

## 行业景气复苏，空调表现突出

### —六月行业动态报告

家用电器行业

**推荐** 维持评级

#### 核心观点

- **地产竣工面积延续增长。**根据国家统计局数据，2023年1-5月家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额 3133 亿元，同比减少 0.2%，5月单月家电社零 642 亿元，同比增加 0.1%。2023年1-5月全国房屋住宅开工、竣工面积分别为 29,009.79 和 20,194.33 万平方米，同比-22.7%和+19%。5月竣工面积 2798.35 万平方米，同比增长 17.18%，增速相比4月回落 11.08PCT，地产新开工面积 6109.91 万平方米，同比下降 31.39%。
- **空调内销延续高景气度。**产业在线发布家用空调产销数据，5月家用空调生产 1907.2 万台，同比增长 19.4%，销售 1927.0 万台，同比增长 20.1%，其中内销出货 1263.6 万台，同比增长 29.1%，出口出货 663.4 万台，同比增长 6.1%。由于去年基数较低，内外销市场同步增长带动总量增长迅速。内销方面，由于国内高温天气范围的扩大及 618 年中大促，空调销售延续高增长。从零售端来看，空调表现依然较好，2023年5月份空调线上、线下零售量同比+59.38%和+27.04%。出口方面，由于广交会成功举办，订单增加，5月空调实现同比增长。后续来看，由于全球通货膨胀，市场仍有些低迷，但人民币汇率下跌，海运成本回归正常位置，叠加厄尔尼诺全球很多地区出现极端天气利于空调需求增加，空调出口增速有望进一步改善。
- **家电指数六月上涨 11.25%。**2023年6月份申万家电指数上涨 11.25%，表现优于沪深 300 指数（1.16%），截至 6 月 30 日，行业市盈率（TTM）为 14.83，低于 2006 年至今历史平均水平 20.96。家用电器行业市盈率（TTM 整体法，剔除负值）较 2005 年以来的历史均值低 5 个单位。家电板块估值溢价率（A 股剔除银行股后）为-15.18%，较均值低 3.77PCT。
- **投资建议：**展望下半年，随着消费者信心逐步恢复，竣工拉动需求逐步释放，国内家电消费有望提升；海外市场面临一定的不确定性，但由于去年同期基数走低、海外库存逐步去化，出口有望逐季改善。从估值来看，板块估值依然处于较低位置，安全边际较高。建议关注三条投资主线，一、关注高景气度空调板块，推荐美的集团、格力电器和海尔智家。二、受益于地产竣工改善的厨电，推荐老板电器、火星人和亿田智能。三、景气度有望回升的清洁电器，推荐科沃斯和石头科技。
- **核心组合（截至 6.30）**

证券代码	证券简称	年初至今涨幅	相对收益率	市盈率
002508.SZ	老板电器	-7.00%	-20.29%	15.06
000651.SZ	格力电器	16.14%	2.85%	8.35
600690.SH	海尔智家	-4.01%	-17.29%	14.61
000333.SZ	美的集团	19.45%	6.16%	13.60

- **风险提示：**原材料价格变动的风险；房地产政策改善不及预期的风险；消费复苏不及预期的风险。

分析师

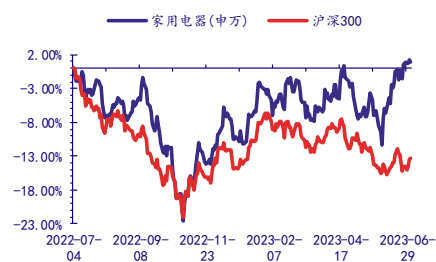
李冠华

☎: 8610-80927662

✉: liguanhua\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519110002

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 目录

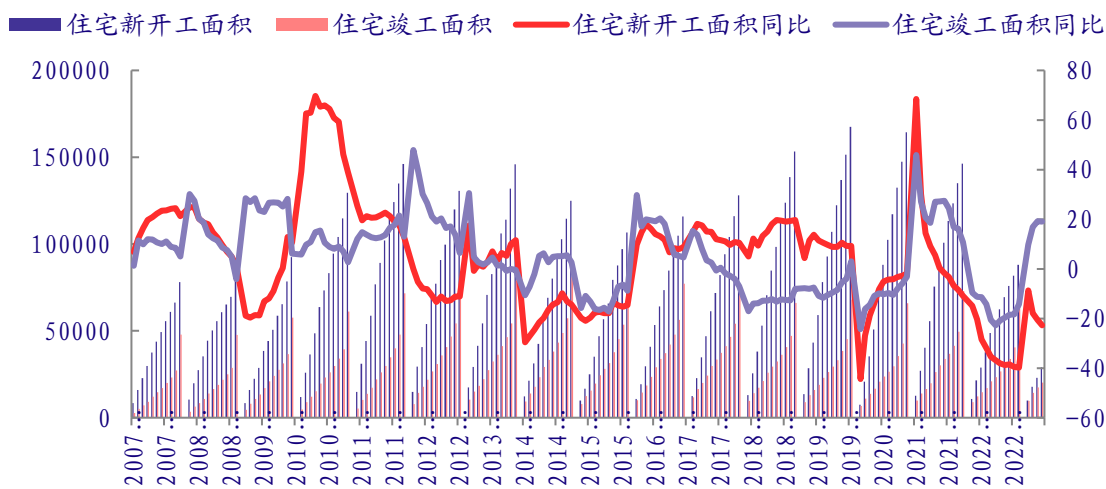
<b>一、5月家电社零延续增长</b> .....	<b>3</b>
(一) 地产竣工改善 .....	3
(二) 原材料价格同比下降 .....	4
(三) 5月家电社零延续增长 .....	5
(四) 财务分析 .....	6
<b>二、家电估值</b> .....	<b>8</b>
(一) 估值低于历史均值 .....	8
(二) 行业 Beta 表现 .....	9
<b>三、投资建议</b> .....	<b>10</b>
(一) 最新观点 .....	10
(二) 核心组合 .....	10
<b>四、风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 一、5月家电社零延续增长

