

家电行业2023年年度策略

把握新老需求的三重奏

行业专题 · 深度报告

家用电器 · 策略报告

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：陈伟奇
0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康
0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

联系人：邹会阳
0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn

- 家电2022年的主流领域表现主要受估值影响，持仓不到2%已处历史低位。估值下跌反映了市场对（1）可选/耐用消费；（2）后地产需求；（3）海外需求的三重悲观预期。但同时零部件等新兴领域新需求仍带来了新的增长机遇。
- 因此在疫情管控优化、消费复苏背景下，核心推荐围绕**估值修复、新需求跟踪及疫情管控放松受益标的**
 - **大电**：具备穿越周期的强韧能力，低估值的修复契机可关注基数和业绩兑现，推荐美的集团、海尔智家、格力电器；
 - **新需求**：投影、汽零等研发生产协同拓展新能源业务，推荐**光峰科技、佛山照明、海信家电**；
 - **出海**：大盘承压下关注基数变动，推荐低估值下持续兑现提份额扩品类的**JS环球生活**，建议关注**热泵产业链**核心标的；
 - **疫情管控放松**：各地疫情防控政策调整下，前期疫情受损股业绩弹性有望快速释放，推荐**光峰科技、倍轻松**

重点公司盈利预测及估值

领域	公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
大家电	美的集团	3477	286	298	332	359	12	12	10	10
	海尔智家	2344	131	153	177	204	18	15	13	12
出海	JS环球生活	346	4.2	3.9	4.5	5.1	11	11	10	9
新需求	佛山照明	73	2.5	3.3	4.3	5.6	29	22	17	13
	海信家电	187	9.7	13.3	16.7	20.4	19	14	11	9
	光峰科技	123	2.3	2.0	3.5	4.9	53	62	35	25
疫情管控放松受益	倍轻松	34	0.9	-0.2	1.1	1.6	37	-164	32	21

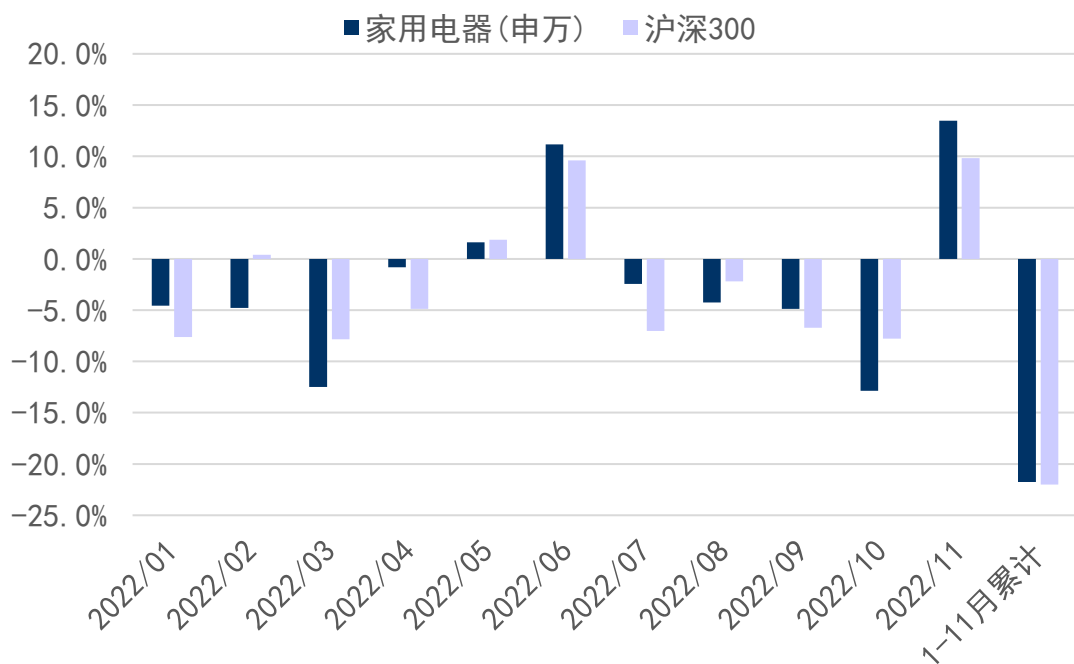
行情回顾：家电表现与大盘相近，家电零部件收益表现更优

□ 家电行情表现与大盘接近：2022年1-11月家电指数（申万）累计下跌21.8%，表现好于沪深300约0.2%。

- 1) Q1受到原材料高位运行、多地疫情反复影响，家电相对负收益明显；2) Q2随着原材料触顶回落，家电盈利端触底预期逐步明朗，叠加6月疫情好转后消费需求释放，家电行业实现相对收益；3) Q3全国迎来大范围高温天气，空调需求转热，原材料价格同比出现负增长，家电行业实现相对收益；4) 10月家电三季报有所承压、11月地产修复预期，家电相对收益转负。

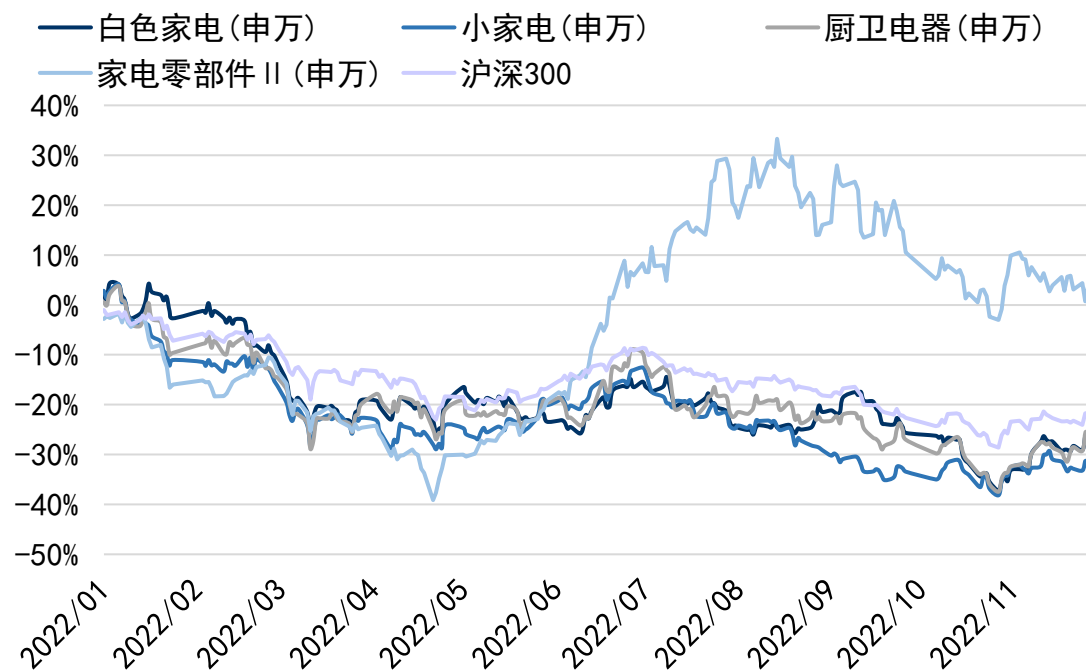
□ 家电零部件表现最优：1-11月白电行业指数下跌25.9%，小家电下跌32.6%，厨电下跌25.3%，家电零部件上涨3.7%。

家电指数2022年1-11月表现与沪深300接近



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

大小家电指数(申万)2022年跌幅更显著，零部件表现优于整机



家电估值尚处历史低位，白电处历史2%的分位数水平

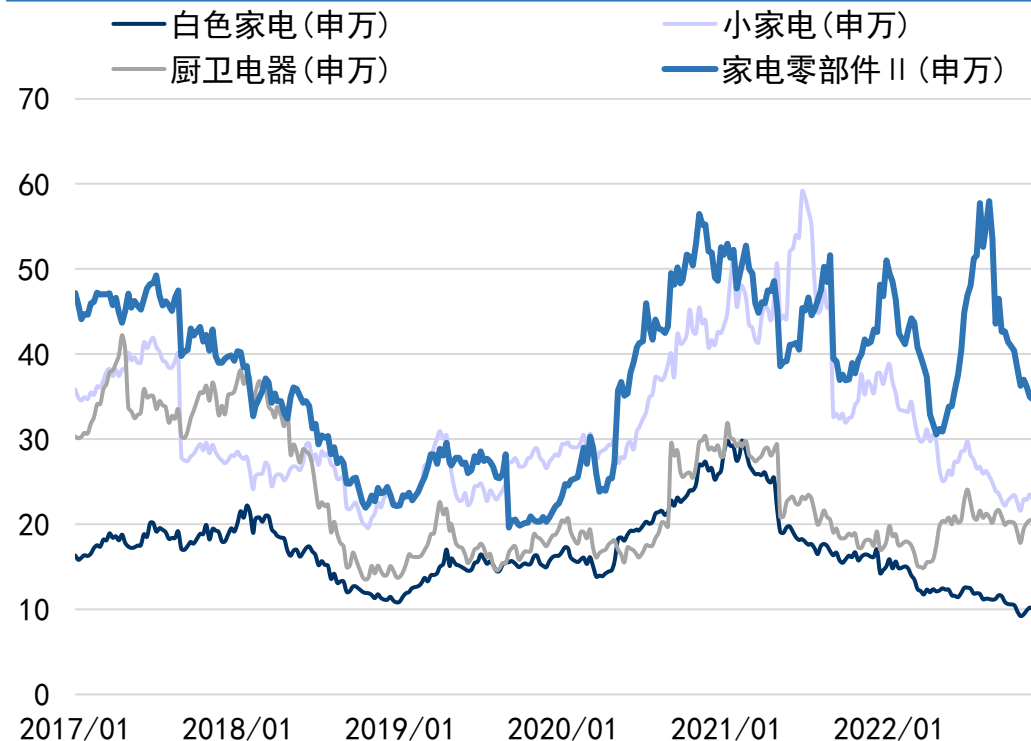
- 家电板块估值（PE：TTM）处于2017年以来11%的分位数水平，其中白电、小家电等板块估值均较低，白电估值处于2017年以来2%的历史较低分位数水平，小家电估值处于11%的分位数水平。
- 低估状态延续近2年：2021年以来家电板块的估值从2021年年初的最高的30倍下滑至13倍水平，估值长期处于低位；
- 11月以来受到地产修复预期影响，估值整体有所回升，但仍处于低位略反弹的过程中。

当前家电板块估值仍处于近5年以来的低位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

白电、小家电估值处于历史低位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：厨电由于2021年底计提地产坏账，故滚动市盈率表现偏高

- [01] 大家电：期待戴维斯双击
- [02] 内销新需求：投影、汽零等带来升级和协同
- [03] 外销：热泵主线+关注外销基数
- [04] 疫情管控放松：看好前期受损标的业绩弹性释放
- [05] 盈利预测、投资建议及风险提示

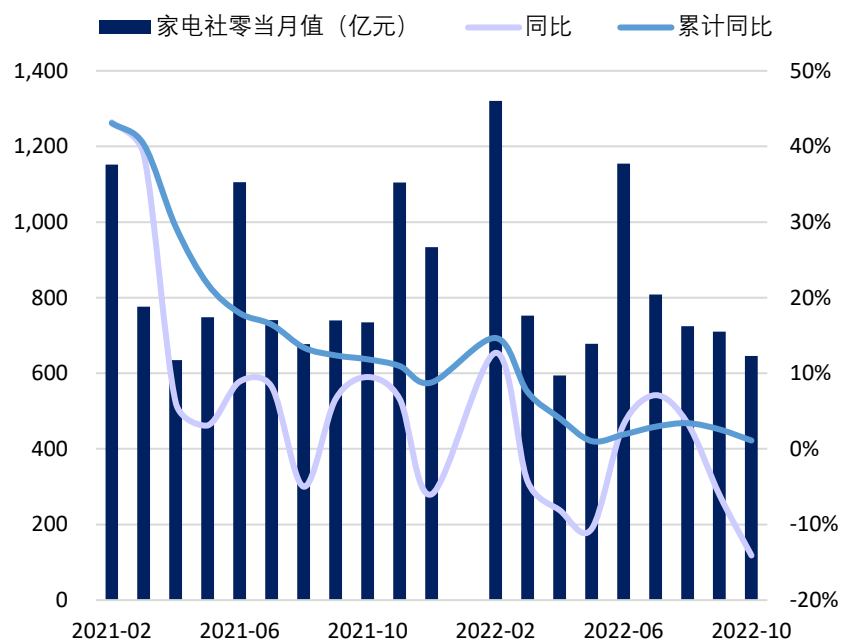
01

大家电：期待戴维斯双击

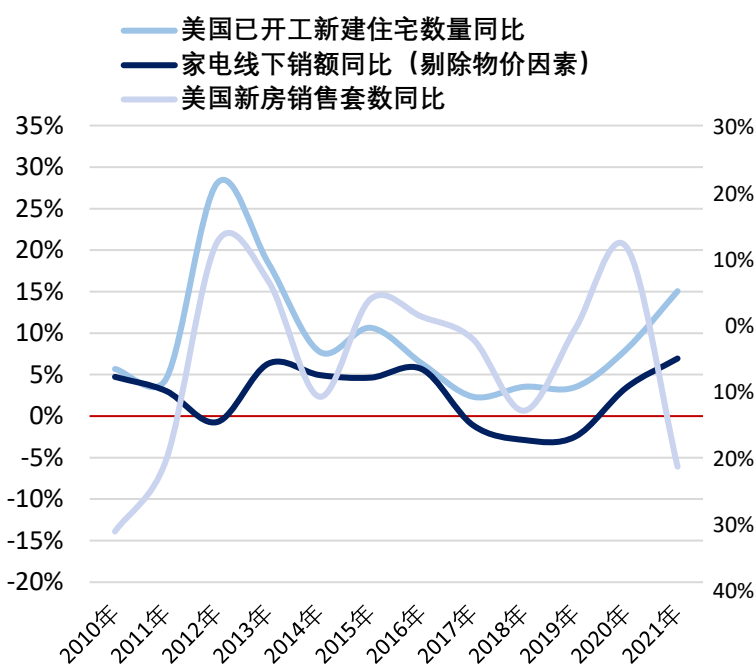
需求敏感性较弱，估值压制因素逐步被削弱

- 行业属性来看，空冰洗对竣工的依赖度进一步降低至30%以内，但更新需求又与消费水平相关，因此宏观需求、疫情影响下的消费情况更显著影响行业销量。
- 内销当前的水平：量减价增整体平。行业整体库存下降，但疫情扰动特点明显，因此销售承压或将持续到2023年初，而Q2、Q4为疫情扰动的低基数区间。整体来看结构升级主导下2022年家电整体持平，2023年若疫情好转，则增长信心明确。
- 海外当前的位置：需求的压力目前处于深水区，但已产生CPI、零售数据筑底好转迹象。
- 地产：十六条、各类授信等政策和行动密集出台对于家电的意义是，消除潜在的负面风险。

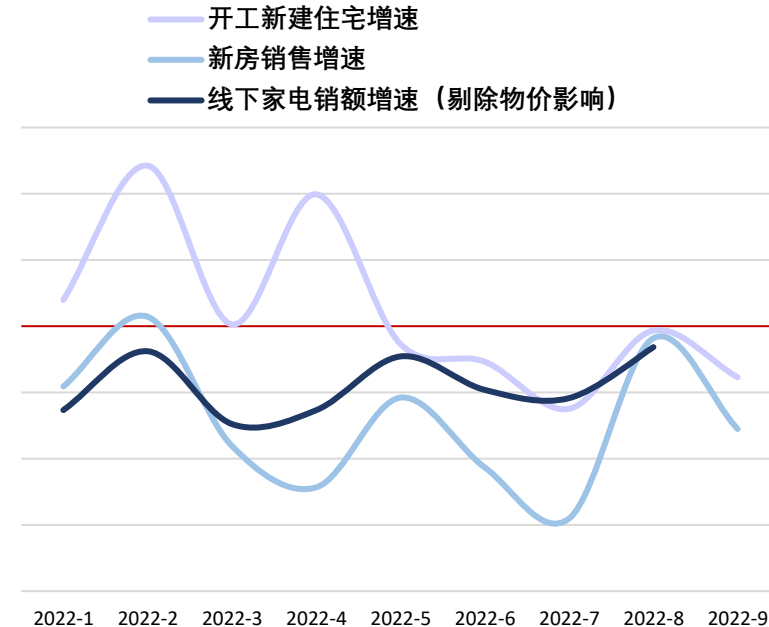
家电零售整体承压，其中Q2、Q4均为较低基数



美国家电销售最低增速也仅在0-(-5%) 区间



美国家电销额降至经融危机以来最低水平

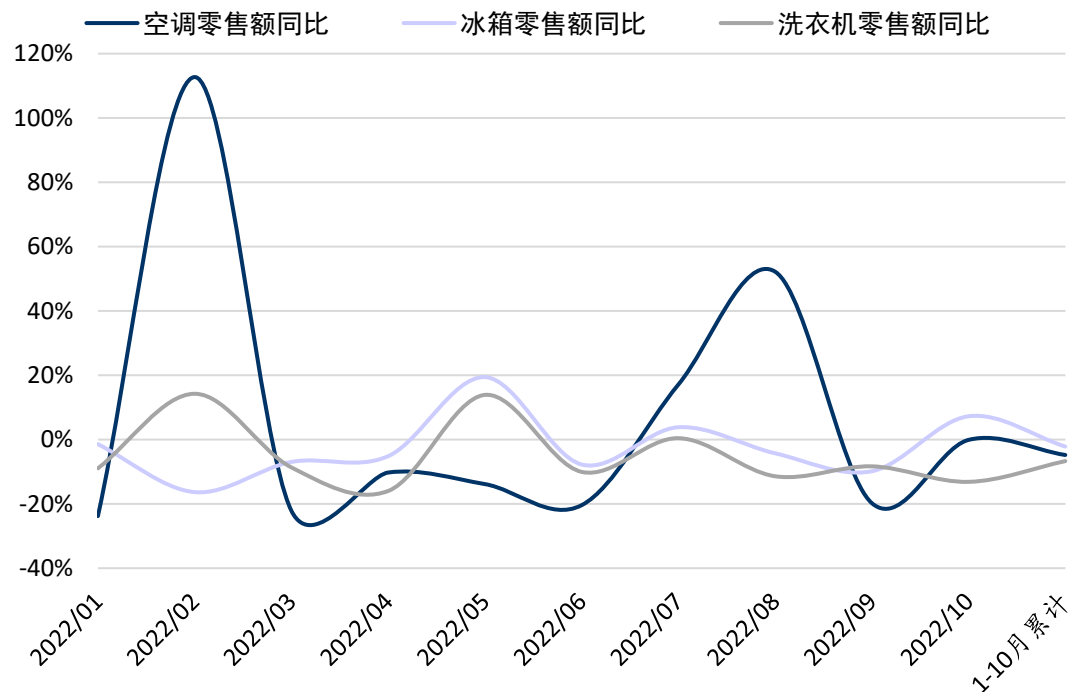


内销显韧性：白电量额小幅下滑，均价稳健

□ 2022年我国家电销售虽然受到疫情和地产较大的影响，但整体销售韧性依然较强，白电终端销售均只有小幅波动。

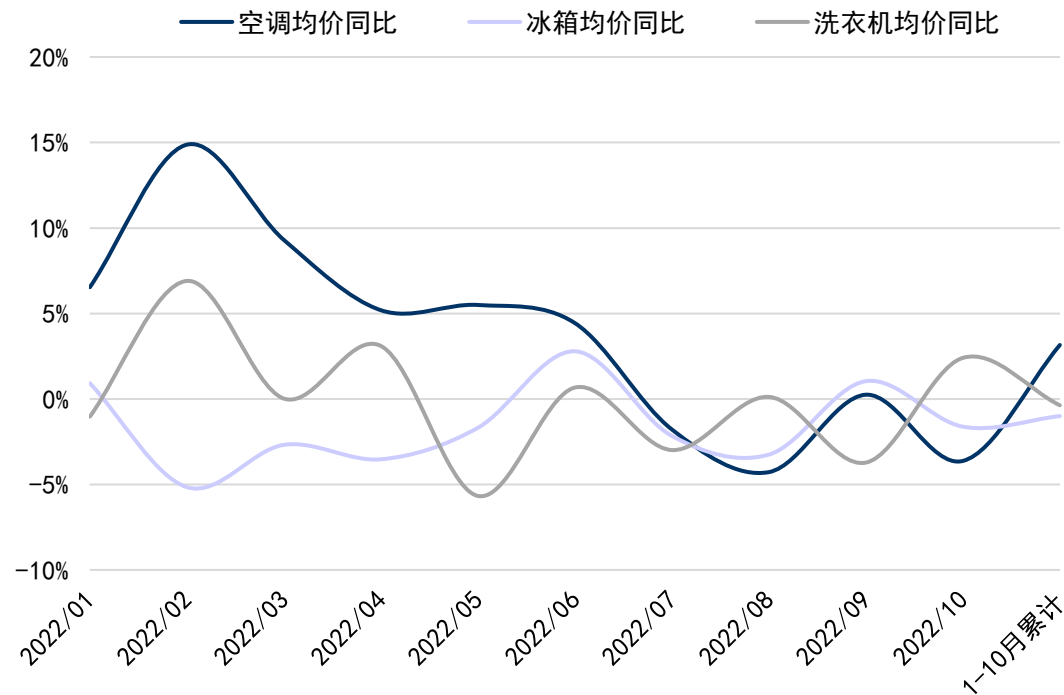
- 根据奥维云网抽样数据，空调2022年1-10月累计零售额同比下滑4.8%，均价上涨3.2%。
- 冰箱1-10月累计零售额同比下滑2.2%，均价微降1.0%。
- 洗衣机1-10月累计零售额同比下滑6.7%，均价降低0.4%。

2022年1-10月白电零售额小幅下滑



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

1-10月白电零售均价表现较为平稳



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

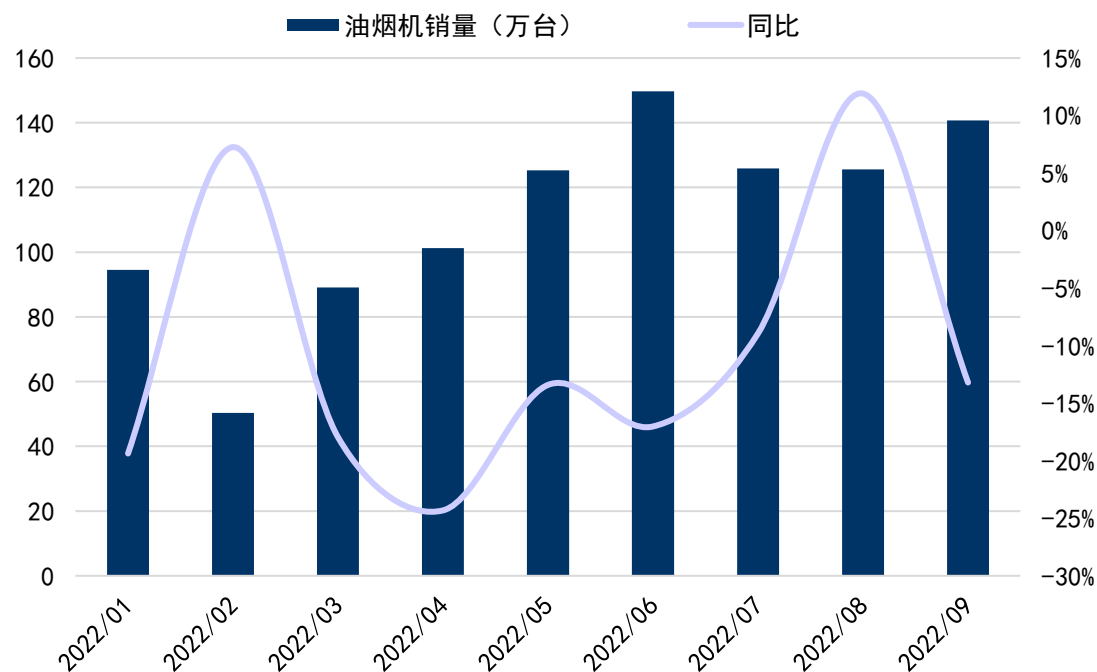
内销显韧性：油烟机量减价升，集成灶量价齐升

□ 大厨电安装及新房属性最重，受疫情及地产影响最大，1-9月油烟机销额同比下滑9%，集成灶销额增长6%。

➢ 根据产业在线及奥维云网数据，油烟机1-9月内销量累计下滑14.5%，线上/线下均价上涨4.7%/6.5%。

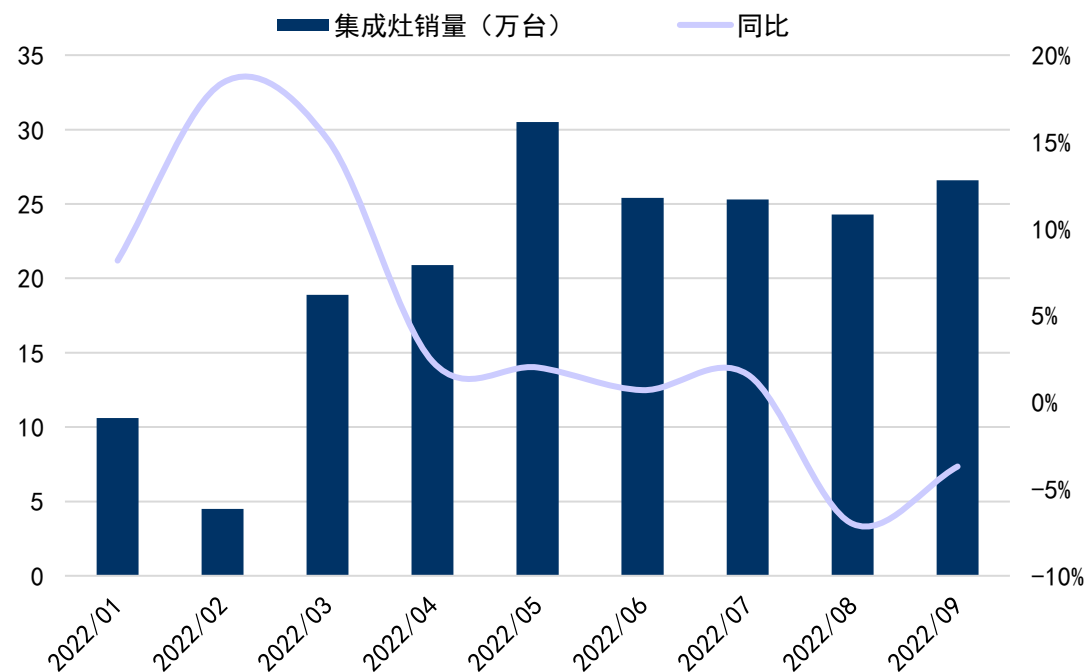
➢ 集成灶1-9月累计销量同比增长1.6%，线上/线下均价上涨14.2%/3.2%。

2022年1-9月油烟机销量承压



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

2022年1-9月集成灶销量表现平稳



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

内销展望：白电更新需求占比已达70%以上，预计销量仍保持稳定



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E		
城镇家庭户数（万户）	28119	29054	30037	30842	31608	32221	32769	33210	33462		
农村家庭户数（万户）	15450	15023	14657	14286	13919	13490	13219	12980	12823		
空调									中性假设	乐观假设	悲观假设
城镇每百户耐用消费品拥有量:空调	114.6	123.7	128.6	142.2	148.3	149.6	161.7	164.0	165.5	166.0	165.0
农村每百户耐用消费品拥有量:空调	38.8	47.6	52.6	65.2	71.3	73.8	89.0	92.0	95.0	96.0	94.50
空调保有量新增量-城镇（万台）	2025	2644	1472	4188	1929	411	3980	764	502	669	329
空调保有量新增量-农村（万台）	711	1322	733	1807	845	342	2003	389	385	513	321
空调内销量（万台）	6288	6049	8875	9281	9212	8028	8470	8431	8391	8686	8093
新增量占比	43.5%	65.6%	24.8%	64.6%	30.1%	9.4%	70.6%	13.7%	10.6%	13.6%	8.0%
更新量（万台）	3552	2083	6671	3286	6439	7276	2488	7278	7504	7504	7444
隐含更新率	10.3%	5.4%	15.5%	7.1%	12.1%	12.8%	4.3%	11.2%	11.3%	11.3%	11.3%
冰箱											
城镇每百户耐用消费品拥有量:电冰箱	94.0	96.4	98.0	100.9	102.5	103.1	104.2	105.2	106.0	106.5	105.8
农村每百户耐用消费品拥有量:电冰箱	82.6	89.5	91.7	95.9	98.6	100.1	103.5	105.0	105.9	106.0	105.5
冰箱保有量新增量-城镇（万台）	647	697	481	900	503	199	351	332	268	435	197
冰箱保有量新增量-农村（万台）	773	1037	322	596	385	191	456	195	115	128	64
冰箱内销量（万台）	4894	4732	4485	4310	4338	4270	4255	4162	4123	4303	3975
新增量占比	29.0%	36.6%	17.9%	34.7%	20.5%	9.1%	19.0%	12.7%	9.3%	13.1%	6.6%
更新量（万台）	3474	2998	3682	2814	3450	3879	3447	3635	3740	3740	3713
隐含更新率	9.3%	7.6%	8.9%	6.6%	7.7%	8.4%	7.4%	7.6%	7.7%	7.7%	7.7%
洗衣机											
城镇每百户耐用消费品拥有量:洗衣机	92.3	94.2	95.7	97.7	99.2	99.7	100.5	101.0	101.4	101.8	101.2
农村每百户耐用消费品拥有量:洗衣机	78.8	84.0	86.3	88.5	91.6	92.6	96.1	97.5	98.5	98.8	98.2
洗衣机保有量新增量-城镇（万台）	450	552	451	612	478	172	253	166	134	268	66
洗衣机保有量新增量-农村（万台）	618	781	337	321	420	144	458	182	128	167	90
洗衣机内销量（万台）	3905	4115	4414	4533	4493	4291	4453	4181	4143	4315	4009
新增量占比	27.3%	32.4%	17.8%	20.6%	20.0%	7.4%	16.0%	8.3%	6.3%	10.1%	3.9%
更新量（万台）	2837	2782	3626	3599	3595	3975	3742	3833	3881	3881	3853
隐含更新率	7.8%	7.3%	9.1%	8.7%	8.4%	9.0%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%

资料来源：国家统计局、产业在线、国信证券经济研究所整理

注：新增量根据当年保有量的提升幅度*户数来计算，隐含更新率以“（当年销量-新增量）/以每百户拥有率计算到的保有量”计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

由于销量为公司出货量口径，包含终端零售及B端如学校、办公楼等销量，且中间存在渠道库存因素，故新增量占比波动或高于实际情况

内销展望：油烟机新增需求超60%，集成灶渗透率有望持续提升



- 将每年油烟机的销量拆分为拥有率上升的新增需求和更新需求来看，2015-2021年油烟机每年的新增需求平均占比为61.0%，对比之下，空冰洗分别为39.7%/23.8%/20.2%。在中性假设下，若地产对烟机新增需求的支撑持续走低，预计油烟机2023年销量仍有望维持在接近1400万台的规模，同比下滑3.1%。
- 集成灶渗透率有望持续提升，中性假设下，集成灶在烟机销量占比有望提升2.4pct，销量同比增长7.6%至334万台。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E		
城镇家庭户数（万户）	28119	29054	30037	30842	31608	32221	32769	33210	33462		
农村家庭户数（万户）	15450	15023	14657	14286	13919	13490	13219	12980	12823		
油烟机									中性假设	乐观假设	悲观假设
城镇每百户耐用消费品拥有量:油烟机	69.20	71.50	73.70	79.09	81.65	82.58	82.30	82.60	82.80	83.00	82.70
农村每百户耐用消费品拥有量:油烟机	15.30	18.40	20.40	26.00	28.98	30.89	36.60	38.00	39.00	39.20	38.80
油烟机保有量新增量-城镇（万台）	281.2	668.2	660.8	1662.2	810.7	297.6	-91.1	98.7	65.8	131.5	32.9
油烟机保有量新增量-农村（万台）	216.3	465.7	293.1	800.3	414.2	258.2	754.6	181.7	128.2	153.9	102.6
油烟机内销量（万台）	1582	1793	1887	1793	1743	1640	1638	1425	1382	1473	1321
新增量占比	31.4%	63.3%	50.6%	137.4%	70.3%	33.9%	40.5%	19.7%	14.0%	19.4%	10.3%
更新量（万台）	1084.5	658.5	933.0	-669.9	518.3	1084.2	974.5	1145	1188	1188	1185
隐含更新率	5.23%	3.02%	3.96%	-2.67%	1.84%	3.63%	3.17%	3.60%	3.70%	3.70%	3.70%
集成灶											
集成灶内销量（万台）	57	91	107	169	213	238	304	310	334	317	359
集成灶占油烟机销量的比重	3.6%	5.1%	5.7%	9.4%	12.2%	14.5%	18.6%	21.8%	24.2%	24.0%	24.4%
渗透率提升幅度（pct）		1.5%	0.6%	3.8%	2.8%	2.3%	4.0%	3.2%	2.4%	2.2%	2.6%

资料来源：国家统计局、产业在线、国信证券经济研究所整理

注：新增量根据当年保有量的提升幅度*户数来计算，隐含更新率以“（当年销量-新增量）/以每百户拥有率计算到的保有量”计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

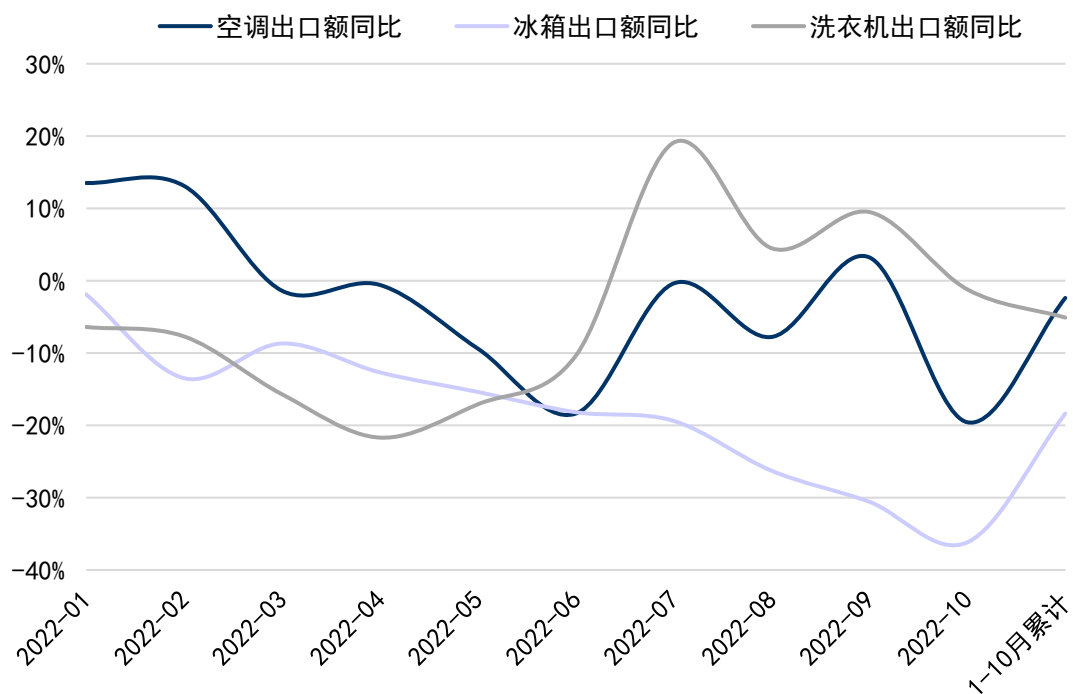
由于销量为公司出货量口径，包含终端零售及B端如学校、办公楼等销量，且中间存在渠道库存因素，故新增量占比波动或高于实际情况

外销：冰箱高基数下承压，空洗小幅下滑

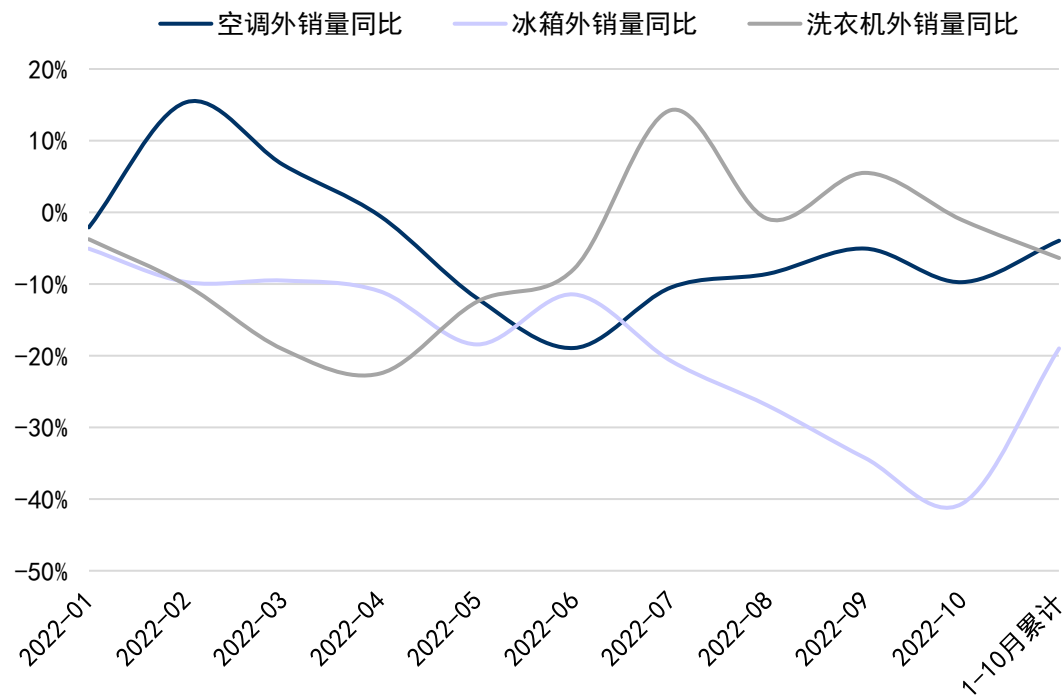
□ 受到海外通胀、消费需求疲软的影响，白电外销整体出现下滑，其中冰箱降幅较大，空洗降幅不到6%。

- 根据海关总署及产业在线的数据，空调出口额1-10月累计同比下滑2.4%，出口量下滑4.0%。
- 冰箱1-10月累计出口额同比下滑18.4%，出口量下降19.0%，出口额同比2019年同期增长21.3%。
- 洗衣机1-10月累计出口额同比下滑5.1%，出口量降低6.4%。

2022年1-10月空洗出口额降幅相对较低



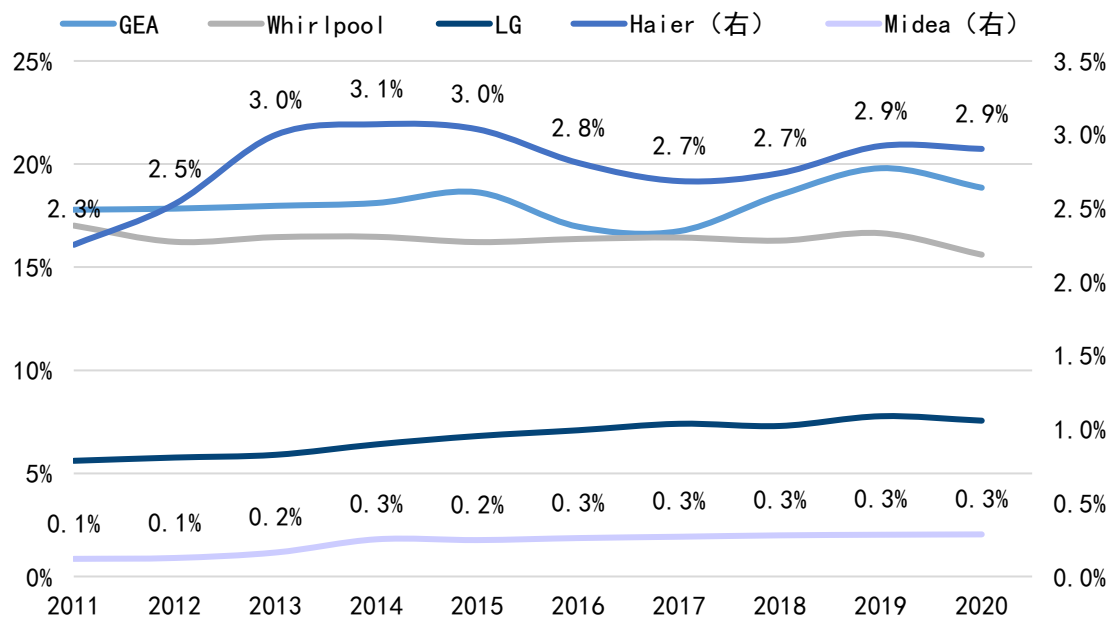
1-10月空冰销量降幅相对更低



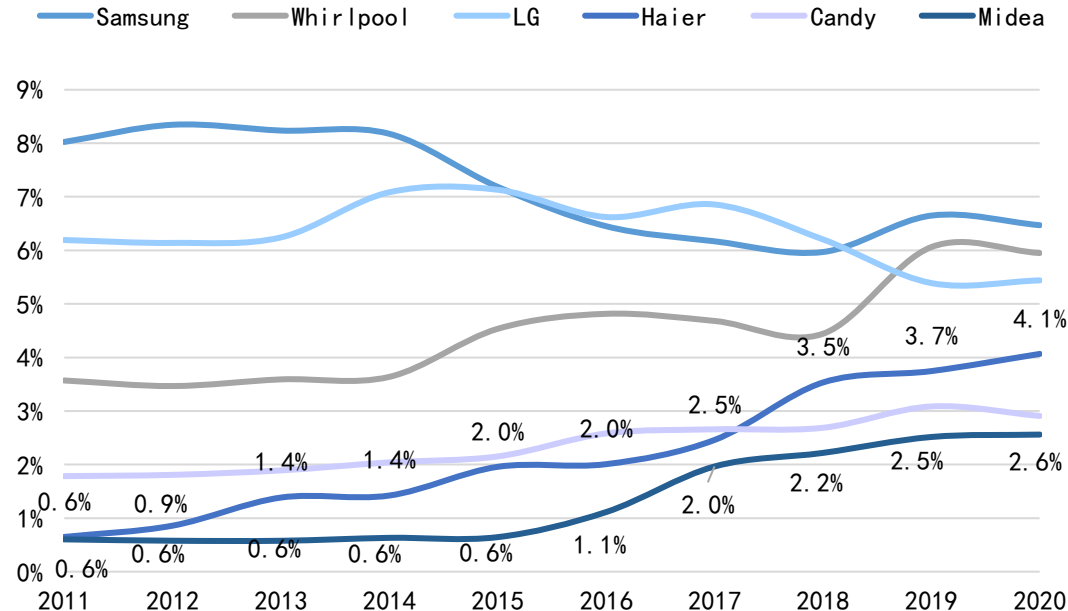
龙头外销的 α 属性更强

- 海尔：近年增速高于行业主要得益于GEA品牌的升级提效和Haier品牌低基数下的成长
 - 美国市场中，GEA身处份额第一但2017年以来仍稳中有增，而Haier品牌仅处于约3%的低水平
 - 欧洲市场中，Haier和Candy品牌在低基数下均保持了稳步增长
- 美的：自有品牌在欧美均处于更低的基数水平
 - 美的在欧美市场的自有品牌份额都处于更低的水平，因此一方面美的外销收入大盘仍是由欧美代工以及其他区域的自有品牌+代工构成的，但欧美地区低基数下参考海尔仍存在高增长的预期。

美国——GEA和Haier稳中有增，美的份额仍低



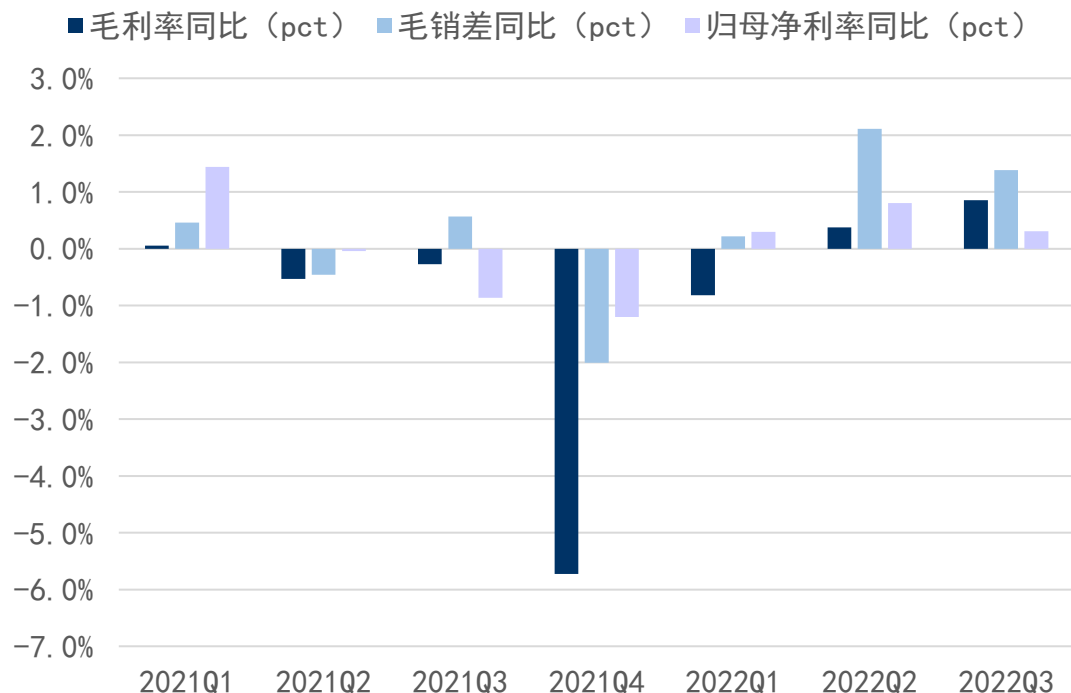
欧洲——Candy和Haier明显提升，美的同样低位增长



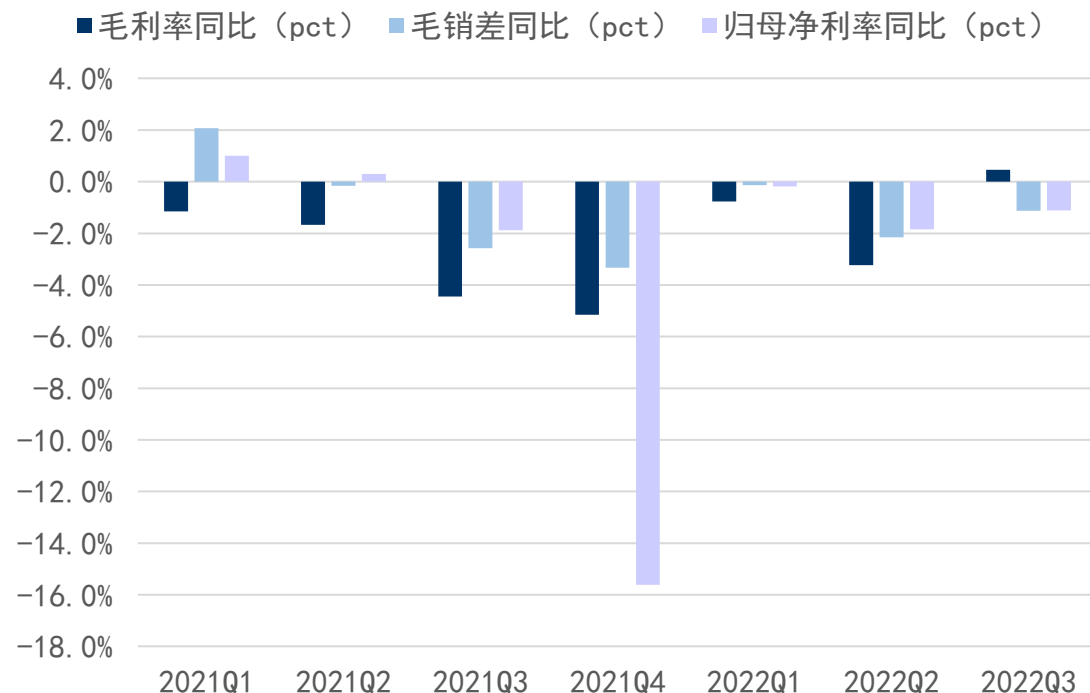
盈利：Q3白电毛利率加速回升，厨电毛利率出现拐点

- 白电行业盈利持续改善：受到产品结构调整带动均价提升及原材料价格见顶回落的影响，白电上市公司2022Q3毛利率同比上升0.9pct，实现连续两个季度毛利率同比增长，且呈现出加速提升的趋势。
- 厨电行业出现毛利率拐点：2022Q3在原材料价格下跌的利好下，厨电企业毛利率在经历约两年多的下跌后首次实现正增长。后续随着原材料价格保持平稳或下行，厨电企业毛利率有望持续修复。

2022Q3白电行业毛利率同比加速提升

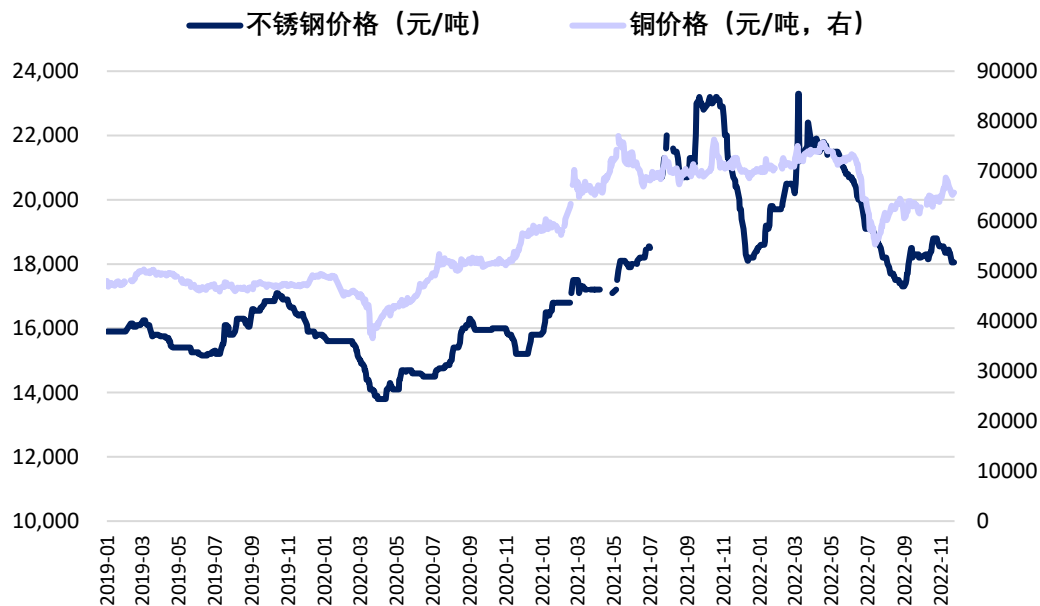


2022Q3厨电行业毛利率出现拐点

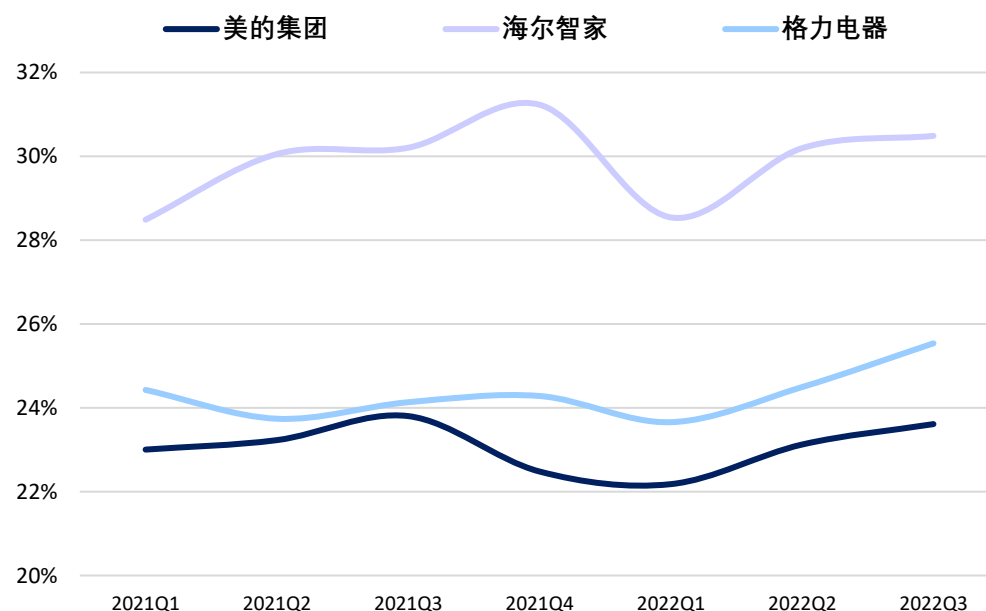


- 原材料带来的压力显著降低，价格端的弹性释放有利于对销量的拉动和盈利能力的修复；
 - 2022H1大家电均价同比显著提升，对毛利率拉动作用显著
 - 2022H2大家电出现部分降价（以线上为主），对整体的需求疲软带来了一定支撑
- 内销：需求端压力仍在延续，但预计价与量更加平衡，可以在保证量的同时保护盈利能力，同时结构升级是持续的
- 外销：在2022年受到汇率影响整体前低后高（以代工尤甚），同时原材料端的压力使代工的量显著承压，因此2023年尽管外销需求仍存在不确定性，但同样拥有更充分的价格手段

原材料价格回落后维持平稳



毛利率的恢复或带来量方面的空间



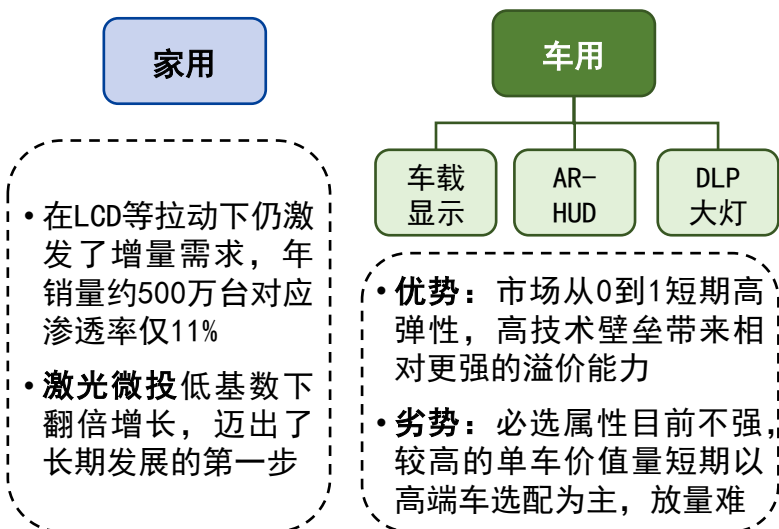
02 | 内销新需求： 投影、汽零等带来升级和协同

□ 家电的制造业优势延展，已经拓展到车灯、热管理、车载投影等零部件

- 由家到车的投影显示：家用投影仍以更多元的形态进一步加速渗透，而以车载天幕、智慧表面、AR-HUD等为代表的车载智能化显示新场景，进一步打开了投影的需求空间。
- 车灯：照明企业延展至车灯领域，传统灯向ADB功能、DLP大灯、激光大灯升级实现规模增长，进口替代内资抢份额。
- 热管理：新能源车带来纯增量，电动压缩机、阀泵类壁垒高空间广，且与家电主业协同性高

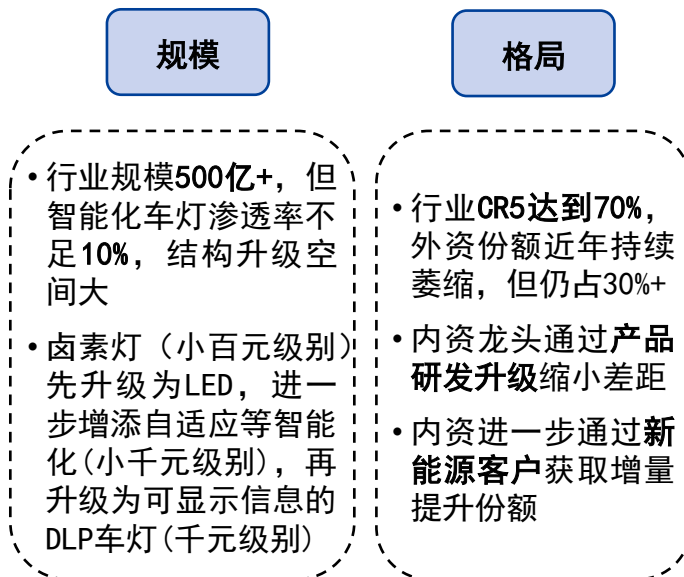
投影显示：场景多元，市场方起步

家用：总渗透率仅11%，激光投影低位高增
车用：显示、DLP车灯和AR-HUD应用场景
核心标的：光峰科技



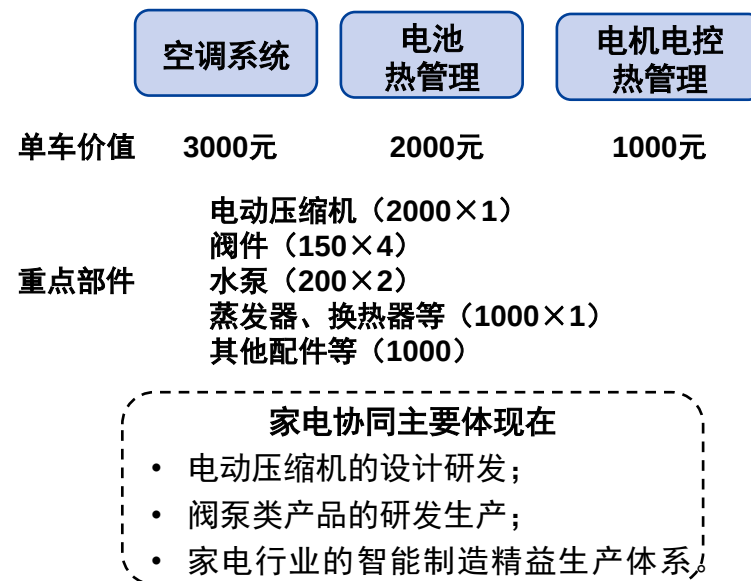
车灯：大赛道下，关注升级与格局

规模长坡厚雪，进口替代趋势明显
核心标的：佛山照明、光峰科技



热管理：高景气度的增量市场，协同明显

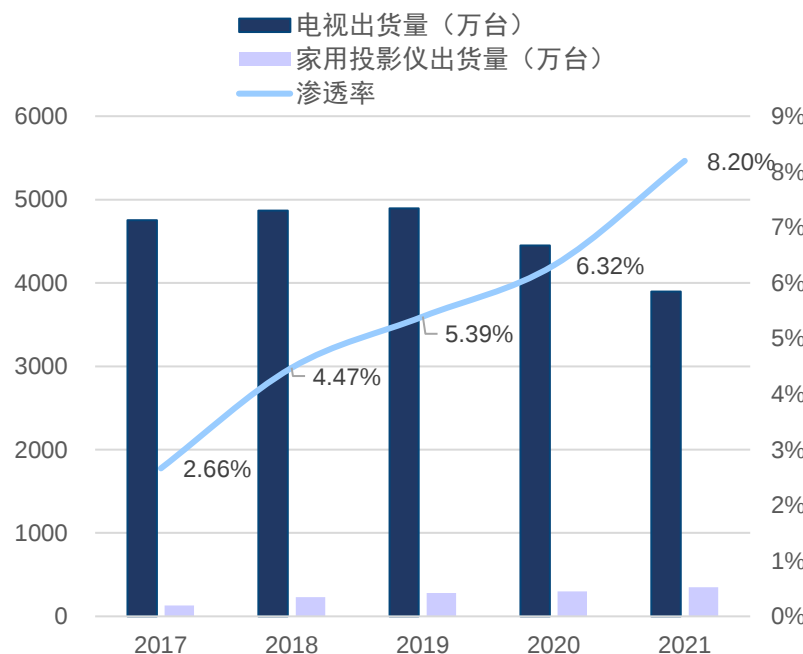
新能源带来纯增量，2025年整体规模500亿+
关注高壁垒、大价值量的零部件
核心标的：海信家电、盾安环境



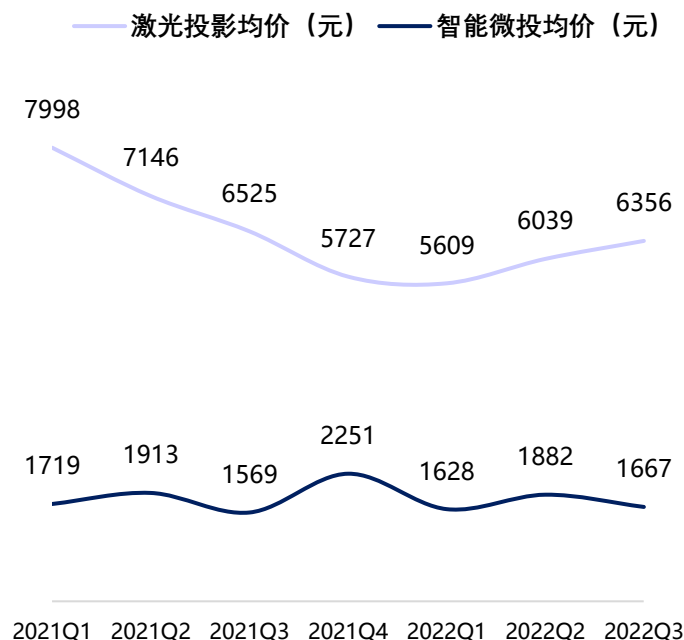
新需求1——投影（家用）：渗透率仍保持提升，激光异军突起

- 家用智能投影销量及销额依然快速增长。2022年前三季度智能投影行业销量增长32%至429万台，尽管低价LCD提升，但仍唤醒了增量需求，预计渗透率依然处于上升通道至约10%的水平。远期对标国内121%的电视保有率，若其中21%的保有量被投影替代，以8年更新周期计稳态年销量约为1400万台，当前销量渗透率仍远未达天花板。
- 激光微投：兼顾激光的优势和微投的成本，低基数下维持高增
 - 激光微投具有亮度上限更高、色域广等优势，随着成本的优化，销售均价从5000-6000元价格带逐步降低至3000水平，拉动2022年销量在200%以上，但其占智能微投的销量比重仅为5.7%，随着SKU的丰富销量仍有望继续爬坡

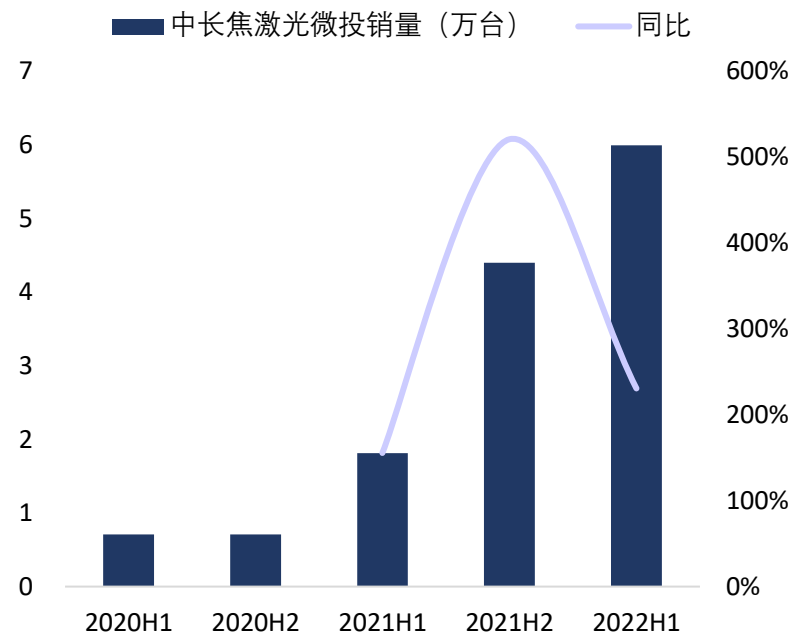
投影仪销量渗透率持续提升



激光投影价格与LED差距缩小



低基数下激光投影高速成长



资料来源：奥维云网、洛图科技、国信证券经济研究所整理

资料来源：奥维云网、洛图科技、国信证券经济研究所整理

资料来源：奥维云网、洛图科技、国信证券经济研究所整理

新需求1——投影（车载）：供给驱动需求，百亿规模可期

- 车用投影场景丰富，预计国内2025年国内销量达到百万台级别，对应规模约140亿元。
- 座舱显示：包括娱乐类的车内影院、全景天幕、氛围灯和功能性的透明A柱、车窗显示等，若娱乐类投影进一步拓展到氛围调节、车内照明等更多应用，渗透率或进一步提升；

➢ 抬头显示(HUD)：AR-HUD或是未来升级的主流方向，中高端车型或经历从可选到必选的过程；

➢ 车灯显示：DLP大灯为代表的投影应用，在照明基础上新增信息显示等安全性、个性化供能，智能属性显著提升

车载投影应用场景丰富

车载投影国内2025规模有望达140亿

座舱显示



HUD（抬头显示）



智能车灯



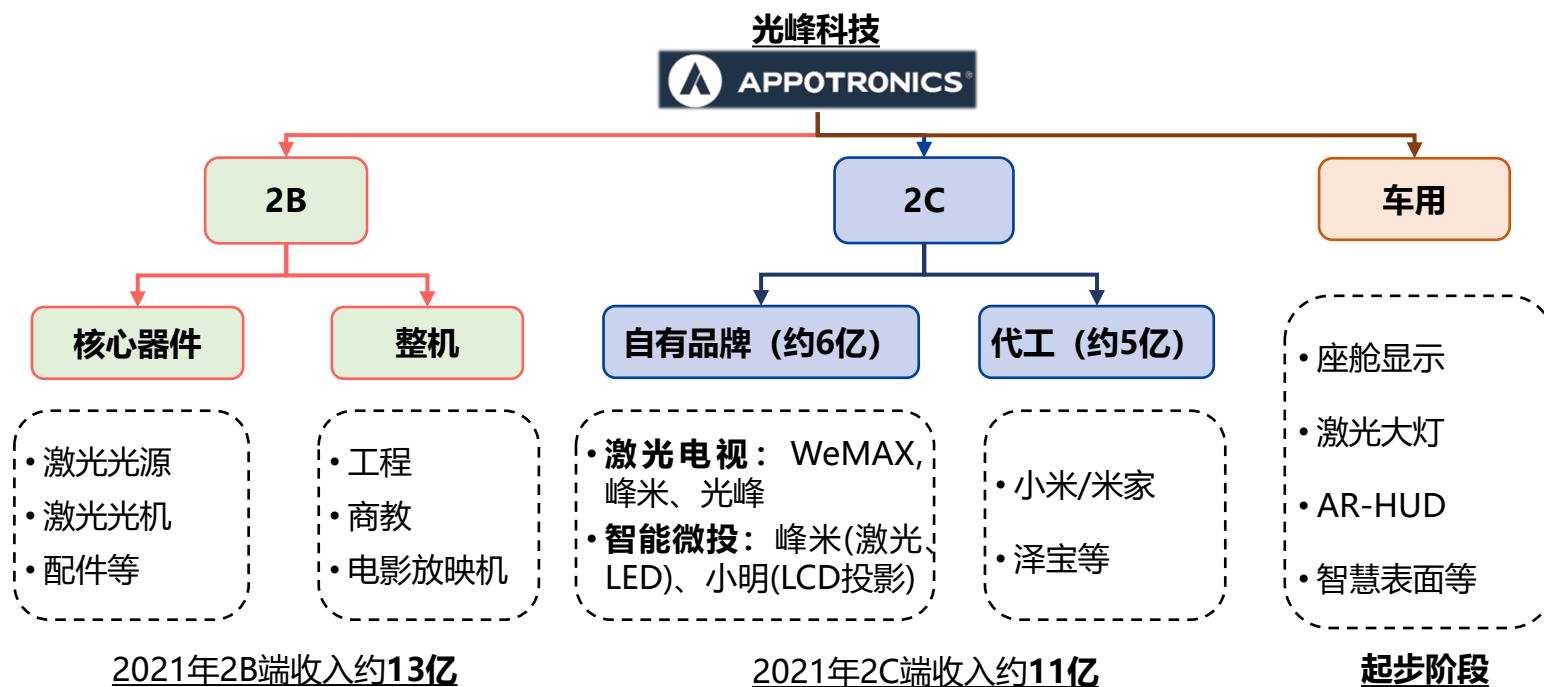
其他...



	国内2025年 规模(亿元)	2025年 渗透率	2025 对应销量 (万台)	单车价 值量
座舱显示	51	-	242	~4200
其中：娱乐类投影	18	5%	121	~1200
功能性显示 (透明A柱、交互显示)	33	5%	121	~3000
DLP大灯	55	2%	48	~1万
抬头显示 (AR-HUD)	34	4%	97	~3000
合计规模	140	-	-	-

重点推荐：光峰科技——激光显像为核心，应用领域横跨B端和C端

- 消费级投影：主要包括自有品牌的激光电视、智能微投，以及为小米等代工。
 - 2021年收入体量11亿，其中代工和自有品牌各半，但自有品牌2022迅速提升。同时依靠自身光机研发优势，2022年消费级光机销售迅速起量，预计达到4亿+的收入体量。
- 商用投影：主要包括工程、商教等投影整机和零部件销售（2021年约9亿体量），以及影院的光源租赁（2021年3.6亿）。
- 车载投影：应用领域包括车载投影、DLP车灯和AR-HUD，百亿市场规模下光峰率先技术卡位，同时与比亚迪、华为等合作加深



2021合计收入25亿、归母净利润2.3亿

光峰科技：B端短看影院恢复，长看核心零部件放量

□ 影院租赁业务：2022年低基数下望迎高弹性

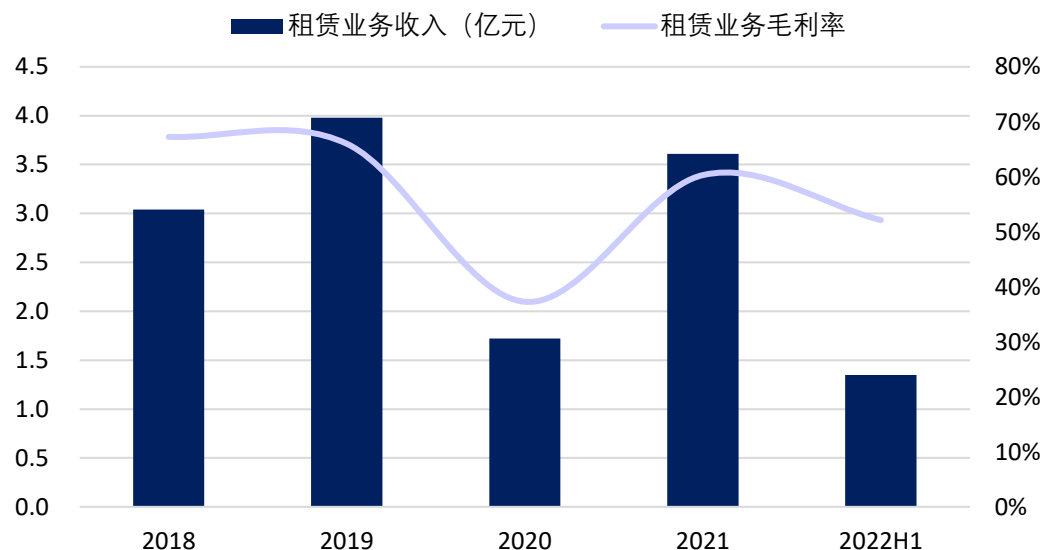
收入模型：影院屏幕数量×影片放映时长×小时租赁费

- 对比疫情前不到2万块屏幕，当前公司屏幕数已超2.7万
- 疫情管控优化背景下，影院放映时长有望迎来增量弹性

主要成本：偏刚性出租光源的折旧和技术等费用的摊销

- 收入端的增量有效提升净利润率
- 光源7年折旧完成后，有望打开屏幕数量渗透的空间

2022年影院租赁业务基数较低



资料来源：公司公告、奥维云网、洛图科技、国信证券经济研究所整理及预测

□ 核心零部件：光机销售作为“卖水者”乘下游增长红利

- 激光投影高增背景下，公司内外销客户持续拓展，2022Q1-Q3核心零部件收入增速超140%；
- 长期看，下游激光电视/微投的渗透率提升带来光机需求的提升，行业规模近60亿。而光机销售格局、净利润率预计也会优于下游，光峰在激光光机领域的优势技术有望带来更强话语权。

激光投影所需的光机行业规模预计近60亿

项目	数值	核心假设
国内家用显示总需求（万台）	4500	参考历史电视销量+投影仪销量
激光投影2026年销量（即激光光机需求量，万台）	450	含激光电视，假设投影整体销量渗透率20%，其中10%为激光光源、10%为LED
其中：激光微投	400	参考80寸+电视销量占比约为2%，假设激光电视与大屏电视平分市场，微投则占据剩下的相对大众价格带市场
激光电视	50	
激光光机平均出货价（元）	1244	激光电视与微投加权平均计算
其中：激光微投	1050	均价3000元，成本2100元，光机1050元
激光电视	2800	均价下探至8000元，成本为5600元，光机成本占50%对应约2800元
激光光机市场规模（亿元）	56	

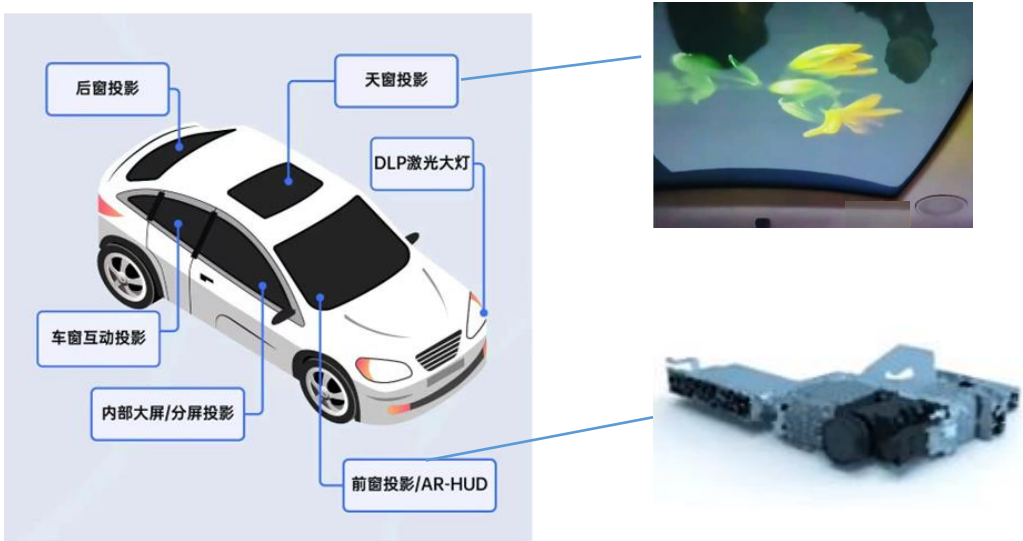
- 对比家用投影和传统汽车显示零部件，光峰在激光高亮度、优色彩、小体积等优势在车载领域会被进一步放大
 - 车载显示：在更高亮度需求的同时，在散热、体积等车规级要求更高，因此ALPD更优的成本和性能或成为提升渗透率的关键
 - 智能车灯：DLP车灯领域与核心供应商德州仪器密切合作，而ALPD技术兼顾成本的同时，拥有更高的亮度和可靠性
 - AR-HUD：AR-HUD在光机(PGU)体积、亮度、对比度、软件算法有更综合的要求，光峰的软硬件全面能力贴合HUD发展趋势
- 进展：已通过国际汽车质量管理认证，产品与客户持续推进
 - 车载显示：2022年9月获比亚迪定点，成为比亚迪车载光学部件供应商，与华为合作开发车载天幕，实现车顶沉浸式投影；
 - DLP车灯：激光+DLP车灯模组，具备百万级像素和更高亮度
 - AR-HUD：目前光峰PGU模组亮度超过1万nit、2000:1的高对比度，兼容性强，且激光路线下更紧凑的体积具备更强的竞争力

车载底层原理与家用投影相似，但不同场景有差异化要求

主要场景	部件	车用场景技术的差异化
车载投影	硬件	体积更小、使用温度更广、透明A柱要求高清晰度、长短焦技术均须有储备。
	软件	更灵活的对焦能力，透明A柱需适配驾驶员视角
AR-HUD	硬件	体积小、耐高温、亮度和清晰度更高、视角更大、或需要配合膜等增强显示效果
	软件	更真实的渲染力、消重影，视角适配、低延迟等
DLP大灯	硬件	模组耐高温、光源亮度高穿透力强
	软件	模拟分析能力、低延迟等

资料来源：光峰科技官网、哪吒汽车官网、电子技术应用网、国信证券经济研究所整理

光峰科技在车载投影的各应用场景均有所布局



资料来源：光峰科技官网、德州仪器官网、德州仪器DLP论坛、国信证券经济研究所整理

新需求2——智能大灯：应用广泛，从照射逐步进阶到显示

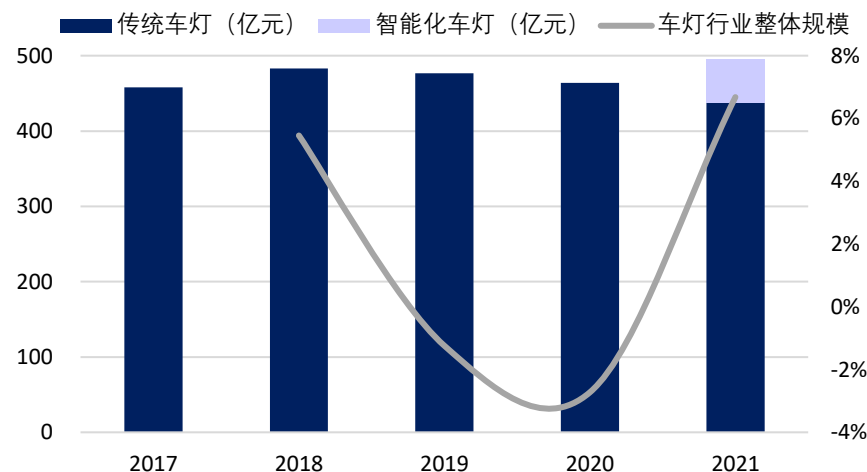
- 对比传统车灯，智能大灯的应用场景和功能性更强，低渗透率下市场结构性升级拉动规模增长
 - 驾驶信息增强：驾驶信息展示（变道辅助、车距、示宽等）、路况信息显示（标牌、行人识别等）
 - 约500亿市场规模基础上，高单价的ADB、DLP等智能功能性车灯合计渗透率不足10%
- 行业集中度虽然较高，但外资品牌地位逐步式微
 - 2021年CR5约70%，但在内资企业技术提升和新势力崛起背景下，外资灯厂产品和客户优势降低，份额不断被内资挤占；
- 家电转型的实践和优势
 - 对比通用照明，车灯的技术壁垒与要求都更高，但家电在底层研发生产领域仍存在协同潜力，目前以光峰科技、佛山照明、得邦照明等为代表的企业均通过自身研发、资金等差异化优势进军车灯行业

智能车灯能够实现照明外的显示功能



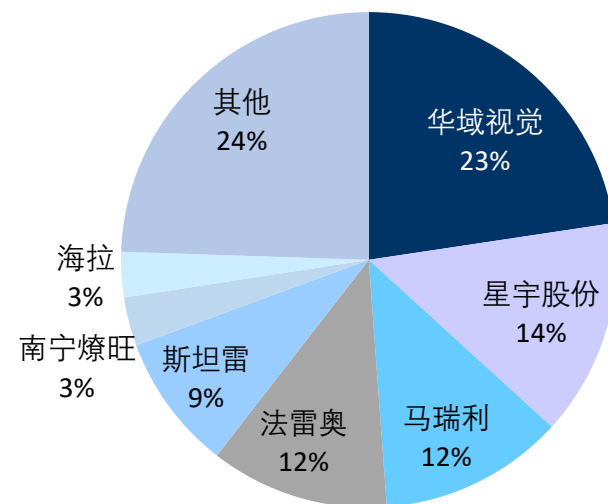
资料来源：易车、国信证券经济研究所整理及预测

车灯行业500亿体量中，智能灯渗透率仍低



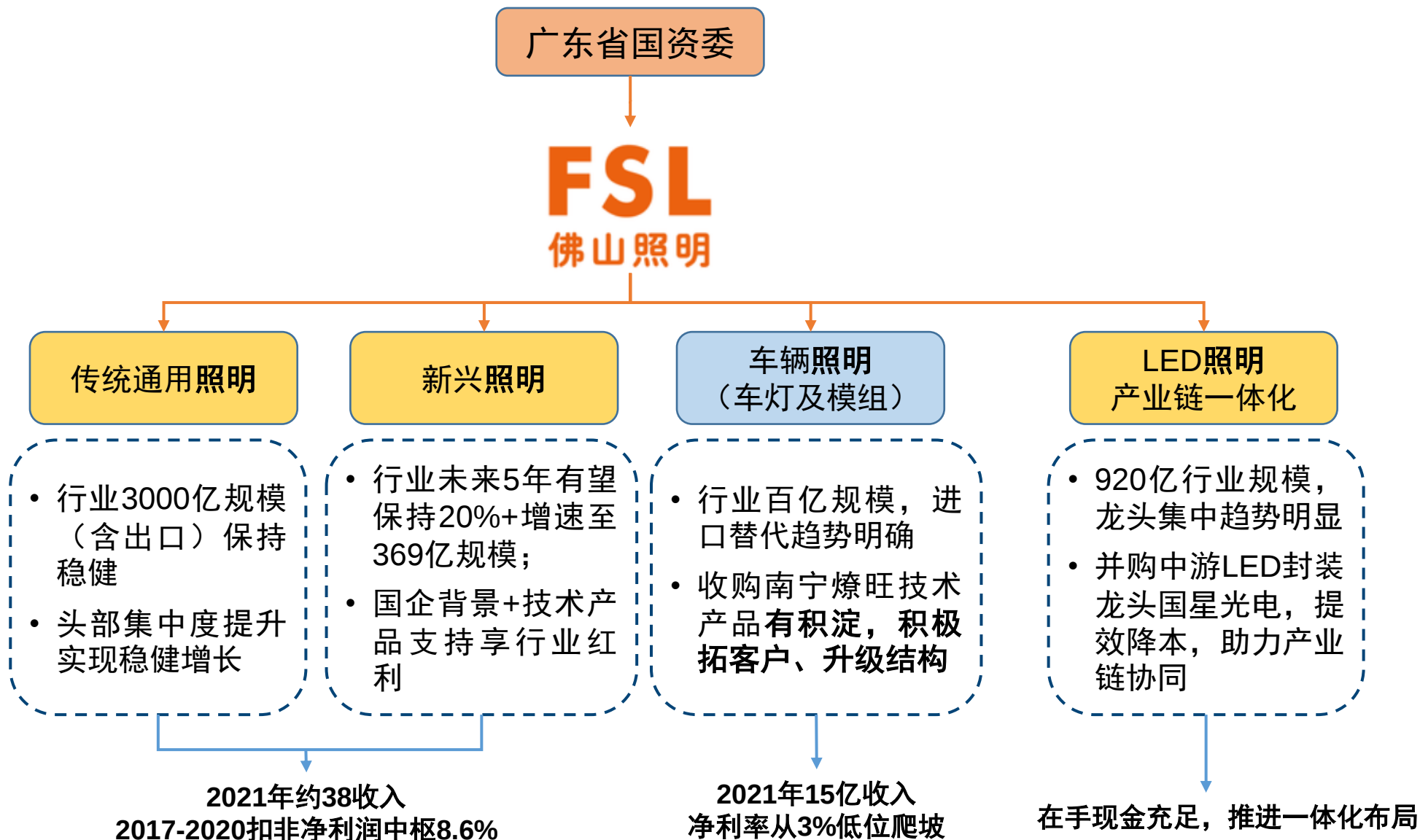
资料来源：汽车之家、中国汽车工业协会、国信证券经济研究所整理及预测
注：智能车灯假设以ADB车灯为主，2021年销量渗透率约为7%，单价为3000元

国内车灯集中度较高（2021年收入）



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

重点推荐：佛山照明——照明主业稳健，车灯升级+提份额



佛山照明：通用照明量稳利恢复，新兴照明提振量利弹性

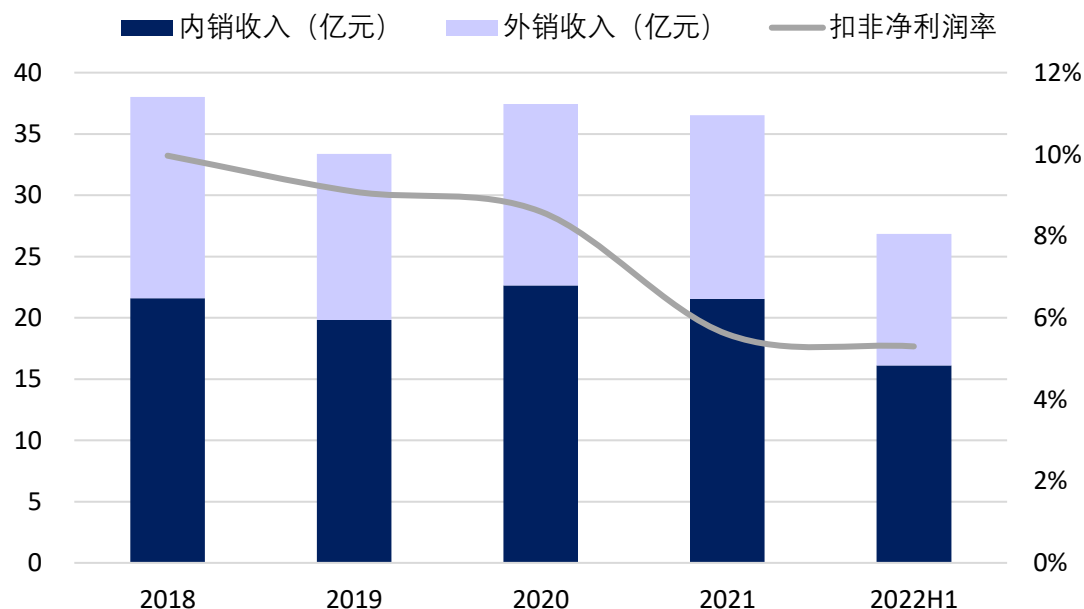
□ 传统通用照明：内销收入维稳，外销短期承压，盈利能力逐步回升

- 内销通用照明仍受益于行业集中度提升，而外销短期承压背景下，东南亚自有品牌仍保持较高增速
- 盈利能力自2021年原材料上涨以来逐步向下游传导，2022Q3照明业务净利润率已经提升至6%以上

□ 新兴照明：300亿+空间，技术和资源拓展是核心壁垒

- 智慧灯杆、海洋和动植物照明作为照明的新兴领域，基数低、规划清晰但进入门槛更高，佛照的省属国企背景和研发与产品支撑优势更明显，是照明业务提增速、提盈利的重要增量

照明主业：内外销整体保持稳健



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：内销收入均剔除收购国星光电后并表的追溯调整

照明新兴领域拓展场景丰富，空间预计369亿



5G智慧灯杆
2025E规模：129亿



智慧照明
2025E规模：156亿



海洋照明
2025E规模：24亿



动植物照明
2025E规模：60亿

资料来源：IDC、杆塔在线、国家半导体照明工程研发及产业联盟、国信证券经济研究所整理

佛山照明车灯业务：收购南宁燎旺，发挥协同提份额

□ 2021年7月佛山照明公司通过增资+收购原管理层股份，对价4.9亿元共持股53.8%实现控股

➢ 前身为南宁市汽车配件一厂，目前主营车灯LED模组、模块化LED光源和车灯总成。近五年规模相对维稳在15-20亿收入体量，但由于传统油车业务占比高，近年净利润率较低且波动较大。

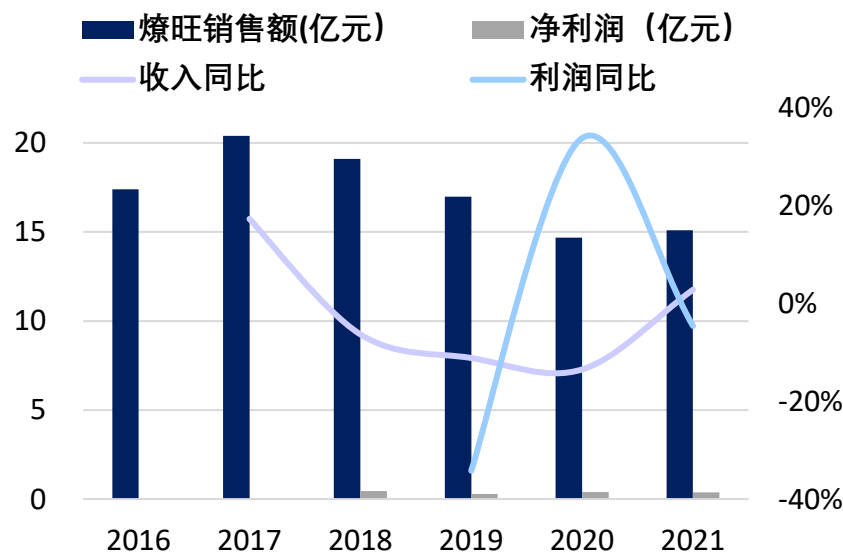
□ 核心优势在产品和客户，产能区位优势+客户升级

➢ 生产与研发：约500万台套产能充足，生产体系完善，智能化LED车灯、ADB远光模组等研发推进；

➢ 客户：原有客户小康、长安等旗下车型升级，同事柳州、重庆、青岛等基地兼顾成本的同时贴近潜在客户；

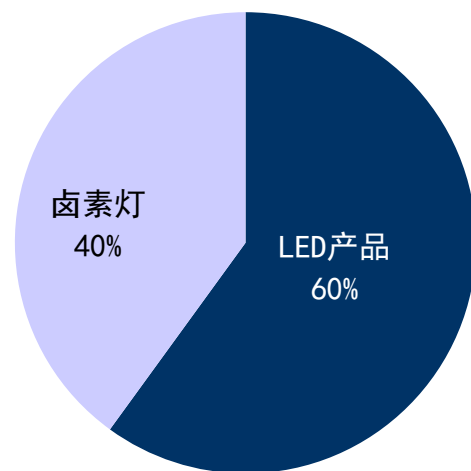
➢ 协同：佛照入主短期强化燎旺资金实力，长期佛照的LED照明产业链支持下实现上下游协同降本。

南宁燎旺收入整体维稳，但历史净利润率较低



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

南宁燎旺LED产品仍有结构性提升空间



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

燎旺旗下子公司布局区域靠近客户

子公司	所处周边区域潜在客户
青岛桂格	安徽：蔚来 华北：一汽、北汽 华东：理想、上汽
柳州桂格	广东：广汽、比亚迪等
重庆桂诺	重庆：小康（赛力斯等）、长安 西南：通用五菱

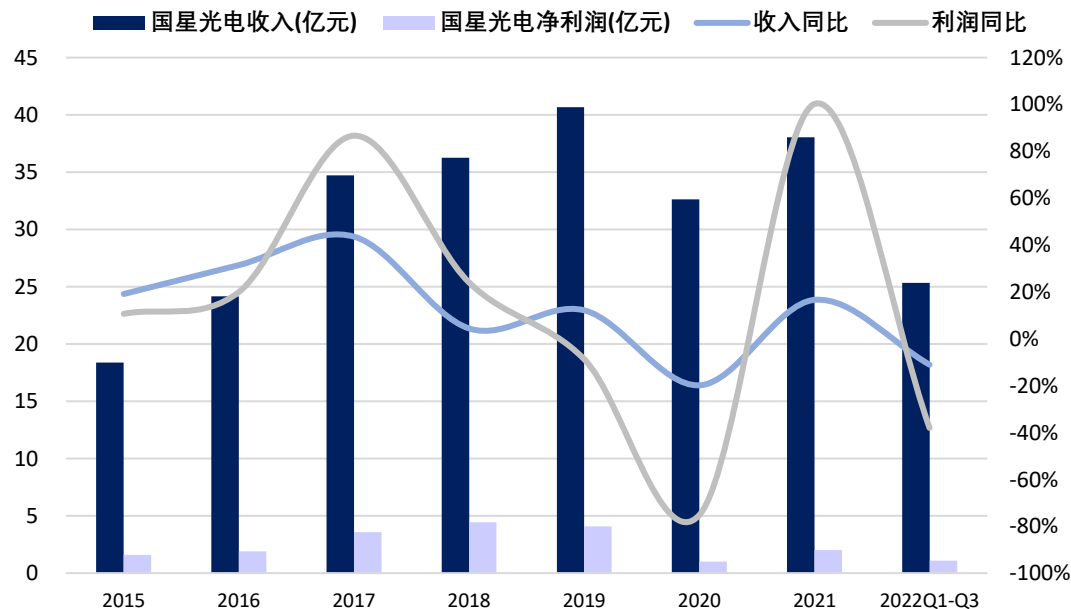
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

佛山照明：照明产业链一体化推进，多维度贡献增长

□ 收购国星光电、风华芯电、盐城东山，照明产业链一体化促进协同优势放大

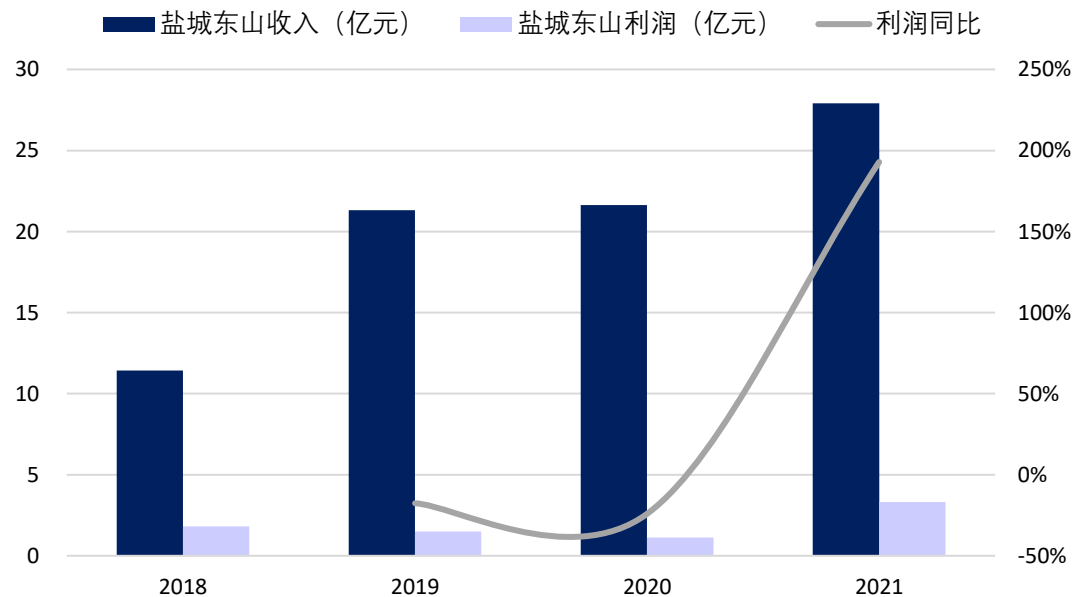
- **国星光电与佛山照明协同明显：**2022年2月佛照以15.2亿完成对国星光电21.5%股权的收购实现控股，实现产业链布局延伸至LED中上游领域。国星光电主营LED封装，产品广泛应用于消费电子、显示及亮化产品、通用照明、车灯等领域，而佛山照明高壁垒商照产品、燎旺的车灯模组上游均在国星光电产品范畴内，未来协同可期；
- **国星光电逆势扩张：**尽管2022年在下游需求不振和原材料压力下增速放缓，但行业逆势中并购整合推进仍彰显了长期成长的信心。2022年国星光电先后收购风华芯电、盐城东山股权，在强化了半导体封装和芯片研发能力的同时，也有望带来收入利润的规模提升。

国星光电收入增长稳健，2022年利润基数较低



资料来源：国星光电公告、国信证券经济研究所整理

国星光电2022年收购的盐城东山收入利润经营稳中向好

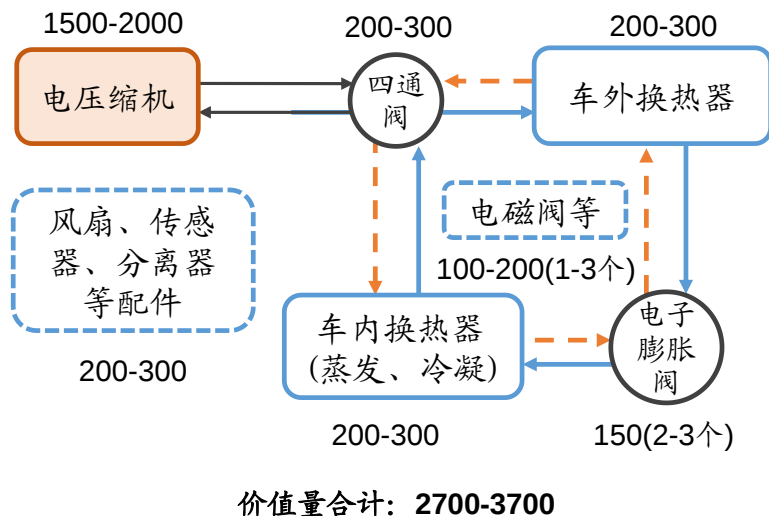


新需求3：新能源车热管理，额外的6000元单车价值增量

□ 车内空调系统

- 主流制热路线分为PTC(正温度系数热敏电阻) 和热泵两种技术路线
- 热泵：通过**压缩机、泵/阀和散热器**交换车内外温度
- PTC：依靠**热敏电阻**加热空气/液体实现热传导

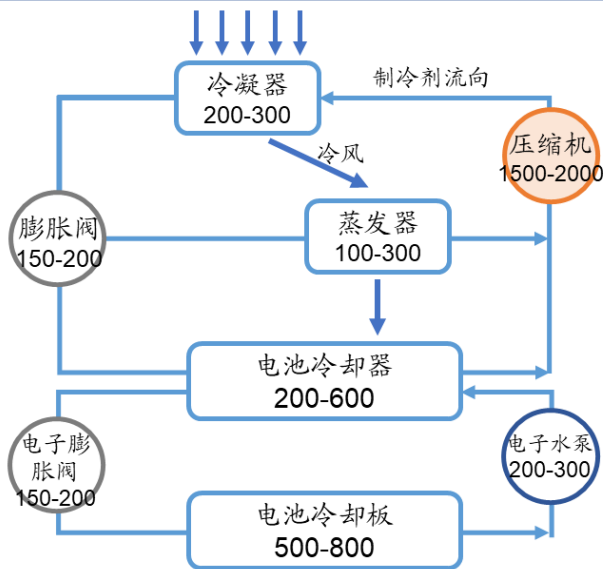
车内空调系统单车价值量约3000



□ 电池热管理

- 空气、直接液冷、独立回路液冷和相变材料等路线，核心原理都是利用介质的热传导使电池保持在最佳的工作温度区间
- 目前液冷是主流路线，其核心部件主要包括**压缩机、阀、蒸发器和冷却器Chiller**

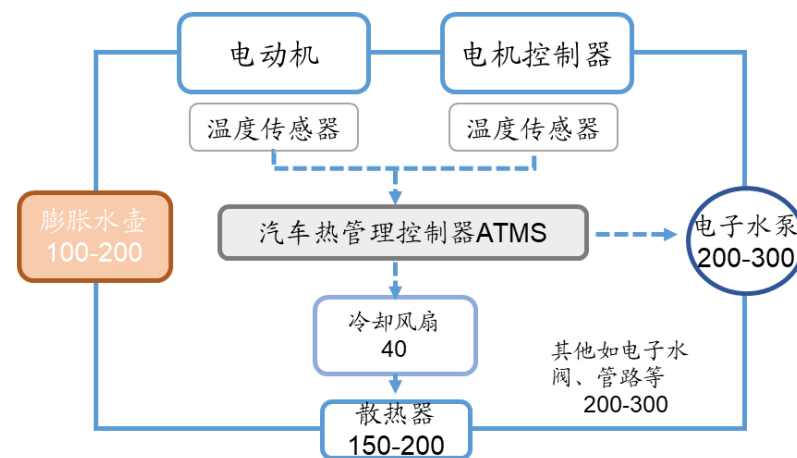
电池冷却系统价值量约2000



□ 电机、电控热管理

- 与发动机冷却系统原理大致类似
- 主要组件包括电动水泵、散热器、冷却风扇、膨胀水壶和管路等

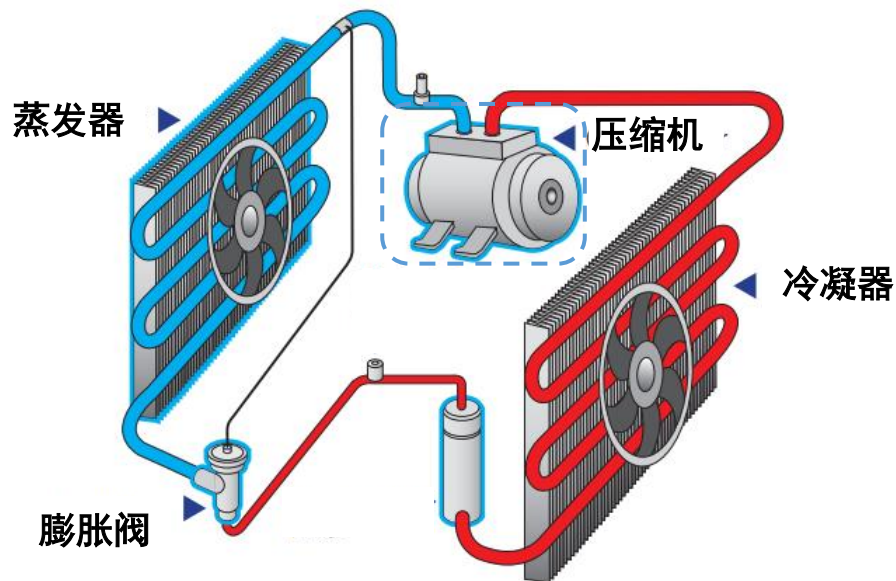
电机电控热管理价值量约1000



□ 新能源车热管理系统要求更高、更复杂，规模随新能源车高增，内外销均有百亿市场可期

- 内销百亿市场：新能源热管理中压缩机单车价值约2000元，对应内销市场的量级约为62亿（2021年）-180亿（2025年），整个热管理系统单台车价值量约6000元，对应内销量级则为186-540亿元
- 外销百亿市场：除中国外假设全球新能源车的销量2021-2025年保持40%增速至1000万辆，则海外新能源车的热管理系统和压缩机到2025年的市场规模预计达600亿/200亿元。
- 未来增值机遇：主动电池热管理、空调系统提效、高电压水冷零部件、轻量电池组保护、空气净化等增值服务

压缩机是新能源车热管理系统最重要的零部件之一



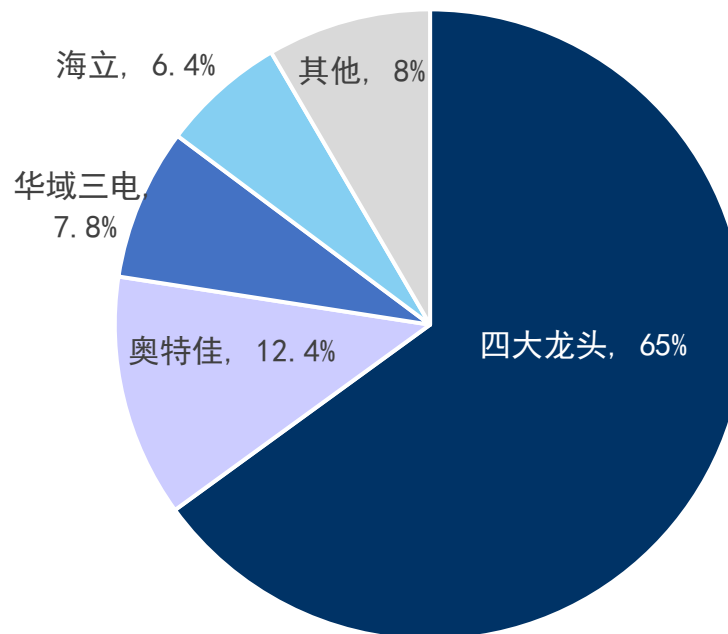
未来热管理和压缩机有望受益于新能源车的推广

市场	测算项	2021E	2025E
国内	新能源车销量（万台）	310	900
	热管理系统价值量（元）	6000	6000
	其中：压缩机价值（元）	2000	2000
	热管理系统规模（亿元）	186	540
	压缩机规模（亿元）	62	180
海外	海外新能源车销量（万台）	260	1000
	海外新能源热管理系统规模（亿元）	156	600
	海外新能源压缩机规模（亿元）	52	200

□ 外资龙头优势在于传统燃油车，新能源车玩家增多

- **全球-全口径**：全球约8000万套汽车压缩机基数下，根据各家收入推导，龙头份额依然较高，预计电装、翰昂等四大龙头占60%+
- **中国-新能源**：电装和翰昂等龙头仍处于强势地位，合计60%+；奥特佳2022H1产能80万（12%）、三电根据收入结构和产能划分预计50万（8%）、海立40万（6%）、美的等小个位数

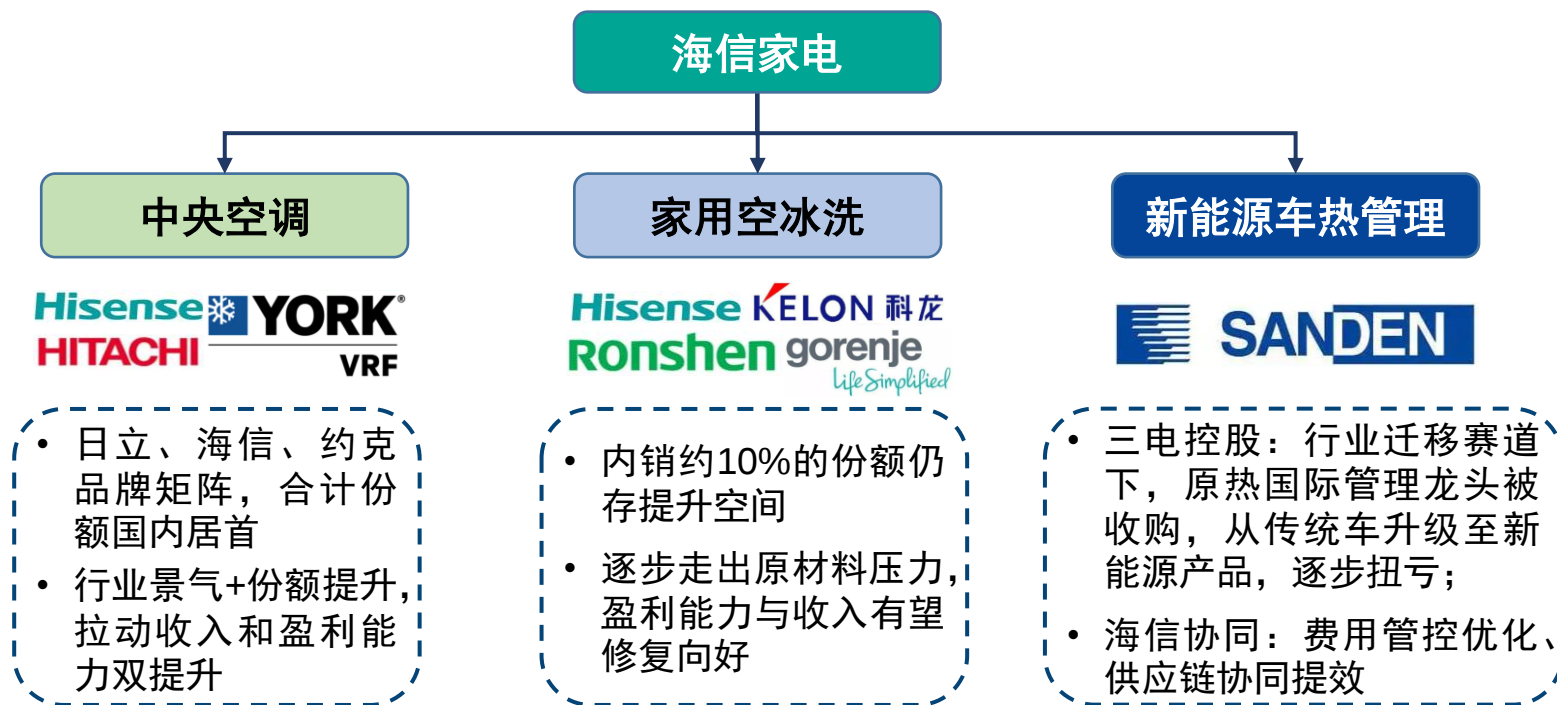
国内新能源车压缩机市场销量份额中龙头占比仍较高



重点推荐：海信家电——中央空调打基础，热管理提弹性

□ 海信家电：中央空调+家用白电压舱，并购三电控股积极切入新能源产业链

- 海信家电主营家/商用中央空调、家用白电、商用冷链、厨卫等的全球销售。拥有“日立”、“海信”、“约克”中央空调品牌，和“海信”、“容声”、“科龙”、“Gorenje”等家用品牌。2021年收入+40%至676亿元，归母净利润-38%至9.7亿元
- 并购车用空调龙头三电控股，积极进军新能源产业链。日本三电控股主营汽车热管理系统及部件和商用冷柜，上世纪70年代即切入汽车空调压缩机领域，拥有大众、通用等大客户。受新能源转型较慢和疫情等影响，2020年收入利润大幅下滑，债务压力下在2021年6月被海信收购（75%股权）。



重点推荐：海信家电——中央空调打基础，热管理提弹性

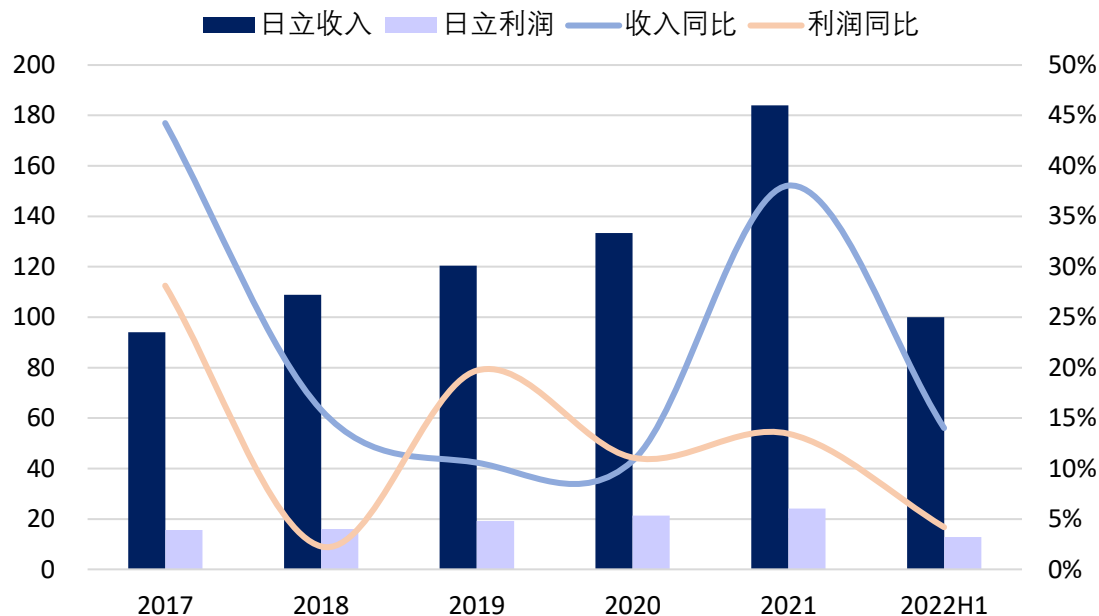
□ 增长展望1：中央空调份额持续提升，家用冰洗稳中向好

- 中央空调行业处高增期，海信作为龙头乘行业红利仍有增长空间；冰洗外销市占率稳步提升，白电整体业务稳健向好；其中中央空调在原材料压力逐步解除背景下，2022H1海信日立收入+14%至100亿元，净利润增长4.2%至12.9亿。

□ 增长展望2：千亿赛道下，新能源扭亏，客户、品牌优势下产品支撑逐步完善

- 全球新能源车热管理总规模有望实现35%的复合增速，到2025年全球规模望超1100亿元。而三电具有扎实的产品、品牌和客户口碑，海信入主后战略方向进一步向新能源领域集中，同时技术、供应链的协同也有助于三电的底部反转。

行业压力下海信日立近年收入利润仍保持稳健增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

三电海外客户已有基础，大众等潜在客户仍有望切入

海外现有客户		海外潜在客户	
品牌	车型	品牌	供应商情况
戴姆勒	E、S系列、Smart	大众	冷媒采用R744，压缩机由电装、翰昂供应
宝马	3、5、7		
雪铁龙	Berlingo		
沃尔沃	V60	特斯拉	电装、S/3部分采用翰昂
雷诺	Clio		
路虎	Rang Rover/sport		
捷豹	XF	福特	电装
本田	Civic、Fit Hybrid	通用	电装、LG

资料来源：Marklines、国信证券经济研究所整理

03

出口：热泵主线+关注外销基数

海外需求1：热泵——欧洲用气危机下热泵望迎来爆发

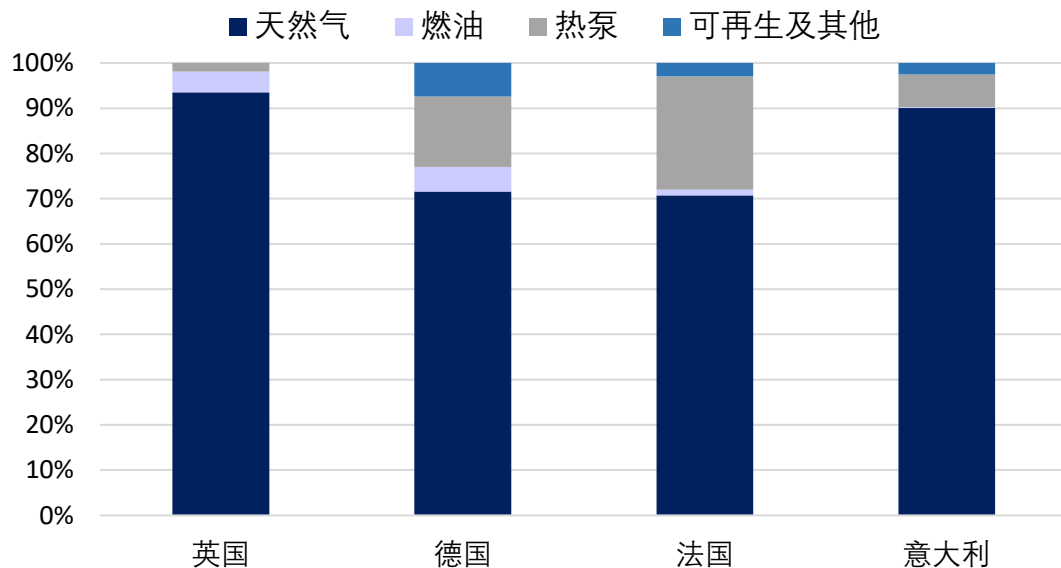
□ 欧洲国家供热严重依赖天然气

- 欧洲的取暖设备以天然气、燃油、生物质和热泵构成，其中天然气占据绝对高比例，而欧洲过往的天然气主要依赖俄罗斯的管道气进口；

□ 催化：俄乌冲突+双碳政策加速化石能源占比下降

- 俄乌冲突爆发以来，欧洲天然气价格飙升，尽管欧盟公布RePowerEU方案，计划在2030年前逐步摆脱对俄罗斯的化石能源依赖，但短期内较高的天然气依赖度迫使欧洲需要尽快进行高效率的取暖设备替代，而热泵作为节能和高效的供热设备，在能源价格高企背景下性价比和效率优势凸显。

欧洲国家天然气取暖设备的销售量占比高



资料来源：EHI、国信证券经济研究所整理

2022年以来气价重新攀升至高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：1色姆约等于2.8标方天然气

□ 从需求角度看：俄气减供迫使欧洲热泵保有户数迅速提升

- 2021年欧洲热泵家庭保有率约为**13%**，假设五年后俄气占比降低使欧洲**30%**的家庭均需安装热泵，同时考虑每年稳定的更新需求，预计未来欧洲热泵销量达到**500万台**的水平，且增速高峰期预计在2023-2024年到来，预计快于欧盟五年内新安装1000万台热泵的目标

若五年内欧洲热泵的保有水平需要提升到30%，则热泵新增需求量在2023-2024年达到高峰

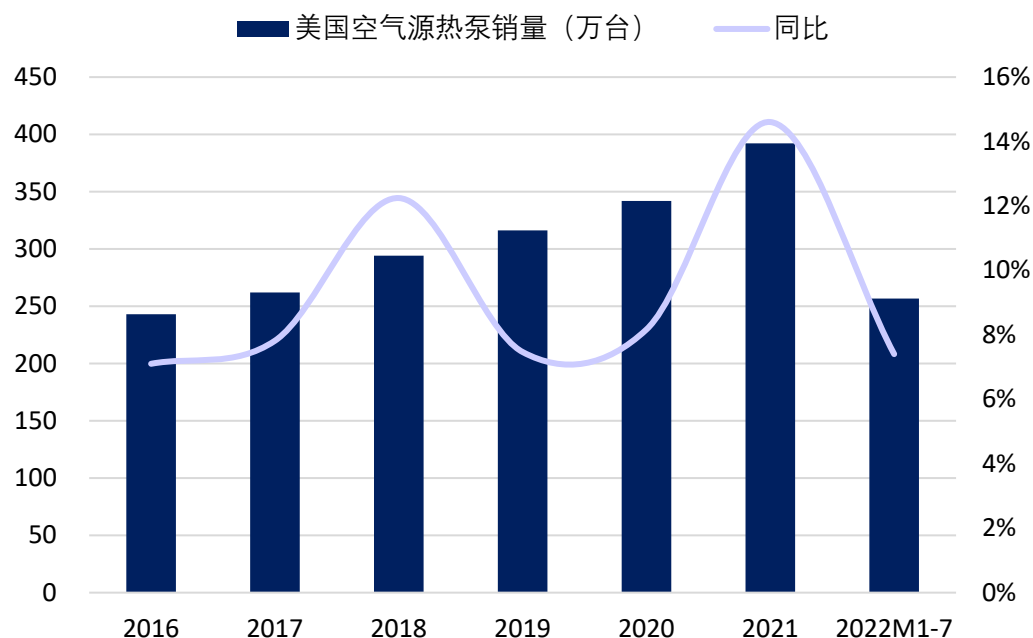
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
欧洲28国户数（亿户）	1.2					
热泵累计安装保有（万台）	1530	1770	2190	2730	3210	3600
热泵保有率	12.8%	14.8%	18.3%	22.8%	26.8%	30.0%
空气源热泵-增量销量（万台）	121	240	420	540	480	390
空气源热泵-更新销量 （万台，假设10年更新周期）	69	69	68	77	88	98
热泵总销量	190	309	488	617	568	488
yoy	36%	63%	58%	26%	-8%	-14%

热泵的几个核心问题——美国的规模潜力

□ 美国存量规模和潜力或大于欧洲，补贴政策大幅加码利好热泵新购置群体

- 美国近五年空气源热泵销量保持了10%的复合增速，近400万台的销量高于欧洲，但且在气价提升叠加政府补贴提升背景下，热泵销量增速保持了较好的韧性；
- **通胀削减法案**：在2032年前，清洁能源领域的投资金额3690亿美元，涉及热泵约为45亿美元，根据家庭收入水平，消费者购置热泵可获得2000-8000美元的补贴返现，低收入家庭基本可以依靠补贴获得热泵成本的全部返现；
- 能源局**2022年底**推出补贴细则和操作指引，补贴和税收抵扣落地预计于**2023年1月**开始。

美国空气源热泵销量近年同样保持高速增长



资料来源：美国空调供暖和制冷工业协会（AHRI），国信证券经济研究所整理

通胀削减法案显著提升中低收入家庭热泵购买能力

家庭收入水平	热泵补贴政策（补贴上限为14000美元）
当地区域中位数 80%以下	100%返还热泵购买支出，最高返还额度\$8000； - 热泵支出的30%可在税收时直接减免，最高减免额度\$2000
当地区域中位数 81%-150%	50%返还热泵购买支出； - 热泵支出的30%可在税收时直接减免，最高减免额度\$2000
当地区域中位数 150%以上	热泵支出的30%可在税收时直接减免，最高减免额度\$2000
政策还包含窗户/天窗(\$600)、大门(\$500)节能改造的税收抵扣，以及升级断路器箱(\$4000)、电路(\$2000)、热泵热水器(\$1750)等返现	

资料来源：美国通胀削减法案，美国能源局，国信证券经济研究所整理

热泵的几个核心问题——格局或可参考国内中央空调发展历史

□ 欧洲龙头历史份额较为稳定

- 传统国际龙头（大金、博时）和欧洲本土龙头整体份额预计70%+，但整体偏中高端且以本土产能为主

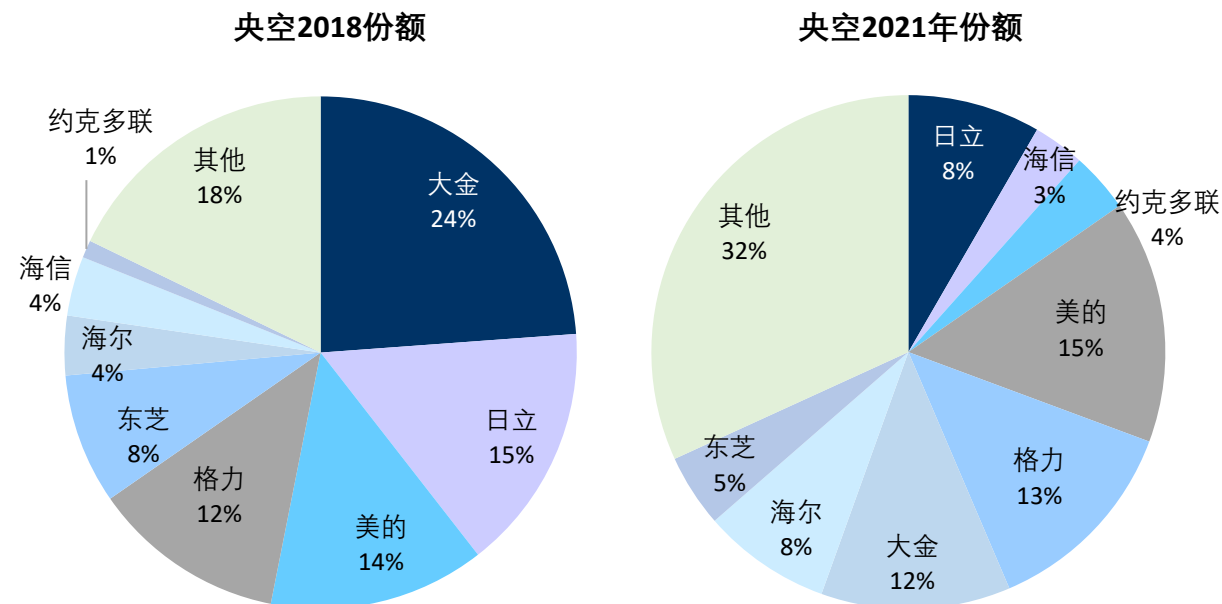
□ 热泵未来格局或可参考国内中央空调的发展历程

- 壁垒、竞争要素与主要玩家较为类似，内资品牌有望抢占大金等日系厂商份额
- 内资品牌优势：技术自2019年起逐步成熟，产能灵活度、价格/成本优势更加贴合行业短期需求爆发的特点
- 内资品牌劣势：品牌知名度低、欧洲本土渠道/安装等环节仍有盲点

欧洲热泵主要玩家市场集中度预计较高

主要公司	相关业务规模（2021年）	欧洲预计份额
大金	45亿美元 （欧洲总收入）	~20%
博世	40亿欧元 （全球热力业务收入）	~20%
威能	250万台供热机组、100万台热水器	10%+
Atlantic	27亿欧元 （全球收入）	10%+
菲斯曼	34亿欧元（全球），其中热泵占比41%	10%+

参考国内中央空调历史份额，国际龙头份额向内资品牌集中



- ❑ 屏蔽泵总需求随热泵上量对应提升，假设美国热泵未来保持10%的复合增速，则预计2024年欧美热泵配套的家用屏蔽泵需求量即超千亿台。
- ❑ 当前欧美热泵配套的屏蔽水泵主要为外资品牌，但内资屏蔽泵有望迎来量价双重机遇
 - 内资热泵品牌出海拉动需求：随着国内热泵龙头（美的、格力、海尔等）出口的快速上量，被动提升份额；
 - 依靠性价比优势替代外资屏蔽泵供应商：对海外龙头（大金、威能、菲斯曼等）原有供应商格兰富、威乐等传统屏蔽泵龙头进行“进口替代”；
 - 欧洲对热泵配套的节能泵的零部件节能性等指标要求更高，使高单价的节能泵占比提升进而拉高自身均价。

欧美未来热泵配套的屏蔽泵需求超过千万台

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
美国热泵销量（万台）	392	421	484	533	575
欧洲热泵销量（万台）	190	309	488	617	568
欧美家用屏蔽泵总需求量（万台）	582	730	972	1150	1143

随着进口替代的进行，热泵配套屏蔽泵出口望迎量价齐升

	2021	2025E	备注及假设
欧美热泵需求量(万台)	582	1143	基于前文欧美热泵测算
欧美本土屏蔽泵供应量(万台)	407	441	假设2021年国内屏蔽泵出口量占欧美总需求的30%。假设欧美本土供应量保持平稳略增，其余产能为国内出口补足
国内屏蔽泵出口量(万台)	175	702	
海外屏蔽泵出厂价(人民币)	350	350	在高端泵占比提升拉动下，出口单价靠近海外价格
国内出口单价(人民币)	180	300	
家用屏蔽泵出口规模(亿元)	3.3	21.1	2021-25复合增速59%

资料来源：AHRI，EHPA，国信证券经济研究所整理及预测

资料来源：AHRI，EHPA，海关总署，格兰富官网，国信证券经济研究所整理及预测
注：2021年出口单价参考海关总署“转速<1万转/分的其他离心泵”，包含部分非家用屏蔽泵

热泵核心关注：大元泵业——格局更优的上游零部件龙头



- 屏蔽泵细分龙头，稳态净利润率15%+
- 热泵配套需求拉动中期量价齐升
- 工业、民用泵基础好，热管理具备放量潜力

家用屏蔽泵



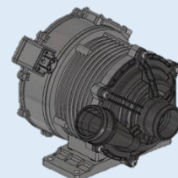
- **历史：**壁挂炉内外销配套，份额内资厂商领先
- **未来：**欧美热泵配套潜在需求千万台
- 国产替代拉动量增；节能产品拉动价升

工业屏蔽泵



- **历史：**石化为主，门槛高、客户关系和需求稳定，复合增速30%+
- **未来：**拓展清洁能源、医疗器械、半导体等新领域贡献增速

新能源车用液冷泵



- 液冷泵是新能源车热管理核心部件，远期市场规模超**2000万只**
- 公司在高门槛的**氢燃料电池液冷泵**技术领先优势明显，主流锂电池泵望逐步放量

民用屏蔽泵



- 主要应用在农林畜牧、工商业民用、市政环保水务等
- 需求相对稳定，整体稳中有增

2021年：为壁挂炉配套，352万台/5亿+收入
远期：热泵配套，增量417万台/10亿+收入

2021年：石化为主，收入**1.1亿**(+20%)
老客户需求稳定，新客户低基数拉增长

2022H1收入900万接近2021全年
锂电池液冷泵获奇瑞、零跑认可

2021年收入7.1亿
近5年CAGR为8%

大元泵业：增长看点多的高壁垒制造业龙头



□ 产业机遇：能源危机下欧美热泵需求旺盛，大元旗下家用热水循环屏蔽泵有望受益实现量价齐升

- 热泵作为壁挂炉的理想替代，预计2022-25年在欧美的销量保持26%的增长至1000万+台，进而拉动上游零部件热水循环屏蔽泵需求高增达千万只；海外热泵及屏蔽泵厂商在产能和成本劣势下，或被以大元为代表的内资龙头持续抢占份额；
- 公司2021年热水循环屏蔽泵销量353万台（壁挂炉配套为主），国内份额高且客户基础扎实，客户囊括国内外家电和壁挂炉龙头。而热泵的客户与壁挂炉客户高度相近，且热泵配套的节能产品价格更高，作为纯增量望拉动内外销量价齐升。

□ 增长点不止于家用：工业与车用有望形成新的增长极

- 工业：石化领域客户关系稳定、进入门槛高，且近年高位维稳的资本开支保障了需求稳定，同时公司大力拓展清洁能源、医疗器械、半导体等新领域已实现量产带来新增长动力；
- 车用：新能源车用液冷泵近2000万只的长期空间巨大，公司氢燃料电池液冷泵优势明显，主流锂电池液冷泵望逐步放量。

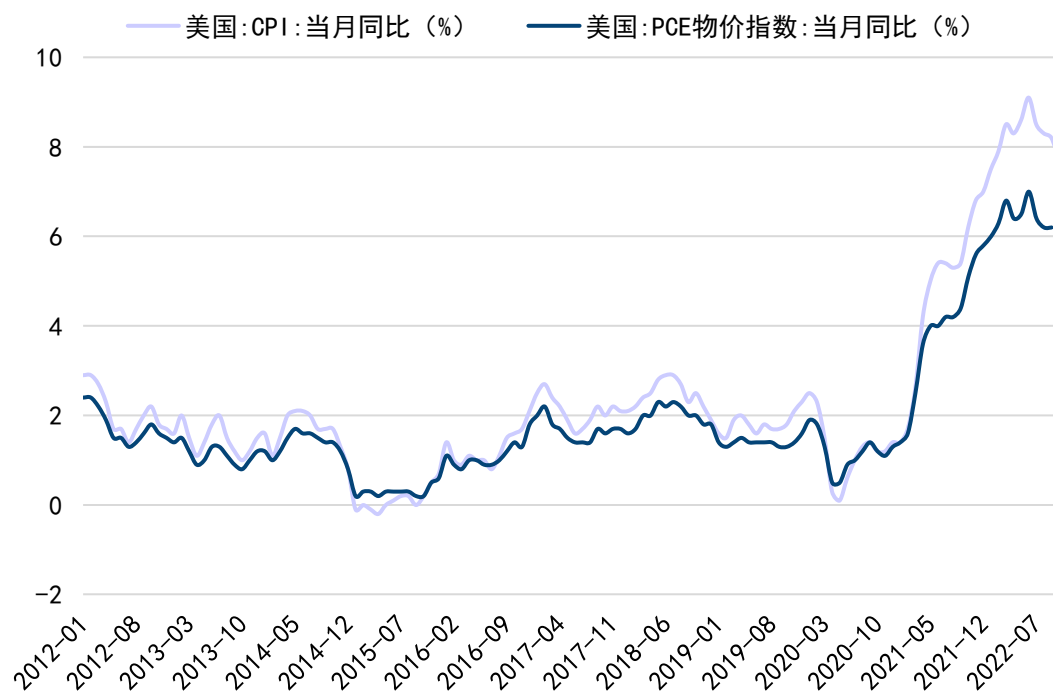
□ 对标海外龙头：抓住机遇实现规模效应后，成长空间广阔

- 国际水泵行业集中度并不低且龙头EBIT率大多高于10%，参考百亿收入的龙头格兰富发展历程，把握发展红利期后形成规模效应进而实现扩张是晋升龙头的重要因素。因此大元面对潜在爆发的热泵市场，同样有望步龙头国际化发展之路。

海外需求2：美国通胀环比降速，加息放缓消费有望触底

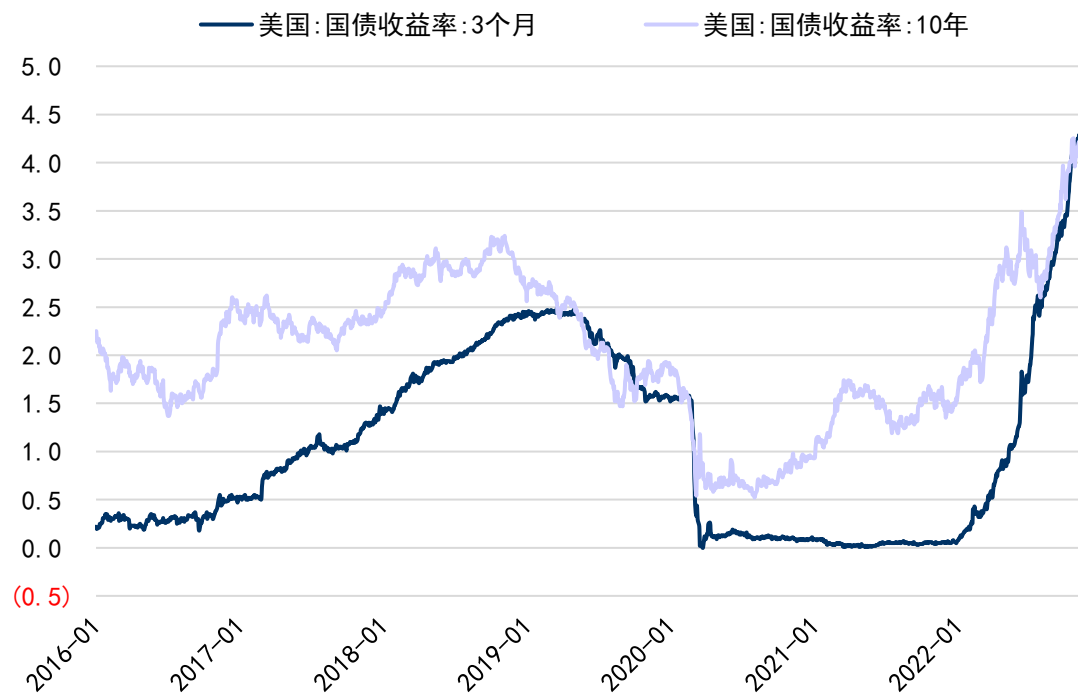
- **美国物价涨幅趋缓**：美国CPI和PCE物价指数同比涨幅在6月见顶，此后陆续回落。11月美国CPI同比上涨7.7%，低于市场7.9%的预期，预计美国通胀压力最大的阶段或已过去。
- **美国加息有望放缓**：美国国债利率倒挂，出现衰退风险，历史上美联储往往在衰退风险增加时降息，预计随着通胀放缓，美国加息有望放缓。
- **美国消费触底预期能见度高于年初**：高通胀和高利率对消费存在明显的抑制，随着通胀及利率提升出现放缓迹象，消费有望筑底，预计2023年下半年消费有望出现回暖趋势。

美国物价指数同比增速出现放缓迹象



资料来源：美国经济分析局，美国劳工部，国信证券经济研究所整理

美国国债收益率近期出现倒挂



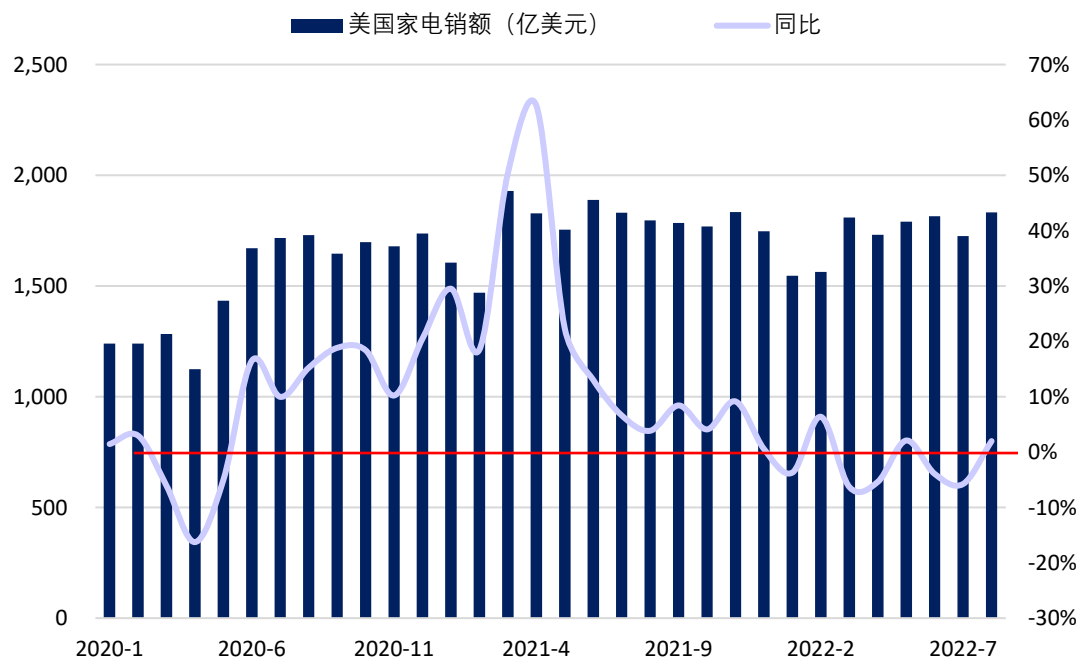
资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

海外需求2：家电消费2022年压力下彰显韧性，2023基数压力降低



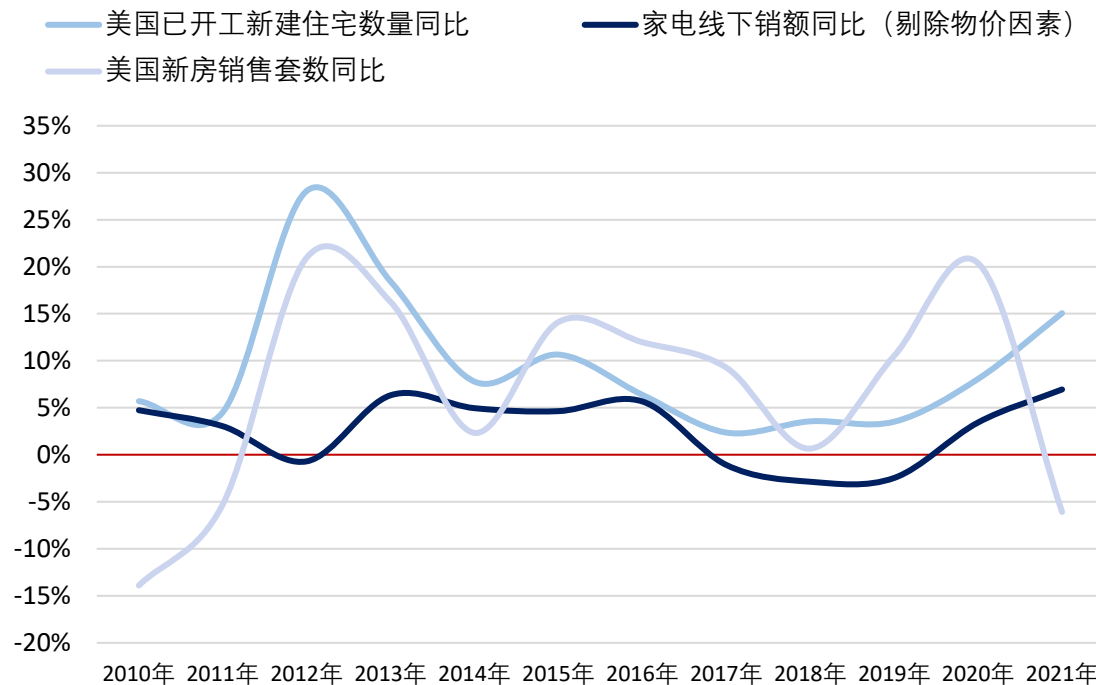
- **美国家电消费韧性强**：虽然受到高通胀的影响，美国消费出现下滑，但从长期维度来看，美国家电行业层面近10年以来最严重的下滑幅度也小于5%，小家电消费支出自2022年年初增速回落以来，增长维持在基本持平；
- **美国家电消费基数回归正常，消费企稳可期**：从基数角度看2022Q1起的下滑为2023年创造了不高的基数，伴随着消费行业的复苏背景，预计2023年下半年家电消费有望企稳回升，龙头企业有望率先开启恢复之路。

美国小家电消费高增后回落到零增长附近（销额）



资料来源：美国经济分析局，国信证券经济研究所整理

美国历史上家电销售最低增速也仅在0-(-5%) 区间



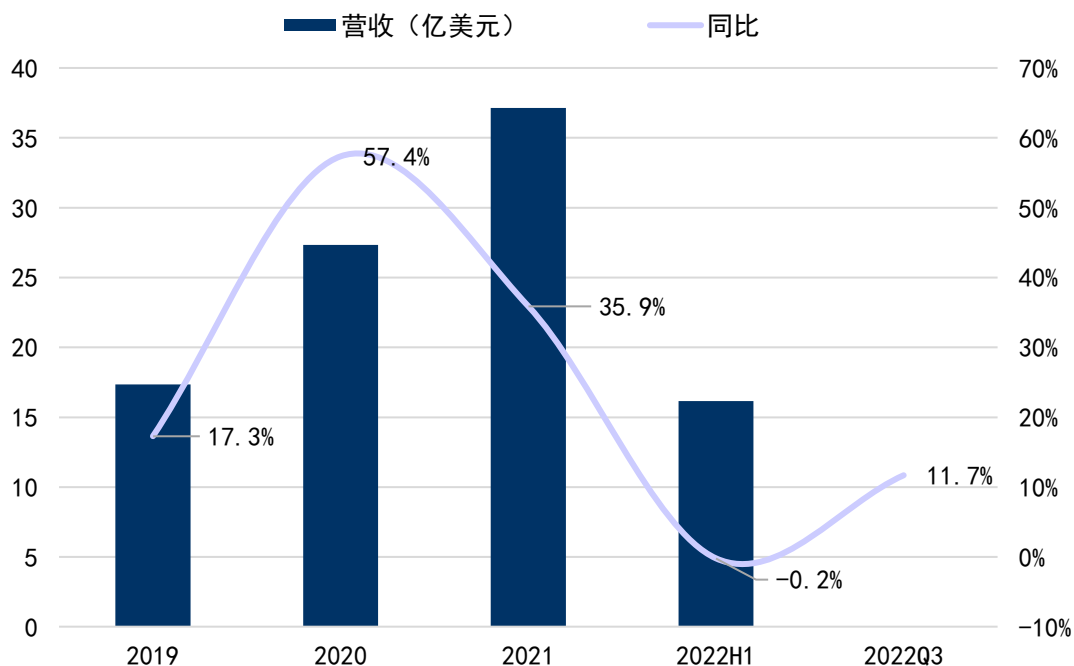
资料来源：美国经济分析局，国信证券经济研究所整理

重点推荐：JS环球生活——区域与品类持续扩张，份额逆势提升



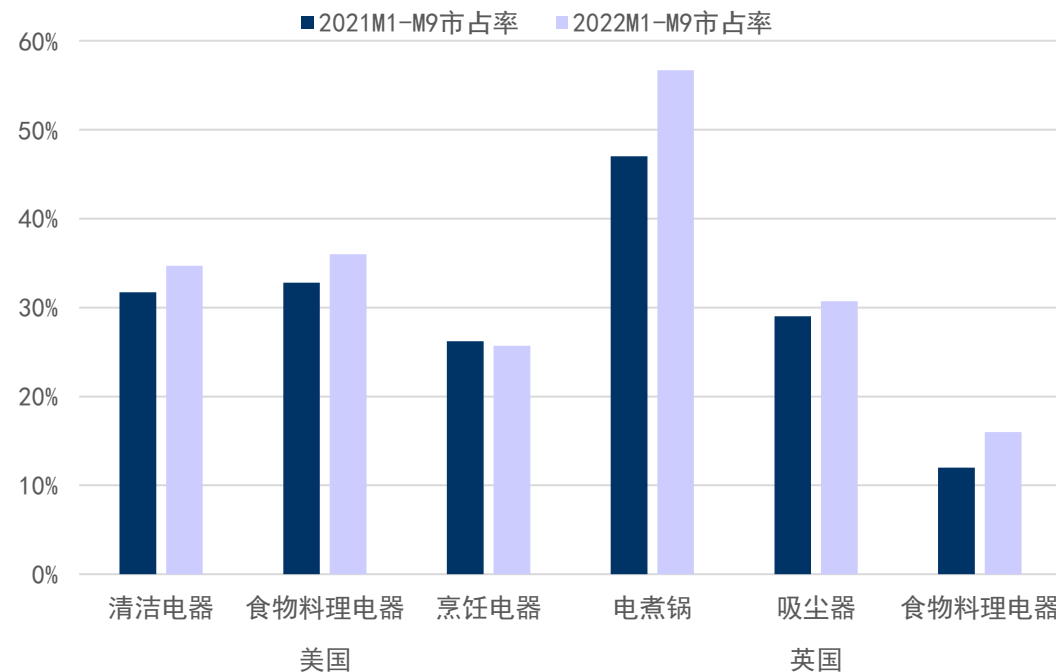
- JS环球生活收入率先恢复增长：2022Q3公司海外主体SharkNinja毛收入同比+12%，固定汇率下同比+15%，其中美国+11%、欧洲+11%（固定汇率下收入+30%）、日本等其他地区+29%（固定汇率下收入+44%）。在行业及同行收入均出现明显承压的背景下，公司收入率先回正，扩市场、扩品类的经营实力得到验证，SharkNinja主要品类的市占率持续提升。
- 盈利有望逐渐修复：公司上半年毛利率下降主要受到原材料成本上升及英镑、欧元贬值等影响，当前原材料价格、海运运费均出现高位回落，有望助力公司盈利的修复。

SharkNinja收入在2022Q3率先回归正增长



资料来源：美国经济分析局，国信证券经济研究所整理

SharkNinja在美英主要产品市占率普遍有所提升



资料来源：JS环球生活官方公众号，国信证券经济研究所整理

04 | 疫情管控放松： 看好前期受损标的业绩弹性释放

多地优化调整疫情防控措施，线下经营有望逐步回归正常



□ 近期多地对疫情防控政策进行优化调整，对核酸、出行、就医等多方面要求进行放松，预计随着各地陆续放松管控，线下生产经营活动有望逐渐回归正常，前期受损业务将得到逐步恢复。

全国各地陆续优化调整疫情防控要求

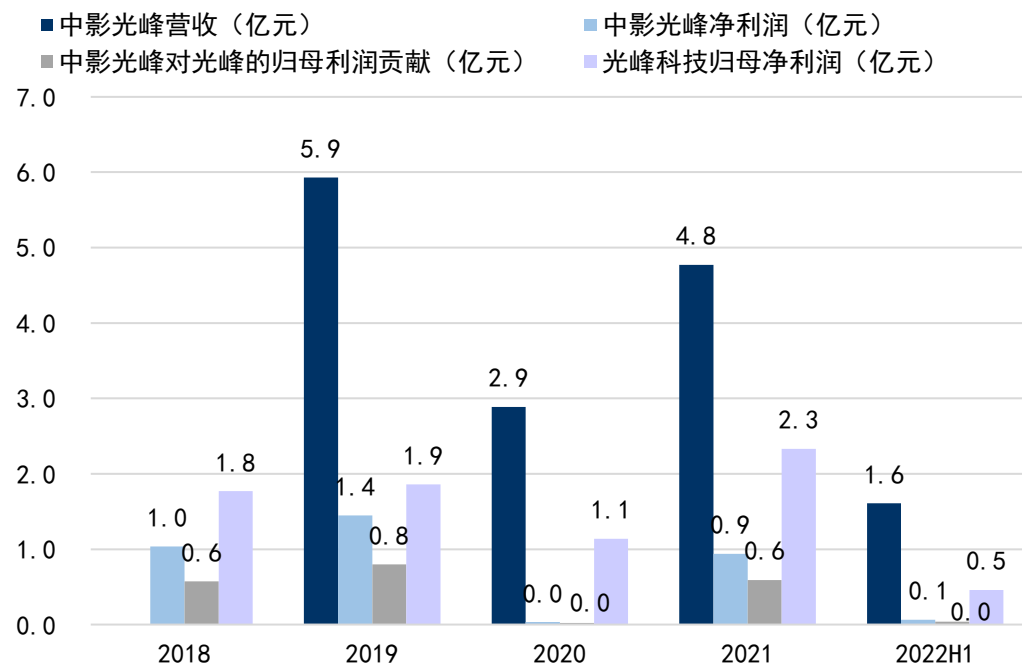
城市	疫情管控调整举措
北京	北京市长期居家老人、居家办公和学习人员、婴幼儿等无社会面活动的人员，如果无外出需求，可以不参加社区核酸筛查。 北京市各级各类医疗卫生机构不得拒绝无48小时核酸阴性结果的患者。 12月5日起，公交、地铁不得拒绝无48小时核酸阴性证明的乘客乘车。
上海	12月5日起，上海轨道交通、地面公交等市内公共交通工具，全市公园、景区等室外公共场所不再查验核酸检测阴性证明。
广州	12月1日起，市民到药店购药，不再查48小时核酸阴性证明。 12月2日起，广州市、区各级各类医疗机构普通门、急诊就诊人员凭健康码绿码通行；新入院住院患者及其陪护人员凭24小时核酸阴性证明办理入院。
深圳	12月3日起，乘坐公交、地铁、出租车、网约车等市内交通工具，扫场所码、查验健康码绿码，不再查验核酸检测证明。 12月3日起，进入药店购药须扫场所码，查验健康码绿码，不再查验核酸检测证明；进入农贸市场须扫场所码，查验72小时核酸阴性证明。 12月3日起，进入公园、植物园扫场所码、查验健康码绿码，不再查验核酸检测证明。
天津	12月2日起，天津市轨道交通、公交车取消查验72小时核酸证明，乘客配合查验健康码、扫场所码、测量体温即可乘车。
浙江杭州、宁波、绍兴、温州、金华等多地	12月5日起，不再开展常态化核酸检测，实行“愿检尽检”，各地继续提供便民检测服务。 12月5日起，除养老院、福利院、中小学、幼儿园等特殊场所外，乘坐地铁、公交车等公共交通工具，进入公共场所，不再查验核酸检测阴性证明、不再扫“场所码”。 12月5日起，通过药店购买“四类”药品的人员，不再要求核酸检测和赋码促检。
山东	12月5日起，居民购买退热、止咳、抗病毒、抗生素等“四类药品”，不再查验核酸检测阴性证明，不再需要实名登记信息。 12月5日起，取消交通场站、港口码头、高速卡口等场所强制性核酸检测“落地检”要求，继续提供“愿检尽检”服务。 12月5日起，居民进入公园、景区、服务区等公共场所，乘坐地铁、公交、出租车等公共交通工具，不再查验健康码和核酸检测阴性证明。
武汉	12月5日起，武汉地铁凭健康码绿码乘车，不再查验核酸检测阴性证明。
南宁	对入住宾馆、酒店、民宿和进入旅游景区等人流密集场所人员查验72小时内核酸检测阴性证明，其余公共场所自12月3日起不再查验核酸阴性证明。 乘坐南宁地铁不再查验72小时内核酸检测阴性证明，执行常态化防控措施。
重庆	市民乘坐交通工具只需进行渝康码查验，但进入公共场所需要72小时核酸阴性证明。市民进出本人居住小区、院落，只需出示渝康码绿码即可。
成都	12月2日起，成都市民出示健康码绿码，测体温、扫场所码，即可进入公共场所及乘坐公共交通工具，不再查验核酸检测证明。进入医疗机构，需按医疗机构规定出示核酸阴性证明。
乌鲁木齐	12月5日起，乌鲁木齐全市各类大型商场、超市等，各类宾馆、饭店等住宿餐饮类企业，电影院、健身房等文化休闲娱乐场所，公园、景区景点等，都向市民群众开放。

光峰科技：影院业务有望受益疫情放开，业绩弹性高达50%-70%



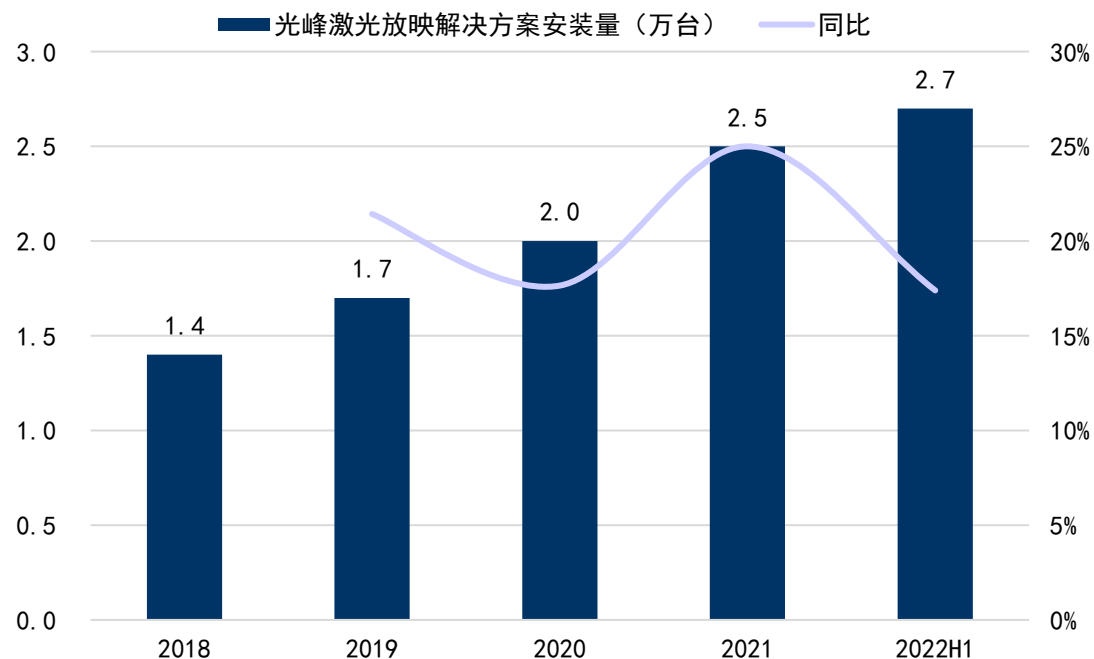
- ❑ **光峰影院租赁业务净利润较疫情前下降超90%**：2019年光峰科技旗下影院业务控股子公司中影光峰（持股63.2%）全年实现净利润1.4亿，归属于光峰的归母净利润贡献**0.8亿**，占公司当年利润的43%。2022H1受到疫情的影响，中影光峰净利润仅有**636万**，同比下降89%，预计较疫情前降幅**超90%**。考虑到公司持股中影光峰的比例上升，若该业务利润恢复至2019年水平，对公司的归母净利润贡献将达到0.9亿，约占公司2022年预测利润（2.0亿）的**46%**。
- ❑ **荧幕数量持续增加**：公司2022H1国内激光放映解决方案安装量突破**2.7万套**，而2019年仅有**1.7万套**，安装量较疫情前已增长59%，若单荧幕利润贡献回到2019年的水平，影院业务有望贡献光峰科技约**1.5亿**归母净利润，占公司2022年预测利润的**73%**。

光峰影院业务利润在疫情期间受损90%以上



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

光峰科技激光放映解决方案安装量持续增长

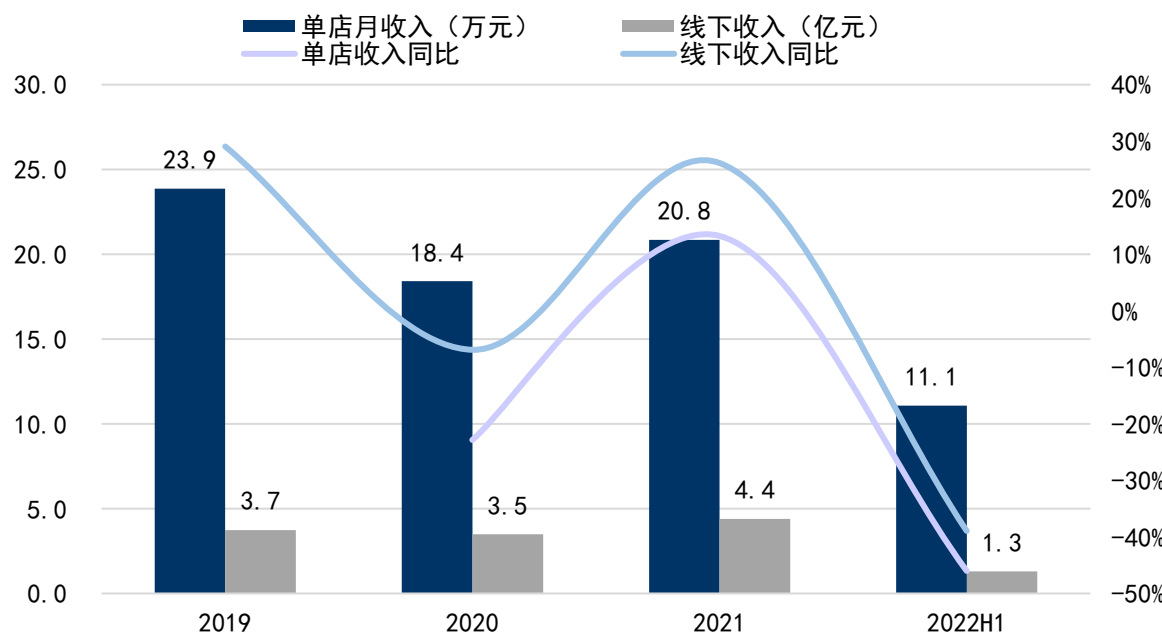


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

倍轻松：疫情管控放松，短期线下提店效、长期门店扩张恢复高增长

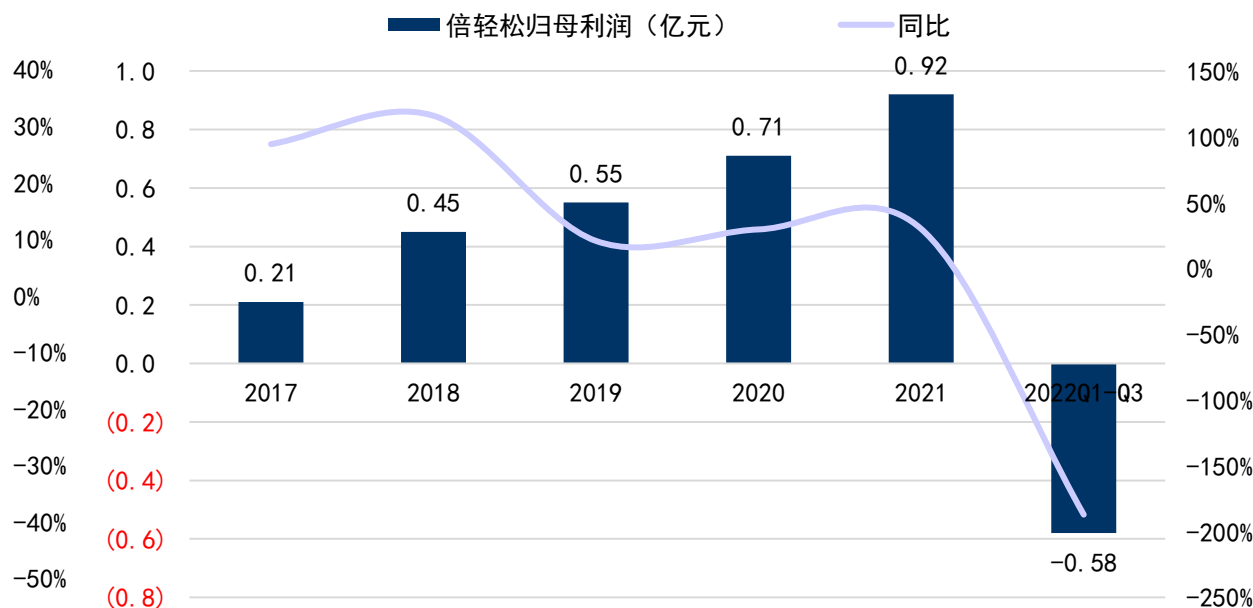
- **线下经营复苏带来门店数量扩张+店效提升的双重助力：**倍轻松采用线上和线下融合销售的模式，截至2022H1线下共拥有直营门店174家、加盟门店28家。2022H1受到疫情影响，线下收入下滑39%至1.3亿，营收占比下滑11pct至28%，公司计划开店数量也未达成。从单店月均收入看，2022H1单店月收入下滑46%至11万元。若公司线下单店月收入恢复至2021年水平，开店计划如期进行，则2022H1线下收入有望同比增长17%至2.5亿，较实际值增长92%。
- **线下利润弹性更大：**公司线下门店的开支较为刚性，如门店租金、销售员工资、设备及装修折旧等，疫情期间收入下降将使线下利润率快速下降。2022Q1-Q3公司归母净利率同比下滑187%至-0.6亿，预计线下亏损，而线上盈利，如果线下经营恢复正常，公司利润弹性有望快速释放。

2022H1受到疫情影响，倍轻松线下收入大幅下滑



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

受到疫情影响，倍轻松利润在2022年首次出现下滑



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

05

盈利预测、投资建议及风险提示

盈利预测及投资建议

□ 大家电

- 美的集团：预计2022-2024年归母净利润298/332/359亿，增速2%/14%/11%，PE为12、10、10倍。
- 海尔智家：预计2022-2024年归母净利润153/177/204亿，增速17%/15%/15%，PE为15、13、12倍。

□ 新需求

- 光峰科技：预计2022-2024年归母净利润2.0/3.5/4.9亿，增速-13%/75%/40%，PE为62、35、25倍。
- 佛山照明：预计2022-2024年归母净利润3.3/4.3/5.6亿，增速32%/30%/30%，PE为22、17、13倍。
- 海信家电：预计2022-2024年归母净利润13.3/16.7/20.4亿，增速37%/25%/22%，PE为14、11、9倍。

□ 外销

- JS环球生活：预计2022-2024年归母净利润3.6/4.8/5.6亿美元，增速-8%/14%/13%，PE为11、10、9倍。

□ 疫情管控放松受益

- 倍轻松：预计2022-2024年归母净利润-0.2/1.1/1.6亿，增速-123%/扭亏/54%，PE为-164、32、21倍。

领域	公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
大家电	美的集团	3477	286	298	332	359	12	12	10	10
	海尔智家	2344	131	153	177	204	18	15	13	12
出海	JS环球生活	346	4.2	3.9	4.5	5.1	11	11	10	9
新需求	佛山照明	73	2.5	3.3	4.3	5.6	29	22	17	13
	海信家电	187	9.7	13.3	16.7	20.4	19	14	11	9
	光峰科技	123	2.3	2.0	3.5	4.9	53	62	35	25
疫情管控放松受益	倍轻松	34	0.9	-0.2	1.1	1.6	37	-164	32	21

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理及预测；注：JS环球生活市值单位为亿港元、利润单位为美元，PE计算采用12月5日港元对美元中间价7.77

一、原材料价格波动的风险。若以不锈钢为代表的原材料价格进一步大幅上涨，而终端价格的传导不及时则会对公司盈利能力进一步造成冲击。

二、行业需求不及预期的风险。尽管行业景气度处于高位，但若地产政策、消费能力等外生影响长期低迷压制，则行业整体需求会低于预期，进一步阻碍集成灶渗透率的提升。

三、竞争加剧风险。目前行业仍处于产品带动价格结构上行的阶段，但若行业竞争进一步加剧，则潜在的价格竞争或影响主要企业的盈利能力。

四、渠道扩张不及预期的风险。行业增长部分依靠高线城市的扩张、下沉渠道的拓展以及工程、KA、家装等渠道的渗透，一方面地产政策等或对工程、家装等渠道造成负面压制，使收入端增量不及预期；另一方面头部企业的新兴渠道扩张或造成短期投入过高影响整体费用使用效率，进而影响盈利能力。

五、盈利假设过于乐观的风险。一旦行业景气度遇到瓶颈，叠加原材料等压力，主要企业的费用投放若不能及时调整则会使实际盈利与我们的盈利预测产生较大差距。

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032