

如何看待本轮美国家电零售的补库需求？

2024年04月25日

➤ **2020年以来美国家电零售库存经历了一轮完整的库存周期，当前或正处于新一轮库存周期的开端。**2015-2019年期间美国家具家电零售商库存绝对值保持稳定，2020年至今受全球公共卫生事件、地缘政治冲突等多因素影响，美国零售库存经历了完整的一个库存周期，自23H2起至今，家电零售同比出现抬头趋势，而库存仍在缓慢消化，正处于“被动去库”阶段。随着海外订单的不断交付入库，美国零售商库存有望起底回升，或正向下一轮“主动补库”阶段过渡，开启新一轮库存周期。

➤ **补库的beta一般会提前一个阶段反映到股价，在“主动补库”及“被动去库”阶段我国白电龙头或更易跑出相对收益。**主动补库阶段一般为理想中的上行期，但“订单-生产-入库”的过程需要一定时间，因此主动补库的beta一般在上一轮被动去库阶段就开始逐步影响股价，同理去库阶段的beta一般在被动补库阶段就开始对股价产生负面影响，由于相较于库存指标同样存在一定的提前性，我国白电企业的股价表现与美国家电零售同比表现反而拟合度更高，因此在“主动补库”及“被动去库”阶段我国白电龙头或更易跑出相对收益。

➤ **美国PMI+地产边际向好，有望对耐用品消费起到较强支撑作用。**2024年初以来，全球、美国制造业PMI同步回到50%及以上，且连续三个月保持在荣枯线以上，预示了全球及美国经济活动的回暖趋势。美国地产方面，受美联储快速加息影响，美国成屋销量自22年1月触顶后持续了一年多的下滑，在23年10月触底后出现了初步的回暖态势。从成屋销量的同/环比来看，2020-2022年期间美联储快速降息阶段过度释放的购房需求得到了较好的消化，23年至今成屋销售同比边际持续修复，有望对耐用品消费提供较强的支撑。

➤ **低库销比+降息预期下，本轮白电出口订单增长周期或长于上轮。**上轮补库为我国白电企业带来了一年左右的订单同比增长，而本轮补库需求的持续性则更多取决于补库需求预期的动态变化。从库存角度看，美国家电库存绝对值从高位已经有明显的回落，库销比甚至低于2020年前平均水平，因此我们认为美国家电零售商的库存情况整体仍处于良性位置。需求端，考虑到美国制造业PMI数据向好带来的经济回温预期以及降息预期对美国成屋销售、耐用品零售需求的潜在提振效果，我们认为本轮补库周期很可能会长于上轮。

➤ **投资建议：**年初以来追求低估值、高股息、稳增长的投资风格占优，家电作为成熟赛道，格局稳固、盈利稳定、重视分红与投资者回报、具备出海成长逻辑的特性逐步被市场重视。内销方面，三大白电排产数据亮眼，政策推动下有望迎来“以旧换新”的置换大周期，内销预计稳中有增；外销方面，当下或正处于新一轮库存周期的开始，PMI、地产的边际向好叠加美联储的降息预期下，美国耐用消费品的需求有望得到较强支撑，为我国家电出口订单的高景气带来更强的持续性，推荐海尔智家、海信家电、奥马电器，建议重点关注美的集团、长虹美菱。

➤ **风险提示：**美联储降息存在不确定性，美国市场需求不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600690.SH	海尔智家	28.06	1.76	2.01	2.26	16	14	12	推荐
000921.SZ	海信家电	34.97	2.04	2.45	2.80	17	14	12	推荐
002668.SZ	奥马电器	10.01	0.73	0.81	0.92	14	12	11	推荐
000521.SZ	长虹美菱	9.39	0.72	0.88	1.01	13	11	9	/
000333.SZ	美的集团	67.90	4.80	5.39	5.95	14	13	11	/

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为2024年4月24日收盘价；未覆盖公司数据采用wind一致预期)

推荐

维持评级



分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang_yjy@mszq.com

研究助理 蔡润泽

执业证书：S0100123060025

邮箱：cairunze@mszq.com

相关研究

1. 家电行业周报 20240421：3月家用空调内销环比提升，外销景气持续-2024/04/21
2. 家电行业周报 20240414：以旧换新行动方案发布，Q1家电出口景气延续-2024/04/14
3. 家电行业周报 20240401：石头科技发布扫拖机器人新品，空调4月排产发布-2024/04/01
4. 家电行业动态报告：当前时点怎么看铜价上行的成本冲击？-2024/03/29
5. 家电行业周报 20240317：海信视像发布AI全场景新品-2024/03/17

目录

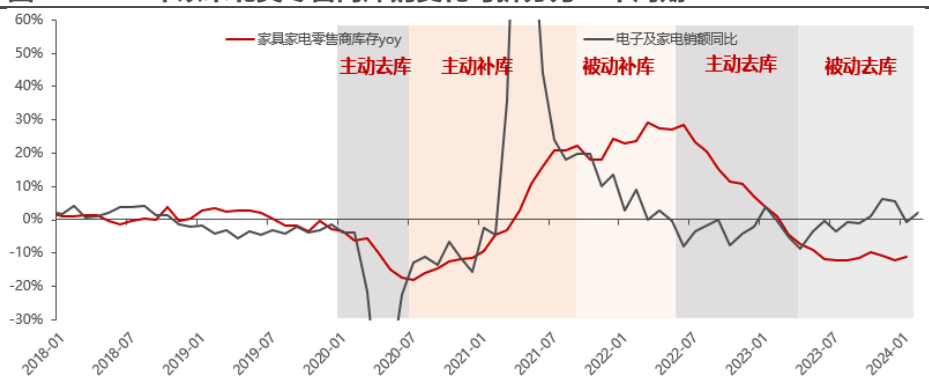
1 2020 年以来美国家电零售库存经历了一个完整周期，当前或处于新一轮库存周期的启动阶段	3
2 PMI 回暖+地产支撑，本轮美国家电补库周期时间或长于上轮	5
2.1 美国 PMI+地产边际向好，有望对耐用品消费起到较强支撑作用.....	5
2.2 降息预期有望为美国地产回暖提供持续动力.....	6
2.3 本轮出口订单增长周期或许比上轮更长.....	7
3 投资建议	10
3.1 行业投资建议.....	10
3.2 重点公司.....	10
4 风险提示	17
插图目录	18
表格目录	18

1 2020 年以来美国家电零售库存经历了一个完整周期，当前或处于新一轮库存周期的启动阶段

2024 年以来，白电表现强劲，截至 2024 年 4 月 24 日，申万白色家电板块年内累计实现涨幅 17.02%（总市值加权），在所有行业中排名第 4，我们认为高股息行情、超预期的内外销排产数据以及势头仍盛的外销出货表现均对白电行业的基本面提供了一定支撑。展望后续白电行业景气度的持续性，内销方面今夏气温、渠道库存的动态变化或可提供一定参考，而外销方面或应重点关注海外零售商本轮补库的持续性，本文主要通过复盘近年北美家电零售商库存周期对我国白电企业外销出货节奏的影响来探讨本轮补库目前所处阶段及延续性。