### (一) 地产竣工改善

地产竣工改善。家电行业为房地产后周期行业，房地产行业对白电、厨电等产品销售拉动作用较大。2023年1-5月全国房屋住宅开工、竣工面积分别为29,009.79和20,194.33万平方米，同比-22.7%和+19%。单月来看，5月竣工面积2798.35万平方米，同比增长17.18%，增速相比4月回落11.08PCT；地产新开工面积6109.91万平方米，同比下降31.39%。

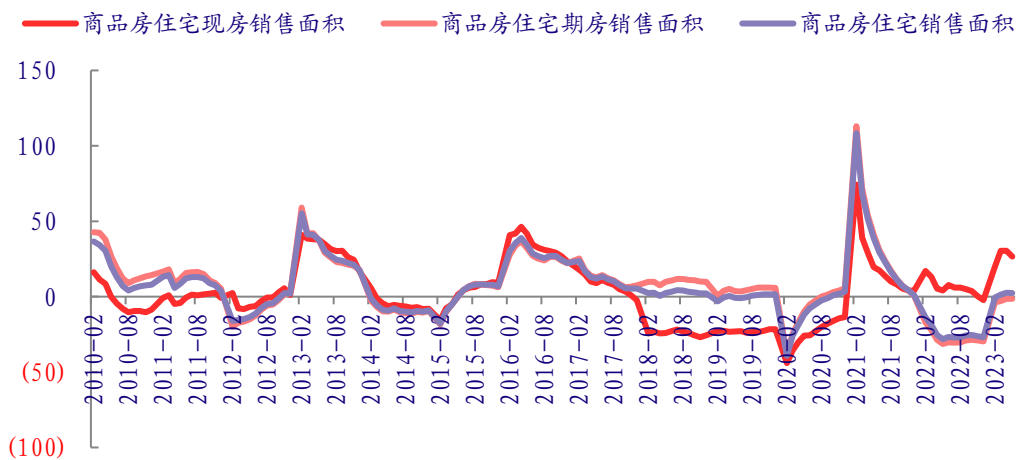
图 1：住宅新开工与竣工面积（万平方米）累计值及同比增长率（%）



资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究院

商品房住宅销售面积同比增长。2023年1-5月房地产住宅销售面积40,663.17万平方米，同比增长了2.3%，其中现房和期房销售面积同比+26.5%和-1.5%。

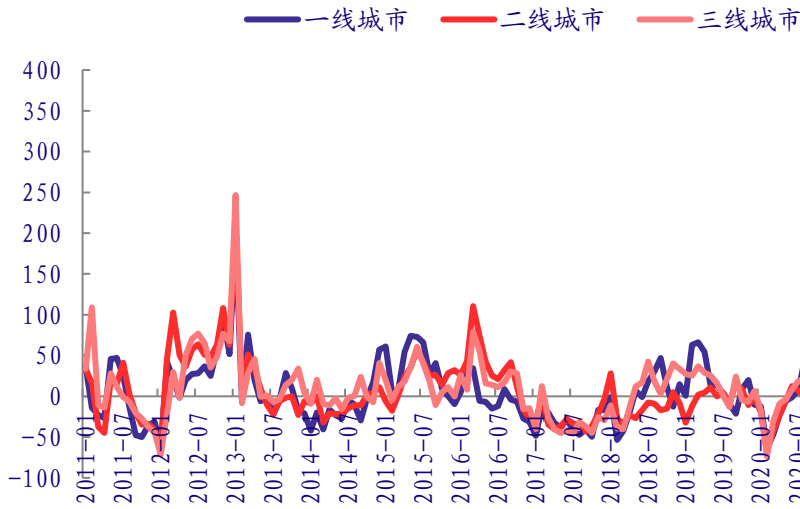
图 2：商品房住宅现房、期房销售面积累计同比增长率（%）



资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究院

从 30 大中城市商品房成交数据来看，2023 年 6 月份，一线、二线、三线城市成交套数同比下降 18.47%、41.93%、24.19%。

图 3: 30 大中城市商品房成交套数同比增长率 (%)



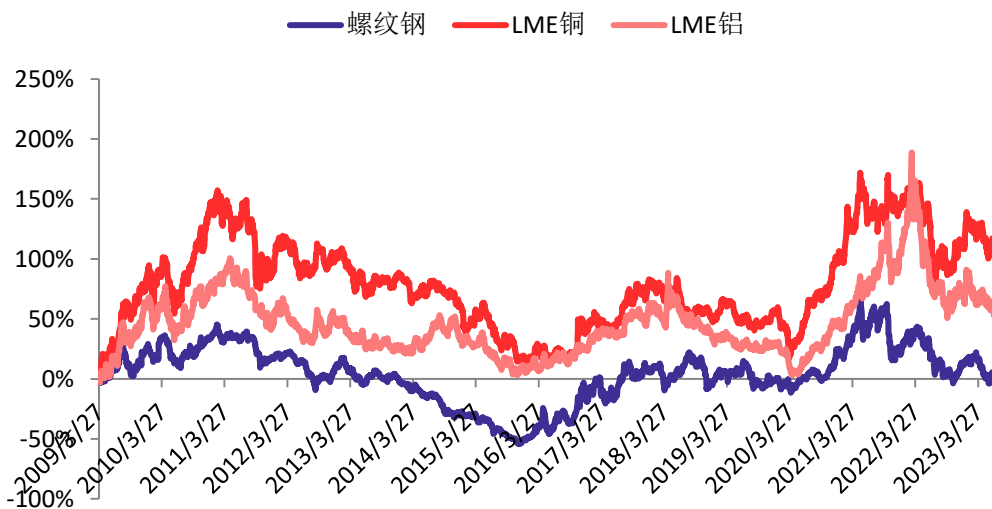
资料来源: wind、国家统计局、中国银河证券研究院

2022 年 11 月份开始，地产政策端“三箭齐发”强势托底。从资金用途中可以看出，目前政策目标是以“保交楼”和防止发生金融风险为主，在政策托底下，地产竣工有望迎来集中交付，推动家电需求改善。

## (二) 原材料价格同比下降

2023 年 6 月铜、铝、螺纹钢月度均价环比+1.84%、-3.82%、+2.55%，从同比增速来看，铜、铝、螺纹钢均同比下降，下降幅度分别为 7.16%、14.9%、18.02%。

图 4: 原材料价格变动率



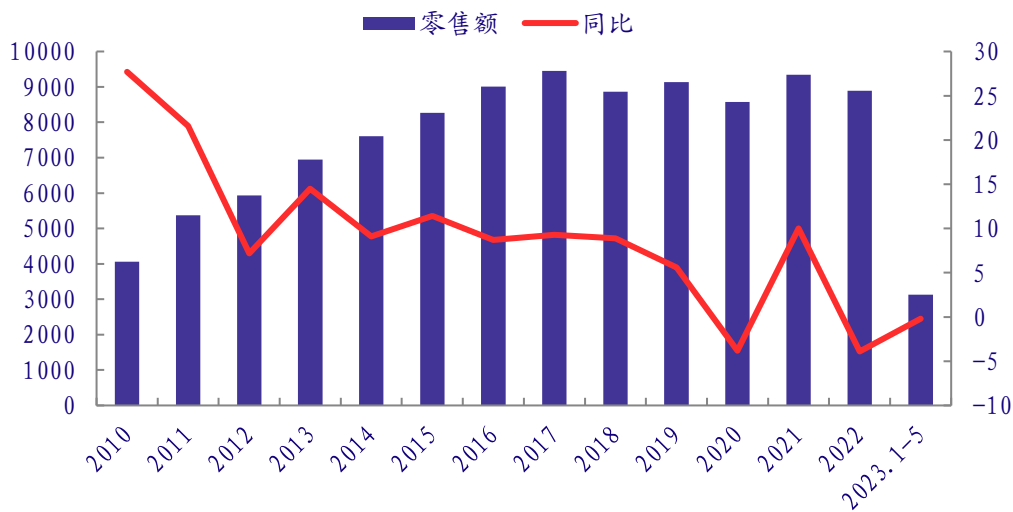
资料来源: wind、国家统计局、中国银河证券研究院

### (三) 5月家电社零延续增长

#### 1. 家电社零 2023 年 5 月同比增加 0.1%

根据国家统计局数据，2023 年 1-5 月家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额 3133 亿元，同比减少 0.2%，5 月单月家电社零 642 亿元，同比增加 0.1%。

图 5: 家用电器和音像器材类零售额 (亿元) 及增速 (%)



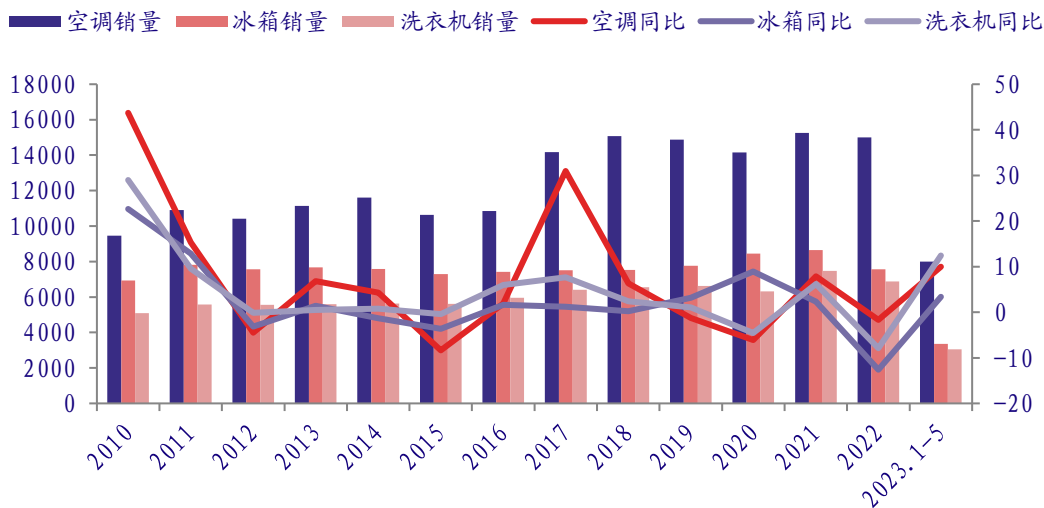
资料来源: 国家统计局、wind、中国银河证券研究院

#### 2. 空调高景气度延续

产业在线发布家用空调产销数据，2023 年 5 月家用空调生产 1907.2 万台，同比增长 19.4%，销售 1927.0 万台，同比增长 20.1%，其中内销出货 1263.6 万台，同比增长 29.1%，出口出货 663.4 万台，同比增长 6.1%。工业库存 1866.0 万台，同比下降 6.4%。累计来看，2023 年 1-5 月累计销量 7996 万台，同比增长 10%；其中内销 4523 万台，同比增长 22.9%；外销 3473 万台，同比下降 3.2%。由于去年基数较低，内外销市场同步增长带动总量增长迅速。内销方面，由于国内高温天气范围的扩大及 618 年中大促，空调销售延续高增长。从零售端来看，空调表现依然较好，2023 年 5 月份空调线上、线下零售量同比+59.38%和+27.04%。出口方面，由于广交会成功举办，订单增加，5 月空调实现同比增长，后续来看，由于全球通货膨胀，市场仍有些低迷，但人民币汇率下跌，海运成本回归正常位置，叠加厄尔尼诺全球很多地区出现极端天气利于空调需求增加，空调出口增速有望进一步改善。

5 月冰洗内外销均延续增长，洗衣机销量为 620 万台，同比增长 19.3%，其中内外销分别为 306 和 314 万台，同比增长 2%和 43%。冰箱销量 772 万台，同比增长 21.3%，其中内外销销量分别为 345 万台和 426 万台，同比增长 13.2%和 28.7%。1-5 月冰箱销量 3351 万台，同比增长 3.4%，其中内、外销同比+4.7%和+2.1%；洗衣机销量 3053 万台，同比增加 12.4%，其中内、外销同比+1.6%和+27.9%。

图 6: 白电销量 (万台) 及增速 (%)



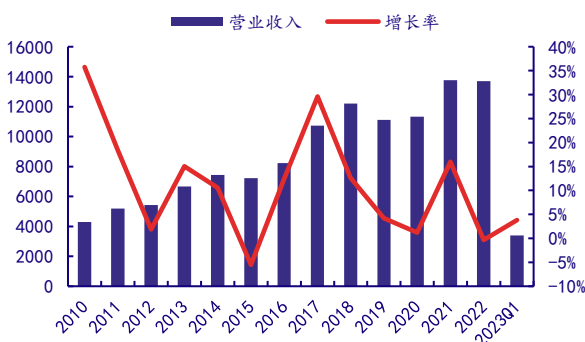
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院。

## (四) 财务分析

### 1. 家电行业 Q1 营收同比转增

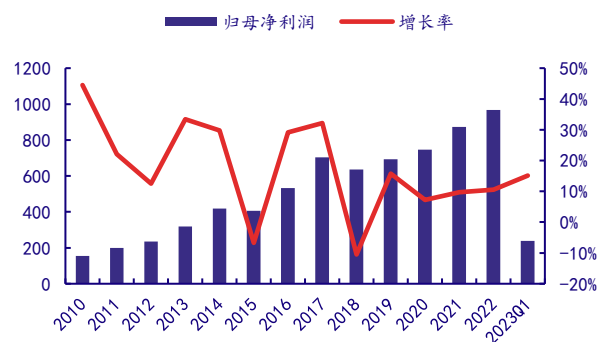
2022 年家电行业营业收入 13705.02 亿元, 同比下降 0.36%, 归母净利润为 966.98 亿元, 同比增长 10.54%, 毛利率和净利率分别为 24.09% 和 7.21%, 相比 2021 年增加了 1.88 和 0.64PCT, 2023Q1 家电行业营业收入 3387.07 亿元, 同比增长 3.84%, 归母净利润为 238.18 亿元, 同比增长 15.1%。毛利率和净利率分别为 23.99% 和 7.28%。22Q4 受疫情达峰和出口下降影响, 板块营收同比下降, 23 年一季度, 疫情抑制的需求释放、国内消费复苏影响, 板块营收同比转增。由于原材料价格下降, 企业积极降本增效, 板块盈利能力提升, 展望后续, 原材料价格仍处于同比下跌状态, 盈利能力改善趋势有望延续。

图 7: 家电营业收入 (亿元) 及增长率 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 8: 家电行业归母净利润 (亿元) 及增长率 (%)

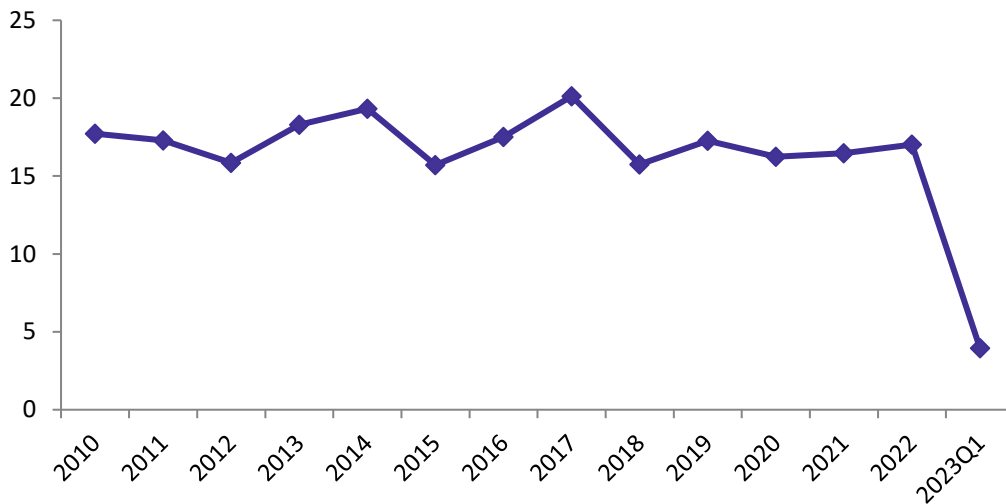


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 2. 家电行业杜邦分析

2022 家电行业 ROE 为 17.03%，同比小幅提升了 0.57PCT，主要原因为净利率提升。2023Q1 行业 ROE 为 3.95%。

图 9：家电行业净资产收益率



资料来源：wind、中国银河证券研究院

根据杜邦分析法的分解，ROE 的变化主要受三个因素影响：权益乘数、资产周转率、销售净利率。近年来行业的权益乘数相对稳定，表明行业整体的负债率变动较小。总体来看，家电行业资产周转率呈现下滑趋势。

表 1：家电行业杜邦分析指标

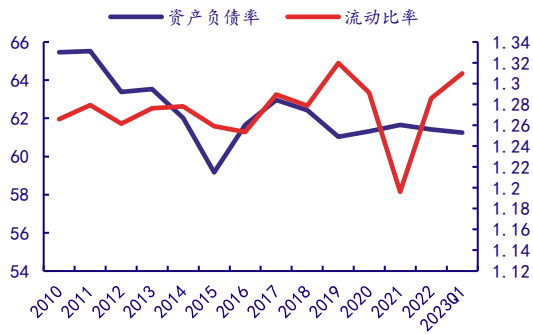
	净资产收益率 ROE (%)	销售净利率 (%)	资产周转率	权益乘数
2012	15.85	4.80	1.11	2.73
2013	18.31	5.67	1.16	2.74
2014	19.33	6.25	1.13	2.63
2015	15.70	6.18	0.97	2.45
2016	17.52	7.05	0.92	2.61
2017	20.13	7.06	0.98	2.70
2018	15.74	5.64	0.97	2.66
2019	17.26	6.79	0.97	2.57
2020	16.24	7.06	0.89	2.59
2021	16.46	6.57	0.95	2.61
2022	17.03	7.21	0.87	2.59
2023Q1	3.95	7.28	0.20	2.58

资料来源：wind、中国银河证券研究院

## 3. 家电行业偿债能力与存货周转率处于较高水平

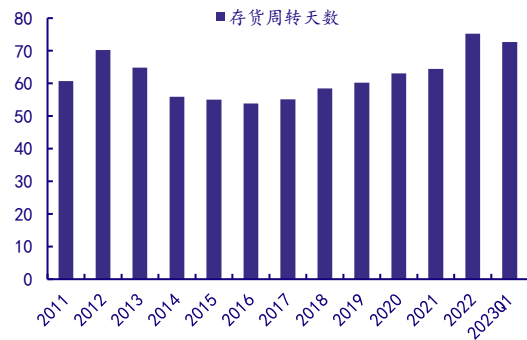
家电行业资产负债率变动较小，在 62% 上下波动，2022 为 61.42%，同比有小幅下降。行业流动比率一直大于 1，且自 2016 年起稳定上涨，2022 为 1.29。虽然家电企业积极推行以单定产带来了存货减少，但近年来由于线上销售比例上升造成了厂商库存小幅提升，2022 年存货周转天数均有所提升。

图 10: 家电行业资产负债率（左轴）与流动比率（右轴）



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 11: 家电行业存货周转天数



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

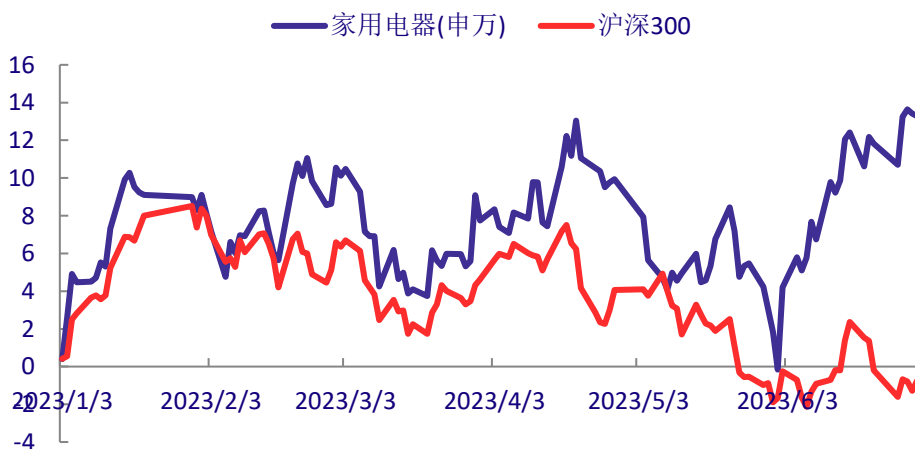
## 二、家电估值

### (一) 估值低于历史均值

#### 1. 家电板块估值低于历史均值

2023 年 6 月份申万家电指数上涨 11.25%，排在申万一级行业第 1 位，表现优于沪深 300 指数（1.16%），截至 6 月 30 日，行业市盈率（TTM）为 14.83，低于 2006 年至今历史平均水平 20.96。

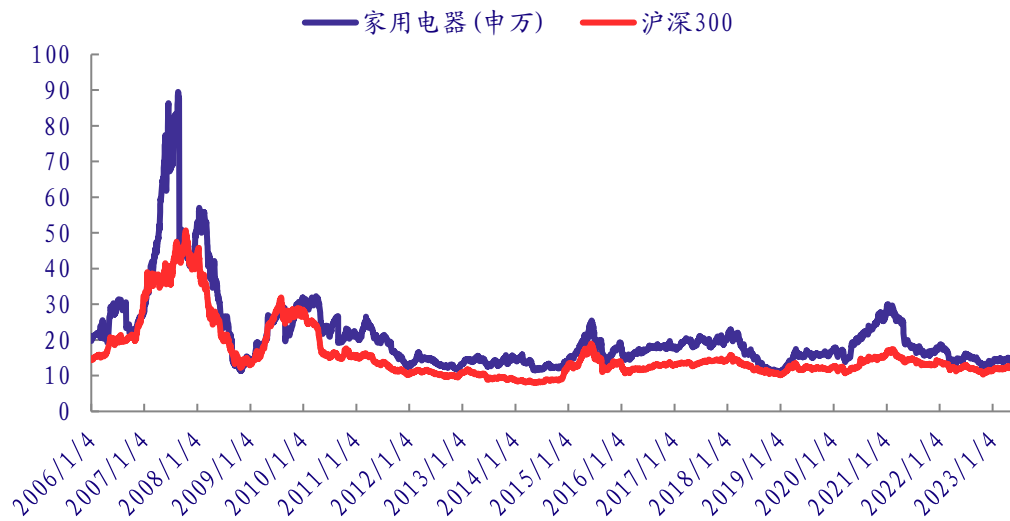
图 12: 申万家电指数与沪深 300 指数对比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院



图 13: 2005 年至今家电板块估值水平变化

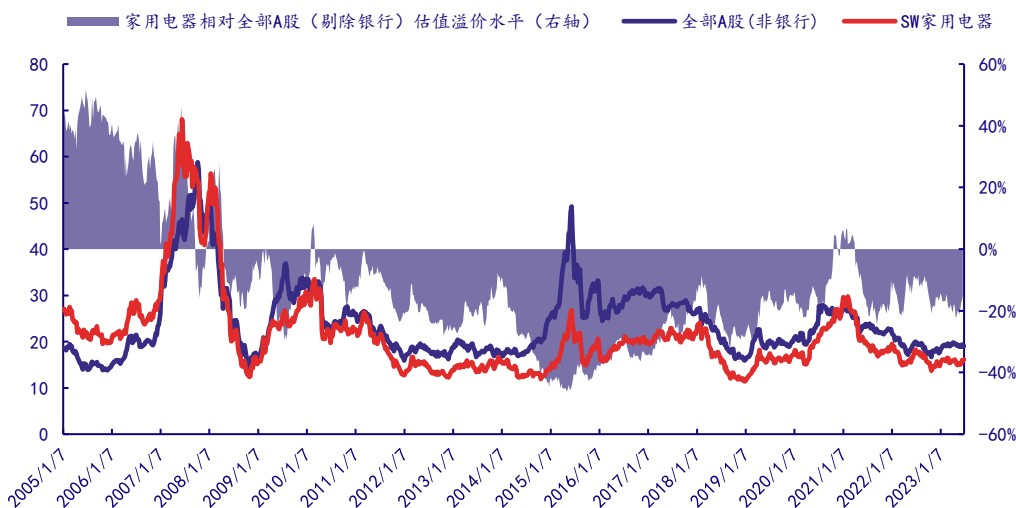


资料来源: wind、中国银河证券研究院

## 2. 家电板块估值溢价率较低

截至 2023 年 6 月 30 日, 家用电器行业市盈率 (TTM 整体法, 剔除负值) 较 2005 年以来的历史均值低 5 个单位。家电板块估值溢价率 (A 股剔除银行股后) 为 -15.18%, 历史均值为 -11.42%, 行业估值溢价率较均值低 3.77PCT。

图 14: 家用电器股票估值溢价情况-剔除银行股



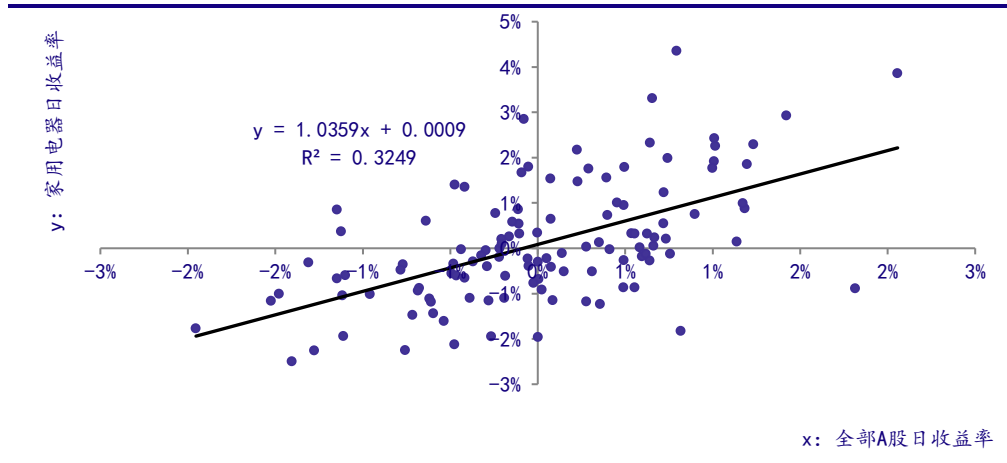
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## (二) 行业 Beta 表现

2023 年年初至今家用电器行业相对全部 A 股的  $\beta$  值为 1.0359, 大于 1, 表明家电行业相

对全部 A 股的波动性更大,风险和收益均高于 A 股市场。在牛市或整个 A 股市场处于上涨时,行业表现领先于整个市场;但当熊市或整个 A 股市场处于下降时,可抵御市场风险,避免更多的额外损失。

图 15: 年初至今家用电器板块相对全部 A 股 Beta 表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 三、投资建议

### (一) 最新观点

展望下半年,随着消费者信心逐步恢复,竣工拉动需求逐步释放,国内家电消费有望提升;海外市场面临一定的不确定性,但由于去年同期基数走低、海外库存逐步去化,出口有望逐季改善。从估值来看,板块估值依然处于较低位置,安全边际较高。

**白电:** 高温催化下,空调终端需求较为积极,冰洗内销需求也有望改善,叠加去年出口基数较低,白电板块景气度有望向上。从盈利能力来看,成本红利有望继续释放,重点推荐格力电器、美的集团、海尔智家。

**厨电:** 地产竣工数据改善,精装修房回暖明显,有助于推动品牌优势明显的厨电龙头提升市场份额,重点推荐老板电器。集成灶增速有所放缓,但长期维度来看,渗透率依然具有较大的提升空间,重点推荐集成灶龙头火星人。

**清洁电器:** 展望未来,海内外市场均处于复苏阶段,下半年行业景气度有望继续改善。洗地机行业竞争加剧,价格下探,但销量实现了较高增长。总体来看,洗地机行业景气度较高,下半年高景气度有望延续,建议关注高成长性的细分品类,重点推荐科沃斯、莱克电气、石头科技。

### (二) 核心组合

在家电行业的股票中,我们根据业绩确定性和估值两条主线筛选出 4 只家电龙头企业:美的集团(000333)、海尔智家(600690)、格力电器(000651)和老板电器(002508)构建投

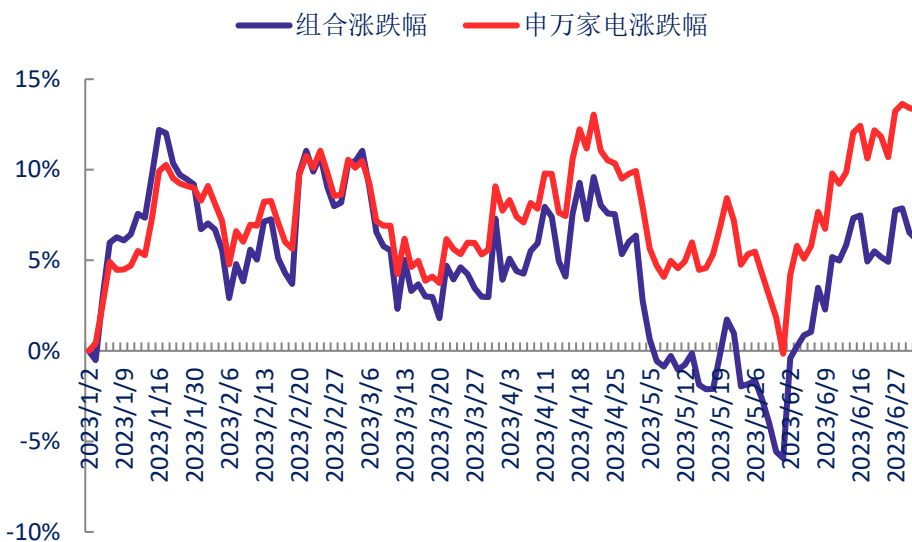
投资组合。截至 2023 年 6 月 30 日，该投资组合自年初以来累计收益 6.14%，跑输 SW 家用电器指数 7.14PCT；

表 2: 核心组合及推荐理由 (截至 0630)

证券代码	证券简称	推荐理由	累计涨幅 年初至今	相对收益率 年初至今
002508.SZ	老板电器	厨电行业龙头之一，品牌护城河稳固。	-7.00%	-20.29%
000651.SZ	格力电器	公司为国内空调行业的标杆企业，具有强大的品牌优势。	16.14%	2.85%
600690.SH	海尔智家	布局国际化和智能家居较早，海外步入收获期	-4.01%	-17.29%
000333.SZ	美的集团	C 端优势稳固，B 端市场广阔	19.45%	6.16%

资料来源: wind、中国银河证券研究院

图 16: 核心组合年初至今收益率变动, 20230630



资料来源: wind、中国银河证券研究院

## 四、风险提示

原材料价格变动的风险；房地产政策改善不及预期的风险；消费复苏不及预期的风险。

## 插图目录

图 1: 住宅新开工与竣工面积 (万平方米) 累计值及同比增长率 (%) .....	3
图 2: 商品房住宅现房、期房销售面积累计同比增长率 (%) .....	3
图 3: 30 大中城市商品房成交套数同比增长率 (%) .....	4
图 4: 原材料价格变动率 .....	4
图 5: 家用电器和音像器材类零售额 (亿元) 及增速 (%) .....	5
图 6: 白电销量 (万台) 及增速 (%) .....	6
图 7: 家电营业收入 (亿元) 及增长率 (%) .....	6
图 8: 家电行业归母净利润 (亿元) 及增长率 (%) .....	6
图 9: 家电行业净资产收益率 .....	7
图 10: 家电行业资产负债率 (左轴) 与流动比率 (右轴) .....	8
图 11: 家电行业存货周转天数 .....	8
图 12: 申万家电指数与沪深 300 指数对比 .....	8
图 13: 2005 年至今家电板块估值水平变化 .....	9
图 14: 家用电器股票估值溢价情况-剔除银行股 .....	9
图 15: 年初至今家用电器板块相对全部 A 股 Beta 表现 .....	10
图 16: 核心组合年初至今收益率变动, 2023063 .....	11

## 表格目录

表 1: 家电行业杜邦分析指标 .....	7
表 2: 核心组合及推荐理由 (截至 0630) .....	11

## 分析师简介及承诺

**李冠华**,工商管理硕士, 2018 年加入银河证券研究院投资研究部, 从事家用电器行业研究工作。

本人承诺以勤勉的执业态度, 独立、客观地出具本报告, 本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月, 行业指数相对于基准指数 (沪深 300 指数)

推荐: 预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐: 预计超越基准指数平均回报。

中性: 预计与基准指数平均回报相当。

回避: 预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月, 公司股价相对于基准指数 (沪深 300 指数)

推荐: 预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐: 预计超越基准指数平均回报。

中性: 预计与基准指数平均回报相当。

回避: 预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司 (以下简称银河证券) 向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者, 为保证服务质量、控制投资风险, 应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理, 完成投资者适当性匹配, 并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资咨询建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的, 所载内容及观点客观公正, 但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断, 银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告, 但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接, 对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接, 银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分, 客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明, 所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可, 任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电:

深广地区: 苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区: 何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区: 唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)