

## 家用电器

### 攻守之间，踏步向前

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：管泉森  
执业证书编号：S0590523100007  
邮箱：guanqs@glsc.com.cn  
分析师：孙珊  
执业证书编号：S0590523110003  
邮箱：sunshan@glsc.com.cn

#### 攻守之间的家电表现

年初至 2 月 23 日，家电指数上涨 4.08%，一级行业第 4；白电指数上涨 12.65%，二级行业第 4，相对 wind 全 A 超额收益 18.28%。过去十年，白电走势有 3 个特点：①年底年初有季度级行情，收益排名常能进前 3，最差是 2014 年底，排名第 6；②市场“大跌后期→企稳阶段→上行初期”超额很明显，如 2015 年 10 月份后、2018 年 11 月份后及 2022 年 11 月份后；③有明显产业-β 时，年底年末行情容易昙花一现，若无，延续概率会有提升。

#### 家用空调内需和出货

2023 年家用空调内销同比+13.8%，我们预计 2024 年内销出货同比-5%左右，主要逻辑：第一，预计当前空调更新需求被框定在 60%~80%之间，接下来一段时间更新需求中枢提升，驱动力大于冰洗；第二，更新主导新增不足的冰洗，零售和出货表现都较稳定，若按更新/新增拆分，空调需求不应弱于冰洗；第三，2023 年零售/出货增速差小，渠道库存仅向合理回归，补库存或受限，2024 年损失补库存增量，综合来看内销出货更可能是盘整状态。

#### 价格走势与竞争格局

需求一般时，价格疑虑存在，我们认为大可不必：一方面，近 10 年空调量价没有明显的正或负相关，冰箱、洗衣机甚至彩电及烟机也是如此；另一方面，更新主导，需求价格弹性小，景气引致的价格波动可接受，通常±2%。格局恶化概率较低：第一，龙头空调经营表现好于三方数据；第二，份额波动是龙头主动选择的结果，目前战略尚无变化；第三，没有行业性库存问题，龙头间也不具备非对称降价能力，更可能调产品结构适配需求。

#### 地产影响已基本充分计入

“家电内销看地产”深入人心，内销为主关注估值弹性的β投资导向下无可厚非，估值充分调整关注业绩影响时则会偏差较大。一方面，之前基于新房粗算的地产影响在期房和“炒”存在的情况下，由于“销售→交付→装修消费家电”有漏出，实际消费转化率偏低；另一方面，剔除与地产无关的部分，非厨电龙头按谨慎口径测算的收入相关比例仅略超 15%，业绩则受成本费用影响更大。随着二手和准现房占比提升，产业影响将会更良性。

#### 投资建议

当前时点，我们认为家电龙头业绩确定性较高，更新主导情况下，空调需求有支撑，景气引致的价格波动可控，由于目前没有行业性的渠道库存问题，龙头间也暂不具备非对称降价能力，竞争格局预计将会比较稳定，地产对估值影响已基本充分计入，对业绩影响有限。股息率吸引力较强，相对 PE 估值水平仍徘徊在近十年低位，性价比优势突出，整体位置类似于 2015/2016 年以及 2018/2019 年，超额表现预计仍将维持，建议积极布局。

**风险提示：**外资大幅波动，原材料成本上涨，家用空调库存大幅积累。

#### 相关报告

1、《家用电器：产业在线 1 月空调数据简评：春节错峰扰动，景气环比平稳》2024.02.24  
2、《家用电器：奥维云网 1 月线上清洁电器数据简评：龙头扫地机上新提速，洗地机均价延续下滑》2024.02.21

## 正文目录

<b>1. 攻守之间的家电表现</b> .....	<b>5</b>
1.1 2023 年至今家电超额收益明显.....	5
1.2 攻守之间家电往往有亮眼表现.....	5
<b>2. 家用空调内需和出货</b> .....	<b>7</b>
2.1 更新大时代空调内需有支撑.....	7
2.2 家用空调内销出货节奏研判.....	13
<b>3. 价格走势与竞争格局</b> .....	<b>15</b>
3.1 景气对价格的影响较可控.....	15
3.2 今年竞争格局恶化概率小.....	17
3.3 份额快速分化阶段或结束.....	20
<b>4. 地产影响已基本充分计入</b> .....	<b>22</b>
4.1 地产对龙头业绩影响较小.....	22
4.2 日美家电销售中枢未下滑.....	27
<b>5. 维持行业“强于大市”评级</b> .....	<b>29</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>30</b>

## 图表目录

图表 1:	过去 17 年家电板块胜率较高, 仅在 2014、2018 及 2021 年明显跑输	5
图表 2:	过去十年白电有 8 个阶段超额收益明显	6
图表 3:	白电相对估值近期虽略有好转, 但仍处在近 10 年较低位置	6
图表 4:	2023 年家用空调内销出货 9960 万台, 同比+13.8%	7
图表 5:	2024 年前两个月家用空调内销排产同比增长 16%	7
图表 6:	2023 年家用空调内销驱动的几种情形	8
图表 7:	大家电更新占比测算	9
图表 8:	不同保有量与出货节奏	10
图表 9:	日本大家电平均使用年限不超过 14 年	10
图表 10:	日本空调出货历史出货节奏	10
图表 11:	更新需求的主要影响因素	11
图表 12:	往前推 10-20 年恰好对应到白电消费规模中枢提升阶段	11
图表 13:	日本白电购买决策中因为故障的比例约为 60%-80%	11
图表 14:	美国大家电消费中替换的比例超过 60%	11
图表 15:	冰洗推总零售量增速在 0 左右, 空调波动大增速相对较快	12
图表 16:	奥维预计 2024 年冰洗零售量额保持小幅增长态势	12
图表 17:	2013 年空冰洗线下零售量分别同比+15%、+8%及+3%	12
图表 18:	2016/2017 年空调量+18%/+27%, 冰箱-1%/-1%, 洗衣机+4%/+1%	12
图表 19:	2022 年夏季长江流域大面积极端高温	12
图表 20:	2023 年夏季仅华北区域企稳偏高	12
图表 21:	2004-2023 家用空调出货与零售增速走势	13
图表 22:	2023 年格力和美的内销出货增速慢于行业	13
图表 23:	白电零售线上占比已再高位	14
图表 24:	美的集团智能家居业务内销收入渠道结构	14
图表 25:	2012-2014 年及 2018 年格力收入增速都显著快于行业需求	14
图表 26:	2023 年 4-7 月家用空调内销出货增速在 30%左右	14
图表 27:	预计 2024 年 3-7 月份家空内销有双位数下滑压力	14
图表 28:	龙头 23Q2 增速快, 二线 23H1 增速较快	15
图表 29:	规模公司中仅格力和奥克斯出货量未回到价格战之前	15
图表 30:	近十年来看, 空调量价并没有呈现出负相关关系	15
图表 31:	均价显著上行阶段基本都对应到原材料价格大幅上涨	15
图表 32:	大家电的量价表现并没有展现出稳定的关系	16
图表 33:	2014-2015 年及 2018-2019 年是我国家电需求偏弱的两个阶段	17
图表 34:	2014-2015 年间, 冰箱结构升级延续, 洗衣机结构升级放缓	17
图表 35:	冰洗 2014 年都出现了“低端占比提升, 中端加速下降”的现象	17
图表 36:	2015 年油烟机和热水器都出现了高端提升放缓的现象	17
图表 37:	两大龙头内销出货份额连续两年下降	17
图表 38:	格力及美的过去两年内销出货份额分别-6.1 及-1.9pct	17
图表 39:	两大龙头过去两年线上零售量及额合计-6.6 及-3.5pct	18
图表 40:	两大龙头过去两年线下零售量及额合计-4.7 及-2.3pct	18
图表 41:	格力空调内销收入开始稳步增长	18
图表 42:	美的暖通空调业务保持着较快增长趋势	18
图表 43:	美的系近三年线上价格同比持续上涨, 米家近两年价格持续下跌	19
图表 44:	华凌和米家是近年来线上势头最猛的两个品牌	19
图表 45:	目前京海互联网、格力电器及盛世新兴体系的关系	19
图表 46:	近两年格力价格体系跟行业基本保持一致	19
图表 47:	2015 年格力空调盈利能力并未下降	20
图表 48:	2019 年美的空调盈利能力没有下降	20
图表 49:	海尔空调规模不断新高, 盈利能力持续回升	20
图表 50:	估算海信家电家用空调规模及盈利已回到 2019 年之前	20
图表 51:	奥克斯空调业务近两年恢复明显	21
图表 52:	2023 年长虹美菱收入及盈利能力均有望创历史新高	21

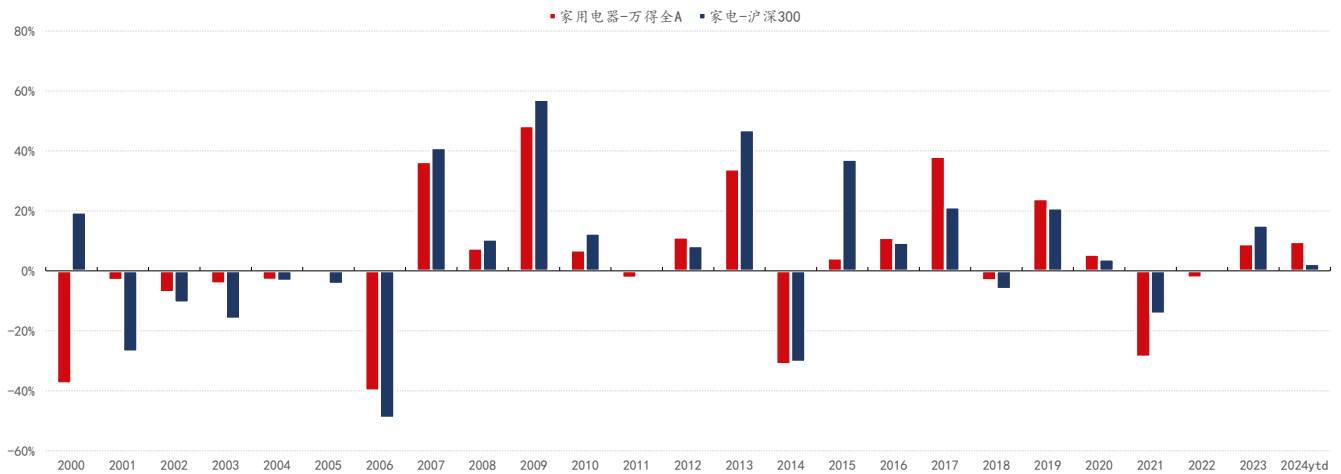
图表 53:	奥克斯空调外销稳健, 内销持续恢复 .....	21
图表 54:	奥克斯线上渠道恢复相对缓慢 .....	21
图表 55:	新型电商及下沉渠道保持较快增长 .....	22
图表 56:	下沉渠道逐步成为空调销售第三大渠道 .....	22
图表 57:	2023 年我国商品住宅销售 9.5 亿平, 约为高点的 61%.....	23
图表 58:	粗算的新房销售对大家电的影响已降至极低水平.....	23
图表 59:	当期新房成交量转化为当期家电需求过程中有较多漏出.....	23
图表 60:	2023 年住宅新开工面积约为高点的 41% .....	23
图表 61:	2014 年之前, 竣工面积与销售面积稳定在 75%左右.....	24
图表 62:	2023 年不同能级城市家庭装修房屋类型对比.....	24
图表 63:	空调的出货节奏受天气和库存影响更大 .....	24
图表 64:	地产周期对冰箱的出货影响十分微弱 .....	25
图表 65:	地产周期对洗衣机的出货影响十分微弱 .....	25
图表 66:	地产周期对厨电的影响更大 .....	25
图表 67:	市值靠前的家电公司外销收入占比 .....	26
图表 68:	龙头公司外销占比持续提升 .....	26
图表 69:	谨慎估计, 美的集团收入中地产相关占比约为 17%.....	26
图表 70:	美的集团的收入增速波动主要来自空调和外销 .....	27
图表 71:	剔除空调库存和收购, 海尔智家收入增速总体比较稳定.....	27
图表 72:	格力电器的收入波动主要受空调库存扰动 .....	27
图表 73:	苏泊尔到 2019 年主营都保持快速增长, 即便期间地产波动剧烈.....	27
图表 74:	老板电器 2017 年之后主营走势跟地产关联度较高.....	27
图表 75:	海信视像主营增速波动跟地产关联度较小 .....	27
图表 76:	到 2023 年末, “保交楼”项目交付超过 300 万套 .....	28
图表 77:	收房后三个月内装修的比例接近 50%.....	28
图表 78:	上世纪 70 年代后美国成屋销售占比就超过了 80% .....	28
图表 79:	目前美国每年成屋销售超过 400 万套, 新房销售在 70 万套左右.....	28
图表 80:	美国家电出货增速与地产销售增速的走势对比 .....	29
图表 81:	日本白电内销出货与新房开工 .....	29

## 1. 攻守之间的家电表现

### 1.1 2023 年至今家电超额收益明显

截至 2024 年 2 月 23 日，家电指数累计**上涨 4.08%**，在 31 个一级行业中排名第**4**；其中，白电指数累计**上涨 12.65%**，位居二级子行业第 4 位，相对 wind 全 A 的超额收益达**18.28%**。经过 2021 年的成本冲击后，市场熟悉的高胜率板块正逐步回归。空调格局落定（盈利触底回升）至今的 17 年里，家电指数仅在 2014、2018、2021 年，分别因为高库存、景气下台阶及成本暴涨，短暂跑输过 wind 全 A 和沪深 300。虽然高赔率不可强求，但基于高质量经营和高估值性价比，家电的高胜率也从未改变。

图表 1：过去 17 年家电板块胜率较高，仅在 2014、2018 及 2021 年明显跑输

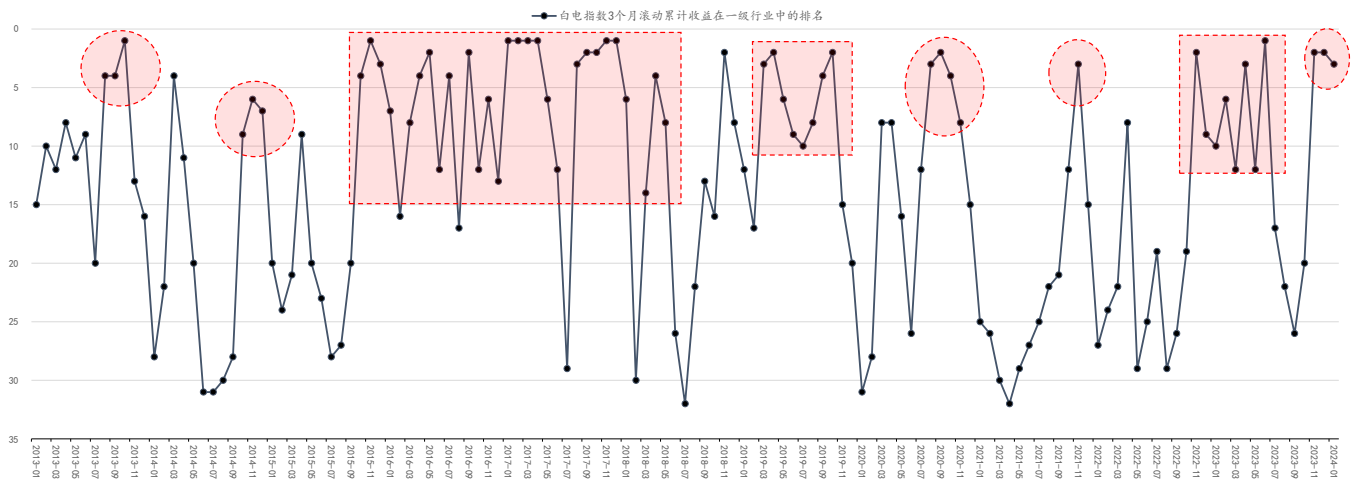


资料来源：Wind，国联证券研究所整理（2024 年 2 月 23 日）

### 1.2 攻守之间家电往往有亮眼表现

由于白色家电在家电指数中权重颇高，我们以白电指数季度滚动收益排名为代表，回溯其过去十年表现，呈现显著超额收益的有 8 个阶段：①2013 年 8-12 月，②2014 年 10-2015 年 2 月，③2015 年 10 月-2018 年 5 月，④2018 年 11 月-2019 年 12 月，⑤2020 年 8 月-2021 年 1 月，⑥2021 年 11 月-2022 年 1 月，⑦2022 年 11 月-2023 年 9 月，⑧2023 年 12 月至今。能够归纳出来的统计特征主要有三个：①年底年初有季度级行情，过去十年无一例外，且收益排名经常能冲进前 3，最差是 2014 年年底 2015 年初，排名第 6；②在市场“大跌后期→企稳阶段→上行初期”超额很明显，如 2015 年 10 月份之后、2018 年 11 月份之后及 2022 年 11 月份之后；③有明显产业-β 时，年底年末行情容易昙花一现，如 2014 年的库存问题、2021 年的成本问题、2022 年的地产成交大幅下跌，2019 及 2023 年相对中性，2016-2017 年景气强。

