

出口推动出海，强产业全球成长可期

华泰研究

2024 年 3 月 07 日 | 中国内地

专题研究

家电：强产业受益全球周期

中国家电产业链的规模化、成本、技术创新等是中国制造业的底色，且走在市场化前沿，以竞争促发展。我们认为家电出海有望拥抱海外补库需求改善，短期内出口拉动力较强，市场情绪修复、外资回流，家电作为外资重点关注领域，家电出海估值修复与规模提升均值得关注。中长期周期来看，家电产业不断打造全球化品牌，率先成为中国制造的一张“名片”，本轮周期中家电出口已回升，重新进入景气周期，海外耐用库存触底，或继续对出口增长形成支撑，而中国企业在成本管控、技术沉淀、产业链能力外溢上的突出优势或让中国家电在本轮周期中走的更远，关注海尔、海信系、新宝等企业。

产品端：周期性因素有利，需求或有所改善

大白电整体看多，空调产品向广阔的东南亚市场和南美发展中国家市场推进，未来中国企业出口依然前景广阔；冰箱产品欧洲市场保持积极态势；洗衣机产品在亚洲“一带一路”沿线机会凸显，欧洲有望巩固优势；热泵欧洲出口表现分化，短期承压。黑电提价积极，不断巩固拉美及东欧“桥头堡”。小家电有补库需求，吸尘器出口欧洲率先复苏，出口北美同比增速自 23 年底转正，亚洲或受益于产业转移；电动类来看，食品研磨机/搅拌机出口北美恢复，亚洲有高成长性；电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等电热小厨电欧洲市场为中流砥柱，拉美成为出口增长亮点。

地区端：传统成熟市场，北美 23 年 8 月后恢复，边际改善明显

欧洲，空调、热泵、按摩器具仍有较大压力，但冰箱、洗衣机、电视、吸尘器、电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅、多士炉、咖啡机已经恢复较强的出口表现。北美洲市场从 23 年 8 月之后除吸尘器、咖啡机仍有压力，其他品类明显恢复，冰箱、电视的增速领先。

地区端：新兴市场，拉丁美洲整体态势积极

亚洲各个品类表现差异较大，吸尘器、热泵出口持续较好，空调、电视等大电产品和食品研磨搅拌机、多士炉等小电近期同比恢复增长，或继续好转。拉丁美洲在空冰洗等传统大白电品类上出口表现都较为积极，吸尘器、食品研磨机/搅拌机、电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅品类上也有较强的驱动力。大洋洲恢复态势积极，但在各个家电品类出口占比不高，23 年仅在热泵产品上占比超过 10%，其需求恢复或弥补欧洲市场下滑。

微观：海外家电龙头展望积极因素增多

各区域库存、基数效应对家电出口增速影响较为明显，普遍对 24 年家电需求展望较为积极。大家电领域，根据美国家电龙头惠而浦（WHR US，未覆盖）、AOS Smith（AOS US，未覆盖）、欧洲家电龙头伊莱克斯（ELUXB SS，未覆盖）等企业 23 年年报后展望数据，对 24 年全球各个区域家电需求预期更为积极；北美暖通领域中开利（CARR US，未覆盖）、雷诺士（LII US，未覆盖）均保持了 24 年收入继续同比增长的预期。欧洲厨房小家电龙头 SEB 集团（SK FP，未覆盖）对 24 年消费品收入预期恢复同比增长，而商用品基数虽然较高，但仍有望延续收入同比增长。

风险提示：全球衰退风险；海外政策风险；汇兑损益波动风险；本研报中涉及到未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

家用电器

白色家电

增持（维持）

增持（维持）

研究员

SAC No. S0570518110001
SFC No. BQO796

林寰宇

linhuanyu@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570518120001
SFC No. BPX070

王森泉

wangsenquan@htsc.com
+(86) 755 2398 7489

研究员

SAC No. S0570521100002

周衍峰

zhouyanfeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

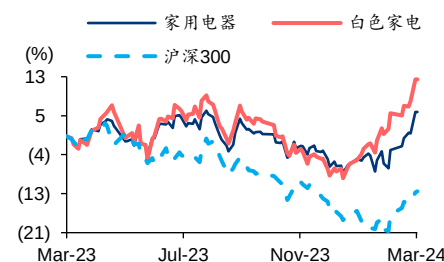
研究员

SAC No. S0570524010001

李裕恬

liyutian@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
海尔智家	600690 CH	27.75	买入
海尔智家	6690 HK	27.75	买入
海信家电	000921 CH	33.34	增持
海信视像	600060 CH	27.56	增持
新宝股份	002705 CH	21.25	买入

资料来源：华泰研究预测

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

家电出口链迎来短期机会，出海长期趋势不变	5
出口韧性较强，支撑家电出海表现积极	5
短期海外家电需求预期仍向好，海运价格压力不大，但需关注汇率变化	5
家电板块周期往复，窗口期的出口或有明显恢复	6
品类上：传统大家电出口表现较强，小家电中电动类出口整体较优	7
代表性大家电：区域有明显分化，拉美表现较为积极	8
代表性小家电：出口逐步提速，后续或继续较高增速	13
区域上：北美 8 月后好转，欧洲除空调、热泵外大多积极，亚洲近期恢复，拉美整体积极	16
重点区域展望	17
长期来看，家电企业出海迈向价值输出阶段	21
注重独特性/差异化产品塑造，家电企业出海迈向价值输出阶段	21
成本管控构建竞争优势	22
全球家电龙头企业毛利率对比	22
把握全球产能转移的新机遇	23
技术沉淀，带动家电产业链优势输出全球	24
中国家电核心技术与供应链护城河有望巩固产业优势	24
产业链能力外溢，家电企业的第二曲线道路	25
风险提示	26

图表目录

图表 1：中国家电出口量变化	5
图表 2：中国家电出口金额（人民币）变化	5
图表 3：家电板块（中信）内外销收入变化	7
图表 4：2023 年 1-12 月中国家电出口规模结构（单位：亿元人民币）	7
图表 5：2023 年 1-12 月中国家电各品类出口规模（单位：亿元人民币）及同比增速	8
图表 6：空调出口区域分布	8
图表 7：23 年亚洲及拉丁美洲市场对空调品类增长拉动作用大	8
图表 8：2023 年 8 月以来空调出口金额同比回升明显	9
图表 9：除欧洲、北美洲外，8 月以来区域边际好转趋势明显	9
图表 10：冰箱出口区域分布	9
图表 11：23 年欧洲市场对冰箱品类增速拉动作用大	9
图表 12：冰箱出口 2023 年 4 月后趋势积极	10
图表 13：23 年 8 月后，第三大北美市场也有明显恢复	10
图表 14：洗衣机出口区域分布	10
图表 15：23 年欧洲市场对洗衣机品类增速拉动作用大	10
图表 16：洗衣机出口 2023 年 3 月后维持较高增速	11
图表 17：23 年下半年，亚洲需求有所波动，而欧洲需求依然表现较好	11

图表 18: 电视机出口区域分布	11
图表 19: 23 年欧洲、拉丁美洲市场对电视品类增长拉动作用大	11
图表 20: 电视机出口 2023 年以来趋势向好	12
图表 21: 23 年 8 月后, 北美补库需求明显恢复	12
图表 22: 热泵出口区域分布	12
图表 23: 23 年欧洲市场弱化对热泵品类影响较大	12
图表 24: 2023 年下半年热泵出口金额同比弱化明显	13
图表 25: 热泵出口欧洲市场表现依然较弱	13
图表 26: 吸尘器出口区域分布	13
图表 27: 23 年吸尘器欧洲及亚洲市场增长积极, 北美偏弱	13
图表 28: 吸尘器出口 2023 年 8-9 月后恢复态势较为积极	14
图表 29: 2023 年吸尘器出口北美尚未完全恢复	14
图表 30: 食品研磨机/搅拌器出口区域分布	14
图表 31: 23 年食品研磨机/搅拌器亚洲及北美洲市场增长积极	14
图表 32: 食品研磨机/搅拌器出口也在 2023 年 8-9 月恢复积极	15
图表 33: 9 月后欧洲需求也在恢复	15
图表 34: 电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等出口区域分布	15
图表 35: 23 年电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等欧洲增长积极	15
图表 36: 电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等出口在 2023 年 3 月恢复	16
图表 37: 电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等欧洲延续强势/北美小幅恢复	16
图表 38: 亚洲市场热泵、清洁电器出口持续较好	16
图表 39: 欧洲市场冰洗、电视、清洁电器出口较好	16
图表 40: 北美洲市场 8 月后, 大多数家电品类出口明显恢复	17
图表 41: 拉丁美洲市场多数品类出口表现均较好	17
图表 42: 美国零售商家电库存接近底部	17
图表 43: 美国家电制造业存货量回升, 后续补库需求或延续回升	17
图表 44: 美国零售商家电销售在 23 年底恢复同比增长	17
图表 45: 美国家电制造业新订单自 7 月开始同比回升	17
图表 46: 美国家电相关企业全年展望 (指标为收入同比增速)	18
图表 47: 23 年三季报后惠而浦对于 23 年北美家电需求预期回升	18
图表 48: 23 年业绩后惠而浦对于 24 年欧洲外家电需求预期增长	18
图表 49: 欧洲消费者信心继续环比恢复	18
图表 50: 英国、法国制造业 PMI 较 23 年 7-8 月低点有所恢复	18
图表 51: 欧洲家电相关企业全年展望 (指标为收入同比增速)	19
图表 52: 23 年三季报后伊莱克斯也对北美家电需求预期从 negative 上调至 neutral	19
图表 53: 23 年业绩后伊莱克斯对于 24 年全球各地家电需求预期均为中性	19
图表 54: 与中国签署共建“一带一路”文件国家数量变化	19
图表 55: 2023 年“一带一路”合作共建国家数量洲别分布	19
图表 56: 中国出口“一带一路”合作共建国家空调出口额变化	20
图表 57: 2023 年“一带一路”合作共建国家空调出口洲别分布	20

图表 58: CCFI 海运价格指数变化	20
图表 59: 人民币兑美元及欧元汇率波动	20
图表 60: 重要全球家电龙头 2022 年收入及利润 (亿美元), 海外龙头全球化收入占比高于国内龙头, 且全球品牌影响力较强	21
图表 61: 中国企业出海模式迭代	21
图表 62: 家电行业各个领域中国龙头企业及海外企业毛利率对比	22
图表 63: 家电产能转移不完全统计	23
图表 64: 截至 2021 年底, 全球智能家电行业技术专利来源分布	24
图表 65: 中国近五年专利申请总量企业 TOP10 (2017-2021)	24
图表 66: 制冷、空调压缩机分类	25
图表 67: 各家电公司在新能源领域的拓展情况	26
图表 68: 重点公司推荐一览表	27
图表 69: 重点推荐公司最新观点	27

家电出口链迎来短期机会，出海长期趋势不变

家电出口链有望拥抱海外补库需求改善，我们认为短期内出口市场同比表现或维持积极的增长态势，且市场情绪修复、外资回流，家电作为外资重点关注领域，家电出口链估值修复与规模提升的机会均值得关注，关注海尔、海信系、新宝等企业。

中长期周期来看，家电出口已经回升，重新进入景气周期，海外耐用品库存触底，或继续对出口增长形成支撑。一方面，海外消费分层及跨境电商渗透影响海外消费习惯，全球线上厨房小家电销售额占比仍明显低于中国市场，未来或有赖于海外主流电商平台的继续成长及中国跨境电商（Temu、TikTok 等）的继续海外拓展，有望带动中国小家电品牌的直接出口，并逐步提升海外品牌业务占比，进而优化盈利水平。另一方面，中国企业在成本管控、技术沉淀、产业链能力外溢上的突出优势或让中国家电企业通过出海继续强化海外本土化能力，提升中国品牌海外认可度，并让中国企业在本轮周期中走的更远。

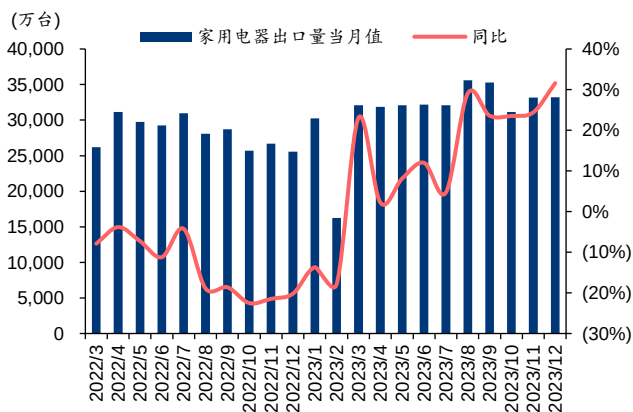
出口韧性较强，支撑家电出海表现积极

中国家电出海当前仍以直接出口为主，中国本土强大的供应链能力为中国家电企业产品提升全球市场份额提供了强有力的保障。

家电出口数据自 2023 年 3 月恢复以来，表现出强大韧性，且表现明显好于中国整体出口。根据海外总署数据显示，2023 年全年中国出口总值（美元）同比-4.6%，弱于 wind 一致预期的-4.5%，但家电出口表现积极，2023 年全年家用电器出口总值（美元）同比+3.8%，家电出口表现大幅好于市场大盘。

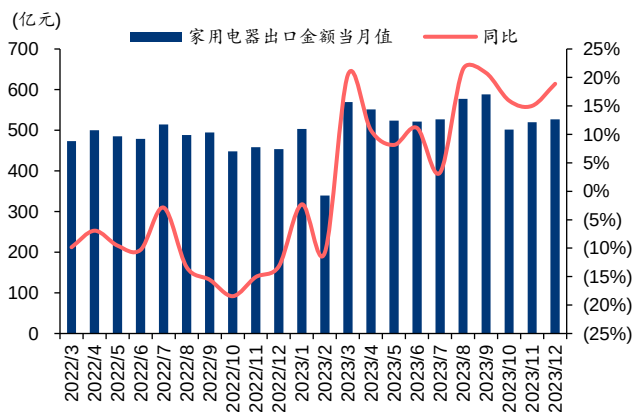
人民币量价角度来看，2023 年 12 月，家用电器出口量 33225 万台，同比+32%（1-12 月累计同比+11.2%），出口金额（人民币）527 亿元，同比+19%（1-12 月累计同比+9.9%）。

图表1：中国家电出口量变化



资料来源：海关总署，华泰研究

图表2：中国家电出口金额（人民币）变化



资料来源：海关总署，华泰研究

短期海外家电需求预期仍向好，海运价格压力不大，但需关注汇率变化

2023 年下半年以来，随着海外逐步进入补库存周期，以及主要海外市场的通胀回落，家电海外需求明显好转，家电出口增速大幅领先中国整体出口。

品类上看：

（1）大白电整体看多，空调产品向广阔的东南亚市场和南美发展中国家市场推进，未来中国企业出口依然前景广阔；冰箱产品欧洲市场保持积极态势；洗衣机产品在亚洲“一带一路”沿线机会凸显，欧洲有望巩固优势；热泵欧洲出口表现分化，短期承压。

（2）黑电品牌及代工企业在全份额提升积极，不断巩固拉美及东欧“桥头堡”，并向周边国家加速渗透；

(3) 小家电有补库需求，吸尘器出口欧洲率先复苏，亚洲或受益于产业转移；电动类来看，食品研磨机/搅拌机出口北美恢复，亚洲有高成长性；电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等电热小厨电以欧洲市场为中流砥柱，拉美成为出口增长亮点。

结合区域来看：

(1) 亚洲市场各个品类表现差异较大，吸尘器、热泵出口持续较好，空调、电视等大电产品和食品研磨搅拌机、多士炉等小电近期出口额同比恢复增长，或继续好转；

(2) 欧洲市场，空调、热泵、按摩器具仍有较大压力，但冰箱、洗衣机、电视、吸尘器、电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅、多士炉、咖啡机已经恢复较强的出口额同比表现。

(3) 北美洲市场从8月之后除吸尘器、咖啡机仍有压力，其他品类明显恢复，冰箱、电视出口额的同比增速领先；

(4) 拉丁美洲在空冰洗等传统大白电品类上出口额同比表现都较为积极，吸尘器、食品研磨机/搅拌机、电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅品类上也有较强的驱动力。

(5) 大洋洲恢复态势积极，但在各个家电品类出口额占比不高，仅在2023年热泵产品上出口额占比超过10%，其需求恢复或弥补欧洲市场下滑。

家电板块周期往复，窗口期的出口或有明显恢复

回顾过去十年家电板块出口变化，家电板块面临全球经济周期的不断起伏，在制造业人口红利面临挑战的情况下，支撑中国家电出口高速增长的因素逐渐转变，更多的家电龙头企业积极提前应对，既有通过全球化品牌转型，突破品牌壁垒，加大海外并购和自主品牌建设，也有通过提质增效、海外布局产能等方式来建立并巩固生产成本优势，以应对海外需求在全球经济周期的带动下的涨跌。

在短期来看，海外经济增长波动、高通胀可能延续，2023年中国家电出口竞争优势有所强化，且考虑到23年上半年的出口基数不高，24年上半年以家电出口为主的家电出海仍有望延续增长态势。

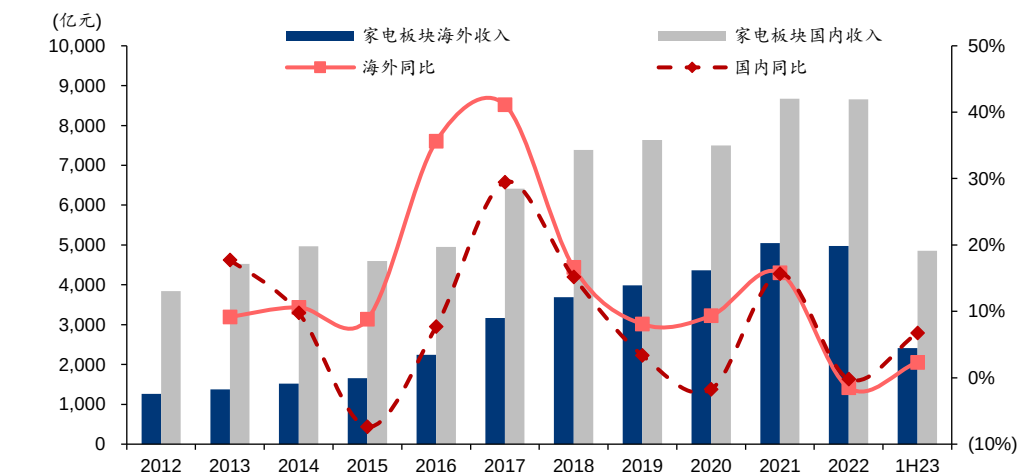
(1) 2012-2015年，我国家电出口面临转型压力，整体以中低端贴牌为主，家电企业在面临海外需求波动时较为被动，根据海关信息网《2012中国家电出口监测报告》，2012年我国出口家电471.8亿美元，同比-4.3%，上市家电公司更早主动开启了企业品质升级、自有品牌建设之路，海外收入表现更强，2012年上市家电公司海外收入1258.7亿元人民币，同比+6.7%。2012-2015年，家电上市公司海外收入CAGR为+9.5%，略好于国内市场表现（同期CAGR+6.2%）。

(2) 2016-2018年，2016年海尔收购美国GE家电业务，越来越多的家电企业推动产业出海、品牌出海，中国家电制造业人口红利叠加欧美经济复苏，家电出口表现积极，2016-2018年，家电上市公司海外收入CAGR为+28.3%，明显好于国内市场（同期CAGR+22.1%）

(3) 2019-2022年，海外经济增速有所放缓，同时18年后中美贸易摩擦有所加剧，且疫情冲击虽短期带动居家需求，但家电出口复合增速不强，2019-2022年，家电上市公司海外收入CAGR为+7.7%，仅略好于国内市场（同期CAGR+4.3%）。

(4) 2023年，家电出口仍面临欧美市场需求波动的影响，但更多企业加大了对东盟、南美等新兴市场开拓及产业转移力度，对内通过提质增效来巩固建立生产成本优势。1H23家电出口再度恢复增长。从3Q23以来的趋势看，中国家电出口重新步入相对高景气阶段，海外家电库存等周期性因素较为有利，宏观环境上看，华泰宏观观点认为2024年中国整体出口降幅由23年的4.2%左右收窄至0.6%左右，虽然全球经济增长面临减速，贸易增长可能趋于停滞，但鉴于中国制造业在成本、效率上的竞争力2023年仍呈快速上升的态势，中国占全球出口的总份额仍然可能有所上升（《结构调整持续，增长行稳致远》，2023/11/05），我们看好家电出口本轮周期。

图表3：家电板块（中信）内外销收入变化

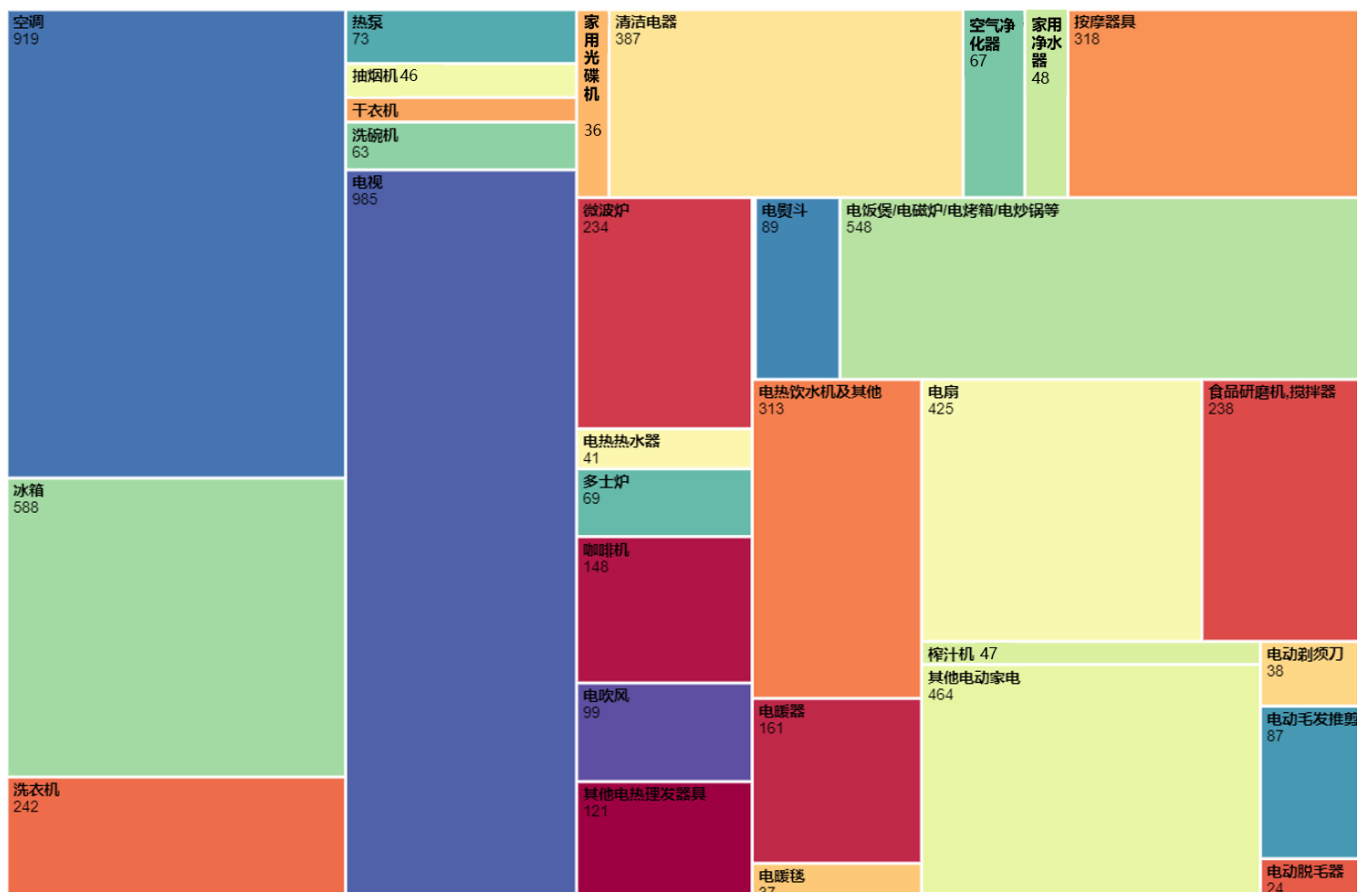


资料来源： 、华泰研究

品类上：传统大家电出口表现较强，小家电中电动类出口整体较优

中国家电出口规模一直较大，近年来持续增长。根据海关总署发布的数据，2023 年 1-12 月，我国家电出口总额达 6,992 亿元(含了 4000 大卡以上空调)，同比+9.0%。我国家电出口具备成本优势、制造产业链优势、创新优势、品质优势。在家电出口品类中，空调、冰箱、洗衣机、电视等传统大家电品类占据了较大的规模，此外，小家电品类中，清洁电器、按摩器具、微波炉、咖啡机、电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等、电扇、电热饮水机、食品研磨机/搅拌机、电暖器等也有百亿级规模，共同构成了家电出口的核心品类。

图表4：2023 年 1-12 月中国家电出口规模结构（单位：亿元人民币）



注：空调统计包含了 4000 大卡以上空调，HS 代码为 84151010,84151021,84158110,84158210,84151022,84158120,84158220,84158300

资料来源：海关总署，华泰研究

2023年1-12月，一方面，大家电品类中，传统品类（空冰洗电视）表现较强，另一方面，小家电品类中，电动类出口整体较强，对于中国家电出口的贡献比较大，电热类中，电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等、电热水壶、电吹风等规模较大的品类也表现出较大的拉动力。

图表5：2023年1-12月中国家电各品类出口规模（单位：亿元人民币）及同比增速

	大家电								音像类			
	空调	冰箱	洗衣机	热泵	抽油烟机	干衣机	洗碗机		电视	家用光碟机		
2023出口金额	919	588	242	73	46	33	63		985	35		
同比	8%	14%	26%	-5%	2%	9%	-4%		16%	-10%		
	电热类											
	微波炉	电热水壶	多士炉	咖啡机	电吹风	其他电热器具	电烘干机	电熨斗	电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等	电热水壶及其他	电暖器	电暖毯
2023出口金额	234	41	69	148	99	121	4	89	548	313	161	37
同比	3%	16%	2%	-7%	16%	10%	9%	27%	12%	1%	-11%	15%
	生活电器				电动类							
	清洁电器	空气净化器	家用净水器	按摩器具	电扇	食品研磨机/搅拌机	榨汁机	其他电动家电	电动剃须刀	电动毛发推剪	电动脱毛器	
2023出口金额	387	67	48	318	425	238	47	464	38	87	24	
同比	9%	3%	12%	-5%	11%	8%	27%	11%	30%	23%	24%	

资料来源：海关总署，华泰研究

分品类来看，我们主要观察出口规模较大、比较有代表性的产品类别，选取了大家电中的空调、冰箱、洗衣机，音像类中的电视，生活电器中的吸尘器，厨房小电中的食品研磨机/搅拌机、电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等，共计7个品类的人民币出口表现。

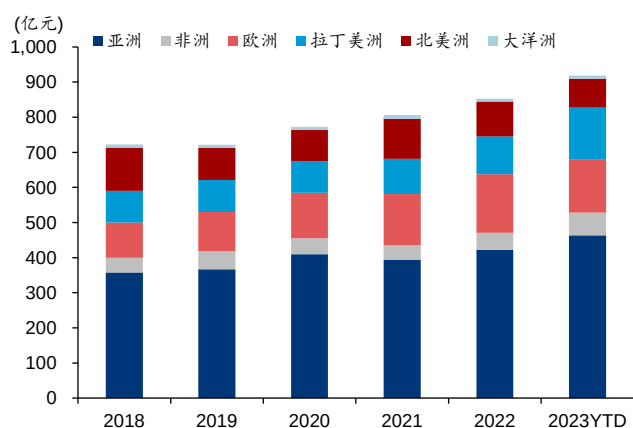
代表性大家电：区域有明显分化，拉美表现较为积极

传统大家电出口增长趋势继续向好，中国产业链优势不断巩固。海关总署数据显示，2023年1-12月，空调/冰箱/洗衣机/电视机出口额分别同比+7.7%/+14%/+25.8%/+14.4%。

2023年1-12月空调出口受益于亚洲及拉丁美洲市场的增长,8月以来整体恢复态势积极。

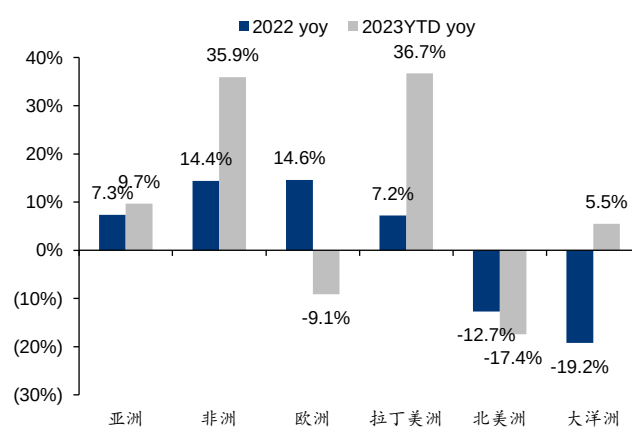
2023年1-12月，我国空调产品出口额同比+7.7%，主要增长来自于亚洲及拉丁美洲市场，其中，亚洲市场金额占我国空调出口额的50.5%，同比+9.7%，而拉丁美洲市场为我国空调的第三大出口目的地，同比+36.7%，2023年8月以来亚洲及拉美增长态势积极，除欧洲、北美外各地区均恢复月度同比增长。

图表6：空调出口区域分布



注：2023YTD为2023年1-12月，空调统计包含了4000大卡以上空调，HS代码为84151010,84151021,84158110,84158210,84151022,84158120,84158220,84158300
资料来源：海关总署，华泰研究

