩至全年约2亿台，24Q1出货量降幅有所收窄



图：全球OLED电视出货量及渗透率（万台）



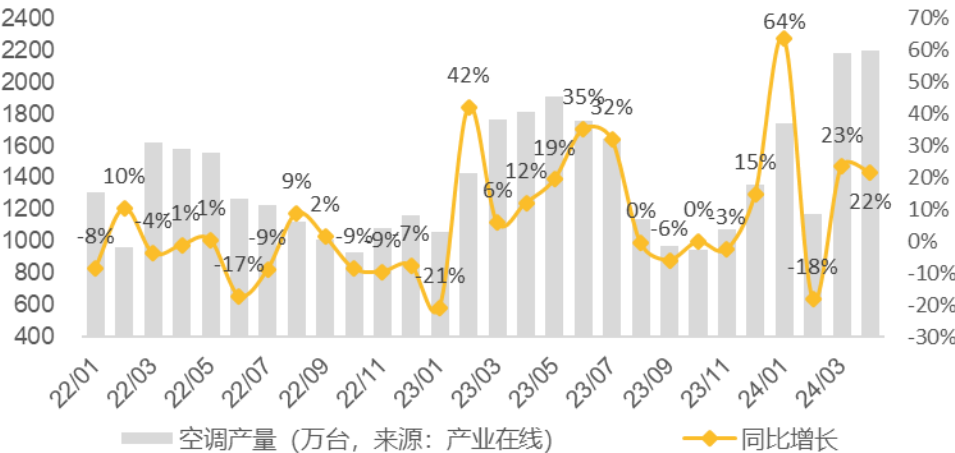
5.2 零部件/民用电工：受益于下游景气度，Q2零部件板块有望实现增长

- 零部件：**家电领域，据产业在线，4月空调产量近2200万台，同比+22%，冰洗产量分别同比+21%/+12%，内销生产端增速亮眼，同时补库带动下出口亦有望延续高景气；新能源车降价潮下4-5月国内产销量延续同比约+30%增速。下游产销两旺带动下，Q2零部件公司制冷配件、汽零业务或有较好表现。同时，预计也将受到以旧换新政策带来的需求利好。建议关注格局较好的环节，如盾安环境、长虹华意、华翔股份等。
- 民用电工：**国内转换器、墙壁开关、照明市场竞争激烈，转换器市场公牛竞争优势明显、Q2或延续个位数稳健增长，墙开照明市场无主灯、智能照明等产业趋势有望为带来长期增长动力。

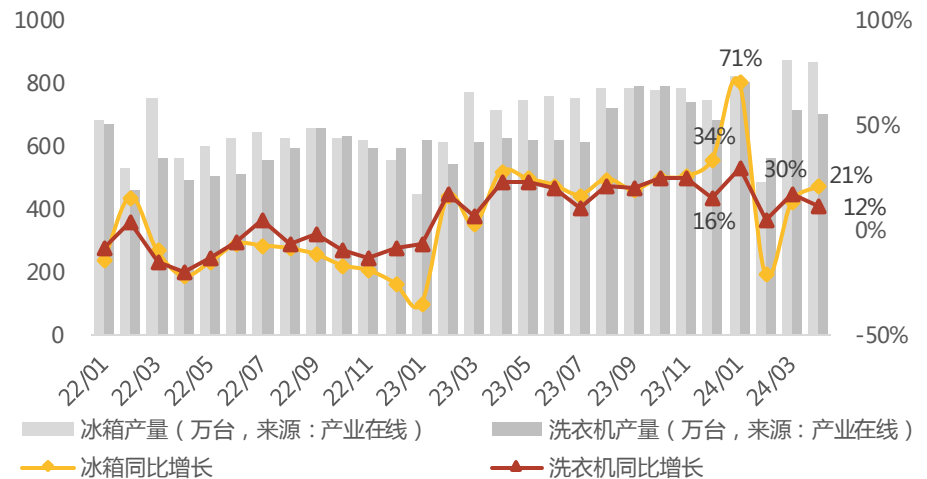
图：中国新能源车产销量数据（万辆）



图：空调产业在线整体产量数据（万台）



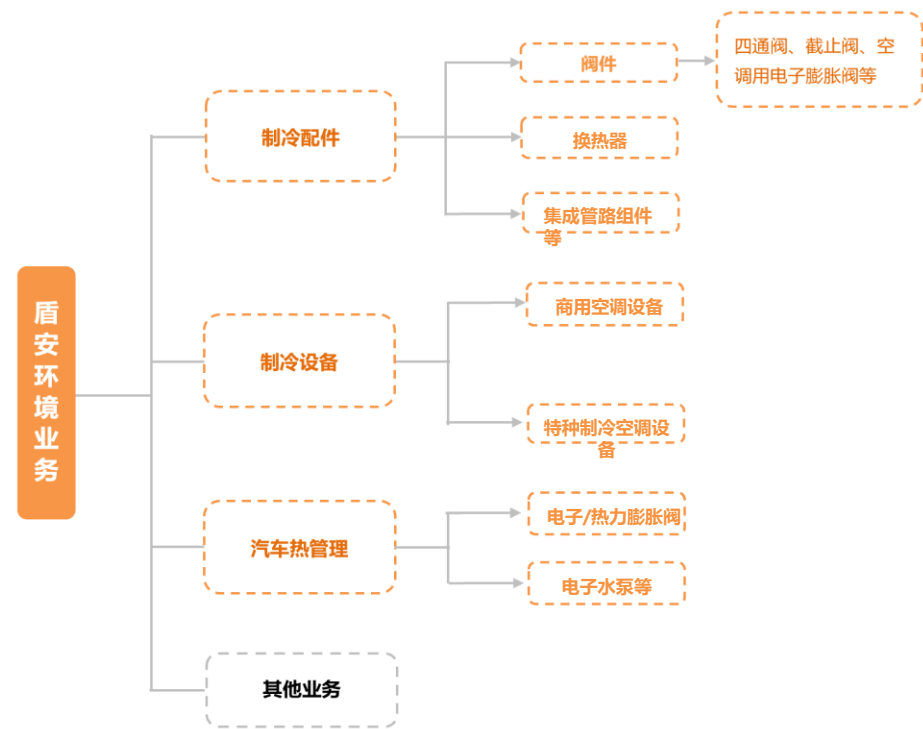
图：冰洗产业在线整体产量数据（万台）



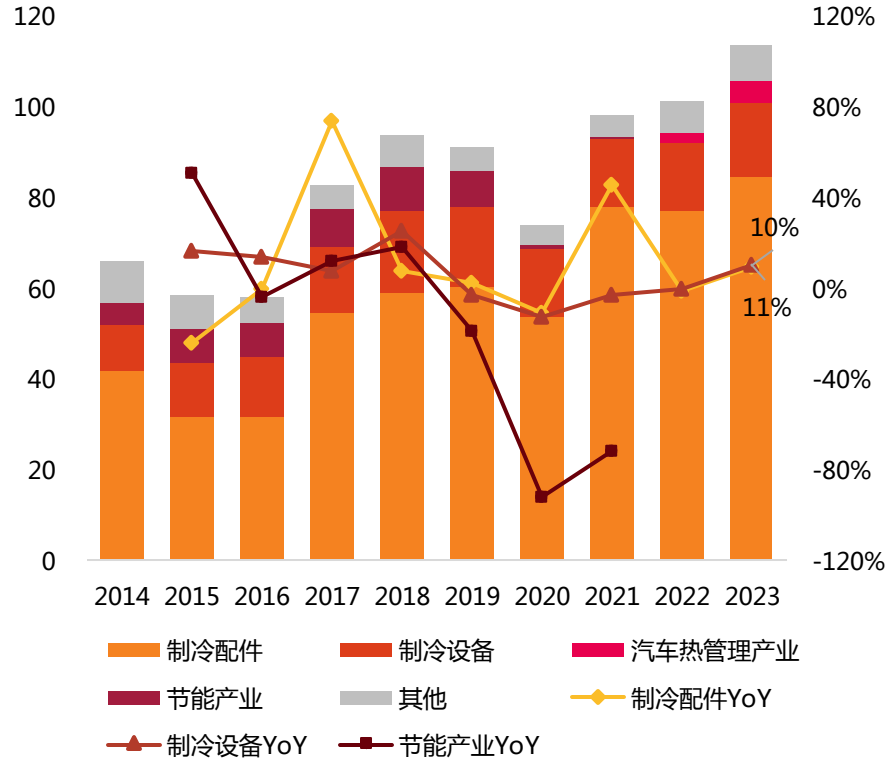
5.3 盾安环境：全球制冷阀件龙头，汽零在手订单充足构筑第二曲线

- 盾安是制冷元器件领域龙头，主业结构升级、盈利改善路径清晰，将业务延伸高景气新能源车热管理赛道后，有望抓住二供机遇打造又一增长曲线，目前公司汽零产品性能已获行业认可，奠定未来几年收入高增基础。

