

家电行业研究框架

分析师：王刚 执业编号：S1130524080001
分析师：赵中平 执业编号：S1130524050003

2025/3/26

目录

01

自上而下：家电是怎样一个行业？

02

自下而上：渠道/产品/品牌型模式的拆解

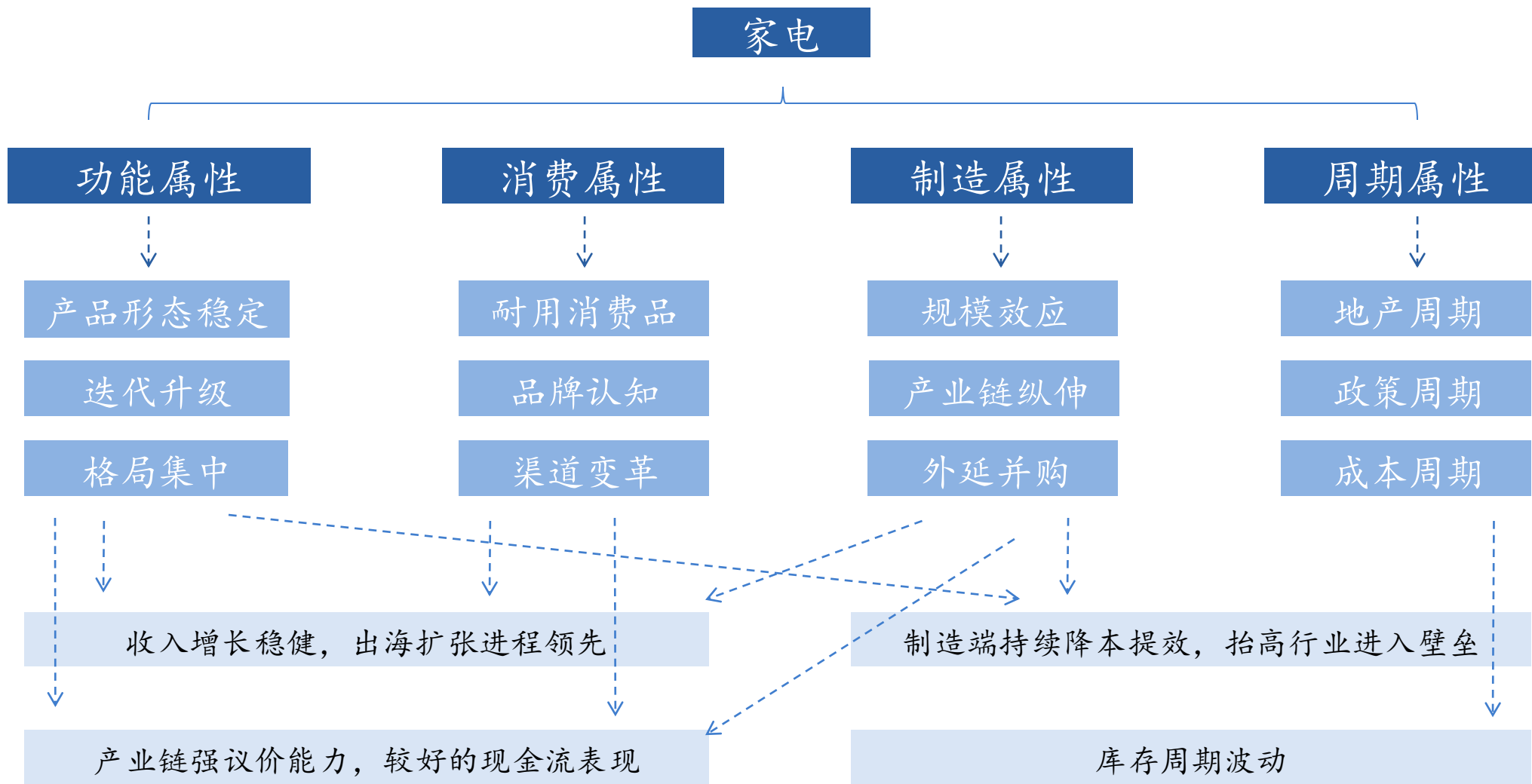
03

细分板块核心跟踪指标

01

自上而下：家电是怎样一个行业？

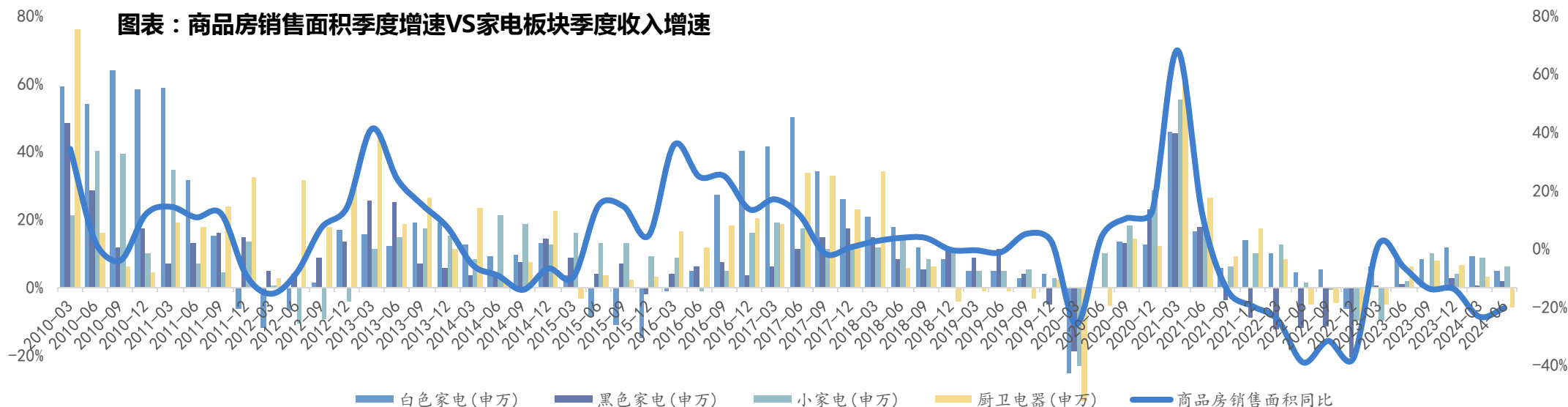
自上而下：家电是怎样一个行业？



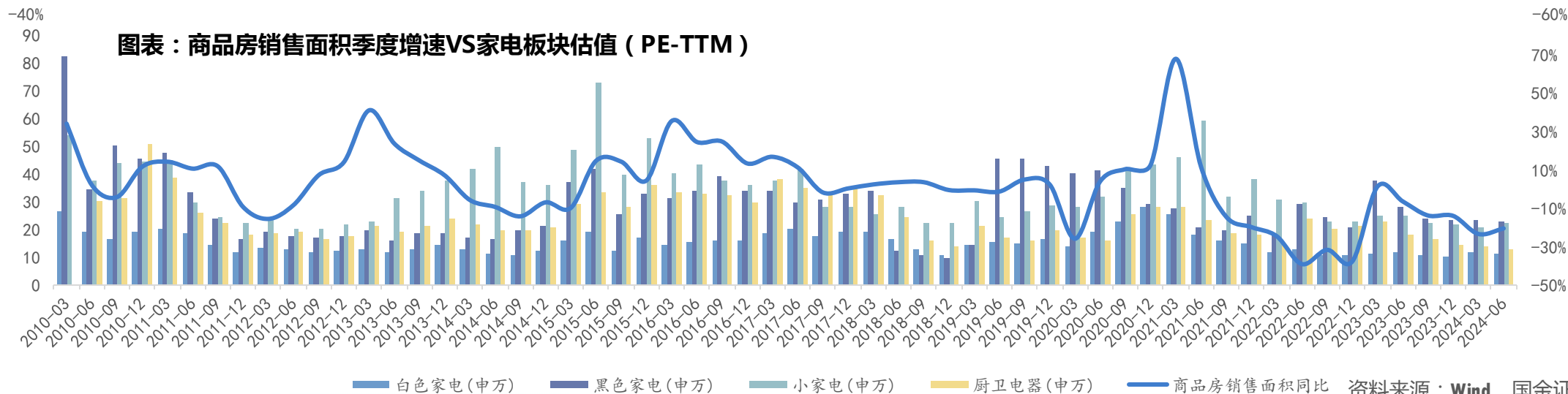
周期性影响因素：地产周期

● 家电板块收入与估值表现受地产周期影响，且近年来滞后期有所收窄

图表：商品房销售面积季度增速VS家电板块季度收入增速

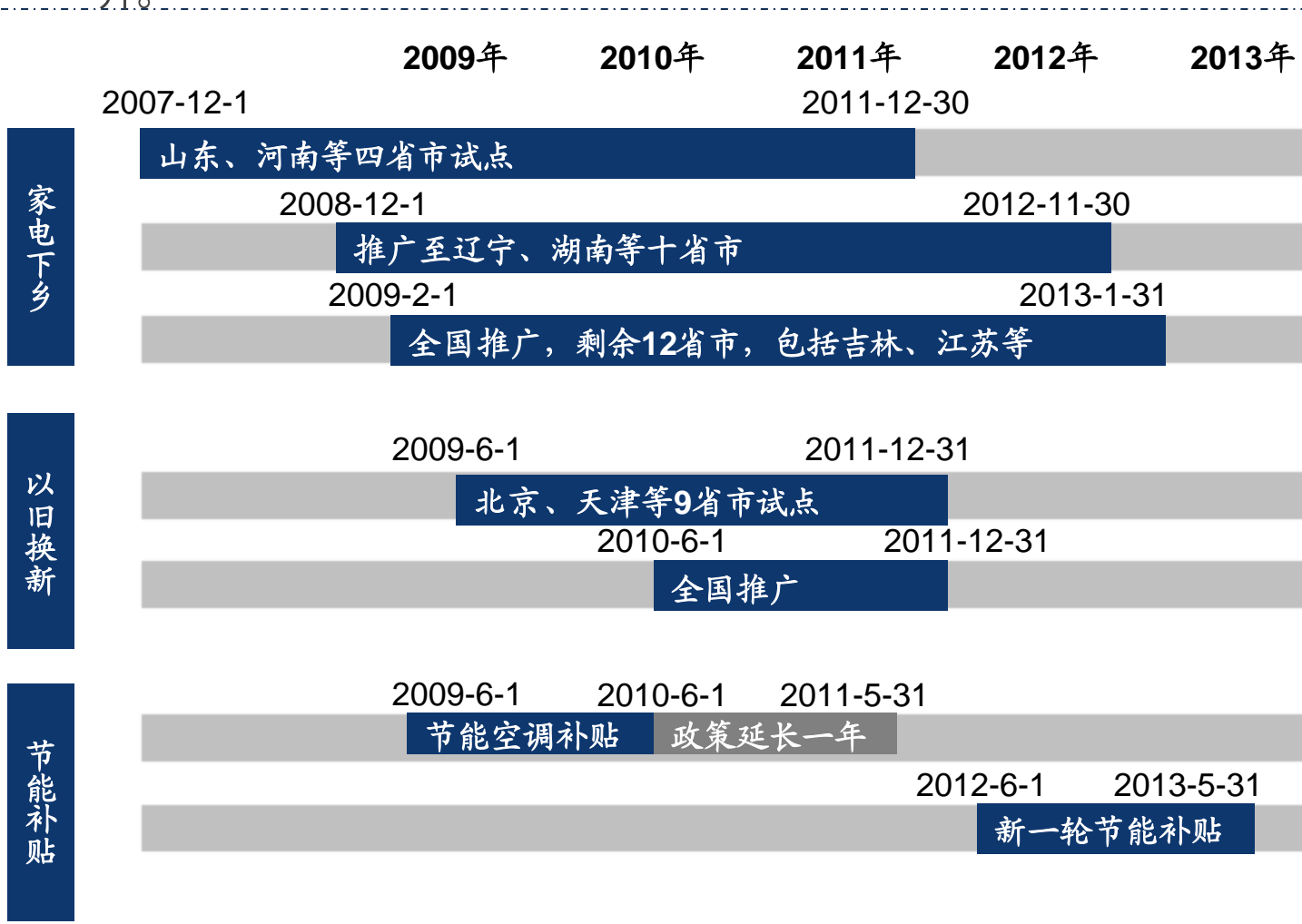


图表：商品房销售面积季度增速VS家电板块估值 (PE-TTM)



周期性影响因素：政策周期

- 上一轮三大家电政策（2007-2013年）全面覆盖农村、城市需求，有效推动了全国范围内家电产品销量和保有量的抬升。

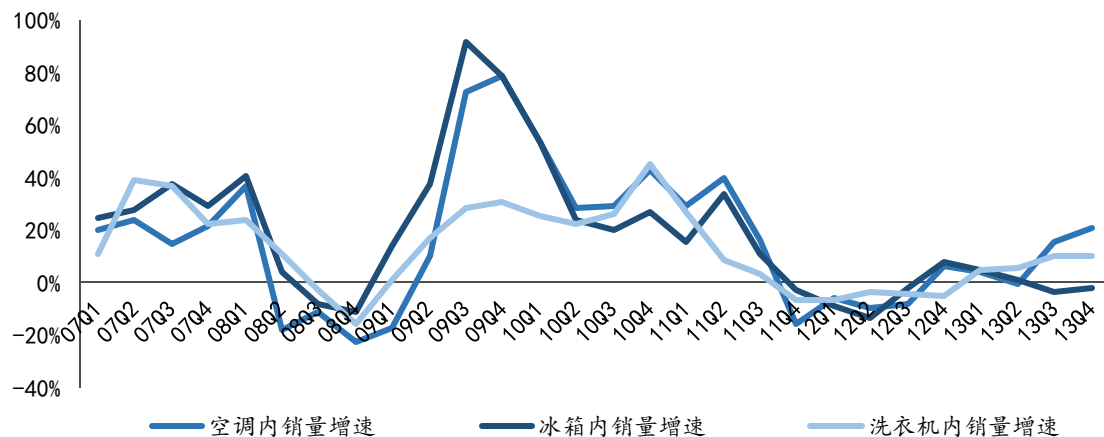


	批次	补贴范围	补贴方法
家电下乡	第一批	冰箱（2007年底开始）、洗衣机（2008年底开始）、家用空调（2009年初开始）、手机、电视等	按产品售价13%给予补贴，其中中央财政承担80%，地方财政承担20%
	第二批		
	第三批		
以旧换新	第一批	电视、冰箱、洗衣机、家用空调、电脑五大品类	家电补贴（销售价格的10%补贴并规定上限）、运费补贴以及拆解处理补贴
	第二批		
节能补贴	旧政策	能效等级二级以上，制冷量14000W以下，气候类型T1的分体式空调	给予厂家每台补贴300-850元
	新政策	能效等级更严苛，制冷量上限下调至7500W	补贴标准下调到150-250元/台
	推广政策	满足能效等级要求的空调、平板电视、冰箱、洗衣机	变频空调补贴240-400元、定频180-330元/台；液晶电视100-400元/台，等离子250-400元/台；冰箱70-400元/台；洗衣机70-260元/台

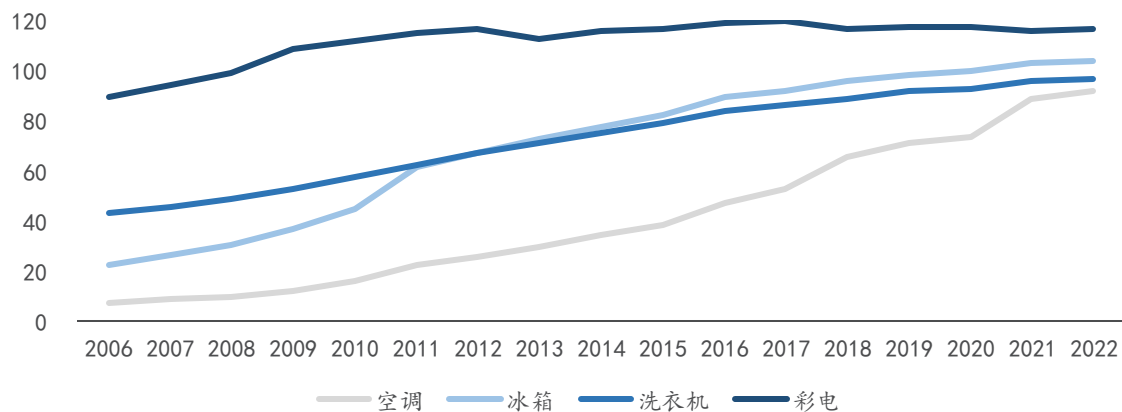
周期性影响因素：政策周期

- 需求刺激：空冰洗销量复合增速约20%+，中央补贴乘数效应约8-9。农村大家电保有量持续提升

图表：家电政策期空冰洗季度内销销量增速

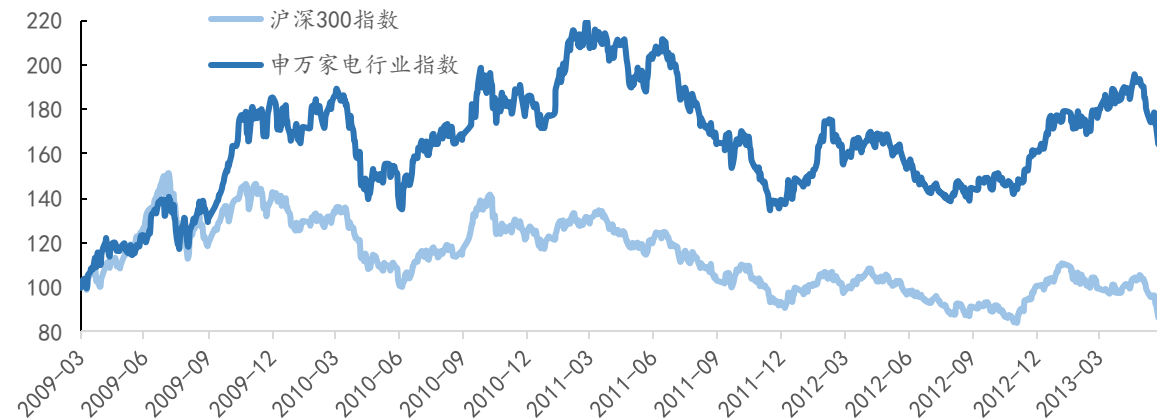


图表：空冰洗彩电农村百户保有量持续提升（单位：台）

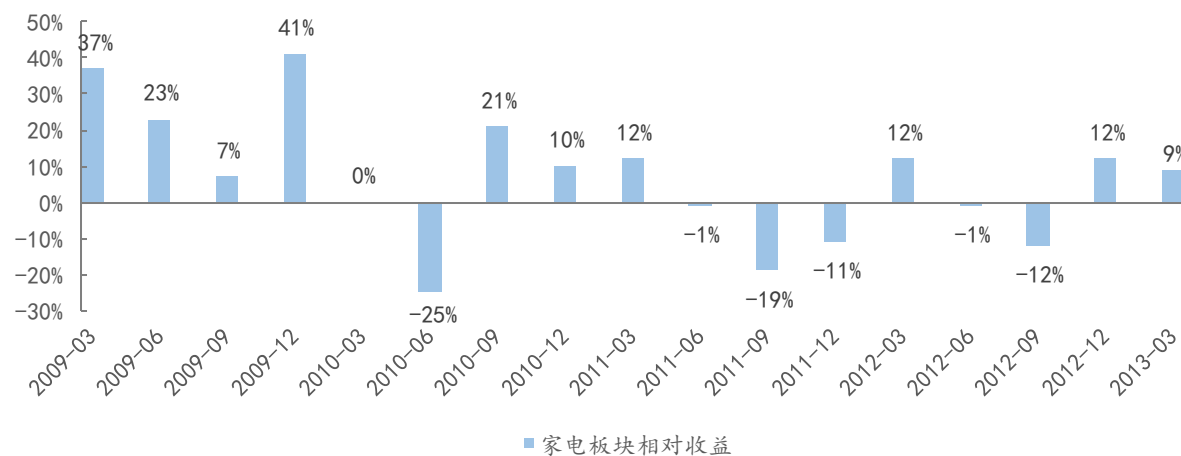


- 板块估值：政策红利下家电板块显著跑赢市场

图表：2009年起沪深300指数与申万家电行业指数走势对比



图表：政策期家电板块相对大盘收益：大多数时间内家电板块收益率跑赢市场



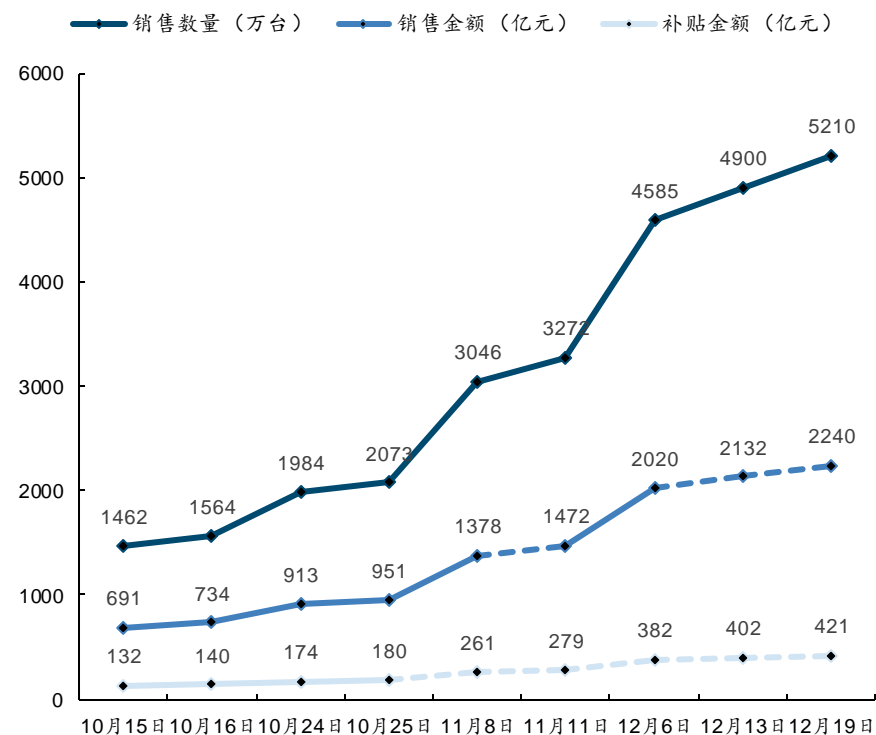
周期性影响因素：政策周期

- 2024年国补政策8月开始，拉动效果显著，截至24年底我们估计家电换新消耗补贴规模超过450亿元。
- 2025年国补中央细则已明确，补贴种类扩大至12类，财政已预下达810亿元支持各地做好政策持续实施的衔接工作。

