



# 高基数下内销承压，以旧换新政策加码

## ——家电行业 7 月动态跟踪

2024 年 8 月 6 日

### 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 1-6 家用电器和音像器材类社会消费品零售总额为 4487 亿元，同比增长 3.1%，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 1-6 月我国家用电器累计出口 21.40 亿台，同比增长 24.9%；累计出口金额达 489.82 亿美元，同比增长 14.8%，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 6 月家用空调销售 1893.99 万台，同比增长 3.59%；其中内销出货 1056.75 万台，同比减少 15.82%，出口出货 837.24 万台，同比增长 46.10%。海外需求延续改善，冰洗销量增势良好。5 月冰箱销量为 808.40 万台，同比增长 4.32%，其中内外销分别为 320.10 万台和 488.30 万台，同比分别变动 -11.63% 和 18.31%；洗衣机销量为 675.30 万台，同比增长 6.65%，其中内外销分别为 290.00 和 385.30 万台，同比分别变动 -4.53% 和 16.96%。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。
- “以旧换新”政策加码。**7 月 25 日国家发展改革委和财政部联合发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金用于支持以旧换新，其中，家电产品与老旧营运货车、新能源公交车及动力电池更新、消费品、汽车等品类换新补贴将获得 1500 亿元中央资金支持，所涉及的支持资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担。随着后续超长期特别国债资金拨付到位后，家电以旧换新补贴力度或在目前基础上加码，我们测算空调、冰箱、洗衣机以旧换新销售有望达到 1134.99、1130.99、508.63 万台，叠加旧屋装修、智能家居等方面政策的落地对厨卫产品的提振，以旧换新补贴撬动的家电销售额有望超 1000 亿元。
- 投资建议：**以旧换新政策加码提振内销，出口端延续强劲，估值回落后，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 2024.7.31）

证券代码	证券名称	月涨跌幅	年涨跌幅	相对收益率
002508.SZ	老板电器	-1.90%	2.21%	4.78%
688169.SH	石头科技	-19.86%	-0.34%	2.23%
600690.SH	海尔智家	-3.84%	21.33%	23.90%
000333.SZ	美的集团	-1.15%	16.06%	18.63%

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。

### 家电行业

推荐（维持）

### 分析师

杨策

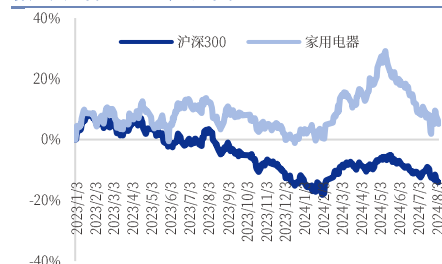
☎：010-80927637

✉：yangce\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

### 相对沪深 300 表现图

2024-8-6



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

## 目录

### Catalog

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，“以旧换新”政策加码.....	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 .....	9
二、 估值处于历史偏低水平，具备长期投资价值 .....	12
(一) 估值低于历史均值 .....	12
(二) 行业 Beta 表现 .....	13
三、 投资建议 .....	14
(一) 行业观点及投资建议 .....	14
(二) 核心组合及表现 .....	14
四、 风险提示 .....	15

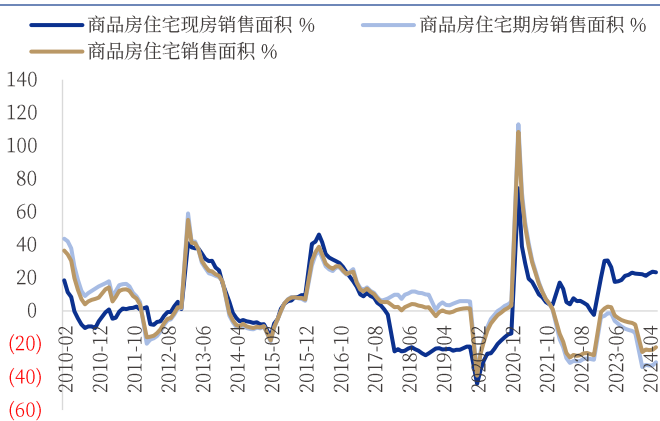
# 一、国内外需求企稳，家电行业盈利能力回升

## (一) 内需：地产端政策持续优化，“以旧换新”政策加码

### 1. 地产政策持续优化，家电行业作为地产后周期有望受益

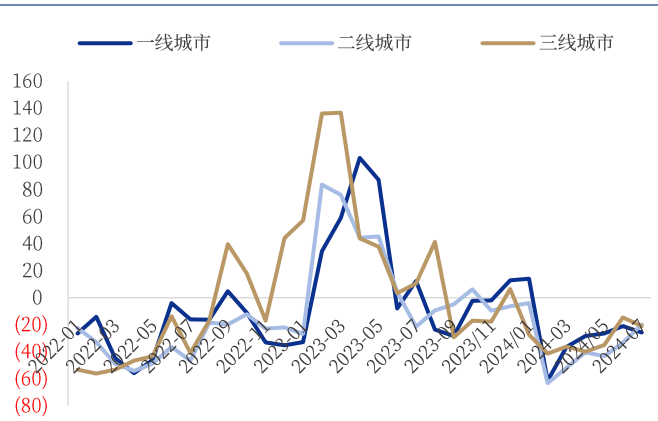
城市住宅限购政策松动优化，有望支撑家电行业需求释放。2024年1-6月房地产住宅销售面积累计达40114.18万平方米，同比减少21.9%，其中现房销售面积同比增长23.3%，现房销售热度不减；期房销售面积同比下降31.10%，销售颓势延续，仍压制着住宅销售端改善。从30大中城市商品房成交数据来看，2024年7月份，30大中城市商品房成交套数同比减少22.85%，其中一线、二线、三线城市成交套数同比分别下滑25.81%、19.78%、21.00%。北京、上海、深圳、杭州等一系列重点城市对居民住宅限购措施进行不同程度的放松和优化，随着政策逐步传导，有望提升商品住宅流动性，家电行业作为地产后周期有望获益。

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

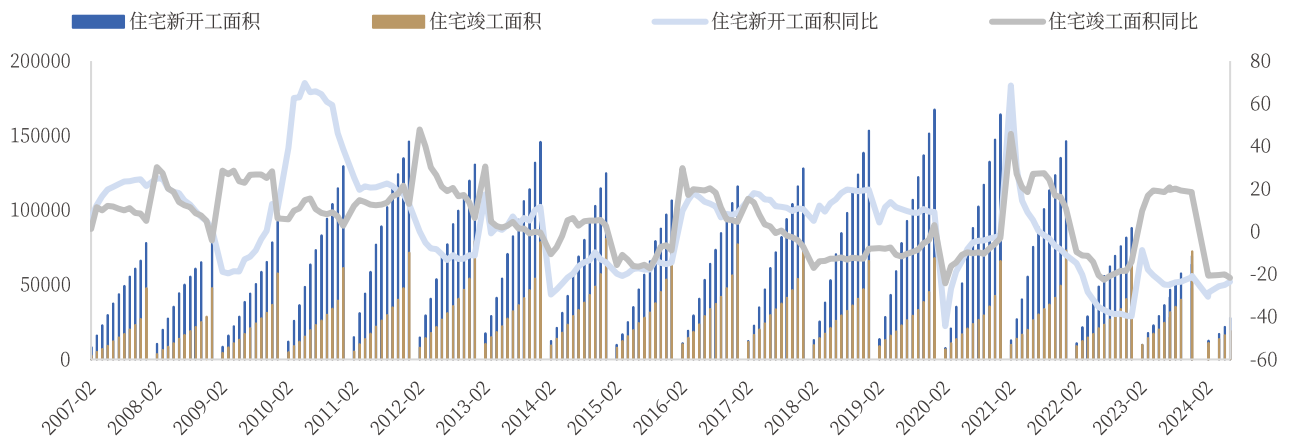
图2：30大中城市商品房成交套数同比增长率（%）



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6月住宅开工面积累计达27,747.84万平方米，同比下滑23.6%；竣工面积累计达19,259.01平方米，高基数影响下，同比减少21.8%，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比例和利率下限。首套住房个人住房贷款最低首付比例由原来的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比例的通知	<p>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。</p> <p>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%</p>
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比例政策的通知	<p>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%。</p>
2024年7月31日	国务院	《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》	<p>放开放宽除个别超大城市外的落户限制，推行以经常居住地登记户口制度。全面落实城区常住人口 300 万以下城市取消落户限制要求，全面放宽城区常住人口 300 万至 500 万城市落户条件。完善城区常住人口 500 万以上超大特大城市积分落户政策，鼓励取消年度落户名额限制。</p>

资料来源：中国政府网等，中国银河证券研究院

## 2. “以旧换新”政策加码，推动消费需求释放

**政策发力提振内需，家电“以旧换新”换挡提速。**7月25日，国家发展改革委和财政部联合发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》（以下简称“《措施》”），提出支持地方提升消费品以旧换新能力：直接安排超长期特别国债资金，用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。国家发展改革委商财政部综合各地区常住人口、地区生产总值、汽车和家电保有量等因素，合理确定对各地区支持资金规模。各地区要重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新，家电产品和电动自行车以旧换新，旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等。针对家电产品以旧换新，《措施》提出对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品给予以旧换新补贴：补贴标准为产品销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格 5% 的补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。商务部指导各地区结合实际做好优惠政策衔接，确保政策平稳有序过渡。

**中央财政提供补贴资金来源，加力支持以旧换新。**与先前《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（国发〔2024〕7号）相比，《措施》细化了补贴政策标准，并对补贴资金的来源和分配作出了更明确的指引：国家发展改革委直接向地方安排 1500 亿元左右超长期特别国债资金，用于落实包括以旧换新支持政策（家电产品与老旧营运货车、新能源公交车及动力电池更新、消费品、汽车等），所涉及的支持资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 85%、90%、95%。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金。措施进一步要求，要确保资金投向符合政策要求，确保真金白银优惠直达消费者。若某地区用完中央下达资金额度，则超出部分由该地区通过地方资金支持，中央不再负担。截至 2024 年 12 月 31 日未用完的中央下达资金额度收回中央。

表2：以旧换新行动方案与加力支持措施的政策细节对比

	行动方案	加力支持措施
<b>支持家电以旧换新</b>	<p>以提升便利性为核心，畅通家电更新消费链条。</p> <p>支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动，开设线上线下家电以旧换新专区，对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠。</p> <p>鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。加快实施家电售后服务提升行动。</p>	<p>各地区要重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新，家电产品和电动自行车以旧换新，旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等。</p>

<p><b>补贴适用范围及水平</b></p>	<p>聚焦汽车、家电、家居产品、消费电子、民用无人机等大宗消费品，加快安全、健康、性能、环保、检测等标准升级。加快完善家电产品质量安全标准体系，大力普及家电安全使用年限和节能知识。</p>	<p>对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 8 类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格 5% 的补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。</p>
<p><b>资金来源与用途分配</b></p>	<p>鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金等，支持家电等领域耐用消费品以旧换新。引导银行机构合理增加绿色信贷，加强对绿色智能家电生产、服务和消费的金融支持。</p>	<p>国家发展改革委直接向地方安排 1500 亿元左右超长期特别国债资金所涉及的支持资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金。超出部分由该地区通过地方资金支持，中央不再负担。截至 2024 年 12 月 31 日未用完的中央下达资金额度收回中央。国家发展改革委商财政部综合各地区常住人口、地区生产总值、汽车和家电保有量等因素，合理确定对各地区支持资金规模。</p>

资料来源：中国政府网，国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

备注：以旧换新行动方案指《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（国发〔2024〕7号），加力支持措施指《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》

**当前家电换新需求庞大，以旧换新+绿电智能消费将成为未来促内销政策的重要抓手。**随着时间的推移，距离 2008 年第一批家电下乡已经过了十余年，进入了集中更新换代阶段。2022 年，城镇居民电冰箱（柜）、彩电、洗衣机、空调平均每百户拥有量较 2010 年分别变动 8.02%、-12.24%、3.81% 和 45.89%，同期农村居民电冰箱（柜）、彩电、洗衣机、空调平均每百户拥有量分别较 2010 年提高了 129.94%、4.18%、68.95%、476.13%，居民家电保有量较 10 年前显著增长。我们根据过去家电保有量增长的节奏测算急需更新的空调、冰箱、洗衣机规模分别为 3.03、3.48、3.39 亿台，待更新的家电产品规模庞大，且主体部分为高能耗的落后产品，以旧换新、节能补贴等政策有望点燃家电换新升级热情。

**中央财政资金到位后，有望带动消费需求加速释放。**今年以来，得益于地方政府补贴发力、企业接力、平台合力推动大家电以旧换新，政策效果逐步显现。2024 年 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》，鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。截至 6 月，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。渠道平台蓄力，与上游企业牵手，加速政策向零售端传导，多家头部企业凭借自身优势，积极参与以旧换新补贴，让利消费者。回顾上一轮大范围以旧换新政策实施，商务部数据显示 2009 年 6 月起至 2013 年政策退出，全国以旧换新共销售新家电 9248 万台，以约 300 亿中央财政补贴资金拉动直接消费 3420 亿元，政策成效显著。我们认为，随着后续超长期特别国债资金拨付到位后，家电以旧换新补贴力度或在目前基础上加码，按照急需更新的家电规模为基数测算，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，叠加旧屋装修、智能家居等方面政策的落地对厨卫产品的提振，以旧换新补贴撬动的家电销售额有望超 1000 亿元。

表3：国内家电市场主要产品以旧换新销量及销售额测算

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

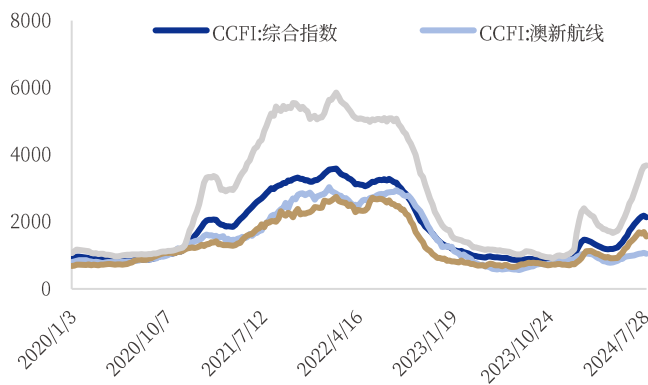
资料来源: 产业在线, iFind, 国家统计局, 全国家用电器工业信息中心, 中国银河证券研究院

**绿电、智电换新带动家电产品消费结构优化, 白电、黑电龙头有望持续受益。**本轮“以旧换新”以产品技术、能耗、排放等标准为牵引, 政策支持向节能环保产品倾斜, 在拉动家电消费增长的基础上, 带动消费结构优化, 产品技术领先、产品矩阵完善的龙头企业优势显著。考虑到家电换新需求受收入、使用频次、产品特性等多方面因素影响, 增长表现将有分化, 具体来看: 1) 空调、冰箱等白电产品节能需求和刚需属性较强, 且逐步进入集中换新期, 具备较大的换新潜力; 2) 大屏化、娱乐化、智能化趋势下, 黑电产品升级需求强烈, 补贴拉动叠加低基数效应, 景气有望回升。3) 考虑到龙头厂商产品矩阵和渠道建设完善, 具备一定的额外补贴空间, 有望率先享受政策红利, 未来企业逐步完善回收拆解再利用体系, 利润端或有增厚空间。

## (二) 外销: 家电出口增势强劲, 海运费和汇率有所波动

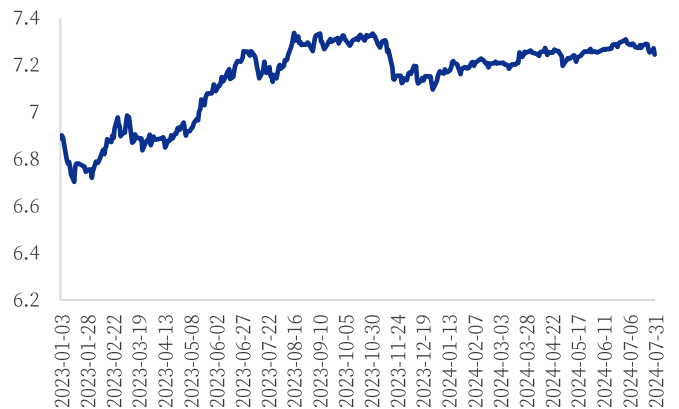
海外需求持续改善, 家电出口延续回暖。根据海关总署, 2024年1-6月我国家用电器累计出口21.40亿台, 同比增长24.9%, 低基数效应下, 增速自2023年5月转正后持续扩大; 2024年1-6月累计出口金额达489.82亿美元, 同比增长14.8%, 增长势头强劲。随着海外市场渠道补库需求改善, 出口向好趋势延续。海运费方面, 截止7月26日CCFI综合指数为2133.48点, 同比上升152.58%, 环比上月增长13.43%, 其中受突发事件扰动最大的欧运线指数同比抬升254.14%, 环比增长27.22%, 运力紧张叠加海运费上行, 出口订单增长面临挑战。汇率方面, 7月31日美元兑人民币汇率7.24, 近期有所震荡回落, 美国降息预期走强, 人民币逐步升值, 叠加去年下半年的基数效应逐步显现, 后续增速需密切观察。

图4: 中国出口集装箱运价指数



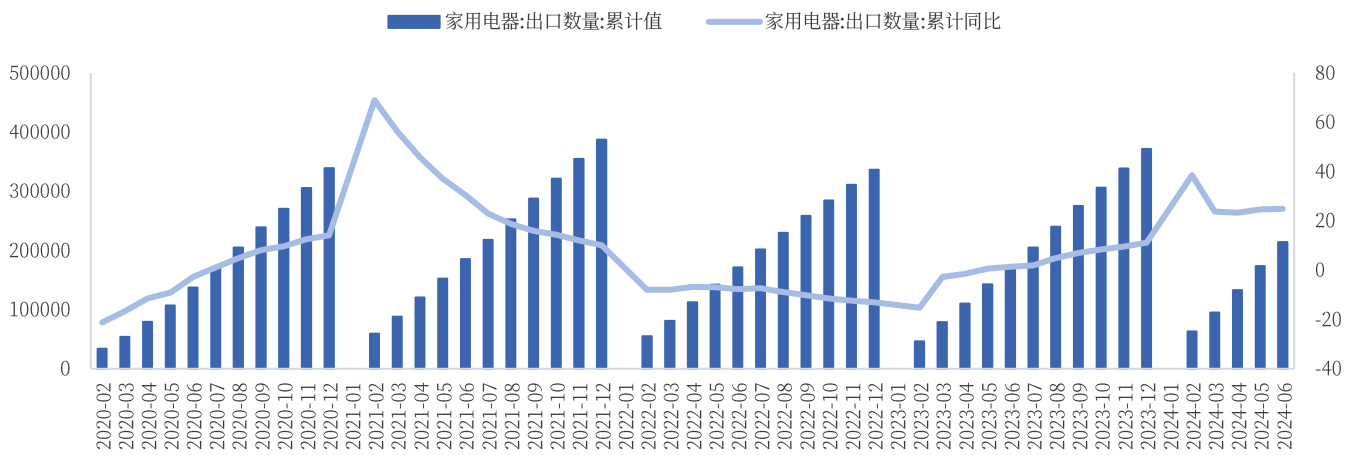
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图5: 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6: 家用电器累计出口数量 (万台) 及增速 (%)



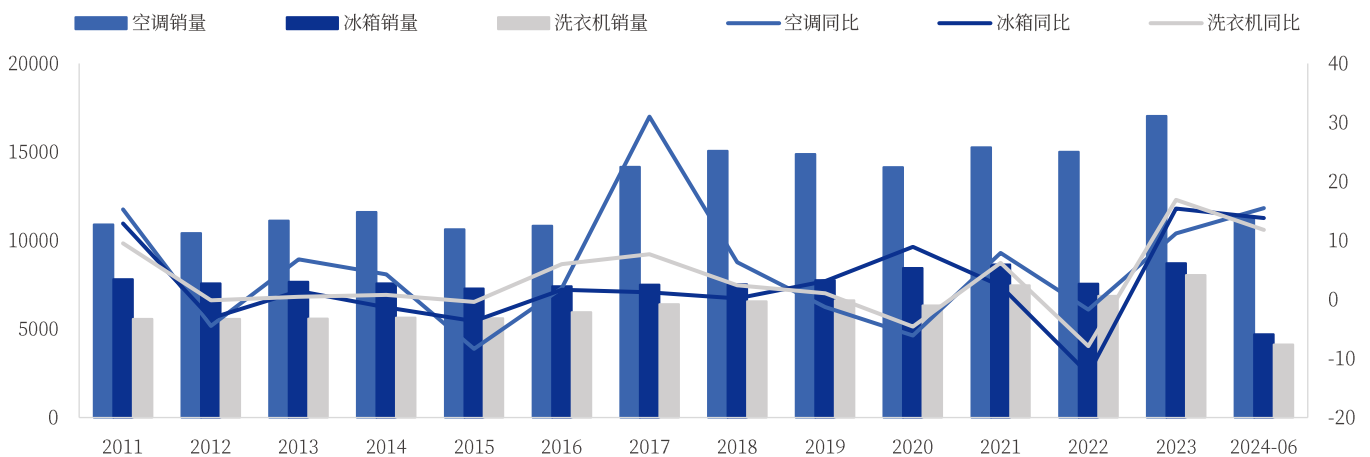
资料来源: 海关总署、iFind、中国银河证券研究院

### (三) 销售端动态跟踪

#### 1. 白电: 基数效应逐步减退, 内销展现弱势, 出口延续良好增势

受南方持续强降雨及去年高基数影响, 空调内销承压, 出口延续良好增势。据产业在线数据显示, 2024年6月家用空调销售1893.99万台, 同比增长3.59%; 其中内销出货1056.75万台, 同比减少15.82%, 出口出货837.24万台, 同比增长46.10%。海外需求延续改善, 冰洗销量增势良好。5月冰箱销量为808.40万台, 同比增长4.32%, 其中内外销分别为320.10万台和488.30万台, 同比分别变动-11.63%和18.31%; 洗衣机销量为675.30万台, 同比增长6.65%, 其中内外销分别为290.00和385.30万台, 同比分别变动-4.53%和16.96%。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7: 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

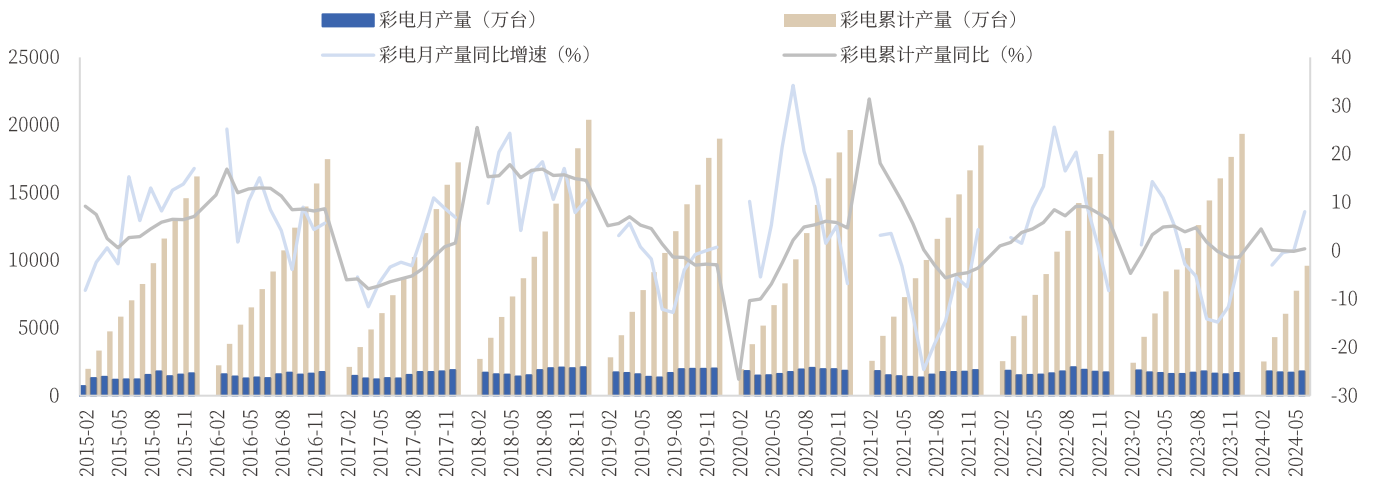
#### 2. 黑电: 大屏化推动产品结构改善, 面板价格上行暂缓

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6月, 彩电产量达1799.6万台, 同比增长8.10%, 预计受到海外大型体育赛事临近和国内以旧换新的共同拉动; 累计产量达9602.80万台, 同比增加0.4%。成本方面, 8月液晶电视32英寸/43英寸/55



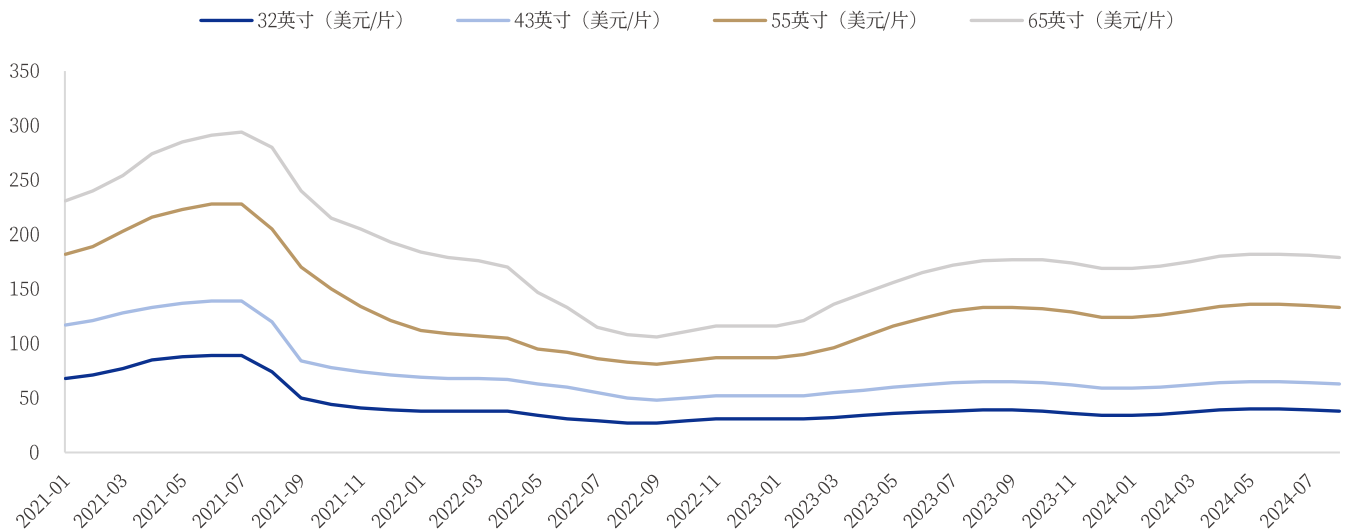
英寸/65英寸面板价格分别为38/63/133/179美元，同比分别变化-2.56%/-3.08%/0.0%/+1.70%，面板价格短暂上升后涨势回落，成本压力有所缓解。

图8：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9：液晶电视面板价格走势



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

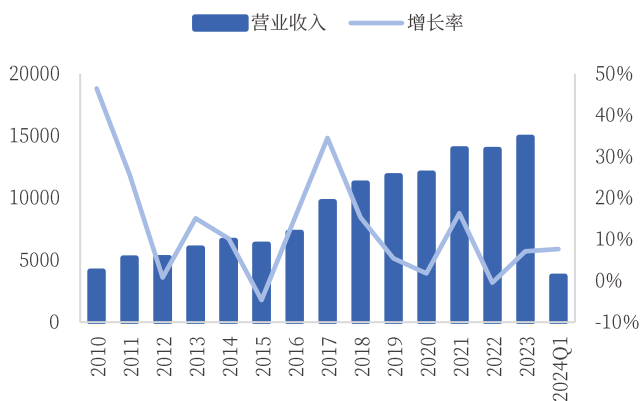
#### （四）利润端：白电销售增长提振行业收入，原材料价格回落带动业绩改善

##### 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。

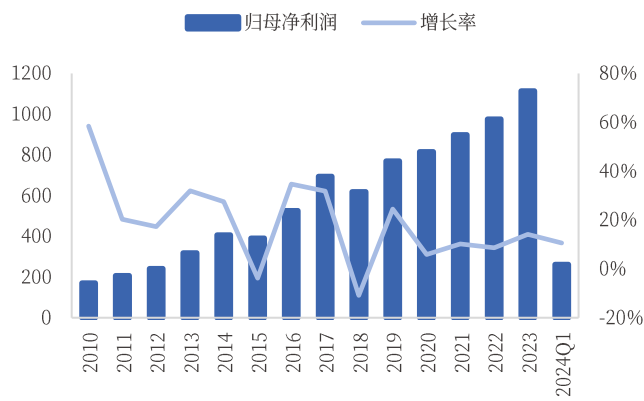
分季度看，2023Q4 家电行业实现营业收入 3641.87 亿元，同比增长 8.10%，归母净利润为 243.53 亿元，同比增长 19.93%。2024Q1 家电行业实现营业收入 3698.34 亿元，同比增长 8.02%，归母净利润为 261.59 亿元，同比增长 10.63%，毛利率和净利率分别为 25.15%和 7.42%。尽管成本红利逐步减退，家电企业积极把握需求改善的良好机遇，凭借提质增效、优化产品结构等手段呵护毛利率，板块毛利率连续 8 个季度实现改善。

图10: 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

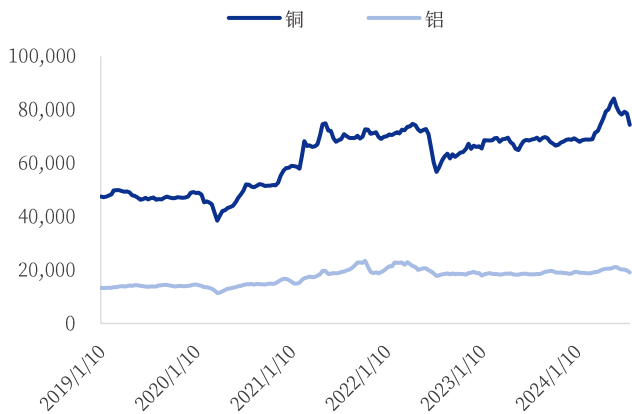
图11: 家电行业归母净利润（亿元）及增长率



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，截至2024年7月20日，铜、铝结算价环比上月末分别下跌4.84%和5.23%，同比分别上涨7.73%和4.22%。近期铜、铝等金属材料价格受海外经济数据弱于预期的影响短期冲高回落，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。

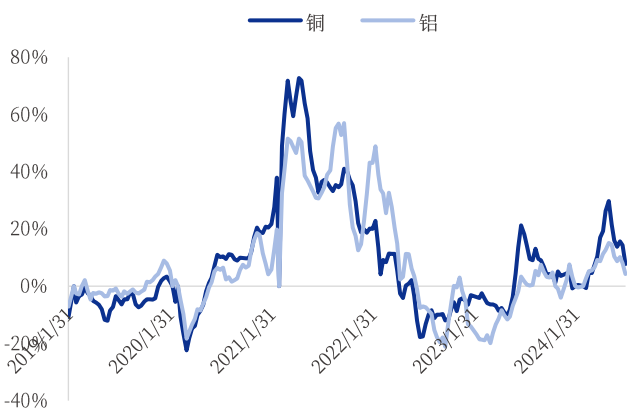
图12: 原材料价格（元/吨）走势



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13: 原材料价格同比变化

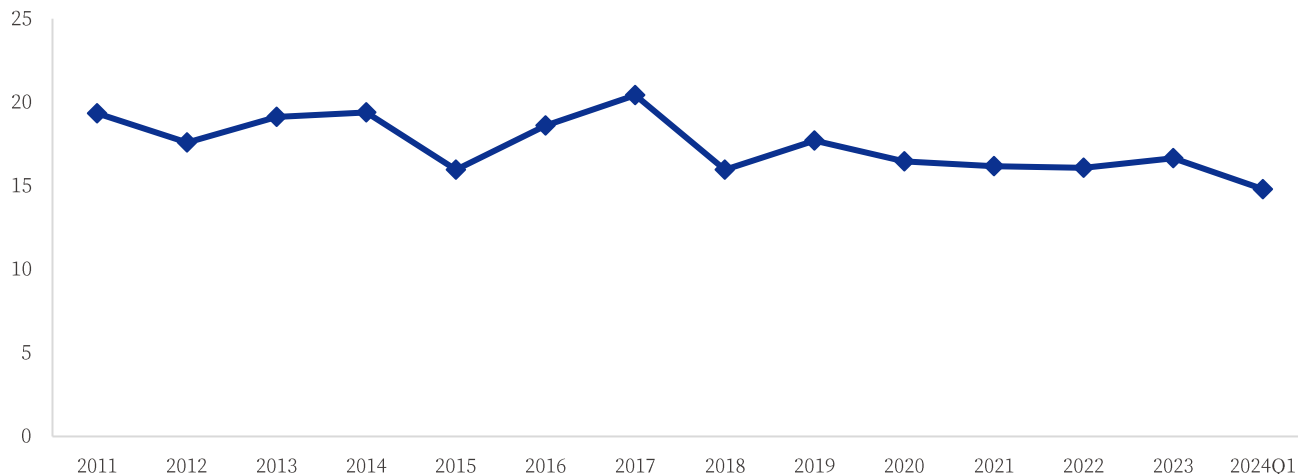


资料来源: iFind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

## 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14: 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4: 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

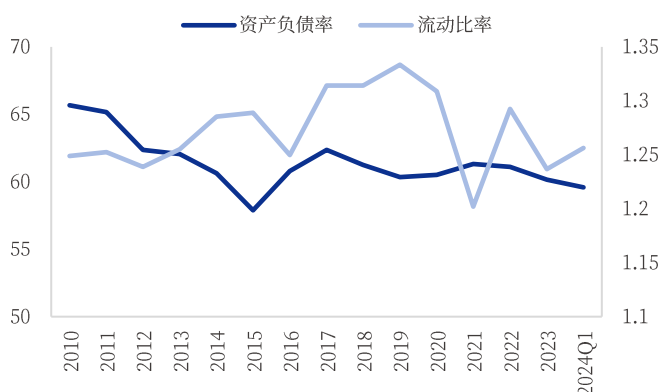
资料来源: iFind、中国银河证券研究院

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

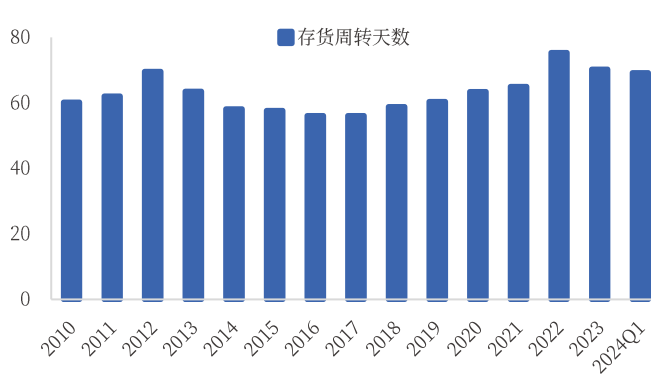
行业景气上行, 库存周转加快。近几年家电行业资产负债率维持在 61%左右, 2024 年一季度末降至 59.59%。2022 年受疫情影响, 厂商库存小幅提升, 2022 年存货周转天数抬升至 75.33 天, 2023 年至今, 由于家电消费回暖和企业积极推行以单定产, 存货周转天数降至 2024Q1 的 69.16 天。2010 年至今, 行业流动比率始终在 1.20 以上窄幅波动, 截止 2024 年一季度末达 1.25, 较疫情期期间显著改善。

图15: 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16: 家电行业存货周转天数



资料来源: iFind、中国银河证券研究院

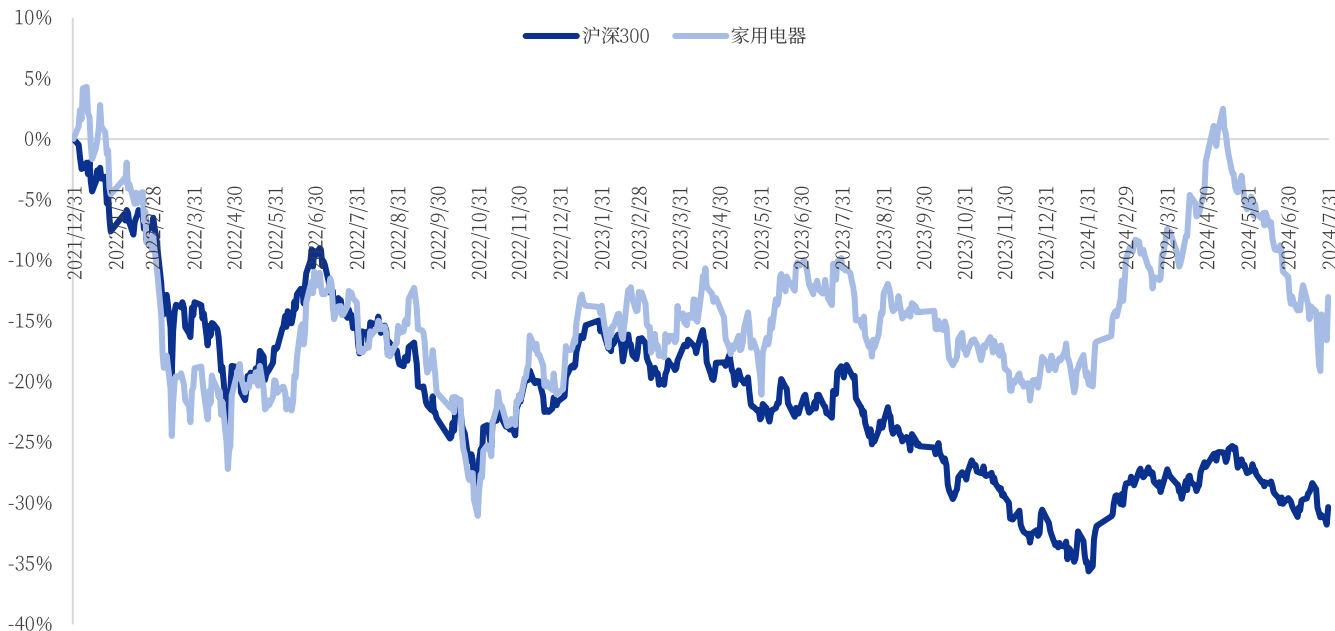
## 二、估值处于历史偏低水平, 具备长期投资价值

### (一) 估值低于历史均值

#### 1. 家电板块估值低于历史均值

2024年7月家电指数SW回调2.27%, 收益率位列一级行业21位, 表现弱于沪深300指数(-0.57%)。截至7月31日, 家电行业市盈率(TTM)为13.00倍, 低于2008年至今历史平均水平(17.84倍)。

图17: 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18: 2008 年至今家电板块市盈率水平变化

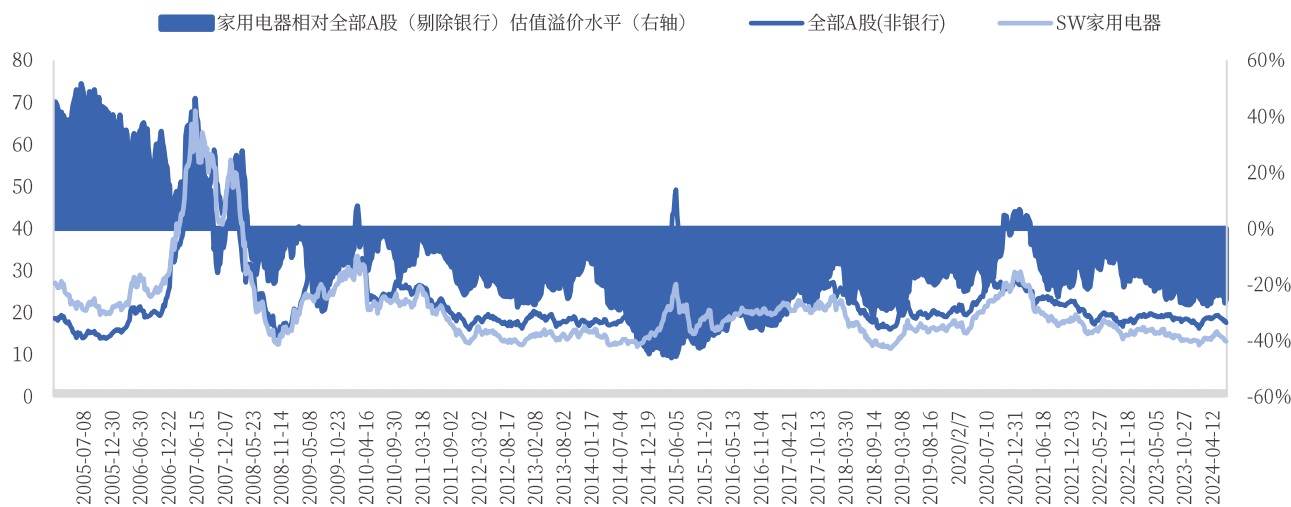


资料来源: iFind、中国银河证券研究院

## 2. 家电板块估值具备性价比

截至 2024 年 7 月 31 日, 家用电器行业市盈率 (TTM 整体法, 剔除负值) 为 13.12 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 -25.33%, 具备一定的估值性价比。

图19: 家用电器股票市盈率估值溢价情况-剔除银行股

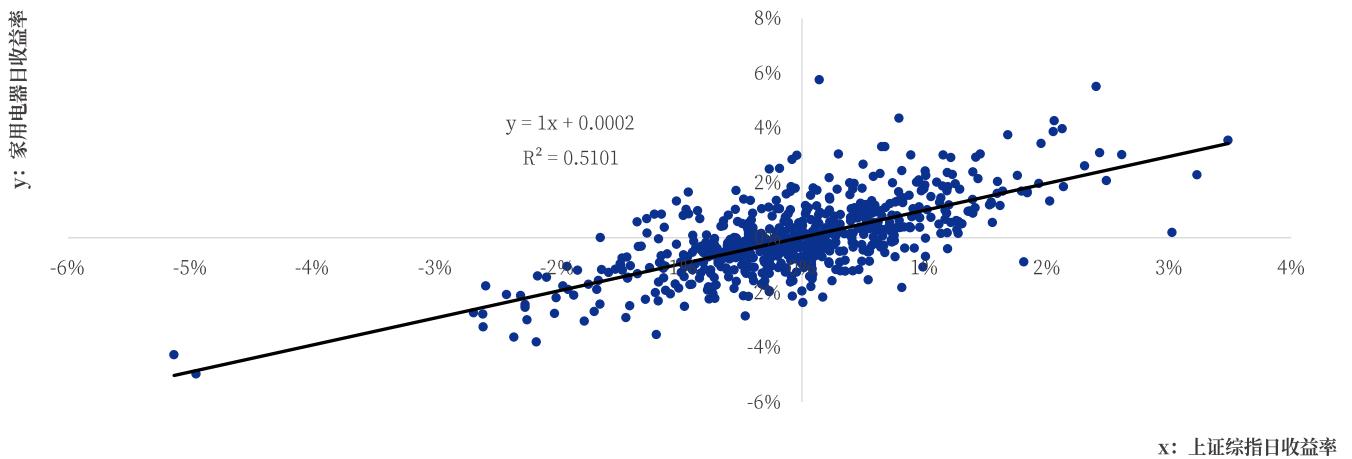


资料来源: iFind、中国银河证券研究院

## (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20: 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，白电内销景气度有望改善。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 7 月 31 日，该投资组合累计收益为 20.60%，跑赢 SW 家用电器指数 6.39PCT；

表5: 核心组合及推荐理由（截至 2024.7.31）

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。	-1.90%	2.21%	4.78%
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。	-19.86%	-0.34%	2.23%
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。	-3.84%	21.33%	23.90%
000333.SZ	美的集团	C 端优势稳固，B 端市场广阔	-1.15%	16.06%	18.63%

资料来源: iFind、中国银河证券研究院

图21: 核心组合收益率变动 (2023年初至 2024.7.31)



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。

## 图表目录

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: 中国出口集装箱运价指数 .....	7
图 5: 美元兑人民币即期汇率: 离岸价 .....	7
图 6: 家用电器累计出口数量 (万台) 及增速 (%) .....	8
图 7: 白电累计销量 (万台) 及同比增速% .....	8
图 8: 中国彩电月产量及增速 .....	9
图 9: 液晶电视面板价格走势 .....	9
图 10: 家电营业收入 (亿元) 及增长率 .....	10
图 11: 家电行业归母净利润 (亿元) 及增长率 .....	10
图 12: 原材料价格 (元/吨) 走势.....	10
图 13: 原材料价格同比变化.....	10
图 14: 家电行业净资产收益率 (%) .....	11
图 15: 家电行业资产负债率 (%-左轴) 与流动比率 (右轴) .....	12
图 16: 家电行业存货周转天数.....	12
图 17: 家电指数 SW 与沪深 300 指数收益率对比 (2022 年初至今) .....	12
图 18: 2008 年至今家电板块市盈率水平变化.....	13
图 19: 家用电器股票市盈率估值溢价情况-剔除银行股.....	13
图 20: 2022 年初至今家用电器板块相对上证指数 Beta 表现 .....	14
图 21: 核心组合收益率变动 (2023 年初至 2024.7.31) .....	15
表 1: 年初至今重要地产政策梳理 .....	4
表 2: 以旧换新行动方案与加力支持措施的政策细节对比 .....	5
表 3: 国内家电市场主要产品以旧换新销量及销售额测算 .....	6
表 4: 家电行业杜邦分析指标 .....	11
表 5: 核心组合及推荐理由 (截至 2024.7.31) .....	14



## 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，香港市场以恒生指数为基准。	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

公司网址：www.chinastock.com.cn

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