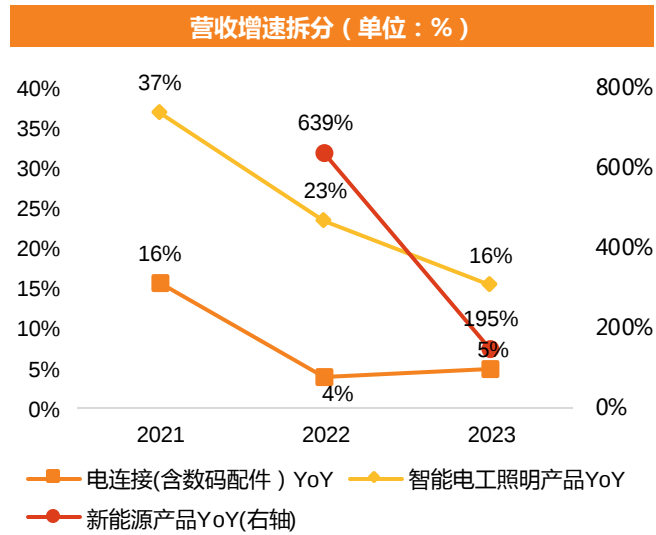
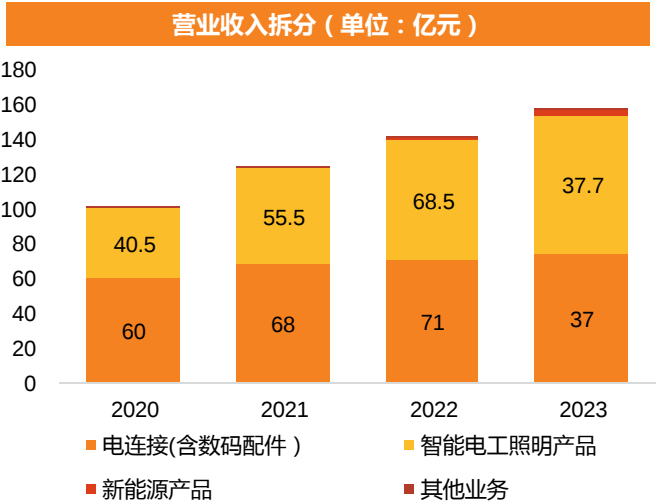
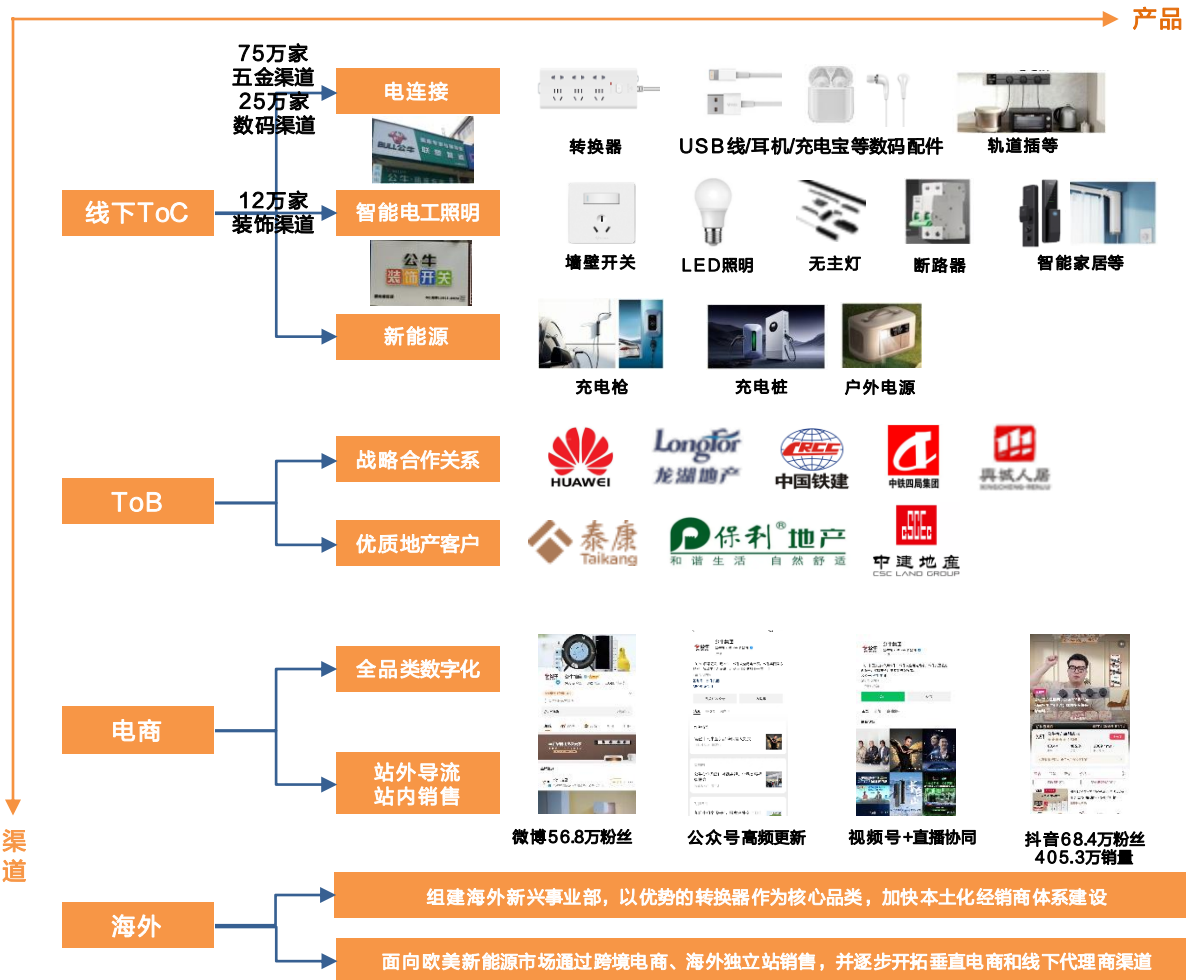
图：盾安环境业务结构



图：盾安环境分业务收入（亿元）及同比增速



5.4 公牛集团：转换器+墙开照明优势地位稳固，进军新能源+无主灯+海外打开空间

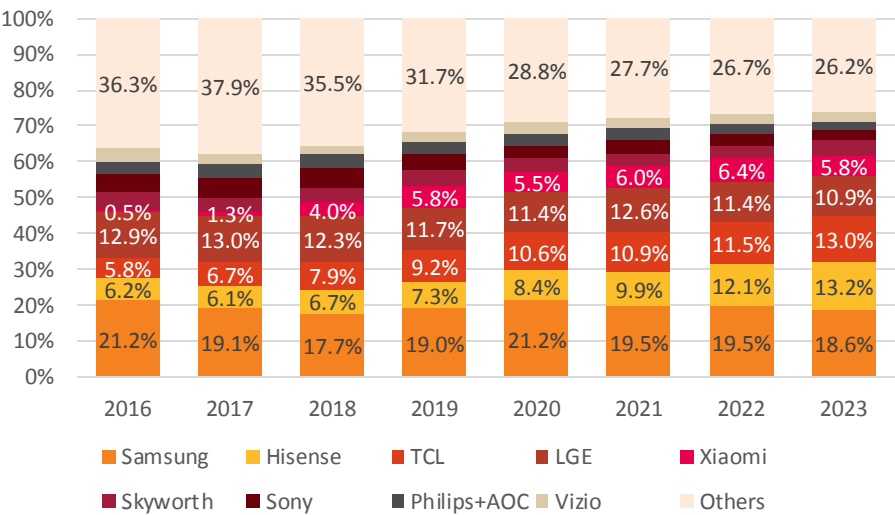


注: ToC渠道店数量为23年中报披露数字, 电商渠道粉丝与笔记数为截至2024年4月4日数字。

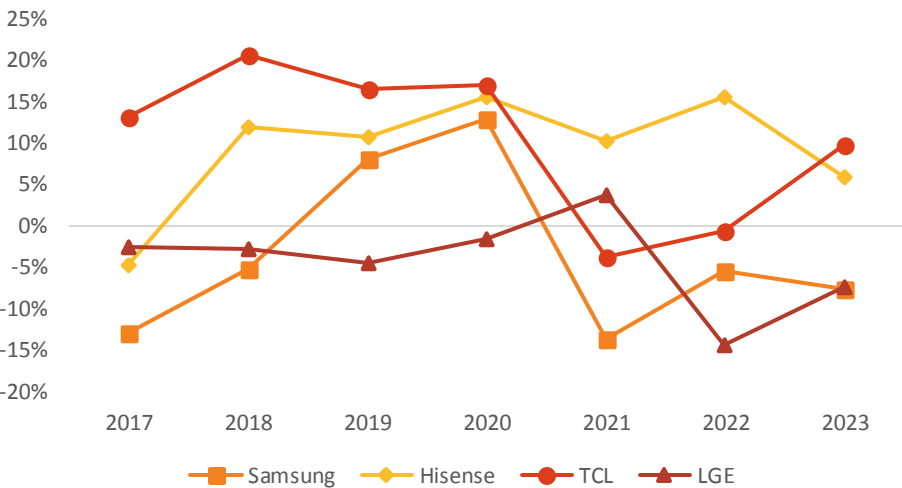
5.5 海信视像：全球化发展提速，产业布局纵横拓展

- 智慧显示份额持续扩张，引领全球大屏化升级。2023年公司终端显示实现收入412.6亿元，同比+17.0%，竞争力在国内外市场均衡提升——根据奥维睿沃统计，2023年海信系全球出货量市占率为13.23%，同比提升1.17pct，稳居世界第二；根据奥维云网统计，海信系电视中国内地零售额市占率为29.05%，同比提升3.43pct，对比2023年全球和国内电视市场出货量均下滑的态势，公司龙头优势进一步扩大。对应到报表收入，公司境内实现营收236.4亿元，同比+18.2%，境外收入247.5亿元，同比+20.5%，海外业务占比已经过半。同时，公司坚持“百吋领航”的市场策略，持续优化产品结构，坚定推动行业向高端化和大屏化升级。据奥维睿沃数据，2023年全球/中国内地100英寸及以上电视市场，海信系出货量市占率分别为44.75%/61.64%，高居全球及国内双第一。
- 垂直一体化布局深化，新显示新业务打开多元应用场景。2023年公司新显示新业务实现收入65.2亿元，同比+40.6%，毛利率31.7%，同比-6.54pct，收入及毛利率变动均受到合并乾照光电影响。展望后续新型产业成长动能有望加速释放：激光显示全球引领能力持续加强、商用显示自主品牌建设及海外市场拓展初具成效、芯片产品品类不断拓展、云服务范围及质量持续提高。同时，公司在传统家用场景基础上，积极拓展教育、车载等产品及AR/MR产品持续扩充“大显示”布局。

