

证券研究报告|行业专题报告

家用电器

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年04月25日



家电白马变红马， 背后的短期长期逻辑与后续投资策略

证券分析师：

谢丽媛 执业证书编号：S0210524040004

请务必阅读报告末页的重要声明

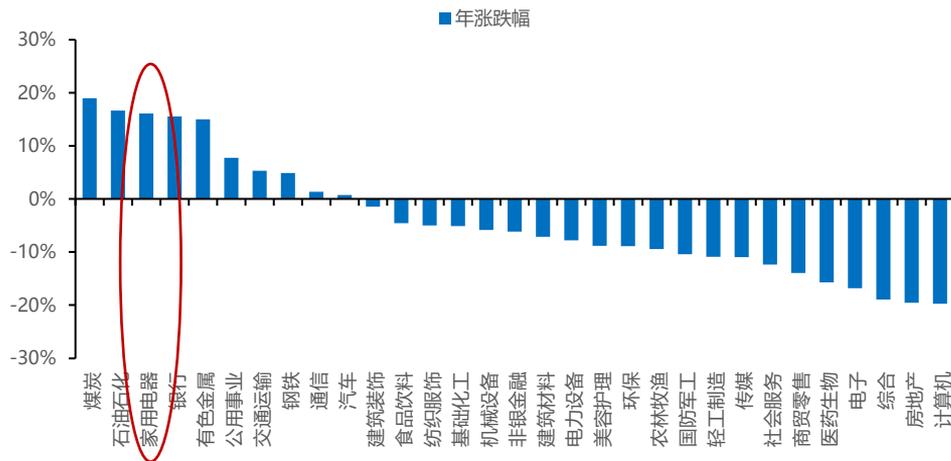
- **行情复盘：受益红利风格，家电板块年初以来涨幅喜人。**截至2024.4.19收盘，申万家电指数年初以来累计涨幅16.1%，在31个一级行业中排名第三；内部细分板块方面，白电、小家电和厨电涨幅分别为29.4%、12.1%和6.5%。一方面，家电行业在2023年收入和利润均实现企稳回升；另一方面，大盘承压环境下，家电板块较高的股息率水平在大消费板块内部具有相对优势，成为避险情绪之下资金追逐红利的较好选择。
- **以旧换新：空间测算&历史行情复盘。**据我们测算，空调、冰箱、洗衣机、油烟机和彩电超期服役数量分别达到0.9/1.1/1.2/2.1/1.6亿台，换新空间可观。同时，参考上一轮家电消费刺激政策的效果，在中性假设下，我们预计本轮政策或有望驱动行业实现中个位数左右增长。
- **出口靓丽背后的逻辑是什么？能看多长？**随着以美国市场为主的耐用品零售库存去化结束，叠加美国地产已有回暖迹象，我们认为后续或将迎来新一轮补库周期，白电及工具品类有望受益；同时，巴黎奥运会将于7月份开幕，将有望拉动黑电需求。长期角度来看，目前扫地机器人、电视等品类凭借各自优势已经在海外收获一定市场份额，而白电龙头也逐渐通过“本地化”思路推动自主品牌出海，长期将有望提升外销业务的盈利能力及确定性。
- **关注全球产业转移趋势下的估值对标海外。**在股东回报的核心指标ROE方面，国内家电龙头拥有突出优势，而PE估值则明显低于海外可比公司。我们认为，随国内家电企业逐渐出海融入全球，估值体系亦有望向海外龙头看齐。
- **投资建议：**1) 全球格局变迁背景下，关注中国家电品牌出海冲击全球龙头大趋势，叠加以旧换新政策持续助力内需修复，建议关注已在海外有较多布局的大家电龙头**海尔智家、美的集团、海信视像、TCL电子**，以及积极发力出海东南亚蓝海市场的小家电**飞科电器、小熊电器**、两轮车出海**九号公司、春风动力**、发力出海欧美且低基数持续修复的**极米科技**、全球小家电制造龙头&擅长爆款研发与营销的**新宝股份**等；2) 中国扫地机品牌在全球产品力优势已在份额提升中持续体现，叠加全球扫地机均处于渗透率提升的早期阶段，建议关注**石头科技、科沃斯**；3) 关注人口基数庞大、高收入高储蓄、正在进入退休潮的60后消费，建议关注定位中高端品质生活的**苏泊尔、九阳股份**等；4) 巴黎奥运会7月份即将开幕，黑电有望迎来主题投资机会，建议关注**海信视像、康冠科技**。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨；对美出口关税进一步上调；地缘冲突导致海运费上涨；竞争格局恶化。

- Q1行情复盘：市场追逐确定性，家电红利属性尽显
- 以旧换新：空间测算&历史行情复盘
- 出口靓丽背后的逻辑是什么？能看多长？
- 关注全球产业转移趋势下的估值对标海外
- 投资建议&风险提示

行情回顾：年初至今家电行业涨幅排名全行业前三，子板块中白电表现最为突出

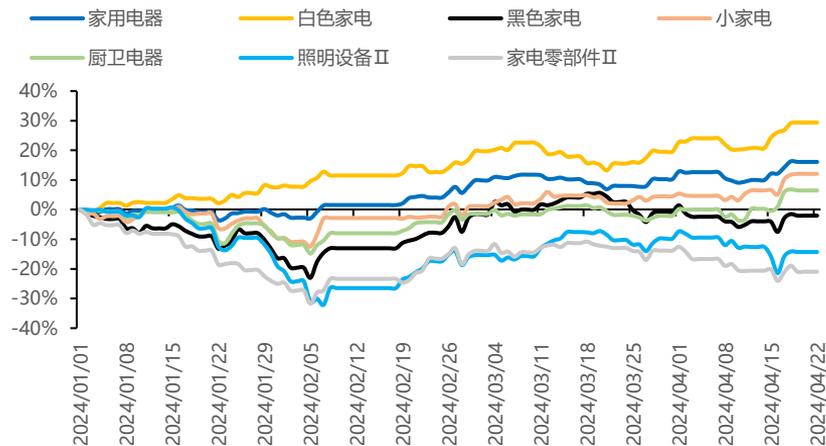
- 参考申万行业指数，截止4.19，家电行业年初以来累计涨幅16.1%，在31个一级行业中排名第三；分子板块来看，白电、小家电及厨电均收获正收益，涨幅分别为29.4%、12.1%和6.5%；相比之下，黑电、照明以及零部件表现相对较弱。

图：年初至今申万家电指数涨幅排名前三



资料来源：iFinD，华福证券研究所（收盘日截至4.19）

图：家电各细分板块年初以来绝对收益走势



资料来源：iFinD，华福证券研究所

家电公司2023年以来涨跌幅盘点

表：家电公司年初以来涨跌幅盘点

股票代码	公司简称	2024/4/24		月涨跌幅				归母净利润 (亿元)		归母净利润YoY		PE		PEG	市值 (亿元)
		年涨跌幅	2024/01	2024/02	2024/03	2024/04	2023	2024	2024E	2023A	2024E	2024E			
1070.HK	TCL电子	98%	-4%	17%	-1%	78%	7.4	10.6	42%	15.4	10.8	0.3	115		
000801.SZ	四川九洲	79%	3%	19%	39%	5%	2.0	2.8	42%	70.3	49.6	1.2	141		
000921.SZ	海信家电	71%	23%	19%	2%	15%	28.4	32.7	15%	15.6	13.6	0.9	444		
000521.SZ	长虹美菱	67%	31%	14%	10%	1%	7.4	8.8	19%	11.9	10.0	0.5	88		
002668.SZ	奥马电器	51%	-8%	10%	18%	27%	7.9	8.7	11%	13.8	12.4	1.1	109		
603129.SH	春风动力	40%	-8%	9%	17%	19%	10.1	12.4	23%	21.3	17.4	0.8	215		
688169.SH	石头科技	36%	1%	13%	5%	12%	20.5	23.9	17%	24.7	21.1	1.3	506		
600690.SH	海尔智家	34%	6%	8%	4%	12%	166.0	190.5	15%	14.8	12.9	0.9	2449		
600060.SH	海信视像	30%	6%	17%	-8%	13%	21.0	24.4	16%	16.9	14.5	0.9	353		
002705.SZ	新宝股份	24%	-16%	20%	14%	9%	10.0	11.4	15%	14.9	13.0	0.9	149		
000333.SZ	美的集团	24%	7%	8%	3%	6%	337.2	375.8	11%	14.0	12.6	1.1	4734		
000651.SZ	格力电器	21%	10%	11%	1%	-1%	277.0	300.2	8%	7.9	7.3	0.9	2189		
002032.SZ	苏泊尔	12%	-4%	9%	5%	2%	21.8	23.7	9%	22.0	20.2	2.3	480		
002444.SZ	巨星科技	12%	-17%	17%	16%	0%	17.4	20.6	18%	17.4	14.7	0.8	303		
603579.SH	荣泰健康	11%	-13%	0%	8%	18%	2.0	2.5	22%	15.9	13.1	0.6	32		
603355.SH	莱克电气	11%	-15%	15%	7%	7%	10.1	11.3	12%	14.1	12.6	1.0	142		
000404.SZ	长虹华意	11%	-11%	10%	24%	-9%	3.6	4.6	27%	12.5	9.9	0.4	45		
002508.SZ	老板电器	9%	0%	15%	-4%	-1%	18.6	20.8	12%	12.2	10.9	0.9	226		
002959.SZ	小熊电器	9%	-8%	17%	-2%	4%	4.5	5.1	14%	20.0	17.5	1.2	89		
603219.SH	富佳股份	7%	-12%	-3%	22%	4%	2.7	3.3	24%	30.2	24.4	1.0	82		
603215.SH	比依股份	7%	-10%	4%	8%	6%	2.3	2.6	13%	15.1	13.3	1.0	35		
002035.SZ	华帝股份	4%	-11%	4%	6%	7%	4.9	5.7	17%	11.3	9.6	0.6	55		
301187.SZ	欧圣电气	3%	-24%	7%	15%	11%	1.7	2.2	28%	21.5	16.8	0.6	38		
603486.SH	科沃斯	1%	-23%	17%	-5%	17%	8.3	13.1	59%	29.2	18.3	0.3	241		

