

二、海外消费股估值维持高位的思考？

伴随海外消费品龙头增长中枢的下移，市场定价体系由 PEG 向 PB-ROE 转变成为了估值稳定乃至回升的关键因素。①复盘过去 50 年来海外消费行业较为领先的企业市值表现，成熟期后，海外消费公司估值触底回升，伴随较为稳定的业绩驱动市值增长；②消费龙头即使停止增长，仍能依靠较高的 ROE 保持较高收益水平和估值水平；③进入成熟期后，海外消费品上市企业营收和业绩增速进一步放缓，ROE 的增长主要借助分红和股票回购以减少所有者权益来实现。

三、估值切换依赖市场配合，若未切换如何看 PE 提升机会？

我们认为估值切换其实是相对较强的市场假设，需要一段时间内占据市场主要地位的投资者或者边际资金形成一致共识方可兑现。市场未发生系统性变化的背景下，过往投资者形成的市场风格或难以在短时间内快速扭转。若估值体系未显著变化，我们认为价值股与成长股投资的关键之锚——ROE 在成熟期亦有提升空间。（成长股以 ROE 趋势性提升为特点，价值股以 ROE 高位稳定为特点）。海外消费龙头在成熟期 ROE 普遍存在回升表现，主要由分红+回购提升驱动，从而带动 PE 估值维持稳定或修复上移，不依赖于市场风格的变化（ROE 稳定背景下的提估值）。

四、聚焦国内：白电公司的估值中枢能够继续提升么？

基于 PB-ROE 框架，无论与国内还是海外消费公司相比，家电板块当下具有最高的风险收益比。①尽管家电整体较高，但仍有较大的提升空间，从杜邦分析维度来看，国内家电公司的高 ROE 主要由高利润率来贡献，在周转率与杠杆比率上较惠而浦仍有提升空间。②格力、美的近年 ROE 有所回落，主因为未分配利润的大幅提升，留存收益增加影响到总资产的周转率，进而削弱了 ROE。③家电企业有能力分红么？——分红潜力较强：家电龙头现金储备充裕，资本开支整体可控，一旦市场风格转向奖励分红，龙头公司有充足空间去提升分红率与 ROE。

五、家电公司失去成长性了么？——三个维度掘金家电成长

①海外家电是国内家电体量三倍，绝对空间充足：Statista 数据显示，2022 年全球家电市场收入规模达 6943.20 亿美元，其中中国家电收入为 1774.34 亿美元，占全球市场收入的 25.56%，国内仅占全球家电消费量的 1/4，国内品牌可以依托技术优化和价格优势与海外品牌竞争，挤占海外市场份额，从而增加企业营收。②消费升级仍趋势，价增引领行业增长，内销整体“量增”存在分歧的背景下，家电产品高端化引领的量价齐升也将带来超额收益；③未来猜想：AI 智能家居有望重塑行业，带来类“新能源汽车”行情。随着物联网、云计算与人工智能的发展与普及，消费者对智能生活品质产生了进一步追求，智能家居市场具有巨大增长空间潜力。

六、投资建议

我们认为 PEG 范式下，作为全球优质资产的 A 股家电板块价值有所低估。家电板块估值正逐步由传统 PEG 体系向更为成熟的 PB-ROE 体系切换，重点推荐优质白电龙头美的集团、海尔智家、海信家电、格力电器，及受益于龙头估值提升带来的板块性行情机会。

七、风险提示

宏观经济增速不及预期、原材料价格大幅波动、海外市场风险、市场竞争加剧等。

目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、前言：家电大涨背景下，过去估值体系是否需要修正？ | 1 |
| 1、PEG 范式下，成熟的家电行业一度失去市场关注 | 1 |
| 2、海外公司度过高成长阶段，却依然维持较高的 PE 估值 | 1 |
| 二、海外消费股估值维持高位的思考？ | 3 |
| 1、他山之石：美国消费长牛股市值增长拆分 | 3 |
| 2、海外成熟消费公司 PE 提升原因：估值体系切换 | 5 |
| 3、估值切换依赖市场配合，若未切换如何看 PE 提升机会？ | 5 |
| 4、分红率在 ROE 与估值提升中扮演关键角色 | 7 |
| 三、聚焦国内：白电公司的估值中枢能够继续提升么？ | 9 |
| 1、如何看当前家电板块的估值位置？ | 9 |
| 2、尽管家电 ROE 整体较高，但仍有较大的提升空间 | 9 |
| 3、家电企业有能力分红么？——分红潜力较强 | 11 |
| 4、无风险利率的下行也将提升估值中枢 | 12 |
| 四、家电公司失去成长性了么？——三个维度掘金家电成长 | 13 |
| 1、出海逻辑顺畅，海外空间三倍于国内 | 13 |
| 2、内销高端化：消费升级仍是趋势，价增引领行业增长 | 16 |
| 3、未来猜想：AI 智能家居有望重塑行业，带来类“新能源汽车”行情 | 17 |
| 五、DCF 模型下的白电估值推演 | 21 |
| 1、美的集团：永续增长率 0.5%假设下，对应合理估值 19.5X。 | 21 |
| 2、海尔智家：永续增长率 0.5%假设下，对应合理估值 19.1X。 | 22 |
| 六、投资建议 | 23 |
| 七、风险提示 | 24 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 家电板块增速中枢下移, 估值也逐步回落至 10X 左右区间, 市场对白电长期空间存疑 | 1 |
| 图 2: 近年来海外家电、鞋服、餐饮板块消费品龙头 ROE 呈现回升趋势 | 6 |
| 图 3: 近年来各海外消费品上市公司利润率变化趋势: 整体维持稳定 | 6 |
| 图 4: 近年各海外消费品上市公司总资产周转率变化趋势 | 7 |
| 图 5: 近年来各海外消费品上市公司权益乘数呈现上升趋势 | 7 |
| 图 6: 1986-2023 年间各海外消费品上市公司分红率 | 7 |
| 图 7: 1986-2023 年间各海外消费品上市公司分红情况 (亿美元) | 7 |
| 图 8: 2014-2023 年间可口可乐分红及回购情况 | 8 |
| 图 9: 2014-2023 年间麦当劳分红及回购情况 | 8 |
| 图 10: 消费板块 PB ROE 散点图 (2024 年 4 月数据) | 9 |
| 图 11: 国内外消费龙头公司 PB ROE 散点图 (2024 年 4 月数据) | 9 |
| 图 12: 近年来各公司 ROE 变化趋势 | 9 |
| 图 13: 近年来各公司利润率变化趋势 | 9 |
| 图 14: 近年来各公司总资产周转率变化趋势 | 10 |
| 图 15: 近年来各公司权益乘数变化趋势 | 10 |
| 图 16: 2014-2023 年间惠而浦 ROE 三因子拆分 | 10 |
| 图 17: 2014-2023 年间伊莱克斯 ROE 三因子拆分 | 10 |
| 图 18: 2014-2023 年间格力电器未分配利润情况 | 11 |
| 图 19: 2014-2023 年间美的集团未分配利润情况 | 11 |
| 图 22: 2014-2023 年间格力电器资本开支 (亿元) | 12 |
| 图 23: 2014-2023 年间美的集团资本开支 (亿元) | 12 |
| 图 24: 2019-2024 年间中国国债到期收益率情况 | 13 |
| 图 25: 2019-2024 年间美国国债收益率情况 | 13 |
| 图 26: 2018 年-2027 年全球家电市场规模 (亿美元) | 14 |
| 图 27: 2018 年-2027 年中国、海外家电市场规模增速 | 14 |
| 图 28: GE 并购前各部门营业利润率 | 14 |
| 图 29: GE 并购前各部门收入占比 | 14 |
| 图 30: 2022 中国主要白电全球的产能占比 (亿美元) | 15 |
| 图 31: 空调原材料及零部件成本构成 | 15 |
| 图 32: 2018-2022 年白电公司研发费用对比 (亿元) | 15 |
| 图 33: 海尔主要研发中心及工业园分布 | 15 |
| 图 34: 2017-2024E 全球智能家居市场规模 | 17 |
| 图 35: 2015-2022E 中国智能家居市场规模 | 17 |
| 图 36: 语音交互优势及痛点 | 18 |
| 图 37: 国内外主要玩家通讯协议 | 18 |
| 图 38: 国内智能家居协议应用比例 | 18 |
| 图 39: 不同智能化阶段家居解决方案 | 19 |
| 图 40: 智能音箱及中控屏痛点 | 19 |

| | |
|---|----|
| 图 41: 各阶段智能互联家居特点, ChatGPT 的使用有望引领家居进入第三、四阶段发展..... | 20 |
| 图 42: 传统交互和智能交互 | 20 |

表目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 海外龙头尽管早已度过高增期, 但估值仍能维持在较高水位..... | 2 |
| 表 2: 高速发展期 海外公司的市值大幅增长, 以业绩增长, 消化估值为特征..... | 3 |
| 表 3: 平稳增长期 海外公司的市值中速增长, 估值逐步企稳..... | 4 |
| 表 4: 成熟期 海外公司的市值中低速增长, 估值提升提供驱动..... | 4 |
| 表 5: 主要家电品类 5 年后高端市场零售额份额假设..... | 16 |
| 表 6: 未来 5 年高端家电市场空间测算..... | 16 |
| 表 7: 美的集团 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值..... | 21 |
| 表 8: 美的集团 FCFE DCF 模型敏感性分析-PE..... | 22 |
| 表 9: 海尔智家 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值..... | 22 |
| 表 10: 海尔智家 FCFE DCF 模型敏感性分析-PE..... | 23 |

一、前言：家电大涨背景下，过去估值体系是否需要修正？

家电行业因为已度过高速发展期，过去 3 年并未获得市场青睐（尤其是大白电）。2024 年年初以来，家电板块呈现出持续上涨的行情，背后原因既有基本面驱动，也有市场风格变化。那么，此刻家电估值已经到位了吗？未来我们该如何看待家电板块的行情演绎？

目光转向海外，可以发现全球成熟消费品公司估值仍然维持高位，我们不禁需要思考：虽已步入成熟阶段，依靠产品升级和出海仍能维持稳健增长，竞争格局稳定，能够维持高分红水平的家电资产，未来能否得到价值的重估？

I、PEG 范式下，成熟的家电行业一度失去市场关注

近年市场背景下，“增长”是决定 A 股行业轮动以及消费股估值的主导因素。回溯近年表现突出的板块，大多在当年呈现爆发式增长或增长潜力。消费行业则因疫情期间的业绩放缓，叠加人口老龄化背景下的长期增长担忧，近年表现较为平淡。

随着过去 40 年以来城镇化率与产品普及率的显著提升，家电龙头企业已然度过了快速成长的阶段。叠加 2018 年来地产预期的持续向下调整，市场对未来家电行业内销的增长前景难言乐观，从而基于 PEG 框架难以给予板块内的成熟公司过高的估值，因此家电行业，尤其是白电板块中的优质白马股常常被认为投资空间有限。

图 1:家电板块增速中枢下移，估值也逐步回落至 10X 左右区间，市场对白电长期空间存疑



资料来源：WIND

2、海外公司度过高成长阶段，却依然维持较高的 PE 估值

对标海外，可以发现消费公司尽管早已度过高成长阶段，但是仍然维持了较高的 PE 估值。

面对同样增长速度减缓的隐忧，我们可以借鉴海外成熟市场的经验，欧美日等经济体已经适应了较低速度

的增长模式。相应地，众多国际消费品企业也经历了业绩增速的放缓，部分甚至面临盈利增长停滞的挑战。值得注意的是，即便在这样的背景下，海外消费品龙头企业依然能够保持相对较高的市场估值。

表 1:海外龙头尽管早已度过高增期，但估值仍能维持在较高水位

| 行业 | 公司 | 预测 PE | 近 5 年平均 | 近 5 年营收复 | 近 5 年净利润 | 近 5 年平均股 | 近 5 年平均每 |
|------|--------|-------|---------|----------|----------|----------|----------|
| | | | PE | 合增速 | 复合增速 | 息率 | 股分红率 |
| 家电 | SEB | 19.39 | 12.17 | 6.93% | -4.40% | 0.2% | 3.0% |
| | 大金 | 24.36 | 29.15 | 11.69% | 6.40% | 0.9% | 26.4% |
| | 惠而浦 | 7.75 | 7.04 | -0.96% | -16.49% | 3.8% | 25.6% |
| | 开利 | 19.78 | 22.56 | 3.50% | -8.61% | 1.0% | 18.7% |
| | 特灵 | 24.41 | 29.29 | 6.22% | 7.48% | 1.4% | 41.7% |
| | 江森自控 | 15.71 | 28.78 | 2.25% | -20.09% | 2.2% | 60.2% |
| | 雷诺士 | 22.72 | 24.41 | 5.53% | 7.62% | 1.2% | 28.4% |
| | 伊莱克斯 | 13.21 | 3.12 | 2.47% | -215.81% | 3.3% | 35.4% |
| | 德龙 | 16.97 | 17.69 | 7.92% | 9.23% | 2.8% | 34.1% |
| 家居 | IRobot | 10.29 | 16.49 | -6.01% | -229.00% | 0.0% | 0.0% |
| | 家得宝 | 22.12 | 22.28 | 6.73% | 6.14% | 2.2% | 49.3% |
| 服饰 | 耐克 | 30.06 | 42.01 | 5.54% | 4.70% | 0.9% | 37.8% |
| | 可口可乐 | 21.05 | 27.16 | 4.19% | 3.73% | 2.9% | 79.2% |
| 食品饮料 | 星巴克 | 23.28 | 51.59 | 6.30% | 2.76% | 1.8% | 86.9% |
| | 麦当劳 | 23.69 | 28.34 | 3.60% | 7.05% | 2.2% | 62.3% |

资料来源: Bloomberg

目前我国已经发展成为世界第二大经济体，且白电产业已建立起绝对领先的综合竞争力。国际市场的估值走势可能为白电股的未来路径提供了一定的预示。鉴于海外消费品企业即便在增长放缓的情况下仍能保持较高的市场估值，我们可以推断，在市场估值的形成过程中，除了业绩增长速度，还有诸多其他因素扮演着重要角色。随着中国消费股逐步进入成熟阶段，增长速度放缓成为不可避免的现实，这些公司是否能够像国际同行那样，维持一个较高的市场估值水平，成为了市场关注的焦点。

当然，估值是市场交易的结果。“一千个观众眼中有一千个哈姆雷特”，对于估值问题的看法和区别，本质上是投资理念和方法论框架的差异，也是投资者自身世界观和价值观的体现。估值或许没有对错，它只是目前市场主流或边际投资者定价思考的映射。因此，我们也将探讨若国内估值体系未显著变化，那么家电公司的 ROE——价值股与成长股投资的关键之锚（成长股以 ROE 趋势性提升为特点），是否还有继续上行的空间，从而催化不以估值体系转换为前提的趋势性上涨行情。

二、海外消费股估值维持高位的思考？

1、他山之石：海外消费长牛股市值增长拆分

为解决以上疑问，我们复盘过去 50 年来海外消费行业较为领先的企业市值表现，并就业绩与估值拉动进行拆分。可以发现在高速发展阶段，海外消费品公司市值主要由业绩增长驱动，估值持续消化；进入成熟期后，海外消费品公司估值触底回升，伴随较为稳定的业绩驱动市值增长。

高速发展期：海外消费品上市企业市值普遍呈现高双位数增长态势，这主要由强劲的业绩增长驱动。1987 年“股灾”结束后，里根经济学的改革红利进一步释放，美国上市公司的盈利能力显著提升。受益于利率下行、海外市场扩张、产业集中度提高等多种利好，20 世纪 80 年代至 90 年代成为美股消费板块的黄金发展期。bloomberg 数据显示，家电、纺服、家居及食品饮料消费品龙头营收及业绩呈现持续正向增长，得益于盈利的贡献，企业市值大幅增加。但从市盈率维度看，多数公司在此期间处于估值消化过程，同时平均分红率普遍不超过 10%。

表 2:高速发展期 海外公司的市值大幅增长，以业绩增长，消化估值为特征

| 行业 | 公司 | 高增期 对应年份 | 收入 (亿元 RMB) | | 业绩 (亿元 RMB) | | PE | | 复合增速 | | | | 平均分红率 |
|------|--------|-------------|-------------|---------|-------------|--------|------|----|------|-----|------|------|-------|
| | | | 期初 | 期末 | 期初 | 期末 | 期初 | 期末 | 市值 | 收入 | 业绩 | PE | |
| 家电 | GE | 1981-1994 | 1973.51 | 4297.38 | 119.69 | 342.39 | 8 | 18 | 15% | 6% | 8% | 6% | 45% |
| | SEB | 1988-1993 | 32.46 | 82.75 | 2.04 | 2.60 | 6 | 8 | 8% | 17% | 4% | 4% | 3% |
| | 大金 | 1994-2000 | 173.54 | 216.72 | 0.43 | 4.89 | 252 | 56 | 14% | 3% | 41% | -19% | 1% |
| | 惠而浦 | 1988-1999 | 320.33 | 761.51 | 6.82 | 25.14 | 18 | 14 | 9% | 7% | 11% | -2% | 54% |
| | 特灵 | 1988-1996 | 218.89 | 485.62 | 11.71 | 25.94 | 11 | 14 | 12% | 9% | 9% | 2% | 45% |
| | 江森自控 | 1997-2001 | 923.18 | 2465.92 | (28.35) | 287.67 | (62) | 30 | 37% | 22% | 259% | 186% | 10% |
| | 雷诺士 | 1999-2006 | 171.10 | 269.18 | 5.30 | 12.03 | 6 | 13 | 22% | 6% | 11% | 10% | 115% |
| | iRobot | 2005-2016 | 10.29 | 47.86 | 0.19 | 3.04 | 297 | 38 | 6% | 14% | 26% | -16% | 0% |
| | 伊莱克斯 | 1992-2001 | 536.19 | 905.26 | 1.22 | 25.80 | 95 | 15 | 13% | 5% | 36% | -17% | 34% |
| | 德龙 | 2001-2011 | 42.46 | 110.68 | 0.48 | 6.99 | 81 | 11 | 7% | 9% | 28% | -16% | 21% |
| 纺服 | 耐克 | 1987-1996 | 87.19 | 665.56 | 7.37 | 57.66 | 4 | 22 | 44% | 23% | 23% | 17% | 14% |
| 家居 | 家得宝 | 1987-2005 | 105.32 | 5905.39 | 3.92 | 422.96 | 15 | 15 | 28% | 24% | 28% | 0% | 13% |
| 食品饮料 | 可口可乐 | 1981-1995 | 426.65 | 1305.39 | 34.90 | 216.33 | 9 | 31 | 23% | 8% | 13% | 9% | 40% |
| | 星巴克 | 1992-1997 | 6.74 | 70.67 | 0.30 | 4.16 | 118 | 53 | 36% | 48% | 55% | -13% | 0% |
| | 麦当劳 | 1988-1989 | 399.97 | 439.40 | 46.79 | 52.67 | 14 | 18 | 19% | 5% | 6% | 13% | 7% |

资料来源：bloomberg 注：汇率使用 2024 年 4 月 23 日即期汇率换算

平稳增长期，海外消费品上市企业市值呈现中速增长态势，估值逐步企稳。新经济繁荣在 20 世纪末达到顶点，经济增长与潜在增长率间的失衡关系促使美联储收紧货币政策，美国经济活动回归理性，股市也在 2001 年后经历了漫长的修复过程，估值伴随利率回落而下降，随后趋于稳定。bloomberg 数据显示，这段时期内的海外消费品上市企业市值、营收和业绩普遍维持在个位数增长，同时 PE 的消化整体企稳，多数公司开始抬升。从平均分红的角度来看，选择分红的公司增加，平均分红率较之前明显提升。

表 3: 平稳增长期 海外公司的市值中速增长 · 估值逐步企稳

| 行业 | 公司 | 稳增期 对应年份 | 收入 (亿元 RMB) | | 业绩 (亿元 RMB) | | PE | | 复合增速 | | | | 平均分红率 |
|------|--------|-------------|-------------|---------|-------------|----------|-----|-----|------|------|-------|-------|-------|
| | | | 期初 | 期末 | 期初 | 期末 | 期初 | 期末 | 市值 | 收入 | 业绩 | PE | |
| 家电 | SEB | 1994-2008 | 71.28 | 309.20 | 2.55 | 10.64 | 7 | 10 | 13% | 10% | 10% | 3% | 3% |
| | 大金 | 2001-2013 | 248.93 | 604.14 | 9.33 | 20.40 | 27 | 44 | 10% | 7% | 6% | 4% | 21% |
| | 惠而浦 | 2000-2009 | 748.04 | 1238.81 | 26.59 | 23.76 | 9 | 18 | 7% | 5% | -1% | 8% | 37% |
| | 特灵 | 1997-2008 | 514.63 | 958.31 | 27.57 | (190.16) | 18 | (2) | -2% | 5% | -216% | -185% | 23% |
| | 江森自控 | 2002-2013 | 2578.45 | 728.69 | (665.05) | 38.83 | (4) | 36 | -5% | -11% | 177% | 219% | 153% |
| | 雷诺士 | 2007-2018 | 270.62 | 281.38 | 12.24 | 26.01 | 16 | 25 | 11% | 0% | 6% | 4% | 28% |
| | iRobot | 2017-2020 | 64.04 | 103.63 | 3.69 | 10.65 | 42 | 15 | 1% | 13% | 30% | -22% | 0% |
| | 伊莱克斯 | 2002-2016 | 887.58 | 807.21 | 33.96 | 29.96 | 9 | 16 | 3% | -1% | -1% | 4% | 58% |
| | 德龙 | 2012-2018 | 118.48 | 160.91 | 9.17 | 14.30 | 14 | 18 | 11% | 4% | 7% | 4% | 53% |
| 纺服 | 耐克 | 1997-2014 | 692.11 | 2217.01 | 28.95 | 237.13 | 28 | 25 | 12% | 7% | 12% | -1% | 26% |
| 家居 | 家得宝 | 2006-2019 | 5725.06 | 7985.69 | 417.38 | 814.47 | 14 | 21 | 8% | 2% | 5% | 3% | 44% |
| 食品饮料 | 可口可乐 | 1996-2011 | 1352.84 | 3371.92 | 252.99 | 621.90 | 38 | 19 | 1% | 6% | 6% | -4% | 50% |
| | 星巴克 | 1998-2007 | 94.81 | 681.85 | 4.95 | 48.73 | 74 | 22 | 12% | 22% | 26% | -11% | 0% |
| | 麦当劳 | 1990-2004 | 481.03 | 1381.22 | 58.13 | 165.08 | 13 | 18 | 9% | 7% | 7% | 2% | 19% |

资料来源: bloomberg 注: 汇率使用 2024 年 4 月 23 日即期汇率换算

成熟期: 海外消费品上市企业市值保持中低速增长, 估值提升提供驱动。根据 bloomberg 数据, 可以看到这段时期大部分海外消费品上市市值增长放缓, 业绩端大部分公司陷入增长瓶颈, 部分利润出现负增长。从 PE 估值维度看, 在利润下行过程中, 龙头公司估值稳步抬升, 这也为海外消费品上市公司市值稳定提供支撑。从分红角度看, 行业内许多公司分红率进一步提升, 较高的股息率水平使得消费品板块具有一定“固定收益”属性, 稳定的红利回报率进一步支撑消费行业的估值水平。

表 4: 成熟期 海外公司的市值中低速增长 · 估值提升提供驱动

| 行业 | 公司 | 成熟期 对应年份 | 收入 (亿元 RMB) | | 业绩 (亿元 RMB) | | PE | | 复合增速 | | | | 平均分红 |
|----|--------|-------------|-------------|----------|-------------|---------|----|-----|------|------|-------|-------|------|
| | | | 期初 | 期末 | 期初 | 期末 | 期初 | 期末 | 市值 | 收入 | 业绩 | PE | |
| 家电 | SEB | 2009-2023 | 260.91 | 692.76 | 6.70 | 16.37 | 18 | 15 | 5% | 7% | 6% | -1% | 2% |
| | 大金 | 2014-2022 | 836.63 | 1863.38 | 43.42 | 120.63 | 25 | 23 | 11% | 9% | 12% | -1% | 23% |
| | 惠而浦 | 2010-2023 | 1330.60 | 1409.50 | 44.85 | 34.85 | 11 | 14 | 0% | 0% | -2% | 2% | 49% |
| | 特灵 | 2009-2023 | 942.50 | 1280.72 | 32.70 | 146.63 | 25 | 27 | 11% | 2% | 11% | 1% | 34% |
| | 江森自控 | 2014-2023 | 2807.33 | 1941.13 | 88.03 | 133.96 | 15 | 21 | 8% | -4% | 4% | 3% | 48% |
| | 雷诺士 | 2019-2023 | 275.83 | 360.93 | 29.61 | 42.75 | 23 | 27 | 11% | 6% | 8% | 3% | 28% |
| | iRobot | 2021-2023 | 113.38 | 64.52 | 2.20 | (22.08) | 58 | (4) | -15% | -17% | -316% | -139% | 0% |
| | 伊莱克斯 | 2017-2023 | 805.06 | 896.25 | 38.30 | (34.84) | 14 | (6) | -13% | 2% | -199% | -188% | 82% |
| | 德龙 | 2019-2023 | 162.69 | 238.17 | 12.47 | 19.39 | 18 | 18 | 10% | 8% | 9% | 1% | 40% |
| 纺服 | 耐克 | 2015-2023 | 2345.61 | 2807.83 | 272.41 | 304.29 | 28 | 39 | 5% | 2% | 1% | 2% | 35% |
| 家居 | 家得宝 | 2020-2023 | 9571.24 | 11060.72 | 932.13 | 1097.10 | 22 | 23 | 5% | 4% | 4% | 1% | 48% |
| 饮料 | 可口可乐 | 2012-2023 | 3478.78 | 3314.83 | 653.42 | 776.22 | 18 | 24 | 4% | 0% | 1% | 2% | 82% |
| | 星巴克 | 2008-2023 | 1482.32 | 1846.99 | 188.53 | 613.56 | 22 | 26 | 19% | 8% | 17% | 1% | 52% |

| | | | | | | | | | | | | | |
|----|-----|-----------|--------|---------|-------|--------|----|----|----|----|----|----|-----|
| 食品 | 麦当劳 | 2005-2023 | 752.24 | 2606.40 | 22.86 | 298.82 | 16 | 25 | 9% | 1% | 6% | 2% | 56% |
|----|-----|-----------|--------|---------|-------|--------|----|----|----|----|----|----|-----|

资料来源：bloomberg

回到国内，当前家电龙头正处于平稳增长期到成熟期的生命周期区间，对标海外经验来看存在估值提升可能。但不同市场的资金属性、交易风格均有不同，海外经验也难以直接照搬，因此我们接下来重点研究海外成熟期公司估值回升的底层原因，探讨与国内现状是否存在相似之处。

2、海外成熟消费公司 PE 提升原因：估值体系切换

伴随海外消费品龙头增长中枢的下移，市场定价体系由 PEG 向 PB-ROE 转变成为了估值稳定乃至回升的**关键因素**。通常来看 PEG 将公司的当前价值与其预期的成长性联系起来，非常契合成长股定价逻辑；而 PB-ROE 体系则在价值股投资实践中表现良好，天然适合具有可持续盈利能力且估值较低的公司。

PB-ROE 体系的历史可以追溯到 20 世纪 60 年代和 70 年代，在美国市场中尤其适用于消费股的原因在于，消费股通常具有较为稳定的盈利能力和较低的资产负债率。随着中国消费行业从高速增长走向成熟，参照海外成熟市场经验，消费股估值框架有希望从“PEG”模式向“PB-ROE”模式转变，转换而来的 PE 估值仍有望超越传统框架。

在成熟期，消费龙头企业因其在产业链中的优势地位和轻资产商业模式，能够产生稳定且充沛的现金流，使得资本支出降低，从而有能力将更多盈利以分红形式回馈给投资者，提供稳定的收益来源。因此，市场将更加关注企业的 ROE，作为评估盈利能力和分红政策的关键指标，而 PB 则反映了市场对企业净资产价值的认可，高 ROE 意味着净资产的盈利能力强，进而可能带来更高的 PB 估值。这种转变意味着，即使在增长潜力受限的情况下，消费股依然能够因其稳定的分红收益而受到市场的青睐。

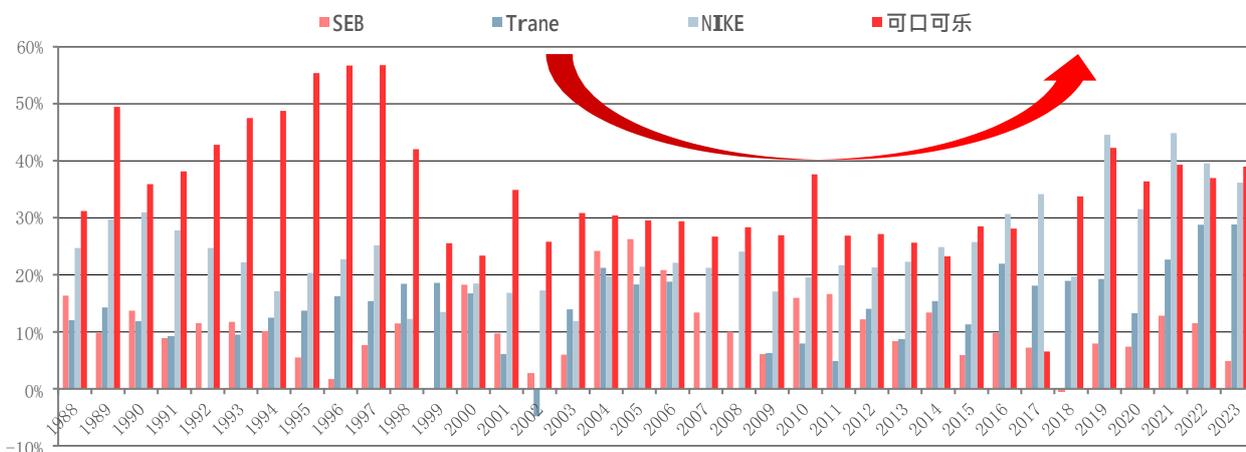
在 PB-ROE 体系中，ROE 的稳定锚定 PB 的稳定，同时由于 $PE = PB / ROE$ ，则可推出消费股稳定的 ROE 水平可以同时支撑其在增速相对放缓的成熟阶段维持自身稳定的估值。家电龙头公司目前仍具备相对稳定的成长性（相对增速回归但绝对增量较大），如果进行相同的估值方法切换，较高的 ROE 成为龙头的重要估值支撑。

3、估值切换依赖市场配合，若未切换如何看 PE 提升机会？

我们认为估值切换其实是相对较强的市场假设，需要一段时间内占据市场主要地位的投资者或者边际资金形成一致共识方可兑现。正如前文所述，对于估值问题的看法和区别，本质上是投资理念和方法论框架的差异。在宏观经济与金融体系未发生系统性变化的背景下，过往投资者形成的市场风格或难以在短时间内快速扭转。

因此我们将探讨若市场估值体系未显著变化，那么家电公司的 PE 是否还有提升机会？这里我们选取价值股与成长股投资的关键之锚——ROE 作为关键讨论对象（成长股以 ROE 趋势性提升为特点，价值股以 ROE 高位稳定为特点）。可以发现，海外消费龙头在成熟期 ROE 普遍存在回升表现，主要由分红+回购提升驱动，从而带动 PE 估值维持稳定或修复上移，同时这类估值提升将不再依赖于市场风格的变化（即 ROE 稳定背景下的提估值）。

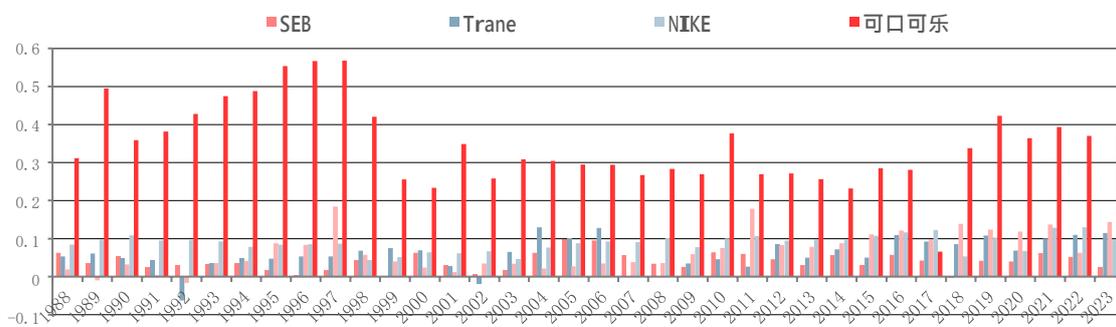
图 2:近年来海外家电、鞋服、食品饮料消费品龙头 ROE 呈现回升趋势



资料来源: Bloomberg

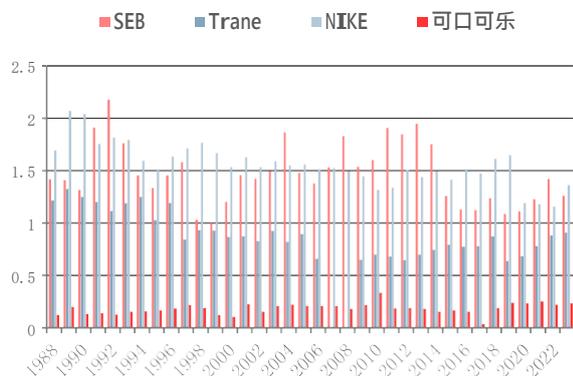
从杜邦分析维度进行拆解,可以发现不同历史阶段 ROE 的驱动因素有所区别。在高速增长期,尤其是二十世纪八九十年代,美股消费板公司业绩表现强势,利润率、总资产周转率和财务杠杆三要素共同驱动 ROE 的增长,进入稳定发展期后,公司 ROE 表现较为平稳,但较前期有所下降,这更多是金融危机后行业财务杠杆和总资产周转率的下降共同作用的结果,步入成熟期后,ROE 再次进入上升周期,值得注意的是,这段时期利润率稳定,并未出现明显增长,总资产周转率依旧维持下降趋势,财务杠杆的上升成为推动 ROE 提升的关键要素。

图 3:近年来各海外消费品上市公司利润率变化趋势:整体维持稳定



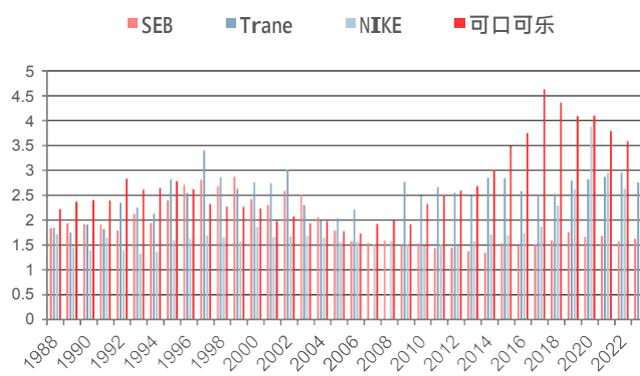
资料来源: Bloomberg

图 4:近年各海外消费品上市公司总资产周转率变化趋势



资料来源：公司公告

图 5:近年来各海外消费品上市公司权益乘数呈现上升趋势



资料来源：公司公告

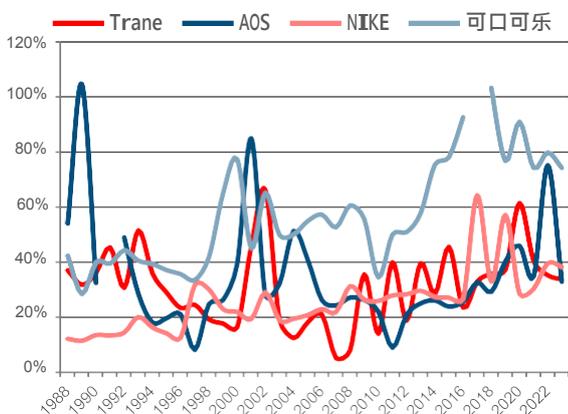
因此从海外经验来看，白电龙头即使不依赖于估值体系由 PEG 向 PB-ROE 切换带来的市盈率提升，成熟期 ROE 依然有系统性提升机会，从而带来估值端的匹配上行。那么成熟期家电公司的 ROE 提升由何种原因驱动呢？

4、分红率在 ROE 与估值提升中扮演关键角色

由上文我们可知，成熟期海外消费龙头 ROE 上行主要由财务杠杆的提升带动，而杠杆率的上行与公司分红提升高度相关。从理论上而言，在分红率不变的情况下，公司 ROE 上行仅有下一期的盈利增速高于当期 ROE 方可实现。但进入成熟期后，海外消费品上市企业营收和业绩增速进一步放缓，ROE 的增长唯有借助分红和股票回购以减少所有者权益来实现。

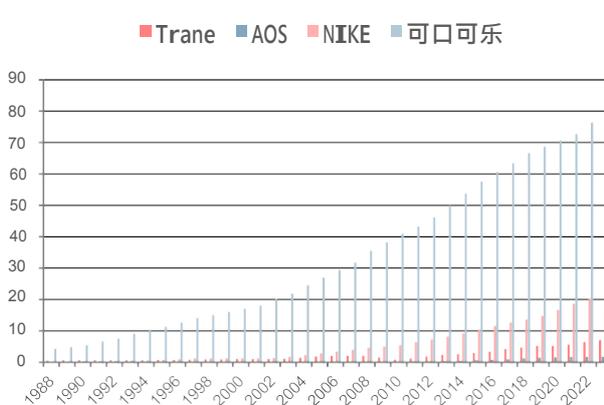
以可口可乐为例，自 2010 年后，可口可乐分红明显大额增加，从 2010 年的 40.68 亿美元到 2023 年的 79.52 亿美元，2010 年后的分红率较之前明显增加，权益乘数也相应大幅增长，从 2010 年的 2.33 增长到 2023 年的 3.56，与此同时其总资产周转率和利润率相对而言较为稳定，财务杠杆成为推动 ROE 增长的主要贡献因素。

图 6:1986-2023 年间各海外消费品上市公司分红率



资料来源：Bloomberg

图 7:1986-2023 年间各海外消费品上市公司分红情况 (亿美元)



资料来源：Bloomberg

理论维度：通过基于 DDM 的戈登增长模型的简化变形式拆解分红率的影响

$$\text{权益价值} = \frac{\text{Div}(1 + g)}{r - g}$$

两边同时除以净利润，可得：

$$\text{PE} = \frac{(1 - b) \times (1 + g)}{r - g}$$

其中 b 为留存比率=1-分红率，假设成熟期公司的增速 g 稳定在低个位数区间（极限情况下假设不增长，g=0），

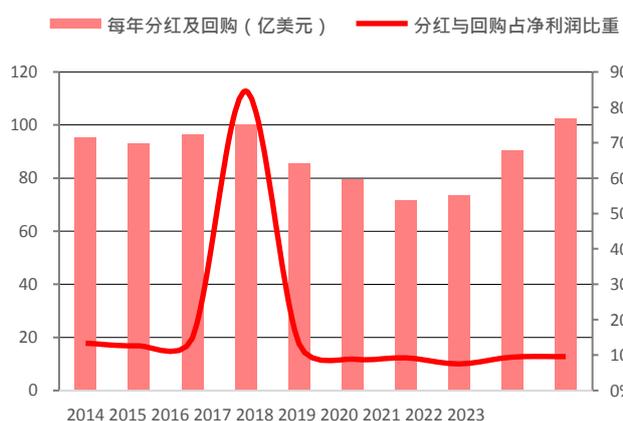
对留存比率 b 求导可得：

$$\frac{dPE}{db} = -\frac{1 + g}{r - g} < 0$$

因此 留存收益的下降，也即分红率的提升，从理论推演维度上可推动 PE 的提升

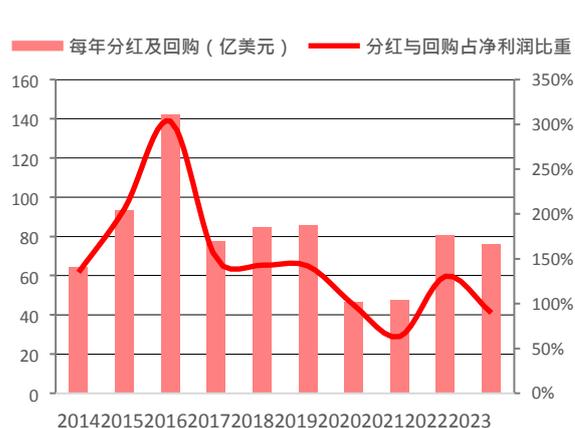
例如，可口可乐在 20 世纪 80 年代的高股息率主要是由于股价增长缓慢，导致市场对其价值的低估。经历了亚洲金融危机的冲击后，可口可乐显著提高了股息支付，近十年来保持了大约 3% 的股息水平。同时，公司也积极进行股票回购，总股本数量却在逐年减少，平均每年减少约 0.5% 的普通股；麦当劳也曾借入较多长期债务以增强现金流，并持续发放高额股利，从而维持了较高的 ROE 与 PE 倍数。

图 8:2014-2023 年间可口可乐分红及回购情况



资料来源：公司公告

图 9:2014-2023 年间麦当劳分红及回购情况



资料来源：公司公告

由于股份数量的减少，消费龙头的 ROE 得以持续增长。股票回购导致了流通股份的减少，进而提高了 EPS，而分红政策则在数值上降低了股价。因此，当股价回归到正常的市盈率（PE）估值水平时，投资者可以获得稳定的收益。

市场维度看，当公司股息率大幅高于市场无风险利率（美国、中国以十年期国债收益率为代表）时，稳定且吸引人的股息回报亦可吸引投资者的青睐，进一步巩固市场估值水平。

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/066214230045010125>