2020 年以来美国家电零售库存经历了 5 个阶段，当前或正处于新一轮库存周期的开端。2015-2019 年期间美国家具家电零售商库存绝对值保持稳定，2020 年至今受公共卫生事件、地缘政治冲突等多因素影响，美国零售库存经历了“主动去库”、“主动补库”、“被动补库”、“主动去库”、“被动去库”五个阶段循环，前四个阶段分别持续 7 个月（2020 年 1 月-2020 年 7 月）、14 个月（2020 年 8 月-2021 年 9 月）、9 个月（2021 年 10 月-2022 年 6 月）、9 个月（2022 年 7 月-2023 年 4 月），自 23H2 起至今，美国家电零售同比出现抬头趋势，而库存仍在缓慢消化，正处于“被动去库”阶段。随着海外订单的不断交付入库，美国零售商库存有望起底回升，或正向下一轮“主动补库”阶段过渡，开启新一轮库存周期。

图1：2020 年以来北美零售商库的变化可拆分为 5 个周期



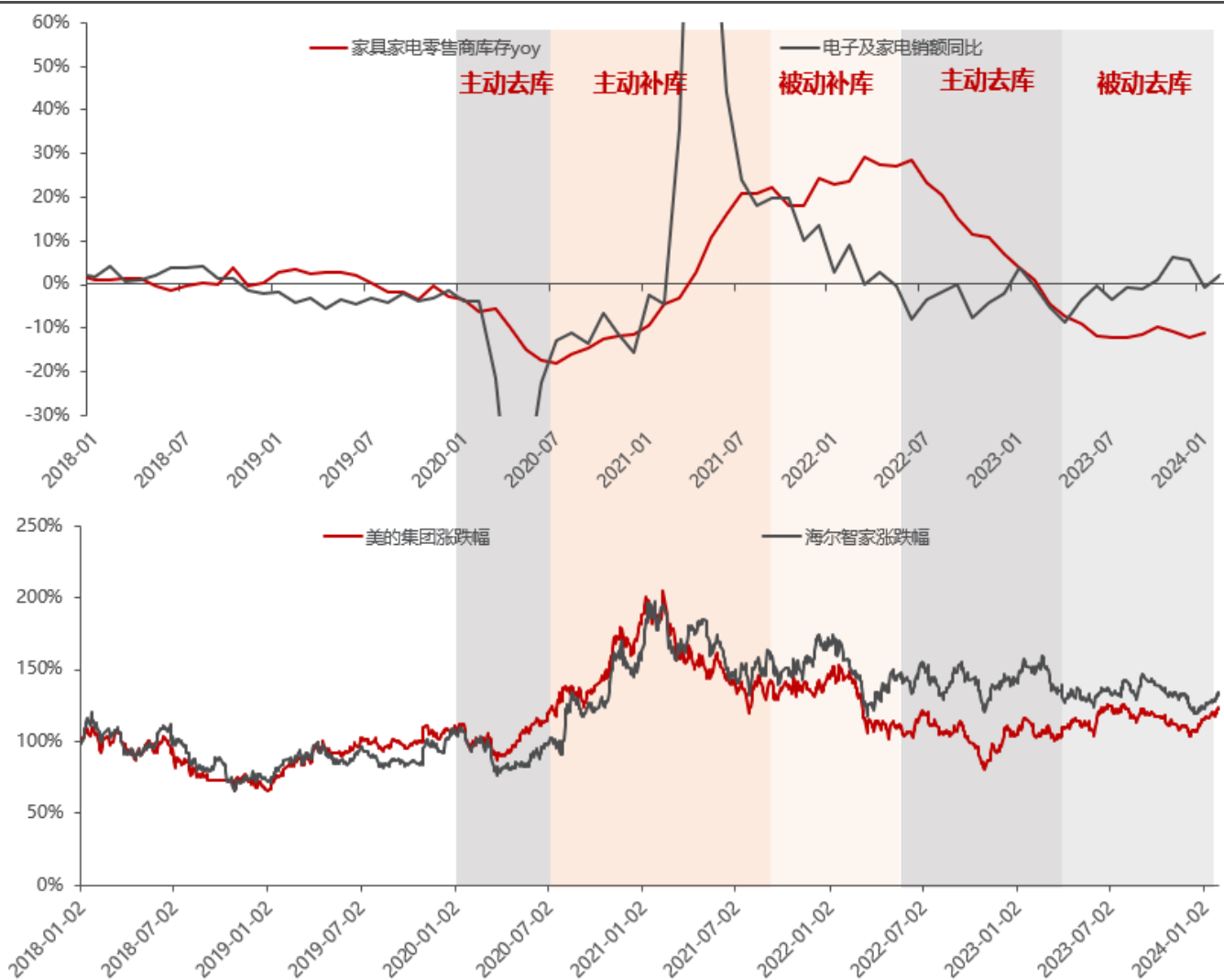
资料来源：wind，民生证券研究院

主动补库的 beta 一般在上一轮被动去库阶段开始逐步影响股价，同理去库阶段的 beta 一般在被动补库阶段就开始对股价产生负面影响。在 2020 年至今的完整库存周期中，白电龙头中外销占比较高的美的集团、海尔智家的股价也经历了较大的涨跌变化。通过复盘，我们发现我国白电龙头的股价变动一般提前于实际的库存周期指标，即主动补库阶段一般为理想中的上行期，但“订单-生产-入库”的过程需要一定时间，因此主动补库的 beta 一般在上一轮被动去库阶段就开始逐步影响股价，同理去库阶段的 beta 一般在被动补库阶段就开始对股价产生负面影响，因此从指标形态上看，我国白电企业的股价表现与美国家电零售同比表现反而拟

合度更高。

我们以海尔智家股价为例，本轮库存周期中，海尔股价自 2020 年 Q1 起开始进入上行通道，较主动补库的时间节点提前约 3 个月，2021Q1 海尔股价基本触及本轮高点，开始向下逐步调整至 22Q2，调整开始的时间点较实际的被动补库时间点提前约 8 个月左右。23 年下半年以来美国家电零售与库存同比出现了背离，进入被动去库阶段，而我国白电企业自 23Q2 以来出货数据同比持续高增则证明美国家电零售渠道开始再次累积库存，即当下虽然没有披露 3、4 月数据，但我们判断本轮美国零售商家电库存底部基本上已经出现，新一轮主动补库正在进行。

图2：美国家电零售及库存情况与美的、海尔股价走势对比



资料来源：wind，民生证券研究院

2 PMI 回暖+地产支撑，本轮美国家电补库周期时间或长于上轮

2.1 美国 PMI+地产边际向好，有望对耐用品消费起到较强支撑作用

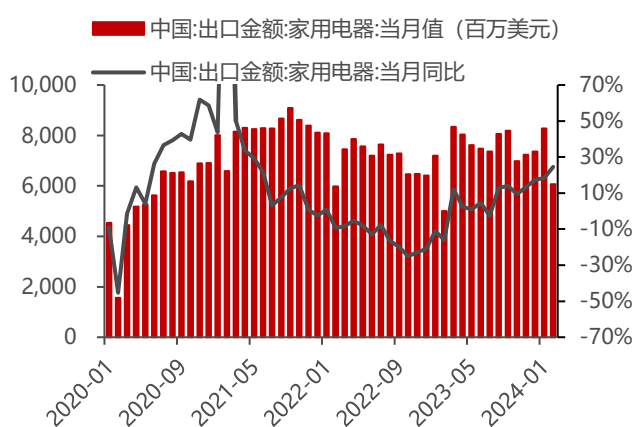
24年初以来全球及美国制造业 PMI 连续三月站在荣枯线以上。2024年初以来，全球、美国制造业 PMI 同步回到 50%及以上，且连续三个月保持在荣枯线以上，预示了全球及美国经济活动的回暖趋势，强化了消费需求的边际增长预期。自 23H2 以来，我国家电出口也同样表现亮眼，而全球及美国 PMI 的转好预示着较强的经济活力与需求韧性，或为我国家电出口的高景气带来更强的持续性。

图3：全球、美国制造业 PMI 重回荣枯线以上



资料来源：wind，民生证券研究院
 注：美国制造业 PMI 是经季调后数据

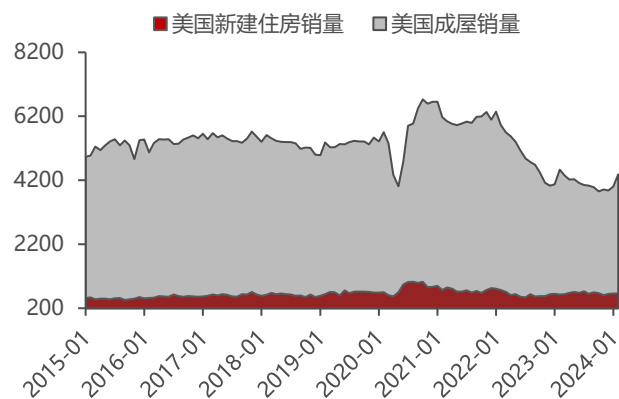
图4：2023H2 以来我国家电出口边际持续改善



资料来源：wind，民生证券研究院

美国地产销售 23 年明显回暖。受美联储快速加息影响，美国成屋销量自 22 年 1 月见顶后持续了一年多的下滑，于 23 年 10 月触底，单月销量 385 万套。随后出现了回暖态势，24 年 2 月成屋单月销量已经恢复到 438 万套。而从成屋销量的同/环比来看，2020-2022 年期间美联储快速降息阶段过度释放的购房需求得到了较好的消化，23 年至今成屋销售同比边际持续修复，24 年 1 月、2 月美国成屋销量环比分别+3.1%、+9.5%。

图5：美国成屋销量 23 年 10 月见底后回升（单位：千套）



资料来源：wind，民生证券研究院

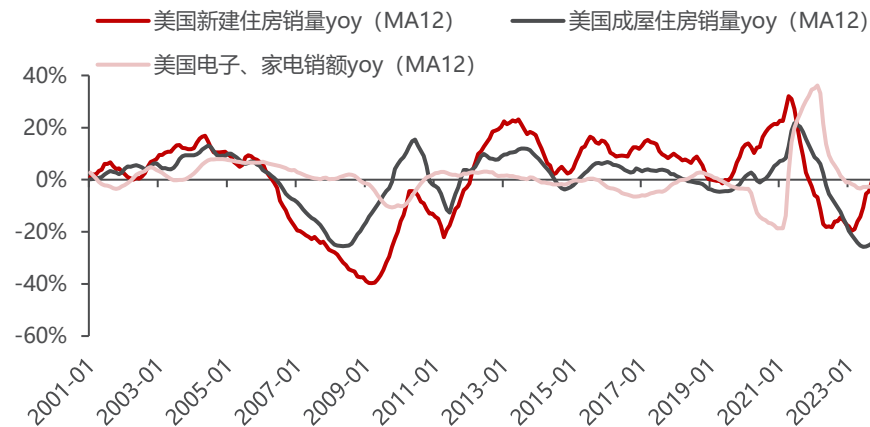
图6：美国新建住房、成屋销售 23 年均有所回暖



资料来源：wind，民生证券研究院

23 年美国成屋销售的回暖或对 24 年耐用品销售起到较强支撑。从历史数据来看，美国地产销售对家电销售景气度有一定前瞻性，领先约 3-4 个季度。从本轮美国地产销售情况来看，23 年 Q2-Q4 美国成屋销售同比回暖，若考虑 4 个季度左右的滞后期，则本轮成屋销售的回暖有望对 24Q2-Q4 的耐用品消费起到较强的支撑效果。

图7：美国地产销售对电子、家电销售有一定前瞻性



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 降息预期有望为美国地产回暖提供持续动力

市场预期中美联储“年内降息”事件较为确定，或为美国地产购置需求带来有效支撑。22 年以来的高利率环境对美国居民的购房需求产生了较强的抑制作用，而自 24 年初以来美联储向市场传出的降息预期则有望释放部分被积压的购房需求。3 月美国 CPI 意外超预期走高，但隔日 PPI 数据意外走弱，根据 CME FEDWATCH，目前市场普遍认为美联储或自 9 月份开始，年内降息 1-2 次，虽然

CPI、PPI 数据公布后，降息预期延后，降息力度预期有所减弱，表明市场对美联储的降息预期存在较大分歧，但市场的一致预期表明“年内降息”事件确定性仍然很高，而实质性的降息有望为美国居民带来房屋购置意愿的提升。

图8：美国公布 3 月 CPI 后市场一致预期年内仅降息一次

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	96.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	16.4%	83.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.5%	37.1%	57.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	18.4%	45.4%	33.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.0%	24.6%	42.7%	26.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.3%	3.2%	15.1%	33.5%	34.6%	13.3%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.2%	7.1%	21.0%	33.8%	27.7%	9.0%
2025/3/19	0.0%	0.6%	3.9%	13.4%	26.8%	31.1%	19.3%	5.0%
2025/4/30	0.2%	1.5%	6.4%	17.0%	27.9%	27.9%	15.4%	3.6%

资料来源：CME，民生证券研究院

注：FedWatch Tool 截取于 2024 年 4 月 11 日

图9：美国公布 3 月 PPI 后市场出现年内降息两次的预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	93.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	22.9%	75.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	8.8%	41.5%	49.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.0%	22.6%	44.7%	28.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	8.7%	28.2%	40.6%	21.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.5%	4.6%	17.6%	33.8%	31.8%	11.6%
2025/1/29	0.0%	0.2%	1.8%	8.7%	22.8%	33.2%	25.3%	7.9%
2025/3/19	0.1%	0.9%	4.8%	14.8%	27.3%	29.8%	17.8%	4.5%
2025/4/30	0.3%	2.0%	7.6%	18.3%	28.0%	26.5%	14.1%	3.2%

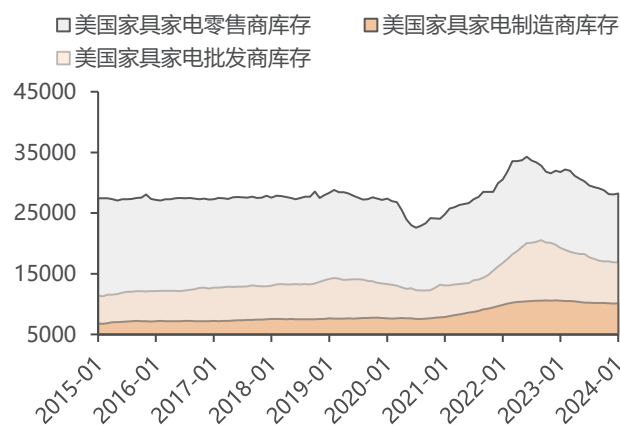
资料来源：CME，民生证券研究院

注：FedWatch Tool 截取于 2024 年 4 月 12 日

2.3 本轮出口订单增长周期或许比上轮更长

低库销比+降息预期下，本轮白电出口订单增长周期或长于上轮。上轮补库为我国白电企业带来了一年左右的订单同比增长，而本轮补库需求的持续性则更多取决于补库需求预期的动态变化。从库存角度看，美国家电库存绝对值从高位已经有明显的回落，库销比甚至低于 2020 年前平均水平，因此我们认为美国家电零售商的库存情况整体仍处于良性位置。需求端，考虑到美国制造业 PMI 数据向好带来的经济回温预期以及降息预期对美国成屋销售、耐用品零售需求的潜在提振效果，我们认为本轮补库周期很可能会长于上轮。

图10：美国家电零售商库存绝对值已有显著下降（单位：百万美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：美国家电零售商库销比目前已低于 2020 年前水平



资料来源：wind，民生证券研究院

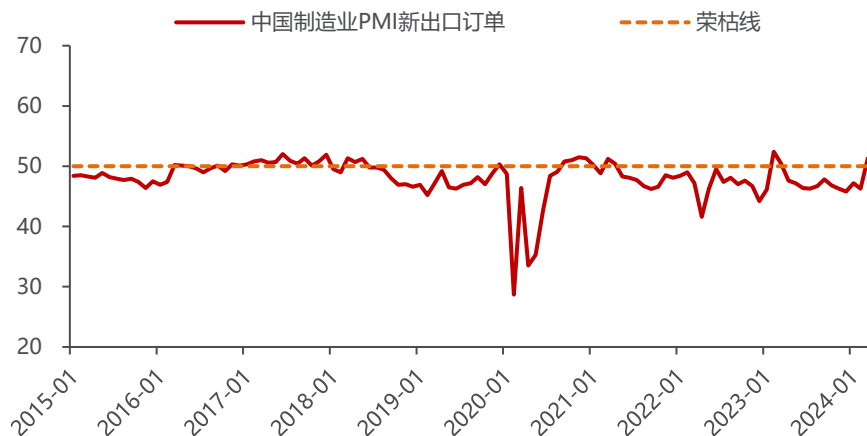
图12：上轮美国补库周期中我国冰箱外销出口增长持续约 1 年左右



资料来源：wind，民生证券研究院

我国制造业 PMI 出口新订单指标的首次转好或许也预示了北美此轮补库需求尚未结束。我国制造业 3 月 PMI 为 50.8%，重回荣枯线以上，其中制造业订单及新出口订单 PMI 均大幅回升，3 月出口新订单 PMI 为 51.3%，重新回到景气扩张阶段。欧元区 3 月制造业 PMI 为 45.7%，仍处于收缩区间，我国新出口订单 PMI 的转好较大概率受益于自北美市场的较好需求。

图13：我国 3 月制造业 PMI 新出口订单回到荣枯线以上（单位：%）

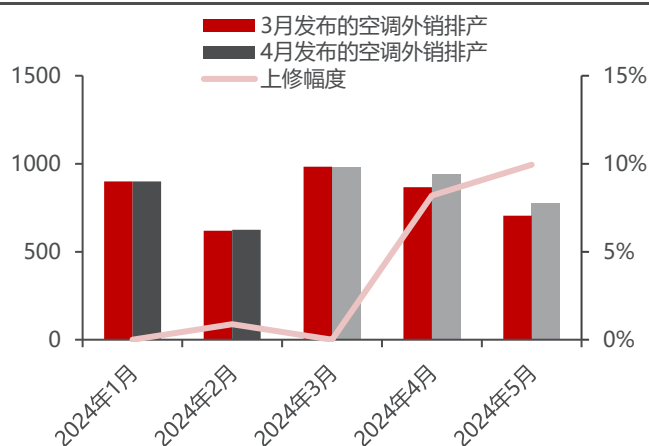


资料来源：wind，民生证券研究院

三大白电外销排产持续上修，或也预示了外销接单的高景气依然在延续。除了

上述数据外，产业在线每月更新的三大白电排产数据中包括对接下来三个月的排产的预测，通过对比同一月份排产数据在不同期报告中的变化，或也可以对订单的景气度变化趋势有所判断。据产业在线数据，4月发布的空、冰、洗的外销排产/实绩较3月发布的数值有不同程度的提升，其中空调3、4、5月分别上修0.0%、8.2%、9.9%，冰箱3、4、5月分别上修3.9%、11.3%、2.8%，洗衣机虽没有上修排产产量，但1、2月实绩出货较排产计划分别提高了42.0%、2.2%。

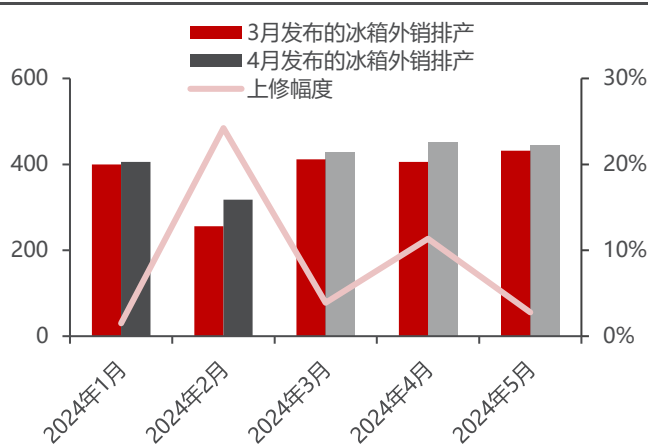
图14：产业在线4月发布的数据中上修了4、5月的空调出口排产总量（单位：万台）



资料来源：产业在线，民生证券研究院

注：数据为产业在线统计的三大白电排产，3月发布的数据均为预计排产，4月发布的数据中1、2月为实绩，其余均为预计排产

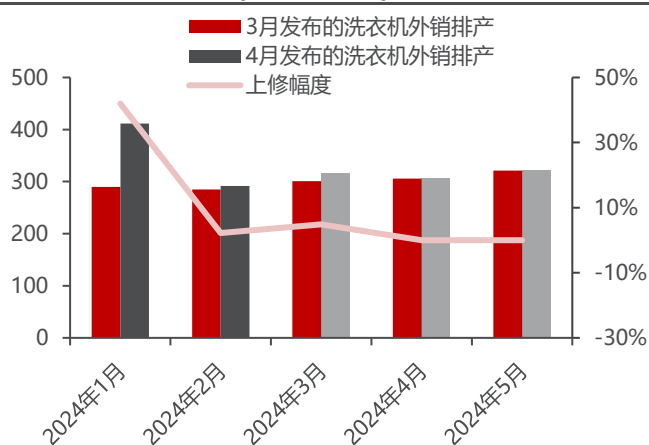
图15：产业在线4月发布的数据中上修了3、4、5月的冰箱出口排产总量（单位：万台）



资料来源：产业在线，民生证券研究院

注：数据为产业在线统计的三大白电排产，3月发布的数据均为预计排产，其中4月发布的数据中1、2月为实绩，其余均为预计排产

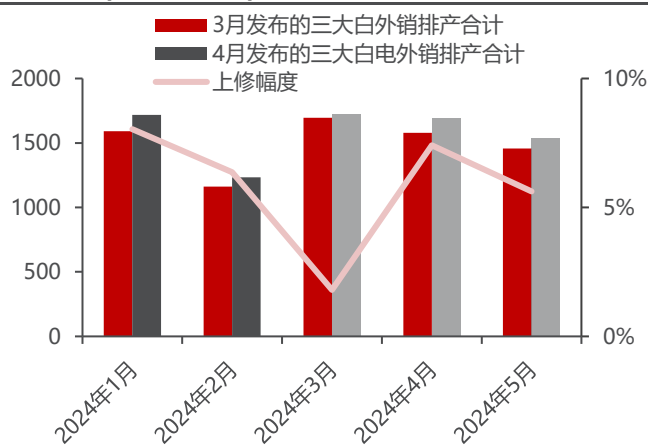
图16：产业在线4月发布的数据中洗衣机1、2月出货实绩高于预计排产（单位：万台）



资料来源：产业在线，民生证券研究院

注：数据为产业在线统计的三大白电排产，3月发布的数据均为预计排产，其中4月发布的数据中1、2月为实绩，其余均为预计排产

图17：4月发布的实绩、预期排产数据均超过3月发布的数据（单位：万台）



资料来源：产业在线，民生证券研究院

注：数据为产业在线统计的三大白电排产，3月发布的数据均为预计排产，其中4月发布的数据中1、2月为实绩，其余均为预计排产

3 投资建议

3.1 行业投资建议

年初以来追求低估值、高股息、稳增长的投资风格占优，家电作为成熟赛道，格局稳固、盈利稳定、重视分红与投资者回报、具备出海成长逻辑的特性逐步被市场重视。从基本面的角度看，2024年至今三大白电排产数据亮眼，政策推动下有望迎来“以旧换新”的置换大周期，内销预计稳中有增；外销方面，当下或正处于美国新一轮库存周期的开始，PMI、地产的边际向好叠加美联储的降息预期下，美国耐用消费品的需求有望得到较强支撑，为我国家电出口订单的高景气带来更强的持续性，推荐海尔智家、海信家电、奥马电器，建议重点关注美的集团、长虹美菱。

表1：重点个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600690.SH	海尔智家	28.06	1.76	2.01	2.26	16	14	12	推荐
000921.SZ	海信家电	34.97	2.04	2.45	2.80	17	14	12	推荐
002668.SZ	奥马电器	10.01	0.73	0.81	0.92	14	12	11	推荐
000521.SZ	长虹美菱	9.39	0.72	0.88	1.01	13	11	9	/
000333.SZ	美的集团	67.90	4.80	5.39	5.95	14	13	11	/

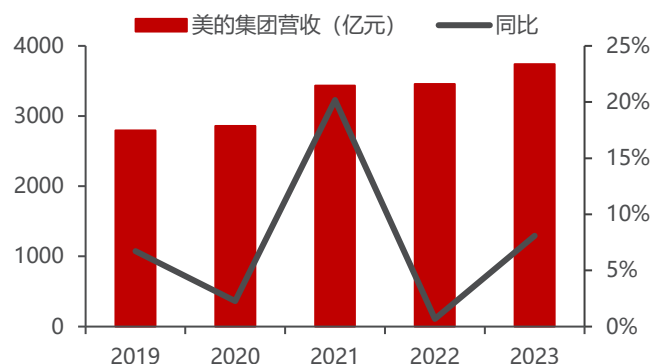
资料来源：Wind, 民生证券研究院预测

注：股价为2024年4月24日收盘价；未覆盖公司数据采用wind一致预期

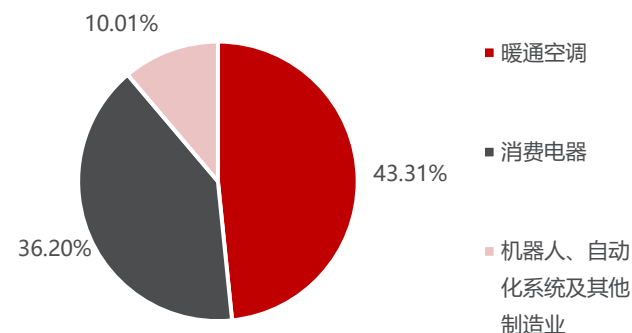
3.2 重点公司

美的集团：

全球白电龙头之一，体量庞大增长稳健。美的集团于1968年成立，2013年上市。现已建立To C与To B并重发展的业务矩阵，覆盖智能家居、楼宇科技、工业技术、机器人与自动化和数字化创新五大板块。主营业务由暖通空调、消费电器、机器人及自动化系统三部分构成，23年分别约占43%、36%、10%左右。2023年，公司总营业收入3737亿元，同比增长8.10%；净利润337.2亿元，同比增长14.1%。

图18：2019-2023 美的集团收入（亿元）及增速


资料来源：美的集团公告，民生证券研究院

图19：2023 年美的集团业务结构


资料来源：美的集团公告，民生证券研究院

C 端稳健 B 端持续发力，业务多元化发展。公司目前仍以 C 端业务为主，主要为智能家居板块，不断深化渠道变革，提升渠道效率及服务能力。截至 2023 年底，美居 APP 注册用户累计超过 5500 万，月活跃用户数量超过 820 万，23 年报告期内美云销 APP 日均页面访问量 (PV) 同比增长超 100%。B 端业务为商业及工业解决方案，主要包括新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化以及创新业务四大板块。2023 年 B 端业务大幅增长，主营收入占比超过 26%，成为公司业务持续增长的重要驱动之一，其中新能源及工业技术板块实现营收 279 亿元，同比增长 29%；机器人与自动化板块实现营收 311 亿元，同比增长 12%；智能建筑科技板块实现营收 259 亿元，同比增长 14%。

深化全球布局，充分享受海外市场成长机会。2023 年美的海外业务营收 1509 亿元，同比增长 5.79%，占总营收 40%左右。美的拥有 17 个海外研发中心，业务覆盖 200 多个国家和地区，线上+线下服务网点数量超过 5000 个。美的海外 OBM 业务快速发展，23 年占海外智能家居业务收入超过 40%，其中在北美市场，变频窗机销售收入同比增长超过 120%，变频移动空调销售收入同比增长超过 140%，多门冰箱销售收入同比增长超过 300%；在 EMEA 市场，双门冰箱 (300L 以上) 的销售收入同比增长超过 110%，洗衣机大容量滚筒产品的销售收入同比增长超过 60%。

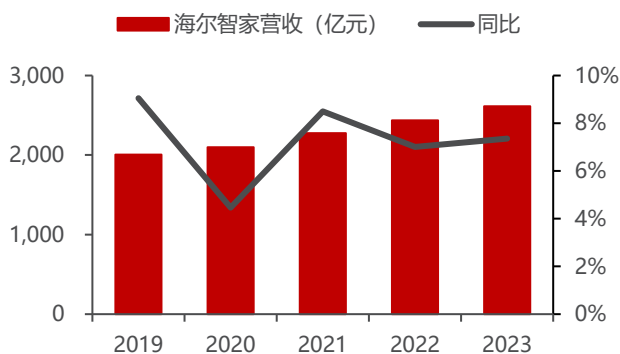
海尔智家：

白电龙头坚持高端创牌战略，深耕细作海外市场。海尔智家成立于 1984 年，1993 年于 A 股上市，目前已成为全球大家电行业的领导者和全球智慧家庭解决方案的引领者。公司业务以空、冰、洗、厨、水家电为轴心，拓展形成智慧家庭解决方案。2010 年之后通过收并购等方式大举拓展海外自主品牌业务，2011 年并购日本三洋电机布局日本及东南亚白电业务，2016 年通过收购 GE 布局北美市场，2018 年收购斐雪派克布局澳新市场，2019 并购 Candy 布局欧洲市场，实现了多品牌、跨产品、跨区域的全球化布局。公司坚持自主品牌建设，不断完善海外产品

矩阵，海外业务已经进入良性发展期，截至 2023 年，海尔智家海外收入已达到 1364.12 亿元，同比增长 7.6%，海外收入占总营收比例已达 52%。

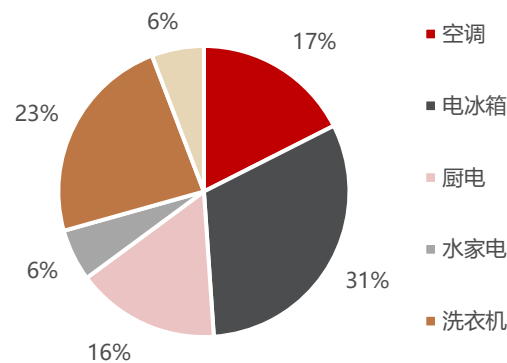
持续推进研发、采购、营销的全球化平台搭建，强化全球协同赋能。公司建立了完善的全球研发及产品开发体系，通过共享通用模块和复用技术及在合规范围内共享专利等方式有效的提高了公司整体的研发效率。供应链及采购方面，公司搭建了从市场到供应商到生产到物流的端到端全球供应链数字化管理体系，通过智能算法实时快速调整全球产能布局，通过跨区域全球协同共享的数字化采购平台构建了自主可控的全球供应链生态体系。营销方面，公司在全球范围运营多层次品牌组合，实现了全球协同品牌推广。

图20：2019-2023 海尔智家收入（亿元）及增速



资料来源：海尔智家公告，民生证券研究院

图21：2023 年海尔智家业务结构



资料来源：海尔智家公告，民生证券研究院

投资建议：内销方面，“以旧换新”政策有望有效拉动白电需求。外销方面，家电出口持续恢复、美国步入降息周期后地产需求的进一步提振有望带动海尔业绩超预期增长，高端化+品牌出海有望带动公司盈利能力进一步提升。预计 2024-2026 年公司分别实现营收 2803.8/3007.0/3221.2 亿元，同比增长 7.2%/7.2%/7.1%，分别实现归母净利润 189.9/213.2/236.6 亿元，同比增长 14.4%/12.3%/11.0%，当前股价对应 PE 为 14/12/11 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：美国市场需求不及预期，汇率波动，原材料价格波动。

表2：海尔智家盈利预测与财务指标

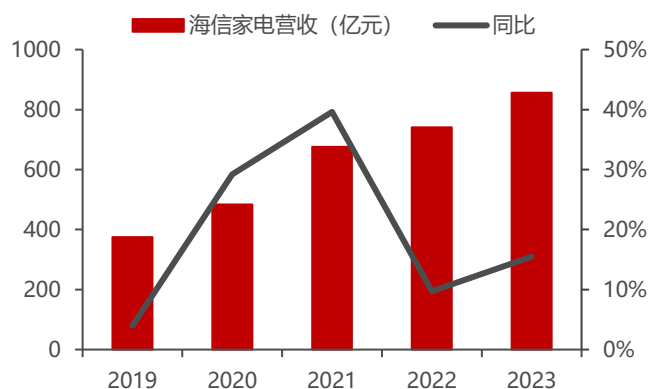
项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	261,428	280,381	300,700	322,120
增长率 (%)	7.3	7.2	7.2	7.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	16,597	18,986	21,323	23,663
增长率 (%)	12.8	14.4	12.3	11.0
每股收益 (元)	1.76	2.01	2.26	2.51
PE	16	14	12	11
PB	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 4 月 24 日收盘价)

海信家电：

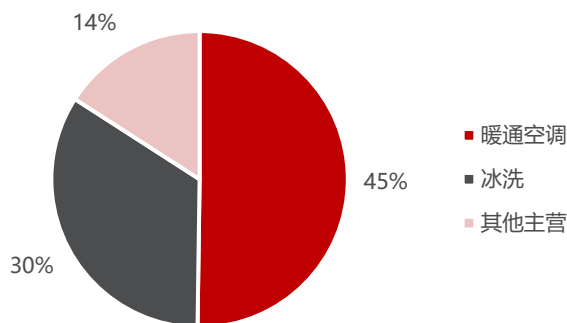
二线白电龙头，业务多元化突破壁垒。公司最早可追溯至 1984 年成立的广东珠江冰箱厂，1992 年完成股份制改造，随后分别于 1996 年、1999 年登陆中国香港、深圳股市。海信以大家电起家，业务不断延伸向多元发展。海信 2005 年收购科龙后专注打造白电资产，近几年收并购多家海外企业不断延伸其业务广度与深度。目前，海信家电旗下包含“海信、科龙、容声、日本“HITACHI”、美国“YORK”（中国区域）、gorenje 古洛尼、ASKO、三电“SANDEN”八大品牌，产品涵盖了家用空冰洗、中央空调、特种空调、商用冷链、厨电、环境电器、模具、整车热管理多项业务。从收入结构看，公司主营业务主要由暖通、冰洗、其他（三电、厨电等）构成，合计占比约为 90%。

图22：2019-2023 海信家电收入（亿元）及增速



资料来源：海信家电公告，民生证券研究院

图23：2023 年海信家电业务结构



资料来源：海信家电公告，民生证券研究院

激励滚动落地，经营持续改善。公司 2023 年初推出新一轮股权激励，再次强化公司业绩稳增长的预期。经营层面，公司持续推进数字化、智能制造转型，优化供应商结构，推进供应链、订单、采购领域架构变革，叠加墨西哥工厂产能爬坡等因素，23 年全年公司整体毛利率 22.08%，同比+1.39pct，主营业务各项盈利能力均有所提升，其中暖通、冰洗及其他主营（主要为汽车热管理业务）毛利率分别为 30.66%、19.11%、13.57%，同比分别+2.73pct、1.58pct、0.26pct。展望后续，我们认为公司治理理顺后传统业务盈利能力仍有较大修复空间，激励滚动落地后管理层经营积极性较强，看好业绩持续超预期。

投资建议：公司治理改善逻辑持续兑现，业绩连续多几个季度超预期，传统主业盈利能力仍有充足修复空间，汽车热管理业务新签订单反馈至报表端的时点渐近，公司盈利能力有望继续提升。预计 2024-2026 年公司分别实现营业收入 944.9/1032.1/1130.4 亿元，同比增长 10.4%/9.2%/9.5%，分别实现归母净利润 34.0/38.9/44.2 亿元，同比增长 19.7%/14.4%/13.8%，当前股价对应 PE 为 14/12/11 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧，原材料价格波动，墨西哥工厂产能爬坡不及预期。

表3：海信家电盈利预测与财务指标

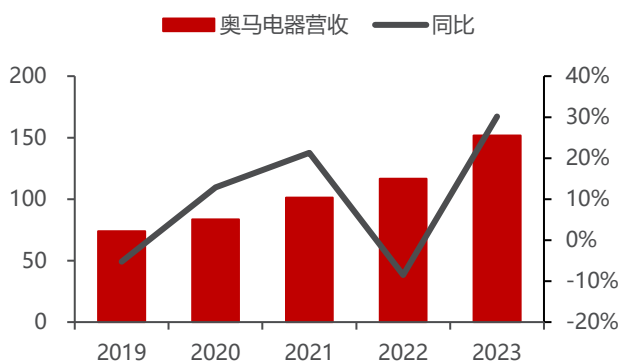
项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	85,600	94,489	103,214	113,040
增长率 (%)	15.5	10.4	9.2	9.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,837	3,396	3,886	4,424
增长率 (%)	97.7	19.7	14.4	13.8
每股收益 (元)	2.04	2.45	2.80	3.19
PE	17	14	12	11
PB	3.6	3.1	2.7	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 24 日收盘价）

奥马电器：

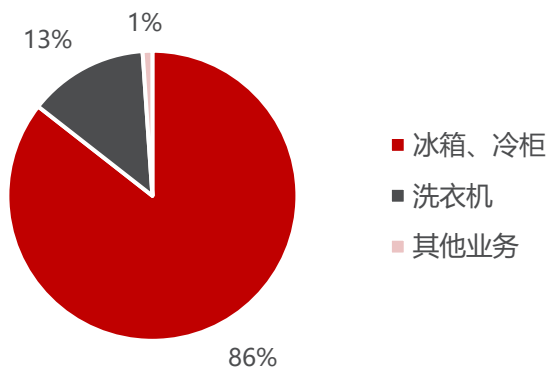
深耕冰箱冷柜市场，专注冰箱 ODM 出口。2002 年公司成立，主营冰箱制造销售业务，2009 年冰箱出口量国内登顶。经过 20 年深耕细作，公司控股子公司奥马冰箱现设 9 大制造基地、13 条高效生产线、综合年产能可达 1500 万台，经营规模保持稳步增长；2022 年全球销量达 846 万台，目前产销规模全球排名第七，公司已保持 14 年冰箱出口冠军，15 年冰箱出口欧洲冠军。2021 年 TCL 家电入主奥马电器后，逐渐剥离金融科技业务板块资产，重新聚焦冰箱主业，全面启航。2023 年实现营收 151.8 亿，同比+30.1%，境外项目营收占比 67.44%，归母净利润 7.9 亿，同比+69.4%，扣非归母净利润 7.1 亿，同比+67.4%。

图24：2019-2023 奥马电器收入 (亿元) 及增速



资料来源：奥马电器公告，民生证券研究院
注：2022 年、2023 年营收及同比均为含 TCL 合肥家电的数据

图25：2023 年奥马电器业务结构



资料来源：奥马电器公告，民生证券研究院

政策利好催化，出口+内销市场齐发力。全球冰冷市场规模稳健增长，2023 年产量 2.17 亿台，同比+5.9%，销量 2.08 亿台，同比+4.6%，南美、非洲等新兴市场需求增长拉动出口增速提升。外销方面，公司依靠稳定的供货能力及强产品力绑定众多海外核心客户，包括伊莱克斯、Candy、惠而浦、GGV、KESA 等，随着冰箱行业出海需求的转好，公司作为冰箱 ODM 龙头有望充分享受行业红利。内销市场方面，政策利好有望拉动增长：今年 2 月，中央财经委会议强调鼓励引导新

一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，政策的有力引导下内销换新需求释放可期。

拟更名“TCL 智家”，开启白电全品类未来。4月15日，广东奥马电器股份有限公司拟更名为“广东 TCL 智慧家电股份有限公司”，证券简称也由“奥马电器”拟更改为“TCL 智家”。此次更名后，子公司 TCL 家用电器（合肥）有限公司将深耕“TCL”自主品牌，聚焦中高端冰洗业务，推进全球化战略；子公司广东奥马冰箱有限公司将继续保持“奥马”独立商号及“全球专业冰箱 ODM 供应商”定位。我们认为本次更名或预示着奥马回归家电主业，专注打造白电全品类矩阵。

投资建议：公司是国内冰箱出口代工的龙头企业，TCL 合肥家电冰洗业务注入后有望进一步推动白电业务的战略协同，拟更名为“TCL 智家”彰显公司向智慧家电企业转型的战略布局。预计 2024-2026 年公司分别实现营业收入 169.4/187.6/208.5 亿元，同比增长 11.6%/10.8%/11.1%，分别实现归母净利润 8.7/10.0/11.5 亿元，同比增长 11.1%/14.3%/14.8%，当前股价对应 PE 为 12/11/9 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动，海外需求不及预期，业务整合进展不及预期。

表4：奥马电器盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15,180	16,936	18,763	20,853
增长率（%）	30.1	11.6	10.8	11.1
归属母公司股东净利润（百万元）	787	874	999	1,148
增长率（%）	69.4	11.1	14.3	14.8
每股收益（元）	0.73	0.81	0.92	1.06
PE	14	12	11	9
PB	7.7	4.7	3.3	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 24 日收盘价）

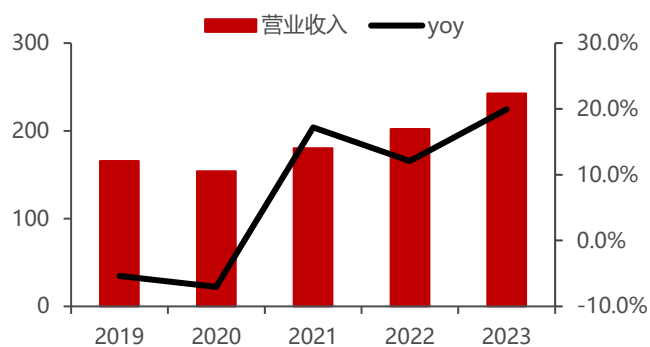
长虹美菱：

冰空二线龙头，收入增长强劲。长虹美菱自 1983 年开始生产冰箱，曾是冰箱界龙头。目前，公司的主要业务为空调及冰箱、冷柜，2023 年约占营收的 85%。2023 年公司贯彻“一个目标、三条主线”的经营方针，主营业务均取得了较好业绩：2023 年实现营收 242.48 亿元，同比+19.95%，归母净利润 7.41 亿元，同比+203.04%，创历史新高。冰箱和冰柜业务实现营业收入 90.88 亿元，同比+18.57%，毛利率为 19.05%，同比+1.86pct。洗衣机业务实现营业收入 13.29 亿元，同比+76.37%，小家电和厨卫业务实现营业收入 18.49 亿元，同比+16.16%。空调业务实现营业收入 115.66 亿元，同比+18.24%，占公司营业收入的 47.70%，毛利率为 8.94%，同比-1.40pct。

新兴市场需求坚挺，公司外销表现优异。公司出口业务以新兴市场和欧洲等市

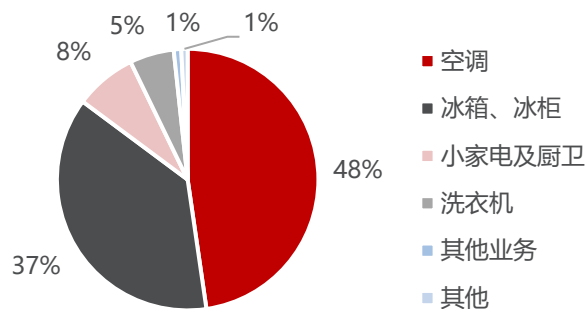
场为主，在东南亚、拉美、东欧、非洲、中亚等新兴市场及欧洲等成熟市场均有布局。近年公司重点开拓“一带一路”沿线，此类地区是全球为数不多的增量市场，大家电渗透率还有较大上升空间，2023 年长虹美菱外销实现 76 亿元，同比增长 47%。

图26：2019-2023 长虹美菱收入（亿元）及增速



资料来源：长虹美菱公告，民生证券研究院

图27：2023 年长虹美菱业务结构



资料来源：长虹美菱公告，民生证券研究院

4 风险提示

1) 美联储降息存在不确定性。目前市场对美联储年内降息次数、降息幅度等预期不一，美联储降息与否对美国地产及消费的景气度有较大的影响，若美联储降息预期大幅延后，可能会对地产及耐用消费品的需求产生负面影响。

2) 美国市场需求不及预期。美国渠道商的补库行为受多重因素影响，其中美国家电零售需求情况是重要影响因素，若美国家电零售需求不及预期，可能会导致渠道的补库行为提前停止。

插图目录

图 1: 2020 年以来北美零售商库的变化可拆分为 5 个周期	3
图 2: 美国家电零售及库存情况与美的、海尔股价走势对比	4
图 3: 全球、美国制造业 PMI 重回荣枯线以上	5
图 4: 2023H2 以来我国家电出口边际持续改善	5
图 5: 美国成屋销量 23 年 10 月见底后回升 (单位: 千套)	6
图 6: 美国新建住房、成屋销售 23 年均有所回暖	6
图 7: 美国地产销售对电子、家电销售有一定前瞻性	6
图 8: 美国公布 3 月 CPI 后市场一致预期年内仅降息一次	7
图 9: 美国公布 3 月 PPI 后市场出现年内降息两次的预期	7
图 10: 美国家电零售商库存绝对值已有显著下降 (单位: 百万美元)	7
图 11: 美国家电零售商库销比目前已低于 2020 年前水平	7
图 12: 上轮美国补库周期中我国冰箱外销出口增长持续约 1 年左右	8
图 13: 我国 3 月制造业 PMI 新出口订单回到荣枯线以上 (单位: %)	8
图 14: 产业在线 4 月发布的数据中上修了 4、5 月的空调出口排产总量 (单位: 万台)	9
图 15: 产业在线 4 月发布的数据中上修了 3、4、5 月的冰箱出口排产总量 (单位: 万台)	9
图 16: 产业在线 4 月发布的数据中洗衣机 1、2 月出货实绩高于预计排产 (单位: 万台)	9
图 17: 4 月发布的实绩、预期排产数据均超过 3 月发布的数据 (单位: 万台)	9
图 18: 2019-2023 美的集团收入 (亿元) 及增速	11
图 19: 2023 年美的集团业务结构	11
图 20: 2019-2023 海尔智家收入 (亿元) 及增速	12
图 21: 2023 年海尔智家业务结构	12
图 22: 2019-2023 海信家电收入 (亿元) 及增速	13
图 23: 2023 年海信家电业务结构	13
图 24: 2019-2023 奥马电器收入 (亿元) 及增速	14
图 25: 2023 年奥马电器业务结构	14
图 26: 2019-2023 长虹美菱收入 (亿元) 及增速	16
图 27: 2023 年长虹美菱业务结构	16

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 重点个股	10
表 2: 海尔智家盈利预测与财务指标	12
表 3: 海信家电盈利预测与财务指标	14
表 4: 奥马电器盈利预测与财务指标	15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026