

春江水暖，布局疫后修复良机

投资要点

□ 我国疫情防控优化，消费势能有望释放

- 1) 2022 年 12 月 7 日，国务院公布优化防控新十条，疫情防控优化有望带动消费复苏。
- 2) 复盘美国疫情防控优化后的消费复苏，(i) 在疫情防控阶段，美国个人储蓄存款总额大幅增加，为后续积攒了大量的消费势能；(ii) 消费者信心指数通常会先于疫情防控转变相关的政策落地，且总计销售额也会同步开始回暖；(iii) 分各个板块看，美国由于 21 年 3 月开展 1.9 万亿美元的经济救助计划，3-7 月美国耐用品、非耐用品、社会服务消费均大幅度增长。
- 3) 中国与美国 21Q3 疫情管控放松前的情况相似，银行均有大量存款积攒消费势能，且有相关的政策支持消费活动。

□ 地产竣工修复+线下场景复苏，期待家电消费疫后复苏

- 1) 疫情防控优化后施工周期不受疫情影响，且国家通过放开房企融资限制等金融手段支持房地产，积压的施工面积有望转化为竣工面积从而带动家电消费需求。在中性预期下，预计 2023 年全年房地产竣工面积同比+15.9%。大型厨电安装属性强，具有较强的地产后周期属性，若地产竣工数据修复，厨电板块估值有望持续向上修复。
- 2) 线下服务场景复苏，线下消费复苏释放收入和利润的弹性。部分标的公司的业务在社会服务领域开展，或者销售渠道依托线下服务型消费。线下消费活动的复苏有望释放光峰科技和倍轻松的收入和利润弹性。
- 3) 高端家电消费依赖线下渠道，疫情防控优化后有望释放被递延的消费需求。部分价值量较大的家电产品需要消费者通过线下体验进行购买决策，前期因为疫情导致的部分家电需求的递延将在防控优化后释放。

□ 投资建议

- 1) 积压的施工面积有望转化为竣工面积从而带动家电消费需求，安装属性强的大厨电将受益，推荐**老板电器、亿田智能**。
- 2) 线下消费场景复苏，相关标的有望释放业绩弹性。推荐**光峰科技、倍轻松**。
- 3) 部分价值量较大的家电产品需要消费者通过线下体验进行购买决策，前期因为疫情导致的部分家电需求的递延将在防控优化后释放。推荐**美的集团、海尔智家、海信家电**。

□ 风险提示

消费需求不及预期；房地产改善不及预期

行业评级：看好(维持)

分析师：闵繁皓

执业证书号：S1230522040001
minfanhao@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《浙商家电—风险排雷手册》
2022.12.17
- 2 《拨云见日，关注左侧》
2022.12.04
- 3 《盈利能力改善，收入表现分化》 2022.11.10

正文目录

1 我国疫情防控优化，消费势能有望释放	4
1.1 我国当前的疫情状况	4
1.2 对标美国和日本，消费势能在疫情管控放开后释放.....	5
1.3 防疫优化，我国消费势能有望释放	7
2 地产竣工修复+线下场景复苏，期待家电消费疫后复苏	9
2.1 积压的施工面积有望转化，带动地产后周期属性家电消费.....	9
2.2 线下消费活动回暖有望带动部分家电板块标的公司业绩修复.....	10
2.3 高端家电消费趋势明确，疫情防控优化释放递延需求.....	13
3 投资建议	15
4 风险提示	15

图表目录

图 1: 美国疫情防控指数与新冠肺炎当日确诊	5
图 2: 日本疫情防控指数与新冠肺炎当日确诊	5
图 3: 以美国为例, 疫情防控积攒了大量的消费势能	6
图 4: 美国开展经济救助计划刺激消费, 耐用品弹性释放	6
图 5: 我国储蓄利率或见拐点	8
图 6: 在防控优化和政策支持下, 消费者信心指数或见拐点	8
图 7: 我国社零数据在疫情防控期间下行	8
图 8: 21Q3 以来我国房地产住宅施工面积增加、竣工面积下降 (单位: 万平方米)	9
图 9: 地产对吸油烟机、集成灶出货具有明显的拉动作用	10
图 10: 厨电板块估值处于低位, 地产预期修复带来向上弹性	10
图 11: 自 21Q3 美国疫情防控放松以来, 美国电影票房逐步恢复	11
图 12: 2021 年光峰科技各业务主营收入拆分	11
图 13: 2021 年光峰科技各业务毛利拆分	11
图 14: 2021 年倍轻松各经销模式收入占比 (百万元)	13
图 15: 2021 年倍轻松各经销模式毛利率	13
图 16: 2009-2020 年冰箱替换需求占比提升	14
图 17: 2009-2020 洗衣机替换需求占比提升	14
图 18: 2021 年各类高端家电销售额占比提升	14
图 19: 大容量洗衣机普及加速	14
图 20: 冰箱线下渠道均价更高, 且价格提升幅度比线上渠道更大	15
表 1: 北京、上海、广州、深圳、南京、重庆相继出台疫情管控的优化政策	4
表 2: 美国与日本疫情防控分为三个阶段	5
表 3: 北京、上海、广州、深圳、南京、重庆相继发放消费券刺激消费	7
表 4: 地产利好政策不断推出	9
表 5: 北京放宽公共场所进出限制	10
表 6: 光峰科技影院租赁业务收入和成本拆分	12
表 7: 光峰科技影院租赁业务毛利率弹性测算	12
表 8: 倍轻松利润修复弹性测算	13
表 9: 线下自营门店修复 2023 年收入增速弹性测算	13

1 我国疫情防控优化，消费势能有望释放

1.1 我国当前的疫情状况

2022年12月7日，国务院公布优化防控新十条，疫情防控措施进一步优化。1) 不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。根据防疫工作需要，可开展抗原检测。2) 按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不得随意扩大到小区、社区和街道（乡镇）等区域。不得采取各种形式的临时封控。3) 感染者要科学分类收治，具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治。4) 非高风险区不得限制人员流动，不得停工、停产、停业。5) 各地各校要坚决落实科学精准防控要求，没有疫情的学校要开展正常的线下教学活动，校园内超市、食堂、体育场馆、图书馆等要正常开放。

表1: 北京、上海、广州、深圳、南京、重庆相继出台疫情管控的优化政策

城市	疫情防控优化政策
北京	1.科学精准划分风险区域。按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区， 不得采取各种形式的临时封控 。 2.落实高风险区快封快解。高风险区人员， 隔离第5天进行采样 ，检测结果为阴性后及时解封。 3.优化核酸检测查验措施。对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检。对进返京人员 不再执行查验核酸检测阴性证明和健康码等防控措施 ，抵京后 不再执行落地“三天三检” 。 4.优化调整隔离方式。具备居家隔离条件的 无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离 ，也可自愿选择集中隔离收治，病情加重的及时转定点医院治疗。 5.保障群众基本购药需求。药监部门指导 药店加大药品储备投放 ，及时充分满足市场需求。 6.保障正常医疗秩序。确保居民外出看病就医渠道畅通。 7.加快推进老年人疫苗接种。 坚持应接尽接原则，聚焦提高60至79岁人群接种率、加快提升80岁及以上人群接种率 。 8.加强重点人群摸排建档。 9.保障社会正常运转。严禁以各种方式封堵消防通道、单位门、小区门。 非高风险区不得限制人员流动 。 10.优化学校疫情防控。 没有疫情的学校正常开展线下教学活动 ，有疫情的学校要精准划定风险区域，风险区域外仍要保证正常的教学、生活等秩序。
上海	1.优化调整密切接触者隔离管理方式。居家隔离密接人员由“5天集中隔离医学观察+3天居家隔离医学观察” 调整为“5天居家隔离医学观察” ；正在集中隔离的密切接触者，符合居家隔离条件的，实施后续居家隔离医学观察。 2.优化调整来沪返沪人员防控措施。 取消来沪报备；不再实施“落地检”“三天三检”和“第5天进行1次核酸检测” ；来沪返沪人员抵沪不满5天者， 不再限制其进入相关公共场所 。 3.对阳性感染者实施科学分类收治，具备居家隔离条件的 无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离 ，病情加重的及时转定点医院治疗。 4.密闭娱乐场所、餐饮服务场所 不再查验核酸检测阴性证明 。除养老机构、儿童福利机构、医疗机构、学校（含托幼机构）等特殊场所外， 本市其余场所不再要求查验“随申码”等健康码，不再要求扫“场所码” 。
广州	1.科学精准划定高风险区。符合解封条件的要及时解封， 封控管理要快封快解，应解尽解 。 2.做好密切接触者的隔离管理。符合居家隔离条件的密切接触者实施居家隔离。 3.科学开展核酸检测。对风险岗位、重点人员开展核酸检测， 一般不按行政区域开展全员核酸检测 。 4.加快疫苗接种。坚持疫苗接种“应接尽接”原则， 特别加强老年人新冠疫苗接种 。 5.12月7日起，火车站、机场、地铁网线及有轨电车、广州塔等本地景点 停止查验核酸证明、健康码 。
深圳	1.12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 。进入公园、植物园的防控措施优化调整为：扫场所码、查验健康码绿码， 不再查验核酸检测证明 。 2.全市社区小区、办公场所、餐饮商超及各类公共场所 不再查验核酸检测阴性证明，凭健康码绿码、扫场所码进入 。网吧、夜总会、棋牌室、KTV、酒吧、桑拿洗浴场所等六类人群聚集密闭公共场所仍需凭48小时核酸检测阴性证明、扫场所码进入。 3.全市所有 医疗机构不得拒诊核酸阳性患者 。
南京	1.优化核酸检测方式。 不按行政区域开展全员核酸检测 ，高风险岗位从业人员和高风险区域人员按照相关规定“应检尽检”，其他人员“愿检尽检”。 2.调整核酸查验范围。除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，其他场所 不查验核酸检测阴性证明，不查验健康码 。 3.优化交通出行管理。公路、铁路、水路、航空等交通场站和对外通道、服务区撤除全部查验服务点， 不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码 ，外地来返宁人员 不再需要报备信息，不再开展“落地检”和“三天三检” 。乘坐地铁、公交、轮渡、出租车、网约车等公共交通工具 不再查验核酸检测阴性证明和健康码 。 4.优化调整隔离方式。具备居家隔离条件的 无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离医学观察 。 5.持续推进疫苗接种。请符合条件的市民群众尽快接种新冠疫苗， 倡导60岁以上人群“应接尽接” 。 6.保障城市正常运转。非高风险区 不得限制人员流动，不得停工停产停业 。

重庆	1.公路、铁路、水路、航空等停止查验 48 小时核酸证明及健康码；取消旅客健康码、行程卡查验，取消社区报备及落地检。 2.全市所有零售药店销售（包括网络销售）退烧、止咳、抗病毒、抗生素等“四类药品”不再进行实名登记报告，也不需要查验进店人员核酸检测阴性证明、“渝康码”和扫场所码。 3.对养老院、对福利院、对医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所之外的，都不再主动开展核酸检测，包括商圈、商场、超市、药店、影剧院、博物馆等普通公共场所都不再查验核酸检测阴性证明。 4.将严格按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区。对连续 5 天没有新增感染者的高风险区及时解封。
----	---

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 对标美国和日本，消费势能在疫情管控放开后释放

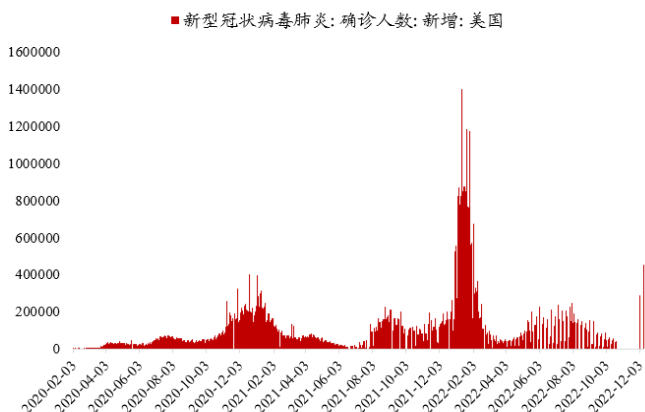
复盘美国和日本的疫情防控政策，两个国家均经历了**严格防控→不断反复→全面放开**的变化。

表2：美国与日本疫情防控分为三个阶段

防控阶段	美国	日本
严格防控阶段	2020 年 1 月-2020 年 6 月 疫情初期美国采取较为严格的管制措施。2020 年初，全球新冠疫情爆发，美国在 3 月 13 日宣布进入紧急状态以来，各州也陆续宣布“居家令”，对外政策方面美国不断延长与加拿大、墨西哥之间边境旅行限制。	2020 年 1 月-2020 年 5 月 日本于 2020/03/13 通过《新型流感等对策特别措施法》修正案，日本政府可以针对新冠发布“紧急事态宣言”。2020 年 4 月 7 日第一次紧急事态宣言，一直到 2020 年 5 月 25 日第一次紧急事态宣言解除，逐步复工复产。
疫情不断反复阶段	2020 年 1 月-2021 年 9 月 1. 2020 年 6 月起美国对入境管控有所边际变化，6 月 8 日美国取消对巴林、比利时、德国、日本和英国等 5 个国家和国内 39 个州的旅行禁令。国内方面仍有一定管控，部分州政府要求高风险地区需隔离 14 天；此外，2021 年 1 月 21 日，美国总统拜登还颁布“口罩令”，搭乘多种公共交通工具时需戴口罩。 2. 随着阶段性疫情得到控制、防疫政策的优化，美国纽约州宣布 2021 年 4 月 1 日起，从美国其他州或地区进入纽约州的美国境内旅客将不再需要接受 14 天的隔离。美国加州于 2021 年 6 月 15 日解除防疫等级限制的相关规定。	2020 年 5 月-2021 年 10 月 在疫情扰动下，日本政府 2021 年 1 月 8 日第二次紧急事态宣言，2021 年 4 月 25 日第三次紧急事态宣言，2021 年 7 月 8 日东京都第四次紧急事态宣言。2021 年 10 月 1 日，日本宣布取消东京、大阪等 19 个地区的“紧急事态宣言”，同时将优化入境管控，免除 3 天指定酒店的集中隔离，自我隔离也从 14 天缩短为 10 天。
疫情防控转变阶段	2021 年 9 月至今 1. 2021 年 9 月 20 日，白宫曾宣布计划从 11 月起取消对来自 33 个国家和地区游客的旅行限制，来自于包括中国、印度和欧洲大部分国家的旅客，在全面疫苗接种后可前往美国。 2. 2022 年 3 月 26 日，夏威夷解除口罩强制令，是全美最后一个宣布解除相关措施的州。2022 年 4 月 18 日，美国法官取消全美公共交通口罩令；美国 CDC 宣布 6 月 12 日起取消乘客赴美登机前出示新冠检测阴性证明的要求。	2021 年 10 月至今 日本政府 2022 年 3 月 21 日解除最后一条“蔓延防止”禁令，举办大型活动所采取的入场人数限制也随之被取消。对入境政策逐步转变，2022 年 10 月 11 日，日本首相宣布优化入境游管控，除了取消单日入境人数限制外，日本还将恢复免签和自由行。

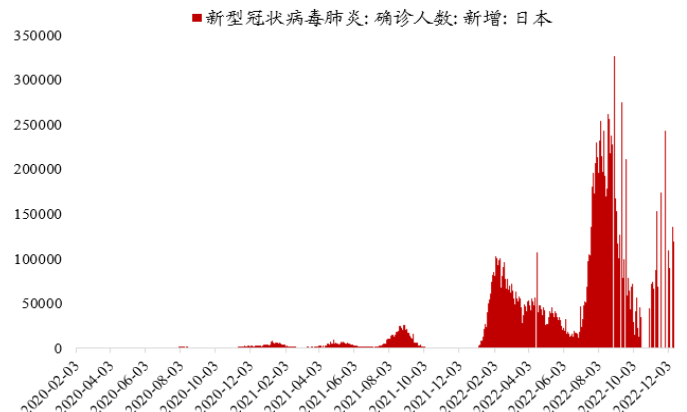
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图1：美国疫情防控指数与新冠肺炎当日确诊



资料来源：Choice 数据，浙商证券研究所

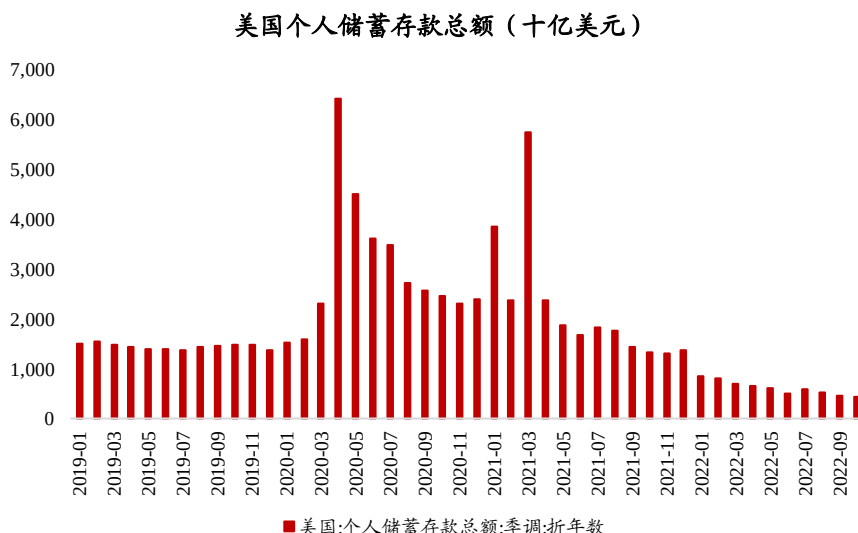
图2：日本疫情防控指数与新冠肺炎当日确诊



资料来源：Choice 数据，浙商证券研究所

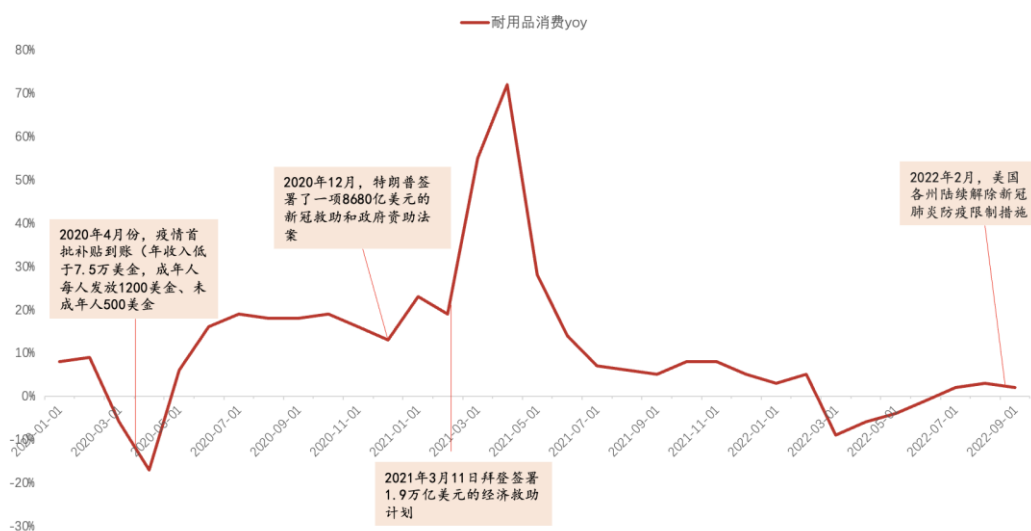
复盘美国的消费数据，存款为消费释放积攒势能。1) 在疫情防控阶段，群众出于对经济的不确定性和政策限制消费活动，个人储蓄存款总额大幅增加，积攒了大量的消费势能。2) 消费者信心指数通常会先于疫情防控转变相关的政策落地，且总计销售额也会同步开始回暖，前期被积压的消费势能开始释放。3) 分各个板块看，美国由于21年3月开展1.9万亿美元的经济救助计划，3-7月美国耐用品、非耐用品、社会服务消费均大幅度增长，但也同时拉高了耐用品和非耐用皮22年同期的基数，22年开始社会服务则一直处于正增长。

图3：以美国为例，疫情防控积攒了大量的消费势能



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：美国开展经济救助计划刺激消费，耐用品弹性释放



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 防疫优化，我国消费势能有望释放

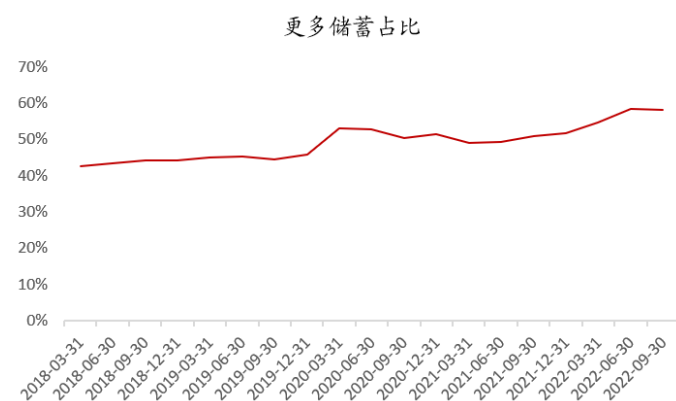
储蓄率+居民消费信心指数见拐头，消费政策加持，消费势能有待释放。1) 根据中国人民银行数据，居民的更多储蓄占比在 2022Q3 或见到拐点，在疫情前（2019 年）的更多储蓄占比在 40%左右。2) 中国消费信心指数在 22Q3 达到底部，借鉴美国在疫情防控优化后消费信心指数的修复，在消费政策和疫情防控优化的条件下，我们认为中国的消费信心有望恢复。3) 我国扶持消费的政策不断加码，我国不断出台消费券政策支持消费，美国和日本消费复苏都有相应的政策支持，我国消费亦有望在政策支持下回暖。

表3: 北京、上海、广州、深圳、南京、重庆相继发放消费券刺激消费

城市	消费券发放政策
北京	1.2021 年 4 月底北京开启五一消费季，面向在京消费者发放 现金券、折扣券、满减券 等多项消费大礼包， 总金额超 45 亿元 。京东、苏宁易购、国美、盒马鲜生等企业均参与发放 10 亿-40 亿不等的消费补贴 。 2.2022 年 7 月 18 日，北京向全市消费者发放“重逢美好” 餐饮消费券 ，由政府和提供餐饮类服务的平台企业共同出资，推出外卖类、到店类、养老助残类三种消费券， 累计发放金额达 1 亿元 。 3.2022 年 11 月-12 月，北京发放新一轮 绿色节能消费券 ，在京消费者每周可在同一参与企业线上平台领取 1 份券包，共 8 张消费券， 单人消费补贴金额达 1500 元 ，涉及手机、笔记本电脑、平板电脑、自行车、显示器等 46 类产品。
上海	1.2021 年 5 月-12 月，上海向全市消费者发放 体育消费券 ，可在全市 16 个区的 600 多家定点体育场馆使用，享受直接抵扣优惠。此次 消费券发放财政计划资金约 4000 万元 。 2.2022 年 8 月-11 月底，上海发放 4 轮“爱购上海” 电子消费券 。消费券通过支付宝、微信支付、云闪付三个平台发放，采取“在线报名、摇号中签”的获取方式，可在符合条件的零售、餐饮和文旅行业的商户使用。前 3 轮发放共 投入市级财政资金 10 亿元 。 3.2022 年 11 月，上海通过随机抽签方式发放 70 万个“满 108 元减 58 元” 数字人民币满减红包 。消费者可在已完成数字人民币受理终端改造的商户使用消费券。本次发放由市政府与 7 家运营机构 共同出资 4060 万元 。
广州	1.2021 年 6 月，广州年中惠民大补贴活动发放 电器电子消费券 。 单人补贴额度达 500 元 （内含 300 元家电消费补贴和 200 元手机或电脑消费补贴），涵盖家电及电脑手机等全品类电器电子产品。消费者可至广州市国美电器各大门店使用补贴。 2.2022 年 5 月，广州通过摇号抽签方式发放 4 轮政府消费券，主要包括购物、住宿餐饮、电商和家电数码四类消费场景， 累计投放金额达 6.07 亿元 。 3.2022 年 12 月，广州启动“羊城欢乐购”活动发放消费券，使用范围涵盖百货超市、住宿、餐饮、电商等多种场景， 单人最高补贴金额达 340 元 。
深圳	1.2021 年 5 月，深圳罗湖区发布“罗湖消费券”，消费者使用腾讯乘车码绿色出行分兑换两类消费券：满减类型通用券和苏宁易购大家电单品券。本轮 消费券预算金额为 1000 万元 。 2.2022 年深圳发布“乐购深圳”消费券，分 3 轮次发放。消费者通过登录“云闪付”app，在参与活动的销售企业（门店）领取优惠券，可购买符合条件的消费电子和家用电器，直接抵扣现金。本轮 消费券发放预算金额为 3000 元 。
南京	1.2021 年 9 月-10 月，南京发布 中秋国庆消费券 ，包含商场超市消费券（面额 20 元）、餐饮券（面额 50 元）及锦鲤券（面额 5000 元），可在参与活动的各商户使用。 本轮电子消费券发放共 5000 万元 。 2.2021 年 11 月，南京发布 体育消费券 ，共有通用消费券（面额 50 元）、锦鲤消费券（面额 500 元）两类，可在购买体育用品和在体育场馆、体育相关企业消费时使用。 本轮消费券发放共 400 万元 。 3.2022 年 5 月-6 月，南京发布“为宁而来”消费券，共有商超助力券和餐饮助力券两类，市政府联合银联、美团、微信、支付宝、德基、新百等众多互联网及商业平台， 累计优惠力度超过 20 亿 。
重庆	1.2021 年 9 月，重庆渝中区发放两轮政府消费券，消费者可通过支付宝领取消费券，限领 1 张，并在渝中区主要购物中心、商贸街区等场景使用。 本轮消费券发放共 300 万元 。 2.2022 年 6 月，重庆渝中区发放 文旅惠民消费券 ，消费者可在入驻“建行生活”的渝中区域内各大文化旅游体育类线下实体商户使用消费券。 本轮消费券发放共 60 万元 。 3.2022 年 6 月，重庆渝北区分 3 轮发放面值为 50 元、100 元、200 元、2000 元的四类无门槛消费券，本次渝北区政府联合空港新城公司 共计发放消费券金额达 600 万元 。

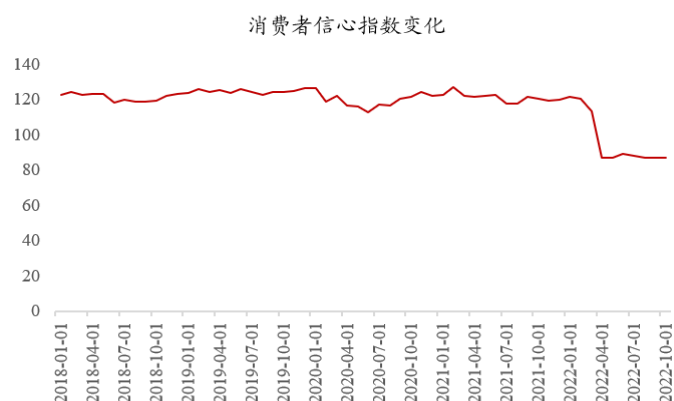
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5: 我国储蓄利率或见拐点



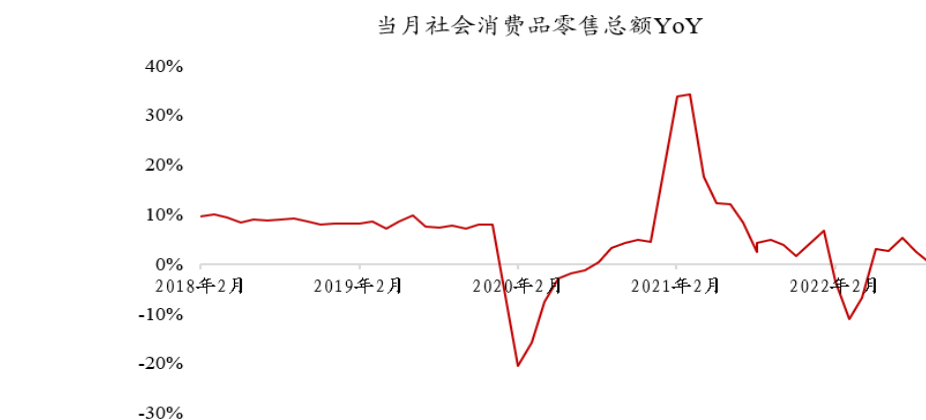
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 在疫情防控优化和政策支持下, 消费者信心指数或见拐点



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 我国社零数据在疫情防控期间下行



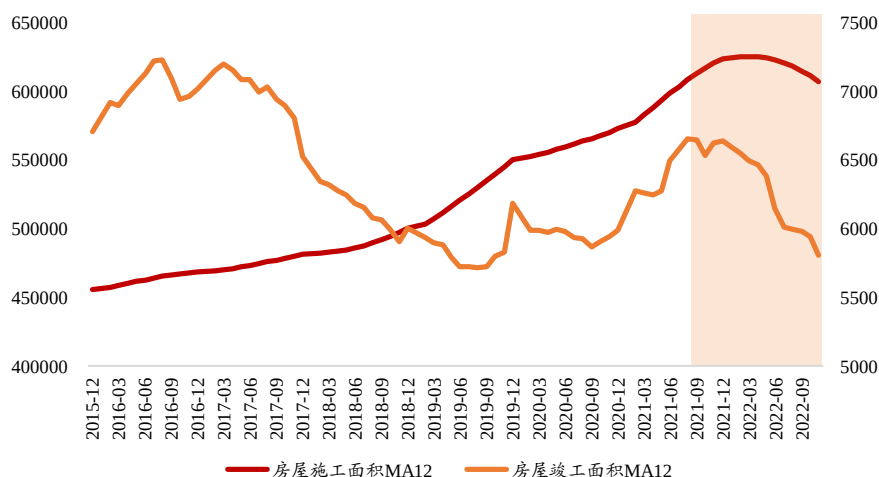
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 地产竣工修复+线下场景复苏，期待家电消费疫后复苏

2.1 积压的施工面积有望转化，带动地产后周期属性家电消费

在疫情防控优化和地产政策加持下，我们预计施工面积将有效转化为竣工面积。1) 21Q3 以来，我国房地产住宅施工面积增加、竣工面积下降。由于新冠疫情导致一些地产项目延期竣工，且部分房地产商为降低负债而延期竣工，自 2020 年以来，施工面积不断积压、“施工未竣工”面积增加。2) 在国家保交付、地产三支箭等政策落地，以及疫情防控优化的背景下，我们认为 2023 年积压的施工面积将有效转化为竣工面积，从而带动地产后周期属性的家电和家居消费。3) 随着政策出台落地保证开发资金到位后，房企会将资金用于工程款支付以保证项目竣工交付，同时在低基数和疫情防控优化保证工期的条件下，明年竣工面积将企稳回升。根据浙商证券地产组测算，在中性预期下，预计 2023 年全年房地产竣工面积同比+15.9%（详情请参加浙商证券房地产组 12 月 2 日发布的报告《稳中求进，分化加剧》）。

图8： 21Q3 以来我国房地产住宅施工面积增加、竣工面积下降（单位：万平方米）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表4： 地产利好政策不断推出

时间	政策名称	相关的地产政策
2022/11/8	“第二支箭”	支持民营企业发债融资，“第二支箭”可支持约 2500 亿元民营企业债券融资。
2022/11/11	杭州购房政策调整	杭州首套利率从 4.25%→4.1%，二套从 4.95%→4.9%，首套认房不认贷、二套首付从 60%下调到 40%。
2022/11/11	烟台住建部发布楼市新政	烟台实施阶段性购房契税补贴、推行二手房“带押过户”登记模式等 7 条刺激措施。
2022/11/13	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	公布 16 条措施支持房地产市场平稳健康发展，涵盖行业融资、保交楼、受困房企风险处置、房地产信托业务开拓等多个方面。
2022/11/14	《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。
2022/11/17	成都《关于进一步优化区域限购措施的通知》	成都市进一步优化区域限购措施，降低购房门槛。
2022/11/19	西安《关于支持刚性和改善住房需求有关问题的通知》	西安市调整购房政策，降低外来人口购房要求，部分地区解开限购。
2022/11/28	证监会优化涉房企业 5 项股权融资措施 “第三支箭”	一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。 二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资。 三、调整完善房地产企业境外上市政策。 四、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用。 五、积极发挥私募股权投资基金作用

资料来源：Wind，浙商证券研究所

地产竣工增速修复，把握厨电板块的弹性。1) 大型厨电安装属性强，具有较强的地产后周期属性。根据我们的测算，2021 年新房销售对吸油烟机的销量拉动作用为 43%，因此传统厨电龙头的收入和业绩对装修需求的敏感度也更高。2) 若地产竣工数据修复，厨电板块估值有望向上修复，类似的行情可以参考 17Q4-18Q3 地产销售、竣工数据全面下行时期。目前，厨电板块的历史估值分位数仅为 25%，向上弹性大。

图9： 地产对吸油烟机、集成灶出货具有明显的拉动作用

(单位: 万台)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
油烟机销量	2,398	2,237	2,450	2,632	2,401	2,687
YOY	5.2%	-6.7%	9.5%	7.4%	-8.8%	11.9%
集成灶销量	90	127	175	210	247	304
YOY	30.6%	40.6%	38.0%	20.0%	17.7%	23.1%
集成灶渗透率	3.6%	5.4%	6.7%	7.4%	9.3%	10.2%
油烟机+集成灶销量	2,488	2,364	2,625	2,841	2,648	2,991
YOY	5.9%	-5.0%	11.0%	8.2%	-6.8%	13.0%
吸油烟机销量需求拆解						
城镇新增商品住宅对应销量	729	802	1,014	1,102	1,139	1,152
交房面积 (万平方米, T+2)	105,182	112,406	137,540	144,789	147,929	150,144
其中: 单套住房面积 (平方米)	107	107	107	107	107	107
交付房套数 (万套)	981	1,048	1,282	1,350	1,379	1,400
百户保有量 (台/百户)	74	77	79	82	83	82
城镇棚户区改造对应销量	450	466	495	258	-	136
农村新增量	422	240	768	362	188	746
更新量	798	730	173	909	1,073	654

资料来源: Wind, 国家统计局, 奥维云网, 浙商证券研究所

图10: 厨电板块估值处于低位, 地产预期修复带来向上弹性



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 线下消费活动回暖有望带动部分家电板块标的公司业绩修复

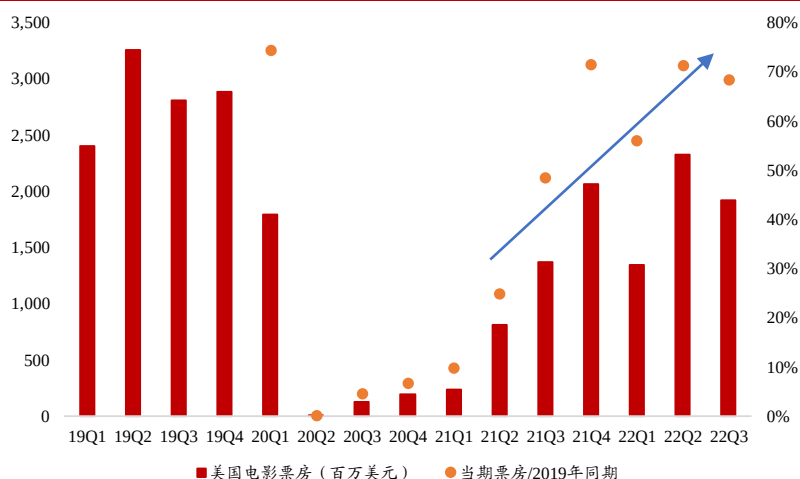
公共场所进出限制放宽，线下消费修复可期。1) 北京电影院、景区、交通枢纽处等不再要求查验核酸检测阴性证明，幼儿园、小学等仍需查验。2) 考虑到目前居民对新冠症状和复阳的担忧，我们预计疫情防控优化后的线下消费行为恢复是一个逐渐修复的过程。参考美国电影票房的数据，自 21Q3 美国疫情管制放松以来，22Q1~22Q3 美国电影票房恢复至 2019 年同期水平的 56%~68%。3) 部分家电相关的标的公司（如倍轻松和光峰科技）的业务在社会服务领域开展，或者销售渠道依托线下服务型消费，将受益于线下消费活动回暖。

表5: 北京放宽公共场所进出限制

公共场所	开业情况
高铁	12月7日起, 各铁路客运站, 取消对进京旅客和京津冀通勤人员查验“北京健康宝”绿码和48小时核酸检测阴性证明。取消购票环节进返京限制, 各次途经、终到北京列车, 恢复办理到京延长补票业务。
公交、地铁	12月5日起, 北京公交地铁不再查验乘客的核酸证明。
电影院	自2022年12月7日起, 进入电影放映场所可不查验核酸检测阴性证明, 扫码即可进入。
景区	12月6日起, 公园虽不再要求查验核酸阴性证明, 但许多公园都采取限流开放政策, 且景区内某些地方需要扫码进入。自即日起, 北京全市公园执行以下防控措施: 一、公园门区执行规范佩戴口罩、北京健康宝扫码、测温、一米以上距离排队措施, 不查验核酸检测阴性证明。 二、进入园内公共卫生间按扫码入厕。 三、进入园内餐饮(堂食)、体育健身馆等室内场所需查验48小时核酸检测阴性证明。 四、各公园做好优化调整后政策的公告, 保障秩序, 提示游客加强个人防护, 戴好口罩、接种疫苗、不扎堆聚集。”
小学&餐饮	须扫码并查验48小时核酸阴性证明。
隔离政策	“按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区的要求, 不得随意扩大到小区、社区和街道(乡镇)等区域。不得采取各种形式的临时封控。 高风险区划定后, 社区要第一时间告知居民隔离管控时间。 高风险区人员, 隔离第5天进行采样, 检测结果为阴性后及时解封。 出现续发病例的, 只管管控续发阳性住户, 不得延长其他人员的管控时间。”

资料来源: 北京健康宝, 浙商证券研究所

图11: 自 21Q3 美国疫情防控放松以来, 美国电影票房逐步恢复

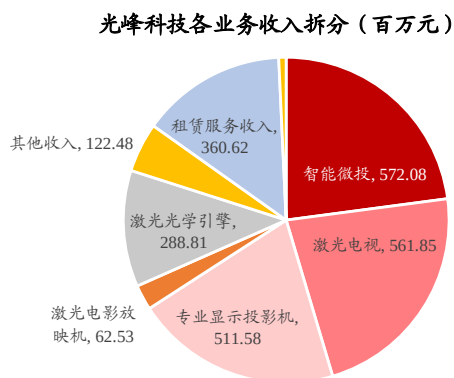


资料来源: Box Office, 浙商证券研究所

➤ 【相关标的 1】光峰科技

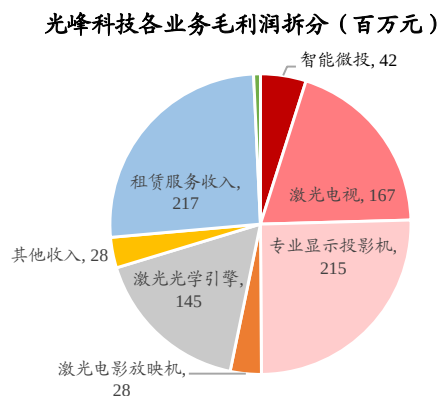
疫情防控优化释放公司影院租赁业务的利润弹性。1) 根据光峰科技 2021 年年报, 公司影院租赁业务收入为 3.6 亿元, 收入占比为 14%, 其毛利率为 60.31%。2) 光峰通过控股子公司中影光峰向影院提供 ALPD®激光光源租赁使用服务, 影院在日常经营中向中影光峰支付租赁费用来使用激光光源与获取服务。3) 自 2020 年以来, 公司影院租赁业务毛利率波动较大。光峰科技的影院租赁业务的营业成本主要以折旧成本为主, 因此疫情导致的影院关停对公司该业务的毛利率影响较大。

图12: 2021 年光峰科技各业务主营收入拆分



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 2021 年光峰科技各业务毛利拆分



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们对光峰科技影院租赁业务进行毛利率弹性测算, 假设单台光源折旧的成本在 4000 元水平, 若单台设备的年放映时间能恢复到 1900 小时, 则毛利率可达到 55%; 若单台设备的年放映时间能够达到 3100 小时, 则毛利率可达到 65%。影院修复为公司影院租赁业务的盈利能力贡献弹性。

表6: 光峰科技影院租赁业务收入和成本拆分

(单位: 百万元; 万台)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
租赁及服务业务					
收入	118	304	398	172	361
收入 yoy		157%	31%	-57%	110%
累计租赁数量 (台数)	7,300	14,000	17,750	20,000	25,000
上一年租赁台数	1,800	7,300	14,000	17,750	20,000
新增激光租赁台数	5,500	6,700	3,750	2,250	5,000
总计播放时间 (万小时)	1,579	3,762	4,975	2,147	4,508
平均单台播放时间	3,470	3,532	3,134	1,137	2,003
每小时收费 (元/时)	7.5	8.1	8.0	8.0	8.0
成本	38	100	135	108	143
光源折旧	18	43	68	75	77
单台设备折旧成本 (元/台)	4,022	4,073	4,258	3,965	3,407
其他变动成本	19	56	68	33	66
每小时变动成本 (元/时)	1.22	1.49	1.36	1.53	1.47
毛利率	68%	67%	66%	37%	60%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

光峰影院业务毛利率弹性测算核心假设: 1) 由于 2020 年公司影院租赁业务受疫情影响最严重, 该测算以 2020 年为准; 变动成本、设备租赁数量为 2020 年水平。2) 根据招股说明书数据, 2018 年公司影院租赁业务每小时收费 8 元, 假设未来仍保持这一水平。3) 参考 2017-2021 年数据, 单台最低年播放时长为 1137 小时, 最长为 3532 小时, 我们将单台光源播放时间的区间设定在 1000~3000 小时。17-21 年单台机器的折旧成本在 3407 元~4258 元, 我们假设单台光源折旧成本在 4000 元左右。

表7: 光峰科技影院租赁业务毛利率弹性测算

		单台光源每年开机时长								
		1000	1300	1600	1900	2200	2500	2800	3100	3400
单台光源折旧成本	3700	35%	45%	52%	56%	60%	62%	64%	66%	67%
	3800	33%	44%	51%	56%	59%	62%	64%	66%	67%
	3900	32%	43%	50%	55%	59%	61%	63%	65%	67%
	4000	31%	42%	50%	55%	58%	61%	63%	65%	66%
	4100	30%	41%	49%	54%	58%	60%	63%	64%	66%
	4200	28%	40%	48%	53%	57%	60%	62%	64%	65%
	4300	27%	39%	47%	53%	56%	59%	62%	64%	65%
	4400	26%	39%	46%	52%	56%	59%	61%	63%	65%
	4500	25%	38%	46%	51%	55%	58%	61%	63%	64%

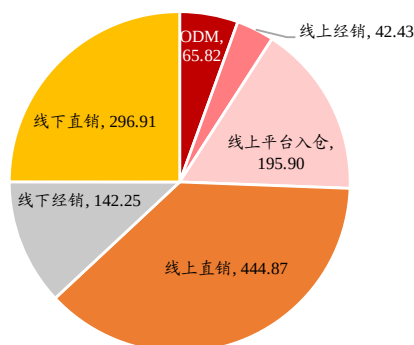
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

➤ 【相关标的 2】倍轻松

疫情防控优化、线下人流量回流释放倍轻松的收入弹性。公司线下直营门店多布局在商超和交通枢纽处, 在疫情影响下, 公司直营门店收入影响较大。受到铁路枢纽、商超人流量下滑的影响, 公司线下直营门店的坪效大幅下滑, 22H1 期间公司线下渠道收入同比下滑 39%

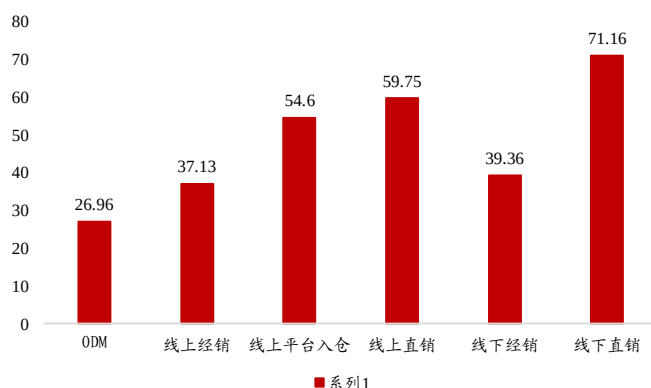
(公司公告)。2021 年倍轻松的线下自营收入占比为 24%，若线下门店人流量修复，则公司收入和业绩弹性可期。

图14: 2021 年倍轻松各经销模式收入占比 (百万元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 2021 年倍轻松各经销模式毛利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

根据我们的测算,若 2023 年倍轻松的单店坪效和线下直营门店数量能够恢复到 2021 年水平,则收入可以达到 14 亿元,相比 22 年增长 30%。

核心假设: 1) 疫情导致线下人流量减少,我们假设公司自营门店坪效下滑 50%,预计 2023 年单店坪效和收入恢复至 2021 年水平。2) 公司持续加大抖音等新兴电商渠道投入,通过肖战等形象代言借力“粉丝经济”,我们预计公司 2023 年线上收入相比 2022 年增长 15%。3) 随着疫情防控优化、线下交通枢纽和商超人流量有望恢复,叠加公司 2022 年有部分店面因为疫情导致延期开业,我们预计 2023 年倍轻松的线下自营门店数量达到 205 家。

表8: 倍轻松利润修复弹性测算

倍轻松疫情后修复测算 (亿元)	2021A	2022E	2023E
营业收入	11.9	10.5	13.7
yoy		-12%	30%
线上收入	6.83	7.2	8.33
线下收入	5.07	3.29	5.380
线下经销商收入	2.1	1.9	2.1
线下直营收入	2.97	1.4	3.28
其中: 购物中心门店数	108	113	120
交通枢纽门店数	78	62	85
单店收入 (万元/店)	160	80	160

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

表9: 线下自营门店修复 2023 年收入增速弹性测算

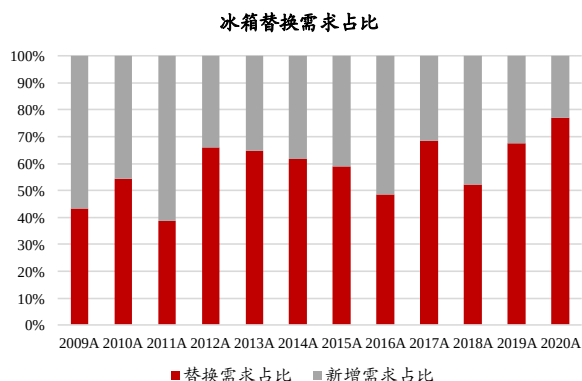
		单店收入 (万元/店)						
线下 直营 门店 数		100	110	120	130	140	150	160
	175	16%	17%	19%	21%	22%	24%	26%
	185	17%	18%	20%	22%	24%	25%	27%
	195	18%	19%	21%	23%	25%	27%	29%
	205	18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%
	215	19%	21%	24%	26%	28%	30%	32%
	225	20%	23%	25%	27%	29%	31%	33%
	235	21%	24%	26%	28%	30%	32%	35%
	245	22%	25%	27%	29%	32%	34%	36%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

2.3 高端家电消费趋势明确,疫情防控优化释放递延需求

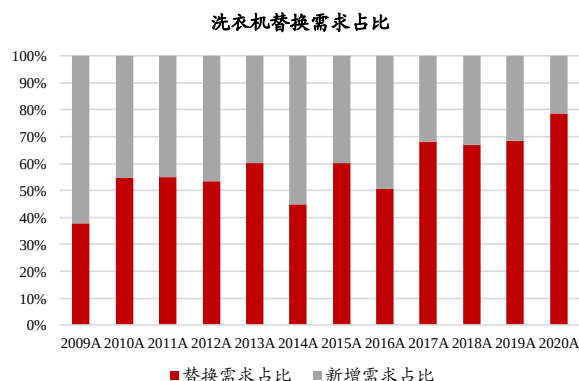
白电消费需求以替换为主导,高端家电消费需求提升。1) 根据国家统计局数据,2020 年我国冰箱(柜)、洗衣机、空调百户保有量分别为 102、97、118 台,冰洗已经接近一户一机的保有量天花板,空调内销量增速自 2017 年以来增速放缓。保有量提升对白电消费的贡献逐年下滑。2) 以冰箱为例,2009-2020 年冰箱替换需求占比从 43%提升至 77%,替换需求相对稳定,替换需求占比提升意味着行业内量的成长空间有限。替换需求占比提升意味着居民会相应更换性能更好、品牌力更强的产品,推动家电制造企业的技术迭代,白电行业的成长逻辑从量增转为价增,消费升级带来高端家电需求。

图16： 2009-2020 年冰箱替换需求占比提升



资料来源：国家统计局，产业在线，浙商证券研究所

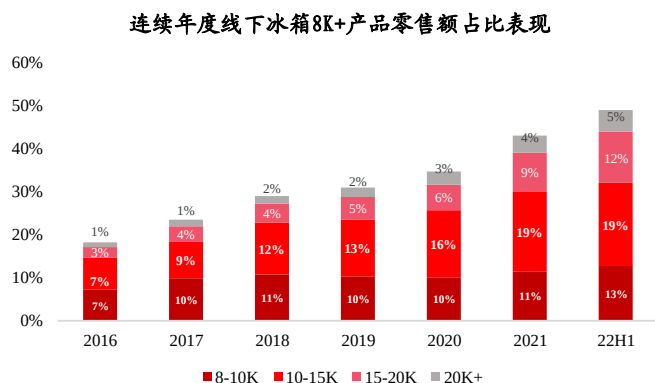
图17： 2009-2020 年洗衣机替换需求占比提升



资料来源：国家统计局，产业在线，浙商证券研究所

高端化趋势持续，高端产品占比提升。1) 冰箱：根据奥维云网数据，22H1 期间 8000 元以上冰箱在线下渠道占比为 48.8%，相比 2021 年显著提升 5.9 pct。2016-2021 年期间，8000 元以上冰箱占比从 18.2%提升至 42.9%，平均每年提升 4.94 pct。2) 空调：新风空调在细分市场仍然保持较高的增速，渗透率也在迅速提升。根据奥维云网数据，22H1 线上/线下新风空调渗透率分别为 2.2%/2.6%。3) 洗衣机：9.6KG+大容量零售额占比快速提升。根据奥维云网数据，9.6KG 以上的滚筒单洗洗衣机 22H1 线上/线下零售额占比分别为 84.8%/89.4%，分别同比大幅提升 6.1 pct/10.6 pct。

图18： 2021 年各类高端家电销售额占比提升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

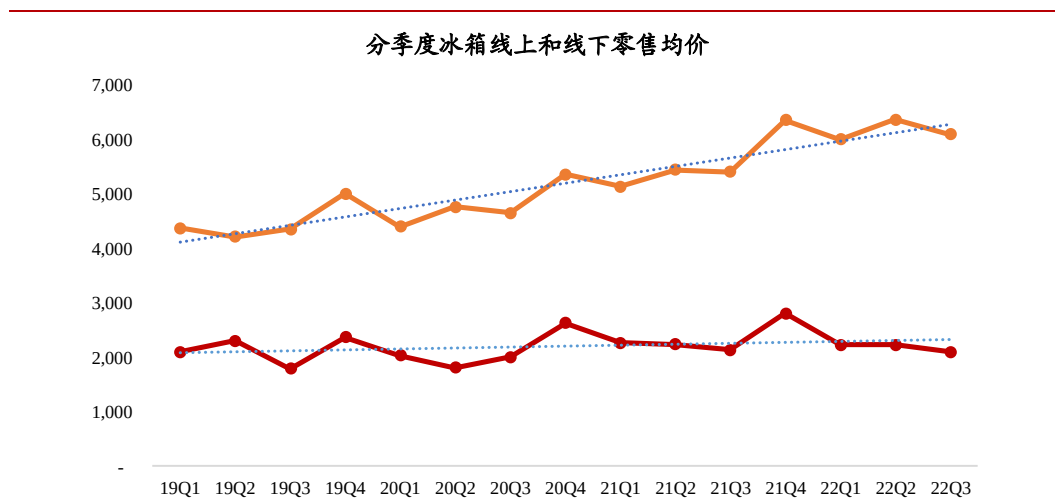
图19： 大容量洗衣机普及加速

2022年H1线上分产品类型分容量段零售额占比情况							2022年H1线下分产品类型分容量段零售额占比情况						
重点容量段	滚筒	滚筒单洗	滚筒烘干	滚筒	滚筒单洗	滚筒烘干	重点容量段	滚筒	滚筒单洗	滚筒烘干	滚筒	滚筒单洗	滚筒烘干
~3.5Kg	5.2%	-0.2%	3.8%	2.0%	1.3%	0.9%	~3.5Kg	3.09%	-0.5%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
3.6~6.5Kg	7.8%	-0.3%	0.4%	-0.5%	0.0%	0.0%	3.6~6.5Kg	0.76%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
6.6~7.5Kg	4.0%	0.6%	1.2%	-0.3%	0.1%	-0.2%	6.6~7.5Kg	0.25%	-0.8%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
7.6~8.0Kg	24.6%	-9.4%	5.1%	-5.4%	0.2%	-0.9%	7.6~8.0Kg	18.48%	-5.8%	1.6%	-2.2%	0.2%	-0.7%
8.1~8.5Kg	0.9%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.0%	8.1~8.5Kg	2.69%	-2.5%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
8.6~9.0Kg	6.9%	-6.5%	4.6%	-1.9%	2.9%	-0.4%	8.6~9.0Kg	15.86%	-9.5%	8.1%	-7.9%	4.1%	-3.8%
9.1~9.5Kg	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1~9.5Kg	0.02%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
9.6~10.0Kg	48.5%	14.9%	81.8%	6.6%	91.1%	1.0%	9.6~10.0Kg	51.15%	15.2%	82.4%	10.5%	79.0%	1.4%
10.1Kg+	1.7%	1.0%	3.0%	-0.5%	4.5%	-0.5%	10.1Kg+	7.70%	4.06%	7.0%	0.1%	16.7%	3.2%

资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

高端家电消费依赖线下渠道，疫情防控优化后将减小高端化进程的噪音。1) 高端家电的价值量大，因此消费者在做决策的时候更加谨慎，通常会倾向于到线下门店经过体验后做出购买决策。根据奥维云网数据，2022M1-10 冰箱线上行业零售均价为 2260 元，同比提升 0.06%；而行业线下零售均价为 6231 元，同比提升 14.91%，线下门店是高端家电消费的重要载体。2) 我们认为疫情会递延高端家电消费，若疫情防控优化，我们认为高端家电的消费需求有望充分释放。

图20: 冰箱线下渠道均价更高, 且价格提升幅度比线上渠道更大



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

3 投资建议

我们认为疫情防控优化对家电消费的影响有三:

- 1) 施工周期不受疫情影响, 叠加一系列地产政策, 积压的施工面积有望转化为竣工面积从而带动家电消费需求, 安装属性强的大厨电将受益。推荐**老板电器**、**亿田智能**。
- 2) 疫情防控优化后线下服务场景复苏, 相关标的有望释放收入和利润弹性。推荐**光峰科技**、**倍轻松**。
- 3) 部分价值量较大的家电产品需要消费者通过线下体验进行购买决策, 前期因为疫情导致的部分家电需求的递延将在防控优化后释放。推荐**美的集团**、**海尔智家**、**海信家电**。

4 风险提示

消费需求不及预期: 存款到消费的转化需要通过居民对未来的收入预期改善催化, 若居民未来收入预期不能改善, 则居民的家电消费需求可能不及预期。

房地产改善不及预期: 房地产政策已经落实到位, 但是本轮周期的情况与前几轮均有所不同, 存在政策到位但地产销售和竣工不及预期的风险。

股票投资评级说明

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

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>