资料来源：iFinD，华福证券研究所（收盘日截至4.24）

备注：2023年归母净利润标绿部分为年报尚未披露，采用iFinD一致预期；TCL电子市值单位为人民币，采用4.24日汇率换算。

表：家电公司年初以来涨跌幅盘点

股票代码	公司简称	2024/4/24					月涨跌幅		归母净利润 (亿元)		归母净利润YoY		PE		PEG 2024E	市值 (亿元)
		年涨跌幅	2024/01	2024/02	2024/03	2024/04	2023	2024	2024E	2023A	2024E					
603868.SH	飞科电器	1%	-16%	13%	0%	7%	10.2	11.8	16%	21.7	18.7	1.2	222			
002429.SZ	兆驰股份	-1%	-15%	15%	-8%	10%	15.9	21.7	37%	15.7	11.5	0.3	249			
688793.SH	倍轻松	-2%	-16%	-1%	10%	8%	(0.0)	1.1	扭亏	不适用	26.9	不适用	28			
600839.SH	四川长虹	-2%	-20%	21%	7%	-5%	7.2	8.5	19%	33.4	28.1	1.5	240			
603515.SH	欧普照明	-4%	-9%	4%	-2%	3%	9.5	10.8	13%	13.0	11.5	0.9	124			
300894.SZ	火星人	-5%	-20%	4%	-4%	19%	2.5	3.4	38%	25.6	18.5	0.5	63			
002614.SZ	奥佳华	-5%	-13%	6%	3%	1%	1.7	2.5	45%	26.1	18.0	0.4	44			
002677.SZ	浙江美大	-6%	-13%	7%	-1%	3%	4.6	4.9	5%	13.3	12.6	2.3	62			
301332.SZ	德尔玛	-7%	-20%	13%	-5%	9%	2.0	2.5	26%	26.6	21.0	0.8	53			
605336.SH	帅丰电器	-9%	-19%	-1%	4%	9%	1.9	2.1	8%	13.2	12.2	1.4	25			
002242.SZ	九阳股份	-9%	-17%	9%	-9%	10%	3.9	5.0	28%	22.7	17.8	0.6	88			
300824.SZ	北鼎股份	-10%	-16%	-6%	6%	8%	0.7	0.9	28%	37.3	29.1	1.0	27			
300217.SZ	东方电热	-12%	-20%	8%	11%	-8%	6.4	5.4	-16%	10.9	13.0	不适用	70			
605555.SH	德昌股份	-14%	-29%	19%	-3%	5%	3.5	4.0	15%	21.3	18.4	1.2	73			
002011.SZ	盾安环境	-15%	-22%	19%	-2%	-8%	7.4	9.4	28%	16.8	13.2	0.5	124			
000541.SZ	佛山照明	-16%	-21%	5%	4%	-2%	2.9	3.9	36%	26.1	19.2	0.5	76			
300342.SZ	天银机电	-16%	-29%	19%	18%	-15%	0.3	0.6	86%	167.3	89.9	1.0	55			
688696.SH	极米科技	-20%	-28%	9%	-4%	6%	1.4	2.3	64%	44.2	27.0	0.4	63			
300911.SZ	亿田智能	-24%	-26%	6%	-5%	2%	1.8	2.5	42%	17.0	12.0	0.3	30			
002050.SZ	三花智控	-25%	-29%	19%	-5%	-8%	31.4	38.9	24%	26.1	21.1	0.9	819			
002860.SZ	星帅尔	-26%	-27%	3%	4%	-6%	2.0	2.8	40%	14.4	10.3	0.3	29			
301260.SZ	格力博	-35%	-29%	3%	-3%	-8%	(0.4)	4.7	扭亏	不适用	11.9	不适用	56			
000810.SZ	创维数字	-36%	-36%	17%	-7%	-8%	6.0	8.8	46%	19.2	13.2	0.3	115			

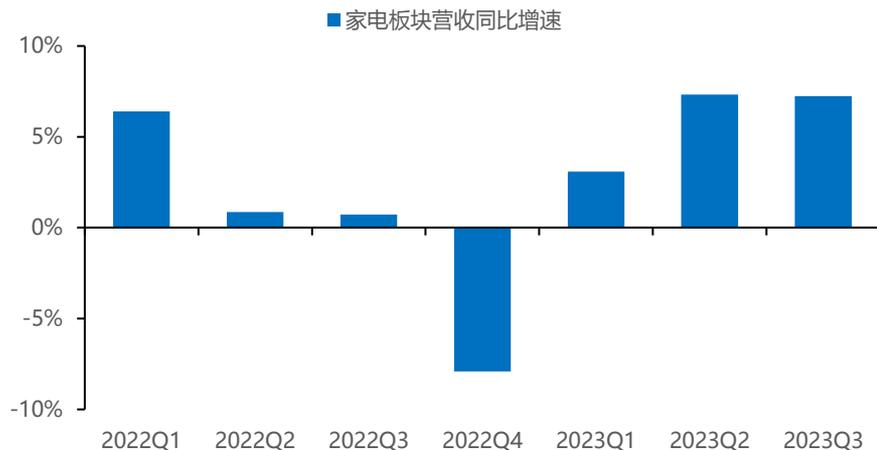
资料来源：iFinD，华福证券研究所（收盘日截至4.24）

备注：2023年归母净利润标绿部分为年报尚未披露，采用iFinD一致预期；TCL电子市值单位为人民币，采用4.24日汇率换算。

➤ 扎实稳健的基本面：2023年收入回暖，盈利增速维持在双位数以上水平

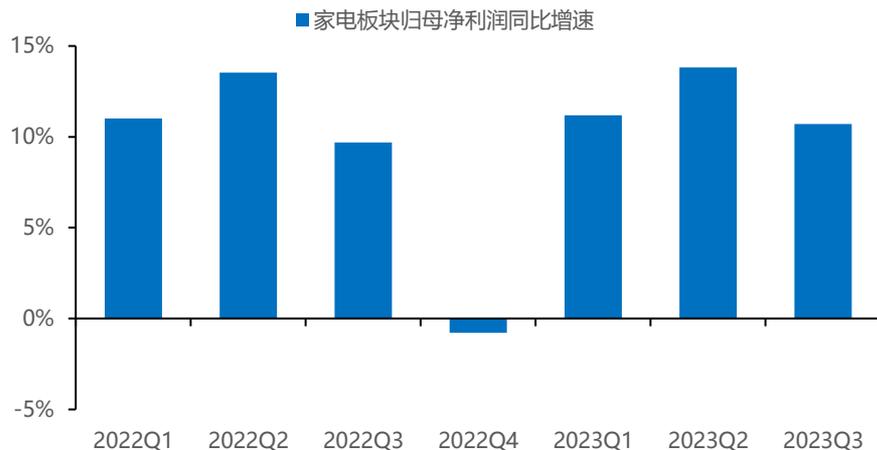
- 2022年在内外宏观环境冲击之下，家电板块营收承压，尽管在原材料价格回落、汇兑受益等利好因素之下，净利润表现尚可，但Q4出现滑坡。2023年以来，受益于内需回暖以及高温天气对空调等品类的提振，叠加外销去库存进入尾声，家电板块营收回暖，同时净利润增速也回到双位数以上水平，为股价上涨打下坚实基础。

图：2023年以来家电板块营收增速实现反弹



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图：2023年前三季度家电板块盈利增速保持双位数以上

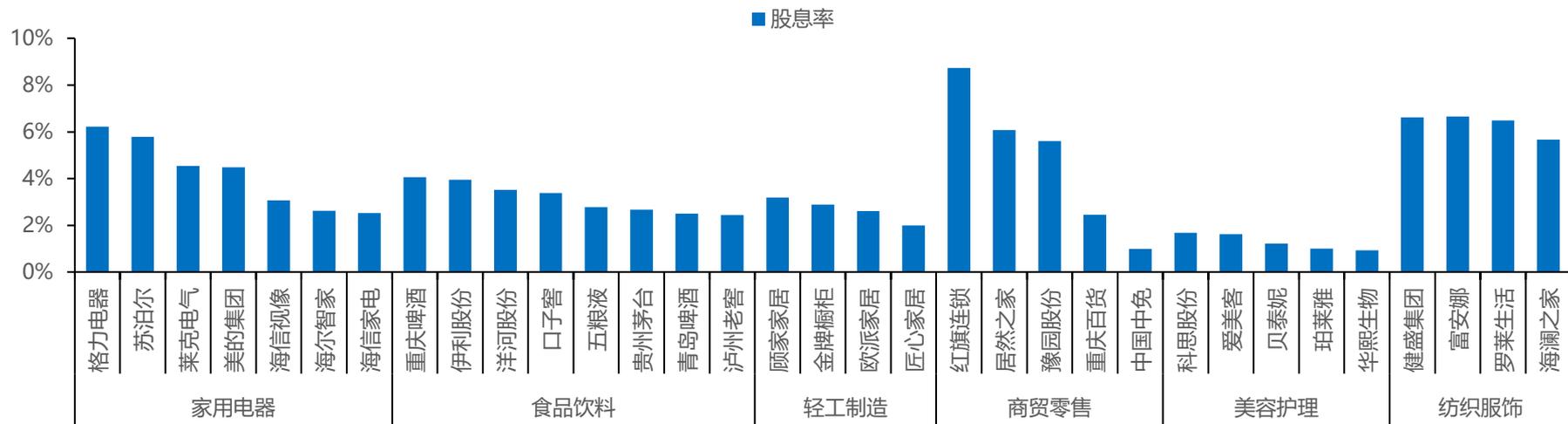


资料来源：iFinD，华福证券研究所

➤ 红利行情下，家电板块股息率在大消费板块内部具有显著相对优势

- 年初以来，大盘阶段性承压，避险情绪之下资金开始追逐更具确定性的红利赛道，具有高股息的标的在这一阶段普遍表现较好。由于家电龙头普遍具有较高分红率，同时PE不高，所以股息率具有相对优势，据iFinD数据，格力电器、苏泊尔、美的集团股息率分别高达6.2%、5.8%和4.5%，明显好于食品饮料、轻工及美护龙头。叠加家电龙头普遍市值较大，对于资金也有更强的承接能力，因此自年初以来实现亮眼涨幅。

图：家电行业龙头股息率在大消费板块内部具有显著相对优势



资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：股息率=过去12个月分红总额/年初首个交易日收盘市值，交易日为2024年1月2日）

- Q1行情复盘：市场追逐确定性，家电红利属性尽显
- 以旧换新：空间测算&历史行情复盘
- 出口靓丽背后的逻辑是什么？能看多长？
- 关注全球产业转移趋势下的估值对标海外
- 投资建议
- 风险提示

➤ 当前国内家电行业拥有庞大的换新市场

- 我们基于以下假设对国内家电保有量进行测算：1) 2023年高温天气拉动空调需求，油烟机尚未达到户均1台的保有量天花板所以渗透率仍在提升，因此我们预计2023年空调/油烟机的城镇/农村百户保有量分别提升至165/84和94/40台，其他品类则因为保有量较高而与2022年保持一致。2) 2020年第七次全国人口普查数据显示我国总人口约14.1亿人，我们预计2023年增长至14.2亿人。3) 国家统计局数据显示2020年城镇化率63.89%，我们预计2023年提升至65%。4) 户均人口方面，国家统计局数据显示2022年我国平均家庭户规模2.6人，但不同地区之间农村和城镇平均家庭户规模差异较大，此处我们假设农村和城镇均为2.6人/户。
- 测算结果显示，我国城镇家庭空调/冰箱/洗衣机/油烟机/彩电保有量分别达到5.8/3.7/3.6/3.0/4.3亿台，农村家庭分别达到1.8/2.0/1.9/0.8/2.2亿台，合计保有量分别达到7.6/5.6/5.4/3.7/6.5亿台，存量规模十分庞大。

表：国内主要家电品类保有量测算

品类	城镇家庭					农村家庭				
	空调	冰箱	洗衣机	油烟机	彩电	空调	冰箱	洗衣机	油烟机	彩电
2022年家电保有量 (台/百户)	163	104	101	83	121	92	104	97	39	116
2023年家电保有量假设 (台/百户)	165	104	101	84	121	94	104	98	40	116
人口数 (亿人)	9.2					5.0				
户均人口 (人)	2.6					2.6				
户数 (万户)	35229					18969				
家电总保有量 (万台)	58128	36638	35581	29592	42627	17831	19728	18590	7588	22005

资料来源：iFinD，国家统计局，华福证券研究所

国内超期服役家电数量庞大，政策补贴下或有望实现更新

- **测算思路：**2023年家电保有量=过去10年售出的家电+过去10年之外售出的家电，而后者则为超期服役家电。我们以各品类产业在线内销量作为国内家电销量，当然这一数据并不包含进口，因此会对累计销量存在低估，但考虑到主流品类中进口品牌占比普遍不高，所以推测不会低估太多。
- **测算结果：**空调、冰箱、洗衣机、油烟机和彩电超期服役数量分别达到0.9/1.1/1.2/2.1/1.6亿台，换新空间可观。我们认为，品类之间的弹性差异主要与实际换新周期有关，比如空调老化之后制冷效果会显著下降，进而导致消费者快速换新；油烟机等厨电换新则涉及到厨房整体的装修改造，而这会在一定程度上拉长换新周期；彩电则主要因为手机、平板等产品的分流导致使用频次减少，导致换新周期延长，但近年来MiniLED等新技术的出现或有望缩短换新周期。

表：国内家电分品类以旧换新容量测算

	空调	冰箱	洗衣机	油烟机	彩电
2023年家电累计保有量（亿台）	7.6	5.6	5.4	3.7	6.5
2014-2023年家电累计销量（亿台）	6.7	4.5	4.2	1.6	4.9
超期服役家电数量（亿台）	0.9	1.1	1.2	2.1	1.6

资料来源：iFinD，国家统计局，产业在线，华福证券研究所

➤ 上一轮家电补贴财政支出超1600亿元，期间家电零售额增长超4500亿元

- 自2007年以来，我国先后推出三轮家电补贴政策，包括家电下乡、以旧换新和节能惠民，虽面向对象有所不同，但政策核心均为补贴，财政分别支出约900、320和400亿，合计超过1600亿元。
- 根据国家统计局数据，2007-2013年间家用电器和音像器材类零售额增长4574亿元，以保守方式测算（假设节能惠民政策的400亿补贴全部面向家电），上一轮财政补贴撬动约2.9倍家电消费杠杆。当然，这其中也包含了部分自然增长。

表：上一轮家电补贴政策梳理

政策	时间	财政补贴金额	主要内容
家电下乡	2007.12-2013.2	约900亿	受补贴的消费者可以按照5%-20%左右不等的折扣购买大小家电。
以旧换新	2009.6-2011.12	约320亿	在规定时间内交售旧家电并购买新家电的单位和个人，可享受新家电销售价格10%的补贴。
节能惠民	2009.6-2011.6&2012.6-2013.6	超400亿	补贴产品不仅包括高效照明产品、高效节能空调、平板电视等家电产品，也包括汽车、电机、风机和水泵等。

资料来源：中新网，经济观察网，上游新闻，人民网，华福证券研究所

➤ 中性假设下，以旧换新补贴或能够拉动家电大盘实现中个位数增长

- **测算假设：1) 补贴金额：**我们此次测算假设分为悲观、中性和乐观三种情景，对应财政补贴金额分别为100、200和300亿元。**2) 拉动系数：**在包含自然增长的情况下，参考上一轮政策补贴期间，拉动系数的理论上限和下限分别为3和1，我们亦将假设分为悲观、中性和乐观三种情况，对应拉动系数分别为1、2和3。**3) 零售规模基数：**我们选择国家统计局数据，2023年家用电器和音像器材类商品零售额约为8719亿元。
- **测算结果：**在补贴金额为200亿元、拉动系数为2或3的相对中性假设情景下，本轮以旧换新政策对家电零售的拉动分别在4.6%和6.9%左右，或有助于对冲地产下滑对家电需求的拖累。

表：本轮家电以旧换新政策潜在弹性测算

补贴金额 (亿元)	拉动系数	零售额增长 (亿元)	增幅
100	1:1	100	1.1%
	1:2	200	2.3%
	1:3	300	3.4%
200	1:1	200	2.3%
	1:2	400	4.6%
	1:3	600	6.9%
300	1:1	300	3.4%
	1:2	600	6.9%
	1:3	900	10.3%

资料来源：iFinD，国家统计局，华福证券研究所

如何看待以旧换新的空间和持续性？

➤ 补贴政策期间家电指数大幅跑赢沪深300，且主要实施年份相对收益更加明显

- 家电下乡开始于2007年12月，在山东、河南和四川开展试点，但2008年受全球经济危机影响，家电指数大跌；2008年12月家电下乡范围扩大至江浙皖豫等14省市，并于2009年2月开始全国推广，同年6月节能惠民和以旧换新政策同步开启，因此2009年为政策集中出台的年份，当年家电板块利润同比+112%，带动家电指数大幅上涨154%，迎来戴维斯双击；2010-2012年由于盈利增速下滑，家电板块超额收益也有所下滑；2012年6月份，新版节能惠民政策推出，家电板块收入与利润分别同比+16%/+37%，期间绝对收益39%，跑赢沪深300指数47 pcts。

图：2008-2013年家电板块和沪深300涨幅对比



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图：2008-2013年家电板块与沪深300表现对比

年份	家电板块			沪深300	
	收入增速	利润增速	年涨跌幅	年涨跌幅	相对收益
2008	9%	9%	-55%	-66%	11 pcts
2009	15%	112%	154%	97%	57 pcts
2010	36%	45%	0%	-13%	12 pcts
2011	19%	22%	-25%	-25%	0 pcts
2012	2%	12%	16%	8%	8 pcts
2013	16%	37%	39%	-8%	47 pcts

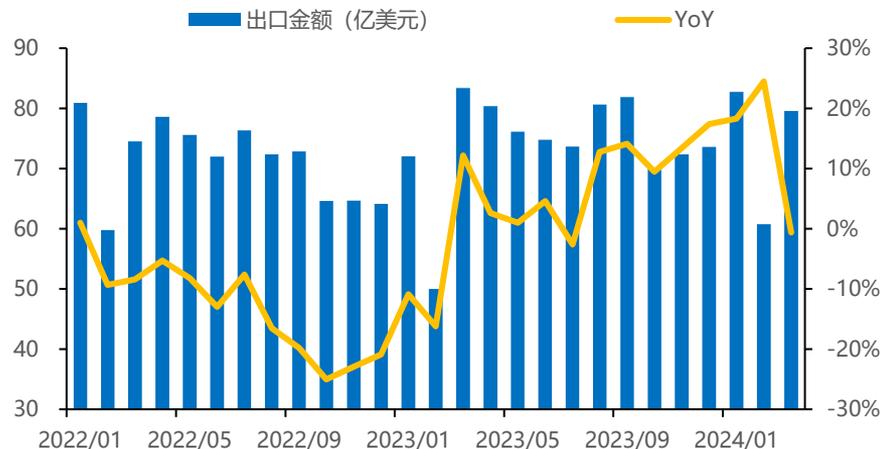
资料来源：iFinD，华福证券研究所

- Q1行情复盘：市场追逐确定性，家电红利属性尽显
- 以旧换新：空间测算&历史行情复盘
- 出口靓丽背后的逻辑是什么？能看多长？
- 关注全球产业转移趋势下的估值对标海外
- 投资建议
- 风险提示

➤ 美国家电市场开始进入补库周期，拉动我国家电出口自2023Q3开始复苏

- 短期来看，由于我国家电出口主要面向欧美市场，因此景气度在很大程度上与欧美市场的库存周期相关。以美国为例，家电等品类的零售库存自2022Q2见顶之后开始进入漫长的去库存周期，并于2023Q3开始见底，这也同步拉动我国家电出口景气度自2023Q3开始复苏。考虑到2024Q2家电出口基数依旧不高，补库需求拉动之下，出货端景气度有望维持。

图：家电出口景气度自2023Q3开始复苏



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图：美国家电等品类开始进入补库存周期

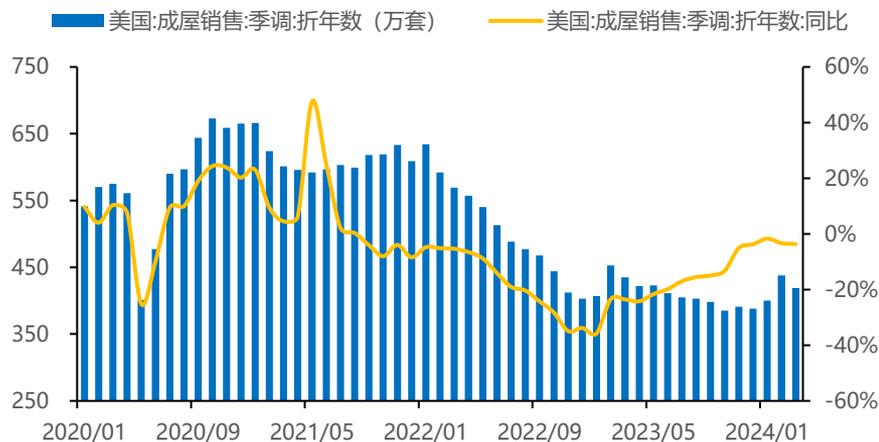


资料来源：iFinD，华福证券研究所

➤ 美国地产开始底部复苏，或有助于拉动家电零售回暖

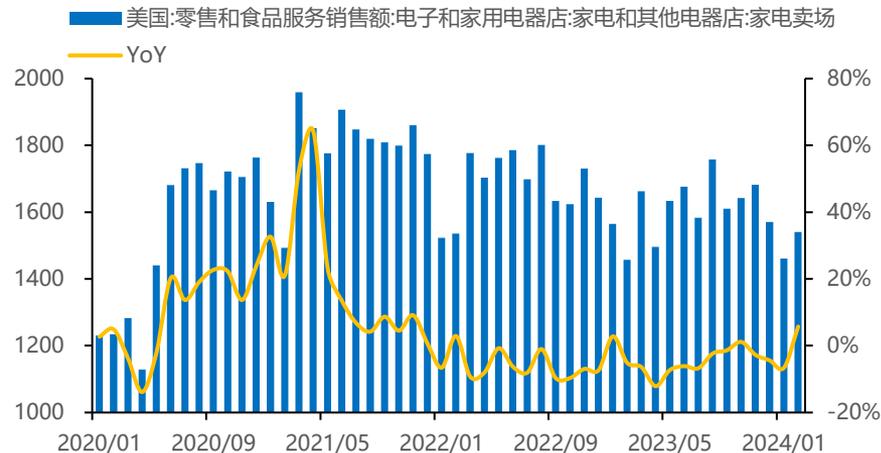
- 在本轮加息周期中美国成屋销售持续下滑并于2023Q4实现触底，跌幅显著收窄；成屋销售不景气对家电零售造成拖累，美国人口普查局数据显示美国家电零售额持续在低位徘徊。我们认为，随着美国地产景气度触底反弹，相关的地产后周期品类比如空冰洗等大家电、手工具&电动工具等品类需求有望迎来回暖，叠加前述补库周期，弹性或更加明显。

图：美国成屋销售开始底部复苏



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图：美国家电零售仍在底部徘徊

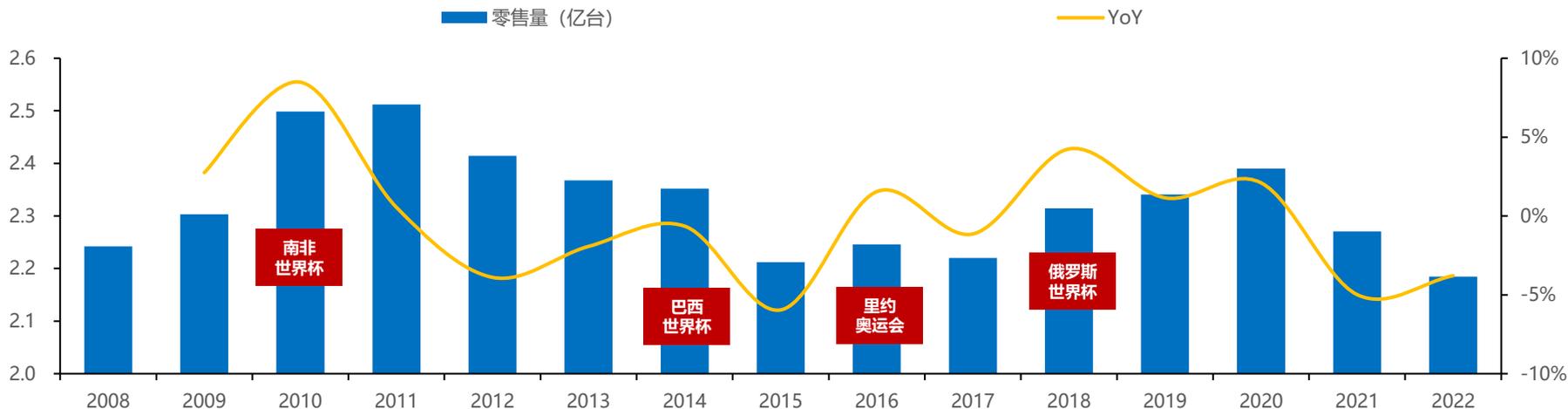


资料来源：iFinD，华福证券研究所

➤ 巴黎奥运会将于7月开幕，黑电板块迎来赛事催化

- 巴黎奥运会将于7月底开幕，通过复盘过去年份电视出货数据，我们能够发现诸如世界杯、奥运会等赛事对于电视出货或具有一定催化作用，因此我们建议关注Q2的黑电主题投资机会。
- 除传统的海信视像、TCL电子等品牌商之外，近期的面板涨价也会在一定程度上导致渠道前置备货，对于康冠科技在内的代工厂亦有一定催化作用，因此建议关注电视代工端的弹性机会。

图：全球电视行业销量及同比增速



资料来源：欧睿数据，华福证券研究所

➤ 代工品类出口复苏之外，自主品牌出海萌芽旺盛生长

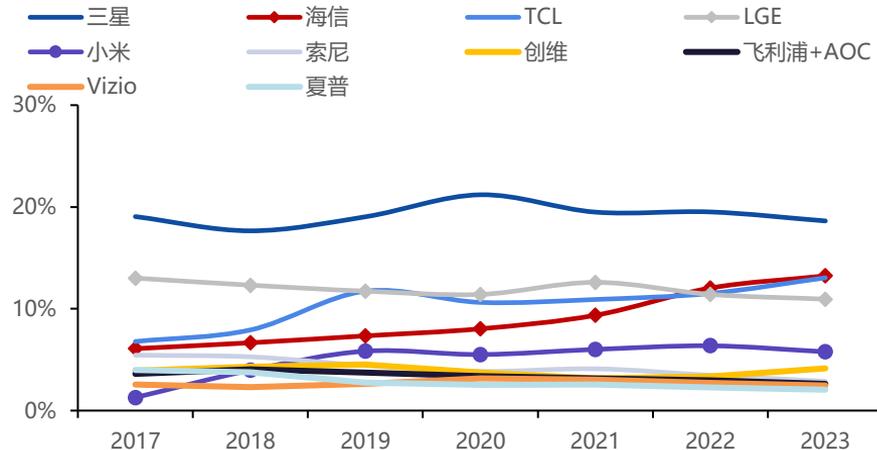
- 由于目前我国家电出口仍以代工为主，所以本轮大盘的复苏始于2023Q4，即海外家电库存去化结束的节点。但在此之前，以扫地机器人、电视为代表的品类已经持续实现自主品牌增长并取得龙头份额地位，而这则更多凭借企业自身的 α 优势。比如，石头科技扫地机器人在美亚市占率持续提升，其实质为我国工程师红利的对外输出；海信系电视份额在全球份额已提升至13.23%，稳居世界第二，在欧美等重要市场的份额持续提升，其背后则是海信产品力和品牌力提升、面板产业在国内集中之后供应链能力的提升，以及公司通过体育营销等方式满足海外消费者需求。

图：石头科技亚马逊市占率持续提升



资料来源：久谦，华福证券研究所

图：海信视像电视全球市占率持续提升



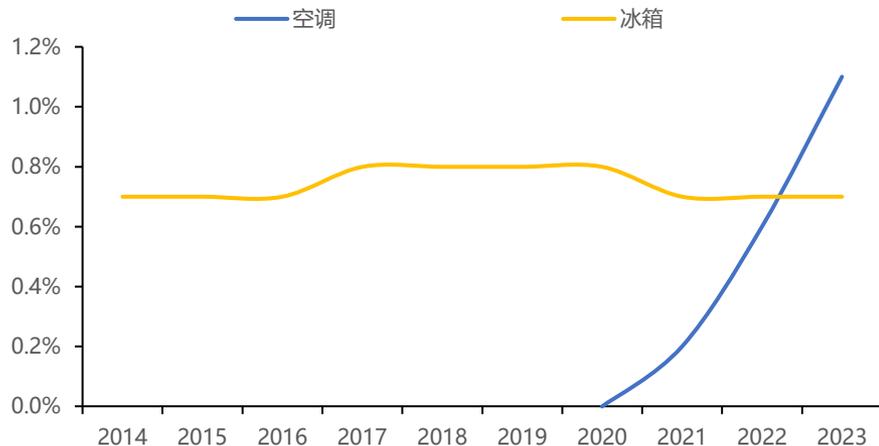
资料来源：奥维睿沃，华福证券研究所

白电龙头逐渐通过本地化加快自主品牌出海

➤ 白电龙头逐步向海外输出供应链及管理优势，从代工出海向品牌出海转型

- 以美的、海尔为代表的白电龙头在制造、管理及供应链层面具有全球优势，近年来也开始加快出海进程。海尔一直坚持自主品牌出海，美的之前以代工为主，近年来也开始加强自主品牌建设，以获取更丰厚的产业链利润及提高确定性。从思路来看，“本地化”是核心，主要包括研发本地化和制造本地化，例如，美的针对美国消费者需求推出U型窗式空调，而这也带动美的在美国空调的市占率实现快速提升。

图：美的空调在美国市占率迅速提升



资料来源：欧睿，华福证券研究所

图：海尔全球化布局情况

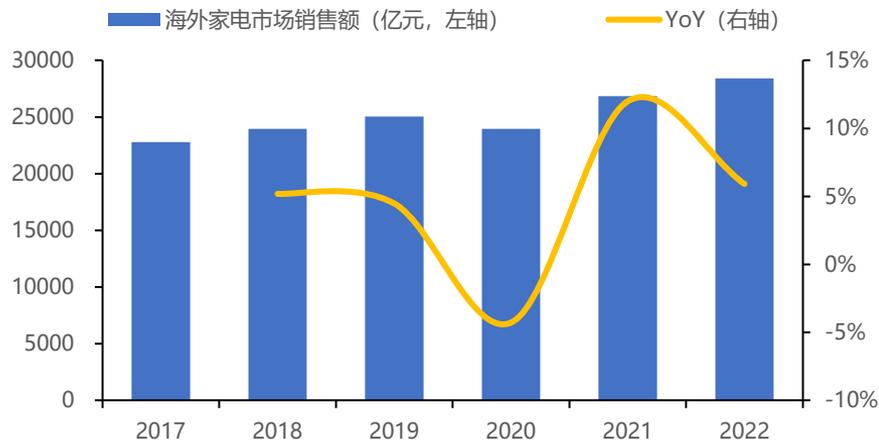


资料来源：海尔官网，华福证券研究所

➤ 全球家电市场容量无虞，代工转型品牌出海亦有空间

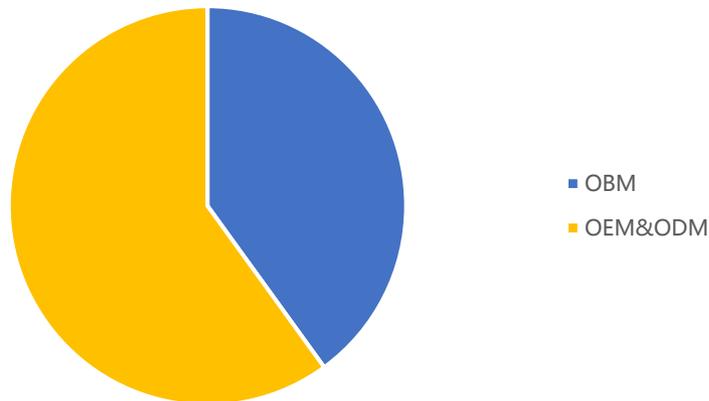
- 据弗若斯特沙利文数据，2022年全球家电行业市场规模接近3万亿元，是国内市场的3-4倍，因此对于国内家电龙头而言出海空间足够广阔。同时，仍以美的为例，目前外销中自主品牌占比仅40%，提升空间亦十分充足。中长期来看，随着国内白电龙头在海外制造端、营销端以及品牌建设趋于完善，自主品牌出海将有望成为增长第二极。

图：全球（除中国）家电市场规模近3万亿



资料来源：弗若斯特沙利文，美的集团公司公告，华福证券研究所

图：美的集团2023年外销中OBM占比仅40%



资料来源：美的集团公司公告，华福证券研究所

目 录

- Q1行情复盘：市场追逐确定性，家电红利属性尽显
- 以旧换新：空间测算&历史行情复盘
- 出口靓丽背后的逻辑是什么？能看多长？
- 关注全球产业转移趋势下的估值对标海外
- 投资建议
- 风险提示

➤ 全球产业转移，关注中国家电品牌冲击全球龙头的投资机会

- 从各国工业革命及美国消费变迁历史来看，美国在消费品全球化过程中，对于最早受益工业革命的服装产业，全球奢侈品格局非常稳固且持续强化，美国难以在奢侈品领域撼动欧洲地位，但随着美国在消费Ⅲ阶段主导全球当代艺术以及文化，VF等大众中高端消费品品牌成为全球龙头；此外，对于品牌酒店等未出现全球龙头的行业，美国率先创新并持续占据全球领先地位。因此我们认为，对于中国而言，**中国开始追赶欧美工业革命成果时，离第二次工业革命最近，家电作为工业2.0的主要消费品产物，尚未形成难以撼动的稳定格局，且中国在家电制造已占据全球领先优势，部分品牌已开始冲击全球龙头地位，因此中国家电品牌冲击全球龙头将成为当下最重要的投资机会之一。我们认为在中国家电品牌出海走向全球龙头品牌的过程中，估值有望持续向海外龙头企业对标，甚至有望对标其成长性更强阶段的估值。**

➤ 国内家电龙头ROE优势显著，乘出海东风估值仍有提升空间

- 对于股东回报而言，ROE是最核心的指标，主要表现为净利润波动小，且现金分红稳定。目前，受益于稳定的竞争格局，过去三年美的、格力和海信家电平均ROE水平均在20%以上，海尔也在15%左右；对比之下，海外主要家电龙头仅AO史密斯和惠而浦超过20%，大金不足10%，SEB、Shark处于10-20%区间，但其估值较国内家电龙头更高。我们认为，随着国内家电龙头出海布局逐步完善，凭借突出的股东回报水平其PE有望向海外龙头看齐。

图：国内与海外家电龙头数据对比

公司	市值 (亿人民币)	过去三年营收CAGR	过去三年盈利CAGR	ROE (三年平均)	PE-TTM
大金	2701	16.0%	14.7%	9.6%	23.7
伊莱克斯	164	5.1%	--	1.5%	--
惠而浦	416	0.0%	-23.7%	20.4%	11.9
SEB	474	4.9%	8.7%	11.2%	15.9
A.O. Smith	927	10.0%	17.3%	30.2%	23.0
SharkNinia	627	15.6%	-20.1%	11.3%	51.8
创科实业	1782	11.9%	6.8%	17.0%	25.2
美的集团	4768	9.4%	7.4%	20.7%	14.1
海尔智家	2769	7.6%	23.2%	16.0%	16.1
格力电器	2205	-1.8%	-0.3%	23.4%	8.4
海信家电	490	20.9%	21.6%	20.9%	17.3

资料来源：iFinD，华福证券研究所（收盘日2024.4.23）

➤ 投资建议

- 1) 全球格局变迁背景下，关注中国家电品牌出海冲击全球龙头大趋势，叠加以旧换新政策持续助力内需修复，建议关注已在海外有较多布局的大家电龙头**海尔智家、美的集团、海信视像、TCL电子**，以及积极发力出海东南亚蓝海市场的小家电**飞科电器、小熊电器**、两轮车出海**九号公司、春风动力**、发力出海欧美且低基数持续修复的**极米科技**、全球小家电制造龙头&擅长爆款研发与营销的**新宝股份**等；
- 2) 中国扫地机品牌在全球产品力优势已在份额提升中持续体现，叠加全球扫地机均处于渗透率提升的早期阶段，建议关注**石头科技、科沃斯**；
- 3) 关注人口基数庞大、高收入高储蓄、正在进入退休潮的60后消费，建议关注定位中高端品质生活的**苏泊尔、九阳股份**等；
- 4) 巴黎奥运会7月份即将开幕，黑电有望迎来主题投资机会，建议关注**海信视像、康冠科技**。

➤ 风险提示

- **原材料价格大幅上涨。**家电产品中铜、铝、钢材等原材料成本占比较高，若原材料价格大幅上涨，将对企业盈利能力造成不利影响。
- **对美出口关税进一步上调。**当前地缘关系不稳定背景下，如果出口关税进一步增加，将对外需造成不利影响，并进而拖累家电板块的收入和盈利。
- **地缘冲突导致海运费上涨。**年初红海危机导致海运费有所上涨，若后续再次发生类似事件，或将对企业盈利能力造成不利影响。
- **竞争格局恶化。**目前家电行业已经形成了比较稳定的竞争格局，但如果出现较为强势的新进入者打破现有格局，也将对现有参与者造成不利影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