图：国补政策时间线梳理

2024年7月25日	2024年8月7日	2024年9月27日	2025年1月8日	2025年1月9日
<p>《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》</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 范围：个人购买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、吸油烟机等8类家电产品。 ● 补贴标准：产品售价的15%，对购买1级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品售价5%补贴，每件补贴不超2000元。资金按照9：1的原则实行央地共担，东部、中部、西部中央承担比例分别为85%、90%、95%。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 湖北省率先开启以旧换新活动。 ● 除国家规定八大类之外，品类拓展至小电、厨卫等产品。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 全国31个省、自治区、直辖市以及5个计划单列市和新疆生产建设兵团，已经全部出台方案。 	<p>《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》</p> <p>补贴范围：家电品类8类扩充至12类，新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲纳入补贴范围。</p> <p>补贴比例：整体延续24年的补贴标准。</p> <p>资金支持：中央财政已下达810亿元支持国补衔接工作。资金分配上，2025年将把各地执行情况纳入分配机制，向实施较好的地区倾斜。</p>	<p>已有22个省级行政单位发布以旧换新衔接通知，其中湖北省、江苏省明确扩大补贴范围；四川省调整补贴方式，由“先申请后等待”改为“补贴立减”。</p>

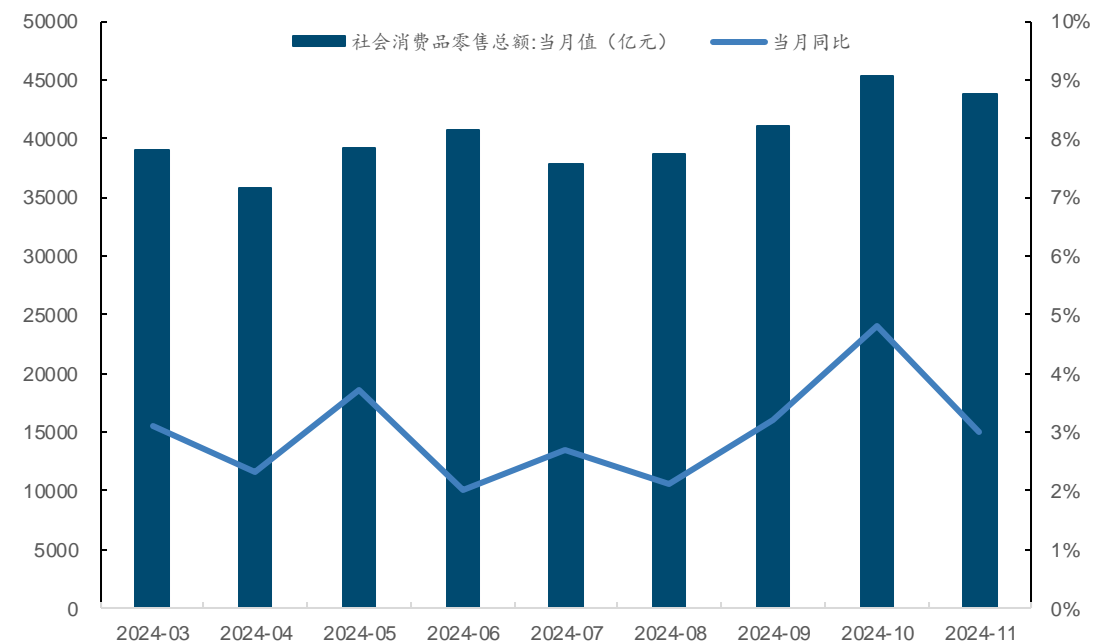
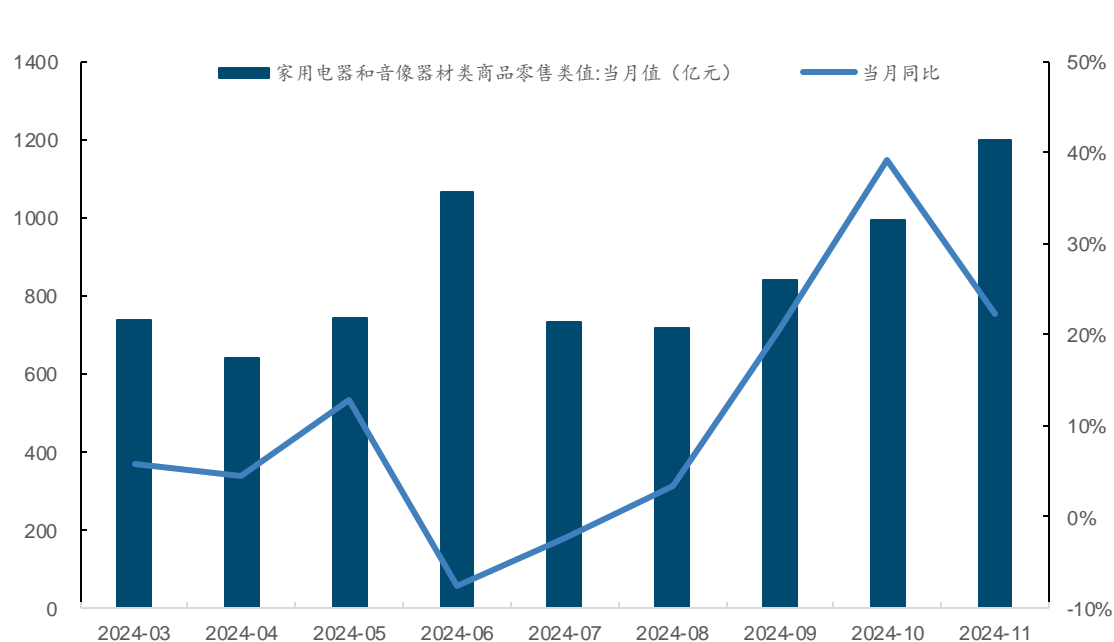
图：24年家电国补参与度持续提升



周期性影响因素：政策周期

- 9月起家电社零增长明显提速，9月、10月、11月家电社零同比分别+20.5%、39.2%、+22.2%，大幅领先于社零总体。

图：24年9月、10月、11月家电社零同比分别+20.5%、39.2%、22.2% 图：24年9月、10月、11月我国社零总额同比分别+3.2%、4.8%、3%



周期性影响因素：政策周期

- 家电主要品类在2024年国补政策拉动下增长亮眼。细分来看，补贴对于白电、扫地机器人等品类的拉动多在于销量层面，国补前后销量增速提升较大，其中扫地机最为突出，根据奥维云网，9-12月期间扫地机线上销量同比提升接近70%，空调在淡季表现依旧亮眼，同比增长35%，对于黑电则在量、价上都有比较明显提振效果，期间量、价同比分别+20%、+12%。

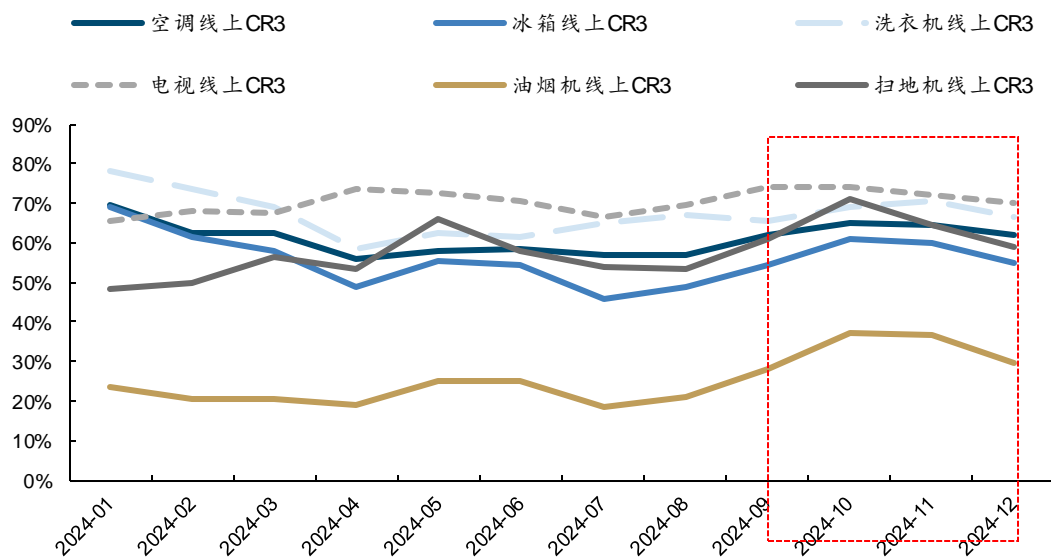
图：国补政策对家电整体拉动效果明显

	2024年1-8月		2024年9-12月		2024全年	
	线上销量同比	线上均价同比	线上销量同比	线上均价同比	线上销量同比	线上均价同比
空调	-1%	-3%	35%	4%	5%	-2%
冰箱	0%	-1%	18%	5%	5%	3%
洗衣机	9%	4%	16%	-3%	12%	-3%
电视	-11%	-13%	20%	12%	-1%	16%
油烟机	-1%	-2%	53%	24%	19%	13%
扫地机器人	18%	-3%	69%	6%	41%	5%

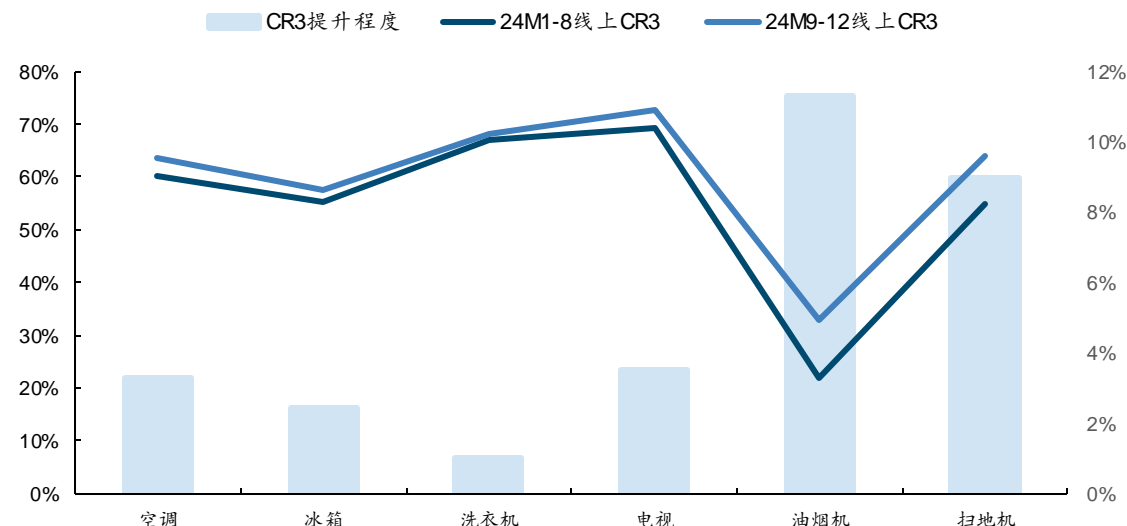
周期性影响因素：政策周期

- 主要家电品类国补期间集中度均有不同程度的提升，其中油烟机、扫地机两个品类集中度提升最大，格局优化最明显，龙头充分受益。

图：国补以来家电集中度提升



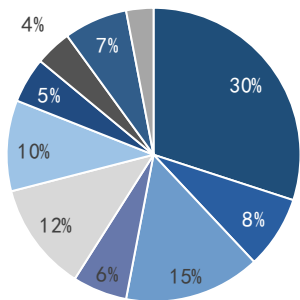
图：国补以来油烟机、扫地机线上集中度提升最大



周期性影响因素：成本周期

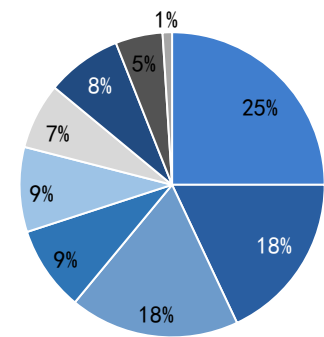
- 原材料占家电企业营业成本比例普遍较高，原材料价格上行会推动成本快速上涨。
- 白电成本结构以铜铝、钢材、塑料等大宗商品为主；黑电以面板、注塑件等零部件为主，小家电以塑料和五金件为主。

图表：空调成本拆分



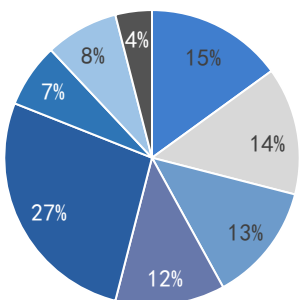
■ 压缩机 ■ 电机 ■ 钢材 ■ 铝材 ■ 铜管
■ 塑料 ■ 电控 ■ 包装 ■ 人工 ■ 其他

图表：冰箱成本拆分



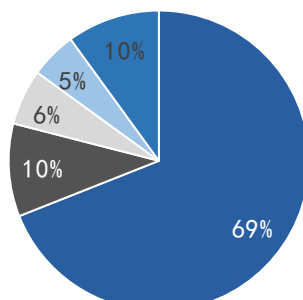
■ 压缩机 ■ 发泡剂 ■ 钢材
■ 铝材 ■ 铜管 ■ 电控
■ 人工 ■ 包装 ■ 其他

图表：洗衣机成本拆分



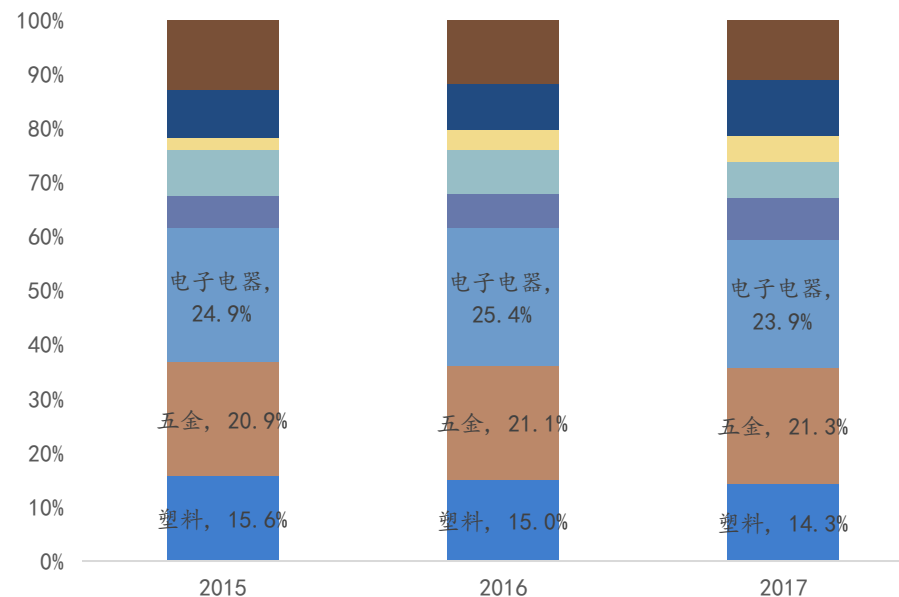
■ 电机 ■ 结构件 ■ 电路板 ■ 钢材
■ 塑料 ■ 包装 ■ 人工 ■ 其他

图表：黑电成本拆分



■ 面板 ■ 电子元件 ■ 人工 ■ 注塑件 ■ 其他

图表：小家电成本拆分

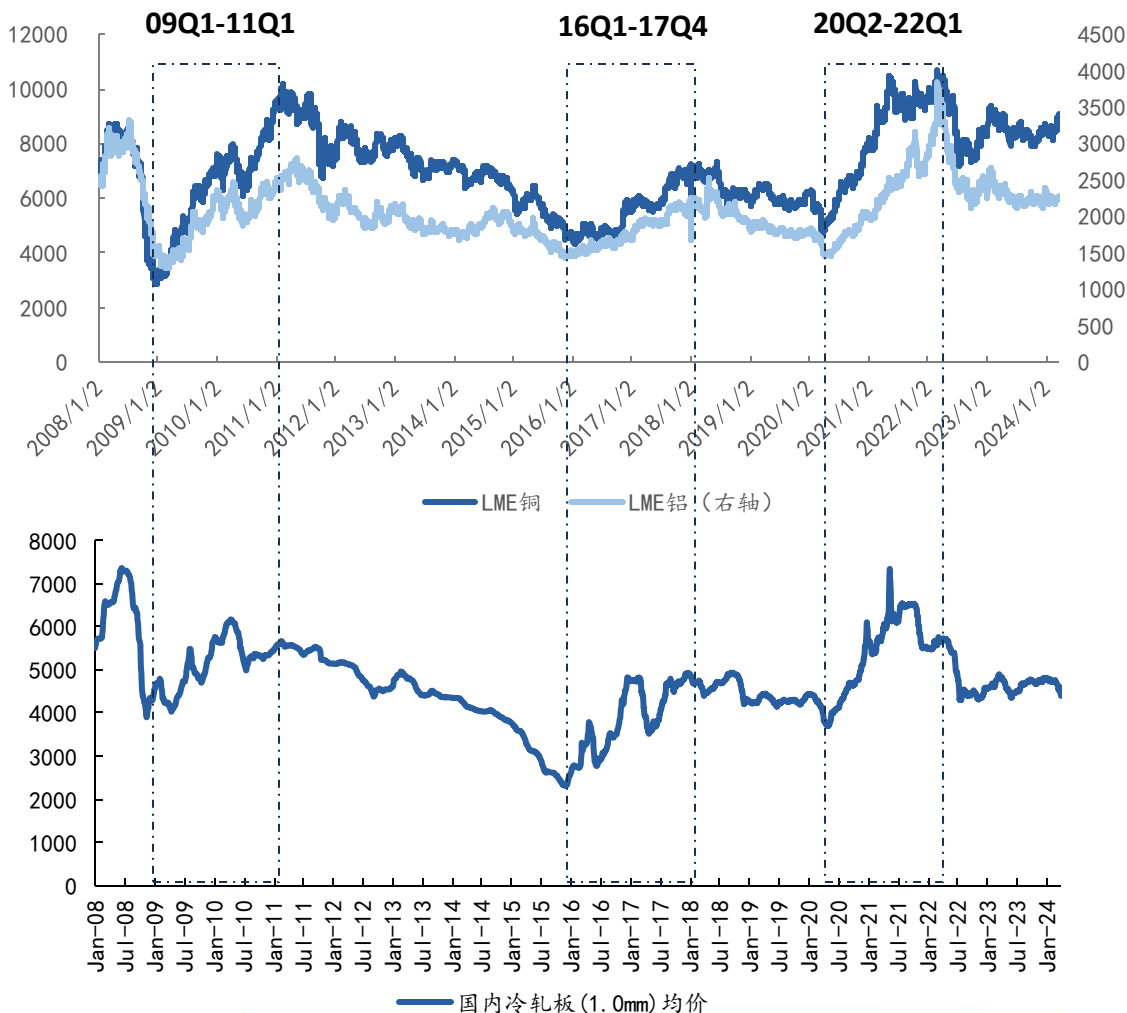


资料来源：智研咨询，小熊电器招股书，国金证券研究所

周期性影响因素：成本周期

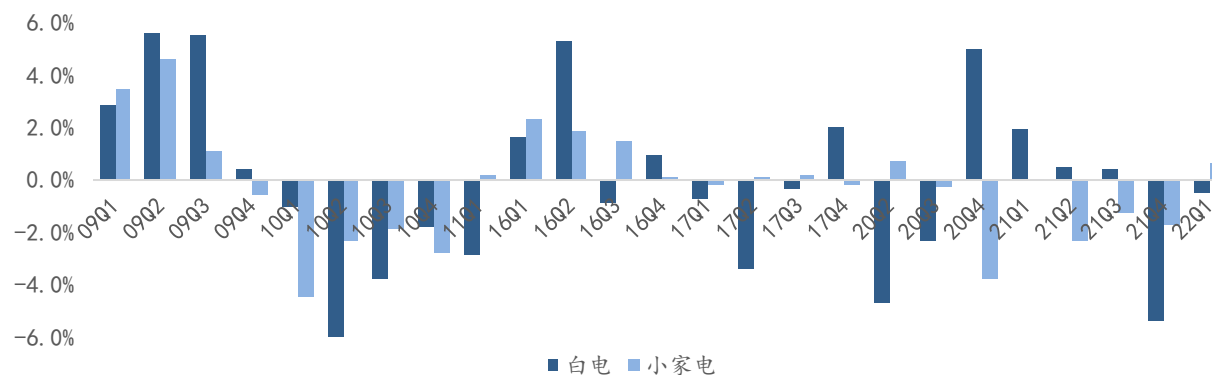
- 原材料成本上行对家电企业毛利率有一定影响，企业往往通过推新卖贵、降本增效等手段对冲，净利率波动小于毛利率。

图表：2008年以来三轮原材料价格上涨（单位：美元/吨）



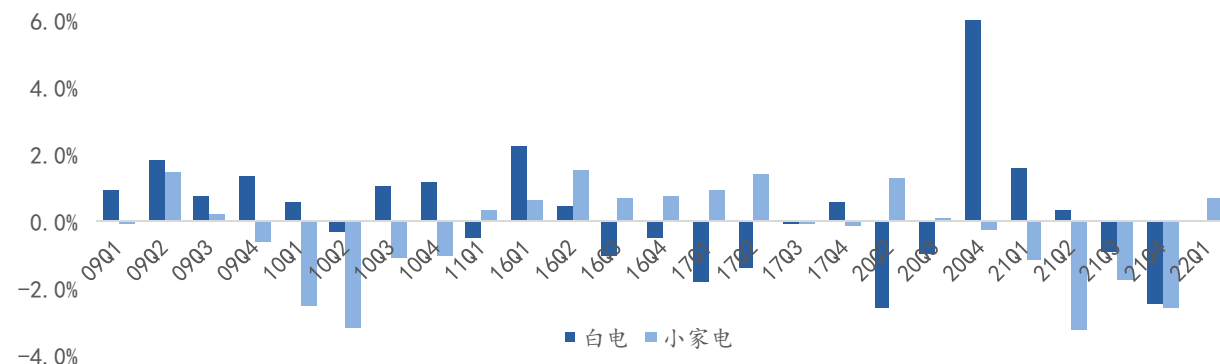
图表：板块平均毛利率同比变动情况 (pcts)

- 原材料价格上行期，毛利率存在一定压力，但调整幅度远低于原材料上涨幅度



图表：板块平均净利率同比变动情况 (pcts)

- 原材料价格上行期，净利率受损程度往往小于毛利率，成本企稳后盈利能力修复较快



周期性影响因素：成本周期

- 成本波动也会影响企业的业绩预期和股价表现，但更多情况下与其自身经营表现关联度更高，白电龙头抗风险能力相对更强。

图表：三轮原材料价格上涨周期相关公司股价涨跌幅表现

周期	季度	绝对收益							
		格力	美的	海尔	苏泊尔	新宝	小熊	九阳	飞科
第一轮原材料上涨周期	09Q1	35.8%	26.3%	10.8%	8.1%			10.3%	
	09Q2	21.8%	39.5%	34.9%	7.6%			3.5%	
	09Q3	4.7%	19.3%	18.2%	17.5%			-5.4%	
	09Q4	33.2%	39.3%	59.0%	20.9%			12.8%	
	10Q1	-2.7%	-4.1%	-15.4%	-4.6%			-4.4%	
	10Q2	-33.5%	-22.7%	-9.6%	-2.5%			-2.2%	
	10Q3	13.7%	35.2%	24.0%	-2.2%			-1.6%	
	10Q4	31.2%	15.8%	19.9%	-3.2%			-2.4%	
	11Q1	27.8%	9.5%	3.4%	-0.4%			0.7%	
第二轮原材料上涨周期	16Q1	-15.9%	-7.7%	-14.6%	8.0%	-14.8%		-19.7%	
	16Q2	0.0%	21.0%	4.1%	12.1%	9.7%		3.4%	127.9%
	16Q3	25.4%	15.6%	17.2%	12.0%	3.1%		12.1%	-22.9%
	16Q4	12.7%	6.3%	-2.2%	-7.1%	5.8%		-8.5%	4.7%
	17Q1	28.8%	18.2%	23.3%	14.6%	15.5%		2.0%	0.8%
	17Q2	34.0%	33.7%	25.9%	39.0%	7.1%		7.9%	32.6%
	17Q3	-2.0%	2.4%	2.2%	-7.6%	-8.6%		-2.2%	5.2%
	17Q4	15.3%	25.4%	24.9%	6.7%	-9.5%		-9.2%	16.4%
第三轮原材料上涨周期	20Q2	10.8%	27.7%	23.8%	9.9%	97.3%	89.7%	38.5%	42.1%
	20Q3	-5.6%	21.1%	24.1%	11.9%	16.8%	2.4%	9.0%	-0.3%
	20Q4	18.5%	35.9%	31.6%	-0.8%	2.8%	-10.2%	-20.6%	-4.4%
	21Q1	2.3%	-14.3%	11.0%	-3.7%	-17.3%	-22.9%	-2.2%	-3.1%
	21Q2	-16.1%	-11.7%	-13.6%	-8.8%	-27.1%	-20.5%	8.3%	-6.3%
	21Q3	-19.4%	-2.6%	2.5%	-27.1%	-30.2%	-27.2%	-30.4%	-8.0%
	21Q4	-5.8%	5.0%	14.8%	29.9%	42.1%	30.3%	8.8%	9.9%
	22Q1	-12.3%	-22.9%	-22.2%	-19.7%	-32.3%	-29.0%	-30.0%	16.5%

图表：三轮原材料价格上涨周期相关公司相对沪深300收益表现

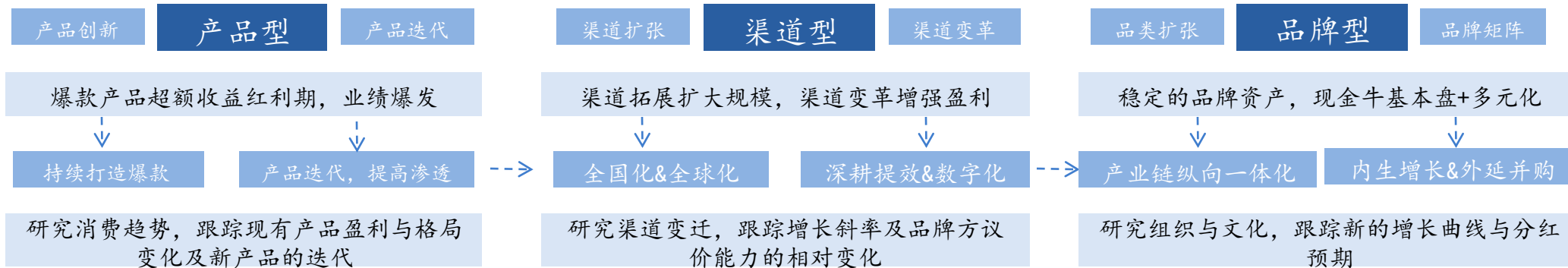
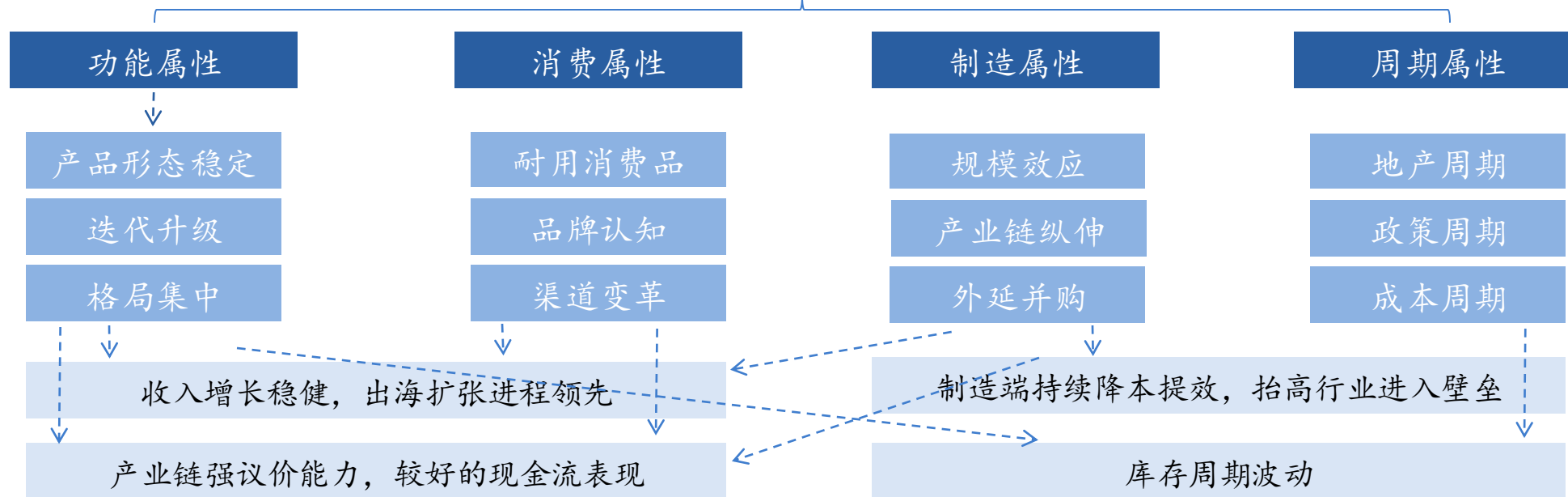
周期	季度	相对收益							
		格力	美的	海尔	苏泊尔	新宝	小熊	九阳	飞科
第一轮原材料上涨周期	09Q1	-1.0%	-10.5%	-26.0%	-28.7%			-26.4%	
	09Q2	-5.6%	12.0%	7.4%	-19.8%			-23.9%	
	09Q3	10.2%	24.8%	23.7%	23.0%			0.1%	
	09Q4	12.9%	19.0%	38.7%	0.6%			-7.5%	
	10Q1	3.3%	1.9%	-9.4%	7.1%			2.8%	
	10Q2	-9.6%	1.1%	14.3%	45.9%			-11.0%	
	10Q3	0.5%	21.9%	10.8%	7.7%			33.9%	
	10Q4	22.4%	7.0%	11.1%	-2.4%			-20.8%	
	11Q1	22.6%	4.3%	-1.8%	-5.0%			-1.9%	
第二轮原材料上涨周期	16Q1	-1.4%	6.8%	-0.1%	22.5%	-0.3%		-5.2%	
	16Q2	1.9%	22.9%	6.0%	14.1%	11.6%		5.4%	129.8%
	16Q3	22.2%	12.3%	14.0%	8.7%	-0.2%		8.9%	-26.1%
	16Q4	10.7%	4.3%	-4.2%	-9.1%	3.7%		-10.5%	2.7%
	17Q1	24.3%	13.8%	18.9%	10.2%	11.1%		-2.4%	-3.6%
	17Q2	27.3%	27.0%	19.2%	32.3%	0.4%		1.2%	25.9%
	17Q3	-6.6%	-2.2%	-2.4%	-12.2%	-13.1%		-6.8%	0.6%
	17Q4	10.2%	20.4%	19.8%	1.6%	-14.6%		-14.3%	11.4%
第三轮原材料上涨周期	20Q2	-2.5%	14.4%	10.4%	-3.5%	84.0%	76.4%	25.2%	28.8%
	20Q3	-17.2%	9.5%	12.5%	0.3%	5.1%	-9.3%	-2.7%	-11.9%
	20Q4	5.0%	22.4%	18.1%	-14.2%	-10.7%	-23.6%	-34.1%	-17.9%
	21Q1	3.6%	-13.0%	12.2%	-2.4%	-16.0%	-21.6%	-0.9%	-1.8%
	21Q2	-18.6%	-14.3%	-16.1%	-11.3%	-29.7%	-23.0%	5.8%	-8.9%
	21Q3	-13.2%	3.6%	8.8%	-20.8%	-23.9%	-21.0%	-24.2%	-1.7%
	21Q4	-8.0%	2.8%	12.6%	27.7%	39.9%	28.1%	6.6%	7.7%
	22Q1	1.9%	-8.7%	-8.0%	-5.5%	-18.1%	-14.8%	-15.8%	30.7%

02

家电行业：渠道/产品/品牌型模式的拆解

自下而上：渠道/产品/品牌型模式的拆解

家电



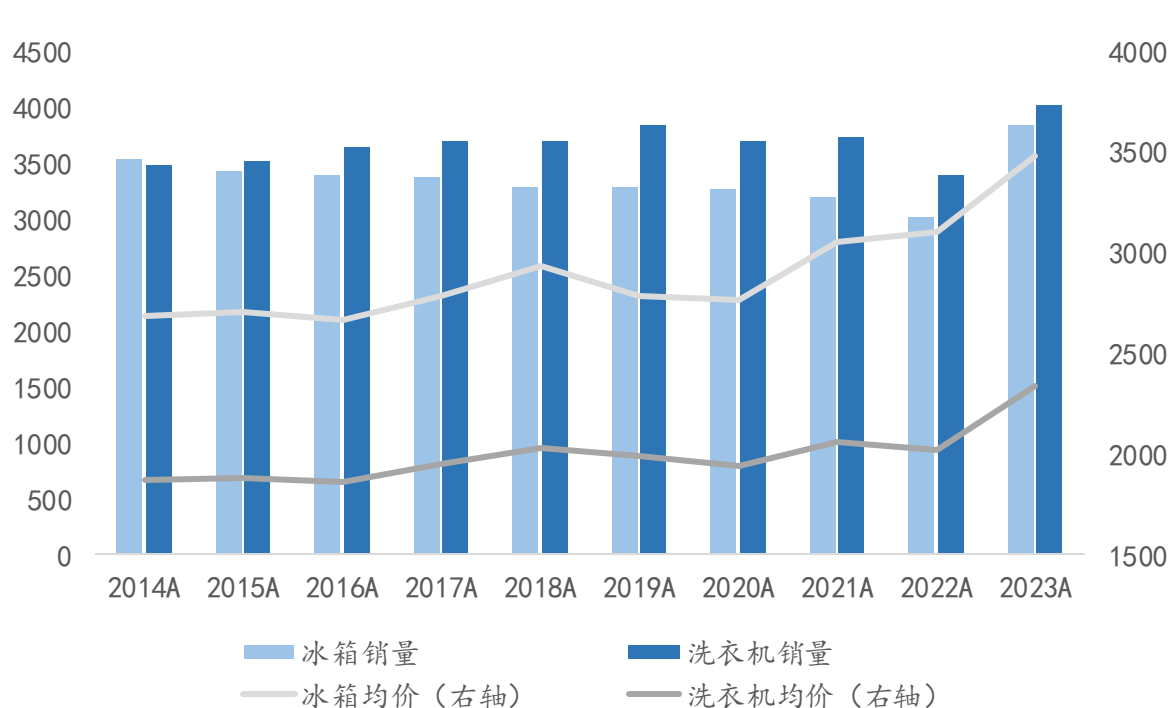
- **产品创新阶段的变量**：技术突破（如黑电的显示技术、扫地机的导航技术）、渠道变革（如社媒崛起时的摩飞）
初期通常采取撇脂定价策略。
- **产品迭代阶段的变量**：
 - 产品微创新，改善性能和使用体验，优化成本结构。
 - 行业新进入者增加，竞争加剧（洗地机）。
 - 撇脂定价逐步转向渗透定价。

	行业变量	竞争格局	竞争策略	定价策略	收入趋势	盈利趋势	举例
产品创新	技术突破&渠道变革	(寡头)垄断	营销宣传打造爆款	撇脂定价	0→1爆发式增长	高毛利 高费用	黑电显示技术迭代、扫地机全集站产品、摩飞多功能锅
产品迭代	用户需求	竞争加剧	改善性能和使用体验+优化成本结构	渗透定价	增长斜率逐步放缓	成本下降，盈利逐步回归稳态	洗衣机（波轮肩头滚筒→洗烘一体）

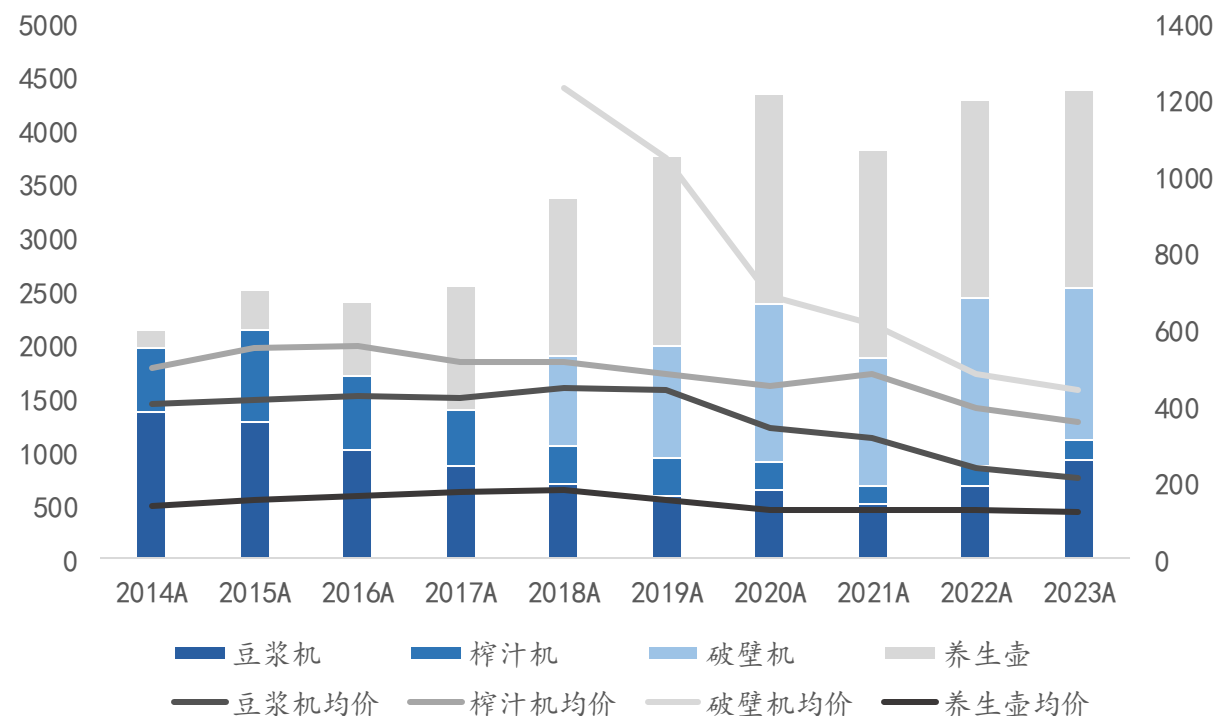
- 产品颠覆式创新较少、功能性强且迭代较慢的行业，在长期发展过程中往往具备更加稳定的格局和产业链，例如白电。

而产品迭代较快、进入壁垒低的行业，产品生命周期则相对较短，单品类销量、均价、格局波动较大，例如小家电。

图：冰洗出货量（万台）及均价



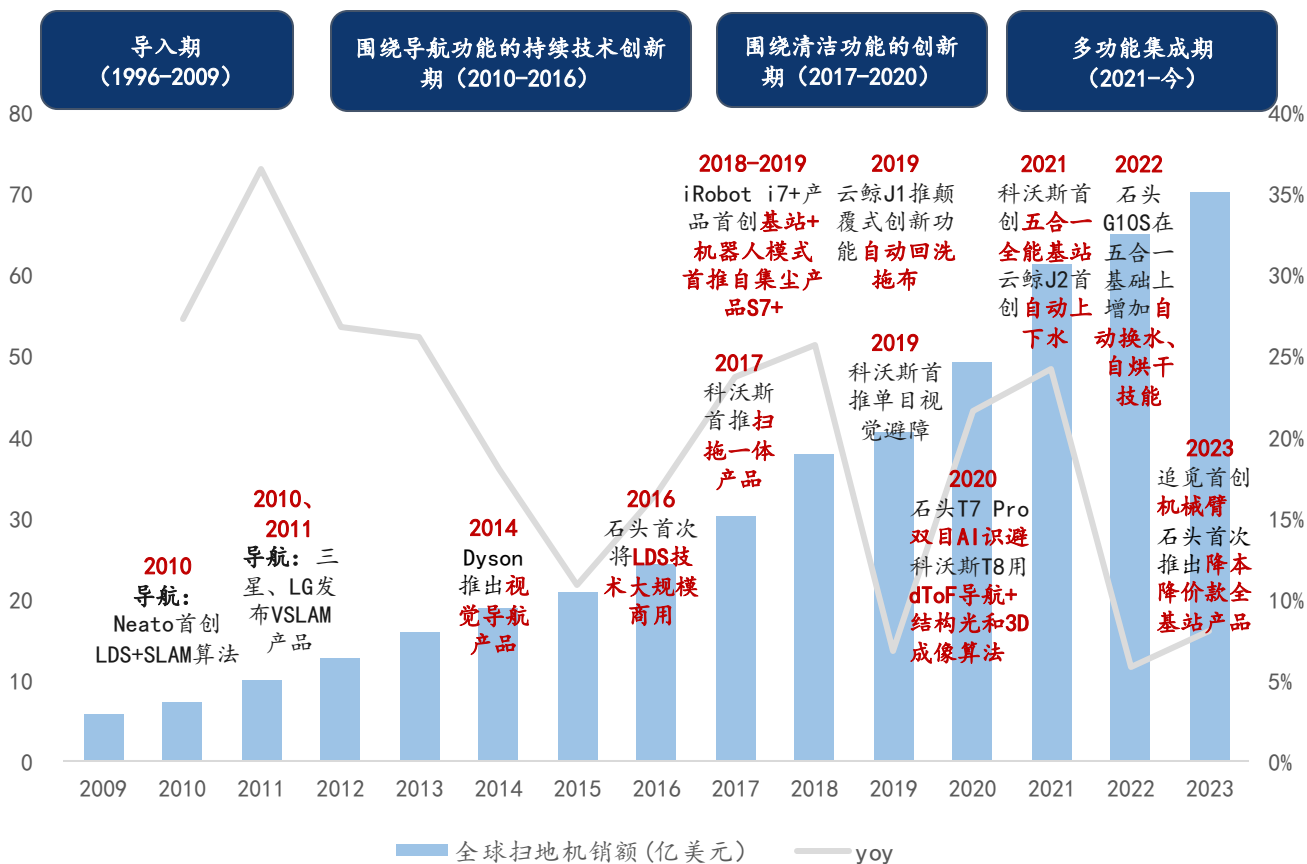
图：制饮机及壶类出货量（万台）及均价



产品型赛道：以扫地机行业为例

- **扫地机产品创新带动行业市场规模快速扩张**：最初欧美企业在基础形态、导航功能上引领创新，2017年开始中国厂商凭借工程师红利，加速在智能导航功能、自动清洁功能、全基站形态上的创新，扫地机行业迎来爆发式增长。

图表：扫地机行业技术发展路径



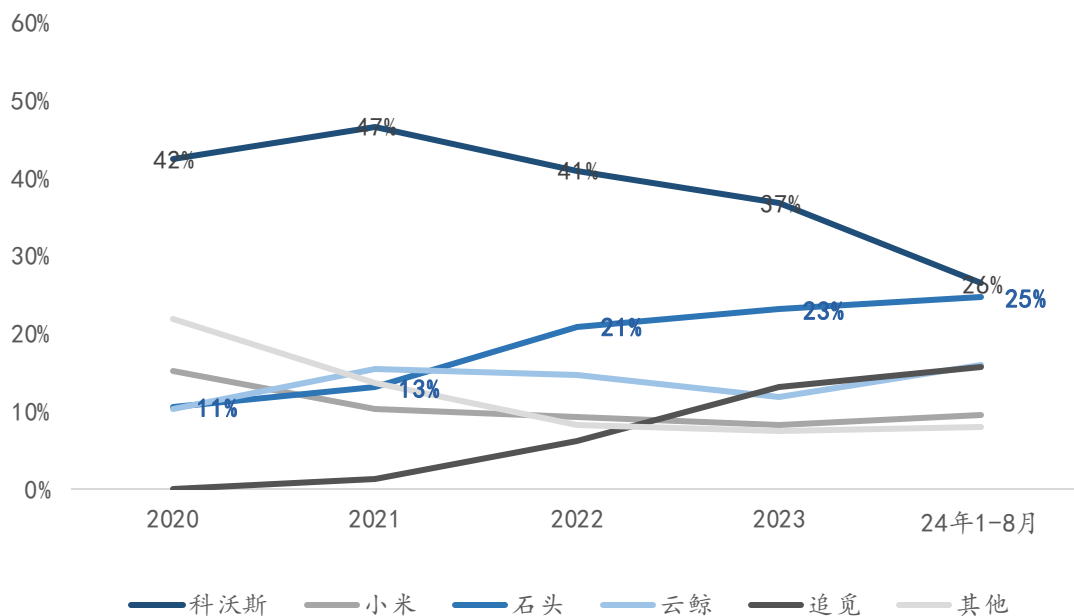
图表：扫地机器人导航技术路线

	随机式		规划式	
	随机碰撞	惯性导航	LDS (激光导航)	VSLAM (视觉导航)
覆盖率	较低	较低	较高	高
技术研发成本	低	较低	较高	高
售价范围	<1000元	500-1500元	1500-4000元	3500-8000元
优点	价格便宜，可满足基础清洁需求	使用陀螺仪和加速度计得到机器人的角加速度和线加速度信息，通过积分获得机器人的位置信息	可靠性高，技术成熟，精度高，不存在累计误差，地图可用于路径规划	结构简单，安装方式多元化，无传感器探测距离限制，成本较低，可提取语义信息
缺点	智能程度较低，效率低下	有累积误差，随着行驶时间、距离的不断增长，误差也不断增大	受雷达探测范围限制，安装有结构要求，地图缺乏语义信息	受环境影响大，暗处（无纹理区域）无法工作，运转负荷大，构建的地图本身难以用于路径规划，存在累计误差

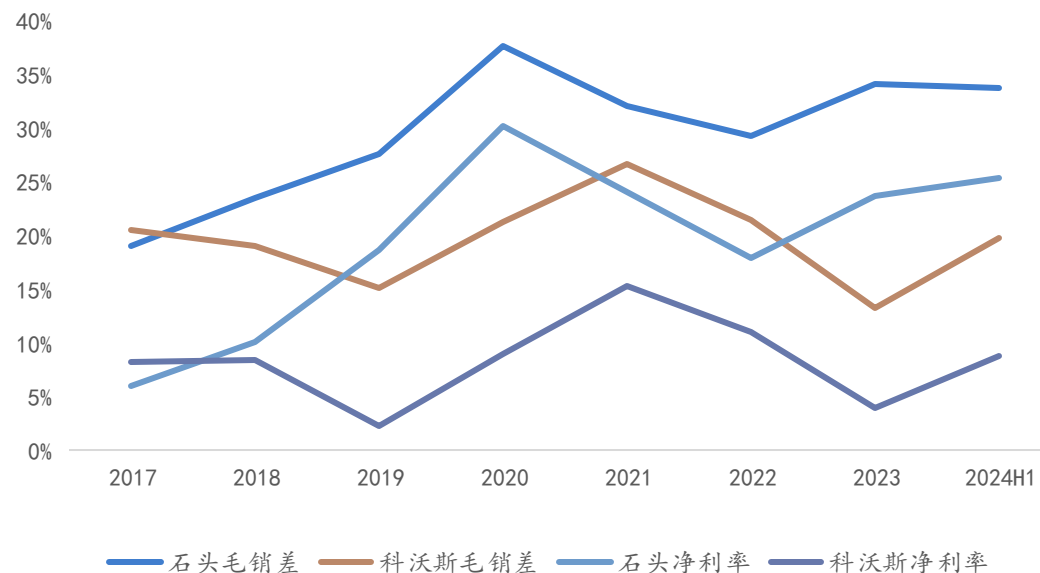
产品型赛道：以扫地机行业为例

- 新一代技术逐步成熟和普及后，产品进入以微创新和结构降本为主要特征的迭代期。这一阶段：①前期行业的爆发式增长吸引了更多玩家进入，行业竞争逐步加剧，品牌份额随着技术能力和产品力而发生变化；②撇脂定价转变为渗透定价，技术和结构降本叠加规模效应，带动产品均价和成本的同步下移；③企业期间费用投入增加。

图表：国内扫地机行业格局变化情况



图表：扫地机龙头财务指标变化



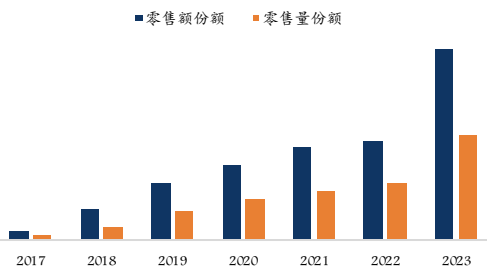
当下家电行业产品趋势

- 当下家电产品重点关注隐藏、集成、健康、智能四大核心趋势。

设计方向：薄·嵌入·隐藏

隐藏式家电加速渗透

线下嵌入式冰箱零售规模占比走势



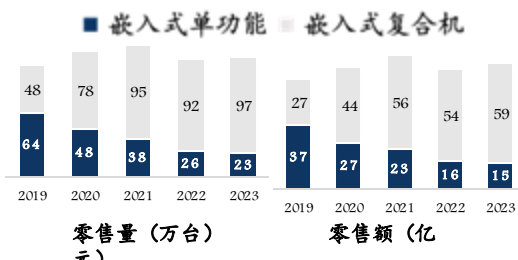
全套嵌入式美学设计

功能方向：集成·多样化

烹饪、洗护多功能

净冷热一体、集成洗护、集成亮饪蒸烤
洗衣机洗地机双洗站

嵌入式微蒸烤零售规模走势



一站式洗护中心

健康方向：专业分区

分区洗、冰箱双系统/三系统



除菌净味解决方案

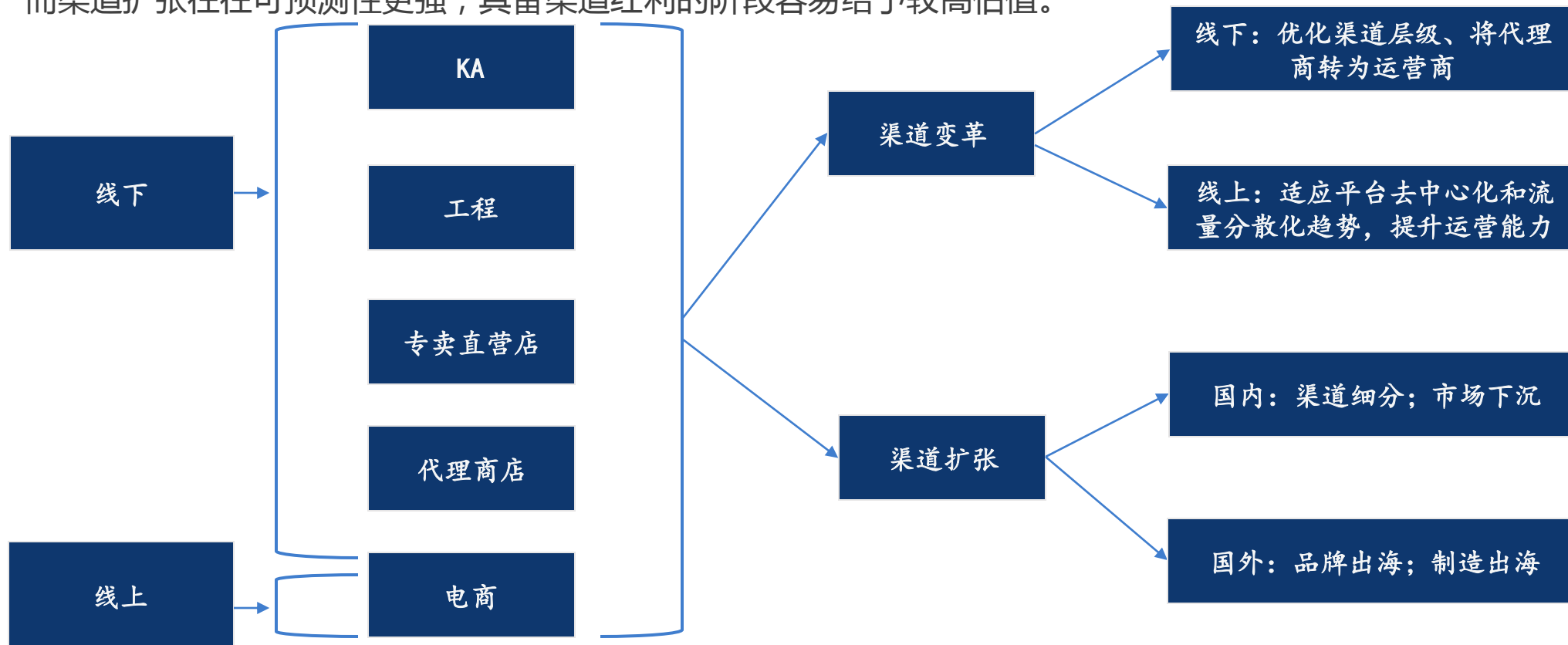
AI发展：智能

AI大模型的家电产品应用



渠道型公司

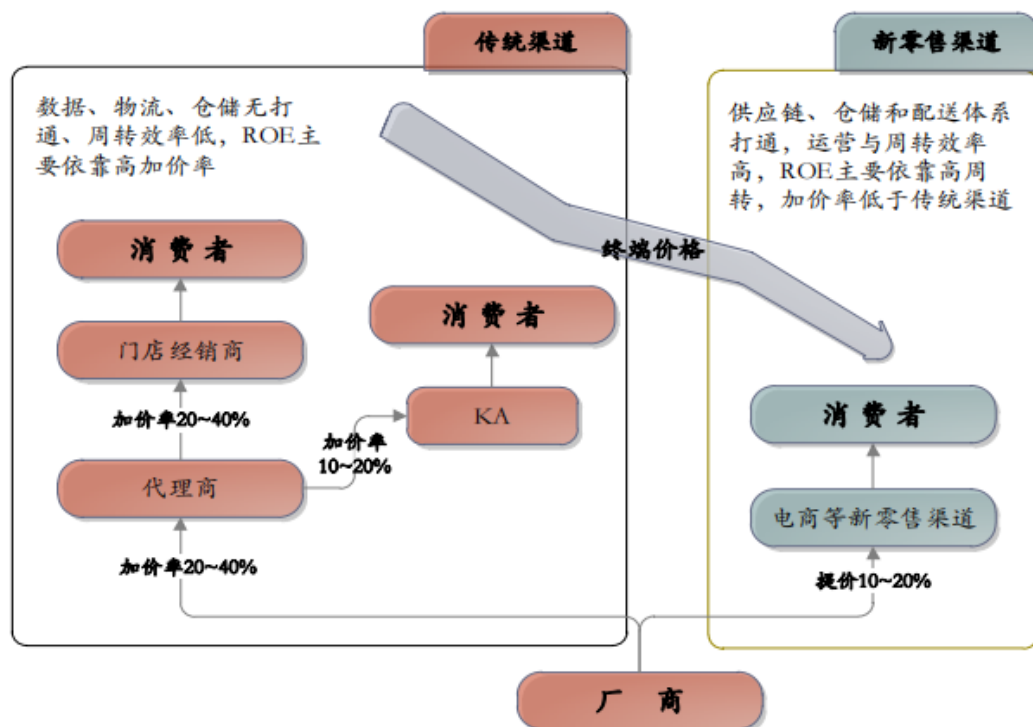
- **品牌方和渠道方的相对强弱**：当年大分销时代的白电（白电的返利和格力的应收票据）**VS**社媒和抖音崛起的小家电。
- **渠道变革VS渠道扩张（全国化、出海）**：渠道变革更多是成熟公司的自我迭代，本质是为了进一步提升运营效率，而渠道扩张往往可预测性更强，具备渠道红利的阶段容易给予较高估值。



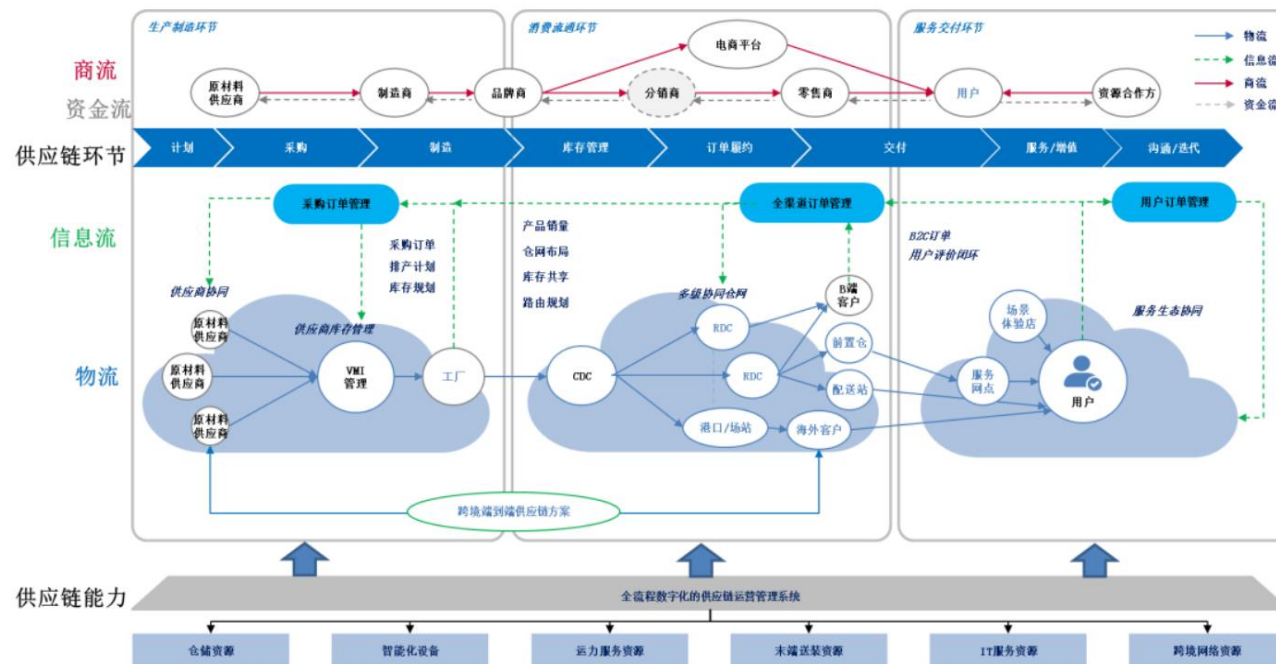
渠道型公司——渠道变革（线下）

- 渠道变革更多是成熟公司的自我迭代。渠道变革的核心，是在大规模分销完成后，优化渠道层级，将代理商的职能向运营商的方向转变，强化数字化管理，提高周转效率的同时收归渠道超额利润。
- 与渠道变革和深耕相匹配的，是家电企业在仓配服和数字化体系的建立和管理方面也需有所建树。以海尔日日顺为例，目前已连接超900座仓库，超15000条干线运输线路，近18万辆运输车辆及近5000个服务网点。由此才能通过统仓统配实现渠道层级的缩减和运营效率的提升。

图表：新零售渠道对传统渠道的革新



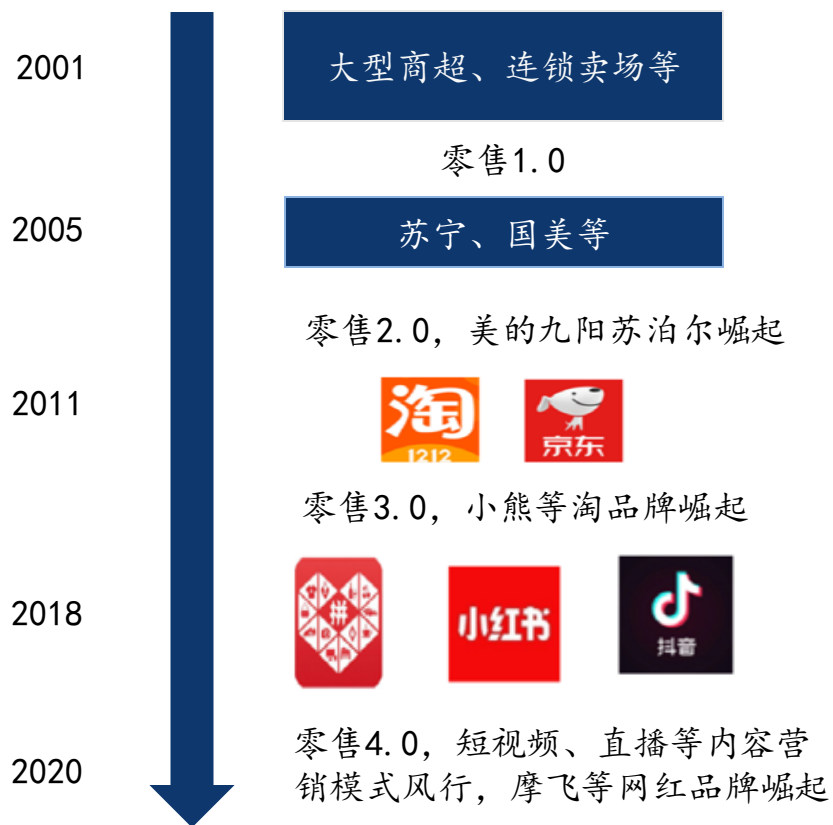
图表：日日顺业务运营体系



渠道型公司——渠道变革（线上）

● 线上渠道经历了货架电商平台→社交电商→直播电商的发展过程，去中心化的过程中流量逐步分散，各个平台不同的流量分发机制和客群的差异，对品牌方的线上运营提出了更高的要求，且对于线下销售网络更加完善的企业而言，如何平衡和线上线下的关系也成为了长期课题。

图表：家电销售渠道的变化历程



图表：2019/2023年各公司线上收入占比变化

分类	公司	2019年线上收入占比	2023年线上收入占比
白电	格力	11%	29%
	美的	20%	21%
厨电	老板	32%	/
	华帝	30%	35%
小家电	小熊	90%	82%
	科沃斯	46%	62%

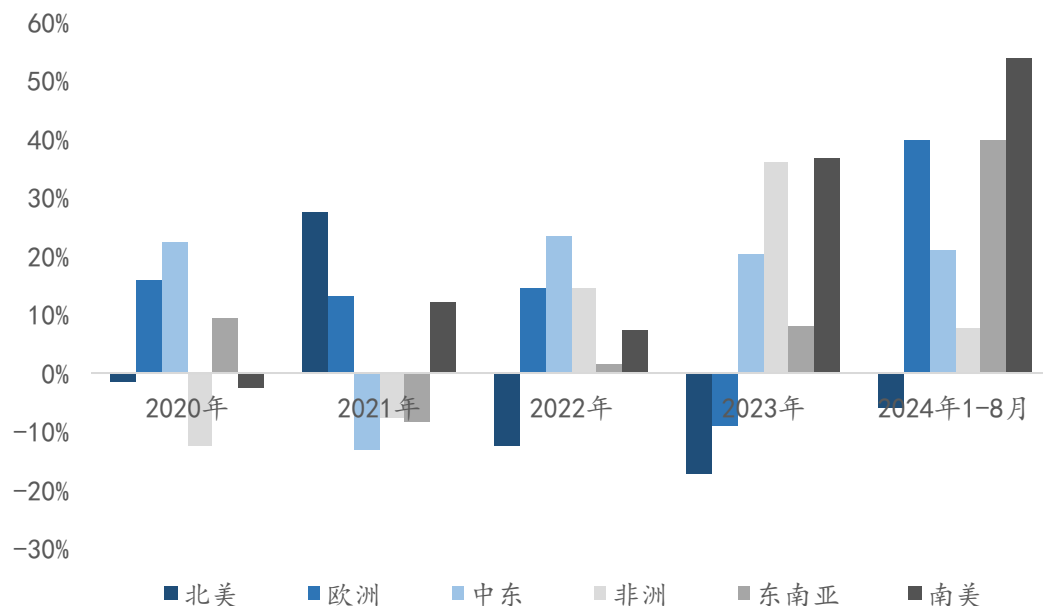
图表：各家电公司布局国内和国外线上渠道情况



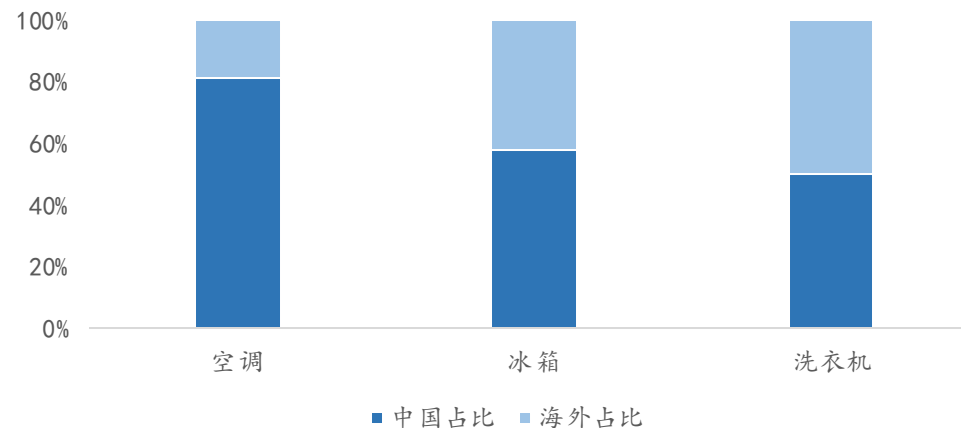
渠道型公司—渠道扩张

- 品牌企业在全国化的进程中，受益于渠道红利及其可预测性，市场往往愿意给予较高的估值。
- 当前阶段家电企业在国内的渠道网络已基本成熟，现阶段渠道的扩张更多可关注出海层面。

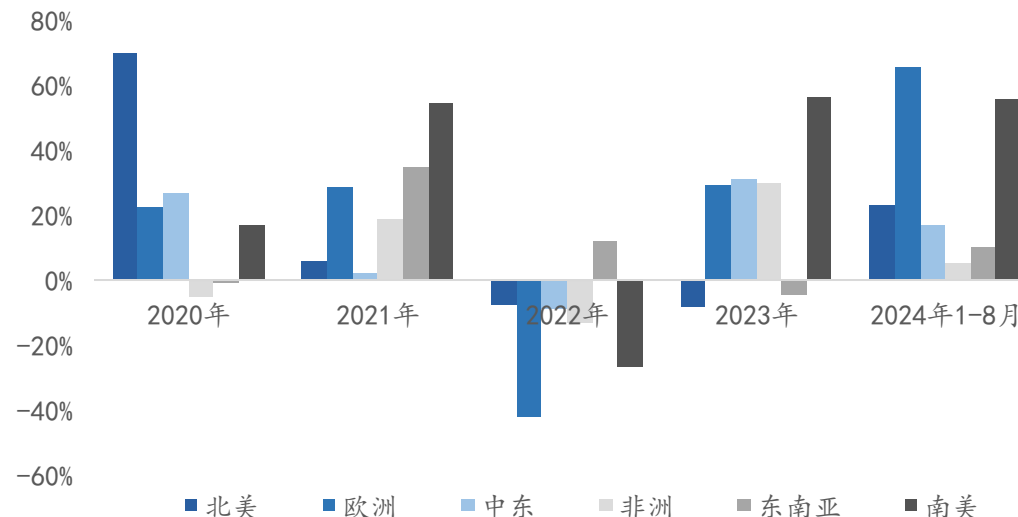
图表：空调分区域出口额增速



图表：白电全球产量分布



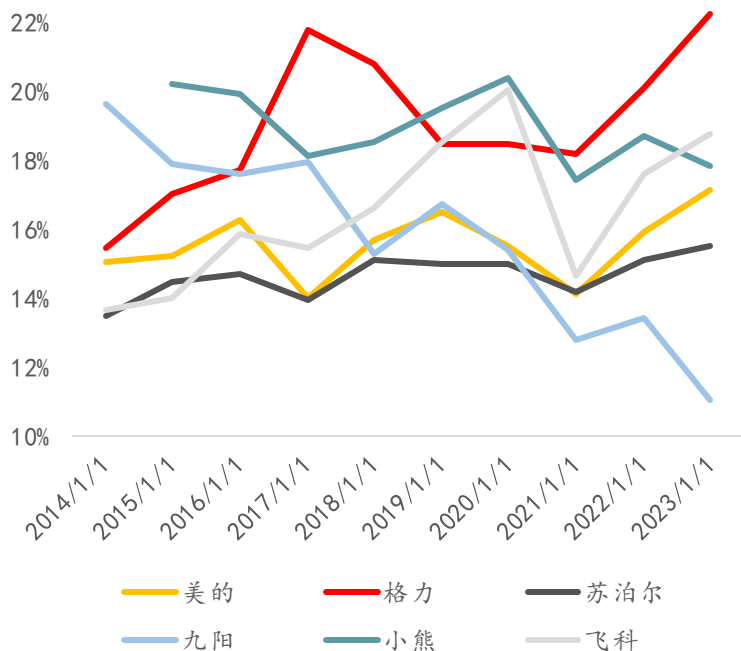
图表：冰箱冷柜分区域出口额增速



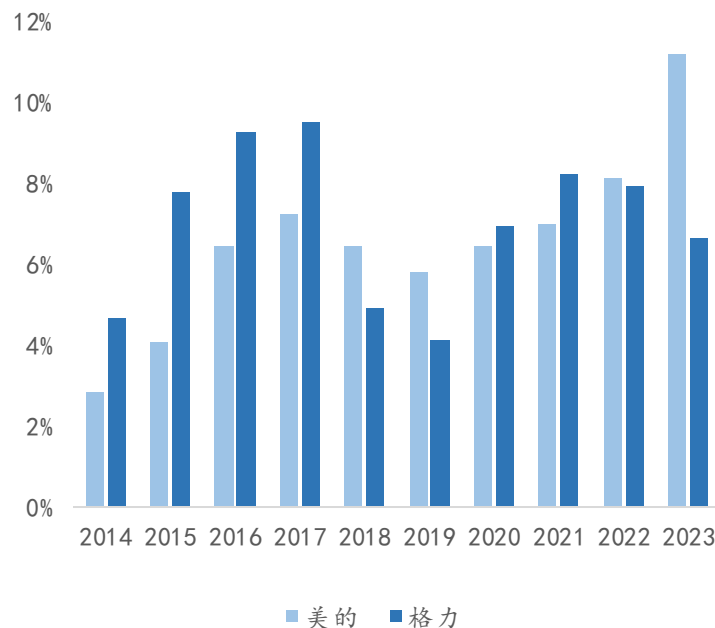
● 渠道型公司——关注品牌与渠道的相对强弱关系

对于渠道型公司而言，品牌与渠道的协同和博弈长期存在。品牌与渠道的相对强弱，决定了产业链利润的分配，同时影响着公司三表的稳定性。

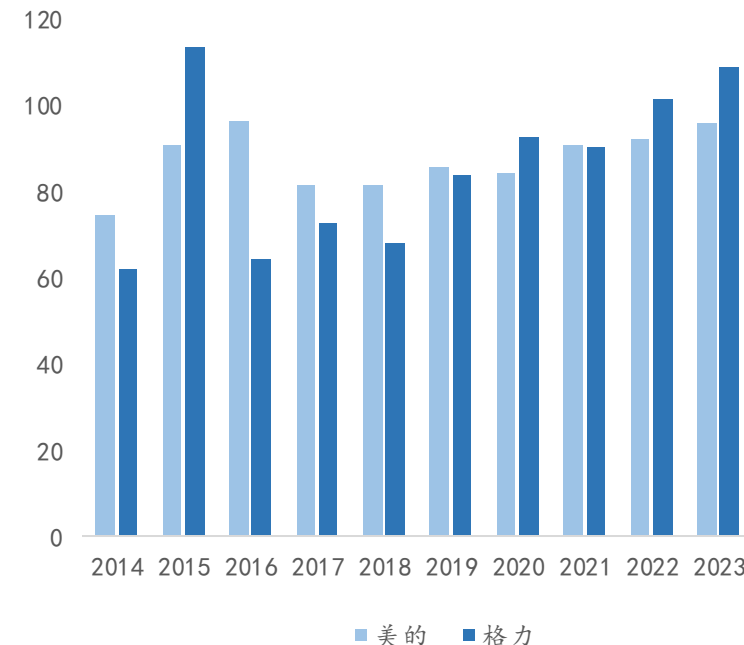
图表：大/小家电毛销差



图表：白电合同负债/营业收入



图表：白电收现比



品牌型公司

● 以家电龙头美的为例，在经历产品与渠道模式不断的迭代、发展、融合后，品牌认知和消费者心智不断强化。而后公司外延并购+B端破局，不断完善自身产品和品牌矩阵，抬高自身发展的天花板。这一阶段公司业绩增速和ROE趋于稳定，分红率和股东回报持续提升。

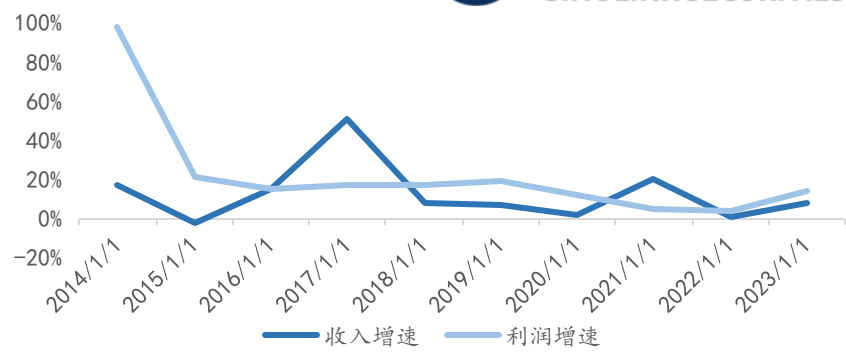
图表：美的经营战略与业务布局

2011：产品领先、效率驱动、全球经营

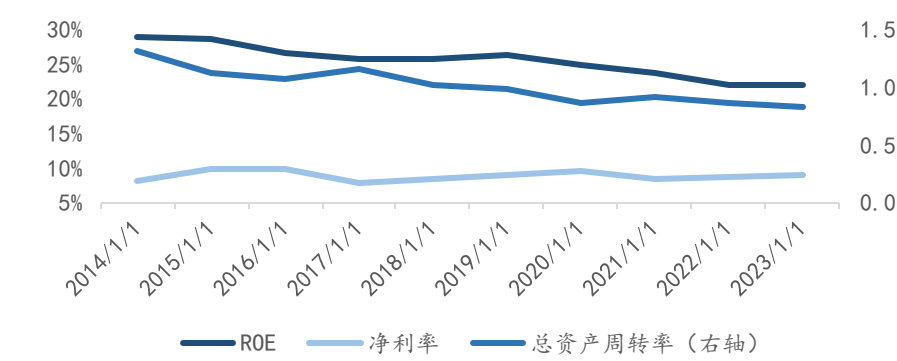
2020：科技领先、用户直达、数智驱动、全球突破

智能家居業務	商業及工業解決方案
<p style="text-align: center; color: #0070C0;">空調</p>  <p style="text-align: center; color: #0070C0;">洗衣機和冰箱</p>  <p style="text-align: center; color: #0070C0;">廚電及其他家電</p> 	<p style="text-align: center; color: #0070C0;">新能源及工業技術</p> <p>壓縮機 電機 儲能產品 伺服系統及運動控制</p>  <p style="text-align: center; color: #0070C0;">GMCC Welling HICONICS 科陆 SERVOTRONIX</p> <p style="text-align: center; color: #0070C0;">智能建築科技</p> <p>商用空調 電梯與扶梯</p>  <p style="text-align: center; color: #0070C0;">Midea iBUILDING CLIVET WINONE 菱王电梯</p>
<p style="text-align: center; color: #0070C0;">Midea TOSHIBA COLMO</p> <p style="text-align: center; color: #0070C0;">LittleSwan COOLFREE</p> <p style="text-align: center; color: #0070C0;">WAHIN comfee</p>	<p style="text-align: center; color: #0070C0;">機器人與自動化</p> <p>工業機器人</p>  <p style="text-align: center; color: #0070C0;">KUKA swisslog healthcare SWISSLOG</p> <p style="text-align: center; color: #0070C0;">其他業務</p> <p>數字化供應鏈服務 醫療影像系統 工業互聯網雲服務</p>  <p style="text-align: center; color: #0070C0;">安得 ANNT0 WDM 万东 Midea Cloud 美云智数 Midea 美智光电</p>

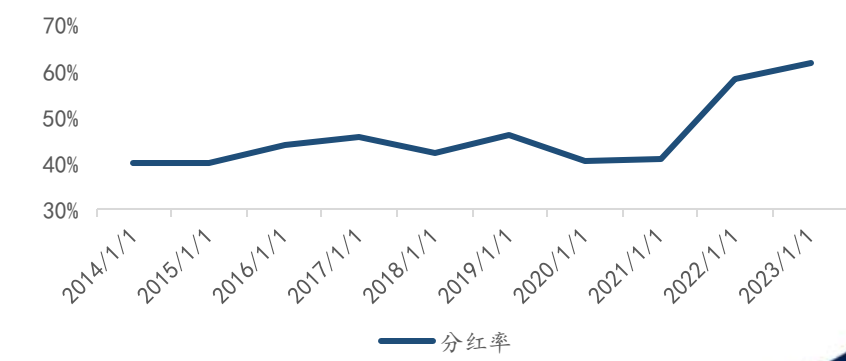
图表：美的收入、利润增速



图表：美的核心财务指标表现



图表：美的分红率持续提升



分板块商业模式总结

	消费属性	功能属性	制造属性	周期属性	生命周期所处阶段	分类	当前阶段核心逻辑	赚什么钱	关键财务指标	高频数据跟踪	重点公司
白电	☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆	成熟期	品牌型	内销以旧换新 外销OBM发展	业绩、 分红	ROE、OPM、 其他流动负 债、现金流、 分红率	安装卡、均 价、渠道库 存	美的、格力、 海尔、海信 家电、美菱
黑电	☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆	成熟期	品牌型/ 渠道型	全球份额提 升 上游协同增 强	业绩	毛利率、 OPM、品牌 指数	销量、面板 价格	海信视像、 TCL电子、 极米
小家电	☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆	☆	成长期/ 成熟期	产品型/ 品牌型	产品迭代 品牌出海	业绩、 估值	毛利率、销 售费用率	销量、均价	苏泊尔、小 熊、飞科、 新宝、石头
厨电	☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆	成熟期	品牌型	渠道下沉 品类扩张	业绩	毛利率、分 红率	地产销售、 产品均价、 原材料价格、 新品类销量	老板、华帝

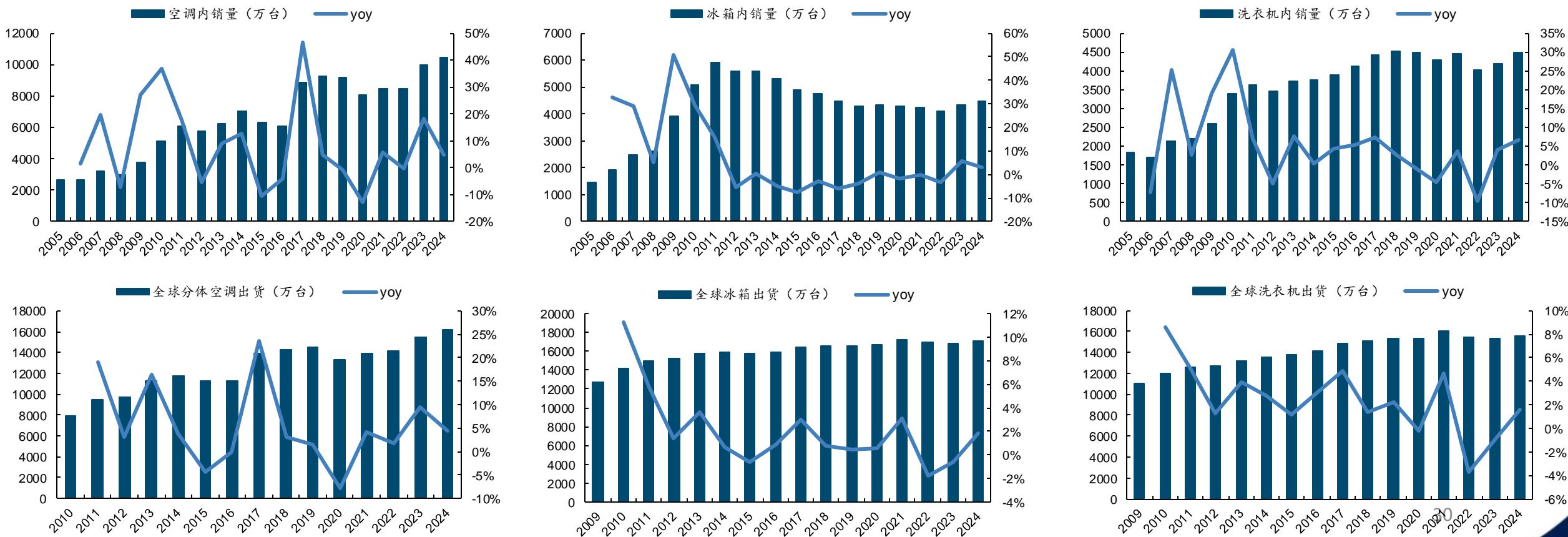
03

重要子版块分析框架

白电总量特征：三大白中仅空调仍有量增逻辑

- 国内方面，我国空调渗透率仍有提升空间，空调内销出货总量仍在突破前高；我国冰洗渗透率基本已经达到天花板，需求以更新为主
- 海外方面，在全球变暖趋势+新兴市场渗透率提升下，空调总需求量持续提升；冰洗近三年内需求基本保持稳定。

图：2005年至今中国空冰洗出货及同比

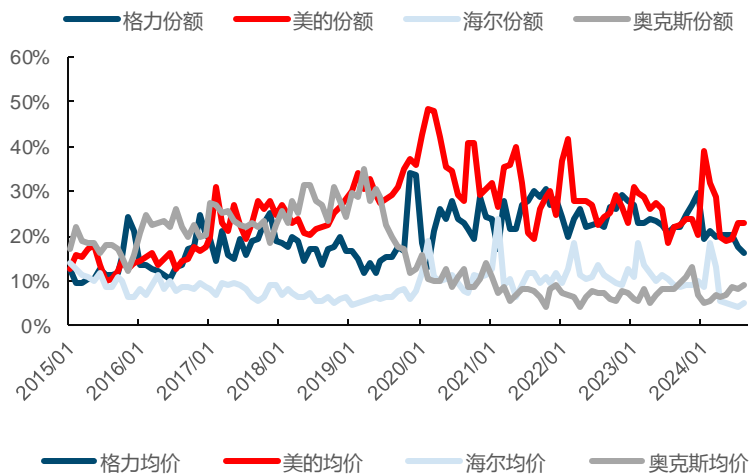


资料来源：产业在线、欧睿、国金证券研究所

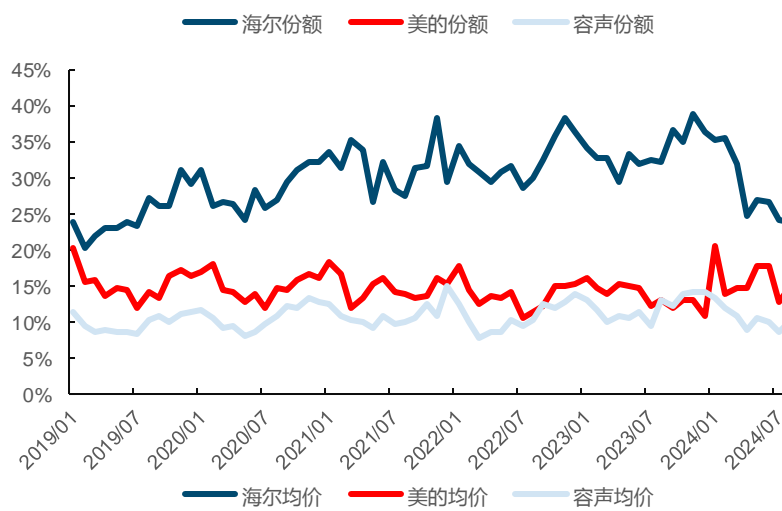
白电竞争格局：份额头部集中，龙头竞争优势显著

- 内销市场，空、冰、洗线上销量均超过50%，其中冰洗由于安装属性弱于家空，线上占比更高。
- 空调市场中格力、美的双寡头格局稳固，冰箱市场海尔份额领先，美的、容声居二、三位，洗衣机市场海尔、美的双寡头格局稳固。

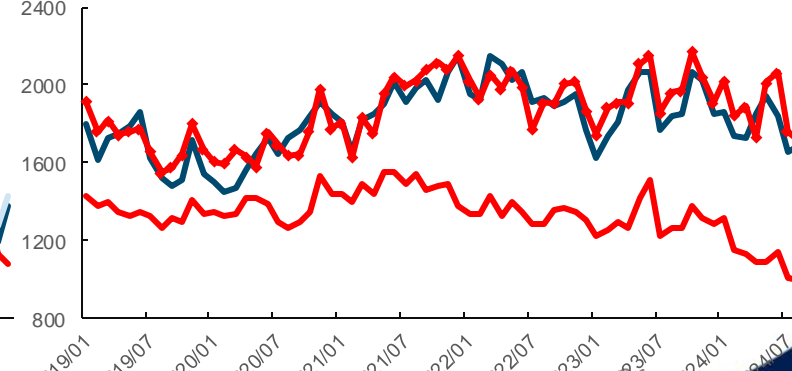
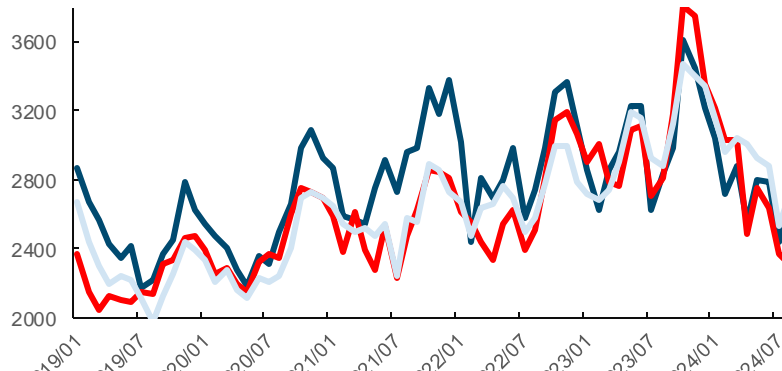
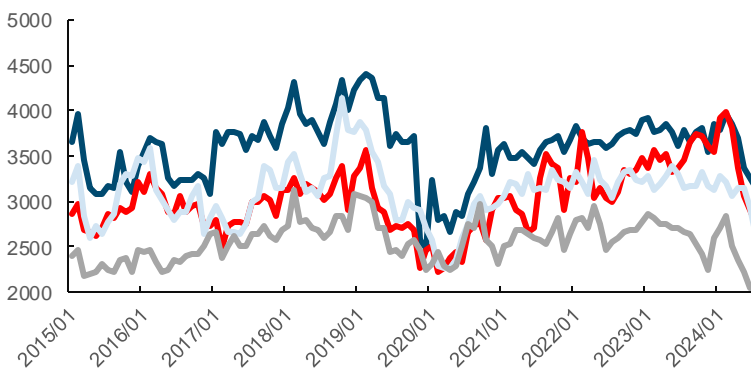
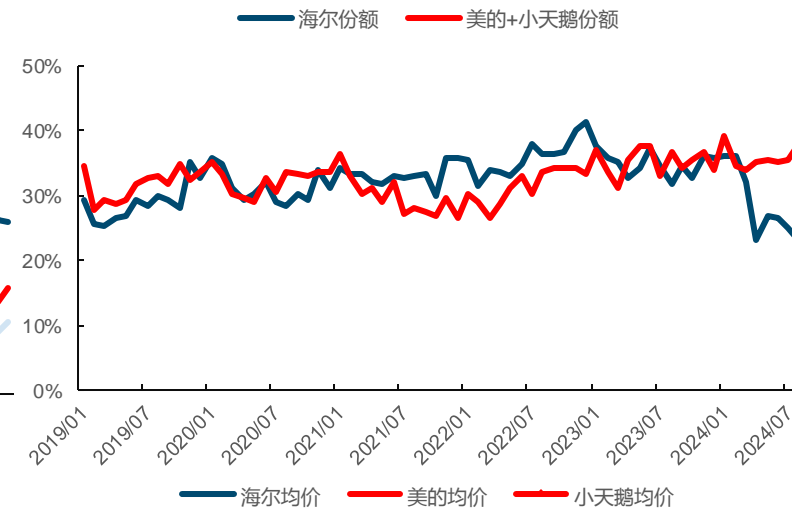
图表：空调线上份额已超过格力，结构提升明显



图表：冰箱线上量占较海尔差距仍大



图表：洗衣机线上量占反超海尔



白电未来的成长性：品牌出海空间大

- 从产能量级看，我国白电中空、冰产能基本可以满足全球需求，洗衣机产能约为全球总需求量的**80%**。从品牌份额看，海外白电市场中我国企业占有率仍然较低，除北美外我国企业整体占有率基本在**20%**以下，从“产能出海”到“品牌出海”的是未来我国白电发展的重要方向。

图：以冰洗为例，我国白电从产能出海到品牌出海之路仍大有可为

	地区	品牌	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
冰箱市场 品牌份额	西欧	BSH (top1)	-	18%	18%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	20%
		Arçelik (top2)	11%	12%	12%	13%	13%	13%	14%	14%	14%	14%
	北美	海尔 (top1)	9%	9%	18%	18%	20%	22%	23%	25%	25%	24%
		Whirlpool (top2)	21%	21%	21%	22%	22%	23%	21%	20%	20%	21%
	中东非	海信 (top1)	4%	5%	7%	7%	8%	11%	11%	11%	11%	11%
		LG (top2)	21%	19%	15%	14%	13%	12%	11%	11%	11%	10%
	拉美	Whirlpool (top1)	30%	30%	30%	30%	31%	33%	27%	28%	27%	27%
		Electrolux (top2)	25%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	22%	23%	22%
洗衣机市场 品牌份额	西欧	BSH (top1)	-	20%	21%	21%	20%	20%	20%	20%	20%	21%
		Whirlpool (top2)	22%	22%	21%	20%	19%	17%	17%	16%	16%	16%
	北美	Whirlpool (top1)	44%	43%	44%	44%	45%	45%	43%	42%	40%	40%
		海尔 (top2)	1%	0%	13%	13%	16%	18%	20%	20%	22%	23%
	中东非	LG (top 1)	17%	17%	17%	17%	17%	17%	16%	17%	16%	16%
		Samsung (top 2)	15%	16%	14%	15%	15%	15%	14%	14%	13%	12%
	拉美	Whirlpool (top1)	21%	19%	18%	18%	18%	19%	17%	18%	18%	18%
		Electrolux (top 2)	17%	17%	16%	15%	16%	15%	13%	14%	13%	13%

白电未来的成长性：新兴市场潜力充足

- 以东南亚空调市场为例，假设目标国家在相应时间周期内经济发展水平能达到我国**23**年的水平，考虑人口结构变化，对标我国当前的空调渗透率，重点市场容量有持续提升的空间。
- 我国品牌已经有不错基础，东南亚重点国家中我国品牌整体占有率约在**20%-30%**，未来随着我国企业在东南亚市场的产业链布局加强，份额有持续提升空间。

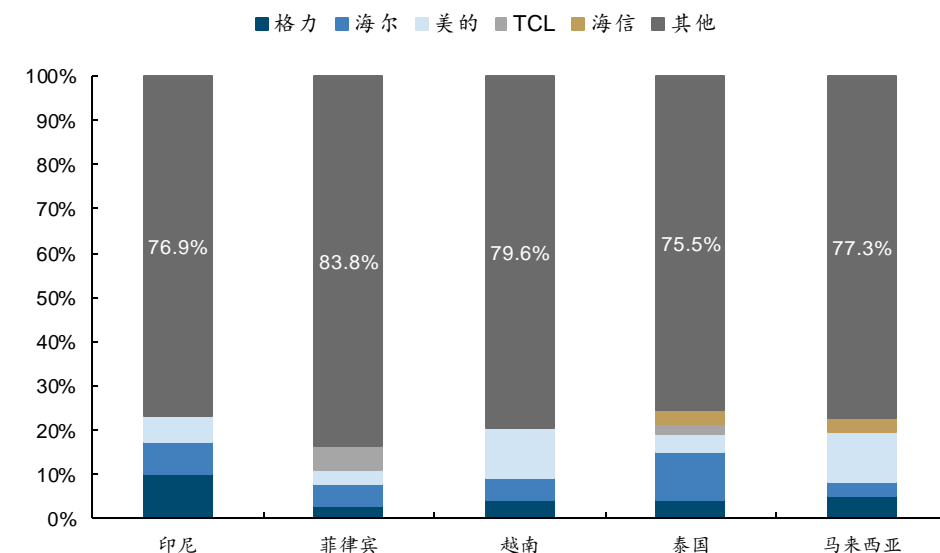
图：东南亚重点国家空调市场增速中枢测算

	2023 人口总量 (万人)	2023 保有量 (万台)	目标 渗透率 (%)	达到目标 渗透率 所需年份	目标年份 人口总量 (万人)	目标 保有量 (万台)	保有量 提升比例	期间 CAGR
印尼	28120	13863	128	12	30460	39019	181%	9%
菲律宾	11490	4320	128	14	12470	15974	270%	10%
越南	10040	7379	128	13	10610	13591	84%	5%
泰国	7170	6654	128	10	7080	9069	36%	3%
马来西亚	3510	4388	128	3	3640	4663	6%	2%

资料来源：World Population Review, World Bank, 欧睿, 国金证券研究所测算

注：考虑到国情不同，菲律宾空调渗透率计算中含窗机

图：我国品牌在东南亚空调市场占有率约在20%-30%

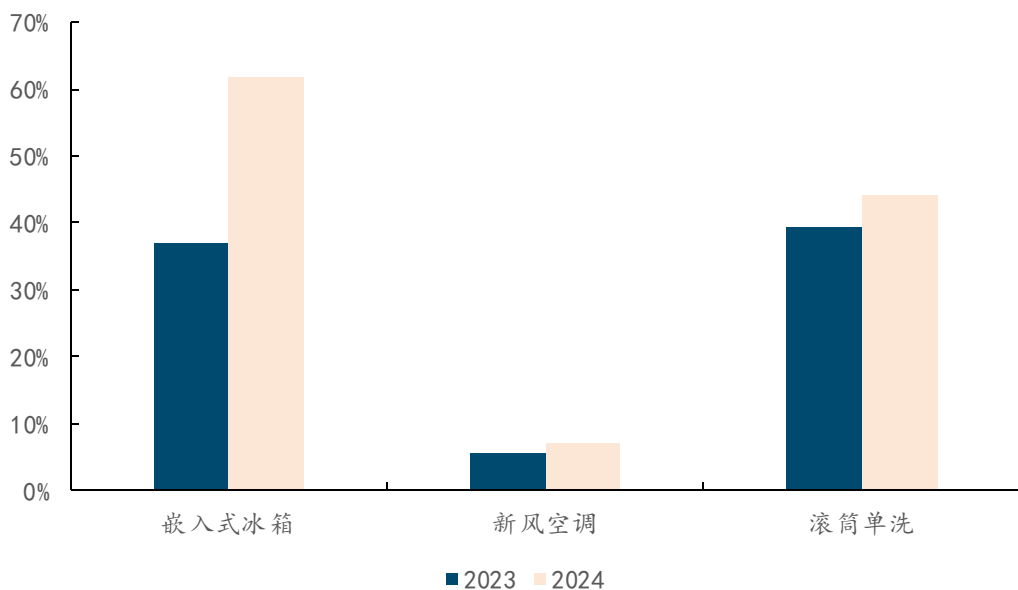


资料来源：欧睿, 国金证券研究所

白电未来成长性:高端化、智能化

- 伴随用户需求个性化、健康化、节能化、智能化，高端与智能化成为白电未来重要发展方向：冰箱品类中嵌入式、多门等产品成长迅速，空调品类中智能空调、新风空调等新品逐步主流化，洗衣机品类中滚简单洗、洗烘一体迎来成长机会。**2024年对比2023年**，嵌入式冰箱、新风空调、滚简单洗洗衣机销售占比分别同比**+24.7pct**、**+1.4pct**、**+4.8pct**。
- 以海尔旗下的高端品牌卡萨帝为例：**2020、2021、2023年**销售额增幅达**17%、40%、14%**，其中嵌入式冰箱收入**2022、2023年**分别同比**+180%、+120%**。

图：高端白电内销占比提升



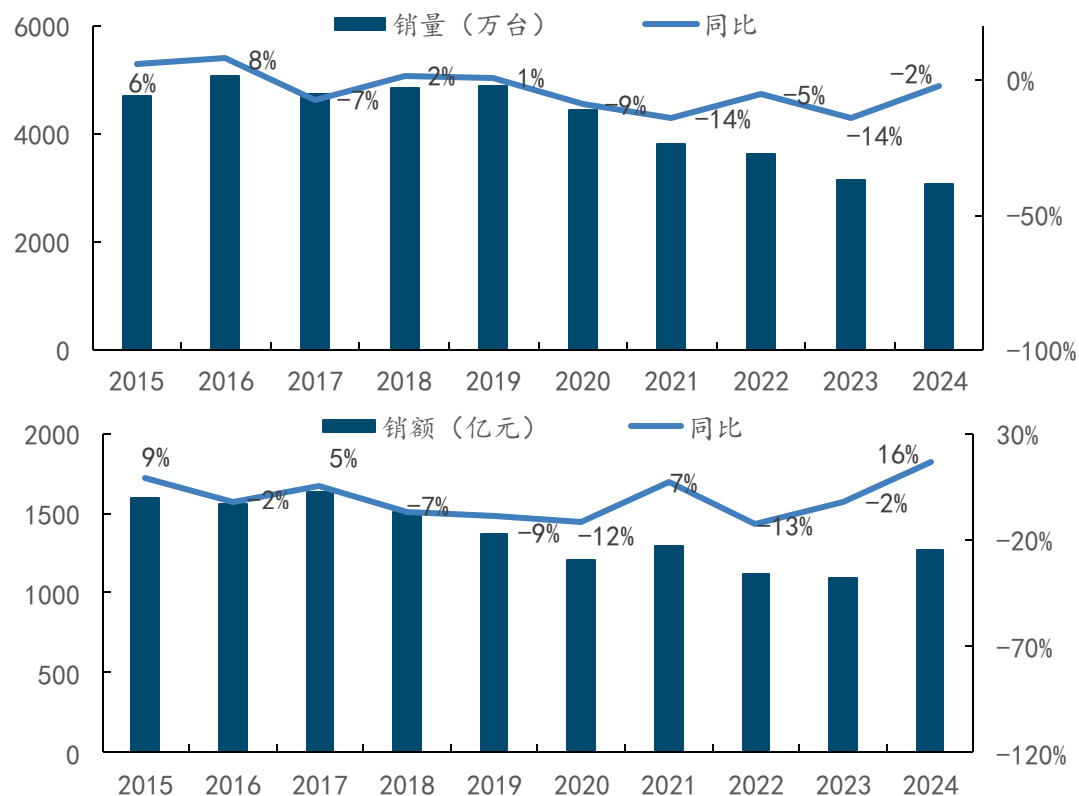
图：海尔旗下高端品牌卡萨帝成长较快

时间线	卡萨帝增长情况	卡萨帝份额表现
2023	卡萨帝零售额增幅14%；平嵌产品销量同比增长120%	在高端市场冰箱、洗衣机、空调等品类的零售额份额排名第一。线下冰箱及空调在中国一万五千元以上市场份额达50%、28%，洗衣机在中国万元以上市场份额达84%。
2022	嵌入式冰箱收入同比增长180%	线下洗衣机及冰箱在中国万元以上市场的份额达到77.2%、38.5%，空调在中国一万五千元以上市场的份额达到30.6%
2021	国内销售收入达到129亿元，同比增长超过40%，其中空调收入增长56.7%	线下洗衣机及冰箱在中国万元以上价位段的市场份额达到73.9%、36.2%，空调在单价15000元以上市场的份额达到30.3%
2020	实现净收入87亿元，同比增长17%	冰箱在10000元以上价位段份额达37%，提升5.4个百分点；国内线下洗衣机份额达到12.2%，同比提升3个百分点；家用空调15000元以上价格段份额达到46.9%

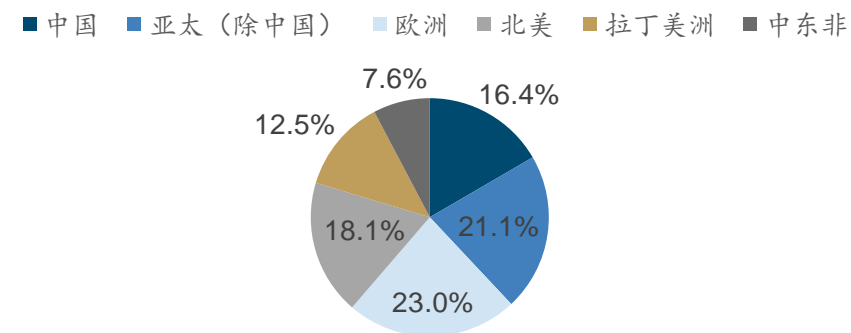
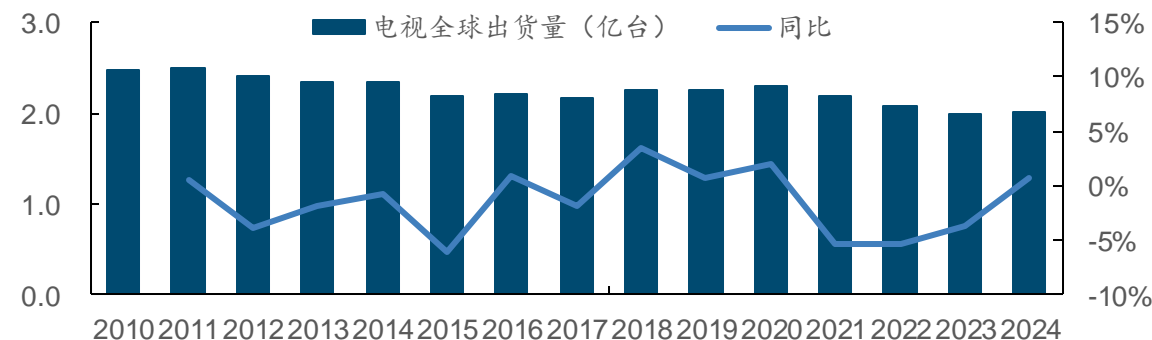
黑电总量特征：黑电没有量增逻辑

- 国内：在地产带来的新增需求下滑+换机周期延长的负面影响下，黑电出货量持续下滑，但销额表现明显好于销量。
- 全球：电视出货基本稳定，2015-2021年全球电视出货量基本稳在2.2亿台，近两年略有下滑但仍保持在2亿台左右，北美、欧洲、亚太为核心市场，约占全球电视销量的80%左右。

图：2015-2024年中国彩电市场出货、销额及同比



图：全球电视出货总量基本稳定



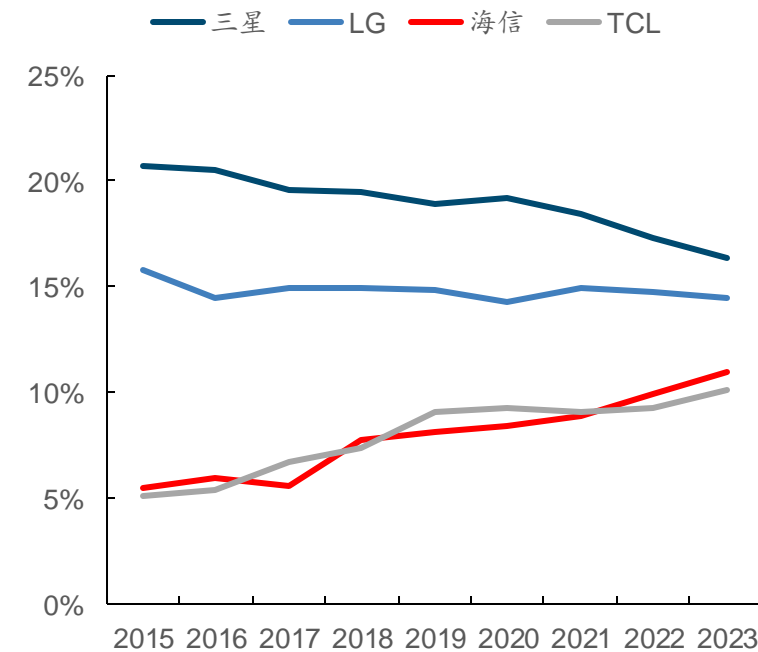
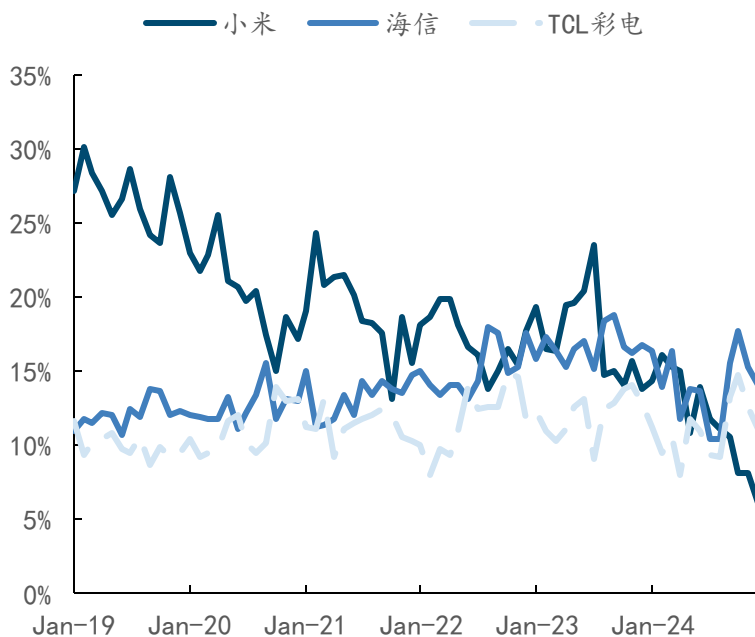
黑电竞争格局：国产品牌全球份额持续提升

- 国内：互联网品牌冲击消退，龙头份额持续提升。2020年之前，以乐视、小米为代表的互联网电视依靠“硬件不赚钱、软件盈利”的商业模式抢占份额。2020年之后，在面板价格回升、龙头启用子品牌应对的背景下，龙头份额开始震荡回升，2024年国补的刺激下龙头进一步集中。
- 海外：我国品牌近年在海外持续抢占份额。2018年至今，三星、LG合计占有率则由34.4%下滑至30.9%，而海信+TCL合计占有率则由15.1%提升至21.1%，近两年有加速趋势。

图：20年后小米线上销量份额回落

图：21年以来龙头子品牌彩电线上销量份额快速提升

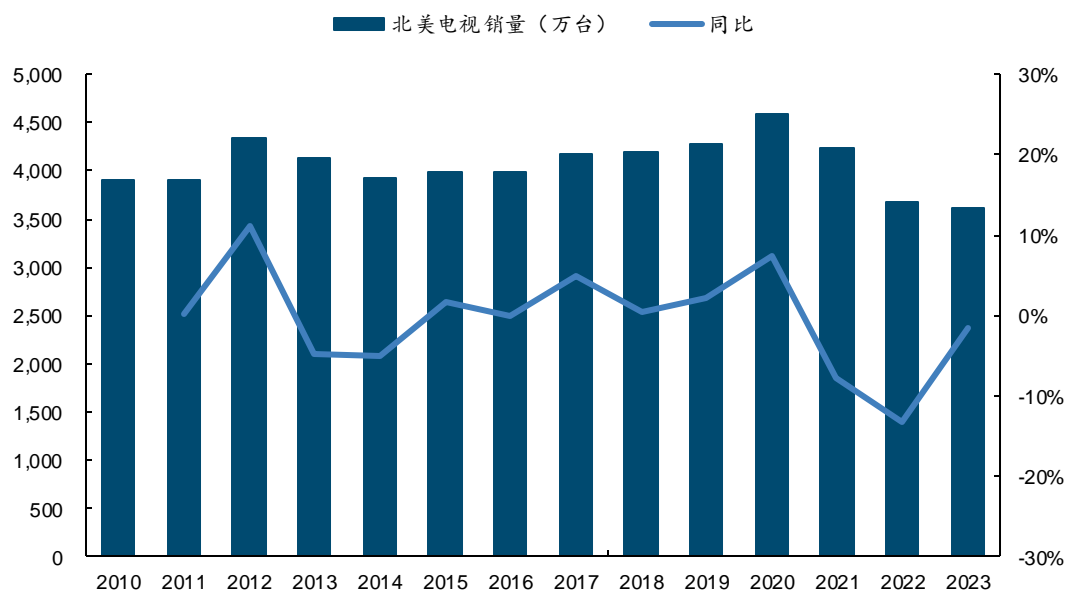
图：我国黑电全球份额逐步逼近韩系



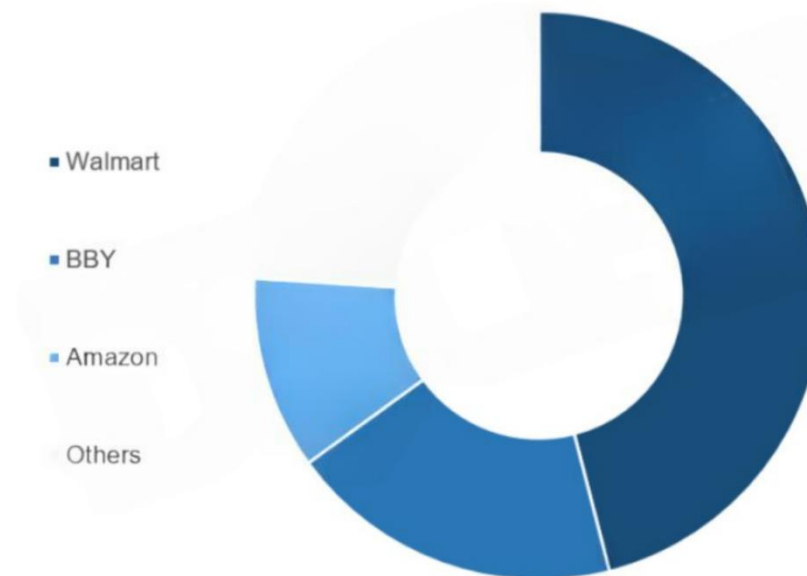
黑电重点市场：北美-竞争加剧的成熟市场

- **一句话特征**：重点成熟市场，渠道话语权强于欧洲，近年渠道自牌动作较大，竞争加剧，我国份额提升快，但产品结构偏低。
- **总量**：2023年北美电视需求总量3600w+台，北美整体约占全球的18%，近五年销量CAGR为-2.9%。
- **渠道结构**：线下占比超80%，黑电零售主要涉及6大渠道，Walmart、Costco、Sam's为综合类卖场，Walmart中低端产品居多；Target、Best Buy为专业型渠道，中高端产品居多；亚马逊为线上渠道。
- **品牌竞争**：我国品牌已完成主流线下渠道的进驻，但北美的消费者品牌认知偏固化，品牌认知及出货结构的提升需要更长时间。

图：北美电视市场已进入成熟期



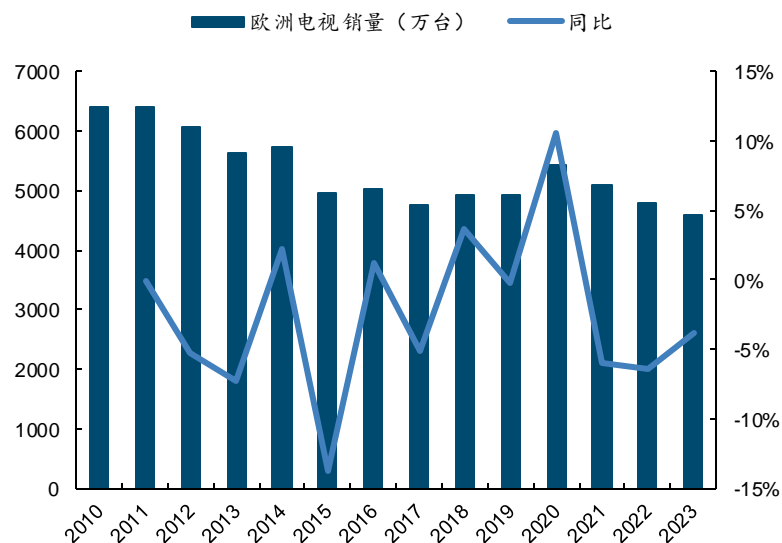
图：北美电视渠道结构



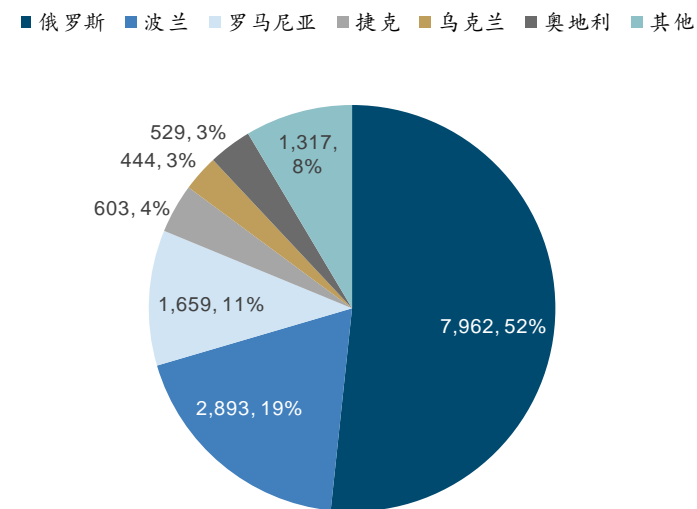
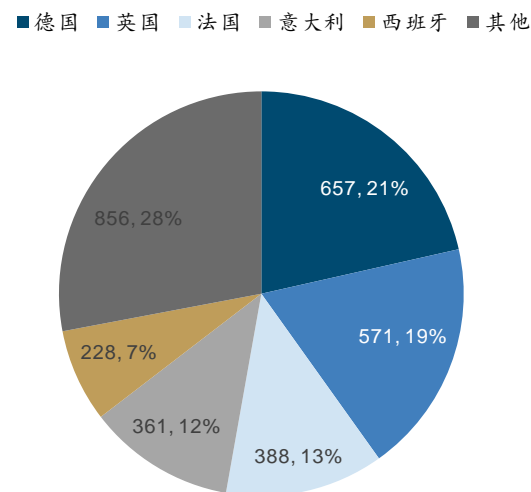
黑电重点市场：欧洲-渠道体系复杂的成熟市场

- **一句话特征**：电视消费水平高于美国，渠道话语权弱于美国，渠道体系复杂，各国均有当地强势KA。
- **总量**：2023年欧洲电视整体需求总量**4600w+**台（西欧**3000w+**），整体约占全球的**23%**，近五年销量**CAGR**分别为**-2.7%/+1.8%**。
- **渠道结构**：线下占比接近**85%**，线上亚马逊、**Ebay**为主；线下**Ceconomy**为龙头的，但各国当地均有强势本土KA。
- **品牌竞争**：渠道分散，壁垒较高，韩系小幅下滑，但仍断层领先。

图：欧洲电视市场已进入成熟期



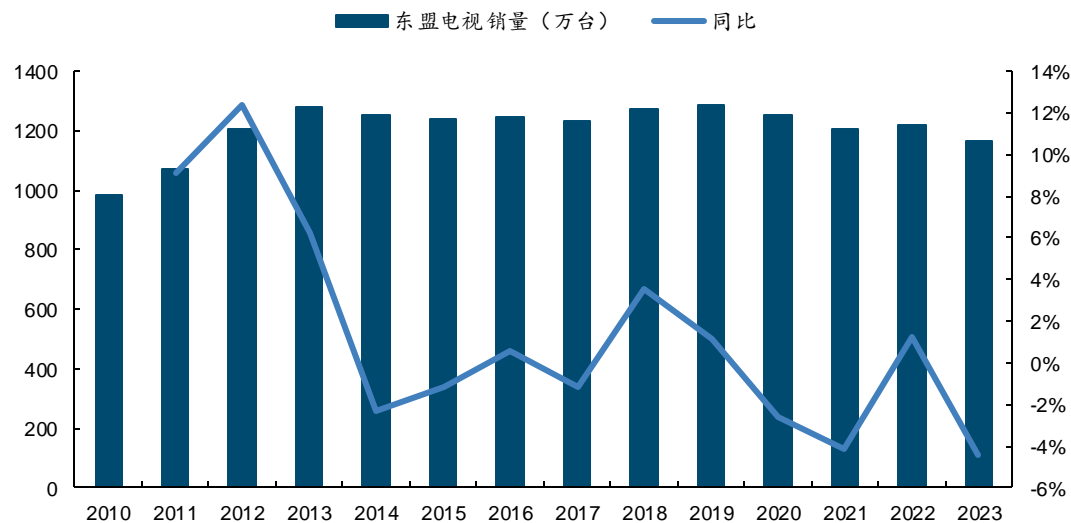
图：德英法意西占西欧电视消费70%以上 图：东欧电视消费以俄罗斯、波兰、罗马尼亚为主



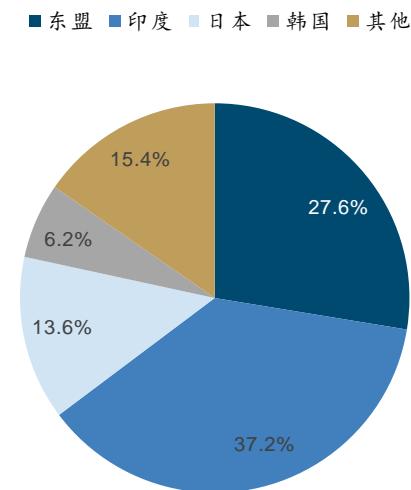
黑电重点市场：东南亚-格局仍在演变的发展中市场

- **一句话特征**：韩系、日系仍有较强影响力，我国品牌在重点国家已有不错进展。
- **总量**：2023年亚太（除中国）电视出货4200万台以上（其中东盟国家中新马泰越菲印合计需求1160w台左右，占比约28%），整体约占全球的21%，东盟近五年销量CAGR为0.7%
- **渠道结构**：线下为主，2023年东南亚地区电商消费占零售比重约10%，Shopee为最大的电商平台，Lazada、Tiktok占有率同样可观。
- **品牌竞争**：韩系两家企业在东盟区域仍然较为强势，我国企业通过抢占长尾品牌份额，在部分国家有不错进展。

图：东盟地区电视销量基本稳定



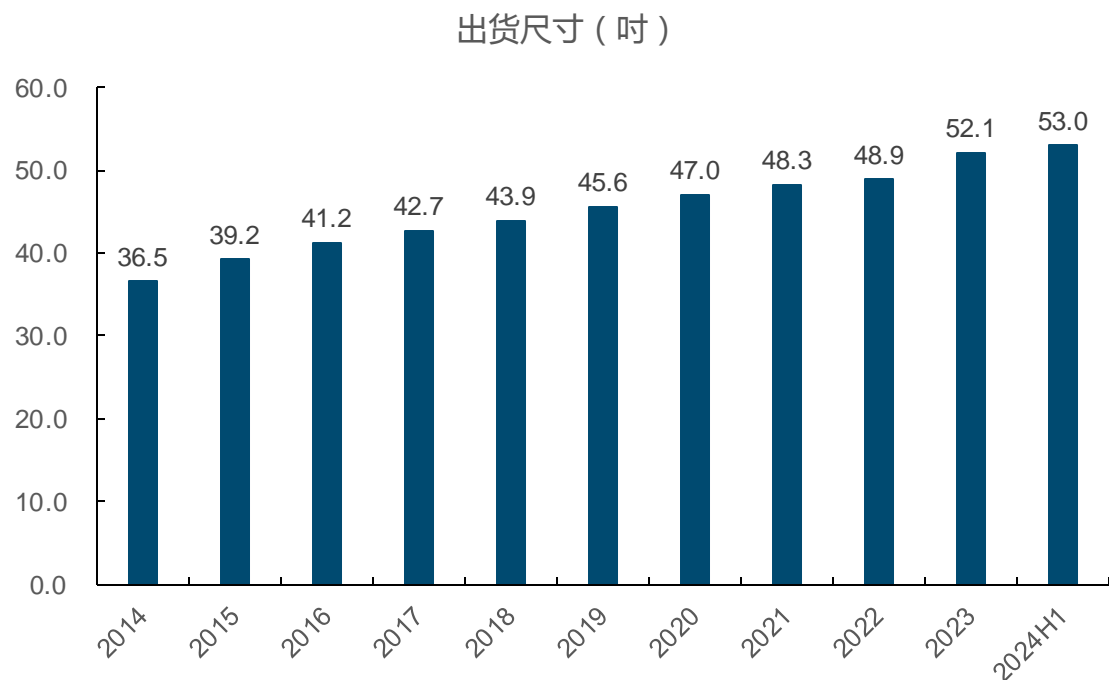
图：东盟约占亚太整体的30%



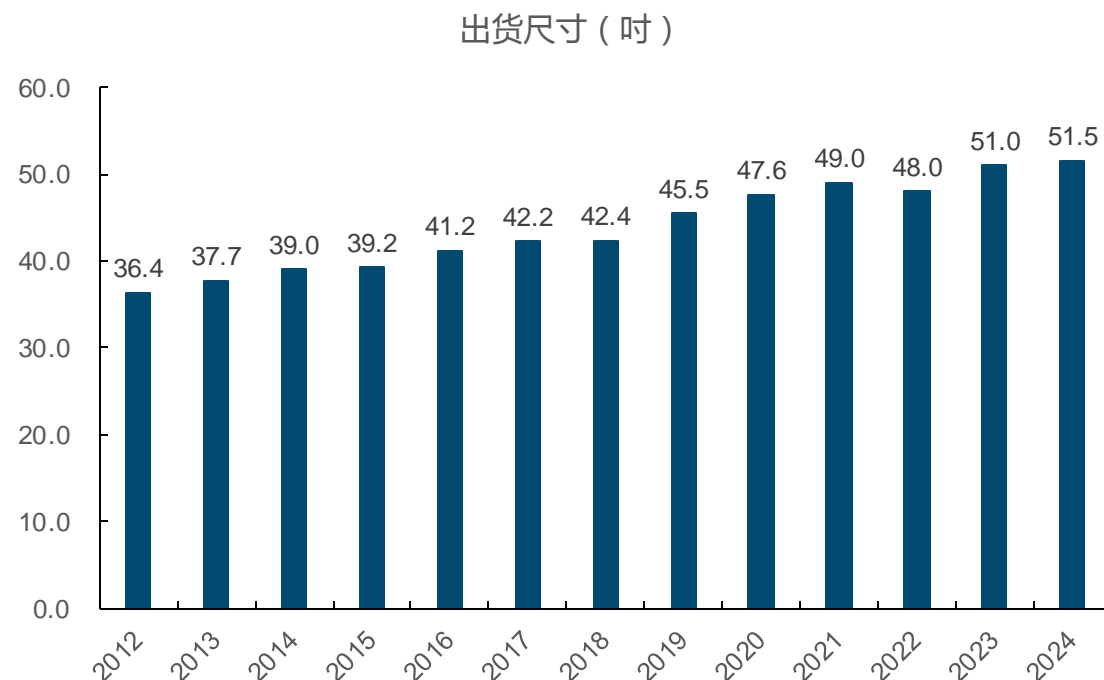
黑电未来的几大演变方向：大屏化

- 近10多年来，电视面板、电视整机全球出货尺寸绝大多数年份中都保持提升，拉平看每年增长1寸以上。
- 未来在大尺寸面板产能提升下+消费者追求更好的视听体验下+产业链共同推进大屏产品导入的共同作用下，电视大尺寸有望持续演绎。

图：全球电视出货平均尺寸变化



图：全球电视面板出货平均尺寸变化



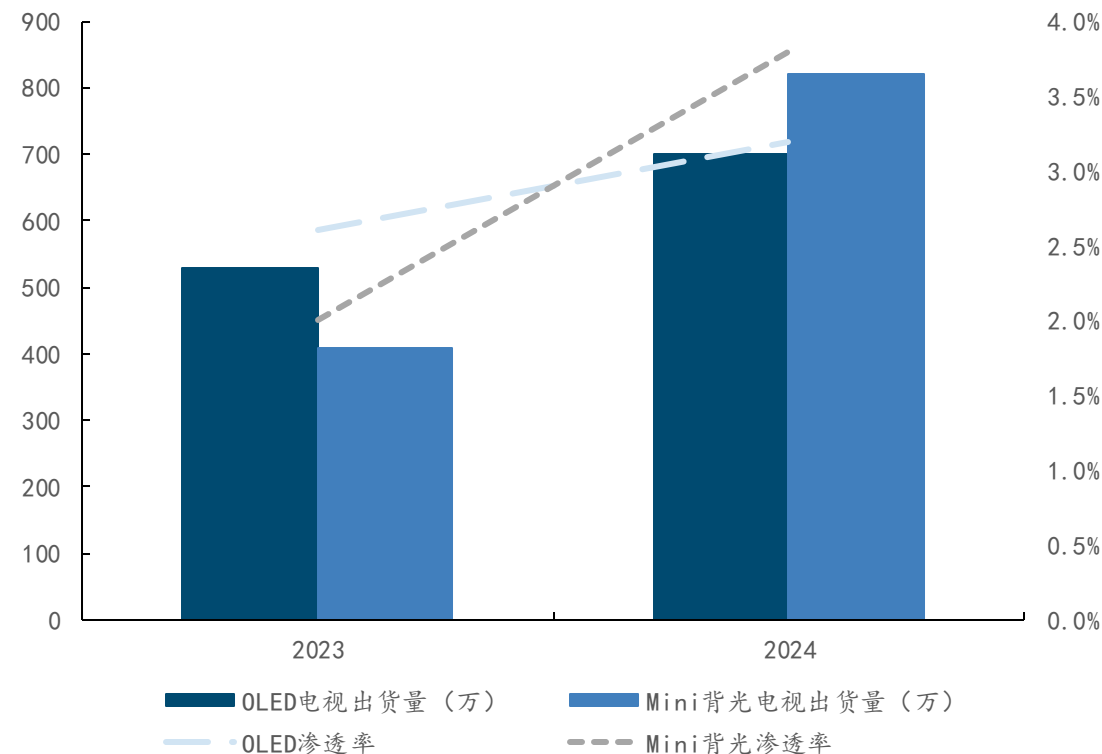
黑电未来的几大演变方向：Mini LED

- **Mini LED**：在更低成本的情况下可以做到媲美**OLED**的显示效果，较**OLED**产品寿命更长，更符合电视较长使用周期的特点。
- **2024年Mini LED全球渗透率已经超过OLED**，从竞争上看，三星、LG、索尼更重视**OLED**，我国企业如海信、TCL则背靠面板供应优势，积极布局**Mini LED**电视市场，已经逐步成为**Mini LED**技术的主导者。

图表：Mini LED相较于OLED更适配于电视场景

显示技术	传统LCD	OLED	Mini LED
技术类型	背光/LED	自发光	背光/自发光
亮度	500	500	-
发光效率	低	高	高
对比度	低	高	高
寿命(小时)	60千	20-30千	80-100千
LED数量级	100	-	10000
成本	低	约Mini2倍+	中等
终端售价 (以65吋为例; 元)	2k-3k	1W+	4k
功耗	高	约LCD的60%-80%	约LCD的30%-40%
运作温度	40-400度	30-85度	-100-120度
产业化进展	大规模量产	规模量产	规模量产

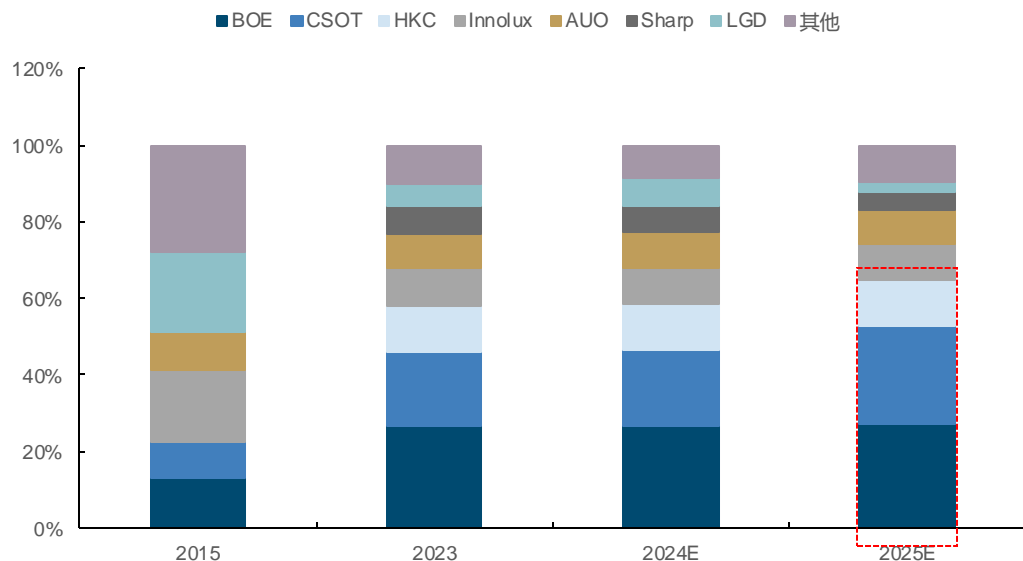
图表：2024年MiniLED的全球渗透率已超过OLED



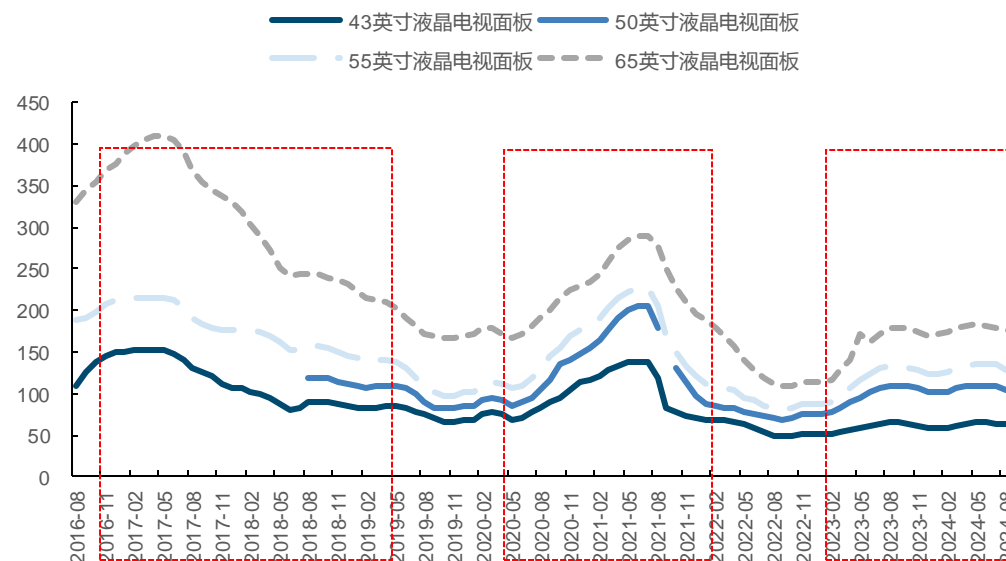
黑电未来的几大演变方向：面板周期属性减弱

- 总体看我国厂商成为主导+以销定产策略下，面板周期逐步由长周期、大波动过度至短周期、小波动的特征。
- 1) 2016-2019年：持续3年以上，面板周期波动较大，主要受新产线投产、韩系意外关停产线影响，供需大幅错配。
- 2) 2020-2022年：持续时间2年左右，周期更多源于疫情对供应链、需求端的扰动。
- 3) 2023-2024年：持续1.5年，周期更多源于控产+赛事拉动，本轮周期中价格振幅较上轮周期的130%+收窄接近一半。

图：LCD TV面板市场内资主导趋势加强



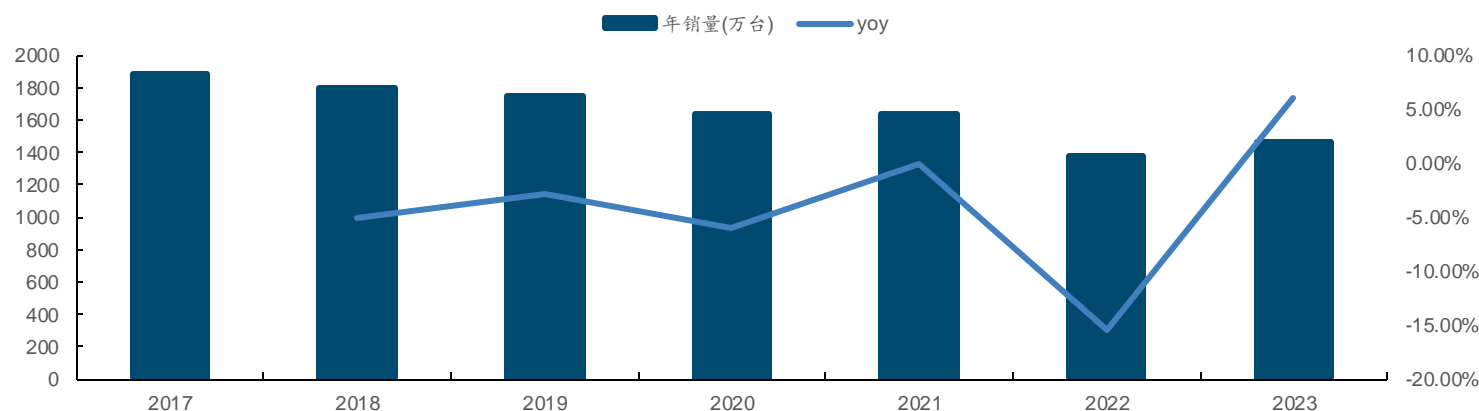
图：面板价格振幅显著收窄（单位：美元/片）



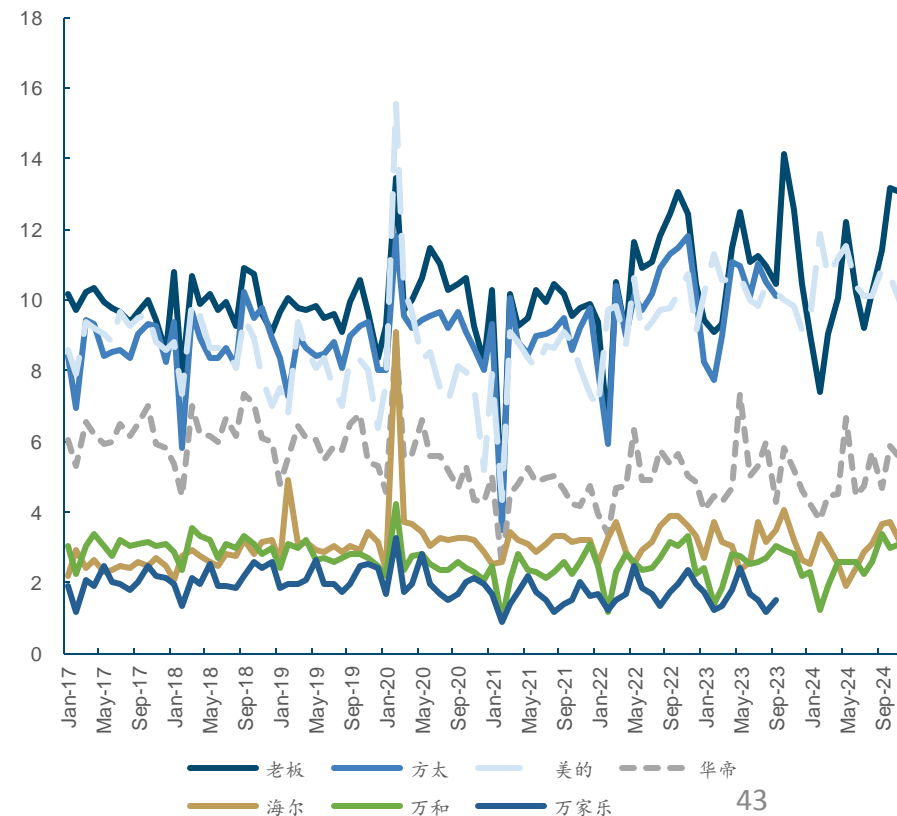
厨电国内总量及格局特征

- 从总量维度看，厨电需求与地产相关度较高，受地产景气低迷拖累，近年烟机年销售压力较大。
- 从竞争格局看，老板+方太的龙头地位稳固，近年在厨电需求走弱的背景下小品牌加速出清，龙头份额持续提升。

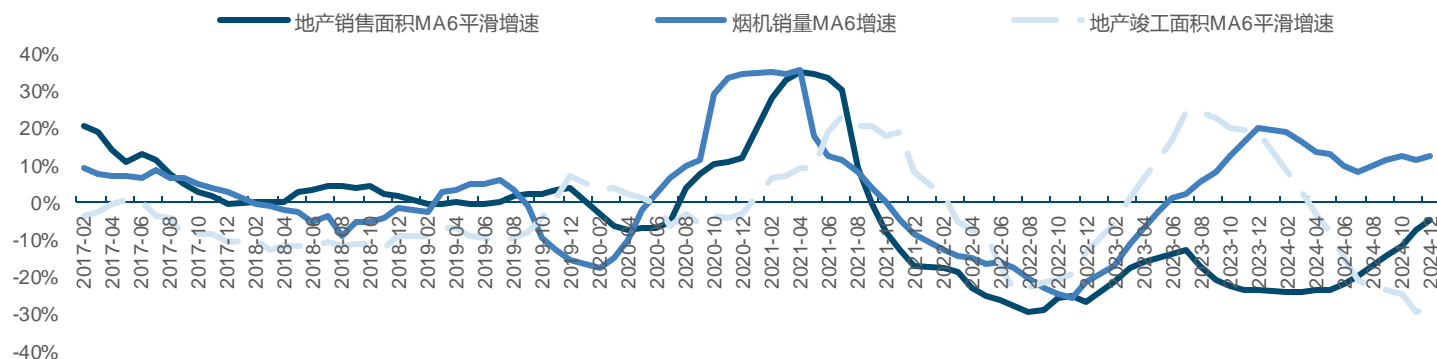
图：国内油烟机内销量及同比



图：老板、方太烟机龙头地位稳固



图：厨电需求与地产相关度较高

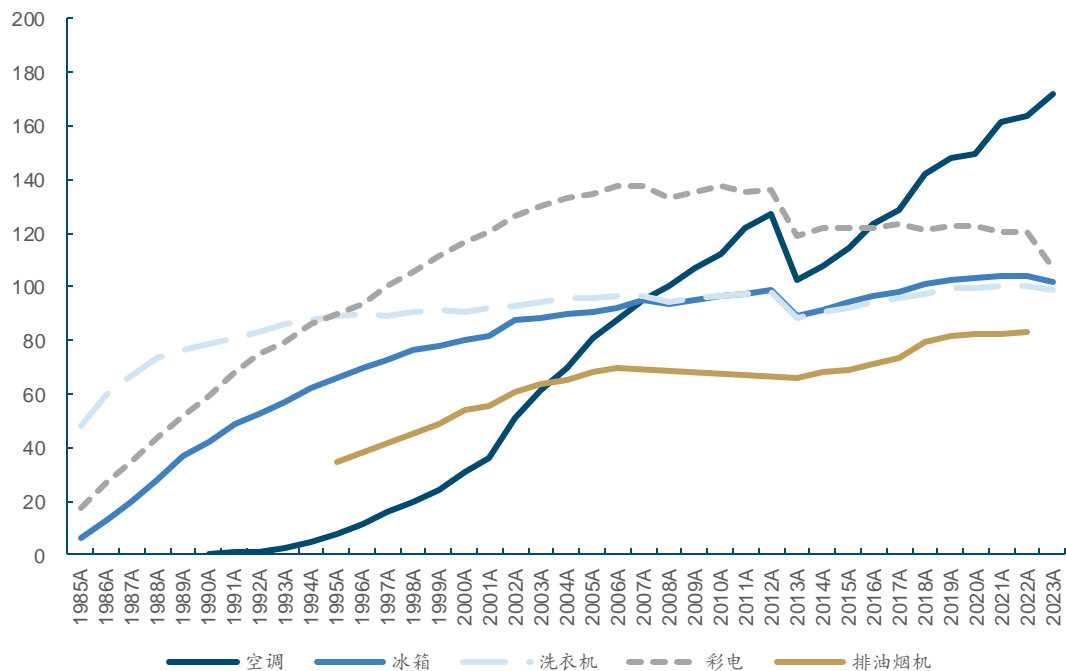


资料来源：Wind、产业在线，国金证券研究所

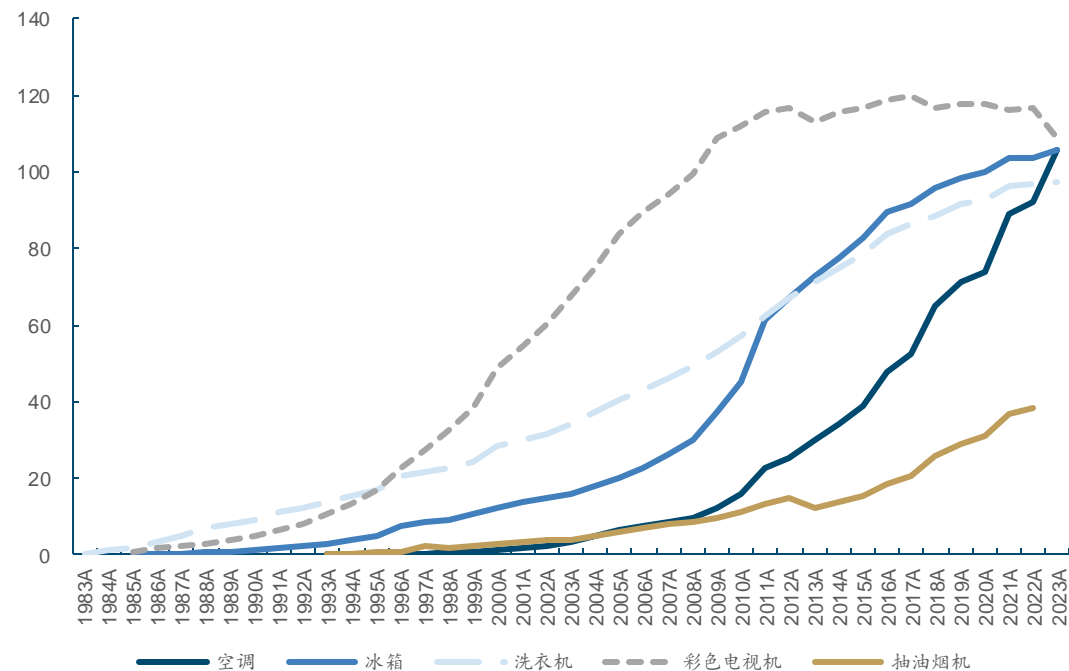
厨电未来成长性：下沉市场渗透率存在提升空间

- 城镇地区烟机渗透率已经达80%以上，较冰洗差距约在20pct左右。
- 农村地区烟机渗透率仅在40%左右，较冰洗差距在50pct以上，空间仍然较大。

图：城镇地区烟机渗透率已较高



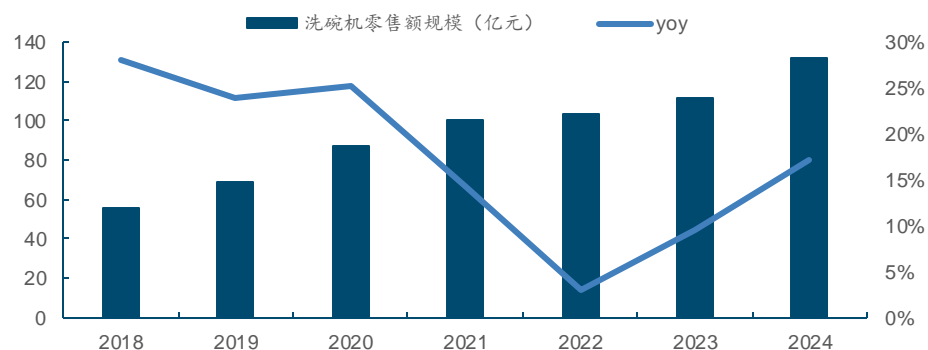
图：农村地区烟机渗透率仍有较大提升空间



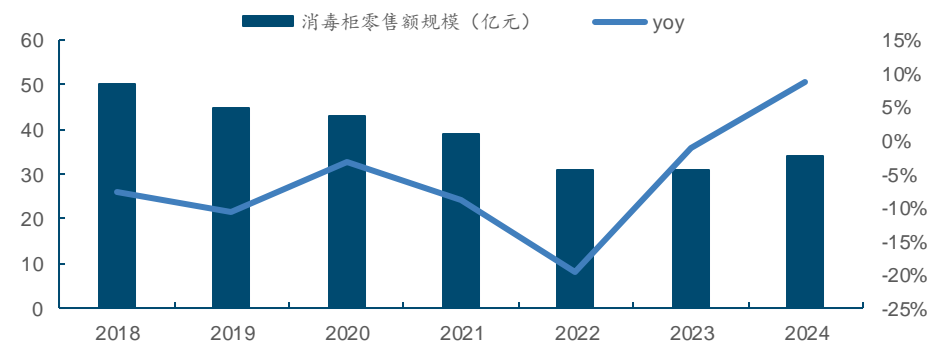
厨电未来成长性：新品类

- 消费者对品质生活的追求向更高层次进阶，健康意识的不断升级，对于健康类厨卫产品愈发重视，洗碗机、嵌入式微蒸烤近年规模保持较快增长，**2024年品需厨电（洗碗机、消毒柜、嵌入式微蒸烤、净水器）累计零售额为492亿元，同比增长16.4%**，其中洗碗机、消毒柜、嵌入式微蒸烤零售额分别同比+17.2pct、+7.3pct、+16.2pct。

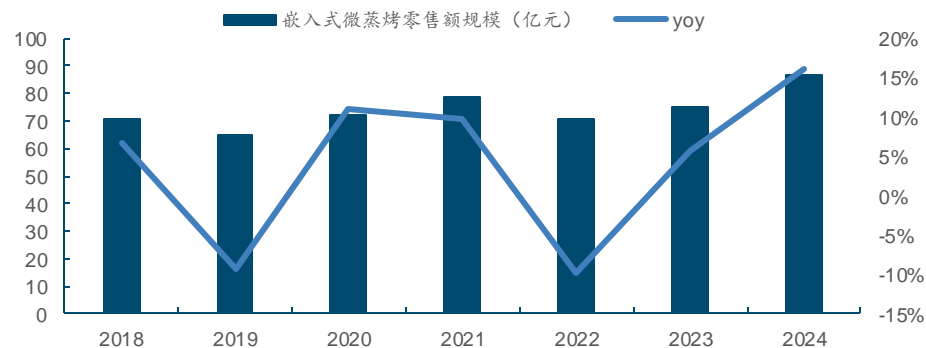
图：洗碗机零售额规模及同比



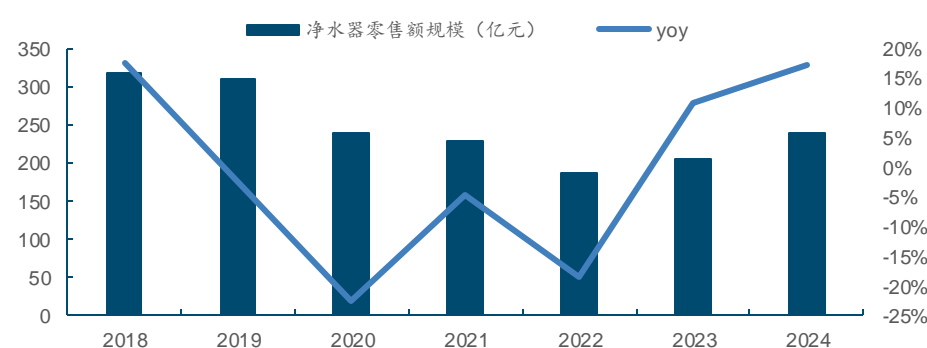
图：消毒柜零售额规模及同比



图：嵌入式微蒸烤零售额规模及同比



图：净水器零售额规模及同比



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

- **关税风险。**当前全球宏观经济环境复杂，如果海外国家关税政策出现变化，会对我国出口企业利润产生一定影响。
- **海内外需求波动。**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，行业有可能出现增长不及预期甚至下滑的风险，进而影响上市公司的盈利状况。
- **行业竞争加剧。**若行业发生价格战等情况，或对公司经营情况产生负面影响，进而影响公司利润水平。
- **原材料价格波动风险。**如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致企业的毛利率出现大幅波动，对企业的盈利能力造成不利影响。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题