

## 家用电器

### 物美且价廉

#### 持续超额，高胜率板块的回归

2024年至今，家电指数+17%，一级行业中排名第2，子行业白色家电+28%、小家电+21%，在二级行业中名列前茅。而同期Wind全A指数-3%，沪深300指数+5%，一级行业指数中仅约1/4有正收益，家电抢眼表现引发了估值关注。事实上，去年11月初以来家电市场表现优异，板块整体及白电累计涨幅分别为+39%和+57%。良性格局护航盈利的家电，本就是一个高胜率板块，2007年至今跑赢市场或持平概率近九成，近两年强势表现更多是本色回归。

#### 纵向比较，尚未走出底部区间

目前家电板块PE为14.69倍，以2013年至今为考察期，平均PE为17.44倍，当前估值仅略高于向下1倍标准差，对应历史分位数24%，离均值还有19%空间，但年初至今估值一共才上涨9%。相对Wind全A PE为1.03，对应历史分位数23%，均值为1.11，较均值空间为8%，但年初至今仅上涨3%。相对沪深300 PE为1.27，对应历史分位数9%，均值为1.47，年初至今甚至还下跌了1%。综合来看，当前家电板块PE估值尚未完全走出底部区间。

#### 横向比较，红利溢价并不明显

年初至今红利相关板块表现优异，多数时间里，大家都以红利逻辑来解释家电的超额，但目前沪深300、煤炭、银行、石油石化的PE估值分位分别为47%、68%、32%、35%，均高于家电的24%。同时，当前家电估值与业绩的匹配度仍跟Wind全A整体水平比较一致，好于多数红利标签板块，且Wind全A的估值分位为37%，也高于家电。2023年家电股息率及分红增长均位居前列，后续潜力仍大。综合来看，目前家电估值的红利溢价不明显。

#### 回到经营，市场或未充分定价

家电主营增速好转时，估值往往会同步或先行向上，如2016、2019年，但2023年以来二者却有所背离，即经营在持续向好，甚至多超预期，但直到2024Q1板块估值变化不大，地产压制及大冲击后的超长改善确认周期可能都是原因，目前二者均有边际好转。从历史数据来看，板块突破20倍估值需要较强的景气支撑，其余多数时间在12~18倍之间徘徊，当前经营对当前估值的支撑仍好于17年至今的平均水平，经营层面的定价或仍未充分。

#### 经营护航，有底气的上涨

年初至今，家电的抢眼表现引起了市场的估值关注，从纵向历史估值、横向行业比较以及经营支撑角度看，当前板块仍在低估范畴。同时，年初至今板块内外销表现基本都好于预期；后续来看，集中更新叠加以旧换新和地产放松，内销韧性确定，弹性可期；外销短期在欧美复苏及新兴市场景气驱动下或持续较好，中长期制造及品牌出海均看点十足。重点推荐质地优异经营稳健的白电龙头，积极关注出海以及内销经营困境反转投资机会。

**风险提示：**海外需求不及预期，原材料成本上涨，空调库存大幅积累，外资大幅波动

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  
分析师：贺本东  
执业证书编号：S0590523110005  
邮箱：hebd@glsc.com.cn

联系人：蔡奕娴  
邮箱：caiyx@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《家用电器：地产政策积极，后周期板块有望迎来拐点》2024.05.20  
2、《家用电器：被低估的更新和政策弹性》2024.05.19

## 正文目录

1. 持续超额，高胜率板块的回归.....	3
2. 纵向比较，尚未走出底部区间.....	3
3. 横向比较，红利溢价并不明显.....	5
4. 回到经营，市场或未充分定价.....	6
5. 维持行业“强于大市”评级.....	7
6. 风险提示.....	8

