白电出货量下降、地产销售改善

—二月行业动态报告

家用电器行业

推荐 维持评级

核心观点

- **地产销售持续改善。**2 月 24 日，人民银行、银保监会发布了《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》，意见出台利于培育和发展住房租赁市场，促进房地产市场平稳健康发展。在政策托底下，家电需求有望得到改善。春节后地产销售持续好转，截至 2 月 27 日，30 大中城市商品房累计销售套数、面积分别为 20.58 万套和 2063.25 万平方米，同比增长 13.72%、15.81%。二手房方面，热点城市销售近期也全面回暖。

- **春节因素影响，空调内外销均同比下降。**一月份空调内外销均同比下降，但主要受春节因素影响，同比增速参考价值不大，需结合 2 月数据一起分析。从零售端来看，空调销售恢复较好。奥维云网数据显示，2023 年前 7 周空调线上零售量同比增加 60.26%，零售额同比增长 60.7%，前 8 周线下零售量同比增长 7.57%，零售额同比增长 9.97%。展望未来，由于我国空调市场规模较大，空调需求恢复有望得到延续，推动内销改善。出口方面，由于国际形势比较复杂，增长面临一定的不确定性，但外销在 22 年 11-12 月份均实现了小幅增长，后续有望维持相对稳定。

- **家电指数二月上涨 0.31%。**2023 年 2 月份申万家电指数上涨 0.31%，排在申万一级行业第 19 位，表现优于沪深 300 指数（-2.1%），截至 2 月 28 日，行业市盈率（TTM）为 14.51，低于 2006 年至今历史平均水平 21.1。家用电器行业市盈率（TTM 整体法，剔除负值）较 2005 年以来的历史均值低 4.75 个单位。家电板块估值溢价率（A 股剔除银行股后）为-15.46%，较均值低 4.18PCT。

- **投资建议：** 1 月受春节因素影响，空调内外销同比下降较多，从零售端来看，空调销售恢复较好。展望未来，疫情和地产压制逐步消散，内销需求有望改善。出口市场受需求不足影响实现增长具有一定难度。从盈利能力来看，成本红利有望持续兑现。建议关注三条投资主线，一、业绩改善确定性强的白电龙头，推荐美的集团、格力电器和海尔智家。二、受益于地产改善的厨电龙头，推荐老板电器、火星人和亿田智能。三、景气度有望回升的清洁电器龙头，推荐科沃斯和石头科技。

- **核心组合（截至 2.28）**

证券代码	证券简称	年初至今涨幅	相对收益率	市盈率
002508.SZ	老板电器	10.91%	2.29%	23.90
000651.SZ	格力电器	12.99%	4.37%	7.78
600690.SH	海尔智家	7.56%	-1.06%	16.80
000333.SZ	美的集团	1.27%	-7.35%	12.41

- **风险提示：**原材料价格变动的风险；房地产政策改善不及预期的风险；消费复苏不及预期的风险。

分析师

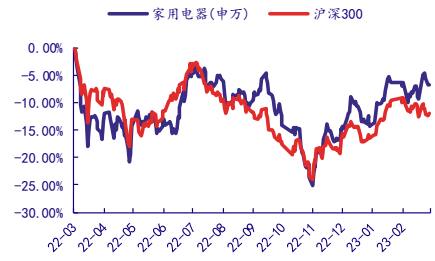
李冠华

☎：8610-80927662

✉：liguanhua_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519110002

相对沪深 300 表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

目录

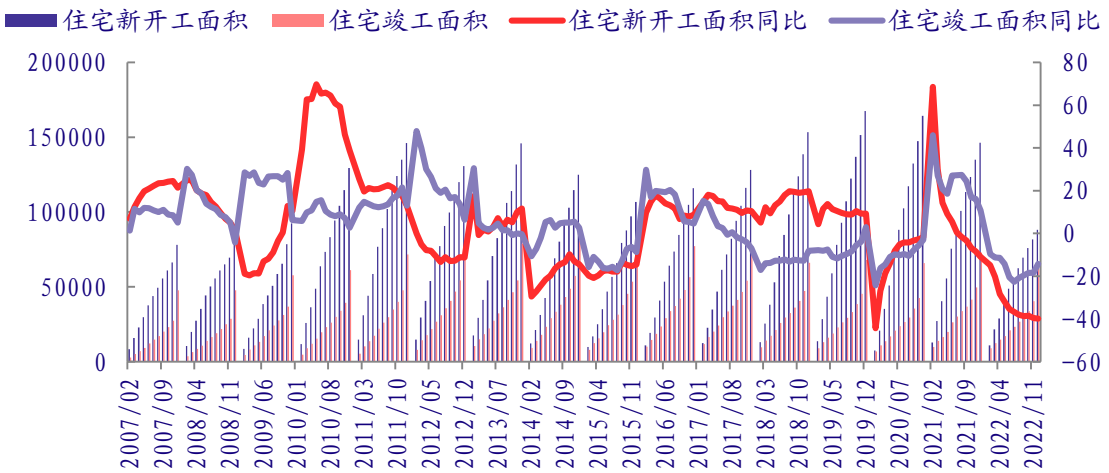
一、地产边际改善，原材料价格下降幅度加大.....3
（一）地产“三箭齐发”强势托底.....3
（二）原材料价格同比下降幅度加大.....4
（三）家电社零 2022 年同比下降 3.9%.....5
（四）财务分析.....6
二、家电估值.....8
（一）估值低于历史均值.....8
（二）行业 Beta 表现.....9
三、投资建议.....10
（一）最新观点.....10
（二）核心组合.....10
四、风险提示.....11

