

# 满眼生机转化钧，天工人巧日争新

## ——家电行业2023年投资策略

行业投资评级：强于大市

肖垚

中邮证券研究所 家电团队

中邮证券

2023年1月1日

- **小家电：**小家电在量变逻辑中最具成长性，较发达国家仍有提升空间，重点关注渗透率提升、产品升级，23年内销周期有望触底回升，一年期领先指标中渠道信用处于扩张阶段。
- **白电厨电：**23年地产将继续托底，全面落实保交楼，防疫政策优化下流量恢复，随着购买力逐步修复，白电厨电有望戴维斯双击。
- **激光显示：**高光效等特质决定激光显示长期优势，成本优化决定替代进程，影院、C端、车载等场景不断落地，成长空间广阔。
- **风险提示：**房地产行业景气度不及预期、原材料价格波动风险、疫情不确定性风险、政策风险、各子行业景气度不及预期风险。

# 目录

- 一 | 三年维度家电板块回顾
- 二 | 小家电板块拐点临近
- 三 | 地产后周期枯木逢春
- 四 | 激光显示未来可期
- 五 | 风险提示



## 三年维度家电板块回顾

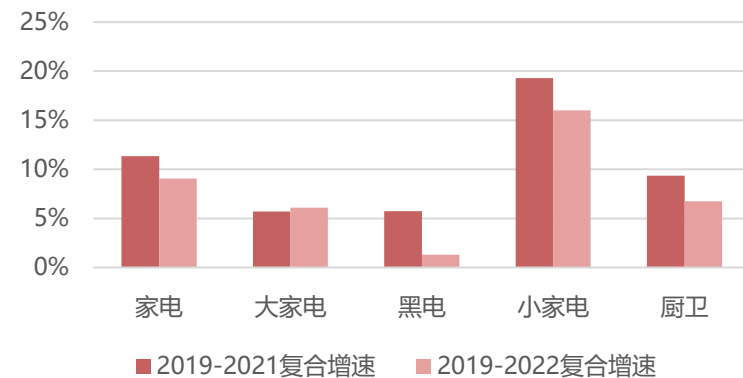
1.1 基本面边际改善，估值历史底部

1.2 外资三年来首次流入增持

# 1.1 基本面边际改善，估值历史底部

- 基本面收入表现：22年收入3年复合11%，较21年2年复合下滑2pct；小电领跑
- 基本面业绩表现：22年业绩3年复合14%，较21年2年复合增加6pct；黑电、小电领跑
- 股价表现：3年维度，小电收益率7%，其余板块均亏损；波动率方面，小电波动更大
- 估值表现：3年维度，家电板块估值下滑23%

图1：家电及细分行业收入复合增速



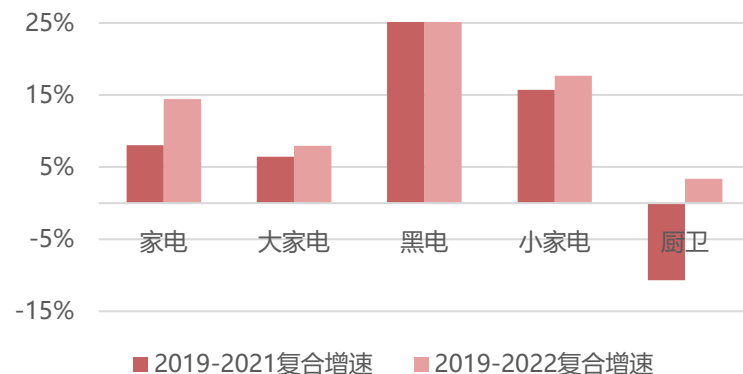
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图3：家电及细分行业指数走势



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图2：家电及细分行业业绩复合增速

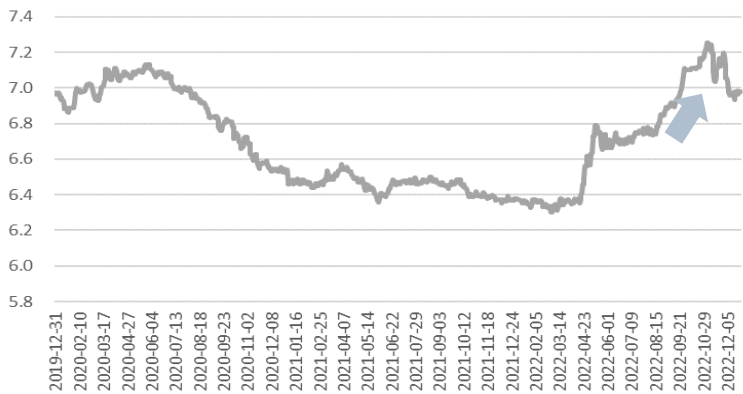


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

# 1.2 外资三年来首次流入增持

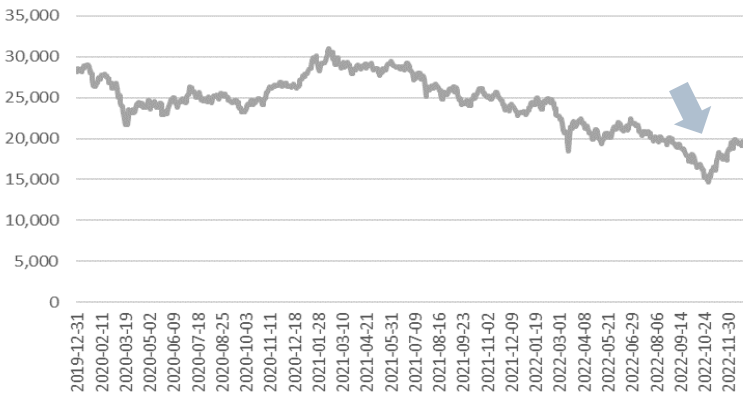
- 家电板块外资持股比例自2020年初持续下滑，至2022年10月底三年来首次拐头向上；
- 家电优质细分板块龙头中外资持股分化，2022年10月底显著拐头向上；
- 港股市场、人民币外汇市场均在10月底形成拐点；
- 国内决策优化、外部环境改善、强美元见顶、交易复苏预期。

图4：美元兑人民币走势



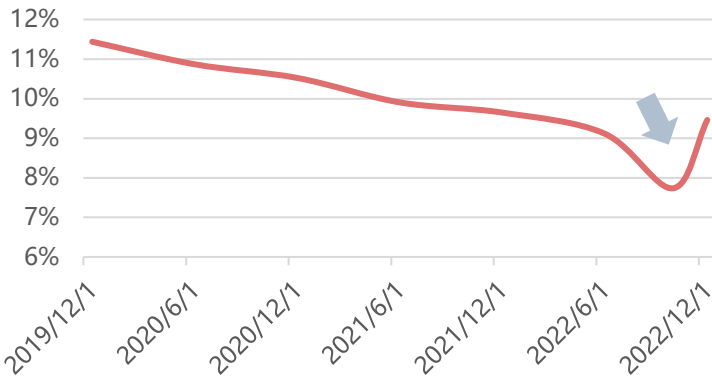
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图6：恒生指数走势



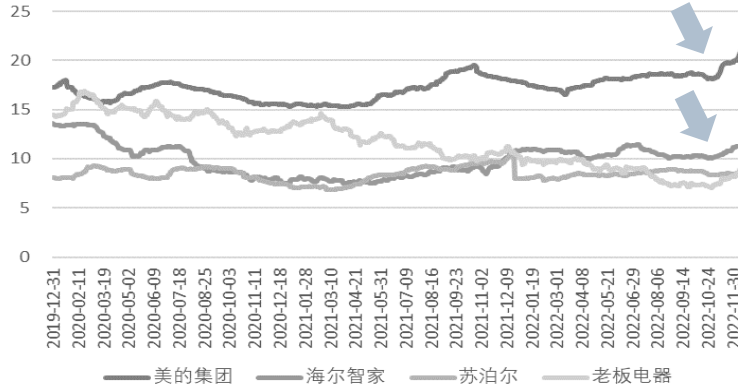
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图5：家电板块外资持股占总股本比例



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图7：家电龙头外资持股占总股本比例



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

# 二

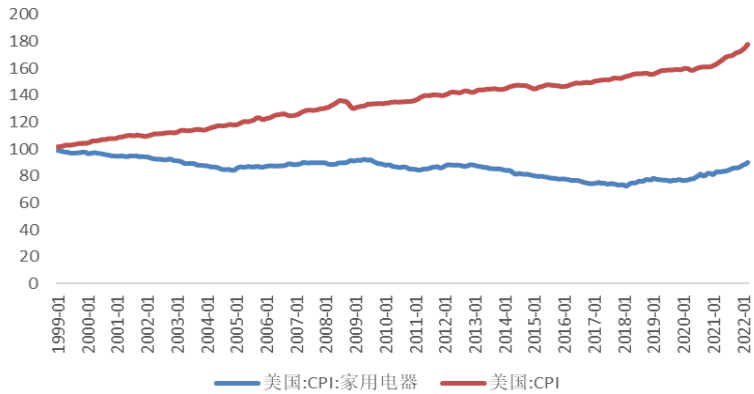
## 小家电板块拐点临近

- 2.1 小家电在量变逻辑中最具成长性
- 2.2 小家电内销周期有望触底回升
- 2.3 渠道信用逻辑下的确定性
- 2.4 小家电优选标的：小熊电器等

# 2.1 小家电在量变逻辑中最具成长性

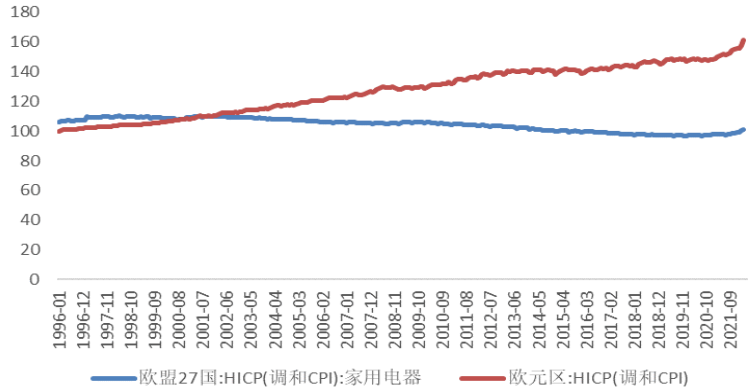
- 长周期维度家电产品提价难：各发展阶段经济体，家电价格指数均跑输cpi；渗透率较低国家仍有提价逻辑，发达国家提价难。
- 家电行业投资本质关注量变：渗透率提升、产品升级。
- 小家电较发达国家仍有较大提升空间：子行业发展顺序；人均消费数量；经济时差。

图8：美国CPI与美国家电价格指数对比



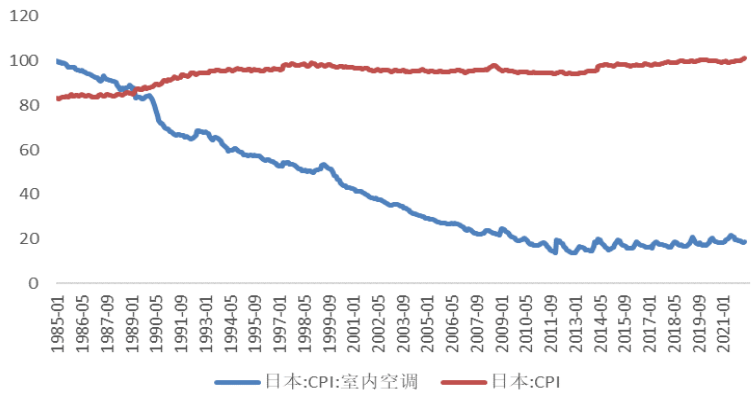
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图9：欧盟CPI与欧盟家电价格指数对比



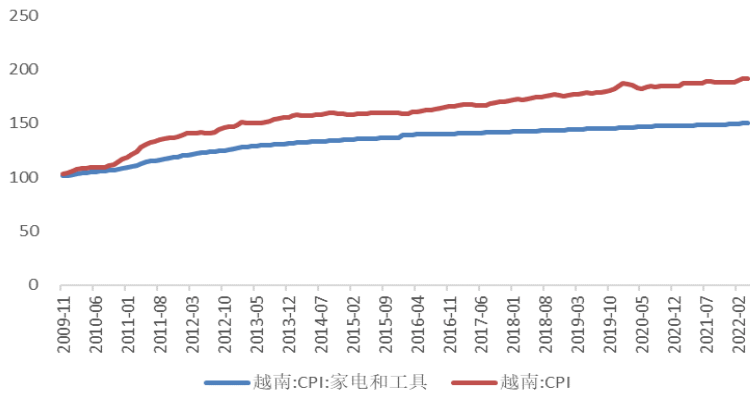
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图10：日本CPI与日本空调价格指数对比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图11：越南CPI与越南家电价格指数对比

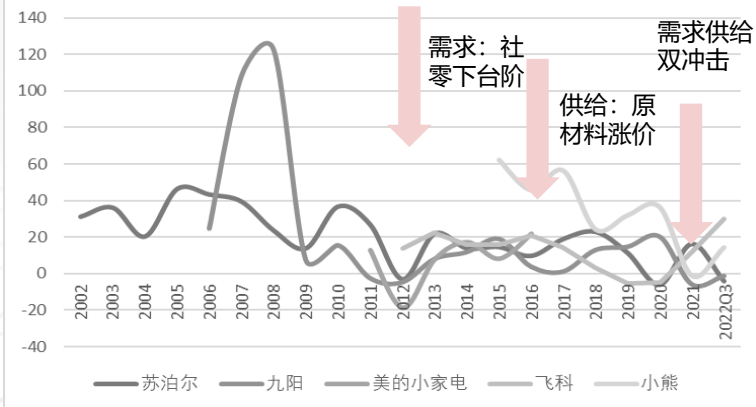


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2.2 小家电内销周期有望触底回升

- 过去10年行业增速中枢10-15%：低于增速中枢的年份2012、2016-2017、2020-2022,4-5年的小周期
- 2012：全球经济衰退、欧债危机、国内社零增速下台阶
- 2016-2017：原材料涨价
- 2020-2022：疫情、社零增速下台阶、原材料涨价
- 供给需求双冲击（2020-2022）>需求冲击（2012）>供给冲击（2016-2017）
- 行业复苏：2013、2018、2023？

