

家用电器

优于大市（维持）

证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120523010001

邮箱：xiely@tebon.com.cn

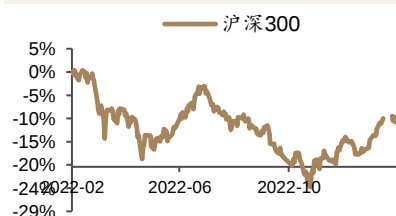
贺虹萍

资格编号：S0120521090002

邮箱：hehp@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



相关研究

- 1.《12 月产业在线点评：整体小幅承压，期待需求修复》，2023.2.5
- 2.《家用摄像头问卷调研分析专题：老龄化时代重要赛道，龙头有望率先抢占蓝海》，2023.2.5
- 3.《22A 业绩预告点评-倍轻松：疫情拖累经营承压，内修外化修复可期》，2023.1.31
- 4.《家电 23W4 周观点-春节消费如期回暖，家电宠物表现提振》，2023.1.28
- 5.《思考随笔：线下修复之际，探讨渠道壁垒的底层逻辑是什么？》，2023.1.17

几大关键问题的季度推演测算与机会盘点 家电行业 2023 年度投资策略

投资要点：

- **复盘三年疫情后的家电板块。**22 年在疫情等因素的影响下，可选属性较强、且具有一定地产后周期属性、又受到疫情封控无法装修等影响的家电和轻工板块，股价表现弱于大盘，且弱于其他大部分消费板块。随着疫情影响逐步解除，可选消费陆续修复，以及先前受到无法装修影响的需求延后集中释放，预计 23 年有望迎来家电等板块的较好投资机会。
- **消费趋势与方向：细分群体，品质生活，健康快乐。**站在当前时间点我们分析中期维度的主要投资机会：**1) 从消费群体看：**女性，老人，宠物，独居人群是重点；**2) 从消费层级看：**奢侈品，高性价比品牌（消费两极化），下沉市场新兴品类是重点；**3) 从需求因素看：**解放双手、改善生活体验，促进多巴胺分泌，健康养生，满足精神需求是重点。
- **地产修复的弹性测算与时间点分析。**对于季度数据节奏，我们结合正常情况下季节性情况、疫情恢复节奏、基数情况等因素，预计 23Q1-Q4 的竣工面积增速分别为 11%、39%、22%、14%，而家电销售通常滞后竣工面积增速 2-3 个季度，因此预计由地产竣工拉动的家电销售增长或将从 23 年 3-4 季度开始显现。
- **疫后修复节奏盘点。**疫情对消费的影响可以分为**被动层面的消费减少**（消费场景受限而非主观意愿的消费下降）与**主动层面的消费减少**（居民可支配收入减少，对未来悲观而导致的不愿意消费）。我们认为**被动层面消费场景受限导致的下降有望在影响因素解除后快速修复**；由于预期悲观导致的主动减少消费也有望随着预期改善而修复甚至报复性反弹，但由于收入下降带来的消费减少或难以短期内快速修复，需要等待整体经济周期的好转。
- **海外修复节奏：H2 有望改善。**22 年受高通胀影响欧美主要国家的家电需求趋于弱势，家电出口承压较为明显。随着海外通胀、去库存的持续推进、外部环境趋好，海外家电需求有望改善，节点上或呈现前低后高趋势，预计 23Q1 受基数影响仍有承压，23Q2 有望迎来修复拐点。
- **投资建议：**展望 2023 年，我们认为家电板块有望迎来较大的投资机会，重点建议布局以下投资方向：**1) 疫后线下客流+消费信心修复相关消费：**扫地机景气度有望回升，线下布局持续获效，23Q2 有望迎来拐点，建议关注科沃斯+石头科技；及渗透率较低的新兴品类投影仪龙头极米科技；顺应高性价比情绪消费趋势、具备较强 a 的小熊电器；顺应高端/颜值/品质消费、品牌效应凸显且平台化成效显现、外销改善弹性较大的新宝股份，建议关注线下修复弹性较大且新兴品类属性高度符合需求趋势的倍轻松（健康养生）+萤石网络（老龄化）；顺应个性化/颜值消费趋势且组织架构调整成效显著的飞科电器；建议关注线下占比较高、弹性较大的九阳股份（新高层出任有望带来新变化）+苏泊尔；建议关注顺应品质生活趋势且公司治理改善持续兑现的海信视像。**2) 地产改善+估值修复，上半年的估值提振&下半年的基本面拐点：**主要系厨电和白电品类，建议关注白电龙头海尔智家（a 优势显著，高端化+降本增效逻辑持续兑现）、美的集团（多元化布局持续发力，新一轮改革成效有望显现）、海信家电（公司治理改善持续兑现，且中央空调顺应消费升级趋势），及有望受益地产回暖、下沉市场仍有较大渗透率提升空间的厨电龙头火星人、亿田智能、老板电器。
- **风险提示：**原材料价格上涨风险、需求不及预期风险、疫情反复风险、汇率波动影响、芯片缺货涨价风险。

内容目录

1. 复盘：三年疫情后的家电板块	5
2. 消费趋势与方向：细分群体，品质生活，健康快乐	8
3. 地产修复的弹性测算与时间点分析	11
4. 疫后修复节奏盘点	14
4.1. 中国疫情期间消费影响因素拆分	14
4.2. 复盘美日经验	16
4.3. 国内防疫终结，把握疫后消费修复主线	19
4.3.1. 疫情压制消费信心，22 年再现疲软态势	19
4.3.2. 防疫终结，线下客流+信心修复，23 年消费有望提振	21
5. 海外：H2 有望边际改善	22
5.1. 22 年回顾：家电出口需求趋弱，欧美承压明显	22
5.2. 23 年展望：海外环境略有好转，H2 有望边际改善	23
6. 原材料回落助力盈利能力修复，人民币升值趋势或影响出口企业盈利	24
7. 投资建议	27
8. 风险提示	28

图表目录

图 1: 家电板块 22 年市场表现显著弱于大盘及消费板块（年涨跌幅，%）	5
图 2: 家电个股股价波动疫后基本均经历了一轮大幅上涨与下跌	6
图 3: 家电个股股价波动明细	7
图 4: 家电个股股价波动归因分析	8
图 5: 中国人口老龄化趋势日益凸显（2022 年）	9
图 6: 中国家庭户规模：小型户家庭比例日益提升	9
图 7: 中国一级市场消费行业投资规模锐减	10
图 8: 中国一级市场消费行业按细分方向的投资金额（亿元）	10
图 9: 中国一级市场消费行业按细分方向的投资事件数量	10
图 10: 2022 年消费领域一级市场重点投资事件（仅列举 C 轮后以及 1 亿元人民币以上投资规模的战略投资）	11
图 11: 房地产快速增长带来新开工与竣工面积增长“剪刀差”	12
图 12: 疫情加速房地产压力显现	12
图 13: 住宅房屋竣工面积测算	12
图 14: 地产后周期家电销量增速预测	13
图 15: 地产后周期相关家电上市公司收入弹性测算	14
图 16: 中国居民人均收入支出拆分及测算	15
图 17: 中国居民可支配收入（季度）	15
图 18: 中国居民可支配收入（年度）	15
图 19: 居民储蓄大幅提升	15
图 20: 美国新冠肺炎确诊病例、严格指数及重要防疫举措	16
图 21: 20Q1-22Q4 美国防疫严格指数与重要经济指标表现	17
图 22: 美国全面放开后服务消费恢复水平领先（2022 年 1-11 月各类目零售额占 19 同期水平数值）	17
图 23: 日本新冠肺炎确诊病例、严格指数及重要防疫举措	18
图 24: 20Q1-22Q3 日本防疫严格指数与重要经济指标表现	18
图 25: 国内新冠疫情防疫措施梳理	19
图 26: 20Q1-22Q4 我国防疫严格指数与重要经济指标表现	20
图 27: 我国居民人均可支配收入当季同比	20
图 28: 2022 年 4 月以来我国消费者信心指数下降明显	20
图 29: 居民人均可支配收入、人均消费支出实际同比及消费者信心指数	21

图 30: 疫后线下客流恢复相关家电上市公司收入弹性测算	21
图 31: 消费信心修复相关家电上市公司收入弹性测算	22
图 32: 我国家用电器出口金额及同比增速	22
图 33: 22 年我国家用电器及细分品类出口金额同比（美元口径）	22
图 34: 22 年分月度我国家电主要品类出口至美国、英国、德国、日本和法国的金额同 比	23
图 35: 美国和欧盟核心 CPI 同比攀升明显	23
图 36: 美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存（百万美元）及库存销售比	23
图 37: 中国出口集装箱运价指数（CCFI）	24
图 38: 海外需求修复相关家电上市公司收入弹性测算	24
图 39: 家电主要原材料价格走势	25
图 40: 家电主要原材料价格同比	25
图 41: 22Q1-Q3 家电主要公司销售毛利率及变动	25
图 42: 美元兑人民币即期汇率走势	26
图 43: 22Q1-22Q3 家电主要公司财务费率及变动	26
图 44: 家电重点公司估值	27

1. 复盘：三年疫情后的家电板块

从整体大盘情况来看，22年在疫情等因素的影响下，家电板块表现弱于大盘并弱于大部分消费板块，我们认为23年有望迎来较好的投资机会。过去三年疫情及多重外部因素对消费各板块均产生了不同程度的影响。

- 2020 年疫情爆发，居家场景对部分小家电等品牌产生了显著利好作用，且消费者信心尚未受到影响，家电板块股价表现较好；
- 2021 年，在收入端高基数及需求透支、利润端大宗大幅涨价、出口海运压力等影响下，家电板块股价表现处于末位；
- 2022 年，疫情及国内外宏观环境变化对多个行业产生了较大的负面影响，而消费多个板块由于其刚需性，股价表现相对稳健，尤其是食品饮料等必选消费，除此之外，部分消费板块存在利好行情，比如最直接受疫情影响消费场景的商贸零售、纺织服装、消费者服务（21 年处于利好行情，涨跌幅垫底）下半年随着疫情政策放开趋势股价震荡上行，且纺织服装中的露营板块在宅家无法远途旅游等环境中产生较高热度，相比之下，可选属性较强、且具有一定地产后周期属性、又受到疫情封控无法装修等影响的家电和轻工板块，股价表现弱于大盘，且弱于其他大部分消费板块。随着疫情影响逐步解除，可选消费陆续修复，以及先前受到无法装修影响的需求延后集中释放，预计 23 年有望迎来家电等板块的较好投资机会。

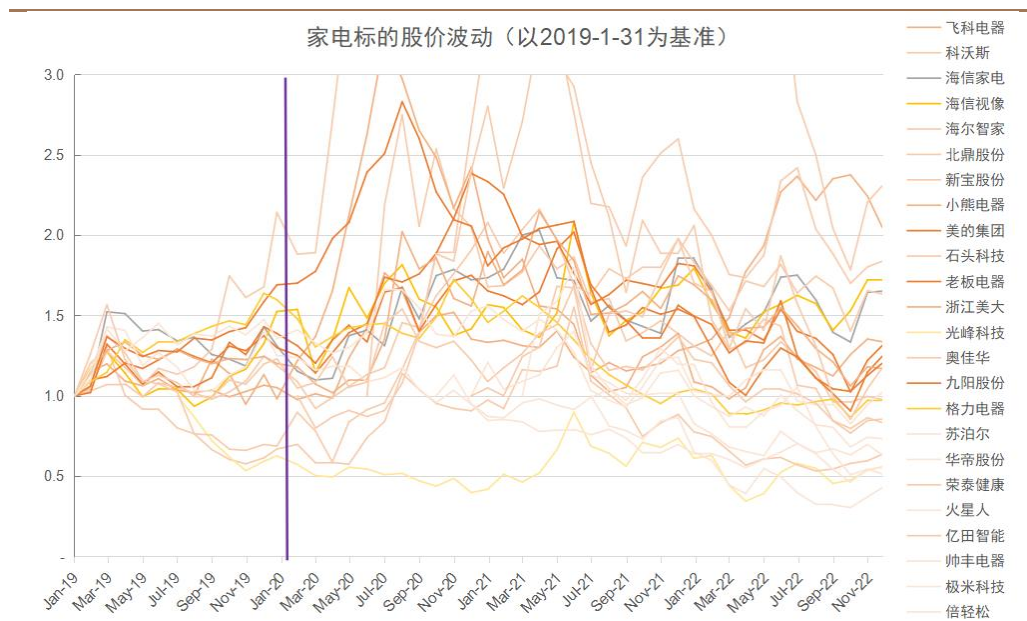
图 1: 家电板块 22 年市场表现显著弱于大盘及消费板块 (年涨跌幅, %)

2022	2021	2020	2019	2018	2017						
煤炭	18.27	电新	50.41	电新	88.34	食品饮料	72.84	消费者服务	-8.69	食品饮料	54.57
消费者服务	7.58	基础化工	48.05	食品饮料	88.06	电子	72.23	银行	-10.95	家电	44.94
交通运输	2.54	有色金属	46.39	消费者服务	81.06	家电	60.55	石油石化	-18.76	沪深300	21.78
房地产	-4.77	煤炭	44.67	国防军工	72.47	建材	52.99	食品饮料	-20.37	煤炭	19.31
银行	-8.07	钢铁	41.75	创业板综指	64.96	农林牧渔	48.16	农林牧渔	-22.04	非银	18.93
商贸零售	-8.12	公用事业	26.37	医药	50.40	非银	47.74	非银	-24.28	电子	18.54
纺织服装	-8.25	建筑	22.16	汽车	49.95	计算机	47.53	上证综指	-24.59	银行	16.88
建筑	-9.41	汽车	21.45	基础化工	35.63	创业板综指	43.79	计算机	-24.60	钢铁	14.58
石油石化	-9.46	综合	20.67	电子	34.00	医药	38.21	沪深300	-25.31	建材	12.10
农林牧渔	-9.64	电子	17.20	机械	33.68	沪深300	36.07	医药	-26.62	有色金属	11.19
综合	-10.56	石油石化	17.13	有色金属	33.37	中小综指	31.89	国防军工	-27.09	上证综指	6.56
食品饮料	-14.72	机械	15.21	家电	32.63	通信	30.52	房地产	-27.24	交通运输	5.92
公用事业	-15.59	中小综指	14.17	中小综指	31.55	轻工制造	28.18	建筑	-27.76	医药	4.51
上证综指	-15.78	轻工制造	12.74	建材	28.34	消费者服务	28.16	公用事业	-27.83	石油石化	1.95
非银	-16.60	国防军工	12.58	沪深300	27.21	银行	27.28	钢铁	-28.40	房地产	1.12
有色金属	-17.20	创业板综指	12.02	轻工制造	18.43	房地产	26.16	创业板综指	-28.65	通信	1.04
汽车	-17.37	建材	9.43	计算机	16.92	机械	25.21	煤炭	-29.35	汽车	0.55
家电	-19.08	纺织服装	6.84	农林牧渔	15.27	传媒	24.65	交通运输	-29.57	中小综指	-1.25
通信	-19.60	传媒	6.58	上证综指	13.87	有色金属	24.22	建材	-31.50	消费者服务	-3.52
中小综指	-20.06	上证综指	4.80	钢铁	8.88	基础化工	23.66	家电	-31.77	公用事业	-4.22
机械	-20.09	计算机	3.31	煤炭	8.19	国防军工	22.68	商贸零售	-31.99	建筑	-6.11
轻工制造	-20.23	交通运输	2.75	交通运输	7.49	电新	22.58	汽车	-32.20	电新	-7.94
钢铁	-21.43	通信	2.45	非银	6.59	上证综指	22.30	纺织服装	-32.36	基础化工	-9.10
医药	-21.65	商贸零售	1.99	石油石化	2.96	汽车	20.29	通信	-33.38	综合	-10.24
基础化工	-21.78	银行	0.20	公用事业	2.06	交通运输	17.56	轻工制造	-33.42	创业板综指	-10.67
沪深300	-22.20	综合金融	-1.10	商贸零售	0.17	综合	15.62	电新	-33.98	机械	-11.65
建材	-23.70	医药	-4.39	银行	-0.49	综合金融	15.40	综合金融	-34.44	商贸零售	-11.81
电新	-24.47	食品饮料	-5.18	传媒	-2.30	煤炭	14.75	基础化工	-34.77	轻工制造	-11.92
综合金融	-25.56	沪深300	-5.20	纺织服装	-2.51	纺织服装	9.14	机械	-34.84	农林牧渔	-12.56
计算机	-25.59	汽车	-6.67	综合	-5.46	石油石化	8.85	中小综指	-35.31	综合金融	-16.64
国防军工	-25.72	房地产	-9.63	建筑	-6.78	商贸零售	8.72	传媒	-38.59	国防军工	-17.44
传媒	-25.77	家电	-18.57	通信	-8.72	公用事业	8.44	有色金属	-40.93	计算机	-18.81
创业板综指	-29.83	非银	-20.41	房地产	-9.49	钢铁	2.82	电子	-41.31	传媒	-21.65
电子	-35.02	消费者服务	-24.45	综合金融	-18.11	建筑	0.28	综合	-42.45	纺织服装	-23.02