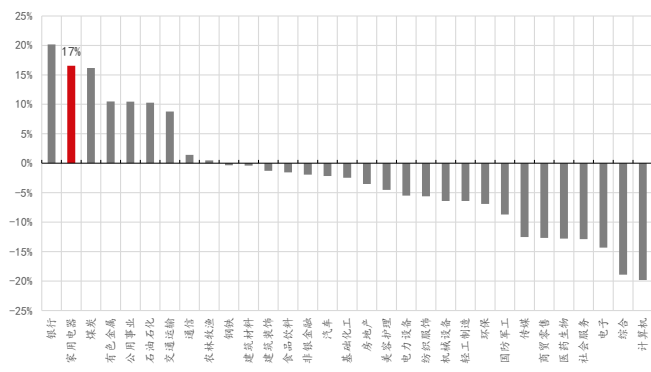
## 图表目录

图表 1: 2024 年初至 5 月 24 日家电指数上涨 17%，在一级行业中排名第 2 .....	3
图表 2: 2024 年初至 5 月 24 日家电指数跑赢沪深 300 及 Wind 全 A 指数 12 及 19pct .....	3
图表 3: 2007 年以来家电大多数时间都能跑赢，不输概率近九成 .....	3
图表 4: 家电 PEttm 为 14.69, 分位数 24%, 略高于向下 1 倍标准差.....	4
图表 5: 家电相对全 A PEttm 为 1.03, 分位数 23%, 略高于向下 1 倍标准差.....	4
图表 6: 家电相对沪深 300 PEttm 为 1.27, 分位数 9%, 在向下 1 倍标准差以下..	4
图表 7: 主要家电公司估值历史分位数介于 20%-40% .....	5
图表 8: 当前家电 PE 估值位居一级行业第 26 位 (降序) .....	5
图表 9: 当前家电估值分位数位居一级行业中游 .....	5
图表 10: 家电板块估值业绩仍较为匹配，并没有体现出太多红利溢价.....	6
图表 11: 2023 年板块股息率约为 3.6% .....	6
图表 12: 家电季度主营增速与季度 PE 走势 .....	6
图表 13: 家电季度主营增速与季度相对 PE 走势 .....	6
图表 14: 当前业绩预期与估值的匹配度好于历史平均水平.....	7
图表 15: 多有上调的白电内外销排产 .....	7

## 1. 持续超额，高胜率板块的回归

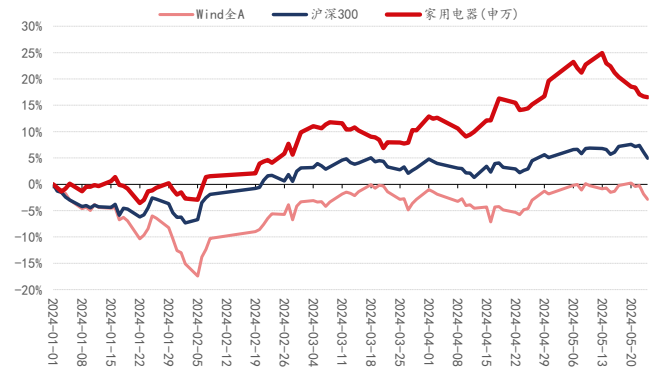
2024 年至今，家电指数+17%，一级行业中排名第 2，同期 Wind 全 A 指数-3%，沪深 300 指数+5%，一级行业指数中仅约 1/4 有正收益；子行业方面，2024 年至今，白色家电+28%、小家电+21%、厨电+9%，表现在二级行业中名列前茅。事实上，2023 年 11 月 1 日以来，家电指数累计上涨幅度达+39%，位居一级行业第一位，白电子行业+57%。也就是说，不仅是 2024 年，本轮行情重启以来，家电板块表现就一直很抢眼。

