交銀國際 BOCOM International

行业深度研究

消费行业

家电

2024年1月11日

中国白电 方兴未艾 空调市场 谁执牛耳

吕浩江 | 谭星子

首次覆盖

美的集团	海尔智家	格力电器
000333 CH	6690 HK 600690 CH	000651 CH

我们预计2024年白电行业继续以结构性行情为主导，细分赛道的选择更加重要。白电贡献中国家电市场超六成，三大细分市场的增速和竞争格局不尽相同。几经更迭，市场关注点也在不断变化。

三大关注点探讨

- 2030年中国空调存量空间几何
- 当前地产影响白电需求几成
- 浅谈当前智能家居的机遇与痛点

重点研究公司

美的集团 > 海尔智家 > 格力电器

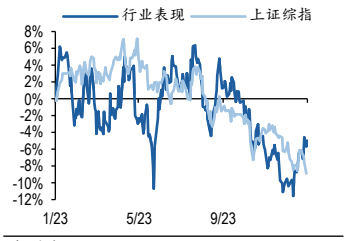
2024 年 1 月 11 日

消费行业 – 家电

中国白电方兴未艾，空调市场谁执牛耳

- **中国白电市场，稳中有增。**经历保有量迅速提升的发展历程后，目前白电规模占中国整体电器市场超六成，并呈现三大特征：1）**市场竞争格局稳定**，集中度逐步提升，三大白电 CR3 均在 70%以上；2）**下沉市场扩张加速**：与高线级城市相比，下沉市场消费力提升更显著，结合各龙头逐步完善的渠道布局及政策加持，我们预期拓宽下沉市场覆盖将呈现持续吸引力；3）**量价并驱，拉动市场规模增长**：冰洗品类占据中国白电市场一半的规模，目前家庭保有量基本实现一户一机，未来的规模增长主要依靠产品升级带来的均价提升，而仍具备增量空间的空调品类则在量价及规模上均具备吸引力。
- **关注点探讨（一）：2030 年中国空调的存量。**尽管相比处于存量市场的冰洗，空调的增量空间更具吸引力，但市场仍对空调未来空间存有疑虑，尤其是经历高增后中期内具多大的增长空间，广受市场关注。我们从关注度较高的几个角度出发，讨论了不同品类和国家的保有量差异、中国不同地区保有量的差异，并以家庭户数为起点，测算出 2030 年中国空调市场的总保有量，并以此进一步预估未来销量的增速。我们的结论比 Euromonitor 更乐观。
- **关注点探讨（二）：地产对白电的影响。**白电因其地产后周期的属性常受其周期影响，因此我们围绕地产的影响程度展开了探讨。市场所熟知的受新房拉动的白电销量已发生结构性变化，因此我们从数据出发，分析和测算了各类需求对三大白电销量的贡献程度，得出结论：受地产影响的冰洗和空调需求分别不到两成和三成，均低于目前市场主流的观点。
- **关注点探讨（三）：智能家居为白电市场带来增量仍需时日。**尽管智能家居在各方面的发展有目共睹，然而整体行业面临着技术成熟度、设备互联互通标准、用户体验优化等多方挑战，消费者也面临“智能化功能与高质量家电”如何兼得的难题。我们相信，长期智能家居行业发展潜力仍大，但短期内消费者的选择仍会偏重家电产品本身。
- **首次覆盖三家白电龙头企业，重点推荐美的集团。**我们看好更具科技属性的**美的集团**（000333 CH, **买入**），因为：1）B 端业务布局贡献新增速，库卡让其拥有估值重估空间；2）高性价比策略实现 C 端业务多元化布局，预期份额持续提升；3）在最具潜力的空调市场实现迅速份额拓张，供应链布局保证业务稳定；4）海外布局逐渐完善，增强未来预期。我们其次看好**海尔智家**（600690.CH/6690.HK，**买入**），因其强势冰洗业务将受益于海内外市场地位提升和盈利能力增强的双重利好。此外，基于对中国空调市场空间的测算，我们仍看好空调行业龙头**格力电器**（000651.CH，**中性**）中长期的表现，但预期 2024 年将面临高基数压力。展望未来，我们认为白电市场步入业绩和估值双重驱动的阶段，技术进步和突破也将带来估值的提升。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA
edward.lui@bocomgroup.com
(852) 3766 1809

谭星子, FRM
kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	-----每股盈利-----		----市盈率----		----市账率----		股息率
					FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
美的集团	000333 CH	买入	85.50	55.17	4.873	5.604	11.3	9.8	2.74	2.70	4.5
海尔智家	6690 HK	买入	31.09	21.65	1.776	2.064	11.2	9.6	1.97	1.90	3.6
格力电器	000651 CH	中性	37.63	33.49	4.603	5.226	7.3	6.4	2.39	2.31	8.2
平均							**9.9**	**8.6**	**2.37**	**2.31**	**5.5**

资料来源：FactSet、交银国际预测；截至 2024 年 1 月 10 日收盘价

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

前言 4
报告亮点：三大关注点探讨 4
中国白电市场概况：逐步迈向存量市场；空调独占半壁江山 7
白电——占中国总电器市场规模超六成 7
消费升级趋势带动产品均价提升，高端市场成为下一扩张驱动力 10
下沉市场：吸引力日益提升，持续布局 11
海外市场：前瞻性布局有望持续收获高增 14
中国家电市场画像之市场格局 16
思考（一）：为何冰洗龙头的收入、盈利、市值都不如空调龙头？ 22
思考（二）：存量市场下，抓住哪些增长点对企业至关重要？ 24
关注点（一）：2030 年中国空调存量是多少？我们较 Euromonitor 更乐观 25
关注点（二）：地产对白电市场的影响有变化吗？ 33
关注点（三）：智能家居为白电市场带来增量仍需时日 37
现阶段的智能家居，机遇与痛点并存 37
家电板块的股价驱动因素拆解：估值业绩双重驱动 42
财务比较 44
其他附表 47
公司分析 53
美的集团 (000333 CH)：全球家电龙头向高端制造发力，有望带来估值重估；首予买入 54
海尔智家 (6690 HK)：中国冰洗龙头，高端和海外优势强化助力盈利增长；首予买入 91
格力电器 (000651 CH)：中国空调市场的领先者，期待多元化发展显效；首予中性 112

前言

作为传统消费赛道，我们预计，2024 年的白电行业将继续以结构性行情为主导，因此细分赛道的选择更加重要。白电贡献中国家电市场超六成规模，三大细分市场的增速和竞争格局各不相同。经历了近几年的发展，投资者的关注焦点也逐渐发生了变化。

报告亮点：三大关注点探讨

♾ 2030 年中国空调存量空间测算

市场熟知测算空调市场天花板的方式是与生活习惯相近的日本和中国台湾做对标。尽管我们认为该方式具备参考价值，但是需至少十年以上才能达到的天花板而言，对于投资的借鉴意义有限。因此，我们对未来中期的空调市场存量进行了数据方面的测算。鉴于宏观的不确定性，我们采取了较为保守的测算参数，但是仍发现空调市场整体的存量将增长 50%至近 9.4 亿台的水平。

♾ 地产对白电市场的影响有变化吗？

对于来自地产的新增需求占白电销售量的比重，市场的主流观点是影响约四成空调的销量及两成冰洗的销量。然而观点的更新远滞后于市场的发展，白电与地产的关系早已发生了变化，影响的程度也有所减轻。我们的结论比市场更为乐观，测算结果表明来自地产的新增需求占空调销量约两至三成，而对冰洗的影响则常年稳定在 15%。

♾ 智能家居为白电市场带来增量仍需时日

智能家居的发展早已成为投资者耳熟能详的重要发展趋势，智能家居的各构成部分也体现出加速的更新和迭代。但是智能家居的加速发展却无法反映在加速的消费。我们认为原因有二：联网家电和智能家电之间仍存在较大的差异，且产品尚未实现“主动”服务用户。这也是为什么消费者目前面临着“鱼与熊掌”的困境。考虑到当前消费者对价格较为敏感，我们认为短期内消费者仍将偏向更易操作、更实际的家电产品本身，智能化应用仍需时间实现货币化。

我们重点研究的公司包括：美的集团、海尔智家、格力电器

我们看好美的集团（000333.CH）在多市场、多品类和多业务的布局，海外方面有望得益于 OBM 转型加速所带来的收入和利润双增长，空调业务持续获得市场份额提升，B 端布局带来未来增长空间及第二增长曲线；海尔智家（600690.CH / 6690.HK）在冰洗行业的领导地位及海外成熟的运营经验将持续维稳营收的基本盘，并且较强的市场地位带来较强的议价能力将积极作用于利润率的提升，格力电器（000651.CH）也将受益于中长期空调较大的增长空间。

图表 1: 主要白电股票投资亮点

美的集团	000333 CH	买入
目标价	潜在涨幅	当前股价
RMB85.5	+54.8%	RMB55.2
对应15.4x FY2024 PE		

投资亮点
- B端业务提供新增量，机器人与自动化业务蓄势待发，让其拥有可观的估值重估空间
- C端业务通过高性价比策略实现多元化布局，公司在传统白电市场过去十年迅速提升份额，并实现多品类扩张，所有细分市场的份额均排前三
- 在最具潜力的空调市场实现迅速份额拓张，叠加可预期的增量空间，收入端有望获益；同时，成熟的供应链布局可稳定空调业务的成本波动，并提高运营效率和盈利能力
- 海外收入在10年内实现超过3倍的增长，叠加逐步加强的海外本地化运营和自主品牌建设，有望增强其全球业务的协同作用并加强未来前景预期

投资风险
- 美的集团偏向大众的产品定位成为双刃剑
- 海外业务发展不及预期
- 库卡业务发展不及预期

海尔智家	6690 HK/600690 CH	买入
目标价	潜在涨幅	当前股价
HK$31.05/RMB28.48	+43%/33%	HK$21.65/RMB21.49
对应13.8x FY2024 PE		

投资亮点
- 海尔占据中国冰洗市场半壁江山，份额持续提升的同时实现盈利能力逐渐攀升，展现了强大的议价能力和品牌地位
- 高端品牌“卡萨帝”的市场份额稳步提高，不仅为公司收入带来正面作用，更是增强了利润率的防御能力，高端产品业务的持续发展为公司收入和利润保驾护航
- 海尔较早在海外市场进行战略布局，目前已经于较大的市场中占据领先地位，并有望转化为更强的议价能力，提升利润率

投资风险
- 原材料上涨超预期导致毛利率承压
- 空调业务发展不及预期
- 高端市场发展不及预期

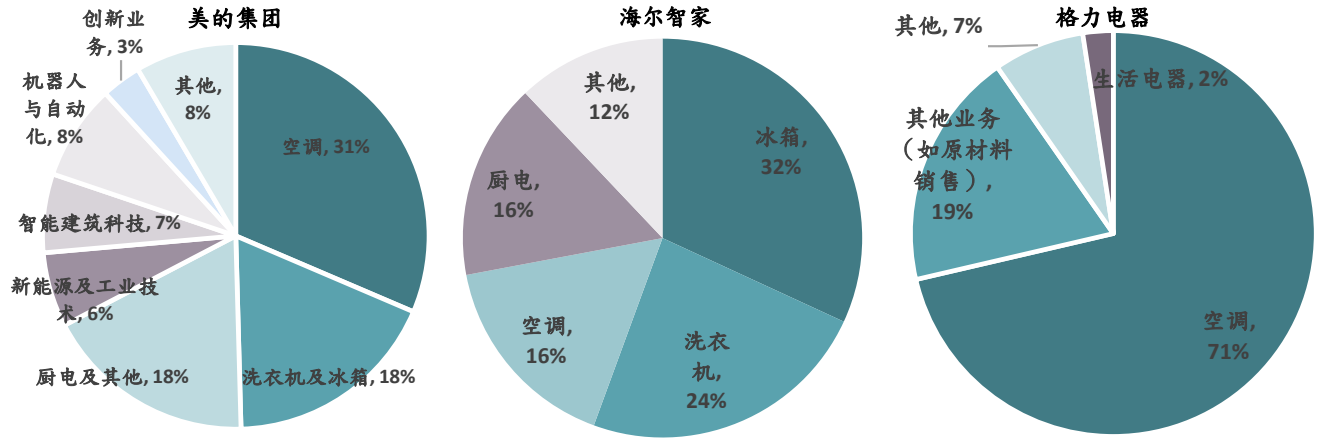
格力电器	000651 CH	持有
目标价	潜在涨幅	当前股价
RMB37.63	+12.4%	RMB33.49
对应7.2x FY2024 PE		

投资亮点
- 根据我们的测算，至2030年，中国空调市场仍有近五成的的增量空间，为白电市场中最具吸引力之品类
- 格力长期专注于空调产业，多年的积累使公司占据份额第一的地位，有望捕捉空调市场未来增长潜力
- 通过布局上游供应链，增强了空调业务供给端的稳定性和成本控制能力，进一步增强公司的盈利能力和竞争优势

投资风险
- 上行风险：2024年空调市场持续保持同比高增
- 下行风险：空调原材料上涨超预期导致毛利率承压；海外业务发展不及预期；空调业务发展不及预期

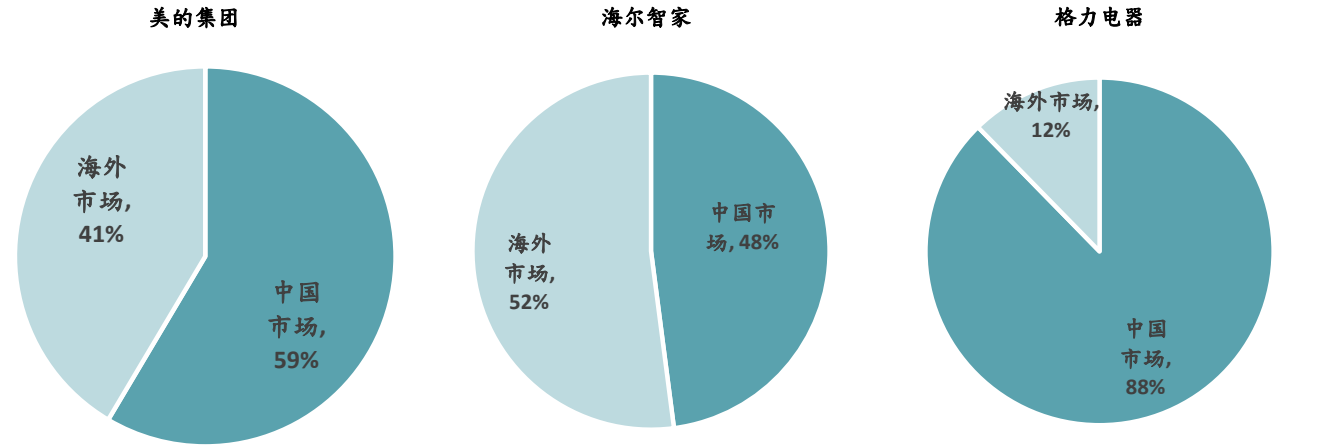
资料来源：交银国际

图表 2: 主要白电公司分业务收入贡献（2022）



资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 主要白电公司分市场收入贡献（2022）



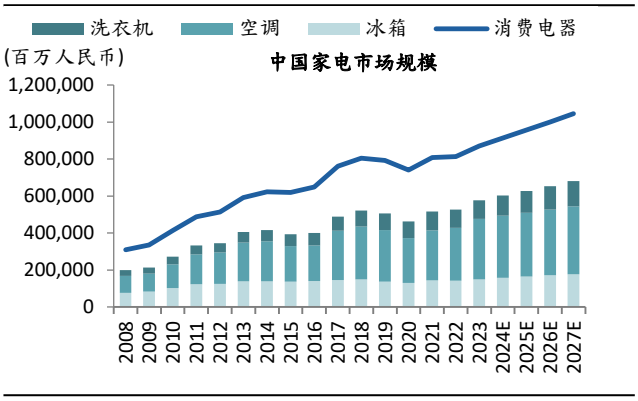
资料来源：公司资料，交银国际

中国白电市场概况：逐步迈向存量市场；空调独占半壁江山

白电——占中国总电器市场规模超六成

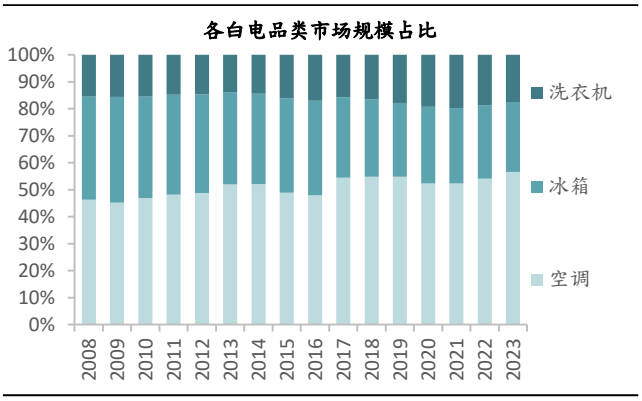
伴随着电器在中国市场的普及程度逐步提升，叠加历时四年的家电下乡、以旧换新、节能惠民等一系列的支持性政策，目前，中国白电市场已基本完成保有量迅速提升的时期，从增量市场逐步迈入存量市场，同时，需求来源从新增需求逐步演变为更新换代需求为主导。根据 Euromonitor，2023 年中国消费电器市场规模达约 8705 亿元人民币，其中白电市场（即空调、冰箱、洗衣机）的规模约为 5771 亿，是电器市场中最大的子行业，占总体电器市场约 66%，并预计在未来 5 年呈现中高个位数的复合增长率。

图表 4: 2023 年中国家用电器市场规模达 8705 亿元人民币，预计 2024 年突破 9000 亿元



资料来源：Euromonitor 预测，交银国际

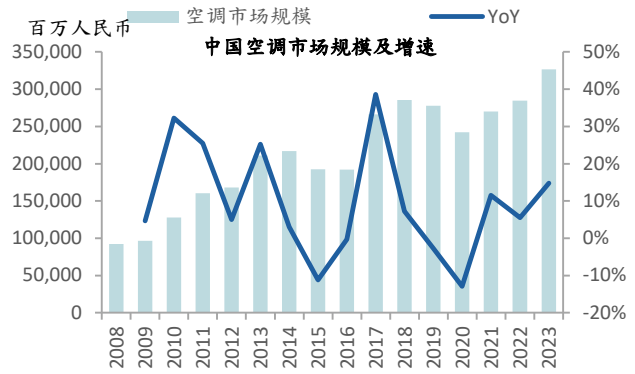
图表 5: 白电市场的总规模超 50%来自于空调品类



资料来源：Euromonitor，交银国际

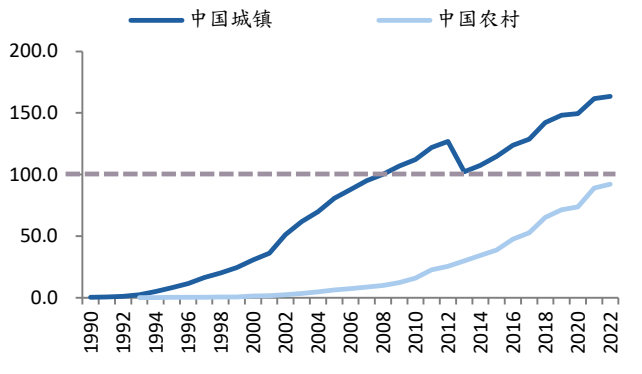
空调品类的市场规模占总体白电市场的半壁江山，农村地区基本实现一户一机。空调产品出于一户多机的属性，是对总体白电市场规模的贡献最大的品类。2023 年，中国空调市场的规模超 3267 亿元，销量达 9677 万台。在 2007 年底家电下乡政策的推进下，空调实现了较快增长。2008-2023 年期间，市场规模实现超 8%的复合增长率。分市场来看，2008 年，城镇家庭的百户保有量已实现每百户 100 台，而同一时期，农村市场的百户保有量仍不到 10 台。发展至 2022 年，农村市场的百户保有量已超 90 台，保有量大幅提升，发展速度明显快于城镇地区（同年，城镇家庭百户保有量为 163.5 台），且仍具备较大的增长空间。

图表 6: 2023 年空调市场规模超 3267 亿元，年复合增长率超 8%



资料来源：Euromonitor，交银国际

图表 7: 空调保有量持续提升，农村地区明显快于城镇地区

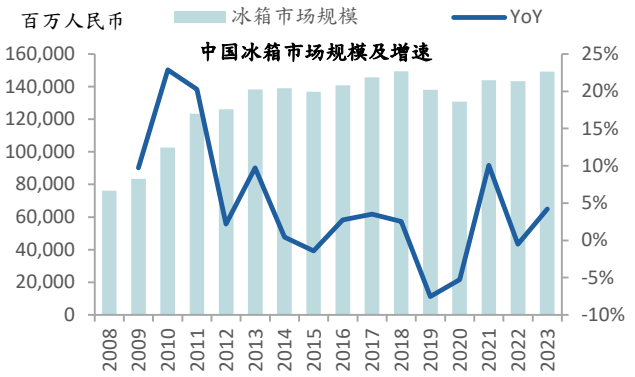


资料来源：国家统计局，交银国际
注：2013 年统计口径发生变化，以常住人口取代户籍人口

冰洗市场呈平稳增长。2023 年，冰箱和洗衣机市场规模分别达到约 1493 亿元和 1010 亿元，分别贡献白电市场总规模的 26%和 18%。白电市场中，不同品类发展节奏各异，相比于发展较迟的空调，冰箱和洗衣机品类以更早且更迅速的节奏渗透至中国居民家庭生活。

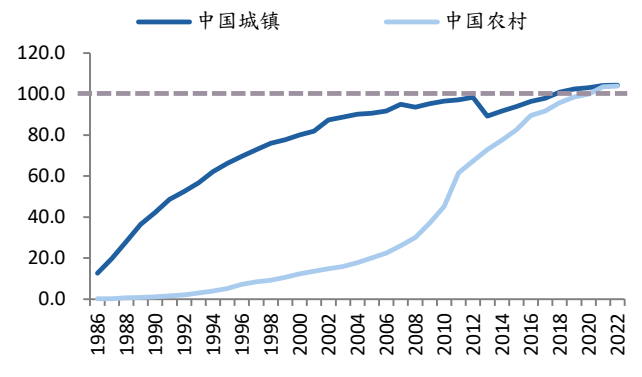
- **冰箱：**城镇家庭的冰箱保有量分别于 2018 年达到每百户 100 台的水平，彼时，农村家庭保有量与城市家庭的差距仅为 5 台，并且在 2021 年达到百户百台的水平。其中，保有量提升最明显的时期是家电下乡政策实施期间。2007 年，农村家庭的冰箱保有量仅为 26 台，直至 2013 年政策结束，保有量已达到约 73 台，增长近 3 倍。

图表 8: 2023 年冰箱市场规模超 1493 亿元，年复合增长率超 5%



资料来源：Euromonitor，交银国际

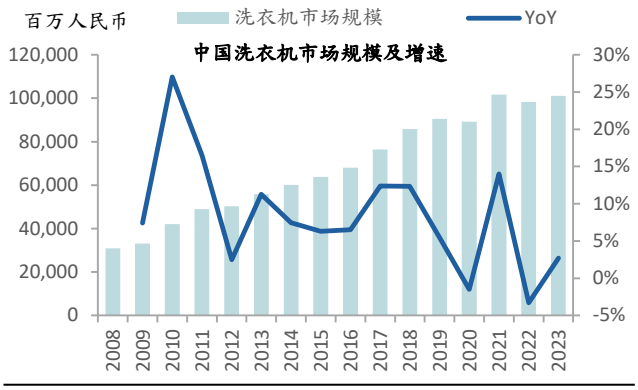
图表 9: 城镇和农村家庭的冰箱保有量均实现每百户 100 台的水平，家电下乡政策推动作用较大



资料来源：国家统计局，交银国际
注：2013 年统计口径发生变化，以常住人口取代户籍人口

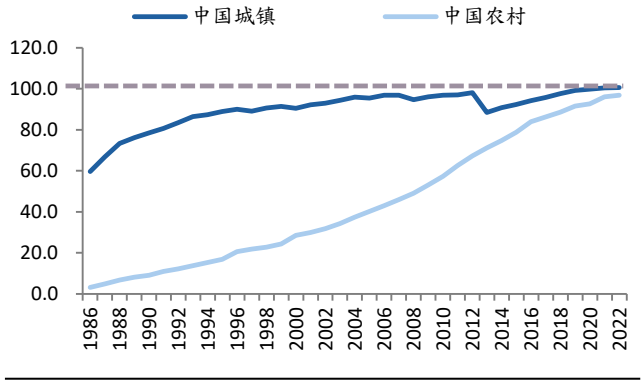
- **洗衣机：**洗衣机的渗透时期早于冰箱，早在 1985 年，城镇居民冰箱保有量仅为个位数的时期，洗衣机的保有量已接近每百户 50 台。因此城镇家庭洗衣机的保有量一直保持相对稳健的提升态势，于 2021 年实现百户百台的水平。农村家庭保有量的提升明显快于城镇，并且在家电下乡政策的推动下，其与城镇家庭保有量的差距逐渐缩小。2008 年，城镇/农村家庭百户保有量分别为 96.8 台/45.9 台，而 2022 年已实现 100.6 台/96.8 台，保有量差距缩小至低个位数。

图表 10: 2023 年洗衣机市场规模达千亿，年复合增长率约 9%



资料来源：Euromonitor，交银国际

图表 11: 城镇和农村家庭洗衣机的百户保有量差距逐渐缩小



资料来源：国家统计局，交银国际
注：2013 年统计口径发生变化，以常住人口取代户籍人口

图表 12: 家电下乡政策梳理

2007 年 12 月	家电下乡政策试点开始，三省试点
2008 年 12 月	家电下乡试点范围扩大至 14 个省，产品变四类
2009 年 2 月	家电下乡全国推广，产品变八类
2010 年 1 月	新增家电下乡补贴品种并提高家电下乡产品限价
2009 年 6 月	节能惠民政策开启，以旧换新政策开始于 9 个省市试点
2010 年 6 月	以旧换新政策全国推广

资料来源：公开资料收集，交银国际

消费升级趋势带动产品均价提升，高端市场成为下一扩张驱动力

随着保有量持续提升，销售量对市场规模进一步扩张的拉动有限，因此，以产品更新换代及结构升级带来的均价提升，逐渐成为市场规模扩张的主要驱动力。这一现象在存量市场特征较强的冰洗市场更为明显。

据产业在线的数据显示，家电下乡政策结束后，更新换代需求占主导的冰箱和洗衣机品类的产品均价提升速度更为明显。

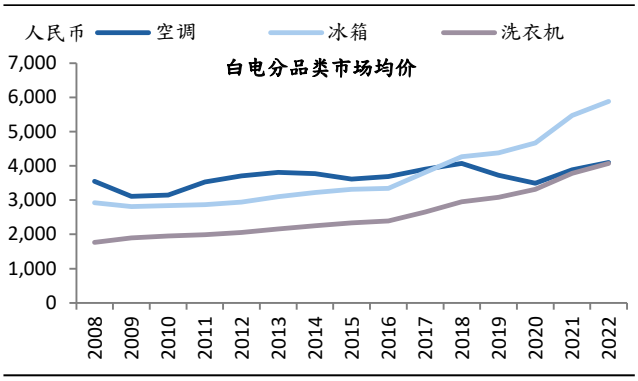
- 冰箱在大容量、多循环、变频节能等方面进行逐步的产品升级；洗衣机的主要变化则表现在节水节能、护衣烘干等方面。

  据产业在线的数据，2012 年冰洗产品的均价分别为约 2900 元和 2100 元，并且在此后 10 年间均实现了翻倍的增长至约 5900 元和 4100 元。

- 空调产品的升级主要体现在变频技术、声控功能、舒适度、空气过滤、环境温度自调节等方面。尽管空调市场也存在均价提升的趋势，但是其速度相对冰洗市场较缓，相比于冰洗均价的翻倍增长，空调在过去十年间均价仅实现了不到 400 元。并且 2019 年空调市场的价格战对市场均价产生较大的负面作用。

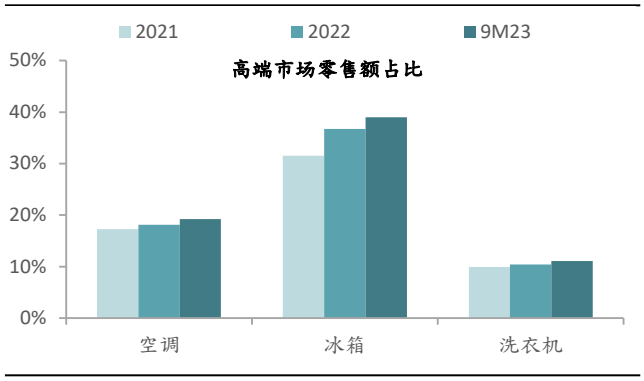
与此同时，随着生活水平提高及中等收入群体及以上的人群逐渐扩大，高端市场逐渐成为各个家电企业的目标市场，高端化转型也成为家电企业在存量市场中的第二增长曲线。以奥维云的数据显示，截止 2023 年前 3 季度，零售单价在 8000 元人民币以上的高端空调零售额已经占总零售额的 19.2%，万元以上的高端洗衣机也占超 11%。冰箱市场高端化趋势更为明显，单价为万元以上的高端产品已贡献近 40%的零售额。家电产品更新换代的速度加快，消费者的置换需求也在不断增加，家电存量市场升级可以推动整个行业的迭代发展，促进技术创新和产业升级。

图表 13: 白电市场均价提升，冰洗提升趋势尤为显著



资料来源：产业在线，交银国际

图表 14: 高端白电市场零售额占比逐年提升



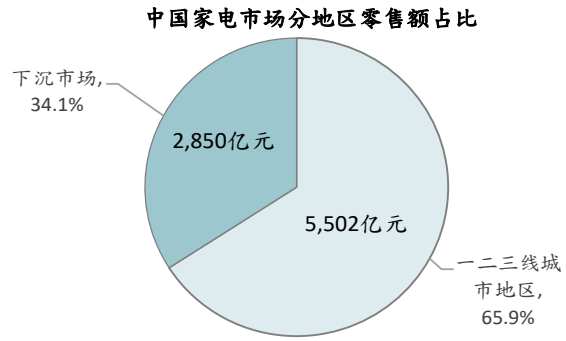
资料来源：奥维云，交银国际
注：“高端”的定义为空调零售价>8000 人民币，冰箱/洗衣机零售价>10000 人民币

下沉市场：吸引力日益提升，持续布局

加速发展中的下沉市场。下沉市场覆盖中国三线以下的城市、县镇和农村地区，当前人口规模近 10 亿，占我国总人口近七成。相较于一、二线城市，下沉市场居民收入相对较低，并且物流配送等基础设施不如高线城市完善，因此，下沉市场人群的消费需求难以满足，消费潜力的释放稍显滞后。但随着收入提升，这部分人群的消费力也在逐步提升，因此，下沉市场也逐渐成为各消费品公司寻求新消费机会和市场扩张的目标。

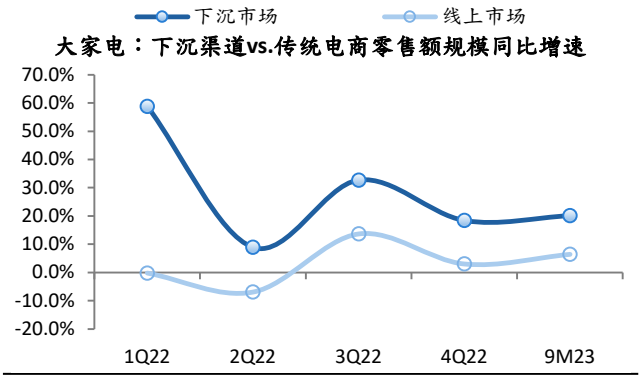
根据中国电子信息产业发展研究院的数据，2022 年，下沉市场家电产品零售额占整体家电市场的比例进一步提高至 34.1%（2021 年：31.5%），市场规模达 2850 亿元，较上年同比增长 2.7%。同时，高端及超高端产品在下沉市场表现良好，高端的白电产品的零售额增幅均高于北上广等一线城市。京东数据显示，2021 年农村高端家电的零售额增幅为 61%，远超一线城市的 35%的增长。

图表 15: 下沉市场零售额贡献逐年提升（2022 年）



资料来源：中国电子信息产业发展研究院，交银国际

图表 16: 近两年大家电下沉渠道表现明显优于传统线上渠道



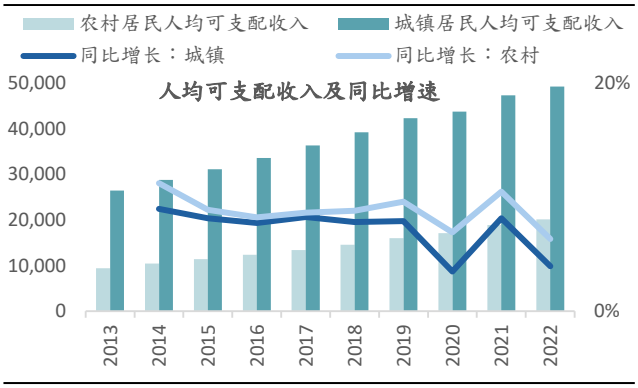
资料来源：国家统计局，交银国际
注：大家电包括冰箱、冷柜、洗衣机、干衣机、空调

剖其原因，我们认为主要有以下三大因素推动下沉家电市场的发展：

- **逐年增强的农村消费力**

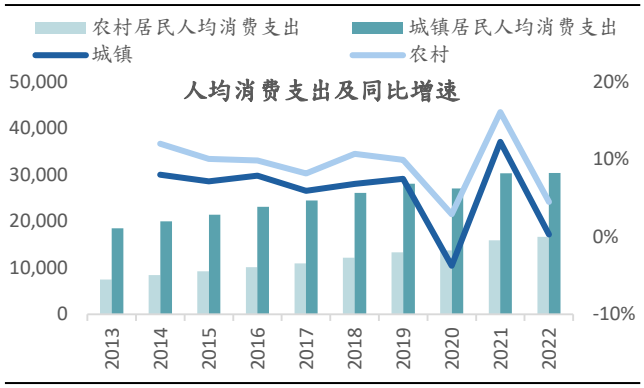
经济的发展使得农村地区与城市的差距的逐步缩小，农村市场的消费能力和购买力不断提高。2022 年农村居民可支配收入突破 20000 元，同比增长 6.3%，而城镇居民仅实现不到 4%的增长。同时，城乡居民人均可支配收入的比例逐年缩小，2022 年比值为 2.45，较上年缩小 0.05。

图表 17: 农村居民可支配收入于 2022 年突破 20000 元，同比增长 6.3%



资料来源：国家统计局，交银国际

图表 18: 农村居民人均消费增速明显快于城镇



资料来源：国家统计局，交银国际

收入的稳步提高，为乡村家电消费增长提供了坚实的基础。从国家统计局的官方数据中可以看出，农村市场是 2022 年全国消费支出唯一增长的市场区域。农村居民人均消费支出接近 17000 元，同比增长 4.5%，城镇居民消费则几乎没有增长。

- **逐渐完善的基础设施**

相比于基础设施发展较早的一、二线城市，下沉市场的优质家电产品和服务的供给仍差距较大，但随着基础设施的普及和完善，中国下沉市场的消费潜力逐步得到释放。近几年，国家多次出台相关政策以支持下沉市场，如 2021 年国务院出台关于加快农村寄递物流体系建设的意见、2022 年的“十四五”现代物流发展规划、及 2023 年中央一号文件的加快完善县乡村电子商务和快递物流配送体系，均提及全面促进农村消费、加快完善农村物流体系、解决物流区域发展不平衡的状况等。

图表 19: 近年乡村建设政策整理

时间	政策及相关内容
2020 年 2 月	《关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》：有效开发农村市场，扩大电子商务进农村覆盖面，支持供销合作社、邮政快递企业等延伸乡村物流服务网络，加强村级电商服务站点建设，推动农产品进城、工业品下乡双向流通。
2020 年 3 月	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》：着力建设城乡融合消费网络，结合地区发展布局打造若干区域消费中心，优化城乡商业网点布局，加强消费物流基础设施建设。
2020 年 7 月	《全国乡村产业发展规划》：培育农村电子商务主体。引导电商、物流、商贸、金融、供销、邮政、快递等各类电子商务主体到乡村布局，构建农村购物网络平台。依托农家店、农村综合服务社、村邮站、快递网点、农产品购销代办站等发展农村电商末端网点。
2020 年 9 月	《关于扩大当前农业农村基础设施建设投资的工作方案》：鼓励社会资本合作建设运营农业农村基础设施投资项目
2021 年 8 月	《关于加快农村寄递物流体系建设的意见》：分类推进“快递进村”工程、健全末端共同配送体系、加快农村寄递物流基础设施补短板
2021 年 11 月	《“十四五”推进农业农村现代化规划》：有序推进乡村建设，促进农村基础设施和基本公共服务向村覆盖、往户延伸；实施“数商兴农”，推动农村电商基础设施数字化改造、智能化升级
2022 年 5 月	《“十四五”现代物流发展规划》：统筹城乡物流发展，围绕农村产业发展和居民消费升级，推进物流与农村一二三产业深度融合，深化电商、快递进村工作，发展高效的农村物流服务网络。
2022 年 10 月	《关于扩大当前农业农村基础设施建设投资的工作方案》：聚焦农业农村基础设施短板弱项，突出现代设施农业等项目建设，加快在建项目实施进度。
2023 年 2 月	《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》：加快完善县乡村电子商务和快递物流配送体系，建设县域集采集配中心，推动县域供电、供气、电信、邮政等普遍服务类设施城乡统筹建设和管护，
2023 年 8 月	《县域商业三年行动计划》：完善县域商业网络设施和业态、发展农村物流共同配送、丰富农村消费市场、推动农村电商高质量发展。到 2025 年，在全国打造 500 个左右的县域商业“领跑县”，建设改造一批县级物流配送中心、乡镇商贸中心和农村新型便民商店

资料来源：政府网站，交银国际

逐渐完善的渠道布局

在一系列政策的支持下，以电商为首的渠道商以高效的零售能力不断向县乡下沉，以释放其消费潜力，同时也带动了家电的销售。天猫、京东、苏宁等渠道巨头以及海尔、美的等家电品牌商，纷纷进一步完善县域渠道体系。

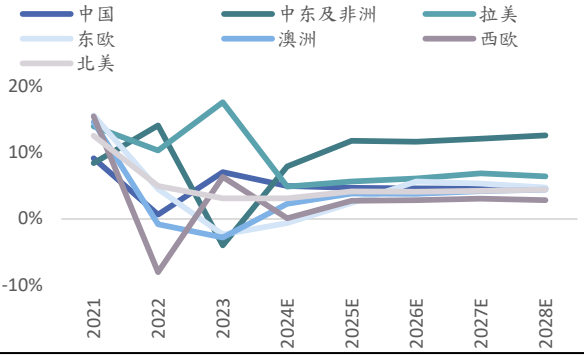
阿里巴巴针对县域市场的天猫优品平台连续四年复合增长率超过 100%，门店总数已经超过 11000 家。以销售电器和 3C 产品为主流的京东，其京东家电专卖店的全国门店数量接近 2 万家，覆盖全国两万多个乡镇和 60 万个行政村，并且物流目前对于全国九成的区县和八成的乡镇分别实现当日达和次日达。目前通过京东购置家电的人群中来自三线及以下地区的比重已经高达 65%。截止 2023 年前三季度，苏宁针对于下沉市场拓展的苏宁零售云新开店 1584 家，加盟门店总数 10692 家，覆盖全国近九成的县域市场，并且零售云渠道商品销售总规模同比实现 28%的增长。

同时，身为白电龙头之一的美的集团 2023 年公开表示，目前中国家庭数量大概在 4.9 亿户左右，其中城市区域可以触及的主流客户不到 2 亿，下沉市场中仍有近 3 亿家庭用户的潜在需求，也是美的接下来会进一步突破的增量空间。目前美的在线下市场已构建超过 10 万家线下零售网点，下沉门店的商品覆盖率超 90%。冰洗市场龙头海尔也积极布局下沉渠道，通过进村入户和社群化等方式，积累约 8 万名乡村合伙人，加速农村市场的产品更新换代。

图表 20: 渠道头部企业对下沉市场的门店布局

京东家电
家电
手机
家居建材
天猫优品 | 电器体验店
京东家电
家电 超级城市旗舰店
3.26-27 盛大开业
买家电 逛家乐
京东家电
京东家电
家电
手机
家居建材
京东家电
家电 超级城市旗舰店
3.26-27 盛大开业
买家电 逛家乐
京东家电
天猫优品 | 电器体验店

图表 22: 整体电器市场之海外分区域市场增速对比：中东及非洲、拉美市场预期实现较快增速



资料来源：Euromonitor，交银国际

尽管中国家电布局海外市场早已成为一个趋势，但不同企业的布局有所不同。相比于海尔在美国市场的布局，美的则更偏向于布局增速更快的新兴市场，并且实现市场份额的提升。以竞争格局较为分散的中东及非洲市场为例，十年前美的集团的市场份额不足 1%，而目前已经成为当地市场排名第五的公司，成为当地市场中份额增长最快的企业。叠加市场本身的较快增长，公司收入端有望获益。

图表 23: 拉美市场和中东及非洲市场的大家电市场份额对比

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
拉美										
惠而浦	21.8%	20.7%	20.6%	21.3%	21.8%	22.4%	20.2%	21.1%	20.9%	21.0%
伊莱克斯	19.1%	18.9%	18.1%	18.1%	18.6%	18.3%	15.7%	16.2%	15.6%	15.7%
Mabe	9.8%	7.6%	6.4%	6.6%	7.3%	7.5%	7.8%	7.9%	10.3%	10.5%
三星	2.7%	3.2%	3.5%	3.7%	3.7%	4.1%	4.0%	4.3%	4.6%	4.7%
LG	4.5%	4.2%	4.0%	4.0%	4.6%	4.8%	4.5%	4.6%	4.6%	4.7%
Winia	-	-	-	-	-	2.7%	2.6%	2.5%	2.6%	2.7%
海尔	0.4%	0.5%	3.2%	2.8%	2.7%	2.1%	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%
美的	**1.0%**	**1.0%**	**0.9%**	**1.2%**	**1.3%**	**1.4%**	**1.7%**	**2.1%**	**1.9%**	**1.9%**
中东及非洲										
Arçelik	9.1%	9.2%	10.3%	10.7%	10.9%	11.1%	10.8%	11.4%	11.8%	12.1%
LG	16.0%	15.3%	13.4%	12.7%	12.3%	11.9%	11.0%	11.0%	10.5%	10.4%
三星	11.0%	10.8%	8.0%	8.6%	8.4%	8.3%	7.6%	7.4%	7.1%	7.0%
惠而浦	6.0%	6.1%	6.8%	7.0%	7.0%	6.7%	6.2%	5.8%	5.7%	5.7%
美的	**0.8%**	**0.9%**	**5.9%**	**6.0%**	**6.0%**	**5.9%**	**6.1%**	**6.1%**	**5.8%**	**5.0%**
博世	-	4.0%	4.6%	4.6%	4.6%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.7%
海信	1.5%	2.1%	2.6%	2.6%	3.1%	4.3%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%
海尔	5.3%	5.6%	5.5%	5.6%	5.7%	6.0%	5.3%	4.8%	4.4%	4.2%
伊莱克斯	3.7%	3.4%	3.7%	3.6%	4.2%	4.0%	3.8%	3.9%	3.4%	3.6%

资料来源：Euromonitor，交银国际

展望未来，我们相信海尔将在其优势市场逐渐提高盈利能力，美的也将持续捕捉潜力市场的增速，叠加 OEM 向 OBM 转变，收入和利润均有望获得正面反馈。同时，由于均价将受益于全球通胀的积极影响，进一步有利于全球布局较好的公司。

中国家电市场画像之市场格局

⊖ 子行业划分

按照家电品类划分，中国家电行业的竞争主要分为四大子行业，即：

- 以美的集团、海尔智家、格力电器为主的**白电市场**，主要包括空调、冰箱、洗衣机等产品；
- 海信、创维、TCL 代表了**黑电市场**，以彩电产品为主；
- **厨电**主要指油烟机、燃气灶等产品，以老板电器为代表；
- 剩下的产品基本归类为**小家电**，以苏泊尔、九阳股份、小熊电器、石头科技为代表。

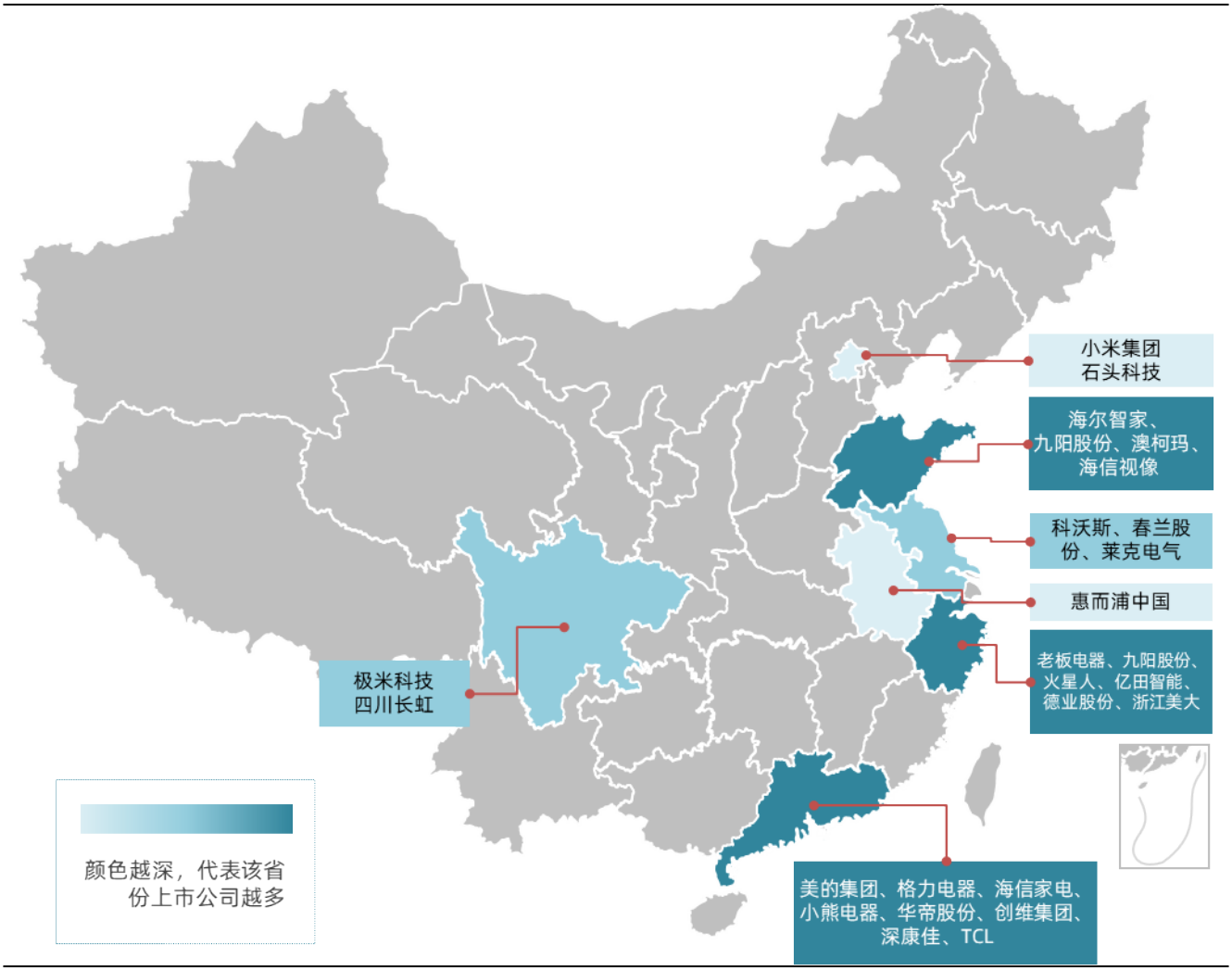
图表 24: 主要家电子行业及产品及部分代表企业

资料来源：公开资料收集，交银国际

⊖ 区域分布

从区域分布来看，中国家电制造商主要分布在广东、浙江、山东等省份。例如：空调市占率第一名格力电器及第二名美的集团的总部均坐落于在广东；冰洗龙头海尔智家则在山东；主要的厨电企业较为集中于浙江；家电行业的零部件生产商则主要分布于江浙地区。此外，北京、四川等地也拥有代表性的家电上市公司，如石头科技、极米科技等。

图表 25: 中国主要家电上市企业区域分布热力图



资料来源：公开资料收集，交银国际

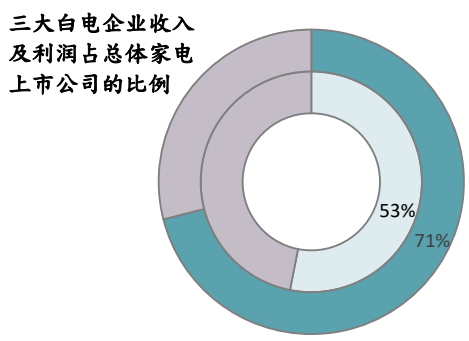
⊖ 中国家电市场画像（1）：白电龙头主导

正如我们在开篇提及，白电的市场规模占据总家电市场的六成，而空调又占了白电市场过半的规模。白电行业对于中国家电行业的重要性不仅体现在规模上，更是体现在其较强的盈利能力。2022 年，三大白电龙头企业——美的、海尔和格力，合计实现收入和归母净利润 7794 亿/688 亿元，分别占整个家电板块的 53%/71%，证明了中国的家电行业是一个以白电龙头主导、市场集中度较高的行业。

白电企业在 2008-2012 年期间受到家电下乡政策的催化呈现了高速增长，这期间整体电器市场规模的扩张中，来自白电的规模扩张占据了七成的水平。2017 年受到炎热天气、去库存、上年旺盛的房产市场等原因，白电市场呈现了加速的扩张趋势，而其中最有代表性的空调市场更是呈现了爆发式的扩张，实现零

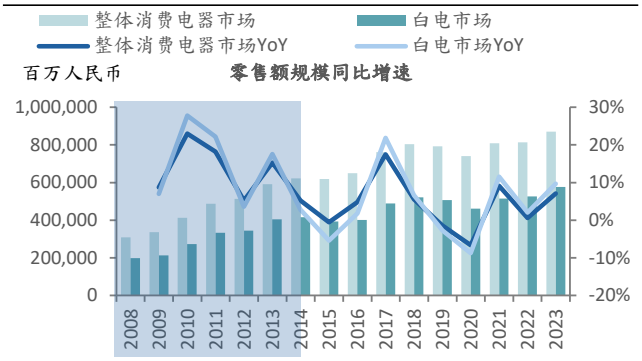
售额同比提升近 40%。该年白电贡献了近八成的整体电器市场规模扩张，进一步证明白电，尤其是空调品类，对整体电器市场的主导地位和重要程度。

图表 26: 三大白电企业贡献总家电行业五成的收入（内圈）及七成的利润（外圈）（2022 年）



资料来源：Wind，交银国际

图表 27: 白电引领整体家电行业规模增长



资料来源：Euromonitor，交银国际

⊖ 中国家电市场画像（2）：外资品牌中国市场份额持续下降

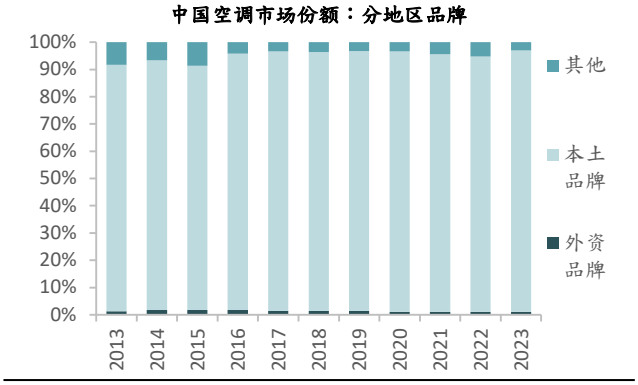
中国家电市场早期是以欧、美、日、韩等外资品牌为主，外企相对成熟的企业管理、产品研发、品牌规划及市场营销等方面均为我国本土企业的发展提供了支持，但这些外企在中国家电市场发展进程中面临巨大挑战。究其原因，我们认为主要有三点：

- 我国家电同行在产品力、成本管控等方面的迅速提升，其更优惠的价格和更高的性价比逐渐获得消费者接纳和青睐。相比之下，外资品牌对中国本土市场及当地消费者的了解和认知均弱于本土企业，竞争力则逐渐下降。
- 此前，在中国家电市场尚未进入存量竞争阶段时，大量需求来自于中低端市场，产品以大众化需求为主。而外资品牌市场定位则较为高端，尽管高端市场盈利能力较强，但是，当时的中国高端市场容量有限，在市场竞争下带给每个企业的收入规模增量更有限。
- 国外企业在中国市场的整体规模较小，无法产生规模效应，因此在本土企业发起的价格战中，外企本土化的运营不具备竞争优势，规模增长抵不过利润下滑。

因此，在规模和利润之间难以获取平衡的外资家电品牌陆续退出中国市场，日立、飞利浦、东芝等先后剥离其部分甚至全部家电业务。与此同时，中国家电厂商抓住技术迭代机会，积极整合上下游产业链，加大研发投入，使得中国家电品牌成为市场上的绝对领导者。

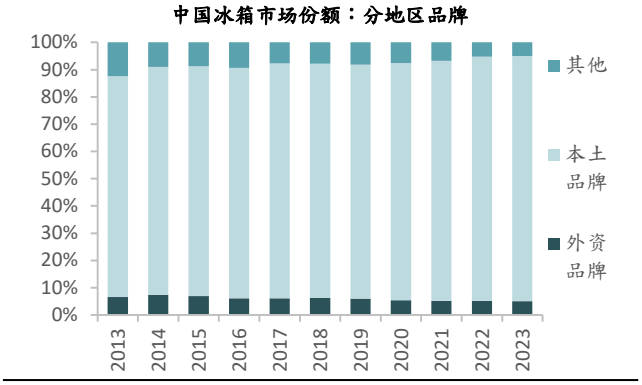
2022 年，空调市场上外资品牌的份额仅为低个位数，冰箱市场的外资份额也仅为中个位数。尽管外资品牌在洗衣机市场的份额略高，但也仅为一成左右。无一例外，这十年间外资品牌的份额几乎每年呈现下降。与之相反，本土品牌份额在提升的过程中，市场集中度也大大提升。

图表 28: 外资品牌于中国空调市场的份额仅为低个位数，本土品牌竞争力最为显著



资料来源：Euromonitor，交银国际

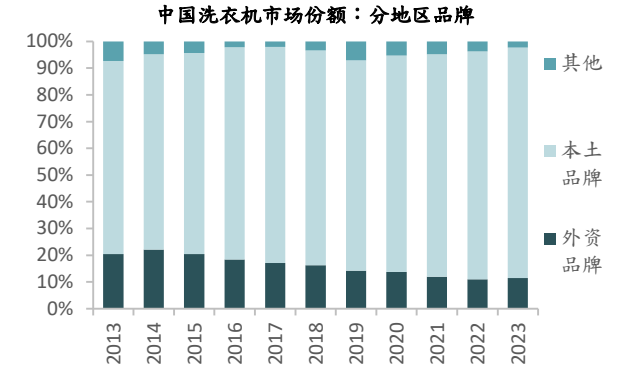
图表 29: 十年前外资品牌占中国冰箱市场约中高个位数的份额，目前降至中个位数



资料来源：Euromonitor，交银国际

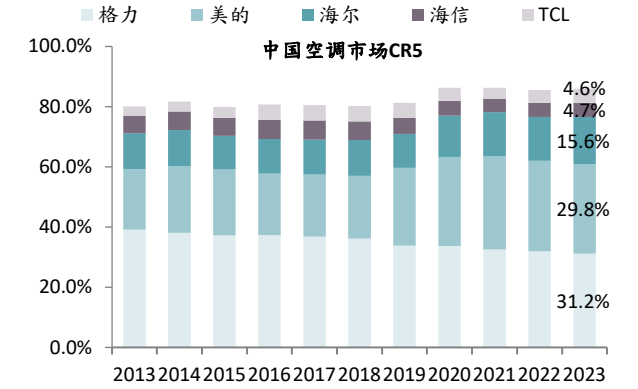
外资的逐步退出和收缩带来了新的机遇，也伴随着新的启示。过去外资企业的成熟运营经验和先进的技术成为中国本土企业学习的标杆，使得本土企业获得了发展的机遇和动力。随着综合竞争力提升，本土企业的发展战略也日益清晰。目前，中国家电行业的竞争格局已经较为稳定，随着未来中国企业研发创新能力的增强、国内外市场运营能力的完善，中国家电品牌将在中国市场引领家电行业的发展趋势，同时在海外市场也发挥着巨大的竞争潜力。

图表 30: 外资品牌占中国洗衣机市场份额逐渐从两成降至一成



资料来源：Euromonitor，交银国际

图表 31: 2023 年空调市场 CR3 和 CR5 分别达 77%/86%



资料来源：Euromonitor，交银国际

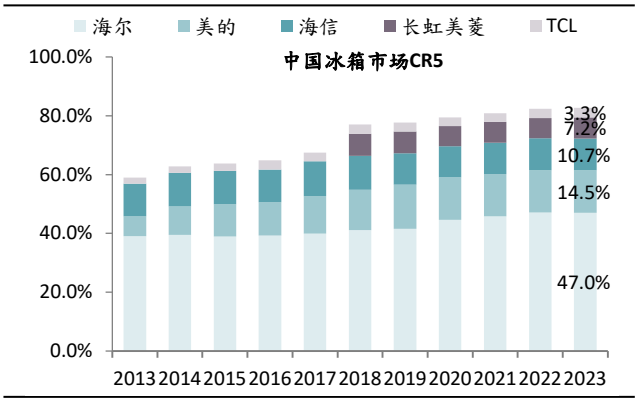
⊖ 中国家电市场画像（3）：本土品牌的龙头集中度持续提升。

在中国家电行业的上下游产业链中，尽管上游核心零部件供应商的议价能力较强，但随着中游制造商的产业链一体化程度逐渐提高，逐步降低和规避了供应链的风险。同时，基础原材料供应商议价能力较弱，加上较慢的核心技术迭代速度，因此供给方面很少成为持续左右行业经营的因素。

在市场竞争方面，普及程度较高的白电产品具有一定的制造门槛，而且白电产品具备单体价格较高的属性，消费者对品牌粘性较强，因此具备功能相似而转换成本低的替代品较少，进一步增强了市场竞争的稳定程度。

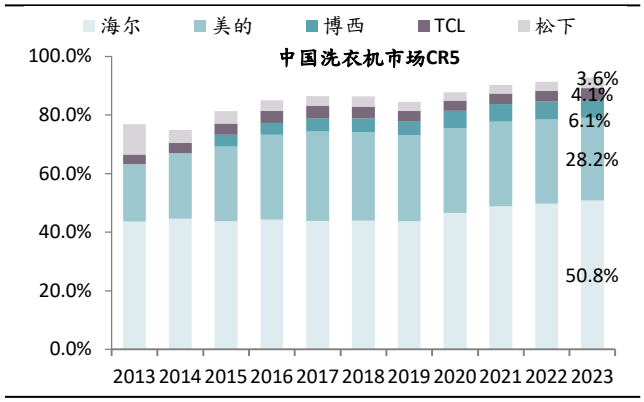
市场份额数据也证实了中国白电市场竞争的特征。空调、冰箱、洗衣机的 CR5（前五大公司市场份额合计）分别高达约 86%、83%及 93%，龙头集中度持续提升。

图表 32: 2023 年冰箱市场 CR3 和 CR5 分别达 72%/83%



资料来源：Euromonitor，交银国际

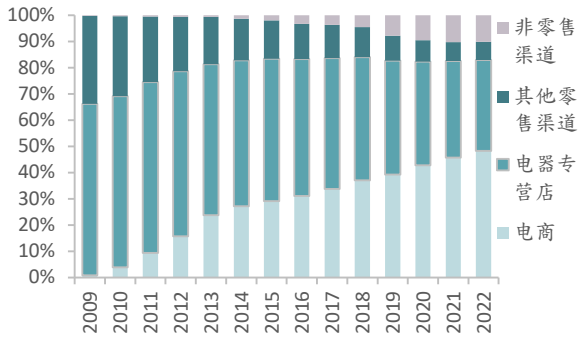
图表 33: 洗衣机市场集中程度最高，2023 年 CR3 和 CR5 分别达 85%/93%



资料来源：Euromonitor，交银国际

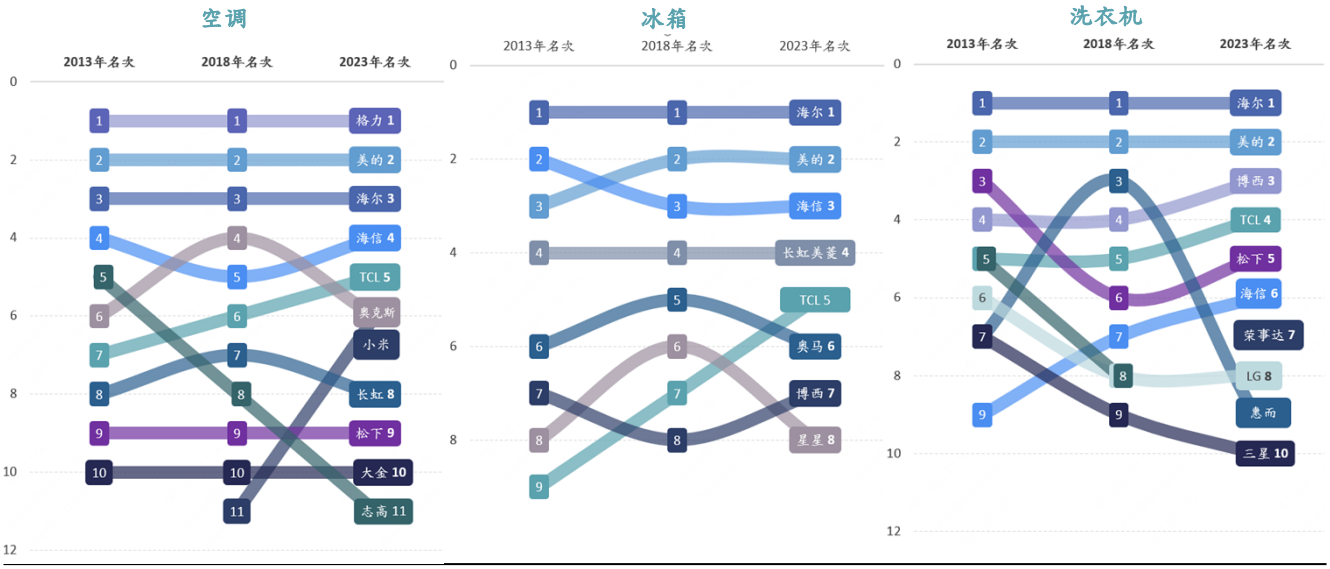
中国家电行业现有的竞争者数量仍然较多，但头部企业所聚焦的大众及高端市场的竞争程度低于中低端市场。下沉市场基础设施的提升，以及经济发展带来的需求增长，均让下沉市场逐步开始释放增长潜力，头部家电企业也纷纷进行渠道、产品和战略布局。凭借优质的产品力、强品牌力和渠道力，头部企业的加入将使得市场集中度将进一步提升。

图表 34: 电商渠道逐渐成为大家电的主要销售渠道



资料来源：Euromonitor，交银国际

图表 35: 2023 年主要白电品牌过去 10 年排名变化

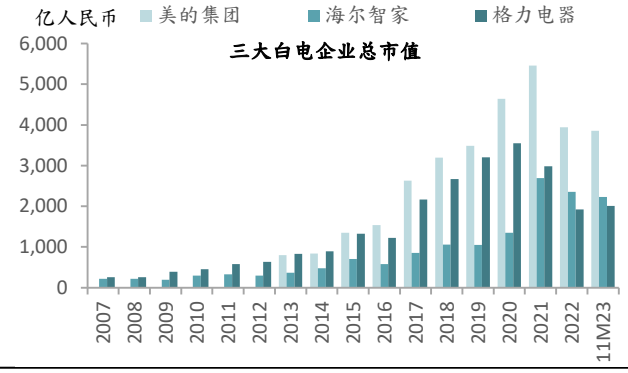


资料来源：Euromonitor，交银国际

思考（一）：为何冰洗龙头的收入、盈利、市值都不如空调龙头？

海尔的市值长期低于美的和格力。尽管美的、海尔、格力为中国白电行业的三大龙头，在白电市场上形成了绝对的竞争优势，但是也可以发现三者之间存在的一定的差异。从市值的角度来看，身为空调行业龙头的美的和格力的市值远高于冰洗行业龙头海尔。2013 年美的集团上市之后，美的和格力当年的平均市值均为 800 亿元人民币左右，彼时海尔的市值不到 400 亿元。市值的差距并未随着时间的推移而缩小，2018 年海尔市值突破了千亿规模，美的和格力也分别于同年突破了 3000 亿元和 2500 亿元的规模。尽管 2022 年开始海尔的市值超过了格力，但差距也逐渐缩小。

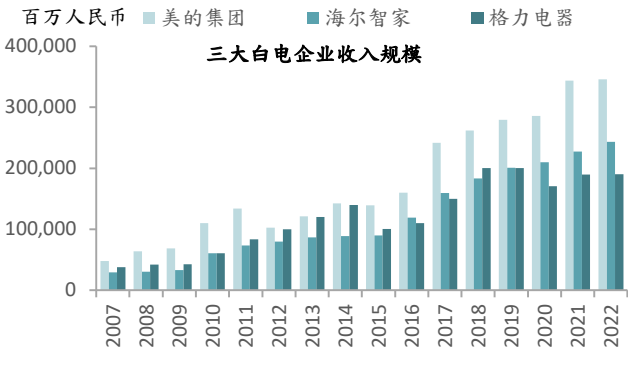
图表 36: 白电龙头市值：主业为空调的企业市值高于主业为冰洗的企业



资料来源：Wind，交银国际

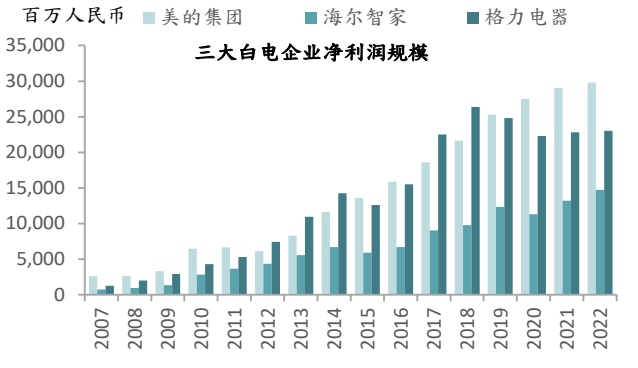
收入及利润规模也存在明显差距。与此同时，不难发现三位龙头的收入和利润规模也存在着明显的差别。相比于海尔在 2016 年的营收突破了千亿元，空调龙头实现千亿营收规模的时间早于海尔这位冰洗龙头至少三年。利润规模的差距则更为明显，美的和格力在 2013-2014 年依次突破百亿规模的净利润，而海尔则于 2019 年实现同等规模。

图表 37: 空调龙头收入规模远高于冰洗龙头



资料来源：Wind，交银国际

图表 38: 利润规模的差距更为明显

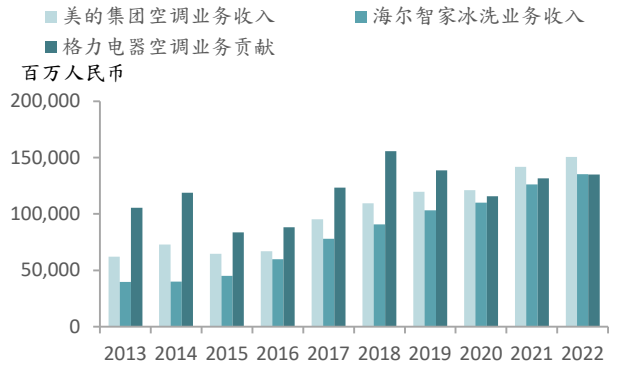


资料来源：Wind，交银国际

各优势品类所属市场的差异：对各自的优势板块进行收入拆分后，也不难发现，空调行业龙头的营收规模均高于冰洗行业龙头。即使海尔的市值于 2022 年超过格力，海尔冰洗业务总营收规模也未能与格力的空调业务营收形成明显差别。

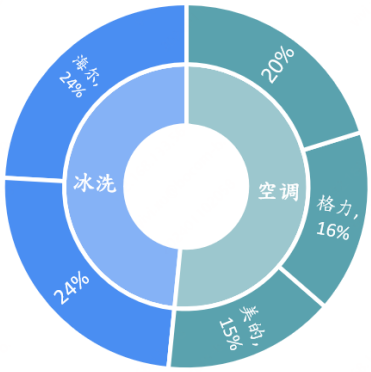
值得一提的是，海尔在冰洗市场上的份额优势早已凸显，早于 2013 年海尔在冰箱和洗衣机的市占率以达到约四成的水平，而 2022 年更是占领了冰洗市场的半壁江山。相比之下，空调市场的竞争格局则较为分散，美的和格力的份额总和在十年内并未改变，两大龙头也仅占据空调市场六成的空间。

图表 39: 各龙头优势业务营收对比



资料来源：Wind，交银国际

图表 40: 2023 年分品类及公司白电市场份额对比

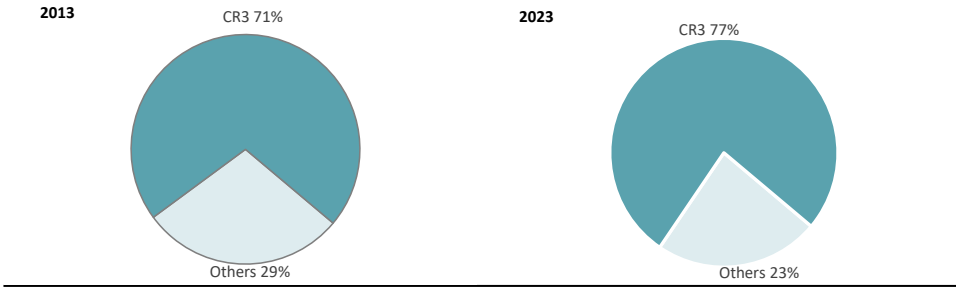


资料来源：Euromonitor，交银国际

不同品类的规模及空间差异——空调具最大潜力。比冰洗市场的竞争格局更分散的市场却带来更大的营收规模，背后的原因则为各个市场规模的差异。正如我们开篇时所提及，白电市场的总规模超 50%来自于空调品类。据 Euromonitor 数据，2023 年中国空调市场规模约为 3267 亿元，而冰洗的规模总和为 2503 亿元。与此同时，空调市场的扩张速度快于冰洗市场。在一个规模较大、份额较为分散、且具备扩张空间的市场中，龙头企业一方面可以享受市场持续扩张所带来的红利，而另一方面则为份额提升所带来的红利。**不难预见，双重红利将对龙头企业的营收和利润规模带来巨大的想象空间，因此对空调市场的把控已成为白电企业综合竞争实力关键部分。**

一线空调企业更具竞争优势。通过多年在中国市场的深耕，一线空调企业逐步完善在产品价格带和营销渠道的布局，不仅在大众消费市场上具备竞争力，并且在下沉市场和高端市场实行多品牌布局。2013 至 2023 年，一线空调企业整体市场集中程度提升了近 6 个百分点至 77%。一线企业成熟的产品研发能力和品牌运营经验将持续带来积极的市场反馈，市场集中程度有望进一步提高。

图表 41:过去十年，一线空调企业市场集中度提升超 5 个百分点



资料来源：Euromonitor, 交银国际

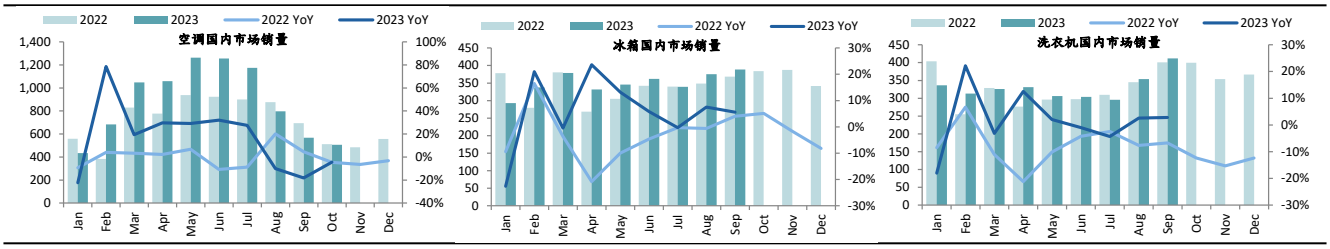
思考（二）：存量市场下，抓住哪些增长点对企业至关重要？

存量市场环境下，企业面临的是消费者需求饱和及竞争加剧，因此，精准识别并抓住关键的增长点对企业的长期成功至关重要。

市场拓展是企业增长的核心。在我国，随着一线和二线城市市场的饱和，下沉市场因其庞大的消费者技术和消费升级的趋势而备受瞩目。企业在渠道下沉、本地化产品策略、差异化的价格体系以及增强服务和支持，去适应并抓住这些市场的增长机遇。同时，在国际层面，海外市场为企业提供了风险分散和多元化的收入来源，实现全球营收的平衡。其中，品牌建设和运营以及本地市场的适应程度将成为决定企业海外经营情况的重要因素。

高端产品和空调品类拓展策略为另一关键。随着消费者对生活质量要求的提高，产品升级成为主流的同时，高端家电也受到越来越多消费者的追捧。对于具备创新科技、优良设计和高性能的高端产品系列的打造，在逐渐提升品牌形象的同时，更为企业带来更高的利润空间。同时，把握住空调市场，则是抓住了白电市场的增长潜力。空调是家电中的重要类别，2023 年引领了中国白电市场增长。据产业在线的数据，2023 冷年（2022 年 9 月至 2023 年 8 月）家用空调内销量同比增长 17%至 1 亿台，达到历史新高。2023 年以来的高温天气和渠道补库存等因素带动空调内销量呈高速增长。相比冰箱和洗衣机销售量同比中低个位数的微幅增长（冰箱约 5%，洗衣机约 3%），空调销量约 20%的亮眼表现带领中国白电市场规模实现近双位数的同比扩张，至约 5710 亿人民币。

图表 42: 空调 2023 年以来以加速的增长引领了整个白电市场



资料来源: 产业在线，交银国际

尽管目前空调市场规模已超越规模相对稳定的冰洗行业，但空调市场的潜在发展空间仍是一个未知数。市场的长期发展具备高度的不确定性，相比之下，中短期的趋势则更易把控。接下来，本报告将对可预见的空调市场存量及其他两大市场聚焦点分别进行了深入探讨：

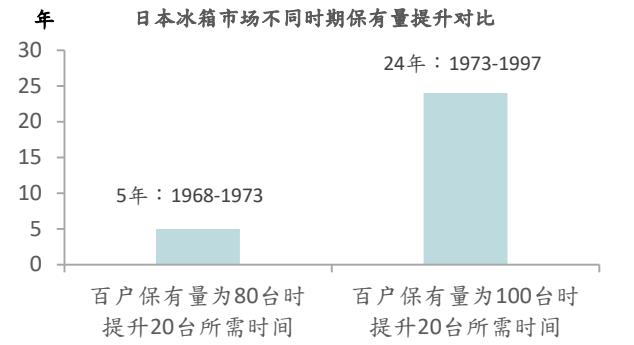
关注点（一）：2030 年中国空调存量是多少？我们较 Euromonitor 更乐观

⊖ 保有量角度看中国白电市场的饱和程度：冰洗产品已接近饱和

在讨论空调的存量之前，首先需分析目前中国大陆白电市场的发展程度。观察同在亚洲且具备相似生活习惯的日本和中国台湾的发展历史，我们可以观测到，**冰洗产品具备较强的一户一机属性**：在渗透率接近 100%的情况下，保有量基本维持不变或呈非常缓慢上升的态势。

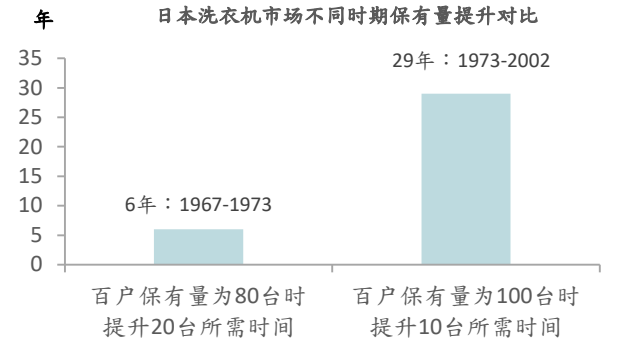
日本每百户冰箱保有量在 1973 年达到 99.9 台，基本达到一户一机的状态，而从约 80 台增至 100 台、100 台增至约 120 台分别历时 5 年和 24 年。日本洗衣机的保有量同在 1973 年达到每百户 100 台，在 2002 年达到 110.2 台，历时近 30 年。中国台湾的情况与日本类似，其洗衣机的百户保有量于 2011 年达到 100 台后，近 10 年的百户保有量增长仅为 2 台左右。

图表 43: 不同保有量基数提升 20 台所需时间（日本冰箱市场）



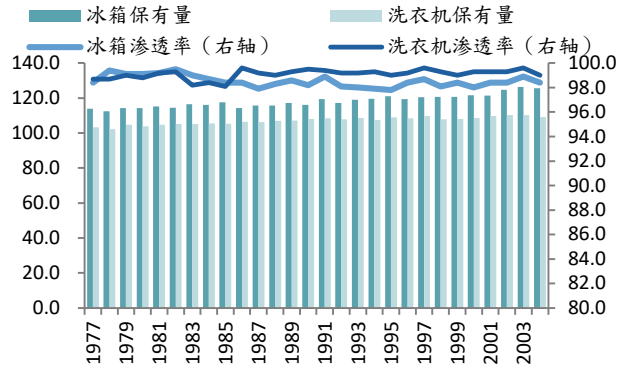
资料来源：日本内阁府，交银国际

图表 44: 不同保有量基数提升 20 台所需时间（日本洗衣机市场）



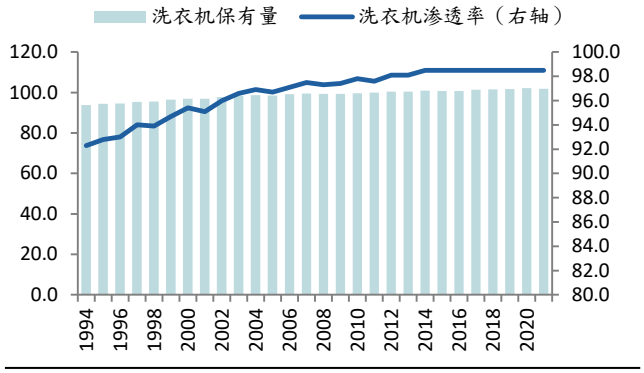
资料来源：日本内阁府，交银国际

图表 45: 日本冰洗保有量与渗透率发展情况



资料来源：日本内阁府，交银国际

图表 46: 中国台湾洗衣机保有量与渗透率

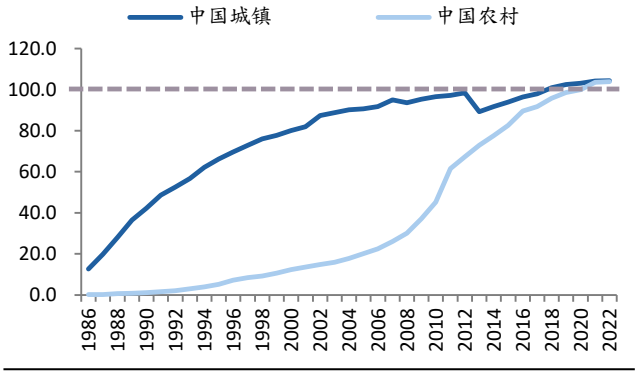


资料来源：中国台湾统计局，交银国际

根据我国国家统计局的数据，2022 年中国每百户城镇/农村家庭拥有冰箱 104.4 台/103.9 台、洗衣机 100.6 台/96.8 台，基本达到一户一机的状态。尽管保有量数据与日本和中国台湾相比仍有差距，但考虑到历时二十多年带来的仅 10-20 台保有量的提升，对每年的销售量的影响并不大。

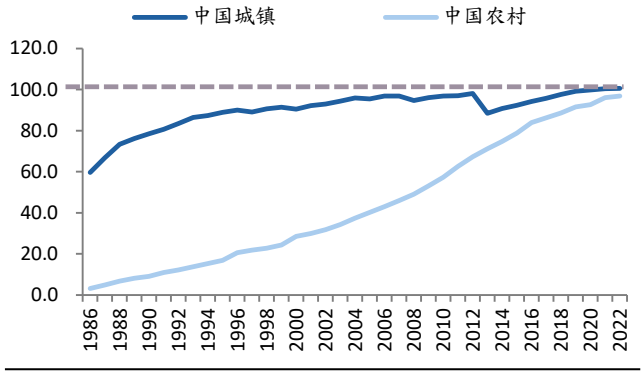
同时，当对每年销售额按照均价和销量进行业绩归因的拆分后，很明显能看出均价提升对销售额增长的驱动作用逐年上升。因此，当市场接近饱和状态后，由产品的升级换代带来的均价提升将成为市场扩张的重要驱动力。

图表 47: 中国冰箱保有量



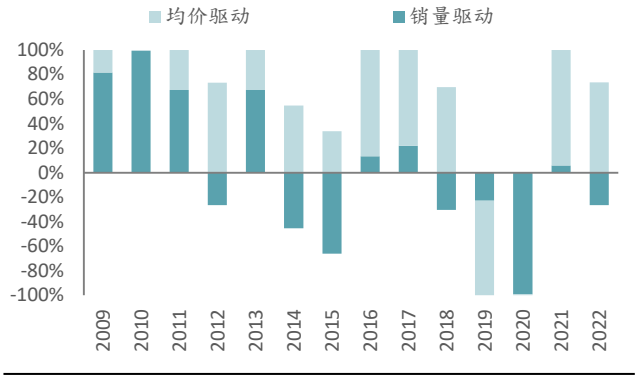
资料来源：国家统计局，交银国际

图表 48: 中国洗衣机保有量



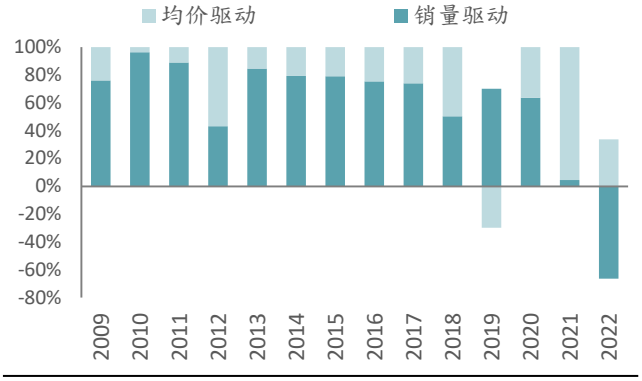
资料来源：国家统计局，交银国际

图表 49: 中国冰箱市场业绩归因拆解



资料来源：Euromonitor，交银国际

图表 50: 中国洗衣机市场业绩归因拆解



资料来源：Euromonitor，交银国际

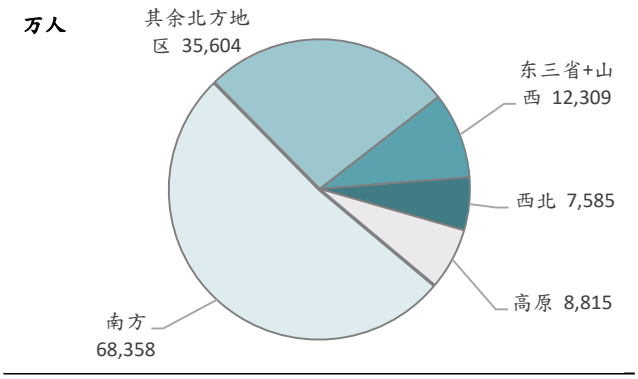
⊖ 空调市场的关注点——并非所有地区都需要空调，增量向何处？

空调因其一户多机的属性而被广泛认为是白电（空调、冰箱、洗衣机）市场中增长潜力最大的品类。中国的经纬度跨度较大，不同省份的经济发达程度以及气候均存在差异，因此空调品类在中国市场的适用范围值得分析。

截止 2020 年，城镇家庭的百户保有量仍低于 100 的地区为西北地区（新疆、内蒙古、宁夏、甘肃）、高原地区（青海、西藏、云南、贵州）、东北三省及山西省。从地理面积来看，这 12 个省份占据了中国约 70%的地理面积，而空调的保有量仅占全国总保有量的 3.8%。

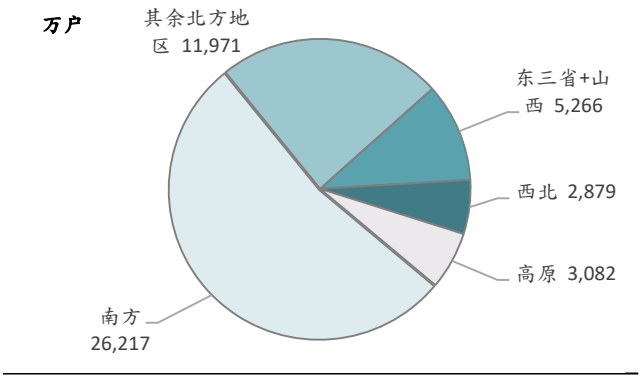
根据 2020 年第七次人口普查的结果，这 12 个省份的人口数为 2.87 亿，家庭户户数为 1.12 亿户，分别占中国总人口数/家庭户数的 21.6%/22.7%，且常住人口在 2015 至 2022 年期间减少了约 500 万。相反，在同期内常住人口增加约 3300 万的南方地区（共 13 个省份/直辖市）和其余北方地区（共 6 个省份/直辖市），占据全国近 80%人口，贡献了剩余 96.2%的空调存量。其中南方地区占 70.2%，其余北方地区占 26%。

图表 51: 第七次人口普查人口数统计（2020 年）



资料来源：国家统计局，交银国际

图表 52: 第七次人口普查家庭户户数统计（2020 年）



资料来源：国家统计局，交银国际

图表 53: 截至 2020 年，城镇百户空调保有量仍低于 100 台的省份

资料来源：国家统计局（未统计港澳台地区数据），交银国际

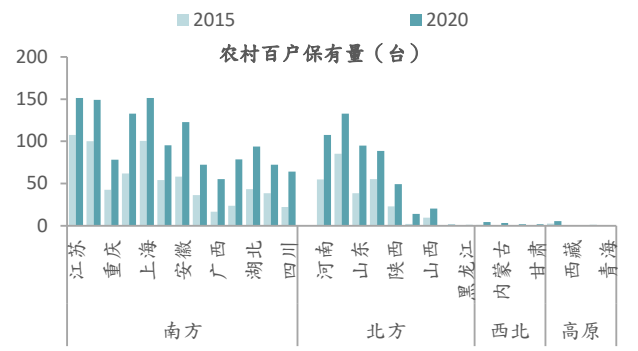
因此，尽管空调不够普及的省份占据了大部分的国土面积，但中国 80%的人口仍集中在经济较为发达的地区，且该比例仍在不断上升。较为温热的气候、人口的增加、经济的发展均带动了空调品类的发展，而这些地区也成为最适合空调品类发展的地区。

空调增量空间预期可观，预计 2030 年全国保有量可达 9.37 亿台。当对南方地区和其余北方地区进行分析时发现，在 2015 年至 2020 年期间，城镇家庭和农村家庭的保有量均呈现了快速增长。南方地区所有省份的城镇和农村的百户保有量均实现了超过 30 台的增长，其余北方地区所有省份的农村百户保有量也实现至少 26 台的增长。普遍来看，农村保有量的增长快于城镇。

图表 54: 分地区的城镇空调百户保有量

资料来源：国家统计局，交银国际

图表 55: 分地区的农村空调百户保有量

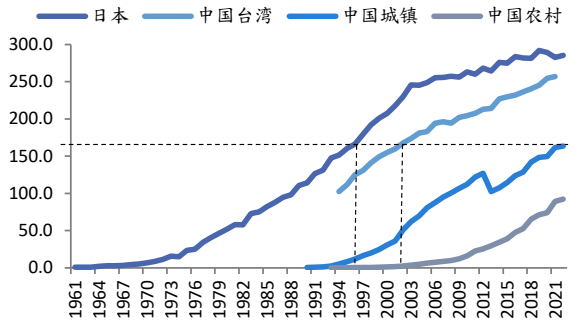


资料来源：国家统计局，交银国际

为降低对中国大陆每个省份分别进行保有量预测的偏差，我们通过借鉴日本和中国台湾地区的发展经验进行中国大陆市场未来存量的预测。2022 年，中国大陆城镇/农村家庭每百户空调保有量达 163.5 台/92.2 台，而日本的百户保有量于 2022 年达到 285.4 台，中国台湾于 2021 年达到 256.8 台。现阶段中国大陆城镇的空调保有量分别约为 26 年/21 年前的日本/中国台湾地区的水平。

保守估计，我们采用 2000 年的日本保有量和 2010 年的中国台湾保有量作为 2030 年中国大陆城镇空调保有量的预测下限，即约每百户 200 台。中国大陆的农村地区尚与日本及中国台湾地区相差较大，因此采用中国大陆城镇的经验作为中国农村的发展较为可靠。从近十年的发展来看，中国大陆农村保有量水平基本为 15 年前城镇地区的水平，因此采用 2015 年城镇保有量水平（114.6 台）作为预测 2030 年中国大陆农村空调存量的基准。

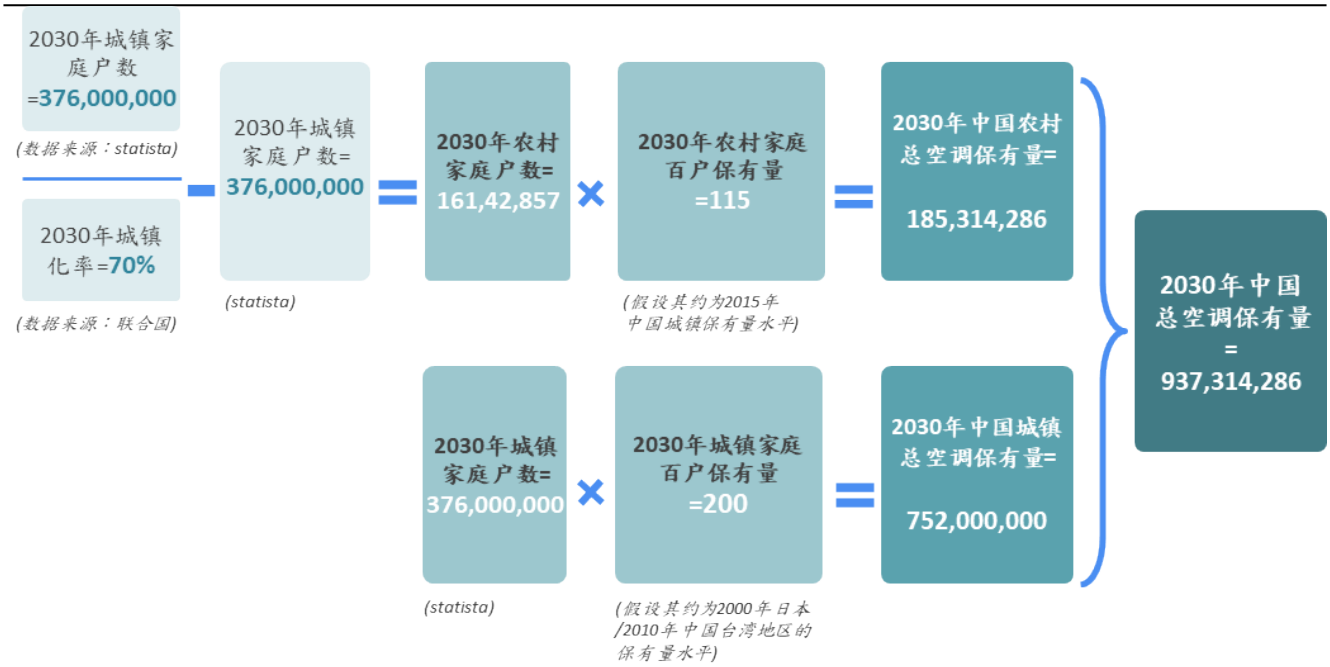
图表 56: 2022 年中国大陆城镇空调保有量水平相当于 1996 年的日本和 2002 年的中国台湾



资料来源：国家统计局，日本内阁府，中国台湾统计局，交银国际

根据 Statista 的预测，2030 年中国城镇的家庭户数将达到 3.76 亿户，同时，中国的城镇化率将达到 70%（资料来源：联合国，中国政府网），即对应约 1.61 亿户的农村家庭户数。因此，2030 年中国城镇/农村的空调保有量将达 7.52 亿台/1.85 亿台，全国范围共计 9.37 亿台空调，比 2020 年（6.04 亿台）多出约 56%的保有量，且全部来自于新增需求。

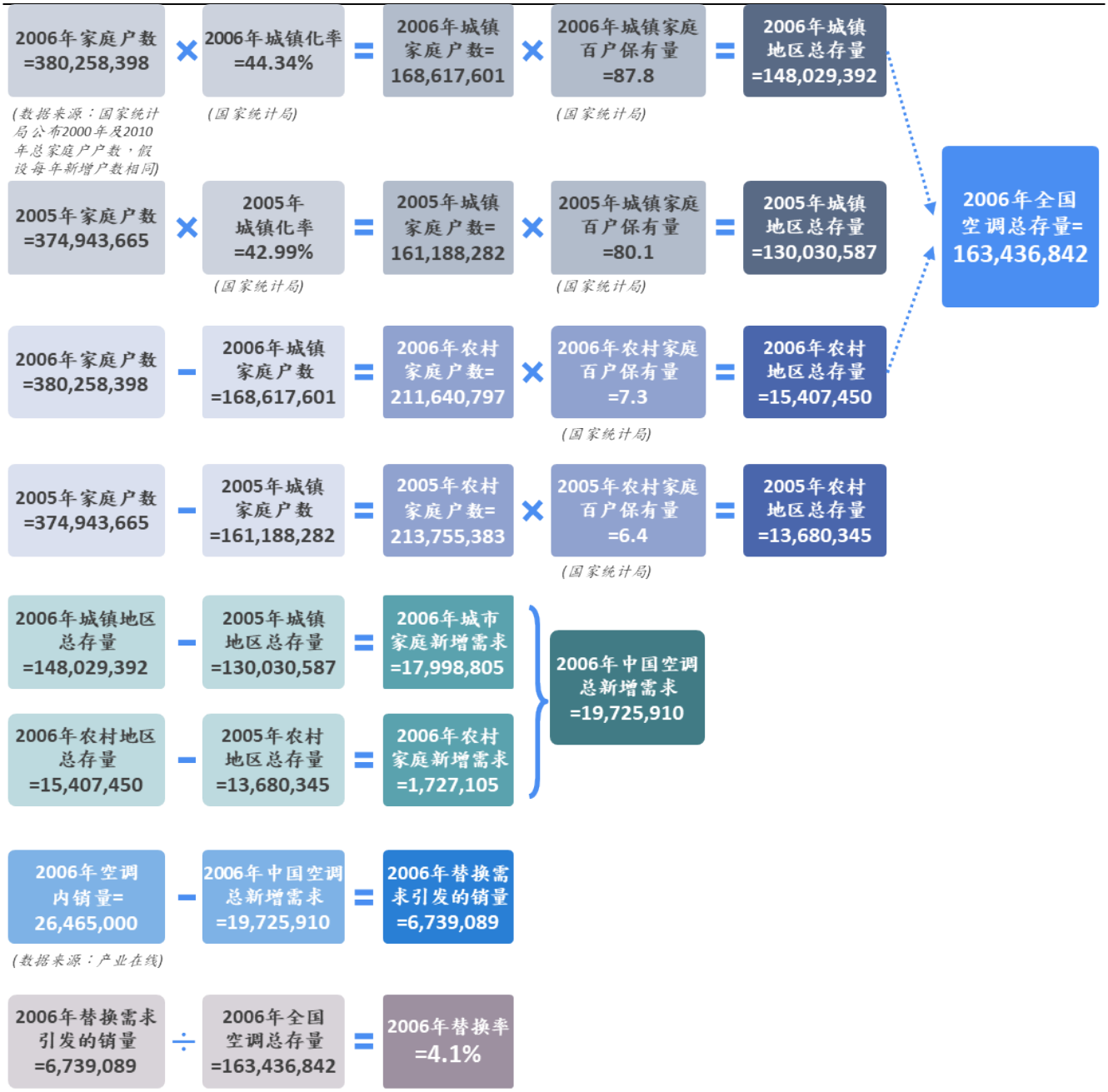
图表 57: 2030 年中国空调存量测算



资料来源：Statista，联合国，中国政府网，国家统计局，日本内阁府，中国台湾统计局，交银国际测算

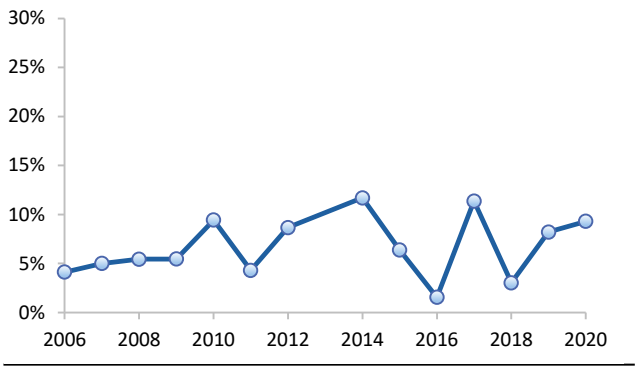
根据我们的测算，近 10 年空调的替换率（即空调每年的更换量占当年存量的比重）约为 7%。尽管空调的需求与诸多因素有关，且每年的销量存在一定的周期性（如受天气影响），但拉长时间轴至 10 年水平，也可以基本捕捉到一个经过时间平滑的销售量趋势。总体来说，我们预计空调的销售量将在 2024-2030 年呈现至少 2%的年复合增长率，该预测比 Euromonitor 乐观。

图表 58: 空调替换率测算（以 2006 年为例）



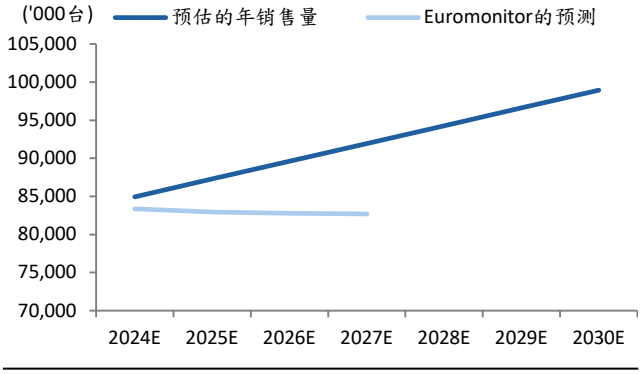
资料来源：国家统计局，产业在线，交银国际测算

图表 59: 经测算的空调替换率



资料来源：交银国际测算

图表 60: 我们预计 2024 年至 2030 年中国空调的销售量将呈现 2%的年复合增长率



资料来源：Euromonitor，交银国际测算

关注点（二）：地产对白电市场的影响有变化吗？

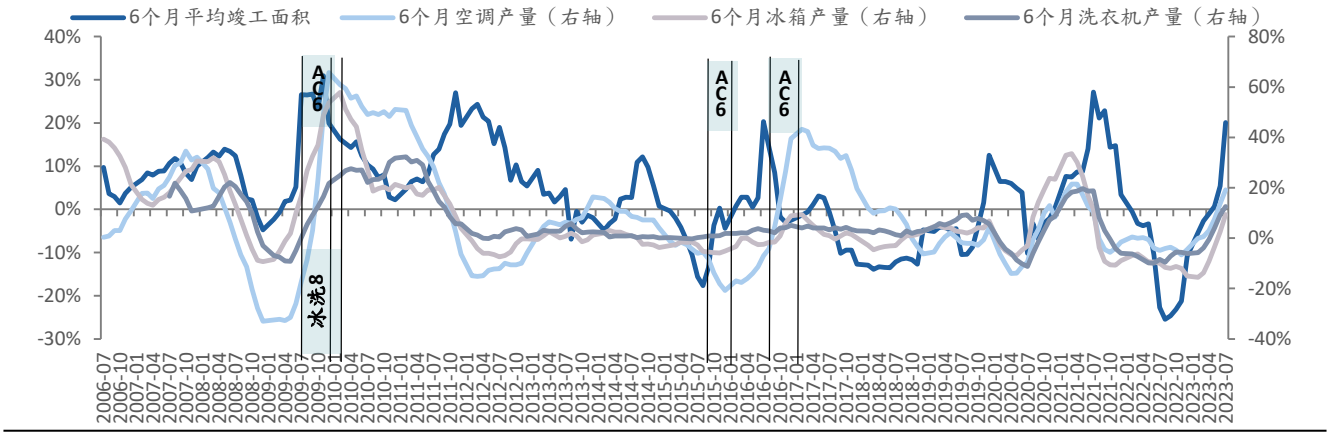
关键结论：对于来自地产的新增需求占白电销售量的比重，市场的主流观点，是影响约四成空调的销量及两成冰洗的销量。**我们的结论比市场更为乐观，测算结果表明来自地产的新增需求占空调销量约两至三成，而对冰洗的影响则常年稳定在 15%。**

分析之前，我们首先需要对白电需求的来源进行拆解。拉动白电消费的需求主要有两类——新增需求和替换需求。新增需求的拉动，主要来自于市场本身保有量的提升，以及新增住房引起的家电配置需求，从而导致白电行业成为典型的地产后周期行业。替换需求，则来自于产品的报废更替和升级换代。

⊖ 地产何时会影响白电的销售？

身为典型地产后周期行业的白电，由地产端的变动传导需求端呈现明显的滞后作用，但该作用的影响越来越弱。通过对比住宅竣工面积的同比变动，以及三大白电产量的同比变动，我们明显发现，空调与地产的紧密程度更大，后周期的趋势更加明显，与竣工数据的走势呈约 6 个月的滞后。同时，由于空调通常被消费者考虑在装修期之内，因此其滞后期短于冰箱和洗衣机。

图表 61: 竣工面积的同比变化与白电产量的同比变化呈明显滞后



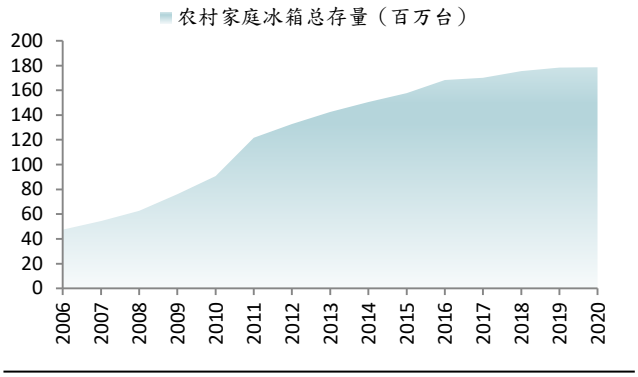
资料来源：产业在线，国家统计局，交银国际
注：2020 年之后，滞后作用明显减弱；AC6=空调滞后期 6 个月、冰洗 8=冰洗滞后期 8 个月

⊖ 相比十年前，当前白电与地产之间的滞后效应逐渐减弱

农村家庭冰箱和洗衣机的百户保有量从政策实施前的 26.1 台/45.9 台提升至 67.3 台/67.2 台。整体中国农村家庭的冰箱和洗衣机存量在政策实施前约为 540 万台/950 台，均提升至约 1300 万台。在之后的十年里，尽管城市和农村市场的渗透率、保有量、存量仍处于上升期，但速度大大放缓。随着市场逐渐的稳定和饱和，产量和销量的增速相对稳定。因此，相较于 2010 年前后较为明显的约 8 个月的滞后期而言，之后冰洗的滞后效应逐渐减弱，即与地产的关联程度越来越弱，与我们测算的 “新增住房对冰箱/洗衣机销量的贡献” 结果一致（图表 65）。

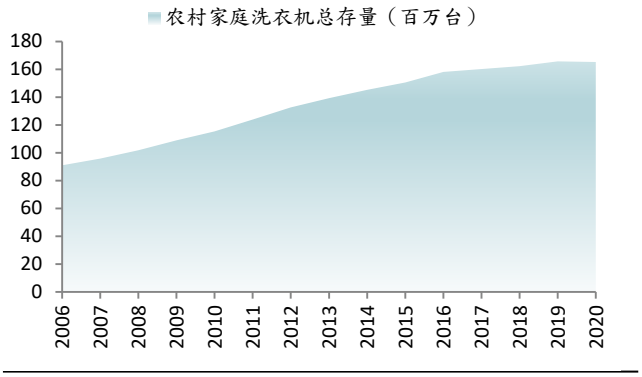
就空调品类而言，因其不易拆卸和移动的属性，通常被视为装修的一部分，叠加其发展起步较迟和一户多机的特征，体现了更为强烈的滞后效应和更短的滞后期。2020 年之后，由于入户送货和安装的难度增加，导致需求波动较大，与地产竣工的滞后关系逐渐减轻。尽管随后滞后关系减轻趋势显著程度下降，但是仍明显低于疫情前。

图表 62: 经测算的农村家庭冰箱存量



资料来源：交银国际

图表 63: 经测算的农村家庭洗衣机存量

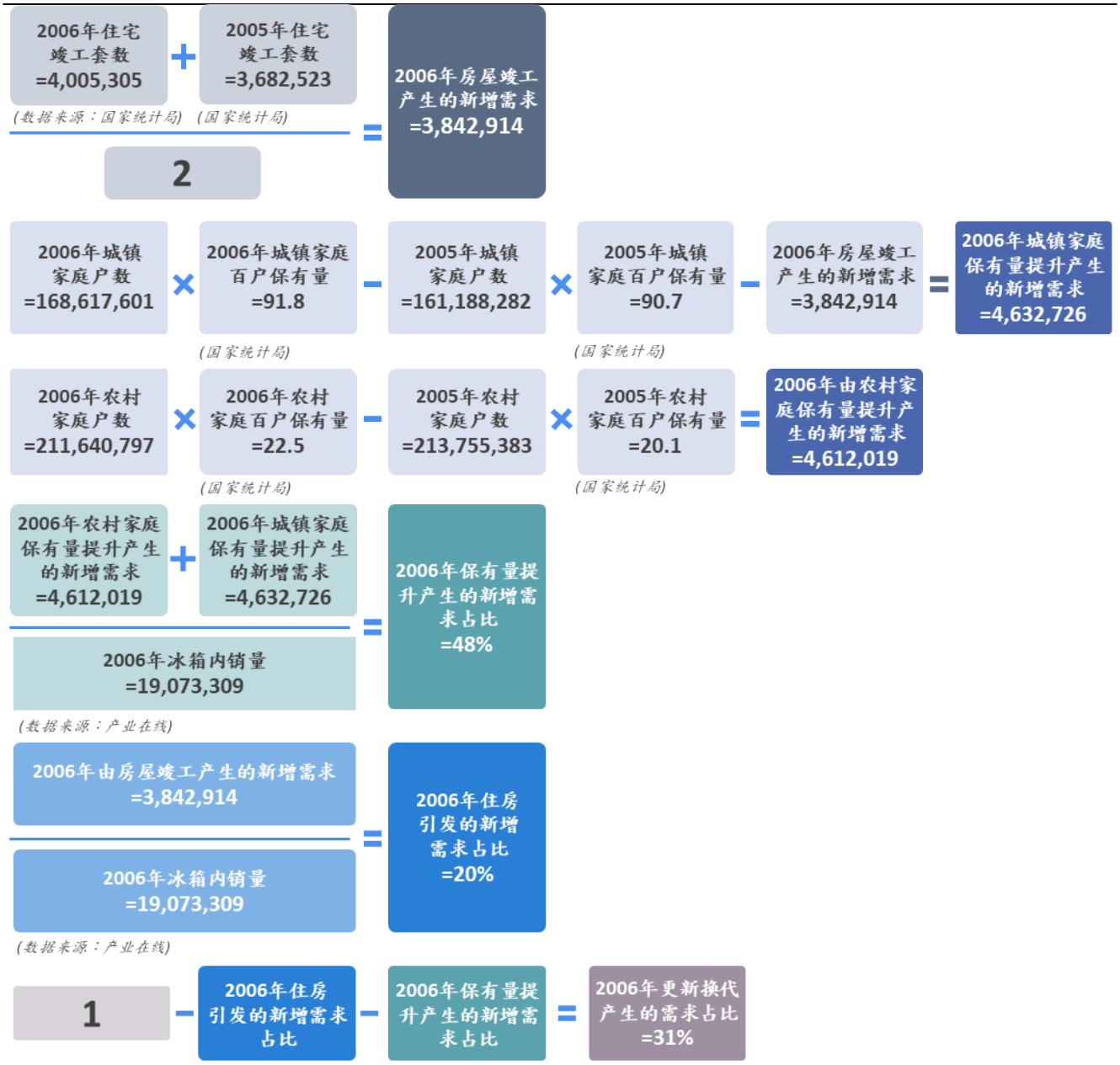


资料来源：交银国际

⊖ 地产对白电销售量的影响程度的测算：冰洗约 15%，空调约两三成

从冰箱和洗衣机这两类具备强一户一机属性的白电品类着手，去分析地产拉动的影响更为直接。以 2006 年冰箱品类为例，考虑到房屋竣工传导至销售端约 2-3 个季度的滞后期，当年的销售量中有一部分来自于上年房屋竣工。因此，从总体销售量中扣减房屋竣工的影响和保有量提升的影响后，剩余销售量则来自于电器的更新换代。

图表 64: 以 2006 年冰箱为例，计算各需求对销售量的贡献程度

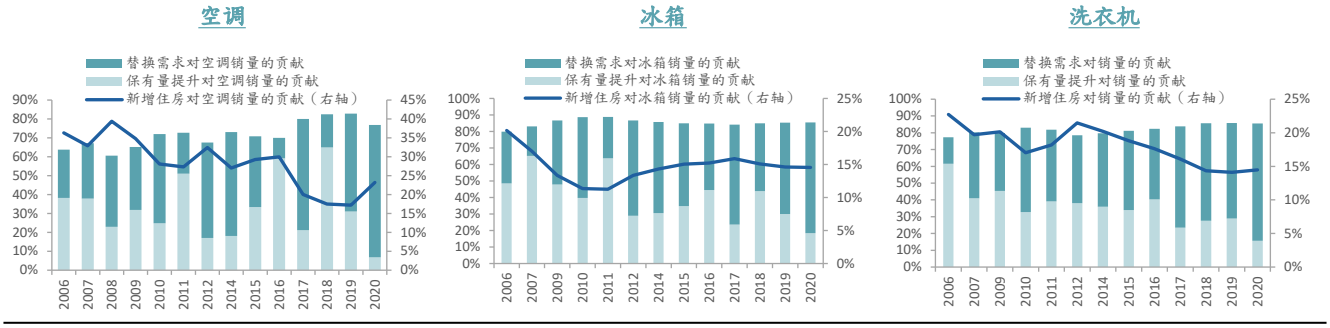


资料来源：国家统计局，产业在线，交银国际

空调由于其一户多机的属性和季节性的特征，导致测算结果不如冰箱和洗衣机平滑，但是也能观测出三种白电品类受地产影响的程度。

由于消费者生活水平的提高，冰箱和洗衣机更接近必选消费的特征，保有量提升速度迅速。因此，冰箱和洗衣机的销量更多源自于由产品更新换代带来的替换需求。根据我们的测算，由保有量提升所带来的销量占比已经低至中个位数，约七成的冰箱和洗衣机的销量来自于替换需求。尽管地产行业依然是影响冰箱和洗衣机销量的因素之一，但影响程度在近几年基本维持在 15%。之前通过滞后期的分析得出的结论——空调展现与地产竣工更为强烈的滞后效应，也与我们的测算结果相符：约两至三成的空调销售量受到地产的影响。

图表 65: 经测算的各白电品类需求影响



资料来源：国家统计局，产业在线，交银国际

对于从增量市场逐步迈入存量市场的白电市场，尤其是替换需求占比更高的冰洗产品而言，在住宅地产暂未呈现较大的增量动力前，其发展则更多来源于争夺市场份额及发展细分市场（如高端市场），而公司的研发力、产品力和品牌力，将成为整体竞争力的重要构成。

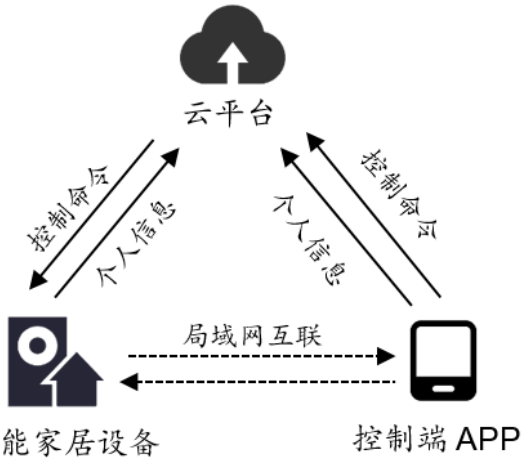
关注点（三）：智能家居为白电市场带来增量仍需时日

现阶段的智能家居，机遇与痛点并存

对电器产品而言，智能化趋势势不可挡，随着技术的发展和创新，智能家电的生产不再具备高技术壁垒，联网几乎成为大部分电器的出厂标配。尽管我们深知智能家电、智能家居将成为未来主流的趋势，但是对其仍存在不少疑惑。在本部分内容中，我们对智能家居现状进行梳理，且对未来的趋势进行初步判断。

三大组成部分。通常来说，控制端、云端及执行端构成了使智能家居系统顺利运行的机制。用户通过控制端向执行端发送操作指令（如打开空调），该指令将先被传送至云端，云端对指令进行识别和处理，再发送给执行端进行指令的执行。其中，控制端主要包括智能手机、智能音箱、智能穿戴设备等，根据用户的需求以及判断传感器的信息，实现对执行端的指令下达、状态监控等功能。而执行端则由各个电器构成，包括空调、洗衣机、冰箱、照明设备等。因此，三个组成部分共同发挥作用才可确保智能家居生活的有效运行。

图表 66: 智能家居三大组成部分

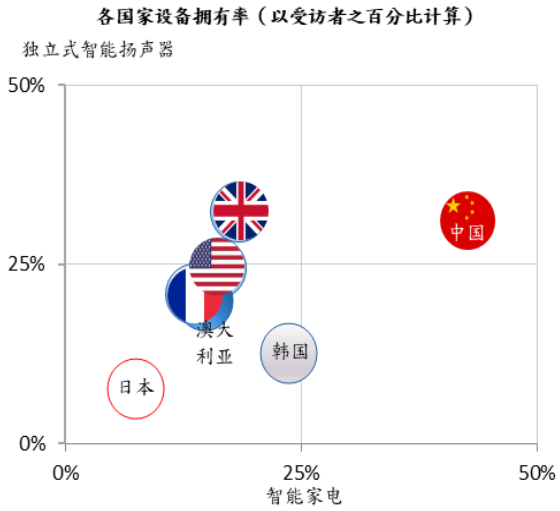


资料来源：交银国际

Θ 控制端：智能音箱的渗透带动市场对“智能”的认知

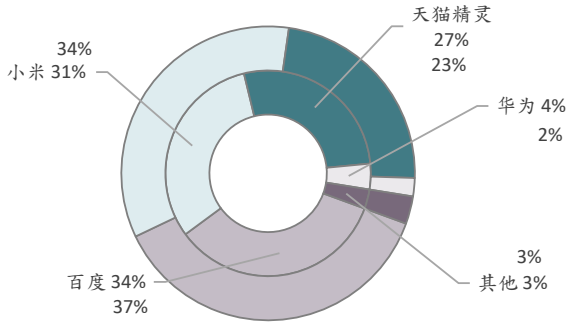
除了智能手机外，更多样且无处不在的控制设备有助于加深消费者对联网家居生活的认知。在欧洲和北美市场，亚马逊 Echo 和谷歌 Home 这类的智能音箱硬件产品已经迅速渗透至消费者的日常生活中。根据 Euromonitor 的数据，2020 年亚马逊 Echo 和谷歌 Home 分别占北美和欧洲智能音箱设备销售额的七成和五成，且智能音箱产品在美国市场的渗透率达到三至四成（资料来源：statista）。在中国市场上，智能音箱的用户规模已经达 8600 万人（资料来源：Emarketer），且也由各个互联网厂商占领。2023 年上半年，百度、小米和天猫精灵的市占率分别达 37%、34%和 23%，CR3 达 94%。全球范围内各个互联网厂商积极推广智能音箱连接家居设备的功能，加速提升了消费者对智能家居的认知。

图表 67: 各国家设备拥有率（以受访者百分比计算）



资料来源：Euromonitor (2021), 交银国际

图表 68: 2022 年上半年（内圈）与 2023 年上半年（外圈）中国智能音箱市场份额

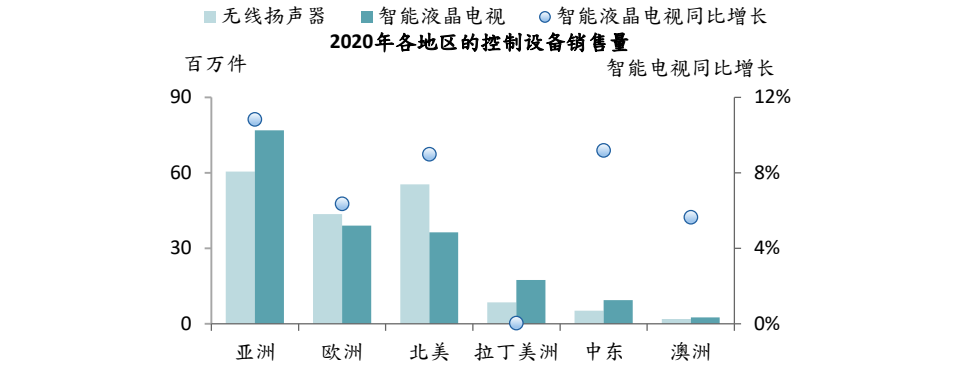


资料来源：洛图科技，交银国际

⊖ 控制端：智能电视作为控制中心的趋势日益明显

与智能音箱不同的是，智能电视最大的优势在于可视化，提供优质的内容和视觉听觉的享受。三星、海信、小米等大型厂商的收入中都有相当一部分收入来自于电视品类，叠加近几年长时间的居家生活，更是进一步加快了智能电视向消费者日常生活渗透的速度。消费者不断地追求更佳的视觉体验，因此电视产品本身也在往 65 英寸以上的大机型发展。同时，电视的可视化大屏成为了智能家居部署的重要一环，逐渐成为客厅中的互联控制中心。因此，智能电视的销量在 2020 年均实现了接近甚至超过无线扬声器的情况。目前，许多家电厂商（如 TCL、LG、三星、索尼）在其电视产品的高端系列中配备了语音控制功能，以促进其控制中枢的作用，并进一步加速消费者将智能电视作为控制中心的趋势。

图表 69: 亚洲在过去三年智能电视销量表现更为亮眼



资料来源：Euromonitor，交银国际

具有互联功能和兼容性的控制端设备的普及，正逐步为更多消费者提供语音和远程控制互联家电这两项基本而重要的功能体验，并能进一步激发消费者对互联家电的兴趣，使其规模进一步扩大。

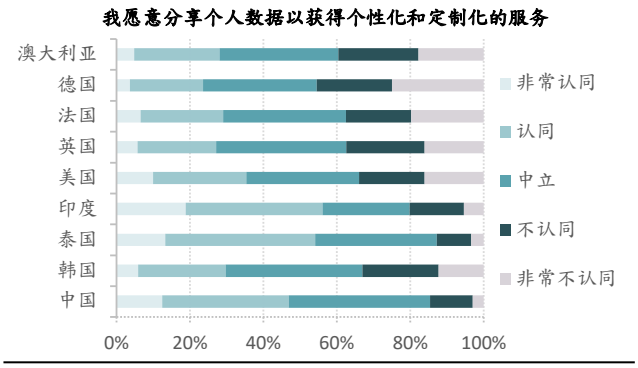
图表 70: 除手机外的控制端两大设备：智能音箱、智能电视

资料来源：公开资料收集，交银国际

⊖ 执行端：亚洲在全球联网家电销售额中占领先地位

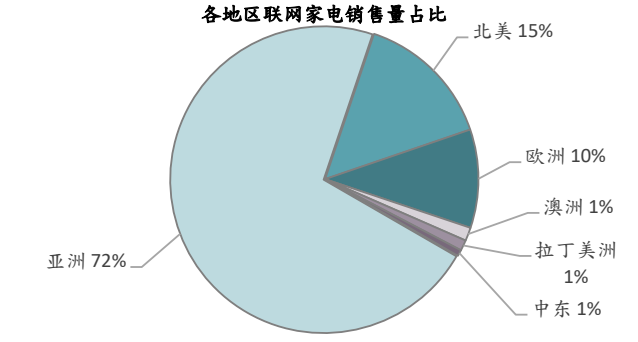
得益于数字化和控制设备的普及，以及龙头企业通过对产品进行联网功能的升级，使得整体市场对个人数据共享及联网家电的个性化体验普遍持有较积极的态度。在 Euromonitor 的一项调研中，大多数亚洲国家对分享个人数据的支持率超 40%，该比例在泰国和印度的受访者过半。相比之下，来自欧美国家消费者的支持率均不到四成。因此，亚洲消费者更开放的态度也促进了亚洲在联网家电中的领先地位，贡献了超 7 成的全球联网家电销售量。

图表 71: 亚洲消费者对数据共享态度较积极



资料来源：Euromonitor (2021), 交银国际

图表 72: 亚洲联网家电销售量为全球最高



资料来源：Euromonitor (2021), 交银国际

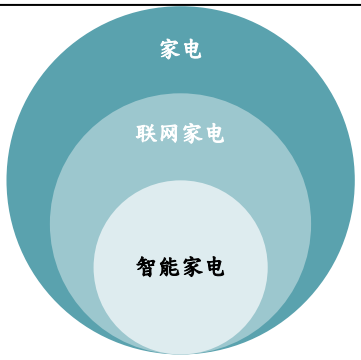
⊖ 执行端：智能白电产品发展现状

目前市面上较为普遍的智能空调产品实现了通过移动设备对空调进行远程操纵，根据用户需求调制对应的工作模式。智能洗衣机产品除了远程操控外，也能及时查看洗衣机工作状况，利用网络进行实时监控，能够对洗衣机运行状态进行智能调节，这样便于减少洗衣机耗电量。对于智能冰箱，用户可以利用手机等设备进行调节，了解冰箱内每种食物实际情况和储存时间，对其合理安排，避免食物浪费。此外，智能冰箱也可以提醒用户及时补充生活用品，根据冰箱中的食材，给用户推送对应的菜谱，改善用户生活品质。

⊖ 现阶段痛点一：联网家电并非智能家电

在无线网、蓝牙、NFC 等通信协议出现之前，非联网家电以单一个体的形态出现在消费者的生活中，不具备在家庭内部相互连接的功能。在互联网普及率提升之后，家电厂商逐渐将联网功能应用在家电产品上，实现了通过应用程序远程控制家用电器的功能，通过云端实现数据传输和计算的步骤，所有的互联功能依赖人工输入或用户定义。语音控制、图像识别和其他人工智能分析功能被定义为"智能"，因此智能家电则应不仅具备远程功能控制功能，还应具备场景互联互通、自主学习迭代等功能，在没有人工干预的情况下行动。

图表 73: 联网并非智能



资料来源：交银国际

⊖ 现阶段痛点二：“被动”至“主动”仍需时间

尽管许多家电厂商都在大力推广智能家电的概念，在电器上嵌入了触摸屏、摄像头等零件，使家电产品本身的功能变得丰富（如通过冰箱、烤箱上的触摸屏显示食谱或烹饪模式），但这类依赖人工干预、而非自身学习和感知的产品尚不符合“智能”的标准。在智能家居实际落地的过程中，用户期待的是自主决策、具备主动提供服务的产品，使得家居生活更便利和高效，而非仅停留在设备联网和远程控制、需要用户预设指令、提供通用服务的阶段。

- **联动功能未从根本上达到智能化：**智能家居的重点在于不同设备之间的联动，但是目前的联动功能仍需依靠用户提前设定的指令。尽管目前各个厂商的研发方向将“主动分析用户行为并形成规则”作为重点，并已逐步实现（如小米于 2023 年 11 月推出的 HyperMind 可以主动发觉用户进家门后习惯于打开音响、用户接听电话时自动调低电视音量），但仍在探索的进程中。
- **不同设备之间的互操作性较低。**为了保证收入并规避与竞争对手分享用户数据，目前大多数品牌优先选择的方法是保留用户关系和数据，

导致目前不同品牌的设备对不同云端平台所开放的功能不同。例如，家电厂商的智能家电产品只可在厂商自己开发的 App 中实现全部功能的操控。有限的数据则进一步放缓了智能家居发展的进程。

图表 74: 设备与云操作系统的兼容性

	海尔	美的	LG	三星	博西
Google助理	√	√	√	√	√
Amazon Echo	√	√	√	√	√
阿里云	√	√			√
华为HiLink	√	√			√
海尔智家	√				
美的美居		√			
LG ThinQ			√		
Samsung Connect				√	
BSH Home Connect					√

资料来源：Euromonitor, 交银国际

- **尽管技术的升级和迭代使得部分家电产品达到了智能化的标准：**例如，随着气温逐年走高，空调的耗电情况逐渐成为消费者较为关注的问题，多个家电龙头推出空调产品，结合传感器和 AI 技术来降低功耗。三菱空调产品线中的 FZ 系列配备了 Move Eye mirA.I.+ 高精度传感器，可实现自动监测室温变化并进行温度的调节。 LG 在其最高端的产品线 LG Whisen Tower 中安装了雷达传感器，通过监测人的存在和移动，当发现无人的情况则自动切换到睡眠模式，相比于最大制冷模式可省电 72%。**但是这类的技术仍未达到普及化的程度，并且依然停留在单品智能的阶段。**

⊖ 留给消费者的选择：家电还是智能化应用？

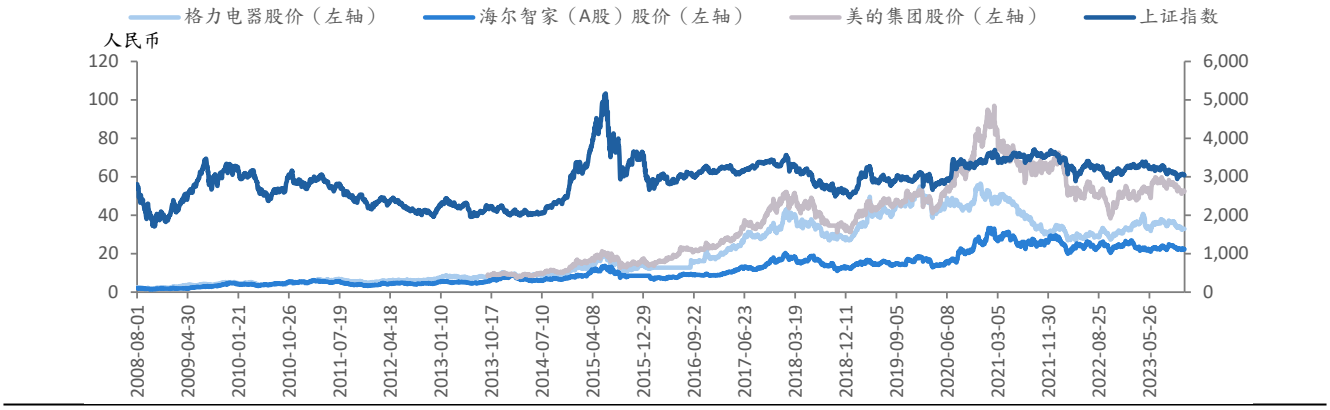
智能硬件厂商相比于传统家电厂商在智能功能上处理的更加完善，但是论家电本身的质素很难与经历几十年沉淀的老牌家电龙头抗衡，因此存在“智能化功能与高质量家电”无法两全的窘况。尽管消费者对智能家居的态度较为积极，但是目的更多偏向“娱乐”和“尝试”。同时，智能化家电的操控难度高于普通家电产品。以目前的情况来说，能较好地体验智能家居的群体其本身具备了较高的自我学习能力，而剩下大部分的用户只能享受简单的操控。

当前智能音箱的发展，作为较为主流的智能家居控制端设备，其分析能力和对语义的理解能力较为有限。考虑到消费者现阶段处于价格敏感的状态，而当前的智能家居所带来的价值暂时不足以说服消费者为之买单。**因此，我们认为短期内消费者的选择仍将偏重家电产品本身。**

家电板块的股价驱动因素拆解：估值业绩双重驱动

自 2016 年开始，作为蓝筹的龙头白电企业表现出了独立的行情，其股价表现优于市场大盘整体的表现。在上涨之余，在估值体系下对价值蓝筹股持续上行的延续性，以及在获得涨幅之后是否存在估值已达高位等方面，市场均存在着一定的疑虑。因此，对于白电板块的历史行情进行归因分析成为必要的一环。

图表 75: 2016 年开始白电板块的表现优于大盘



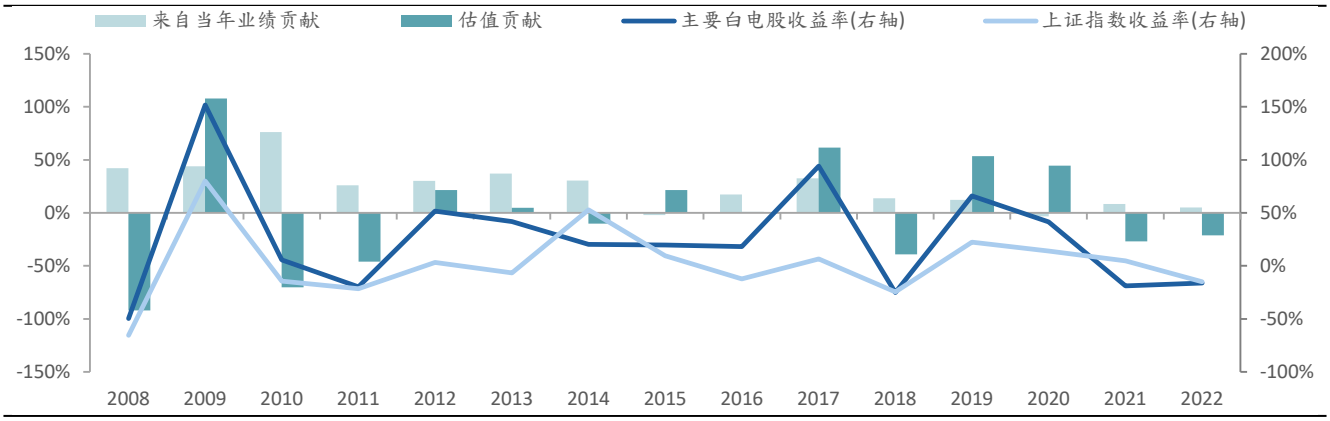
资料来源：Wind，交银国际

基于经典的“股价=PE 估值×每股收益”定价模型，可将股价的决定因素拆解为估值和业绩。因此，当期股价的涨跌，即为市场估值和当期业绩共同作用的结果。其中，未来市场预期及当期市场偏好等难以量化的因素形成了市场对板块的估值，而当期业绩则是较为客观且更易量化的指标。

⊖ 历史股价驱动因素拆解

将三家白电龙头企业的历史股价驱动因素进行拆分后，我们发现不同时期股价的驱动因素存在着差别。

图表 76: 主要白电企业股价表现的归因拆解



资料来源：Wind，交银国际

- 2008 年的全球金融危机，极大程度上影响了资本市场对中国股市的估值，上证指数在 2008 年期间跌幅达 65%。但 2008 年下半年开始，家电下乡政策在全国范围内广泛推进，叠加白电普及程度和保有量均处于较低的水平，支撑了白电企业股价优于市场的表现。
- 2009 年，白电龙头的股价收益率超 150%，几乎是市场平均表现的两倍。之后，伴随着补贴政策的逐步推出，市场对白电企业的估值呈现了下行。尽管如此，以低保有量驱动的购置需求仍使白电企业凭借出色的业绩获得优于大盘的股价表现。
- 2015 年市场迎来牛市，上证一度冲高至 5000 点，估值对白电企业股价的影响成为主要的驱动力。
- 2016-2017 年，炎热天气驱动了白电企业空调业务的营收和盈利增长，业绩确定性较高的白电企业获得市场的青睐，并且整体估值有所修复。
- 2018 年，弱市背景下，蓝筹股较为确定的业绩并未能改变估值下行。
- 在 2019 年空调价格战中，伴随着白电市场竞争格局的重塑逐步清晰，高确定性的龙头企业再次获得估值的修复。
- 2020 年之后，全球宏观环境和原材料价格同时影响了市场供应端和需求端，白电股的估值与大盘的表现均走弱。

总体来看，2016 年之前，除了特别显著的牛市环境，白电企业的股价大多数情况下依靠业绩驱动，且估值因素在一些年份中成为了拖累项，比如 2010 年和 2011 年。2016 年之后则逐渐进入了估值和业绩的双重驱动。

⊖ 展望未来

空调保有量的提升空间、海外市场的持续拓展、数字化的应用和高端市场的发展均给予白电龙头企业在可预见的范围内营收和利润共同提升的空间，同时，伴随着科技水平的提升和应用，智能家居的逐渐普及也将在中长期给予估值正面的支撑。

我们预期，未来业绩仍为核心驱动力，优异的股价表现源于坚实的业绩基础。同时，基于白电稳健增长的特性、技术的进步和突破、市场风险偏好等因素，优质的企业仍具备迎来估值重构的周期，我们期待未来价值蓝筹出现戴维斯双击的表现。

财务比较

⊖ 销售增长

2023 年前三季度，美的和海尔均获得了中高个位数的同比增长，格力的增速略低至中个位数，我们预计 2023 年全年保持类似的增速。

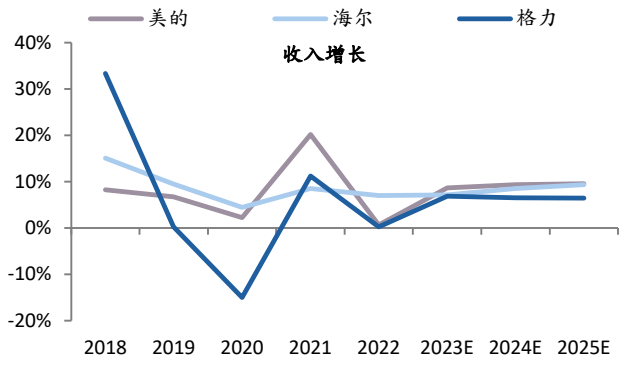
展望未来两年，考虑到美的集团更加多元的业务布局，尤其是 B 端业务未来广阔增长前景，结合我们对整体空调市场的增量预期和对美的在空调市场中持续增长的份额优势，我们预期美的短期内或达近双位数的收入增速。海尔在高端市场的布局和空调业务的发力也将贡献增长动力，但短期内或受宏观不确定性影响导致增速略低于美的。而格力则因较为单一的市场和产品布局，叠加日益激烈的空调市场竞争，其收入增速应略低于海尔至中个位数。

⊖ 毛利率

今年前九个月美的/海尔/格力的毛利率分别是 25.8%/30.7%/29.1%，分别同比提升 2.2/0.2/3.7 个百分点。

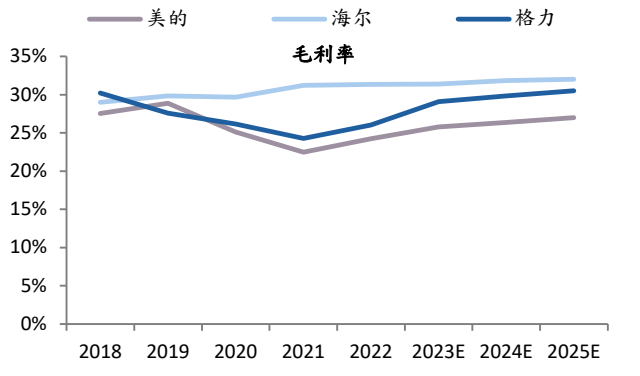
* 海尔在高端家电市场具备领先优势，目前高端产品系列的营收已超 200 亿人民币，对海尔总营收的贡献为双位数。同时，海尔在冰洗市场的强势地位已转化为对消费者的议价能力，而对空调上游供应链的布局则加强空调业务成本控制能力。因此，我们认为海尔毛利率的优势将继续保持领先，并保持稳定提升的趋势。
* 格力因其较高的空调单价，在原材料成本压力减轻的时期可以实现显著的利润率修复。
* 尽管随着市场份额的提升和高端化业务的发展，美的也会实现毛利率的稳步提升，但考虑到美的的产品单价低于海尔和格力，因此其毛利率仍处于三者的最低位。

图表 77: 预期三大白电公司中，美的集团呈现近双位数的收入增长



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 78: 海尔因其领先的高端市场布局及冰洗市场的强势地位，毛利率领先于美的和格力

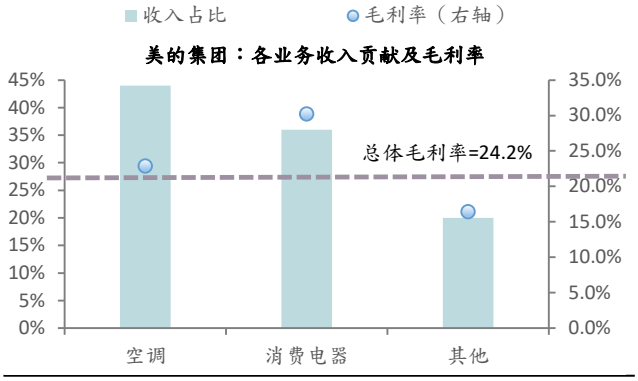


资料来源：公司资料，交银国际预测

⊖ 分品类情况

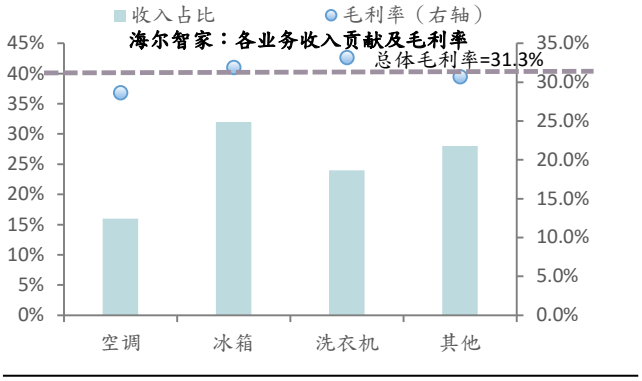
海尔以冰洗业务为主导，两大成熟的白电业务贡献了海尔近 60%的收入。冰洗市场的竞争格局较空调市场更稳定，三个龙头均保持 30%以上的毛利率。其中海尔在冰洗市场上的绝对优势地位保证了其毛利率具备抵御风险的能力。尽管美的和格力均以空调业务为主要营收来源，但二者竞争路径不同。美的凭借较低的售价获得了市场份额的迅速提升，但与此同时也带来了与竞争对手较大的毛利率差距。2022 年，美的和格力的空调业务毛利率分别为 22.8%和 32.4%。

图表 79: 美的：分业务收入贡献及毛利率(2022)



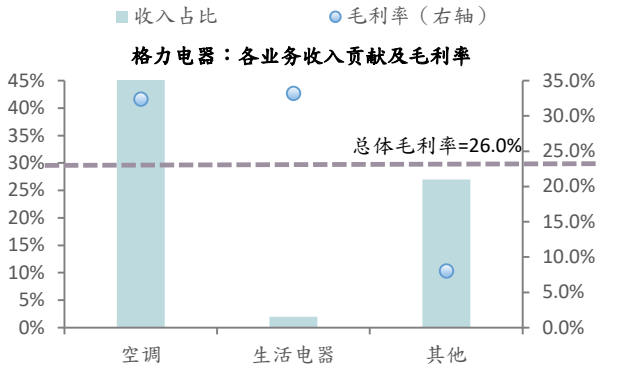
资料来源：公司资料，交银国际

图表 80: 海尔：分业务收入贡献及毛利率(2022)



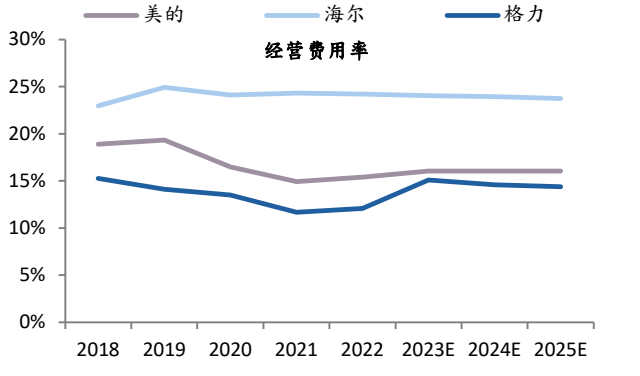
资料来源：公司资料，交银国际

图表 81: 格力：分业务收入贡献及毛利率(2022)



资料来源：公司资料，交银国际

图表 82: 经营费用率

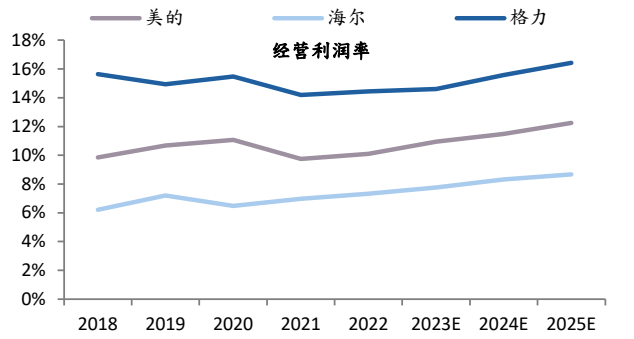


资料来源：公司资料，交银国际预测

⊖ 费用率和利润率

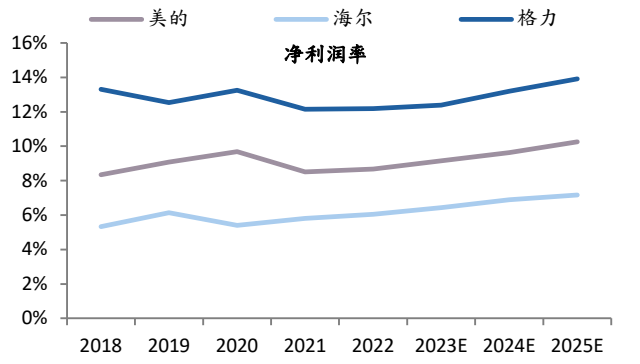
销售费用率方面，美的近三年的销售费用率维持在高个位数的水平，而海尔因对于品牌高端化、全球化和生态化布局的考量，导致其销售费用率较高，近三年维持在 16%左右。尽管数字化程度的提升使海尔的费用率呈现逐年的下降，但是总体水平相比同业仍然较高，导致海尔的净利润率低于格力和美的。

图表 83: 经营利润率



资料来源：公司资料，交银国际预测

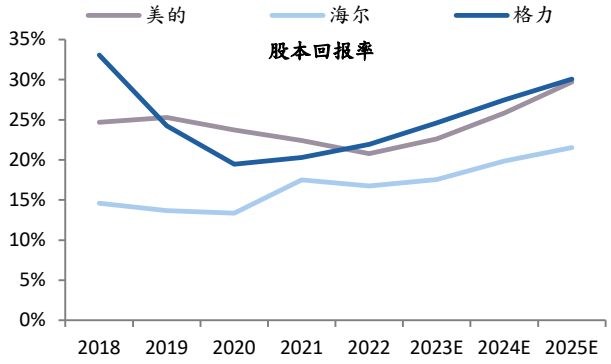
图表 84: 净利润率



资料来源：公司资料，交银国际预测

综合来看，尽管美的的毛利率低于海尔和格力，但因其较低的费用率，美的仍获得高个位数的净利润率。展望未来，原材料成本压力的缓和、海外市场 OBM 业务的发展、我国高端市场的发展及 B 端业务盈利能力提升均预期对各公司的净利润率产生正面影响，美的的净利润率有望朝着双位数迈进。尽管目前美的的净利润率较低，导致其 ROE 水平略低于格力，但预期近双位数的收入增速和约 15%的净利润增速将支撑美的集团 ROE 未来的提升。

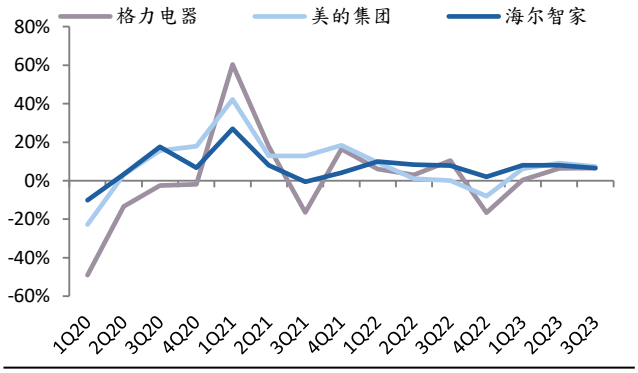
图表 85: 股本回报率（ROE）



资料来源：公司资料，交银国际预测

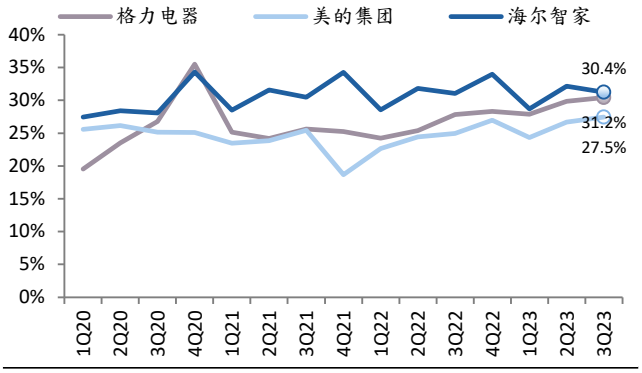
其他附表

图表 86: 三大白电龙头分季度收入增速



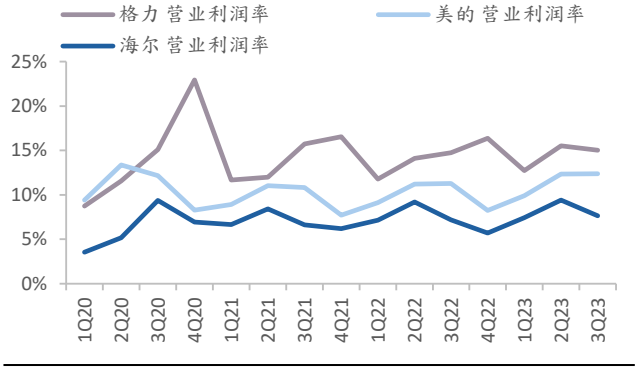
资料来源：各公司资料, 交银国际

图表 87:三大白电龙头分季度毛利率



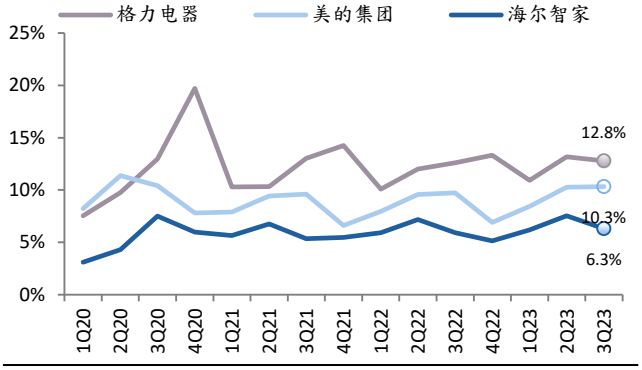
资料来源：各公司资料, 交银国际

图表 88: 三大白电龙头分季度营业利润率



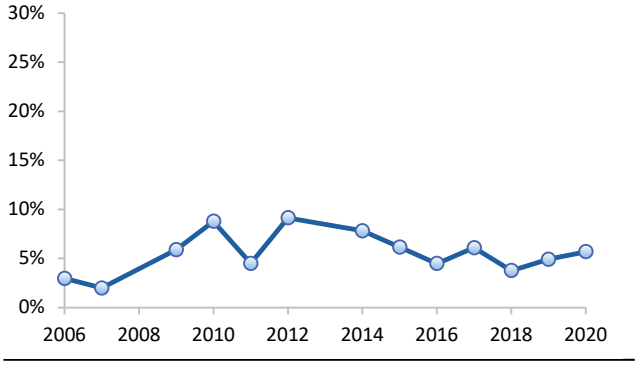
资料来源：各公司资料, 交银国际

图表 89:三大白电龙头分季度净利润率



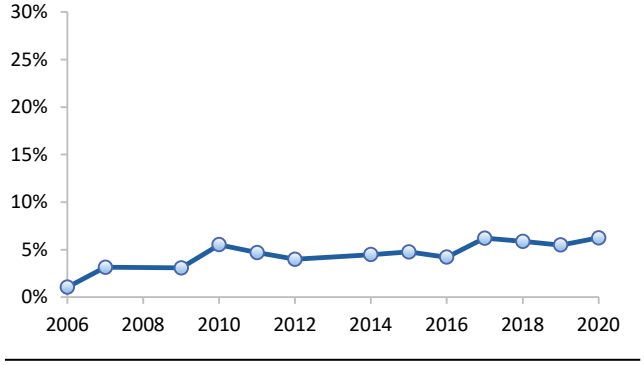
资料来源：各公司资料, 交银国际

图表 90: 经测算的冰箱替换率



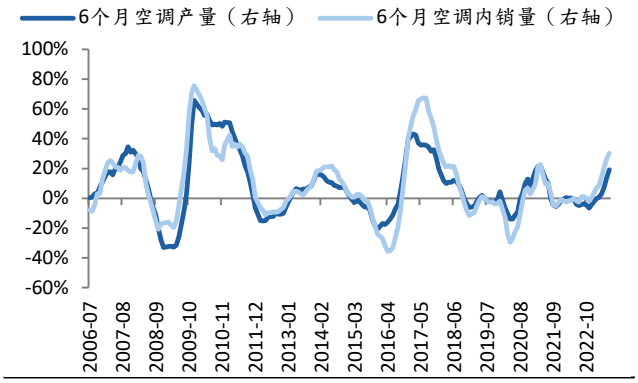
资料来源：交银国际测算

图表 91: 经测算的洗衣机替换率



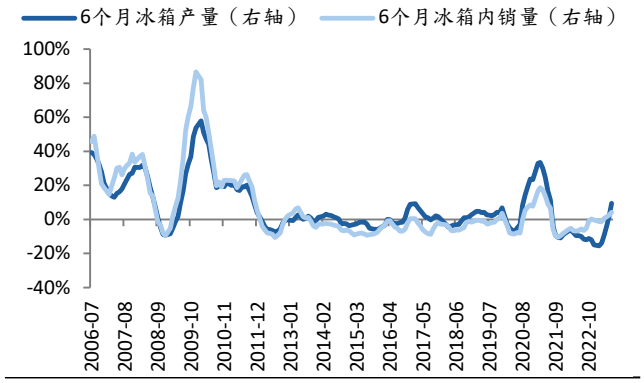
资料来源：Euromonitor，交银国际测算

图表 92: 产量与销量走势几乎一致：空调



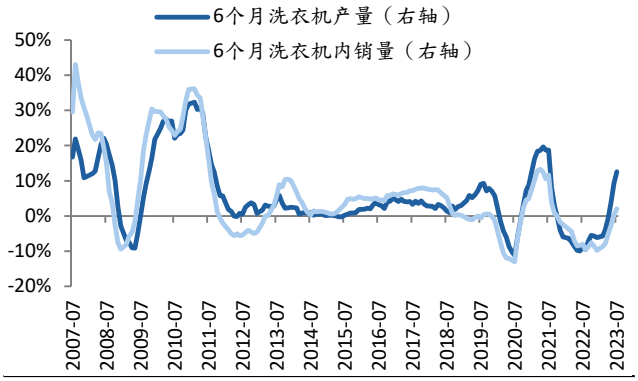
资料来源：产业在线，交银国际

图表 93: 产量与销量走势几乎一致：冰箱



资料来源：产业在线，交银国际

图表 94: 产量与销量走势几乎一致：洗衣机



资料来源：产业在线，交银国际

图表 95: 中国不同地区空调保有量对比

		城镇百户保有量（台）		农村百户保有量（台）	
		2015	2020	2015	2020
南方	江苏	194.3	227.6	107.7	151.2
	浙江	185.0	222.5	100.2	149.0
	重庆	170.1	220.7	42.8	78.2
	广东	144.3	213.9	62.2	132.7
	上海	191.0	214.0	100.7	151.5
	福建	157.2	194.1	54.3	95.2
	安徽	144.4	188.0	58.4	122.8
	湖南	134.1	182.8	36.2	72.4
	广西	121.1	177.0	16.9	55.5
	海南	97.6	170.1	23.7	78.7
	湖北	128.4	169.9	43.5	93.8
	江西	124.3	158.2	38.6	72.2
	四川	108.2	156.3	22.4	64.2
北方	北京	161.0	187.0		
	河南	135.7	183.7	54.8	107.5
	天津	131.3	165.7	85.4	132.9
	山东	109.4	151.3	38.8	95.0
	河北	117.9	134.7	55.3	88.7
	陕西	88.4	123.3	23.1	49.2
	辽宁	30.5	58.4	2.1	14.1
	山西	32.8	43.2	9.6	20.6
	吉林	10.6	23.5	0.3	1.6
	黑龙江	9.8	15.0	0.5	1.0
西北	新疆	16.5	31.8	1.1	4.5
	内蒙古	12.1	22.2	0.8	3.5
	宁夏	13.1	22.0	0.8	2.0
	甘肃	10.5	12.2	0.7	1.9
高原	贵州	27.8	38.5	2.5	5.7
	西藏	9.3	12.2	0.1	0.7
	云南	3.1	10.3	0.3	1.3
	青海	2.2	1.1	0.3	0.9

资料来源：国家统计局，交银国际

图表 96: 2030 年中国空调存量测算

指标	数据	数据来源
城镇家庭户数（户）	376,000,000	statista
城镇化率	70%	联合国，中国政府网
农村家庭户数（户）	161,142,857	城镇家庭户数/城镇化率-城镇家庭户数
城镇家庭百户保有量（台）	200	假设其约为 2000 年日本/2010 年中国台湾地区的保有量水平
农村家庭百户保有量（台）	115	假设其约为 2015 年中国城镇保有量水平
2030 年城镇总空调保有量	752,000,000	城镇家庭百户保有量/100*城镇家庭户数
2030 年农村总空调保有量	185,314,286	农村家庭百户保有量/100*农村家庭户数
2030 年中国总空调保有量	937,314,286	2030 年城镇总空调保有量+2030 年农村总空调保有量

资料来源：statista，联合国，中国政府网，国家统计局，日本内阁府，中国台湾统计局，交银国际

图表 97: 空调替换率测算（以 2006 年为例）

指标	数据	数据来源
2005 年家庭户数（户）	374,943,665	国家统计局公布 2000 年和 2010 年的总家庭户户数，假设每年新增户数相同，即可计算出每年的总家庭户户数
2006 年家庭户数（户）	380,258,398	
2005 年城镇化率	43.0%	国家统计局
2006 年城镇化率	44.3%	国家统计局
2005 年城市家庭户数（户）	161,188,282	当年家庭户数*当年城镇化率
2006 年城市家庭户数（户）	168,617,601	
2005 年农村家庭户数（户）	213,755,383	当年家庭户数-当年城市户数
2006 年农村家庭户数（户）	211,640,797	
2006 年空调内销量（台）	26,465,000	产业在线
2005 年城镇家庭保有量（台）	80.7	国家统计局
2006 年城镇家庭保有量（台）	87.8	国家统计局
2005 年农村家庭保有量（台）	6.4	国家统计局
2006 年农村家庭保有量（台）	7.3	国家统计局
2006 年城市家庭新增需求（台）	17,998,805	2006 年城市家庭户数*2006 年城市家庭保有量/100-2005 年城市家庭户数*2005 年城市家庭保有量/100
2006 年农村家庭新增需求（台）	1,727,105	2006 年农村家庭户数*2006 年农村家庭保有量/100-2005 年农村家庭户数*2005 年农村家庭保有量/100
2006 年全国空调总保有量（台）	163,436,842	2006 年城市家庭户数*2006 年城市家庭保有量/100+2006 年农村家庭户数*2006 年农村家庭保有量/100
2006 年由替换需求引发的销售量（台）	6,739,089	2006 年空调内销量-2006 年城市家庭新增需求-2006 年农村家庭新增需求
2006 年替换率	4.1%	2006 年由替换需求引发的销售量（台）/2006 年全国空调总保有量

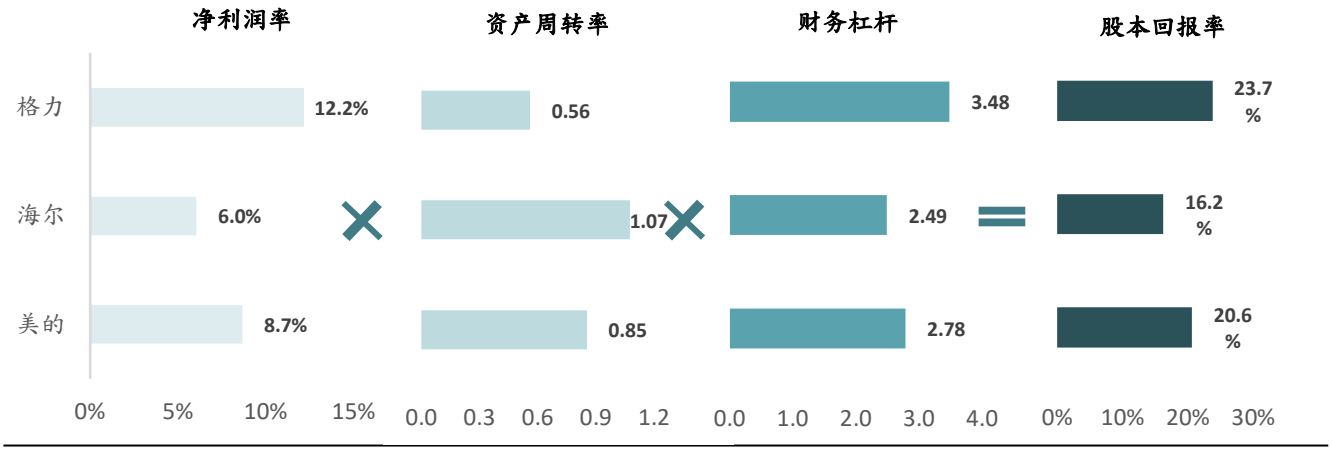
资料来源：国家统计局，产业在线，交银国际

图表 98: 以 2006 年冰箱为例，计算各需求对销售量的贡献程度

指标	数据	数据来源
2006 年城市家庭户数（户）	213,755,383	当年家庭户数*当年城镇化率
2006 年农村家庭户数（户）	211,640,797	当年家庭户数*（1-当年城镇化率）
2005 年住宅竣工套数（套）	3,682,523	国家统计局
2006 年住宅竣工套数（套）	4,005,305	国家统计局
2006 年由房屋竣工产生的新增需求（台）	3,843,914	(2006 年住宅竣工套数 + 2005 年住宅竣工套数)/2，以平滑白电需求滞后于竣工的影响
2006 年由城镇家庭保有量提升产生的新增需求（台）	4,632,726	(2006 年城市家庭户数 * 2006 年城市家庭保有量 / 100 - 2005 年城市家庭户数 * 2005 年城市家庭保有量 / 100) - 2006 年由房屋竣工产生的新增需求
2006 年由农村家庭保有量提升产生的新增需求（台）	4,612,019	2006 年农村家庭户数 * 2006 年农村家庭保有量 / 100 - 2005 年农村家庭户数 * 2005 年农村家庭保有量 / 100
2006 年冰箱内销量（台）	19,073,309	产业在线
2006 年由保有量提升产生的新增需求占比	48%	(2006 年由城镇家庭保有量提升产生的新增需求+2006 年由农村家庭保有量提升产生的新增需求)/2006 年冰箱内销量
2006 年由住房引发的新增需求占比	20%	2006 年由房屋竣工产生的新增需求/2006 年冰箱内销量
2006 年由更新换代产生的需求占比	31%	1-2006 年由保有量提升产生的新增需求占比-2006 年由住房引发的新增需求占比

资料来源：国家统计局，产业在线，交银国际

图表 99: 杜邦分析法（2022 年）



资料来源：公司资料，交银国际

图表 100:交银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
000333.CH	美的集团	买入	55.22	85.50	54.8%	2024 年 1 月 11 日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	21.80	31.05	42.4%	2024 年 1 月 11 日	家电
000651.CH	格力集团	中性	33.67	37.63	11.8%	2024 年 1 月 11 日	家电
291 HK	华润啤酒	买入	30.70	62.00	102.0%	2023 年 08 月 21 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	13.14	20.70	57.5%	2023 年 08 月 03 日	啤酒
600597 CH	光明乳业	买入	8.52	12.30	44.4%	2023 年 09 月 05 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	18.96	34.70	83.0%	2023 年 09 月 04 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	26.57	33.20	25.0%	2023 年 08 月 30 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.89	4.40	13.1%	2023 年 08 月 30 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	15.15	17.60	16.2%	2023 年 08 月 30 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	11.18	10.40	-7.0%	2023 年 08 月 24 日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	41.15	51.80	25.9%	2023 年 08 月 30 日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	75.70	95.50	26.2%	2023 年 08 月 31 日	纺服代工
1044 HK	恒安国际	买入	27.55	37.60	36.5%	2023 年 08 月 25 日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	22.85	19.20	-16.0%	2023 年 07 月 21 日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	5.52	20.50	271.4%	2023 年 08 月 23 日	餐厅
2331 HK	李宁	买入	17.74	35.00	97.3%	2023 年 10 月 25 日	运动品牌
2020 HK	安踏	买入	71.30	129.00	80.9%	2023 年 08 月 23 日	运动品牌
6110 HK	滔搏国际	买入	5.93	7.20	21.4%	2023 年 10 月 24 日	体育用品经销商
3813 HK	宝胜国际	买入	0.69	1.46	111.6%	2023 年 08 月 15 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 1 月 10 日收盘价

公司分析

交银国际研究

首次覆盖

消费

收盘价	目标价	潜在涨幅
人民币 55.17	人民币 85.50	+55.0%

2024 年 1 月 11 日

美的集团 (000333 CH)

全球家电龙头向高端制造发力，有望带来估值重估；首予买入

- **B端业务布局贡献新增速。**美的集团的B端业务（面对企业客户的新能源、智能建筑、机器人与自动化、创新业务）在 2020-2022 年之间快速增长 25.9% CAGR，贡献了 2023 年上半年收入的 25%。管理层预料 B 端业务在未来有望达到 50%。在国家对高端制造业的政策支持下，工业机器人的部署密度有望从 2020 年到 2025 年翻一倍至 500 台/万人、安装量有望实现 20%的复合增速。在 2022 年 11 月完成对库卡（KUKA）全部股权收购后，公司的机器人业务有望释放其技术优势，带来收入利润及估值的双重提升。A 股上市的机器人同业的市盈率普遍平均为 50 倍，远高于家电行业的 10-15 倍，而库卡在机器人控制技术、器件工艺或软件上都比内地同行有较大优势，让其拥有可观的估值重估空间。
- **C 端（家电）：高性价比策略实现多元化布局，预期份额持续提升。**美的通过高性价比策略进行扩张，成为家电行业中产品布局最多元的企业。在传统白电市场上，公司在过去十年获得高个位数甚至双位数的份额提升。在白电领域外，公司也实现了大、小家电的多品类扩张，所有细分市场的份额均排前三。多元布局使公司能够把握了各个细分市场的增长。
- **在最具潜力的空调市场实现迅速份额拓张，全球第一的压缩机业务保证业务稳定。**我们预期中国空调市场的存量将在 2030 年之前实现约 50%的增长至近 10 亿台的规模。美的在过去十年实现了空调市场份额约 10 个百分点的迅速扩张，大大缩小与第一名格力的份额差距，收入端有望受益于行业增长与份额提升带来的双重正面作用。同时，多年的业务布局不仅使公司实现了核心零部件的自产能力，并且使其占据全球转子压缩机高达 44%的份额。这更是稳定了空调业务的成本波动，提高运营效率和盈利能力。
- **海外布局逐渐完善，增强未来预期。**美的是较早进行海外业务布局的企业之一，海外收入规模在 10 年内实现超过 3 倍的增长，贡献集团总体营收的 40%。公司正逐步实现低利润率的 OEM 向 OBM 业务的转变，加强海外本地化运营和自主品牌建设，目标 2027 年实现 400 亿美元的海外营收。随着海外业务收入规模和盈利能力的同步提高，有望增强其中国大陆和海外业务的协同作用并加强公司未来前景预期。
- **首予买入评级，目标价人民币 85.5 元。**我们预计美的的收入/净利润将录得约 8%/15%的 2022-25 年复合年增长率(高于市场一致性预测的 8%/11%)，受空调/消费家电/机器人/其他 B 端业务收入增长 10%/5%/25%/26%驱动。我们分别对美的集团的家电等业务和库卡业务进行分部估值，分别给予 14.4 倍和 50 倍的 2024 年市盈率，对应 1.1 倍和 0.5 倍的 PEG。目标价为 85.5 元，对应 15.4 倍 2024 年市盈率和 1.04 倍 PEG。

财务数据一览

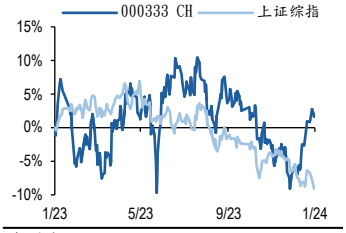
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	343,361	345,709	375,126	408,698	455,580
同比增长(%)	20.2	0.7	8.5	8.9	11.5
净利润(百万人民币)	29,015	29,810	34,184	39,166	46,523
每股盈利(人民币)	4.17	4.34	4.87	5.58	6.62
同比增长(%)	6.1	4.1	12.2	14.6	18.8
市盈率(倍)	13.2	12.7	11.3	9.9	8.3
每股账面净值(人民币)	18.06	20.81	20.16	20.48	20.53
市账率(倍)	3.05	2.65	2.74	2.69	2.69
股息率(%)	3.1	4.5	4.5	5.2	6.2

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	59.74
52周低位(人民币)	48.89
市值(百万人民币)	387,547.18
日均成交量(百万)	21.61
年初至今变化(%)	0.99
200天平均价(人民币)	54.96

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA
edward.lui@bocomgroup.com
(852) 3766 1809

王大卫, PhD, CFA
Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

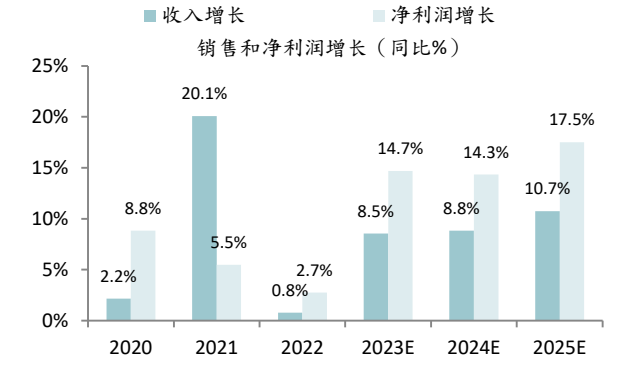
谭星子, FRM
kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

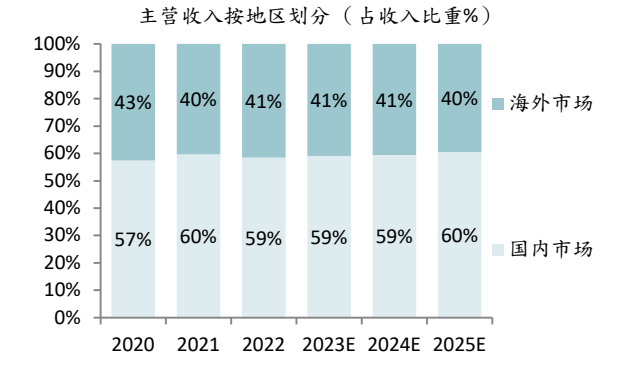
公司一览

图表 101: 美的集团: 收入和净利润增长



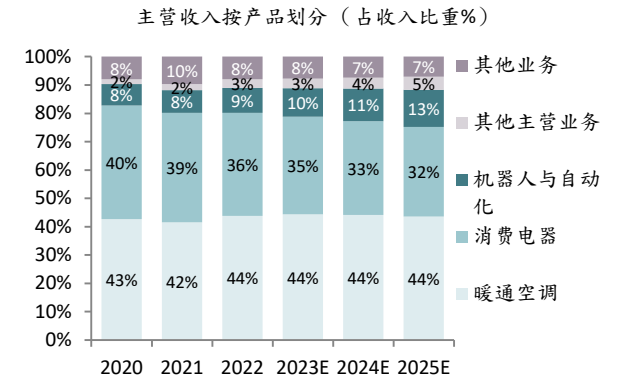
资料来源：公司资料，交银国际预测；注：预测不含“其他金融业务收入”

图表 102: 美的集团: 按地区划分的收入明细



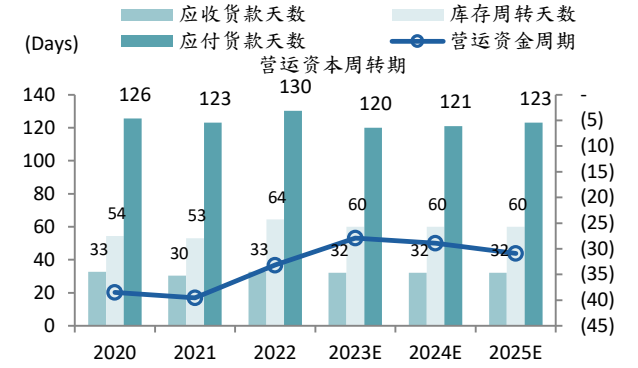
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 103: 美的集团: 按产品划分的收入明细



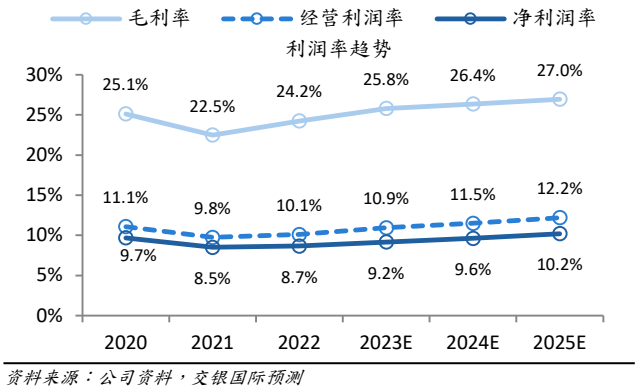
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 104: 美的集团: 营运资本



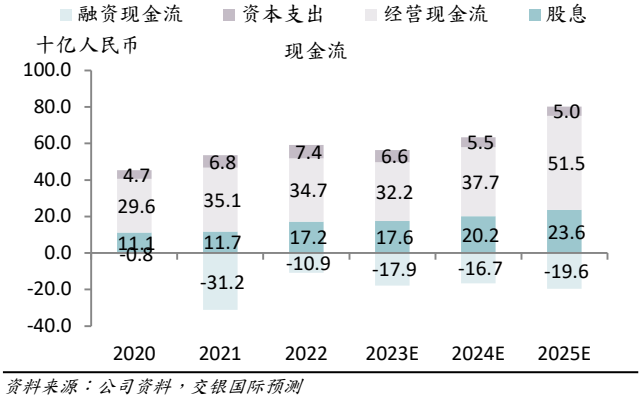
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 105: 美的集团: 整体利润率趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 106: 美的集团: 现金流



资料来源：公司资料，交银国际预测

估值

首予买入，目标价为人民币85.5元（上行空间54.8%）

由于美的集团较为多元化的市场和产品布局，以及逐渐上升的市场地位，结合其大众定位的产品更易获得当前消费者的青睐，我们预期 2024 年美的集团将保持其稳健的营收规模。同时，高端业务和海外 OBM 业务的加速发展将持续带给利润率水平正面的反馈。库卡凭借其全球领先的机器人软硬件技术能力，在美的完成对其所有股权的收购后，其技术优势和市场潜力有望进一步释放，并且有望带来估值提升。我们以同行业盈利能力最低的埃斯顿作为对标，预计库卡在2024 年净利润率接近3%的水平，并预期2025 年超4%。我们给予库卡 50 倍 2024 年 PE，对应 550 亿人民币估值，高出收购总价 300 亿超 80%。我们认为市场或忽略库卡的潜在价值。机器人业务或驱动美的整个 B 端业务重估。

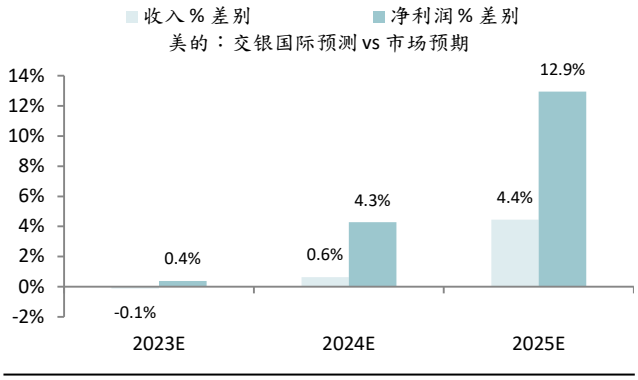
我们首次覆盖美的集团，给予**买入**评级，目标价为 85.5 元。我们分别对美的集团的家电等业务和库卡业务进行分部估值，分别给予 14.4 倍和 50 倍的 2024 年市盈率，对应 1.1 倍和 0.5 倍的 PEG，分别对应约 13%和 100%的 3 年（2022-25 年）每股盈利复合增长。总体目标价为 85.5 元，对应 15.4 倍 2024 年市盈率和 1.04 倍 PEG。

图表 107: 分部估值法

	每股价格 (人民币)	股权价值 (十亿人民币)	2024 年净利润 (十亿人民币)	2024 年 市盈率(x)	2024 年 PEG(x)	22-25 年 每股盈利复合增长率
美的	**85.5**	**600**	**39.1**	**15.4**	**1.04**	**14.7%**
美的（除库卡）	77.7	546	38.0	14.4	1.10	13.1%
库卡	7.8	55	1.1	50.2	0.50	100.4%

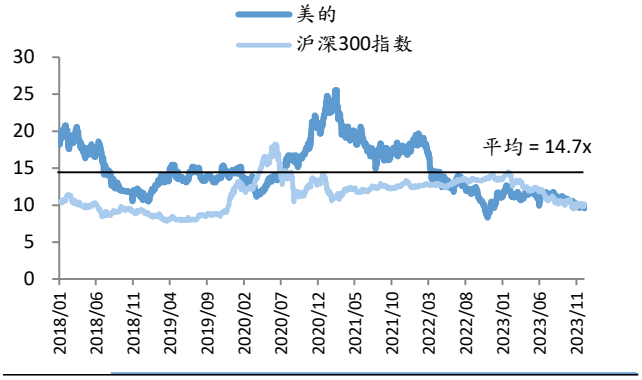
资料来源: 交银国际预测

图表 108: 美的集团: 交银国际 vs. 彭博市场预期



资料来源：彭博一致预期，交银国际预测

图表 109: 美的集团: 远期市盈率



资料来源：彭博一致预期，交银国际预测

图表 110：家电行业：同业估值

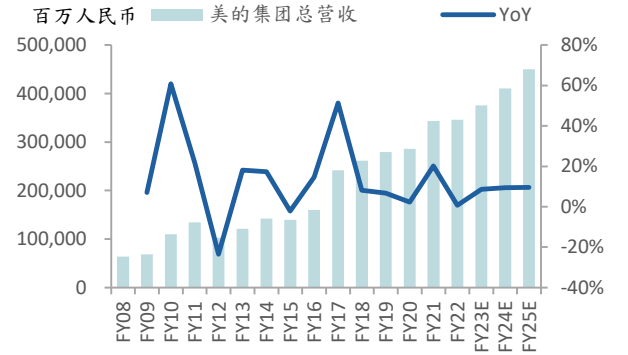
股票代码	公司名称	货币	收盘价 12月4日	市值 十亿美元	Beta	三个月日均交易 百万美元	EPS增长 '23E (%)	EPS增长 '24E (%)	EPS增长 '25E (%)	CAGR '23-25E (%)	PEG (倍)	市盈率 '23E (倍)	市盈率 '24E (倍)	市盈率 '25E (倍)	ROE '23E (%)	ROE '24E (%)	市净率 '23E (倍)	市净率 '24E (倍)	股息率 '23E (%)	股息率 '24E (%)	EV/EBITDA '23E (倍)	EV/EBITDA '24E (倍)
白电（A股）							**40.8**	**12.7**	**11.4**	**20.1**	**0.4**	**10.0**	**8.9**	**8.0**	**25.9**	**23.3**	**2.5**	**2.0**	**4.3**	**4.6**	**5.9**	**4.9**
600690 CH	海尔智家	CNY	21.19	26.9	0.97	64.6	12.5	14.1	13.1	13.2	0.8	11.9	10.4	9.2	16.4	16.4	1.9	1.7	3.1	3.5	6.1	5.0
000333.CH	美的集团	CNY	55	53.9	0.75	145.2	11.2	10.3	9.8	10.4	1.0	11.4	10.3	9.4	21.3	20.9	2.4	2.1	4.7	5.0	9.2	7.7
000651.CH	格力电器	CNY	32.9	25.9	0.60	133.1	9.7	8.1	7.7	8.5	0.7	6.8	6.3	5.8	24.9	22.9	1.6	1.4	7.3	7.4	5.0	4.4
000921.CH	海信家电	CNY	21.3	3.8	0.83	20.0	102.1	16.4	14.4	39.1	0.2	10.0	8.6	7.5	22.0	21.8	2.2	1.8	5.0	5.6	3.3	2.5
002668.CH	奥马电器	CNY	6.61	1.0	0.80	7.7	68.7	14.4	12.0	29.3	0.3	10.0	8.8	7.8	45.1	34.3	4.5	3.0	1.5	1.5		
白电（H股）							**44.7**	**14.2**	**12.2**	**21.8**	**0.4**	**9.0**	**7.9**	**7.0**	**17.6**	**17.9**	**1.5**	**1.3**	**5.8**	**6.7**	**6.1**	**5.0**
6690.HK	海尔智家	HKD	21.15	26.4	0.90	23.2	12.8	14.0	13.1	13.3	0.7	10.9	9.6	8.5	16.6	17.1	1.7	1.5	3.6	4.1	6.1	5.0
921-HK	海信家电	HKD	17.04	3.7	0.91	4.0	103.7	15.5	12.8	38.4	0.2	7.3	6.3	5.6	22.6	22.0	1.6	1.3	6.0	7.0		
厨电							**57.4**	**14.0**	**11.5**	**22.3**	**0.5**	**13.8**	**12.1**	**10.8**	**17.6**	**18.1**	**2.5**	**2.2**	**3.7**	**4.2**	**9.1**	**6.8**
002508.CH	老板电器	CNY	20.97	2.8	1.03	24.8	18.0	12.1	10.4	13.4	0.7	10.6	9.5	8.6	17.1	16.9	1.8	1.6	3.1	3.7	6.4	5.4
002035.CH	华帝股份	CNY	6.15	0.7	0.73	7.6	244.4	16.5	10.6	64.3	0.1	10.6	9.1	8.2	12.8	13.9	1.4	1.2	4.5	5.5	7.8	1.3
300911.CH	亿田智能	CNY	34.56	0.5	0.89	11.2	9.6	14.5	12.4	12.2	1.2	16.1	14.0	12.5	15.3	15.4	2.4	2.2	1.8	2.1	10.4	8.3
002677.CH	浙江美大	CNY	10.02	0.9	0.81	3.7	8.1	9.6	9.0	8.9	1.4	13.2	12.1	11.1	23.4	24.1	3.1	2.9	5.9	6.4	8.0	7.8
300894.CH	火星人	CNY	15.54	0.9	0.88	7.5	6.8	17.2	14.9	12.9	1.2	18.7	15.9	13.9	19.2	20.0	3.6	3.1	3.0	3.4	13.0	11.2
小家电							**0.5**	**20.0**	**14.7**	**10.1**	**1.1**	**18.1**	**14.9**	**13.0**	**17.3**	**18.2**	**3.1**	**2.7**	**3.0**	**3.4**	**13.3**	**9.8**
002242.CH	九阳股份	CNY	11.94	1.3	0.77	5.2	5.7	16.2	13.4	11.7	1.2	16.1	13.9	12.2	16.7	18.7	2.6	2.5	5.0	5.7	12.5	10.7
603215.CH	比依股份	CNY	17.32	0.5	0.54	10.0	21.0	15.5	18.2	18.2	0.7	14.3	12.4	10.5	20.0	18.9	2.8	2.3	2.8	3.2	10.3	8.9
002705.CH	新宝股份	CNY	13.93	1.6	0.89	10.9	2.3	15.1	12.0	9.6	1.0	11.6	10.1	9.0	12.9	13.4	1.5	1.3	2.9	3.2	4.2	3.3
002032.CH	苏泊尔	CNY	53.61	6.0	0.70	9.7	6.5	11.7	10.9	9.7	1.8	19.6	17.6	15.8	31.3	32.1	6.1	5.5	3.8	4.2	15.5	13.7
002959.CH	小熊电器	CNY	53.7	1.2	0.76	10.5	19.1	17.8	15.8	17.6	0.9	18.2	15.4	13.3	17.2	17.7	3.1	2.7	2.3	2.7	10.3	7.8
688696.CH	极米科技	CNY	100.01	1.0	1.28	7.8	(51.7)	43.5	18.1	(6.5)	N/M	28.9	20.2	17.1	5.9	8.4	2.2	2.0	1.1	1.6	27.2	14.6
清洁电器							**8.1**	**21.3**	**18.6**	**13.6**	**1.0**	**16.8**	**13.7**	**11.5**	**19.4**	**20.2**	**3.0**	**2.6**	**2.7**	**2.8**	**12.5**	**9.9**
688169.CH	石头科技	CNY	262.26	4.8	1.29	43.8	58.5	18.5	17.8	30.3	0.5	18.3	15.4	13.1	16.9	17.0	3.0	2.6	0.8	1.0	14.6	12.0
603486.CH	科沃斯	CNY	37.77	3.0	1.27	31.1	(37.6)	35.7	26.2	2.2	6.6	20.0	14.8	11.7	15.9	18.9	3.0	2.6	1.8	2.2	13.8	9.6
603355.CH	莱克电气	CNY	21.18	1.7	0.80	4.4	3.5	9.8	11.7	8.3	1.3	12.0	10.9	9.8	25.2	24.7	3.0	2.6	5.5	5.1	9.2	8.0
机器人公司							**15.2**	**42.8**	**37.0**	**29.8**	**2.3**	**77.2**	**50.3**	**35.7**	**14.2**	**16.2**	**6.6**	**5.8**	**0.6**	**0.8**	**54.0**	**38.6**
002747.CH	埃斯顿	CNY	16.3	2.0	1.61	33.0	50.0	62.8	48.9	53.8	0.7	57.2	35.1	23.6	8.6	13.0	4.8	4.3	0.4	0.7	31.4	22.3
300124.CH	汇川技术	CNY	58.8	22.0	0.86	72.0	12.4	25.3	26.0	21.1	1.2	31.9	25.5	20.2	21.7	22.4	6.6	5.4	0.7	0.9	29.7	23.2
301029.CH	怡合达	CNY	23.49	1.9	0.87	15.6	26.4	22.0	29.4	25.9	0.7	21.0	17.2	13.3	20.3	21.0	4.1	3.3	1.0	1.3	13.1	12.3
688017.CH	绿的谐波	CNY	131.96	3.1	1.37	43.0	(27.9)	61.1	43.6	18.6	6.6	198.7	123.3	85.9	6.1	8.6	10.9	10.1	0.1	0.2	142.0	96.6
全球可比公司							**(7.4)**	**56.7**	**18.4**	**11.1**	**1.5**	**30.1**	**19.3**	**16.3**	**16.5**	**19.3**	**4.1**	**3.6**	**1.5**	**1.6**	**13.0**	**10.8**
CARR.US	开利全球	USD	55.72	50.0	1.21	237.0	16.2	5.9	7.6	9.8	2.0	20.5	19.3	18.0	23.6	25.4	5.4	4.8	1.3	1.4	14.7	13.4
AOS.US	AO 史密斯	USD	79.04	11.8	1.03	70.3	20.0	6.2	6.3	10.7	1.9	21.0	19.7	18.6	31.4	30.4	6.5	5.6	1.5	1.6	13.9	13.0
JCI.US	江森自控	USD	57.18	38.9	1.02	277.8	4.8	14.4	13.0	10.6	1.3	15.6	13.6	12.1	14.1	15.4	2.2	2.0	2.6	2.8	11.0	10.1
005930.KS	SAMSUNG	KRW	76500	346.5	0.95	740.7	(79.4)	183.5	35.9	(7.4)	N/M	46.1	16.3	12.0	3.2	8.5	1.5	1.3	1.8	1.9	8.1	4.7
GE US	通用电气	USD	126.29	137.5	1.05	516.9	1.6	73.5	29.5	31.7	0.9	47.5	27.4	21.1	10.0	16.6	4.7	4.3	0.3	0.4	17.5	12.9

*资料来源: 各公司资料、彭博一致预测、交银国际 *截至 2024 年 1 月 8 日*
**注: 3M ADTV 代表 3 个月日均成交量*

财务预测

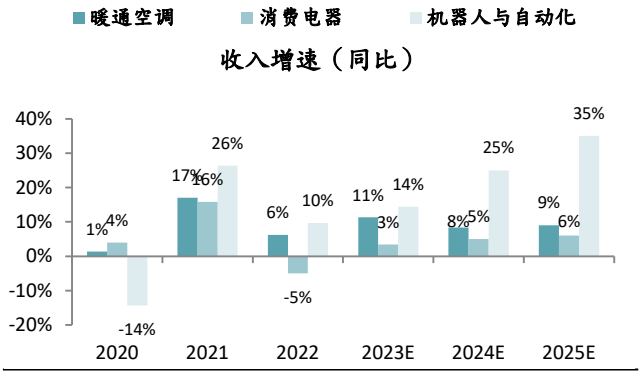
家电业务维稳基本盘，预期未来 3 年维持高个位数增长：（1）从公司整体来看，随着中国白电市场逐渐步入成熟阶段，公司的营收规模也随之扩张至突破 3000 亿元，大基数叠加日趋成熟的市场使得公司营收增速趋缓。（2）从业务板块来看，美的集团的主要收入来源是暖通空调和消费电器业务，二者贡献了集团约 80%的收入。公司暖通空调业务拓展迅速，其营收规模从 2018 的 1093 亿元增长至 2022 年的 1506 亿元，期间年复合增长率为 8.3%，同时其市场份额实现了 10 个百分点的提升，从 2018 年的 20.8%提升至 2022 年的 30.8%，此表现远超海尔和格力，在空调行业的龙头属性进一步凸显。

图表 111: 美的集团收入规模及增速



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 112: 按业务划分的收入明细



资料来源：公司资料，交银国际预测

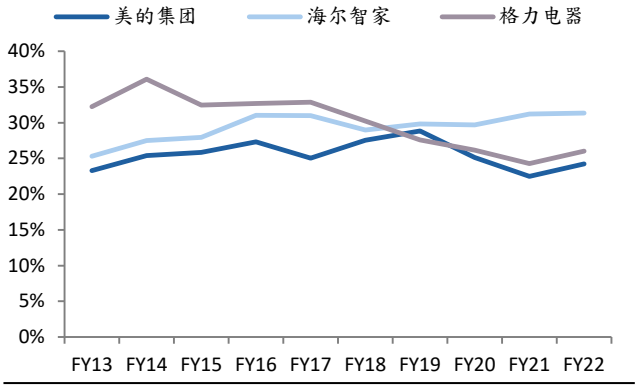
展望未来，我们预期美的未来收入增速为高个位数，其中，公司的消费电器业务中的冰洗和厨电因市场接近饱和状态，主要增长由更新换代和产品结构升级带来，因此我们预计增速缓于空调业务。B 端业务预计呈现双位数的增速，但是目前该类业务的体量相较于美的总营收规模仍较小，因此预计近几年对总营收的拉动作用有限。

毛利率较为稳定，盈利能力持续提升。总体来看，公司的毛利率较为稳定，美的集团偏向大众的产品定位成为双刃剑，带来迅速市场份额拓张的同时，使其毛利率缺乏防御能力。同时，公司发展高端品牌较晚，2022 年美的旗下高端品牌 COLMO 的营收为 80 亿，相比于海尔高端品牌卡萨帝 200 亿以上的营收仍有较大的差距。但因其产品定位偏向大众消费者，因此毛利率水平低于海尔和格力。美的毛利率维持在 25%左右，2020 年后，宏观环境不确定性和大宗原材料价格的上升令毛利率受到影响。随着原材料价格的下降逐步反映在报表端以及整体宏观市场的回暖，推动公司毛利率水平的恢复。2023 年前三季度毛利率达到约 25.8%，相比 2022 年同期提升了超 2 个百分点。随着公司对高端品牌 COLMO 的打造、海外 OBM 业务的推动、以及持续的产品结构升级，预期未来毛利率呈现稳定提升的趋势。

费用率方面，公司通过数字化提效、渠道改革等方式提升公司运营效率，逐年降低各个费用率，实现了经营利润率和净利润率的稳定提升。2022 年公司的销

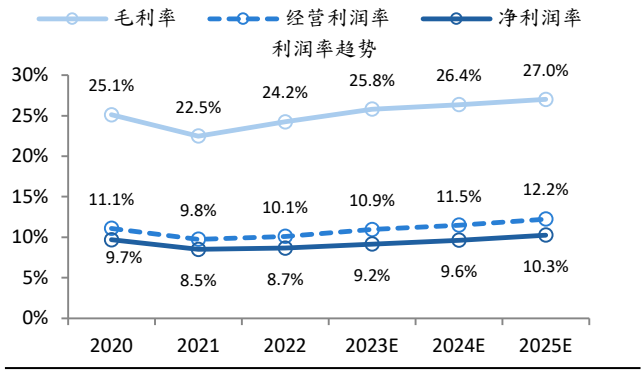
售费用率和管理费用率分别为 8.4%/3.4%，相比于 2018 年的 11.9%/3.7%均实现了明显优化。毛利率的提升及费用率持续的优化将共同作用于净利润率水平。

图表 113: 公司毛利率较为稳定，低于海尔和格力



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 114: 预期美的集团盈利水平逐步提升



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 115: 美的集团: 财务预测假设

主营业务构成	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
暖通空调	121,215	141,879	150,635	167,656	181,739	198,096
消费电器	113,891	131,866	125,285	129,544	136,022	142,823
机器人与自动化	21,589	27,281	29,928	34,237	42,797	57,775
其他主营业务	4,780	7,271	10,618	12,996	16,245	21,119
其他业务	22,747	32,936	27,453	28,825	29,402	29,990
主营业务收入贡献 (%)						
暖通空调	43%	42%	44%	45%	45%	44%
消费电器	40%	39%	36%	35%	33%	32%
机器人与自动化	8%	8%	9%	9%	11%	13%
其他主营业务	2%	2%	3%	3%	4%	5%
其他业务	8%	10%	8%	8%	7%	7%
主营业务同比增长 (%)						
暖通空调	1%	17%	6%	11%	8%	9%
消费电器	4%	16%	-5%	3%	5%	5%
机器人与自动化	-14%	26%	10%	14%	25%	35%
其他主营业务	72%	52%	46%	22%	25%	30%
其他业务	8%	45%	-17%	5%	2%	2%

资料来源：公司资料，交银国际预测

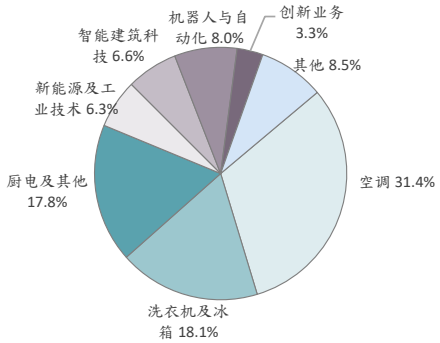
投资亮点

亮点一：B端业务提供新增量，机器人与自动化业务蓄势待发

业务版图不断扩大，寻求新增长曲线。美的集团 B 端业务成为独立的业务版块始于 2016 年收购德国机器人公司库卡，并以此为标志，开始进入企业业务市场。公司在企业治理上实行了事业部制度，从以前以家用电器为主的九大事业部（包括家用空调、厨房电器、洗衣机、冰箱、中央空调、生活电器）等转变为五大事业群，即智能家居事业群（家电业务）、工业技术事业群（汽车、工控等）、楼宇科技事业群（楼宇暖通、电梯等）、机器人与自动化事业部、数字化创新业务。

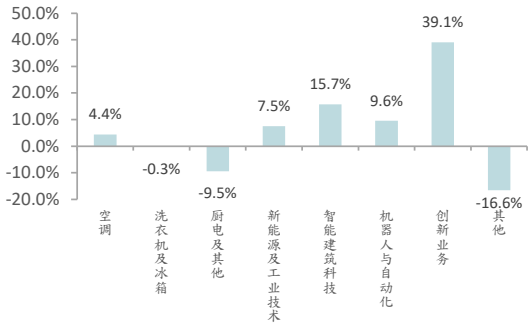
同时，公司提出将实现 B 端和 C 端业务的并重发展，加快 B 端业务的布局，培养新增长动力。2022 年，公司主要面向 C 端的业务暖通空调和消费电器（由洗衣机、冰箱和厨电等业务构成）实现收入 1086 亿元和 1242 亿元，分别同比+4.4%/-5.0%，占总营收约 67%，B 端业务贡献约 25%的收入。从收入增速来看，B 端业务的增速明显高于 C 端业务。展望未来，C 端业务作为公司主要收入来源，保稳公司收入的基本盘，B 端业务将成为公司收入进一步拓张的新增长动力。

图表 116: 2022 年美的集团收入构成



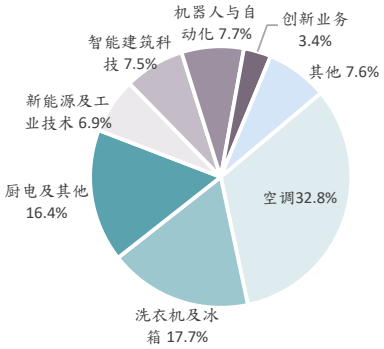
资料来源：公司资料，交银国际
注：绿色系部分为 C 端业务，棕色系部分为 B 端业务。“其他”主为原材料销售所带来的的收入。

图表 117: 2022 年美的各业务收入同比增速



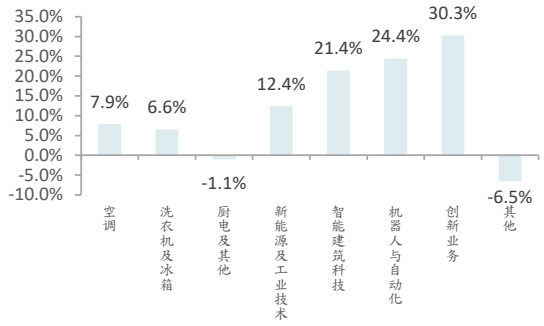
资料来源：公司资料，交银国际

图表 118: 1H23 美的集团收入构成



资料来源：公司资料，交银国际
注：绿色系部分为 C 端业务，棕色系部分为 B 端业务。“其他”主为原材料销售所带来的的收入。

图表 119: 1H23 美的各业务收入同比增速



资料来源：公司资料，交银国际

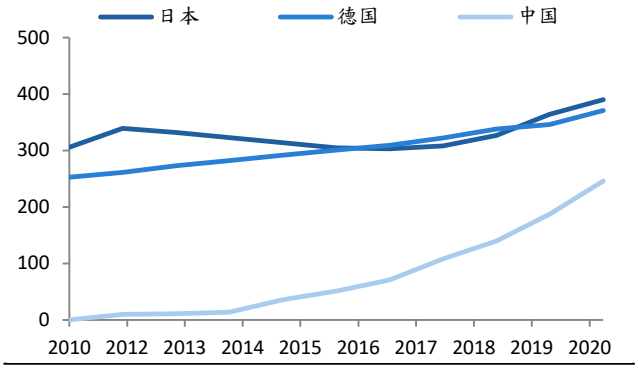
⊖ 机器人与自动化业务

机器人行业在 1）中国政策引导，2）海外通胀高企，加速机器替人，3）下游需求结构性升级，4）机器人技术进步和成本降低等多方面共振作用下，或将成为拉动美的业绩增长的关键因素。我们认为库卡拥有世界上首屈一指的机器人软硬件技术能力，覆盖不同行业和领域的丰富产品线。在美的完成对其所有股权的收购后，库卡在国内外工业机器人市场的技术优势和市场潜力或将被进一步释放，同时亦可与美的自生在中国完善的销售网络产生协同效应，并发挥中国制造成本优势，提高盈利能力。

我们对库卡业务进行分拆估值，对标中国机器人公司的营收增长水平和盈利能力，预测库卡机器人业务营收在 2022-25 年实现 25%的复合增长率。出于保守的原则，我们以同行业盈利能力最低的埃斯顿作为对标，预计库卡在 2024 年净利润率接近 3%的水平，并预期 2025 年超 4%。我们给予库卡 50 倍 2024 年 PE，对应 550 亿人民币估值，高出收购总价 300 亿超 80%。我们认为市场或忽略库卡的潜在价值。机器人业务或驱动美的整个 B 端业务重估。

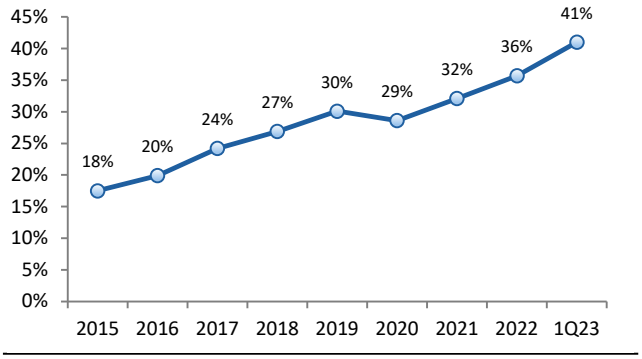
机器替人方兴未艾。机器替人是提高工业企业效率的重要手段。相对于先进制造业国家日本和德国，中国内地的工业机器人起步晚，且渗透率仍然处于相对较低的水平。根据 International Federation of Robotics（IFR）的数据，中国内地每万人的机器人保有量在 2017 年超过 100 台/万人，落后日本德国超过 15 年以上。而工业机器人的国产化率虽然从 2015 年的 18%上升到 1Q23 的 41%, 但主要集中在附加值相对较低的品类。工业机器人行业在中国内地尚处蓝海市场，潜力巨大。而在海外市场，由于近年来不断升高的通货膨胀，导致制造业工人工资居高不下，进而提升了海外制造业企业通过积极的用机器替人的解决方案控制成本的趋势。

图表 120: 主要工业国家工业机器人密度(台/万人)



资料来源：IFR，Wind，交银国际

图表 121: 中国工业机器人国产化率



资料来源：MIR

驱动力一：政策支持加码，红利持续释放

我国经济处在从资源驱动向技术和知识驱动的关键节点。占国民经济支柱地位的制造业也加速从传统制造业向高端制造业转型。其中，工业自动化和工业机器人在推进制造业转型升级的过程中起着关键性作用。十三五以来，在《中国制造 2025》推动改善制造业创新能力和质量效益的蓝图下，中央和地方出台一系列发展工业机器人政策支持工业机器人的发展，我们归纳为**强调高质量发展、国产替代、产业协同**。

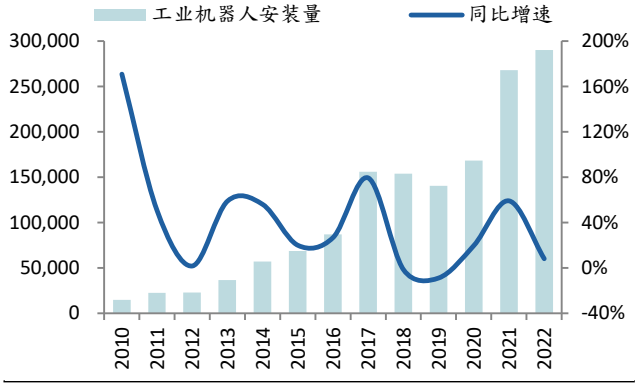
图表 122:我国工业机器人政策梳理

颁布时间	政策名称	关键内容
2016 年	《机器人产业发展规划（2016-2020）》	推动工业机器人**向中高端迈进**，攻克关键技术，重点发展六类工业机器人。突破机器人关键零部件技术，进行**国产替代**，自主品牌年产量达到 10 万台。
2017 年	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划》	提升高档数控机床与工业机器人的**智能化水平**。到 2020 年，高档数控机床智能化水平进一步提升，具备人机协调、自然交互、自主学习功能的新一代工业机器人实现批量生产及应用。
2017 年	《“智能机器人”重点专项 2017 年度项目专项申报指南》	明确围绕智能机器人基础前沿技术、新一代机器人、关键共性技术、工业机器人、服务机器人、特种机器人 6 个方向，启动 42 个项目，拟安排经费总概算约 6 亿元。
2018 年	《“十三五”国家新兴产业规划》	**构建工业机器人产业体系**，重点发展**中高端机器人**，发展配套的融资租赁服务。
2019 年	《制造业设计能力提升专项行动计划(2019-2022 年》	重点突破系统开发平台和伺服机构设计，多功能工业机器人、服务机器人、特种机器人设计等。
2020 年	《关于促进养老托育服务健康发展的意见》	推进**智能服务机器人**后发赶超，启动康复辅助器具应用推广工程，实施智慧老龄化技术推广应用工程。
2020 年	《关于促进快递业与制造业深度融合发展的意见》	支持制造企业联合快递企业研发智能**物流机器人**等技术装备，加快推进制造业物流技术装备智慧化。
2020 年	《新一代人工智能发展规划》	提出研制智能工业机器人、智能服务机器人，**实现大规模应用并进入国际市场**攻克智能机器人核心零部件、专用传感器，完善智能机器人硬件接口标准软件接口协议标准以及安全使用标准。
2021 年	《“十四五”智能制造发展规划》	目标将中国内地的工业机器人的部署密度从 2020 年的 246 台/万人，到 2025 年翻一番，到达近 500 台/万人的水平。加快工业机器人、数控机床在内的智能装备的系统创新和技术攻关。加快系统创新，增强融合发展新动能，加强关键核心技术攻关并加速智能制造装备和系统推广应用。2025 年，规模以上制造业企业基本普及数字化。到 2035 年，规模以上制造业企业全面普及数字化。
2023 年	《“机器人++”应用行动实施方案》	在《“十四五”机器人产业发展规划》之后再次重申制造业工业机器人密度 2025 年较 2020 年实现翻倍。聚焦 10 大应用重点领域，突破 100 种以上机器人创新应用技术及解决方案。推广 200 个以上具有较高技术水平、创新应用模式和显著应用成效的机器人典型应用场景。打造一批“机器人++”应用标杆企业，建设一批应用体验中心和试验验证中心。

资料来源: 公开资料整理，交银国际

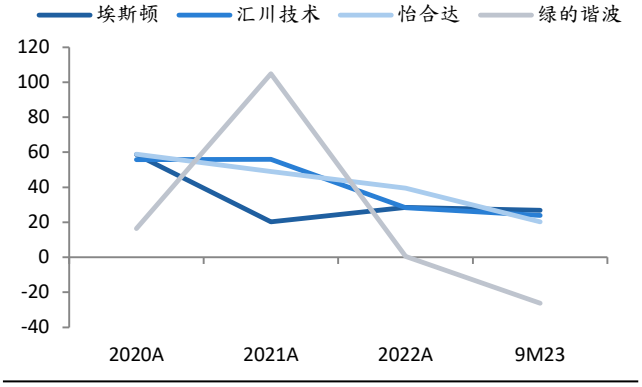
十四五以来，随着工业机器人行业在产业中的重要性进一步体现，且机器人和自动化解决方案在疫情期间更符合防控标准，我们在 2021 年之后看到工业机器人需求进一步加速增长。2021 年底，工信部等十五部委发布了《“十四五”机器人产业发展规划》，目标将内地的工业机器人的部署密度从 2020 年的 246 台/万人，到 2025 年翻一番，到达近 500 台/万人的水平。跟踪这一目标的进展，我们因此推算我国工业机器人安装量或可在 2020-25 年达到 20%的 CAGR。

图表 123: 中国内地工业机器人安装量



资料来源：IFR, MIR, 交银国际

图表 124:部分国产工业机器人公司收入增速



资料来源：公司数据，交银国际

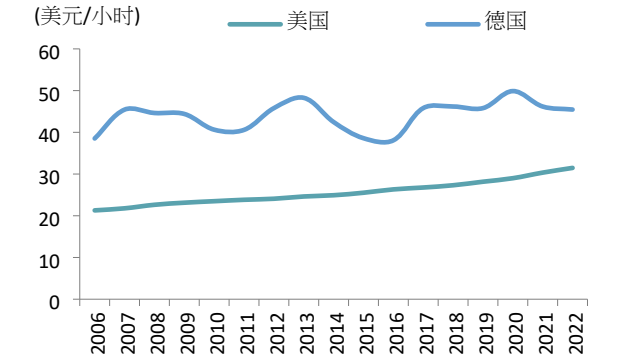
我们认为，尽管受到宏观不确定的影响，之前设定的 2025 年 500 台/万人的工业机器人保有量或依然可顺利完成，市场或因对宏观形势的悲观，忽略工业企业对自动化需求的提升。继中国工业机器人密度在 2021 年达到 322 台 /万人（根据 IFR 数据）之后，2023 年 1 月，工信部等 17 部门发布 《“机器人 +”应用行动实施方案》，在重申 2025 年工业机器人密度较 2020 年翻番的同时，具体指明工业机器人的应用领域和部署各地方政府在所辖地区推广机器人的路线图。我们同时观察到中国头部工业机器人企业，除上游减速器制造商绿的谐波收入增长受竞争加剧影响波动较大以外，涉及工业机器人本体制造和核心零部件制造的其他公司营收自 2020 年以来稳定保持的 20%以上。

驱动力二：欧美市场通胀高企，加速“机器替人”趋势

我们认为高通胀环境下不断上升的工人工资是海外企业通过 “机器替人”来解决工资成本压力的重要手段。制造业回流和产业链本地化也是近年来各国政府推进本国制造发展的重要策略。根据美国劳工局数据、美制造业员工平均时薪水平在 2022 年达到 31.5 美元，相较 2016 年上升近 19%。相同的工资涨幅也在德国联邦统计局数据上看。2023 年或是近期美国工资通胀的最高一年，制造业工人工资或同比增长 5.1%, 达到 33.1 美元时薪。与此同时，工业机器人却能以越来越低的成本，在恶劣环境下进行重复、快速的工作，且保持精度和效率。我们因此认为库卡工业机器人或可凭借其之前在海外的销售网络基础，进一步推进 “机器换人”，且今后或以我国供应链为基础，进一步发挥其成本优势。

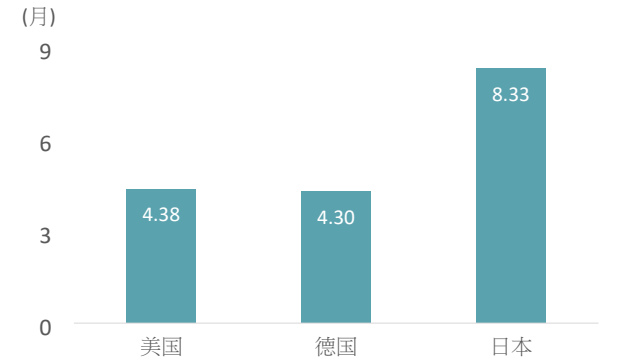
我们对一个工厂使用工业机器人替代工人的经济回报做了简单的测算。我们假设每台机器的使用年限为 8 年，工厂在 2020 年底购入机器人，预计使用至 2028 年的年底。通过对工业企业的调研，我们假设每个工业机器人单位时间的产出相当于 1.5 个人工。人力成本的历史数据取自国家统计局，并预测 2023 年开始保持 5%-10% 的增速。假设维护机器人的经营成本固定为每年 2.5 万元。其他假设见下方图表。我们最终测算出美、德、日工业机器人的投资回报期分别为 4.38 个月、4.30 个月、8.33 个月。工业机器人在海外极具吸引力。

图表 125:美国和德国制造业员工平均时薪



资料来源：美国劳工局，德国联邦统计局，交银国际

图表 126:美、德、日工业机器人投资回收期



资料来源:交银国际注：E=交银国际测算

图表 127:美国工业机器人投资回报期测算

美元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
经营费用	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820
人力成本	58,464	61,165	63,444	66,709	69,378	72,153	75,039	78,041	81,162
YoY		5%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
当年现金流	(32,111)	87,928	91,345	96,244	100,247	104,409	108,739	113,241	117,923
累计现金流	(32,111)	55,817	147,162	243,407	343,653	448,063	556,801	670,042	787,966
IRR									278%

*注：E=交银国际测算，这里以一个机器人为单位，假设工厂在 2020 年部署机器人，每台机器人替代 1.5 名工人，节约其相对应的工资，例如 2021 年为 61,165*1.5=91748, 每年的维护和经营费用为 3820 美元，则当年的现金流即为 91748-3820=87,928 美元*

资料来源:交银国际；注：E=交银国际测算

图表 128:德国工业机器人投资回报期测算

美元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
经营费用	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820
人力成本	67,287	62,301	61,324	60,711	60,104	59,503	58,908	58,319	57,736
YoY		-7%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
当年现金流	(32,111)	89,632	88,166	87,247	86,336	85,434	84,542	83,658	82,783
累计现金流	(32,111)	57,521	145,687	232,934	319,270	404,704	489,246	572,904	655,687
IRR									278%

资料来源:交银国际；注：E=交银国际测算

图表 129:日本工业机器人投资回报期测算

美元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
经营费用	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820	3,820
人力成本	33,049	33,379	33,713	34,050	34,391	34,735	35,082	35,433	35,787
YoY		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
当年现金流	(32,111)	46,249	46,750	47,255	47,766	48,282	48,803	49,329	49,861
累计现金流	(32,111)	14,138	60,888	108,143	155,909	204,191	252,994	302,323	352,184
IRR									145%

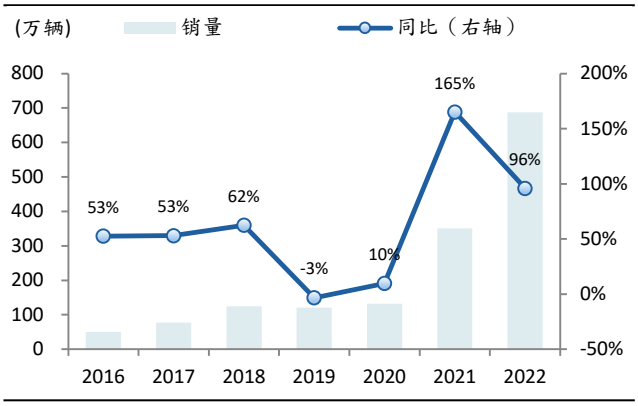
资料来源:交银国际；注：E=交银国际测算

驱动力三：下游新兴产业对工业机器人带来结构性需求机会

我们认为中国内地到海外市场，新兴产业是工业机器人需求快速上升的主要动力。虽然部分新兴产业需求或存在一定周期性，但相比传统工业来说，我们认为工业机器人下游（主要是新能源汽车，光伏和电池以及电子设备等高附加值工业行业）在 2021 年之后的相当长的一段时间内，或将保持旺盛的增长。

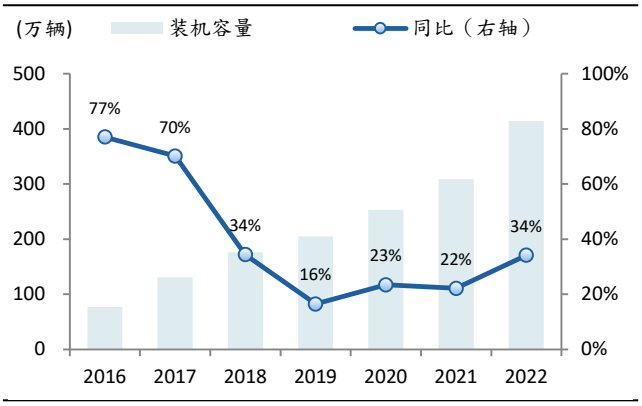
从汽车行业看，全球范围内传统内燃机汽车制造曾经是工业机器人（特别是对大六轴机器人）的最主要下游需求。全球汽车行业电气化的浪潮使新能源车企对传统的生产线进行改造升级，在这个过程中中国内地成为新能源车的最主要生产基地，进一步驱动工业机器人，特别是中国内地工业机器人部署的需求。以中国内地新能源汽车市场来看，交银国际汽车行业分析师预测 2023-24 年，新能车销量在 2021-22 年各超过 95% 的年化增速基础上，分别上涨 7%和 34%，我们认为作为上游制造关键的工业机器人或进一步受益。光伏和新能源电池作为近年来兴起的制造行业，由于其生产工艺需要大量搬运装配等重复性大负载操作，其新建产线因此也大范围部署工业机器人。而半导体和电子硬件在经历 22 年下半年以来的下行周期后或将在 2024 年进入上行周期，电子行业供应链或因地缘政治原因增加冗余度，或也将进一步引发电子行业对小六轴，SCARA 等小负载机器人的需求。

图表 130: 中国新能源汽车销量



资料来源：中汽协，Wind，交银国际

图表 131: 中国太阳能光伏装机容量



资料来源：REN21，Wind，交银国际

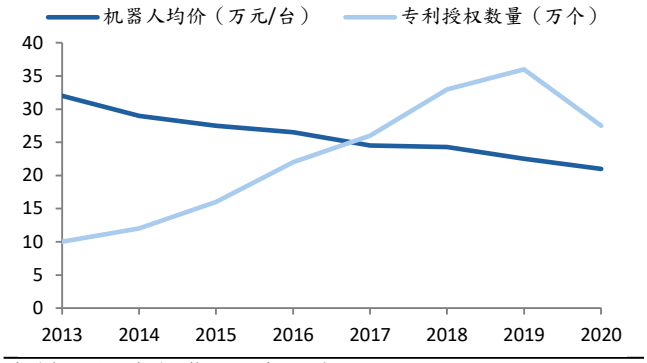
驱动力四：库卡机器人技术日新月异

作为自动化控制，动力与电气一体化，操作系统，计算视觉和软件工程的交叉学科，机器人技术在近年来得到了长足的进步。具体体现在关于机器人技术的专利的快速上升和工业机器人单体的售价的持续下降。根据我们对公开资料的整理，我国机器人相关的专利授权数量，从 2013 年的少于 10 万个增加到 2019 年的 36 万个以上。与之相反的是工业机器人的平均出厂价格在 2013 年到 2020 年期间下降了 34%到 21 万元/台，大大提升了下游利用工业机器人达到降本增效的目的。

我们对一个工厂使用工业机器人替代工人的经济回报做了简单的测算。我们假设每台机器的使用年限为 8 年，工厂在 2020 年底购入机器人，预计使用至

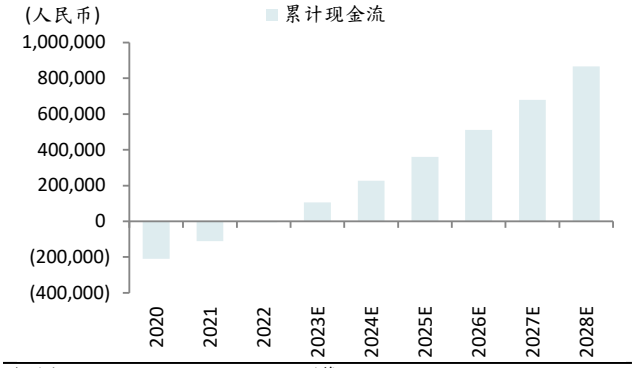
2028 年的年底。通过对工业企业的调研，我们假设每个工业机器人单位时间的产出相当于 1.5 个人工。人力成本的历史数据取自国家统计局，并预测 2023 年开始保持 5%-10%的增速。假设维护机器人的经营成本固定为每年 2.5 万元，我们发现这类的机器人投资在 2022 年底的累计现金流基本达到收回成本，即投资回报期略高于两年，我们在和下游工业企业的交流中发现这是一个具备相对吸引力的投资回报期。而整个机器人项目的 IRR 则在 52%。

图表 132: 机器人均价 vs 机器人专利授权数



资料来源: 公开资料的整理，国家知识产权局，交银国际

图表 133:投入后各年累计现金流



资料来源: 交银国际 注：E=交银国际测算

图表 134: 中国工业机器人投资回报期测算

人民币元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
经营费用	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000
人力成本	74,641	82,667	86,933	91,280	96,756	106,432	117,075	128,783	141,661
YoY		*11%*	*5%*	*5%*	*6%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*
当年现金流	(210,000)	99,001	105,400	111,919	120,135	134,648	150,613	168,174	187,492
累计现金流	(210,000)	(111,000)	(5,600)	106,319	226,454	361,102	511,715	679,889	867,381
IRR									52%

注：E=交银国际测算
资料来源:交银国际

展望未来，我们认为机器人技术或将在人工智能技术的促进下进一步演化。具体的说，人工智能通过模型算法提升机器人底层控制的精准性，通过机器视觉技术提升工业机器人智能化水平，通过自然语言编程降低工业机器人使用门槛。虽然人形机器人的应用场景尚不明确，我们认为业界为机器替人从技术上和成本上取得了坚实的进展。

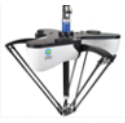
库卡工业机器人技术行业领先，全资收购后未来可期。随着美的完成对库卡股权 100%的完全收购，我们认为库卡在国内外工业机器人市场的技术优势和市场潜力或将被充分释放，库卡经营的执行效率或将进一步提高。由于中国市场占全球工业机器人市场的 50%以上，库卡相对其“四大家族”的其他竞争对手可以更好的建立和下游客户的联系。美的在中国内地的销售网络亦可发挥协同效应，更好为库卡开拓中国内地制造业市场。

在成本端，我们认为库卡或可更好与中国内地产业链深度融合，发挥内地产业链成本和效率优势。相对其“四大家族”的其他竞争对手在国际市场凸显更高性价比。

工业机器人领域进入门槛高，研发周期长，**我们认为中国企业在增强自身研发，实现弯道超车的同时通过并购吸收工业机器人技术是具备长期战略性眼光的明智之举。**从历史上看，中国内地企业并购引进德国等欧洲工业自动化企业的会更好发挥欧洲企业技术和中国内地制造和市场的优势。举例来说，中国工业机器人公司埃斯顿在 2019 年收购德国焊接机器人公司 Cloos，经过整合的第 2 到 3 年 Cloos 业绩开始发力，在 2021 年和 2022 年分别录得 153%和 27%的营收增长。我们对库卡机器人超过行业平均水平保持乐观态度并预测，库卡机器人业务营收在 2023-25 年库卡机器人业务营收实现 25%的复合增长率。我们同时预测库卡的盈利能力或将渐进恢复到可比机器人公司，在 2025 年达到 4%。

库卡大小六轴机器人技术优势领先中国同行。从工业机器人的技术复杂度和进入门槛来说，我们认为工业机器人的子品类排序为大六轴＞小六轴＞协作≈SCARA≈Delta。大六轴机器人由于负载大（＞20kg），对机械臂的控制难度和精度要求高，故国产机器人公司市场份额相对较低。大六轴机器人的市场集中度也最高。虽然和大六轴机器人一样有较高的安全要求，小六轴机器人（＜20kg）对机器人控制精度的需求相对较低，故市场进入门槛相对较低，市场也更加分散。

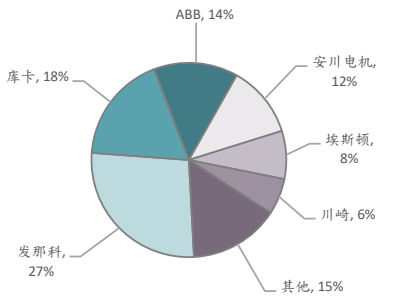
图表 135: 不同工业机器人介绍

类型	结构	图片	优势	主要生产厂家	主要应用场景
大六轴机器人	串联机器人，六个旋转关节，负载>20KG		负载高、实现运动复杂	发那科、库卡	大规模应用在汽车行业 **场景：**装配、喷漆、搬运焊接、切割、装卸货
小六轴机器人	内置六个伺服电机，有六个旋转关节，负载<=20KG		工作半径小、速度快、精度高、重量小、保护等级高	发那科、安川	**行业：**3C 电子、金属加工、食品饮料、新能源 **场景：**搬运码垛、抛光打磨以及喷涂领域
SCARA 机器人	串联机器人，3 个旋转关节和 1 个移动关节		结构紧凑、速度快、精度高、造价便宜	爱普生、汇川	**行业：**3C 电子、LED、玩具钟表、机械密封 **场景：**点胶、涂胶、装配检测、搬运及上下料、钻孔、焊锡切割
并联机器人	动平台+静平台+运动支链		重量轻、精度高、速度快、占空间小	ABB、阿童木	**行业：**食品、医药、电子 **场景：**物料搬运、包装、分拣
协作机器人	限制速度、刚度、质量，具有碰撞检测功能、拖动示教功能，6-7 自由度		安全性、集成度高(易于使用)、与人协同工作、灵活部署	丹麦优傲、遨博	**行业：**3C、汽车零部件、科研教育、机械加工 **场景：**装配、搬运、拧钉、检测、分拣

资料来源: MIR，交银国际

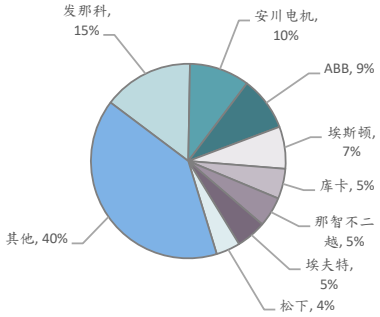
我们认为，库卡在机器人技术上在全球范围内有较强竞争力，主要体现在公司对于门槛高的大六轴机器人有较高的市场份额（18%排名全球第二），而在低进入门槛的子品类则市场份额较低。相对于中国工业机器人龙头汇川技术和埃斯顿，库卡在机器人控制技术和器件工艺上有较大优势，且全资收购后可更好发挥我国制造成本优势。随着研发和生产进一步的本土化进程，我们认为库卡有望在营收端和利润端双双追赶内地同行。

图表 136: 大六轴市占率(2022)



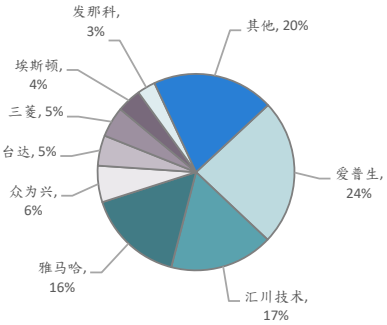
注：资料来源：MIR，交银国际

图表 137: 小六轴市占率(2022)



资料来源：MIR，交银国际

图表 138: SCARA 市占率 (2022)



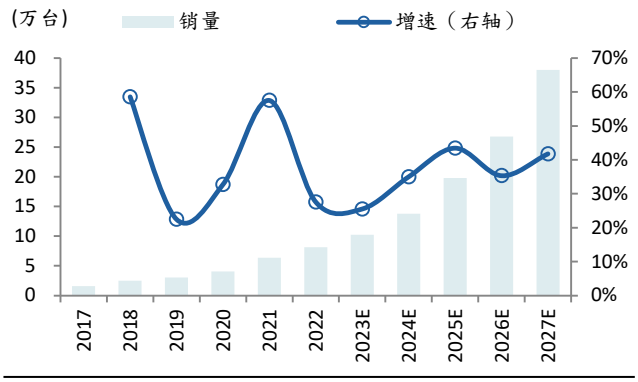
资料来源：MIR，交银国际

库卡移动机器人或为工业机器人和智能建筑科技提供解决方案。不同于“四大家族”中的其他三家工业机器人公司，库卡特有的移动机器人(业界又称为AGV/AMR, Automated Guided Vehicles/Autonomous Mobile Robot)或为其下游客户以及下文所要提到的智能建筑科技提供更完整的解决方案。移动机器人是通过自动导航的移动车辆的形式，实现对工厂或者楼宇内物品（一般可达到 1 吨重量以上）高效搬运的功能。

中国内地的移动机器人市场在 2022 年实现出货量 8.14 万台，实现 2017 到 2022 年 39%的 CAGR, 根据高工机器人的预测，移动机器人市场或将继续保持高速增长，在 2027 年或达到 38 万台的出货量，实现 2017 到 2027 年 CAGR38%。移动机器人也是资本市场的关注焦点，2019-23 年仅在一级市场完成超 170 亿元的融资。海康卫视的子公司海康机器人以移动机器人为主业，在 2023 年 4 月向深交所递交了招股说明书，IPO 拟募资 60 亿元。

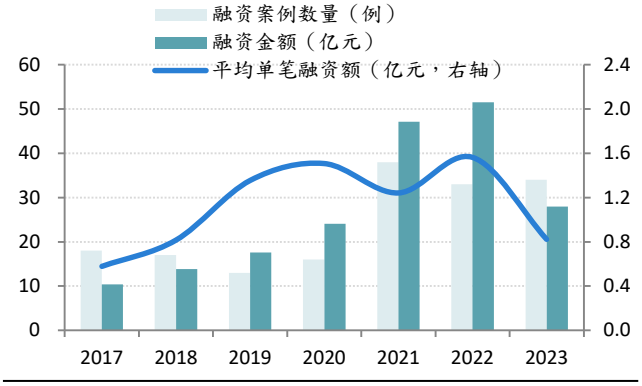
库卡早在 2014 年就基于当时最先进的激光雷达 SLAM 技术开始研发移动机器人，并在 2020 年将研发中心转移至中国。我们认为库卡移动机器人业务应用范围广，技术领先，或将成为库卡机器人解决方案中至关重要的差异化特色，拉动机器人整体业务。

图表 139: 中国移动机器人市场销量及预测



资料来源：高工机器人产业研究所，交银国际

图表 140: 中国移动机器人获融资情况



资料来源：高工机器人产业研究所，交银国际

库卡工业机器人软件优势特点突出。需要特别指出的是，库卡机器人在机器人软件（包括控制算法和机器人操作系统）上的优势是中国本土机器人公司（甚至部分四大家族的同行）所不能比拟的。长期以来，由于下游客户的认知原因，中国内地的工业机器人行业厂商存在着“重硬件，轻软件”的现象。近年来，我们看到下游对工业机器人出现了可编程化，柔性化的需求，即工业机器人或要求在不同场景下参与不同形态的任务，这对工业机器人的软件业提出了更高要求。我们相信库卡机器人在软件上长期积累的优势或进一步使其在工业机器人竞争中脱颖而出。

我们对于库卡机器人分拆进行估值。我们预测，库卡机器人业务营收在 2023-25 年实现 25%的复合增长率。我们同时预测库卡的盈利能力或将渐进恢复到可比机器人公司的水平，出于保守的原则，我们以同行业盈利能力最低的埃斯顿作为对标，预计库卡在 2024 年净利润率接近 3%的水平，并预期 2025 年超 4%。我们给予库卡 50 倍 2024 年 PE，对应 550 亿人民币估值，高出收购总价 300 亿超 80%。我们认为市场或忽略库卡的潜在价值。机器人业务或驱动美的整个 B 端业务重估。

图表 141: 主要可比机器人公司

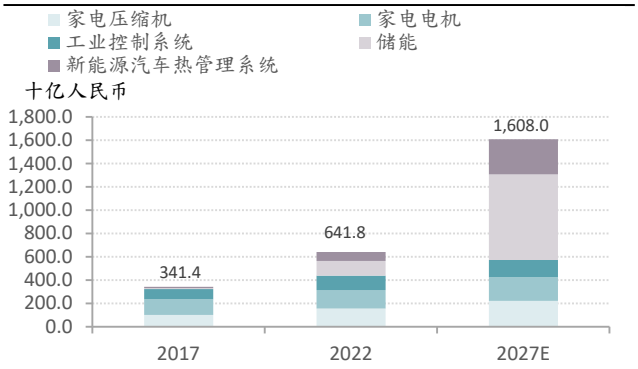
股份代号	公司名称	市值 (当地货币, 百万元)	PE TTM (1 月 4 日)	收入增长	净利润率
002747.SZ	埃斯顿	15.1	81.2	33.6%	5.1%
300124.SZ	汇川技术	161.8	35.5	40.9%	18.7%
301029.SZ	怡合达	14.3	26.5	41.9%	21.3%
688017.SH	绿的谐波	23.4	234.4	23.9%	36.1%
平均			94.4	35.1%	20.3%

资料来源：公司资料，交银国际预测，注：收入增长和净利润率皆为 2020A,2021A, 2022A 和 9M23A 的算术平均

⊖ 新能源及工业技术

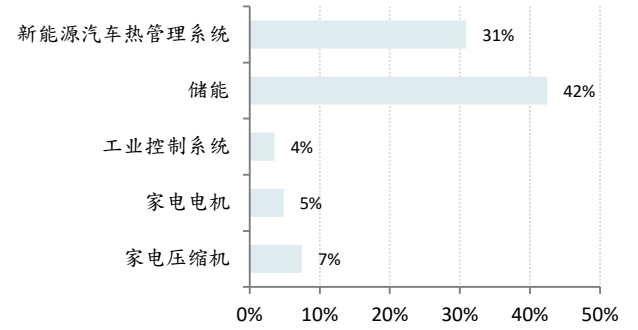
新能源及工业技术业务主要指用于各种工业用途和能源管理的产品和解决方案，包括家电压缩机、家电电机、工业控制系统和新能源解决方案（包括储能和新能源汽车热管理系统）。以销售额统计，2022 年该类业务的全球市场规模为 6418 亿元人民币，2027 年预计将增至 16080 亿元，未来 5 年复合增长率超 20%。

图表 142: 新能源及工业技术业务预期未来 5 年复合增速超 20%



资料来源：公司资料，弗若斯特沙利文，交银国际

图表 143: 2022 至 2027 年各细分业务年复合增速一览



资料来源：公司资料，弗若斯特沙利文，交银国际

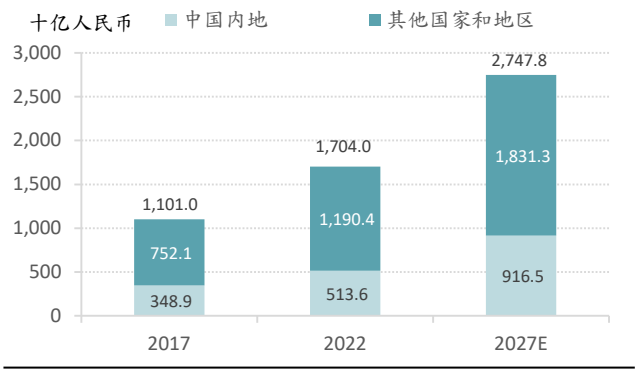
家电压缩机和家电电机市场的全球销售额从 2017 年的 1018 亿/1325 亿人民币增长至 2022 年的 1545 亿/1600 亿人民币，并预期于未来 5 年保持约 7%和 5%的复合增速，至 2027 年全球市场规模将分别突破 2200 亿元和 2000 亿元人民币。我们于“亮点三：白电市场中空调最具吸引力，完善的供应链保证业务发展稳定”中提到公司不仅通过美芝和威灵实现了压缩机和电机等核心零部件的自产能力，美芝更是中国转子压缩机市场的领袖，在中国市场上占有绝对的领先地位。同时，公司在家用空调压缩机业务的产量、空调电机产量及洗衣机电机产量均居世界首位，2022 年全球市场份额分别为 44%、39%和 17.5%。

新能源解决方案业务预期呈现最快的增长潜力。就新增装机容量价值而言，2017 至 2022 年全球储能市场规模实现了近 70%的复合增长率，从 5 年前约 90 亿人民币的规模迅速扩张至 1256 亿元人民币，并预期未来 5 年保持超 40%的增速至 7372 亿元人民币。其中中国市场规模的增速预计达 55%，未来市场规模有望呈现约 10 倍的增长，从 2022 年 283 亿增至 2027 年的 2512 亿元。同时，全球范围内新能源汽车的普及支撑了汽车热管理系统市场的发展。过去 5 年该部分市场实现了近 54%的复合增速，并预期未来 5 年市场规模从 779 亿元人民币增至近 3000 亿元人民币。

⊖ 智能建筑科技

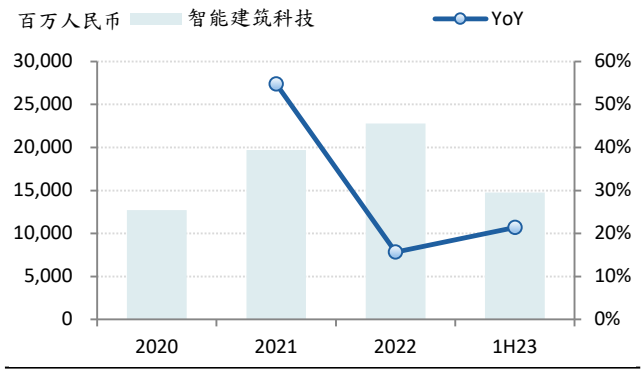
智能建筑科技包括优化建筑物的能源效率、提高居住者舒适度及改善安全性的技术解决方案，涉及商用空调、电梯、建筑控制软件及智能消防安全和安保系统硬件和软件。受全球去碳化的影响，工业园区、写字楼等将逐渐步入提高能效、节能减排、减少碳排放等趋势。同时，数字城市、城镇化率的提高及楼宇内部设备的更新换代均推动智能建筑科技市场的发展。根据弗若斯特沙利文的统计，全球市场规模从 2017 年的 11010 亿元人民币增至 2022 年约 17040 亿元人民币，并预计未来 5 年实现双位数的增速至 2027 年约 27478 亿元人民币的规模。其中，中国内地市场预期以 12.3%的增速从 2022 年 5136 亿元人民币至 2027 年超 9000 亿元的规模。

图表 144: 全球智能建筑科技市场规模



资料来源：公司资料，弗若斯特沙利文，交银国际

图表 145: 美的集团智能建筑科技业务收入及增速



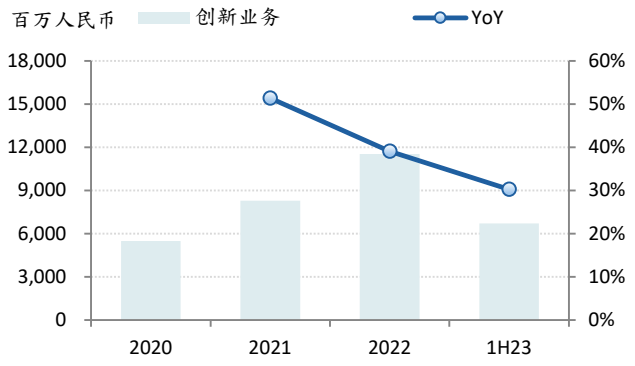
资料来源：公司资料，交银国际

目前，美的集团来自智能建筑科技业务的收入于 2022 年达 228 亿元人民币，两年复合增速为 34%，在中国大陆和全球范围内的市场份额为 13.4%/6.0%，分别位居第一和第五位。公司在全球范围内建立了六个智能建筑科技生产基地和研发中心，销售网络已扩展至全球。

⊖ 创新业务

集团的创新业务包括安得智联、美云智数、美智光电、万东医疗等业务。2022 年创新业务版块收入达 115 亿人民币，近两年复合增速达 45%，并于 2023 年上半年维持高位增速。

图表 146: 美的集团创新业务收入及增速



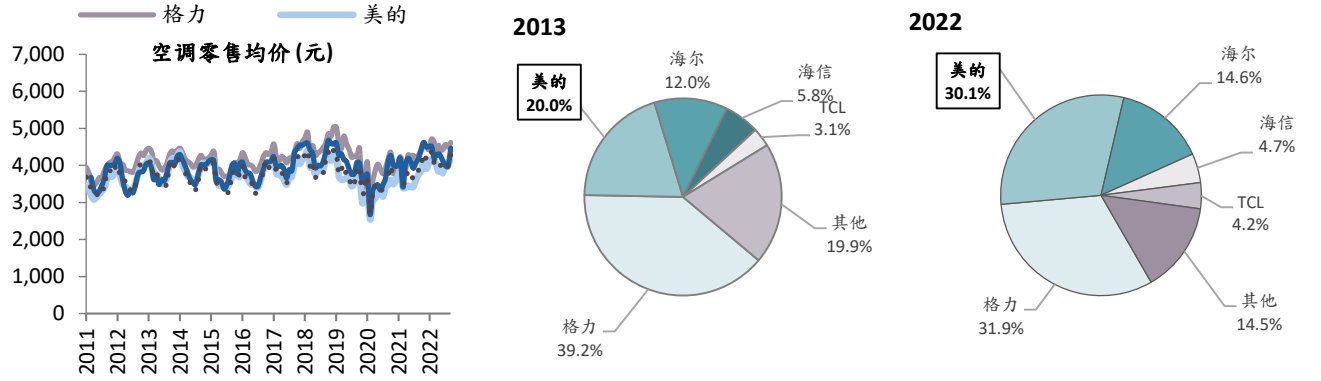
资料来源：公司资料，交银国际

安得智联以数智化供应链解决方案为主要业务，面向家电、快消品、家居等行业客户，旨在提升客户在安装、生产、物流等环节的效率提升和供应链优化。同时，安得智联具备城乡配送的能力，并已在全国范围内布局约 130 个运营中心，为客户提供全国分销服务。美云智数则面向汽车和电子产品等行业客户，提供工业软件和数字化咨询服务。美智光电以前装智能化解决方案为主。

亮点二：成熟的性价比和多元化运营策略，份额有望持续提升

高性价比策略持续获得白电市场份额提升。美的集团拥有家电企业中最多元化的产品布局，采用高性价比的策略进行市场和品类扩张，产品定位面向大众市场，注重性价比。对于贡献了公司一半收入的白电业务，多年来美的产品的零售均价低于其他竞争对手。即使在公司具备优势的空调市场，2022 年美的均价约为 4000 元，低于海尔的 4200 元和格力 4500 元的均价，美的空调价格优势较为明显。

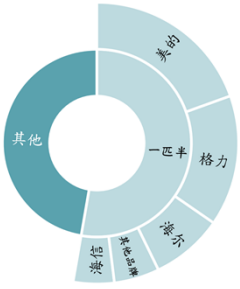
图表 147: 美的采取高性价比策略，空调品类在过去 10 年获得中国市场超 10 个百分点的份额拓张



资料来源：中怡康、Euromonitor，交银国际

根据奥维云的数据，分匹数段来看，匹数为一匹半的空调产品的零售额和零售量均为市场份额最大的空调系列，分别达 53%和 65%。在匹数为一匹半的空调系列中，美的在零售额和零售量统计的市场中均位列第一。

图表 148: 以零售额统计之匹数为一匹半的空调分品牌份额（7M23）



资料来源：奥维云，交银国际

图表 149: 以零售量统计之匹数为一匹半的空调分品牌份额（7M23）

资料来源：奥维云，交银国际

分能效等级来看，新一级为占比最高的能效等级，在以零售额和零售量统计的市场中分别占约 87%和 84%的比例，其中美的品牌的占比均在 30%以上，位居市场第一。

图表 150: 以零售额统计之能效等级为新一级的空调分品牌份额（7M23）

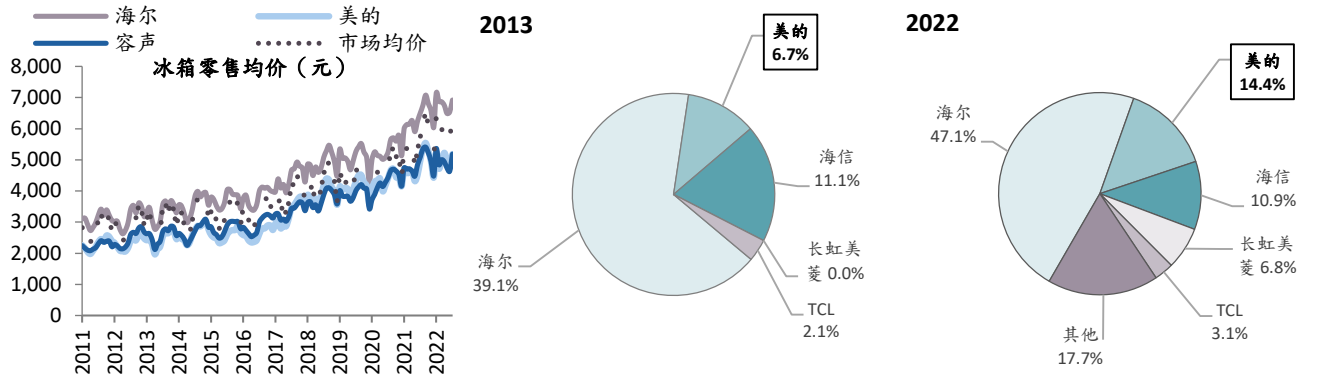
资料来源：奥维云，交银国际

图表 151: 以零售量统计之匹数为一匹半的空调分品牌份额（7M23）

资料来源：奥维云，交银国际

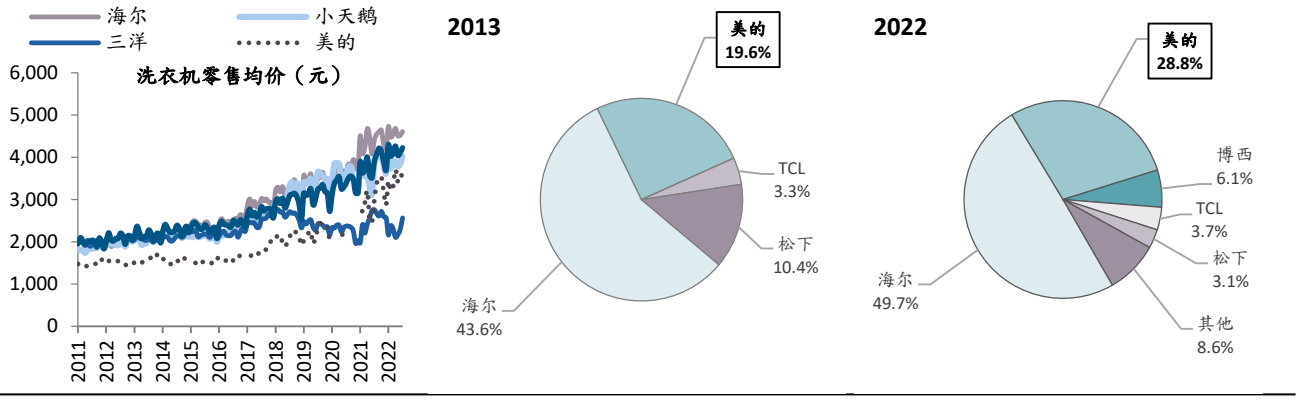
相比于占据冰洗市场绝大多数份额的海尔，美的同样凭借高性价比的策略持续获得市场份额。根据中怡康的数据，2022 年，美的洗衣机产品的零售均价不到 3500 元，即使是公司旗下以中高端洗衣机产品为主的子品牌小天鹅，其均价也不到 4000 元，低于海尔约 4500 元的均价。同年，美的冰箱的零售均价约为 5000 元，相比于海尔超 6500 元的均价，美的具备更强的价格优势。在过去十年，美的在冰箱和洗衣机市场的份额均提升了高个位数。

图表 152: 在中国的冰箱市场上，美的均价远低于占据半壁江山的海尔，中国市场份额持续扩张



资料来源：中怡康、Euromonitor，交银国际

图表 153: 2013-2022 年，美的在中国洗衣机市场获得近 10 个百分点的份额提升



资料来源：中怡康、Euromonitor，交银国际

份额提升不止于白电。借助高性价比，在发展传统白电产品外，公司也保持在其他家电品类的多元拓张。通过设备技术的引进、积极与外资企业合作、收并购等方式扩充生产产能，提高产品制造能力，逐渐从一家生产电商和空调的企业发展为覆盖多品类业务的家电集团，并且加强自主研发能力，布局机器人、芯片等领域，努力实现向科技集团的转变。

图表 154: 通过技术引进以及国际化合作，逐渐成为多品类多业务的集团

年份	产品品类	事件
1980	风扇	开始风扇产品的制造
1984	空调	购买设备和技术，进入空调行业
1992	电机	与日本东芝株式会社芝浦合作，设立顺德威灵电机制造有限公司，研发制造电机及其驱动系统
1994	电饭煲	从日本引进电饭煲生产线，成为最早生产电饭煲的国产品牌，进入厨房小家电领域
1995	压缩机	与日本国东芝开利株式会社合资创建美芝，用于生产压缩机。 彼时，全国空调压缩机产量只有 211 万台，其余全是日本和美国的产品。
1997	洗碗机	与意大利梅洛尼合作，开展洗碗机的生产和研发
1998	压缩机	收购东芝万家乐，进入空调压缩机领域
2001	微波炉	收购日本三洋的磁控管工厂，完善微波炉上游产业链布局
2004	冰箱、洗衣机	先后收购荣事达、华凌，提升制冷产业的生产研发能力，并进军洗衣机行业
2005	吸尘器	收购江苏春哈，进入清洁电器领域
2008	洗衣机	收购小天鹅，增强公司在洗衣机产业的实力
2010	照明	收购贵雅照明，进入照明电器领域
2011	空调	收购开利电器拉美地区的空调业务，加快国际化进程
2015	机器人	与日本安川电机合资成立广东美的安川服务机器人有限公司及工业机器人公司
2016	高端白电	收购东芝家电业务，进入高端白电市场，并加速国际化进程
2016	清洁电器	收购美国吸尘器企业 Eureka
2016	中央空调	收购意大利中央空调企业 Clivet
2016	机器人	收购库卡机器人，成为控股股东，控股比例达 94.55%
2017	机器人	收购以色列高创公司，加码布局机器人产业
2018	芯片	成立美仁半导体公司，进军芯片制造
2021	芯片	成立美肯半导体技术有限公司，开始量产家电芯片
2022	机器人	完成对库卡机器人 100%股权的收购

资料来源：公司资料，交银国际

公司通过收并购的方式突破技术瓶颈，增强核心零部件和整机研发和制造的能力，使公司在新进入的领域仍具备较强的竞争优势。同时，通过多年的品牌运营，美的作为家电行业的领先品牌，可实现对消费者的有效触达，更易获得消费者的认可，从而加速提升公司在各个细分领域的渗透。目前，美的集团的产品覆盖了客厅、卧室、厨房、卫浴等多元生活场景，包括以烟灶消为主的厨房电器，以电饭煲、微波炉为主的厨房小家电，以及吸尘器、扫地机器人为主的清洁小家电，以及空气净化器、电熨斗为主的生活小家电等。美的在各个细分市场中均收获了较多的市场份额。截止 2022 年，公司在各个细分市场的份额均排名行业前三。

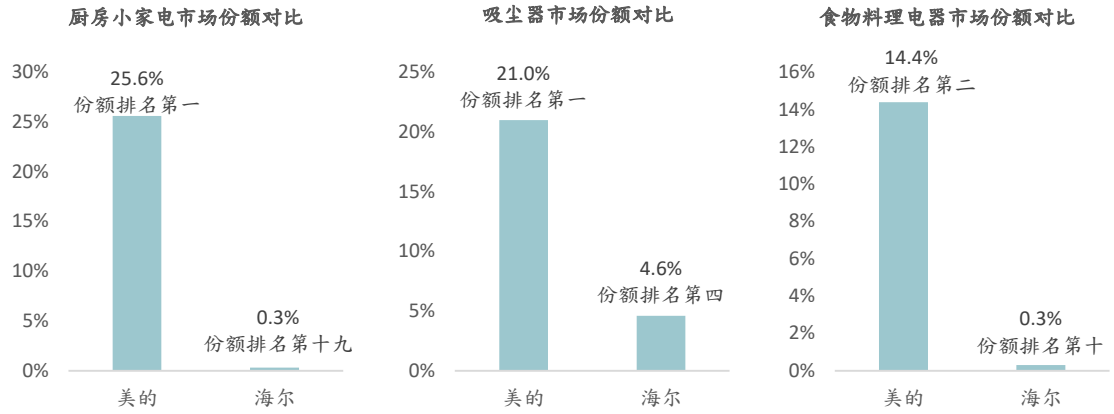
图表 155: 美的集团 2022 年各细分品类市场份额

	2022 年线下份额	线下市场排名	2022 年线上份额	线上市场排名
干衣机	23.1%	②	35.6%	①
电饭煲	40.2%	①	25.8%	②
台式泛微波	55.2%	①	46.5%	①
电暖气	50.8%	①	22.2%	①
电磁炉	46.6%	①	49.7%	①
饮水机	40.0%	①	13.0%	③
电风扇	39.8%	①	20.4%	②
台式电烤箱	37.1%	①	23.0%	①
电热水壶	37.0%	①	25.3%	①
电饼铛	36.7%	①	25.8%	②
空气炸锅	34.7%	①	13.6%	③
电压力锅	39.0%	②	37.2%	②
破壁机	29.9%	②	11.3%	③
净水器	18.1%	②	18.7%	①
冰柜	12.3%	②	12.6%	②
电热水器	17.3%	③	31.4%	②

资料来源：公司资料，奥维云网，交银国际

在本次报告覆盖的三位白电龙头企业中，美的集团于小家电市场的竞争优势明显。公司在厨房小家电和吸尘器这两大细分市场中以 26%和 21%的市场份额列居行业第一，在食物料理电器市场以超 14%的份额列居行业第二。尽管冰洗龙头海尔也在小家电市场有所布局，但是份额排名较为靠后。

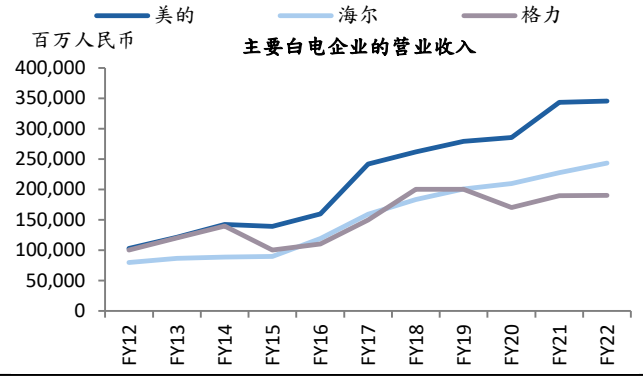
图表 156: 2023 年各白电龙头于小家电市场的份额对比



资料来源: Euromonitor，交银国际

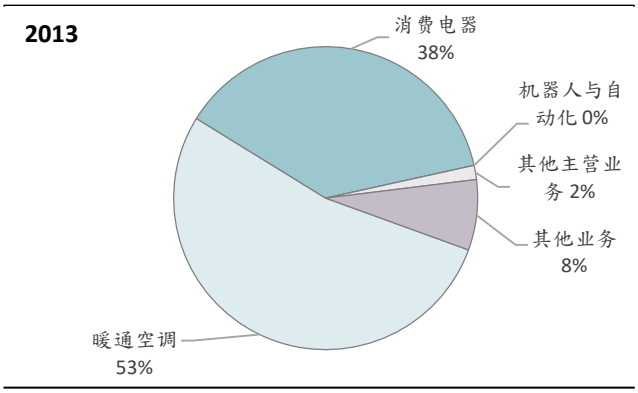
多品类的产品布局使公司不仅可以把握各个家电细分品类的增长，而且可以分散单一品类增速放缓甚至下滑的风险。在 2013 年之后，家电下乡政策带来的高增红利随着政策的结束而逐渐的消退，2015 至 2016 年中国的空调内销市场受到库存积压因素的负面影响，导致增速大幅下滑。而美的凭借其多元的产品布局，依旧保持稳定的增长。2012 年至 2022 年，美的年复合增长率为 12.9%，高于海尔的 11.8%及格力的 6.6%。家电下乡政策于 2013 年结束，彼时美的集团家电业务中占比最高的空调业务贡献了总收入的 53%，而 2022 年空调业务的占比下降了 9 个百分点，至 44%。

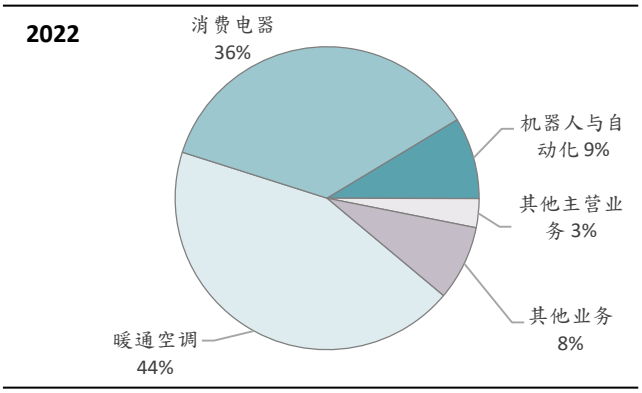
图表 157: 主要白电企业营业收入对比，美的 10 年年复合增长率接近 13%，为可比公司中最高水平



资料来源：Euromonitor，交银国际

图表 158: 美的集团分产品营收构成





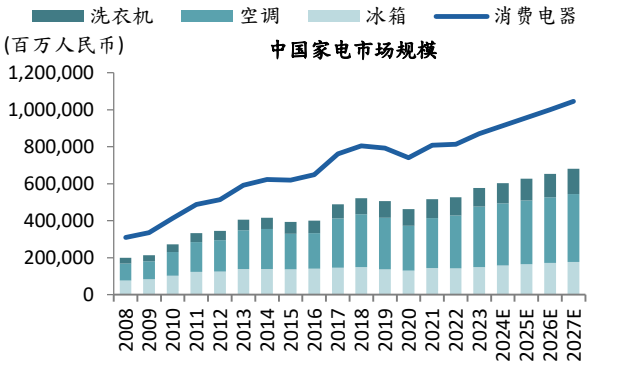
资料来源：Euromonitor，交银国际

随着整体消费市场逐渐变为需求导向型市场，消费者对产品的选择变得更加广泛和精明，不仅追求品质和功能，同时也对价格敏感，寻求物有所值的购买体验。我们相信美的集团的运营策略将持续赢得消费者的青睐，公司有望凭借其更具吸引力的产品有望持续获得市场的正面反馈。

亮点三：白电市场中空调最具吸引力，完善的供应链保证业务发展稳定

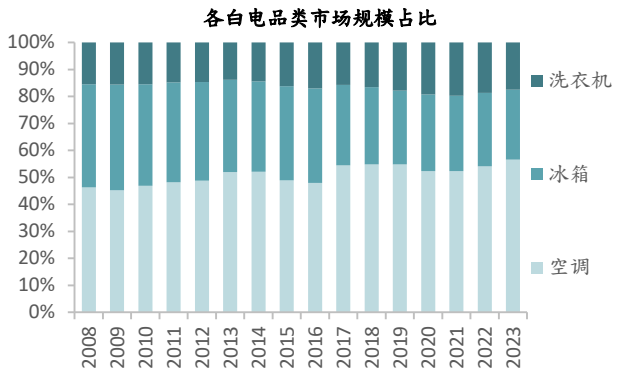
空调市场中期内具 50%的增量空间，叠加份额持续拓张，收入端将获益。在我们的行业报告中，我们预测中国空调市场在未来几年将经历显著的增长。随着保有量的提升、人均收入的增长、城市化进程的加速，我们预计空调市场的存量将实现约 50%的增长，达到近 10 亿台的规模，展现出巨大的市场潜力。与之对比，白电市场中的存量产品，如冰箱和洗衣机，已逐步饱和，销量增长空间有限。对于占整体电器市场近七成的白电市场，空调则为最具吸引力的子品类。

图表 159: 2023 年中国家用电器市场规模达 8705 亿元人民币，其中白电贡献了 66%的市场规模



资料来源：Euromonitor 预测，交银国际

图表 160: 白电市场的总规模超 50%来自于空调品类

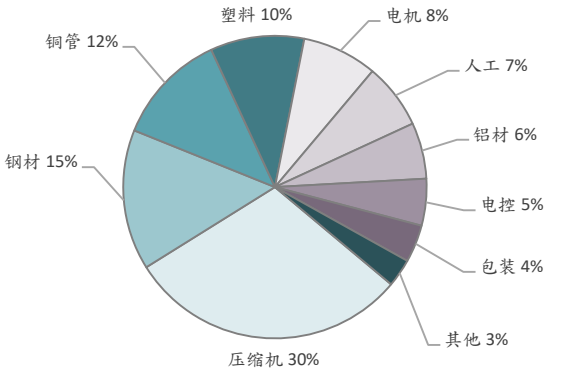


资料来源：Euromonitor，交银国际

美的集团在空调市场的份额于过去 10 年增长了约 10 个百分点，并且在市场接受度最高的空调产品系列中均占据领先的优势，证明公司的品牌力和产品力。持续提升的份额，叠加整体中国空调市场的潜在增量空间，公司的收入端有望受益于二者的双重正面作用。

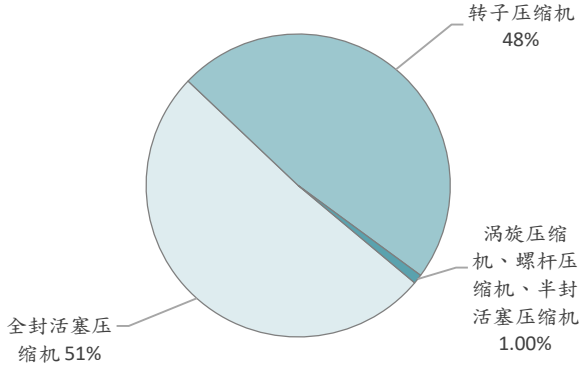
上游供应链的先发优势。通过多年的业务布局，美的集团通过美芝和威灵实现了压缩机、电机等占家电生产成本较高的核心零部件的自产能力。压缩机细分市场可以分为全封活塞压缩机、转子压缩机、涡旋压缩机、半封活塞压缩机、螺杆压缩机。其中，全封活塞压缩机和转子压缩机分别主要用在冰箱冷柜和分体式空调上，二者占据了中国压缩机约 99%的份额，而涡旋、半封活塞和螺杆式压缩机目前主要用于商用领域。

图表 161: 压缩机占空调整机制造成本约 30%



资料来源：公开资料收集，交银国际

图表 162: 2021 年中国压缩机细分市场份额占比

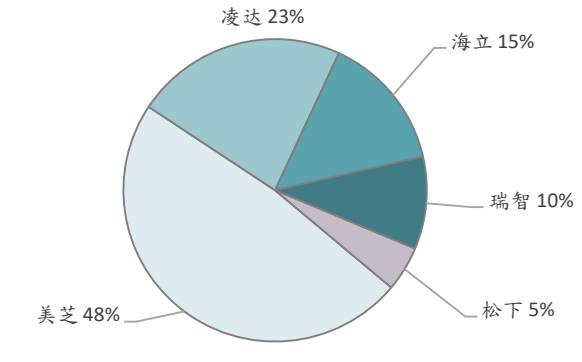


资料来源：制冷网，交银国际

随着下游空调需求的增加，带动空调产量的增加，从而带动上游转子压缩机的需求，而中国是全球家庭消费级压缩机的主要生产基地。根据产业在线的数据显示，2021 年全球转子压缩机总产量为 25576.8 万台，同比上涨 12.3%。其中，中国产量占全球总产量的比例高达 93.2%，且仍在不断提升。中国转子压缩机市场呈现比较明显的市场集中趋势，CR3 超过 80%，高于下游空调品类的市场集中程度。较早的业务布局和较强的技术优势使美芝的市场份额达到 48%，呈现明显的领先优势。2021 年，全球空调压缩机的总销量约 2.1 亿台，与此同时，美芝空调压缩机的销量突破 1 亿台，即全球范围内每两台空调就有一台使用美芝生产的压缩机。

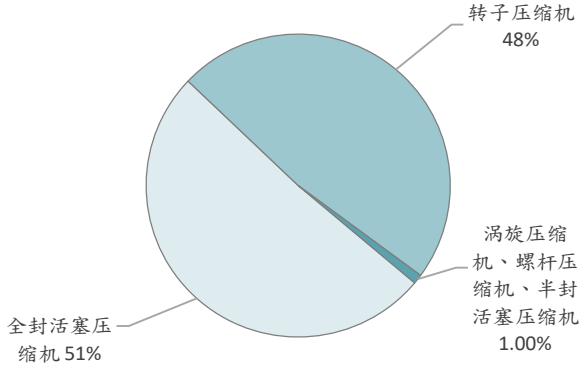
供应链优势维稳业务利润率水平具备自研自造上游核心零部件的能力，除了带来额外的收入增量外，一方面可以稳定空调业务的成本波动，从而提升整体业务的盈利能力；另一方面，空调是白电产品中受到季节影响波动最大的品类，同时也是占公司营收比重最大的品类，而供应链的稳定程度则很大确保了业务的平稳运行。

图表 163: 2021 年中国转子压缩机各企业市占率



资料来源：公开资料收集，交银国际

图表 164: 2021 年中国压缩机细分市场份额占比

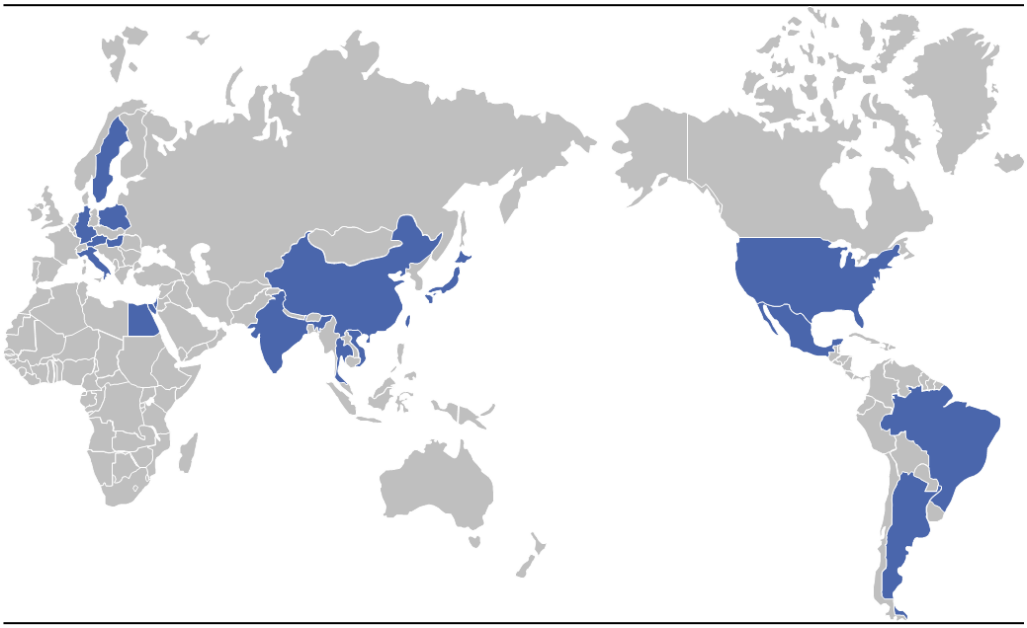


资料来源：制冷网，交银国际

亮点四：积极拓展海外业务，加强自主品牌建设

OEM 和外延收并购逐渐完善海外市场布局。公司从上世纪 80 年代通过 OEM 代工业务开始进入海外市场，与国外企业合作，获得技术和 OEM 订单，推动公司规模的快速增长。2007 年美的第一个海外制造基地在越南建成投产，开始海外建厂。2010 年开始，公司加快了全球化布局的进程，通过收并购的模式获得当地的渠道和品牌，进军日本、欧美、拉美等市场。目前，美的在全球拥有约 200 家子公司、35 个研发中心和 35 个主要生产基地。其中，在海外设有 20 个研发中心和 18 个主要生产基地，海外员工约 3 万人。

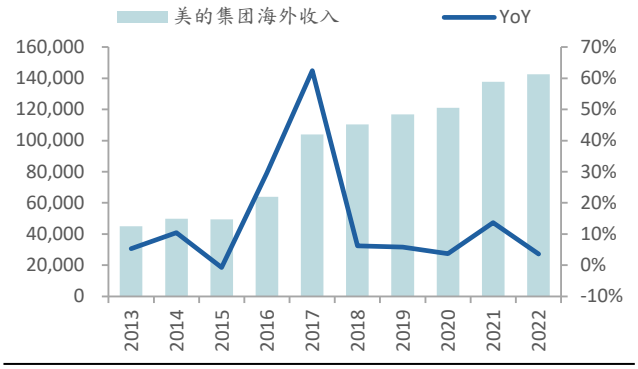
图表 165: 美的集团全球生产基地



资料来源：公司资料，交银国际

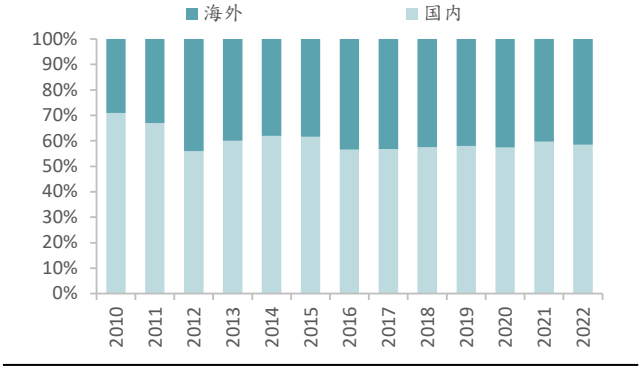
海外收入规模和占比处于行业领先地位。美的集团的海外业务营收规模从 2013 年约 450 亿元大幅增长至 2022 年的 1426 亿元，10 年间内实现超 3 倍的增长，期间年复合增长率达 13.6%。同时，稳健的海外业务扩张优化了公司的营收结构，规避单一市场的风险，并且把握新兴市场带来的增长动力。截止 2022 年，海外收入占公司总营收比重超 40%，相比于 2010 年提升了超过 10 个百分点。

图表 166: 美的集团海外收入十年 CAGR 为 13.6%



资料来源：公司资料，交银国际

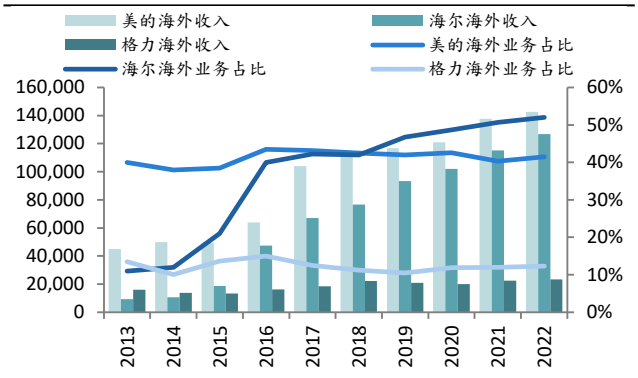
图表 167: 美的海外收入占比逐年提升



资料来源：公司资料，交银国际

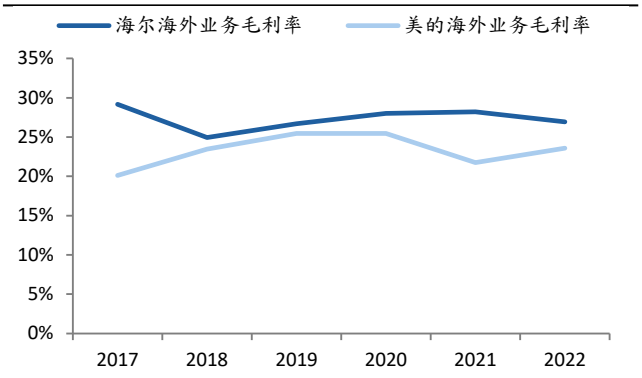
OBM 提升海外业务经营质量。除了在收入层面的增长，公司开始逐步提高自有品牌业务（OBM）的占比，提高海外业务的盈利水平。目前，美的集团的海外业务仍以代工业务（OEM）为主，而 OEM 业务利润率较低，且容易受到下游客户订单的波动，而自主品牌的业务稳定性和盈利能力更强。相比于海尔的更成熟的自主品牌运营的经验及更高的海外市场毛利率水平，美的海外市场毛利率仍处于不到 25%的水平。近几年，美的海外业务布局的重点逐渐转变为积累本地化运营能力、加强自主品牌建设，发展设计、生产和销售的一体化。集团设立 2027 年经营目标，计划实现海外营收 350 亿美元（2022 年为 1426 亿元人民币，约 200 亿美元），收入贡献提升至 50%。同时，大力发展自主品牌，拓展 OBM 业务。2020 年，OBM 业务的占比为 35%，2021 年已提升至约 40%。至 2027 年，公司目标将 OBM 业务对海外营收的贡献程度提升至 50%以上。

图表 168: 三大白电企业海外业务对比



资料来源：公司资料，交银国际

图表 169: 美的和海尔海外业务毛利率对比



资料来源：公司资料，交银国际

总体来看，美的集团海外业务的拓展完成了三个阶段。从上世纪的 OEM 代工业务开始，再通过合资合作，获得先进的技术并完善产品品类布局，至近几年的投资并购，进行自有品牌建设和运营，由 OEM 逐渐转向 OBM。展望未来，公司有望实现较好的中国业务和海外业务的协同。通过中国丰富的家电产品布局及完善的产能布局助力公司进行海外业务拓张，实现 OEM 向 OBM 的转变，提升海外利润率水平。同时，海外业务助力集团进行技术积累和新品类积累，对于发达国家已经普及而中国尚未普及的家电品类，集团可以通过技术和规模优势迅速进行生产、研发和制造，占领市场领先地位。

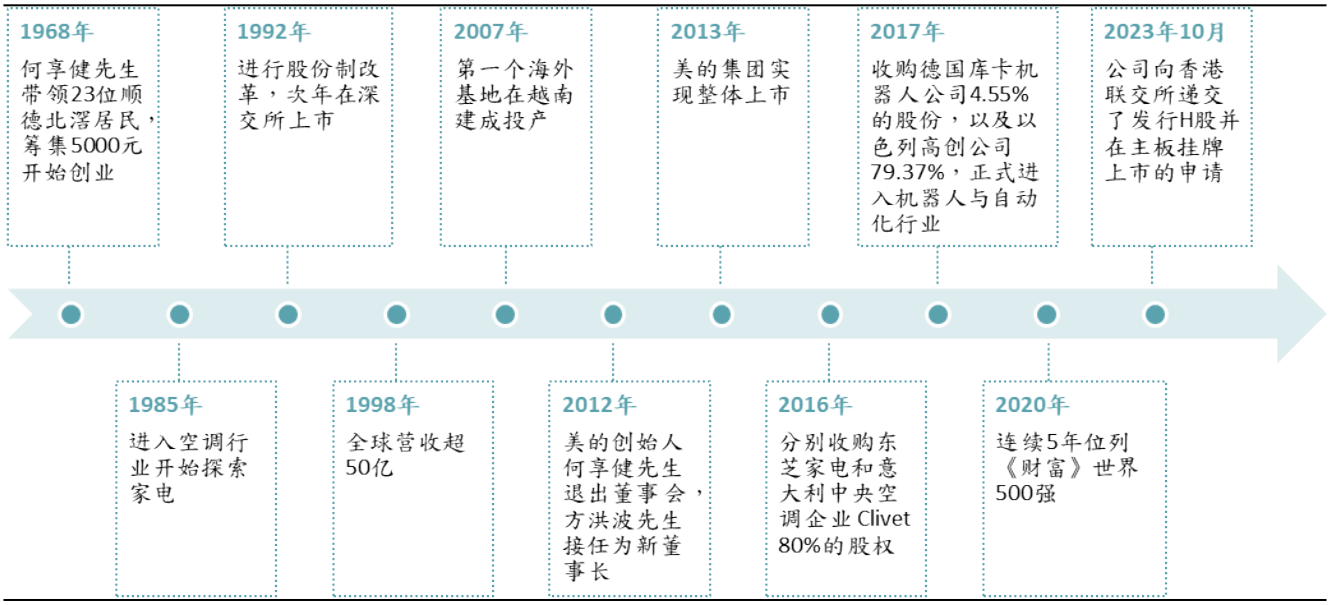
公司介绍

公司历史

三大白电巨头中的营收王者。集团自 60 年代成立至今已有超 50 年的历史。在这 50 年间，美的不断的深化转型，从单一家电产品制造商发展成为一家覆盖家电、工业技术、数字化、芯片等业务的综合性科技集团。同时，随着海外市场的拓张，公司成为 A 股家电企业中全球化程度最高的企业之一。2022 年美的集团实现海外营收 1426 亿元，占总营收比重达 41.5%。海外营收规模与比重均处于行业前列。2022 年，公司实现总营收约 3439 亿元，超越海尔智家（600690 CH/6690 HK）和格力电器（000651 CH）总营收的 40%和 80%，稳坐三大白电营收之王的位置。

未来战略：展望未来，美的集团将持续围绕“科技领先、用户直达、数智驱动、全球突破”四大战略主轴向前迈进，持续发展商业及工业解决方案业务，打造公司继续增长的重要引擎，同时坚定智能家居业务的持续拓展。

图表 170: 美的集团的发展历程



资料来源：公司资料，交银国际

根据美的集团的业务、产品和品牌的发展，公司的发展历程可以分为

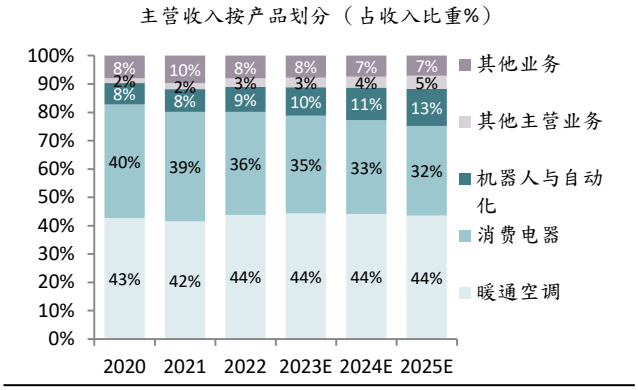
- **初始起步（1968 年-1992 年）：**美的的前身是由何享健先生及 23 位顺德北滘居民联合创办的北滘街办塑料生产组。1980 年，公司抓住改革开放的政策机会，进军电风扇行业。1981 年，公司注册了“美的”商标。1985 年，美的成立空调设备厂，正式进入空调行业，并且开始探索家电行业各种新品类。1992 年，公司进行股份制改革，次年于深交所上司，股票代码（000333 CH）。

- **多元发展（1993 年-2011 年）：**除了空调业务，公司逐渐布局其他业务版块。1994 年，美的与日本三洋合作成立电饭煲公司，7 年后又与三洋合作进入微波炉领域。2004 年美的收购荣事达 50.5%的股份，2008 年实现全资控股，获得荣事达冰箱和洗衣机的产能。同时期，受益于家电下乡政策支持，公司的收入规模几乎实现翻番，成为白电行业里规模最大的企业。
- **战略转型（2011 年至今）：**随着家电下乡政策红利推动，整体白电行业（尤其是冰箱和洗衣机品类）逐渐进入成熟期。公司加大海外业务的发展，通过 OEM 扩展收入来源，并且通过一系列的收并购发展多品类、多品牌、多市场的战略布局。2016 年，美的收购东芝的家电业务，进军国际市场。2017 年，公司收购德国机器人公司库卡和以色列的高创公司，拓展工业机器人、仓储自动化等业务。如今，公司将业务划分为 5 个业务版块：智能家居事业群、工业技术事业群、楼宇科技事业部、机器人与自动化事业部和数字化创新业务，加快实现家电企业向科技集团的转型。

主要产品、品牌及市场

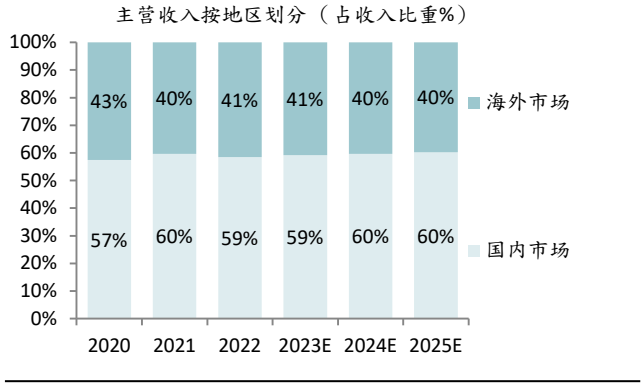
暖通空调和消费电器为核心业务，多元覆盖家电市场。美的集团深耕家电领域多年，公司逐渐形成了以暖通空调和消费电器为主的多品类家电业务。暖通空调是美的最大的业务版块，2022 年实现约 1506 亿元，贡献了集团 44%的收入。消费电器覆盖了冰箱、洗衣机、小家电和厨热品类，同年销售规模达 1253 亿，占比约 36%。随着公司业务的发展，美的逐渐覆盖 B 端业务，为客户提供工业机器人、楼宇科技、工业电器等差异化服务，如绿色工业园区、综合能源管理系统、智能电梯。

图表 171: 收入贡献：按业务板块



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 172: 收入贡献：按地区



资料来源：公司资料，交银国际

多品牌组合覆盖中外市场。在中国市场上，公司的主品牌美的和小天鹅定位在大众消费群体，并且于 2018 年推出高端品牌 COLMO，发力中国高端市场。2022 年，COLMO 的销售规模超过 80 亿元人民币。同时，为了把握年轻消费群体，公司推出了以大家电为主的华凌品牌，以及定位智能小家电的布谷品牌。在海外市场上，美的采取因地制宜的策略，通过东芝（TOSHIBA）、Master Kitchen、eureka 等品牌触及欧美、东南亚和拉美地区的大家电市场和清洁电器市场。凭借对多消费层级、多家电品类和多市场的布局，中国市场和海外市场收入均保持着稳定的增长。海外市场的收入贡献于 2016 年超过 40%。

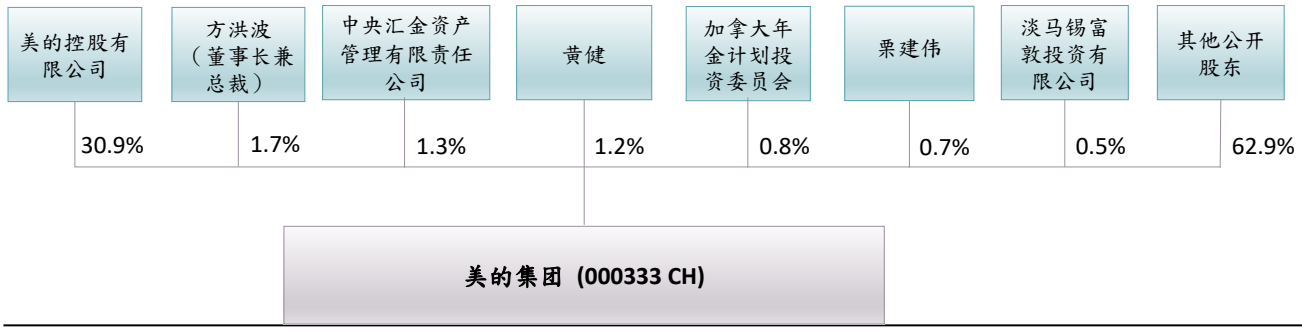
图表 173: 美的集团旗下品牌

中国品牌		海外品牌	
COLMO	定位中国高端市场的全品类家电品牌	TOSHIBA	定位东南亚、日本和美国中高端市场的全品类家电品牌
Midea	定位中国大众市场的全品类家电品牌	Master Kitchen	定位欧洲和中国市场的高端厨电品牌
LittleSwan	定位中国大众市场，以洗衣机品类为主	comfee	定位欧美和拉美的厨热市场
WAHIN 华凌	定位中国年轻消费者市场，以空调、冰箱、厨热品类为主	CLIVET	定位欧洲的中央空调市场
bugu	定位中国年轻消费者市场，以智能小家电为主	eureka	定位北美和中国市场的清洁电器品牌
COOLFREE 酷风	定位中国轻中产阶级的中央空调市场		

资料来源：公司资料，交银国际

股东与管理层

图表 174: 美的集团：股权结构



资料来源：Wind，交银国际

图表 175: 美的集团：管理层介绍

姓名	职位	工作经历
方洪波	董事长 总裁	硕士。1992 年加入美的，曾任美的空调事业部总经理、美的制冷家电集团总裁、广东美的电器股份有限公司董事长兼总裁等职务。
何剑锋	董事	本科，现任公司董事，同时任盈峰集团有限公司董事长兼总裁等职务。
顾炎民	董事 副总裁	博士，2000 年加入美的，曾任美的企划投资部总监、美的制冷家电集团海外战略发展部总监、美的制冷家电集团副总裁兼市场部海外业务拓展总监、美的集团海外战略部总监等职务，现任公司董事、副总裁、机器人与自动化事业部总裁兼库卡集团监事会主席等职务。
王建国	董事 副总裁	硕士，1999 年加入美的，曾任家用空调事业部供应链管理部总监、行政与人力资源部总监、冰箱事业部总经理等职务，现任董事、副总裁、智能家居事业群总裁、美的国际总裁，分管东芝家电事业部、国际物流平台和法务。
于刚	董事	宾西法尼亚大学沃顿商学院博士，1 号店荣誉董事长及联合创始人，曾任亚马逊全球供应链副总裁，戴尔全球采购副总裁，现为 111 集团联合创始人及董事会联席主席 。
薛云奎	独立董事	西南大学博士，上海财经大学博士后，曾任上海财经大学会计学院副院长、博士生导师、上海国家会计学院副院长、长江商学院副院长、中国会计教授会秘书长等职务，现任长江商学院会计学教授，公司独立董事。
管清友	独立董事	中国社会科学院经济学博士，清华大学博士后，曾任清华大学国情研究院项目主任，中国海洋石油总公司处长，民生证券股份有限公司副总裁、研究院院长。
韩践	独立董事	美国康奈尔大学博士，现任中欧国际工商学院管理学教授，世界经济论坛专家组成员及公司独立董事。
董文涛	监事会主席	硕士，2016 年加入美的集团，曾就职于中集集团、中兴通讯，并先后在美的集团法务、投资者关系等部门任职，拥有超过十年的法律风控、市值管理及资本运作等工作经验。
张小懿	副总裁	硕士，2010 年加入美的，曾任美的集团 IT 海外系统部长、供应链系统部长、美的集团 IT 总监等职务，现任公司副总裁兼 CDO。
胡自强	副总裁	博士，2012 年加入美的，曾任职于 GE、三星，并曾任无锡小天鹅股份有限公司副总经理，现任公司副总裁，并在下属上市公司北京万东医疗科技股份有限公司担任董事长。
王金亮	副总裁	硕士，1995 年加入美的，曾任美的中国营销总部副总裁、美的电器副总裁兼市场部总监等职务，现任副总裁。
李国林	副总裁	硕士，1998 年加入美的，曾任美的集团家用空调事业部副总裁、生活电器事业部总裁，现任公司副总裁、品质与智能制造总监。
伏拥军	副总裁	硕士，1999 年加入美的，曾任美的环境电器事业部总经理，美的部品事业部总经理，美的机电事业部总裁，现任美的集团副总裁兼工业技术事业群总裁。
管金伟	副总裁	硕士，2002 年加入美的，曾任美的中央空调事业部副总经理兼海外营销公司总经理、美的国际总裁助理兼东盟区域总经理等职务，现任美的集团副总裁兼楼宇科技事业部总裁。
钟铮	副总裁 首席财务官	硕士，2002 年加入美的，曾任金融中心、部品事业部财经总监，美的集团审计总监等职务，现任公司务，现任公司副总裁、副总裁、首席财务官兼财务总监。首席财务官兼财务总监
江鹏	董事会秘书	硕士，2007 年加入美的，曾任广东美的电器股份有限公司证券事务代表、董事会秘书，现任公司董事会秘书兼投资者关系总监。
卫昶	首席技术官	博士，2022 年加入美的，曾任通用电气公司全球研发中心水处理及高分子材料技术总监并兼任大中华区水处理产品总经理。2014 年至 2022 年任国家能源集团北京低碳清洁能源研究院院长，现任公司首席技术官。

资料来源：公司资料，交银国际

图表 176: 美的集团 (000333 CH)目标价及评级

资料来源: FactSet, 交银国际预测

财务数据

损益表(百万元人民币)

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	343,361	345,709	375,126	408,698	455,580
主营业务成本	(264,526)	(260,539)	(276,959)	(299,807)	(331,249)
毛利	**78,835**	**85,170**	**98,167**	**108,891**	**124,332**
销售及管理费用	(38,914)	(40,299)	(46,164)	(50,346)	(56,121)
研发费用	(12,015)	(12,619)	(13,695)	(14,936)	(16,649)
经营利润	**27,906**	**32,253**	**38,308**	**43,610**	**51,562**
财务成本净额	4,386	3,387	3,677	4,010	4,469
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	1,425	(684)	(1,289)	(993)	(647)
税前利润	**33,718**	**34,956**	**40,696**	**46,626**	**55,385**
税费	(4,702)	(5,146)	(6,511)	(7,460)	(8,862)
非控股权益	(442)	(257)	(407)	(467)	(503)
净利润	**29,015**	**29,810**	**34,184**	**39,166**	**46,523**
作每股收益计算的净利润	28,574	29,554	33,777	38,699	46,020

资产负债简表(百万元人民币)

截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	71,876	55,270	51,132	57,730	73,067
应收账款及票据	29,421	32,996	33,569	39,026	41,896
存货	45,924	46,045	45,010	53,557	55,347
其他流动资产	101,643	126,788	129,149	129,441	132,796
总流动资产	**248,865**	**261,099**	**258,860**	**279,753**	**303,106**
投资物业	859	810	810	810	810
物业、厂房及设备	22,853	26,083	27,022	26,930	26,653
其他有形资产	2,691	3,844	4,275	4,620	4,496
无形资产	17,173	16,909	16,909	16,909	16,909
合资企业/联营公司投资	46	41	41	41	41
其他长期资产	95,460	113,769	117,269	117,569	117,869
总长期资产	**139,082**	**161,456**	**166,326**	**166,880**	**166,778**
总资产	**387,946**	**422,555**	**425,186**	**446,633**	**469,884**
短期贷款	5,382	5,169	5,169	5,169	5,169
应付账款	98,736	89,806	94,833	106,703	119,650
其他短期负债	118,734	111,367	105,324	108,714	114,127
总流动负债	**222,851**	**206,342**	**205,327**	**220,587**	**238,946**
长期贷款	19,734	50,686	55,335	58,844	62,848
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	10,536	13,604	13,535	13,535	13,535
总长期负债	**30,270**	**64,290**	**68,870**	**72,379**	**76,383**
总负债	**253,121**	**270,631**	**274,197**	**292,965**	**315,329**
股本	6,987	6,997	6,997	6,997	6,997
储备及其他资本项目	117,882	135,938	134,596	136,807	137,192
股东权益	**124,868**	**142,935**	**141,593**	**143,805**	**144,189**
非控股权益	9,957	8,989	9,396	9,863	10,366
总权益	**134,825**	**151,924**	**150,989**	**153,667**	**154,555**

资料来源: 公司资料，交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	29,015	29,810	34,184	39,166	46,523
折旧及摊销	6,183	6,508	0	0	0
营运资本变动	4,253	1,709	4,309	0	11,835
利息调整	(3,120)	(3,227)	(3,677)	(4,010)	(4,469)
其他经营活动现金流	(1,240)	(142)	(2,735)	2,182	(633)
经营活动现金流	**35,092**	**34,658**	**32,081**	**37,338**	**53,256**
资本开支	6,825	7,352	6,600	5,500	5,000
投资活动	121,628	98,565	373	814	1,361
其他投资活动现金流	(114,854)	(119,426)	(14,571)	(11,701)	(10,702)
投资活动现金流	**13,600**	**(13,510)**	**(7,598)**	**(5,387)**	**(4,341)**
负债净变动	18,225	40,921	0	0	0
权益净变动	1,551	1,348	0	0	0
股息	12,894	13,740	17,564	20,124	23,930
其他融资活动现金流	(63,875)	(66,864)	(321)	3,509	4,004
融资活动现金流	**(31,205)**	**(10,855)**	**(17,885)**	**(16,615)**	**(19,926)**
汇率收益/损失	(485)	288	0	0	0
年初现金	**81,210**	**71,876**	**55,270**	**51,132**	**57,730**
年末现金	**71,876**	**55,270**	**51,132**	**57,730**	**73,067**

财务比率

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	4.170	4.340	4.868	5.577	6.624
全面摊薄每股收益	4.140	4.330	4.868	5.577	6.624
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	1.689	2.502	2.501	2.865	3.407
每股账面值	18.060	20.808	20.161	20.476	20.531
利润率分析(%)					
毛利率	23.0	24.6	26.2	26.6	27.3
EBITDA利润率	9.9	11.2	10.2	10.7	11.3
EBIT利润率	8.1	9.3	10.2	10.7	11.3
净利率	8.5	8.6	9.1	9.6	10.2
盈利能力(%)					
ROA	7.8	7.4	8.1	9.0	10.2
ROE	22.4	20.8	22.6	25.7	30.2
其他					
净负债权益比(%)	净现金	0.4	6.2	4.1	净现金
流动比率	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
存货周转天数	53.1	64.4	60.0	60.0	60.0
应收账款周转天数	30.4	32.7	32.1	32.1	32.1
应付账款周转天数	123.1	130.3	120.0	121.0	123.0

交银国际研究

首次覆盖

交銀國際 BOCOM International

消费	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 21.65	港元 31.05	+43.4%

2024 年 1 月 11 日

海尔智家 (6690 HK)

中国冰洗龙头，高端和海外优势强化助力盈利增长；首予买入

- **中国冰洗市场的绝对引领者**。在整体市场规模超 5000 亿元的白电市场中，冰箱和洗衣机品类占据了近一半的规模。在冰洗市场中，海尔则以 47%和 51%的份额占据了半壁江山，并且在过去十年持续提升领先地位，大力推动了冰洗市场的集中程度，成为冰洗市场的绝对引领者。与此同时，海尔冰洗业务的盈利能力逐渐攀升，展现了强大的议价能力和品牌地位。均价提升作为冰洗市场下一阶段的重要拓展因素，海尔占据了领先地位，我们预计未来公司的市场份额和盈利能力继续保持稳步提升的趋势。

- **高端品牌为收入利润双增长的又一引擎**。高端品牌“卡萨帝”的市场份额稳步提高，目前对海尔整体业务收入的贡献已达双位数。不仅为公司收入带来正面作用，更是增强了公司利润率的防御能力，于原材料大幅上涨时期维稳并增强了毛利率水平，凸显其差异化优势。随着高端市场的发展和套系化销售模式的推进，我们预期高端产品的持续发展将为海尔收入和利润保驾护航。

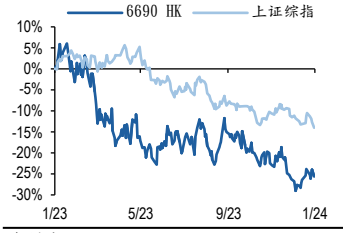
- **海外市场的领先优势。**海尔较早在海外市场进行战略布局，目前已经于较大的市场中占据领先地位。海尔在北美市场（除亚洲市场外最大的市场）的市占率于 2022 年超越当地领头羊惠而浦，成为北美大家电市占率最高的公司。在其他竞争对手还处于依靠代工业务拓展海外市场时，海尔通过其在海外市场多年的经验，将多品牌策略和本地化策略运营成熟，目前已逐渐进入收获期。展望未来，海尔下一步将把在北美市场的领先优势转化为更强的议价能力，从而提升利润率。在其他市场也将不断提升市场地位，实现市场份额的进一步扩张。

- **首予买入，港股和 A 股的目标价分别为 31.05 港元/28.48 人民币**。我们预计海尔的收入/净利润将录得约 8%/15%的 2022-25 年复合年增长率。尽管明年白电高端化的发展不确定性仍存，或略有放缓，但预期冰洗需求维持平稳，海尔凭借强大的议价能力和品牌地位有望继续保持份额和盈利能力稳步提升的趋势，辅以利于海外业务增长的海外通胀环境，我们预期整体表现将保持稳健。采用 13.8 倍 2024 年市盈率为合理范围（过去 5 年平均为 13.5 倍），港股和 A 股的目标价分别为 31.05 港元/28.48 人民币，对应 1 倍的 PEG 和 14.4%的 3 年（2022-25 年）每股盈利复合增长率。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	30.70
52周低位 (港元)	20.55
市值 (百万港元)	209,119.92
日均成交量 (百万)	6.89
年初至今变化 (%)	(1.81)
200天平均价 (港元)	23.20

资料来源: FactSet

谭星子, FRM
kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

吕浩江, CFA, CESGA
edward.lui@bocomgroup.com
(852) 3766 1809

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	227,556	243,514	260,966	283,216	309,807
同比增长 (%)	8.5	7.0	7.2	8.5	9.4
净利润 (百万人民币)	13,067	14,711	16,749	19,468	22,196
每股盈利 (人民币)	1.41	1.58	1.78	2.06	2.35
同比增长 (%)	5.5	12.1	12.4	16.2	14.0
市盈率 (倍)	14.1	12.6	11.2	9.6	8.4
每股账面净值 (人民币)	8.52	9.89	10.04	10.41	11.14
市账率 (倍)	2.33	2.01	1.98	1.91	1.78
股息率 (%)	2.3	2.8	3.6	4.2	4.7

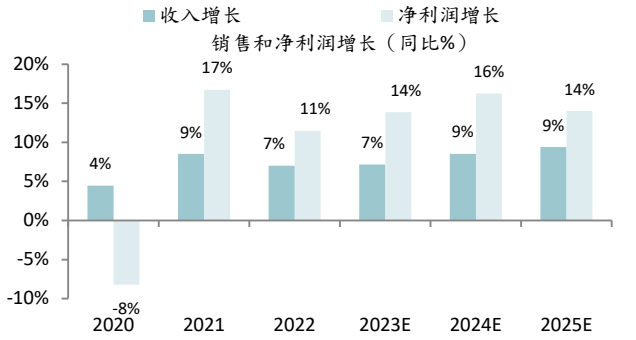
资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

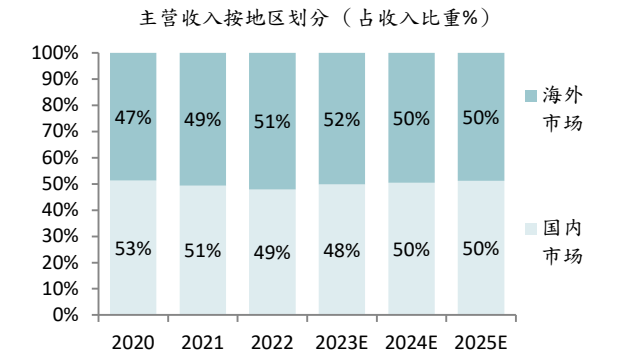
公司一览

图表 177: 海尔智家: 收入和净利润增长



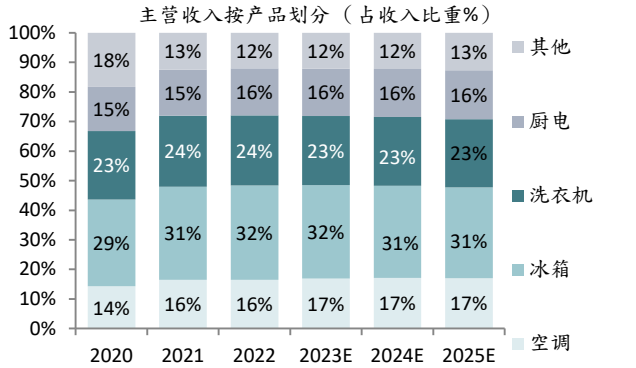
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 178: 海尔智家: 按地区划分的收入明细



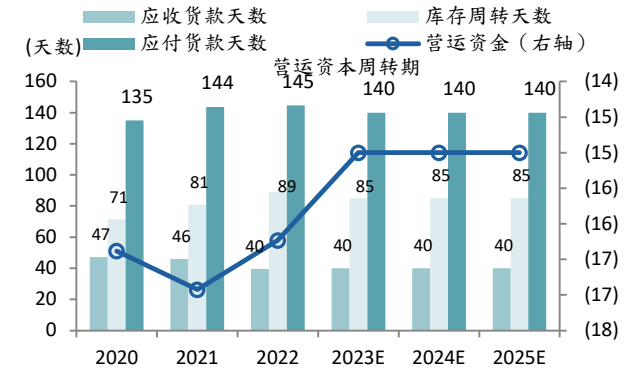
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 179: 海尔智家: 按产品划分的收入明细



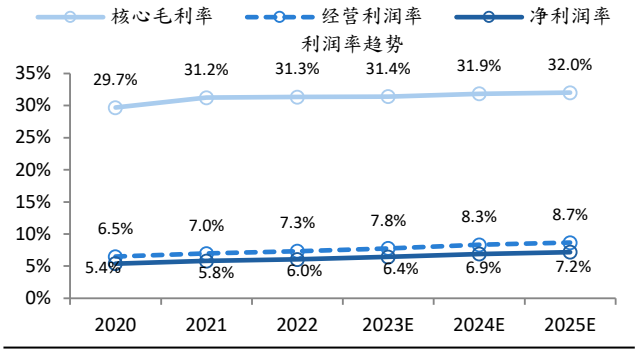
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 180: 海尔智家: 营运资本



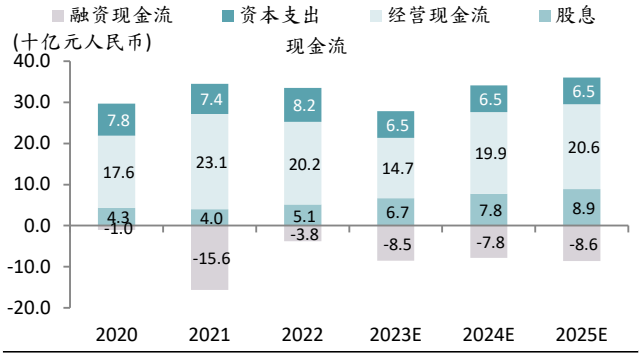
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 181: 海尔智家: 整体利润率趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 182: 海尔智家: 现金流



资料来源：公司资料，交银国际预测

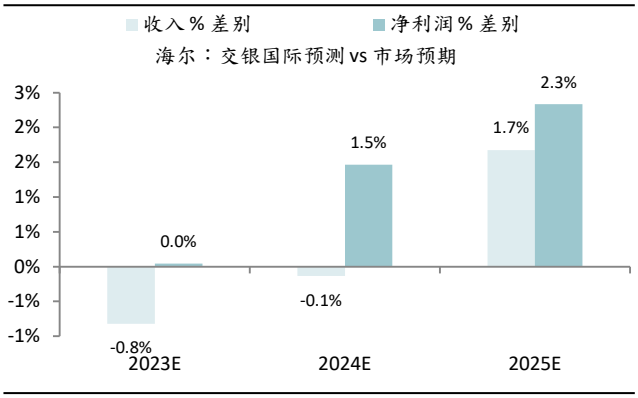
估值

首予买入，目标价为31.05港元（上行空间43%）/28.48人民币（上行空间33%）

我们首次覆盖海尔智家，给予**买入**评级，港股和 A 股的目标价分别为 31.05 港元/28.48 人民币。尽管白电市场的高端化发展速度或将略有放缓，然而预期冰洗需求维持平稳，公司凭借强大的议价能力和品牌地位，市场份额和盈利能力有望继续保持稳步提升的趋势。此外，海外市场地位的持续提升也有望为公司收入和利润带来正面反馈。截止 2024 年 1 月 10 日，我们重点关注的 94 家中国消费公司平均 PEG 为 0.9 倍。因预期海尔表现稳健，我们采用 1.0 倍的 PEG，对应 13.8 倍 2024 年市盈率和 14.4%的每股盈利复合年增长率（2022-25 年），得出港股和 A 股的目标价分别为 31.05 港元/28.48 人民币。

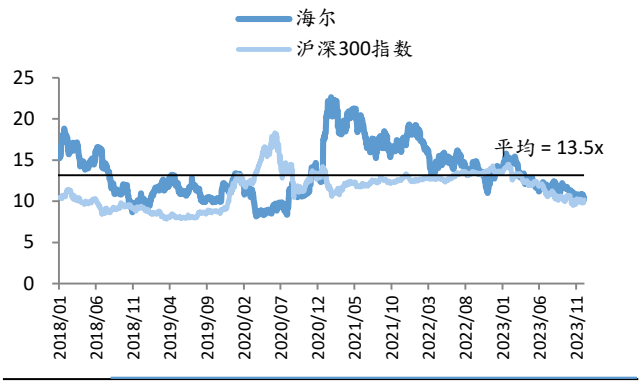
下行风险：1）原材料上涨超预期导致毛利率承压；2）空调业务发展不及预期；3）高端市场发展不及预期。

图表 183: 海尔智家: 交银国际 vs. 市场预期



资料来源：彭博一致预期，交银国际预测

图表 184: 海尔智家: 远期市盈率



资料来源：彭博一致预期，交银国际预测

图表 185：家电行业：同业估值

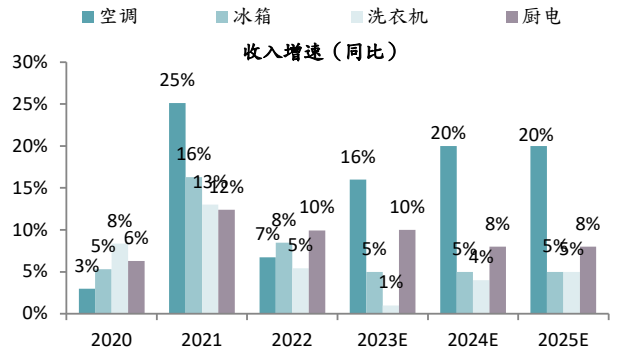
股票代码	公司名称	货币	收盘价 1月8日	市值 十亿美元	Beta	三个月日均交易 百万美元	EPS增长 '23E (%)	EPS增长 '24E (%)	EPS增长 '25E (%)	CAGR '23-25E (%)	PEG (倍)	市盈率 '23E (倍)	市盈率 '24E (倍)	市盈率 '25E (倍)	ROE '23E (%)	ROE '24E (%)	市净率 '23E (倍)	市净率 '24E (倍)	股息率 '23E (%)	股息率 '24E (%)	EV/EBITDA '23E (倍)	EV/EBITDA '24E (倍)
白电（A股）							**40.8**	**12.7**	**11.4**	**20.1**	**0.4**	**10.0**	**8.9**	**8.0**	**25.9**	**23.3**	**2.5**	**2.0**	**4.3**	**4.6**	**5.9**	**4.9**
600690 CH	海尔智家	CNY	21.19	26.9	0.97	64.6	12.5	14.1	13.1	13.2	0.8	11.9	10.4	9.2	16.4	16.4	1.9	1.7	3.1	3.5	6.1	5.0
000333.CH	美的集团	CNY	55	53.9	0.75	145.2	11.2	10.3	9.8	10.4	1.0	11.4	10.3	9.4	21.3	20.9	2.4	2.1	4.7	5.0	9.2	7.7
000651.CH	格力电器	CNY	32.9	25.9	0.60	133.1	9.7	8.1	7.7	8.5	0.7	6.8	6.3	5.8	24.9	22.9	1.6	1.4	7.3	7.4	5.0	4.4
000921.CH	海信家电	CNY	21.3	3.8	0.83	20.0	102.1	16.4	14.4	39.1	0.2	10.0	8.6	7.5	22.0	21.8	2.2	1.8	5.0	5.6	3.3	2.5
002668.CH	奥马电器	CNY	6.61	1.0	0.80	7.7	68.7	14.4	12.0	29.3	0.3	10.0	8.8	7.8	45.1	34.3	4.5	3.0	1.5	1.5		
白电（H股）							**44.7**	**14.2**	**12.2**	**21.8**	**0.4**	**9.0**	**7.9**	**7.0**	**17.6**	**17.9**	**1.5**	**1.3**	**5.8**	**6.7**	**6.1**	**5.0**
6690.HK	海尔智家	HKD	21.15	26.4	0.90	23.2	12.8	14.0	13.1	13.3	0.7	10.9	9.6	8.5	16.6	17.1	1.7	1.5	3.6	4.1	6.1	5.0
921-HK	海信家电	HKD	17.04	3.7	0.91	4.0	103.7	15.5	12.8	38.4	0.2	7.3	6.3	5.6	22.6	22.0	1.6	1.3	6.0	7.0		
厨电							**57.4**	**14.0**	**11.5**	**22.3**	**0.5**	**13.8**	**12.1**	**10.8**	**17.6**	**18.1**	**2.5**	**2.2**	**3.7**	**4.2**	**9.1**	**6.8**
002508.CH	老板电器	CNY	20.97	2.8	1.03	24.8	18.0	12.1	10.4	13.4	0.7	10.6	9.5	8.6	17.1	16.9	1.8	1.6	3.1	3.7	6.4	5.4
002035.CH	华帝股份	CNY	6.15	0.7	0.73	7.6	244.4	16.5	10.6	64.3	0.1	10.6	9.1	8.2	12.8	13.9	1.4	1.2	4.5	5.5	7.8	1.3
300911.CH	亿田智能	CNY	34.56	0.5	0.89	11.2	9.6	14.5	12.4	12.2	1.2	16.1	14.0	12.5	15.3	15.4	2.4	2.2	1.8	2.1	10.4	8.3
002677.CH	浙江美大	CNY	10.02	0.9	0.81	3.7	8.1	9.6	9.0	8.9	1.4	13.2	12.1	11.1	23.4	24.1	3.1	2.9	5.9	6.4	8.0	7.8
300894.CH	火星人	CNY	15.54	0.9	0.88	7.5	6.8	17.2	14.9	12.9	1.2	18.7	15.9	13.9	19.2	20.0	3.6	3.1	3.0	3.4	13.0	11.2
小家电							**0.5**	**20.0**	**14.7**	**10.1**	**1.1**	**18.1**	**14.9**	**13.0**	**17.3**	**18.2**	**3.1**	**2.7**	**3.0**	**3.4**	**13.3**	**9.8**
002242.CH	九阳股份	CNY	11.94	1.3	0.77	5.2	5.7	16.2	13.4	11.7	1.2	16.1	13.9	12.2	16.7	18.7	2.6	2.5	5.0	5.7	12.5	10.7
603215.CH	比依股份	CNY	17.32	0.5	0.54	10.0	21.0	15.5	18.2	18.2	0.7	14.3	12.4	10.5	20.0	18.9	2.8	2.3	2.8	3.2	10.3	8.9
002705.CH	新宝股份	CNY	13.93	1.6	0.89	10.9	2.3	15.1	12.0	9.6	1.0	11.6	10.1	9.0	12.9	13.4	1.5	1.3	2.9	3.2	4.2	3.3
002032.CH	苏泊尔	CNY	53.61	6.0	0.70	9.7	6.5	11.7	10.9	9.7	1.8	19.6	17.6	15.8	31.3	32.1	6.1	5.5	3.8	4.2	15.5	13.7
002959.CH	小熊电器	CNY	53.7	1.2	0.76	10.5	19.1	17.8	15.8	17.6	0.9	18.2	15.4	13.3	17.2	17.7	3.1	2.7	2.3	2.7	10.3	7.8
688696.CH	极米科技	CNY	100.01	1.0	1.28	7.8	(51.7)	43.5	18.1	(6.5)	N/M	28.9	20.2	17.1	5.9	8.4	2.2	2.0	1.1	1.6	27.2	14.6
清洁电器							**8.1**	**21.3**	**18.6**	**13.6**	**1.0**	**16.8**	**13.7**	**11.5**	**19.4**	**20.2**	**3.0**	**2.6**	**2.7**	**2.8**	**12.5**	**9.9**
688169.CH	石头科技	CNY	262.26	4.8	1.29	43.8	58.5	18.5	17.8	30.3	0.5	18.3	15.4	13.1	16.9	17.0	3.0	2.6	0.8	1.0	14.6	12.0
603486.CH	科沃斯	CNY	37.77	3.0	1.27	31.1	(37.6)	35.7	26.2	2.2	6.6	20.0	14.8	11.7	15.9	18.9	3.0	2.6	1.8	2.2	13.8	9.6
603355.CH	莱克电气	CNY	21.18	1.7	0.80	4.4	3.5	9.8	11.7	8.3	1.3	12.0	10.9	9.8	25.2	24.7	3.0	2.6	5.5	5.1	9.2	8.0
全球可比公司							**(7.4)**	**56.7**	**18.4**	**11.1**	**1.5**	**30.1**	**19.3**	**16.3**	**16.5**	**19.3**	**4.1**	**3.6**	**1.5**	**1.6**	**13.0**	**10.8**
CARR.US	开利全球	USD	55.72	50.0	1.21	237.0	16.2	5.9	7.6	9.8	2.0	20.5	19.3	18.0	23.6	25.4	5.4	4.8	1.3	1.4	14.7	13.4
AOS.US	AO 史密斯	USD	79.04	11.8	1.03	70.3	20.0	6.2	6.3	10.7	1.9	21.0	19.7	18.6	31.4	30.4	6.5	5.6	1.5	1.6	13.9	13.0
JCI.US	江森自控	USD	57.18	38.9	1.02	277.8	4.8	14.4	13.0	10.6	1.3	15.6	13.6	12.1	14.1	15.4	2.2	2.0	2.6	2.8	11.0	10.1
005930.KS	SAMSUNG	KRW	76500	346.5	0.95	740.7	(79.4)	183.5	35.9	(7.4)	N/M	46.1	16.3	12.0	3.2	8.5	1.5	1.3	1.8	1.9	8.1	4.7
GE US	通用电气	USD	126.29	137.5	1.05	516.9	1.6	73.5	29.5	31.7	0.9	47.5	27.4	21.1	10.0	16.6	4.7	4.3	0.3	0.4	17.5	12.9

*资料来源: 各公司资料、彭博一致预测、交银国际 *截至 2024 年 1 月 8 日*
**注: 3M ADTV 代表 3 个月日均成交量*

财务预测

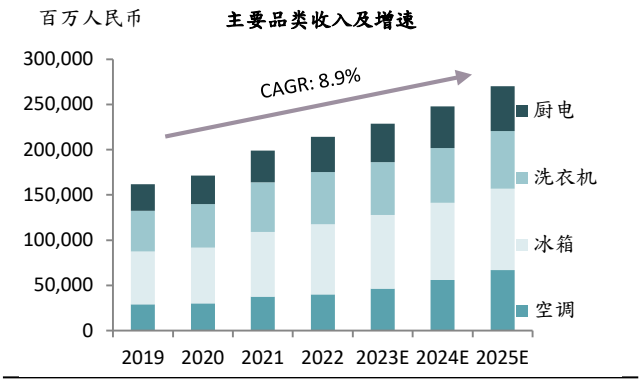
预期收入呈中高个位数增长。从收入端来看，海尔的强势品类——冰洗业务已达到几近饱和状态，因此需求的波动受外界因素影响较小，我们预计未来将维持中个位数的增长，并主要由产品升级和结构升级带动。而海尔近几年逐渐发力的空调业务，将受到保有量的持续提升以及潜在极端天气的影响，导致其增长速度将快于冰箱、洗衣机和厨电等业务。除此之外，高端品牌卡萨帝的持续增长也将进一步巩固公司的收入扩张。

图表 186: 海尔收入和净利润增长



资料来源：公司资料，交银国际预测

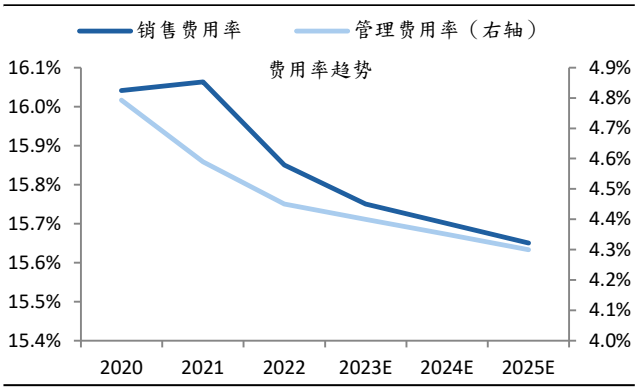
图表 187: 海尔按品类划分的收入明细



资料来源：公司资料，交银国际预测

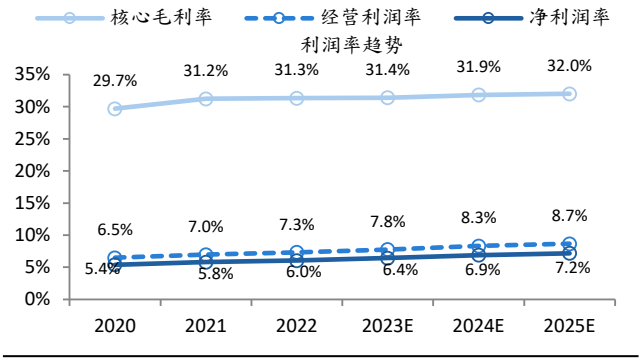
预期利润率呈上升趋势。毛利率方面，我们预期未来毛利率将保持相对稳定的趋势。来自强势的冰洗业务的结构升级，将成为带动利润增长的主要因素。此外，空调供应链水平的提升以及高端品牌收入的扩张，也将进一步提升提升整体的盈利能力。同时，公司通过数字化变革，不断优化费用率水平。2023 年前 3 季度的销售费用率和管理费用率分别为 14.7%/4.1%，同比优化了 0.26/0.1 个百分点，我们预计未来将进一步改善。

图表 188: 销售费用率和管理费用率逐年下降



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 189: 空调业务盈利能力的提高、高端品牌的发展和数字化变革带动整体利润率水平的提高



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 190: 海尔智家: 财务预测假设

主营业务构成	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
空调	29,999	37,531	40,059	46,469	55,763	66,915
冰箱	61,538	71,570	77,638	81,520	85,596	89,875
洗衣机	48,452	54,759	57,722	58,299	60,631	63,663
厨电	31,361	35,244	38,741	42,615	46,024	49,706
主营业务收入贡献 (%)						
空调	14%	16%	16%	18%	20%	22%
冰箱	29%	31%	32%	31%	30%	29%
洗衣机	23%	24%	24%	22%	21%	21%
厨电	15%	15%	16%	16%	16%	16%
主营业务同比增长 (%)						
空调	3%	25%	7%	16%	20%	20%
冰箱	5%	16%	8%	5%	5%	5%
洗衣机	8%	13%	5%	1%	4%	5%
厨电	6%	12%	10%	10%	8%	8%

资料来源：公司资料，交银国际预测

投资亮点

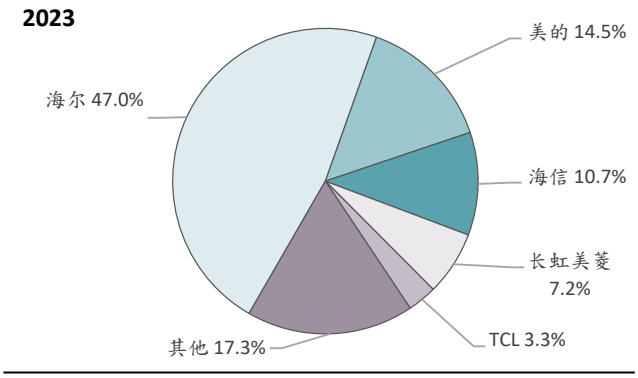
亮点一：占领中国冰洗市场半壁江山，强势地位支撑盈利能力和风控能力的提升

领先的市场竞争优势。中国白电市场（即空调、冰箱、洗衣机）的规模于 2023 年达 5771 亿元人民币，其中冰箱和洗衣机分别贡献 1493 亿元和 1010 亿元，占据白电市场近一半的规模。根据 Euromonitor 的数据，2023 年海尔在冰箱和洗衣机市场分别占据 47.0%和 50.8%的市场份额，均排名第一。

在过去 10 年中，中国的冰洗市场的集中程度逐渐提升，竞争格局稳定。冰箱 CR3 和 CR5 分别从 2013 年的 56.9%/59.0%提升至 2023 年的 72.2%/82.7%。同期内，海尔的市场份额从 2013 年的 39.1%提升到 47.0%，实现每年接近 1 个百分点的市场份额提升。洗衣机市场的集中程度更高，CR3 在 2013 年仅为 63.2%，而 2023 年已经达到 85.1%，CR5 更是超过 90%。在这 10 年中，海尔的中国冰箱市场份额也实现了超过 7 个百分点的增长，与第二名的份额差距逐渐拉大。

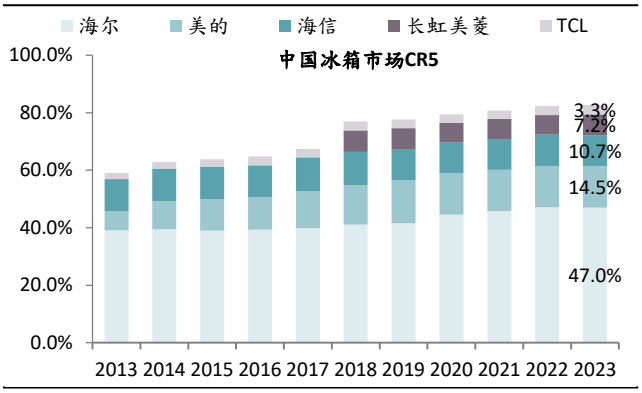
中国冰洗市场集中程度越来越高，海尔市场份额的扩张是主要推动力。如 2013 年至 2023 年冰箱市场的 CR3 共 15.3 个百分点的提升，其中来自，海尔的份额扩张为 8 个百分点，贡献了市场集中度提升超一半。

图表 191: 2023 年中国冰箱市场各公司市场份额



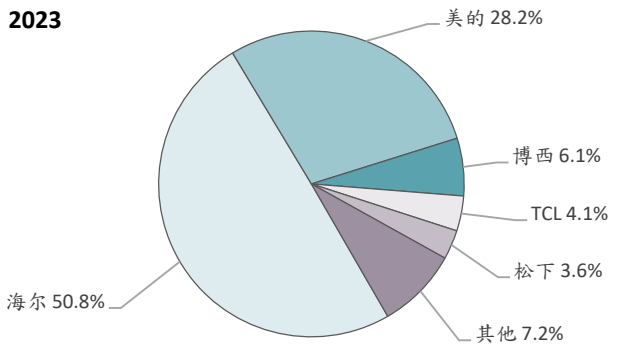
资料来源：Euromonitor，交银国际

图表 192: 近十年中国冰箱市场竞争格局变化



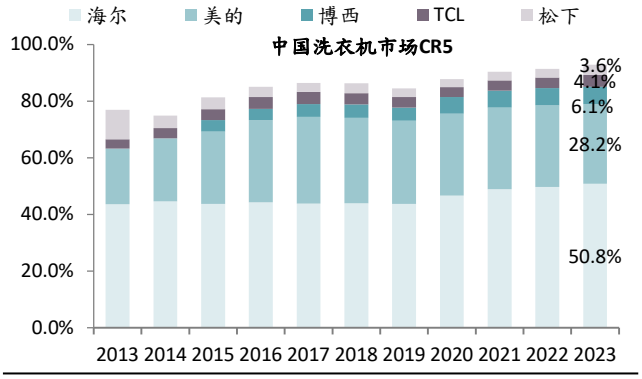
资料来源：Euromonitor，交银国际

图表 193: 2023 年中国洗衣机市场各公司市场份额



资料来源：Euromonitor，交银国际

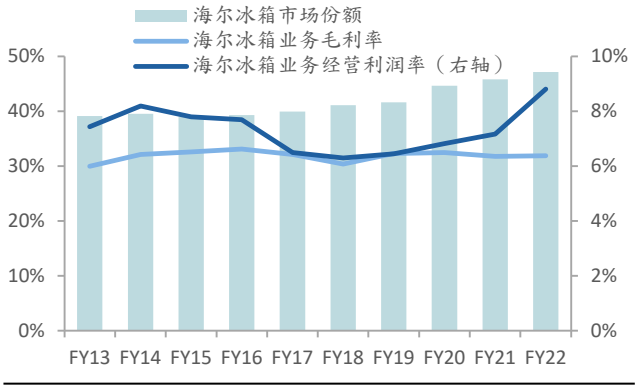
图表 194: 近十年中国洗衣机市场竞争格局变化



资料来源：Euromonitor，交银国际

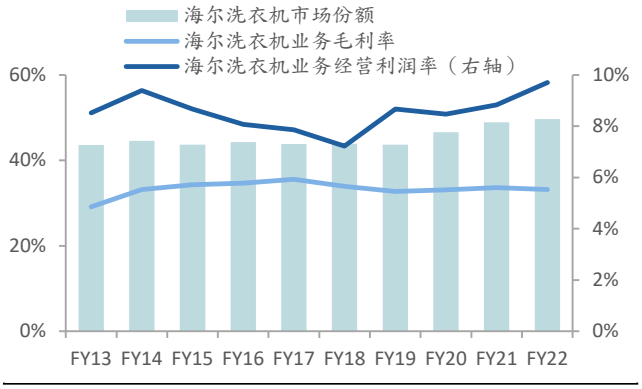
海尔强大的品牌力、产品力和议价能力，带来了市场份额与盈利能力双增长。海尔在市场份额逐渐扩张的过程中，盈利能力也逐渐提升。2013 年，海尔的冰箱业务和洗衣机业务的经营利润率分别是 7.4%和 8.5%，对应当年 39.1%和 43.6%的中国市场份额。至 2022 年时，海尔在两大市场中均获得了高个位数的份额增长，经营利润率分别升至 8.8%和 9.7%。

图表 195: 海尔冰箱业务的中国市场份额与毛利率表现



资料来源：Euromonitor，公司资料，交银国际

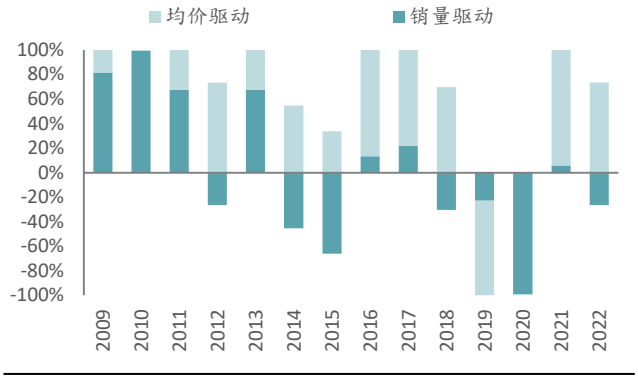
图表 196: 海尔洗衣机业务的中国市场份额与毛利率表现



资料来源：Euromonitor，公司资料，交银国际

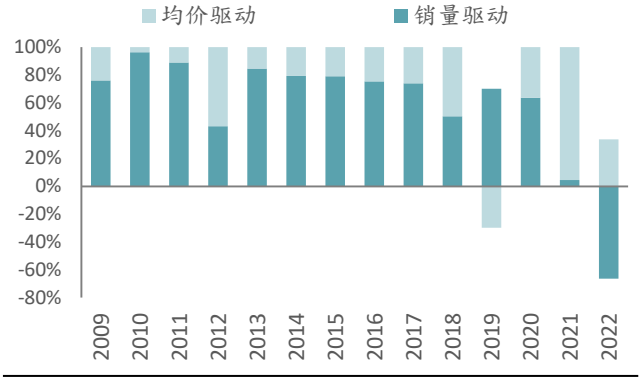
在一个竞争激烈的市场中，参与者以盈利能力而换取市场份额的策略并不罕见，然而，海尔实现了市场份额和盈利能力的同步扩张。究其原因，一方面，海尔通过几十年的沉淀，已在中国的冰洗市场具备较强的品牌力和产品力；另一方面，盈利能力的提升，代表海尔并未采取以利润换份额的策略，证明其在市场上较强的议价能力。

图表 197: 冰箱市场业绩归因分析



资料来源：Euromonitor，交银国际

图表 198: 洗衣机市场业绩归因分析



资料来源：Euromonitor，交银国际

如我们之前测算，新增需求占比不到 20%的冰洗市场已迈进存量市场，绝大多数的需求来自于产品的更新迭代。随之而来的产品均价的提升，也逐渐成为存量市场继续扩张的主要驱动力。普遍来说，消费者对耐用消费品的品牌意识较强，品牌粘性也较大。海尔的议价能力和品牌粘性，助其在市场竞争中形成了稳固的竞争壁垒。一方面，强竞争优势保证了海尔在中国冰洗市场坚固的市场地位，使公司在提升均价的同时，依然维持领先市场份额；另一方面，稳步提升的均价也会带来盈利能力的逐步提高。

亮点二：持续打造高端市场品牌力进一步增强未来业绩预期

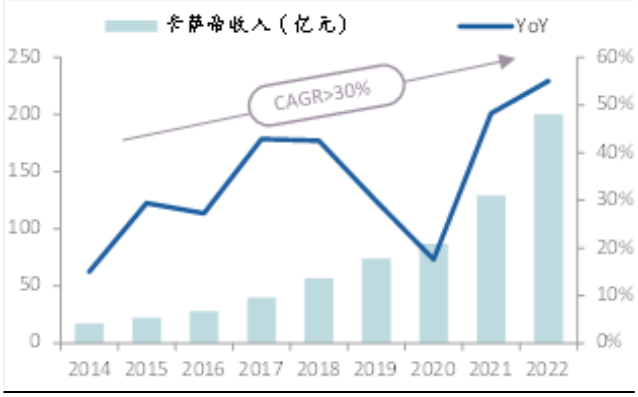
高端品牌“卡萨帝”于 2006 年成立，在高端家电领域持续深耕，经过十几年的发展已经在消费者心中树立良好的品牌形象和较高的品牌溢价，而这些因素也是高端市场的核心竞争力。2014 年至 2022 年，卡萨帝的收入规模从不到二十亿提升至 200 亿元以上，复合增速超 30%，目前在中国线下大家电市场中拥有约 13%的份额，2022 年出货达 140 亿元人民币。

图表 199: 卡萨帝产品展示

资料来源：公司资料，交银国际

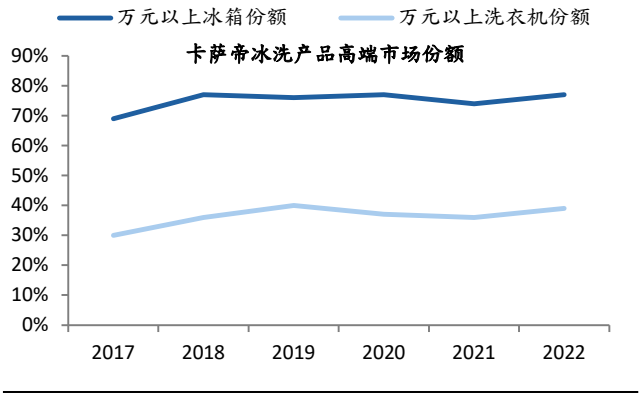
高端系列产品的销售依靠线下实体体验和感官，因此卡萨帝的销售也主要依靠线下渠道。2015 年，卡萨帝新开门店约 1400 家，覆盖全国一、二线城市。2016 年累计拥有专柜和专营店约 3000 家，实现了对中国 60%以上县级城市的覆盖。至 2022 年，卡萨帝已在全国范围内建立近两万家线下门店，覆盖全国 22 个省份、5 个自治区。卡萨帝品牌强调场景化和生态化的应用，从而改善单一的销售模式逐渐往套系化发展。卡萨帝套系化产品收入占比分别在 2022 年和 2023 年上半年提升 2.4/6.0 个百分点。

图表 200: 近年来卡萨帝收入复合增速超 30%



资料来源：Euromonitor，交银国际

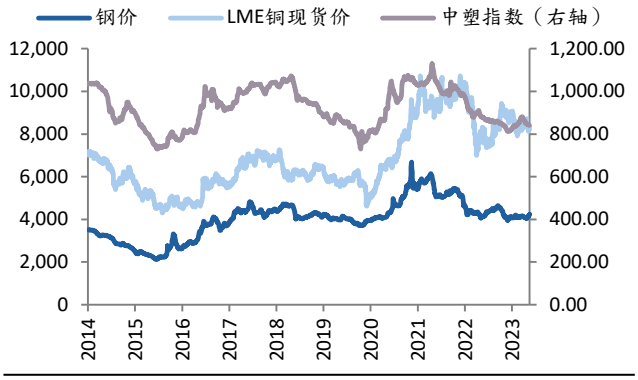
图表 201: 卡萨帝在中国冰洗高端冰洗市场份额，在公司优势领域仍维持强势地位



资料来源：Euromonitor，交银国际

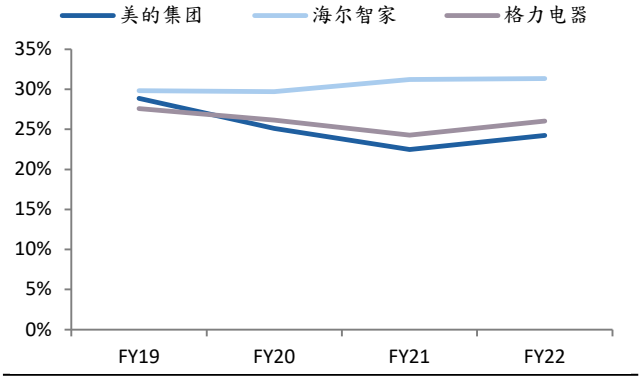
高端业务发展策略不仅带给企业收入端的增长，更是增强了公司利润率的防御能力。2021 年各原材料价格大幅上涨，钢和塑料的价格呈现了超 20%的涨幅，而铜的价格则呈现了翻倍的增长，导致家电企业毛利率受损。格力和美的的毛利率下滑约 2 个百分点，而海尔凭借其在冰洗市场强势的市场地位，叠加高端产品系列的先发优势，在成本上升的时期反而实现了超 1 个百分点的毛利率提升，从而增强整体盈利能力。

图表 202: 家电生产主要原材料价格在 2021 年呈现大幅上升



资料来源：Wind，交银国际

图表 203: 高端系列的发展使海尔毛利率更具防御能力



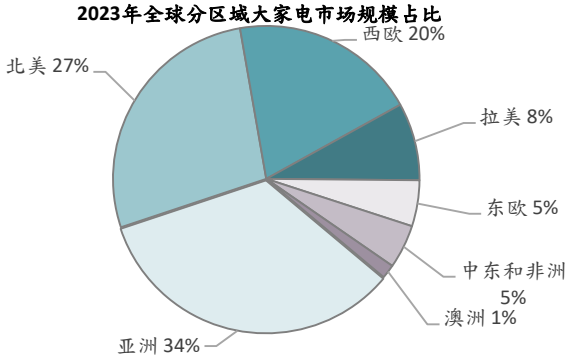
资料来源：公司资料，交银国际

展望未来，卡萨帝品牌将继续在多方面进行的深耕和改善。在营销方式上，公司将从原本传统的批发模式逐渐转为各门店和经销商零售能力的提升，鼓励经销商降低存货、提高周转率。在市场扩张上，卡萨帝品牌也正进行出海的布局。品牌出海是一个长期的战略规划和方向，对于新的产品设计和品牌，仍需较长的时间沉淀以获得消费者的接纳。目前，卡萨帝的产品设计已经通过海尔品牌进入欧洲市场，如今年以来受欧洲消费者欢迎的海尔酒柜，体现了卡萨帝的产品设计能力。

亮点三：海外市场完善的布局进一步增强海外业务盈利能力，提升全球品牌力

海尔较早进行海外市场的布局，发展至今，已在主要区域市场中占据领先地位。除亚太市场外，海尔在北美的大家电市场实现了市场份额的稳健提升，十年内从低个位数的市场份额增长至 24.8%。而在北美市场深耕多年的惠而浦，尽管其市占率在过去一直保持在领先地位，近两年也被海尔反超，海尔自 2022 年开始成为北美地区大家电市占率最高的公司。西欧和东欧市场分别占据全球市场的 20%和 8%，而海尔也实现了迅速的市场份额扩张，目前排名第五位和第二位。

图表 204: 2023 年全球大家电市场规模占比：亚洲和北美为最大市场



资料来源：Euromonitor，交银国际

中国家电企业出海早已成为一个趋势，然而，与其他竞争对手更多的依靠代工业务拓展海外市场相比，**海尔通过多年深耕海外市场，早已将多品牌策略运营成熟**，在每一个市场同时运营 2-3 个品牌，覆盖了入门品牌、大众品牌和高端品牌，不以单一品牌服务当地的消费者。同时，海尔在海外当地实行本地化的布局，在当地开设工厂、招募当地工人、建立当地的消费者洞察和营销团队。

在生产方面，海尔目前实现了 8 成以上的产品当地生产、当地销售，在海尔最具优势的北美市场，本地化程度更是达到 9 成以上。

在市场拓展方面，海尔通过更好、更及时、更迅速满足当地消费者对产品的需求，在绝大多数市场实现了份额的持续扩张。同时，本地化的布局也规避了海运、关税等不确定性。目前，海尔约 80%的海外收入来自于发达国家和地区。

图表 205: 全球各区域大家电市场份额

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
北美										
海尔	2.8%	2.8%	18.2%	17.7%	18.9%	21.3%	22.8%	23.9%	24.5%	24.8%
惠而浦	26.5%	25.9%	26.3%	26.5%	26.2%	27.0%	25.5%	24.6%	23.8%	24.6%
LG	6.6%	7.0%	7.3%	7.6%	7.5%	8.0%	8.1%	8.6%	8.6%	8.3%
三星	6.1%	6.5%	6.9%	7.1%	6.9%	7.1%	7.4%	7.8%	7.8%	7.6%
伊莱克斯	8.8%	8.6%	8.5%	7.9%	7.6%	7.3%	7.1%	7.0%	7.2%	7.3%
东欧										
Arçelik	5.2%	5.7%	6.7%	7.3%	7.9%	7.9%	9.0%	9.7%	9.8%	15.2%
海尔	1.4%	1.9%	2.0%	2.4%	3.5%	6.8%	7.0%	7.8%	9.8%	10.7%
惠而浦	15.2%	15.2%	15.4%	14.2%	13.3%	14.5%	14.5%	14.5%	14.4%	8.5%
三星	8.2%	7.2%	6.5%	6.2%	6.0%	6.7%	6.5%	6.4%	6.5%	6.6%
伊莱克斯	6.7%	9.5%	9.1%	8.3%	7.7%	7.3%	6.7%	6.3%	6.5%	6.4%
博世	-	8.4%	8.3%	7.8%	7.1%	6.2%	5.9%	5.8%	6.0%	6.1%
海信	0.2%	0.1%	0.4%	0.4%	5.5%	5.5%	5.2%	5.1%	5.3%	5.3%
西欧										
博世	-	20.3%	20.5%	20.6%	20.9%	20.7%	20.7%	20.6%	21.0%	21.3%
Arçelik	9.7%	10.0%	10.3%	11.1%	10.6%	10.7%	11.0%	11.2%	11.8%	12.0%
惠而浦	15.5%	15.2%	14.7%	13.7%	13.1%	12.2%	11.7%	11.4%	11.2%	11.2%
伊莱克斯	9.2%	9.2%	9.2%	9.1%	8.9%	9.1%	8.9%	8.9%	8.5%	8.3%
海尔	2.0%	2.0%	1.9%	1.7%	1.8%	7.4%	7.5%	7.8%	7.6%	7.6%
三星	3.7%	3.9%	3.9%	4.1%	4.2%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%
澳洲										
海尔	12.3%	12.5%	13.6%	14.1%	14.2%	14.0%	14.8%	15.4%	15.4%	16.0%
伊莱克斯	20.7%	20.5%	18.8%	18.3%	17.6%	17.2%	17.0%	16.1%	14.7%	14.6%
LG	9.2%	9.6%	9.4%	10.2%	10.4%	10.5%	10.9%	11.2%	11.3%	11.6%
三星	10.1%	10.1%	9.5%	9.1%	8.8%	8.3%	8.4%	8.5%	8.7%	8.9%
博世	-	4.8%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%	5.1%
松下	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%	4.5%
惠而浦	5.5%	5.2%	4.8%	4.6%	4.5%	4.2%	3.9%	3.7%	4.6%	4.5%
拉美										
惠而浦	21.8%	20.7%	20.6%	21.3%	21.8%	22.4%	20.2%	21.1%	20.9%	21.0%
伊莱克斯	19.1%	18.9%	18.1%	18.1%	18.6%	18.3%	15.7%	16.2%	15.6%	15.7%
Mabe	9.8%	7.6%	6.4%	6.6%	7.3%	7.5%	7.8%	7.9%	10.3%	10.5%
三星	2.7%	3.2%	3.5%	3.7%	3.7%	4.1%	4.0%	4.3%	4.6%	4.7%
LG	4.5%	4.2%	4.0%	4.0%	4.6%	4.8%	4.5%	4.6%	4.6%	4.7%
Winia	-	-	-	-	-	2.7%	2.6%	2.5%	2.6%	2.7%
海尔	0.4%	0.5%	3.2%	2.8%	2.7%	2.1%	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%
美的	1.0%	1.0%	0.9%	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	2.1%	1.9%	1.9%
中东及非洲										
Arçelik	9.1%	9.2%	10.3%	10.7%	10.9%	11.1%	10.8%	11.4%	11.8%	12.1%
LG	16.0%	15.3%	13.4%	12.7%	12.3%	11.9%	11.0%	11.0%	10.5%	10.4%
三星	11.0%	10.8%	8.0%	8.6%	8.4%	8.3%	7.6%	7.4%	7.1%	7.0%
惠而浦	6.0%	6.1%	6.8%	7.0%	7.0%	6.7%	6.2%	5.8%	5.7%	5.7%
美的	0.8%	0.9%	5.9%	6.0%	6.0%	5.9%	6.1%	6.1%	5.8%	5.0%
博世	-	4.0%	4.6%	4.6%	4.6%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.7%
海信	1.5%	2.1%	2.6%	2.6%	3.1%	4.3%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%
海尔	5.3%	5.6%	5.5%	5.6%	5.7%	6.0%	5.3%	4.8%	4.4%	4.2%
伊莱克斯	3.7%	3.4%	3.7%	3.6%	4.2%	4.0%	3.8%	3.9%	3.4%	3.6%

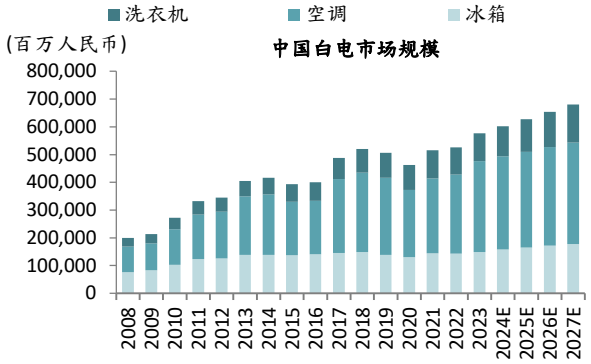
资料来源：Euromonitor，交银国际

目前，海尔的海外业务逐渐进入收获期。在优势最大的北美市场，海尔正逐渐的将领先的优势转化为面对经销商更强的议价能力，从而提升整个北美业务的盈利能力。同时，在市场份额上持续拉开与其他竞争对手的优势。在欧洲市场上，海尔 2023 年以来实现了双位数的收入增速，符合公司预期，未来公司将逐渐推进欧洲市场的盈利能力和效率提升。因此，公司在 2023 年下半年推行了新战略，通过上新一系列的高端产品，将欧洲市场的产品均价从原先低于市场均价 30%的水平提升至略低 10%，从而直接改善欧洲市场的毛利率和整体的盈利能力。

投资忧虑：冰洗市场增量空间有限，但空调市场竞争格局短期难见变化，海尔的竞争力有待观察

中国的空调市场于 2023 年达到 3267 亿元人民币，占白电市场约 57%的规模，是白电市场中最大的品类。与冰洗市场不同，空调的市场空间仍受到量和价的双向驱动，尚未进入一个成熟的存量市场阶段，保有量及市场规模具备较大的上升空间。

图表 206: 中国白电市场中，空调占据主要地位

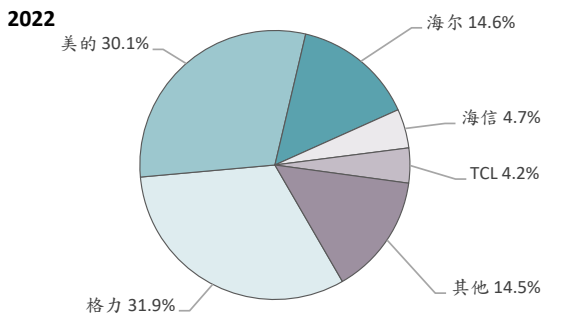


资料来源：Euromonitor 预测，交银国际

空调市场竞争格局多年保持稳定…家电领域各个参与者的聚焦的方向各有不同。相比于美的和格力在空调领域较早的布局，海尔在过去更多聚焦于冰洗市场地位的巩固、海外市场的扩张以及高端品牌的打造，因此在空调市场的发展落后于竞争对手。2022 年，相比于美的和格力超 30%的中国空调市场市占率，海尔的市占率不及两位竞争对手的一半。过去十年间，海尔在我国空调市场一直维持在行业第三。

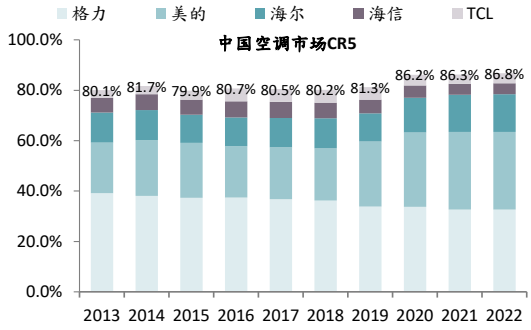
…海尔于空调市场竞争力有待观察。尽管海尔提出了空调市场“三分天下”的战略目标，并计划通过渠道布局、套系化销售等方式逐步推进。但考虑到消费者对耐用消费品的品牌粘性，以及品牌本身带来的竞争壁垒，我们认为，短期内市场竞争格局不会发生显著变化。空调仍处上升通道中，海尔空调能否跑赢市场本身的发展速度，仍需一定时间去检验。

图表 207: 2022 年中国空调市场各公司市场份额



资料来源：Euromonitor，交银国际

图表 208: 近十年中国空调市场竞争格局变化



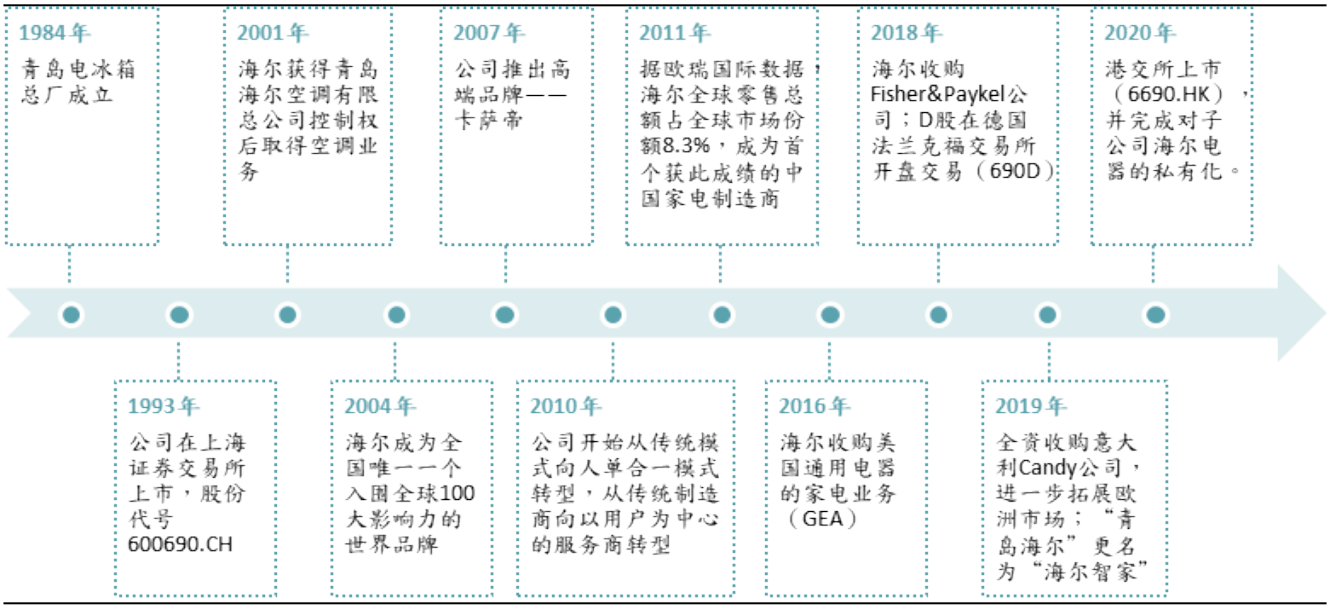
资料来源：Euromonitor，交银国际

公司介绍

公司历史

中国冰洗市场的家电龙头企业。海尔智家（原名为青岛海尔）主要从事冰箱/冷柜、洗衣机、空调、热水器等家电产品，以及智慧家庭场景解决方案的研发、生产和销售。公司成立于 1980 年代，并于 1993 年、2018 年、2020 年分别在上海证券交易所（600690.CH）、法兰克福交易所（690D）和香港证券交易所（06690.HK）上市。

图表 209: 海尔智家的发展历程

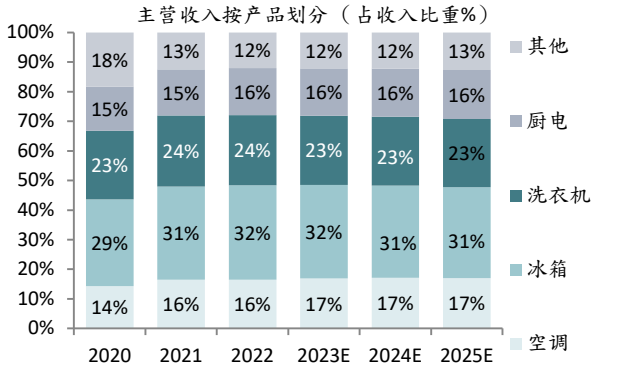


资料来源：公司资料，交银国际

主要产品、品牌及市场

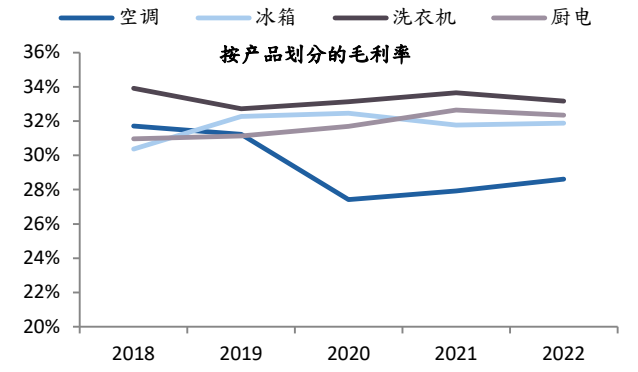
冰洗为核心业务，产品结构不断丰富。海尔智家拥有冰箱、洗衣机、空调、厨电等业务，其中冰洗业务占海尔智家收入的 55%以上。冰箱业务是海尔最大的业务板块，2022 年实现约 776 亿元，占比 32%；洗衣机业务的收入规模大 577 亿元，贡献约 24%。随着公司逐步多品类发展，空调、厨电等业务收入贡献逐渐增加，二者于 2022 年分别实现 400 亿元和 387 亿元，均贡献了约 16%的收入。从毛利率的角度来看，海尔的强势业务冰箱和洗衣机的毛利率较高，即使在原材料价格上升较大的时期也保持稳定。厨电业务因“卡萨帝”高端品牌的拉动，毛利率有所上升。空调毛利率较弱，我们预计供应链能力的提升将逐步提高海尔空调业务的盈利能力。

图表 210: 收入贡献：按业务板块



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 211: 各业务毛利率表现



资料来源：公司资料，交银国际

多品牌战略布局全球市场。公司在全球范围内通过海尔（Haier）、卡萨帝（Casarte）、统帅（Leader）、通用电气（GE Appliance）、斐雪派克（Fisher & Paykel、Candy 和 AQUA 七大品牌覆盖不同市场和不同客群的消费者。在中国内地市场上，公司分别通过卡萨帝、海尔、统帅分别覆盖高端消费者、大众消费者以及追求简单时尚的年轻消费者。在海外市场上，海尔也采取因地制宜的策略，通过 GE、Fisher & Paykel、AQUA 和 Candy 品牌触及欧美澳市场及除中国内地外的亚洲市场。

图表 212: 海尔智家旗下品牌

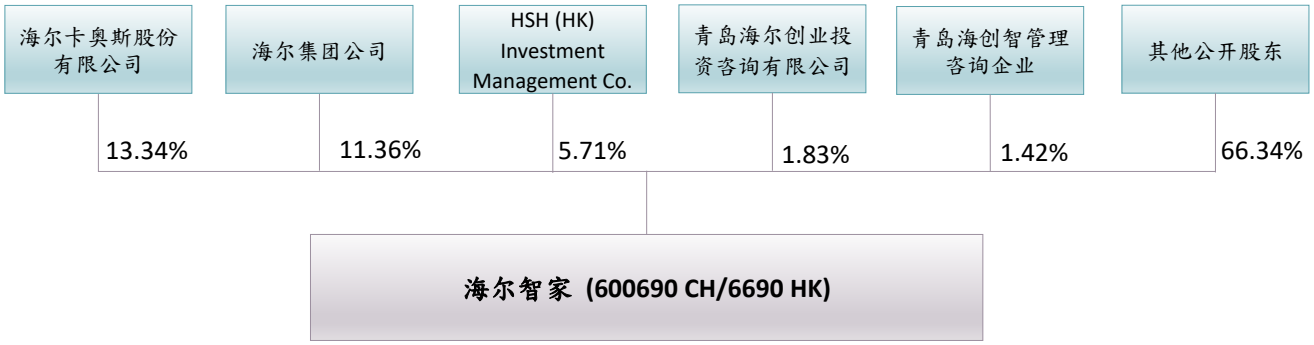
资料来源：公司资料，交银国际

图表 213: 海尔智家通过多品牌覆盖不同市场的不同客群

资料来源：公司资料，交银国际

股东与管理层

图表 214: 海尔智家：股权结构



资料来源：彭博，交银国际

图表 215: 海尔智家：管理层介绍

姓名	职位	工作经历
李华刚	董事长 总裁	李先生获华中理工大学经济学学士学位，及中欧国际工商学院高级管理人员工商管理(EMBA)硕士学位。李华刚先生 1991 年加入海尔，历任销售事业部长、中国区总经理、行政总裁等职位。李先生在企业管理、市场营销、品牌运营、全球化业务运作等领域拥有丰富的经验。
邵新智	副董事长	邵女士获对外经济贸易大学的高级管理人员工商管理硕士学位。邵女士历任海尔空调本部总会计师、财务管理部战略中心总经理、副总裁、首席财务官等职务。
宫伟	董事 财务总监 副总裁	宫先生获对外经济贸易大学的高级管理人员工商管理硕士学位，拥有 CIMA 皇家特许管理会计师会员资质。宫伟先生曾任高级财务经理、高级财务分析师、海尔洗衣机本部财务总监、海尔空调本部财务总监，具有丰富的财务管理经验。宫伟先生荣获《新理财杂志》评选的 2011 年中国 CFO 十大年度人物。
俞汉度	董事	俞先生持有香港中文大学社会科学学士学位,是英格兰及韦尔斯特许会计师公会资深会员及香港会计师公会会员，有逾 40 年经验的会计师，曾担任香港容永道会计师事务所(现称普华永道会计师事务)合伙人。
李锦芬	董事	李女士获香港大学的文学学士荣誉学位及工商管理硕士学位，现为于瑞士证券交易所上市的雀巢有限公司担任独立非执行董事，在此之前，李锦芬女士为安利执行副总裁及执行主席。
钱大群	独立董事	钱先生曾任 IBM 东盟/南亚执行总裁、IBM 公司大中华区董事长及首席执行总裁，现担任新奥集团董事、中国人民大学商学院管理实践教授/EE 中心学术主任。
王克勤	独立董事	王先生获香港大学社会科学学士，在德勤中国拥有超过 36 年审计、鉴证和管理经验。现任裕元工业（集团）有限公司、龙记（百慕达）集团有限公司、广州汽车集团股份有限公司、杭州顺丰同城实业股份有限公司的独立非执行董事。
李世鹏	独立董事	李先生拥有中国科学技术大学学士和硕士学位，美国里海（Lehigh）大学博士学位，曾任微软亚洲研究院首席研究员、副院长，科大讯飞集团副总裁，深圳市人工智能与机器人研究院首席科学家，被 Guide2Research 列为世界顶尖 1000 名计算机科学家之一，2020 年在中国大陆排名前 20 位。
吴琪	独立董事	曾任埃森哲全球副总裁、罗兰贝格大中华区总裁等职务，过往经验涉及运输/物流、高科技制造等多个行业，在发展战略、销售及品牌战略、数字化转型与智能制造等众多领域拥有丰富经验。
刘大林	监事会主席	刘先生获中国人民大学工商管理硕士学位，为高级工程师、高级政工师，曾任研发工程师、团委副书记、党委委员、组织部部长，2021 年 6 月起担任海尔智家股份有限公司监事会主席。
解居志	副总裁	解先生拥有全流程产品管理、全产品成套服务、全产品市场营销的经验，2019 年获委任海尔电器行政总裁及执行董事，2021 年主管智慧生活家电产业。
李攀	副总裁	李先生获武汉大学经济学和国际企业管理学双学位，中欧国际工商学院硕士学位，历任海外品牌营销中心经理、海外战略中心经理等职务。
赵弁锋	副总裁	赵先生获天津轻工业学院机械电子工程专业学士学位，和中国人民大学高级管理人员工商管理硕士学位，历任制冷产业中国区总经理等职务。
李洋	副总裁	李先生获青岛科技大学精细化工专业学士学位，历任质量部长、制造部长、衣联网平台总经理等职务。
宋玉军	副总裁	宋先生获得山东理工大学设备工程与管理专业学士学位，清华大学高级管理人员工商管理硕士学位。历任海尔海外南亚东南亚大区总监等职务。
管江勇	副总裁	管先生获东北电力大学管理信息系统专业学士学位，历任生产制造、产品营销、区域总经理、热水器产业总经理等相关工作。
吴勇	副总裁	吴先生在清华经济管理学院和欧洲工商管理学院获得高级工商管理 EMBA 双学位，历任冰箱生产制造、海外营销、制冷产业中国区总经理等相关工作。
黄晓武	副总裁	黄先生毕业于重庆大学和香港大学，在产业基金和资本市场运作及经营等方面拥有多年经验，曾在中国工商银行、国信证券、英高投资银行集团等机构工作。
刘晓梅	董事会秘书	刘女士毕业于中央民族大学和外交学院，负责企业管治、资本市场、并购及企业融资的法律及合规事宜。加入公司前，刘女士于北京市竞天公诚律师事务所工作。

资料来源：公司资料，交银国际

图表 216:海尔智家 (6690 HK)目标价及评级

资料来源: FactSet, 交银国际预测

财务数据

损益表(百万元人民币)

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	227,556	243,514	260,966	283,216	309,807
主营业务成本	(156,483)	(167,223)	(179,023)	(193,012)	(210,669)
毛利	**71,073**	**76,290**	**81,943**	**90,204**	**99,138**
销售及管理费用	(46,998)	(49,435)	(52,585)	(56,785)	(61,806)
研发费用	(8,357)	(9,499)	(10,180)	(11,048)	(11,773)
经营利润	**15,718**	**17,356**	**19,179**	**22,372**	**25,559**
财务成本净额	(686)	246	263	286	312
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	884	188	766	832	910
税前利润	**15,916**	**17,790**	**20,208**	**23,489**	**26,781**
税费	(2,699)	(3,058)	(3,435)	(3,993)	(4,553)
非控股权益	(150)	(21)	(24)	(28)	(32)
净利润	**13,067**	**14,711**	**16,749**	**19,468**	**22,196**
作每股收益计算的净利润	13,067	14,711	16,749	19,468	22,196

资产负债简表(百万元人民币)

截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	45,857	54,139	53,369	54,633	62,000
应收账款及票据	27,986	25,494	32,499	30,438	38,408
存货	39,863	41,543	41,838	48,058	50,062
其他流动资产	9,902	9,207	9,129	10,267	10,143
总流动资产	**123,608**	**130,383**	**136,835**	**143,396**	**160,613**
投资物业	25	26	26	26	26
物业、厂房及设备	22,307	27,158	29,164	30,919	32,424
其他有形资产	4,183	4,095	4,595	5,095	5,595
无形资产	9,550	10,506	10,506	10,506	10,506
合资企业/联营公司投资	4,849	5,852	6,852	7,852	8,852
其他长期资产	52,938	57,823	57,923	58,023	58,123
总长期资产	**93,852**	**105,460**	**109,065**	**112,420**	**115,525**
总资产	**217,459**	**235,842**	**245,900**	**255,816**	**276,138**
短期贷款	11,226	9,643	9,143	8,643	8,143
应付账款	67,368	66,975	72,265	77,855	85,999
其他短期负债	46,203	42,014	46,101	47,442	52,946
总流动负债	**124,797**	**118,632**	**127,510**	**133,940**	**147,088**
长期贷款	3,039	13,591	13,103	13,060	13,370
长期应付账款	100	44	44	44	44
其他长期负债	8,441	8,861	9,053	9,053	9,053
总长期负债	**11,580**	**22,496**	**22,201**	**22,158**	**22,467**
总负债	**136,377**	**141,129**	**149,711**	**156,098**	**169,555**
股本	9,399	9,447	9,447	9,447	9,447
储备及其他资本项目	70,412	83,976	85,427	88,929	95,761
股东权益	**79,811**	**93,423**	**94,874**	**98,376**	**105,207**
非控股权益	1,272	1,291	1,315	1,343	1,375
总权益	**81,083**	**94,714**	**96,189**	**99,719**	**106,583**

资料来源: 公司资料，交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	13,217	14,732	16,773	19,496	22,228
折旧及摊销	5,061	6,046	0	0	0
营运资本变动	3,677	(2,590)	(754)	1,975	174
利息调整	1,290	612	(263)	(286)	(312)
其他经营活动现金流	(115)	1,353	(1,075)	(1,319)	(1,443)
经营活动现金流	**23,130**	**20,154**	**14,681**	**19,865**	**20,647**
资本开支	7,372	8,204	6,500	6,500	6,500
投资活动	6,687	12,147	2,610	2,832	3,098
其他投资活动现金流	(22,126)	(29,272)	(14,000)	(14,000)	(14,000)
投资活动现金流	**(8,067)**	**(8,920)**	**(4,890)**	**(4,668)**	**(4,402)**
负债净变动	19,550	14,686	0	0	0
权益净变动	42	987	0	0	0
股息	4,018	5,135	0	0	0
其他融资活动现金流	(39,251)	(24,631)	(8,527)	(7,830)	(8,569)
融资活动现金流	**(15,641)**	**(3,822)**	**(8,527)**	**(7,830)**	**(8,569)**
汇率收益/损失	(105)	760	0	0	0
年初现金	**46,461**	**45,857**	**54,139**	**53,369**	**54,633**
年末现金	**45,857**	**54,139**	**53,369**	**54,633**	**62,000**

财务比率

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.410	1.580	1.776	2.064	2.353
全面摊薄每股收益	1.400	1.570	1.776	2.064	2.353
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	0.461	0.561	0.709	0.824	0.940
每股账面值	8.519	9.890	10.043	10.414	11.137
利润率分析(%)					
毛利率	31.2	31.3	31.4	31.9	32.0
EBITDA利润率	9.1	9.6	7.3	7.9	8.3
EBIT利润率	6.9	7.1	7.3	7.9	8.3
净利率	5.7	6.0	6.4	6.9	7.2
盈利能力(%)					
ROA	6.2	6.5	7.0	7.8	8.3
ROE	17.5	16.7	17.5	19.9	21.5
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转天数	80.8	88.8	85.0	85.0	85.0
应收账款周转天数	45.9	39.5	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	143.7	144.6	140.0	140.0	140.0

交银国际研究

首次覆盖

消费

收盘价	目标价	潜在涨幅
人民币 33.49	人民币 37.63	+12.4%

2024 年 1 月 11 日

格力电器 (000651 CH)

中国空调市场的领先者，期待多元化发展显效；首予中性

- **中国空调的份额王者，有望受益于空调市场未来增长潜力。**在白电市场中，空调为最具吸引力之白电品类。根据我们的测算，至 2030 年，中国空调市场仍有近六成的的增量空间。格力长期专注于提升空调产业，多年的积累奠定了公司的空调在消费者观念中的认知度和忠诚度，从而增强对消费者的议价能力。尽管其零售均价常年高出市场均价至少 10%，仍凭借强产品力和品牌力占据空调市场份额第一的地位。通过布局上游供应链，增强了空调业务供给端的稳定性和成本控制能力，进一步增强公司的盈利能力和竞争优势。

- **优势市场面临竞争压力，多元化发展仍需时间。**从市场构成的角度来看，中国市场贡献了公司绝大部分收入。尽管格力仍保持着空调行业龙头的市场地位，但是受到来自其他一二线品牌的竞争压力，格力的份额领先优势逐渐下降。随着市场的竞争逐渐加剧，未来竞争格局如何演变仍需时间检验。从公司收入构成的角度来看，目前公司重要收入来源仍为空调业务，生活电器等业务规模贡献较低，格力在冰洗业务及小家电业务的技术积累、产品布局、渠道资源及品牌塑造上仍需时间去打磨和检验，“多元”与“聚焦”两大策略需获平衡。

- **首次覆盖给予中性评级，目标价人民币 37.63 元。**我们预计格力的收入/净利润将录得约 7%/12%的 2022-25 年复合年增长率。基于格力在空调市场上的领先地位及不断下降的原材料价格正面作用于利润率的反弹，我们看好格力盈利能力的逐步提升，但考虑到 2024 年空调市场或面临高基数压力，我们对格力目前采取略微谨慎的态度。我们的目标价 37.63 元是基于 7.2 倍的 2024 年市盈率，对应 0.8 倍的 PEG 和 9.8%的 3 年（2022-25 年）每股盈利复合增长率。

财务数据一览

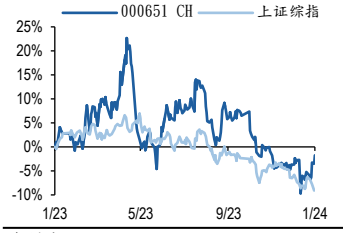
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	189,654	190,151	203,258	216,562	230,621
同比增长(%)	11.2	0.3	6.9	6.5	6.5
净利润(百万人民币)	22,832	23,011	25,169	28,573	32,094
每股盈利(人民币)	4.04	4.43	4.60	5.23	5.87
同比增长(%)	8.9	9.7	3.9	13.5	12.3
市盈率(倍)	8.3	7.6	7.3	6.4	5.7
每股账面净值(人民币)	14.99	14.09	14.01	14.47	15.07
市账率(倍)	2.23	2.38	2.39	2.31	2.22
股息率(%)	8.4	6.0	8.2	9.4	10.5

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	41.81
52周低位(人民币)	30.80
市值(百万人民币)	188,007.84
日均成交量(百万)	43.82
年初至今变化(%)	4.10
200天平均价(人民币)	34.96

资料来源: FactSet

谭星子, FRM
kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

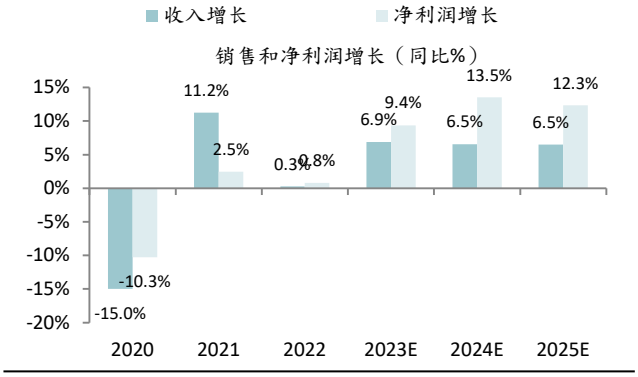
吕浩江, CFA, CESGA
edward.lui@bocomgroup.com
(852) 3766 1809

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

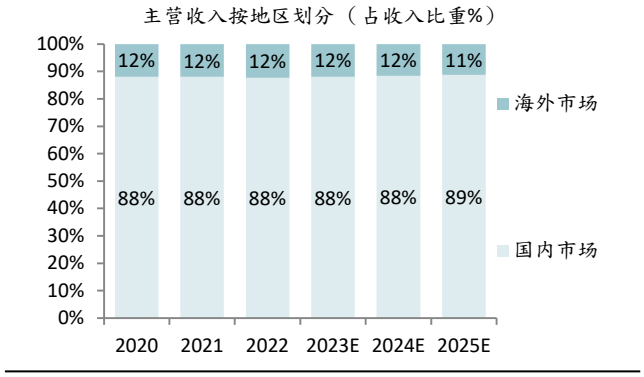
公司一览

图表 217: 格力电器: 收入和净利润增长



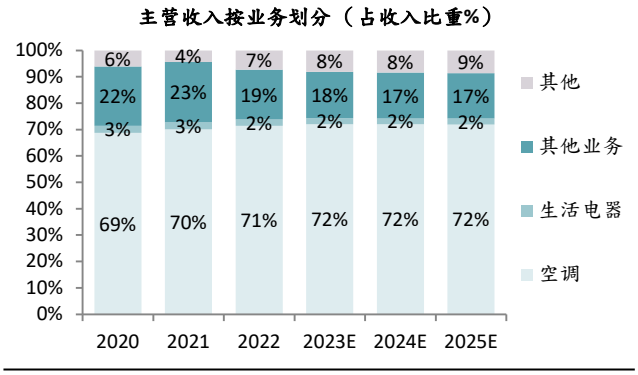
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 218: 格力电器: 按地区划分的收入明细



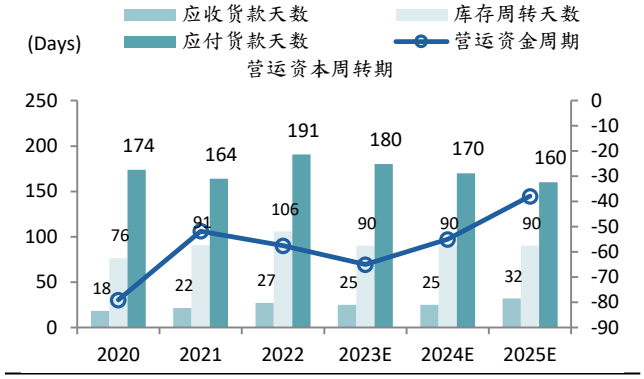
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 219: 格力电器: 按业务划分的收入明细



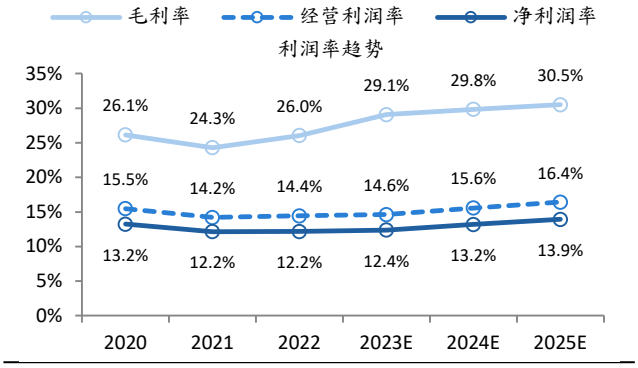
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 220: 格力电器: 营运资本



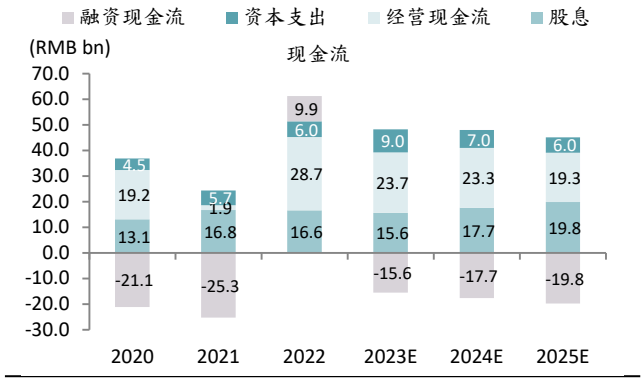
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 221: 格力电器: 整体利润率趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 222: 格力电器: 现金流



资料来源：公司资料，交银国际预测

估值

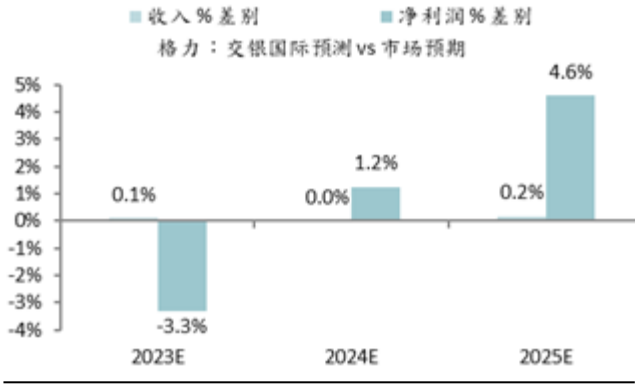
首予中性，目标价为人民币37.6元（上行空间12.4%）

我们首次覆盖格力电器，给予**中性**评级，目标价为人民币 37.6 元，基于 7.2 倍 2024 年市盈率，0.8 倍 PEG 和 9.8%的每股盈利复合年增长率（2022-25 年）。考虑到 2023 年空调市场的高速增长将对明年空调市场的表现形成高基数的压力，以及格力多元化发展仍需时间，我们给予格力 0.8 倍 PEG，这是低于我们重点关注的 94 家中国消费公司的 0.9 倍平均 PEG。

上行风险：1）2024 年空调市场持续保持同比高增；

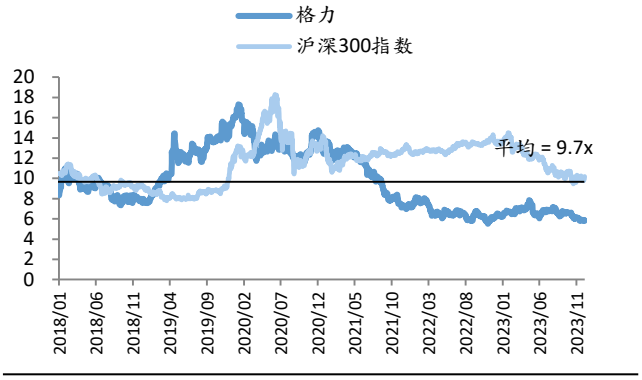
下行风险：1）原材料上涨超预期导致毛利率承压；2）海外业务发展不及预期；3）空调业务发展不及预期

图表 223: 格力电器: 交银国际 vs. 市场预期



资料来源：彭博一致预期，交银国际预测

图表 224: 格力电器: 远期市盈率



资料来源：彭博一致预期，交银国际预测

图表 225：家电行业：同业估值

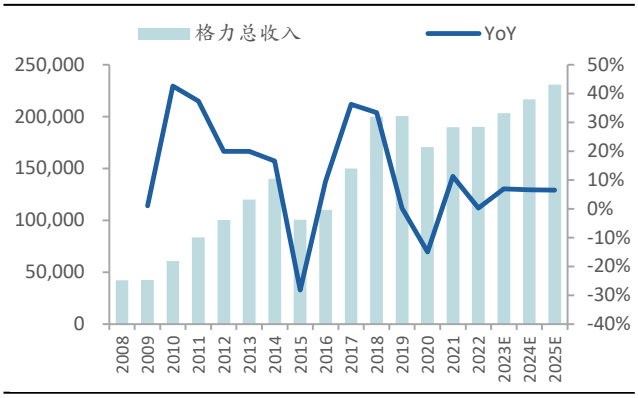
股票代码	公司名称	货币	收盘价 1月8日	市值 十亿美元	Beta	三个月日均交易 百万美元	——EPS 增长—— '23E (%)	'24E (%)	'25E (%)	CAGR '23-25E (%)	PEG (倍)	—— 市盈率 —— '23E (倍)	'24E (倍)	'25E (倍)	——ROE—— '23E (%)	'24E (%)	—市净率— '23E (倍)	'24E (倍)	—股息率— '23E (%)	'24E (%)	EV/EBITDA '23E (倍)	'24E (倍)
白电（A 股）							**40.8**	**12.7**	**11.4**	**20.1**	**0.4**	**10.0**	**8.9**	**8.0**	**25.9**	**23.3**	**2.5**	**2.0**	**4.3**	**4.6**	**5.9**	**4.9**
600690 CH	海尔智家	CNY	21.19	26.9	0.97	64.6	12.5	14.1	13.1	13.2	0.8	11.9	10.4	9.2	16.4	16.4	1.9	1.7	3.1	3.5	6.1	5.0
000333.CH	美的集团	CNY	55	53.9	0.75	145.2	11.2	10.3	9.8	10.4	1.0	11.4	10.3	9.4	21.3	20.9	2.4	2.1	4.7	5.0	9.2	7.7
000651.CH	格力电器	CNY	32.9	25.9	0.60	133.1	9.7	8.1	7.7	8.5	0.7	6.8	6.3	5.8	24.9	22.9	1.6	1.4	7.3	7.4	5.0	4.4
000921.CH	海信家电	CNY	21.3	3.8	0.83	20.0	102.1	16.4	14.4	39.1	0.2	10.0	8.6	7.5	22.0	21.8	2.2	1.8	5.0	5.6	3.3	2.5
002668.CH	奥马电器	CNY	6.61	1.0	0.80	7.7	68.7	14.4	12.0	29.3	0.3	10.0	8.8	7.8	45.1	34.3	4.5	3.0	1.5	1.5		
白电（H 股）							**44.7**	**14.2**	**12.2**	**21.8**	**0.4**	**9.0**	**7.9**	**7.0**	**17.6**	**17.9**	**1.5**	**1.3**	**5.8**	**6.7**	**6.1**	**5.0**
6690.HK	海尔智家	HKD	21.15	26.4	0.90	23.2	12.8	14.0	13.1	13.3	0.7	10.9	9.6	8.5	16.6	17.1	1.7	1.5	3.6	4.1	6.1	5.0
921-HK	海信家电	HKD	17.04	3.7	0.91	4.0	103.7	15.5	12.8	38.4	0.2	7.3	6.3	5.6	22.6	22.0	1.6	1.3	6.0	7.0		
厨电							**57.4**	**14.0**	**11.5**	**22.3**	**0.5**	**13.8**	**12.1**	**10.8**	**17.6**	**18.1**	**2.5**	**2.2**	**3.7**	**4.2**	**9.1**	**6.8**
002508.CH	老板电器	CNY	20.97	2.8	1.03	24.8	18.0	12.1	10.4	13.4	0.7	10.6	9.5	8.6	17.1	16.9	1.8	1.6	3.1	3.7	6.4	5.4
002035.CH	华帝股份	CNY	6.15	0.7	0.73	7.6	244.4	16.5	10.6	64.3	0.1	10.6	9.1	8.2	12.8	13.9	1.4	1.2	4.5	5.5	7.8	1.3
300911.CH	亿田智能	CNY	34.56	0.5	0.89	11.2	9.6	14.5	12.4	12.2	1.2	16.1	14.0	12.5	15.3	15.4	2.4	2.2	1.8	2.1	10.4	8.3
002677.CH	浙江美大	CNY	10.02	0.9	0.81	3.7	8.1	9.6	9.0	8.9	1.4	13.2	12.1	11.1	23.4	24.1	3.1	2.9	5.9	6.4	8.0	7.8
300894.CH	火星人	CNY	15.54	0.9	0.88	7.5	6.8	17.2	14.9	12.9	1.2	18.7	15.9	13.9	19.2	20.0	3.6	3.1	3.0	3.4	13.0	11.2
小家电							**0.5**	**20.0**	**14.7**	**10.1**	**1.1**	**18.1**	**14.9**	**13.0**	**17.3**	**18.2**	**3.1**	**2.7**	**3.0**	**3.4**	**13.3**	**9.8**
002242.CH	九阳股份	CNY	11.94	1.3	0.77	5.2	5.7	16.2	13.4	11.7	1.2	16.1	13.9	12.2	16.7	18.7	2.6	2.5	5.0	5.7	12.5	10.7
603215.CH	比依股份	CNY	17.32	0.5	0.54	10.0	21.0	15.5	18.2	18.2	0.7	14.3	12.4	10.5	20.0	18.9	2.8	2.3	2.8	3.2	10.3	8.9
002705.CH	新宝股份	CNY	13.93	1.6	0.89	10.9	2.3	15.1	12.0	9.6	1.0	11.6	10.1	9.0	12.9	13.4	1.5	1.3	2.9	3.2	4.2	3.3
002032.CH	苏泊尔	CNY	53.61	6.0	0.70	9.7	6.5	11.7	10.9	9.7	1.8	19.6	17.6	15.8	31.3	32.1	6.1	5.5	3.8	4.2	15.5	13.7
002959.CH	小熊电器	CNY	53.7	1.2	0.76	10.5	19.1	17.8	15.8	17.6	0.9	18.2	15.4	13.3	17.2	17.7	3.1	2.7	2.3	2.7	10.3	7.8
688696.CH	极米科技	CNY	100.01	1.0	1.28	7.8	(51.7)	43.5	18.1	(6.5)	N/M	28.9	20.2	17.1	5.9	8.4	2.2	2.0	1.1	1.6	27.2	14.6
清洁电器							**8.1**	**21.3**	**18.6**	**13.6**	**1.0**	**16.8**	**13.7**	**11.5**	**19.4**	**20.2**	**3.0**	**2.6**	**2.7**	**2.8**	**12.5**	**9.9**
688169.CH	石头科技	CNY	262.26	4.8	1.29	43.8	58.5	18.5	17.8	30.3	0.5	18.3	15.4	13.1	16.9	17.0	3.0	2.6	0.8	1.0	14.6	12.0
603486.CH	科沃斯	CNY	37.77	3.0	1.27	31.1	(37.6)	35.7	26.2	2.2	6.6	20.0	14.8	11.7	15.9	18.9	3.0	2.6	1.8	2.2	13.8	9.6
603355.CH	莱克电气	CNY	21.18	1.7	0.80	4.4	3.5	9.8	11.7	8.3	1.3	12.0	10.9	9.8	25.2	24.7	3.0	2.6	5.5	5.1	9.2	8.0
全球可比公司							**(7.4)**	**56.7**	**18.4**	**11.1**	**1.5**	**30.1**	**19.3**	**16.3**	**16.5**	**19.3**	**4.1**	**3.6**	**1.5**	**1.6**	**13.0**	**10.8**
CARR.US	开利全球	USD	55.72	50.0	1.21	237.0	16.2	5.9	7.6	9.8	2.0	20.5	19.3	18.0	23.6	25.4	5.4	4.8	1.3	1.4	14.7	13.4
AOS.US	AO 史密斯	USD	79.04	11.8	1.03	70.3	20.0	6.2	6.3	10.7	1.9	21.0	19.7	18.6	31.4	30.4	6.5	5.6	1.5	1.6	13.9	13.0
JCI.US	江森自控	USD	57.18	38.9	1.02	277.8	4.8	14.4	13.0	10.6	1.3	15.6	13.6	12.1	14.1	15.4	2.2	2.0	2.6	2.8	11.0	10.1
005930.KS	SAMSUNG	KRW	76500	346.5	0.95	740.7	(79.4)	183.5	35.9	(7.4)	N/M	46.1	16.3	12.0	3.2	8.5	1.5	1.3	1.8	1.9	8.1	4.7
GE US	通用电气	USD	126.29	137.5	1.05	516.9	1.6	73.5	29.5	31.7	0.9	47.5	27.4	21.1	10.0	16.6	4.7	4.3	0.3	0.4	17.5	12.9

*资料来源: 各公司资料、彭博一致预测、交银国际 *截至 2024 年 1 月 8 日*
**注: 3M ADTV 代表 3 个月日均成交量*

财务预测

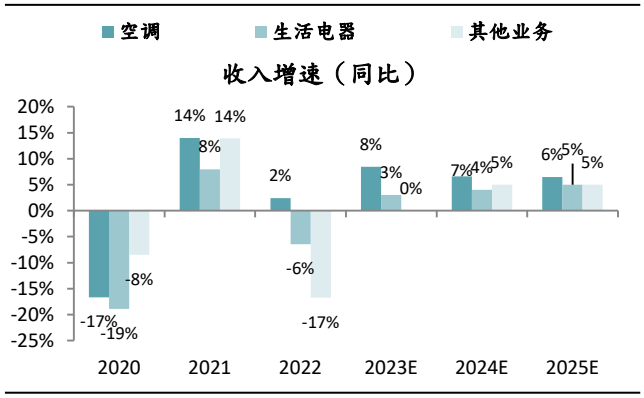
空调业务主领总体营收呈中高个位数增长。空调品类在中国市场的发展，带动了格力总体营收从 2010 年前后不到千亿元人民币的规模增长至如今约 2000 亿元的水平，2009 年至 2019 年的年复合增长率达 17%，2020 年之后受到宏观环境影响有所放缓。随着经济环境改善、空调保有量的持续提升以及潜在极端天气的影响，我们预期 2022-25 年格力的空调业务将呈现中高个位数的增长。在我们预期的中高个位数的增速中，由于生活电器中的零售价较高的冰洗品类市场竞争格局较为稳定，并且已接近饱和状态，尽管公司的布局会带来营收的增长，但是预期对总营收的拉动作用有限。

图表 226: 格力电器收入规模（百万人民币）及增速



资料来源：公司资料，交银国际预测

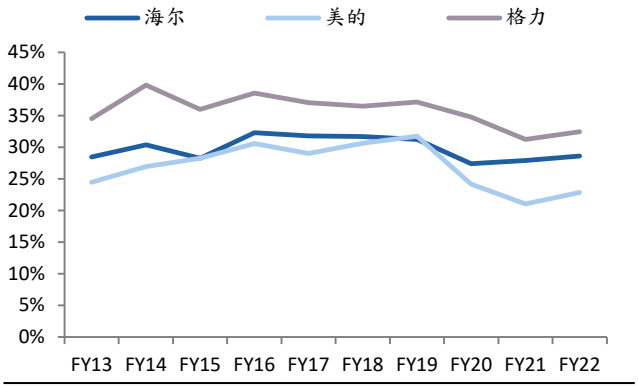
图表 227: 按业务划分的收入增速



资料来源：公司资料，交银国际预测

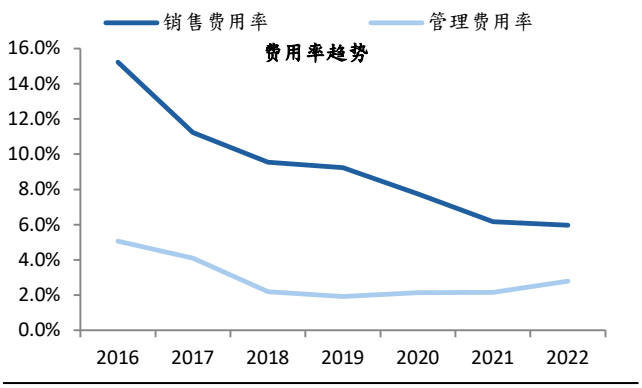
毛利率具备显著优势，期间费用率较为稳定。格力因较高的产品售价及上游成本控制的优势，带来了优于同业的毛利率水平，在大宗原材料价格大幅上涨的 2021 年及 2022 年也维持在 30%以上。随着原材料价格的下降逐步反映在报表端以及整体宏观市场复苏，公司毛利率水平也逐步恢复。2023 年前 3 季度公司总体毛利率达到 29.1%，相比 2022 年同期提升了近 4 个百分点。随着公司持续的产品结构升级，我们预期未来毛利率呈现稳定提升的趋势。费用率方面，随着公司返利营销政策的转变，销售费用率逐步降低。同时，格力的管理费用率在近几年一直维持在 3%以下，而海尔和美的分别在 4%及 3%以上。

图表 228: 公司空调业务毛利率显著高于海尔和美的



资料来源：公司资料，交银国际预测

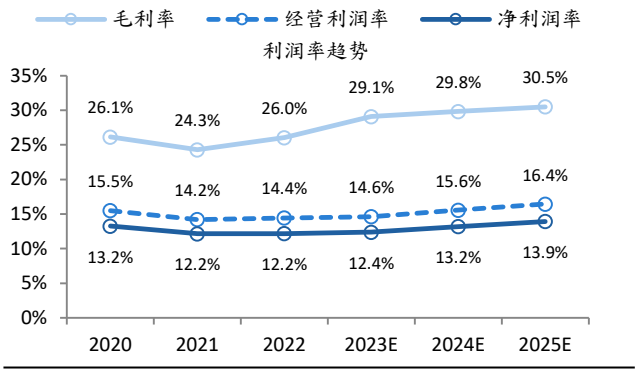
图表 229: 销售费用率下降至低个位数，管理费用率保持稳定



资料来源：公司资料，交银国际预测

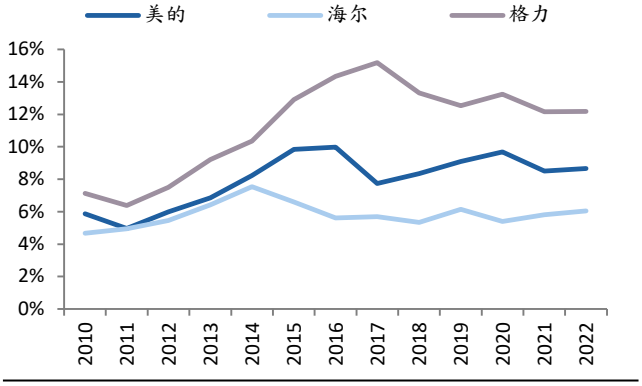
伴随着公司费用率的下降，结合具备优势的毛利率水平，公司的盈利能力具备明显的竞争优势。美的的净利润率水平一直维持在高个位数，而海尔则为中个位数，相比近 10 年一直保持在双位数的格力仍有较大差距。同时，伴随着费用率的管控和毛利率的逐步提升，格力的盈利能力仍具备提升的空间和潜力。

图表 230: 预期未来公司盈利能力逐渐提升



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 231: 格力具备最高的净利率水平



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 232: 格力电器: 财务预测假设

主营业务构成	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
空调	115,577	131,713	134,859	146,244	155,868	165,921
生活电器	4,522	4,882	4,568	4,705	4,893	5,138
其他业务	37,771	43,028	35,823	35,823	37,614	39,494
其他	10,329	8,246	13,739	16,486	18,187	20,068
主营业务收入贡献 (%)						
空调	69%	70%	71%	72%	72%	72%
生活电器	3%	3%	2%	2%	2%	2%
其他业务	22%	23%	19%	18%	17%	17%
其他	6%	4%	7%	8%	8%	9%
主营业务同比增长 (%)						
空调	-17%	14%	2%	8%	7%	6%
生活电器	-19%	8%	-6%	3%	4%	5%
其他业务	-8%	14%	-17%	0%	5%	5%
其他	-18%	-20%	67%	20%	10%	10%

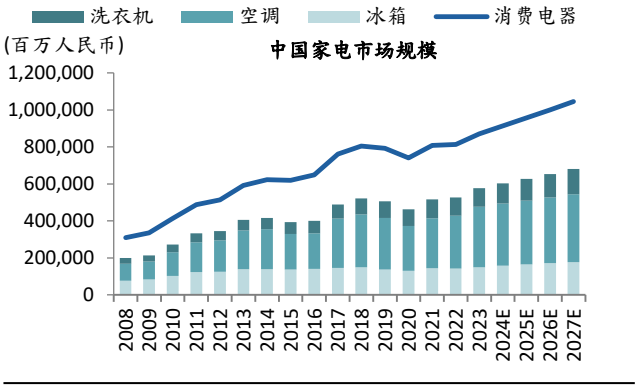
资料来源：公司资料，交银国际预测
注：“其他业务”主要为原材料销售产生的收入

投资亮点

空调为最具吸引力之白电品类，格力为市场领先者

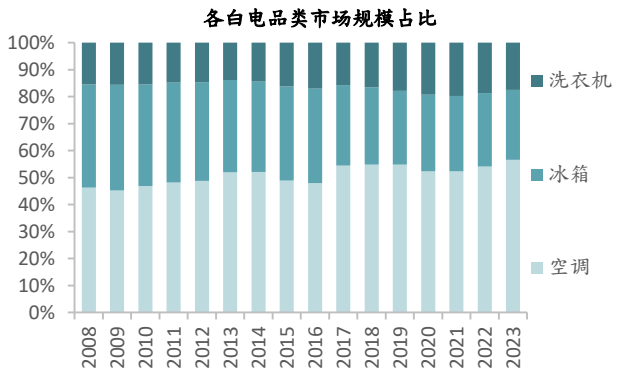
空调市场中期内具近五成的增量空间，叠加份额持续拓张，收入端将获益。在我们的行业报告中，我们预测中国空调市场在未来几年将经历显著的增长。随着保有量的提升、人均收入的增长、城市化进程的加速，我们预计空调市场的存量将于 2030 年间实现约 56%的扩张，达到近 10 亿台的规模，展现出巨大的市场潜力。与之对比，白电市场中的存量产品，如冰箱和洗衣机，已逐步饱和，销量增长空间有限。对于占整体电器市场近七成的白电市场，空调则为最具吸引力的子品类。

图表 233: 2023 年中国家用电器市场规模达 8705 亿元人民币，其中白电贡献了 66%的市场规模



资料来源：Euromonitor 预测，交银国际

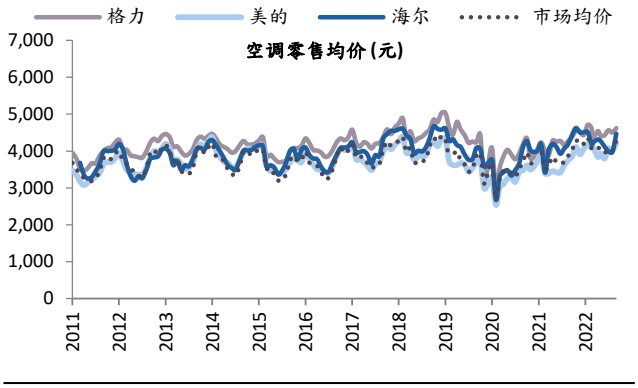
图表 234: 白电市场的总规模超 50%来自于空调品类



资料来源：Euromonitor，交银国际

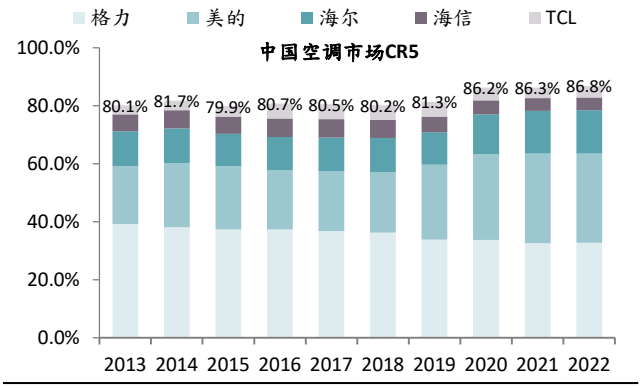
深耕空调市场，高产品单价仍坐拥市场份额第一。格力在成立 20 周年时总结了核心竞争优势，其中一项就是品类聚焦战略优势：格力长期专注于制冷产业，集中资源做强做大家用空调、商用空调、特种空调乃至制冷产业，这为企业的持续长远发展打下坚实的基础。长期专注于空调品类的生产和研发，其优秀的产品力和品牌力大大增强了公司对消费者的议价能力，尽管其产品单价较高，但仍多年维持空调市场份额的第一位。以 2022 年为例，格力空调的零售均价约为 4500 元人民币，较市场 4100 元的均价高出了约 10%，更是高于以性价比为主的美的近 13%。较高的单价带来较为丰厚的利润，带领格力电器从一家小型企业发展为白电企业中盈利能力最强的巨头。

图表 235: 格力空调零售均价高于市场均价约 10%



资料来源：中怡康，交银国际

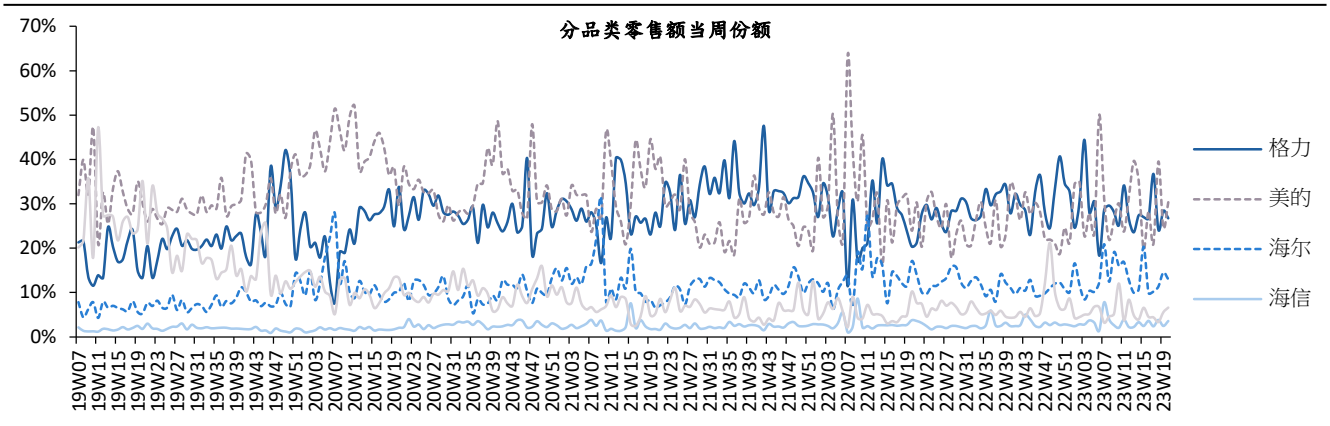
图表 236: 格力电器在较高的零售价中仍获最高市占率



资料来源：Euromonitor，交银国际

格力的品类聚焦战略优势可转化为强竞争优势。聚焦一类产品的策略有利于树立品类的强认知度和忠诚度。回顾 2019 年发生的空调价格战，当时主打线上渠道的奥克斯利用较低的零售价迅速超过格力和海尔的线上渠道份额，并且一度曾接近甚至超过线上渠道较为领先的美的。根据奥维云网的数据，2019 年第一季度，格力/美的/海尔/奥克斯的空调零售均价约为 4300/3200/3600/2900 元，奥克斯占据绝对的价格优势。至 2019 年第 4 季度，四个品牌的均价分别低至 3200/2600/2900/2500 元，实现降幅约 26%/19%/20%/14%，格力与奥克斯的价差从一季度的 1400 元缩减了一半。在价格战中，龙头企业展现了强大的竞争能力，而奥克斯的份额则逐渐下滑，至 2019 年末时，格力和美的再次形成如线下市场一致的“双寡头”竞争格局，行业竞争格局再次回归稳态。

图表 237: 2019 年空调价格战后再次形成双寡头格局

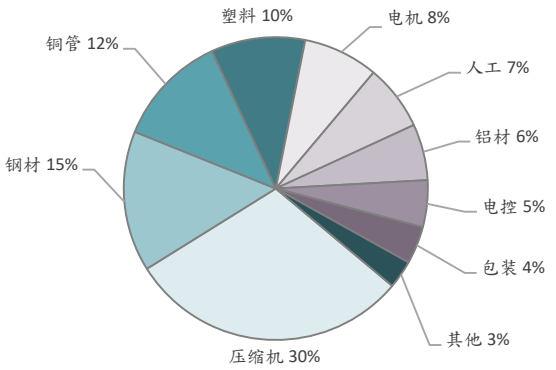


资料来源：奥维云网，交银国际

一体化产业链布局进一步增强竞争壁垒。空调行业的上游主要是大宗原材料与核心零部件供应商，分别占空调整机制造成本约43%和38%，而格力通过收购、甲供等方式实现公司在这两大上游供应链环节的掌控。2004-2006年，公司先后实现对凌达压缩机和凯邦电机的全资控股。目前，凌达压缩机成为全球第二的空调压缩

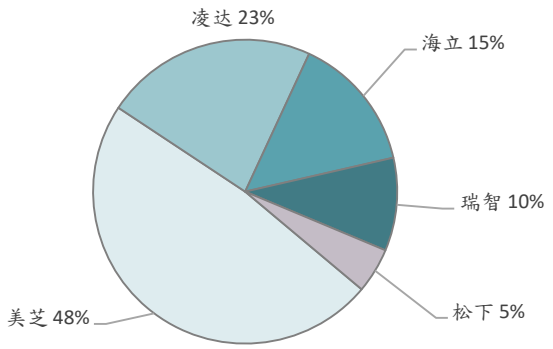
机生产商，每年产能超6000万台，而凯邦电机年产量则高达8000万台，同样位居行业前列。核心零部件的自产能力增强了格力空调业务供给端的稳定性，并实现了成本优势，从而使公司业务拥有较高的盈利能力和竞争优势。

图表 238: 原材料和核心零部件合计占空调整机制造成本约 80%



资料来源：公开资料收集，交银国际

图表 239: 凌达位居中国压缩机市场份额第二，而中国压缩机产量占全球比例高达 93%(2021)



资料来源：制冷网，交银国际

领先的份额优势以把握市场未来扩张潜力。如我们在行业部分分析所述，冰箱和洗衣机品类已步入成熟的阶段，以更新换代需求为主导，保有量提升空间有限。相比之下，空调品类则具备更强的增长潜力。领先的市场份额优势将加持格力把握中国空调市场的进一步扩张，从而进一步扩大营收规模。

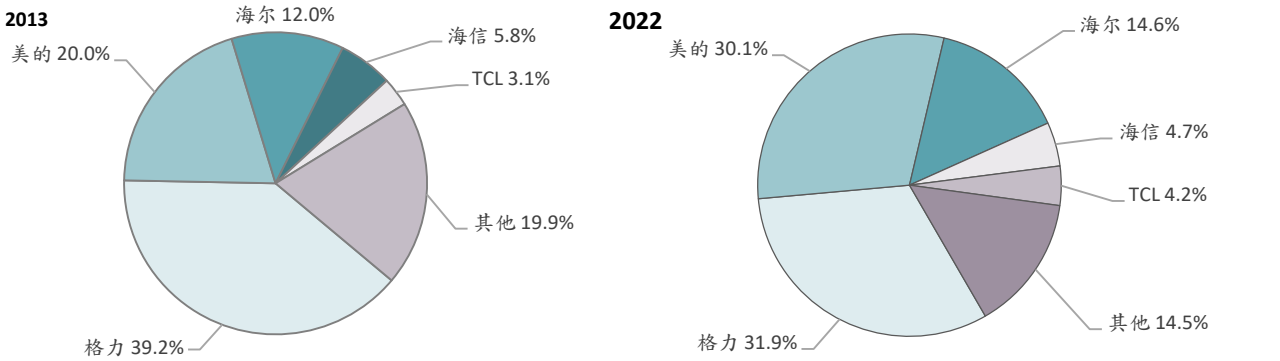
投资忧虑

忧虑一： 市场竞争日趋激烈，守住领先优势挑战加剧

在白电市场中，一方面，居民生活水平的提高导致对产品更高更多样化的需求，更是催生了一部分高端化需求；另一方面，技术进步也带动整个行业的产品升级和结构升级。两大原因均推动了市场均价的逐步提升。与此同时，空调作为仍具备较大保有量提升空间的品类，其销售量也是驱动市场扩容的重要因素。因此，随着冰洗市场逐步进入存量时代，各个厂商纷纷瞄准空调这一具备高增长潜力的市场。

在过去的十年间，尽管格力仍保持着空调行业龙头的市场地位，但是面临一二线品牌实行的性价比策略，格力市场份额的领先优势逐渐下降，与市占率第二的份额差距逐年缩窄。2013 年，格力相较于美的具备近 20 个百分点的份额优势，而 2022 年二者的份额差距已收缩至不到 2 个百分点。海尔也开始大力对其空调业务进行上游供应链的布局，以提高其空调业务的竞争力，更是提出了空调市场“三分天下”的战略目标。美的则是通过其高性价比的策略在十年间将其份额大幅提升了 10 个百分点。各个白电企业进军空调市场，市场的竞争逐渐加剧，未来竞争格局如何演变仍需时间检验。

图表 240: 2013 年与 2022 年空调市场份额对比

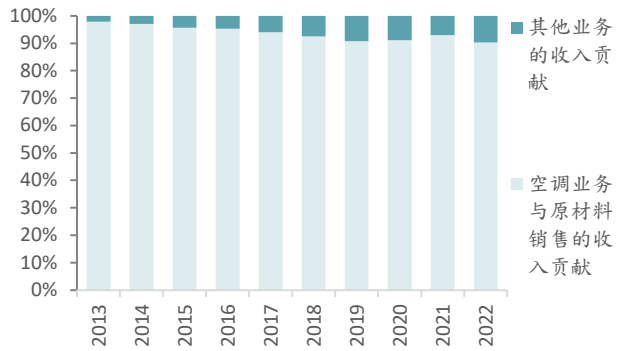


资料来源：Euromonitor，交银国际

忧虑二：“聚焦”与“多元化”发展策略需获平衡

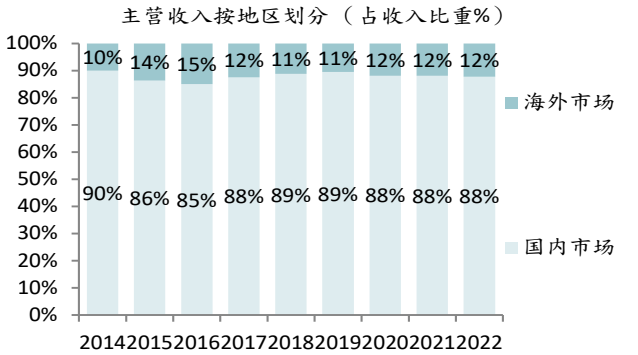
从格力的收入结构来看，公司重要的收入来源仍为空调业务。尽管自公司开始发展多元化业务后，空调收入占比已经降至约 70%，但剔除与空调业务相关的甲供收入后，这一比例呈现明显上升，生活电器等业务规模贡献仍然不足，因此更易受到空调高增后的高基数压力，2024 年空调的表现或面临挑战。格力逐渐开始实行“多元化”发展策略，在保持强大的主业优势、稳固空调份额第一的同时，取得更为均衡和健康的发展。但是，相比于其他竞争对手，格力在冰洗业务及小家电业务的技术积累、产品布局、渠道资源以及品牌塑造上仍需时间去打磨和检验，我们认为格力在两者的平衡上，仍需一定时间。同时，从市场构成的角度来看，格力的主场仍高度集中在中国市场，缺乏不同市场的风险分散化。

图表 241: 与空调相关的业务仍贡献超九成的收入



资料来源：公司资料，交银国际

图表 242: 收入贡献：按地区



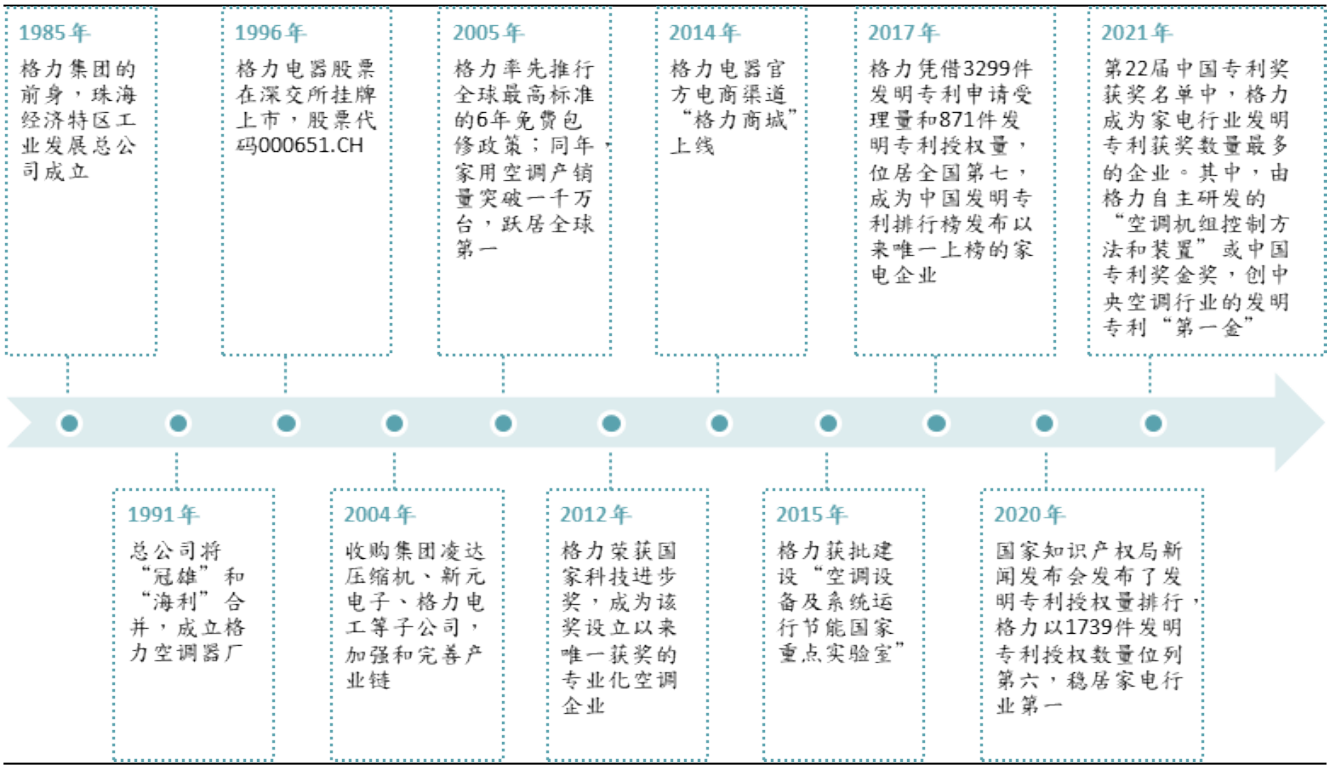
资料来源：公司资料，交银国际

公司介绍

公司历史

中国空调市场的领导者。珠海格力电器股份有限公司成立于 1991 年，主要从事家用电器的研发、制造和销售，覆盖了空调、生活电器、工业制品等领域。公司成立初期，组装和生产家用空调是营收的主要来源。发展至 2022 年，格力在中国空调市场的市占率达 31.9%，位居行业第一。同时，格力注重企业的多元化、国际化转型，注重企业整体研发能力的打造。1996 年，格力电器以 000651.CH 为股票代码在深圳交易所挂牌上市。

图表 243: 格力电器的发展历程



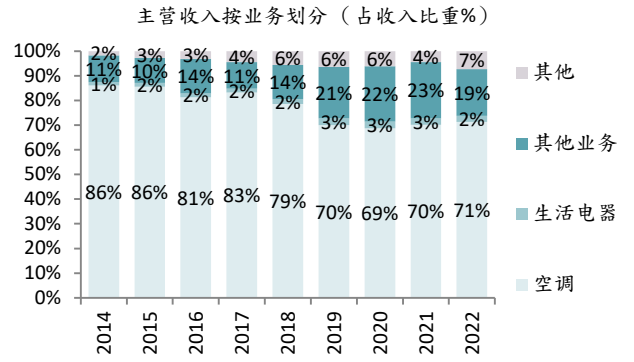
资料来源：公司资料，交银国际

主要业务及市场

格力电器以空调业务为核心。目前对公司收入贡献较大的是空调、生活电器和其他业务。2022 年，对格力营收贡献最大的空调业务营收达 1348 亿元，随着格力业务的多元化发展，空调业务对格力总体营收的贡献逐渐降低。2017 年之前空调业务对格力营收的贡献均在 8 成以上，发展至 2022 年，空调业务的贡献已经下降了超 10 个百分点至目前 7 成的水平。公司的生活电器业务发展较慢，目前的营收贡献仍为低个位数。

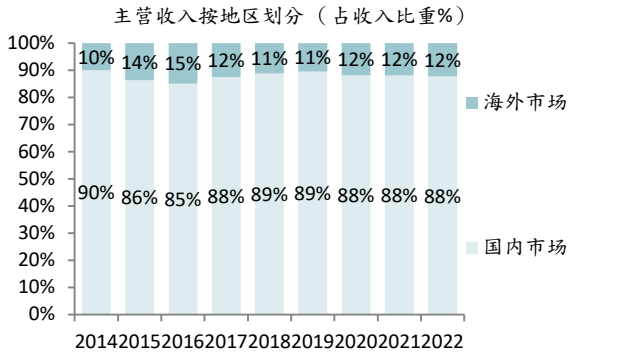
其他业务主要是格力的甲供业务，即格力自行采购原材料，再将其转手提供给上游零部件制造商进行格力产品的生产和制造。甲供中原材料的转手收入构成了格力收入结构中的其他收入，且该业务对格力收入的贡献逐年增大。另有工业制品、智能装备、绿色能源等构成了格力的其他主营业务，对集团收入贡献不足 10%。

图表 244: 收入贡献：按业务板块



资料来源：公司资料，交银国际

图表 245: 收入贡献：按地区



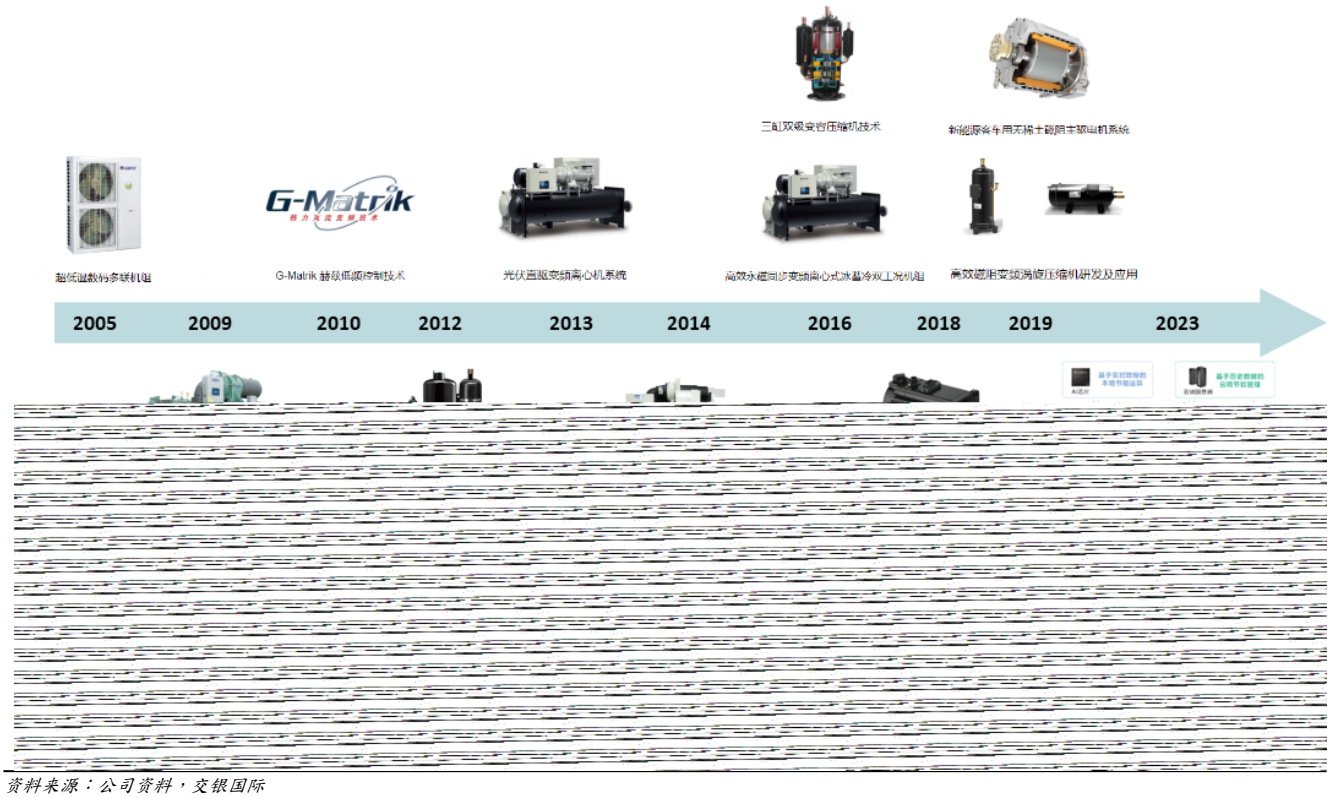
资料来源：公司资料，交银国际

分地区来看，公司以中国市场为主，海外业务收入略有增加。2022 年，公司内销收入达 1657 亿元，占比为 88%，为公司主要收入来源。外销收入约为 233 亿元，贡献了剩余 12%的收入，相比于十年前约 10%的收入贡献水平略有提升。随着格力继续加强海外市场布局，外销的发展仍有较大空间。

研发情况

格力的研发人员数量从 2012 年 5709 人增长至 2022 年近 13000 人，占据了公司近五分之一的员工数。目前格力具备 39 项国际领先技术，涉及空调上游的核心零部件至中游制造。截止 2022 年，格力成为家电行业内唯一一家连续七年进入中国发明专利授权量前十的家电企业，拥有 39 项领先技术，并获得中国专利金奖 6 项，国家级、省级、行业级奖励 106 项。

图表 246: 格力主要技术成果一览



资料来源：公司资料，交银国际