

行业研究 | 行业专题研究 | 家用电器

从海外龙头 2024Q3 财报评估家电外销 走势



| 报告要点

海外家电三季度延续恢复趋势。出货端，美国、西欧、东欧核心家电出货量分别同比+5%、-1%及+1%，增速分别环比+1、+2及+1pct；我国家电出口量+17%，美元额+11%，人民币额+11%。海外零售方面，美国正逐步恢复至中枢以上，库存仍在低位，欧洲仍在中枢以下，但恢复趋势良好。海外龙头企业三季度经营端延续改善，大部分维持或上调了全年预期。新兴市场表现强劲，欧美复苏、低库存、降息的背景下，我们预计中国家电出口大概率将持续超越中枢。

| 分析师及联系人



管泉森

SAC: S0590523100007



孙珊

SAC: S0590523110003



贺本东

SAC: S0590523110005



蔡奕娴

家用电器

从海外龙头 2024Q3 财报评估家电外销走势

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：政策催化内销景气，厨电&白电值得重视——家电行业10月月报及11月投资策略》2024.11.12
- 2、《家用电器：2024Q3 家电板块财报综述：短期承压，改善可期》2024.11.06



扫码查看更多

➤ 海外家电需求——美国不弱，欧洲不强

出货方面，2024Q3 美国、西欧、东欧核心家电的出货量分别同比+5%、-1%及+1%，增速分别环比+1、+2 及+1pct。过去十年，美国家电季度出货增速均值及中位数为+2.8%/+2.0%，西欧为-0.5%及0%，东欧为-0.5%及+2.0%。目前美国家电出货增速超越10年中枢，东欧在10年中枢附近波动，西欧正稳步修复至10年中枢。零售方面，销量角度，美国家电零售正逐步恢复至中枢以上，库存仍在低位，暂无补库存迹象。欧洲从偏宏观的整体零售来看，仍处在中枢以下，但总体保持改善趋势。

➤ 我国家电出口——大概率仍超越中枢

海关口径，2024Q3 我国家电出口量+17%，美元额+11%，人民币额+11%；产业在线口径，2024Q3 我国空调、冰箱、洗衣机及彩电的出口量增速分别为+38%、+14%、+10%及+11%。预计后续家电出口大概率仍将超越中枢(+MSD)，核心逻辑为：1) 据产业在线排产数据，2024Q4 空调出口预计增加50%+，冰洗出口预计+5%~+10%，年内数据对最终出口仍有低估；2) 成熟市场需求持续改善且库存不高，正在进入销售旺季；3) 若后续关税预期强化，会有“抢出口”行为，目前还在偏早期阶段。

➤ 海外龙头 2024Q3——收入改善，预期平稳

多数公司 2024Q3 收入增速和盈利能力有改善，5 家公司上调财年预期，AOS 和 iRobot 两家下调，其余不变。1) 收入端多有提速，14 家公司中，9 家环比提升，4 家小幅减速，仅 AOS 因为上半年库存回升较快，放缓较多；2) HVAC 总体仍优于消费电子，除 Carrier，主营增速均在双位数，前期库存去化彻底叠加旺季天气带动，海外空调需求较好；消费电子进一步恢复，除 Whirlpool，欧系/韩系均有不同程度提速；3) 区域间有收敛迹象，拉美增速总体回落，消费电子龙头在欧美已开始能实现双位数增长，中国业务疲弱；4) 量价上，多数实现量增，HVAC&R 龙头 mix/price 延续向上趋势，消费电子 mix/price 压力略有缓解；5) 盈利上多有改善，消费电子由销量恢复和内部降本贡献，价格仍有拖累，原材料成本对盈利影响趋于中性。

➤ 业绩确定性较强，维持“强于大市”评级

我国家电 2024Q3 出口延续强劲增长，海外家电龙头经营端保持改善趋势，产业需求持续好转，库存合理低位，随着降息周期开启，预计家电外销仍将保持较好增长趋势；虽然关税有隐忧，但经历过 2018 年冲击之后，本轮经营应对将更加从容。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；24Q4 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，龙头经营有望更加受益。持续推荐：一是白电龙头，推荐美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电；二是后周期标的，推荐华帝股份、老板电器；三是两轮车、扫地机及黑板龙头，推荐雅迪控股、科沃斯、石头科技、海信视像。

风险提示：需求表现不及预期；原材料成本及汇率大幅波动

正文目录

1. 海外家电需求——美国不弱，欧洲不强	5
2. 我国家电出口——大概率仍超越中枢	7
3. 海外龙头 2024Q3——收入改善，预期平稳	9
4. 维持“强于大市”评级	13
附：海外主要公司财务表现	13
Whirlpool: 24Q3 收入同比-1%，24Q4 有望中个位数增长	13
Carrier: 24Q3 收入同比+4%，预计财年收入同比+3%	15
Trane: 经营强劲但订单降速，上调财年收入指引	17
JCI: 24Q3 收入同比+10%，预计 24Q4 收入同比中个位数	18
Lennox: 24Q3 收入同比+15%，上调财年预期	20
A. O. Smith: 24Q3 收入同比-4%，下调全年收入指引	21
SharkNinja: 24Q3 收入同比+33%，上调全年指引	22
iRobot: 24Q3 收入同比+4%，下调全年经营指引	23
Electrolux: 24Q3 年收入同比+6%，持续亏损	25
SEB: 24Q3 收入同比+4%，全年预计同比+5%	26
De' Longhi: 24Q2 收入同比+2%，维持全年指引（尚未披露）	27
Daikin: 24Q3 收入同比+10%，上调财年收入指引	28
Panasonic: 24Q3 家电收入同比+5%，小幅上调财年预期	29
LG Electronics: 24Q3 家电同比+12%，预计持续增长	31
Samsung: 24Q3 家电收入同比+3%	32
5. 风险提示	33

图表目录

图表 1: 2024Q3 美国核心家电出货量同比+5%，较 2024Q2 提升 1pct	5
图表 2: 2024Q3 西欧核心家电出货量同比-1%，降幅环比收窄 2pct	5
图表 3: 美国家电相关零售三季度略有放缓，或受天气影响	6
图表 4: 美国居民家电名义支出连续两个季度实现增长	6
图表 5: 美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库销比仍在低位	6
图表 6: 今年以来美国家电 CPI 降幅由大个位数逐步收窄至小个位数	6
图表 7: 欧元区零售在稳步改善，但仍低于中枢	7
图表 8: 欧洲消费者信心较疫情前仍有差距但在持续恢复	7
图表 9: 降息有利于美国地产销售	7
图表 10: 美国家电需求中约 15% 与新房相关，25% 与二手房相关	7
图表 11: 2024Q3 我国家电人民币出口额同比+11%	8
图表 12: 2024Q3 空冰洗彩出口量分别同比+38%/+14%/+10%/+11%	8
图表 13: 大家电分区域月度出口增速	8
图表 14: 产业在线 2024Q4 出口排产：空调+50%+，冰洗+5%~+10%	9
图表 15: 2020-2024 年海外消费电器及 HVACR 公司分季度主营增长情况	11
图表 16: 2020-2024 年海外消费电器及 HVACR 公司分季度北美区域增长情况 ..	11
图表 17: 2020-2024 年海外消费电器及 HVACR 公司分季度欧洲区域增长情况 ..	12

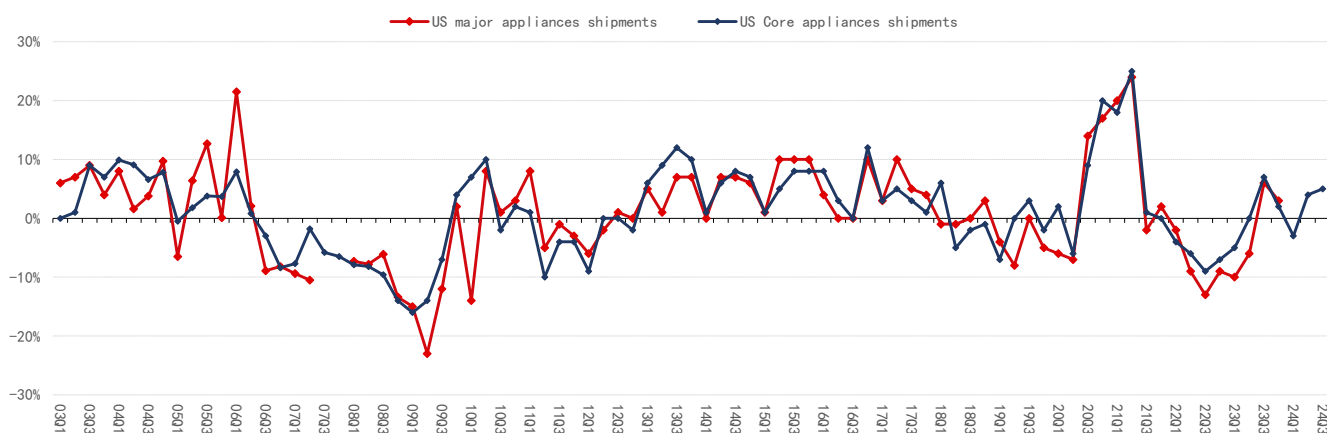
图表 18:	2020-2024 年海外消费电子及 HVACR 公司分季度毛利率同比	12
图表 19:	海外主要消费电子龙头表内存货走势	12
图表 20:	2024Q3 末库存/财年预计收入处在正常水平	12
图表 21:	Whirlpool 收入增长拆分	14
图表 22:	Whirlpool 主要盈利及费用指标	14
图表 23:	Whirlpool 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)	15
图表 24:	各因素对 Whirlpool 持续经营 EBIT 率的影响 (pct)	15
图表 25:	Carrier 收入增长拆分	16
图表 26:	Carrier 主要盈利及费用指标	16
图表 27:	Carrier 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)	16
图表 28:	Carrier 订单情况	17
图表 29:	Trane 收入增长拆分	18
图表 30:	Trane 主要盈利及费用指标	18
图表 31:	Trane (原英格索兰) 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)	18
图表 32:	JCI (江森自控国际) 收入增长拆分	19
图表 33:	JCI (江森自控国际) 主要盈利及费用指标	19
图表 34:	JCI (江森自控国际) 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)	20
图表 35:	LENNOX 收入增长拆分	20
图表 36:	LENNOX 主要盈利及费用指标	21
图表 37:	LENNOX 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)	21
图表 38:	A. O. Smith 收入增长拆分	22
图表 39:	A. O. Smith 主要盈利及费用指标	22
图表 40:	A. O. Smith 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)	22
图表 41:	SharkNinja 收入增长拆分	23
图表 42:	SharkNinja 盈利指标表现	23
图表 43:	iRobot 收入增长拆分	24
图表 44:	iRobot 主要盈利及费用指标	24
图表 45:	iRobot 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)	25
图表 46:	Electrolux 收入增长拆分	25
图表 47:	Electrolux 主要盈利及费用指标	26
图表 48:	Electrolux 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)	26
图表 49:	SEB 收入增长拆分	27
图表 50:	De' Longhi 收入增长拆分	27
图表 51:	De' Longhi 主要盈利及费用指标	28
图表 52:	Daikin 收入增长拆分	28
图表 53:	Daikin 主要盈利及费用指标	29
图表 54:	Daikin 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)	29
图表 55:	Panasonic 收入增长拆分	30
图表 56:	Panasonic 主要盈利及费用指标	30
图表 57:	Panasonic 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)	31
图表 58:	LG Electronic 收入增长拆分	31
图表 59:	LG Electronics 主要盈利及费用指标	32
图表 60:	LG Electronics 主要盈利及费用指标	32
图表 61:	Samsung Electronics 收入增长拆分	33

“从海外龙头财报评估家电外销走势”系列报告，持续梳理海外消费电子及暖通空调上市公司经营表现及经营预期，对家电外需判断有一定参考意义¹。

1. 海外家电需求——美国不弱，欧洲不强

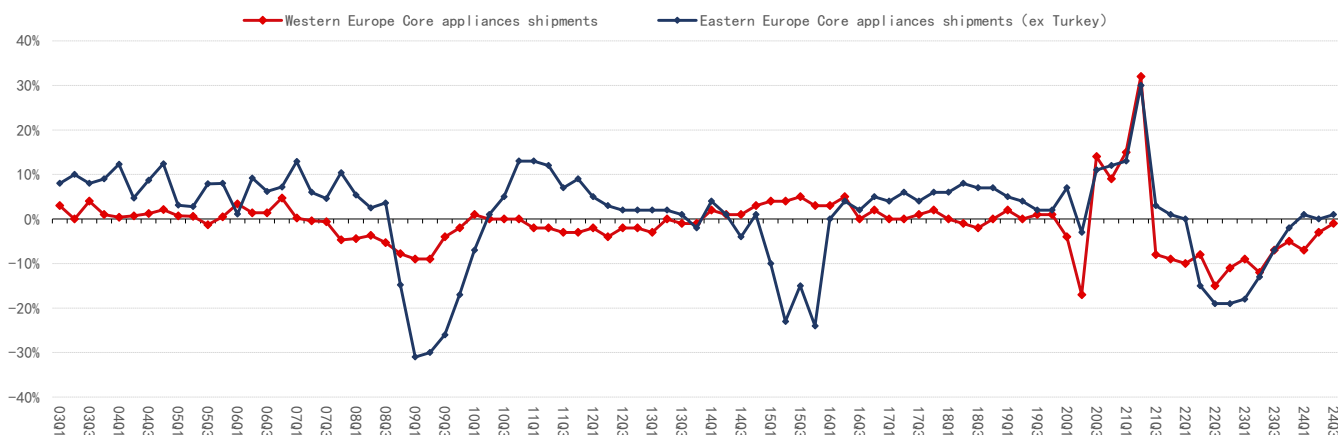
出货方面，2024Q3 美国、西欧、东欧核心家电²出货量分别同比+5%、-1%及+1%，增速环比分别+1、+2 及+1pct，均有改善。过去十年的家电出货季度增速来看，美国的均值/中位数为+2.8%/+2.0%，西欧为-0.5%/0%，东欧为-0.5%/+2.0%；也就是说，目前美国家电出货量增速已连续两季超过 10 年中枢，欧洲正逐步修复至 10 年中枢。

图表1：2024Q3 美国核心家电出货量同比+5%，较 2024Q2 提升 1pct



资料来源：AHAM，国联证券研究所整理

图表2：2024Q3 西欧核心家电出货量同比-1%，降幅环比收窄 2pct



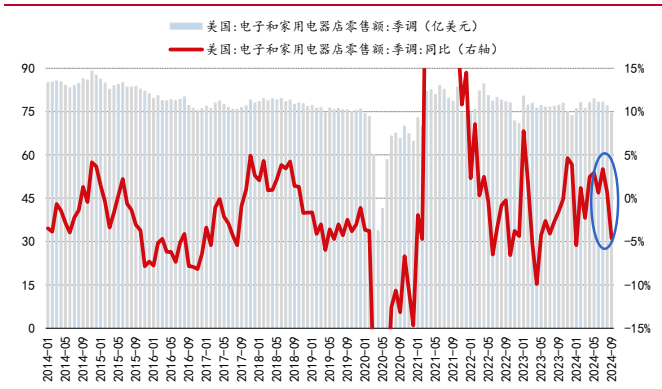
资料来源：Electrolux，国联证券研究所整理

¹由于土耳其通胀超过 80%，为避免干扰，本报告未将重要海外家电企业 Arcelik 包括在内。

²Washers, Dryers, Dishwashers, Refrigerators, Freezers, Ranges, Ovens and Cooktops.

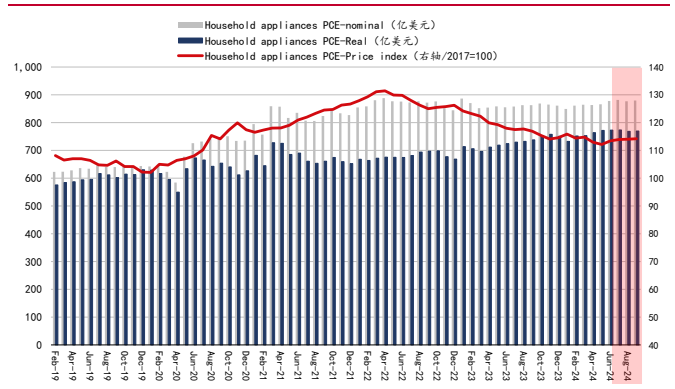
零售方面，美国 2024Q3 电子和家用电器零售店销售额同比基本持平，2024Q2 为 +2.2%，9 月下滑较多，天气有影响，7-8 月增长跟 2024Q2 相近，零售总体仍保持小幅扩张。同时，根据美国国民经济分析局估算数据，2024Q3 美国居民家用电器名义支出同比+2.1%，连续两个季度实现增长，且增速略有提升。另外，从美国商务部披露的家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存数据来看，8 月末美国零售库销比约为 1.56，2022Q4 高点为 1.83，库销比为疫后新低，也是近十年非疫情阶段的偏底部水平。总体来看，销量角度，美国家电零售正逐步恢复至中枢以上，库存仍在低位，暂无补库存迹象。欧洲我们缺乏家电细分零售数据，从偏宏观的欧洲整体零售表现来看，仍处在中枢以下，恢复之路较为曲折，这跟家电出货数据结论一致。

图表3：美国家电相关零售三季度略有放缓，或受天气影响



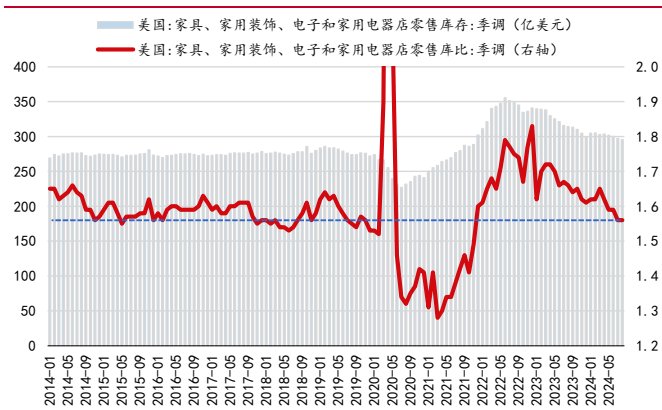
资料来源：Wind，美国商务部，国联证券研究所

图表4：美国居民家电名义支出连续两个季度实现增长



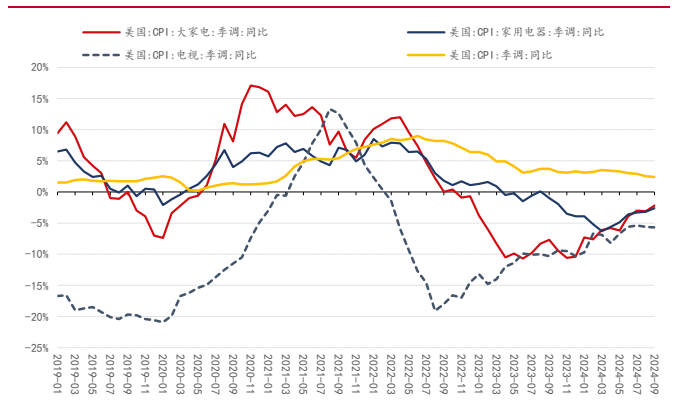
资料来源：BEA，国联证券研究所

图表5：美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库销比仍在低位



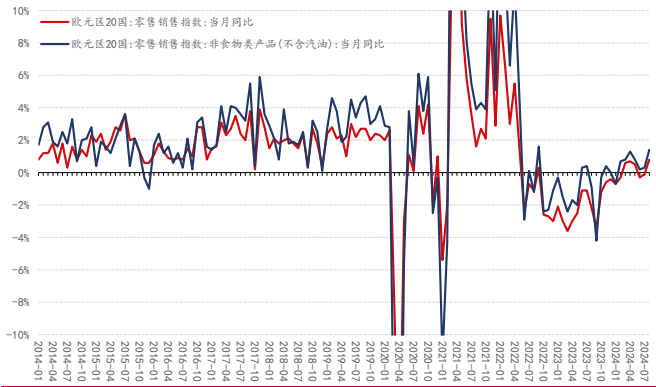
资料来源：Wind，美国商务部，国联证券研究所

图表6：今年以来美国家电 CPI 降幅由大个数逐步收窄至小个数



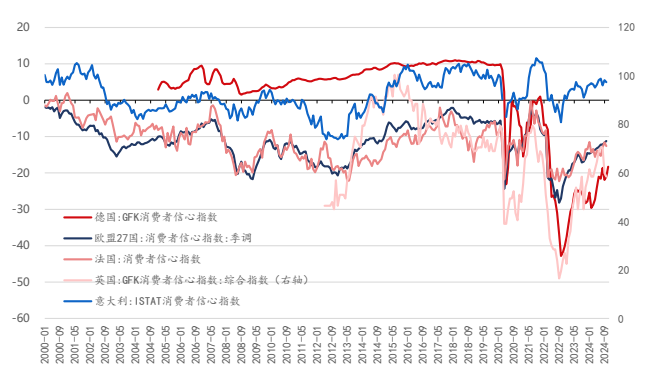
资料来源：美国劳工部，国联证券研究所

图表7: 欧元区零售在稳步改善, 但仍低于中枢



资料来源: Wind, 欧盟统计局, 国联证券研究所

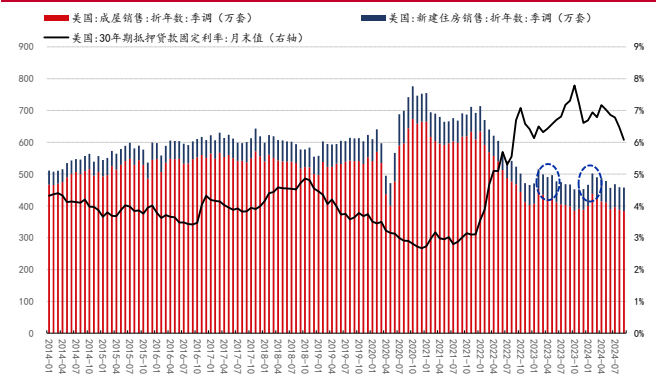
图表8: 欧洲消费者信心较疫情前仍有差距但在持续恢复



资料来源: Wind, 欧盟统计局, 国联证券研究所

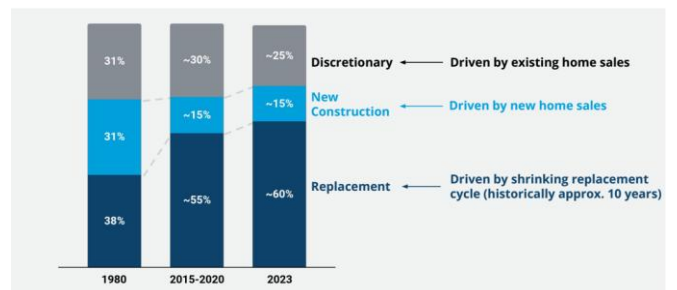
后续来看, 进入降息周期后, 欧美家电需求端的支撑在走强。美国家电销量中, 约15%跟新建住宅相关, 25%跟二手房相关, 60%是更新需求。降息周期中新房和二手房销售预计都会受益, 目前来看, 美国新房销售已经有所好转, 二手房仍偏弱, 降息初段或有观望。上一轮金融危机后, 美国家电销售也经历了较长时间快速增长, 更新需求也在稳健扩张; 综上, 我们维持对欧美市场家电需求持续改善的判断。

图表9: 降息有利于美国地产销售



资料来源: Wind, 美国商务部, 国联证券研究所

图表10: 美国家电需求中约15%与新房相关, 25%与二手房相关

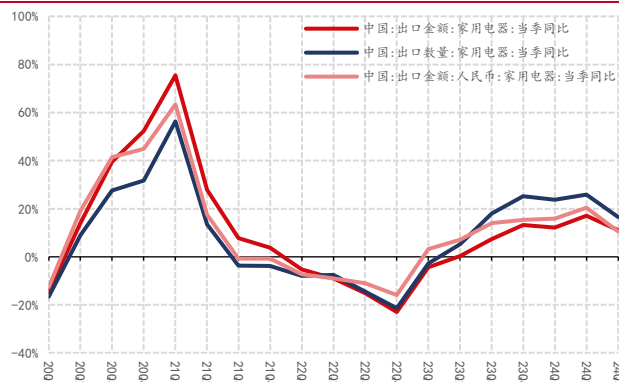


资料来源: Whirlpool, 国联证券研究所

2. 我国家电出口——大概率仍超越中枢

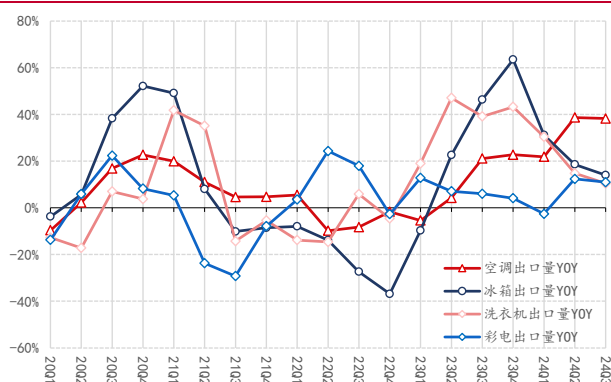
2024Q3 海关口径下我国家用电器出口量同比+17%, 美元额同比+11%, 人民币额同比+11%, 基数回升的情况下, 出口仍保持双位数以上增长, 景气度较高。产业在线数据显示, 2024Q3 我国空调、冰箱、洗衣机及彩电出口量分别同比+38%、+14%、+10%及+11%, 空调和彩电连续两个季度提速, 冰箱和洗衣机 2023Q3 出口增速分别为+46%及+39%, 基数较高使得期内出口增速略有放缓, 但仍在 10%~15%。

图表11: 2024Q3 我国家电人民币出口额同比+11%



资料来源: Wind, 海关总署, 国联证券研究所

图表12: 2024Q3 空冰洗彩出口量分别同比+38%/+14%/+10%/+11%



资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

分区域来看, 2024Q3 出口增长最好的区域依旧是拉美, 面向欧美出口的大多数品类涨势良好, 其中空调提速明显, 北美冰箱及欧洲电视增速趋缓; 亚洲区域空调和冰箱出口不错, 其余品类趋弱。关于海外具体区域的出口增长逻辑, 敬请参阅《基于区域拆分看出口景气持续性》、《对美出口的预期差》及《空调格局的变与不变》。

图表13: 大家电分区域月度出口增速

23M7-24M9空调分地区出口量月度同比增速															
	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409
总计	-6%	2%	27%	48%	24%	23%	28%	14%	4%	16%	37%	7%	54%	37%	22%
亚洲	-6%	41%	23%	28%	15%	21%	47%	7%	24%	19%	39%	33%	38%	17%	11%
非洲	-24%	64%	39%	62%	30%	23%	33%	19%	-25%	-8%	23%	34%	29%	30%	30%
欧洲	-18%	-16%	-36%	6%	-4%	14%	21%	8%	5%	7%	27%	30%	36%	96%	113%
拉丁美洲	24%	74%	76%	119%	88%	144%	101%	96%	28%	13%	32%	114%	83%	52%	7%
北美洲	-41%	38%	6%	-7%	-42%	-40%	-31%	0%	-33%	-21%	167%	42%	167%	21%	69%
大洋洲	-46%	-13%	2%	64%	72%	92%	13%	-5%	32%	13%	136%	126%	113%	52%	21%
23M7-24M9冰箱分地区出口量月度同比增速															
	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409
总计	26%	34%	57%	57%	46%	43%	46%	43%	20%	22%	22%	29%	27%	27%	11%
亚洲	8%	8%	21%	20%	32%	37%	41%	9%	-13%	4%	6%	10%	17%	17%	10%
非洲	20%	78%	69%	107%	107%	90%	34%	10%	14%	9%	-8%	-11%	4%	12%	12%
欧洲	71%	43%	67%	36%	30%	40%	29%	57%	22%	30%	26%	28%	17%	39%	10%
拉丁美洲	100%	120%	104%	155%	176%	115%	105%	126%	75%	103%	67%	49%	47%	35%	22%
北美洲	3%	22%	69%	93%	118%	82%	57%	30%	31%	35%	29%	58%	59%	30%	9%
大洋洲	-25%	23%	7%	39%	17%	33%	36%	45%	13%	9%	3%	7%	3%	-9%	-6%
23M7-24M9洗衣机分地区出口量月度同比增速															
	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409
总计	28%	48%	56%	43%	46%	37%	54%	34%	17%	18%	19%	18%	12%	16%	0%
亚洲	-6%	8%	38%	16%	16%	9%	36%	0%	2%	10%	13%	2%	13%	14%	-4%
非洲	103%	194%	148%	54%	120%	47%	93%	131%	-4%	-2%	12%	4%	-24%	-13%	-39%
欧洲	48%	71%	49%	53%	58%	71%	61%	63%	33%	28%	16%	16%	10%	13%	14%
拉丁美洲	52%	123%	51%	98%	100%	85%	98%	90%	58%	37%	52%	6%	37%	34%	9%
北美洲	110%	50%	208%	82%	100%	27%	51%	39%	8%	-2%	-17%	2%	18%	36%	16%
大洋洲	-14%	14%	51%	81%	92%	97%	34%	-3%	1%	43%	38%	25%	-19%	5%	-31%
23M7-24M9电视分地区出口量月度同比增速															
	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409
总计	1%	4%	12%	6%	1%	8%	-4%	9%	-6%	15%	19%	5%	19%	14%	4%
亚洲	2%	6%	2%	-1%	-13%	1%	-9%	-5%	-1%	6%	18%	-21%	-14%	5%	-2%
非洲	-32%	-31%	-15%	-14%	-1%	3%	-7%	41%	-25%	-14%	-5%	-6%	18%	21%	0%
欧洲	49%	4%	12%	21%	5%	19%	-9%	13%	-6%	28%	24%	-13%	18%	18%	-4%
拉丁美洲	10%	11%	13%	-9%	-1%	1%	0%	24%	6%	26%	14%	31%	26%	14%	10%
北美洲	-15%	2%	109%	47%	45%	20%	0%	-7%	-15%	26%	52%	52%	81%	15%	14%
大洋洲	-15%	-8%	-31%	26%	1%	59%	66%	-11%	6%	39%	56%	40%	-6%	8%	8%

资料来源: 海关总署, 国联证券研究所整理

后续来看, 我们预计未来半年家电出口大概率仍将超越中枢 (+MSD), 大概率会显著超越中枢。核心逻辑如下: 1) 据产业在线排产数据, 2024Q4 空调出口预计+50%+,

冰洗出口预计+5%~+10%，年内来看，这一数据仍处于逐月上调状态；2) 目前担心家电短期出口数据的最核心逻辑仍是基数在走高，但 2024Q2/2024Q3 冰洗已经经历了一定程度的基数压力测试，且考虑到 2022 年下半年产业大幅下滑，2023 年下半年的增速有“虚高”成分，绝对值仍低于 2021 年下半年；3) 如上所述，欧美成熟市场需求总体呈改善趋势，且库存低位；4) 若后续关税预期进一步强化，或会有“抢出口”行为，具体可参考最新的深度分析《韧性时代：关税周期中的挑战与底气》。

图表14：产业在线 2024Q4 出口排产：空调+50%+，冰洗+5%~+10%

预测月份	1月预测	2月预测	3月预测	4月预测	5月预测	6月预测	7月预测	8月预测	9月预测	10月预测	11月预测	空调实际出口量YOY
2024-01	48%	48%										51%
2024-02	-13%	-10%	-10%									-9%
2024-03	4%	7%	24%	24%								27%
2024-04		7%	19%	28%	29%							36%
2024-05			6%	17%	34%	34%						37%
2024-06				3%	17%	31%	31%					46%
2024-07					5%	11%	34%	37%				43%
2024-08						2%	15%	26%	26%			31%
2024-09							8%	16%	32%	33%		40%
2024-10								4%	34%	51%	51%	-
2024-11									22%	41%	66%	-
2024-12										11%	49%	-

预测月份	1月预测	2月预测	3月预测	4月预测	5月预测	6月预测	7月预测	8月预测	9月预测	10月预测	11月预测	冰箱实际出口量YOY
2024-01	26%	28%										36%
2024-02	12%	14%	14%									41%
2024-03	14%	14%	22%	26%								20%
2024-04		1%	8%	20%	26%							22%
2024-05			1%	2%	10%	10%						16%
2024-06				-1%	1%	7%	12%					18%
2024-07					-2%	5%	9%	12%				14%
2024-08						-1%	2%	8%	7%			22%
2024-09							-6%	0%	2%	16%		6%
2024-10								-6%	-1%	14%	11%	-
2024-11									-5%	7%	5%	-
2024-12										1%	5%	-

预测月份	1月预测	2月预测	3月预测	4月预测	5月预测	6月预测	7月预测	8月预测	9月预测	10月预测	11月预测	洗衣机实际出口量YOY
2024-01	8%	5%										60%
2024-02	25%	25%	25%									28%
2024-03	-5%	-5%	-5%	10%								16%
2024-04		2%	2%	2%	2%							9%
2024-05			1%	1%	1%	10%						18%
2024-06				3%	3%	5%	5%					17%
2024-07					2%	5%	5%	19%				14%
2024-08						-1%	-2%	0%	0%			13%
2024-09							-2%	0%	-2%	0%		4%
2024-10								5%	2%	5%	5%	-
2024-11									5%	5%	5%	-
2024-12										5%	5%	-

资料来源：产业在线，国联证券研究所整理

3. 海外龙头 2024Q3——收入改善，预期平稳

在我们系统跟踪的 15 家海外家电公司中有 14 家已完成财报披露，多数收入和

盈利能力有好转，上调财年预期的有 5 家，下调的 2 家 (AOS 和 iRobot)，其余不变。区域间开始收敛，拉美主营增速环比有所放缓，欧美环比多有小幅提速或降幅收窄。

- **收入端多有提速。**14 家公司中，9 家收入增速环比有提升，Whirlpool、Trane、AOS、Daikin 及 Electrolux 5 家收入增速环比放缓，其中仅 AOS 放缓较多，其余 4 家增速环比变动较小。增长最快的依旧是 SharkNinja，主要是区域和品类扩张等“α”逻辑使然。而全球化充分，对海外市场需求较为敏感的韩系龙头 LG 和 Samsung，过去 4Q 增速逐季改善，2024Q3 双双重回增长。
- **品类上，暖通空调更快，消费电子延续弱改善。**除 Carrier，暖通空调龙头 2024Q3 主营均实现双位数增长，Carrier 主要受轻商业务拖累；北美家空延续恢复趋势，Carrier、Trane、JCI 及 Lennox 期内收入增速分别为 10%+、10%~15%、25%+ 及 15%，前一季增速分别为~5%、10%~15%、5%~10%以及 6%，Carrier 和 Trane 订单增速均在 30%左右，主要驱动为天气较热需求好库存回落至低位。消费电子龙头表现较好的是 LG 和 SEB，LG 反馈新兴市场需求较为强劲，SEB 在新品助推下，核心欧洲市场都实现了不错增长，Whirlpool 收入小幅下滑主要受小家电影响。
- **区域景气差异略有收敛，中国业务疲弱。**之前几个季度，拉美增速显著优于其他区域，但 2024Q3 仅 Electrolux 的拉美业务保持了之前的增长水平，Whirlpool、SEB 区域增速都回落到了个位数。与之相对的是，SEB 在欧洲和北美都实现了双位数增长，Electrolux 在欧洲实现个位数增长，欧美和新兴市场占比均较高的韩系龙头，在国内需求相对平稳的情况下，也实现了提速。不过，主要厂商中国业务均较为疲软，Trane 中国当季收入下滑 45%，订单下滑超过 50%，前一季度还有个位数增长；AOS 中国当季人民币收入下滑 17%，前一季度微正；Daikin 中国当季收入同比下滑超过 8%，前一季度也是微正；SEB 中国当季下滑约 2%。
- **量价上，海外龙头多数均已实现量增，但 HVAC&R 龙头 mix/price 延续向上趋势，而消费电子 mix/price 仍有压力。**Whirlpool 于今年 4 月份逐步调整了价格，当季 mix/price 对盈利的拖累由上半年的超过 3 个百分点，缩小为第三季度的 1.25 个百分点；两大韩系家电龙头表现，高端智能产品线增长好于整体。
- **盈利上多有改善。**剔除并购整合影响，多数公司毛利率同比提升，HVAC&R 龙头的盈利上行主要由 mix/price 贡献，而消费类企业的盈利上行主要由销量恢复和内部降本贡献，价格仍有拖累，原材料成本对盈利的影响趋于中性；截至目前，欧美企业尚无关注关税的情况出现。

- **库存保持在合理偏低水平**，几个家用电器公司年中存货水平跟去年同期差不多，跟历史同期也比较接近。两大消费龙头 Whirlpool、Electrolux 的表内库存余额绝对值以及相对全年收入的比例都低于 2023 年同期。

图表 15：2020-2024 年海外消费电子及 HVACR 公司分季度主营增长情况

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-2024F	2024Q2-2024F	2024Q3-2024F
Whirlpool	1%	12%	-8%	-2%	-7%	-2%	-10%	-11%	-4%	-6%	1%	2%	-4%	1%	-1%	持平	持平	持平
Carrier	-6%	15%	8%	3%	10%	7%	8%	5%	4%	6%	3%	0%	2%	2%	4%	~MSD	~MSD	~3%
Trane	-5%	11%	15%	9%	12%	11%	19%	16%	9%	11%	9%	6%	14%	13%	11%	8%-9%	~+10%	~+11%
JCI	-6%	4%	9%	8%	9%	8%	10%	9%	13%	9%	2%	8%	1%	3%	10%	~MSD	~7% (Q3)	~MSD (2024Q4)
LENNOX	-5%	15%	13%	6%	9%	10%	17%	13%	4%	3%	10%	6%	0%	3%	10%	7%	7%	~+10%
AOS	-3%	22%	6%	3%	27%	12%	-4%	-6%	-1%	-1%	7%	6%	1%	7%	-4%	3%-5%	3%-5%	-1%~+1%
SharkNinja	-	-	0%	14%	-	-	-	-	6%	22%	13%	16%	25%	31%	33%	10%-12%	20%-22%	23%-26%
iRobot	18%	9%	-24%	-25%	-4%	-30%	-37%	-21%	-45%	-7%	-33%	-14%	-6%	-30%	4%	8.15-8.60	7.65-8	6.85-7.10
Daikin	-2%	25%	28%	10%	24%	21%	38%	30%	23%	13%	7%	8%	14%	10%	10%	3%-4%	3%-4%	9%
Panasonic-AP/lifestyle		3%	10%	0%	1%	7%	18%	10%	5%	0%	-4%	-1%	5%	4%	5%	1%	1%	2%
LG-H&A	4%	22%	10%	1%	19%	19%	6%	-2%	1%	-1%	0%	5%	7%	11%	12%	-	增长	增长
Samsung-CE ex VD	7%	19%	12%	-5%	17%	17%	10%	6%	-1%	-2%	-7%	-8%	-6%	-4%	3%	-	-	-
Electrolux	3%	14%	-3%	-4%	-3%	0%	1%	-8%	2%	-8%	-8%	-1%	-4%	7%	6%	-	-	-
SEB	-1%	16%	-5%	3%	-1%	-6%	-9%	-7%	-7%	5%	6%	8%	6%	6%	8%	增长	5%	5%
Delonghi	14%	24%	-6%	0%	6%	-11%	-10%	-7%	-19%	-1%	8%	8%	7%	2%	-	-	9%-11%	-

资料来源：公司公告，国联证券研究所（注：为表达方便，后文将“2024Q1 后对 2024 年预期”简称为“2024Q1-2024F”，其余季度同做类似处理）

图表 16：2020-2024 年海外消费电子及 HVACR 公司分季度北美区域增长情况

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
Whirlpool North America	-2%	11%	-8%	0%	-8%	-2%	-7%	-13%	-2%	-4%	4%	1%	-8%	-6%	-4%
Carrier United States	-5%	15%	12%	3%	18%	11%	11%	13%	3%	7%	6%	-6%	4%	3%	9%
Trane Americas	-3%	11%	15%	9%	13%	13%	19%	14%	8%	9%	11%	7%	15%	16%	15%
JCI North America	-5%	0%	8%	11%	6%	10%	9%	10%	14%	10%	8%	11%	8%	8%	16%
LENNOX United States	-4%	15%	15%	6%	10%	13%	20%	16%	4%	3%	10%	6%	5%	9%	16%
SharkNinja North America	-	-	-1%	3%	-	-	-	-	-6%	8%	2%	8%	22%	34%	26%
AOS North America	2%	19%	11%	4%	32%	23%	-1%	-3%	3%	-3%	9%	7%	2%	9%	-1%
iRobot United States	23%	1%	-18%	-30%	33%	-29%	-32%	-22%	-53%	-6%	-42%	-20%	-4%	-36%	23%
Daikin Americas	-4%	32%	50%	18%	37%	47%	63%	57%	35%	16%	21%	10%	25%	18%	9%
Electrolux North America	1%	13%	-1%	-8%	0%	1%	2%	-6%	4%	-12%	-10%	-15%	-13%	5%	0%
SEB North America	0%	18%	-10%	-3%	-9%	-4%	-15%	-10%	-22%	-7%	15%	0%	8%	4%	13%
Delonghi Americas	-2%	11%	-8%	0%	24%	6%	-21%	-1%	-31%	-15%	14%	-6%	3%	-7%	-

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表17：2020-2024年海外消费电器及HVACR公司分季度欧洲区域增长情况

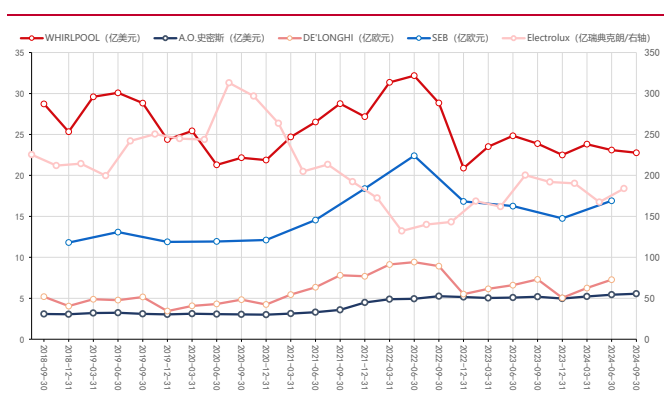
		2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
Whirlpool	EMEA	2%	13%	-12%	-12%	-1%	-10%	-17%	-18%	-8%	-12%	-11%	-8%	-7%	-	-
Carrier	Europe	-7%	17%	-25%	8%	-25%	-23%	-28%	-30%	14%	8%	10%	15%	65%	57%	84%
Trane	EMEA	-8%	13%	15%	8%	6%	11%	18%	23%	15%	8%	3%	8%	4%	5%	8%
JCI	EMEA/LA	-4%	3%	6%	9%	8%	4%	9%	12%	12%	9%	3%	9%	4%	8%	10%
SharkNinja	Rest of World	-	-	3%	70%	-	-	-	-	68%	80%	85%	59%	31%	25%	54%
iRobot	EMEA	8%	22%	-43%	-11%	-44%	-39%	-60%	-26%	-29%	-9%	-2%	-4%	-3%	-22%	-11%
Daikin	Europe	4%	31%	27%	1%	24%	12%	25%	38%	33%	14%	1%	-7%	-2%	1%	15%
Electrolux	Europe	3%	11%	-9%	-8%	-4%	-8%	-10%	-12%	-5%	-11%	-12%	-4%	-4%	0%	3%
SEB	EMEA	2%	19%	-11%	7%	-5%	-13%	-14%	-12%	-5%	13%	7%	11%	8%	9%	14%
De'longhi	Europe	17%	26%	-11%	3%	-1%	-18%	-12%	-12%	-18%	6%	9%	13%	13%	5%	-

资料来源：公司公告，国联证券研究所

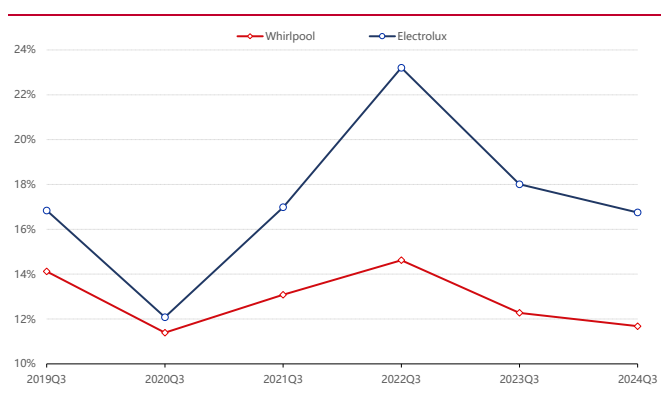
图表18：2020-2024年海外消费电器及HVACR公司分季度毛利率同比

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
Whirlpool	2.5	0.4	(4.5)	0.7	(4.1)	(2.9)	(6.0)	(5.2)	(0.9)	(0.6)	2.0	2.5	(2.1)	(1.3)	(0.1)
Carrier	0.1	(0.3)	(2.3)	2.1	(1.9)	(2.0)	(2.9)	(2.2)	(1.6)	1.5	4.6	3.7	1.4	(1.2)	(2.1)
Trane	0.0	1.1	(0.6)	2.1	(2.1)	(1.6)	0.4	0.8	1.7	2.1	1.2	3.3	3.4	2.8	2.3
JCI	1.1	0.8	(1.1)	0.5	(2.6)	(1.4)	(0.2)	(1.2)	1.4	0.8	(2.2)	0.5	(1.0)	0.3	4.3
LENNOX	0.3	(0.3)	(1.1)	3.8	(1.1)	(1.9)	(1.0)	(0.2)	2.8	3.4	4.5	4.6	3.3	1.2	1.2
AOS	(1.2)	(1.2)	(1.6)	3.1	(2.6)	(2.8)	(2.3)	1.0	3.8	5.4	3.1	0.2	0.6	(1.4)	(0.6)
SharkNinja	-	-	(0.7)	6.9	-	-	-	-	3.4	4.3	9.3	9.4	2.6	6.4	3.2
daikin	(0.0)	(0.7)	(0.6)	0.9	(1.1)	(1.8)	(1.3)	(0.5)	1.3	1.5	1.7	0.3	0.1	0.9	(0.1)
iRobot	2.1	(11.7)	(5.6)	(7.6)	(3.7)	(6.3)	(9.5)	(3.8)	(14.0)	(9.1)	(1.7)	(4.9)	1.3	(6.1)	6.5
LG-H&A-opm	1.3	(2.1)	(4.4)	2.9	(7.9)	(4.2)	(4.0)	(2.0)	7.1	2.1	(8.1)	(2.1)	(1.8)	0.4	(0.4)
Electrolux	2.6	(0.1)	(4.1)	(0.4)	(4.0)	(6.2)	(5.3)	(8.1)	(4.1)	1.7	1.6	(1.0)	(0.4)	0.0	1.1
De'longhi	(0.4)	0.5	(2.4)	1.6	(1.3)	(3.4)	(3.2)	(2.1)	(0.6)	3.6	2.3	1.7	0.4	2.4	-

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表19：海外主要消费电器龙头表内存货走势


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表20：2024Q3末库存/财年预计收入处在正常水平


资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 维持“强于大市”评级

随着美国大选告一段落，关税政策走向或将在接下来一段时间成为市场关注焦点。根据 2018 年的经验，关税短期对市场情绪扰动远大于对企业实际经营的影响，考虑到三季度已反映了部分预期，加上产业和市场存在学习效应，我们认为本轮即便有扰动，也将显著小于上一轮，龙头企业经营影响或有限，对供应链地理分部的影响会更大，没有或者难以进行产能调整的企业或受更大冲击。总的来说，海外需求在持续改善，库存仍处在底部，关税政策虽有隐忧，但预计未来半年外销经营仍较为强劲。

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；奥维监测显示，中央补贴核心品类增速较快，渠道反馈积极。展望后续，家电内销正处更新大周期，补贴大幅提振了弹性，或有望明显驱动四季度业绩，且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；同时，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，维持稳健增长可期。2018 年 301 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；三是产品竞争力领先的两轮车、扫地机及黑电龙头，推荐雅迪控股、科沃斯、石头科技、海信视像等。

附：海外主要公司财务表现³

Whirlpool: 24Q3 收入同比-1%，24Q4 有望中个位数增长

公司 24Q3 收入略低预期，盈利略超预期。单季度主营-0.7%，北美大家电仍偏弱但降幅略有收窄，价格和产品结构的拖累依然明显；大家电拉美和亚洲延续较好增长，全

³ 考虑到数据量较大，为了呈现方便，“附”部分统一将“202XQ”年简写为“2XQ”。

球小家电业务降速是收入略低预期的主因。盈利方面，24Q3 公司持续经营 EBIT 为 5.8%，同比下降 0.7 个百分点，其中 price/mix 拖累 1.25 个百分点，竞争依旧较为激烈，盈利超预期主要跟北美和欧洲资产剥离有关，其中公司北美大家电业务于 4 月份降低了促销折扣，盈利连续两个季度环比好转，公司目前在北美市场的首要目标是聚焦盈利，兼顾市场份额。公司维持全年收入指引，即内生增长为 0，据此推算 24Q4 公司主营有望实现中个位数增长，公司维持全年持续经营 EBIT 不变，为 6%。

图表21: Whirlpool 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Net Sales	-4.7%	12.3%	-8.1%	-1.7%	-6.9%	-2.3%	-9.7%	-10.8%	-3.7%	-5.6%	1.3%	1.6%	-4.4%	1.2%	-0.7%	0%	0%	0%
By geography																		
North America	-2.3%	10.9%	-7.9%	-0.1%	-8.3%	-2.3%	-7.4%	-13.0%	-1.6%	-4.4%	3.8%	1.3%	-8.1%	-5.6%	-4.2%	-	-	-
EMEA	1.8%	12.5%	-11.8%	-12.2%	-0.5%	-10.3%	-16.7%	-18.1%	-7.7%	-11.8%	-11.1%	-8.3%	-6.9%	-	-	-	-	-
Latin America	22.8%	25.6%	-3.5%	6.8%	0.8%	-0.5%	-10.4%	-3.1%	-0.4%	4.6%	9.8%	12.5%	8.4%	14.9%	8.8%	-	-	-
Asia	-14.6%	-3.4%	-6.8%	-3.3%	-28.8%	30.5%	-1.2%	-15.9%	-3.4%	-8.0%	-8.4%	10.1%	-1.7%	21.5%	10.3%	-	-	-
SDA Global	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.5%	11.9%	-3.3%	-	-	-
By product																		
Laundry	-8.4%	7.9%	-16.2%	3.9%	-15.0%	-6.7%	-20.8%	-20.8%	-2.9%	0.5%	14.6%	4.4%	-2.4%	-16.0%	-16.8%	-	-	-
Refrigeration	-2.7%	10.2%	-6.4%	-7.3%	-6.1%	6.5%	-11.5%	-14.1%	-10.2%	-14.7%	-4.9%	2.3%	-8.6%	-12.1%	-12.6%	-	-	-
Cooking	2.4%	17.9%	-10.3%	-6.6%	2.7%	-17.0%	-8.5%	-16.1%	-14.8%	-11.7%	-2.8%	2.7%	-2.7%	-17.6%	-23.2%	-	-	-
Dishwashing	0.4%	17.8%	-3.6%	-5.1%	-12.6%	13.7%	-2.1%	-10.1%	-4.0%	-4.3%	-9.8%	-2.1%	-0.9%	-38.9%	-33.3%	-	-	-

资料来源: Whirlpool, 国联证券研究所 (整体及分区域收入增长剔除货币因素, 2024 年开始大家电/MDA 按区域划分, 小家电 SDA Global 独立, 未追述)

图表22: Whirlpool 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Gross margin	19.7%	20.1%	15.6%	16.3%	17.3%	17.6%	14.2%	13.1%	16.4%	17.0%	16.2%	15.6%	14.3%	15.7%	16.1%	-	-	-
SG&A ratio	9.6%	9.5%	9.2%	10.2%	7.6%	9.0%	9.3%	10.9%	10.5%	9.9%	9.6%	10.8%	10.6%	9.9%	9.9%	-	-	-
Ongoing EBIT margin	9.0%	10.8%	6.9%	6.9%	9.4%	9.0%	5.5%	3.5%	5.4%	7.3%	6.5%	5.2%	4.3%	5.3%	5.8%	6.8%	6.0%	6.0%
Net Earnings margin	5.5%	8.1%	-7.7%	2.5%	6.4%	-7.3%	3.0%	-32.6%	-3.9%	1.8%	1.7%	9.7%	-5.8%	5.5%	2.7%	-	-	-
EBIT by geography																		
North America	15.7%	17.8%	11.5%	9.7%	16.3%	14.1%	9.8%	5.8%	10.0%	10.3%	10.0%	8.4%	5.6%	6.3%	7.3%	-9%	-7%	-
EMEA	-	2.0%	-1.4%	1.6%	-2.5%	0.2%	-3.1%	-0.4%	0.6%	2.0%	0.1%	3.3%	-1.1%	-	-	-	-	-
Latin America	8.4%	8.4%	6.4%	6.0%	7.1%	7.2%	5.3%	5.9%	5.2%	6.5%	6.3%	6.0%	7.8%	5.8%	6.9%	-6.5%	-7%	-
Asia	-0.5%	5.4%	4.9%	2.7%	4.8%	6.8%	4.7%	2.7%	3.1%	3.7%	2.2%	1.3%	4.6%	6.2%	2.9%	-3%	-4%	-
SDA Global	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18.1%	13.9%	14.2%	-15.5%	-15.5%	-

资料来源: Whirlpool 公告, 国联证券研究所 (Net Earnings margin 为非持续经营口径, 2023 年 Ongoing EBIT 调整为 2024 年可比口径)

图表23: Whirlpool 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Gross margin	2.5	0.4	(4.5)	0.7	(4.1)	(2.9)	(6.0)	(5.2)	(0.9)	(0.6)	2.0	2.5	(2.1)	(1.3)	(0.1)	-	-	-
SG&A ratio	0.9	0.1	(0.3)	(1.0)	(1.6)	(0.6)	(0.2)	(4.4)	(2.9)	(0.9)	(0.3)	0.1	(0.1)	0.0	(0.3)	-	-	-
Ongoing EBIT margin	2.1	1.8	(3.9)	(0.8)	(3.0)	(2.4)	(5.5)	(5.2)	(4.0)	(1.7)	1.0	1.8	(0.9)	(2.0)	(0.7)	(0.1)	(0.9)	(0.9)
Net Earnings margin	(0.2)	2.6	-	-	(1.7)	(18.2)	(5.6)	-	-	-	(1.3)	-	(1.9)	3.7	1.0	-	-	-
EBIT by geography																		
North America	3.1	2.1	(6.3)	(1.8)	(3.6)	(4.2)	(7.9)	(9.5)	(6.3)	(3.8)	0.2	2.6	(4.5)	(3.8)	(1.9)	-	-	-
EMEA	0.7	2.0	(3.4)	3.0	(4.3)	(2.3)	(5.3)	(1.8)	3.1	1.8	3.2	3.7	(0.5)	-	-	-	-	-
Latin America	3.0	0.0	(2.0)	(0.4)	(1.4)	(2.5)	(3.4)	(0.8)	(1.9)	(0.7)	1.0	0.1	3.0	(0.3)	0.7	-	-	-
Asia	(2.7)	5.9	(0.5)	(2.2)	(0.3)	5.1	(3.9)	(3.2)	(1.7)	(3.1)	(2.5)	(1.4)	1.3	2.7	0.6	-	-	-
SDA Global	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.9	1.4	(4.0)	-	-	-

资料来源: Whirlpool 公告, 国联证券研究所

图表24: 各因素对 Whirlpool 持续经营 EBIT 率的影响 (pct)

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Price/Mix	+1.25	+6.00	+5.00	-3.75	+6.00	+6.75	+5.50	+2.00	-2.75	-3.50	-3.75	-4.50	-3.75	-3.00	-1.25	-1.50~-1.75	-2.00	-2.00
Net Cost	+0.75	+2.00	-2.25	+2.25	-2.50	-1.75	-3.25	-2.00	-0.75	+1.25	+3.25	+5.50	+2.25	+1.00	+0.50	+1.75	+1.50~+1.75	+1.50~+1.75
Raw Material Inflation	+1.25	-5.00	-6.75	+1.75	-7.00	-7.50	-7.50	-4.75	+0.50	+1.50	+3.00	+1.50	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Marketing & Technology Investments	-0.25	-0.75	+0.25	-0.75	+0.50	-	+0.25	-	-0.75	-0.50	-0.75	-0.75	nm	-0.50	nm	-0.25	-0.25	-0.25
Currency	-0.75	-0.50	-0.25	-0.25	-	-	-0.50	-0.25	-0.25	-0.50	-0.75	-	+0.50	-0.25	-0.50	nm	-0.25	-0.25
Europe Transaction	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+0.75	+0.50	+0.75	+0.75	+0.75

资料来源: Whirlpool 公告, 国联证券研究所 (“+” 有利于盈利, “-” 有损于盈利)

Carrier: 24Q3 收入同比+4%, 预计财年收入同比+3%

全球空调龙头 Carrier Q3 内生收入同比+4%, 经调 EPS 同比+3%。公司 HVAC 业务 Q3 内生增速为+6%, 增速环比提升, 具体情况为: ①美洲+9%, EMEA+3%, 亚洲-3%; ②北美家用 HVAC 实现双位数增长, Q2 为+MSD, Q1 为-LSD, 美洲非家用业务同比约+20%; ③EMEA 较 Q2 略提速, 主要是商用 HVAC 量价增长, 家用业务销量下降; ④亚太同比-3%, 区域需求一般, 中国市场尤其弱。公司毛利率及 HVAC 营业利润率主要受 VCS (威斯曼) 并表影响, 剔除后经营利润率保持提升趋势。公司当季订单+20%, 增速环比下降, 主要是 HVAC 业务接单增速降至+15%左右, 分区域看美洲订单+30%, 亚太降幅扩大, 欧洲转弱。因为调整全年收入指引, 内生收入增长由“MSD”调整为“+3%”, 经调 EPS 由“2.8-2.9 美元”下调至“2.5 美元”, 因为全年盈利指引下调, 公司财报披露后股价有较大向下调整。

图表25: Carrier 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Net Sales	-6%	15%	8%	3%	10%	7%	8%	5%	4%	6%	3%	0%	2%	2%	4%	~MSD	~MSD	+3%
By geography																		
United states	-5%	15%	12%	3%	18%	11%	11%	13%	3%	7%	6%	-6%	4%	3%	9%	-	-	-
Europe	-7%	17%	-25%	8%	-25%	-23%	-28%	-30%	14%	8%	10%	15%	65%	57%	84%	-	-	-
Asia Pacific	-6%	30%	1%	25%	-12%	-21%	23%	-31%	58%	67%	-1%	63%	1%	-8%	-3%	-	-	-
By product																		
HVAC	-2%	17%	12%	5%	18%	8%	13%	9%	6%	9%	4%	-1%	2%	2%	6%	-	-	-
Refrigeration	-12%	21%	0	-2%	1%	9%	-1%	-7%	-5%	-6%	-3%	6%	-2%	1%	1%	-	-	-
Fire & Security	-9%	7%	5%	6%	4%	3%	5%	6%	9%	9%	6%	-1%	7%	3%	-	-	-	-

资料来源: Carrier 公告, 国联证券研究所 (整体及分产品为 organic growth, 分区域为名义同比, 亚太受东芝开利并表影响, 欧洲受 Viessmann 并购影响)

图表26: Carrier 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Gross margin	29.3%	29.0%	26.8%	28.9%	27.8%	27.8%	27.1%	24.4%	26.1%	29.3%	31.7%	28.1%	27.6%	28.1%	28.0%	-	-	-
R&D ratio	2.4%	2.4%	2.6%	2.8%	2.7%	2.3%	2.6%	2.9%	2.6%	2.5%	2.7%	3.1%	3.6%	2.8%	2.9%	-	-	-
SG&A ratio	16.2%	15.1%	12.3%	14.9%	12.9%	11.8%	11.4%	13.2%	13.7%	13.1%	14.5%	18.8%	15.9%	14.6%	13.4%	-	-	-
Operating margin	17.7%	12.8%	22.1%	10.4%	37.3%	15.7%	28.0%	8.5%	10.5%	8.2%	11.3%	11.9%	8.1%	55.2%	12.8%	15.5%	15.5%	15.5%
<i>HVAC</i>	26.0%	15.3%	19.5%	15.0%	15.8%	17.3%	35.2%	7.3%	12.0%	17.6%	19.0%	10.2%	9.4%	13.8%	14.7%	-	-	-
<i>Refrigeration</i>	10.7%	11.5%	12.4%	11.2%	11.0%	14.1%	12.6%	12.0%	12.0%	11.5%	11.6%	9.9%	11.0%	11.6%	11.6%	-	-	-
<i>Fire & Security</i>	11.7%	12.0%	45.7%	5.8%	148.9%	15.1%	15.7%	14.2%	10.7%	-16.8%	17.8%	12.0%	17.2%	344.5%	-	-	-	-
Net income margin	11.5%	8.3%	17.6%	6.5%	29.8%	11.3%	24.4%	5.4%	7.3%	3.9%	6.6%	8.6%	4.7%	35.4%	10.0%	-	-	-

资料来源: Carrier 公告, 国联证券研究所 (个别盈利指标大幅波动主要是受资产并购/处置影响)

图表27: Carrier 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	0.1	(0.3)	(2.3)	2.1	(1.9)	(2.0)	(2.9)	(2.2)	(1.6)	1.5	4.6	3.7	1.4	(1.2)	(2.1)
R&D ratio	0.2	0.0	0.2	0.2	0.1	0.0	0.3	0.3	(0.0)	0.2	0.1	0.2	1.0	0.3	0.3
SG&A ratio	1.3	(1.0)	(2.8)	2.6	(2.9)	(3.2)	(2.6)	(2.7)	0.8	1.3	3.1	5.7	2.3	1.5	(0.1)
Operating margin	4.3	(4.8)	9.3	(11.7)	25.2	1.3	12.5	(0.5)	(26.8)	(7.6)	(16.7)	3.4	(2.4)	47.0	2.4
<i>HVAC</i>	9.9	(10.7)	4.2	(4.4)	1.1	(1.1)	16.4	(1.0)	(3.8)	0.3	(16.2)	2.9	(2.6)	(3.8)	(4.4)
<i>Refrigeration</i>	(3.3)	0.8	0.9	(1.2)	(1.7)	2.1	0.8	2.2	1.1	(2.6)	(1.0)	(2.1)	(1.1)	0.1	0.0
<i>Fire & Security</i>	(1.2)	0.3	33.7	(39.9)	137.4	4.6	2.5	1.4	(138.2)	(32.0)	2.1	(2.2)	6.5	361.4	-
Net income margin	(0.1)	(3.2)	9.3	(11.0)	21.5	2.1	15.4	(1.0)	(22.5)	(7.4)	(17.8)	3.2	(2.7)	31.5	4.0

资料来源: Carrier 公告, 国联证券研究所 (个别盈利指标大幅波动主要是受资产并购/处置影响)

图表28: Carrier 订单情况

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Net Sales	~10%	Flattish	0%~5%	~(10%)	0%~5%	~(5%)	~(10%)	(5%)~0	(5%)~(10%)	~30%	~20%
By product											
HVAC	10%~15%	0%~5%	0%~5%	~(15%)	~5%	(10%)~(5%)	~(10%)	0~5%	0~(5%)	40%~45%	~15%
<i>Residential & Light commercial</i>	~10%	~(5%)	(10%~5%)	~(30%)	5%~10%	(15%)~(10%)	~(15%)	~(10%)	-	-	-
<i>Commercial HVAC</i>	15%~20%	10%~15%	15%~20%	>10%	5%~10%	~(5%)	Flat	~5%	-	-	-
Americas*	-	-	-	-	-	-	-	-	0~(5%)	~70%	~30%
<i>Residential</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	0%~5%	>100%	~30%
<i>Light Commercial</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	~(35%)	~5%	~60%
<i>Commercial</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	~+5%	40%~45%	~25%
EMEA	-	-	-	-	-	-	-	-	~(5%)	10%~15%	(5%)~0%
<i>Residential & Light Commercial</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	~(40%)	(5%)~0%	~(20%)
<i>Commercial</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	25%~30%	15%~20%	~5%
Asia Pacific	-	-	-	-	-	-	-	-	0%~5%	(5%)~0%	(10%)~(5%)
<i>Global Commercial</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	~+10%	20%~25%	~15%

资料来源: Carrier 公告, 国联证券研究所

Trane: 经营强劲但订单降速, 上调财年收入指引

Trane 24Q3 内生收入同比+11%, 经调营业利润同比+19%, 经调持续经营 EPS 同比+21%, 精英延续强劲表现。收入方面: ①美洲同比+15%, 近 3Q 增速接近, EMEA 同比+8%, 环比略微提速, 亚太同比-21%, 降幅进一步扩大; ②量同比 9%, 价格同比 2.2%; ③美洲商空和家空均延续 Q2 增长趋势, EMEA 商空略有提速; ④中国同比下滑 45%, 拖累亚太, Q2 仅微降。24Q3 接单同比+5%, 前一季+19%, 主要是美洲和亚太降得多, 美洲主要是商空降速, 亚太主要是中国订单下降超 50%。此外, 公司上调了全年经营指引, 内生收入增速由 10%上调至 11% (24Q4 预计同比+7%), 经调 EPS 同比由约+20%上调至约+23%。

图表29: Trane 收入增长拆分

	2020	2021	2022	2023	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Net Sales	-5%	11%	15%	9%	12%	11%	19%	16%	9%	11%	9%	6%	14%	13%	11%	8%-9%	10%	11%
Booking	2%	27%	5%	3%	6%	7%	8%	flat	-1%	-5%	8%	12%	17%	19%	5%	-	-	-
By geography																		
Americas	-3%	11%	15%	9%	13%	13%	19%	14%	8%	9%	11%	7%	15%	16%	15%	-	-	-
EMEA	-8%	13%	15%	8%	6%	11%	18%	23%	15%	8%	3%	8%	4%	5%	8%	-	-	-
AP	-11%	7%	12%	10%	14%	-12%	28%	19%	8%	41%	-1%	flat	16%	-3%	-21%	-	-	-
Booking																		
Americas	4%	29%	7%	2%	6%	10%	11%	flat	-4%	-8%	7%	13%	20%	23%	8%	-	-	-
EMEA	-3%	27%	-5%	11%	flat	-12%	-10%	2%	10%	14%	12%	10%	7%	10%	9%	-	-	-
AP	-6%	-14%	7%	8%	14%	16%	3%	-6%	13%	6%	12%	2%	6%	flat	-31%	-	-	-

资料来源: Trane 公告, 国联证券研究所 (均为内生增速)

图表30: Trane 主要盈利及费用指标

	2020	2021	2022	2023	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	30.5%	31.6%	31.0%	33.1%	29.5%	31.6%	32.8%	29.9%	31.2%	33.7%	34.0%	33.3%	34.6%	36.5%	36.3%
S&A ratio	18.2%	17.3%	15.9%	16.8%	17.9%	14.6%	15.9%	15.7%	18.7%	14.9%	16.3%	17.7%	19.6%	17.0%	17.5%
Operating Margin	12.3%	14.3%	15.1%	16.4%	11.6%	17.0%	16.9%	14.3%	12.5%	18.8%	17.7%	15.5%	15.0%	19.5%	18.8%
Interest expense	2.0%	1.7%	1.4%	1.3%	1.7%	1.3%	1.3%	1.4%	1.6%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	1.1%	1.2%
Net earning margin	7.0%	10.2%	11.1%	11.5%	7.8%	12.3%	12.6%	10.9%	8.4%	12.6%	12.9%	11.5%	10.4%	14.3%	14.3%
<i>OP margin by segment</i>															
Americas	14.7%	16.1%	16.9%	18.0%	13.3%	19.0%	18.7%	15.5%	13.7%	21.2%	19.2%	16.7%	16.3%	21.6%	20.6%
EMEA	13.5%	16.7%	14.7%	17.0%	11.5%	16.0%	15.6%	15.3%	16.8%	16.4%	17.8%	17.1%	17.1%	18.7%	20.6%
AP	15.1%	17.0%	17.5%	20.8%	13.7%	14.4%	20.0%	20.2%	16.8%	20.9%	22.0%	22.6%	20.3%	24.1%	19.1%

资料来源: Trane 公告, 国联证券研究所

图表31: Trane (原英格索兰) 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)

	2020	2021	2022	2023	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	0.0	1.1	(0.6)	2.1	(2.1)	(1.6)	0.4	0.8	1.7	2.1	1.2	3.3	3.4	2.8	2.3
S&A ratio	0.5	(0.9)	(1.4)	0.8	(2.0)	(1.6)	(0.8)	(1.3)	0.8	0.2	0.4	2.0	0.9	2.1	1.2
Operating Margin	(0.5)	2.0	0.8	1.2	(0.1)	(0.0)	1.2	2.0	0.9	1.9	0.8	1.3	2.6	0.7	1.1
Interest expense	0.1	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.0)
Net earning margin	(3.9)	3.2	0.9	0.5	(0.0)	0.0	1.6	1.9	0.5	0.3	0.3	0.6	2.1	1.8	1.3
<i>OP margin by segment</i>															
Americas	(0.4)	1.4	0.8	1.1	(0.6)	0.2	1.3	2.0	0.4	2.2	0.5	1.2	2.6	0.4	1.4
EMEA	0.3	3.2	(1.9)	2.3	(3.6)	(2.9)	(2.7)	1.4	5.3	0.3	2.2	1.8	0.3	2.3	2.8
AP	2.4	1.9	0.5	3.2	(2.1)	(2.9)	3.4	2.3	3.1	6.5	1.9	2.4	3.5	3.2	(2.9)

资料来源: Trane 公告, 国联证券研究所

JCI: 24Q3 收入同比+10%, 预计 24Q4 收入同比中个位数

JCI 24Q3 内生收入同比+10%，经调 EPS 同比+22%。收入端的主要变化为：①主要业务增速环比都有一定提速；②北美家用空调同比+25%，24Q2 高个位数增长，工业空调保持 20%以上增长；③亚太需求依旧偏弱。公司 Q3 整体订单同比+8%，环比略有提速，服务订单同比+16%；分区域看，欧洲拉美增速接单增速较快，北美稳健增长，亚太接单有好转。公司预计 25 财年一季度（24Q4）收入中个位数增长，2025 财年收入同比约+MSD，预计中国市场会实现平稳，全年经调 EPS 由之前 3.40~3.50 美元。此外，公司就家用和轻商业出售与博世集团达成协议，目标资产包括北美风管机 100%股权和所持江森自控日立 60%股权，目前核算在“全球产品”中，23 财年合并收入约 45 亿美元，意向交易对价约为 67 亿美元。

图表32: JCI (江森自控国际) 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2024FY	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4F	2025FY
Net Sales	-6%	4%	9%	8%	4%	8%	9%	8%	10%	9%	13%	9%	2%	-1%	1%	3%	10%	-MSD	-MSD
By geography																			
B&S-NA	-5%	0%	8%	11%	9%	5%	6%	10%	9%	10%	14%	10%	8%	4%	8%	8%	16%	-	-
B&S- EMEA/LA	-4%	3%	6%	9%	6%	3%	8%	4%	9%	12%	12%	9%	3%	2%	4%	8%	10%	-	-
B&S-AP	-9%	6%	7%	7%	-17%	12%	7%	-1%	12%	7%	15%	16%	-6%	-21%	-23%	-19%	-5%	-	-
Global Products	-9%	8%	11%	6%	2%	14%	14%	9%	11%	7%	12%	6%	-2%	-1%	-1%	3%	8%	-	-
Order																			
B&S-NA	-	-	-	-	-	11%	13%	15%	13%	6%	8%	5%	8%	6%	19%	5%	7%	-	-
B&S- EMEA/LA	-	-	-	-	-	7%	8%	8%	3%	5%	7%	10%	16%	5%	8%	11%	14%	-	-
B&S-AP	-	-	-	-	-	4%	8%	2%	3%	-1%	9%	14%	3%	-31%	-9%	-2%	6%	-	-

资料来源: JCI 公告, 国联证券研究所 (均为内生增速, 公司会计年度为头年 10.1~次年 09.30)

图表33: JCI (江森自控国际) 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2024FY	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
Gross margin	33.2%	34.1%	33.0%	33.5%	35.2%	32.3%	32.1%	33.3%	34.1%	34.5%	33.5%	34.1%	32.0%	32.7%	32.6%	34.4%	36.3%	
SG&A ratio	25.4%	22.2%	23.5%	23.1%	24.7%	23.4%	23.8%	24.0%	22.8%	25.9%	23.6%	21.8%	21.4%	24.8%	33.6%	15.1%	21.9%	
EBITA margin	13.2%	14.3%	13.5%	15.0%	19.3%	12.3%	13.1%	15.1%	16.5%	13.1%	14.2%	16.4%	16.0%	12.8%	14.1%	18.7%	21.8%	
-B&S-NA	13.4%	13.9%	12.0%	13.5%	14.7%	11.6%	10.6%	10.7%	14.7%	11.3%	12.5%	14.4%	15.4%	11.5%	13.6%	18.0%	15.0%	
-B&S- EMEA/LA	9.8%	10.5%	9.3%	7.7%	9.1%	10.8%	8.2%	8.7%	9.4%	7.7%	6.7%	8.6%	7.8%	7.7%	8.4%	10.3%	10.0%	
-B&S-AP	13.3%	13.1%	12.2%	12.5%	11.7%	10.1%	11.9%	12.8%	14.0%	10.5%	11.8%	13.9%	13.5%	9.1%	11.0%	11.7%	14.2%	
-Global Products	14.4%	16.8%	17.0%	20.4%	22.3%	14.5%	18.0%	22.2%	21.9%	18.4%	19.8%	22.1%	21.0%	17.9%	17.8%	24.5%	28.0%	
Net income	2.8%	6.9%	6.1%	6.9%	8.3%	6.5%	0.7%	5.7%	11.3%	1.9%	2.0%	14.7%	7.9%	6.1%	0.6%	13.5%	10.1%	

资料来源: JCI 公告, 国联证券研究所 (异动与资产重组有关)

图表34: JCI (江森自控国际) 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2024FY	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q4
Gross margin	1.1	0.8	(1.1)	0.5	1.7	(0.1)	(2.6)	(1.4)	(0.2)	(1.2)	1.4	0.8	(2.2)	(1.8)	(1.0)	0.3	4.3
SQ&A ratio	(0.7)	(3.2)	1.3	(0.4)	1.6	(0.9)	1.4	2.5	1.8	2.5	(0.2)	(2.2)	(1.4)	(1.1)	10.0	(6.7)	0.5
EBITA margin	0.5	1.1	(0.8)	1.5	4.3	0.3	0.4	(1.0)	0.5	0.7	1.1	1.3	(0.5)	(0.3)	(0.1)	2.3	5.8
-B&S-NA	0.7	0.4	(1.9)	1.5	1.2	(0.9)	(2.2)	(4.0)	(0.5)	(0.3)	1.9	3.7	0.7	0.2	1.1	3.5	(0.4)
-B&S- EMEA/LA	(0.2)	0.7	(1.2)	(1.6)	1.4	0.5	(1.2)	(1.8)	(1.6)	(3.2)	(1.6)	(0.1)	(1.6)	0.0	1.7	1.7	2.1
-B&S-AP	0.4	(0.1)	(0.9)	0.3	(0.8)	(2.7)	(0.4)	0.8	(1.4)	0.5	(0.0)	1.1	(0.5)	(1.5)	(0.8)	(2.2)	0.7
-Global Products	0.7	2.3	0.3	3.4	1.8	2.4	3.6	1.3	2.9	3.9	1.8	(0.1)	(0.8)	(0.5)	(1.9)	2.4	6.9
Net income	(20.8)	4.1	(0.9)	0.8	1.4	(0.1)	(2.6)	(1.4)	(0.2)	(1.2)	1.4	0.8	(2.2)	4.2	(1.3)	(1.2)	2.2

资料来源: JCI 公告, 国联证券研究所 (异动与资产重组有关)

Lennox: 24Q3 收入同比+15%, 上调财年预期

Lennox 24Q3 收入同比+15%, 经调 EPS 同比+24%, 收入和业绩都超预期, 公司将财年收入增长指引由+7%上调至+10%, 将财年 EPS 由之前的 19.5~20.25 美元上调至 20.75~21.00 美元。期内公司收入端的主要变化为: ①家空收入同比+15%, 量同比+11%, 连续两个季度正增长, 受益制冷剂转型和渠道补库存, 工程商渠道小个位数增长, 分销商渠道增长约 30%; ②家空价格同比+4%, 得益于之前 R410A 产品的提价, R454-B 产品提价正在进行中; ③家空产品结构平稳。盈利方面, 价格助力毛利率改善, 原材料成本及履约成本有所上行。

图表35: LENNOX 收入增长拆分

	2020	2021	2022	2023	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Net Sales	-4.5%	15.4%	12.5%	5.6%	8.9%	10.3%	17.5%	13.4%	3.6%	3.3%	9.8%	5.6%	-0.2%	2.8%	15.0%	-7%	-7%	-10%
By product																		
Home Comfort	3.1%	17.5%	15.2%	0.8%	12.5%	16.6%	17.5%	13.4%	-0.2%	-4.2%	7.3%	0.9%	-0.9%	4.9%	15.2%	-6%	-5%	-8%
US	2.2%	16.1%	16.8%	1.5%	12.7%	18.2%	19.1%	16.2%	1.5%	-3.7%	8.0%	0.9%	-2.1%	6.3%	15.3%	-	-	-
Canada	15.6%	35.3%	-0.8%	-8.1%	10.5%	0.9%	-0.9%	-11.1%	-20.6%	-10.6%	-2.3%	0.9%	16.3%	-13.1%	13.8%	-	-	-
Building Climate	-16.1%	-6.6%	8.2%	17.5%	-5.8%	-13.1%	19.6%	19.4%	10.4%	24.5%	15.1%	19.2%	20.7%	15.0%	14.7%	-10%	-14%	-14%
US	-16.3%	13.8%	9.8%	15.7%	-3.0%	-9.4%	19.8%	19.5%	9.7%	21.3%	13.5%	17.6%	21.3%	16.4%	17.3%	-	-	-
Canada	-21.2%	-5.8%	-14.6%	53.5%	-38.5%	-48.1%	20.8%	24.5%	35.6%	104.0%	41.4%	43.5%	7.8%	-5.9%	-18.5%	-	-	-

资料来源: LENNOX 公告, 国联证券研究所 (23 年公司调整分部, 将制冷并入商用暖通, 统一为商用业务)

图表36: LENNOX 主要盈利及费用指标

	2020	2021	2022	2023	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	28.6%	28.3%	27.2%	31.1%	26.5%	29.1%	26.8%	26.1%	29.2%	32.4%	31.4%	30.7%	32.5%	33.6%	32.6%
SG&A ratio	15.3%	14.3%	13.3%	14.2%	15.3%	12.4%	11.8%	14.2%	16.0%	12.8%	13.1%	15.4%	16.3%	11.6%	12.3%
operating margin	13.2%	14.1%	13.9%	15.9%	11.0%	16.6%	14.9%	12.0%	13.3%	19.8%	13.7%	16.0%	15.9%	22.1%	20.2%
Home Comfort	18.1%	19.5%	18.7%	18.9%	15.8%	22.1%	18.4%	16.9%	16.3%	21.6%	20.2%	16.2%	16.6%	23.3%	21.9%
Building Climate	13.3%	13.8%	12.7%	22.5%	6.1%	10.4%	12.7%	12.0%	16.2%	25.3%	24.0%	23.2%	21.0%	24.3%	22.8%
Interest expense	0.8%	0.6%	0.8%	1.0%	0.7%	0.6%	0.8%	1.2%	1.4%	1.1%	0.8%	1.0%	1.1%	0.9%	0.6%
income taxes rate	19.8%	17.2%	19.3%	20.0%	19.9%	18.5%	18.7%	21.0%	21.7%	17.6%	25.6%	16.7%	19.4%	19.9%	18.7%
Net income	9.8%	11.1%	10.5%	11.8%	8.2%	13.0%	11.4%	8.6%	9.3%	15.4%	9.5%	12.5%	11.9%	16.9%	16.0%

资料来源: LENNOX 公告, 国联证券研究所

图表37: LENNOX 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)

	2020	2021	2022	2023	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	0.3	-0.3	-1.1	3.8	-1.1	-1.9	-1.0	-0.2	2.8	3.4	4.5	4.6	3.3	1.2	1.2
SG&A ratio	-0.1	-1.0	-1.0	0.9	-0.3	-1.1	-0.8	-1.5	0.6	0.4	1.3	1.2	0.3	-1.2	-0.8
operating margin	-4.1	0.9	-0.2	2.0	-1.2	-0.8	-0.4	1.9	2.3	3.1	-1.3	4.0	2.6	2.3	6.6
Home Comfort	-2.1	1.3	-0.8	0.3	-0.1	-0.5	-1.8	-0.8	0.5	-0.5	1.8	-0.7	0.3	1.6	1.7
Building Climate	-1.6	13.8	-1.2	9.9	-7.6	-7.5	2.0	4.2	7.7	12.7	9.1	9.3	4.8	-1.0	-1.2
Interest expense	-0.5	-0.2	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.7	0.4	-0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
income taxes rate	0.3	-2.6	2.1	0.7	-0.9	-0.1	0.3	13.6	1.7	-0.8	6.8	-4.3	-2.3	2.3	-6.9
Net income	-0.9	1.3	-0.5	1.3	-0.8	-0.8	-0.5	-0.0	1.1	2.4	-1.9	3.9	2.5	1.6	6.4

资料来源: LENNOX 公告, 国联证券研究所

A. O. Smith: 24Q3 收入同比-4%, 下调全年收入指引

A. O. Smith 24Q3 收入同比-4%, 经调 EPS 同比-9%, 收入和业绩表现均不及预期。收入方面, 北美主营同比基本持平, 较 Q2 近两位数的增长放缓明显, 主要是热水器业务不及预期, 公司认为跟上半年渠道涨价预期下的提前备货有关。中国市场 Q2 微增, 单 Q3 需求大幅下滑, 单季本币收入下滑 17%, 大幅低于公司之前的预期; 印度保持双位数增长。

图表38: A. O. Smith 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Net Sales	-3.3%	22.2%	6.1%	2.6%	27.1%	12.3%	-4.4%	-6.0%	-1.2%	-0.5%	7.2%	5.6%	1.3%	6.6%	-3.7%	3%-5%	3%-5%	-1%~+1%
By geography																		
North America	1.7%	19.4%	11.4%	3.7%	32.0%	23.3%	-0.8%	-3.2%	3.1%	-2.9%	8.7%	6.6%	1.8%	9.5%	-0.9%	-	-	-
Rest of World	-14.5%	29.5%	-6.8%	-0.9%	15.2%	-12.7%	-12.5%	-13.3%	-14.4%	6.2%	1.4%	4.2%	3.6%	0.2%	-9.9%	-	-	-
China(\$)	-15.3%	31.6%	-9.0%	-0.5%	14.6%	-15.6%	-15.1%	-15.9%	-16.7%	8.0%	3.6%	5.1%	5.5%	0.2%	-13.3%	-	-	-
China(¥)	-	-	-	4.0%	12.0%	-13.0%	-10.0%	-8.0%	-10.0%	13.0%	9.0%	-	6.0%	2.0%	-17.0%	0%~3%	0%~3%	-8%~-6%

资料来源: A. O. Smith 公告, 国联证券研究所

图表39: A. O. Smith 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	38.3%	37.0%	35.4%	38.5%	34.9%	34.6%	34.9%	37.2%	38.7%	40.0%	38.0%	37.4%	39.3%	38.7%	37.4%
SG&A ratio	22.8%	19.8%	17.9%	18.9%	18.4%	17.3%	17.8%	18.0%	19.4%	18.8%	18.7%	18.7%	19.6%	18.4%	19.6%
Net Earnings margin	11.9%	13.8%	6.3%	14.4%	12.3%	13.1%	12.6%	-12.8%	13.1%	16.3%	14.4%	13.9%	15.1%	15.2%	13.3%
Segment margin															
North America	17.4%	19.3%	9.6%	21.0%	18.1%	18.4%	18.7%	-16.7%	20.1%	23.7%	20.6%	19.7%	22.0%	21.9%	19.5%
Rest of World	23.8%	23.4%	9.4%	24.9%	20.8%	21.5%	21.7%	-27.1%	25.1%	27.6%	23.9%	22.9%	25.9%	25.1%	23.1%
	-	8.8%	10.0%	8.7%	9.7%	7.9%	9.5%	12.7%	2.4%	11.6%	9.9%	10.2%	7.6%	10.6%	6.5%

资料来源: A. O. Smith 公告, 国联证券研究所

图表40: A. O. Smith 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	(1.2)	(1.2)	(1.6)	3.1	(2.6)	(2.8)	(2.3)	1.0	3.8	5.4	3.1	0.2	0.6	(1.4)	(0.6)
SG&A ratio	(1.1)	(3.0)	(1.9)	1.0	(3.3)	(2.9)	(1.6)	(0.5)	1.0	1.5	0.9	0.7	0.3	(0.4)	0.9
Net Earnings margin	(0.5)	1.9	(7.5)	8.2	(0.5)	(0.7)	(1.8)	-	0.9	3.3	1.9	-	1.9	(1.1)	(1.1)
Segment margin															
North America	(0.3)	1.9	(9.6)	11.4	(0.4)	(0.6)	(0.8)	-	2.0	5.2	1.9	-	2.0	(1.8)	(1.1)
Rest of World	0.3	(0.4)	(13.9)	15.4	(2.8)	(2.0)	(1.3)	-	4.3	6.1	2.2	-	0.9	(2.5)	(0.8)
	-	-	1.2	(1.3)	4.4	(0.6)	(0.7)	2.1	(7.3)	3.7	0.5	(2.4)	5.2	(1.0)	(3.5)

资料来源: A. O. Smith 公告, 国联证券研究所 (22Q4 部分利润率大幅下滑主要受非经营性项目影响)

SharkNinja: 24Q3 收入同比+33%, 上调全年指引

SharkNinja 24Q3 收入同比+33%, 经调业绩同比+53%, 收入和业绩表现均大超预期。收入方面, 北美同比+26%, 其余区域+54%, 清洁电器增速进一步提升至+17%, 主要由地毯清洗机和无绳吸尘器驱动; 食品处理电器延续高增, 主要由冰淇淋机和便携式搅拌机驱动; 个护以及空气净化器等产品也贡献了超过五千万美元收入增量。盈利高增, 毛利率提升明显, 主要是供应链及采购/成本策略优化, 区域扩张带来的收入增长也有帮助。公司将全年收入增长预期由之前的 20%~22%上调至 25%~26%, 经调 EPS 由之前的 4.05~4.21 美元上调至 4.13~4.24 美元。

图表41: SharkNinja 收入增长拆分

	2022FY	2023FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Net Sales	-0.3%	14.4%	5.6%	22.1%	13.1%	16.5%	24.7%	31.4%	33.2%	10%-12%	20%-22%	25%-26%
By product												
Cleaning	-0.9%	-5.8%	-5.1%	0.6%	-10.7%	-6.7%	1.7%	12.6%	17.4%	-	-	-
Cooking and Beverage	-8.1%	33.7%	10.6%	68.1%	30.3%	31.5%	28.4%	10.6%	21.3%	-	-	-
Food Preparation	7.7%	10.7%	-8.3%	4.1%	31.1%	11.0%	74.0%	84.8%	73.5%	-	-	-
By geography												
North America	-1.1%	3.3%	-6.5%	7.6%	2.5%	8.0%	22.1%	34.5%	26.1%	-	-	-
Europe	3.0%	70.5%	68.3%	79.5%	85.1%	58.8%	-	-	-	-	-	-
Rest of World	2.2%	-1.5%	-5.5%	47.5%	-10.5%	-43.0%	30.7%	24.8%	54.0%	-	-	-

资料来源: SharkNinja 公告, 国联证券研究所(2024 年开始“Rest of World”数据包括了原来的“Europe”)

图表42: SharkNinja 盈利指标表现

	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	38.6%	37.9%	44.9%	43.5%	37.5%	36.3%	35.8%	46.8%	41.8%	45.5%	45.2%	49.4%	48.1%	48.7%
Research and development	5.4%	5.8%	5.9%	6.4%	6.9%	5.7%	4.7%	6.9%	6.4%	5.7%	5.0%	6.5%	7.2%	6.6%
Sales and marketing	16.6%	16.7%	21.1%	15.5%	18.8%	14.1%	18.3%	17.8%	21.9%	19.4%	23.9%	20.1%	24.3%	21.1%
General and administrative	4.8%	6.8%	9.1%	6.4%	7.0%	5.0%	8.2%	7.8%	7.6%	11.6%	9.0%	8.2%	8.3%	8.3%
Operating margin	11.8%	8.6%	8.8%	15.1%	4.6%	11.5%	4.5%	14.3%	5.9%	8.8%	7.3%	14.5%	8.3%	12.6%
Interest expense	-0.4%	-0.7%	-1.1%	-0.5%	-0.8%	-0.9%	-0.7%	-1.0%	-0.7%	-1.2%	-1.2%	-1.4%	-1.2%	-1.2%
income taxes rate	20.1%	23.1%	43.0%	22.3%	28.5%	21.8%	24.6%	21.8%	25.1%	75.3%	45.4%	23.6%	24.1%	24.1%
Net income	8.9%	6.3%	3.9%	11.0%	2.1%	8.5%	3.9%	10.2%	1.3%	1.7%	3.6%	10.3%	5.4%	9.3%
同比变动														
Gross margin	-	(0.7)	6.9	-	-	-	-	3.4	4.3	9.3	9.4	2.6	6.4	3.2
Research and development	-	0.4	0.1	-	-	-	-	0.4	(0.5)	(0.0)	0.3	(0.3)	0.8	1.0
Sales and marketing	-	0.1	4.4	-	-	-	-	2.3	3.1	5.3	5.6	2.3	2.4	1.7
General and administrative	-	1.9	2.3	-	-	-	-	1.4	0.5	6.6	0.8	0.4	0.7	(3.3)
Operating margin	-	(3.1)	0.1	-	-	-	-	(0.8)	1.2	(2.7)	2.8	0.2	2.5	3.8
Interest expense	-	(0.3)	(0.3)	-	-	-	-	(0.5)	0.0	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	0.0
income taxes rate	-	3.0	20.0	-	-	-	-	(0.5)	(3.4)	53.5	20.8	1.8	(1.0)	-
Net income	-	(2.6)	(2.3)	-	-	-	-	(0.8)	(0.9)	(6.7)	(0.4)	0.1	4.2	7.5

资料来源: SharkNinja 公告, 国联证券研究所

iRobot: 24Q3 收入同比+4%, 下调全年经营指引

iRobot 24Q3 收入同比+4%, 单季净亏损 0.06 亿美元, 收入结束了连续 11 个季度的下跌走势, 主要是美国市场在低基数基础上有所恢复, 随着收入企稳, 加上众多重组举措, 公司单季毛利率同比大幅提升, 亏损幅度也有所收窄。但总体来看, 公司经营仍初处在困境中, 面临较大财务压力, 三季度经营低于之前指引, 公司仍进一步

下调了全年经营指引，预计收入降幅及亏损幅度均有所扩大。

图表43: iRobot 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Net Sales	17.8%	9.4%	-24.4%	-24.7%	-3.7%	-30.2%	-36.9%	-21.4%	-45.1%	-7.4%	-33.1%	-14.1%	-6.4%	-29.7%	3.9%	-8%~3%	-14%~10%	-23%~20%
By geography																		
United states	23.4%	1.3%	-18.4%	-30.3%	33.5%	-29.2%	-32.1%	-22.4%	-53.0%	-6.0%	-41.7%	-20.3%	-4.3%	-35.6%	22.6%	-	-	-
International	12.3%	18.2%	-29.9%	-18.7%	-26.4%	-31.3%	-41.5%	-20.5%	-36.4%	-8.9%	-23.4%	-8.0%	-8.1%	-22.4%	-12.0%	-	-	-
EMEA	7.9%	21.9%	-42.5%	-10.8%	-43.5%	-38.9%	-60.0%	-26.5%	-28.9%	-9.0%	-1.9%	-4.4%	-3.4%	-21.6%	-11.5%	-	-	-
Japan	20.2%	15.2%	-5.9%	-21.4%	24.5%	-17.6%	-20.0%	-2.2%	-34.9%	9.4%	-35.1%	-18.2%	-15.7%	-34.7%	-20.2%	-	-	-
By product																		
Solo and other	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-30.4%	-52.1%	-34.1%	-	-	-
volume	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-28.4%	-55.4%	-35.7%	-	-	-
price	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2.7%	7.2%	2.4%	-	-	-
2-in-1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	124.0%	55.1%	83.3%	-	-	-
volume	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	200.0%	72.3%	145.9%	-	-	-
price	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-25.3%	-10.0%	-25.4%	-	-	-
Vacuum	15.5%	9.8%	-23.8%	-22.0%	-4.1%	-30.3%	-36.9%	-18.9%	-43.6%	-1.3%	-31.5%	-12.1%	-	-	-	-	-	-
volume	10.4%	2.4%	-24.2%	-24.9%	-10.9%	-33.2%	-32.9%	-18.0%	-53.9%	1.3%	-36.8%	-11.4%	-	-	-	-	-	-
price	4.7%	7.2%	0.5%	3.8%	7.7%	4.2%	-6.0%	-1.0%	22.2%	-2.6%	8.4%	-0.8%	-	-	-	-	-	-
Mopping	41.4%	5.7%	-29.5%	-48.7%	0.0%	-30.2%	-37.2%	-42.6%	-57.6%	-50.0%	-48.1%	-37.0%	-	-	-	-	-	-
volume	8.4%	-1.4%	-34.5%	-51.2%	-6.8%	-41.1%	-50.6%	-31.1%	-66.1%	-44.4%	-48.1%	-47.5%	-	-	-	-	-	-
price	30.5%	7.3%	7.6%	5.1%	7.3%	18.4%	27.1%	-16.7%	25.0%	-10.0%	0.0%	20.0%	-	-	-	-	-	-

资料来源: iRobot 公告, 国联证券研究所

图表44: iRobot 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Gross margin	46.9%	35.2%	29.6%	22.0%	36.8%	31.7%	27.5%	23.8%	22.8%	22.6%	25.8%	18.9%	24.1%	16.5%	32.2%	30%~32%	27%~28%	25%~26%
R&D ratio	11.0%	10.3%	14.1%	16.2%	14.6%	16.4%	14.9%	11.3%	26.2%	16.0%	20.0%	8.8%	22.6%	14.0%	10.1%	-	-	-
S&M ratio	18.6%	18.5%	24.8%	22.6%	20.9%	29.8%	21.7%	26.8%	27.9%	23.5%	22.4%	19.4%	19.8%	24.0%	15.1%	-	-	-
G&A ratio	7.0%	6.3%	10.0%	12.3%	9.1%	10.3%	11.3%	9.4%	19.3%	13.1%	15.2%	6.1%	-35.8%	10.2%	1.7%	-	-	-
Operating margin	10.2%	-0.1%	-20.3%	-29.7%	-8.0%	-25.0%	-24.6%	-23.7%	-50.7%	-30.0%	-32.0%	-17.0%	7.9%	-36.7%	3.8%	-	-	-
Other income	2.9%	1.9%	-1.8%	-3.3%	-5.7%	-0.9%	-3.5%	-3.9%	-0.7%	-1.7%	-10.3%	-1.5%	-2.1%	-5.3%	-6.5%	-	-	-
Income tax rate	21.7%	-7.4%	-9.4%	-4.0%	24.0%	34.3%	85.1%	2.4%	1.5%	-7.6%	-0.8%	-11.6%	1.2%	-1.0%	-20.4%	-	-	-
Net income margin	10.3%	1.9%	-24.2%	-34.2%	-10.4%	-17.0%	-46.1%	-23.5%	-50.6%	-34.2%	-42.5%	-20.7%	5.7%	-42.5%	-3.3%	-	-	-

资料来源: iRobot 公告, 国联证券研究所

图表45: iRobot 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	2.1	(11.7)	(5.6)	(7.6)	(3.7)	(6.3)	(9.5)	(3.8)	(14.0)	(9.1)	(1.7)	(4.9)	1.3	(6.1)	6.5
R&D ratio	(0.7)	(0.6)	3.8	2.1	0.7	5.8	5.8	2.5	11.6	(0.4)	5.1	(2.6)	(3.6)	(2.1)	(9.9)
SG&A ratio	(0.5)	(0.0)	6.3	(2.1)	4.1	8.8	8.3	4.2	7.0	(6.3)	0.8	(7.4)	(8.1)	0.6	(7.3)
G&A ratio	0.2	(0.7)	3.6	2.3	1.4	3.1	6.2	3.5	10.2	2.7	3.9	(3.2)	(55.1)	(2.9)	(13.6)
Operating margin	3.1	(10.3)	(20.2)	(9.3)	(10.1)	(24.2)	(33.8)	(13.8)	(42.7)	(5.0)	(7.4)	6.7	58.7	(6.7)	35.7
Net income margin	3.3	(8.3)	(26.1)	(10.0)	(12.9)	(16.3)	(59.1)	(16.6)	(40.2)	(17.2)	3.6	2.8	56.3	(8.3)	39.2

资料来源: iRobot 公告, 国联证券研究所

Electrolux: 24Q3 年收入同比+6%, 持续亏损

Electrolux 24Q3 收入同比+6%, 亏损约 2.4 亿瑞典克朗 (约 1.6 亿人民币), 亏损幅度环比略有扩大。收入方面公司各区域销量均有增长, 但均价下降, 拉美表现强劲, 北美较为平稳, 欧洲及亚太等区域在低基数上逐步改善; 盈利方面, 欧洲及亚太等区域经营利润率稳定, 北美亏损收窄, 拉美盈利能力更强且有所提升。公司维持各区域的景气展望, 即欧洲和亚太为“Negative”, 北美“Neutral”, 拉美“Positive”。

图表46: Electrolux 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Net Sales	3.3%	14.3%	-3.6%	-4.3%	-3.3%	0.4%	0.4%	-10.4%	1.1%	-8.8%	-7.9%	-0.8%	-3.7%	6.8%	6.2%
By geography															
Europe	3.3%	10.6%	-8.6%	-7.8%	-4.3%	-7.7%	-9.7%	-11.8%	-4.9%	-10.9%	-11.5%	-4.2%	-3.9%	-0.4%	2.9%
APMEA	1.7%	8.4%	-0.5%	-8.4%	-5.2%	6.4%	13.7%	-14.1%	-5.5%	-10.7%	-16.8%	0.7%			
North America	0.9%	12.7%	-0.9%	-8.4%	-0.3%	0.7%	2.3%	-6.1%	4.0%	-12.3%	-9.6%	-14.5%	-13.0%	4.7%	-0.3%
Latin America	10.0%	33.7%	4.2%	15.2%	-6.0%	12.9%	13.5%	-1.6%	20.9%	5.6%	7.6%	29.4%	14.8%	26.6%	25.8%

资料来源: Electrolux 公告, 国联证券研究所 (Organic growth)

图表47: Electrolux 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	19.2%	19.1%	13.1%	12.7%	17.2%	13.8%	12.6%	9.5%	13.1%	15.5%	14.2%	8.5%	12.7%	15.5%	15.3%
Selling expenses	9.5%	9.4%	9.6%	9.9%	9.6%	9.5%	9.1%	10.3%	9.7%	9.8%	9.9%	10.4%	10.1%	10.6%	10.0%
Administrative expenses	4.4%	4.0%	4.3%	5.2%	4.9%	3.4%	3.8%	5.0%	4.5%	4.4%	3.8%	7.9%	5.0%	4.1%	4.0%
Operating margin	5.0%	5.4%	-0.2%	-2.2%	5.2%	1.7%	-1.1%	-5.5%	-0.8%	-0.4%	1.8%	-9.0%	-2.3%	1.2%	1.0%
interest expenses	0.6%	0.4%	1.1%	1.6%	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.8%	1.6%	1.4%
net income margin	3.4%	3.7%	-1.0%	-3.9%	3.2%	0.8%	-1.7%	-5.4%	-1.8%	-2.0%	0.4%	-11.5%	-4.0%	-0.2%	-0.7%
OPM by geography															
Europe	7.9%	8.1%	1.5%	-3.5%	5.2%	1.3%	0.7%	-1.1%	-0.4%	-3.2%	4.5%	-13.5%	1.7%	1.7%	1.7%
APMEA	-	-	-	-	7.3%	10.1%	10.8%	2.1%	3.4%	5.4%	6.6%	-2.7%			
North America	3.2%	1.7%	-5.1%	-5.2%	7.6%	-2.3%	-9.5%	-13.4%	-3.8%	-1.4%	-3.7%	-12.5%	-12.1%	-3.1%	-2.2%
Latin America	3.9%	6.7%	4.4%	5.6%	1.8%	4.8%	6.8%	3.4%	3.8%	4.8%	5.6%	7.5%	6.0%	7.9%	6.5%
APMEA	7.0%	9.6%	7.7%	3.0%	7.3%	10.1%	10.8%	2.1%	3.4%	5.4%	6.6%	-2.7%	-	-	-

资料来源: Electrolux 公告, 国联证券研究所

图表48: Electrolux 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	2.6	(0.1)	(4.1)	(0.4)	(4.0)	(6.2)	(5.3)	(8.1)	(4.1)	1.7	1.6	(1.0)	(0.4)	0.0	1.1
Selling expenses	(0.7)	(0.1)	0.1	0.3	0.8	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.4	0.7	0.0	0.5	0.8	0.2
Administrative expenses	(0.2)	(0.5)	(0.6)	0.9	0.7	(0.5)	(0.0)	1.1	(0.4)	1.0	(0.0)	2.9	0.5	(0.3)	0.2
Operating margin	2.3	0.4	(5.4)	(2.1)	(2.7)	(4.9)	(6.4)	(8.0)	(6.0)	(2.0)	2.9	(3.5)	(1.5)	1.6	(0.8)
interest expenses	(0.0)	(0.2)	0.2	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9	0.7	0.7	0.5	0.2	0.2	0.0	(0.2)
net income margin	1.9	0.3	(4.1)	(2.9)	(2.2)	(3.8)	(5.4)	(7.1)	(5.0)	(2.7)	2.1	(6.2)	(2.2)	1.7	(1.1)
OPM by geography															
Europe	2.4	0.2	(3.8)	(5.0)	(4.4)	(7.4)	(6.3)	(8.4)	(5.6)	(4.5)	3.9	(12.4)	1.1	2.7	(3.4)
APMEA	4.0	2.5	0.4	(4.7)	(2.8)	1.6	1.2	(7.7)	(4.0)	(4.7)	(4.3)	(4.8)			
North America	4.5	(1.5)	(12.7)	(0.1)	2.1	(7.8)	(11.4)	(8.3)	(11.4)	0.8	5.8	1.0	(8.3)	(1.7)	1.5
Latin America	(5.3)	2.8	2.6	1.3	(7.6)	(2.0)	(1.1)	(0.1)	2.0	(0.0)	(1.1)	4.1	2.2	3.1	0.9

资料来源: Electrolux 公告, 国联证券研究所

SEB: 24Q3 收入同比+4%, 全年预计同比+5%

SEB 集团 24Q3 收入同比+4%, 消费者业务同比+8%, 环比提速, 主要是西欧和北美增速提升较为明显, 公司将其归因于新产品上市。分区域看, 西欧自 2021 年后, 首次单季实现双位数增长, 北美也有明显提速, 亚太基本持平; 其中 24Q3 中国市场收入同比-1.9%, 24Q2 约为-0.6%。公司维持全年收入指引不变, 即同比+5%, 经营利润率接近 10%。

图表49: SEB 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
EMEA	-1.0%	17.7%	-11.5%	0.9%	-4.8%	-13.4%	-13.7%	-12.1%	-5.0%	12.8%	7.0%	10.9%	8.0%	9.1%	13.6%	-	-5%	-5%
Western Europe	-1.5%	15.2%	-12.8%	-0.6%	-3.2%	-14.5%	-17.8%	-14.6%	-9.6%	3.3%	-3.4%	6.1%	-3.1%	0.7%	12.6%			
Other countries	0.4%	24.5%	-8.4%	4.5%	-8.3%	-10.6%	-3.3%	-5.7%	6.7%	37.3%	29.7%	21.7%	32.9%	28.1%	15.8%	-	-	-
AMERICAS	-4.2%	23.5%	4.5%	-1.5%	-6.2%	1.8%	-12.5%	-3.9%	-13.7%	-6.6%	15.5%	7.0%	14.0%	12.0%	9.8%	-	-	-
North America	5.7%	26.6%	1.1%	-3.7%	-9.1%	-3.8%	-14.8%	-10.2%	-22.1%	-7.4%	14.9%	0.0%	7.7%	3.8%	13.1%	-	-	-
South America	-22.1%	15.7%	13.5%	3.7%	1.6%	16.0%	-7.5%	17.6%	7.2%	5.1%	16.8%	26.3%	27.1%	31.0%	2.4%	-	-	-
ASIA	-5.2%	12.6%	8.2%	-7.6%	7.0%	1.3%	1.2%	-0.2%	-6.1%	2.2%	-1.1%	2.9%	0.5%	-0.6%	-0.8%	-	-	-
China	-7.7%	14.4%	13.0%	-6.5%	10.9%	1.9%	3.4%	3.8%	-4.6%	5.5%	0.2%	3.3%	0.5%	-0.6%	-1.9%	-	-	-
Other countries	3.2%	7.5%	-6.5%	-12.1%	-5.8%	-0.7%	-5.5%	-11.9%	-12.9%	-9.4%	-6.2%	1.6%	0.7%	-0.8%	3.5%	-	-	-
TOTAL Consumer	-2.9%	16.7%	-2.6%	-2.6%	-0.8%	-5.9%	-8.8%	-7.3%	-6.6%	5.2%	5.5%	7.7%	5.8%	5.9%	8.1%	-	-	-
WMF Professional	-28.0%	9.2%	15.6%	32.6%	16.8%	3.6%	-0.2%	17.6%	29.1%	21.0%	42.6%	16.2%	18.5%	3.9%	-22.2%	-	-	-
GROUPE SEB	-5.6%	16.1%	-1.2%	0.6%	0.4%	-5.1%	-8.1%	-5.6%	-3.7%	6.8%	8.9%	8.5%	7.3%	5.6%	4.0%	-	-	-

资料来源: SEB 公告, 国联证券研究所 (Change Like-for-like)

De' Longhi: 24Q2 收入同比+2%, 维持全年指引 (尚未披露)

De' Longhi 24Q2 收入同比+2% (剔除汇率), 净利润同比+25%。欧美增速环比均有所放缓, 欧洲主要是同期基数有所回升, 北欧在咖啡机及熨烫产品的带动下实现近两位数增长。盈利能力同比明显提升, 主要是受产品结构改善和生产成本下降带动。公司维持全年收入指引, 即收入同比 9%~11%, 包括了今年并购业务, 上半年包括并购业务的收入增速为 10.3%, 内生增速为 4.2%, 据此推算, 下半年主营增速与上半年基本相当。

图表50: De' Longhi 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q1-24F	24Q2-24F
Net Sales	13.8%	24.3%	-5.9%	-0.2%	5.7%	-10.7%	-10.3%	-7.0%	-18.7%	-0.9%	8.1%	7.9%	7.3%	1.5%	9%-11%	9%-11%
By geography																
South West Europe	17.2%	27.0%	-8.3%	-1.9%	3.5%	-14.7%	-13.7%	-8.2%	-24.7%	-1.7%	7.0%	9.9%	10.1%	1.2%	-	-
North East Europe	16.7%	23.7%	-14.4%	10.7%	-6.9%	-23.9%	-9.5%	-16.2%	-7.5%	19.3%	11.8%	16.8%	17.1%	9.8%	-	-
EUROPE	17.0%	25.6%	-10.8%	3.1%	-0.7%	-18.2%	-11.9%	-11.7%	-18.3%	6.0%	9.0%	12.8%	13.1%	4.6%	-	-
Americas	-	33.3%	-1.2%	-9.7%	24.2%	6.1%	-21.2%	-0.7%	-30.6%	-15.4%	13.8%	-6.0%	3.3%	-6.8%	-	-
MEIA	-9.4%	46.4%	-4.1%	-7.9%	6.9%	-19.0%	1.2%	1.5%	-28.2%	-7.3%	-2.3%	13.4%	-12.2%	8.9%	-	-
Asia-Pacific	-	9.2%	12.2%	2.4%	20.1%	7.3%	8.9%	5.5%	3.2%	-2.0%	2.5%	4.8%	-3.0%	-3.5%	-	-

资料来源: De' Longhi 公告, 国联证券研究所 (收入指引是名义增速, 其余为 Organic growth)

图表51: De' Longhi 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
Gross margin	49.2%	49.7%	47.3%	48.9%	51.1%	45.2%	46.7%	46.4%	50.5%	48.8%	49.0%	48.1%	50.9%	51.2%
Ebitda margin	14.6%	14.9%	11.7%	14.2%	12.7%	8.1%	9.8%	14.7%	12.5%	12.1%	14.4%	16.4%	13.8%	14.2%
Ebit margin	11.1%	12.0%	11.7%	10.7%	12.7%	8.1%	9.8%	14.7%	8.3%	8.4%	10.6%	13.6%	9.8%	10.3%
Net Income margin	8.5%	9.7%	5.6%	8.1%	6.9%	3.0%	4.1%	7.6%	6.4%	6.4%	8.4%	10.0%	7.3%	7.2%
同比变动														
Gross margin	(0.4)	0.5	(2.4)	1.6	(1.3)	(3.4)	(3.2)	(2.1)	(0.6)	3.6	2.3	1.7	0.4	2.4
Ebitda margin	(0.6)	0.3	(3.2)	2.5	(5.2)	(7.8)	(4.7)	2.0	(0.2)	5.2	4.6	1.7	1.3	1.7
Ebit margin	(0.7)	0.9	(0.3)	2.4	(5.5)	(8.4)	(5.1)	1.7	(1.1)	4.0	4.6	1.7	1.5	1.9
Net Income margin	0.1	1.2	(4.1)	2.5	(4.2)	(9.9)	(4.3)	0.2	(0.5)	3.4	4.3	2.4	0.9	0.8

资料来源: De' Longhi 公告, 国联证券研究所

Daikin: 24Q3 收入同比+10%, 上调财年收入指引

全球空调龙头 Daikin 24Q3 收入同比+10% (剔除汇率后, 同比约+7%), 归母净利润同比+22%, 经营超预期。收入端, 日本提速, 亚太中东非保持双位数增长, 美洲增速有所回落, 中国收入同比下滑 8%, 持续走弱。日本需求有好转, 天气有积极影响, 美国家空收入重回增长, 库存压力有所缓解, 不过在通胀和高利率压力下需求仍一般。盈利承压主因是收入扩张放缓, 原材料和固定成本增加。公司维持财年指引不变, 收入同比+3.3%, 归母净利润同比+2.6%, 据此推算收入会持续放缓, 盈利或有好转。

图表52: Daikin 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-24F	24Q2-24F	24Q3-24F
Net Sales	-2.2%	24.7%	28.1%	10.4%	21.1%	38.4%	30.0%	23.4%	13.1%	7.5%	7.5%	13.6%	14.3%	9.9%	3.3%	3.3%	8.5%
By Product																	
AC	-1.5%	24.4%	28.3%	11.0%	20.9%	39.4%	30.0%	23.7%	13.8%	8.2%	7.6%	14.6%	15.5%	9.9%	3.4%	-	9.0%
Chemicals	-8.7%	29.4%	24.0%	0.2%	26.8%	30.9%	18.3%	20.7%	-4.7%	-5.2%	3.7%	6.8%	2.3%	5.5%	2.3%	-	5.3%
AG By geography																	
Japan	0.3%	5.6%	5.6%	6.5%	-3.0%	7.7%	11.5%	6.8%	5.7%	5.3%	8.8%	6.2%	7.2%	12.4%	1.9%	-	7.9%
Europe	3.8%	31.5%	26.7%	1.4%	12.3%	24.5%	38.2%	33.2%	13.7%	1.5%	-6.8%	-1.7%	-0.3%	14.9%	5.0%	-	3.5%
China	7.1%	29.6%	1.3%	6.7%	-5.2%	26.4%	-11.1%	-7.4%	18.4%	-13.1%	15.1%	15.1%	0.4%	-8.4%	0.3%	-	-1.9%
Americas	-4.1%	31.9%	50.0%	18.1%	46.7%	63.5%	56.5%	34.9%	16.3%	21.3%	9.5%	24.8%	27.9%	8.8%	4.7%	-	13.9%
Asia	-16.0%	18.4%	41.3%	9.8%	42.9%	71.1%	42.9%	19.3%	11.8%	0.8%	5.0%	20.8%	26.4%	25.2%	5.4%	-	16.4%
Oceania	8.0%	31.4%	23.1%	4.8%	29.3%	35.5%	17.1%	13.7%	-0.3%	0.6%	5.7%	12.7%	17.2%	11.2%	-3.6%	-	7.6%
Middle East	-6.3%	35.5%	59.8%	38.0%	35.8%	87.1%	34.0%	81.0%	29.7%	40.1%	49.8%	33.3%	23.3%	10.7%	-2.9%	-	-0.7%
Africa	4.8%	44.8%	13.5%	4.9%	92.3%	8.1%	7.4%	0.0%	16.0%	-10.0%	44.8%	-12.2%	3.4%	16.7%	0.0%	-	-6.7%

资料来源: Daikin 公告, 国联证券研究所

图表53: Daikin 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	34.7%	34.0%	33.4%	34.3%	33.9%	33.3%	33.2%	33.4%	35.4%	35.0%	33.5%	33.5%	34.2%	34.9%
SG&A expense	25.1%	23.8%	24.0%	25.4%	22.8%	22.5%	24.7%	26.0%	24.6%	24.5%	26.7%	25.9%	24.9%	24.3%
Operating margin	9.6%	10.2%	9.5%	8.9%	11.1%	10.8%	8.5%	7.4%	10.8%	10.4%	6.8%	7.6%	9.2%	10.6%
AC	9.8%	10.0%	8.9%	8.3%	10.6%	10.2%	8.3%	6.5%	10.2%	9.7%	6.1%	6.9%	8.9%	10.0%
Chemicals	6.9%	12.9%	17.2%	19.5%	19.6%	19.8%	11.0%	18.3%	21.0%	23.5%	17.3%	16.8%	18.0%	22.3%
Income tax rate	32%	31%	29%	30%	34%	26%	28%	27%	30%	30%	27%	32%	36%	23%
Net Earnings margin	6.5%	7.2%	6.7%	6.1%	7.5%	8.4%	5.7%	5.0%	7.5%	6.7%	4.2%	6.0%	5.3%	7.4%

资料来源: Daikin 公告, 国联证券研究所

图表54: Daikin 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	-0.0	-0.7	-0.6	0.9	-1.8	-1.3	-0.5	1.3	1.5	1.7	0.3	0.1	-1.2	-0.1
SG&A expense	0.8	-1.3	0.1	1.5	0.7	-1.1	-0.0	1.0	1.8	2.1	2.0	-0.1	0.3	-0.2
Operating margin	-0.8	0.6	-0.7	-0.5	-2.5	-0.2	-0.5	0.3	-0.4	-0.4	-1.7	0.2	-1.5	0.1
AC	-0.4	0.2	-1.0	-0.7	-3.0	-0.5	-0.7	-0.1	-0.4	-0.5	-2.3	0.4	-1.3	0.3
Chemicals	-6.3	5.9	4.4	2.3	3.9	5.0	1.9	6.1	1.5	3.7	6.3	-1.4	-3.0	-1.2
Net Earnings margin	-0.4	0.7	-0.6	-0.5	-2.6	0.1	0.1	0.0	0.0	-1.7	-1.5	1.0	-2.3	0.7

资料来源: Daikin 公告, 国联证券研究所

Panasonic: 24Q3 家电收入同比+5%, 微幅上调财年预期

Panasonic 家电 24Q3 (Lifestyle) 收入同比+5%, 剔除汇率影响同比+3%, 营业利润率同比-2pct 至 2.9%。当季欧洲暖通空调(热泵)以及中国家用电器销售下滑, 日本家用电器及建筑电气产品销售平稳。公司微幅上调财年家电预期, 由+1%到+2%, 空调业务表现相对较好, 日本家用电器业务有复苏迹象, 欧洲热泵及中国销售预计仍将下滑。

图表55: Panasonic 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q2-24FY	24Q3-24FY
Net Sales	-10.6%	10.3%	13.4%	1.4%	10.1%	20.0%	14.3%	9.6%	2.8%	0.0%	0.9%	1.9%	4.5%	1.9%	1.2%	1.2%
By product																
Lifestyle	-	2.8%	10.0%	0.1%	7.0%	18.1%	10.2%	5.5%	0.3%	-3.7%	-0.9%	5.0%	4.5%	4.7%	1.3%	1.6%
Automotive	-	4.9%	22.1%	15.0%	4.1%	35.8%	26.6%	22.6%	26.5%	13.7%	16.9%	5.7%	6.6%	-4.5%	-2.1%	-6.2%
Connect	-	13.1%	22.0%	7.3%	18.1%	26.4%	30.1%	14.9%	7.7%	5.6%	3.8%	11.2%	13.3%	11.8%	3.1%	6.4%
Industry	-	14.9%	1.9%	-9.3%	4.4%	10.1%	3.0%	-9.2%	-16.0%	-12.7%	-8.2%	0.8%	10.2%	4.1%	1.7%	0.7%
Energy	-	27.4%	25.8%	-5.8%	21.2%	27.6%	25.6%	28.4%	4.7%	-1.5%	-7.5%	-17.4%	-11.1%	-8.3%	-4.2%	-5.7%
Lifestyle by product	-															
<i>Living Appliances and Solutions</i>	-	4.0%	6.8%	-0.9%	6.2%	20.5%	2.4%	-0.2%	0.2%	-7.9%	-1.2%	5.9%	-1.2%	1.8%	-	-
<i>Heating & Ventilation A/C</i>	-	2.2%	11.8%	0.6%	7.4%	21.8%	10.3%	9.9%	-1.6%	0.0%	-2.5%	7.1%	14.9%	8.8%	-	-
<i>Cold Chain Solutions</i>	-	21.1%	30.3%	12.5%	24.3%	34.8%	38.4%	24.6%	20.5%	10.8%	9.7%	10.4%	11.8%	3.2%	-	-
<i>Electric Works</i>	-	3.3%	11.0%	4.4%	6.2%	15.4%	11.2%	11.0%	7.8%	2.2%	4.2%	3.8%	0.1%	3.5%	-	-
<i>China and Northeast Asia</i>	-	18.8%	8.6%	-9.8%	10.2%	26.4%	5.3%	-1.2%	-8.3%	-19.2%	-6.7%	-2.2%	10.1%	-2.3%	-	-

资料来源: Panasonic 公告, 国联证券研究所

图表56: Panasonic 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	29.5%	28.2%	27.0%	29.4%	26.7%	26.8%	26.3%	28.0%	29.0%	29.0%	30.4%	29.0%	29.7%	30.5%
SG&A expense	24.9%	23.3%	23.2%	24.8%	23.4%	23.0%	22.4%	24.2%	24.4%	24.3%	24.6%	25.8%	25.8%	24.7%
Operating margin	3.9%	4.8%	3.4%	4.2%	3.2%	4.1%	3.9%	2.5%	4.5%	4.9%	5.8%	1.9%	3.9%	6.2%
EBT	3.9%	4.9%	3.8%	5.0%	3.7%	4.5%	4.1%	2.8%	5.4%	5.5%	6.6%	2.6%	4.9%	6.9%
Net income margin	2.7%	3.6%	3.3%	5.5%	2.7%	3.0%	2.6%	5.0%	10.2%	4.4%	5.3%	2.3%	3.6%	5.8%
OPM by product														
Lifestyle	4.7%	3.1%	3.0%	3.5%	4.6%	4.0%	3.4%	-0.1%	4.7%	2.5%	4.0%	2.7%	2.7%	2.9%
Automotive	-1.2%	0.1%	1.2%	2.9%	-3.9%	-0.6%	3.6%	4.5%	1.7%	2.6%	5.6%	1.3%	4.1%	2.7%
Connect	-2.4%	5.6%	1.9%	3.4%	-3.9%	-0.3%	4.8%	5.5%	2.6%	3.2%	3.0%	4.4%	2.0%	5.9%
Industry	4.1%	7.4%	5.8%	3.0%	8.9%	7.3%	5.2%	1.3%	1.4%	3.7%	4.4%	2.3%	6.3%	5.0%
Energy	5.6%	8.4%	3.4%	9.7%	7.2%	5.1%	0.1%	1.7%	12.4%	9.6%	13.2%	2.9%	10.2%	15.0%
Lifestyle OPM														
<i>Living Appliances and Solutions</i>	8.7%	6.8%	6.2%	5.0%	7.5%	6.0%	8.2%	2.8%	6.7%	4.8%	4.5%	4.3%	4.3%	3.8%
<i>Heating & Ventilation A/C</i>	6.6%	3.1%	0.0%	1.0%	6.1%	3.3%	-0.1%	-10.7%	5.6%	-2.4%	-0.6%	0.2%	2.5%	-0.4%
<i>Cold Chain Solutions</i>	-1.2%	-2.7%	3.5%	5.7%	1.7%	3.7%	4.0%	3.5%	5.8%	0.0%	4.8%	3.4%	5.2%	6.5%
<i>Electric Works</i>	3.1%	3.6%	4.6%	6.4%	3.1%	4.8%	5.0%	5.5%	4.8%	5.9%	7.7%	6.1%	4.4%	6.6%
<i>China and Northeast Asia</i>	5.2%	1.2%	3.5%	3.8%	5.3%	6.5%	0.9%	0.2%	8.7%	5.5%	2.3%	-0.8%	6.9%	3.5%

资料来源: Panasonic 公告, 国联证券研究所

图表57: Panasonic 主要盈利及费用指标同比变动 (pct)

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	-	(1.3)	(1.2)	2.4	(2.6)	(0.9)	(1.5)	0.3	2.3	2.2	4.0	1.0	0.8	1.4
SG&A expense	-	(1.6)	(0.1)	1.5	0.7	(0.2)	(0.9)	0.0	1.0	1.3	2.2	1.5	1.4	0.5
Operating margin	-	1.0	(1.4)	0.8	(2.6)	(1.4)	0.0	(1.7)	1.2	0.5	1.9	(0.7)	(0.5)	1.3
EBT	-	1.0	(1.1)	1.2	(2.3)	(1.1)	0.2	(1.3)	1.6	1.1	2.5	(0.3)	(0.4)	1.3
Net income margin	-	0.8	(0.2)	0.2	(1.9)	(1.6)	0.3	2.1	7.5	1.3	2.7	(2.7)	(0.7)	0.1
OPM by product														
Lifestyle	-	(1.6)	(0.5)	0.5	(1.2)	2.1	(0.7)	(2.0)	2.8	(1.5)	0.6	2.9	(2.0)	(2.0)
Automotive	-	1.3	1.1	1.6	(4.8)	2.3	2.9	3.1	0.3	3.2	2.0	(3.2)	2.4	2.4
Connect	-	8.0	(3.9)	1.5	(3.9)	(24.6)	9.1	8.9	6.1	3.6	(1.8)	(1.0)	(0.3)	(0.3)
Industry	-	3.2	(1.6)	(2.8)	(0.4)	0.2	(1.7)	(4.9)	(4.8)	(3.6)	(0.8)	1.1	4.9	4.9
Energy	-	2.8	(5.2)	6.3	(2.7)	(4.8)	(8.8)	(4.4)	6.3	4.5	13.1	1.2	(2.2)	(2.2)

资料来源: Panasonic 公告, 国联证券研究所

LG Electronics: 24Q3 家电同比+12%, 预计持续增长

LG 家电业务 (H&A) 24Q3 收入同比+12%, 营业利润率同比-0.4pct 至 6.3%, 23 年以来家电业务收入逐季提速; 期内全球家电需求恢复缓慢, 公司增长主驱动是新兴市场、B 端产品以及部分订阅业务。营业利润率小幅下降, 主要因为物流成本。公司预计 24Q4 韩国家电市场将较为平坦, 全球家电需求恢复仍较为缓慢, 公司将推出符合海外本地市场的产品, 同时强化大众产品的竞争, 预计 24Q4 家电业务延续增长。

图表58: LG Electronic 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Net Sales	1.5%	28.7%	12.9%	0.9%	18.5%	15.0%	14.1%	5.2%	-2.6%	2.7%	-2.2%	5.7%	3.3%	8.5%	7.1%
By product															
H&A	3.5%	21.7%	10.3%	0.8%	18.8%	18.4%	5.8%	-2.2%	0.6%	-1.0%	-0.2%	4.5%	7.3%	10.6%	11.7%
HE	-0.8%	30.6%	-8.7%	-9.5%	1.4%	-14.5%	-11.2%	-2.3%	-4.0%	-9.0%	-3.9%	-7.4%	3.9%	15.3%	5.2%
VS	6.1%	24.0%	29.1%	17.3%	8.5%	19.4%	45.6%	44.6%	27.1%	31.2%	6.7%	107.6%	11.5%	1.0%	4.3%
BS	-1.5%	15.8%	11.2%	-11.1%	23.7%	18.8%	9.7%	-12.6%	-21.0%	-13.4%	-6.9%	-47.0%	6.5%	9.9%	5.1%
Innotek	16.0%	55.2%	31.1%	5.2%	28.7%	57.2%	41.9%	14.4%	10.7%	5.5%	-11.6%	15.4%	-1.0%	16.6%	19.3%

资料来源: LG Electronic 公告, 国联证券研究所 (H&A-home appliance&Air Solution, HE-Home Entertainment, VS-Vehicle component Solutions, BS-Business solution)

图表59: LG Electronics 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	25.8%	25.3%	24.2%	23.5%	25.3%	24.4%	24.2%	20.5%	25.3%	24.4%	24.2%	20.5%	25.5%	26.1%	24.3%
Operating margin	5.1%	5.2%	4.3%	4.2%	7.3%	3.7%	4.8%	1.4%	7.3%	3.7%	4.8%	1.4%	6.3%	5.5%	3.4%
Net Earnings margin	3.3%	1.9%	2.2%	1.4%	2.7%	1.0%	2.3%	-0.3%	2.7%	1.0%	2.3%	-0.3%	2.8%	2.9%	0.4%
OPM by product															
H&A	10.6%	8.2%	3.8%	6.7%	12.7%	7.5%	4.8%	1.4%	12.7%	7.5%	4.8%	1.4%	10.9%	7.9%	6.3%
HE	7.4%	6.4%	0.0%	2.5%	6.0%	3.9%	6.8%	-1.7%	6.0%	3.9%	6.8%	-1.7%	3.8%	2.7%	1.3%
VS	-6.7%	-13.0%	2.0%	1.3%	2.3%	-2.3%	3.9%	6.4%	2.3%	-2.3%	3.9%	6.4%	2.0%	3.0%	0.0%
BS	7.6%	2.1%	0.4%	-0.8%	4.4%	0.2%	5.4%	0.2%	4.4%	0.2%	5.4%	0.2%	0.8%	-0.4%	-5.5%
Innotek	6.3%	8.4%	6.5%	4.0%	3.3%	0.5%	3.1%	-1.7%	3.3%	0.5%	3.1%	-1.7%	4.1%	3.3%	2.3%

资料来源: LG Electronic 公告, 国联证券研究所 (H&A-home appliance&Air Solution, HE-Home Entertainment, VS-Vehicle component Solutions, BS-Business solution)

图表60: LG Electronics 主要盈利及费用指标

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Gross margin	1.2	-1.5	-1.3	-0.7	1.0	-1.0	-2.0	-3.6	-3.1	-1.3	0.4	1.1	0.2	1.7	-0.8
Operating margin	1.1	-1.6	-1.2	-0.0	-1.0	-1.2	0.3	-3.3	-1.9	-0.4	1.3	1.0	-1.0	1.8	-1.4
Net Earnings margin	3.0	-1.7	0.3	-1.0	5.4	6.4	-1.2	1.5	-5.1	-0.1	0.8	0.6	0.1	1.9	-2.0
OPM by product															
H&A	1.3	-2.1	-4.4	2.9	-7.9	-4.2	-4.0	-2.0	7.1	2.1	-8.1	-2.1	-1.8	0.4	-0.4
HE	1.4	-0.7	-6.3	2.5	-5.3	-8.8	-6.4	-5.6	1.4	4.5	0.1	0.7	-2.2	-1.3	-1.9
VS	7.9	-6.4	15.9	-0.6	0.0	22.7	37.5	-3.2	2.6	-4.8	-0.6	6.4	-0.3	5.3	-3.5
BS	-0.4	-3.9	-5.5	-1.2	-4.0	-5.0	-4.2	-1.6	-1.1	-0.7	-8.8	-8.3	-3.6	-0.6	-4.0
Innotek	1.4	2.1	-1.9	-2.5	-2.0	1.4	-0.6	-4.9	-6.0	-7.4	-16.6	3.8	0.7	2.9	-1.6

资料来源: LG Electronic 公告, 国联证券研究所 (H&A-home appliance&Air Solution, HE-Home Entertainment, VS-Vehicle component Solutions, BS-Business solution)

Samsung: 24Q3 家电收入同比+3%

Samsung 家电业务 24Q3 收入同比+3%, 结束了连续 6 个季度的下滑走势, 主要是高端产品增长驱动, 尤其是新的 BESPOKE AI 系列。电视和电器整体营业利润率为 3.7%, 同比+1.0pct。公司在家电上的经营策略为: 通过加大 BESPOKE AI 系列的全球推广力度以及空调系统拓展, 实现收入增长。

图表61: Samsung Electronics 收入增长拆分

	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Net Sales	2.8%	18.1%	8.1%	-14.3%	19.0%	21.3%	3.8%	-8.0%	-18.0%	-22.3%	-12.2%	-3.8%	12.8%	23.4%	17.4%
By product															
DX	-3.2%	12.5%	9.8%	-6.8%	13.2%	22.1%	10.4%	-4.2%	-3.8%	-9.6%	-6.9%	-7.4%	2.3%	4.6%	2.2%
VD (电视)	5.8%	13.7%	5.7%	-8.7%	20.8%	5.2%	0.5%	-1.4%	-14.8%	-3.8%	-6.9%	-8.5%	-2.6%	4.0%	3.6%
DA (电器)	6.9%	18.9%	12.5%	-4.8%	17.0%	17.2%	9.7%	5.9%	-1.5%	-2.1%	-7.3%	-8.4%	-6.1%	-3.6%	2.7%
IM	-3.2%	12.55	9.8%	-6.8%	10.8%	29.4%	13.3%	-7.1%	-1.7%	-12.9%	-6.9%	-6.9%	5.4%	7.2%	1.7%
DS	7.9%	21.4%	3.2%	-32.4%	39.1%	23.6%	-13.9%	-23.6%	-48.9%	-48.3%	-28.6%	8.1%	68.5%	93.9%	78.1%
SDC	-	3.7%	8.4%	-9.9%	15.1%	12.3%	6.0%	2.7%	-17.0%	-15.9%	-12.5%	3.8%	-18.6%	18.0%	-2.7%
Harman	-8.9%	9.4%	31.6%	8.9%	12.5%	23.4%	51.3%	38.2%	18.7%	17.2%	4.7%	-0.5%	1.1%	3.6%	-7.1%

资料来源: Samsung Electronics 公告, 国联证券研究所

5. 风险提示

- 1) 政策兑现不及预期。**以旧换新落地以来板块情绪虽有提振, 当前家电股价中包含的政策预期仍不高, 若后续持续走高, 政策兑现有不及预期的风险。
- 2) 关税预期引起出口节奏波动。**7月家电出口表现好于大盘, 关税预期升温阶段出口订单或有前置, 若虹吸效应持续, 可能造成后续出口节奏大幅波动。
- 3) 原材料成本大幅上涨。**原材料占主要家电公司营业成本 80%以上, 目前盈利预期建立在原材料价格总体平稳假设上, 若大宗价格持续普涨, 盈利有不达预期的可能。

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

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。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

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