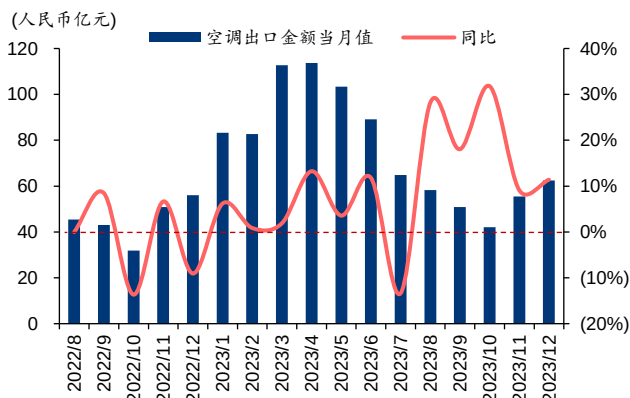
图表7：23年亚洲及拉丁美洲市场对空调品类增长拉动作用大



注：2023YTD为2023年1-12月，各市场出口金额同比增长
资料来源：海关总署，华泰研究

空调产品向广阔的东南亚市场和拉美发展中国家市场推进，未来中国企业出口依然前景广阔。其中，2023年，虽然空调亚洲传统出口目的地日本、韩国出口额同比有所下滑，但东南亚新兴市场印度尼西亚、菲律宾、越南等实现双位数增长，马来西亚延续多年较高增速。而拉丁美洲主要出口目的地墨西哥保持双位数增长，阿根廷、巴西等众多拉美国家实现高双位数增长。

图表8：2023年8月以来空调出口金额同比回升明显



资料来源：海关总署，华泰研究

图表9：除欧洲、北美洲外，8月以来区域边际好转趋势明显

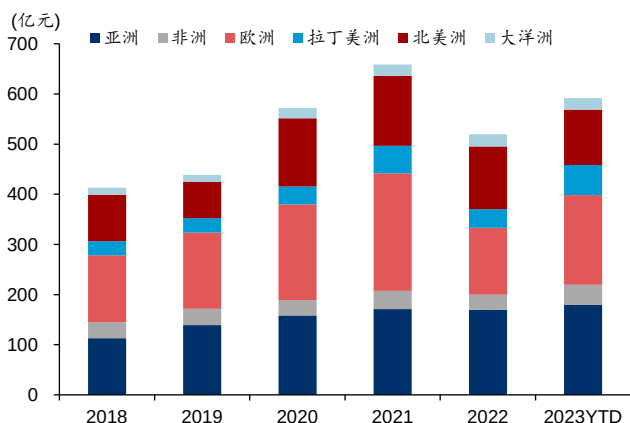
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
亚洲	3%	17%	-4%	24%	2%	17%	-16%	32%	22%	30%	6%	17%
非洲	30%	37%	81%	39%	31%	48%	-4%	42%	25%	49%	27%	31%
欧洲	19%	-19%	16%	-12%	-9%	-2%	-29%	-26%	-39%	-12%	-30%	-15%
拉丁美洲	16%	14%	13%	48%	48%	1%	13%	63%	67%	69%	50%	85%
北美洲	-10%	-22%	-21%	-15%	-22%	5%	-34%	30%	4%	3%	-18%	-39%
大洋洲	-4%	39%	54%	-13%	-1%	-43%	-40%	-16%	19%	47%	62%	35%

Note: 指标为人民币出口额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

2023年以来冰箱出口增长主要受益于欧洲市场恢复。2023年1-12月，我国冰箱产品出口额同比+14%，主要增长来自于欧洲及拉美市场，其中，出口欧洲市场金额占我国冰箱出口额的30.3%（同比+34.2%），占比已经持平亚洲市场，2023年8月以来除欧洲保持积极态势外，第三大市场北美需求也在积极恢复，继续巩固冰箱出口。而拉丁美洲占比已经达到10.1%（同比+62.2%），非洲市场也有较大的增长潜力。

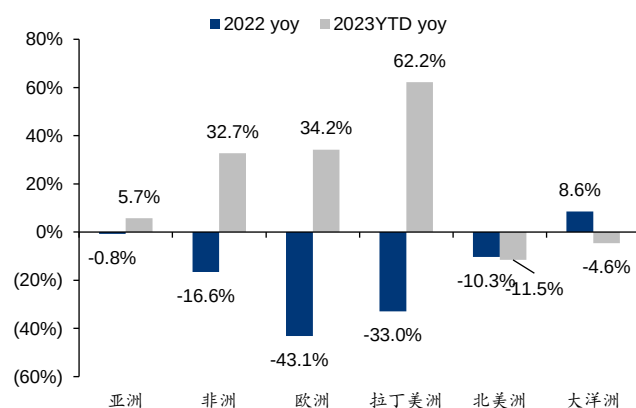
图表10：冰箱出口区域分布



注：2023YTD为2023年1-12月

资料来源：海关总署，华泰研究

图表11：23年欧洲市场对冰箱品类增速拉动作用大

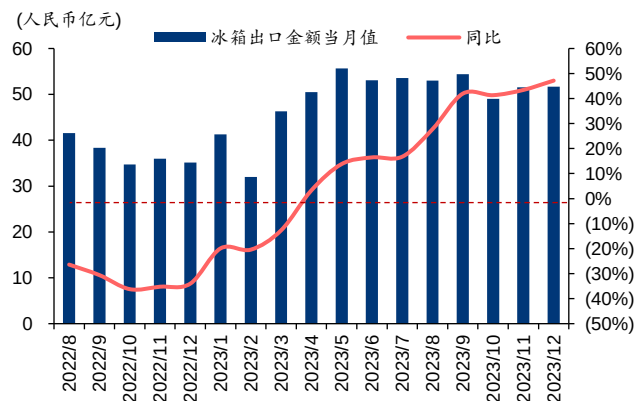


注：2023YTD为2023年1-12月，各市场出口金额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

冰箱产品欧洲市场保持积极态势。其中，2023年冰箱欧洲主要出口目的地，如德法英等国家，出口额均实现双位数同比增长，其中俄罗斯、西班牙、意大利增速更是突出。

图表12：冰箱出口 2023 年 4 月后趋势积极



资料来源：海关总署，华泰研究

图表13：23 年 8 月后，第三大北美市场也有明显恢复

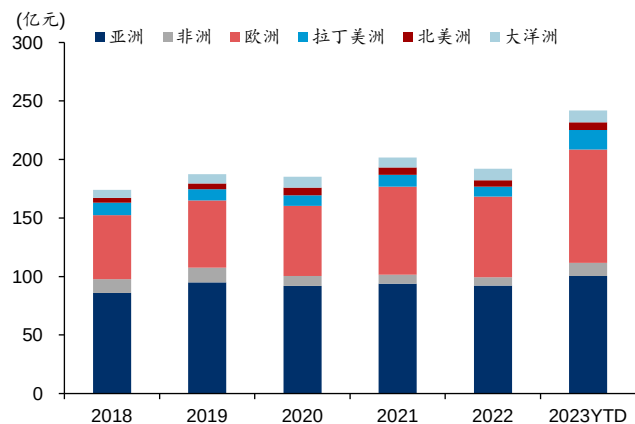
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
亚洲	-13%	2%	-5%	25%	9%	6%	-2%	0%	10%	5%	15%	28%
非洲	0%	-13%	0%	34%	39%	47%	21%	56%	46%	33%	80%	71%
欧洲	-9%	-23%	8%	28%	50%	76%	73%	48%	62%	43%	34%	59%
拉丁美洲	-20%	-28%	-12%	14%	90%	61%	112%	127%	129%	163%	147%	97%
北美洲	-43%	-43%	-48%	-43%	-28%	-32%	-19%	14%	44%	72%	66%	40%
大洋洲	-19%	-28%	-3%	-29%	-26%	-12%	-28%	23%	13%	24%	24%	40%

Note: 指标为人民币出口额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

2023 年以来洗衣机受益于亚洲稳健增长及欧洲市场备货需求。我们认为，一方面，日本为中国洗衣机最大的出口市场，其经济表现稳健，夯实了洗衣机出口基石，另一方面，前期俄罗斯需求大增，近期西欧市场备货需求积极，不断推动出口欧洲市场增长。2023 年 1-12 月，我国洗衣机产品出口额同比+25.8%，主要增长来自于亚洲及欧洲市场，其中，出口亚洲市场金额占我国洗衣机出口额的 41.5%（同比+8.7%），占比第二为欧洲市场（同比+40.8%），而拉丁美洲、非洲市场虽然增速较强，但占比不高，拉动力有限。23 年下半年，亚洲市场虽有所波动，而欧洲市场需求依然表现较好。

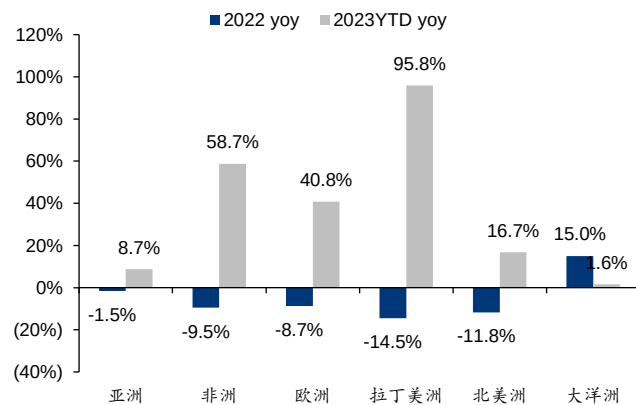
图表14：洗衣机出口区域分布



注：2023YTD 为 2023 年 1-12 月

资料来源：海关总署，华泰研究

图表15：23 年欧洲市场对洗衣机品类增速拉动作用大

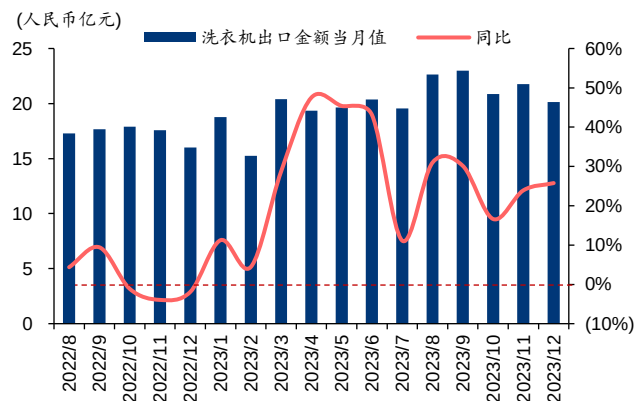


注：2023YTD 为 2023 年 1-12 月，各市场出口金额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

洗衣机产品在亚洲“一带一路”沿线机会凸显，欧洲有望巩固优势。其中，2023 年洗衣机欧洲主要出口目的地中，除德国外主要欧洲国家均出口额实现同比增长，尤其以俄罗斯、意大利、西班牙增速较快。洗衣机亚洲主要出口目的地中，日本表现稳健，乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦等“一带一路”沿线国家增长积极。

图表16：洗衣机出口 2023 年 3 月后维持较高增速



资料来源：海关总署，华泰研究

图表17：23 年下半年，亚洲需求有所波动，而欧洲需求依然表现较好

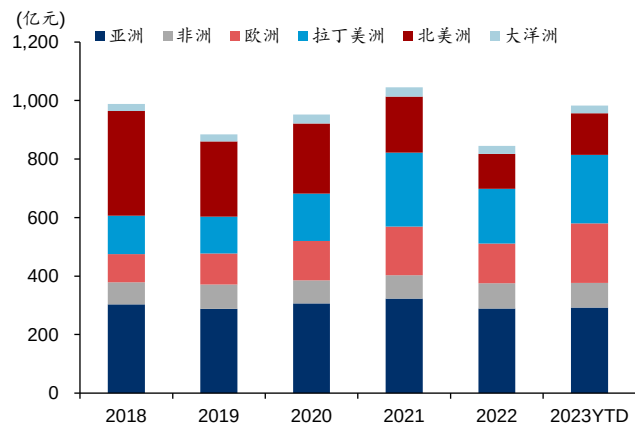
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
亚洲	8%	13%	25%	60%	44%	13%	-15%	-10%	4%	-3%	-1%	2%
非洲	32%	5%	50%	71%	24%	32%	55%	209%	138%	32%	67%	24%
欧洲	8%	-4%	32%	47%	56%	98%	42%	59%	37%	28%	43%	56%
拉丁美洲	81%	38%	34%	91%	113%	142%	63%	232%	116%	110%	103%	54%
北美洲	63%	-31%	29%	8%	3%	28%	42%	2%	58%	1%	26%	-11%
大洋洲	-16%	-19%	16%	-28%	-21%	-30%	-31%	15%	50%	44%	67%	76%

Note: 指标为人民币出口额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

2023 年以来电视机受益于拉丁美洲及欧洲市场需求增长，北美需求恢复或继续巩固电视出口增速。2023 年 1-12 月，我国电视机产品出口额同比+14.4%，主要增长来自于欧洲及拉丁美洲市场，其中，拉丁美洲为我国第二大电视出口目的地，金额占我国电视机出口额的 23.8%（同比+20.5%），占比第三为欧洲市场 20.7%（同比+57.4%），且北美市场在 8 月后也出现明显的补库存需求，增长恢复态势明显。

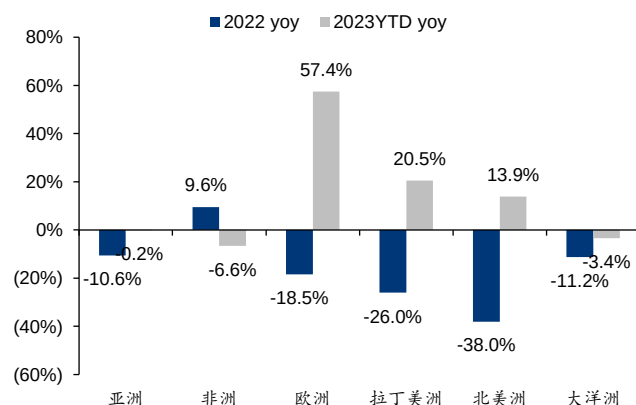
图表18：电视机出口区域分布



注：2023YTD 为 2023 年 1-12 月

资料来源：海关总署，华泰研究

图表19：23 年欧洲、拉丁美洲市场对电视品类增长拉动作用大

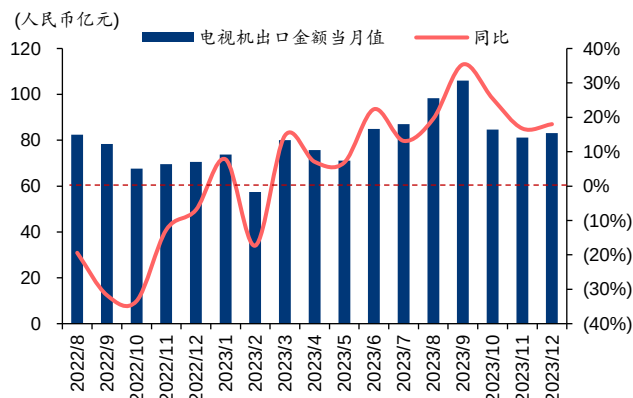


注：2023YTD 为 2023 年 1-12 月，各市场出口金额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

电视机不断巩固拉美及东欧桥头堡。其中，2023 年电视机拉丁美洲主要出口目的地中，对墨西哥出口额同比增长强势，墨西哥是中国企业进一步出口到北美市场的桥头堡。而欧洲市场，出口俄罗斯、波兰规模大，出口额同比增速较快。

图表20：电视机出口 2023 年以来趋势向好



资料来源：海关总署，华泰研究

图表21：23 年 8 月后，北美补库需求明显恢复

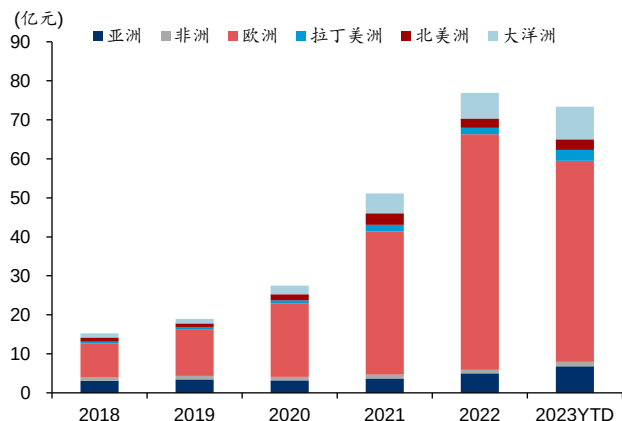
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
亚洲	-13%	-17%	3%	-9%	-10%	15%	0%	7%	11%	10%	-1%	6%
非洲	-5%	-53%	31%	-3%	-24%	-14%	-22%	-15%	10%	12%	19%	18%
欧洲	63%	98%	58%	64%	63%	146%	86%	39%	44%	50%	30%	36%
拉丁美洲	20%	-33%	17%	25%	28%	31%	37%	36%	42%	3%	20%	10%
北美洲	19%	-34%	-14%	-13%	22%	-8%	-16%	22%	110%	75%	42%	25%
大洋洲	-31%	-12%	23%	-27%	-42%	-23%	3%	6%	-11%	31%	30%	61%

Note: 指标为人民币出口额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

2023 年热泵出口仍面临欧洲市场弱化的挑战。2023 年 1-12 月，我国热泵产品出口额同比-4.6%，压力来自于欧洲市场、增长拉动来自于大洋洲，其中，欧洲市场金额占我国热泵出口额的 70.3%，同比-14.7%，而大洋洲市场为我国热泵的第二大出口目的地，同比+26.8%，其增长小幅弥补了欧洲需求下滑的影响。热泵较高的基数或影响其出口短期表现，但是中国热泵产品出口或将随着产业规模的扩大而提升规模经济优势。

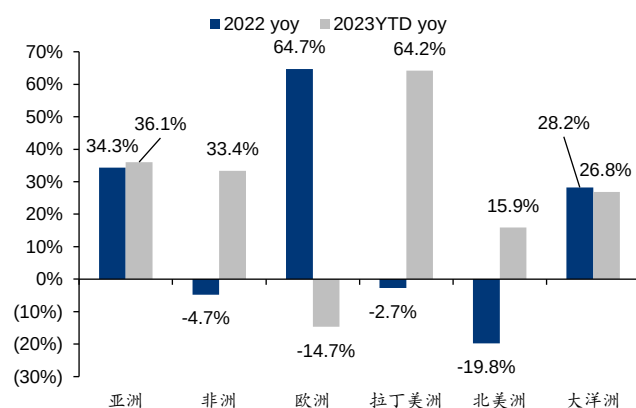
图表22：热泵出口区域分布



注：2023YTD 为 2023 年 1-12 月

资料来源：海关总署，华泰研究

图表23：23 年欧洲市场弱化对热泵品类影响较大

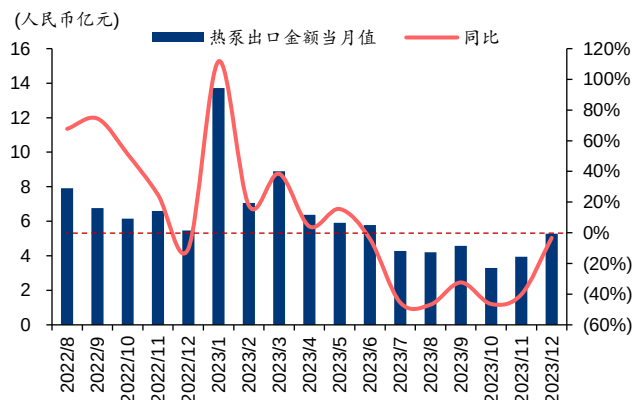


注：2023YTD 为 2023 年 1-12 月，各市场出口金额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

欧洲热泵出口表现分化。2023 年热泵欧洲主要出口目的地中，出口德国、英国、俄罗斯金额仍有同比增长，但规模较大的意大利、波兰、法国高基数下弱化较为明显。

图表24：2023年下半年热泵出口金额同比弱化明显



资料来源：海关总署，华泰研究

图表25：热泵出口欧洲市场表现依然较弱

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
亚洲	88%	1%	71%	31%	74%	42%	56%	41%	16%	3%	27%	11%
非洲	44%	55%	-27%	74%	50%	-43%	30%	15%	31%	52%	140%	69%
欧洲	152%	27%	41%	-4%	6%	-26%	-62%	-63%	-49%	-62%	-64%	-32%
拉丁美洲	-16%	48%	153%	168%	152%	62%	33%	9%	122%	-1%	148%	56%
北美洲	-65%	-66%	-18%	-6%	39%	182%	4%	112%	-13%	22%	63%	258%
大洋洲	32%	-42%	22%	22%	29%	90%	24%	20%	13%	5%	31%	70%

Note: 指标为人民币出口额同比增速

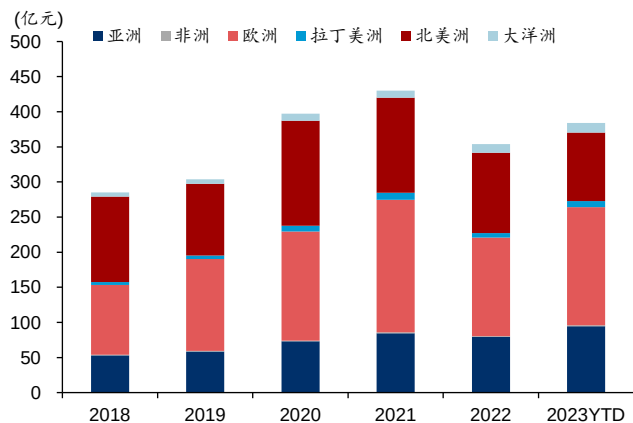
资料来源：海关总署，华泰研究

代表性小家电：出口逐步提速，后续或继续较高增速

小家电出口中，一方面，清洁电器以吸尘器为代表，中国企业通过产业化，不断向品牌化演进，实力较强，另一方面，厨房类小家电中，全球市场风潮带动下，空气炸锅增长积极。海关总署数据显示，2023年1-12月，吸尘器、食品研磨机/搅拌机、电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅出口额分别同比+8.4%/+10.1%/+12.7%。

海外清洁电器市场成熟度较高，欧洲及亚洲市场出口延续增长。2023年1-12月，我国吸尘器产品出口额同比+8.4%，主要增长来自于欧洲及亚洲市场，其中，出口欧洲市场金额占我国吸尘器出口额的43.8%（同比+19.8%），占比第三为亚洲市场24.6%（同比+19.0%），拉丁美洲及非洲仍有待提升占比，北美市场尚未恢复。

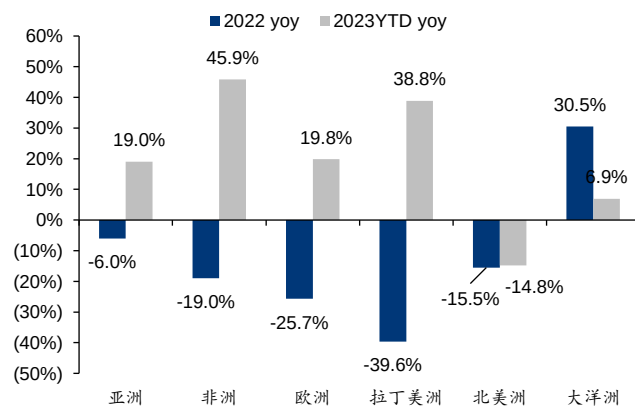
图表26：吸尘器出口区域分布



注：2023YTD为2023年1-12月

资料来源：海关总署，华泰研究

图表27：23年吸尘器欧洲及亚洲市场增长积极，北美偏弱

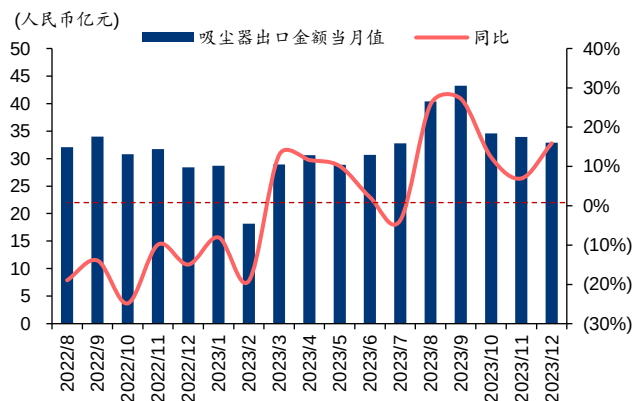


注：2023YTD为2023年1-12月，各市场出口金额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

吸尘器出口欧洲率先复苏，亚洲或受益于产业转移。2023年吸尘器欧洲主要出口目的地中，核心欧洲国家都有增长，出口俄罗斯、波兰金额同比增速更为突出。而亚洲出口目的地中，马来西亚、越南等吸尘器产业聚集地也实现较高同比增长。

图表28：吸尘器出口 2023 年 8-9 月后恢复态势较为积极



资料来源：海关总署，华泰研究

图表29：2023 年吸尘器出口北美尚未完全恢复

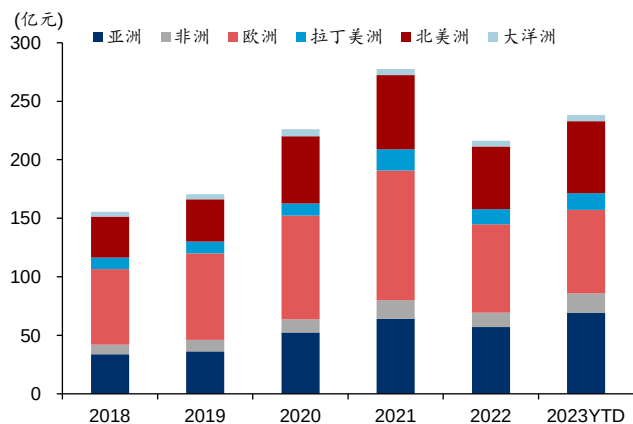
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
亚洲	-2%	34%	27%	40%	8%	16%	13%	18%	40%	14%	22%	15%
非洲	8%	11%	90%	46%	70%	40%	3%	44%	11%	57%	125%	84%
欧洲	5%	-13%	17%	30%	26%	38%	9%	31%	46%	23%	3%	18%
拉丁美洲	-21%	3%	58%	72%	73%	17%	52%	81%	20%	30%	63%	54%
北美洲	-28%	-53%	-8%	-25%	-10%	-39%	-28%	24%	-2%	-9%	-2%	3%
大洋洲	-16%	-15%	13%	-7%	0%	7%	-8%	0%	8%	67%	-11%	56%

Note: 指标为人民币出口额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

海外厨房小家电在居家需求回落后，各个品类缓慢恢复，其中电动类厨房小家电相对强势，尤其以食品研磨机/搅拌器出口表现积极，或受益于 22 年下半年的低基数。2023 年 1-12 月，我国食品研磨机搅拌器产品出口额同比+10.1%，主要增长来自于亚洲及北美洲市场，其中，亚洲市场出口占比第二，占我国食品研磨机/搅拌器出口额的 29.2%（同比+22%），占比第三为北美市场 25.8%（同比+14.6%），拉美及非洲出口占比仍有待提升。2023 年累计数据上看，欧洲依然偏弱（主要为德法），但 9 月后欧洲需求也在恢复，我们仍看多该品类 24 年增长趋势。

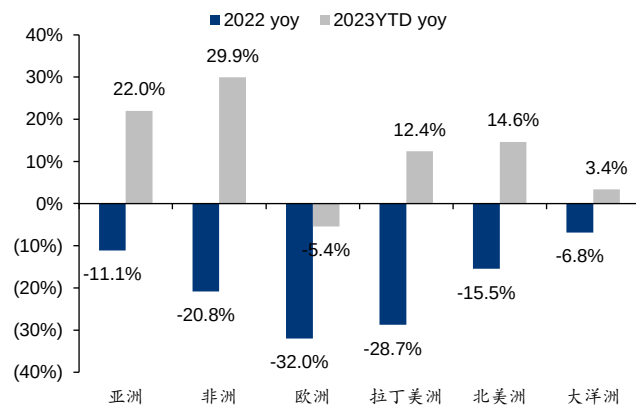
图表30：食品研磨机/搅拌器出口区域分布



注：2023YTD 为 2023 年 1-12 月

资料来源：海关总署，华泰研究

图表31：23 年食品研磨机/搅拌器亚洲及北美洲市场增长积极

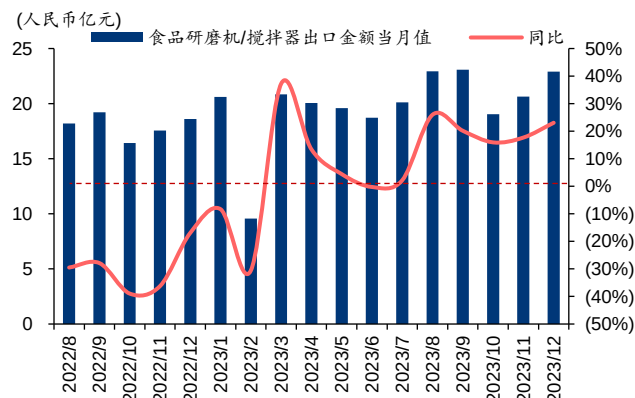


注：2023YTD 为 2023 年 1-12 月，各市场出口金额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

食品研磨机/搅拌器出口北美恢复，亚洲有高成长性。2023 年食品研磨机/搅拌器北美主要出口目的地中，出口美国金额恢复同比增长。而亚洲出口目的地中，出口印度尼西亚、马来西亚、越南、新加坡等地均实现较高同比增长。

图表32：食品研磨机/搅拌机出口也在 2023 年 8-9 月恢复积极



资料来源：海关总署，华泰研究

图表33：9 月后欧洲需求也在恢复

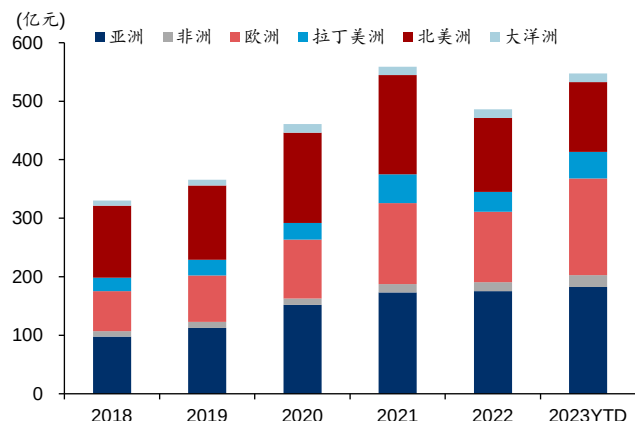
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
亚洲	8%	13%	65%	47%	6%	1%	9%	39%	24%	8%	9%	50%
非洲	-8%	-35%	69%	108%	10%	18%	25%	51%	37%	29%	66%	32%
欧洲	-29%	-46%	27%	-9%	3%	-13%	1%	-3%	6%	20%	-4%	1%
拉丁美洲	-42%	-27%	-27%	-21%	20%	20%	23%	36%	43%	73%	68%	57%
北美洲	33%	-41%	38%	11%	1%	8%	-10%	53%	34%	7%	33%	8%
大洋洲	-24%	-31%	15%	-18%	-17%	2%	-1%	34%	-18%	36%	44%	50%

Note: 指标为人民币出口额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

2023 年电饭煲、电磁炉、电烤箱、电炒锅等电热类厨房小家电表现较强，但电热品类下咖啡机、多士炉等重要电热厨房小家电产品出口仍承压。2023 年 1-12 月，我国电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等产品出口额同比+12.7%，主要增长来自于欧洲市场，其中，出口欧洲市场金额占我国电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等产品出口额的 30.1%（同比+37.0%）。

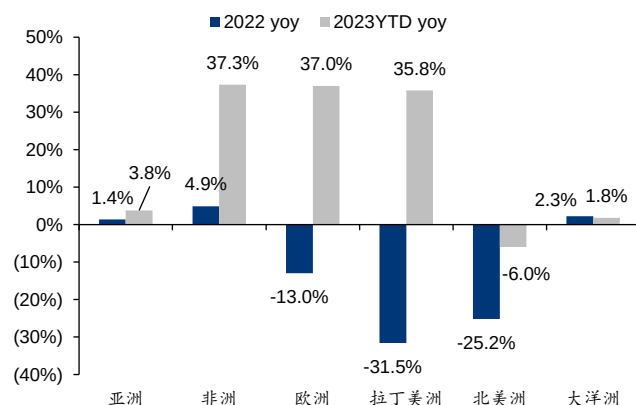
图表34：电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等出口区域分布



注：2023YTD 为 2023 年 1-12 月

资料来源：海关总署，华泰研究

图表35：23 年电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等欧洲增长积极

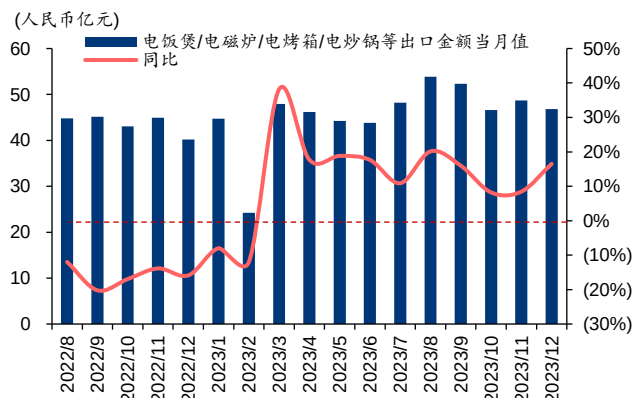


注：2023YTD 为 2023 年 1-12 月，各市场出口金额同比增速

资料来源：海关总署，华泰研究

电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等电热小厨电欧洲市场为中流砥柱，拉美成为出口增长亮点。2023 年整体趋势较好，尤其以出口英国金额同比增速最快，主要是空气炸锅增长带来的贡献。巴西、阿根廷等拉美区域表现较强，墨西哥或受益于出口转运北美需求。

图表36：电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等出口在2023年3月恢复



资料来源：海关总署，华泰研究

图表37：电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等欧洲延续强势/北美小幅恢复

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
亚洲	-11%	21%	54%	5%	-2%	1%	-4%	8%	-5%	-6%	-2%	10%
非洲	10%	13%	79%	69%	38%	23%	34%	71%	21%	43%	45%	15%
欧洲	25%	-4%	77%	58%	55%	78%	36%	41%	43%	18%	5%	26%
拉丁美洲	-15%	-19%	25%	30%	83%	51%	80%	42%	39%	40%	48%	35%
北美洲	-30%	-52%	-10%	-8%	-1%	-16%	-9%	6%	14%	2%	14%	13%
大洋洲	-16%	-23%	13%	-14%	-16%	2%	-15%	25%	-3%	28%	17%	38%

Note: 指标为人民币出口额同比增长

资料来源：海关总署，华泰研究

区域上：北美8月后好转，欧洲除空调、热泵外大多积极，亚洲近期恢复，拉美整体积极

分区域来看，我们主要观察出口占比较大的四大区域（亚洲、欧洲、北美洲、拉丁美洲），并选取了大家电中的空调、冰箱、洗衣机、热泵，音像类中的电视，厨房小电中的食品研磨机/搅拌机、电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅、多士炉、咖啡机，生活电器中的吸尘器、按摩器具，共计11个大类产品的人民币出口表现。

从主要的出口区域来看：

- (1) 亚洲市场各个品类表现差异较大，吸尘器、热泵、食品研磨搅拌机出口持续较好，空调、冰箱、电视等大电产品和多士炉等小电近期同比恢复增长，或继续好转；
- (2) 欧洲市场，空调、热泵仍有较大压力，但冰箱、洗衣机、电视、吸尘器、电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅、多士炉、咖啡机已经恢复较强的出口表现。
- (3) 北美洲市场从8月之后除空调、吸尘器、咖啡机仍有压力，其他品类逐步恢复，冰箱、电视、热泵的增速领先；
- (4) 南美洲在空冰洗等传统大白电品类上出口表现都较为积极，吸尘器、食品研磨机/搅拌机、电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅品类上也有较强的驱动力。

图表38：亚洲市场热泵、清洁电器出口持续较好

亚洲	空调	冰箱	洗衣机	电视	热泵	吸尘器	食品研磨机/搅拌机	电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等	多士炉	咖啡机	按摩器具
2022/12	-5%	-12%	5%	-20%	34%	16%	0%	-6%	-25%	2%	-6%
2023/01	3%	-13%	8%	-13%	88%	-2%	8%	-11%	-31%	-17%	-18%
2023/02	17%	2%	13%	-17%	1%	34%	13%	21%	6%	0%	29%
2023/03	-4%	-5%	25%	3%	71%	27%	65%	54%	7%	52%	30%
2023/04	24%	25%	60%	-9%	31%	40%	47%	5%	-13%	-9%	2%
2023/05	2%	9%	44%	-10%	74%	8%	6%	-2%	-26%	1%	-3%
2023/06	17%	6%	13%	15%	42%	16%	1%	1%	-27%	-4%	-2%
2023/07	-16%	-2%	-15%	0%	56%	13%	9%	-4%	-24%	-20%	-1%
2023/08	32%	0%	-10%	7%	41%	18%	39%	8%	-2%	2%	-2%
2023/09	22%	10%	4%	11%	16%	40%	24%	-5%	30%	-13%	13%
2023/10	30%	5%	-3%	10%	3%	14%	8%	-6%	25%	-35%	-3%
2023/11	6%	15%	-1%	-1%	27%	22%	9%	-2%	38%	-16%	9%
2023/12	17%	28%	2%	6%	11%	15%	50%	10%	29%	5%	8%

Note: 指标为人民币出口额同比增长

资料来源：海关总署，华泰研究

图表39：欧洲市场冰洗、电视、清洁电器出口较好

欧洲	空调	冰箱	洗衣机	电视	热泵	吸尘器	食品研磨机/搅拌机	电饭煲/电磁炉/电烤箱/电炒锅等	多士炉	咖啡机	按摩器具
2022/12	-10%	-45%	-7%	39%	-6%	-14%	-29%	-7%	-36%	-42%	-54%
2023/01	19%	-9%	8%	63%	152%	5%	-29%	25%	-24%	-31%	-42%
2023/02	-19%	-23%	-4%	98%	27%	-13%	-46%	-4%	-46%	-34%	-57%
2023/03	16%	8%	32%	58%	41%	17%	27%	77%	-6%	9%	-34%
2023/04	-12%	28%	47%	64%	-4%	30%	-9%	58%	3%	-24%	-32%
2023/05	-9%	50%	56%	63%	6%	26%	3%	55%	3%	-2%	-16%
2023/06	-2%	76%	98%	146%	-26%	38%	-13%	78%	-1%	8%	-13%
2023/07	-29%	73%	42%	86%	-62%	9%	1%	36%	7%	4%	-9%
2023/08	-26%	48%	59%	39%	-63%	31%	-3%	41%	20%	1%	-14%
2023/09	-39%	62%	37%	44%	-49%	46%	6%	43%	40%	12%	17%
2023/10	-12%	43%	28%	50%	-62%	23%	20%	18%	45%	16%	-2%
2023/11	-30%	34%	43%	30%	-64%	3%	-4%	5%	-9%	11%	2%
2023/12	-15%	59%	56%	36%	-32%	18%	1%	26%	28%	30%	60%

Note: 指标为人民币出口额同比增长

资料来源：海关总署，华泰研究

图表40：北美洲市场8月后，大多数家电品类出口明显恢复

北美洲	空调	冰箱	洗衣机	电视	热泵	吸尘器	食品研磨机/搅拌机	电饭煲/电烤箱/电炒锅等	多士炉	咖啡机	按摩器具
2022/12	-23%	-41%	49%	-2%	-41%	-39%	-9%	-31%	-33%	-28%	-22%
2023/01	-10%	-43%	63%	19%	-65%	-28%	33%	-30%	-10%	-28%	-17%
2023/02	-22%	-43%	-31%	-34%	-66%	-53%	-41%	-52%	-37%	-56%	-51%
2023/03	-21%	-48%	29%	-14%	-18%	-8%	38%	-10%	7%	12%	20%
2023/04	-15%	-43%	8%	-13%	-6%	-25%	11%	-8%	-18%	-18%	6%
2023/05	-22%	-28%	3%	22%	39%	-10%	1%	-1%	-14%	-11%	-3%
2023/06	5%	-32%	28%	-8%	182%	-39%	8%	-16%	-10%	-29%	-25%
2023/07	-34%	-19%	42%	-16%	4%	-28%	-10%	-9%	-18%	-25%	-32%
2023/08	30%	14%	2%	22%	112%	24%	53%	6%	17%	-14%	-9%
2023/09	4%	44%	58%	110%	-13%	-2%	34%	14%	31%	-2%	21%
2023/10	3%	72%	1%	75%	22%	-9%	7%	2%	25%	-5%	7%
2023/11	-18%	66%	26%	42%	63%	-2%	33%	14%	51%	17%	9%
2023/12	-39%	40%	-11%	25%	258%	3%	8%	13%	29%	-6%	11%

Note:指标为人民币出口额同比增长

资料来源：海关总署、华泰研究

图表41：拉丁美洲市场多数品类出口表现均较好

拉丁美洲	空调	冰箱	洗衣机	电视	热泵	吸尘器	食品研磨机/搅拌机	电饭煲/电烤箱/电炒锅等	多士炉	咖啡机	按摩器具
2022/12	-4%	-40%	-11%	-11%	-1%	-31%	-54%	-46%	-44%	-11%	5%
2023/01	16%	-20%	81%	20%	-16%	-21%	-42%	-15%	-17%	-25%	2%
2023/02	14%	-28%	38%	-33%	48%	3%	-27%	-19%	-43%	-23%	5%
2023/03	13%	-12%	34%	17%	153%	58%	-27%	25%	-5%	15%	109%
2023/04	48%	14%	91%	25%	168%	72%	-21%	30%	-8%	-27%	29%
2023/05	48%	90%	113%	28%	152%	73%	20%	83%	60%	9%	21%
2023/06	1%	61%	142%	31%	62%	17%	20%	51%	1%	-25%	3%
2023/07	13%	112%	63%	37%	33%	52%	23%	80%	6%	-14%	0%
2023/08	63%	127%	232%	36%	9%	81%	36%	42%	16%	24%	24%
2023/09	67%	129%	116%	42%	122%	20%	43%	39%	9%	8%	-7%
2023/10	69%	163%	110%	3%	-1%	30%	73%	40%	6%	11%	-6%
2023/11	50%	147%	103%	20%	148%	63%	68%	48%	13%	-1%	17%
2023/12	85%	97%	54%	10%	56%	54%	57%	35%	20%	16%	-1%

Note:指标为人民币出口额同比增长

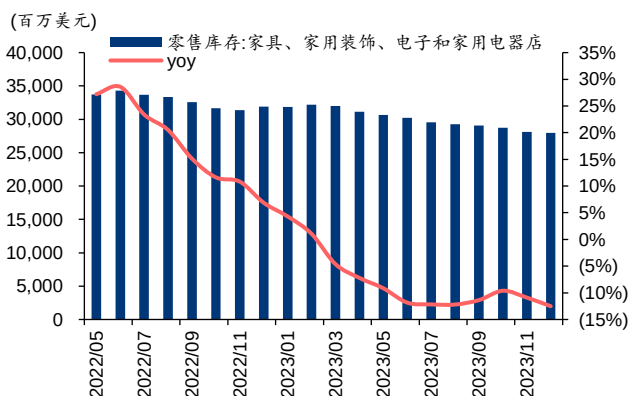
资料来源：海关总署、华泰研究

重点区域展望

北美：补库需求或开始逐步释放，龙头展望更为积极

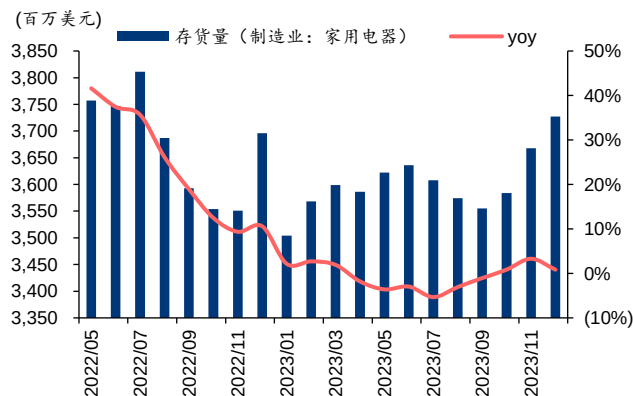
美国家电相关库存调整已经较为充分，零售商及制造商库存均有触底迹象，同时，我国出口北美家电已经自8月开始明显优化，且根据美国本土家电龙头惠而浦（WHR US，未覆盖）等企业展望数据，对24年北美区域预期更为积极。

图表42：美国零售商家电库存接近底部



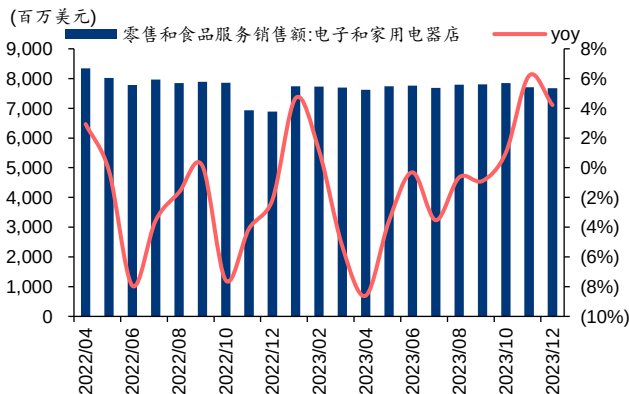
资料来源：，华泰研究

图表43：美国家电制造业存货量回升，后续补库需求或延续回升



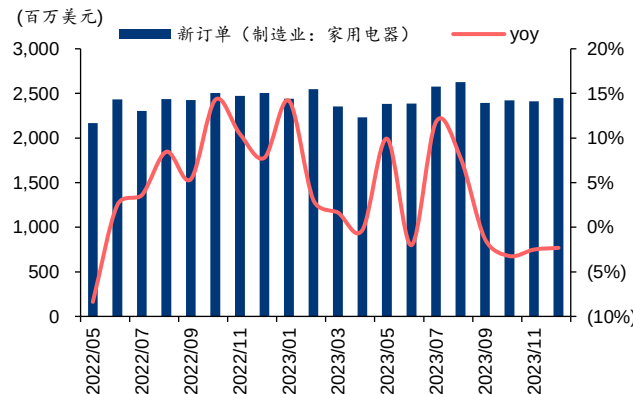
资料来源：，华泰研究

图表44：美国零售商家电销售在23年底恢复同比增长



资料来源：，华泰研究

图表45：美国家电制造业新订单自7月开始同比回升



资料来源：，华泰研究

从公司维度来看，北美大白电龙头惠而浦（WHR US，未覆盖）23年三季报后，虽然对于23年全球收入保持小幅下滑的预期，但是对于23年北美区域的家电需求预期已经开始有所恢复，且在23年业绩发布后，对24年除欧洲外家电需求均展望较为积极。

北美热水公司 AOS Smith（AOS US，未覆盖）对24年收入展望较为积极，主要基于北美地区的需求反弹。暖通领域来看，开利（CARR US，未覆盖）、雷诺士（LII US，未覆盖）、均保持了全球增长预期。相对而言，北美厨房小家电企业受到22年的较高基数影响，表现依然偏弱，但 Helen of Troy（HELE US，未覆盖）23年各季度收入同比降幅不断收窄。

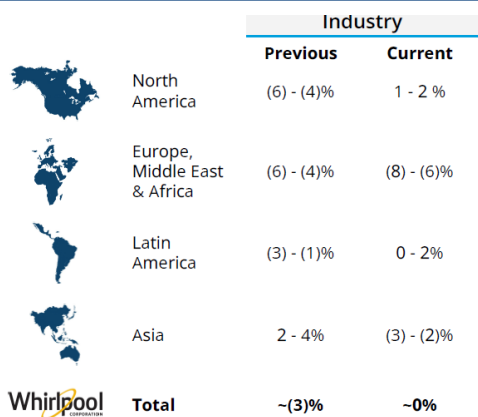
图表46：美国家电相关企业全年展望（指标为收入同比增速）

收入增速										1Q23 OUTLOOK	2Q23 OUTLOOK	3Q23 OUTLOOK	4Q23 OUTLOOK
子行业	地区	名称	代码	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23		2023E	2023E	2023E	2024E
白电	美国	惠而浦	WHR US	-10.3%	-5.5%	-6.0%	3.0%	3.4%		-2%~-1%	-2%~-1%	-2%~-1%	持平
厨卫	美国	AOS smith	AOS US	6.1%	-1.2%	-0.5%	7.2%	5.6%		+0%~+2%	+0%~+2%	+1.3%~+2.6%	+3%~+5%
暖通空调	美国	开利	CARR US	-0.9%	13.3%	15.0%	5.1%	-0.1%		+LSD~MSD	+MSD	+MSD	+MSD
暖通空调	美国	Lennox雷诺士	LII US	12.5%	3.6%	3.3%	9.8%	5.6%		+0%~+4%	+2%~+4%	+5%	+7%
暖通空调	美国	江森自控国际	JCI US	5.4%	9.6%	7.8%	2.7%	0.4%		+HSD~LDD	+10%	+HSD	持平
小家电	美国	Helen of Troy	HELE US	-2.5%	-13.8%	-5.6%	-4.8%	-1.6%		-5%~-3%	-5.2%~-2.8%	-5.2%~-2.8%	-4.7%~-3.5%

注：LSD/MSD/HSD 分别为 low/middle/high single digit 低/中/高个位增长缩写、LDD 为 low double-digit 低中位增长缩写

资料来源：各公司公告、华泰研究

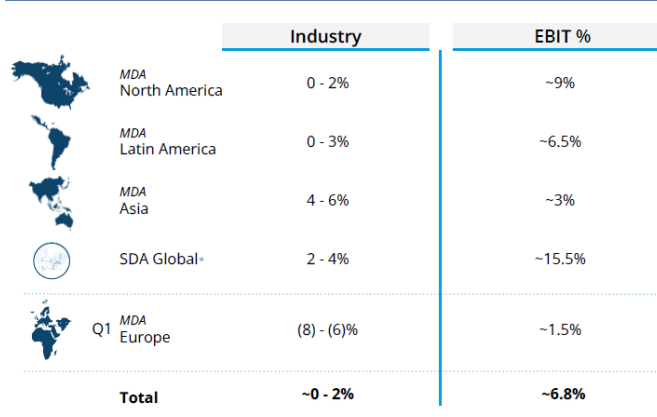
图表47：23年三季报后惠而浦对于23年北美家电需求预期回升



Note: 指标为收入同比增速

资料来源：公司公告、华泰研究

图表48：23年业绩后惠而浦对于24年欧洲外家电需求预期增长



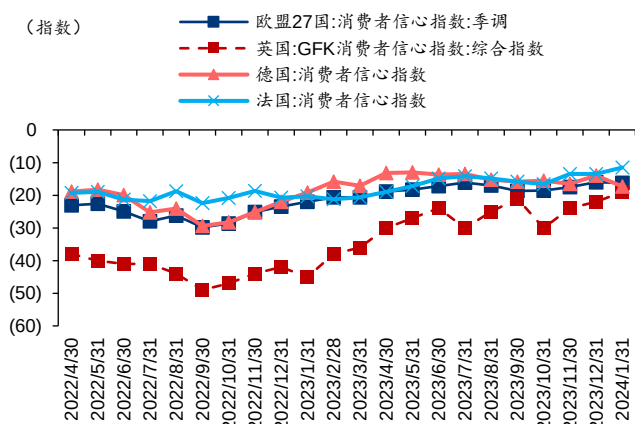
Note: 左侧指标为收入同比增速

资料来源：公司公告、华泰研究

欧洲：消费者信心缓步恢复，制造业 PMI 有所增强

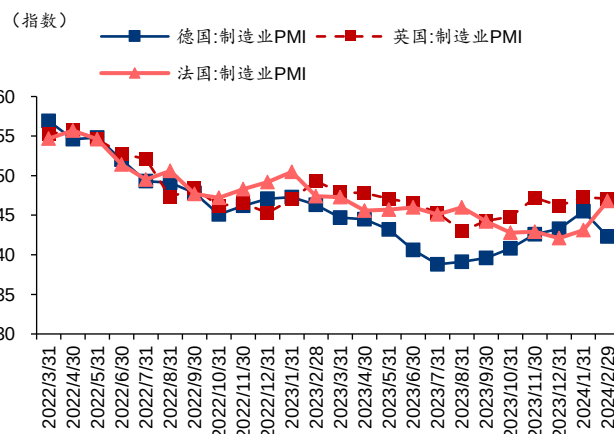
目前我国家电出口欧洲市场品类分化较明显，但考虑到区域内消费者信心较低点回升，制造业 PMI 也有所增强，欧洲市场或有更多的家电品类出口更为积极。

图表49：欧洲消费者信心继续环比恢复



资料来源：，华泰研究

图表50：英国、法国制造业 PMI 较 23 年 7-8 月低点有所恢复



资料来源：，华泰研究

从公司维度来看，欧洲大白电龙头伊莱克斯（ELUXB SS，未覆盖）23 年三季报后，虽然对于全球收入预期不强，但是对于北美区域的家电需求预期有所恢复，而在 23 年业绩后，其对于 24 年全球各区域家电需求均提升为中性。同时，欧洲厨房小家电龙头 SEB 集团（SK FP，未覆盖）对 24 年消费品预期恢复增长，而商用品基数虽然较高，但仍有望延续增长。整体我们对于欧洲小家电需求预期更为积极。

图表51：欧洲家电相关企业全年展望（指标为收入同比增速）

收入增速									1Q23 OUTLOOK	2Q23 OUTLOOK	3Q23 OUTLOOK	4Q23 OUTLOOK
子行业	地区	名称	代码	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023E	2023E	2023E	2024E
白电	西欧	伊莱克斯	ELUXB SS	7.4%	8.7%	-3.2%	-5.2%	-0.8%	Negative	Negative	Negative	中性
小家电	西欧	Groupe SEB	SK FP	-1.2%	-4.9%	2.3%	1.4%	3.1%	消费品恢复 商用品高增	消费品恢复 商用品高增	消费品恢复 商用品高增	消费品恢复增 商用品延续增
小家电	西欧	De' longhi	DLG IM	-2.7%	-18.1%	-2.9%	3.3%	/	slightly下滑	slightly下滑	slightly下滑	/
白电	土耳其	阿塞利克	Arcelik	96.4%	41.6%	45.3%	70.0%	/	+45%	+60%	+75%	/
白电	土耳其	Vestel Beyaz	VESBE TI	94.0%	80.7%	50.9%	62.8%	/	/	/	/	/

资料来源：各公司公告、华泰研究

图表52：23 年三季报后伊莱克斯也对北美家电需求预期从 negative 上调至 neutral



资料来源：公司公告、华泰研究

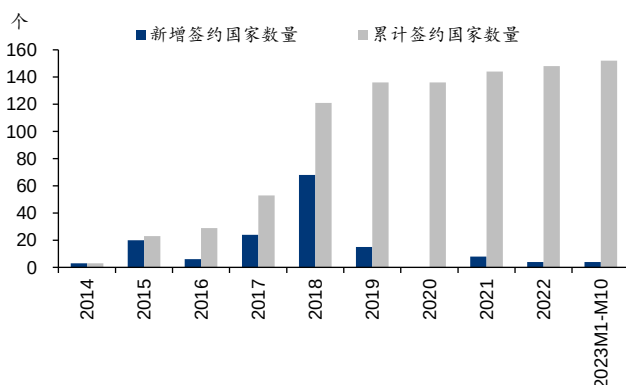
图表53：23 年业绩后伊莱克斯对于 24 年全球各地家电需求预期均为中性



资料来源：公司公告、华泰研究

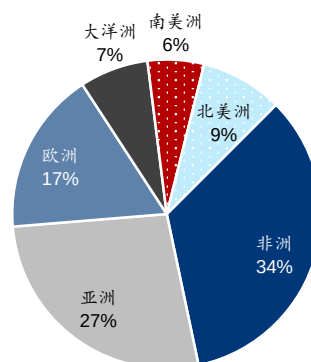
新兴区域：我国与“一带一路”国家互惠互利、共享共赢，为出口持续营造良好环境。截至 2023 年 10 月 1 日，我国已陆续与 152 个国家签署共建“一带一路”合作文件，占全球 197 个国家数量的 77%，加入“一带一路”的国家人口数量占全球人口总量的 65%。从洲别分布来看，亚、非两洲国家数量合计占比超 60%。

图表54：与中国签署共建“一带一路”文件国家数量变化



注：时间截至 2023 年 10 月 1 日
资料来源：中国“一带一路”研究院，华泰研究

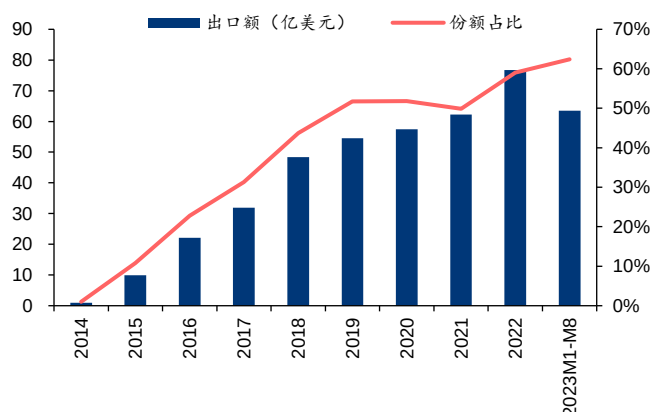
图表55：2023 年“一带一路”合作共建国家数量洲别分布



注：时间截至 2023 年 10 月 1 日
资料来源：奥维云网，华泰研究

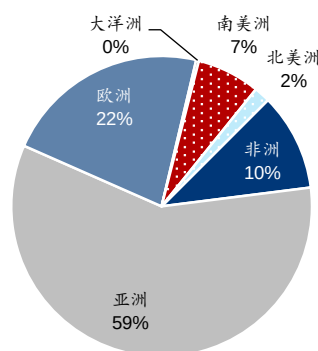
对家电行业而言,“一带一路”合作国家是出口创汇增长的重要市场,发展潜力大。根据国家家用电器协会数据,2023年1至12月,中国家电对“一带一路”64个国家和地区出口额达到319.8亿美元,同比+8.60%,明显好于整体家电出口表现。以空调为例,根据奥维云网发布的《AVC-中国家用空调出口数据研究报告》,2020年-2022年我国家用空调出口金额连续三年实现同比正增长,预计2014年-2023年家用空调出口金额十年CAGR达3.3%。从洲别分布来看,仍然是亚洲市场大幅领先,份额达58.6%,我国对非洲市场仍有较大空调出口增长空间。

也有大量的中国企业与“一带一路”倡议国家深度合作,建设海外生产基地、研发季度,如海尔、美的、海信在内的11家重点企业在海外建立生产基地77个,其中“一带一路”国家占比为57%。

图表56: 中国出口“一带一路”合作共建国家空调出口额变化


注: 时间截至2023年8月31日

资料来源: 奥维云网,《AVC-中国家用空调出口数据研究报告》,华泰研究

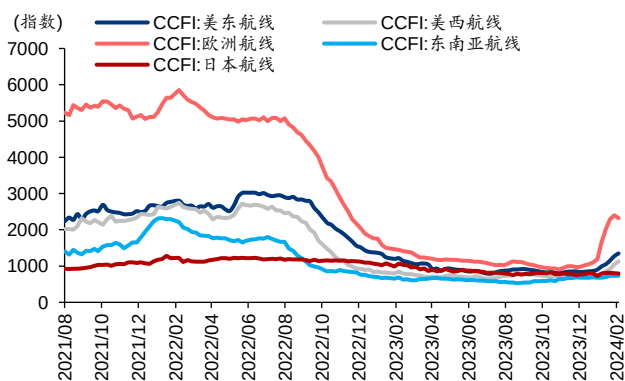
图表57: 2023年“一带一路”合作共建国家空调出口洲别分布


注: 时间截至2023年8月31日

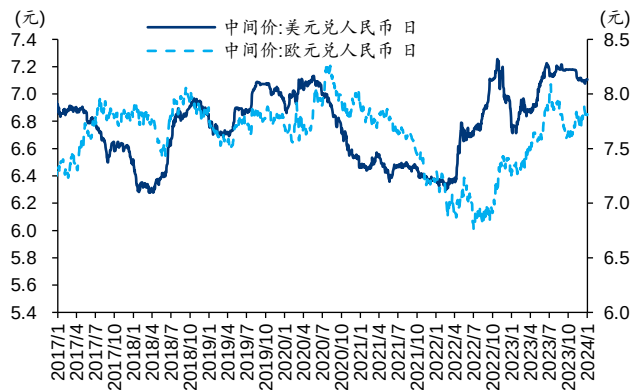
资料来源: 奥维云网,《AVC-中国家用空调出口数据研究报告》,华泰研究

海运价格保持低位,但需要关注人民币汇率波动带来的汇兑影响。2022Q3以来,运价大幅下跌,并于23年7月后已经恢复至疫情前水平,虽然24年初红海事件导致欧洲航线物流供应链再次面临扰动,但整体来看,运费及运力暂不构成出口的限制因素。

2023年11月20日以来人民币对美元汇率有明显的升值,根据华泰宏观团队观点,预计美元指数在2024年高位震荡,人民币兑美元汇率或维持在7.30左右(《结构调整持续,增长行稳致远》,2023年11月5日),考虑到家电出口规模较大,人民币汇率波动常常带来汇兑损益的较大变化,进而影响报表利润,仍需要关注若2024年人民币升值带来的汇兑风险。

图表58: CCFI 海运价格指数变化


资料来源: , 华泰研究

图表59: 人民币兑美元及欧元汇率波动


资料来源: , 华泰研究

长期来看，家电企业出海迈向价值输出阶段

注重独特性/差异化产品塑造，家电企业出海迈向价值输出阶段

中国家电产品力全球领先，国内品牌主导全球最大的家电单体市场的情况下，未来品牌力有望进行海外输出，或能在更多的领域扩大市场优势。在成本优势逐步形成的过程中，产业链向中国逐步转移，国内家电产业产品制造能力已经实现全球领先。对比海外复合型家电企业，已经从海外代工进入到全球化品牌发展阶段。国内家电保有量提升及更新量升级支持未来三年大家电行业内销量维持个位数的复合增长，海外发展中国家待释放的需求为外销发展提供成长空间，龙头内销份额难再有大幅提升但地位仍稳固，海外品牌输出或成为下一阶段家电龙头的主要成长领域。

图表60：重要全球家电龙头 2022 年收入及利润（亿美元），海外龙头全球化收入占比高于国内龙头，且全球品牌影响力较强

	国际家电龙头	收入	净利润	主要产品
005930 KS	韩国三星	2,396.7	434.0	全球化发展，消费类家电、移动通信、半导体、显示终端等综合类电子产品；其中，消费类家电占比为 20% 左右，韩国以外市场收入占比 84%。
066570 KS	韩国 LG	661.9	9.5	消费类电子产品、移动通信、空冰洗等白电、汽车零部件等产品；其中，消费类家电占比收入占比为 31% 左右，韩国以外收入占比 61%。
6752 T	日本松下	630.3	20.0	家电、AVC 网络、电话住宅设备及其、环境方案、汽车电子和机电系统等多元化产品；其中，家电相关产品占比为 38.6% 左右，日本以外市场收入占比 61%。
6367 T	日本大金	299.5	19.4	主营空调及空调化工产品，日本以外市场占比 83%。
WHR N	美国惠而浦	197.2	-15.2	白电、厨电、小家电等，北美以外地区收入占比 41%。
PHIA AS	荷兰 Philips	190.0	-17.1	主营医疗保健、个护小家电和照明产品；其中，个护小家电相关收入占比为 20% 左右，荷兰以外地区收入占比 97%。
ELUXA ST	瑞典伊莱克斯	129.0	-1.3	白电、厨电、热水器、小家电等，欧洲以外地区收入占比 66%。
SK PA	法国 SEB	74.7	3.0	专注小家电，拥有不粘锅、压力锅、电熨斗、电饭煲、吸尘器等产品，欧洲以外地区收入占比 59%。
中国家电龙头				
000333 CH	美的集团	494.1	42.4	白电、厨电、小家电等，海外收入占比 41% 左右。
600690 CH	格力电器	349.8	21.1	空调产品、小家电等，海外收入占比 12% 左右。
000651 CH	海尔智家	270.7	35.2	白电、厨电产品等，海外收入占比 52% 左右。

注：日本松下/日本大金使用的为 2022/4/1-2023/3/31 财务年度数据，基于可比性，各公司收入及净利润均按照财年汇率折算为美元

资料来源：公司年报，华泰研究

一方面，中国企业正在将产能向外溢出，提升海外本土化能力；另一方面，中国本土出口份额仍在提升。我们认为这意味着中国家电企业的能力不仅仅限于成本优势，而是在于研发、供应链、制造的整体优势，且通过海外区域建厂实现产业能力外溢，提升区域竞争力，未来有望重塑世界家电制造业格局，并向中国品牌海外发力演进。

我们认为，中国家电企业出海或已迭代至“产能本地化、经营本土化、品牌跨文化、供应链安全化”为核心的价值出海阶段。产品独特性和差异化的塑造或成未来方向：塑造差异化即需求洞察和技术创新，差异化即企业针对顾客在不同使用场景下的独特需求，根据不同的价格带、渠道类型来构建不同的定价和服务模块。

图表61：中国企业出海模式迭代



资料来源：华泰研究

成本管控构建竞争优势

中国制造企业以成本优势打开全球市场，未来仍有望把握产能出海的机遇。中国家电制造业可以追溯到上世纪 80 年代，彼时处于起步阶段，技术水平薄弱，尚无能力与国外品牌竞争，海尔、海信、长虹、美的等家电企业在此阶段成立。90 年代，随着市场日益开放，得益于廉价的劳动力和原材料供给，中国家电制造企业大多以代工模式为国外品牌生产产品，以成本优势打开市场，并通过持续的研发投入、产业链一体化，逐渐走出了数家世界级家电制造龙头，也成为国内市场化程度较高的行业之一

基于成本及目标市场考量，家电企业随着全球产业转移浪潮，欧美、日韩企业不断将工厂、研发中心向发展中国家转移，瞄准庞大的消费市场及更有优势的人工成本，以及具备区位优势的地区。中国企业曾经构建起来的成本优势面临挑战，我们认为各家电产业仍有望利用中国产业链一体优势，并结合海外人力成本优势，以产能出海，以中国管理赋能海外产业，并强化海外本土组装能力，继续巩固中国家电制造产业成本优势。

全球家电龙头企业毛利率对比

中国企业成本管控能力突出，除在小家电领域，由于海外企业往往把控销售环节，并由中国等地企业提供代工，因此，毛利率有较大差异

图表 62：家电行业各个领域中国龙头企业及海外企业毛利率对比

子行业	地区	代码	名称	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	2022FY
白电	中国	600690 CH	海尔智家	31.0%	31.0%	29.0%	29.8%	29.7%	31.2%	31.3%
白电	美国	WHR US	Whirlpool	17.8%	16.9%	16.8%	17.3%	19.7%	20.1%	15.6%
白电	欧洲	ELUXA ST	Electrolux	20.9%	21.2%	17.3%	16.6%	19.2%	19.1%	13.1%
白电	土耳其	ARCLK TI	Arcelik	33.2%	31.2%	31.8%	32.0%	33.8%	30.0%	29.5%
白电	土耳其	VESBE TI	Vestel Beyaz	16.1%	12.8%	16.0%	12.7%	19.2%	15.9%	15.6%
厨卫	中国	002508 CH	老板电器	57.3%	53.7%	53.5%	54.3%	56.2%	52.4%	50.0%
厨卫	美国	AOS US	AOS smith	41.7%	41.1%	41.0%	39.9%	37.5%	36.8%	34.8%
厨卫	日本	5947 JP	林内公司	32.8%	32.8%	32.0%	32.7%	33.4%	33.0%	32.0%
综合	日本	5943 JT	能率	33.2%	32.4%	31.8%	30.9%	31.5%	32.1%	31.9%
暖通空调	中国	000651 CH	格力电器	32.7%	32.9%	30.2%	27.6%	26.1%	24.3%	26.0%
暖通空调	美国	CARR US	Carrier		29.1%	29.4%	29.1%	29.2%	29.2%	27.2%
暖通空调	美国	LII US	Lennox 雷诺士	29.6%	29.3%	28.6%	28.4%	28.6%	28.3%	27.2%
暖通空调	美国	JCI US	江森自控国际	28.0%	31.4%	32.7%	32.3%	33.2%	34.0%	33.5%
暖通空调	日本	6367 JT	DAIKIN	36.1%	35.0%	35.0%	33.8%	34.7%	32.9%	32.1%
暖通空调	日本	6755 JT	富士通将军	29.9%	28.6%	26.4%	27.3%	29.3%	25.3%	21.9%
暖通空调	日本	5946 JP	长府制作所	26.6%	25.2%	24.9%	25.5%	26.0%	24.8%	24.0%
小家电	中国	002959 CH	小熊电器	33.7%	33.1%	32.5%	34.3%	32.4%	32.8%	36.4%
小家电	中国	002032 CH	苏泊尔	30.5%	29.6%	30.9%	31.2%	26.4%	23.0%	25.8%
小家电	中国	300824 CH	北鼎股份	37.1%	40.7%	42.3%	46.8%	51.4%	49.5%	48.7%
小家电	美国	HELE US	Helen of Troy	41.2%	41.5%	41.0%	42.6%	43.9%	43.3%	43.3%
小家电	美国	HBB US	Hamilton Beach	26.0%	26.2%	21.8%	21.0%	23.0%	20.7%	20.1%
小家电	美国	IRBT US	IROBOT	48.3%	49.0%	50.8%	44.8%	46.9%	35.2%	29.6%
小家电	欧洲	SK FP	Groupe SEB	39.6%	40.0%	39.5%	38.5%	38.3%	38.5%	37.9%
小家电	欧洲	DLG IM	De'longhi	49.1%	49.0%	47.7%	47.1%	49.2%	49.7%	47.3%
小家电	澳洲	BRG AU	Breville Group	32.9%	34.8%	35.7%	34.4%	34.4%	34.3%	34.8%
小家电	韩国	021240 KS	熊津豪威 coway	65.8%	68.3%	67.6%	66.5%	67.8%	65.2%	64.5%
小家电	韩国	192400 KS	福库控股 CUCKOO	37.3%	39.4%	40.3%	41.4%	43.0%	40.1%	36.6%
综合	中国	000333 CH	美的集团	27.3%	25.0%	27.5%	28.9%	25.1%	22.5%	24.2%
综合	日本	6752 JT	Panasonic	29.8%	29.8%	28.1%	28.4%	30.3%	28.4%	26.2%
综合	韩国	066570 KS	LG 电子	24.8%	23.9%	24.6%	24.6%	25.8%	25.3%	24.2%

注：日本企业财年以上年度 4/1 到下年度 3/31 截止

资料来源： 、Bloomberg、华泰研究

把握全球产能转移的新机遇

如果回到十几年前，中国家电企业所扮演的角色仍是低投入的“制造工厂”，品牌均由欧美日韩企业把控，但在近 30 年的激荡征程中，中国家电企业已经取得了主动权，曾经的代工者如今成为新的产能输出者，且中国制造业智慧将有望重塑全球格局。

中国家电企业，出于自发性的贴近消费者，在海外已经有产业布局，以海尔、美的、海信、TCL 等大家电企业为例，海外产能布局丰富，且海尔在全球拥有 30 个工业园、122 个制造中心，在不同的国家均采取三位一体（研发、生产和销售）方式本土化。

另一方面，2018 年中美贸易摩擦也进一步加速了家电企业海外产能的投放。一方面，全球家电企业向东南亚、东欧、墨西哥等地产业转移不容忽视，已经形成了部分具备国际竞争力的产业集群对手，以越南为例，越南制造的门槛比较低，目前阶段仍以代工为主，其产品短期不会构成太大威胁。但在这样的浪潮下我们更应该强化自身，打造更强的产业基础。另一方面，中国企业也在享受产业全球化带来的红利，发掘海外具备人力成本优势或区位优势的地带，深入布局获取更强的竞争优势。

在此背景下，我们认为家电产业全球化的长期趋势不会不变，供应体系追求更低成本和销售体系追求更大市场的趋势也不会变化，但海外重塑本国供应链的压力下，中国企业或加速构建海外本土化的制造及供应能力，依托中国在家电产业价值链（人才、专利、核心零部件、工业数字化等）上的优势，在家电价值链中构建更强的核心竞争力。

除此之外，海外本土化也需要家电企业更深度洞察海外商业环境、用户需求、品牌构建，并切实融入到海外本土文化中，中国企业在这些方面仍任重道远。

图表63：家电产能转移不完全统计

	泰国	越南	马来西亚	墨西哥	波兰	巴西
白电	日系：东芝(空调)、大金(空调)、松下(空调、洗衣机和冰箱)、夏普、日立、三菱 欧系：伊莱克斯 韩系：三星(空调) 中国：美的(压缩机、空调)、海尔	中国：美的、海尔、格力 日系：大金、松下(空调、白电) 韩系：三星、LG	日系：松下 中国：美的、海尔	美系：GEA、惠而浦 欧系：伊莱克斯、博世西门子 中国：海信(冰箱、空调)、海尔	中国：海尔(电冰箱等) 欧美系：伊莱克斯(洗碗机)、博世、西门子、惠而浦、Gorenje、candy 韩系：三星(冰箱、洗衣机)	中国：美的、格力 日系：松下、 欧美系：伊莱克斯、惠而浦、博世西门子 韩系：LG、三星
黑电	日系：索尼、松下 韩系：三星、LG	韩系：三星 日系：夏普、索尼 中国：TCL、兆驰	韩系：三星	中国：海信、TCL 日系：夏普、索尼 韩系：三星、LG	中国：TCL、康佳	中国：海信、TCL 韩系：LG、三星
小家电		日系：松下 中国：苏泊尔、莱克	日系：松下 韩系：福库			韩系：LG

资料来源：各公司官网、新华网、华泰研究

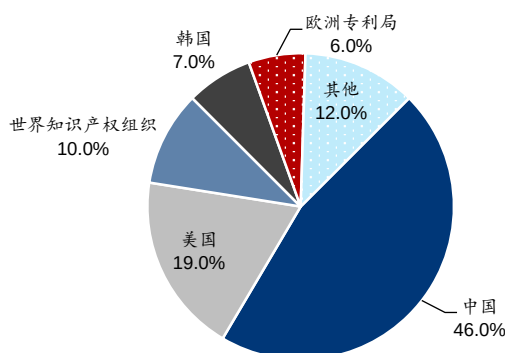
技术沉淀，带动家电产业链优势输出全球

中国家电核心技术与供应链护城河有望巩固产业优势

对中国家电制造业而言，庞大的市场支撑家电企业构建起完整的产业链，同时在历史发展中，积累了充足的家电人才、大量的专利技术和不断优化的家电产业数字化能力。而我们仍看好中国家电企业不断强化核心竞争力，在新的全球化过程中，既可以充分利用好设立海外生产基地所带来的海外本土关税、区位、成本优势，也需要打造更强的技术壁垒，把握住家电价值链中的高利润部分。

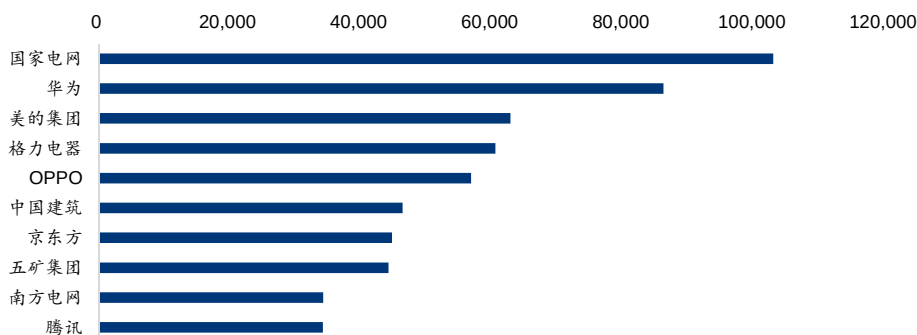
截止 2021 年底，全球智能家电第一大技术来源国为中国，中国智能家电专利申请量占全球智能家电专利总申请量的 46%，中国家电企业中美的、格力专利申请量居于中国企业前列。

图表64：截至 2021 年底，全球智能家电行业技术专利来源分布



资料来源：智慧芽、华泰研究

图表65：中国近五年专利申请总量企业 TOP10 (2017-2021)



资料来源：智慧芽、华泰研究

以家电中重要的零部件压缩机为例，在用电设备整体节能化、绿色化、小型化等趋势下，压缩机的能效的提升能够大幅优化家电产品的能效，并减少居民部门的整体电力或能源消耗。中国家电零部件产业龙头不断推动产品创新和专利积累，积跬步以至千里，通过集约式发展，提升构筑于性能、品质及成本竞争力等基础之上的产品综合竞争力。

技术不断迭代，中国企业逐步全面覆盖各类家电压缩机品类。中国企业在压缩机产业成长过程中，逐步攻取了半封活塞式（一代）、转子式压缩机（二代）为主的压缩机产品全球份额领导者的市场地位，目前已经实现各个层次的制冷压缩机全覆盖，并已成为全球第二大涡旋压缩机消费市场，有望继续提升涡旋压缩机的全球占比，继续向产品附加值更高的领域提升份额。

图表66：制冷、空调压缩机分类

分类1	分类2	分类3	应用场景	使用投资成本	使用运营成本	生产门槛
容积型	往复式	半封活塞式	小型冷冻冷藏、家用空调、商用空调、热泵	低	高	较低
		全封活塞式	大型冷冻冷藏	中	高	较低
	回转式	转子式	家用空调、汽车空调、冷冻冷藏	低	低	中等
		涡旋式	冷冻冷藏、家用空调、汽车空调、商用空调、热泵	中	中	中等
		螺杆式	商用制冷、中大型中央空调、工业	高	低	困难
速度型	离心式		大型中央空调、工业	高	低	困难

资料来源：制冷网、华泰研究

产业链能力外溢，家电企业的第二曲线道路

国内家电市场增长有所放缓，家电企业在全球化及多元化维度不断提高自身的增长潜力，其中品牌出海走得更早、更快，目前国内龙头企业通过区域差异化方式，以海尔、美的、海信、TCL 等为代表的家电企业已经在发达国际及发展中国家找到了适合自身的发展路径。除此之外，依托家电产业链能力，多元化拓展也就成了寻找家电主业以外的第二增长曲线的重要方向。我们认为未来中国家电产业链有望惠及更多的产业及消费人群。

2019 年后国内家电市场明显的增长放缓，更加剧了企业对于多元化拓展的诉求，相对来看同为用电领域的新能源领域成为了家用电器能够实现较快拓展的方向，叠加国内促进新能源发展的相关政策不断落地，带动行业快速发展，衍生出了新能源汽车汽零、光伏、储能等多元发展路径。在技术层面，家电企业在光伏、储能领域，并未有在汽车热管理等核心零部件方面类似的技术复用性，但是光伏、储能作为用电器件的上游领域，在渠道、使用场景上具备相似性，纵向拓展也就成为了家电企业重点探索方向。

图表67：各家电公司在新能源领域的拓展情况

	公司	新能源相关业务	新能源相关收入（2022）	传统主营业务
新能源汽车热管理	三花智控	热力膨胀阀、储液器、电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件、电子水泵等	汽零相关业务收入 75.14 亿元 占总收入的 35%	四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵等
	海立股份	新能源车用电动涡旋压缩机产品；2021 年 1 月并表海立马瑞利（汽车空调压缩机和汽车空调系统）	汽零相关业务收入 45.71 亿元 占总收入的 25.7%	空调压缩机
	海信家电	2021 年 7 月并表日本三电（汽车空调压缩机和汽车空调系统一级制造供应商）	汽零相关业务收入 90.55 亿元 占总收入的 12.2%	空调、冰洗
	盾安环境	电子膨胀阀，电磁阀，单向阀，电磁截止阀，热力膨胀阀及水泵，多通路水阀，以及商用车电池热管理机组等	汽零相关业务收入 2.0 亿元 占总收入的 2.0%	电子膨胀阀、四通阀、截止阀、电磁阀、小型压力容器、换热器、集成管路组件等
	长虹华意	新能源汽车空调压缩机	汽零相关业务收入 2.1 亿元 占总收入的 1.6%	冰箱压缩机
	东方电热	电动汽车用 PTC 电加热器、电动大巴用暖风机、集成控制水暖 PTC 电加热器等。新能源装备制造。	汽零相关业务收入 2.42 亿元 占总收入的 6.34%； 新能源装备制造收入 14.6 亿元 占总收入的 38.2%	空调用电加热器
	汉宇集团	电子水泵（用于新能源车热管理）、交/直流充电桩、微充系列（微充枪、智能插座、微充网 APP）	-	通用排水泵、专用排水泵、冷凝泵、洗涤循环泵等
新能源汽车其他零部件	莱克电气	汽车电机（暖风机和冷凝器电机）；汽车铝合金压铸件（收购上海帕捷）	-	环境清洁电器
	德昌股份	EPS（电子助力转向系统）电机	汽零相关业务收入 7420 万元 占总收入的 3.8%	ODM/OEM 吸尘器
	奇精机械	发动机零部件、变速箱零部件、工程机械零部件等	汽零相关业务收入 2.3 亿元 占总收入的 12.9%	洗衣机离合器、洗衣机零部件以及其他家电零部件
储能&光伏等	格力电器	2021 年收购银隆新能源，主营钛酸锂核心材料、电池及智能储能系统	-	空调
	美的集团	储能、主驱电机、EPS 电机、热管理（电动压缩机、电子水泵、电子油泵等）	主要控股合康新能源新能源业务收入 2.82 亿元 占合康总收入的 19.8%	空调、消费电器
	德业股份	微型逆变器、组串式逆变器、储能逆变器等	逆变器收入 39.6 亿元 占总收入的 66.4%	热交换器产品（蒸发器、冷凝器）
	创维集团	户用光伏系统	新能源业务收入 119.34 亿元 占总收入的 22.6%	智能电视系统、酷开系统的互联网增值服务
	TCL 电子	光伏系统	新能源业务收入 3.28 亿元 占总收入的 0.5%	电视等
	星帅尔	光伏组件（子公司富乐新能源）、新能源汽车驱动电机、新能源汽车空调压缩机电机（子公司华锦电子、浙特电机）	光伏组件收入 11.2 亿元 占总收入的 57.5%	热保护器、起动机、密封接线柱

资料来源：各公司公告、华泰研究

风险提示

- 1) 全球衰退风险：**全球若进入下行周期，海外需求下滑，我国企业海外业务或无法形成预期规模。
- 2) 海外政策风险：**出海面临地缘政治和贸易保护主义风险，出海过程中需面对不同国家的不同政策法规，同时或将面临反倾销等政策，给我国企业出海带来负面影响。
- 3) 汇兑损益波动风险：**人民币兑美元汇率若出现较大幅度升值，可能导致家电企业汇兑损益科目大幅波动，进而影响报表利润表现。
- 4) 本研报中涉及到未上市公司或未覆盖个股内容，**均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

图表68：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
海尔智家	600690 CH	买入	24.60	27.75	232,178	1.56	1.85	2.12	2.42	15.77	13.30	11.60	10.17
海尔智家	6690 HK	买入	24.25	27.75	233,593	1.56	1.85	2.12	2.42	14.11	11.90	10.38	9.10
海信家电	000921 CH	增持	30.42	33.34	42,221	1.03	2.14	2.44	2.55	29.53	14.21	12.47	11.93
海信视像	600060 CH	增持	25.33	27.56	33,066	1.28	1.62	1.79	1.98	19.79	15.64	14.15	12.79
新宝股份	002705 CH	买入	15.28	21.25	12,558	1.16	1.25	1.41	1.63	13.17	12.22	10.84	9.37

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表69：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
海尔智家 (600690 CH) 海尔智家 (6690 HK)	经营稳健，营收/业绩延续稳增长态势，维持“买入”评级 公司发布三季报，2023Q3 实现营收 670.31 亿元 (yoy+6.12%)，归母净利 41.85 亿元 (yoy+12.92%)。随着海内外需求回暖和地产的逐步修复，我们认为行业中长期向好，维持公司 2023-2025 年 EPS 预期分别为 1.85、2.12、2.42 元。可比公司 2023 年一致预期 PE 均值为 10x，公司数字化变革降费提效，高端品牌引领市场，供应链布局进一步深化营收利润内生增长动能足。我们给予公司 2023 年 15xPE，维持 A 股目标价 27.75 元；考虑到 H 股上市以 H 股/A 股的平均值为 90%，叠加汇率因素，维持港股目标价 27.75 港元，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧；海外高通胀风险；新品不及预期风险。 报告发布日期：2023 年 10 月 30 日 点击下载全文：海尔智家(6690 HK,买入;600690 CH,买入)：经营稳健，营收/业绩延续稳增长态势
海信家电 (000921 CH)	3Q2023 归母净利+106.5%，增速表现积极 公司披露 2023 年三季报，9M2023 公司实现营业总收入 649 亿元，同比+13.81%，归母净利 24.26 亿元，同比+126.76%，其中，3Q2023 营收同比+17.29%，归母净利同比+106.49%。考虑到公司积极的出口表现及经营优化，我们上调 23-25 年预测 EPS 为 2.14、2.44、2.55 元（前值 1.50、1.66、1.77 元），采用分部估值法，中央空调与家电业务/汽零业务 可比公司 23 年 PE 均值分别为 13x/35x，考虑公司中央空调龙头属性，经营改善带动净利润积极表现，给予中央空调与家电业务 23 年 15xPE，对应 431.4 亿市值，汽零业务有待转型改善，给予汽零业务 23 年 35xPE，对应 31 亿市值，对应 A 股目标价 33.34 元（前值 30.93 元），并参考过去 1 年 H/A 股价=66%，对应 H 股港币 23.52（前值 21.33 元），维持“增持”评级。 风险提示：原材料价格大升；地产回暖偏弱；家装零售遇冷。 报告发布日期：2023 年 10 月 31 日 点击下载全文：海信家电(921 HK,增持;000921 CH,增持)：经营质量高，盈利增速积极
海信视像 (600060 CH)	3Q23 收入/归母净利维持增长态势 公司披露 2023 年三季报，9M2023 公司实现营业总收入 392.26 亿元，同比+20.65%，归母净利 16.28 亿元，同比+47.08%，其中，3Q2023 营收/归母净利分别同比+16.7%/+15.2%。Q3 公司收入增长维持较高增速，海外驱动力较强，我们调整 23-25 年预测 EPS 为 1.62、1.79、1.98 元（前值 1.47、1.63、1.85 元），截至 2023/10/24， 可比公司 2023 年平均 PE14x，公司以全球化、高端化推动全球市场份额稳步提升，不断抬升长期成长空间，且对内不断优化运营效率，推动盈利增长，认可给予公司 2023 年 17x PE，对应目标价格 27.56 元（前值 26.50 元），维持“增持”评级。 风险提示：面板价格大幅上升；海外电视需求大幅下滑。 报告发布日期：2023 年 10 月 24 日 点击下载全文：海信视像(600060 CH,增持)：全球化稳步推进，保持较高增长
新宝股份 (002705 CH)	3Q23 外销表现积极、内销仍有压力，维持“买入” 公司披露 2023 年三季报，9M2023 公司实现营业总收入 107.55 亿元，同比 0.35%，归母净利 7.36 亿元，同比-12.78%，其中，3Q2023 营收同比+22.52%，归母净利同比-4.57%。我们调整 23-25 年预测 EPS 为 1.25、1.41、1.63 元（前值 1.16、1.37、1.59 元），截至 2023/10/27， 可比公司 23 年平均 PE 为 23.7x，公司出口从 Q3 以来快速恢复，推动收入恢复增长，内销抖音渠道及咖啡机品类表现较强，但整体需求环境依然偏弱，给予公司 2023 年 17xPE 估值，对应目标价 21.25 元（前值 18.56 元），维持“买入”评级。 风险提示：海外需求下滑；国内市场开拓受阻；行业竞争加剧。 报告发布日期：2023 年 10 月 27 日 点击下载全文：新宝股份(002705 CH,买入)：出口如期好转，Q3 收入恢复增长

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，林震宇、王森泉、周衍峰、李裕恬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的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。
- 海信家电（000921 CH）、海尔智家（600690 CH）、海尔智家（6690 HK）、海信视像（600060 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林震宇、王森泉、周衍峰、李裕恬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 海尔智家（600690 CH）、海尔智家（6690 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 海尔智家（600690 CH）、海尔智家（6690 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 海尔智家（600690 CH）、海尔智家（6690 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 海信家电（000921 CH）、海尔智家（600690 CH）、海尔智家（6690 HK）、海信视像（600060 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司