资料来源：wind，德邦研究所

从个股股价表现来看，家电大部分标的疫情以来三年均经历了一轮大幅上涨与下跌，上涨的峰值大约集中在 21 年上半年左右，随后大幅下跌，平均跌回至 19 年 1 月的股价水平，我们接下来将分析个股具体情况，以及 PE 和 EPS 等因素分别的贡献比例。

图 2：家电个股股价波动疫后基本均经历了一轮大幅上涨与下跌



资料来源：wind，德邦研究所

从股价波动明细情况来看，以 2019 年 1 月 31 日为基准，2020 年 1 月开始疫情后，过半标的在 21 年上半年达到股价峰值（红色字体），相对 19 年 1 月的平均涨幅约 150%，其中科沃斯（约 590%）、新宝股份（约 410%）、石头科技（约 230%）、小熊电器（约 220%）的峰值相较原点涨幅最大，表明其在疫情初期受益程度最高。随后大部分标的开始进入大幅下跌阶段，截至 2022 年 12 月 26 日，剔除 2020 年 1 月之后上市的公司，平均相对 2019 年 1 月的股价涨幅约 28%，相较峰值平均最大回撤 45%；其中，石头科技（-74%）、科沃斯（-67%）、新宝股份（-64%）、小熊电器（-59%）、奥佳华（-59%）、九阳股份（-58%）的相对峰值最大回撤幅度最大，基本也都是前期受益程度较高、涨幅较大的标的。

为分析疫情对各标的整体的影响程度，我们在图中用橙色底色标记出疫情开始后第一个与当前股价最为接近的时间点（2020 年之后上市的公司，该数据参考意义有限，因此放在图片末尾），

- 如果该时间点恰好在 2020 年 1 月附近，则意味着三年来的正面和负面影响几乎抵消，股价回到了疫情开始的水平；
- 如果该时间点在 2020 年 1 月之后，则意味着正面影响大于负面影响，或者公司自身有较强的 α ，整体仍是正收益；
- 如果该时间点在 2020 年 1 月之前，则意味着负面影响大于正面影响，目前仍未修复到疫情初的水平，后续随着疫情改善，有较大向上修复的弹性空间。

从结果来看，飞科电器、科沃斯、海尔智家、海信家电、海信视像等回撤至疫情开

始后更靠近现在的时间点，这些公司也确实在基本面方面体现出了较强的 α ，在后续疫情仍波动修复、存在不确定性的情况下，这些标的或具有相对更高的确定性，值得重点关注；九阳股份、格力电器、苏泊尔、华帝股份、荣泰健康等回撤至疫情前、甚至19年之前的水平，表明其或受到疫情影响程度较大，后续疫情的修复或有望为其带来较大弹性；其他大部分标的的回撤至疫情开始初期的水平。总体来看，当前股价相较疫情初期股价涨幅中，科沃斯（245%）、飞科电器（95%）、海尔智家（38%）、小熊电器（36%）、海信家电（26%）涨幅靠前。

图3：家电个股股价波动明细

	6038	6034	6006	0009	6000	0003	6881	0027	0029	0025	0026	6880	0026	0022	0006	0020	0020	6035	3008	3008	3009	6053	6886	6887
	飞 电 器	科 斯 家	海 尔 智 家	海 信 电 家	美 的 集 团	石 头 科 技	新 宝 股 份	小 熊 电 器	老 板 电 器	浙 江 美 大	光 峰 科 技	奥 佳 华	九 阳 股 份	格 力 电 器	苏 泊 尔	华 帝 股 份	荣 泰 健 康	北 鼎 股 份	火 星 人	亿 田 智 能	帅 丰 电 器	极 米 科 技	倍 轻 松	
股价 (以2019-1-31为基准)																								
Jan-19	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
Feb-19	1.1	1.2	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.3							
Mar-19	1.2	1.3	1.1	1.5	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.1	1.4	1.4	1.4	1.6							
Apr-19	1.1	1.0	1.1	1.5	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.2							
May-19	1.1	0.9	1.0	1.4	1.0	1.2	1.1	1.1	1.3	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4	1.2	1.1							
Jun-19	1.1	0.9	1.1	1.4	1.0	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3	1.5	1.3	1.1							
Jul-19	1.0	0.8	1.1	1.3	1.0	1.3	1.1	1.1	1.3	1.3	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1							
Aug-19	1.0	0.8	1.0	1.4	0.9	1.2	1.2	1.0	1.1	1.2	0.9	0.8	1.4	1.4	1.4	1.0	1.0							
Sep-19	1.0	0.7	1.0	1.3	1.0	1.2	1.3	1.2	1.1	1.2	0.7	0.8	1.3	1.4	1.4	1.0	1.0							
Oct-19	1.0	0.6	1.0	1.2	1.1	1.3	1.7	1.1	1.3	1.2	0.6	0.7	1.4	1.5	1.4	1.1	1.1							
Nov-19	1.0	0.6	1.1	1.2	1.2	1.3	1.6	0.9	1.3	1.2	0.5	0.7	1.4	1.4	1.4	1.2	1.1							
Dec-19	1.1	0.6	1.2	1.4	1.3	1.4	1.7	1.1	1.4	1.2	0.6	0.7	1.6	1.6	1.5	1.4	1.2							
Jan-20	1.1	0.7	1.2	1.3	1.5	1.3	2.1	1.0	1.4	1.2	0.6	0.7	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2							
Feb-20	1.0	0.7	1.1	1.2	1.5	1.3	1.0	1.9	1.2	1.3	1.2	0.6	0.9	1.7	1.5	1.4	1.2	1.0						
Mar-20	1.0	0.6	0.9	1.1	1.1	1.1	0.8	1.9	1.4	1.2	1.1	0.5	0.8	1.8	1.3	1.3	1.2	1.1						
Apr-20	1.0	0.6	1.0	1.1	1.3	1.3	0.9	2.7	1.7	1.3	1.0	0.5	0.6	2.0	1.4	1.3	1.2	1.2						
May-20	1.2	0.8	1.1	1.4	1.7	1.4	0.9	3.6	2.1	1.4	1.1	0.6	0.6	2.1	1.4	1.3	1.2	1.1						
Jun-20	1.4	0.9	1.1	1.4	1.5	1.4	0.9	3.8	2.6	1.3	1.1	0.5	0.7	2.4	1.4	1.4	1.1	1.1	1.0					
Jul-20	1.8	1.0	1.2	1.3	1.7	1.7	0.9	5.1	3.2	1.6	1.4	0.5	0.8	2.5	1.5	1.7	1.1	1.4	2.2					
Aug-20	1.7	1.2	1.5	1.7	1.8	1.7	1.1	4.5	3.0	1.7	2.0	0.5	1.1	2.8	1.4	1.7	1.2	1.5	2.7					
Sep-20	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8	1.4	4.3	2.7	1.4	1.8	0.5	1.0	2.6	1.4	1.5	1.0	1.3	2.1					
Oct-20	1.5	1.9	1.6	1.7	1.6	1.9	1.9	4.6	2.5	1.6	1.9	0.4	1.0	2.3	1.5	1.4	1.0	1.3	2.5			1.0		
Nov-20	1.5	1.9	1.8	1.8	1.4	2.1	1.8	4.3	2.2	1.7	1.6	0.5	0.9	2.1	1.7	1.4	1.0	1.3	2.2				1.1	
Dec-20	1.4	2.7	1.9	1.7	1.4	2.4	4.4	2.4	1.8	1.6	1.6	0.4	0.9	2.1	1.6	1.5	0.9	1.2	2.1	1.0	1.0	0.9		
Jan-21	1.3	3.3	2.1	1.7	1.6	2.3	2.8	5.1	2.0	1.7	1.9	0.4	1.0	1.8	1.5	1.6	0.8	1.1	1.7	1.2	1.0	0.9		
Feb-21	1.3	3.2	1.9	1.8	1.5	2.3	2.3	4.6	1.7	1.6	1.7	0.5	0.9	1.9	1.5	1.5	0.9	1.2	1.7	1.0	1.0	0.9		
Mar-21	1.3	4.1	2.0	2.0	1.4	2.0	2.7	3.6	1.8	1.6	1.8	0.5	1.2	2.0	1.6	1.4	0.8	1.3	1.8	1.1	1.2	1.0	1.0	
Apr-21	1.3	5.0	2.2	2.0	1.4	1.9	3.3	3.9	1.6	1.6	2.1	0.5	1.2	2.0	1.5	1.5	0.8	1.4	1.9	1.1	1.3	1.0	1.5	
May-21	1.4	5.5	2.0	1.7	1.5	2.0	3.1	3.3	1.5	1.9	2.0	0.7	1.2	2.1	1.5	1.4	0.8	1.4	1.8	1.3	1.7	0.9	1.6	
Jun-21	1.2	6.9	1.7	1.7	2.1	1.8	2.9	2.8	1.4	2.0	1.8	0.9	1.6	2.1	1.3	1.3	0.8	1.7	1.9	1.4	1.7	0.9	1.8	
Jul-21	1.1	5.2	1.6	1.5	1.6	1.6	2.5	2.2	1.1	1.7	1.5	0.7	1.1	1.7	1.2	1.0	0.8	1.3	1.6	1.1	1.2	1.0	1.2	
Aug-21	1.2	4.4	1.8	1.6	1.4	1.6	2.1	2.2	1.0	1.5	1.5	0.6	1.0	1.4	1.1	1.0	0.8	1.2	1.6	1.1	1.5	1.0	1.0	
Sep-21	1.2	4.6	1.7	1.5	1.5	1.7	1.6	1.9	1.1	1.5	1.6	0.6	0.9	1.4	1.1	0.9	0.7	1.2	1.3	1.0	1.5	0.9	1.0	
Oct-21	1.2	5.2	1.8	1.4	1.5	1.7	2.1	2.4	1.2	1.4	1.6	0.7	0.7	1.5	1.0	1.1	0.6	1.2	1.4	1.0	1.5	1.0	1.1	
Nov-21	1.2	5.0	1.8	1.4	1.7	1.7	1.9	2.5	1.3	1.4	1.5	0.7	0.8	1.5	1.0	1.2	0.6	1.3	1.5	1.0	1.8	1.1	1.3	
Dec-21	1.3	4.6	2.0	1.9	1.7	1.8	1.9	2.6	1.4	1.6	1.7	0.7	0.9	1.5	1.0	1.2	0.7	1.4	1.4	1.0	2.0	1.2	1.2	
Jan-22	1.3	4.1	1.8	1.9	1.8	1.8	2.1	2.2	1.1	1.5	1.7	0.6	0.8	1.5	1.0	1.0	0.6	1.2	1.3	0.8	1.7	1.0	1.2	
Feb-22	1.4	4.1	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	2.0	1.1	1.4	1.6	0.6	0.7	1.3	1.0	1.0	0.6	1.2	1.2	0.8	1.6	0.9	1.0	
Mar-22	1.5	3.3	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.8	1.0	1.3	1.4	0.4	0.7	1.1	0.9	1.0	0.6	1.1	1.4	0.7	1.3	0.9	0.8	
Apr-22	1.8	3.3	1.7	1.4	1.4	1.4	1.3	1.7	1.0	1.3	1.4	0.3	0.6	1.0	0.9	1.1	0.6	1.0	1.2	0.7	1.5	0.9	0.8	
May-22	1.9	3.6	1.7	1.5	1.5	1.3	1.5	1.9	1.3	1.3	1.4	0.4	0.6	1.2	0.9	1.2	0.6	1.0	1.2	0.6	1.4	0.9	0.9	
Jun-22	2.3	3.7	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	2.3	1.4	1.6	1.5	0.5	0.6	1.3	1.0	1.2	0.6	1.0	1.3	0.8	1.9	1.0	0.9	
Jul-22	2.4	2.8	1.6	1.8	1.6	1.4	1.1	2.4	1.2	1.2	1.4	0.6	0.6	1.2	0.9	1.0	0.7	1.0	1.2	0.7	1.6	0.9	1.1	
Aug-22	2.2	2.5	1.7	1.6	1.6	1.4	1.0	2.0	1.2	1.1	1.3	0.5	0.5	1.1	1.0	0.9	0.6	1.0	1.1	0.6	1.3	0.8	0.8	
Sep-22	2.4	2.0	1.7	1.4	1.4	1.3	0.8	1.9	1.1	1.0	1.2	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	0.7	0.8	1.0	0.5	1.0	0.8	0.6	
Oct-22	2.4	1.8	1.4	1.3	1.5	1.0	0.8	1.7	1.3	0.9	1.1	0.5	0.6	1.0	0.9	0.8	0.6	0.8	1.0	0.5	0.9	0.7	0.5	
Nov-22	2.2	2.2	1.7	1.6	1.7	1.2	0.8	1.8	1.4	1.1	1.2	0.5	0.6	1.1	1.0	0.9	0.7	0.9	1.0	0.5	1.0	0.7	0.5	
Dec-22	2.0	2.3	1.6	1.7	1.7	1.3	0.9	1.8	1.3	1.2	1.2	0.6	0.6	1.2	1.0	1.0	0.6	0.8	1.0	0.6	1.2	0.7	0.5	

资料来源：Wind，德邦研究所

从归因分析来看，当前股价回撤至疫情开始后更靠近现在的时间点的标的（飞科电器、科沃斯、海尔智家、海信家电、海信视像等），22年的业绩相对19年的同比增速也显著更高，仅飞科电器伴随着估值的显著提升，其他标的估值多为与19年持平或有所下降；而当前股价回撤至疫情前、甚至19年之前的水平的标的（九阳股份、格力电器、苏泊尔、华帝股份、荣泰健康等），除了业绩显著较19年下

滑，估值基本也都有所下降，呈现明显的“戴维斯双杀”效应。因此我们认为，过去三年的股价波动中，业绩波动为主要影响因素，而业绩下降带来的估值下降比上升要更为明显，即家电板块大部分标的估值显著受损，因此后续除了业绩修复，板块性的估值修复有望为家电板块带来较大的β行情。

图 4：家电个股股价波动归因分析

	飞 科 电 器	科 沃 斯	海 尔 家 电	海 信 电 视	美 的 集 团	石 头 科 技	新 宝 股 份	小 熊 电 器	老 板 电 器	浙 江 美 大	光 峰 科 技	奥 佳 华	九 阳 股 份	格 力 电 器	苏 泊 尔	华 帝 股 份	荣 泰 健 康	北 鼎 股 份	火 星 人	亿 田 智 能	帅 丰 电 器	极 米 科 技	倍 轻 松
PE(TTM)																							
Mar-19	23	54	15	13	19	16	-	21	-	21	24	-	26	23	10	37	18	24	-	-	-	-	-
Jun-19	20	37	14	11	83	17	-	17	-	17	22	-	20	21	13	36	15	16	-	-	-	-	-
Sep-19	20	30	13	10	99	16	-	17	39	17	20	78	16	21	13	33	12	15	-	-	-	-	-
Dec-19	22	38	14	11	44	17	-	20	36	21	20	65	18	24	15	35	16	16	-	-	-	-	-
Mar-20	21	36	10	8	38	14	29	22	39	17	16	56	21	26	12	30	13	13	-	-	-	-	-
Jun-20	33	188	16	12	27	18	33	40	61	19	18	67	28	35	17	34	13	14	45	-	-	-	-
Sep-20	33	215	25	13	20	22	47	38	49	20	26	74	28	37	19	37	16	18	76	-	-	-	-
Dec-20	33	185	39	14	17	28	63	31	42	24	21	79	20	29	23	37	15	17	67	79	32	21	-
Mar-21	31	290	33	14	17	23	57	26	32	21	22	87	24	25	23	32	17	18	52	86	40	21	86
Jun-21	28	140	22	11	16	17	54	19	25	25	19	122	24	26	13	25	14	25	51	84	44	18	132
Sep-21	26	64	19	10	13	17	30	15	24	17	16	47	15	17	9	18	12	17	37	55	37	16	62
Dec-21	28	50	22	14	14	18	37	25	34	18	17	55	18	19	9	25	13	21	40	51	43	19	69
Mar-22	33	36	17	16	12	14	26	17	24	21	13	42	13	17	8	21	11	16	38	34	29	14	38
Jun-22	45	33	19	19	13	14	29	23	33	26	14	56	14	19	8	23	24	15	40	39	37	17	42
Sep-22	44	19	17	16	11	12	18	15	27	17	12	75	23	18	7	19	24	15	34	28	19	14	26
归母净利润同比19年（19年是同比18年）																							
Mar-19	-6%	-24%	8%	46%	-91%	17%	-	106%	32%	6%	22%	-	30%	11%	2%	14%	15%	-1%	-	-	-	-	-
Jun-19	-15%	-37%	6%	20%	-62%	17%	-	74%	51%	2%	25%	40%	-27%	10%	7%	13%	15%	-3%	112%	-	-	-	-
Sep-19	-15%	-65%	27%	18%	-21%	19%	236%	45%	41%	7%	23%	13%	-33%	9%	5%	13%	17%	14%	-	-	-	-	-
Dec-19	-19%	-75%	10%	30%	42%	20%	155%	37%	45%	8%	22%	5%	-36%	9%	-6%	15%	10%	19%	-3%	160%	29%	16%	891%
Mar-20	-21%	-43%	-50%	-90%	92%	-22%	-3%	40%	84%	-23%	-73%	-52%	-184%	-10%	-73%	-40%	-65%	-49%	39%	-	-	-	-
Jun-20	-15%	0%	-46%	-48%	488%	-8%	19%	79%	99%	-9%	-6%	-78%	42%	3%	-54%	-20%	-58%	-28%	48%	-10%	98%	6%	-
Sep-20	-11%	147%	-19%	-26%	117%	3%	54%	75%	92%	3%	10%	-64%	58%	4%	-38%	-13%	-47%	-24%	58%	9%	72%	15%	-
Dec-20	-7%	431%	8%	-12%	115%	12%	75%	63%	60%	4%	13%	-39%	63%	14%	-10%	4%	-45%	-35%	53%	15%	46%	12%	188%
Mar-21	-9%	375%	43%	-48%	657%	6%	131%	91%	60%	12%	33%	95%	186%	10%	-39%	-2%	-42%	19%	84%	-	-	-	-
Jun-21	-7%	546%	33%	-36%	525%	-1%	69%	31%	9%	18%	39%	127%	154%	11%	-31%	9%	-39%	2%	65%	150%	229%	74%	-
Sep-21	-5%	1215%	28%	-31%	137%	10%	75%	15%	13%	24%	48%	70%	54%	7%	-29%	-1%	-46%	-10%	60%	91%	180%	79%	-
Dec-21	-7%	1565%	53%	-46%	105%	18%	79%	15%	5%	-16%	44%	25%	63%	-10%	-7%	1%	-72%	-20%	65%	57%	113%	42%	418%
Mar-22	48%	504%	65%	-37%	1015%	17%	151%	100%	86%	15%	61%	-36%	-26%	2%	-29%	5%	-40%	1%	6%	-	-	-	-
Jun-22	35%	567%	54%	-35%	854%	5%	60%	102%	16%	8%	25%	-31%	-87%	-15%	-17%	11%	-39%	-37%	-26%	149%	299%	45%	-
Sep-22	40%	1009%	50%	-21%	318%	15%	47%	63%	43%	18%	22%	-26%	-67%	-18%	-17%	5%	-46%	-40%	-38%	53%	190%	41%	-

资料来源：Wind，德邦研究所

2. 消费趋势与方向：细分群体，品质生活，健康快乐

我们在《中国的第三消费时代——重读与解构<第四消费时代>》报告中系统分析了中国消费行业三十年维度的趋势与重点方向，包括：关注高端消费、品牌营销能力强的品牌、细分化消费各领域龙头；关注下沉市场消费升级；关注女性消费；关注独居经济；关注养老与健康消费。站在当前时间点，大方向仍在被持续验证，并且我们进一步分析中期维度的主要投资机会，认为主要在以下几个方向：

（1）从消费群体看：女性，老人，宠物，独居人群是重点

- **驱动因素：**结婚率下降/女性经济独立识持续强化，人口老龄化；家庭小型化。
- **相关赛道：**美容仪/个护小家电，高颜值小家电，养老看护设施，宠物食品/用品，小容量个性化厨房小家电。
- **相关标的：**飞科电器，小熊电器，新宝股份，极米科技，萤石网络，乖宝宠物、中宠股份等。

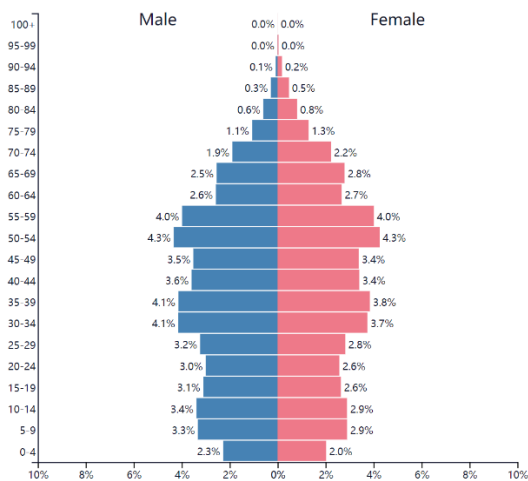
(2) 从消费层级看：奢侈品，高性价比品牌（消费两极化），下沉市场新兴品类是重点

- **驱动因素：**消费者理性化，情绪消费崛起，物质消费欲望将在第三消费时代达到高点，下沉市场供应链优化（京东小店等）。
- **相关赛道：**奢侈品，高端小家电，高性价比小家电，小家电下沉，厨电下沉。
- **相关标的：**新宝股份，小熊电器，九阳股份，苏泊尔，火星人，亿田智能，老板电器。

(3) 从需求因素看：解放双手、改善生活体验，促进多巴胺分泌，健康养生，满足精神需求是重点

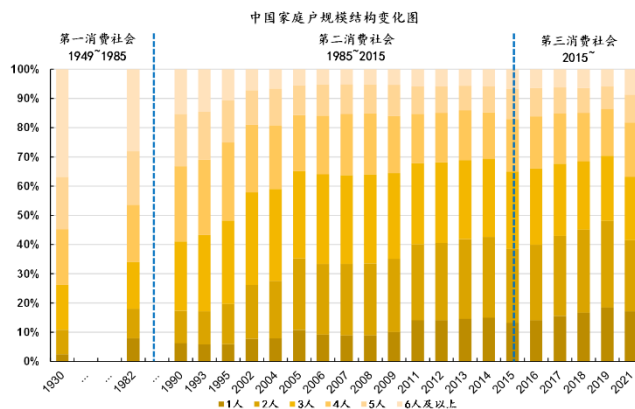
- **驱动因素：**“懒人”、“养生”、“爱美”（消费的三大原动力），马斯洛需求层次升级。
- **相关赛道：**清洁电器，洗碗机，烘干机，投影仪，激光电视，炒菜机器人，咖啡机，空气炸锅，智能家居，智能床垫，按摩仪，保健品，跑步机等。
- **相关标的：**科沃斯，石头科技，极米科技，海信视像，新宝股份，小熊电器，倍轻松，萤石网络，老板电器，海尔智家。

图 5：中国人口老龄化趋势日益凸显（2022 年）



资料来源：populationpyramid，德邦研究所

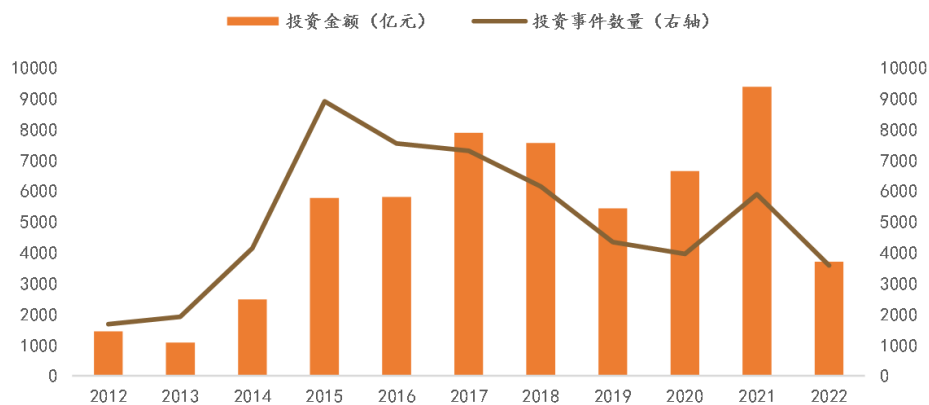
图 6：中国家庭户规模：小型户家庭比例日益提升



资料来源：国家统计局，德邦研究所

此外，一级市场的投资一方面可以反映比二级市场更前瞻的消费趋势，另一方面也意味着有利于行业性消费者教育、产品研发、营销等各方面的资金投入方向。由于疫情影响，中国一级市场的消费行业投资金额和数量在 2022 年经历了较大幅度的下降，随着疫后修复，投资规模有望显著提升，促进消费行业发展。

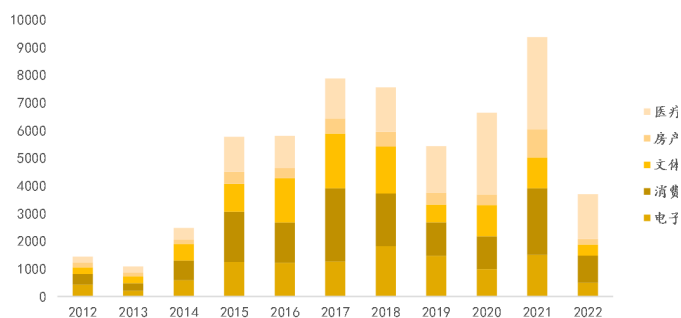
图 7：中国一级市场消费行业投资规模锐减



资料来源：PEDATAMAX，德邦研究所

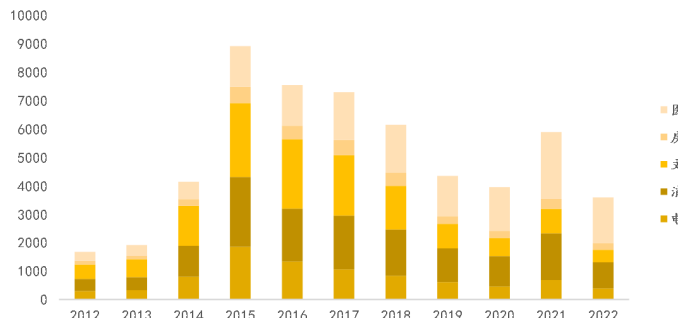
从细分方向来看，医疗健康和新兴消费生活领域占比持续提升，也验证了前述的追求品质生活、情绪消费、健康等大方向。

图 8：中国一级市场消费行业按细分方向的投资金额（亿元）



资料来源：PEDATA MAX，德邦研究所

图 9：中国一级市场消费行业按细分方向的投资事件数量



资料来源：PEDATA MAX，德邦研究所

图 10：2022 年消费领域一级市场重点投资事件（仅列举 C 轮后以及 1 亿元人民币以上投资规模的战略投资）

公司名称	所属赛道	主营产品	最新市值（估算）	最近一次融资		
				时间	轮次	规模
Sheln 领添科技	跨境电商	快时尚跨境电商网站	6,500 亿人民币	2022/4/7	F 轮	数亿美元
瑞鹏宠物	宠物	综合宠物服务	400 亿人民币	2022/12/25	战略投资	未透露
致景科技	服装服饰	纺织品交易型移动电商平台	208 亿人民币	2022/1/31	E+ 轮	数亿美元
蕉下	服装服饰	优质城市户外品牌	197 亿人民币	2022/1/21	C 轮	4600 万美元
钱大妈	生鲜	生鲜农产品运营服务商	98 亿人民币	2022/7/27	D+ 轮	未透露
书亦烧仙草	餐饮连锁	咖啡饮品连锁品牌	97 亿人民币	2022/2/7	战略投资	6 亿人民币
Rokid 若琪	AR/VR 设备	人机交互技术研发商	90 亿人民币	2022/11/8	D+ 轮	2.59 亿人民币
云鲸智能	智能家居	家庭服务机器人供应商	80 亿人民币	2022/8/17	C+ 轮	未透露
坚果投影	智能家居	智能投影设备研发及生产	80 亿人民币	2022/3/15	Pre-IPO	10 亿人民币
HARMAY 话梅	美妆护肤	主要经营化妆品类的 B2C 电商	78 亿人民币	2022/1/20	D 轮	2 亿美元
江记酒庄	食品饮料	江小白旗下酿酒基地企业	73 亿人民币	2022/10/21	战略投资	10 亿人民币
店小秘	跨境电商	跨境电商 ERP 提供商	72 亿人民币	2022/8/16	D 轮	1.1 亿美元
再惠	新零售	会员忠诚度管理和营销服务 SaaS 系统提供商	65 亿人民币	2022/1/1	D 轮	2 亿美元
德施曼	智能家居	德施曼旗下智能锁品牌	65 亿人民币	2022/10/13	D 轮	未透露
Tim Hortons 中国	餐饮连锁	咖啡馆服务商	63 亿人民币	2022/3/12	Pre-IPO	1.945 亿美元
nreal 太若科技	AR/VR 设备	AR/MR 设备研发商	62 亿人民币	2022/3/30	C+ 轮	6000 万美元
简爱酸奶	食品饮料	益生菌酸奶品牌	59 亿人民币	2022/3/24	C 轮	未透露
SHOPLAZZA 店匠科技	跨境电商	海外电商 B2C 独立站销售平台	59 亿人民币	2022/1/20	C 轮	1.5 亿美元
Plum 红布林	二手电商	时尚闲置交易平台	52 亿人民币	2022/11/1	C 轮	1 亿美元
欧瑞博 ORVIBO	智能家居	智能家居解决方案提供商	50 亿人民币	2022/1/17	战略投资	10 亿人民币
知衣科技	服装服饰	基于 AI 的服装柔性供应链解决方案提供商	39 亿人民币	2022/4/6	C 轮	1 亿美元
傅利叶智能	智能医疗	外骨骼机器人和康复机器人	35 亿人民币	2022/1/26	D 轮	4 亿人民币
E 宠商城	宠物	一站式宠物服务平台	35 亿人民币	2022/7/15	战略投资	数亿人民币
凯迪仕	智能家居	智能门锁设备制造商	30 亿人民币	2022/3/17	C 轮	6 亿人民币
陈香贵	餐饮连锁	兰州拉面品牌	30 亿人民币	2022/12/13	战略投资	未透露
YOGO ROBOT 有个机器人	新零售	商用服务机器人开发公司	30 亿人民币	2022/10/21	C 轮	数亿人民币
胖虎奢侈品	二手电商	闲置奢侈品交易平台	29 亿人民币	2022/1/29	C+ 轮	4500 万美元
帅克宠物	宠物	宠物用品服务提供商	25 亿人民币	2022/5/30	Pre-IPO	5 亿人民币
公仔面	食品饮料	香港方便面品牌	18 亿人民币	2022/11/10	战略投资	3.52 亿人民币
Lanvin Group	服装服饰	时尚品牌管理服务	16 亿人民币	2022/10/18	战略投资	5000 万美元
淘酒侠	食品饮料	全球酒茶 OMO 直供品牌	15 亿人民币	2022/8/11	战略投资	数亿人民币
观麦科技	生鲜	食材供应链 SaaS 品牌	15 亿人民币	2022/5/19	C 轮	数亿人民币
LELECHA 乐乐茶	餐饮连锁	茶饮烘焙连锁品牌	12 亿人民币	2022/12/5	战略投资	5.25 亿人民币
国脉酒业	食品饮料	酒类品牌综合管理运营服务商	12 亿人民币	2022/11/9	战略投资	3.6 亿人民币
麦金地	餐饮连锁	团膳服务提供商	10 亿人民币	2022/11/29	战略投资	2 亿人民币
企迈科技	新零售	商家私域用户数字运营平台	10 亿人民币	2022/2/28	C 轮	数千万美元
伯纳天纯	宠物	宠物狗食品品牌	10 亿人民币	2022/2/18	战略投资	数千万美元
皇氏来思尔	食品饮料	水牛奶加工商	9 亿人民币	2022/1/24	战略投资	1.79 亿人民币
征鸟出海	跨境电商	B2C 跨境电商企业	9 亿人民币	2022/1/10	战略投资	1 亿人民币
一犬一话	宠物	订阅制宠物服务平台	7 亿人民币	2022/7/30	C 轮	2000 万美元
七鑫易维	AR/VR 设备	VR 眼镜研发商	5 亿人民币	2022/11/2	D 轮	1 亿人民币
利和味道	食品饮料	食品产业链公司	5 亿人民币	2022/7/20	D 轮	未透露
佳邻集团	餐饮连锁	现代化餐饮零售企业	5 亿人民币	2022/2/24	C 轮	近亿人民币
福寿康	养老	居家养老护理服务商	5 亿人民币	2022/12/28	C+ 轮	1 亿人民币
有感科技	智能家居	无线充电解决方案服务商	3 亿人民币	2022/7/15	C 轮	未透露
信良记	餐饮连锁	专注于打造中餐爆品标准化产品供应链	3 亿人民币	2022/3/8	C 轮	未透露