图：全球黑电品牌出货量份额



图：全球黑电TOP4品牌出货量同比增速



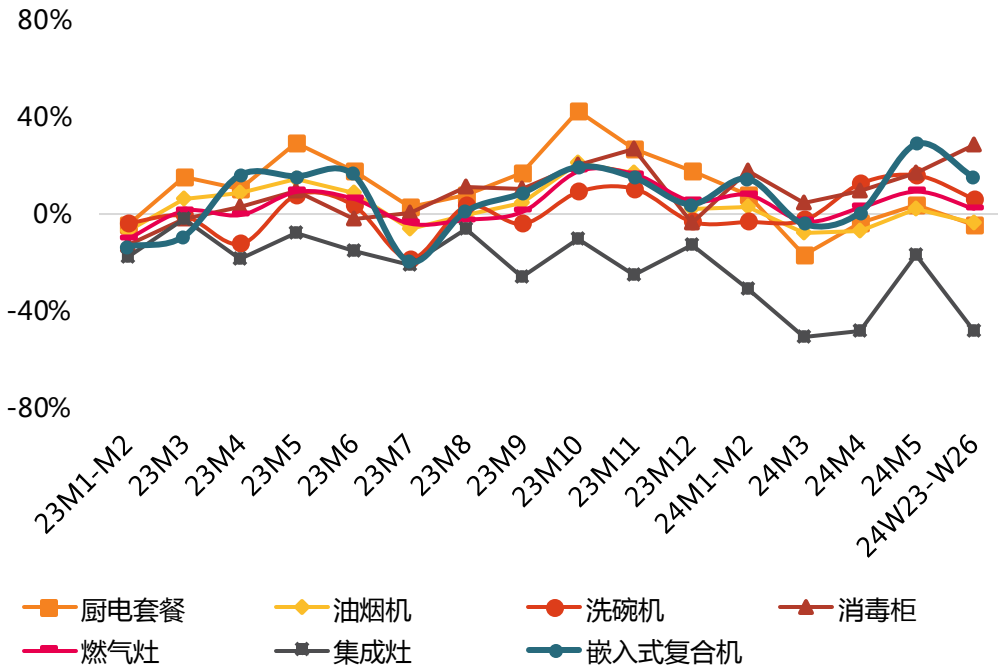
6

厨电：烟灶平稳，集成灶承压，新兴品类增速改善

6.1 厨电：Q2传统分体式平稳，集成灶承压，新兴品类增速走高

地产悲观情绪压制下，Q2以来厨大电线上终端销售延续平淡，结构上看传统分体式相对平稳，集成灶承压，洗碗机、一体机等品需厨电实现正增长，静候地产政策或终端数据催化。

图：奥维云网厨大电主要品类线上销额增速



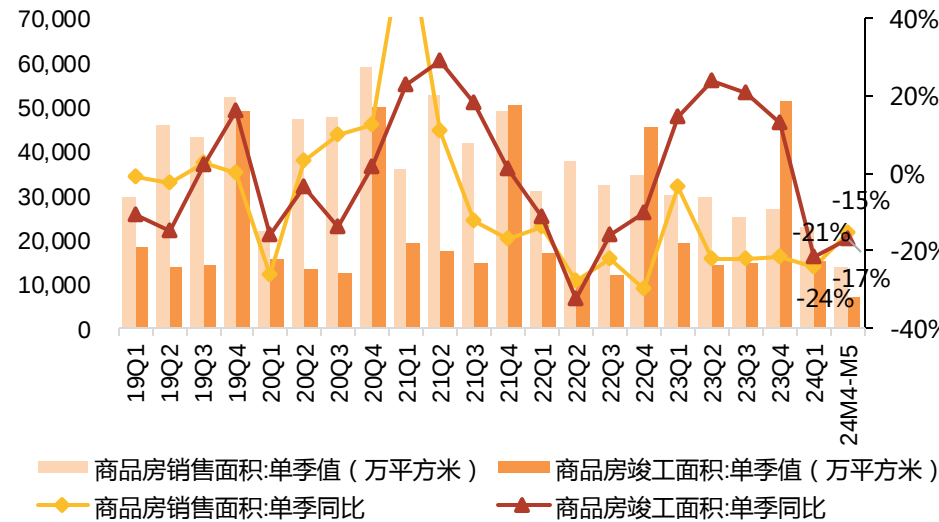
图：奥维云网厨大电主要品类与品牌线上销额增速（亿元）

来源：奥维云网监测数据		线上				
		24Q1	24M4	24M5	24Q2YTD (6/3-6/30)	24年YTD
油烟机						
行业	销额	20.0	7.6	10.6	30.2	50.3
	yoy	-2%	-7%	2%	-3%	-2%
老板	销额	4.2	1.6	2.4	6.6	10.8
	yoy	-2%	-4%	-3%	-12%	-8%
	份额	21%	22%	23%	22%	22%
方太	销额	3.6	1.4	2.3	6.2	9.8
	yoy	-5%	-21%	-8%	-16%	-12%
	份额	18%	18%	22%	21%	20%
华帝	销额	2.0	0.9	1.2	3.5	5.4
	yoy	-9%	-11%	3%	-4%	-6%
	份额	10%	11%	11%	11%	11%
燃气灶						
行业	销额	12.7	4.5	6.1	17.6	30.3
	yoy	3%	3%	9%	4%	4%
老板	销额	2.3	0.9	1.4	3.8	6.1
	yoy	1%	2%	3%	-7%	-4%
	份额	18%	21%	22%	21%	20%
方太	销额	2.1	0.8	1.3	3.5	5.6
	yoy	6%	-13%	-4%	-11%	-5%
	份额	16%	18%	21%	20%	18%
华帝	销额	1.4	0.5	0.8	2.2	3.7
	yoy	-3%	-15%	4%	-5%	-4%
	份额	11%	12%	13%	13%	12%
集成灶						
行业	销额	4.0	1.6	3.5	7.7	11.7
	yoy	-42%	-48%	-17%	-38%	-39%
火星人	销额	0.9	0.5	0.6	1.9	2.8
	yoy	-37%	-48%	-35%	-43%	-41%
	份额	24%	28%	18%	24%	24%
亿田	销额	0.5	0.1	0.9	1.4	1.8
	yoy	-60%	-67%	35%	-28%	-40%
	份额	11%	9%	27%	18%	16%
美大	销额	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4
	yoy	-42%	-52%	-38%	-46%	-44%
	份额	4%	3%	3%	3%	3%
帅丰	销额	0.3	0.1	0.3	0.4	0.7
	yoy	-60%	-67%	-34%	-53%	-56%
	份额	7%	4%	8%	5%	6%

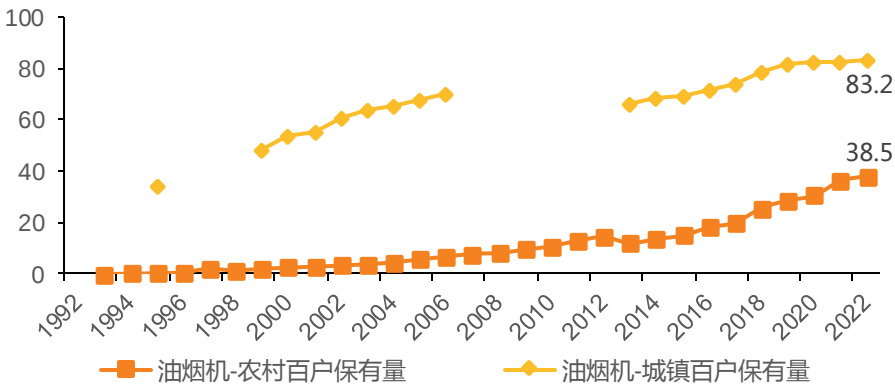
6.2 厨电：地产影响与存量更新

- 复盘近年来国内烟机需求结构，其与竣工依赖度较高（2022-2023年竣工需求占内销量比重接近60%），伴随国内商品房销售、竣工数据走弱，烟灶品类的竣工需求占比或逐步减弱，而更新需求的贡献或有所提升。考虑到厨大电渗透率具备较大提升空间，伴随后续地产政策进一步放松，以及烟灶可能纳入以旧换新范围，或利于后续行业新增、更新需求同步扩容。

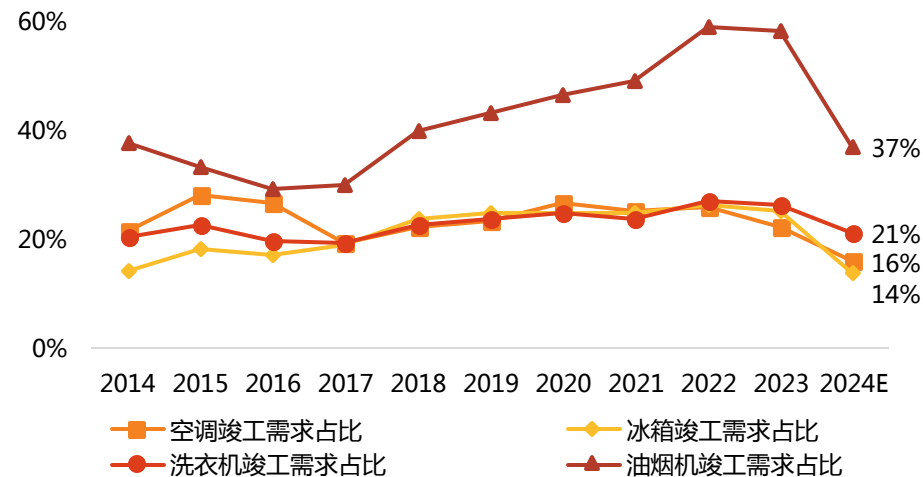
图：17Q1至24M4-M5国内商品房销售、竣工面积及增速（万平方米）



图：油烟机国内百户保有量（台/百户）



图：2014-2024E大家电内销量中竣工需求占比



注：取wind国内住宅销售套数数据，假设竣工/销售比80%，延后两年释放，除以当年品类内销出货量数据得到竣工需求占比。

7

投资建议&Q2前瞻

投资建议&Q2前瞻

- 内销：从上半年来看，国内的家电需求总体以平稳为主，年初在23年国内空调历史高位的背景下，上半年内销出货均能取得不同程度增长，同时冰洗需求也保持了稳健增长。
- 外销：年初至今景气度保持较好景气度，主要受到新兴市场增量需求与欧美市场补库共振带动。根据海关总署的数据显示，空调为例，4-5M24东南亚主要国家出口额yoy+39%（1Q+32%），拉美主要国家出口额yoy+13%（1Q+34%），而美国出口额仅+2%（1Q-18%），欧洲出口额+18%（1Q+3%）。我们对全年出口的景气度保持乐观，尽管欧美补库效应在下半年可能减弱，但新兴市场的需求将成为外销增长的主要动力来源。
- 因此，展望下半年家电行业的投资：1）国内的需求仍有待修复，部分需求将受地产竣工影响；2）海外特别是新兴市场需求旺盛，全球化的好处或许不一定体现在增速上，而是更多体现在巨大空间上；3）建议以红利为锚，尤其是出海比例较高的分红型公司，同时以出海为帆，尤其是自主品牌出海的公司。
- 推荐标的：1）大家电：如【美的集团】/【格力电器】/【海尔智家】/【海信家电】；2）小家电：如【石头科技】/【科沃斯】；3）厨电：如【华帝股份】；4）黑电：如【TCL电子】/【海信视像】；5）其他家电：如【盾安环境】（和机械组联合覆盖）/【德昌股份】等。

