

家用电器

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

地产政策积极，后周期板块有望迎来拐点

政策围绕“提振居民需求及房企纾困”

近期地产政策力度显著加大。其一，针对居民需求，央行优化首付和利率政策：(1) 首套/二套住房贷款最低首付比例降至15%/25%；(2) 取消全国层面首套/二套贷款利率政策下限；(3) 下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。其二，针对房企纾困，各区域(1) 分类推进在建已售难交付商品房项目处置；(2) 酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地；(3) 政府可酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。综上，近期政策力度空前，后续地产及地产链均有望迎来反转，值得关注。

后周期板块有望迎来估值及经营双拐点

当前地产景气在底部，而基于首付、贷款利率政策来到历史最宽松阶段，部分区域限购政策陆续放松，居民购买力有望释放，在此背景下，后周期板块估值、经营也有望迎来双拐点。估值端，反弹十分及时，与政策同步，且领先于地产销售拐点；经营端，白电、厨电等与地产新房关联度虽然有所下降，但影响幅度仍分别为20%、50%左右，考虑二手房影响、关联更大，地产景气改善有望带动装修需求的回暖。值得一提的是，政府推动土地回收及存量房收购，纾困房企资金，前期坏账计提较多的企业也有望受益。

龙头适应渠道变化能力强，格局迎来优化

从厨电行业内生变化来看，当前厨电渠道逐步走向碎片化，但龙头企业适应渠道变化能力更强，格局也进一步走向集中。其中，电商竞争空间充分，由于老板/方太/华帝长期以来坚持中高端定位，低价市场参与度偏低，线上销量占比一半以上的“1000元以下”市场，龙头几乎未参与，当前龙头开始发力低端子品牌，且主品牌也有望策略性推出部分低价爆款。此外，下沉及整装等新渠道增速较快，下沉平台将优选龙头进行合作；且整装企业为吸引消费者，合作品牌也以知名龙头品牌为主，也有利于份额集中。

地产政策信号积极，看好板块投资价值

近期地产政策力度空前，这有望释放居民买房需求以及纾困房企资金，地产景气有望迎来好转，后周期龙头估值与经营均有望修复；此外房企资金若得以改善，前期坏账计提比例较高的龙头盈利端也有望受益。我们推荐：综合实力较强，且多品类拓张加速&渠道竞争提升的老板电器；渠道调整红利兑现、品牌升级持续，均价&盈利能力持续提升的华帝股份；转换器业务稳定，综合竞争实力强化驱动墙开业务份额提升，新能源&智能家居新业务增量突出的公牛集团；建议关注基本面、持仓等均在底部的集成灶板块。

风险提示：行业需求大幅不及预期；原材料价格大幅波动。

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

分析师：崔甜甜

执业证书编号：S0590523110009

邮箱：cuitt@glsc.com.cn

相关报告

- 《家用电器：被低估的更新和政策弹性》2024.05.19
- 《家用电器：产业在线4月空调数据简评：内销再超预期，出口继续提速》2024.05.19

正文目录

1. 政策围绕“提振居民需求及房企纾困”	3
2. 后周期板块有望迎来估值及经营双拐点	3
3. 龙头适应渠道变化能力强，格局迎来优化	6
4. 地产政策信号积极，看好板块投资价值	8
5. 风险提示	8

图表目录

图表 1: 2024 年 1-4 月住宅销售面积增速为-26%	3
图表 2: 2024 年 1-4 月住宅竣工面积增速为-21%	3
图表 3: 全国的城市中，平均 26%的人为租赁住房，10%的自建住房	4
图表 4: 全国城市中，多代同住一屋（代数>间数）的比例为 6%，无功能性房间（代数=间数）占比 35%	4
图表 5: 家电 PE (ttm) 与商品住宅销售累计增速拟合来看，估值领先较为明显	5
图表 6: 一图看懂“地产因素”在家电需求影响中的位置	5
图表 7: 地产销售拐点与地产竣工拐点的同步性	6
图表 8: 新房销售中的现房比例连续三年提升	6
图表 9: 住宅待售面积连续三年提升	6
图表 10: 老板电器过往计提坏账损失的情况	6
图表 11: 华帝股份过往计提坏账损失的情况	6
图表 12: 厨电渠道碎片化，且不同渠道格局差异较大，龙头仍存竞争空间	7
图表 13: 油烟机各品牌线下定位差异持续存在（单位：元/台）	7
图表 14: 油烟机各品牌线上定位差异持续存在（单位：元/台）	7
图表 15: 电商渠道各品牌油烟机分价格段的销量占比结构	8
图表 16: 电商渠道各品牌油烟机分价格段的销量格局	8

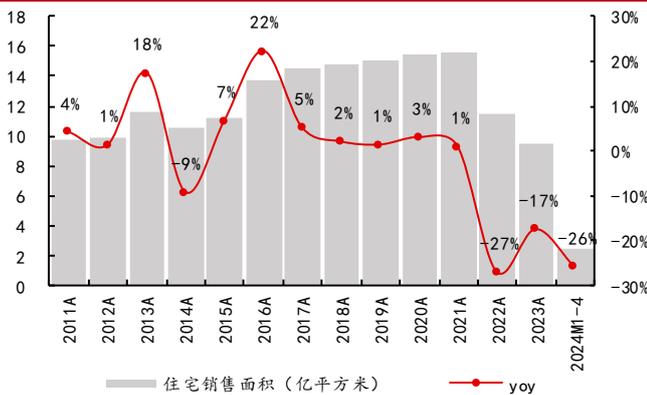
1. 政策围绕“提振居民需求及房企纾困”

近期地产政策出台节奏加速且力度加大：

其一，针对居民需求，首付和利率政策进入历史最宽松阶段。5月17日，央行进一步优化首付和房贷利率政策：(1)首套/二套住房贷款最低首付比例降至15%/25%；(2)取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；(3)5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。

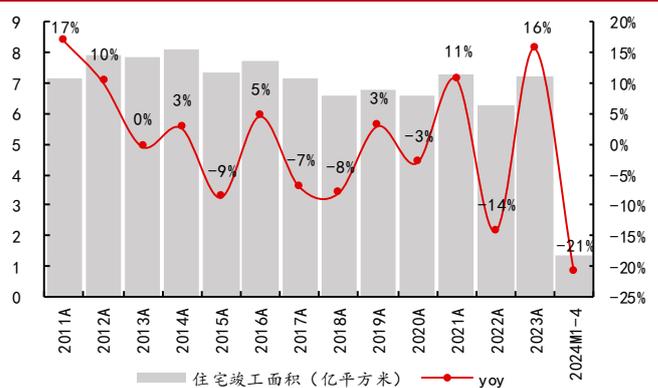
其二，针对房企纾困，各区域政府需持续保障竣工，可酌情回收土地、收购库存房。(1)要着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置；(2)酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地；(3)商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。

图表1：2024年1-4月住宅销售面积增速为-26%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表2：2024年1-4月住宅竣工面积增速为-21%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

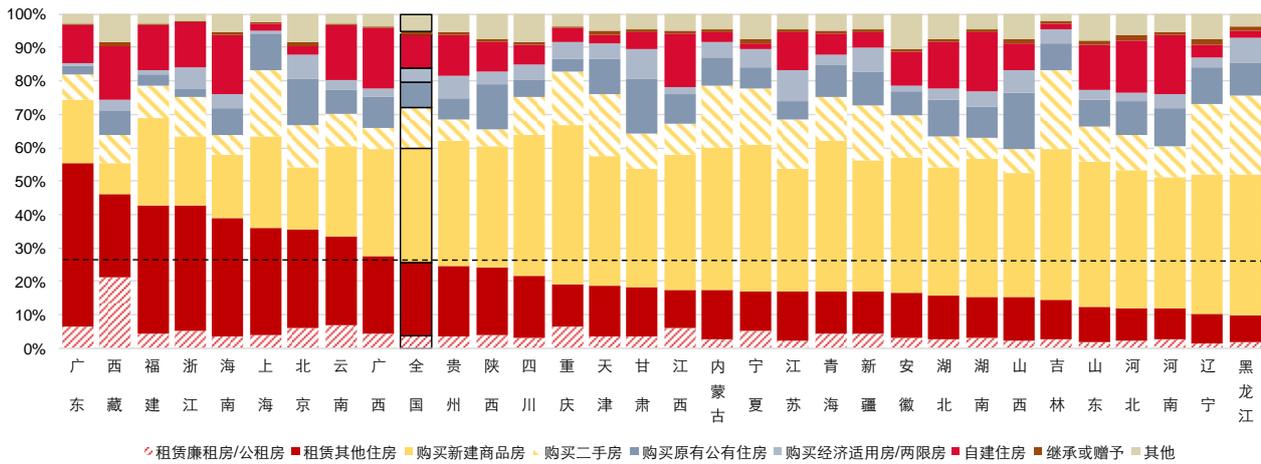
2. 后周期板块有望迎来估值及经营双拐点

居民端仍存在明显的结构性住房需求，前期被压制显著，城市租房人群的新房需求及已有住房人群的改善型需求，将是支撑地产销售基础。考虑到当前首付和贷款利率政策来到了历史最宽松的阶段，下调比例明显，叠加此前杭州/西安等核心城市也纷纷取消限购，居民端购买力有望得到释放。

其一，刚需住房需求来看，城市租房人群仍规模较大。全国城市中，仍有26%的居民家庭通过租房解决居住需求，这类是典型的刚需买房人群。若细化到省级，广东、西藏、福建、浙江、海南、上海、北京、云南及广西的租房比例高于全国；若进一步细化至市级，北上广深等为代表的人口聚集大城市，租房比例将显著高于30%。

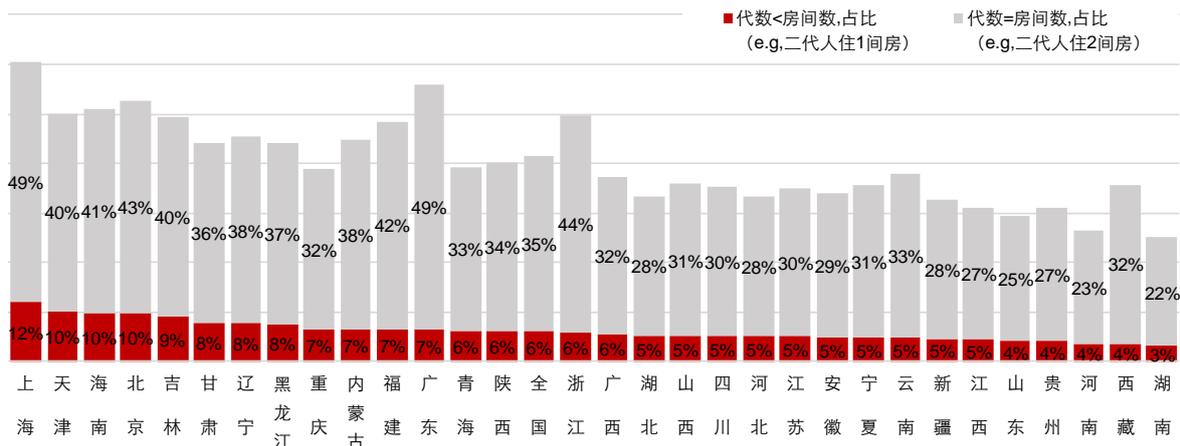
其二，已有住房人群中，预计改善住房需求接近40%。七普数据显示全国城市中，多代同屋（代数>房间数）、一代一屋但无功能性房间（代数=房间数）的比例分别为6%、35%；对应上海、天津、海南、北京等14个省级区域，占比情况高于均值，居住情况比全国均值差。

