

行业研究 | 行业专题研究 | 家用电器

当前时点如何看家电？



| 报告要点

9月底以来，市场颇有些“攻守易势”的味道，大家对家电上行阶段的表现关注度较高，我们统计了过去20年wind全A指数38次上涨中，家电板块的涨跌情况，结论为胜率无明显偏向，相对赔率略有不足，政策刺激周期、地产企稳改善周期以及外资流入的情况下，通常能够跑赢；而目前国内正好处在“以旧换新”政策刺激阶段，地产也在持续松绑，接下来一段时间跑赢概率仍大。

| 分析师及联系人



管泉森



孙珊



贺本东



蔡奕娴

SAC: S0590523100007 SAC: S0590523110003 SAC: S0590523110005

家用电器

当前时点如何看家电？

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《家用电器：产业在线9月空调数据简评：内销同比回正，外销继续高增》2024.10.20
- 2、《家用电器：2024年三季报前瞻：经营稳健，提速可期》2024.10.15



扫码查看更多

➤ 上行阶段的家电表现——胜率与赔率

我们回溯了2005年底至今，wind全A指数阶段性涨幅超过10%的时候家电板块的表现，一共38次，胜率与赔率的结论如下：①胜率中等，38次中跑赢17次，跑输的21次中，有4次幅度在3%以内，考虑到板块权重集中在三大白，若将市场阶段性上行持续时间调整为60个交易日及以上（1个季度及以上），样本14次，家电跑赢8次，总体无明显胜负偏向。②赔率略有不足，跑赢的17次中，家电平均跑赢幅度为6.8%，跑输的21次中，平均跑输幅度为11.3%，跑赢的幅度低于跑输。

➤ 上行阶段的家电表现——产业逻辑重要

家电胜率高的阶段为2006-2011年、2016-2017年以及2019年。2006-2011年有“家电下乡”、“以旧换新”及“节能惠民”等强力政策刺激。2016-2017年有棚改货币化、地产后周期拉动，天气热库存低空调高景气，深港通全面开通外资大幅流入。2019年有政策预期、外资回流、价格战重塑竞争格局、格力混改等。跑输集中在“2014-2015年”和“2021年”。“2014-2015年”有政策对需求透支及空调库存担忧。2021年国内外需求开始回落，原材料成本明显上行，龙头公司业绩承压。

➤ 内销政策弹性较超预期

8月底，全国政策全面落地以来，终端反馈较超预期。在年初的专题报告《家电以旧换新政策或将轮回》中，我们根据可比量价弹性判断，政策效果或将行业增速提升至大个位数，但9月以来高频数据显示销量弹性大多已显著超过双位数，且更新主导背景下，价格弹性也较为突出，从目前的销售数据来看，大多数品类都量价齐升，家电四季度财报超预期的概率较大。虽然目前市场对政策持续时间仍有分歧，但在财政货币均加力逆周期调节的宏观环境中，我们认为不宜做悲观预期。

➤ 出口预计保持稳健增长

之前外销有两方面担忧：一是基数起来，增速会明显下降；二是成熟经济“硬着陆”及关税。目前来看，家电外销表现尚可，8月以来基数回升，出口仍稳健增长，两年CAGR仍超越中枢，产业跟踪订单普遍积极；另一方面，降息周期开启后，“硬着陆”概率走低，关税更多是影响供应链地理分部，非直接经营冲击。综合来看，在：①成熟市场低库存且需求企稳改善，②新兴市场需求仍较好，③欧美系龙头推进“收缩聚焦”战略共同作用下，出口延续稳健增长，品牌出海持续贡献增量。

➤ 弹性可期，维持“强于大市”评级

以旧换新带动下，内销或正迎接换挡时刻，补贴销售规模可观，淡季品类弹性突出；四季度高端消费季节性向上，政策有望促进升级释放及均价兑现，“价格带+渠道”优势加持，龙头经营或更受益。持续推荐：一是政策弹性大，份额企稳回升，高质量高股息的白电龙头，推荐美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电；二是基本面触底，受益货币宽松的后周期标的，推荐华帝股份、老板电器；三是作为出海先锋、产品竞争力领先的扫地机及黑电龙头，关注石头科技、TCL电子、海信视像。

风险提示：政策兑现不及预期；原材料价格及汇率波动；外需改善不及预期

正文目录

1. 上行阶段的家电表现	4
2. 内销政策弹性较超预期	6
3. 出口预计保持稳健增长	7
4. 维持“强于大市”评级	9
5. 风险提示	9

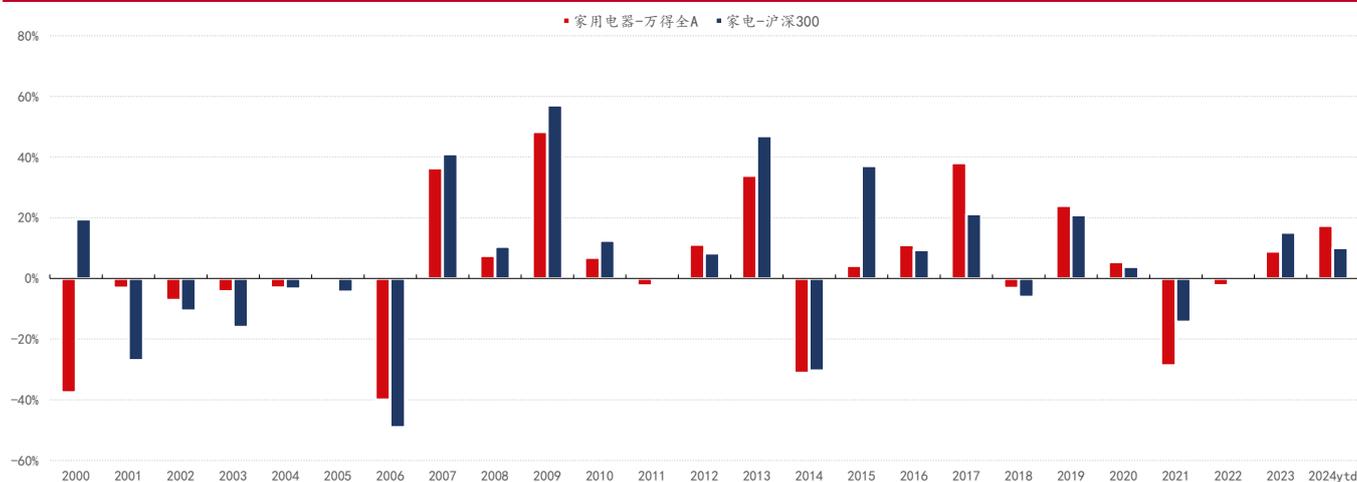
图表目录

图表 1: 过去 17 年家电板块胜率较高, 仅在 2014、2018 及 2021 年明显跑输 ...	4
图表 2: 2005 年末以来, wind 全 A 阶段性涨幅超 10% 行情中, 家电板块的表现 ..	5
图表 3: 8 月下旬政策全面落地至今, 家电销量呈现快速增长	6
图表 4: 8 月下旬政策全面落地至今, 大部分品类均价提升明显	7
图表 5: 出口在基数回升的情况下仍能保持稳健增长	8
图表 6: 出口排产增速监测仍在逐月上调	8

1. 上行阶段的家电表现

一如我们在《攻守之间，踏步向前》、《被低估的更新和政策弹性》等报告中所述：“由于家电行业格局稳定，内需更新主导的情况下相对平稳，外需在供应链集中和品牌出海逻辑支撑下还能贡献增量，所以市场偏弱或没明确方向的时候，家电的超额收益较为明显”。不过，近期市场表现颇有些“攻守易势”的味道，本专题我们将补充在市场处于攻势的时候，家电板块的投资策略。

图表1：过去 17 年家电板块胜率较高，仅在 2014、2018 及 2021 年明显跑输



资料来源：Wind，国联证券研究所（数据截至 2024 年 10 月 18 日）

先来回顾下过去 20 年市场上行阶段家电板块的表现。这里我们以 2005 年底（2006-2007 行情前的低点）至今，wind 全 A 指数阶段性涨幅超过 10% 的情形¹为样本，一共 38 次，有如下结论：

- **上行阶段，家电胜率中等。**指数上行阶段，家电跑输次数略多于跑赢次数，样本统计 38 次，跑赢 17 次，跑输 21 次，但考虑到板块权重集中在三大白，且跑输的 21 次中，有 4 次幅度在 3% 以内，所以单从胜率来看，我们倾向于认为统计结果偏中性。如果我们将市场阶段性上行持续时间调整为 60 个交易日及以上（1 个季度及以上），样本 14 次，家电跑赢 8 次，看起来统计上胜率也没有太显著的偏差。
- **上行阶段，家电赔率略有不足。**指数上行阶段，家电指数跑赢的 17 次中，平均跑赢幅度为 6.8%，同期万得全 A 平均涨幅为 29.7%。跑输的 21 次中，平均跑输幅度

¹ 采用数学中的极值点确立方法，截取有上行趋势阶段的涨幅，低于 10% 的阶段性上涨不计入。

为 11.3%，同期万得全 A 平均涨幅为 41.3%，总体来看，上行阶段，跑赢的幅度低于跑输的幅度，差距主要来自部分持续时间和幅度都堪称历史级别的市场行情中。

● **上行阶段，家电胜率高的阶段集中在：2006-2011 年、2016-2017 年以及 2019 年。**2006-2011 年存在的产业内逻辑为“家电下乡”、“以旧换新”及“节能惠民”等强力政策刺激，同时这一阶段空调格局快速集中，白电盈利持续好转。2016-2017 年存在的产业内逻辑主要是棚改货币化、地产后周期拉动，天气热库存低空调行业高景气，深港通全面开通，外资大幅流入。2019 年存在的产业内逻辑主要为政策刺激预期强化、外资阶段性回流、行业价格战重塑竞争格局、格力混改等。

● **市场上行，但家电显著跑输的阶段集中在“2014-2015 年”和“2021 年”。**“2014-2015 年”存在的产业逻辑为前期政策对产业需求透支、空调库存累计至较高水平，产业格局稳定，盈利能力持续提升。2021 年存在的产业内逻辑为，国内外需求开始回落，原材料成本明显上行，龙头公司业绩承压。

图表2：2005 年末以来，wind 全 A 阶段性涨幅超 10%行情中，家电板块的表现

序号	涨幅超10%行情			家电指数表现				子行业区间涨跌幅							相对wind全A					
	阶段起始点	阶段终止点	交易日数	万得全A涨幅	排名	家电指数涨跌幅	相对全A涨跌幅	跑赢/跑输	白色家电	黑色家电	小家电	厨房电器	照明设备	家电零部件	白色家电	黑色家电	小家电	厨房电器	照明设备	家电零部件
1	2005-12-06	2006-07-12	157	76%	24	53%	-23%	跑输	62%	42%	105%	47%	51%	22%	-14%	-34%	30%	-28%	-25%	-53%
2	2006-08-07	2007-05-29	212	236%	10	259%	23%	跑赢	297%	203%	141%	208%	164%	183%	61%	-32%	-94%	-28%	-72%	-53%
3	2007-06-04	2007-06-19	12	12%	1	29%	17%	跑赢	33%	21%	11%	34%	25%	6%	20%	9%	-2%	21%	13%	-6%
4	2007-07-16	2007-10-16	67	48%	25	27%	-21%	跑输	31%	19%	18%	9%	18%	41%	-17%	-29%	-30%	-39%	-29%	-7%
5	2007-11-28	2008-01-14	34	25%	16	28%	4%	跑赢	30%	24%	17%	53%	25%	28%	6%	-1%	-7%	2%	1%	4%
6	2008-11-04	2009-08-04	196	138%	16	133%	-5%	跑输	133%	131%	127%	133%	144%	126%	-5%	-7%	-11%	-5%	6%	-12%
7	2009-08-31	2009-09-17	14	9%	14	9%	1%	跑赢	9%	10%	5%	10%	6%	16%	1%	1%	-4%	1%	-2%	7%
8	2009-09-29	2009-11-23	40	24%	3	36%	12%	跑赢	32%	48%	31%	70%	30%	42%	8%	24%	7%	46%	6%	18%
9	2010-07-05	2010-11-08	91	39%	14	44%	6%	跑赢	53%	20%	30%	97%	56%	40%	14%	-18%	-9%	58%	17%	2%
10	2011-01-25	2011-04-18	60	13%	5	22%	8%	跑赢	20%	25%	12%	-5%	7%	14%	7%	12%	-1%	-19%	-6%	1%
11	2011-06-20	2011-07-15	20	8%	19	11%	3%	跑赢	11%	9%	10%	20%	12%	13%	3%	1%	2%	12%	4%	4%
12	2011-10-21	2011-11-15	18	9%	28	7%	-3%	跑输	6%	8%	15%	5%	20%	9%	-3%	-2%	6%	-4%	11%	0%
13	2012-01-06	2012-03-02	41	16%	3	27%	11%	跑赢	23%	39%	22%	12%	21%	24%	7%	3%	6%	-4%	5%	8%
14	2012-12-04	2013-02-08	49	26%	24	24%	-2%	跑输	25%	24%	26%	42%	24%	31%	-2%	-3%	0%	15%	-2%	5%
15	2013-04-27	2013-05-29	23	11%	27	5%	-6%	跑输	6%	3%	29%	10%	28%	18%	-5%	-8%	18%	-1%	17%	7%
16	2013-06-26	2013-10-14	79	22%	13	23%	1%	跑赢	22%	26%	14%	21%	10%	12%	0%	3%	-8%	-1%	-13%	-10%
17	2014-01-21	2014-02-17	20	11%	20	9%	-2%	跑输	8%	14%	9%	9%	10%	15%	-4%	3%	-2%	-2%	-1%	3%
18	2014-05-20	2015-06-12	279	226%	23	168%	-58%	跑输	146%	242%	161%	158%	131%	240%	-79%	16%	-64%	-68%	-95%	14%
19	2015-07-09	2015-07-23	11	35%	21	22%	-13%	跑输	20%	29%	29%	28%	26%	35%	-15%	-6%	-6%	-7%	-9%	0%
20	2015-08-04	2015-08-17	10	16%	27	9%	-7%	跑输	5%	20%	20%	8%	24%	17%	-11%	4%	4%	-8%	8%	1%
21	2015-09-30	2015-12-22	60	36%	7	38%	2%	跑赢	41%	28%	43%	23%	46%	58%	5%	-8%	7%	-13%	11%	22%
22	2016-01-29	2016-02-24	19	15%	29	8%	-6%	跑输	6%	16%	11%	17%	17%	12%	-9%	1%	-4%	2%	3%	-3%
23	2016-03-12	2016-04-14	24	16%	29	11%	-5%	跑输	10%	12%	20%	16%	17%	25%	-6%	-4%	4%	0%	1%	9%
24	2016-05-31	2016-11-28	130	20%	4	28%	7%	跑赢	33%	8%	12%	22%	21%	23%	13%	-13%	-8%	2%	0%	2%
25	2017-06-02	2017-11-13	117	16%	3	29%	13%	跑赢	30%	24%	1%	23%	4%	9%	14%	8%	-15%	7%	-12%	-7%
26	2018-02-10	2018-03-12	21	10%	15	12%	1%	跑赢	11%	14%	10%	-5%	12%	16%	1%	3%	0%	-16%	1%	5%
27	2018-10-19	2018-11-19	22	13%	26	7%	-5%	跑输	6%	18%	14%	18%	22%	13%	-6%	6%	1%	5%	10%	0%
28	2019-02-01	2019-04-04	45	34%	28	25%	-9%	跑输	22%	51%	36%	44%	34%	32%	-12%	17%	2%	9%	0%	-2%
29	2019-06-07	2019-07-01	17	10%	7	11%	1%	跑赢	11%	7%	13%	14%	5%	8%	1%	-3%	3%	4%	-5%	-2%
30	2019-08-08	2019-09-09	23	11%	9	11%	0%	跑输	11%	13%	11%	16%	8%	14%	0%	2%	-1%	5%	-4%	3%
31	2019-11-30	2020-01-13	31	12%	5	16%	4%	跑赢	16%	16%	13%	19%	11%	21%	4%	4%	1%	7%	-1%	9%
32	2020-02-04	2020-02-25	16	16%	20	10%	-6%	跑输	8%	46%	15%	8%	9%	27%	-8%	30%	-1%	-8%	-7%	11%
33	2020-03-24	2020-07-13	80	38%	17	31%	-7%	跑输	32%	22%	48%	27%	25%	52%	-6%	-15%	11%	-11%	-13%	14%
34	2021-03-26	2021-12-13	187	17%	28	-11%	-26%	跑输	-12%	16%	10%	0%	-1%	45%	-28%	-1%	-7%	-17%	-18%	3%
35	2022-04-27	2022-06-28	45	25%	9	21%	-3%	跑输	13%	32%	19%	21%	18%	75%	-11%	7%	-5%	-4%	-7%	50%
36	2022-11-01	2023-02-01	67	15%	5	25%	10%	跑赢	30%	10%	24%	29%	11%	15%	15%	-5%	9%	14%	-3%	0%
37	2024-02-06	2024-03-18	30	21%	22	12%	-9%	跑输	6%	37%	20%	19%	34%	31%	-15%	16%	-1%	-2%	13%	10%
38	2024-09-19	2024-10-08	14	37%	25	28%	-9%	跑输	25%	39%	28%	31%	34%	41%	-12%	2%	-9%	-6%	-3%	4%

资料来源：Wind，国联证券研究所（数据截至 2024 年 10 月 8 日，即本轮目前为止的高点）

综合来看，市场上行阶段，家电胜率虽无优势但也无劣势，这跟市场认知有一定

偏差，赔率略有不足，尤其是在历史级的行情中。在市场上行阶段，产业自身逻辑在胜率和赔率方面都有举足轻重的影响，总体来看，在地产企稳改善、消费刺激政策以及外资流入等支撑的上行阶段，家电有优势。我们认为，这是接下来一段时间发生概率较大的情形。

2. 内销政策弹性较超预期

今年毫无疑问是内销政策大年，7月份财政加力后，政策补贴力度已经超越家电下乡时期。8月底，全国政策全面落地以来，终端反馈较超预期。在年初的专题报告《家电以旧换新政策或将轮回》中，我们根据可比量价弹性判断，政策效果或将行业增速提升至大个位数，但9月以来的高频数据显示销量弹性大多已显著超过双位数，且在更新主导的产业背景下，价格弹性也较为突出，从目前的销售数据来看，大多数品类都量价齐升，家电四季度财报超预期的概率较大。虽然目前市场对政策持续时间仍有分歧，但在财政货币均加力逆周期调节的宏观环境中，我们认为不宜做悲观预期。具体分析敬请参考《换挡时刻，再读以旧换新》、《被低估的更新和政策弹性》。

图表3：8月下旬政策全面落地至今，家电销量呈现快速增长

销量同比	05/01-05/31	06/01-06/30	07/01-07/31	01/01-07/31	07/29-08/04	08/05-08/11	08/12-08/18	08/19-08/25	08/26-09/01	09/02-09/08	09/09-09/15	09/16-09/22	09/23-09/29	09/30-10/06	10/07-10/13	
	24W05	24W06	24W07	24W01-W07	24W31	24W32	24W33	24W34	24W35	24W36	24W37	24W38	24W39	24W40	24W41	
线上	彩电	-11%	-22%	-6%	-5%	4%	-7%	-17%	-6%	-1%	56%	21%	5%	54%	60%	
	冰箱	2%	-8%	2%	1%	14%	6%	-2%	-6%	31%	43%	63%	34%	-1%	36%	27%
	空调	1%	-10%	-2%	7%	2%	43%	15%	36%	106%	105%	136%	64%	2%	41%	50%
	洗衣机	3%	16%	8%	10%	13%	-9%	20%	4%	21%	22%	25%	24%	13%	35%	23%
	油烟机	-4%	-12%	8%	-2%	5%	10%	-5%	35%	44%	42%	80%	39%	38%	44%	61%
	燃气灶	19%	4%	10%	11%	10%	23%	23%	50%	59%	54%	91%	59%	63%	54%	80%
	洗碗机	24%	-12%	24%	4%	-1%	15%	5%	41%	35%	3%	76%	72%	38%	134%	71%
	集成灶	-13%	-54%	-24%	-36%	-31%	-30%	-57%	-39%	-37%	-53%	-23%	-35%	-11%	8%	50%
	扫地机器人	40%	-12%	17%	16%	10%	8%	3%	18%	2%	-5%	22%	75%	22%	8%	423%
	洗地机	30%	-8%	45%	31%	36%	19%	25%	-2%	9%	-12%	18%	14%	4%	71%	110%
	电饭煲	-15%	-21%	-8%	-8%	-11%	-14%	-10%	-1%	2%	-5%	13%	4%	2%	8%	16%
	破壁机	12%	-6%	12%	-1%	14%	-3%	7%	9%	13%	-1%	16%	-5%	12%	15%	17%
	线下	彩电	-10%	-5%	-12%	-11%	12%	-23%	-32%	3%	39%	-32%	38%	31%	-33%	66%
冰箱		1%	-2%	-15%	-8%	1%	-20%	-30%	5%	54%	-24%	71%	74%	-22%	83%	213%
空调		-3%	-10%	-6%	-11%	48%	-2%	-18%	34%	135%	1%	58%	123%	4%	152%	383%
洗衣机		6%	5%	-10%	-1%	7%	-17%	-28%	3%	39%	-26%	49%	63%	-24%	70%	167%
油烟机		6%	7%	-7%	2%	12%	-16%	-27%	7%	65%	-9%	105%	77%	-3%	104%	257%
燃气灶		5%	7%	-13%	2%	0%	-21%	-28%	1%	54%	-18%	80%	54%	-12%	81%	179%
洗碗机		4%	10%	-16%	2%	10%	-6%	-32%	2%	25%	-17%	78%	44%	-27%	108%	280%
集成灶		1%	-12%	-19%	-5%	5%	-18%	-24%	-9%	13%	-20%	88%	6%	-12%	38%	105%
扫地机器人		44%	23%	13%	26%	47%	12%	-23%	8%	102%	-11%	84%	56%	17%	196%	256%
洗地机		9%	16%	15%	12%	25%	8%	-12%	33%	44%	-16%	47%	45%	-11%	66%	129%
电饭煲		-8%	-2%	-14%	-9%	-4%	-20%	-21%	-8%	1%	-22%	-1%	5%	-47%	17%	14%
破壁机		-20%	-17%	-18%	-17%	-13%	-29%	-29%	-5%	3%	-31%	-8%	-3%	-46%	7%	20%

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表4：8月下旬政策全面落地至今，大部分品类均价提升明显

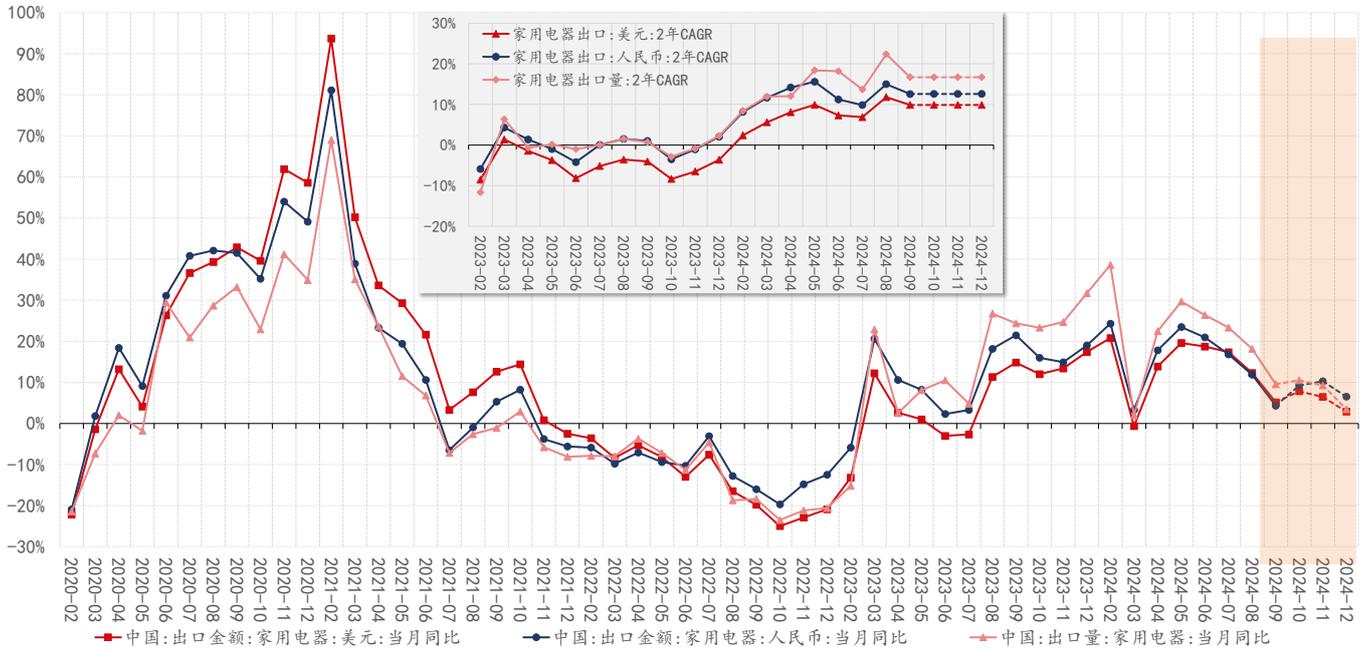
均价同比	05/01-05/31	06/01-06/30	07/01-07/31	01/01-07/31	07/29-08/04	08/05-08/11	08/12-08/18	08/19-08/25	08/26-09/01	09/02-09/08	09/09-09/15	09/16-09/22	09/23-09/29	09/30-10/06	10/07-10/13
	24W05	24W06	24W07	24W01-M07	24W31	24W32	24W33	24W34	24W35	24W36	24W37	24W38	24W39	24W40	24W41
线上	彩电	13%	17%	6%	13%	-6%	3%	-6%	10%	20%	25%	19%	11%	9%	10%
	冰箱	-2%	-3%	-2%	1%	-8%	-12%	0%	-5%	-8%	2%	10%	9%	15%	18%
	空调	-6%	-8%	-7%	-5%	-6%	-6%	-4%	-3%	-6%	-1%	5%	7%	4%	3%
	洗衣机	-6%	-11%	-5%	-4%	-3%	-6%	-8%	-5%	-2%	0%	7%	3%	0%	10%
	油烟机	10%	-4%	-1%	1%	-14%	-9%	-5%	-10%	-11%	-7%	6%	3%	8%	0%
	燃气灶	-5%	-14%	-4%	-7%	-20%	-14%	-17%	-17%	-16%	-15%	-2%	-11%	-9%	-8%
	洗碗机	-5%	-2%	-9%	-3%	-11%	-14%	-5%	-7%	-8%	-9%	-8%	-7%	-3%	-2%
	集成灶	-2%	-16%	-9%	-11%	-10%	7%	-10%	-1%	1%	-10%	9%	-1%	14%	31%
	扫地机器人	5%	3%	2%	3%	2%	2%	4%	7%	-8%	-7%	-7%	13%	8%	-4%
	洗地机	-15%	-18%	-18%	-19%	-18%	-15%	-20%	-21%	-16%	-17%	-16%	-20%	-18%	-10%
线下	电饭煲	6%	3%	8%	3%	5%	3%	2%	3%	4%	-1%	6%	3%	9%	9%
	破壁机	-12%	-18%	-11%	-12%	-10%	-10%	-11%	-9%	-11%	-9%	-13%	-7%	-3%	-3%
	彩电	11%	10%	6%	12%	6%	11%	1%	5%	12%	10%	28%	21%	16%	15%
	冰箱	9%	8%	2%	5%	3%	3%	-3%	7%	12%	3%	18%	11%	4%	9%
	空调	2%	-3%	-1%	-2%	1%	-3%	-4%	-1%	3%	0%	11%	8%	4%	6%
	洗衣机	8%	3%	0%	3%	1%	0%	-6%	0%	14%	-1%	21%	16%	7%	11%
	油烟机	5%	5%	3%	3%	4%	4%	-2%	-2%	10%	6%	12%	12%	6%	8%
	燃气灶	3%	5%	6%	3%	5%	5%	0%	3%	13%	12%	22%	21%	17%	16%
	洗碗机	9%	8%	7%	7%	-3%	10%	5%	1%	11%	4%	0%	5%	5%	17%
	集成灶	14%	8%	3%	7%	2%	-1%	-9%	-2%	9%	-5%	4%	4%	-1%	-2%
扫地机器人	13%	8%	8%	9%	2%	6%	7%	-1%	-3%	-11%	-3%	5%	-2%	2%	
洗地机	-9%	-10%	-13%	-9%	-14%	-5%	-14%	-11%	-13%	-17%	-15%	-7%	-9%	-8%	
电饭煲	4%	0%	1%	1%	0%	-1%	-4%	3%	4%	-2%	0%	1%	-1%	11%	
破壁机	-4%	1%	-2%	-3%	0%	-4%	-10%	2%	-1%	-4%	-4%	2%	-1%	2%	

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

3. 出口预计保持稳健增长

二季度以来，市场对家电外销存在两方面担忧：一是下半年基数起来之后，产业增速会明显下降；二是成熟市场经济“硬着陆”情形及关税扰动。就目前来看，家电外销的实际表现要比之前市场所预期的强出不少，一方面8月份以来增速基数已有显著回升，但家电出口仍保持增长，两年CAGR仍在中枢以上，产业跟踪下来的企业订单反馈普遍仍较为积极；另一方面，成熟经济体的高频数据并没有显著走弱，降息周期开启后，“硬着陆”的概率也在进一步走低，关税在经历2018-2019年的加征冲击后，看起来更多是对供应链地理分部有影响，而非直接冲击企业经营。综合来看，我们认为在：①成熟市场低库存且需求企稳改善，②海外新兴市场需求仍较好，③欧美系龙头推进“收缩聚焦”的经营战略的共同作用下，出口预计会实现稳健增长，品牌出海持续贡献增量。具体分析敬请参考我们今年以来发布的深度报告《基于区域拆分看出口景气持续性》、《对美出口的预期差》、《新兴市场的来路与征程》、《韧性时代：关税周期中的挑战与底气》及《从海外龙头2024Q2财报评估家电外销走势》。

图表5：出口在基数回升的情况下仍能保持稳健增长



资料来源：海关总署，国联证券研究所（虚线部分为假设两年CAGR不变的情况下，出口月度增长表现）

图表6：出口排产增速监测仍在逐月上调

预期时点	数据期间	内销			外销		
		空调	冰箱	洗衣机	空调	冰箱	洗衣机
2024年12月底	2024年3月	1.9%	4.3%	5.3%	4.0%	13.7%	-5.3%
2024年1月底		5.6%	4.3%	5.3%	7.3%	13.7%	-5.3%
2024年2月底		17.3%	12.2%	5.3%	23.5%	21.7%	-5.3%
2024年1月底	2024年4月	9.1%	2.4%	1.5%	6.8%	0.8%	1.6%
2024年2月底		21.4%	8.8%	1.5%	18.6%	7.7%	1.6%
2024年3月底		20.9%	10.9%	1.5%	28.3%	19.9%	1.6%
2024年2月底	2024年5月	15.9%	2.2%	6.4%	6.2%	1.3%	1.3%
2024年3月底		16.3%	1.3%	6.4%	16.7%	1.5%	1.3%
2024年4月底		10.0%	10.6%	6.4%	33.8%	9.7%	1.3%
2024年3月底	2024年6月	13.5%	1.6%	5.7%	3.1%	-1.4%	3.2%
2024年4月底		8.0%	3.0%	5.0%	16.6%	1.0%	2.8%
2024年5月底		3.6%	6.8%	8.3%	31.4%	7.3%	4.7%
2024年4月底	2024年7月	6.0%	-4.1%	4.9%	4.5%	-1.7%	2.1%
2024年5月底		0.9%	0.3%	11.6%	10.6%	5.1%	5.3%
2024年6月底		-14.8%	-1.5%	-4.3%	34.2%	8.6%	5.3%
2024年5月底	2024年8月	-6.2%	-5.1%	7.3%	1.5%	-0.9%	-1.8%
2024年6月底		-16.6%	-6.1%	1.4%	14.7%	2.1%	-1.8%
2024年7月底		-15.8%	-13.1%	1.4%	25.7%	8.0%	0.4%
2024年6月底	2024年9月	8.0%	-9.2%	-4.9%	8.4%	-6.1%	-2.2%
2024年7月底		4.9%	-12.1%	-2.4%	15.5%	-0.3%	0.4%
2024年8月底		-14.4%	3.4%	4.8%	31.8%	2.3%	-2.2%
2024年7月底	2024年10月	-1.4%	-7.7%	1.3%	3.9%	-6.3%	5.0%
2024年8月底		-7.1%	4.4%	5.8%	33.6%	-0.6%	2.2%
2024年9月底		5.2%	3.7%	5.8%	51.0%	14.2%	5.0%
2024年8月底	2024年11月	2.4%	5.5%	8.5%	22.0%	-5.2%	5.1%
2024年9月底		8.0%	4.3%	8.5%	41.0%	6.7%	5.1%
2024年10月底							

资料来源：海关总署，国联证券研究所

4. 维持“强于大市”评级

9月底以来，市场颇有些“攻守易势”的味道，大家对家电上行阶段的表现关注度较高，我们统计了过去20年wind全A指数38次上涨中，家电板块的涨跌情况，结论为胜率无明显偏向，相对赔率略有不足，政策刺激周期、地产企稳改善周期以及外资流入的情况下，通常能够跑赢；而目前国内正好处在“以旧换新”政策刺激阶段，地产也在持续松绑；综合来看，我们认为家电板块在接下来一段时间跑赢的概率仍大。

最后重申行业观点，7月底中央发布新一轮以旧换新政策，8月中旬起各省陆续落地新方案及细则，截至目前省级地方方案接近完全落地，步入兑现阶段；奥维监测8月下旬至9月中央补贴核心品类环比明显提速，湖北、重庆等首批执行省市渠道反馈积极。展望后续，家电内销正处更新大周期，8月起空调内销走低增速改善，后续弹性可期，综合政策表述及渠道反馈，明后年补贴政策有望展期。品类层面，逻辑上价格相对刚性、置换相对方便的品类最受益，白电>厨电，家居>黑电；本轮补贴政策对能效设置门槛，地方方案对线下参与主体资质多有要求，内销占比较高、产品结构更好的一二线白电龙头经营或更受益。外销方面，年初以来家电出口持续超越中枢，欧美需求触底改善，渠道库存健康；拉美、非洲等新兴市场表现抢眼，持续贡献增量，背后核心驱动为“中国制造”价格竞争力持续强化；当前外销订单反馈依旧积极，下半年双位数增长可期。2018年3Q1调查以来，家电企业海外收入扩张趋势及盈利能力并未受损，充分体现其应对出口外部风险能力，中长期有望持续抢占全球市场份额。投资建议：一是政策弹性大，份额企稳回升，高质量高股息的白电龙头，推荐美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电；二是基本面触底，政策预期向上的后周期标的，推荐华帝股份、老板电器；三是品牌出海先锋、产品竞争力领先的扫地机及黑电龙头，关注石头科技、TCL电子、海信视像。

5. 风险提示

1) 政策兑现不及预期。四季度政策进入集中兑现阶段，近期板块估值尚在反映初期，若后续股价出现持续大幅上涨，市场预期明显上调，最终兑现有弱于预期的可能。

2) 原材料价格及汇率波动。原材料占主要家电公司营业成本的比例在80%以上，以钢、铜、塑等为主，目前盈利预测建立在原材料价格基本平稳的假设下，主要经济体降息周期之中，以有色为代表的大宗价格在弱美元、顺周期支撑下有上行可能；此外

我国顺周期政策加力叠加美国降息，近日人民币汇率走升；若大宗价格及人民币持续走高，对出口价格竞争力及外销业务盈利或形成不利影响。

3) 外需改善不及预期。当前后续外销预期的积极因素主要来自发达经济体库存水位健康基础上的需求改善，若后续美联储降息路径发生超预期变化，或地产、耐用品消费需求改善不及预期，家电公司外销业务有不及预期的可能。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