

出口增速持续提升，板块韧性显现

—家电行业1月动态跟踪

核心观点：

- 内销需求稳健，出口增速提升。**国内市场方面，12月单月家用电器和音像器材类社会消费品零售总额772.50亿元，同比下降0.1%，大促拉动消费集中释放，内销需求恢复常态。2023年1-12月家电社零8719亿元，同比微增0.5%，整体来看复苏略显弱势。出口方面，2023年1-12月我国家用电器累计出口37.17亿台，同比增长11.2%，增速自2023年5月转正后持续扩大；累计出口金额达877.78亿美元，同比增长3.8%，海外市场终端补库需求回升，家电出口维持良好势头。
- 冰洗外销表现强劲，白电产销淡季不淡。**产业在线数据显示，2023年12月家用空调销售1343.45万台，同比增长16%，其中内销出货610.80万台，同比上升6.8%，节庆促销余热带动内需有所改善；出口出货732.65万台，同比增长25.06%，出口端延续强势，对空调整体盘起到有力支撑。12月洗衣机销量为689.10万台，同比增长15.93%，其中内外销分别为374.08和315万台，同比分别增长2.11%和38.13%。12月冰箱销量743.2万台，同比增长29.39%，其中内外销销量分别为372.4万台和370.8万台，同比分别增长9.11%和59.12%。
- 家电板块凭借估值性价比、基本面改善和高股息优势，在市场震荡调整阶段展现强韧性。**2024年1月家电指数SW下跌1.96%，收益率位列一级行业第5位，表现强于沪深300指数（-6.29%），在行情震荡回落阶段，高股息具备一定防御属性突显，家电板块受到资金青睐，展现较强韧性。截至1月31日，行业市盈率（TTM）为12.99倍，低于2008年至今历史平均水平（17.92倍），板块估值较A股整体溢价率（剔除银行股后）为-22.59%，配置价值突显。
- 投资建议：**随着地产端筑底改善和促消费政策逐步发力，家电内需有望得到支撑，叠加节庆促销余热影响，助力家电消费活力释放。海外库存逐步去化，出口改善态势有望延续。从估值来看，板块估值依然处于较低位置，安全边际较高。建议关注三条投资主线，一、有望受益于出口改善的白电龙头，推荐美的集团（000333.SZ）和海尔智家（600690.SH）；二、有望受益于地产边际改善的厨电，推荐老板电器（002508.SZ）；三、国内外节庆促销带动景气回升的清洁电器，推荐石头科技（688169.SH）。

核心组合（截至2024.1.31）

证券代码	证券简称	月涨跌幅	年涨跌幅	相对收益率
002508.SZ	老板电器	-0.23%	3.38%	10.71%
688169.SH	石头科技	1.47%	4.73%	12.05%
600690.SH	海尔智家	6.24%	6.81%	14.14%
000333.SZ	美的集团	6.63%	6.63%	13.96%

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

风险提示：需求改善不及预期的风险；原材料价格变动的风险；地产回暖不及预期的风险；家电出口存在不确定性的风险。

家用电器

推荐 (维持)

分析师

杨策

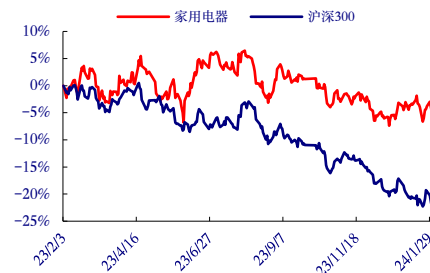
☎：010-80927615

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

相对沪深300表现图

2024-02-02



资料来源：中国银河证券研究院

目录

一、国内外需求企稳，家电行业盈利能力回升	3
(一) 内需：地产政策优化，家电新增需求仍待改善	3
1、家电增量需求受住宅购置和城镇化影响较大，复苏传导仍需时间	3
2、家电更新需求或受居民收入增长支持，消费逐渐回暖	5
3、扩内需、促消费政策有望发力，绿色+智能将成为新抓手	6
(二) 外销：海运费与汇率小幅波动，对家电出口影响有限	7
(三) 销售端动态跟踪	8
1. 白电：空调内销回暖，冰洗延续强势	8
2. 黑电：彩电内外销走势分化，大屏化助力产品结构改善	9
4. 小家电：节庆促销拉动需求集中释放，12月小家电消费回落	12
(四) 利润端：白电销售增长提振行业收入，原材料价格回落带动业绩改善	13
1. 家电行业营收增长，成本压力缓解推动盈利改善	13
2. 家电行业杜邦分析：销售净利率回升，支撑 ROE 改善	14
3. 家电行业资产负债率基本稳定，流动比率改善	15
二、估值处于历史偏低水平，具备长期投资价值	15
(一) 估值低于历史均值	15
1. 家电板块估值低于历史均值	15
2. 家电板块估值溢价率较低	16
(二) 行业 Beta 表现	17
三、投资建议	17
(一) 行业观点及投资建议	17
(二) 核心组合及表现	18
四、风险提示	18

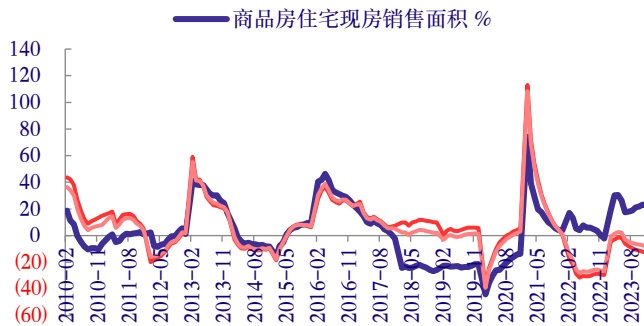
一、国内外需求企稳，家电行业盈利能力回升

(一) 内需：地产政策优化，家电新增需求仍待改善

1、家电增量需求受住宅购置和城镇化影响较大，复苏传导仍需时间

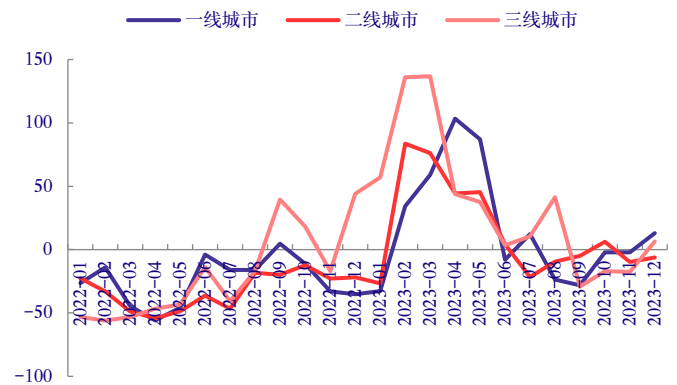
住宅销售压力仍存,对家电行业增量需求影响较大。2023年1-12月房地产住宅销售面积累计达94,796.35万平方米,同比减少了17.30%,降幅较1-11月扩大了0.98pct,其中现房销售面积同比+22.70%,自6月起加速增长;期房销售面积同比-13.30%,期房销售承压,同比降幅持续扩大,势大力沉地压制住宅销售端改善。从30大中城市商品房成交数据来看,2023年12月份,30大中城市商品房成交套数同比上涨2.94%,其中一线、二线、三线城市成交套数同比变动幅度分别为12.92%、-6.21%、6.54%,认房不认贷等利好政策效果有所显现,成交有向好趋势。

图1：商品房住宅现房、期房销售面积累计同比增长率



资料来源：iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

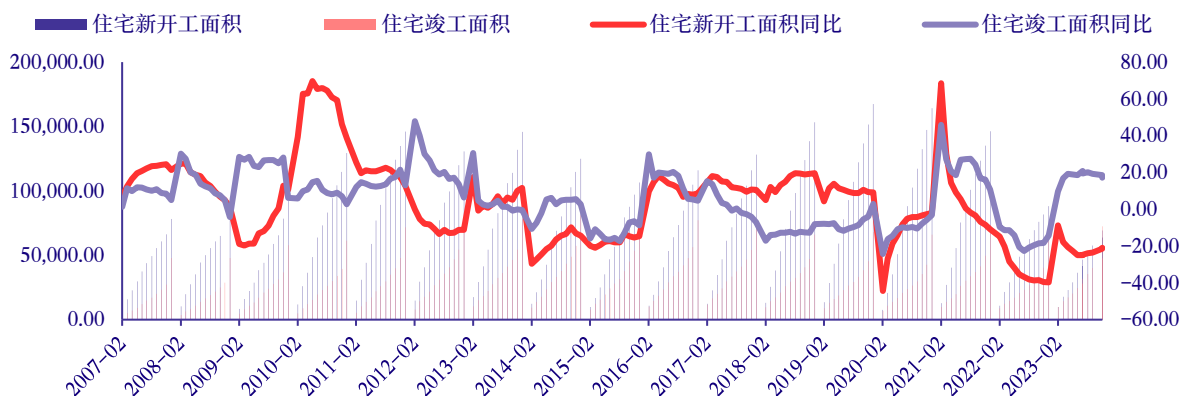
图2：30大中城市商品房成交套数同比增长率（%）



资料来源：iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

中期来看,地产竣工端集中释放为家电需求稳步增长奠定了良好基础。2023年1-12月住宅竣工面积累计达72,432.59万平方米,同比增加17.20%,其中12月地产竣工面积24,851.88万平方米,同比增长12.46%,增速环比11月收窄1.52Pct。2023年1-12月全国房屋住宅新开工面积累计达69,285.61万平方米,同比减少20.9%;其中12月新开工面积5548.58万平方米,同比减少13.31%,开工端集中释放步入尾声。

图3：住宅新开工与竣工面积（万平方米）累计值及同比增长率（右轴-%）



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表 1: 2022 年 12 月至今重要地产政策梳理

发布时间	发布方	政策名称	主要内容
2022 年 12 月 14 日	中共中央 国务院	《扩大内需战略规划纲要 (2022-2035 年)》	一、促进居住消费健康发展。坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位。 二、完善住房保障基础性制度和支持政策,以人口净流入的大城市为重点,扩大保障性租赁住房供给。
2023 年 1 月 13 日	有关部门	《改善优质房企资产负债表计划行动方案》	围绕“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面,重点推进“保交楼”、多渠道稳定优质房企融资、扩大租赁住房供给、完善金融政策等工作。
2023 年 2 月 20 日	证监会	《启动不动产私募基金试点工作》	在现有私募股权投资基金框架下,新设“不动产私募投资基金”类别,并采取差异化的监管政策,满足不动产领域合理融资需求。不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住房(包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房)和商业经营用房以及基础设施项目等。
2023 年 3 月 24 日	证监会	《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化发行相关工作的通知》	通知强调,研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目,保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。
2023 年 3 月 31 日	自然资源部 银保监会	《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》	一、以点带面,积极做好“带押过户” 二、因地制宜,确定“带押过户”模式
2023 年 4 月 25 日	自然资源部	全国自然资源和不动产登记工作会议	实现不动产统一登记
2023 年 4 月 27 日	住建部 市场监管总局	《关于规范房地产经纪服务的意见》	《意见》指出要:一、合理确定经纪服务收费:房地产经纪机构要合理降低住房买卖和租赁经纪服务费用。鼓励按照成交价格越高、服务费率越低的原则实行分档定价。 二、严格实行明码标价:房地产经纪机构应当在经营门店、网站、客户端等场所或渠道,公示服务项目、服务内容和收费标准,不得混合标价和捆绑收费。 三、严禁操纵经纪服务收费:具有市场支配地位的房地产经纪机构,不得滥用市场支配地位以不公平高价收取经纪服务费用。
2023 年 6 月 14 日	自然资源部	《关于在经济发展用地要素保障工作中严守底线的通知》	一、强化土地利用计划管控约束。严禁无计划、超计划批准用地。 二、加大存量土地盘活处置力度。坚持以“存量”换“增量”,多措并举消化批而未供土地,盘活闲置土地和低效用地,充分挖掘存量土地潜力。
2023 年 7 月 21 日	国务院	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	会议指出积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,鼓励和支持民间资本参与,多渠道筹措改造资金,高效综合利用土地资源,有效结合把城中村改造与保障性住房建设。
2023 年 8 月 18 日	房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	居民家庭(包括借款人、配偶及未成年子女,下同)申请贷款购买商品住房时,家庭成员在当地名下无成套住房的,不论是否已利用贷款购买过住房,银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
2023 年 8 月 31 日	中国人民银行、金融监管	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	自 2023 年 9 月 25 日起,存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请,由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。

总局			
2023年8月31日	中国人民银行、金融监管总局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	对于贷款购房的居民家庭，首套房贷款最低首付比例为不低于20%，二套房贷款最低首付比例为不低于30%。 首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点。
2023年9月28日	财政部、税务总局、住房城乡建设部	《关于保障性住房有关税费政策的公告》	一、对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税。对保障性住房经营管理单位与保障性住房相关的印花税，以及保障性住房购买人涉及的印花税予以免征。在商品住房等开发项目中配套建造保障性住房的，依据政府部门出具的相关材料，可按保障性住房建筑面积占总建筑面积的比例免征城镇土地使用税、印花税。 二、企事业单位、社会团体以及其他组织转让旧房作为保障性住房房源且增值额未超过扣除项目金额20%的，免征土地增值税。 三、对保障性住房经营管理单位回购保障性住房继续作为保障性住房房源的，免征契税。 四、对个人购买保障性住房，减按1%的税率征收契税。
2023年10月12日	住房城乡建设部	《超大特大城市城中村改造将分三类实施》	据住房城乡建设部消息，超大特大城市正积极稳步推进城中村改造，分三类推进实施。一类是符合条件的实施拆除新建，另一类是开展经常性整治提升，第三类是介于两者之间的实施拆整结合。
2023年10月30日	党中央	中央金融工作会议	中央金融工作会议指出，促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
2023年12月12日	北京市住房和城乡建设委员会	《北京市建筑绿色发展条例》	一、交付使用时，应当在房屋建筑质量保证金中载明建筑绿色发展相关指标，明确保修范围、期限等质量保修责任和违约责任，在房屋建筑使用说明书中明示建筑执行的标准、绿色环保性能、绿色技术措施、设备设施清单和使用说明以及使用维护保养要求、禁止事项等。 二、推进绿色农宅、装配式农宅、超低能耗农宅建设，推广可再生能源和绿色建材在农村地区的应用，引导建设功能现代、结构安全、成本经济、绿色环保、与乡村环境相协调的宜居住房。
2023年12月21日至22日	住房城乡建设部	全国住房和城乡建设工作会议	一、要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，适应房地产市场供求关系发生重大变化新形势。 二、稳定房地产市场，坚持因城施策、一城一策、精准施策，满足刚性和改善性住房需求，优化房地产政策，持续抓好保交楼保民生保稳定工作，稳妥处置房企风险，重拳整治房地产市场秩序。 三、构建房地产发展新模式，建立“人、房、地、钱”要素联动的新机制，完善房屋从开发建设到维护使用的全生命周期基础性制度，实施好“三大工程”建设，加快解决新市民、青年人、农民工住房问题，下力气建设好房子，在住房领域创造一个新赛道。”

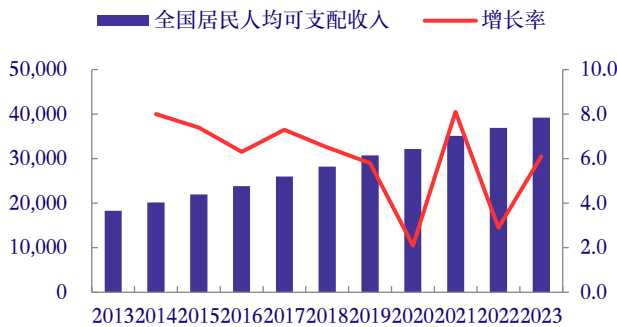
资料来源：官方公告整理、中国银河证券研究院

2、家电更新需求或受居民收入增长支持，消费逐渐回暖

国内经济复苏背景下，居民收入有望延续稳健增长，家电更新需求对内销的支撑力或将提升。家电作为可选消费，

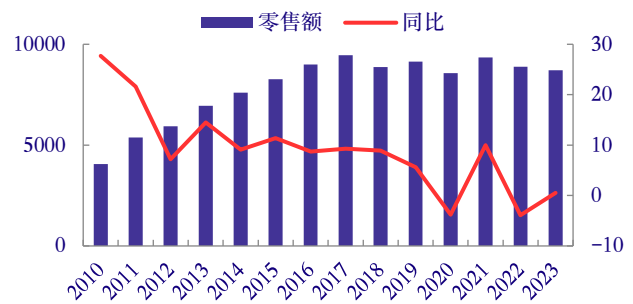
需求与人均可支配收入增长紧密相关，我国家电消费仍有增长潜力。我国人均可支配收入多年来保持每季度约 5% 的增速，居民消费能力提升具备良好基础。根据国家统计局数据，2023 年以来我国人均可支配收入 39218 元，剔除价格因素后实际同比增长 6.10%，增速较 2022 年提升 3.2pct。2023 年 1-12 月家用电器和音像器材类社会消费品零售总额 8719 亿元，同比微增 0.5%，家电消费增速与我国居民收入增长的良好态势不相匹配，意味着消费能力释放并不充分。12 月单月家电社零 772.50 亿元，同比微降 0.1%。

图4：全国居民人均可支配收入（元）及实际增长率（%）



资料来源：iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

图5：家用电器和音像器材类社消零售额（亿元）及增速（%）



资料来源：iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

3、扩内需、促消费政策有望发力，绿色+智能将成为新抓手

2023 年中央经济工作会议召开，提出“着力扩大国内需求，要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货‘潮品’等新的消费增长点。稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境。要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。”从中央经济工作会议的表述中不难看出，与往年相比，政策对绿色家电、以旧换新、智能家居、国货品牌等重视度有所提高，预计 2024 年促消费政策方向将延续，在延续扩大内需的方向上，丰富政策工具和手段，由稳定消费信心、释放消费弹性到鼓励消费向绿色+智能升级。

表 2：中央经济工作会议对房地产和消费领域的表述对比

关键领域	2022 年	2023 年
房地产	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。要防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。	持续有效防范化解重点领域风险。要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。
消费	着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。	着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。稳定和

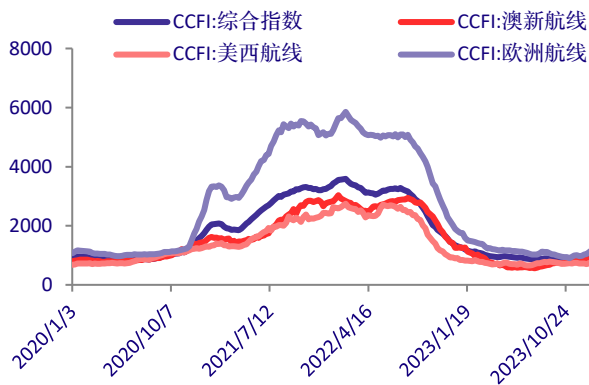
和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境。要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。

资料来源：新华社，中国银河证券研究院

（二）外销：海运费与汇率小幅波动，对家电出口影响有限

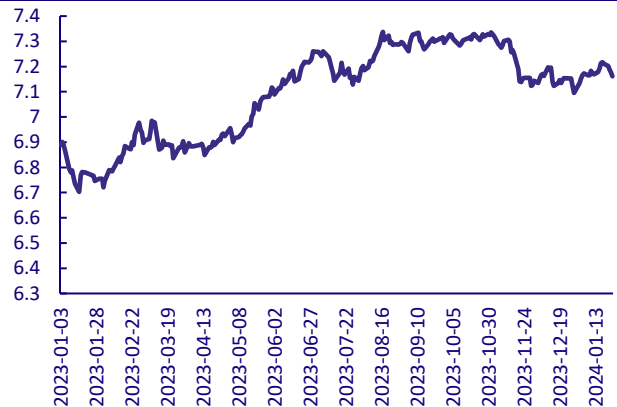
家电出口逐步回暖。海运费方面，截止1月26日 CCFI 综合指数为 1287.49 点，同比上升 7.15%，环比抬升 8.97%，其中澳洲行业、美西行业、欧洲行业运价指数各上涨 3.50%、7.59%、12.92%，主要系突发事件导致近期有所波动。汇率方面，1月25日美元兑人民币汇率 7.16，近期有所震荡回落。根据海关总署，2023年1-12月我国家用电器累计出口 37.17 亿台，同比增长 11.20%，低基数效应下，增速自 2023 年 5 月转正后持续扩大；累计出口金额达 877.78 亿美元，同比增长 3.8%，略好于预期。随着海外市场去库进入尾声，渠道补库以及运费、汇率因素改善带来共振，出口向好趋势有望延续。

图6：中国出口集装箱运价指数



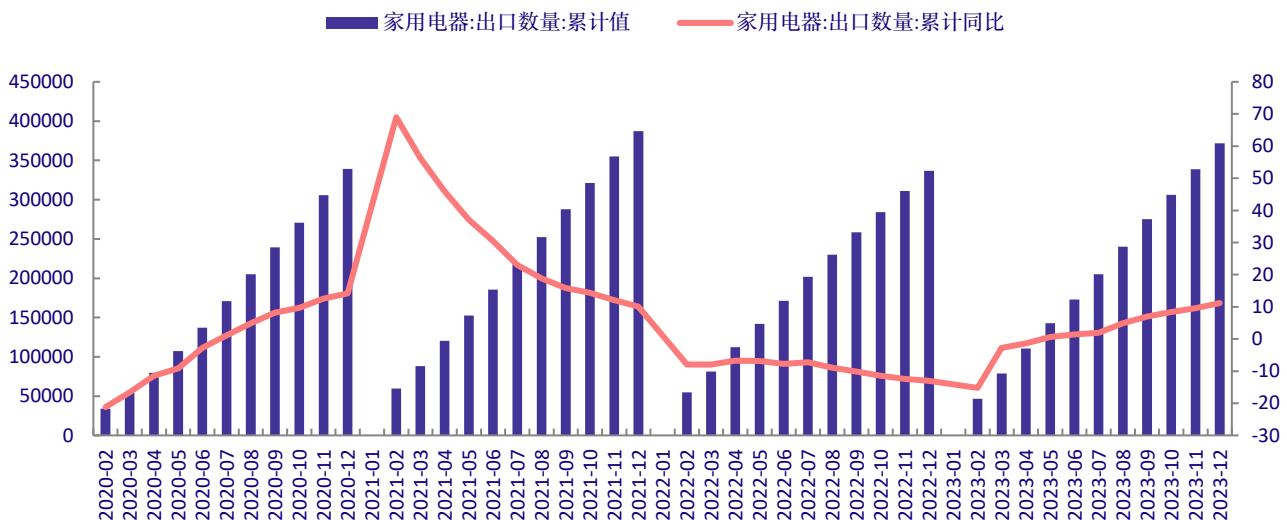
资料来源：iFind、中国银河证券研究院

图7：美元兑人民币即期汇率：离岸价



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

图8：家用电器季度出口数量（万台）及增速（%）



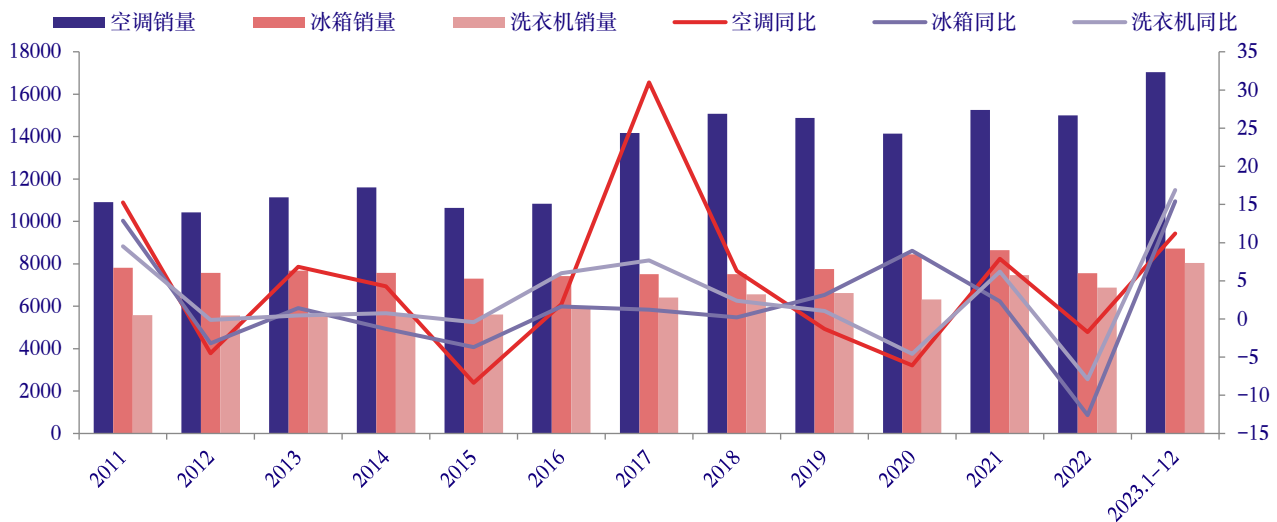
资料来源：海关总署、iFind、中国银河证券研究院

(三) 销售端动态跟踪

1. 白电：空调内销回暖，冰洗延续强势

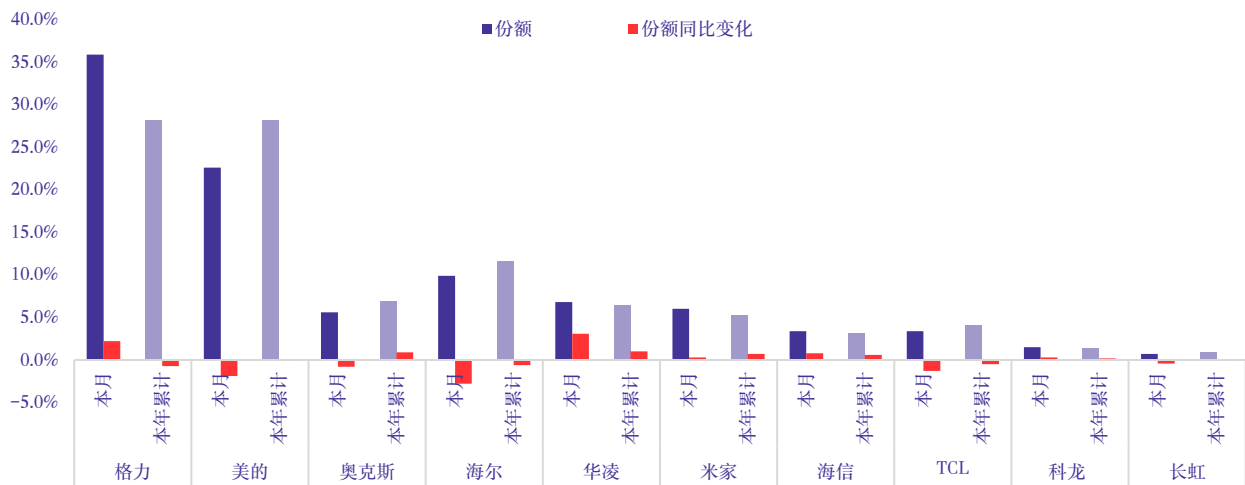
据产业在线数据显示，2023年12月家用空调销售1343.45万台，同比增长16%。具体来看，内销出货610.80万台，同比上升6.8%，节庆促销余热带动内需有所改善；出口出货732.65万台，同比增长25.06%，出口端延续强势，对空调整体盘起到有力支撑。从中国空调市场品牌市占率来看，12月格力、美的、海尔出货量占比分别为31.11%、36.02%、11.13%，同比分别变动-0.36pct、-2.97pct、1.51pct。

图9：白电销量（万台）及增速（%）



资料来源：产业在线、中国银河证券研究院整理

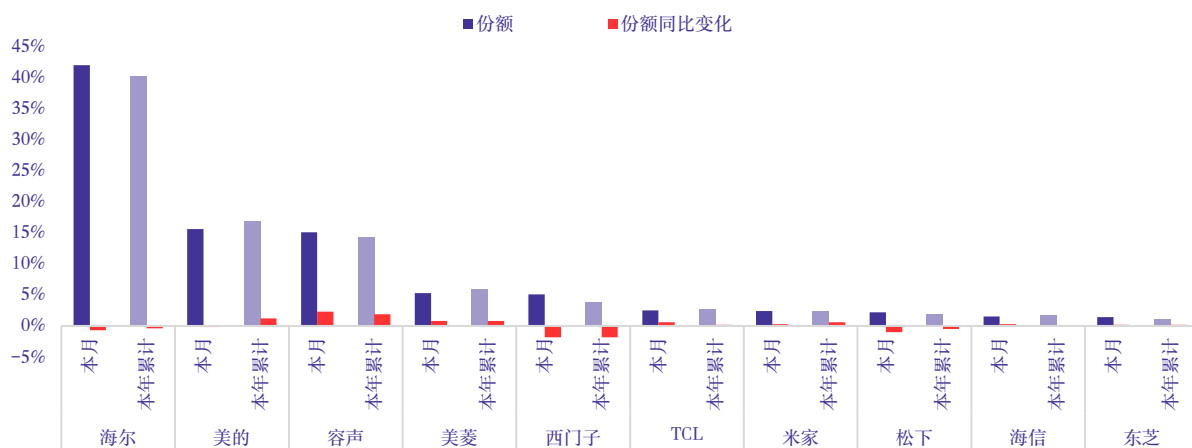
图10：中国空调线上市场 TOP10 品牌零售额份额及份额同比情况



资料来源：奥维云网、中国银河证券研究院整理

海外渠道补库需求改善，12月冰洗外销延续高景气。12月洗衣机销量为689.10万台，同比增长15.93%，其中内外销分别为374.08和315万台，同比分别增长2.11%和38.13%。12月冰箱销量743.2万台，同比增长29.39%，其中内外销销量分别为372.4万台和370.8万台，同比分别增长9.11%和59.12%。从中国冰箱线上市场品牌零售额份额来看，12月，海尔、美的、容声线上零售额占比分别为41.0%、13.0%、16.9%，同比分别变动0.1pct、-4.0pct、2.8pct。从累计数据来看，2023年1-12月，海尔、美的、容声线上市场零售额占比分别为40.3%、16.7%、14.4%，同比分别变动-0.3pct、0.8pct、1.9pct，行业龙头地位基本稳固。

图11：中国冰箱线上市场TOP10品牌零售额份额及份额同比情况

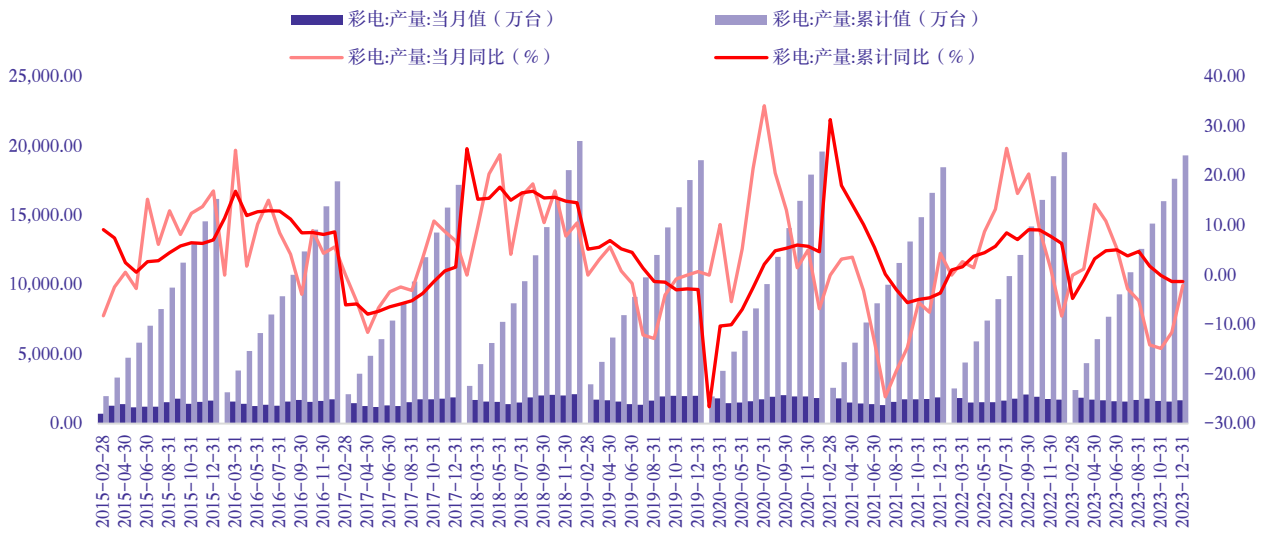


资料来源：奥维云网、中国银河证券研究院整理

2. 黑电：彩电内外销走势分化，大屏化助力产品结构改善

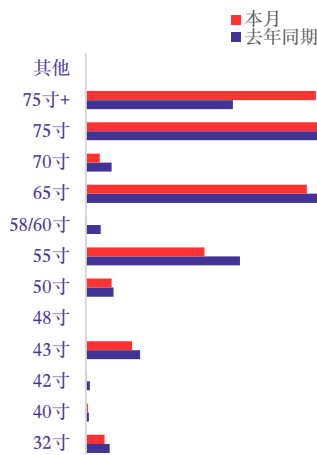
彩电需求平淡，但成本上行叠加大屏化消费趋势下，销售均价提升，中高端产品优势明显。2023年12月彩电产量为1688.7万台，同比下降2.1%，销量为1168万台，同比下降0.51%。具体来看，彩电内外销走势分化，内销370.5万台，同比下降12%，受彩电市场高度饱和及平板电脑、投影仪等替代品技术革新多重因素的共同影响下，内销持续收缩；出口量为797.5万台，同比增长5.91%，外销延续回暖。从累计数据来看1-12月，彩电累计产量为19339.6万台，同比下降1.3%。分渠道来看，彩电线下线上销售表现分化，线上销售额同比上升4.57%，线下销售零售额同比下降0.58%。根据奥维云网数据显示，2023年12月彩电线上零售量为125.58万台，同比下降18.27%；零售额达77.7亿元，同比上升4.57%，线上销售量减价升趋势延续。彩电线下零售量为11.34万台，同比下降14.08%；线下零售额达18.1亿元，同比下降0.58%。彩电线上/线下均价分别为3014元/6191元，同比分别变动26.65%/15.8%。从尺寸零售额结构来看，随着消费的升级和体验感需求的增加，消费者对于大尺寸彩电的需求不断上升，线上渠道中65寸彩电和75寸及以上彩电零售额占比较去年同期显著提升至25.8%和42.9%，其余中小尺寸占比变化不明显。

图12：中国彩电月产量（万台）及累计值（万台）



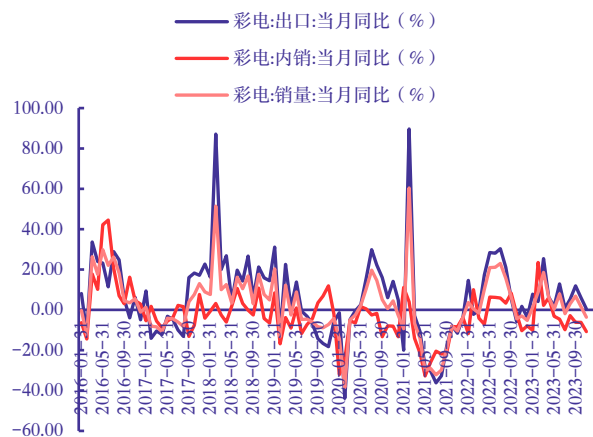
资料来源：iFind、中国银河证券研究院整理

图13：中国彩电线上市场分尺寸零售额结构



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

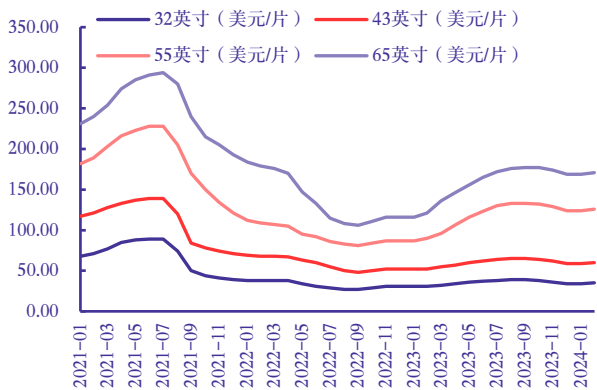
图14：彩电内销、外销及总销量同比增长率



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

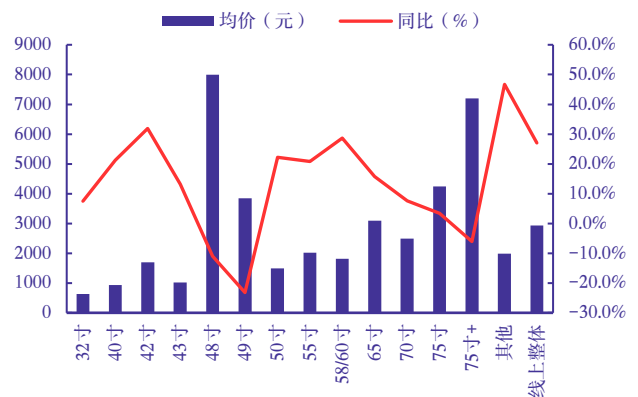
面板价格仍维持相对高位，推动液晶电视均价提升。12月液晶电视32英寸/43英寸/55英寸/65英寸面板价格分别为34/59/124/169美元，同比分别提高9.68%/13.46%/42.53%/45.69%。受上游面板价格升高因素的影响，以及黑电大屏化、娱乐化趋势带动，彩电价格有所提升。12月，彩电线上市场整体均价为2936元，同比提高27.1%，其中42寸/50寸/55寸彩电线上市场均价分别为1696元/1488元/2016元，同比分别提高31.9%/22.2%/20.8%。

图15：液晶电视面板价格走势（美元/片）



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

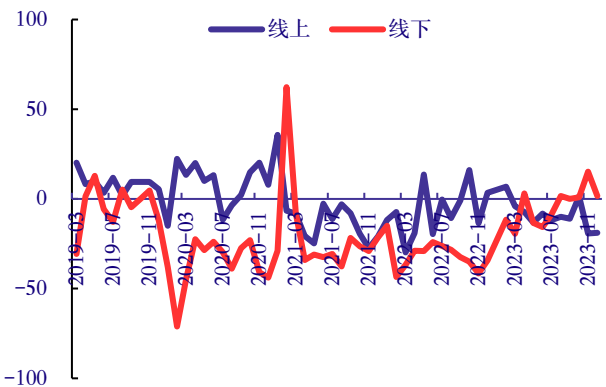
图16：彩电线上市场分尺寸均价（元）及同比情况



资料来源：奥维云网、中国银河证券研究院

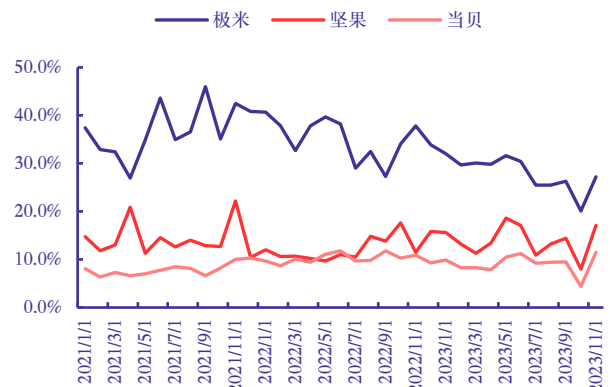
智能投影仪销售有所回落。根据洛图科技数据显示，2023年11月智能投影线上零售额为7亿元，同比下降35%；销售38.4万台，同比上升下降28%；均价1834元，同比降低9%，主要系宅经济红利边际弱化，需求疲弱，叠加LCD技术渗透推动价格下沉。分品牌来看，极米/坚果/当贝线上零售额占比分别为27.2%/17.1%/11.5%，市占率有所波动。

图17：智能投影线上零售额、零售量及零售均价同比



资料来源：洛图科技、中国银河证券研究院

图18：智能投影线上品牌零售额份额

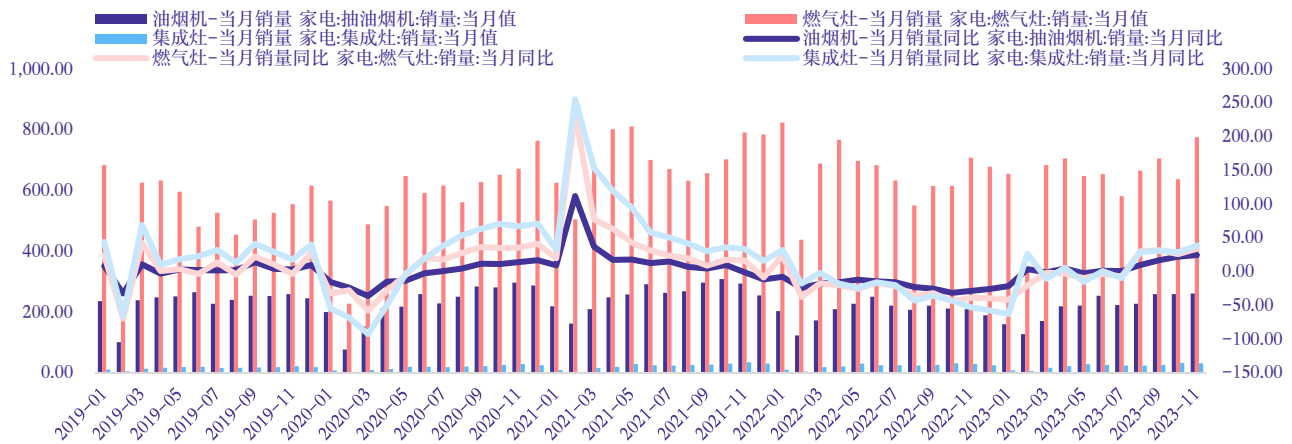


资料来源：洛图科技、中国银河证券研究院

3.厨电：地产竣工红利逐步减退，厨电增势走弱

集成灶销售承压，低基数下传统厨电表现稳中向好。根据产业在线数据显示，2023年12月抽油烟机/燃气灶/集成灶销量分别为234.50/660.30/22.40万台，同比分别变化23.73%/ -2.7%/ -12.5%，地产竣工端集中释放的红利逐步消退，传统厨电增势走弱。出口方面，油烟机/燃气灶出口分别为113.90/541.2万台，同比分别变化39.07%/ -6.01%。

图19：厨电销量（万台）及增速（%-右轴）

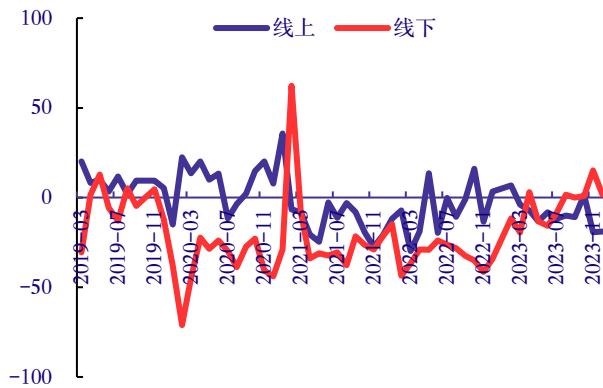


资料来源：iFind、中国银河证券研究院整理

4.小家电：节庆促销拉动需求集中释放，12月小家电消费回落

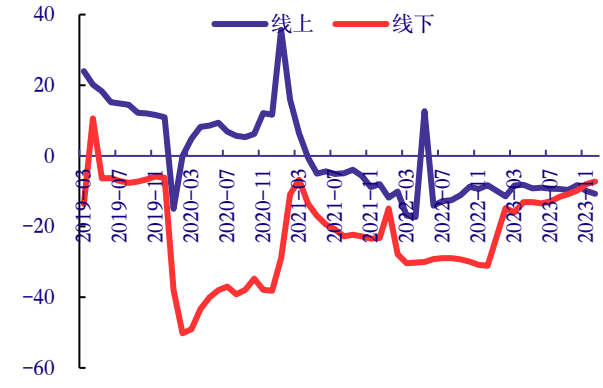
双十一大促后，小家电需求显著回落。2023年12月小家电线上零售额同比下降18.90%，线下零售额微升1.70%；从累计数据来看，2023年1-12月，小家电线上、线下零售额累计同比分别下滑10.70%和7.3%。随着疫情管控对线下家电选购的影响逐步消退，小家电线下渠道销售降幅持续收窄，边际有所改善。

图20：小家电线上、线下月度零售额同比增长率（%）



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

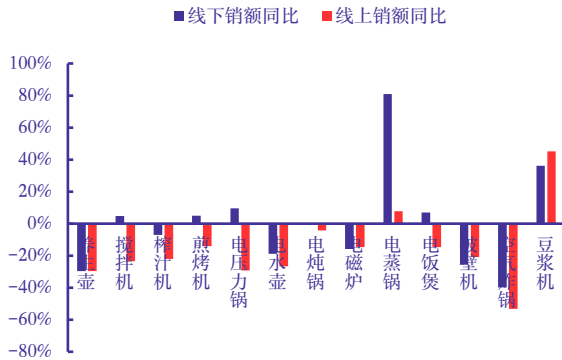
图21：小家电线上、线下累计同比增长率（%）



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

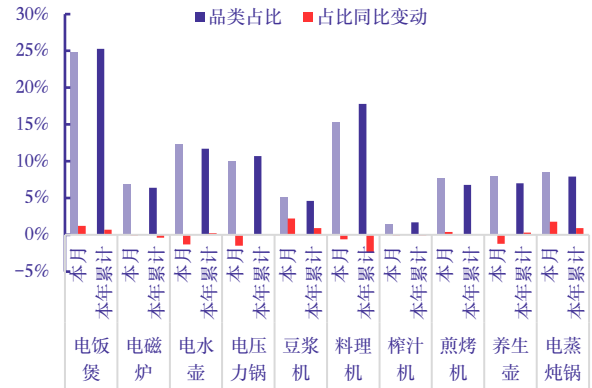
大促过后传统小家电线上销售普遍低迷，豆浆机景气持续复苏。12月，豆浆机线上线下零售额同比分别增长53.99%/37.57%，销售量同比分别增长37.6%/76.4%。其余品类销售预冷，养生壶线下销售额和销售量同比降幅接近30%；破壁机线下/线上销售额分别同比下滑25.56%/20.89%；电蒸锅线下/线上销售额同比增长80.93%/7.73%，预计与新兴渠道拓展有关。空气炸锅线上线下销售持续回落，线上销售额和销售量同比下滑60%左右，线下销售额和销售量同比下滑近20%，延续疲弱态势。

图22：小家电细分品类零售额同比表现



资料来源：奥维云网、中国银河证券研究院

图23：小家电线上零售品类结构



资料来源：奥维云网、中国银河证券研究院

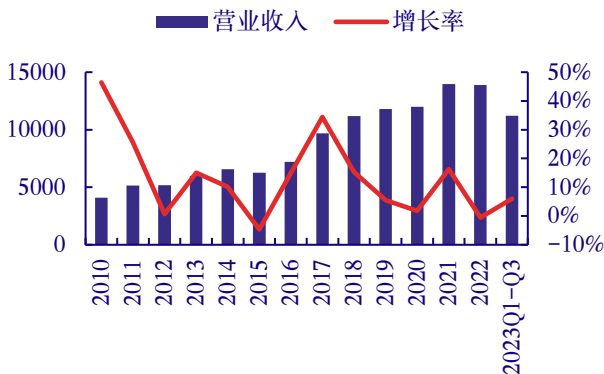
（四）利润端：白电销售增长提振行业收入，原材料价格回落带动业绩改善

1. 家电行业营收增长，成本压力缓解推动盈利改善

受白电增长的提振，2023 前三季度家电行业营业收入 11201.47 亿元，同比增长 6.0%。其中，2023Q3 实现营业收入 3797.74 亿元，同比增长 7.3%，环比二季度下降 4.8%。具体来看，2023 前三季度白电/小家电/黑电/照明/家电零部件/厨电分别实现营收 7471.11/772.59/1517.32/283.37/842.48/260.36 亿元，同比变化分别为 8.04%/2.26%/-0.27%/-3.09%/10.24%/3.10%。

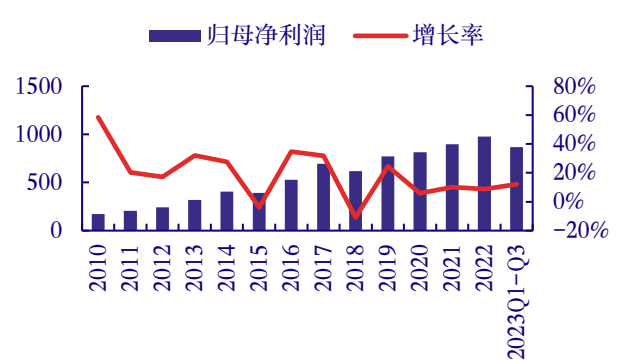
受益于原材料价格回落，企业积极降本增效，家电板块盈利能力提升。2023 前三季度家电板块归母净利润为 867.43 亿元，同比增长 12.0%；分季度看，2023Q3 归母净利润为 297.44 亿元，同比增长 10.6%。前三季度家电板块毛利率和净利率分别为 25.42%和 8.06%，同比分别增长 1.94pct 和 0.54pct；其中，白电/小家电/黑电/照明/家电零部件/厨电毛利率分别为 27.07%/13.49%/33.34%/42.75%/27.42%/18.34%，同比分别提升 1.88/1.14/2.06/2.22/3.30/2.21pct。

图24：家电营业收入（亿元）及增长率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

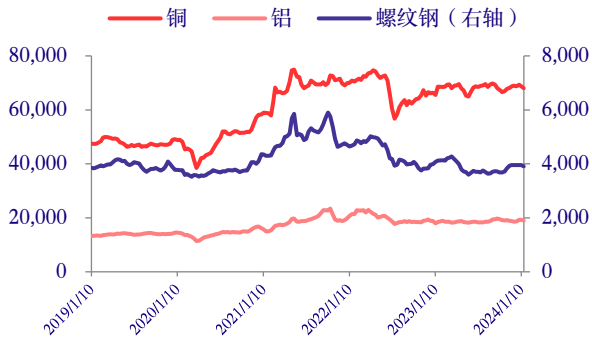
图25：家电行业归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

展望后续，原材料价格企稳回落，家电企业盈利能力改善趋势有望延续。根据国家统计局发布的主要生产资料价格数据，2024 年 1 月 20 日螺纹钢、铜、铝结算价环比分别-1.27%、-1.05%、1.60%，同比分别变化-5.26%、-0.84%、3.20%。近期原材料价格同比下降，未来随着原材料价格中枢震荡回落，缓解家电制造成本压力。

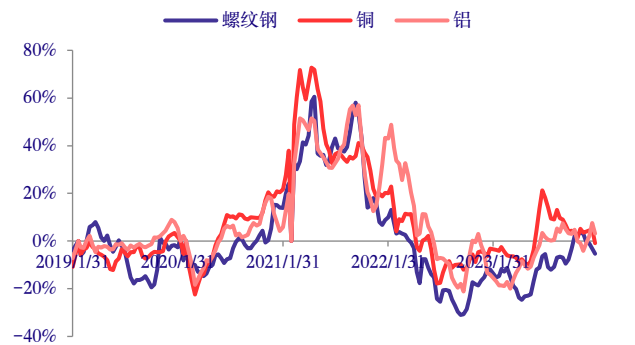
图26: 原材料价格(元/吨)走势



资料来源: iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

备注: 此处分别选用螺纹钢(Φ20mm,HRB400)、电解铜(1#)、铝锭(A00)生产资料价格作为代表。

图27: 原材料价格同比变化

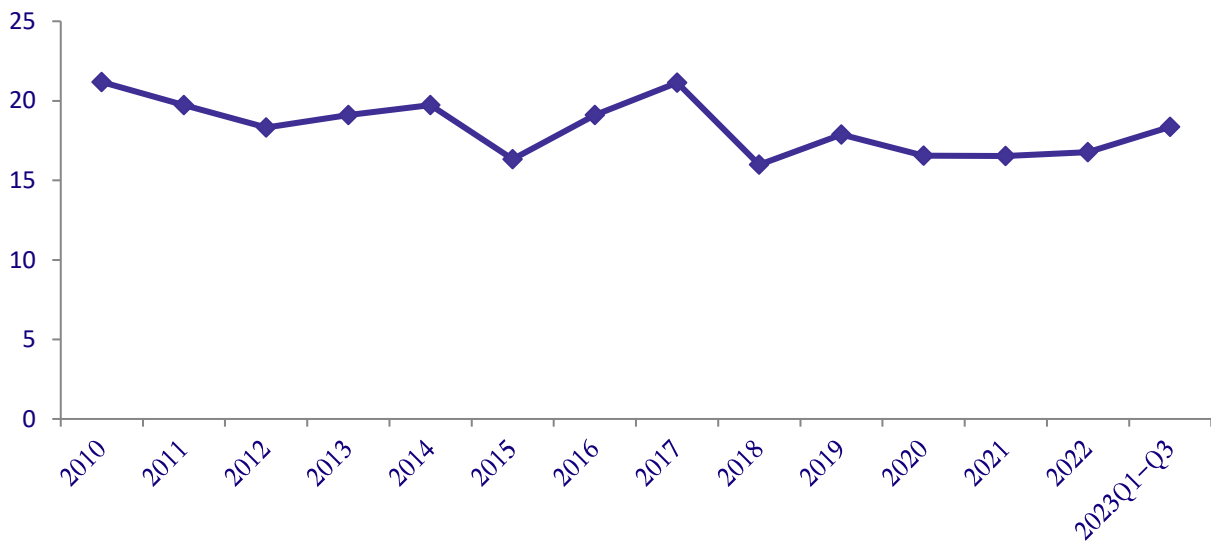


资料来源: iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

2. 家电行业杜邦分析: 销售净利率回升, 支撑 ROE 改善

2023 前三季度行业年化 ROE 为 18.36%, 较 2022 年提升 1.58 个百分点, 主要得益于毛利率改善带动销售净利率回升。通过对行业 ROE 的杜邦分析, 近年来行业的权益乘数相对稳定, 家电行业资产周转率呈现下滑趋势, 销售净利率对 ROE 的影响更为显著。

图28: 家电行业净资产收益率 (%)



资料来源: iFind、中国银河证券研究院

备注: 为便于趋势分析, 2023 年为年化 ROE 数据

表 3: 家电行业杜邦分析指标

	净资产收益率 ROE (%)	销售净利率 (%)	资产周转率	权益乘数
2012	18.33	5.50	1.16	2.65
2013	19.11	6.19	1.17	2.63
2014	19.74	6.73	1.12	2.53

2015	16.33	6.76	0.97	2.37
2016	19.10	7.88	0.96	2.54
2017	21.14	7.60	1.03	2.65
2018	15.98	5.83	1.03	2.58
2019	17.87	7.06	0.98	2.52
2020	16.55	7.25	0.90	2.53
2021	16.53	6.66	0.95	2.58
2022	16.78	7.17	0.87	2.57
2023Q1-Q3	18.36	8.06	0.87	2.54

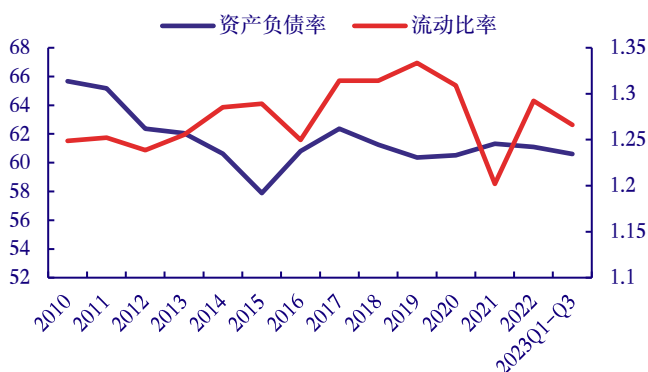
资料来源: iFind、中国银河证券研究院

备注: 为便于趋势分析, 2023 年为年化 ROE 数据

3. 家电行业资产负债率基本稳定, 流动比率改善

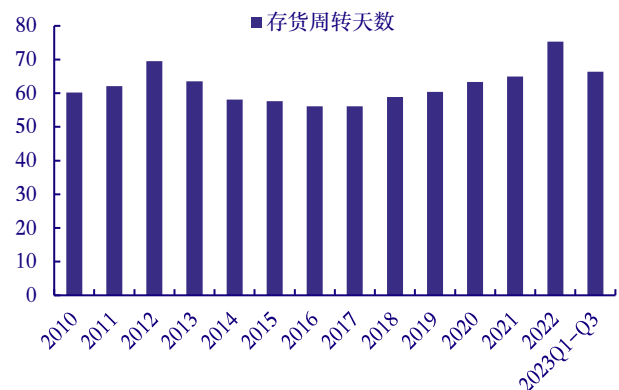
前三季度销量增长的带动下, 家电行业资产负债率小幅抬升, 库存周转加快。近几年家电行业资产负债率维持在 61% 左右, 2023 前三季度小幅下降至 60.61%。2022 年受疫情影响, 厂商库存小幅提升, 2022 年存货周转天数抬升至 75.33 天, 2023 前三季度由于家电消费回暖和企业积极推行以单定产, 存货周转天数降至 66.43 天。2010 年至今, 行业流动比率始终在 1.20 以上窄幅波动, 截止 2023 年三季度末达 1.27, 较疫情期间显著改善。

图29: 家电行业资产负债率(%-左轴)与流动比率(右轴)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图30: 家电行业存货周转天数



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

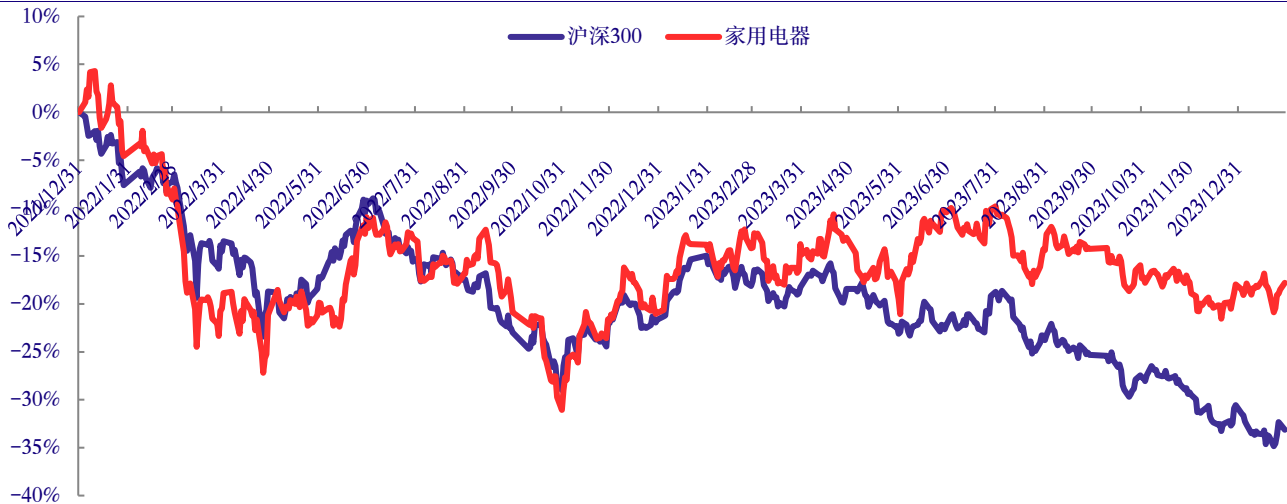
二、估值处于历史偏低水平, 具备长期投资价值

(一) 估值低于历史均值

1. 家电板块估值低于历史均值

2024 年 1 月家电指数 SW 下跌 1.96%, 收益率位列一级行业第 5 位, 表现强于沪深 300 指数 (-6.29%)。截至 1 月 31 日, 行业市盈率 (TTM) 为 12.99 倍, 低于 2008 年至今历史平均水平 (17.92 倍)。

图31：家电指数 SW 与沪深 300 指数收益率对比（2022 年初至今）



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

图32：2008 年至今家电板块市盈率水平变化

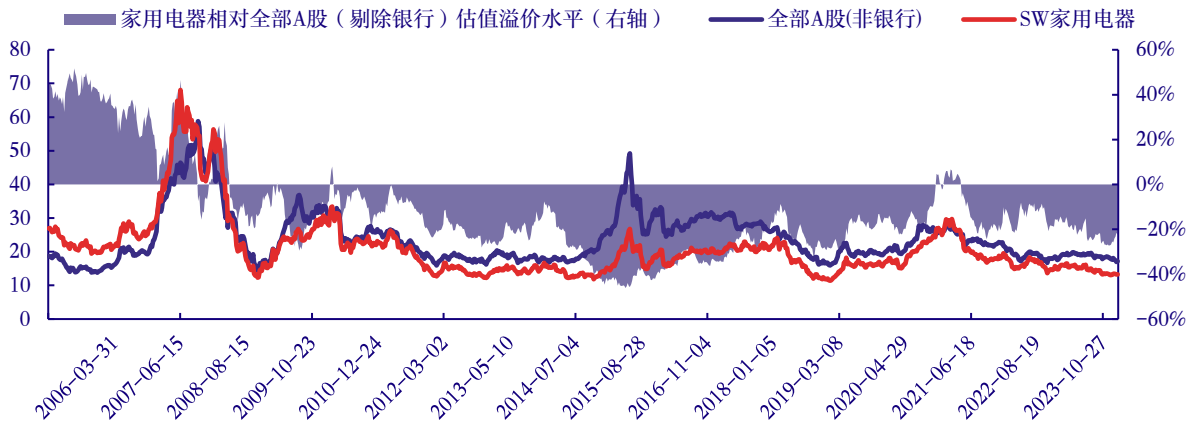


资料来源：iFind、中国银河证券研究院

2. 家电板块估值溢价率较低

截至 2024 年 1 月 31 日，家用电器行业市盈率（TTM 整体法，剔除负值）为 12.9 倍，低于 2005 年以来历史均值（17.95 倍），家电板块估值较 A 股整体溢价率（剔除银行股后）为 -22.59%，较均值低 10.78PCT，家电行业估值性价比突显。

图33：家用电器股票市盈率估值溢价情况-剔除银行股

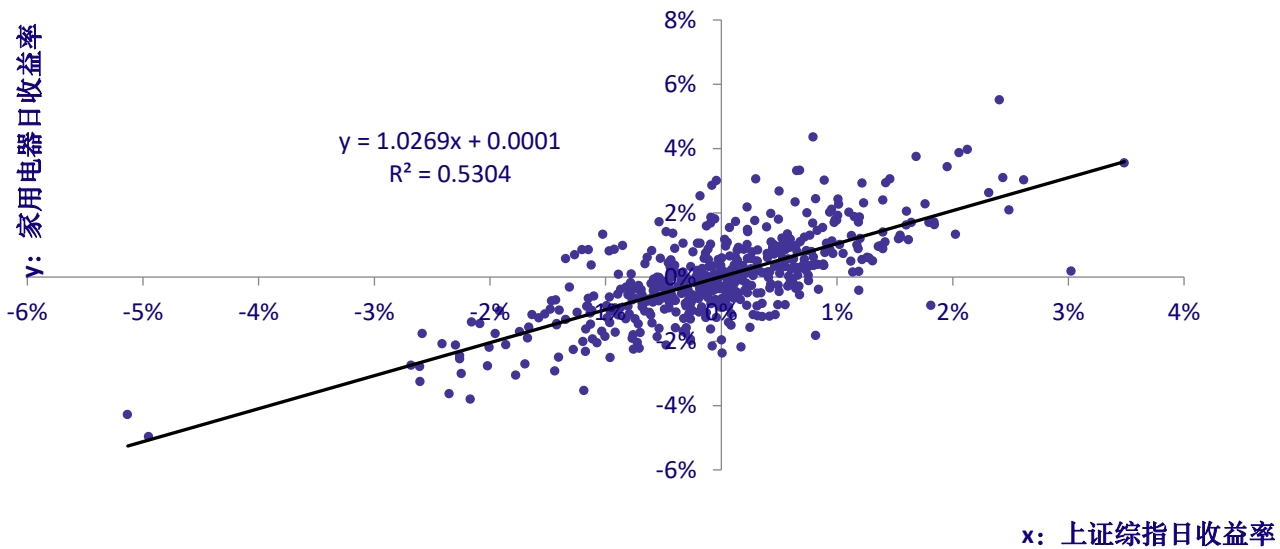


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（二）行业 Beta 表现

2022年初至今家用电器行业相对上证综指的β值为1.03，表明家电行业相对上证指数的波动性更大，单位风险的收益更高，在持续牛市或整个A股市场处于上涨时，行业表现有望领先于整个市场。

图34：2022年初至今家用电器板块相对上证指数 Beta 表现



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

三、投资建议

（一）行业观点及投资建议

随着地产端筑底改善和促消费政策逐步发力，家电内需有望得到支撑，叠加节庆促销余热影响，助力家电消费活力释放。海外库存逐步去化，出口改善态势有望延续。从估值来看，板块估值依然处于较低位置，安全边际较高。

白电：冰洗在出口高增的带动下实现改善，低基数和汇率波动等因素共同提振出口表现，白电板块景气度有望延续向上。行业格局优化，材料价格企稳回落有望推动盈利释放，龙头有望充分受益，重点推荐美的集团、海尔智家。

厨电：地产竣工端集中释放，叠加低基数下出口改善，传统厨电销量边际回暖。尽管现阶段住宅销售乏善可陈，但未来地产政策端发力和消费信心回升仍给厨电增长保留了一定的想象空间。长期维度来看，集成灶渗透率依然具有较大的提升空间，重点推荐老板电器。

清洁电器：企业积极推动渠道拓展、加快新品投放，节日促销带动下，海内外景气度有望改善。建议关注高成长性的细分品类，重点推荐石头科技。

（二）核心组合及表现

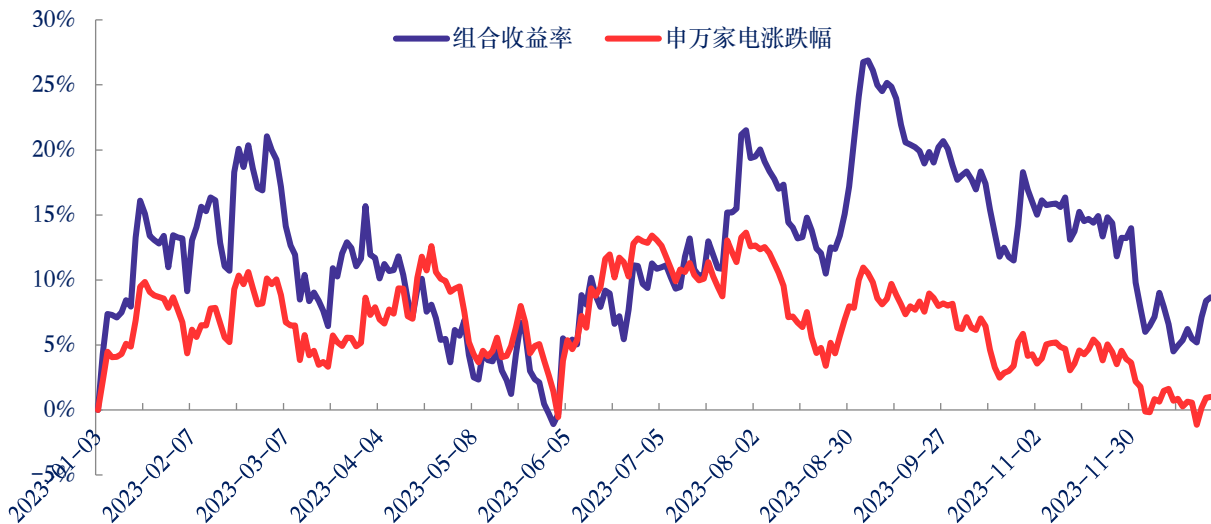
我们筛选出 4 只标的构建核心组合：美的集团(000333)、海尔智家(600690)、石头科技(688169)和老板电器(002508)构建投资组合。截至 2024 年 1 月 31 日，该投资组合累计收益为 14.54%，跑赢 SW 家用电器指数 13.20PCT；

表 4：核心组合及推荐理由（截至 2024.1.31）

证券代码	证券简称	推荐理由	月涨跌幅	累计涨幅 年初至今	相对收益率 年初至今
002508.SZ	老板电器	厨电行业龙头之一，品牌护城河稳固。	-0.23%	3.38%	10.71%
688169.SH	石头科技	扫地机器人领军企业之一，产品技术壁垒坚实。	1.47%	4.73%	12.05%
600690.SH	海尔智家	布局国际化和智能家居较早，海外步入收获期。	6.24%	6.81%	14.14%
000333.SZ	美的集团	C 端优势稳固，B 端市场广阔	6.63%	6.63%	13.96%

资料来源：iFind、中国银河证券研究院

图35：核心组合收益率变动，2023年初至2024.1.31



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

四、风险提示

需求改善不及预期的风险；原材料价格变动的风险；地产回暖不及预期的风险；家电出口存在不确定性的风险。

插图目录

图 1: 商品房住宅现房、期房销售面积累计同比增长率.....	3
图 2: 30 大中城市商品房成交套数同比增长率 (%)	3
图 3: 住宅新开工与竣工面积 (万平方米) 累计值及同比增长率 (右轴-%)	3
图 4: 全国居民人均可支配收入 (元) 及实际增长率 (%)	6
图 5: 家用电器和音像器材类社消零售额 (亿元) 及增速 (%)	6
图 6: 中国出口集装箱运价指数	7
图 7: 美元兑人民币即期汇率: 离岸价	7
图 8: 家用电器季度出口数量 (万台) 及增速 (%)	7
图 9: 白电销量 (万台) 及增速 (%)	8
图 10: 中国空调线上市场 TOP10 品牌零售额份额及份额同比情况	8
图 11: 中国冰箱线上市场 TOP10 品牌零售额份额及份额同比情况	9
图 12: 中国彩电月产量 (万台) 及累计值 (万台)	10
图 13: 中国彩电线上市场分尺寸零售额结构	10
图 14: 彩电内销、外销及总销量同比增长率	10
图 15: 液晶电视面板价格走势 (美元/片)	11
图 16: 彩电线上市场分尺寸均价 (元) 及同比情况	11
图 17: 智能投影线上零售额、零售量及零售均价同比	11
图 18: 智能投影线上品牌零售额份额	11
图 19: 厨电销量 (万台) 及增速 (%-右轴)	12
图 20: 小家电线上、线下月度零售额同比增长率 (%)	12
图 21: 小家电线上、线下累计同比增长率 (%)	12
图 22: 小家电细分品类零售额同比表现	13
图 23: 小家电线上零售品类结构	13
图 24: 家电营业收入 (亿元) 及增长率	13
图 25: 家电行业归母净利润 (亿元) 及增长率	13
图 26: 原材料价格 (元/吨) 走势	14
图 27: 原材料价格同比变化	14
图 28: 家电行业净资产收益率 (%)	14
图 29: 家电行业资产负债率 (%-左轴) 与流动比率 (右轴)	15
图 30: 家电行业存货周转天数	15
图 31: 家电指数 SW 与沪深 300 指数收益率对比 (2022 年初至今)	16
图 32: 2008 年至今家电板块市盈率水平变化	16
图 33: 家用电器股票市盈率估值溢价情况-剔除银行股	17
图 34: 2022 年初至今家用电器板块相对上证指数 Beta 表现	17
图 35: 核心组合收益率变动, 2023 年初至 2024.1.31	18

表格目录

表 1: 2022 年 12 月至今重要地产政策梳理	4
表 2: 中央经济工作会议对房地产和消费领域的表述对比	6
表 3: 家电行业杜邦分析指标	14
表 4: 核心组合及推荐理由 (截至 2024.1.31)	18

分析师承诺及简介

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

杨策，家电行业分析师，伦敦国王大学理学硕士，于 2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

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

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

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

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

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

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn