

证券研究报告

2023年1月9日

行业报告 | 行业投资策略

家用电器

坚定向前——家电行业2023年度策略

作者：

分析师 孙谦 SAC执业证书编号：S1110521050004

分析师 宗艳 SAC执业证书编号：S1110522070002

联系人 赵嘉宁



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

1. 家电行业综述

- 复盘08以来家电行业投资，业绩增长仍是家电投资的核心抓手。22Q3家电板块整体回调9%，核心标的中，海尔智家、格力电器、华帝股份、飞科电器实现相对收益。从行业看，家电整体内销环比略有好转，其中小家电成交呈现消费分化的趋势；外销方面除彩电外其余品类仍呈负增长，其中空调、洗衣机等部分品类环比降幅有收窄。

2. 四维视角看23年家电投资

- **内销——疫情与修复：**国内疫情反复对消费场景和消费者的消费意愿有负面的影响，而随着疫情防控逐步优化，对线下场景依赖较大的大家电销售有望修复，我们判断修复弹性顺序为厨房大电>热水器>白电>黑电>厨小电>新兴产品。其次从家电属性看，可选属性较高的家电品类短期内因内需偏弱此类消费需求释放被压制，有望伴随消费信心回暖，实现弹性回升。结合海外疫后修复的情况和刺激政策，我们认为随着国内疫情管控逐步优化，配合各地因地制宜的相关消费补贴或刺激带动消费的政策措施，消费有望逐渐修复。中长期由于中产阶级的居民收入增速及预期信心下滑，家电必选品的消费或将好于可选品的需求，而家电整体的消费将呈现两端增长较好的“K型复苏”。
- **内销——地产周期与家电需求：**地产对家电影响主要有量价两个维度，量的方面，厨电对地产竣工数据的关联度高于白电，未来大家电更新需求+存量新增占比或将逐年增加；价的方面，在房住不炒的定位下，房价有望带动房产财富效应显现，有望推升居民消费ASP。从政策层面看，地产政策不断加码，政策利好有望托底房价、带来家电销售增量。我们对竣工为家电需求带来的变化进行了测算，预计22年空调由地产竣工带来需求1763万台，冰/洗/烟机+集成灶竣工带来需求882万台，空调/冰/洗/烟机+集成灶的竣工带来需求占总需求比重分别同比下滑5/5/4/6pcts。在商品房销售持续下行的预期下，预计大家电需求将主要由更新需求及存量新增需求带来。
- **外销——外需拐点何在：**从海外渠道看，22Q3 Walmart、Lowe's营收增速环比回升，五大零售商库存规模增速普遍有所下行，库存压力逐步缓解；从外销品类看，海外需求较弱对家电外销影响仍在，但存在结构性机会。复盘美国上一轮金融危机后家电零售复苏的情况后，参考历史，我们认为当前时点看，美国CPI同比增速连续三月回落，而欧洲主要经济体CPI同比增速仍在高位，若后续欧美主要经济体通胀水平缓解、渠道库存得到逐步消化，终端消费信心、预期指数企稳修复，家电外需有望迎来改善。考虑到Q3海运价格延续快速下滑，国内家电企业出海将更具备成本优势，若23H1海外库存去化完毕，23Q2起出口增速有望与海外零售增速一致，国内家电出口量有望稳定在高个位数增长。
- **外延——家电第二曲线的梳理：**家电行业中陆续有公司跨界进入汽零、储能、光伏等市场，凭借家电企业优秀的制造生产能力，在主业稳步增长的情况下跨界发展将开启公司的第二成长曲线，可以关注市值较小+业绩确定性较高的家电转型标的。

3. 投资建议

- 展望2023年，我们认为在22年困扰家电行业国内需求的地产、防疫政策已得到优化，消费者的消费力&消费意愿以及消费场景或将得到改善。同时海外市场，欧美的去库存周期可能迎来终点，伴随通胀压力下降，家电公司的海外业务亦有望迎来拐点。此外，在2B线条上，我们仍然看好家电企业的外延发展，将研发/制造能力延伸至新能源、汽零等领域。
- 基于上文中的四维视角，对于23年的家电投资：1）白电（疫后修复+地产改善+海外改善），推荐【海尔智家】、【美的集团】、【海信家电】、【格力电器】；2）厨大电（疫后修复+地产改善），推荐【老板电器】、【亿田智能】、【火星人】等；3）零部件（第二曲线高景气），推荐【盾安环境】（与机械组联合覆盖）、【三花智控】；4）小家电（疫后修复/海外改善），推荐【科沃斯】、【石头科技】、【飞科电器】、【小熊电器】、【苏泊尔】、【九阳股份】等；5）黑电&电工（疫后修复/海外改善/地产改善），推荐【海信视像】、【公牛集团】等。同时，建议关注【大元泵业】等。

风险提示

宏观经济波动风险；房地产市场波动的风险；新冠疫情导致下游需求减弱的风险；原材料价格波动的风险；测算过程具有一定主观性；样本数量较少可能造成统计结果偏差风险。

22Q3家电行业综述

内需与外需的困扰与担忧促使家电投资在三季度极大偏向转型标的，但从23年来看，在国内地产政策、防疫优化，海外去库存有望达成的背景下，传统家电有回归动能

内需与外需的困扰与担忧促使家电投资在三季度极大偏向转型标的。从每个季度涨幅最大的标的中我们可以看到，到达3Q22后，由于对内需市场地产不断下行、疫情防控压力不断加大，以及对家电海外业务正面临需求走弱叠加去库存双重影响的担忧，当期涨幅最大的家电类标的中仅有飞科和华帝为传统意义上的家电2C业务为主的公司，其余基本为转型新能源、汽零、热泵业务的转型类标的。展望2023年，我们认为在国内地产政策托底意味明确、防疫政策不断优化，海外去库存可能达成的多重因素影响下，传统2C业务为主的家电公司可能迎来基本面拐点向上的时机，结合普遍较低的估值水平，传统2C业务为主的家电公司有较强的回归动能。

图：申万家电行业类标的涨跌幅与净利润增速（取每组扣非净利润增速中位数，表中数值为各年度净利润增速）

涨幅分5档 (由高到低)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3
第一组(最高)	71.5%	143.6%	34.3%	36.1%	34.4%	22.4%	8.3%	46.1%	25.7%	22.6%	19.7%	16.2%	22.2%	70.4%	11.9%	37.0%	23.2%
第二组	19.5%	65.7%	22.1%	24.6%	20.0%	17.2%	3.3%	13.8%	13.9%	18.4%	50.0%	19.0%	4.5%	12.3%	-9.6%	-4.5%	29.0%
第三组	43.1%	-42.7%	29.3%	12.1%	0.4%	21.9%	18.1%	2.6%	30.3%	1.1%	0.2%	30.0%	6.5%	8.8%	4.3%	3.3%	-2.3%
第四组	2.0%	92.2%	16.6%	4.2%	-4.1%	-0.7%	9.3%	11.1%	11.7%	5.0%	-43.2%	10.6%	31.8%	-2.3%	6.5%	52.6%	2.4%
第五组 (最低)	-73.3%	15.6%	57.2%	-51.5%	-47.3%	-38.8%	6.8%	-14.0%	51.5%	-89.8%	-1.2%	-5.7%	14.0%	-4.3%	3.7%	-28.8%	-12.3%
第一组标的	惠而浦	ST德豪	阳光照明	海信视像	海信家电	奥佳华	康盛股份	金海高科	朗迪集团	美的集团	科沃斯	创维数字	科沃斯	德业股份	创维数字	德业股份	日出东方
	九阳股份	长虹美菱	华帝股份	创维数字	兆驰股份	天银机电	秀强股份	禾盛新材	飞科电器	荣泰健康	苏泊尔	香农芯创	北鼎股份	盾安环境	飞科电器	三花智控	彩虹集团
	春兰股份	海信视像	佛山照明	格力电器	海尔智家	老板电器	开能健康	天银机电	欧普照明	海尔智家	春光科技	格力电器	新宝股份	香农芯创	华翔股份	飞科电器	万和电气
	深康佳A	海信家电	苏泊尔	格力电器	格力电器	澳柯玛	浙江美大	立霸股份	顺威股份	华帝股份	九阳股份	新宝股份	澳柯玛	毅昌科技	高斯贝尔	亿田智能	德业股份
	格力电器	惠而浦	三花智控	四川九洲	长虹华意	东方电热	三花智控	银河电子	华帝股份	格力电器	朗迪集团	兆驰股份	秀强股份	亿田智能	长虹华意	小熊电器	莱克电气
			盾安环境	海立股份	海信视像	惠而浦	汉宇集团	康盛股份	拾比佰	三星新材	开能健康	三花智控	小熊电器	康盛股份	比依股份	新宝股份	长虹美菱
				三花智控	康盛股份	融捷健康	四川九洲	顺威股份	美的集团	老板电器	欧普照明	海信家电	石头科技	融捷健康	北鼎股份	东方电热	盾安环境
					老板电器	海信家电	深康佳A	香农芯创	苏泊尔	高斯贝尔	得邦照明	老板电器	三花智控	科沃斯	长虹美菱	盾安环境	佛山照明
								秀强股份	老板电器	三花智控	奥佳华	九阳股份	长虹美菱	星帅尔	爱仕达	得邦照明	立霸股份
								融捷健康	格力电器	飞科电器	奇精机械	美的集团	兆驰股份	春兰股份	秀强股份	海信家电	朗迪集团

注：所列个股为期间申万家电板块中涨跌幅排名居前的第一组标的名称；标橙为团队核心标的。

22Q3家电板块整体回调9%，核心标的中，海尔智家、格力电器、华帝股份、飞科电器实现相对收益

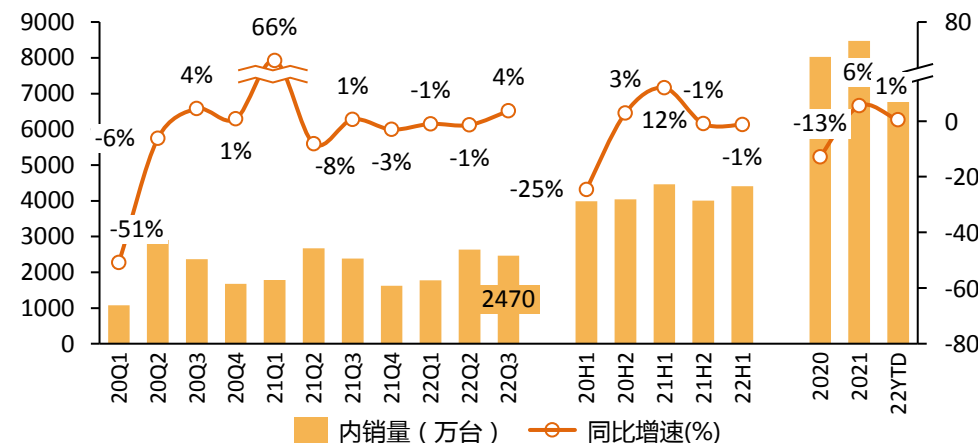
图：家电板块标的绝对收益和相对收益

分类	公司名称	20Q1		20Q2		20Q3		20Q4		21Q1		21Q2		21Q3		21Q4		22Q1		22Q2		22Q3	
		绝对	相对	绝对	相对	绝对	相对	绝对	相对	绝对	相对	绝对	相对	绝对	相对	绝对	相对	绝对	相对	绝对	相对	绝对	相对
白电	美的集团	-17%	-1%	28%	10%	21%	11%	36%	14%	-14%	-9%	-12%	-4%	-3%	7%	5%	-1%	-23%	-3%	9%	-3%	-17%	-7%
	海尔智家	-25%	-10%	24%	6%	24%	14%	32%	10%	11%	17%	-14%	-6%	3%	12%	15%	9%	-22%	-2%	23%	10%	-6%	3%
	格力电器	-20%	-5%	11%	-7%	-6%	-15%	19%	-3%	2%	8%	-16%	-8%	-19%	-10%	-6%	-12%	-12%	8%	8%	-4%	4%	13%
	海信家电	-20%	-4%	36%	18%	9%	0%	14%	-8%	17%	23%	-14%	-6%	-15%	-6%	25%	19%	-23%	-3%	25%	12%	-16%	-7%
厨房大电	老板电器	-17%	-1%	12%	-6%	7%	-3%	23%	2%	-7%	-2%	29%	37%	-26%	-16%	9%	3%	-19%	2%	26%	14%	-33%	-23%
	华帝股份	-18%	-2%	-7%	-25%	-4%	-14%	-10%	-32%	-12%	-6%	-6%	2%	-6%	3%	-5%	-11%	-12%	8%	7%	-5%	4%	13%
	火星机器人	-	-	-	-	-	-	-	-	9%	15%	33%	41%	-28%	-19%	3%	-3%	-31%	-11%	16%	3%	-26%	-17%
	亿田智能	-	-	-	-	-	-	-35%	-57%	25%	31%	49%	57%	-14%	-4%	30%	24%	-34%	-14%	47%	35%	-45%	-36%
	浙江美大	-14%	2%	6%	-11%	63%	53%	-13%	-34%	21%	27%	2%	9%	-16%	-6%	14%	8%	-22%	-1%	15%	3%	-21%	-11%
	帅丰电器	-	-	-	-	-	-	-19%	-41%	2%	8%	-1%	7%	5%	14%	23%	17%	-23%	-3%	16%	4%	-16%	-6%
厨房小电	苏泊尔	-9%	6%	10%	-7%	12%	2%	-1%	-22%	-4%	2%	-9%	-1%	-27%	-17%	30%	24%	-20%	1%	17%	5%	-18%	-8%
	九阳股份	14%	30%	39%	21%	9%	-1%	-21%	-42%	-2%	4%	8%	16%	-30%	-21%	9%	3%	-30%	-10%	17%	4%	-19%	-9%
	新宝股份	12%	27%	97%	80%	17%	7%	3%	-19%	-17%	-12%	-27%	-19%	-30%	-21%	42%	36%	-32%	-12%	32%	20%	-20%	-10%
	小熊电器	20%	36%	90%	72%	2%	-7%	-10%	-32%	-23%	-17%	-20%	-13%	-27%	-18%	30%	24%	-29%	-9%	39%	27%	-17%	-8%
	北鼎股份	-	-	61%	44%	126%	116%	-2%	-24%	-12%	-7%	9%	17%	-27%	-17%	3%	-3%	1%	21%	-5%	-17%	-27%	-18%
个护	飞科电器	-4%	12%	42%	25%	0%	-10%	-4%	-26%	-3%	3%	-6%	2%	-8%	2%	10%	4%	16%	37%	53%	40%	4%	14%
清洁电器	科沃斯	-5%	11%	58%	40%	52%	43%	89%	68%	53%	59%	69%	77%	-32%	-23%	-3%	-9%	-29%	-9%	11%	-1%	-42%	-33%
	石头科技	-31%	-15%	10%	-8%	63%	53%	73%	52%	17%	23%	7%	15%	-42%	-32%	13%	7%	-31%	-11%	7%	-5%	-40%	-31%
黑电	海信视像	-13%	3%	29%	11%	9%	-1%	-13%	-35%	5%	10%	49%	56%	-30%	-21%	16%	10%	-17%	3%	12%	-1%	-11%	-1%
	极米科技	-	-	-	-	-	-	-	-	-13%	-7%	72%	80%	-48%	-39%	25%	19%	-31%	-11%	18%	6%	-29%	-19%
	光峰科技	-15%	1%	8%	-10%	-12%	-22%	-16%	-38%	19%	25%	87%	95%	-38%	-28%	30%	24%	-39%	-19%	17%	4%	-12%	-2%
民用电工	公牛集团	81%	97%	9%	-8%	-4%	-14%	36%	14%	-12%	-6%	11%	19%	-17%	-7%	3%	-3%	-24%	-4%	21%	8%	-8%	2%
	欧普照明	-14%	2%	16%	-1%	1%	-8%	15%	-7%	-5%	1%	-10%	-2%	-16%	-6%	0%	-6%	-11%	9%	-5%	-18%	-11%	-1%
按摩器具	奥佳华	11%	27%	-12%	-29%	41%	31%	-11%	-32%	26%	31%	32%	40%	-42%	-32%	-3%	-9%	-25%	-5%	-6%	-18%	-11%	-2%
	荣泰健康	-7%	9%	-4%	-22%	23%	14%	-8%	-30%	5%	10%	34%	42%	-27%	-17%	17%	11%	-22%	-1%	-3%	-15%	-17%	-8%
	倍轻松	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-44%	-35%	16%	10%	-45%	-25%	9%	-3%	-30%	-21%

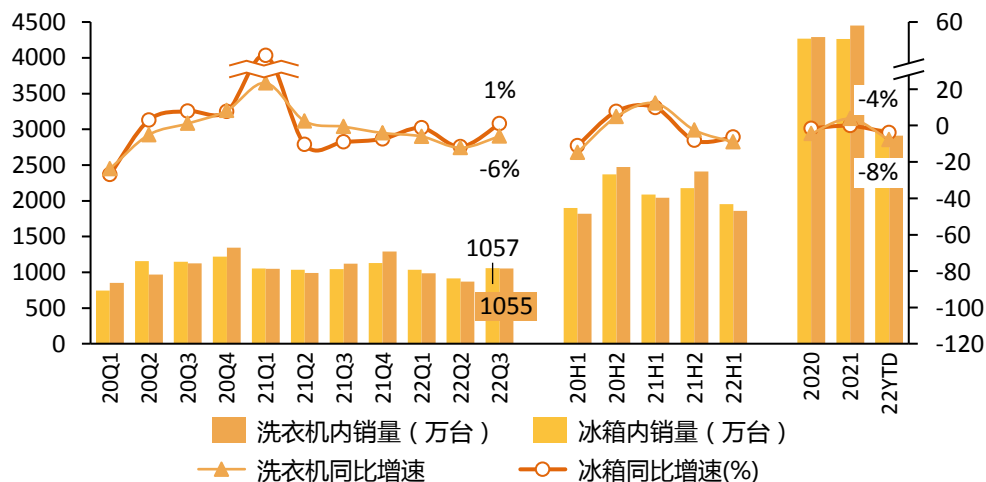
注：相对收益基准为申万家用电器指数（801110.SI）。

大家电内销：白电总体平稳，厨电尤其是集成灶增速回落明显，总体看2Q受到华东疫情影响是前三季度的低点，由于4Q亦有广泛疫情发生，我们认为可能也将形成年内相对低点

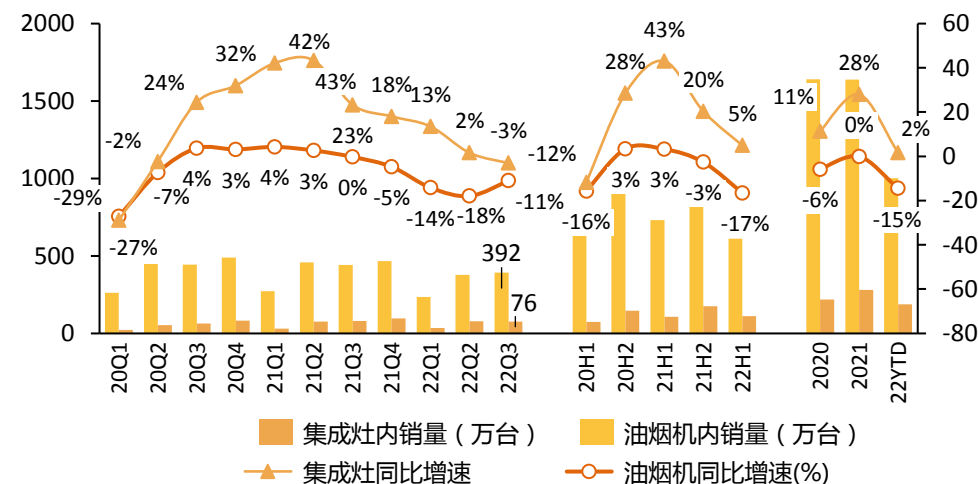
图：空调3Q内销2470万台，同比+4%，Q1-Q3累计同比+1%



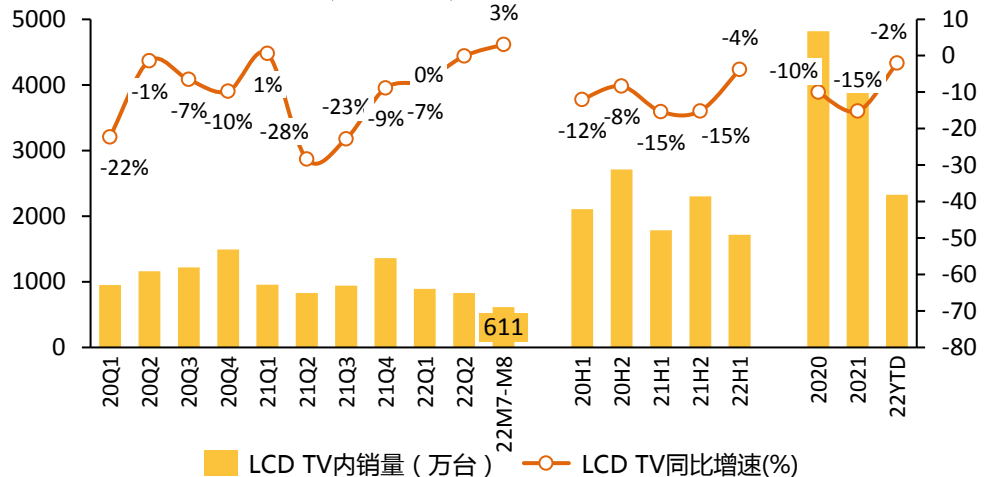
图：冰箱/洗衣机3Q内销1057/1055万台，同比+1%/-6%，Q1-Q3累计同比-4%/-8%



图：油烟机/集成灶3Q内销392/76万台，同比-11%/-3%，Q1-Q3累计同比-15%/+2%



图：彩电M7-M8内销611万台，同比+3%，M1-M8累计同比-2%

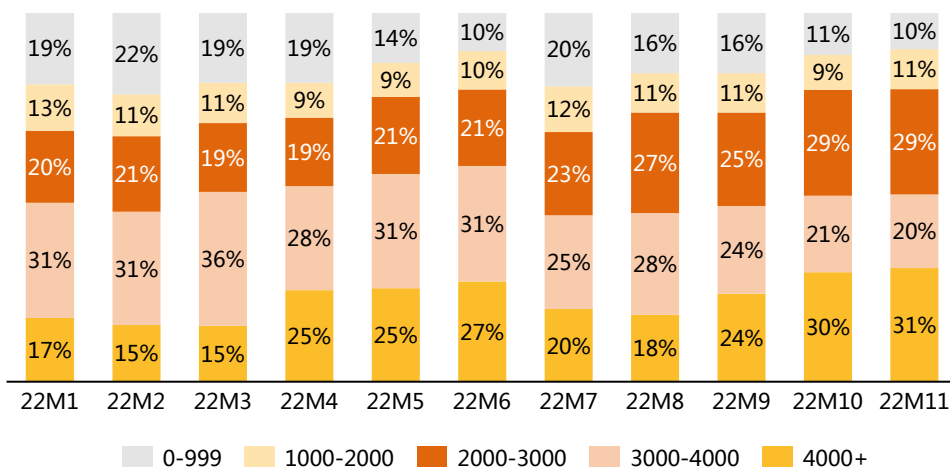


小家电内销：“K型”明显，主要体现在1) 保有量较高的厨房小电低价位段扩容；2) 可选属性较强的清洁电器、智能投影相对需求回落明显

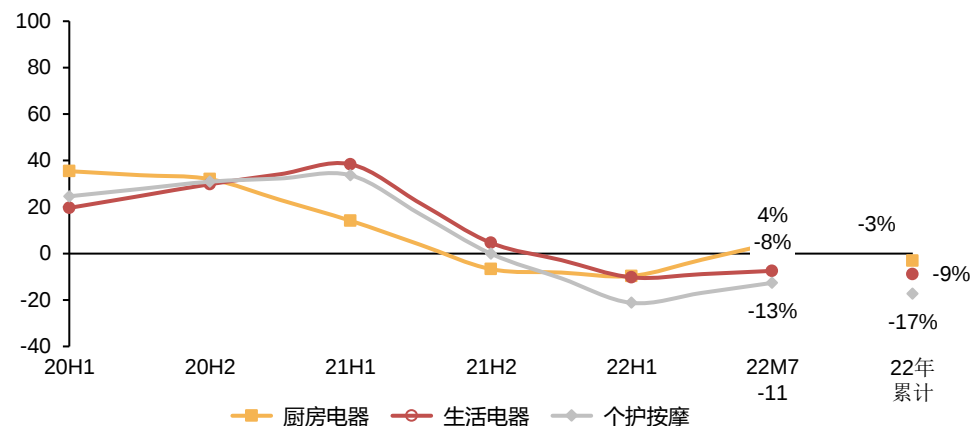
主要小家电品类经历上半年疫情反复带来的物流受限，及前期高基数效应后，GMV增速于下半年以来环比抬升，小家电增长环比略有好转。

从分品类的价格带分布来看，小家电消费逐渐呈现出消费分化的趋势。以清洁电器和厨房小家电为例，清洁电器中除原有4000+元价格带占比逐渐提升外，较多公司新品所处的2000-3000元价格带销额占比也有提升；厨房小家电中400元以上的价格段占比变化较为平稳，199元以下的占比逐渐提升。

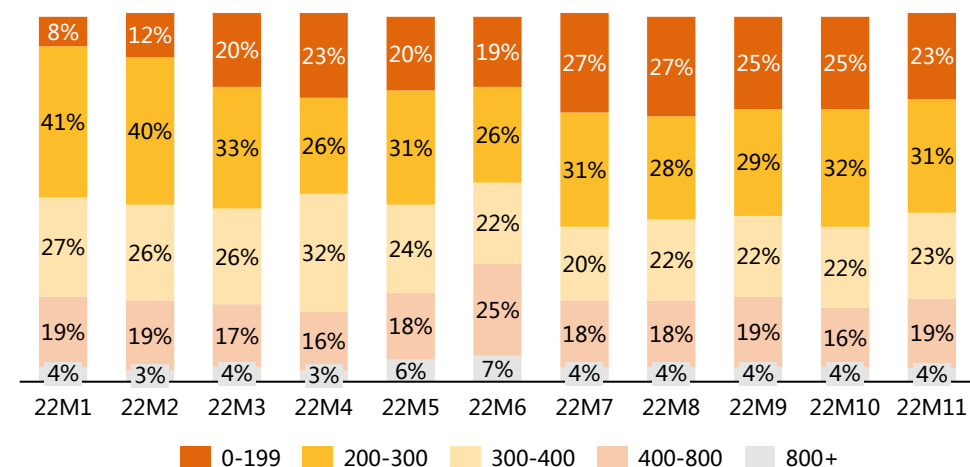
图：清洁电器月度价格带分布（%）



图：淘系平台主要小家电品类GMV增速（%）



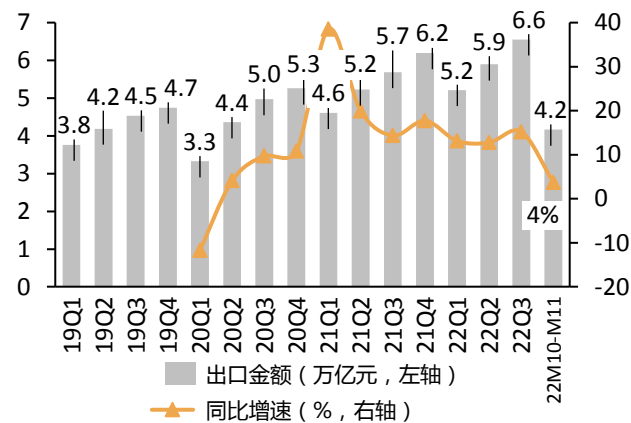
图：厨房小家电（以空气炸锅为例）月度价格带分布（%）



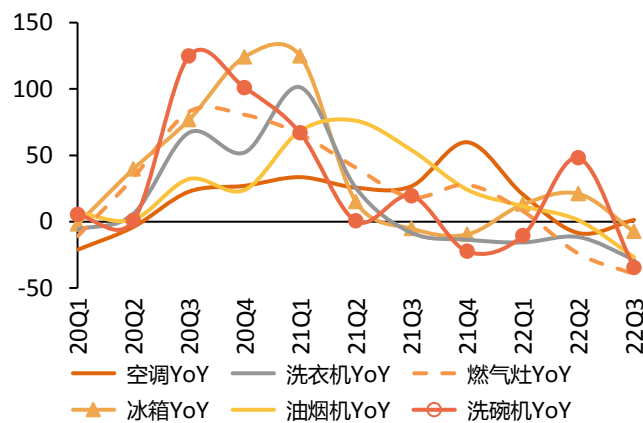
家电出口业务：出口业务总体受到海外需求较弱及去库存影响全年承压，但存在结构性机会，如对欧洲出口的热泵业务持续高增并有望得到延续

22Q3国内家电行业出口增速环比走低，且自今年一季度起增速表现弱于国内全品类出口增速。从分区域和品类表现看，今年以来国内家电出口美国增速相对疲软，22Q3空调、吸尘器出口额增速环比略有修复；家电出口欧洲存在结构性机会，22Q3小家电、吸尘器出口额同比降幅已见缩窄，热泵需求高景气仍在。

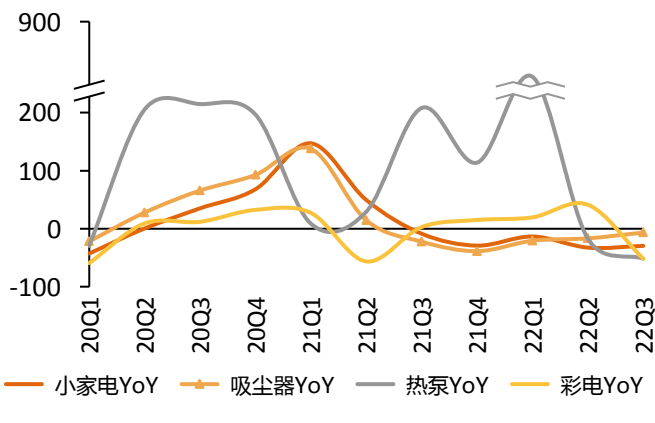
图：国内总出口金额及增速（人民币口径）



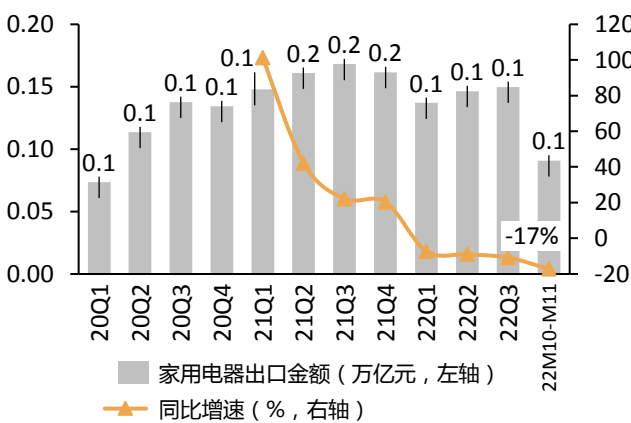
图：国内白电&厨电出口美国增速（%）



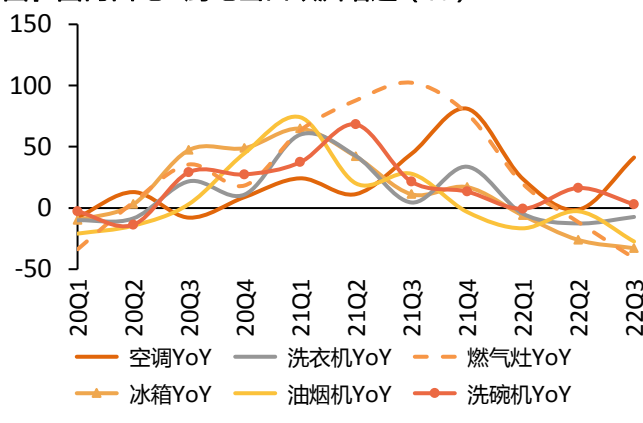
图：国内其他家电品类出口美国增速（%）



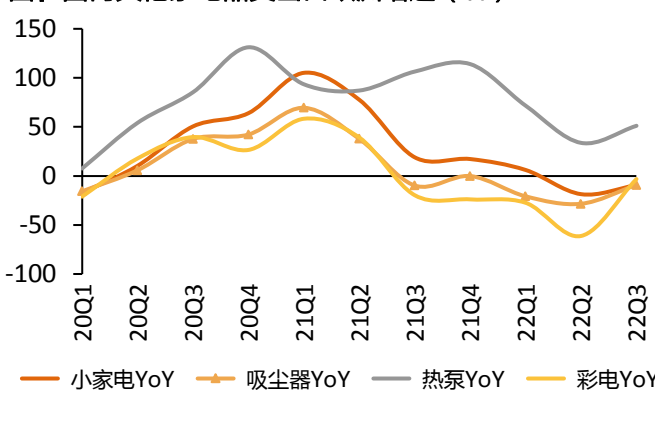
图：国内家用电器出口金额及增速（人民币口径）



图：国内白电&厨电出口欧洲增速（%）



图：国内其他家电品类出口欧洲增速（%）



注：欧洲地区取英国、意大利、西班牙、法国、德国、俄罗斯六国出口金额之和。

四维视角看23年家电行业投资

- 1、内销：疫情与修复
- 2、内销：地产周期与家电需求
- 3、外销：外需拐点何在？
- 4、外延：家电第二曲线的梳理

1

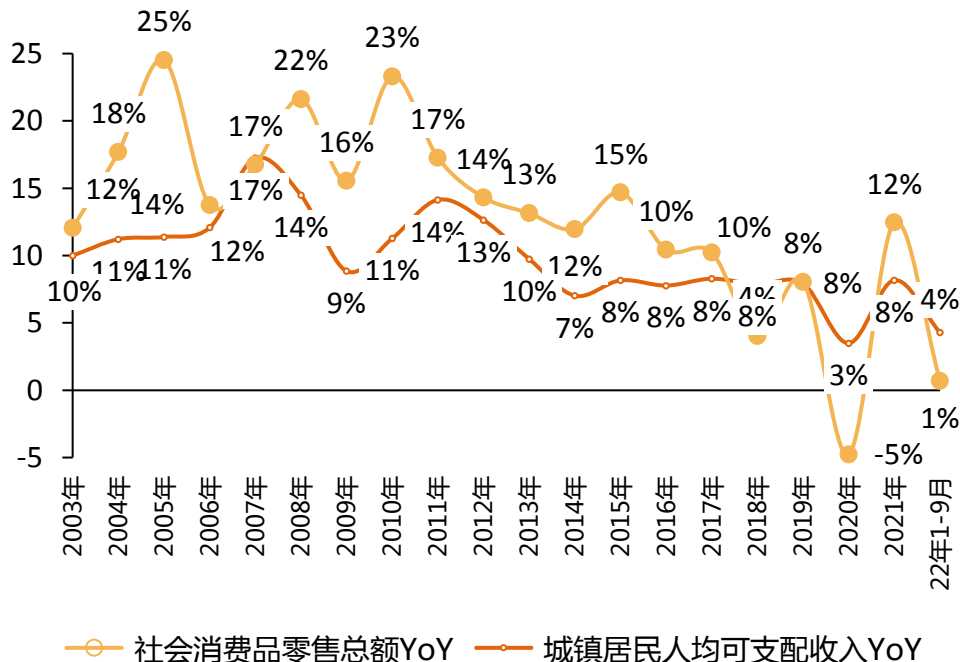
内销：疫情与修复

1.1 疫情影响的是什么？

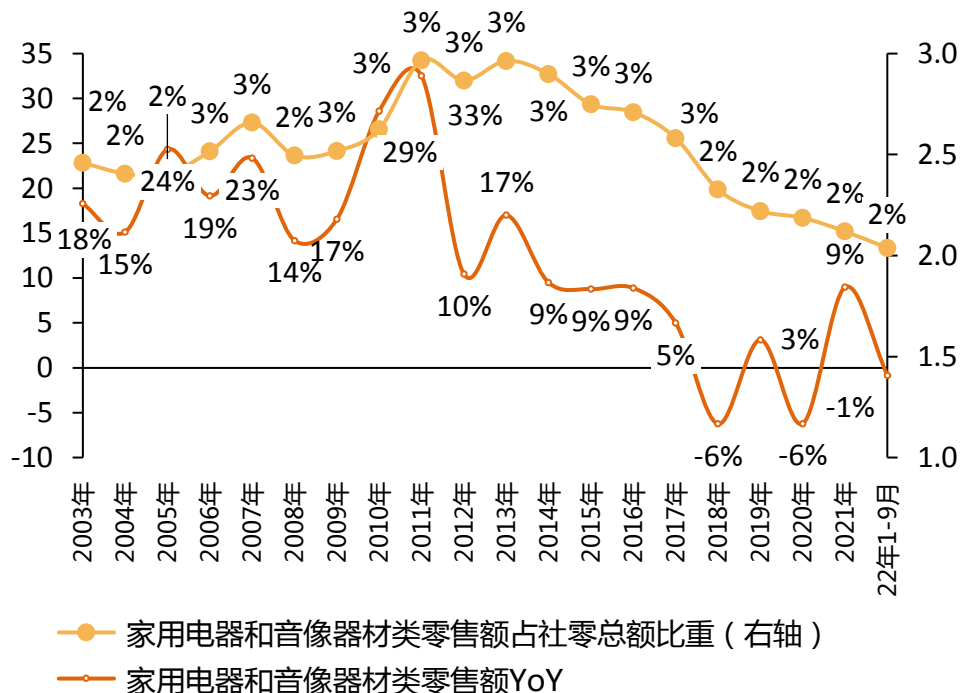
消费走弱，并非因为消费力不足

通过对比社会消费品零售总额增速、同期国内城镇居民人均可支配收入增速，我们发现2020年、22年1-9月城镇居民人均可支配收入增速虽有所放缓，但仍实现正增长，而同期社会消费品零售则出现更大幅度的下滑，表明在**当前人均消费力保持一定增长的同时，消费支出却有所下滑。**

图：2020、22年1-9月社零增速相较于人均可支配收入增速更弱



图：22年1-9月家电影音设备零售额同比-0.8%，占社零总额比重2.0%



1.1 疫情影响的是什么？

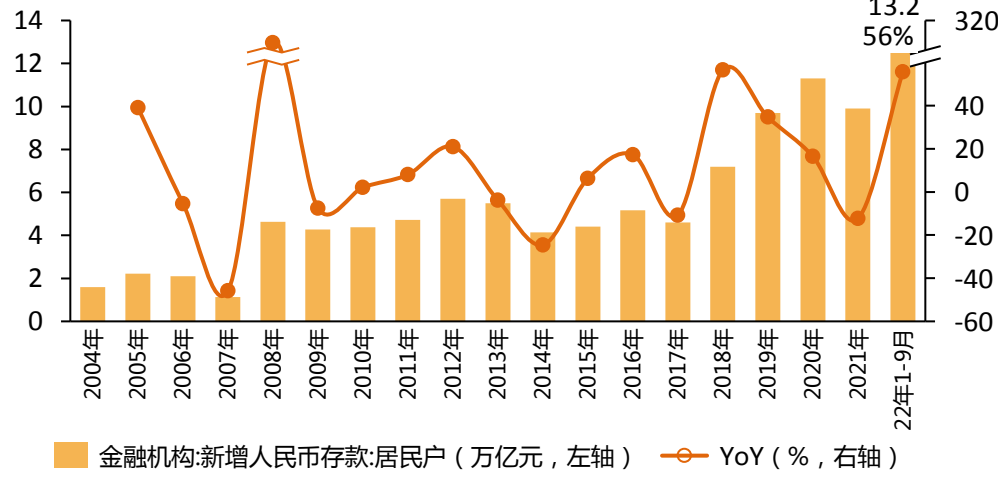
消费走弱，一方面为居民消费意愿不足

中国人民银行公布的数据显示，22年1-9月，国内新增人民币存款13.2万亿元，同比+55.6%。22Q3中国人民银行在全国50个城市进行了2万户城镇储户问卷调查，结果显示：倾向于“更多消费”的居民占22.8%，比上季减少1.0个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占58.1%，比上季减少0.3个百分点；倾向于“更多投资”的居民占19.1%，比上季增加1.2个百分点。上述数据指向**当前国内居民消费意愿仍在减弱**。

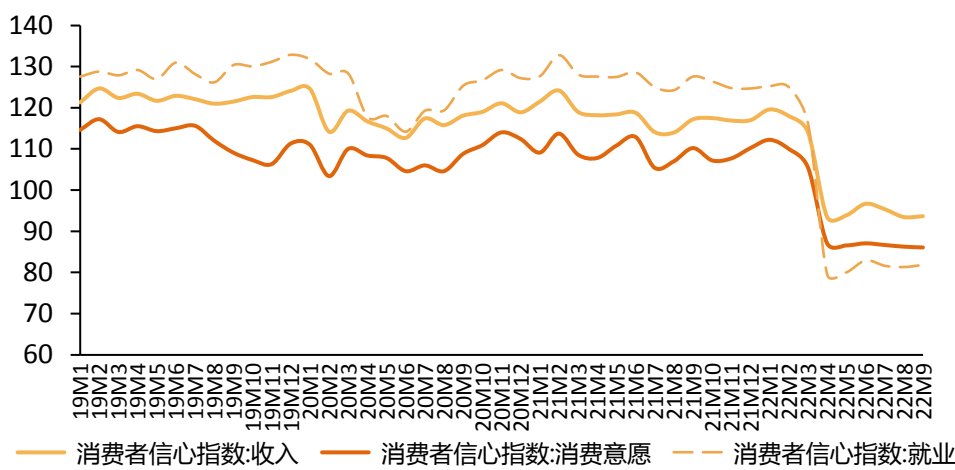
考虑到居民消费不仅受当期收入、收入预期影响，同时还受到储蓄倾向的影响，对于宏观环境及个人收入的不确定性预期会加大居民的储蓄倾向，我们发现20、21年国内总储蓄率相较于疫前有所提升。

居民存款持续增加能提高我国经济发展韧性，增强居民抵御风险的能力，但会对当期消费支出产生一定压力。**我们认为，当前国内消费增速放缓，并非是因为人均可支配收入代表的消费能力的下滑，而是部分由于消费场景受限增加被动储蓄，以及宏观承压的背景下，居民预防性储蓄意愿增加而带来的。落实到家电上，相对可选的（扫地机/投影/按摩等）产品，或大家电中的主动更新需求，受此类因素影响程度更大。**

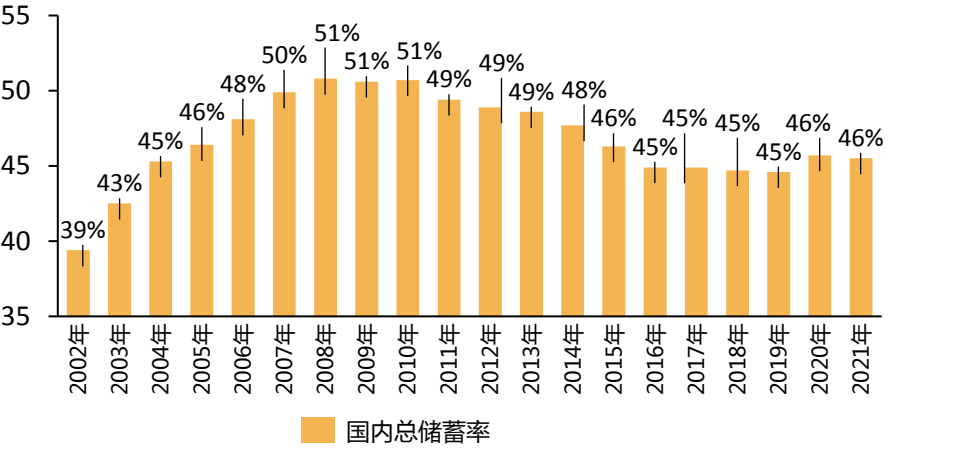
图：22M1-M9国内新增人民币存款13万亿元，同比+56%



图：22年4月以来国内消费者对收入、就业和消费意愿的信心指数均大幅走低



图：近两年国内居民储蓄倾向有所回升



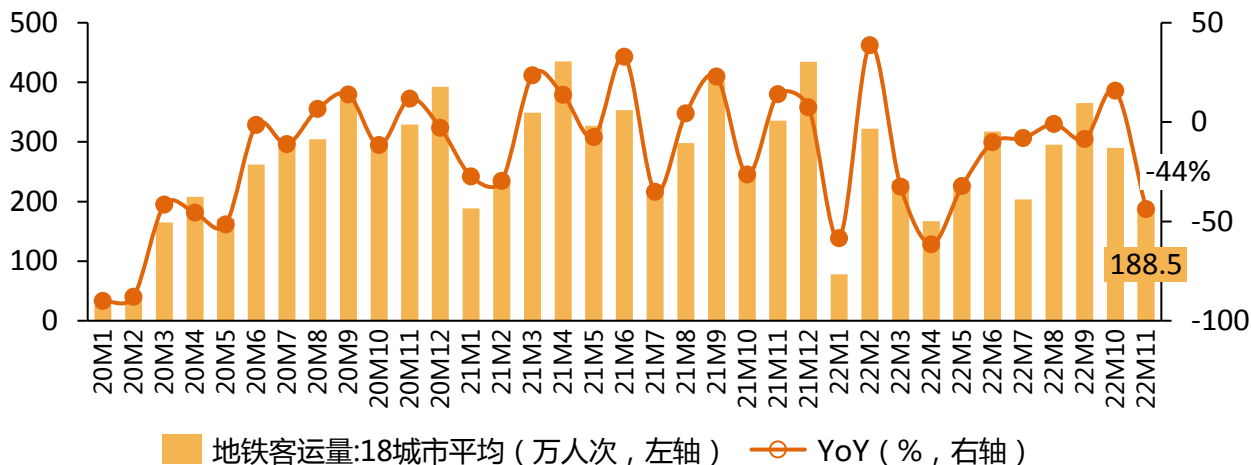
1.1 疫情影响的是什么？

消费走弱，另一方面与消费场景受限有关

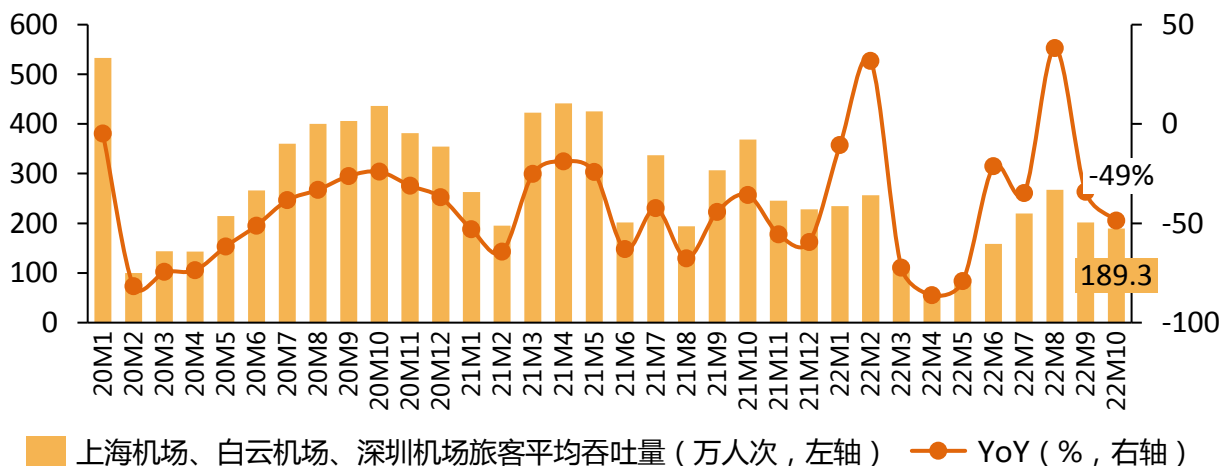
我们将国内人员流动划分为市内人员流动、省内人员流动和全国范围内人员流动，我们认为，市内人员流动情况可使用地铁客运量指标进行评估，省内人员流动、全国范围内人员流动情况可使用国内主要机场吞吐量进行评估。

因20年初、22年二季度疫情确诊新增人数较多，国内主要18大城市平均地铁客运量、三大机场旅客平均吞吐量及铁路客运量同比增速均出现超50%的下滑。从三季度来看，地铁客运量自2Q后有所恢复，但仅10月实现正增长，而机场旅客平均吞吐量增速则基本处于负区间。我们认为，出行数据表明国内人员流动仍有一定程度受限，伴随疫情防控措施的优化，市内、跨省人员流动有望迎来改善。落实到家电上，对线下消费场景依赖度较高的产品，如大家电，特别是大家电中的中高端产品，受此影响明显。

图：19M1-22M11国内18城市平均地铁客运量及同比增速（万人次）



图：19M1-22M10上海、白云、深圳机场旅客平均吞吐量及同比增速（万人次）



。

注：2021年各月度同比增速调整至较2019年同期增速。

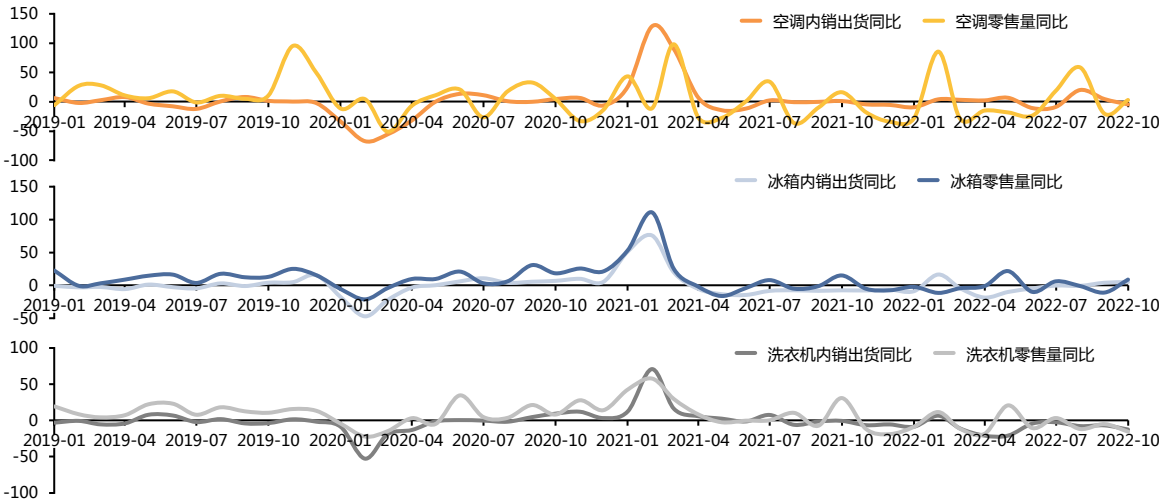
1.2 疫情影响了哪些家电品类？

品类对线下渠道依赖度角度：厨房大电、热水器、白电为代表的大家电品类

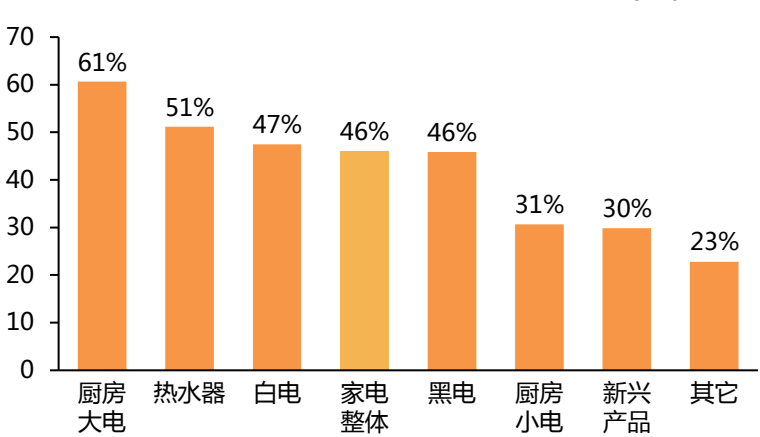
家电品类对线下销售场景的依赖度（线下销售额占比）排序为：厨房大电>热水器>白电>黑电>厨小电>新兴产品，且22H1热水器、传统厨大电、白电线下零售额增速表现弱于家电平均水平。我们认为，可归因于大家电客单值较高，消费者更注重门店体验与服务，过去企业间的竞争模式主要为在全国范围内的铺设建立渠道。疫情影响下，人员流动受阻，带动线下渠道客流量下滑，居民消费意愿的减弱，或导致大家电企业线下网点销售情况短期内有所承压。叠加地产竣工、销售数据仍相对较弱，大家电企业在工程渠道、家装渠道的销售情况或亦受到压制。

尽管厨房大电受线下依赖度高，但从需求构成看，商品房销售下滑对以油烟机为代表的大厨电的影响大于对白电的影响，考虑到当前地产竣工、销售数据仍偏弱，这个维度下白电是更好的选择。从厨大电内部看，厨电新兴品类（如洗碗机、集成灶）当前兼具消费预期回暖+渗透率提升逻辑，据奥维云网推总数据，22H1集成灶全渠道销量仅占油烟机销量的15.2%，对烟灶品类的替代空间仍然较大；22H1洗碗机零售量占油烟机销量比重为10.8%，且精装修市场配置率相较于传统烟灶仍有大幅提升空间。我们认为，集成灶、洗碗机因具备更强景气度，修复弹性有望强于传统烟灶品类。

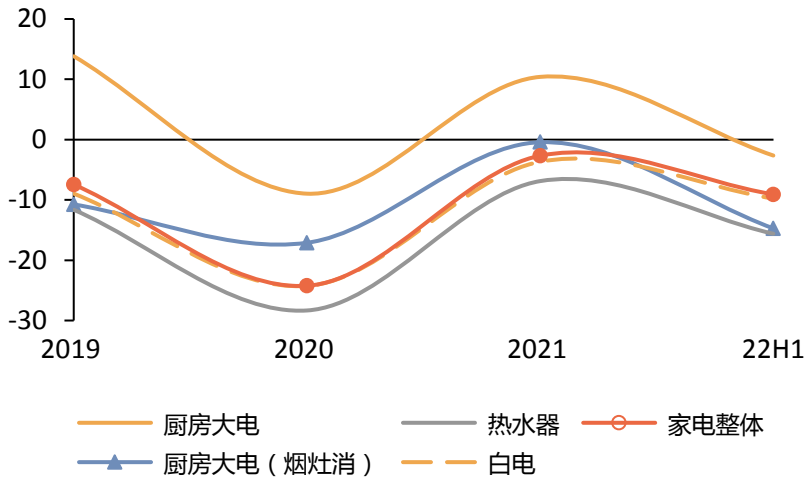
图：家电出货与终端销售增速对比，零售增速始终较高，当前渠道库存水平较低（%）



图：22H1各家电大类线下渠道零售额占全渠道零售额比重（%）



图：2019-22H1大家电线下零售额增速情况（%）



1.2 疫情影响了哪些家电品类？

品类可选/必选属性角度：洗碗机、微波炉、清洁电器、小家电、投影机、按摩个护等

使用国内主要家电品类的百户保有量（渗透率）衡量家电品类的可选/必选属性：

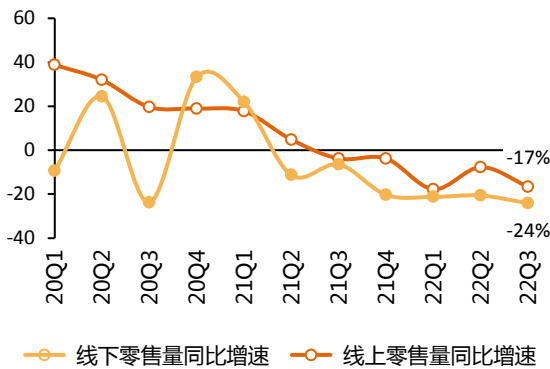
➢ **微清：**据欧睿国际，微波炉、洗碗机21年国内百户保有量分别为42/0.8台，有较大提升空间。根据我们在《如何看清洁电器市场的渗透率？》（2021年6月21日发布）中的测算方法，对清洁电器各子品类（无线吸尘器、扫地机和洗地机三种产品）的渗透率作了进一步拆分，分别测算其在换机和不换机两种条件下国内市场的渗透率水平，保守假设消费者仅买一种清洁电器下，测算得到三种清洁电器产品22年的合计渗透率在15.6%具备较强的可选属性。

➢ **投影机：**使用国内投影机出货量÷彩电产量数据估算投影机渗透率，据IDC投影数据及统计局彩电数据计算得到2021年国内投影机出货量占彩电比重仅2.5%。

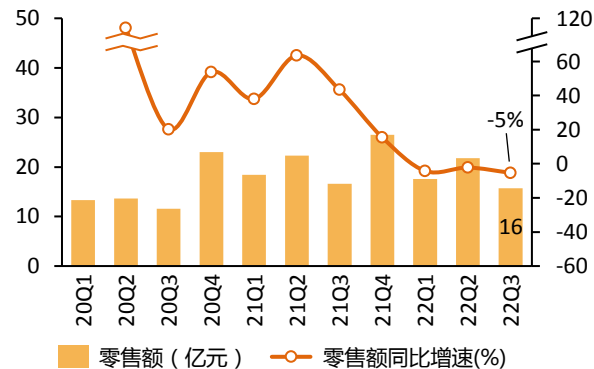
➢ **按摩器材：**以按摩椅为例，据前瞻产业研究院数据，2021年中国香港、台湾地区按摩椅渗透率分别在10%/8%，而中国大陆地区按摩椅市场渗透率仅约1.5%，相较于老龄化进程领先全球、居民保健意识和购买力较高的日本，我国渗透率亦有较大提升空间。

我们认为，可选属性较高的家电品类（如洗碗机、微波炉、清洁电器、小家电、投影机、按摩个护等）有望伴随消费信心回暖，实现弹性回升，主要因为：一方面，伴随人均可支配收入的稳步提升，我国必选家电逐步达到高渗透率，居民消费中“腾出”的空间为相对可选小家电市场的生长提供了必要的“土壤”。另一方面，以按摩个护、投影机和清洁电器为代表的具备健康、舒适等属性的产品，虽短期内因内需偏弱此类消费需求释放被压制，但伴随终端消费意愿的回升，这些具备可选属性与享受属性的产品需求有望得到修复。

图：清洁电器零售量自21Q3起负增长



图：智能投影线上零售额自22Q1起负增长



表：家电个股2021年年报中可选家电品类营收占比情况

清洁电器	科沃斯	服务机器人业务收入68亿元，同比+58.6%，占营收比重52.2%；智能生活电器业务收入60.12亿元，同比+118.5%，占营收比重45.9%
	石头科技	智能清洁设备收入占营收比重达100%
	莱克电气	环境清洁电器占营收比重61.2%
	新宝股份	家居电器占营收比重15.3%
投影机	极米科技	智能微投占营收比重达86.7%
	光峰科技	激光投影整机占营收比重68.4%
	海信视像	Vidda拥有音乐电视、游戏电视及纯三色激光高品质4K便携智能投影等
	荣泰健康	按摩器具制造占营收比重达96.2%
按摩个护	倍轻松	按摩保健器材占营收比重达74.2%
	奥佳华	按摩器具产品占营收比重达69.3%
	飞科电器	个护小家电占营收比重达97.1%
	九阳股份	营养煲+食物加工机+西式小家电业务收入占营收比重90.2%
小家电	苏泊尔	烹饪电器+食物料理电器+其它电器收入占营收比重68.9%
	小熊电器	厨房小电+生活小电占营收比重98.9%
	新宝股份	电动类+电热类厨房电器占营收比重72.9%
	北鼎股份	北鼎自主品牌电器类收入4.4亿元，同比+10.1%，占营收比重70.3%
	比依股份	空气炸锅+空气烤箱+油炸锅占营收比重92.6%

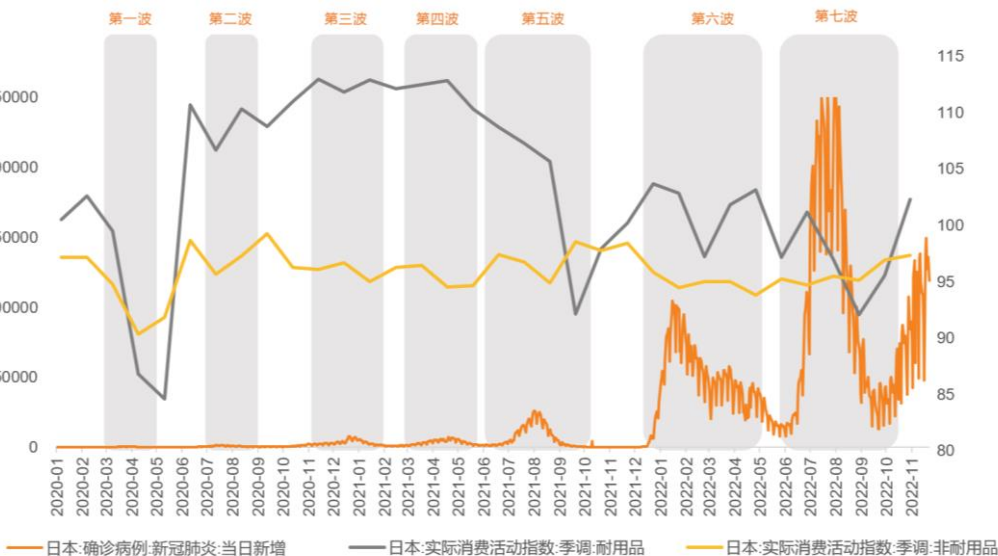
1.3 如何看待国内疫后的消费修复？

不同于日本的情况，我们认为国内家电需求在疫后将逐渐得到恢复

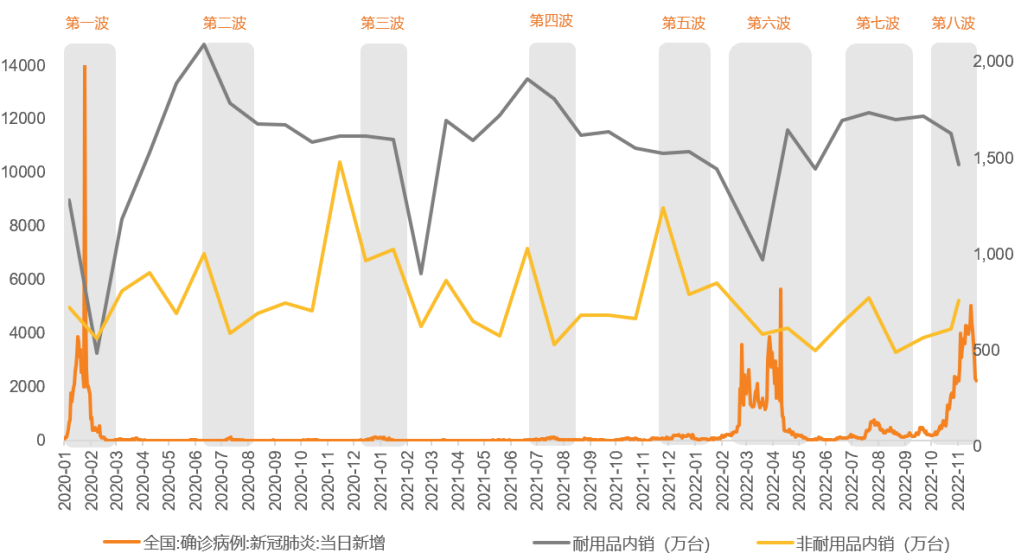
根据日本消费数据，商品型消费按耐用品和非耐用品分类，耐用品消费活动指数在疫情爆发期间（第二波~第四波）有明显提升，非耐用品除在第一波疫情爆发期间下降明显外，整体波动幅度较小。

对比中国家电行业消费数据，与日本出现了相反的趋势：家用电器基本在每一波疫情高峰时销量都有下滑的趋势，我们认为一方面是后续各地疫情期间物流受到影响，另一方面或是小家电类产品在20年高峰销售有所透支后后续需求一直未缓解。我们认为，由于国内物流在疫情期间受到影响，以及家电消费场景与消费需求产生隔断，从而存在较大的缺口，因此疫后国内家电消费增速可能不会像日本疫情开放后增速有所下滑，预计增速会呈现上升的趋势。

图：日本新冠确诊人数与家电行业消费情况



图：中国新冠确诊人数与家电行业消费情况



注：1）耐用品内销品类包括空/冰/洗/烟机/集成灶；2）非耐用品品类包括清洁电器/电饭煲/电压力锅/养生壶/破壁机。

1.3 如何看待国内疫后的消费修复？

从美国及新加坡经验来看，若实施消费补贴，则将明显提升疫后消费的修复速度

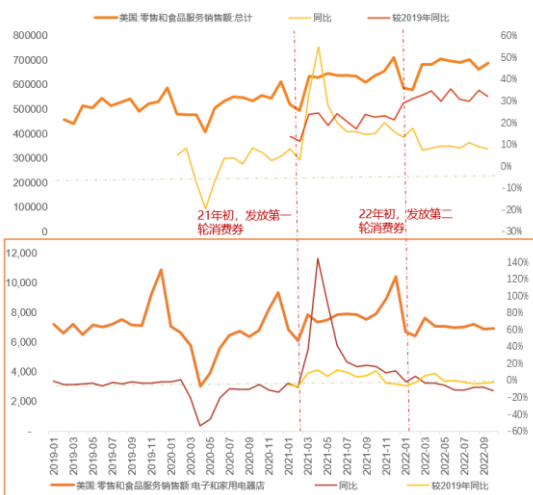
美国在疫后推出多轮消费券的发放来刺激消费复苏，且补贴金额较大（个人最高可达\$1,400），及时的消费补贴使复苏较为明显。消费中不同细分行业的恢复节奏也不尽相同，对应到家电品类的消费中，必选品消费相对稳定，可选品消费相对疫情前有所减少。**新加坡等东南亚国家**对待疫情的态度更为谨慎，在疫情管控开放的决策上采取逐步缓慢开放的策略，同时配合全国或全城的消费补贴来推动疫后经济逐步恢复，虽然消费券补贴金额不大，但仍然对消费恢复的增速有一定的带动作用。

结合海外疫情开放后的情况，我们认为，随着管理措施后续逐步优化，中长期由于中产阶级的居民收入增速及预期信心下滑，家电可选品的消费或将好于必选品的需求，而家电整体的消费将呈现两端增长较好的“K型复苏”；同时，随着国内地方消费券和平台折扣的相继发放，或对可选类家电销售有一波带动。目前，国内部分地区已推出当地的消费补贴政策，结合海外的实例，我们认为发放消费券对消费的刺激作用，消费补贴有利于疫后恢复信心，有消费补贴的加成将有望加快疫后恢复的进程。

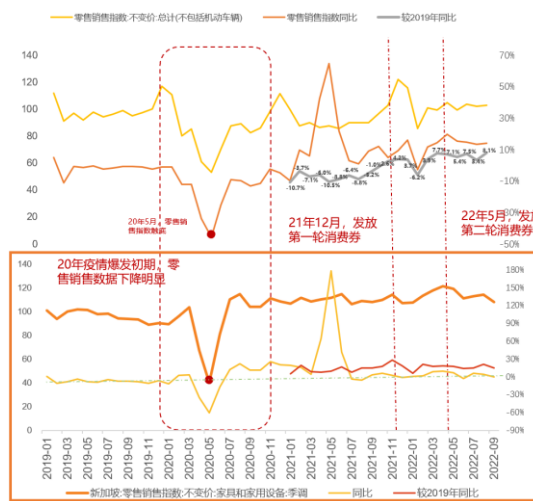
表：各国疫情补贴政策/防控情况/消费端受到的影响

国家地区	时间	资料来源	主要内容	疫情防控情况	形成的结果
美国	2021-3-11	《2021年度美国救济法案》	政府发放三轮消费券。符合资格的个人（最高\$1,400）和家庭（最高\$2,800）将获得经济影响补助金。	21年初美国部分地区开始逐步放开疫情管控，22年3月开始全面放开，随后每日确诊数量没有出现反弹现象；在较高比例居民现在已完成了两针疫苗的接种（22年11月底每百人新冠疫苗接种量已经超过197剂次）的背景下，22年8月底开始，每日新增确诊病例同比开始波动下滑。	美国零售销售额仅在20年3-5月出现明显下行，后续持续同比正增长。政府补贴政策对消费水平拉升效果明显。分品类来看，虽在补助金发放节点后也有较为明显的提升外，电子和家用电器店零售销售额在20年整年同比皆维持下降状态；总体情况，20年低基数下，电子和家用电器消费21年存在一定程度的复苏，而22年销售额自3月同比持续下跌，多数月份较疫情前19年水平仍存在一定差距。
新加坡	2022-8-24	《一起变得更安全、更强大》	2022年8月29日起，取消在室内戴口罩的规定，只有在医疗保健设施和乘坐公共交通的公众，才须继续戴口罩。	新加坡政府自22年8月底取消室内口罩规定后，确诊人数有一定的反弹，目前已趋于平稳。截至22年11月30日，新加坡国内疫苗完全接种人数占比达90.70%。	新加坡分三轮进行消费券补贴，第二轮补贴节点后，零售销售指数恢复良好，较疫前19年水平略有增长。细分品类家具和家用电器来看，虽消费券补贴影响有限，但20年后零售销售指数回落略明显，较19年水平同比保持一定幅度的增长。
中国香港	2020-8-17	邻里购物券	预计发放“三轮”消费券 1)第一轮：2021年12月13日为每户公民家庭提供价值100元的礼券，在参与计划的小贩和邻里商店使用。 2)第二轮：2022年5月发放100元购物券。 3)第三轮：将在2023年和2024年再分别为每户提供200元购物券。	1)取消场所安心出行二维码；2)入境：抵港当日机场接受核酸检测，结果呈阴性则行动不受限制。	政府发放补贴带动消费的效果较不明显，零售业总销额仍与疫前19年水平存在一定差距。细分品类来看，消费券发放节点后耐用消费品品类零售销货价值存在明显拉升，但同比变化波动幅度较大。
中国香港	2022-12-14	香港特别行政区政府	预计发放“三期”消费券：1)消费券面额：分为5,000元和10,000元；2)发放方式：网络渠道（支付宝香港/Boc Pay等）和八达通；3)发放日期：第一期，2022年8月7日；第二期，2022年10月1日；第三期，预计2022年12月。	防疫政策进一步优化。香港地区疫苗完全接种人数占比超90%（22年11月27日数据）。	
中国内地	2022-12-7	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》	不得采取各种形式的临时封控、除特殊场所外不要求提供核酸检测阴性证明&不查验健康码、不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码、具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例可采取居家隔离等。	国内防疫措施使感染病例一直控制在低位，相较全球大部分国家和地区表现较好。《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》的发布标志着国内防疫政策进一步优化。同时，中国每百人新冠疫苗接种量已经超过241剂次（22年12月1日数据）。	中国扶持政策不仅包括发放消费券，更多聚焦于产业，例如加大基础设施建设支出、特定行业扶持、下调政策利率、放宽金融监管等。针对家电行业，国家政策主要集中于推动家电回收换新和促进绿色智能家电消费两个方面。

图：美国零售和食品服务销售额（百万美元）



图：新加坡零售销售指数:不变价



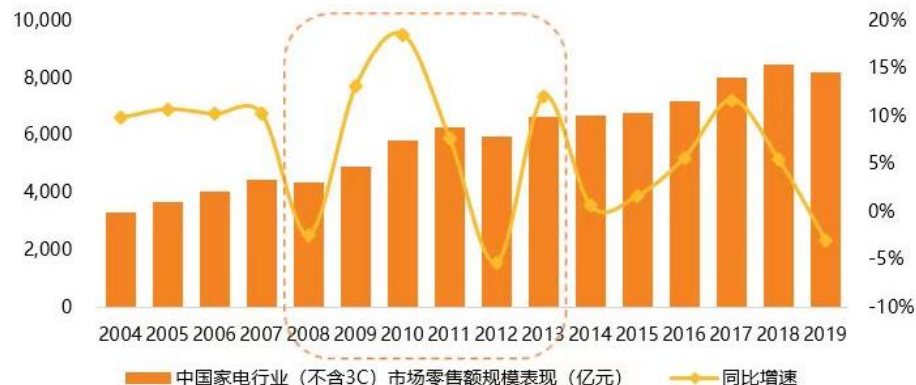
1.3 如何看待国内疫后的消费修复？

上一轮家电刺激政策复盘

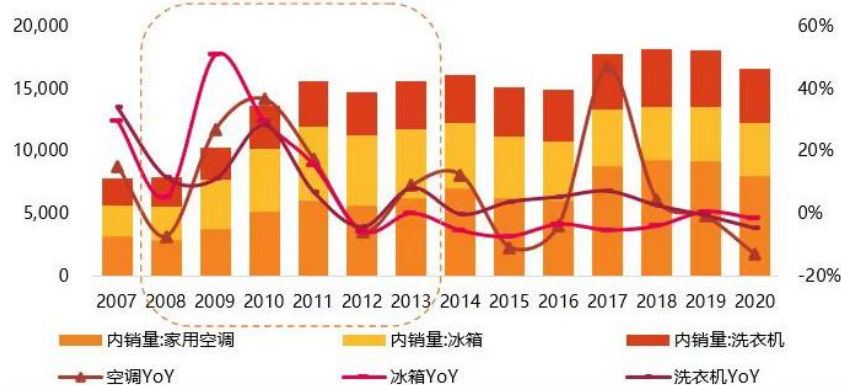
- 1) **家电下乡**：家电下乡补贴总额约816亿元，年均补贴约204亿元，累计撬动家电下乡产品销售2.98亿台，对应销额7204亿元。
- 2) **节能惠民**：家电补贴总额约426亿元，年均补贴约107亿元。
- 3) **以旧换新**：家电补贴总额约320亿元，年均补贴约128亿元，仅2011年间全国家电以旧换新共销售五大类新家电9248万台，拉动直接消费3420+亿元。

综上，我们估算得到：1) **补贴金额**，2008-2013年三大家电消费政策合计支出补贴金额约1562亿元，在政策所覆盖的5.5年间，年均财政支出约284亿元。2) **补贴力度**，三大政策年均支出284亿元，占当时家电行业规模比例约5%，期间家电行业市场规模年均提升460亿元，拉动比例约1.6:1。3) **分品类看**，2008-2013年空冰洗内销量涨幅分别为110.3%、113.9%、58.2%，CAGR分别为16.0%、16.4%、9.6%，三大政策对家电销售的提振作用明显。

图：中国家电行业（不含3C）市场规模（亿元）



图：2007-2020年空冰洗内销量（万台）



2

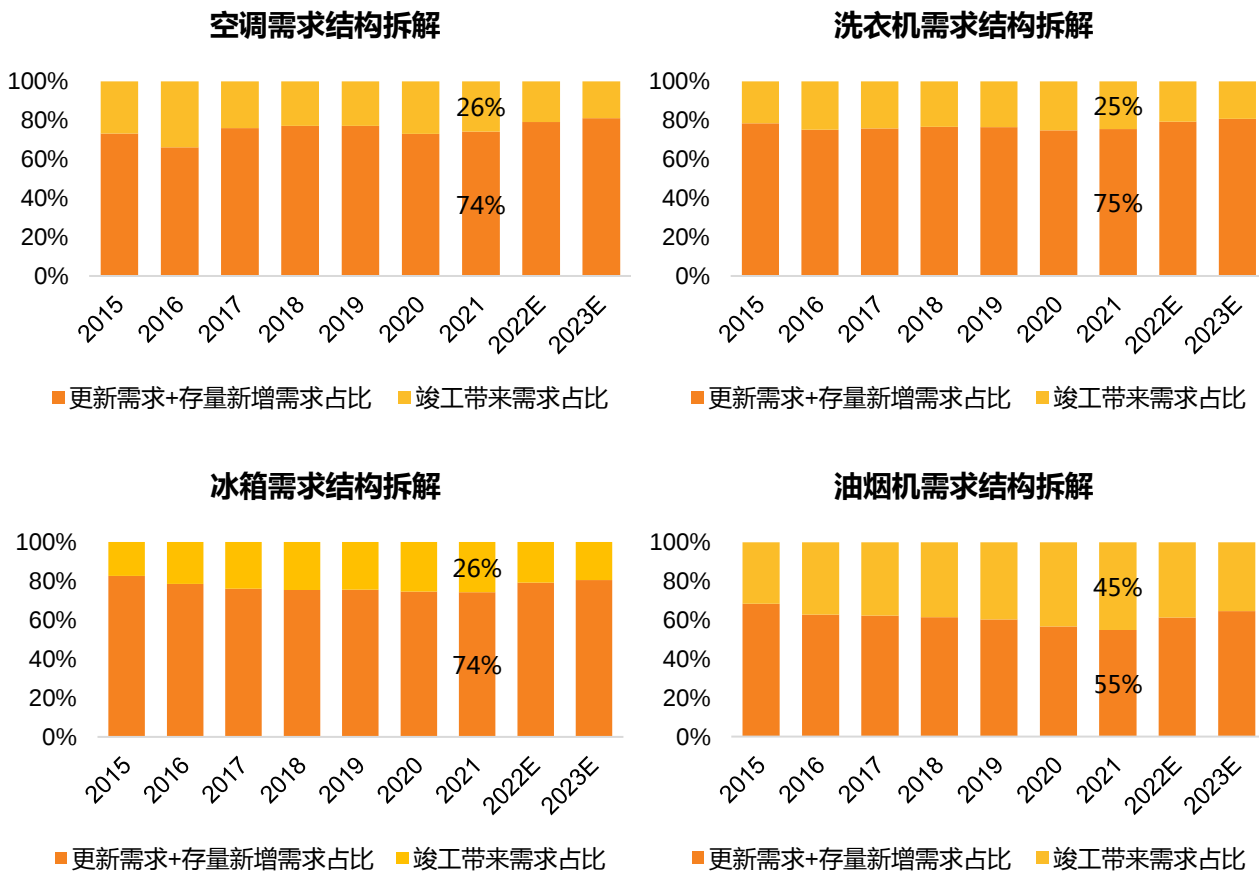
内销：地产周期与家电需求

2.1 地产对家电的影响

量的维度：厨电对地产竣工数据的关联度高于白电，未来大家电更新需求+存量新增占比或将逐年增加

- 我们认为，关于地产对家电的影响，主要从两个维度来看：1) 从产品上，地产销售主要影响如空调、冰箱、洗衣机、油烟机等按户来配置的大家电产品；2) 从地产周期本身来看，竣工和二手房交易主要影响短周期内大家电需求，而地产销售则对未来1-2年维度的大家电销售有指引作用。
- 从大家电的需求构成来看，基本可以分为较为刚性的竣工新增需求和被动更新需求，以及弹性的存量房加配需求（主要是空调）和主动更新需求（例如二手房重装修，或者主动升级换代）。当前，**以油烟机为代表的大厨电的需求结构中由竣工带来的需求占比相较于白电更高，表明其销售数据与地产数据关联度较大。同时，空调在更新需求外，存量房加配需求亦占据重要构成。**
- 从需求构成走势看，**未来竣工对大家电带来的需求占比将逐步减弱，更新需求及存量新增需求将成为大家电行业增长的主导因素。**

图：大家电需求来源拆解



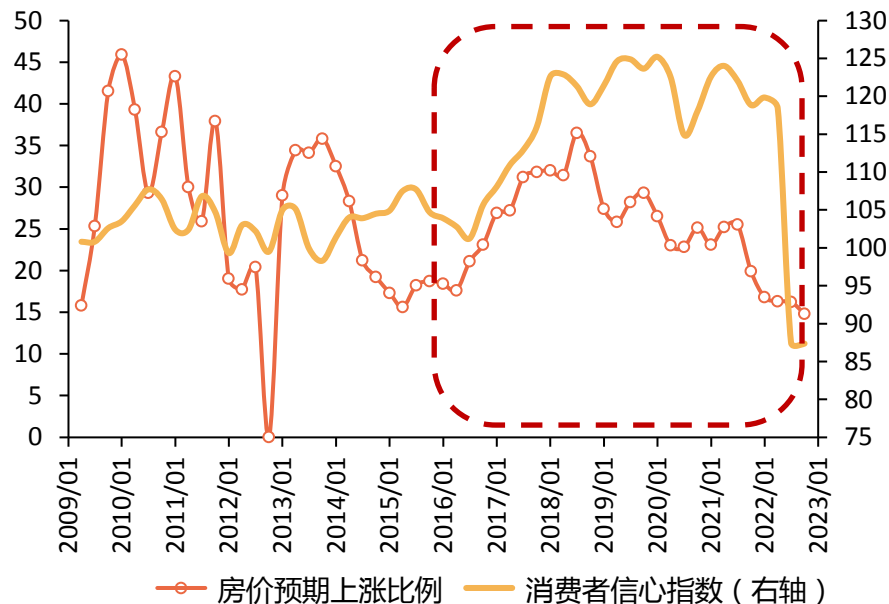
注：假设地产竣工/销售为80%

2.1 地产对家电的影响

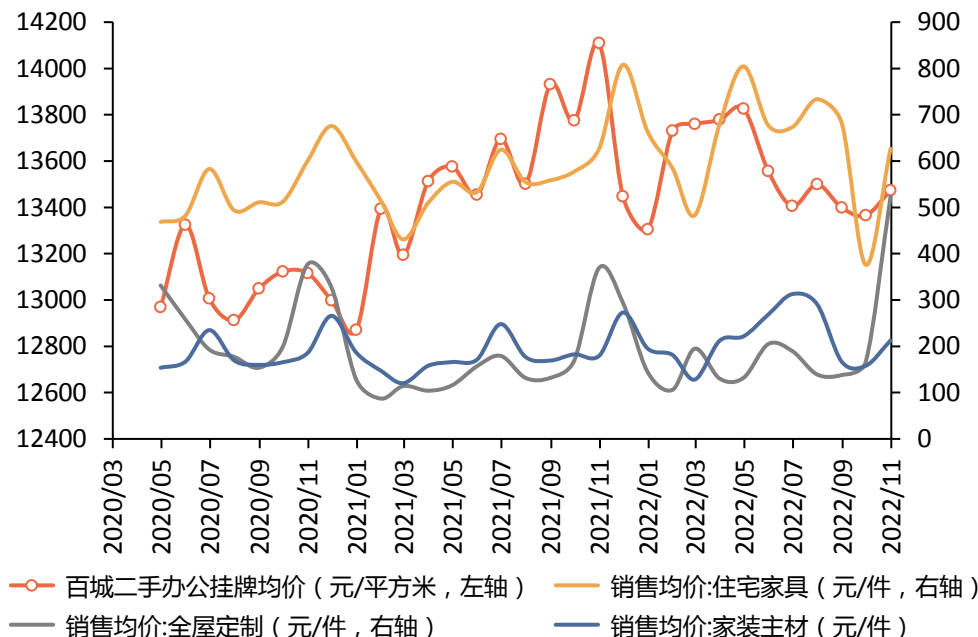
价的维度：在房住不炒的定位下，房价有望带动房户财富效应显现，有望推升居民消费ASP

- **从需求角度看**，房价上涨带动商品房销售面积指标的增速提升，由此对房屋装修相关的后周期行业销售额增速形成提振，例如家电行业、家居行业和建筑装潢行业。
- **从收入角度看**，房价上涨会为房屋持有者带来一定财产性收入，购买力的提升有望推升其消费支出的ASP。
- **从预期角度看**，房价上涨将形成财富效应，尤其对拥有多套房的高收入阶层带来更高的财富增值，从而提升对应人群的消费力，带动可选消费需求释放。

图：2015年起国内房价预期增幅（%）与消费者信心指数走势较为一致



图：房价上升对后周期产业（家电、家居、建材）的ASP有提振作用



2.2 政策端：“第三支箭”已至，政策利好有望托底房价、带来家电销售增量

与历史相比，本轮政策支持在节奏和力度上均有显著提升。8月至10月，龙湖、碧桂园、旭辉、新城控股、美的置业、卓越商管6家民营房企通过中债信用增进提供“全额无条件担保”，政策受益对象以尚未出险的民营房企为主。“第二支箭”有望直接增强优质民营房企的主体信用，避免流动性无序挤兑的同时稳定市场预期和信心，推动房企再融资和行业基本面的修复向好。“第三支箭”推出通过资本市场对房地产企业提供并购融资平台，提高地产市场抗风险能力，推进行业整合加速。

我们认为，未来行业信用修复取决于：1) 地产行业景气度回升，虽然各地预售资金监管尺度不一，但是销售回款或将为现金流进项的最主要科目；2) 房企加速资产转让等自救手段；3) 保交付加速项目层面的债务重组和破产重整；4) 债务重组完成后，不排除进一步放松股权再融资或引入国企注资可能。

当前时点，如何看待地产政策利好下家电的修复弹性？我们认为，1) 随着民企再融资支持力度提升、需求政策持续宽松，政策累积效应有望在疫情防控优化的趋势下放大地产行业复苏弹性，交房和销售数据触底恢复带来的装修需求，有望在短期内带来家电销售增量；2) 若房价修复则有望带来财富效应，助力家电销售量及ASP的提升。

图：年初至今地产增信措施回顾

时间	简要信息	事件
2022年5月19日	交易商协会信用缓释债	2022年5月19日，财联社记者独家获悉，继龙湖、碧桂园、美的置业之后，旭辉集团拟于下周发行融资产品，涉及公司债及供应链ABS，覆盖CDS及CRMW信用保护工具，最终将依据审批流程决定先后发行顺序。相关知情人士透露，“第一批启动信用保护工具融资的民营房企有四到五家，相关方面于同一天对这几家企业做了点对点的沟通，希望提振市场信心。”
2022年8月17日	中债增第一轮	8月下旬，银行间市场交易商协会曾召集多家民营房企举行座谈会，探讨通过中债增支持房企发债融资，其中涉及的房企包括龙湖、碧桂园、旭辉控股集团、远洋、新城控股和金地集团等。重庆龙湖企业拓展有限公司8月23日公告发行2022年第一期中票募集，本次发行规模为15亿元，募集资金用于项目建设、购回或偿还境外美元债等。这是中债信用增进公司按照市场化、法治化原则通过直接担保方式增信的首单民营房企债券。
2022年9月	碧桂园15亿中票由地方城投公司提供信用反担保	碧桂园发行的15亿元中票，反担保措施更为复杂，碧桂园将相应的实物资产抵押给佛山交投、佛山地铁投资等两家佛山市城投公司，由两家城投公司为中债增给碧桂园提供了反担保。
2022年9月底	监管部门要求多家银行至少提供6000亿元房地产融资支持	9月底，监管部门指示工行、建行、中行等多家大行加大对房地产融资的支持力度，要求每家大行年内对房地产融资至少增加1000亿元，融资形式包括房地产开发贷款、居民按揭贷款以及投资房地产开发商的债券。据统计，此次新增房地产融资支持共计达6000亿。
2022年11月1日	中债增第二轮	交易商协会、房地产业协会联合中债增公司，召集金辉、新希望地产、德信中国、大华集团、仁恒置业、雅居乐等21家民营房企召开座谈会，介绍中债增公司增信支持民营房企发债融资工作相关进展，并听取各方意见建议。本次座谈会是交易商协会8月以来第三次召开民营房企座谈会。据了解，龙湖、美的、新城、碧桂园、旭辉集团、卓越集团等企业正推进第二轮增信发行项目，金辉、新希望、雅居乐等民营房企项目也在积极准备中。
2022年11月8日	交易商协会发文再提“第二支箭”延期扩容	中国银行间市场交易商协会发文再提“第二支箭”延期扩容，具体内容为：在人民银行的指导和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022年11月9日	中债增发布《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》	中债信用增进公司发布《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》，并公布接收邮箱、填写表格申请方式等，意向向民营房地产企业可提出增信需求。
2022年11月10日	交易商协会受理龙湖集团200亿元储架式注册发行	中国银行间市场交易商协会发布消息称，受理龙湖集团200亿元储架式注册发行，中债增公司同步受理企业增信业务意向。除龙湖集团外，还有多家民营房企也在沟通对接发债注册意向，交易商协会、中债增公司正在积极推进受理评议工作。下一步，交易商协会将在人民银行指导下，坚持“两个毫不动摇”，组织中债增公司扎实推进“第二支箭”政策落实，不断加大对包括民营房企在内的民企发债融资支持力度，充分发挥稳定市场发展的积极作用。
2022年11月11日	新城控股发布公告	为积极改善融资情况，优化债务结构，公司拟向银行间交易商协会申请新增150亿元债务融资工具的注册额度。本次事项尚存在不确定性。
2022年11月11日	美的置业、碧桂园等或将收益本轮融资	据财联社报道，包括美的置业、碧桂园在内的多家房企正在沟通发债注册意向，其中美的置业的或将不止50亿元，碧桂园也已申请发债融资。
2022年11月13日	央行、银保监会共同发布《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》	保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度六大方面共十六条具体措施。
2022年11月21日	人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会	用好民营企业债券融资支持工具（“第一支箭”）支持民营房企发债融资。完善保交楼专项借款新增配套融资的法律保障、监管政策支持等，推动“保交楼”工作加快落实，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
2022年11月23日	“第二支箭”扩容首批民营房企落地	中债增公司在民企债券融资支持工具（“第二支箭”）政策框架下，出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中期票据，后续将根据企业需求提供持续增信发债服务。
2022年11月28日	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施（“第三支箭”），包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用、积极发挥私募股权投资基金作用。

2.3 若反弹，从量的维度中短期利好空调一户多台配置、烟机渗透；长期有望带动行业回归正常换机周期

• 地产数据主要在中短期维度下影响家电销售

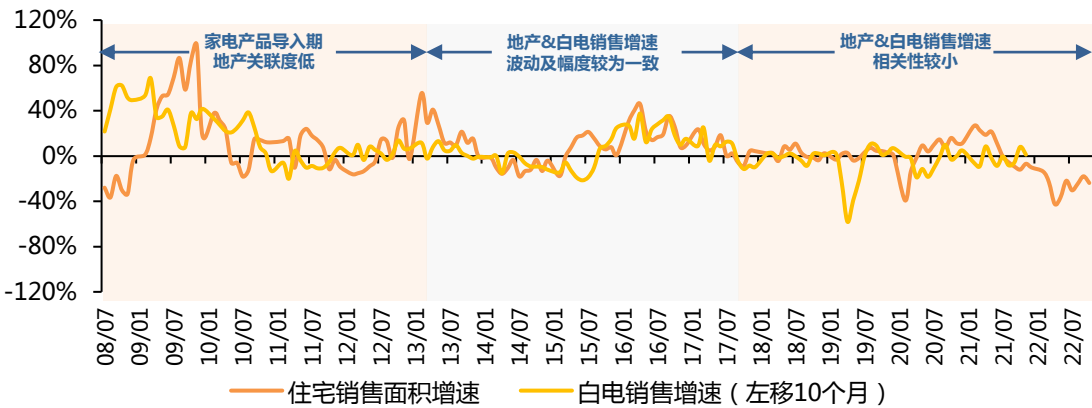
若地产反弹，**新房对空调渗透率提升有加速作用（一户多台）**；**对当前保有量相对较低的油烟机亦有一定提升作用。**

• 从长期维度看，家电实际为人口的生意

1) 新增需求：复盘国内住宅销售面积、白电销售面积同比增速走势，可以发现18年起地产&白电销售增速相关性已较小。经测算，伴随国内城镇化进程的推进，22年起国内商品房销售面积走势或将步入低个位数负增长阶段，由新增需求所带来的需求将逐步减少。

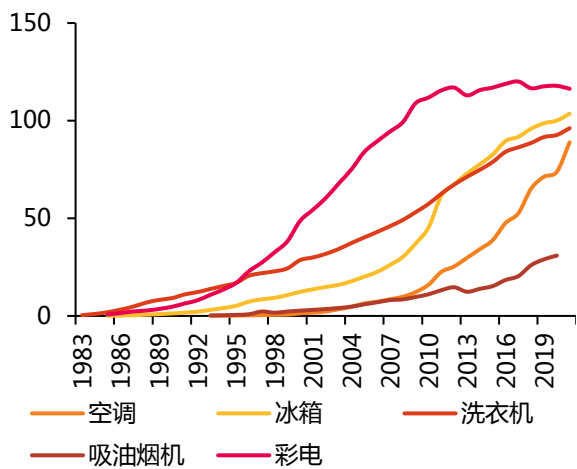
2) 更新需求：分主动和被动，短期看受到疫情影响、消费意愿减弱，主动需求有所延缓，但**长期维度看伴随消费场景恢复、消费意愿回暖，有望回归正常的换机周期。**

图：2008年起地产销售面积增速与白电销售增速走势

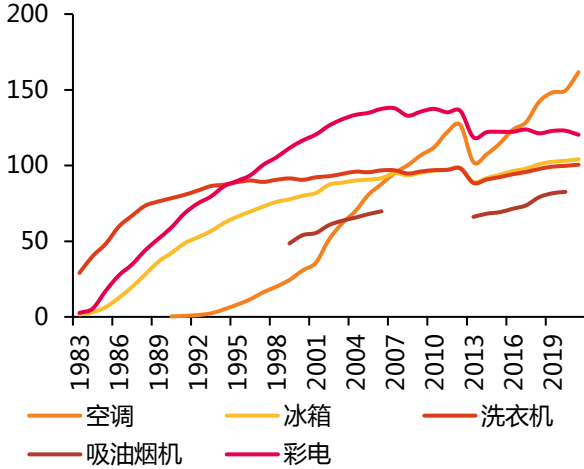


注：白电销售、地产销售21年同比增速调整为较19年同期增速。

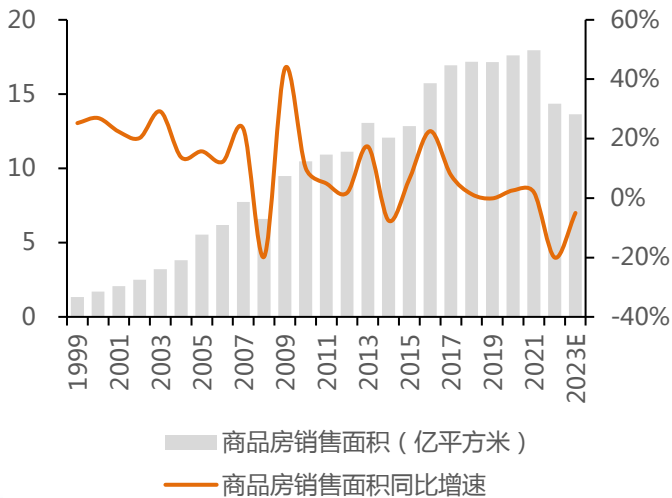
图：1983-2021年农村主要家电品类百户保有量（台/百户）



图：1983-2021年城镇主要家电品类百户保有量（台/百户）



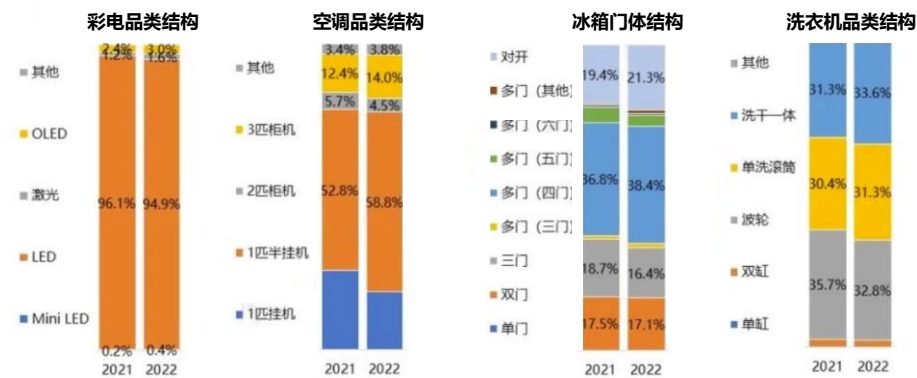
图：1999-2023E商品房销售面积及增速



2.4 从价的维度，当前白电线上均价增速回归持平，线下均价仍有明显提升，若房价能企稳回升则更加有利于家电产品的结构优化及均价提升

21年、22H1在大宗成本上行的影响下，大家电产品终端零售均价明显提升。其中空调由于产品形态变化较小，价格上涨可能更多来自成本上行背景下的提价行为，冰洗彩品类均价的提升则部分由结构升级带来。从具体品类结构看，22Q1-Q3线下市场1匹半挂机/2-3匹柜机空调、四门/对开冰箱、洗干一体洗衣机为代表的中高端产品占比提升的主流趋势不变，75寸及以上大屏彩电、500L以上冰箱、10KG以上洗衣机占比仍有明显提升。

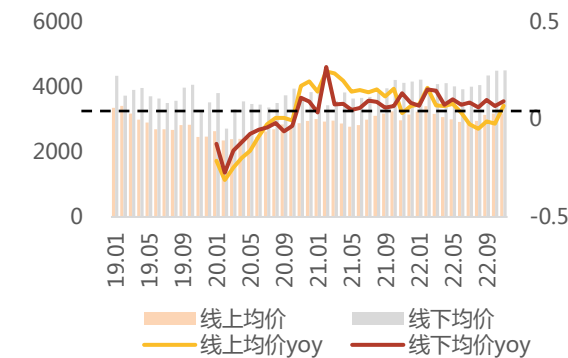
图：21Q1-Q3、22Q1-Q3线下市场大家电主要品类结构变化（零售量）



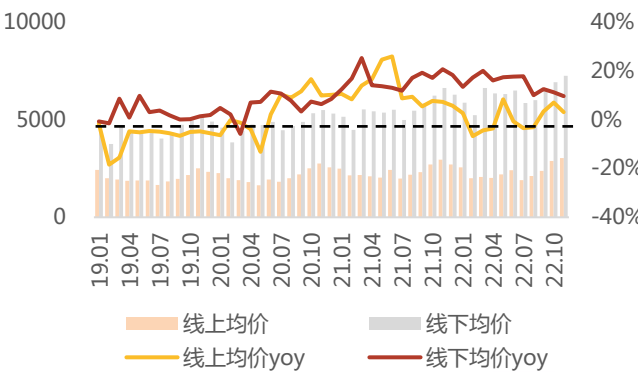
图：21Q1-Q3、22Q1-Q3线下市场大家电主要品类尺寸结构变化（零售量）



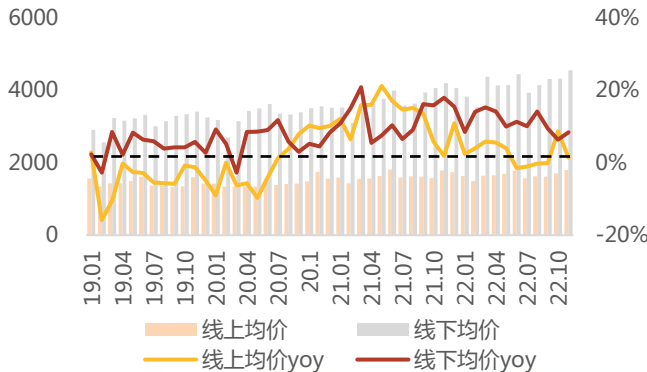
图：19M1-22M11空调线上、线下KA均价（元/台）



图：19M1-22M11冰箱线上、线下KA均价（元/台）



图：19M1-22M11洗衣机线上、线下KA均价（元/台）



2.5 不考虑渠道补库存的影响，仅从中长期因子的改善来看，明年家电需求端将恢复增长

测算假设

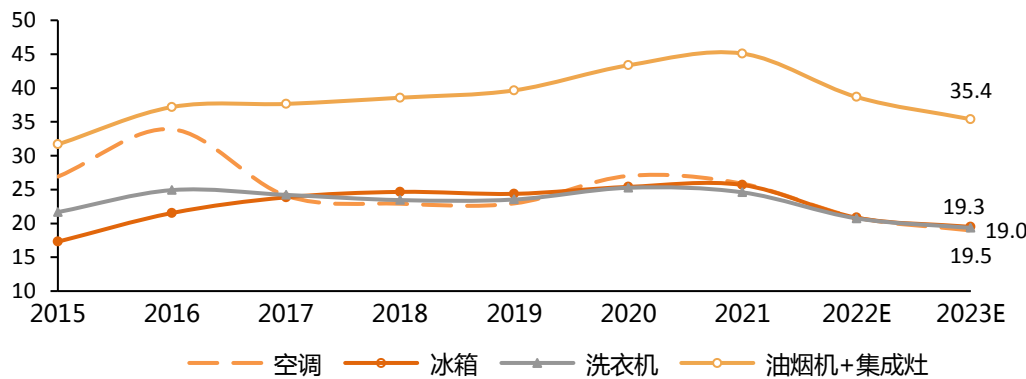
- 1) 据《国家人口发展规划(2016-2030年)》，2030年全国总人口有望达14.5亿人，常住人口城镇化率达70%，保守预计到2035年我国总人口为14.6亿人，城镇化率为73%，同时考虑到三胎政策放开，预计城镇、农村平均户规模达3.0/3.2人。
- 2) 假设大家电更新周期为10年。
- 3) 预计至35年我国空/冰/洗城镇家庭渗透率分别为200%/106%/103%，农村家庭渗透率分别为135%/105%/98%；油烟机+集成灶35年渗透率达到100%。
- 4) 假设疫情环境下居民的大家电更新需求被部分抑制，且在T+1、T+2年逐步释放完毕。
- 5) 22年起国内精装房渗透率每年提升0.2pct。

测算结论

内销总需求：预计22年空/冰/洗/烟机+集成灶内销总需求量分别为8452/4231/4251/2280万台，YoY+0%/-1%/-5%/-6%；23年空/冰/洗/烟机+集成灶内销总需求量分别为8839/4299/4333/2367万台，YoY+5%/+2%/+2%/+4%；2021-2035年空/冰/洗/烟机+集成灶内销总需求量CAGR分别为+0.2%/+2%/-1%/+3%。

竣工需求：预计22年空调由地产竣工带来需求1763万台，冰/洗/烟机+集成灶竣工带来需求882万台，空调/冰/洗/烟机+集成灶的竣工带来需求占总需求比重分别同比下滑5/5/4/6pcts。在商品房销售持续下行的预期下，预计大家电需求将主要由更新需求及存量新增需求带来。

图：2015A-2023E 竣工带来需求占比（销售口径，假设竣工/销售比=80%）



图：2015A-2023E 大家电需求预测（销售口径，假设竣工/销售比=80%；万台）

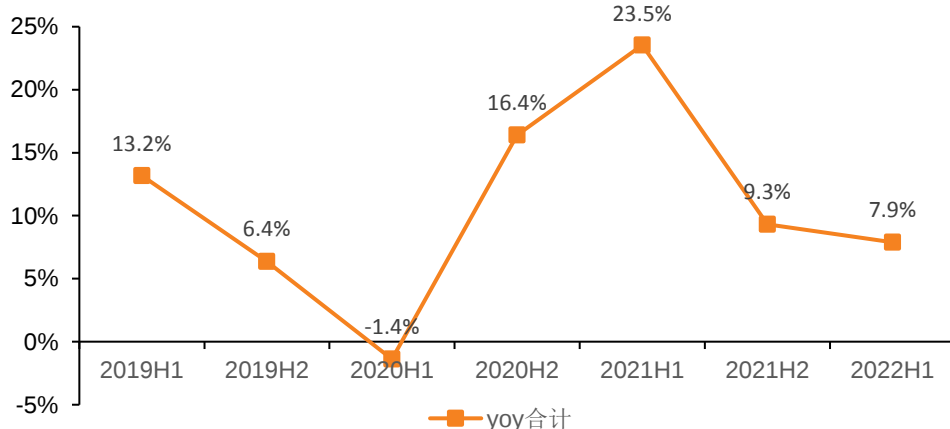
销售口径（假设竣工销售比=80%）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
空调总需求	6288	6049	8875	9281	9212	8028	8470	8452	8839
YoY		-4%	47%	5%	-1%	-13%	6%	0%	5%
更新需求+存量新增需求	4595	3997	6738	7155	7097	5859	6279	6688	7164
更新需求+存量新增需求占比	73%	66%	76%	77%	77%	73%	74%	79%	81%
竣工需求（空调每套2台）	1693	2052	2138	2126	2115	2169	2191	1763	1675
竣工带来需求占比	27%	34%	24%	23%	23%	27%	26%	21%	19%
冰箱总需求	4894	4763	4480	4310	4338	4270	4265	4231	4299
YoY		-3%	-6%	-4%	1%	-2%	0%	-1%	2%
更新需求+存量新增需求	4047	3737	3411	3247	3281	3185	3169	3349	3461
更新需求+存量新增需求占比	83%	78%	76%	75%	76%	75%	74%	79%	81%
竣工需求（冰箱每套1台）	846	1026	1069	1063	1057	1084	1095	882	838
竣工带来需求占比	17%	22%	24%	25%	24%	25%	26%	21%	19%
洗衣机总需求	3905	4115	4414	4533	4493	4291	4453	4251	4333
YoY		5%	7%	3%	-1%	-4%	4%	-5%	2%
更新需求+存量新增需求	3059	3089	3345	3470	3435	3206	3358	3370	3495
更新需求+存量新增需求占比	78%	75%	76%	77%	76%	75%	75%	79%	81%
竣工需求（洗衣机每套1台）	846	1026	1069	1063	1057	1084	1095	882	838
竣工带来需求占比	22%	25%	24%	23%	24%	25%	25%	21%	19%
油烟机+集成灶总需求	2671	2758	2839	2756	2667	2502	2430	2280	2367
YoY		3%	3%	-3%	-3%	-6%	-3%	-6%	4%
更新需求+存量新增需求	1825	1732	1770	1693	1609	1417	1335	1398	1529
更新需求+存量新增需求占比	68%	63%	62%	61%	60%	57%	55%	61%	65%
竣工需求（油烟机或集成灶每套1台）	846	1026	1069	1063	1057	1084	1095	882	838
竣工带来需求占比	32%	37%	38%	39%	40%	43%	45%	39%	35%

3

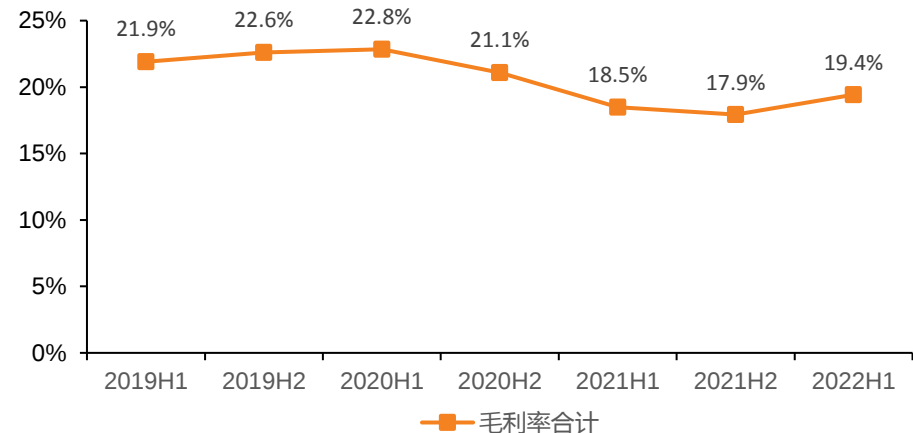
外销：外需拐点何在？

3.1 当前家电外销增速仍承压，主要为22H1外需较弱、库存偏高、出口运价偏高等多因素导致

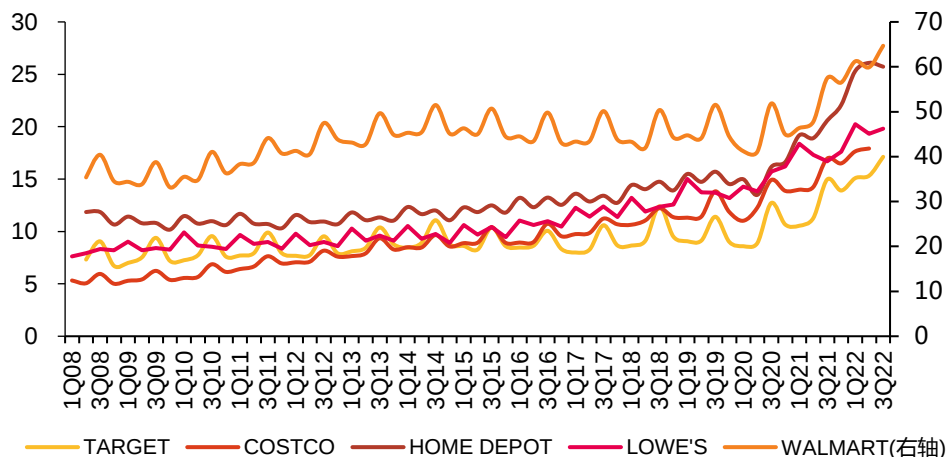
图：2019H1-2022H1家电核心标的外销收入增速情况



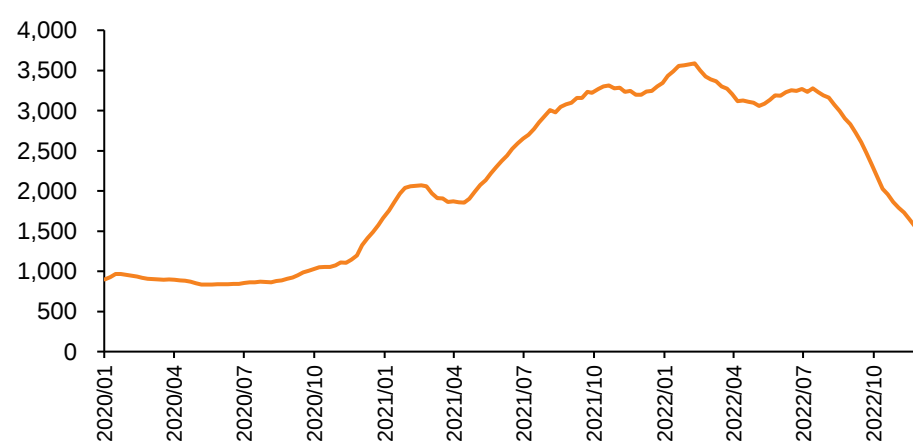
图：2019H1-2022H1家电核心标的外销毛利率走势



图：08Q1-22Q3北美五大零售商库存水平（十亿美元）



图：中国出口集装箱运价指数（CCFI）

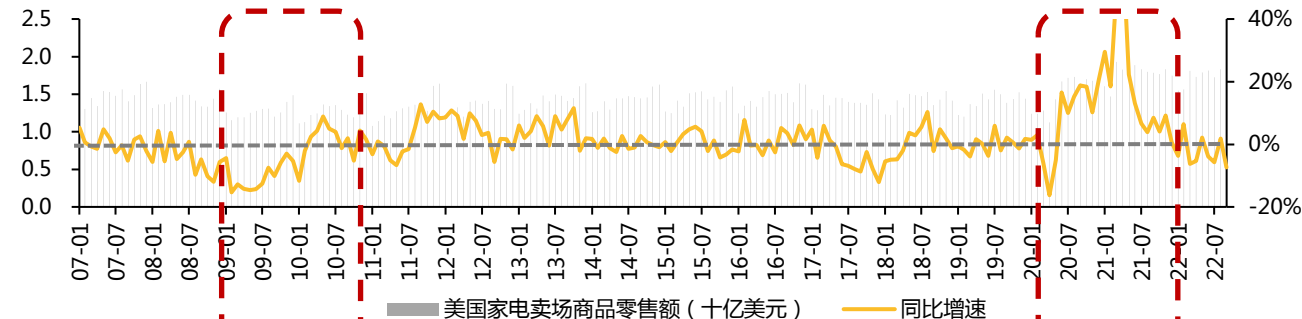


注：此处核心标的包括海尔智家，美的集团，格力电器，海信家电，苏泊尔，九阳股份，新宝股份，北鼎股份

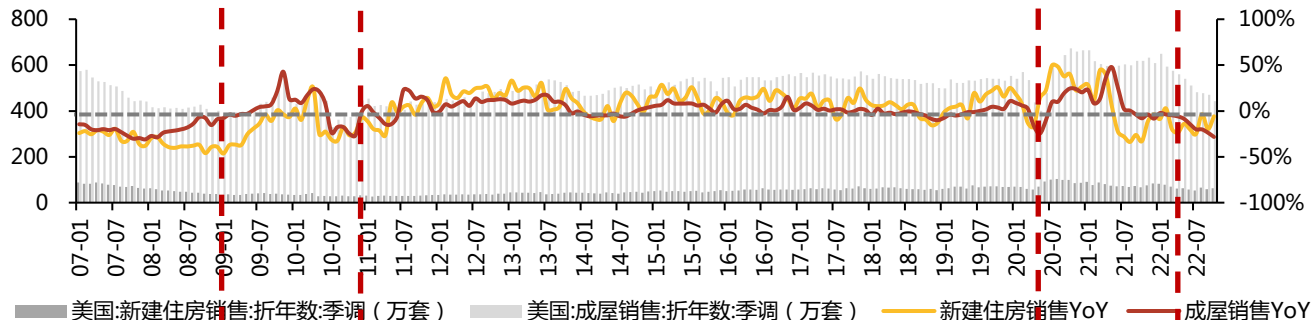
3.2 需求：地产数据偏弱+美联储加息共同作用下，北美家电需求释放受抑制

- 上轮：**美国家电卖场家电销售增速低谷出现在2009年2月，伴随低基数效应褪去，2010年底美国当地家电零售增速回归正常波动区间。期间家电需求走弱主要受全球金融危机影响，导致08Q4起消费紧缩，家电进口额增速走弱。伴随1) 金融危机负面影响消散，欧美需求回升、消费者信心逐步恢复；2) 第二轮量化货币政策与大规模减税方案刺激居民消费能力提升；3) 国内家电大企业数量增加，出口带动作用增强，白电外销增速实现修复。
- 本轮：**增速低谷出现在2020年4月，疫情恐慌情绪的缓和、抗疫补助的推进，带动两大指标的增速在21年初达到高峰，叠加20年初低基数影响，本轮高峰涨幅远高于10年初，并已于21年底步入平稳波动阶段。美联储今年以来持续加息造成美国消费者信心指数大幅下降；美国各CPI指标同比增速仍处近年来高位，挤压可选消费；22年美国新房及成屋销售套数增速尚未有明显提振。多因素共同作用下，当期美国家电需求受到抑制。

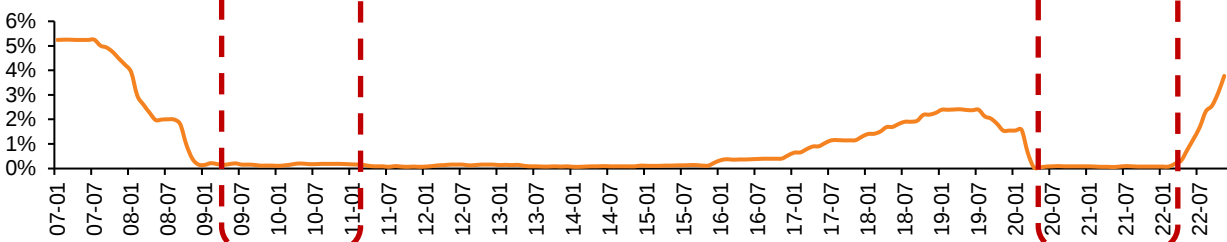
图：2007年起美国家电卖场商品零售额及增速



图：2007年起美国新房和成屋销售套数及增速



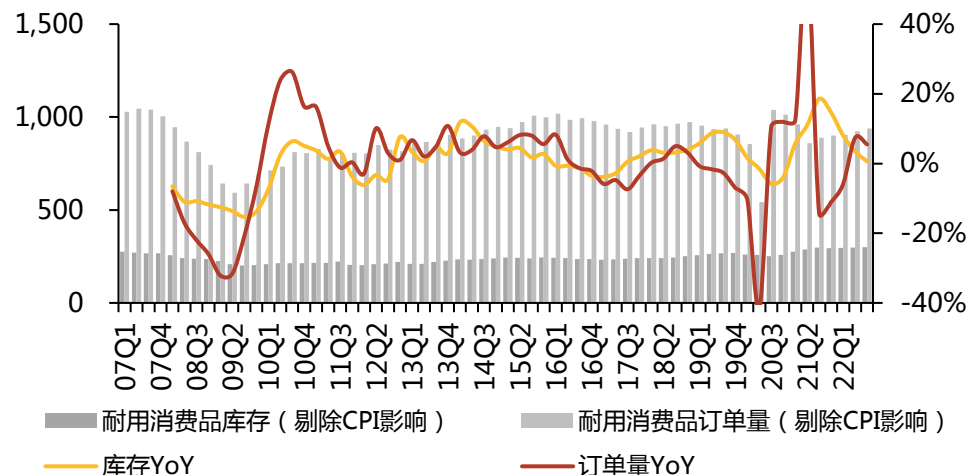
图：2007年起美国联邦基金有效利率走势



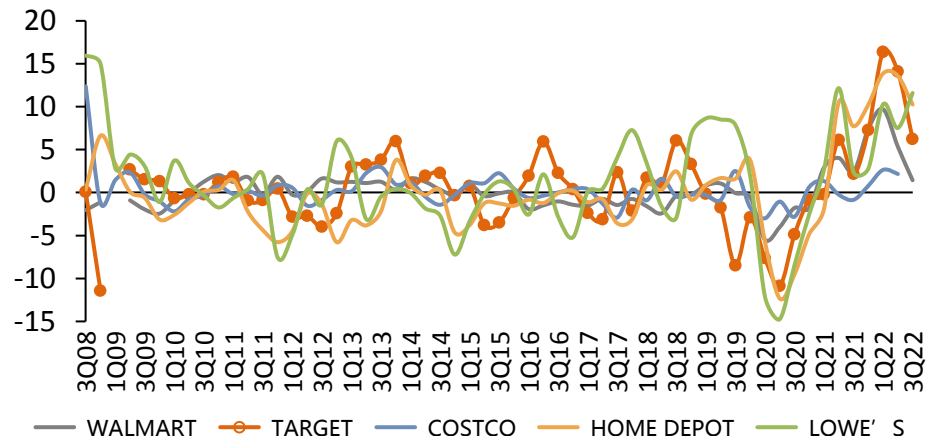
3.3 库存：美国消费品库存量仍待进一步去化，22Q3北美零售商库销比已见环比回落

- **从绝对值上看：**自2020H2起美国耐用消费品渠道库存（剔除CPI影响）呈现逐步上升趋势，相较于2017-2018年的相对低位水平仍待进一步去化。
- **从增速上看：**上轮美国耐用消费品库存量伴随订单高增得到逐步消化，快速回归正常波动区间；而本轮于2021H2库存量达到峰值高于上轮，2022Q3才降至同比持平水平。
- **从库存去化看：**上轮美国耐用消费品库存去化经历约一年半时长，本轮库销比自21Q2起环比回落，去化斜率较上轮更缓，我们预计库销比有望在23H2回归正常水平。

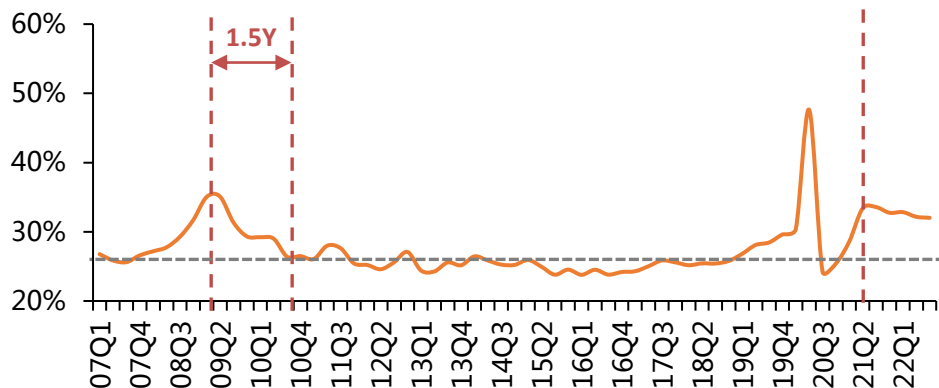
图：2007年起美国耐用消费品库存、订单量数据（剔除CPI影响，亿美元）



图：北美零售公司库销比



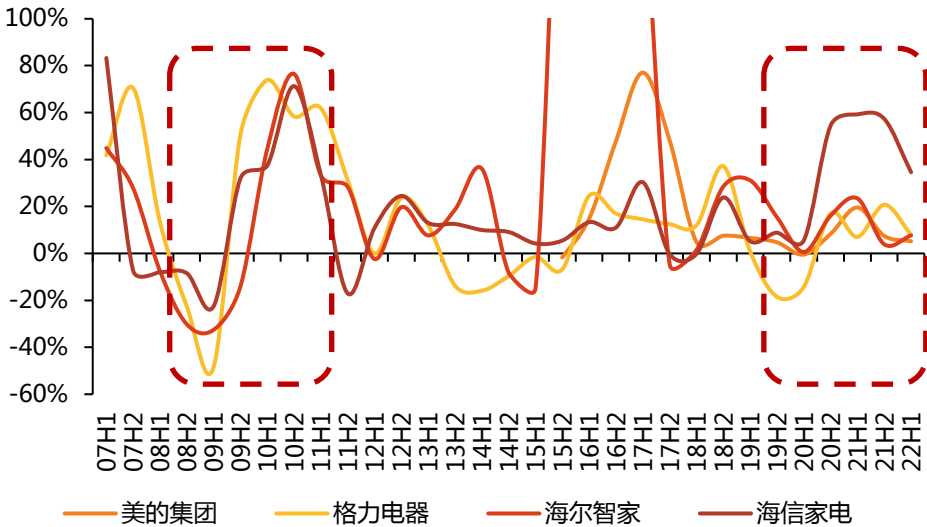
图：07Q1-22Q3美国耐用消费品库销比



3.4 展望：如何看外需企稳的时点和弹性

- 上轮：**从时长看，低谷期持续约一年，修复反弹期持续约两年。从弹性看，08H2-09H1白电企业外销收入持续下滑，最低点位于-20%~-50%；2010年新兴国家市场的需求、部分发达国家的经济复苏，推动白电出口快速修复，09H2-11H2白电企业外销业务普遍延续高增，其中高点约在10H2达成，白电企业外销收入增速介于+50%~80%。
- 本轮：**2020年中国的出口面临着更多不确定、不稳定的因素，叠加部分海外核心市场的贸易壁垒和摩擦，导致20H1主要白电企业外销增速相对疲软（美的/格力/海尔/海信家电外销收入分别+0%/-14%/+1%/+6%），20H2起外销收入增速呈环比修复，叠加低基数作用，以及21Q4海运恢复带来较大出货量，白电企业外销收入增速于21H1达到峰值（美的/格力/海尔/海信家电外销收入分别+20%/+7%/+23%/+59%），自此增速逐步下行。22H1美的/格力/海尔/海信家电外销收入分别+5%/+8%/+8%/+35%，在外需低迷背景下仍实现较好增长，而同期小家电企业苏泊尔/新宝外销收入分别-17%/+7%增速较弱。
- 从海外家电企业展望看：**伊莱克斯对欧洲和北美地区消极预测延续到2023年，对亚太/中东/非洲地区22年收入维持营收增长的乐观预测，物流成本膨胀、成品和零部件采购及生产效率低下导致全年经营仍存在压力；惠而浦对亚洲市场增幅较乐观，其余地区预期持续下调。

图：07H1-22H1白电核心标的外销收入同比增速



表：伊莱克斯、惠而浦在22年财报中对全年及23年预期

伊莱克斯	22年预测（一季报）	22年预测（二季报）	22/23年预测（三季报）
欧洲	消极	消极	消极/消极
北美	中性	消极	消极/消极
拉丁美洲	消极	消极	消极/-
亚太/中东/非洲	积极	积极	积极/-
惠而浦	22年预测（一季报）	22年预测（二季报）	22年预测（三季报）
整体			
营收/YoY	~\$22.5B/2-3%	~\$20.7B/~(6)%	~\$20.1B/~(9)%
EBIT利润率/YoY	~9.5%/~(125)bps	~9.0%/~(180)bps	~7.25%/~(350)bps
分地区行业增速			
北美	~0%	(7)-(5)%	(9)-(7)%
欧洲/中东/非洲	(5)-(3)%	(5)-(3)%	(7)-(5)%
拉丁美洲	(4)-(2)%	(4)-(2)%	(5)-(3)%
亚洲	5-6%	5-6%	5-6%
分地区EBIT			
北美	~16%	~15%	12%+
欧洲/中东/非洲	~0%	~0%	~(1.5)%
拉丁美洲	~7%	~7%	6%+
亚洲	~6%	~6%	~5%

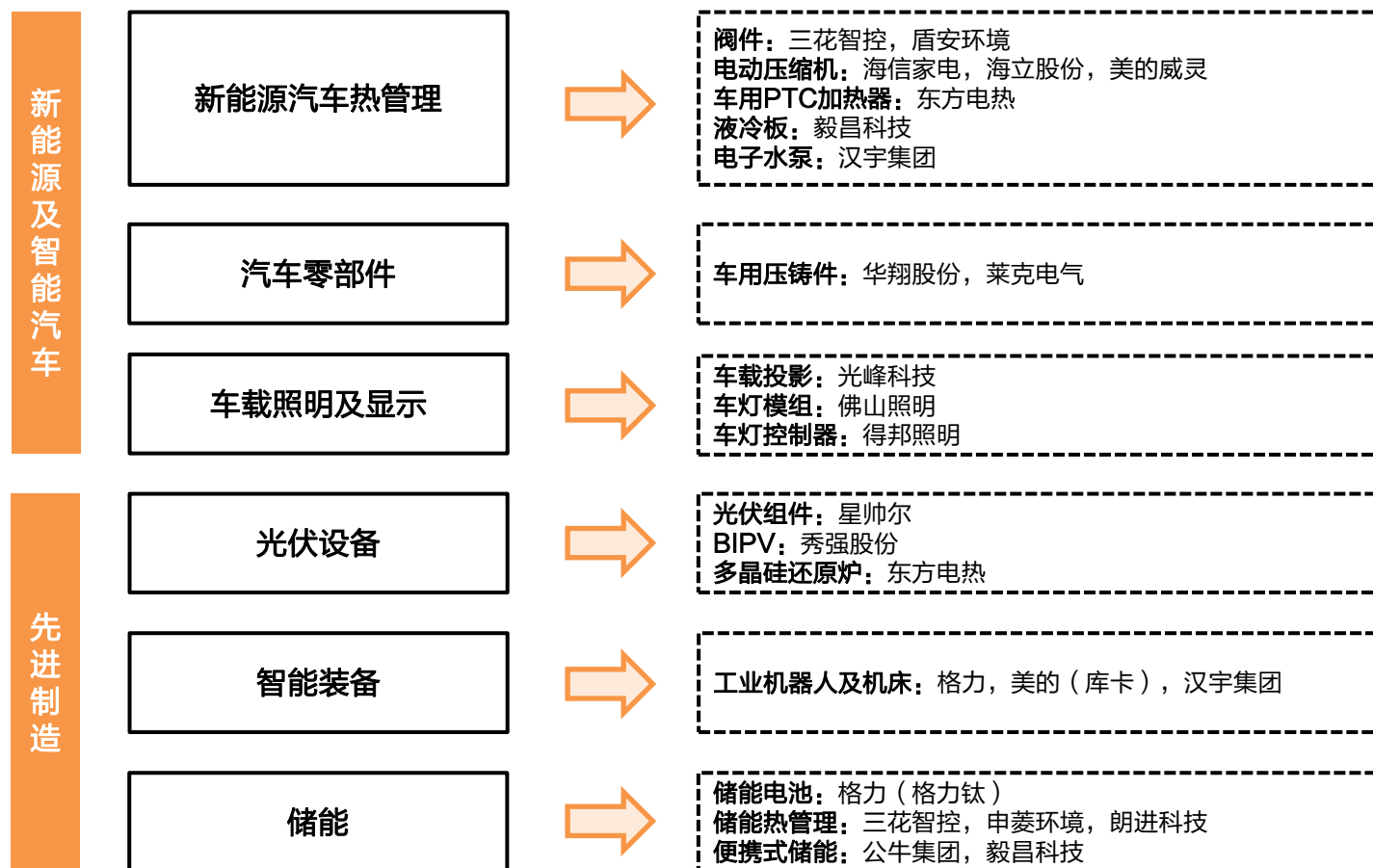
资料来源：伊莱克斯官网，惠而浦官网，Wind，天风证券研究所

4

外延：家电第二曲线的梳理

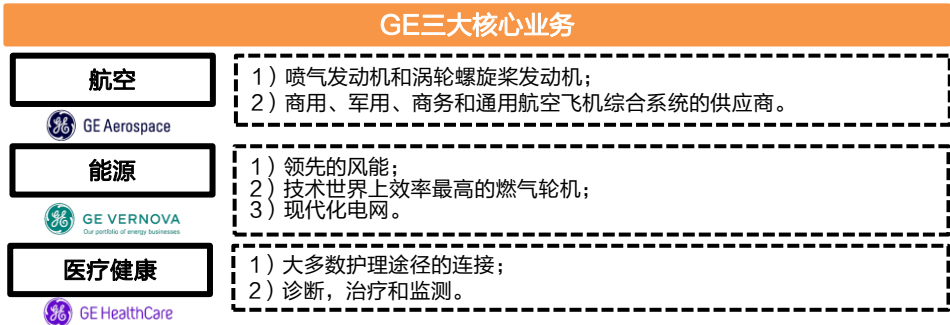
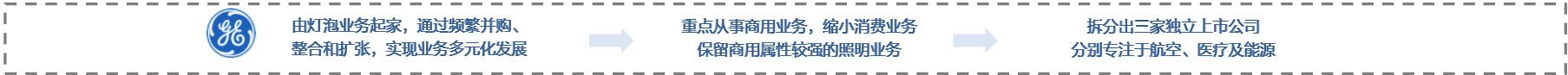
4.1 家电企业转型方向梳理

图：家电企业ToB转型方向概览

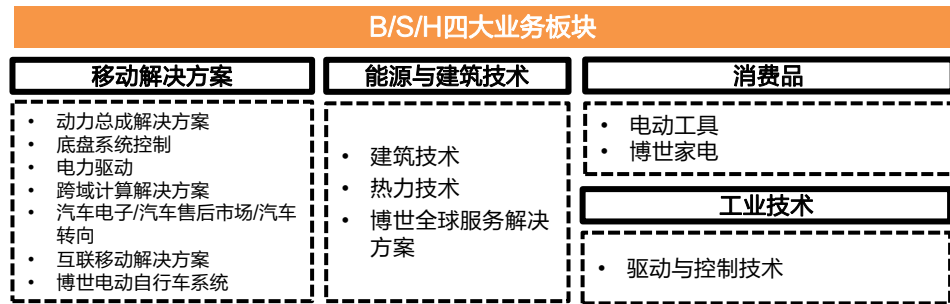
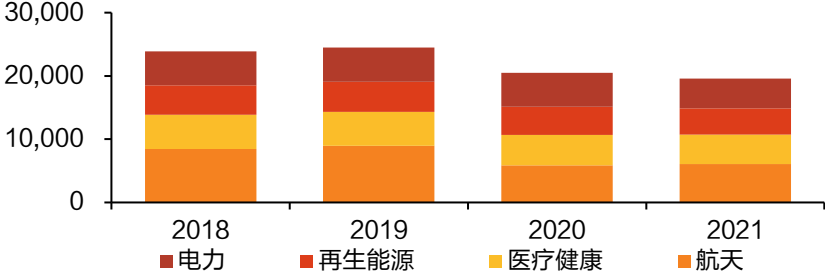


4.2 海外企业转型：工业起家，延伸家电，开启ToB+ToC多元业务发展

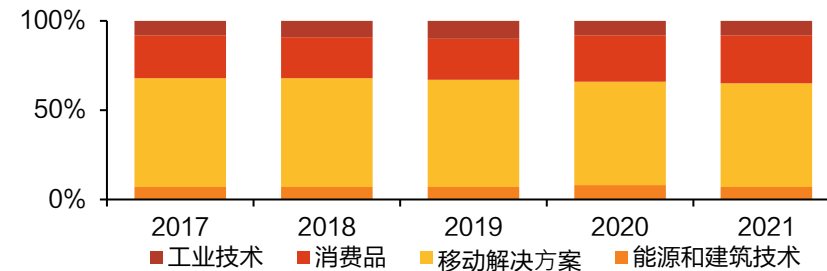
- GE公司自成立后，经历了并购扩张→缩小消费业务→调整业务核心为航空，并计划分拆医疗（2023年初）及能源业务（2024年初）。
- 博世（B/S/H）公司自1886年成立深耕机械领域，现开启自动驾驶、智能家居、工厂机器自主通信等新兴领域的布局。
- 对比白电龙头格力、美的的转型路径，**博世、GE由工业起家并逐步延伸家电领域，故所涉及业务较国内白电龙头更具广度**。伴随白电企业B端业务发力步入收获，涵盖汽车、工商业等领域的制造能力有望逐步提升，或将带动公司体量进一步扩张。



图：GE营收拆分（百万美元）



图：B/S/H营收拆分

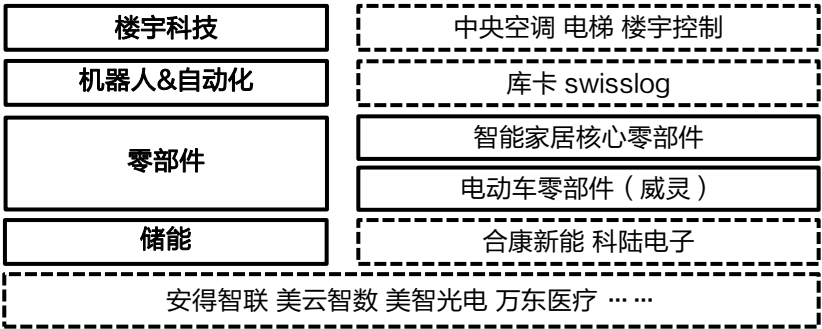


4.2 美的集团转型：智能楼宇、机器人、零部件、储能

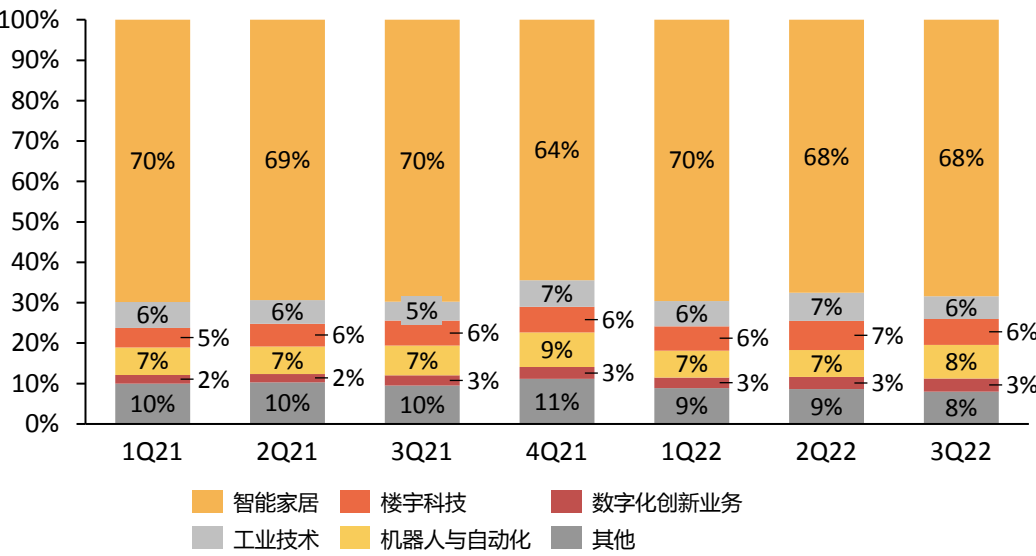
美的集团ToB业务重点发力工业技术中的能源管理（储能、新能源车零部件）、楼宇科技（原来央空的主体演变过来的）、智能制造(库卡)。对应三个业务体，工业技术、库卡和楼宇科技事业部。

分事业部看，22Q1-Q3美的智能家居/工业技术/楼宇科技/机器人与自动化/数字化创新业务收入为1862/170/179/195/81亿元，同比+2%/+15%/+23%/+6%/+37%；Q3智能家居/工业技术/楼宇科技/机器人与自动化/数字化创新业务收入603/49/57/73/29亿元，同比-2%/+19%/+5%/+12%/+29%，**ToB业务延续较好增势，对公司整体收入贡献逐步攀升。**

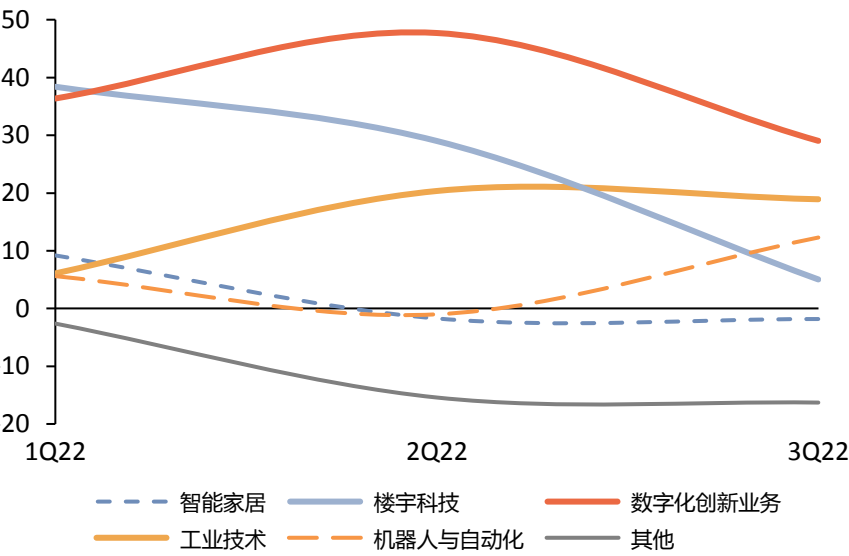
图：美的ToB端业务概览



图：美的集团分事业部收入占比情况（%）



图：美的集团分事业部收入增速（%）

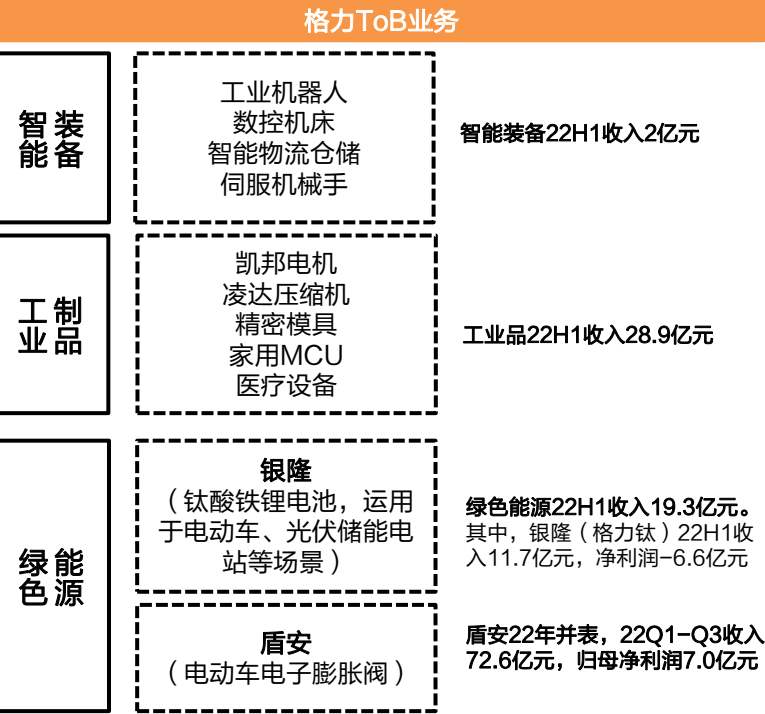


4.2 格力电器转型：精密制造、零部件、储能

近年来格力将自身定位为多元化工业集团，在ToB领域实现横向+纵向延伸：

- 1) 纵向看，格力旗下凯邦电机、凌达压缩机、精密模具子公司、零边界集成电路子公司实现上游零部件一体化覆盖，同时延伸至汽车、3C数码、医疗设备等领域；
- 2) 横向看，格力瞄准智能装备及新能源两大方向，加大工业机器人、数控机床等产品研发力度，同时通过收购银隆及盾安切入新能源汽车热管理、光储电池等高景气赛道。

图：格力ToB业务布局



表：格力智能装备领域主要产品

产品类型	主要产品	主要应用领域
工业机器人	GR12A-2.0 GR20A-1.8 GR30A-1.6	焊接、装配、搬运、码垛、涂胶、包装以及机器人教学
数控机床	五轴联动加工中心GA-F350 立式加工中心GA-V5080	叶轮、膝盖关节、医疗器械、复杂曲面的模具制造；叶轮、模具、航天、汽车等复杂零件的精加工
智能物流仓储	潜伏式AGV 移栽式AGV 牵引式AGV	智能物流仓储
伺服机械手	钣金冲压机械手、气动伺服机械手、五轴伺服机械手	冲压工位上上料、搬运、下料、码垛等生产工序；模具生产

表：钛酸锂电池安全性凸显

电池种类	安全性	寿命	价格	比能量	其他
钴酸锂	较低	较短	较低	高	市场份额稳定
锰酸锂	较高	较短	较低	较高	容量小
镍钴锰酸锂	较高	较长	较低	高	自热率低
磷酸铁锂	高	长	较低	较低	容量小
镍钴铝酸锂	较低	较长	较高	高	-
钛酸锂	高	长	高	较低	充电快

图：银隆高海拔地区储能项目



4.3 家电转型热管理：阀、压缩机壁垒突出，储能热管理长坡厚雪

- 空间：**价值量持续提升**（热泵化，集成化，增配水冷阀件等趋势），热管理降低电池成本，进而降低整车成本。
- 格局：**阀件壁垒显著**（三花、盾安两大龙头）为最优细分，**压缩机国产替代**（海信、海立）提份额，**储能热管理**（三花持续发力，申菱已有在手订单+定增）。
- 标的：**盾安环境、三花智控、海信家电、海立股份、申菱环境**等。

盾安环境

阀件：公司将业务延伸高景气新能源车赛道后，依靠经久积累的产品底蕴获得了众多主机厂的认可，汽零业务在手订单充足、成长空间可期。公司汽零业务的产值正处于快速爬坡期，我们预计Q3、Q4同环比均有较好增长。展望后续，伴随芯片供应缓解以及主机厂装车节奏加快，公司汽零产品交付能力有望稳步提升。

三花智控

阀件：全球热管理龙头，一直积极投入研发、构筑坚实的技术壁垒，持续强化自身领先的产品、客户和规模优势。我们预计公司26年前在手订单规模有望由此前公布的460亿元进一步上调。
储能热管理：储能业务有望在储能热管理、电化学储能领域有所突破。

海信家电

汽车空调压缩机：公司收购日本三电以来整合进度较为顺利，一方面三电亏损持续减少，报表端对公司业绩拖累有望持续减轻，另一方面三电成功拓展新能源车客户，提供后续增长动能。
储能热管理：集团旗下子公司海信网络能源已有相关产品储备（但该公司不在上市公司体内）。

海立股份

汽车空调压缩机：公司收购马瑞利切入新能源汽车热管理赛道，目前公司汽车热泵空调产品已获得小鹏、比亚迪定点，空调压缩机产品获得集度、零跑、东风日产、吉利、江铃等客户定点。

申菱环境

储能热管理：温控储能在手订单不到一亿，且以风冷为主，定增项目将重点规划开发液冷储能产品。

4.4 家电转型中小市值公司巡礼

图：家电转型小市值公司业务一览（市值选取2023年1月6日市值）

名称	代码		19A	20A	21A	主业	副业	当前市值（亿元）
芬尼科技	A20524.SZ	营收（亿元）	8.2	10.4	16.9	热泵相关产品（21年营收占比96%），包括泳池恒温（57%），采暖制冷设备（25%），生活热水设备（12%），烘干设备（1.8%）	无	新股
		YoY	-11%	26%	64%			
		业绩（亿元）	0.5	0.8	1.0			
		YoY	20%	44%	29%			
萤石网络	688475.SH	营收（亿元）	23.6	30.8	42.4	智能家居产品，包括智能摄像头，智能入户，智能控制，智能服务机器人等，21年营收占比86%	智能家居云平台增值服务，21年营收占比13%	163
		YoY	55%	30%	38%			
		业绩（亿元）	2.1	3.3	4.5			
		YoY	60%	55%	38%			
东方电热	300217.SZ	营收（亿元）	22.3	24.0	27.9	家电PTC加热器，22H1占比41%	新能源装备22H1占比35.06%（多晶硅冷氢化用加热器，多晶硅还原炉，锂电池钢壳材料，新能源车用电加热器）；光通信22H1占比23.14%（光缆专用钢塑复合材料）	88
		YoY	0%	7%	16%			
		业绩（亿元）	-1.0	0.6	1.7			
		YoY	-167%	-162%	188%			
深康佳A	000016.SZ	营收（亿元）	551.2	503.5	491.1	工贸业务，22H1占比60%；黑电及白电业务，22H1分别占比14%和11%	环保业务（再生资源回收利用）和半导体业务（存储、光电芯片），22H1分别占比5%和0.3%	88
		YoY	19%	-9%	-2%			
		业绩（亿元）	2.1	4.8	9.1			
		YoY	-48%	125%	90%			
得邦照明	603303.SH	营收（亿元）	42.4	45.1	52.7	通用照明行业，主要产品为LED光源和一体化民用灯具产品	车载控制器与车用照明模组，21年车载营收2.81亿元，占比5.3%	89
		YoY	6%	6%	17%			
		业绩（亿元）	3.1	3.4	3.3			
		YoY	25%	10%	-4%			
立达信	605365.SH	营收（亿元）	50.5	54.2	64.8	通用照明行业，主要产品为LED光源照明产品，21年占比71.95%	IoT产品，包括智能照明、控制、传感、监控等，21年占比23.46%	83
		YoY	6%	7%	20%			
		业绩（亿元）	3.7	4.5	3.0			
		YoY	21%	21%	-33%			
四川九洲	000801.SZ	营收（亿元）	29.9	33.0	35.4	数字家庭多媒体产品、智能融合终端、AI机顶盒、卫星数字机顶盒；数据通信终端包括：光网络终端、智能组网终端、Cable Modem、有线宽带DSL终端等。21年营收占比48%	空管产品21年营收占比24%（空管系统、雷达系统、通信系统、导航系统、等），微波射频产品21年营收占比5%（频率源、无线电接收机、射频微波放大器、数字信号处理、射频微波控制器件、毫米波产品及微波无源产品等）	68
		YoY	-21%	10%	7%			
		业绩（亿元）	0.3	0.8	1.4			
		YoY	-69%	183%	89%			

资料来源：各公司公告，Wind，Wind投资者问答，毅昌科技官网，天风证券研究所

4.4 家电转型中小市值公司巡礼

图：家电转型小市值公司业务一览（市值选取2023年1月6日市值）

名称	代码		19A	20A	21A	主业	副业	当前市值（亿元）
万和电气	002543.SZ	营收（亿元）	62.2	62.7	75.3	厨房电器及生活热水设备，22H1分别占比47%和44%	空气源热泵产品	68
		YoY	-10%	1%	20%			
		业绩（亿元）	6.0	6.1	3.6			
		YoY	22%	2%	-41%			
富佳股份	603219.SH	营收（亿元）	11.0	20.9	26.0	清洁电器代工	对外投资羲和未来切入储能赛道	64
		YoY	-20%	90%	24%			
		业绩（亿元）	0.8	1.7	2.3			
		YoY	-36%	104%	35%			
佛山照明	000541.SZ	营收（亿元）	33.4	37.4	47.7	通用照明行业，22H1占比41%；LED封装，22H1占比30%	车灯产品，22H1占比18%	60
		YoY	-12%	12%	27%			
		业绩（亿元）	3.0	3.2	2.5			
		YoY	-20%	5%	-21%			
奥马电器	002668.SZ	营收（亿元）	73.9	83.5	101.2	冰箱及配件		60
		YoY	-5%	13%	21%			
		业绩（亿元）	0.5	-9.9	-0.8			
		YoY	-103%	-1953%	-92%			
奥佳华	002614.SZ	营收（亿元）	52.8	70.5	79.3	按摩器材	新风系统，电热毯	56
		YoY	-3%	34%	12%			
		业绩（亿元）	2.8	4.6	4.6			
		YoY	-36%	63%	0%			
海立股份	600619.SH	营收（亿元）	121.4	110.7	157.7	制冷设备压缩机，22H1占比70.%	车用空调压缩机，22H1占比26%	54
		YoY	4%	-9%	42%			
		业绩（亿元）	2.9	1.6	3.2			
		YoY	-8%	-43%	99%			
惠而浦	600983.SH	营收（亿元）	52.8	49.4	49.3	洗衣机，微波炉，冰箱等产品		53
		YoY	-16%	-6%	0%			
		业绩（亿元）	-3.2	-1.5	-5.9			
		YoY	-223%	-54%	293%			
华翔股份	603112.SH	营收（亿元）	20.5	19.5	32.8	压缩机零部件，工程机械零部件，22H1分别占比45%，22%	汽车零部件，生铁和再生资源，22H1分别占比14%，15%	52
		YoY	3%	-5%	68%			
		业绩（亿元）	1.7	2.4	3.3			
		YoY	24%	41%	34%			
日出东方	603366.SH	营收（亿元）	33.7	35.4	42.1	太阳能热水器，厨电产品，电热水器	空气能产品，光伏产品，21A分别占比14.4%，0.22%	52
		YoY	6%	5%	19%			
		业绩（亿元）	0.8	1.7	2.1			
		YoY	-117%	106%	25%			

资料来源：各公司公告，Wind，Wind投资者问答，毅昌科技官网，天风证券研究所

4.4 家电转型中小市值公司巡礼

图：家电转型小市值公司业务一览（市值选取2023年1月6日市值）

名称	代码		19A	20A	21A	主业	副业	当前市值（亿元）
秀强股份	300160.SZ	营收（亿元）	12.7	12.9	14.6	家电用玻璃	BIPV（22H1建设分布式光伏电站项目3个，后续有望通过定增扩产）	50
		YoY	-9%	1%	13%			
		业绩（亿元）	1.2	1.2	1.4			
		YoY	-154%	-2%	12%			
阳光照明	600261.SH	营收（亿元）	53.2	48.2	42.6	LED灯具及光源产品		47
		YoY	-5%	-9%	-12%			
		业绩（亿元）	4.8	4.8	3.2			
		YoY	26%	0%	-35%			
澳柯玛	600336.SH	营收（亿元）	64.3	70.6	86.3	冰箱，洗衣机，小家电，空调等	智能冷链设备	45
		YoY	14%	10%	22%			
		业绩（亿元）	1.9	3.1	1.8			
		YoY	176%	61%	-42%			
星帅尔	002860.SZ	营收（亿元）	7.1	9.3	13.7	白色家电压缩机配套零部件，包括起动机、热保护器、密封接线柱等，21年营收占比62%	太阳能硅片光伏组件等，21年营收占比19%，22H1占比达到34%	44
		YoY	73%	31%	48%			
		业绩（亿元）	1.3	1.1	1.4			
		YoY	38%	-18%	33%			
长虹美菱	000521.SZ	营收（亿元）	165.5	153.9	180.3	空调，冰箱，洗衣机，小家电及厨卫电器	医用冷链	41
		YoY	-5%	-7%	17%			
		业绩（亿元）	0.6	-0.9	0.5			
		YoY	46%	-252%	-161%			
小崧股份	002723.SZ	营收（亿元）	10.0	10.9	13.2	便携照明设备及风扇	环境小家电，消杀电器，个护美容电器，教育照明产品，电子烟	41
		YoY	21%	9%	21%			
		业绩（亿元）	0.4	0.3	0.2			
		YoY	-143%	-34%	-31%			
汉宇集团	300403.SZ	营收（亿元）	8.6	9.4	11.3	家电用水泵	智能马桶，工业机器人（冲压机械手、谐波减速器），新能源车配件（充电桩，电子水泵）	38
		YoY	9%	9%	20%			
		业绩（亿元）	1.6	2.0	2.3			
		YoY	0%	25%	12%			
毅昌科技	002420.SZ	营收（亿元）	35.1	30.6	37.4	家电行业（21A占比61%，22H1占比45%）；黑电显示类产品及白电零部件	新能源行业（21A占比3.8%，22H1占比14%）：新能源车热管理液冷板、便携式储能；汽车行业（21A占比14%，22H1占比17%）：内外饰及轻量化模块；医疗行业（21A占比2%，22H1占比3%）：新冠检测设备等	29
		YoY	-28%	-13%	22%			
		业绩（亿元）	1.3	0.7	0.7			
		YoY	116%	-51%	13%			
郎进科技	300594.SZ	营收（亿元）	5.3	5.8	6.8	轨道交通空调，21年营收占比76%	新能源汽车空调，空气能变频热泵烘干设备，数据中心及电力储能温控设备，21年新能源及智能装备占比10.94%	18
		YoY	11%	11%	16%			
		业绩（亿元）	0.8	0.9	0.1			
		YoY	7%	6%	-94%			

资料来源：各公司公告，Wind，Wind投资者问答，毅昌科技官网，天风证券研究所

投资建议

投资建议

展望2023年，我们认为在22年困扰家电行业国内需求的地产、防疫政策已得到优化，消费者的消费力&消费意愿以及消费场景有望得到改善。同时海外市场，欧美的去库存周期可能迎来终点，伴随通胀压力下降，家电公司的海外业务亦有望迎来拐点。此外，在2B线条上，我们仍然看好家电企业的外延发展，将研发/制造能力延伸至新能源、汽零等领域。

基于上文中的四维视角，对于23年的家电投资：

- 1) 白电（疫后修复+地产改善+海外改善），推荐【海尔智家】、【格力电器】、【海信家电】、【美的集团】；
- 2) 厨大电（疫后修复+地产改善），推荐【老板电器】、【亿田智能】、【火星人】等；
- 3) 零部件（第二曲线高景气），推荐【盾安环境】（与机械组联合覆盖）、【三花智控】；
- 4) 小家电（疫后修复/海外改善），推荐【科沃斯】、【石头科技】、【九阳股份】、【小熊电器】、【苏泊尔】、【飞科电器】等；
- 5) 黑电&电工（疫后修复/海外改善/地产改善），推荐【海信视像】、【公牛集团】等。

同时，建议关注【大元泵业】等。

表：家电核心标的22-23年收入&业绩预测

	收入增速							业绩增速						
	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4 E	2022E	2023E	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4 E	2022E	2023E
美的集团	20%	10%	1%	0%	-8-2%	1%-3%	4%-6%	5%	11%	3%	0%	-3%-2%	3-5%	6-8%
海尔智家	9%	10%	8%	9%	2%-7%	7%-9%	7%-9%	47%	15%	17%	20%	8%-16%	16%-18%	15%-17%
格力电器	11%	6%	4%	11%	-8%-2%	2%-6%	4%-6%	4%	16%	24%	10%	-3%-6%	11%-14%	4%-6%
海信家电	40%	31%	8%	6%	0%-3%	10%-12%	2%-4%	-38%	22%	-11%	45%	300%-550%	30%-39%	14%-21%
老板电器	25%	9%	-2%	2%	-6-6%	0%-4%	10%-14%	-20%	2%	-18%	-8%	4900%-6300%	31%-43%	16%-23%
火星人	44%	29%	0%	-9%	-2%-7%	1%-4%	14%-24%	37%	36%	-18%	-40%	-8%-36%	-17%-4%	23%-38%
亿田智能	72%	63%	4%	14%	-18%-21%	9%-20%	17%-27%	46%	51%	7%	-22%	26%-69%	7%-21%	20%-41%
浙江美大	22%	12%	-23%	-9%	-10%-8%	-9%-13%	10%-13%	22%	21%	-29%	-28%	-22%-2%	-19%-11%	14%-18%
华帝股份	28%	7%	4%	12%	-1%-11%	5%-9%	10%-13%	-49%	3%	0%	2%	67%-371%	24%-128%	19%-79%
科沃斯	81%	44%	16%	14%	15-20%	19%-22%	17%-20%	214%	27%	-12%	-49%	21%-37%	-3%-2%	6%-17%
石头科技	29%	22%	26%	-1%	14%-16%	14%-16%	14%-16%	2%	9%	-19%	-35%	3%-5%	-12%-8%	10%-12%
莱克电气	27%	17%	5%	33%	12%-14%	15%-17%	6%-10%	53%	11%	92%	132%	1300%-1400%	130%-140%	4%-6%
苏泊尔	16%	9%	-11%	-11%	2%-4%	-3%-1%	6%-8%	5%	7%	9%	0%	7%-8%	6%-7%	6%-8%
九阳股份	-6%	4%	-5%	-3%	4%-6%	0%-2%	8%-10%	-21%	-8%	-34%	-25%	207%-220%	2%-3%	9%-11%
新宝股份	13%	13%	1%	-12%	-7%-4%	-2--1%	1%-3%	-29%	5%	114%	27%	58%-63%	46%-47%	16%-17%
小熊电器	-1%	8%	20%	16%	11%-20%	12-16%	12%-15%	-34%	16%	-10%	85%	36%-44%	30%-33%	19%-21%
北鼎股份	21%	4%	4%	-12%	4%-6%	0%-2%	13%-15%	8%	-42%	-72%	-78%	-61%-47%	-61%-55%	63%-75%
飞科电器	12%	28%	33%	29%	1%-31%	22%-30%	24%-26%	0%	59%	33%	51%	26%-64%	43%-51%	24-30%
公牛集团	23%	20%	16%	14%	14%-16%	15%-17%	15%-17%	20%	6%	6%	9%	51%-65%	16%-19%	17%-18%
盾安环境	33%	-6%	-1%	2%	5%-14%	0%-3%	13%-15%	141%	-15%	216%	31%	296%-326%	135%-140%	-15%-1%
德昌股份	38%	-7%	-26%	-55%	-23%-21%	-30%-28%	21%-23%	-1%	2%	10%	51%	78%-80%	35%-36%	-20%-18%
三花智控	32%	41%	26%	34%	35%-38%	27%-36%	21%-22%	15%	26%	19%	33%	46%-92%	31%-41%	29%-30%

注：表中22-23年各标的收入、业绩同比增速为天风家电团队预测值，存在实际增速不及预期的风险。

风险提示

- **宏观经济波动风险：**家用电器需求受宏观经济形势的影响较大，当前全球尚未彻底摆脱新冠疫情的影响，可能导致消费者需求持续低迷，房地产市场增速放缓也将间接影响家电产品的终端需求。
- **房地产市场波动的风险：**大家电销售与房地产市场有一定关联度，新增需求占比较高的品类需求受房地产市场波动影响较大。此外，部分民营房地产企业因流动性问题出现商票债务违约等情况，可能形成工程业务应收款项无法收回的情况。
- **新冠疫情导致下游需求减弱的风险：**目前国内多地仍有散发疫情，短期内对当地需求与物流运营形成一定阻碍，若疫情延续，以线下销售为主的品类需求或将承压。
- **原材料价格波动的风险：**家用电器原材料的采购价格与大宗商品价格波动相关，若未来原材料价格继续上涨，将对家电公司生产成本与盈利能力的稳定性带来压力。
- **测算过程具有一定主观性：**市场空间测算、板块个股选择等过程具有一定主观性，存在偏差风险。
- **样本数量较少可能造成统计结果偏差风险：**本文中各家电子板块所筛选标的数量较少，因此用于衡量板块整体表现时可能存在一定结果偏差。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS