

家电

家电 2025 年策略:政策支持+出口蓝海,关注 AI+和微信小店机会

■ 走势比较



报告摘要

一、内销:重视以旧换新政策延续+低基数优质企业底部反转。1) **政策端:** 2024 年以旧换新政策有效拉动家电品类存量更新,中央+地方释放信号 2025 年国补有望延续,家电龙头或率先受益。2) **需求侧:** 整体需求较弱背景下,性价比消费崛起,定位高性价比的家电企业有望受益。3) **基数端:** 2024 年虽有政策刺激,但全年维度来看国内需求较弱,以内销为主的家电企业或形成收入、业绩与估值的低基数,2025 年在政策支持下,基本面优质的企业或存在反转逻辑。

二、出口:海外产能建设或降低关税影响,新兴市场结构性机会值得关注。1) **政策端:** 美国对华关税不确定性或抑制出口,但对家电行业影响有限,对美风险敞口小、提前布局海外产能建设的标的有望受益。2) **基数端:** 2024 年出口链整体表现较强势形成高基数,悲观预期之下渠道或有提前备货情绪,库存消化后或存在新一轮机会。3) **结构性:** 东南亚/拉美/中东非市场快速成长,2025 年新兴市场或依旧具备较大提升空间。

三、主题性机会:1) AI+:以智能眼镜为典型代表的 AI 端侧应用或成为新风口。2024 年 AI 眼镜收获市场广泛关注, Ray-Ban Meta 集成 AI 语音交互功能销售额突破百万, M11 百度发布首款“小度 AI 眼镜”,三星计划于 2025Q3 推出 AR 眼镜,系列事件催化之下 AI 眼镜市场关注度提升。我们看好漫步者、TCL 电子、比依股份等提前布局 AI+ 的家电企业,亦期待产品端应用落地。

2) 微信小店:“送礼物”功能紧密结合微信的社交属性,庞大的用户群体带来天然需求,功能选择在节日较为集中的年末发布亦享受自然流量加持。短期来看,消费者或基于新鲜感而尝试体验新功能,利好单价不高且礼品属性较强的厨房小家电与个护按摩小家电;中长期来看,或引领电商渠道新一轮变革,具备较强品牌力及内容营销能力的企业有望脱颖而出。我们看好苏泊尔、九阳、北鼎、摩飞、飞科、倍轻松等率先布局自营微信小店的小家电品牌。

投资建议: 我们建议重点关注:1) **白电及全屋智能:** 美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、TCL 智家、漫步者;2) **黑电及智能投影:** TCL 电子、海信视像;3) **智能短交通:** 九号公司、雅迪控股、爱玛科技;4) **厨房小家电:** 小熊电器、北鼎股份、比依股份。

风险提示: 原材料价格波动、汇率波动、关税不确定性、海运运力紧张、房地产政策波动、重点关注公司业绩不及预期等

相关研究报告

<<出口链:2024M11 家电出口金额双位数提升,空调持续高增>>—2024-12-23

<<出口链:2024M10 家电出口金额快速增长,空调和咖啡机高增>>—2024-11-22

<<行业前瞻:2024Q4 出口有望贡献空调增长主动力,内销或拉动家用制冷需求提升>>—2024-11-17

证券分析师:孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524020001

研究助理:赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030006

研究助理:金桐羽

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030010

目录

| | |
|--|----|
| 一、 2024 年行情回顾: H1 出海为主基调, H2 以旧换新催化, 家电板块整体表现较为强势 | 4 |
| 二、 2025 年展望: 重视内销政策延续+底部反转, 寻找出口结构性亮点, 看好 AI 眼镜+微信小店为家电行业带来新机会 | 6 |
| (一) 内销: 期待以旧换新政策延续, 看好低基数之下的反转逻辑 | 6 |
| (二) 外销: 海外产能建设或降低关税影响, 新兴市场结构性机会值得关注 | 10 |
| (三) 主题性机会: 看好以 AI 眼镜为代表的端侧应用拓展至家电, 微信小店兴起引领电商渠道变革或存在机遇 | 16 |
| 三、 投资建议 | 19 |
| 四、 风险提示 | 20 |

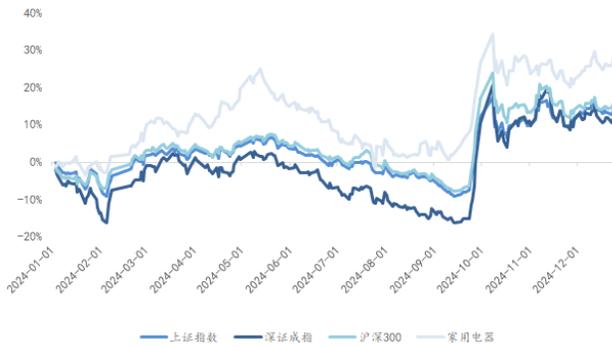
图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 2024 年家电板块表现强于大盘 | 4 |
| 图表 2: 2024 年家电在中万一级行业中涨幅第四..... | 4 |
| 图表 3: 2024H1 出海为主基调, H2 以旧换新催化家电板块行情 | 5 |
| 图表 4: 截至 12 月 20 日, 钢价同比-16.98%, 年内跌幅-17.72% | 6 |
| 图表 5: 截至 12 月 24 日, 塑料价同比+6.94%, 年内涨幅+6.30% | 6 |
| 图表 6: 截至 12 月 24 日, LME 铜价同比+4.10%, 年内涨幅+4.38%..... | 6 |
| 图表 7: 截至 12 月 24 日, LME 铝价同比+2.70%, 年内跌幅-4.56%..... | 6 |
| 图表 8: 中央+地方+线上三方平台共同发力以旧换新 | 7 |
| 图表 9: 2024 年以旧换新政策力度更大 | 7 |
| 图表 10: 以旧换新明显提振家电零售 | 7 |
| 图表 11: 截至 12 月 19 日, 以旧换新带动 3330 万+消费者购买家电以旧换新产品 5210 万台+ | 7 |
| 图表 12: 2024 年中国 GDP 预计同比+4.9% | 8 |
| 图表 13: 2023M12 起社零总额增速放缓 | 8 |
| 图表 14: 重点公司内销占比及财务表现 | 9 |
| 图表 15: 特朗普关税 1.0 时期, 家电品类受影响较大, 冰冷、油烟机影响较小, 美对中洗衣机依存度反升 | 10 |
| 图表 16: 301 调查以来美国对华加征四轮关税, 部分家电品类享受豁免..... | 11 |
| 图表 17: 企业对美风险敞口分化, 但整体影响有限 | 11 |
| 图表 18: 白电头部企业积极进行海外产能布局 | 12 |
| 图表 19: 海尔智家具备海外本土化生产优势 | 12 |
| 图表 20: 美的集团海外产能不断拓展 | 13 |
| 图表 21: 众多家电企业布局东南亚产能 | 14 |
| 图表 22: 2024M1-M11 家电出口表现较为强势..... | 15 |
| 图表 23: 2024H1 美国补库趋势明显 | 15 |
| 图表 24: 北美 2018-2024 年主要家电品类出口放缓 (亿美元) | 16 |
| 图表 25: 东南亚 2018-2024 年主要家电品类出口增长 (亿美元) | 16 |
| 图表 26: 2018-2024 年中国至东南亚、拉美、中东和非洲等国家的主要家电出口额呈增长趋势 (亿美元) | 16 |
| 图表 27: 2024 冷年新兴市场对家用空调的需求量较大幅提升..... | 16 |
| 图表 28: 2028 年中国人工智能产业规模预计 8110 亿元 (2023-2028 年 CAGR 30.6%) | 17 |
| 图表 29: 2024M1-M7 中国智能音频眼镜线上市场累计销量 7 万台 (+45.3%), 销额 8160 万元 (+57.6%) | 17 |
| 图表 30: 2024 年中国智能音频眼镜市场华为占据领先地位, 小米份额快速提升..... | 17 |
| 图表 31: 部分小家电企业已经布局自营微信小店 | 18 |

一、2024 年行情回顾：H1 出海为主基调，H2 以旧换新催化，家电板块整体表现较为强势

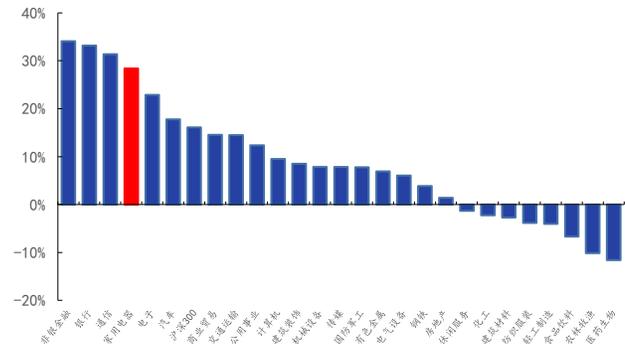
板块行情：2024 年家电行业整体表现强于大盘。横向对比来看，2024 年初至今（截至 2024 年 12 月 24 日）家电板块整体上行，年内涨幅+28.40%，强于上证指数/深证成指/沪深 300 的涨幅（分别+14.07%/+12.04%/+16.10%），在申万一级行业中位列第四。

图表1：2024 年家电板块表现强于大盘



资料来源：同花顺，太平洋证券整理（截至 2024/12/24）

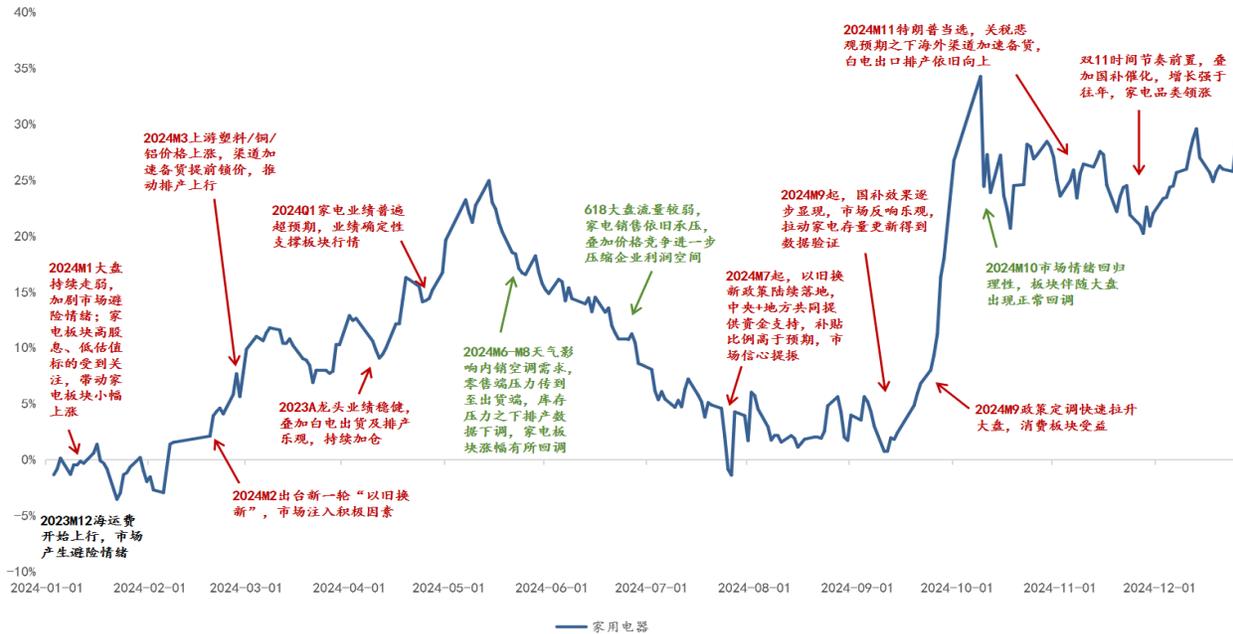
图表2：2024 年家电在申万一级行业中涨幅第四



资料来源：同花顺，太平洋证券整理（截至 2024/12/24）

从 H1 出口链行情，到 H2 以旧换新政策落地构筑信心，2024 年家电板块领涨具备较强的基本面支撑。复盘家电表现来看，1) 上半年：M1 大盘走弱叠加海运费上行使市场信心不足，拥有高股息及经营确定性的避险资产受益，M2 以旧换新定调注入积极因素，M3 主要大宗原材料价格上涨刺激渠道备货，M4 一季报陆续披露，家电企业普遍超预期进一步为板块上涨提供动力。根据海关总署数据，2024H1 中国家电累计出口额 3479 亿元 (+18.3%)，白电出口排产持续乐观。内销方面，空调品类受降雨等天气因素影响销售较弱，库存压力之下整体出货动力不足，叠加 618 大盘表现疲弱，家电企业价格竞争压缩利润空间，板块有所回落。2) 下半年：以旧换新政策加码重铸市场信心，M9 政策定调拉升大盘并利好家电板块，M10 市场情绪回归理性，M11 特朗普当选注入关税悲观预期，渠道再次产生加速备货情绪，双 11 时间节奏前置叠加国补催化表现强劲，家电品类领涨，板块波动上行。整体而言，2024 年家电板块表现优秀，内外销共振具备较强基本面确定性。

图表3: 2024H1 出海为主基调, H2 以旧换新催化家电板块行情



资料来源: 同花顺, 太平洋证券整理 (截至 2024/12/24)

原材料价格跟踪: 2024 年钢价跌幅明显, 塑料及铜价同比上行, 铝价同比由跌转涨。截至 2024 年 12 月 20 日, 钢价同比-16.98%, 年内跌幅-17.72%。截至 12 月 24 日, 塑料/LME 铜/LME 铝价分别同比+6.94%/+4.10%/+2.70%, 年内累计+6.30%/+4.38%/-4.56%。我们认为, 主要原材料价格变动方向分化, 对不同品类成本影响亦呈现差异化。

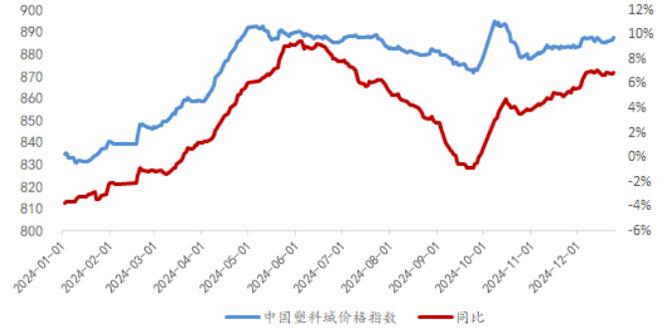
2025 年主要原材料价格有望下行, 带动家电企业成本降低。1) **钢铁:** 根据四大矿山预计新增产能数据, 2025 年全球铁矿有投产状态下预期整体偏宽松状态, 铁矿价格或将下行, 根据中国冶金工业规划研究院数据, 2025 年中国钢材需求量预计为 8.5 亿吨 (-1.5%), 由于铁矿过剩、钢材需求疲软, 钢价预计下行。2) **铜价:** 根据上海有色网数据, 2025 年铜价持续上涨可能性不大。3) **塑料:** 根据卓创资讯数据, 2025Q1 塑料总产量预计从 2024Q4 的 883.59 万吨增长至 944.26 万吨 (环比+6.87%), 而 2024M12 部分行业开工低于往年同期, 受消费及地产偏弱影响, 生产进入淡季, 塑料需求量或下跌, 塑料价格预计下行。整体而言, 我们判断家电上游原材料开年或整体呈下降趋势, 或能够减轻企业成本端压力。

图表4: 截至 12 月 20 日, 钢价同比-16.98%, 年内跌幅-17.72%



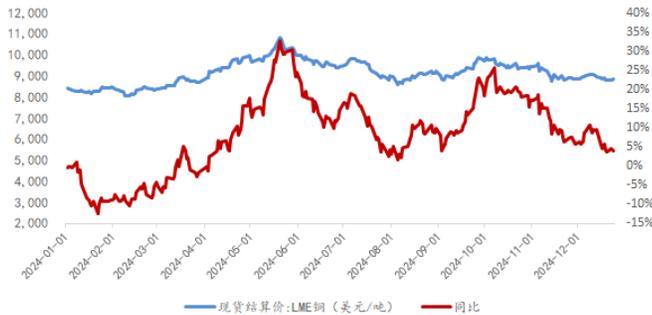
资料来源: 同花顺, 太平洋证券整理 (截至 2024/12/20)

图表5: 截至 12 月 24 日, 塑料价同比+6.94%, 年内涨幅+6.30%



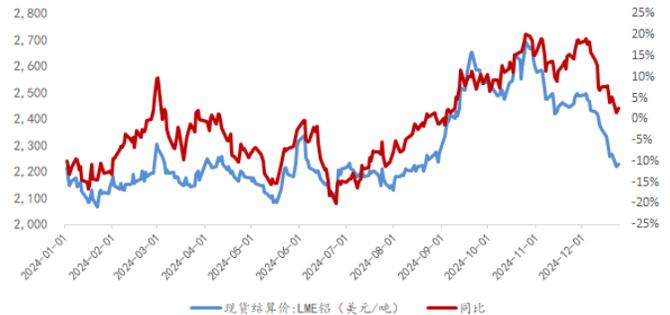
资料来源: 同花顺, 太平洋证券整理 (截至 2024/12/24)

图表6: 截至 12 月 24 日, LME 铜价同比+4.10%, 年内涨幅+4.38%



资料来源: 同花顺, 太平洋证券整理 (截至 2024/12/24)

图表7: 截至 12 月 24 日, LME 铝价同比+2.70%, 年内跌幅-4.56%



资料来源: 同花顺, 太平洋证券整理 (截至 2024/12/24)

二、 2025 年展望: 重视内销政策延续+底部反转, 寻找出口结构性亮点, 看好 AI 眼镜+微信小店为家电行业带来新机会

(一) 内销: 期待以旧换新政策延续, 看好低基数之下的反转逻辑

核心观点: 1) **政策端:** 2024 年以旧换新政策有效拉动家电品类存量更新, 中央+地方释放信号 2025 年国补有望延续, 家电龙头或率先受益。2) **需求侧:** 整体需求较弱背景下, 性价比消费崛起, 定位高性价比的家电企业有望受益。3) **基数端:** 2024 年虽有政策刺激, 但全年维度来看内销需求较弱, 以内销为主的家电企业或形成收入、业绩与估值的低基数, 2025 年在政策支撑下, 基本面优质的企业或存在反转逻辑。

政策端：2024 年家电以旧换新有效拉动终端销售。1) 政策复盘来看，本轮中央财政加大资金支持力度并提高分担比例，补贴比例由上轮 10%提升至 15-20%，强调高能效与智能化，带动家电产品高质量发展。中央定调后，地方快速积极响应，线上平台亦投入高额补贴。2) 从效果端看，8 月初 1500 亿元国债资金全部下达地方，截至 12 月 6 日撬动家电销售 2019.7 亿元，截至 12 月 19 日带动 3330 万+消费者购买家电以旧换新产品 5210 万台+。根据奥维云网数据，国补后家电市场零售额同比增长普遍显著高于国补前。

图表8：中央+地方+线上三方平台共同发力以旧换新

| 2024年以旧换新政策复盘 | |
|---------------|---|
| 中央 | <p>2024年3月，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，推动设备更新和消费品以旧换新，目标到2027年设备投资较2023年增长25%以上，废旧家电回收量较2023年增长30%。</p> <p>2024年7月，国家发展改革委和财政部联合印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，中央财政直接向地方提供约1500亿元，支持地方消费品以旧换新。</p> |
| 地方 | <p>2024年8月，湖北率先实施新补贴标准。</p> <p>2024年8月，消费品以旧换新领域的1500亿元国债资金全部下达地方。</p> <p>2024年9月，各省市均出台家电以旧换新政策。</p> |
| 线上平台 | <p>天猫：平台联合上千个品牌投入60亿元，通过发放品类券等方式，加大对以旧换新商品的补贴力度和覆盖范围，并提供“一次上门，免费送装”服务。</p> <p>京东：在家电家居品类上联合品牌投入30亿元，加码家电家居以旧换新补贴及服务体验升级。</p> <p>抖音电商：推出“3年10亿绿电补贴计划”，三年内针对大家电类目投入10亿换新补贴。</p> |

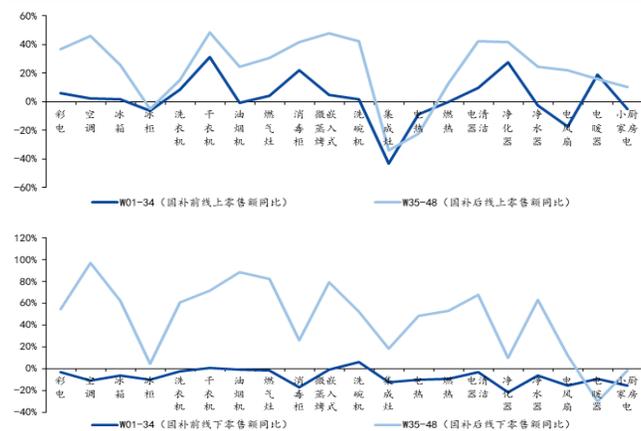
资料来源：中国政府网，太平洋证券整理

图表9：2024 年以旧换新政策力度更大

| | 2009 年以旧换新 2009M6-2011M12 | 2024 年以旧换新 2024M7-M12 |
|------|--|---|
| 品类 | 5 类：空调、冰箱(含冰柜)、洗衣机、电视、电脑 | 8 类：空调、冰箱、洗衣机、电视、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 |
| 补贴总额 | 中央 300 亿元、地方 75 亿元 | 中央财政直接向地方安排1500亿元左右超长期特别国债资金，用于落实第(三)、(四)、(五)、(七)、(八)、(九)条所列支持政策； 2024年安排75亿元支持第(十)条政策 |
| 央地分担 | 中央:地方=8:2 | 总体中央:地方=9:1 东/中/西部地区中央承担比例分别为85%/90%/95% |
| 补贴比例 | 补贴不超过家电销售价格的10% | 2级能效/水效标准的家电产品补贴比例为销售价格的15%，1级能效/水效标准产品提升至20% |
| 补贴上限 | 电视机 400 元/台，冰箱(含冰柜)300元/台，洗衣机 250 元/台，空调350元/台，电脑 400元/台 | 单件产品补贴限价2000元 |

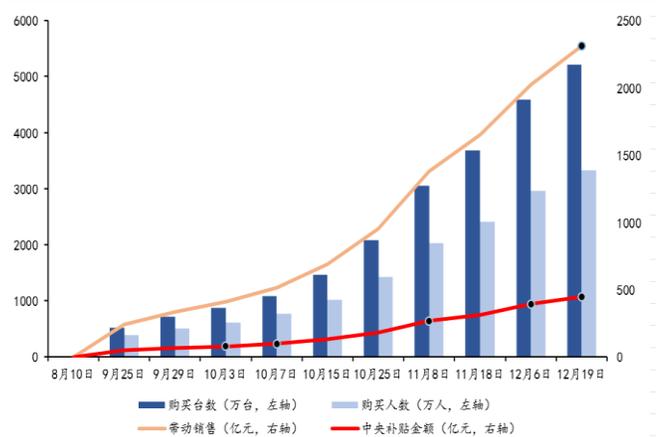
资料来源：国务院，太平洋证券整理

图表10：以旧换新明显提振家电零售



资料来源：奥维云网，太平洋证券整理

图表11：截至 12 月 19 日，以旧换新带动 3330 万+消费者购买家电以旧换新产品 5210 万台+



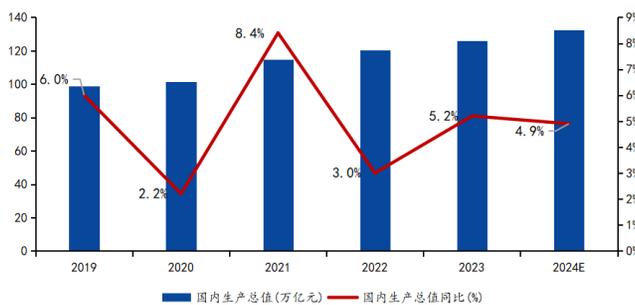
资料来源：商务部，太平洋证券整理
(注：标黑色数据为估算值)

展望来看，2025 年政策延续性值得期待。国家发改委释放政策延续信号，指出将深入研究并提出强化“两新”政策扶持力度及拓宽支持领域的具体措施；财政部明确表态后续将出台积极的财

政政策,加大对大规模设备更新的支持力度,并扩展消费品以旧换新的种类与规模;回顾上轮(2009年)以旧换新政策持续 2.5 年,亦为本轮补贴延续性提供参考方向。我们认为,2025 年“以旧换新”政策有望延续,补贴品类或进一步扩容,参与企业及网点有望增加。

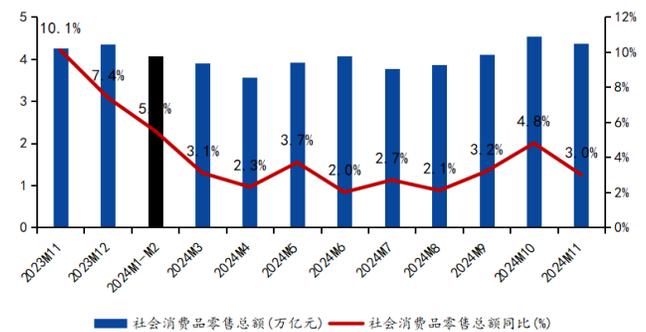
需求侧:社会整体需求有待提振,性价比消费崛起。1) **整体消费:**根据国家统计局数据,2024Q1-3 中国 GDP 94.97 万亿元(+4.8%),世界银行预测全年 GDP 同比+4.9%,仍面临内需疲软及地产低迷压力;根据国家统计局数据,社会消费品零售总额增速有所放缓,从 2023M11 的 10.1% 高点逐月回落至 2024M6 的 2% 低点。2) **消费结构:**虽 2024M1-M11 社零总额同比+3.5%,但其中居民必需品消费比重提升,粮油、食品类同比+9.9%,化妆品、金银珠宝、汽车等非必需品的销售额则出现了负增长。3) **企业端验证:**有限的消费力之下存在结构性机遇,高性价比品牌或品类率先受益。从代表性企业财务表现上看,拼多多 2024 财年前三季度收入 2832.3 亿元(+78.4%),归母净利润 849.9 亿元(+132.3%);名创优品 2024 年前三季度收入 122.8 亿元(+22.8%),毛利率 44.1% (+3.7pct),新增门店 859 家,市场加速渗透。我们认为,消费力水平较难实现短期快速提升,性价比消费或仍为 2025 年重要驱动力。

图表 12: 2024 年中国 GDP 预计同比+4.9%



资料来源:国家统计局,世界银行,太平洋证券整理

图表 13: 2023M12 起社零总额增速放缓



资料来源:商务部,太平洋证券整理
(注:标黑色数据为估算值, M1-M2 总额数据取均值)

映射到家电行业,2025 年高性价比品牌或可持续受到青睐。1) **漫步者:**中低端产品定价多在 500 元以下,旗舰产品 NeoBuds pro 系列不到千元。我们认为,公司定位清晰,音箱、耳机等产品以自研自产为主,优秀的成本控制能力或能支撑起品牌持续发挥性价比优势。2) **小熊:**注重实用性与经济性,电蒸锅、养生壶等重要小家电品类均价低于行业,叠加强劲的品牌力与产品力,有望享受性价比消费延续的红利。3) **TCL:**以黑电为例,我们认为其作为全球 TV 龙头,智屏份额、中高端大屏产品占比持续提升,且对比行业更具“质价比”优势,成长动力充足。4) **高性价比空调:**TCL 空调 2024H1 收入 199.3 亿元(+31.9%),连续多月居于京东家电品牌体验竞争力榜首,

真省电系列首发当月销量 1.5 万台+, 小蓝翼系列广受好评; 华凌、小米等高性价比品牌亦位于电商销售榜单前列。我们持续看好漫步者、小熊、飞科、TCL 等具备高性价比、质价比的家电品牌。

基数端: 2024 年内需拖累之下易形成低基数, 期待优质基本面企业 2025 年的业绩反转。 我们筛选内销占比超过 50%、市盈率 (PE/TTM) 低于 15x、2024Q1-Q3 收入及业绩承压的家电行业重点上市公司, 其中基本面优质的企业或具备反转逻辑。

图表14: 重点公司内销占比及财务表现

| 板块 | 公司 | 内销占比 (%) | 市盈率 | 2024 营业总收入 (亿元) | | | 营业总收入同比增长 (%) | | | 2024 归母净利润 (亿元) | | | 归母净利润同比增长 (%) | | |
|-------------------|-------|----------|-----------|-----------------|---------|---------|---------------|--------|--------|-----------------|--------|--------|---------------|--------|---------|
| | | | (PE, TTM) | Q3 | Q2 | Q1 | Q3 | Q2 | Q1 | Q3 | Q2 | Q1 | Q3 | Q2 | Q1 |
| 白电 | 美的集团 | 57.86 | 15.34 | 3203.5 | 2181.22 | 1064.83 | 9.57 | 10.28 | 10.19 | 316.99 | 208.04 | 90 | 14.37 | 14.11 | 11.91 |
| | 海尔智家 | 47.78 | 14.43 | 2029.71 | 1356.23 | 689.78 | 2.17 | 3.03 | 6.01 | 151.54 | 104.2 | 47.73 | 15.27 | 16.26 | 20.16 |
| | 格力电器 | 74.9 | 8.24 | 1474.16 | 1002.87 | 365.96 | -5.39 | 0.5 | 2.53 | 219.61 | 141.36 | 46.75 | 9.3 | 11.54 | 13.77 |
| | 萤石网络 | 67.15 | 44.29 | 39.63 | 25.83 | 12.37 | 12.93 | 13.05 | 14.61 | 3.75 | 2.82 | 1.25 | -6.69 | 8.88 | 37.38 |
| | 海信家电 | 52.07 | 13.12 | 705.79 | 486.42 | 234.86 | 8.75 | 13.27 | 20.87 | 27.93 | 20.16 | 9.81 | 15.13 | 34.61 | 59.48 |
| | 海容冷链 | 69.66 | 13.36 | 21.1 | 15.87 | 8.52 | -15.56 | -21.05 | -4.34 | 2.72 | 2 | 1.15 | -23.56 | -25.8 | -1.67 |
| 黑电 | 极米科技 | 70.82 | -1,200.63 | 22.81 | 16 | 8.25 | -5.8 | -1.66 | -6.59 | -0.4 | 0.04 | 0.14 | -146.81 | -95.58 | -72.57 |
| | 光峰科技 | 74.82 | 405.87 | 17.2 | 10.81 | 4.45 | 4.18 | 0.76 | -3.04 | 0.43 | 0.11 | 0.45 | -66.59 | -85.44 | 226.21 |
| | 海信视像 | 44 | 15.24 | 406.5 | 254.61 | 127.02 | 3.63 | 2.36 | 10.61 | 13.1 | 8.34 | 4.67 | -19.53 | -19.56 | -24.81 |
| | TCL电子 | 41.91 | 13.86 | / | 454.94 | / | 30.29 | / | 6.5 | / | / | 146.45 | / | / | / |
| 厨电及电 工照明 | 老板电器 | 99.39 | 13.20 | 73.96 | 47.29 | 22.37 | -6.78 | -4.16 | 2.75 | 12.02 | 7.59 | 3.98 | -12.44 | -8.48 | 2.49 |
| | 欧普照明 | 88.6 | 14.09 | 50.68 | 33.66 | 15.83 | -8.09 | -5.01 | 5.35 | 6.21 | 3.85 | 1.21 | -5.68 | -3.04 | 23.48 |
| | 火星人 | 100 | 148.20 | 10.13 | 6.97 | 3.48 | -35.51 | -31.9 | -15.44 | 0.15 | 0.41 | 0.37 | -93.22 | -69.82 | -24.52 |
| | 亿田智能 | 100 | -530.68 | 4.49 | 3.43 | 1.27 | -52.45 | -44.42 | -44.49 | -0.11 | 0.18 | 0.05 | -106.3 | -86.12 | -88.88 |
| | 公牛集团 | 98.14 | 21.75 | 126.03 | 83.86 | 38.03 | 8.58 | 10.45 | 14.06 | 32.63 | 22.39 | 9.29 | 16 | 22.88 | 26.27 |
| | 浙江美大 | 100 | 23.20 | 6.54 | 4.59 | 2.73 | -48.16 | -40.56 | -19.39 | 1.07 | 0.98 | 0.77 | -70.67 | -55.26 | -23.34 |
| | 佛山照明 | 78.33 | 30.40 | 68.87 | 47.85 | 25.17 | 1.33 | 4.78 | 14.75 | 2.51 | 1.92 | 0.84 | 5.12 | 13.79 | 26.42 |
| | 日出东方 | 79.57 | 112.68 | 32.69 | 21.24 | 7.3 | -6.28 | 3.1 | -16.25 | 0.67 | 0.57 | -0.52 | -60.4 | -38.85 | -386.66 |
| | 华帝股份 | 87.78 | 12.87 | 45.76 | 31.01 | 13.81 | 3.27 | 7.68 | 15.6 | 4.04 | 3 | 1.24 | 12.28 | 14.77 | 34.61 |
| | 帅丰电器 | 100 | 25.99 | 3.13 | 2.33 | 1.17 | -49.76 | -48.62 | -32.96 | 0.44 | 0.4 | 0.22 | -68.35 | -64.67 | -44.5 |
| 厨房小家 电 | 苏泊尔 | 68.49 | 18.95 | 165.12 | 109.65 | 53.78 | 7.45 | 9.84 | 8.38 | 14.33 | 9.41 | 4.7 | 5.19 | 6.81 | 7.23 |
| | 新宝股份 | 23.31 | 12.07 | 126.9 | 77.23 | 34.74 | 17.99 | 21.53 | 22.79 | 7.85 | 4.42 | 1.73 | 6.66 | 11.95 | 24.74 |
| | 九阳股份 | 81.03 | 67.83 | 61.82 | 43.87 | 20.65 | -8.84 | 1.6 | 9.15 | 0.98 | 1.75 | 1.3 | -73.02 | -29.04 | 7.06 |
| | 小熊电器 | 91.91 | 24.60 | 31.39 | 21.31 | 11.94 | -5.4 | -8.97 | -4.58 | 1.8 | 1.61 | 1.51 | -42.91 | -32.01 | -8.53 |
| | 北鼎股份 | 69.27 | 55.42 | 5.06 | 3.22 | 1.59 | 7.19 | 0.22 | -6.52 | 0.39 | 0.32 | 0.23 | -25.74 | -15.19 | 28.25 |
| | 比依股份 | 4.74 | 23.01 | 14.8 | 8.6 | 3.2 | 17.46 | 1.08 | -15.39 | 1.02 | 0.68 | 0.1 | -42.08 | -46.46 | -78.12 |
| | 彩虹集团 | 99.66 | 17.06 | 7.93 | 6.45 | 3.15 | 7.53 | 9.86 | 14.4 | 0.71 | 0.79 | 0.37 | 18.02 | 26.41 | 30.52 |
| 个护按摩 小家电 | 飞科电器 | 99.54 | 31.75 | 33.21 | 23.19 | 11.74 | -16.85 | -13.27 | -14.52 | 4.65 | 3.15 | 1.8 | -43.82 | -48.13 | -43.78 |
| | 倍轻松 | 94.58 | -135.45 | 8.37 | 6.04 | 2.93 | -11.16 | 0.69 | 28.59 | 0.13 | 0.26 | 0.16 | 180.21 | 203.11 | 956.06 |
| | 荣泰健康 | 43.61 | 13.51 | 11.64 | 8.25 | 4.01 | -10.3 | -7.3 | 3.86 | 1.43 | 1.11 | 0.63 | -6.08 | 6.12 | 67.31 |
| 清洁电器 及园林工 具 | 奥佳华 | 33.47 | 70.36 | 34.35 | 22.03 | 10.51 | -8.45 | -6.05 | -11.15 | 0.51 | 0.24 | 0.05 | -46.37 | -43.82 | -73.92 |
| | 科沃斯 | 59.22 | 44.93 | 102.26 | 69.76 | 34.74 | -2.9 | -2.35 | 7.35 | 6.15 | 6.09 | 2.98 | 1.88 | 4.26 | -8.71 |
| | 石头科技 | 48.05 | 18.16 | 70.07 | 44.16 | 18.41 | 23.17 | 30.9 | 58.69 | 14.72 | 11.21 | 3.99 | 8.22 | 51.57 | 95.23 |
| | 格力博 | 1.58 | -23.23 | 39.8 | 29.92 | 16.36 | 14.77 | 15.92 | 5.45 | 0.09 | 1.21 | 1.3 | 105.32 | 324.81 | 48.46 |
| | 莱克电气 | 66.25 | 11.27 | 72.46 | 47.5 | 23.13 | 11.98 | 15.49 | 11.68 | 8.79 | 6.02 | 2.72 | 6.08 | 1.32 | 36 |
| 跨境电商 | 富佳股份 | 20.86 | 38.96 | 19.58 | 10.19 | 4.25 | -2.23 | 4.32 | 1.9 | 1.45 | 1.07 | 0.49 | -25.62 | -0.35 | 94.66 |
| | 德昌股份 | 18.95 | 22.45 | 28.87 | 18.62 | 8.25 | 40.33 | 38.77 | 46.14 | 3.02 | 2.07 | 0.85 | 14.5 | 20.78 | 102.33 |
| | 安克创新 | 124.63 | 27.06 | 164.49 | 96.48 | 43.78 | 39.56 | 36.55 | 30.09 | 14.72 | 8.72 | 3.11 | 21.29 | 6.36 | 1.6 |
| 两轮车 | 九号公司 | 57.95 | 27.15 | 109.05 | 66.66 | 25.62 | 44.9 | 52.2 | 54.18 | 9.7 | 5.96 | 1.36 | 155.95 | 167.82 | 675.34 |
| | 雅迪控股 | / | 15.73 | / | 144.14 | / | -15.42 | / | 10.34 | / | / | / | -12.95 | / | / |
| 上游零部 件 | 爱玛科技 | 98.86 | 18.54 | 174.64 | 105.91 | 49.54 | 0.05 | 3.66 | -8.97 | 15.54 | 9.51 | 4.83 | -0.25 | 6.24 | 1.16 |
| | 三花智控 | 57.23 | 28.25 | 205.63 | 136.76 | 64.4 | 8.36 | 9.16 | 13.4 | 23.02 | 15.15 | 6.48 | 6.59 | 8.59 | 7.73 |
| | 盾安环境 | 82.63 | 14.07 | 93.36 | 63.46 | 26.26 | 10.54 | 13.87 | 7.31 | 6.49 | 4.74 | 2.08 | 20.1 | 44.02 | 28.88 |
| | 德业股份 | 41.6 | 22.18 | 80.16 | 47.48 | 18.84 | 26.72 | -2.97 | -9.64 | 22.4 | 12.36 | 4.33 | 42.81 | -2.21 | -26.48 |
| | 东方电热 | 94.93 | 20.10 | 28.42 | 20.59 | 8.76 | -12.23 | 0.63 | -3.44 | 2.8 | 2.13 | 0.86 | -52.21 | 10.61 | 27.14 |
| 大元泵业 | 63.86 | 14.15 | 12.96 | 8.42 | 2.77 | -8.54 | -6.84 | -23.51 | 1.94 | 1.4 | 0.41 | -22.27 | -16.15 | -32.23 | |

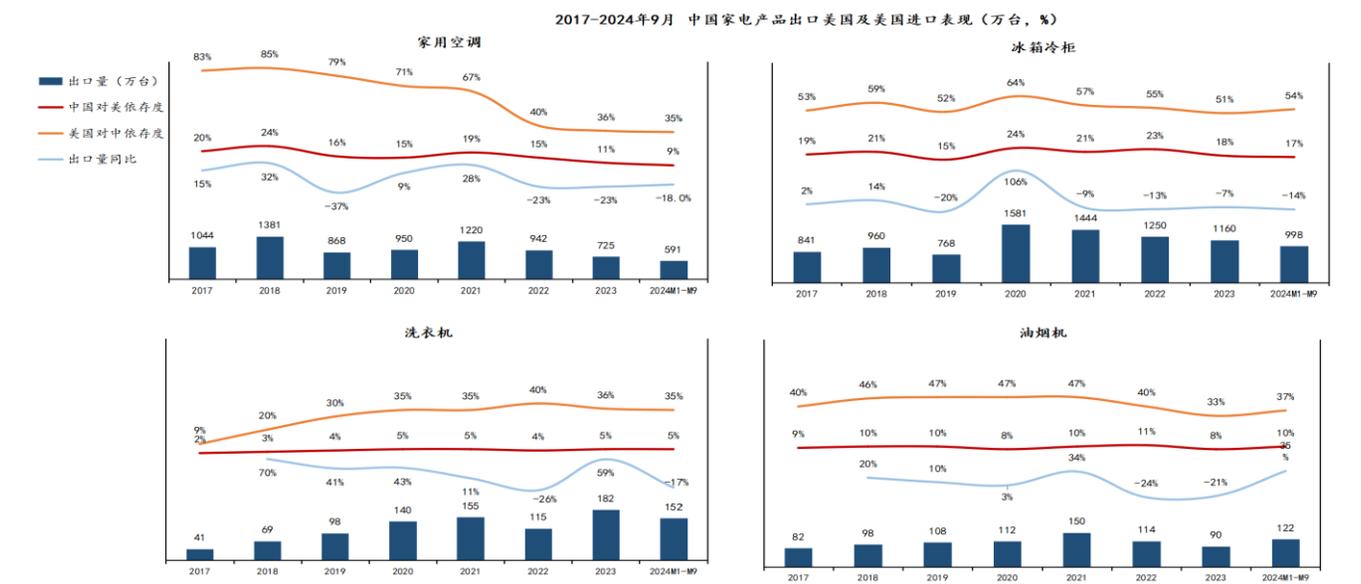
资料来源: 同花顺, 太平洋证券整理 (注: 内销统计 2024H1 数据, PE 截至 2024/12/25)

(二)外销:海外产能建设或降低关税影响,新兴市场结构性机会值得关注

核心观点: 1) **政策端:** 美国对华关税不确定性或抑制出口,但对家电行业影响有限,对美风险敞口小、提前布局海外产能建设的标的有望受益。2) **基数端:** 2024 年出口链整体表现较强势形成高基数,悲观预期之下渠道或有提前备货情绪,库存消化后或存在新一轮机会。3) **结构性:** 东南亚/拉美/中东非市场快速成长,2025 年新兴市场或依旧具备较大提升空间。

政策端: 美国对华关税政策一定程度上影响中国家电出口,不同品类表现有所差异。2024M11 特朗普当选,在社交媒体上宣布对中国商品额外征收 10%关税,加剧中国企业出口贸易不确定性。复盘来看,301 调查以来,2018M7-2020M2 美国对华加征四轮关税,涉及商品金额分别为 340/160/2000/1200 亿美元,税率 7.5%-25%,覆盖洗碗机、净水器、空调、冰箱等部分家电品类。根据产业在线的数据,家用空调受关税影响较大,美对中依存度由 2017 年的 83%下降至 2024Q1-3 的 35%,冰箱冷柜、油烟机受关税影响较小,美国对中国的洗衣机依存度回升。

图表15: 特朗普关税 1.0 时期,家空品类受影响较大,冰冷、油烟机影响较小,美对中洗衣机依存度回升



资料来源: 产业在线, 太平洋证券整理

部分家电核心品类享受关税豁免,一定程度上降低政策影响。根据 USTR 数据,各关税加征时期仍有包括净水器、扫地机、空气炸锅、咖啡机等在内的家电核心品类享受豁免,整体而言政策对家电行业的影响有限。

图表16: 301 调查以来美国对华加征四轮关税, 部分家电品类享受豁免

| 批次 | 生效日期 | 进口金额 | 关税税率 | 涉及条目 | 涉及家电品类 | 豁免条款 | | |
|-----|-----------|---------|-------------|------|-------------------------------|---|---------------------|----------------------|
| | | | | | | 豁免条目 | 初始豁免时间 | 延长豁免时间 |
| 第一轮 | 2018/7/6 | 340亿美元 | 25% | 818 | 干衣机、洗碗机、净水器、空气净化器等等 | 8421.21.0000 (净水器) | 自2019.9.19发布日后一年 | 2020.9.20-2020.12.31 |
| 第二轮 | 2018/8/23 | 160亿美元 | 25% | 279 | - | - | - | - |
| 第三轮 | 2018/9/24 | 2000亿美元 | 10% | 5745 | 空调、冰箱冷柜、干衣机、吸尘器、电视、电暖器、厨房电器等等 | 8516.29.0030 (风扇式电暖器)、 8516.29.0090 (电壁炉)、 8508.11.0000 (扫地机/吸尘器) | 2019.10.28至2020.8.7 | 2021.10.12-2024.6.14 |
| | 2019/5/10 | | 10% -> 25% | | | 8516.60.4070 (空气炸锅) | 2020.4.24至2020.8.7 | 2021.10.12-2024.6.14 |
| 第四轮 | 2019/9/1 | 1200亿美元 | 15% | 3226 | 洗衣机、洗碗机、破壁机、微波炉、投影仪、咖啡机、热水器等等 | 8516.71.0020 (咖啡机) | 2020.7.20至2020.9.1 | - |
| | 2020/2/24 | | 15% -> 7.5% | | | - | - | |

资料来源: USTR, 奥维云网, 太平洋证券整理 (注: 仅列举部分家电相关代表性条目)

收入结构影响对美风险敞口, 美国收入占比不高+主要品类享受豁免的企业具备更强的关税风险防御性。我们认为, 大部分出口链企业实行全球化战略, 美国单一市场占比有限, 海尔智家美国营收占比较高但具备本土化产能降低影响, TCL 电子的北美市场收入在外销中占比由 2023 年的 35.26%降至 2024H1 的 28.22%, 整体而言对美风险敞口不高。相较之下, 部分两轮车和四轮车企业或因主营品类位列往期关税加征清单而面临一定风险, 如全地形车 ATV 车型 2021 年被加征 25%关税 (至 27.5%), 但头部企业已在海外建厂或可削弱关税影响。

图表17: 企业对美风险敞口分化, 但整体影响有限

| 公司 | 2023年 | | | | 2024H1 | | | | 主要品类 |
|-------|-----------|--------|---------|--------|-----------|---------|---------|----------|----------------------------|
| | 北美营收 (亿元) | 外销/总营收 | 北美营收/外销 | 美营收/总营 | 北美营收 (亿元) | 外销/总营收 | 北美营收/外销 | 北美营收/总营收 | |
| 美的集团 | \ | 40.38% | \ | \ | \ | 41.75% | \ | \ | 白电、厨电、清洁电器、小家电 |
| 海尔智家 | 797.51 | 51.90% | 58.78% | 30.51% | 390.79 | 52.22% | 55.18% | 28.81% | 烤箱灶、洗碗机、制冰机、烟熏机、燃气热水器、洗干一体 |
| 海信家电 | \ | 32.62% | \ | \ | \ | 37.43% | \ | \ | 空调、洗衣机、厨电 |
| TCL电子 | 150.35 | 59.18% | 35.26% | 20.87% | 69.71 | 58.09% | 28.22% | 16.40% | 电视、TCL智屏 |
| TCL智家 | 28.28 | 67.44% | 27.62% | 18.63% | \ | 74.19% | \ | \ | 冰箱、冷柜、洗衣机 |
| 安克创新 | 80.57 | 99.61% | 46.20% | 46.02% | 44.02 | 104.20% | 43.79% | 45.62% | 充电储能、智能影音、智能创新 |
| 九号公司 | \ | 75.91% | \ | \ | \ | -- | \ | \ | 电动滑板车、全地形车、割草机器人、E-bike等 |
| 春风动力 | 47.54 | 47.05% | 51.71% | 46.51% | \ | 42.05% | \ | \ | 全地形车、中大排量摩托车 |
| 涛涛车业 | 15.29 | 98.87% | 72.12% | 71.31% | 10.36 | 98.49% | 75.63% | 74.49% | 全地形车、电动滑板车、电动自行车、电动高尔夫球车等 |
| 石头科技 | \ | 48.87% | \ | \ | \ | 51.95% | \ | \ | 扫地机器人 |

资料来源: 各公司公告, 太平洋证券整理 (注: 春风动力/涛涛车业为美国地区营收)

出口链企业积极布局海外产能，优先布局则在外部政策不确定性之下率先受益。以白电板块为例，头部企业海外制造产能主要集中在泰国、印度、印尼、墨西哥等区域。其中，1) **海尔智家**：智慧家庭业务海外设计产能占比由 2017 的 16.5%提升至 2020H1 的 24.3%，工厂遍布欧亚非三洲。2024M5 埃及生态园开园，设计总产能超 150 万台/年；2024M8 泰国春武里空调工业园奠基，整体规划产能 600 万套/年；2024M9 埃及生态园二期项目奠基，主要生产冰箱和冷柜，产能预计 30 万台/年。2) **美的集团**：智能家居业务海外产能持续提升，其中空调产能拓展亮眼。我们认为，在对冲关税风险率先受益的同时，本地化生产亦能够降低汇率波动对生产成本和收入兑现的影响，减少跨境运输需求实现更好的成本费用控制，并带动供应链效率提升。

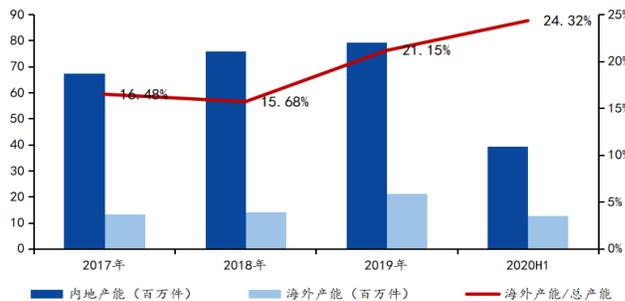
图表18：白电头部企业积极进行海外产能布局

| 品牌 | 海外产能分布 | | |
|-----|---------------|-------------------|----------|
| | 空调 | 冰箱 | 洗衣机 |
| 海尔 | 泰国、巴基斯坦、越南、印度 | 泰国、埃及、俄罗斯 | 印度、日本、越南 |
| 海信 | 泰国 | 南非、塞尔维亚、斯洛文尼亚、墨西哥 | |
| 美的 | 越南、印度 | | |
| TCL | 印尼 | | |
| 奥克斯 | 泰国 | | |
| 长虹 | 巴基斯坦、印尼 | | |

资料来源：各公司公告，奥维云网，太平洋证券整理

图表19：海尔智家具备海外本土化生产优势

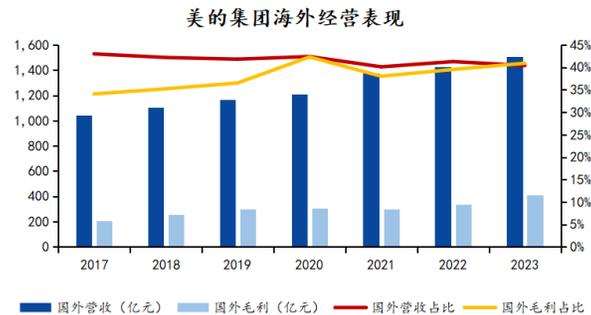
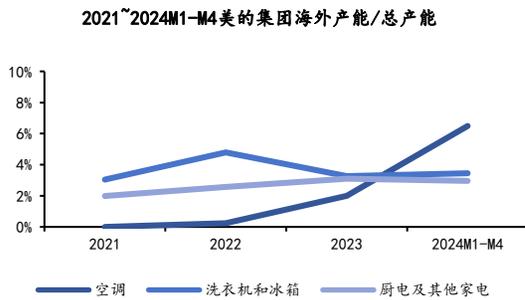
| 海尔智家 | | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020H1 |
|-----------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 内地产能（百万件） | 全屋食品解决方案 | 21 | 21.9 | 21.7 | 10.9 |
| | 全屋空气解决方案 | 18.4 | 20 | 22.2 | 9.7 |
| | 全屋衣物解决方案 | 18.3 | 22.7 | 24.1 | 12.5 |
| | 全屋用水解决方案 | 9.7 | 11.2 | 11.4 | 6.1 |
| | 内地总计 | 67.4 | 75.8 | 79.4 | 39.2 |
| 海外产能（百万件） | | 13.3 | 14.1 | 21.3 | 12.6 |
| 海外产能/总产能 | | 16.48% | 15.68% | 21.15% | 24.32% |



资料来源：海尔智家公告，太平洋证券整理

图表20: 美的集团海外产能不断拓展

| 美的集团 | | 2021年 | | | 2022年 | | | 2023年 | | | 2024M1-M4 | | |
|---------------|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 内地产能 (千台) | 海外产能 (千台) | 海外产能/ 总产能 |
| 智能家居业务 | 空调 | 92947 | - | - | 87667 | 210 | 0.24% | 88014 | 1800 | 2.00% | 33148 | 2300 | 6.49% |
| | 洗衣机和冰箱 | 58611 | 1839 | 3.04% | 61736 | 3107 | 4.79% | 68606 | 2314 | 3.26% | 23097 | 825 | 3.45% |
| | 厨电及其他家电 | 333021 | 6751 | 1.99% | 342905 | 9064 | 2.58% | 296682 | 9493 | 3.10% | 103313 | 3149 | 2.96% |
| 商业及工业 解决方案 | 新能源及工业技术 | 497131 | - | - | 497560 | - | - | 525381 | - | - | 200629 | - | - |
| | 智能建筑科技 | 9258 | - | - | 11097 | - | - | 12863 | - | - | 5065 | - | - |
| | 机器人与自动化 | 25 | 30 | 54.55% | 30 | 30 | 50.00% | 30 | 30 | 50.00% | 10 | 10 | 50.00% |



资料来源: 美的集团公告, 太平洋证券整理

东南亚建厂成为优选, 家电企业加码海外产能建设。家电企业多在东南亚 (集中在泰国、越南、印尼等地) 设厂或有建厂计划, 1) 黑电: TCL 电子在越南设厂, 电视和面板模组产能近 1000 万台/年, 满足越南本地以及北美和东南亚地区市场的需求; 2) 智能短交通: 涛涛车业在越南、美国建厂, 春风动力在泰国、墨西哥设厂。我们认为, 工厂由本土向东南亚市场转移系受多种因素驱动, 规避海外关税风险、东南亚当地优惠的税收政策、丰富的劳动力资源、较为宽松的外资准入和投资环境等均为中国企业的布局提供良好的环境。我们判断, 美国对华关税不确定性之下, 中国企业或加速寻求海外产能建设, 也可能推动全球产业链格局的重塑。

图表21: 众多家电企业布局东南亚产能

| 板块 | 公司 | 地区 | 产能 |
|-------|-------|---|--|
| 黑电 | TCL电子 | 越南 | 电视和面板模组的产能达到年产近1000万台, 满足越南本地以及北美和东南亚地区市场的需求 |
| | 极米科技 | 将在越南南定省美顺工业区投资1300万美元建设投影机生产基地, 于2026Q3正式投产 | 建成后, 工厂年产能将达到40万台 |
| 智能短交通 | 雅迪控股 | 2023Q4, 在越南北江省建设新工厂。2024M3, 在印度尼西亚的建厂计划正式启动 | 新工厂预计将于2025年投入运营, 年产能可达200万辆 |
| | 爱玛科技 | 越南、印尼 | 正在建设中 |
| | 九号公司 | 东南亚 | 预期2024年黑五和圣诞节的产品会从东南亚出货, 未来目标是使美国销售的产品几乎从东南亚出货 |
| | 春风动力 | 泰国、墨西哥 | 墨西哥一期 5万台/年 |
| | 涛涛车业 | 越南、美国 | 越南工厂已有小部分全地形车完成生产, 美国电动高尔夫球车的产线也在布局和建设, 计划Q4小批试产 |
| 清洁电器 | 莱克电气 | 越南、泰国 | 2023年6月泰国生产基地开工建设, 已于2024Q1完工, 目前部分产线已进入试产阶段, 泰国生产基地的建立将形成200万台园林工具和小家电整机、180万台电机的生产能力 |
| | 富佳股份 | 越南 | 2024H1, 越南工厂产量同比增长158%, 占公司出口美国产品总量的60%以上 |
| 小家电 | 苏泊尔 | 越南胡志明市 | 年产790万口炊具产品 |
| | 新宝股份 | 印尼 | 处于建设阶段 |
| | 比依股份 | 泰国 | 泰国工厂一期工程建成约有300万台产能, 完全建成之后, 约有600-700万台的产能 |
| | 荣泰健康 | 泰国 | 预计2025年产能5万台 |

资料来源: 各公司公告, 太平洋证券整理 (注: 仅列举部分重点公司部分东南亚相关海外产能)

然而, 我们认为还需警惕溯源风险。南非国际贸易管理委员会 (ITAC) 近日针对中国轮胎通过泰国、越南和柬埔寨出口以规避反倾销税的行为启动调查, 并考虑对上述三国的相关产品分别征收最高 68%、84%和 21%的关税。据新华社报道, 美国商务部 11 月 29 日宣布, 因东南亚太阳能产品以低于生产成本的价格在美国市场销售, 将对相关国家的光伏产品征收最高约 271%的反倾销税。我们认为, 虽然目前溯源尚未涉及家电行业, 但仍需提示溯源之下的反倾销关税风险。辩证来看, 前期美国对华关税政策的信号给市场注入一定悲观预期, 若后续实际政策更为宽松, 则存在超预期机会。

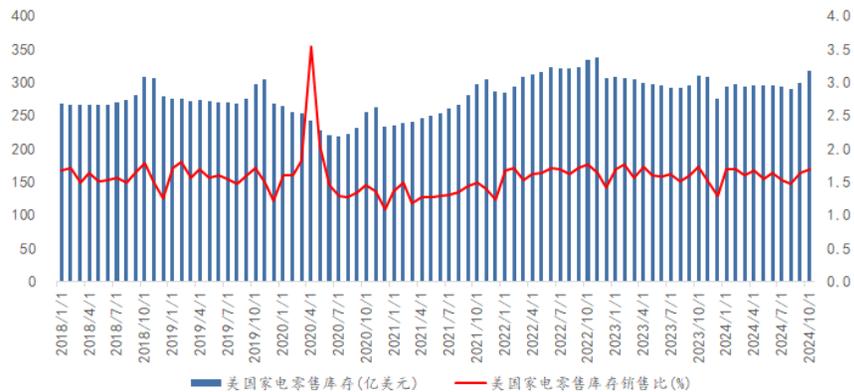
基数: 2024 年出口链表现强劲形成高基数, 期待库存消化后新一轮机会。 1) **出口金额:** 根据海关总署数据, 2024M1-M11 家电行业累计出口额 918.2 亿美元 (+12.6%), 白电、个护按摩小家电品类表现较为强势, 出口链形成高基数。2) **库存:** 根据海关总署数据, 2024 年可以视为美国家电零售和批发市场的补库存年, 在经历 2022-2023 年高通胀和需求疲软导致的去库存周期后, 零售商的库存水平在 2023 年末已接近疫情前水平, 美国家具、电子和家用电器店的零售库销比约为 1.56, 低于 2022Q4 的高点 1.83, 去库存过程基本完成。2024H1 补库趋势较为明显, Q3 出口额回落或系库存阶段性调整接近尾声, Q4 特朗普关税不确定性或刺激渠道再次备货以防御风险。我们判断, 2024 年家电出口高基数或对 2025 年的增速形成一定压力, 目前渠道库存或有一定积压, 库存消化后有望迎来新一轮机会。

图表22: 2024M1-M11 家电出口表现较为强势

| 当月出口金额增速 (美元口径) | 家用电器 | 白电 | | | | 黑电及智能投影 | | | | 厨电及电工照明 | | 清洁电器 | | 厨电小家电 | | | 个人防护小家电 | | | |
|--------------------|------|------|------|-----|------|---------|--------------|------|------|---------|-------|------|------|-------|---------|--------|---------|------|-----|-------|
| | | 冰箱 | 空调 | 洗衣机 | 电扇 | 液晶电视 | 扬声器(麦克风)及其底座 | 音响 | 投影机 | 抽油烟机 | 插头及插座 | 吸尘器 | 微波炉 | 电热厨具 | 搅拌机&榨汁机 | 电热烤面包器 | 电咖啡机或胶囊 | 电吹风机 | 电剃刀 | 电动剃须刀 |
| 2023M1 | -11% | -27% | -3% | 2% | 9% | -1% | -18% | -17% | -18% | -17% | -18% | -13% | -20% | -16% | -14% | -28% | -31% | -6% | -2% | -8% |
| 2023M2 | -16% | -25% | -15% | -2% | -13% | -3% | -7% | -19% | 9% | -26% | -13% | -15% | -17% | -31% | -7% | -37% | 10% | -9% | 14% | |
| 2023M3 | 12% | -19% | -9% | 20% | 43% | 7% | 40% | 7% | -1% | 1% | 46% | 8% | -7% | 29% | 13% | 13% | 6% | 49% | 5% | |
| 2023M4 | 2% | -4% | -5% | 37% | 12% | 0% | 1% | -15% | 5% | -16% | 12% | 5% | -18% | 9% | 12% | -16% | 20% | 14% | 51% | |
| 2023M5 | 1% | 6% | -6% | 36% | 1% | 0% | -8% | -12% | 16% | -16% | -9% | 3% | -7% | 11% | 1% | -11% | 15% | 21% | 31% | |
| 2023M6 | 4% | 10% | -1% | 36% | 3% | 17% | -11% | -16% | -34% | -17% | -16% | -3% | 0% | 12% | -2% | -12% | 16% | 23% | 26% | |
| 2023M7 | -4% | 10% | -15% | 4% | -11% | 8% | -17% | -19% | -38% | -15% | -14% | -10% | 1% | 4% | -1% | -11% | 11% | 15% | 12% | |
| 2023M8 | 11% | 20% | 12% | 23% | -9% | 13% | -8% | -8% | -24% | -4% | -10% | 19% | -2% | 13% | 21% | 11% | -6% | 32% | 36% | |
| 2023M9 | 12% | 35% | 7% | 24% | -10% | 27% | -9% | -22% | -21% | 23% | -15% | 20% | 8% | 10% | 15% | 23% | -8% | -4% | 26% | |
| 2023M10 | 8% | 20% | 12% | 23% | -10% | 21% | -12% | -21% | -11% | -5% | -17% | 8% | 22% | 4% | 12% | 25% | -10% | -4% | 14% | |
| 2023M11 | 12% | 42% | 2% | 23% | 6% | 15% | 2% | -3% | -14% | 30% | -5% | 6% | 7% | 7% | 16% | 16% | 4% | -4% | 30% | |
| 2023M12 | 15% | 46% | 5% | 25% | 11% | 15% | 17% | 6% | -11% | 26% | 2% | 14% | 12% | 15% | 20% | 25% | 10% | 0% | 25% | |
| 2024M1 | 15% | 35% | 14% | 30% | 12% | 2% | 21% | 6% | 9% | 24% | 16% | 18% | 21% | 16% | 11% | 12% | 16% | 28% | 24% | |
| 2024M2 | 21% | 33% | 2% | 23% | 37% | 13% | 31% | 28% | -9% | 19% | 43% | 25% | -5% | 23% | 6% | 32% | 35% | 35% | 7% | |
| 2024M3 | -5% | 20% | -7% | 10% | -12% | 4% | -12% | -10% | -16% | -2% | -28% | 3% | -6% | -17% | -13% | -13% | -22% | -12% | -5% | |
| 2024M4 | 11% | 19% | 7% | 8% | 15% | 24% | 15% | 3% | 3% | 14% | -8% | 4% | 2% | 3% | 1% | 8% | 3% | -1% | 10% | |
| 2024M5 | 18% | 14% | 24% | 8% | 31% | 23% | 10% | 4% | -7% | 21% | 9% | 13% | -6% | 9% | 19% | 20% | 9% | 14% | 17% | |
| 2024M6 | 18% | 24% | 39% | 3% | 15% | 11% | 7% | 10% | 11% | 8% | 10% | 13% | 7% | 9% | 24% | 31% | 14% | 18% | 27% | |
| 2024M7 | 17% | 20% | 46% | 4% | 15% | 17% | 1% | 5% | 9% | 19% | -1% | 15% | 8% | 8% | 17% | 15% | 25% | 13% | 10% | |
| 2024M8 | 12% | 23% | 37% | 1% | 2% | 14% | -7% | -8% | 13% | 21% | 6% | 7% | 14% | 4% | 13% | 20% | 11% | 14% | 6% | |
| 2024M9 | 4% | 12% | 27% | 0% | 3% | 6% | -11% | -3% | 12% | -14% | 3% | -6% | 2% | 2% | 6% | 3% | 16% | 13% | 4% | |
| 2024M10 | 23% | 30% | 44% | 18% | 17% | 30% | 4% | 5% | 12% | 26% | 18% | 17% | 5% | 14% | 31% | 19% | 7% | 14% | 19% | |
| 2024M11 | 10% | 11% | 40% | 0% | 18% | 18% | -2% | 5% | 4% | -4% | 5% | -4% | 9% | 1% | 17% | 18% | 33% | 19% | -1% | |

资料来源:同花顺,海关总署,太平洋证券整理

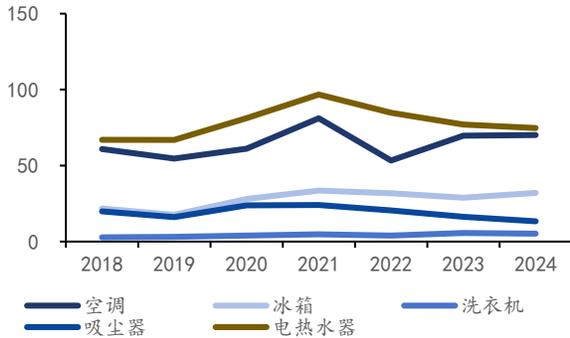
图表23: 2024H1 美国补库趋势明显



资料来源:同花顺,太平洋证券整理

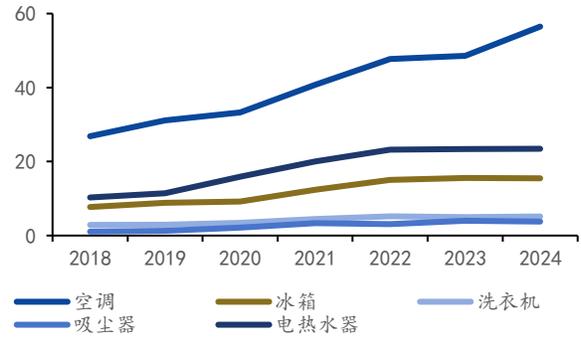
结构性: 看好东南亚、拉美等新兴市场增长。根据海关总署数据, 2018-2024 年中国至东南亚、拉美、中东和非洲等国家的主要家电品类出口额逐年增加, 其中东南亚和拉美等地增长较快, 分别从 2020 年的 55.7/39.1 亿美元, 增长至 2023 年的 96.5/64.5 亿美元 (仅选取主要品类粗略测算)。根据产业在线数据, 新兴市场成为 2024 冷年家用空调行业增长的重要引擎, 拉美市场需求受天气和经济发展拉动而快速提升 (+29.2%), 中东/大洋洲/亚洲 (除中国)/非洲空调需求分别同比+25.4/+22.6/+16.7/+15.8%, 东南亚市场中印尼、泰国等主要市场均保持同比 30%+ 的增长。我们认为, 新兴市场需求高增一定程度上对冲了成熟市场的需求放缓, 炎热气候为空调等品类销售提供自然条件, 中国家电品牌相较日韩更具性价比优势契合市场定位, 新兴市场前景广阔。

图表24: 北美 2018-2024 年主要家电品类出口放缓 (亿美元)



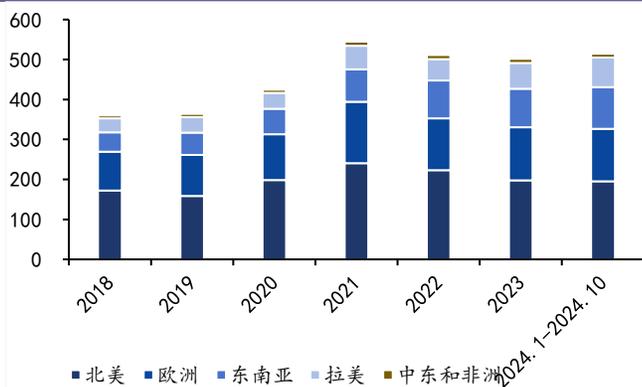
资料来源: 海关总署, 太平洋证券整理
(注: 2024 年统计 M1-M11)

图表25: 东南亚 2018-2024 年主要家电品类出口增长 (亿美元)



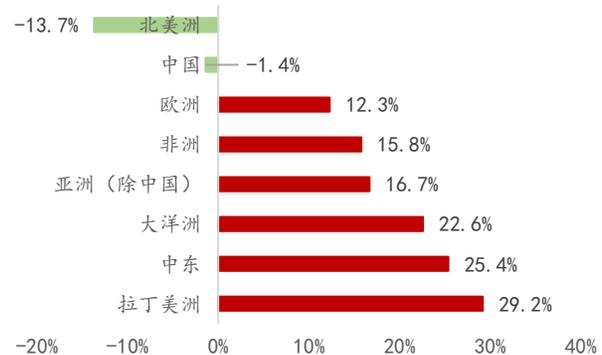
资料来源: 海关总署, 太平洋证券整理
(注: 2024 年统计 M1-M11)

图表26: 2018-2024 年中国至东南亚、拉美、中东和非洲等国家的主要家电出口额呈增长趋势 (亿美元)



资料来源: 海关总署, 太平洋证券整理

图表27: 2024 冷年新兴市场家用空调的需求量较大幅提升

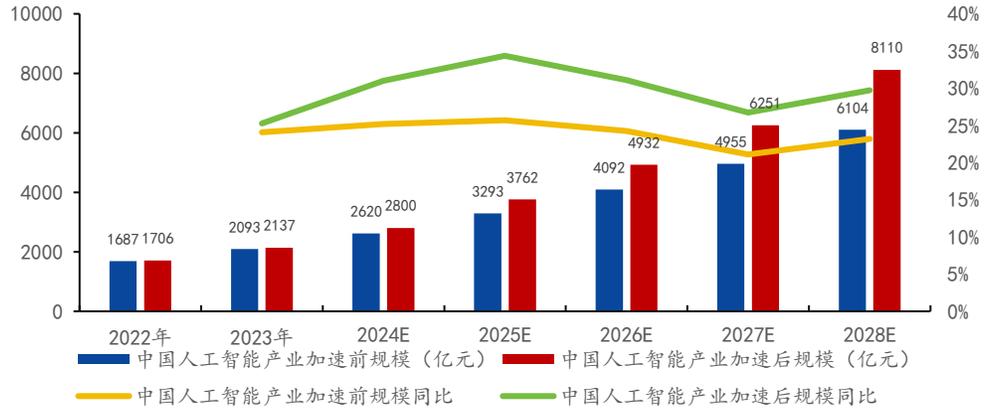


资料来源: 产业在线, 太平洋证券整理

(三) 主题性机会: 看好以 AI 眼镜为代表的端侧应用拓展至家电, 微信小店兴起引领电商渠道变革或存在机遇

AI+: 人工智能产业高速增长, AI+行业前景广阔。1) **技术端:** 复盘 2024 年, 文本生成视频的 Sora 问世带动视频生产力提升, ChatGPT-4o 推动多模态大模型崛起, AI 收获两项诺贝尔奖取得学术界认可, 人工智能行业技术正在高速突破。2) **中国市场:** 根据艾瑞咨询数据, 2023 年中国人工智能产业规模 2137 亿元, 2028 年预计达到 8110 亿元 (2023-2028 年 CAGR 30.6%), 行业有望持续高增。3) **全球市场:** 根据 IDC 预测, 到 2030 年人工智能将在全球范围内产生高达 19.9 万亿美元的累计影响, 无论是 IT 行业还是数字化转型企业, 都将以人工智能为核心驱动力。我们认为, 2025 年 AI 技术革新或仍能够有效支撑相关产业成长。

图表28: 2028 年中国人工智能产业规模预计 8110 亿元 (2023-2028 年 CAGR 30.6%)



资料来源: 艾瑞咨询, 太平洋证券整理

以 AI 眼镜为代表的端侧应用接连落地, 有望形成家电产品迭代重要方向。伴随大模型训练程度逐步加深和使用成本的下降, 端侧应用逐步落地。2024 年 AI 眼镜收获市场广泛关注, M9 字节跳动完成对 OWS 品牌 Oladance 的收购或将布局智能音频眼镜, Meta 和眼镜业龙头 EssilorLuxottica 达成十年共同研发智能眼镜的长期协议, Ray-Ban Meta 集成 AI 语音交互功能销售额亦突破百万, 苹果被指出正在研发“Apple Glass”智能眼镜产品, M11 百度发布首款“小度 AI 眼镜”, 三星计划于 2025Q3 推出 AR 眼镜, 系列事件催化之下 AI 眼镜市场关注度提升。根据洛图科技数据, 国内智能音频眼镜仍处起步阶段, 2023M10 华为智能眼镜 2 带动市场规模起量, 2024M1-M7 中国智能音频眼镜线上市场 (不含拼抖快) 累计销量 7 万台 (+45.3%), 销额 8160 万元 (+57.6%)。从竞争格局角度看, 华为率先入局智能音频眼镜赛道占据先发优势, 小米借生态与性价比优势份额快速提升, 其他品牌份额变动频繁, 市场尚有破局机会。

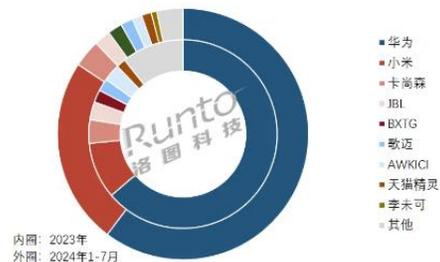
图表29: 2024M1-M7 中国智能音频眼镜线上市场累计销量 7 万台 (+45.3%), 销额 8160 万元 (+57.6%)



资料来源: 洛图科技, 太平洋证券整理

图表30: 2024 年中国智能音频眼镜市场华为占据领先地位, 小米份额快速提升

2024年中国智能音频眼镜线上市场TOP品牌份额及变化

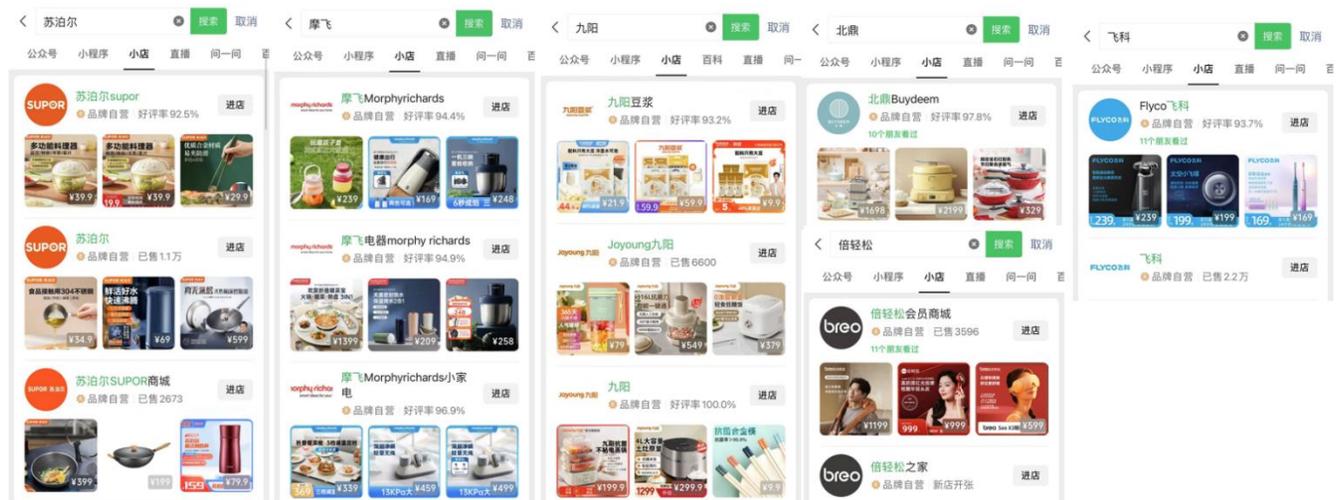


资料来源: 洛图科技, 太平洋证券整理

我们认为，以智能眼镜为典型代表的 AI 端侧应用或成为新风口。漫步者具备 OWS 强劲产品力，有望享受智能音频眼镜发展红利，2025 年 AI 耳机亦值得期待；TCL 电子旗下雷鸟较早布局 AR 眼镜赛道，2024M8 宣布与博士眼镜成立合资公司布局 AI 眼镜前景可期；比依股份提前布局，2024M4 与 AR 光学显示领域企业上海理湃光晶形成战略锚定，我们亦期待产品端应用落地。

渠道变革：微信小店“送礼物”赋能社交电商生态建设，小家电有望享受渠道变革红利。 2024M12 微信小店开启“送礼物”功能的灰度测试，除珠宝、教育培训两大类目外，其余原价不超过 1 万元的商品默认支持功能。我们认为，“送礼物”功能紧密结合微信的社交属性，庞大的用户群体带来天然需求，功能选择在圣诞、元旦、春节等节点较为集中的年末发布亦享受自然流量加持。短期来看，消费者或基于新鲜感而尝试体验新功能，利好单价不高且礼品属性较强的厨房小家电与个护按摩小家电；中长期来看，参考“微信红包”对于支付行业的深刻影响，微信小店“送礼物”功能或引领电商渠道新一轮变革，渠道有望与视频、搜一搜等场域实现联动，此时具备较强品牌力及内容营销能力的企业有望脱颖而出。我们看好苏泊尔、九阳、北鼎、摩飞、飞科、倍轻松等率先布局自营微信小店的小家电品牌。

图表31：部分小家电企业已经布局自营微信小店



资料来源：微信，太平洋证券整理

三、投资建议

基于内销政策补贴延续与预期反转、外销出口的风险防御性、AI 眼镜引领的端侧应用、微信小店引领的渠道变革为家电企业创造的机会,我们建议重点关注:1) **白电及全屋智能**:美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、TCL 智家、漫步者;2) **黑电及智能投影**:TCL 电子、海信视像;3) **智能短交通**:九号公司、雅迪控股、爱玛科技;4) **厨房小家电**:小熊电器、北鼎股份、比依股份。

图表32: 重点公司盈利预测

| 代码 | 名称 | 最新评级 | EPS | | | | PE | | | | 股价 2024/12/27 |
|--------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|
| | | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 000333 | 美的集团 | 买入 | 4.93 | 5.05 | 5.66 | 6.20 | 11.08 | 14.93 | 13.34 | 12.16 | 75.42 |
| 600690 | 海尔智家 | 买入 | 1.79 | 2.03 | 2.30 | 2.55 | 11.73 | 13.97 | 12.37 | 11.17 | 28.43 |
| 000651 | 格力电器 | 买入 | 5.22 | 5.63 | 6.03 | 6.46 | 6.16 | 8.00 | 7.47 | 6.98 | 45.06 |
| 000921 | 海信家电 | 买入 | 2.08 | 2.39 | 2.73 | 3.09 | 9.81 | 12.40 | 10.88 | 9.59 | 29.67 |
| 002668 | TCL智家 | 买入 | 0.73 | 0.91 | 1.01 | 1.12 | 9.05 | 13.84 | 12.44 | 11.18 | 12.58 |
| 002351 | 漫步者 | 买入 | 0.47 | 0.61 | 0.73 | 0.84 | 37.60 | 29.81 | 24.91 | 21.71 | 18.21 |
| 01070 | TCL电子 | 买入 | 0.31 | 0.56 | 0.64 | 0.77 | 8.32 | 11.08 | 9.74 | 8.12 | 6.22 |
| 600060 | 海信视像 | 买入 | 1.61 | 1.53 | 1.78 | 2.03 | 13.02 | 13.14 | 11.34 | 9.94 | 20.16 |
| 689009 | 九号公司 | 买入 | 8.37 | 15.40 | 23.84 | 31.44 | 35.44 | 30.42 | 19.65 | 14.90 | 46.84 |
| 01585 | 雅迪控股 | 买入 | 0.88 | 0.81 | 1.00 | 1.19 | 14.43 | 15.24 | 12.37 | 10.40 | 13.40 |
| 603529 | 爱玛科技 | 买入 | 2.18 | 2.35 | 2.86 | 3.39 | 11.47 | 17.51 | 14.37 | 12.10 | 41.06 |
| 002959 | 小熊电器 | 买入 | 2.84 | 1.95 | 2.34 | 2.69 | 18.29 | 25.55 | 21.29 | 18.55 | 49.91 |
| 300824 | 北鼎股份 | 买入 | 0.22 | 0.20 | 0.26 | 0.31 | 41.30 | 53.02 | 40.21 | 33.82 | 10.40 |
| 603215 | 比依股份 | 买入 | 1.08 | 0.98 | 1.14 | 1.41 | 16.02 | 17.74 | 15.28 | 12.32 | 17.36 |

资料来源:携宁, Wind, 太平洋证券整理

(注: TCL 电子、雅迪控股货币单位为港币, 海信视像、雅迪控股、爱玛科技、小熊电器、北鼎股份采用 wind 一致预期, 其余为团队预测)

四、 风险提示

- 1) **原材料价格波动。**若原材料价格受不可控因素影响而上行,家电企业盈利空间或受到挤压。
- 2) **汇率波动:**对于外销占比较大的家电企业,倘若汇率发生较大波动,或将对企业日常经营和盈利能力产生负面影响。
- 3) **关税不确定性:**对美出口关税仍存在不确定性,政策实际落地情况或影响出口企业经营。
- 4) **海运运力紧张。**若未来海运运力再次紧张,或拖累出口企业利润。
- 5) **房地产政策波动。**大家电品类具备一定地产后周期属性,地产需求或传导至企业经营,若房地产政策调控效果不及预期,将会影响家电行业增量需求。
- 6) **重点关注公司业绩不及预期。**倘若外部环境发生变化,重点关注公司业绩表现可能将会受到影响。

投资评级说明

1、行业评级

看好: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上;

中性: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间;

看淡: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上;

增持: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。