一、地产边际改善，原材料价格下降幅度加大

（一）地产“三箭齐发”强势托底

2022 年 12 月地产竣工面积同比下降 5.7%。家电行业为房地产后周期行业，房地产行业对白电、厨电等产品销售拉动作用较大。2022 年全国房屋住宅开工、竣工面积分别为 88,135.08 和 62539.25 万平米，同比下降 14.3%和 39.8%。单月来看，12 月份竣工面积为 22,097.71 万平米，同比下降 5.7%，开工面积为 6,400.73 万平米，同比下降 43.66%。

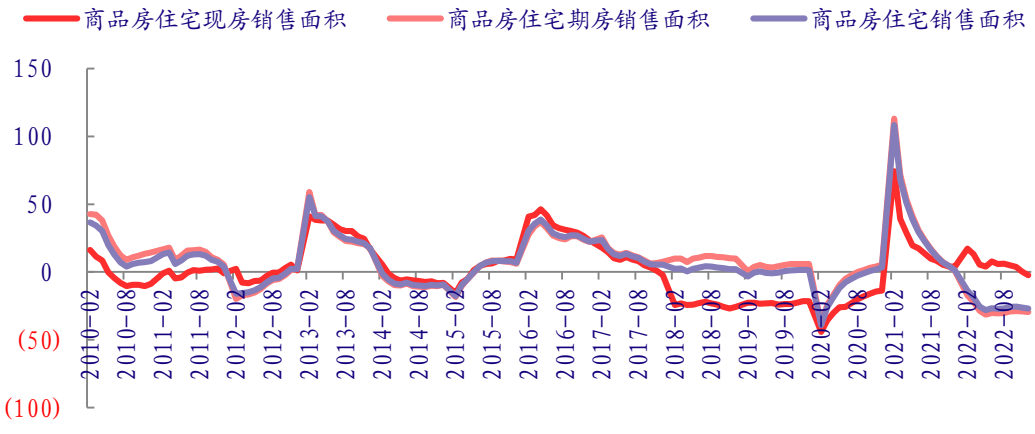
图 1：住宅新开工与竣工面积（万平方米）累计值及同比增长率（%）



资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究院

商品房住宅销售面积同比增速下滑。2022 年房地产住宅销售面积 114,630.65 万平方米，同比减少了 26.77%，其中现房和期房销售面积分别为 15,974.38 和 98,656.28 万平米，同比下降 2.3%和 29.6%。单月来看，12 月份房地产住宅销售面积 11,903.82 万平方米，同比下降 31.49%，增速环比上涨 1.01PCT。

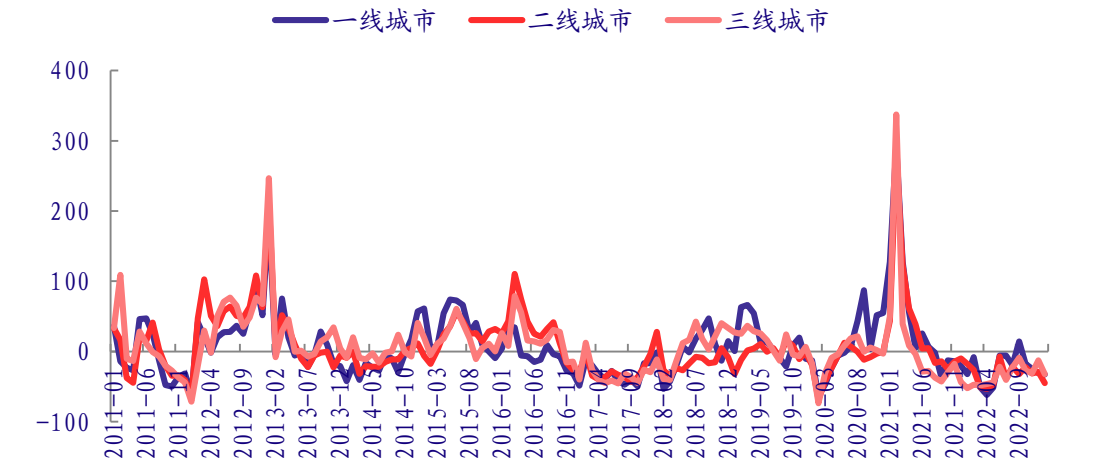
图 2：商品房住宅现房、期房销售面积累计同比增长率（%）



资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究院

从 30 大中城市商品房成交数据来看，2023 年 1 月份，一线、二线、三线城市成交套数同比下降-32.75%、-45.17%、-32.17%。

图 3：30 大中城市商品房成交套数同比增长率（%）



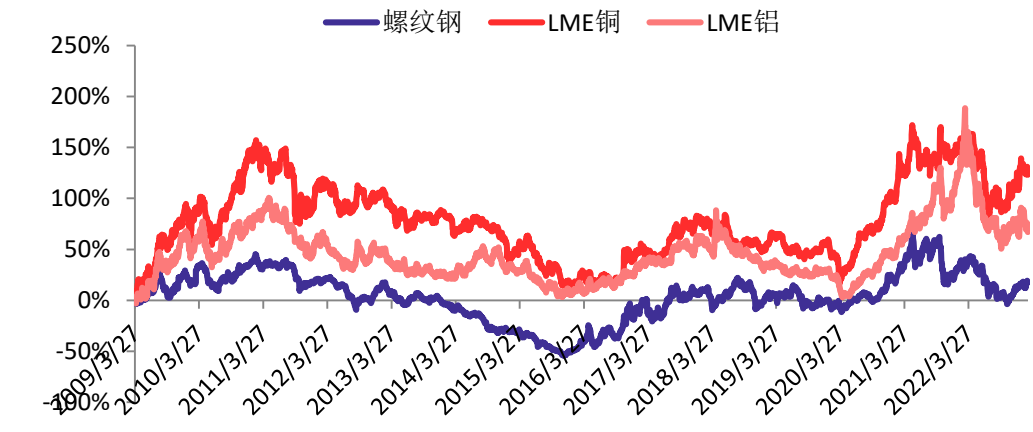
资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究院

2022 年 11 月份开始，地产政策端“三箭齐发”强势托底。从资金用途中可以看出，目前政策目标是以“保交楼”和防止发生金融风险为主，在政策托底下，地产竣工有望迎来集中交付，推动家电需求改善。银河地产团队预测，中性情境下，2023 年新开竣工面积增速 2.3%。在乐观情境下，2023 年全国商品房销售面积同比增速 2%，销售金额同比增速 4.6%，新开工面积同比-5%，竣工面积同比 5.6%，房地产开发投资同比-0.7%

（二）原材料价格同比下降幅度加大

2023 年 2 月家电主要原材料价格环比小幅下降，铜、铝、螺纹钢月度均价环比下降 0.43%、2.63%、0.18%，从同比增速来看，铜、铝、螺纹钢均同比下降，下降幅度环比有所加大，分别为-9.86%、-25.68%、-14.23%。

图 4：原材料价格变动率



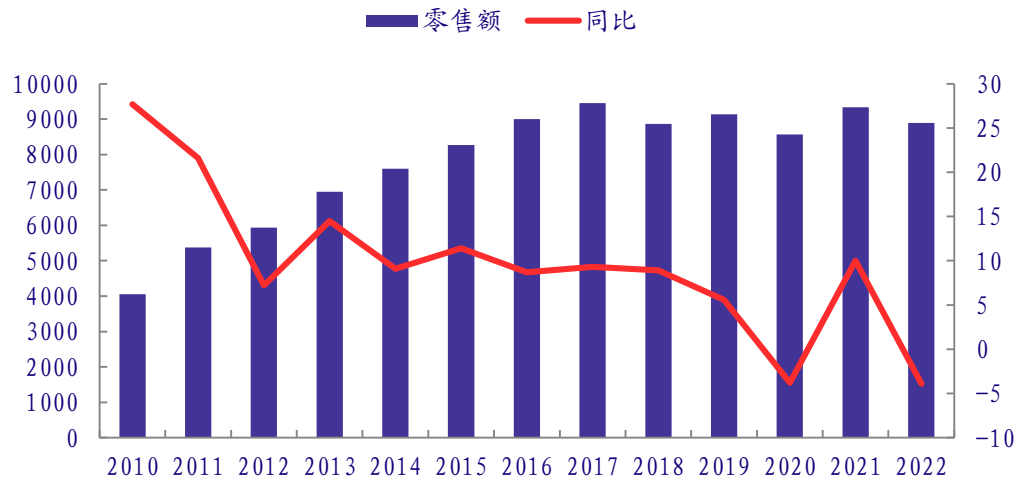
资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究院

（三）家电社零 2022 年同比下降 3.9%

1.家电社零 2022 年同比下降 3.9%

根据国家统计局数字，2022 年家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额 8890 亿元，同比减少 3.9%。12 月家电社零总额 794 亿元，同比下降了 13.1%，增速环比提升了 4.2PCT。

图 5：家用电器和音像器材类零售额（亿元）及增速（%）

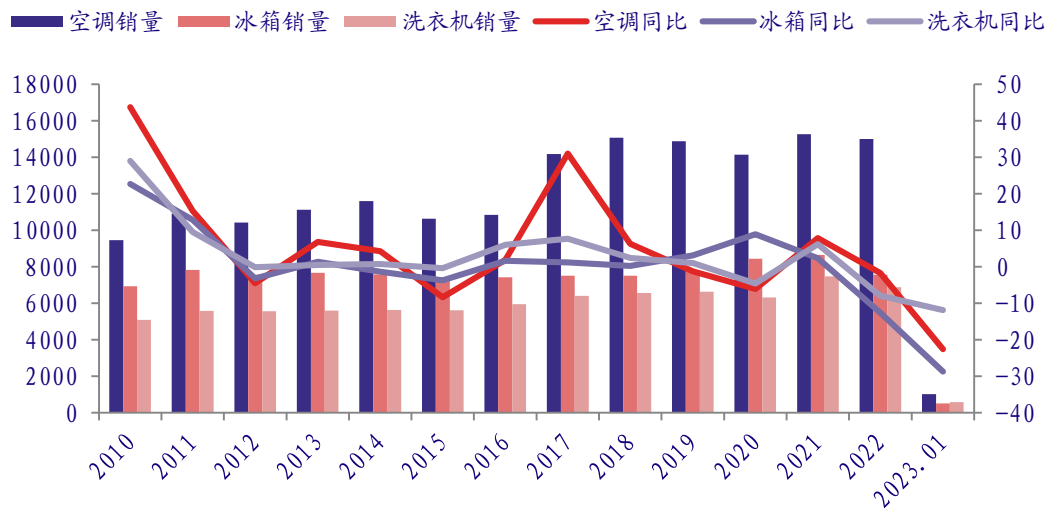


资料来源：国家统计局、wind、中国银河证券研究院

2.春节因素影响，空调内外销均同比下降

产业在线发布家用空调产销数据，2023 年 1 月家用空调生产 1041.8 万台，同比下降 20.3%，销售 1031.0 万台，同比下降 22.6%，其中内销出货 433.8 万台，同比下降 22.3%，出口 597.2 万台，同比下降 22.7%。库存 1875.1 万台，同比下降 6.6%。一月份空调内外销均同比下降，主要受春节因素影响，同比增速参考价值不大，需结合 2 月数据一起分析。从零售端来看，空调销售恢复较好。奥维云网数据显示，2023 年前 7 周空调线上零售量同比增加 60.26%，零售额同比增长 60.7%，前 8 周线下零售量同比增长 7.57%，零售额同比增长 9.97%。展望未来，由于我国空调市场规模较大，空调需求恢复有望得到延续，推动内销改善。出口方面，由于国际形势比较复杂，增长面临一定的不确定性，但外销在 22 年 11-12 月份均实现了小幅增长，后续有望维持相对稳定。1 月冰箱销量 508.56 万台，同比下降 28.7%，其中内、外销同比下降 22.6%和 35.5%，洗衣机销量 579.67 万台，同比下降 11.9%，其中内、外销同比下降 18%和 1.7%。

图 6：白电销量（万台）及增速（%）



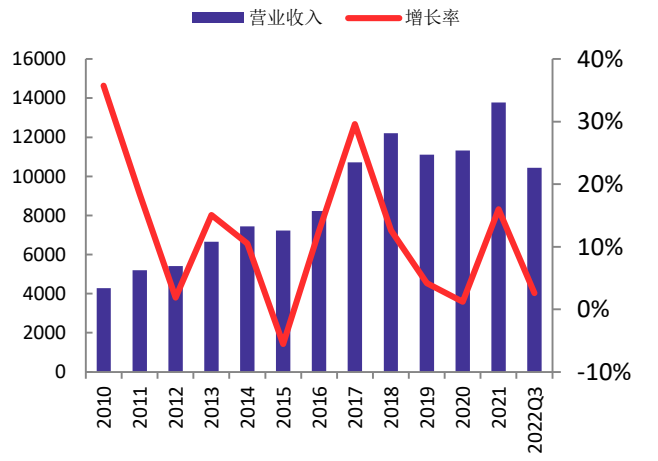
资料来源：产业在线、中国银河证券研究院，

（四）财务分析

1. 家电行业 Q3 营收小幅增长

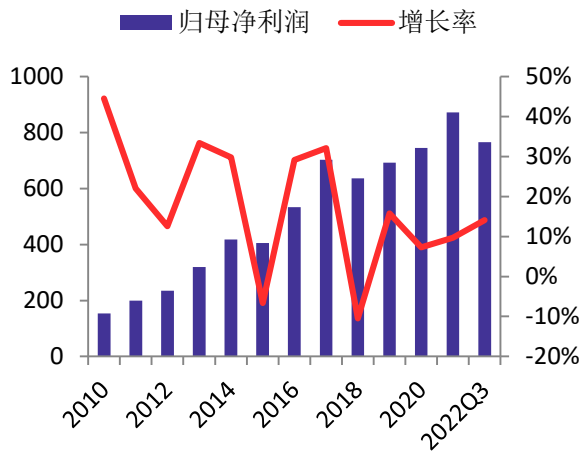
2022 前三季度家电行业（申万家电指数）营业收入 10435.24 亿元，同比增长 2.58%，归母净利润为 766.15 亿元，同比增长 14.11%，毛利率和净利率分别为 23.37%和 7.53%，相比去年同期变增加了 1.0 和 0.74PCT，我们认为由于三季度收入国内局部地区疫情反复、房地产不景气等因素影响，板块收入增长面临一定的压力。原材料价格持续回落、人民币汇率波动、企业积极降本增效等因素推动板块盈利能力改善。

图 7：家电营业收入（亿元）及增长率（%）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 8：家电行业归母净利润（亿元）及增长率（%）

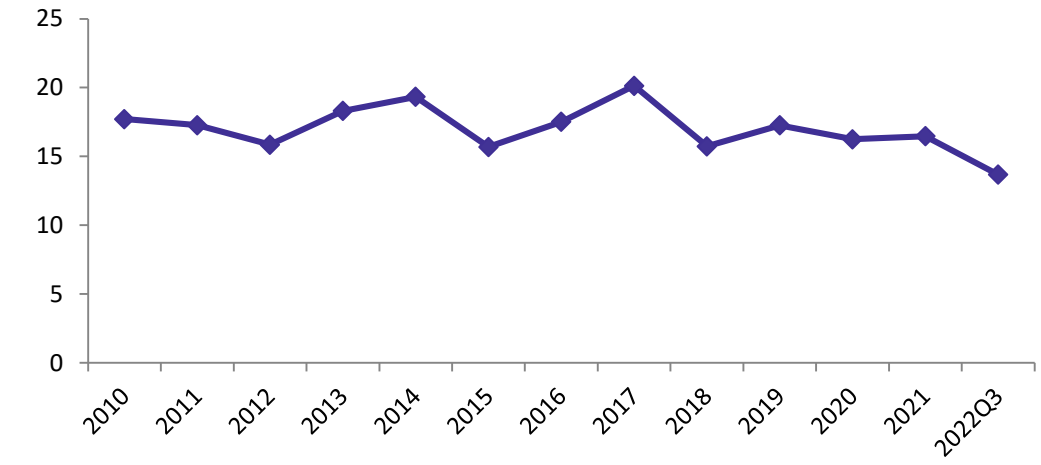


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

2. 家电行业杜邦分析

2021 家电行业 ROE 为 16.46%，同比小幅提升了 0.22PCT，主要原因为行业资产周转率和权益乘数提升，净利率小幅下滑。2022Q3 行业 ROE 为 12.68。

图 9：家电行业净资产收益率



资料来源： wind、中国银河证券研究院

根据杜邦分析法的分解，ROE 的变化主要受三个因素影响：权益乘数、资产周转率、销售净利率。近年来行业的权益乘数相对稳定，表明了行业整体的负债率变动较小。总体来看，家电行业资产周转率呈现下滑趋势。

表 1：家电行业杜邦分析指标

	净资产收益率 ROE（%）	销售净利率（%）	资产周转率	权益乘数
2011	17.28	4.38	1.29	2.90
2012	15.85	4.80	1.11	2.73
2013	18.31	5.67	1.16	2.74
2014	19.33	6.25	1.13	2.63
2015	15.70	6.18	0.97	2.45
2016	17.52	7.05	0.92	2.61
2017	20.13	7.06	0.98	2.70
2018	15.74	5.64	0.97	2.66
2019	17.26	6.79	0.97	2.57
2020	16.24	7.06	0.89	2.59
2021	16.46	6.57	0.95	2.61
2022Q3	13.67	7.53	0.67	2.61

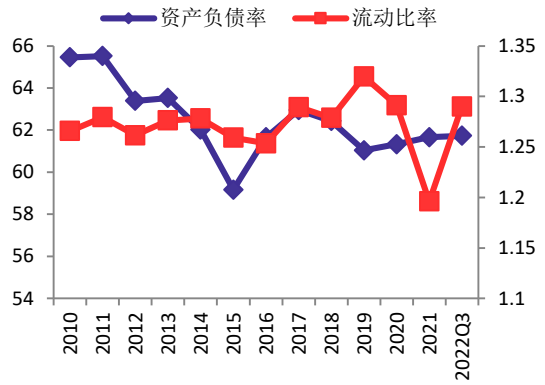
资料来源： wind、中国银河证券研究院

3. 家电行业偿债能力与存货周转率处于较高水平

家电行业资产负债率变动较小，在 62%上下波动，2021 为 61.66%，同比有小幅上升。行

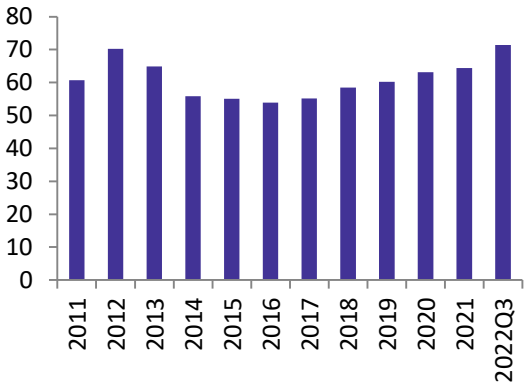
业流动比率一直大于 1，且自 2016 年起稳定上涨，2021 小幅下降为 1.20。流动比率升高表明家电行业流动性充足，偿债能力较强，风险偏低。虽然家电企业积极推行以单定产带来了存货减少，但近年来由于线上销售比例上升造成了厂商库存小幅提升，原材料涨价也使得企业加大原材料储备，2021 年和 2022Q3 存货周转天数均有所提升。

图 10：家电行业资产负债率（左轴）与流动比率（右轴）



资料来源： WIND，中国银河证券研究院

图 11：家电行业存货周转天数



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

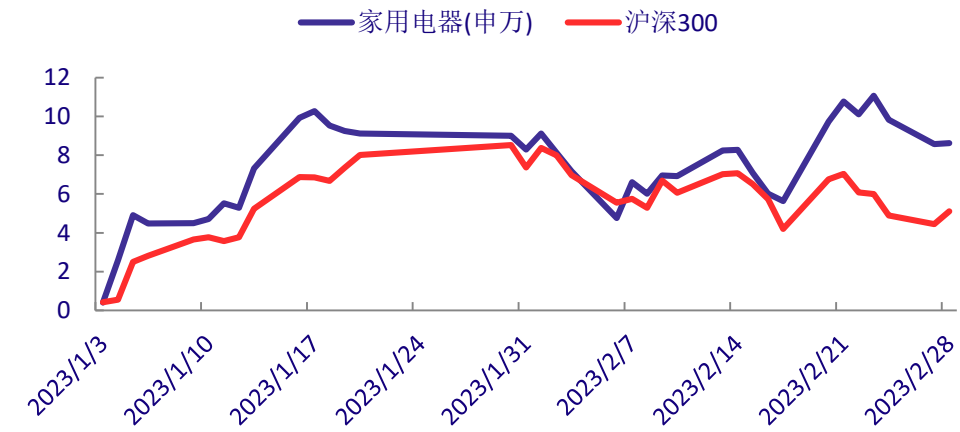
二、家电估值

（一）估值低于历史均值

1. 家电板块估值低于历史均值

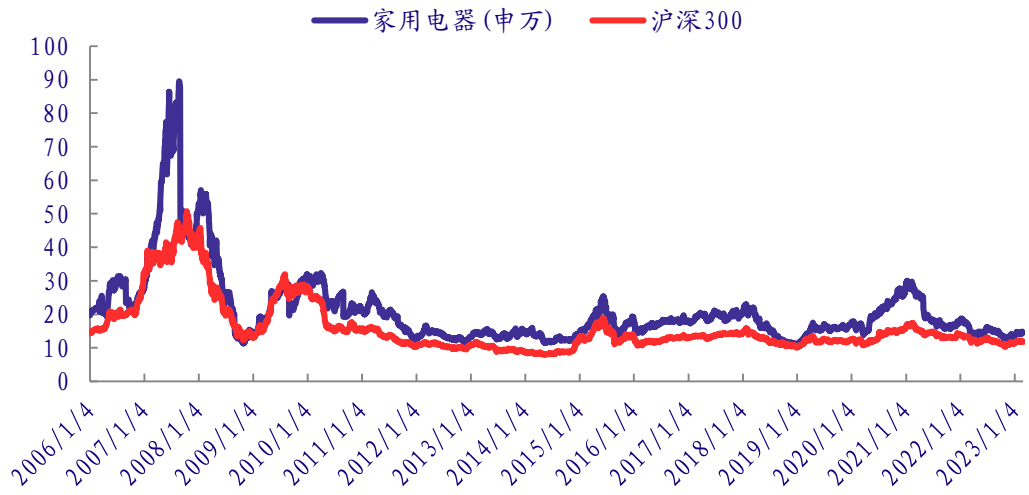
2023 年 2 月份申万家电指数上涨 0.31%，排在申万一级行业第 19 位，表现优于沪深 300 指数（-2.1%），截至 2 月 28 日，行业市盈率（TTM）为 14.5，低于 2006 年至今历史平均水平 21.1。

图 12：申万家电指数与沪深 300 指数对比



资料来源：wind、中国银河证券研究院

图 13：2005 年至今家电板块估值水平变化

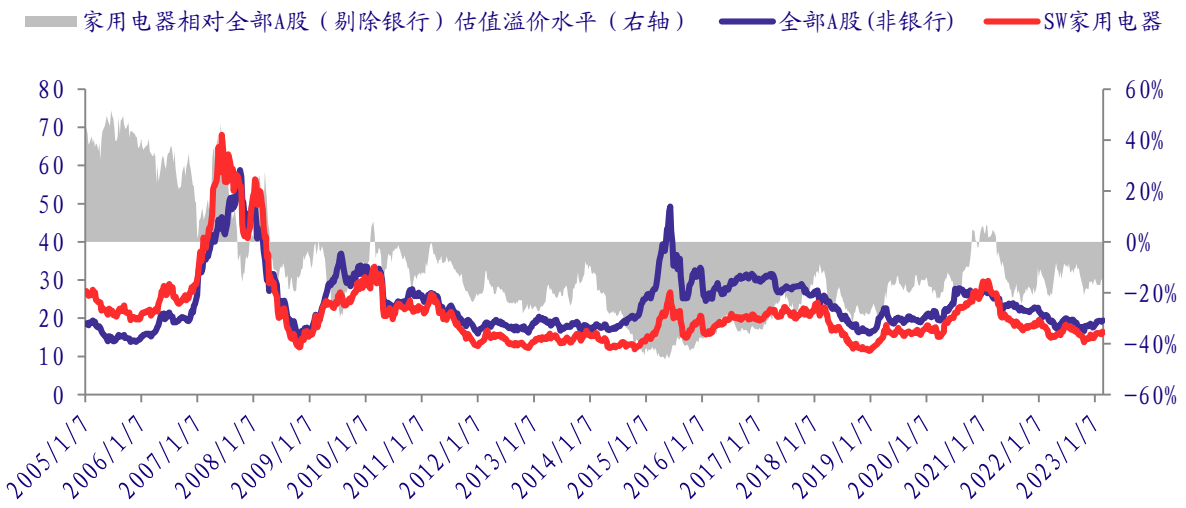


资料来源：wind、中国银河证券研究院

2. 家电板块估值溢价率较低

截至 2023 年 2 月 28 日，家用电器行业市盈率（TTM 整体法，剔除负值）较 2005 年以来的历史均值低 4.75 个单位。家电板块估值溢价率（A 股剔除银行股后）为-15.46%，历史均值为-11.28%，行业估值溢价率较均值低 4.18PCT。

图 14：家用电器股票估值溢价情况-剔除银行股

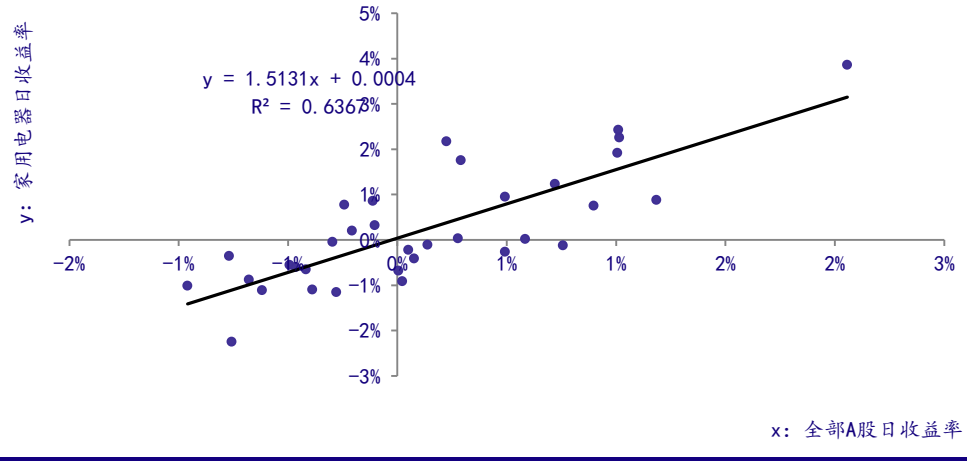


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

（二）行业 Beta 表现

2023 年年初至今家用电器行业相对全部 A 股的 β 值为 1.5131，大于 1，表明家电行业对于全部 A 股的波动性越大，风险和收益均高于 A 股市场。在牛市或整个 A 股市场处于上涨时，行业表现领先于整个市场；但当熊市或整个 A 股市场处于下降时，可抵御市场风险，避免更多的额外损失。

图 15：年初至今家用电器板块相对全部 A 股 Beta 表现



资料来源：wind、中国银河证券研究院

三、投资建议

（一）最新观点

防疫政策优化居民生活逐步回归正常、地产竣工在政策托底下有望集中释放等因素推动需求边际改善，出口虽然面临压力，但在海外去库存逐步完成、海运价格下降、汇率处于低位等因素影响下跌空间有限，原材料涨价压力缓解也促使企业盈利能力提升。

白电：白电需求具有一定韧性，未来有望保持平稳。从盈利能力来看，白电企业已逐步消化经营压力，后续逐步改善。近期受地产政策改善，白电板块估值有一定的修复，但还处于相对低位，随着需求恢复、业绩兑现，估值有望进一步修复，重点推荐格力电器、美的集团、海尔智家；

厨电：地产政策改善延续，精装修房回暖明显有助于推动品牌优势明显的厨电龙头提升市场份额，重点推荐老板电器。集成灶板块受益于渗透率提升，景气度较高，重点推荐集成灶龙头火星人。

小家电：小家电整体市场空间较大，受直播电商推动普及加速，建议关注高成长性的细分品类，重点推荐科沃斯、莱克电气、石头科技。

（二）核心组合

在家电行业的股票中，我们根据业绩确定性和估值两条主线筛选出选出 4 只家电龙头企业：**美的集团（000333）、海尔智家（600690）、格力电器（000651）和老板电器（002508）**

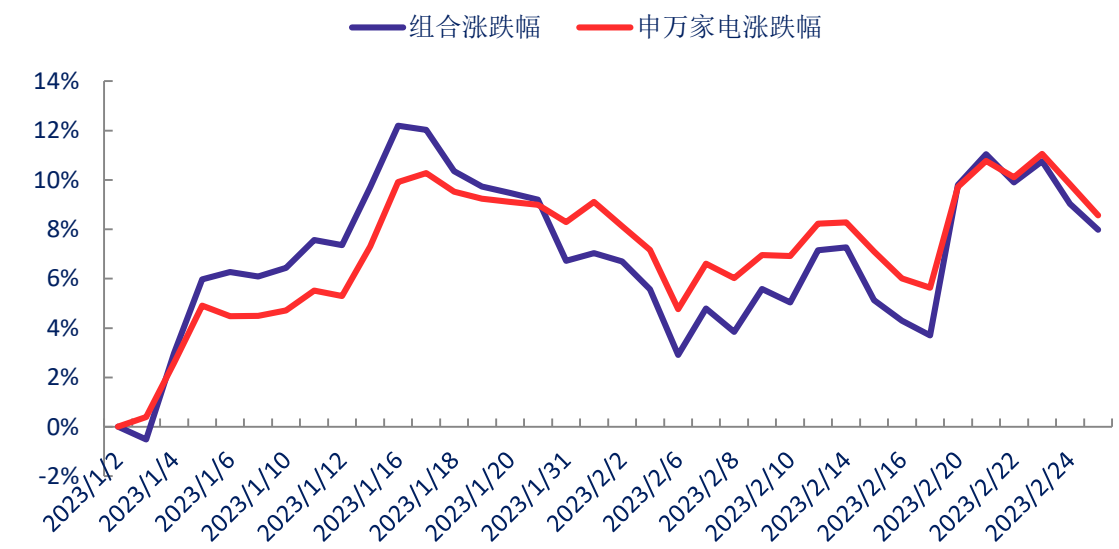
构建投资组合。截至 2023 年 2 月 28 日，该投资组合自年初以来累计收益 8.19%，跑输 SW 家用电器指 0.44PCT;

表 2：核心组合及推荐理由（截至 0228）

证券代码	证券简称	推荐理由	累计涨幅 年初至今	相对收益率 年初至今
002508.SZ	老板电器	厨电行业龙头之一，品牌护城河稳固。	10.91%	2.29%
000651.SZ	格力电器	公司为国内空调行业的标杆企业，具有强大的品牌优势。	12.99%	4.37%
600690.SH	海尔智家	布局国际化和智能家居较早，海外步入收获期	7.56%	-1.06%
000333.SZ	美的集团	C 端优势稳固，B 端市场广阔	1.27%	-7.35%

资料来源：wind、中国银河证券研究院

图 16：核心组合年初至今收益率变动， 20230228



资料来源：wind、中国银河证券研究院

四、风险提示

原材料价格变动的风险；房地产政策改善不及预期的风险；消费复苏不及预期的风险。

插 图 目 录

图 1：住宅新开工与竣工面积（万平方米）累计值及同比增长率（%）.....3
图 2：商品房住宅现房、期房销售面积累计同比增长率（%）.....3
图 3：30 大中城市商品房成交套数同比增长率（%）.....4
图 4：原材料价格变动率.....4
图 5：家用电器和音像器材类零售额（亿元）及增速（%）.....5
图 6：白电销量（万台）及增速（%）.....6
图 7：家电营业收入（亿元）及增长率（%）.....6
图 8：家电行业归母净利润（亿元）及增长率（%）.....6
图 9：家电行业净资产收益率.....7
图 10：家电行业资产负债率（左轴）与流动比率（右轴）.....8
图 11：家电行业存货周转天数.....8
图 12：申万家电指数与沪深 300 指数对比.....8
图 13：2005 年至今家电板块估值水平变化.....9
图 14：家用电器股票估值溢价情况-剔除银行股.....9
图 15：年初至今家用电器板块相对全部 A 股 Beta 表现.....10
图 16：核心组合年初至今收益率变动， 20230228.....11

表 格 目 录

表 1：家电行业杜邦分析指标.....7
表 2：核心组合及推荐理由（截至 0228）.....11

分析师简介及承诺

李冠华,工商管理硕士，2018 年加入银河证券研究院投资研究部，从事家用电器行业研究工作。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn