

证券研究报告

2024年01月10日

行业报告 | 行业投资策略

家用电器

家电行业2024年年度策略： 四维视角看24年家电投资

作者：

分析师 孙谦 SAC执业证书编号：S1110521050004

分析师 宗艳 SAC执业证书编号：S1110522070002

联系人 赵嘉宁



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

1、前三季度行业复盘：白电补库存+需求修复带动行业增长，基本面强势带动子板块最近三个季度股价走高。基金持仓情况看，23Q3基金重仓家电板块意愿走强，白电、石头科技、飞科电器持仓环比明显提升。从股债收益率模型来看，目前家电板块由于高股息、低估值，处在股债收益差的负一倍标准差水平，若回归均值水平对应指数22%涨幅空间。内销方面，大家电伴随空调销售步入淡季、保交楼等脉冲式利好逐步减弱，Q3内销量同比增速环比走低，预计Q4低基数下后续有望迎来回升；小家电中厨小相对稳定，可选品类增速承压，个护品类增速相对较好。出口方面，23Q3白电、烟机外销量同比增速环比上扬，LCD电视延续高个位数增长。

2、未来内销如何看？近期家电行业股价整体面临下行周期，股价面临一定幅度回调，以老板电器、格力电器等为代表的后周期标的当前PB水平已处于历史相对低位。**短期维度**，测算24年地产下行假设下后周期标的弹性，结合22年国内住宅销售面积同比-27%至11.5亿平方米，悲观假设24年住宅竣工面积同比-20%，得到结论：1) 地产强相关（厨房大电）：在24年地产竣工增速悲观假设情形下，厨大电标的24年内销增速排序火星人、亿田智能、老板电器相对较好。2) 地产弱相关（白电）：认可股息收益率会高于GDP中枢，但要确定在假设交房下行的情况下，归母净利润的绝对值是否能撑住。在24年地产竣工增速悲观假设情况下，海尔智家白电内销增速表现较好，其次为美的集团（空调+2%）、海信家电（冰箱+4%），格力电器因产品结构导致收入有所下滑。3) 跟地产不相关，而跟经济周期有关的标的（例如可选消费）：有望伴随地产企稳回暖带动国内消费力提升，从而带来增长。**长期维度**，尽管后周期标的受地产数据拖累传统业务或面临下滑，但基于更新需求的贡献将加大、新兴品类渗透率及公司份额仍有提升空间等因素，后周期标的收入仍具备增长空间，若后续公司进行业务延展，则整体市值空间有望进一步提升。对于成熟企业而言，在增速换挡、全社会投资回报率下降的大环境中，适当地提高分红一定程度可提升公司ROE水平，提升企业长期回报的稳定性。参考后周期白电、厨卫电器板块标的（货币资金-带息债务）/总市值比例数据，当前长虹美菱、格力电器在手资金较为充裕，且二者近年来资本性支出占营收比重较少，对于此类在手资金充足且CAPEX较低标的，后续有望通过提升分红率水平，有效提升估值。

3、出口链条怎么看？海外库存周期方面，当前渠道商、上市公司库销比延续同比回落，海运费低位有望持续催化外销回暖。利润率方面，汇率、海运、原材料价格下降对出口公司在23年都有正向贡献，其中对代工企业贡献更为明显。代工企业前期受益于原材料及汇兑红利增厚利润率较多，后续来看将逐渐回归中枢水平。伴随原材料、汇率、运费等贡献因素逐步趋于中性，后续出口企业盈利能力预计将逐渐回到疫情前的平均水平，代工企业利润影响或将更为显著。预计24H1补库需求有望延续，后续代工企业收入增速则将逐渐恢复到疫情前正常水平。

4、产业趋势——Mini LED：黑电领域当前Mini LED技术路径以优秀性价比脱颖而出，渗透率得以持续提升。终端需求提升背后主要动力为成本具有下探空间，从Mini LED背光拆分来看，针对不同成本构成，我们认为背光成本有希望持续优化，基板、驱动IC、芯片、封装工艺改进或为主要降本路线。综合性能、成本和价格三方面，Mini LED有望通过各方面的技术降本+厂家让利的方式，使产品价格不断趋近于LED产品的核心价格段，叠加Mini LED的显示成像效果较LED更为出色，预计未来有望带来市占率的显著提升。产业链相关标的包括：兆驰股份、海信视像、TCL电子。

5、国内可选家电&新兴渠道：23年以来国内可选品类在内需低迷下拓展新兴渠道，部分公司利润承压。抖音GMV提升，内需向好将有效提升利润，在内需修复的情况下，结合各公司当前的估值水平，我们认为石头科技、科沃斯、九阳股份、极米科技将是弹性更大的选择。除了内需改善带来的增长外，对于抖音平台投放策略和定位的变化也是提升转化率的重要手段之一，同时，23年以来由于需求疲软带来的追求消费性价比的需求也值得重视，挖掘品牌直营化比例亦具备提升潜力。

投资建议：后续家电的投资机会主要围绕三个方向——1) 白电稳健表现下，低估值高分红的投资机会；2) 出口链条中自主品牌或代工边际改善的投资机会（PT&OPE）；3) 国内可选品类如扫地机/个护/投影仪等需求修复的投资机会（科沃斯、极米、倍轻松等）；4) 产业技术迭代的投资机会，如Mini LED在电视中的渗透可能进一步提升（兆驰、聚飞、芯瑞达等）。分子板块标的推荐：1) 大家电：如【海信家电】/【美的集团】/【海信视像】/【格力电器】/【海尔智家】；2) 小家电：如【石头科技】/【光峰科技】（与天风电子组联合覆盖）/【苏泊尔】；3) 其他：如【盾安环境】（与天风机械组联合覆盖）/【公牛集团】等。

风险提示：宏观经济波动风险，房地产市场波动的风险，原材料价格波动的风险，测算过程具有一定主观性。

目录

1、前三季度行业复盘	.....	P4
2、未来内销如何看？	.....	P11
3、出口链条怎么看？	.....	P21
4、产业趋势——Mini LED	.....	P29
5、国内可选家电&新兴渠道	.....	P36
6、家电行业24年投资策略	.....	P40

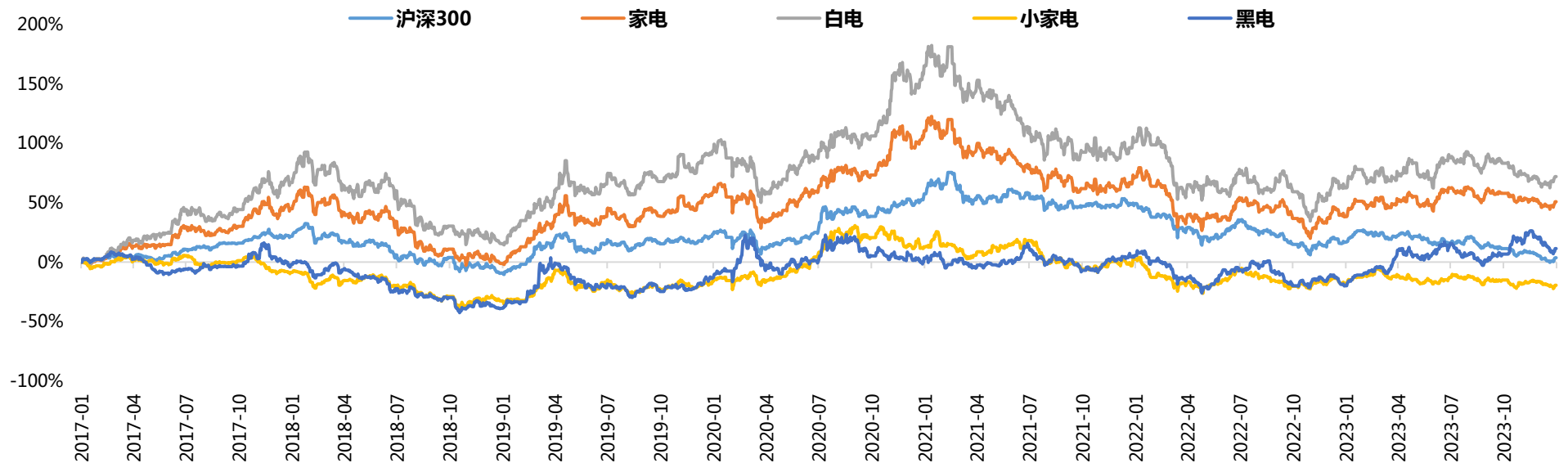
1 前三季度行业复盘

1.1 白电补库存+需求修复带动行业增长，基本面强势带动子板块23H1股价走高

图：家电板块季度涨跌幅

板块名称	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
沪深300	-10.0%	13.0%	10.2%	13.6%	-3.1%	3.5%	-5.8%	1.5%	-14.5%	6.2%	-15.2%	1.8%	4.6%	-5.1%	4.0%	-7.0%
家电	-15.9%	19.1%	8.9%	21.5%	-7.7%	-7.2%	-10.2%	6.0%	-20.1%	12.7%	-11.4%	1.0%	9.6%	7.1%	-2.8%	4.4%
白电	-18.5%	18.6%	10.1%	28.7%	-7.5%	-14.4%	-8.3%	4.7%	-20.1%	10.6%	-10.7%	2.2%	6.2%	8.7%	-2.4%	-6.2%
小家电	-1.0%	27.7%	13.5%	-6.3%	-6.2%	11.6%	-20.4%	9.1%	-20.5%	13.9%	-14.6%	2.5%	8.8%	-1.8%	-2.4%	-5.4%
黑电	6.6%	7.7%	5.0%	-1.7%	-8.0%	19.7%	-18.2%	13.4%	-18.5%	8.8%	-14.6%	0.2%	37.3%	5.1%	-7.8%	4.4%

图：家电板块历史走势

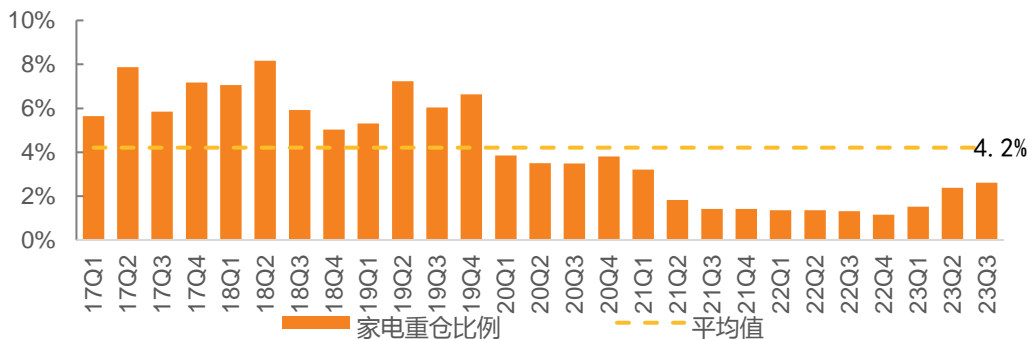


注：1) 指数分别为家电（中信）（CI005016.WI）、白电（中信）（CI005306.WI）、黑电（中信）（CI005307.WI）、厨电（中信）（CI005505.WI）、小家电（中信）（CI005818.WI）、照明电工（中信）（CI005309.WI）、其他家电（中信）（CI005504.WI）；2) 涨幅基准为2017年1月1日对应指数收盘价。

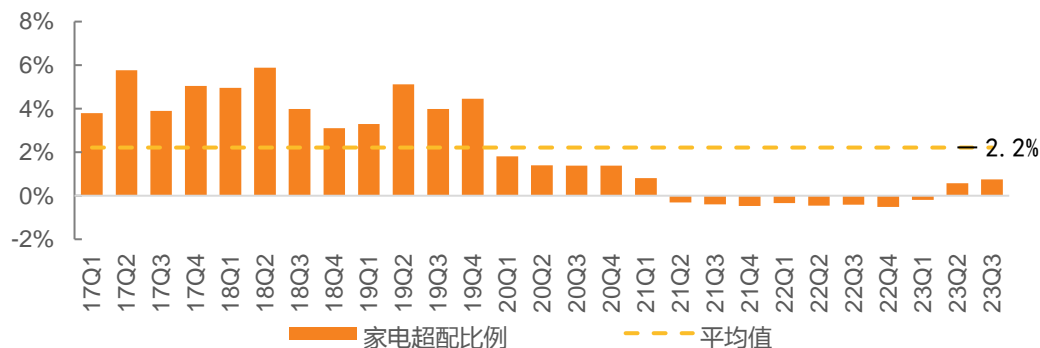
1.2 23Q3基金重仓家电板块意愿走强，白电、石头科技、飞科电器持仓环比明显提升

- 23Q3基金重仓家电意愿环比走强，持股比例环比+0.2pcts至2.6%；23Q3家电板块超配比例为+0.7%，维持23Q2超板块市值占比。分板块看，23Q3白电板块占家电整体重仓市值的比例为57%，环比-5pct，且重仓个股依然集中在少数龙头标的，美的集团/海尔智家/格力电器重仓市值达99/61/69亿元；23Q3家电零部件板块占家电整体重仓市值的比例位居第二，环比+1pct至22%，其中三花智控/盾安环境重仓市值分别为85/7亿元。基金对小家电、厨卫电器、黑电重仓市值占家电重仓市值分别环比+4.7/-0.3/-0.8pct，其中石头科技/海信视像/飞科电器/新宝股份重仓市值35/30/11/3亿元实现领先。

图：17Q1-23Q3基金重仓家电板块比例



图：17Q1-23Q3基金超配家电板块比例



图：23Q3重点个股股价涨跌幅及持仓比例

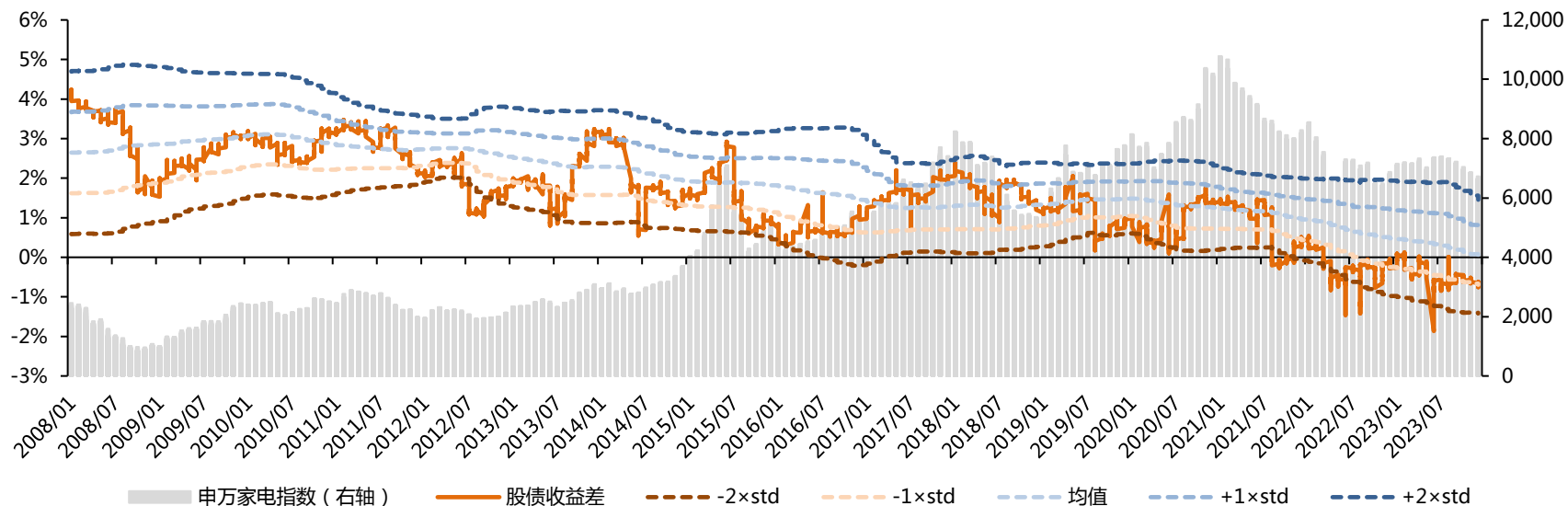
代码	名称	23Q3收盘价涨跌幅	23Q2持仓市值占股票市值比重	23Q3持仓市值占股票市值比重	环比
白电					
000921.SZ	海信家电	-1.1%	4.5%	5.3%	0.8%
000333.SZ	美的集团	-6%	2.5%	2.5%	0.0%
600690.SH	海尔智家	3%	3.0%	4.1%	1.1%
000651.SZ	格力电器	2%	2.9%	3.4%	0.5%
黑电					
600060.SH	海信视像	-7%	9.7%	10.2%	0.5%
002429.SZ	兆驰股份	-9%	0.4%	0.5%	0.1%
000810.SZ	创维数字	-16%	0.2%	0.1%	-0.1%
688696.SH	极米科技	-1.2%	0.3%	0.4%	0.1%
厨房大电					
002035.SZ	华帝股份	-16%	3.2%	1.3%	-1.9%
605336.SH	帅丰电器	3%	1.3%	0.5%	-0.7%
002677.SZ	浙江美大	1%	0.0%	0.0%	0.0%
002508.SZ	老板电器	7%	0.6%	0.7%	0.1%
300911.SZ	亿田智能	0%	0.0%	0.0%	0.0%
300894.SZ	火星人	-24%	0.0%	0.0%	0.0%
小家电					
002959.SZ	小熊电器	-30%	0.6%	0.0%	-0.6%
002705.SZ	新宝股份	-2%	0.7%	2.0%	1.3%
300824.SZ	北鼎股份	-4%	0.0%	0.0%	0.0%
002032.SZ	苏泊尔	-3%	0.6%	0.5%	0.0%
002242.SZ	九阳股份	-5%	0.0%	0.0%	0.0%
603868.SH	飞科电器	10%	2.3%	3.5%	1.2%
清洁电器					
603657.SH	春光科技	-13%	0.1%	0.0%	-0.1%
603486.SH	科沃斯	-38%	0.7%	0.2%	-0.5%
688169.SH	石头科技	29%	5.2%	9.1%	3.8%
603355.SH	莱克电气	9%	0.0%	0.0%	0.0%
电工照明					
603515.SH	欧普照明	6%	0.3%	0.0%	-0.3%
603195.SH	公牛集团	8%	0.2%	0.0%	-0.2%
按摩个护					
688793.SH	倍轻松	-5%	2.0%	2.2%	0.1%
603868.SH	飞科电器	10%	2.3%	3.5%	1.2%
上游零部件					
002050.SZ	三花智控	-2%	7.0%	7.7%	0.7%
002011.SZ	盾安环境	-20%	5.7%	6.0%	0.3%

1.3 从股债收益率模型来看，目前家电板块由于高股息、低估值，处在股债收益差的负一倍标准差水平，若回归均值水平对应指数22%涨幅空间

图：不同国债收益率假设下申万家电指数点位预测（更新至2023/12/29）

收益差位置假设			申万家电指数点位						指数涨幅（对比当前）					
			当前	-2×std	-1×std	均值	+1×std	+2×std	当前	-2×std	-1×std	均值	+1×std	+2×std
10年期国债收 益率假设 (bp)	-20	2.483%	6731	5608	6875	8882	12543	21343	0%	-17%	2%	32%	86%	217%
	-10	2.583%	6731	5467	6665	8535	11863	19446	0%	-19%	-1%	27%	76%	189%
	-5	2.633%	6731	5400	6565	8372	11550	18618	0%	-20%	-2%	24%	72%	177%
	当前	2.683%	6731	5334	6468	8215	11253	17858	0%	-21%	-4%	22%	67%	165%
	+5	2.733%	6731	5270	6374	8063	10971	17158	0%	-22%	-5%	20%	63%	155%
	+10	2.783%	6731	5207	6282	7917	10702	16510	0%	-23%	-7%	18%	59%	145%
	+20	2.883%	6731	5086	6107	7641	10203	15352	0%	-24%	-9%	14%	52%	128%

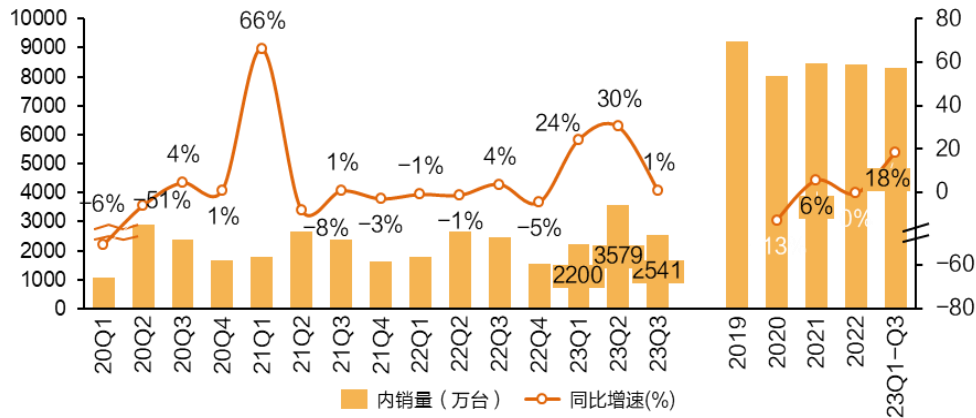
图：2008年至今申万家电股债收益差（均值和标准差采用三年滚动周期；更新至2023/12/29）



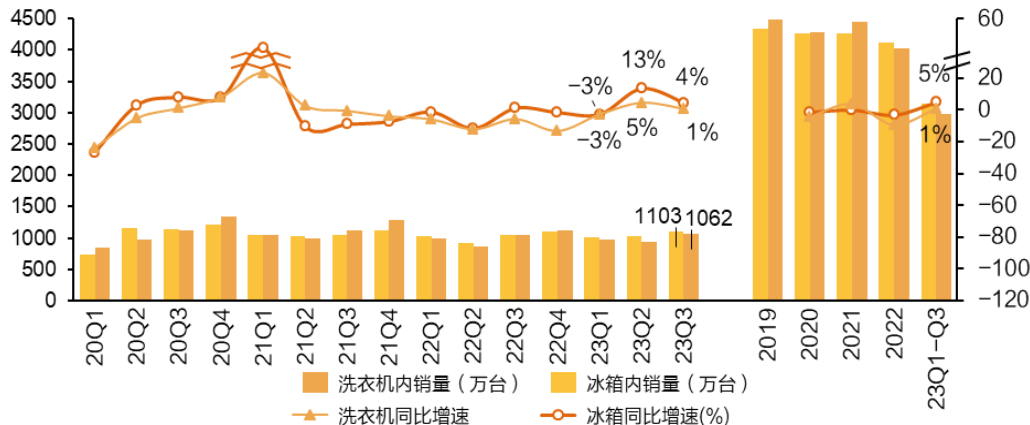
注：考虑到国内宏观经济周期多为3年一周期规律，此处采用滚动3年均值与标准差构建股债差“均值±1倍标准差”、“均值±2倍标准差”通道。

1.4 内销：大家电伴随空调销售步入淡季、保交楼等脉冲式利好逐步减弱，Q3内销量同比增速环比走低，预计Q4低基数下后续有望迎来回升

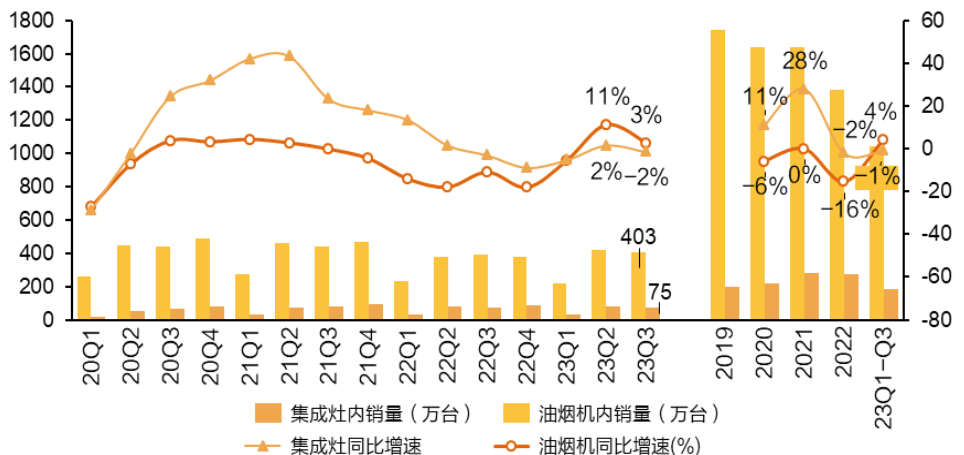
图：空调23Q3内销量2541万台，同比+1% (Q2+30%)



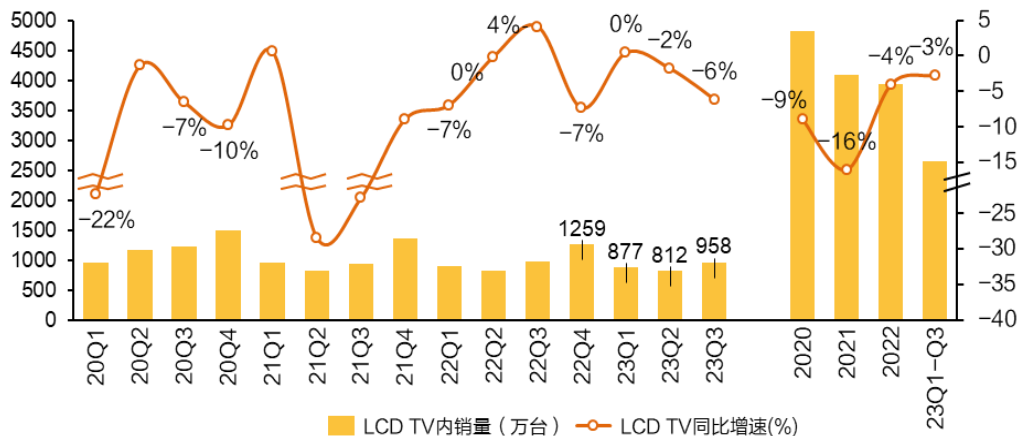
图：冰箱/洗衣机23Q3内销量1103/1062万台，同比+4%/+1% (Q2+13%/+5%)



图：油烟机/集成灶23Q3内销量403/75万台，同比+3%/-2% (Q2+11%/+2%)



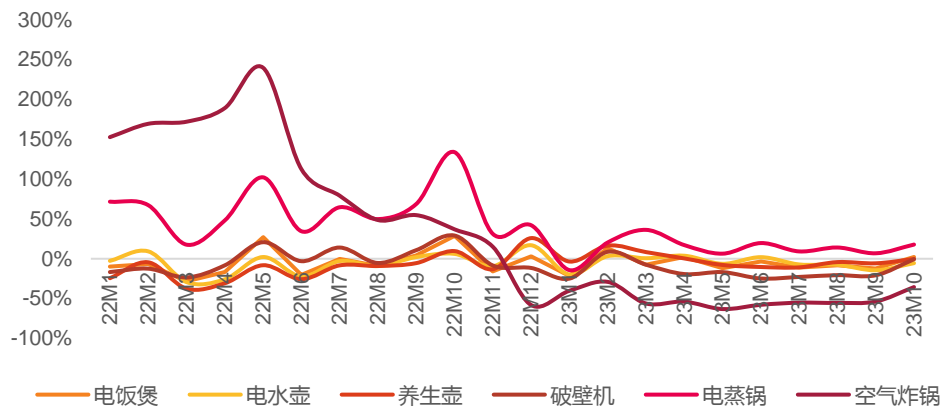
图：彩电23Q3内销量958万台，同比-6% (Q2-2%)



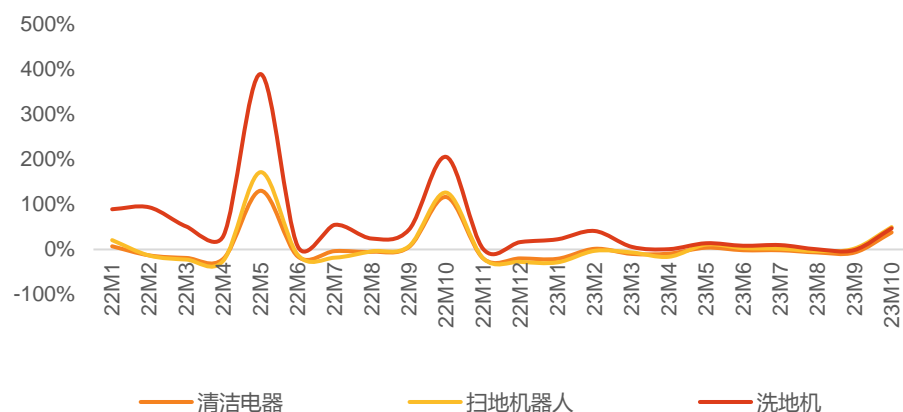
1.4 内销：小家电中厨小相对稳定，可选品类增速承压，个护品类增速相对较好

分品类看：根据奥维云网线上数据，厨房小家电整体增速进入23年以来仍偏弱；可选品类中清洁电器在中期大促后增速有所下降，但增速降幅较小；投影仪销售增速显著承压。个护方面，根据魔镜数据，23年2月以来电吹风线上销额保持较好增长。

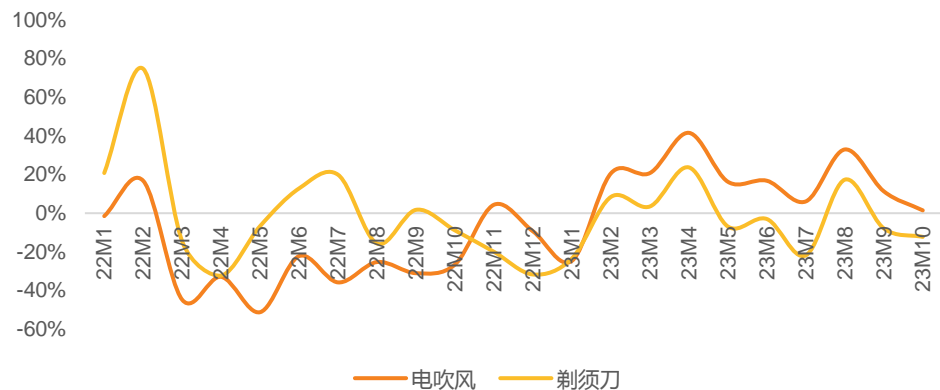
图：厨小电主要品类线上月度销额增速（%）



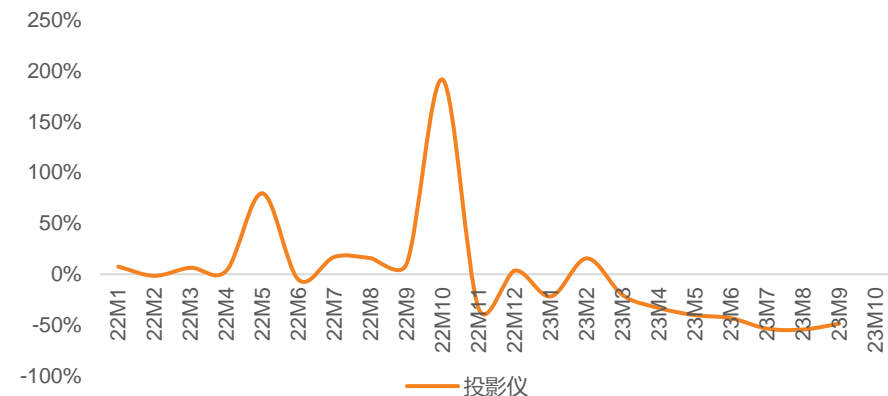
图：清洁电器主要品类线上月度销额增速（%）



图：个护小电主要品类线上月度销额增速（%）

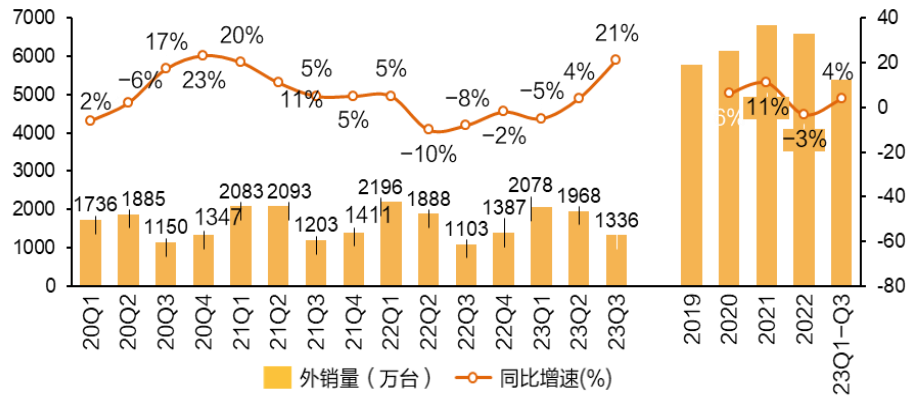


图：智能微投主要品类线上月度销额增速（%）

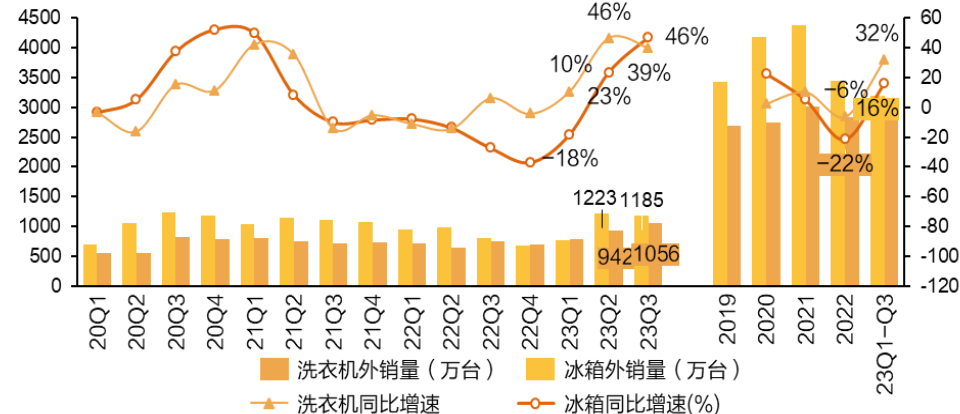


1.5 出口：23Q3白电、烟机外销量同比增速如期环比上扬，LCD电视延续高个位数增长

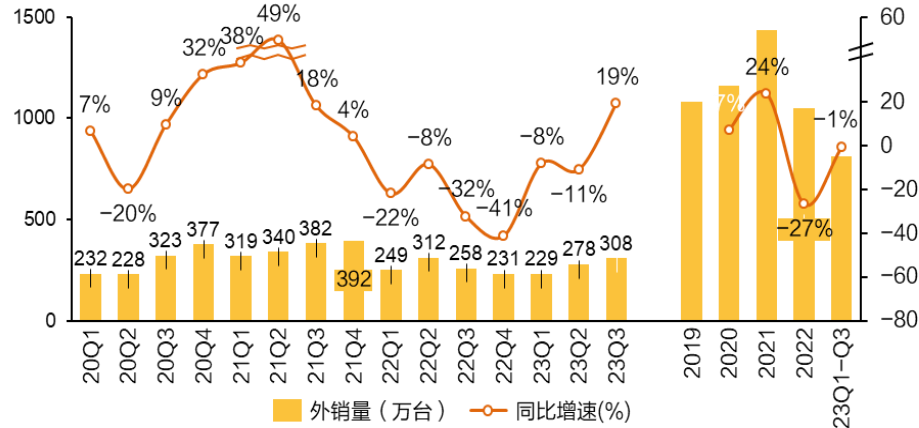
图：空调23Q3外销量1336万台，同比+21%（Q2+4%）



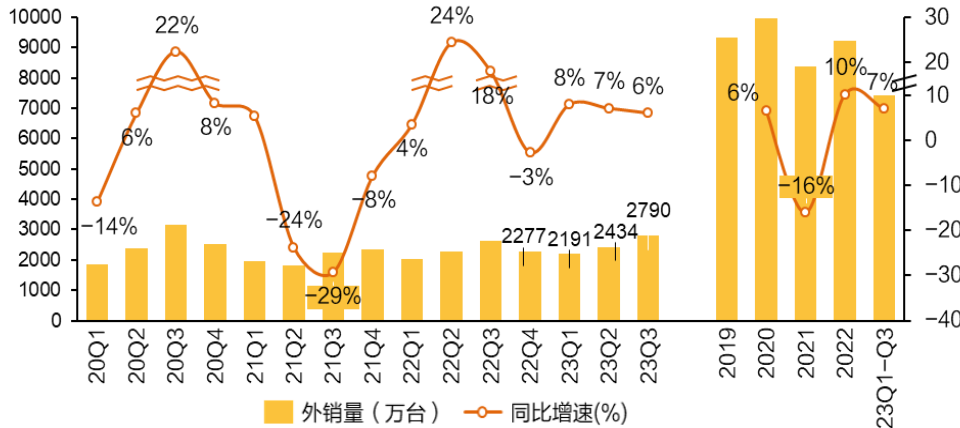
图：冰箱/洗衣机23Q3外销量1185/1056万台，同比+46%/+39%（Q2+23%/+46%）



图：油烟机23Q3外销量308万台，同比+19%（Q2-11%）



图：LCD电视23Q3外销量2790万台，同比+6%（Q2+7%）



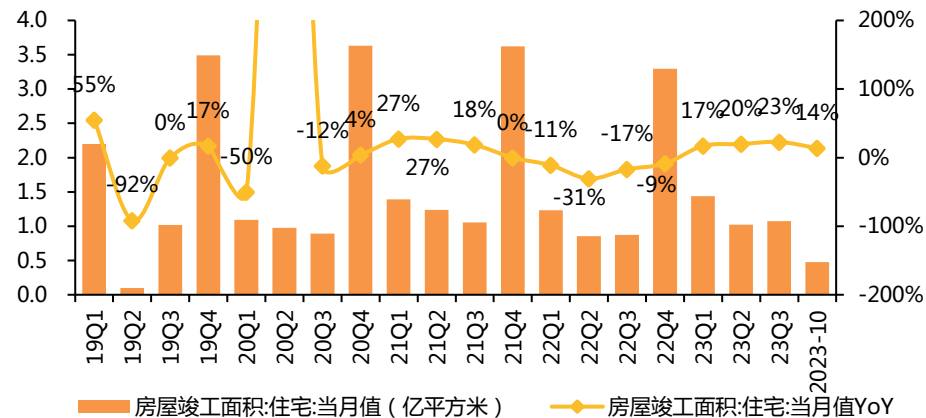
2

未来内销如何看？

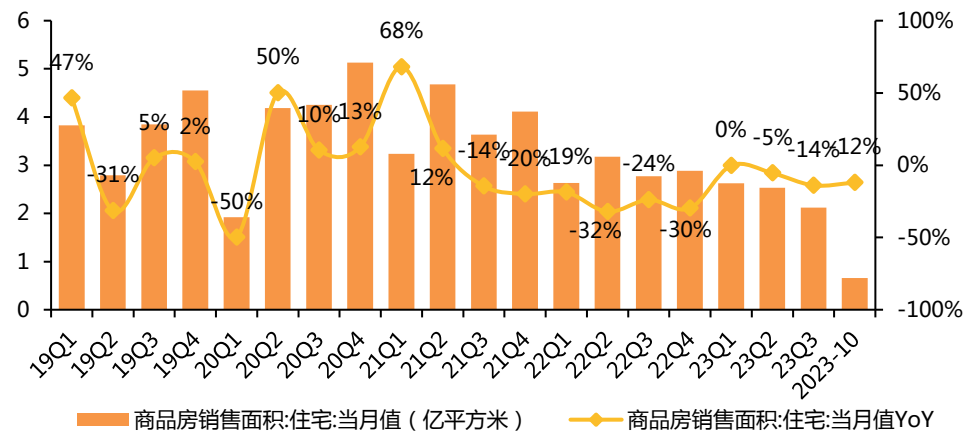
2.1 地产下行假设下，家电后周期标的近期股价回调明显

- 近期家电行业股价整体面临下行周期，股价面临一定幅度回调。其中，因市场担忧后续地产拖累，后周期板块（如厨电、白电板块）股价处于相对底部，截至23年12月31日，以老板电器、格力电器等为代表的标的当前PB水平已处于历史相对低位。

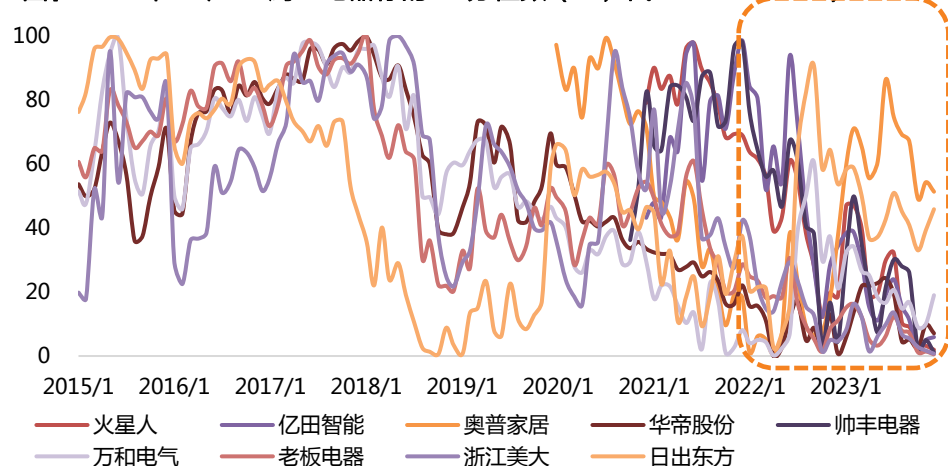
图：受益于保交楼政策落地，23年以来国内住宅竣工面积延续同比双位数增长



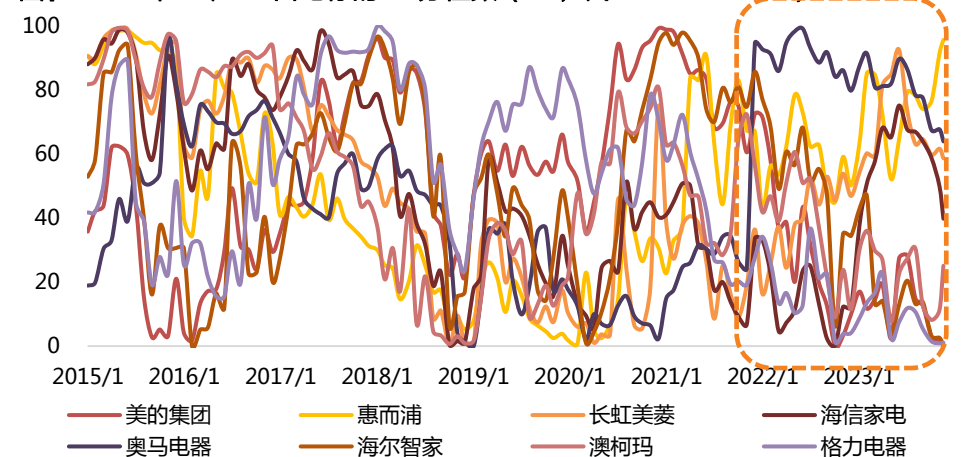
图：23年以来国内商品房住宅销售数据相对平淡



图：2015年至今SW厨卫电器标的PB分位数（%；截至2023/12/31）



图：2015年至今SW白电标的PB分位数（%；截至2023/12/31）



2.2 短期维度，假设24年国内地产下行，后周期标的内销增速测算

对后周期标的影响测算假设：

1) **地产增速**：结合22年国内住宅销售面积同比-27%至11.5亿平方米，我们悲观假设情形下国内24年住宅竣工面积同比-20%。

2) **地产对内销影响**：内销增速受地产竣工数据影响按白电20%、厨电60%、中央空调90%计算，推测出24年后周期标的内销增速情况。

综合测算的结果看：

1) **地产强相关（厨房大电）**：在24年地产竣工增速悲观假设情形下，厨大电标的24年内销增速排序火星人、亿田智能、老板电器相对较好。

2) **地产弱相关（白电）**：认可股息收益率会高于GDP中枢，但要确定在假设交房下行的情况下，归母净利润的绝对值是否能撑住。在24年地产竣工增速悲观假设情况下，海尔智家白电内销增速表现较好，其次为美的集团（空调+2%）、海信家电（冰箱+4%），格力电器因产品结构导致收入有所下滑。

3) **跟地产不相关，而跟经济周期有关的标的（例如可选消费）**：有望伴随地产企稳回暖带动国内消费力提升，从而带来增长。

表：悲观假设24年地产竣工面积同比-20%，后周期标的主要业务内销增速测算

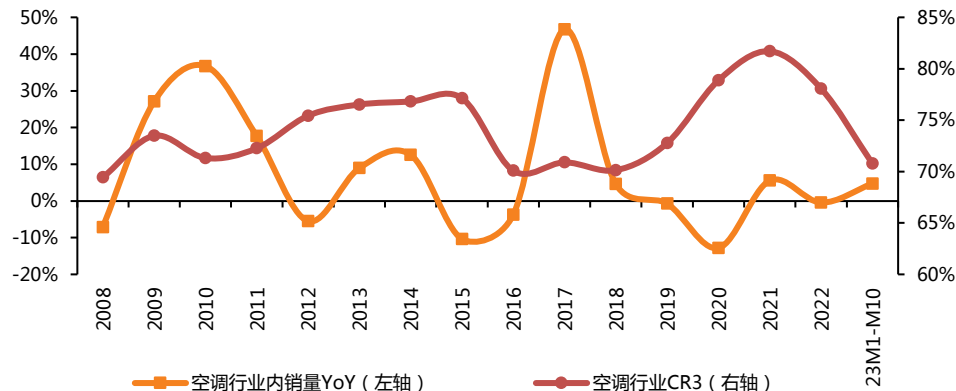
国内房地产竣工增速		-20%
白电行业内销增速影响		-4%
中央空调行业内销增速影响		-18%
美的集团	空调内销增速	2%
	中央空调内销增速	-15%
	冰箱内销增速	-7%
	洗衣机内销增速	-4%
海尔智家	空调内销增速	6%
	冰箱内销增速	0%
	洗衣机内销增速	2%
格力电器	空调内销增速	-7%
	中央空调内销增速	-21%
海信家电	空调内销增速	-5%
	中央空调内销增速	-8%
	冰箱内销增速	4%
厨电行业内销增速影响		-12%
老板电器	内销增速	-4%
华帝股份	内销增速	-21%
火星人	内销增速	-2%
亿田智能	内销增速	-1%
浙江美大	内销增速	-39%
帅丰电器	内销增速	-12%

2.2 短期维度，假设24年国内地产下行，后周期标的内销增速测算

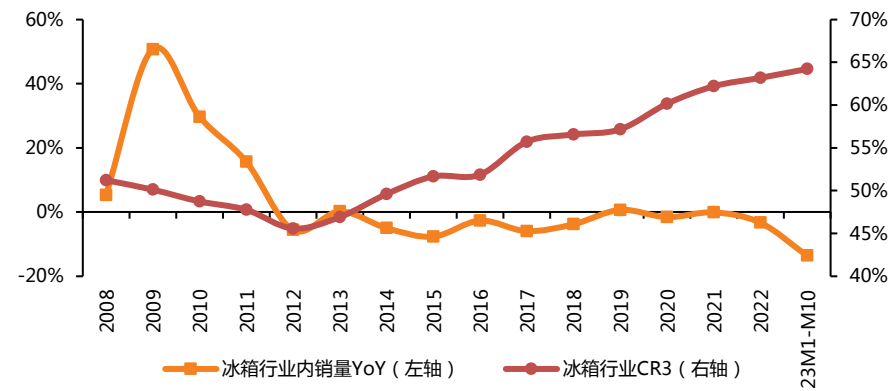
结合上页测算结果，可得白电在24年地产下行假设下显示出了更强的经营稳定性。我们认为，具体可归因于：

- 1) 复盘2008年至今国内白电内销量增速及当年CR3水平变动情况，可发现近年来国内空调行情大/小年中，对应CR3基本分别呈现降低/提升态势，同时近年来国内冰洗品类CR3则处逐步抬升趋势。因此假设24年地产影响下白电迎来行情小年，龙头企业份额或实现逆势扩张。
- 2) 白电龙头报表端收入、利润“蓄水池”较为充沛，有望在行情小年平滑业绩波动，提升整体经营稳定性。
- 3) 以美的为代表的国内家电企业近年来积极拓展B端业务、开拓海外市场，业务多元化发展将降低单一国内地产因素对公司经营表现的影响。

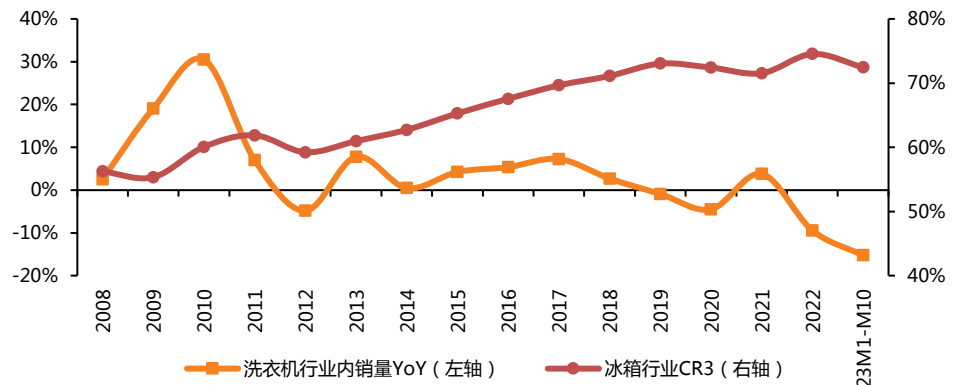
图：国内空调大/小年中，当年CR3基本呈降低/提升态势



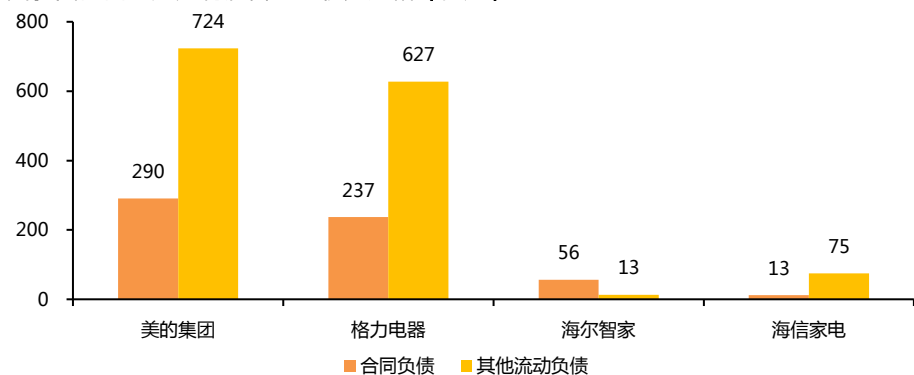
图：近年来国内冰箱行业CR3逐步攀升



图：近年来国内洗衣机行业CR3呈提升趋势



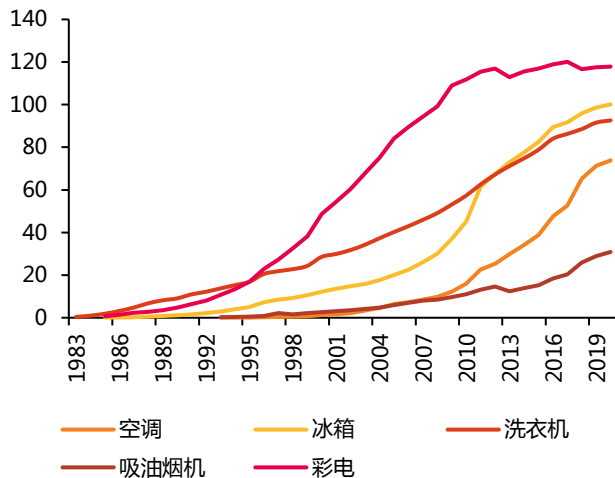
图：国内白电龙头利润蓄水池较为充裕 (亿元)



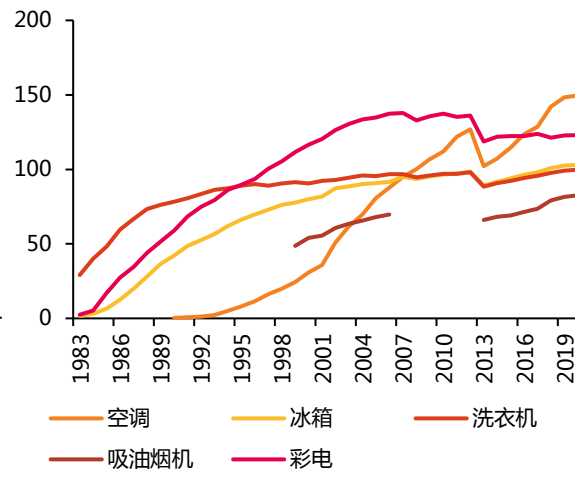
2.3 长期视角看，存量更新+渗透率提升共振下内销需求有望稳中有增

- 测算核心假设：**1) 城镇化率：据《国家人口发展规划(2016-2030年)》，2030年全国总人口有望达14.5亿人，常住人口城镇化率达70%，预计到2035年我国总人口为14.6亿人，城镇化率为73%，城镇、农村平均户规模分别达3.0/3.2人。2) 更新需求：假设大家电更新周期10年。3) 渗透率：预计35年国内空/冰/洗/烟机+集成灶百户拥有量达197/124/106/78台。4) 地产：假设精装修渗透率每年增加2%，假设21-35年我国住宅销售套数由1369万套逐步降至803万套。
- 我们得到结论：**基于国内大家电渗透率仍有提升空间，伴随存量需求的提升，中长期维度下国内内销需求仍然有望迎来抬升。

图：我国农村主要家电每百户拥有量（台/百户）



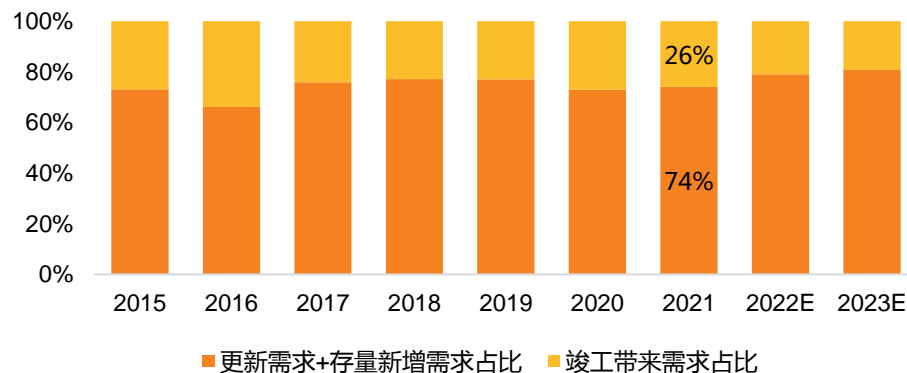
图：我国城镇主要家电每百户拥有量（台/百户）



图：2019-2035年大家电内销量测算结果

	2019	2020	2021	2022	22-35E需求峰值
空调百户拥有量（台）	127	125	141	144	-
空调内销总需求（万台）	10032	8884	9588	9601	13181
其中：分体式需求	9212	8028	8470	8430	10954
其中：多联机需求	273	285	373	390	982
冰箱百户拥有量（台）	101	102	104	105	-
冰箱内销总需求（万台）	4338	4270	4265	4123	6109
洗衣机百户拥有量（台）	97	97	99	100	-
洗衣机内销总需求（万台）	4493	4291	4453	4033	4376
油烟机百户拥有量（台）	67	66	69	68	-
油烟机内销总需求（万台）	2470	2283	2150	1836	3006
集成灶总销量（万台）	212	238	304	290	1011

图：空调需求结构拆解(假设住宅竣工率80%)



2.4 长期维度，探讨地产下行周期对后周期板块影响

- **角度一：基于现有业务和经营结构，在新房销售套数假设下测算对老板收入影响**
- **假设：**传统品类方面，假设新房销售800万套情形下，烟灶消品类更新需求占比提升至60%；结合2022年奥维云网线上零售均价和老板电器22年毛利率情况，假设老板品牌油烟机、燃气灶、消毒柜出厂价分别为1323、875、1078元，老板在新房需求中销量份额分别达20%、15%、5%。新兴品类方面，结合2022年国内嵌入式蒸烤箱、洗碗机、集成灶市场规模分别为71、103、259亿元，计算得到老板电器份额分别为10%、6%、1%，我们假设国内嵌入式蒸烤箱、洗碗机、集成灶市场规模分别为80、120、250亿元，老板电器份额保持22年水平（分别为10%、6%、1%）。
- **结论：**在新房销售套数600/800/1000万套情形下，公司目标营收将达到108/117/126亿元，较老板22年收入水平分别+5%/+14%/+23%。
- **因此，即使假设受地产下行影响后周期标的收入有所承压，但板块公司仍有望依托新兴品类的品类渗透抵消传统品类收入的下滑，因此对公司收入的影响或小于地产的下行幅度。同时，若公司份额实现提升，收入表现或将进一步好于测算结果。**

图：不同新房销售套数假设下，对老板电器收入影响测算（亿元）

	不同新房销售套数假设（万套）		
	600	800	1000
营业总收入（亿元）	108	117	126
较22年空间	5%	14%	23%
传统品类			
油烟机	47.6	52.9	58.2
较22年空间	-1%	10%	20%
新增需求（万台）	120	160	200
存量需求（万台）	240	240	240
出厂价（元/台）	1323	1323	1323
燃气灶	23.6	26.2	28.9
较22年空间	-4%	7%	17%
新增需求（万台）	90	120	150
存量需求（万台）	180	180	180
出厂价（元/台）	875	875	875
消毒柜	9.7	10.8	11.9
较22年空间	103%	126%	149%
新增需求（万台）	30	40	50
存量需求（万台）	60	60	60
出厂价（元/台）	1078	1078	1078
占比	9%	9%	9%
新兴品类			
蒸烤类（一体机、蒸箱、烤箱）	8.3	8.3	8.3
较22年空间	-10%	-10%	-10%
全渠道零售额预测(亿元)	80	80	80
老板份额	10%	10%	10%
洗碗机	7.0	7.0	7.0
较22年空间	17%	17%	17%
全渠道零售额预测(亿元)	120	120	120
老板份额	6%	6%	6%
集成灶	3.7	3.7	3.7
较22年空间	-3%	-3%	-3%
全渠道零售额预测(亿元)	250	250	250
老板份额	1%	1%	1%
其他业务	8.0	8.0	8.0
较22年空间	2%	2%	2%

2.4 中长期维度，假设国内地产持续下行，探讨对后周期板块影响

- 角度二：基于分红、ROE角度，探讨分红比例提升对标的的影响
- 假设：1) 老板电器永续增长率g分别取0%、2%、4%；2) 老板电器后续分红比例由上市以来分红率（32%）提升至40%、50%、80%、100%水平；3) 期初ROE取老板2022年水平16.2%；4) 贴现率取8%。结合一阶段永续增长假设下的估值公式：

$$PB = \frac{P}{BV} = \frac{ROE * d * (1 + g)}{r - g}$$

$$PE = \frac{PB}{ROE} = \frac{d * (1 + g)}{r - g}$$

- 结论：在老板电器不同永续增速水平假设下，伴随公司分红比例的提升，有望进一步推升其PB、PE水平。
- 因此，我们认为，尽管后周期标的受地产数据拖累传统业务或面临下滑，但基于更新需求的贡献将加大、新兴品类渗透率及公司份额仍有提升空间等因素，后周期标的收入仍具备增长空间。同时，若后续公司进行业务延展，则整体市值空间有望进一步提升。而对于成熟企业而言，在增速换挡、全社会投资回报率下降的大环境中，适当地提高分红一定程度可提升公司ROE水平，提升企业长期回报的稳定性。

图：在不同分红水平下，公司维持ROE稳定所需要的增长率

情形一			情形二			情形三		
ROE	分红比例	维持ROE所需增长率	ROE	分红比例	维持ROE所需增长率	ROE	分红比例	维持ROE所需增长率
10%	100%	0.0%	16%	100%	0.0%	25%	100%	0.0%
10%	90%	1.0%	16%	90%	1.6%	25%	90%	2.6%
10%	80%	2.0%	16%	80%	3.3%	25%	80%	5.3%
10%	70%	3.1%	16%	70%	5.0%	25%	70%	8.1%
10%	60%	4.2%	16%	60%	6.8%	25%	60%	11.1%
10%	50%	5.3%	16%	50%	8.7%	25%	50%	14.3%
10%	40%	6.4%	16%	40%	10.6%	25%	40%	17.6%
10%	30%	7.5%	16%	30%	12.6%	25%	30%	21.2%
10%	20%	8.7%	16%	20%	14.7%	25%	20%	25.0%
10%	10%	9.9%	16%	10%	16.8%	25%	10%	29.0%
10%	0%	11.1%	16%	0%	19.0%	25%	0%	33.3%

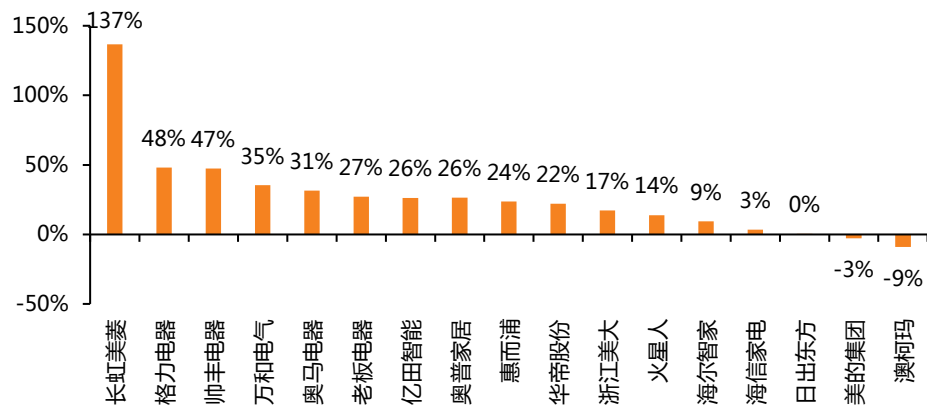
图：不同永续增速、分红比例下老板电器PB、PE测算（r=8%）

假设参数	g=0%				
g（永续增速）	0%	0%	0%	0%	0%
d（分红率）	32%	40%	50%	80%	100%
期初ROE（22年）	16%	16%	16%	16%	16%
r	8%	8%	8%	8%	8%
PB	0.6	0.8	1.0	1.6	2.0
PE	4.0	5.0	6.3	10.0	12.5
假设参数	g=2%				
g（永续增速）	2%	2%	2%	2%	2%
d（分红率）	32%	40%	50%	80%	100%
期初ROE（22年）	16%	16%	16%	16%	16%
r	8%	8%	8%	8%	8%
PB	0.9	1.1	1.4	2.2	2.7
PE	5.4	6.8	8.5	13.6	17.0
假设参数	g=4%				
g（永续增速）	4%	4%	4%	4%	4%
d（分红率）	32%	40%	50%	80%	100%
期初ROE（22年）	16%	16%	16%	16%	16%
r	8%	8%	8%	8%	8%
PB	1.3	1.7	2.1	3.4	4.2
PE	8.3	10.4	13.0	20.8	26.0

2.5 对于现金充裕、CAPEX较低的“现金牛”公司，建议采用PB-ROE角度重估价值

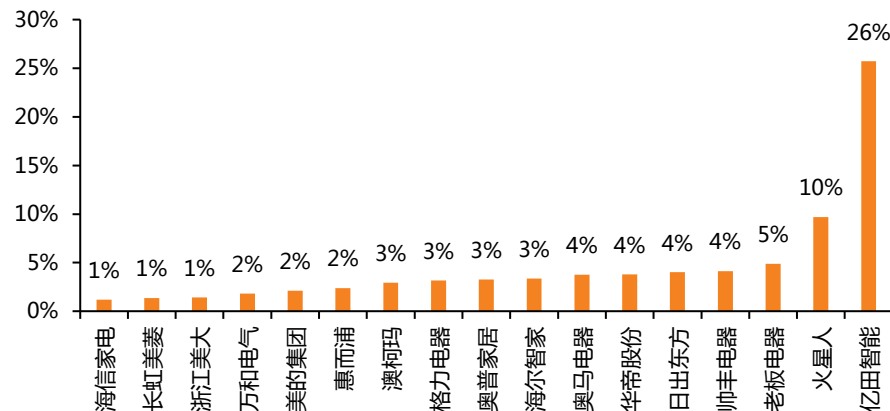
- 参考后周期白电、厨卫电器板块标的（货币资金-带息债务）/总市值比例数据，当前长虹美菱、格力电器等标的手资金较为充裕，且二者近年来资本性支出占营收比重较少，对于此类在手资金充足且CAPEX较低的标的，后续有望通过提升分红率水平，有效提升公司的估值，同时建议采用PB-ROE角度重估企业价值。

图：22Q3末SW白电、厨卫电器标的（货币资金-带息债务）占总市值比例

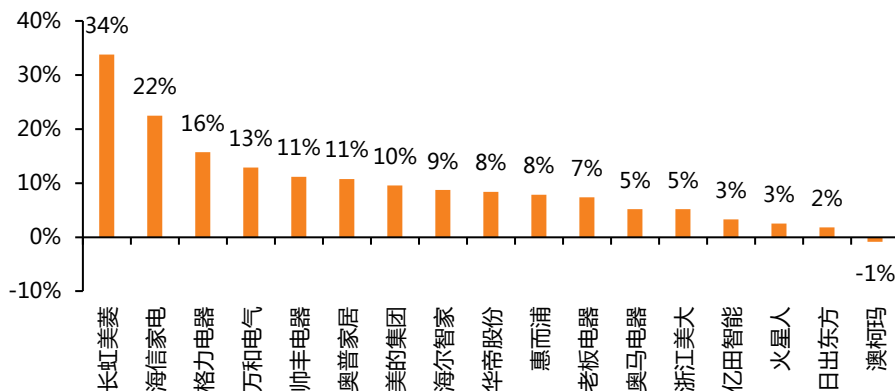


注：市值取2023/12/18数据。

图：2022年SW白电、厨卫电器标的资本性支出占总营收比例



图：2022年SW白电、厨卫电器标的经营性净现金流占总市值比例

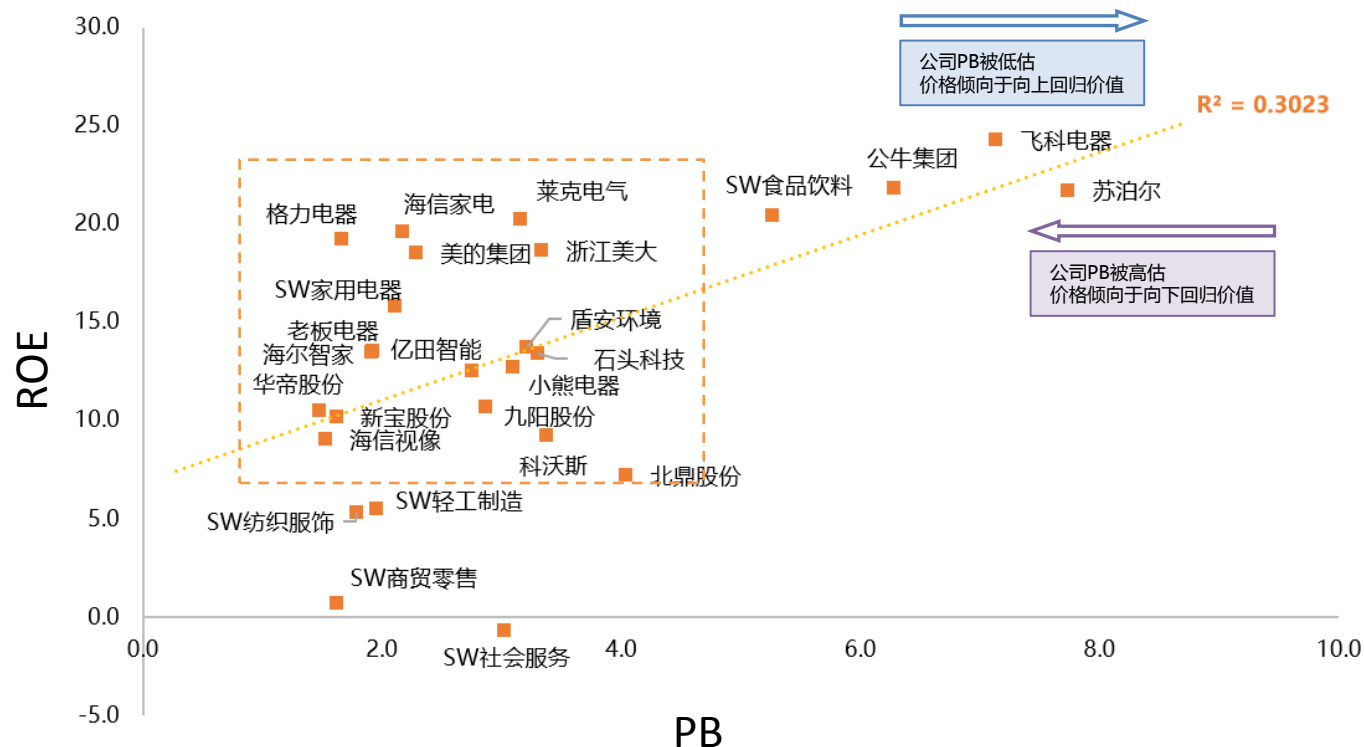


2.6 PB-ROE框架下的家电企业估值

- 为什么讨论PB-ROE框架？在A股历史上的大部分时间，我们一直给短期业绩的成长性（g）的权重太高，而给长期稳定的ROE的权重太低。但是，在经济增速换挡、外资持续流入的背景下，这种传统的理念逐渐发生变化，“定价体系”也有了一些潜移默化的修正，市场对盈利的关注点可能会更偏向于持续稳定的ROE，而忽视中短期增速的变化。
- 在PB-ROE框架下，当前白电龙头企业PB估值偏低，市场仍将白电视为周期属性明显的资产。A股消费板块整体符合PB-ROE框架下的线性趋势，但家电板块和其中的白电龙头企业（格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电）在维持较高ROE水平的同时PB却明显偏低，尤其是对比相似ROE水平的食品饮料板块。究其原因，我们认为市场或仍将白电理解为地产后周期相关标的，带有一定的周期股属性，低PB估值隐含着地产下行周期中ROE下降的预期。

$$PB = (ROE - g)/(r - g)$$

图：PB-ROE框架下，A股家电板块以及白电龙头公司PB偏低



注：ROE、每股净资产均使用23年三季报数据，股价选取2023年12月19日收盘价数据

2.6 PB-ROE框架下的家电企业估值

- 我们假设家电标的永续增长率 g 为2%-4%，分红率假设为维持上市以来分红率、提升20%、提升40%三种情形，贴现率为8%，期初ROE取各标的的2022年水平，并结合一阶段永续增长假设下的估值公式： $PB = \frac{P}{BV} = \frac{ROE*d*(1+g)}{r-g}$ ，对家电核心标的的理论PB测算，从市值空间上看，格力电器、莱克电气、美的集团等标的的理论市值空间较大。

图：在永续增长率 g 为2%-4%假设下，家电核心标的理论PB测算结果（分红率提升上限100%；统计日期2023/12/29）

PB测算	期初ROE(22年)	上市以来分红率	g=2%			g=4%			PB LF
			分红维持上市以来水平	提升20%	提升40%	分红维持上市以来水平	提升20%	提升40%	
美的集团	22%	40%	1.5	2.2	3.0	1.5	3.4	4.6	2.5
海尔智家	17%	28%	0.8	1.4	2.0	0.8	2.1	3.0	2.0
格力电器	24%	46%	1.9	2.8	3.6	2.0	4.2	5.5	1.6
海信家电	13%	33%	0.7	1.2	1.6	0.8	1.8	2.5	2.1
老板电器	17%	35%	1.0	1.6	2.2	1.0	2.5	3.4	1.9
火星人	20%	62%	2.1	2.8	3.4	2.1	4.3	5.2	4.3
亿田智能	17%	25%	0.7	1.3	1.8	0.7	1.9	2.8	2.8
浙江美大	23%	70%	2.7	3.5	3.9	2.8	5.4	6.0	3.4
华帝股份	4%	36%	0.3	0.4	0.6	0.3	0.6	0.9	1.5
科沃斯	29%	29%	1.4	2.4	3.4	1.5	3.7	5.3	3.7
石头科技	13%	11%	0.2	0.7	1.1	0.2	1.0	1.7	3.5
莱克电气	28%	64%	3.1	4.0	4.7	3.1	6.1	7.3	3.2
苏泊尔	28%	64%	3.1	4.0	4.8	3.1	6.2	7.3	7.7
九阳股份	14%	80%	1.9	2.4	2.4	1.9	3.6	3.6	2.8
新宝股份	15%	38%	0.9	1.4	1.9	1.0	2.2	3.0	1.6
小熊电器	17%	31%	0.9	1.5	2.1	0.9	2.3	3.2	3.2
北鼎股份	7%	65%	0.7	0.9	1.1	0.7	1.4	1.7	4.1
飞科电器	25%	74%	3.2	4.1	4.3	3.3	6.2	6.6	6.5
公牛集团	28%	52%	2.4	3.4	4.3	2.5	5.1	6.6	6.4
海信视像	10%	24%	0.4	0.8	1.1	0.4	1.1	1.7	1.5

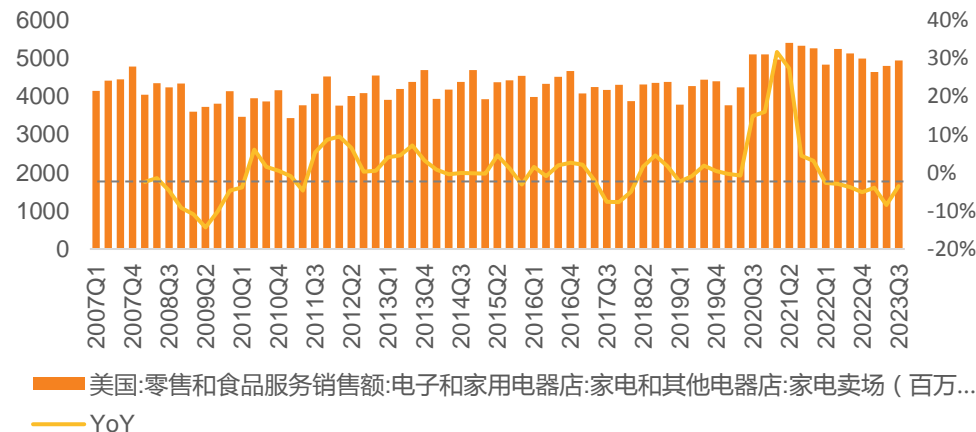
3

出口链条怎么看？

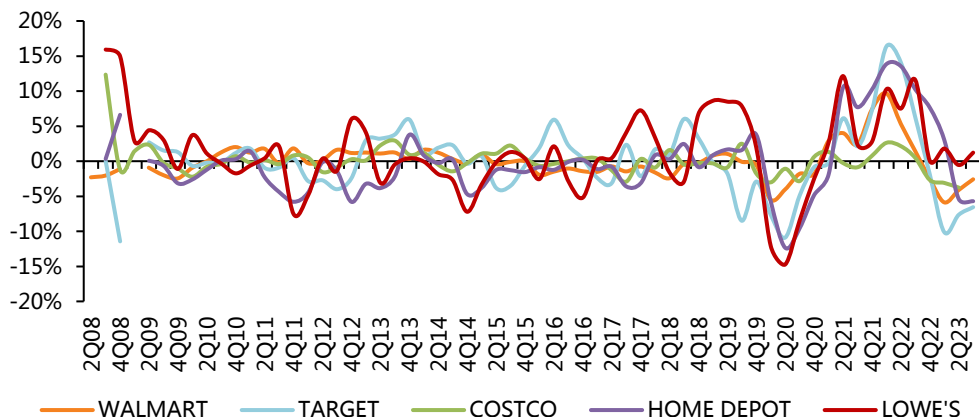
3.1 海外库存周期：渠道商、上市公司库销比延续同比回落，海外需求呈现拐点，补库+需求修复预计有望带动24H1出口增长

- **美国家电卖场销售**：从历史增速看，美国家电卖场销售在20Q3-21Q1呈现大幅高增后增速逐渐回落，22Q1起增速呈现负增长。23Q3美国家电卖场销售在低基数的效应下出现同比回升，需求呈现拐点。
- **美国耐用消费品库存、订单量**：21Q3起美国耐用消费品库存（剔除CPI影响）同比增速逐步回落，23Q3美国耐用消费品库存延续同比下降态势，渠道库存水平不断走低，订单量整体平稳。
- **北美渠道公司库销比**：23Q3五大渠道商库销比延续同比下行态势，且增速环比略有回升，后续仍具备一定补库空间。综合美国耐用消费品库存、渠道公司库销比的情况，此前的高库存水位已逐步去化，补库需求有望带动外销增长。
- 从国内家电出口数据（美元口径）看，22Q1-23Q1呈现连续5个季度的增速下滑，从外销增速中枢看，后续或将呈现连续5个季度的修复性增长，出口需求的修复性增长或将持续至24H1。综合美国的库存和家电销售的情况，24H1海外需求修复+补库需求预计有望带动外销增长。

图：美国市场家电卖场销售变化（百万美元，%）

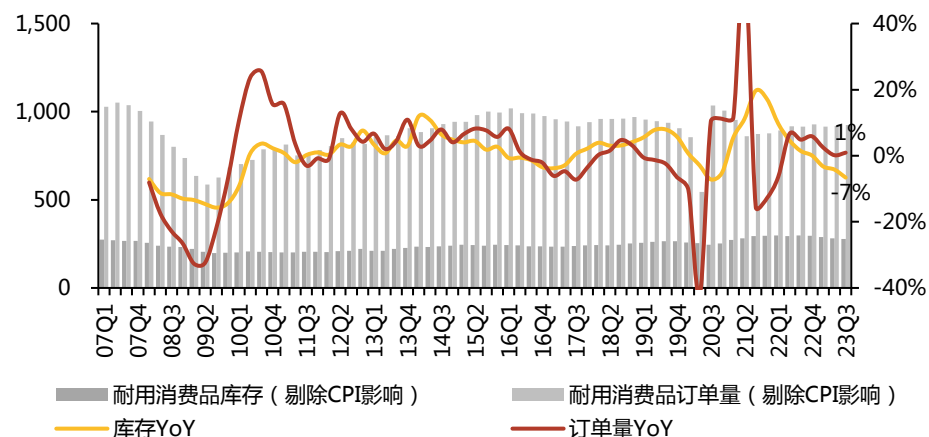


图：08Q2-23Q3北美零售公司库销比yoy



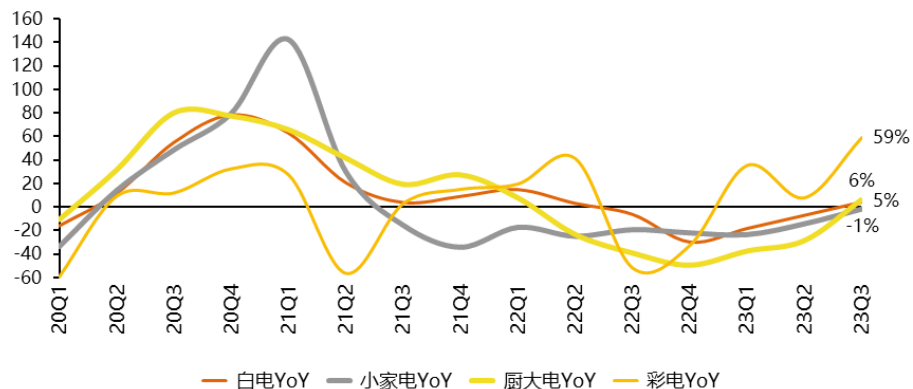
注：23Q3对应WALMART 23/8-23/10数据，TARGET 23/8-23/10数据，HOME DEPOT 23/8-23/10数据，LOWE'S 23/8/19-23/11/24数据，COSTCO暂未公布三季度财务数据。

图：2007年起美国耐用消费品库存、订单量数据（剔除CPI影响，亿美元）

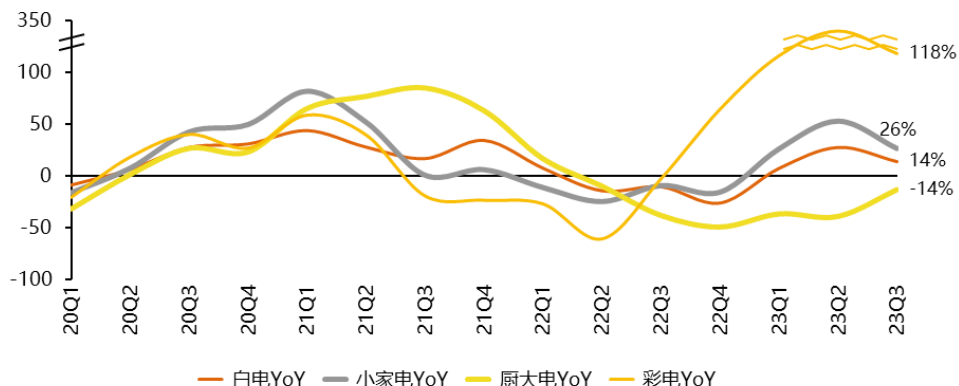


3.2 出口分区域：人民币口径，23Q3家电主要品类出口美国增速继续回暖，出口欧洲仍有低基数带来的高增，但环比略有降速

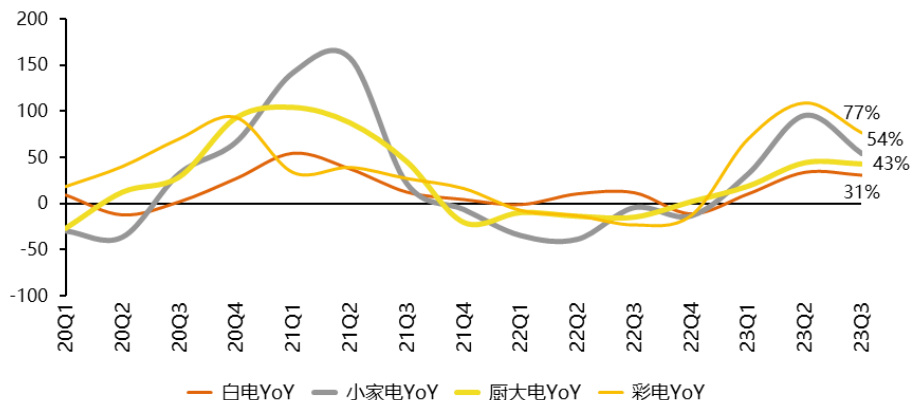
图：国内主要家电品类出口美国金额增速（%）



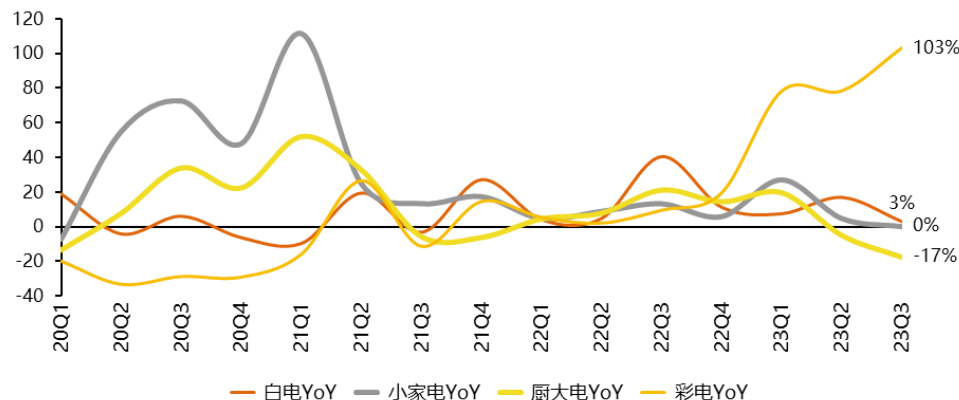
图：国内主要家电品类出口欧洲金额增速（%；取英国、意大利、西班牙、法国、德国、俄罗斯六国出口金额之和）



图：国内主要家电品类出口拉美金额增速（%；取巴西、阿根廷、墨西哥三国出口金额之和）



图：国内主要家电品类出口南亚/东南亚金额增速（%；取泰国、马来西亚、新加坡、印度、越南、菲律宾、印度尼西亚七国出口金额之和）

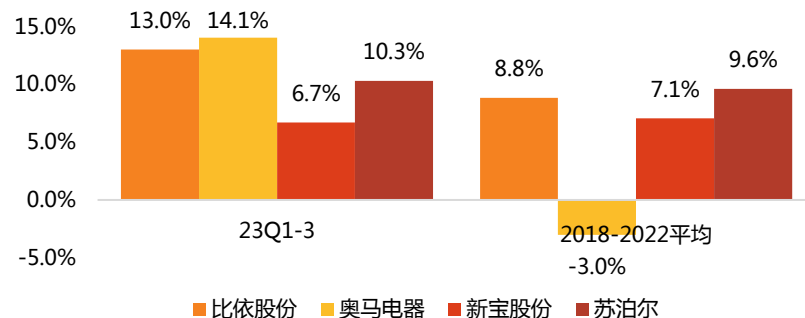


注：家电品类取白电（空调、冰箱、洗衣机）、小家电（电锅、吸尘器）、厨大电（油烟机、燃气灶）及彩电出口金额。

3.3 外销：汇率+海运+原材料对代工企业利润的一次性正贡献更大

- 利润率方面：汇率、海运、原材料价格下降对出口公司在23年都有正向贡献，其中对代工企业贡献更为明显。为测算汇率、海运和原材料价格对利润的影响，我们此处假设原材料价格、运费价格、汇率到4Q23、1Q24、2Q24将维持在2023/12/27水平不变，得到：
 - 1) 汇率方面，因22Q4、23Q4人民币均有2个点左右升值，预计23Q4汇兑影响相对较小；2) 23Q4、24H1出口运价对出口链公司都为正向贡献；3) 23Q4、24Q1大宗价格对成本影响较小。
- 从测算结果看，代工占比较大的企业前期受益于原材料及汇兑红利增厚利润率更多。随着原材料、汇率、运费等贡献因素逐步趋于中性，后续出口企业盈利能力预计将逐渐回到疫情前的平均水平，代工企业利润影响或将更为显著。

图：主要出口代工企业受益原材料、运费、汇率等因素，净利率23年提升明显



图：原材料、运费、汇率对公司的综合影响变化

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E (取12/27数据)	1Q24E (取12/27数据)	2Q24E (取12/27数据)
美元兑人民币即期汇率	7.1	7.1	6.8	6.5	6.6	6.5	6.5	6.4	6.3	6.7	7.1	7.0	6.9	7.3	7.3	7.1	7.1	7.1
环比变化	1.8%	-0.3%	-3.7%	-4.0%	0.3%	-1.5%	0.0%	-1.4%	-0.5%	5.5%	6.0%	-2.0%	-1.2%	5.7%	0.5%	-2.1%	0.0%	0.0%
对出口链利润影响	正向	负向	负向	负向	负向	负向	正向	正向	负向	正向	正向	负向	负向	正向	负向	负向	正向	负向
中国出口集装箱运价指数(季度平均)	919	854	910	1250	1961	2164	2992	3266	3444	3157	2950	1615	1087	938	876	849	849	849
同比变化	8%	6%	11%	53%	113%	154%	229%	161%	76%	46%	-1%	-51%	-68%	-70%	-70%	-47%	-22%	-10%
对出口链利润影响	负向	负向	负向	负向	负向	负向	负向	负向	负向	负向	正向	正向	正向	正向	正向	正向	正向	正向
大宗对各品类成本影响(滞后1Q)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E (10/1-12/27)	1Q24E (10/1-12/27)	2Q24E (10/1-12/27)
空调影响	-4%	-4%	-6%	2%	7%	17%	28%	19%	13%	7%	-1%	-8%	-8%	-6%	-7%	0%	0%	-3%
冰箱影响	-4%	-5%	-6%	0%	7%	14%	21%	14%	7%	2%	-2%	-7%	-7%	-6%	-7%	-1%	-1%	-2%
洗衣机影响	-4%	-4%	-5%	0%	6%	14%	23%	18%	8%	2%	-3%	-9%	-9%	-6%	-8%	-1%	0%	-2%
小家电影响	-2%	-2%	-3%	1%	4%	8%	15%	13%	7%	3%	0%	-4%	-5%	-4%	-3%	1%	1%	1%
对出口链利润影响	正向	正向	正向	负向	负向	负向	负向	负向	负向	负向	正向	正向	正向	正向	正向	正向	正向	正向

3.4 外销：外销高增贡献收入增速，利润水平有所修复

- 我们将外销收入占比较大的公司分为自有品牌和出口代工两大类进行整理。
- 收入方面，空气炸锅和扫地机出口呈高速增长，电动工具等品类表现疲软。分子行业看，23H1白电中冰箱的外销增速显著高于其他白电的综合增速，且自有品牌增速好于代工。厨房小家电中，空气炸锅外销增速显著高于其他品类。扫地机外销增速恢复的较好，一方面来自于22年同期欧洲低基数的影响，另一方面有行业产品结构升级的贡献。吸尘器、割草机、电动工具外销情况不及其他品类，仍有下滑。
- 利润方面，汇率+原材料+海运运费对利润有正贡献，自有品牌中扫地机毛利率显著高于其他品类。从自有品牌毛利率的趋势看，23H1除石头外，其他公司的内销毛利率显著高于外销毛利率，即使是同行业的科沃斯，毛利率也低于石头的水平。大部分企业在23H1的内外销毛利率同环比有显著提升，一方面由于原材料价格上涨压力的缓解，另一方面海运、汇率等因素在23年主要为正向贡献。

图：自有品牌与代工企业营收利润情况

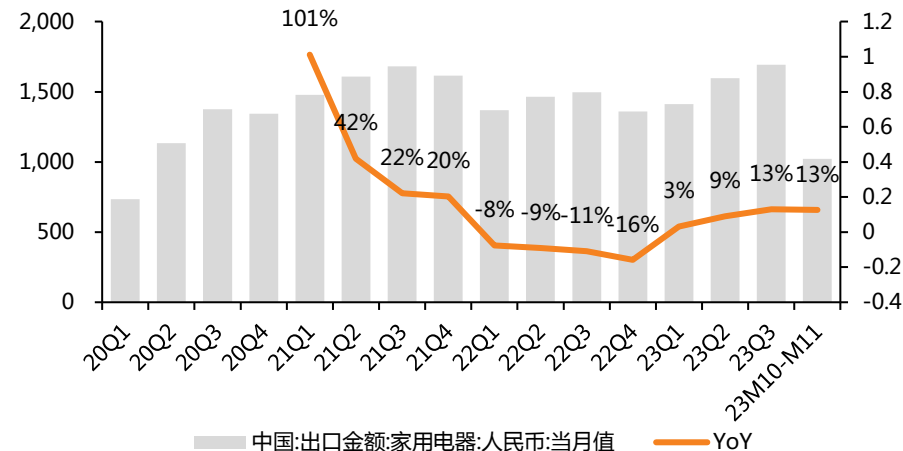
自有品牌													
		21H1	21H2	22H1	22H2	23H1			21H1	21H2	22H1	22H2	23H1
海尔智家	外销收入YoY	23.4%	3.2%	8.0%	12.6%	8.8%	海尔智家	内销毛利率	32.2%	30.8%	34.0%	35.9%	
	占比	51.0%	49.0%	50.5%	37.8%	50.8%		外销毛利率	26.7%	28.0%	28.2%	26.9%	
科沃斯	外销收入YoY	216.2%	10.5%	16.6%	6.8%	25.5%	科沃斯	内销毛利率	42.1%	44.3%	56.0%	55.2%	
	占比	28.3%	36.1%	25.9%	33.8%	31.0%		外销毛利率	34.0%	41.2%	43.2%	44.7%	
石头科技	外销收入YoY	80.1%	80.1%	3.5%	3.5%	10.3%	石头科技	内销毛利率	33.1%	46.4%	47.8%	45.1%	46.8%
	占比	57.6%	57.6%	52.5%	52.5%	57.2%		外销毛利率	55.2%	58.3%	48.4%	53.1%	54.0%
海信视像	外销收入YoY	19.1%	19.1%	-12.3%	-12.3%	22.2%	海信视像	内销毛利率	25.6%	28.0%	22.6%	26.6%	
	占比	50.1%	50.1%	44.9%	44.9%			外销毛利率	11.7%	12.4%	11.3%	13.3%	
出口代工													
		21H1	21H2	22H1	22H2	23H1			21H1	21H2	22H1	22H2	23H1
美的集团	外销收入YoY	19.6%	7.5%	5.2%	1.7%	3.5%	美的集团	内销毛利率	31.3%	24.9%	23.0%	24.7%	26.2%
	占比	42.3%	37.8%	42.4%	40.0%	40.7%		外销毛利率	25.5%	25.5%	21.8%	23.6%	25.8%
海信家电	外销收入YoY	59.3%	57.3%	34.6%	15.7%	-0.6%	海信家电	内销毛利率	29.9%	34.4%	29.3%	29.5%	
	占比	32.8%	35.6%	37.4%	29.5%	33.2%		外销毛利率	9.1%	9.3%	8.5%	9.4%	
奥马电器	外销收入YoY	36.0%	10.2%	-21.6%	-41.5%	30.8%	奥马电器	内销毛利率	46.4%	20.2%	24.4%	26.2%	28.6%
	占比	86.3%	86.3%	83.2%	68.5%	82.2%		外销毛利率	19.5%	22.9%	20.8%	24.0%	28.0%
莱克电气	外销收入YoY	26.8%	26.8%	6.7%	6.7%	-41.0%	莱克电气	内销毛利率	44.1%	46.9%	39.5%	31.6%	
	占比	69.7%	69.7%	66.3%	66.3%	38.0%		外销毛利率	17.2%	17.0%	14.6%	19.2%	
德昌股份	外销收入YoY	32.9%	32.9%	-31.2%	-31.2%	13.0%	德昌股份	内销毛利率		16.7%	-12.2%		
	占比	95.0%	95.0%	95.8%	95.8%	96.0%		外销毛利率		17.8%	16.2%		
苏泊尔	外销收入YoY	68.7%	5.6%	16.7%	-39.9%	-13.5%	苏泊尔	内销毛利率	35.4%	29.4%	27.1%	28.3%	28.4%
	占比	32.8%	35.0%	27.6%	23.8%	24.9%		外销毛利率	18.8%	19.7%	14.9%	18.5%	16.4%
九阳股份	外销收入YoY	243.2%	5.7%	-5.8%	-8.5%	49.2%	九阳股份	内销毛利率	33.8%	33.5%	30.1%	32.1%	
	占比	13.5%	13.6%	12.8%	13.2%	21.3%		外销毛利率	8.3%	8.0%	10.6%	9.3%	
新宝股份	外销收入YoY	43.5%	-1.3%	5.8%	-34.6%	-14.4%	新宝股份	内销毛利率	33.3%	33.0%	27.8%	27.3%	30.2%
	占比	76.4%	79.2%	76.4%	65.2%	73.4%		外销毛利率	21.0%	20.4%	14.7%	18.6%	19.3%
北鼎股份	外销收入YoY	273.6%	12.9%	41.9%	-11.5%	-42.8%	北鼎股份	内销毛利率		63.4%	62.3%	59.0%	61.1%
	占比	6.7%	7.1%	9.1%	13.5%	6.0%		外销毛利率	46.7%	60.3%	40.8%	31.7%	36.1%
比依股份	外销收入YoY	48.5%	48.5%	-11.2%	-16.7%	38.5%	比依股份	内销毛利率	18.7%	22.4%	17.1%	18.9%	19.4%
	占比	95.3%	94.1%	79.3%	87.9%	92.9%		外销毛利率	22.9%	20.8%	15.2%	19.6%	21.7%
格力博	外销收入YoY	16.2%	-50.8%	10.7%	-4.4%	-20.5%	格力博	内销毛利率	27.7%	22.8%	11.7%	25.1%	
	占比	98.6%	98.3%	99.0%	98.1%	96.8%		外销毛利率	34.6%	35.2%	27.8%	25.8%	

*注：部分企业未披露23H1的情况

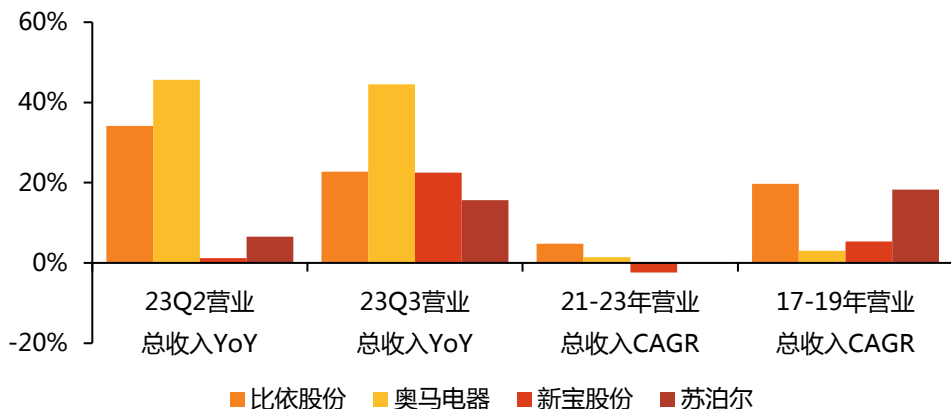
3.6 外销：补库带来外销代工收入高增，电动工具有望在24H1实现补库

- 23年以来补库需求带动出口代工企业下半年收入增长，但增长中枢仍未恢复到疫情前水平。从出口公司收入增速看，23Q3以来比依、奥马、新宝等出口代工企业虽然出口增速向好，但21-23年的两年增长中枢仍未恢复到疫情前水平。我们预计，23年外销增速快主要是由补库带动增长，而海外需求修复并不明显。我们预计，出口补库的需求或将延续至24H1，伴随美国房地产数据逐渐向好，有望带动电动工具的销售。

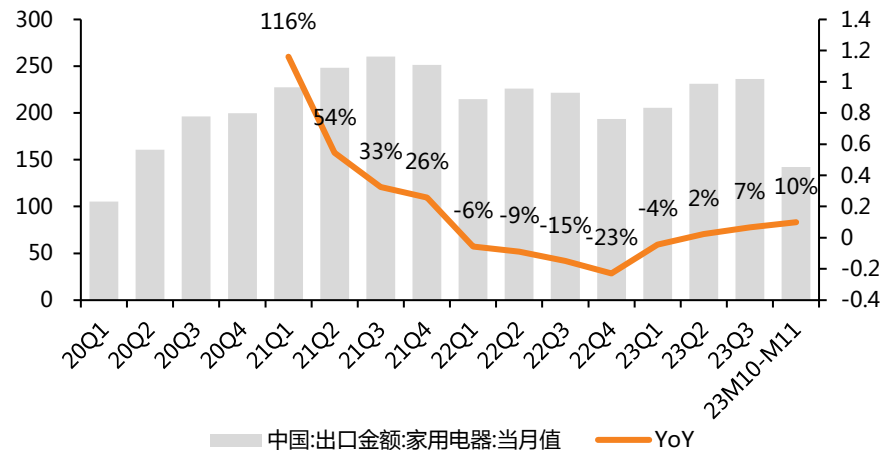
图：国内家用电器出口金额及增速（人民币口径；亿元）



图：主要出口代工企业23Q3以来收入增长向好，两年CAGR仍未恢复到疫情前水平



图：国内家用电器出口金额及增速（美元口径；亿美元）



3.7 出口链条标的盈利预测情况

证券简称	22年外销收入占比	营业收入 (亿元)							营业收入YoY							归母净利润 (亿元)							归母净利润YoY							PE(wind90天预期)		
		2022	23Q1	23Q2	23Q3	2023E	2024E	2025E	2022	23Q1	23Q2	23Q3	2023E	2024E	2025E	2022	23Q1	23Q2	23Q3	2023E	2024E	2025E	2022	23Q1	23Q2	23Q3	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
格力博	99%	52	16	26	35	49	70	85	4%	-1%	-19%	-17%	-5%	42%	21%	2.7	0.9	(0.5)	(1.7)	0.5	5.2	7.0	-5%	-41%	-121%	-187%	-83%	1011%	37%	189.7	17.1	12.5
德昌股份	96%	19	6	13	21	28	36	44	-32%	-1%	13%	39%	47%	25%	22%	3.0	0.4	1.7	2.6	3.4	4.0	4.9	-1%	-30%	2%	0%	15%	16%	24%	24.7	21.4	17.2
比依股份	84%	15	4	9	13	18	23	28	-8%	3%	18%	20%	19%	27%	25%	1.8	0.5	1.3	1.8	2.3	2.6	3.2	49%	82%	67%	34%	30%	13%	22%	14.4	12.7	10.4
奥马电器	76%	78	24	52	81	104	118	131	-23%	20%	32%	37%	33%	13%	11%	4.2	1.7	4.0	6.0	7.3	8.3	9.3	630%	660%	157%	82%	72%	14%	11%	9.7	8.5	7.6
新宝股份	71%	137	28	64	108	144	157	171	-8%	-22%	-11%	0%	5%	10%	9%	10	1.4	3.9	7.4	10	11	13	21%	-22%	-19%	-13%	4%	15%	12%	11.9	10.4	9.2
莱克电气	66%	89	18	37	58	82	95	106	12%	-22%	-19%	-14%	-8%	15%	12%	10	1.9	5.7	8.0	10	11	13	96%	-12%	19%	-3%	3%	12%	15%	12.3	11.0	9.6
石头科技	53%	66	12	34	57	86	104	124	14%	-15%	15%	30%	30%	21%	19%	12	2.0	7.4	13.6	19	23	27	-16%	-40%	20%	59%	62%	18%	19%	18.9	16.0	13.5
海尔智家	52%	2,435	651	1,316	1,987	2,637	2,850	3,072	7%	8%	8%	7%	8%	8%	8%	147	39.7	89.6	131.5	168	192	218	12%	13%	13%	13%	14%	14%	13%	11.4	10.0	8.8
三花智控	47%	213	57	125	190	269	328	395	33%	18%	23%	22%	26%	22%	20%	26	6.0	13.9	21.6	31	39	48	53%	33%	39%	33%	21%	24%	23%	34.1	27.5	22.3
海信视像	45%	457	115	249	392	543	605	670	-2%	13%	23%	21%	19%	12%	11%	17	6.2	10.4	16.3	22	26	31	48%	108%	75%	47%	33%	18%	16%	12.1	10.3	8.8
美的集团	41%	3,439	963	1,970	2,911	3,763	4,066	4,365	1%	7%	8%	8%	9%	8%	7%	296	80.4	182.3	277.2	337	372	409	3%	12%	14%	13%	14%	11%	10%	10.8	9.8	8.9
科沃斯	34%	153	32	71	105	161	188	216	17%	1%	5%	4%	5%	16%	15%	17	3.3	5.8	6.0	10	14	17	-16%	-23%	-33%	-46%	-42%	42%	24%	22.6	16.0	12.9
海信家电	34%	741	194	429	649	842	921	1,000	10%	6%	12%	14%	14%	9%	9%	14	6.2	15.0	24.3	29	34	39	48%	131%	141%	127%	104%	16%	15%	9.6	8.2	7.2
大元泵业	32%	17	4	9	14	20	24	29	13%	40%	34%	21%	19%	21%	18%	3	0.6	1.7	2.5	3	4	5	77%	127%	68%	47%	27%	26%	22%	11.9	9.4	7.7
苏泊尔	26%	202	50	100	154	216	237	258	-7%	-12%	-3%	3%	7%	10%	9%	21	4.4	8.8	13.6	22	24	27	6%	-19%	-6%	4%	7%	11%	11%	19.4	17.6	15.8
北鼎股份	27%	8	2	3	5	8	9	10	-5%	-7%	-13%	-12%	-6%	15%	12%	0.5	0.2	0.4	0.5	0.9	1.1	1.3	-57%	7%	67%	96%	93%	22%	15%	32.5	26.7	23.1
春光科技	16%	19	4	9	14	21	24	27	48%	42%	28%	10%	10%	12%	12%	1.0	0.2	0.3	0.4	0.8	1.8	2.3	-11%	12%	-37%	-50%	-20%	126%	28%	27.2	12.0	9.4

注：23-25年预测取Wind90天前瞻预测值；更新时间2023/12/22。

4 产业趋势——Mini LED

4.1 Mini LED以优秀性价比脱颖而出，渗透率持续提升

- 根据发光原理，显示技术分为背光和直显两种。背光，即需要背光层作为光源，通过由许多包含RGB三种颜色的像素点组成的彩色滤光片来形成色彩，背光从CCFL→LED→Mini LED。直显，根据发光材料分为两条路径：有机材料自发光，包括OLED以及下一代技术Micro OLED；以RGB LED芯片直接作为显示像素点，根据LED尺寸和间距不同分为普通LED、小间距LED、Mini LED、Micro LED。
- 与目前主流显示技术LCD相比，Mini LED可以分区调光（Local Dimming），具备更优良的显示效果，响应速度有着数量级的提升，屏幕可以更轻薄，并且随着功耗的大幅度降低，可以延长电池续航时间。
- 与OLED显示屏对比，Mini LED在同时保持着出色显示效果和柔性下，拥有更快响应速度、更高高温可靠性，寿命长、无烧屏问题。
- Mini LED直显相比小间距LED进一步实现了去封装化，主要定位高端小间距LED商用市场，能够实现更高的分辨率和显示效果。
- 据奥维云网数据，2023年上半年中国彩电市场销量为1467万台，同比下降12.2%。根据洛图科技数据，截至2023年6月，中国电视市场Mini LED电视的销量较22年同期实现翻倍增长。Mini LED脱颖而出。

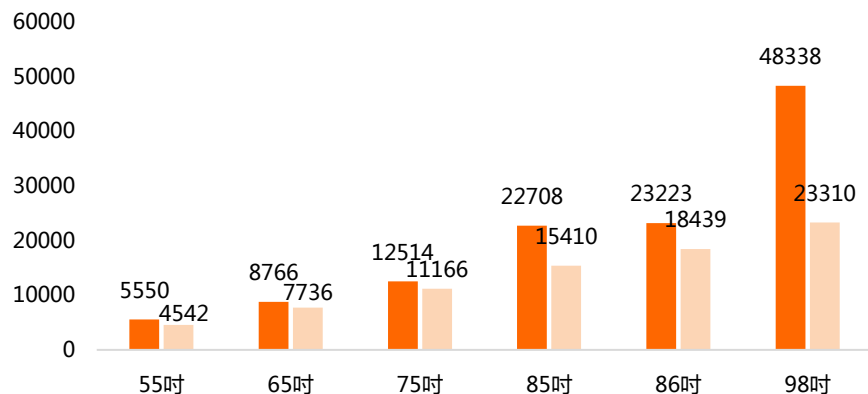
图：黑电显示技术对比

	传统LCD	OLED	Mini LED LCD	Mini LED直显	Micro LED
技术类型	LED背光	有机物自发光	Mini LED背光	RGB LED芯片自发光	RGB LED芯片自发光
亮度	<500nit	<1000nit	>1000nit	优于Mini LED背光	>1000nit(更高)
对比度	1000 : 1	> 10000 : 1	> 5000 : 1	优于Mini LED背光	10M : 1
厚度	厚，大于2.5	薄，1-1.5	较厚	薄	薄，小于0.05
功耗	高	约LED60-80%	优于Mini LED直显	约LCD 30-40%	约LCD 10%
工作温度℃	40~400	35~85	-	-100~120	-100~120
寿命(小时)	60K	20-30K	-	80-100K	80-100K
LED数量级	数百颗	-	数万颗	数万颗	数百万颗
适应尺寸	小中大	小中大	中大	-	理论上无限制
成本	低	高	中	较高	高
产业化进展	大规模量产	大规模量产	初步规模量产	初步规模量产	研究阶段

4.2 终端需求提升的主要动力为成本具备下探空间

- 以Mini LED背光电视来看，根据奥维云网数据，23Q3Mini LED电视销量占比超过20%，同比22年提升超过其他电视类型，且各尺寸价格均有下降，98吋大尺寸下降超过一半。目前除了规模较小、发展仍处于相对早期的玻璃基板Mini LED背光技术外，其他各类型Mini LED背光制造成本(411-991美元*)均低于W OLED(680美元*)与QD OLED(1040美元*)。
- Mini LED产品成本构成中，灯板占背光成本约65-78%。拆解背光成本结构，根据行家说Display披露的测算，典型的65英寸Mini LED背光灯板成本中38%为PCB基板、30%为驱动IC、23%为Mini LED芯片。**从Mini LED背光拆分来看，针对不同成本构成，我们认为背光成本有望持续优化，基板、驱动IC、芯片、封装工艺改进或为主要降本路线。**
- 芯片：减少LED芯片+增加出光角+光学设计优化实现降本。**LED芯片方面，LED芯片价格会随着时间的推移逐渐降低，根据高工LED调研数据显示，2022年Mini芯片价格跌幅超50%。另外可采取在确保性能效果的情况下，减少LED芯片同时提高出光角寻求性价比。其常规做法是，减少LED芯片+增加出光角(DBR结构/点Lens透镜)+光学设计优化(减少LED芯片数量也会带来不均的现象，需要光学设计来改进)。
- 基板：从材料、用量、技术革新三条路径实现降本。**目前市场上主流Mini LED背光产品还是以PCB基板的POB技术路线为主。从PCB的成本来说，材料成本已经占比非常高，整板降价依赖上游原材料下降，下降空间有限。普遍的降本方式包括，1) 选用价格便宜的材料，如TV用铝基PCB；2) 减少PCB用量，从整板状到鱼骨型、再到灯条形，可实现100%→65%→40%降本；3) 技术革新，玻璃基板替代PCB基板。
- 驱动IC：高压芯片+AM驱动最大化IC驱动效率实现降本。**当前Mini LED背光有两种主流驱动模式：PM被动矩阵式驱动和AM主动矩阵式驱动。其中AM方案布线简单，每个分区可单独驱动。例如75吋大屏电视中，AM驱动芯片和LED芯片贴在同一面，可以从原来的双面板变为单面板，极大降低PCB成本。
- 封装工艺：倒装COB有望成为高性价比主流的封装方式。**Mini LED芯片微细化增加了封装难度，促成了不同封装技术的开发，SMD、IMD、COB、COG等路线百花齐放。看好倒装芯片替代正装芯片+金线(容易受贵金属涨价影响价格优势缩小)。COB封装工艺相对SMD有价格优势，23年一季度，P1.2的COB模组较2021年下降近50%，且点间距越小，COB成本优势越明显。

图：22Q3-23Q3国内Mini LED电视分尺寸价格情况(元)



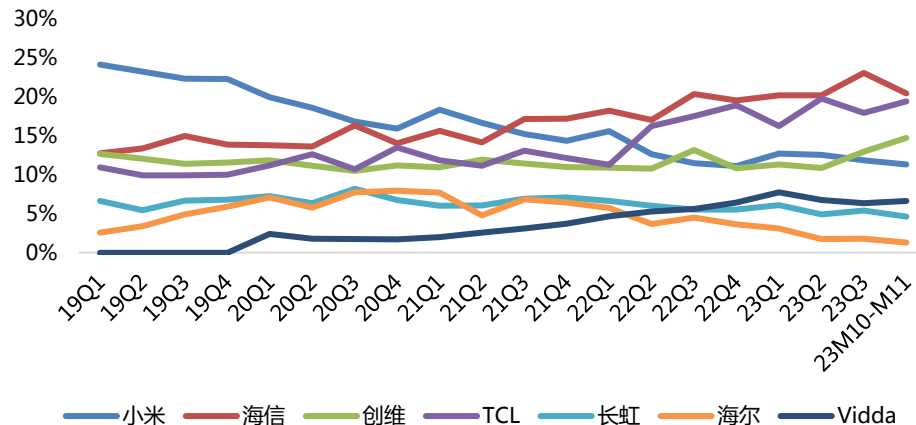
图：Mini LED背光降本路线



4.3 各家纷纷加进布局Mini LED，24年产品将更加多样化

- 根据奥维数据显示，小米在国内黑电线上市场的市占率呈现逐年下滑的趋势，市占率由19年的第一下滑至23Q3的第四，海信、TCL、Vidda的市占率在近年来则有所上升。
- Mini LED的普及则有望让小米在黑电市场上重新夺回市占率。2023年10月，小米电视陆续发布S PRO 65/75/85吋版本，分区数分别为896/1152/1440，售价分别为4299/5999/7999元，首次将1000级别分区产品降低至4000~6000元价格带。产品预售阶段便出现断货情况，十分具备竞争力，10月23日0点至11月10日24点全渠道累计销售额突破2亿元。我们认为未来价格有望继续下探。
- 此外，除小米外，创维、长虹、海信、TCL等均有Mini LED产品的储备，随着小米Mini LED产品价格的进一步下探，预计其他品牌也将采取跟随策略，守住当前市占率水平。

图：国内黑电线上分品牌零售额份额变化（%）



图：小米电视S Pro Mini LED竞争力十足



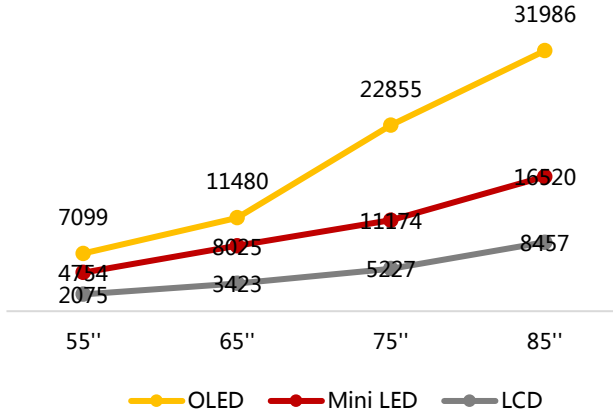
图：小米推出S Pro Mini LED系列产品，带动行业价格进一步下探(单位：元；天猫平台；统计时间2023/10/29)

Mini LED								
屏幕尺寸(英寸)	55	65	75	85	86	98	100	110
海信		5999/7999/8999	6299/9999/12499	9999/12999/17499				18399/269999
东芝		6399/9399	8399/12399/16399	14399/18399/20399			34999	
Vidda			6599	8399				
TCL	4499	5999/7999	5999/7999/10999	7999/10999/14999		14999/19999/25999		
雷鸟		4299	6299	8399				
小米		4299	5999	7999	14979			
索尼		9499	14999	14999				
OLED								
屏幕尺寸(英寸)	55	65	77	83				
索尼	9999	15999	23999/39999	36999				
三星	14599	19399	28999					
小米	4999	5299	17499					

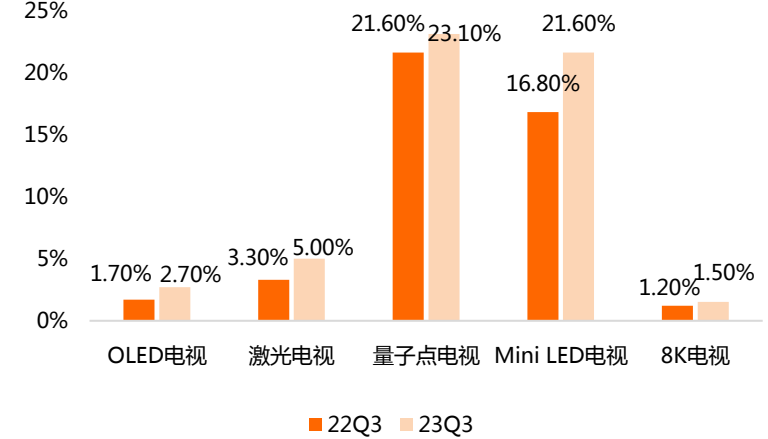
4.4 Mini LED通过降本+让利，价格将有望趋近于LED产品

- 从性能上看，Mini LED显示技术兼具了LCD和OLED的优势。对比LCD能够达到更高的峰值亮度、更好的色彩表现；同时寿命及稳定性优于OLED。
- 从成本上看，Mini LED背光电视各尺寸市场零售均价均介于LCD和OLED之间，性能优势下成本优势更显突出。
- 从价格上看，同尺寸下Mini LED产品显著低于OLED产品的价格，且尺寸越大Mini LED的价格优势更为显著，与85寸的Mini LED产品相比，77寸的OLED产品的价格倍率在2倍左右。
- 综合性能、成本和价格三方面，Mini LED有望通过各方面的技术降本+厂家让利的方式，使产品价格不断趋近于LED产品的核心价格段，叠加Mini LED的显示成像效果较LED更为出色，预计未来有望带来市占率的显著提升。

图：2023H1中国TV零售市场均价（元）



图：22Q3-23Q3国内6K+彩电市场销量占比情况



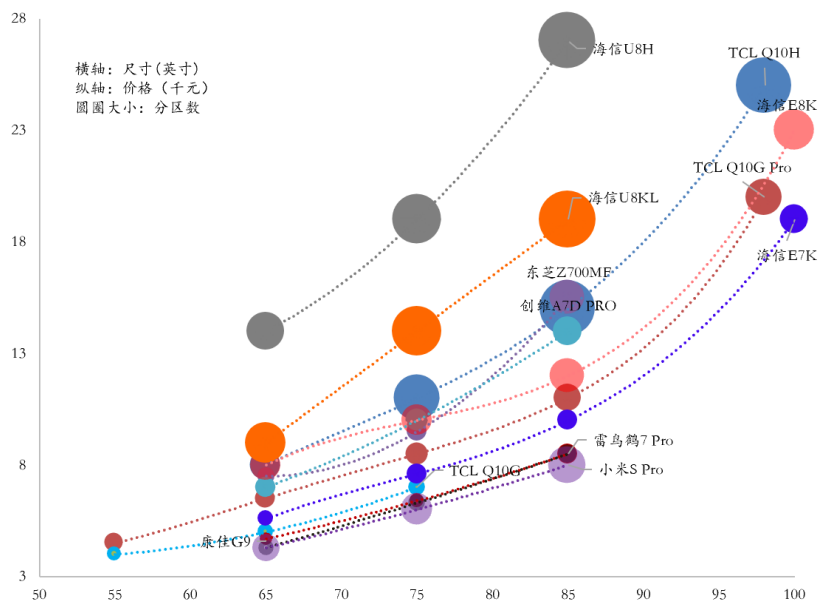
图：类似尺寸段下，Mini LED产品价格明显低于OLED(天猫平台；统计时间：2023/10/29)

显示类型	产品型号	品牌	价格	运行内存	存储内存	背光方式	色域值	亮度 (nit)	屏幕尺寸 (英寸)	音响功率	上市时间	平均价格 (元)	OLED/Mini LED 价格倍率
OLED	XR-55A80L	索尼	9999	4GB	32GB	自发光	99%	800-1100	55	40W	Apr-23	12299	1.6
OLED	QA55S95ZAJXXZ	三星	14599	3GB	32GB	自发光	99%	800-1100	55	20W	May-23		
Mini LED	65E7K	海信	5999	4GB	64GB	直下式	130%	1100-1500	65	61W	Sep-23	7666	
Mini LED	65E8K	海信	7999	4GB	64GB	直下式	140%	1500-2000	65	65W	Sep-23		
Mini LED	65U8KL	海信	8999	4GB	128GB	直下式	140%	≥3000	65	77W	Sep-23		
OLED	XR-77A80L	索尼	23999	4GB	32GB	自发光	99%	800-1100	77	40W	Apr-23	26499		2.0
OLED	QA77S95ZAJXXZ	三星	28999	3GB	32GB	自发光	99%	800-1100	77	20W	May-23		
Mini LED	85E7K	海信	9999	4GB	64GB	直下式	130%	1100-1500	85	61W	Sep-23	13499	
Mini LED	85E8K	海信	12999	4GB	64GB	直下式	150%	1500-2000	85	77W	Mar-23		
Mini LED	85U8KL	海信	17499	4GB	128GB	直下式	140%	≥3000	85	77W	Sep-23		

4.5 Mini LED背光或为电视最佳方案，出货量预计持续成长，具备较大渗透空间

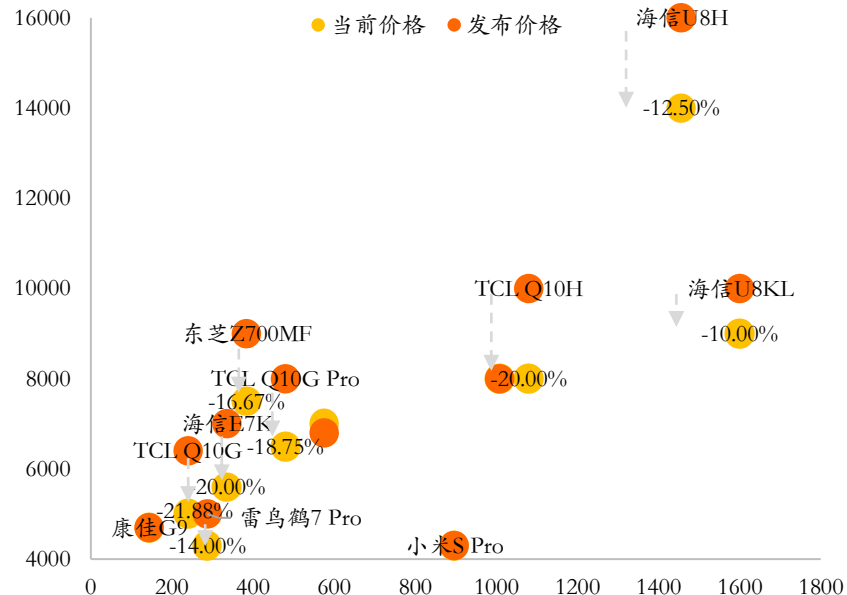
- 据LEDinside统计，2022年约有23款Mini LED背光电视发布，产品涵盖了55、65、75、85等电视尺寸，产品背光分区从最低448到最高2304。2023年10月，小米电视陆续发布S PRO 65/75/85吋版本，分区数分别为896/1152/1440，售价分别为4299/5999/7999元，首次将1000级别分区产品降低至4000~6000元价格带，具备性价比优势。我们认为，从终端产品上，Mini LED背光电视可在同一尺寸下，根据分区不同细化不同价位段产品，覆盖更多层级消费者需求，对终端厂商而言更具应用动力。

图：主流Mini LED电视矩阵图(尺寸-分区数-当前价格)



注：发布价格参考慢慢买网站首次收录数据，当前价格为京东2023年11月22日查询所得。

图：65吋主流Mini LED发布价格与当前价格对比(元)



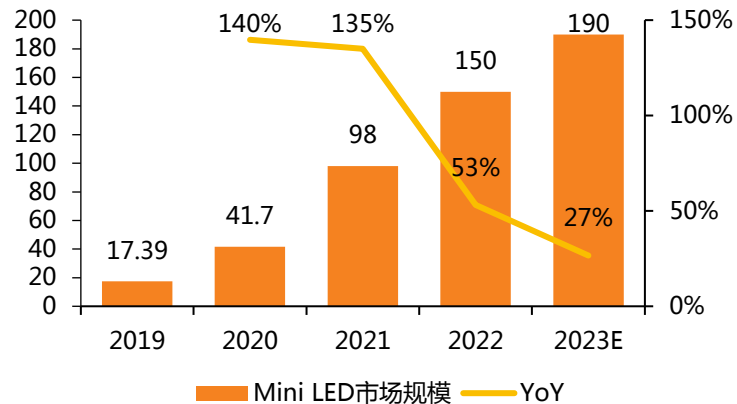
注：发布价格参考慢慢买网站首次收录数据，当前价格为京东2023年11月22日查询所得。

4.6 Mini LED 产业链图谱

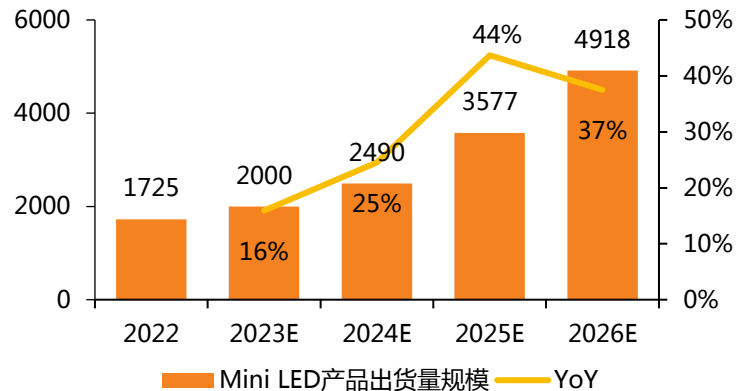
Mini LED产业链上游包括LED外延生长、LED芯片制造，中游为LED封装、设备厂商、面板厂商，下游为应用。



图：2019-2023E中国Mini LED市场规模预测（亿元）



图：2022-2026E中国Mini LED产品出货量规模预测（万台）



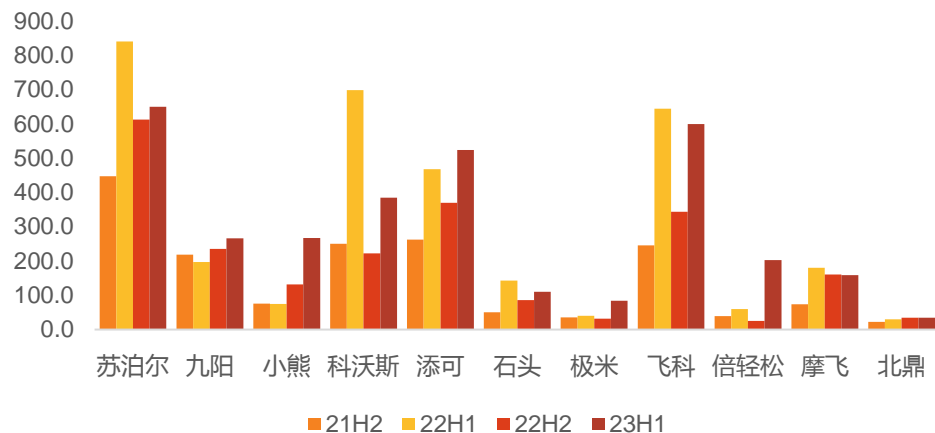
5

国内可选家电&新兴渠道

5.1 国内可选：内需低迷下拓展新兴渠道，部分公司利润承压

- 23Q3**：从收入增速看，23Q3小家电收入大部分环比有所改善，其中部分由于22年同期基数较低，增长压力较小。从业绩增速看，公司间形成了差异化的增速变化，外销占比较高（包括自有品牌和代工）以及22年同期显著低基数（包括公司自身改革带来的费用影响、原材料价格影响等）的企业Q3业绩同比呈现大幅增长；但22年同期收入、业绩高基数，叠加23年内销需求低迷也使部分企业业绩增速承压，如飞科、小熊、科沃斯、极米等。
- 综合各公司净利率的情况，我们发现23年在内需较为疲弱的情况下，许多公司选择扩张抖音等新兴渠道，维持收入的增长。与天猫京东等传统电商渠道相比，抖音等新兴渠道费用投入更高，提升了新兴渠道的费用投入，降低了费用转化率。

图：主要可选消费品牌抖音平台GMV呈现销额逐渐上升的趋势（百万元）



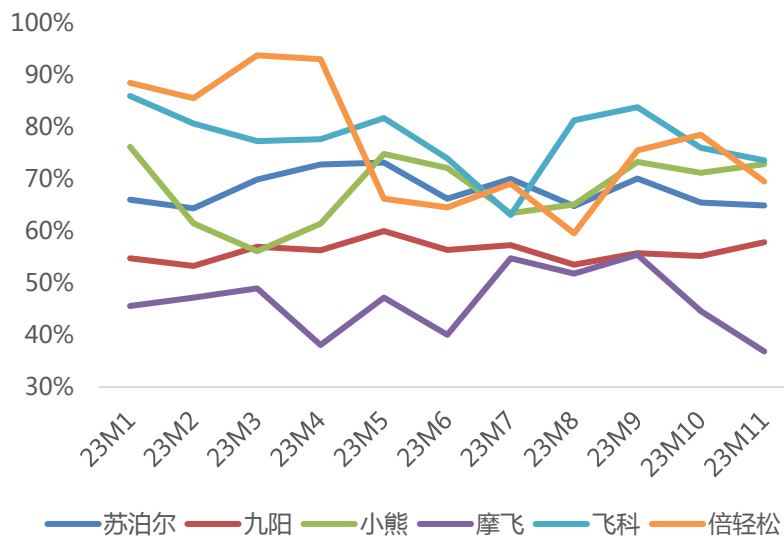
图：家电新兴品类&厨房小电营收业绩变化

		营收增速					业绩增速					净利率							
		22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
新兴品类	科沃斯	15.5%	14.4%	7.4%	1.1%	7.9%	2.6%	-12.3%	-48.9%	-15.2%	-23.0%	-43.1%	-92.0%	12.5%	7.5%	11.1%	10.1%	6.6%	0.6%
	石头科技	26.5%	-0.6%	11.3%	-14.7%	41.6%	57.6%	-18.7%	-34.5%	-15.0%	-40.4%	95.5%	160.4%	17.5%	16.2%	14.7%	17.6%	24.2%	26.8%
	极米科技	17.4%	-11.6%	-3.9%	-12.3%	-27.4%	-6.1%	43.2%	-44.0%	-6.2%	-57.0%	-72.6%	-110.9%	14.5%	7.1%	12.8%	5.9%	5.4%	-0.8%
	倍轻松	-35.9%	-29.4%	-34.4%	-7.9%	76.1%	79.3%	-184.6%	-189.7%	-358.5%	81.6%	8.0%	140.8%	-12.1%	-11.6%	-27.1%	-0.8%	-6.2%	2.6%
	飞科电器	32.8%	29.0%	-20.1%	22.7%	12.1%	-8.0%	32.7%	51.5%	-41.3%	35.3%	31.4%	-23.6%	18.9%	19.9%	8.9%	23.3%	22.2%	16.6%
厨房小电	苏泊尔	-11.0%	-11.0%	-12.3%	-11.6%	6.5%	15.6%	9.4%	0.2%	7.9%	-18.6%	12.2%	28.1%	8.4%	8.1%	14.6%	8.8%	8.8%	9.0%
	九阳股份	-4.8%	-3.2%	-7.3%	-18.7%	1.8%	11.2%	-33.6%	-25.3%	-69.8%	-27.0%	-30.2%	-26.4%	7.4%	7.2%	0.8%	6.5%	5.2%	4.7%
	新宝股份	1.5%	-11.5%	-29.2%	-22.3%	1.2%	22.5%	113.9%	27.4%	-40.5%	-22.3%	-16.8%	-4.6%	9.3%	10.4%	4.9%	5.5%	7.5%	8.1%
	小熊电器	20.0%	16.3%	14.3%	28.1%	25.1%	14.9%	-10.3%	84.5%	54.5%	58.3%	63.0%	-14.5%	5.0%	10.8%	10.3%	13.2%	6.6%	8.1%
	北鼎股份	3.8%	-12.1%	-11.2%	-6.6%	-19.0%	-9.2%	-71.6%	-77.7%	-49.1%	7.0%	227.6%	255.4%	3.3%	2.5%	7.5%	10.3%	13.3%	9.8%

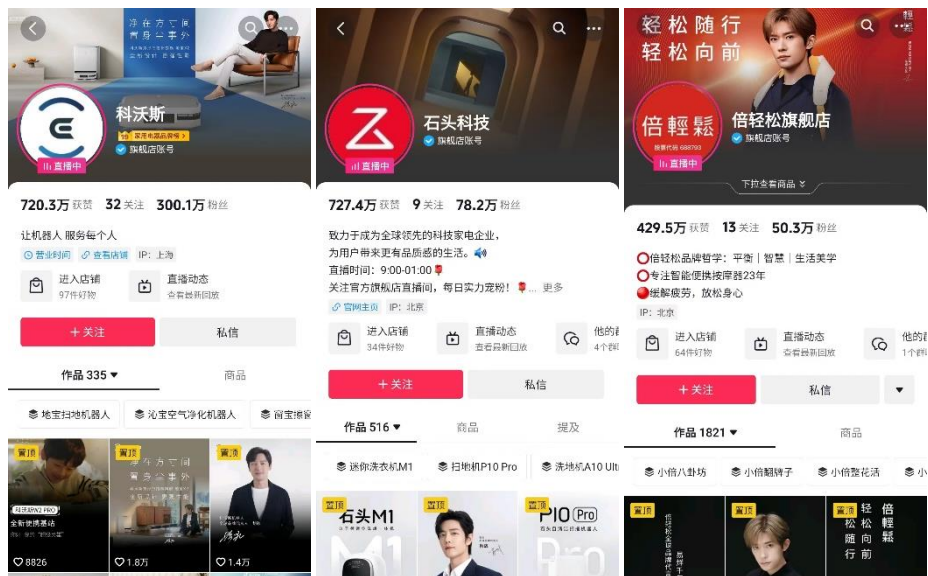
5.2 国内可选：提升抖音渠道效率，多角度开花推出人气商品

- 除了内需改善带来的增长外，对于抖音平台投放策略和定位的变化也是提升转化率的重要手段之一。一方面，许多品牌采用品牌自播策略发展抖音渠道。我们认为，自播成本或低于头部主播从而实现降费，同时品牌自播往往采用的是熟悉品牌和产品本身特性的店员进行直播，对产品的特点和功能更了解更熟悉，且品牌自播的直播间有充足的时间介绍和演示产品，最终产品转化率不一定会低于头部主播带货的情况。此外，在品牌和产品已具备一定知名度后，从抖音平台的商城中直接搜索品牌的产品或将比投放短视频和直播带货的成本更低（消费者在已知品牌和产品的前提下自行在商城界面搜索，不需要品牌商投入相关宣传费用，是直接的产品成交转化），从而进一步提升品牌利润水平。另一方面，品牌有望通过抖音渠道，引入流量到其他电商平台、线下直营门店，打造“自营+经销共存”的大单品矩阵。我们认为，部分公司也在尝试通过抖音平台打造人气商品后，将产品转移到天猫京东等传统电商渠道及线下实体店进行销售，抖音起到品牌和产品露出的作用，将其作为一个推广渠道，而不完全是卖货渠道，最终分流到其他渠道成交。这样的好处是初期抖音渠道流量更大，打造人气商品的速度相比其他渠道更快，能迅速扩大产品知名度；在产品有一定流量后加大在其他渠道的成交能有效降低投放成本，提升产品成交利润。

图：抖音自播收入占比较高



图：科沃斯、石头、倍轻松等品牌发力抖音渠道



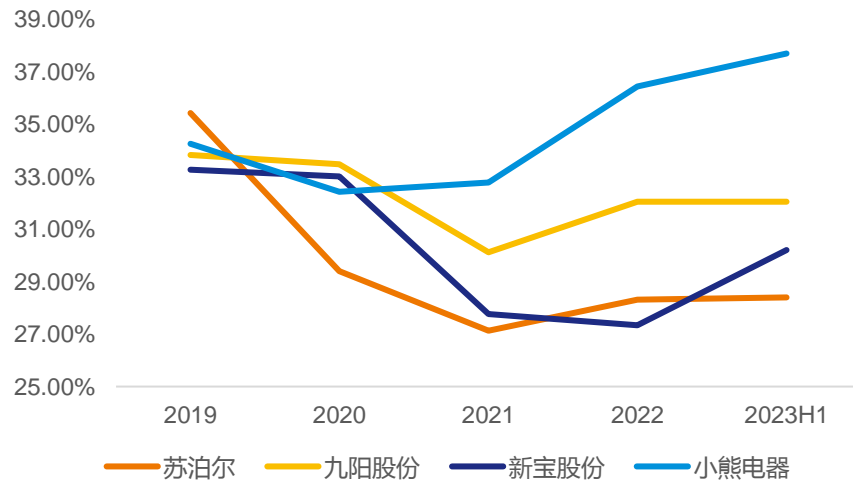
5.3 国内可选：重视品牌下探需求，挖掘品牌直营化潜力

- 23年以来由于需求疲软带来的追求消费性价比的需求也值得重视。清洁电器产品降级显著，根据奥维数据显示，23M1-10分价格段看，扫地机中除了4000-4499元价格段占比较高，市占率同比有显著提升外，1500-1999元价格段市占率同比也呈现显著提升；洗地机品类则更为明显，2500元以下的价格段均呈现不同程度的市占率提升，其中1500-1999元左右价格段提升幅度最大，市占率已与2000-2499元价格段基本持平。从畅销机型看，石头主打3000-3499元价格段的P10一经上市销售情况已十分出色，截止至23M10，石头P10在扫地机线上市占率已到第三位（占比4.8%），离第二位的科沃斯T10 OMNI仅差1pct左右。
- 此外，在个护行业中，品牌下探也表现的较为亮眼。飞科的子品牌博锐在23Q2销售呈现快速增长的趋势，公司2023年对“博锐”品牌与“飞科”品牌定位进一步优化，对品牌的产品结构进行调整。在推动“飞科”品牌进一步年轻化和高端化升级的同时，对“博锐”品牌的定位进行提升，赋予其承接“飞科”品牌部分原有性价比市场的战略功能，并对营销策略和营销渠道进行了相应调整，使品牌定位和运营策略更契合公司后续发展规划。博锐电器2023年度上半年实现营业收入3.71亿元，同比增加143.86%，多品牌战略进一步巩固了公司的市场竞争地位，为“飞科”品牌的进一步升级提供了空间。
- 挖掘品牌直营化比例提升的潜力。厨房小家电品牌中苏泊尔、小熊等品牌经营模式以经销为主，22年开始各家主动提升直营比例，直营占比的提升一方面能提升品牌新品的宣传推广效率，另一方面也能有效提升公司毛利率水平。目前厨房小家电公司的直营收入占比尚低，后续仍有提升的空间。

图：23M1-10扫地机和洗地机中销额市占率较高的价格段分布逐渐下行，洗地机更为显著（左表为扫地机，右表为洗地机，同比为行业占比的同比变化）

价格段	行业占比	同比	价格段	行业占比	同比
999-	9.23%	-0.55%	999-	5.75%	3.24%
1000-1499	8.41%	-4.40%	1000-1499	7.10%	4.50%
1500-1999	8.51%	4.01%	1500-1999	21.38%	10.65%
2000-2499	2.80%	-2.57%	2000-2499	21.76%	9.21%
2500-2999	10.80%	1.43%	2500-2999	22.37%	-8.82%
3000-3499	11.89%	1.93%	3000-3499	7.55%	-7.22%
3500-3999	20.51%	-5.38%	3500-3999	7.70%	-3.04%
4000-4499	10.62%	6.28%	4000+	6.38%	-8.51%
4500-4999	8.93%	-3.04%			
5000+	8.30%	2.29%			

图：厨房小家电内销毛利率变化



6

家电行业24年投资策略

投资建议

• 后续家电的投资机会主要围绕三个方向

- 1) 白电的稳健表现下，低估值高分红的投资机会；
- 2) 出口链条中自主品牌或代工边际改善的投资机会（PT&OPE）；
- 3) 国内可选品如扫地机/个护/投影仪等需求修复的投资机会（科沃斯、极米、倍轻松等）；
- 4) 产业技术迭代的投资机会，如Mini LED在电视中的渗透可能进一步提升（兆驰、聚飞、芯瑞达等）。

• 分子板块标的推荐

- 1) 大家电：如【海信家电】/【美的集团】/【海信视像】/【格力电器】/【海尔智家】；
- 2) 小家电：如【石头科技】/【光峰科技】（与天风电子组联合覆盖）/【苏泊尔】；
- 3) 其他：如【盾安环境】（与天风机械组联合覆盖）/【公牛集团】等。

	收入增速									业绩增速									PE		
	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4E	2023E	2024E	2025E	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
美的集团	20%	1%	7%	9%	7%	13%	8%	7%	6%	5%	3%	12%	16%	12%	22%	15%	10%	9%	11	10	9
海尔智家	9%	7%	8%	8%	6%	10%	8%	8%	7%	47%	12%	13%	13%	13%	16%	13%	13%	13%	11	10	9
格力电器	11%	1%	1%	6%	7%	26%	9%	5%	5%	4%	6%	3%	15%	9%	30%	15%	5%	5%	7	6	6
海信家电	40%	10%	6%	18%	17%	13%	14%	10%	9%	-38%	48%	131%	149%	106%	68%	112%	25%	22%	9	7	6
老板电器	25%	1%	4%	17%	7%	12%	10%	10%	11%	-20%	18%	6%	24%	7%	84%	27%	12%	12%	10	9	8
火星人	44%	-2%	-9%	7%	-12%	-5%	-5%	5%	8%	37%	-16%	-19%	11%	8%	-1%	1%	15%	17%	20	17	15
亿田智能	72%	4%	-7%	7%	-7%	27%	5%	14%	13%	46%	0%	-9%	30%	-3%	56%	20%	16%	15%	15	13	11
浙江美大	22%	-15%	-18%	4%	-14%	6%	-6%	5%	7%	22%	-32%	-17%	8%	2%	91%	14%	7%	9%	13	12	11
华帝股份	28%	4%	6%	0%	7%	8%	5%	8%	10%	-49%	-31%	16%	4%	152%	210%	257%	24%	13%	10	8	7
科沃斯	81%	17%	1%	8%	3%	9%	6%	15%	15%	214%	-16%	-23%	-43%	-92%	-29%	-41%	46%	20%	22	15	12
石头科技	29%	14%	-15%	42%	58%	20%	26%	21%	19%	2%	-16%	-40%	96%	160%	97%	69%	15%	19%	17	15	13
莱克电气	27%	12%	-22%	-16%	-4%	5%	-9%	7%	8%	53%	96%	-12%	44%	-35%	64%	8%	3%	7%	11	11	10
苏泊尔	16%	-7%	-12%	7%	16%	23%	8%	10%	10%	5%	6%	-19%	12%	28%	7%	5%	10%	10%	20	18	16
九阳股份	-6%	-3%	-19%	2%	11%	13%	3%	9%	9%	-21%	-29%	-27%	-30%	-26%	897%	16%	6%	23%	15	14	11
新宝股份	13%	-8%	-22%	1%	23%	20%	5%	7%	7%	-29%	21%	-22%	-17%	-5%	107%	2%	14%	9%	12	10	9
小熊电器	-1%	14%	28%	25%	15%	15%	20%	16%	14%	-34%	36%	58%	63%	-14%	-8%	17%	17%	15%	19	16	14
北鼎股份	21%	-5%	-7%	-19%	-9%	-5%	-10%	10%	9%	8%	-57%	7%	228%	255%	65%	83%	12%	12%	34	31	27
飞科电器	12%	16%	23%	12%	-8%	45%	15%	20%	14%	0%	28%	35%	31%	-24%	140%	24%	22%	15%	20	16	14
公牛集团	23%	14%	8%	13%	10%	13%	11%	13%	13%	20%	15%	15%	25%	16%	22%	20%	16%	14%	21	19	16
海信视像	19%	-2%	13%	34%	17%	14%	19%	12%	11%	-5%	48%	108%	41%	15%	8%	34%	22%	20%	12	10	8
盾安环境	33%	3%	21%	9%	19%	9%	14%	13%	14%	141%	107%	95%	-67%	98%	40%	-13%	30%	26%	19	14	11
比依股份	40%	-8%	3%	34%	23%	28%	22%	32%	23%	141%	49%	82%	60%	-12%	10%	28%	19%	21%	14	12	10
萤石网络	38%	2%	4%	14%	17%	17%	13%	19%	19%	141%	-26%	34%	100%	113%	59%	75%	22%	23%	41	34	28
德昌股份	38%	-32%	-1%	27%	125%	104%	52%	22%	22%	141%	-1%	-30%	20%	-3%	183%	22%	8%	24%	21	20	16
光峰科技	28%	2%	-13%	-17%	-5%	-12%	-12%	10%	9%	141%	-49%	-24%	118%	18%	10%	33%	92%	18%	68	35	30

注：统计时间为2024年1月9日。

风险提示：表中23-25年各标的收入、业绩同比增速为天风家电团队预测值，存在实际增速不及预期的风险。

风险提示

- **宏观经济波动风险：**家用电器需求受宏观经济形势的影响较大，当前全球尚未彻底摆脱新冠疫情的影响，可能导致消费者需求持续低迷，房地产市场增速放缓也将间接影响家电产品的终端需求。
- **房地产市场波动的风险：**大家电销售与房地产市场有一定关联度，新增需求占比较高的品类需求受房地产市场波动影响较大。此外，部分民营房地产企业因流动性问题出现商票债务违约等情况，可能形成工程业务应收款项无法收回的情况。
- **原材料价格波动的风险：**家用电器原材料的采购价格与大宗商品价格波动相关，若未来原材料价格继续上涨，将对家电公司生产成本与盈利能力的稳定性带来压力。
- **测算过程具有一定主观性：**市场空间测算、板块个股选择等过程具有一定主观性，存在偏差风险。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS