

复苏进行时，各品类需求 不断释放

家电团队 证券分析师：陈玉卢 SAC NO:S1120522090001

2023年5月12日



目录

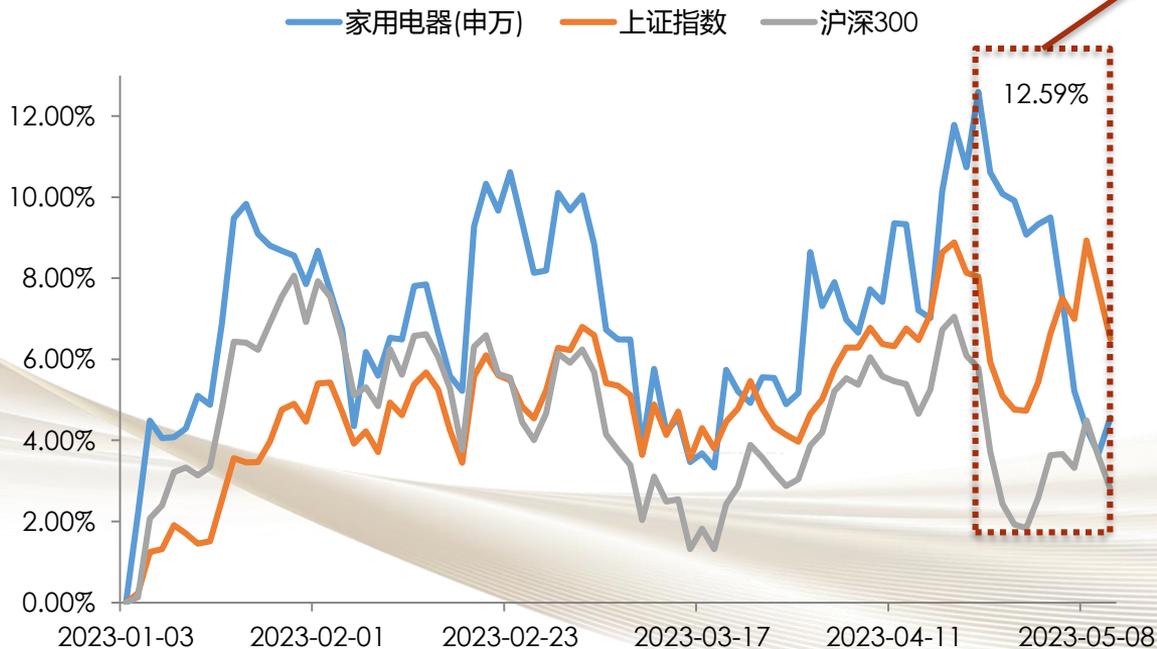
- 01 复盘：变革企业脱颖而出
- 02 冲出迷雾，景气度向上
- 03 子板块之间如何做选择？
- 04 投资建议
- 05 风险提示



01 复盘：变革企业脱颖而出

1.1 行情与大盘走势较为一致

图1：家用电器（申万）行情走势图



发生了什
么？

年初至今（2023年5月10日），家用电器（申万）指数涨幅为4.56%，上证指数涨幅为6.50%，沪深300指数涨幅为2.80%，家用电器（申万）指数跑赢沪深300。

1.2 个股分化较大

表：个股涨跌幅（%）

证券简称	区间涨跌幅（年初至20230510）	证券简称	区间涨跌幅（年初至20230510）	证券简称	区间涨跌幅（年初至20230510）
海信家电	85.95	比依股份	14.74	浙江美大	-1.26
长虹美菱	74.11	帅丰电器	10.73	盾安环境	-2.21
海信视像	64.55	格力电器	10.03	德昌股份	-3.99
四川长虹	60.23	三花智控	8.77	九阳股份	-4.55
富佳股份	39.59	佛山照明	8.13	新宝股份	-5.53
小熊电器	34.58	海立股份	7.19	倍轻松	-5.55
欧普照明	29.97	美的集团	6.95	科沃斯	-7.18
石头科技	28.54	火星人	2.85	海尔智家	-7.44
兆驰股份	26.36	苏泊尔	2.55	极米科技	-9.43
华帝股份	24.91	飞科电器	2.33	老板电器	-10.66
长虹华意	19.41	荣泰健康	0.80	莱克电气	-14.02
北鼎股份	18.99	开能健康	0.19	亿田智能	-22.24

存在“变革”的企业脱颖而出

1. 国企改革：

例子：海信家电（年初至2023年5月10日涨幅85.95%）：2020年5月混改，股权结构变动，更加市场化。2020-2022年频繁更换管理层，公司治理改善，2023年1月，发布股权激励规划，2023年一季报迎来业绩释放（营收增速6.16%，归母净利润增速131.11%）。

2. 经营变革：

□ **战略变革：小熊电器（年初至2023年5月10日涨幅34.58%，自2022年底涨幅超过100%），**2022年5月，小熊电器召开品牌战略升级发布会，品牌战略升级定位“年轻人喜欢的小家电”，实施产品精品化。

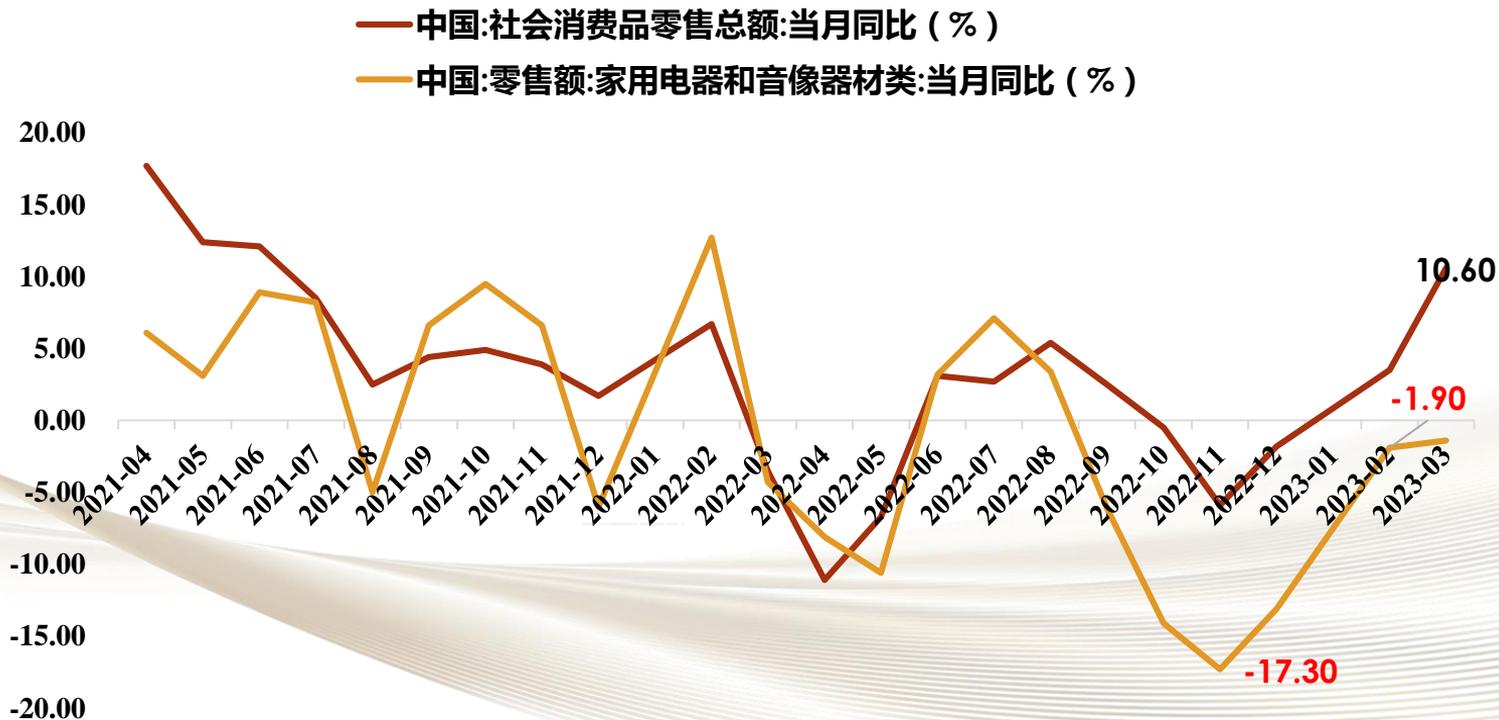
□ **数字化变革：欧普照明（年初至2023年5月10日涨幅29.97%）：**公司通过营销数字化、供应链数字化、数字运营三大模块，全面推动公司端到端企业流程体系建设和数据打通，促进全价值链运营能力提升。

□ **渠道变革：华帝股份、格力电器等**



02 冲出迷雾，景气度向上

2.1 消费复苏，家电降幅收窄

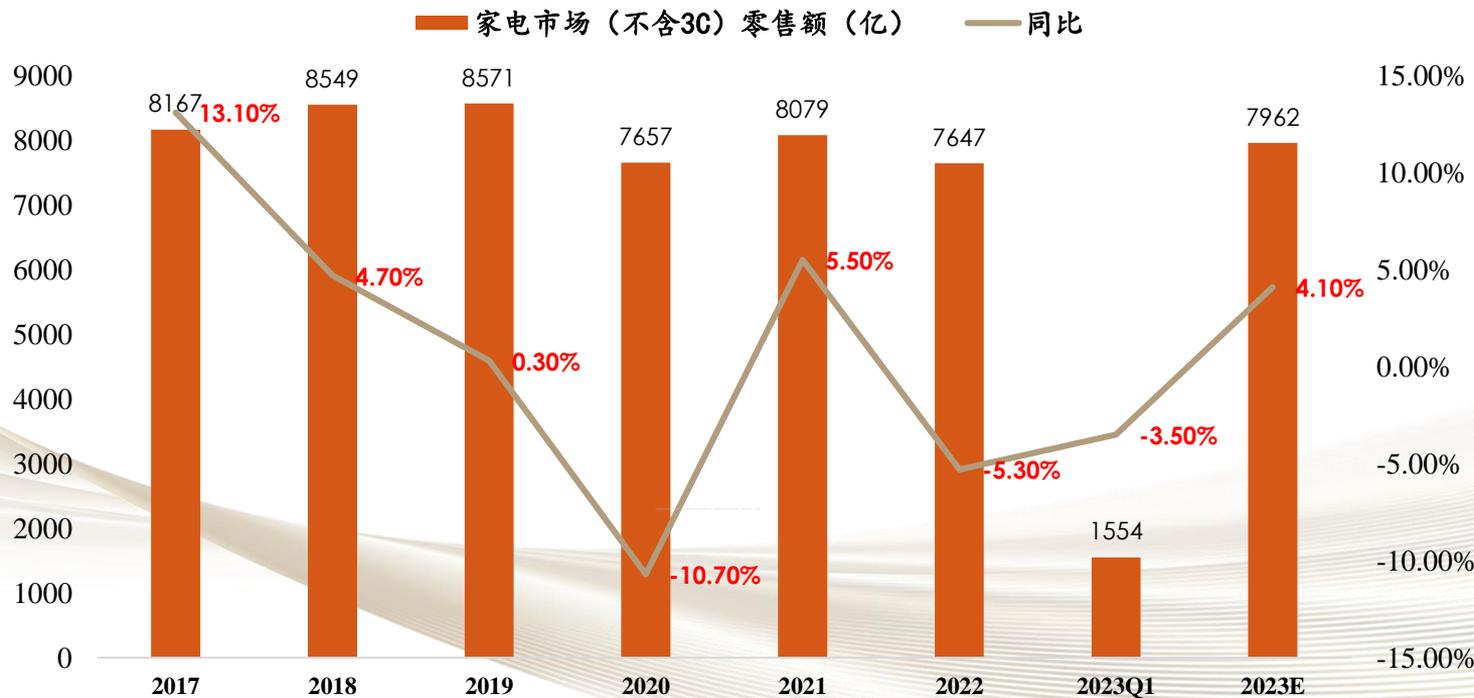


2.2 年初以来，消费信心有所恢复

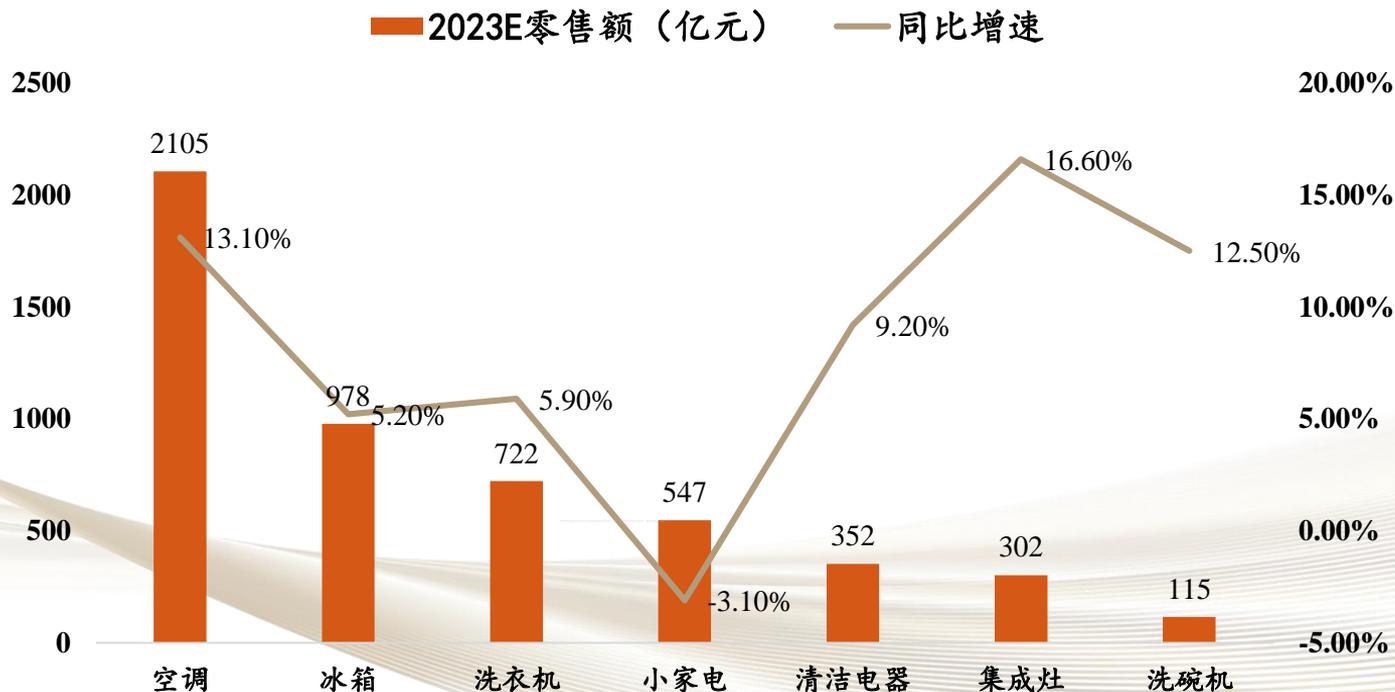
中国：消费者信心指数：消费意愿



2.3 预计2023年家电销售额有望正增长

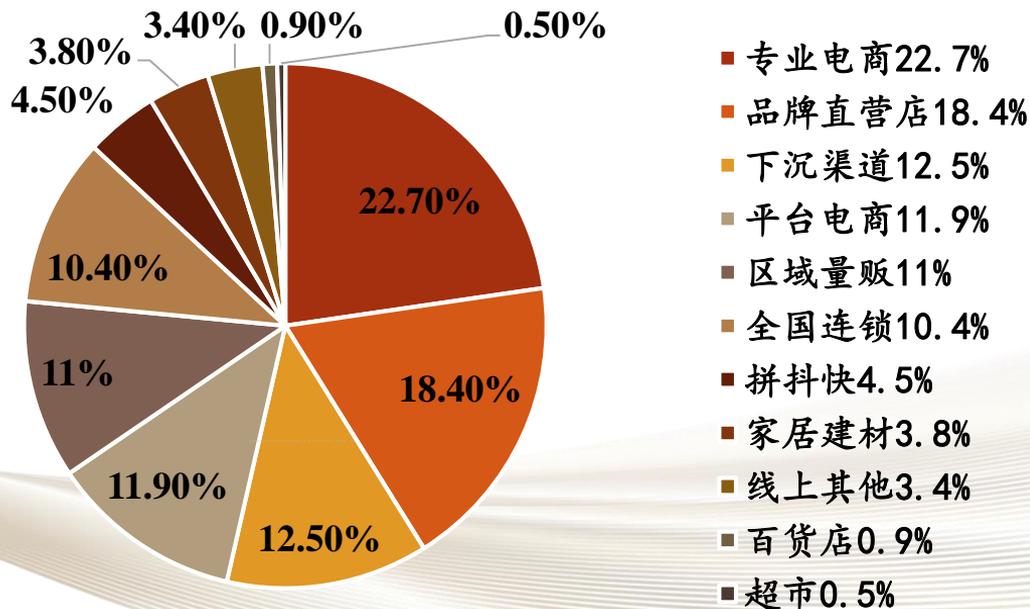


2.4 预计空调等品类需求较为旺盛



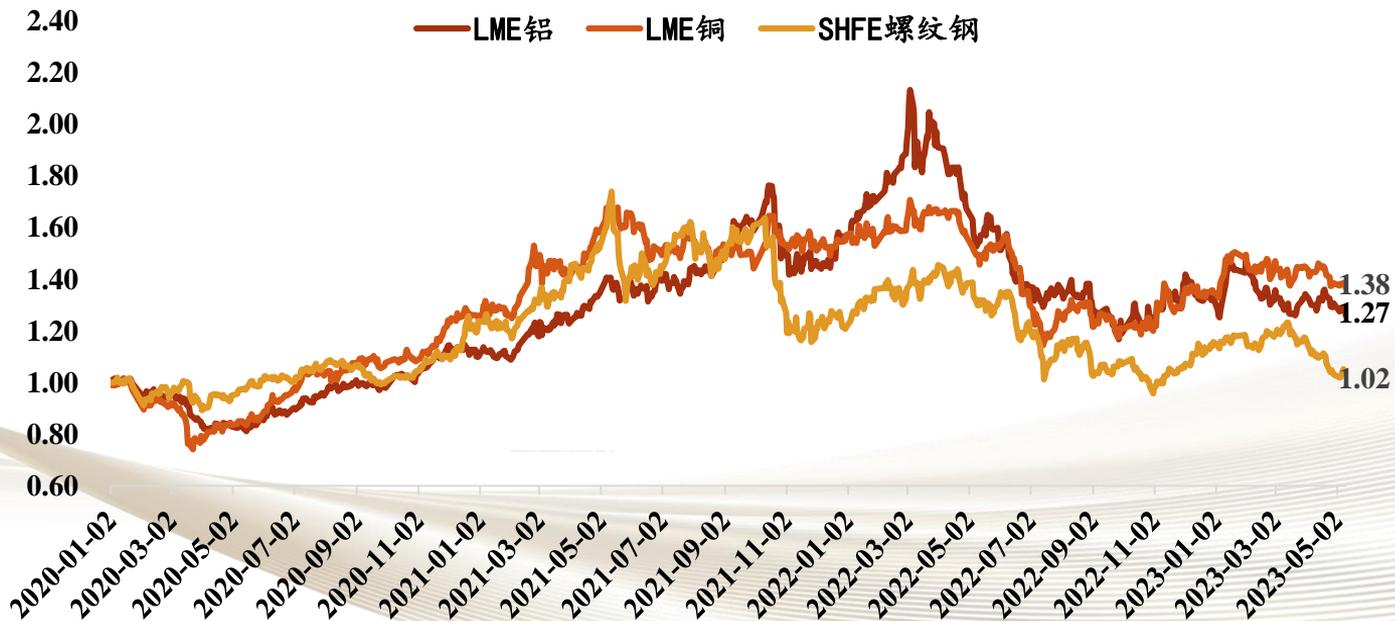
2.5 渠道内卷，碎片化

2023E黑白厨热品类分渠道零售额结构



2.6 成本下降，持续在财务报表显现

铜、铝、钢价格指数



2.6 成本下降，持续在财务报表显现

各家公司销售毛利率变动表（单位：%）

	公司	2021A	2022A	同比变动	2022Q1	2023Q1	同比变动
白电	格力电器	24.28	26.04	1.75	23.66	27.42	3.76
	海信家电	19.70	20.69	0.98	18.53	21.12	2.59
	美的集团	22.48	24.24	1.76	22.18	24.04	1.86
	海尔智家	31.23	31.33	0.10	28.54	28.70	0.16
黑电	兆驰股份	15.83	17.01	1.18	14.15	18.33	4.18
	海信视像	15.75	18.22	2.47	17.36	18.17	0.81
	四川长虹	9.97	11.62	1.65	9.68	10.21	0.53
厨电	亿田智能	44.74	46.62	1.89	43.65	49.49	5.83
	帅丰电器	46.24	46.09	(0.14)	44.34	47.70	3.37
	火星人	46.11	45.00	(1.11)	44.19	46.88	2.68
	老板电器	52.35	49.98	(2.37)	52.56	54.79	2.23
	华帝股份	40.77	39.52	(1.26)	39.14	39.63	0.49
	浙江美大	51.69	44.11	(7.58)	49.77	46.95	(2.82)

2.6 成本下降，持续在财务报表显现

各家公司销售毛利率变动表（单位：%）

	公司	2021A	2022A	同比变动	2022Q1	2023Q1	同比变动
小家电	比依股份	15.39	19.55	4.16	12.92	21.09	8.16
	新宝股份	17.61	21.12	3.51	16.61	21.89	5.28
	倍轻松	56.73	49.82	(6.92)	53.92	59.05	5.13
	北鼎股份	49.45	48.74	(0.71)	48.34	51.70	3.36
	小熊电器	32.78	36.45	3.67	37.17	39.76	2.59
	飞科电器	47.03	53.63	6.60	54.07	56.09	2.02
	荣泰健康	26.84	26.52	(0.31)	27.44	29.28	1.84
	九阳股份	27.79	29.09	1.30	26.63	27.87	1.24
	苏泊尔	23.00	25.79	2.79	25.36	25.22	(0.14)
扫地机	石头科技	48.11	49.26	1.16	47.49	49.85	2.36
	科沃斯	51.41	51.61	0.21	49.53	50.67	1.15
投影仪	极米科技	35.88	35.98	0.09	37.79	34.86	(2.94)



03 子板块之间如何做选择？

3.1 白电：空调需求旺盛

- ◆ 空调内销增长势头喜人。根据产业在线调研报告，2023年Q2家用空调行业排产约为5029万台，较去年同期生产实绩上涨14.3%；内销排产3255万台，较去年同期内销实绩上涨23.4%；出口排产1774万台，较去年同期出口实绩下滑6.0%。
- ◆ 背后的原因是：(1) 去年低基数。(2) 疫情过后，压抑的需求得到释放。(3) 房地产行业结构性改善。(4) 外冷内热，资源倾向国内。
- ◆ 预计2023年空调景气度较高，对白电企业业绩贡献度较高，建议关注白电板块。

2023年Q2空调排产情况

	排产 (万台)	同比	内销(万台)	同比	出口 (万台)	同比
202304	1819	15.40%	1097	41.20%	722	-5.50%
202305	1885	17.50%	1218	24.45	667	6.70%
2023Q2	5029	14.30%	3255	23.40%	1774	-6%

3.2 厨电：在发展中求变

厨电各品类全渠道销售情况

品类	油烟机				燃气灶			
	销额 (亿元)	销额同比	销量(万台)	销量同比	销额 (亿元)	销额同比	销量(万台)	销量同比
23.01	7.07	-37.38%	43.94	-33.27%	4.99	-33.68%	68.69	-23.32%
23.02	10.13	43.32%	57.82	34.22%	5.74	28.39%	67.15	21.90%
23.03	13.99	2.53%	72.69	6.23%	7.45	-2.64%	73.97	-0.13%
23.04	12.21	15.73%	68.00	17.54%	6.36	6.69%	63.54	2.32%
23.04年累计	43.40	1.97%	242.45	3.08%	24.54	-4.19%	273.36	-2.67%
品类	集成灶				洗碗机			
	销额 (亿元)	销额同比	销量(万台)	销量同比	销额 (亿元)	销额同比	销量(万台)	销量同比
23.01	0.91	-56.97%	1.31	-51.11%	2.37	-29.99%	5.77	-28.97%
23.02	2.68	21.96%	3.58	32.90%	3.41	46.11%	7.12	22.58%
23.03	4.71	-0.92%	5.70	-2.71%	5.65	-1.48%	10.70	-5.88%
23.04	3.60	-16.43%	4.48	-18.91%	4.14	-2.91%	7.81	-14.34%
23.04年累计	11.90	-10.89%	15.06	-10.00%	15.57	-1.02%	31.41	-8.79%

3.3 扫地机：以价换量，静等兑现

- 价：我们预计23年行业主流价位段略下移至3000-3999元，线上均价降幅5%。
- 需求价格弹性：销量对于降价敏感，当降价幅度高于5%时，需求价格弹性基本大于1；基站款产品具有更高的需求价格弹性。
- 量：23Q2或为行业销量拐点，考虑到降价刺激，预期或能转正。
- ✓ 投资建议：基于惯性假定，沿用22Q4同比增速则对应23Q2为扫地机销量拐点，我们构造需求价格弹性指标测算得出销量对于降价敏感，且基站款产品具有更高的需求价格弹性，当前头部品牌旗舰机型价格持续下探，23Q2行业销量同比增速或能转正。科沃斯已经成功卡位关键价格带，且在产品、品牌、渠道各维度布局均表现出较强前瞻性，当前公司线下渠道建设正值收获期，有望充分受益行业复苏，建议积极关注
- 更多细节，请查看《扫地机专题：23年量、价如何演绎？-20230222》



04 投资建议

4.1 欧普照明：市占率提升可期

- 组织架构变革，渠道优化**：成立中国销售中心，统一管理线下等各渠道，避免恶性竞争，在渠道方面，公司自主设计了经销商评估体系和数据库，能够提升经销商积极性，提升库存周转效率。
- 数字化改革助力降本增效**：对标准化的结构和部件进行统一开发和采购，降低产品生产制造成本。公司已完成筒射灯、吸顶灯、浴霸、风扇灯等多个产品级平台，及数十个光学、电源、结构、材料、部件平台的搭建，助力公司降本增效。
- 投资建议**：盈利预测与估值见下表（20230512），维持“增持”评级。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,847	7,270	8,215	9,201	10,213
YoY (%)	11.0%	-17.8%	13.0%	12.0%	11.0%
归母净利润（百万元）	907	784	916	1,059	1,206
YoY (%)	13.4%	-13.6%	16.8%	15.6%	14.0%
毛利率 (%)	33.0%	35.7%	36.9%	37.9%	38.7%
每股收益（元）	1.20	1.04	1.21	1.40	1.60
ROE	15.7%	12.9%	13.1%	13.2%	13.1%
市盈率	16.82	19.40	16.62	14.37	12.61

4.2 华帝股份：渠道改革卓有成效

- **内部治理改善**: 股权变动后，高管团队搭建磨合完毕，董事长和总经理均为实控人，经营决策高效，公司治理和经营得到明显改善。
- **品牌升级，品类扩张**: 由中高端定位，进行品牌升级往高端推进，积极布局集成灶和洗碗机，为公司带来第二增长曲线。
- **渠道多元化、扁平化**: 公司积极引导代理商向渠道服务商转型，积极布局新兴渠道。
- **投资建议**: 展望 23 年，变革红利有望持续释放，公司轻装上阵，业绩端确定性较强。盈利预测与估值见下表（20230512），维持“增持”评级。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,588	5,819	6,432	7,037	7,708
YoY (%)	28.1%	4.1%	10.5%	9.4%	9.5%
归母净利润（百万元）	207	143	550	630	714
YoY (%)	-49.2%	-31.0%	284.6%	14.6%	13.2%
毛利率 (%)	40.8%	39.5%	40.5%	41.0%	41.0%
每股收益（元）	0.24	0.17	0.65	0.74	0.84
ROE	6.4%	4.3%	14.3%	14.1%	13.7%
市盈率	29.88	42.48	11.04	9.64	8.51

4.3 海信家电：万事俱备，步入收获期

- **业务多元，潜力无限：** 中央空调：海信日立品牌力突出，盈利能力领先其他业务，地产政策纾困下望增速向上；家空：空调差异化创新，海外持续斩获订单；三电：产品：技术前瞻布局望进入收获期。
- **股权激励释放经营活力：** 年初，公司公告限制性股票激励计划及员工持股计划，绑定核心管理层，彰显经营信心。
- **投资建议：** 盈利预测与估值见下表（20230512），维持“增持”评级。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	67,563	74,115	81,874	88,540	94,729
YoY (%)	39.6%	9.7%	10.5%	8.1%	7.0%
归母净利润（百万元）	973	1,435	1,794	2,175	2,478
YoY (%)	-38.4%	47.5%	25.0%	21.2%	13.9%
毛利率 (%)	19.7%	20.7%	21.2%	21.7%	22.2%
每股收益（元）	0.71	1.05	1.32	1.60	1.82
ROE	9.4%	12.5%	13.7%	14.2%	14.0%
市盈率	34.21	23.13	18.45	15.22	13.36



05 风险提示

1. 房地产政策不及预期
2. 空调需求有所变化
3. 原材料价格发生波动
4. 公司改革不及预期
5. 海外市场波动较大

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%	
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。