

家用电器

稳健与成长——家电行业首席联盟培训

作者：

分析师 孙谦 SAC执业证书编号：S1110521050004

分析师 宗艳 SAC执业证书编号：S1110522070002

联系人 赵嘉宁



家电行业的稳健与成长

- **家电行业的稳健性：**复盘家电行业收入增长的驱动力和变化，人口数量/结构从宏观上决定了家电行业的空间上限；家电行业规模增长受销量和价格驱动。按照驱动因素的长短周期属性来拆分，短期影响因素包括地产刺激政策（15-18年棚改政策）、消费刺激政策（09-12年家电三大政策）；中长期维度的影响因素有家电技术更新，人口数量/结构变化，城镇化率变化，购买力变化。
- **家电行业的成长性一：家电企业出海。**在国内市场已经逐步成熟后，中国家电企业全球自主品牌市场份额提升或是未来龙头企业增长的长期空间，其凭借完善的供应链、先进的生产技术及快速迭代产品的能力，有望逐渐打开海外市场。据欧睿国际，2021年中国家电全球制造份额已超40%，而自主品牌（含收购）份额不足20%，在欧美成熟市场及新兴市场增长空间均较大。
- **家电行业的成长性二：新兴家电品类。**从长期维度看，经济长期发展的动能将催化新兴家电品类规模扩大；短期维度看，新兴家电品类的发展往往呈现非线性，技术升级、性价比提升带来的产品周期将催化新兴家电品类发展。
- **家电行业的成长性三：家电制造跨行业转向。**在海外企业积极加快业务转型、加速产品出海的同时，近年来国内家电企业也呈现出多元化发展态势，已具备产业发展土壤、行业竞争优势的企业纷纷通过扩充新业务、布局新赛道，寻找企业第二增长曲线。通过梳理我们发现，一大批国内家电龙头在追求基业长青的同时，相继加码光伏、汽车零部件、热管理、智能制造等领域。我们认为，供应链的补充与新赛道的布局，本质上是家电企业制造能力的跨领域输出，新赛道一方面将满足家电企业多元化的发展需求，另一方面将有助于企业摆脱产业生命周期的约束，带来新的业绩增长点，在主业稳健之外，新业务普遍发展空间较大。

23H2家电投资策略

- **展望下半年投资，我们观点为：**1) 继续看好空调的内销景气度。据产业在线，7月空调排产1613万台，同比去年实绩+29.4%，符合我们前期的判断。同时，我们预计今年生产端已经有意识提前生产，在此基础上增长说明行业景气度较高。此排产指向渠道库存不高，动销旺盛，建议重点关注。2) 继续看好清洁电器中长期的布局机会。据新闻报道，科沃斯618全周期扫地机成交额达15亿元，全渠道增速在25%。我们认为，一是2Q以来行业在新一代机型上提升性价比收到成效，销量回升；二是在消费偏弱的大环境下，如果销售增长持续，则渗透率逻辑将变得通畅，行业的 α 逻辑有望得到确认。3) 关注汇率变动对出口端的影响。
- **标的方面，推荐：**1) 大家电板块：如美的集团/格力电器/海信视像/海信家电/海尔智家；2) 小家电板块：如科沃斯/石头科技/小熊电器/新宝股份；3) 厨电板块：如老板电器/华帝股份。

风险提示：宏观经济波动风险；房地产市场波动的风险；新冠疫情导致下游需求减弱的风险；原材料价格波动的风险；测算过程具有一定主观性。

1

家电行业的稳健与成长

复盘08以来家电行业投资，当年业绩增速高低是标的投资回报的核心来源

我们认为，08年以来公司业绩高增是最核心的股票投资逻辑，其来源可能为：1）中长期高景气度延续；2）针对利润端抑制因素的短期修复。家电板块个股按照涨跌幅分入五组，同时计算当年每组标的中的业绩增长中位数作为观察。从下表中可以发现，08年以来当年涨幅最高的个股小组，基本上同时也是当年业绩增长最好的个股小组（14-15年小票极端行情，19年格力混改对估值提升较多）。23Q1在家电内需回暖预期+海外去库存、成本红利同步影响下，业绩较好的中小市值标的取代大市值标的实现领涨，如海信家电、海信视像、华帝股份、飞科电器、火星人、三花智控等。

图：申万家电行业类标的涨跌幅与净利润增速（取每组扣非净利润增速中位数，表中数值为各年度净利润增速）

涨幅分5档 (由高到低)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
第一组(最高)	71.5%	143.6%	34.3%	36.1%	34.4%	22.4%	8.3%	46.1%	25.7%	22.6%	19.7%	16.2%	22.2%	70.4%	11.9%	37.0%	23.2%	41.0%	23.8%
第二组	19.5%	65.7%	22.1%	24.6%	20.0%	17.2%	3.3%	13.8%	13.9%	18.4%	50.0%	19.0%	4.5%	12.3%	-9.6%	-4.5%	29.0%	15.3%	0.9%
第三组	43.1%	-42.7%	29.3%	12.1%	0.4%	21.9%	18.1%	2.6%	30.3%	1.1%	0.2%	30.0%	6.5%	8.8%	4.3%	3.3%	-2.3%	27.7%	-14.8%
第四组	2.0%	92.2%	16.6%	4.2%	-4.1%	-0.7%	9.3%	11.1%	11.7%	5.0%	-43.2%	10.6%	31.8%	-2.3%	6.5%	52.6%	2.4%	-0.4%	-21.2%
第五组(最低)	-73.3%	15.6%	57.2%	-51.5%	-47.3%	-38.8%	6.8%	-14.0%	51.5%	-89.8%	-1.2%	-5.7%	14.0%	-4.3%	3.7%	-28.8%	-12.3%	-2.3%	11.5%
第一组标的	惠而浦	ST德豪	阳光照明	海信视像	海信家电	奥佳华	康盛股份	金海高科	朗迪集团	美的集团	科沃斯	创维数字	科沃斯	德业股份	创维数字	德业股份	日出东方	雪莱特	四川长虹
	九阳股份	长虹美菱	华帝股份	创维数字	兆驰股份	天银机电	秀强股份	禾盛新材	飞科电器	荣泰健康	苏泊尔	香农芯创	北鼎股份	盾安环境	飞科电器	三花智控	彩虹集团	毅昌科技	海信家电
	春兰股份	海信视像	佛山照明	格力电器	海尔智家	老板电器	开能健康	天银机电	欧普照明	海尔智家	春光科技	格力电器	新宝股份	香农芯创	华翔股份	飞科电器	万和电气	得邦照明	石头科技
	深康佳A	海信家电	苏泊尔	东方电热	格力电器	澳柯玛	浙江美大	立霸股份	顺威股份	华帝股份	九阳股份	新宝股份	澳柯玛	毅昌科技	高斯贝尔	亿田智能	业股份	倍轻松	海信视像
	格力电器	惠而浦	三花智控	四川九洲	长虹华意	东方电热	三花智控	银河电子	华帝股份	格力电器	朗迪集团	兆驰股份	秀强股份	亿田智能	长虹华意	小熊电器	莱克电气	小松股份	兆驰股份
			盾安环境	海立股份	海信视像	惠而浦	汉宇集团	康盛股份	拾比佰	三星新材	开能健康	三花智控	小熊电器	康盛股份	比依股份	新宝股份	长虹美菱	奥普家居	创维数字
				三花智控	康盛股份	融捷健康	四川九洲	顺威股份	美的集团	老板电器	欧普照明	海信家电	石头科技	融捷健康	北鼎股份	东方电热	盾安环境	奥佳华	九联科技
					老板电器	海信家电	深康佳A	香农芯创	苏泊尔	高斯贝尔	得邦照明	老板电器	三花智控	科沃斯	长虹美菱	盾安环境	佛山照明	海信视像	长虹美菱
								秀强股份	老板电器	三花智控	奥佳华	九阳股份	长虹美菱	星帅尔	爱仕达	得邦照明	立霸股份	老板电器	天银机电
								融捷健康	飞科电器	飞科电器	格力电器	美的集团	兆驰股份	春兰股份	秀强股份	海信家电	朗迪集团	禾盛新材	华帝股份
										苏泊尔	奇精机械		美的集团	立霸股份	海立B股	老板电器	利仁科技	春光科技	欧普照明
												华帝股份	海尔智家	四川九洲	金莱特	德昌股份	禾盛新材	小熊电器	三星新材
													深康佳A	东方电热	惠而浦	星帅尔	四川九洲	海信家电	汉宇集团
														春光科技	万和电气	莱克电气	飞科电器	长虹华意	飞科电器
														拾比佰	朗迪集团	九阳股份	华帝股份	九阳股份	火星人
														金莱特	奇精机械	海尔智家	汉宇集团	顺威股份	三花智控
																	富佳股份	亿田智能	三维极光
																		爱仕达	

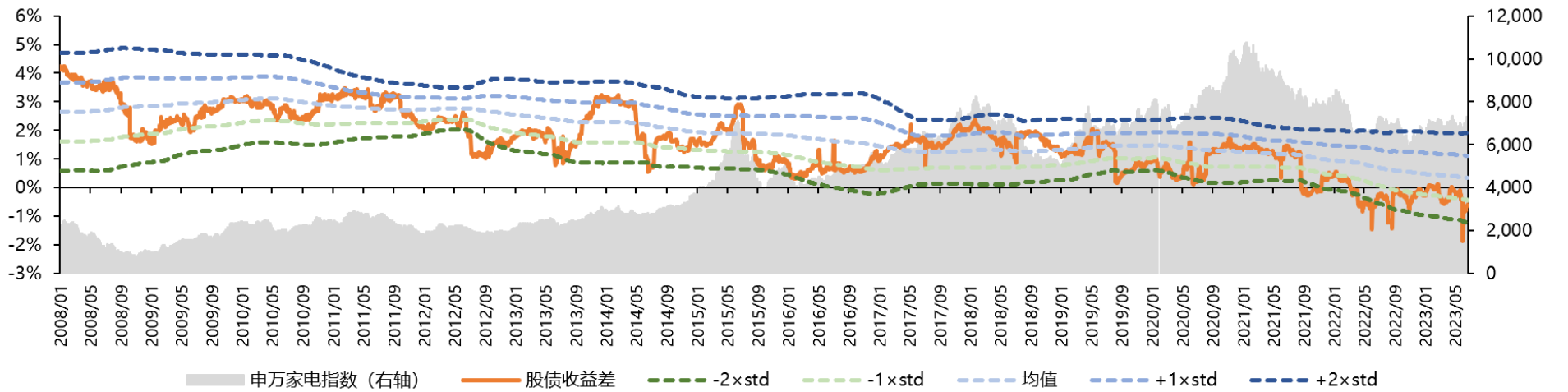
注：所列个股为期间申万家电板块中涨跌幅排名居前的第一组标的的名称；标橙为团队核心标的。

从股债收益率模型来看，目前家电板块由于高股息、低估值，处在股债收益差的负两倍标准差的低位，有望迎来拐点

图：不同国债收益率假设下申万家电指数点位预测（更新至2023.6.25）

收益差位置假设			申万家电指数点位							指数涨幅（对比当前）					
			当前	-2×std	-1×std	均值	+1×std	+2×std	当前	-2×std	-1×std	均值	+1×std	+2×std	
10年期国债收 益率假设 （bp）	-20	2.606%	7,252.6	8781.3	10922.0	14443.1	21314.5	40657.3	0.0%	21.1%	50.6%	99.1%	193.9%	460.6%	
	-10	2.706%	7,252.6	8519.7	10520.2	13748.7	19836.0	35596.5	0.0%	17.5%	45.1%	89.6%	173.5%	390.8%	
	-5	2.756%	7,252.6	8394.6	10330.2	13426.0	19171.1	33510.8	0.0%	15.7%	42.4%	85.1%	164.3%	362.1%	
	当前	2.806%	7,252.6	6070.8	7530.5	9914.5	14507.1	27026.0	0.0%	-16.3%	3.8%	36.7%	100.0%	272.6%	
	+5	2.856%	7,252.6	8155.2	9970.1	12823.9	17966.6	29995.8	0.0%	12.4%	37.5%	76.8%	147.7%	313.6%	
	+10	2.906%	7,252.6	8040.6	9799.3	12542.7	17419.4	28501.1	0.0%	10.9%	35.1%	72.9%	140.2%	293.0%	
	+20	3.006%	7,252.6	7820.7	9474.6	12015.7	16419.3	25918.0	0.0%	7.8%	30.6%	65.7%	126.4%	257.4%	

图：2008年至今申万家电股债收益差（均值和标准差采用三年滚动周期；更新至2023.6.25）



注：考虑到国内宏观经济周期多为3年一周期规律，此处采用滚动3年均值与标准差构建股债差“均值±1倍标准差”、“均值±2倍标准差”通道。

家电行业的稳健性：家电行业收入增长的驱动力和变化复盘

➤ 人口数量/结构从宏观上决定了家电行业的空间上限

例如：2019年，中国的一人户家庭从2015年的5392万户（占比13.1%）增长至8610万户（占比18.5%）；2020年全国4.9亿个家庭户中，一人户家庭数超1.25亿个，占比进一步升至25%。基于一人户也有配置各类家电的需求，该比例的上升有望成为提升家电需求的基础。

➤ 家电行业规模增长受销量和价格驱动

行业需求量可按照需求类型分为新增需求与更新需求。其中，新增需求可拆分为新增住房带来的需求、原有住房中随着生活水平提升而带来的新增配置（例如买第二/三台空调），两者均会带来保有量的提升。

家电需求与均价的影响因素：更新需求&家电产品均价提升受到居民购买力变化和技术更新驱动；新增需求在一定程度上受购买力变化影响，特别是小家电产品。

➤ 按照驱动因素的长短周期属性来拆分：

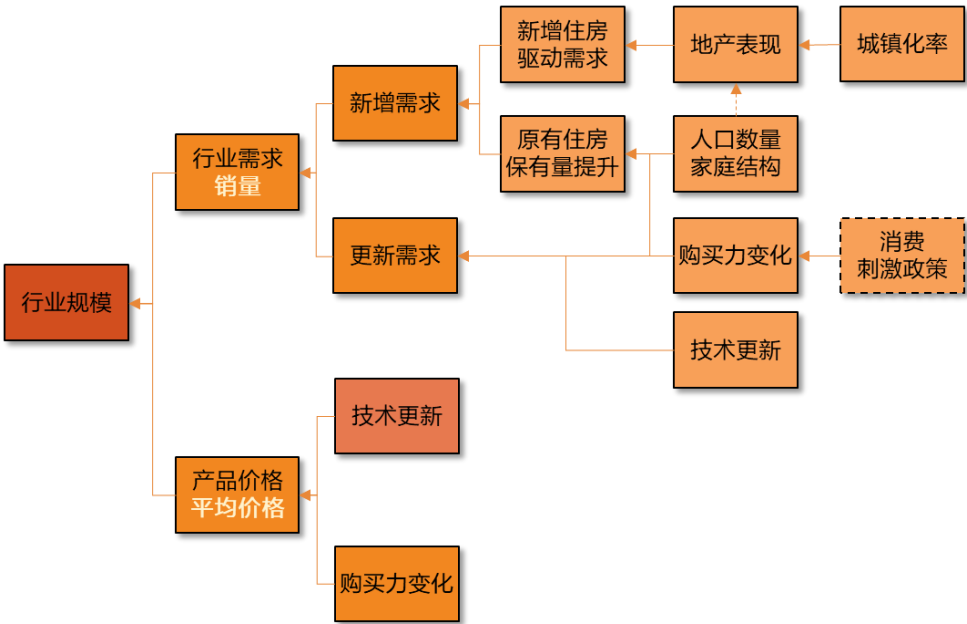
短期：地产刺激政策（如15-18年棚改政策）、消费刺激政策（如09-12年家电三大政策）。

中长期：家电技术更新，人口数量/结构变化，城镇化率变化，购买力变化。

➤ 未来家电行业面临的几大变化

- 传统家电，如空冰洗等，保有量已高。
- 居民消费水平提升，开始追求品质生活
- 消费者从事劳动的时间提升，08年-18年间，男女劳动者劳动时间大约提升近2小时，未来可能仍将继续提升
- 人口结构转变，一方面是国家对于生育的政策从过去的限制转向放开，鼓励“三孩”，生育和抚养小孩儿的需求在增加；另一方面，作为中生代的80后、90后，面临赡养老人的问题也逐渐显现。

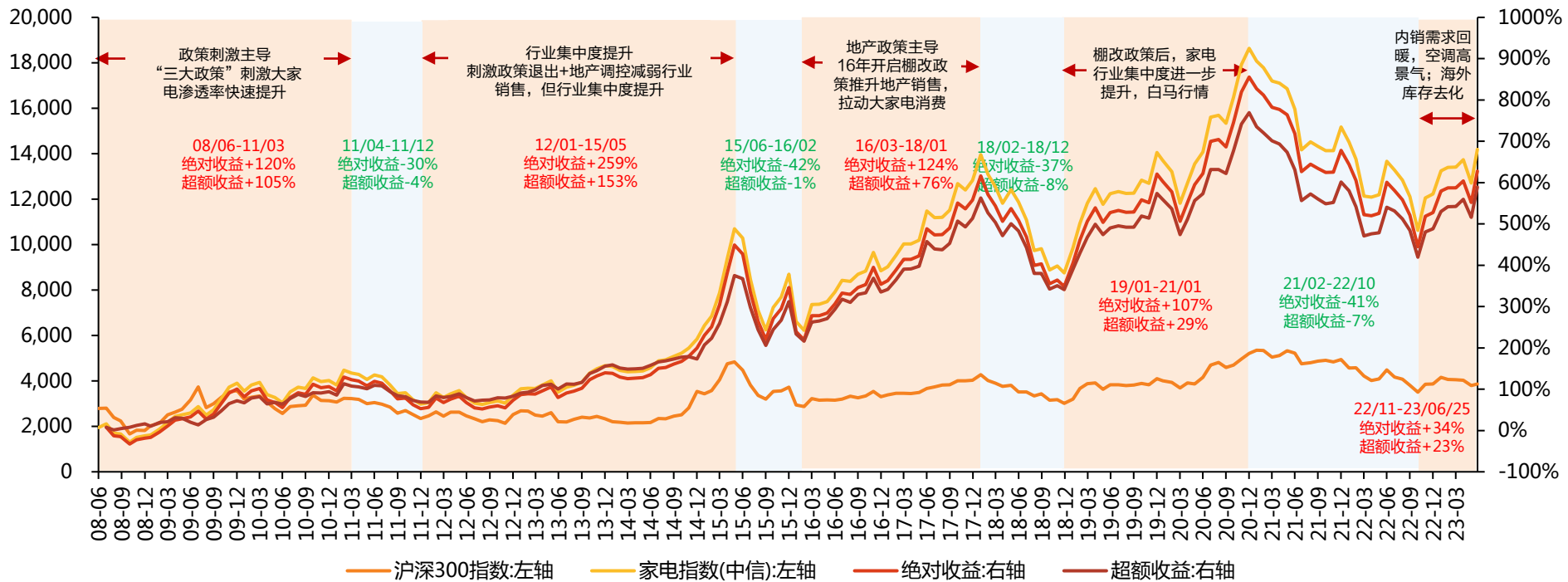
图：家电行业收入增长重要驱动力拆解



22年底至今内需回暖+海外去库同步催化下家电行业实现超额收益

从历史上看，08年以来家用电器板块经历了五轮较为明显的上升周期，第一轮反馈的是产业政策刺激带来的保有量大幅上涨；随后三轮上涨与地产及宽信用后，家电市场需求企稳回升有关；21年以来大宗品价格上涨，以及21年7月之后国内商品房销售的持续负增长对行业亦形成较强的估值压力；最近一轮上涨（22年11月至今）为伴随内销需求回暖（尤其空调品类实现高增长），以及海外库存逐步去化，22年11月1日至23年6月25日家电板块整体实现34%绝对收益。

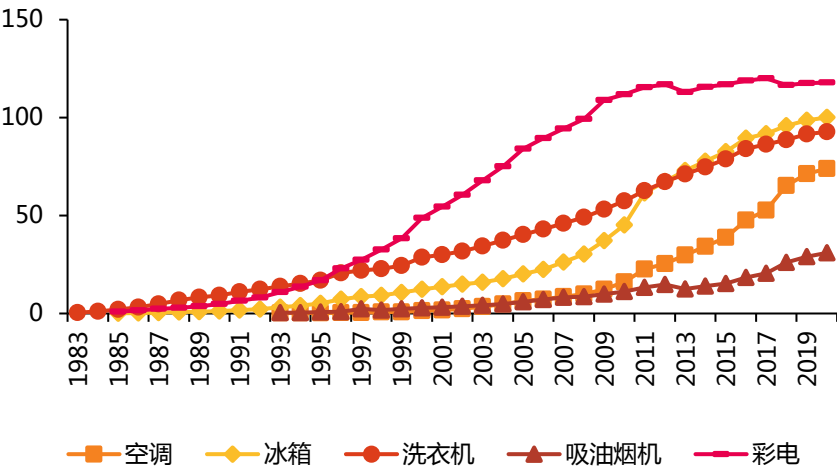
图：家电板块自08年起有五轮的投资收益周期



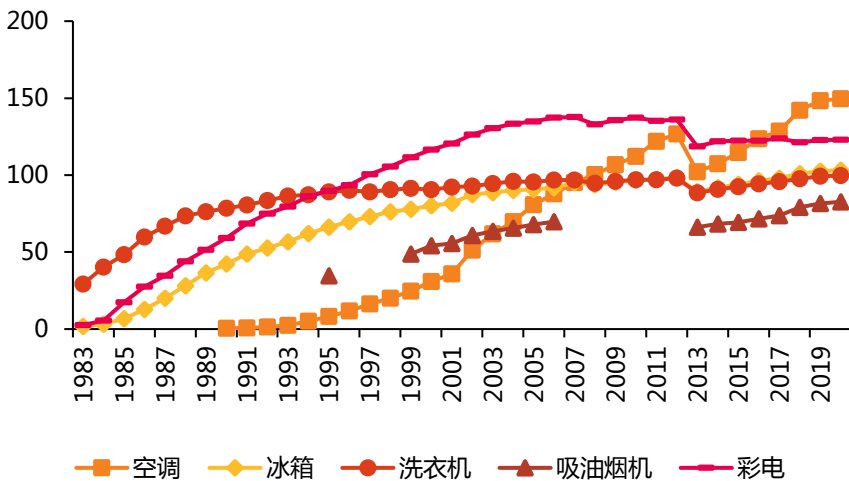
注：本报告中PE如无特殊说明，均指PE(TTM)；报告中超额收益的对比基准均为沪深300。

量的维度（中长期）：我国大家电渗透率、需求拆解与内销量测算

图：我国农村主要家电每百户拥有量（台/百户）



图：我国城镇主要家电每百户拥有量（台/百户）



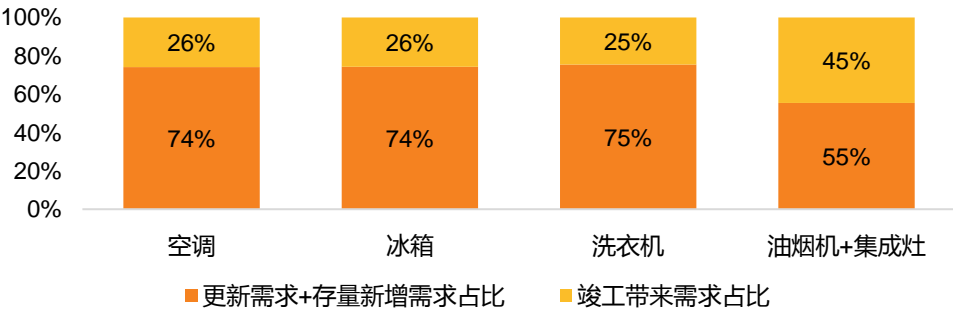
测算核心假设：

- 1) 城镇化率：据《国家人口发展规划(2016-2030年)》，2030年全国总人口有望达14.5亿人，常住人口城镇化率达70%，预计到2035年我国总人口为14.6亿人，城镇化率为73%，城镇、农村平均户规模分别达3.0/3.2人。
- 2) 更新需求：假设大家电更新周期10年。
- 3) 渗透率：预计35年国内空/冰/洗/烟机+集成灶百户拥有量达197/124/106/78台。
- 4) 地产：假设精装修渗透率每年增加2%，假设21-35年我国住宅销售套数由1369万套逐步降至803万套。

图：2019-2035年大家电内销量测算结果

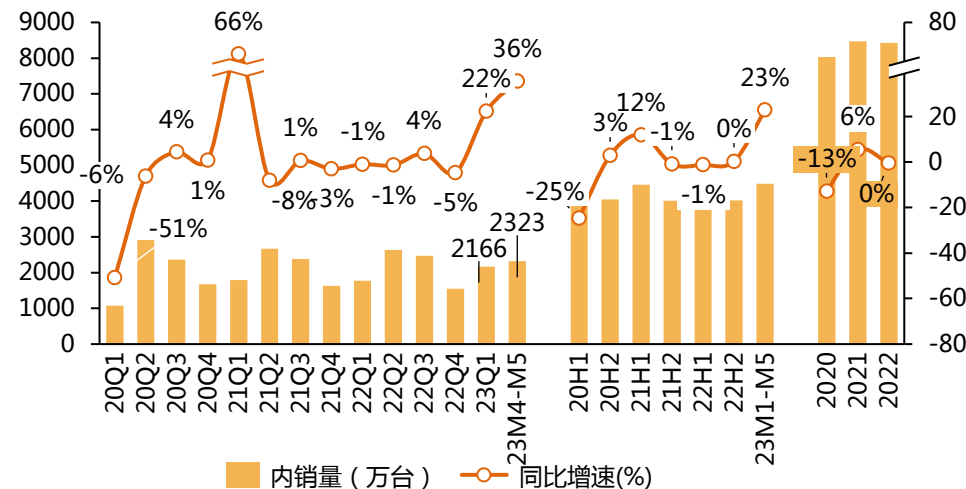
	2019	2020	2021	2022	2035E	22-35CAGR
空调内销总需求（万台）	9212	8028	8470	8430	9164	1%
冰箱内销总需求（万台）	4338	4270	4265	4123	6109	4%
洗衣机内销总需求（万台）	4493	4291	4453	4033	3413	-2%
油烟机内销总需求（万台）	2470	2283	2150	1836	1606	-1%
集成灶总销量（万台）	212	238	304	290	475	5%

图：2021年大家电内销需求拆分（竣工=销售*80%）

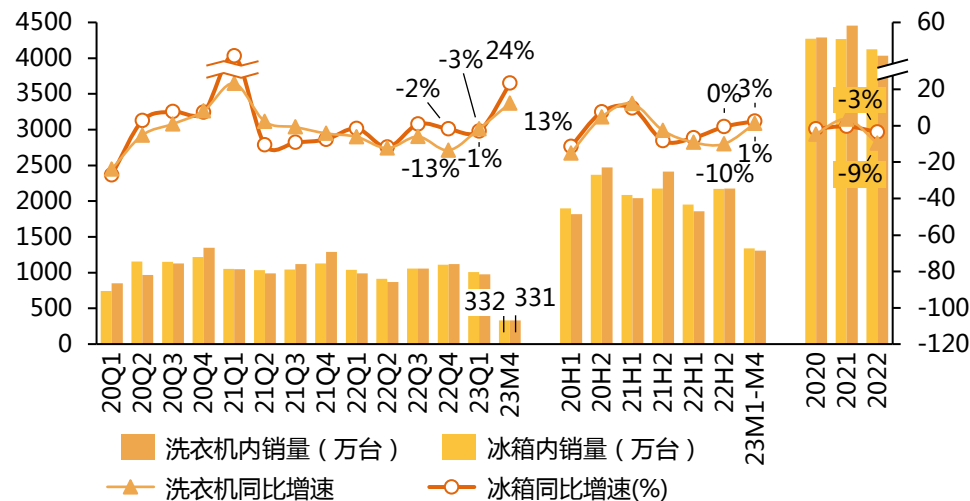


量的维度（短期）：23年以来大家电内销出货改善，或与线下消费场景修复、工程类需求释放有关

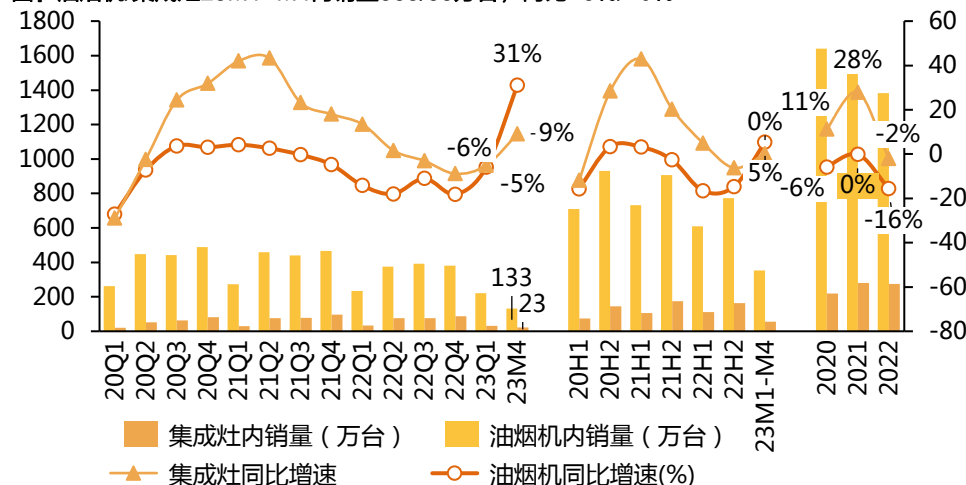
图：空调23M1-M5内销量4489万台，同比+23%



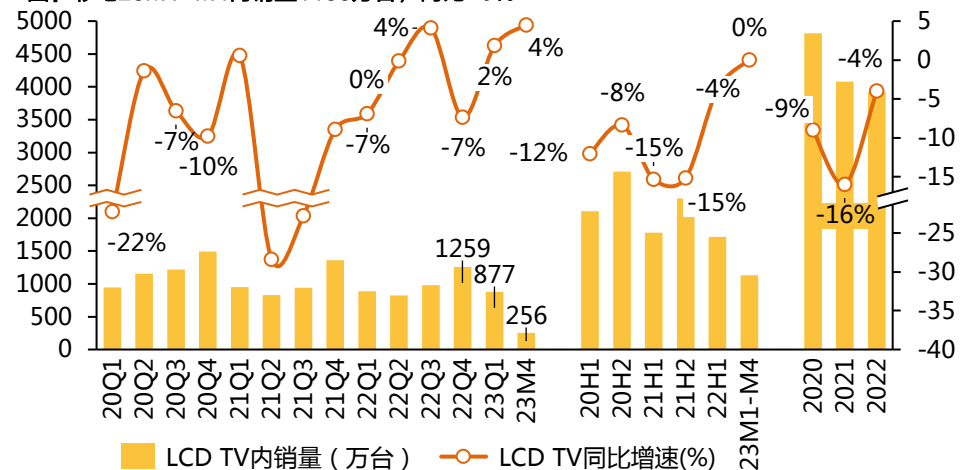
图：冰箱/洗衣机23M1-M4内销量1341/1306万台，同比+3%/+1%



图：油烟机/集成灶23M1-M4内销量353/55万台，同比+5%/+0%



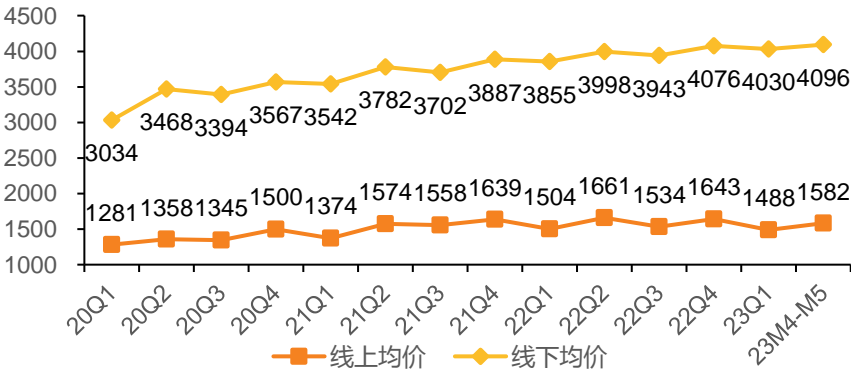
图：彩电23M1-M4内销量1133万台，同比+0%



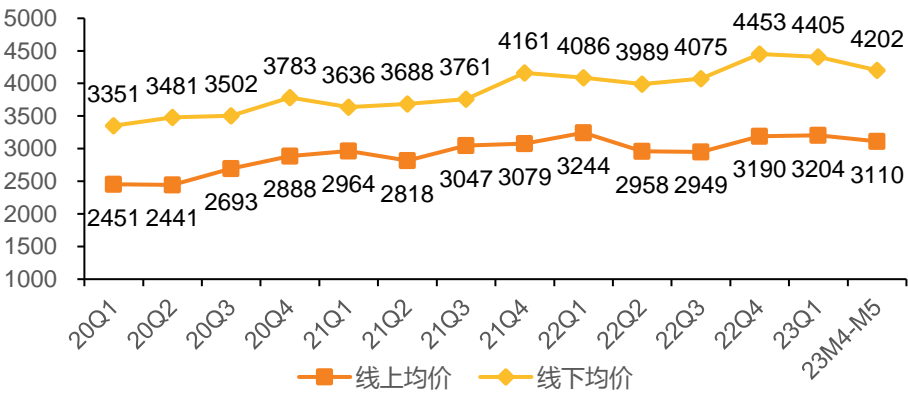
价的维度：白电线下均价同比上行，产品结构持续升级

总体来看，三大白电产品的价格在原材料成本同比回落的背景下并未同步下行，而是整体保持温和上涨，我们认为主要是线下渠道受益于疫情影响减弱，需求有所恢复，带动产品结构升级所致。往后展望，我们认为伴随消费回升，白电产品的均价有望延续温和上涨的趋势。

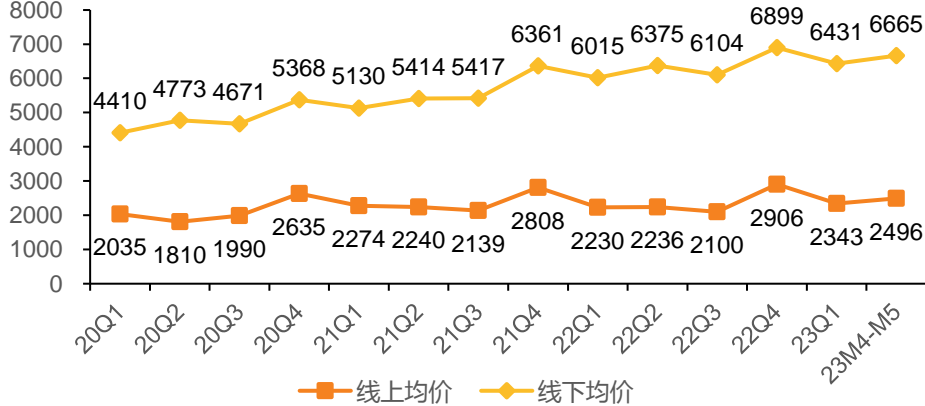
图：油烟机月度线上/线下均价（元）



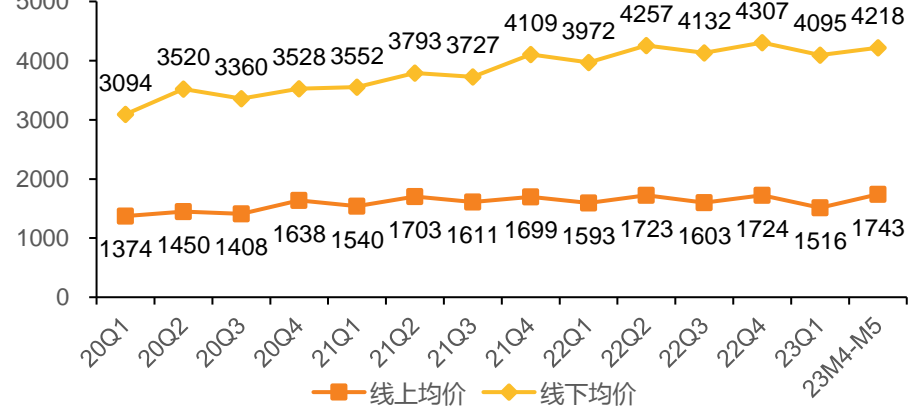
图：空调月度线上/线下均价（元）



图：冰箱月度线上/线下均价（元）



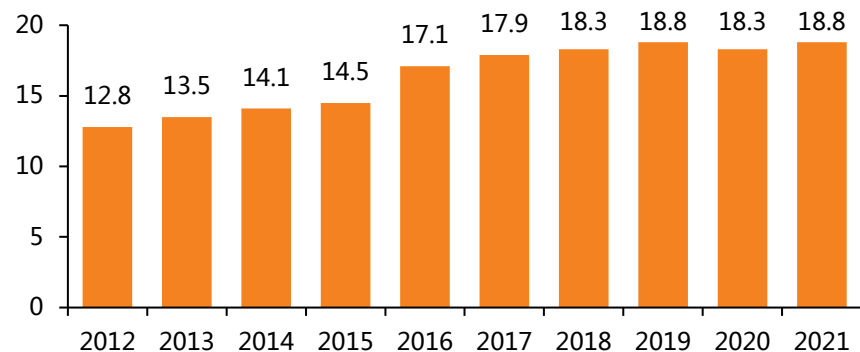
图：洗衣机月度线上/线下均价（元）



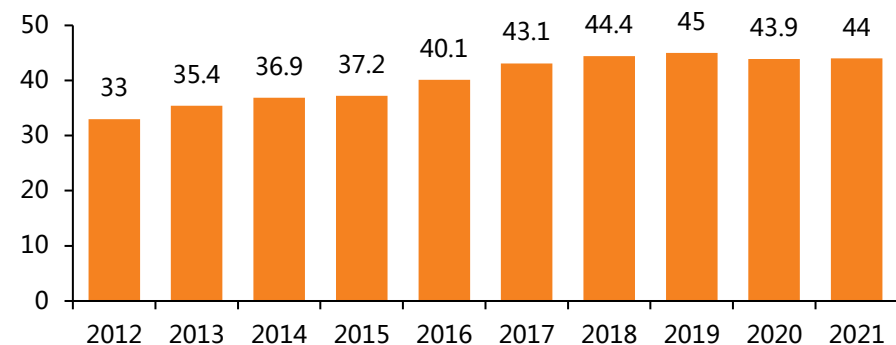
家电行业的成长性一：中国家电企业全球自主品牌市场份额提升

- 我们认为，在国内市场已经逐步成熟后，中国家电企业全球自主品牌市场份额提升或是未来龙头企业增长的长期空间。中国家电企业凭借完善的供应链、先进的生产技术及快速迭代产品的能力，有望逐渐打开海外市场。根据欧睿数据，2021年中国家电全球制造份额已达40%以上，而自主品牌（含收购）份额不足20%，在欧美成熟市场及新兴市场份额提升空间均很大。
- 中国家电企业有望通过出海并购进一步拓展海外市场。中国家电企业在欧美等成熟市场的品牌力及渠道力较弱，除了在海外投入大量资金推广自有品牌外，中国家电企业也可选择直接收购当地的成熟品牌，借助海外品牌更快速建立销售渠道及打开海外市场。

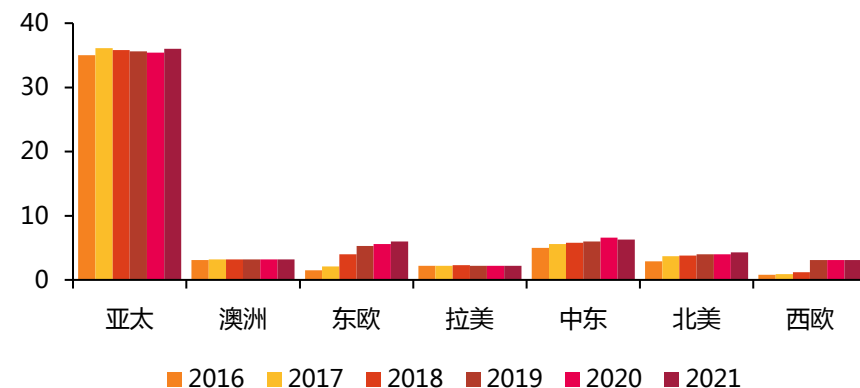
图：中国家电企业在全球家电市场的市场份额（%）



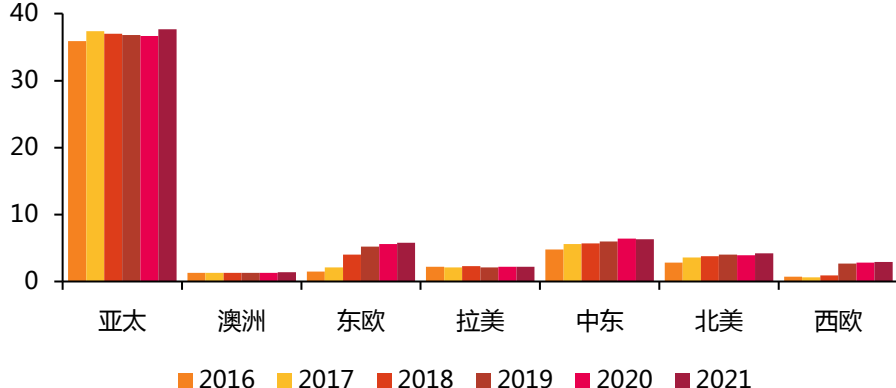
图：中国家电企业在全球家电市场的制造份额（%）



图：中国家电公司在各区域销量市场份额（%）



图：中国家电品牌在各区域销量市场份额（%）

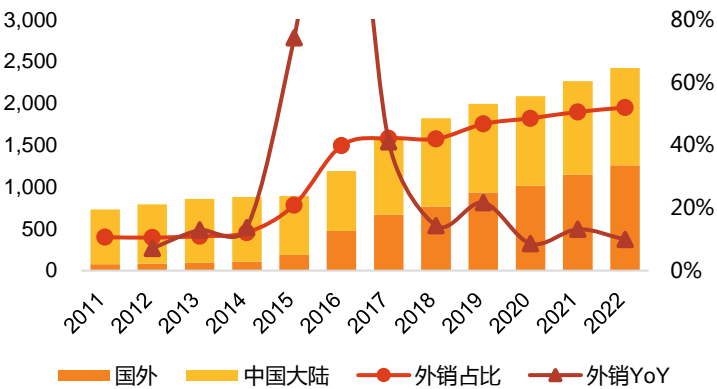


家电行业的成长性一：海尔与美的是中国家电自主品牌全球化的代表企业

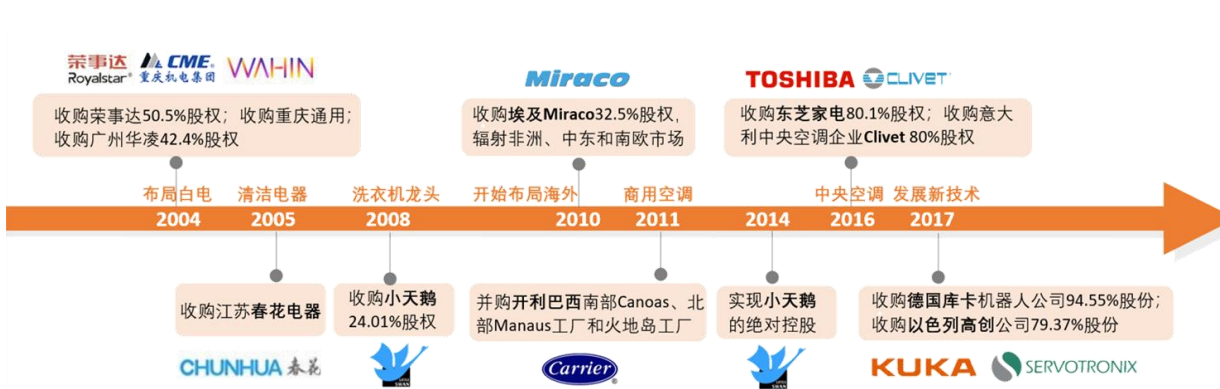
➤ 海尔：2011年起先后收购三洋电机/新西兰斐雪派克/美国GEA/意大利Candy等企业，2016年境外营收高增长，海外营收占比持续攀升。



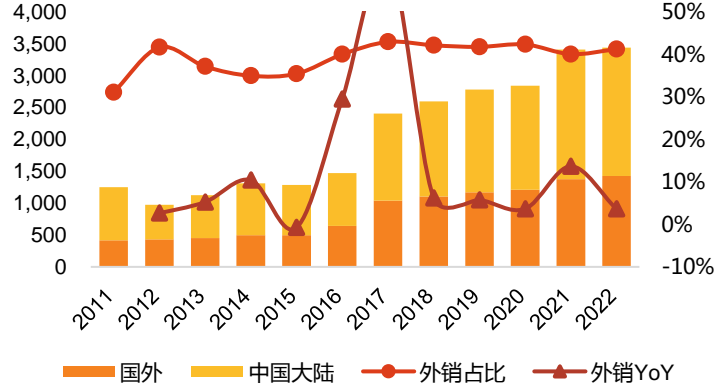
图：2011-2022年海尔智家外销情况（亿元）



➤ 美的：初期国内并购实现产业链布局，2010年起并购发展的重心转到海外，2017年海外收入大幅增长，海外营收占比稳中有升。



图：2011-2022年美的集团外销情况（亿元）



资料来源：海尔官网，海尔年报，美的官网，南方日报，Wind，天风证券研究所

家电行业的成长性一：亚太、中东非及拉美等新兴市场发展潜力较大

- 我们选取大家电近10年销量CAGR、小家电近10年销量CAGR、大家电2020年保有量、小家电2020年保有量、2020年人口规模、近10年GDP CAGR等6项指标对各区域进行排名后发现，**亚太、中东非及拉美等新兴市场发展潜力较大。**
- 基于各国大家电百户保有量情况，我们发现**新兴市场国家的冰、洗发展现状与2000年左右我国的冰、洗发展现状接近。**我们选取大家电的核心品类洗衣机与冰箱，同时选取新兴市场国家泰国、巴基斯坦、菲律宾、印度尼西亚和印度作为代表，对标成熟市场中中国的冰、洗历史发展阶段，以保有量作为主要分析对比数据，发现新兴市场国家当下冰洗发展情况多与国内2000年左右发展情况较为类似。
- 这些新兴市场逐步迈入家电普及期，未来成长空间较大，且自有品牌相对匮乏，对于新品牌的接受程度较高，国内家电企业可以选择在这些市场进行前瞻性布局。

表：2020年各区域各项指标综合排名

	大家电CAGR	小家电CAGR	大家电保有量	小家电保有量	人口规模	GDP CAGR	总得分	排名
亚太地区	2	1	2	3	1	1	10	1
中东与非洲	3	2	1	1	2	3	12	2
拉丁美洲	7	3	3	4	3	7	27	3
澳洲	1	4	7	6	7	4	29	4
东欧	6	6	4	2	6	5	29	5
北美洲	4	5	6	7	5	2	29	6
西欧	5	7	5	5	4	6	32	7

排名机制：从高到底排序后，各区域大家电近10年销量CAGR、小家电近10年销量CAGR、2020年人口规模、近10年GDP CAGR均为依照排名顺序得分1-7分；大家电2020年保有量、小家电2020年保有量为依照排名逆序得分1-7分。

表：与新兴市场冰、洗当下发展类似下，国内对应品类所处发展时间阶段

对应中国各品类发展相似情况下时间		
	洗衣机	冰箱
泰国	2008 年	2012 年
巴基斯坦	2003 年	2007 年
菲律宾	1994 年	2002 年
印度尼西亚	1991 年	2007 年
印度	1982 年	1998 年

家电行业的成长性一：出口标的近三年收入&业绩情况概览

表：主要外销家电企业海外收入占比及近三年收入&业绩情况概览

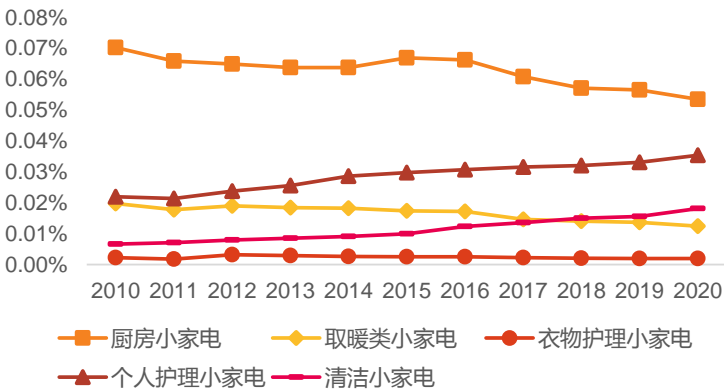
证券简称	22年外销 收入占比	营业收入（亿元）						营业收入YoY						归母净利润（亿元）						归母净利润YoY						PE(wind90天预期)		
		2021	2022	23Q1	2023E	2024E	2025E	2021	2022	23Q1	2023E	2024E	2025E	2021	2022	23Q1	2023E	2024E	2025E	2021	2022	23Q1	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
格力博	99%	50	52	16	68	83	97	17%	4%	-1%	30%	23%	17%	2.8	2.7	0.9	5.5	7.8	8.0	51%	-5%	41%	106%	43%	2%	21.4	15.0	14.7
德昌股份	96%	28	19	6	23	26	30	38%	32%	-1%	17%	17%	14%	3.0	3.0	0.4	3.2	3.8	4.4	-1%	-1%	30%	8%	18%	16%	20.5	17.3	15.0
比依股份	84%	16	15	4	18	22	28	40%	-8%	3%	22%	23%	24%	1.2	1.8	0.5	2.0	2.4	2.9	13%	49%	82%	15%	18%	18%	16.3	13.9	11.7
奥马电器	76%	101	78	24	94	108	121	21%	23%	20%	20%	14%	12%	-0.8	4.2	1.7	5.3	6.1	6.9	92%	630%	660%	24%	16%	13%	17.3	15.0	13.2
新宝股份	71%	149	137	28	140	154	169	13%	-8%	22%	3%	10%	9%	8	10	1	10	12	13	29%	21%	22%	6%	15%	12%	14.3	12.5	11.1
莱克电气	66%	79	89	18	99	111	126	27%	12%	22%	11%	12%	13%	5	10	2	10	12	14	53%	96%	12%	6%	14%	15%	13.1	11.5	10.0
石头科技	53%	58	66	12	76	89	105	29%	14%	15%	14%	18%	17%	14	12	2	14	16	19	2%	16%	40%	15%	20%	18%	19.9	16.6	14.0
海尔智家	52%	2,276	2,435	651	2,639	2,851	3,065	9%	7%	8%	8%	8%	7%	131	147	40	170	195	221	47%	12%	13%	16%	15%	13%	13.0	11.3	10.0
三花智控	47%	160	213	57	269	328	398	32%	33%	18%	26%	22%	21%	17	26	6	31	38	47	15%	53%	33%	21%	23%	22%	35.7	28.9	23.7
海信视像	45%	468	457	115	509	556	605	19%	-2%	13%	11%	9%	9%	11	17	6	21	24	27	-5%	48%	108%	25%	15%	14%	14.5	12.7	11.1
美的集团	41%	3,412	3,439	963	3,769	4,090	4,407	20%	1%	7%	10%	8%	8%	286	296	80	332	367	403	5%	3%	12%	12%	10%	10%	12.3	11.2	10.1
科沃斯	34%	131	153	32	179	212	247	81%	17%	1%	17%	18%	17%	20	17	3	19	23	26	214%	16%	23%	14%	18%	17%	22.3	18.9	16.2
海信家电	34%	676	741	194	812	880	951	40%	10%	6%	10%	8%	8%	10	14	6	18	21	25	38%	48%	131%	24%	19%	16%	19.7	16.5	14.2
苏泊尔	26%	216	202	50	221	243	266	16%	-7%	12%	10%	10%	10%	19	21	4	23	25	28	5%	6%	19%	10%	11%	11%	17.5	15.8	14.2
北鼎股份	27%	8	8	2	9	11	12	21%	-5%	-7%	15%	15%	13%	1.1	0.5	0.2	1.0	1.2	1.5	8%	57%	7%	108%	26%	18%	34.7	27.4	23.2
春光科技	16%	13	19	4	26	32	38	52%	48%	42%	35%	25%	17%	1.1	1.0	0.2	1.8	2.4	2.9	22%	11%	12%	86%	30%	22%	12.0	9.2	7.6

注：23-25年预测取Wind90天前瞻预测值。

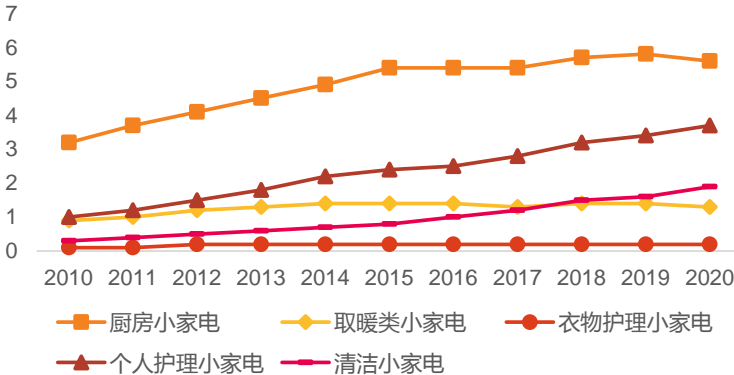
家电行业的成长性二：经济长期发展的动能将催化新兴家电品类规模扩大

- 基于欧睿中国、日本小家电人均消费支出及中日对应的人均GDP分析，未来中国小家电市场中，清洁类、个人护理类小家电将取得长期超越中枢增速的发展。
- 从过去10年数据来看，我国厨房小家电支出占当期人均GDP比重在逐年下降，反馈出以锅煲类、豆料榨类为代表的必选类小家电保有量已高企，可支配收入上升不再对此类产品有超额催化。
- 对比日本来看，我国消费者在清洁、个护、衣物护理等小家电上支出占比较少，我们认为，随着经济发展，收入提升将催化此类小家电支出比例提升，而过去10年中两者支出比例亦始终处于提升状态。
- 从中、日数据来看，全体小家电支出增速与人均GDP增速呈现较强的线性相关性。参照我国十四五计划，至2035年人均GDP预期实现翻番目标，则未来到2035年小家电市场中枢增速约为5%。

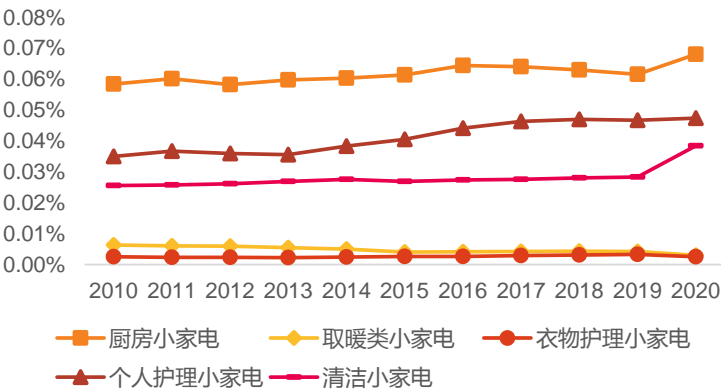
图：中国小家电消费占人均GDP比重



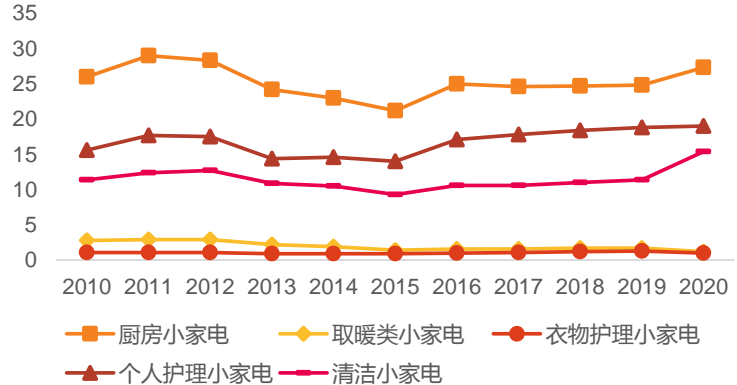
图：中国人均小家电消费支出（美元）



图：日本小家电消费占人均GDP比重

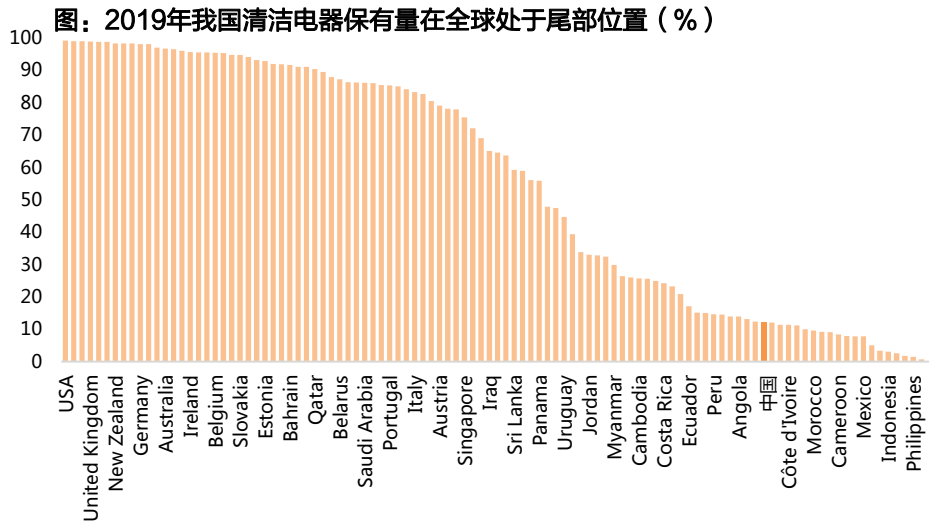


图：日本人均小家电消费支出（美元）

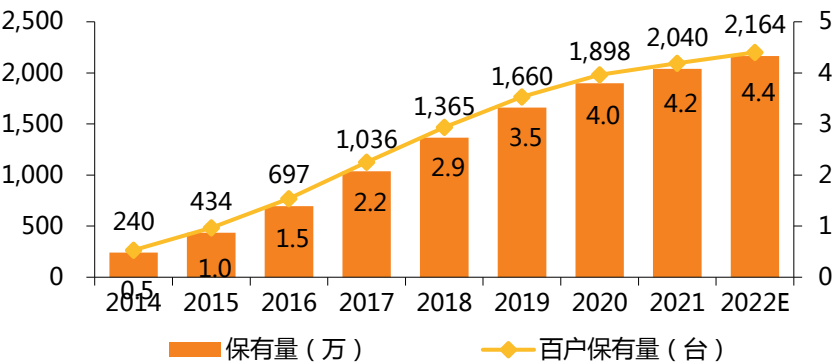


家电行业的成长性二：以清洁电器为例，新兴家电的渗透率提升空间较大

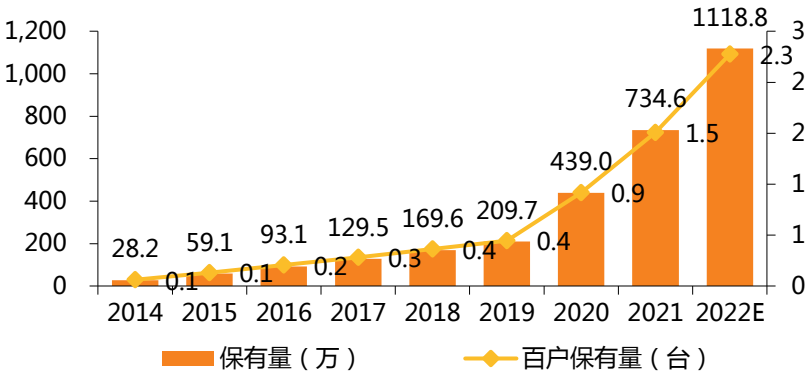
➤ 小家电中清洁电器国内渗透率低，未来成长空间广阔。根据我们在《如何看清洁电器市场的渗透率？》（2021年6月21日发布）中的测算方法，对清洁电器各子品类（无线吸尘器、扫地机和洗地机三种产品）的渗透率作了进一步拆分，分别测算其在换机和不换机两种条件下国内市场的渗透率水平，假设消费者仅买一种清洁电器下，测算得到三种清洁电器产品22年的合计渗透率在15.6%。



图：假设不存在更新需求下扫地机器人保有量情况



图：假设不存在更新需求下洗地机保有量情况



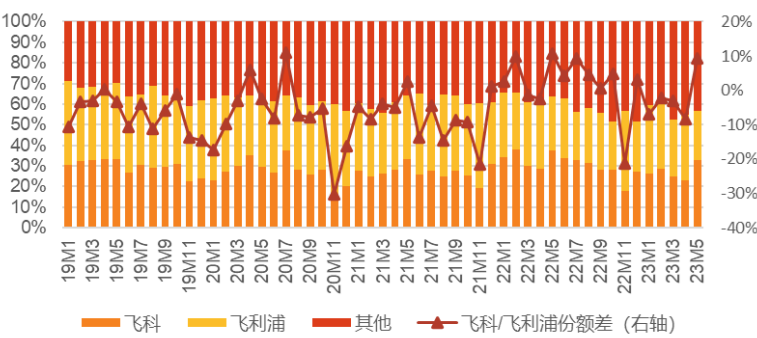
家电行业的成长性二：新兴家电品类的发展往往呈现非线性，技术升级、性价比提升带来的产品周期将催化新兴家电品类发展

- **电动剃须刀**：飞科通过推出比自身原有价格带更高的新品来提高品牌产品价格，叠加在500元以下价格带的产品中，飞科比飞利浦更具竞争力，中高价格新品贡献增量，带动公司22年以来份额保持同比增长态势。
- **清洁电器**：性价比新品逐步实现放量
- 根据生意参谋数据，23年618期间扫地机中T20 pro为科沃斯的主要成交机型，占科沃斯成交比例的55%；石头相对分散，P10和G20分别占石头成交的30%和26%。

图：飞科、飞利浦主力SKU价格带分布（元；取最终到手价）



图：飞科22年以来份额保持同比增长态势



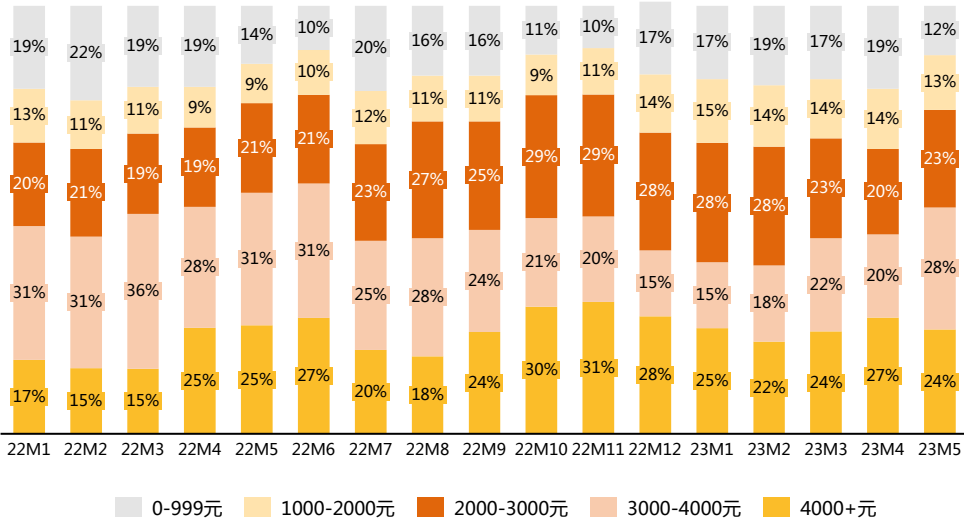
图：2023年扫地机新品梳理

产品名称	科沃斯T20 Pro	科沃斯T20	科沃斯T20 MAX	石头G10s Pure	石头G20	石头P10
						
导航类型	DTof导航+3D结构光避障	DTof导航+3D结构光避障	DTof导航+3D结构光避障	LDS导航+结构光多传感器融合避障	LDS导航+3D结构光避障	LDS导航+3D结构光避障
吸力大小	6000Pa	6000Pa	6000Pa	5500Pa	6000Pa	5500Pa
电池容量	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5130mAh
尘盒容量	300ml（机身）	400ml（机身）	300ml（机身）	350ml（机身）	350ml（机身）	350ml（机身）
基站水箱	清水箱4L+污水箱4L+尘盒3L（基站）	清水箱3.5L+污水箱3.5L+尘盒3L（基站）	清水箱4L+污水箱4L+尘盒3L（基站）	清水箱3L+污水箱2.5L+尘盒2.5L	清水箱3.5L+污水箱2.9L+尘盒2.5L（基站）	清水箱5L+污水箱4.2L+尘盒2.7L（基站）
机身水箱	60ml	200ml	主机不带水箱	200ml（机身）	150-200ml	100ml
机身高度	10.4cm	10.4cm	10.4cm	9.6cm	9.7cm	9.7cm
越障高度	20mm	20mm	20mm	20mm	20mm	20mm
噪音	66-68dB	66-68dB	66-68dB	61dB	67dB	58-77dB
清扫模式	双边刷+滚刷+双盘抹布	双边刷+滚刷+双盘抹布	双边刷+滚刷+双盘抹布	单边刷+滚刷+单片抹布	双胶刷+滚刷	吸口+滚刷
拖地功能	180转/分高速对旋拖地	180转/分高速对旋拖地	180转/分高速对旋拖地	3000转/分声波震动擦地	3000转/分声波震动擦地	2004转/分钟高速内旋
价格	4199元（预售价）	3799元（预售价）	3999元（预售价）	3999元（预售价）	4999/5599（自动上下水）	3299/3899（自动上下水）
产品特点	自动上下水版预售价4748元 55℃热水清洁抹布； 9mm拖布抬升； 通过甩尾方式贴边清洁，沿边距离≤3mm； 75天不倒垃圾； 自动上下水为选配模块	55℃热水清洁抹布； 9mm拖布抬升； 通过甩尾方式贴边清洁，沿边距离≤3mm； 75天不倒垃圾； 自动上下水为选配模块	55℃热水清洁抹布； 9mm拖布抬升； 通过甩尾方式贴边清洁，沿边距离≤3mm； 75天不倒垃圾； 自动上下水为选配模块	新增“深度清洁地毯”模式，可自动来回扫两遍； 擦地功能中增加了全新的沿地板方向清洁的功能，使地板缝也能清洁干净； 基站烘干功能变为标配； 算法上新增了智能禁区提醒和快速清洁模式	新增“纯扫模式”，8mm拖布升起，同时增强吸力； 新增“纯拖模式”，双主刷同时升起，拖地噪音更低； 自双胶刷吸尘更加清洁（对标海外S8 pro Ultra）	将石头以往单片式的抹布首次改为圆盘式的抹布清洁 自动上下水版本预售价为3899； 新增“深度清洁地毯”模式，可自动来回扫两遍； 算法上新增了智能禁区提醒和快速清洁模式

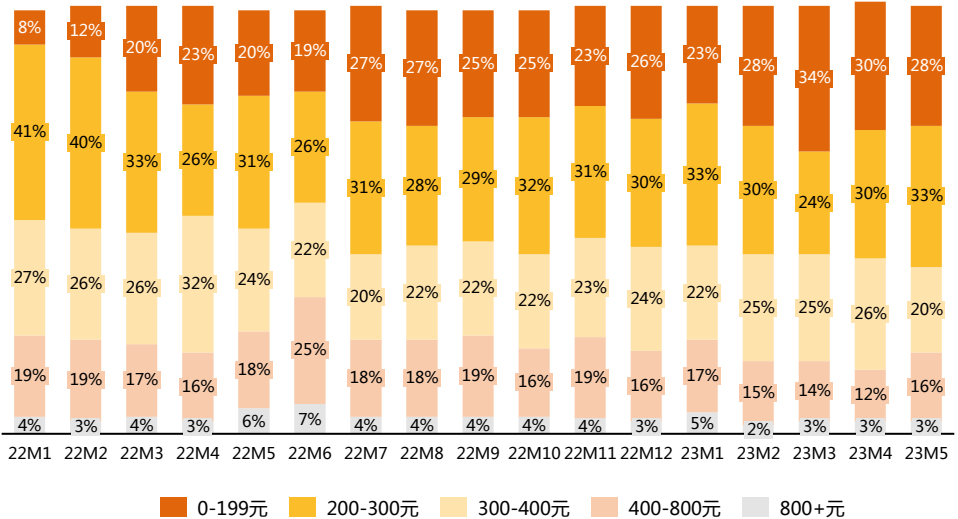
小家电内销：消费需求仍然较弱；“K型”分化下，低价位段产品扩容明显

从分品类的价格带分布来看，小家电消费逐渐呈现出消费分化的趋势。以厨房小家电和清洁电器为例，厨房小家电中199元以下的低价格带占比自1M22以来显著提升，400元以上的价格段占比变化较为平稳；清洁电器中除原有4000+元价格带占比提升外，较多公司新品所处的2000-3000元价格带销额占比也有提升。

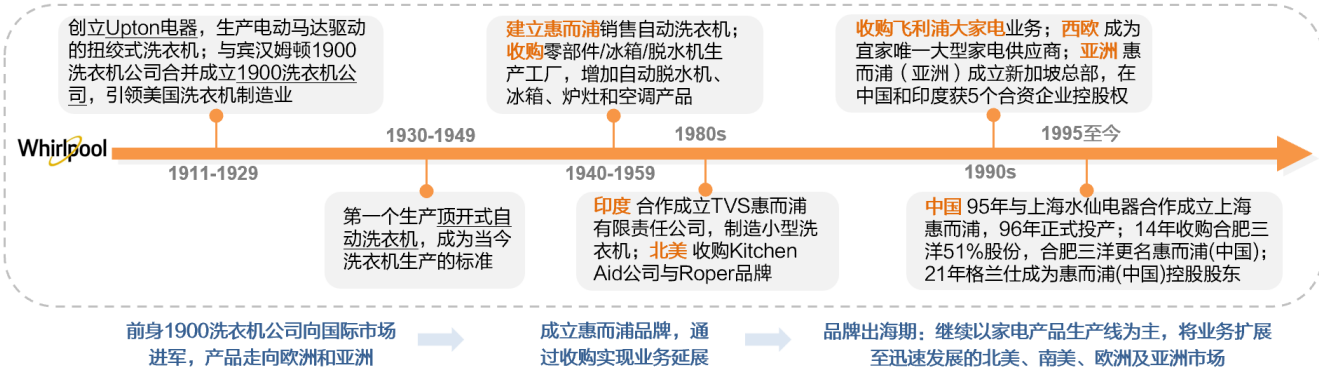
图：清洁电器月度价格带分布（%）



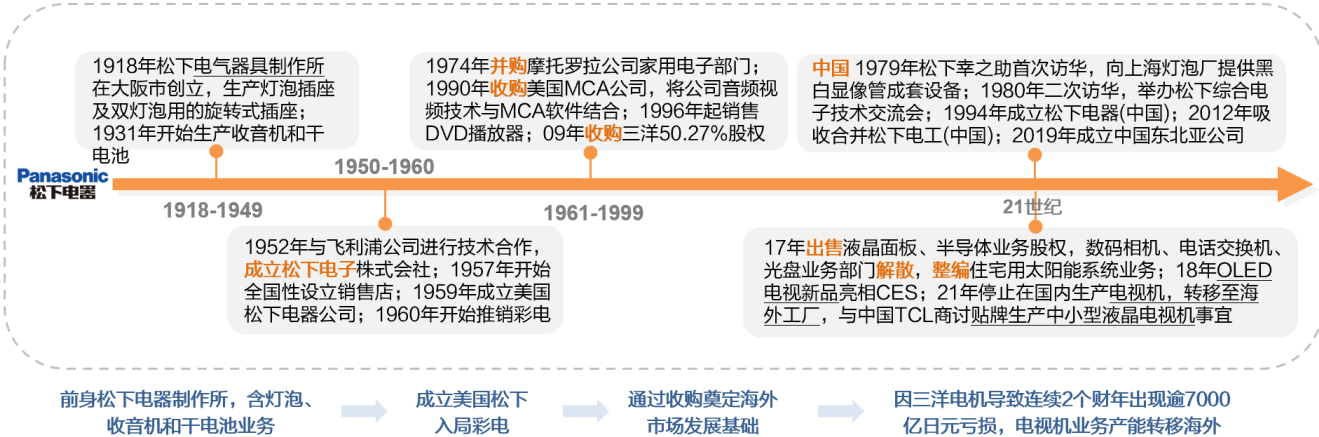
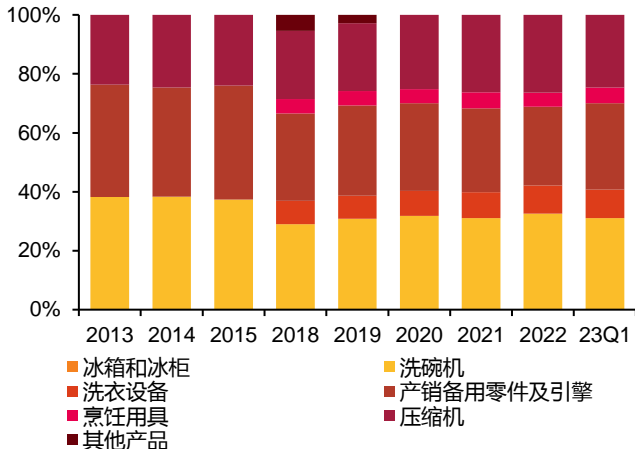
图：厨房小家电（以空气炸锅为例）月度价格带分布（%）



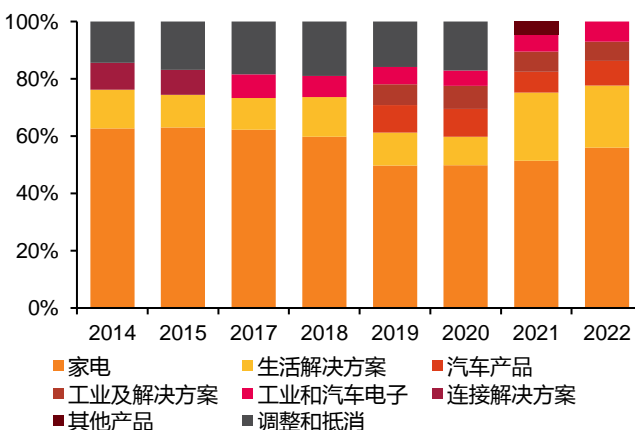
家电行业的成长性三：制造能力跨领域多元化布局（以海外家电龙头企业为鉴）



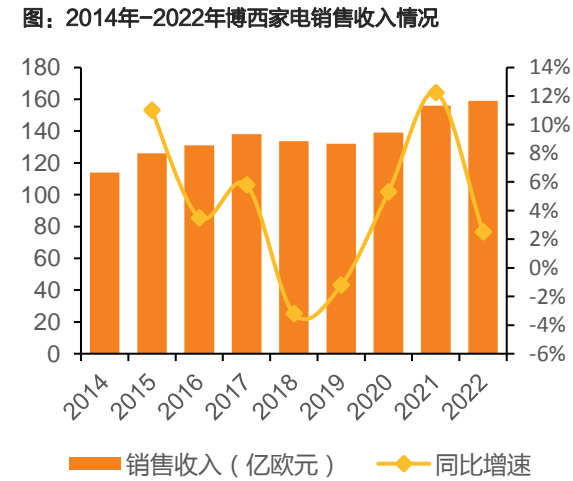
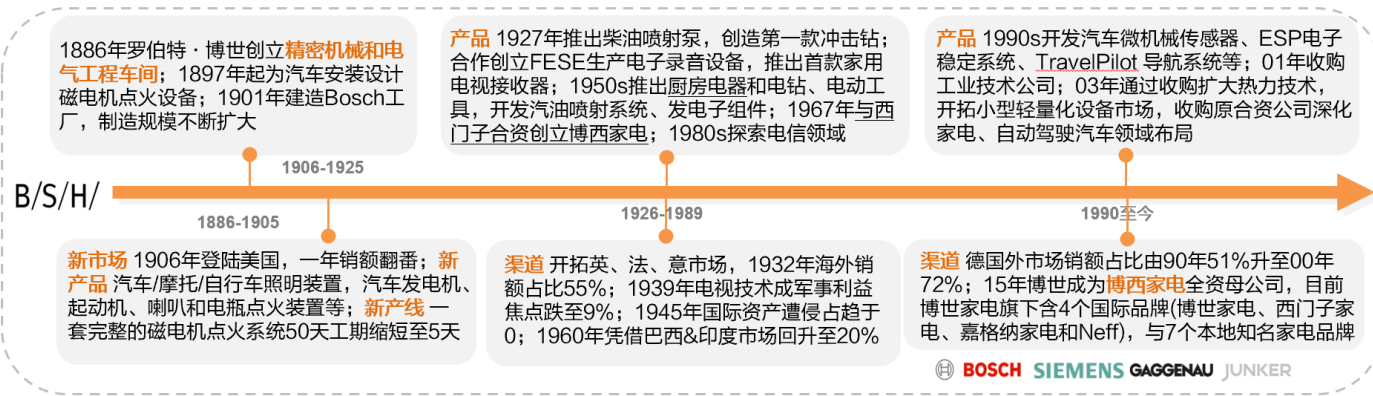
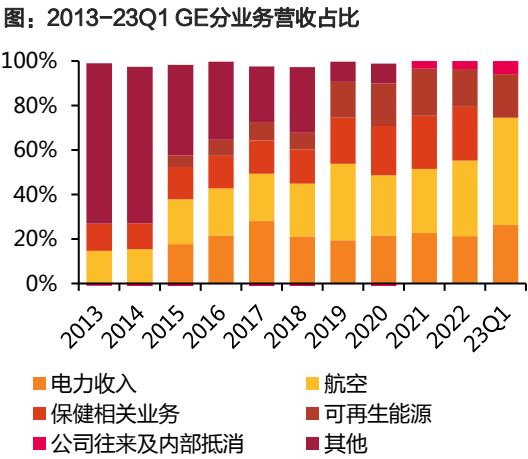
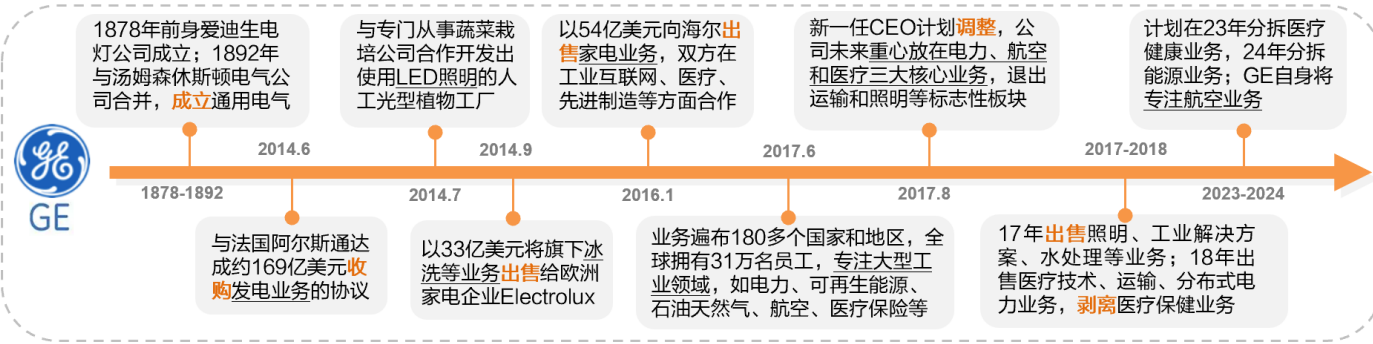
图：2013-23Q1 Whirlpool分业务营收占比



图：2014-2022年松下分业务营收占比



家电行业的成长性三：制造能力跨领域多元化布局（以海外家电龙头企业为鉴）

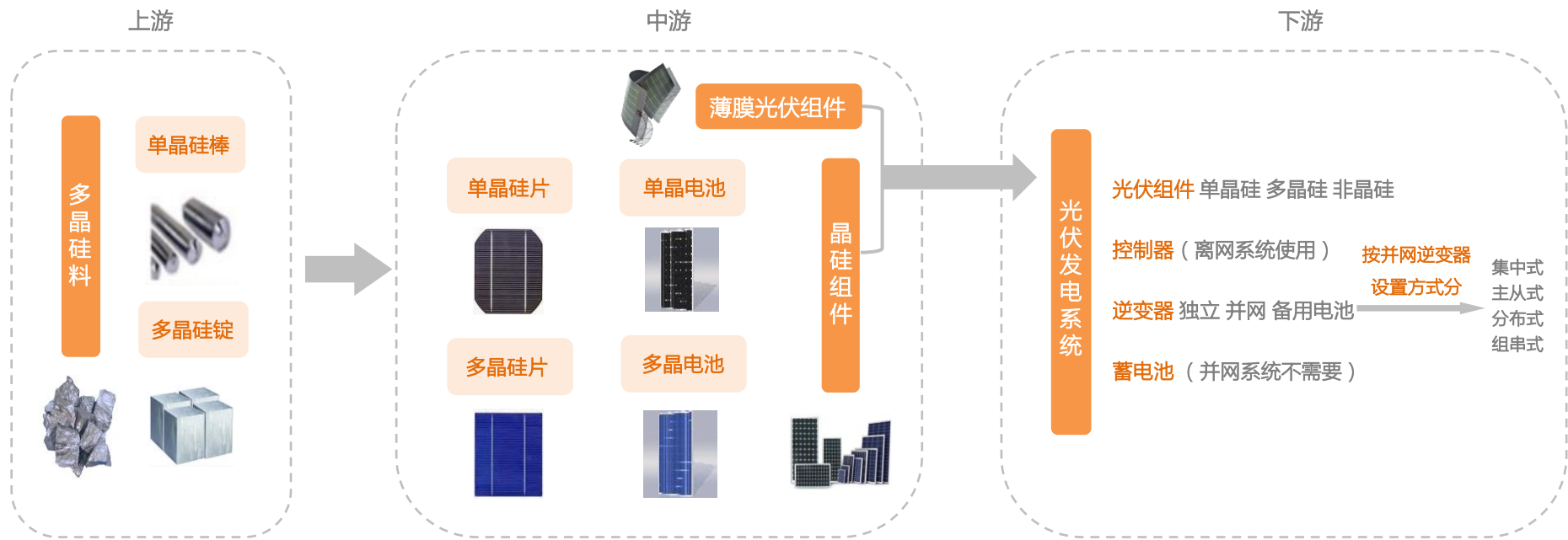


起步阶段 → 业务登陆美国 深耕机械领域 → 标志性转型时期：拥有多个自主管理部门的多样化集团、全球化企业及汽车电子元件领域的领先企业 → 制定长期目标：除传统产品外，开启自动驾驶、智能家居、工厂机器自主通信等领域的布局

家电行业的成长性三：国内家电制造跨行业转向之光伏产业

- 在海外企业积极加快业务转型、加速产品出海的同时，近年来国内家电企业也呈现出多元化发展态势，已具备产业发展土壤、行业竞争优势的企业纷纷通过扩充新业务、布局新赛道，寻找企业第二增长曲线。通过梳理我们发现，一大批国内家电龙头在追求基业长青的同时，相继加码光伏、汽车零部件、热管理、智能制造等领域。我们认为，**供应链的补充与新赛道的布局，本质上是家电企业制造能力的跨领域输出，新赛道一方面将满足家电企业多元化的发展需求，另一方面将有助于企业摆脱产业生命周期的约束，带来新的业绩增长点，在主业稳健之外，新业务普遍发展空间较大。**
- 家电企业抢攻光伏赛道，具备合理性与先天优势。**“十三五”以来，中国对环保和新能源的政策导向明确，我们认为家电企业积极发力清洁能源具备合理性。一方面，布局光伏产业能够满足家电企业实现绿色可持续发展的需求，低能耗产品有望在未来成为新一轮家电行业变革；另一方面，布局光伏产业有望为企业带来新增长点，带动规模效应的形成。同时，光伏市场涉及到大规模制造、零售和服务，且在用能侧与家电行业有所相同，而家电龙头企业拥有分散在全国及全球市场的营销、物流、服务网络，叠加发展多年形成的品牌口碑，有望在家电+光伏结合的进程中找到打通用户资源的突破口。

图：光伏产业链情况



家电行业的成长性三：国内家电制造跨行业转向之光伏产业

➤ 光伏赛道长坡厚雪，成为家电龙头企业多元化扩张的热门选择，且各企业选择的切入角度和布局重点有所不同：

● 产业链上游 **TCL KONKA 康佳**

TCL：收购中环股份，发力半导体光伏材料和组件。TCL于20年收购国内最早生产用于太阳能发电单晶硅的企业之一中环股份，实现光伏领域的布局。21年TCL继续加大光伏领域投资，21年3月于宁夏开工建设新的太阳能级单晶硅材料智能工厂，工厂综合楼已于22年6月封顶。

深康佳：进军新能源光伏玻璃领域。21年年初康佳通过控股子公司江西康佳新材料投资20亿元，进军新能源光伏玻璃领域。截至22年2月，公司年产量为1500万m²的光伏玻璃一期项目已处于投产阶段，正在积极提升产品良率和品质。

● 产业链中游 **GREE 格力** **星帅尔**

格力电器：收购银隆新能源，深化电器储能、新能源板块应用业务。21年8月，格力以18.28亿元的价格收购银隆新能源股份有限公司30.47%股权，同时，董明珠将其持有的银隆新能源17.46%股权对应表决权委托公司行使，自此银隆新能源成为格力控股子公司。银隆新能源已形成从锂电池材料、锂电池、模组/PACK动力总成、新能源整车、储能系统设备到动力电池梯次利用、回收的封闭式循环产业链，旗下拥有广通、奥钛两大品牌，其研发的钛酸锂电池系列产品可覆盖全储能应用场景。

星帅尔：子公司供货新能源车，控股富乐新能源布局光伏组件。继子公司华锦电子、浙特电机产品供货于新能源汽车，公司于21年3月收购富乐新能源51%的股权。富乐新能源主要产品为光伏组件，产品终端应用为集中式发电站、分布式电站，并以集中式发电站为主。未来公司将重点向光伏领域进军，打造一体两翼“以家电板块为基础、以新能源板块为先导”的发展模式，持续加大在光伏业务中的技术研发投入。同时，公司计划新建2GW/年的高效太阳能光伏组件产线，拟通过发行不超过5.5亿元的可转债方式进行融资。

● 产业链下游 **Haier 海尔** **Deye 德业**

海尔智家：收购GOT切入光伏领域，推动太阳能热水器技术升级。17年海尔收购全球最大平板太阳能制造商GREENoneTEC 51%股权，切入光伏领域并强化其在太阳能热水器业务的行业地位。GOT的太阳能平板集热器技术光热的使用效率达到80%，带动我国太阳能行业实现技术升级。

德业股份：切入户用储能逆变器赛道，自有+贴牌结合打开海外市场。在传统业务稳步增长的同时，公司致力于成为国内户用逆变器行业领军者，其自主研发的功率变换系统和控制系统有效提升太阳能利用率、逆变器电能转换率，并保证逆变器稳定性。公司逆变器业务主要针对海外的巴西、美国及南非市场，其中，巴西主要销售组串和微逆，美国和南非市场以储能为主。美国全部都是贴牌；南非也是大部分贴牌；巴西绝大部分是自主品牌。国内目前是与分布式光伏整县推进的龙头企业合作，都是组串机。

家电行业的成长性三：国内家电制造跨行业转向之新能源车热管理

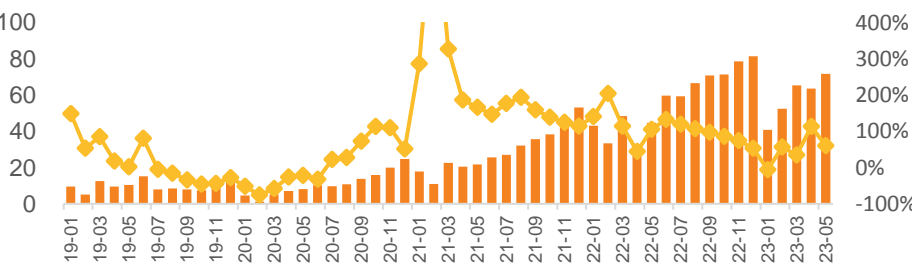
➢ 传统燃油汽车热管理包含空调系统及发动机系统的热管理，目的为确保整车各项零部件处于合适的温度，保障车辆发挥出最佳驾驶性能。由于没有传统燃油车发动机的废热加持，电动车空调系统只能依托直接消耗电池电能实现续航，这导致了电动车在寒冷天气的续航里程大幅度缩水。叠加消费者逐步提升对乘车舒适度以及节能降费要求，替代发动机、减少续航焦虑的热管理主机系统需求日渐高涨。

表：新能源汽车与传统燃油车在结构上存在较大差异


传统燃油车		新能源汽车
空调系统热管理途径	可以通过发动机余热供热	必须主动制热
动力系统热管理对象	发动机和变速箱	电机和电机控制器
有无电池热管理	无	有，因其以电池电能作为驱动能源，电池温度过高可能带来一定风险。此外，插电混动车较纯电动车更为复杂，还需配备发电机热管理系统。


➢ 新能源车快速渗透，利好上游热管理行业发展。中国新能源汽车行业从2019-2021年经历了从政策扶持退坡到快速成长的阶段：19年新能源汽车补贴大幅退坡，上半年出现抢装的现象透支了部分需求；20年受益于国产特斯拉大卖，新能源车市场认可度得到提升，行业发展由政策扶持逐步走向需求通道；继21年我国新能源汽车销售提速，23M4-M5新能车回归亮眼增速，有望为热管理持续带来增量需求。


图：2019年至2023年5月我国新能源汽车销量及同比增速（万台）




资料来源：Wind，产业信息网，天风证券研究所

➢ **三花智控**：制冷控制元器件+汽车热管理业务全球引领者  **SANHUA**
公司为制冷控制元器件行业的龙头企业，其依托家空技术的同源性延伸至汽车零部件赛道，并逐渐向组件和子系统发展，如汽车空调及新能源车热管理系统。截至21Q3，公司车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件等产品市场占有率全球居首。

➢ **海信家电**：ToB转型加码，进军汽车电子三大板块 
21年4月，海信首次透露公司在汽车电子的三大布局，即车路协同、智能座舱、整车热管理。公司将从车路协同、车身感知核心零部件切入；与国内主机厂进行屏显系统的项目化合作，跨界布局座舱电子领域；通过收购全球头部汽车空调供应商三电集团探索新能源车空调压缩机与整车热管理领域。

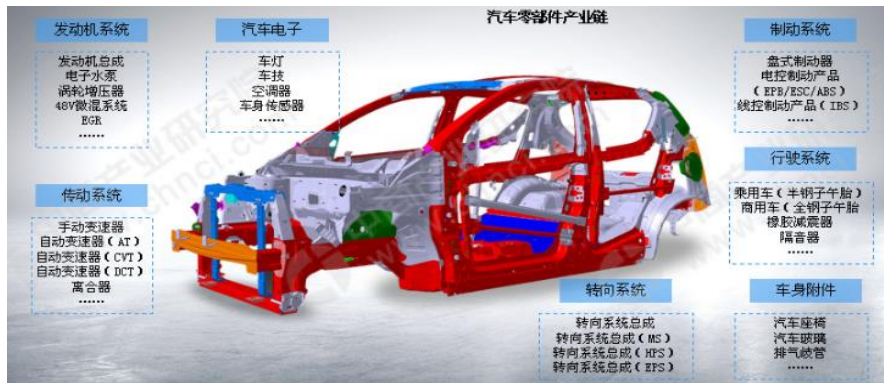
➢ **海立股份**：整合马瑞利发挥汽零优势，转型热管理系统供应商  **HIGHLY**
海立为全球最大的非自配套家用空调压缩机制造商，近年开始布局新能源汽车电动空调压缩机、汽车零部件铸件等业务。20年9月海立与马瑞利正式签约汽零合资项目，并收购马瑞利香港60%的股权，成立后的海立马瑞利将发挥双方母公司汽零优势，致力于提供世界级汽车空调系统、新能源车热管理系统整体解决方案。

➢ **盾安环境**：围绕新能源车实现产业升级，大力拓展热管理业务  **DuanAn**
公司在聚焦制冷主业、夯实家用空调配件市场优势地位的基础上，于17年设立盾安汽车热管理科技有限公司，进军新能源汽车领域，致力于成为全球领先的新能源汽车热管理系统核心零部件供应商。盾安热管理在产品技术上更聚焦于冷媒侧和水侧的核心零部件、阀件水泵水阀等，目前产品线布局已较为完善，能够积极应对未来的市场增量。

家电行业的成长性三：国内家电制造跨行业转向之汽车零部件

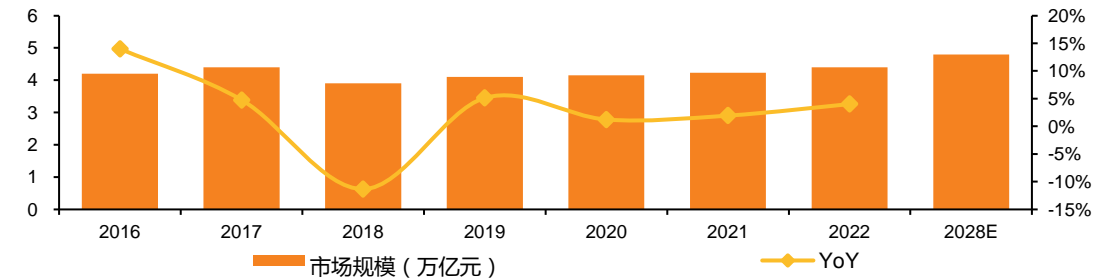
➢ 汽车零部件行业为汽车整车制造业提供相应的零部件产品，是汽车工业发展的基础，是汽车产业链的重要组成部分。汽车一般由发动机、底盘、车身和电气设备四部分组成，汽车各细分产品由此衍生而来，按零部件性质分，可分为发动机、传动系统、转向系统、制动系统、行驶系统、车身附件以及电子电器。

表：汽车零部件产业链图解



➢ 目前国家正在推动我国汽车行业调整升级，鼓励研发制造高质量、高技术水平的自主品牌汽车。一系列汽车产业政策对零部件产业提出更高要求，带动行业实现积极健康发展。同时，汽车保有量不断增长，汽车维修与改装为汽零行业不断贡献增量需求，推动行业不断壮大。据前瞻产业研究院，至2028年我国汽车零部件行业主营业务收入将突破4.8万亿元。

图：2016-2028E我国汽车零部件行业市场规模（万亿元）



➢ 目前我国汽零市场集中度较低，竞争激烈，多数企业存在规模小、实力弱、研发能力不足的问题。而汽零生产企业在向下游客户供货前通常要接受客户严格的资质审查，进入供应商体系存在较高的准入门槛，这要求企业具备技术领先型与产品的可靠性。我们认为，清洁电器代工企业莱克、小家电代工企业德昌加码汽车零部件领域，有望依托其客户群体与制造规模，通过不断加强技术研发、完善产品结构，逐步打造企业第二增长曲线。

➢ **莱克电气：**通过设立子公司、收购布局新能源汽零领域

21年1月，莱克出资4亿元设立全资子公司江苏莱克新能源科技，从事汽车电机、其他配套汽车零部件以及5G通信和工业自动化产业配套的相关零部件，建成后预计将每年生产8000万件产业核心零部件（其中新能源汽车零部件预计年产4000万件）。

21年11月，莱克拟以12.16亿元收购上海帕捷100%股权。上海帕捷主要产品是通过压铸和精密机加工工艺生产的铝制汽车零部件，包括电驱动件、底盘零件、传动零件及其他铝制汽车零配件，客户主要为全球知名的整车制造厂商，此次收购将带动莱克新能源汽零业务快速发展。

➢ **德昌股份：**小家电代工起家，发力EPS、刹车电机领域

德昌目前主要收入来源为环境家居电器（主要为吸尘器产品）和头发护理家电（主要为美发梳、吹风机等产品）的ODM/OEM业务，公司自18年起重点布局汽车零部件业务，迅速切入国内汽车EPS电机市场且已具备一定的EPS电机制造能力，与整车厂商、Tier1汽零客户进行业务对接。公司继续扩产EPS电机业务，上市募资3.1亿元用于建设“德昌电机年产300万台EPS汽车电机生产项目”。

家电行业的成长性三：国内家电制造跨行业转向之智能制造

工业机器人的发展与全球制造业转移密切相关，工业4.0时代，家电生产的高度智能化、柔性化成为共识。尤其是中国庞大的制造业需要向自动化转型，**机器人替代人工成为企业发展的重要方向之一**。同时，家电作为劳动密集型产业，在人力成本大幅增加、中国人口红利逐渐消失、精密制造提升等客观因素推动下，**工业机器人在家电领域的应用愈加广泛，并成为众多家电企业推动自身转型的关键**。

行业端

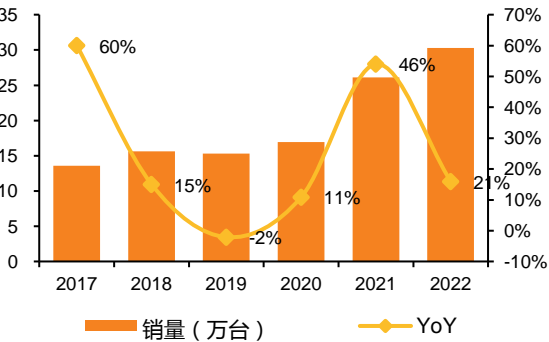
规模：中国工业机器人年产量居世界首位

据GGII数据显示，2022年中国工业机器人销量30.3万台，同比增长15.96%，我国连续九年成为全球最大工业机器人消费国，稳居全球第一大工业机器人市场。《“十四五”机器人产业发展规划》提出，到2025年，我国成为全球机器人技术创新策源地、高端制造集聚地和集成应用新高地，政策利好下国内机器人产业有望蓬勃发展。

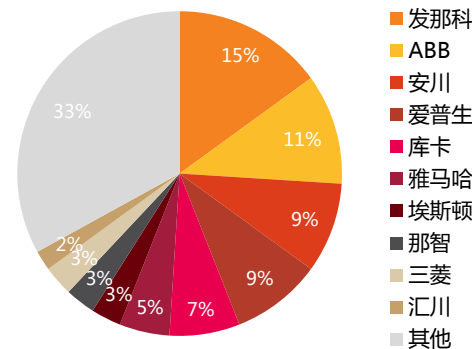
竞争格局：外资品牌为主，国产替代加速

2022年工业机器人四大家族（ABB、发那科、库卡、安川电机）在中国也占据42%市场，故我国工业机器人市场仍以外资品牌机器人为主。近年来，随着我国在机器人领域的快速发展，我国自主品牌工业机器人市场份额也在逐步提升，与外资品牌机器人的差距在逐步缩小。

图：2017-2022年中国工业机器人销量（万台）



图：2022年中国工业机器人市场格局



品牌端

在业务多元化需求背景下，众多中国家电巨头面向智能制造领域布局，积极打造自主话语权体系，通过**直接制造、销售机器人，或布局以智能机器人为核心的智能制造产业实现跨界转型**：

- **美的集团：**库卡中国持续推进业务整合，推升美的智能制造水平
 - **机器人及自动化事业部：**围绕未来工厂相关领域，提供包括工业机器人、物流自动化系统及传输系统解决方案，以及面向医疗、娱乐、新消费领域的相关解决方案等。
 - **库卡：**世界上首家将灵敏轻型机器人带入生产车间的机器人制造商，并成为第一家从协作机器人到移动机器人及工业重型机器人全覆盖的制造商。库卡中国积极协助美的提升智能制造水平，截至21年7月，美的机器人使用密度已超320台/万人，计划在23年实现530台/万人目标。
- **格力电器：**智能制造强化核心产业优势
 - 2013年，格力正式进军智能装备领域，如今业务范围已涵盖六大产业基地、十二大技术服务中心。
 - 目前格力智能装备已拥有数控机床、工业机器人、智能物流仓储设备、智能环保设备、工业自动化等五大产品领域，攻破了机器人、数控机床等领域的三大关键核心技术。
- **四川长虹：**与ABB达成合作，资源互补打造机器人联合实验室
 - 2016年8月，与全球工业机器人技术供应商ABB达成战略合作。二者将围绕工业机器人领域，在应用开发、生产、系统集成等方面开展深度合作。双方还设立了机器人应用联合实验室，以攻克相关领域关键技术。

转型标的：家电企业持续拓展车载领域，受汽车行业估值下行影响当前估值相对较低

家电企业向车载领域拓展，汽车热管理、车载照明&光学显示、车用电机&精密零部件等领域主要家电企业均取得较好进展。在表观收入之外，各企业也持续收获知名客户订单及定点，后续有望逐步转化为收入业绩。而从估值角度来看，受汽车行业整体估值下行影响，部分转型标的近三年PE分位数处于相对低位。

证券代码	证券名称	22年总营收 (亿元)	近三年PE分位数 (对应23/7/4收盘价)	转型领域	转型业务进展
002011.SZ	盾安环境	101.4	11%	新能源汽车热管理	汽车热管理产业实现营收约2亿元，同比增长290.01%。已成为比亚迪、吉利、理想、蔚来、小鹏、一汽、上汽、长安、零跑等主机厂的可靠供方；银轮、拓普、法雷奥、马勒、空调国际、马瑞利、南方英特、腾龙、邦迪等空调系统商和管路商的有力合作伙伴；同时与宁德时代、中创新航、国轩高科等电池企业及一汽解放、吉利商用车、宇通、中车等商用车企在商用车电池热管理方面建立了良好的合作关系。
002050.SZ	三花智控	213.5	15%	新能源汽车热管理	22年公司汽零业务实现营收75.14亿元，同比增长56.46%。2022年一季度公司成立储能热管理公司，加大对储能市场的开拓，至年底，即以就储能热管理系统解决方案已与行业标杆企业顺利达成合作。此外，公司积极布局机器人产业，重点聚焦仿生机器人机电执行器业务，机电执行器是仿生机器人的核心部件，主要由伺服电机、减速机构和编码器组成，公司通过持续投入和联合研发，已与多个客户建立合作具备先发优势，积极迎接“机器人”时代的到来。
688007.SH	光峰科技	25.4	48%	车载光学	2022年4月，公司取得IATF 16949：2016质量管理体系认证证书，凭借在光学领域的深厚技术积累，公司收获比亚迪、某国际知名品牌车企、赛力斯汽车等多家知名车企出具的《开发定点通知书》，实现车载光学业务的快速成长。
000541.SZ	佛山照明	87.6	90%	车用照明	2022年车灯业务营业收入17.3亿元，同比增长92.40%。车灯领域成功承接了33个项目，其中超一半以上项目为新能源汽车车灯项目。
000921.SZ	海信家电	741.2	87%	新能源汽车热管理	2022年，三电公司实现营业收入人民币90.55亿元，并实现利润大幅减亏。公司成功赢得了全球客户多个重点项目订单，并获取了多项欧美车企的新商权。800V 60CC大型电动压缩机方面率先取得了国际大客户的订单，R290新冷媒系统获得了国际车企的定点开发。公司新开发的综合热管理系统在国内市场获得了新订单，为由压缩机为主的零部件供应商战略转型为系统供应商打下坚实基础。三电公司参考海信家电集团制造提效管理体系，全球各工厂制造降费效益明显增加，并通过供应链资源整合，有效节约大量采购成本。
605555.SH	德昌股份	19.4	91%	车用EPS电机	2022年，公司EPS电机业务实现营收7420.4万元，同比增加1,902.02%，销量44万台，同比增加5,078.19%。公司分别实现了采埃孚、耐世特等多家国际知名系统供应商的多个产品型号的定点。
603355.SH	莱克电气	89.1	1%	车用精密零部件	2022年，公司电机、新能源汽车精密零部件及其他零部件产品业务实现营业收入26.54亿元，同比增长120.15%。公司收购帕捷的铝合金精密零部件加工业务，其销售收入同比增幅超过30%。公司铝合金精密零部件业务有效整合，进一步提高公司在零部件领域的核心竞争力，增强全公司持续盈利能力，实现了公司整体业绩的快速提升。

3

22H2家电投资策略

地产：如何看待地产对家电行业需求的影响？

复盘历史，无论是地产销售还是竣工的谷-峰周期，为后周期的大家电均有较好的胜率（14年&22年周期除外，此两轮周期虽有谷峰波动，但整体处于明显下滑区间）。

我们认为，从历史周期来看，对于地产销售和竣工弹性更大的是厨房大电，但从19年开始，白电的股价在地产由谷转峰期间表现好于厨大电。可能的原因：1）相对更好的格局（厨大电更分散，集成灶）；2）对地产精装渠道的依赖度低；3）分红水平相对更高

本轮地产处在改善周期，怎么看？

- 1）若地产销售重回五年平均水平，则有利于后周期估值修复至中枢，但若需突破估值中枢则需销售表现更强
- 2）24年的交房压力很可能大于23年，同时二手房可能更加活跃，因此对白电和分体式厨大电可能会相对有利。

表：2008年至今各个地产销售、竣工的谷-峰周期中家电各板块/公司股价涨跌幅情况

地产销售数据	谷	08-11	10-08	10-12	12-02	15-02	14-02	15-08	19-02	20-02	22-05	平均涨跌幅
	峰	09-11	11-03	12-02	13-02	16-04	14-06	16-04	19-11	21-02	23-02	
分板块	家用电器(申万)	193%	28%	-8%	21%	10%	-4%	-13%	25%	28%	9%	29%
	白色家电(申万)	197%	31%	-14%	22%	15%	-3%	-6%	26%	30%	0%	30%
	厨房电器(申万)	245%	45%	-37%	47%	81%	-3%	32%	19%	1%	0%	43%
	黑色家电(申万)	182%	15%	13%	19%	-4%	-6%	-31%	13%	1%	32%	23%
分公司	美的集团	-	-	-	-	10%	8%	-3%	28%	73%	-5%	18%
	海尔智家	199%	29%	-14%	45%	-15%	-28%	-25%	9%	59%	3%	26%
	格力电器	179%	52%	16%	63%	0%	9%	-14%	44%	-4%	25%	37%
	海信家电	266%	6%	-43%	88%	-21%	-22%	-27%	19%	36%	64%	37%
	老板电器	-	-17%	-39%	65%	100%	-5%	32%	26%	17%	1%	20%
	浙江美大	-	-	-	-19%	41%	0%	-19%	23%	41%	1%	10%
	华帝股份	245%	50%	-37%	49%	68%	8%	64%	18%	-32%	27%	46%
	公牛集团	-	-	-	-	-	-	-	-	126%	16%	71%
	海信视像	328%	0%	54%	24%	20%	-11%	-13%	17%	2%	50%	47%

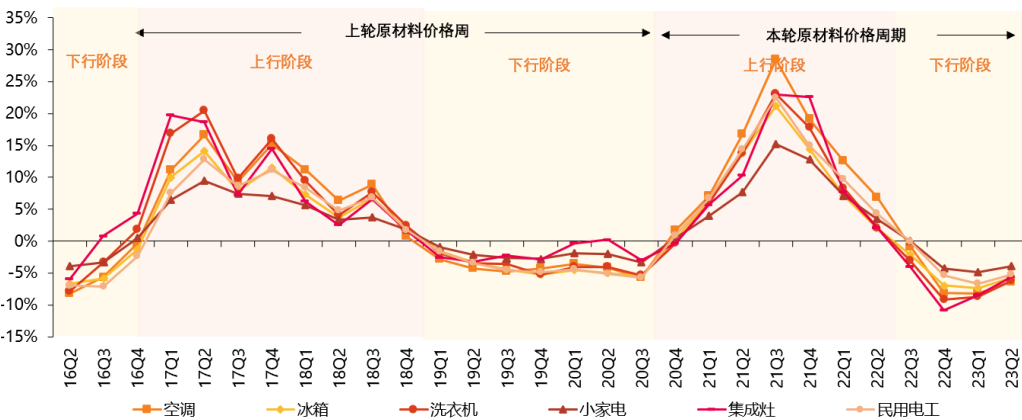
地产竣工数据	谷	08-12	10-02	10-12	12-12	13-03	14-02	15-08	19-06	20-02	22-07	平均涨跌幅
	峰	09-07	10-06	12-02	13-02	13-07	14-06	16-04	19-12	21-02	23-02	
分板块	家用电器(申万)	95%	-18%	-8%	21%	0%	-4%	-13%	18%	28%	-4%	12%
	白色家电(申万)	96%	-15%	-14%	21%	0%	-3%	-6%	19%	30%	-6%	12%
	厨房电器(申万)	69%	-12%	-37%	50%	20%	-3%	32%	23%	1%	-13%	13%
	黑色家电(申万)	92%	-26%	13%	22%	-1%	-6%	-31%	5%	1%	9%	8%
分公司	美的集团	-	-	-	-	-	8%	-3%	17%	73%	-13%	16%
	海尔智家	56%	-5%	-14%	18%	-11%	-28%	-25%	25%	59%	-2%	7%
	格力电器	88%	-21%	16%	24%	-7%	9%	-14%	29%	-4%	15%	13%
	海信家电	157%	-12%	-43%	46%	-2%	-22%	-27%	2%	36%	37%	17%
	老板电器	-	-	-39%	56%	43%	-5%	32%	33%	17%	-15%	15%
	浙江美大	-	-	-	23%	-3%	0%	-19%	0%	41%	-8%	5%
	华帝股份	69%	-12%	-37%	52%	-1%	8%	64%	18%	-32%	8%	14%
	公牛集团	-	-	-	-	-	-	-	-	126%	7%	66%
	海信视像	118%	-31%	54%	42%	9%	-11%	-13%	33%	2%	30%	23%

成本：1H23家电企业享受大宗价格下行所带来成本红利，有望支撑中报盈利能力继续向好

20Q3起原材料价格持续走高带来家电成本高企。家电产品的直接原材料中，空调、冰箱主要由铜、注塑件和不锈钢组成；洗衣机主要由不锈钢和ABS组成；小家电主要由塑料、五金制品和玻璃组成；板材、五金为集成灶制造过程中主要大宗原材料；民用电工成本中大宗原材料占比超五成。从本轮大宗原材料价格上行对成本的影响情况来看，其影响幅度基本大幅度超越上一轮17年时的影响。

伴随本轮原材料价格波动区间逐步下移，叠加对应20年同期基数升高，21Q3起原材料价格同比涨幅逐步放缓，22Q3-23Q2家电企业生产制造成本延续同比下降态势，我们预计1H23家电企业将享受原材料价格下行所带来的成本红利。

表：原材料价格变动对主要家电品类成本影响（考虑一个季度备货周期）



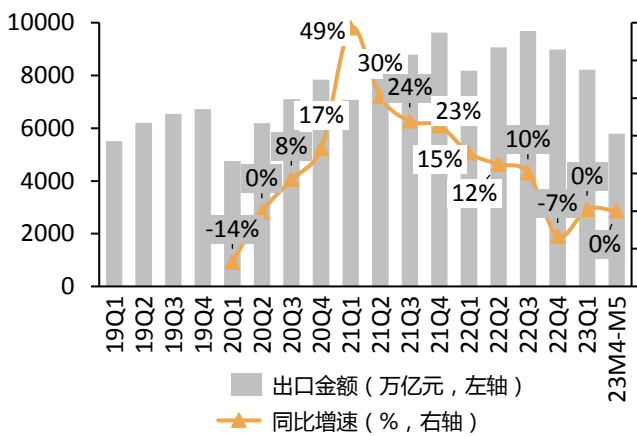
表：原材料价格变动对家电成本的影响（静态）

季度	现货结算价:LME铜	现货结算价:LME铝	钢材综合价格指数	中国塑料城指数	价格:冷轧板卷:0.5mm	PPIRM:有色金属类	浮法平板玻璃:4.8/5mm
2016Q1	-20%	-16%	-20%	-13%	-18%	-9%	-2%
2016Q2	-20%	-10%	3%	-15%	5%	-7%	3%
2016Q3	-9%	2%	7%	-4%	11%	-1%	21%
2016Q4	10%	16%	58%	21%	63%	9%	27%
2017Q1	27%	24%	68%	29%	55%	16%	30%
2017Q2	18%	20%	31%	18%	14%	14%	29%
2017Q3	33%	24%	51%	19%	36%	16%	16%
2017Q4	29%	23%	32%	10%	13%	15%	15%
2018Q1	19%	17%	12%	4%	2%	9%	15%
2018Q2	23%	20%	18%	11%	19%	7%	9%
2018Q3	-4%	2%	7%	8%	5%	3%	2%
2018Q4	-9%	-6%	-4%	-1%	-7%	-2%	-8%
2019Q1	-11%	-14%	-6%	-7%	-8%	-3%	-10%
2019Q2	-11%	-21%	-3%	-11%	-5%	-3%	-9%
2019Q3	-5%	-14%	-10%	-16%	-9%	-2%	0%
2019Q4	-5%	-11%	-7%	-15%	-3%	-2%	10%
2020Q1	-9%	-9%	-5%	-15%	-1%	-2%	9%
2020Q2	-12%	-17%	-10%	-14%	-8%	-5%	-4%
2020Q3	12%	-3%	-2%	-4%	-5%	2%	12%
2020Q4	22%	9%	7%	13%	15%	5%	17%
2021Q1	51%	24%	26%	25%	26%	12%	27%
2021Q2	81%	60%	50%	34%	54%	26%	79%
2021Q3	44%	55%	44%	25%	56%	23%	73%
2021Q4	35%	44%	23%	7%	15%	23%	17%
2022Q1	18%	56%	6%	-1%	1%	16%	2%
2022Q2	-2%	20%	-8%	-5%	-13%	10%	-25%
2022Q3	-17%	11%	-25%	-13%	-29%	1%	-45%
2022Q4	-18%	-16%	-21%	-16%	-22%	-4%	-30%
2023Q1	-11%	-27%	-14%	-14%	-14%	-3%	-22%

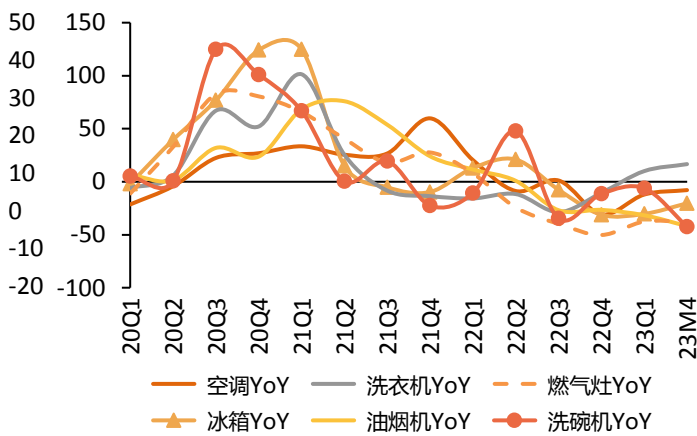
外需：结合高频数据，伴随基数逐步走低，家电出海增速修复确定性较强。

23M4-M5国内家电出口额同比+1%（美元口径），出口情况环比好转。从分区域和品类表现看，4月家电出口美国增速整体回暖，其中洗衣机品类+17%表现较好；受低基数影响，4月家电多品类出口欧洲高增，其中白电、吸尘器、小家电、彩电、投影仪品类同比双位数增长。

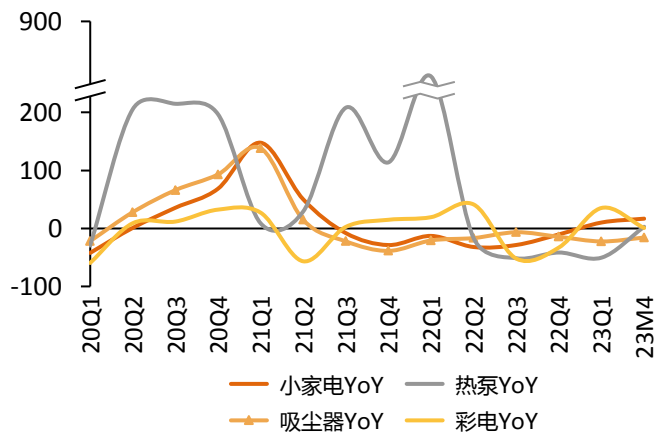
图：国内总出口金额及增速（人民币口径）



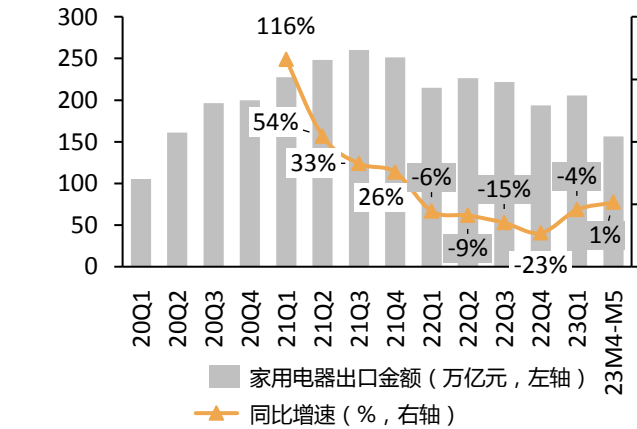
图：国内白电&厨电出口美国增速（%）



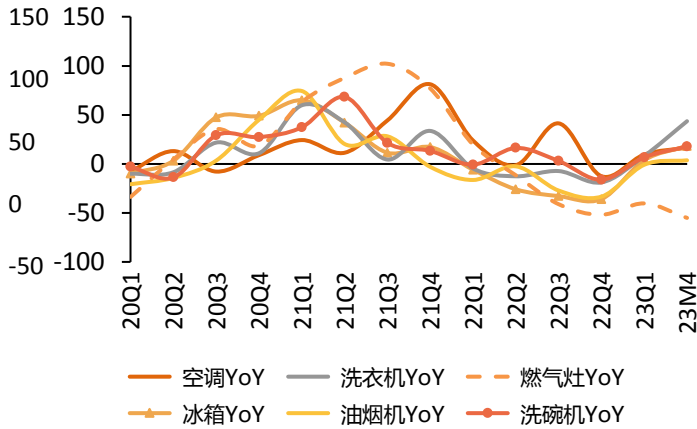
图：国内其他家电品类出口美国增速（%）



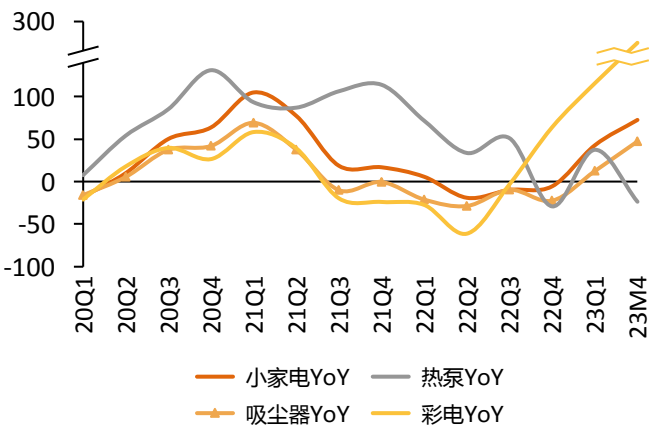
图：国内家用电器出口金额及增速（人民币口径）



图：国内白电&厨电出口欧洲增速（%）



图：国内其他家电品类出口欧洲增速（%）

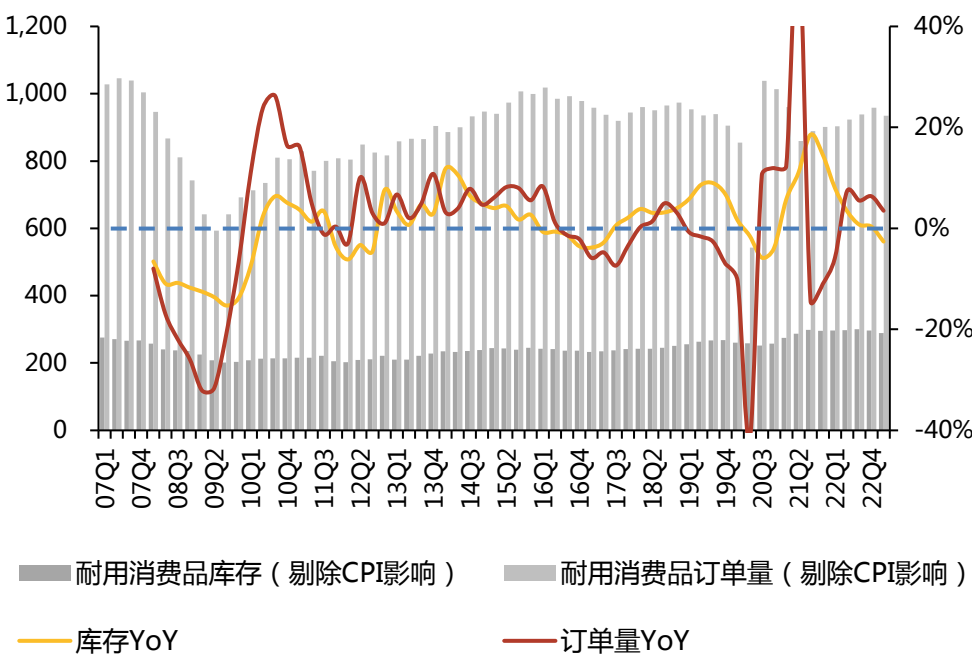


注：欧洲地区取英国、意大利、西班牙、法国、德国、俄罗斯六国出口金额之和。

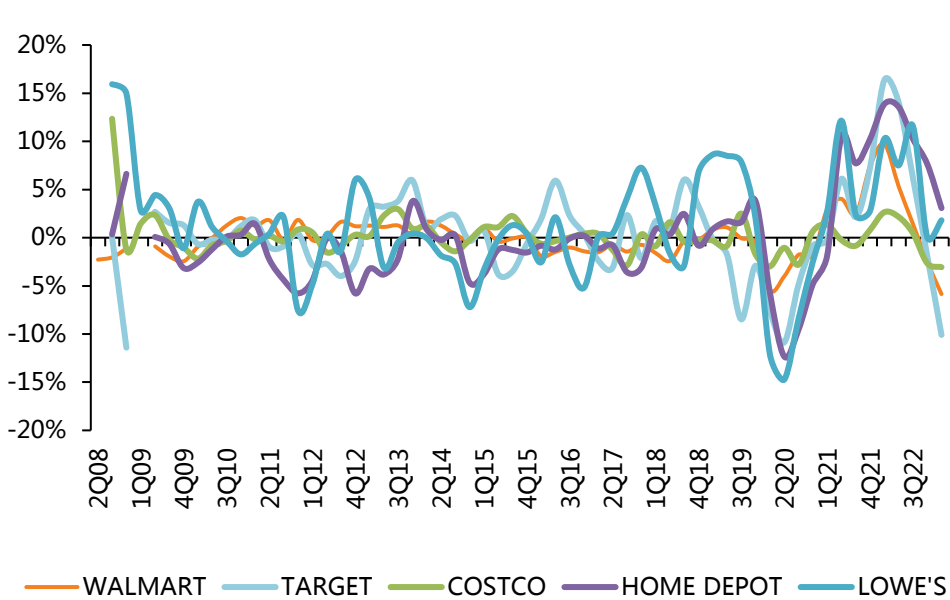
外需：结合海外库存表现，23Q1五大渠道商库销比yoy继续环比大幅回落，伴随库存逐步去化，有望支撑国内家电企业外销出货回暖

- **美国耐用消费品库存、订单量：**自21Q4起美国耐用消费品库存（剔除CPI影响）同比增速逐步回落，最新的23Q1数据看美国耐用消费品库存较去年同期已有所下降，叠加22年美国耐用消费品订单量增速在高个位数水平波动，渠道库存有望进一步去化。考虑到本轮CPI上涨幅度是历史级的，剔除CPI或造成本轮库存去化斜率较为平缓，实际库销比回落速率或较图中更快。
- **北美渠道公司库销比：**22Q4-23Q1五大渠道商库销比yoy环比大幅回落，伴随库存逐步去化，有望支撑国内家电企业外销出货数据的回暖。

图：2007年起美国耐用消费品库存、订单量数据（剔除CPI影响，亿美元）



图：08Q2-23Q1北美零售公司库销比yoy

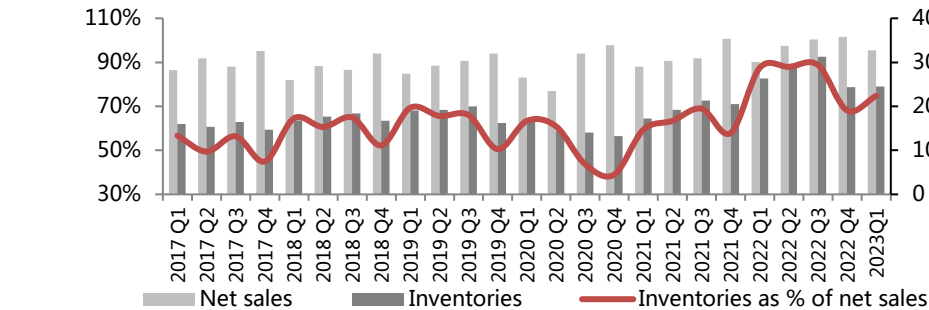


注：23Q1对应WALMART 23/1-23/4数据，TARGET 23/1-23/4数据，COSTCO 23/2-23/5数据，HOME DEPOT 23/1-23/4数据，LOWE'S 23/2-23/5数据。

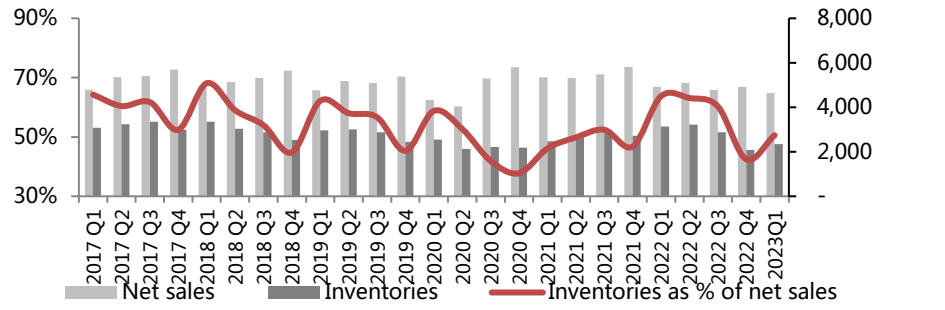
外需：结合海外家电企业展望，看外需修复时点

伊莱克斯在22年年报中给予亚太/中东/非洲23年全年中性预期，而欧洲、北美及拉丁美洲维持消极预测；惠而浦在22年年报中看好亚洲市场（23年增速有望从22年-11%修复至2%-4%正增长），同时公司结合行业基本面情况良好、通胀影响降低、原材料与运输成本降低而看好23H2表现，公司预计23年营收端降幅有望同比大幅缩窄，利润率同比修复60bps。

表：17Q1-23Q1 Electrolux收入及库存情况（SEKm）



表：17Q1-23Q1 whirlpool收入及库存情况（USDm）



表：伊莱克斯、惠而浦在22年年报中对2023年预期

惠而浦	2022预测 (22年一季报)	2022预测 (22年中报)	2022预测 (22年三季报)	2022实际 (22年年报)	2023预测 (22年年报)	2023趋势
整体						
营收/YoY	~\$22.5B/2-3%	~\$20.7B/~-6%	~\$20.1B/~-9%	\$19.7B/(10)%	~\$19.4B/(1)-(2)%	收入降幅缩窄
EBIT利润率/YoY	~9.5%/~(125)bps	~9.0%/~(180)bps	~7.25%/~(350)bps	6.9%/(390)bps	~7.5%/~60bps	利润率回升
分地区行业增速						
北美	~0%	(7)-(5)%	(9)-(7)%	-8%	(6)-(4)%	收入增速修复2-4pcts
欧洲/中东/非洲	(5)-(3)%	(5)-(3)%	(7)-(5)%	-21%	(6)-(4)%	收入增速修复15-17pcts
拉丁美洲	(4)-(2)%	(4)-(2)%	(5)-(3)%	-1%	(3)-(1)%	收入增速维持或略降
亚洲	5-6%	5-6%	5-6%	-11%	2-4%	收入增速修复13-15pcts并转正
分地区EBIT利润率						
北美	~16%	~15%	12%+	11.5%	~12%	同比+5cpts
欧洲/中东/非洲	~0%	~0%	~(1.5)%	-1.4%	~2.5%	同比+3.9pcts
拉丁美洲	~7%	~7%	6%+	6.4%	~7%	同比+0.6pcts
亚洲	~6%	~6%	~5%	4.9%	~5.5%	同比+0.5pcts
伊莱克斯	2022预测 (22年一季报)	2022预测 (22年中报)	22/23年预测 (22年三季报)	2022实际(22年年报；收入 增速/经营利润率)	2023预测 (22年年报)	2023趋势
欧洲	消极	消极	消极/消极	-8.6%/1.5%	消极	维持
北美	中性	消极	消极/消极	-0.9%/-5.1%	消极	维持
拉丁美洲	消极	消极	消极/-	4.2%/4.4%	消极	-
亚太/中东/非洲	积极	积极	积极/-	-0.5%/7.7%	中性	-

投资建议

展望：

- 1) 继续看好空调的内销景气度。据产业在线，7月空调排产1613万台，同比去年实绩+29.4%，符合我们前期的判断。同时，我们预计今年生产端已经有意识提前生产，在此基础上增长说明行业景气度较高。此排产指向渠道库存不高，动销旺盛，建议重点关注。
- 2) 继续看好清洁电器中长期的布局机会。据新闻报道，科沃斯618全周期扫地机成交额达15亿元，全渠道增速在25%。我们认为，一是2Q以来行业在新一代机型上提升性价比收到成效，销量回升；二是在消费偏弱的大环境下，如果销售增长持续，则渗透率逻辑将变得通畅，行业的 α 逻辑有望得到确认。
- 3) 关注汇率变动对出口端的影响。
- 标的方面，推荐：**
- 1) 大家电板块：美的集团/格力电器/海信视像/海信家电/海尔智家；
- 2) 小家电板块：科沃斯/石头科技/小熊电器/新宝股份；
- 3) 厨大电板块：老板电器/华帝股份。

【天风家电孙谦团队】家电核心标的估值表																					
	收入增速									业绩增速									PE		
	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	2023E	2024E	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
美的集团	20%	10%	1%	0%	-8%	1%	7%	10%	9%	5%	11%	3%	0%	-1%	3%	12%	14%	10%	14	12	11
海尔智家	9%	10%	8%	9%	2%	7%	8%	8%	8%	47%	15%	17%	20%	-3%	12%	13%	16%	15%	14	12	11
格力电器	11%	6%	4%	11%	-17%	1%	1%	8%	6%	4%	16%	24%	10%	-16%	6%	3%	6%	6%	8	8	8
海信家电	40%	31%	8%	6%	-2%	10%	6%	8%	7%	-38%	22%	-11%	45%	691%	48%	131%	40%	26%	22	16	13
老板电器	25%	9%	-2%	2%	-1%	1%	4%	12%	10%	-20%	2%	-18%	-8%	3253%	18%	6%	28%	14%	15	12	11
火星人	44%	29%	0%	-9%	-12%	-2%	-9%	28%	21%	37%	36%	-18%	-40%	-7%	-16%	-19%	43%	23%	33	23	18
亿田智能	72%	63%	4%	14%	-26%	4%	-7%	21%	17%	46%	51%	7%	-22%	-10%	0%	-9%	29%	23%	19	15	12
浙江美大	22%	12%	-23%	-9%	-31%	-15%	-18%	13%	12%	22%	21%	-29%	-28%	-63%	-32%	-17%	24%	16%	15	12	11
华帝股份	28%	7%	4%	12%	-4%	4%	6%	14%	11%	-49%	3%	0%	2%	-96%	-31%	16%	285%	23%	41	11	9
科沃斯	81%	44%	16%	14%	7%	17%	1%	20%	18%	214%	27%	-12%	-49%	-15%	-16%	-23%	24%	18%	27	22	18
石头科技	29%	22%	26%	-1%	11%	14%	-15%	15%	17%	2%	9%	-19%	-35%	-15%	-16%	-40%	15%	15%	27	23	20
莱克电气	27%	17%	5%	33%	-1%	12%	-22%	11%	11%	53%	11%	92%	132%	554%	96%	-12%	16%	10%	16	14	13
苏泊尔	16%	9%	-11%	-11%	-12%	-7%	-12%	9%	10%	5%	7%	9%	0%	8%	6%	-19%	13%	12%	20	18	16
九阳股份	-6%	4%	-5%	-3%	-7%	-3%	-19%	8%	9%	-21%	-8%	-34%	-25%	-70%	-29%	-27%	36%	17%	22	16	14
新宝股份	13%	13%	1%	-12%	-29%	-8%	-22%	3%	8%	-29%	5%	114%	27%	-40%	21%	-22%	8%	15%	16	15	13
小熊电器	-1%	8%	20%	16%	14%	14%	28%	20%	17%	-34%	16%	-10%	85%	54%	36%	58%	34%	20%	34	26	21
北鼎股份	21%	4%	4%	-12%	-11%	-5%	-7%	14%	10%	8%	-42%	-72%	-78%	-49%	-57%	7%	117%	22%	74	34	28
飞科电器	12%	28%	33%	29%	-20%	16%	23%	23%	21%	0%	59%	33%	51%	-41%	28%	35%	39%	29%	34	25	19
公牛集团	23%	20%	16%	14%	7%	14%	8%	18%	15%	20%	6%	6%	9%	44%	15%	15%	17%	16%	27	23	20
海信视像	19%	-2%	-5%	-5%	3%	-2%	13%	10%	8%	-5%	47%	59%	116%	12%	48%	108%	35%	14%	18	14	12
盾安环境	33%	-6%	-1%	2%	17%	3%	21%	17%	14%	141%	-15%	216%	31%	118%	107%	95%	-5%	26%	18	19	15

注：估值对应2023年7月4日收盘价。

风险提示

- **宏观经济波动风险：**家用电器需求受宏观经济形势的影响较大，当前全球尚未彻底摆脱新冠疫情的影响，可能导致消费者需求持续低迷，房地产市场增速放缓也将间接影响家电产品的终端需求。
- **房地产市场波动的风险：**大家电销售与房地产市场有一定关联度，新增需求占比较高的品类需求受房地产市场波动影响较大。此外，部分民营房地产企业因流动性问题出现商票债务违约等情况，可能形成工程业务应收款项无法收回的情况。
- **新冠疫情导致下游需求减弱的风险：**目前国内多地仍有散发疫情，短期内对当地需求与物流运营形成一定阻碍，若疫情延续，以线下销售为主的品类需求或将承压。
- **原材料价格波动的风险：**家用电器原材料的采购价格与大宗商品价格波动相关，若未来原材料价格继续上涨，将对家电公司生产成本与盈利能力的稳定性带来压力。
- **测算过程具有一定主观性：**市场空间测算、板块个股选择等过程具有一定主观性，存在偏差风险。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS