

强于大市

家电行业 2023 年度策略

可选消费配置正当时

2022 全年家电行业表现承压，整体表现略微跑输大盘，年内截至 2022 年 12 月 2 日，长江家用电器指数下跌 23.15%，跑输沪深 300 指数 1.50pct。站在现在的时点来看，疫情封控政策已经在 12 月实质性放开，同时国务院出台《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，提振消费。展望 2023 年，当前家用电器主要的子板块估值水平平均处于底部区间波动，未来建议重点关注复苏弹性大和行业龙头标的。

- **白电及厨电板块。**2022 年压制家用电器品类国内消费及海外需求的几点因素，或在 2023 年将得到缓解。地产政策松绑：国内稳增长的大背景下，帮扶地产政策陆续出台，同时近期保交楼政策落地，叠加 2022 年地产销售端低基数，2023 年地产销售同比有望迎来改善，与地产相关度较高的白电厨电板块或将受益，虽然对家电销售的实质性拉动相对滞后，但对于目前处于估值低位的白电厨电龙头来说，2023 年地产销售端的同比改善有望使得行业龙头估值迎来修复。出口方面，2022 年美、欧两大家电消费区域受到宏观环境、高通胀影响而需求下滑，明年有望边际改善。
- **黑电及投影仪。**彩电方面，2022 年消费需求减少、消费信心不足。在 2023 年，大屏化、高端化是彩电产品未来持续优化的方向，关注海信、TCL 品牌市占率方面提升。投影仪方面，看好明年在疫情放开后，家用可选消费复苏，投影仪产品持续提高渗透率。据 IDC 预计，2022 年中国投影机市场销量有望超 524 万台，同比增长超 11%。就极米科技而言，首款搭载 CCB 标准的 H5 新品也已发布，同时在日本受到广泛好评的“神灯”产品回归中国市场，有望成为卧室投影的最终形态。
- **照明电工板块。**传统照明电工市场，龙头公司公牛集团、欧普照明的线下五金门店销售有望开始好转，看好公牛集团在产品矩阵上的拓展和创新，以及开拓家用充电桩的市场取得阶段性成果。看好欧普照明线上渠道改革，提升公司整体盈利能力水平，同时看好欧普照明随着公司精细化运营，在估值水平上获得提升。车载业务转型方面，看好得邦照明 BMS 产线开始产能爬坡，开始交付订单确定收入，同时依靠在手大订单拓客。关注佛山照明并表国星光电后，公司降本增效的体现，同时看好公司依托南宁燎旺的产能拓展车灯领域客户。
- **按摩器材板块。**按摩椅方面，近期小米集团和荣泰合资设立公司，未来会为小米代工“米家”按摩椅，或将提高按摩椅的曝光度。同时明年疫情放开后，shopping mall 线下门店的客流量恢复或对按摩椅线下销售起到正向拉动作用。按摩小器材方面，倍轻松主打高端小型智能按摩器，产品矩阵丰富，2022 年公司收入短期承压，估值处于历史低位，随着 2023 年“后疫情时代”的到来，按摩小电品类具备较强可选属性，疫后弹性空间大，公司业绩有望反弹。
- **商用冷柜方面。**2022 年内冷柜铺放受到今年各地疫情散发影响，终端品牌方如农夫山泉、可口可乐等，我们判断或将铺放需求延后至 2023 年，同时关注四季度首次国常会聚焦消费类设备，设备更新改造纳入专项再贷款范围，存量终端冷柜或迎来一轮较大规模的设备更新。
- **风险因素：**疫情反复，消费复苏不及预期，市场竞争加剧。

相关研究报告

《得邦照明 2022Q3 业绩点评：出口业务保持稳定，车载业务产线如期建设》20221028
 《欧普照明 2022 半年报业绩点评：公司调整优化运营结构，Q2 盈利能力回升》20220901

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

家用电器

证券分析师：郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

目录

一、家电板块年内表现承压，略跑输大盘	4
二、 家电各子行业复盘及展望	5
2.1 地产后周期：白电、厨电	5
2.2 黑电：高端化进行时，投影仪渗透率有望进一步提高	8
2.3 照明电工：关注龙头公牛、欧普，关注得邦照明、佛山照明车载业务转型	9
2.4 按摩器材	10
2.5 商用冷柜	11
三、风险提示	13

图表目录

图表 1.2022 年初以来各板块指数均有所下跌（截止至 2022 年 12 月 2 日）	4
图表 2.2022 年初至今涨幅排名前十的公司（截止至 2022 年 12 月 2 日）	4
图表 3.2022 年家电零售受疫情持续影响.....	6
图表 4.2022 年前十月白电厨电主要品类出口端数据.....	6
图表 5.白电&厨电板块 2022 前三季度营收同比增速普遍下滑至个位数（单位：亿元）	7
图表 6.白电&厨电板块盈利有所承压.....	8
图表 7.黑电板块 2022 前三季度营收同比增速承压（单位：亿元）	9
图表 8.海信视像 Q3 盈利能力开始恢复，极米科技费率提升.....	9
图表 9.照明电工板块 2022 前三季度营收.....	10
图表 10.照明电工板块前三季度盈利能力承压，欧普照明 Q3 盈利能力提升.....	10
图表 11.按摩器材板块 2022 前三季度营收及利润均有下滑	11
图表 12.按摩器材板块前三季度盈利能力承压，荣泰健康 Q3 盈利能力改善.....	11
图表 13.受各地疫情散发影响，商用冷柜板块 2022 前三季度.....	12
图表 14.商用冷柜板块前三季度盈利能力提升，三星新材 Q3 盈利能力改善.....	12

一、家电板块年内表现承压，略跑输大盘

2022年初以来家用电器板块指数承压，整体表现略微跑输大盘。年内截至2022年12月2日，沪深300指数下跌21.65%，长江家用电器指数下跌23.15%，跑输沪深300指数1.50pct。

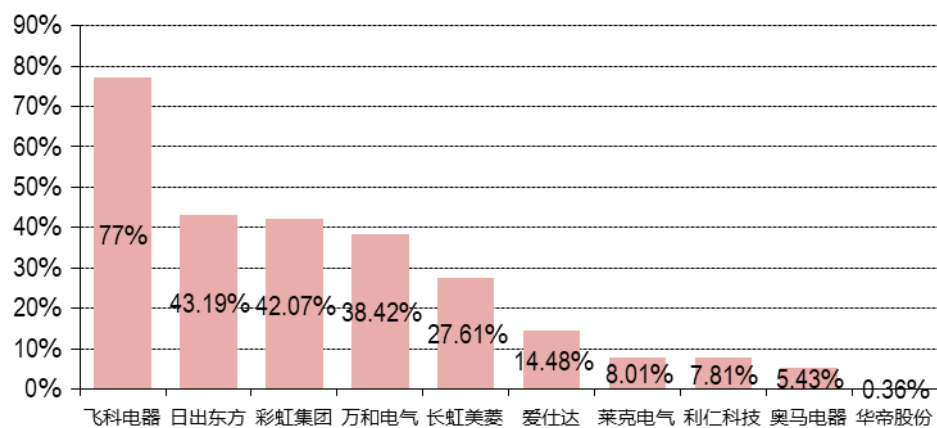
按细分板块来看，小家电指数受2021年同期高基数效应和今年可选消费受宏观环境影响，下跌幅度最大达26.37%。截至2022年12月2日，长江白色家电指数下跌22.48%，长江厨卫家电指数下跌23.65%，长江小家电指数下跌26.37%，长江黑色家电指数下跌6.59%，长江照明设备指数下跌14.85%；冷链物流指数下跌1.31%。

图表 1.2022年初以来各板块指数均有所下跌（截止至2022年12月2日）

板块	2022年初至今涨幅 (%)
家用电器	(23.15)
白色家电	(22.48)
厨卫家电	(23.65)
小家电	(26.37)
黑色家电	(6.59)
照明设备	(14.85)
冷链物流	(1.31)
沪深300指数	(21.65)

资料来源：万得，中银证券

图表 2.2022年初至今涨幅排名前十的公司（截止至2022年12月2日）



资料来源：万得，中银证券

二、家电各子行业复盘及展望

2.1 地产后周期：白电、厨电

1) 年内行业表现

受疫情反复影响、年内地产销售大幅下滑，家用电器中白电、厨电板块的指数表现较弱。2022 年是充满挑战的一年，贯穿全年的疫情反复持续不断的影响终端消费。除 1-2 月份，8 月份消费环境相对常态外，其余月份均受到影响。年内截至 2022 年 12 月 2 日，长江白色家电指数下跌 22.48%，厨卫家电指数下跌 23.65%。年内家电的国内需求较弱，据国家统计局数据，2022 年前十月家用电器类社消零售总额累计为 7169 亿元，同比-1.9%，表现弱于社零大盘。

出口方面，受到去年高基数影响、美国年内加息压制国内消费需求、欧洲进口需求受到俄乌冲突影响，家电出口较为疲软。据海关总署数据，年内前十月中国家用电器累计出口额为 727.73 亿美元，2021 年前十月累计出口额为 822.48 亿美元，同比下跌 11.52%。其中空调前十月累计出口量 4050 万台，同比下滑 12%。冰箱前十月累计出口量 4791 万台，同比下滑 20%。洗衣机前十月累计出口量 1690 万台，同比下滑 8%。

2) 2023 展望：受益于地产销售改善及海内外消费需求提升

2022 年压制家用电器品类国内消费及海外需求的几点因素，或在 2023 年将得到缓解：

地产政策松绑：国内稳增长的大背景下，帮扶地产政策陆续出台，同时近期保交楼政策落地，叠加 2022 年地产销售端低基数，2023 年地产销售同比有望迎来改善，与地产相关度较高的白电厨电板块将受益，虽然对家电销售的实质性拉动相对滞后，但对于目前处于估值低位的白电厨电龙头来说，2023 年地产销售端的同比改善有望使得行业龙头估值迎来修复。**出口方面，2023 年美、欧两大家电消费区域有望重拾正增长：**美国家电消费在 2022 年受到居家需求下降、通胀加剧等负面影响，在 2022 年回落；欧洲方面，俄乌冲突及能源短缺的负面影响有望消退，对于 2023 年白电进口需求或有边际改善，其中暖通空调在欧洲市场的渗透率有望持续提高。

图表 3. 2022 年家电零售受疫情持续影响

时间	社零 当月同比%	社零 累计同比%	家用电器 当月同比%	家用电器 累计同比%
2020 年 1-2 月	(20.5)	(20.5)	(33.5)	(33.5)
2020 年 3 月	(15.8)	(19.0)	(28.6)	(31.5)
2020 年 4 月	(7.5)	(16.2)	(10.5)	(26.2)
2020 年 5 月	(2.8)	(13.5)	1.2	(20.4)
2020 年 6 月	(1.8)	(11.4)	8.5	(14.2)
2020 年 7 月	(1.1)	(9.9)	(8.9)	(13.4)
2020 年 8 月	0.5	(8.6)	5.1	(11.3)
2020 年 9 月	3.3	(7.2)	(6.2)	(10.7)
2020 年 10 月	4.3	(5.9)	3.2	(9.4)
2020 年 11 月	5.0	(4.8)	3.5	(7.8)
2020 年 12 月	4.6	(3.9)	7.8	(6.2)
2021 年 1-2 月	33.8	33.8	43.0	43.0
2021 年 3 月	34.2	33.9	33.4	39.0
2021 年 4 月	17.7	29.6	3.7	28.2
2021 年 5 月	12.4	25.7	0.5	20.7
2021 年 6 月	12.1	23.0	8.4	17.3
2021 年 7 月	8.5	20.7	12.8	16.7
2021 年 8 月	2.5	18.1	(5.6)	13.6
2021 年 9 月	4.4	16.4	8.9	13.1
2021 年 10 月	4.9	14.9	3.5	12.0
2021 年 11 月	3.9	13.7	6.5	11.3
2021 年 12 月	1.7	12.5	(8.2)	9.0
2022 年 1-2 月	6.7	6.7	14.7	14.7
2022 年 3 月	(3.5)	3.3	(4.3)	7.0
2022 年 4 月	(11.1)	(0.2)	(6.9)	3.6
2022 年 5 月	(6.7)	(1.5)	(12.2)	0.0
2022 年 6 月	3.1	(0.7)	3.7	0.9
2022 年 7 月	2.7	(0.2)	9.6	2.2
2022 年 8 月	5.4	0.5	8.4	2.9
2022 年 9 月	2.5	0.7	(29.9)	(0.8)
2022 年 10 月	(0.5)	0.6	(11.0)	(1.9)

资料来源：国家统计局，中银证券

图表 4. 2022 年前十月白电厨电主要品类出口端数据

品类	出口量 (台)	YOY(%)	出口金额 (美元)	YOY(%)	出口单价 (美元/台)	YOY(%)
空调	40500726	(12)	6847699281	(3)	169	11
冰箱	47906759	(20)	6812695477	(19)	142	1
洗衣机	16902686	(8)	2410027440	(7)	143	1
油烟机	9056780	(24)	581343820	(10)	64	17

资料来源：海关总署，中银证券

图表 5. 白电&厨电板块 2022 前三季度营收同比增速普遍下滑至个位数 (单位: 亿元)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
格力电器	营业收入	355.35	602.72	525.37	1,483.44
	yoy (%)	6.02	3.04	10.52	6.30
	归母净利润	37.75	78.33	69.59	185.67
	yoy (%)	14.40	42.61	16.56	25.77
美的集团	营业收入	909.39	927.25	881.12	2,717.75
	yoy (%)	9.54	0.97	0.02	3.36
	归母净利润	69.93	86.98	83.74	240.66
	yoy (%)	5.17	8.90	5.63	6.65
海尔智家	营业收入	602.51	616.07	628.91	18.47
	yoy (%)	10.00	8.17	8.62	8.91
	归母净利润	31.91	43.00	37.31	112.21
	yoy (%)	13.03	24.74	33.91	23.91
老板电器	营业收入	20.86	23.58	27.93	72.37
	yoy (%)	9.32	(2.47)	1.74	2.35
	归母净利润	3.36	3.00	4.97	11.32
	yoy (%)	4.27	(29.27)	(8.82)	(12.28)
火星人	营业收入	4.51	5.73	6.18	16.42
	yoy (%)	29.22	(0.10)	(8.57)	2.72
	归母净利润	0.51	0.68	0.77	1.97
	yoy (%)	38.25	(26.65)	(36.58)	(21.84)
亿田智能	营业收入	2.47	3.63	3.52	9.62
	yoy (%)	63.08	3.95	14.49	19.02
	归母净利润	0.38	0.62	0.45	1.45
	yoy (%)	40.08	9.43	(31.50)	(2.92)
浙江美大	营业收入	4.13	4.19	5.66	13.98
	yoy (%)	12.15	(22.54)	(9.46)	(8.88)
	归母净利润	1.21	1.02	1.42	3.64
	yoy (%)	20.82	(31.33)	(27.55)	(16.80)
帅丰电器	营业收入	1.91	2.67	2.50	7.09
	yoy (%)	23.34	1.40	(6.48)	3.29
	归母净利润	0.32	0.62	0.43	1.36
	yoy (%)	1.33	(19.69)	(24.48)	(17.37)

资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 白电&厨电板块盈利有所承压

(%)		2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2021Q3	2022Q3
格力电器	毛利率	24.13	25.54	24.90	27.44
	总费用率	11.39	10.53	9.69	11.46
	净利率	11.36	11.83	13.17	12.66
美的集团	毛利率	23.80	23.61	24.94	24.63
	总费用率	14.26	13.33	15.65	13.92
	净利率	9.07	9.13	9.68	9.77
海尔智家	毛利率	30.21	30.49	30.50	31.06
	总费用率	23.63	22.76	24.61	23.73
	净利率	5.92	6.34	5.36	5.90
老板电器	毛利率	56.11	50.63	55.68	52.26
	总费用率	33.96	32.46	32.24	31.30
	净利率	19.20	17.03	20.34	18.31
火星人	毛利率	47.52	44.94	44.36	44.98
	总费用率	28.56	31.12	22.68	30.85
	净利率	17.08	13.19	19.77	12.88
亿田智能	毛利率	45.14	47.08	43.66	47.84
	总费用率	22.68	30.85	28.56	31.12
	净利率	19.23	16.73	20.77	14.14
浙江美大	毛利率	52.05	44.62	49.83	43.31
	总费用率	14.23	14.21	18.22	14.89
	净利率	29.40	26.66	31.37	25.19
帅丰电器	毛利率	46.66	45.83	43.07	46.57
	总费用率	18.11	23.26	17.84	21.93
	净利率	26.80	21.42	22.24	19.24

资料来源：万得，中银证券

2.2 黑电：高端化进行时，投影仪渗透率有望进一步提高

1) 年内行业表现

彩电方面，Q3 以来销量规模短期触底，高端产品市占率提高。据 AVC 全渠道推总数据显示，2022 年三季度，彩电零售量 815 万台，同比增长 1%，结束连续 8 个季度下滑，需求迎来弱恢复；零售额规模为 237 亿元，同比下降 13%。在规模增长乏力的情况下，产品端方面，彩电平均尺寸从 2018 年的 49.4 寸已提升至 2022Q3 的 56.4 寸。

投影仪市场方面，今年受宏观环境影响，投影仪行业增速下滑。据 IDC 数据，2022 上半年家用投影机出货量 193.5 万台，同比增长 15.4%。销售额超 64 亿元人民币，同比增长 12.9%。**竞争加剧：**2022 上半年整体投影机市场出货量前 5 的厂商为极米、Epson、坚果、峰米和当贝，合计市场份额超过 47%。其中，极米市场份额超过第二到第四名总和，占据优势。

2) 2023 展望：彩电产品端结构性投影仪渗透率继续提高

彩电方面，2022 年消费需求减少、消费信心不足，导致全年彩电市场不景气。看好在 2023 年，75 寸产品增速领先；同时，在面板供给方面，面板厂积极布局大尺寸，BOE 武汉 10.5 代线、华星光电深圳 11 代线、惠科绵阳 8.6 代线/长沙 8.6 代线继续产能扩充，面板出货大尺寸化加速，使得 80 英寸及以上面板供应形成保障，大屏化、高端化是彩电产品未来持续优化的方向，关注海信、TCL 品牌市占率方面提升。

投影仪方面，看好明年在疫情放开后，家用可选消费复苏，投影仪产品持续提高渗透率。据 IDC 预计，2022 年中国投影机市场销量有望超 524 万台，同比增长超 11%。预计到 2026 年，投影机市场复合增长率仍将超过 18%。就极米科技而言，首款搭载 CCB 标准的 H5 新品也已发布，同时在日本受到广泛好评的“神灯”产品回归中国市场，有望成为卧室投影的最终形态。未来凭借产品创新、品牌力打造和海外市场开拓，极米市场份额继续扩张并稳步拓展中高端市场。

图表 7. 黑电板块 2022 前三季度营收同比增速承压 (单位: 亿元)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
海信视像	营业收入	101.84	100.30	122.97	325.11
	yoy (%)	(1.86)	(5.20)	(5.14)	(4.16)
	归母净利润	2.24	1.79	4.48	8.51
	yoy (%)	83.48	107.87	171.54	128.02
极米科技	营业收入	10.13	10.23	8.46	28.82
	yoy (%)	24.32	17.35	(11.60)	9.02
	归母净利润	1.03	1.30	0.43	2.75
	yoy (%)	17.50	42.80	(49.16)	4.80

资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 海信视像 Q3 盈利能力开始恢复, 极米科技费率提升

(%)		2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2021Q3	2022Q3
海信视像	毛利率	15.53	17.76	14.71	18.05
	总费用率	13.14	13.54	11.87	12.51
	净利率	2.89	4.56	2.98	5.11
极米科技	毛利率	37.17	37.00	37.81	35.75
	总费用率	25.76	28.48	27.44	30.85
	净利率	11.36	11.43	11.23	7.09

资料来源: 万得, 中银证券

2.3 照明电工: 关注龙头公牛、欧普, 关注得邦照明、佛山照明车载业务转型

1) 年内行业表现

传统照明电工市场, 龙头公牛集团、欧普照明均取得一定经营成效。公牛集团稳步推进新品研发, 各品类增长优于行业增速; 分品类来看, 公司核心优势品类的转换器维持稳健增长, 应用场景不断丰富; 智能电工照明业务, 推出浴霸、智能门锁、智能窗帘机等电工照明产品, 满足消费者日益增长的套系化、一站式购买需求; 新品类如充电桩充电枪、无主灯等预计仍保持较高增速, 新品推广步伐稳健, 品类矩阵进一步完善。欧普照明持续精细化运营, 家居渠道方面, 持续赋能经销商提升门店综合竞争力, 布局全屋智能照明领域; 电商渠道方面, 推进产品结构优化, 智能照明产品占比大幅提升, 提高毛利率水平。

照明存量市场里行业空间有限, 得邦照明、佛山照明发力车载业务转型。国内通用照明市场已经在存量竞争阶段, 对于传统通用照明企业而言, 发展大市场空间的子业务便成了公司业务转型升级的方向, 其中得邦照明、佛山照明均大力发展车载业务。得邦照明目前的车载业务包括 LDM 产品、BMS 产品、车载结构件等, 目前已公告的车企品牌订单包括奥迪、保时捷、零跑, 在手订单超 30 亿元。佛山照明并表国星光电、收购南宁燎旺, 车载照明的下游客户包括上汽通用五菱等。

2) 2023 展望: 看好传统照明龙头企业提高盈利能力

传统照明电工市场, 2023 年随着“后疫情时代”到来, 龙头公司公牛集团、欧普照明的线下五金门店销售有望得到改善, 看好公牛集团在产品矩阵上的拓展和创新, 以及开拓家用充电桩的市场取得阶段性成果。看好欧普照明线上渠道改革, 促进公司“全国一盘货”的战略取得收获, 提升公司整体盈利能力水平, 同时看好欧普照明随着公司精细化运营, 在估值水平上获得提升。

车载业务转型方面, 看好得邦照明 BMS 产线开始产能爬坡, 开始交付 BMS 订单确定收入, 同时依靠在手大订单拓客。关注佛山照明并表国星光电后, 国星光电作为 LED 产业链中游封装供应厂商, 对佛山照明降本增效的体现, 同时看好公司依托南宁燎旺的产能拓展车灯领域客户。

图表 9. 照明电工板块 2022 前三季度营收

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
公牛集团	营业收入	30.78	37.60	36.36	104.74
	yoy (%)	19.58	15.85	13.89	16.22
	归母净利润	5.62	8.11	7.40	21.12
	yoy (%)	0.70	6.30	(4.56)	0.79
欧普照明	营业收入	14.55	19.03	18.47	52.06
	yoy (%)	(17.14)	(13.74)	(15.87)	(15.47)
	归母净利润	13.00	1.81	1.87	3.81
	yoy (%)	(84.57)	(21.48)	32.25	(16.61)
得邦照明	营业收入	12.56	11.89	0.11	35.86
	yoy (%)	4.56	(5.66)	(8.34)	(3.25)
	归母净利润	0.64	0.95	0.85	2.45
	yoy (%)	0.28	50.80	0.77	15.59
佛山照明	营业收入	20.08	23.41	20.61	64.10
	yoy (%)	25.70	15.36	(13.71)	6.56
	归母净利润	0.56	1.05	0.64	2.25
	yoy (%)	41.66	76.32	28.70	65.01

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 照明电工板块前三季度盈利能力承压，欧普照明 Q3 盈利能力提升

(%)		2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2021Q3	2022Q3
公牛集团	毛利率	38.70	36.98	40.93	38.94
	总费用率	10.62	12.23	11.63	14.13
	净利率	24.48	22.51	24.58	23.42
欧普照明	毛利率	36.54	33.92	34.71	37.27
	总费用率	27.08	24.33	26.12	24.44
	净利率	10.14	9.69	8.27	11.77
得邦照明	毛利率	15.00	15.39	15.25	15.51
	总费用率	7.70	6.85	7.41	6.92
	净利率	7.63	6.12	8.12	5.60
佛山照明	毛利率	17.22	17.81	14.79	18.50
	总费用率	11.09	11.38	10.36	12.48
	净利率	6.18	5.02	6.79	4.45

资料来源：万得，中银证券

2.4 按摩器材

1) 年内行业表现：线下门店普遍承压

按摩椅方面，线下门店普遍承压，出口方面受到韩国、美国等地区居民消费疲软而下滑，低价按摩椅品牌和产品在线上仍有不错销售业绩。按摩椅因为其高单价的特点，是强可选消费品类，仍需待内销消费环境复苏，且奥佳华、荣泰等一线按摩椅品牌以线下销售为主，疫情反复对线下门店业务仍有影响。

按摩小器材方面，2022 年局部地区疫情反复，对倍轻松线下渠道销售负面影响较大，2021 年倍轻松直营门店方面，2021 年底公司有 186 家直营门店，2/3 在购物中心，1/3 在交通枢纽，全国城际及远程交通旅客人数大幅降低，旅客人数大幅减少对公司线下渠道产生较大冲击。按摩仪器是典型的可选消费品，受到整体宏观消费低迷的影响，居民消费意愿不强。

2) 2023 展望：“后疫情”时代居民消费能力回升，看好按摩椅渗透率的持续提高

按摩椅方面，近期小米集团和荣泰合资设立公司，未来会为小米代工“米家”按摩椅，小米或依靠其线下 1 万家小米之家的门店铺设按摩椅产品，或将提高按摩椅的曝光度。同时明年疫情放开后，shopping mall 线下门店的客流量恢复或对按摩椅线下销售起到正向拉动作用。

按摩小器材方面，倍轻松主打高端小型智能按摩器，产品矩阵丰富，由于线下门店选址多为机场、高铁等，线下渠道贡献主要增量，2022 年公司收入短期承压，估值处于历史低位，随着 2023 年“后疫情时代的到来”，按摩小电品类具备较强可选属性，疫后弹性空间大，公司业绩有望反弹。

图表 11. 按摩器材板块 2022 前三季度营收及利润均有下滑

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
奥佳华	营业收入	15.84	15.70	15.43	46.96
	yoy (%)	(23.70)	(16.05)	(17.96)	(19.39)
	归母净利润	(0.19)	0.35	1.00	1.16
	yoy (%)	(121.77)	(69.66)	568.30	(46.46)
荣泰健康	营业收入	5.65	5.37	4.61	15.62
	yoy (%)	8.55	(26.30)	(25.26)	(16.24)
	归母净利润	0.43	0.37	0.30	1.10
	yoy (%)	(30.38)	(25.90)	(15.00)	(25.17)
倍轻松	营业收入	2.48	2.11	1.90	6.49
	yoy (%)	15.29	(35.87)	(29.37)	(20.20)
	归母净利润	(0.10)	(0.29)	(0.24)	(0.62)
	yoy (%)	(197.20)	(203.31)	(207.74)	(203.94)

资料来源：万得，中银证券

图表 12. 按摩器材板块前三季度盈利能力承压，荣泰健康 Q3 盈利能力改善

(%)		2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2021Q3	2022Q3
奥佳华	毛利率	29.59	30.02	22.13	31.46
	总费用率	24.27	25.32	19.99	20.79
	净利率	5.86	1.57	2.53	3.95
荣泰健康	毛利率	27.13	26.38	24.73	27.31
	总费用率	16.95	17.03	16.96	18.73
	净利率	9.91	8.08	7.27	8.55
倍轻松	毛利率	59.85	53.05	57.64	53.27
	总费用率	50.94	63.57	49.23	67.80
	净利率	8.11	(8.88)	9.08	(11.60)

资料来源：万得，中银证券

2.5 商用冷柜

1) 年内行业表现：年内疫情散点多发影响全年冷柜投放，出口表现优于内销

内销方面，轻型商用冷柜受到今年国内各地疫情散点多发的负面影响，截至 2022Q3，据产业在线数据，2022 前三季度制冷陈列柜总销量为 15.5 万台，同比下滑 15.2%，其中内销总量同比下滑 24.9%，出口同比增长 23.4%。2022 年 Q3 单季度制冷陈列柜累计销量 5.68 万台，与去年同期相比下滑 15.9%，降幅有所收窄。具体来看，内销市场虽然三季度疫情方面稍有好转，降幅较 Q2 相比稍有收窄，内销需求增长并不明显。

外销方面，海外市场同比仍保持增长，但受高通胀引发欧美地区需求下行，增速大幅放缓。考虑到海容冷链的主要出口产品是饮料型冷柜，据海关总署数据，截至今年前十月，冷柜(HS 编码:84185000)累计出口额 15.8 亿美元，同比增 17%，其中 10 月单月数据，冷柜出口额 1.2 亿美元，同比下跌 16%。欧洲能源短缺、美国高通胀下消费需求被抑制，是冷柜出口在今年下半年开始同比转负的原因。

2) 2023 展望：“后疫情”时代终端饮料品牌或重启冷柜铺设，存量冷柜面临设备更新

2022 年内冷柜铺放受到今年各地疫情散发影响，终端品牌方如农夫山泉、可口可乐等，我们判断或将铺放需求延后至 2023 年，同时关注四季度首次国常会聚焦消费类设备，设备更新改造纳入专项再贷款范围，存量终端冷柜或迎来一轮较大规模的设备更新。

图表 13. 受各地疫情散发影响，商用冷柜板块 2022 前三季度

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
海容冷链	营业收入	8.40	10.51	4.26	23.17
	yoy (%)	47.83	12.03	(12.92)	16.11
	归母净利润	0.77	1.20	0.63	2.60
	yoy (%)	20.17	17.27	211.60	34.25
三星新材	营业收入	2.62	2.19	1.29	6.10
	yoy (%)	28.97	(13.56)	(14.22)	0.48
	归母净利润	0.31	0.32	0.20	0.83
	yoy (%)	56.15	(6.46)	9.07	14.85

资料来源：万得，中银证券

图表 14. 商用冷柜板块前三季度盈利能力提升，三星新材 Q3 盈利能力改善

(%)		2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2021Q3	2022Q3
海容冷链	毛利率	21.56	23.40	19.15	27.90
	总费用率	13.27	10.39	9.03	7.80
	净利率	10.40	12.10	7.07	15.86
三星新材	毛利率	20.69	18.96	13.22	15.62
	总费用率	8.85	9.06	8.47	6.90
	净利率	13.54	14.70	7.05	16.56

资料来源：万得，中银证券

三、风险提示

1) 疫情反复，消费复苏不及预期。

受疫情影响消费下滑，若疫情后消费恢复情况不及预期，将导致家电可选消费承压。

2) 市场竞争加剧。

家电品牌发力线上线下渠道，增大营销推广，各品牌间或开打价格战，行业市场竞争激烈。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%(-20%)；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371