图表3: 全国的城市中, 平均 26%的人为租赁住房, 10%的自建住房



资料来源: 国家统计局《第七次人口普查》, 国联证券研究所整理

图表4: 全国城市中, 多代同住一屋 (代数>间数) 的比例为 6%, 无功能性房间 (代数=间数) 占比 35%

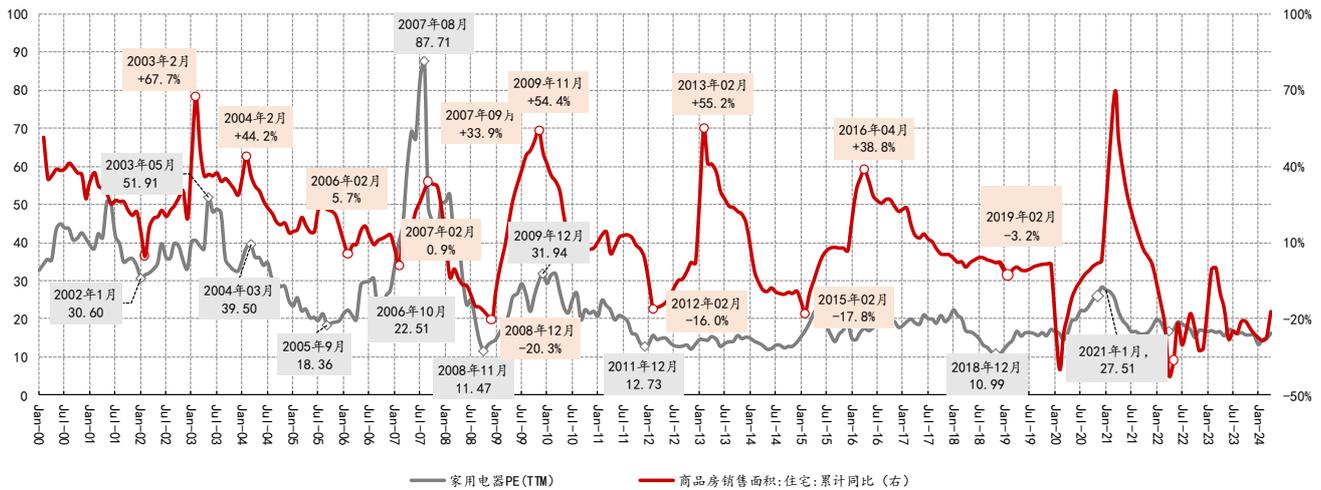


资料来源: 《第七次人口普查》, 国联证券研究所整理

尽管近年来新房销售对厨电板块的影响比例已有下行, 但其仍为最大的影响因素; 且若地产销售出现拐点, 将是后周期企业估值、经营的双拐点。

从估值端来看, 地产销售好转会推动需求预期修复, 进而驱动家电估值回升, 在节奏上, 家电估值见底和见顶的时间, 相对于地产销售, 大约有一个季度的领先, 与地产政策基本同步, 尤其是底部回升的情形, 且每轮反弹幅度可观。

图表5: 家电 PE (ttm) 与商品住宅销售累计增速拟合来看, 估值领先较为明显

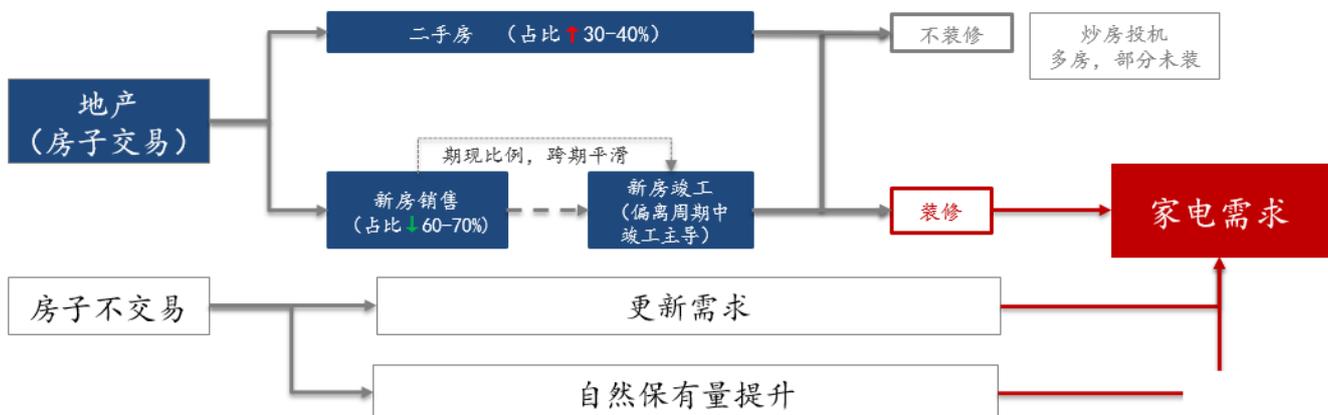


资料来源: iFinD, 国联证券研究所整理

从经营端来看, 按照买房 (期房为主)、交付、装修的传导链条, 理论上地产销售将滞后 6-8 个季度传导至后周期品类需求, 但历史来看, 从底部向上阶段, “地产销售”与“后周期品类需求”往往存在当期同步效应, 主要原因在于:

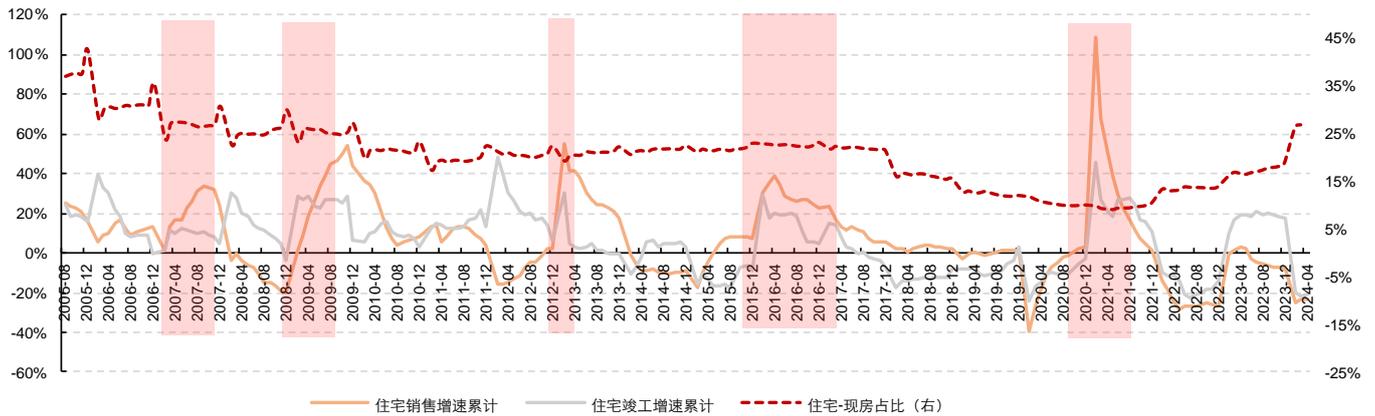
- (1) 地产销售出现拐点时, 往往现房销售比例较高, 因为经历了一个销售淡季后, 存在较多现房库存会率先交易; 同时, 二手房也与新房景气基本同步;
- (2) 竣工端, 销售转好意味着房企资金回流改善, 也将加速在手存量未竣工房屋交付; 这一点, 在当前房企资金受困、政府力保已售房屋正常交付的背景下, 更为适用。

图表6: 一图看懂“地产因素”在家电需求影响中的位置



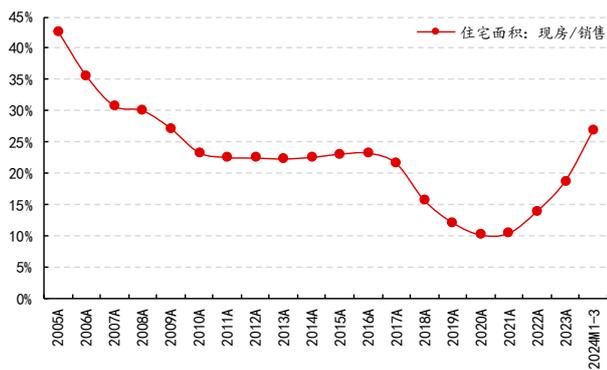
资料来源: iFinD, 国联证券研究所整理

图表7：地产销售拐点与地产竣工拐点的同步性



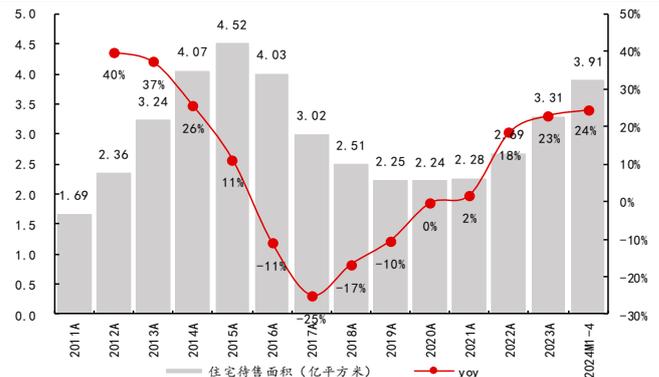
资料来源：iFinD，国联证券研究所整理

图表8：新房销售中的现房比例连续三年提升



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表9：住宅待售面积连续三年提升



资料来源：iFinD，国联证券研究所

此外，本轮政策鼓励政府积极发挥作用，仍需要保障竣工，部分保交楼项目或仍将产生贡献；值得注意的是，政府回收土地及收购存量房，为房企纾困。在此背景下，前几年因房企资金受困而产生大量坏账计提的供应链企业盈利端有望受益。

图表10：老板电器过往计提坏账损失的情况



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表11：华帝股份过往计提坏账损失的情况



资料来源：iFinD，国联证券研究所

3. 龙头适应渠道变化能力强，格局迎来优化

从厨电行业内生变化来看，当前厨电渠道逐步走向碎片化，但龙头企业适应渠道变化能力更强，格局也进一步走向集中；趋势上，电商渠道龙头的竞争空间充分，下沉/家装等新兴渠道龙头集中度有望提升。

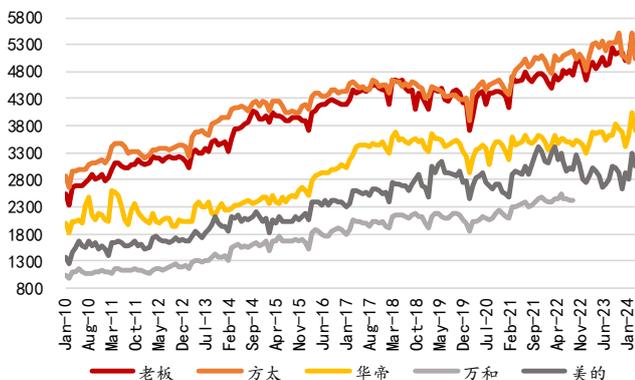
图表12：厨电渠道碎片化，且不同渠道格局差异较大，龙头仍存竞争空间



资料来源：国联证券研究所整理

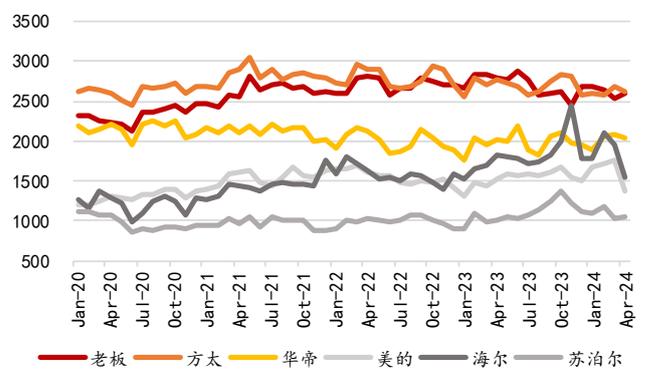
电商渠道来看，由于老板/方太/华帝长期以来坚持中高端定位，低价市场龙头参与度偏低，2023年1000元以下的销量占比整体电商销量达50%+，但老板/方太/华帝的销量份额仅分别0.0%、0.0%、1.2%，为维持品牌调性，几乎并未涉及；1000-2000元的销量占比整体电商销量约30%，但老板/方太/华帝的销量份额仅分别6.3%、3.8%、13.8%，华帝该区间仍积极竞争，但老板/方太份额显著偏低。后续来看，考虑到行业逐步转为存量竞争，龙头开始积极发力低端子品牌；且主品牌也预计将策略性的推出部分低价爆款，发力竞争空白市场的增量，龙头份额有望提升。

图表13：油烟机各品牌线下定位差异持续存在(单位:元/台)



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表14：油烟机各品牌线上定位差异持续存在(单位:元/台)



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表15：电商渠道各品牌油烟机分价格段的销量占比结构

品牌	整体	0-1000	1000-2000	2000-3000	3000-4000
整体市场	100%	53%	27%	14%	4%
华帝	100.0%	9%	55%	25%	6%
美的	100.0%	23%	63%	7%	5%
老板	100.0%	0%	20%	58%	15%
志高	100.0%	100%	0%	0%	0%
方太	100.0%	0%	16%	62%	16%
苏泊尔	100.0%	66%	24%	9%	1%
惠善好太太	100.0%	100%	0%	0%	0%
万和	100.0%	60%	38%	2%	0%
海尔	100.0%	17%	49%	18%	9%
万家乐	100.0%	49%	44%	6%	1%

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表16：电商渠道各品牌油烟机分价格段的销量格局

品牌	整体	0-1000	1000-2000	2000-3000	3000-4000
华帝	6.8%	1.2%	13.8%	12.4%	9.4%
美的	10.8%	4.7%	25.2%	5.0%	11.9%
老板	8.6%	0.0%	6.3%	36.0%	31.2%
志高	9.5%	18.0%	0.1%	0.0%	0.0%
方太	6.3%	0.0%	3.8%	27.7%	24.6%
苏泊尔	4.8%	6.0%	4.3%	3.1%	0.8%
惠善好太太	5.9%	11.2%	0.0%	0.0%	0.0%
万和	3.8%	4.3%	5.4%	0.5%	0.4%
海尔	4.7%	1.5%	8.5%	6.0%	10.3%
万家乐	3.7%	3.5%	6.0%	1.7%	0.6%
其他	35.1%	49.6%	26.6%	7.7%	10.7%

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

此外，下沉及整装等增长较快的新渠道，龙头品牌优势更强，集中度有望集中：

下沉渠道，品牌与电商平台的新零售合作，是体系化 B2B 模式，平台将优选龙头进行合作。随着货品型号更全、线上线下联动、整装选购、服务效率更高的平台新零售逐步替代原有的低效终端，品牌下沉渠道的网点质量将提升，借助平台新零售的力量，获得份额增量。2023 年老板及华帝下沉渠道收入规模均分别达到约 10 亿。

整装企业合作渠道的品牌集中度也有望提升。其一，为吸引消费者，整装企业将选择品牌影响力更强、产品力更优的龙头品牌合作；其二，整装企业也将集中客户流量于优选品牌，增加与单一品牌的合作规模，进而优化盈利；因此，龙头品牌份额有望进一步集中。

4. 地产政策信号积极，看好板块投资价值

近期地产端政策出台节奏加速且力度空前，这有望释放居民买房需求以及纾困房企资金，地产景气有望迎来好转，后周期龙头估值与经营均有望修复；此外房企资金若得以改善，前期坏账计提比例较高的龙头盈利端也有望受益。我们推荐：综合实力较强，且多品类拓张加速&渠道竞争提升的老板电器；渠道调整红利兑现、品牌升级持续，均价&盈利能力持续提升的华帝股份；转换器业务稳定，综合竞争实力强化驱动墙开业务份额提升，新能源&智能家居新业务增量突出的公牛集团；也建议关注基本面、持仓等均在底部的集成灶板块。

5. 风险提示

行业需求大幅不及预期；原材料价格大幅波动。

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