

证券研究报告|行业投资策略

家用电器

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年12月19日



关注需求的质变，及全球制造业重构

——可选消费行业2025年度策略

证券分析师：

谢丽媛 执业证书编号：S0210524040004

贺虹萍 执业证书编号：S0210524050010

纪向阳 执业证书编号：S0210524050002

宋雨桐 执业证书编号：S0210524050008

李施璇 执业证书编号：S0210524100001

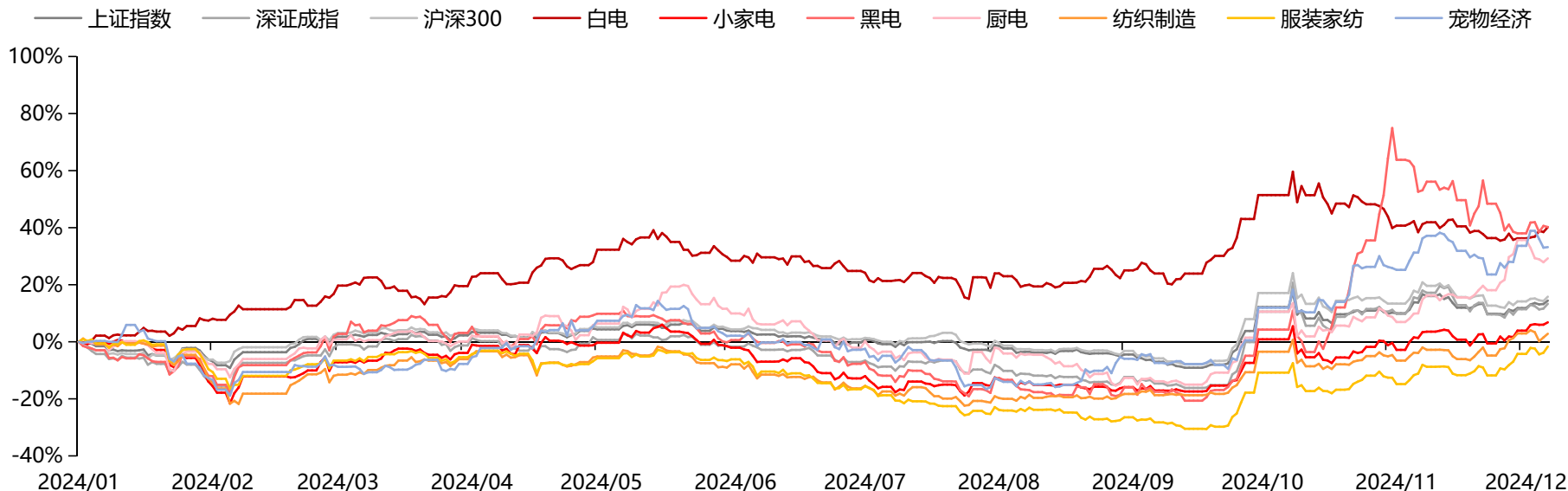
请务必阅读报告末页的重要声明

- 可选消费板块在2024年先后交易了红利、出海以及以旧换新支持下的内需行情，展望2025年，我们梳理出以下投资主线：
- **政策支持下内需有望迎来复苏**：随着特朗普上台加征关税，刺激内需或成为明年重点政策方向，参考24Q3以来家电以旧换新政策支持下的强劲基本面表现，我们继续看好内需修复，建议关注以下方向：1) 大家电预计继续受益以旧换新，建议关注**美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、TCL电子、海信视像、老板电器、华帝股份**；2) 宠物作为抗经济周期赛道有望持续景气，建议关注**乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份**；3) 小家电和品牌服饰今年受消费疲软影响较大，明年低基数下需求有望回暖，建议关注小家电龙头**小熊电器、飞科电器、苏泊尔、新宝股份**，纺服龙头**安踏体育、李宁、361度、波司登、报喜鸟、海澜之家**。4) 新国标&以旧换新&格局优化，明年电动两轮车内销改善确定性强，建议关注两轮车龙头**雅迪控股、爱玛科技、九号公司**。
- **出海仍是长期主题**：尽管特朗普胜选为全球贸易带来一定不确定性，但考虑美国敞口以及中国企业的海外产能建设后，风险总体可控，叠加新兴市场的持续拉动，出海仍是消费企业长期的重要增长来源，建议关注以下方向：1) 清洁电器龙头在全球产品力领先，并受益于渗透率提升，建议关注**石头科技、科沃斯**；2) 大家电龙头持续推动品牌转型，凭借规模及效率优势在全球持续获取份额，建议关注**海尔智家、美的集团、海信家电、TCL电子、海信视像**；3) 摩托车品牌出海仍处于早期，海外市场份额提升空间较大，建议关注**春风动力、钱江摩托、隆鑫通用**；4) 工具品类作为地产后周期品种，有望受益于美联储降息背景下地产回暖带来的潜在弹性，建议关注**巨星科技、创科实业、欧圣电气**。
- **全球制造业重构下，中国制造优势仍显著**：尽管特朗普胜选后计划通过关税等举措推动制造业回流美国，但从家电、纺服等行业来看，中国制造在规模、效率等方面仍然显著，全球需求对中国依赖度较高，而中国出口对美国等单一市场依赖度并不高，建议关注以下方向：1) 中国大家电、吸尘器、工具代工全球份额领先，且全球产能布局逐步完善，建议关注**美的集团、海尔智家、海信家电、德昌股份、巨星科技**；2) 制造龙头与优质品牌客户合作紧密，且持续海外扩产，在不确定的贸易环境更具优势，建议关注**华利集团、开润股份、伟星股份、申洲国际**。
- **风险提示**：行业需求不及预期，原材料价格大幅上涨，汇率大幅波动，行业竞争格局加剧，海外贸易环境不确定。

- 复盘：消费需求整体承压，大家电、宠物超额收益显著
- 内需：政策效果显著，看好低基数下内需复苏
- 外需：新兴场景景气延续，欧美需求仍有改善空间
- 全球制造业重构：关注中国优势产能
- 投资建议&风险提示

- 行情回顾：白电&黑电年初至今涨幅40%领跑，宠物涨幅33%，纺服基本收复跌幅
- 年初以来，在红利、出海以及以旧换新等加持之下，家电行业累计涨幅达到31%，显著跑赢上证、深证以及沪深300等主要指数，其中白电/黑电均累计上涨40%，厨电上涨29%，小家电受消费疲软影响涨幅仅7%；具有抗经济周期属性的宠物经济板块表现亮眼，年初至今涨幅33%；纺织服装在年中经历较大跌幅，年末逐步收复失地，纺织制造和服装家纺分别涨跌幅分别为3%/-2%。

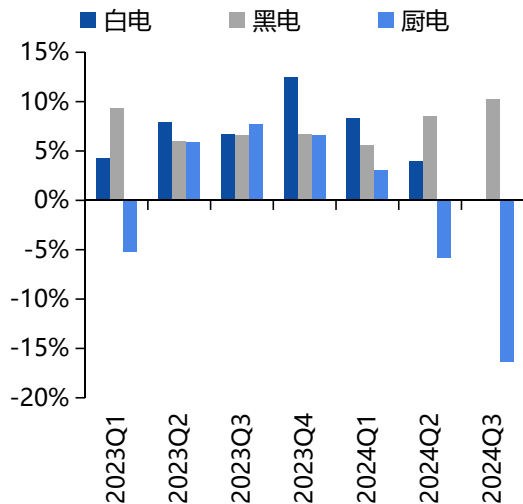
图：主要指数涨跌幅走势



资料来源：iFinD，华福证券研究所（收盘日截至12.06，后文股价复盘同）

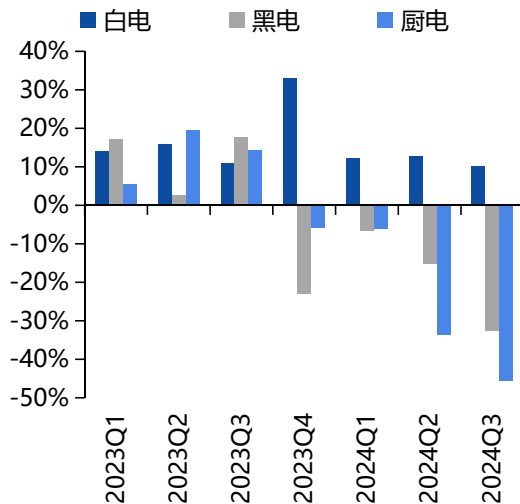
- **白电营收与利润均保持稳健增长，黑电营收改善但利润承压，厨电基本面拐点尚未显现**
- 2024年Q1-Q3期间，白电营收分别同比+8%/4%/0%，归母净利润分别同比+12%/13%/10%，或主要受益于外销高景气及内销以旧换新；黑电营收分别同比+6%/8%/10%，归母净利润分别同比-7%/-15%/-33%，利润端承压或主要受面板涨价影响；厨电营收分别同比+3%/-6%/-16%，归母净利润分别同比-6%/-34%/-46%，或主要受地产拖累。
- **股价表现**：白电表现普遍较好，美的/格力/海尔/海信家电年累计涨幅分别达到33%/31%/39%/36%；黑电中TCL电子表现突出，累计涨幅达到99%；厨电中华帝股份涨幅26%，表现亮眼。

图：大家电板块营收YoY



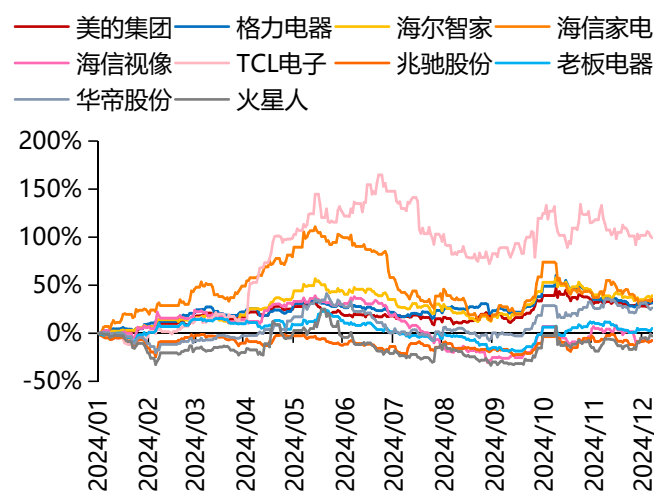
资料来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

图：大家电板块归母净利润YoY



资料来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

图：主要大家电公司年累计涨跌幅



资料来源：iFinD，华福证券研究所

■ 24年厨小需求相对弱势，清洁表现领先

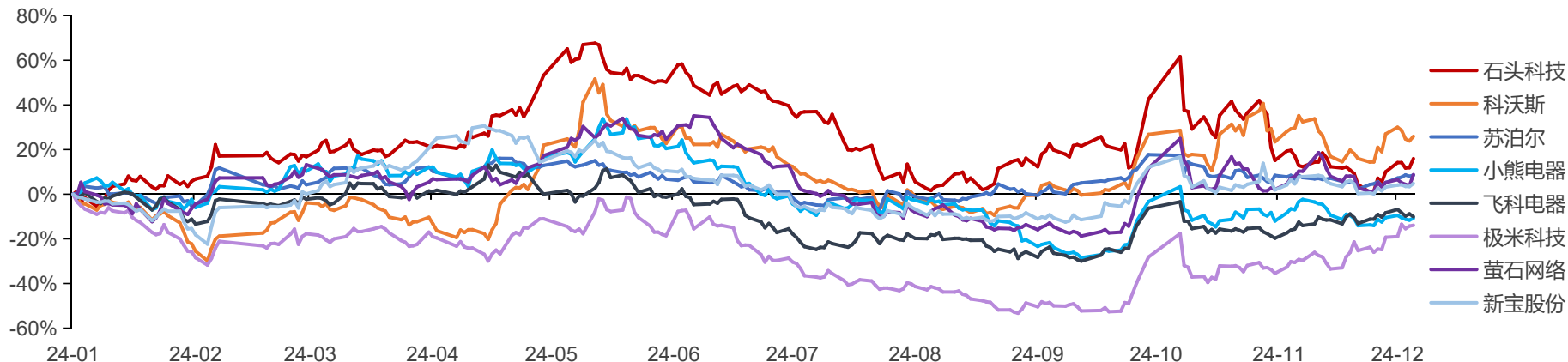
- 奥维云网推总数据24年1-9月国内厨房小家电零售额413亿元，同比下滑4%，其中销量+1%，均价-5%，主要受消费信心影响偏可选的厨小需求偏弱。而扫地机渗透率加速提升逆势领跑，前9个月清洁电器销售额234亿元，同比增长11%，其中销量增长18%。
- **股价表现：**清洁中石头与科沃斯表现有所分化，受Q3欧洲渠道结构调整及美国加征关税等担忧，石头较年内高点回调，目前累计上涨16%；科沃斯内销占比较高，受国补拉动扫地机实现高增，累计上涨26%；苏泊尔、新宝表现相对稳健，累计上涨9%和5%；小熊、飞科、极米受基本面弱势影响累计下滑11%、10%和14%。

图：小家电公司季度营收及归母净利润同比

	营收同比				归母净利润同比			
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3
石头科技	59%	16%	12%	23%	95%	35%	-43%	8%
科沃斯	7%	-10%	-4%	-3%	-9%	21%	-69%	2%
苏泊尔	8%	11%	3%	7%	7%	6%	2%	5%
小熊电器	-5%	-14%	3%	-5%	-9%	-86%	-76%	-43%
新宝股份	23%	21%	13%	18%	25%	5%	1%	7%
飞科电器	-15%	-12%	-24%	-17%	-44%	-53%	-32%	-44%
极米科技	-7%	4%	-14%	-6%	-73%	-125%	-577%	-147%
萤石网络	15%	12%	13%	13%	37%	-7%	-35%	-7%

资料来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图：24年以来小家电指数及部分个股股价累计涨跌幅

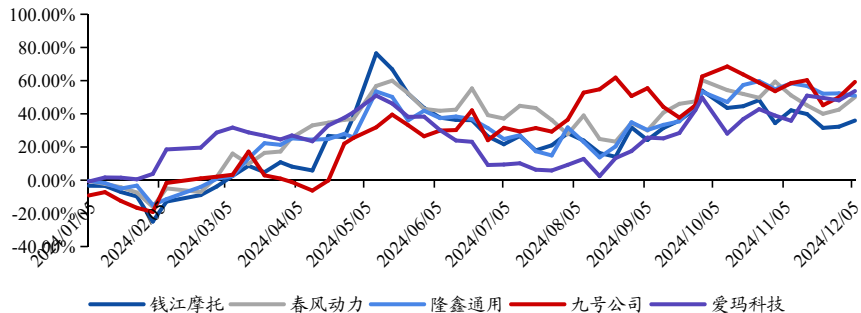


资料来源：wind，华福证券研究所

复盘 | 两轮车：摩托车内外销高景气，电动两轮车新国标过渡期

- **摩托车：2024年内外销均呈现高景气**，板块收入实现较快增长，内销低基数+新品驱动大排量摩托车景气度回升，海外自有品牌区域拓展、渠道开拓、产品导入共同驱动出口高增长。
- **股价表现**：内外销基本面改善驱动摩托车板块年内实现较大涨幅，截止2024.12.6，春风/钱江/隆鑫年内涨幅达50%/36%/51%（相比23年底）。
- **电动两轮车：受新国标政策过渡期、经销商去库存影响，头部销量略有承压**，但ASP、单车利润改善逻辑持续兑现，利润端表现优于收入端。
- **股价表现**：新国标政策、销量数据波动为股价主要影响因素，截止2024.12.6，雅迪/爱玛/九号年内涨幅分别为-17%/54%/59%（相比23年底），雅迪受国检、去库存等因素影响，2024年销量承压，爱玛基数压力相对小，销量表现优于雅迪，九号电动两轮车放量、全地形车、割草机等业务多点开花，业绩表现亮眼，股价表现优于传统龙头。

图：两轮车板块年初至今涨跌幅



图：两轮车板块单季度财务指标

单季度收入 (亿元)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
春风动力	29	36	29	27	31	45	39
钱江摩托	13	16	12	10	13	19	17
隆鑫通用	27	32	34	37	33	44	46
九号公司-WD	17	27	31	27	26	41	42
爱玛科技	54	48	72	36	50	56	69
春风动力	27%	37%	-23%	-1%	6%	23%	36%
钱江摩托	43%	-5%	-37%	-14%	1%	23%	38%
隆鑫通用	-22%	5%	17%	27%	20%	35%	34%
九号公司-WD	-13%	-6%	12%	8%	54%	51%	35%
爱玛科技	19%	-2%	-7%	0%	-9%	18%	-5%
单季度归母 (亿元)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
春风动力	2	3	3	2	3	4	4
钱江摩托	1	2	1	1	1	2	1
隆鑫通用	2	3	3	-2	3	3	3
九号公司-WD	0	2	2	2	1	5	4
爱玛科技	5	4	7	3	5	5	6
春风动力	100%	70%	-5%	57%	32%	26%	49%
钱江摩托	112%	25%	-38%	617%	89%	2%	-10%
隆鑫通用	-35%	14%	26%	-22%	39%	5%	7%
九号公司-WD	-54%	-6%	13%	285%	675%	124%	139%
爱玛科技	50%	12%	-3%	-35%	1%	12%	-9%
单季度毛利率%	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
春风动力	34.2%	31.3%	33.7%	35.5%	32.5%	30.8%	31.6%
钱江摩托	25.3%	27.4%	28.0%	30.1%	26.4%	29.2%	25.2%
隆鑫通用	18.3%	18.5%	18.6%	18.7%	17.7%	19.4%	17.6%
九号公司-WD	28.2%	27.3%	25.2%	27.7%	30.5%	30.4%	28.5%
爱玛科技	15.8%	15.3%	16.1%	20.0%	18.0%	17.6%	16.8%
单季度归母净利率%	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
春风动力	7.3%	9.4%	8.7%	7.6%	9.1%	9.7%	9.5%
钱江摩托	5.5%	13.2%	10.8%	5.4%	10.4%	10.9%	7.1%
隆鑫通用	6.8%	9.8%	8.5%	-5.6%	7.8%	7.6%	6.8%
九号公司-WD	1.1%	7.5%	5.0%	8.1%	5.3%	11.2%	8.8%
爱玛科技	8.8%	8.7%	9.2%	9.0%	9.8%	8.3%	8.8%

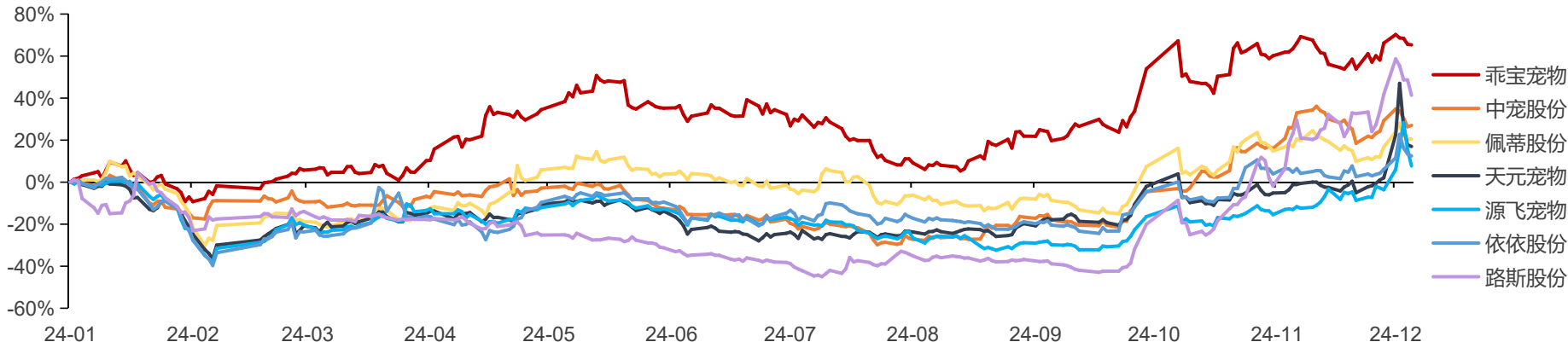
- 内销国产品牌持续靓丽，出口代工延续景气态势。内销：行业保持快增趋势，国产品牌持续靓丽。**中国宠物行业白皮书数据显示2024年我国城镇(犬猫)消费市场规模突破3000亿，同比增长7.5%，其中宠物食品仍为主要消费项，24年预计宠食市场规模超1580亿元，同比增长8.7%，其中24H1中宠/佩蒂内销业务分别增长23%和25%，乖宝618/双十一全网销售额分别增长40%和65%，表现优于行业。**出口：年内仍保持景气态势，但预计随着基数走高增速将趋于常态。**24Q1/Q2/Q3宠食出口金额分别同比增长19%/22%/22%。
- 股价表现：**内外行业高景气驱动宠物板块表现优异，乖宝/中宠/佩蒂分别累计上涨65%、27%和21%，其中乖宝宠物品牌规模领先且保持高增趋势、优势地位持续扩大，股价涨幅领先，中宠股份Q2开始迎来经营表现修复叠加激励计划落地在中报落地后股价亦迎来修复，佩蒂股份基本面持续修复叠加国庆后市场情绪回暖股价亦迎来上涨。

图：宠物主要公司季度营收及归母净利润同比

	营收同比				归母净利润同比			
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3
乖宝宠物	21%	14%	19%	18%	74%	33%	49%	50%
中宠股份	24%	7%	24%	18%	259%	7%	73%	60%
佩蒂股份	142%	38%	13%	44%	210%	1316%	320%	631%
天元宠物	18%	30%	49%	33%	3%	1%	8%	4%
源飞宠物	31%	23%	29%	27%	73%	-16%	19%	15%
依依股份	35%	24%	41%	33%	1975%	12%	31%	73%
路斯股份	7%	1%	38%	15%	5%	-23%	115%	15%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图：24年以来宠物主要公司股价累计涨跌幅



复盘 | 纺服：制造业绩亮眼，运动、中高端估值处于近年低位

图：纺服重点标的行情、估值复盘及24年业绩表现 (%)

子板块	公司名称 公司名称	涨跌幅			估值分位		收入	净利
		9.24以来	10.9月以来	年初以来	PE-TTM	分位数	24年累计	24年累计
运动	李宁	13.9%	-7.5%	-17.3%	13.0	14%	2%	-8%
	安踏体育	8.1%	-17.7%	7.9%	15.5	2%	14%	63%
	特步国际	19.1%	-14.9%	40.0%	11.8	30%	10%	13%
	361度	28.5%	-4.1%	30.3%	7.5	33%	19%	12%
零售商	滔搏	11.7%	-19.6%	-55.4%	7.7	3%	7%	17%
	比音勒芬	14.9%	-20.4%	-35.8%	12.1	4%	7%	1%
中高端	报喜鸟	50.0%	9.7%	-6.5%	13.0	39%	-4%	-25%
	歌力思	32.6%	5.2%	-10.9%	-	-	4%	-84%
	地素时尚	20.4%	-2.2%	0.8%	16.5	81%	-13%	-33%
	波司登	10.1%	-13.1%	21.4%	12.4	2%	21%	25%
大众	海澜之家	10.8%	-15.2%	-8.0%	12.3	58%	-2%	-22%
	九牧王	32.2%	3.3%	-8.6%	22.1	17%	6%	40%
	锦泓集团	35.7%	0.2%	-11.9%	11.0	29%	-6%	-15%
	太平鸟	35.2%	-0.1%	-8.1%	22.4	54%	-13%	-49%
家纺	森马服饰	52.3%	4.4%	27.9%	18.2	67%	6%	-9%
	罗莱生活	41.4%	10.3%	-1.7%	16.9	74%	-15%	-37%
	富安娜	22.9%	-1.6%	7.6%	14.7	92%	-2%	-15%
	水星家纺	39.7%	9.2%	16.4%	12.4	54%	-3%	-17%
纺织原材料	新澳股份	12.4%	-6.5%	3.5%	12.2	41%	10%	5%
	百隆东方	21.1%	2.6%	20.9%	23.0	85%	19%	-25%
	南山智尚	61.0%	14.6%	14.8%	20.6	40%	4%	4%
	台华新材	23.5%	-10.0%	-0.7%	14.2	3%	47%	89%
代工制造	富春染织	20.7%	-3.4%	-14.1%	15.1	58%	21%	45%
	华利集团	9.3%	-8.4%	39.1%	22.3	52%	22%	24%
	申洲国际	-4.4%	-5.0%	-23.8%	15.2	1%	12%	38%
	裕元集团	27.1%	27.1%	125.1%	8.0	14%	-3%	121%
	伟星股份	2.9%	-9.6%	22.9%	22.8	70%	23%	17%
	健盛集团	4.7%	-6.7%	8.2%	11.1	5%	16%	31%
户外	开润股份	24.6%	-5.3%	70.2%	18.8	7%	32%	165%
	牧高笛	38.7%	4.1%	-2.2%	26.2	31%	-6%	-16%
	三夫户外	52.0%	22.8%	8.0%	64.4	40%	-8%	-29%
	浙江自然	44.3%	11.8%	-1.7%	18.3	8%	18%	22%

■ **制造业绩亮眼，品牌受制消费需求短暂承压。**按照子板块重点标的收入/利润增速平均值表现排序，运动、纺织原材料、代工制造收入&利润均保持正增长，其中代工制造净利增速平均值达到63%；中高端、户外收入端维持微增，但净利端同比下滑；大众、家纺收入、净利端同比下滑，相对承压。

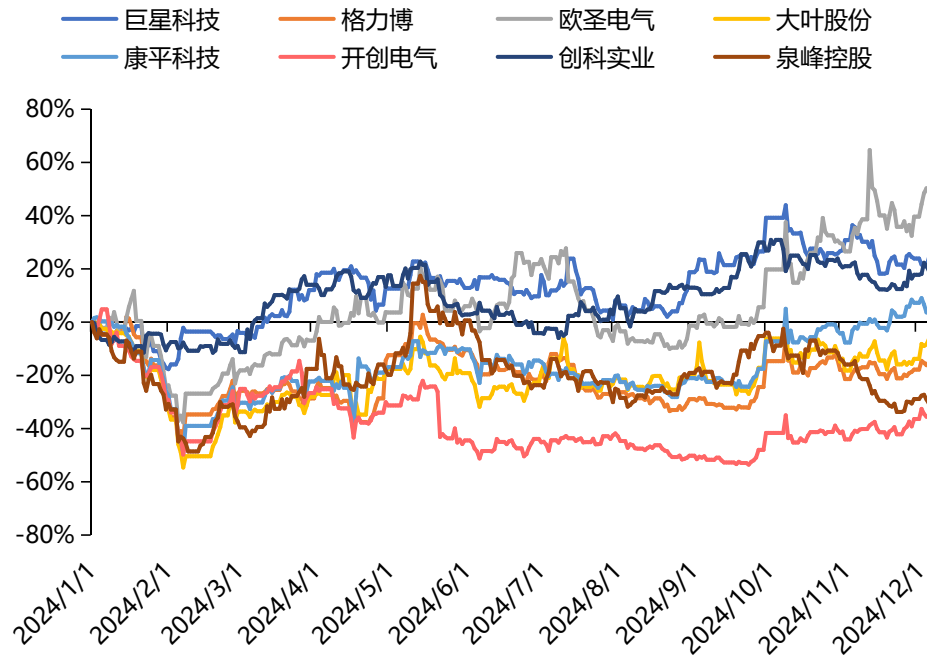
■ **估值分位：**从当前估值位置来看，港股运动整体PE-ttm处于近5年偏低水平；其他子板块有所分化，品牌中比音、报喜鸟、波司登估值分位偏低，制造中申洲、裕元、开润、健盛处在估值偏低位置。

■ **股价表现：**年初以来各子板块重点标的的涨跌幅情况为代工制造 > 港股运动 > 纺织原材料 > 家纺 > 户外 > 大众 > 中高端。代工制造涨幅领先，重点标的的涨幅top3为：裕元、开润、华利，制造龙头业绩稳健且抗跌属性体现。跟踪9.24以来反弹情况，户外、家纺、大众反弹力度较大；10.9月以来大部分子板块出现回调，其中户外（高景气）、家纺（高分红）相对表现更好；运动、中高端回调力度偏大。

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所（备注：港股收入、利润24年累计增速为中报，A股为三季报；估值分位以近5年为维度，公司名称黄色底色为港股）

- **渠道库存去化或已结束，工具板块企业营收迎来快速反弹**
- 以巨星科技、泉峰控股、格力博为代表的工具企业在2023年收入端表现均较为承压，主要原因或为渠道处于去库存阶段导致下单增速放缓；经历长达一年左右时间去库存之后，主要工具企业在24Q1收入端迎来反弹，且增速可观。
- **股价表现：**欧圣电气、巨星科技和创科实业表现较好，年初至今分别累计上涨53%/25%/19%。
- 我们认为，后续随着美联储进入降息区间，美国地产复苏或存在较大弹性，有望拉动作为地产后周期的工具行业需求有望继续上行。

图：工具板块主要上市公司股价年初至今涨跌幅



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图：工具板块主要公司单季度营收YoY

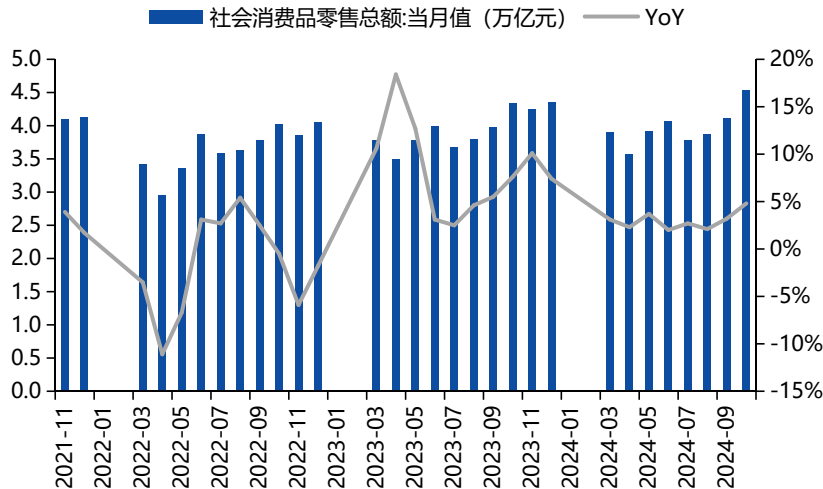
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
巨星科技	-11%	-16%	-12%	-13%	29%	28%	29%
格力博	-1%	-19%	-17%	-11%	5%	16%	15%
欧圣电气	-25%	-30%	-19%	-5%	34%	55%	56%
大叶股份	-47%	-33%	-39%	-37%	49%	49%	71%
康平科技	-21%	-9%	-9%	-6%	16%	12%	21%
开创电气	-22%	-4%	-6%	-2%	24%	19%	32%
泉峰控股		-26%		-36%		10%	
创科实业		-2%		10%		6%	

资料来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所 (泉峰控股、创科实业均为半年度数据)

- 复盘：消费需求整体承压，大家电、宠物超额收益显著
- 内需：政策效果显著，看好低基数下内需复苏
- 外需：新兴场景景气延续，欧美需求仍有改善空间
- 全球制造业重构：关注中国优势产能
- 投资建议&风险提示

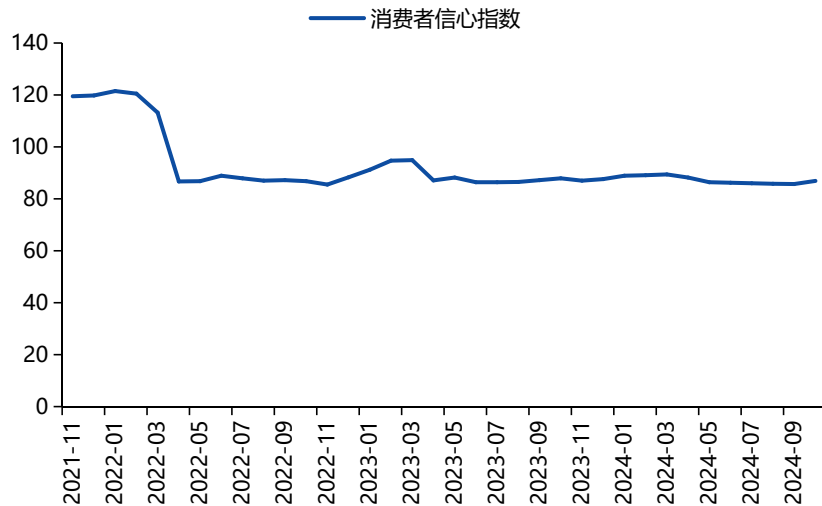
- 从社零维度来看，2024年消费总体偏弱，在消费品以旧换新政策大规模落地之前，月度增速中枢在3%左右，增速较2023年也显著放缓（当然2023年增速较快与2022年基数较低也有关）；10月份社零总额4.5亿元，同比+5%，环比之前月份显著提速，消费品以旧换新政策的拉动作用十分显著；10月份消费者信心指数86.9，仍然处于近年来低位，但环比有所改善。
- 我们认为，若明年消费刺激政策能够延续，叠加地产企稳，消费者信心或有望得到恢复，内需景气度或可得到改善。

图：政策加持下社零增速有所回暖



资料来源：iFinD，国家统计局，华福证券研究所

图：消费者信心指数仍在低位

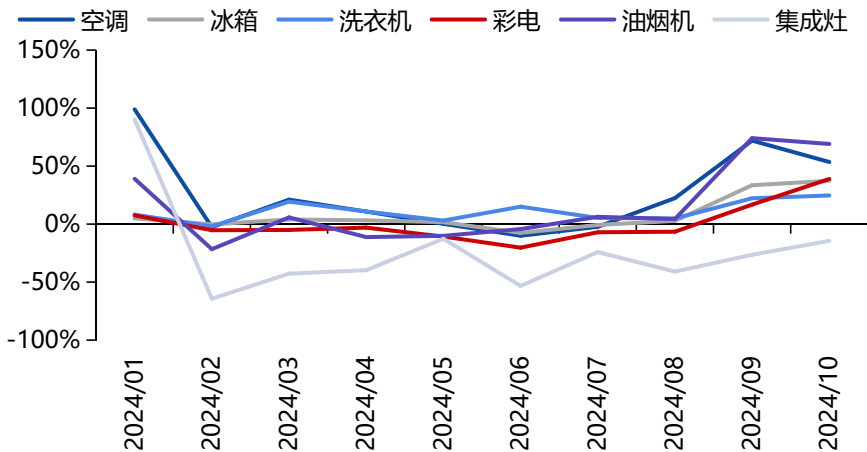


资料来源：iFinD，国家统计局，华福证券研究所

内需 | 大家电：以旧换新补贴之下，24Q3终端零售增速提振显著

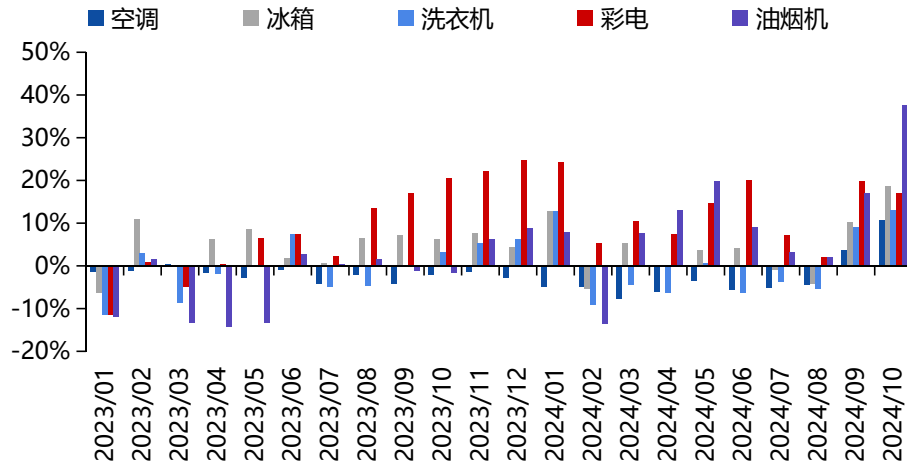
- 24Q3以来“以旧换新”补贴逐步落地，终端零售增速显著上扬，同时产品结构大幅优化
- 24Q3以来主要大家电品类终端零售增速表现亮眼，其中8-10月份空调销量同比+22%/72%/54%，冰箱销量同比+3%/33%/37%。洗衣机销量同比+5%/22%/25%，彩电销量同比-7%/17%/39%，油烟机销量同比+4%/74%/69%，集成灶销量同比-41%/-26%/-14%，除大厨电受地产拖累表现不佳之外，其它品类均表现出突出弹性，显示出以旧换新对销量的拉动作用。
- **产品结构**：政策同样拉动均价实现显著上行，以10月份为例，空调/冰箱/洗衣机/彩电/油烟机均价分别同比+11%/19%/13%/17%/38%，而且去年同期并非低基数，因此我们认为政策对于产品结构的提振效果显著，能够在一定程度上对冲消费降级影响。
- **展望明年**，我们认为当前终端零售的高景气亦有助于渠道库存的去化，对于24Q4和25年业绩或也有望起到一定支撑作用。

图：2024年9月份以来大家电销量增速普遍上行



资料来源：奥维云网，华福证券研究所

图：2024年9月份以来大家电均价同比有所增长



资料来源：奥维云网，华福证券研究所

■ 国内超期服役家电数量庞大，政策补贴下或有望实现更新

- 我们在2024年4月26日的报告《家电白马变红马，背后的短期长期逻辑与后续投资策略》中，对主要家电品类的以旧换新容量进行了测算，测算结果显示国内**空调、冰箱、洗衣机、油烟机和彩电超期服役数量分别达到0.9/1.1/1.2/2.1/1.6亿台**，换新空间十分可观。
- 我们认为，品类之间的弹性差异主要与实际换新周期有关，比如空调老化之后制冷效果会显著下降，进而导致消费者快速换新；油烟机等厨电换新则涉及到厨房整体的装修改造，而这会在一定程度上拉长换新周期；彩电则主要因为手机、平板等产品的分流导致使用频次减少，导致换新周期延长，但近年来MiniLED等新技术的出现或有望缩短换新周期。

表：国内家电分品类以旧换新容量测算

	空调	冰箱	洗衣机	油烟机	彩电
2023年家电累计保有量（亿台）	7.6	5.6	5.4	3.7	6.5
2014-2023年家电累计销量（亿台）	6.7	4.5	4.2	1.6	4.9
超期服役家电数量（亿台）	0.9	1.1	1.2	2.1	1.6

资料来源：iFinD，国家统计局，产业在线，华福证券研究所

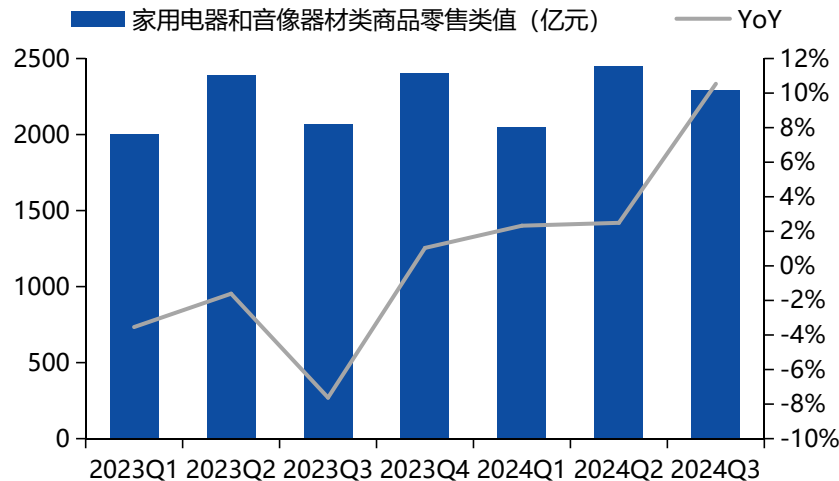
- 24年以旧换新效果推算：**由于24年以旧换新政策在9月份之后才在全国大规模铺开，总体施行时间较短，且部分品类旺季已过，所以补贴对于全年的拉动效果可能有限。我们通过两个假设来测算今年政策的拉动效果：1) 假设无补贴，参考奥维云网今年1-6月的累计同比增速，假设全年空调/冰箱/洗衣机/抽油烟机/彩电增速分别为3%/0%/9%/0%/-5%；2) 补贴后，参考奥维云网1-10月累计同比增速，假设全年空调/冰箱/洗衣机/抽油烟机/彩电增速分别为12%/10%/13%/18%/7%。经过测算，今年以旧换新政策分别拉动上述品类销量增加0.09/0.04/0.02/0.03/0.05亿台，较超期服役家电数量仍有较大差距，因此我们认为如果明年补贴政策延续，存量家电更新仍有助于拉动行业实现较快增长。
- 25H1家电零售或仍有较好增速：**据国家统计局数据（转引自iFinD），24Q1-Q3家电社零分别同比+2%/+2%/+11%，进入Q3之后随以旧换新政策大规模落地，增速才出现显著上行，而Q1-Q2的增速基数并不高，因此如果明年政策延续，25H1家电零售或仍有望保持较快增长。

表：2024年以旧换新拉动测算

内销量：亿台	空调	冰箱	洗衣机	抽油烟机	彩电
2012	0.57	0.56	0.35	0.14	0.47
2013	0.62	0.56	0.38	0.16	0.51
2014	0.70	0.53	0.38	0.17	0.50
2015	0.63	0.49	0.39	0.16	0.51
2016	0.60	0.47	0.41	0.18	0.56
2017	0.92	0.45	0.44	0.19	0.54
2018	0.96	0.43	0.45	0.18	0.54
2019	0.96	0.43	0.45	0.17	0.53
2020	0.83	0.43	0.43	0.16	0.49
2021	0.88	0.43	0.45	0.15	0.41
2022	0.88	0.41	0.41	0.14	0.41
2023	1.00	0.43	0.42	0.15	0.39
2024E (无补贴)	1.03	0.43	0.46	0.15	0.37
2024E (有补贴)	1.12	0.48	0.47	0.17	0.42
补贴拉动	0.09	0.04	0.02	0.03	0.05

资料来源：iFinD，产业在线，奥维云网，华福证券研究所

表：家电社零金额及同比增速



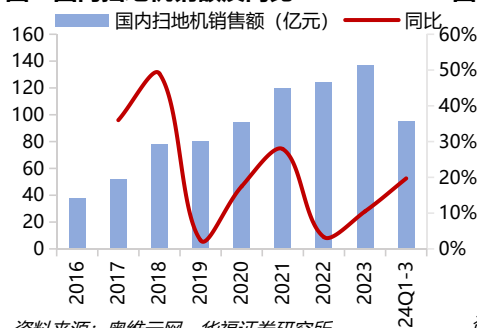
资料来源：iFinD，国家统计局，华福证券研究所

内需 | 清洁电器：国补助力渗透提升，行业竞争步入新阶段

■ 扫地机：国补推动销量明显加速，产品结构进一步优化

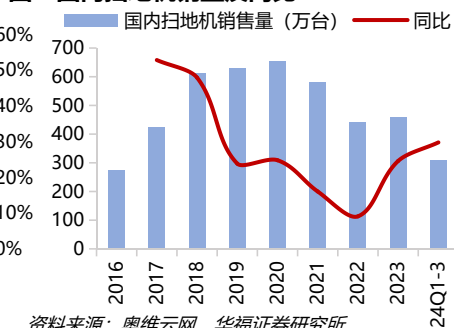
■ 24年前三季度品类渗透率加速提升叠加受益高品质新品推动亦实现较好增长（奥维推总销售额+20%，销量+13%）。Q4受益于国补扫地机表现迎来明显加速且产品结构持续优化，0930-1124期间扫地机销额+83%，其中销量+72%，均价3706元，同环比均有提升，且热销TOP5里上下水的比例提升。近年来受扫地机从单机向基站升级，行业年销量从600多万台的水平回调至450万台左右，此轮国补拉动效果明显，按Q4的趋势24年全年行业销量有望重回500万台以上；另外目前市场预期国补25年有望延续，预计国补加持将进一步助力扫地机销量抬升、加速品类渗透，推动扫地机品类加速放量。

图：国内扫地机销额及同比



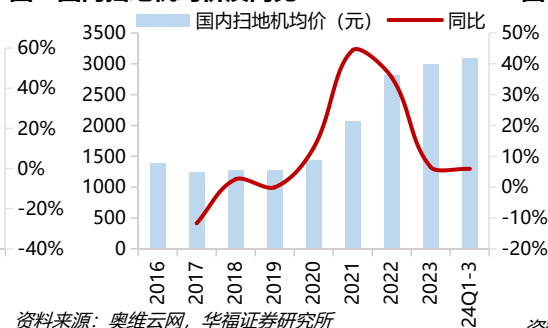
资料来源：奥维云网，华福证券研究所

图：国内扫地机销量及同比



资料来源：奥维云网，华福证券研究所

图：国内扫地机均价及同比



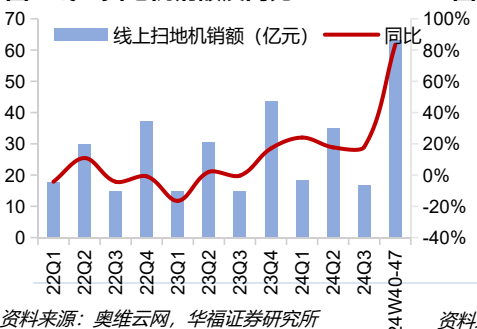
资料来源：奥维云网，华福证券研究所

图：24Q2线上扫地机热销SKU

品牌	型号	均价	份额%
科沃斯	T30 PRO	3577	8.8
云鲸	J4	3453	7.9
石头	P10S PRO	3865	7.7
石头	P10S PRO上下水	4402	6.1
科沃斯	X5 PRO	4758	4.3

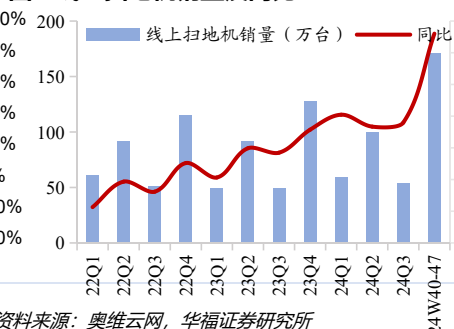
资料来源：奥维云网，华福证券研究所

图：线上扫地机销额及同比



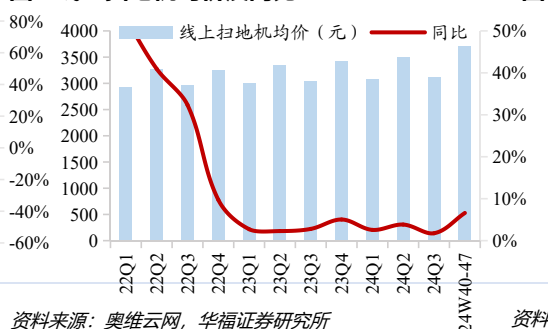
资料来源：奥维云网，华福证券研究所

图：线上扫地机销量及同比



资料来源：奥维云网，华福证券研究所

图：线上扫地机均价及同比



资料来源：奥维云网，华福证券研究所

图：24W40-47线上扫地机热销SKU

品牌	型号	均价	份额%
石头	P20 PRO上下水	4482	8.5
云鲸	J5	3663	7.5
科沃斯	T50 PRO	3630	7.2
石头	P20 PRO	3762	6.8
科沃斯	T50 PRO上下水	4206	6.1

资料来源：奥维云网，华福证券研究所

内需 | 清洁电器：国补助力渗透提升，行业竞争步入新阶段

■ 扫地机格局稳定，国补助推龙头优势持续强化

■ 近年来国内扫地机核心玩家未发生明显变化，格局趋于稳定，奥维数据显示24年前三季度线上主要四品牌（石头、科沃斯、追觅、云鲸）合计份额超82%。国补在推动销量释放的同时也助力产品结构优化，消费者更倾向于购买头部品牌高端产品，推动行业集中度提升，0930-1124期间四家品牌份额提升至90%。25年国补或有望延续，预计龙头优势将继续强化。

■ 石头补齐短板采取进取策略，科沃斯注重稳健提质

■ **石头科技**：今年以来石头采取更积极进取的策略，凭借优势产品及加大品牌投入在国内线上市场已超越科沃斯成为稳定第一，24W47累计份额达26%，同比+1.4pct。**科沃斯**：注重费用投放的效率，24年前三季度销售费率有所下降，回归稳健更注重经营提质。产品力补齐叠加国补助力，科沃斯品牌表现有所改善，奥维显示0930-1124线上扫地机科沃斯品牌销售额同比增长49%，24年1-9月累计同比-18%。

图：国内线上扫地机主要品牌销售情况

销额同比	24M1	24M2	24M3	24M4	24M5	24M6	24M7	24M8	24M9	24M10	0930-1124	24W47累计
行业	20%	1%	48%	35%	47%	-10%	19%	11%	24%	130%	83%	43%
石头	10%	5%	47%	13%	36%	-15%	23%	29%	69%	188%	110%	51%
科沃斯	-13%	-40%	4%	2%	7%	-43%	-22%	-26%	-14%	84%	49%	6%
追觅	135%	23%	383%	98%	96%	26%	19%	-9%	5%	103%	77%	67%
云鲸	15%	58%	76%	108%	163%	30%	207%	240%	48%	209%	159%	112%

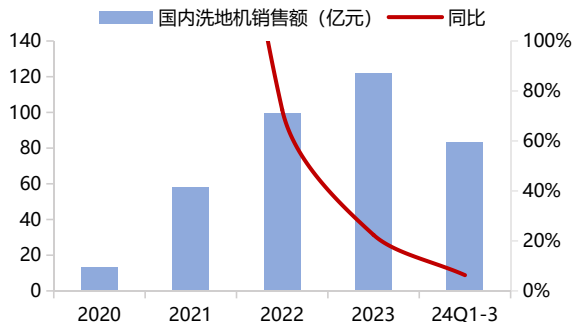
销额市占率	24M1	24M2	24M3	24M4	24M5	24M6	24M7	24M8	24M9	24M10	0930-1124	24W47累计
石头	20%	23%	22%	27%	28%	26%	24%	25%	27%	30%	27%	26%
科沃斯	27%	23%	30%	23%	25%	23%	21%	21%	20%	25%	26%	25%
追觅	13%	9%	19%	13%	17%	19%	15%	14%	10%	16%	17%	16%
云鲸	14%	19%	14%	16%	19%	16%	20%	18%	25%	20%	20%	19%
合计	75%	75%	84%	78%	89%	84%	80%	77%	82%	91%	90%	86%