表：家电核心标的2024Q2及24-25年盈利预测（更新日期：2024/7/11；天风家电组预测值）

单位：亿元	24Q2前瞻				盈利预测					
	收入		利润		2024		2025		PE	
	24Q2	增速E	24Q2	增速E	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	2024E	2025E
美的集团	1108.0	10%	113.1	11%	373.5	11%	410.6	10%	11.9	10.9
海尔智家	678.9	2%	56.4	13%	192.5	16%	222.5	16%	12.2	10.5
格力电器	669.7	5%	91.6	7%	313.4	8%	332.1	6%	6.9	6.6
海信家电	258.9	10%	10.1	15%	34.5	22%	39.8	15%	10.6	9.2
老板电器	26.2	-5%	4.3	-3%	19.5	13%	21.9	12%	10.2	9.1
火星人	17.7	5%	1.8	5%	3.0	21%	3.2	8%	17.4	16.1
亿田智能	5.2	-15%	0.7	-20%	1.9	7%	2.1	10%	18.2	16.5
浙江美大	2.2	-20%	0.5	-30%	4.8	2%	5.2	9%	11.0	10.1
华帝股份	3.5	-20%	0.9	-27%	6.4	44%	7.4	15%	8.4	7.3
科沃斯	43.4	11%	3.3	27%	14.0	129%	17.0	21%	17.6	14.6
石头科技	27.8	26%	7.5	41%	26.0	27%	31.2	20%	18.5	15.4
莱克电气	21.5	18%	3.3	-15%	12.4	11%	14.1	13%	9.9	8.8
苏泊尔	54.7	9%	4.6	5%	24.0	10%	26.0	9%	16.2	14.9
九阳股份	26.2	8%	1.5	20%	5.2	33%	6.0	16%	15.5	13.3
新宝股份	39.8	13%	2.7	5%	11.3	16%	12.4	9%	9.8	8.9
小熊电器	11.7	7%	1.0	41%	4.8	9%	5.4	12%	15.3	13.6
北鼎股份	1.6	9%	0.2	6%	1.0	37%	1.1	16%	24.6	21.2
飞科电器	13.6	5%	2.3	-19%	10.2	0%	11.3	11%	15.6	14.1
公牛集团	47.7	12%	12.4	14%	45.6	18%	52.6	16%	21.6	18.7
海信视像	143.3	7%	5.3	27%	24.1	15%	28.0	16%	12.2	10.5
盾安环境	36.5	17%	2.3	40%	10.0	35%	12.5	25%	11.9	9.5
比依股份	3.8	-19%	0.3	-62%	2.2	7%	2.5	15%	10.6	9.2
萤石网络	13.7	14%	1.8	7%	7.2	28%	8.7	21%	33.7	27.8
德昌股份	10.3	33%	1.3	4%	4.0	25%	5.0	25%	17.5	14.0
光峰科技	6.9	12%	0.6	-10%	1.8	71%	2.4	39%	41.8	30.2

风险提示

- **宏观经济波动风险：**家用电器需求受宏观经济形势的影响较大，当前全球尚未彻底摆脱新冠疫情的影响，可能导致消费者需求持续低迷，房地产市场增速放缓也将间接影响家电产品的终端需求。
- **房地产市场波动的风险：**大家电销售与房地产市场有一定关联度，新增需求占比较高的品类需求受房地产市场波动影响较大。此外，部分民营房地产企业因流动性问题出现商票债务违约等情况，可能形成工程业务应收款项无法收回的问题。
- **原材料价格波动的风险：**家用电器原材料的采购价格与大宗商品价格波动相关，若未来原材料价格继续上涨，将对家电公司生产成本与盈利能力的稳定性带来压力。
- **测算过程具有一定主观性：**市场空间测算、板块个股选择等过程具有一定主观性，存在偏差风险。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS