

家用电器

报告日期：2024年04月16日

如何看待中国白电巨头和海外龙头的估值差异？

——家用电器行业深度报告

投资要点

□ 稳定性、稀缺性是海外家电龙头实现估值溢价的基础。

稳定性：股东回报的核心指标是 ROE，体现在利润波动小、现金回报稳健上，AO 史密斯相比可比公司有明显的估值溢价：

- 1) AO 史密斯通过拓展海外市场等方式分散美国地产周期对收入的影响，公司收入和美国房地产周期的相关性较低 (R^2 仅为 0.07)。
- 2) 金属原材料价格对营业成本影响较大 (R^2 为 0.4)，AO 史密斯在北美热水器份额接近 40%，可以通过调节产品结构和均价降低原材料价格对利润端的影响。
- 3) 当业绩增长失速时，AO 史密斯通过回购+分红的方式加强股东回报，2013 年以来，AO 史密斯的分红和回购占净利润的比重常年保持在 100% 左右。

稀缺性：商业模式和品牌定位的稀缺性帮助企业形成难以被竞争对手挑战的壁垒，高壁垒的公司可以更好地跨越周期，但也需要长周期建设：

- 1) 大金通过企业并购实现地地产销，在全球建立生产和服务体系。大金 2014 年收购美国暖通龙头 Goodman，利用其在北美成熟的渠道和分销网络，结合自身在制冷技术的领先性提升市场份额，2014~2021 年大金北美市场收入 CAGR 提升至 8.6%
- 2) 大金品牌调性定位高端，在日本、亚太有明显的品牌溢价。大金深耕中国市场多年，积攒下来的口碑形成了良好的品牌效应，产品定位中高端、市场地位稳固，中国地区中央空调份额维持在 13% 左右。

□ 中国家电白马 ROE 高且稳定，股东回报具有穿越周期的能力

- 1) 家电行业需求稳定，虽然家电有一定地产和原材料后周期属性，但是家电企业通过外销、价增、渠道库存调节等方式降低收入增长和地产周期的关系。原材料方面，根据数据拟合，2015 年白电形成寡头垄断格局后，铜价对三大白电龙头营业成本变动的解释力度大幅降低。
- 2) 家电产品标准化程度高，龙头在产业链一体化过程中通过规模效应形成准入壁垒。虽然消费者对价格敏感导致龙头容易通过价格竞争抢占份额，但是从更长的时间维度看，寡占的格局保证家电龙头稳定的盈利能力。
- 3) 家电板块有足够现金发放分红以维持 ROE 水平，2022 年家电板块现金资产占总资产比重为 35%，行业高度成熟稳定，资本性开支多来源于海外产能建设和研发投入资本化。

□ 为什么中国白电龙头 PE 值和海外龙头相比仍有差距？

- 1) 中国家电企业海外业务处于产能建设周期，资本开支仍然较大。出口代工存在更大不确定性，龙头企业正在加大海外当地产能布局以快速响应市场、发展自主品牌，因此短期需要更多资本开支用于前期建设产能和研发投入。
- 2) 国内冰洗格局相对稳定，空调竞争存在变化。国内冰洗形成了以海尔为主导的良好市场竞争格局，以替换需求为主导，行业量增转价增，14-23 年行业零售均价 CAGR 分别为 3%、2%。空调市场存在需求、库存、竞争格局的周期性，行业价格竞争属性明显，行业的价格竞争会导致白电龙头利润增长失速。
- 3) 过去 A 股投资风格更加倾向于成长性，当市场对确定性回报要求提升后，参考 2016~2019 以及 2020~2021 年外资流入的过程，以 ROE 定价看白电值得估值溢价。

行业评级：看好(维持)

分析师：闵繁皓

执业证书号：S1230522040001

minfanhao@stocke.com.cn

分析师：张云添

执业证书号：S1230524020006

zhangyuntian@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《从 ROE 的视角看家电板块高股息、高分红的投资机会》
2024.02.20
- 2 《如何看待新一代洗地机器人？》
2024.02.02
- 3 《渗透率提升，户外、工业照明有望跑出细分龙头》
2024.01.27

□ 投资建议

我们认为：白电龙头高且稳定的 ROE 值得更高估值，相比海外龙头压制估值的因素在未来或许会得到解决。1) 家电企业在海外积极拓展自主品牌，未来资本开支多少取决于未来在当地的市场份额领先性；2) 虽然空调行业的需求和竞争有周期性扰动，但是中长期看空调本身的标品属性和龙头在产业链的议价权使得行业格局长期稳定；3) 在经济增速换挡周期下，投资者对确定性的要求提升，市场向确定性定价的时候白电估值有望提振。

在 ROE 相对稳定前提下对白电龙头进行分红贴现，白电龙头估值仍有提升空间。

1) 在市场定价从三年爆发式业绩增长向长期稳定和确定性回报切换时，ROE 在定价体系的地位会提升。家电稳定需求+寡头格局注定了家电板块具备高且稳定 ROE，建议把握 ROE 定价体系下，家电板块估值上行的投资机会。

2) 根据 DDM 三阶段模型贴现，在维持 20%左右 ROE、贴现率 8.6%的假设下，美的集团、海尔智家的 PE 估值中枢在 17x。

推荐美的集团、海尔智家，建议关注格力电器。

□ 风险提示

宏观经济不确定性；行业竞争加剧；测算结果偏差。

正文目录

1 稳定性、稀缺性是海外家电龙头实现估值溢价的基础	6
1.1 业绩增速和现金回报增加股东回报确定性，高确定性带来估值溢价	6
1.1.1 从收入和盈利看，AO 史密斯分散经营风险能力更强	7
1.1.2 利润增长存在周期性波动，高估值的公司通过回购+分红方式加强股东回报	10
1.2 标的稀缺性提供天然的估值基础	11
2 中国家电白马 ROE 高且稳定，股东回报具有穿越周期的能力	14
2.1 家电具备高且稳的 ROE，盈利能力是影响 ROE 的核心变量	14
2.2 家电板块高 ROE 的基因：需求稳定、寡占格局、海外空间、现金资产	15
2.3 国内白电龙头的业绩在淡化地产、原材料价格等周期性影响	18
3 为什么中国白电龙头 PE 值和海外龙头相比仍有差距？	21
3.1 中国白电龙头估值符合 PEG=1 原则，但相比海外龙头估值仍然偏低	21
3.2 中国家电企业海外处于产能建设周期，资本开支仍然较大	21
3.3 国内冰洗格局相对稳定，空调竞争存在变化	23
3.4 A 股投资更多关注成长性，阶段性风格倾向 ROE 投资	26
4 在稳健投资回报的假设下，如何看待白电龙头估值水平？	27
4.1 核心假设	27
4.2 美的集团：在维持 ROE 的前提下，贴现计算得 17x PE	28
4.3 海尔智家：在维持 ROE 的前提下，贴现计算得 17x PE	29
4.4 总结	30
5 投资建议	31
6 风险提示	31

图表目录

图 1: AO 史密斯和惠而浦的 PE 值在 2013 年后出现分化.....	6
图 2: AO 史密斯 ROE 和 g 对比 (单位: %)	7
图 3: 惠而浦 ROE 和 g 对比 (单位: %)	7
图 4: AO 史密斯和惠而浦营业收入及同比增速 (百万美元)	7
图 5: AO 史密斯净利率比惠而浦更稳定	7
图 6: 北美家电零售和房地产销售的相关度较高	8
图 7: 惠而浦收入同比和美国住宅销售同比拟合度	8
图 8: AO 史密斯收入同比和美国住宅销售同比拟合度	8
图 9: AO 史密斯、惠而浦营业成本振幅明显小于铜价波动	9
图 10: 惠而浦营业成本同比和铜价同比拟合度	9
图 11: AO 史密斯营业成本同比和铜价同比拟合度	9
图 12: AO 史密斯家用热水器北美地区市场份额领先	10
图 13: AO 史密斯 22 年通过结构和价格调整改善收入和盈利	10
图 14: AO 史密斯通过全球并购全球化运营	10
图 15: AO 史密斯北美地区以外收入占比	10
图 16: AO 史密斯分红+回购占净利润比重相比惠而浦高且稳定	11
图 17: 在利润失速的时候, AO 史密斯主动调节现金回报比例	11
图 18: AO 史密斯股权自由现金流稳健增长 (百万美元)	11
图 19: AO 史密斯资本开支占净利润比重明显低于惠而浦	11
图 20: 大金工业股价分析	12
图 21: 大金工业历史收入和利润增长趋势	12
图 22: 收购 Goodman 后, 大金在美国收入增长提速	13
图 23: 大金在中国市场中央空调份额属于头部	13
图 24: 大金中央空调在中国品牌力领先	13
图 25: 相比其他品牌, 大金中央空调产品价格带更高	13
图 26: 2012~2022 年 SW 各行业 ROE 平均值 (纵轴) 及标准差 (横轴) (单位: %)	14
图 27: 通过杜邦分析, 影响家电板块 ROE 的核心变量是净利率 (单位: %)	15
图 28: 家用电器在限额以上社零占比约 4.9% (2023 年数据)	15
图 29: 家用电器在限额以上社零占比在 5%~7% 之间	15
图 30: 家电行业具备三重动力推动行业规模提升	16
图 31: 白电出货稳中有升 (单位: 万台)	16
图 32: 品牌方通过渠道补库或去库熨平经营周期	16
图 33: 影响家电行业成为寡占格局的原因	17
图 34: 家电行业是寡占格局	17
图 35: 家电板块现金资产占总资产 35%, 排位第六	17
图 36: 家电板块现金资产占比始终保持在 35% 以上	18
图 37: 2022 年家电资本开支占利润比重 (单位: %)	18
图 38: 空调销量增长和人均可支配收入增长有一定相关性	18
图 39: 家电下乡后, 我国冰洗内销量常年维持在 4000 万套水平	18
图 40: 美的、海尔外销占比逐年提升 (单位: %)	19
图 41: 三大白电龙头营业成本同比与铜价波动拟合	19
图 42: 09Q1~15Q4 三大白电龙头营业成本同比与铜价波动相关度分析	20

图 43:	16Q1~23Q4 三大白电龙头营业成本同比与铜价波动相关度分析	20
图 44:	中国和海外家电企业三年业绩 CAGR 及 PE 值对比	21
图 45:	中国是全球白电的最大消费市场 (2021 年数据)	22
图 46:	2008 年以来中国家电制造对外依存度提升	22
图 47:	终端零售企业出货产品出口存在牛鞭效应, 增速振幅逐级扩大	22
图 48:	海尔并购 GEA 后北美大家电零售量份额全面提升	23
图 49:	海尔海外分部利润率逐年提升	23
图 50:	中国家电企业资本开支占自由现金流比重	23
图 51:	AO 史密斯、大金工业资本开支占自由现金流比重	23
图 52:	2023 年冰箱内销量市场份额	24
图 53:	2023 年洗衣机内销量市场份额	24
图 54:	品牌心智金字塔和理论上市场份额的分布	24
图 55:	冰箱、洗衣机行业均价稳步提升	24
图 56:	2019 年空调价格竞争线上/线下均价下行, 降幅超过 20%	25
图 57:	18-19 年空调需求下行刺激企业通过价格手段去库	25
图 58:	2014、2019 年空调行业价格竞争容易导致白电龙头利润失速	25
图 59:	空调行业竞争格局历史复盘 (图中为各品牌内销出货量份额数据)	26
图 60:	外资持股比例与白电指数呈正相关	26
图 61:	美的集团 ROE (单位: %)	27
图 62:	海尔智家 ROE (单位: %)	27
图 63:	家用电器指数 (y 轴) 与沪深 300 指数 (x 轴) 收益率散点图分布	28
表 1:	2014 年前净利率对 ROE 影响最大, 2014 年后净利率提升对 ROE 影响边际降低	15
表 2:	地产竣工对美的、海尔收入同比的解释力度较低	19
表 3:	美的集团 DDM 三阶段贴现计算	29
表 4:	美的集团 24 年 PE 对三阶段 ROE 和分红率敏感度分析	29
表 5:	美的集团 24 年 PE 对贴现率和三阶段 ROE 敏感度分析	29
表 6:	海尔智家 DDM 三阶段贴现计算	30
表 7:	海尔智家 24 年 PE 对三阶段 ROE 和分红率敏感度分析	30
表 8:	海尔智家 24 年 PE 对贴现率和三阶段 ROE 敏感度分析	30

1 稳定性、稀缺性是海外家电龙头实现估值溢价的基础

1.1 业绩增速和现金回报增加股东回报确定性，高确定性带来估值溢价

PE 值和分红率、业绩增速成正比，和贴现率成反比，ROE 是综合衡量净利润增速和现金回报的指标，高且稳定的 ROE 能够带来更高的估值溢价。根据 Gordon Growth 模型，一阶段永续增长假设下可以得到如下公式：

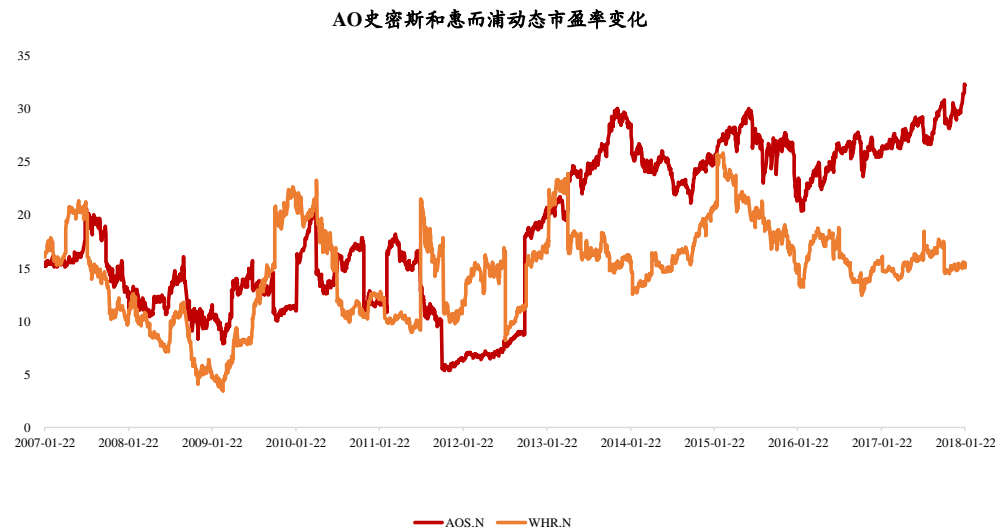
$$V = \frac{DPS * (1 + g)}{r - g} = \frac{EPS * d * (1 + g)}{r - g}$$

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

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

比较海外家电龙头的估值，AO 史密斯 ROE 高且稳定，相比惠而浦有更高的估值溢价。
1) AO 史密斯是美国热水器龙头，惠而浦是美国白电龙头，二者产品属性相近，但是二者估值在 2013 年后走出分化。2) 2013 年后惠而浦 ROE 的波动性要明显大于 AO 史密斯，2013~2023 年 AO 史密斯和惠而浦 ROE 的标准差分别为 6.45%、18.21%。3) 通过对财务数据的拟合看，导致 ROE 波动性的关键因素是利润增速 (g)，这说明惠而浦利润周期性波动性更强，换言之，AO 史密斯经营业绩抗风险能力强于惠而浦。

图1： AO 史密斯和惠而浦的 PE 值在 2013 年后出现分化



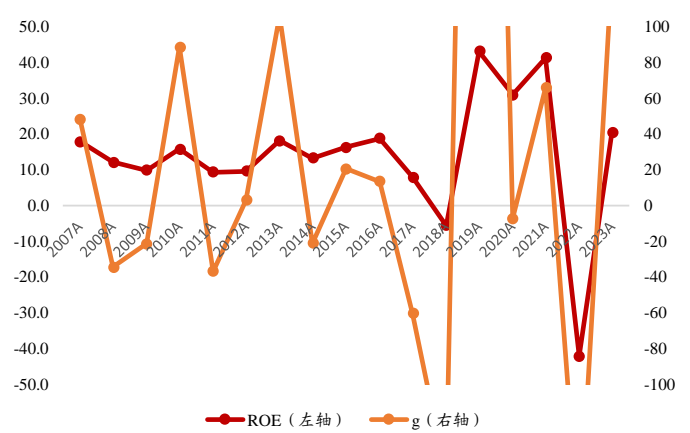
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2: AO 史密斯 ROE 和 g 对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 惠而浦 ROE 和 g 对比 (单位: %)

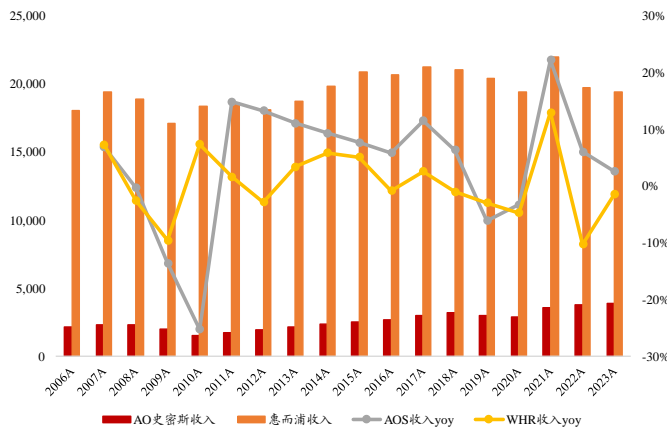


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.1.1 从收入和盈利看, AO 史密斯分散经营风险能力更强

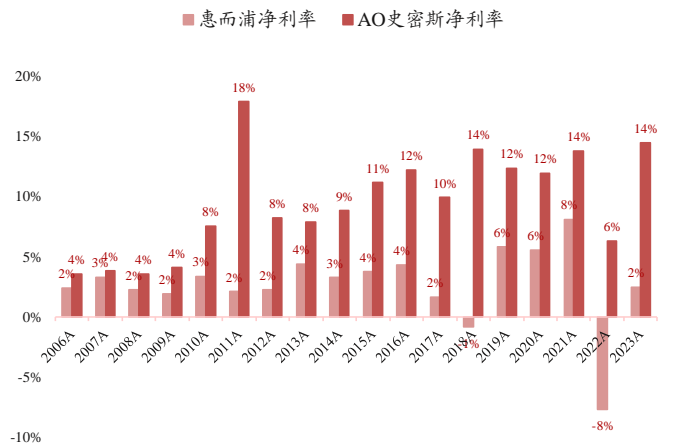
2013 年至今, AO 史密斯收入和利润保持稳定增长, 净利润率中枢高且稳定。1) AO 史密斯经营业绩稳步向上, 表现出一定的成长性。AO 史密斯 2013~2023 年收入 CAGR 为 6%、归母净利润 CAGR 为 13%, 保持整体稳步向上的态势, 对比惠而浦收入 CAGR 为 0%、归母净利润 CAGR 为负。2) 从稳定性上看, AO 史密斯专注热水器业务, 2013~2023 年净利润率平均值为 11%, 标准差为 3%; 惠而浦白电业务 2013 年以来的净利润率平均值为 4%, 标准差为 4%。AO 史密斯净利润率中枢更高、波动更小, 说明整体上净利润增速的波动性更小、确定性更强, 享受更高的估值溢价。

图4: AO 史密斯和惠而浦营业收入及同比增速 (百万美元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

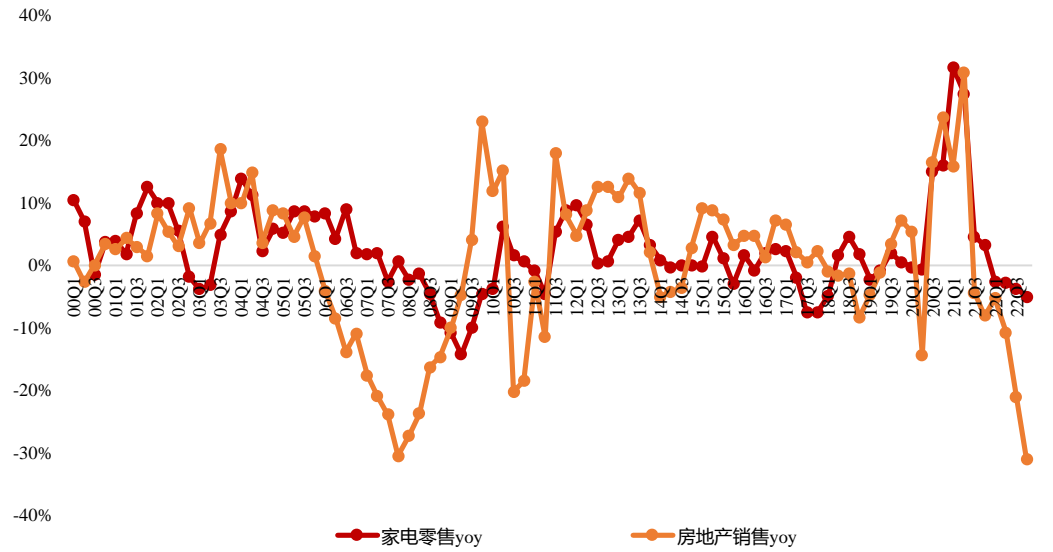
图5: AO 史密斯净利率比惠而浦更稳定



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

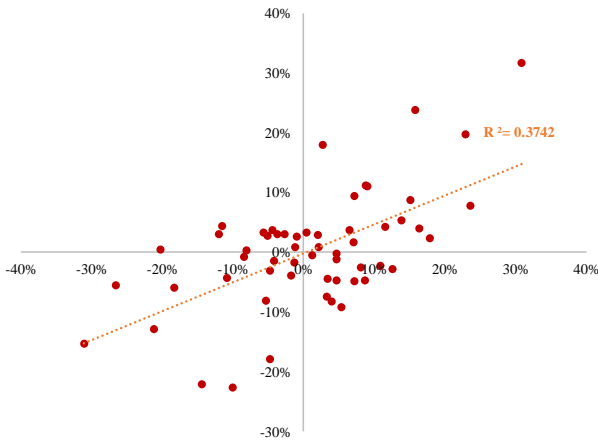
AO 史密斯淡化经营房地产周期对收入的影响, 从而为业绩增长的稳定性提供支撑。1) 北美家电消费具有较强的地产后周期属性, 房屋销售到家电消费相隔接近一个季度的时间。根据惠而浦公告, 美国约有 15%、25% 的家电消费来源于新房和成屋。2) 通过拟合惠而浦、AO 史密斯收入同比和北美住宅销售套数同比, AO 史密斯收入同比对北美住宅销售套数同比的拟合度 ($R^2=0.07$) 大幅低于惠而浦 ($R^2=0.37$)。

图6: 北美家电零售和房地产销售的相关度较高



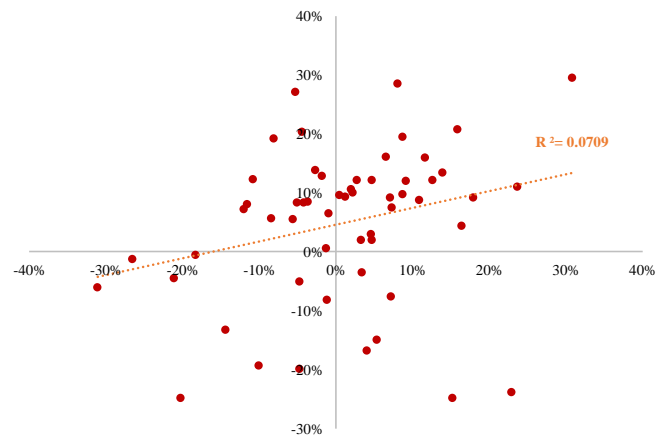
资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 房地产销售套数 = 新房销售套数 + 成屋销售套数

图7: 惠而浦收入同比和美国住宅销售同比拟合度



资料来源: Wind, Capital IQ, 浙商证券研究所, 注: 采用惠而浦收入季度同比和北美成屋+新屋销售套数同比进行拟合

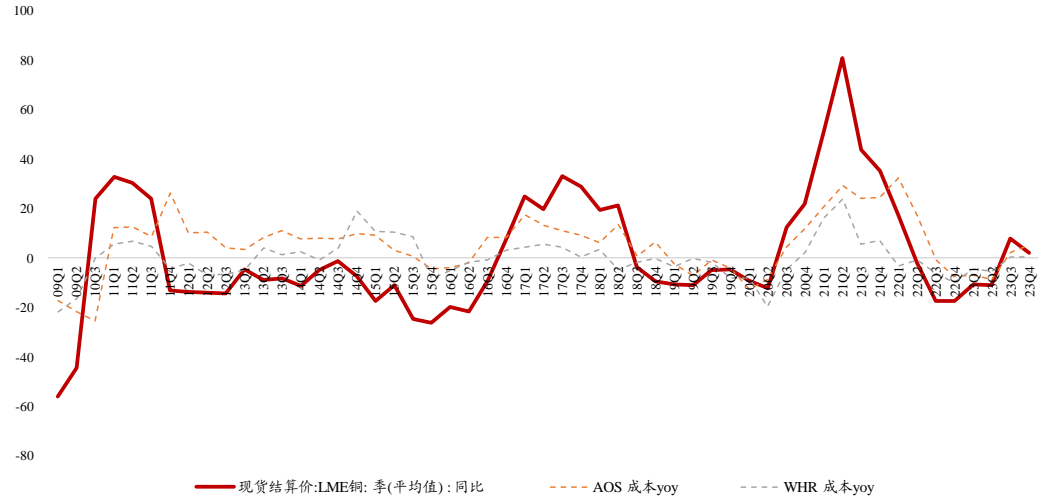
图8: AO史密斯收入同比和美国住宅销售同比拟合度



资料来源: Wind, Capital IQ, 浙商证券研究所, 注: 采用惠而浦收入季度同比和北美成屋+新屋销售套数同比进行拟合

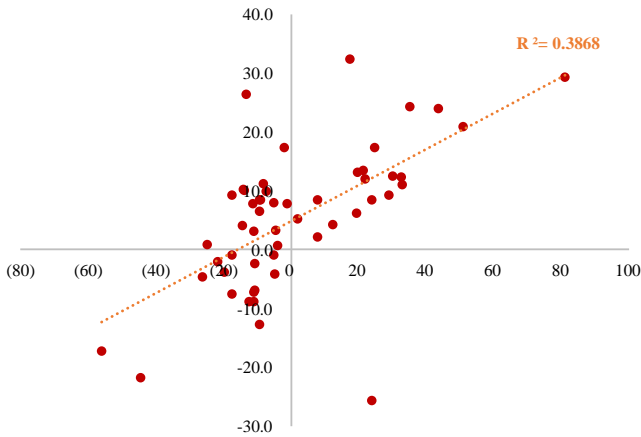
AO 史密斯和惠而浦营业成本都会受到金属原材料价格影响, 但是营业成本振幅明显小于金属价格波动。1) 在家电的营业成本中, 原材料占比较高, 家电企业的盈利能力受到金属原材料价格波动的影响预计会很大。2) 但是从数据上看, AO 史密斯和惠而浦的营业成本相对金属原材料价格的波动没那么大, 金属原材料价格波动对 AO 史密斯和惠而浦营业成本同比的解释力度在 0.39~0.42 之间, 这是因为家电企业通常通过提前备料和集中采购等方式降低原材料价格对成本端的波动。

图9: AO 史密斯、惠而浦营业成本振幅明显小于铜价波动



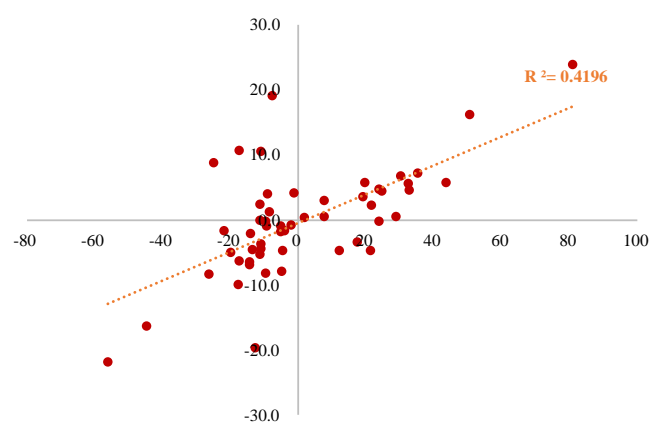
资料来源: Wind, Capital IQ, 浙商证券研究所

图10: 惠而浦营业成本同比和铜价同比拟合度



资料来源: Wind, Capital IQ, 浙商证券研究所, 注: 剔除部分异常值

图11: AO 史密斯营业成本同比和铜价同比拟合度

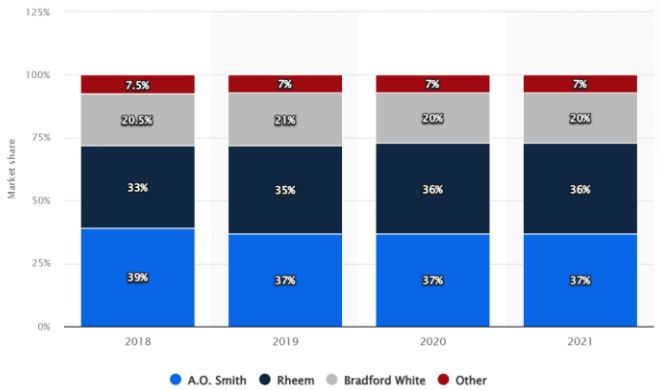


资料来源: Wind, Capital IQ, 浙商证券研究所, 注: 剔除部分异常值

AO 史密斯通过产品调整和全球化运营分散经营风险。

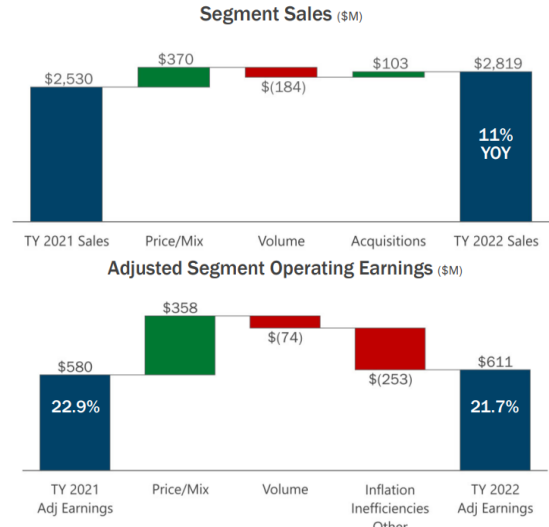
1) **产品调整:** 根据 Statista 数据, 2019~2021 年 AO 史密斯在北美热水器市场零售量份额为 37%, 行业龙头有足够话语权调整产品结构从而稳定盈利。根据公司公告, 结合其近年来发布的产品可以发现, AO 史密斯通过产品创新来提升产品差异性, 提高产品定价能力, 降低市场波动带来的影响。其不断进行产品创新开发, 在水暖、水处理、热泵等产品上建立起良好的品牌效应。AO 史密斯 2022 年的销售额增长主要得益于其较好的定价能力, 产品结构调整 and 价格提升在一定程度上抵销了销量下降和原材料价格上涨所带来的负面效应。

图12: AO史密斯家用热水器北美地区市场份额领先



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

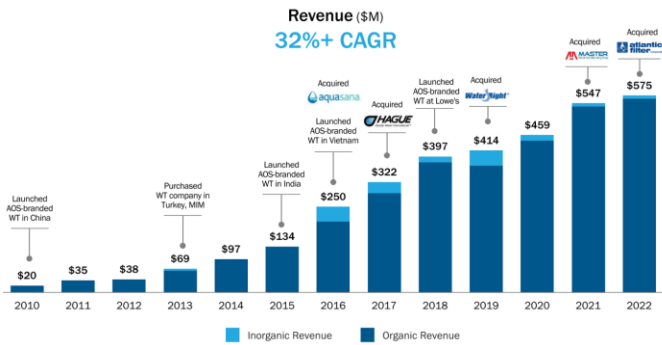
图13: AO史密斯22年通过结构和价格调整改善收入和盈利



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

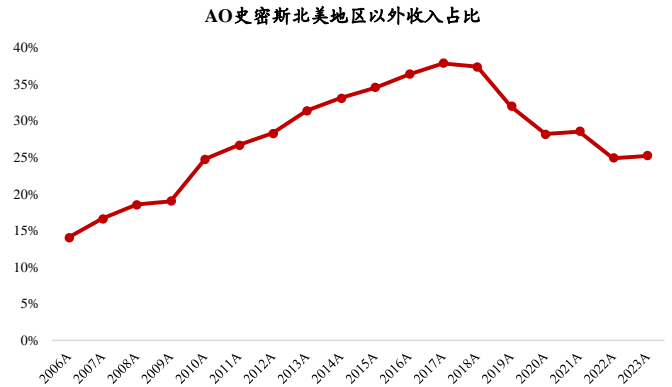
2) **全球化运营**: 根据公司公告, AO史密斯在2010年以来, 注重通过战略收购来扩大其在各个区域、各大领域的品牌影响力。其在近十年先后收购 Aquasana、HAGUE、Master等品牌, 并且在中国市场发展迅速。全球化运营分散单一地区的经营风险, 从而降低经营业绩的波动性。2008~2018年, AO史密斯北美地区以外的营收占比从15%提升至35%。

图14: AO史密斯通过全球并购全球化运营



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图15: AO史密斯北美地区以外收入占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 2018年以来北美地区以外收入占比回落受到AO史密斯拓展加拿大市场、21年北美经济走强等影响。

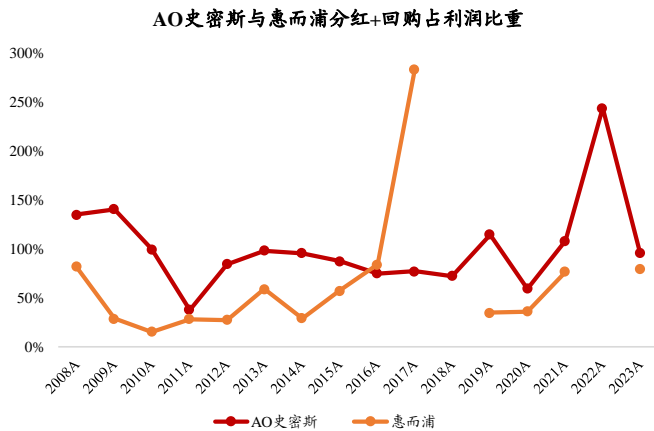
1.1.2 利润增长存在周期性波动, 高估值的公司通过回购+分红方式加强股东回报

对于家电企业而言, 强α的公司有能力降低宏观周期对经营业绩的波动, 但无法完全规避宏观经济、原材料价格、房地产等周期因素对经营业绩的影响。高PE值的公司即便在业绩表现不如意的情况下, 也能通过现金分红和回购的方式, 保证稳定的股东回报。

AO史密斯重视股东的现金回报, 会在业绩波动时通过现金分红或回购的方式弥补股东损失。1) 2013年以来, AO史密斯分红+回购占净利润的比重常年保持在100%左右, 而惠而浦分红+回购占净利润的比重波动较大。2) 对比AO史密斯现金分红比率和归母净利润增速的数据, 在净利润增速大幅下降的时候, AO史密斯会通过超额的回购+分红弥补投资者在

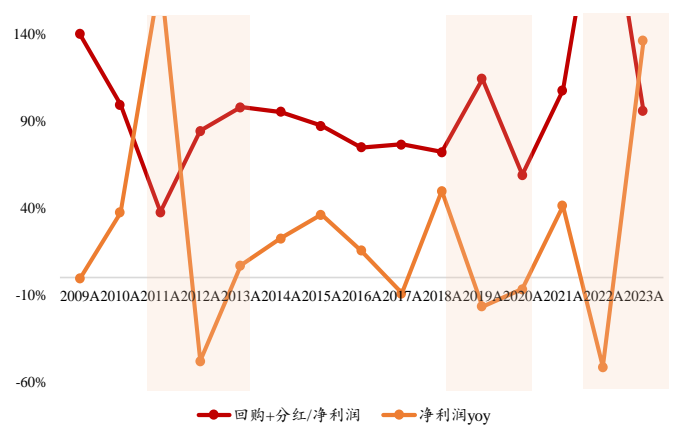
业绩上的损失。同样，在净利润大幅增长的时候，AO 史密斯也会降低回购+分红的比例调节股东回报。

图16: AO 史密斯分红+回购占净利润比重相比惠而浦高且稳定



资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所, 注: 已剔除惠而浦净利润亏损的年份

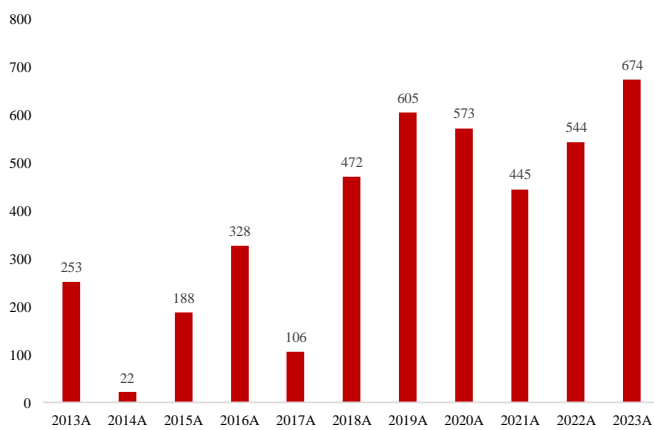
图17: 在利润失速的时候, AO 史密斯主动调节现金回报比例



资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所

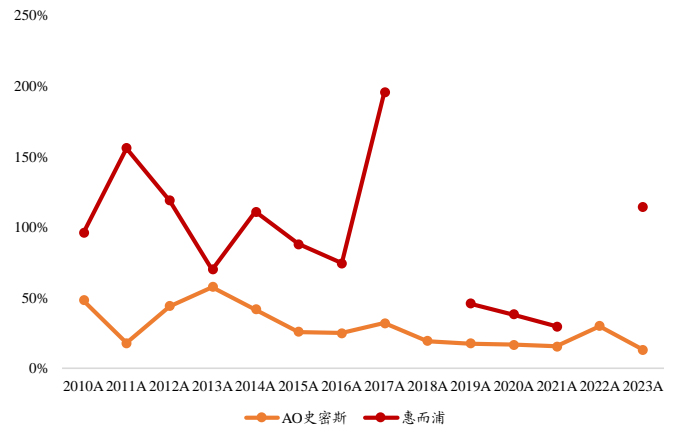
AO 史密斯少有大型资本开支, 自由现金流表现强劲。1) AO 史密斯专注热水、净水相关的水家电业务, AO 史密斯近年来没有大型资本开支的计划, 2017 年以来资本开支占净利润的比重持续下降。2) AO 史密斯是全球热水器龙头企业, 在北美地区市场地位稳固, 经营性现金流稳健增长, 自 2021 年以来资本开支维持在 7000 万~7500 万美元, 股权自由现金流表现优异, 2018 年以来 AO 史密斯的自由现金流维持在 4~7 亿美元水平。

图18: AO 史密斯股权自由现金流稳健增长 (百万美元)



资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所

图19: AO 史密斯资本开支占净利润比重明显低于惠而浦



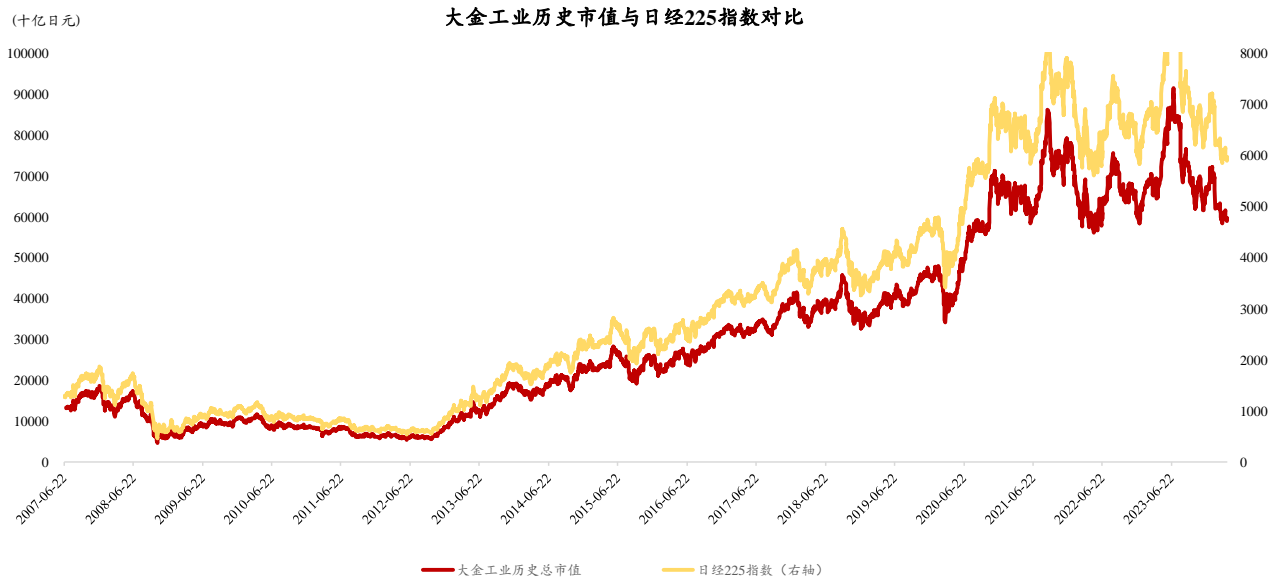
资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所, 注: 已剔除惠而浦净利润亏损的年份

1.2 标的稀缺性提供天然的估值基础

稀缺性标的享受更高的估值溢价, 稀缺性帮助企业形成难以被竞争对手挑战的壁垒, 稀缺性主要体现在商业模式和品牌定位上, 市场份额和产品定价是高壁垒的体现。

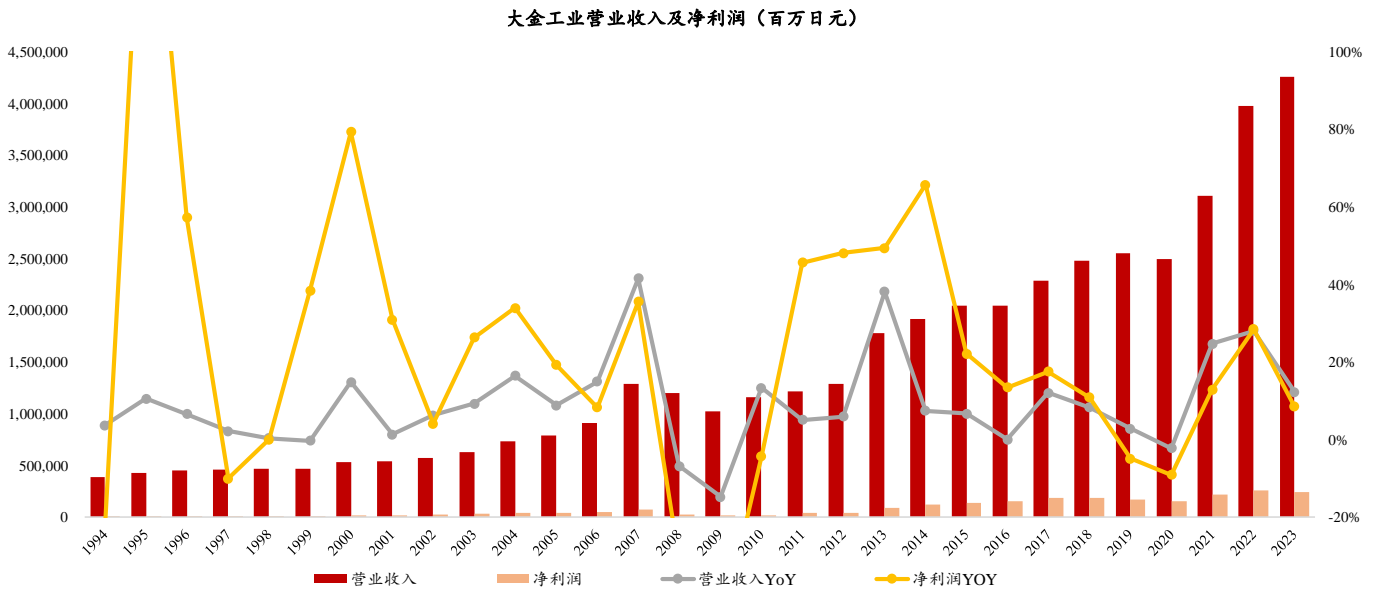
大金工业具有明显的估值溢价, 复盘大金工业的股价和经营业绩, 我们发现: 1) 大金工业通过战略调整穿越日本地产泡沫破灭的周期; 2) 大金具备强大的资产整合能力, 通过海外资产并购整合推行地推地销, 实现全球化运营; 3) 大金产品价格定位中高端, 在全球形成品牌心智。

图20: 大金工业股价分析



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

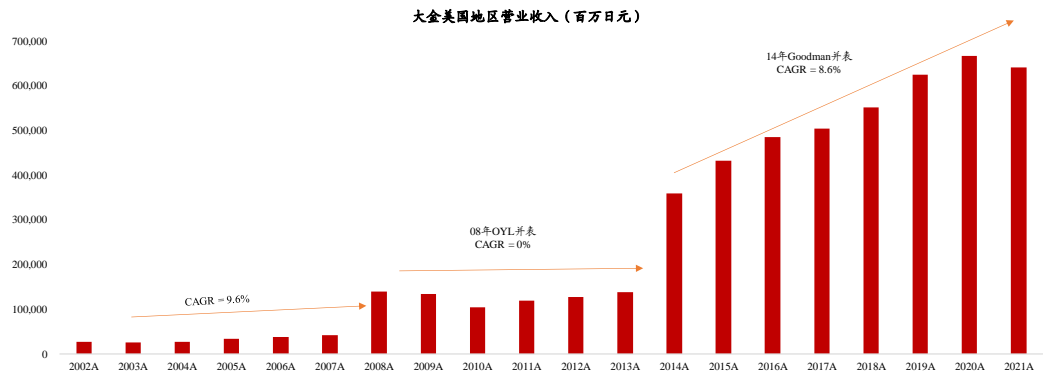
图21: 大金工业历史收入和利润增长趋势



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

大金通过企业并购实现产地销，在全球建立生产和服务体系。1) 中央空调除产品外服务属性突出，在海外地区发展中央空调需要在当地建立上门安装、售后服务体系，To B 业务还要在当地建设运维体系，服务体系的建设前期需要大量成本投入。2) 与其大量前期投入不如并购成熟标的快速整合资源。2000 年后大金开启全球扩张道路，收购德国 Rotex、土耳其 Airfel、美国 Goodman 等当地龙头企业。大金具备强大的资源整合能力，海外资产并购后快速整合见效。大金利用 Goodman 在北美成熟的渠道和分销网络，结合自身在制冷技术的领先性，大金在北美市场增长提速，2014~2021 年大金北美市场收入 CAGR 提升至 8.6%。

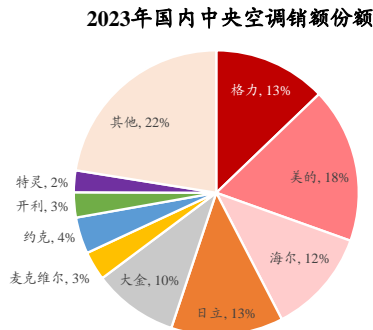
图22: 收购 Goodman 后, 大金在美国收入增长提速



资料来源: Wind, Capital IQ, 浙商证券研究所

大金品牌调性定位高端, 在日本、亚太有明显的品牌溢价。1) 以中国市场为例, 大金是最早进入中国市场的商用暖通公司之一, 中央空调领域在中国市场常年保持头部。2) 从产品上看, 大金深耕压缩机、制冷制热技术, 产品力领先。深耕中国市场多年, 积攒下来的口碑形成了良好的品牌效应, 因此产品价格相比国产品牌和其他外资品牌有一定品牌溢价。3) 家电作为耐用品, 尤其是高端家电, 消费者的购置成本高, 因此口碑是消费者做出购买决策时最好的依据。中央空调价值量大, 消费者在选择时偏谨慎, 良好的品牌效应减少消费者决策成本, 是消费者决策的流量入口。

图23: 大金在中国市场央空份额属于头部



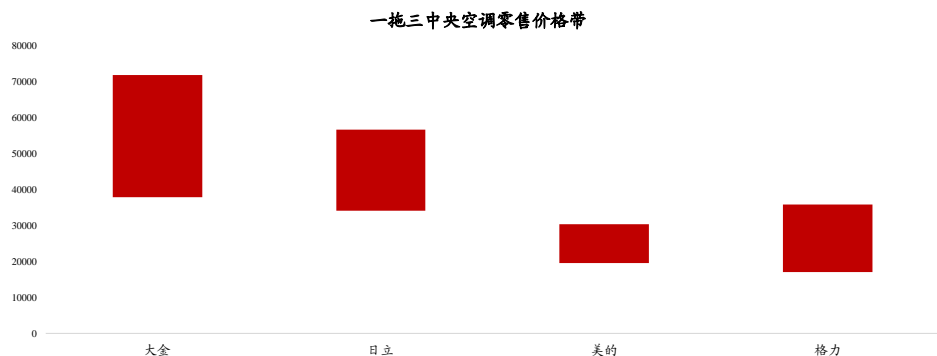
资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

图24: 大金中央空调在中国品牌力领先



资料来源: 盖得排行, 浙商证券研究所

图25: 相比其他品牌, 大金中央空调产品价格带更高



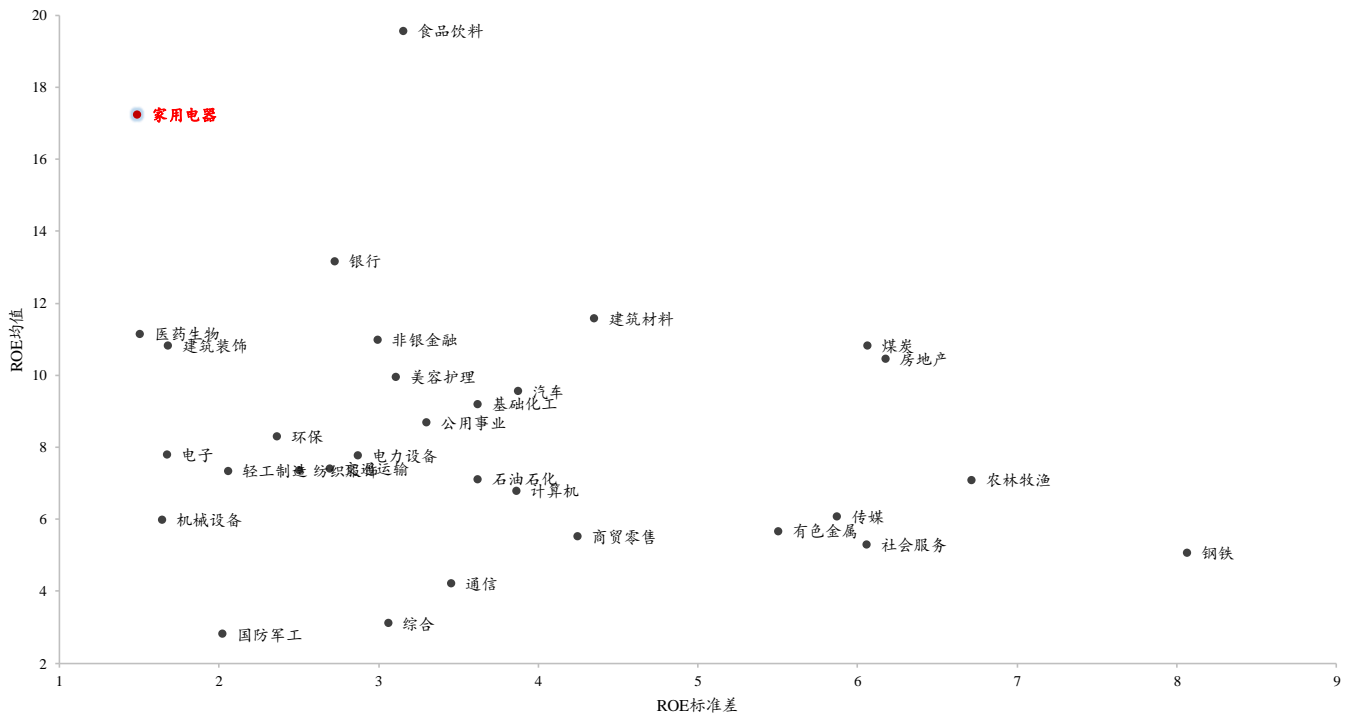
资料来源: 京东, 浙商证券研究所

2 中国家电白马 ROE 高且稳定，股东回报具有穿越周期的能力

2.1 家电具备高且稳的 ROE，盈利能力是影响 ROE 的核心变量

家电 ROE 具有高且稳定的特点。结合 2012~2022 年的数据看，SW 家电板块平均 ROE 为 17.23%，ROE 水平位列前三，高于所有板块平均 8.72 pct。从稳定性上看，SW 家电板块 ROE 在 2012~2022 年标准差为 1.49%，相比所有板块平均标准差 3.62% 更低。

图26: 2012~2022 年 SW 各行业 ROE 平均值 (纵轴) 及标准差 (横轴) (单位: %)



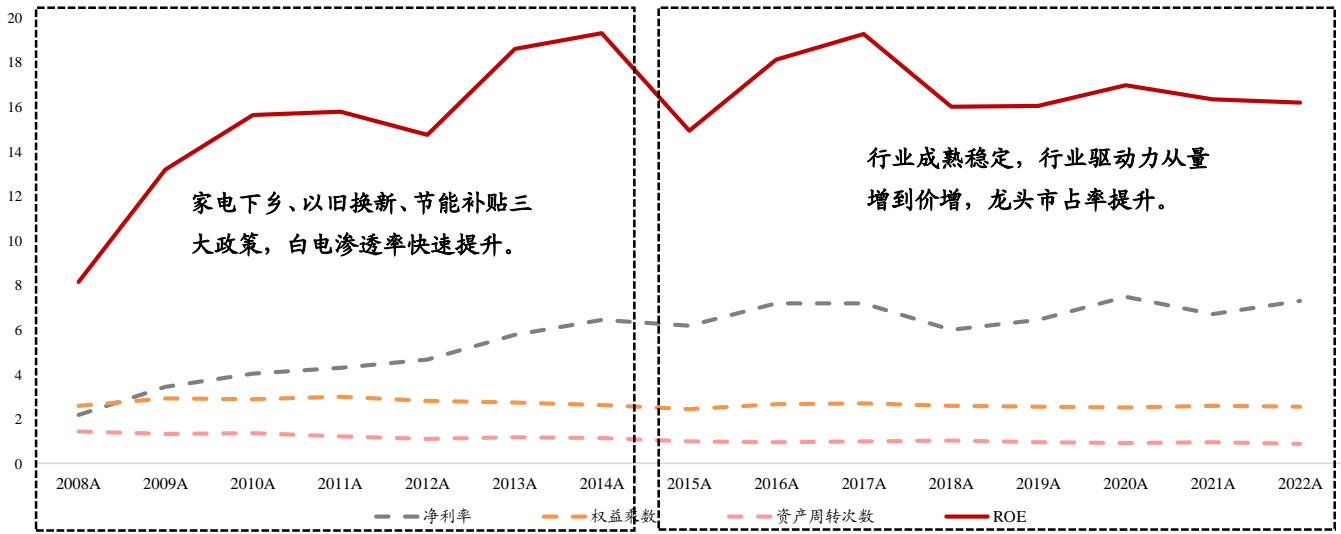
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

盈利能力是影响家电板块 ROE 的核心变量，稳健增长和寡占格局是家电板块保持高且稳定 ROE 的前提条件。

对家电板块进行杜邦分析，盈利能力是核心变量，其次是总资产周转和权益乘数。

- **盈利能力:** 2008~2022 年家电板块销售净利率从 2.18% 提升至 7.30%，是影响家电板块 ROE 的核心变量。2010~2015 年龙头美的、海尔、格力空调市场份额集中度提升，规模效应得到充分显现，净利率的提升斜率大。2014 年后，家电行业进入成熟期，净利率提升主要通过龙头份额扩张、行业出清，且龙头之间的竞争更加激烈（2014、2019 年发生两次大规模空调价格竞争），净利率提升速率放缓。
- **总资产周转:** 2008~2022 年家电板块总资产周转从 1.46 次下降到 0.87 次。总资产周转率提升的原因是净资产增速高于收入增速，这源于货币资产的快速增加，家电龙头对下游经销话语权高，对于下游经销商提货、资金回笼有较大话语权，销售商品和提供劳务收到现金增速略快于营业收入增速（08~22 年家电板块营业收入 CAGR~13.94%，对比销售商品和提供劳务收到现金 CAGR~15.48%）。
- **权益乘数:** 家电行业权益乘数维持在 2.7 左右水平，权益乘数相对稳定。

图27: 通过杜邦分析, 影响家电板块 ROE 的核心变量是净利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表1: 2014年前净利率对ROE影响最大, 2014年后净利率提升对ROE影响边际降低

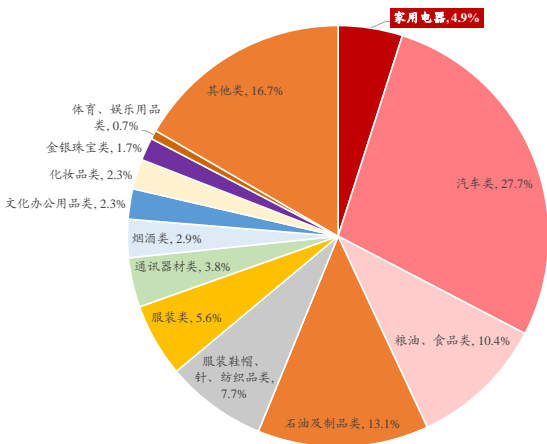
时间段	ΔROE (%)	Δ净利率 (pct)	Δ权益乘数	Δ周转次数
2008~2014	11.16	4.25	0.07	-0.32
2014~2022	-3.12	0.87	-0.09	-0.27

资料来源: Wind, 浙商证券研究所计算, 注: 各项指标Δ来源于对应年份前后比率的差值。

2.2 家电板块高ROE的基因: 需求稳定、寡占格局、海外空间、现金资产

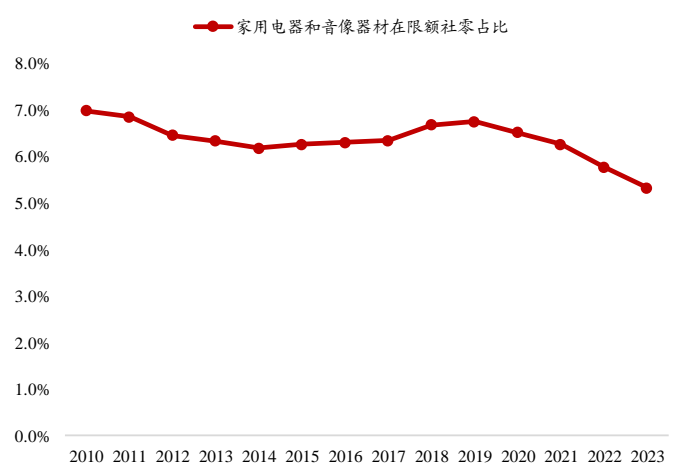
家电行业消费市场广阔, 需求三重推动力和出海带来家电企业稳定的增长。1) 家电行业是规模约7586亿元的消费市场(2023年数据)。2023年限额以上企业商品零售总额约15万亿元, 其中家用电器和音像器材类占比约为4.9%, 2010~2022年以来家电占商品零售总额的比重在5%~7%之间。2) 家电消费需求具有一定的地产后周期属性, 新房对冰箱、洗衣机、空调内销贡献分别为31%、29%、37%(请参见2023年8月25日发布的研报《供应链优势全球扩张, 自主品牌成建制出海》)。

图28: 家用电器在限额以上社零占比约4.9%(2023年数据)



资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

图29: 家用电器在限额以上社零占比在5%~7%之间



资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

虽然家电消费具有一定地产后周期属性，需求三重推动力弱化家电企业收入和利润的地产后周期属性。1) 家电行业具备“新增需求+更新需求+消费升级”需求三重动力推动行业规模提升，且以美的、海尔、海信为代表企业积极出海开辟新市场，家电企业收入与国内地产的相关性被进一步弱化。2) 空调终端零售的季节性强，家电品牌方对下游渠道有较大议价权，家电企业可以通过渠道库存熨平制造企业生产和出货的节奏。

图30: 家电行业具备三重动力推动行业规模提升

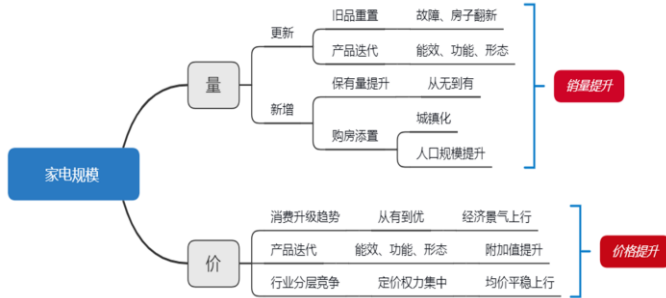
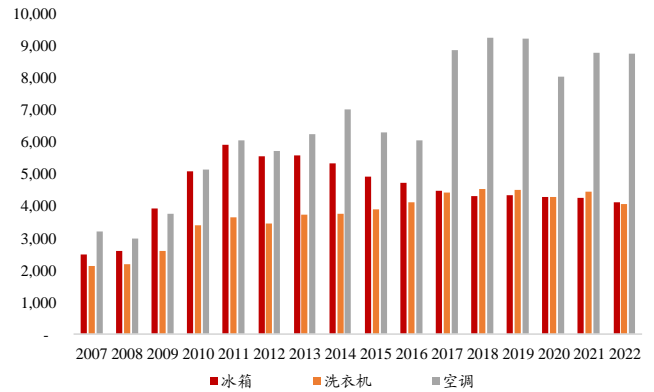


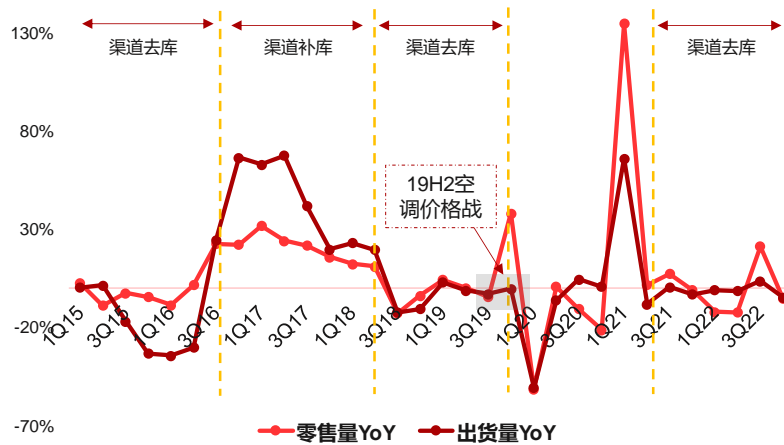
图31: 白电出货稳中有升 (单位: 万台)



资料来源: 浙商证券研究所整理

资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

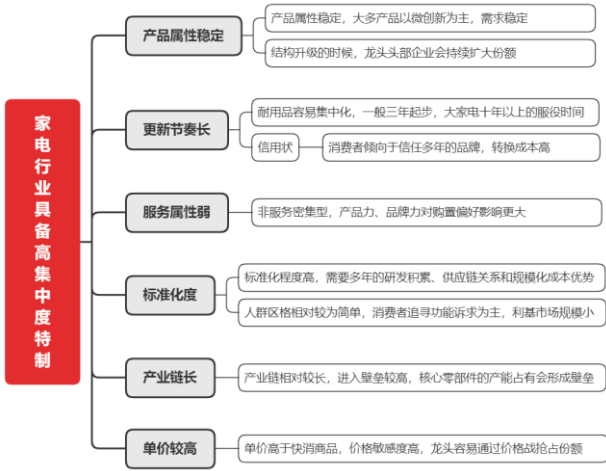
图32: 品牌方通过渠道补库或去库熨平经营周期



资料来源: 产业在线, 奥维云网, 浙商证券研究所

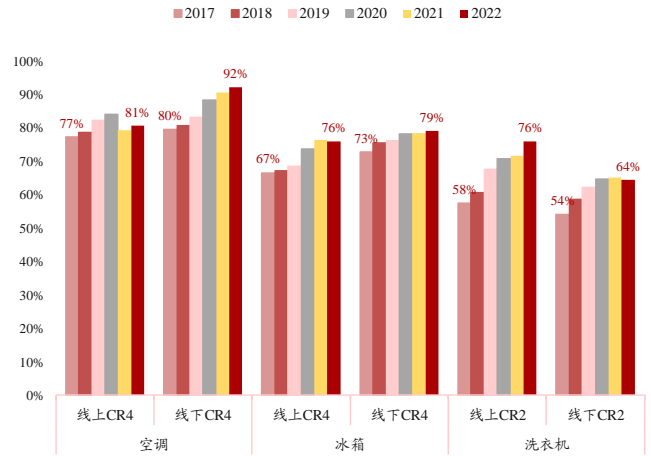
稳定的产品属性决定了家电行业容易形成寡占格局。1) 家电产品标准化程度高，龙头在产业链一体化过程中通过规模效应形成准入壁垒，新进入者难以撼动龙头形成的优势。2) 家电产品更新周期长、服务属性偏弱、产品属性稳定，行业变化较小使得新进入者难以弯道超车，因此白电各个品类均处于高寡占和中高寡占的市场格局。3) 在高寡占和中高寡占的市场格局中才可能出现行业巨头，虽然消费者对价格敏感导致龙头容易通过价格竞争抢占份额，但是从更长的时间维度看，寡占的格局保证家电龙头稳定的盈利能力。

图33: 影响家电行业成为寡占格局的原因



资料来源: 浙商证券研究所整理

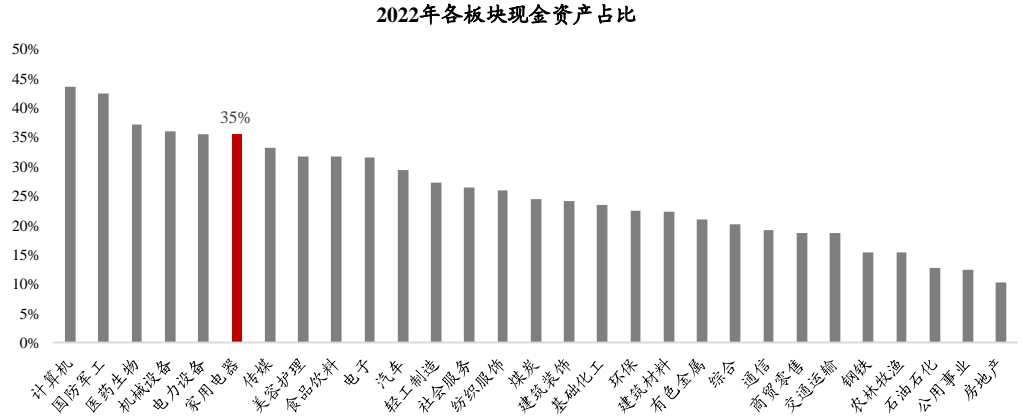
图34: 家电行业是寡占格局



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

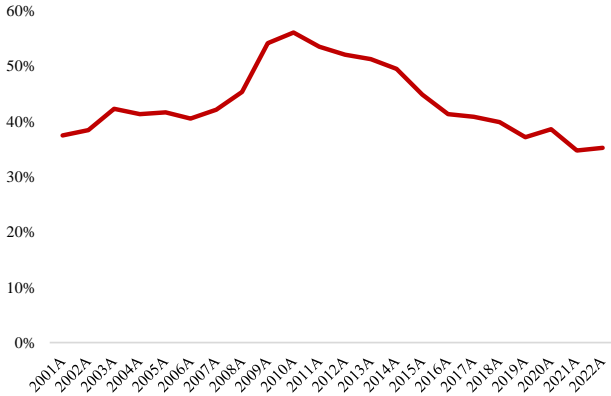
家电板块有足够现金发放分红以维持 ROE 水平。家电板块现金资产占总资产比重为 35% (现金资产 = 货币资金 + 应收账款 + 应收票据), 且行业高度成熟稳定, 资本性开支多来源于海外产能建设和研发投入资本化, 预计资本性开支对货币资产在总资产的比重影响有限。

图35: 家电板块现金资产占总资产 35%, 排位第六



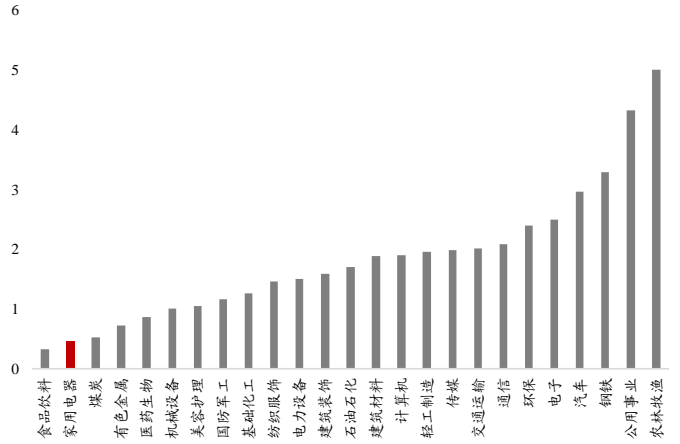
资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 剔除银行、非银板块; 现金资产 = 货币资金 + 应收账款 + 应收票据

图36: 家电板块现金资产占比始终保持在35%以上



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图37: 2022年家电资本开支占利润比重(单位: %)



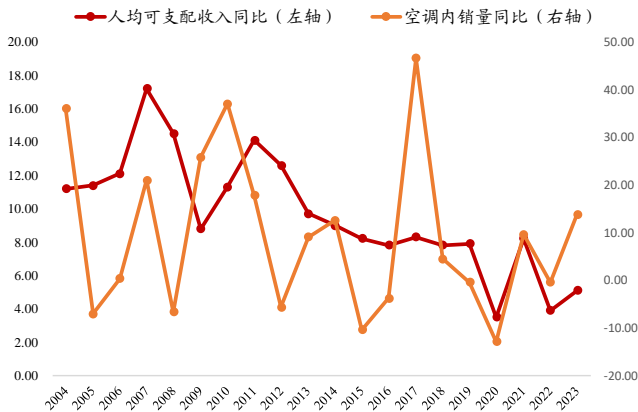
资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 剔除银行、非银等金融板块, 同时剔除2023年亏损的板块如社服等。

2.3 国内白电龙头的业绩在淡化地产、原材料价格等周期性影响

正如我们在上文探讨的, 影响家电企业经营业绩的周期性因素主要是房地产和原材料价格, 同时耐用消费品的销量也会受到宏观经济周期的影响。我们发现, 白电行业需求和经济周期的相关性较弱(空调仍然存在一定相关性), 房地产对家电企业营业收入的成长性解释力度较低, 大宗金属原材料的周期性将预计减弱。

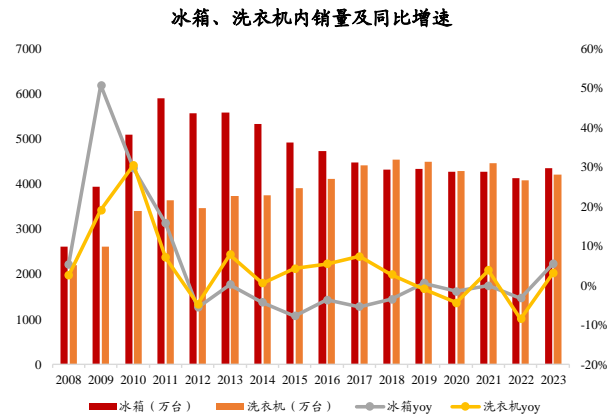
- 从产品周期看, 空调保有量提升使得其销量受经济增长影响, 冰洗已经达到较高保有水平, 行业总量稳定。1) 截至2023年, 城市和农村冰箱、洗衣机、空调百户保有量已经达到较高水平, 以替换需求为主导, 每年的需求相对稳定。2) 空调保有量仍有提升空间, 存在一户多机保有量的提升空间, 因此空调的销量增长和人均可支配收入增长有一定相关性, 冰箱和洗衣机内销量常年保持在4000万套水平。

图38: 空调销量增长和人均可支配收入增长有一定相关性



资料来源: 产业在线, Wind, 浙商证券研究所

图39: 家电下乡后, 我国冰洗内销量常年维持在4000万套水平

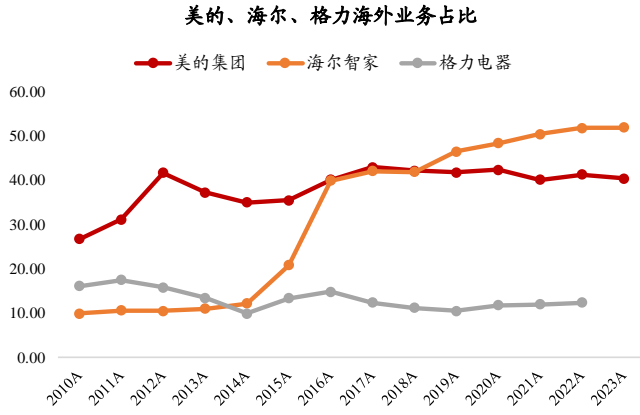


资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

- 中国家电企业积极推进出海和业务多元化, 熨平国内房地产周期对收入的影响。1) 根据我们在2023年8月25日发布的证券报告《供应链优势全球扩张, 自主品牌成建制出海》中测算的, 国内冰箱、洗衣机、空调与房地产的相关度分别为31%、29%、37%。

2) 海尔通过海外自主品牌建设,美的通过发力B端和出海,降低国内房地产波动对收入端的影响。在国内,企业可以通过调节渠道库存的方式熨平地产周期的影响。3) 根据数据拟合,地产竣工对美的、海尔收入增速的解释力度低。格力电器内销收入占比68%,且空调安装属性强、与地产的相关度较高,地产竣工数据对格力收入的解释力度大于美的和海尔。

图40: 美的、海海外销占比逐年提升(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表2: 地产竣工对美的、海尔收入同比的解释力度较低

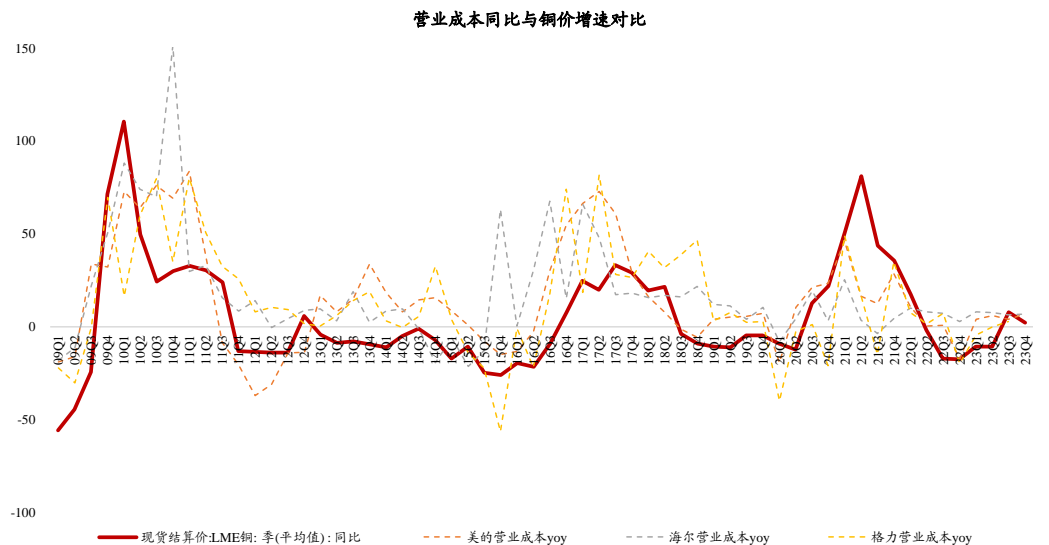
拟合度	美的	海尔	格力	平均
Q	0.5%	3.3%	5.1%	3.0%
Q+1	2.4%	5.5%	7.2%	5.0%
Q+2	7.5%	8.3%	8.7%	8.1%
Q+3	6.5%	5.5%	14.3%	8.8%
Q+4	3.1%	5.4%	3.7%	4.1%

资料来源: 国家统计局, Wind, 浙商证券研究所, 注: 由于竣工到家电消费存在一定时间差,我们对竣工数据分别进行1-4个季度递延,再拟合白电企业收入同比增速。

➤ 家电营业成本受金属原材料影响较大,随着龙头全球市场地位的提升,预计金属原材料价格对家电企业成本的波动会持续降低。

1) 原材料在家电产品的营业成本中占比较高,因此家电企业的成本容易受到原材料价格的波动。根据数据拟合,2005~2023年铜价波动对美的、海尔、格力的营业成本同比的拟合度分别为0.41、0.22、0.28。2) 当企业自身市占率在提升的过程中,无论是销量份额还是全球出货占比的提升,都会使得企业在供应链对上游议价权的增加,从而将原材料价格波动传导到上游,降低自身原材料价格的波动。

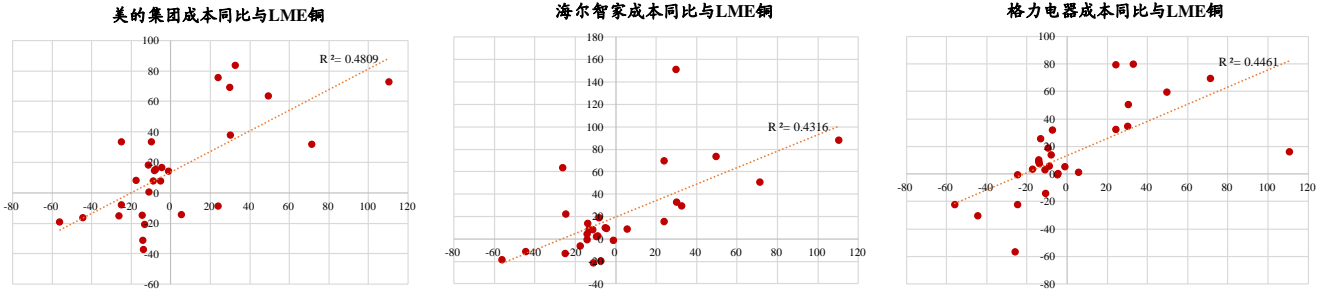
图41: 三大白电龙头营业成本同比与铜价波动拟合



资料来源: 产业在线, Wind, 浙商证券研究所

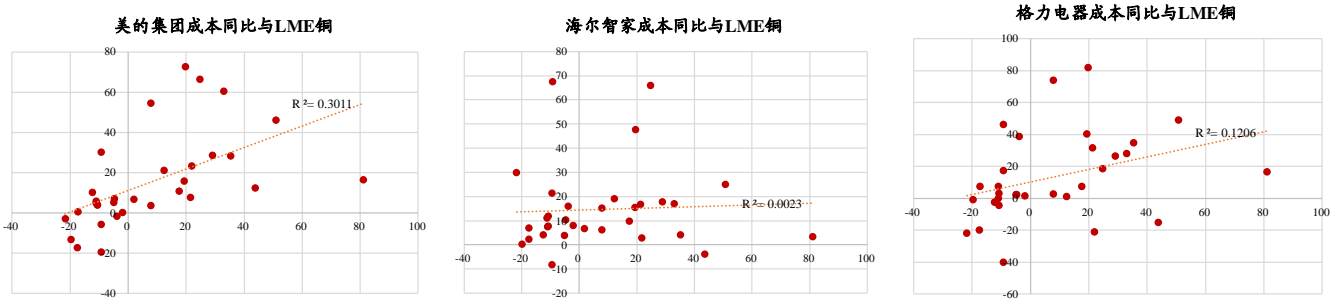
3) 09~15 年 LME 铜价对美的、海尔、格力营业成本同比的解释力度分别为 0.48、0.43、0.45，15~23 年 LME 铜价对三者的解释力度大幅降低。随着中国家电企业全球市占率提升，中国家电企业市场地位预计强化，从而进一步降低原材料价格对营业成本的波动。

图42: 09Q1~15Q4 三大白电龙头营业成本同比与铜价波动相关度分析



资料来源: 产业在线, Wind, 浙商证券研究所, 注: 格力电器尚未披露 2023 年财报, 数据截止到 23Q3

图43: 16Q1~23Q4 三大白电龙头营业成本同比与铜价波动相关度分析



资料来源: 产业在线, Wind, 浙商证券研究所, 注: 格力电器尚未披露 2023 年财报, 数据截止到 23Q3

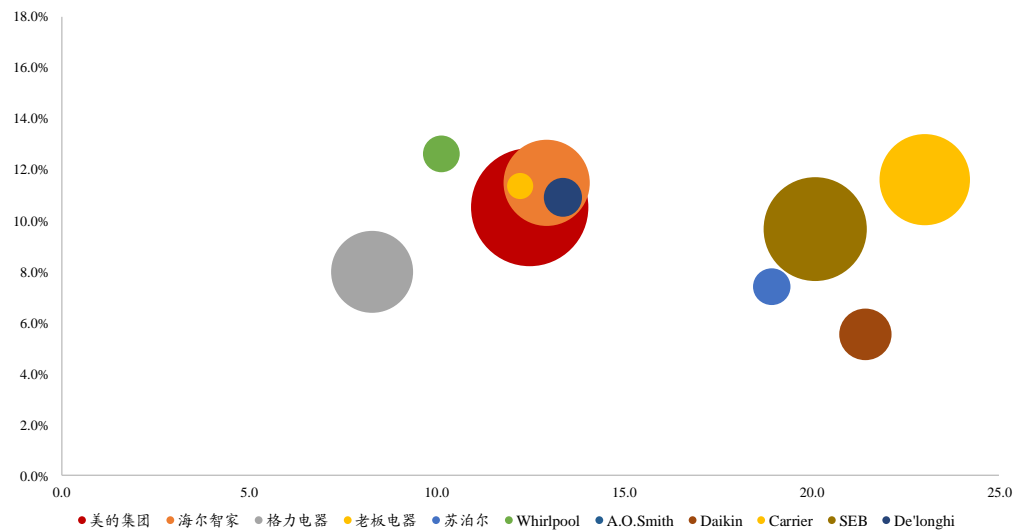
3 为什么中国白电龙头 PE 值和海外龙头相比仍有差距？

3.1 中国白电龙头估值符合 PEG=1 原则，但相比海外龙头估值仍然偏低

如上文所述，中国白电企业 ROE 已经具备穿越周期的属性，但是中国白电龙头估值水平相比海外龙头大金、开利、AO 史密斯仍然较低。市场部分投资者认为这是 A 股和海外市场定价规则、风险偏好、流动性偏差的结果，但我们认为这和中国白电企业的基本面也有一定关系。

A 股家电龙头市盈率基本对应未来三年期预期业绩增速，海外家电龙头 PEG 估值则走出分化。1) 我们选取了外资持股比例较高、行业地位属于头部或者具有行业代表性的 A 股和海外标的，在 PEG 视角下对比三年预期业绩 GAGR 和市盈率的关系。2) 总体来看，中国大家电龙头美的、海尔、格力、老板的 PEG 水平基本在 1 上下。而海外家电龙头的 PEG 值则走出分化，A.O.史密斯、大金工业、开利全球市盈率均达到 20x 以上，PEG > 2，而惠而浦、伊莱克斯市盈率对应三年期业绩 CAGR 存在明显折价，欧洲小家电龙头德龙、赛博 PEG 值基本等于 1。

图44：中国和海外家电企业三年业绩 CAGR 及 PE 值对比



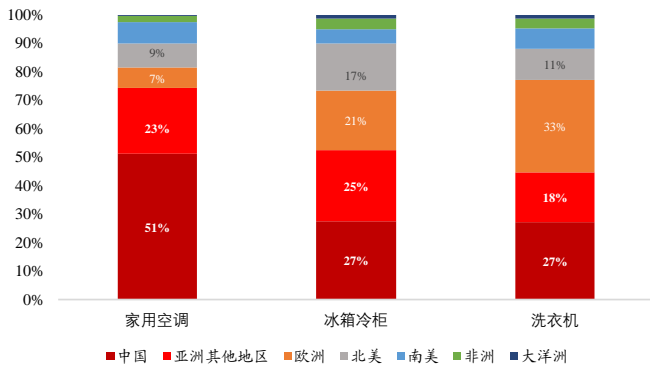
资料来源：Wind, Capital IQ, 浙商证券研究所

注：1) 海外家电上市公司的未来三年期业绩 CAGR 根据 Capital IQ 的 CIQ 一致预期计算得出；
2) 中国家电上市公司未来三年期业绩增速 CAGR 根据 Wind 一致预期，格力电器和老板电器尚未公布 2023 年报，我们依据 2023~2025 年 Wind 一致预期利润和当下市值计算业绩 CAGR 和 PE 值。
3) 数据计算时间为 2024 年 4 月 7 日。

3.2 中国家电企业海外处于产能建设周期，资本开支仍然较大

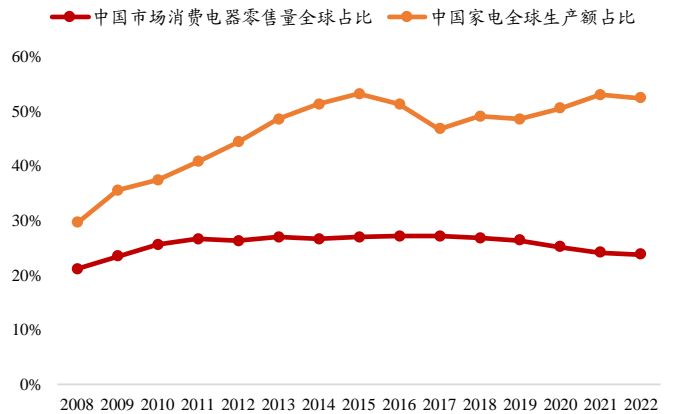
家电产业链优势对外输出，未来的增长的空间来自海外。1) 依托庞大的国内消费市场，2021 年中国空调、冰箱冷柜、洗衣机全球产量占比达到 51%、27%、27%，是全球最大的白电制造中心。依托满足国内需求的庞大产量，中国家电企业在采购等环节形成规模优势，并且把这个优势扩大到海外市场。2) 2013 年家电三大补贴政策退坡后，中国家电企业依托国内供应链优势加速向海外延展，2012~2022 年中国家电的全球产值占比从 44%提升至 52%，产值占比和销量占比轧差逐年拉大说明中国家电产业对海外市场的依赖度提升。

图45: 中国是全球白电的最大消费市场(2021年数据)



资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

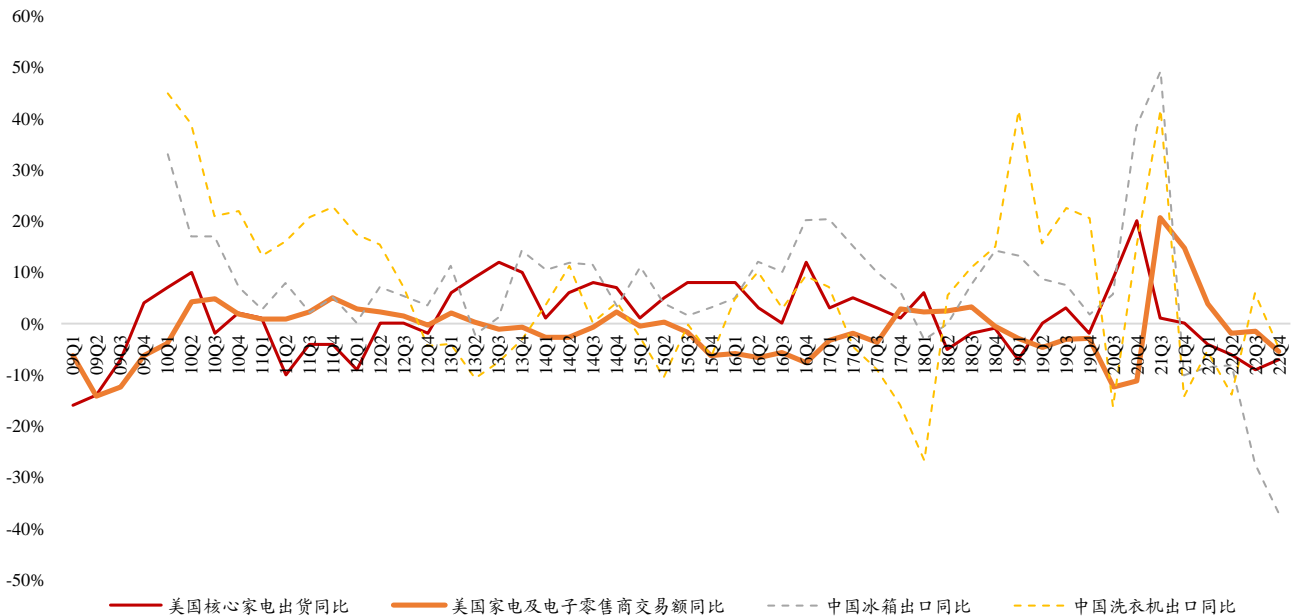
图46: 2008年以来中国家电制造对外依存度提升



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

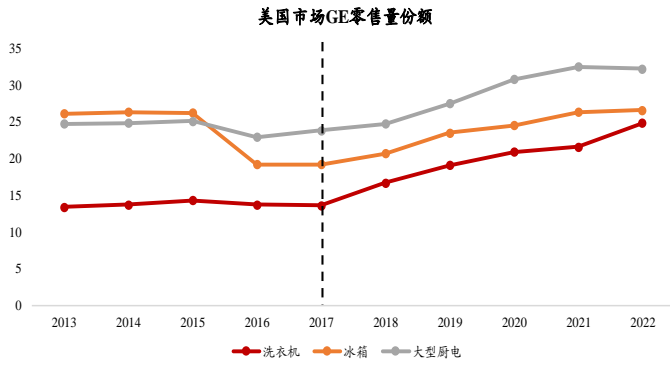
除海尔以外, 中国家电自主品牌处于相对前期的阶段。1) 中国家电企业早期进入全球市场是以全球代工的角色参与, 优势来源于成本红利的截留, 对外输出规模和制造优势。但出口存在更大不确定性, 会受到海运、当地产品认证周期等因素影响, 因此龙头企业正在加大海外当地产能布局以快速响应市场、发展自主品牌。2) 目前, 海尔通过收购整合海外资产如 GEA、Candy 进入北美和欧洲市场, 2017 年以来实现收入和利润共振。海尔在北美市场基本能够实现地产地销、很少依赖国内进口, 其他的家电企业海外产能布局处于相对前期的阶段。3) 海尔海外利润率相比惠而浦在北美的利润率仍有差距, 目前 GEA 的布局正处于盈利兑现的阶段。

图47: 终端零售→企业出货→产品出口存在牛鞭效应, 增速振幅逐级扩大



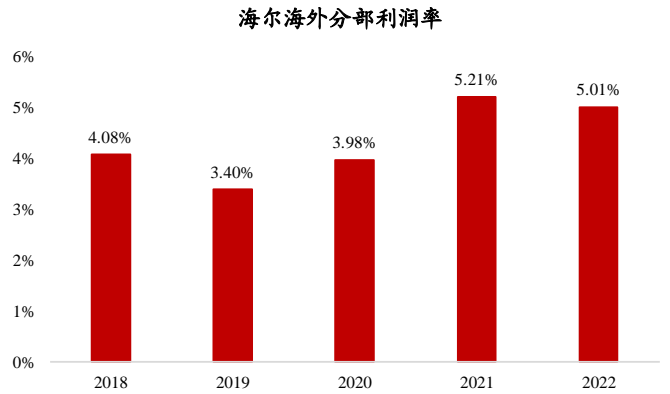
资料来源: AHAM, FRED, 产业在线, 浙商证券研究所, 注: 20H1 全球生产和零售受阻, 为平滑数据波动使得结论更具代表性, 剔除 2020 和 2021 上半年的数据

图48: 海尔并购 GE 后北美大家电零售量份额全面提升



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

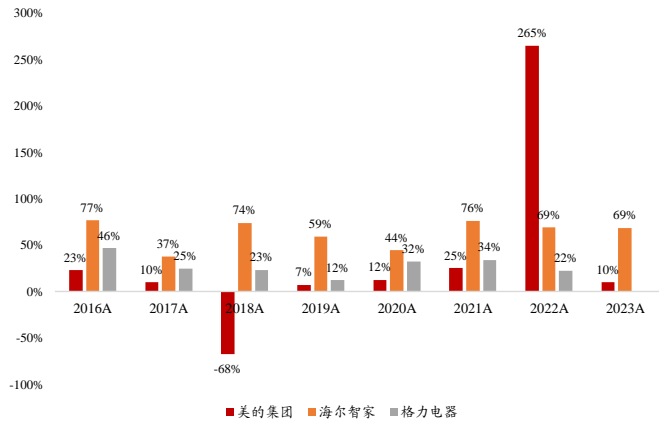
图49: 海尔海外分部利润率逐年提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

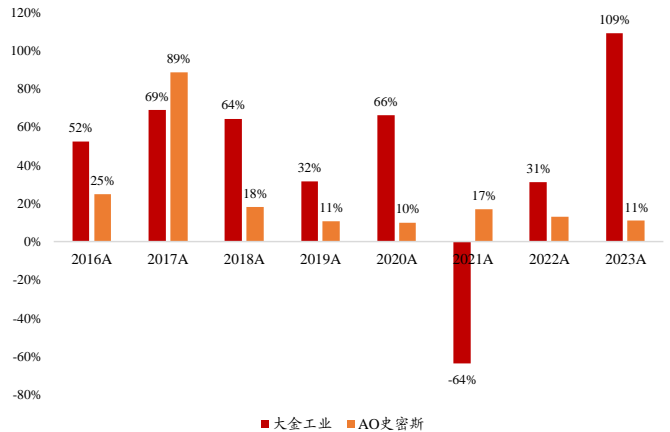
中国家电企业拓展海外业务, 短期资本开支预计增加, 长期资本开支的减少取决于海外市场地位和业务拓展。 1) 国内发展空间有限, 出口代工业务受到海外库存和需求周期的影响导致出货波动较大, 家电企业选择自主品牌出海。海尔、美的加强海外自主品牌布局, 在海外当地建设产能或并购资产以快速响应市场、加速渠道渗透、规避关税等, 因此中国家电企业资本开支占自由现金流的比重较高。2) 参考 AO 史密斯, 当其在美国热水器市场达到接近 40% 的市场份额, 并且与第二名拉开差距, 2023 年其资本开支占自由现金流比重仅为 11%, 因此中国家电企业在海外市场资本开支与在当地市场经营的首位度相关。3) 美的注重 B 端转型, 海尔专注高端化、三翼鸟家装家居一体化, 两者均开辟处于相对前期阶段的第二增长曲线, 新增长曲线的开拓也不可缺少资本开支的支持。

图50: 中国家电企业资本开支占自由现金流比重



资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 格力电器尚未公布 2023 年报

图51: AO 史密斯、大金工业资本开支占自由现金流比重



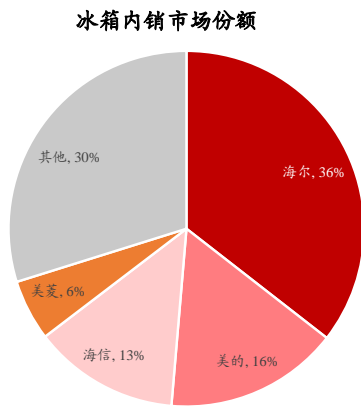
资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所

3.3 国内冰洗格局相对稳定, 空调竞争存在变化

冰洗行业格局相对稳定, 行业从量增转为价增, 龙头格局稳固。 1) 家电作为耐用消费品使得消费者的购置成本高, 因此口碑是消费者做出购买决策时最好的依据。2) 当消费群体心中对品类有了品牌认知之后, 随着时间的累积和品牌的相互竞争、淘汰, 高度成熟的同质化市场中, 领导品牌市场份额是第二名的两倍, 第三名是第二名的 1/4。这个顺序往往就是品牌进入心智的顺序。根据产业在线数据, 海尔 2023 年冰箱和洗衣机内销市场份额分别为 36%、39%, 行业格局稳定。3) 国内冰洗基本上以替换需求为主导, 并且冰洗产品也在不断经历产

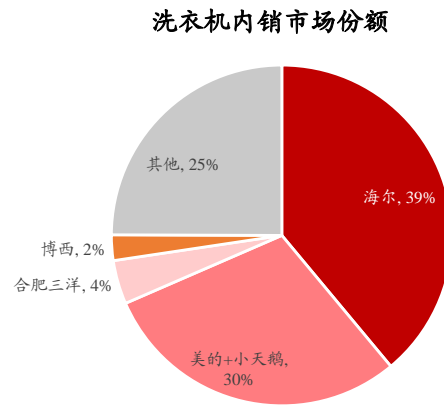
品升级,所以行业均价整体保持上升的态势,2014~2023年冰箱、洗衣机、空调零售均价CAGR分别为3%、2%、0%。

图52: 2023年冰箱内销量市场份额



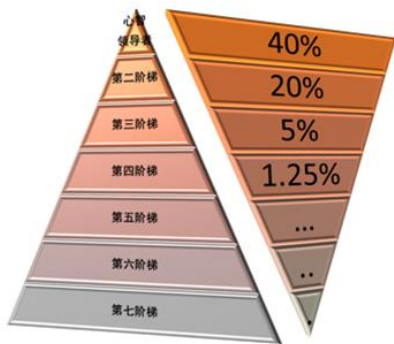
资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

图53: 2023年洗衣机内销量市场份额



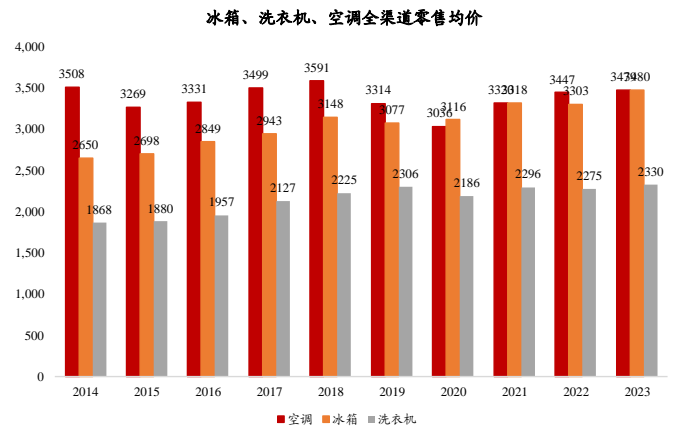
资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

图54: 品牌心智金字塔和理论上市场份额的分布



资料来源: 特劳特、艾·里斯, 浙商证券研究所

图55: 冰箱、洗衣机行业均价稳步提升

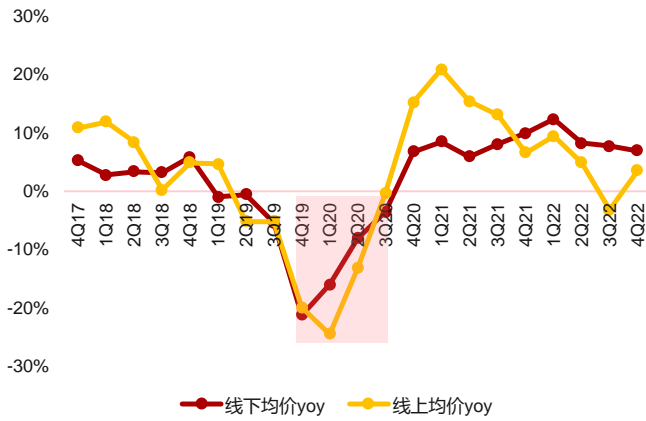


资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

复盘历史,空调价格竞争的根源是寡头竞争,导火索是渠道库存,发生的时点在需求的“逆周期”、供给的“顺周期”。空调的价格竞争往往发生在需求疲软,且生产成本低位的时候,并且当期渠道库存高位。

- 需求的“逆周期”: 空调终端消费需求疲软、地产销售和交付降低,库存积压影响渠道向品牌方提货。
- 供给的“顺周期”: 原材料价格处于低位,企业生产成本压力小,渠道库存积压为价格竞争提供支持,同时企业积极备料生产为去库存后做准备。
- 龙头企业挑战现有的行业格局: 2019年美的完成T+3改革后渠道效率迅速提升,对比格力渠道库存处于高位,叠加彼时原材料价格下降,美的通过更加激进的价格竞争挑战行业竞争格局。

图56: 2019年空调价格竞争线上/线下均价下行, 降幅超过20%



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

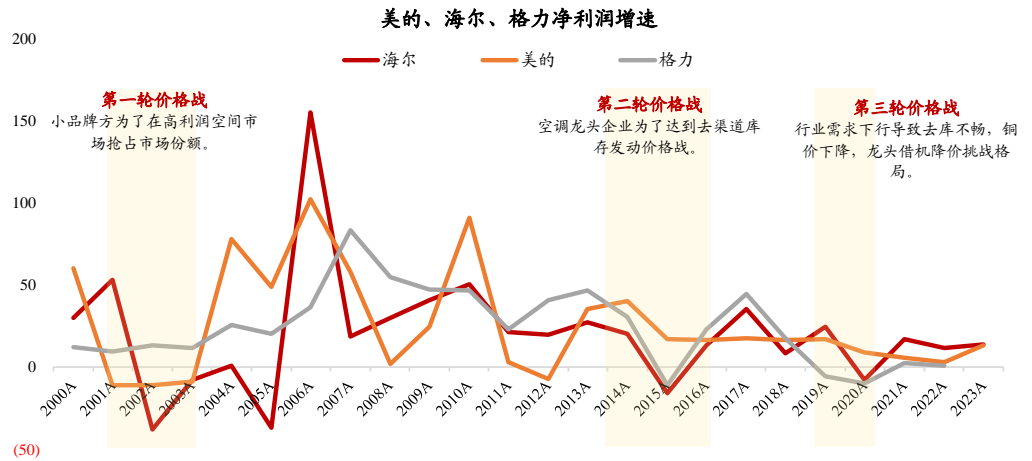
图57: 18-19年空调需求下行刺激企业通过价格手段去库



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

空调价格竞争期间, 白电龙头盈利能力均受到影响。在2014、2019年空调价格竞争期间, 白电龙头均出现利润失速的情况。因此, 空调的需求和库存周期如果下行, 激烈的行业竞争同样也会放大收入和利润的压力。

图58: 2014、2019年空调行业价格竞争容易导致白电龙头利润失速

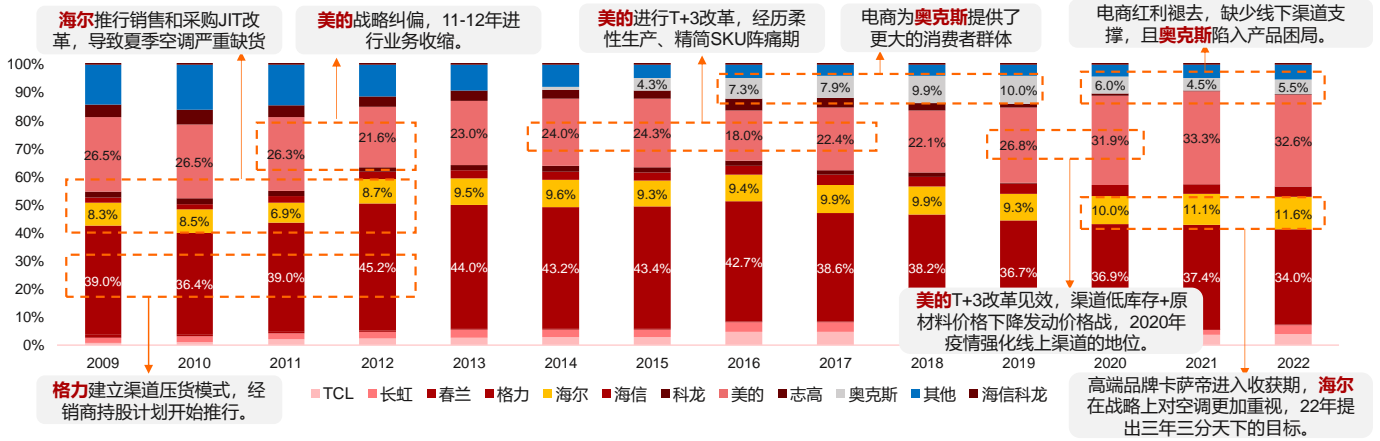


资料来源: Wind, 奥维云网, 浙商证券研究所

空调的寡头格局自2007年开始确立。1) 复盘空调行业市场占率的变化可以看出, 格力、美的两大厂商长期保持20%以上的市场份额。2) 2007年之后格力和美的在市场整体份额上总和超过50%, 双寡头格局正式确立。从冷年销量来看, 我国空调行业内销的竞争格局大约在2007年前后形成。

行业竞争格局虽有波动, 但是寡头格局难以撼动。1) 纵观白电发展的各个阶段, 白电经历了产品力时代、渠道力时代、品牌力时代, 两大空调巨头在不同的时期不同的痛点做了相应调整, 奠定了空调行业龙头地位。2) 竞争格局虽然在中间出现波折, 主要是龙头自身改革阵痛和渠道流量变化, 但是龙头仍然保持制造、渠道、品牌影响力, 所以总体的格局仍然保持稳定。3) 空调标品属性突出, 格力、美的、海尔作为白电龙头在供应链和渠道的议价权和稳定性明显强于其他品牌, 龙头更容易发挥成本和品牌优势稳定格局。

图59: 空调行业竞争格局历史复盘 (图中为各品牌内销出货量份额数据)



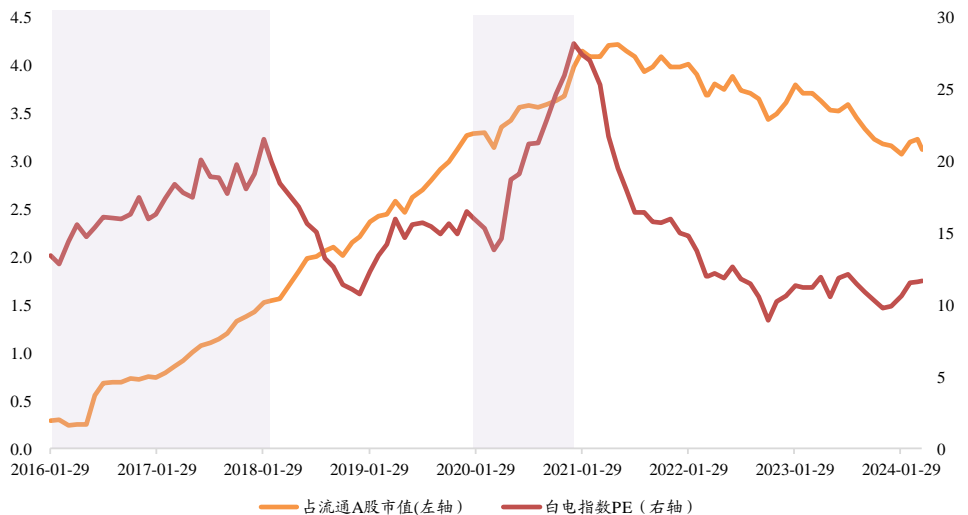
资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

3.4 A股投资更多关注成长性，阶段性风格倾向ROE投资

ROE综合考虑分红和利润增速的综合投资回报率。不同的宏观经济、产业周期、政策环境、资金风格等因素都会对股票估值定价产生影响，锚定估值的要素也在随时发生变化。过去几年，市场在股票估值定价给予利润增长预期更大权重（市面上估值多参考PEG=1的方式，龙头和高壁垒的行业给予适度的估值溢价），当下在经济增速换挡、增长曲线判断不明朗的背景下，投资回报的确定性更加重要。

过去，A股投资风格偏向成长性，当市场重视ROE定价时，白电龙头估值会相应得到提升。外资加配A股核心资产主要发生在两个时间段，分别是2017-2019年A股纳入MSCI和2020-2021年美联储MMT提升全球资产的流动性。在外资流入的过程中，A股核心资产的定价和海外市场定价规则相近，高ROE的公司值得更高估值溢价，白电指数PE值有明显的提升。

图60: 外资持股比例与白电指数呈正相关



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4 在稳健投资回报的假设下，如何看待白电龙头估值水平？

4.1 核心假设

1. DDM 贴现模型分为三阶段。

在一阶段模型下，PE 值和分红率、永续增长率成正比，和贴现率成反比。根据 Gordon Growth 模型，一阶段永续增长假设下可以得到如下公式：

$$V = \frac{DPS * (1 + g)}{r - g} = \frac{EPS * d * (1 + g)}{r - g}$$

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

一阶段：在本报告的测算中，因为考虑到美的、海尔分别有高端化、全球化、B 端新增长等逻辑正在兑现，因此假设 2023~2027 年为利润超额增长阶段。

二阶段：假设一阶段的增长逻辑兑现，2028~2037 十年期间利润增速回落，但白电龙头企业业绩仍然有结构性增长的机会，比如家电出海、美的 B 端收入增速快于传统家电业务、卡萨帝高端占比结构性提升优化利润率，预计白电企业利润增速快于通胀。

三阶段：假设 2038 年开始白电企业进入永续增长状态，永续增长率为 1%。

2. ROE 保持稳定，当利润增速中枢下移后，分红率中枢上行。

1) 复盘美的、海尔过去十年的数据，ROE 维持在 20% 左右，我们假设白电企业 ROE 维持在 20% 左右的水平。白电企业从一阶段向二阶段、三阶段过渡的过程中，利润增速中枢下行，但白电企业有足量的现金资产通过分红提升 ROE 水平，根据 Gordon Growth 公式的变体， $d = 1 - g / ROE$ 。

2) 家电消费需求偏刚性、需求稳定，竞争格局也是寡占局面，产品属性稳定使得新进入者难以弯道超车，行业利润率中枢达到稳态，预计未来行业净利润率稳定。

图 61: 美的集团 ROE (单位: %)

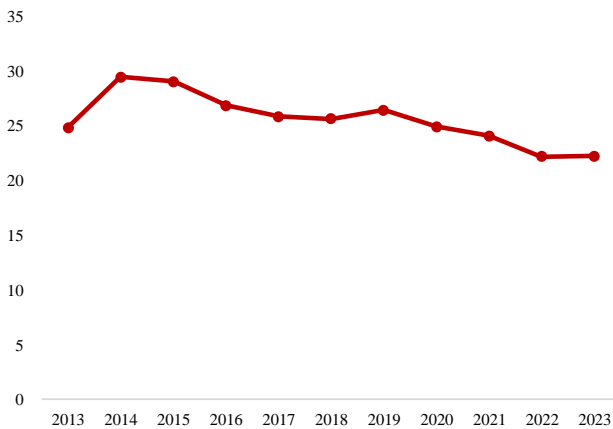
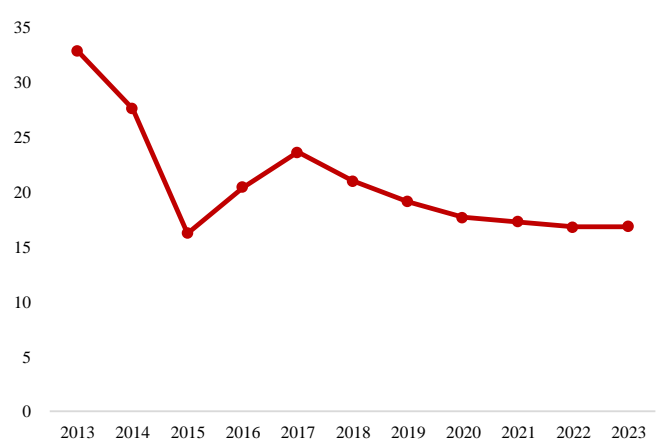


图 62: 海尔智家 ROE (单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

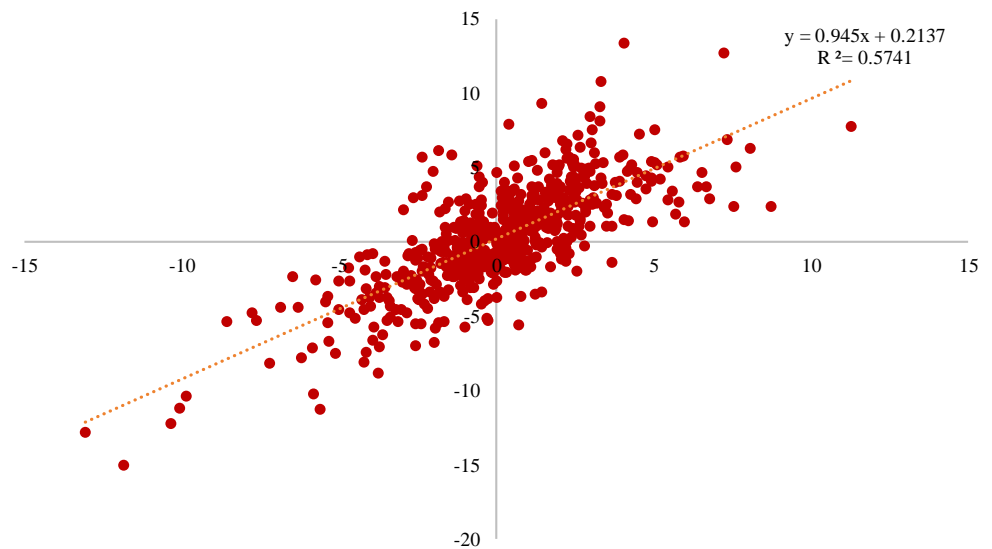
3. 贴现率：8.75%。

1) 美的和海尔分别是全球白电巨头，白电企业享有共同的行业趋势如房地产、库存周期、海外消费需求等。因此在 CAPM 计算中，股权成本 K_e 的计算选取家电指数和沪深 300 指数的回归线斜率作为 β ，根据我们的拟合， $\beta=0.95$ 。

2) 出于谨慎性原则，无风险利率选取十年期国债收益率（2.27%），风险溢价选取 5 年沪深指数平均收益率（6.82%）作为计算股权成本 K_e 的依据。

3) 根据 CAPM 计算得，贴现率采用 8.75%。

图63：家用电器指数（y轴）与沪深300指数（x轴）收益率散点图分布



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2 美的集团：在维持 ROE 的前提下，贴现计算得 17x PE

根据 DDM 贴现测算，美的集团对应 24 年 PE 值为 17x（2024 年估值考虑到美的集团港股上市增发股本，根据公告假设增发 10%）。

第一阶段：美的集团积极开拓海外自主品牌，B 端业务持续引领成长，全球生产份额持续扩张，随着规模优势进一步深化，盈利能力仍有提升空间，预计 2023~2027 年年均利润增速为 10.5%。美的集团 2023 年将分红比例提升至 61% 水平，预计未来 ROE 水平也将得到提升，假设美的集团 ROE 为 24% 水平，则分红率为 55%~60% 水平。

第二阶段：美的集团各项业务收入增速放缓，利润增长匹配收入，预计 2023~2027 年年均利润增速为 5.3%。若美的集团 ROE 保持 23~24% 水平，则分红率为 78%。

第三阶段：稳态空间下，假设永续增长率为 1%，考虑到白电龙头有足够的现金资产维持 ROE 水平，且在此假设下白电企业不需要通过资本开支维系后续增长，假设美的集团分红率为 95%，ROE 维持在 23% 的水平，与一阶段、二阶段水平相当。

表3: 美的集团 DDM 三阶段贴现计算

	平均 ROE	分红率	归母净利润年化增长率	年限
一阶段 (2023~2027 年)	24.3%	58%	10.5%	5
二阶段 (2028~2037 年)	23.0%	78%	5.1%	10
三阶段 (2038 年后)	23.0%	95%	1.2%	
贴现率	8.75%			
PE-23	17.2			
PE-24	16.9			

资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算

表4: 美的集团 24 年 PE 对三阶段 ROE 和分红率敏感度分析

	ROE											
	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	
分 红 率	88%	17.6	17.8	18.0	18.2	18.4	18.6	18.9	19.1	19.3	19.6	19.9
	89%	17.4	17.5	17.7	17.8	18.0	18.2	18.4	18.6	18.8	19.0	19.2
	91%	17.2	17.3	17.4	17.5	17.7	17.8	18.0	18.1	18.3	18.4	18.6
	92%	17.0	17.1	17.2	17.3	17.4	17.5	17.6	17.7	17.8	17.9	18.1
	94%	16.8	16.8	16.9	17.0	17.1	17.2	17.2	17.3	17.4	17.5	17.6
	95%	16.6	16.6	16.7	16.8	16.8	16.9	16.9	17.0	17.1	17.1	17.2
	97%	16.4	16.5	16.5	16.5	16.6	16.6	16.6	16.7	16.7	16.8	16.8
	98%	16.3	16.3	16.3	16.3	16.4	16.4	16.4	16.4	16.4	16.5	16.5
	100%	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.2	16.2	16.2	16.2	16.2
	101%	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9
	103%	15.9	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8	15.7	15.7	15.7	15.7	15.6

资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算

表5: 美的集团 24 年 PE 对贴现率和三阶段 ROE 敏感度分析

	ROE											
	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	
贴 现 率	7.8%	19.6	19.7	19.8	19.8	19.9	20.0	20.1	20.2	20.3	20.4	20.5
	8.0%	18.9	19.0	19.1	19.2	19.2	19.3	19.4	19.5	19.6	19.6	19.7
	8.2%	18.3	18.4	18.4	18.5	18.6	18.6	18.7	18.8	18.9	18.9	19.0
	8.4%	17.7	17.8	17.8	17.9	18.0	18.0	18.1	18.2	18.2	18.3	18.4
	8.6%	17.1	17.2	17.2	17.3	17.4	17.4	17.5	17.6	17.6	17.7	17.8
	8.8%	16.6	16.6	16.7	16.8	16.8	16.9	16.9	17.0	17.1	17.1	17.2
	9.0%	16.1	16.1	16.2	16.2	16.3	16.3	16.4	16.5	16.5	16.6	16.6
	9.2%	15.6	15.7	15.7	15.8	15.8	15.8	15.9	16.0	16.0	16.1	16.1
	9.4%	15.2	15.2	15.2	15.3	15.3	15.4	15.4	15.5	15.5	15.6	15.6
	9.6%	14.7	14.8	14.8	14.8	14.9	14.9	15.0	15.0	15.1	15.1	15.2
	9.8%	14.3	14.3	14.4	14.4	14.5	14.5	14.5	14.6	14.6	14.7	14.7

资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算

4.3 海尔智家: 在维持 ROE 的前提下, 贴现计算得 17x PE

根据 DDM 贴现测算, 海尔智家对应 24 年 PE 值为 17x。

第一阶段: 海尔智家卡萨帝引领高端化, 海外资产盈利能力持续兑现, 数字化等措施降本提效, 预计 2023~2027 年年均利润增速为 12.3%。海尔智家 2024 年 4 月公告称 25-26 年承诺股东分红比例提升至 50%, 在保证业绩增速的前提下, 分红比例增加提升海尔 ROE 水平, 预计公司 23~27 年平均 ROE 水平为 22%。

第二阶段: 海尔智家各项业务收入增速放缓, 卡萨帝 ASP 更高、结构性提升利润率水平, 预计利润增速略快于收入增速, 预计 2023~2027 年年均利润增速为 6.7%。若海尔智家 ROE 保持 22% 水平, 则分红率为 70%。

第三阶段：稳态空间下，假设永续增长率为 1%，考虑到白电龙头有足够的现金资产维持 ROE 水平，且在此假设下白电企业不需要通过资本开支维系后续增长，假设美的集团分红率为 95%，ROE 维持在 22%的水平，与一阶段、二阶段水平相当。

表6：海尔智家 DDM 三阶段贴现计算

	平均 ROE	分红率	归母净利润年化增长率	年限
一阶段（2023~2027 年）	22.3%	50%	12.1%	5
二阶段（2028~2037 年）	22.3%	70%	6.7%	10
三阶段（2038 年后）	22.0%	95%	1.1%	
贴现率	8.60%			
PE-23	19.7			
PE-24	17.3			

资料来源：Wind，浙商证券研究所测算

表7：海尔智家 24 年 PE 对三阶段 ROE 和分红率敏感度分析

	ROE											
	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	
分 红 率	88%	18.0	18.2	18.4	18.6	18.8	19.1	19.3	19.5	19.8	20.1	20.4
	89%	17.8	17.9	18.1	18.3	18.4	18.6	18.8	19.0	19.2	19.5	19.7
	91%	17.6	17.7	17.8	18.0	18.1	18.3	18.4	18.6	18.7	18.9	19.1
	92%	17.4	17.5	17.6	17.7	17.8	17.9	18.0	18.2	18.3	18.4	18.5
	94%	17.2	17.3	17.3	17.4	17.5	17.6	17.7	17.8	17.9	18.0	18.1
	95%	17.0	17.1	17.1	17.2	17.3	17.3	17.4	17.4	17.5	17.6	17.6
	97%	16.8	16.9	16.9	17.0	17.0	17.1	17.1	17.1	17.2	17.2	17.3
	98%	16.7	16.7	16.7	16.8	16.8	16.8	16.8	16.9	16.9	16.9	16.9
	100%	16.6	16.6	16.6	16.6	16.6	16.6	16.6	16.6	16.6	16.6	16.6
	101%	16.4	16.4	16.4	16.4	16.4	16.4	16.4	16.4	16.3	16.3	16.3
	103%	16.3	16.3	16.2	16.2	16.2	16.2	16.2	16.2	16.1	16.1	16.1

资料来源：Wind，浙商证券研究所测算

表8：海尔智家 24 年 PE 对贴现率和三阶段 ROE 敏感度分析

	ROE											
	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	
贴 现 率	7.8%	20.2	20.3	20.4	20.5	20.6	20.7	20.8	20.9	21.0	21.1	21.2
	8.0%	19.5	19.6	19.7	19.8	19.8	19.9	20.0	20.1	20.2	20.3	20.4
	8.2%	18.8	18.9	19.0	19.1	19.1	19.2	19.3	19.4	19.5	19.5	19.6
	8.4%	18.2	18.3	18.3	18.4	18.5	18.5	18.6	18.7	18.8	18.8	18.9
	8.6%	17.6	17.6	17.7	17.8	17.8	17.9	18.0	18.1	18.1	18.2	18.3
	8.8%	17.0	17.1	17.1	17.2	17.3	17.3	17.4	17.4	17.5	17.6	17.6
	9.0%	16.5	16.5	16.6	16.6	16.7	16.8	16.8	16.9	16.9	17.0	17.1
	9.2%	16.0	16.0	16.1	16.1	16.2	16.2	16.3	16.3	16.4	16.4	16.5
	9.4%	15.5	15.5	15.6	15.6	15.7	15.7	15.8	15.8	15.9	15.9	16.0
	9.6%	15.0	15.0	15.1	15.1	15.2	15.2	15.3	15.3	15.4	15.4	15.5
	9.8%	14.6	14.6	14.6	14.7	14.7	14.8	14.8	14.9	14.9	15.0	15.0

资料来源：Wind，浙商证券研究所测算

4.4 总结

1) 在市场定价从三年爆发式业绩增长向长期稳定和确定性回报切换时，ROE 在定价体系的地位会提升。家电稳定需求+寡头格局注定了家电板块具备高且稳定 ROE，建议把握 ROE 定价体系下，家电板块估值上行的投资机会。

2) 从个股看，在 ROE 相对稳定的前提下，用 DDM 对美的集团和海尔智家估值，白电龙头美的、海尔对应 24 年归母净利润 PE 值有望达到 17x。

5 投资建议

通过对海外家电龙头的估值分析，我们认为股东回报的稳定性、商业模式的稀缺性是实现估值溢价的基础，**中国白电龙头相比海外同行的估值稍显低估。**

通过对国内白电龙头的财务和基本面分析，我们认为国内白电龙头 ROE 高且稳定，股东回报具备穿越周期的确定性。国内白电龙头和海外龙头估值端的差异主要体现在较高的资本开支和多变的行业竞争格局，以及 A 股投资偏好倾向于成长性上。

我们认为：1) 家电企业在海外积极拓展自主品牌，海尔北美品牌 GEA 已经进入盈利兑现的收获季，未来资本开支多少取决于未来在当地的市场份额领先性。2) 虽然空调行业的需求和竞争有周期性扰动，但是中长期看空调本身的标品属性和龙头在产业链的议价权使得行业格局长期稳定。3) 在经济增速换挡周期下，投资者对确定性的要求提升，市场向确定性定价的时候白电估值有望提振。在稳定 ROE 的前提假设下，通过 DDM 绝对估值法贴现，我们给予美的集团、海尔智家 17x PE 值。

推荐 ROE 高且稳定的全球白电巨头**美的集团、海尔智家**，建议关注**格力电器**。

6 风险提示

1) 宏观经济不确定性：宏观经济环境影响到公司业绩、市场交易风格，若经济周期出现变化，则可能导致 ROE 定价的前提条件被破坏。

2) 行业竞争加剧：虽然家电企业长期来看格局相对稳定，但是竞争格局的加剧可能影响到短期经营业绩和投资回报。

3) 测算结果偏差：本报告的所有测算均选取具有代表性的数据，但不排除实际情况和测算数据存在一定偏差的情况，例如分红贴现计算结果对贴现率敏感度偏高。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>