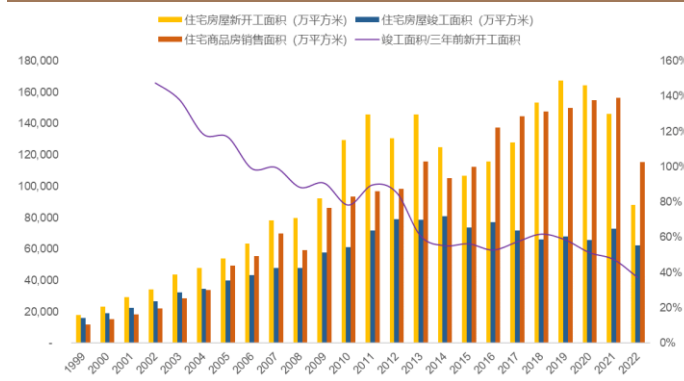
资料来源：IT 桔子，德邦研究所

3. 地产修复的弹性测算与时间点分析

众所周知，过去几十年房地产增长为经济增长做出了巨大贡献，而地产热和预售制等因素也导致了房屋新开工面积与竣工面积日益背离，形成了“剪刀差”。根据房地产“新开工-预售-施工-竣工”的传导链条，轮动周期大约 2-3 年，竣工面积与三年前的新开工面积应基本吻合，而实际情况从 2011 年开始，竣工面积与三年前新开工面积的比例持续下降，过去几年稳定在 60% 左右，而疫情则加剧了其下滑，22 年降至约 37%。

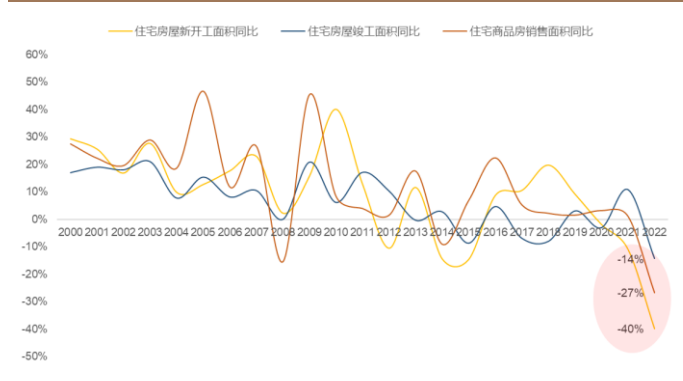
在这样的背景下，中共中央政治局在 2022 年 7 月的会议首次提出“保交楼、稳民生”的工作任务。我们认为，虽然基于长期角度的周期切换，房地产增长对 GDP 增长的贡献比例或存在下降的可能性，但竣工交付比例的修复甚至提升仍有较大空间，且过去投机性房产需求较高时，较高的空置率对拉动家电销售增长贡献有限，而竣工交付比例的增长、“房主不炒”的落实，将对家电销售增长产生实质性拉动作用。我们将对竣工面积增速和对应的家电销量增速进行逐一测算。

图 11：房地产快速增长带来新开工与竣工面积增长“剪刀差”



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 12：疫情加速房地产压力显现



资料来源：国家统计局，德邦研究所

我们对住宅房屋竣工面积进行测算，在“保交楼”政策背景下，以及今年疫情影响低基数、需求积攒延后的情况下，我们假设 2023 年的竣工比例（竣工面积/三年前新开工面积）从 2022 年的 37% 修复至 45%（接近前年，但远未达到过去几年的 57% 左右），并在 2024 年进一步修复至 50%（24 年对应的三年前新开工面积已经由于疫情影响而有所下降）。在上述假设下，我们预计 2023 和 2024 年的住宅房屋竣工面积增速分别为 18% 和 -1%。

对于季度数据节奏，我们结合正常情况下季节性情况、疫情恢复节奏、基数情况等因素，预计 23Q1-Q4 的竣工面积增速分别为 11%、39%、22%、14%，而家电销售通常滞后竣工面积增速 2-3 个季度，因此预计由地产竣工拉动的家电销售增长或将从 23 年 3-4 季度开始显现。接下来我们对具体的家电销量进行测算。

图 13：住宅房屋竣工面积测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
住宅房屋新开工面积（万平方米）	106,651	115,911	128,098	153,353	167,463	164,329	146,379	88,135	101,355	106,423
yoy	-15%	9%	11%	20%	9%	-2%	-11%	-40%	15%	5%
住宅商品房销售面积（万平方米）	112,406	137,540	144,789	147,929	150,144	154,878	156,532	114,631	126,094	129,877
yoy	7%	22%	5%	2%	1%	3%	1%	-27%	10%	3%
3年前新开工面积（万平方米）	130,695	145,845	124,877	106,651	115,911	128,098	153,353	167,463	164,329	146,379
竣工面积/三年前新开工面积	56%	53%	58%	62%	59%	51%	48%	37%	45%	50%
住宅房屋竣工面积（万平方米）	73,777	77,185	71,815	66,016	68,011	65,910	73,016	62,539	73,948	73,189
yoy	-9%	5%	-7%	-8%	3%	-3%	11%	-14%	18%	-1%
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1E	23Q2E	23Q3E	23Q4E		
住宅房屋竣工面积（万平方米）	12,323	8,536	8,737	32,944	13,735	11,897	10,657	37,659		
yoy	-11%	-31%	-17%	-9%	11%	39%	22%	14%		

资料来源：国家统计局，德邦证券研究所测算

我们对空调、冰箱、洗衣机、油烟机四大与地产相关性相对较高的品类进行的测算分析。首先，对于已经相对成熟的空冰洗品类，更新需求对销量贡献占比已高达约 78%，地产（新房+二手房）对其销量影响仅占 1/4 左右，并且已持续五年以上时间，因此无需担心长期地产进入稳定期后对空冰洗销量增速造成压力，而地产增长也有望对其产生一定拉动作用，预计 2023 年空冰洗的行业内销量增速在 0~2%，而在 2024 年有望进一步加速（滞后竣工 2~3 季度），从季度来看，预计拐点主要发生在 2023 年三季度。油烟机由于仍处于保有量提升阶段，新增需求仍占主导，地产（新房+二手房）对其销量影响比例约为 66%，在过去五年中有所下降，而更新需求对其销量影响比例约 34%，因此预计地产对厨电品类有相对更大的拉动作用预计 2023 和 2024 年油烟机销量增速分别为 3%和 7%，拐点同样预计发生 2023 年三四季度。

图 14：地产后周期家电销量增速预测

万台, 万台	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	23Q1E	23Q2E	23Q3E	23Q4E
住宅竣工套数（滞后半年）	735	642	555	596	633	599	596	653	77	292	122	105
yoy		-12.6%	-13.6%	7.5%	6.2%	-5.4%	-0.5%	9.4%	-17.3%	-9.0%	11.5%	39.4%
二手房销售套数	430	430	426	432	393	334	351	368	65	56	51	179
yoy		0.0%	-0.9%	1.4%	-9.0%	-15.0%	5.0%	5.0%	-1.0%	23.8%	8.3%	1.5%
产业在线内销量												
空调	8,875	9,280	9,216	8,028	8,470	8,429	8,559	8,821	1,750	2,608	2,563	1,638
yoy	46.8%	4.6%	-0.7%	-12.9%	5.5%	-0.5%	1.5%	3.1%	-1.1%	-1.1%	3.8%	5.6%
冰箱	4,485	4,310	4,338	4,270	4,265	4,123	4,145	4,231	1,022	899	1,074	1,150
yoy	-5.2%	-3.9%	0.7%	-1.6%	-0.1%	-3.3%	0.5%	2.1%	-1.6%	-1.8%	1.6%	3.4%
洗衣机	4,414	4,532	4,504	4,294	4,453	4,077	4,107	4,204	989	885	1,074	1,159
yoy	7.3%	2.7%	-0.6%	-4.7%	3.7%	-8.5%	0.8%	2.3%	-1.4%	-1.6%	1.8%	3.5%
油烟机	1,887	1,793	1,743	1,640	1,640	1,405	1,443	1,541	220	371	414	438
yoy	5.3%	-5.0%	-2.8%	-5.9%	0.0%	-14.3%	2.7%	6.8%	-5.9%	-1.3%	5.5%	8.7%
新房需求:												
空调 (按2台/户)	1,469	1,284	1,109	1,193	1,266	1,198	1,193	1,305	155	584	243	211
冰箱	735	642	555	596	633	599	596	653	77	292	122	105
洗衣机	735	642	555	596	633	599	596	653	77	292	122	105
油烟机	735	642	555	596	633	599	596	653	77	292	122	105
二手房需求:												
空调 (按2台/户)	860	860	852	864	786	668	702	737	130	113	101	357
冰箱	430	430	426	432	393	334	351	368	65	56	51	179
洗衣机	430	430	426	432	393	334	351	368	65	56	51	179
油烟机	430	430	426	432	393	334	351	368	65	56	51	179
其他更新/补充需求:												
空调	6,546	7,136	7,255	5,971	6,417	6,563	6,665	6,779	1,465	1,911	2,218	1,070
yoy	0%	9%	2%	-18%	7%	2%	2%	2%	1%	0%	3%	2%
冰箱	3,320	3,238	3,358	3,241	3,238	3,190	3,198	3,210	879	551	902	866
yoy	0%	-2%	4%	-3%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
洗衣机	3,249	3,460	3,524	3,265	3,427	3,144	3,160	3,183	847	537	902	875
yoy	0%	6%	2%	-7%	5%	-8%	1%	1%	0%	1%	0%	1%
油烟机	722	721	763	612	614	472	496	521	78	23	242	154
yoy	0%	0%	6%	-20%	0%	-23%	5%	5%	4%	130%	2%	2%
更新需求占比												
空调	73.8%	76.9%	78.7%	74.4%	75.8%	77.9%	77.9%	76.9%				
冰箱	74.0%	75.1%	77.4%	75.9%	75.9%	77.4%	77.2%	75.9%				
洗衣机	73.6%	76.4%	78.2%	76.0%	77.0%	77.1%	76.9%	75.7%				
油烟机	38.3%	40.2%	43.8%	37.3%	37.4%	33.6%	34.4%	33.8%				

资料来源：国家统计局，产业在线，贝壳研究院，德邦证券研究所测算

具体公司来看，由于家电销售滞后地产竣工 2-3 个季度，因此在 23 年分别假设竣工增速 38%、18%、10%的情况下，对应滞后 2 个季度的地产竣工+二手房销量增速分别约 5%、1%、-5%；厨电上市公司基本均为内销，且地产相关性相对较高，预计由地产拉动的收入增速弹性分别为 3%、1%、-3%；白电和黑电上市公司内销收入占比约 40~70%，地产相关性相对低，对应地产拉动的收入增速弹性约为 1%、0%、-1%。虽然整体拉动增速有限，但主要是由于滞后 2-3 个季度所导致，预计季度上将呈现前低后高的趋势，有望在 3-4 季度出现明显增速拐点，并延续至 2024 年。

图 15：地产后周期相关家电上市公司收入弹性测算

23年地产相关数据假设			乐观	中性	悲观
竣工面积/三年前新开工面积假设			50%	45%	40%
对应地产竣工增速假设			38%	18%	10%
对应地产竣工（滞后2Q）+二手房销量增速假设			5%	1%	-5%
上市公司	内销收入占比 (22H1)	内销中的地产 相关性	公司收入敏感性		
			乐观	中性	悲观
老板电器	100%	66%	3%	1%	-3%
火星人	100%	66%	3%	1%	-3%
亿田智能	100%	66%	3%	1%	-3%
浙江美大	100%	66%	3%	1%	-3%
帅丰电器	100%	66%	3%	1%	-3%
华帝股份	100%	66%	3%	1%	-3%
美的集团	57%	15%	0%	0%	0%
海尔智家	53%	37%	1%	0%	-1%
格力电器	66%	20%	1%	0%	-1%
海信家电	54%	22%	1%	0%	-1%
海信视像	46%	21%	0%	0%	0%

资料来源：国家统计局，产业在线，各公司公告，德邦证券研究所测算；备注：其中海信视像内销占比为 21A 数据

因此我们认为，地产后周期品类的基本面有望在下半年出现显著拐点，但是政策利好和销售面积等数据的改善有望在上半年持续提振估值和信心。

4. 疫后修复节奏盘点

疫情对消费的影响主要在于以下几个方面：（1）被动层面的消费减少：由于疫情封控宅家等原因，无法去商场等消费场景、或快递无法送达而导致的非主观意愿的消费下降；（2）主动层面的消费减少：一方面是由于失业率增加或收入下降等带来的居民可支配收入直接减少，另一方面是由于居民对未来悲观而导致的不愿意消费。我们认为，被动层面消费场景受限导致的下降有望在影响因素解除后快速修复；由于预期悲观导致的主动减少消费也有望随着预期改善而修复甚至报复性反弹，但由于收入下降带来的消费减少或难以短期内快速修复，需要等待整体经济周期的好转。

因此，我们将在 4.1 对各项因素的影响进行拆分，在 4.2 通过复盘美日经验来预测中国疫后消费信心及消费整体修复的节奏，在 4.3 对相关上市公司在不同影响因素修复情况下的弹性及季节性修复节奏进行测算。

4.1. 中国疫情期间消费影响因素拆分

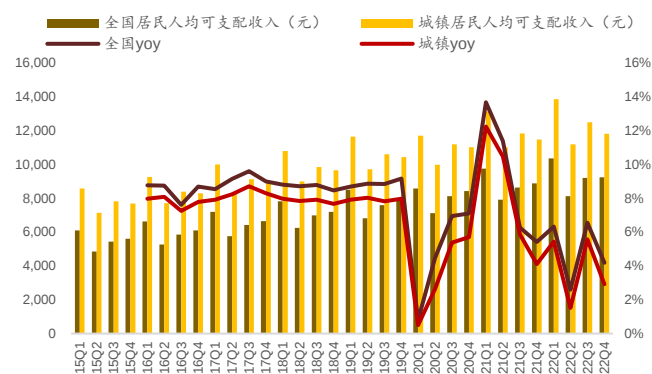
主观层面的消费能否在短期内修复，取决于其下降的因素拆分，如果主要由于收入减少导致则可能短期内难以快速修复，如果主要由于信心缺失，则弹性较大。根据我们的拆分，人均可支配收入虽然增速放缓，但仍是正增长，而储蓄则大幅增加。因此我们认为，随着人们疫后对未来信心的好转，甚至报复性反弹消费，储蓄率有望恢复至正常水平，消费支出也有望显著提升。根据我们的测算，23 年人均消费性支出在乐观/中性/悲观情形下，同比分别+22%/+12%/+2%。

图 16：中国居民人均收入支出拆分及测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E		
									乐观	中性	悲观
人均可支配收入	21,966	23,821	25,974	28,228	30,733	32,189	35,128	36,883	39,834	39,096	38,358
yoy	8.9%	8.4%	9.0%	8.7%	8.9%	4.7%	9.1%	5.0%	8.0%	6.0%	4.0%
人均新增存款	3,201	3,732	3,309	5,160	6,928	8,024	6,985	12,501	3,983	7,819	11,507
yoy		16.6%	-11.3%	55.9%	34.3%	15.8%	-12.9%	79.0%	-68.1%	-37.5%	-7.9%
%可支配收入	14.6%	15.7%	12.7%	18.3%	22.5%	24.9%	19.9%	33.9%	10.0%	20.0%	30.0%
人均消费性支出	15,712	17,111	18,322	19,853	21,559	21,210	24,100	24,538	29,875	27,367	24,933
yoy	8.4%	8.9%	7.1%	8.4%	8.6%	-1.6%	13.6%	1.8%	21.8%	11.5%	1.6%
%可支配收入	71.5%	71.8%	70.5%	70.3%	70.1%	65.9%	68.6%	66.5%	75.0%	70.0%	65.0%

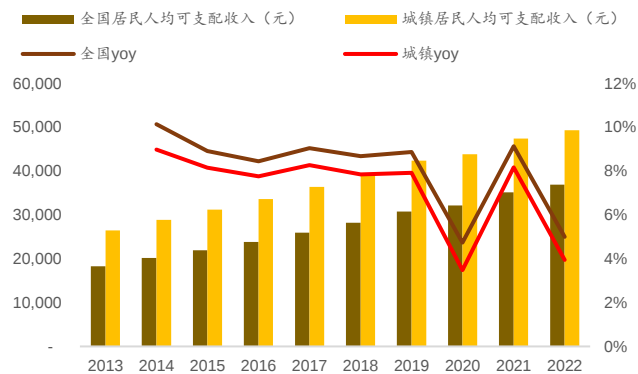
资料来源：国家统计局，中国人民银行，德邦证券研究所测算

图 17：中国居民可支配收入（季度）



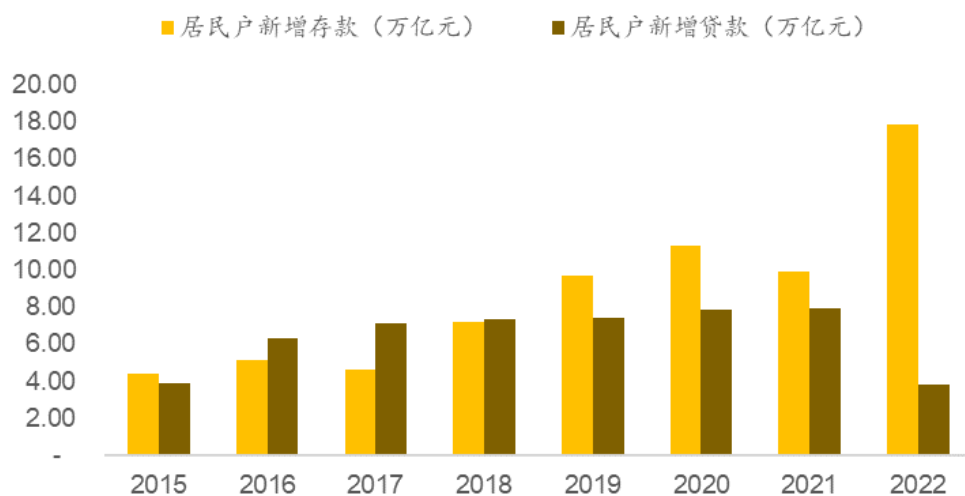
资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 18：中国居民可支配收入（年度）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 19：居民储蓄大幅提升



资料来源：中国人民银行，德邦研究所

4.2. 复盘美日经验

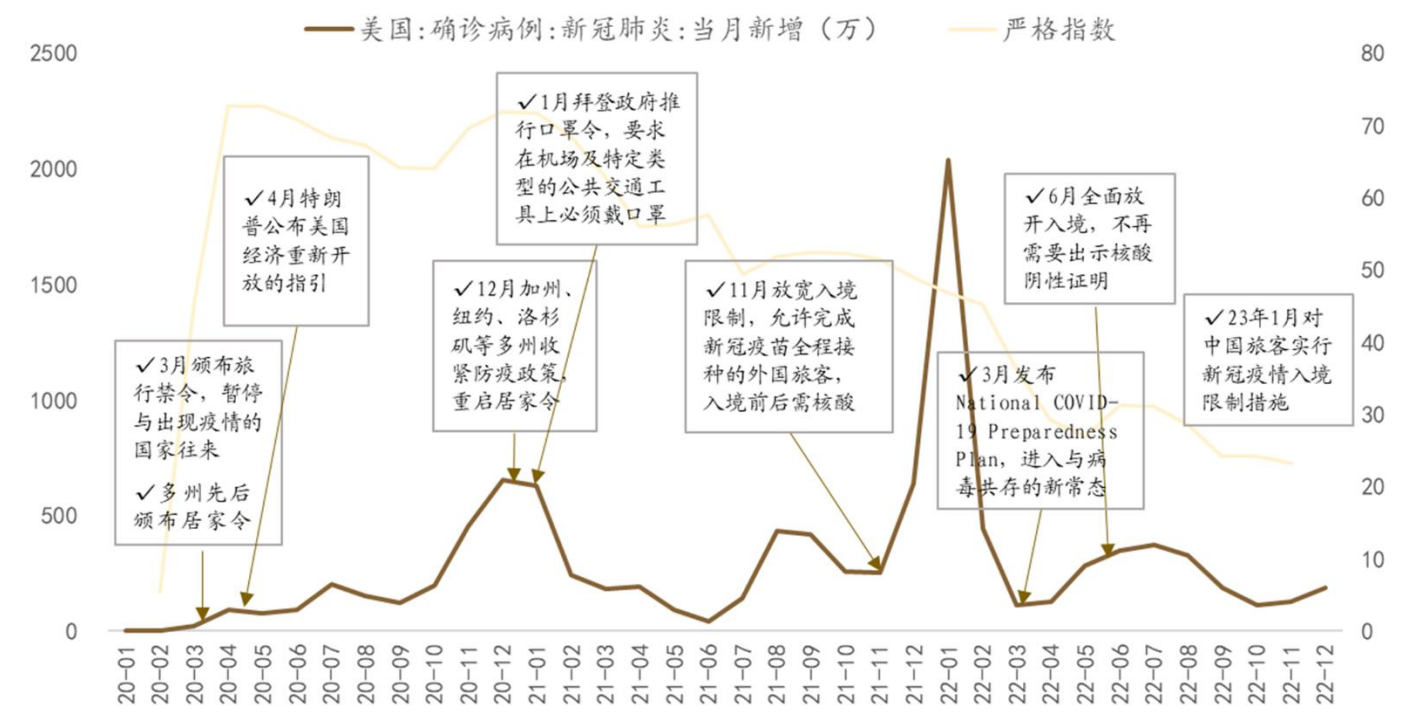
■ 美国：20Q2 冲击明显，政策推动消费快速修复，服务慢于耐用、非耐品

1) 限制期（20 年 1 月-21 年 1 月）：期间颁布居家令、口罩令等，且加强入境管理，受疫情影响 20Q2 美国 GDP（不变价）同比-8.35%，零售和食品服务销售额零售总计（季调）同比-4.1%个人消费支出-9.4%，其中服务消费支出受到的冲击最为明显（-13%），而非耐用品（-2%）和耐用品（+1%）受到的影响相对较小。随着美国财政政策的落地，非耐品和耐用品消费快速恢复至 19 年同期水平，尤其是耐用品在补贴刺激下快速拉动（20Q3:+18%，Q4:+16%），而服务消费受人员流动等影响直至 21 年 7 月恢复至 19 年同期水平。

2) 边际放松（21 年 2 月-22 年 2 月）：期间口罩令松动、21 年 11 月放宽入境限制，新冠肺炎严格指数持续松动。此阶段美国人流恢复较弱（21 年国内航班数仅 19 年的 83%），多轮政策刺激推动主要经济指标基本恢复至疫情前水平，个人消费支出 21 年全年已达 19 年的 110%，其中服务消费支出仍处承压状态（21 年为 19 年的 99%），但耐用品（130%）、非耐用品（112%）提振明显。

3) 全面放开（22 年 3 月至今）：3 月美国发布与病毒共存计划，6 月全面放开入境（不再查验核酸阴性证明）。防疫的全面放开推动人员的流动，国内航班数恢复至 19 同期的 90%，纽约地铁客流量同比增长 33%（较 20 年+174%）。服务相关消费快速恢复，22 年 1-11 月个人服务消费支出水平恢复至疫情前（约 19 同期的 104%）。从零售细分品类来看，加油客站（149%）、杂货零售（145%）、食品服务和饮吧（132%）等服务相关类目零售额显超疫情前水平。另电子和家用电器店低于 19 同期水平，其中家电卖场销售额显超疫情前（22 年 10 月累计为 19 同期水平的 123%）。

图 20：美国新冠肺炎确诊病例、严格指数及重要防疫举措



资料来源：Wind，德邦研究所

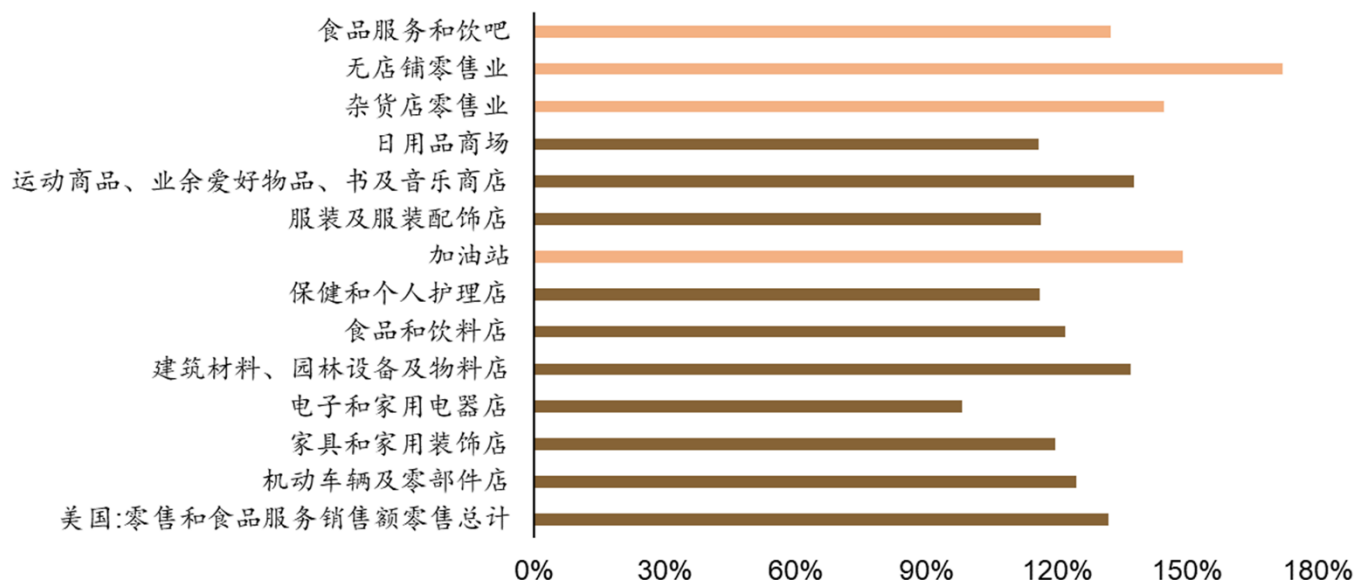
图 21：20Q1-22Q4 美国防疫严格指数与重要经济指标表现

	防疫严格指数	GDP (不变价)	消费信心指数	零售	个人消费支出	支出：耐用品	支出：非耐用品	支出：服务	国内航班数	纽约地铁客流
20Q1	23	0.8%	97	1.4%	0.5%	3.5%	3.5%	-0.9%	-0.3%	
20Q2	72	-8.4%	74	-4.1%	-9.4%	1.4%	-1.8%	-13.2%	-62.8%	
20Q3	67	-2.0%	76	6.9%	-1.7%	18.2%	4.6%	-6.6%	-41.3%	
20Q4	69	-1.5%	80	7.2%	-1.4%	16.2%	4.6%	-5.8%	-37.6%	
21Q1	68	1.2%	80	17.0%	2.8%	31.4%	6.6%	-2.6%	-31.8%	77.7%
21Q2	57	12.5%	86	28.6%	16.6%	34.6%	14.6%	14.1%	118.0%	247.8%
21Q3	51	5.0%	75	12.8%	7.4%	5.9%	7.0%	7.8%	52.4%	87.4%
21Q4	51	5.7%	70	15.0%	7.2%	7.0%	7.2%	7.2%	44.6%	81.1%
22Q1	43	3.7%	63	10.8%	4.8%	-0.6%	2.4%	6.7%	32.4%	68.9%
22Q2	29	1.8%	58	7.3%	2.4%	-3.7%	-1.1%	4.8%	11.3%	46.2%
22Q3	28	1.9%	56	9.0%	2.2%	2.2%	-1.6%	3.5%		22.9%
22Q4	27	1.0%	59	5.9%	1.9%	1.1%	-1.4%	3.2%		13.6%

恢复水平 (较19年同期)										
22Q1		106%	67%	131%	108%	135%	113%	103%	90%	
22Q2		105%	59%	132%	108%	131%	111%	104%	90%	
22Q3		105%	60%	132%	108%	128%	110%	104%		
22Q4		105%	60%	131%	108%	126%	111%	104%		