资料来源：奥维云网，华福证券研究所

■ 洗地机：量增价减趋势延续

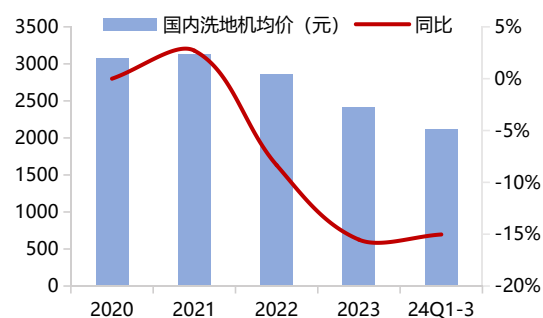
- 奥维推总数据24年前三季度洗地机销额83亿元，同比增长6%，其中销量增长25%，均价下滑15%。国补推动Q4以来（0930-1124）洗地机行业表现提振（销额+26%），且均价降幅收窄至8%。格局维度，添可仍保持市场第一，但份额同比有所下滑。

图：国内洗地机销额及同比



资料来源：奥维云网，华福证券研究所

图：国内洗地机均价及同比



资料来源：奥维云网，华福证券研究所

图：国内线上洗地机主要品牌销售情况

销额同比	24M1	24M2	24M3	24M4	24M5	24M6	24M7	24M8	24M9	24M10
行业	19%	19%	29%	17%	11%	-25%	19%	-6%	-11%	40%
添可	6%	11%	20%	11%	-1%	-36%	11%	-7%	-21%	-4%
追觅	37%	30%	42%	51%	85%	8%	60%	2%	-8%	100%
石头	-6%	9%	20%	-37%	-7%	-66%	-47%	-62%	-37%	243%

均价同比	24M1	24M2	24M3	24M4	24M5	24M6	24M7	24M8	24M9	24M10
行业	-22%	-21%	-23%	-19%	-15%	-18%	-18%	-19%	-17%	-8%
添可	-24%	-24%	-27%	-29%	-19%	-26%	-30%	-28%	-20%	-11%
追觅	-18%	-18%	-25%	-24%	-11%	-14%	-21%	-22%	-21%	-5%
石头	-3%	0%	-3%	-3%	-12%	-24%	-34%	-31%	-46%	-16%

均价 (元)	24M1	24M2	24M3	24M4	24M5	24M6	24M7	24M8	24M9	24M10
行业	2143	2130	2044	2042	2192	2120	1964	1927	1941	2214
添可	2356	2297	2144	2157	2365	2234	2102	2113	2184	2306
追觅	2499	2544	2379	2389	2454	2464	2356	2220	2154	2449
石头	2516	2509	2385	2328	2058	2037	1707	1641	1380	2064

销额市占率	24M1	24M2	24M3	24M4	24M5	24M6	24M7	24M8	24M9	24M10
添可	45%	46%	44%	41%	44%	42%	40%	42%	40%	37%
追觅	18%	18%	20%	22%	24%	22%	21%	20%	20%	27%
石头	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	9%
云鲸	2%	3%	3%	2%	4%	6%	6%	6%	7%	8%

资料来源：奥维云网，华福证券研究所

内需 | 宠物食品：行业仍处于高景气早期阶段，主粮仍有升级空间

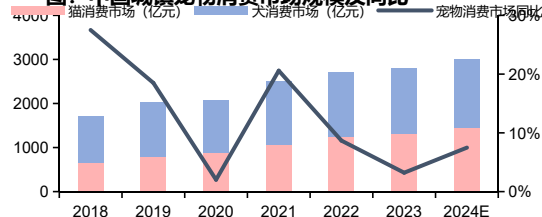
■ 宠物行业持续景气，宠物数及单宠消费同步提升

■ 中国宠物行业白皮书数据显示2024年我国城镇(犬猫)消费市场规模突破3000亿，同比增长7.5%，其中宠食市场规模超1580亿元，同比增长8.7%。量价来看，24年城镇犬猫数量超1.24亿只，同比增长2.1%（其中犬增长1.6%，猫增长2.5%），单宠年消费金额2419元，同比增长5.3%（其中犬消费金额+3%，猫消费金额+8%）。

■ 主粮仍有升级空间，烘焙/年龄专用等产品需求将至

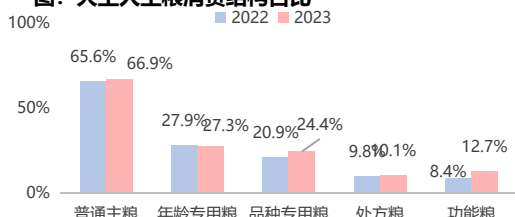
■ 从工艺来看主粮产品可分为膨化、烘焙、风干、冻干等，近年来烘焙等新工艺凭借更好的营养价值与适口性备受消费者青睐，2024年京东宠物行业趋势洞察白皮书显示近一年京东平台烘焙猫粮销售额增长238%。从细分需求来看，主粮可以细分至年龄系列、品种系列、处方系列等，白皮书数据显示目前犬猫主人对年龄专用粮的偏好度较高，近一年京东平台老年犬粮销售额同比增长67%。目前宠物犬老龄化趋势明显（23年7岁以上老年犬数量占比21%），宠物猫仍相对年轻化（23年7岁以上老年猫占比8%）。随着犬猫年龄的增长，预计老年犬猫需求有望迎来快速释放。另外处方系列目前仍处培育早期，但考虑到进入门槛高、产品研发周期较长，品牌需提前布局。考虑处方需要在宠物病理状态下满足营养需求预计对品牌的基础研发、品质把控的要求更高，参考海外处方格局稳定集中度高，预计仅注重基础研发的头部企业比如乖宝有望卡位，多数的中长尾品牌（无基础研发、无自有工厂等）或将缺位处方粮市场。

图：中国城镇宠物消费市场规模及同比



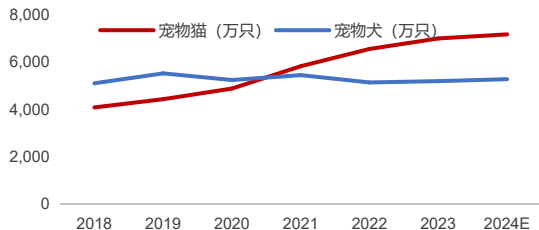
资料来源：中国宠物行业白皮书，华福证券研究所

图：犬主人主粮消费结构占比



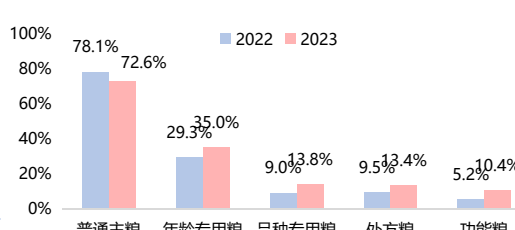
资料来源：派读宠业参考，36kr，华福证券研究所

图：2024年我国城镇犬猫数量超1.24亿只



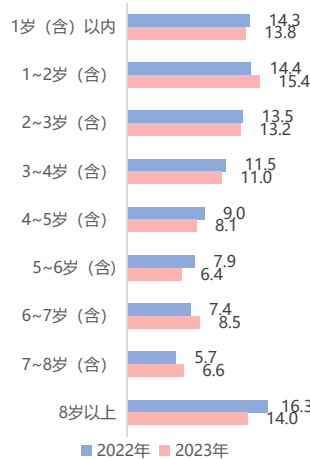
资料来源：中国宠物行业白皮书，华福证券研究所

图：猫主人主粮消费结构占比

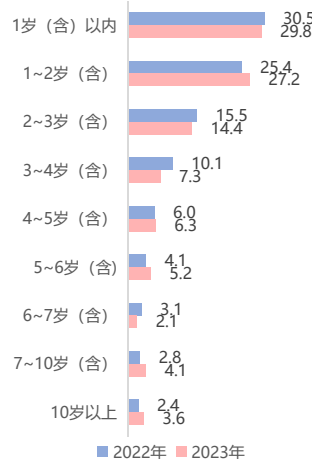


资料来源：派读宠业参考，36kr，华福证券研究所

2023年宠物犬年龄分布



2023年宠物猫年龄分布



资料来源：中国宠物行业白皮书，华福证券研究所 资料来源：中国宠物行业白皮书，华福证券研究所

内需 | 宠物食品：国产进一步替代海外，乖宝优势持续扩大

■ 国产品牌优势持续扩大，凭借成分工艺性价比优势实现强势引领

■ 从成分及工艺双维度来看，国产品牌注重高鲜肉添加，布局烘焙、冻干等创新工艺，凭借成分工艺性价比已在核心品类主粮领域实现强势引领。今年天猫双十一榜单来看，麦富迪/鲜朗/蓝氏/诚实一口在犬猫主粮均进入前十排名（此前多数仅海外品牌同时获得犬主粮和猫主粮的TOP10）。

■ 乖宝宠物：优势地位持续扩大

■ 作为国内宠物食品翘楚，乖宝品牌优势突出，电商大促期间麦富迪多次跻身天猫第一/京东第二，且今年以来品牌优势持续扩大、高端品牌弗列加特快速上位，双十一期间麦富迪霸榜第一，弗列加特跻身天猫宠物榜单TOP4，且值得注意的是弗列加特获得猫主粮TOP1，助力乖宝拿下天猫宠物各主要细分品类TOP1。随着主粮细分化升级预计将对产品的基础研发、品质把控等会提出更高的要求，乖宝有望把握细分需求增长红利且助力优势地位持续提升。

■ 中宠股份：坚定聚焦主粮策略，H2随着顽皮调整结束内销有望迎来加速

■ 公司推出24年员工持股计划，境内业务考核目标24/25/26年营收同比+30%/+25%/+25%，24H1受顽皮主品牌调整影响内销+23%，但随着调整效果显现内销或将迎来加速。公司持续加强主粮产品布局，预计品牌有望延续快增。

■ 佩蒂股份：爵宴引领，持续丰富品类布局

■ 24年前三季度爵宴品牌增长超50%，目前爵宴已在高端狗零食领域地位突出，且随着风干粮等产品持续发力，公司核心品牌的产品矩阵实现从零食到主粮全覆盖，有望推动自有品牌的持续增长。

图：2021-2024年双十一天猫宠物品牌热销品牌榜单

2021年双十一天猫宠物榜单						2022年双十一天猫宠物榜单					
排序	宠物品牌	猫主粮品牌	犬主粮品牌	猫零食品牌	犬零食品牌	排序	宠物品牌	猫主粮品牌	犬主粮品牌	猫零食品牌	犬零食品牌
1	麦富迪	渴望	麦富迪	ZIWI	麦富迪	1	麦富迪	渴望	麦富迪	麦富迪	麦富迪
2	皇家	皇家	伯纳纯	希宝	ZIWI	2	皇家	网易严选	伯纳纯	希宝	MEATYWAY
3	渴望	爱肯拿	皇家	麦富迪	疯狂小狗	3	渴望	皇家	皇家	朗诺	顽皮
4	爱肯拿	网易严选	比乐	珍致	顽皮	4	网易严选	instinct	比乐	珍致	疯狂小狗
5	卫仕	instinct	耐威克	帕特	ZEAL	5	卫仕	蓝氏	爱肯拿	顽皮	ZEAL
6	PIDAN	素力高	爱肯拿	伊纳宝	宝路	6	爱肯拿	素力高	耐威克	伊纳宝	凯悦思
7	凯悦思	卫仕	渴望	顽皮	路斯	7	PIDAN	阿飞和巴弟	渴望	网易严选	多格漫
8	ZIWI	阿飞和巴弟	纽顿	皇家	凯悦思	8	instinct	ZIWI	纽顿	爱立方	宝路
9	网易严选	麦富迪	疯狂小狗	朗诺	耐威克	9	ZIWI	卫仕	ZIWI	阿飞和巴弟	路斯
10	耐威克	哩哩	比瑞吉	凯悦思	多格漫	10	阿飞和巴弟	江小傲	汪爸爸	万物一口	益和

2023年双十一天猫宠物榜单						2024年双十一天猫宠物榜单					
排序	宠物品牌	猫主粮品牌	犬主粮品牌	猫零食品牌	犬零食品牌	排序	宠物品牌	猫主粮品牌	犬主粮品牌	猫零食品牌	犬零食品牌
1	麦富迪	蓝氏	伯纳纯	麦富迪	麦富迪	1	麦富迪	弗列加特	麦富迪	麦富迪	麦富迪
2	皇家	诚实一口	麦富迪	希宝	MAETWAY	2	鲜朗	鲜朗	伯纳纯	希宝	MEATYWAY
3	蓝氏	皇家	皇家	网易严选	顽皮	3	蓝氏	蓝氏	爱肯拿	网易严选	疯狂小狗
4	网易严选	鲜朗	比乐	朗诺	疯狂小狗	4	弗列加特	instinct	鲜朗	朗诺	ZEAL
5	诚实一口	instinct	纽顿	珍致	ZEAL	5	诚实一口	诚实一口	皇家	顽皮	顽皮
6	鲜朗	网易严选	汪爸爸	顽皮	嬉皮狗	6	皇家	皇家	诚实一口	万物一口	雅礼颂
7	instinct	渴望	耐威克	阿飞和巴弟	益和	7	instinct	渴望	比乐	伊纳宝	嬉皮狗
8	渴望	素力高	鲜朗	万物一口	smartbones	8	网易严选	麦富迪	渴望	阿飞和巴弟	益和
9	伯纳纯	江小傲	爱肯拿	伊纳宝	凯悦思	9	渴望	网易严选	汪爸爸	Toppress	路斯
10	卫仕	弗列加特	疯狂小狗	宽福	宝路	10	爱肯拿	爱肯拿	蓝氏	蓝氏	多格漫

资料来源：宠业家，天猫榜单，维宠宠物导航网，华福证券研究所

内需 | 两轮车：新国标+以旧换新，25年基本面改善可期

- **受国检、新国标产品切换等因素影响，2024年行业销量承压，在以旧换新+新国标政策驱动下，2025年销量有望明显改善。**根据艾瑞咨询，2023年国内电动两轮车销量为5500万台，同比+9.8%，近3年CAGR约4.9%，预计2024年销量为5000万台，同比-9%。受国检、新国标产品切换等因素影响，2024年行业销量承压，在以旧换新+新国标政策驱动下，2025年销量有望明显改善。
- **新国标修订版有望刺激明年行业换新需求释放，行业准入门槛提高，龙头集中度有望提升。**9月工信部发布新国标征求意见稿，新国标修订主要内容包括：限制塑料件使用（降低燃烧概率）、增加北斗定位模组（定位测速）、电池安全（车电互认、防篡改）、放宽整车重量（铅酸车重量从55kg放宽至到63kg）、取消脚蹬等。新国标预计明年初开始执行，生产过渡期截至明年年中，新国标修订版的实施有望刺激行业销量回暖。与此同时，征求意见稿明确要求企业应具有与电动自行车产能相匹配的整车及车架等关键部件的生产能力、检测能力和质量控制能力，提高行业准入门槛，鼓励行业集中度提升，利好龙头。
- **在新国标切换过程中，龙头具有较强的新品响应速度，叠加小厂出清带来的渠道拓展机会，雅迪、爱玛等龙头有望表现优于行业、市占率进一步提升。**此次新国标修订内容涉及北斗模组加装、限制塑料件占比等方面，或导致电动自行车产品外观形态等方面变化，龙头具有较强研发优势，预计新品推出速度、针对市场反馈的响应速度优于中小品牌，与此同时，新国标提升行业准入门槛，尾部小厂商出清，龙头有望整合小厂商渠道，助力份额向上。

图：新国标修订征求意见稿修订内容

修订方向	具体内容
防火阻燃	完善电动自行车所用非金属材料的防火阻燃试验要求和办法，提高整车及鞍座、导线绝缘层等部件防火阻燃性能要求， 并新增塑料件占比指标 ，引导企业压缩非必要塑料件的使用，确实需要使用时也应选择不易燃的材料，从而起到降低火灾发生风险、延缓火灾蔓延速度、减少火灾荷载和有毒有害气体释放量的效果。
防篡改、非法改装	完善蓄电池、控制器、限速器等防篡改要求和办法， 明确电动自行车控制器、蓄电池、充电器应具有互认协同功能 ，从技术上增加车辆最高速度、电动机功率、蓄电池类型及输出电压等关键参数的篡改难度，减少因非法改装导致的安全事故。
防超速	强化对电动机额定连续输出功率、空载反电动势等关键参数的要求和测试方法， 从技术上确保车辆无法超速行驶，防范通过在控制器中预留“后门”提高车辆速度 ；同时增加电动机低速运行转矩限值，保证车辆正常的短距离爬坡能力，便利消费者使用。
北斗定位、监测异常	增加北斗定位及通信功能，方便消费者实时了解电动自行车所在经度、纬度、蓄电池状态等关键安全信息，并对车辆异常情况进行识别 ，必要时可通过通信网络发送报警信息，从而具备动态安全监测能力，增强车辆的主动安全性能。
鼓励行业集中度提升	增加企业质量保障要求和办法， 要求电动自行车生产企业具有与产能相匹配的整车及关键部件生产能力、检测能力和质量控制能力 ，从而提升产品一致性和抽检合格率，同时通过鼓励规模化生产提高产业集中度。
适当放宽整车重量	适当放宽整车重量，综合考虑消费者合理使用诉求， 将使用铅蓄电池的电动自行车整车重量由55公斤提高至63公斤 ，从而让铅蓄电池电动自行车更好满足消费者正常的续航里程和充电频次需求。
不强制安装脚踏	优化脚踏骑行功能，考虑到脚踏骑行功能在实际使用中频率较低，征求意见稿中 不再强制要求所有车型均安装脚踏助力装置 ，调整为由企业根据车型的实际需要设计和安装，在节约成本的同时为消费者提供更多车型选择。

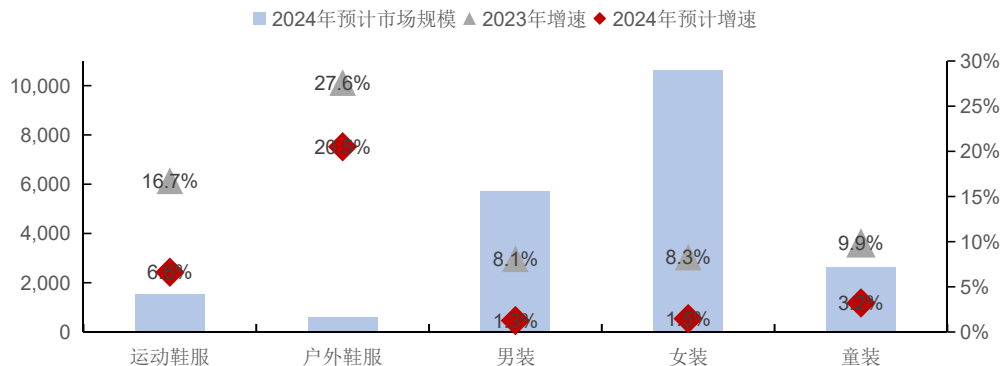
图：2023年国内电动两轮车销量约5500万台



资料来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

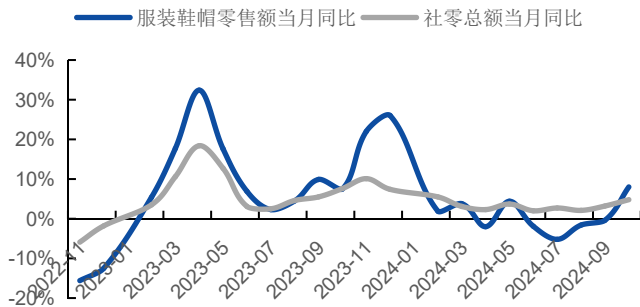
- **冷冬带动服饰消费趋势向上。**1~10月我国服装鞋帽零售额实现1.16万亿元，同比+4.0%；分季度看，Q1/Q2/Q3 同比持平/+2%/+0.5%，10月服装鞋帽零售额同比+8%，好于社零整体4.8%增长，趋势向上，预计主要受益于天气转冷带动换季服饰刚需。
- **服饰子板块表现继续分化，2024年预计户外鞋服规模达到582亿元，同比+20.5%；**其次运动/童装/男装/女装分别同比+6.6%/3.2%/1.3%/1.5%。户外服饰引领新趋势，且泛户外人群扩容带动户外潮流破圈并向日常通勤场景演绎，23/24E增速分别为27.6%/20.5%；而运动鞋服、男女装以及童装随着疫情放开后基数正常化，增速较去年均有所放缓。
- **户外预计仍保持双位数增长，其次关注运动、童装。**据欧睿预测，2024E~27E户外仍为服饰高景气子板块，预计复合增速达到13%，其次运动/童装分别为6%/3%。

图：2023~24E市场规模及增速（亿元，%）



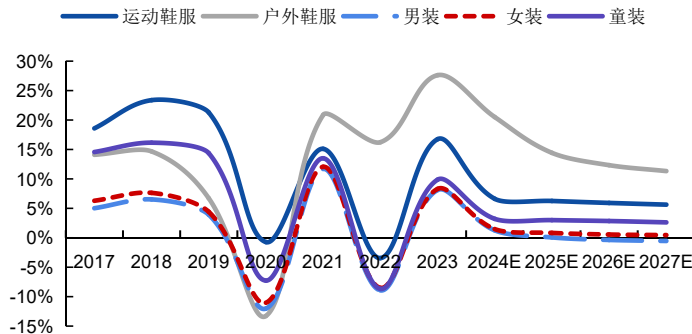
资料来源：Euromonitor, 华福证券研究所

图：服装鞋帽零售额与社零总额当月同比（%）



资料来源：国家统计局, Wind, 华福证券研究所

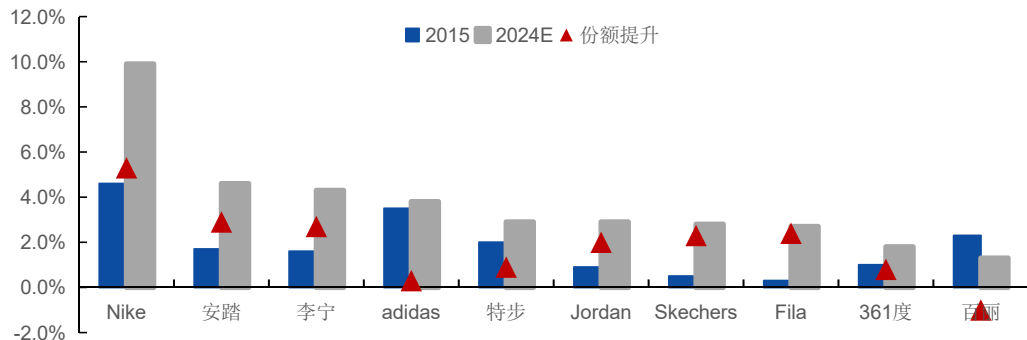
图：2017~2027E服装子板块规模增速（%）



资料来源：Euromonitor, 华福证券研究所

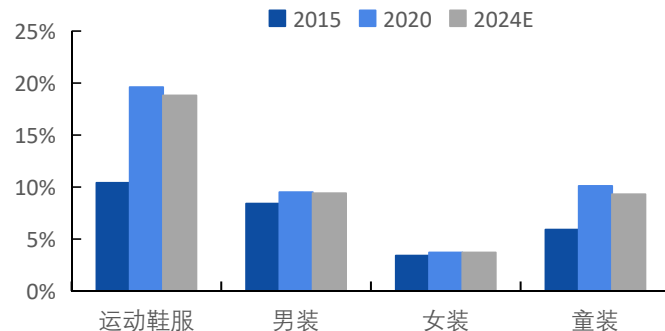
- 10年维度看运动、童装龙头份额提升趋势更为显著，但2020年以来集中度相对平稳，存量品牌竞争加剧，龙头品牌在规模、设计&渠道&营销资源方面更为领先，抗疫情期间波动更强。
- 运动鞋服：2015~19年其CR3/CR8分别提升9Pct/11Pct至19.4%/29.7%，且随着国产运动品牌加码功能性研发赋能产品带动其市场份额提升，2020~2024E存量品牌竞争加剧，导致行业集中度维持平稳。从品牌看，Nike保持我国运动份额Top1，2015~24E其份额提升5.3pct至9.9%，国产品牌安踏、李宁超过adidas进入Top3，份额分别提升2.9pct、2.7pct至4.6%、4.3%。
- 童装：2015~19年其CR3份额提升4pct至9.9%，随后格局逐渐稳定，头部品牌市占率保持平稳（balabala、安踏、优衣库）。

图：运动品牌市场份额及提升趋势（%）



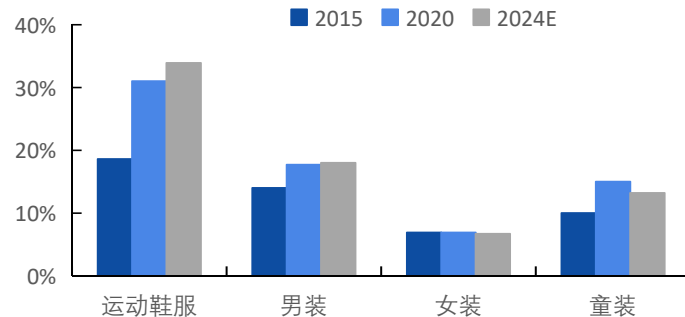
资料来源：Euromonitor, 华福证券研究所

图：2015与2024E服装子板块CR3（%）



资料来源：Euromonitor, 华福证券研究所

图：2015与2024E服装子板块CR8（%）

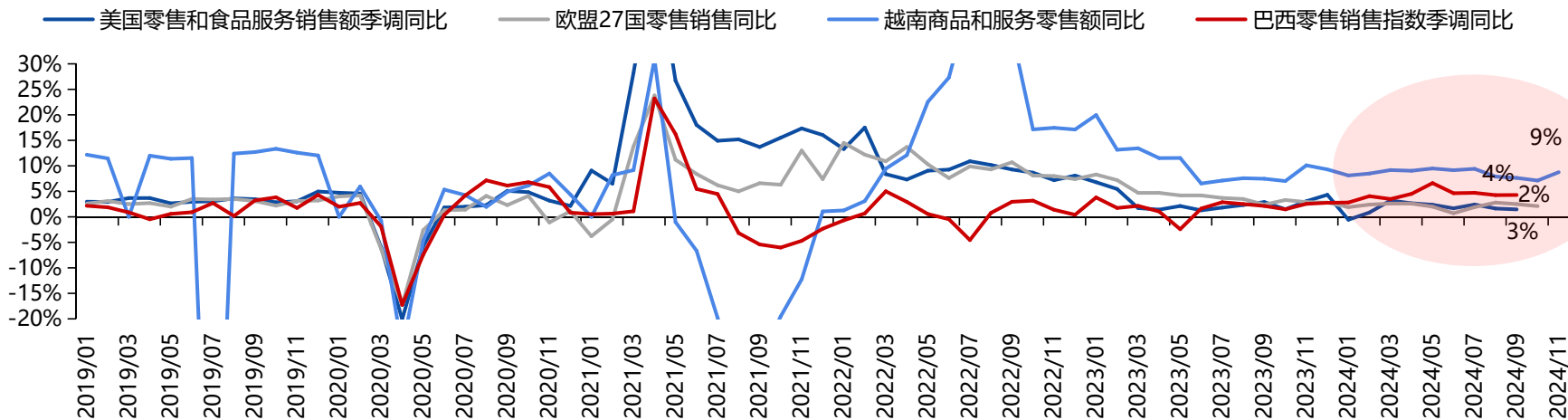


资料来源：Euromonitor, 华福证券研究所

- 复盘：消费需求整体承压，大家电、宠物超额收益显著
- 内需：政策效果显著，看好低基数下内需复苏
- 外需：新兴场景景气延续，欧美需求仍有改善空间
- 全球制造业重构：关注中国优势产能
- 投资建议&风险提示

- **消费景气度分化明显，新兴市场表现好于欧美。**考虑到全球不同地区的统计口径和指标不同，以及分大洲的数据获取存在困难，我们选取美国和欧盟作为传统发达市场的代表，越南和巴西作为新兴市场的代表，并计算相关零售类数据的同比增速。
- **欧美市场：**2024年以来美国零售和食品服务销售额季调同比增速中枢在1-2%，或主要受高利率影响；欧盟27国零售销售当月同比增速中枢在2%左右，或主要受到俄乌冲突拖累。
- **新兴市场：**2024年越南商品和服务零售额同比增速中枢在9-10%，巴西零售销售指数同比增速中枢约4%，显著好于欧美市场，主要原因或是新兴市场经济仍处于发展初期，经济增速相对较快，部分商品的渗透率仍有较大提升空间，
- 基于上述分析，我们认为站在中长期的角度来看，出口维度上应重视新兴市场机会，需求更具韧性且关税风险较低。

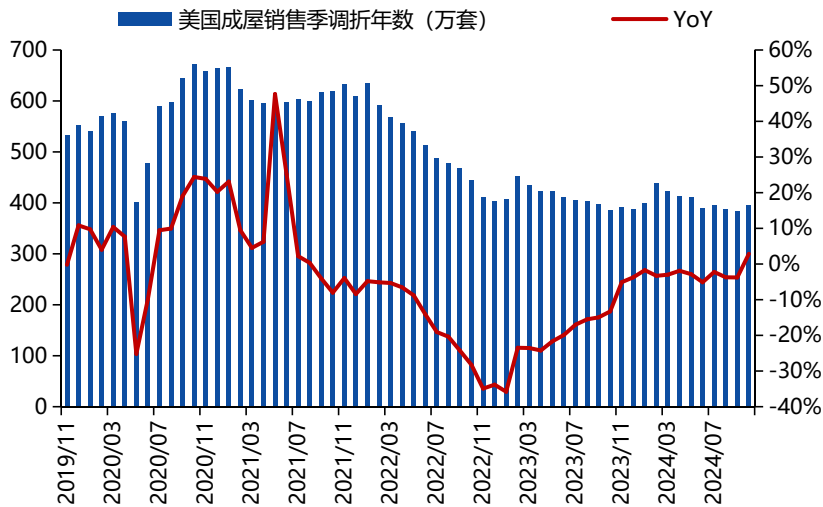
图：全球各地区零售指标对比



资料来源：iFinD，华福证券研究所

- **对成熟市场而言，我们认为仍然存在结构性机会。**据iFinD数据，2024年10月份美国成屋销售季调折年数396万套，同比+2.86%，为2021年7月以来的首度同比转正。目前压制美国成屋销售的核心因素仍然是利率水平，据iFinD数据，截止2024年11月底30年期抵押贷款固定利率仍然高达6.8%，这进一步压制了购房者的热情。我们认为，随着美联储进入降息通道，房贷利率有望逐步下行并回归至常态的3-5%水平，成屋销售也有望反弹至2019年左右的500万套左右水平，较目前将有26%左右的弹性空间。如果地产回暖，作为后周期的大家电、以及工具品类将充分受益，因此我们也看好降息背景下由美国地产拉动的潜在机会。

表：2024年10月美国成屋销售数据同比转正



资料来源：iFinD，华福证券研究所

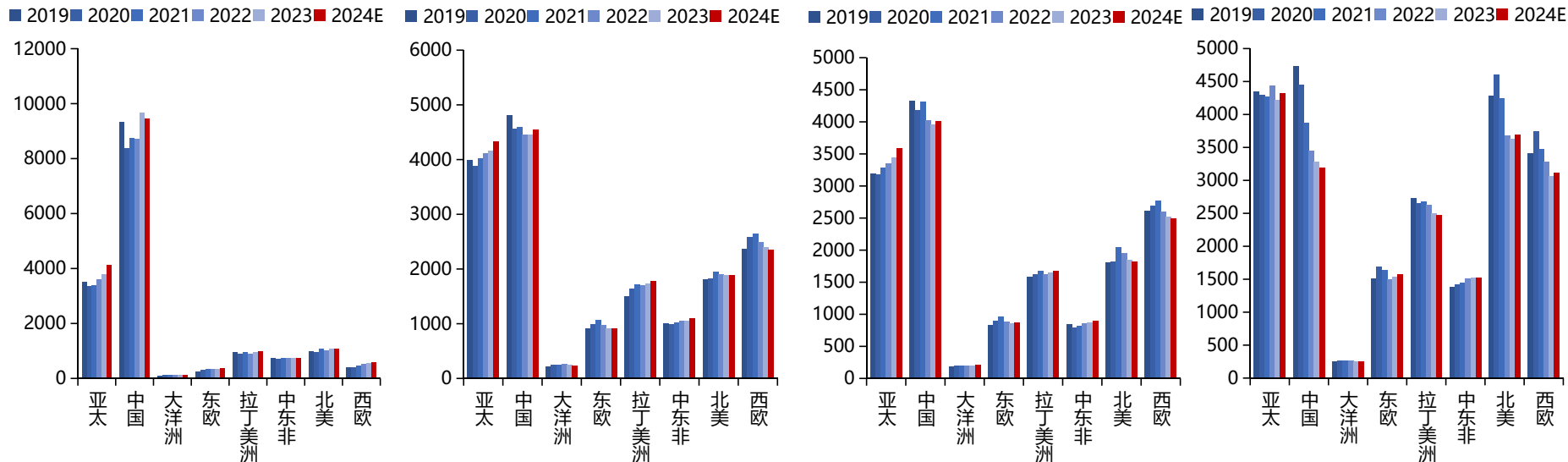
表：美国30年期抵押贷款固定利率仍处于较高水平



资料来源：iFinD，华福证券研究所

- **北美**：近年来家电销售总体呈现缓慢下滑趋势，一方面与2021年量化宽松背景下需求透支有关，另一方面也与目前利率处于高位对房地产以及消费存在压制有关。我们认为，随着美联储进入降息周期，美国家电需求或有望在2025年迎来好转。
- **欧洲**：近年来家电需求总体呈下滑趋势，或主要与俄乌冲突导致经济疲软有关。我们认为，若后续俄乌冲突缓和，消费需求或有望迎来改善。
- **亚太&中东非&拉丁美洲**：上述市场属于典型的新兴市场，经济增速相对欧美等发达国家较快，主要家电品类保有量仍然不高，渗透率具有较大提升空间，叠加部分地区今年的高温天气影响，家电需求实现较快增长。

表：全球各地区主要大家电销量（从左至右分别为空调/冰箱/洗衣机/电视机）

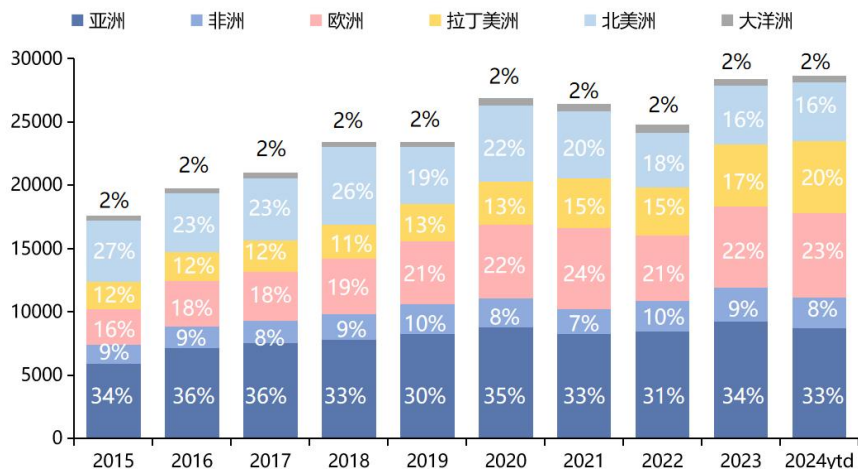


资料来源：Euromonitor，华福证券研究所

外需 | 大家电：欧美补库拉动家电外销增长，新兴市场景气持续性强

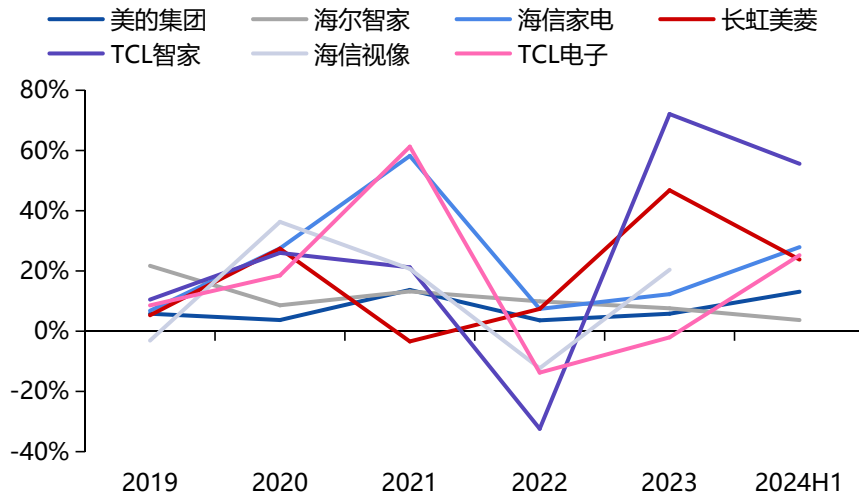
- 据海关总署数据，2024年1-10月中国大家电产品（包括空调、冰箱、洗衣机和电视机）对亚洲/非洲/欧洲/拉丁美洲/北美洲/大洋洲出口量分别同比+12%/+7%/+23%/+39%/+20%/+15%，总体来看对各大洲的出口均实现同比增长，但驱动因素或有所分化：1) 针对欧洲和北美洲等发达地区，前文已经述及终端需求受通胀或地缘冲突影响需求较弱，但得益于渠道库存去化，补库需求拉动出口实现较好增长；2) 针对亚非拉等新兴市场，得益于渗透率提升拉动的终端增长，国内对上述地区的出口保持高景气。
- 公司维度来看，2024H1美的/海尔/海信家电/长虹/TCL智家/海信视像/TCL电子外销收入增速分别达到+13%/+4%/+28%/+24%/+56%/+25%亦普遍实现较好增长。展望2025年，我们认为随着美国进入降息周期，新兴市场景气延续，若地缘冲突缓和，大家电外销增速或仍具韧性。

图：中国大家电分洲别出口量（万台）及占比



资料来源：海关总署，华福证券研究所（2024年数据为1-10月累计）
家电品类包括空调冰箱洗衣机电视机

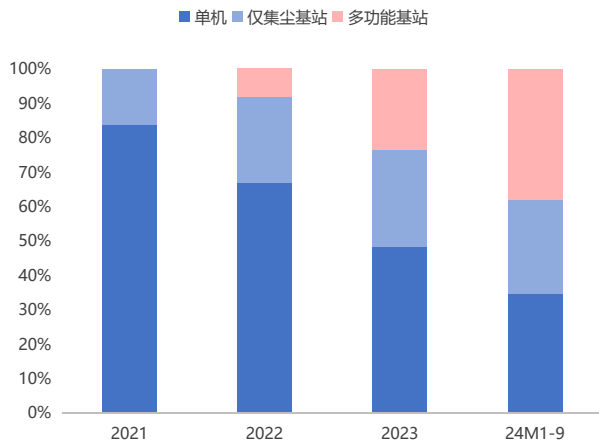
图：主要大家电公司外销收入增速



资料来源：iFinD，各公司公告，华福证券研究所

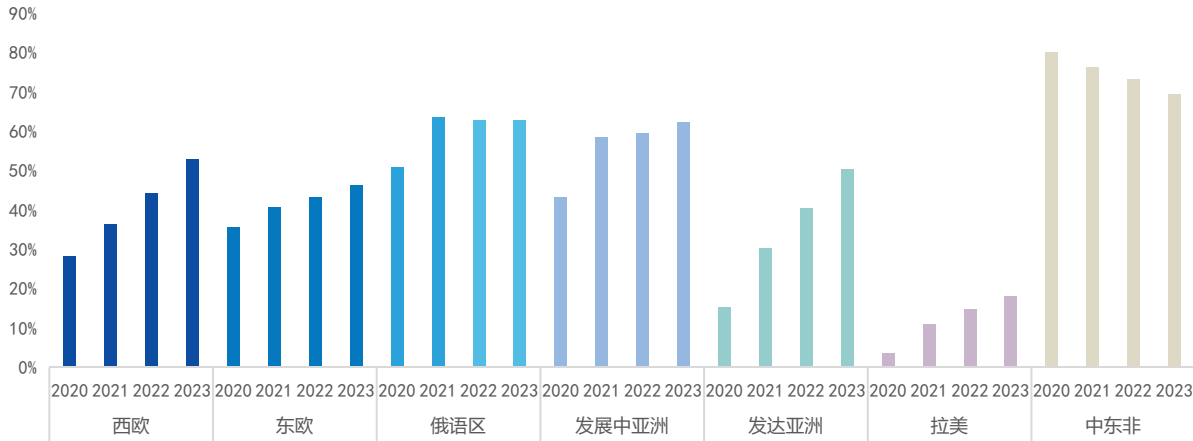
- 海外扫地机渗透率提升+产品结构优化，国产品牌技术领先有望持续受益。
- 近年来中国品牌持续发力超车，在扫地机产品创新周期上已领先海外品牌，中国品牌率先在国内市场完成了从单机-单基站-多功能基站的升级。且中国品牌亦积极推进多功能基站款产品的出海，凭借优质产品竞争力引领海外扫地机产品结构的优化，推动海外扫地机产品从单机向基站款及多功能基站款快速升级，GFK数据显示24年1-9月海外主要市场（不含北美、俄罗斯）多功能基站款扫地机销售额占比超37%（22年仅8%左右），但与中国市场相比结构仍有优化空间（奥维云网24年1-9月线上扫地机全能款占比近76%）。全球扫地机仍在渗透率快速提升的早期阶段，且中国品牌目前在产品力上仍有足够竞争力继续引领海外市场、推动海外产品结构进一步升级，扩大中国品牌在全球份额优势。

图：扫地机器人基站类型比重（销额，%）



资料来源：GFK，华福证券研究所；备注：不含北美、俄罗斯、中国

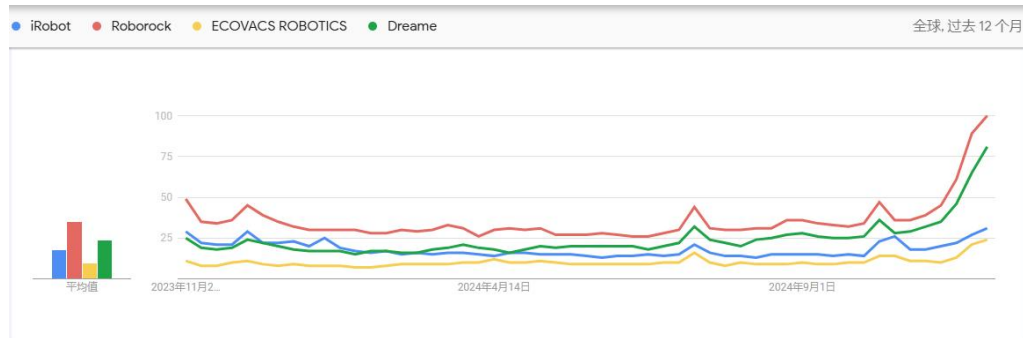
图：海外主要区域扫地机市场中国品牌销售额市占率



资料来源：GFK，华福证券研究所

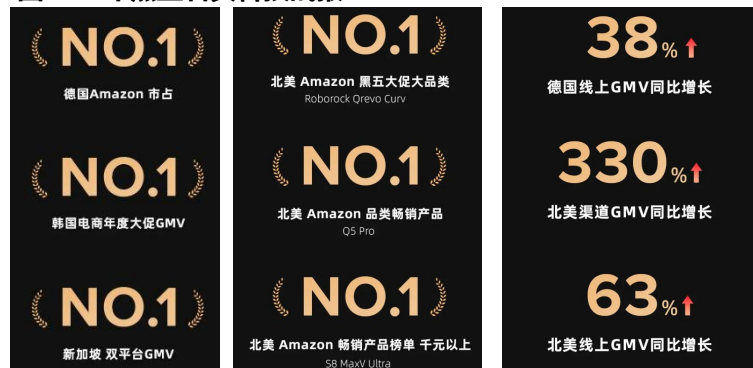
- **中国品牌认可度提升，石头追觅全球搜索热度超iRobot。** 近年来国产品牌凭借优质产品力在海外获得消费者青睐，谷歌搜索指数来看全球地区石头与追觅的搜索热度已超过海外龙头iRobot。
- **石头科技：海外采取积极进取策略，欧洲加强直营占比，北美拓展线下门店。** 24年以来石头加速推进欧洲地区渠道结构从经销向直营转移，经销与直营旺季错期导致Q3欧洲地区营收下滑，Q4影响消除预计欧洲或有望迎来恢复；北美地区石头已在美国线上取得领先地位，去年开始线下渠道取得突破，目前石头在美国线下已入驻约1400余家Target门店和约700余家BestBuy门店。四季度大促旺季，黑五石头德国线上/美国线上/美国渠道GMV同比分别增长38%/63%/330%。
- **科沃斯：加大海外市场拓展力度，精准布局欧洲市场。** 24H1科沃斯品牌/添可品牌海外业务收入分别同比增长11%和32%，其中科沃斯品牌在欧洲市场收入同比增长42%，添可品牌在欧洲市场同比增长66%。
- **追觅科技：加强投入，在西南欧高歌猛进。** 追觅在西南欧高举高打取得领先地位，在德国、意大利等市场取得领先地位，2024年3月追觅科技在意大利扫地机市场占有率达43%，位居市场第一。黑五期间追觅西南欧扫地机GMV超过7.9亿元，其中亚马逊渠道GMV同比增长69%。
- **欧洲品牌竞争加剧，美国关税无需过度担忧。** 海外扫地机低渗透+产品结构优化，石头科技引领的中国品牌有望持续受益。欧洲市场分散，今年以来出海中国品牌均持续加码欧洲市场，预计明年竞争或仍较为胶着，但产品力突出的石头预计仍有望强化优势地位；美国市场目前存在关税加征风险，但扫地机及其供应链产能仍主要集中于中国市场，且龙头品牌如石头加速产能出海目前已设立越南工厂（Q4已开始陆续发货），预计中国品牌应对美国关税风险的韧性较强。

图：全球地区主要扫地机品牌谷歌搜索指数趋势



资料来源：谷歌trends，华福证券研究所

图：24年黑五石头科技战报

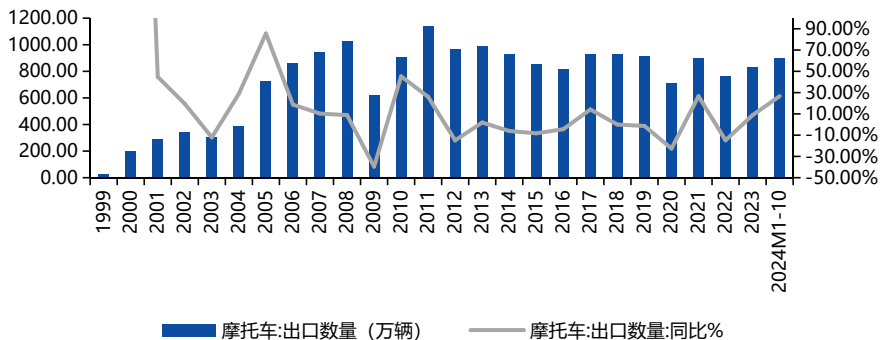


资料来源：石头科技微信公众号，华福证券研究所

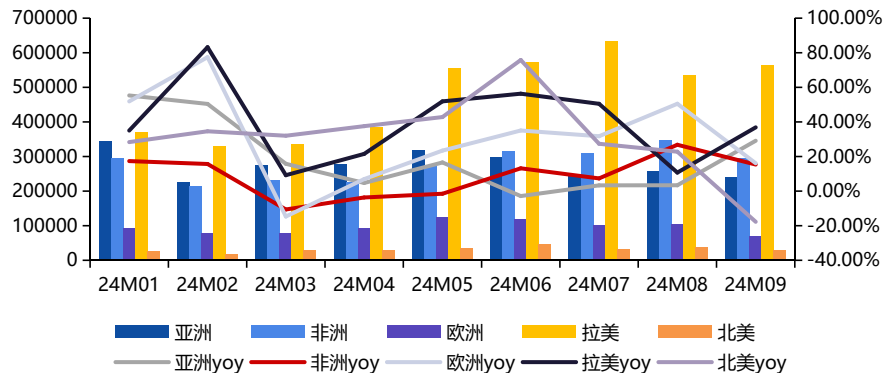
外需 | 摩托车：自有品牌出口仍处于早期，25年有望延续高景气

- **2024年摩托车出口景气度较高，主要出口区域均呈现高增长，自有品牌表现优于行业。**根据摩托车商会，2024年1-10月摩托车整车出口量900.17万辆，同比增长26.62%，出口金额56.77亿美元，同比增长21.68%，根据海关总署，分地区来看，拉丁美洲、亚洲、欧洲、北美洲均实现较快增长，1-9月出口量同比增速分别为+37%、+17%、+27%、+29%。1-10月春风、钱江、隆鑫出口量分别为9.6、18.7、129万辆，同比+64%、+36%、+35%，国内自有品牌出口表现优于行业大盘。
- **展望Q4及明年：**随着欧5+认证持续完成、Q4欧洲提货旺季，Q4出口环比改善确定性强。展望明年，欧洲深耕+南美亚太等新兴市场区域拓展，自有品牌出海有望延续高增；内销方面，Q4内销进入淡季，但新品集中交付，Q4内销同比有望延续较好表现，头部品牌明年仍有较多新品布局，有望驱动内销保持稳健增长。
- **当前国内品牌出海仍处于早期，短期摩托车出海增长确定性强，建议关注春风、钱江、隆鑫。**在海外摩托车行业整体稳健增长的背景下，我们认为本轮摩托车出口核心看点为国内头部厂商综合竞争力提升、通过自有品牌拓展海外市场，有望开启新一轮品牌出海周期，短期海外区域拓展、渠道开拓、新品导入，均有望驱动出口延续较快增长，中长期来看，国产品牌多维度竞争力提升，有望持续抢占外资品牌份额，建议把握摩托车出海的产业趋势。

图：国内摩托车出口量及增速

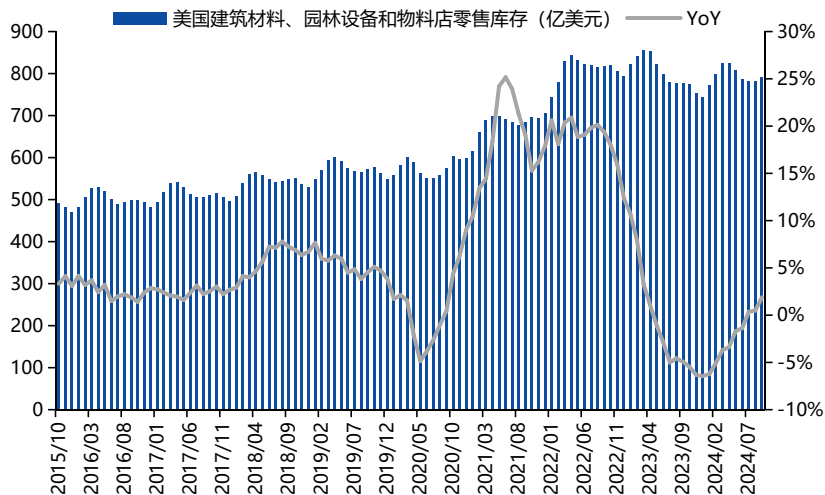


图：国内出口至各大洲的摩托车销量及增速



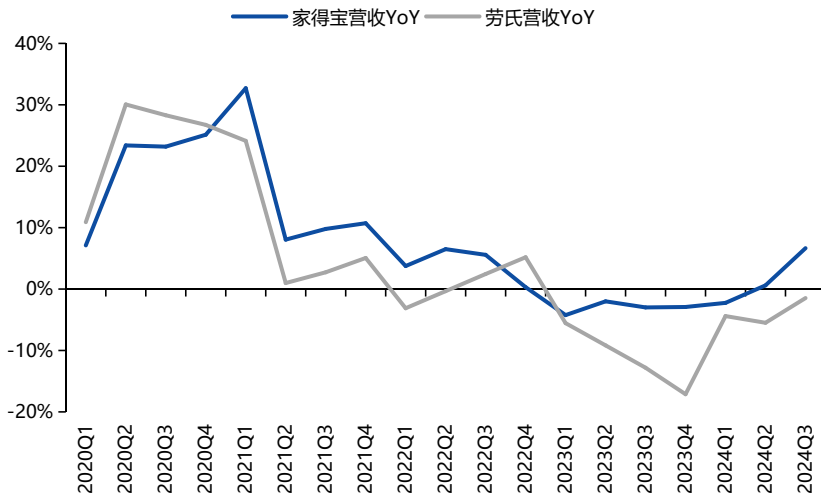
- **渠道库存去化结束，零售端稳步回暖，叠加地产β好转，工具需求或迎来新一轮景气周期。**据iFinD数据，2024年9月美国建筑材料、园林设备和物料店零售库存792亿美元，同比+2%，结束了自2023年5月份至2024年6月份累计超过一年的下滑。尽管从绝对值来看，零售库存似乎仍处于高位，但考虑其中包含了高通胀导致的价格因素，若将其剔除后定性来看，当前库存水位或显著低于表观。同时，结合家得宝、劳氏等美国主要零售商的表现来看，季度营收增速也开始显著回暖，反映出终端零售景气度在逐步改善。因此，在美联储降息大背景之下，零售回暖或将拉动行业库存回补，叠加美国地产复苏带来的潜在增量，工具行业或有望迎来景气增长。

表：美国建材、园林设备和物料店零售库存同比开始回升



资料来源：iFinD，华福证券研究所

表：家得宝、劳氏营收逐渐回暖



资料来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

- 复盘：消费需求整体承压，大家电、宠物超额收益显著
- 内需：政策效果显著，看好低基数下内需复苏
- 外需：新兴场景景气延续，欧美需求仍有改善空间
- **全球制造业重构：关注中国优势产能**
- 投资建议&风险提示

- 特朗普胜选为全球贸易带来不确定性，潜在有利空也有利好。** 特朗普胜选对全球贸易带来的可能影响包括：
 - 1) 关税税率可能大幅提升**，据新浪财经，特朗普胜选后做出的让制造业和工业回流到美国，以及对外国输入的产品全面征收至少15%以上关税的承诺很可能将随之兑现。具体来看，对待“竞争性国家”，特朗普威胁要征收60%，甚至是100%、200%的关税。而且，特朗普征收关税的目标还不仅限于“竞争性国家”，也包括美国的盟友国家，特别是德国、日本、韩国，甚至包括加拿大。
 - 2) 美国对华科技封锁或进一步加剧**，据36氪，自2018年以来，美国政府便对中国科技巨头如华为、中兴等进行技术封锁，试图通过“技术封锁”抑制中国在高科技领域的崛起，因此市场也普遍预期特朗普在上任后会延续类似做法。
 - 3) 俄乌冲突或有望走向终结**，据央视新闻，迅速结束俄乌冲突是特朗普竞选的核心承诺之一，他曾多次表示如果再次当选美国总统，可以在24小时内解决俄乌冲突。
- 影响分析：**
 - 1) 关税税率的提升会在一定程度上进一步拉升美国通胀**，这反而会导致美国制造业成本的上行，并不利于特朗普推动制造业回流的目的，因此最终关税的落地情况可能会比市场预期更加缓和，而且从上一轮关税加征的情况来看，对于部分品类也执行了长期豁免；
 - 2) 科技封锁可能会在一定程度上影响高端消费电子产品**，但中长期来看有利于**推动我国自主可控进程**；
 - 3) 俄乌冲突如果能够快速终结，对于欧洲需求的复苏将是较大利好**，欧洲作为我国出口的重要地区之一，其需求回暖也将为明年的外销提供支撑。
- 我们认为，对于消费行业而言，特朗普胜选的确会对出口造成一定程度扰动，但考虑到多数品类美国敞口有限，以及中国制造业占全球比重较高，**尤其是中国的家电和服装制造业在全球占据重要地位**，比如2023年**空冰洗产能占全球份额65.5%**（来源：中国电子网），**服装产能占全球50%以上**（来源：新华网），同时在过去几年时间中中国企业在海外进行了较为充分的产能布局，因此影响总体可控，甚至俄乌冲突如果走向终结对于外销而言能够带来一定利好。

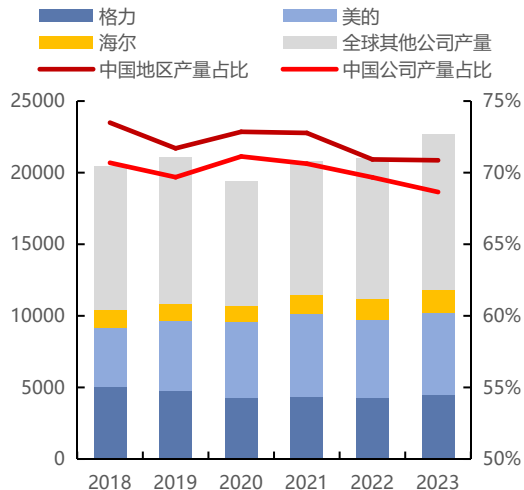
表：特朗普上一轮加征关税情况复盘

	关税加征时间	加征金额	加征税率	主要品类	主要消费细分品类
第一轮加征 (340+160亿清单)	2018年7月6日	340亿美元	25%	机械设备、电子通信	干衣机、燃气热水器、空气净化器
	2018年8月23日	160亿美元	25%		
第二轮加征 (2000亿清单)	2018年9月24日	2000亿美元	10%	农产品、化学制品、轻工、家电	空调、冰箱、吸尘器、电视、烤箱、宠物食品，宠物牵引用具，猫爬架
	2019年1月1日		10%→25%		
第三轮加征 (3000亿清单)	2019年9月1日	1200亿美元	15%	农产品、纺织品、家电、消费电子	洗衣机、洗碗机、破壁机、微波炉、投影仪、咖啡机、服装、鞋履、宠物垫、宠物尿裤
	2020年2月14日		15%→7.5%		

资料来源：奥维云网，物博会、中储棉信息中心，乖宝宠物&源飞宠物&依依卫生&天元宠物招股书，华福证券研究所

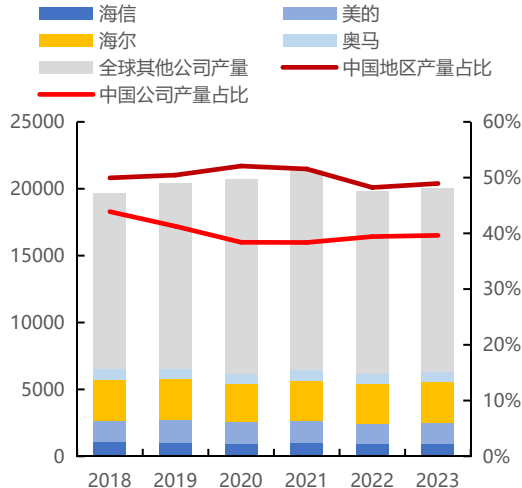
- **中国家电产量占全球比重极高，拥有显著的规模及效率优势。**据Euromonitor数据，2023年中国空冰洗产量占全球比重分别在70%/50%/45%左右，在规模层面拥有显著优势；同时，得益于整机端的领先，中国在上游家电零部件比如压缩机、电机等规模优势也十分明显，因此效率方面中国家电行业也领先全球。基于此，我们认为在家电产业方面，短期内全球需求仍需依赖中国供应链。

表：全球空调产量分布（单位：万台）



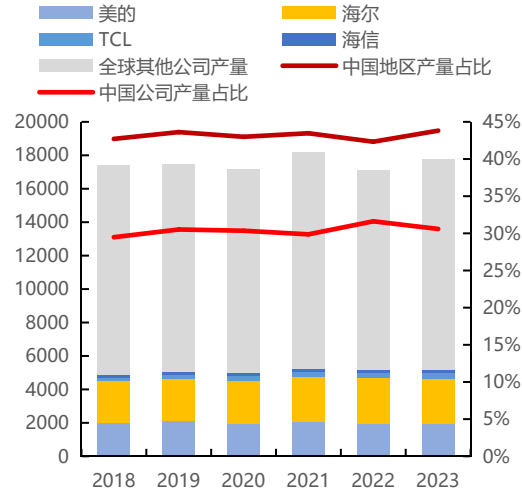
资料来源：Euromonitor, 华福证券研究所

表：全球冰箱产量分布（单位：万台）



资料来源：Euromonitor, 华福证券研究所

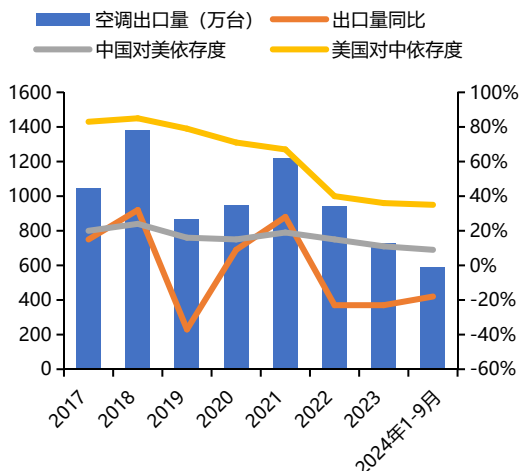
表：全球洗衣机产量分布（单位：万台）



资料来源：Euromonitor, 华福证券研究所

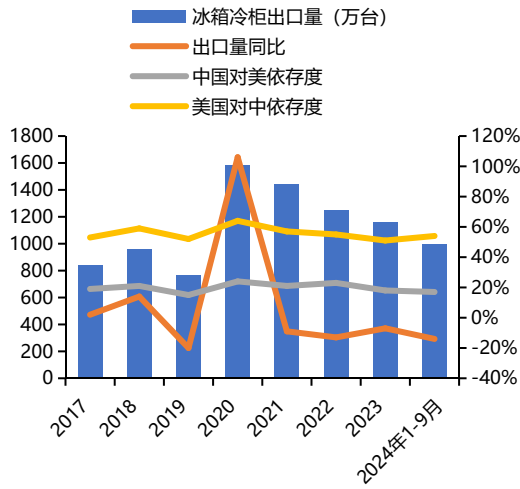
□ **美国对中国家电依存度较高，而中国对美国依存度并不高。**据产业在线数据，2024年1-9月空调/冰箱/洗衣机中国出口对美依存度分别为9%/17%/5%，美国对中国的进口依存度分别为35%/54%/35%。可以看出，中国空冰洗出口对美国的依存度并不高，需求的更大部分来自其它地区，这意味着即使美国关税税率上升减少从中国的家电进口，对于中国家电出口的大盘而言也难以造成显著影响；相比之下，美国对中国家电的进口依存度较高，全球范围内也难以找到替代，完全脱钩难度不低。

表：中美空调依存度情况



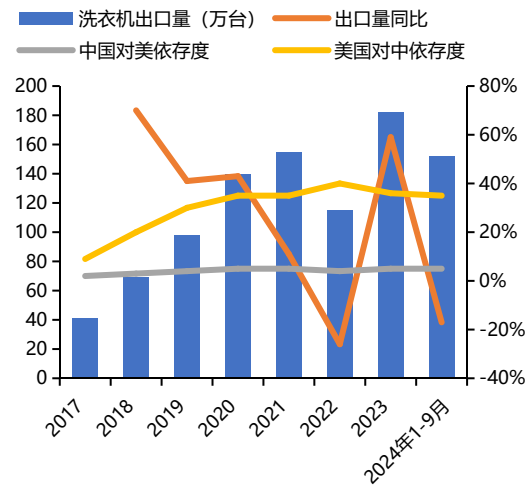
资料来源：产业在线，华福证券研究所
备注：中国对美依存度=中国出口美国/中国出口全球
美国对中依存度=美国从中国进口/美国从全球进口

表：中美冰箱冷柜依存度情况



资料来源：产业在线，华福证券研究所

表：中美洗衣机依存度情况



资料来源：产业在线，华福证券研究所

- 为应对关税风险，家电企业在海外进行了前瞻产能布局。** 根据我们的梳理，中国家电企业在海外已经进行了较多产能布局，比如美的、海尔、海信等白电龙头长期推进海外的本土化生产，在海外拥有多处生产基地；黑电企业包括海信视像、TCL电子等也在全球范围内进行了产能布局；康冠则以合作工厂的方式扩大海外产能；而以莱克、德昌为代表的吸尘器代工企业，以巨星、创科、泉峰为代表的工具企业则主要在东南亚地区建设产能，以应对潜在的关税风险。

表：主要家电企业海外产能布局情况

公司	海外产能建设情况
美的集团	海外有22个主要生产基地，遍布16个国家
海尔智家	在全球布局了35个工业园和143个制造中心
海信家电	收购三电后，在北美、欧洲、东南亚、印度等均有产能建设
海信视像	在北美、欧洲、南非、泰国均有产能建设
TCL电子	全球38个生产基地分布于在越南、马来西亚、菲律宾、印尼、印度、巴基斯坦、波兰、墨西哥、巴西等9国
石头科技	设立了越南工厂，24Q4开始发货
新宝股份	2023年11月在印尼完成对和声东菱的收购，正式成立其首个海外工厂
苏泊尔	在越南拥有年产790万口炊具生产基地
兆驰股份	在越南投资建设生产基地
康冠科技	于中国台湾、墨西哥、巴西、波兰、泰国、印度设立境外合作工厂
莱克电气	在越南和泰国进行产能建设
德昌股份	在越南进行产能建设，包括380万台吸尘器和300万台小家电
巨星科技	目前已经拥有10个中国生产制造基地，3个东南亚生产基地，5个欧洲生产基地和3个美国生产基地
创科实业	在美国、墨西哥、欧洲、东南亚等地拥有工厂
泉峰控股	拥有泉峰越南工厂和FLEX德国工厂
格力博	在越南和美国拥有工厂

资料来源：各公司公告，各公司官网，新浪财经，每日经济新闻，iFinD，华福证券研究所

全球制造业重构 | 纺织服装：美对中依赖高于中对美，东南亚产能承接

- **中国纺织制造在全球占据重要地位。**据WITS披露，2022年我国纺织/鞋类出口额分别为3199亿美元/850亿美元，占全球出口总额的34%/38%，连续30年居世界首位，且2012~2022年间在波动中保持增长。随特朗普当选，市场担忧美对加征关税将影响鞋服出口，但从数据看，**美国对中国的进口依赖度（服26%/鞋44%）显著高于中国对美国出口依赖度（服16%/鞋25%），且中国部分产能已转移至东南亚，美对中实际依赖度或更高，无需过度担忧贸易战的影响。**
- 从中国鞋服出口数据来看，美国依然为最大出口国，但占比仅为16%（服装）和25%（鞋），对中国整体出口影响有限，且22年纺织出口至美国占比下降0.8Pct至16.3%，鞋类出口至美国占比亦较21年下降2.8Pct。
- 从美国鞋服进口数据来看，中国仍占美国进口的Top1，虽然10年纺织服装、鞋类占比分别降12Pct、29Pct至26.1%、43.6%。但是美国从越南、孟加拉国、印尼等东南亚国家进口占比明显提升。**我国制造龙头在2010~2020年将产能外迁至东南亚，并将自身强大的供应链快反、数字化生产及管理能力在海外复制。美国对中国优质鞋服供应链依赖度仍然较高。**