图表1：2024 年初至 5 月 24 日家电指数上涨 17%，在一级行业中排名第 2



资料来源：Wind，国联证券研究所

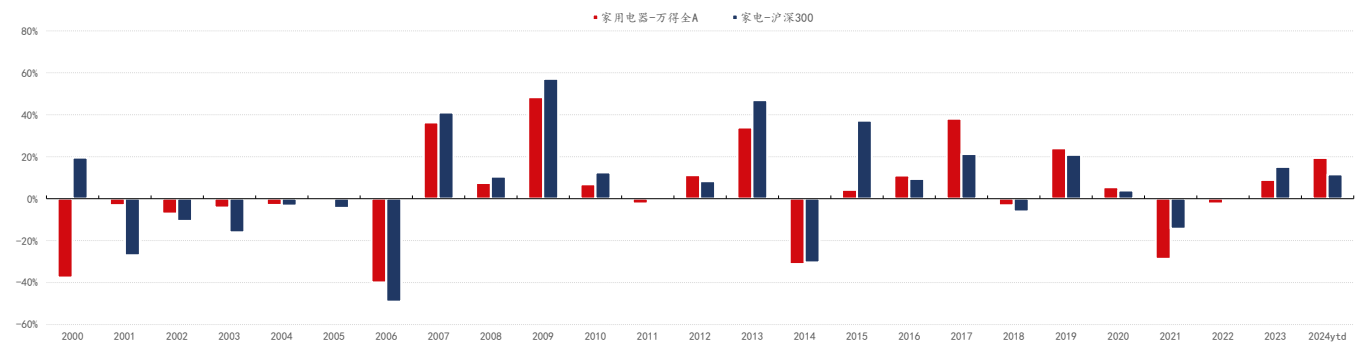
图表2：2024 年初至 5 月 24 日家电指数跑赢沪深 300 及 Wind 全 A 指数 12 及 19pct



资料来源：Wind，国联证券研究所

抢眼的市场表现总是会阶段性地引起估值疑虑，但涨得多并不等于估值贵，这一轮尤其如此。2007 年以来家电大多数时间都能跑赢市场——近 18 年中跑赢 13 次，微幅跑输 3 次，大幅跑输仅 2 次（2014 及 2021 年），不败概率近九成，所以这两年的跑赢更像是行业本色回归，且幅度跟之前比尚算不上大。至于底层原因，正如我们一直所强调的——需求稳健增长背景下，由良性竞争格局所支撑的长期赚钱能力。

图表3：2007 年以来家电大多数时间都能跑赢，不输概率近九成



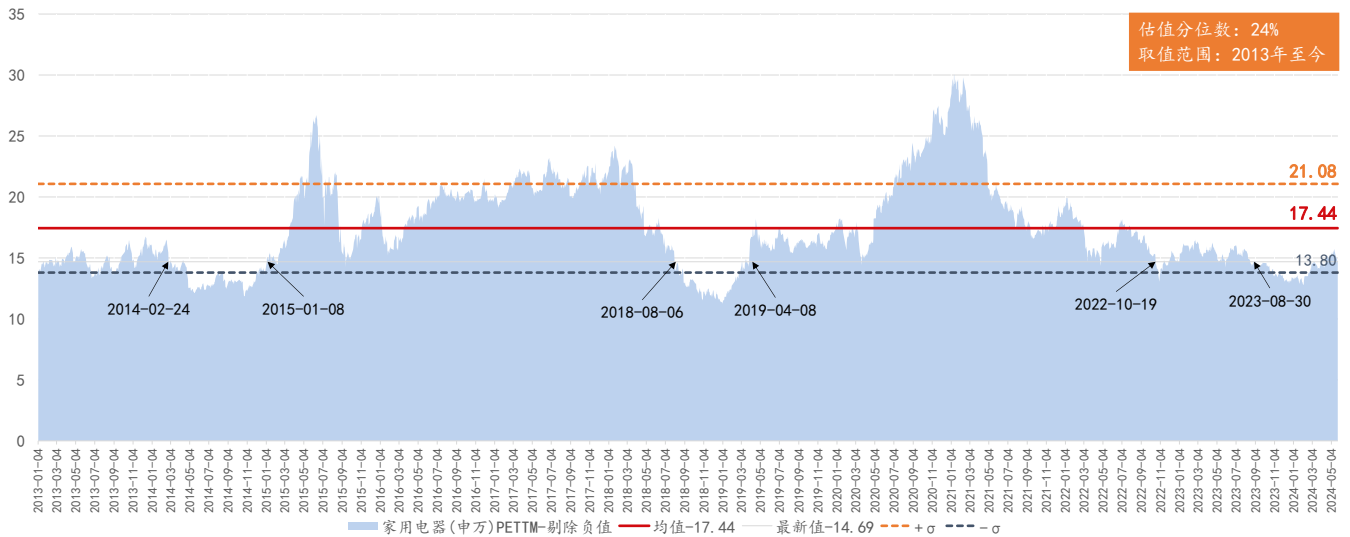
资料来源：Wind，国联证券研究所整理（数据截至 2024 年 5 月 24 日）

## 2. 纵向比较，尚未走出底部区间

经过 5 月以来的回调后，目前家用电器（申万）板块 PE 为 14.69 倍。以家电下乡结束后，即 2013 年至今为考察区间，家电板块平均估值 17.44 倍，上下 1 倍标准差分别对应 13.80 倍和 21.08 倍。当前板块估值仅略高于向下 1 倍标准差，对应的

历史分位数为 24%，仅略好于 2014Q2-Q4、2018Q4-2019Q1、2023Q4-2024Q1 这三个掉出 -1 倍标准差之外的显著异常阶段，当前估值距离均值还有 19% 上行空间，而年初至今家电板块估值一共才上涨 9%，距离向上 1 倍标准差 ( $\sigma$ ) 则还有 43% 的空间。

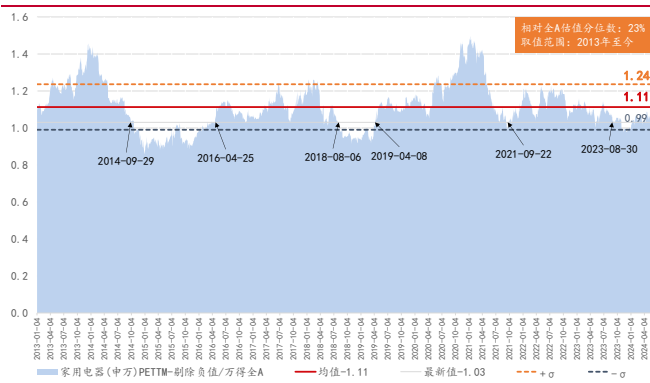
图表4：家电 PEttm 为 14.69，分位数 24%，略高于向下 1 倍标准差



资料来源：Wind，国联证券研究所整理（数据截至 2024 年 5 月 24 日）

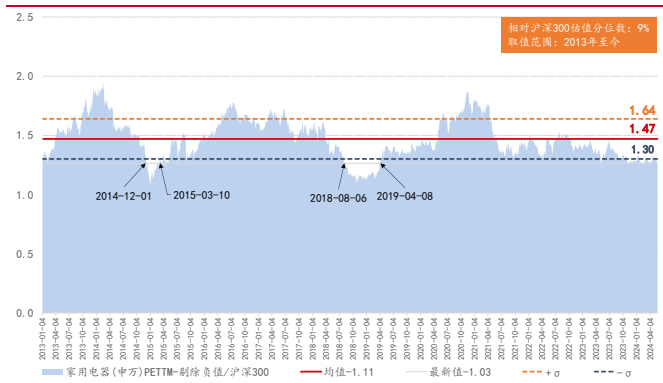
看家电相对 PE，同样以 2013 年至今为比较区间。板块相对 wind 全 A 的 PE 均值为 1.11， $\pm 1\sigma$  分别对应 1.24 和 0.99，目前为 1.03，对应历史分位数为 23%，略超过  $-1\sigma$ ，较均值空间为 8%，距离  $+1\sigma$  空间为 20%，但年初至今也才上涨 3%。板块相对沪深 300 的 PE 均值为 1.47， $\pm 1\sigma$  分别为 1.64 和 1.30，目前为 1.27，对应历史分位数为 9%，尚未走出底部区间，较均值为 16%，距离  $+1\sigma$  为 30%，年初至今这一估值甚至还下跌了 1%。也就是说，2024 年以来家电板块估值，并没有比全 A 多提升多少，比起同样红利成分较重的沪深 300，提升幅度甚至还更小一些。

图表5：家电相对全 A PEttm 为 1.03，分位数 23%，略高于向下 1 倍标准差



资料来源：Wind，国联证券研究所（数据截至 2024 年 5 月 24 日）

图表6：家电相对沪深 300 PEttm 为 1.27，分位数 9%，在向下 1 倍标准差以下

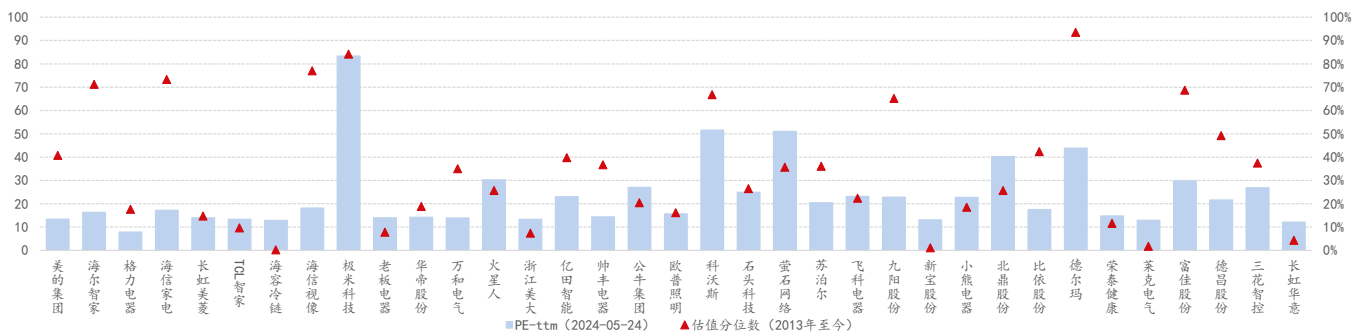


资料来源：Wind，国联证券研究所（数据截至 2024 年 5 月 24 日）

主要个股来看，大部分公司估值历史分位数介于 20%-40%。低于这个区间的多是经营正常但逻辑有所分歧的公司，典型如格力、老板等。高于这个区间的有两类，一是长期逻辑向好，估值有中枢性提升的公司，如企业治理改善、业绩持续超预期的海

尔、海信系，二是经营底部确认并逐渐有反转迹象的公司，如科沃斯、极米、九阳。也就是说，长期逻辑没有大变化的公司估值分位仍在 20%-40% 这个偏底部区域，有大变化的估值抬升主要来自个股  $\alpha$ ，并没有出现系统性的硬拔估值情况，至少纵向比较的结论如是。此外，普遍涨幅较好的二线白电和出口链反映更多的也是业绩，而非估值。

图表7：主要家电公司估值历史分位数介于 20%-40%

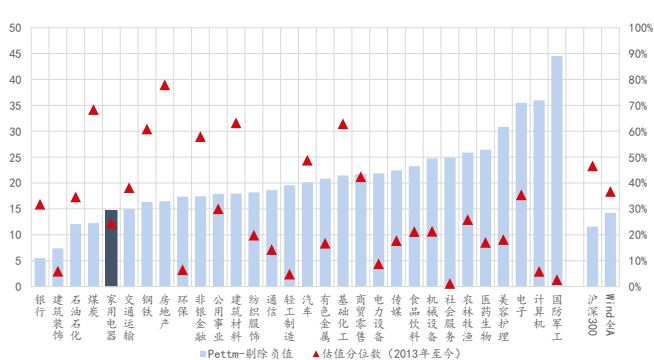


资料来源：Wind，国联证券研究所整理（数据截至 2024 年 5 月 24 日）

### 3. 横向比较，红利溢价并不明显

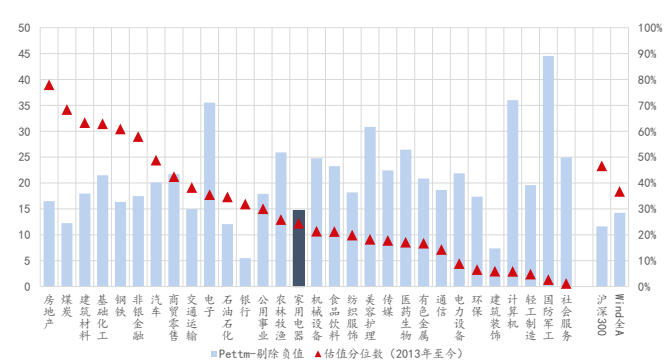
年初至今红利相关板块表现优异，多数时间里，大家都以红利逻辑来解释家电的超额，但细究估值之后会发现，板块的红利溢价其实并不明显。行业间横向比较来看，当前家电估值在一级行业中排名第 26 位，更低的 4 个行业是银行、建筑装饰、石油石化及煤炭。当然家电估值一直偏低，绝对水平参考意义有限，若从 2013 年以来的估值历史分位数来看，家电为 24%，处于一级行业中游，低于 wind 全 A 及沪深 300，绝对估值和历史分位均低于家电只有建筑装饰。这至少说明家电估值谈不上贵，只是单论历史分位，还有部分行业比家电便宜。

图表8：当前家电 PE 估值位居一级行业第 26 位（降序）



资料来源：Wind，国联证券研究所（数据截至 2024 年 5 月 24 日）

图表9：当前家电估值分位数位居一级行业中游



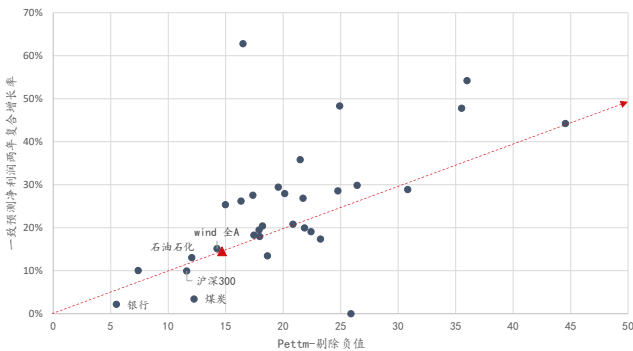
资料来源：Wind，国联证券研究所（数据截至 2024 年 5 月 24 日）

看估值业绩匹配度，目前家电板块 wind 一致预期净利润两年复合增速为 14.5%，PEG 约为 1，跟 wind 全 A 的水平相当，好于沪深 300，估值业绩总体较为匹配，好于多数红利板块，可见估值上并没有体现太多红利溢价，若看历史估值分位数，这个结



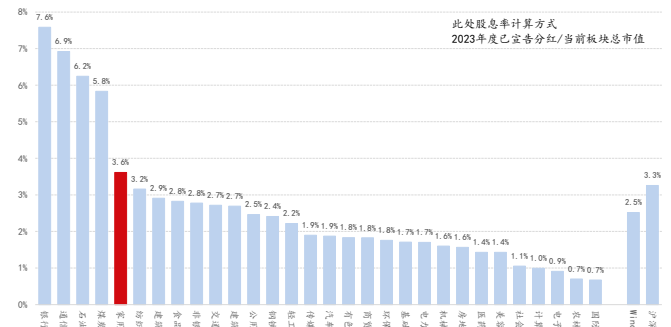
论会更加明显，譬如目前沪深 300、煤炭、银行、石油石化的 PE 估值分位分别为 47%、68%、32%、35%，均高于家电。2023 年家电股息率约为 3.6%，虽位于银行、通信、石油石化、煤炭之后，但年度总分红接近 600 亿，同比+20%，这几个板块中增长最快。