资料来源：Wind，美国经济分析局，美国交通部，纽约大都会运输署，美国商务部普查局，德邦研究所；备注：除疫情防控严格指数及消费信心指数外其余指标均为同比

图 22：美国全面放开后服务消费恢复水平领先（2022 年 1-11 月各类目零售额占 19 年同期水平数值）



资料来源：Wind，德邦研究所

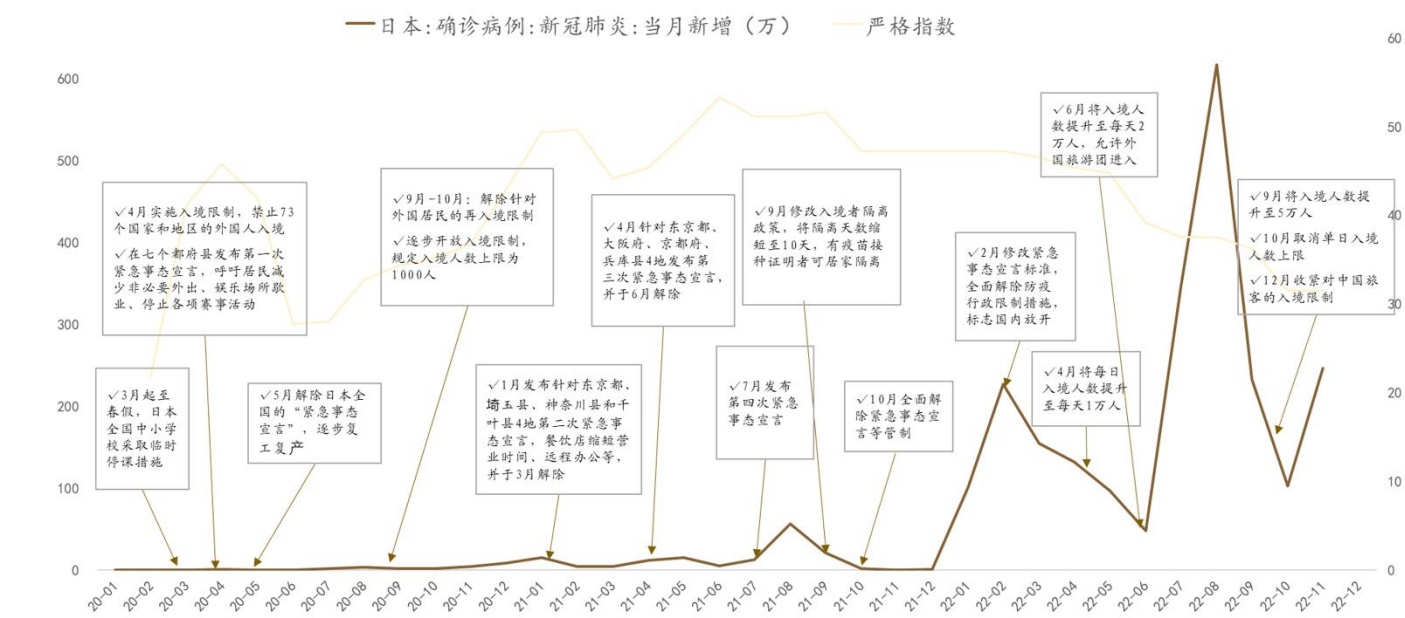
■ 日本：放开后主要经济指标恢复，服务消费反弹明显

1) 反复的紧急事态宣言：（20 年 1 月-22 年 1 月）：疫情初期（20 年 1 月-5 月）日本采取限制入境国内紧急事态宣言（呼吁减少外出、娱乐场所停业等），疫情影响 20Q2 日本主要经济指标受到定冲击，GDP 同比-9.9%，个人消费支出-9.7%，实际消费活动指数-17.7%，其中服务类消费承压最为明显（-26.7%）。20 年 6 月至 22 年 1 月期间国内仍多次采取紧急事态宣言，但逐步放宽入境政策，21Q4 日

本主要经济指标基本恢复至疫情前水平，零售指数达 19 同期的 103%，个人消费支出恢复至 100%。

2) 解除防疫，全面放开 (22 年 2 月至今): 2 月日本全面解除防疫行政限制措施，而后进一步放松入境限制，10 月则取消单日入境人数限制。受益防疫举措的取消，日本国内人员流动性增加，主要经济指标恢复，其中服务相关消费指数提振明显，22Q3 已恢复至疫情前同期的 93%。

图 23：日本新冠肺炎确诊病例、严格指数及重要防疫举措



资料来源：Wind，德邦研究所

图 24：20Q1-22Q3 日本防疫严格指数与重要经济指标表现

	严格指数	GDP (不变价)	消费信心	零售指数	个人消费支出	消费活动指数	消费指数：耐用	消费指数：非耐	消费指数：服务	东京都铁路客运	东京都国内航运
20Q1	28	-1.7%	36	-4.7%	-2.9%	-5.3%	-9.8%	-2.6%	-6.5%	-5.7%	-21.5%
20Q2	39	-9.9%	25	-16.5%	-9.7%	-17.7%	-19.5%	-5.5%	-26.7%	-41.7%	-88.5%
20Q3	32	-5.1%	31	-12.6%	-8.1%	-10.4%	-11.0%	-2.6%	-16.3%	-30.1%	-71.0%
20Q4	38	-0.5%	32	-4.1%	-0.3%	-4.5%	15.5%	0.0%	-11.3%	-26.3%	-53.5%
21Q1	48	-1.1%	33	-1.5%	-2.5%	-5.3%	11.5%	-0.5%	-12.2%	-28.4%	-64.3%
21Q2	49	7.7%	36	12.0%	6.1%	9.9%	17.7%	2.0%	15.9%	20.0%	168.9%
21Q3	51	1.8%	38	7.6%	-1.7%	-0.2%	-6.4%	-0.7%	1.6%	-3.4%	17.3%
21Q4	47	0.8%	38	7.0%	-0.1%	2.2%	-10.1%	1.0%	6.0%	3.7%	23.5%
22Q1	47	0.4%	35	6.0%	2.8%	2.5%	-10.6%	-1.1%	8.9%	7.1%	66.6%
22Q2	43	1.6%	33	7.0%	3.2%	3.6%	-9.2%	-1.0%	10.4%	12.3%	106.4%
22Q3	37	1.5%	31	6.8%	7.1%	3.4%	-6.7%	-0.9%	9.2%	12.4%	111.4%

恢复水平 (较19同期)

22Q1	98%	85%	99%	97%	92%	90%	96%	89%	72%	47%
22Q2	99%	83%	100%	99%	94%	86%	95%	94%	79%	64%
22Q3	98%	84%	100%	97%	92%	78%	96%	93%	76%	72%

资料来源：日本内阁府，日本央行，东京都总务局，日本经济产业省，德邦研究所；备注：除疫情防控严格指数及消费信心指数外其余指标均为同比

4.3. 国内防疫终结，把握疫后消费修复主线

4.3.1. 疫情压制消费信心，22 年再现疲软态势

■ 国内防疫回顾：三年终结，23 年 1 月 8 日对新冠实施[乙类乙管]

1) 疫情突发，应急围堵：(19 年 12 月-20 年 4 月)；20Q1 疫情突发，武汉实施封控措施，全国亦坚持“内防扩散、外防输出”的总策略，受疫情影响居民消费支出(-12.5%)和社零总额(-19.6%)均明显承压。20 年 4 月 8 日武汉解封，全国疫情亦基本实现清零。

2) 持续优化，动态清零(20 年 5 月-22 年 10 月)：毒株多次变异，国内呈现多地局部暴发、零星散发的状态，防疫坚持“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针。20Q4 开始主要经济指标有所恢复，其中社零总额和居民消费支出恢复至疫情前的 103%，21 年全年主要指标亦基本恢复至疫情前水平。22 年 4 月疫情反复，上海长时间实施封控管理，期间消费者信心指数大幅下滑，全国居民人均消费支出(22Q2：-4.5%)和社零总额(22Q2：-4.6%)表现趋弱。

3) 逐步调整，全面放开(22 年 11 月至今)：防疫措施逐步调整，加速松动至全面放开。22 年 11 月以来先后发布二十条(密接管理措施调整至 5+3，不再判定次密接)、新十条(除特殊场所不再要求核酸阴性证明、不查验健康码，不再开展落地检)疫情防控逐步松动，12 月 27 日将新型冠状病毒肺炎更名为新型冠状病毒感染，从 2023 年 1 月 8 日开始调整为乙类乙管，标志疫情防控全面放开。

图 25：国内新冠疫情防控措施梳理

时间	事件	政策措施	管控力度
19Q4	湖北省武汉市监测发现不明原因肺炎病例		严防严控
20Q1	武汉离汉通道暂时关闭，市内公交、地铁、轮渡、长途客运暂停运营(1月23日)	《新型冠状病毒肺炎防控方案(第六版)》(20200307)：对密切接触者进行集中隔离医学观察，不具备条件的地区可采取居家隔离医学观察，观察期为14天。	严防严控
20Q2	武汉解封(4月8日)，全国疫情基本清零 民航局宣布6月8日开启航班熔断机制 北京：非必要不离京(6月16日)	关于做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见(20200507)：对无症状感染者、密切接触者实行14天集中隔离医学观察；全面推动各地落实“健康码”互通互认“一码通行”。	严防严控
20Q3		《新型冠状病毒肺炎防控方案(第七版)》(20200915)：对密切接触者进行14天的集中隔离医学观察；入境人员在入境口岸接受海关核酸检测后，在入境地集中隔离7天并自费进行核酸检测，检测结果阴性者可转居家隔离7天，并于隔离期满14天后自愿自费进行1次核酸检测。	严防严控
21Q2		《新型冠状病毒肺炎防控方案(第八版)》(20210514)：对密切接触者及入境人员均采取14天的集中隔离医学观察，解除隔离后开展7天居家健康监测。	严防严控
22Q1	上海实施封控管理(3月28日)		动态清零
22Q2	上海进入全面恢复生产生活秩序(6月1日)	《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》(20220628)：对密切接触者及入境人员均采取“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测”管理措施；其他地区对近7天内有高风险旅居史人员(采取7天集中隔离)，对低风险旅居史人员(采取7天居家观察)，对低风险旅居史人员(要求3天内完成2次核酸检测)。	动态清零
22Q3	三亚临时性全域静态管理(8月6日)，9月15日解除全域临时静态管理		动态清零
22Q4	疫情防控优化措施二十条(11月11日) 疫情防控优化政策新十条(12月7日) 将新型冠状病毒肺炎更名为新型冠状病毒感染，从2023年1月8日开始调整为【乙类乙管】	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》(20221111)：对密接者管理措施调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”；不再判定密接的密接；取消入境航班熔断机制。 《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》(20221207)：除医疗机构等特殊场所，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，不再开展落地检。 《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》(20221227)：对新冠病毒感染者不再实行隔离措施，不再判定密切接触者，不再划定高低风险区；取消入境后全员核酸检测和集中隔离。	全面放开

资料来源：Wind，中国政府网，上海发布，澎湃新闻，光明网，德邦研究所

图 26：20Q1-22Q4 我国防疫严格指数与重要经济指标表现

	严格指数	GDP (不变价)	消费信心	可支配收入	居民消费支出	社零	家电类社零	全国客运量
20Q1	75	-6.9%	123	-3.9%	-12.5%	-19.6%	-31.5%	-58.4%
20Q2	71	3.1%	115	2.0%	-5.5%	-3.8%	0.7%	-51.1%
20Q3	72	4.8%	118	4.5%	-1.1%	-0.4%	-3.6%	-37.9%
20Q4	71	6.4%	123	6.6%	2.8%	3.2%	4.9%	-33.0%
21Q1	68	18.7%	124	13.7%	17.6%	33.9%	39.0%	7.7%
21Q2	71	8.3%	122	10.0%	17.2%	13.9%	4.7%	14.0%
21Q3	73	5.2%	119	5.3%	10.8%	5.0%	5.2%	-27.6%
21Q4	72	4.3%	120	3.6%	6.7%	3.5%	0.3%	-35.5%
22Q1	68	4.8%	118	5.1%	5.7%	3.3%	7.0%	-22.5%
22Q2	79	0.4%	87	0.4%	-4.5%	-4.6%	-3.8%	-49.3%
22Q3	73	3.9%	87	3.6%	2.9%	3.5%	-4.5%	-17.6%
22Q4		2.9%		2.0%	-4.5%	-2.7%	-13.6%	-39.1%

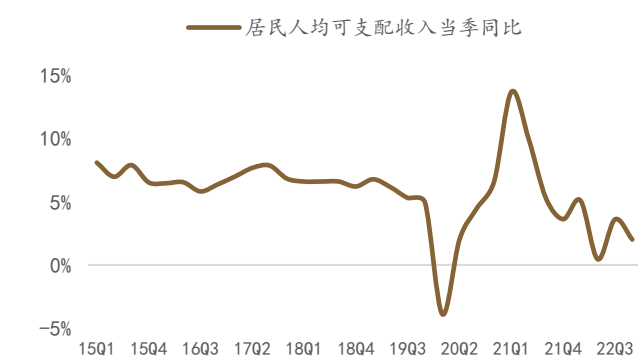
恢复水平 (较19年同期)

22Q1		130%	95%	122%	115%	111%	102%	35%
22Q2		123%	70%	119%	112%	104%	101%	28%
22Q3		127%	71%	121%	119%	108%	97%	37%
22Q4		127%		118%	109%	104%	91%	26%

资料来源：Wind，德邦研究所；备注：除疫情防控严格指数及消费信心指数外其余指标均为同比

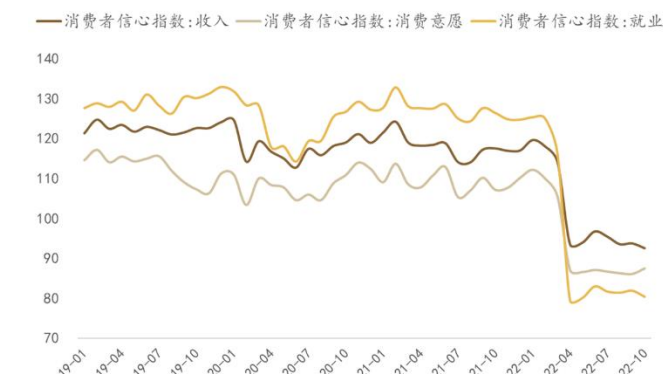
22 年以来此轮国内销售趋弱一方面主要是：1) 收入端增速有所放缓，国家统计局数据显示 22 年居民可支配收入实际同比+2.9%，低于疫情前的水平（15A~18A 在 6.0~7.5% 区间）；2) 疫情三年压制居民的消费信心，储蓄意愿则明显增加，中国人民银行数据显示 2022 年居民新增人民币存款达 17.84 万亿元，明显高于过往水平，而居民贷款新增额则创近年新低。另国家统计局数据显示，22 年 4 月消费者信心指数明显降低，且目前仍处于低位震荡，尚未修复。

图 27：我国居民人均可支配收入当季同比



资料来源：Wind，德邦研究所

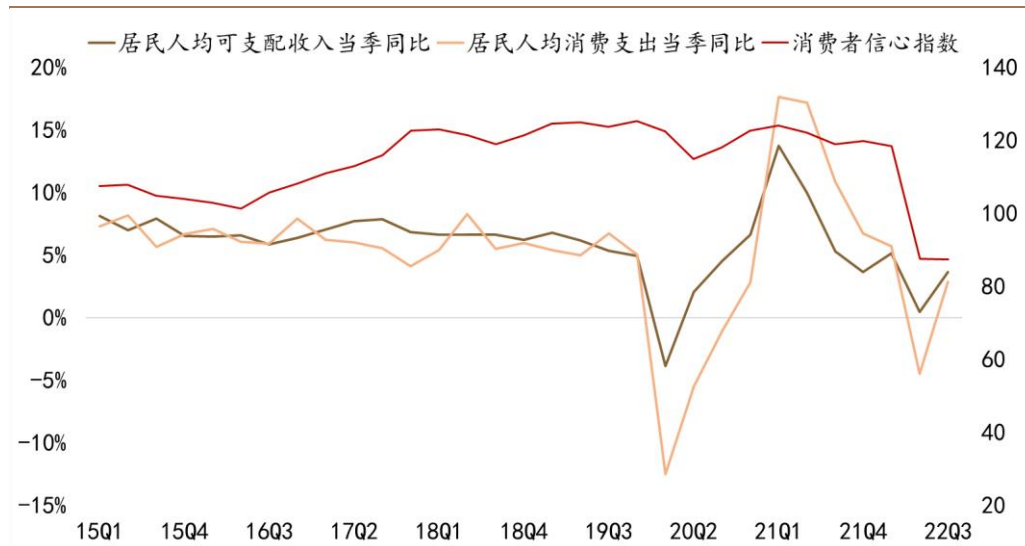
图 28：2022 年 4 月以来我国消费者信心指数下降明显



资料来源：Wind，德邦研究所

参考过往趋势，疫情前居民人均消费支出与人均可支配收入当季同比增速较为匹配，20 年疫情以来两者分离较为明显，复合来看，19-21 年居民人均消费支出复合增长 4%，弱于居民可支配收入（+5%），22 前三季度消费支出（+1.5%）亦明显弱于收入（+3.2%），主要系三年防疫压制消费信心，并且压低了居民对收入与就业的预期，从而使得居民倾向防御性储蓄而相应减少消费倾向。随着国内放开，后续消费信心或有望提振，一方面居民当年消费支出或与收入增速更为匹配，另一方面前期出于防御目的的高额储蓄部分有望在一定程度转化为消费。

图 29：居民人均可支配收入、人均消费支出实际同比及消费者信心指数



资料来源：Wind，德邦研究所

4.3.2. 防疫终结，线下客流+信心修复，23 年消费有望提振

疫后修复线下场景测算：疫情防控措施的放开，预期将大幅促进线下人流的恢复，有望带动家电尤其是线下占比较高的品类实现增长。根据交通部数据显示，20 年/21 年/22 年全国客运量仅 19 年的 55%、47%、32%，参考美国放开后 22 年已基本接近疫情前的水平（国内航班恢复至 19 年同期的 90%），我们假设乐观、中性和悲观预期下客运量将恢复至 19 年同期的 100%、75%和 50%，对应客运量同比增长 215%、136%、58%。测算来看，预期客流恢复中性假设下有望拉动倍轻松、九阳股份、苏泊尔、科沃斯、极米科技实现 20%以上增长。

图 30：疫后线下客流恢复相关家电上市公司收入弹性测算

22H1			乐观：客运量恢复至19年同期水平					中性：客运量恢复至19年同期水平的75%					悲观：客运量恢复至19年同期水平的50%				
			188%	254%	170%	279%	215%	116%	166%	102%	185%	136%	44%	77%	35%	90%	58%
上市公司	内销收入占比	内销线下占比估算	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23E
倍轻松	94%	30%	53%	71%	48%	78%	60%	32%	47%	29%	52%	38%	12%	22%	10%	25%	16%
九阳股份	87%	30%	49%	66%	44%	73%	56%	30%	43%	27%	48%	36%	11%	20%	9%	23%	15%
苏泊尔	72%	35%	47%	64%	43%	71%	54%	29%	42%	26%	47%	34%	11%	19%	9%	23%	15%
科沃斯	69%	26%	34%	46%	31%	51%	39%	21%	30%	19%	33%	25%	8%	14%	6%	16%	10%
极米科技	88%	20%	33%	45%	30%	49%	38%	20%	29%	18%	32%	24%	8%	14%	6%	16%	10%
光峰科技	88%	12%	20%	27%	18%	30%	23%	12%	18%	11%	20%	15%	5%	8%	4%	10%	6%
北鼎股份	72%	8%	10%	14%	9%	15%	12%	6%	9%	6%	10%	8%	2%	4%	2%	5%	3%
小熊电器	96%	4%	7%	9%	6%	10%	8%	4%	6%	4%	7%	5%	2%	3%	1%	3%	2%
新宝股份	13%	17%	4%	6%	4%	6%	5%	3%	4%	2%	4%	3%	1%	2%	1%	2%	1%

资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所测算；备注：光峰科技内销线下为放映业务/内销比重；新宝股份内销为品牌收入

疫后消费信心修复测算：22年以来家电内销市场表现趋弱亦受到消费者信心的影响，我们将社零总额的同比增速看作消费信心的表现指标，20年/21年/22年我国社会零售总额约19年的95%、107%、107%。假设乐观、中性和悲观预期下23年社零将恢复至19同期的120%、115%和110%，对应23年社零同比分别增长12%、8%和3%；参考珠宝化妆品等新兴品类与社零总额的恢复水平比例，我们假设新兴品类相对成熟品类增速为1.15倍（即假设新兴品类恢复至19同期的138%、132%和127%），对应同比分别增长29%、24%和18%。

图 31：消费信心修复相关家电上市公司收入弹性测算

上市公司	相对成熟 新兴品类 内销收入占比	乐观：社零总额恢复至19年同期水平的120%					中性：社零总额恢复至19年同期水平的115%					悲观：社零总额恢复至19年同期水平的110%				
		8%	15%	11%	16%	12%	3%	10%	6%	11%	8%	-1%	5%	2%	6%	3%
		24%	32%	27%	33%	29%	19%	27%	22%	27%	24%	14%	21%	17%	22%	18%
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23E
飞科电器	100%	24%	32%	27%	33%	29%	19%	27%	22%	27%	24%	14%	21%	17%	22%	18%
小熊电器	96%	23%	31%	26%	32%	28%	18%	26%	21%	26%	23%	13%	20%	16%	21%	18%
倍轻松	94%	23%	30%	26%	31%	27%	18%	25%	21%	26%	22%	13%	20%	16%	20%	17%
极米科技	88%	21%	28%	24%	29%	26%	17%	23%	19%	24%	21%	12%	18%	15%	19%	16%
九阳股份	87%	7%	13%	9%	13%	11%	3%	9%	5%	9%	7%	-1%	5%	1%	5%	3%
苏泊尔	72%	6%	11%	8%	11%	9%	3%	7%	4%	8%	6%	-1%	4%	1%	4%	2%
北鼎股份	72%	17%	23%	20%	24%	21%	14%	19%	16%	20%	17%	10%	15%	12%	16%	13%
科沃斯	69%	17%	22%	19%	23%	20%	13%	18%	15%	19%	16%	10%	14%	12%	15%	13%
石头科技	36%	9%	12%	10%	12%	11%	7%	10%	8%	10%	9%	5%	8%	6%	8%	7%
新宝股份	13%	3%	4%	4%	4%	4%	3%	4%	3%	4%	3%	2%	3%	2%	3%	2%

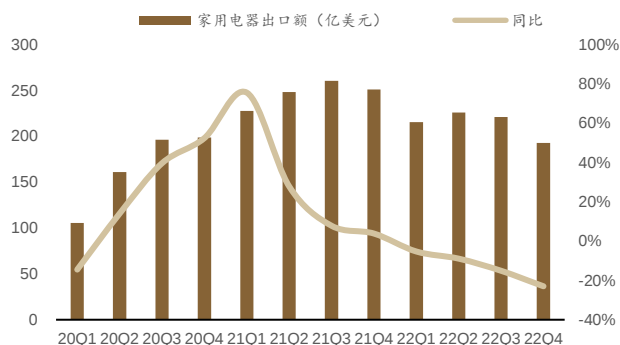
资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所测算；备注：内销收入为22H1数据

5. 海外：H2有望边际改善

5.1. 22年回顾：家电出口需求趋弱，欧美承压明显

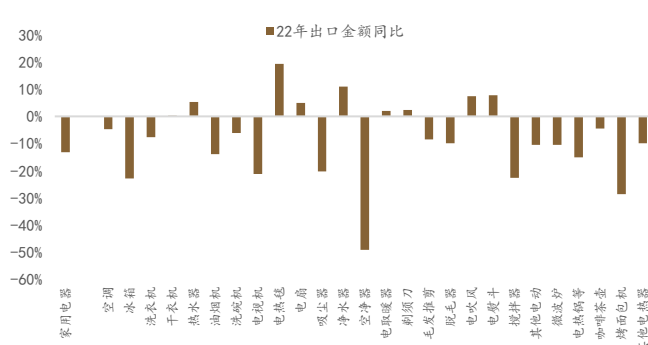
22年家电出口承压，电热毯等部分品类实现增长。22年家电出口承压明显且呈现逐季走扩趋势，出口金额同比下滑13%，Q1/Q2/Q3分别下滑5%、9%和15%，Q4(-23%)仍处承压状态；从细分品类来看，冰箱(-23%)、吸尘器(-20%)、电视机(-21%)、空净(-49%)、烤面包机(-29%)、搅拌机(-23%)等下滑明显，但电热毯(+19%)受益于欧洲能源危机实现逆势增长。从主要出口国家来看，预计受高通胀影响欧美主要国家的家电需求趋于弱势。

图 32：我国家用电器出口金额及同比增速



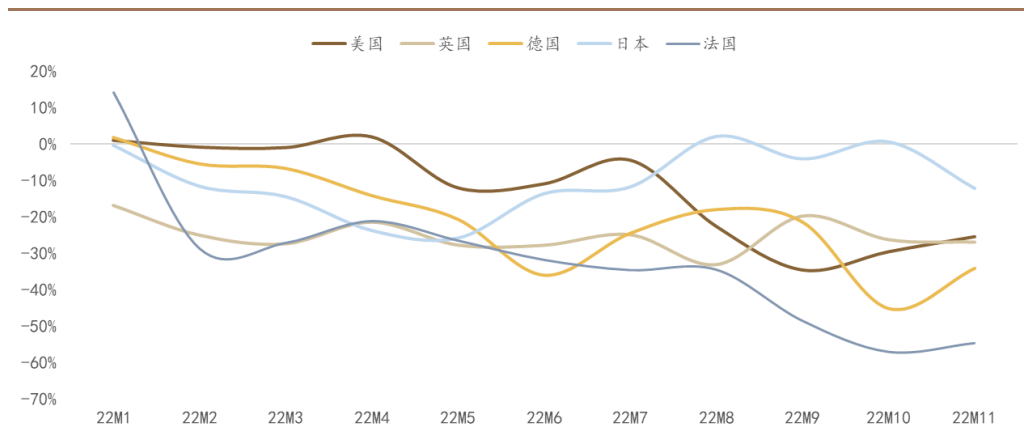
资料来源：Wind，德邦研究所

图 33：22年我国家用电器及细分品类出口金额同比（美元口径）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 34：22 年分月度我国家电主要品类出口至美国、英国、德国、日本和法国的金额同比

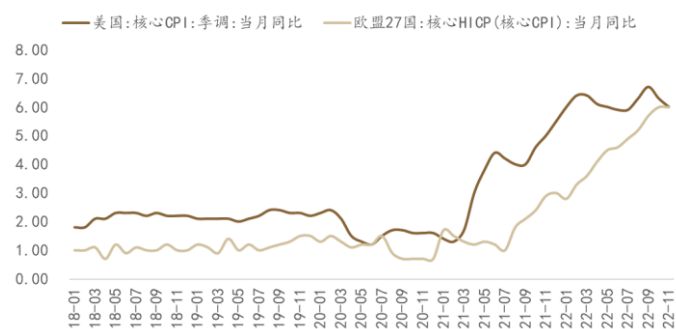


资料来源：Wind，德邦研究所

5.2. 23 年展望：海外环境略有好转，H2 有望边际改善

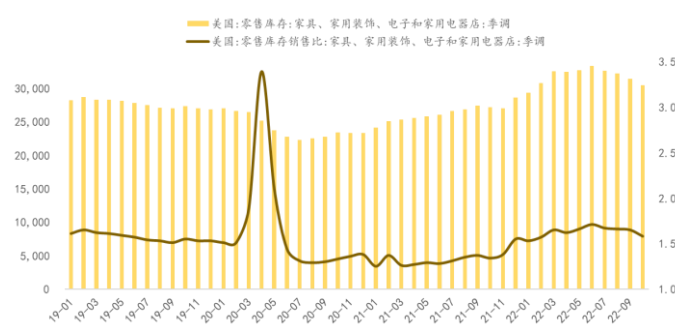
海外环境略有好转，家电出口或呈前低后高。22 年以来欧美通胀高企，核心 CPI 同比攀升明显居民消费受到一定程度的抑制；受前期补库存及销售趋弱影响，22 年以来美国零售库存处于较高水位，22 年 6 月美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存达阶段性高点，同比增长 28%，随着去库存积极推动，11 月美国家具家电类零售库存水位已有所下降。通胀方面，11 月美国核心 CPI 同比+6.0%，亦较前期有所放缓。另外随着需求趋弱，22 年下半年以来中国出口集装箱运价指数明显回调，12 月美东、美西、欧洲、东南亚航线运价指数同比均下滑 48% 以上分别约 19 年同期水平的 155%、119%、168%、99%，逐步恢复至疫情前水平。随着外部环境趋好，预计海外家电需求有望边际改善。

图 35：美国和欧盟核心 CPI 同比攀升明显



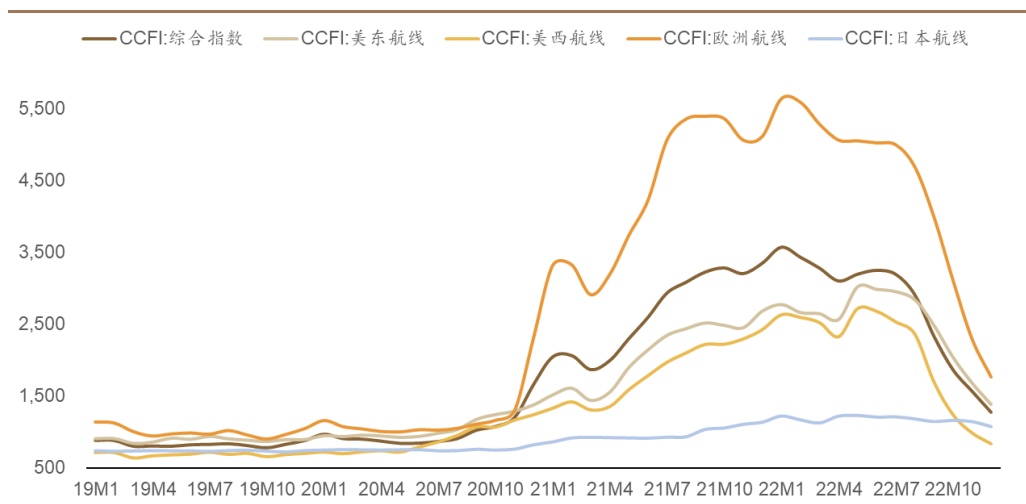
资料来源：Wind，德邦研究所

图 36：美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存（百万美元）及库存销售比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 37：中国出口集装箱运价指数（CCFI）



资料来源：Wind，德邦研究所

海外需求修复测算：22 年家电出口表现承压明显，22 年我国家电出口金额约 19 年同期的 127%，我们假设乐观、中性和悲观假设下 23 年家电出口为 19 年同期的 145%、135%和 125%，对应 23 年同比分别+14%、+6%和-2%，测算下中性假设出口修复预期拉动新宝股份等收入实现 1%~6%左右的增长，且节点上呈现前低后高趋势，预计 23Q1 受基数影响仍有承压，23Q2 有望迎来修复拐点。

图 38：海外需求修复相关家电上市公司收入弹性测算

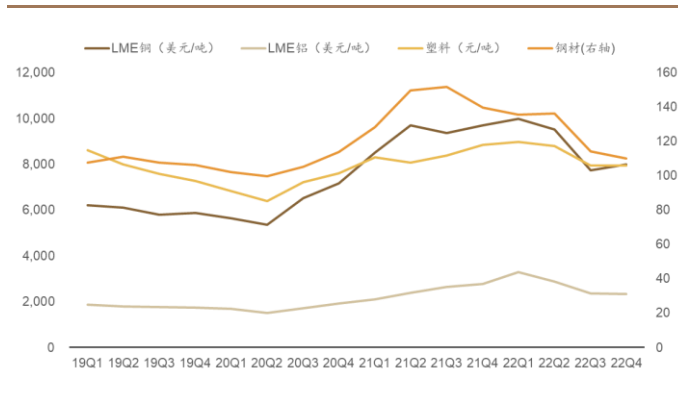
		乐观：家电出口恢复至19年同期水平的145%					中性：家电出口恢复至19年同期水平的135%					悲观：家电出口恢复至19年同期水平的125%				
		7%	12%	17%	22%	14%	-1%	5%	8%	14%	6%	-8%	-3%	0%	5%	-2%
上市公司	外销收入占比	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23E
新宝股份	87%	6%	11%	14%	19%	12%	-1%	4%	7%	12%	6%	-7%	-3%	0%	5%	-1%
莱克电气	70%	5%	9%	12%	16%	10%	-1%	3%	6%	10%	4%	-6%	-2%	0%	4%	-1%
石头科技	64%	4%	8%	11%	14%	9%	0%	3%	5%	9%	4%	-5%	-2%	0%	3%	-1%
科沃斯	31%	2%	4%	5%	7%	4%	0%	1%	3%	4%	2%	-3%	-1%	0%	2%	0%
苏泊尔	28%	2%	3%	5%	6%	4%	0%	1%	2%	4%	2%	-2%	-1%	0%	2%	0%
九阳股份	13%	1%	2%	2%	3%	2%	0%	1%	1%	2%	1%	-1%	0%	0%	1%	0%

资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所测算

6. 原材料回落助力盈利能力修复，人民币升值趋势或影响出口企业盈利

22Q2 开始家电主要原材料价格同比有所回落。回顾家电主要原材料价格走势，21Q3 达峰值后连续两个季度增速放缓但仍然为正，22Q2 原材料的价格在历史上仍处较高水平，但相较本轮的价格高点已明显回落，22Q2LME 铜、LME 铝、塑料、钢材同比分别为-2%、+20%、+9%和-9%。此后原材料价格下调趋势明显，22Q4 铜、铝、塑料和钢材同比分别-18%、-16%、-10%和-21%。

图 39：家电主要原材料价格走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 40：家电主要原材料价格同比

	LME铜	LME铝	塑料	钢材
20Q1	-9%	-9%	-21%	-5%
20Q2	-12%	-17%	-20%	-10%
20Q3	12%	-3%	-5%	-2%
20Q4	22%	9%	5%	7%
21Q1	51%	24%	22%	26%
21Q2	81%	60%	26%	50%
21Q3	44%	55%	16%	44%
21Q4	35%	44%	16%	23%
22Q1	18%	56%	8%	6%
22Q2	-2%	20%	9%	-9%
22Q3	-17%	-11%	-5%	-25%
22Q4	-18%	-16%	-10%	-21%

资料来源：Wind，德邦研究所

受益于原材料价格的回落，家电主要公司毛利率有所修复。原材料价格变动传导至报表利润端预期会有 1 个季度左右的滞后，白电企业在 22 年初开始提价明显叠加产品结构的升级，率先在 22Q2 迎来毛利率的明显修复，22Q3 以来主要原材料价格全数下跌且降幅明显，预期 22Q4 家电企业盈利能力将步入持续修复通道。

图 41：22Q1-Q3 家电主要公司销售毛利率及变动

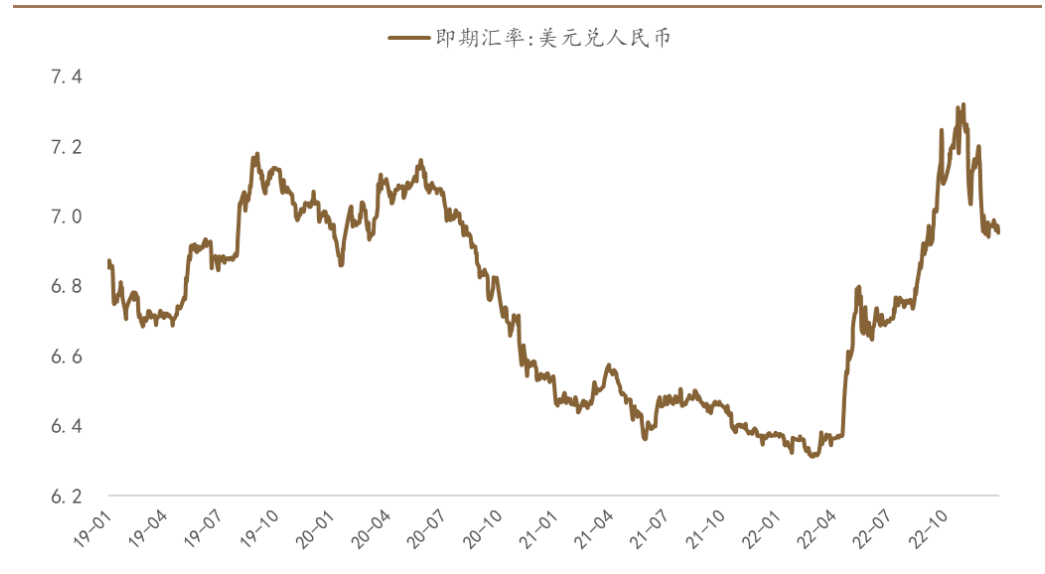
	22Q1	变动	22Q2	变动	22Q3	变动
LME铜 (美元/吨)	9997	18%	9513	-2%	7745	-17%
LME铝 (美元/吨)	3280	56%	2875	20%	2354	-11%
塑料 (元/吨)	8977	8%	8793	9%	7937	-5%
钢材综合价格指数 (1994年4月=100)	136	6%	136	-9%	114	-25%
美的集团	22%	-1%	24%	1%	25%	0%
格力电器	24%	-1%	25%	2%	27%	3%
海尔智家	29%	0%	32%	0%	31%	1%
海信家电	19%	-2%	20%	-1%	23%	1%
老板电器	53%	-5%	47%	-9%	52%	-3%
火星人	44%	-3%	45%	-6%	45%	1%
浙江美大	50%	-1%	41%	-14%	43%	-7%
亿田智能	44%	-1%	49%	2%	48%	4%
帅丰电器	44%	-3%	46%	-4%	47%	4%
华帝股份	39%	-3%	44%	0%	40%	1%
苏泊尔	25%	-1%	26%	1%	26%	0%
九阳股份	27%	-5%	31%	1%	29%	0%
小熊电器	37%	2%	33%	0%	37%	3%
新宝股份	17%	-2%	21%	4%	24%	7%
北鼎股份	48%	0%	48%	-4%	47%	-2%
科沃斯	50%	3%	52%	0%	47%	-1%
石头科技	47%	-2%	49%	-3%	49%	1%
飞科电器	54%	10%	54%	6%	53%	4%
莱克电气	23%	1%	21%	-1%	20%	-4%
倍轻松	54%	-3%	52%	-12%	53%	-4%
荣泰健康	27%	-3%	24%	-3%	27%	3%
极米科技	38%	3%	37%	-1%	36%	-2%
海信视像	17%	1%	18%	2%	18%	3%
创维数字	17%	1%	19%	2%	18%	2%
光峰科技	33%	0%	29%	-7%	34%	-3%

资料来源：Wind，德邦研究所

22Q2-Q3 人民币贬值明显，家电出口企业财务费率回落明显。22Q2 开始人民币环比快速贬值，11 月美元兑人民币的即期汇率数值突破 7.3，受汇率波动的影响，22H1 家电主要出口公司新宝股份、比依股份、莱克电气、德昌股份等汇兑收益贡献明显，其汇兑损益占营收比重分别为-1.8%、-2.9%、-3.6%和-6.2%，与当期财务费率较为接近，推动财务费率明显走低，尤其是 22Q2 同比下滑明显。另 22Q3 人民币延续贬值趋势，受此影响，出口企业的财务费率延续下滑趋势，新宝股份（-4.1pct）、比依股份（-6.5pct）、德昌股份（-22.7pct）、莱克电气（-9.0pct）财务费率下滑明显。

23 年以来人民币环比快速升值趋势明显。随着国内疫情防控优化和稳经济措施的落地，美元指数高位回落，12 月下旬开始人民币快速升值，23 年 1 月 13 日美元兑人民币即期汇率值已跌至 6.7，人民币升值预计将给美元出口企业带来毛利率与汇兑损失的压力，影响盈利表现。

图 42：美元兑人民币即期汇率走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 43：22Q1-22Q3 家电主要公司财务费率及变动

	22Q1	变动	22Q2	变动	22Q3	变动	22H1 汇兑损益占收入	22H1 财务费率
美元兑人民币	6.3433	-0.0297	6.6943	0.351	7.0931	0.3988		
美的集团	-1.3%	-0.1%	-0.6%	0.9%	-0.4%	0.7%	0.0%	-0.9%
格力电器	-1.6%	0.5%	-0.6%	0.2%	-1.2%	0.1%	-0.3%	-1.0%
海尔智家	0.2%	-0.1%	-0.6%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.1%	-0.2%
海信家电	-0.2%	0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
新宝股份	0.2%	0.3%	-3.9%	-4.8%	-4.5%	-4.1%	-1.8%	-1.8%
比依股份	0.4%	0.4%	-6.5%	-7.7%	-6.7%	-6.5%	-2.9%	-3.0%
莱克电气	0.7%	1.9%	-7.8%	-10.8%	-10.1%	-9.0%	-3.6%	-3.4%
富佳股份	1.0%	1.6%	-4.8%	-6.0%	-5.1%	-4.5%	-2.2%	-2.2%
德昌股份	0.1%	0.2%	-13.7%	-15.6%	-23.2%	-22.7%	-6.2%	-7.1%
海容冷链	-0.3%	-0.1%	-2.1%	-2.1%	-6.1%	-4.8%	-0.9%	-1.3%

资料来源：Wind，德邦研究所

7. 投资建议

展望 2023 年，我们认为家电板块有望迎来较大的投资机会，重点建议布局以下投资方向：

1) 疫后线下客流+消费信心修复相关消费：扫地机景气度有望回升，线下布局持续获效，23Q2 有望迎来拐点，建议关注**科沃斯+石头科技**；及渗透率较低的新兴品类投影仪龙头**极米科技**；顺应高性价比情绪消费趋势、具备较强 α 的**小熊电器**；顺应高端/颜值/品质消费、品牌效应凸显且平台化成效显著、外销改善弹性较大的**新宝股份**，建议关注线下修复弹性较大且新兴品类属性高度符合需求趋势的**倍轻松**（健康养生）+**萤石网络**（老龄化）；顺应个性化/颜值消费趋势且组织架构调整成效显著的**飞科电器**；建议关注线下占比较高、弹性较大的**九阳股份**（新高层出任有望带来新变化）+**苏泊尔**；建议关注顺应品质生活趋势且公司治理改善持续兑现的**海信视像**。

2) 地产改善+估值修复，上半年的估值提振&下半年的基本面拐点：主要系厨电和白电品类，建议关注白电龙头**海尔智家**（ α 优势显著，高端化+降本增效逻辑持续兑现）、**美的集团**（多元化布局持续发力，新一轮改革成效有望显现）、**海信家电**（公司治理改善持续兑现，且中央空调顺应消费升级趋势），及有望受益地产回暖、下沉市场仍有较大渗透率提升空间的厨电龙头**火星人**、**亿田智能**、**老板电器**。

图 44：家电重点公司估值

【德邦家电】家电重点公司估值																		
	公司	市值 (亿元)	周涨跌幅	年初至今涨跌幅	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE				BVPS	PB
					21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
白电	美的集团	3,730	-6.6%	2.9%	285.7	303.7	338.1	373.6	5%	6%	11%	11%	13	12	11	10	19.9	2.7
	格力电器	1,954	-1.0%	7.4%	230.6	261.5	288.1	314.8	4%	13%	10%	9%	8	7	7	6	17.0	2.0
	海尔智家	2,448	-1.8%	5.9%	130.7	152.8	176.4	202.3	47%	17%	15%	15%	19	16	14	12	9.7	2.7
	海信家电	232	-2.0%	29.4%	9.7	13.2	16.2	19.1	-38%	36%	23%	18%	24	18	14	12	8.2	2.1
厨电	老板电器	279	-4.8%	6.1%	13.3	18.6	21.3	24.2	-20%	40%	14%	14%	21	15	13	12	9.9	3.0
	火星人	126	-4.4%	23.2%	3.8	3.5	4.5	5.6	37%	-6%	29%	23%	34	36	28	23	3.6	8.7
	浙江美大	76	-1.5%	5.5%	6.6	6.0	6.8	7.7	22%	10%	15%	13%	11	13	11	10	2.9	4.0
	亿田智能	52	-6.5%	4.7%	2.1	2.4	3.0	3.6	46%	14%	25%	22%	25	22	17	14	12.0	4.0
	帅丰电器	31	-0.6%	13.9%	2.5	2.4	2.9	3.5	27%	-3%	21%	19%	13	13	11	9	10.1	1.7
	华帝股份	51	0.0%	7.9%	2.1	4.7	5.3	5.8	-49%	26%	12%	10%	24	11	10	9	4.1	1.5
小家电	苏泊尔	428	0.6%	7.1%	19.4	20.6	23.1	25.8	5%	6%	12%	11%	22	21	19	17	9.0	5.9
	九阳股份	144	-0.6%	13.7%	7.5	7.1	8.3	9.4	-21%	-5%	18%	13%	19	20	17	15	4.8	3.9
	小熊电器	106	-3.0%	12.7%	2.8	3.7	4.5	5.3	-34%	31%	22%	16%	37	29	23	20	13.8	4.9
	新宝股份	148	-1.8%	7.6%	7.9	11.1	12.6	14.2	-29%	41%	13%	13%	19	13	12	10	8.3	2.2
	北鼎股份	32	0.3%	9.3%	1.1	0.5	0.9	1.1	8%	56%	82%	25%	29	67	37	29	2.1	4.6
	极米科技	152	5.5%	30.3%	4.8	4.9	5.7	6.6	80%	1%	16%	16%	31	31	27	23	42.6	5.1
	科沃斯	532	6.4%	27.2%	20.1	17.9	21.6	26.4	214%	11%	21%	22%	26	30	25	20	10.2	9.1
	石头科技	316	12.2%	36.0%	14.0	12.6	15.3	18.3	2%	10%	22%	19%	23	25	21	17	98.1	3.4
	飞科电器	298	1.9%	1.8%	6.4	9.8	12.0	14.3	0%	53%	22%	19%	47	31	25	21	7.7	8.9
	莱克电气	174	-2.5%	8.2%	5.0	9.5	10.7	12.1	53%	88%	13%	13%	35	18	16	14	6.1	4.9
	倍轻松	31	-2.3%	2.0%	0.9	-1.0	1.1	1.5	30%	-211%	208%	37%	34	-	28	20	9.1	5.5
	荣泰健康	30	2.1%	6.5%	2.4	2.0	2.5	2.9	22%	15%	23%	17%	13	15	12	10	12.7	1.7
黑电	海信视像	198	-1.4%	12.0%	11.4	17.0	19.6	22.3	-5%	49%	15%	14%	17	12	10	9	12.9	1.2
	创维数字	191	10.5%	19.0%	4.2	9.1	11.3	13.9	10%	16%	24%	22%	45	21	17	14	5.2	3.2

资料来源：万得一致预期、德邦证券研究所；备注：极米科技、倍轻松、北鼎股份采用德邦预测，收盘日 2023.02.03

8. 风险提示

原材料价格上涨风险、需求不及预期风险、疫情反复风险、汇率波动影响、芯片缺货涨价风险。

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。