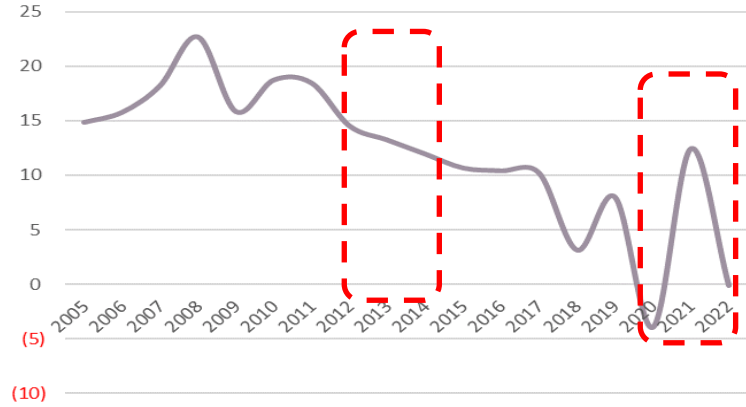
图12：小家电内销波动周期



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

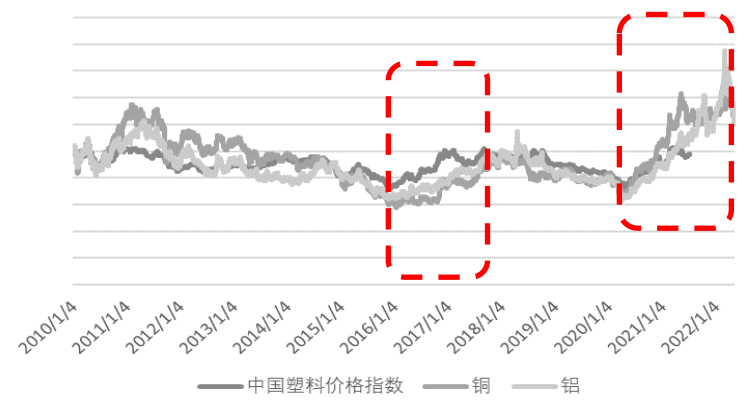
请参阅附注免责声明

图13：社零增速下台阶



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图14：塑料、铜、铝价格走势

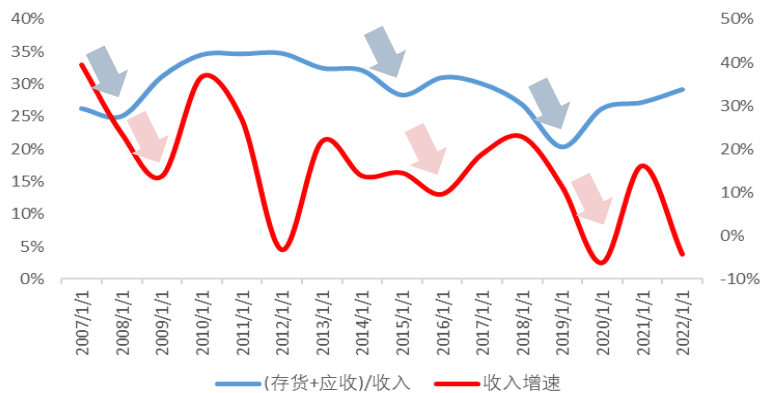


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2.3 小家电一年期领先指标：渠道信用逻辑下的确定性

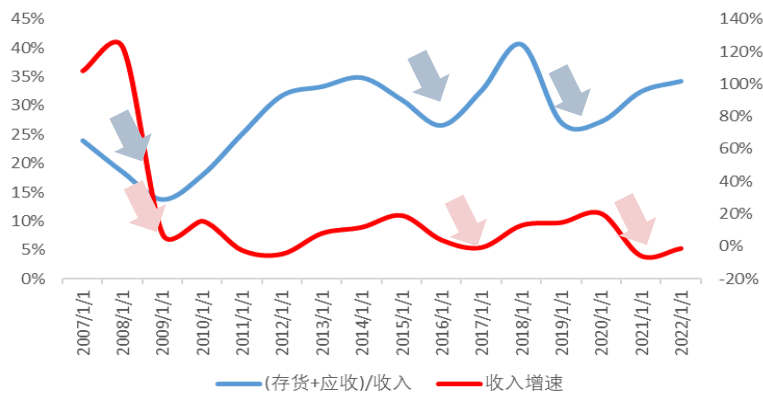
- 结论：存货+应收占收入比重下滑领先收入增速下滑一年。
- 逻辑：应收（加部分存货）是厂商对渠道的信用支持（账期+额度），支持力度加大表明厂商预判行业景气度会走强（但不一定走强），支持力度减弱表明厂商预判行业景气度走弱（也不一定走弱），但渠道信用收缩会一定程度决定零售端增速下滑。
- 特例：代工比例较高的厂商不适用（下游话语权更强）、京东比例快速提升品牌不适用、自有渠道快速提升品牌不适用。
- 应用：寻找行业或公司景气度拐点（23年较乐观，依据22Q3数据，需年报数据进一步确认）。

图15：苏泊尔：增速与渠道信用的相关性



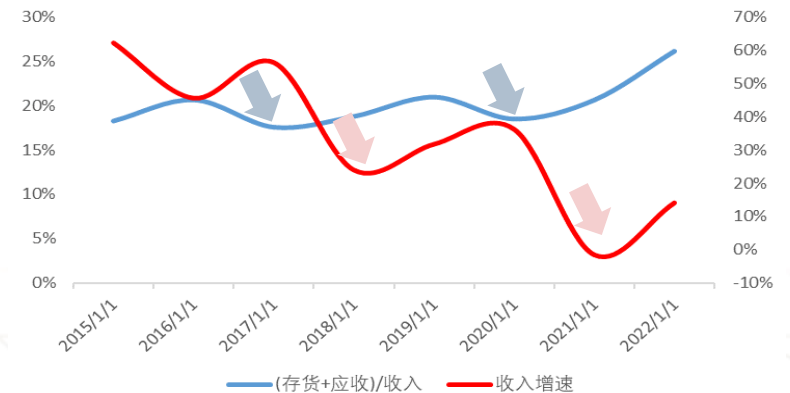
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图16：九阳增速与渠道信用的相关性



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图17：小熊增速与渠道信用的相关性



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2.4 小家电优选标的：小熊电器等

- 变化一：产品端走精品路线
- 变化二：渠道端提升线上自有渠道比例
- 变化三：制造端加大深加工能力
- 我们预计这三大变化会不断拉动公司的盈利能力。（22Q3毛利率净利率均已经达到历史最好水平）

- 坚守一：坚持创新坚持电商优势
- 坚守二：高性价比，品牌年轻化
- 坚守三：渠道多元化
- 我们预计这三个坚守会继续维持公司高周转的优势。

- 盈利预测：
- 预计2022-2024年营业收入分别为41.40/46.36/51.93亿元，同比分别增长15%/12%/12%；
- 归母净利润分别为3.66/4.38/5.04亿元，同比分别增长29%/20%/15%；
- 摊薄每股收益分别为2.35/2.81/3.23元。

- 风险提示：
- 原材料价格波动风险、购买力恢复不及预期、线上销售占比较高风险。

# 三

## 地产后周期枯木逢春

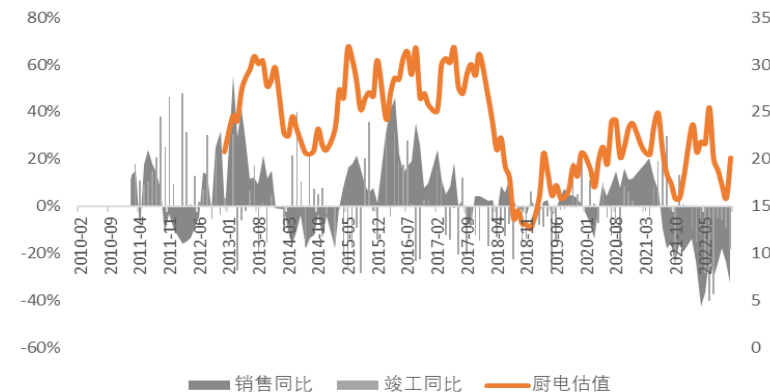
3.1 地产政策底已现，后周期需求拐点临近

3.2 优选标的：美的集团、海尔智家、老板电器

# 3.1 地产政策底已现，后周期需求拐点临近

- 二手房交易、竣工决定短期厨电白电需求，新房销售影响1-2年维度需求
- 估值端：新房销售数据、竣工数据、地产政策
- 业绩端：二手房交易、竣工数据
- 地产政策底已现，2023年将继续托底，全面落实保交楼，引导房地产市场底部修复

图18：新房销售、竣工与厨电估值走势



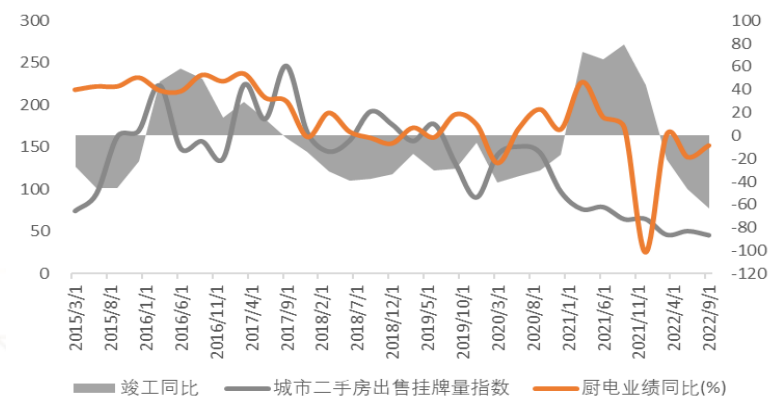
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图20：2022年地产政策频发

部门	政策
2022/9/29 央行、银保监会	布关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知
2022/9/30 财政部、税务总局	关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告
2022/9/30 央行	自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点
2022/11/8 交易商协会	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
2022/11/14 央行、银保监	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
2022/11/14 央行、银保监、住建部	商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知
2022/11/28 证监会	在股权融资方面调整优化5项措施

资料来源：公开资料，中邮证券研究所

图19：二手房交易、竣工与厨电业绩增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 3.2.1 优选标的：美的集团

- 智能家居：全品类覆盖，产品、渠道、生产优势领先，增量看消费升级、全球布局；
  - 工业技术：5年营收达到千亿目标；
  - 楼宇科技：千亿中央空调市场龙头品牌，千亿电梯市场国产替代；
  - 机器人与自动化：行业空间广阔，中国密度有大幅提升空间；
  - 数字化创新业务：美智光电、安得智联、美云智数、美智科技。
- 
- 盈利预测：
  - 我们预计公司2022-2024年营业收入分别为3562/3918/4310亿元，同比分别增长4%/10%/10%
  - 归母净利润分别为298/360/404亿元，同比分别增长4%/21%/12%
  - 摊薄每股收益分别为4.27/5.14/5.77元
- 
- 风险提示：
  - 原材料价格波动风险、购买力恢复不及预期等。

## 3.2.2 优选标的：海尔智家

- 高端化：卡萨帝高端市场绝对优势；
  - 场景化：三翼鸟场景品牌，实现全空间全品类套系家电；
  - 全球化：收购创牌方式完成全球化，发达国家名列前茅、新兴市场扩产加速
- 
- 盈利预测：
  - 我们预计公司2022-2024年营业收入分别为2475/2723/2995亿元
  - 同比分别增长9%/10%/10%，归母净利润分别为154/173/194亿元
  - 同比分别增长18%/12%/12%
  - 摊薄每股收益分别为1.63/1.83/2.06元
- 
- 风险提示：
  - 宏观经济增速放缓风险、海外业务运营风险、原材料价格波动风险。

## 3.2.3 优选标的：老板电器

- 龙头优势显著：老牌厨电龙头，市占率有望持续提升
- 全渠道深度分销：厨电渠道多元化，线上工程创新渠道，全面把握家装流量入口
- 新兴品类：以洗碗机、一体机为代表新兴品类快速增长
  
- 盈利预测：
- 2022-2024年营业收入分别为105.13/116.76/140.85亿元，同比分别增长4%/11%/13%
- 归母净利润分别为18.08/20.48/24.71亿元同比分别增长36%/13%/21%
- 摊薄每股收益分别为1.91/2.16/2.60元
  
- 风险提示：
- 房地产行业波动风险；原材料价格波动风险。

# 四

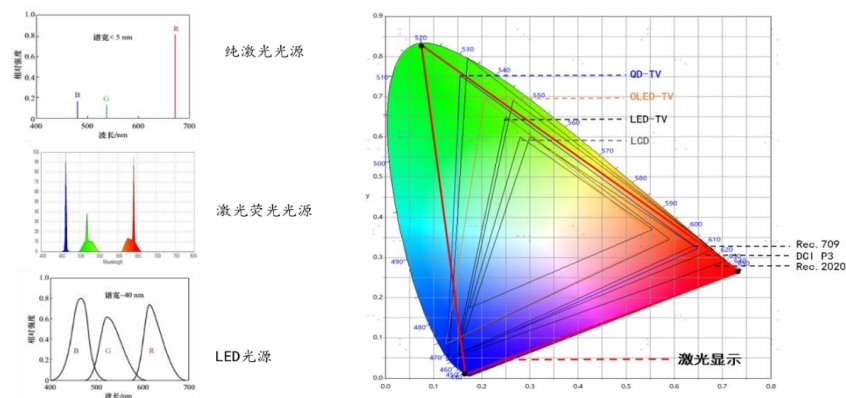
## 激光显示未来可期

- 4.1 激光显示特性
- 4.2 成熟应用领域
- 4.3 激光显示拓展领域
- 4.4 激光显示优选标的：光峰科技等

# 4.1 激光显示特性：小体积、功耗低、宽色域、更护眼

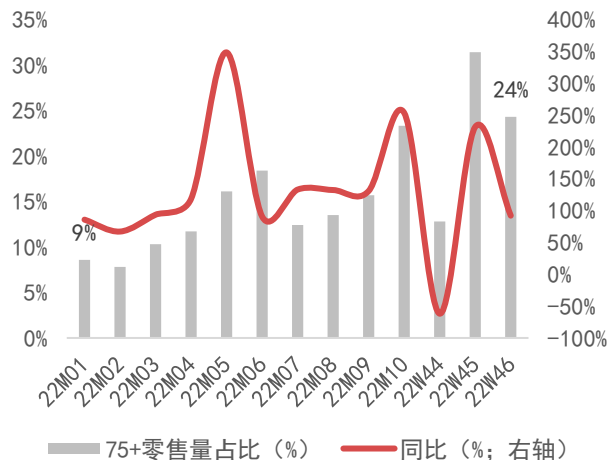
- 若能有效控制成本，激光光源是理想的显示光源。2014年10月发明“高效蓝色发光二极管(LED)”斩获诺贝尔物理学奖的“蓝光之父”中村修二曾多次在公开场合提及激光照明的优势，并表示看好激光照明未来，宣称未来十年的LED照明将会被激光照明所取代。
- 激光显示采用激光作为显示光源，相比于传统的灯泡和LED光源，激光光源具有亮度高、体积小、寿命长、能耗低、色彩饱和度高、护眼等优点，是投影显示技术的理想光源。

图21：具备更出色的色彩表现能力，可实现更高的对比度及饱和度



资料来源：中国激光电视产业白皮书，中邮证券研究所

图23：大屏化符合流行趋势，激光显示或具性价比优势



尺寸	激光电视		液晶电视	
	产品名称	价格	产品名称	价格
75英寸	海信75L5G	7999	海信75E3F	3199
80英寸	海信80L5G	12999	海信85E5H (85英寸)	8199
100+英寸	峰米Cinema 2 (100英寸)	13499	Vidda Z100 (100英寸)	17999
	峰米T1 (120英寸)	23499	TCL 98Q10G	25999

注：100+英寸激光电视价格含菲涅尔硬屏  
资料来源：京东，淘宝，中邮证券研究所

图22：漫反射成像模式较LED发光模式更为护眼



资料来源：中国激光电视产业白皮书，中邮证券研究所

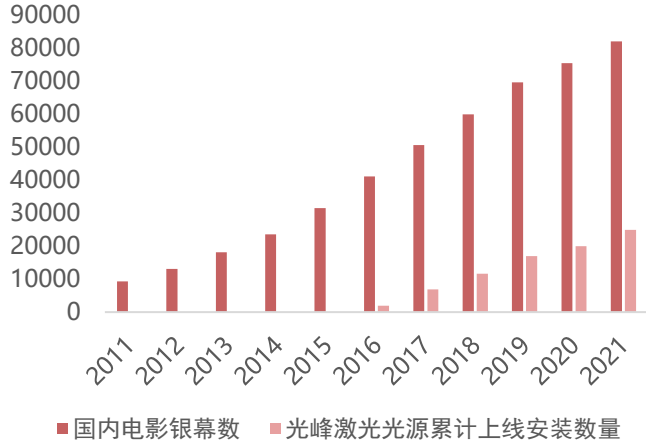
资料来源：奥维云网，中邮证券研究所

# 4.2 成熟应用领域：影院、激光电视、智能微投

- **影院业务：** 全国银幕数为8万块，2022年末ALPD激光光源部署2.75万块，市场渗透率约 35%。
- **智能微投：** 自2021年4季度开始，家用激光投影呈爆发式增长态势，规模迅速提升并且连续3个季度维持200%以上增长，家用智能投影中激光投影渗透率达已达5.4%，实现从0到1突破，潜在市场空间广阔。
- **激光电视处于快速发展阶段。** 数据显示，2016-2021年激光电视销售量从2万台提升至28万台，期间复合增长率达67%。海信、峰米、长虹TOP3品牌市场份额合计高达90%。

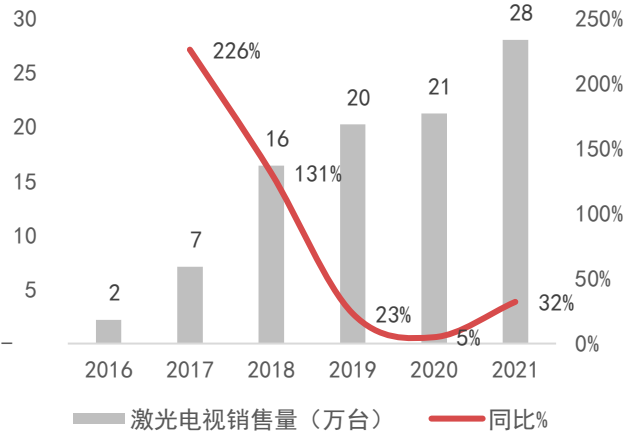
请参阅附注免责声明

图24：2011-2021年中国电影银幕数



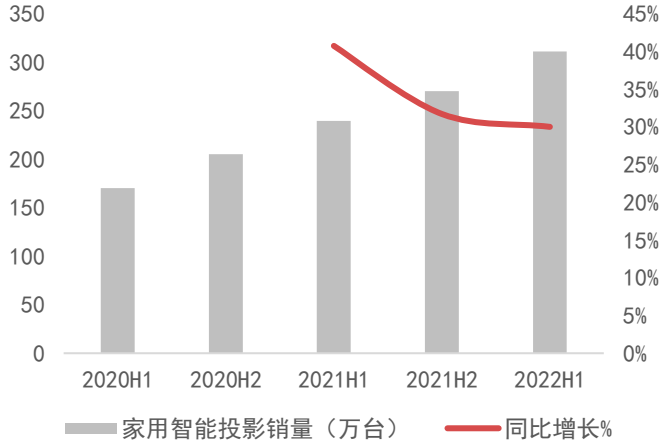
资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

图26：2016-2021年激光电视销售量及同比增速



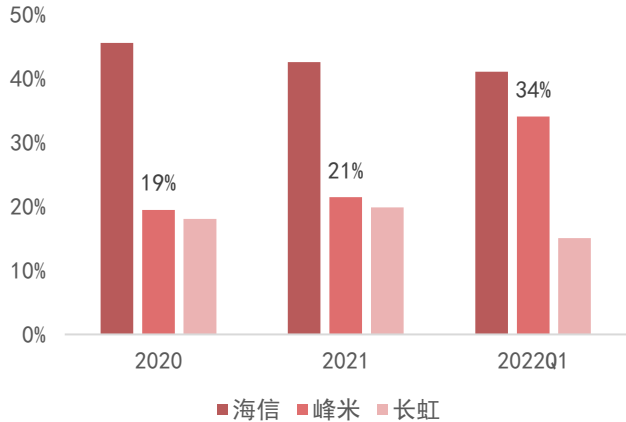
资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

图25：2020-2022H1家用智能投影销量及同比增速



资料来源：洛图科技，中邮证券研究所

图27：2020-2022Q1激光电视竞争格局



资料来源：洛图科技，中邮证券研究所

## 4.3 激光显示拓展领域：智能车灯、HUD、车内投影等

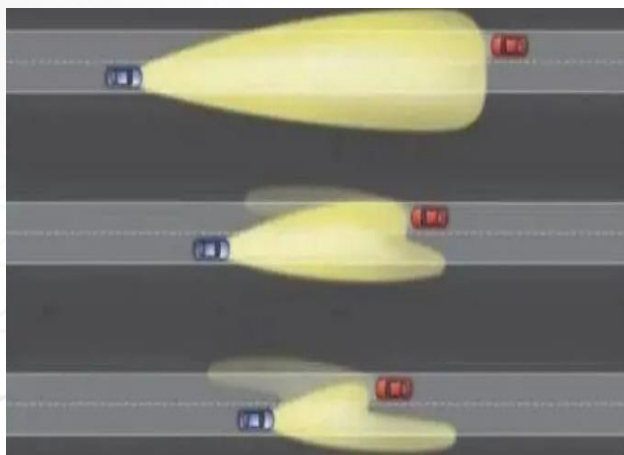
### ■ 智能车灯功能一：自适应远光灯 (ADB)

■ 定义：自适应远光灯是一种能够根据路况自适应变换远光光型的智能远光控制系统。根据本车行驶状态、环境状态以及道路车辆状态，ADB系统自动为驾驶员开启或退出远光。同时，根据车辆前方视野中的车辆位置，自适应变换远光光型，以避免对其他道路使用者造成眩目。

### ■ 智能车灯功能二：DLP式智能车灯

■ 定义：DLP式大灯光源系统，可理解为有投影功能的汽车远光灯，DLP式智能大灯可实现辅助驾驶、信息交流、人车交互等功能，使用DLP技术可以实现创建视觉提示以与驾驶员沟通并传达重要车辆状态信息，可以显示复杂符号并轻松解释，如导航协助、天气警告、特殊交通区域标记、车道标记等。

图28：自适应远光灯 (ADB) 可变换远光光型，防眩目



1. 在车辆运行环境照明不足，且车速超过60km/h 时，ADB 系统处于激活状态，系统将自动打开远光灯，增强环境照明，使驾驶员能够获得良好的驾驶视野
2. 当驾驶视野中有其他道路使用者时（如跟车或会车时），ADB系统会自动捕捉其他道路使用者的位置，将相应位置的灯光调暗或者熄灭，避免对其他道路使用者造成眩目，保证驾驶安全性
3. 当ADB系统检测到环境光照较强（超过7000lx）或车速小于40km/h时，系统将自动关闭远光灯
4. 当ADB系统激活且车速超过100km/h时，系统将控制远光灯处于高速模式，使照明视野更聚拢、更清晰
5. 当ADB系统检测到行驶环境中行人时，可通过控制相应位置的LED闪烁进行提醒，并满足ADB系统进行闪烁提醒时不会对其他道路使用者造成眩目

图29：DLP智能交互投影大灯展示

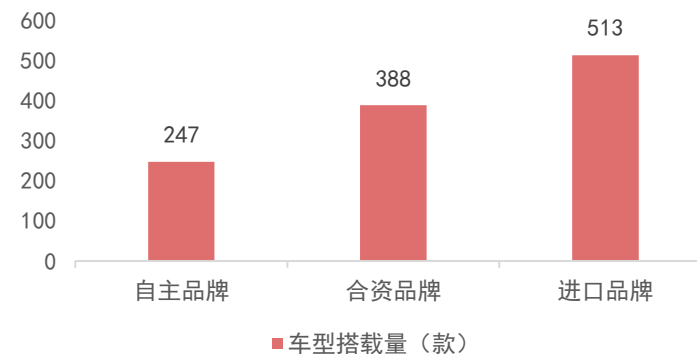


品牌	技术配置	搭载车型
奥迪	DLP投影大灯	2021 e-tron和 e-tron Sportback
	激光大灯	R8 LMX
长城WEY	智能ADB大灯、智能激光大灯和智能像素大灯	WEY VV6
宝马	激光大灯	i8、7系
智己	DLP投影大灯	智己L7

# 4.3 激光显示拓展领域：智能车灯、HUD、车内投影等

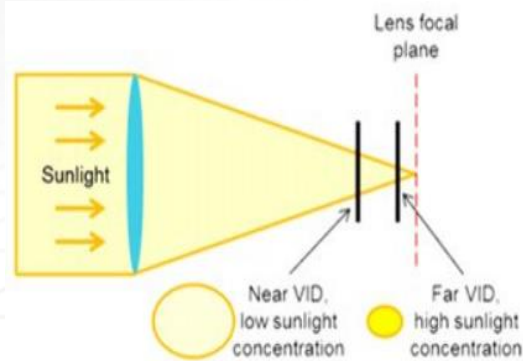
- 目前运用在HUD上的投影技术，主要有TFT-LCD、DLP、激光扫描、LCoS等投影技术，其中DLP是目前AR HUD领域最为成熟的技术。
- DLP优势众多，是当前实现AR HUD较为成熟的技术路径，主要在于：
  - 1)更好应对“阳光倒灌”
  - 2)小封装尺寸支持较大视场角（FOV）
  - 3)离轴投影
- HUD搭载集中于进口品牌以及中高端及车型，产业降本有望加速向下渗透。随着技术成熟完善，产业规模扩张，HUD搭载有望进一步向下渗透。

图30：2022中国各类品牌HUD车型搭载量



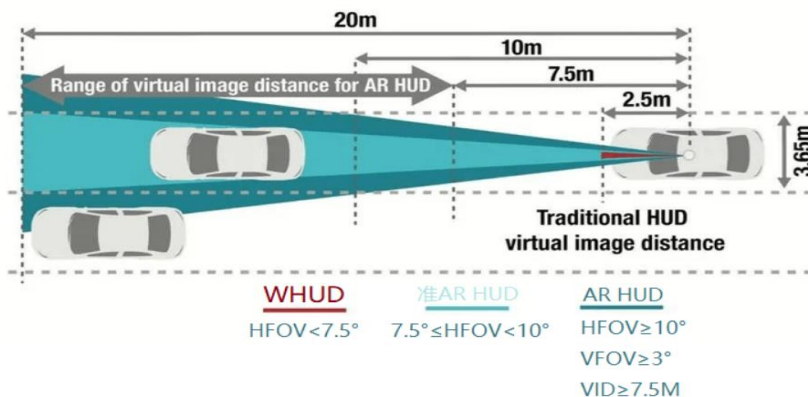
资料来源：汽车之家，亿欧智库，中邮证券研究所

图31：AR-HUD面临更严重的“阳光倒灌”现象



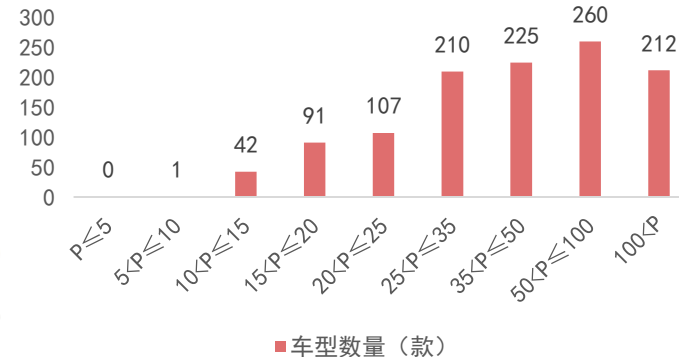
资料来源：TI，艾邦智造，中邮证券研究所

图32：实现AR-HUD效果需要更大的视场角和更远的VID



资料来源：TI，高工智能汽车，中邮证券研究所

图33：HUD搭载车型价格区间分布



资料来源：汽车之家，亿欧智库，中邮证券研究所

# 4.4 激光显示优选标的：光峰科技等

- 影院：院线排片恢复、光源折旧达峰、行业回归良性竞争
- C端及核心器件：激光显示产品渗透率大幅提升
- 车载：投影灯、ARHUD、显示模组三大品类同时切入车载
  
- 盈利预测：
- 2022-2024年营业收入分别为27.54/42.64/65.13亿元，同比增速分别为10%/55%/53%；
- 归母净利润分别为1.52/3.36/5.61亿元，同比增速分别为-35%/121%/67%。
  
- 风险提示：
- 重要原材料供应风险、车载业务发展不及预期风险、激光显示技术渗透率提升不及预期风险。

图34：光峰科技在车载应用领域相应产品



资料来源：公司资料，中邮证券研究所

图35：光峰ALPD®激光显示技术在新兴显示领域的优势

The complex block details the advantages of ALPD laser display technology in emerging display fields:

- 小体积, 大面积** (Small volume, large area): 光机可小至名片大小, 投射百寸画面 (Optical engine can be as small as a business card, projecting 100-inch images)
- 无痕的显示** (Seamless display): 显示设备和显示画面分离 (Display device and display image are separated), 用户不可见的显示设备 (User-invisible display device), 用户可见的显示画面 (User-visible display image)
- 无处不在的显示** (Ubiquitous display): 只要反光的表面就能显示信息 (Information can be displayed on any reflective surface), 无论色彩、大小、形状和是否透明 (Regardless of color, size, shape, and transparency)
- 增强现实的显示** (Augmented reality display): 融入环境的显示, 实现现实增强的显示 (Display that integrates with the environment, achieving augmented reality display), 动态虚空、氛围装饰 (Dynamic void, atmosphere decoration), 智慧表面等 (Smart surfaces, etc.)

资料来源：公司资料，中邮证券研究所

五

风险提示

- **房地产行业景气度不及预期。** 地产政策底已现，终端需求恢复程度存在不确定性。
- **原材料价格波动风险。** 原材料成本占行业比重较高，价格上行风险侵蚀行业利润。
- **疫情不确定性风险。** 疫情扰动对供给需求均存在影响。
- **政策风险。** 补贴政策不及预期风险。
- **各子行业景气度不及预期风险。**

# 感谢您的信任与支持!

中邮证券研究所家电团队

姓名: 肖焱

SAC编号: S1340522070002

邮箱: xiaoyao@cnpsec.com

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中邮证券**

CHINA POST SECURITIES