

板块估值回落，龙头标的配置价值突显

——家电行业 6 月动态跟踪

核心观点：

- **家电出口表现改善优于内销。**统计局数据显示，2024 年 1-5 家用电器和音像器材类社会消费品零售总额为 3420.7 亿元，同比增长 7.00%，政策发力、企业接力和平台续力共同推动的以旧换新释放家电消费潜力，内销景气如期改善。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%；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。
- **白电景气延续复苏，外销表现强劲。**据产业在线数据显示，2024 年 5 月家用空调销售 2152.9 万台，同比增长 11.72%；其中内销出货 1245.7 万台，同比减少 1.42%，出口出货 907.2 万台，同比增长 36.75%。海外需求延续改善，冰洗销量增势良好。5 月冰箱销量为 834.4 万台，同比增长 8.10%，其中内外销分别为 341.7 万台和 492.7 万台，同比分别变动-1.07%和 15.54%；洗衣机销量为 681.4 万台，同比上升 9.24%，其中内外销分别为 305.1 和 376.3 万台，同比分别变动-0.28%和 18.40%。2023 年下半年冰洗出口复苏导致的基数效应逐渐显现，但现阶段出口依然强劲，表现持续强于内销。
- **6·18 平淡收官，低基数下扫地机器人增长良好。**根据星图数据，今年 618 综合电商平台、直播平台累积销售额为 7428 亿元，同比减少 7.0%，其中家电品类销售额占比在主要类目中遥遥领先，线上销售额约为 756 亿元，较往期销售额有所下滑，主要系口径变化及线下换新占比提升。低基数下，扫地机器人线上销售额、销量同比分别增长 16.6%和 11.9%。
- **利好逐步兑现，板块表现随大市回落。**前期地产政策松动、以旧换新落地、龙头业绩增长等强预期兑现后，近期估值有所回落，6 月家电指数 SW 回调 5.54%，收益率位列一级行业第 11 位，表现弱于沪深 300 指数（1.89%）。当前家电行业景气仍较高，预计调整幅度有限，随着估值回落，龙头标的高股息和低估值优势再度突显，在出海预期强化背景下，仍有中长期配置价值。
- **投资建议：**家电内需如期改善，海外补库提振出口，估值回落，板块龙头具备一定安全边际。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 2024.6.30）

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	-8.22%	5.15%	4.21%
688169.SH	石头科技	-5.82%	31.89%	30.95%
600690.SH	海尔智家	-3.93%	27.43%	26.49%
000333.SZ	美的集团	-0.40%	22.08%	21.14%

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

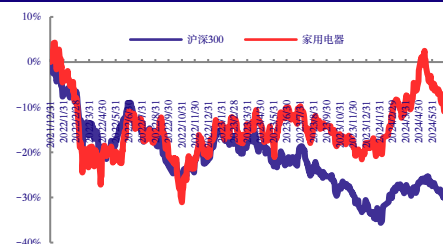
☎：010-80927637

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

相对沪深 300 表现图

2024-7-4



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，618 家电消费平淡.....	3
（二）外销：家电出口增势强劲，海运费和汇率有所波动.....	7
（三）销售端动态跟踪.....	8
（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.....	12
二、估值处于历史偏低水平，具备长期投资价值.....	14
（一）估值低于历史均值.....	14
（二）行业 Beta 表现.....	15
三、投资建议.....	16
（一）行业观点及投资建议.....	16
（二）核心组合及表现.....	16
四、风险提示.....	17

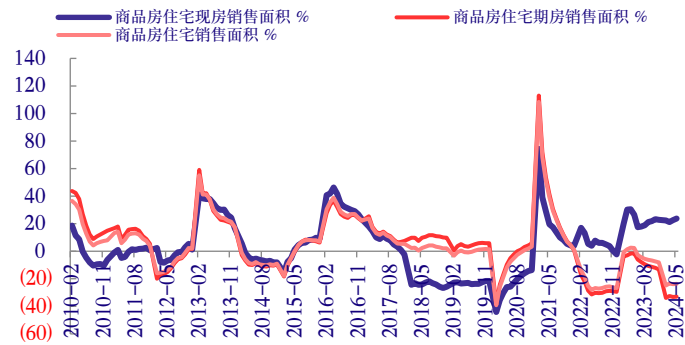
一、国内外需求企稳，家电行业盈利能力回升

（一）内需：地产端政策持续优化，618 家电消费平淡

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

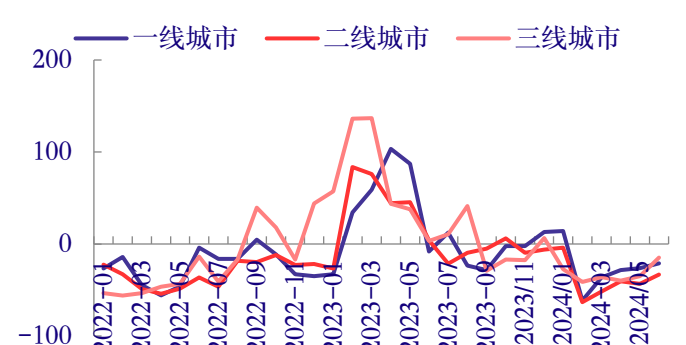
城市住宅限购政策松动优化，有望支撑家电行业需求释放。2024 年 1-5 月房地产住宅销售面积累计达 30744.16 万平方米，同比减少 23.6%，其中现房销售面积同比增长 23.8%，现房销售热度不减；期房销售面积同比下降 33%，销售颓势延续，仍压制着住宅销售端改善。从 30 大中城市商品房成交数据来看，2024 年 6 月份，30 大中城市商品房成交套数同比减少 24.19%，其中一线、二线、三线城市成交套数同比分别下滑 21.08%、33.19%、14.65%。北京、上海、深圳、杭州等一系列重点城市对居民住宅限购措施进行不同程度的放松和优化，随着政策逐步传导，有望提升商品住宅流动性，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

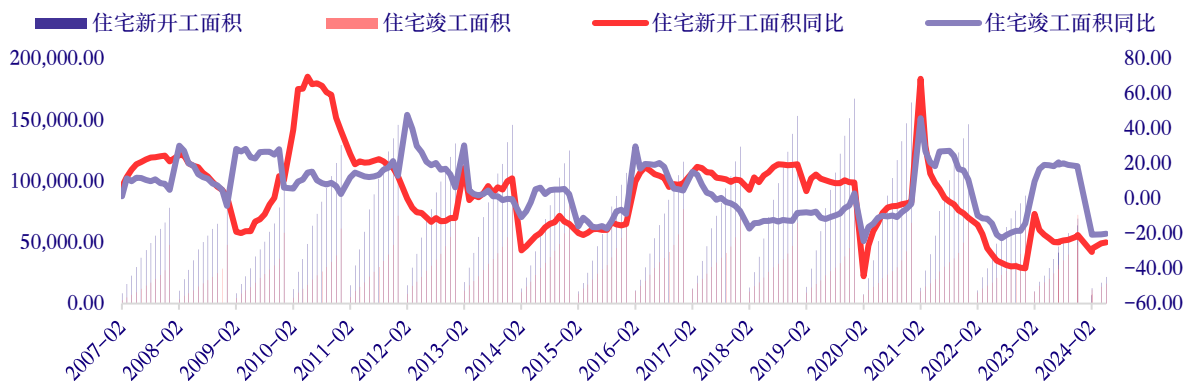
图2：30 大中城市商品房成交套数同比增长率 (%)



资料来源：iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

地产开工端、竣工端缺乏积极信号。2023 年 1-12 月全国房屋住宅新开工面积累计达 69285.61 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 17.0%，竣工端集中释放支撑家电消费释放。进入 2024 年，截至 5 月住宅新开工面积累计达 21759.93 万平方米，同比下滑 25.0%；竣工面积累计达 16199.37 平方米，高基数影响下，同比减少 20.1%，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	住房和城乡建设部、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	住房和城乡建设部	住房和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，是住房和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

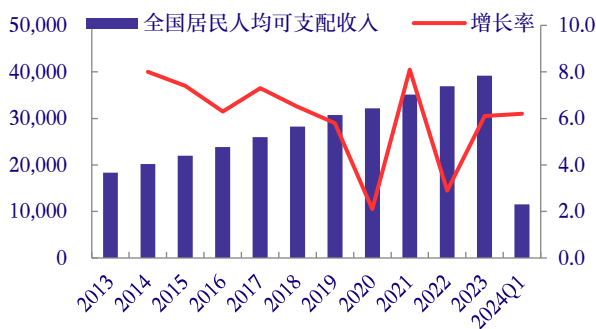
2024年5月28日	深圳市住房和建设局	深圳下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限	自5月29日起,深圳市下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。首套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的30%调整为20%,二套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的40%调整为30%。首套住房商业性个人住房贷款利率下限由原来的LPR-10BP调整为LPR-45BP,二套住房商业性个人住房贷款利率下限由原来的LPR+30BP调整为LPR-5BP
2024年5月28日	上海市住房和城乡建设管理委员会	关于调整本市住房公积金个人住房贷款最高贷款额度和最低首付款比例的通知	购买首套住房:最低首付款比例调整为20%,个人公积金最高贷款额度调整为65万元,家庭公积金最高贷款额度调整为130万元。 购买第二套改善型住房:个人公积金最高贷款额度调整为50万元,家庭公积金最高贷款额度调整为100万元,最低首付款比例调整为35%,所购住房位于中国(上海)自由贸易试验区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山6个行政区全域的,最低首付款比例调整为30%
2024年6月26日	北京市住房和城乡建设委员会	关于调整本市公积金个人住房贷款最低首付款比例政策的通知	对于使用贷款购买首套商品住房的居民家庭,最低首付款比例调整为不低于20%。对于使用贷款购买二套商品住房的居民家庭,所购住房位于五环以内的,最低首付款比例不低于35%;所购商品住房位于五环以外的,最低首付款比例不低于30%。

资料来源:官方公告整理、中国银河证券研究院

2. 居民消费信心弱化,收入增长趋势不匹配

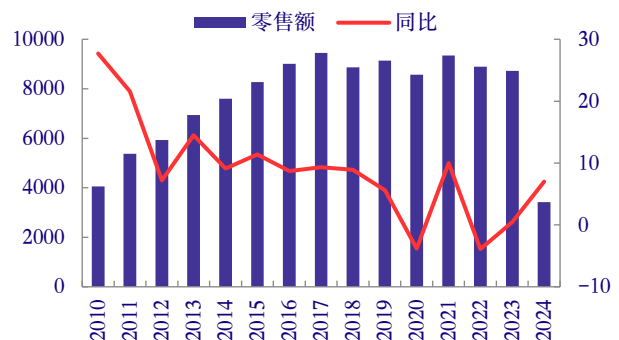
国内经济复苏背景下,居民收入有望稳健增长,政策支持家电换新需求释放。家电作为可选消费,需求与人均可支配收入增长紧密相关,我国人均可支配收入多年来保持每季度约5%的增速,我国家电消费仍有增长潜力。根据国家统计局数据,2023年我国居民人均可支配收入剔除价格因素后实际同比增长6.10%,2024Q1增长6.20%,增速延续提升。与收入良好增长态势不匹配的是,当前居民消费信心偏弱,收入持续转化为超额储蓄水平,压制消费需求释放。2024年1-5家用电器和音像器材类社会消费品零售总额3420.7亿元,同比增长7.0%,增速如期改善。未来促消费政策逐步发力,随着居民消费信心回升,家电市场表现存在边际强化的预期。

图4:全国居民人均可支配收入(元)及实际增长率(%)



资料来源:iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

图5:家用电器和音像器材类社消零售额(亿元)及增速(%)



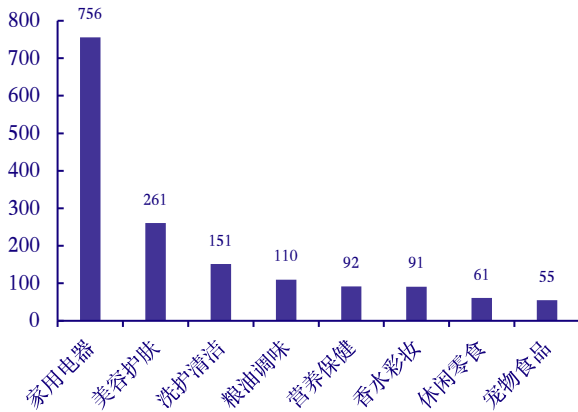
资料来源:iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

3.6·18 平淡收官,白电换新&扫地机贡献亮点

618大促整体表现平淡,冰洗换新及清洁电器新品销售亮点较多。根据星图数据,2024年618综合电商平台、直播平台累积销售额为7428亿元,同比减少7.0%,其中综合电商平台累积销售额为5717亿元,同比减少6.9%。分类目看,

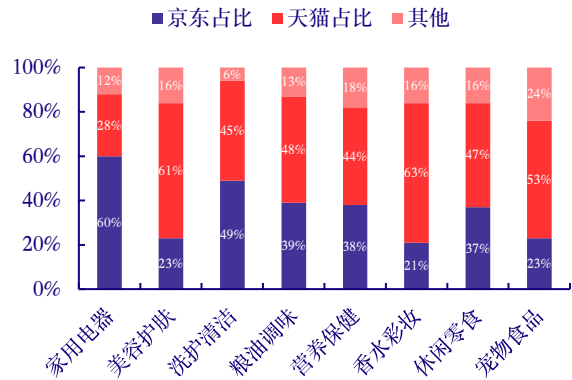
家电品类销额占比在主要类目中遥遥领先，2024年618家电线上销售额约为756亿元，较往期销售额有所下滑，主要系口径变化、线下依旧换新占比提升。分平台看，京东在家电销额占比为60%，延续家电相对优势，天猫在家电销额占比28%。

图6：2024年618期间线上各类目销额（亿元）



资料来源：星图数据《2024年618全网销售数据解读报告》，中国银河证券研究院

图7：2024年618期间线上分平台销售占比



资料来源：星图数据《2024年618全网销售数据解读报告》，中国银河证券研究院

白电线上销售火爆，美的销售额蝉联全网冠军，海尔多品类份额第一。白电方面，618当周（2024-6-17~2024-6-23）空调/冰箱/洗衣机的线上零售额和销量同比变化分别为+107.22%/+114.62%、+105.49%/+67.97%、+246.96%/+232.19%，618大促刺激下消费需求改善显著，空调/冰箱/洗衣机线上销售均价分别同比变动-3.45%/+22.34%/+4.44%，冰箱线上消费升级明显。分品牌看，根据公司公众号披露的618数据，美的品牌多点开花，COLMO品牌人群资产同比增长近45%，客单价同比增长近30%；TOSHIBA零售额同比增长超40%，套购金额占比提升近12%；小天鹅洗衣机全网零售结算金额第一，超薄全嵌系列全网销量超45万台；华菱零售额同比增长近25%，购买用户近160万。海尔集团分品牌看，海尔稳健增长，增速跑赢大盘；Casarte逆势高增，万元+高端家电第一；Leader创新产品满足个性化需求，销额增长30%，海尔多个单品取得全网销量冠军的战绩。

表2：2024年618美的集团部分产品销售情况

产品型号	销售情况	产品型号	销售情况
美的酷省电柜机系列	柜式空调类目全网零售额TOP1，销额超5亿	美的蒸汽洗油烟机系列	自清洗油烟机类目全网销售额TOP1，销量超4万台
小天鹅小乌梅2.0系列	高端洗烘套装行业销售额TOP1，销额超3亿	美的赤炎系列电饭煲	电饭煲类目线上零售额TOP1，销量近5万台
美的M60冰箱	60cm全嵌冰箱类目零售额TOP1，销额近8亿	美的无尘感洗地机GX5系列	洗地机类目线上零售额TOP3，销量超8万台

资料来源：美的集团公众号，中国银河证券研究院

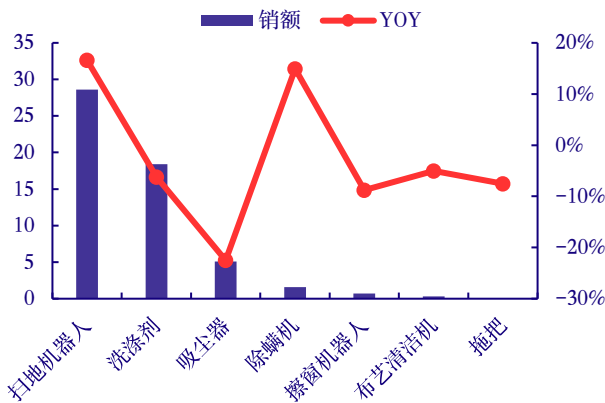
彩电方面，618当周零售额和销量同比分别增长195.74%和100.54%，均价同比提升47.47%，以旧换新拉动消费改善，面板原材料价格上升叠加大屏化趋势延续，产品消费结构优化。投影仪方面，极米在京东、天猫、抖音平台投影机类目GMV及销量冠军，其中RS10获全网4K单品销量第一，Play5获全网投影单品销量第一，Z系列获全网轻薄投影GMV及销量第一。

厨电方面，洗碗机、嵌入式单蒸、嵌入式单烤整体线下销售额和销量显著改善，集成灶线下渠道销量下滑，但均价同比持续提升，销售额有所提升。分品牌来看，帅丰京东渠道集成灶行业品牌、店铺618双第一，持续领跑行业。亿田连续三年获全网蒸

烤一体集成灶单品销量第一。

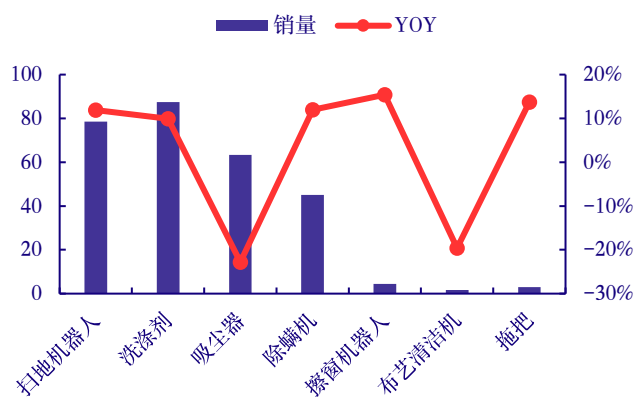
清洁电器：整体微增，低基数下扫地机器人增势头良好。根据奥维云网监测数据，今年 618 促销期线上清洁电器整体销额 54.8 亿元，同比增长 2.8%，销量 284 万台，同比增长 1.1%。分品类看，扫地机器人表现亮眼，主要受去年同期低基数、今年新品多且产品功能配置强化等因素影响，销额、销量同比分别增长 16.6%和 11.9%，均价为 3645 元，同比增长 4.2%。洗地机额降量增，618 促销期均价为 2098 元，同比下滑 14.7%，延续以价换量。吸尘器需求萎缩，销额、销量分别同比下降 22.5%和 22.8%。

图8：2024年清洁电器线上618细分品类销额（亿元）及增速



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

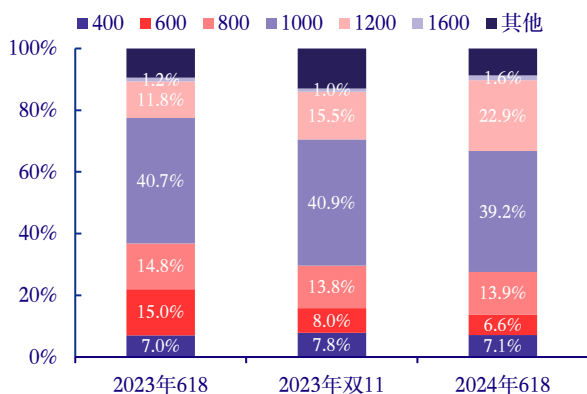
图9：2024年清洁电器线上618细分品类销量（万台）及增速



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

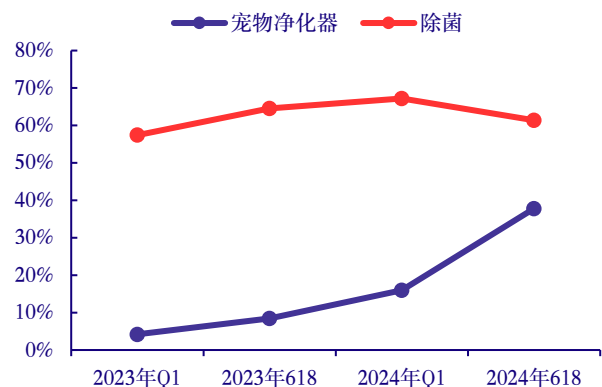
水家电及环境电器竞争加剧，不同品类表现各异。根据奥维云网监测数据，今年 618 线上水家电销额为 21.5 亿元，同比下滑 7.3%，销量为 203.7 万台，同比下滑 12.8%。分品类看，净水器销额为 12.5 亿元，同比下滑 12.1%，销量 64 万台，同比下滑 19.1%，净热一体净水器销额份额占比达 20.8%，份额同比增长 5.7%，均价同比下降 8.2%，净热产品持续渗透。空气净化器延续上半年高增长势头，销额 6.0 亿元，同比增长 25.9%，销量 31.6 万台，同比增长 21.2%，均价为 1892 元，同比提高 3.9%，主要受略高于均价的宠物净化器（销额占比从去年同期的 8.4%增至 37.8%）和大参数净化器支撑。

图10：RO净水器分处理量销额份额走势



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图11：线上净化器零售额结构



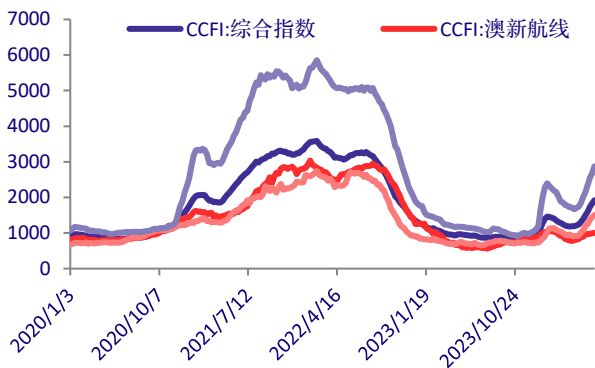
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

（二）外销：家电出口增势强劲，海运费和汇率有所波动

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

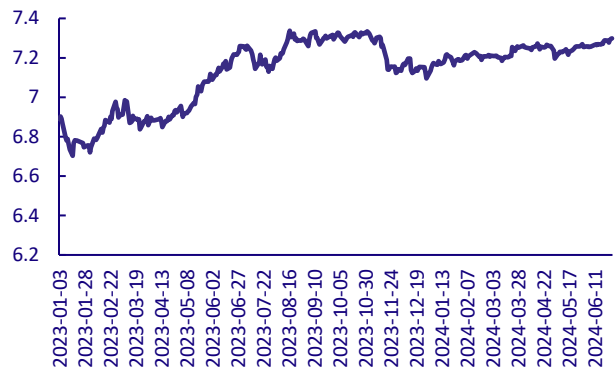
长 24.6%，低基数效应下，增速自 2023 年 5 月转正后持续扩大；2024 年 1-5 月累计出口金额达 401.78 亿美元，同比增长 14%，增长势头强劲。随着海外市场去库进入尾声，渠道补库需求改善，出口向好趋势有望延续，但随着低基数效应逐步消退，后续能否延续高增速仍需观察。海运费方面，截止 6 月 28 日 CCFI 综合指数为 1922.46 点，同比上升 114.63%，环比上月增长 28.51%，其中受突发事件扰动最大的欧运线指数同比抬升 160.61%，环比增长 33.84%，运力紧张叠加海运费上行，出口订单增长面临挑战。汇率方面，6 月 28 日美元兑人民币汇率 7.30，近期有所震荡回升，美国降息预期弱化，汇率端压力缓解，对家电出口或起到一定支撑。

图12：中国出口集装箱运价指数



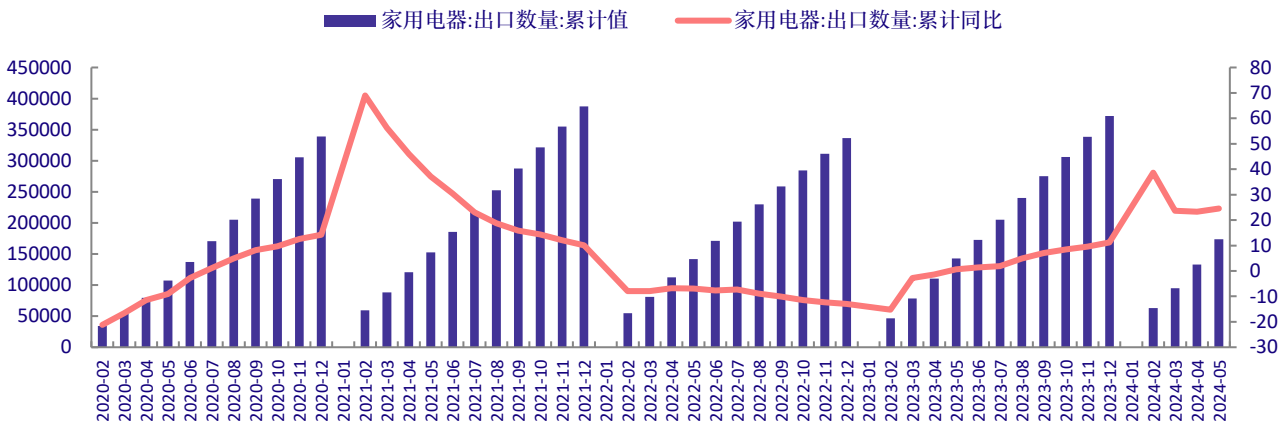
资料来源：iFind、中国银河证券研究院

图13：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14：家用电器累计出口数量（万台）及增速（%）



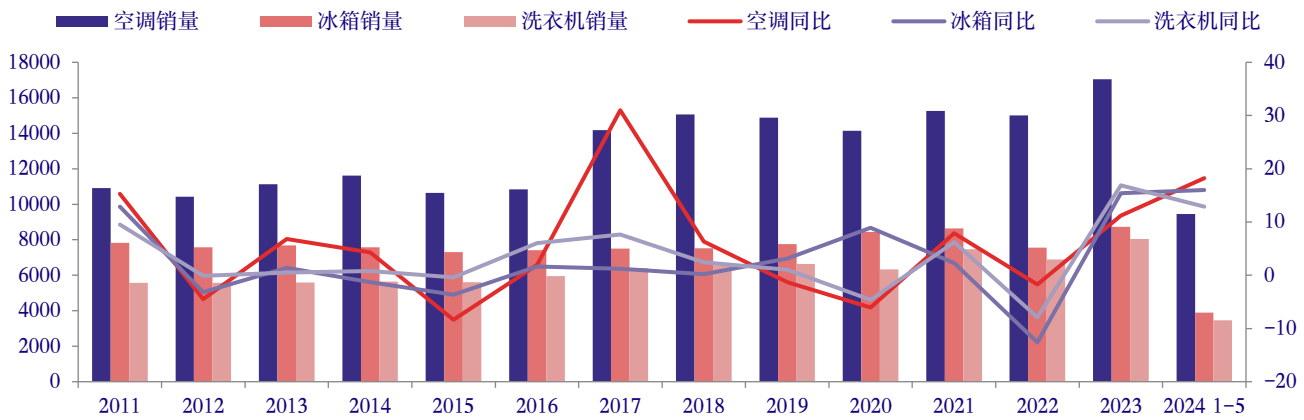
资料来源：海关总署、iFind、中国银河证券研究院

（三）销售端动态跟踪

1. 白电：基数效应逐步减退，内销展现弱勢，出口延续强劲

受南方持续强降雨影响，空调内需受挫，炎夏带动海外需求增势强劲。据产业在线数据显示，2024 年 5 月家用空调销售 2152.9 万台，同比增长 11.72%；其中内销出货 1245.7 万台，同比减少 1.42%，出口出货 907.2 万台，同比增长 36.75%。海外需求延续改善，冰洗销量增势良好。5 月冰箱销量为 834.4 万台，同比增长 8.10%，其中内外销分别为 341.7 万台和 492.7 万台，同比分别变动-1.07%和 15.54%；洗衣机销量为 681.4 万台，同比上升 9.24%，其中内外销分别为 305.1 和 376.3 万台，同比分别变动-0.28%和 18.40%。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。

图15：白电累计销量（万台）及同比增速%

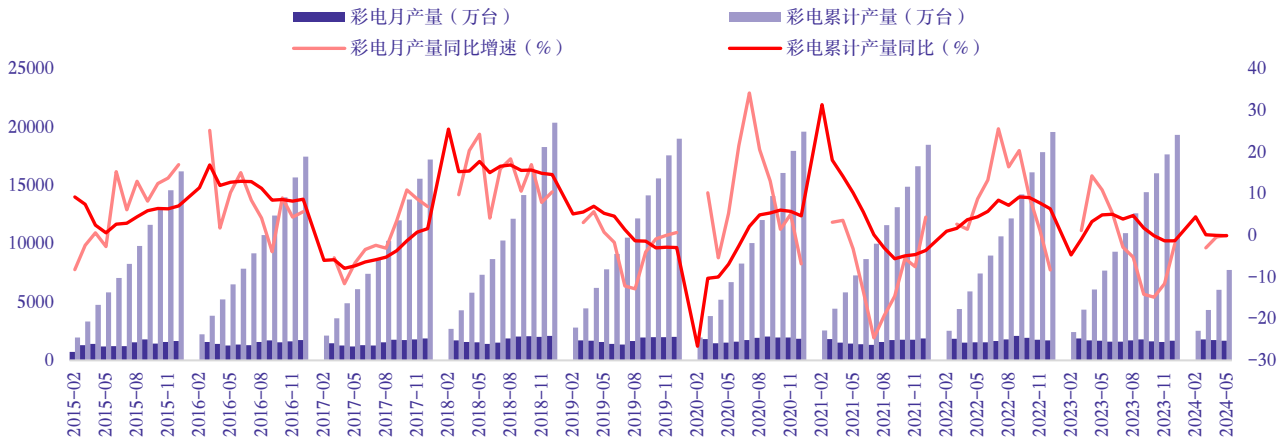


资料来源：产业在线、中国银河证券研究院整理

2. 黑电：大屏化推动产品结构改善，出口增势良好

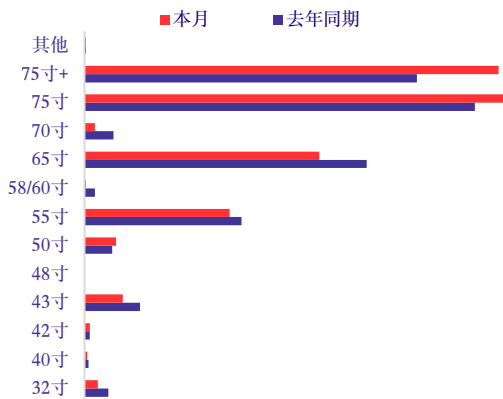
出口提速增长，大屏化消费趋势延续。2023年5月以来，在彩电市场高度饱和及平板电脑、投影仪等替代品技术革新等多重因素的影响下，彩电内销持续收缩，但结构不断优化。2024年5月，彩电内销达285.5万台，同比下滑3.38%；出口销量为893万台，同比增加19.07%，推测系大型赛事临近推动消费需求释放。从尺寸零售额结构来看，随着消费的升级和体验感需求的增加，消费者对于大尺寸彩电的需求不断上升，奥维云网数据显示，5月中国彩电内容电商市场75寸/75寸+产品零售额份额分别为31.8%/31.4%，同比分别增长2.2/6.2个百分点，75寸及以上零售额合计超六成，彩电消费结构持续优化。

图16：中国彩电月产量及增速



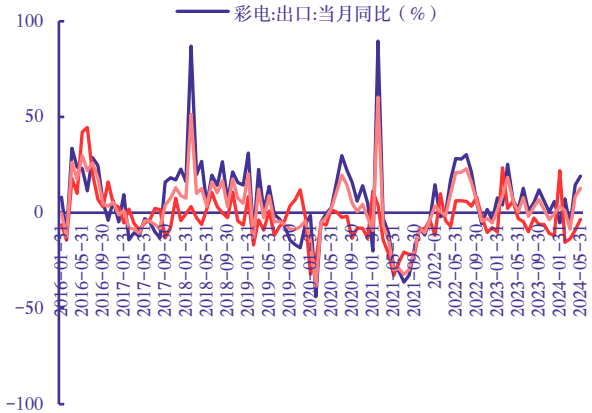
资料来源：iFind、中国银河证券研究院整理

图17：中国彩电线上市场分尺寸零售额结构



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

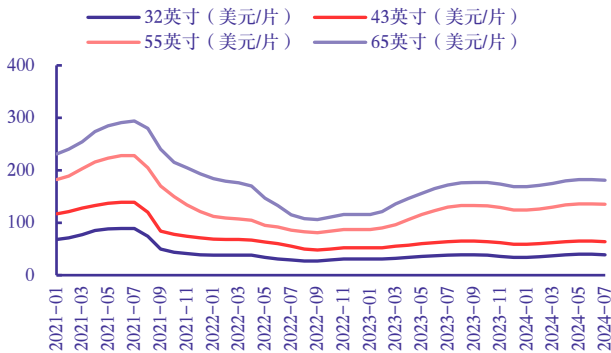
图18：彩电内销、外销及总销量同比增长率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

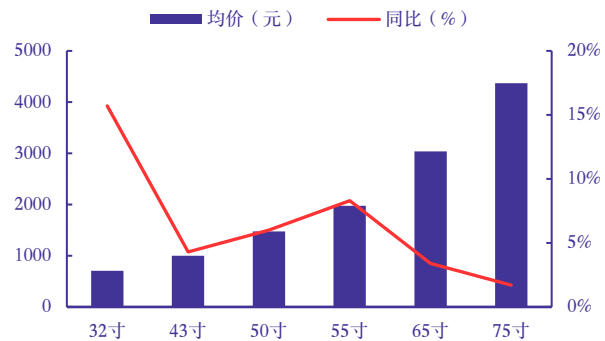
面板价格上行压力有所缓解，大屏化消费趋势下，彩电提价较为顺畅。7月液晶电视32英寸/43英寸/55英寸/65英寸面板价格分别为39/64/135/181美元，同比分别提高2.63%/0%/3.85%/5.23%，面板价格短暂上升后涨势回落。奥维云网数据显示，2024年5月中国彩电线上市场均价为3368元，同比增长17.6%。整体来看彩电产品价格传导较为顺畅，对缓解成本压力有一定帮助。

图19：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20：彩电分尺寸均价及同比情况

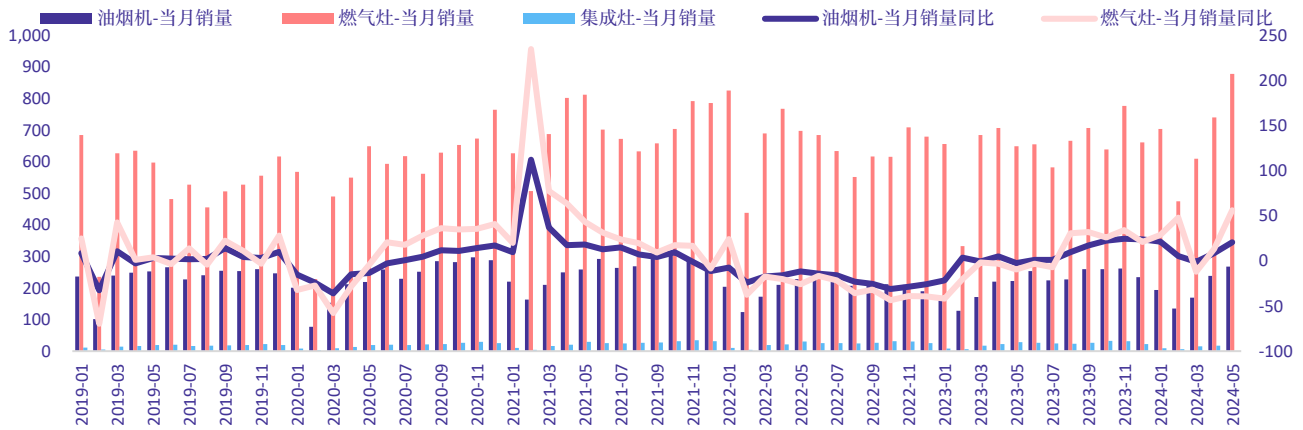


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

3. 厨电：内销随地产端共振筑底反弹，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5月，油烟机/燃气灶销量同比分别增长20.52%/35.37%，低基数下销量增长复苏强劲。内销方面，燃气灶/油烟机月销同比增速分别13.17%/12.67%，为厨电销量与新房购置、二手房翻修场景高度绑定，受地产端现房销售持续增长影响叠加一线城市限购放松，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41.64%/31.64%，厨电销售重心逐步向出口转移。

图21：厨电销量（万台）及增速（%-右轴）

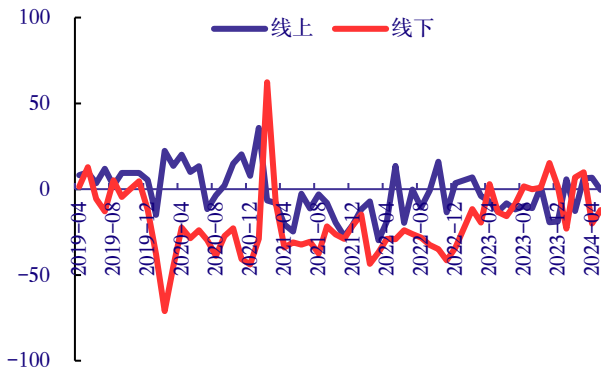


资料来源：ifind、中国银河证券研究院整理

4. 小家电：消费表现差强人意

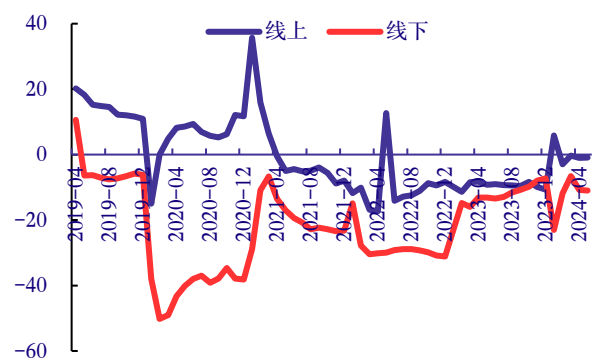
小家电国内消费平淡。奥维云网数据显示，5月小家电线上零售额同比减少0.5%，线上消费自年初起触底改善，主要系养生壶、豆浆机等刚需品类需求复苏。线下零售额同比下滑12.2%，小家电消费持续向线上迁移。

图22：小家电线上、线下月度零售额同比增长率（%）



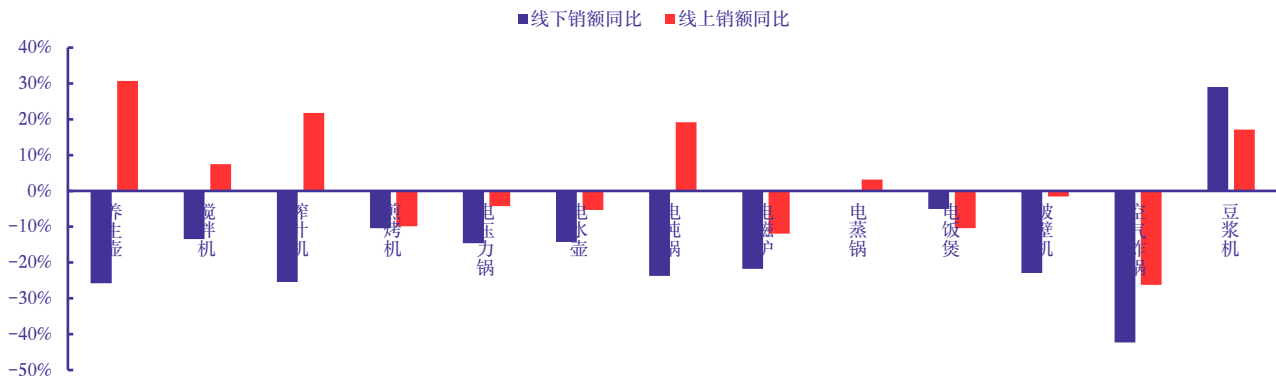
资料来源：iFind、中国银河证券研究院

图23：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24：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

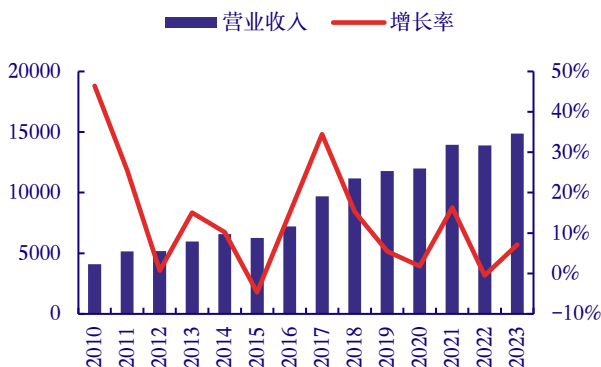
（四）利润端：白电销售增长提振行业收入，原材料价格回落带动业绩改善

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 1.83pct 和 0.53pct；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 1.98/0.97/0.35/3.06/2.20/1.99pct。

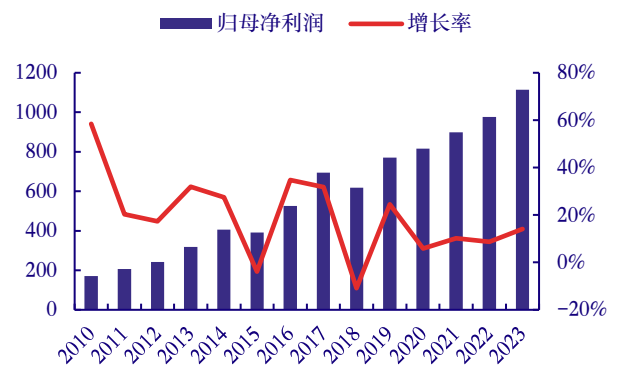
分季度看，2023Q4 家电行业实现营业收入 3641.87 亿元，同比增长 8.10%，归母净利润为 243.53 亿元，同比增长 19.93%。2024Q1 家电行业实现营业收入 3698.34 亿元，同比增长 8.02%，归母净利润为 261.59 亿元，同比增长 10.63%，毛利率和净利率分别为 25.15% 和 7.42%。尽管成本红利逐步减退，家电企业积极把握需求改善的良好机遇，凭借提质增效、优化产品结构等手段呵护毛利率，板块毛利率连续 8 个季度实现改善。

图25：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

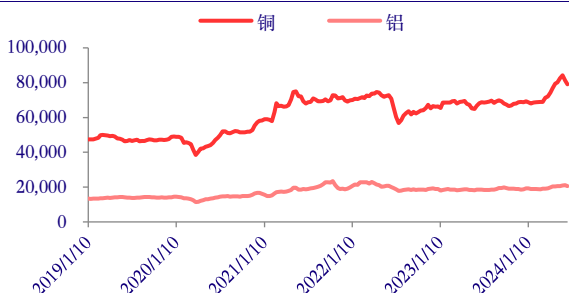
图26：家电行业归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

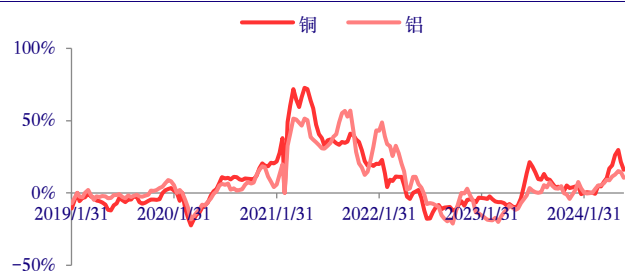
铜铝等金属材料价格上涨，具有原材料套保能力的家电企业拥有优势。根据国家统计局发布的主要生产资料价格数据，2024 年 6 月 20 日铜、铝结算价环比分别下跌 4.09%、0.28%，同比分别上涨 16.00%、10.45%。近期铜、铝等金属材料价格受冲突事件和海外降息预期等影响短期冲高回落，在未来随着其他原材料价格中枢震荡下行，有望缓解家电制造成本压力。

图27：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

图28：原材料价格同比变化



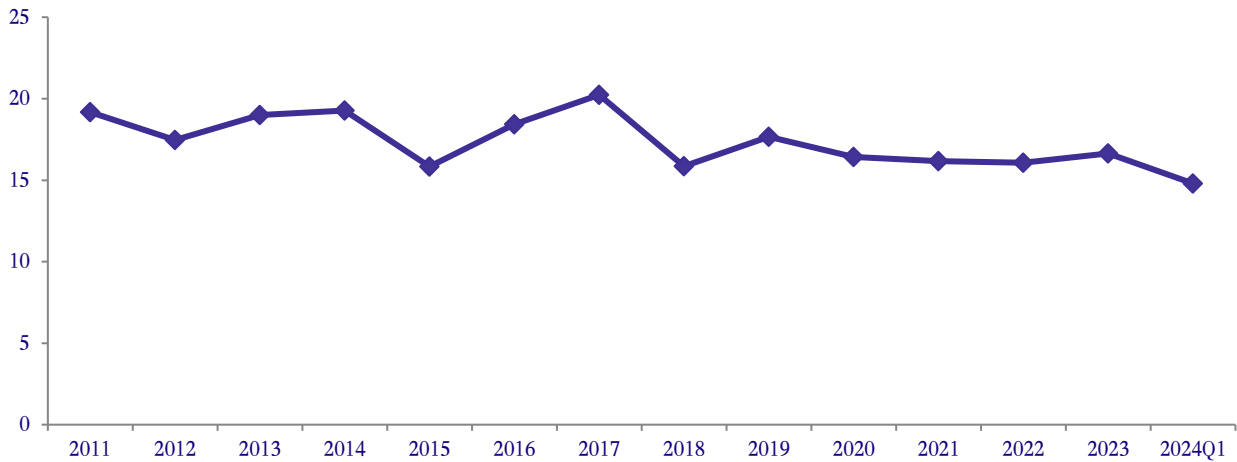
资料来源：iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

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。

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29：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30: 家电行业资产负债率(%-左轴)与流动比率(右轴)

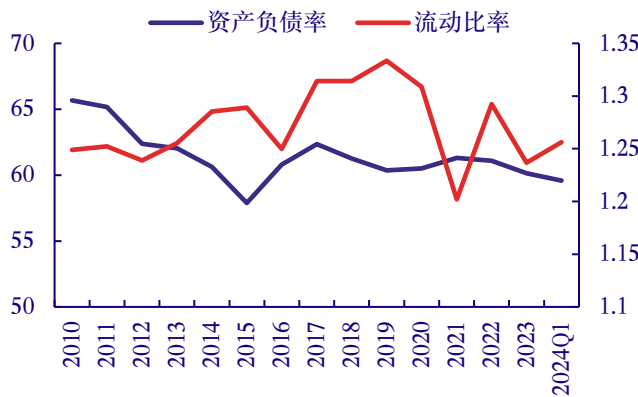
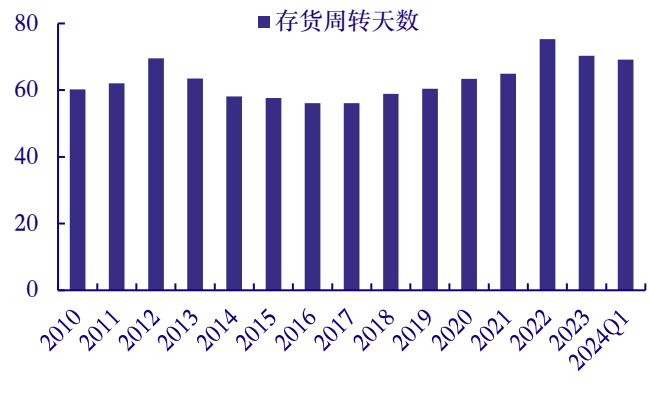


图31: 家电行业存货周转天数



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

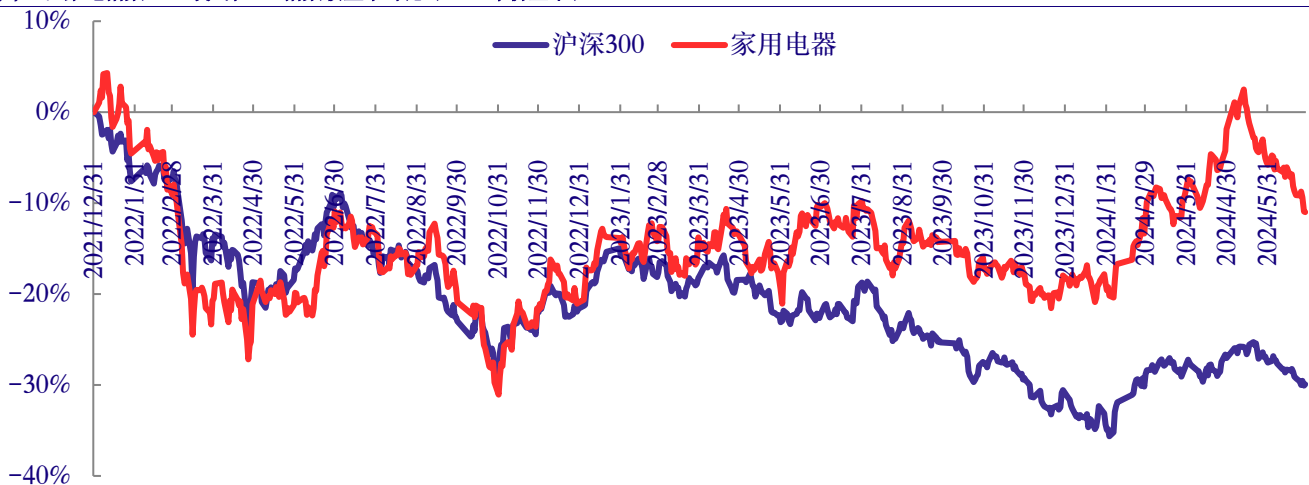
二、估值处于历史偏低水平，具备长期投资价值

(一) 估值低于历史均值

1. 家电板块估值低于历史均值

2024 年 6 月家电指数 SW 回调 5.54%，收益率位列一级行业 11 位，表现弱于沪深 300 指数（1.89%）。截至 6 月 30 日，家电行业市盈率（TTM）为 13.29 倍，低于 2008 年至今历史平均水平（17.81 倍）。

图32: 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33：2008年至今家电板块市盈率水平变化

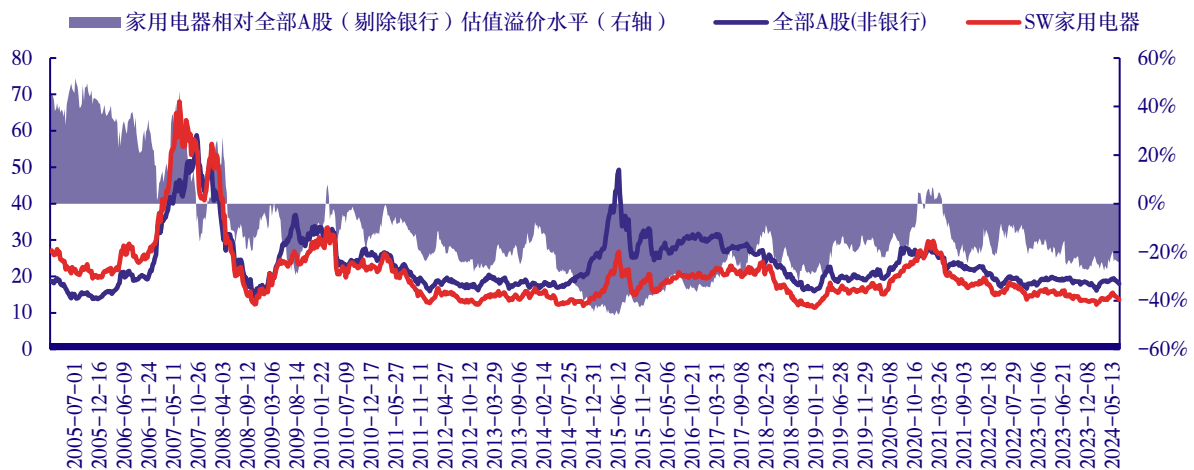


资料来源：iFind、中国银河证券研究院

2. 家电板块估值具备性价比

截至2024年6月30日，家用电器行业市盈率（TTM整体法，剔除负值）为13.29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-26.53%，具备一定的估值性价比。

图34：家用电器股票市盈率估值溢价情况-剔除银行股

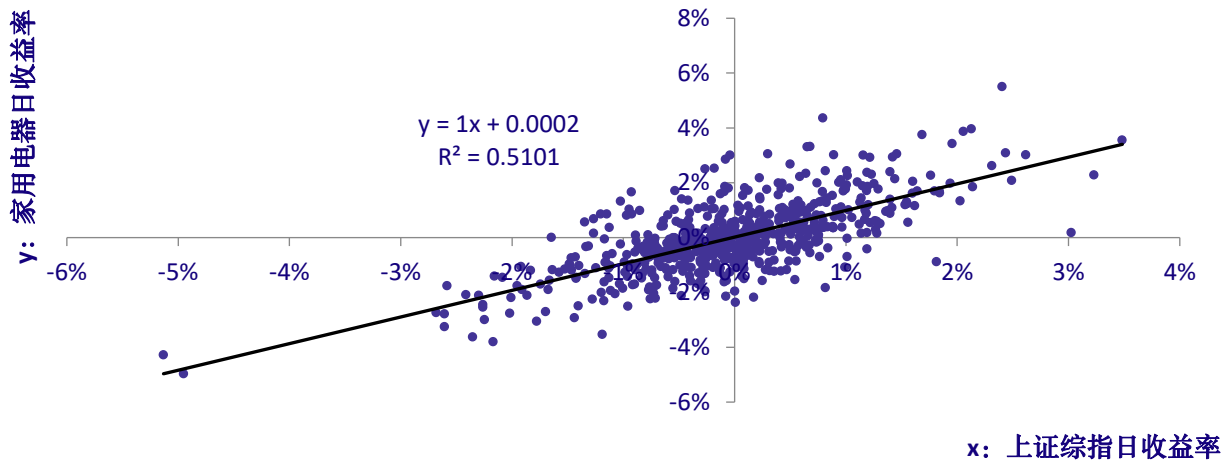


资料来源：iFind、中国银河证券研究院

（二）行业 Beta 表现

2022年初至今家用电器行业相对上证综指的β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35：2022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

家电内需如期改善，海外补库提振出口。从估值来看，板块估值回落后，质地优异的龙头标的具备一定安全边际。

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 6 月 30 日，该投资组合累计收益为 39.58%，跑赢 SW 家用电器指数 27.88PCT；

表 4：核心组合及推荐理由（截至 2024.6.30）

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。	-8.22%	5.15%	4.21%
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。	-5.82%	31.89%	30.95%
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。	-3.93%	27.43%	26.49%
000333.SZ	美的集团	C 端优势稳固，B 端市场广阔	-0.40%	22.08%	21.14%

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图36: 核心组合收益率变动, 2023年初至2024.6.30



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: 2024 年 618 期间线上各类目销额 (亿元)	6
图 7: 2024 年 618 期间线上分平台销售占比.....	6
图 8: 2024 年清洁电器线上 618 细分品类销额 (亿元) 及增速	7
图 9: 2024 年清洁电器线上 618 细分品类销量 (万台) 及增速	7
图 10: RO 净水器分处理量销额份额走势	7
图 11: 线上净化器零售额结构	7
图 12: 中国出口集装箱运价指数	8
图 13: 美元兑人民币即期汇率: 离岸价.....	8
图 14: 家用电器累计出口数量 (万台) 及增速 (%)	8
图 15: 白电累计销量 (万台) 及同比增速%	9
图 16: 中国彩电月产量及增速	9
图 17: 中国彩电线上市场分尺寸零售额结构	10
图 18: 彩电内销、外销及总销量同比增长率	10
图 19: 液晶电视面板价格走势	10
图 20: 彩电分尺寸均价及同比情况	10
图 21: 厨电销量 (万台) 及增速 (%-右轴)	11
图 22: 小家电线上、线下月度零售额同比增长率 (%)	11
图 23: 小家电线上、线下累计同比增长率 (%)	11
图 24: 小家电细分品类零售额同比表现.....	11
图 25: 家电营业收入 (亿元) 及增长率.....	12
图 26: 家电行业归母净利润 (亿元) 及增长率.....	12
图 27: 原材料价格 (元/吨) 走势	12
图 28: 原材料价格同比变化.....	12
图 29: 家电行业净资产收益率 (%)	13
图 30: 家电行业资产负债率 (%-左轴) 与流动比率 (右轴)	14
图 31: 家电行业存货周转天数	14
图 32: 家电指数 SW 与沪深 300 指数收益率对比 (2022 年初至今)	14
图 33: 2008 年至今家电板块市盈率水平变化	15
图 34: 家用电器股票市盈率估值溢价情况-剔除银行股	15
图 35: 2022 年初至今家用电器板块相对上证指数 Beta 表现	16
图 36: 核心组合收益率变动, 2023 年初至 2024.6.30	17

表格目录

表 1: 年初至今重要地产政策梳理	4
表 2: 2024 年 618 美的集团部分产品销售情况.....	6
表 3: 家电行业杜邦分析指标.....	13
表 4: 核心组合及推荐理由 (截至 2024.6.30)	16

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