图表10：家电板块估值业绩仍较为匹配，并没有体现出太多红利溢价



资料来源：Wind，国联证券研究所（数据截至 2024 年 5 月 24 日）

图表11：2023 年板块股息率约为 3.6%

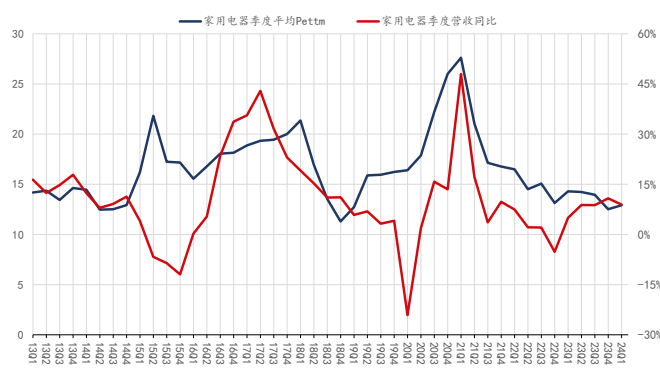


资料来源：Wind，国联证券研究所（数据截至 2024 年 5 月 24 日）

#### 4. 回到经营，市场或未充分定价

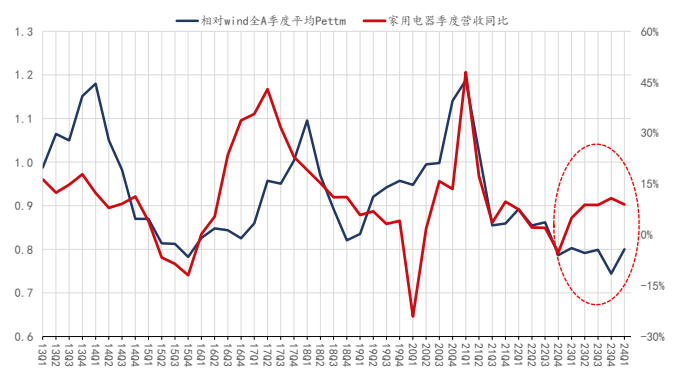
最后回到经营面，若景气能驱动估值，二者应有正相关。从 PE 与板块主营的过往拟合来看，这一推论并无太多需要质疑的地方，只是面对 2015 年这样的极端场景会有异常值出现，用相对 Wind 全 A 的估值剔除大盘影响后，二者走势的一致性有明显提升。历史上，家电主营增速有好转的时候，估值往往会同步或先行向上，比如 2016 年和 2019 年，2016 年估值初期改善幅度不及经营面，2019 年则更领先。而 2023 年以来，家电经营面与估值的分化在变大，即经营在持续向好，甚至多有超预期表现，但直到 2024Q1 估值变化都不大，或许地产仍有压制，或许只是在经历较大冲击后需要更长的时间去确认改善，无论是哪一种情况，结合当前持续加码的地产放松政策，以及二季度以来板块的走势，我们认为往后看估值上行的概率都更大。

图表12：家电季度主营增速与季度 PE 走势



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：家电季度主营增速与季度相对 PE 走势

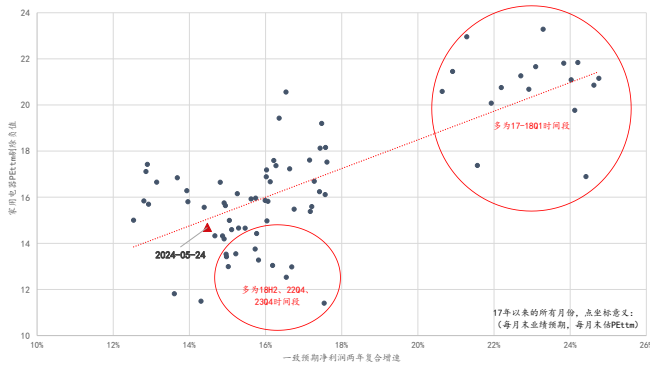


资料来源：Wind，国联证券研究所

那么，当前基本面能够支持多大范围的估值波动呢？从 2017 年以来月频估值与业绩增速预期的散点图来看：①超过 20 倍的 PEttm 需要有足够强的景气支撑，如 17-18Q1，月度的业绩增速预期多在 20%以上，估值也在 20-24 倍之间波动；②大部分时

间，家电业绩增速预期在 12%~18%之间，估值也多在 12~18 倍之间，这一区间内的估值波动并不需要特别大的景气支撑；③目前板块的业绩增速预期为 14.5%，估值为 14.7 倍，业绩估值匹配度仍好于 17 年以来的平均水平。

图表14：当前业绩预期与估值的匹配度好于历史平均水平



资料来源：Wind，国联证券研究所（数据包含 2017 年至今的所有月份）

图表15：多有上调的白电内外销排产

预期时点	数据期间	内销			外销		
		空调	冰箱	洗衣机	空调	冰箱	洗衣机
2023年12月	2024-02	-24.4%	-17.1%	-1.5%	-13.4%	11.6%	25.4%
2024年1月		-16.1%	-17.1%	-1.5%	-10.2%	13.8%	24.8%
2024年2月	2024-03	1.9%	4.3%	5.3%	4.0%	13.7%	-5.3%
2024年3月		5.6%	4.3%	5.3%	7.3%	13.7%	-5.3%
2024年4月		17.3%	12.2%	5.3%	23.5%	21.7%	-5.3%
2024年5月		9.1%	2.4%	1.5%	6.8%	0.8%	1.6%
2024年6月	2024-04	21.4%	8.8%	1.5%	18.6%	7.7%	1.6%
2024年7月		20.9%	10.9%	1.5%	28.3%	19.9%	1.6%
2024年8月		15.9%	2.2%	6.4%	6.2%	1.3%	1.3%
2024年9月	2024-05	16.3%	1.3%	6.4%	16.7%	1.5%	1.3%
2024年10月		10.0%	10.6%	6.4%	33.8%	9.7%	1.3%
2024年11月		13.5%	1.6%	5.7%	3.1%	-1.4%	3.2%
2024年12月	2024-06	8.0%	3.0%	5.0%	16.6%	1.0%	2.8%
2025年1月		3.6%	6.8%	8.3%	31.4%	7.3%	4.7%
2025年2月		6.0%	-4.1%	4.9%	4.5%	-1.7%	2.1%
2025年3月	2024-07	0.9%	0.3%	11.6%	10.6%	5.1%	5.3%
2025年4月							
2025年5月	2024-08	-6.2%	-5.1%	7.3%	1.5%	-0.9%	-1.8%
2025年6月							
2025年7月							
2025年8月							

资料来源：产业在线，国联证券研究所

另外，我们想强调的是，本轮家电经营面无论是短期景气还是长期逻辑，内外销都有积极变化：内销转变为更新主导，且政策确有刺激，外销出口景气与品牌出海并举，关于内外销景气的讨论，敬请参阅《被低估的更新和政策弹性》、《基于区域拆分看出口景气持续性》。综合来看，我们倾向于认为当前市场对板块经营的定价尚不充分，高估更无从谈起，18 倍之前无需过忧。

## 5. 维持行业“强于大市”评级

年初至今家电市场表现亮眼，这也引发了大家对板块估值的关注。从历史水位来看，目前家电板块估值尚未完全走出底部区间，仅略好于向下 1 倍标准差，相对沪深 300 的估值甚至还在向下 1 倍标准差之下。产业间横向比较来看，当前家电业绩与估值总体较为匹配，估值分位数低于主要红利板块，作为分红金额增长最快的几个行业，红利溢价并不明显；从经营面来看，当前家电景气对当前估值的支撑仍好于 2017 年以来的平均水平，有上行空间，18 倍之前无需过度关注估值问题，且考虑到内外销的一些积极变化，我们认为当前板块估值处于底部向上阶段。

最后重申行业观点，2024 年以来内销需求稳健向好，外销基数走高而仍显韧性，品牌出海贡献增量。政策方面，更新主导阶段，刺激有弹性，虽不能比肩家电下乡阶段，但锦上添花可期。综合来看，板块一季报超预期，股息率、估值仍有相对优势，政策有催化，当前时点投资价值值得重视。我们维持家电板块“强于大市”评级，持续推荐：1) 推荐白电龙头海尔智家、美的集团、海信家电、格力电器；2) 推荐黑电龙头海信视像；3) 推荐扫地机龙头石头科技、科沃斯；4) 推荐后周期龙头华帝股份、公牛集团，建议关注老板电器等；5) 关注可选小家电龙头极米科技、小熊电器等。

## 6. 风险提示

1、海外需求不及预期：近期权重市场美国通胀、就业数据频超预期，大宗价格持续走高，政策方向不确定性较大；若后续再通胀趋势加剧，货币转向紧缩，地产及耐用品消费有下行风险；此外，近期中东地缘冲突发酵，或影响需求及欧洲方向海运。

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、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长趋势，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。

4、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。



### 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/或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/或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