



Research and  
Development Center

# 重视股息率视角下的家电白马

2023年4月12日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究

家用电器

投资评级 看好

上次评级 看好

罗岸阳 家电行业首席分析师  
执业编号: S1500520070002  
联系电话: 13656717902  
邮箱: luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业研究助理  
联系电话: 18800112133  
邮箱: yinshengdi@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 重视股息率视角下的家电白马

2023年4月12日

## 本期内容提要:

- 目前A股家电龙头股息率多处于历史均值高位。从历史股息率来看，A股家电龙头的股息率（当年分红/当年平均股价）基本在1.5~3.5%区间内。美的集团、海尔智家、格力电器、海信视像、老板电器、浙江美大等作为家电龙头企业，目前的股息率均高于过去11年的历史平均值。其中格力电器尤为明显，目前公司的股息率水平约为8.1%，远高于历史平均水平3.3%。
- 和A股企业相比，海外家电龙头的分红率波动较高。且海外家电的股利支付率存在超出100%或为负数的情况，即分配历史未分配利润及在亏损时仍进行分红的情况。对比国内外家电企业目前的股息率，我们所选取的四家海外家电龙头平均股息率水平目前为3.7%，而国内家电龙头股息率均值目前为4.0%，略高于海外家电企业。因此我们认为，从股息率角度来看，我国家电企业的估值修复弹性要略高于海外家电企业。

### ➢ 我们为什么要重视股息率逻辑？

#### 1) 稳定现金流视角下，股息率与企业价值息息相关。

根据DDM模型，在贴现率为正的情况下，股票的价值和股利呈现出正相关。而从股息率（股息率=每股派息额/每股价格）角度来看，若未来贴现值一定的情况下，股息率或应围绕一个固定值波动，股息率的波动可以直观体现出企业内在价值是否被低估或高估。

#### 2) 全球资产配置视角下，中国家电白马股的股利支付率存在提升空间，进一步提升企业长期投资价值

我国家电龙头海尔、美的、格力、海信平均历史（2010-2021年）股利支付率为36.3%，较惠而浦、AO史密斯、伊莱克斯和大金的平均历史股利支付率低8.2pct。我们认为在全球资产配置的视角下，为了吸引海外投资者，我国家电企业存在一定的分红率提升空间。

#### 3) 家电企业和煤炭、银行等同样具有高分红、低估值特征的行业相比，在营业收入和业绩增长方面具有相对更强的稳健性，也具备更好的盈利增长能力。如果我们将潜在收益率简化为：

潜在收益率空间=股息率+业绩增速+股息率修复的估值提升

基于家电企业业绩具有稳健性和较高增速的特点，叠加目前较高的股息率水平和潜在估值修复空间，我们认为家电白马具有较高的投资价值。

- 行业评级和投资建议：我们维持行业“看好”评级。建议积极关注高股息率、高估值弹性的格力电器，推荐关注存在分红率提升空间的全球家电龙头美的集团。

- **风险因素：**家电企业业绩增长不及预期、全球系统性宏观风险等

## 目录

一、目前家电龙头股息率多处于历史均值高位.....	5
二、海外家电龙头的分红率、股息率水平如何? .....	6
三、我们为什么要重视股息率逻辑? .....	7
投资建议和评级.....	10
风险因素.....	10

## 表目录

表 1: 家电龙头企业股利支付率变化 (%) .....	5
表 2: 家电龙头股息率变化 (%) .....	5
表 3: 海外家电龙头股利支付率 (%) .....	6
表 4: 海外家电龙头股息率 (%) .....	7
表 5: 煤炭和银行行业龙头历史收入、业绩增速和 ROE 波动与家电企业对比 (%) .....	9
表 6: 家电、煤炭、银行潜在收益率空间预测比较 (2023, %) .....	9

## 图目录

图 1: 目前家电龙头的股息率水平 (%) .....	6
图 2: 目前海外龙头的股息率水平 (%) .....	7
图 3: 国内外家电企业目前股息率对比 (%) .....	7
图 4: 国内外股利支付率对比 (%) .....	8

## 一、目前家电龙头股息率多处于历史均值高位

复盘 A 股家电龙头的历史股利支付率，总体来看各企业分红率稳中有升。白电企业中美的集团、格力电器 2010 年至今的平均股利支付率分别为 42.6/44.1%，海信家电和海尔智家的股利支付率略低于美的和格力，但近几年基本在 30% 左右。厨电企业中，浙江美大作为集成灶龙头分红率较高，过去 12 年平均分红率为 73.7%，老板电器的平均分红率则为 33.6%。

从分红频率来看，除了格力电器和海信视像分别在 2017 和 2012 年末进行分红，其余家电龙头在上市后均每年稳定向股东进行分红。格力电器则在 2020、2021 和 2022 年分别进行了两次分红。

表 1: 家电龙头企业股利支付率变化 (%)

	海尔智家	美的集团	格力电器	海信家电	海信视像	老板电器	浙江美大
2010	6.6%		19.7%		20.8%	27.5%	
2011	17.0%		26.9%		-	27.4%	
2012	30.4%		40.5%		30.1%	28.6%	51.0%
2013	30.0%	46.2%	41.6%		30.1%	33.1%	64.8%
2014	28.3%	40.2%	63.7%		30.4%	27.8%	72.5%
2015	30.1%	40.1%	72.1%	34.9%	29.9%	34.7%	64.1%
2016	30.0%	43.7%	70.3%	36.6%	30.1%	29.9%	96.9%
2017	30.1%	45.1%	-	29.7%	30.0%	48.7%	96.9%
2018	29.0%	42.3%	34.4%	30.0%	30.0%	51.6%	78.8%
2019	29.2%	44.4%	29.2%	29.9%	29.9%	29.8%	76.3%
2020	27.4%	40.7%	80.9%	29.9%	30.1%	28.6%	71.4%
2021	32.7%	40.8%	49.5%	30.1%	10.0%	35.5%	64.1%
<b>平均股利支付率</b>	<b>26.7%</b>	<b>42.6%</b>	<b>44.1%</b>	<b>31.6%</b>	<b>25.1%</b>	<b>33.6%</b>	<b>73.7%</b>

资料来源: wind, 信达证券研发中心

从历史股息率来看，A 股家电龙头的股息率（当年分红/当年平均股价）基本在 1.5~3.5% 区间内。

表 2: 家电龙头股息率变化 (%)

股息率	海尔智家	美的集团	格力电器	海信家电	海信视像	老板电器	浙江美大
2010	1.7%		2.0%		0.9%		
2011	0.4%		1.4%		1.0%	0.7%	
2012	0.9%		2.5%		0.0%	0.8%	
2013	3.4%		4.6%		2.4%	1.7%	2.7%
2014	3.0%	4.4%	5.2%		2.8%	1.6%	3.1%
2015	2.7%	3.0%	9.2%		2.9%	1.5%	2.6%
2016	1.0%	3.7%	3.7%	1.3%	1.4%	1.3%	0.7%
2017	2.7%	3.7%	7.3%	3.1%	2.5%	1.2%	1.8%
2018	2.3%	2.8%	0.0%	3.2%	1.3%	1.6%	3.1%
2019	2.0%	2.7%	3.2%	2.7%	0.7%	2.2%	3.0%
2020	2.3%	3.3%	2.4%	3.5%	1.3%	1.8%	4.2%
2021	1.6%	2.2%	5.0%	2.7%	2.2%	1.4%	3.8%
<b>平均股息率</b>	<b>1.9%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.8%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.8%</b>

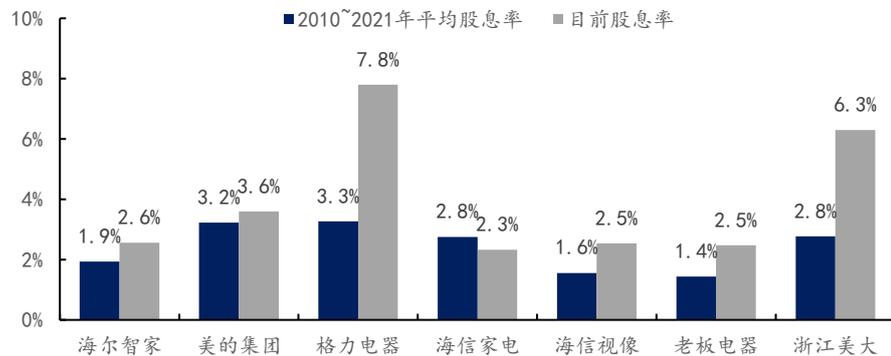
资料来源: wind, 信达证券研发中心

### 目前家电企业的股息率水平如何？

我们使用万得一致预期下的 2023 年分红总额计算目前 A 股家电龙头的股息率，在我们所

选取的公司中，大部分公司当前股息率水平显著高于过去 11 年的历史均值。其中格力电器尤为明显，目前公司的股息率水平约为 7.8%，远高于历史平均水平 3.3%。

图 1：目前家电龙头的股息率水平（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

## 二、海外家电龙头的分红率、股息率水平如何？

和 A 股企业相比，海外家电龙头的分红率水平较为稳健。我们选取了美国、欧洲、日本的家电龙头，从均值来看，海外家电企业的股利支付率在过去 2010 年至 2022 年期间同样稳定在 25% 以上。其中欧洲家电龙头伊莱克斯 2010 至 2021 年期间平均股利支付率高达 87.28%。

海外家电的股利支付率存在超出 100% 或为负数的情况，即使在业绩波动时也尽量保证分红政策的连贯性。惠而浦在 2018 年和 2022 年股利支付率均为负数，其原因在于尽管公司净利润亏损，但公司仍然对股东进行了分红。而伊莱克斯在 2013 年、2015 年股利支付率均超过了 100%，分别达到 277.20/119.41%，则是因为公司将此前累积的年度盈余也进行了分配。

表 3：海外家电龙头股利支付率（%）

	惠而浦	A.O.Smith	Electrolux	Daikin Industries
2010	21.32%	22.11%	28.47%	57.50%
2011	37.95%	9.06%	89.63%	30.13%
2012	38.65%	20.92%	71.96%	26.87%
2013	22.61%	25.10%	277.20%	15.84%
2014	34.46%	26.18%	83.04%	18.22%
2015	34.36%	23.97%	119.41%	29.27%
2016	33.11%	25.79%	41.57%	26.49%
2017	89.14%	32.68%	37.51%	23.74%
2018	-167.21%	29.29%	62.68%	24.77%
2019	25.76%	40.32%	97.37%	34.90%
2020	28.77%	46.01%	30.56%	32.69%
2021	18.96%	34.92%	49.14%	26.44%
2022	-25.67%	75.18%	-	-
<b>平均股利支付率</b>	<b>36.38%</b>	<b>32.45%</b>	<b>87.28%</b>	<b>26.30%</b>

资料来源：wind，信达证券研发中心

从股息率角度来看，海外家电龙头股息率与 A 股家电企业相近，惠而浦、A.O.Smith、  
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6

**Electrolux 和 Daikin Industries 的历史平均股息率分别约为 2.70%/1.36%/3.36%/1.30%。**

表 4: 海外家电龙头股息率 (%)

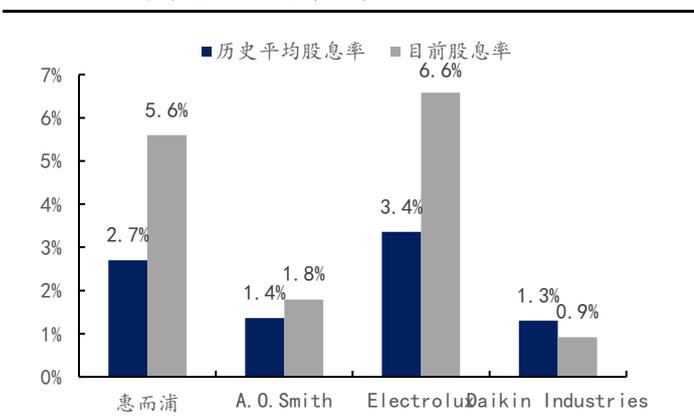
	惠而浦	A.O.Smith	Electrolux	Daikin Industries
2010	1.89%	1.12%		1.17%
2011	2.85%	1.61%		1.69%
2012	2.59%	1.37%		1.66%
2013	1.87%	0.81%		1.05%
2014	1.79%	1.20%		1.11%
2015	1.96%	1.14%		1.69%
2016	2.49%	0.67%	2.91%	1.56%
2017	2.45%	1.02%	2.74%	1.27%
2018	3.32%	1.42%	3.52%	1.20%
2019	3.59%	1.89%	3.64%	1.48%
2020	3.69%	2.12%	3.84%	0.97%
2021	2.67%	1.55%	3.50%	0.80%
2022	3.92%	1.76%		
<b>平均股息率</b>	<b>2.70%</b>	<b>1.36%</b>	<b>3.36%</b>	<b>1.30%</b>

资料来源: wind, 信达证券研发中心

从股息率角度来看, 我们所选取的惠而浦、A.O.Smith 和 Electrolux 三家海外家电龙头目前的股息率水平均高于历史均值, 而 Daikin Industries 目前股息率略低于历史平均。

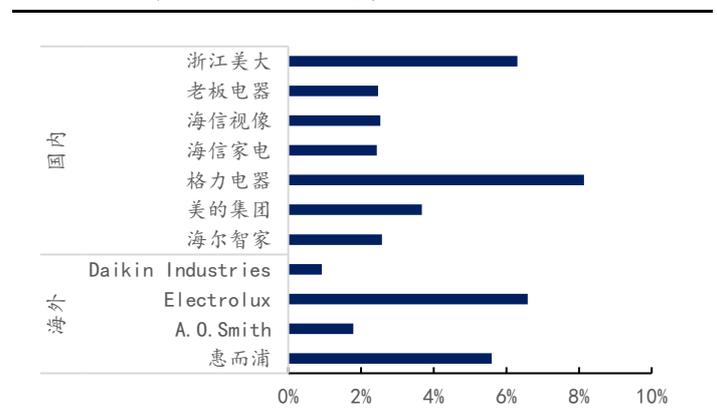
对比国内外家电企业目前的股息率, 我们所选取的四家海外家电龙头平均股息率水平目前为 3.7%, 而国内家电龙头股息率均值目前为 3.9%, 略高于海外家电企业。因此我们认为, 从股息率角度来看, 我国家电企业的估值修复弹性要略高于海外家电企业。

图 2: 目前海外龙头的股息率水平 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 3: 国内外家电企业目前股息率对比 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

### 三、我们为什么要重视股息率逻辑?

#### 1) 稳定现金流视角下, 股息率与企业价值息息相关。

我国家电市场是一个成熟的市场, 家电企业尤其是白电企业拥有稳定的现金流和股利分红,

而一个企业的内在价值可以理解为未来每一年股票股利的贴现值之和，因此在未来贴现率为正的情况下，家电企业股票的价值和股利呈现出正相关。

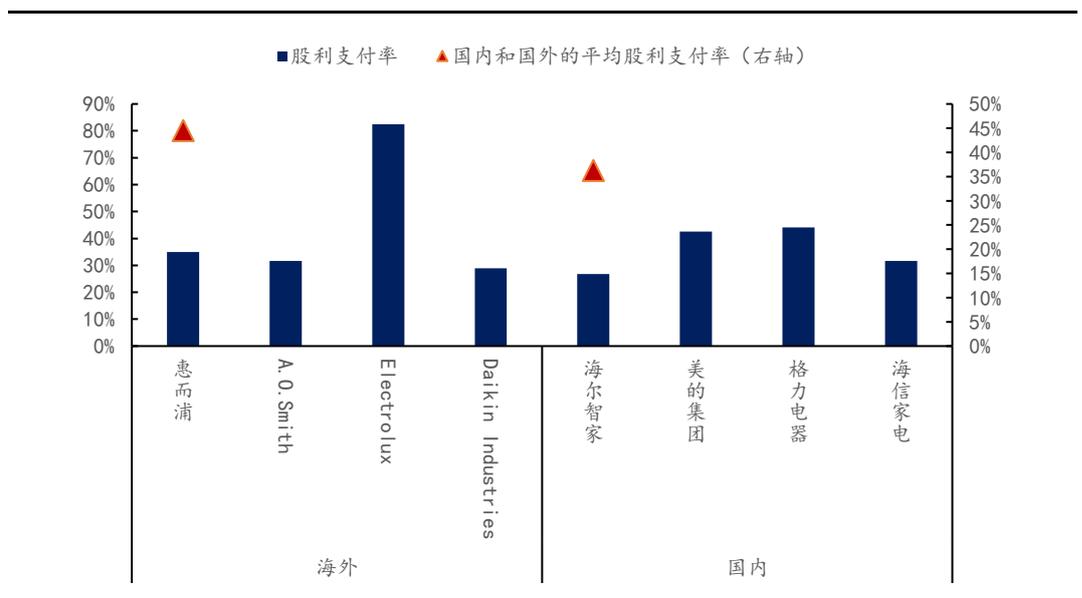
$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

而从股息率（股息率=每股派息额/每股价格）角度来看，若未来贴现值一定的情况下，股息率或应围绕一个固定值波动，股息率的波动可以直观体现出企业内在价值是否被低估或高估。

2) 全球资产配置视角下，中国家电白马股的股利支付率存在提升空间，进一步提升企业长期投资价值

我国家电龙头海尔、美的、格力、海信平均历史（2010-2021年）股利支付率为**36.3%**，较惠而浦、AO史密斯、伊莱克斯和大金的平均历史股利支付率低**8.2pct**。尽管海外家电龙头历史分红率波动较大，但在净利润出现亏损时仍坚持进行分红，也会将历史未分配利润向股东进行再分红。我们认为在全球资产配置的视角下，A股家电公司的海外投资者的占比有望逐步提高，未来我国家电企业存在一定的分红率提升空间，有望进一步向海外家电企业靠近。

图 4：国内外股利支付率对比（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

3) 和 A 股其他高分红、低估值的板块相比，家电板块投资性价比更高

家电企业和煤炭、银行等同样具有高分红、低估值特征的行业相比，在营业收入和业绩增长方面具有相对更强的稳健性，也具备更好的盈利增长能力。

**表 5: 煤炭和银行行业龙头历史收入、业绩增速和 ROE 波动与家电企业对比 (%)**

	营业收入增速								
	中国神华	陕西煤业	兖矿能源	工商银行	建设银行	农业银行	海尔智家	美的集团	格力电器
历史平均营收增速	10.3%	23.0%	19.3%	10.0%	10.0%	10.7%	13.5%	16.2%	15.3%
方差	4.4%	8.5%	6.2%	0.6%	0.4%	1.0%	1.7%	4.5%	4.3%
	归母净利润增速								
	中国神华	陕西煤业	兖矿能源	工商银行	建设银行	农业银行	海尔智家	美的集团	格力电器
历史平均归母净利增速	9.9%	17.2%	43.0%	9.0%	9.4%	12.2%	20.3%	32.3%	20.8%
方差	13.0%	267.0%	79.3%	0.8%	0.7%	1.7%	3.2%	17.0%	4.6%
	ROE								
	中国神华	陕西煤业	兖矿能源	工商银行	建设银行	农业银行	海尔智家	美的集团	格力电器
历史平均 ROE	14.3	18.7	13.2	17.0	17.0	16.1	24.4	27.1	30.8
方差	22.2	152.9	67.7	20.5	15.9	16.7	41.1	16.5	35.1

资料来源: wind, 信达证券研发中心

如果我们将潜在收益率空间简化为:

$$\text{潜在收益率空间} = \text{股息率} + \text{业绩增速} + \text{股息率修复的估值提升}$$

基于家电企业业绩具有稳健性和较高增速的特点, 叠加目前较高的股息率水平和潜在估值修复空间, 我们认为家电白马具有较高的投资性价比。

**表 6: 家电、煤炭、银行潜在收益率空间预测比较 (2023, %)**

	目前股息率	股息率视角估值修复空间	业绩增速	潜在收益率空间
海尔智家	2.6%	31.9%	14.4%	<b>48.9%</b>
美的集团	3.6%	11.7%	10.7%	<b>26.1%</b>
假设美的的分红率提高至 50%	4.3%	32.71%	10.7%	<b>47.7%</b>
格力电器	7.8%	138.9%	9.7%	<b>156.4%</b>
中国神华	10.1%	6.3%	2.5%	<b>18.9%</b>
陕西煤业	9.5%	60.1%	-3.4%	<b>66.2%</b>
兖矿能源	12.5%	123.1%	3.1%	<b>138.6%</b>
工商银行	7.1%	45.6%	4.6%	<b>57.2%</b>
建设银行	6.7%	40.2%	6.4%	<b>53.3%</b>
农业银行	7.2%	35.1%	6.0%	<b>48.3%</b>

资料来源: wind, 信达证券研发中心整理预测, 注: 业绩增速为未来三年 wind 一致预期平均值, 目前股息率以 2023/4/11 收盘价为基准, 23 年分红预期为 wind 一致预期平均值。

## 投资建议和评级

---

综上，我们认为我国家电企业分红率稳定，且仍有提升的空间，再加上目前家电企业的股息率大多高于历史平均水平，股息率修复所带来的潜在估值修复空间+高分红率+业绩增长带来较大潜在增长空间，投资性价比突显。

我们维持行业“看好”评级。建议积极关注高股息率、高估值弹性的格力电器，推荐关注存在分红率提升空间的全球家电龙头美的集团。

## 风险因素

---

家电企业业绩增长不及预期、全球系统性宏观风险等

## 研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队2015、2017年新财富入围。2020年7月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于2022年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。