

家电行业2025年投资策略

内需政策托底，把握2025年估值切换行情

行业专题 · 策略报告

家用电器

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：陈伟奇
0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康
0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳
0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人：李晶
lijing29@guosen.com.cn

摘要：内需政策托底，把握估值切换行情

- 2024年家电超额收益较为明显，一方面家电内外销互补下，龙头经营稳健，且具备高股息+充裕现金流；另一方面，消费承压下，从中央到地方，政策先后推出、力度不断加大，需求刺激效果明显。预计2025年家电基本面仍将延续稳健态势，内销在政策的带动下实现良好增长；出口基数虽高，但在海外新兴市场的拉动下，或实现平稳增长。
- **白电：内外销稳健增长，把握2025年估值切换行情**
 - 预计白电内销在政策拉动下量价齐增，龙头凭借领先的渠道及中高端产品布局，内销格局有望再度集中。外销在头部品牌发力OBM业务的带动下，增势有望延续，新兴市场持续贡献增量。**推荐：美的集团、海尔智家、TCL智家、海信家电、格力电器。**
- **厨电：烟灶需求企稳，地产影响逐步收敛**
 - 2024年虽然受地产拖累，但烟灶销量增长稳健，在以旧换新政策下需求明显回升。随着地产政策逐步加码，二手房及新房成交有所回暖，预计2025年地产影响减弱，叠加以旧换新政策拉动，预计厨电需求企稳回升。**推荐：老板电器、火星人。**
- **小家电：内需政策加力下弹性可期，外需关注低渗透品类增长持续性**
 - 2024年厨房小电需求及竞争态势处于底部，随着电商平台策略调整及消费政策扩围，厨房小电基本面有望底部反弹。扫地机在政策补贴及价格下探带动下，Q4需求强劲增长，预计2025年在政策加力下，渗透率有望持续提升。外销方面，在欧美零售需求企稳的背景下，低渗透品类有望回归增长，扫地机、电动工具等增势有望延续。**推荐：小熊电器、泉峰控股、石头科技。**
- **科技消费：技术加持或带来非线性增长**
 - 光峰科技及极米科技从家用投影逐步向车载投影开拓，不断收获头部车企定点，考虑到车家协同及投影应用较多、刚处于起步阶段，后续增长空间广阔。萤石网络依靠智能摄像头积累的视觉技术，拓展AI交互为主的智能家居产品及服务，软硬件协同打开智能家居发展空间。**推荐：光峰科技、极米科技、萤石网络。**
- **风险提示：国内外需求波动、政策力度不及预期、行业竞争加剧、新领域拓展不及预期、关税风险、原材料及汇率大幅波动。**

- [01] 白电：内外销稳健增长，把握2025年估值切换行情
- [02] 厨电：烟灶需求企稳，地产影响逐步收敛
- [03] 小家电：政策加力下弹性可期
- [04] 小家电外销：关注低渗透领域的增长持续性
- [05] 科技消费：技术加持或带来非线性增长
- [06] 投资建议及风险提示

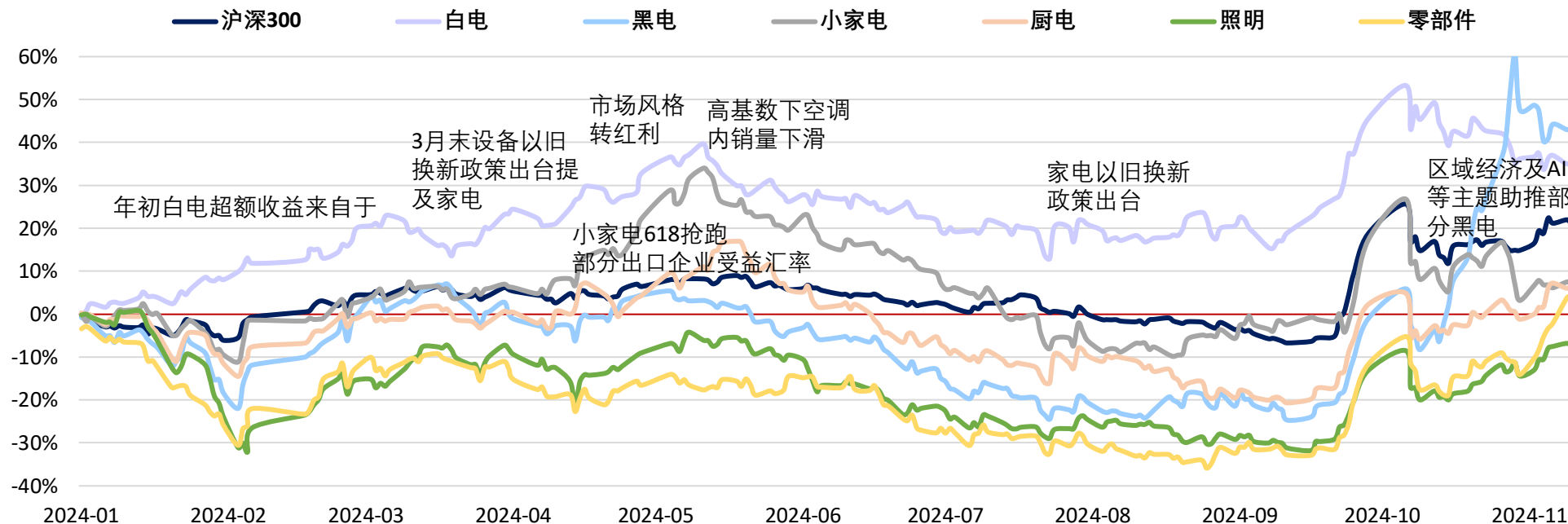
家电子版块2024年行情复盘及整体展望总结

□ 2024年家电在弱需求背景下依然取得了超额收益，其中白电是主要的超额收益来源

- 1、内外销互补带来了大市值企业相对稳定的基本面；
- 2、基本面稳健+分红本身就具备一定逆周期的优势；
- 3、内销承压的时候政策及时出台，成效显著。

➤ 但也要注意弱需求下必选、可选和外销确实存在分化，政策刺激主要集中在必选耐用，而可选和外销则在消费需求和外贸环境的影响下波动。因此展望来看，我们预计2025年基本面整体保持平稳，政策依然是重要催化，同时可选领域的弹性优势或有所显现，或出现更多“底部反转”、“稳健切换到弹性”等风格和方向的转变。

家电板块2024年行情复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：采用申万二级指数

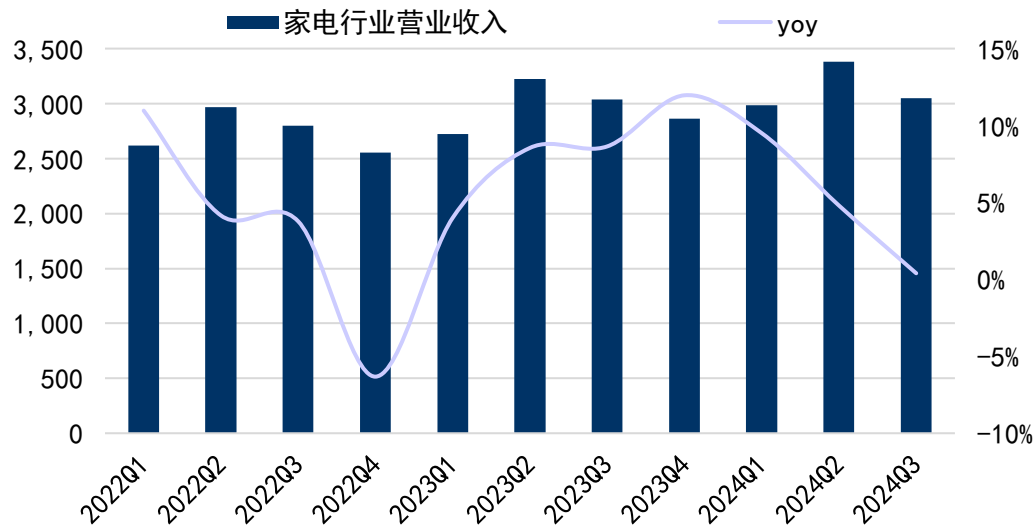
□ 在消费大盘和上年基数影响下，2024年前三季度家电的收入业绩增速逐季降低：

- 收入端：Q1-Q3累计增长5%，在消费大盘疲软的影响下，收入增速逐季度走低，其中白电最为稳健、厨电出现明显下滑
- 盈利端：Q1-Q3累计增长9%，但受内销竞争加剧、外销海运上涨以及上游原材料等负面影响，逐季降幅较收入更大
- 内外销分化，内销为主的企业收入和业绩增速压力逐季度增加，外销型企业则在海外补库、海运和贸易政策预期影响下呈现收入和业绩增速先增后降的状态

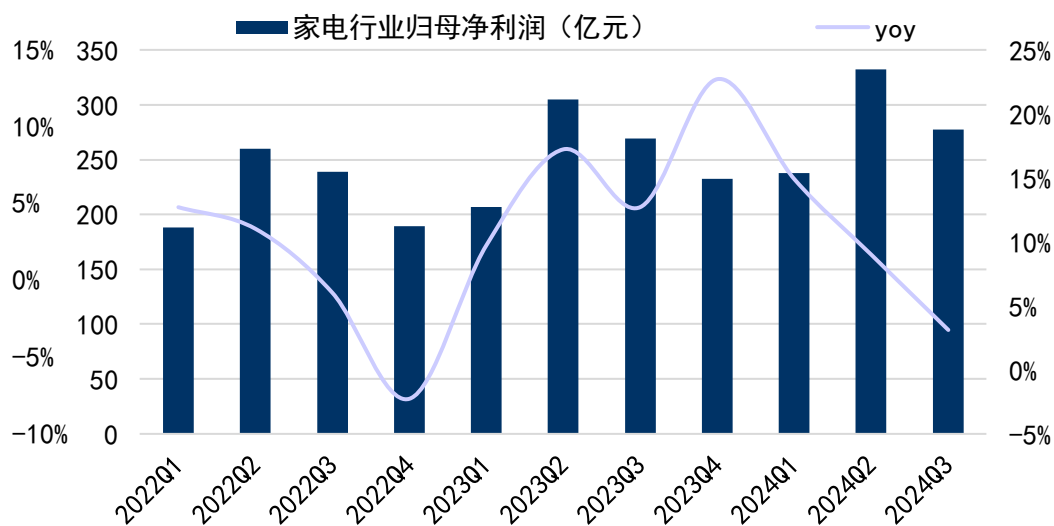
□ 展望来看，随着国补政策在2024Q4落地，预计家电板块收入业绩有所回升。而对比2024年来看，我们预计2025年家电板块的基本面有望呈现几个特点：

- 考虑到2024年相对低迷的消费环境和Q1-Q3家电社零4.4%的增速，2025年前三季度的耐用品消费基数并不高，因此2025年的内生需求仍有望支撑增长。但从季度节奏来看，或因补贴政策的实施节奏形成全年“两头低、中间高”的规模增长特点；
- 盈利方面，销售回暖或成为盈利端最重要的支撑。虽然外生因素依然存在不确定性，但对比2024年进一步边际恶化的概率已经相对较低，加之2024年各龙头企业在提效降本方面进一步深化，因此预计2025年行业盈利能力仍有望保持稳健。

家电板块2024年前三季度营收增速放缓



家电板块2024年前三季度利润增速放缓



资料来源：Wind，国信证券
经济研究所整理
注：综合统计行业内43家上市公司，其中盾安环境由于受预计负债计提及冲回的影响较大，此篇报告均采用其扣非后归母净利润

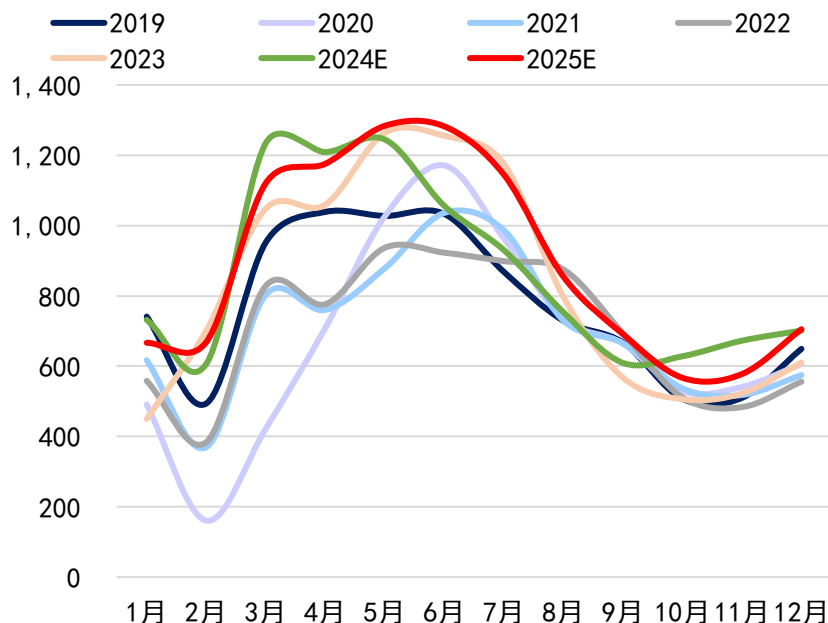
01

白电：内外销稳健增长，把握2025年估值切换行情

白电规模：2025年预计内销保持相对稳定的状态

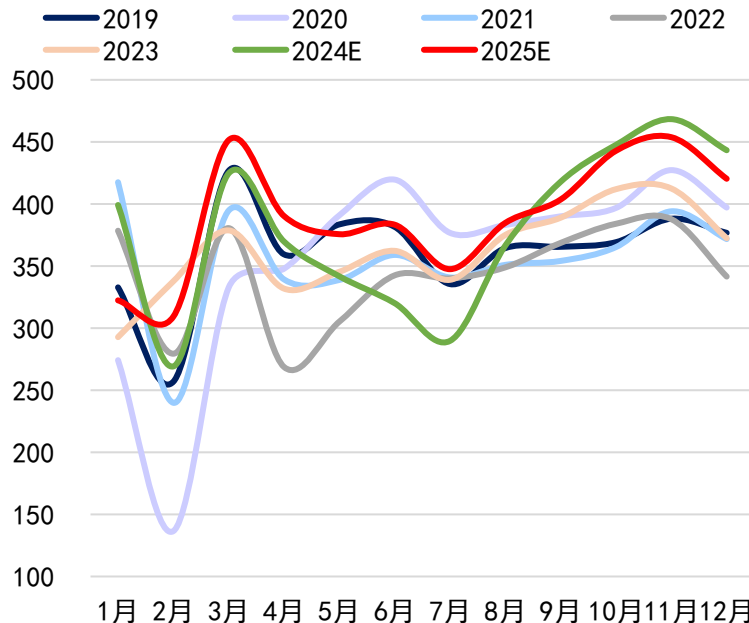
- 若国补从2025Q1末开始延续，则参考2024年的情况预计2025年主要品类内销量规模同比仍有望实现稳中有增。
- 我们根据产业在线、奥维云网等对各品类销量变化的监测得到国补的拉动力，同时根据历史情况对2025年的内生需求（假设无国补）做假设，即得出2025年主要白电品类的销售情况变化曲线。
 - **空调**：由于Q4历年波动并不明显，取2023和2019年同期均值作为2024年内生需求，而根据产业在线的排产预测即可推导出Q4国补对空调的拉动，预计Q4拉动为21%（约352万台）。而2025年的内生需求假设在竣工负面影响和消费复苏正面带动下与2024年相比维持稳定，若国补2025Q1延续且拉动力度与2024年相当，则预计2025年空调实际内销量同比+3%，呈现出两头低、中间高的特点。
 - **冰洗**：针对国补拉动力的测算同理，而竣工对冰洗的影响略小于空调，因此假设冰洗内生在上半年保持0%增速、下半年实现约2%的低增速，则叠加国补预计冰箱、洗衣机2025年销量增速均为3%。

2025年空调内销量预计增长3%（单位：万台）



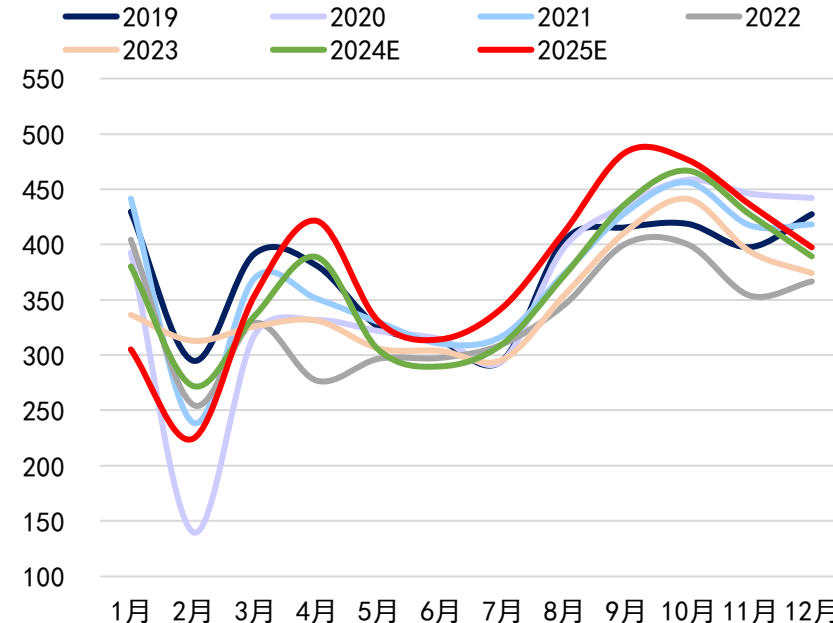
资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理及预测

2025年冰箱内销量预计增长3%（单位：万台）



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理及预测

2025年洗衣机内销量预计增长3%（单位：万台）



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理及预测

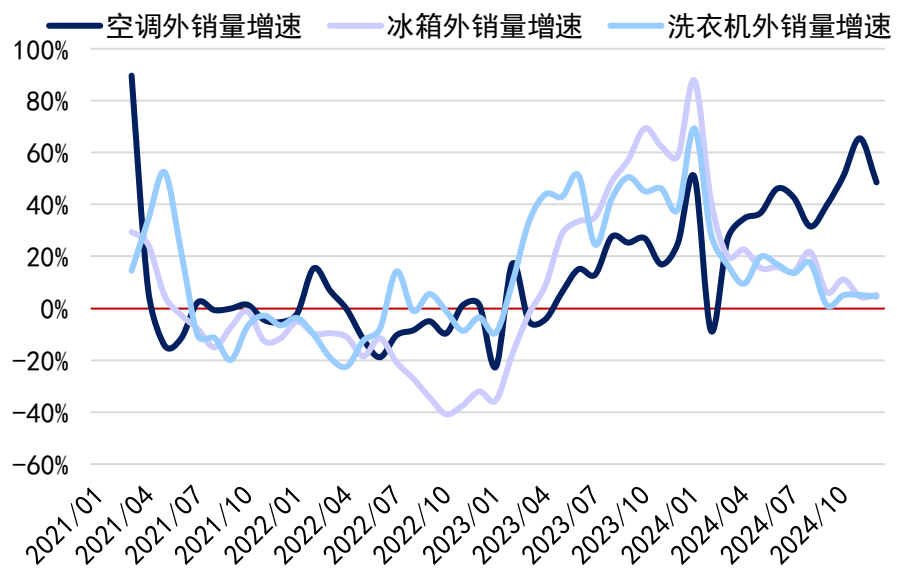
白电规模：2025年预计外销增长动力更足

□ 2024年各品类外销都表现得相对强势。尽管2023年在低基数下已经表现出强劲增长，但2024年出口依然保持了韧性，预计2024年空调、冰箱、洗衣机出口量同比增长37%、19%、16%。分品类来看：

- 空调：由东南亚、拉美贡献高增速，而美国增速也从7月起在高温天气、消费回暖等促进下增速提升
- 冰箱：美国带来主要贡献，拉美预计在内生增长和北美需求拉动下同样实现高增
- 洗衣机：洗衣机各区域的出口额相对平均，而增速则主要由欧洲、拉美和东南亚贡献

□ 展望2025年，新兴市场预计仍延续相对较好的需求增速，同时部分区域的供应链转移或对国内出口增速有扰动，但对于本土化供应链布局的龙头来说更有利于扩大自身优势；而发达经济体中，美国家电库销比已处于历史较低水平，成屋交易也随着降息出现了筑底迹象，以半年到一年的传导周期来看，预计2025年的家电类消费跌幅有望小于2024年（即2024年成屋交易跌幅小于2023年）。

2024年白电出口在高基数上仍保持了高增速



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

2024年前三季度海外新兴市场对我国家电出口增长贡献较大

	空调	冰箱	洗衣机
美国	6%	24%	1%
欧洲	-15%	21%	21%
东南亚	35%	11%	14%
澳新	35%	8%	6%
拉美	35%	45%	31%
日韩	4%	3%	-4%
中东	20%	25%	13%

资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

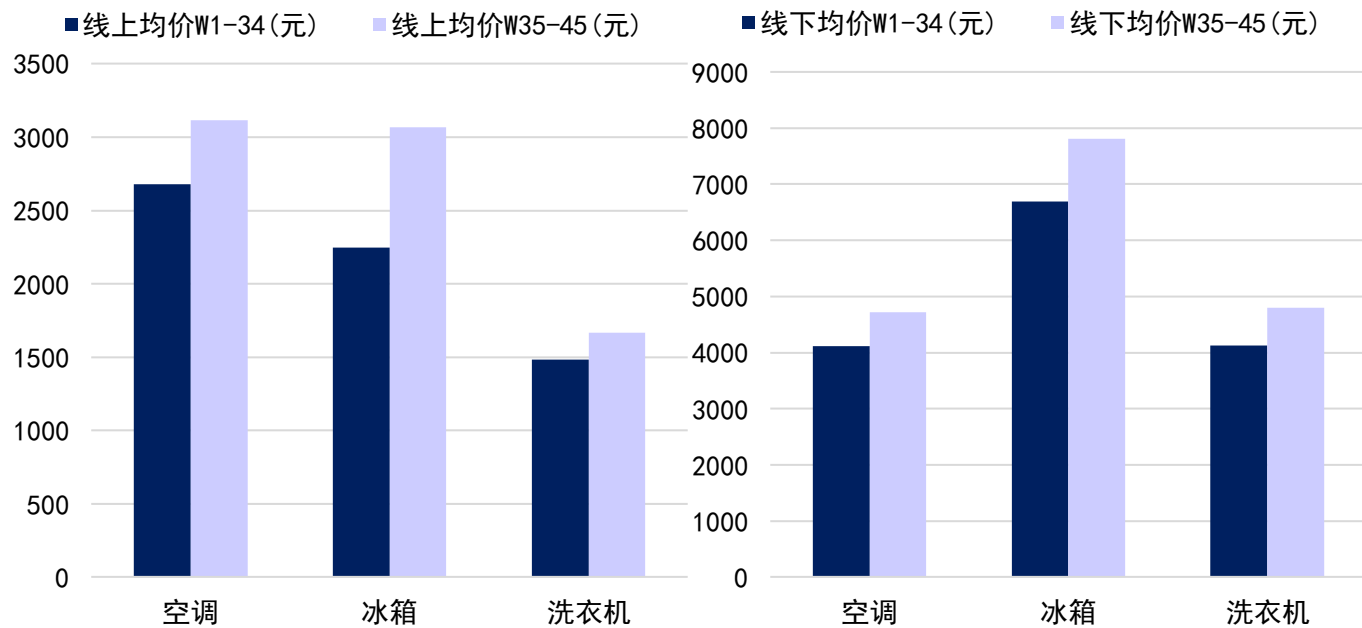
	空调	冰箱	洗衣机
美国	22.2	23.5	4.0
欧洲	4.6	13.4	4.1
东南亚	19.7	13.7	4.4
澳新	2.7	5.7	1.3
拉美	23.4	9.6	4.2
日韩	21.7	10.9	6.8
中东	22.2	6.8	2.8

资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

白电价格：国补带动结构升级，对好产品的需求并未减弱

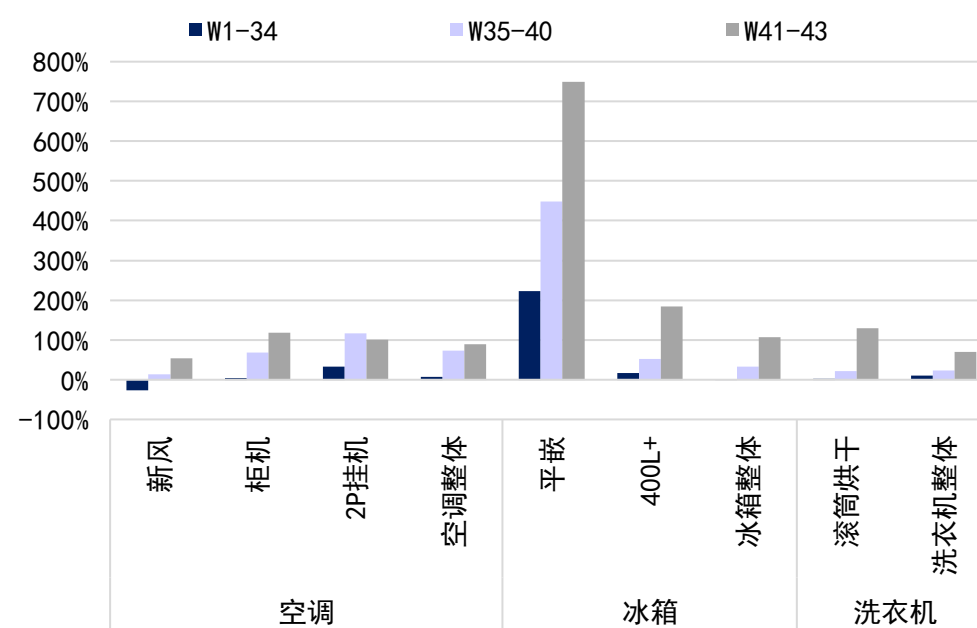
- 尽管2024H1行业面临消费不振带来的均价下行压力，但国补的出台依然有效拉动了整体产品结构的向上升级。奥维口径空/冰/洗从第35周（8月26日）起均价开始呈现上升态势。
- 重要的是从产品结构来看，除了一级能效外，空调的新风、冰箱的平嵌和洗衣机的烘干增速显著被拉动，即国补不仅提升了消费者的支出意愿，更有效提升了新品类的渗透率和消费者认知。
- 展望来看，我们认为2025年的白电各品类均价仍有望稳中向上。一方面考虑到新品类的消费者认知和渗透率在国补拉动下仍有提升，另一方面我们观察到，国补落地以来，各品类的均价增长（奥维口径）整体仍小于国补15%-20%的补贴力度，即消费者预算在有国补的情况下仍有所下降，这也反映出了2024年支出能力仍处于相对较弱的水平，因此若2025年整体消费力企稳复苏，则支出意愿也有望在低基数下实现进一步增长。

线上线下白电均价在国补落地后（8.26-11.10）均实现较高提升



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理；注：W35-45为8月26日至11月10日

线上各品类中的大容量/高端款/创新类别增速显著被拉动

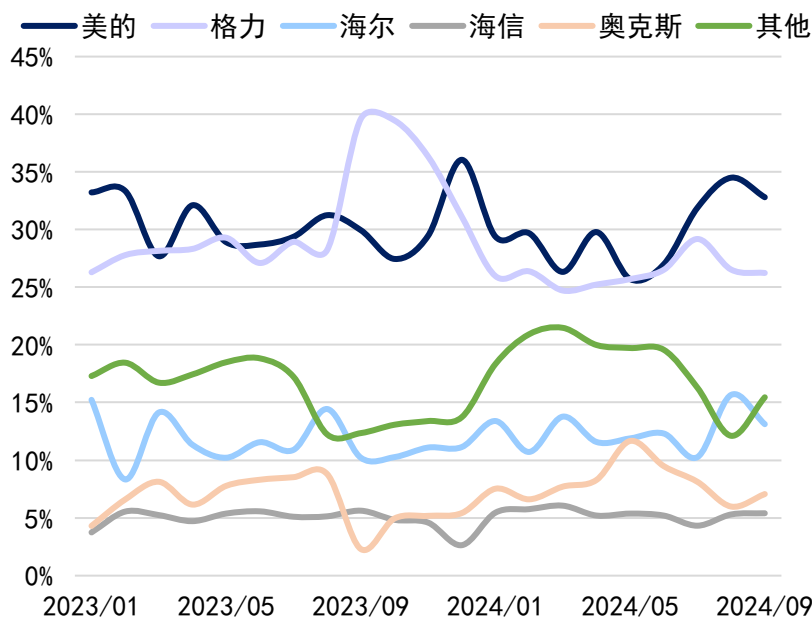


资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理；注W35-40为8月26日-10月6日

白电格局：国补使内销的马太效应重新显现

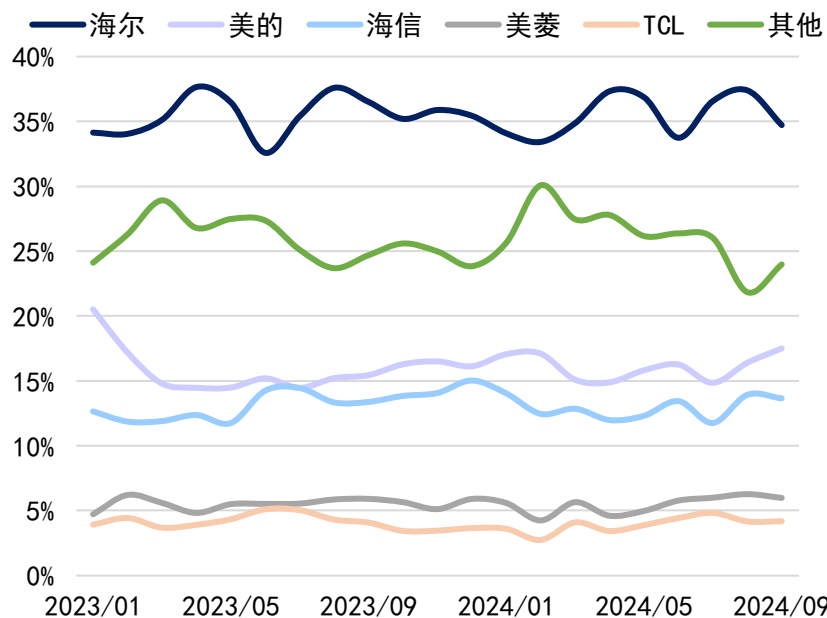
- **空调**：2024年内销方面，美的保持优势，而24H1以小米、奥克斯等低价+线上策略为主的品牌份额显著提升，但随着国补的逐步落地，头部品牌重新获得了份额优势。
- **冰箱**：整体格局相对稳定，同样地，从8月起国补逐步推广后头部品牌的优势有所扩大。
- **洗衣机**：海尔依然保持领先地位，但24H1同样受到其他中小品牌低价竞争销量份额呈现此消彼长的走势，但Q3起海尔份额基本稳住，同时美的份额则整体处于波动上行状态。
- **展望2025年**，白电行业大盘如前所述整体处于平稳有增、但增量不大的状态，因此行业仍或保持较为激烈的竞争状态，但消费力若在低基数基础上回升，则价格带相对较高的头部品牌有望更加受益，而国补的大概率持续则有望进一步强化头部品牌的马太效应，因此中小品牌在2024年通过压缩价格带来的冲击有望在2025年被削弱。

空调内销量份额



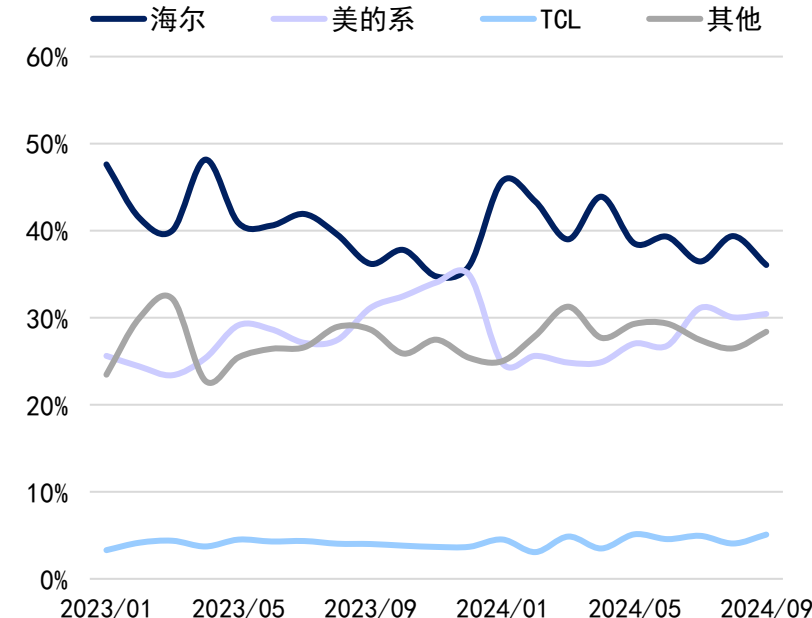
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

冰箱内销量份额



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

洗衣机内销量份额

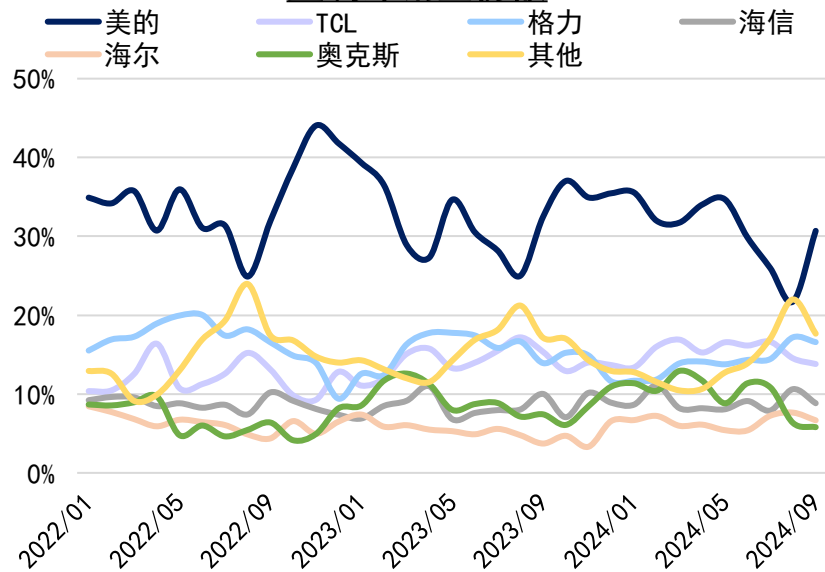


资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

白电格局：外销格局保持稳定，龙头占优

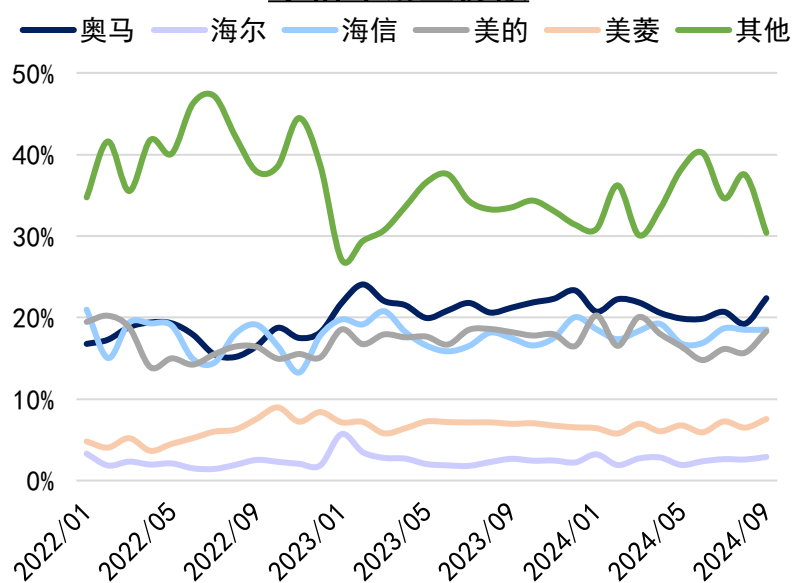
- **空调**：保持美的一超多强的状态，2024Q3起外销份额的变动我们预计主要由于拉美、东南亚等需求提升而美的具备本土化产能布局，因此出口份额经历一定波动。而TCL和格力仍保持行业第二梯队的稳定水平。
- **冰箱**：奥马保持行业第一，行业TOP5的出口份额基本保持稳定。
- **洗衣机**：海尔和美的保持行业龙头地位且份额整体维稳。
- **展望2025年**，我们预计发达市场和新兴市场的出口格局或与海外的分化需求相关，具体来看：
 - **发达国家**：龙头较为强势的份额仍有望维持，一方面规模优势仍在，另一方面考虑到海外地缘政治和外贸政策等影响，龙头的本土化供应链布局更有利于应对风险，因此尽管可能会看到国内出口份额出现波动，但波动更可能来自于产能向海外的转移；
 - **新兴市场**：由于市场增速更快且产品结构或较发达市场变化更大，因此预计竞争情况或更剧烈，尽管传统龙头仍具备规模优势，但部分细分市场同样有望成为二三线厂商提升份额的切入点。

空调外销量份额



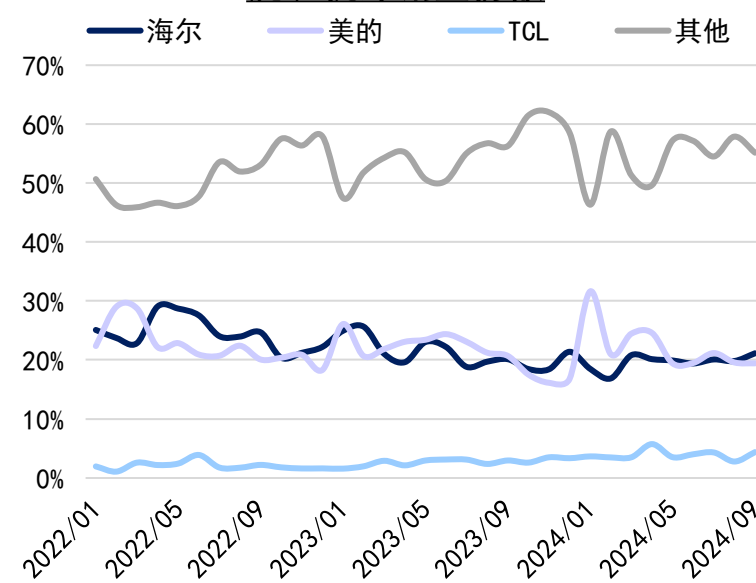
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

冰箱外销量份额



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

洗衣机外销量份额

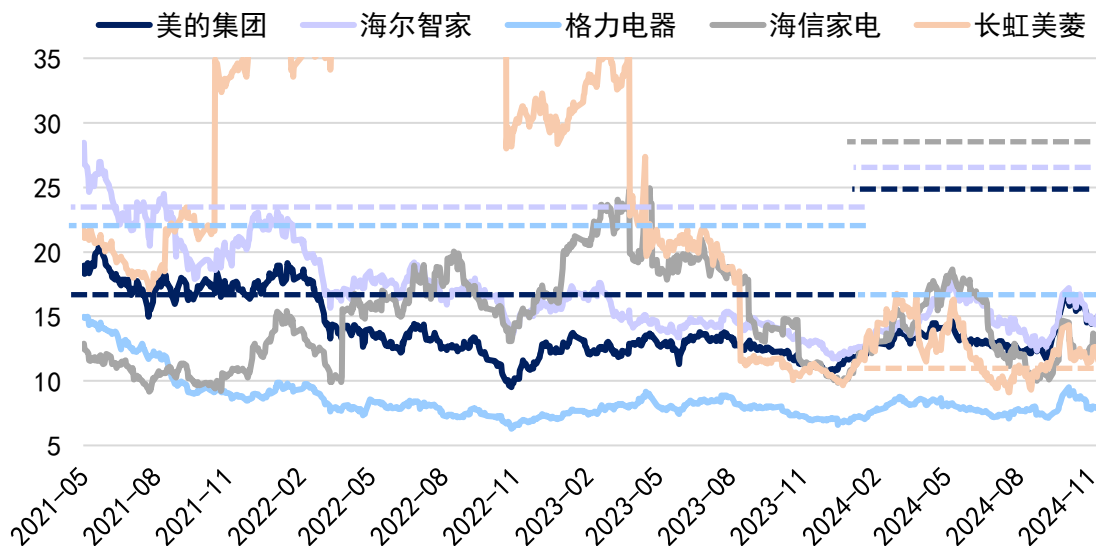


资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

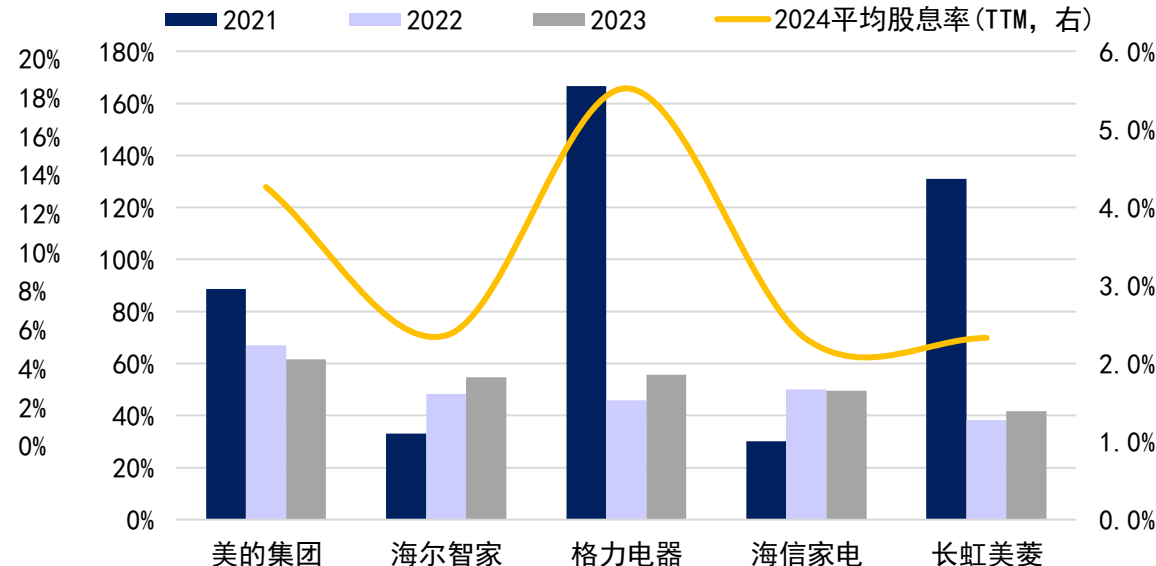
2024年估值在业绩预期和分红变化下分化，但整体仍处较低水位

- 格力、美的、海尔的PE (TTM) 中枢略有提升，而海信、长虹美菱下行。2024年1月2日-11月14日美的、格力、海尔、海信、长虹美菱的PE (TTM) 的算数平均值处于近4年业绩常态化下的估值分位数为35%、19%、19%、28%、18%^①。
- 2024年PE中枢提升一方面或来自于市场风险偏好降低带来的龙头溢价，另一方面当年业绩预期的稳定或高于近四年复合增速也对估值提升有一定帮助；而海信家电、长虹美菱则与龙头走势相反。从业绩增速预期和股息率角度来看：
 - 业绩方面：2024年美的集团、海尔智家预期业绩高于2021-23年复合增速；格力则低于历史增速。海信与美菱业绩在2023年出现较大恢复后，2024年预期增速有所分化，海信仍保持双位数业绩增速预期，而美菱的业绩预期增速与估值水平均有所下降
 - 股息和分红方面：2022年以来均保持了稳定较高分红率(含回购)，其中累计分红率较高的仍是美的和格力，而海尔则保持了连续三年分红+回购比例持续提升

美的与海尔估值(TTM)中枢上行；格力平稳；海信、美菱下行



美的与格力累计分红率和股息率领先，海尔分红率持续提升



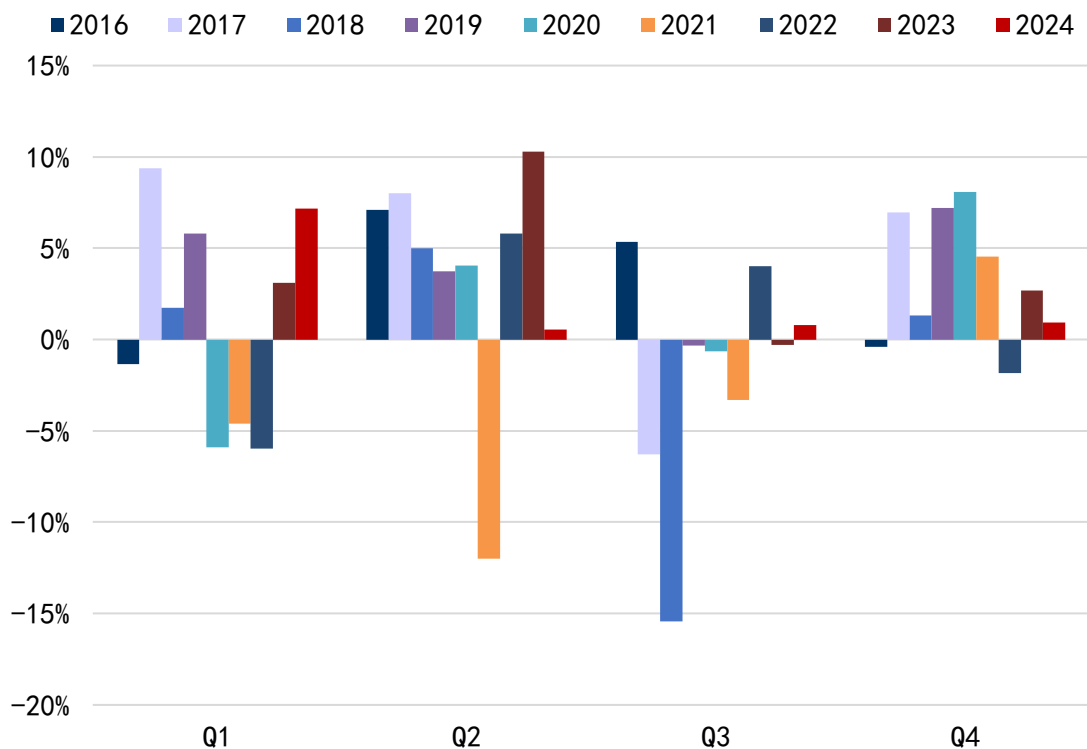
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：虚线为2021-23年业绩复合增速和2024预期增速

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：柱状图为当年分红率（含回购）

注①：美的、格力、海尔、海信业绩常态化的区间选择为2021年5月-2024年11月，长虹美菱区间为2023年4月-2024年11月，剔除了长虹美菱历史业绩波动较大的区间

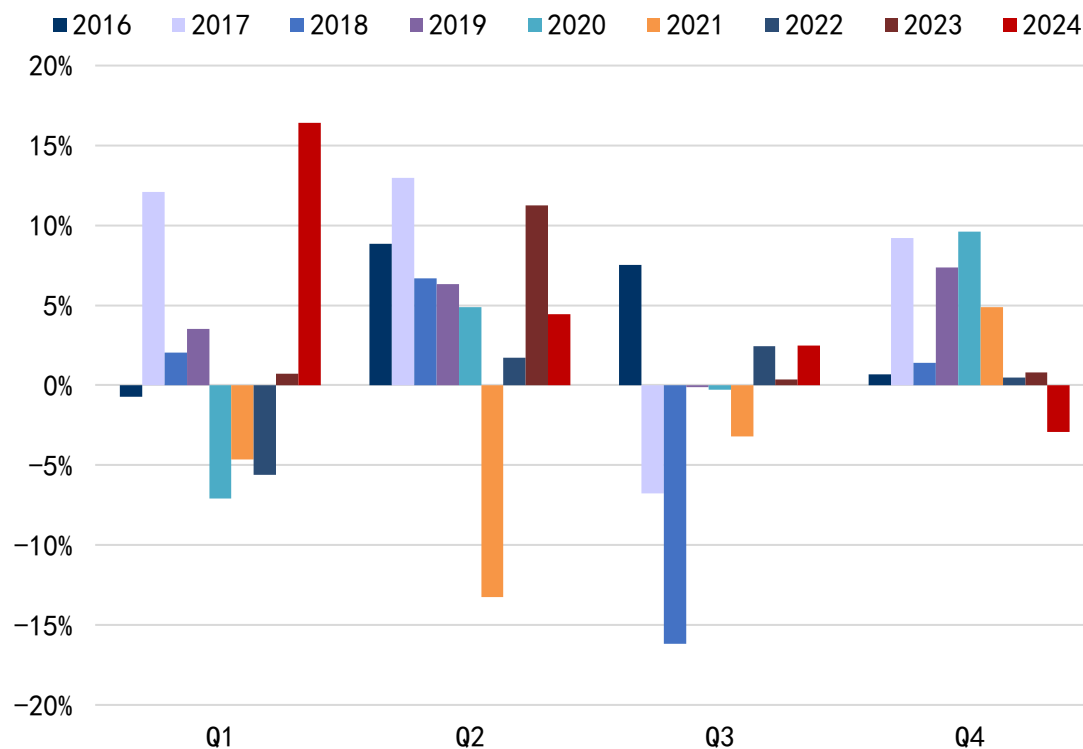
- 复盘历史行情，家电及白电存在较为显著的日历效应，即Q4稳定的估值切换。2016-2023年，Q4申万家电指数相对沪深300的超额收益平均为3.6%，在这8年中只有2016和2022年跑输沪深300；白电的日历效应更为显著，Q4申万白电指数相对沪深300的超额收益平均为4.3%，且8年中均跑赢沪深300。
- 2024Q4白电日历效应尚未体现，在Q4（截至12月25日）申万家电指数相对沪深300超额上涨0.9%的背景下，白电指数相对沪深300下跌2.9%。预计待以旧换新政策进一步明朗后，白电有望回补本轮估值切换。

在每年Q4，家电指数相对沪深300超额收益较为明显



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；注：2024Q4统计时间截至2024年12月25日

2016-2023年，每年Q4白电均相对沪深300实现超额收益



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；注：2024Q4统计时间截至2024年12月25日

投资建议——推荐白电龙头，业绩稳健+高股息



- 在白电内销以旧换新政策驱动销量稳健增长和产品结构升级、海外新兴市场贡献增长动能的背景下，我们持续推荐白电龙头：内销方面，白电龙头渠道和中高端产品布局更充分，政策受益程度更高，结构升级相对明显；外销方面，白电龙头海外本土化布局领先，在新兴市场的品牌市占率有望持续提升，中长期增长势能较为充足。
- **美的集团**：2025年内销在以旧换新政策的持续拉动下预计量利双增，外销代工业务在高基数下或有所承压，但自有品牌业务预计有望贡献持续的增长动能，驱动外销业务持续稳健增长；
 - **海尔智家**：公司高端产品布局最完善，2025年内销预计在以旧换新带动下增势良好，外销公司以自有品牌为主，预计在欧美零售回暖下增速有所回升；
 - **TCL智家**：公司冰箱出口业务预计在新兴市场带动下实现稳健增长，冰洗业务有望受益于以旧换新政策和与TCL出海协同发展；
 - **格力电器**：公司空调外销主要布局新兴市场，预计2025年空调内外销实现稳健增长，多元化业务稳步推进；
 - **海信家电**：中央空调在外销的拉动下预计规模稳定，家空及冰洗内外销预计增长稳健，汽车热管理业务经营有望回暖。

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			分红率	股息率 (2023)	投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A		
美的集团	5,682	337.2	385.9	426.6	16.9	14.7	13.3	61.6%	3.7%	优于大市
海尔智家	2,509	166.0	192.1	217.5	15.1	13.1	11.5	45.0%	3.0%	优于大市
TCL智家	130	7.9	9.8	10.9	16.5	13.3	11.9	0.0%	-	优于大市
格力电器	2,492	290.2	318.6	341.2	8.6	7.8	7.3	45.3%	5.3%	优于大市
海信家电	385	28.4	33.5	37.5	13.6	11.5	10.3	49.5%	3.6%	优于大市

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理和预测；注：总市值时间为2024年12月24日

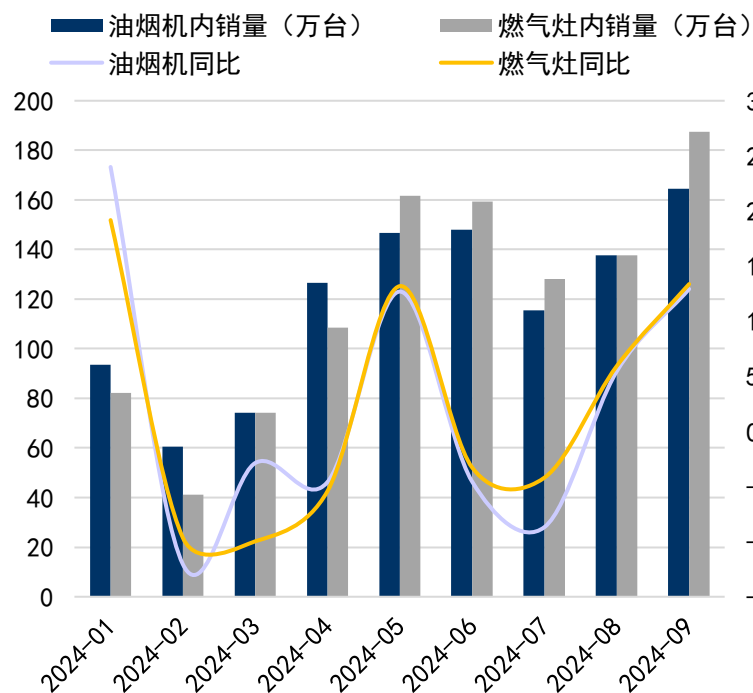
02

厨电：烟灶需求企稳，地产影响逐步收敛

厨电：烟灶稳健、受益于以旧换新，集成灶持续承压

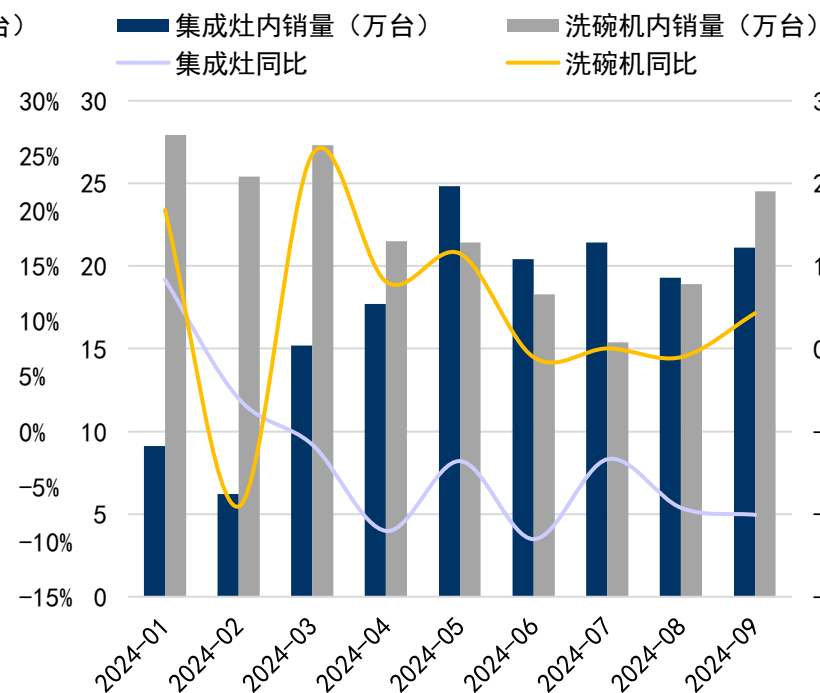
- 受地产影响，今年以来厨电需求表现分化。传统烟灶相对稳健，8月以来受国家以旧换新政策提振，增速稳步向上。根据产业在线数据，1-9月油烟机内销量同比增长2.5%，燃气灶内销量同比增长3.1%。
- 新兴厨电方面，集成灶受新房影响较大、更换需求较少，销量出现明显下滑，且受以旧换新政策拉动较低，1-9月销量同比下降16.2%；洗碗机安装便捷、解决洗碗刚需，渗透率依然稳步提升，1-9月销量同比增长3.9%。
- 厨电在线上线下价格表现同样分化，厨电线上均价普遍有所回落，线下则在结构升级的带动下稳步上涨。奥维云网监测数据显示，1-10月油烟机线上线均价同比分别+2.9%/+5.8%，燃气灶线上线均价同比分别-6.7%/+8.6%，集成灶线上线均价同比-6.3%/+3.2%，洗碗机线上线均价同比-3.8%/+7.6%。

烟灶内销量增长稳健，9月增速明显提升



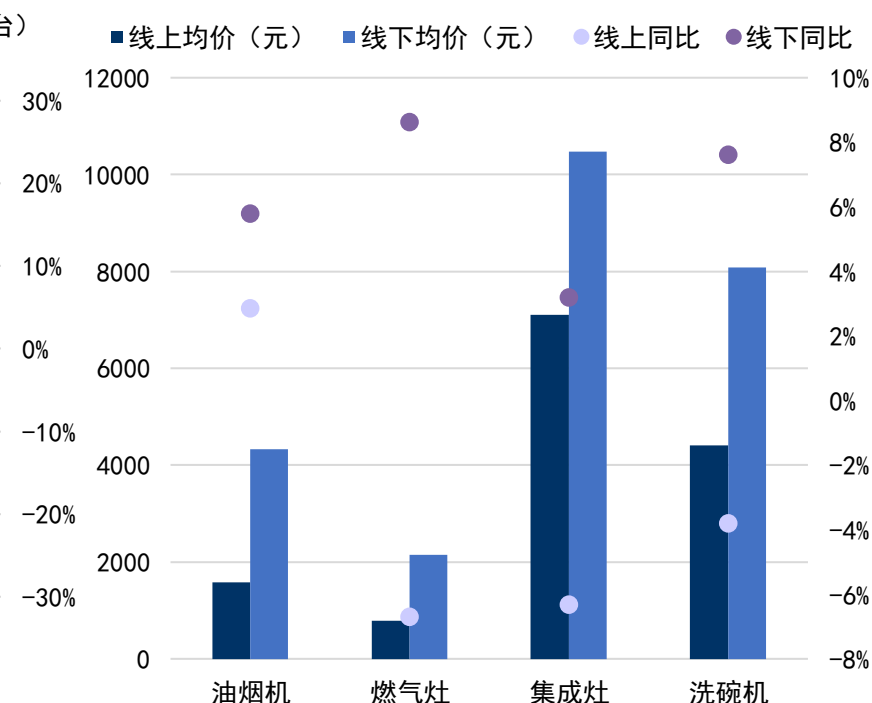
资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

集成灶需求有所承压、洗碗机增长稳健



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

1-10月厨电线上均价普遍下降、线下均价上涨

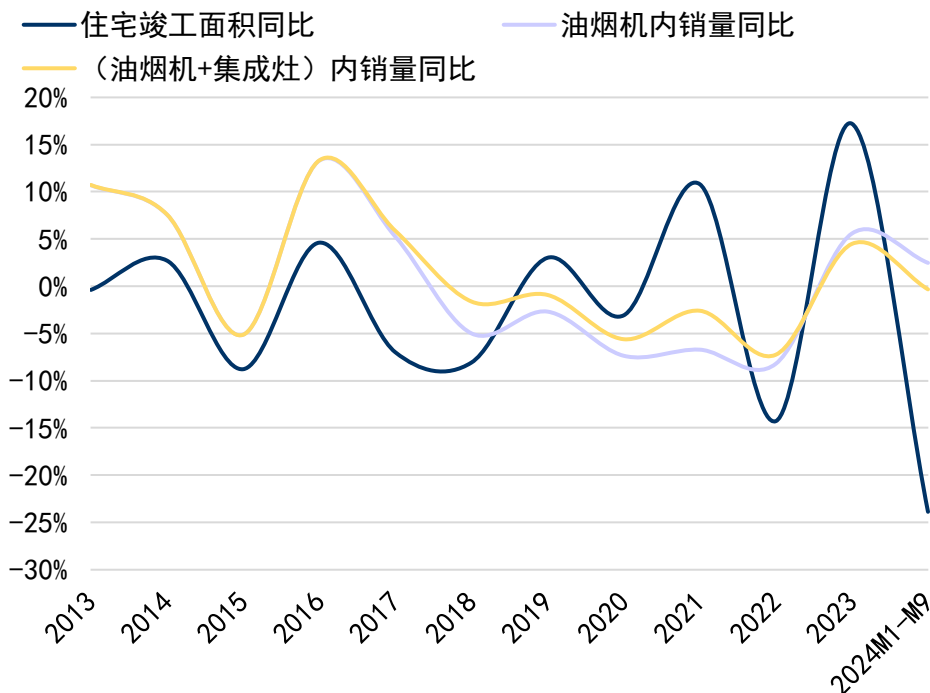


资料来源：奥维云网监测数据，国信证券经济研究所整理

政策持续加码，地产的负面影响或逐渐收敛

- 复盘历史来看，厨电需求一直受住宅竣工的影响，在竣工增速较好的年份，厨电需求表现较好。
- 2024年以来，在保交楼的高基数下，我国住宅竣工面积出现明显下降，1-10月累计下降23.4%。但同时，地产持续低迷对我国宏观经济的拖累影响均逐步显现，推动中央及各地政府持续加码地产政策。自年初以来，一线城市持续放松限购，下调贷款利率、首付比例等；9月26日，中央政治局会议首次提出“促进房地产市场止跌回稳”，央行、财政部、住建部等部门也纷纷推出多项地产相关重磅政策。
- 随着地产政策的逐步加码、及基数走低，预计后续地产竣工等降幅有望呈现收敛态势，对厨电需求的负面影响有望逐步降低。

住宅竣工与大厨电需求存在一定关联



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

我国地产政策持续加码

日期	政策
2024年1月、2月	北上广深：放松限购，放松非普宅标准，下调贷款利率下限
2024年4月30日	中央政治局会议：要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。 中国人民银行：①设立3000亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。②降低全国层面个人住房贷款最低首付比例。③取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。④下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25pct。
2024年5月17日	中央政治局会议：要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，加快构建房地产发展新模式。
2024年7月30日	中央政治局会议：要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024年9月26日	中央政治局会议：要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024年4月、5月、6月、9月	北上深：放松限购，下调首付比例。 广州：取消限购。 促进房地产市场平稳健康发展新闻发布会提出“四个取消、四个降低、两个增加”。四个取消：取消限购、限售、限价、非普宅标准；四个降低：降低住房公积金贷款利率、首付比例、存量房贷利率、税费负担；两个增加：新增实施城中村改造规模，新增白名单项目信贷规模。
2024年10月17日	从2024年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。
2024年11月8日	从2024年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。

资料来源：中国政府网、北京市住建委、上海市住建委、广州市住建局、深圳市住建局，国信证券经济研究所整理

厨电展望：考虑到内需政策积极，2025年有望实现良好增长



- 为预估2025年厨电的需求情况，我们将历年厨电销量拆分为住宅竣工需求、二手房需求及纯更新需求，假设住宅竣工套数100%转化为油烟机需求、二手房80%会更换油烟机，剩下则为纯更新需求。则2017-2023年，新房及二手房产生的厨电需求占烟机（油烟机+集成灶）销量的50%-60%，2017-2023年纯更新量年平均为848万台。
- 对于2024年，我们假设竣工、二手房成交及烟机销量等延续此前的趋势，即住宅竣工面积和套数下降23%、油烟机内销量增长6%、集成灶内销量下降16%。对于2025年，我们分三种情况假设：
 - 乐观情况下，假设明年国家依然会延续以旧换新政策，考虑到2025年政策实施时间或许会更长，更有利于重安装的厨电更新，纯更新量达到比过去7年均值略高的水平；竣工在政策和低基数下降低6%，则预计2025年油烟机内销量增长8%，集成灶内销量持平。
 - 中性情况下，假设明年国家政策缺失但各地存在部分政策，纯更新量略低于过去7年均值；住宅竣工下降13%，二手房成交量持平，则预计2025年油烟机内销量下降1%，集成灶内销量下降7%。
 - 悲观情况下，假设政策缺失，纯更新量在过去7年的均值上减去2024年油烟机增加的销量；竣工假设下降22%，二手房成交量下降10%，则预计2025年油烟机内销量下降10%，集成灶内销量下降16%。

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024M1-M10	2024E	2025E		
										乐观	中性	悲观
住宅竣工面积（亿m ² ）	7.2	6.6	6.8	6.6	7.3	6.3	7.2	3.1	5.6	6.8	6.3	5.6
同比	-7%	-8%	3%	-3%	11%	-14%	17%	-23%	-23%	-6%	-13%	-22%
住宅竣工套数（万套）	677	623	645	598	647	650	661		509	478	441	397
二手房	419	420	426	420	393	414	596		600	660	600	540
二手房重新装修比例	80%											
商品房装修套数	1012	959	986	934	961	981	1137		989	1006	921	829
油烟机内销量（万台）	1887	1793	1745	1616	1507	1383	1461	1067	1549	1673	1524	1387
同比	5%	-5%	-3%	-7%	-7%	-8%	6%	2%	6%	8%	-2%	-10%
集成灶内销量（万台）	107	169	199	219	280	274	271	155	227	231	215	193
同比	18%	58%	18%	10%	28%	-2%	-1%	-16%	-16%	2%	-5%	-15%
纯更新量（万台）	982	1003	958	901	826	676	594		787	898	818	751
装修需求占比	51%	49%	51%	51%	54%	59%	66%		56%	53%	53%	52%

资料来源：产业在线，国家统计局，贝壳研究院，国信证券经济研究所整理和测算

- 考虑到国内积极的内销政策，预计2025年厨电行业的表现有望向中性偏乐观方向演变，即厨电需求在以旧换新政策拉动下迎来持续改善。
- 在此背景下，推荐烟灶增长稳健、积极打造第二曲线的厨电龙头老板电器，建议关注积极调整、渠道优化的**华帝股份**，基本面有望企稳的集成灶龙头火星人、亿田智能、帅丰电器。
 - **业绩方面**：2024年老板电器、华帝股份等传统厨电企业业绩表现相对稳健，但营收增速均低于前三年，预计2025年在相对积极的内销政策下，整体经营情况有望企稳回升。集成灶企业2024年承压明显，营收业绩均出现较大降幅，预计随着基数走低及地产影响逐步收敛，基本面有望逐渐企稳。
 - **估值方面**：2024年11月22日，老板电器、华帝股份的估值（TTM）处于2021年以来19.6%/24.6%的较低估值分位数。
 - **股息和分红方面**：厨电企业的分红率水平较高，2023年老板电器、华帝股份的现金分红率都超过55%，火星人的分红率接近100%，股息率相对可观。

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			分红率	股息率 (2023)	投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A		
老板电器	207	17.33	16.34	17.65	11.9	12.6	11.7	55%	4.6%	优于大市
华帝股份	63	4.47	5.68	6.41	14.0	11.0	9.8	56%	4.0%	无评级
火星人	58	2.47	0.35	1.60	23.5	166.0	36.3	99%	4.2%	优于大市

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理和预测；注：华帝股份盈利预测来自wind一致预期、总市值时间为2024年12月24日

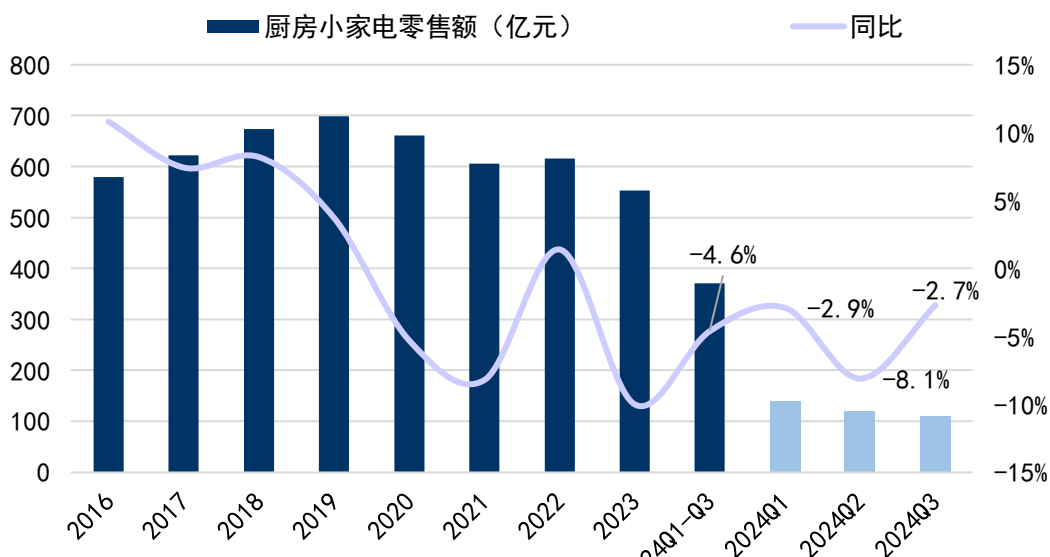
03

小家电：政策加力下弹性可期

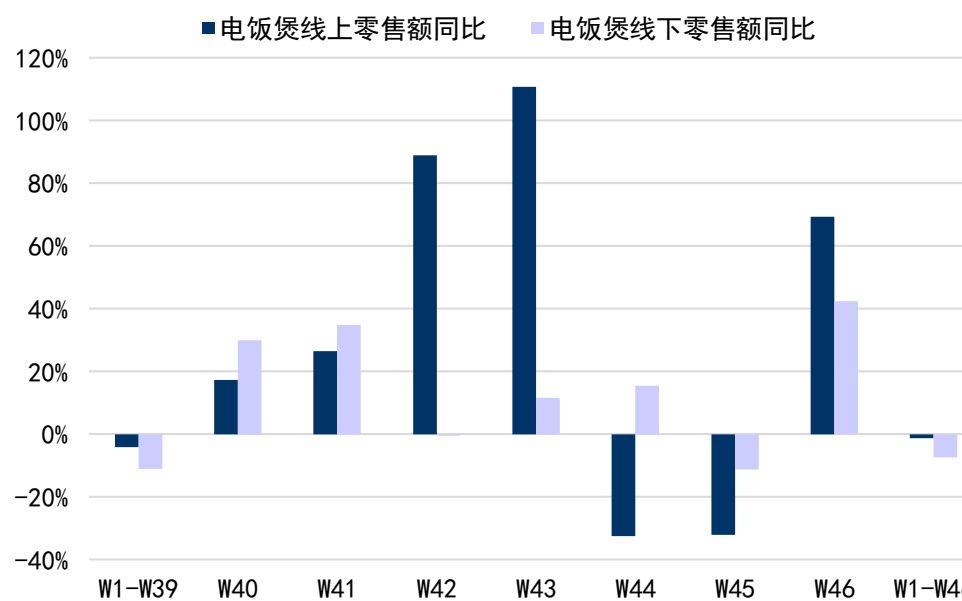
厨房小家电持续承压，期待政策加力、消费回暖

- **厨房小家电规模持续回落。**奥维云网数据显示，2024年前三季度厨房小家电零售额371亿元，同比下降4.6%，其中量价分别+0.2%/-4.8%。自2019年以来，随着消费者饮食及生活习惯的改变，厨房小家电规模已低于2016年水平。
- **结构性机会依然存在。**虽然整体需求承压，但创新型厨房小家电增长依然出色，前三季度蒸汽款空气炸锅、0涂层电饭煲、变频破壁机等零售额同比均有100%以上的增长。结构性机会下，预计研发能力强的头部小家电企业相对受益。
- **以旧换新政策效果明显。**多个省份以旧换新政策涵盖厨房小家电品类，如电饭煲、微波炉、蒸烤箱等，对行业需求产生较大刺激效果。自9月底以来电饭煲、微波炉等补贴品类基本保持双位数以上的增长，以旧换新政策效果明显。
- **期待政策进一步发力，消费回暖下小家电弹性较大。**11月19日发改委宣布将开展加力支持“两新”（设备更新和消费品以旧换新）政策效果评估，总结延续好的经验做法，未来继续加大支持力度、扩大支持范围的政策举措。在政策持续加力下，预计可选的小家电品类有望更大受益，推荐渠道产品积极调整、发力海外、盈利有望修复的小熊电器。

2020年以来，厨房小家电规模持续回落



以旧换新政策对电饭煲的零售需求拉动明显



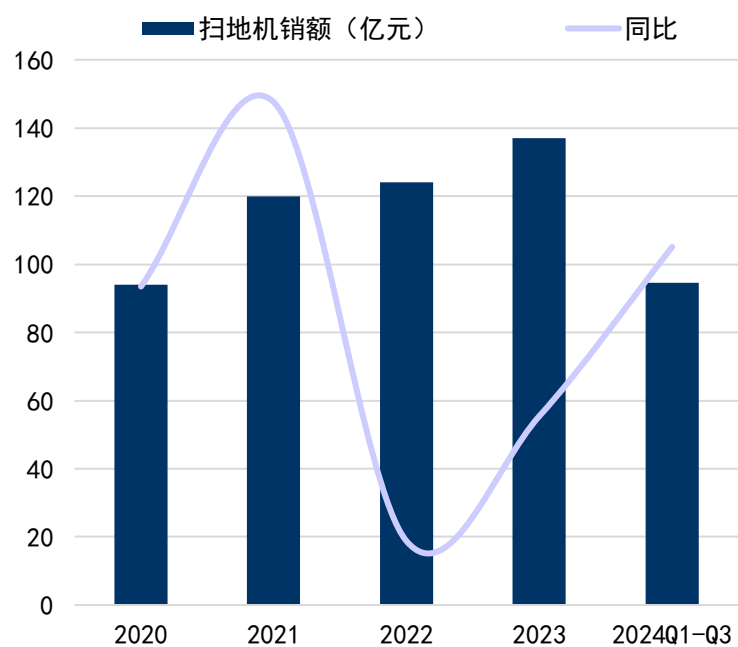
资料来源：奥维云网推总数据，国信证券经济研究所整理；
注：厨房小家电包含品类：电饭煲、电磁炉、电压力锅、豆浆机、破壁机、搅拌机、榨汁机、电水壶、煎烤机、电蒸炖锅、养生壶、煎烤机、台式微蒸烤、空气炸锅

资料来源：奥维云网监测数据，国信证券经济研究所整理 注：W40周从9月30日-10月6日，以此类推

扫地机内销加速增长，海内外渗透率低、空间广

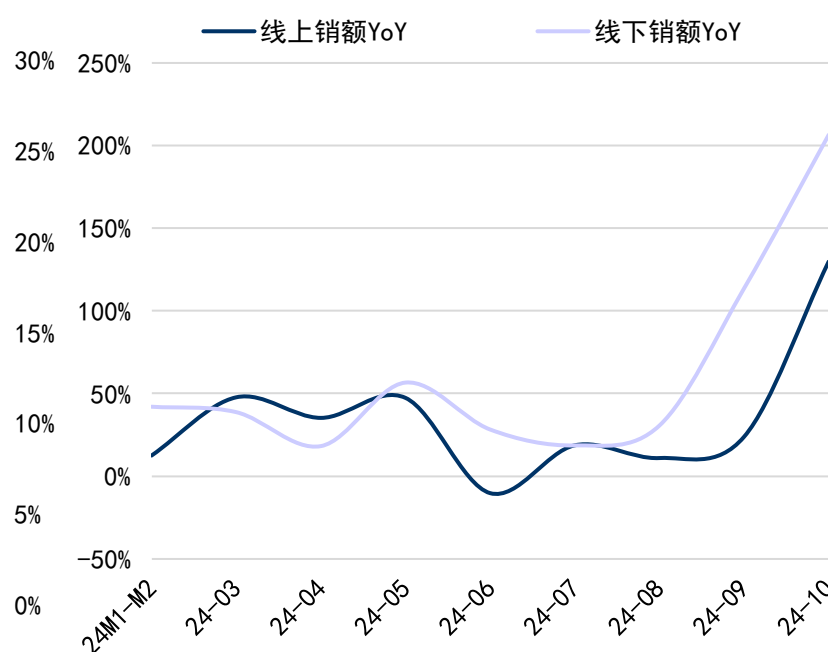
- 扫地机器人在新品加速推出、功能愈发完善下，内销实现加速增长。奥维云网数据显示，2024年前三季度扫地机零售额达到94.6亿元，同比增长19.7%，其中量价分别+13.0%/+5.9%。
- 以旧换新对扫地机刺激明显。全国共28个省市对扫地机设有补贴，奥维数据显示，补贴政策实施后，9月线上线下扫地机零售额增速均有明显提升，10月增速超过100%，双十一线上销额增长超80%，需求拉动效果十分显著。
- 我国扫地机渗透率尚低，成长潜力较大。假设过去4-5年扫地机累计销量为保有量，以我国城镇家庭户数3.3亿户为基数，2023年我国扫地机城镇家庭渗透率为7.2%；以全国4.9亿户家庭计算，渗透率为4.9%。扫地机作为解决清洁刚需的品类，未来渗透率仍有长足的增长空间。随着扫地机功能的升级和价格的下探，在2024年消费环境相对承压的背景下，扫地机依然具备良好的增长，2025年随着政策加力及消费环境回暖，预计扫地机内需有望延续良好增长趋势。

2023年前三季度扫地机内销额加速增长



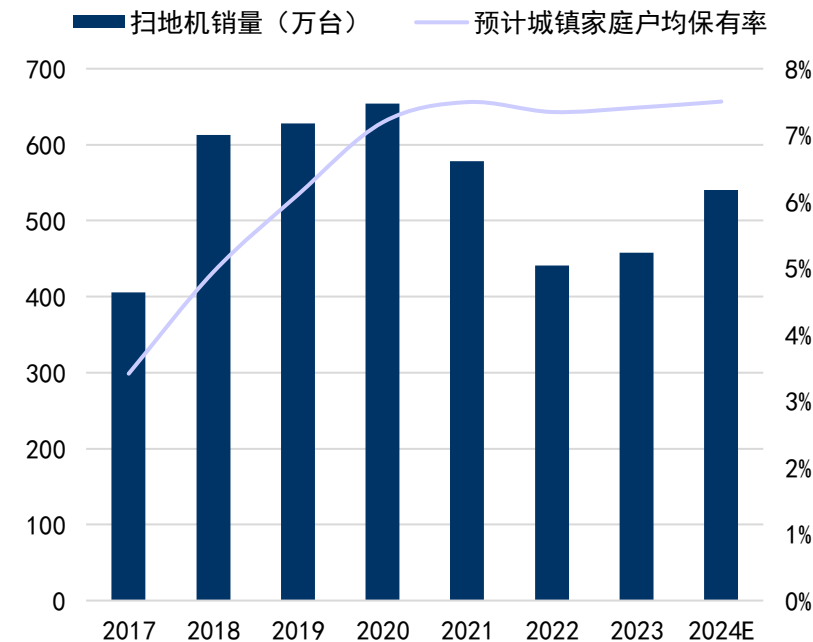
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

以旧换新政策开始后，扫地机零售需求爆发



资料来源：奥维云网监测数据，国信证券经济研究所整理

我国扫地机渗透率尚有较大成长空间

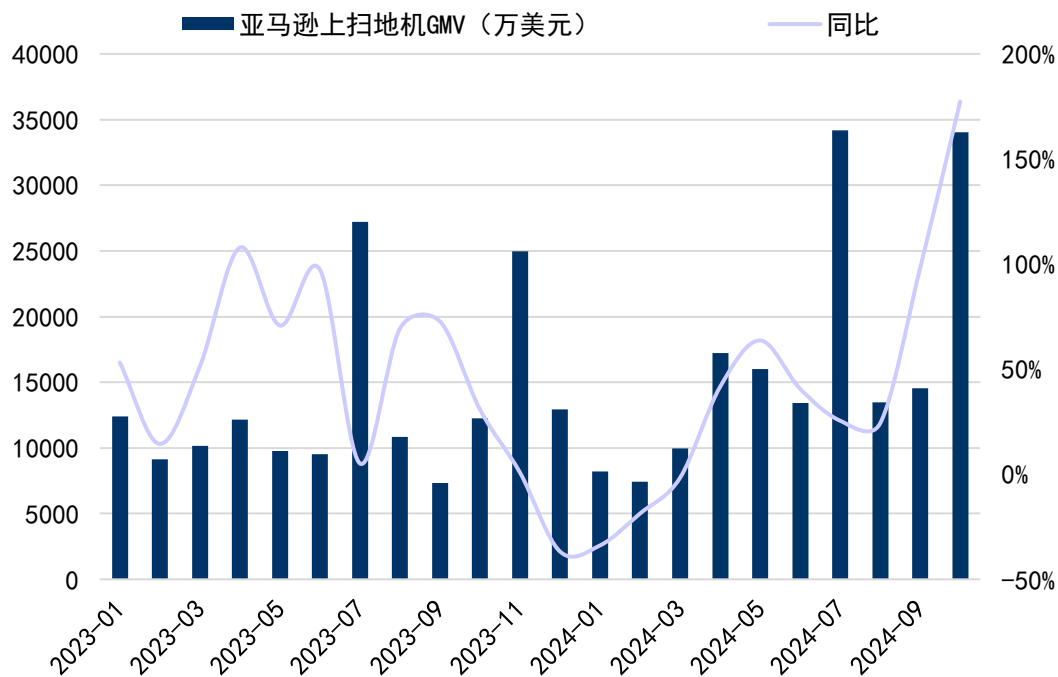


资料来源：奥维云网，国家统计局，国信证券经济研究所整理和测算

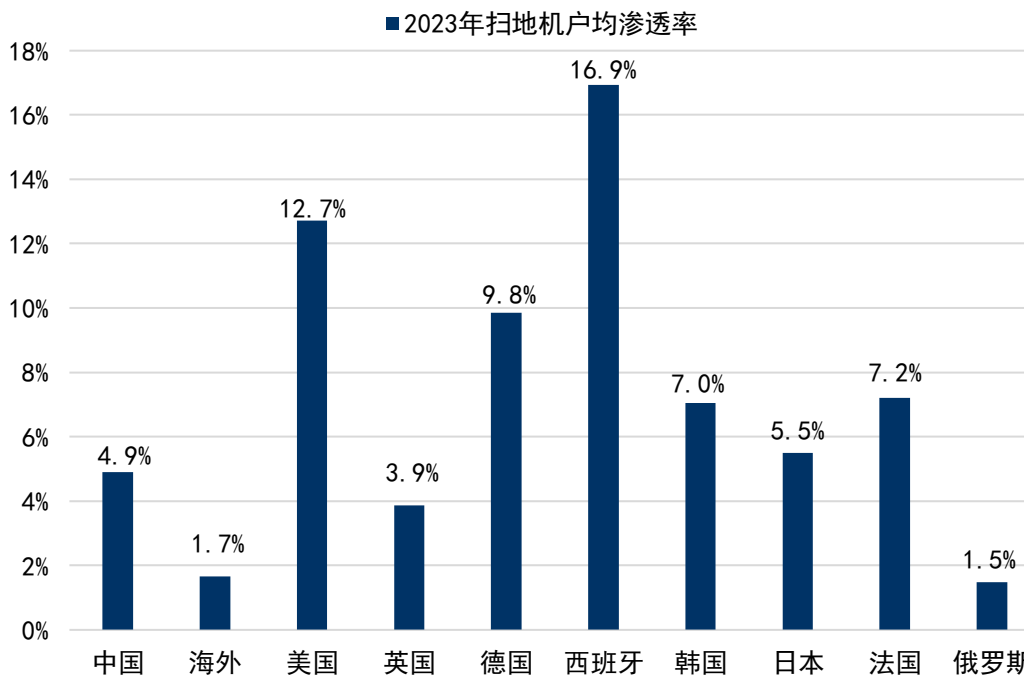
扫地机内销加速增长，海内外渗透率低、空间广

- 海外扫地机需求增长延续强劲势头。久谦数据显示，1-10月亚马逊美国及德法英站点上的扫地机销额同比增长39%。我国扫地机企业凭借快速的产品迭代和技术创新，推动海外扫地机渗透率稳步提升、需求强劲增长。
- 国内外扫地机渗透率低于10%，成长空间广阔。假设2023年海外家庭户均人口数与美国相同，以2020-2023年销量作为保有量计算，2023年美国扫地机渗透率为12.7%，西班牙最高为16.9%，其余主要国家均不足10%。
- 对比海外发达国家吸尘器渗透率超过90%的水平，在扫地机功能持续完善下，预计海外扫地机需求同样有望延续较快增长，推荐海外布局完善、持续开拓北美线下渠道、发力欧洲线上渠道、产品力领先的扫地机龙头石头科技，强化海外发展、扫地机与洗地机齐头并进的清洁电器龙头科沃斯。

海外扫地机线上需求增长强劲



全球扫地机渗透率均处于低位



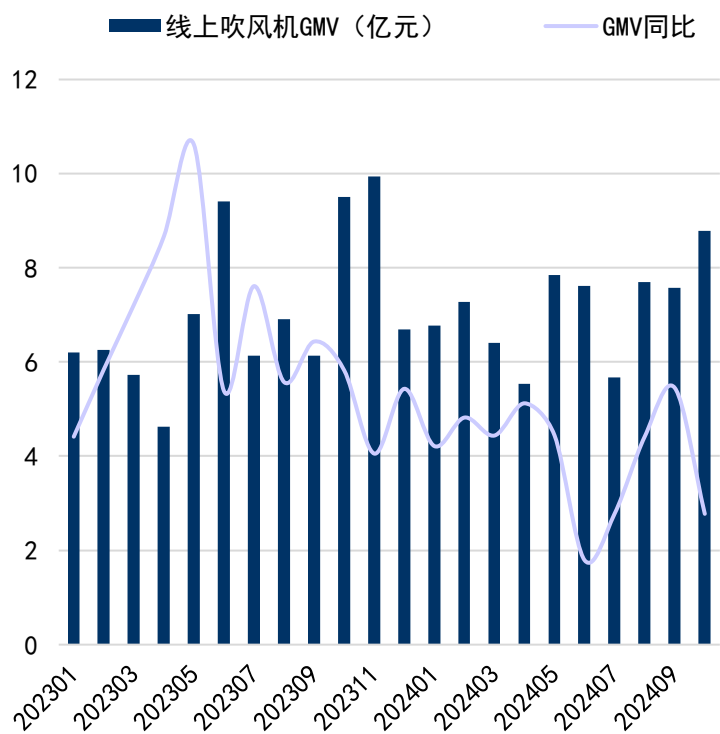
资料来源：久谦中台，亚马逊，国信证券经济研究所整理；注：包含亚马逊美国、德国、法国及英国站

资料来源：欧睿，奥维云网，世界银行，中国统计局，国信证券经济研究所整理和测算
注：以2020-2023年销量作为保有量，国内家庭户数按4.9亿户计算，海外户均人数假设与美国相同，人口数来自世界银行

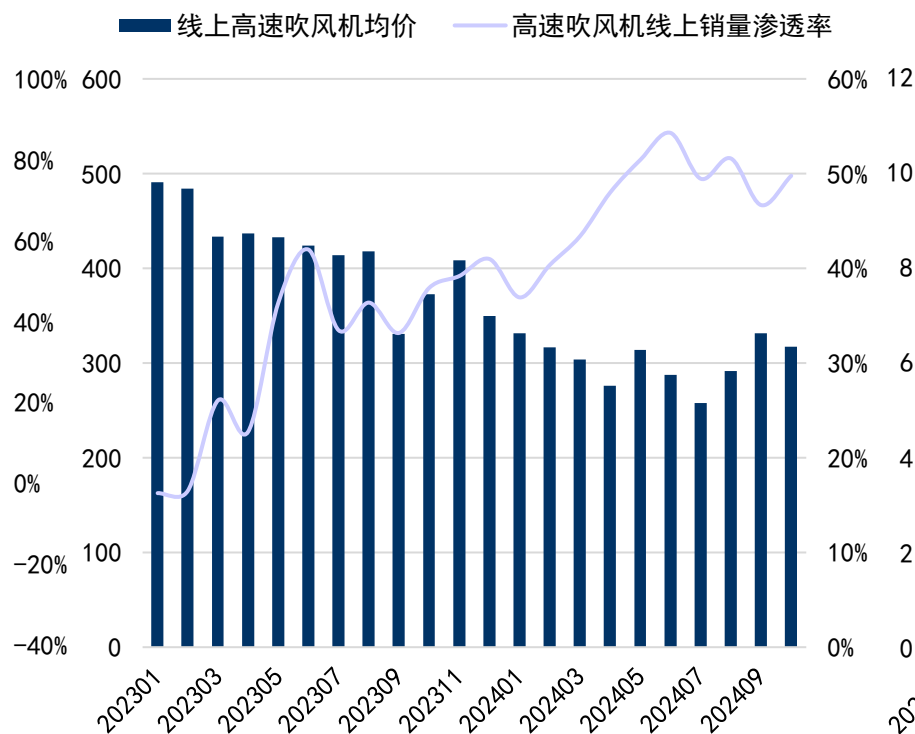
个护小电：产品创新更为丰富，静待消费回暖

- **电吹风**：高速吹风机延续较快增长。2024年前10月线上高速吹风机量/额同比分别增长65.1%/21.4%，带动线上吹风机规模实现4.8%的良好增长。从24Q2开始，线上高速吹风机的销量占比达到50%后，占比基本稳定，同时价格环比保持平稳趋势，虽然同比仍有一定降幅，但或预示着前期激烈的降价阶段已结束，产品有望成为竞争的重点。
- **电动剃须刀**：产品形态日趋多样，需求有所承压。电动剃须刀渗透率相对饱和，近几年便携、潮玩等新款剃须刀的出现拉动了行业增长，但今年以来受消费环境影响，剃须刀需求有所下降。久谦数据显示，2024年前10月电动剃须刀线上GMV同比下降10.9%。随着2025年国内消费政策加力实施，预计剃须刀需求有望在新品的带动下积极回暖。

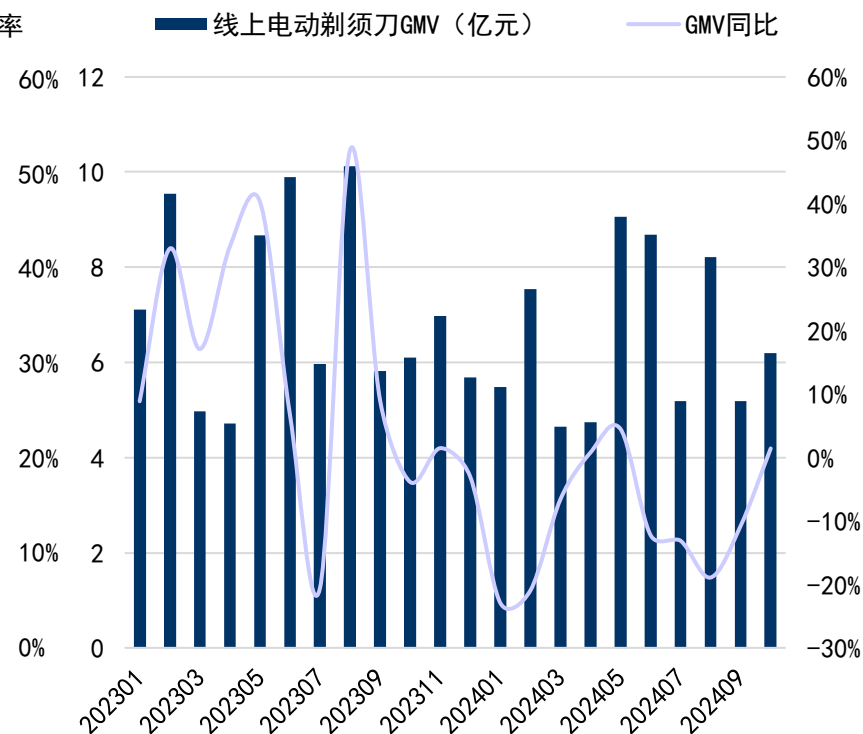
2024年线上吹风机增长有所降速



24Q2以来高速吹风机均价及渗透率环比稳定



电动剃须刀在大促淡季相对承压



资料来源：久谦，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

资料来源：久谦，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

资料来源：久谦，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

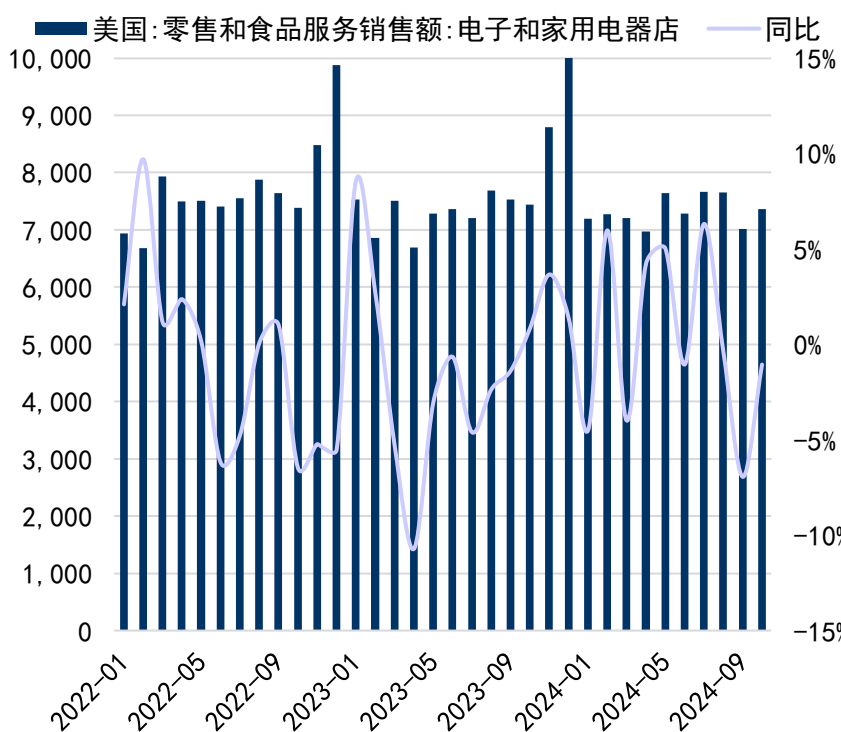
04

小家电外销：关注低渗透领域的增长持续性

美国家电零售有所好转，小家电消费开支表现更好

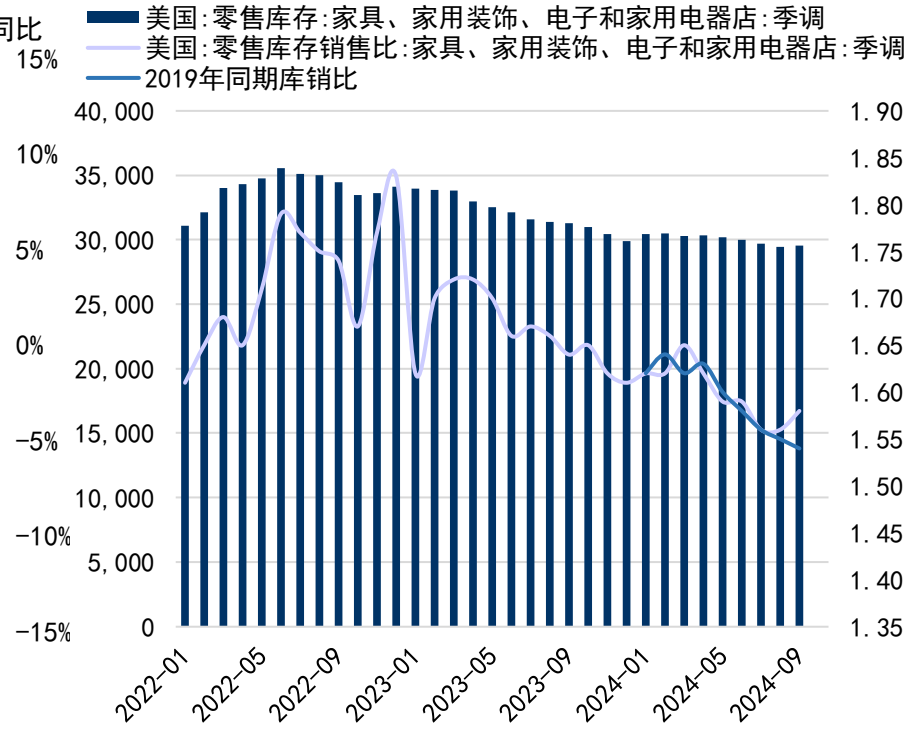
- 美国线下家电门店零售表现有所回暖，库存已回到2019年正常水平。根据美国商务部的数据，2024年1-10月，美国电子和家电店销售额同比增长0.2%，已从2022H2开始的下降趋势中实现小幅复苏。同时门店的库存水平已达到2019年同期的库销比水平，2024年1-10月库销比基本在1.6左右；库存绝对体量变化也相对较小，后续库存或相对稳定。
- 2023年以来美国小家电消费开支增长稳健。美国经济分析局的数据显示，虽然2023年以来美国家电消费出现一定承压，但小家电消费支出增长依然稳健，2023/2024年前三季度分别增长5.3%/3.5%，显示出小家电需求在经济下行下的需求韧性。后续随着家电需求整体回暖，小家电或有望实现更好的弹性表现。

美国家电店销售表现有所好转



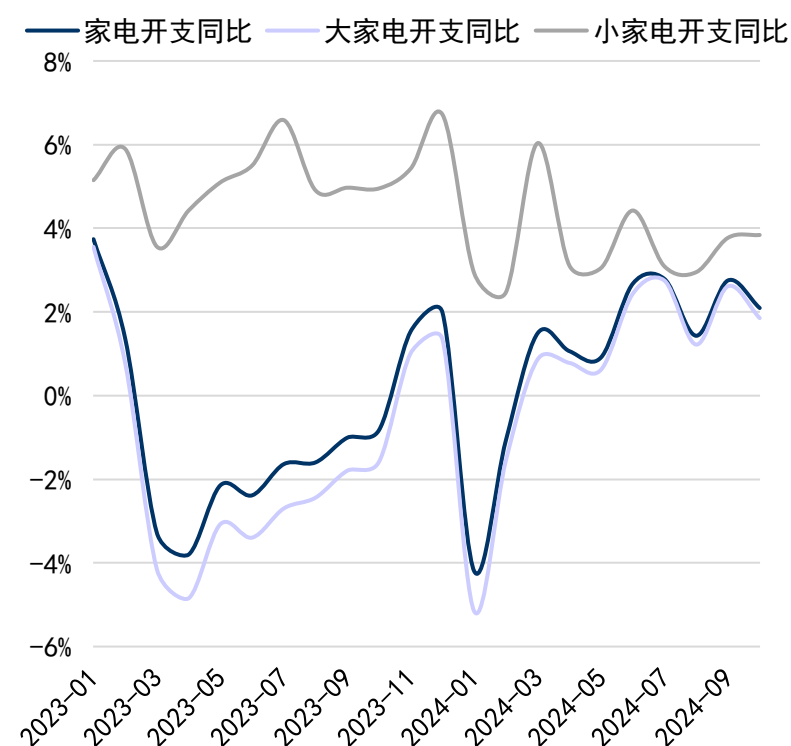
资料来源:美国商务部,国信证券经济研究所整理

美国家电店库销比已达到2019年同期正常水平



资料来源:美国商务部,国信证券经济研究所整理

美国小家电消费开支表现更好

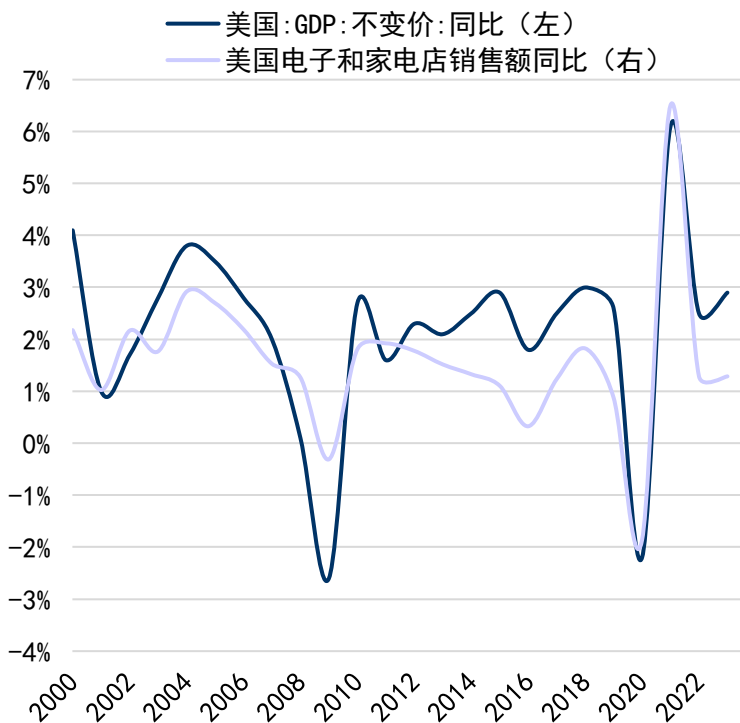


资料来源:美国经济分析局,国信证券经济研究所整理

外销：北美一家电需求与经济大盘、地产景气度显著相关

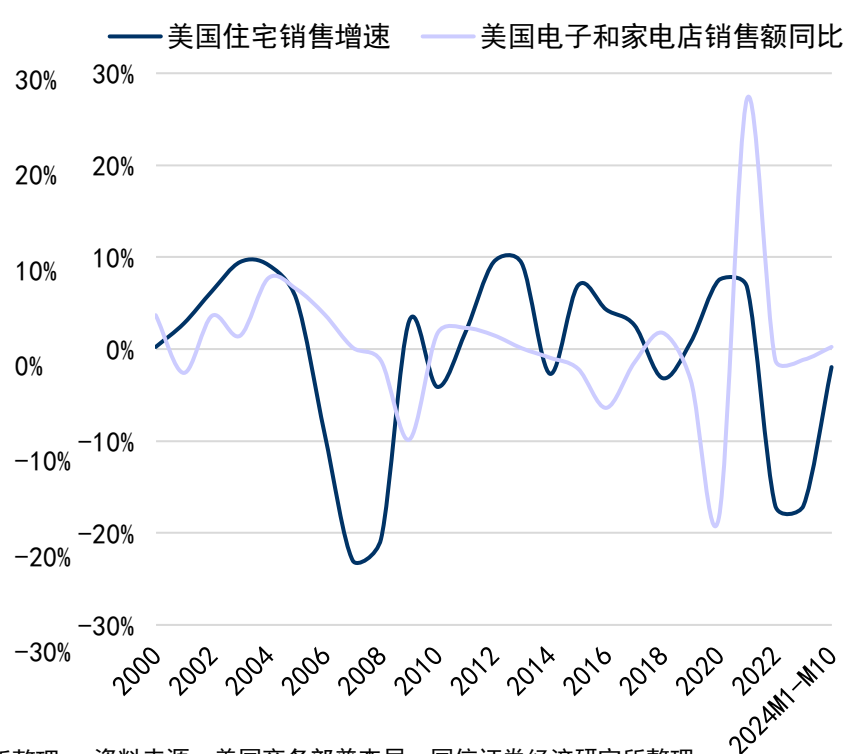
- 美国的家电零售增速与经济大盘、地产存在较强的正相关关系
 - 宏观指标方面：GDP增速与美国家电零售增速显著正相关，即家电零售需求直接反应经济活跃度。
 - 地产后周期属性：将家电零售增速与美国住房销售（新建与成屋销售）的增速拟合，从历史数据看家电零售增速也基本延续了和地产变动的趋同性，整体滞后住宅销售增速1-2年，且家电消费增速相对更平滑。
- 基于前瞻指标的短期预判：2024前10月美国新建住房和成屋销售合计套数同比-2.0%，降幅较2023年（-16.6%）显著收窄；随着美国利率有所降低，住房市场或逐步企稳，预计有望带动后续家电消费回暖。

家电销售与GDP关联性较强



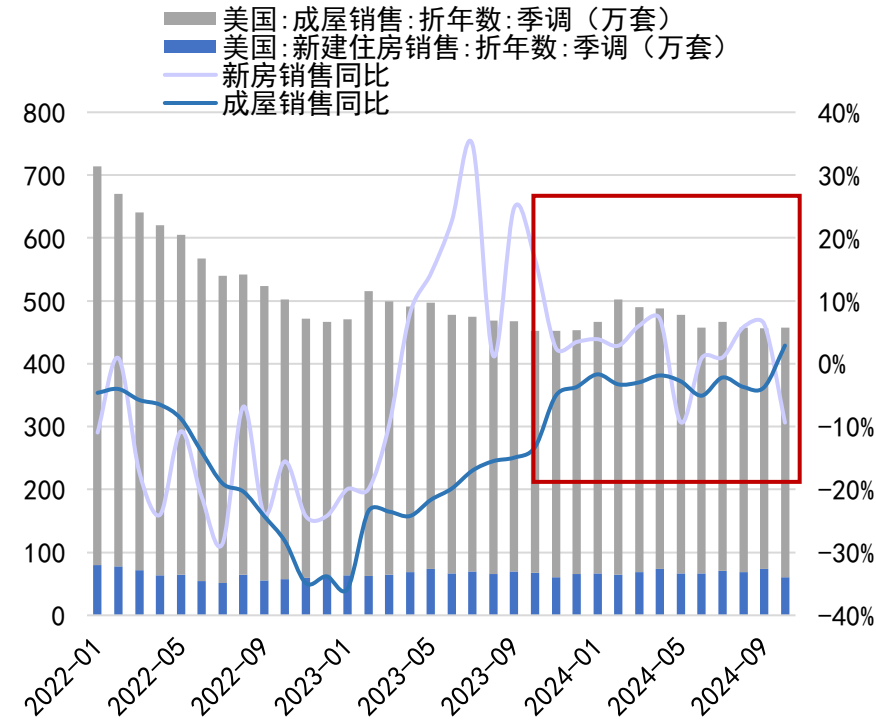
资料来源：美国经济分析局，美国商务部普查局，国信证券经济研究所整理

美国家电销售滞后住宅销售至少1年



资料来源：美国商务部普查局，国信证券经济研究所整理

地产回暖的传导或将在2025年逐步体现

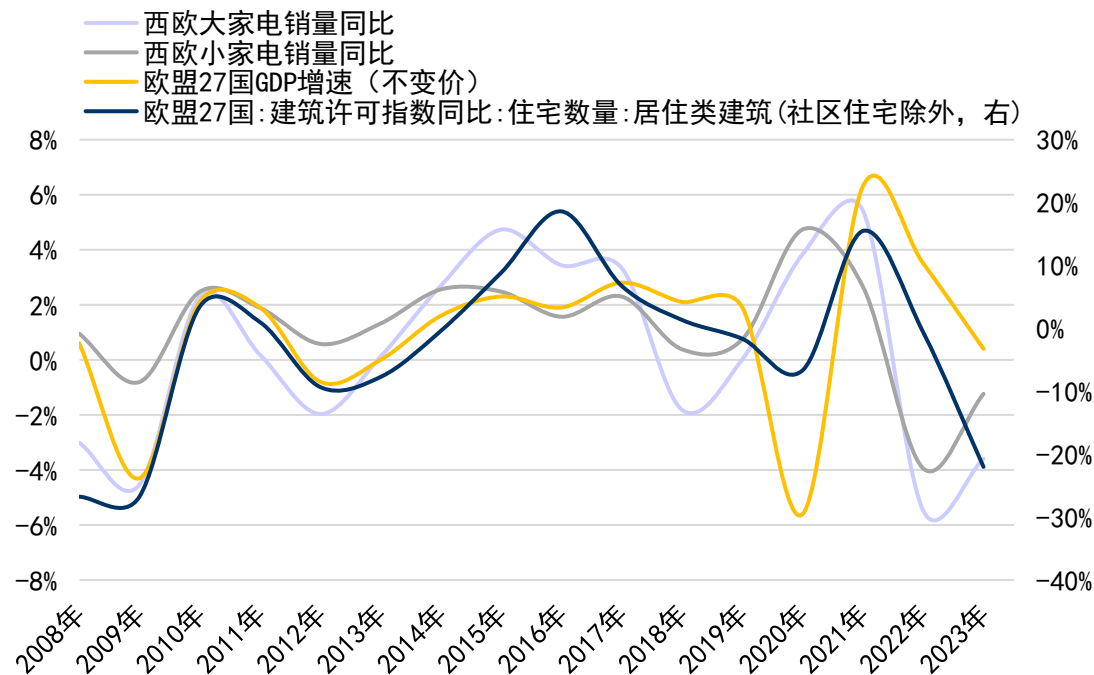


资料来源：美国商务部普查局，全美房地产经纪商协会，国信证券经济研究所整理

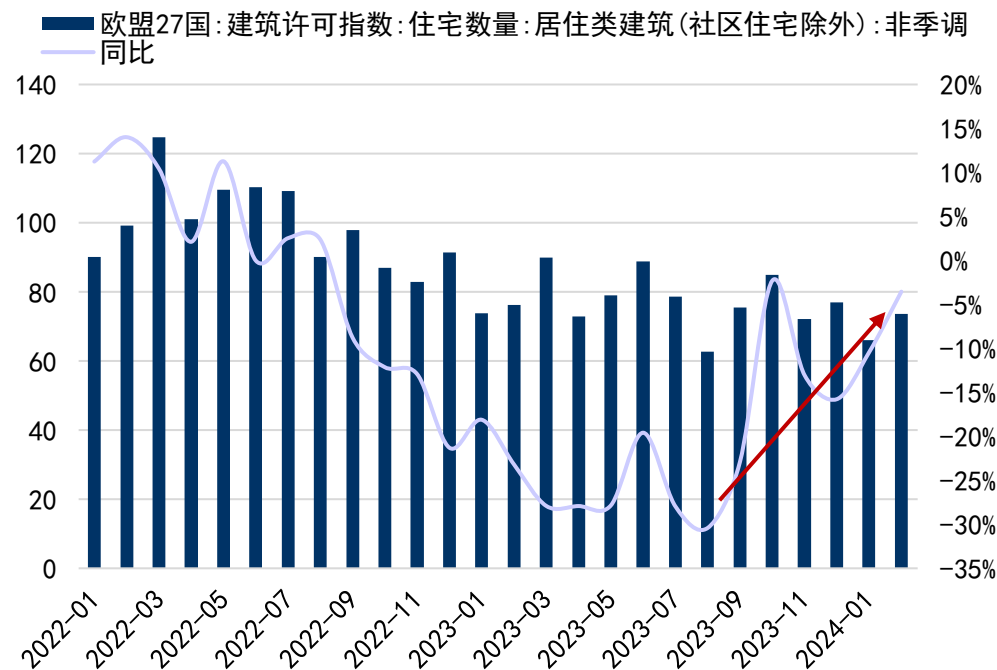
外销：欧洲一家电销售与经济大盘、地产相关，小家电表现更好

- 欧盟家电销量增速与经济增速、地产表现均有一定相关性，小家电需求增长更为平稳
 - 西欧大小家电销量同比与欧盟国家GDP增速、住宅许可指数存在较为相关的变化趋势，其中大家电与住宅指数和经济增速的关联性较强，在大家电销量增长较好的年份，经济增速及住宅许可指数均有不错的增长；小家电增长相对平稳、关联性较弱。
 - 小家电成长性相对较好，2009-2023年西欧大家电销量复合增长0.9%，小家电销量复合增长1.3%。
- 欧盟新开工数据自2022年以来持续走低，2024年以来降幅已明显收窄
 - 欧盟27国住宅建筑许可指数自2022H2以来持续回落，2023年同比降幅最高达到30%。而2023年大家电和小家电销量同比分别也有-3.6%和-1.2%的降幅。2024年以来，在低基数下，整体降幅已收窄至个位数，预计欧洲家电需求也有望同步实现企稳。

西欧家电销量与经济增速、地产表现具备一定关联



欧盟住宅许可指数同比降幅明显收窄



资料来源: Euromonitor, 欧盟统计局, wind, 国信证券经济研究所整理

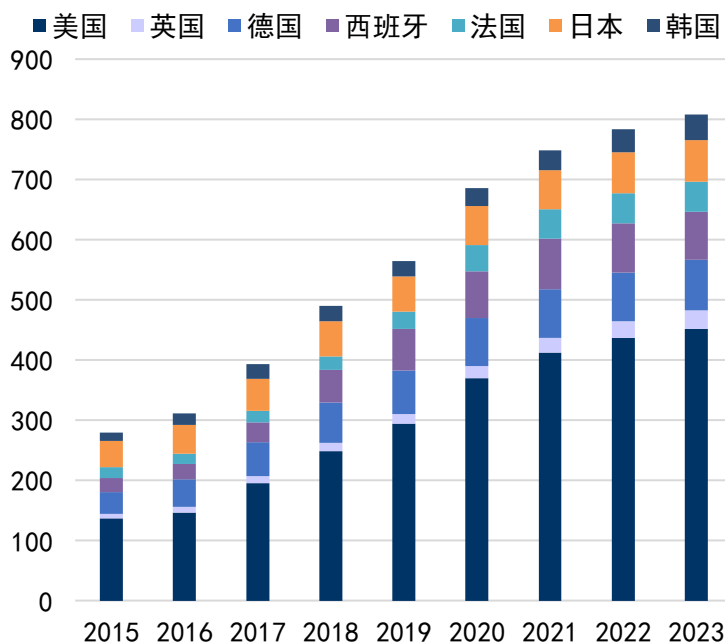
资料来源: 欧盟统计局, wind, 国信证券经济研究所整理

欧美低渗透品类成长活力较强，增长空间值得关注

□ 关注低渗透成长性品类：热泵、扫地机和投影仪

- **扫地机**：2023年美国扫地机销量同比增长3.4%至452万台，欧洲德法意西英合计扫地机销量增长1.8%至273万台（欧睿口径），考虑到产品升级带动的价格提升，预计整体增长都在10%以上。目前欧美主要国家扫地机渗透率均在10%左右，随着产品性能不断升级、渠道覆盖面提升，预计海外扫地机的长期增长动力较为充足；在海外家电需求回暖的背景下，扫地机增长有望加速。
- **热泵**：美国及欧盟主要国家热泵渗透率均在10%出头的水平（AHRI和EHPA数据），受能源紧张和政策补贴推动，2021年以来欧美热泵需求迎来快速增长。2023年欧美热泵需求在高基数下有所承压，美国热泵销量下降16.6%至362万台，欧洲21国热泵销量下降6.5%至302万台，预计2024年欧洲热泵销量仍有较大的降幅。考虑到热泵的环保节能性和政府的补贴政策，预计后续在低基数下，热泵需求有望逐步回暖。

海外扫地机器人销量成长较快（万台）



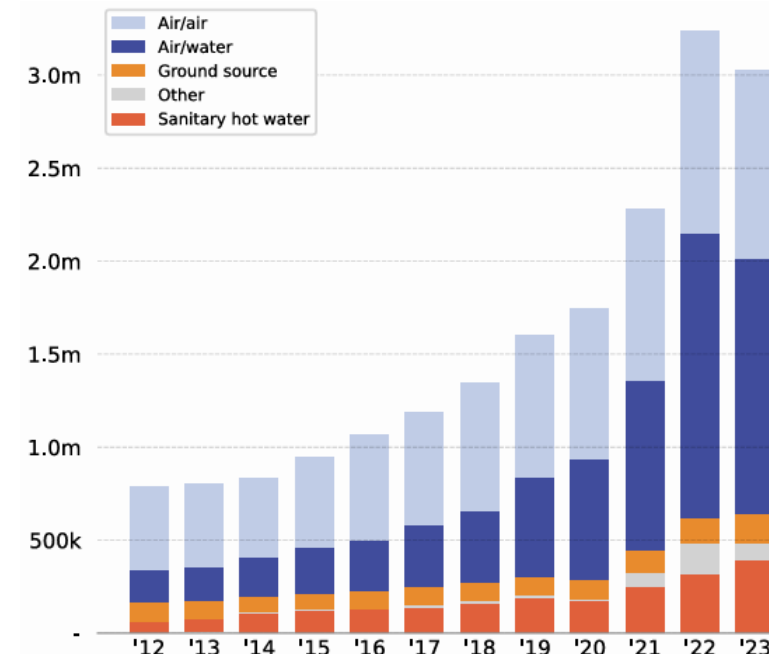
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

2023年美国热泵销量规模有所回落



资料来源：AHRI，国信证券经济研究所整理

2023年欧洲热泵需求有所回落



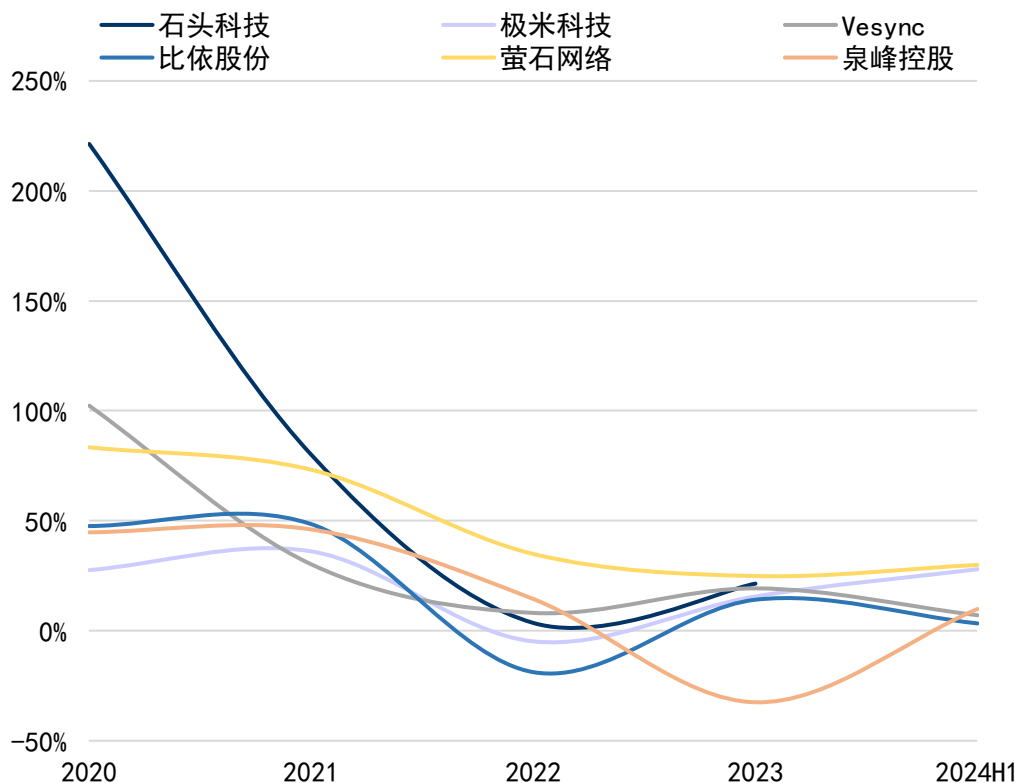
资料来源：AHRI，国信证券经济研究所整理

关注低渗透/低基数品类，外销有望延续较快增势

□ 在欧美家电消费需求迎来平稳复苏的背景下，低渗透/低基数品类有望获得更好的增长弹性

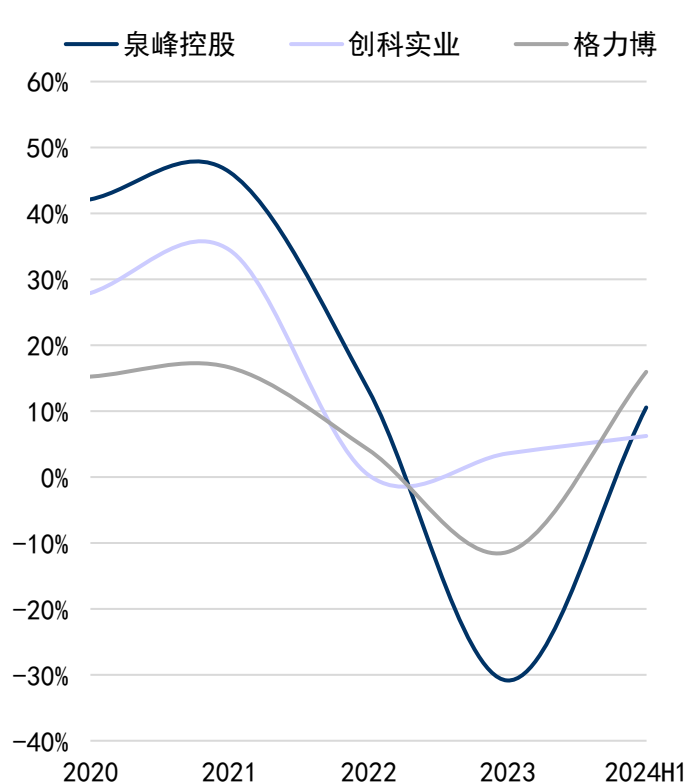
- **小家电**：扫地机、空气炸锅、投影仪、按摩仪、摄像头等品类在欧美地区的渗透率仍处于低位，普遍在30%以下。随着欧美消费稳步复苏，低渗透下高成长可期。涉及标的：石头科技、科沃斯、极米科技、Vesync、比依股份、萤石网络
- **户外设备及工具**：行业规模虽然受到消费环境及库存的影响，但锂电化趋势依然不可逆转。在低基数下，短期内增长弹性较大，中长期的锂电化趋势拉动成长性。涉及标的：泉峰控股、创科实业、格力博

低渗透品类此前外销增长较快，2023年以来低基数下企稳反弹



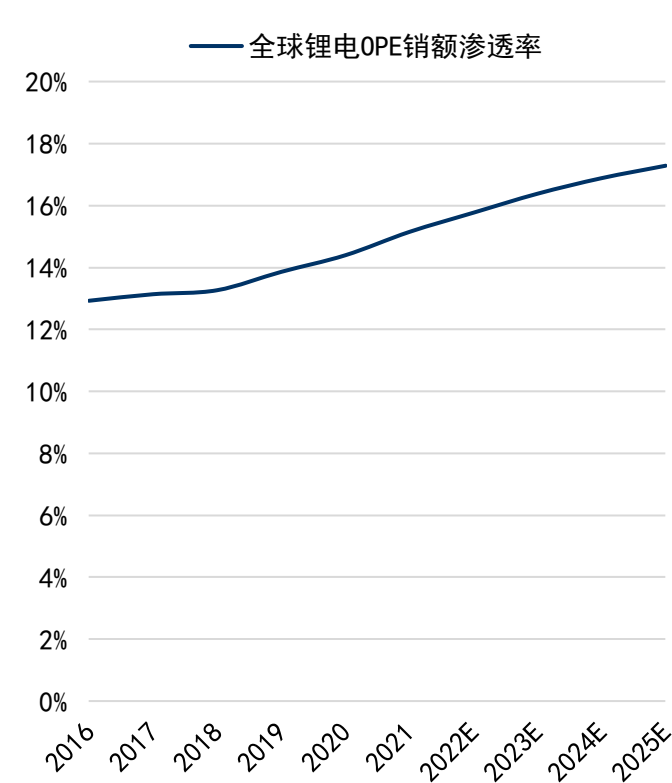
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

电动工具企业2024H1收入均企稳回升



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

户外锂电工具渗透率有望持续提升



资料来源：泉峰控股招股说明书，国信证券经济研究所整理

注：渗透率为锂电OPE销售额/OPE销售额

05

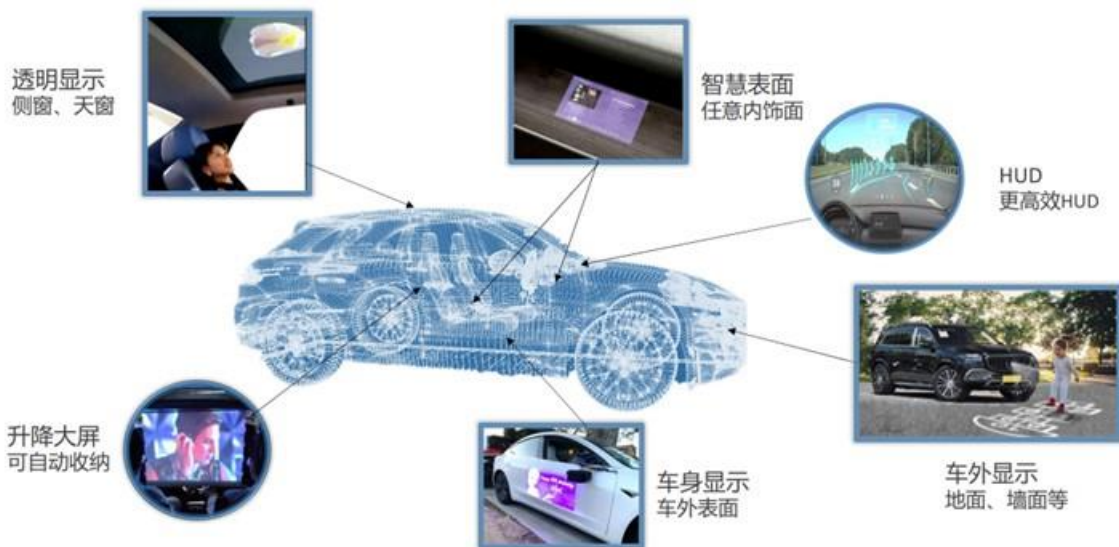
科技消费：技术加持或带来非线性增长

科技加持新场景1：车载显示应用场景丰富，成长空间充足

- 车载与家/商用投影技术协同明显，车载显示场景丰富，主要涵盖座舱显示、智能车灯和HUD，预计国内三领域市场远期规模超千亿
 - 座舱显示：包括娱乐类的车内影院、全景天幕、氛围灯和功能性的透明A柱、车窗显示等，有望从可选娱乐领域逐步向半刚需的车内控制、刚需的安全件领域迈进。预计国内2025年车载显示行业规模有望达40亿，2030年远期稳态国内/全球市场规模望达110/275亿元；
 - 智能车灯：DLP大灯为代表的投影应用，在照明基础上新增信息显示等安全性、个性化功能，智能属性显著提升。假设智能LED大灯渗透率稳步提升、DLP像素灯国内2025/2030年远期渗透率将达到约4.1%/14.0%，则2025/远期国内智能大灯规模有望达634/757亿元；
 - 增强现实抬头显示 (AR-HUD)：在HUD（抬头显示，将重要的行车信息投影到前挡风玻璃）的基础上，结合AR技术、高级驾驶辅助系统等实现车辆信息与环境的融合显示，有望成智能汽车最优的车辆信息显示方案。当前AR-HUD的渗透率不到1%，假设随着AR-HUD等技术升级、成本降低，预计AR-HUD加速普及，到2025年/2030年远期渗透率有望达到4%/23%，对应市场规模有望达31/144亿元。

细分领域的市场规模测算和假设详见我们的深度报告《光峰科技（688007.SH）系列二-手握激光显示核心技术，车载业务打造新增长极》

车载投影应用场景丰富



车载显示的三大细分领域成长性充足

单位：亿元	国内2022年规模	国内2025年预计规模	核心假设
座舱显示	-	40	娱乐类座舱显示在高端车中的销量渗透率达到5%；功能类投影在高端车中的销量渗透率达到10%。座舱显示整体搭载量达到103万台套
智能车灯	456	634	DLP像素灯渗透率达到4%，对应市场规模约为127亿；中高端LED/激光大灯（不含DLP）渗透率达到90%，市场规模507亿
抬头显示 (AR-HUD)	4.9	31	高端车/中端车的渗透率分别达到10%/3%，整体渗透率约为4%，年均AR-HUD出货量到达104万台套

资料来源：光峰科技官网、哪吒汽车官网、电子技术应用网、国信证券经济研究所整理

资料来源：乘联会、中汽协、高工智能汽车研究院、佐思汽研、国信证券经济研究所整理

光峰科技&极米科技：投影显示龙头，车载业务快速成长

光峰科技：全球激光显示应用龙头，已获比亚迪、赛力斯等10个定点

- 公司原创发明激光光源技术的底层技术架构，实现激光显示大规模低成本运用，并在电影、工程商教、家用等多个领域开花结果。
- 2021年公司切入车载显示领域，并获得车规认证。公司在智慧座舱、DLP车灯和AR-HUD三领域竞争优势主要体现在：1) 解决车内安全彩色显示痛点：红激光无法通过车规、LED光源亮度低功耗高体积大、LCD屏尺寸、安全受限；2) 车载业务和公司技术基因完全契合，前期光学技术积累适配于汽车场景。
- 截至2024年11月底，公司已获得比亚迪、赛力斯、北汽等国内外知名头部车企的10个定点，涉及车规级巨幕、激光投影灯、车灯模组及动态彩色像素灯等产品。2024年公司车载业务开始贡献收入，前三季度实现收入4.6亿元。

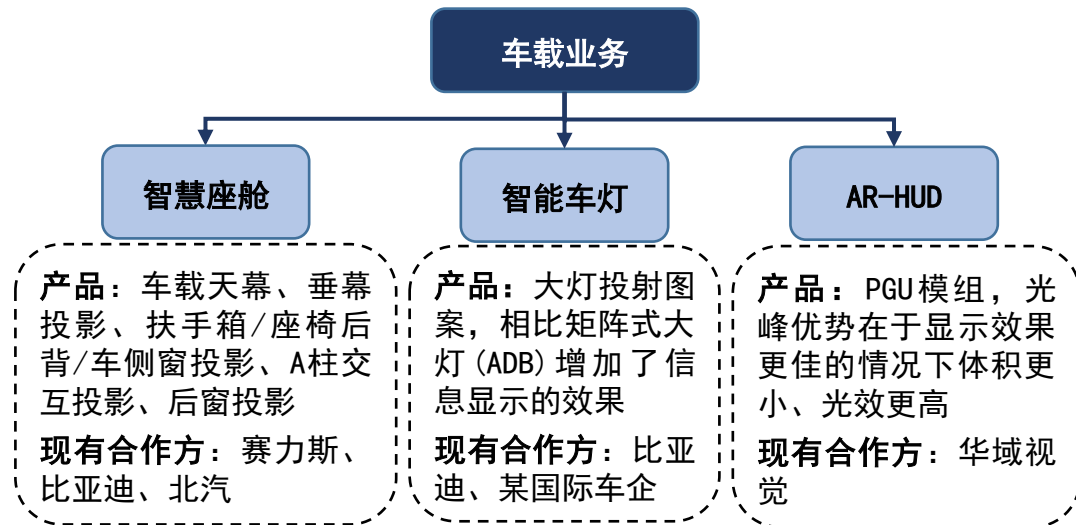
光峰科技已获得国内外头部车企多个定点

公告时间	车企	产品/内容
2022年9月	比亚迪	比亚迪汽车的车载光学部件供应商
2022年12月	国际知名品牌车企	激光投影灯
2023年1月	赛力斯	车载光学解决方案供应商，供应智能座舱显示产品
2023年4月	比亚迪	车载光学部件供应商，供应车灯模组产品
2023年5月	北汽新能源	车载光学解决方案供应商，供应智能座舱显示产品
2023年8月	华域视觉	车载光学解决方案供应商，供应PGU显示模组产品
2024年5月	赛力斯	车载光学解决方案供应商，供应智能座舱显示产品
2024年10月	北汽新能源	车载光学解决方案供应商，为其享界新车型供应智能座舱显示产品
2024年10月	某主机厂	车载光学解决方案供应商，供应智能座舱显示产品
2024年11月	某国际头部车企	车载光学部件供应商，为其供应动态彩色像素灯，适用于其多个国际车型

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

光峰车载业务覆盖智慧座舱、车灯和AR-HUD



资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

光峰科技&极米科技：投影显示龙头，车载业务快速成长

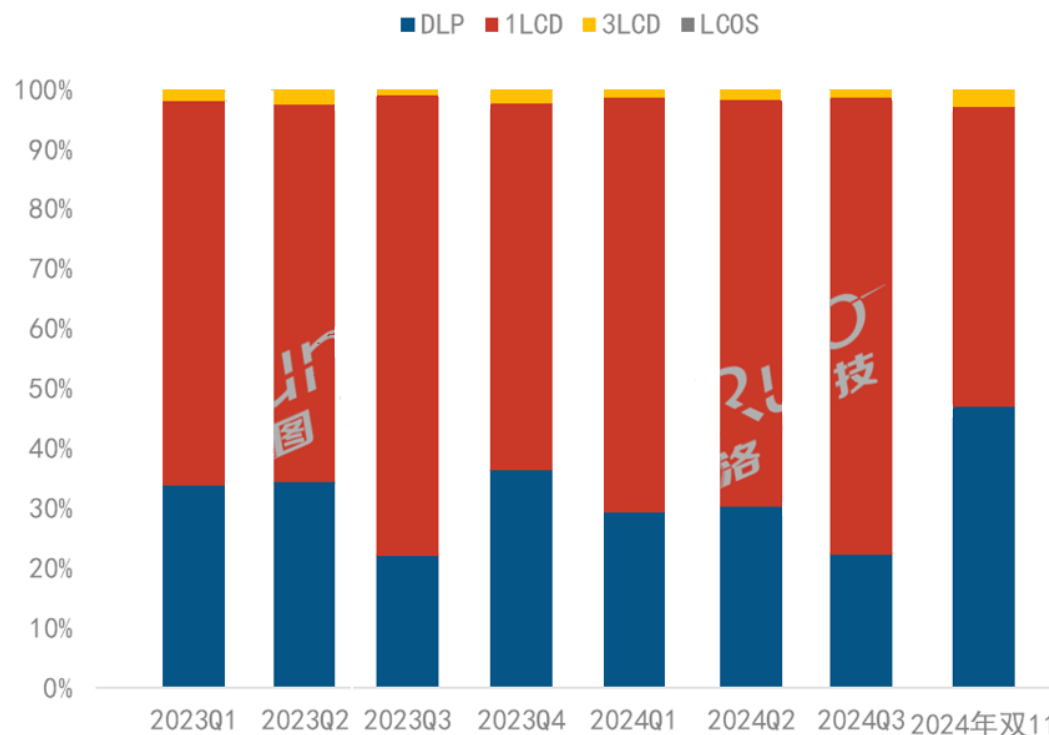
□ 极米科技：家用投影软硬件龙头，2024年10月以来快速获得6个定点

- 公司是全球家用投影龙头品牌，在光学底层技术、智能感知算法开发等投影核心软硬件技术上积累深厚。
- 2023年公司新设立车载产品线事业部，并获得汽车行业质量管理体系符合性认证。依托光学设计、环境感知、人机交互等技术与专利储备，公司聚焦智能座舱、智能大灯与HUD三大核心车载投影场景，自2024年10月以来，公司已获得北汽、马瑞利等6个定点项目。
- 主业有望积极复苏：此前受消费环境的影响，中高端的DLP投影需求受到LCD技术的挤占。但2024年双十一期间，在以旧换新补贴政策的带动下，叠加公司主动的产品矩阵调整，推出定价不到两千的便携投影Play 5等产品，DLP产品的线上销量占比达到47.0%，同/环比均有明显提升。2024年双十一智能投影线上销售额同比增长9.1%，实现止跌回升。

极米科技快速获得多个车载项目定点

公告时间	车企	产品/内容
2024年10月	北汽新能源	北汽新能源的车载投影仪和幕布总成的定点供应商，为其享界新车型供应智能座舱显示产品
2024年10月	马瑞利	马瑞利的智能大灯相关部件的定点供应商，为其项目供应智能大灯相关部件产品
2024年11月	国内知名汽车主机厂	车载投影仪的开发定点供应商，为其项目供应智能座舱显示产品
2024年11月	国内知名汽车主机厂（两个项目）	两款车型的车载投影仪及幕布定点开发供应商，为其供应智能座舱显示产品
2024年12月	国内知名汽车主机厂	车载投影仪定点开发供应商，为其供应智能座舱显示产品

2024年双十一期间DLP线上销量占比明显提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：洛图科技、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

□ 大模型提升家电产品力，进而带来渗透率的进一步提升

- 家居环境更加繁杂，过往边缘侧的算力有限叠加算法局限性，智能家电多停留在有限的决策池中，联动性和交互性较差。
- 而大模型一方面有效提升了家电产品的智能化程度（如扫地机的识别能力提升进而提高清扫效率；家用摄像头的识别+报警等功能），另一方面多模态的提升使得家电控制（空调温度、灯光亮度调节）、流程控制（烹饪问答交互）更易用，这都有利于能够具备智能属性的家电产品（如摄像头、音响、扫地机、显示设备、照明设备等）渗透率进一步提升。

□ 智能摄像头的应用延展链条更长：

- C端硬件：人形监测识别率提升，带来硬件需求的提升→场景：老人防跌倒、保姆监控、宠物跟随等
- C端服务：图像视觉大模型的接入，则有望带来增值服务的付费率提升→场景：抽帧、快递防盗。同时若扩展到整个家居环境中，智能家电的联动能力提升需要一个入口，类似智能音箱，摄像头也是理想入口，带来渗透率的被动提升
- B端服务：将上述软硬件的能力组合输出给其他B端合作方，包括家电家居品牌，以及部分B端品牌

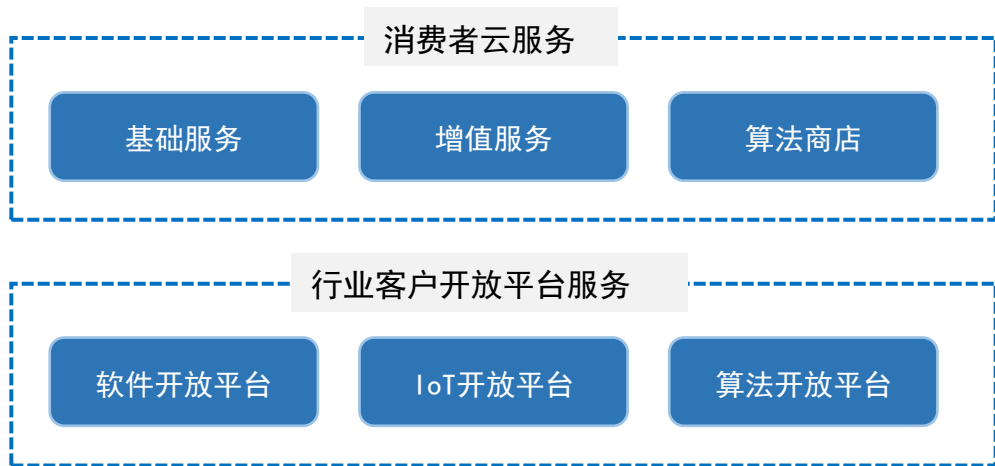
□ 服务机器人需求侧无虞，供给端持续优化：

- 需求端来看，家用场景的需求痛点是存在的，如（1）交互陪护娱乐（老人小孩）；（2）主动服务工作（室内外清洁维修、安防等），目前的形态如扫地机、擦窗机器人、陪护机器人更偏向于分工明确的“工具”或“玩具”，但一旦具备集成和更精细的学习能力和功能后，其相对传统服务劳动力的竞争优势有望显著增强。
- 供给端来看，家用场景对产品的成熟度和性价比均要求高。人形机器人至少需要集成工具和陪护属性，因此从感知-认知/决策-执行的模型来看：
 - 产品端：感知层（视觉、声音、雷达、压感、光感等传感器）已经相对成熟落地；算法层在AI带来优化的背景下，边缘侧算力和场景模型是目前的主要瓶颈，复杂场景和复杂需求是家用环境下服务机器人最大的壁垒和门槛；执行层（以运动控制的驱动器、控制器、减速器、电机等和其他输出为主）目前处于快速迭代和适配期。
 - 价格端：当前硬件端的成本基本上10万人民币以上，若再考虑软件端和利润空间，其和当前家电产品组合价格对比仍不具有优势，但家用产品的潜力则在于减配空间更高（如人形下半身简化、力量降低等）。

智能家居标的：萤石网络——视觉能力+云服务赋能下游应用

- 萤石网络：不止家用安防，“1+4+N”智能家居生态拓展能力边界
- 家用业务：硬件为基，云服务提高上限。公司主营的摄像头和门锁猫眼是典型的渗透率有空间、产品待提升的品类，当前国内摄像头、智能门锁分别15%、28%家庭保有率，摄像头参考半刚需产品30%保有、门锁参考欧美约50%保有提升空间仍大。而云服务一方面有望受益于AI大模型推出更多家居环境的增值服务，另一方面考虑到公司当前超4000万月活基数和不到10%的付费率，提升空间依然广阔。
- 2B类业务：AI+视觉带来PaaS的差异化竞争力
 - PaaS——IoT平台+公有云：为其他玩家提供IoT平台，萤石卡位在视觉输入和处理技术优势。行业层面，“物联”+“交互”是智能家居击中痛点的核心（eg：人走灯灭场景——涉及到视/声识别+处理；公司层面，大模型带来的视觉信息感知和处理能力的大幅增强，既能强化合作伙伴产品力，也是萤石之于其他互联网和通信巨头的技术和场景优势。
 - PaaS——IoT平台+私有云：基于自身在云服务解决方案+硬件的优势，已切入零售、畜牧等行业，通过自动监控+管理的模式提升运营效率以降低管理成本，商业模式成熟且具备与母公司海康威视的协同优势。
 - PaaS——算法开放平台：不限于家居场景，对开发者提供开放算法平台与组件能进一步放大自身在视觉领域的技术优势。

萤石物联云平台向B端与C端分别提供服务



萤石4+N产品体系



06

投资建议及风险提示

□ 白电

- **美的集团**：2025年内销在以旧换新政策的持续拉动下预计量利双增，外销代工业务在高基数下或有所承压，但自有品牌业务预计有望贡献持续的增长动能，驱动外销业务持续稳健增长。
- **海尔智家**：公司高端产品布局最完善，2025年内销预计在以旧换新带动下增势良好，外销公司以自有品牌为主，预计在欧美零售回暖下增速有所回升。
- **TCL智家**：公司冰箱出口业务预计在新兴市场带动下实现稳健增长，冰洗业务有望受益于以旧换新政策和与TCL出海协同发展。
- **格力电器**：公司空调外销主要布局新兴市场，预计2025年空调内外销实现稳健增长，多元化业务稳步推进。
- **海信家电**：中央空调在外销的拉动下预计规模稳定，家空及冰洗内外销预计增长稳健，汽车热管理业务经营有望回暖。

□ 小家电

- **小熊电器**：消费政策加力支持下，可选的小家电品类增长弹性大，公司24Q2/Q3处于经营底部，Q4有望逐步企稳回升；通过渠道、产品的积极调整及发力海外，公司2025年盈利有望修复。
- **石头科技**：公司领先的产品力驱动内外销市场份额提升，价格带扩充和产品形态迭代升级带动行业渗透率进一步提升；前期渠道调整及品牌投入有望逐步取得成效，收入有望保持较快增长。
- **泉峰控股**：海外库存已恢复正常，公司有望回到凭借锂电化和产品力及品牌矩阵持续提份额的增长通道，经营迎来向上拐点。

□ 科技消费

- **光峰科技**：公司前期车载定点逐步转化为收入，后续定点逐步落地，公司车载收入有望快速增长；公司2024年盈利受GDC等事项拖累，预计2025年盈利有望逐步好转。
- **极米科技**：公司老品去库影响逐步减弱，通过产品矩阵和定价调整，内销有望逐步企稳，外销低渗透下持续贡献增长动能，主业有望企稳改善；车载业务已快速获得6大定点，有望铸就第二增长曲线。
- **萤石网络**：公司以视觉感知技术为基础，拓展语音识别、多模态理解及AI生成技术，摄像头、智能入户作为视觉AI最直接的落地应用场景，硬件渗透率提升+云服务付费率/合作方拓展有望带动收入利润增长；长期看，公司云服务的C端和B端协同并进，家用服务机器人有望构筑二次成长曲线。

重点公司盈利预测汇总

细分领域	公司名称	收盘价	EPS			PE		
		20241223	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
大家电	美的集团	74.61	4.80	5.04	5.57	15.5	14.8	13.4
	海尔智家	28.69	1.76	2.02	2.28	16.3	14.2	12.6
	格力电器	44.49	5.18	5.69	6.09	8.6	7.8	7.3
	海信家电	30.15	2.04	2.42	2.71	14.8	12.5	11.1
	TCL智家	11.99	0.73	0.90	1.01	16.5	13.3	11.9
科技消费	光峰科技	15.62	0.22	0.16	0.47	70.0	99.0	33.1
	极米科技	102.56	1.72	0.14	1.92	59.6	732.6	53.4
	萤石网络	30.12	1.00	0.72	0.91	30.1	41.8	33.1
小家电	小熊电器	45.88	2.84	1.79	2.16	16.2	25.6	21.2
	新宝股份	15.09	1.19	1.35	1.51	12.7	11.2	10.0
	石头科技	215.40	15.60	11.75	13.25	13.8	18.3	16.3
	科沃斯	49.89	1.06	1.94	2.31	47.0	25.7	21.6
	泉峰控股	17.42	-0.07	0.24	0.29	-30.5	9.4	7.7
	Vesync	4.20	0.07	0.08	0.09	7.9	6.7	5.7
	苏泊尔	52.46	2.70	2.88	3.11	19.4	18.2	16.9
	九阳股份	10.98	0.51	0.23	0.45	21.6	47.7	24.4
	比依股份	16.93	1.07	0.82	1.00	15.8	20.5	16.9
	德尔玛	10.56	0.24	0.28	0.35	44.8	37.5	30.6
倍轻松	32.38	-0.59	0.29	0.70	-54.7	111.7	46.3	
零部件	得邦照明	12.17	0.79	0.79	0.86	15.5	15.4	14.2
	佛山照明	6.01	0.19	0.20	0.25	32.1	29.7	24.4
	大元泵业	20.06	1.71	1.42	1.55	11.7	14.1	12.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：Vesync、泉峰控股收盘价单位为港币，EPS单位为美元

- **行业需求假设过于乐观的风险。** 本文预计以旧换新政策会在2025年再次推出，在小家电部分对未来扫地机渗透率持续提升等做了假设，这些假设主要系参考历史情况及其他品类推断而出，可能存在一定的误判，进而影响对行业发展的判断。
- **国内需求波动的风险。** 当供给端新品推新力度不足、叠加下游需求在宏观环境影响下转弱，则行业有可能出现增长不及预期甚至下滑的风险，进而影响行业规模的增加。
- **行业竞争加剧风险。** 家电行业充分竞争、产品同质化较高，近年来行业集中呈现提升态势，但个别子行业因供需失衡形成的行业库存规模增加可能会导致价格战等风险。
- **海外产品和渠道扩张不及预期的风险。** 当前欧美为主的海外市场的产品结构、渠道结构与国内存在较大差别，若国内产品或品牌无法更好地适应海外消费者变化的需求，则可能出现销售增长不及预期的风险；渠道方面欧美消费者在线下的消费比例显著高于国内，且对传统零售商和传统龙头品牌具有较高依赖度，若国内品牌在与线下零售商的合作进度不及预期，则有可能影响份额提升的进度，进而使外销规模的增长不及预期。
- **海外业务运营风险：** 部分家电企业已在全球多地建立生产基地、研发中心和销售中心，海外收入占比逐年提升。海外市场受当地政治经济形势（如发生军事冲突、战争等事件）、法律体系和监管制度影响较多，上述因素发生重大变化，将对家电企业当地运营形成一定风险。
- **新赛道拓展进度不及预期的风险。** 家电企业进行新领域扩张需要经历前期研发、生产供应链和客户送样测试等积累，此过程一般所需时间维度较长，往往表现出前期投入较大但收入和盈利端短期无法体现正向贡献，若新领域的扩张速度不及预期则或导致公司整体的收入利润产生负向影响的风险。
- **汇率和政策风险。** 若汇率存在较大的波动，则会导致相关外销领域的增速受到影响；而关税等贸易政策也会对相关外销领域产生影响，若主要出口国家关税提升则会造成行业整体盈利能力下行和产品竞争力减弱的风险。
- **原材料价格波动风险。** 如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致行业的毛利率出现大幅波动，对行业的盈利能力造成不利影响。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032