

行业深度

家用电器

兼具内外销成长，稳速前进

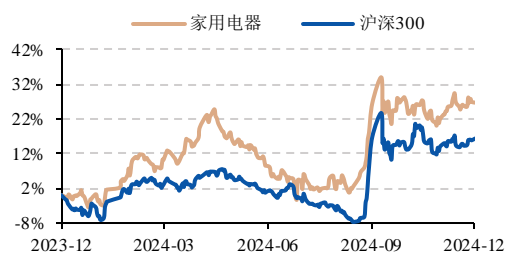
家用电器行业 2025 年年度策略

2024 年 12 月 30 日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
家用电器	3.97	7.54	26.88
沪深 300	2.11	7.98	16.55

袁玮志

分析师

执业证书编号:S0530522050002
yuanweizhi@hncasing.com

周心怡

分析师

执业证书编号:S0530524030001
zhouxinyi67@hncasing.com

相关报告

- 1 家用电器行业深度：复盘本轮家电国补之下的行业趋势和机会 2024-12-25
- 2 家用电器行业点评：9 月家用空调产销高增，家电国补刺激需求恢复 2024-10-25
- 3 家用电器行业 2024 年中报总结：外销保持增长，政策加码刺激内销，家电景气度持续向好 2024-10-08

重点股票	2023A		2024E		2025E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
海尔智家	1.77	15.97	1.95	14.50	2.16	13.09	买入
石头科技	11.10	20.05	11.51	19.35	13.66	16.31	买入
萤石网络	0.71	42.82	0.73	42.20	0.89	34.45	买入

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **复盘：家电板块经营稳中有升，当前估值处于后 31.19%分位数的较低位置。**本年度（2024.1.1-2024.12.30）申万家用电器行业累计涨幅 27.72%，跑赢沪深 300 指数 9.63pct，白电/黑电/小家电/厨电涨跌幅分别为 +39.67%/+33.64%/+6.72%/+7.01%，表现最好的为白电，涨幅亮眼且走势稳定。**估值方面**，截至 12 月 30 日，家电板块 PE 估值为 16.69 倍，处于近十年的后 31.19%分位数，估值上仍存在较大的上行空间。**经营方面**，家电整体在 2023 年的较高基数下，营收和业绩端仍维持了良好增长。但分板块来看，只有白电是业绩端实现正增长的板块，白电企业通过出海、降本增效、提高生产环节成本优势等一系列方式，真正实现了盈利质量的提升。
- **家电出口高景气仍在延续，家电出口结构、产品力和全球化布局三方面改善，长期来看强化我国家电出海优势。**2024 年 1-11 月我国累计出口家电 40.99 亿台，累计同比+21.3%，单 2024 年 11 月家电出口 3.77 亿台，同比+13.8%，增幅虽然有所下滑，但在 2023 年较高基数的基础上，整体仍维持在高位。1) 家电出口结构改善，新兴市场出口占比提升，且更具成长性，对美出口风险敞口下降；2) 国产家电品牌凭借性价比在大家电全球市场扩张份额，依靠创新引领全球小家电市场，海外定价权提高，企业整体盈利质量提升；3) 企业积极布局全球产能，巩固全球产业链优势，整体的出海能力在提升。
- **以旧换新支撑耐用消费回暖，家电内需大幅改善，展望明年需求刺激的边际效用可能递减。**从各类家电的终端零售表现来看，大部分家电品类都有明显的改善，2024 年 1-11 月家电社零累计同比+9.60%。政策执行初始阶段刺激消费者购买热情，但从长期来看，当前家电市场为存量主导，随着存量更新需求的消费人群基数缩小，政策带来的需求刺激效应可能边际递减。
- **2025 年投资策略：**长期来看，家电的海外和国内市场都存在结构性机会，我们维持对行业“同步大市”的评级，1) 对海外市场而言，更多增量空间来自发展中国家市场对基础家电的需求快速提升，和新品类渗透率提升的成长空间；2) 国内市场方面，虽已进入存量时代，但更

新需求对耐用品质要求只增不减，智能家电和高端家电的需求仍在攀升。因此我们投资逻辑主要聚焦于内外销兼济、海内外市场双覆盖的公司，以实现业务均衡发展下的稳健回报。建议重点关注海尔智家、石头科技、萤石网络，推荐关注美的集团、海信家电、苏泊尔。

- **风险提示：原材料价格波动风险，汇率波动风险，市场竞争激烈，地产竣工不及预期，终端需求不及预期。**

内容目录

1 2024 年家电行业表现回顾	5
1.1 家用电器全行业.....	5
1.2 白电：全面改善，出口大年.....	6
1.3 黑电：需求改善，盈利修复可期.....	9
1.4 小家电：整体平淡，存在结构性亮点.....	10
1.5 厨电：地产后周期下，需求承压.....	11
2 家电出海为长期看点	13
2.1 全年家电出口高景气，热度仍在维持.....	13
2.2 三方面改善，强化我国家电出海优势.....	15
3 以旧换新大幅提振内销	18
3.1 政策刺激家电更新需求释放.....	18
3.2 存量主导，家电的需求刺激效应呈边际减弱.....	19
4 展望：2025 年投资策略	21
4.1 探索海外新兴市场的高成长性.....	21
4.2 内销市场把握新品类和高端化.....	22
4.3 重点投资标的.....	24
4.3.1 海尔智家.....	24
4.3.2 石头科技.....	25
4.3.3 萤石网络.....	25
5 风险提示	26

图表目录

图 1：本年度申万家电和沪深 300 指数涨跌幅.....	5
图 2：本年度家电子板块的涨跌幅情况.....	5
图 3：家电板块估值当前处于较低位置.....	5
图 4：空调的产、销量及同比增速.....	7
图 5：空调的内销、出口量及同比增速.....	7
图 6：家用空调的库存量及同比增速.....	7
图 7：我国空调对各地区的出口额同比增速.....	7
图 8：冰箱的产销量及同比增速.....	7
图 9：冰箱的产销量及同比增速.....	7
图 10：洗衣机的产销量及同比增速.....	8
图 11：洗衣机的产销量及同比增速.....	8
图 12：空冰洗的排产量及同比增速.....	8
图 13：空冰洗的线上全渠道零售额增速.....	9
图 14：空冰洗的线下全渠道零售额增速.....	9
图 15：我国彩电近年来的市场规模及其同比增速.....	9
图 16：彩电出口和内销的月度同比增速.....	9
图 17：不同尺寸面板的价格变化（美元/片）.....	10
图 18：黑电板块单季度营业成本的同比增速.....	10
图 19：厨房小家电全渠道销售额及其同比增速.....	10
图 20：厨房小家电单季度销售额及其同比增速.....	10

图 21: 清洁电器全渠道零售额及其同比增速.....	11
图 22: 2024 年前三季度清洁电器各品类的零售表现.....	11
图 23: 我国房屋新开工/竣工/销售面积累计同比增速.....	12
图 24: 厨卫电器板块的营收和业绩同比增速.....	12
图 25: 2024 全年的厨卫电器板块涨跌幅.....	12
图 26: 厨卫电器板块的 PE 估值 (TTM)	12
图 27: 烟灶的全渠道零售额及其同比增速	13
图 28: 各新兴厨电品类的零售额同比增速	13
图 29: 家用电器月度出口量及其同比增速	13
图 30: 我国家电分品类出口量的同比增速 (%)	14
图 31: 美国家电零售商和制造商大约于 2023 年 6 月进入补库.....	15
图 32: 我国家电对美出口的季度同比增速	15
图 33: 我国部分大家电向各地区的出口规模 (亿元)	16
图 34: 我国部分小家电向各地区的出口规模 (亿元)	16
图 35: 出口型大家电企业的净利率变化.....	17
图 36: 出口型小家电企业的净利率变化.....	17
图 37: 海尔智家的全球化布局.....	17
图 38: 美的集团的全球化布局.....	18
图 39: 主要补贴家电的线上渠道销售额月度增速.....	19
图 40: 主要补贴家电的线下渠道销售额月度增速.....	19
图 41: 其他补贴家电的线上渠道销售额月度增速.....	19
图 42: 其他补贴家电的线下渠道销售额月度增速.....	19
图 43: 我国家电社零规模及其同比增速.....	20
图 44: 我国的社零结构拆分	21
图 45: 城镇部分家电每百户保有量 (台)	22
图 46: 农村部分家电每百户保有量 (台)	22
图 47: 2023 年东南亚地区的大家电每百户保有量 (台)	22
图 48: 2023 年东南亚部分国家的家电渠道占比情况.....	22
图 49: 2022 年我国各家电品类的高端占比.....	23
图 50: 国补执行前后, 高端家电零售额增速较高.....	23
图 51: 新兴家电在国补政策支持下需求延续性较好	24
表 1: 家用电器及子板块的单季度营收同比增速.....	6
表 2: 家用电器及子板块的单季度归母净利润同比增速.....	6

1 2024 年家电行业表现回顾

1.1 家用电器全行业

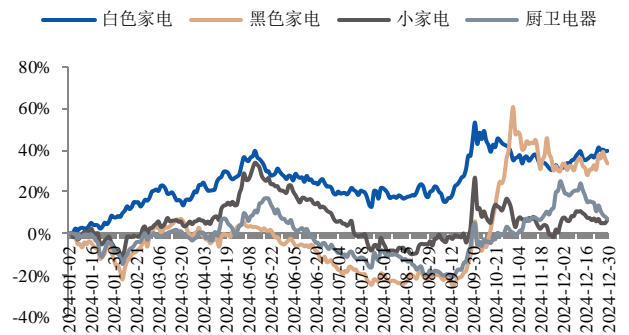
家电板块全年涨幅表现领先，各子板块走势逐渐企稳，业绩稳增和高股息类的家电板块受市场青睐。本年度（取 2024.1.1-2024.12.30，下同）申万家用电器行业累计涨幅 27.72%，跑赢沪深 300 指数 9.63pct，家电子板块中，白电/黑电/小家电/厨电涨跌幅分别为+39.67%/33.64%/6.72%/7.01%，表现最好的为白电，涨幅亮眼且走势稳定；黑电板块主要受益于个股四川九洲和四川长虹的强势拉动作用；厨电板块受到家电国补政策的强刺激，最终全年涨幅录得 7.01%；而小家电板块涨幅相对其他板块则表现较弱，涨幅为 6.72%。

图 1：本年度申万家电和沪深 300 指数涨跌幅



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

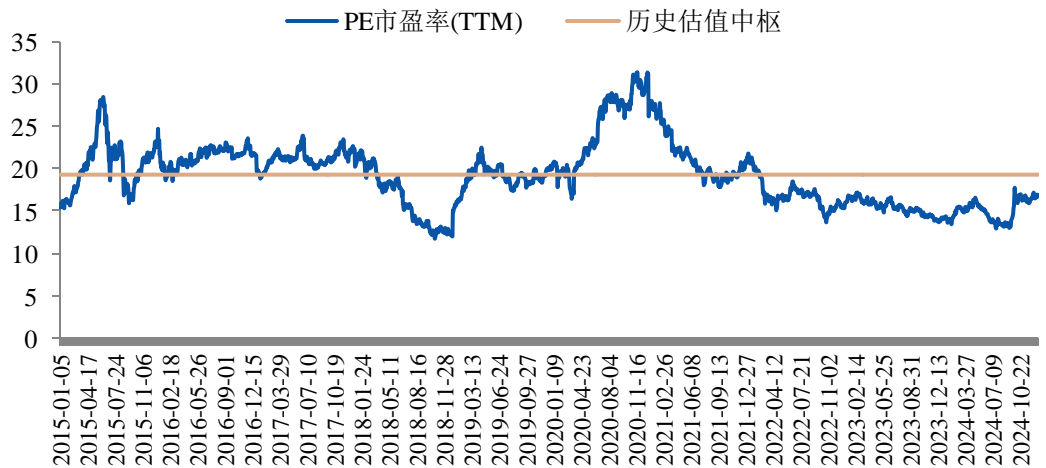
图 2：本年度家电子板块的涨跌幅情况



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

家用电器板块估值位于近十年后 31.19%分位数，存在上行空间。取 2015 年至今，近十年的家电板块 PE 估值中位数为 19.25，家电板块估值从 2021 年初开始回落，到 2024 年 8 月触底至 12-13 倍区间，目前已上修至 16 倍的位置，处于近十年的后 31.19%分位数，也显著低于近十年的家电板块估值中位数，估值方面仍然存在较大的上行空间。

图 3：家电板块估值当前处于较低位置



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

家电行业整体的营收和业绩维持正增长，子板块间表现有所分化。家电整体在 2023 年的较高基数下，营收和业绩端仍维持了良好增长。分板块来看，白电是唯一在业绩端实现正增长的板块，白电企业通过出海、降本增效、提高生产环节成本优势等一系列方式，真正实现了盈利质量的提升；黑电的营收大幅改善，但业绩端仍有所承压；小家电和厨电板块的表现则类似，单季度营收增速在下滑，同时业绩端承压。

表 1：家用电器及子板块的单季度营收同比增速

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
家用电器	3.08%	7.33%	7.43%	9.42%	8.13%	4.71%	1.40%
白色家电	4.39%	7.93%	6.73%	12.54%	8.30%	4.02%	0.14%
黑色家电	9.36%	6.00%	6.57%	6.66%	5.56%	8.48%	10.30%
小家电	-10.22%	4.56%	12.84%	9.38%	12.53%	7.41%	3.96%
厨卫电器	-5.22%	5.90%	7.68%	6.64%	3.10%	-5.80%	-16.35%

资料来源：同花顺 iFind，财信证券

表 2：家用电器及子板块的单季度归母净利润同比增速

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
家用电器	12.07%	13.41%	10.72%	19.94%	10.07%	6.30%	0.89%
白色家电	13.95%	15.99%	10.97%	33.12%	12.28%	12.75%	10.03%
黑色家电	17.24%	2.61%	17.71%	-23.01%	-6.58%	-15.09%	-32.66%
小家电	-14.63%	10.35%	-2.84%	6.60%	17.01%	-1.34%	-21.48%
厨卫电器	5.59%	19.53%	14.22%	-5.87%	-6.19%	-33.68%	-45.57%

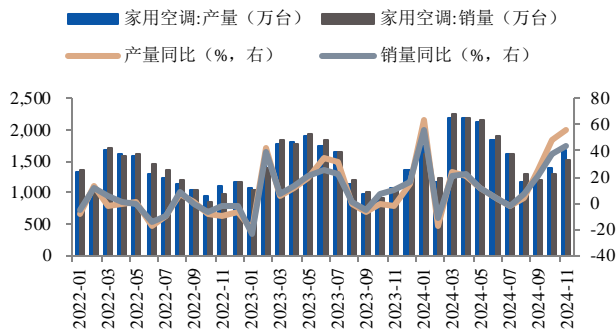
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

1.2 白电：全面改善，出口大年

空调产销双增，外销表现优于内销。2024 年 1-11 月空调累计产量为 1.83 亿台，同比+18.25%，销量为 1.83 亿台，同比+16.61%，其中内销同比+3.53%，出口同比+35.87%。

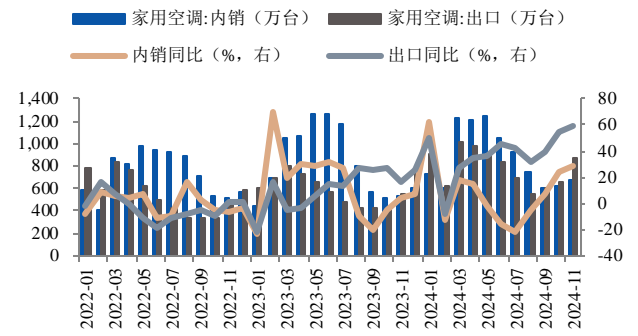
1) **内销端**：2023 年的空调行业高景气由内销主导，基于对全球极端天气多发和我国空调库存处于低位的判断，2024 年初以来空调厂商排产信心较高，但 Q2 受天气影响，终端市场表现不及预期，内销相对走弱，Q3 在家电国补政策推行刺激之下，出货信心重振，整体来说，2024 年全年的内销走势稳定增长。2) **外销端**：2024 年起，需求大幅改善，我国空调在全球的产品综合竞争力较强，叠加全球极端天气多发和地区能源危机，催生了海外需求增长。从我国空调出口的地区增速来看，2024 年海外需求主要以新兴市场和欧洲地区拉动，由于新兴国家的空调普及率并不高，后续增长仍有成长空间。

图 4：空调的产、销量及同比增速



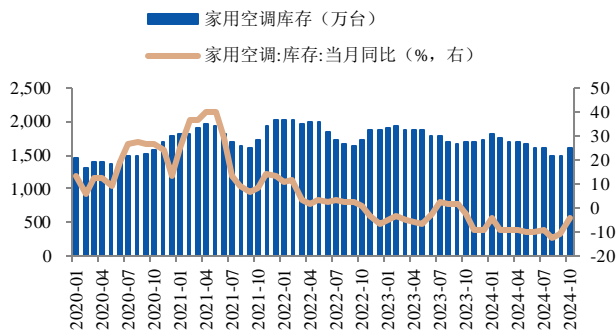
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 5：空调的内销、出口量及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 6：家用空调的库存量及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

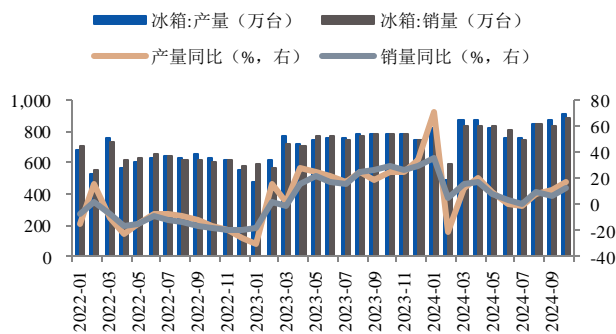
图 7：我国空调对各地区的出口额同比增速

	欧洲	北美	中东	非洲	东南亚	南美
2020	16%	-2%	22%	-12%	9%	-3%
2021	13%	27%	-13%	-8%	-8%	12%
2022	15%	-13%	23%	14%	1%	7%
2023	-9%	-17%	20%	36%	8%	37%
2024H1	45%	-12%	19%	6%	45%	52%

资料来源：Datayes，财信证券

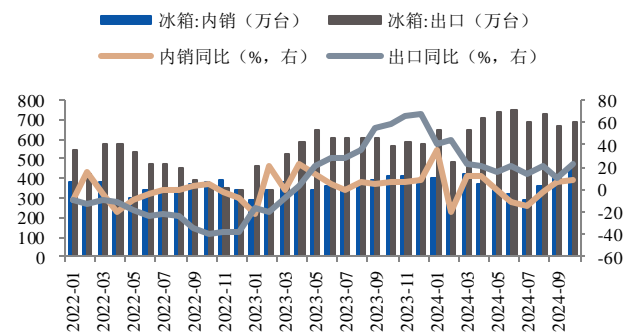
冰箱产销高增，外销大幅提振。冰箱 2024 年 1-10 月累计产量为 8773.80 万台，同比 +21.74%，销量为 8748.54 万台，同比 +21.58%，其中内销同比 +12.74%，外销 +32.16%。内销有较大改善，增速先降后增，我们认为冰箱主要也是受益于家电国补拉动了换新需求；冰箱外销则全年保持了平稳的增长，贡献了主要的增长动力，目前处于持续的环比改善趋势。

图 8：冰箱的产销量及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

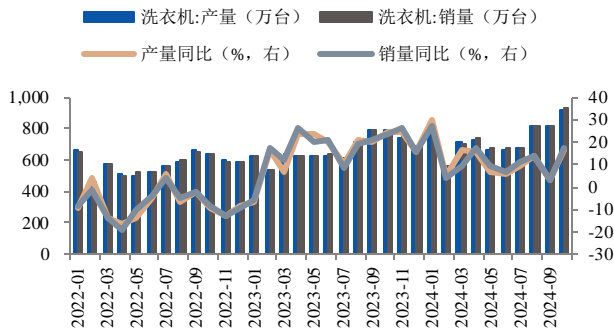
图 9：冰箱的内销量及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

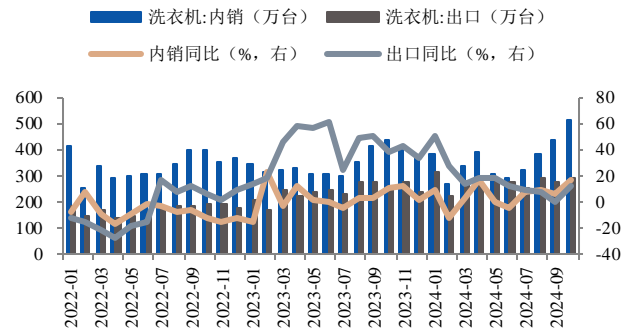
洗衣机表现相对较弱，整体产销维持平稳增长。洗衣机 2024 年 1-10 月累计产量为 7367.15 万台，同比+12.17%，销量为 7400.87 万台，同比+12.01%，其中内销同比+5.91%，外销+15.59%。内销增速从 7 月开始加快，总体维持了平稳增长；洗衣机外销则在 2023 年的高基数下，仍实现了较快增速，反映出海外需求也在持续改善。

图 10：洗衣机的产销量及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

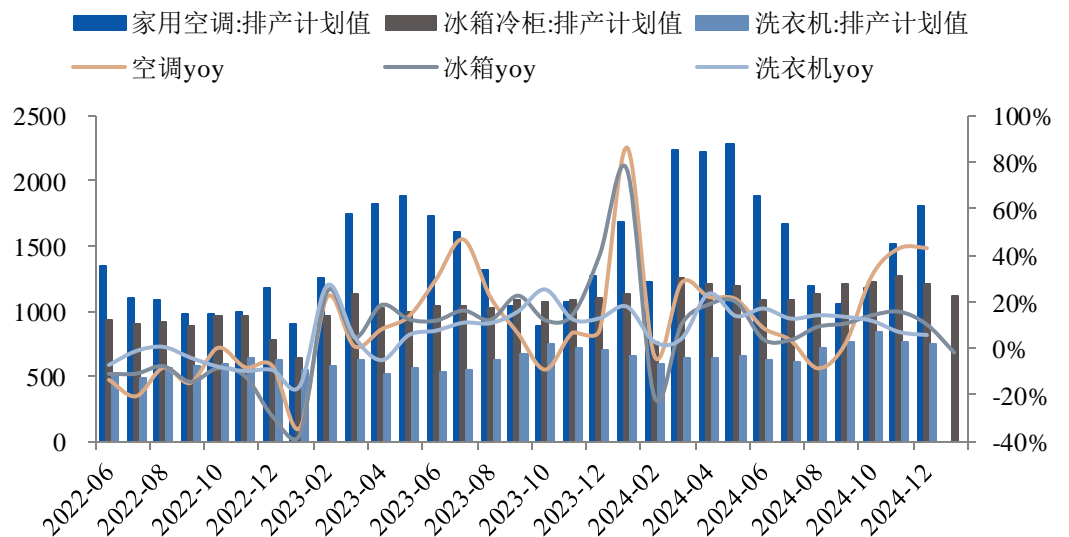
图 11：洗衣机的产销量及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

从空冰洗的当前排产量来看，空调的排产信心充足，冰洗的排产计划偏保守。家用空调的 2024 年 10/11/12 月排产增速分别为 31.54%/43.05%/43.03%，2025 年 1 月排产增速下滑至 1.66%，主要受春节假期错配影响，整体上空调外销延续的高景气叠加国内的家电以旧换新刺激，排产信心恢复，反映出各厂商对 2025 年的空调行业态度比较积极乐观；冰洗的排产走势比较相似，尽管 2024Q3 以旧换新政策全国顺利推行，终端零售的改善也并未扭转厂商的排产节奏，整体偏于平稳。

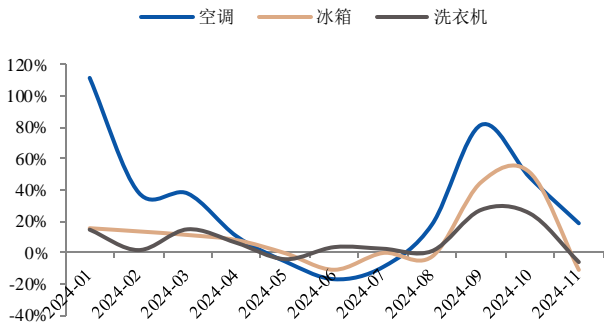
图 12：空冰洗的排产量及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

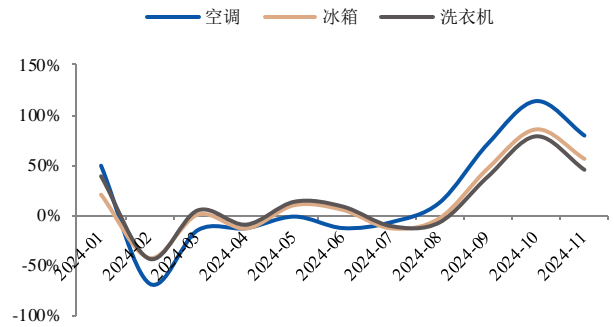
国补政策大幅改善白电消费，白电零售从 2024Q3 开始企稳回升。剔除 2023 年和 2024 年春节假期错配形成的年初高增速，白电上半年的零售表现一般，零售端的回暖是从 2024 年 8 月的家电以旧换新实行以来，开始逐渐回暖，尤其对线下渠道的刺激作用更强。总体来说，排产端和零售端都反映了白电的改善趋势。

图 13：空冰洗的线上全渠道零售额增速



资料来源：奥维云网，财信证券

图 14：空冰洗的线下全渠道零售额增速

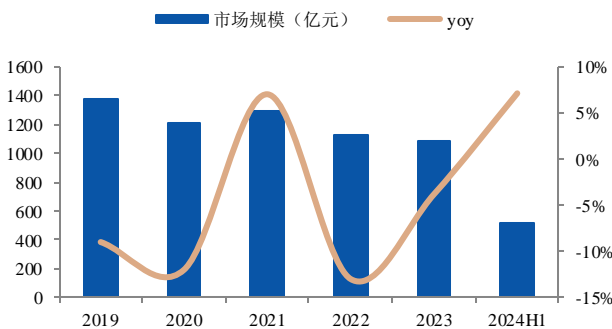


资料来源：奥维云网，财信证券

1.3 黑电：需求改善，盈利修复可期

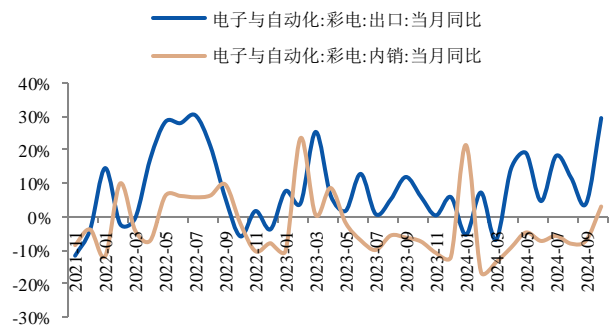
全年出口表现优于内销，我国彩电厂商的全球化程度不断加深，大型体育赛事刺激海内外彩电需求。彩电作为传统的家用显示设备，随着产品更迭和技术发展，其市场需求逐渐被智能手机、平板和家用智能微投等新兴视听设备所分流，近年来的市场规模呈下滑趋势。我国黑电企业近年来通过积极扩张海外市场、稳健运营、多品牌经营等策略，凭借稳定的生产技术质量和性价比优势，在海外市场也赢得了好口碑。2024 年作为体育大年，欧洲杯、美洲杯、奥运会络绎不绝，一方面，彩电消费者通常追求大屏化和清晰度，专业级爱好者则更甚，体育赛事会直接刺激消费者的彩电购买需求；另一方面，海信和 TCL 等企业通过借助体育赛事进行营销，加快了全球化步伐和间接唤醒潜在消费者需求，因此，整体来说，2024 年彩电行业需求端实现了行业性修复。

图 15：我国彩电近年来的市场规模及其同比增速



资料来源：奥维云网，财信证券

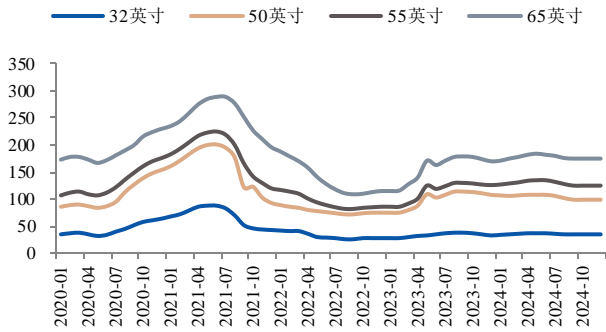
图 16：彩电出口和内销的月度同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

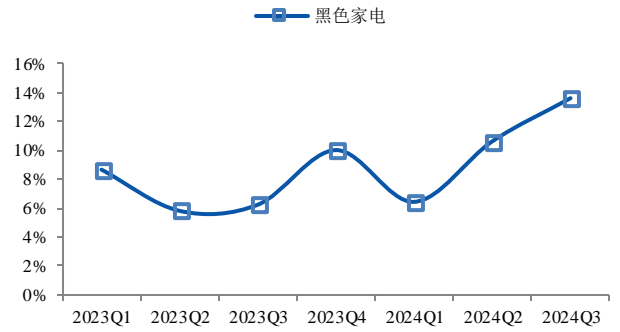
面板价格波动导致黑电板块业绩承压。结合我们在 1.1 家用电器全行业部分中所提到的黑电板块营收表现大幅改善，但业绩端的下滑压力较大，我们认为主要压力来自成本端的面板价格压力，面板是彩电成本的主要组成部分，产品成本受面板价格变动影响最大，从 2023Q2 以来，面板价格上涨后进入横盘状态，对公司经营上造成一定压力，2024Q1-Q3 单季度的营业成本同比增速持续提升。

图 17：不同尺寸面板的价格变化（美元/片）



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 18：黑电板块单季度营业成本的同比增速

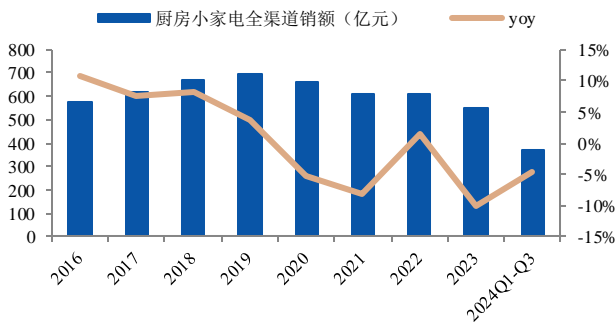


资料来源：同花顺 iFind，财信证券

1.4 小家电：整体平淡，存在结构性亮点

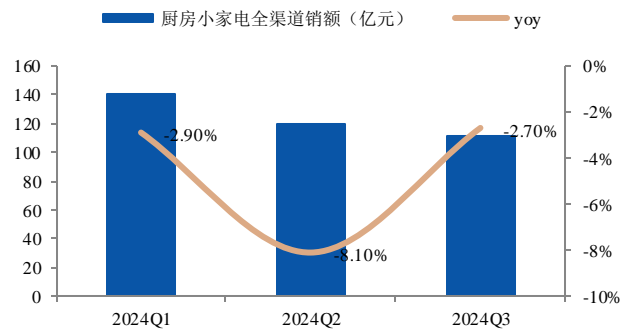
小家电的可选属性相对较强，在消费需求疲软的大环境下，全年表现一般，清洁小家电需求较快增长，厨房小家电表现平淡。即使从 2024Q3 起，大部分小家电也受到了来自家电国补的拉动作用，但复苏节奏仍较慢。根据奥维云网数据，2024 年前三季度，厨房小家电整体零售额为 371 亿元，同比-4.60%；零售量 18898 万台，同比+0.20%；均价 196 元，同比-4.80%。厨小电行业仍处于价格内卷的气氛中，刚需品类持续承压，品需改善类在迎合消费需求下表现较好。

图 19：厨房小家电全渠道销售额及其同比增速



资料来源：奥维云网，财信证券

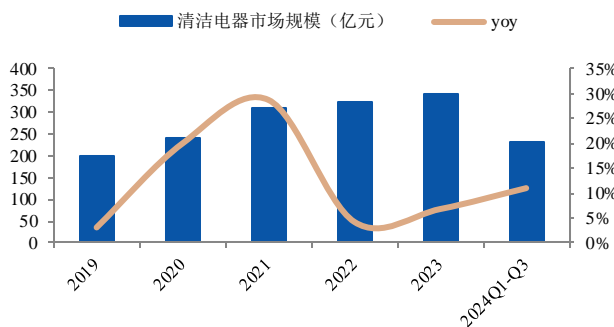
图 20：厨房小家电单季度销售额及其同比增速



资料来源：奥维云网，财信证券

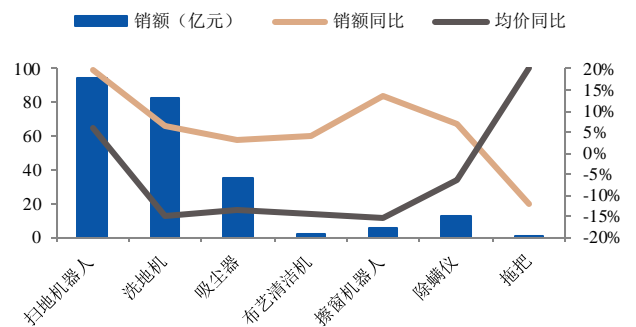
清洁电器品类不断丰富，渗透率较低叠加消费者的家庭清洁刚需，销量表现亮眼。根据奥维云网数据，2024年前三季度清洁电器全渠道零售规模为234亿元，同比+11.00%，销量1901万台，同比+17.90%，其中除了拖把之外，清洁电器每个细分品类的销售额都实现正增长。扫地机器人新品层出不穷，产品迭代迅速，作为劳动替代的清洁刚需品类，叠加国补优惠刺激，量价提升显著，销额同比+19.70%，销量同比+13.00%，均价同比+5.90%；洗地机需求仍然向好，但价格战不止，销额同比+6.30%，销量同比+25.10%，均价同比-15.00%；其他的清洁电器品类，例如吸尘器、除螨仪、擦窗机器人、布艺清洁机以价换量效应显著，均价都在下滑，销量增长贡献了主要增长动力。

图 21：清洁电器全渠道零售额及其同比增速



资料来源：奥维云网，财信证券

图 22：2024 年前三季度清洁电器各品类的零售表现



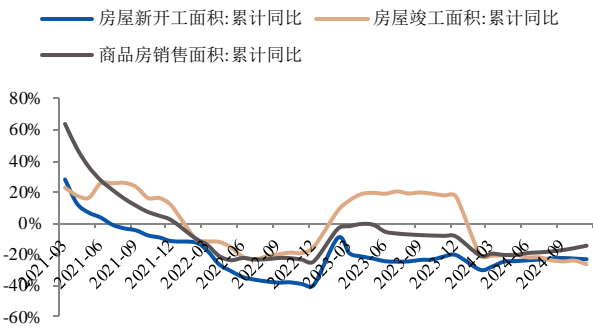
资料来源：奥维云网，财信证券

1.5 厨电：地产后周期下，需求承压

厨卫电器的地产关联性较强，受地产端的拖累，近年来的厨电需求同样承压。2024年11月我国房屋新开工/竣工/销售面积累计同比分别为-23.00%/-26.20%/-14.30%，地产端持续下滑，传导至企业端，2024年厨卫电器企业的营收和业绩下滑明显。

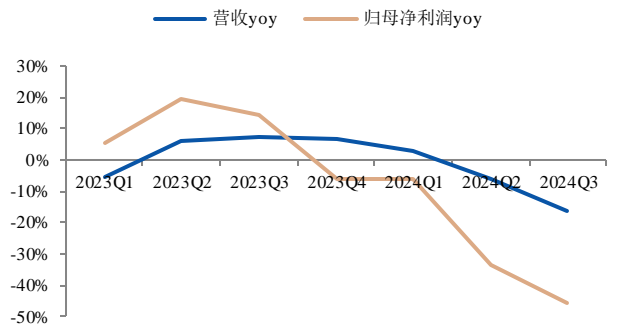
厨卫电器板块的PE估值从2024年8月起触底回升。截至2024年12月30日，厨卫电器板块实现区间涨幅7.01%。全国推行家电以旧换新活动，激发了厨电换新需求，终端零售端呈现明显的修复迹象，以及中央与相关部门多次部署促房地产平稳健康发展工作，打出“组合拳”助力市场止跌回稳，市场对厨卫电器板块迎来复苏的预期较高，带动了板块的PE估值从2024年8月的12倍位置提升到12月的21倍。

图 23：我国房屋新开工/竣工/销售面积累计同比增速



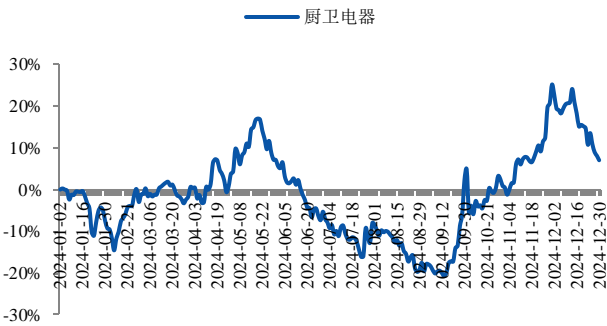
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 24：厨卫电器板块的营收和业绩同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 25：2024 全年的厨卫电器板块涨跌幅



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

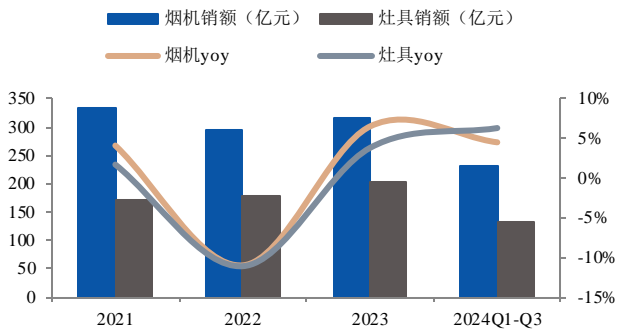
图 26：厨卫电器板块的 PE 估值 (TTM)



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

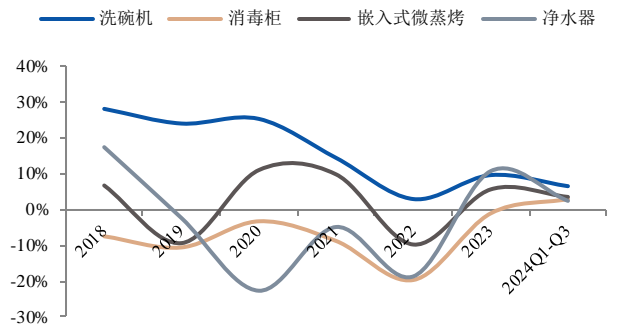
传统厨具烟灶和新兴品需类厨电零售端改善。随着以旧换新政策的深入落地与实施，烟灶市场需求得到改善，根据奥维云网数据，油烟机和燃气灶的零售额增速在 9 月大幅提升，其中油烟机 9 月单月零售额同比+43.00%，燃气灶 9 月单月零售额同比+37.00%；2024 年 1-9 月我国油烟机市场累计零售额为 231 亿元，同比+4.50%；灶具市场累计零售额为 131 亿元，同比+6.30%，政策促进作用明显。另外，随着洗碗机、消毒柜、嵌入式微蒸烤和净水器这四类品需厨电进入多地的以旧换新名单，品需厨电市场同样呈现明显的上行态势。根据奥维云网数据，品需厨电 2024 年前三季度累计零售额为 296 亿元，同比+3.70%，洗碗机/消毒柜/嵌入式微蒸烤/净水器的零售额同比增速分别为 6.50%/2.90%/3.50%/2.40%。

图 27：烟灶的全渠道零售额及其同比增速



资料来源：奥维云网，财信证券

图 28：各新兴厨电品类的零售额同比增速



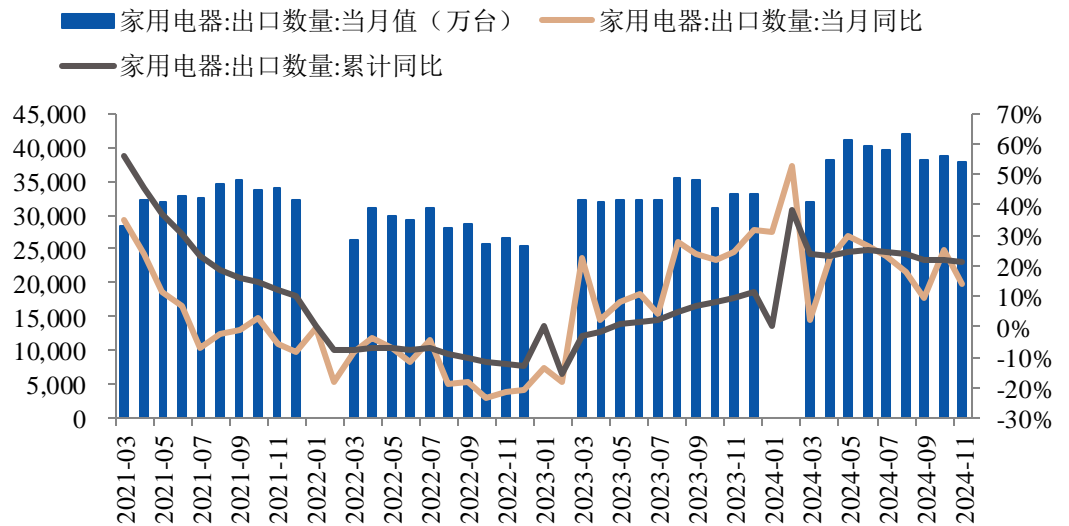
资料来源：奥维云网，财信证券

2 家电出海为长期看点

2.1 全年家电出口高景气，热度仍在维持

全年家电出口实现高增长，2024年1-11月我国累计出口家电40.99亿台，累计同比+21.3%，单2024年11月家电出口3.77亿台，同比+13.8%，增幅虽然有所下滑，但在2023年较高基数的基础上，整体仍维持在高位。分品类来看，白电板块里空调的出口景气度持续提升，2024Q4出口环比2024Q3更佳，冰箱和洗衣机的出口增速则趋于缓和；其他家电例如彩电、燃气灶、电热水器和小家电都有出口加速的迹象。

图 29：家用电器月度出口量及其同比增速



资料来源：同花顺iFinD，财信证券

图 30：我国家电分品类出口量的同比增速（%）

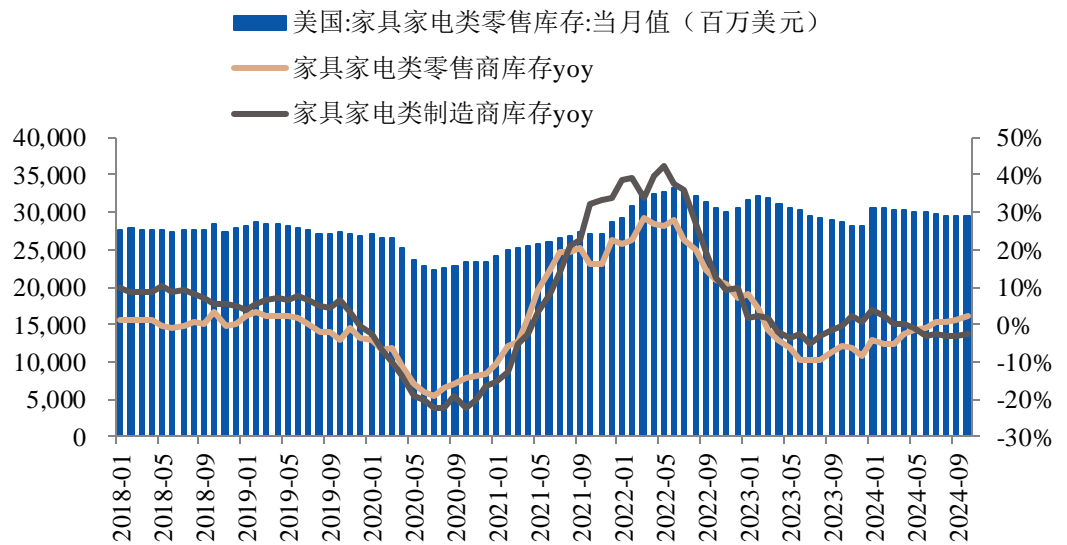
	空调	冰箱	洗衣机	彩电	电热水器	抽油烟机	燃气灶	微波炉	净水器	吸尘器	咖啡机
2022-06	-33.40	-22.70	-15.60	28.01	-25.20	-9.61	-1.90	-14.00	13.41	-19.76	-6.00
2022-07	-12.30	-21.70	16.20	30.36	-10.61	-23.71	-6.67	-23.89	34.96	1.00	-3.40
2022-08	-16.50	-23.30	8.10	21.15	-24.58	-32.90	-14.88	-23.28	43.48	-28.15	-21.20
2022-09	-4.00	-34.70	11.50	5.52	1.99	-40.06	-5.16	-36.63	52.04	-27.50	-23.50
2022-10	-25.00	-39.80	5.50	-5.82	-27.77	-51.05	-12.92	-34.94	51.46	-31.96	-28.00
2022-11	-12.80	-37.40	1.80	1.75	-8.92	-40.46	-7.57	-27.78	53.44	-18.24	-25.50
2022-12	-22.50	-37.20	8.80	-3.73	5.47	-29.79	-11.35	-30.77	-17.60	-32.19	-27.30
2023-01	1.50	-15.50	13.20	7.70	15.51	-22.59	-19.64	-19.66	30.10	-15.19	-18.40
2023-02	-13.80	-20.60	17.60	4.05	5.07	-18.85	-27.95	-6.67	23.12	-20.64	-31.70
2023-03	-4.60	-8.20	45.20	25.38	44.48	13.57	1.00	2.32	26.41	10.35	10.40
2023-04	1.20	3.20	57.40	6.41	51.97	-19.57	-11.52	-14.42	39.73	24.01	-14.80
2023-05	-0.20	21.10	56.90	1.79	20.43	-10.32	-9.51	4.76	18.37	13.42	2.20
2023-06	13.20	28.10	60.60	12.84	41.24	-2.31	-6.18	14.97	66.67	42.77	-2.20
2023-07	1.30	28.60	25.00	0.81	27.96	1.91	-10.21	23.05	24.59	9.36	-2.40
2023-08	35.50	35.50	48.90	5.19	46.56	18.81	25.83	16.80	39.06	38.65	22.30
2023-09	21.10	55.80	50.20	11.92	33.44	40.77	18.03	27.52	0.10	56.64	19.20
2023-10	39.80	58.30	37.50	6.05	40.84	61.36	3.02	37.11	3.70	32.10	13.70
2023-11	17.10	65.80	42.40	0.43	14.10	39.07	7.57	18.74	-23.93	27.08	14.20
2023-12	14.90	67.90	33.30	5.91	16.85	37.67	-6.01	26.20	78.99	83.26	35.10
2024-01	19.40	40.70	50.30	-5.36	31.59	18.93	5.93	11.07	14.89	32.21	25.00
2024-02	14.90	43.50	27.50	7.28	37.52	25.15	50.90	2.84	216.50	34.64	54.40
2024-03	1.70	23.10	14.30	-6.85	12.81	0.32	-11.13	0.27	44.33	11.45	-21.76
2024-04	15.30	21.00	18.70	14.37	-0.34	28.84	6.62	12.99	139.45	-0.40	-0.87
2024-05	39.50	15.40	18.30	19.07	18.72	31.64	41.64	2.99	133.01	27.08	13.13
2024-06	49.40	22.00	12.30	4.71	-13.07	17.82	10.60	13.25	-2.75	-4.04	14.00
2024-07	52.80	14.70	9.60	18.24	18.72	36.33	19.64	12.40	39.94	23.21	27.65
2024-08	40.10	20.70	7.80	11.66	1.49	30.46	22.24	16.04	22.22	15.64	22.50
2024-09	29.50	9.90	0.00	4.05	-2.84	0.57	12.99	7.87	-13.52	0.40	37.07
2024-10	58.90	22.60	12.50	29.53	33.03	2.20	37.39	8.90	8.27	27.49	60.06
2024-11	41.30	8.00	-4.20					12.00			

资料来源：同花顺 iFind，财信证券

我国最大的出口国美国进入补库周期，拉动家电出口，对美出口景气度有望延续至**2025Q1**。我们从美国库存周期来看这轮出口持续性的话，参考美国上一轮完整的家电补库周期，发生在 2020 年 7 月至 2022 年 6 月，历经 23 个月，持续时间较长，其间主要受到海外疫情滞产、海运费高增和原材料价格波动等多重因素影响，一定程度上延长了出口高景气。

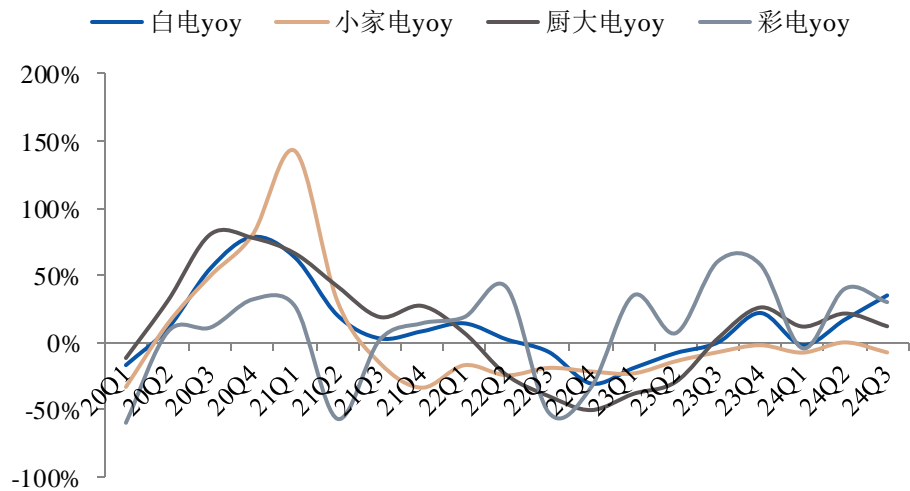
通常来说，库存增速触底的传导为零售商—批发商—制造商，此轮家电零售商和制造商增速见底发生在 2023Q2，随后制造商和零售商的库存增速接连进入上升区间，对应我国家电对美出口也开始逐季改善，而对于明年家电出口走势，我们认为美国加征关税会加大我国家电企业抢出口现象，预计直到 2025Q1，我国对美的家电出口都能够维持较好的增长。

图 31：美国家电零售商和制造商大约于 2023 年 6 月进入补库



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 32：我国家电对美出口的季度同比增速



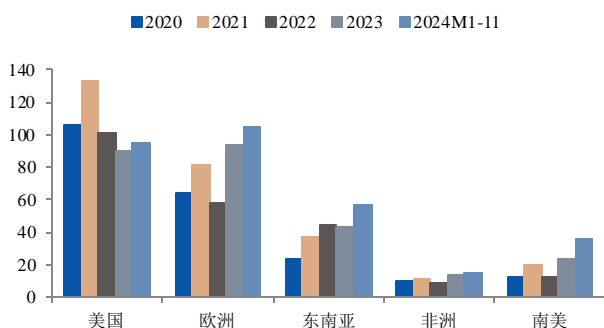
资料来源：Datayes，财信证券

2.2 三方面改善，强化我国家电出海优势

首先我们划分区域和产品，1) 选取欧洲包括德国、英国、法国、意大利、俄罗斯 5 个国家，2) 东南亚包括印度尼西亚、泰国、新加坡、越南、马来西亚、菲律宾和缅甸 7 个国家，3) 非洲包括南非、埃及、阿尔及利亚、尼日利亚、埃塞俄比亚、摩洛哥和肯尼亚 7 个国家，4) 南美洲包含巴西、阿根廷、哥伦比亚、智利、秘鲁、厄瓜多尔 6 个国家；5) 大家电包括空调、冰箱和洗衣机的几个主要品类，小家电包含吸尘器、扫地机器人、电熨斗、微波炉、电吹风、榨汁机和研磨机 7 个品类。

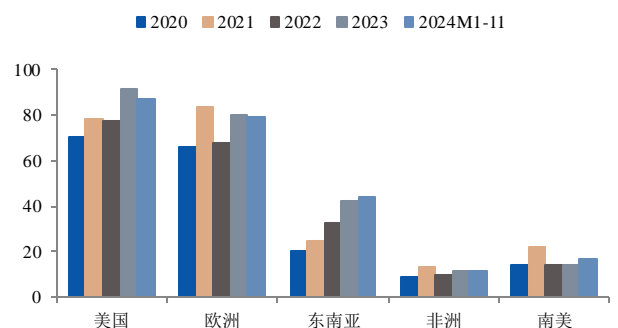
家电出口结构改善：新兴市场成长性高，对美出口风险敞口下降。根据海关总署的出口数据，2020-2023年，我国对美国/欧洲/东南亚/非洲/南美地区的大家电出口规模复合增长率分别为-5.48%/13.18%/21.37%/11.04%/21.75%，对美国/欧洲/东南亚/非洲/南美的小家电出口复合增长率分别为9.33%/6.69%/27.16%/7.65%/-1.40%。新兴市场如东南亚、非洲和南美地区由于家电产品渗透率相对较低，随着经济的快速发展和居民生活水平的提高，家电消费市场潜力巨大，国产家电凭借性价比优势和本地化营销策略，在当地市场快速拓展；欧洲地区由于能源危机和原本较低的空调渗透率，近年来的大家电出口增速也较快。我们认为我国的家电出口结构有所改善，对美出口的单一依赖性在减小，对美出口的风险敞口更加有限，更加活跃的其他新兴市场有望成为我国家电出口的增长动力。

图 33：我国部分大家电向各地区的出口规模（亿元）



资料来源：海关总署，财信证券

图 34：我国部分小家电向各地区的出口规模（亿元）

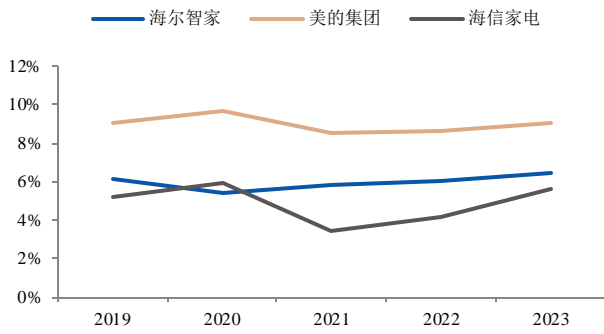


资料来源：海关总署，财信证券

产品力方面：中国家电品牌凭借性价比在大家电全球市场扩张份额，依靠创新引领全球小家电市场。相比海外本土大家电品牌的高端定位和价格，我国依托完善的产业链、强大的供应链以及规模效应，产品极具性价比优势；小家电产品竞争力主要体现在创新功能和推新节奏两方面，例如我国的扫地机器人产品率先结合了视觉避障和激光导航，并辅以 AI 算法深度学习，在 2020 年就集成了自清洁和自集尘功能，大幅改善了产品使用体验，完成了一次行业技术迭代，加上我国品牌每年多款的上新频率，快速地占领了海内外市场；而原先的海外扫地机器人龙头 irobot 直到 2023 年才推出首款自清洁款扫地机器人，无论创新力或是产品力上都已经不及国产品牌。

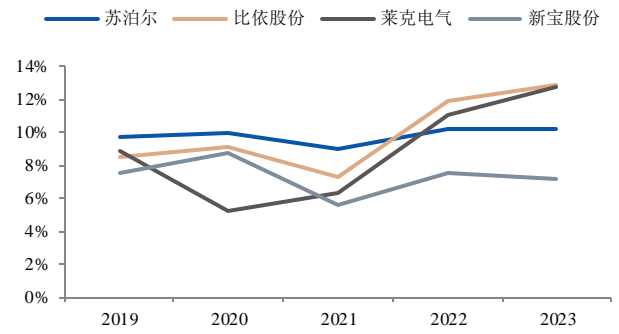
国产小家电在海外较强的定价能力提高了企业盈利质量。以石头品牌为例，配置和设计上较为相似的两款扫地机器人，P20 Pro 在国内售价为 4599 元，而 Qrevo Curv 在海外亚马逊售价则为 1599 美元，海外售价约为中国售价的 2 倍，但在海外市场仍十分畅销，获得了北欧和亚太多地的市占率第一。发达国家的消费者收入水平较高，消费能力较强，对于高品质、高附加值的产品有较高的支付意愿，因此创新型家电产品在海外市场往往能以较高的价格出售，对企业利润带来正向贡献，也提高了企业经营的整体盈利质量。我们观察以下几家出口导向型的家电企业，其销售净利率都有明显的提升趋势。

图 35：出口型大家电企业的净利率变化



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 36：出口型小家电企业的净利率变化



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

全球化布局继续推进：我国大家电企业积极布局全球产能，拥有全球产业链优势。

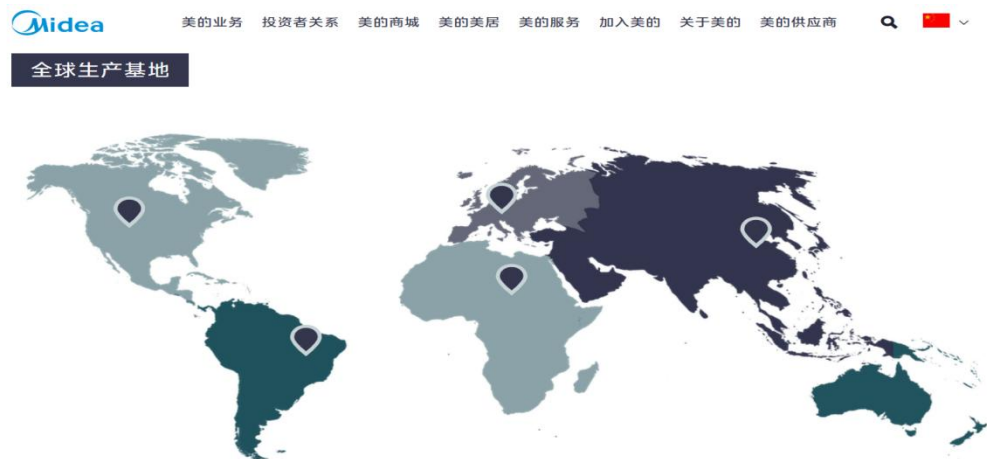
根据海尔智家和美的集团官网显示，2024 年海尔在全球拥有 35 个工业园、143 个制造中心、126 个营销中心，并在全球市场覆盖 23 万个以上销售网点，业务覆盖 200 多个国家和地区；美的集团在多个产品系列已是全球重要的制造商之一，通过 MBS、自动化和信息化打造智能制造工厂，拥有 40 个全球生产基地。广泛的海外布局巩固了全球产业链优势，企业通过贴合当地客户需求进行产品开发与营销，我国家电企业已具备海外制造和营销的双优势。

图 37：海尔智家的全球化布局



资料来源：海尔智家官网，财信证券

图 38：美的集团的全球化布局



资料来源：美的集团官网，财信证券

3 以旧换新大幅提振内销

3.1 政策刺激家电更新需求释放

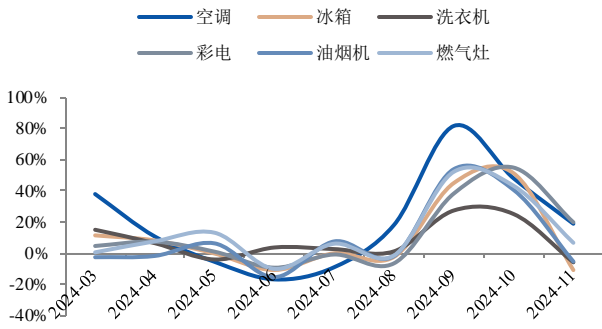
8月24日，商务部等四部门办公厅发布《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》，其中再次明确补贴品种和补贴标准。支持资金按照总体9:1的原则实行央地共担。对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机8类家电产品给予以旧换新补贴，补贴标准为产品最终销售价格的15%，对购买1级及以上能效或水效的产品，额外再给予产品最终销售价格5%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。

在中央规定的8类基础家电品种上，各地方积极加码消费品以旧换新补贴种类。《通知》发布后，各地纷纷出台相关细则，目前全国各省市自治区均已发布家电以旧换新细则，对具体补贴品类及幅度、实施方式等作出具体规定，大部分省、市、自治区在上述规定的8类家电的具体品种上，积极响应国家对厨卫和适老化家装改造的号召，增加了对智能家电家居和消费电子的补贴，如手机、平板、智能穿戴设备、智能门锁（含智能防盗门）、智能窗帘、智能晾衣架、智能家用监控、智能照明、智能马桶（含智能马桶盖）、智能床（含智能床垫）、智能桌椅（含智能按摩椅、智能沙发）、智能健身设备、智能语音设施（含智能音箱）、智能服务机器人（含智能扫地机、拖地机）、智能洗碗机、智能蒸（烤）机、净水机、咖啡机等产品。

总的来说，以旧换新政策执行效果非常好，从各类家电的终端零售表现来看，大部分品类都有明显的回暖，并且线下渠道的家电销售增速超过线上，线下家电消费得到大幅提振。10月在国补优惠和双11开门红的叠加作用下，销售增速最高，而11月销售增

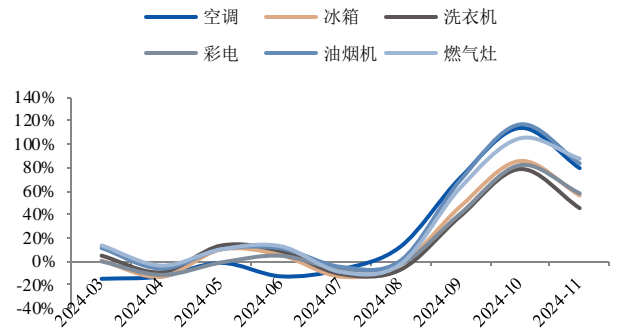
速有所回落。

图 39：主要补贴家电的线上渠道销售额月度增速



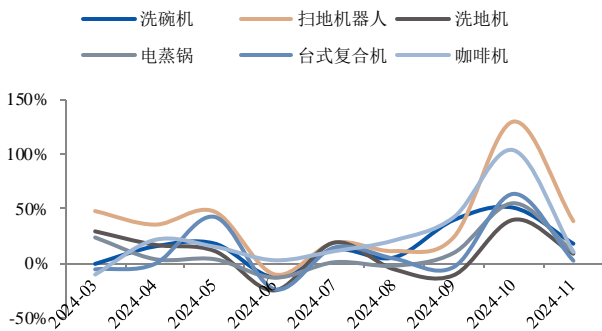
资料来源：奥维云网，财信证券

图 40：主要补贴家电的线下渠道销售额月度增速



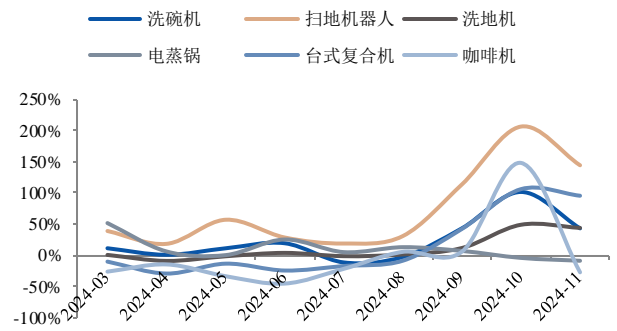
资料来源：奥维云网，财信证券

图 41：其他补贴家电的线上渠道销售额月度增速



资料来源：奥维云网，财信证券

图 42：其他补贴家电的线下渠道销售额月度增速



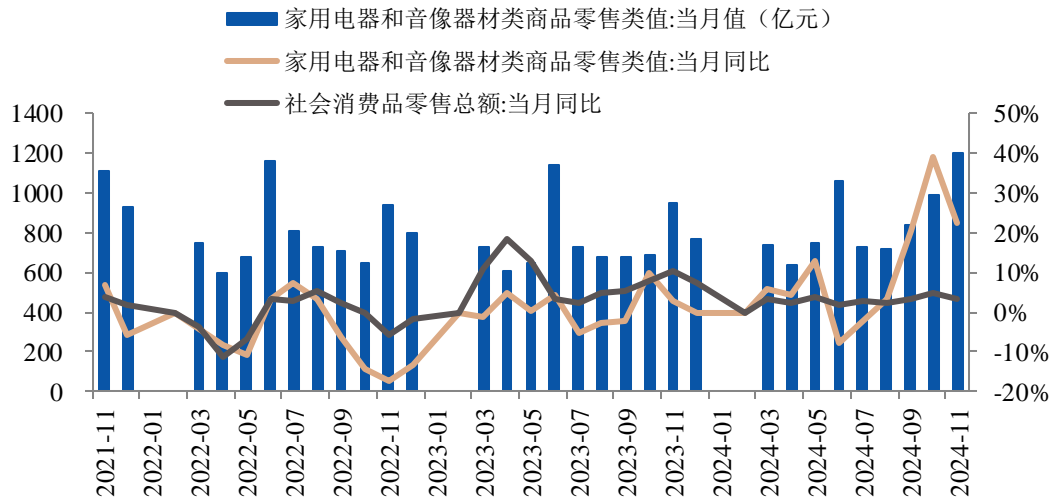
资料来源：奥维云网，财信证券

3.2 存量主导，家电的需求刺激效应呈边际减弱

国家政策引导支持下，耐用消费品普遍回暖。2024 年国家将消费刺激的领域率先对准家电和汽车，并取得了明显成效。根据中国政府网，截至 2024 年 12 月 19 日，全国汽车报废更新近 270 万辆，汽车置换更新超 310 万辆，超 3330 万名消费者购买相关家电以旧换新产品超 5210 万台，家装厨卫“焕新”补贴产品超 5300 万件，电动自行车以旧换新超 100 万辆，消费品以旧换新政策整体带动相关产品销售额超 1 万亿元。受以旧换新政策带动，汽车、家电、家装等产品销售火热，促进了消费持续回暖、国内需求不断扩大。

单看家电社零数据，2024 年 1-7 月家电社零累计同比增速为 2.30%，而从 8 月以来，各地方全面参与执行家电以旧换新政策，家电社零增速实现了明显修复，2024 年 1-11 月家电社零累计总值 9188.90 亿元，同比+9.60%，其中 8/9/10/11 月家电社零同比增速分别为+3.40%/20.5%/39.2%/22.2%，9 月家电社零开始明显提速，11 月增速有所收窄，但整体上，家电延续了较高的增长。

图 43：我国家电社零规模及其同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

社零结构上，耐用消费品表现优于日用消费品。每年四季度是国内的销售旺季，其中 10 月和 11 月因电商平台和经销商大规模促销的推动，通常成为观察消费者主要消费动向的关键时期。拆解我国社零结构来看，2024 年粮油食品、家电、家具和汽车在 10 月和 11 月都实现了较高的增长，除了粮油食品之外，家电、家具和汽车都是以旧换新政策大力刺激的行业，我们认为此轮政策刺激的确非常有效，带来了高单值低频次的耐用消费品需求集中释放，然而，一定程度上也造成了结构性的“消费转移”，日用消费类如饮料、烟酒、服装和化妆品等增速并不亮眼，整体的消费信心回升之后，有望迎来整体的消费大盘改善。

家电购买需求被前置，存量市场主导下，耐用消费品难以形成延续。以旧换新在政策初始阶段能够大大激发消费者的购买热情，但从长期来看，其效果会边际递减，主要因为家电、家具和汽车等耐用消费品当前都以存量市场为主导，随着政策推行一段时间后，具备存量更新需求的消费人群基数将缩小，低频次的耐用消费品难以形成稳定的需求释放。

图 44：我国的社零结构拆分

	10同比增速	11同比增速	1-11月累计值(亿元)	累计同比
粮油、食品类	10.10%	10.10%	19586	9.90%
饮料类	-0.90%	-4.30%	2939	3.20%
烟酒类	-0.10%	-3.10%	5524	5.20%
服装鞋帽、针、纺织品类	8.00%	-4.50%	13073	0.40%
化妆品类	40.10%	-26.40%	4015	1.30%
金银珠宝类	-2.70%	-5.90%	2997	3.30%
日用品类	8.50%	1.30%	7352	2.70%
体育、娱乐用品类	26.70%	3.50%	1283	0.50%
家用电器和音像器材类	39.20%	22.20%	9189	9.60%
中西药品类	1.40%	-2.70%	6467	3.60%
文化办公用品类	18.00%	-5.90%	3881	1.30%
家具类	7.40%	10.50%	1505	2.90%
通讯器材类	14.40%	-7.70%	7169	9.50%
石油及制品类	-6.60%	-7.10%	22021	0.60%
汽车类	3.70%	6.60%	44763	0.70%

资料来源：同花顺 iFind，财信证券

4 展望：2025 年投资策略

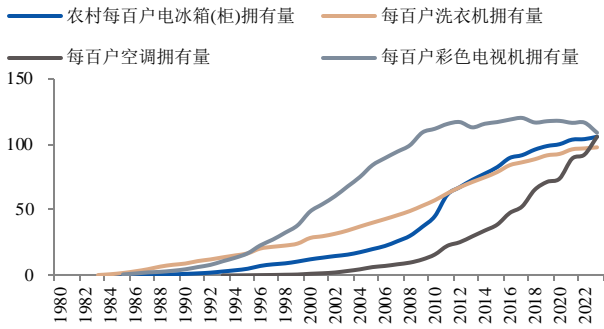
放眼长期，家电的海外和国内市场都存在很多结构性机会，对海外市场而言，更多增量空间来自发展中国家市场对基础家电的需求快速提升，和新品类渗透率提升的成长空间；国内市场方面，虽已进入存量时代，但更新需求对耐用品质量要求只增不减，智能家电和高端家电的需求仍在攀升。明年仍看好家电在海内外市场上的表现，我们维持对行业“同步大市”的评级。

4.1 探索海外新兴市场的高成长性

新兴市场家电渗透率较低。我国的大家电渗透率较高，主要的几个品类如空调、冰箱、洗衣机和彩电在我国城镇地区的每百户保有量都达到了 100 台以上，在农村地区的每百户保有量也都接近 100 台。相比之下，2023 年东南亚大家电的渗透率仍较低，品类渗透率的表现上与我国农村地区相似，洗衣机在我国率先发展普及，但彩电在 1996 年渗透率超过洗衣机且更早实现普及，随着新兴市场的经济水平和居民生活水平提升，空冰洗作为刚需大家电，在东南亚地区的渗透率提升空间也较大。

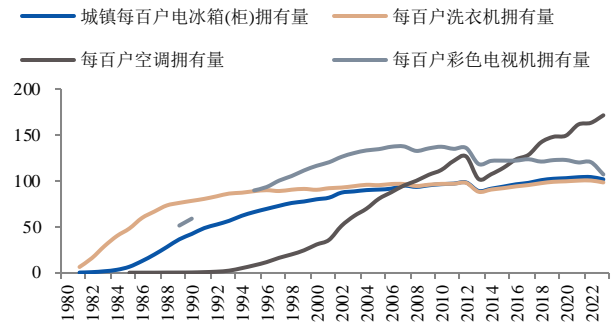
线上渠道发展中，为出海品牌提供渠道红利。近年来东南亚电商发展势头迅猛，物流网络建设加快和人口优势推动了线上消费的繁荣，也为我国家电品牌出海创造了绝佳机遇。根据魔镜洞察发布的《2024 年家电出海白皮书》，电商平台如 shopee 和 lazada 的家电规模增速也非常高，2024H1 在 shopee 平台上，菲律宾/泰国/越南的家电规模增速高达 92.50%/146.20%/301.00%。

图 45：城镇部分家电每百户保有量（台）



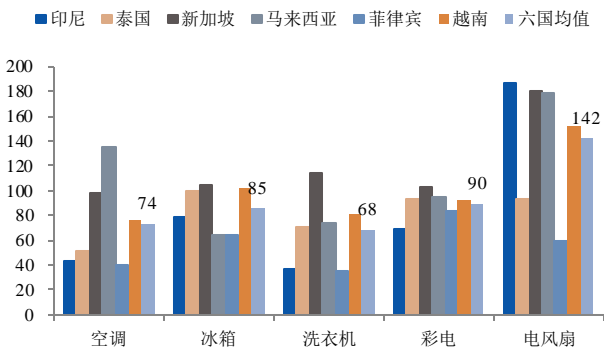
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 46：农村部分家电每百户保有量（台）



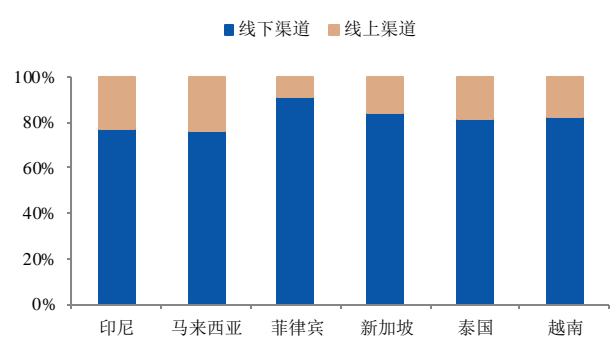
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 47：2023 年东南亚地区的大家电每百户保有量（台）



资料来源：Datayes，财信证券

图 48：2023 年东南亚部分国家的家电渠道占比情况



资料来源：魔镜洞察《2024 年海外家电白皮书》，财信证券

国产家电品牌力和产品力提升，市场份额得到扩张。东南亚地区原本以外国品牌为主导，本土品牌较少，另外，由于大部分地区家电渗透率不高，以初级和基础产品为主，高端的品牌需求和功能需求较少，因此国产家电出海过程中，不必过度打造产品差异化。

日韩企业如 LG、Samsung、Panasonic 等品牌在东南亚已形成先发优势。但随着国产品牌加速入局东南亚各国，以及自身硬实力的加强，在东南亚地区，TCL、小米、海尔、美的、海信、石头等品牌地位正在不断提升，市场份额不断扩张。同时，因为国内品牌生产基地布局到该地区、自主品牌推广、并购等方式和当地本身对中国产品的认可度等因素，国产家电受到了更多消费者的青睐。

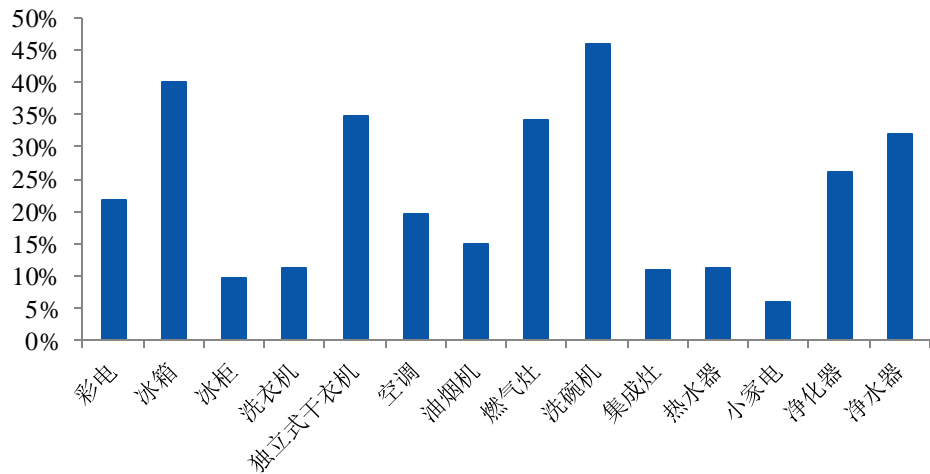
4.2 内销市场把握新品类和高端化

存量市场换新有望拉动产品结构升级，高端家电市场具有成长潜力。我国大家电的每百户保有量都已接近 100 台，作为家庭刚需，渗透率非常高，经历了家电从无到有的过程，在家电换新上，产品质量的重要程度提高，产品结构升级需求提升。从家电品类的高端占比来说，2022 年我国只有冰箱、干衣机、燃气灶和洗碗机四个品类的高端占比

达到 30% 以上，家电的高端市场还有很大的提升空间。

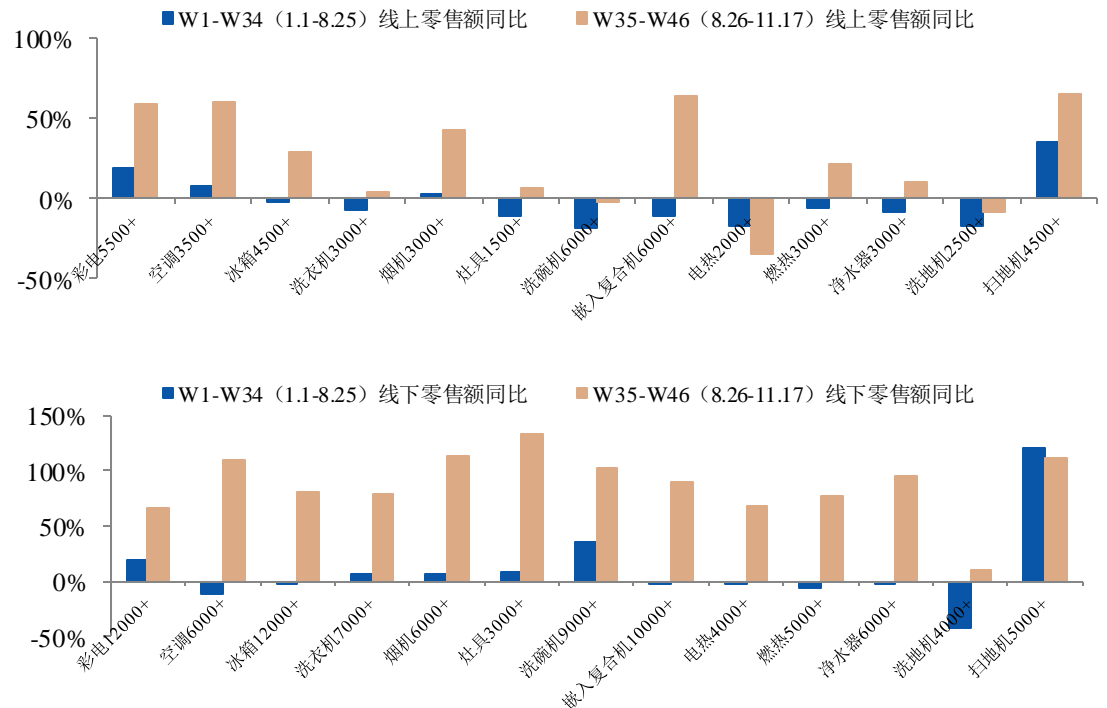
本轮家电以旧换新政策主要对二级能效及以上的家电产品给予补贴，因此消费者高端家电消费意愿增强，带动了家电的中高端市场增长，根据奥维云网数据，国补政策执行后，家电品类在线上 and 线下高端市场的零售额同比均有大幅增长，尤其线下渠道的高端家电市场反应热烈，销售额迅速增长。

图 49：2022 年我国各家电品类的高端占比



资料来源：奥维云网，财信证券

图 50：国补执行前后，高端家电零售额增速较高



资料来源：奥维云网，财信证券（注：W35 后全国各地陆续参与执行国补政策）

新兴家电在全球市场具备成长潜力。从各品类来看，根据奥维云网数据，8月各地执行以旧换新政策以来，各品类的零售额增速都有明显加快。大家电的换新需求可能会随产品换新周期，大致维持稳定，而其他新兴小家电例如扫地机器人、洗地机和净化器，当前渗透率较低，虽具备清洁刚需和健康属性，但也承载着消费者生活品质提升的需求，在此轮补贴下，需求有很好的释放，2024年9-11月的全渠道零售额都维持着较高的增速。

图 51：新兴家电在国补政策支持下需求延续性较好

品类	渠道	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
空调	线下	-14.88%	-12.90%	-1.30%	-12.78%	-6.94%	12.53%	71.26%	113.91%	79.53%
	线上	37.96%	10.69%	-5.52%	-16.79%	-8.95%	18.17%	81.64%	48.07%	18.90%
冰箱	线下	0.63%	-13.21%	10.13%	5.39%	-13.07%	-3.03%	46.70%	85.68%	56.28%
	线上	11.46%	8.20%	-0.20%	-10.75%	-0.01%	-2.32%	45.03%	51.30%	-10.82%
洗衣机	线下	4.91%	-9.30%	13.51%	8.72%	-10.76%	-7.17%	38.46%	78.78%	45.38%
	线上	15.06%	6.45%	-4.02%	3.70%	2.66%	1.21%	27.43%	25.15%	-5.85%
彩电	线下	0.00%	-11.55%	-0.98%	4.79%	-6.62%	-2.54%	40.61%	82.10%	58.09%
	线上	4.66%	7.39%	0.98%	-9.27%	-0.80%	-6.45%	38.29%	54.92%	19.84%
油烟机	线下	11.46%	-6.19%	10.38%	11.07%	-4.66%	0.55%	69.12%	116.93%	83.56%
	线上	-2.54%	-1.72%	6.31%	-15.38%	7.60%	-1.81%	53.92%	40.64%	-5.34%
洗碗机	线下	11.15%	0.66%	11.07%	19.21%	-11.61%	-2.88%	43.14%	101.51%	43.04%
	线上	-0.79%	15.20%	17.81%	-13.01%	12.33%	5.07%	39.42%	50.68%	17.69%
扫地机器人	线下	38.87%	18.21%	56.90%	28.41%	18.75%	30.72%	113.57%	206.41%	144.28%
	线上	47.62%	35.20%	47.06%	-10.38%	18.60%	10.90%	23.71%	129.63%	38.32%
洗地机	线下	0.46%	-9.17%	-1.70%	3.74%	-1.56%	1.14%	11.55%	48.86%	43.83%
	线上	29.04%	16.70%	11.00%	-25.09%	18.74%	-5.74%	-11.12%	39.65%	8.51%
电蒸锅	线下	51.56%	6.01%	0.13%	25.22%	4.91%	12.87%	6.89%	-4.32%	-8.94%
	线上	23.44%	3.56%	3.48%	-13.37%	0.71%	-2.49%	9.32%	54.81%	9.79%
咖啡机	线下	-26.34%	-14.80%	-33.68%	-45.53%	-21.86%	5.40%	5.71%	148.09%	-27.46%
	线上	-10.55%	21.21%	14.96%	2.56%	10.85%	20.72%	41.96%	103.40%	10.27%
净化器	线下	-1.03%	-15.26%	5.55%	5.86%	7.44%	3.59%	46.03%	98.64%	87.67%
	线上	8.37%	13.08%	9.66%	-29.39%	-9.31%	-0.62%	15.58%	36.12%	17.42%

资料来源：奥维云网，财信证券

4.3 重点投资标的

4.3.1 海尔智家

公司全球化布局领先，依靠自有品牌出海与并购品牌协同开拓海外市场，并且不断深化全球供应链布局，在巴基斯坦推出的太阳能空调能够实现日间零电费，有效应对当地电价上涨的问题，满足消费者在节能、经济性的需求，在埃及开工建设新工厂，以及在印度、巴基斯坦、泰国等地的工厂强化本土制造能力，打造在全球供应链中的先发优势，并且根据当地市场来调整产品结构，进一步增强了本土化竞争优势。2023年，公司在巴基斯坦和泰国市场份额位居第一，同时在东南亚和西欧的零售渠道中也实现了品牌份额增长。目前公司海外业务已经进入良性发展期，成功实现了多品牌、跨产品、跨区域的全球化布局。

另一方面，公司在家电的高端化建设也同样高瞻远瞩，我国缺乏本土的高端家电品牌，海尔将高端子品牌卡萨帝和场景品牌三翼鸟联合，聚焦在家电家居一体化解决方案、全流程数字化服务和智慧生活等方面的体验，提升成套家电销售效率，实现了更高的客

单价和市场转化率。

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 2724.21/2871.20/3042.03 亿元，归母净利润 182.72/202.37/222.92 亿元，EPS 分别为 1.95/2.16/2.38 元/股，对应 PE 分别为 14.50/13.09/11.89 倍，维持“买入”评级。

4.3.2 石头科技

公司的内外销均快速成长。石头当前在全球各地区的市占率稳步提升中，市场版图进一步扩大加深。公司从 2024 年以来持续加快欧洲销售模式从经销向自营模式转型，此前公司在欧洲市场的经销模式毛利率较高，为公司的前期发展保证了较高的盈利质量，而现在向自营模式转型，一方面有利于维护国外渠道，本土化运营效率更高，可以根据地区去做针对性投放和价格策略，另一方面，有利于公司收入和利润规模的扩大，收入增速加快，对公司整体利润率的贡献也是正面的。

内销市场上，清洁电器作为近年来行业增速最快的品类之一，清洁刚需和人工替代的属性有效戳中消费者痛点。明年家电国补优惠延续的预期下，清洁电器仍有望维持较快的销量增速，同时为公司提供了更强的业绩弹性。

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 108.46/131.34/154.78 亿元，归母净利润 21.26/25.23/30.00 亿元，EPS 分别为 11.51/13.66/16.24 元/股，对应 PE 分别为 19.35/16.31/13.71 倍，维持“买入”评级。

4.3.3 萤石网络

“2+5+N”业务模式已成雏形，当前各业务发展仍有侧重：2+5+N 的含义是以 AI 和萤石云为双核驱动，包含了智能家居摄像头、智能用户、智能服务机器人、智能穿戴和智能控制 5 大 AI 交互类的核心资源产品线。智能入户作为第二增长曲线，受益于高端定位、产品创新和扩张海外市场，该业务毛利率较高，且增速较快，公司预计于 2024Q4 实现盈亏平衡；服务机器人业务尚处于孵化阶段，当前毛利率较低，主要因市场竞争激烈、业务规模较小及快速迭代导致，后续随着规模扩大和 B 端商用机器人的应用投放，未来毛利率有望稳定提升；智能穿戴业务设计核心为服务于产品间的 AI 交互和智能连接，目前集中于老人看护场景下，用来监测健康数据等，布局老龄化蓝海市场。

当前产品出海矩阵“家用智能摄像头+智能入户+服务机器人”已形成，海外市场用户凭借更高的付费意愿和购买力，产品业务营收或 C 端云服务都将贡献更高的增速；国内市场正处于渠道调整期，电商和新零售具有高投入高毛利特性，前期对利润会形成一定影响，渠道调整结束后，有望成为业绩增长助力。

我们预计公司 2024-2026 年实现营收 55.85/64.84/74.66 亿元，归母净利润 5.71/7.00/8.81 亿元，EPS 分别为 0.73/0.89/1.12 元/股，对应 PE 分别为 42.20/34.45/27.36

倍，维持“买入”评级。

5 风险提示

原材料价格波动风险；

汇率波动风险；

市场竞争激烈；

地产竣工不及预期；

终端需求不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438