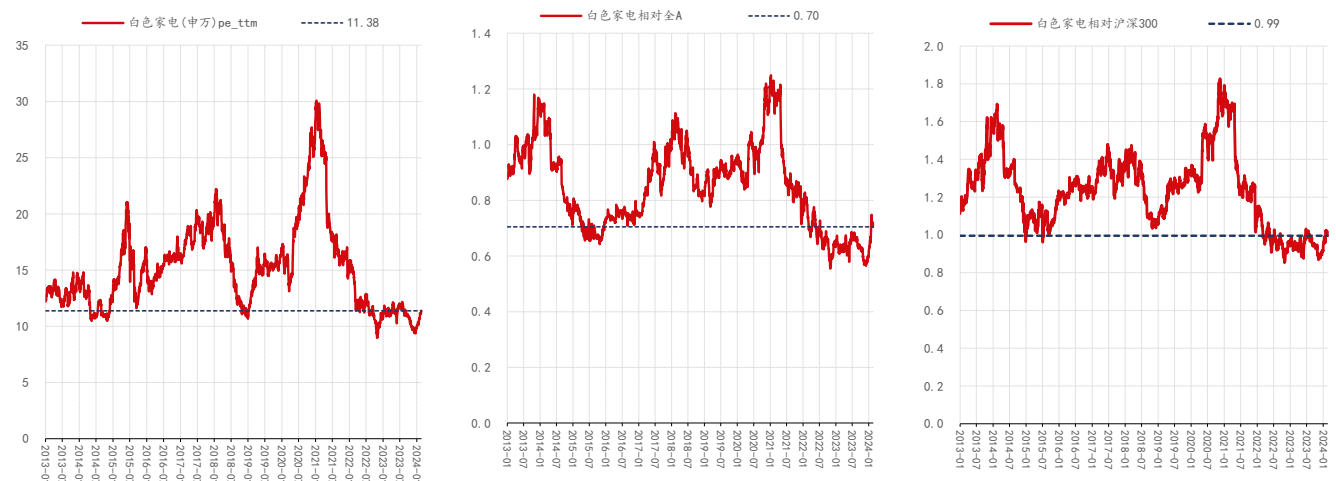
图表2：过去十年白电有8个阶段超额收益明显



资料来源：Wind，国联证券研究所整理（数据截至2024年2月23日）

从统计结果来看，市场处在“攻守之间”时，白电都有所表现，本质或是在主线不十分明朗的情况下寻求确定性，将自身置于一个可攻可守的位置。白电的好处在于产业格局好，龙头经营弹性不大但确定性很强，现金流充沛，分红率较高，估值和业绩匹配得比较好，一众“低估值”中，业绩难有增长，增长稍快的，估值又更高。我们在2020年《白电向何处？》系列深度报告中指出，白电的收益主要来自于“10%左右的业绩+5%左右的股息率”，正是这个组合支撑了其过去十多年的超额回报，胜在格局支撑的确定性。当前时点，我们认为白电处在类似2015年/2016年，2018/2019年这样的环境中，超额表现预计会维持，建议积极布局。

图表3：白电相对估值近期虽略有好转，但仍处在近10年较低位置



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

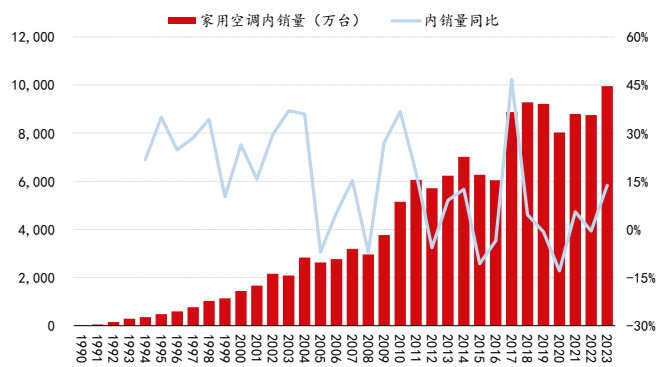
此刻的上涨，对确定性有要求，对景气边际改善并无太大预期，本报告主要讨论当前市场相对关注的内销问题，关于外销敬请关注深度研究《从“制造出海”到“品牌出海”》以及《从海外龙头财报评估家电外销》系列，关于分红率及股息率议题，欢迎关注《浅论家电股股息率提升潜力》等报告。

## 2. 家用空调内需和出货

### 2.1 更新大时代空调内需有支撑

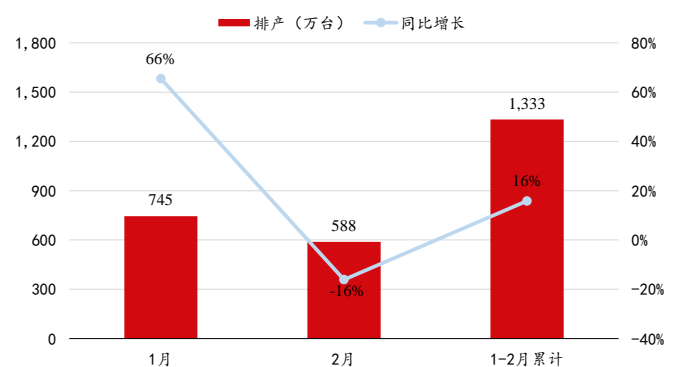
根据产业在线数据，2023 年家用空调内销 9960 万台<sup>1</sup>，同比+13.8%，虽然没能破亿，但仍是历史新高；同时，产业在线也披露最新的排产数据，2024 年 1-2 月份家用空调排产累计同比+16%。而奥维又新近披露了 3 月的内销排产数据，同比+17.6%。出货新高之后，在需求偏弱的情况下，排产还有高增长，这显然有悖常识，考虑到排产并不代表最终产量，甚至有时候偏差会很大，加上产业运行有月度波动也很正常，我们认为不宜去做过度解读。且就我们的经验来看，排产数据于投资的意义，更多的是用来预判下行拐点，上行拐点可以直接看需求，其余时间意义都有限，当然可以辅助论证“没那么好”或“没那么差”，目前肯定倾向后者。在需求没有明显提速的情况下，排产与实绩偏差会变大，若没有，则需要跟踪库存。

图表4：2023 年家用空调内销出货 9960 万台，同比+13.8%



资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表5：2024 年前两个月家用空调内销排产同比增长 16%



资料来源：产业在线，国联证券研究所

天气正常情况下，我们对 2024 年家用空调内销出货增速预期约为-5%左右，产业在线对 2024 年家用空调内销量及销售额的增速预测分别为-4.7%及-3.7%。这些相对市场普遍预期都较为乐观，市场普遍的想法是，2023 年有之前积压的需求释放，有保交楼，还有渠道补库存，而 2024 年这些因素的带动作用将会明显减弱，所以家用空调内销降幅会更大。定性来看，这一判断逻辑并没有太大问题，但结合数据后，指向性会显著减弱，我们倾向于认为积压需求对 2023 全年增速贡献不大，保交楼或竣工的带动并没有在 2023 年得到充分体现，渠道库存水平较去年同期确有回升，但仅向合理回归。

<sup>1</sup> 奥维云网 PSI 监测数据显示，2023 年家用空调内销量 9054 万台，同比增长 12.9%；不难发现，不同第三方对产业规模的统计差距很大，好在增速还算比较接近；平常研究过程中，不必过度苛求单一数据的准确性，并不现实，容易产生资源和精力的浪费，多交叉验证就好。

**图表6：2023年家用空调内销驱动的几种情形**

情形一	根据产业在线的数据，2023年的出货增长中贡献最大的是渠道库存回升（增加约800万台）；如是，保交楼对下游的带动就没有充分体现，2024年可以期待，同时，这也意味着积压需求释放带来的量增较小，不足以左右基本盘；若否，那就是库存没有回升这么多，渠道库存甚至还会有所带动。
情形二	国家统计局数据显示，2023年住宅竣工同比+17.2%，中原地产测算全国二手房成交同比+11%，一二线城市+35%，二者合计约有2亿平米住宅增量，若装修需求完全释放在2023年，约对应到600万台增量；如是，渠道补库存及积压需求释放带动也比较有限，24年可能仍有积极作用；若否，保交付对下游的带动就会持续释放。
情形三	产业在线数据显示，冰箱和洗衣机2023年的内销出货量增速分别为+5%和+3%，基数也比空调低，逻辑上也受益积压需求释放和保交楼，但实际增速平平；如是，说明我们理解的积压需求释放和保交楼对2023年的带动本来就弱，谈不上大的需求边际扰动。

资料来源：产业在线，国家统计局，中原地产，国联证券研究所

上述判断逻辑之所以如此悲观，主要是忽视了家用空调需求基本盘即更新需求，虽然大家都熟悉，但如何量化，莫衷一是。下表提供了两种典型测算：一方面，通过存量反推，可以看到更新需求占比波动大，取2018-2022年均值，空调、冰箱、洗衣机及彩电分别为46%、57%、63%及80%，白电低于通常认知；另一方面，通过假设更新年限，大家电似乎在10年前就已是更新主导，毕竟日本的更新周期也很少达到14年，以日本为下限，我国空调当前更新需求将被框定在60%-80%，冰箱、洗衣机及彩电超过80%，我们更倾向于这个结果，主要是产业历史放量节奏能够大致匹配。



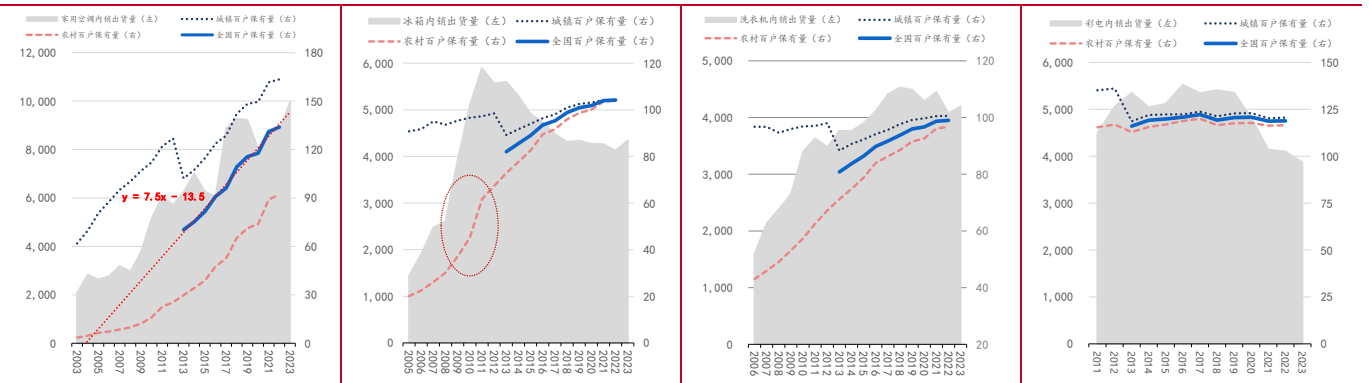
图表7：大家电更新占比测算

指标/参数/方法		单位	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
基础参数	总人口	万人	136,726	137,646	138,326	139,232	140,011	140,541	141,008	141,212	141,260	141,175
	平均家庭户规模	人/户	2.98	2.97	3.10	3.11	3.03	3.00	2.92	2.85	2.77	2.76
	户数	万户	45,881	46,345	44,621	44,769	46,208	46,847	48,290	49,635	50,996	51,150
	空调		70	75	82	91	96	109	116	118	131	134
	冰箱	台/百户	82	86	89	94	95	99	101	102	104	104
	洗衣机		81	84	86	90	92	94	96	97	99	99
	彩电		116	119	120	121	122	119	121	121	119	119
	空调		3.23	3.49	3.64	4.07	4.44	5.12	5.58	5.84	6.69	6.85
	冰箱	亿台	3.76	3.96	3.97	4.19	4.40	4.63	4.87	5.05	5.30	5.33
	洗衣机		3.71	3.88	3.86	4.02	4.24	4.39	4.64	4.80	5.03	5.06
彩电		5.33	5.52	5.35	5.41	5.65	5.59	5.82	6.00	6.05	6.08	
保有量变化	空调		-	2,551	1,515	4,329	3,711	6,797	4,621	2,597	8,487	1,583
	冰箱	万台	-	2,003	88	2,146	2,177	2,230	2,459	1,804	2,457	313
	洗衣机		-	1,719	(238)	1,650	2,170	1,560	2,426	1,638	2,336	305
	彩电		-	1,976	(1,743)	580	2,385	(596)	2,368	1,721	573	285
内销出货量	空调		6,235	7,017	6,269	6,049	8,876	9,281	9,216	8,028	8,796	8,754
	冰箱	万台	5,601	5,299	4,916	4,731	4,480	4,310	4,338	4,270	4,265	4,123
	洗衣机		3,769	3,763	3,905	4,115	4,414	4,532	4,493	4,291	4,453	4,077
	彩电		5,350	5,041	5,120	5,525	5,344	5,406	5,356	4,817	4,141	4,102
保有量提升反推	更新需求		-	4,465	4,754	1,720	5,165	2,484	4,595	5,431	310	7,171
	冰箱	万台	-	3,296	4,828	2,585	2,303	2,080	1,880	2,466	1,808	3,810
	洗衣机		-	2,044	3,905	2,465	2,243	2,972	2,067	2,652	2,117	3,771
	彩电		-	3,065	5,120	4,945	2,959	5,406	2,989	3,096	3,568	3,817
更新需求占比	空调	-	-	64%	76%	28%	58%	27%	50%	68%	4%	82%
	冰箱	-	-	62%	98%	55%	51%	48%	43%	58%	42%	92%
	洗衣机	-	-	54%	100%	60%	51%	66%	46%	62%	48%	93%
	彩电	-	-	61%	100%	89%	55%	100%	56%	64%	86%	93%
动态更新周期	空调	年	-	7.81	7.65	23.66	8.60	20.61	12.15	10.76	216.05	9.55
	冰箱		-	12.02	8.23	16.19	19.12	22.25	25.92	20.49	29.31	13.99
	洗衣机		-	18.98	9.87	16.31	18.89	14.78	22.43	18.10	23.78	13.43
	彩电		-	18.02	10.45	10.94	19.08	10.34	19.49	19.37	16.97	15.93
假设平均更新周期	10年	更新占比	52%	50%	58%	67%	50%	55%	61%	73%	76%	78%
	冰箱		67%	75%	81%	88%	98%	107%	112%	118%	124%	129%
	洗衣机		98%	103%	99%	98%	96%	97%	103%	112%	113%	124%
	彩电		100%	110%	104%	98%	106%	103%	109%	124%	146%	148%
	11年	更新占比	47%	45%	53%	61%	45%	50%	55%	66%	69%	71%
	冰箱		61%	68%	73%	80%	89%	98%	102%	108%	113%	118%
	洗衣机		89%	94%	90%	89%	87%	88%	94%	102%	103%	113%
	彩电		91%	100%	95%	89%	96%	94%	99%	113%	133%	135%
	12年	更新占比	43%	41%	48%	56%	42%	46%	50%	61%	63%	65%
	冰箱		56%	62%	67%	74%	82%	89%	94%	99%	104%	108%
	洗衣机		82%	86%	82%	81%	80%	81%	86%	93%	94%	104%
	彩电		83%	91%	87%	82%	88%	86%	91%	104%	122%	124%
13年	更新占比	40%	38%	45%	52%	38%	42%	47%	56%	59%	60%	
冰箱		52%	58%	62%	68%	76%	83%	86%	91%	96%	99%	
洗衣机		76%	79%	76%	75%	74%	75%	79%	86%	87%	96%	
彩电		77%	84%	80%	75%	81%	80%	84%	96%	112%	114%	
14年	更新占比	37%	35%	41%	48%	36%	39%	43%	52%	54%	56%	
冰箱		48%	53%	58%	63%	70%	77%	80%	85%	89%	92%	
洗衣机		70%	74%	71%	70%	69%	69%	74%	80%	81%	89%	
彩电		71%	78%	75%	70%	75%	74%	78%	89%	104%	106%	

资料来源：Wind，产业在线，国家统计局，国联证券研究所整理

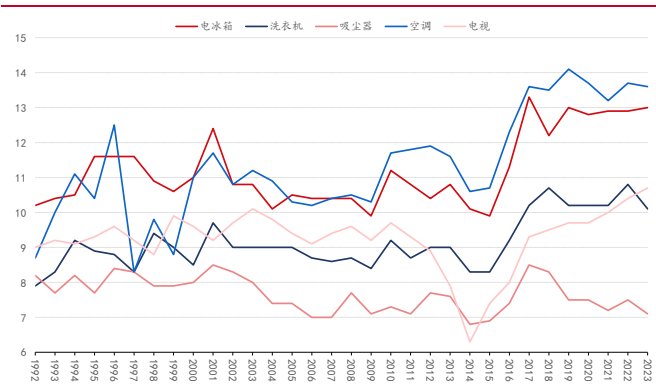
若将内需分为“更新”和“新增”两个部分去理解，户数稳定情况下，“新增”需求中枢取决于“保有量提升速度”，加速提升对出货增速有拉动，匀速无影响，减速或下降则会拖累。我国大家电保有量拟合结果显示，空调匀速提升，冰洗逐步放缓至0，彩电开始下降。也就是说，空调每年新增需求相对稳定，对出货增速影响偏中性，冰洗彩都有拖累。不过，随着冰洗保有量趋于平稳，新增需求影响或也将归于中性。至于空调，日本在达到250台/百户前是匀速提升，我们过去10年拟合数据也是，考虑区域差异后，预计提升节奏的拐点或在200-210台/百户，这意味着中期家用空调年新增需求相对稳定，按7.5台/百户×5亿户来算，每年新增中枢约在3750万台。另外，由于家庭规模变小，户数持续增加，也贡献了一定规模的新增需求。

图表8：不同保有量与出货节奏



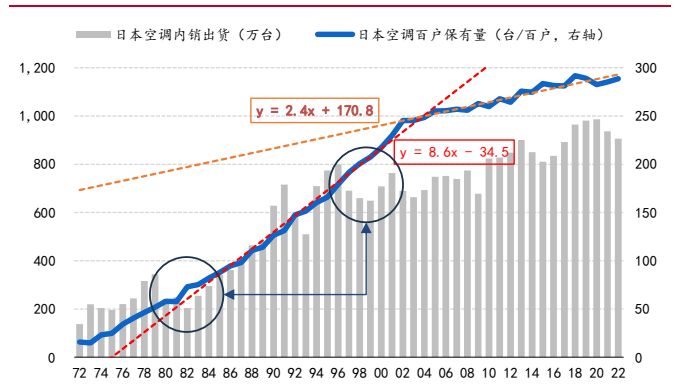
资料来源：国家统计局，产业在线，国联证券研究所整理

图表9：日本大家电平均使用年限不超过14年



资料来源：日本内阁府，国联证券研究所

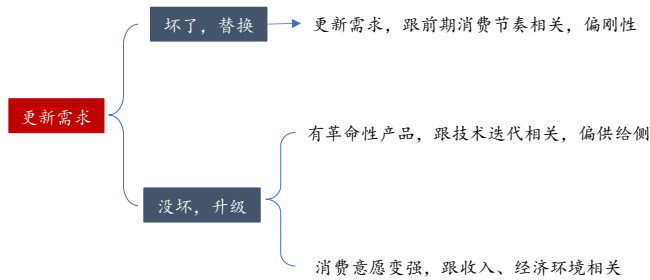
图表10：日本空调出货历史出货节奏



资料来源：JRAIA，国联证券研究所

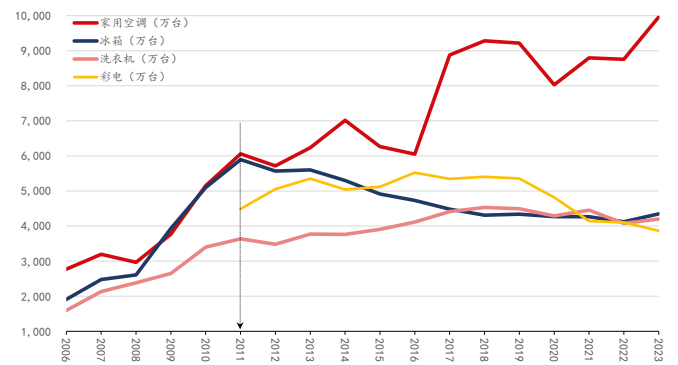
更新需求可分解为替换和升级，区别在于坏没坏。替换需求偏刚性，是真正的基本盘，与前期消费节奏相关，譬如美国 2007-2009 年金融危机期间，替换需求两年 CAGR 约为-4%，而非替换-13%。升级需求则偏可选，若产品本身无革命性进步，其释放节奏更多依赖消费意愿，背后是收入预期、财富效应等。当然，若产品有革命性进步，典型如消费电子类目的彩电、手机，其更新受创新节奏影响更大。日本手机消费动机中故障占比约 1/3，而白电比例在 60%-80%，美国大家电相应数据也达 55%-60%，预计当前我国介于二者之间。由此可见，白电更新需求中刚性成分更高，以 10-20 年宽泛区间反推，刚性更新部分未来也将保持不错增长，即便升级部分出现两位数下滑，总需求大概率也能保持平稳，而空调因为前期上量快，更新驱动也会更强。

图表11: 更新需求的主要影响因素



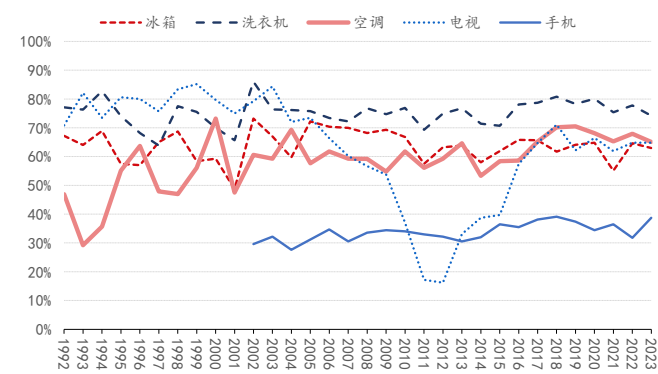
资料来源: 国联证券研究所整理

图表12: 往前推 10-20 年恰好对应到白电消费规模中枢提升阶段



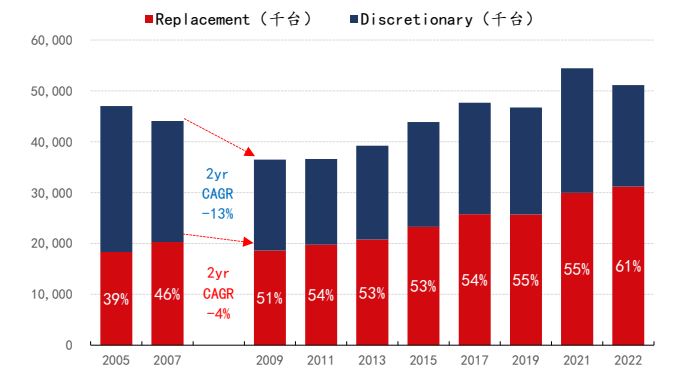
资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

图表13: 日本白电购买决策中因为故障的比例约为 60%-80%



资料来源: 日本内阁府, 国联证券研究所

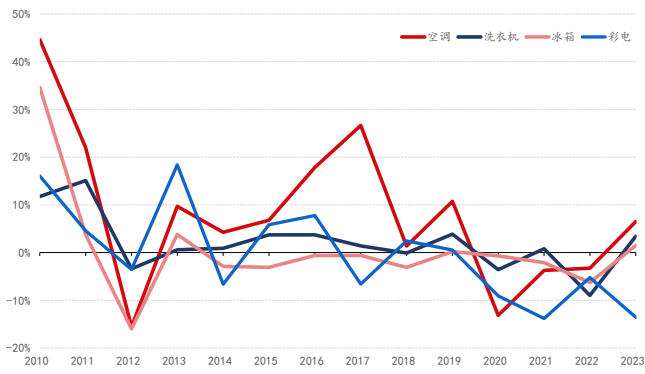
图表14: 美国大家电消费中替换的比例超过 60%



资料来源: Whirlpool, AHAM, TraQline, 国联证券研究所

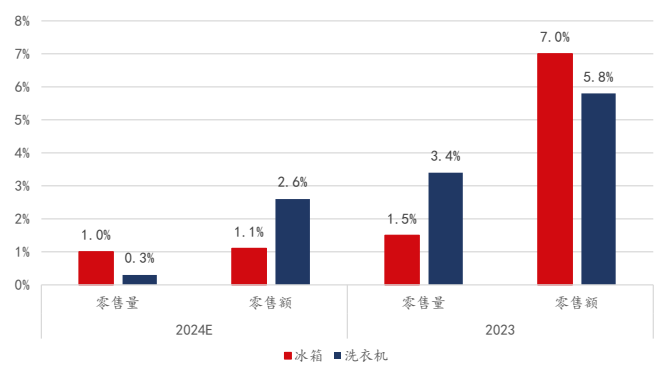
综上所述, 白更新主导, 刚性强 (替换需求), 且接下来一段时间恰好对应到普及及放量阶段, 更新规模增长, 即便是应对极端场景, 潜在需求中枢大概率仍能保持稳定, 空调将更强。至于短期需求判断, 冰洗是很好的对照组, 2018-2023 年其出货增速区间为-8.4%~+5.5%, 零售量增速区间为-9.0%~+3.8%。也就是说, 若没有消费场景受限问题, 冰洗增速多在-4%~+4%, 由于过去 6 年需求环境比较一般, 结论有较高的可信度。而结合前文来看, 空调的更新和新增支撑都要强于冰洗, 同等消费环境 (消费意愿、购买力、地产) 下, 需求应不劣于冰洗, 而且事后来看 2013-2023 年这 11 年里, 空调零售增速也仅在错过旺季的 2020 年明显跑输, 考虑到当前冰洗保有量影响中性, 且更新支撑在不断变强, 需求平稳确定性较高, 空调需求则不劣于此。

图表15: 冰洗推总零售量增速在0左右, 空调波动大增速相对较快



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

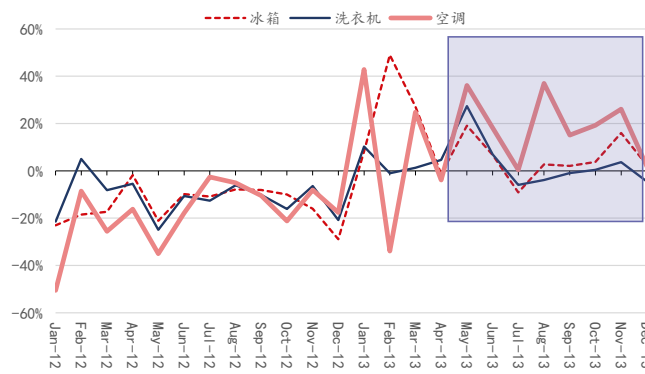
图表16: 奥维预计2024年冰洗零售量额保持小幅增长态势



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

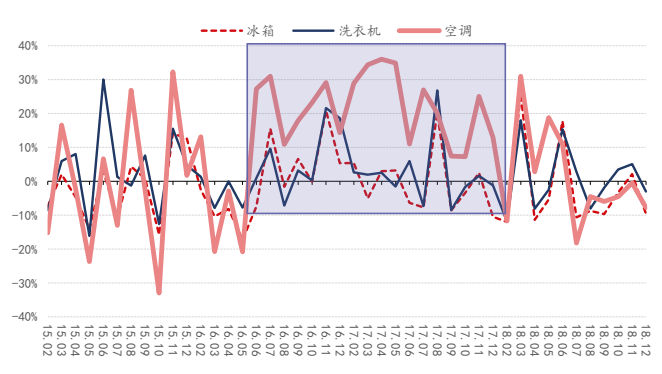
空调需求永远逃不开天气, 某种意义上来说, 气候变化或才是这个品类最强β; 短期显著的凉夏或热夏大概率都是当年需求的第一影响因素; 由于2023年并不是典型热夏, 无太大基数压力, 2024年天气暂做中性展望, 若出现极端热夏或凉夏, 需求会脱离中枢。此前, 我们做过热夏影响力的专题分析, 2013年夏天之后, 空调零售量增速要比冰洗快10~15pct, 2016及2017年夏天则要快15~30pct, 考虑到需求环境相同, 这种增速差大概率归因于天气。从夏季高温情况来看, 2023年显著弱于2022年, 称不上严格意义的热夏, 全年空冰洗零售量增速差也仅3~5pct, 没有增长包袱。

图表17: 2013年空冰洗线下零售量分别同比+15%、+8%及+3%



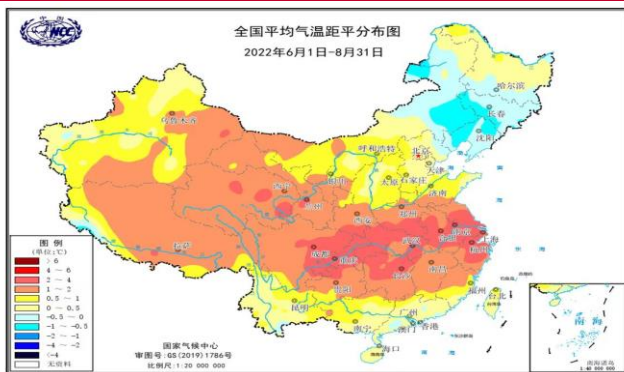
资料来源: 中怡康零售监测, 国联证券研究所

图表18: 2016/2017年空调量+18%/+27%, 冰箱-1%/-1%, 洗衣机+4%/+1%



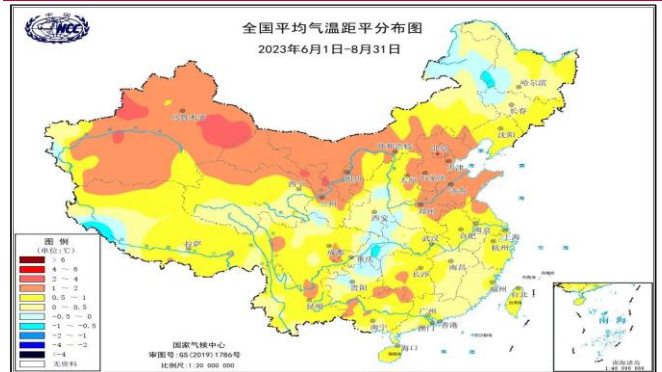
资料来源: 奥维云网推总, 国联证券研究所

图表19: 2022年夏季长江流域大面积极端高温



资料来源: 国家气候中心, 国联证券研究所

图表20: 2023年夏季仅华北区域企稳偏高

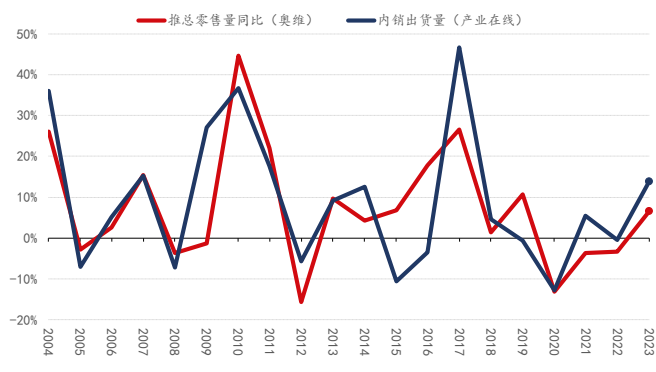


资料来源: 国家气候中心, 国联证券研究所

## 2.2 家用空调内销出货节奏研判

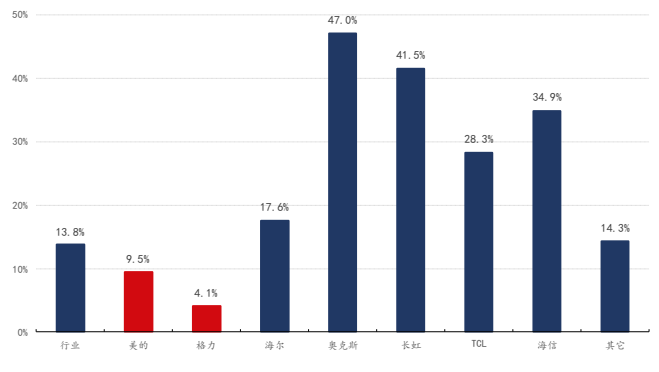
至此，空调需求结论已比较清晰，正常情况下，持续好于冰洗，2024 年保持稳健增长概率较大，不过今年补库存动力不强，所以出货应该会小幅跑输零售。需求到出货，中间隔着渠道库存变动，评估它主要有两种方法。一是看出货零售增速差，2023 年为 6-7pct，理论上对应约 0.8 个月库存回升，由于 2022 年末渠道处于历史低位，这一幅度并不会有库存隐忧，综合需求后，预计全年出货差不多 5%左右下滑；需要说明的是，增速差方法回测质量并不高，定性参考或许更合适。二是看龙头出货表现，毕竟非龙头渠道压货能力弱，2024 年格力和美的内销出货增速分别为 4.1%和 9.5%，慢于行业整体，且美的出货跟自身安装卡表现相近，这个视角甚至没补库存。

图表21：2004-2023 家用空调出货与零售增速走势



资料来源：产业在线，奥维云网，国联证券研究所

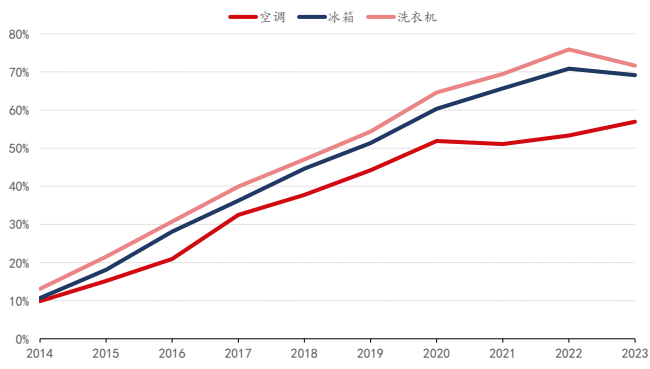
图表22：2023 年格力和美的内销出货增速慢于行业



资料来源：产业在线，国联证券研究所

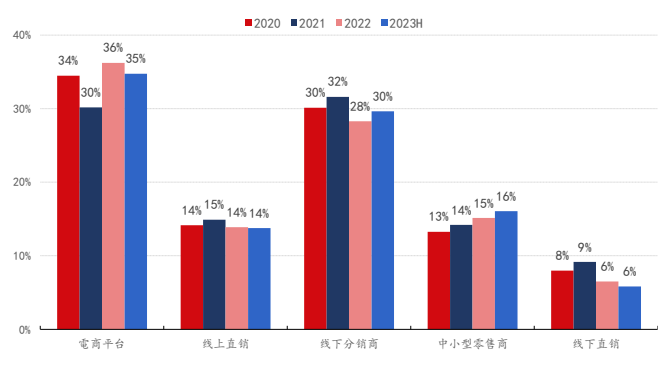
需要重申的是，由于渠道结构变化，空调或已基本告别年度级别的去库存周期，及其引致的价格波动，无论是“厂”还是“商”，压货意愿和压货能力早已不比当年，库存对行业量价的扰动在持续减弱。奥维推总数据显示，2023 年空调电商零售占比已接近 60%；同时，美的自身披露的智能家居内销中，有备货能力的线下分销商贡献也已降至 30%；这组数据意味着，当前的渠道结构其实很难去匹配常年两三千万量级的商业库存，不必太过介意这个数据。事实上，关于库存，公司层面的结论会更清晰，比如 2012-2014 年及 2018 年，需求基本持平情况下，龙头格力分别实现近 20%及超 30%的收入增长，若没有大变化，作为份额超过 35%的龙头，这种幅度的偏离指向很明确。目前来看，库存已经很难作为竞争工具，相应地，库存出问题的概率也比较低。

图表23: 白电零售线上占比已再高位



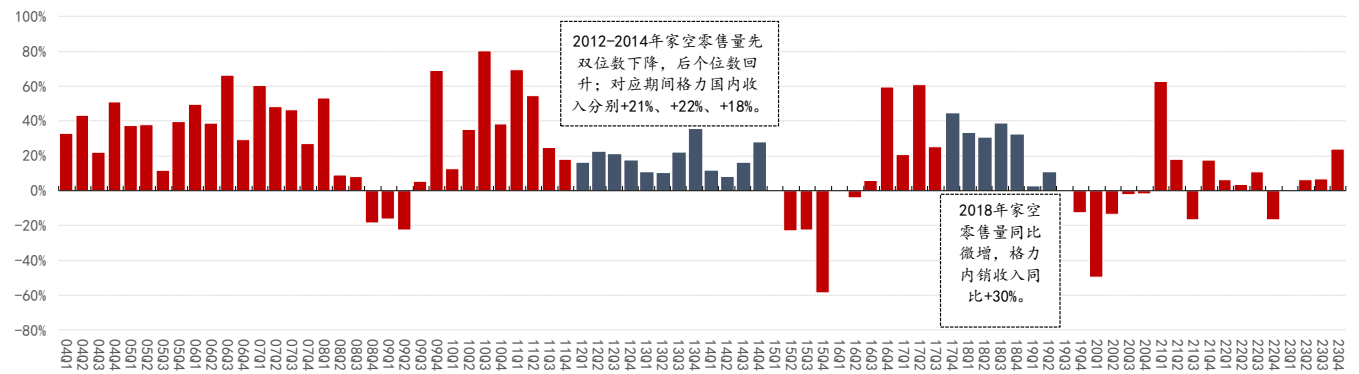
资料来源: 奥维云网推总, 国联证券研究所

图表24: 美的集团智能家居业务内销收入渠道结构



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

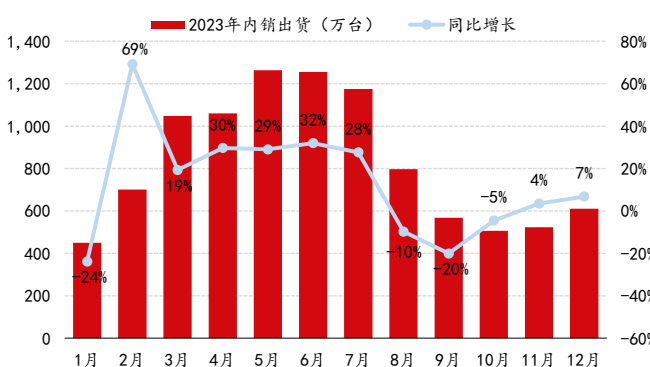
图表25: 2012-2014年及2018年格力收入增速都显著快于行业需求



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所整理

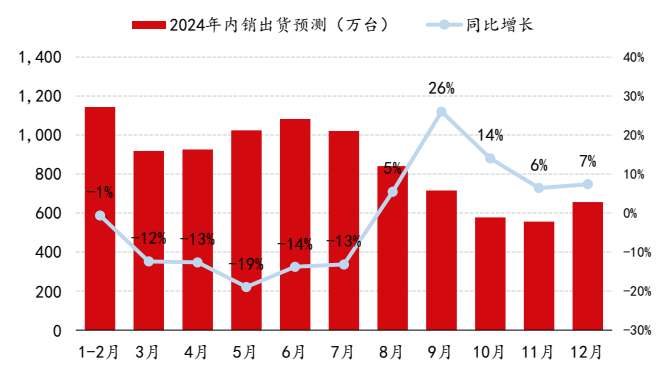
在内销-5%的预期下, 我们以2017-2022年(剔除2020年)的月度平均出货权重推算了2024年月度出货数据。由于开年前两个月基数不高, 内销合计以平稳为主; 3-7月份承压会比较明显, 预计出货会出现两位数以上下滑, 之后压力缓释。公司层面, 若仅看2023年, 龙头基数压力集中在二季度, 二线则上半年都比较高, 开年出货数据应该就能够看出一些端倪, 若二线继续强势, 龙头公司有较大可能在产品结构上做出明显调整, 反之则较为平稳; 拉长时间周期看, 主要公司中仅格力和奥克斯, 规模还未回到疫情和价格战之前, 其余公司基本适应了新需求和渠道环境。

图表26: 2023年4-7月家用空调内销出货增速在30%左右



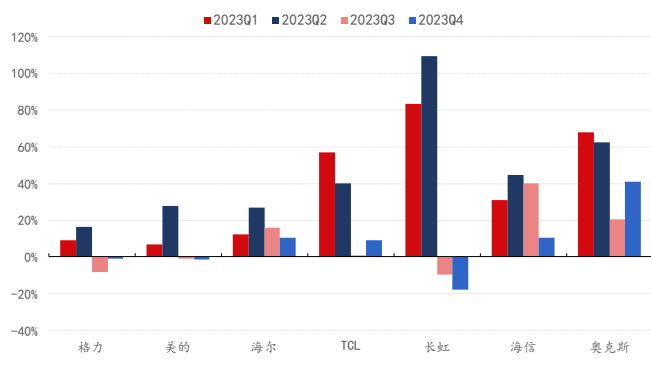
资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

图表27: 预计2024年3-7月份家空内销有两位数下滑压力



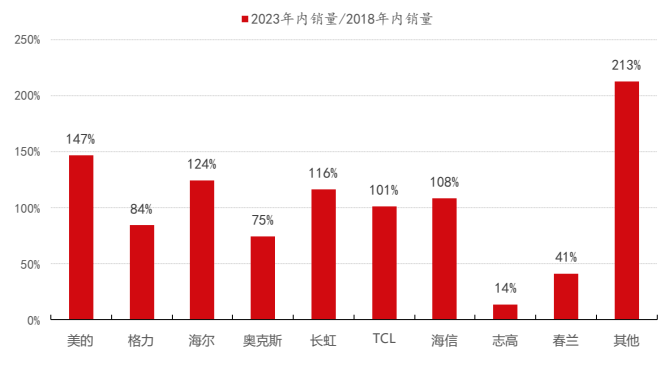
资料来源: 产业在线, 国联证券研究所预测

图表28：龙头 23Q2 增速快，二线 23H1 增速较快



资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表29：规模公司中仅格力和奥克斯出货量未回到价格战之前



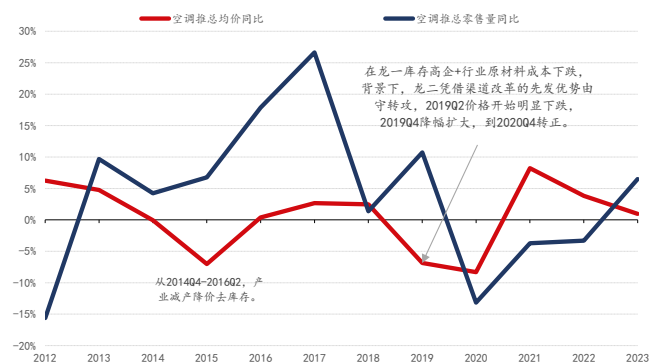
资料来源：产业在线，国联证券研究所

### 3. 价格走势与竞争格局

#### 3.1 景气对价格的影响较可控

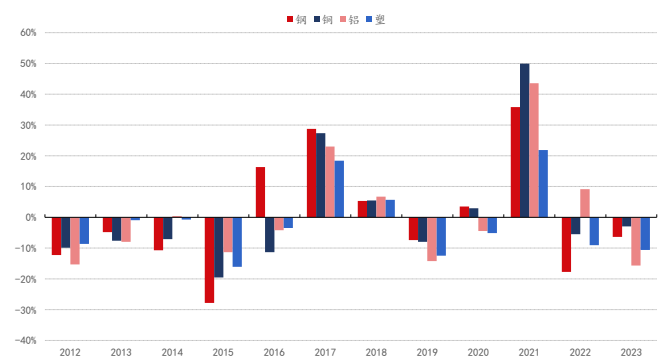
需求一般的时候，价格疑虑总是挥之不去。我们认为，这样的担心大可不必，一方面，近 10 年空调本身运行的数据<sup>2</sup>并没有显示出量价有明显的正相关或者负相关关系；事实上，不单单是空调，冰箱、洗衣机甚至彩电及烟机的数据，也是如此。具体来看，2015 年的空调价格下跌主要是因为主动降价去库存，2019 及 2020 年的下跌主要是因为渠道变革和去库存共振；2017 及 2021 年的大涨，原材料贡献较大，同样的情况 2010 年也出现过；2012-2014 年、2018 年及 2022 年虽然需求偏弱，但均价仍在上涨，后两年可能会有成本推动的提价惯性存在，但刚刚经历家电下乡透支并迎来地产调控的 2012-2014 年，价格也没有下行。也就是说，如果没有去库存或者其他行业性问题要解决，也没有行业变革级因素出现，价格其实很难有大跌走势。

图表30：近十年来看，空调量价并没有呈现出负相关关系



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表31：均价显著上行阶段基本都对应到原材料价格大幅上涨



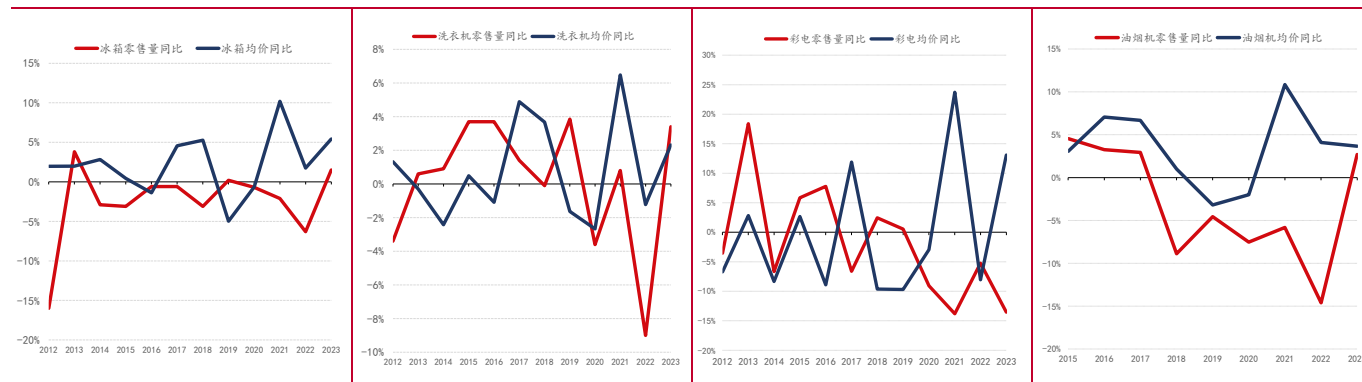
资料来源：Wind，国联证券研究所

另一方面，更新主导的白电，需求价格弹性小，无论升级还是降级，景气引致的

<sup>2</sup> 奥维线上监测体系较为完善，但家电线上快速增长在 2014 年之后；相应地，中怡康线下监测体系较为完善，但近年来电商崛起，全国性 KA 及地方性 KA 权重下降；家电第三方数据已十分丰富，但我们仍很难找到长时间序列上，同一口径，稳定无误差调整的数据；此处我们建议大家参考近十年的推总同比，增速数据我们做了中怡康和奥维的推总对比，总体上趋势是一致的，此处我们以同一口径可得性更好的奥维推总数据为主。

价格波动其实都在一个可接受的范围内。比如 2012-2016 年以及 2018 年，需求相对偏弱的时候，价格在±2%范围内波动，2017 年需求好的时候，价格+4%~+6%，其中还包括了原材料价格上涨。逻辑上来说，需求环境变化会对应到两种情形：一是，既有厂商没有任何价格调整，消费者产品结构变化决定最终价格，升级时中高端品牌受益，反之中低端；二是，既有厂商根据需求环境调整产品结构，这更多指的是中高端品牌通过子品牌或其他方式推出一些性价比产品，毕竟高端不易，它大概率不会影响产品整体价格，因为这是由消费者选择决定的，但会影响内部分额分配，中高端品牌或也能拿下部分性价比份额，这两年的白电尤其是空调更像前者，预计会慢慢过渡到后者。

图表32：大家电的量价表现并没有展现出稳定的关系

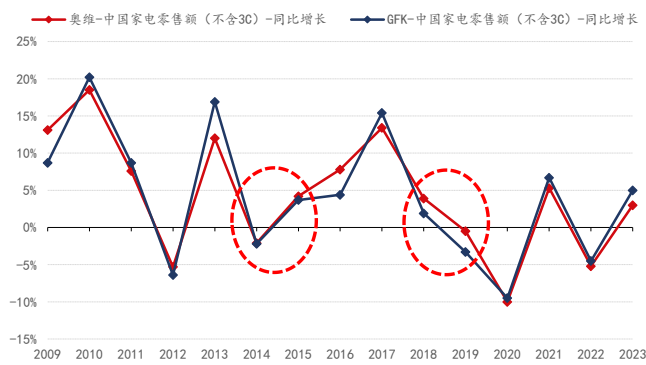


资料来源：奥维云网，国联证券研究所整理

更新需求为主，且价格未受格局扰动的冰箱、洗衣机及厨电，为我们展示了一个弱需求情况下的价格影响机制。从奥维和中怡康的数据来看，2014-2015 年以及 2018-2019 年是我国家电历史上需求偏弱的两个阶段。以 2014-2015 年为例，产品结构上，需求走弱时冰箱升级趋势并未受太大扰动，洗衣机则有明显放缓；价格方面，将中怡康 12 个价格带归纳为中高低端，2014 年冰洗都呈现出低端占比提升，中端降幅扩大，高端持续提升的走势，油烟机和热水器 2015 年高端占比提升也明显放缓。也就是说，需求偏弱时，产品不会停止升级，但价格敏感度会提升，K 形特征比较明显，消费者更在乎性价比，这对价格有负面影响，但不大。2018-2019 年前后参照年份均比较异常，2017 年高景气高价格，2020 年有事件冲击，不过 2018 年底市场确实系统讨论过消费分级、升级、降级、M 型，米家的发力和美的推出布谷品牌也能侧面印证。

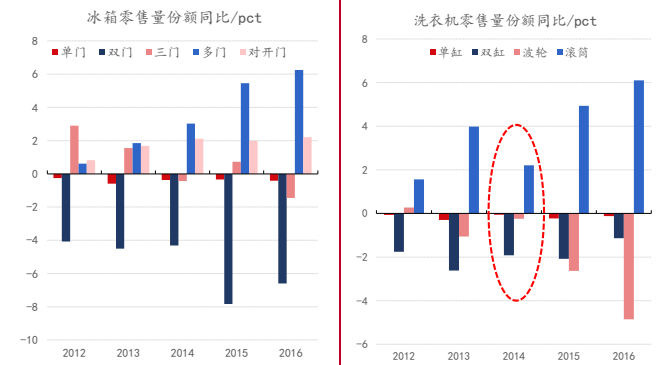


图表33：2014-2015年及2018-2019年是我国家电需求偏弱的两个阶段



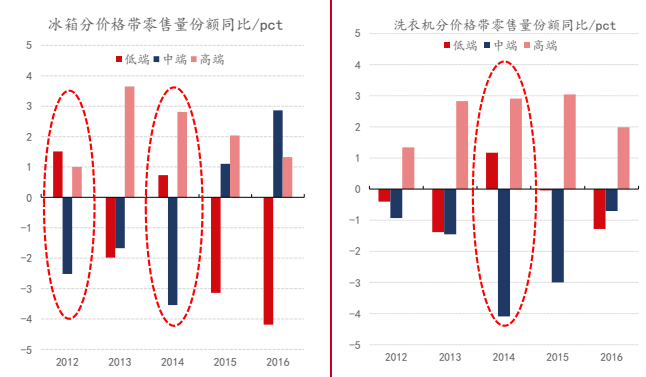
资料来源：奥维云网，GfK，国联证券研究所

图表34：2014-2015年间，冰箱结构升级延续，洗衣机结构升级放缓



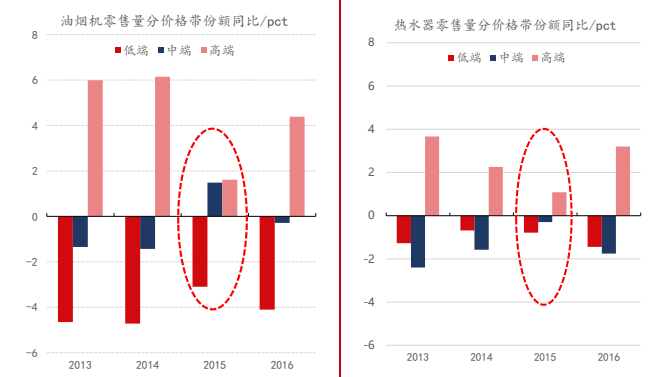
资料来源：GfK 中怡康零售监测，国联证券研究所

图表35：冰洗2014年都出现了“低端占比提升，中端加速下降”的现象



资料来源：GfK 中怡康零售监测，国联证券研究所

图表36：2015年油烟机和热水器都出现了高端提升放缓的现象

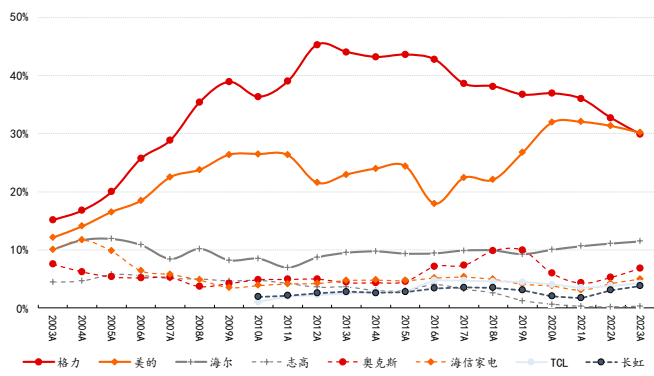


资料来源：GfK 中怡康零售监测，国联证券研究所

### 3.2 今年竞争格局恶化概率小

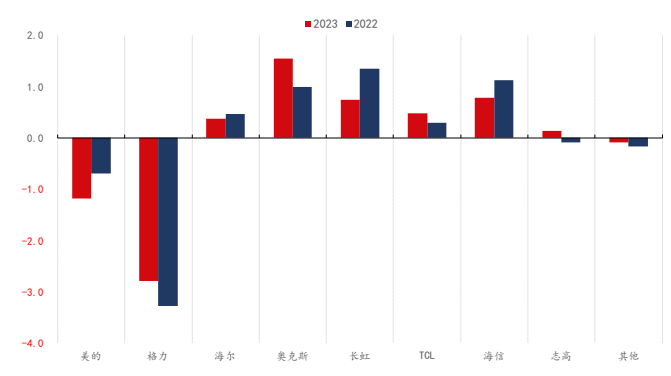
当然，市场更担心的可能是，过去两年两大龙头份额承压明显，会不会以一种激进的方式去找回。结合产业在线和奥维数据来看，过去两年格力及美的内销出货份额同比分别-6.1及-1.9pct，线上零售量份额分别-3.1及-3.6pct，线上零售额份额分别-3.4及-0.1pct，线下零售量份额分别-0.4及-4.3pct，线下零售额份额分别-1.2及-1.1pct。看第三方数据，龙头份额端的确呈现出了一定压力。

图表37：两大龙头内销出货份额连续两年下降



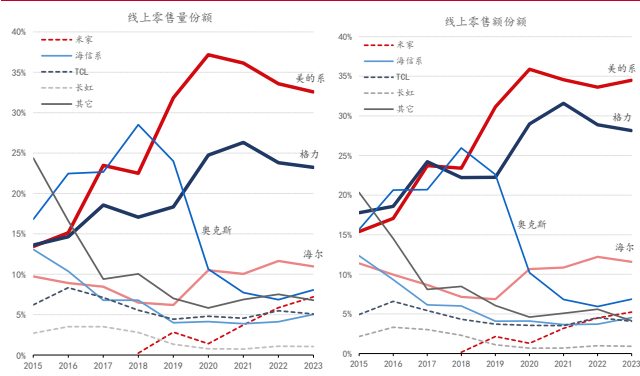
资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表38：格力及美的过去两年内销出货份额分别-6.1及-1.9pct



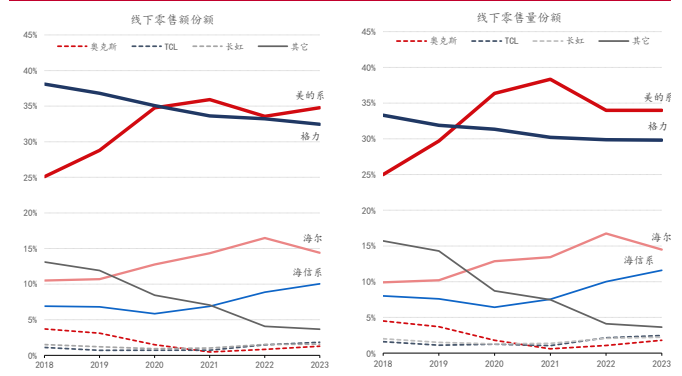
资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表39：两大龙头过去两年线上零售量及额合计-6.6及-3.5pct



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

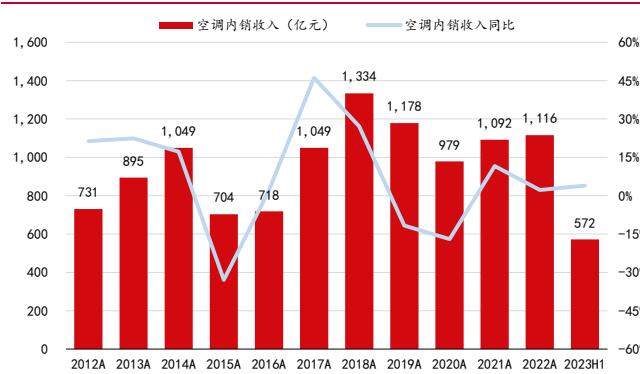
图表40：两大龙头过去两年线下零售量及额合计-4.7及-2.3pct



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

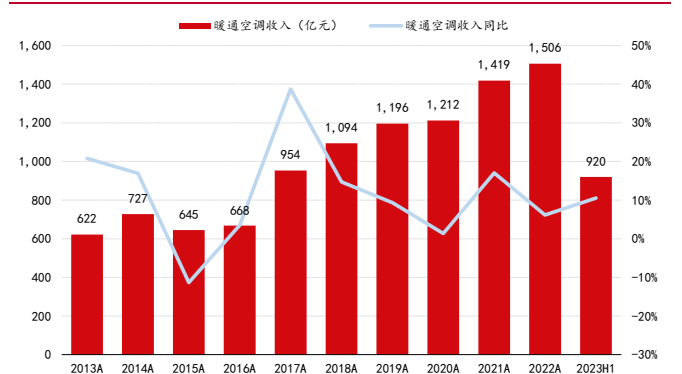
对此，我们认为：第一，龙头空调业务并没有第三方数据显示的那么大压力。看更加准确的厂商收入，格力空调内销（空调收入-出口）过去3年均实现稳步增长，2023年的体量预计仅小幅低于2018年，考虑到公司近几年在持续推进渠道改革，有此成绩实属不易。美的暖通空调业务2015年后再无下滑，多数年份增速接近或超过两位数，近几年收入及安装卡增速其实都快于行业零售推总。此外，近几年，两大龙头合同负债也节节攀升，厂商端的实际经营表现大概率要好于第三方数据。

图表41：格力空调内销收入开始稳步增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

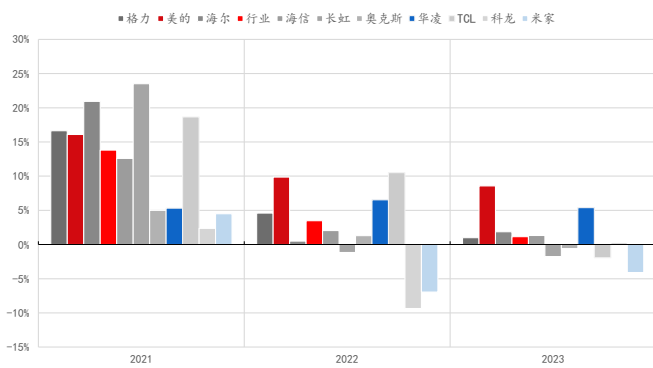
图表42：美的暖通空调业务保持着较快增长趋势



资料来源：公司公告，国联证券研究所

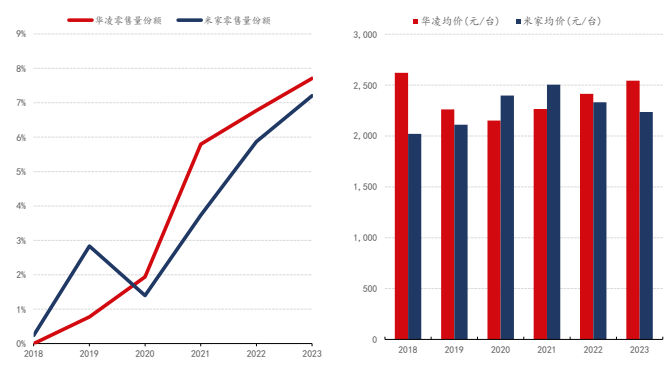
第二，这是龙头主动选择的结果，目前战略并未发生变化。近两年，价格有独立走势的主要是美的系和米家，前者领涨，后者领跌。美的品牌近3年线上提价38%，涨幅是行业均价的2倍，美的系（含华凌）是行业的1.5倍，这跟公司战略转型密不可分。看零售额份额，美的系2023年稳中略有升，空调业务盈利能力也来到历史新高。2024年，美的经营重点为“全价值链运营提效，结构性增长升级”，空调增长目标不高，强调“稳定盈利，驱动增长”的2023年也以提价收官，只要战略没有太大变化，公司采取激进价格行为的概率较低。当前美的的策略是以华凌去应对市场环境变化，该品牌2023年上半年收入已接近60亿元，落地效果较好。

图表43：美的系近三年线上价格同比持续上涨，米家近两年价格持续下跌



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

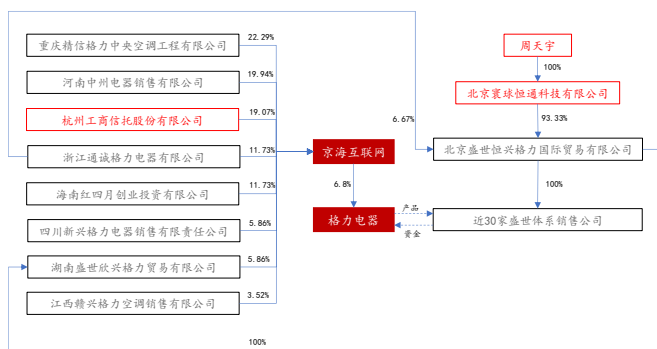
图表44：华凌和米家是近年来线上势头最猛的两个品牌



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

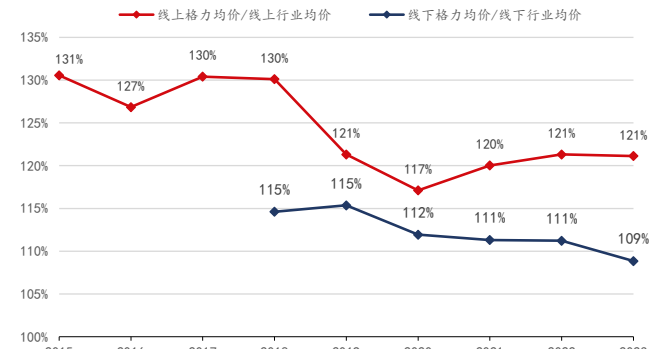
近年来格力持续推动渠道改革，2023年三季度末，公司渠道股东京海互联网刚完成股权调整，河北格力电器营销有限公司正式退出，利益梳理阶段基本接近尾声，但中后台能力构建或仍需时日。考虑到横向对比中，格力线下经销代理体系占比依旧更高，且公司历来重视盈利，即便渠道冲击最严重阶段，也选择牺牲份额而非盈利去应对，理论上采取激进价格策略动机不强，近年来格力价格跟行业整体保持一致。当然，作为企业家主导的公司，有可能出现类似2012年的战略选择，这或许是未来空调价格松动最有可能的原因，不过大概率也只会发生在龙头份额持续大幅收缩的情况下，目前来看，远不至于需要采取这样的策略。

图表45：目前京海互联网、格力电器及盛世新兴体系的关系



资料来源：公司公告，国家企业信用信息公示系统，国联证券研究所

图表46：近两年格力价格体系跟行业基本保持一致

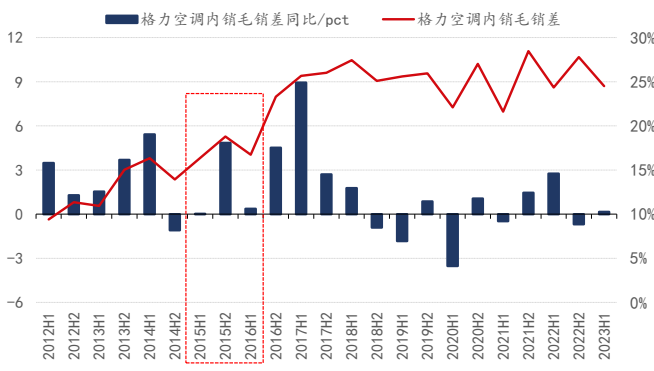


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

第三，目前龙头公司之间并无明显经营周期差异，彼此也不具备非对称降价能力，这种情况下价格战不太可能发生。格局落定后的两轮价格战，主动的一方盈利能力均未受损。2015年格力凭借渠道和成本的对冲，实现了份额盈利双升，2019年美的凭借渠道效率提升和原材料成本下降，也实现了份额盈利双升。引用之前结论：白电价格大方向（涨/跌）取决于格局，价格弹性（涨多少/跌多少）取决于成本，格局的背后多是企业经营周期，成本则包括了原材料、渠道效率、产品结构等，“格局稳定+弱需求”的组合，价格表现大概率是涨幅很小或微跌，这可能是2024年的情形。有比较小的可能是，在旺季到来前的几个月空调内销出货大超预期，需求仍弱，渠道库存明显积累，这可能会引致一轮小规模“库存-价格”周期，若出货大致波动在

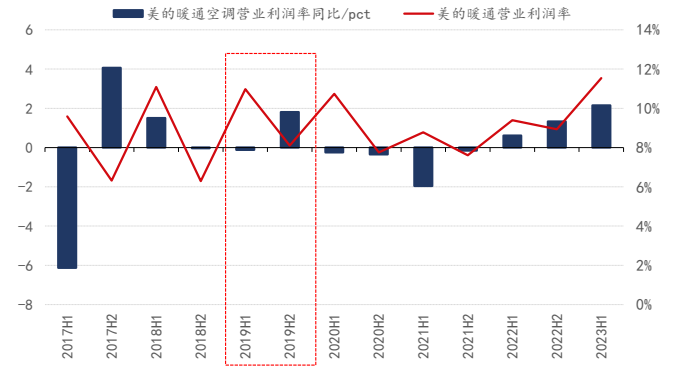
上文预测范围内，大可不必担心这种可能性。

图表47：2015年格力空调盈利能力并未下降



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表48：2019年美的空调盈利能力没有下降

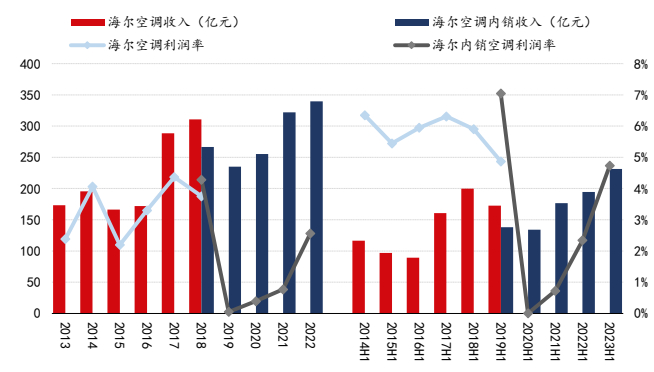


资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.3 份额快速分化阶段或结束

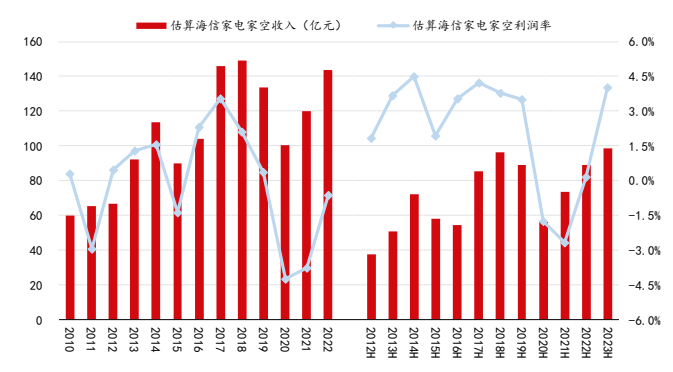
最后，回到二线空调持续性问题。过去两年，海尔、海信系、奥克斯及长虹等公司，空调业务经营表现都很抢眼，产业上的原因主要有三个：一是需求尚可，二是龙头“挺价”，三是成本持续回落，所以“份额恢复+盈利剪刀差”在二线上体现得极为充分。企业层面各自的逻辑不尽相同，2019年价格战、2020年事件冲击及2021年成本拖累带来的低基数是共性，但各家经营策略有别。得益于治理优化，海尔及海信系空调<sup>3</sup>业务近年经营进攻性较强，海尔更是将空调“三分天下”视为目标，并为此大力布局压缩机、完善渠道，2023年海尔及海信系空调规模及盈利均有望冲击新高。

图表49：海尔空调规模不断新高，盈利能力持续回升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表50：估算海信系家电用空调规模及盈利已回到2019年之前



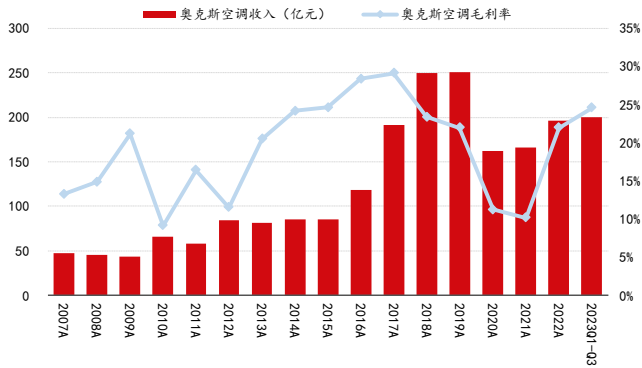
资料来源：公司公告，国联证券研究所

就前三季度的情况来看，奥克斯2023年空调业务的收入或仅次于2018及2019年，内销迎来快速恢复，但跟2018及2019年比还有差距，从2020-2022年的数据来看，网批和下沉渠道表现较好，电商修复缓慢，公司或主要通过边缘市场和渠道的差异化竞争寻求增量；同时，公司外销表现稳健，仅2020年略有下滑。长虹美菱2022年空调收入已明显超过2017年，2023年仍是高增态势，公司是本轮空调复苏中表现

<sup>3</sup> 并表后：海信系家空收入=分部空调收入-海信日立收入，海信系家空利润=分部营业利润-海信日立营业利润；并表前，海信系空调收入为分部收入，海信系家空利润=分部营业利润-联营及合营企业投资收益，2019年按并表期间等权重处理，估算结果并不十分准确，趋势没有太大问题。

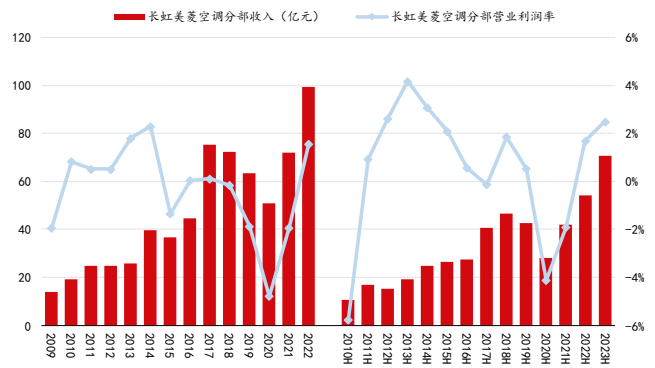
最为强势的企业，跟奥克斯一样，第三方数据并没有监测到长虹零售端份额有突出表现，ODM、下沉渠道和新型电商或为公司内销主要驱动，米家代工或贡献可观增量。

图表51：奥克斯空调业务近两年恢复明显



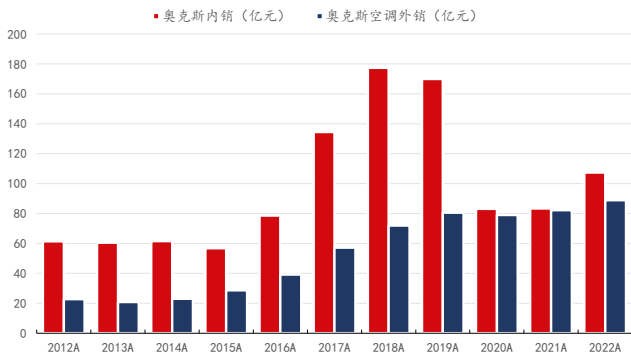
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表52：2023年长虹美菱收入及盈利能力均有望创历史新高



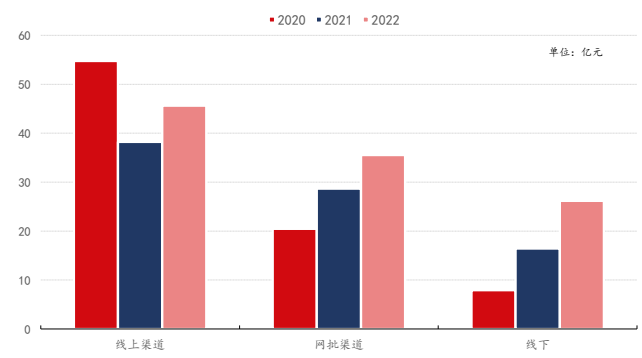
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表53：奥克斯空调外销稳健，内销持续恢复



资料来源：公司公告，国联证券研究所

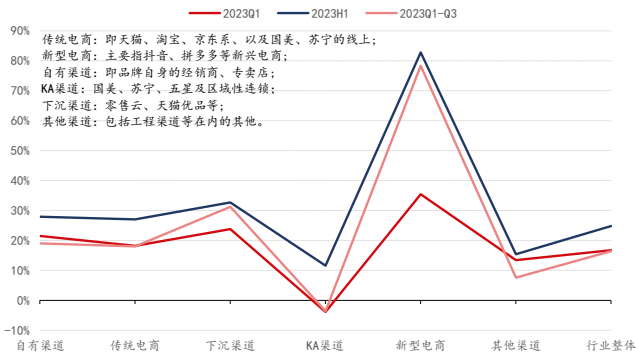
图表54：奥克斯线上渠道恢复相对缓慢



资料来源：公司公告，国联证券研究所

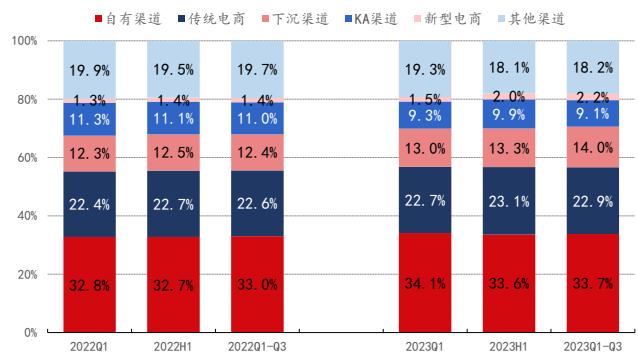
如前文所述，目前来看 2024 年产业层面的支撑，无论成本红利还是需求，大概率都不如前两年，降速成为共识。需要讨论主要是二线增速是否仍会快于一线，换言之，龙头份额下降，二线份额提升的产业趋势是否会延续？我们的判断比较中性，一二线份额相对企稳，或龙头略有回升的概率较大。主因一方面在于龙头公司单方面进一步拉大价差或快速缩小价差的动力都不强；另一方面，二线厂商的价格体系短期依旧受益需求环境和渠道碎片化趋势，只是这一轮美的、海尔等一开始对下沉渠道和新型电商的拥抱就比较积极，或不会出现传统电商崛起阶段，部分品牌份额大起大落。当然，对于这个问题更充分的讨论还需要纳入外销，家电出海，尤其是国内电商平台出海，有望为传统二线代工企业带来新的机遇。

图表55：新型电商及下沉渠道保持较快增长



资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表56：下沉渠道逐步成为空调销售第三大渠道



资料来源：产业在线，国联证券研究所

## 4. 地产影响已基本充分计入

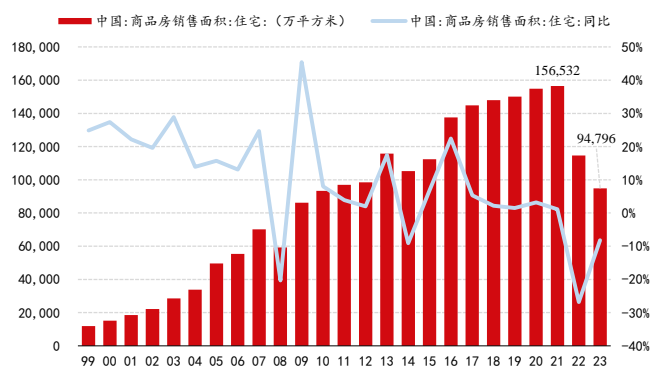
“家电内销看地产”这一判断方式早已深入人心，但随着地产从“周期扩张”过渡到“新常态”，其对家电经营和估值的影响或在悄然变化。之前地产往往会被视为内需的锚，大家主要通过新房销售形成景气预期，进而决定估值，当新房成交从高点跌去近40%，且市场逐渐接受“新常态”后，再通过“新房→景气→估值”去定价已不合时宜；即便对这一估值逻辑仍有所坚持，在当前政策持续宽松背景下，地产短期提振估值的概率或已大于进一步拖累。

### 4.1 地产对龙头业绩影响较小

地产周期扩张阶段，我们依据销售数据粗算了各品类的地产影响比例，这样的计算方式，在关注景气动向，在乎估值弹性的市场换下，基本够用。近两年因为新房市场的持续萎缩，同口径下<sup>4</sup>，白电的影响比例已降至20%，厨电降至50%，考虑到目前新房成交缺乏弹性，按原来的思路，地产影响已经居于次要地位，不过目前大家对地产与估值的互动基本不抱期待，更在乎业绩兑现度，粗算方式尽管结论没问题，但在当前环境下要助涨对经营的信心，可能需要更深入的理解。

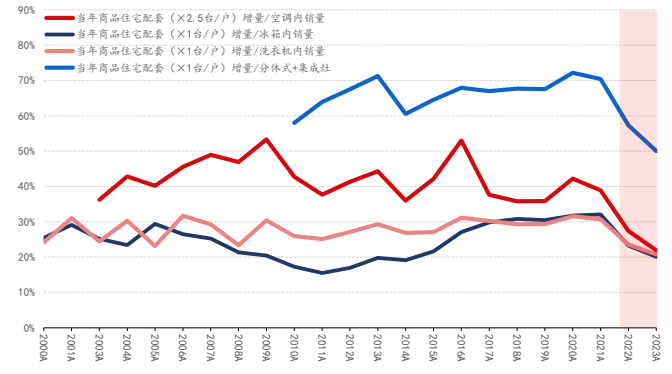
<sup>4</sup> 2023年的住宅销售套数尚未披露，我们以2022年地产销售面积增速与住宅套数增速的对应情况，假设2023年套数下降10%进行估算。

图表57：2023年我国商品住宅销售9.5亿平，约为高点的61%



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

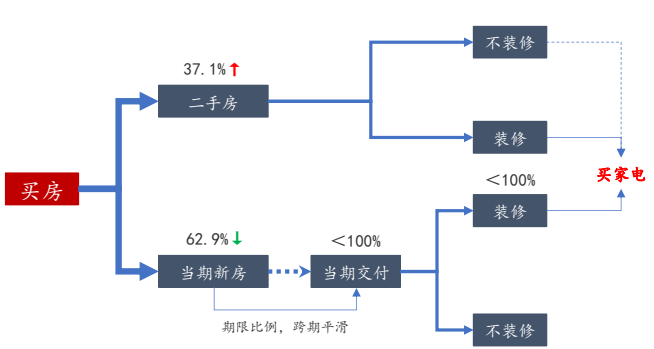
图表58：粗算的新房销售对家电的影响已降至极低水平



资料来源：产业在线，国家统计局，国联证券研究所

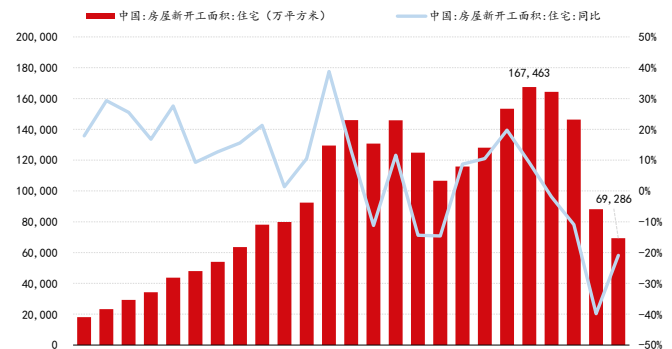
对于家电来说，新房主导时代，销售对应估值，交付对应经营业绩。从“买房”到“买家电”，中间有“二手房”与“新房”的抉择，“新房”又有“现房”和“期房”的区分，接房后还有“装修”和“不装修”的差异，比如房住不炒的“炒”所对应的部分其实就很难形成实质性的装修和家电需求。新房主导时代，二手房占比不高，忽略可能不会对结论形成太大影响，强调预期和估值的情况下，下一期的需求好转似乎比立竿见影的带动要更具想象力，所以忽略“成交”和“交付”之间的差异也不会带来太大问题，“装修”与“不装修”跟“成交”和“交付”类似，只要“最终会交付”、“最终会装修”就好。但现在情况出现了变化，2023年前11月，二手房成交面积占比提升至37.1%，且预期未来会继续提升，若将新房和二手房打包，预计2023年住宅成交面积同比实现增长，新房的代表性正不断下降。

图表59：当期新房成交量转化为当期家电需求过程中有较多漏出



资料来源：住建部，国联证券研究所整理

图表60：2023年住宅新开工面积约为高点的41%

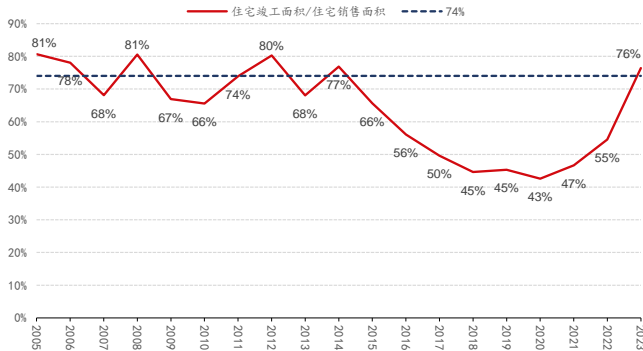


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

基于当期销售去测算地产对当期家电消费的影响，结果显然会存在高估。一方面，单边上涨时期，当期销售面积大概率大于当期交付，毕竟逻辑上当期交付对应到的是1-3年前的销售，理应更小，但像2023年这样强力保交付，销售又持续恶化的阶段，交付有可能比销售更大，且趋势有望维持，看起来交付波动更小有稳定器特性；2005-2014年竣工和销售面积还没显著背离，二者比值的均值大概是74%，也就是说销售到交付可能要打7-8折。另一方面，交付到装修也存在大量漏出，贝壳研究院2023年的调研数据显示，实际装修案例中，新房与二手房的比例关系是大概是42%：

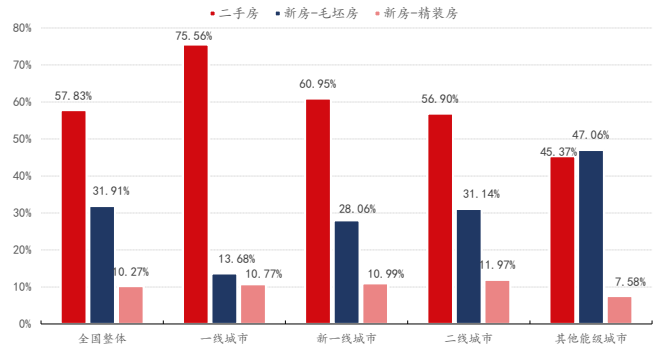
58%，而当期销售的新房与二手房比例关系大概是 63%：37%，这还是销售持续萎缩后的数据，假设二手成交全装修的情况下，新房装修体量比销售小了近一半。

图表61：2014年之前，竣工面积与销售面积稳定在75%左右



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

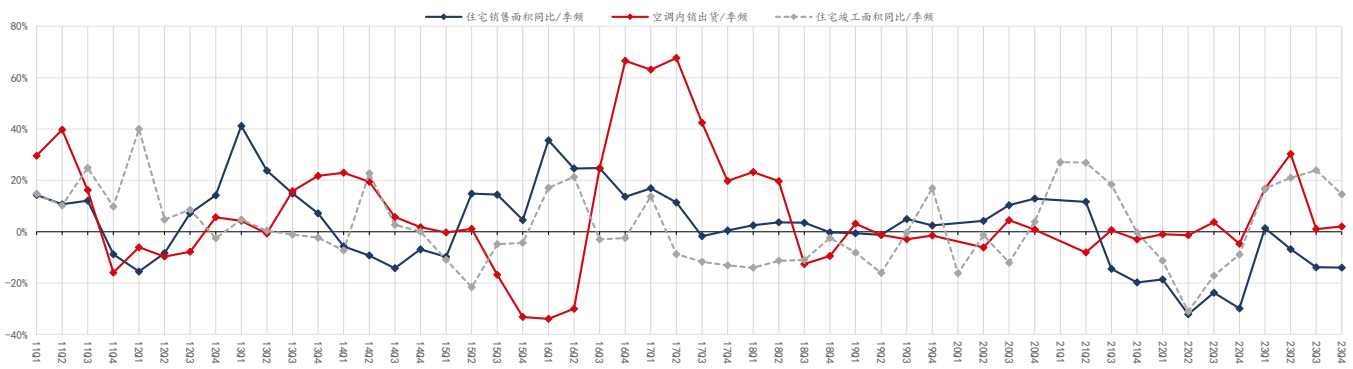
图表62：2023年不同能级城市家庭装修房屋类型对比



资料来源：贝壳研究院，国联证券研究所

这也是为什么我们一直强调，虽然估值上大家锚定地产，但对应到经营端地产对家电消费影响一直没那么大，这一结论也得到了行业出货与地产增速拟合数据的验证。2011年至今，空调出货更大的扰动因素是天气和库存，当这两个因素都没有明显作用的2019-2021年这3年，空调出货增速在0左右徘徊，但地产销售在2019H2-2021H1都还不错，2021年竣工增速超过10%。冰箱和洗衣机的出货也更多反映的是自身节奏，冰箱2013H2-2019H1内销出货基本都是负增长，地产不好的2013年跟地产高景气的2017年，冰箱内销出货增速都是-3%，零售增速也都是微负；洗衣机跟冰箱的情况差不多，2015-2018H1的增长态势主要来自滚筒代波轮的升级。油烟机跟地产的关联度更高，但若把工程渠道及集成灶考虑进来，增速波动也只在个位数。

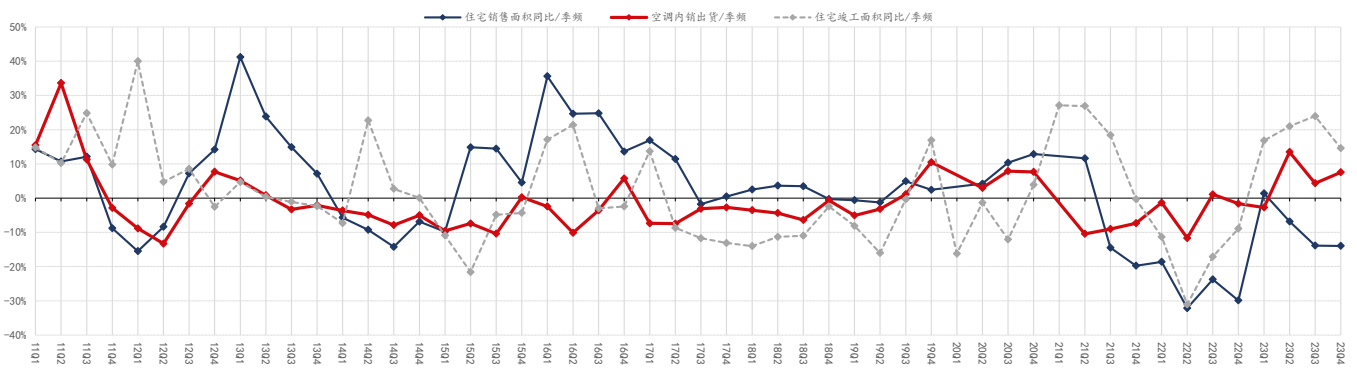
图表63：空调的出货节奏受天气和库存影响更大



资料来源：国家统计局，产业在线，国联证券研究所整理

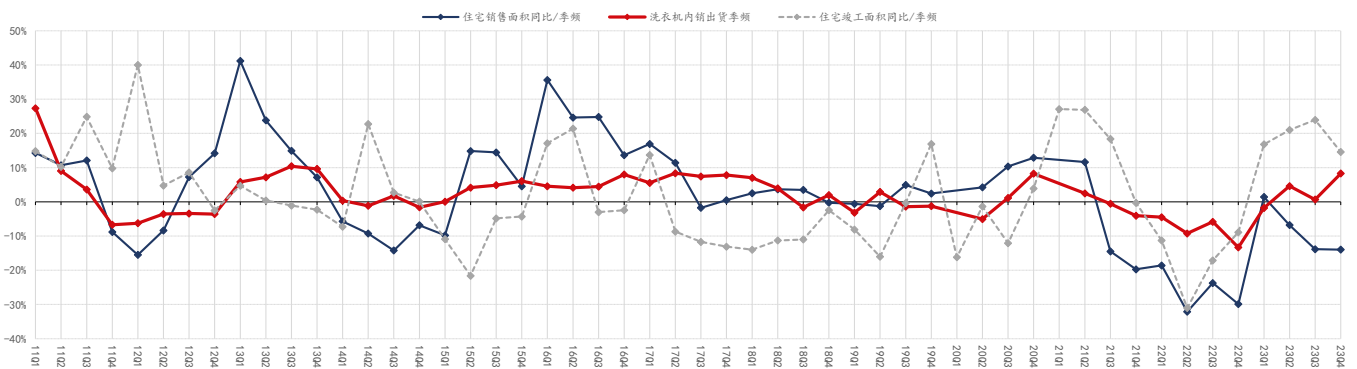


图表64：地产周期对冰箱的出货影响十分微弱



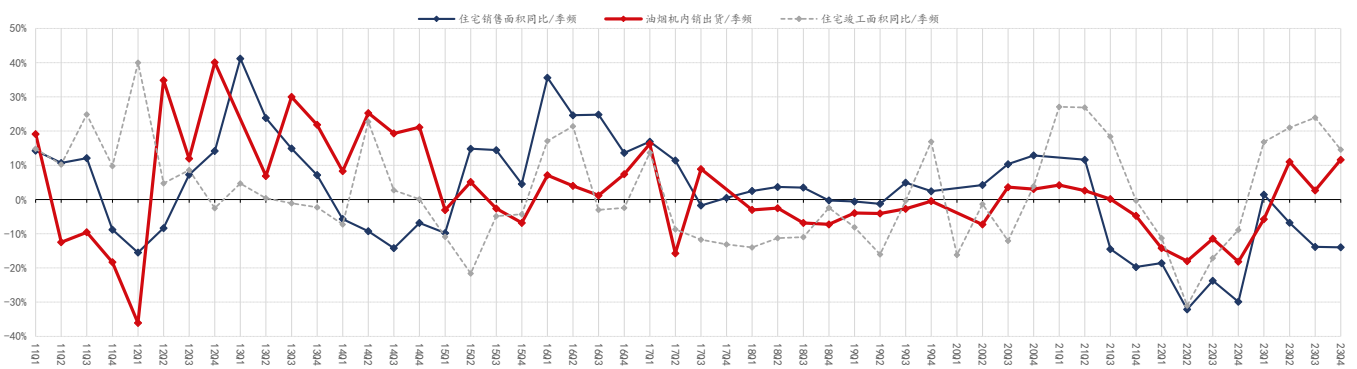
资料来源：国家统计局，产业在线，国联证券研究所整理

图表65：地产周期对洗衣机的出货影响十分微弱



资料来源：国家统计局，产业在线，国联证券研究所整理

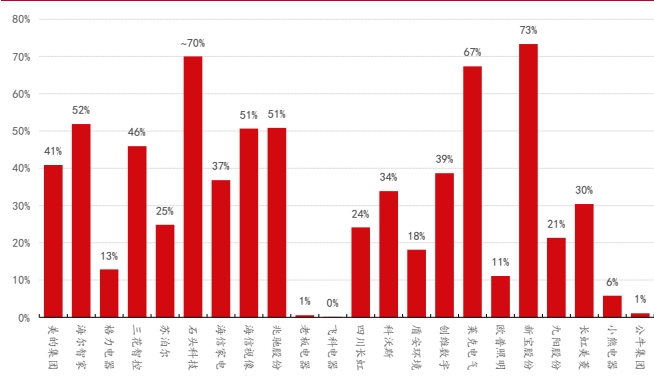
图表66：地产周期对厨电的影响更大



资料来源：国家统计局，产业在线，国联证券研究所整理

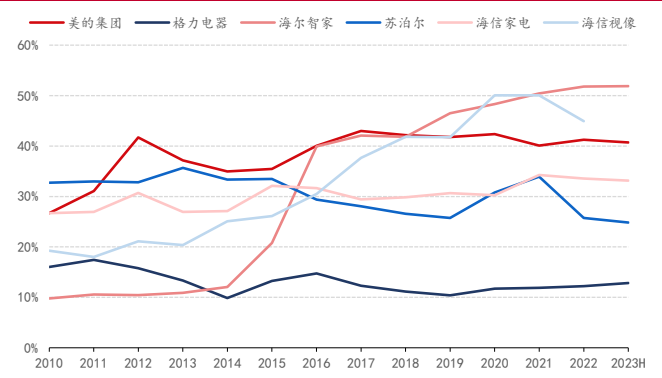
以上是从行业逻辑和数据去看扩张年代的地产关联度，接下来回到企业端，看看地产对公司经营的影响弹性。首先，需要明确的是，外销不受国内地产影响；其次，非家电业务大概率也不受国内地产影响。而这两块的比例在家电企业中并不小，譬如当前板块市值前10的公司中仅格力电器、苏泊尔和老板电器外销偏低，其余多数都超过40%。即便往前追溯2016年，权重龙头公司美的和海尔的外销就已超过40%，再加上部分非家电业务，收入中不受国内地产影响的部分或早就接近甚至超过50%。

图表67：市值靠前的家电公司外销收入占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表68：龙头公司外销占比持续提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

而余下受国内地产影响的收入中，还有一个比例问题。若按照谨慎原则，假设当期地产销售到当期家电消费的转化率为 100%，厨电影响比例约为 70%、空调约 40%、冰洗约 25%，小家电暂时不受地产影响；根据以上参数，计算出来的美的、海尔及格力 2022 年受地产影响的收入比例分别约为 17%、16%及 25%，考虑到当期地产销售到家电消费的转化率明显小于 1，这一测算结果仍提供了较大的冗余空间。因此，不难看出，除了厨电板块外，白电、黑电及小家电企业的地产关联性都很低。

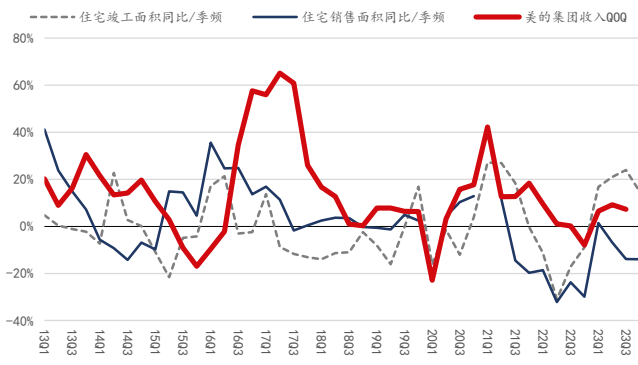
图表69：谨慎估计，美的集团收入中地产相关占比约为 17%



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

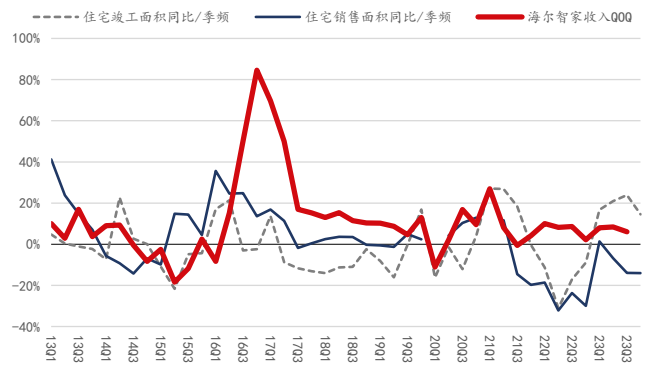
事实也的确如此，我们将白电、黑电、厨电及小家电龙头的季度收入增速分别与地产和竣工季频增速做了拟合，主要有以下结论：①除了厨电龙头收入增速的变动趋势与地产表现较为一致之外，其余子板块龙头的收入跟地产走势并不严格一致；②白电龙头增速波动受空调库存波动更大；③剔除空调库存波动期和收购外，正常情况下，白电龙头尤其是美的和海尔主营增速表现都比较平稳，基本介于大个位数到双位数之间。若切换到业绩层面，跟地产的关系会更加微弱，企业的费用投入周期和成本环境是更重要的盈利影响因素。

图表70: 美的集团的收入增速波动主要来自空调和外销



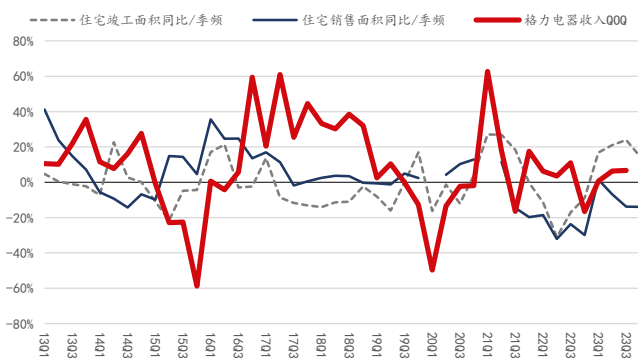
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表71: 剔除空调库存和收购, 海尔智家收入增速总体比较稳定



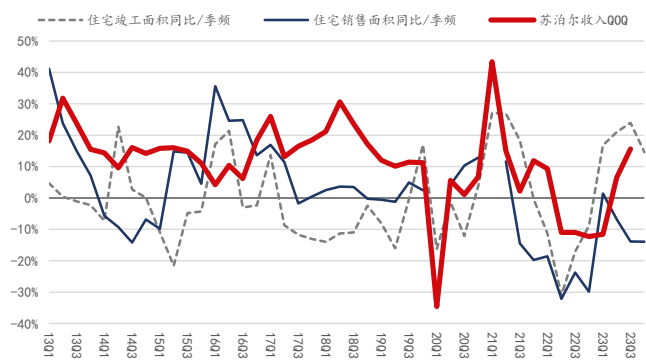
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表72: 格力电器的收入波动主要受空调库存扰动



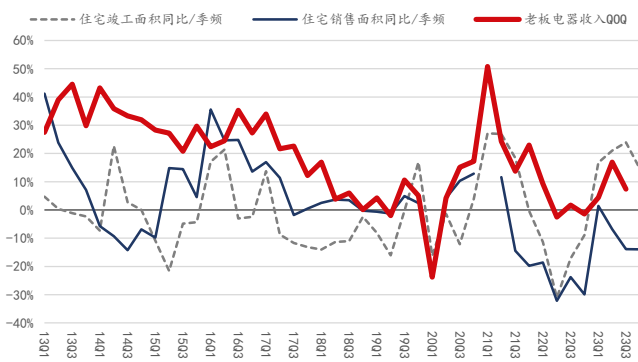
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表73: 苏泊尔到 2019 年主营都保持快速增长, 即便期间地产波动剧烈



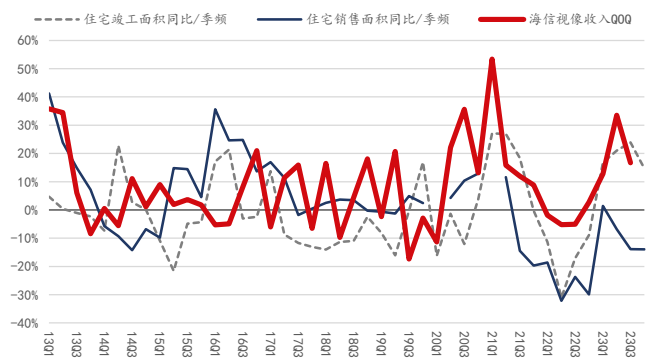
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表74: 老板电器 2017 年之后主营走势跟地产关联度较高



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表75: 海信视像主营增速波动跟地产关联度较小



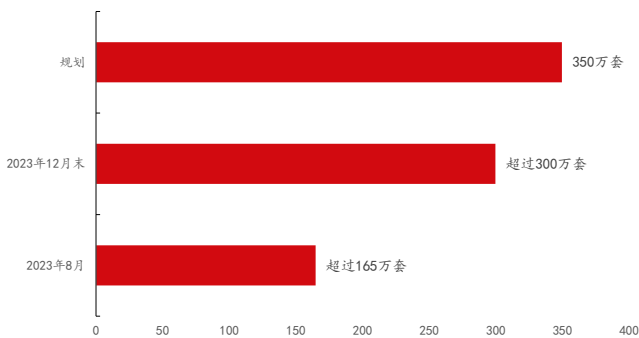
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 4.2 日美家电销售中枢未下滑

花这么多篇幅, 我们就想阐明一个观点, 销售到交付有漏出, 交付到装修又有漏出, 而装修消费的家电只对应很小一部分企业收入, 份额结构都可对冲, 企业收入到业绩中间还隔着成本和费用两个更重要的因素, 所以即便是周期扩张期, 地产对厨电之外上市公司的实际经营影响也十分有限, 到存量阶段影响预计会更小。以往关注地产, 更像是为可能的估值弹性找一个理由; 若失去这样的期待, 估值充分回调, 大家回到经营看重业绩, 则可调低对地产的关注, 尤其是短期“保交楼”项目仍在持

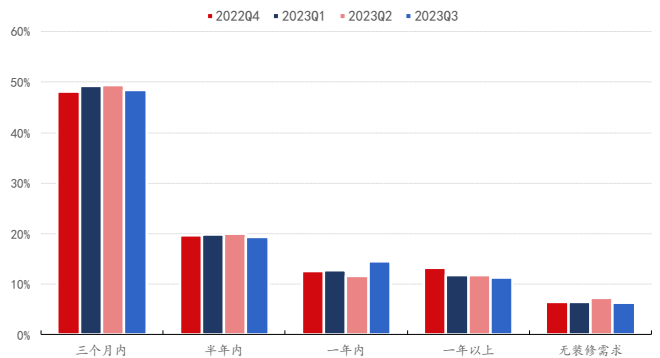
续推进，且各地销售政策又在持续放松的情况下，至少不应将其定性为利空因素。

图表76：到2023年末，“保交楼”项目交付超过300万套



资料来源：住建部，国联证券研究所

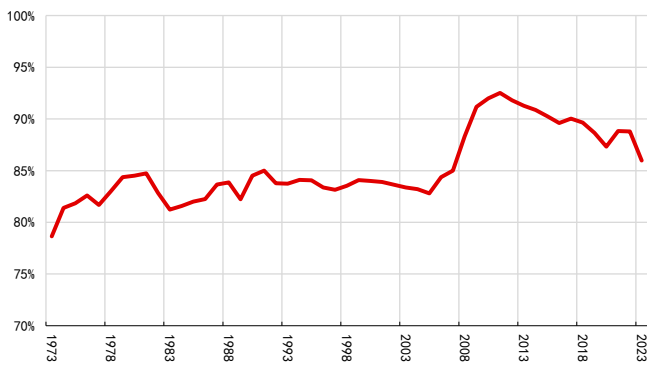
图表77：收房后三个月内装修的比例接近50%



资料来源：贝壳研究院，国联证券研究所

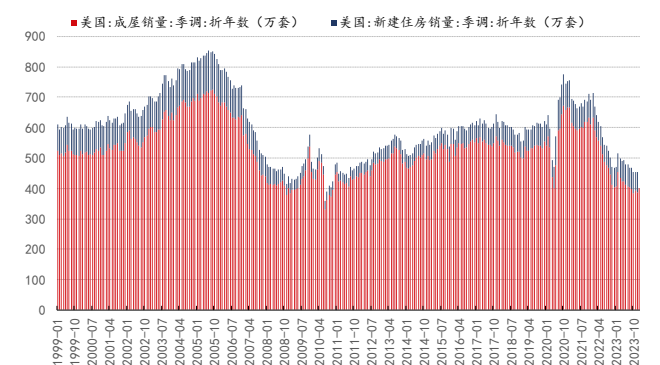
事实上，当前节点，我们更建议大家去关注地产影响模式的转变，相较于新房主导时代预售和“炒”的存在，新阶段二手房及新房准现房的占比无疑会提升，这意味着地产成交到家电消费的转化率会更高，滞后周期也将大大缩短，整体市场的波动性预计也会有所减弱，之前地产是经济好坏之“因”，往后可能会反过来，地产成为经济好坏之“果”，两三年计的小周期渐远，十年级的长周期或为新常态。多数发达经济体都是存量市场主导，以美国为例，上世纪70年代之后，其成屋销售占比就超过了80%，目前美国每年成屋销售超过400万套，新房销售在70万套左右。

图表78：上世纪70年代后美国成屋销售占比就超过了80%



资料来源：Wind，美国商务部，全美房地产经纪商协会，国联证券研究所

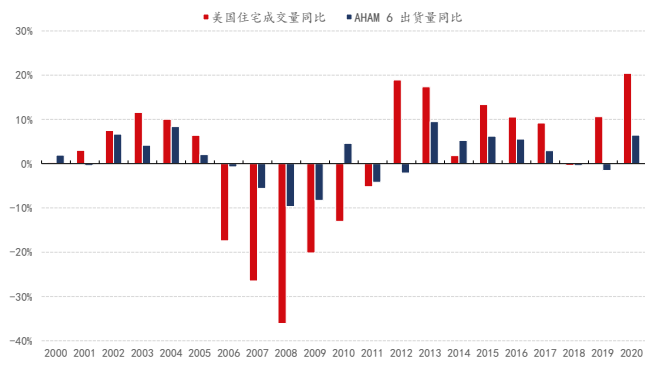
图表79：目前美国每年成屋销售超过400万套，新房销售在70万套左右



资料来源：Wind，美国商务部，全美房地产经纪商协会，国联证券研究所

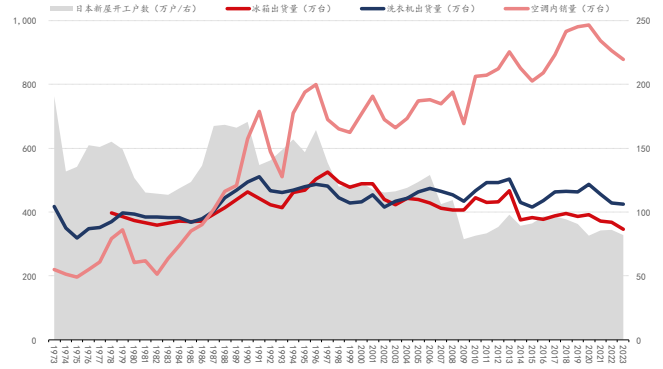
美国家电消费无论是出货端还是支出端，都延续稳健增长势头。当然，如2008-2009年这样的经济危机，萎缩也难以避免，不过相较于地产约74%的极限跌幅，美国主要家电出货量极限跌幅仅略超20%，居民家电相关支出极限跌幅仅9%。日本的数据大家更关心，从泡沫破灭时候开始日本新房开工逐年下滑，目前已经腰斩，而空调出货总体保持增长态势，1990年至今的趋势线都比较稳定，CAGR约为1.6%，冰箱和洗衣机的出货量从上世纪90年代开始就在400-500万台波动，剔除几次消费税影响后，走势会更加平滑。即便是泡沫破灭阶段，冰箱和洗衣机3年极限跌幅分别为11%及7%，空调在该区间还有增长，1992及1993年的下滑跟其历史级的凉夏更相关。

图表80: 美国家电出货增速与地产销售增速的走势对比



资料来源: Wind, 美国商务部, AHAM, 国联证券研究所

图表81: 日本白电内销出货与新房开工



资料来源: Wind, JRAIA, JEMA, 国联证券研究所

## 5. 维持行业“强于大市”评级

白电在市场处于“攻守之间”时都有突出表现，核心在于更新支撑的稳健需求，格局支撑的龙头经营确定性。当前家用空调需求中，更新已占据主导，结合产业放量节奏来看，后续更新部分的增长会较为明显，新增规模稳定，产业需求强于冰洗较为确定，实现稳健增长概率较大，库存未明显回升的情况下，出货端 2024 年并无太大压力。需求偏弱时，消费会存在性价比倾向，进而拖累产品结构，但升级也不会停滞，景气引致的价格波动幅度十分有限，不足为虑，只要格局稳定，价格变动大方向就比较确定，目前产业库存不高，龙头也没有差异化降价能力，格局对价格影响偏积极。地产方面，由于“销售→交付→装修→消费家电”各个环节均存在不小漏出，且企业有“外销+非家电+份额+结构+成本费用”等项目对冲，很早之前，国内地产对非厨电龙头的实际经营影响就很小，无需担心新房成交和竣工等数据波动，同时随着二手房成交占比不断提升，一个更良性更平稳的“地产→家电经营”影响机制正在形成。当前时点，我们认为白电处在类似 2015 年/2016 年，2018/2019 年这样的环境中，经营确定性较高，超额表现预计会维持，建议积极布局。

最后重申行业观点，展望 24 年：1) 白电预计空调内销量或围绕 1 亿台的新平台盘整，冰洗更新需求释放或支撑内销平稳增长，价格预计均保持提升趋势；此外外销景气或可延续至 24H1，贡献可观增量；2) 黑电预计受益于赛事带动，出货小幅改善，龙头份额提升势能强劲，面板价格环比回落助益盈利向上；3) 清洁电器内销预计弱复苏，需要重点关注国产龙头品牌出海节奏；4) 后周期估值均处历史最底部，需关注地产政策预期变化；5) 小家电整体景气短期承压，需结合跟踪挖掘结构性机会。综上，2024 年家电内销有望迎来更新大周期，升级出海可期，估值分红优势突出。白电推荐美的集团、海尔智家、海信家电，关注格力电器；黑电推荐海信视像；扫地机推荐石头科技，关注科沃斯；后周期推荐龙头老板电器，关注公牛集团、华帝股份；可选小家电关注苏泊尔、小熊电器等。

## 6. 风险提示

1、**外资大幅波动**：家电龙头外资持股比例较高，近一年受外资流动影响较大，若后续外资出现进一步大幅流出，对股价或有负面影响。

2、**原材料成本上涨**：家电业绩总体比较平稳，但由于其成本中大宗商品占比较高，若大宗商品钢铜塑等价格出现持续大幅上涨，则企业盈利会受到拖累。

3、**家用空调库存大幅积累**：当前需求环境下，若2024年产业出货持续保持较快增趋势，预计渠道库存会有大幅上行风险，对后续产业出货和价格都会有拖累。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