

家电走出休息区，重视板块配置价值

——2024年家电中期策略报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

当前时点，家电板块仍有配置价值：年初以来，家电（中信）指数上涨15.3%（截至2024年6月17日），板块涨幅明显，这既有基本面因素影响，也有风格催化。当下节点，部分投资者担忧外部因素变化对家电板块基本面产生压力，进而影响板块收益。我们认为，相比于其他赛道，家电公司具备经营稳定性（行业集中度高）、较高的分红率（现金流充裕、无大资本开支），企业出海逻辑也得到验证，具有比较优势，家电板块仍有长期投资价值。结合各个细分赛道情况，我们也总结出5条投资主线供投资者参考。

投资主线一：白电板块具备较高配置价值。年初以来白电指数表现亮眼，主要因为白电板块经营表现稳健，同时白电板块高股息、低估值的优势受到资本市场重视。虽然原材料、海运成本压力逐渐显现，但我们认为后续白电板块仍具备配置价值，原因为：1) 白电龙头出海具有制造成本优势、产品迭代优势，海外业务有望保持良好增长。2) 白电龙头的财报质量较高，为后续收入增长提供保障。此外，我们认为白电企业未来的资本开支可能会逐渐降低，分红率有望不断提升，DDM模型能更好地评估白电企业的投资价值。DDM模型测算下（假设0%永续增长率、90%分红率），海尔智家、美的集团、格力电器、海信家电的每股权益价值高于现价，白电企业估值存在提升空间。

投资主线二：家电外销有望延续良好增长趋势。市场忧虑欧美经历补库后，家电外销增速将会明显回落。我们认为家电外销将延续良好表现，主要因为：1) 拉美、东南亚的零售景气呈复苏趋势。中国家电企业正加大对新兴市场的渠道和品牌营销布局，家电对新兴市场出口有望保持良好增长。2) 欧美通胀水平回落后，消费者信心持续恢复，库存处于较健康水平。家电对欧美出口有望表现稳健。3) 中东对空调的需求旺盛。在政策推动下，中国空调企业逐渐加大中东市场的布局力度。2023年我国对沙特+阿联酋+伊拉克的家用空调出口金额同比+31%，占家用空调出口总金额的比例达19%。后续我国对中东空调出口将维持较高景气。

投资主线三：扫地机龙头经营向好。随着国内全能基站产品接受度提升，2024年扫地机行业有望进入均价稳定、销量提升的阶段。海外方面，石头科技、科沃斯等国内品牌凭借在全能基站产品上的技术积累，有望在本轮产品升级周期中扩大海外市场的份额。石头科技正在强化海外渠道布局，将放大产品优势，海外业务有望维持高增速。科沃斯在聚焦核心品类以及新品T30系列销售占比提升后，盈利能力有望逐步回升。

首选股票	目标价(元)	评级
000333 美的集团	81.45	买入-A
600690 海尔智家	34.51	买入-A
000651 格力电器	56.69	买入-A
000921 海信家电	41.99	买入-A
002508 老板电器	29.25	买入-A
002035 华帝股份	8.76	买入-A
600060 海信视像	31.79	买入-A
688169 石头科技	452.50	买入-A
603486 科沃斯	62.75	买入-A

行业表现



资料：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.7	5.2	18.7
绝对收益	-5.6	4.3	7.9

■ **投资主线四：**关注电视行业结构升级和中国品牌海外提份额趋势。凭借产品高性价比和体育营销，以海信、TCL为代表的中国头部电视企业在海外不断缩小和韩系企业的份额差距。2024年为欧洲杯、奥运会等体育赛事大年，全球电视需求有望回暖，中国头部电视企业的海外份额将持续提升。同时，电视行业大屏化趋势明确，Mini LED技术亦呈现快速渗透趋势。2024Q1我国Mini LED电视的零售量渗透率达3.5%，同比+1.8pct。大屏化和Mini LED电视销售占比提升将推动头部电视企业产品结构持续升级。

■ **投资主线五：**地产政策变化或将提升厨电板块估值。受住宅竣工面积下降影响，厨电行业需求面临压力。由于集成灶主要市场在三四线毛坯房，而传统厨电来自一二线城市的更新需求占比更高，2024Q1传统厨电企业增速延续了高于集成灶企业的趋势。当前厨电板块估值处于历史相对较低水平，随着地产政策的调整，厨电板块估值有望得到提振。

■ **投资建议：**白电头部企业经营稳健，外销有望延续良好景气，股息率将维持较高水平。我们推荐美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电。欧美消费整体呈恢复趋势，我国家电对拉美、东南亚的出口景气向好，TCL智家、石头科技、新宝股份等出口链标的值得关注。2024年为全球体育赛事大年，全球电视需求有望回暖，我们建议关注黑电龙头海信视像。

■ **风险提示：**原材料价格大幅上涨、地产政策变化、人民币大幅升值、DDM模型测算及假设不及预期。

相关报告

国投证券消费一周看图 2024W24	2024-06-16
国投证券消费一周看图 2024W22	2024-06-02
加大回收拆解资金支持，利 好家电更新需求	2024-05-15
国投证券消费一周看图 2024W19	2024-05-12
Q1重仓家电比例显著提升， 白电获大幅增配	2024-04-30



目 录

1. 投资概要	6
1.1. 核心观点	6
1.2. 有别于市场的观点	6
2. 投资主线一：白电板块具备较高配置价值	7
2.1. 年初以来白电板块取得显著超额收益	7
2.2. 白电内销稳健增长，外销关注新兴市场	7
2.3. 白电具有长期稳健的基本面	10
2.4. 从 DDM 模型看白电企业估值	12
3. 投资主线二：家电外销有望延续良好增长趋势	15
4. 投资主线三：扫地机龙头经营向好	20
5. 投资主线四：关注电视行业结构升级和中国品牌海外提份额趋势	24
6. 投资主线五：地产政策变化或将提升厨电板块估值	26
7. 投资建议	30
8. 风险提示	30
9. 附录：家电行业及子行业财务指标	31

目 录

图 1. 年初以来，家电指数、白电指数、沪深 300 指数涨跌幅	7
图 2. 家电各子板块分季度收入增速	8
图 3. 家电各子板块分季度归母净利润增速	8
图 4. 空冰洗分季度内销量增速	8
图 5. 空冰洗分季度外销量增速	8
图 6. 白电主要公司分季度收入增速	9
图 7. 白电主要公司分季度归母净利润增速	9
图 8. 空调分品牌内销量份额变化	9
图 9. 空调分品牌线上零售均价 YoY	9
图 10. 海外业务占比较高的家电企业国内外收入占比	11
图 11. 中国、海外家用电器行业规模（亿美元）	11
图 12. 三大白电公司其他应付款+其他流动负债	11
图 13. 三大白电公司合同负债（亿元）	11
图 14. 2023Q4~2024Q1 家电企业外销业务同比增速	17
图 15. 欧美零售库存绝对水平（季调）	17
图 16. 欧美消费者信心指数	17
图 17. 美国家电及电动工具类产品零售额同比增速	18
图 18. 美国房屋销量、开工量及批准量（季调）	18
图 19. 东南亚国家零售额/指数同比变化	18
图 20. 东南亚国家消费品进口额同比增速	18
图 21. 中国占东南亚家电类产品进口金额比例	18
图 22. 墨西哥、巴西消费者信心指数	19
图 23. 墨西哥、巴西零售业指数同比增速	19
图 24. 墨西哥城、圣保罗平均气温（摄氏度）	19
图 25. 我国对中东三国家用空调出口量	20
图 26. 我国对中东三国家空出口占家空总出口的比例	20
图 27. 中国出口集装箱运价指数	20

图 28. 扫地机国内线上增速	21
图 29. 国内扫地机产品结构	21
图 30. 全球各区域扫地机零售均价（美元）	21
图 31. 扫地机头部企业收入规模（亿人民币）	21
图 32. 石头 Q Revo 德国价格趋势	22
图 33. 石头 S8 Pro Ultra 德国价格趋势	22
图 34. 石头科技增速	22
图 35. 石头科技产品均价	22
图 36. 石头 P 系列销售情况	23
图 37. 科沃斯 T 系列销售情况	23
图 38. 科沃斯收入增速	23
图 39. 科沃斯归母净利润率	23
图 40. 各企业在海外电视市场的出货量份额	24
图 41. 各区域市场 65 英寸及以上电视的出货量占比	24
图 42. TCL 海外大尺寸电视销量同比增速	25
图 43. 国内电视行业零售量份额	26
图 44. 厨电行业估值及业绩变化对整体市值变化的贡献	26
图 45. 厨电企业单季度收入增速	28
图 46. 油烟机内销出货量及住宅竣工面积同比增速	28
图 47. 华帝股份渠道收入占比变化	28
图 48. 华帝股份产品出厂价变化（单位：元）	28
图 49. 油烟机线上渠道 2023 年各吸力机型份额变化	28
图 50. 油烟机线上渠道 2023 年各吸力机型品牌均价	28
图 51. 厨电产品线上均价同比变化	29
图 52. 住宅新开工面积（滞后 10Q）及竣工面积季度同比增速	29
表 1: 消费行业主要板块归母净利润增速、估值及股息率对比	7
表 2: 大家电与新房关联度	10
表 3: 三大白电公司经营活动现金流量净额及分红	12
表 4: 白电主要上市公司季度末货币资金（亿元）及增速	12
表 5: 白电主要上市公司季度末未分配利润（亿元）及增速	12
表 6: 白电主要上市公司分红及股息率情况	13
表 7: 海尔智家 DDM 估值假设参数及结果	13
表 8: 海尔智家 DDM 估值敏感性分析	13
表 9: 美的集团 DDM 估值假设参数及结果	14
表 10: 美的集团 DDM 估值敏感性分析	14
表 11: 格力电器 DDM 估值假设参数及结果	14
表 12: 格力电器 DDM 估值敏感性分析	14
表 13: 海信家电 DDM 估值假设参数及结果	15
表 14: 海信家电 DDM 估值敏感性分析	15
表 15: 我国家电分区域出口金额同比增速（美元口径）	15
表 16: 2023 年我国家电主要品类分区域出口额占比（美元口径）	16
表 17: 韩系厂商退出 LCD 面板产线时间线	24
表 18: 2021 年美国线上市场各品牌 55 英寸电视对比	24
表 19: 2024 年美国线上市场各品牌 55 英寸电视对比	25



表 20: 各品牌 65 英寸 Mini LED 背光电视对比	26
表 21: 近期中央及地方地产政策	27
表 22: 个股盈利预测表	30
表 23: 家电子板块个股	31
表 24: 行业及子板块财务指标	31
表 25: 家电行业个股收入增速 (按 2024Q1 收入增速排序)	33
表 26: 家电行业个股归母净利润增速 (按 2024Q1 归母净利润增速排序)	34
表 27: 海外业务占比较高的公司名单	34

1. 投资概要

1.1. 核心观点

年初以来，家电指数涨幅明显。展望下半年，我们认为家电行业值得关注的投资机会包括：

- 白电龙头基本面稳健，具备配置价值。今年以来各地政府和家电企业陆续开展以旧换新活动，将拉动白电更新需求释放，白电内销有望实现稳健增长；海外需求逐步复苏，国内白电企业的制造成本优势、产品迭代优势持续凸显，白电外销有望延续良好增长态势。
- 外销景气向好，关注新兴市场机会。我们认为下半年家电外销有望维持良好景气，主要因为：1) 2023 年美国处于去库存进程中，目前家具装饰及电子家电店的库存销售比回落至接近疫情前水平。在美国通胀水平回落后，消费者信心持续修复，家电零售端有望迎来改善，我国对美国家电出口有望表现稳健。2) 拉美、东南亚的零售景气呈复苏趋势。3) 中东对空调的需求旺盛。在政策推动下，我国对中东市场空调出口保持较高景气。2024Q1 我国对沙特+阿联酋+伊拉克的家用空调出口量增长 25%。随着中国家电企业加大对新兴市场的渠道和品牌营销布局，对新兴市场家电出口有望保持良好增长。
- 关注扫地机行业投资机会。随着国内全能基站产品接受度提升，2024 年扫地机行业有望进入均价稳定、销量提升的阶段，而海外扫地机市场也存在较大的产品升级空间。石头科技、科沃斯等中国企业凭借全能基站产品优势，有望在本轮产品升级周期中扩大在海外市场的份额。石头科技通过精细化运营、渠道扩张，强化在海外市场的竞争优势，海外业务有望保持较快增长；2024 年科沃斯坚定聚焦核心品类，在新业务领域的亏损有望减少，新品 T30 系列销售占比提升将提升扫地机业务的盈利能力。科沃斯的整体盈利能力有望回升。
- 关注头部电视企业份额提升和产品结构升级的机会。近年以海信、TCL 为代表的中国头部电视品牌在海外市场不断缩小和韩系品牌的份额差距。2024 年为欧洲杯、奥运会等体育赛事大年，全球电视需求有望回暖。海信作为 2024 年欧洲杯的全球官方合作伙伴，有望凭借体育营销持续提升品牌知名度和渠道拓展效率。另一方面，电视行业大屏化趋势和 Mini LED 技术快速渗透有望推动头部企业产品结构升级。
- 地产政策刺激下，厨电板块估值有望提升。厨电板块的估值与地产因素密切相关。2024 年 4 月后，中央和地方政府陆续出台地产放松政策。当前厨电板块的估值处于历史较低水平，随着地产政策调整，厨电板块估值有望得到提振。虽然厨电行业整体需求受住宅竣工面积下降影响，但部分企业因治理改善、渠道优化，经营表现好于行业水平，值得资本市场关注。

1.2. 有别于市场的观点

资本市场习惯于以 PEG 模式来衡量白电企业的价值，忽视了白电长期投资机会。我们认为，DDM 模型能更好地评估白电企业的估值，主要因为：1) 白电龙头在国内市场地位稳固，现金流充裕、净利率高于同类企业；2) 白电公司货币资金充裕，未来无大的资本开支计划。我们按保守算法假设：白电龙头未来不具有成长性，按 0%永续增长率、90%分红率计算，海尔智家、美的集团、格力电器、海信家电在 DDM 模型下计算出的每股权益价值均高于现价，当前白电龙头的估值也存在提升空间。此外，我们认为白电和其他家电板块相比具有长期稳健的基本面，主要因为：1) 白电需求以更新为主，与国内新房关联度较低；2) 海外白电市场规模庞大，中国白电龙头具有产品、供应链优势，有望持续提升在海外市场的份额。相比于其他消费赛道，我们认为，白电板块有出海逻辑、行业集中度更高，确定性较强。

部分投资者对下半年家电外销增长的持续性存有担忧。我们认为家电外销有望延续较好表现：

- 1) 我国家电企业的研发、设计、制造能力处于全球前列。随着海外运营能力、品牌调性的提升以及渠道覆盖面扩大，我国家电企业在海外市场的份额将进一步提升。
- 2) 2024 年 6 月，加拿大央行、欧洲央行相继宣布降息，其余发达经济体央行有望开启降息周期。当前美国房屋抵押贷款利率处于近年高位，如果后续美联储降息落地，将有效拉动美国家电需求。
- 3) 中东地区对空调的需求旺盛。政策推动下，国内空调企业不断加大对中东市场的布局力度。2023 年我国对沙特+阿联酋+伊拉克的家用空调出口金额占家用空调出口总金额的比例达 19%。2024Q1 我国对沙特+阿联酋+伊拉克的家用空调出口量增长 25%。

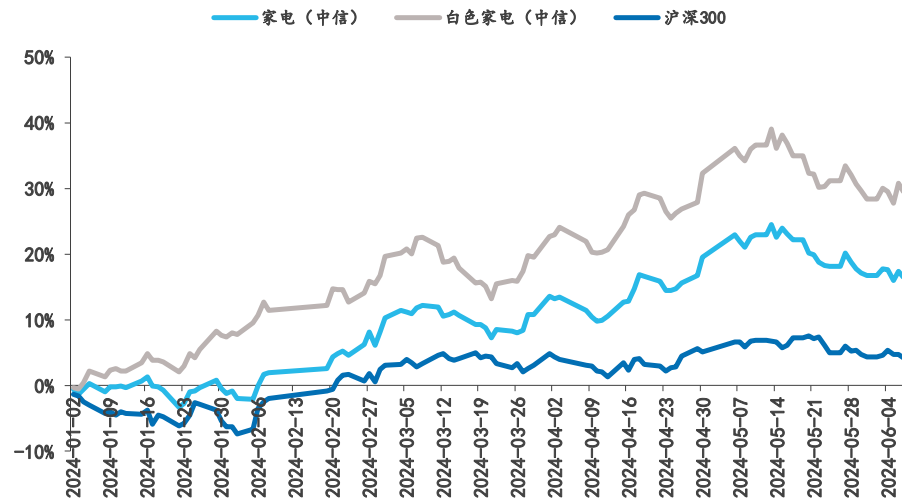
2. 投资主线一：白电板块具备较高配置价值

2.1. 年初以来白电板块取得显著超额收益

风格偏好和稳健基本面共同驱动白电指数上涨。截至 2024 年 6 月 17 日，今年家电指数累计上涨 15%，居于中信一级行业的前列，其中白色家电指数涨幅 28%，跑赢沪深 300 指数 25%。年初以来，家电指数表现较优，且白电板块取得明显的超额收益，主要因为：

- **高股息、低估值标的受到资本市场重视。**对比其他消费行业，白电板块股息率较高，且估值水平较低，资本市场对白电龙头的重视度有所提高。
- **白电板块基本面稳健，且空调内外销生产出货积极。**回顾历史，白电板块业绩增长较为稳健（见表 1）。年初以来，空调厂商受“以旧换新”政策预期的推动，内销排产积极性回升；受益于人民币汇率和海运费下降，及海外补库存需求释放，家电出口延续高景气。
- **家电“以旧换新”政策落地，提振家电板块估值。**2024 年 2 月 23 日，中央财经委员会第四次会议指出“鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新”。资本市场预期“以旧换新”政策有望提振家电内销表现。

图1. 年初以来，家电指数、白电指数、沪深 300 指数涨跌幅



资料：Wind，国投证券研究中心

表1：消费行业主要板块归母净利润增速、估值及股息率对比

行业分类	归母净利润 YoY					PE-TTM	股息率-TTM
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		
白色家电	13.6%	17.7%	13.8%	28.1%	16.1%	12.1	3.4%
食品饮料	18.0%	9.6%	18.5%	25.8%	16.2%	22.2	2.6%
轻工制造	-29.3%	-19.0%	3.9%	3798.4%	36.1%	24.3	2.3%
商贸零售	46.4%	24.7%	-27.0%	62.7%	-19.4%	53.6	1.7%

资料：Wind，国投证券研究中心

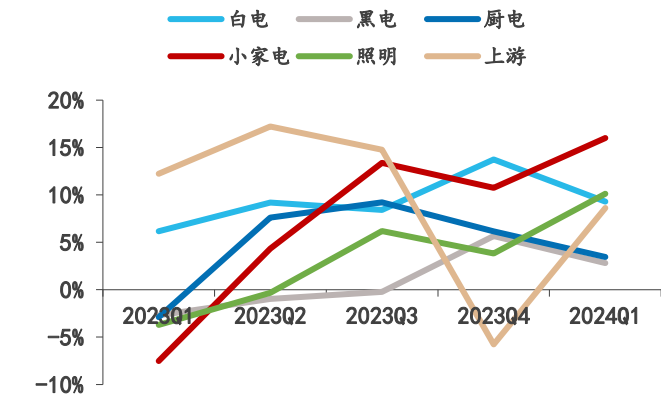
注：行业为中信行业分类。时间截至 2024 年 6 月 17 日

2.2. 白电内销稳健增长，外销关注新兴市场

下半年白电内销有望平稳增长，外销表现较好。今年各地政府和家电企业陆续推出“以旧换新”政策，有望推动家电更新需求释放，白电内销有望实现稳健增长。海外需求逐步复苏，且中国家电企业的制造成本优势和产品快速迭代优势持续凸显，家电外销有望延续快速增长态势。回顾白电一季报表现，空调内销好于预期，白电外销表现亮眼。2024Q1 白电板块收入 YoY+9.3%，归母净利润 YoY+16.0%，收入、业绩延续稳健表现。分区域来看：1) 内销方面，空调企业受政策利好影响，排产出货积极性较高。据产业在线数据，2024Q1 空调、冰箱、洗

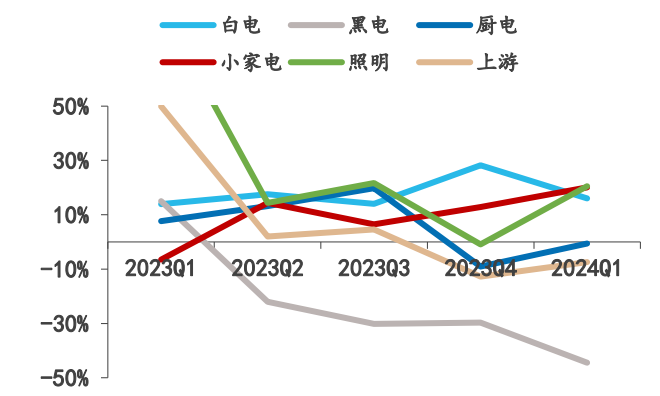
衣机内销量 YoY+17.0%/+8.3%/+0.3%。2) 外销方面, 受益于海外补库存需求释放及中国家电企业综合竞争力提升, 且去年同期出口低基数, 白电外销延续高增态势。据产业在线数据, 2024Q1 空调、冰箱、洗衣机外销量 YoY+21.8%/+31.2%/+30.4%。

图2. 家电各子板块分季度收入增速



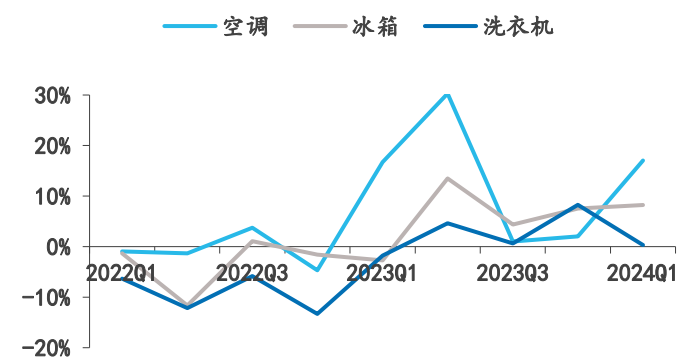
资料 : Wind, 国投证券研究中心 注: 子板块分类见附录

图3. 家电各子板块分季度归母净利润增速



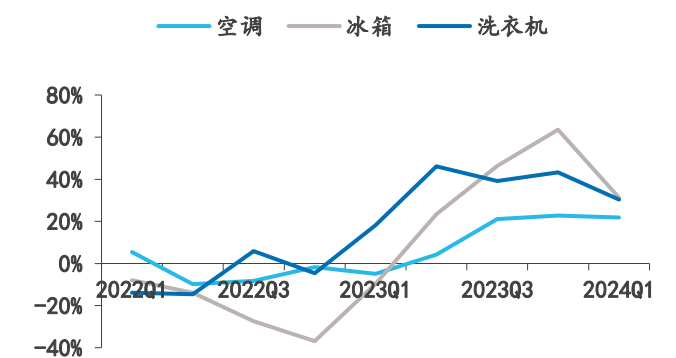
资料 : Wind, 国投证券研究中心 注: 子板块分类见附录

图4. 空冰洗分季度内销量增速



资料 : 产业在线, 国投证券研究中心 注: 子板块分类见附录

图5. 空冰洗分季度外销量增速

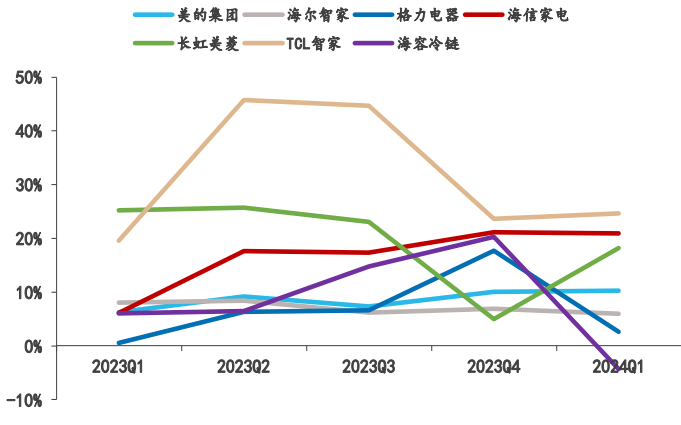


资料 : 产业在线, 国投证券研究中心 注: 子板块分类见附录

龙头经营表现稳健, 部分白电企业经营改善。对比白电主要上市公司的 2024Q1 经营表现, 白电龙头收入业绩保持稳健增长, 美的、海信、美菱、TCL 智家的收入、业绩保持双位数增长, 经营表现较优, 主要因为:

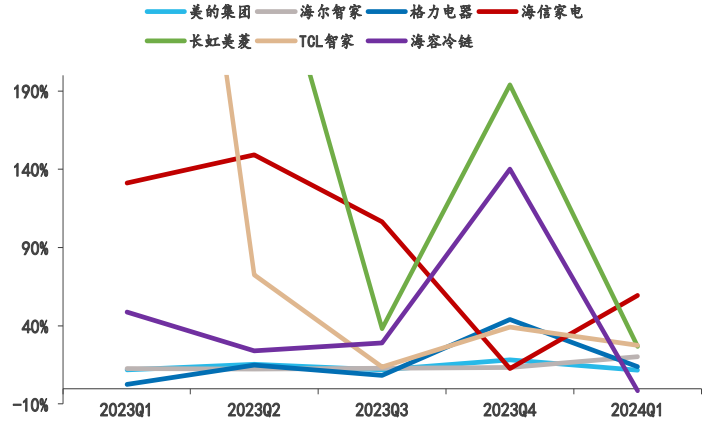
- 部分白电企业积极推动内部变革, 降本增效成果显著。近年来, 部分白电企业陆续推动内部改革, 有效提升了经营效率。
- 近年来, 白电龙头经营重点转向利润增长, 空调行业价格维持提升态势。行业价格竞争压力减弱背景下, 部分白电品牌价格优势凸显, 份额有所提升。

图6. 白电主要公司分季度收入增速



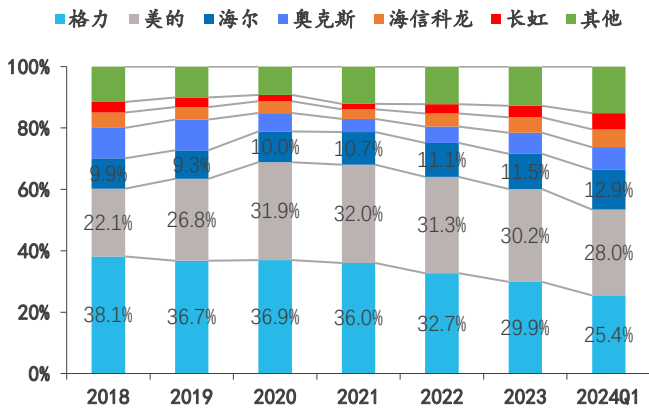
资料：Wind, 国投证券研究中心

图7. 白电主要公司分季度归母净利润增速



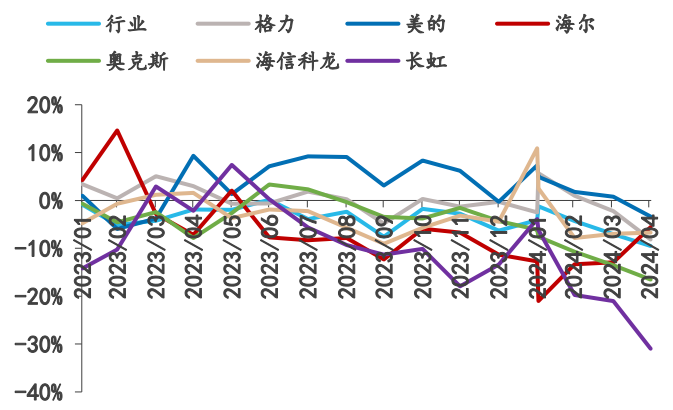
资料：Wind, 国投证券研究中心

图8. 空调分品牌内销量份额变化



资料：产业在线, 国投证券研究中心

图9. 空调分品牌线上零售均价 YoY



资料：奥维云网, 国投证券研究中心

国内空调渠道库存有所回升，但仍在安全范围内。根据渠道和公司调研，美的渠道库存1~2个月，格力湖北、安徽、山东渠道库存2~3个月，同比均小幅提升。综合来看，当前空调渠道库存有所上升，但空调龙头渠道库存仍处于健康水平，后续需关注旺季终端动销情况。

2.3. 白电具有长期稳健的基本面

展望未来，我们认为白电行业基本面较为稳定。主要因为：

1) **白电需求以更新为主，与国内新房关联度较低。**根据我们测算，2023 年国内空调、冰箱、洗衣机、厨电新房需求占比分别为 23%/27%/28%/59%，白电新房需求占比明显低于厨电。

我们将家电需求分为新房需求、添置&更新需求。主要测算逻辑及核心假设如下：

新房需求：1) 新房需求根据地产销售数据拟合，假设空冰洗新房需求均发生在地产销售 5 个季度后；厨电为 4 个季度后。2) 我们依据 30 大中城市的商品房成交套数和商品房成交面积计算商品房成交套均面积，据此假设新建住宅的套均面积。3) 新房需求是拉动家电保有量提升的重要驱动因素，新房中家电产品户均保有量的变化往往领先整体户均保有量的变化。参考 2023 年我国城镇家庭空调的户均保有量为 1.7 台，我们假设空调新房配置需求为户均 2 台。假设冰箱/洗衣机/厨电的新房配置需求为户均 1 台。

添置&更新需求：我们假设添置&更新需求=内销量-新房需求-当年渠道库存变化量。

表2：大家电与新房关联度

空调	2019	2020	2021	2022	2023
新建住宅销售面积（万平，滞后 5Q）	148137	149100	149109	166696	126858
新建住宅销售套数（滞后 5Q/万套）	1401	1401	1389	1549	1167
空调需求-新增（万台）	2803	2802	2779	3097	2334
当年空调内销量（万台）	9216	8028	8796	8754	9960
当年渠道库存变化量（万台）	-7	-476	142	182	825
空调需求-添置&更新（万台）	6421	5701	5876	5475	6800
新房需求占比	30%	35%	32%	35%	23%
添置与更新需求占比	70%	71%	67%	63%	68%

冰箱	2019	2020	2021	2022	2023
新建住宅销售面积（万平，滞后 5Q）	148137	149100	149109	166696	126858
新建住宅销售套数（滞后 5Q/万套）	1401	1401	1389	1549	1167
冰箱需求-新增（万台）	1401	1401	1389	1549	1167
当年冰箱内销量（万台）	4338	4270	4265	4123	4348
冰箱需求-添置&更新（万台）	2937	2868	2875	2574	3181
新房需求占比	32%	33%	33%	38%	27%
添置与更新需求占比	68%	67%	67%	62%	73%

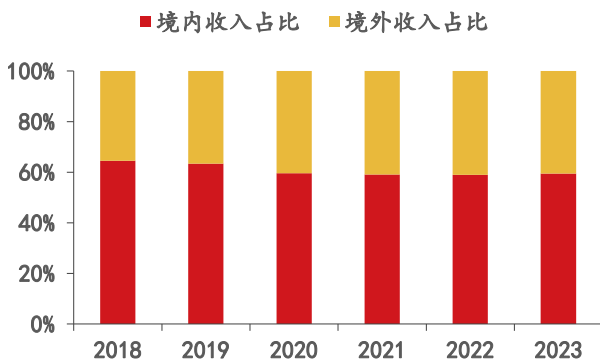
洗衣机	2019	2020	2021	2022	2023
新建住宅销售面积（万平，滞后 5Q）	148137	149100	149109	166696	126858
新建住宅销售套数（滞后 5Q/万套）	1401	1401	1389	1549	1167
洗衣机需求-新增（万台）	1401	1401	1389	1549	1167
当年洗衣机内销量（万台）	4493	4291	4453	4077	4200
洗衣机需求-添置&更新（万台）	3091	2889	3064	2528	3033
新房需求占比	31%	33%	31%	38%	28%
添置与更新需求占比	69%	67%	69%	62%	72%

厨电	2019	2020	2021	2022	2023
新建住宅销售套数（滞后 4Q/万套）	1398	1412	1445	1458	1033
烟机与集成灶需求-新增（万台）	1398	1412	1445	1458	1033
当年烟机与集成灶内销量（万台）	1944	1835	1924	1657	1737
烟机与集成灶需求-添置&更新（万台）	546	423	479	200	704
新房需求占比	72%	77%	75%	88%	59%
添置与更新需求占比	28%	23%	25%	12%	41%

资料：国家统计局，产业在线，国投证券研究中心

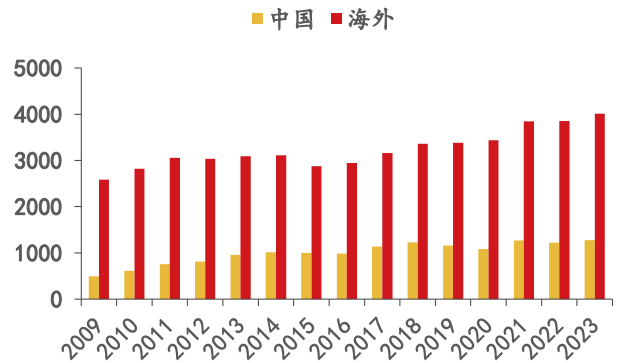
2) 海外经营稳健, 接单持续兑现。海外家电市场规模庞大, 约为国内家电市场规模的三倍。全球家电产业链集中在中国, 中国企业在家电领域具有产品、供应链优势, 在全球市场的份额持续提升。根据产业在线数据, 2022 年空调/冰箱冷柜/洗衣机国内产能占全球市场的比重为 82%/62%/51%。我国小家电占全球产能的比例为 50% (2020, 中国家用电器协会)。我国家电制造产业链配套齐全, 且在全球市场具有较难复制的规模效应。根据产业在线数据, 我国转子压缩机年产能约占全球的 90% (2021 冷年), 空调电机产能也大约占全球的 90% (2020 年)。根据过往情况来看, 家电政治敏感度低, 受制裁风险小。

图10. 海外业务占比较高的家电企业国内外收入占比



资料 : Wind, 国投证券研究中心
注: 选取的公司名单见附录表 27

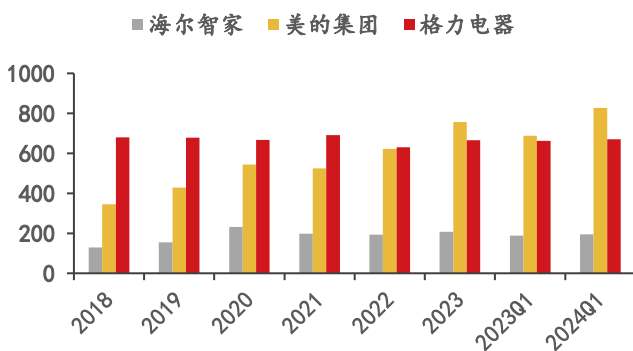
图11. 中国、海外消费电器行业规模 (亿美元)



资料 : Euromonitor, 国投证券研究中心

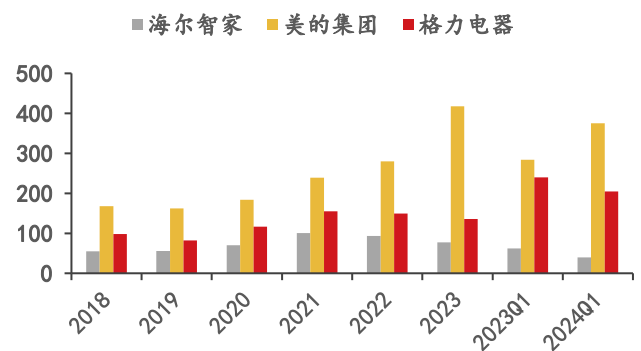
3) 白电企业财报质量较高, 后续经营韧性较强。白电龙头计提返利规模保持稳定, 2023 年美的计提返利规模提升明显。从预收款情况看, 美的 2023 年合同负债同比+138 亿元, 对下游的占款显著增加, 经销商打款积极, 为公司后续收入增长提供了保障。从 2024Q1 的情况来看, 美的合同负债虽然环比 2023 年末有所下降, 但是规模相比去年同期仍有较大增幅。

图12. 三大白电公司其他应付款+其他流动负债



资料 : Wind, 国投证券研究中心

图13. 三大白电公司合同负债 (亿元)



资料 : Wind, 国投证券研究中心

4) 白电企业分红率较高, 且仍具有提升空间。白电龙头经营活动现金流量充足, 剔除资本开支、现金分红、回购之后仍有较多结余。由此可见, 白电龙头分红率仍有较大的提升空间。

表3：三大白电公司经营活动现金流量净额及分红

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+现金分红+回购（亿元）（1）						
海尔智家	90	87	112	139	150	188
美的集团	182	178	187	323	274	274
格力电器	165	119	324	442	173	216
经营活动现金流量净额（亿元）（2）						
海尔智家	189	151	176	231	202	253
美的集团	279	386	296	351	347	579
格力电器	269	279	192	19	287	564
（1）/（2）						
海尔智家	47%	57%	64%	60%	74%	74%
美的集团	65%	46%	63%	92%	79%	47%
格力电器	61%	43%	168%	2331%	60%	38%
分红率						
海尔智家	30%	30%	39%	33%	36%	45%
美的集团	42%	46%	41%	41%	58%	62%
格力电器	48%	29%	102%	72%	46%	45%
股息率						
海尔智家	2.1%	2.3%	2.5%	1.6%	2.2%	3.4%
美的集团	2.7%	3.2%	2.4%	2.1%	4.4%	5.4%
格力电器	4.7%	2.2%	6.4%	5.6%	5.8%	6.6%

资料：Wind，国投证券研究中心

2.4. 从 DDM 模型看白电企业估值

市场习惯于以 PEG 的模式看待白电估值，从成长性角度衡量白电企业的价值。伴随地产景气下行，白电企业在国内市场的成长性减弱，但是龙头竞争优势强化，份额稳定。龙头白电企业现金流情况较好、资本开支未来逐步降低，分红率有望不断提升。在此背景下，我们认为 DDM 模型可以帮助我们更好地评估白电头部企业的价值。

表4：白电主要上市公司季度末货币资金（亿元）及增速

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
美的集团	货币资金	589.8	717.3	681.0	816.7	959.5
	YoY	-15.6%	-6.5%	7.8%	47.8%	62.7%
格力电器	货币资金	1,863.1	1,916.5	1,819.9	1,241.0	1,251.5
	YoY	44.7%	41.6%	19.1%	-21.2%	-32.8%
海尔智家	货币资金	552.8	556.4	521.5	544.9	536.2
	YoY	19.5%	10.6%	10.4%	0.6%	-3.0%
海信家电	货币资金	56.9	45.6	42.8	49.4	52.9
	YoY	-15.7%	-41.5%	-35.5%	-17.7%	-6.9%

资料：Wind，国投证券研究中心

表5：白电主要上市公司季度末未分配利润（亿元）及增速

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
美的集团	未分配利润	1,277.4	1,207.2	1,302.1	1,362.8	1,452.6
	YoY	15.9%	12.5%	12.4%	13.9%	13.7%
格力电器	未分配利润	953.2	985.7	1,059.9	1,122.1	1,168.9
	YoY	-6.2%	0.6%	13.7%	22.7%	22.6%

海尔智家	未分配利润	619.2	616.6	659.0	685.4	732.4
	YoY	20.4%	19.2%	18.8%	18.2%	18.3%
海信家电	未分配利润	78.6	80.3	89.6	93.6	103.4
	YoY	23.4%	24.8%	30.1%	29.1%	31.5%

资料 : Wind, 国投证券研究中心

表6: 白电主要上市公司分红及股息率情况

	2020-2022 平均分红率	2023 分红率	2023 股息率	2024E 分红率	2024E 股息率
美的集团	46.56%	61.57%	4.6%	65%	5.4%
格力电器	73.36%	45.29%	5.8%	50%	6.9%
海尔智家	35.87%	45.02%	2.6%	50%	3.4%
海信家电	36.64%	49.04%	2.7%	50%	3.3%

资料 : Wind, 国投证券研究中心

注: 2024 年归母净利润采用 Wind 一致预期, 截至 2024/6/17。

我们利用 DDM 法测算美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电的权益价值。DDM 模型参数假设:

- 1) 无风险利率取 10 年期国债利率 2.31%;
- 2) 市场收益率取沪深 300 指数 2014 年 1 月 1 日至 2024 年 1 月 1 日的年平均收益率 6.75%;
- 3) Beta 系数取对应公司股价 2014 年 1 月 1 日至 2024 年 1 月 1 日相对于沪深 300 指数的系统性风险指数。

表7: 海尔智家 DDM 估值假设参数及结果

无风险利率	2.31%	显性预测价值 (亿元)	377
风险溢价	4.44%	永续价值 (亿元)	2613
β 系数	1.01	权益价值	2990
Rm	6.75%	每股权益价值	31.68
Ke	6.82%	股价	30.22
永续增长率	0.0%		
未来稳定分红率	90.0%		

资料 : Wind, 国投证券研究中心

注: 股价为 2024 年 6 月 17 日收盘价

表8: 海尔智家 DDM 估值敏感性分析

DDM 模型下每股权益价值	永续增长率					
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	
30%	13.22	14.00	14.92	16.01	17.32	
40%	16.30	17.34	18.56	20.01	21.76	
50%	19.38	20.68	22.20	24.01	26.20	
未来稳定分红率	60%	22.45	24.01	25.84	28.02	30.64
	70%	25.53	27.35	29.48	32.02	35.08
	80%	28.61	30.69	33.13	36.02	39.52
	90%	31.68	34.02	36.77	40.03	43.96

资料 : Wind, 国投证券研究中心

表9: 美的集团 DDM 估值假设参数及结果

无风险利率	2.31%	显性预测价值 (亿元)	908
风险溢价	4.44%	永续价值 (亿元)	5050
β 系数	0.99	权益价值	5958
Rm	6.75%	每股权益价值	85.41
Ke	6.70%	股价	64.53
永续增长率	0.0%		
未来稳定分红率	90.0%		

资料 : Wind, 国投证券研究中心

注: 股价为 2024 年 6 月 17 日收盘价

表10: 美的集团 DDM 估值敏感性分析

DDM 模型下每股权益价值	永续增长率					
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	
30%	37.15	39.22	41.66	44.57	48.10	
40%	45.19	47.96	51.21	55.09	59.80	
50%	53.24	56.70	60.76	65.61	71.49	
未来稳定分红率	60%	61.28	65.43	70.31	76.13	83.19
	70%	69.32	74.17	79.86	86.65	94.89
	80%	77.37	82.91	89.41	97.17	106.58
	90%	85.41	91.64	98.96	107.69	118.28

资料 : Wind, 国投证券研究中心

表11: 格力电器 DDM 估值假设参数及结果

无风险利率	2.31%	显性预测价值 (亿元)	558
风险溢价	4.44%	永续价值 (亿元)	4588
β 系数	0.88	权益价值	5147
Rm	6.75%	每股权益价值	91.40
Ke	6.22%	股价	40.36
永续增长率	0.0%		
未来稳定分红率	90.0%		

资料 : Wind, 国投证券研究中心

注: 股价为 2024 年 6 月 17 日收盘价

表12: 格力电器 DDM 估值敏感性分析

DDM 模型下每股权益价值	永续增长率					
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	
30%	37.08	39.60	42.60	46.24	50.74	
40%	46.13	49.49	53.50	58.35	64.35	
50%	55.18	59.38	64.39	70.46	77.96	
未来稳定分红率	60%	64.24	69.28	75.29	82.57	91.57
	70%	73.29	79.17	86.18	94.67	105.18
	80%	82.34	89.07	97.08	106.78	118.79
	90%	91.40	98.96	107.97	118.89	132.40

资料 : Wind, 国投证券研究中心

表13：海信家电 DDM 估值假设参数及结果

无风险利率	2.31%	显性预测价值（亿元）	125
风险溢价	4.44%	永续价值（亿元）	496
β系数	1.12	权益价值	621
Rm	6.75%	每股权益价值	44.75
Ke	7.28%	股价	37.73
永续增长率	0.0%		
未来稳定分红率	90.0%		

资料：Wind，国投证券研究中心
注：股价为2024年6月17日收盘价

表14：海信家电 DDM 估值敏感性分析

DDM 模型下每股权益价值	永续增长率				
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
30%	20.93	21.81	22.83	24.02	25.44
40%	24.90	26.07	27.43	29.02	30.91
50%	28.87	30.33	32.03	34.02	36.38
未来稳定分红率	32.84	34.60	36.63	39.02	41.86
60%	36.81	38.86	41.23	44.02	47.33
70%	40.78	43.12	45.83	49.01	52.80
80%	44.75	47.38	50.43	54.01	58.27
90%					

资料：Wind，国投证券研究中心

从 DDM 模型看白电企业估值。按保守算法，假设白电龙头未来不具有成长性，按照 0% 永续增长率、90% 分红率计算，海尔智家、美的集团、格力电器、海信家电 DDM 模型下计算出的每股权益价值均高于现价，当前白电龙头估值仍然存在提升空间。根据 DDM 模型测算结果，格力电器被有所低估，我们认为主要因为市场对于格力分红率的稳定性存在担忧。DDM 模型计算出的海尔智家的每股权益价值较现价溢价幅度较小，主要因为此处 DDM 模型弱化了对于成长性的假设。目前海尔在全球家电市场仍有较大的收入、利润扩张空间，DDM 模型对于海尔智家的价值判断可能会有所低估。

3. 投资主线二：家电外销有望延续良好增长趋势

家电外销景气向好。根据产业在线数据，2023Q4~2024Q1 我国家电出口金额(美元)分别同比+16%/+9%，保持良好增长态势。分地区来看，2023Q4~2024Q1 我国家电对拉美、欧洲、亚洲的出口情况良好。其中，我国对拉美的空冰洗、吸尘器、食品料理机出口高增长；对欧洲的冰洗、彩电、吸尘器出口快速增长；对亚洲的冰箱、吸尘器出口良好。从家电各品类代表性企业来看，厨房小家电、清洁小家电企业外销收入快速增长。

表15：我国家电分区域出口金额同比增速（美元口径）

		海外整体	亚洲	北美洲	欧洲	拉丁美洲	非洲	大洋洲
家电 ^注	2023Q1	-3%	2%	-20%	2%	2%	10%	-16%
	2023Q2	1%	1%	-21%	14%	23%	8%	-28%
	2023Q3	8%	-4%	7%	13%	39%	9%	-9%
	2023Q4	16%	4%	22%	15%	39%	28%	24%
	2024Q1	9%	8%	-2%	7%	37%	8%	13%
家用空调	2023Q1	17%	20%	10%	11%	22%	40%	16%
	2023Q2	2%	5%	-19%	-12%	22%	30%	-29%
	2023Q3	0%	-1%	-12%	-32%	35%	12%	-19%
	2023Q4	13%	12%	-29%	-15%	62%	32%	40%
	2024Q1	8%	16%	-27%	0%	50%	-4%	18%

		海外整体	亚洲	北美洲	欧洲	拉丁美洲	非洲	大洋洲
冰箱	2023Q1	-22%	-14%	-51%	-10%	-11%	0%	-23%
	2023Q2	7%	4%	-41%	50%	62%	37%	-29%
	2023Q3	23%	-5%	0%	58%	123%	57%	-2%
	2023Q4	42%	14%	48%	53%	125%	63%	31%
	2024Q1	27%	17%	16%	33%	73%	27%	19%
洗衣机	2023Q1	0%	1%	2%	3%	-6%	-3%	-9%
	2023Q2	31%	18%	61%	53%	42%	20%	-29%
	2023Q3	23%	-10%	120%	42%	52%	95%	7%
	2023Q4	23%	-6%	74%	45%	53%	51%	59%
	2024Q1	25%	5%	41%	47%	52%	48%	-6%
彩电	2023Q1	1%	-15%	-1%	33%	9%	0%	-22%
	2023Q2	6%	-8%	-8%	76%	20%	-19%	-36%
	2023Q3	16%	-4%	20%	51%	30%	-15%	-4%
	2023Q4	17%	-1%	44%	38%	9%	12%	40%
	2024Q1	6%	-1%	-5%	10%	16%	3%	16%
吸尘器	2023Q1	-9%	13%	-33%	-4%	-4%	19%	-11%
	2023Q2	2%	10%	-28%	24%	38%	50%	-11%
	2023Q3	8%	12%	-9%	21%	32%	27%	-9%
	2023Q4	10%	14%	-5%	13%	44%	92%	22%
	2024Q1	14%	21%	-6%	19%	40%	25%	6%
食品料理机	2023Q1	1%	28%	19%	-22%	-29%	10%	-9%
	2023Q2	5%	7%	14%	-7%	7%	37%	-14%
	2023Q3	10%	13%	13%	-1%	34%	27%	-5%
	2023Q4	12%	12%	6%	4%	55%	29%	42%
	2024Q1	3%	14%	-15%	-3%	50%	8%	13%

资料：产业在线，国投证券研究中心

注：统计口径包括家用空调、冰箱、洗衣机、彩电、吸尘器、食品料理机、冷柜、微波炉、燃气灶具、电烤箱、空气源热泵、电饭锅、洗碗机、干衣机、除湿机、油烟机、净水器、电热水器、太阳能热水器、燃气热水器、燃气壁挂炉

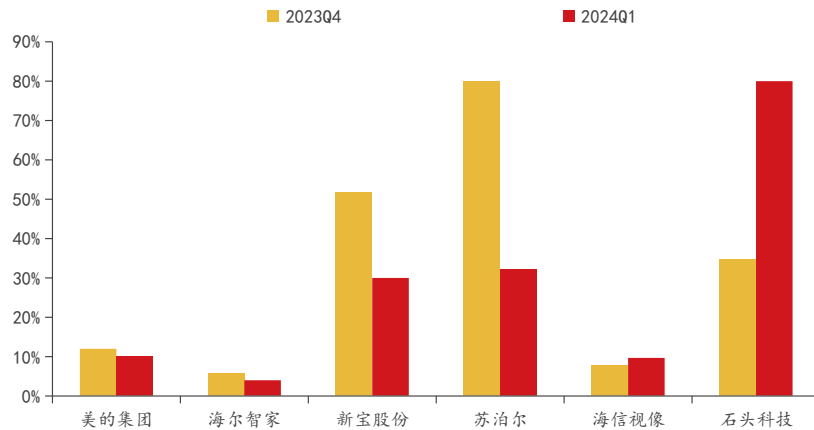
表16：2023年我国家电主要品类分区域出口额占比（美元口径）

	亚洲	北美洲	欧洲	拉丁美洲	非洲	大洋洲
家电 ^注	33%	18%	27%	13%	6%	3%
家用空调	49%	9%	18%	16%	7%	1%
冰箱	31%	18%	33%	10%	5%	4%
洗衣机	40%	10%	30%	11%	5%	3%
彩电	28%	15%	22%	24%	9%	3%
吸尘器	24%	25%	44%	2%	1%	4%
食品料理机	30%	27%	28%	7%	7%	2%

资料：产业在线，国投证券研究中心

注：统计口径包括家用空调、冰箱、洗衣机、彩电、吸尘器、食品料理机、冷柜、微波炉、燃气灶具、电烤箱、空气源热泵、电饭锅、洗碗机、干衣机、除湿机、油烟机、净水器、电热水器、太阳能热水器、燃气热水器、燃气壁挂炉

图14. 2023Q4~2024Q1 家电企业外销业务同比增速



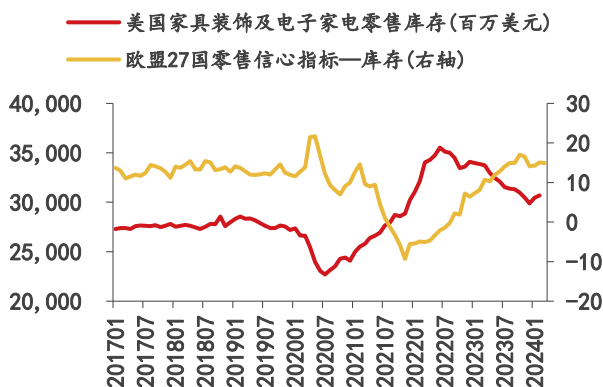
资料：公司公告，国投证券研究中心测算

我们认为，2023Q4~2024Q1 家电外销延续良好景气主要因为：1) 拉美通胀压力缓解+高温天气，拉动外销订单高增长；2) 欧洲、东南亚等地区进口需求改善。往后来看，我们认为 2024 年外销景气或存在超预期可能，主要得益于欧美消费景气修复、拉美和东南亚零售改善、我国对中东空调出口景气向好。分地区来看：

欧美消费整体呈恢复趋势，美国有望迎补库周期。 欧盟统计局及密歇根大学数据显示，欧美消费者信心正持续恢复，主要因通胀回落使得实际消费能力释放，且美国就业市场相对较好。在库存周期上，我们认为欧美存在一定差异，具体而言：1) 2022 年欧洲受通胀抬升及地缘政治影响，整体需求偏弱。2023Q2 开始我国对欧家电出口在低基数下开始出现增长。根据欧盟统计局调查数据，2023 年下半年后欧洲整体零售库存指数已恢复至疫情前水平；2) 相比之下，2023 年美国处于持续去库存的进程中，库存自 2022 年中以来持续回落。美国商务部普查局数据显示，美国家具装饰及电子家电类产品的零售库存，2019M2/2024M2 库销比分别为 1.64/1.63。虽绝对值未回落至疫情前水平，库销比已与疫情前持平，显示美国库存已恢复健康。

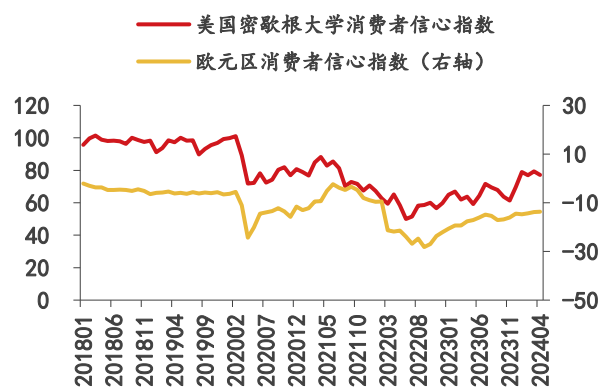
美国家电零售小幅改善，地产市场后续有望带动需求提升。 根据美国经济咨商局数据，分品类来看大家电、小家电、电视、五金工具、OPE 产品 2024Q1 名义消费支出额同比分别-1.2%/+3.8%/-0.6%/+0.3%/+4.9%，2024M3 则分别+1.3%/+6.2%/+6.3%/+1.6%/+3.1%。3 月主要品类皆呈现小幅改善趋势，且增速较前两月提升，其中小家电及电视增速最快。美国 3 月成屋及新屋季调折年数销量分别为 419/69.3 万套，成屋折年销量自 2023 年 10 月以来小幅回升。目前美国房屋抵押贷款利率仍处于近年高位，如 2024H2 利率水平下降，美国大家电及电动工具类产品终端需求有望进一步改善。

图15. 欧美零售库存绝对水平（季调）



资料：Wind、国投证券研究中心

图16. 欧美消费者信心指数



资料：Wind、国投证券研究中心

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/315200310332011230>