

稳步复苏，盈利向上可期

——家电行业2024年年度策略

研究员	章锐
投资咨询证书号	S0620523100001
联系方式	025-58519179
邮箱	zhangrui@njzq.com.cn

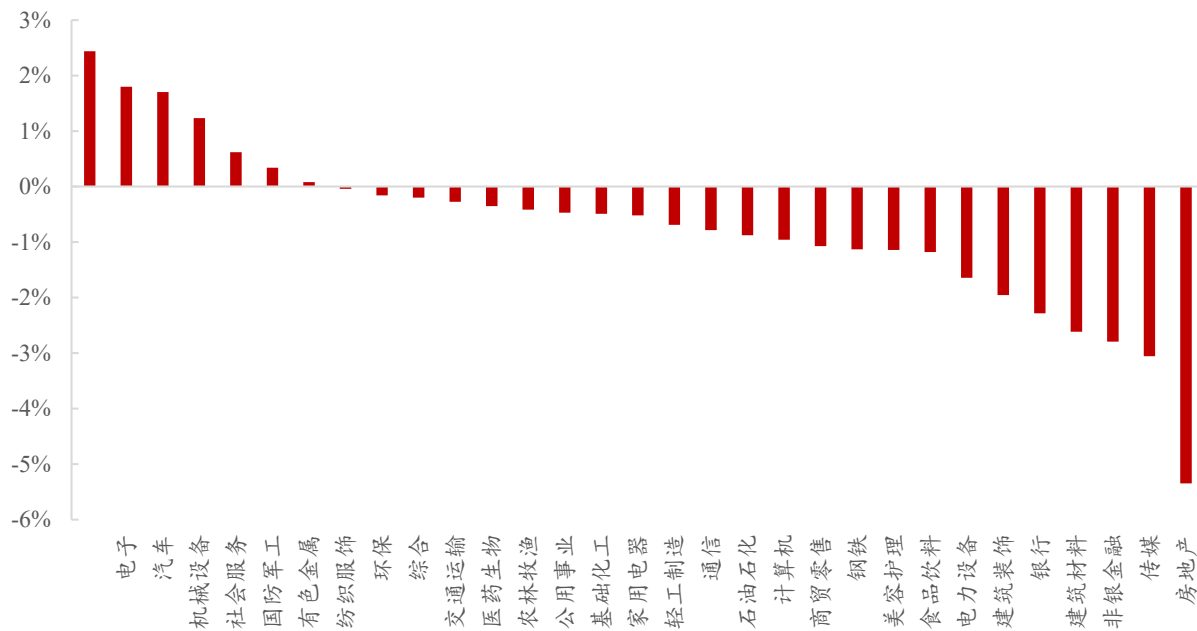
摘要

- **行情回顾：23年家电板块跑赢大盘，细分赛道有所分化。**年初以来（2023.1.1-2023.11.30）家电指数上涨4.33%，涨幅位于所有行业中第8名，跑赢沪深300指数14.24pct。同时截至11月30日收盘，板块估值已由年初的13.9x降至12.5x，整体处于历史低位。
- **行业基本面回顾：内外销需求稳步复苏，盈利有所改善。**内销方面，1-10月家电社零累计同比+0.3%，其中10月同比+9.6%，增幅大幅改善。外销方面，1-10月出口数量累计同比+8.4%，人民币口径下金额同比+8.8%，下半年外销占比高的公司业绩增速表现良好。盈利方面，今年受原材料、汇率、海运费等利好因素，盈利有所改善。
- **细分板块回顾与展望：(1)白电：**内销前三季度空调出货量同比+16.4%，10月内销同比-4.5%，上半年持续复苏，三季度后终端有所下滑，当前需求处于弱复苏状态，主要受季节性影响处于淡季，市场结构性回调属于正常趋势下的变化。外销冰洗景气度回升，前三季度分别同比+18.4%、34.9%，主要受国外库存压力缓解，外部订单需求保持强势。展望后市，空调在经过今年的强需求释放后，预计明年会回到平稳增长阶段。海外方面白电改善趋势明显，但后续对于欧美等核心出口市场的需求不确定性仍然较强。**(2)黑电：**今年受消费低迷的影响，黑电前三季度零售量下滑13%，尽管终端需求低迷，但黑电格局有所优化，龙头份额保持稳定增长，同时出货量单月均保持高速增长。后续面板价格将进入周期性下滑通道，对于彩电格局的改善具有重要意义，整体将呈现需求向下，结构上大屏、高端向上，头部品牌市场集中度将进一步提升。**(3)小家电：**今年厨房小家电阶段性承压，空气炸锅等品类出现明显下滑；清洁电器海外需求有所回暖，全功能基站产品占比迅速提升；洗地机竞争格局加剧，均价大幅下行。预计明年在内销疲软的缓解下，小家电恢复节奏较慢，同时海外市场机会大于国内，对于海外渠道布局完善的企业将更具竞争力。
- **2024年投资建议：**从需求端来看，地产方面仍承受较大压力，国内家电市场需求下行。海外方面，随着美国加息进入尾声，预计2024年海外终端需求走弱，但考虑到北美渠道商今年底基本完成了库存去化，明年有望进入新一轮补库周期，整体外销情况可能略好于市场预期。短期来看，对于以代工为主的企业，可自下而上寻找附加值高、盈利能力强、客户成长性强的公司。中长期看好自主品牌出海，尤其是白电、黑电、扫地机三个重点赛道。盈利端来看，在原材料回至低位水平上，成本红利将进一步减弱，优秀的龙头企业具备较强的内部管理能力和外部风险控制能力，行业龙头集中度有望进一步提升，盈利稳中向上，同时板块估值处于偏低水平，基本面的改善有望提升估值水平。建议关注基本面稳健、估值水平较低的白电龙头美的集团、海尔智家、海信家电；格局改善，份额提升的黑电龙头海信视像；产品力品牌力稳步提升，外销亮眼的清洁电器龙头石头科技。
- **风险提示：**原材料价格上涨风险；汇率波动风险；需求不及预期

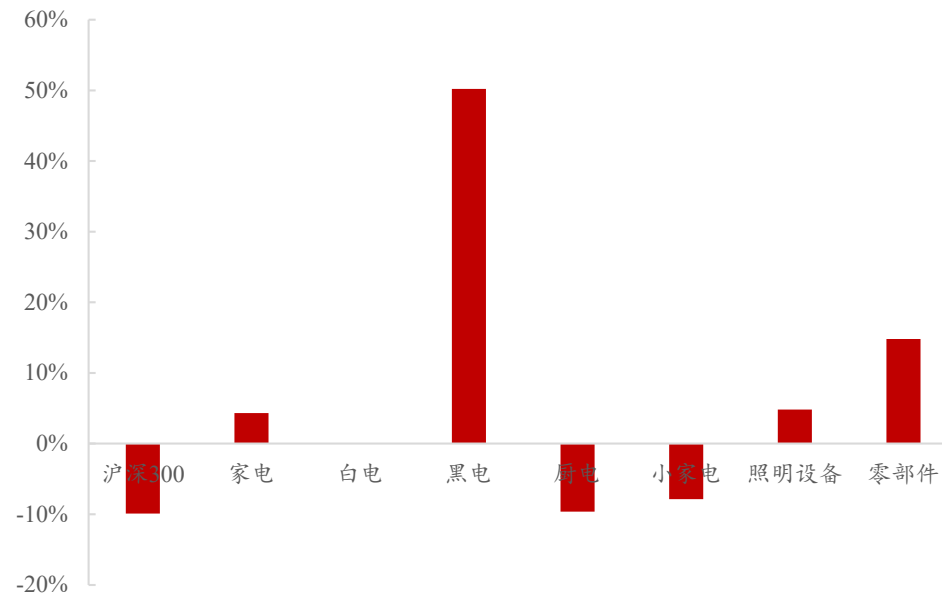
一、行情回顾：23年家电板块跑赢大盘，细分赛道有所分化

指数涨幅：年初以来（2023.1.1-2023.11.30）家电指数上涨4.33%，涨幅位于所有行业中第8名，跑赢沪深300指数14.24pct。分板块来看，白电、黑电、厨电、小家电、照明设备、零部件涨跌幅分别为-0.03%、50.2%、-7.9%、-9.6%、+4.8%、14.8%。

年初至今各行业板块涨跌幅（2023.1.1-2023.11.30）

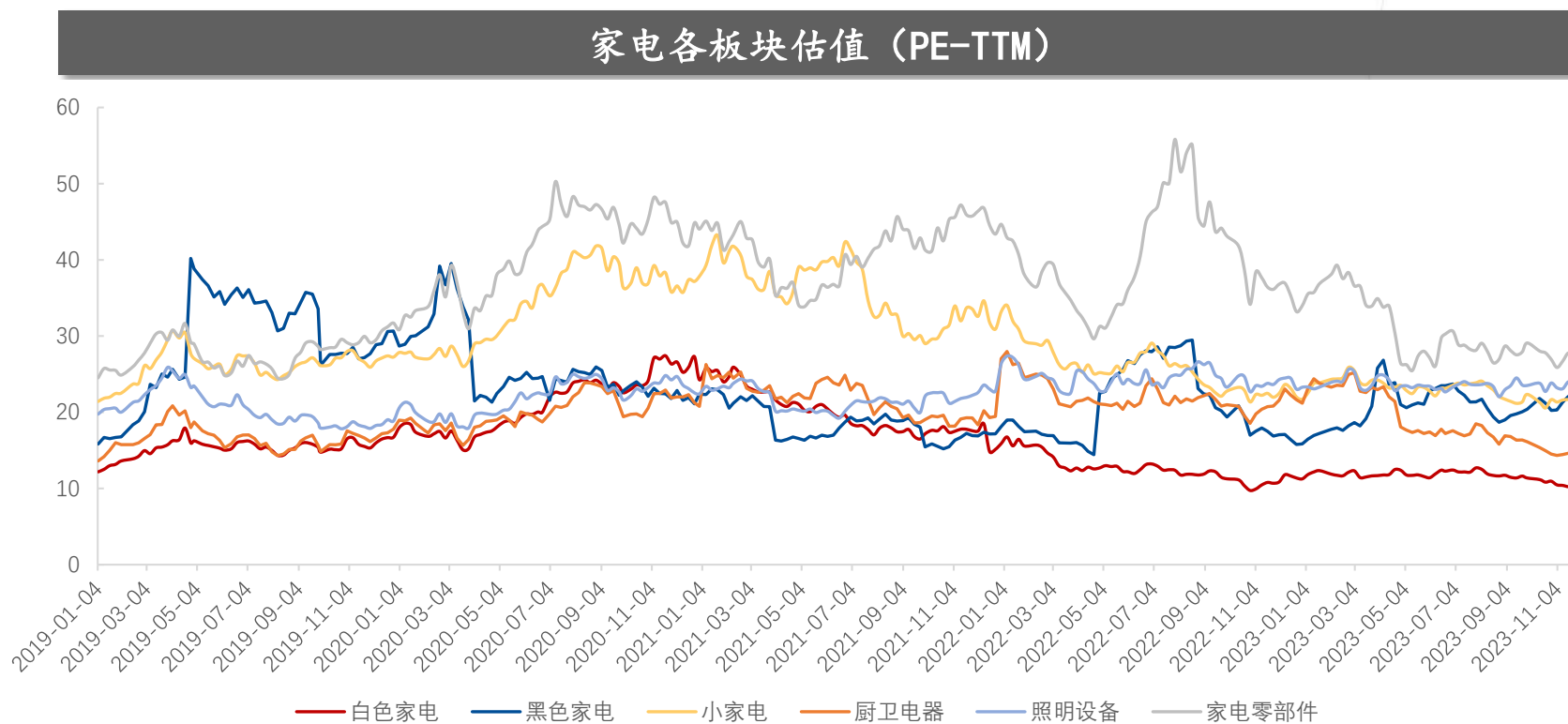


家电各子版块涨跌幅（2023.1.1-2023.11.30）



一、行情回顾：23年家电板块跑赢大盘，细分赛道有所分化

估值：截至2023年11月30日收盘，家电板块估值由年初的13.9x降至12.5x，当前估值历史分位水平（2019年至今）为3%，板块估值整体下跌，处于历史底部位置。细分板块来看，白电、黑电、小家电、厨电、照明、零部件PE-TTM分别为10.4x、21.3x、21.5x、14.7x、23.4x、27.0x，其中白电、小家电、厨电、零部件位于历史低位。

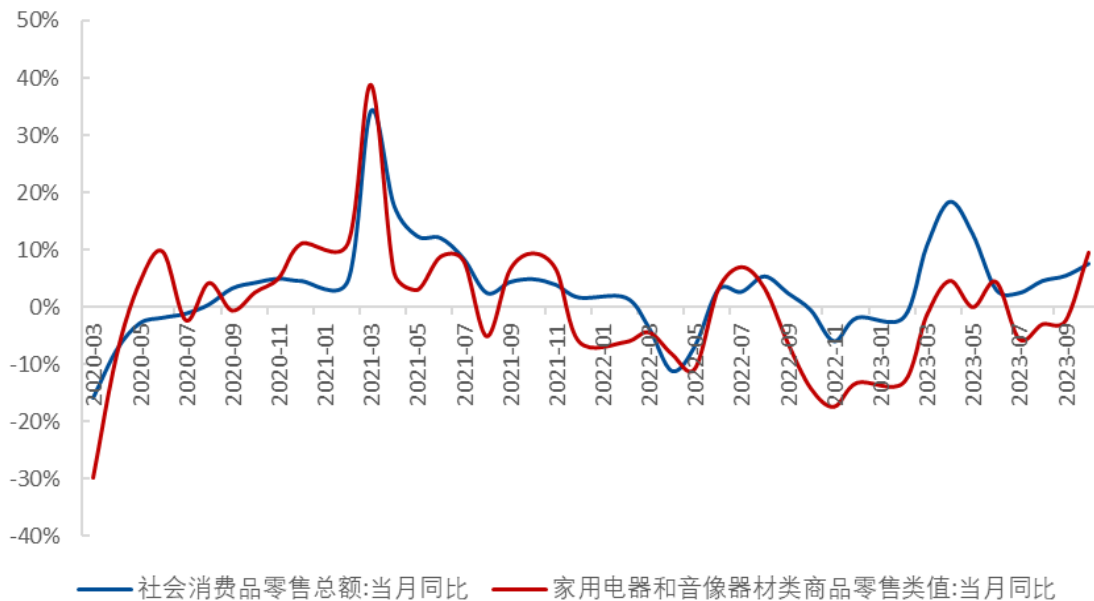


二、行业基本面回顾：内外销需求稳步复苏，盈利有所改善

从行业整体来看，**内销方面**，根据统计局数据，2023年1-10月社零总额累计同比+6.9%，家电社零累计同比+0.3%，其中10月社零总额同比+7.6%，家电社零同比+9.6%，增速大幅改善，环比增长11.9pct。

外销方面，根据海关总署数据，2023年1-10月家电出口数量累计同比+8.4%，美元口径下出口金额累计同比+2.0%，人民币口径下同比+8.8%，出口数据自3月以来由负转正，10月出口金额同比+9.5%，下半年外销占比高的公司业绩增速表现良好。

社零总额与家电社零当月同比增速



家电出口金额当月同比增速

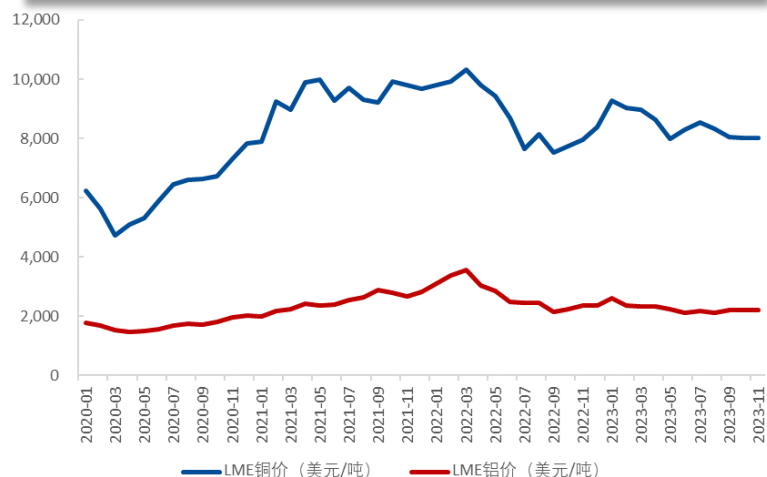


二、行业基本面回顾：内外销需求稳步复苏，盈利有所改善

从盈利端来看，今年受原材料、汇率、海运费等利好影响，盈利有所改善。

原材料方面，年初以来（2023.1.1-2023.11.24），铜、铝、塑料价格分别下降约13.7%、15.9%、2.7%，其中三季度均价同比分别为+8%、-8%、-6%，上半年原材料价格整体波动下行，近期相对企稳，当前位于价格底部，因而下半年原材料价格对于公司盈利的贡献度要小于上半年。**海运费方面**，随着疫情影响消退，同时海外库存高企，海运费于22Q4开始大幅下降，至今年年初已回归正常水平，展望后续，海运费有望维持当前正常水平，而成本端所带来的红利也将逐步减少。**汇率方面**，自今年2月以来，人民币兑美元汇率呈贬值趋势，6月人民币兑美元汇率破7.1，贬值背景下外币净资产将带来一定汇兑收益在一定程度上增厚业绩。对于汇率后续走势目前难以判断，预计明年相关出口企业对于汇率的受益会减弱，而优秀的企业具备较强应对外部风险的能力，可通过产品调价、套期保值等在一定程度上对冲汇率波动影响。

铜价、铝价走势



塑料价格走势



美元兑人民币汇率

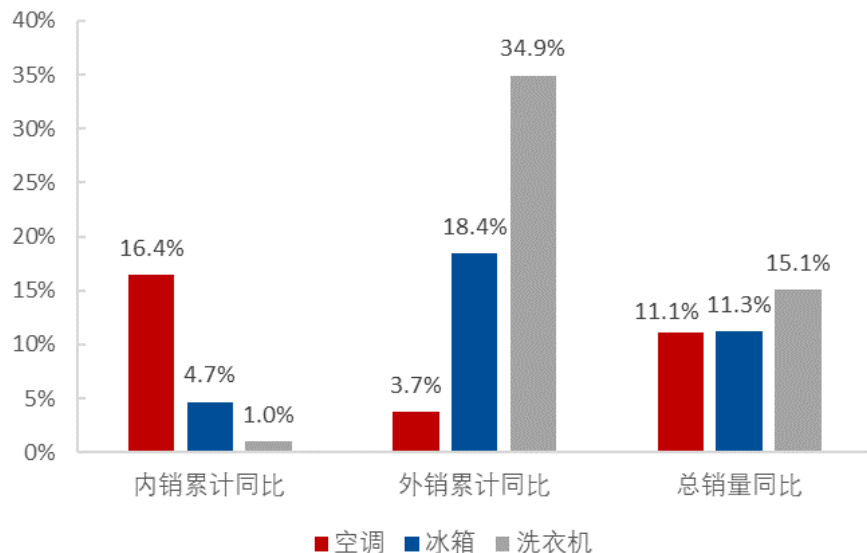


三、细分板块回顾与展望

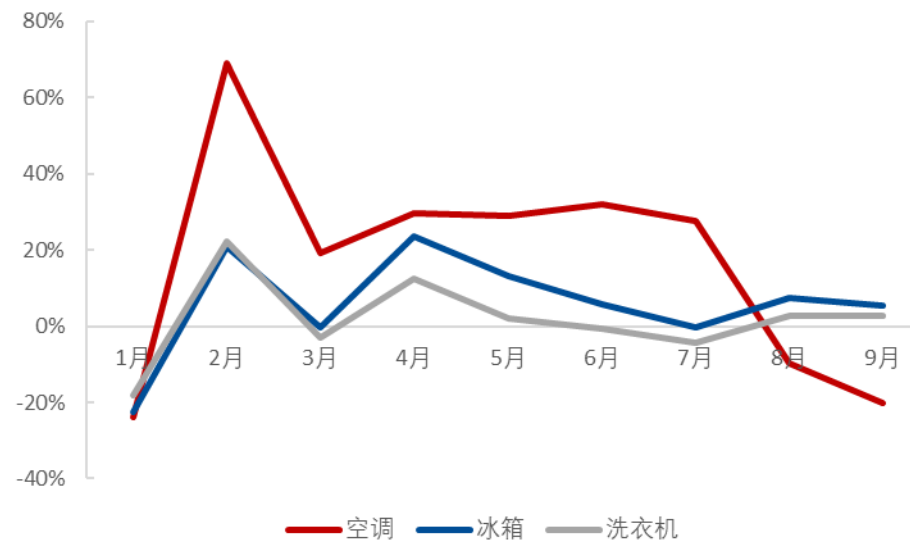
3.1 白电：23H1空调内销高景气，外销逐步改善

内销：根据产业在线数据，2023年1-9月空调内销出货量为8319万台，同比+16.4%，其中Q1、Q2、Q3分别增长16.7%、30.3%、1.0%，10月内销506.7万台，同比下降4.5%。今年上半年，空调销售持续复苏，渠道也在加快补库动作，6月在热夏和前期抑制的需求递延释放背景下，空调终端动销表现良好，进入三季度后，内销市场在终端有所下滑，当前需求处于弱复苏状态，一方面是进入了淡季市场阶段，另一方面是由于去年旺季市场滞后导致同期数据较高。当前受季节性影响进入空调销售淡季，市场结构性回调是属于正常趋势下的变化。同时，1-9月冰箱、洗衣机内销分别同比增长4.7%、1%，冰洗内销自7月以来有所回暖，增速由负转正。

2023年1-9月三大白电内外销增速



2023年1-9月三大白电单月内销同比



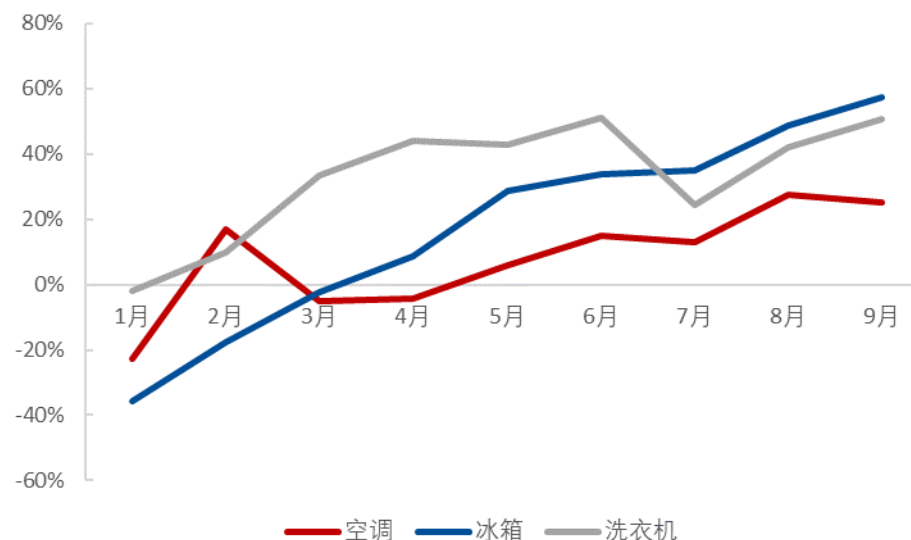
三、细分板块回顾与展望

3.1 白电：23H1空调内销高景气，外销逐步改善

外销：2023年1-9月空调外销出货量5382万台，同比+3.7%，其中一季度受海外通胀和高库存的影响，同比下滑5.4%，随着海外库存回归正常水平，Q2以来有所改善，其中9月同比+25.3%。冰洗方面，1-9月外销分别同比+18.4%、34.9%，冰箱自Q2以来增速回正，出口逐步改善，Q3外销景气度加速回升，其中9月同比增长57.2%，创近两年新高。洗衣机自今年以来出口持续高增，前三季度外销同比分别增长14.7%、46.1%、39.1%，其中9月同比增长50.6%，持续高景气。主要受国外库存压力缓解，外部订单需求保持强势，同时国内完善的白电产业链和较低的材料、运输成本，吸引了国外厂商、零售代理商大量采购。

展望后市，空调在经过今年较强的需求释放之后，预计明年会回归到平稳增长阶段。**从品牌端来看，**今年受龙头经营战略主要以稳盈利为导向，定价相对二线品牌偏高，因此内销中二线品牌增速更快，CR3略有下滑。而中长期来看，美的、格力、海尔等行业龙头能够凭借规模成本优势和全面的产品结构布局实现份额的回升，业绩稳定增长。海外方面，今年改善趋势明显，**从区域来看，**主要为欧洲地区增长迅速，受汇率和原材料等因素影响，中国的家电产品均价大幅下滑更具性价比，同时全球经济恢复相对缓慢，部分地区居民整体消费降级显著，出口产品多为基础款。而后续对于欧美等核心出口市场的需求不确定性仍然较强，一些新兴市场和一带一路国家增长显著。

2023年1-9月三大白电单月外销同比

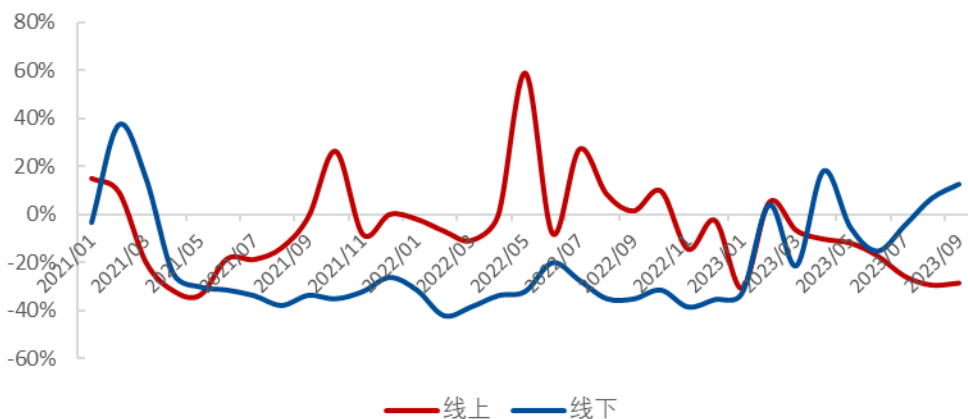


三、细分板块回顾与展望

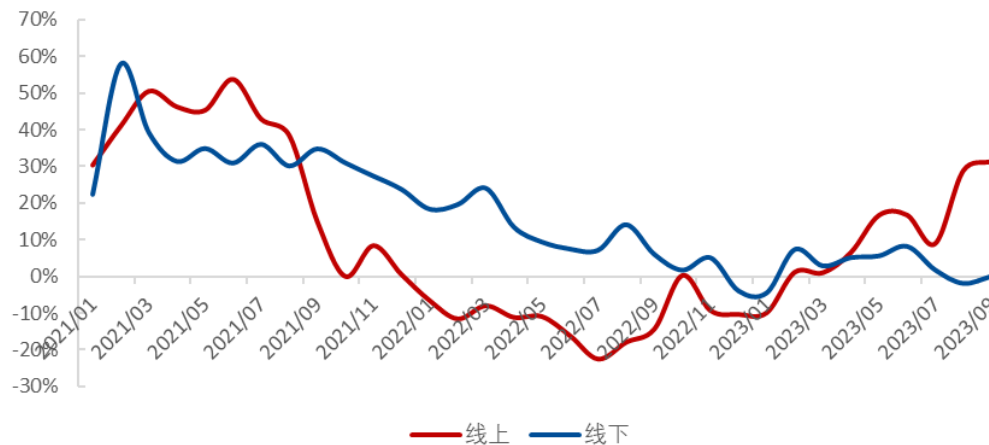
3.2 黑电：彩电需求承压，头部厂商全球份额提升

内销：今年以来，受消费低迷的影响，国内电视市场规模有所下滑，根据奥维云网数据，Q1-Q3国内彩电市场零售量同比下滑13%，零售额同比下滑6%。10月零售表现依旧低迷，出货量达374万台，同比去年下降10.3%。而在双十一期间有所回暖，中国彩电市场零售量规模为403万台，同比下降14.5%，零售额规模为158亿元，同比增长8.2%，产品结构升级明显，75寸稳居主销尺寸。从全年来看，根据洛图科技预测，全年的出货规模将在3800万台左右，降幅约为5%。虽然终端需求萎靡，但黑电格局有所优化，龙头厂商份额有所提升，保持稳定增长，其中海信系零售额市占率前三季度同比提升3.8pct，突破30%，在全球市场中，海信和TCL上半年出货量份额提升至13.9%、13.2%，仅次于三星，分别位列全球第二、第三位。

彩电分渠道零售量增速



彩电分渠道均价同比

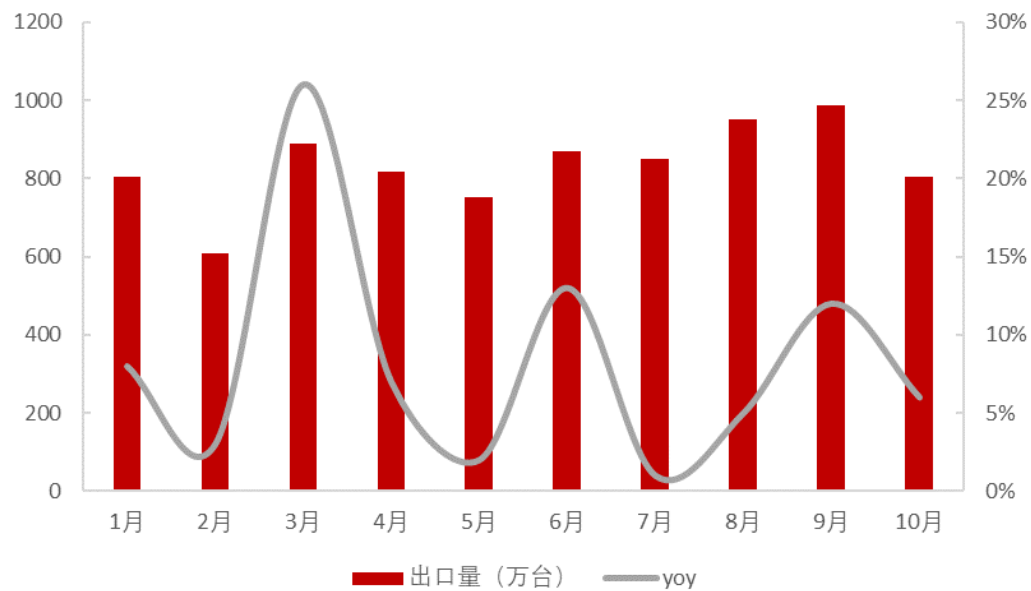


三、细分板块回顾与展望

3.2 黑电：彩电需求承压，头部厂商全球份额提升

出口：2023年我国大陆TV出口量单月保持高个位数至双位数的增长，其中8月、9月达到出口量高峰，分别为952、988万台，10月增幅开始有所下滑，出口量同比增长6%、截至10月，TV出口量累计达8325万台，同比增长8%，同时面板价格上涨带动整机价格上涨，出口额累计达804亿元，同比增长17%。

2023年1-10月中国大陆TV出口规模同比



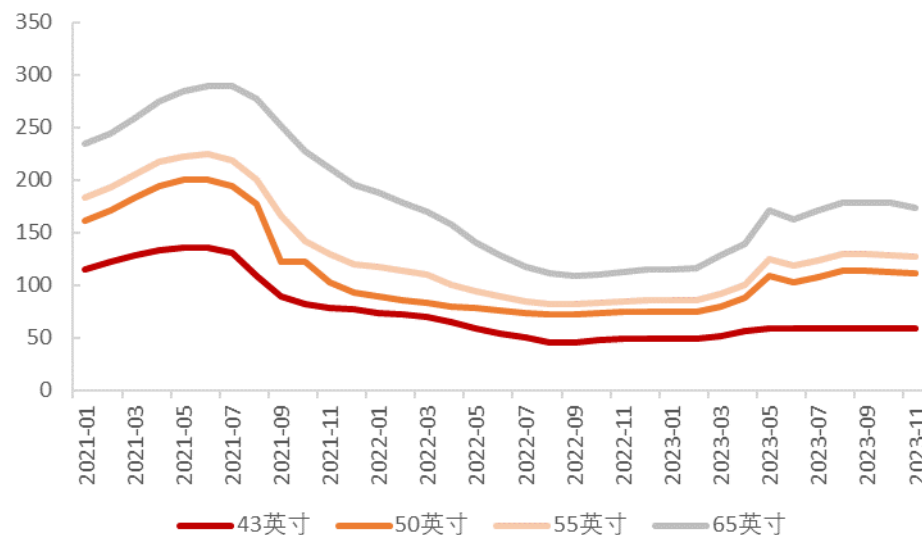
三、细分板块回顾与展望

3.2 黑电：彩电需求承压，头部厂商全球份额提升

面板：前三季度虽然面板价格有所回升，但下游各大电视厂商通过产品结构升级缓解了成本上的压力，大屏呵高端产品占比提升，海信视像等头部厂商盈利能力保持稳定增长。随着四季度电视面板需求持续减弱，加上下游彩电客户库存已处于正常水平，电视面板价格自10月开始进入松动期，11月进入下跌通道。随着全球彩电整体消费不振的传导，终端彩电厂商采购意愿降低，全线液晶面板价格大概率将进一步回落，彩电市场价格将出现一定松动，或将推动65+大屏电视出货量进一步上涨。

展望后市，面板价格周期性进入下滑通道，对于改善彩电市场消费结构格局具有重要意义。国内彩电市场的变化，大局上是需求向下，结构上是大屏、高端向上，这将使得头部品牌的市场集中度进一步提升，传统二三线品牌优势萎缩，外资品牌的高端优势也将被海信、TCL等加速蚕食；同时，海外出口增长趋势仍将延续，国内品牌的产品力和品牌力逐步提升，行业龙头全球市占率有望继续提升。

电视面板走势（美元/片）



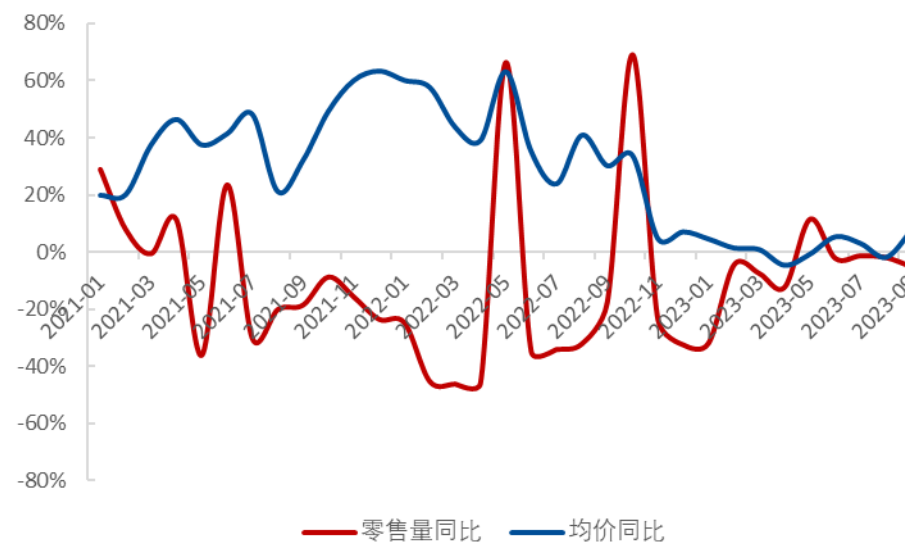
三、细分板块回顾与展望

3.3 小家电：厨房小家电阶段性承压，清洁电器海外需求回暖

厨房小家电：根据奥维云网数据，前三季度厨房小家电全渠道零售额同比下降5%左右，整体需求阶段性承压，部门品类表现较好，电蒸锅、净饮机、养生壶等线上零售额分别同比增长20%、11%和3%，而去年景气度较高的空气炸锅在短期内需求透支，出现明显下滑。

清洁电器：根据奥维云网数据，国内市场23Q1-Q3扫地机线上销量、均价分别同比-6%、-4%。自2022年下半年，扫地机行业通过降价、推出高性价比产品等方式提升渗透率，同时零部件国产化率的提升也为降本创造更大空间，长期来看，价格的下沉有望加速渗透，辐射更广泛的消费群体。今年以来，扫地机价格整体趋势稳定，全功能基站产品占比迅速提升，海外市场表现好于国内。其中内销市场中行业龙头科沃斯、石头、追觅前三季度线上零售额市占率分别为36%、25%、12%，科沃斯由于产品定价偏高，与今年的消费趋势不符，份额有所下滑，石头科技凭借高性价比产品和技术优势海外市场表现亮眼，23H1美亚市占率排到第二，仅次于本土品牌iRobot，欧洲市场为高双位数的增长。

扫地机器人线上量价同比增速



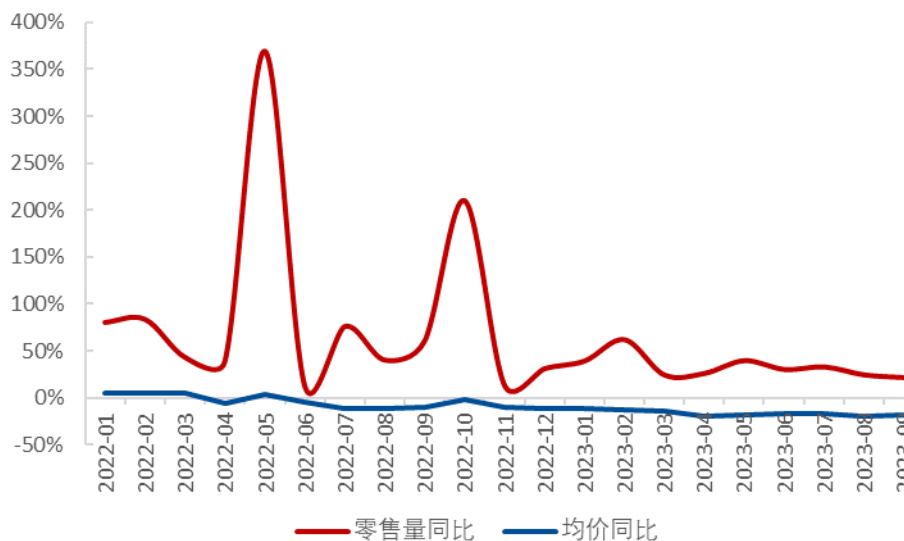
三、细分板块回顾与展望

3.3 小家电：厨房小家电阶段性承压，清洁电器海外需求回暖

清洁电器：洗地机方面，由于技术壁垒不高，大量企业纷纷入局，行业竞争加剧，均价大幅下行，23Q1-Q3线上销量、均价分别+32%、-16%，添可龙头地位依旧稳固，但份额有所下滑，线上零售额市占率为48%。

展望明年，相比于白电，小家电可选属性较强，当前内销消费疲软的环境下，恢复节奏较慢。洗地机行业当前竞争者众多，预计明年将延续价格竞争态势，扫地机相对技术壁垒较高，在产品力提升，价格稳步下行的趋势中将加速放量，同时海外市场机会大于国内，对于海外渠道布局完善的企业将更具竞争力。

洗地机线上量价同比增速



四、2024年投资建议

- 从需求端来看，地产方面仍承受较大压力，国内家电市场需求下行。海外方面，随着美国加息进入尾声，预计2024年海外终端需求走弱，但考虑到北美渠道商今年底基本完成了库存去化，明年有望进入新一轮补库周期，整体外销情况可能略好于市场预期。短期来看，对于以代工为主的企业，可自下而上寻找附加值高、盈利能力强、客户成长性强的公司。中长期看好自主品牌出海，尤其是白电、黑电、扫地机三个重点赛道。盈利端来看，在原材料回至低位水平上，成本红利将进一步减弱，优秀的龙头企业具备较强的内部管理能力和外部风险控制能力，行业龙头集中度有望进一步提升，盈利稳中向上，同时板块估值处于偏低水平，基本面的改善有望提升估值水平。
- 建议关注基本面稳健、估值水平较低的白电龙头美的集团、海尔智家、海信家电；格局改善，份额提升的黑电龙头海信视像；产品力品牌力稳步提升，外销亮眼的清洁电器龙头石头科技。

六、风险提示

- 1) 原材料价格上涨风险
- 2) 汇率波动风险
- 3) 需求不及预期

分析师声明

- 作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对投资者私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准：

- 推 荐：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在10%以上；
- 中 性：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在-10%~10%之间；
- 回 避：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数跌幅在10%以上。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 买 入：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在15%以上；
- 增 持：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在5%~15%之间；
- 中 性：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在-10%~5%之间；
- 回 避：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数跌幅在10%以上。