

# 把握业绩确定性，拥抱细分成长

## ——家电行业2023年中期策略

行业评级：看好

2023年6月15日

分析师	闵繁皓
邮箱	minfanhao@stocke.com.cn
证书编号	S1230522040001
联系人	张云添、文煊

# 01

## 行业概览

□ 家电板块是A股稀有的、常年保持稳定的高ROE和高ROIC趋势的板块。

表：各板块ROE(TTM)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
煤炭	15.32	10.51	6.92	0.09	5.41	12.44	12.53	11.52	10.15	17.20	22.84
食品饮料	25.05	20.62	16.57	15.68	15.42	18.15	20.31	20.39	21.07	20.55	20.40
有色金属	4.32	5.33	-0.06	-0.18	3.90	6.40	2.71	1.82	5.77	13.11	18.79
家用电器	15.37	18.51	19.26	15.31	16.84	18.98	15.50	17.11	15.98	15.92	16.15
电力设备	4.75	3.41	9.45	7.69	7.34	8.08	4.04	5.58	8.23	10.10	14.76
基础化工	5.83	4.45	4.88	6.14	5.78	9.93	11.25	4.63	9.26	17.28	14.06
石油石化	11.51	11.81	8.72	4.20	3.11	4.52	6.69	5.99	3.18	9.49	11.81
银行	20.90	20.21	18.54	15.93	14.24	13.32	12.64	11.90	10.60	10.73	10.47
医药生物	12.21	12.20	12.18	11.90	11.85	12.35	9.70	8.47	9.35	11.85	9.56
通信	3.30	5.25	6.56	6.25	2.69	3.30	1.35	-0.37	3.47	4.10	8.15
机械设备	9.16	7.32	5.62	5.17	3.49	6.75	3.56	5.11	8.37	8.48	7.60
建筑装饰	10.64	13.27	12.67	11.31	10.72	10.60	10.05	9.24	8.77	7.73	7.49
建筑材料	8.14	10.52	8.96	4.37	7.72	12.65	17.08	15.15	15.01	15.40	7.12
非银金融	7.45	10.35	13.10	17.33	10.05	10.56	8.19	11.81	9.62	10.14	7.10
美容护理	11.29	10.96	8.94	17.62	4.14	6.50	7.52	10.19	0.26	11.56	6.72
电子	4.66	7.45	6.84	5.94	6.64	6.31	5.53	5.83	6.59	10.75	6.04
轻工制造	4.64	5.01	5.40	8.52	9.02	12.39	9.88	9.48	9.26	9.10	5.89
公用事业	10.65	13.61	13.25	13.16	10.06	6.16	6.55	7.10	8.93	3.09	5.79
环保	10.63	12.16	10.02	10.43	9.66	9.59	4.77	5.52	6.23	6.34	5.67
汽车	13.95	15.64	15.25	14.42	14.18	12.88	9.59	6.51	6.64	6.96	5.65
交通运输	7.73	6.52	9.37	9.11	7.95	10.42	7.96	8.09	1.04	9.51	5.43
国防军工	5.27	4.28	3.41	-0.81	2.99	3.10	1.70	2.63	4.42	5.10	4.93
纺织服饰	8.40	9.14	10.31	8.67	8.93	9.44	4.10	1.43	1.45	7.14	4.33
钢铁	-1.25	1.64	0.60	-11.49	1.51	13.78	15.86	8.42	7.97	13.77	3.75
计算机	10.23	10.44	12.02	11.14	10.95	10.23	6.58	6.33	6.50	6.00	3.30
农林牧渔	6.14	5.10	4.69	7.32	13.13	8.13	4.01	14.90	16.65	-6.26	3.17
传媒	10.55	10.42	11.17	12.76	11.32	6.59	-3.40	-2.02	0.96	5.96	2.15
商贸零售	9.07	8.87	7.45	3.97	6.80	7.40	7.28	6.59	2.68	-1.25	-0.23
房地产	13.80	14.02	12.15	11.52	12.45	13.12	13.26	12.54	9.80	2.62	-1.89
综合	9.02	6.38	6.60	2.19	4.90	5.07	1.75	-0.32	-0.67	-2.61	-3.14
社会服务	10.80	8.13	6.00	8.21	8.66	8.86	4.49	7.62	-0.56	-4.56	-5.89

表：各板块ROIC(TTM)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
食品饮料	20.20	16.83	13.76	13.23	13.07	15.47	17.46	17.41	17.73	17.21	17.10
煤炭	9.84	6.15	3.53	-0.43	2.51	6.39	6.55	6.38	5.76	9.47	13.41
家用电器	8.87	10.47	12.14	9.83	11.07	12.59	9.36	10.63	10.11	10.68	10.55
有色金属	1.94	2.51	-0.06	-0.01	1.81	3.14	0.92	0.69	2.73	6.53	9.71
电力设备	2.88	1.86	5.99	4.73	4.60	5.17	2.38	3.45	5.33	6.67	9.46
基础化工	3.16	2.33	2.53	3.17	2.87	5.48	6.42	2.48	4.96	10.93	8.78
石油石化	7.43	7.57	5.55	2.39	1.20	2.36	3.99	3.38	1.62	5.25	7.60
医药生物	8.86	8.75	8.78	8.62	8.57	8.69	6.74	5.62	6.39	8.64	7.12
通信	1.01	1.82	2.54	2.65	1.34	1.88	0.24	-1.23	1.69	2.61	6.80
美容护理	9.28	8.75	7.40	14.51	3.68	5.51	5.93	8.58	0.55	9.73	5.63
机械设备	5.21	4.26	3.19	3.15	2.03	4.09	2.15	3.23	5.59	5.81	5.25
建筑材料	3.96	5.53	4.73	2.52	4.30	7.68	11.46	9.43	9.55	9.89	4.70
电子	2.97	4.69	4.37	3.74	4.16	4.17	3.24	3.27	3.38	6.69	4.00
国防军工	3.12	2.52	2.06	-0.30	1.79	2.21	1.62	1.89	3.47	4.17	3.91
汽车	7.73	9.56	9.86	9.51	9.04	7.74	5.19	3.22	3.83	4.26	3.63
轻工制造	2.12	2.45	2.47	4.31	4.66	6.98	5.42	5.22	5.43	5.70	3.57
纺织服饰	5.88	6.56	7.22	6.02	5.93	6.31	3.03	1.38	1.38	5.17	3.35
建筑装饰	4.08	4.70	4.52	4.38	4.32	4.47	4.15	3.58	3.55	3.01	3.04
环保	6.87	7.98	6.49	6.61	6.14	5.85	2.59	3.01	3.27	3.41	2.99
计算机	8.15	8.55	9.32	8.73	8.44	7.73	4.85	4.70	4.97	4.66	2.61
钢铁	-0.51	0.78	0.47	-5.19	0.80	6.46	8.19	4.54	4.40	8.28	2.23
公用事业	2.75	3.73	4.00	3.95	3.23	2.01	2.09	2.19	2.87	0.93	1.77
交通运输	3.55	2.94	4.37	4.29	3.84	4.94	3.54	3.56	-1.22	4.21	1.75
农林牧渔	3.46	2.79	2.61	4.53	8.83	5.38	2.35	9.60	9.89	-3.54	1.67
传媒	8.38	8.18	9.10	10.42	9.48	5.88	-2.94	-2.10	0.69	4.85	1.67
非银金融	3.43	3.02	1.96	2.69	1.62	1.20	0.98	1.17	0.42	1.31	0.78
商贸零售	5.28	5.25	4.50	2.42	3.86	4.80	4.65	4.01	1.51	-1.10	-0.44
综合	4.13	3.07	3.01	1.27	2.76	2.23	0.31	-0.25	-0.64	-1.19	-0.98
房地产	6.08	6.03	4.65	3.88	4.24	4.30	4.00	4.01	3.17	0.56	-1.11
社会服务	7.81	5.73	4.41	5.49	5.12	5.13	2.76	4.61	-0.68	-2.57	-3.06
银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

# PB-ROE: 板块低估, 其中龙头低估明显

□ PB-ROE模型下, 家电板块ROE与PB不匹配。均值回归下, 家电板块市净率具备提升空间。

表: 消费品各板块PB-ROE(TTM) (剔除负值, %)

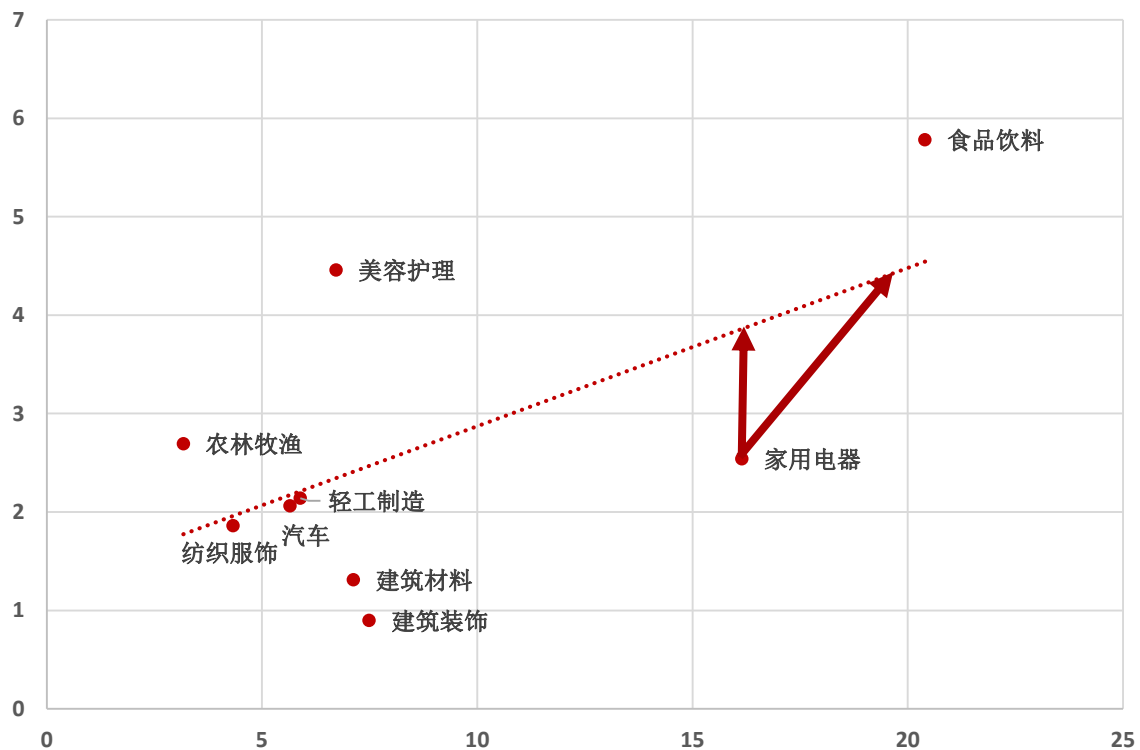
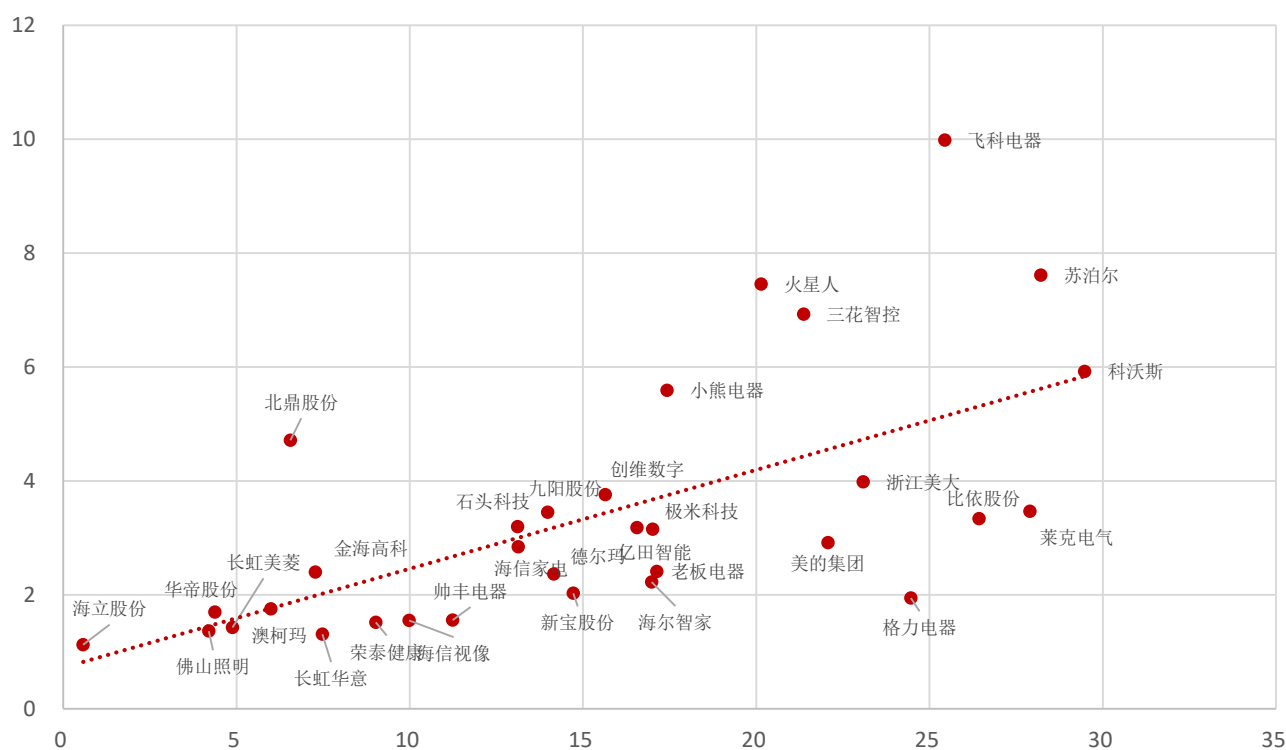


表: 家电板块PB-ROE(TTM) (剔除负值, %)

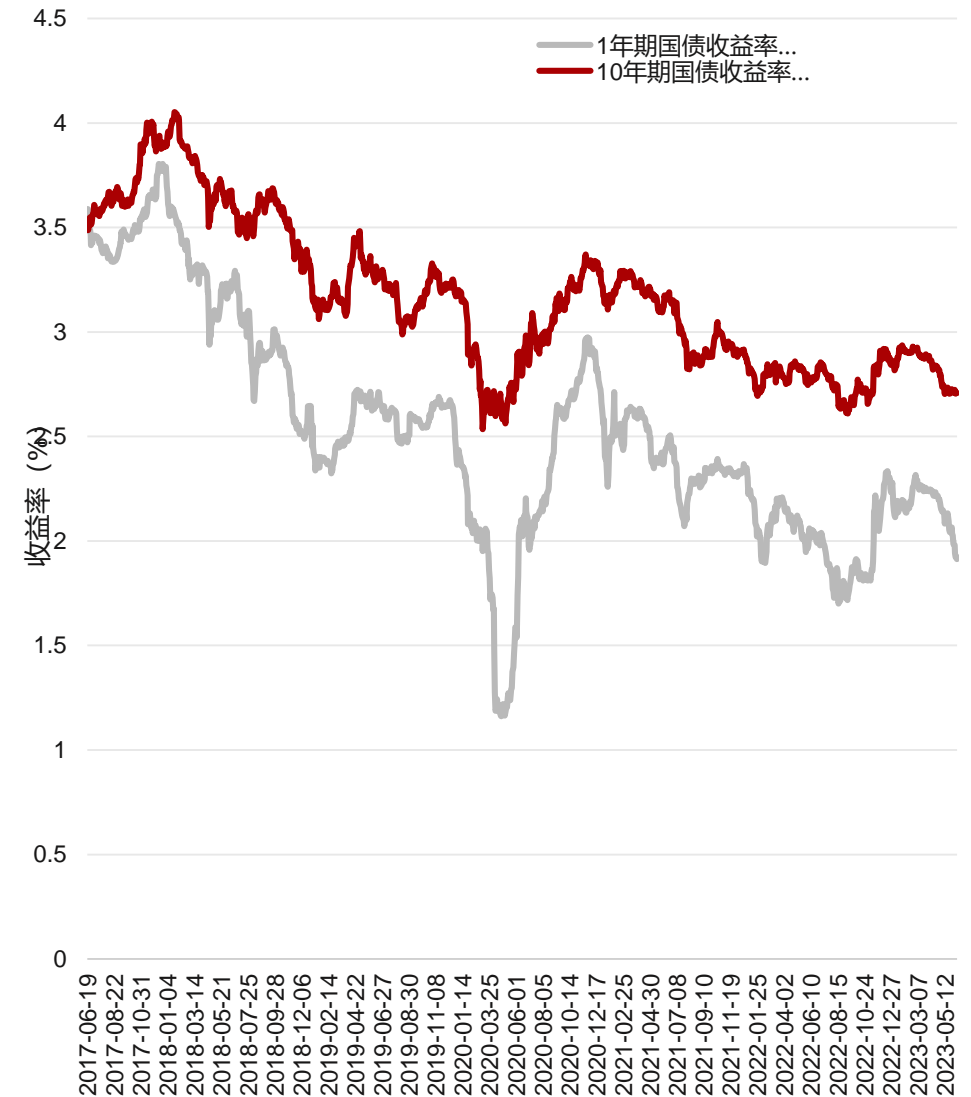


注: 横坐标为市净率, 纵坐标为净资产收益率

# 股息率优异，分红比率提升是长期趋势

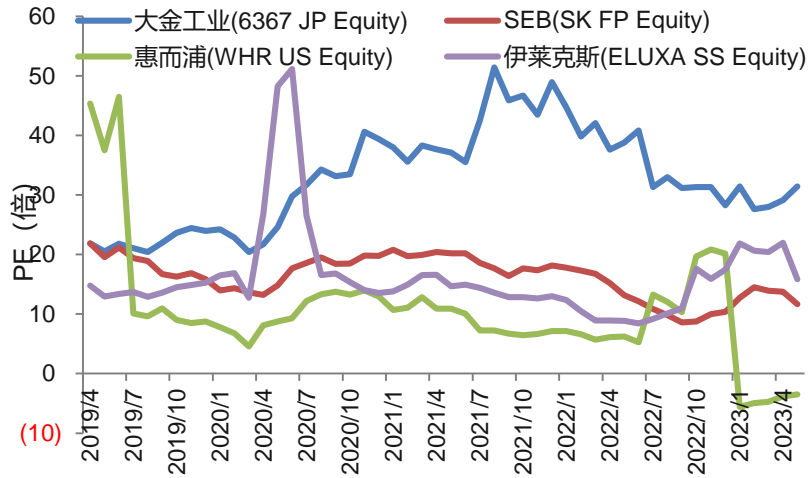
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
煤炭	1.35	6.72	2.15	4.23	4.59	4.87	5.37	7.08
石油石化	1.12	2.07	2.26	4.10	3.63	3.27	3.73	5.97
钢铁	0.74	1.49	1.83	5.13	5.13	3.56	5.15	5.84
银行	4.43	3.37	4.44	4.02	3.84	4.60	4.75	5.72
空调	4.21	2.75	4.82	3.27	2.64	2.28	3.75	5.11
白色家电	3.68	2.48	4.08	2.96	2.51	2.07	3.22	4.37
交通运输	1.63	1.37	1.44	2.16	2.10	1.87	2.01	4.30
建筑材料	0.99	1.02	1.28	2.58	2.33	2.17	1.87	3.93
纺织服饰	1.53	2.07	1.26	3.41	3.10	2.82	2.82	3.71
房地产	1.75	2.15	1.04	3.30	3.09	4.12	4.50	3.45
家用电器	2.50	2.03	2.40	2.90	2.34	1.84	2.42	3.26
通信	0.62	0.55	0.55	0.72	0.75	0.76	0.87	2.98
小家电	1.74	1.55	1.19	3.58	2.42	1.08	1.48	2.91
厨卫电器	1.73	1.28	1.11	3.26	2.63	2.06	1.88	2.85
照明设备	0.91	1.78	0.86	2.94	1.90	2.18	2.76	2.80
非银金融	1.97	1.35	1.08	2.23	1.19	1.61	2.07	2.62
传媒	0.54	0.92	0.32	1.36	1.41	1.38	1.73	2.62
建筑装饰	1.14	1.25	1.04	1.89	2.10	2.39	2.20	2.50
公用事业	2.84	2.56	2.18	2.66	2.59	2.63	2.14	2.37
基础化工	0.73	1.09	0.68	2.18	2.16	1.55	1.19	2.12
食品饮料	2.11	1.28	1.65	2.22	1.43	0.89	1.06	1.90
轻工制造	0.90	1.08	0.69	1.91	1.50	1.35	1.33	1.90
环保	0.71	0.79	0.54	1.60	1.49	1.48	1.36	1.85
冰洗	1.61	1.24	1.81	2.17	1.69	0.92	1.23	1.84
机械设备	0.78	0.89	0.56	1.48	1.38	1.10	1.20	1.63
商贸零售	0.85	1.08	0.78	1.67	1.73	0.96	1.18	1.55
汽车	2.24	2.29	1.85	3.99	2.64	1.46	1.47	1.54
有色金属	0.59	0.56	0.73	1.29	1.13	0.81	0.76	1.34
电子	0.55	0.60	0.40	1.21	0.69	0.54	0.58	1.22
医药生物	0.70	0.80	0.64	1.26	0.94	0.67	0.83	1.18

	2018	2019	2020	2021	2022
苏泊尔	3.16	3.39	2.75	4.12	9.14
奥普家居		2.97	3.60	5.40	6.74
浙江美大	4.53	5.28	5.84	6.43	6.04
格力电器	5.97	3.41	11.36	8.52	5.68
九阳股份	5.54	7.48	6.93	6.93	5.54
万和电气	5.53	4.25	4.25	4.25	5.15
立霸股份	3.62	2.17	1.45	2.90	5.07
三雄极光	0.95	2.29	5.34	5.34	4.57
美的集团	2.32	2.85	2.85	3.03	4.46
莱克电气	9.45	1.11	8.51	4.26	4.26
帅丰电器			2.51	8.41	4.22
奥佳华	1.32	2.65	3.97	3.97	3.97
火星人			2.43	1.21	3.64
阳光照明	4.12	4.67	8.24	5.49	3.57
飞科电器	2.27	1.52	1.52	1.52	3.03
海信视像	0.42	0.59	1.27	0.40	2.98
长虹华意	0.29	0.29	1.45	2.18	2.91
比依股份				1.57	2.82
得邦照明	1.60	1.71	1.88	2.58	2.50
荣泰健康	2.98	7.46	2.49	3.48	2.49
海尔智家	1.54	1.64	1.61	2.02	2.48
欧普照明	1.96	2.45	2.45	2.45	2.45
新宝股份	2.10	2.40	3.59	1.20	2.40
海信家电	1.22	1.59	1.39	0.86	2.13
老板电器	3.26	2.04	2.04	2.04	2.04
佛山照明	2.97	3.52	1.90	1.90	1.90

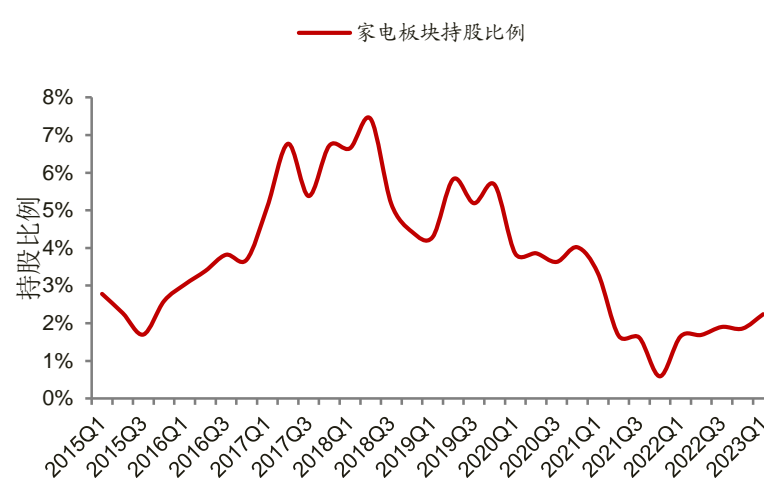


- **外资比例提升，估值水平上移具备资金面基础：**出于融资成本、回报率要求以及定价体系的不同，国外家电行业的估值水平普遍高于国内，对于短期经营业绩承压的容忍度也更高。
- **2023年6月6日，QFII/RQFII/深股通合计持有美的集团股份数占公司总股本比例26.12%。历史最高持股比例为28%，当前外资持股比例仍有提升空间。**

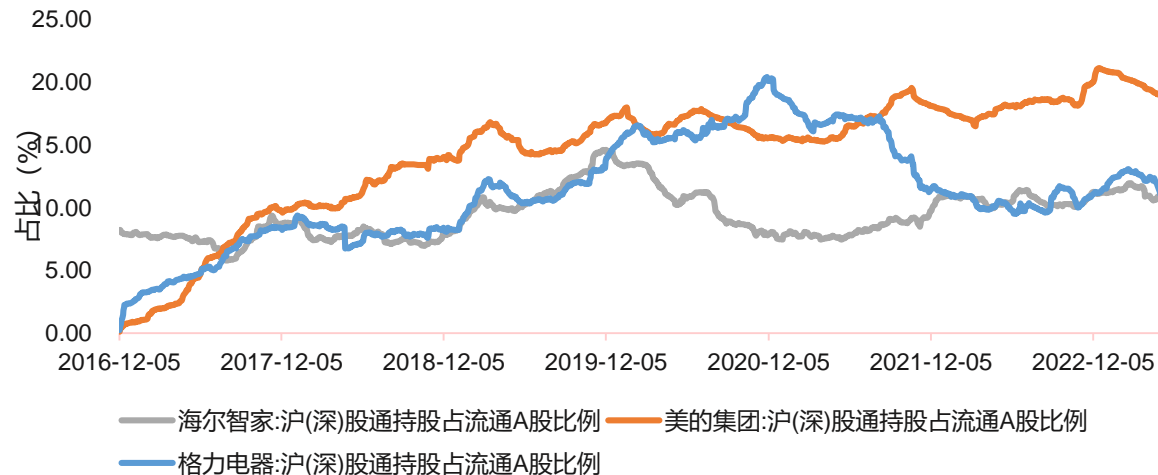
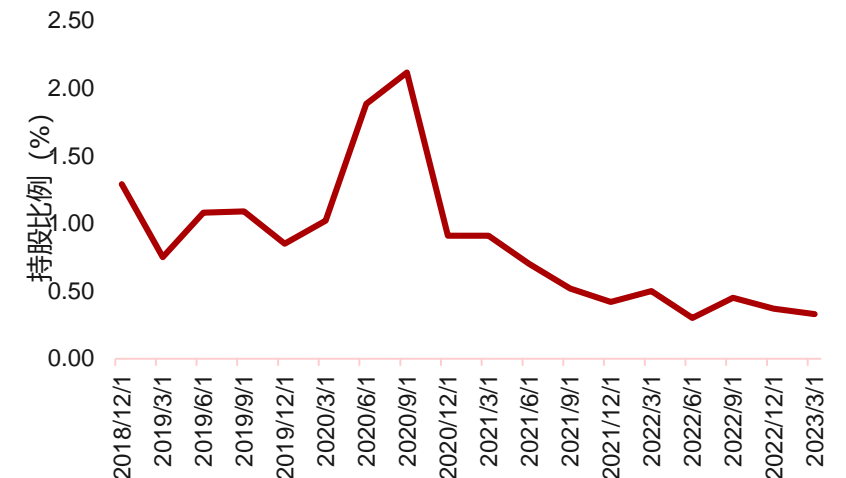
图：海外家电公司PE走势



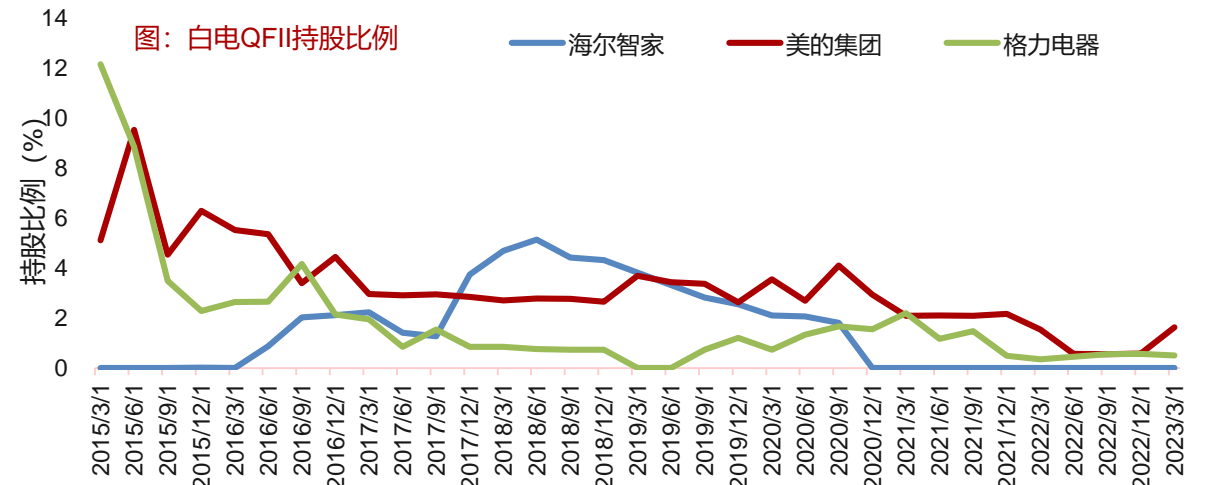
图：公募基金家电板块重仓比例



图：QFII家电持股比例



图：白电QFII持股比例



资料来源：Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

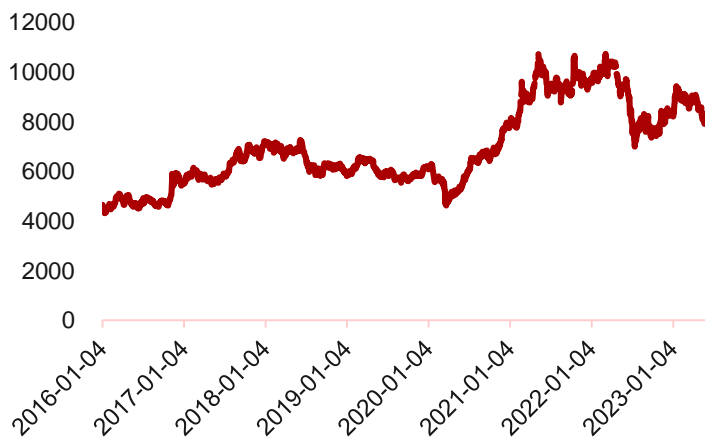
## □ 原材料价格下降，成本压力缓解。

- 截至2023年6月6日，LME铜、LME铝、0.5mm冷轧板卷、ABS塑料价格分别较2022年最高点下降了20%、23%、45%、34%。
- 截止3月31日，相较23年初，除冷轧板卷、铜价略有反弹外，其余家电主要原材料价原材料价格同比22Q1明显下降，有助于白电企业盈利能力同比改善。

### 图：0.5mm冷轧板卷价格走势（元/吨）



### 图：LME铜价格走势（美元/吨）



### 图：LME铝价格走势（美元/吨）



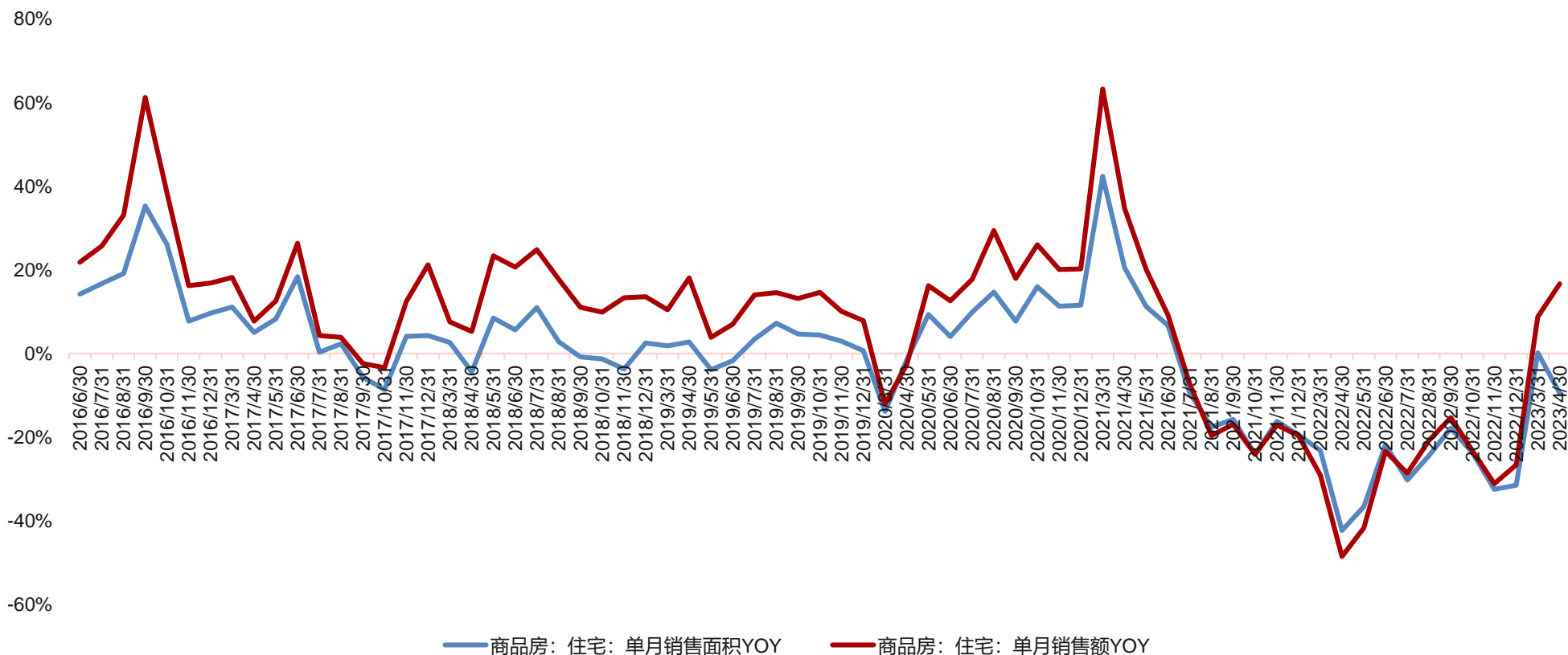
### 图：ABS塑料价格走势（元/吨）



□ 原材料↓ 地产竣工↑ 行业压制因素有所松动。

- 优异竞争格局 → 议价能力传导上游压力 → 原材料价格边际下行 → 价差提高盈利能力
- 防控优化+地产竣工 → 需求延迟满足

图：地产销售面积及销售额





表：家电行业主要标的估值分位数（截至2022.6.10）

代码	赛道	证券简称	最新收盘价 (06.10)	年初至今收 益率(%)	PE(TTM)	估值分位(近 一年)	估值分位(近 三年)	估值分位 (近五年)	上市时间
801110.SI	-	家用电器(申万)	-	6.74	13.98	37.30	13.74	20.68	1999-12-30
000333.SZ		美的集团	56.11	13.75	12.95	71.72	25.55	17.63	2013-09-18
600690.SH	白电	海尔智家	22.80	-6.79	14.20	11.07	3.71	32.54	1993-11-19
000651.SZ		格力电器	35.20	11.97	8.05	75.61	30.84	20.80	1996-11-18
000921.SZ		海信家电	24.91	89.14	19.38	63.11	87.64	92.59	1999-07-13
600060.SH		海信视像	21.58	59.38	14.10	79.92	53.71	33.86	1997-04-22
001308.SZ	黑电	康冠科技	29.54	26.82	13.04	-	-	-	2022-03-18
000810.SZ		创维数字	19.30	40.19	30.32	63.93	75.82	75.45	1998-06-02
002508.SZ		老板电器	24.53	-9.79	14.61	4.51	1.51	8.98	2010-11-23
002677.SZ		浙江美大	10.27	-2.04	15.39	85.25	39.70	23.89	2012-05-25
300894.SZ		火星人	24.70	0.03	33.29	37.50	-	-	2020-12-31
300911.SZ	厨电	亿田智能	39.08	-13.94	20.39	25.61	-	-	2020-12-03
605336.SH		帅丰电器	16.53	11.54	14.08	36.07	15.24	-	2020-10-19
603366.SH		日出东方	5.52	-8.61	14.65	1.23	0.41	0.37	2012-05-21
002543.SZ		万和电气	7.77	-4.44	11.23	0.41	51.10	35.67	2011-01-28
002032.SZ		苏泊尔	46.84	0.45	19.21	41.39	17.31	10.38	2004-08-17
002242.SZ		九阳股份	14.44	-10.62	22.85	61.89	50.69	58.32	2008-05-28
002705.SZ		新宝股份	16.69	2.62	14.97	51.64	18.13	13.34	2014-01-21
002959.SZ		小熊电器	84.15	40.83	29.46	56.56	48.21	-	2019-08-23
300824.SZ		北鼎股份	9.96	13.41	67.53	73.36	74.20	-	2020-06-19
603486.SH	小家电	科沃斯	68.63	-5.91	24.54	40.98	13.74	-	2018-05-28
688169.SH		石头科技	334.24	34.91	29.97	95.90	-	-	2020-02-21
688696.SH		极米科技	137.52	-15.95	22.27	2.05	-	-	2021-03-03
688007.SH		光峰科技	19.90	-19.95	78.94	24.59	47.80	-	2019-07-22
688793.SH		倍轻松	49.54	1.04	-26.24	-	-	-	2021-07-15
603868.SH		飞科电器	65.94	0.99	31.69	0.41	35.58	61.37	2016-04-18
603579.SH		荣泰健康	20.12	0.65	19.50	81.97	76.92	75.70	2017-01-11
603578.SH		三星新材	13.96	13.65	22.74	72.54	65.66	39.37	2017-03-06
002050.SZ	家电上游	三花智控	24.20	14.99	31.93	3.69	1.92	31.88	2005-06-07
002011.SZ		盾安环境	12.70	-3.27	14.61	7.79	5.51	3.32	2004-07-05
605117.SH		德业股份	123.82	-32.09	26.98	0.41	-	-	2021-04-20
000541.SZ	照明	佛山照明	5.25	6.71	30.40	72.75	81.52	87.77	1993-11-23

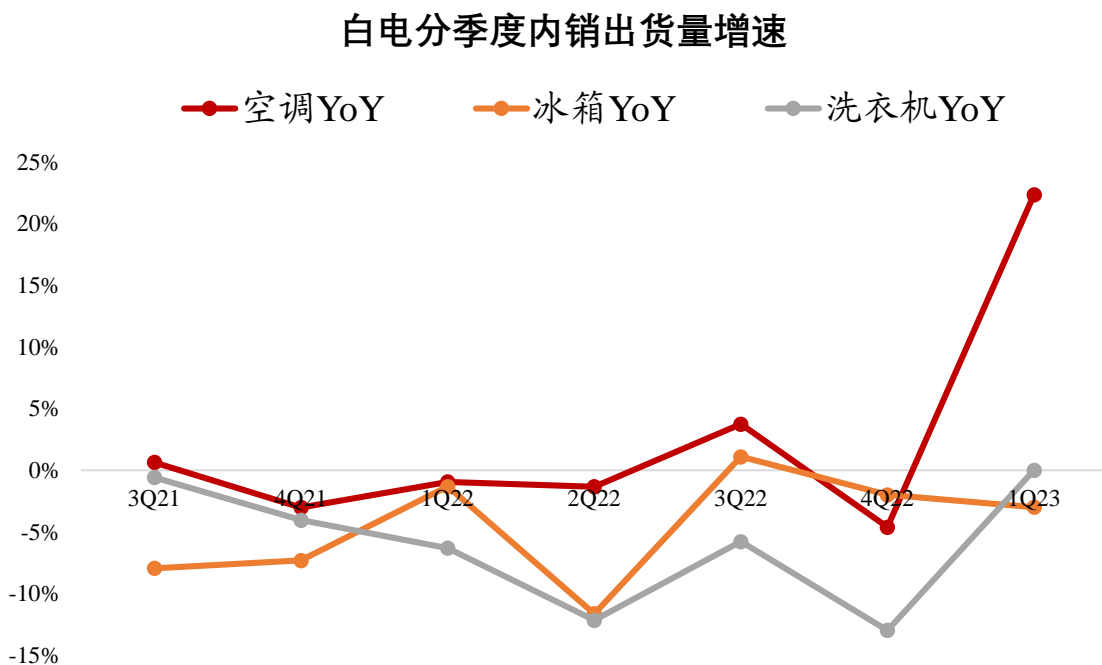
02

大家电：盈利能力改善，  
空调景气度高

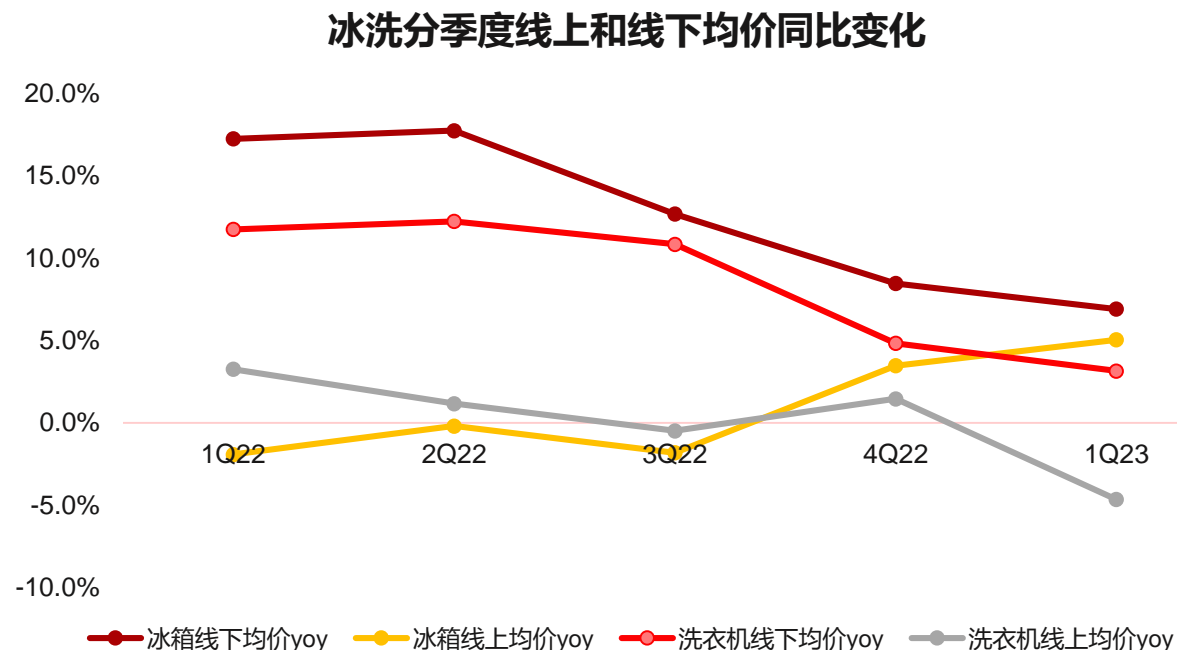
### □ 23Q1空调出货景气度显著修复，冰洗零售均价持续提升。

- 23Q1全国疫情防控优化以来，由于前期递延的需求得到释放，叠加龙头企业“火三月”、“红四月”、“春雷行动”等促销活动，空调出货明显修复。23Q1空调/冰箱/洗衣机内销出货量同比+22%/-3%/+0%，空调出货增速大幅跑赢冰洗。
- 冰洗消费升级态势持续，均价仍处于上行通道。23Q1冰箱/洗衣机线上零售均价分别同比+5%/-5%，线下零售均价分别同比+7%/+3%。

#### 图1：23Q1空调内销出货增速快速修复



#### 图2：冰洗均价持续提升

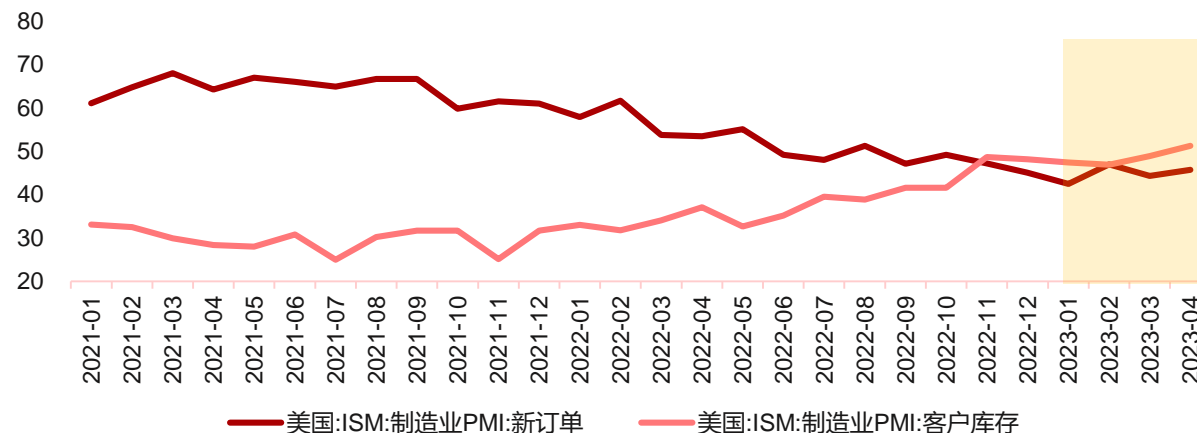


### □ 美国制造业订单开始有起色，重点家电零售商库存Q1环比下降。

1) 随着美国渠道库存去化，制造业新订单开始有所起色。根据美国统计局数据，23年4月美国制造业新订单相比23年初增长8%，而客户库存水平也增长8%。

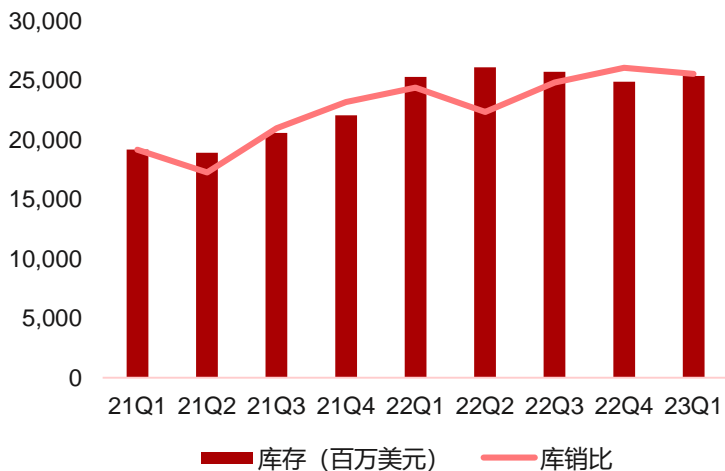
2) 美国三大家电零售商百思买、劳氏、家得宝去库存取得阶段性成果，持续推动去库存有助于订单未来向上游回流。截至2022Q4，百思买、劳氏、家得宝的库存分别环比-30%、-2%、-2%，若还原通货膨胀的影响，渠道去库存效果或更加明显。

### 图：自2023年初，制造业订单开始上升



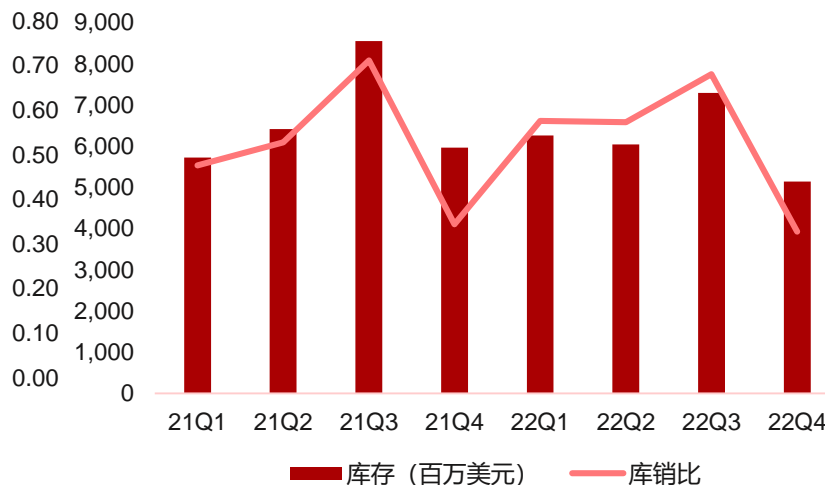
### 图：家得宝22Q4库存环比-2%，同比+13%

#### 家得宝库存及同比变化



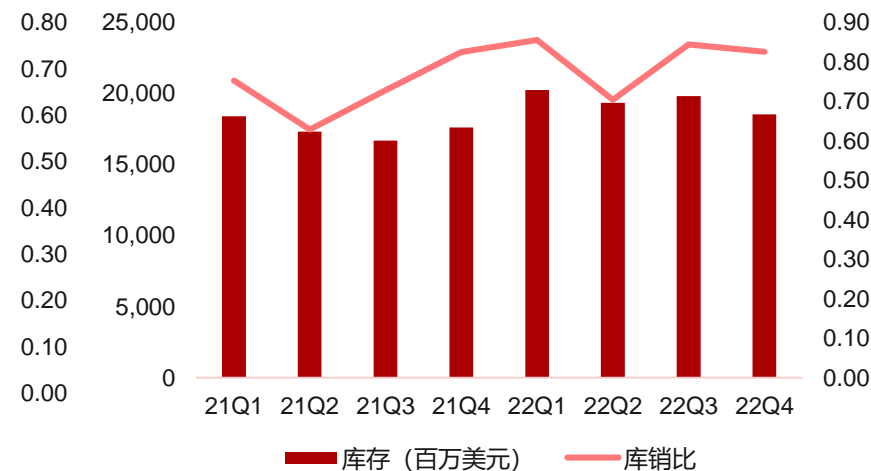
### 图：百思买22Q4库存环比-30%，同比-14%

#### 百思买库存及同比变化



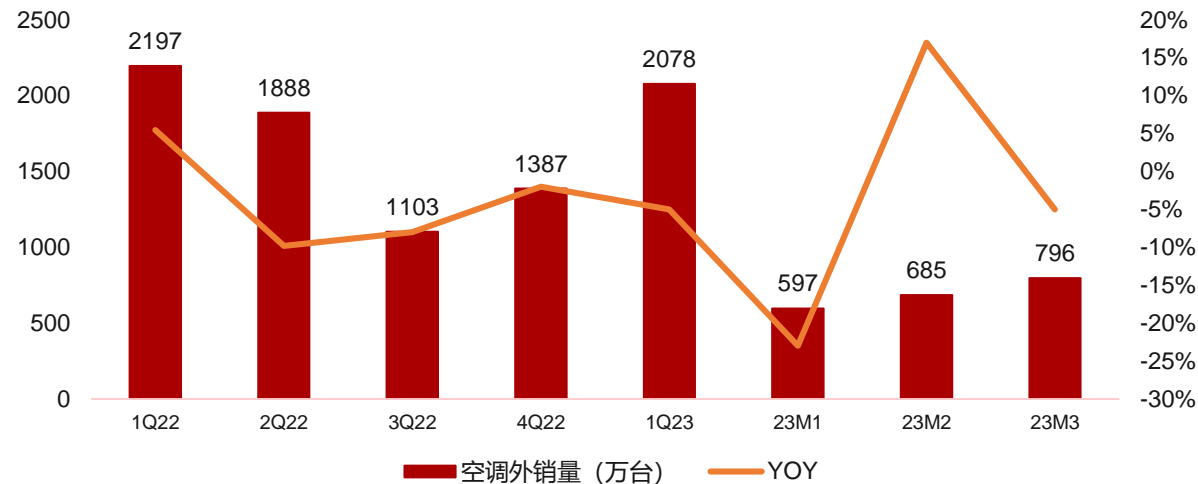
### 图：劳氏22Q4库存环比-2%，同比+5%

#### 劳氏库存及同比变化

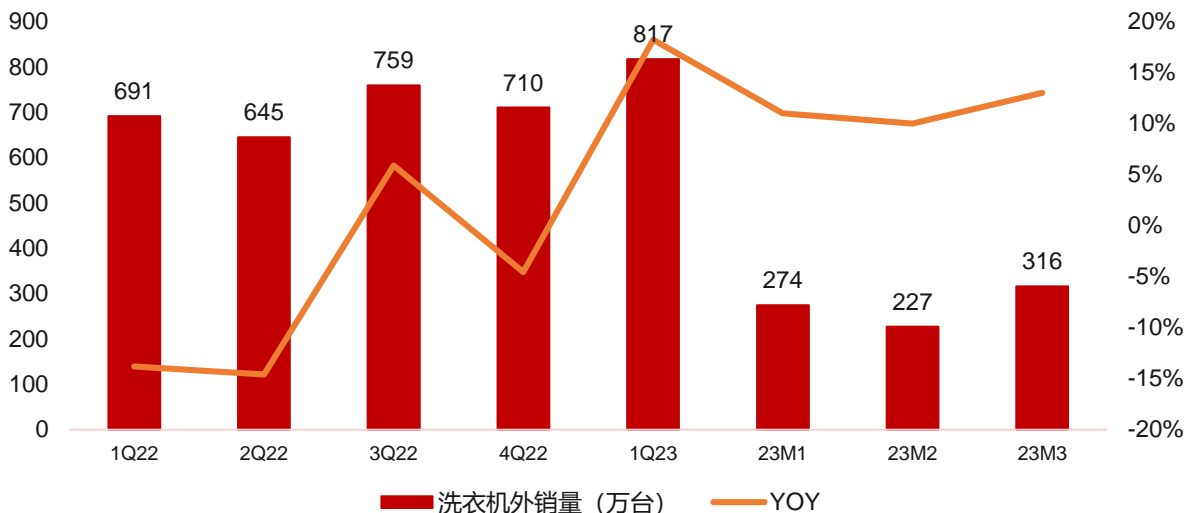


- **23Q1冰箱、空调出口仍有压力，洗衣机表现亮眼。**根据产业在线数据，23Q1冰箱、洗衣机、空调出口量分别同比-10%、+18%、-5%，其中冰箱降幅环比收窄8 pct。
- 22年海外终端需求承压+库存压力突出，各大零售商进入主动去库阶段。考虑到产业链从下游传导到上游的牛鞭效应，国内代工企业的出口量大幅下滑。
- 23Q1以来，虽然终端需求表现稳定，海外渠道去库见效后，冰箱出口降幅环比明显改善，洗衣机则恢复至正增长，空调有望在Q2转正。

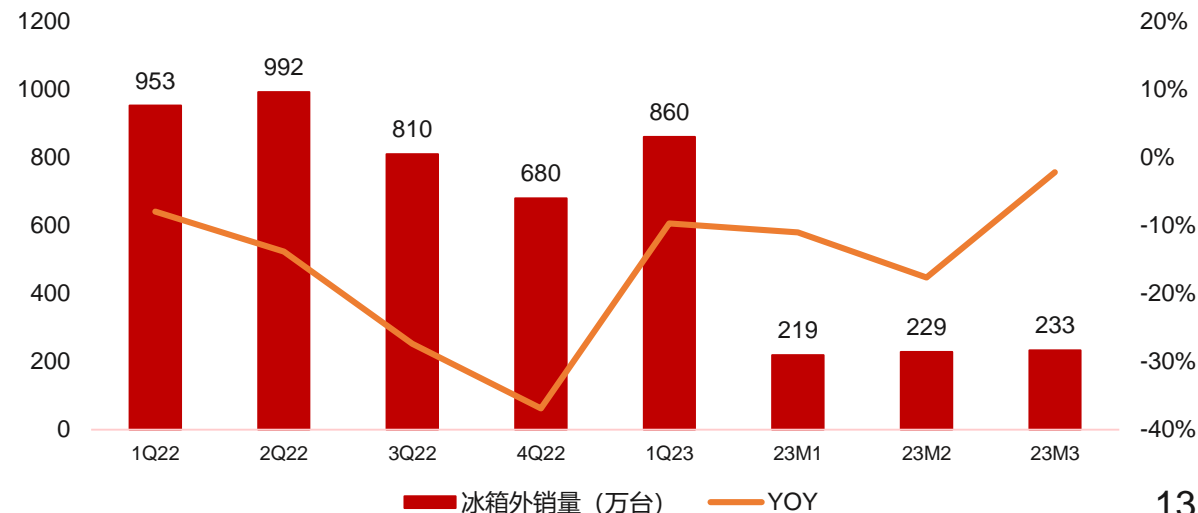
图：23Q1空调行业出口同比-5%



图：23Q1洗衣机行业出口同比+18%



图：23Q1冰箱行业出口同比-10%



海外主要的家电上市公司23Q1业绩基本符合管理层预期，大部分公司维持此前2023年的指引。其中，暖通空调龙头特灵科技（Trane）、大金工业（Daikin）上调指引，全球热水器制造企业AO史密斯（AOS）也上调指引。

表：海外重点上市公司业绩增速及指引变化

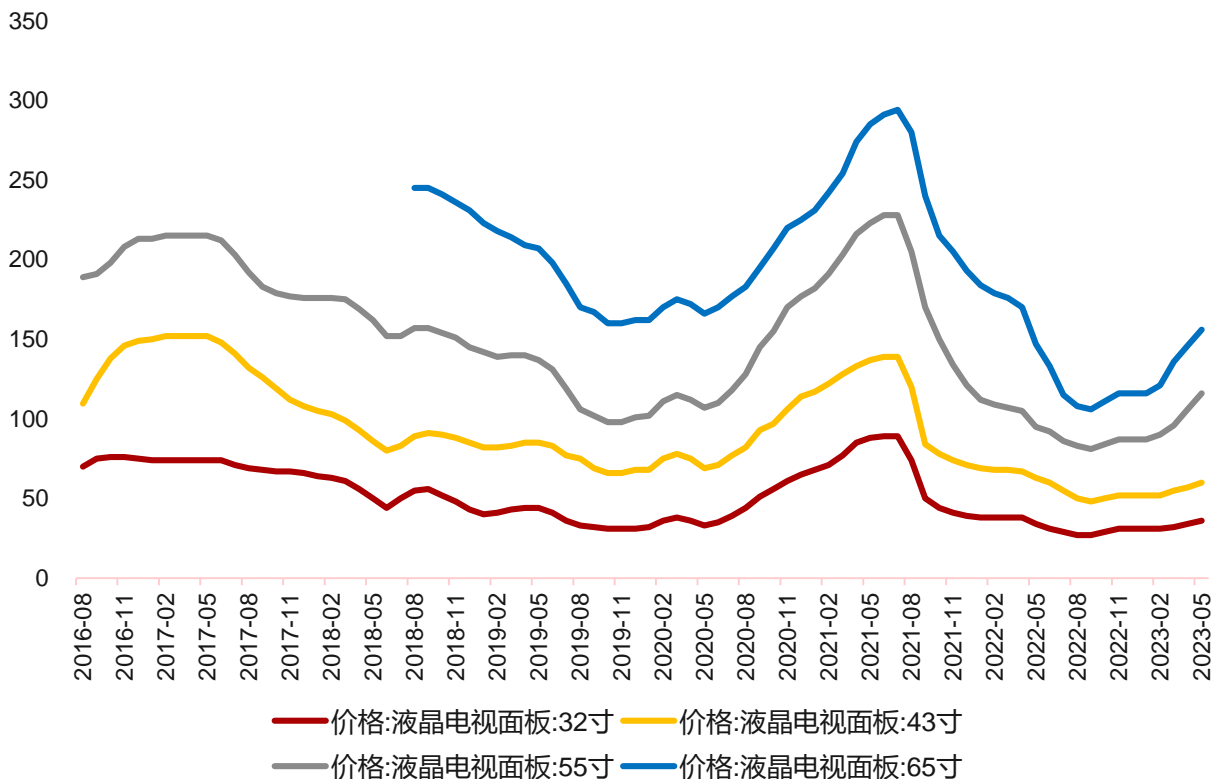
公司名称	主营业务	财务指标	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022A	2023F	23年指引相较22Q4调整方向
Whirlpool	白电、厨电、小家电	收入yoy	-8%	-4%	-13%	-15%	-6%	-10%	预计FY2023营业收入约为194亿美元，同比下降1%至2% 按GAAP和持续基准计算，摊薄每股收益为16.00美元至18.00美元 经营活动现金流约为14亿美元，自由现金流约为8亿美元 GAAP和调整后（非GAAP）税率为14%至16%	维持
		净利润yoy	-28%	-164%	-70%	-638%	-156%	-185%		
Carrier	HVAC	收入yoy	-1%	-4%	2%	-1%	13%	-1%	公司预计FY2023营业收入约220亿美元，有机增长率水平约为中等个位数； 调整后营业利润率约14%，其中包括了50bps的TCC负面影响； 调整后每股收益约2.50~2.60美元，约高单位数到低双位数的增长； 自由现金流约19亿美元	维持
		净利润yoy	259%	18%	180%	-17%	-73%	112%		
Trane	HVAC	收入yoy	11%	9%	18%	14%	9%	13%	公司预计FY2023营业收入同比增长9~10%，有机营收增长率约7~8%； 预计GAAP持续每股收益约8.2~8.4美元，调整后持续每股收益约8.3~8.5美元	上调
		净利润yoy	11%	10%	35%	38%	18%	23%		
JCI	温控、空调、机械设备和能源领域	收入yoy	10%	9%	4%	5%	4%	7%	FY2023有机营收同比增长率约高单位数至低双位数水平； 调整后EBITDA利润率约同比提升90~120基点； 调整后每股收益约3.30~3.60美元，同比增长10-20%	维持
		净利润yoy	-16%	-97%	-34%	183%	-69%	-6%		
LENNOX	空调及制冷设备	收入yoy	9%	10%	17%	13%	4%	13%	公司维持先前FY2023业绩指引水平，预计营业收入同比持平至+4%，GAAP和调整后每股收益约14.25~15.25美元，自由现金流约2.5亿~3.5亿美元，CAPEX约2.5亿美元，税率约19~21%	维持
		净利润yoy	-1%	4%	12%	13%	17%	7%		
AOS	热水装置	收入yoy	27%	12%	-4%	-6%	-1%	6%	预计FY2023净销售额同比持平（+/-2%）。摊薄每股收益约3.20~3.40美元，调整后每股收益约3.30~3.50美元。	上调
		净利润yoy	23%	7%	-17%	-186%	6%	-52%		
iRobot	机器人	收入yoy	-4%	-30%	-37%	-21%	-45%	-24%		
		净利润yoy	-508%	1450%	-324%	167%	167%	-1042%		
DAIKIN	空调及制冷设备	收入yoy	24%	21%	38%	30%	23%	25%	FY2023业绩指引：预计销售收入约4.1万亿日元； 预计营业利润4000亿日元； 对归母净利润约2640亿日元；	上调
		净利润yoy	42%	-10%	42%	33%	25%	39%		
LG-H&A	白电	收入yoy	19%	18%	6%	-2%	1%	10%		
		税前利润yoy	-51%	-34%	-54%	-85%	129%	-49%		
Electrolux	白电	收入yoy	4%	11%	14%	1%	9%	7%	营业收入同比增长高于4%，净资产收益率高于20%，营业利润率高于6%，资金周转率高于4倍	维持
		净利润yoy	-39%	-81%	-153%	-422%	-162%	-128%		
Delonghi	小家电	收入yoy	8%	-6%	-5%	-4%	-18%	-2%	调整后的Ebitda在3.7 - 3.9亿欧元之间。	
		净利润yoy	-33%	-78%	-54%	-1%	-24%	-43%		

资料来源：Capital IQ，各公司公告，浙商证券研究所

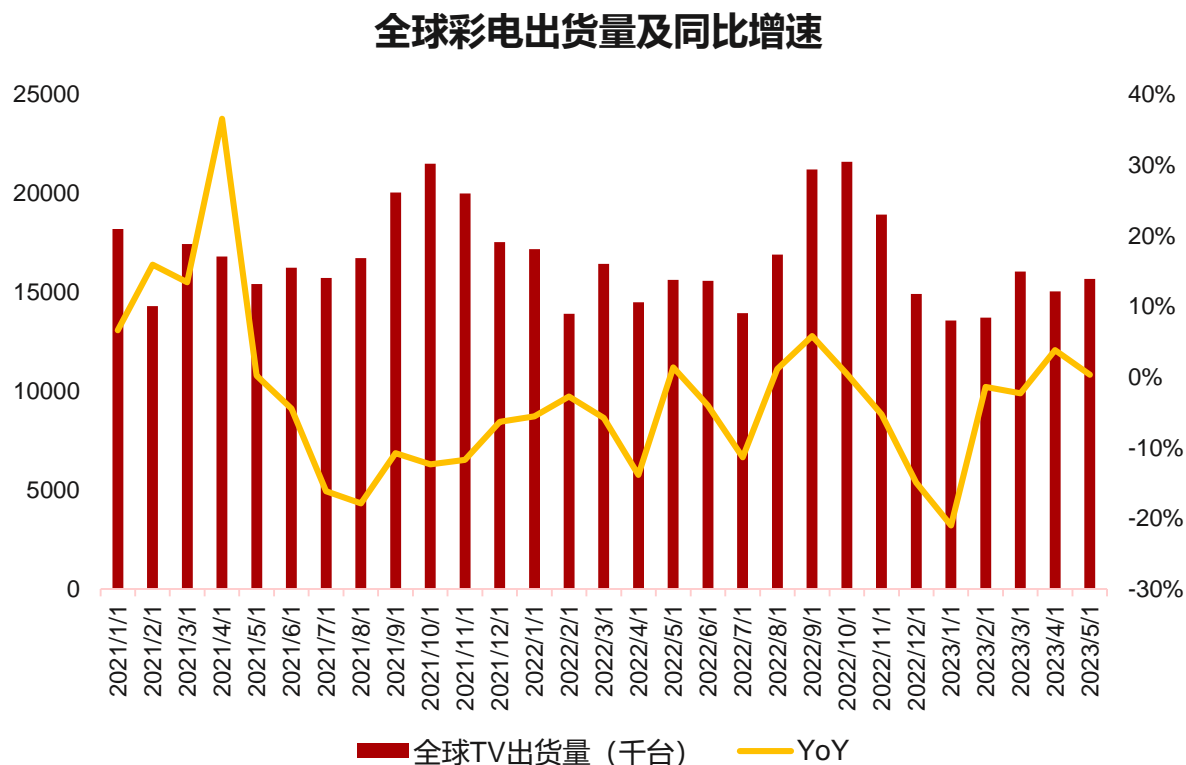
### □ 面板价格仍然处于低位，有助于彩电制造企业毛利率改善。

- 23Q1期间32-65寸面板价格分别环/同比+5%/-22%左右，面板价格仍然处于低位。虽然23Q1面板价格环比22Q4提升，但考虑到全球彩电需求仍然低迷、面板厂稼动率企稳，我们预计面板价格回弹空间有限。面板价格下跌有助于彩电制造企业毛利率改善。

图：2023年初以来，面板价格回弹（单位：美元/片）



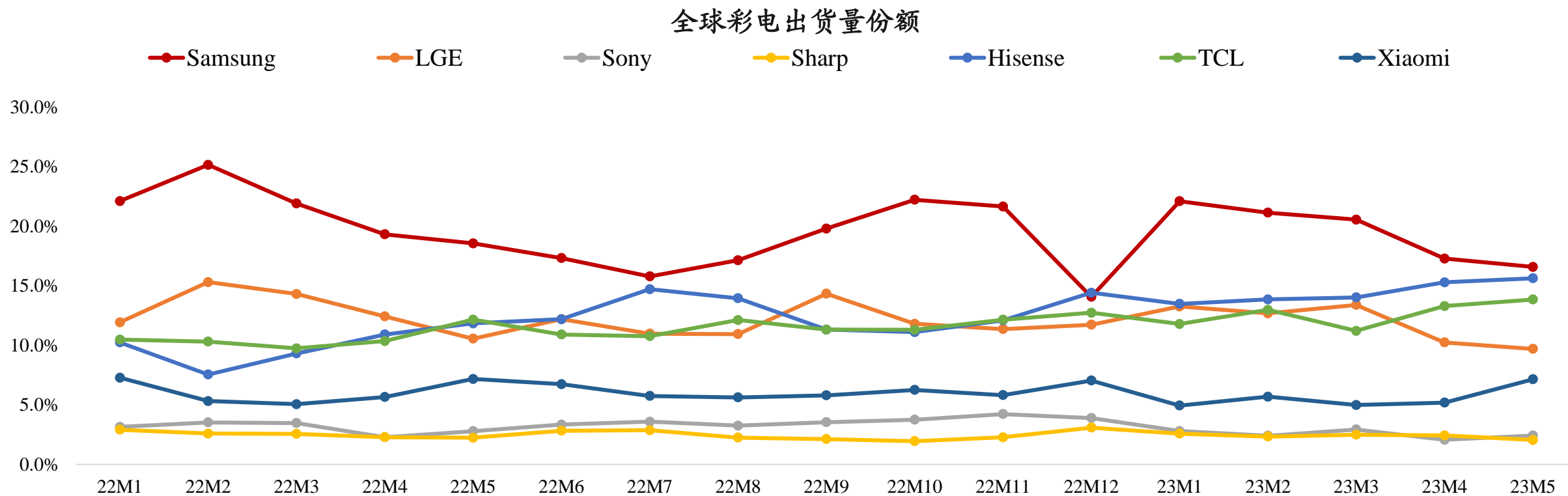
图：4-5月全球彩电出货市场同比回正



### 全球市场国产品牌份额提升，国内市场互联网品牌份额下降为传统彩电龙头让出空间。

- 在全球市场，国产品牌海外库存处于相对低位，相比日韩企业库存较低，尽享面板价格下行带来的红利，提升价格竞争力。根据Omedia数据，海信和TCL彩电市场份额进一步提升，23M1-5全球彩电出货量份额分别为14.48%、12.62%，同比提升4.48 pct、2.02 pct。

图：海信全球彩电出货量份额逐步提升



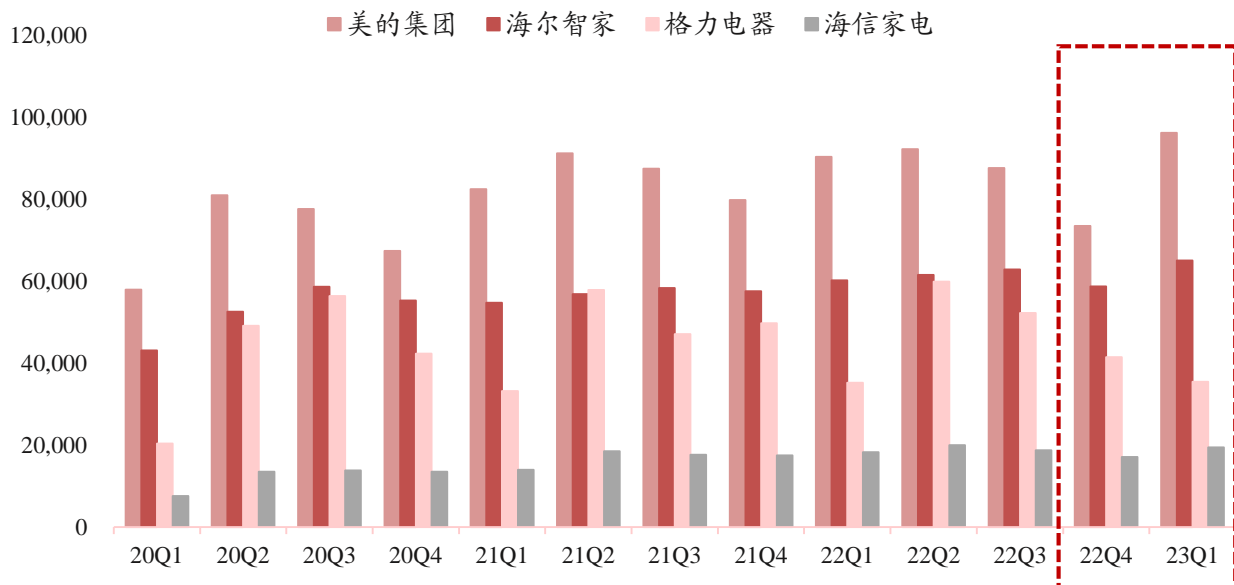


### □ 白电龙头企业韧性强，收入稳健各有千秋

- 1) 受到国内局部疫情和海外消费需求疲软、库存去化影响，白电企业22Q4收入普遍负增长（海尔除外）。23Q1随着国内疫情防控优化，消费复苏，白电企业收入重回正增长。
- 2) 23Q1收入增长体现了龙头企业不同的阿尔法属性。① 海尔智家持续引领高端化；海外自主品牌紧随市场，及时调整产品结构和迭代升级，海尔智家23Q1海外收入逆势同比+11%。② 美的集团B端引领增长，空调内销增长强劲带动内销高增。③ 海信家电则受益于23Q1中央空调收入的高速增长。

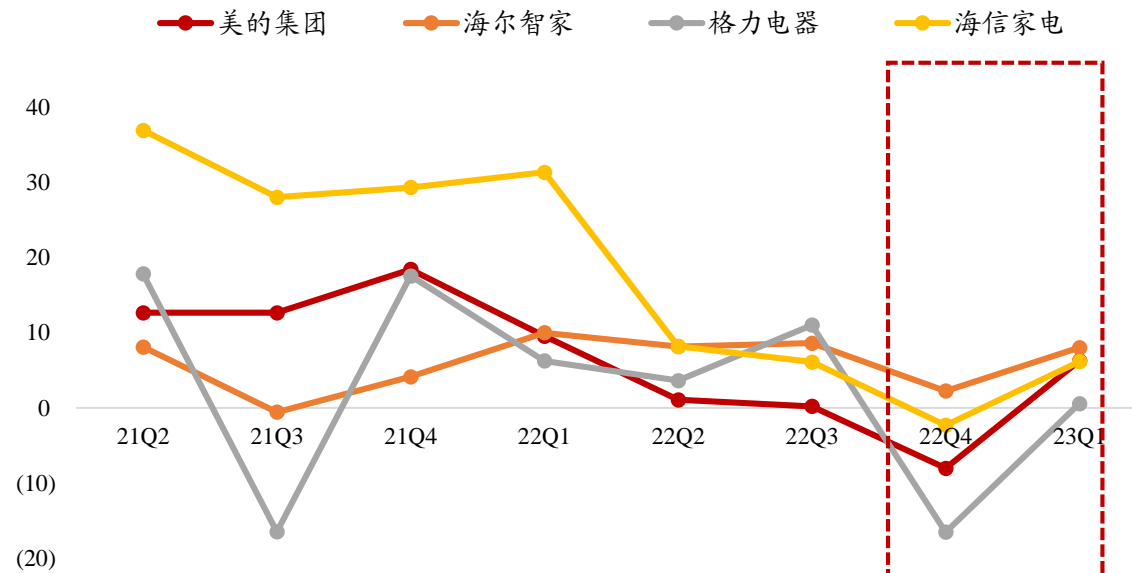
图：白电相关标的分季度收入（单位：百万元）

白电企业分季度收入（单位：百万元）



图：白电相关标的分季度收入同比增速

白电企业分季度收入增速

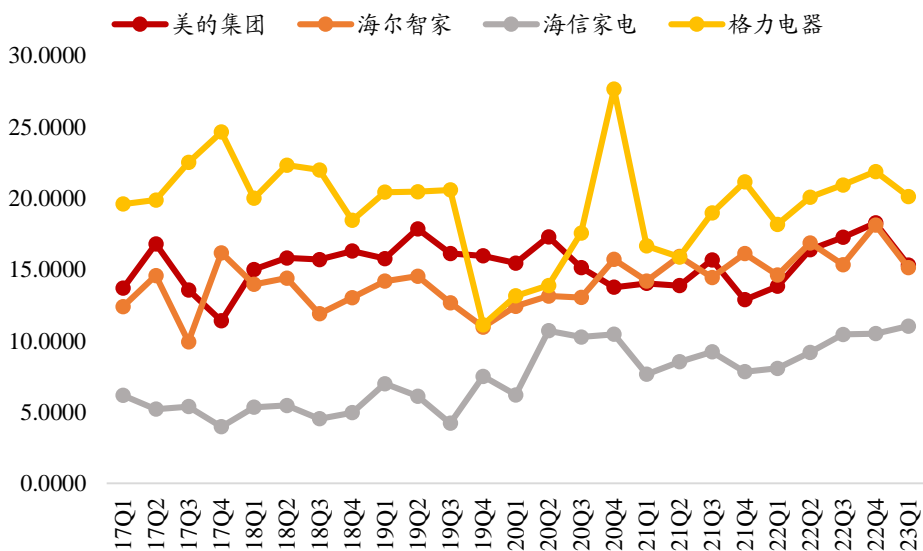


### □ 白电龙头毛销差改善，海尔、海信费用优化

- 23Q1各白电企业成本压力在报表端有所缓解，毛销差同比均有所提升。美的、海尔、海信、格力23Q1的毛销差分别同比提升1.48、0.51、2.97、1.96 pct。海尔毛销差提升幅度不及其他白电标的的原因是海外业务的成本端仍然受到高通胀的影响，期待后续通胀收缩后盈利能力改善。
- 从费用端看，海尔和海信持续提升运营效率、优化费用率，23Q1期间，费用率（含销售、管理、研发、财务费用率）同比下降了0.16、1.68 pct。美的和格力两大空调龙头费用率则上升，23Q1期间费用率同比提升1.55、3.61 pct。

图：22Q3白电企业的毛销差总体环比改善

各大企业分季度毛销差水平



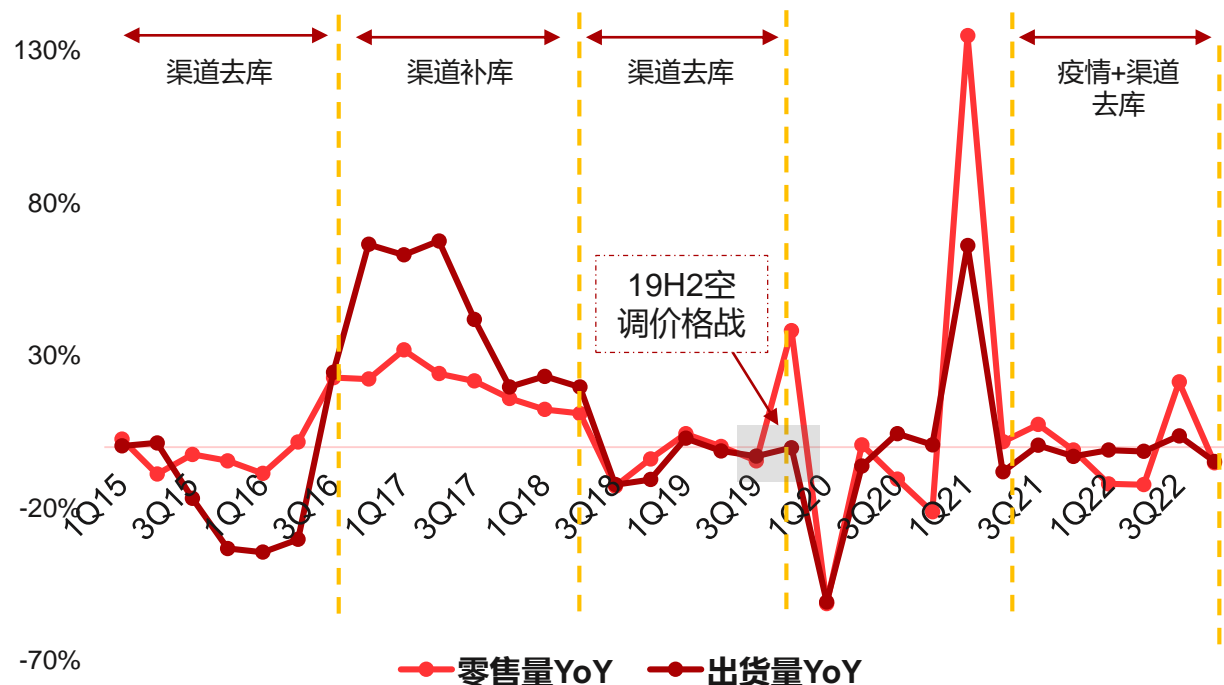
表：23Q1白电龙头费用率同比改善

	美的集团				海尔智家				格力电器				海信家电			
	销售费率	管理费	研发费	财务费	销售费率	管理费	研发费	财务费	销售费率	管理费	研发费	财务费	销售费率	管理费	研发费	财务费
20Q1	9.69	7.00	3.56	-0.46	15.03	8.19	3.71	0.76	4.34	7.42	4.34	-2.38	14.34	7.42	3.63	-0.57
20Q2	8.57	5.44	2.87	-0.72	15.30	7.63	2.55	0.71	8.74	4.93	3.16	-1.37	13.64	4.93	2.18	-0.20
20Q3	9.67	5.77	2.95	-0.78	15.06	7.74	3.52	0.75	8.58	4.39	2.66	-0.57	14.46	4.39	2.36	-0.13
20Q4	10.80	9.37	5.01	-1.73	18.58	8.72	3.35	0.10	6.76	7.34	4.80	-1.00	14.57	7.34	2.88	-0.16
21Q1	8.98	5.93	3.04	-1.16	14.30	7.66	3.78	0.31	7.78	6.48	3.98	-2.07	13.08	6.48	2.72	-0.45
21Q2	9.57	5.06	3.04	-1.48	15.66	8.05	2.94	0.22	7.46	5.44	3.50	-0.86	12.57	5.44	2.47	0.10
21Q3	9.27	7.55	3.92	-1.17	16.06	8.55	4.23	0.00	5.94	4.98	2.91	-1.23	12.41	4.98	3.02	-0.02
21Q4	5.28	7.54	4.04	-1.29	18.15	8.75	3.74	0.67	3.56	5.24	3.06	-0.96	7.64	5.24	3.53	0.60
22Q1	8.36	5.84	3.22	-1.27	13.93	7.75	4.12	0.23	5.50	7.20	3.72	-1.59	10.47	7.20	2.81	-0.20
22Q2	7.66	5.94	3.17	-0.63	14.95	8.21	3.43	-0.55	4.92	4.95	2.88	-0.64	10.72	4.95	2.77	-0.15
22Q3	7.38	6.97	3.46	-0.43	15.72	8.68	4.55	-0.68	6.53	6.08	3.24	-1.15	12.54	6.08	2.97	-0.15
22Q4	10.17	9.79	5.01	-1.73	18.89	8.77	3.48	0.65	7.03	6.72	3.65	-1.56	9.73	6.63	3.90	-0.51
23Q1	8.74	6.30	3.40	-0.74	13.58	7.77	4.21	0.32	7.30	8.38	4.30	-1.55	10.09	5.63	2.97	-0.09

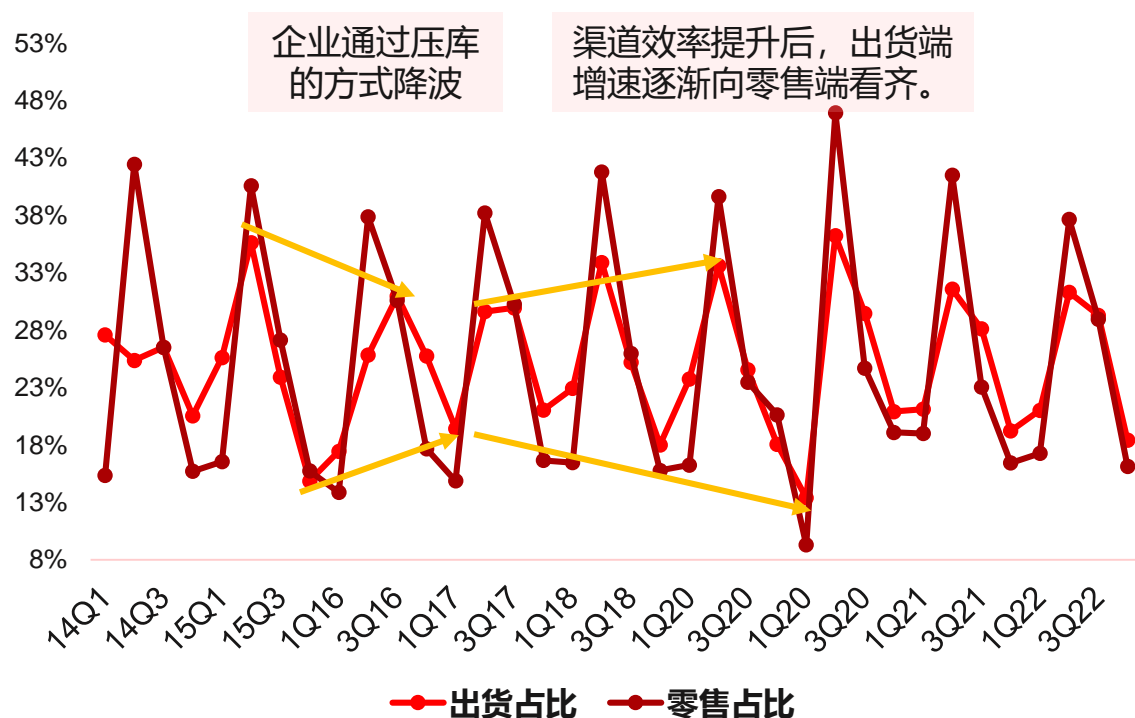
我们认为目前空调渠道库存处于合理位置，终端零售弹性可落实到工厂出货端。我们根据零售量和出货量的同比增速轧差确定销售渠道的库存周期，2022年由于原材料价格处于下降通道，企业备货生产意愿低，并且Q3热夏消化了前期渠道积压的库存，零售量增速大幅跑赢出货端，因此我们预计当前渠道内的空调库存处于低位。

我们认为当下的市场条件发生空调价格战的概率较低：1) 地产修复：若2023年地产销售和竣工能够有所增长，空调消费需求的弹性将会被释放，预计今年的空调终端消费不会疲软。2) 渠道库存：我们预计渠道库存目前较低，价格战往往伴随着库存去化，目前的渠道库存不支撑大规模价格战。3) 企业利润诉求更高：2020年疫情以来，白电的经营环境恶化，居民消费疲软、房地产表现低迷、原材料和海运费价格上涨使得各个企业的收入和利润受损严重，预计当下各个企业的利润诉求会更高。

图：空调内销出货和零售增速对比



图：空调出货节奏正向销售节奏靠拢

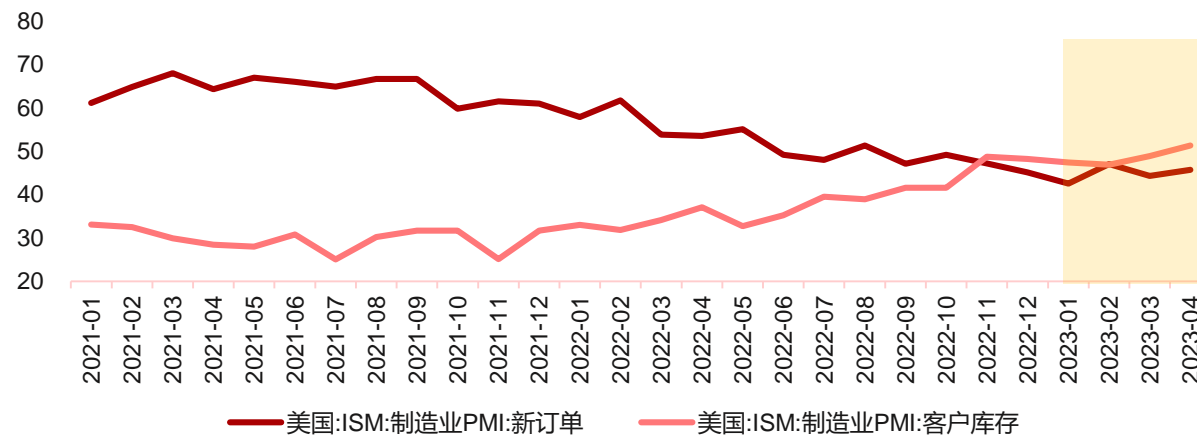


### □ 美国制造业订单开始有起色，重点家电零售商库存Q1环比下降。

1) 随着美国渠道库存去化，制造业新订单开始有所起色。根据美国统计局数据，23年4月美国制造业新订单相比23年初增长8%，而客户库存水平也增长8%。

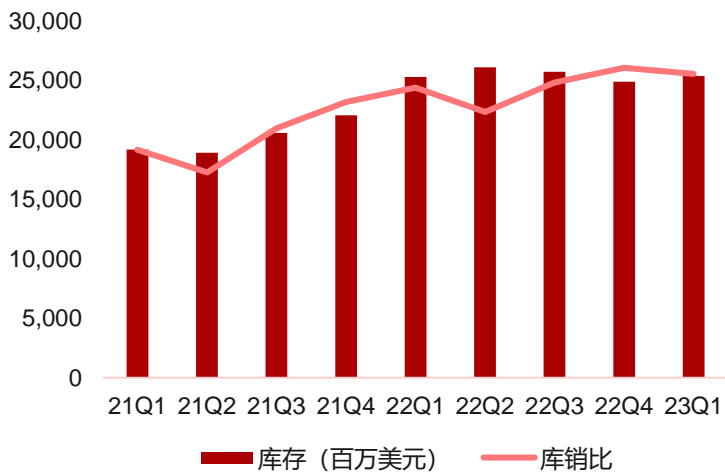
2) 美国三大家电零售商百思买、劳氏、家得宝去库存取得阶段性成果，持续推动去库存有助于订单未来向上游回流。截至2022Q4，百思买、劳氏、家得宝的库存分别环比-30%、-2%、-2%，若还原通货膨胀的影响，渠道去库存效果或更加明显。

图：自2023年初，制造业订单开始上升



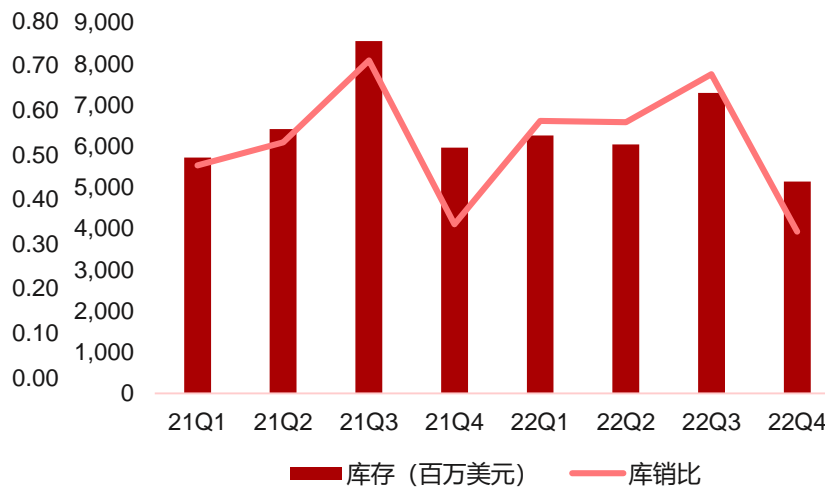
图：家得宝22Q4库存环比-2%，同比+13%

家得宝库存及同比变化



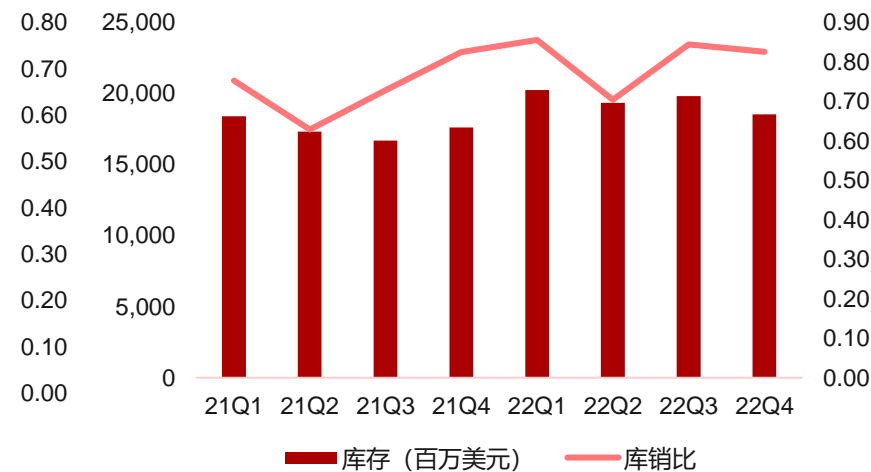
图：百思买22Q4库存环比-30%，同比-14%

百思买库存及同比变化



图：劳氏22Q4库存环比-2%，同比+5%

劳氏库存及同比变化



### □ 推荐标的：美的集团

- **盈利能力改善，经营质量持续提升。** 1) 公司22Q4和23Q1毛销差分别为16.35%、15.27%，分别同比优化3.50 pct、1.50 pct。毛利率大幅优化得益于原材料价格、海运费价格下降带来的成本下行。2) 公司23Q1经营活动产生的现金净额增速略跑赢归母净利润增速，体现公司的高经营质量。23Q1公司经营活动产生的现金流量净额92.72亿元，同比+16.21%，对比归母净利润增速12.04%。
- **23Q1家电内销复苏，B端持续高增长。** 1) 2022年公司暖通空调和消费电器业务分别实现收入1506亿元、1253亿元，分别同比+6.17%、-4.99%。随着防疫政策优化，白电消费复苏，我们预计美的家电内销收入恢复性增长。2) 美的B端业务持续高增打造第二曲线，23Q1美的工业技术/机器人与自动化/楼宇科技收入为62亿元/76亿元/78亿元，分别同比+10.6%/+27.0%/+40.6%。
- **盈利预测：** 预计公司 2023-2025 年收入为3689/4026/4402亿元，对应增速为7%/9%/9%；归母净利润为332/367/402亿元，对应增速为12%/10%/10%，对应EPS分别为4.75/5.24/5.75元，对应当前股价 PE分别为12x/11x/10x。
- **风险提示：** 原材料价格上涨超预期；需求不及预期；市场竞争加剧。

#### 表：美的集团财务摘要

	2021	2022	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入 (亿元)	3412.33	3439.18	877.06	735.51	962.63
YOY	20.06%	0.79%	0.20%	-7.94%	6.51%
毛利率	22.48%	24.24%	24.63%	26.57	24.04
归母净利润 (亿元)	285.74	295.54	84.74	50.84	80.42
YOY	4.96%	3.43%	0.33%	-0.68%	12.04%
归母净利率	8.37%	8.55%	9.66%	6.91%	8.35%

#### 表：美的集团主要财务指标预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	3439.18	3688.97	4026.48	4402.00
YOY	0.79%	7.26%	9.15%	9.33%
归属母公司净利润 (亿元)	295.54	332.43	366.55	402.01
YOY	3.43%	12.48%	10.26%	9.68%
每股收益(元)	4.23	4.75	5.24	5.75
P/E	13.44	11.95	10.83	9.88

### 推荐标的：海尔智家

- ✓ **收入端：全球高端引领，空调收入高增。** 1) 卡萨帝持续引领高端化，根据GfK数据，23Q1卡萨帝在万元以上冰箱、万元以上洗衣机、1.5万元以上空调的零售份额提升至40%、86%、29%。公司23Q1海外收入同比+11%。欧洲市场Haier品牌价格指数124，高端品牌增长+42%。2) 空调内销出货份额持续提升，公司23Q1空调内销出货量同比+12%（产业在线），我们预计23Q1公司空调收入高增。
- ✓ **盈利端：产品调整驱动毛利提升，数字化降本控费提效。** 1) 23Q1实现毛利率28.70%，同比提升0.16 pct。其中：国内毛利率受益于高端占比提升、数字化变革、原材料价格下降，海外受竞争加剧、高成本原材料等影响，毛利率同比回落。2) 得益于数字化推进带来的营销资源配置、仓储物流效率提升，23Q1销售/管理/研发费用率分别为13.58%/3.56%/4.21%，分别同比-0.35pct/-0.07pct/+0.09pct。
- **盈利预测：** 预计23-25年公司收入分别为2614/2818/3035亿元，对应增速分别为7%/8%/8%，归母净利润170/195/224亿元，对应增速分别为15%/15%/15%，对应EPS分别为1.80/2.07/2.37元，对应PE分别为13x/11x/9x。
- **风险提示：** 汇率波动；宏观经济下行；市场竞争加剧。

#### 表：海尔智家财务摘要

	2021	2022	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入(亿元)	2275.56	2435.14	628.91	587.65	650.66
YOY	8.50%	7.22%	7.79%	2.24%	8.02%
毛利率	31.23%	31.33%	31.06%	33.97%	28.70%
归母净利润(亿元)	130.67	147.11	37.17	30.45	39.71
YOY	47.21%	12.48%	20.57%	-2.71%	12.60%
归母净利率	5.74%	6.04%	5.91%	5.18%	6.10%

#### 表：海尔智家主要财务指标预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	2435.14	2614.28	2818.16	3034.77
YOY	7.22%	7.36%	7.80%	7.69%
归属母公司净利润(亿元)	147.11	169.53	195.05	223.52
YOY	12.48%	15.24%	15.05%	14.60%
每股收益(元)	1.56	1.80	2.07	2.37
P/E	14.41	12.50	10.87	9.48

### □ 推荐标的：海信视像

- 收入端：海信全球出货份额提升，国内大尺寸彩电占比提升。**海信彩电全球出货份额提升，国内75寸以上彩电占比提升驱动23Q1公司收入双位数增长。1) 根据Omedia数据，1-2月海信品牌彩电全球出货量336万台，同比+19.57%，全球彩电出货份额为12.81%，同比提升3.78 pct。2) 根据奥维云网数据，23Q1中国彩电市场大尺寸升级持续，65寸彩电超越55寸份额成为第一大主销尺寸，其中75寸、85寸彩电销量占比提升7.0 pct、2.4 pct。
- 盈利端：毛利率持续提升，费用率略有增加。**公司23Q1实现净利润率6.03%，同/环比分别+1.76 pct/+0.98 pct。1) 近期面板价格虽略有反弹，但仍处于低位，且公司调整中高端产品销售结构优化盈利。公司23Q1毛利率为18.17%，同/环比分别+0.81 pct/-1.20 pct。2) 公司费用率持续优化，效率提升。公司23Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为6.64%/1.88%/4.50%/0.05%，分别同比-0.62 pct/+0.21 pct/-0.04 pct/-0.23 pct。

□ **盈利预测：**预计公司23-25年实现收入518/556/583亿元，对应增速分别为13%/7%/5%；预计公司23-25年实现归母净利润20/23/26亿元，对应增速分别为22%/14%/11%，对应EPS分别为1.56/1.78/1.98元，对应PE分别为14x/13x/11x。

□ **风险提示：**汇率波动，原材料成本波动，宏观经济下行。

### 表：海信视像财务摘要

	2021	2022	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入 (亿元)	468.01	45738	122.97	132.27	114.83
YOY	19.04%	-2.27%	-5.14%	2.69%	12.75%
毛利率	15.75%	18.22%	18.05%	19.36%	18.17%
归母净利润 (亿元)	11.38	1679	5.13	5.72	6.21
YOY	-4.83%	47.58%	116.19%	11.77%	107.90%
归母净利率	2.43%	3.67%	4.17%	4.32%	5.41%

### 表：海信视像主要财务指标预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	45738	51754	55615	58321
YOY	-2.27%	13.15%	7.46%	4.87%
归属母公司净利润 (亿元)	1679	2043	2328	2592
YOY	47.58%	21.69%	13.92%	11.36%
每股收益(元)	1.28	1.56	1.78	1.98
P/E	17.37	14.27	12.53	11.25

### □ 推荐标的：海信家电

- 原料跌价+结构调整，盈利能力大幅提升。** 1) 公司23Q1毛利率为21.12%，同比提升2.59 pct，毛利率的同比改善得益于原材料价格下降和公司高端产品结构占比提升。23Q1期间，公司实现销售净利率5.36%，同比提升2.24 pct，我们认为毛利率提升是公司整体实现净利润高增的主要原因。2) 报告期内，公司费用率略有提升，但销售费用率同比改善幅度较大。公司23Q1销售/管理/研发费用率分别为10.09%/2.66%/2.97%，分别同比-0.38 pct/+0.35 pct/+0.17 pct。
  - 预计家用空调收入高增，海外出口业务压力有望缓解。** 1) 得益于部分需求递延和地产交付数据回暖，公司暖通空调收入预计高增。根据产业在线数据，公司23Q1家用空调内销出货量109万套，同比高增61%； 2) 由于海外家电市场景气度较低，公司出口仍然承压，23Q1海信空调出口量同比-17%。我们认为随着渠道去库取得进展叠加去年海外低基数影响，外销收入和盈利下半年弹性有望释放。
- 盈利预测：** 预计公司 2023-2025 年收入为787/836/892亿元，对应增速为6%/6%/7%；归母净利润为17/20/23亿元，对应增速为20%/18%/14%，对应EPS分别为1.27/1.49/1.70元，对应当前股价 PE分别为20x/17x/15x。
- 风险提示：** 原材料价格上涨超预期；需求不及预期；市场竞争加剧

#### 表：海信家电财务摘要

	2021	2022	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入 (亿元)	675.63	741.15	187.19	170.89	194.30
YOY	39.61%	9.70%	6.09%	-2.32%	6.16%
毛利率	19.70%	20.69%	22.98%	0.21	0.21
归母净利润 (亿元)	9.73	14.35	4.50	3.65	6.15
YOY	-38.40%	47.54%	44.55%	691.03%	131.11%
归母净利率	1.44%	1.94%	2.40%	2.14%	3.17%

#### 表：海信家电主要财务指标预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	741.15	787.06	835.87	891.51
YOY	9.70%	6.19%	6.20%	6.66%
归属母公司净利润 (亿元)	14.35	17.27	20.35	23.13
YOY	47.54%	20.36%	17.86%	13.64%
每股收益(元)	1.05	1.27	1.49	1.70
P/E	23.54	19.56	16.60	14.60



# 03

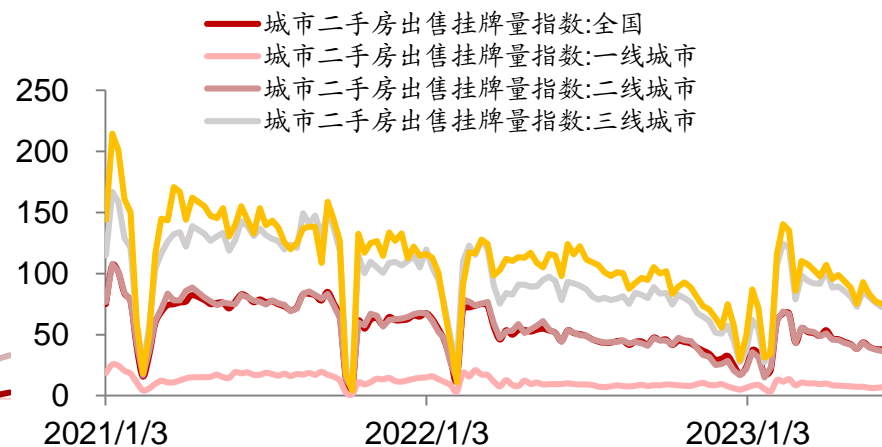
**厨电：买入全品类、全渠道布局  
的经营韧性**

- 2023年1-4月地产竣工、销售面积分别同比+19.2%、+2.7%，表现回暖，或主要受益去年疫情带来的积压需求释放以及保交楼红利，单4月竣工、销售面积环比有所下滑。此外，二手房挂牌交易量1-2月明显提升，3月起有所回落。
- 从竣工到产生家电需求一般需要6个月左右时间，上半年的竣工红利预计到下半年有所反映，保交楼订单由于精装修，则会更快兑现。2023Q1油烟机、集成灶零售量分别同比+0.10%，-5.40%，厨电企业的数据兑现仍需时间。

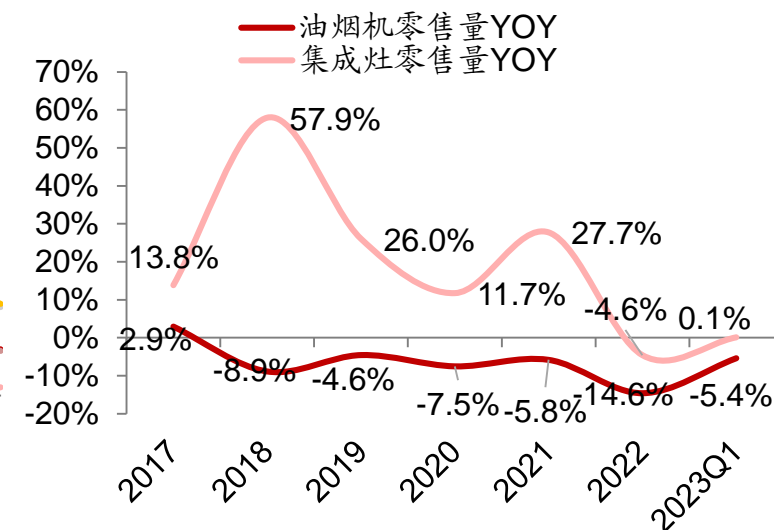
图：房地产竣工和销售面积累计YoY



图：二手房挂牌交易量



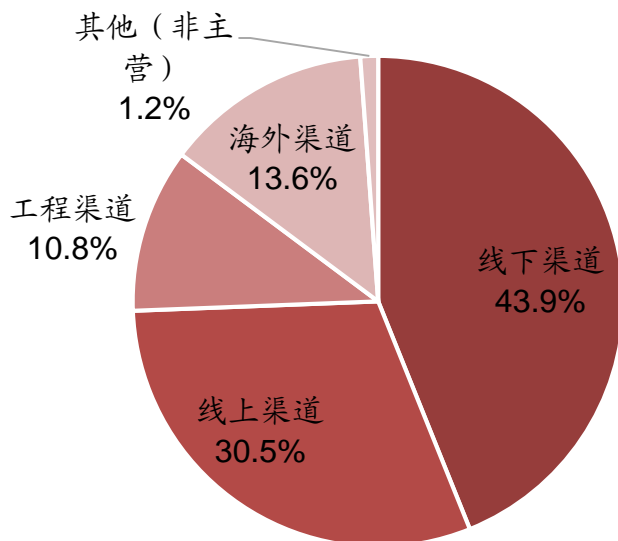
图：油烟机及集成灶零售量



• 经营韧性来自：

- 1) **保交楼订单。**传统厨电企业工程渠道占比更高，且价格较集成灶企业更有优势，受益保交楼红利。
- 2) **更新需求。**地产侧弱需求情况下，把握更新替换需求，传统厨电企业受益较集成灶更加明显。
- 3) **产品多元化布局抵御下行风险。**传统厨电企业老板布局洗碗机、集成灶、一体机等新品类，华帝布局热水器、集成灶、洗碗机等；集成灶企业打造第二增长曲线洗碗机，火星人洗碗机表现较为突出。

图：华帝股份渠道多元（2022年）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表：老板电器新兴品类占比提升

	2022年	2021年
油烟机	47.05%	48.09%
燃气灶	23.92%	24.04%
一体机	7.20%	6.38%
洗碗机	5.78%	4.44%
消毒柜	4.65%	5.36%
集成灶	3.75%	3.22%
热水器	1.87%	1.53%
蒸箱	0.97%	1.48%
烤箱	0.80%	1.30%
其他小家电	0.66%	0.92%
净水器	0.53%	0.59%
其他业务收入	2.82%	2.65%

## 关注标的：老板电器

- 收入表现稳健，新兴品类增长较快。**22年公司营业收入同比+1.22%，其中油烟机、燃气灶分别同比-0.97%/+0.71%，新兴品类增长较快，蒸烤一体机/集成灶/洗碗机分别同比+14.30%/+17.92%/+31.81%。
- 大额坏账计提风险缓解、原材料价格下降贡献将逐渐反映，将带动23年盈利修复。**22年公司计提坏账损失为2.24亿元（21年计提7.65亿元），下半年有望轻装上阵。公司原材料备料周期较长，去年下半年原材料价格回落，今年Q1起开始反映到报表端，23Q1毛利率+2.23pct，后续仍有一定红利。

**盈利预测：**公司传统品类经营稳健，新兴品类快速成长，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为19.09亿元、21.04亿元、23.19亿元，分别同比+21.40%、+10.22%、+10.20%，对应当前股价PE分别为12x/11x/10x，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产修复不及预期；原材料价格大幅提升等。

### 表：老板电器财务摘要

	2021	2022	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入 (亿元)	101.48	102.72	27.93	30.35	21.77
YOY	24.84%	1.22%	1.74%	-1.38%	4.37%
毛利率	52.35%	49.98%	52.26%	48.45%	54.79%
归母净利润 (亿元)	13.32	15.72	5.10	3.39	3.89
YOY	-19.81%	18.07%	-7.62%	-	5.72%
归母净利率	13.12%	15.31%	18.26%	11.17%	17.85%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 表：老板电器主要财务指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	102.72	113.82	125.70	138.48
同比	1.22%	10.81%	10.44%	10.17%
归母净利润 (亿元)	15.72	19.09	21.04	23.19
同比	18.07%	21.40%	10.22%	10.20%
每股收益(元)	1.66	2.01	2.22	2.44
P/E	14.81	12.20	11.06	10.66

### 关注标的：华帝股份

- 内部治理改善。**2021年底实控人、董事长潘叶江先生兼任总经理，2022年5月换届后董事会非独立董事全部为潘氏成员，并新聘原老板电器电商总监蒋凌伟先生任副总，逐渐理顺内部治理。
- 渠道扁平化持续推进，大力扩张下沉渠道。**公司推进扁平化改革，2020年起部分二级转直供，直供经销商数量由2021年的50家提升至22H1的80多家，扁平化改革有利于拉宽渠道利润，同时公司较早地自2019年开始进入新零售渠道，具备先发优势，目前在天猫渠道覆盖率仍有空间。
- 产品迭代速度加快，高端化、集成化趋势显著。**公司2022-2023年产品上新速度加快，向高端化、集成化方向发展，新发布的蒸烤独立集成灶新品定价高端，集成烹饪中心为公司今年新拓展品类，有望满足一二线城市集成化产品需求。
- 盈利预测：**展望2023全年，坏账计提风险降低、原材料价格企稳，渠道向零售转型反馈到产品端不断迭代升级，公司盈利能力有望明显改善。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为5.04亿元、5.79亿元、6.59亿元，分别同比+252.53%、+14.87%、+13.76%，对应当前股价PE分别为11x/10x/9x，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产修复不及预期；渠道改革进度不及预期等。

### 表：华帝股份财务摘要

	2021	2022	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入 (亿元)	55.88	58.19	10.52	16.07	11.95
YOY	28.15%	4.13%	52.17%	64.62%	6.24%
毛利率	40.77%	39.52%	42.08%	43.46%	39.63%
归母净利润 (亿元)	2.07	1.43	0.77	1.62	0.92
YOY	-49.17%	-30.98%	66.97%	36.98%	15.86%
归母净利率	3.71%	2.46%	7.36%	10.07%	7.71%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 表：华帝股份主要财务指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	58.19	66.22	72.87	80.27
同比	4.13%	13.81%	10.05%	10.15%
归母净利润 (亿元)	1.43	5.04	5.79	6.59
同比	-30.98%	252.53%	14.87%	13.76%
每股收益(元)	0.17	0.60	0.68	0.78
P/E	40.22	11.41	9.93	8.73

# 04

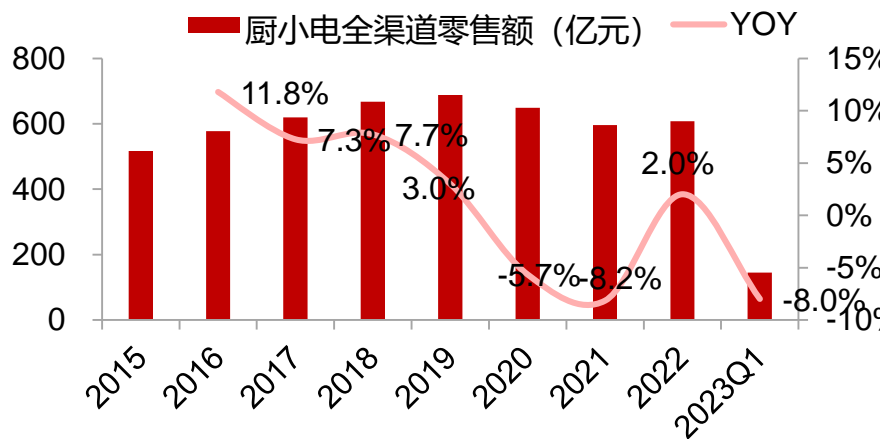
**厨房小家电：买入高质性价比  
+关注困境反转标的**

□ **厨房小家电行业承压。**奥维云网数据显示2022年厨小电全渠道销售额同比+5%。2023Q1同比-8%，主要由于空气炸锅大单品需求的下滑。剔除空气炸锅全渠道约下滑3%。

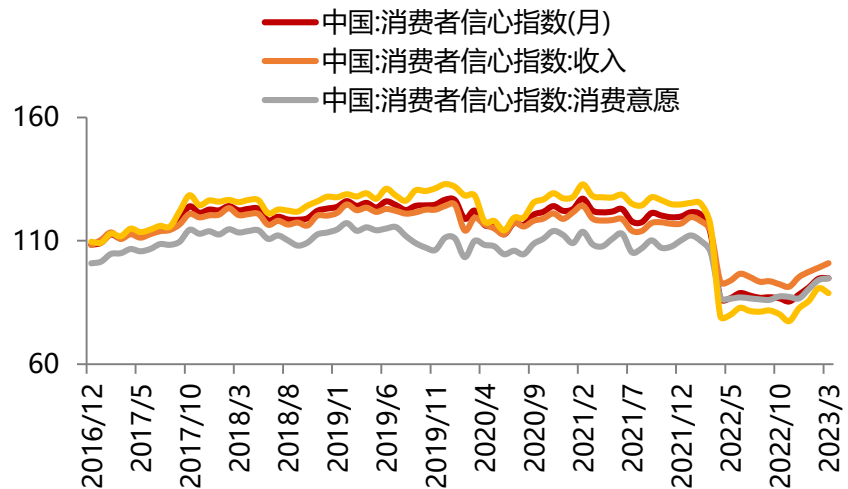
□ **消费能力未降低，消费意愿仍偏保守。**2022Q3起城乡居民人均可支配收入增速修复，2023Q1全国城镇、全国农村居民人均可支配收入实际YOY分别为2.7%、4.8%。2023Q1消费者信心修复，但仍处于低位。

✓ **小熊电器**2022年起推出“精品化”战略，满足消费者好用不贵的高质价比需求，与宏观环境变化契合，显著受益，2022年内销同比+17%。

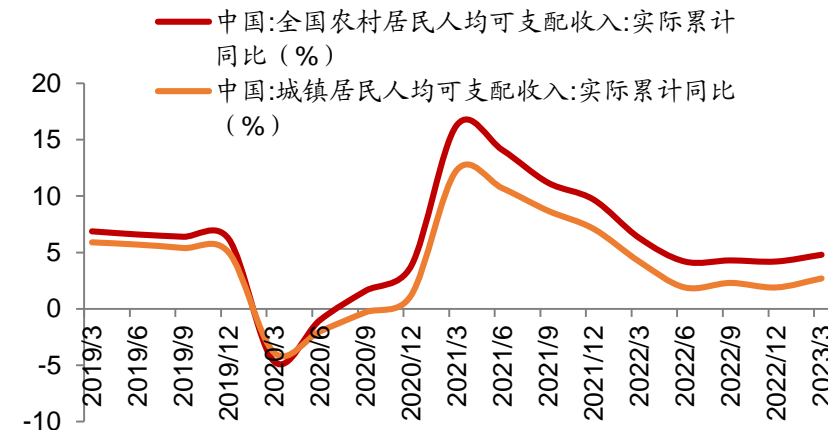
图：厨房小家电行业承压运行



图：消费意愿保守



图：消费能力未降低



表：小熊增速领跑同行

公司	2022年收入增速	2022年内销增速	23Q1收入增速
苏泊尔	-6.55%	5.02%	-11.56%
九阳股份	-3.45%	-2.56%	-18.74%
北鼎股份	-4.98%	2.35%	-6.63%
新宝股份	-8.15%	20.51%	-22.32%
小熊电器	14.18%	16.63%	28.07%

表：各公司外销增速（2022）

公司	外销增速
苏泊尔	-29.09%
九阳股份	9.03%
北鼎股份	-41.63% (海外代工业务)
新宝股份	-16.26%
小熊电器	-21.84%

□ 海外主要经济体高通胀抑制居民消费，去年Q2起海外需求转弱。2023Q1外销改善，海关总署数据显示3月小家电出口多品类增速转正，4月延续较好态势。

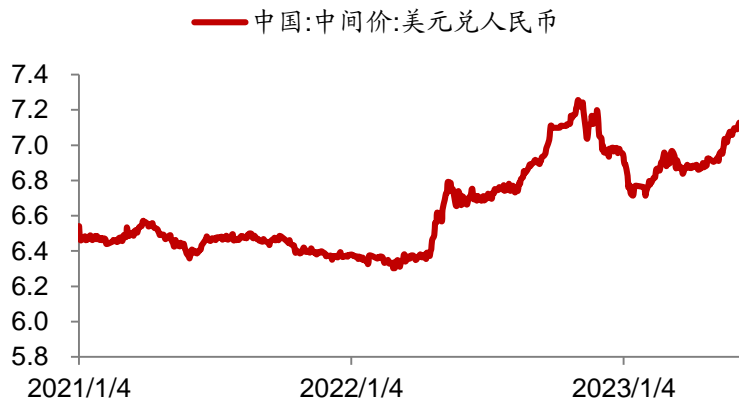
□ 随海外库存逐渐去化回归合理水位，各公司2023年外销有望继续修复。苏泊尔2023年与SEB关联交易指引增速8%，九阳股份与JS关联交易指引19%。

□ 汇兑、运价正贡献，成本及费用端压力缓解。人民币3月起贬值，截止6月9日美元较3月末升值约3%。此外海运费价格维持低位，成本端压力较小。

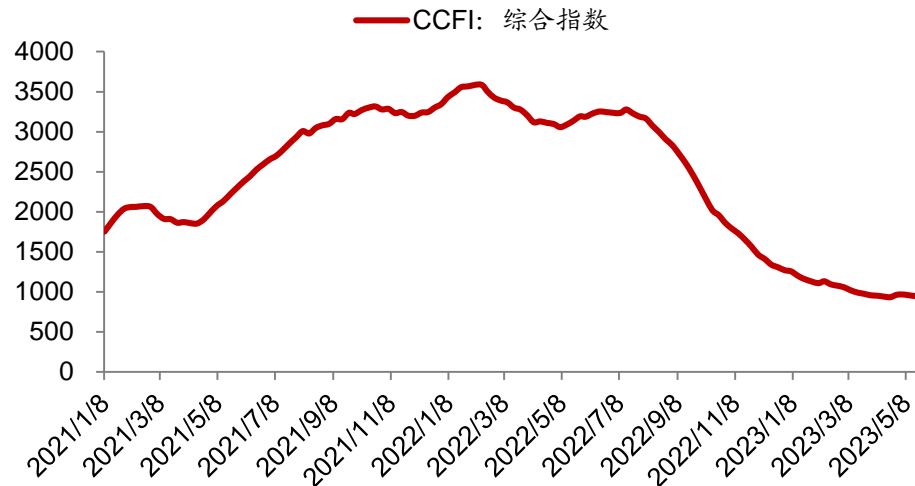
表22：小家电行业出口数据（海关总署）

出口额 YOY	23年累计	23年1-2月	23年3月	23年4月
电饭锅	19.72%	1.49%	56.66%	20.83%
电咖啡机或茶壶	-19.06%	-31.68%	17.61%	-23.79%
电烤箱	-8.91%	-20.89%	4.70%	2.16%
多士炉	-21.16%	-32.98%	2.87%	-19.05%
吸尘器	-3.21%	-16.46%	11.14%	9.25%
电炒锅	33.64%	13.92%	67.31%	46.71%
榨汁机	5.52%	-16.19%	43.30%	16.24%
电磁炉	2.03%	-6.41%	19.42%	2.39%
食品研磨机及搅拌机	0.43%	-19.59%	37.47%	9.39%
电熨斗	-32.84%	-3.31%	54.86%	16.12%
出口量 YOY	23年累计	23年1-2月	23年3月	23年4月
电饭锅	2.88%	-8.56%	20.96%	7.24%
电烤箱	-12.29%	-25.14%	-4.22%	5.11%
多士炉	-18.94%	-30.19%	5.77%	-18.84%
电炒锅	15.19%	3.67%	27.12%	29.57%
电磁炉	-2.68%	-12.31%	19.20%	-0.25%
食品研磨机及搅拌机	-3.50%	-18.80%	24.09%	3.28%
电熨斗	15.97%	0.03%	50.92%	15.36%

图：人民币Q2以来贬值



图：海运费维持低位





- 公司战略和消费趋势高度契合，增速持续领跑行业。** 2022年全年公司收入+14%，23Q1公司收入同比+28%，增速大幅领先同行。我们认为在当前消费意愿保守的情况下，公司以精品化战略顺应高质价比需求，在长尾市场保持优势，并通过提质量升规格拓展大众品市场，有望带动量价双升。
- 规格扩张、提质升价，迈向国民品牌。** 我们认为公司拓展大众市场的路径主要分为规格扩张、提质升价两种，比如电饭煲、电水壶为前一种路径，养生壶为后一种路径。炼丹炉数据显示2023年3月电饭煲、电水壶、养生壶此类大众品占公司淘系销额比重提升3pct至26%。目前市占率尚有提升空间，公司有望以高质价比优势持续抢占份额，量价双升可期。
- 布局成效显著，规模与利润双增。** 受益规模扩张/质量提升，公司销售均价提升从而带动规模扩张，电饭煲、水壶、养生壶2022年下半年以来持续放量，厨小电整体份额持续提升。同时结构优化带动盈利能力显著改善，毛销差增幅领先同行，公司归母净利率同比+2.51pct至13.18%，创下21年以来的季度新高。
- 盈利预测及估值：** 公司顺应当前K型消费复苏趋势，以高质价比的精品打法持续拓展长尾+大众小家电市场份额，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为5.01亿元、6.12亿元、7.30亿元，分别同比+29.71%、+22.16%、+19.25%，对应当前股价PE分别为24x/22x/18x，维持“买入”评级。
- 风险提示：** 市场竞争加剧；原材料价格大幅提升。

表：小熊电器财务摘要

	2021	2022	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入 (亿元)	36.06	41.18	8.50	14.19	12.51
YOY	-1.46%	14.18%	16.29%	14.29%	28.07%
毛利率	32.78%	36.45%	36.87%	37.69%	39.76%
归母净利润 (亿元)	2.83	3.86	0.92	1.46	1.65
YOY	-33.81%	36.31%	84.51%	-	58.27%
归母净利率	7.86%	9.38%	10.84%	10.28%	13.18%

表：小熊电器主要财务指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	41.18	47.46	54.67	62.91
同比	14.18%	15.26%	15.19%	15.06%
归母净利润 (亿元)	3.86	5.01	6.12	7.30
同比	36.31%	29.71%	22.16%	19.25%
每股收益(元)	2.48	3.21	3.92	4.68
P/E	34.09	24.30	21.55	18.09

资料来源：奥维云网，公司公告，浙商证券研究所

- 外销修复：**海外渠道库存去化带动订单回暖，汇率、运价正贡献。美国家电经销渠道百思买财报数据显示库存基本上回到正常水平，劳氏的库存水平环比有所改善，海关总署数据显示3月我国小家电多品类出口增速转正，4月延续良好修复态势，公司出口订单有望改善。此外考虑人民币贬值、海运费价格处于低位等因素，外销成本及费用端压力缓解。
- 内销成长：**自主品牌建设逐见成效，内销通过摩飞扩品、百胜图放量有望持续增长。摩飞从厨房小电走向家居生活品类，客单价及毛利率更高，有望量利齐升。百胜图布局高成长咖啡机赛道，延续亮眼表现。奥维云网显示2023Q1咖啡机行业线上同比+21.4%，景气依旧。百胜图1-4月京东、天猫淘宝销额同比+142%（魔镜数据），618京东预售额截止5月31日晚8点位居行业第二。
- 具备安全边际：**估值低位+大股东增持。当前PE处于三年来的18%分位数，控股股东东菱集团4月底发布6个月内增持计划，增厚安全边际。
- 盈利预测及估值：**Wind一致预测公司2023-2025年归母净利润分别为10.45亿元/11.97亿元/13.12亿元，分别同比+8.72%/+14.51%/+9.62%，当前股价对应PE分别为12x/11x/10x。

表：新宝股份财务摘要

	2021	2022	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入 (亿元)	149.12	136.96	35.91	29.79	28.29
YOY	13.05%	-8.15%	-11.54%	-29.22%	-22.32%
毛利率	17.61%	21.12%	23.75%	23.86%	21.89%
归母净利润 (亿元)	7.92	9.61	3.57	1.18	1.38
YOY	-29.15%	21.32%	27.42%	-40.47%	-22.27%
归母净利率	5.31%	7.02%	9.95%	3.95%	4.89%

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

表：新宝股份主要财务指标预测 (Wind一致预测)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	136.96	142.67	155.47	169.62
同比	-8.15%	4.17%	8.97%	9.10%
归母净利润 (亿元)	9.61	10.45	11.97	13.12
同比	21.32%	8.72%	14.51%	9.62%
每股收益(元)	1.16	1.26	1.45	1.59
P/E	14.32	13.20	11.53	10.52

05

投资建议

**白电：**建议关注高端化持续推进、数字化提效盈利兑现的**海尔智家**；B端业务拓展，从家电龙头向科技集团转型的**美的集团**；盈利能力不断提升，部分业务扭亏或减亏，业绩弹性大的**海信家电**。

**黑电：**建议关注全球份额持续提升，产品技术优势突出，新显示业务拓展的黑电龙头**海信视像**；积极投入研发，产品不断推新，家用微投长期空间广阔的**极米科技**；车载光学取得新突破，C端峰米激光投影+小明单片机双轮驱动引领成长，核心器件业务快速成长的**光峰科技**。

**大型厨电：**建议关注传统品类稳健，新兴品类快速成长的高端厨电龙头**老板电器**；治理改善基础上，产品迭代升级+渠道变革的**华帝股份**。

**厨房小家电：**建议关注经营战略与宏观环境高度契合的**小熊电器**，外销修复、内销成长，估值具备安全边际的**新宝股份**。

**清洁电器：**建议关注龙头地位稳固，扫地机和洗地机双轮驱动的**科沃斯**；产品力为基，渠道和营销能力持续进化的**石头科技**。

06

风险提示

**原材料价格反弹：**原材料成本占家电企业营业成本比重较大，若面板、芯片、金属原材料等价格大幅度回弹，将影响板块公司的盈利水平。

**全球经济下行超预期：**家电属于可选消费，若宏观经济周期下行，全球居民消费水平下降，则导致家电行业整体的需求低迷。

**汇率波动：**部分公司海外收入占比较大，人民币汇率波动会对其收入和盈利造成影响。

**地产周期下行：**大家电属于地产后周期消费，地产周期下行或导致家电消费需求下行。

**局部疫情反复：**部分家电销售依赖线下渠道，若局部疫情反复可能影响线下门店经营。

**市场竞争加剧：**部分家电产品同质化竞争严重，若消费需求不及预期或库存处于相对高位，或新进入者参与市场竞争，都会导致行业竞争格局恶化。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>