图：中国纺织品服装出口总额及增速（亿美元，%）



资料来源：WITS，华福证券研究所

图：中国鞋服主要出口国家出口额占比 (%)

	2018	2019	2020	2021	2022
纺织品服装					
美国	17.3%	16.4%	18.1%	17.0%	16.3%
日本	7.6%	7.4%	7.4%	6.4%	6.1%
越南	6.0%	5.8%	5.4%	5.8%	6.0%
韩国	2.9%	3.1%	3.1%	3.0%	3.1%
孟加拉国	2.6%	2.6%	1.9%	2.9%	2.9%
德国	3.1%	2.9%	4.1%	3.0%	2.7%
吉尔吉斯斯坦	1.1%	1.4%	0.6%	1.5%	2.5%
澳大利亚	1.9%	1.9%	2.1%	2.2%	2.4%
鞋类					
美国	27.3%	25.4%	23.4%	28.0%	25.2%
日本	4.8%	4.4%	4.5%	3.8%	3.7%
德国	3.9%	3.8%	3.8%	3.6%	3.6%
俄罗斯	3.7%	3.5%	3.3%	3.7%	3.3%
菲律宾	1.8%	3.1%	3.1%	2.5%	3.2%
越南	2.4%	2.3%	3.6%	2.7%	3.2%
英国	3.5%	3.7%	3.6%	3.5%	2.9%
韩国	2.4%	2.4%	2.9%	2.6%	2.6%

图：美国鞋服主要进口国家进口额占比 (%)

	2018	2019	2020	2021	2022
纺织品服装					
中国	35.6%	32.6%	38.3%	29.3%	26.1%
越南	10.9%	12.1%	12.4%	12.7%	13.9%
印度	7.1%	7.4%	6.5%	8.7%	8.6%
孟加拉国	4.8%	5.1%	4.8%	6.0%	7.0%
印尼	4.1%	4.0%	3.3%	3.7%	4.3%
墨西哥	4.5%	4.3%	3.8%	4.1%	3.9%
巴基斯坦	2.6%	2.7%	2.7%	3.6%	3.6%
柬埔寨	2.1%	2.4%	2.7%	3.1%	3.3%
鞋类					
中国	56.5%	53.4%	47.1%	47.8%	43.6%
越南	19.9%	22.1%	26.4%	23.0%	25.9%
印尼	5.7%	5.9%	6.3%	6.8%	8.0%
意大利	4.9%	4.9%	5.4%	6.4%	5.6%
柬埔寨	1.1%	1.5%	2.1%	2.2%	2.6%
墨西哥	2.2%	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%
孟加拉国	1.2%	1.4%	1.7%	2.0%	2.4%
印度	1.5%	1.5%	1.3%	1.5%	1.9%

图：中国鞋类出口总额及增速（亿美元，%）



资料来源：WITS，华福证券研究所

- 海外运动品牌在阶段性去库以后收入出现分化的趋势，部分龙头对于FY24-25指引偏谨慎；但我们认为代工的龙头在快速交付、灵活产能、ESG等方面的优势仍在持续体现。
- 海外运动品牌表现持续分化：1) Nike增长乏力，大中华区同比持续下滑，FY25收入端指引中~高单位数下降。2) Adidas各地区表现亮眼，复古时尚单品销售超预期，公司多次上调24全年业绩指引至10%收入增速。3) 其他品牌中Deckers、On表现持续亮眼，运动细分功能性品牌仍然呈现较强的增长趋势。休闲品牌优衣库海外地区驱动优质增长。

表：海外运动及休闲重点品牌分季度收入、库存增速（%）

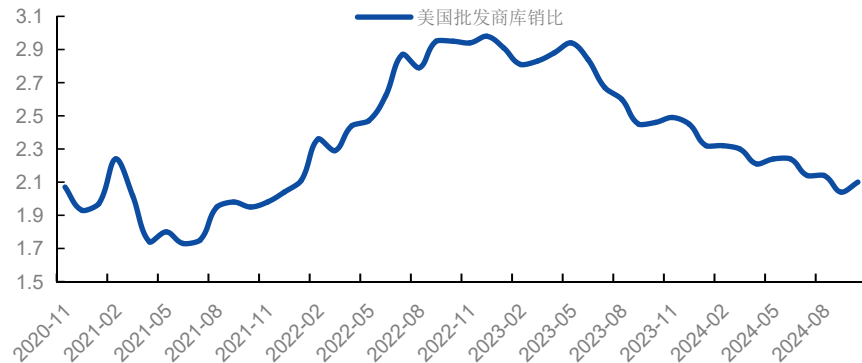
	收入增速										
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Nike	5.0%	-0.9%	3.6%	17.2%	14.0%	4.8%	2.0%	0.5%	0.3%	-1.7%	-10.4%
Adidas	0.6%	10.2%	11.4%	1.3%	-0.5%	-4.5%	-6.4%	-7.6%	3.5%	9.0%	7.3%
Lululemon	31.6%	28.8%	28.0%	30.2%	24.0%	18.2%	18.7%	15.6%	10.4%	7.3%	
Puma	23.5%	26.0%	23.9%	21.1%	14.4%	5.9%	-1.8%	-9.8%	-3.9%	-0.2%	-0.1%
Deckers	31.3%	21.8%	21.3%	13.3%	7.6%	10.0%	24.7%	16.0%	21.2%	22.1%	20.1%
On	67.9%	66.6%	50.4%	91.9%	78.3%	52.3%	46.5%	21.9%	20.9%	27.8%	32.3%
优衣库	1.5%	10.3%	23.2%	14.2%	26.9%	23.8%	16.2%	13.2%	5.0%	13.5%	18.3%

	存货增速										
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Nike	15.0%	22.8%	44.2%	43.3%	15.6%	0.4%	-10.0%	-14.4%	-13.2%	-11.1%	-5.1%
Adidas	15.3%	35.2%	72.4%	49.0%	24.9%	1.0%	-23.2%	-24.2%	-22.0%	-18.0%	-6.7%
Lululemon	74.0%	85.1%	84.5%	49.8%	24%	13.6%	-4.5%	-8.6%	-15.0%	14.0%	
Puma	32.2%	42.9%	72.3%	50.4%	32.7%	8.1%	-20.3%	-19.6%	-16.8%	-8.6%	-3.4%
Deckers	82.2%	83.4%	45.4%	31.4%	5.1%	-11.8%	-21.5%	-25.5%	-11.0%	1.7%	7.1%
On		47.6%	80.6%	194.8%	186.4%	101.1%	61.7%	-9.9%	-21.5%	-7.9%	-17.8%
优衣库	-1.2%	2.1%	23.1%	40.8%	24.9%	10.1%	-7.5%	-14.8%	-5.3%	4.5%	5.6%

资料来源：Bloomberg，各公司公告，华丽志公众号，华福证券研究所

- 美国消费者服装批发商库销比呈现向下趋势，反映渠道库存逐渐消化，回归正常水位。
- 从台湾企业的月度表现来看，Nike核心鞋类供应商丰泰受到Nike终端承压影响，8月营收同比转负，10月同比下滑10%。Adidas重要供应商裕元集团趋势向好，Q3以来月度营收维持20%+正增长。面料成衣制造企业儒鸿月度营收有所波动，但整体呈现增长趋势。

图：美国服装批发商库销比 (%)



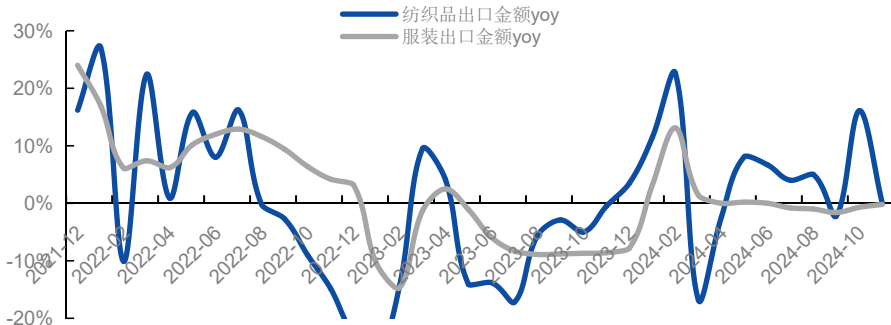
表：台湾制造企业月度营收 (%)

	丰泰集团			裕元集团			钰齐			志强			儒鸿		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
1月	9.6%	-15.2%	16.5%				6.8%	3.6%	-12.6%	-5.0%	-12.9%	6.5%	32.3%	-42.9%	25.0%
2月	16.7%	-0.4%	-7.9%	16.8%	-5.9%	-12.2%	53.0%	33.5%	-64.2%	-0.1%	-21.7%	26.3%	19.3%	-27.8%	9.0%
3月	21.2%	-22.2%	11.0%	11.0%	-21.3%	0.2%	47.3%	0.8%	-60.4%	10.0%	-1.0%	24.6%	19.7%	-35.8%	17.9%
4月	19.6%	-16.3%	4.4%	14.5%	-25.4%	2.5%	57.2%	8.1%	-34.8%	-0.2%	4.7%	9.6%	17.2%	-31.5%	13.1%
5月	36.3%	-18.1%	16.6%	16.9%	-10.8%	8.3%	61.9%	-15.0%	-11.6%	28.3%	-22.4%	40.8%	1.5%	-24.7%	27.8%
6月	22.5%	-13.7%	0.8%	18.7%	-24.2%	2.9%	108.8%	-51.9%	8.7%	31.2%	-36.2%	39.5%	25.9%	-33.9%	26.7%
7月	44.7%	-8.4%	3.2%	59.4%	-23.9%	22.0%	79.4%	-18.0%	-9.2%	81.5%	-44.6%	45.09%	12.6%	-26.0%	8.6%
8月	154.7%	-2.6%	-8.0%	106.3%	-19.8%	21.1%	77.2%	-63.3%	12.6%	371.5%	-48.4%	66.61%	53.8%	-30.9%	37.1%
9月	163.0%	-21.7%	1.3%	95.3%	-28.7%	26.7%	67.7%	-65.7%	10.6%	324.0%	-36.6%	26.1%	41.5%	-17.8%	33.9%
10月	83.9%	-6.0%	-10.0%	61.8%	-17.3%	21.3%	59.1%	-40.1%	9.3%	300.0%	-33.9%	61.6%	-11.0%	26.7%	15.5%
11月	4.2%	4.3%		6.1%	-9.6%		58.1%	-33.0%		45.4%	-4.7%		-12.7%	8.3%	
12月	0.7%	-1.7%		-13.5%	-2.4%		55.6%	-48.7%		-5.4%	-0.9%		-37.0%	1.5%	

资料来源：美国人口普查局，Wind，华福证券研究所

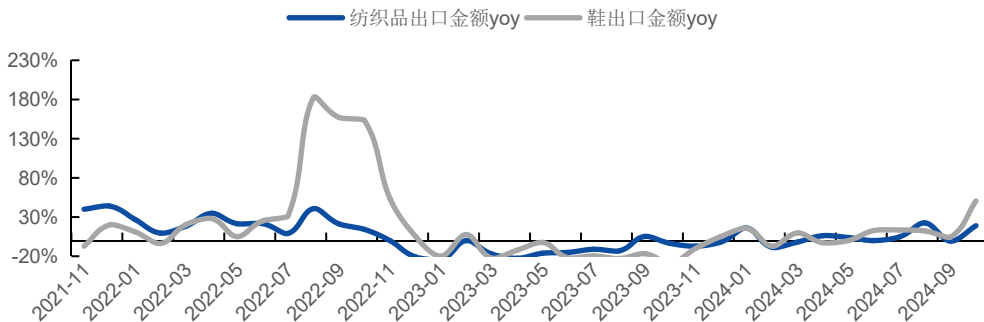
- 出口数据稳中向好：1) 我国出口数据：服装出口平稳，纺织品出口向好。** 2024年1-11月，纺织服装累计出口2731亿美元，增长1.7%，其中纺织品出口1288亿美元，增长4.4%，服装出口1442亿美元，下降0.7%。
 2) 越南出口数据：Q3起同比提速，10月增长靓丽。 2024年Q1-3越南纺织品出口分别+2.0%/+3.1%/+9.2%，鞋类出口分别+6.6%/3.5%/10.5%，Q3增长提速。10月、11月纺织品/鞋类分别同比+19%/+51%、+17%/+20%。
- 基于当前出口数据，我们判断纺织品、成衣出口整体平稳，且随着海外品牌去库完成业绩修复，趋势将呈现稳中向好。考虑到海外品牌龙头在选择供应商时，从品质、交期、ESG、价格、规模等多个维度进行考察，且不轻易更换核心供应商，我们预计代工龙头的优势在当前国际贸易环境不稳定时或将更加凸显。**
- 而从供给侧来看，龙头持续夯实海外产能优势：1) 开润（布局印尼&印度产能，截至24年中报海外产能占比66.16%）；2) 华利（24年3个成品鞋工厂、1个鞋材工厂投产，未来3-5年继续保持扩产）；3) 新澳（24年11月5万锭精纺纱线一期2万锭开始投产）。**

图：我国纺织品、服装成衣出口增速（%）



资料来源：海关总署，华福证券研究所

图：越南纺织品、鞋出口增速（%）



资料来源：越南统计局，华福证券研究所

- 复盘：消费需求整体承压，大家电、宠物超额收益显著
- 内需：政策效果显著，看好低基数下内需复苏
- 外需：新兴场景景气延续，欧美需求仍有改善空间
- 全球制造业重构：关注中国优势产能
- 投资建议&风险提示

- 可选消费板块在2024年先后交易了红利、出海以及以旧换新支持下的内需行情，展望2025年，我们梳理出以下投资主线：
- **政策支持下内需有望迎来复苏**：随着特朗普上台加征关税，刺激内需或成为明年重点政策方向，参考24Q3以来家电以旧换新政策支持下的强劲基本面表现，我们继续看好内需修复，建议关注以下方向：1) 大家电预计继续受益以旧换新，建议关注美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、TCL电子、海信视像、老板电器、华帝股份；2) 宠物作为抗经济周期赛道有望持续景气，建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份；3) 小家电和品牌服饰今年受消费疲软影响较大，明年低基数下需求有望回暖，建议关注小家电龙头小熊电器、飞科电器、苏泊尔、新宝股份，纺服龙头安踏体育、李宁、361度、波司登、报喜鸟、海澜之家。4) 新国标&以旧换新&格局优化，明年电动两轮车内销改善确定性强，建议关注两轮车龙头雅迪控股、爱玛科技、九号公司。
- **出海仍是长期主题**：尽管特朗普胜选为全球贸易带来一定不确定性，但考虑美国敞口以及中国企业的海外产能建设后，风险总体可控，叠加新兴市场的持续拉动，出海仍是消费企业长期的重要增长来源，建议关注以下方向：1) 清洁电器龙头在全球产品力领先，并受益于渗透率提升，建议关注石头科技、科沃斯；2) 大家电龙头持续推动品牌转型，凭借规模及效率优势在全球持续获取份额，建议关注海尔智家、美的集团、海信家电、TCL电子、海信视像；3) 摩托车品牌出海仍处于早期，海外市场份额提升空间较大，建议关注春风动力、钱江摩托、隆鑫通用；4) 工具品类作为地产后周期品种，有望受益于美联储降息背景下地产回暖带来的潜在弹性，建议关注巨星科技、创科实业、欧圣电气。
- **全球制造业重构下，中国制造优势仍显著**：尽管特朗普胜选后计划通过关税等举措推动制造业回流美国，但从家电、纺服等行业来看，中国制造在规模、效率等方面仍然显著，全球需求对中国依赖度较高，而中国出口对美国等单一市场依赖度并不高，建议关注以下方向：1) 中国大家电、吸尘器、工具代工全球份额领先，且全球产能布局逐步完善，建议关注美的集团、海尔智家、海信家电、德昌股份、巨星科技；2) 制造龙头与优质品牌客户合作紧密，且持续海外扩产，在不确定的贸易环境更具优势，建议关注华利集团、开润股份、伟星股份、申洲国际。

- **行业需求不及预期。** 可选消费行业的景气度与居民可支配收入水平高度相关，若居民收入水平承压，则可能导致行业需求不足，并进而拖累上市公司的收入水平及盈利能力。
- **原材料价格大幅上涨。** 家电和纺织服装行业的营业成本均与原材料高度相关，若原材料成本大幅上涨，或将造成相关企业的盈利能力承压。
- **汇率大幅波动。** 企业的外销收入一般以美元结算，若美元对人民币汇率大幅波动，也将对企业的盈利能力造成影响。
- **行业竞争格局加剧。** 尽管可选消费板块中的大部分细分领域都已经形成了稳定的竞争格局，但是个别高景气赛道仍面临新进入者的影响，若竞争加剧也将对企业盈利能力造成不利影响。
- **海外贸易环境不确定。** 由于地缘冲突频发，全球贸易环境面临一定不确定性，这也可能对家电需求造成影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

