

## 以旧换新拉动需求释放,白电景气显著改善

### —家电行业5月动态跟踪

#### 核心观点:

- **家电内外销景气同步改善。**统计局数据显示,2024年1-4月家用电器和音像器材类社会消费品零售总额2694.3亿元,同比增长4.5%,增速显著改善。未来,政策发力、企业接力和平台续力共同推动以旧换新释放家电消费潜力,内销景气复苏态势有望延续。出口方面,2024年1-5月我国家用电器累计出口17.38亿台,同比增长24.6%,低基数效应下,增速自2023年5月转正后持续扩大;2024年1-5月累计出口金额达401.78亿美元,同比增长14%,增长势头强劲。
- **以旧换新+平台大促驱动需求释放,白电内销增势良好。**据产业在线数据显示,2024年4月家用空调销售2193.80万台,同比增长22.49%;其中内销出货1209.70万台,同比增长14.16%,出口出货984.10万台,同比增长34.57%。海外需求改善叠加去年同期低基数影响,冰洗销量增势良好。4月冰箱销量为831.00万台,同比增长17.23%,其中内外销分别为369.60万台和461.40万台,同比分别增长11.37%和22.39%;洗衣机销量为716.19万台,同比上升13.23%,其中内外销分别为388.88和327.31万台,同比分别增长17.39%和8.65%。2023年下半年冰洗出口高增的基数效应逐渐显现,但现阶段出口表现依然强劲,叠加内销以旧换新需求释放,白电增长势头良好。
- **强预期逐步兑现,板块表现略随大市回落。**前期地产政策松动、以旧换新落地、龙头业绩增长等强预期逐步兑现,板块累计涨幅显著,5月家电行业SW随市场调整回落4%,收益率位列一级行业第24位,表现弱于沪深300指数(-0.68%)。当前家电行业景气延续改善,预计调整幅度有限,行业龙头标的具备高股息和低估值优势,在出海预期强化背景下,配置价值突显。
- **投资建议:**随着以旧换新政策逐步发力,家电内需有望得到支撑,叠加海外库存逐步去化,出口改善态势有望延续,家电行业景气度有望延续复苏,当前板块估值依然具备安全边际。建议关注三条投资主线,一、有望受益于内外销改善的白电龙头,推荐美的集团(000333.SZ)和海尔智家(600690.SH);二、有望受益于行业格局优化和地产端筑底改善的厨电龙头,推荐老板电器(002508.SZ);三、积极推动渠道拓展、加快新品投放的清洁电器,推荐石头科技(688169.SH)。

#### 核心组合(截至2024.5.31)

证券代码	证券简称	月涨跌幅	年涨跌幅	相对收益率
002508.SZ	老板电器	1.65%	13.43%	9.26%
688169.SH	石头科技	-1.92%	45.77%	41.60%
600690.SH	海尔智家	-2.38%	45.81%	41.64%
000333.SZ	美的集团	-7.19%	26.21%	22.04%

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

**风险提示:**需求改善不及预期的风险;原材料价格变动的风险;家电出口存在不确定性的风险。

#### 家用电器

推荐 (维持)

#### 分析师

杨策

☎: 010-80927637

✉: yangce\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050005

#### 相对沪深300表现图

2024-6-7



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

## 目录

一、国内外需求企稳，家电行业盈利能力回升 .....	3
（一）内需：地产端政策持续优化，引导绿电、智电消费需求释放 .....	3
1. 限购松动有望提升住宅流动性，家电行业作为地产后周期有望受益 .....	3
2. 家电更新需求或受居民收入增长支撑，消费逐渐回暖 .....	5
3. 以旧换新政策逐步发力，推动家电内销景气上行 .....	5
（二）外销：家电出口增势强劲，海运费和汇率波动加大 .....	6
（三）销售端动态跟踪 .....	7
1. 白电：空调需求提前释放，冰洗延续良好增势 .....	7
2. 黑电：大屏化推动产品结构改善，出口增势良好 .....	7
3. 厨电：内销随地产端共振筑底，市场重心向出口转移 .....	9
4. 小家电：消费表现小幅改善 .....	9
（四）利润端：白电销售增长提振行业收入，原材料价格回落带动业绩改善 .....	10
1. 受益于行业景气普遍复苏，业绩持续改善 .....	10
2. 家电行业杜邦分析： .....	11
二、估值处于历史偏低水平，具备长期投资价值 .....	13
（一）估值低于历史均值 .....	13
1. 家电板块估值低于历史均值 .....	13
2. 家电板块估值具备性价比 .....	14
（二）行业 Beta 表现 .....	14
三、投资建议 .....	15
（一）行业观点及投资建议 .....	15
（二）核心组合及表现 .....	15
四、风险提示 .....	16

## 一、国内外需求企稳，家电行业盈利能力回升

### (一) 内需：地产端政策持续优化，引导绿电、智电消费需求释放

#### 1. 地产政策持续优化，有望提升住宅流动性，家电行业作为地产后周期有望受益

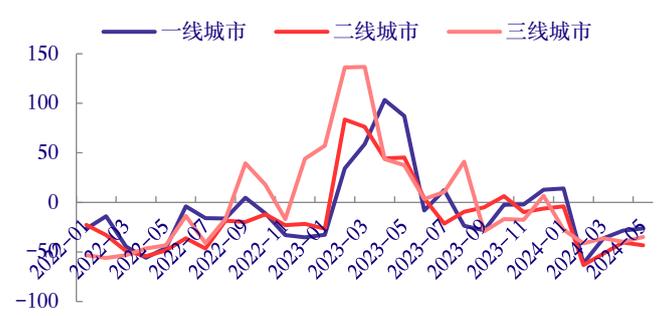
城市住宅限购政策松动优化，有望支撑家电行业需求释放。2024年1-4月房地产住宅销售面积累计达24,507.14万平方米，同比减少23.8%，其中现房销售面积同比增长22.6%，现房销售热度不减；期房销售面积同比下降33.1%，同比降幅略有扩大，仍压制着住宅销售端改善。从30大中城市商品房成交数据来看，2024年4月份，30大中城市商品房成交套数同比减少35.76%，其中一线、二线、三线城市成交套数同比分别下滑26.36%、43.16%、35.05%，在2023年同期地产“小阳春”的高基数下，表现略显平淡。北京、深圳、杭州等一系列重点城市对居民住宅限购措施进行不同程度的放松和优化，有望提升商品住宅流动性，家电行业作为地产后周期有望获益。

图1：商品房住宅现房、期房销售面积累计同比增长率



资料来源：iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

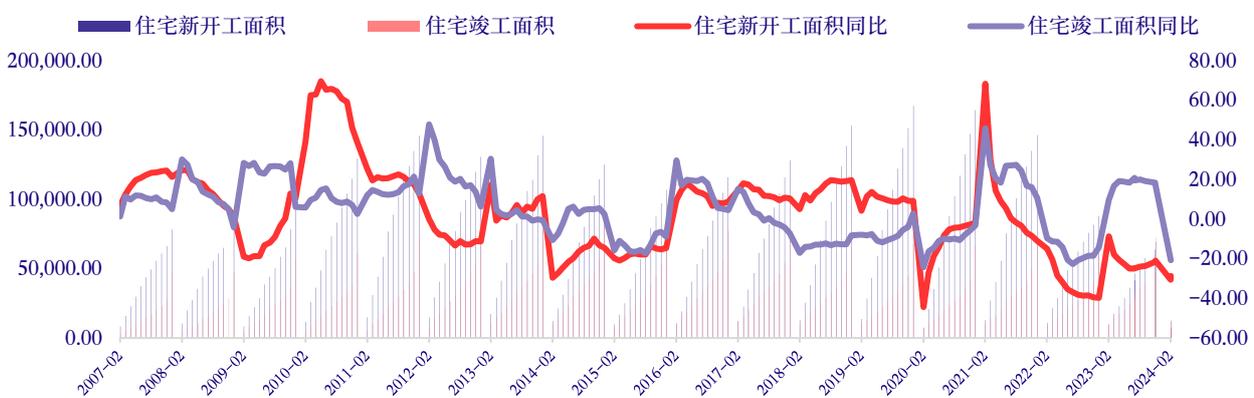
图2：30大中城市商品房成交套数同比增长率(%)



资料来源：iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

地产开工压力仍存，竣工端释放对家电中短期消费的支撑或走弱。2023年1-12月全国房屋住宅新开工面积累计达69,285.61万平方米，同比减少20.9%；竣工面积达72432.5万平方米，同比增加17.00%，竣工端集中释放支撑家电消费释放。进入2024年，截至4月住宅开工面积累计达17005.67万平方米，同比下滑25.60%；竣工面积累计达13745.79万平方米，高基数影响下，同比减少20.40%，住宅新开工面积和竣工面积等指标暂无明显改善，地产端压力仍存，传统大家电消费将继续以更新升级需求为主导。

图3：住宅新开工与竣工面积（万平方米）累计值及同比增长率（右轴-%）



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

表 1：年初至今重要地产政策梳理

发布时间	发布方	政策名称	主要内容
2024 年 1 月 5 日	住房城乡建设部、金融监管总局	《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》	一、建立城市房地产融资协调机制；二、筛选确定支持对象；三、满足合理融资需求；四、做好融资保障工作
2024 年 3 月 22 日	住房城乡建设部	住房城乡建设部关于新形势下进一步加强城市建设档案管理工作工作的通知	城市建设档案是城乡建设活动的真实记录，是城市规划、建设、治理工作的一项重要内容，是城乡建设高质量发展和人民群众生命财产安全的重要保障。做好城建档案管理工作，是住房城乡建设部的一项法定职责。
2024 年 4 月 30 日	中共中央政治局	二十届三中全会	结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024 年 4 月 30 日	北京市住房和城乡建设委员会	《关于优化调整本市住房限购政策的通知》	在执行现有住房限购政策的基础上，允许已有住房达到限购套数的居民家庭或成年单身人士，在五环外新购买 1 套商品住房。
2024 年 5 月 6 日	深圳市住房和城乡建设委员会	《深圳市住房和建设局关于进一步优化房地产政策的通知》	分区优化住房限购政策，部分非核心城区购房社保要求下调至 1 年，有两个及以上未成年子女的本市户籍居民家庭，在执行现有住房限购政策的基础上，可在盐田区、宝安区（不含新安街道、西乡街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区范围内再购买 1 套住房。
2024 年 5 月 17 日	中国人民银行	《中国人民银行关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	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
2024 年 5 月 17 日	中国人民银行	《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%
2024 年 5 月 17 日	中国人民银行	《中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。
2024 年 5 月 28 日	广州市政府办公厅	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	对于贷款购买首套商品住房的居民家庭，商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，取消利率下限；二套最低首付比例调整为不低于 25%，取消利率下限
2024 年 5 月 28 日	深圳市住房和建设局	深圳下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限	自 5 月 29 日起，深圳市下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。首套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的 30% 调整为 20%，二套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的 40% 调整为 30%。首套住房商业性个人住房贷款利率下限由原来的 LPR-10BP 调整为 LPR-45BP，二套住房商业性个人住房贷款利率下限由原来的 LPR+30BP 调整为 LPR-5BP

资料来源：官方公告整理、中国银河证券研究院

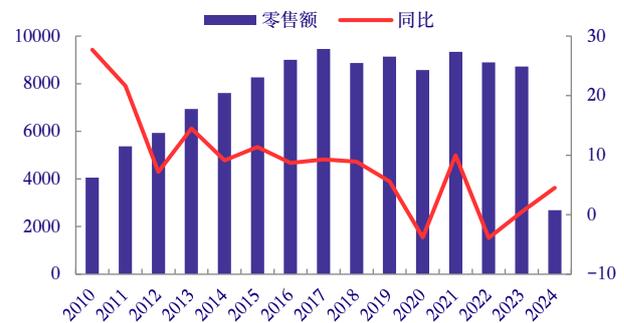
## 2. 家电更新需求或受居民收入增长支撑，消费逐渐回暖

国内经济复苏背景下，居民收入有望稳健增长，政策支持家电换新需求迎来释放。家电作为可选消费，需求与人均可支配收入增长紧密相关，我国人均可支配收入多年来保持每季度约 5% 的增速，我国家电消费仍有增长潜力。根据国家统计局数据，2023 年我国居民人均可支配收入剔除价格因素后实际同比增长 6.10%，2024Q1 增长 6.20%，增速延续提升。2024 年 1-4 月家用电器和音像器材类社会消费品零售总额 2694.3 亿元，同比增长 4.5%，增速改善显著，叠加以旧换新政策发力，未来家电消费潜力仍有释放的空间。

图4：全国居民人均可支配收入（元）及实际增长率（%）



图5：家用电器和音像器材类社消零售额（亿元）及增速（%）



资料来源：iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

资料来源：iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

## 3. 以旧换新政策逐步发力，推动家电内销景气上行

近期推动家电“以旧换新”的相关政策密集发布：2024年2月23日中央财经委员会第四次会议提出推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新；3月1日国常会审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》；3月13日，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》；4月12日，商务部等14部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》。与上一轮（2009-2011年）中央财政补贴拉动的全国范围以旧换新政策相比，本轮政策以区域性地方政策为主，鼓励地方政府因地制宜地推出地方性补贴措施，同时更为重视家电回收再利用体系建设。截至5月29日，全国已有27个省级地方发布消费品以旧换新补贴实施细则，其中山西、山东、吉林等多地明确25及27年废旧家电回收量较23年增长15%及30%的目标，为家电换新提供持续的指引。

电商平台与家电企业积极响应，逐步与政策形成合力。各渠道平台积极响应国家以旧换新政策，牵手企业、商家等推出换新方案：3月14日，京东宣布2024年与合作方共同投入65亿元换新补贴，其中家电家居投入30亿；3月26日，苏宁与30家家电企业签署《以旧换新行动联合公告》，3月29日-5月5日消费者在门店及线上参加以旧换新，在成交价基础上享受10%补贴优惠，每人上限5000元。平台与企业、商家等合作投入补贴，发挥平台回收服务优势，优化以旧换新消费体验，加快以旧换新政策向零售端传导，有望放大政策效果。企业方面，4月28日，格力电器与美的集团相继宣布投入30亿元资金和80亿元补贴以旧换新，头部公司将凭借规模效应、充足的现金储备等优势，积极参与家电以旧换新政策补贴，为消费者让利的同时，扩大品牌市场份额。

家电更新需求庞大，政策有望拉动换新消费集中释放。随着使用时间拉长，家电安全隐患逐步增多，使用体验随之下降，“以旧换新”正当时。2020年1月10日，中国家用电器协会组织行业制定了《家用电器安全使用年限》系列标准，确定了冰箱、空调的安全使用年限为10年，洗衣机及干衣机、吸油烟机、燃气灶、电热水器的安全使用年限为8年。如今距离上一轮2009-2011年家电集中消费已过十余年，大批家电使用寿命集中到期，潜在更新需求庞大。我们根据过去家电保有量增长的节奏测算急需更新的家产品规模分别为3.03、3.48、3.39亿台，假设以旧换新参与率分别为3.75%、

3.25%、1.50%，空调、冰箱、洗衣机以旧换新销售有望达到 1134.99、1130.99、508.63 万台，有望撬动近 1000 亿元销售额。

表 2：以旧换新政策效果测算

保有量测算（亿台）	空调	冰箱	洗衣机	彩电
2018	4.33	4.11	3.89	4.95
2019	4.58	4.20	3.98	5.02
2020	6.56	5.97	5.65	7.07
2021	7.37	6.10	5.78	6.95
2022	7.51	6.12	5.80	6.97
更新换代需求测算	空调	冰箱	洗衣机	彩电
急需更新需求规模（亿台）	3.03	3.48	3.39	4.80
活动参与率假设	3.75%	3.25%	1.50%	0.65%
以旧换新销量（万台）	1134.99	1130.99	508.63	311.81
均价（元）	3750	3567	2107	3616
销售额（亿）	425.62	403.42	107.17	112.75

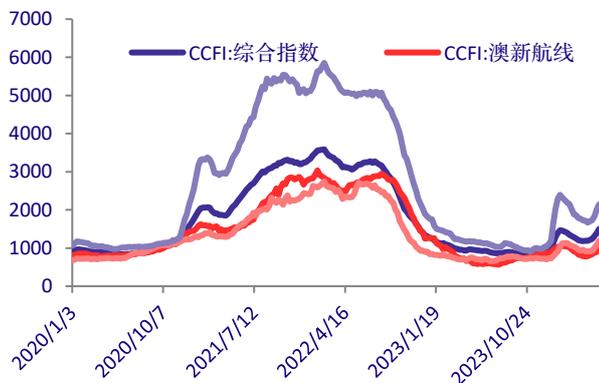
资料来源：iFind，统计局，产业在线，奥维云网，中国银河证券研究院

备注：均价数据为 2024 年一季度线上线下销售额/销售规模测算得出

## （二）外销：家电出口增势强劲，海运费和汇率波动加大

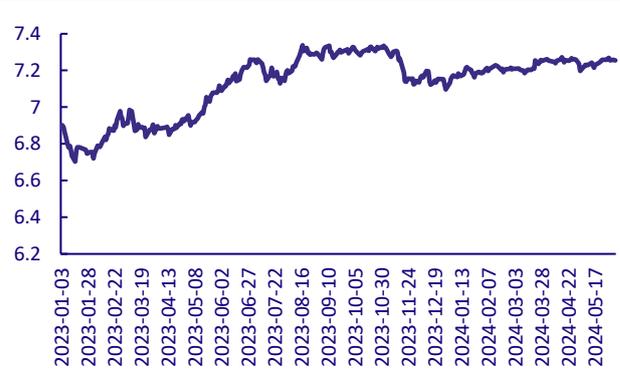
海外需求持续改善，家电出口延续回暖。根据海关总署，2024 年 1-5 月我国家用电器累计出口 17.38 亿台，同比增长 24.6%，低基数效应下，增速自 2023 年 5 月转正后持续扩大；2024 年 1-5 月累计出口金额达 401.78 亿美元，同比增长 14%，增长势头强劲。随着海外市场去库进入尾声，渠道补库需求改善，出口向好趋势有望延续，但随着低基数效应逐步消退，后续能否延续高增速仍需观察。海运费方面，截止 5 月 31 日 CCFI 综合指数为 1495.98 点，同比上升 59.36%，环比上月增长 25.33%，其中受突发事件扰动最大的欧运线指数同比抬升 86.86%，环比增长 28.48%，但考虑到目前出口端仍以需求改善为主导，海运费波动的影响有限。汇率方面，6 月 5 日美元兑人民币汇率 7.25，近期有所震荡回升，美国降息预期弱化，汇率端压力缓解。

图6：中国出口集装箱运价指数



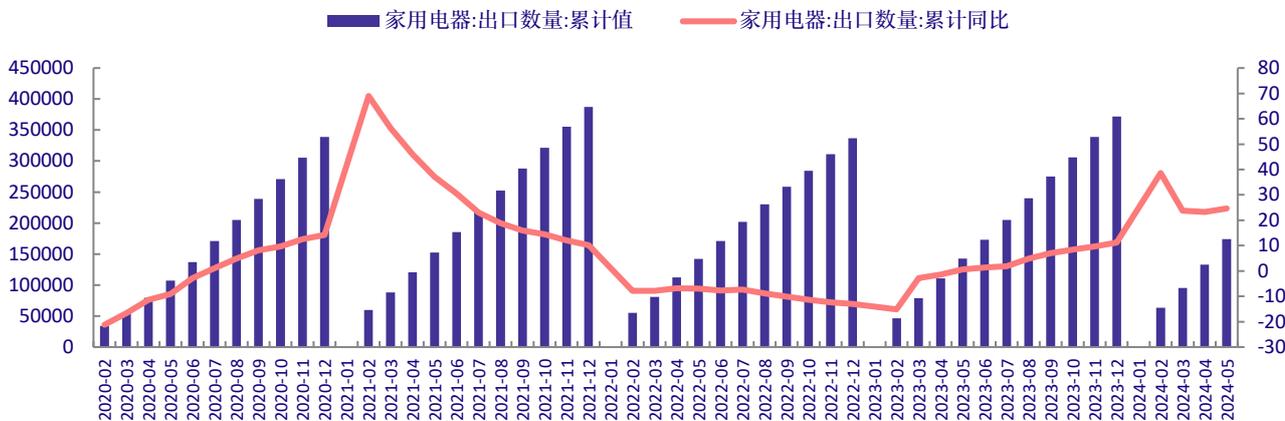
资料来源：iFind、中国银河证券研究院

图7：美元兑人民币即期汇率：离岸价



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

图8：家用电器累计出口数量（万台）及增速（%）



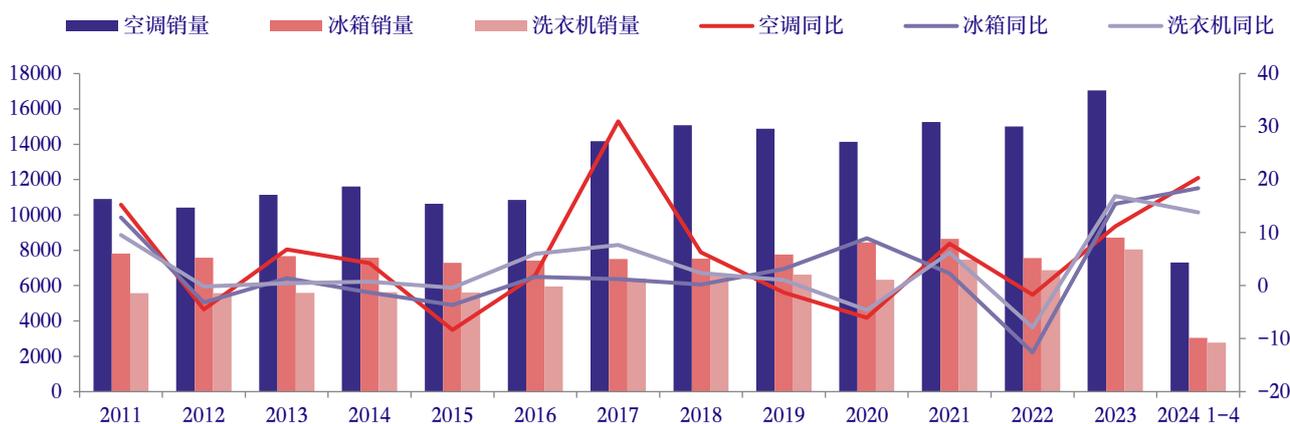
资料来源：海关总署、iFind、中国银河证券研究院

### （三）销售端动态跟踪

#### 1. 白电：空调需求提前释放，冰洗延续良好增势

内外销需求释放顺畅，空调消费增长强劲。据产业在线数据显示，2024年4月家用空调销售2193.80万台，同比增长22.49%；其中内销出货1209.70万台，同比增长14.16%，出口出货984.10万台，同比增长34.57%。海外需求改善叠加去年同期低基数影响，冰洗销量增势良好。4月冰箱销量为831.00万台，同比增长17.23%，其中内外销分别为369.60万台和461.40万台，同比分别增长11.37%和22.39%；洗衣机销量为716.19万台，同比上升13.23%，其中内外销分别为388.88和327.31万台，同比分别增长17.39%和8.65%。2023年下半年冰洗出口高增的基数效应逐渐显现，但现阶段出口表现依然强劲，预计出口端需求改善态势有望延续。

图9：白电累计销量（万台）及同比增速%



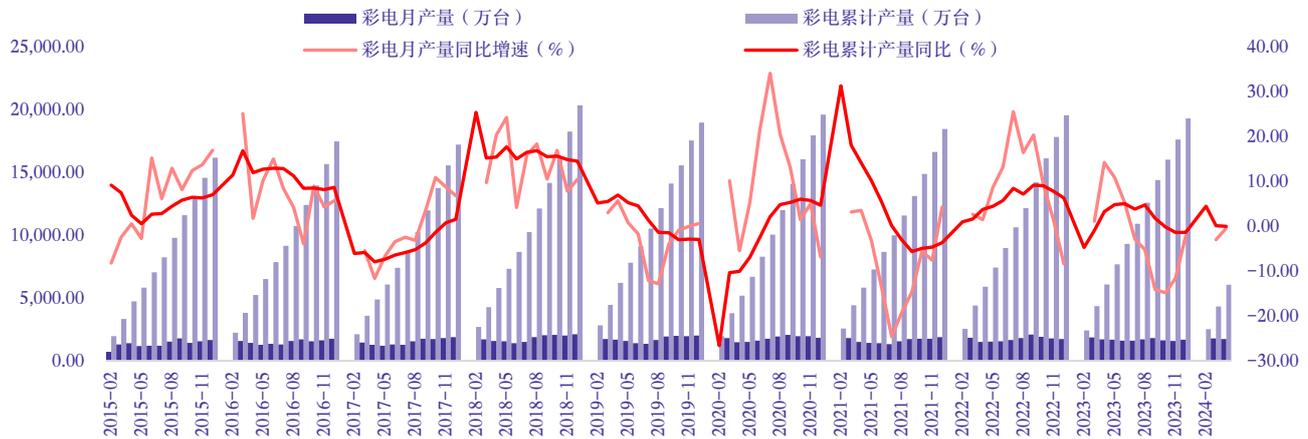
资料来源：产业在线、中国银河证券研究院整理

#### 2. 黑电：大屏化推动产品结构改善，出口增势良好

大屏化消费趋势延续，中高端产品优势明显。2023年5月以来，在彩电市场高度饱和及平板电脑、投影仪等替代品技术革新等多重因素的影响下，彩电销量持续收缩，但结构不断优化。2024年4月，彩电内销达251.5万台，同比下滑5.98%，增速再度转负；出

口销量为 931 万台，同比增加 14.37%。从尺寸零售额结构来看，随着消费的升级和体验感需求的增加，消费者对于大尺寸彩电的需求不断上升，奥维云网数据显示，4 月中国彩电内容电商市场 85 寸产品零售量份额率达 38.9%，同比增长 31.4 个百分点，100 寸产品零售量份额显著提升至 2.7%，超大尺寸迎来突破。。

图10: 中国彩电月产量及增速



资料来源: iFind、中国银河证券研究院整理

图11: 中国彩电线上市场分尺寸零售额结构

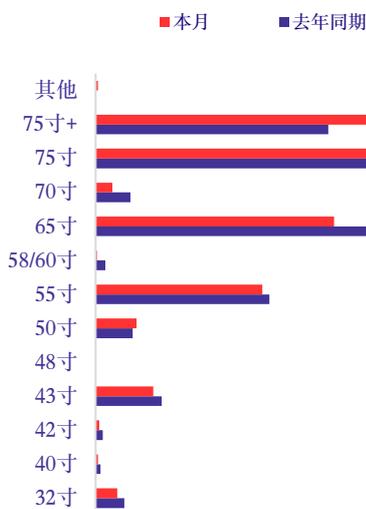
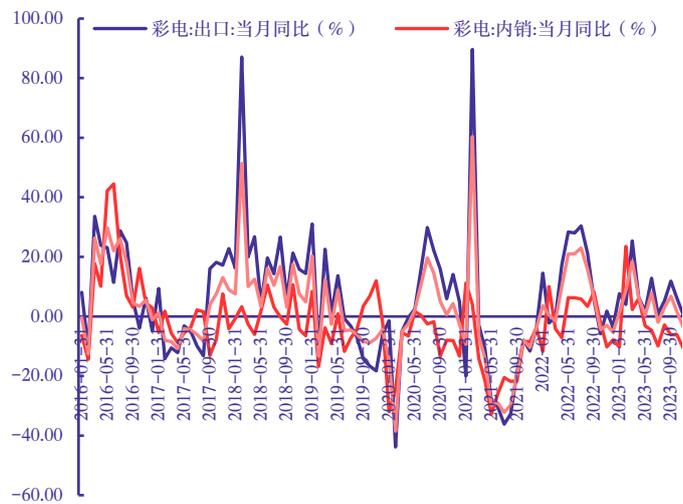


图12: 彩电内销、外销及总销量同比增长率

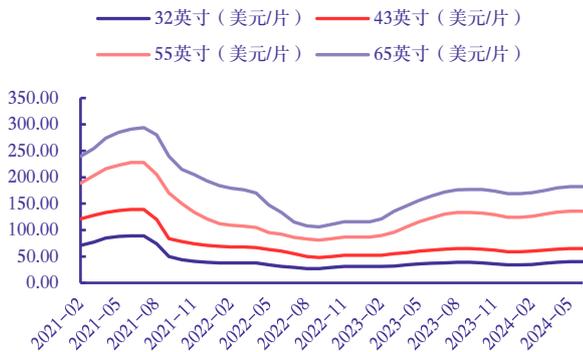


资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

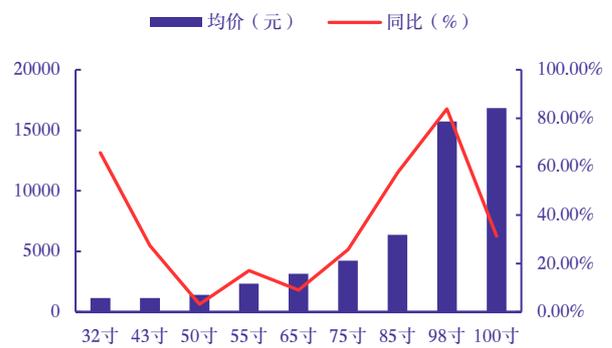
面板价格仍在上行，大屏化消费趋势下，彩电提价较为顺畅。6月液晶电视32英寸/43英寸/55英寸/65英寸面板价格分别为40/65/136/182美元，同比分别提高8.11%/4.84%/10.57%/10.3%，面板价格短暂震荡后重拾升势，主要系大屏化需求依然旺盛。奥维云网显示，2024年4月中国彩电内容电商市场均价为3710元，同比2023年4月增长17.9%。整体来看彩电产品价格传导较为顺畅，对缓解成本压力有一定帮助。

图13: 液晶电视面板价格走势



资料来源: iFind、中国银河证券研究院

图14: 彩电分尺寸均价及同比情况

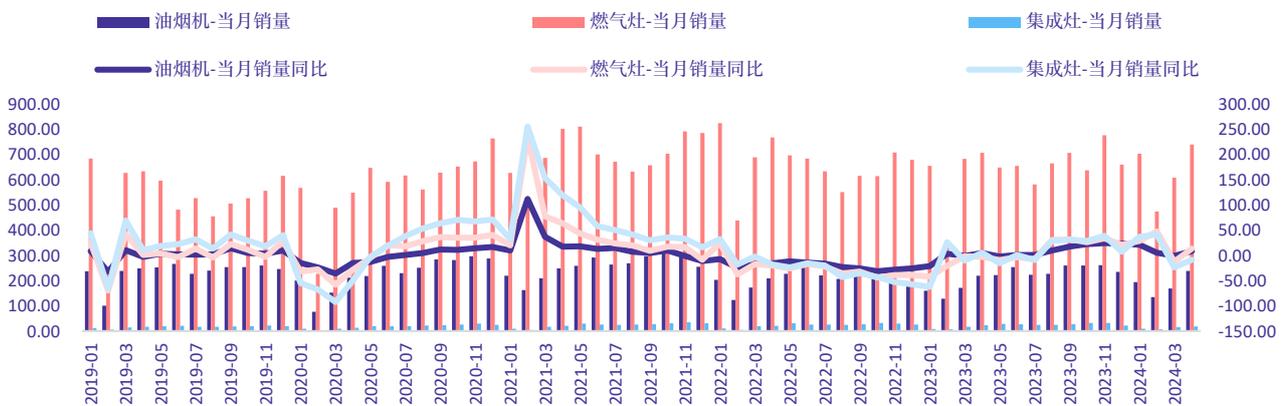


资料来源: 奥维云网、中国银河证券研究院

### 3. 厨电: 内销随地产端共振筑底, 市场重心向出口转移

受地产端承压影响, 厨电内销表现仍缺乏亮点。2024年4月, 油烟机/燃气灶/集成灶销量同比分别变化 8.63%/4.67%/-22.03%, 低基数下销量增速仍显颓势。内销方面, 燃气灶/油烟机月销同比增速分别-5.4%/-4.6%, 为厨电销量与新房购置、二手房翻修场景高度绑定, 短期内仍受到地产端承压的影响。随着一线城市限购放松, 住宅流动性改善或对厨电销量起到一定支撑。出口方面, 燃气灶/油烟机月销同比增速分别 6.62%/28.84%, 厨电销售重心逐步向出口转移。

图15: 厨电销量(万台)及增速(%-右轴)

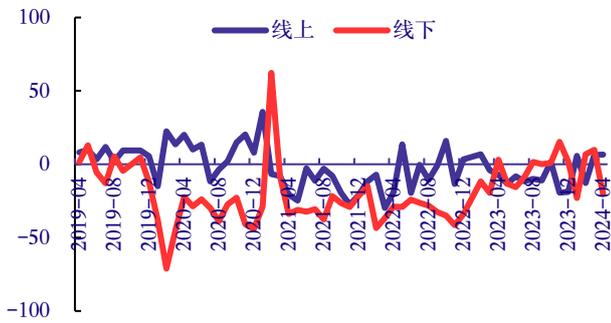


资料来源: ifind、中国银河证券研究院整理

### 4. 小家电: 消费表现小幅改善

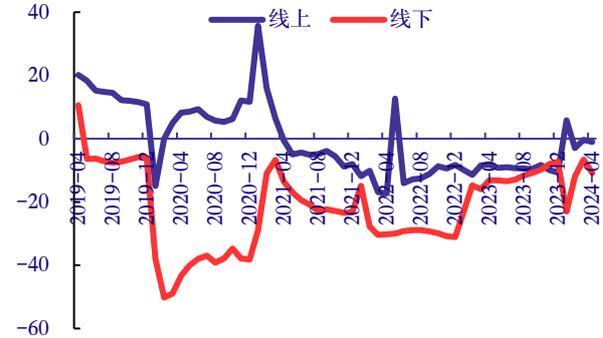
小家电需求小幅改善。奥维云网数据显示, 4月小家电线上零售额同比增长 6.3%, 线上消费自年初起触底改善, 主要系养生壶、豆浆机等刚需品类需求复苏。线下零售额同比下滑 20.01%, 小家电消费持续向线上迁移。

图16: 小家电线上、线下月度零售额同比增长率 (%)



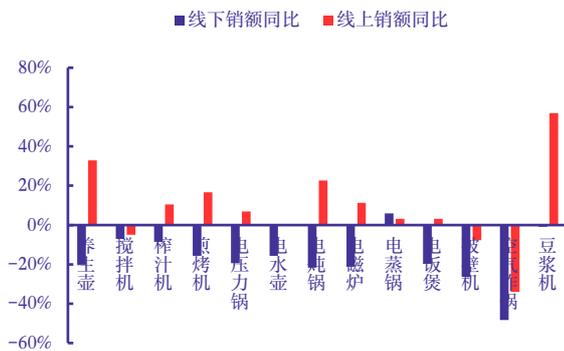
资料来源: iFind、中国银河证券研究院

图17: 小家电线上、线下累计同比增长率 (%)



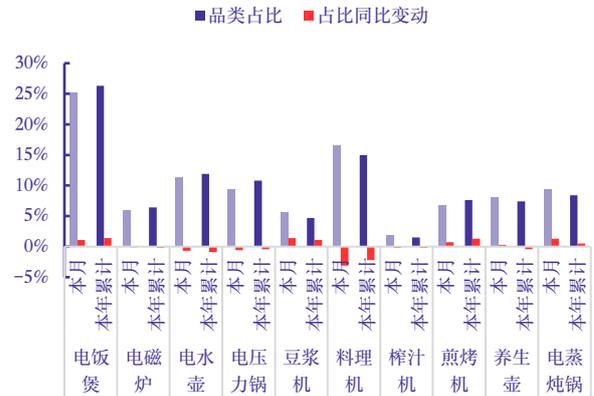
资料来源: iFind、中国银河证券研究院

图18: 小家电细分品类零售额同比表现



资料来源: 奥维云网、中国银河证券研究院

图19: 小家电线上零售品类结构



资料来源: 奥维云网、中国银河证券研究院

## (四) 利润端: 白电销售增长提振行业收入, 原材料价格回落带动业绩改善

### 1. 受益于行业景气普遍复苏, 业绩持续改善

受白电增长的提振, 2023 全年家电行业营业收入 14875.6 亿元, 同比增长 7.1%。具体来看, 2023 全年白电/小家电/黑电/照明/家电零部件/厨电分别实现营收 9781.38/1090.11/2075.23/394.36/1097.89/362.47 亿元, 同比变化分别为 8.90%/4.24%/0.37%/-1.52%/6.02%/4.07%, 白电板块景气改善最为显著。受益于原材料价格回落, 企业积极降本增效, 家电板块盈利能力提升。2023 全年家电板块归母净利润为 1113.91 亿元, 同比增长 14.1%, 毛利率和净利率分别为 25.97% 和 7.69%, 同比分别增加 1.83pet 和 0.53pet; 其中, 白电/小家电/黑电/照明/家电零部件/厨电毛利率分别为 27.75%/33.53%/13.75%/27.98%/18.88%/42.45%, 同比分别提升 1.98/0.97/0.35/3.06/2.20/1.99pet。

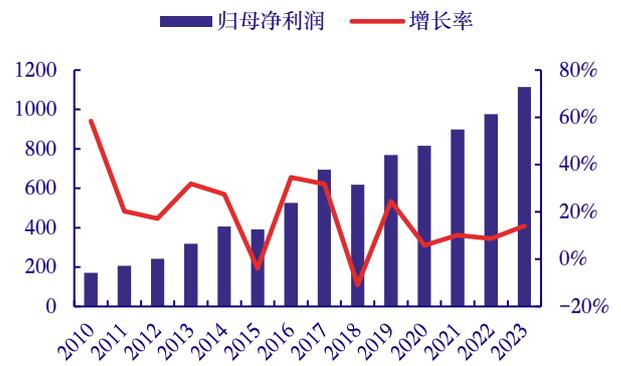
分季度看, 2023Q4 家电行业实现营业收入 3641.87 亿元, 同比增长 8.10%, 归母净利润为 243.53 亿元, 同比增长 19.93%。2024Q1 家电行业实现营业收入 3698.34 亿元, 同比增长 8.02%, 归母净利润为 261.59 亿元, 同比增长 10.63%, 毛利率和净利率分别为 25.15% 和 7.42%。尽管成本红利逐步减退, 家电企业积极把握需求改善的良好机遇, 凭借提质增效、优化产品结构等手段呵护毛利率, 板块毛利率连续 8 个季度实现改善。

图20: 家电营业收入(亿元)及增长率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图21: 家电行业归母净利润(亿元)及增长率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

铜铝等金属材料价格上涨, 具有原材料套保能力的家电企业拥有优势。根据国家统计局发布的主要生产资料价格数据, 2024年5月30日铜、铝结算价环比分别上涨2.10%、1.94%, 同比分别上涨29.77%、15.08%。近期铜、铝等金属材料价格受冲突事件和海外降息预期等影响短期走高, 在未来随着其他原材料价格中枢震荡回落, 有望缓解家电制造成本压力。

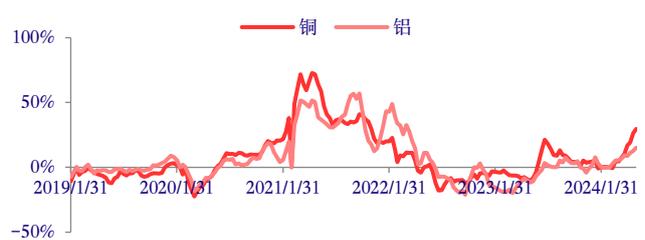
图22: 原材料价格(元/吨)走势



资料来源: iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

备注: 此处分别选用电解铜(1#)、铝锭(A00)生产资料价格作为代表。

图23: 原材料价格同比变化

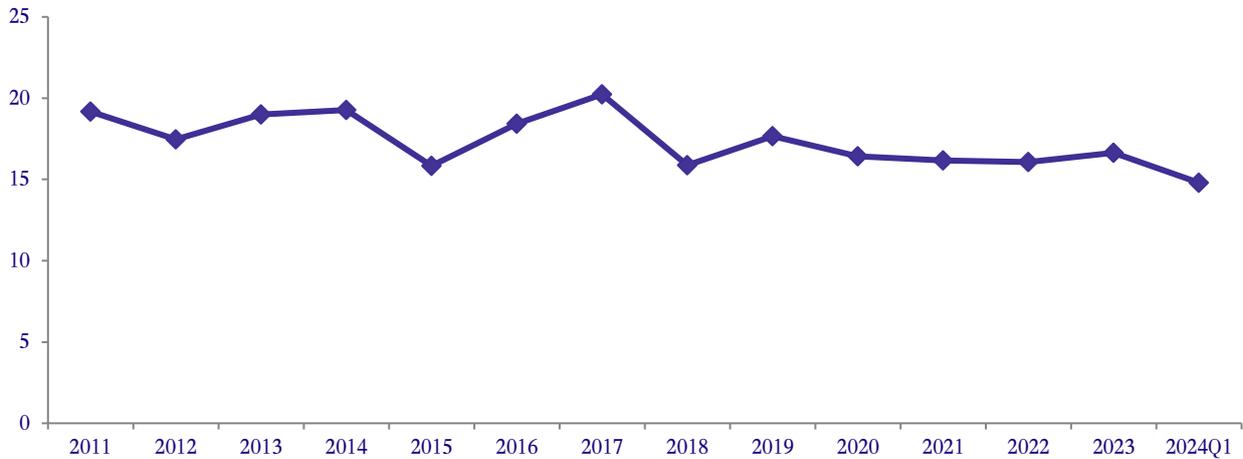


资料来源: iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

## 2. 家电行业杜邦分析:

2024年行业年化ROE为14.80%, 较2023年小幅下滑0.84个百分点, 主要系一季度受春节假期和天气等因素影响, 业绩相对平淡, 随着炎夏旺季来临, 行业景气上行将推动板块经营将逐步发力。通过对行业ROE的杜邦分析, 近年来行业的权益乘数相对稳定, 家电行业资产周转率呈现下滑趋势, 销售净利率对ROE的影响更为显著。

图24: 家电行业净资产收益率(%)



资料来源: iFind、中国银河证券研究院

备注: 为便于趋势分析, 2024 年为年化 ROE 数据

表 3: 家电行业杜邦分析指标

	净资产收益率 ROE (%)	销售净利率 (%)	资产周转率	权益乘数
2012	17.58	5.49	1.16	2.75
2013	19.11	6.18	1.17	2.65
2014	19.39	6.72	1.12	2.58
2015	15.95	6.74	0.97	2.45
2016	18.60	7.87	0.96	2.47
2017	20.42	7.60	1.03	2.61
2018	15.96	5.95	1.03	2.62
2019	17.70	7.06	0.98	2.55
2020	16.45	7.25	0.90	2.53
2021	16.18	6.68	0.95	2.56
2022	16.07	7.16	0.87	2.58
2023	16.64	7.69	0.85	2.54
2024	14.80	7.42	0.80	2.49

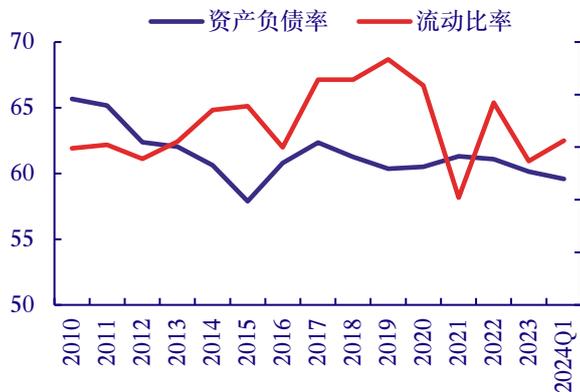
资料来源: iFind、中国银河证券研究院

备注: 为便于趋势分析, 2024 年为年化 ROE 数据

### 3. 家电行业资产负债率基本稳定, 流动比率改善

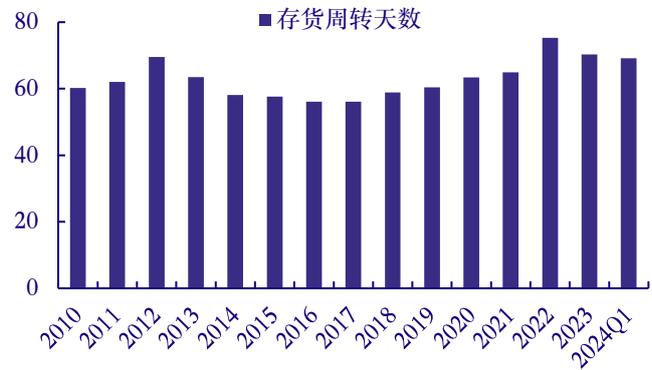
行业景气上行, 库存周转加快。近几年家电行业资产负债率维持在 61%左右, 2024 年一季度末降至 59.59%。2022 年受疫情影响, 厂商库存小幅提升, 2022 年存货周转天数抬升至 75.33 天, 2023 年至今, 由于家电消费回暖和企业积极推行以单定产, 存货周转天数降至 2024Q1 的 69.16 天。2010 年至今, 行业流动比率始终在 1.20 以上窄幅波动, 截止 2024 年一季度末达 1.25, 较疫情期间显著改善。

图25: 家电行业资产负债率(%-左轴)与流动比率(右轴)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图26: 家电行业存货周转天数



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

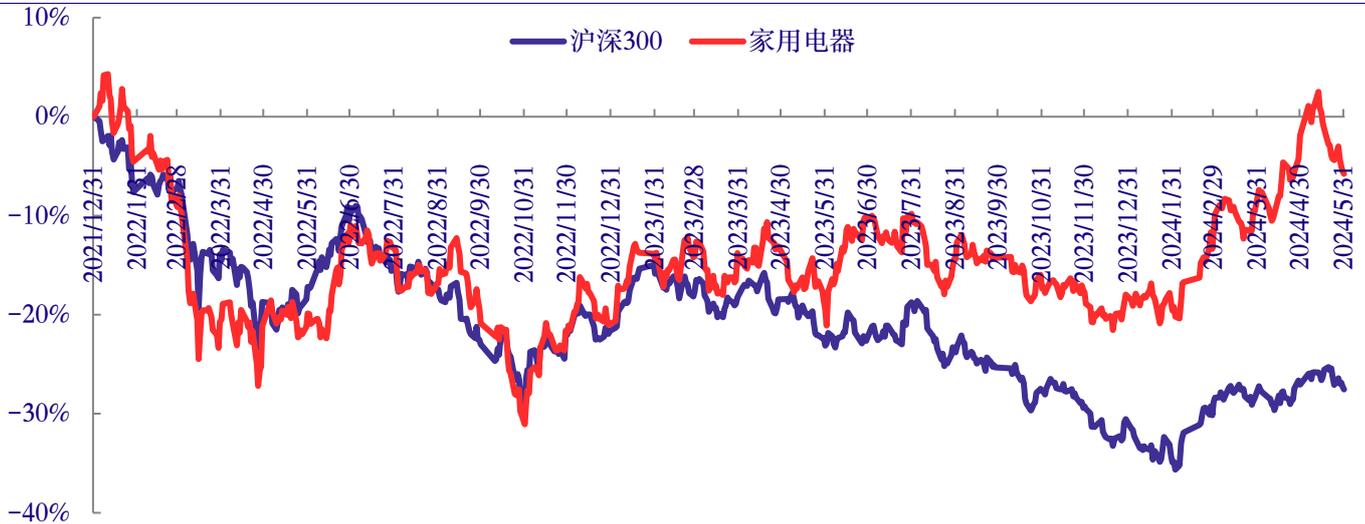
## 二、估值处于历史偏低水平, 具备长期投资价值

### (一) 估值低于历史均值

#### 1. 家电板块估值低于历史均值

2024年5月家电指数SW回调4%, 收益率位列一级行业第24位, 表现弱于沪深300指数(-0.68%)。截至5月31日, 家电行业市盈率(TTM)为14.64倍, 逐步接近2008年至今历史平均水平(17.81倍)。

图27: 家电指数SW与沪深300指数收益率对比(2022年初至今)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图28：2008 年至今家电板块市盈率水平变化

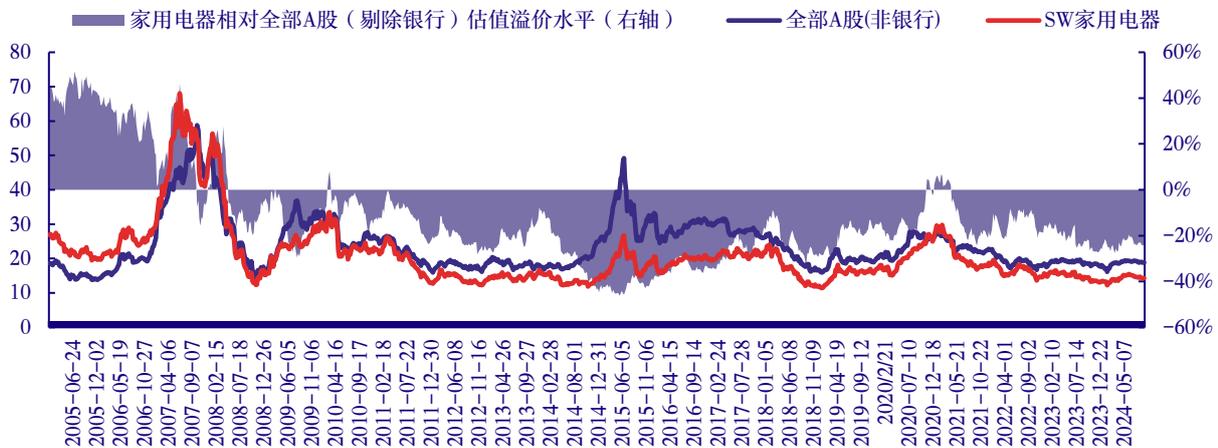


资料来源：iFind、中国银河证券研究院

## 2. 家电板块估值具备性价比

截至 2024 年 5 月 30 日，家用电器行业市盈率（TTM 整体法，剔除负值）为 14.26 倍，处于历史偏低水平，家电板块估值较 A 股整体溢价率（剔除银行股后）为 -24.32%，仍具备一定的估值性价比。

图29：家用电器股票市盈率估值溢价情况-剔除银行股

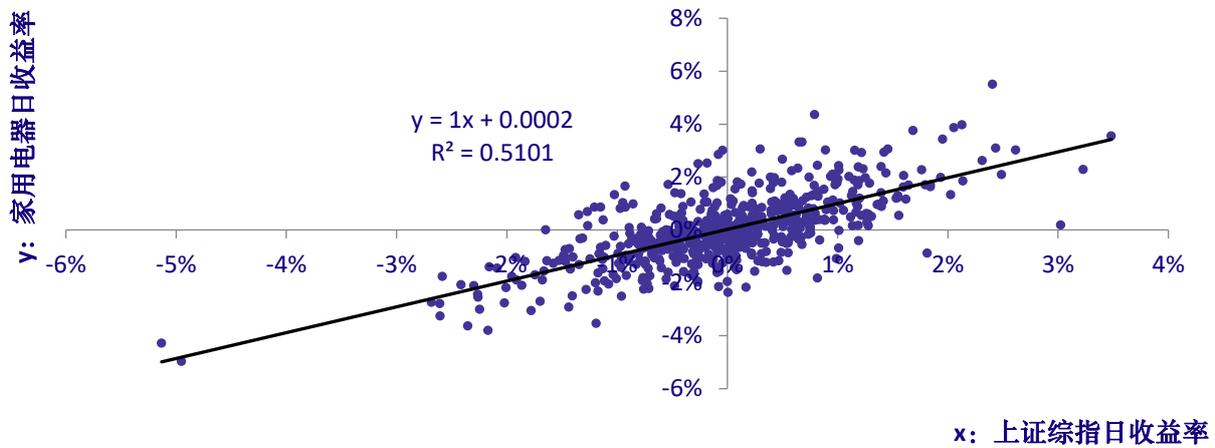


资料来源：iFind、中国银河证券研究院

## （二）行业 Beta 表现

2022 年初至今家用电器行业相对上证综指的  $\beta$  值略低于 1.00，行业与上证指数的波动性相近，单位风险的收益基本一致，整个 A 股市场波动时，行业表现与整个市场相对持平。

图30: 2022年初至今家用电器板块相对上证指数 Beta 表现



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

### 三、投资建议

#### (一) 行业观点及投资建议

随着以旧换新政策逐步发力, 家电内需有望得到支撑, 叠加海外库存逐步去化, 出口改善态势有望延续, 家电行业景气度有望延续复苏。从估值来看, 板块估值依然处于较低位置, 具备一定安全边际。

**白电:** 深度受益于家电以旧换新, 海外补库提振出口表现, 白电板块景气度有望延续向上。行业格局优化, 材料价格企稳回落有望推动盈利释放, 龙头有望充分受益, 重点推荐美的集团、海尔智家。

**厨电:** 低基数下出口改善, 传统厨电销量边际回暖。尽管现阶段住宅销售乏善可陈, 但厨电行业格局优化、成本压力缓解为龙头利润释放奠定基础, 重点推荐老板电器。

**清洁电器:** 企业积极推动渠道拓展、加快新品投放, 海内外景气度有望改善, 建议关注高成长性的细分品类, 重点推荐石头科技。

#### (二) 核心组合及表现

我们筛选出 4 只标的构建核心组合: **美的集团 (000333)**、**海尔智家 (600690)**、**石头科技 (688169)** 和 **老板电器 (002508)** 构建投资组合, 设立基准日为 2023 年 1 月 3 日。截至 2024 年 5 月 31 日, 该投资组合累计收益为 48.85%, 跑赢 SW 家用电器指数 30.14PCT;

表 4: 核心组合及推荐理由 (截至 2024.5.31)

证券代码	证券简称	推荐理由	月涨跌幅	累计涨幅 年初至今	相对收益率 年初至今
002508.SZ	老板电器	厨电行业龙头之一, 品牌护城河稳固。	1.65%	13.43%	9.26%
688169.SH	石头科技	扫地机器人领军企业之一, 产品技术壁垒坚实。	-1.92%	45.77%	41.60%
600690.SH	海尔智家	布局国际化和智能家居较早, 海外步入收获期。	-2.38%	45.81%	41.64%
000333.SZ	美的集团	C 端优势稳固, B 端市场广阔	-7.19%	26.21%	22.04%

资料来源: iFind、中国银河证券研究院

图31：核心组合收益率变动，2023年初至2024.5.31



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

## 四、风险提示

需求改善不及预期的风险；原材料价格变动的风险；家电出口存在不确定性的风险。

## 插图目录

图 1: 商品房住宅现房、期房销售面积累计同比增长率.....	3
图 2: 30 大中城市商品房成交套数同比增长率 (%) .....	3
图 3: 住宅新开工与竣工面积 (万平方米) 累计值及同比增长率 (右轴-%) .....	3
图 4: 全国居民人均可支配收入 (元) 及实际增长率 (%) .....	5
图 5: 家用电器和音像器材类社消零售额 (亿元) 及增速 (%) .....	5
图 6: 中国出口集装箱运价指数 .....	6
图 7: 美元兑人民币即期汇率: 离岸价 .....	6
图 8: 家用电器累计出口数量 (万台) 及增速 (%) .....	7
图 9: 白电累计销量 (万台) 及同比增速% .....	7
图 10: 中国彩电月产量 (万台) 及累计值 (万台) .....	8
图 11: 中国彩电线上市场分尺寸零售额结构 .....	8
图 12: 彩电内销、外销及总销量同比增长率 .....	8
图 13: 液晶电视面板价格走势 .....	9
图 14: 彩电分尺寸均价 (元) 及同比情况 .....	9
图 15: 厨电销量 (万台) 及增速 (%-右轴) .....	9
图 16: 小家电线上、线下月度零售额同比增长率 (%) .....	10
图 17: 小家电线上、线下累计同比增长率 (%) .....	10
图 18: 小家电细分品类零售额同比表现 .....	10
图 19: 小家电线上零售品类结构 .....	10
图 20: 家电营业收入 (亿元) 及增长率 .....	11
图 21: 家电行业归母净利润 (亿元) 及增长率 .....	11
图 22: 原材料价格 (元/吨) 走势 .....	11
图 23: 原材料价格同比变化 .....	11
图 24: 家电行业净资产收益率 (%) .....	12
图 25: 家电行业资产负债率 (%-左轴) 与流动比率 (右轴) .....	13
图 26: 家电行业存货周转天数 .....	13
图 27: 家电指数 SW 与沪深 300 指数收益率对比 (2022 年初至今) .....	13
图 28: 2008 年至今家电板块市盈率水平变化 .....	14
图 29: 家用电器股票市盈率估值溢价情况-剔除银行股 .....	14
图 30: 2022 年初至今家用电器板块相对上证指数 Beta 表现 .....	15
图 31: 核心组合收益率变动, 2023 年初至 2024.5.31 .....	16

## 表格目录

表 1: 年初至今重要地产政策梳理 .....	4
表 2: 年初至今重要地产政策梳理 .....	6
表 3: 家电行业杜邦分析指标 .....	12
表 4: 核心组合及推荐理由 (截至 2024.5.31) .....	15

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**杨策**，家电行业分析师，伦敦国王大学理学硕士，于 2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

0