

# 家用电器

## 看好白电稳健、黑电海外进击、国改深化三条主线

家电板块 2023 年相对及绝对收益均非常显著。截至 2023 年 12 月 31 日收盘，家电板块年累计涨幅为 9.13%，同期沪深 300 指数涨幅为-11.38%。尽管 2023 年以来家电板块重仓持股比例有所提高，但 1) 基金重仓股市值比例为 3.53%，仍处于相对低位；2) 多数家电个股估值处于历史分位数的 50% 以下。

**投资主线一：白电板块预计表现稳健。**对比美、日地产成熟后家电赛道的表现，我们发现成熟市场下，家电出货量依然稳健，且产品结构升级对家电整体意义更大。1) 美国成屋销售占比在早年就达到了较高水平，且白电渗透率也随着地产繁荣快速提升至高位，但在近 20 年间家电复合增速依然有 2% 的水平；2) 日本作为地产规模持续萎缩的市场，家电出货量在近 30 年间也只是低个位数下滑。我们认为 2024 年在乐观/中性假设下，空调内销量分别同比-11.0%/-12.4%。

**投资主线二：看好黑电海外进击。**

展望 2024 年，面板价格自 2023Q3 到达高位后呈回调趋势，顶级国际赛事有望带动下行业终端销售。1) 品牌端，海信依旧为欧洲杯顶级赞助商，有望充分分享有此轮赛事红利。2) 产品端，同一价格段海信及 TCL 对比三星/LG 产品性能较优，且随着体育营销赋能下全球品牌力的提升及海外新市场的不断开拓，外销有望持续增长。

价格下探之下 Miniled 有望放量。无论从降价幅度、加价倍率还是价格绝对值维度，S Pro 的推出对 Mini LED 产品的渗透均有里程碑式的意义。若未来 Mini LED 价格能实现对 4-6 千元价格带的下探，我们保守估计至 2025 年，Mini LED 有 341.8% 的增长空间：

**投资主线三：继续看好国企改革标的表现。**

【海信系】无疑在演绎治理改善带来的经营层面变化，而【长虹系】业绩超预期也印证了国企改革带来的提质增效。

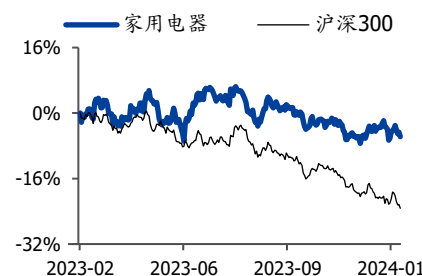
**重视家电国企改革标的【四川九洲】。**九洲集团 2019 年开始，推进实施公司组织与管控改革。1) 对集团总部管控职能和军工业务经营职能实施分离；2) 架构上将职能部门由原来的 42 个减少到 13 个；3) 董事长曾长期任职政府部门，核心子公司负责人由集团高管兼任。

**投资建议：**重点推荐海信家电、长虹美菱、持续看好四川九洲，以及稳健经营的白电龙头美的集团、海尔智家。

**风险提示：**原材料价格波动影响、终端消费需求疲软、汇率波动影响、海运费上涨影响、第三方平台数据误差以及统计误差风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 徐程颖

执业证书编号：S0680521080001

邮箱：xuchengying@gszq.com

研究助理 陈思琪

执业证书编号：S0680122070003

邮箱：chensiqi@gszq.com

### 相关研究

- 1、《家用电器：国企改革之三：九洲系军民融合成效显著，核心客户合作深化》2024-01-28
- 2、《家用电器：清洁电器 2023 年奥维数据点评：扫地机企稳，洗地机量增价减》2024-01-15
- 3、《家用电器：厨电 2023 年度奥维数据点评：品类分化，烟机筑基》2024-01-14

### 重点标的

| 股票<br>代码  | 股票<br>名称 | 投资<br>评级 | EPS (元) |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|----------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |          |          | 2022A   | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 000921.SZ | 海信家电     | 增持       | 1.03    | 1.98  | 2.30  | 2.65  | 24.60 | 12.80 | 11.02 | 9.56  |
| 000521.SZ | 长虹美菱     | 增持       | 0.24    | 0.73  | 0.88  | 1.02  | 29.25 | 9.62  | 7.98  | 6.88  |
| 000801.SZ | 四川九洲     | --       | --      | --    | --    | --    | --    | --    | --    | --    |
| 000333.SZ | 美的集团     | 买入       | 4.21    | 4.80  | 5.32  | 5.81  | 13.84 | 12.14 | 10.95 | 10.03 |
| 600690.SH | 海尔智家     | 买入       | 1.56    | 1.76  | 2.03  | 2.33  | 14.38 | 12.74 | 11.05 | 9.63  |

资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 内容目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 1. 板块行情回顾 .....                               | 5  |
| 2. 投资主线一：白电板块预计表现稳健 .....                     | 9  |
| 2.1 白电：横向及纵向复盘下，预计白电表现稳健 .....                | 9  |
| 2.1.1 复盘：横向对比美、日成熟市场，白电表现如何？ .....            | 9  |
| 2.1.2 复盘：纵向对比竣工较差周期下，白电表现如何？ .....            | 13 |
| 2.1.3 怎么看待明年的空调行业需求？ .....                    | 14 |
| 2.2 厨电：关注政策博弈期机会，估值具备性价比 .....                | 15 |
| 2.2.1 复盘：2013-2017 年地产周期下政策传导路径 .....         | 15 |
| 2.2.2 关注地产政策出台情况，预计厨电估值有望修复 .....             | 18 |
| 2.3 关税：加征关税若减免，如何影响家电公司？ .....                | 19 |
| 3. 投资主线二：看好黑电板块海外进攻 .....                     | 22 |
| 3.1 板块整体：短期看体育赛事催化，长期看国产龙头出海 .....            | 22 |
| 3.1.1 短期催化：看好体育大年下行业景气度提升 .....               | 22 |
| 3.1.2 中长期驱动：上游面板中资替代+海外市场开拓下国产品牌放量逻辑顺畅 .....  | 25 |
| 3.1.3 盈利改善：面板价格见顶回落 .....                     | 26 |
| 3.2 结构性机会：价格下探下 Mini LED 品类有望放量 .....         | 27 |
| 3.2.1 现象：Mini LED 品类表现强劲，小米 S Pro 预售期售罄 ..... | 27 |
| 3.2.2 归因：同价格端内 S Pro 技术优势显著 .....             | 28 |
| 3.2.3 预测：Mini LED 对 LCD 的替代进程将加速 .....        | 29 |
| 3.2.4 产业链拆分：芯片制造及封装环节均有较大弹性、受益可能性高 .....      | 32 |
| 4. 投资主线三：继续看好国企改革标的表现 .....                   | 33 |
| 4.1 海信系 .....                                 | 33 |
| 4.2 长虹系 .....                                 | 33 |
| 4.3 九洲系 .....                                 | 33 |
| 4.3.1 九洲系：国资委高度持股，涉足业务广泛 .....                | 33 |
| 4.3.2 国企改革：深化合作重点客户，军民融合成效显著 .....            | 35 |
| 5. 扫地机器人：内销竞争加剧，海外空间广阔 .....                  | 38 |
| 风险提示 .....                                    | 41 |

## 图表目录

|                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 2023/01/01-2023/12/31 各板块涨跌幅 (%)：家电和大盘累计上涨 9.13%/下跌 11.38% ..... | 5  |
| 图表 2: 2023/01/01-2023/12/31 家电板块/上证指数较年初累计涨跌幅 (%) .....                | 5  |
| 图表 3: 2023/01/01-2023/12/31 涨跌幅 (%) .....                              | 6  |
| 图表 4: 2023.02 至今家电和音像器材类/社零总额当月同比 (%) .....                            | 6  |
| 图表 5: 2023.02 至今家电和音像器材类/社零总额累计同比 (%) .....                            | 6  |
| 图表 6: 2022 年至今沪铜及沪铝走势 .....                                            | 7  |
| 图表 7: 家电板块基金重仓持股占比逐渐提升 .....                                           | 7  |
| 图表 8: 大多数家电个股市盈率分位数位于 50% 以下 (截至 2023 年 12 月 31 日) .....               | 8  |
| 图表 9: 2018 年-至今房屋销售面积同比增速 .....                                        | 9  |
| 图表 10: 2018 年-至今房屋竣工面积同比增速 .....                                       | 9  |
| 图表 11: 美国新竣工自建房屋套数呈现周期性波动 .....                                        | 10 |
| 图表 12: 美国新屋销售套数呈现周期性特征 .....                                           | 10 |
| 图表 13: 美国主要家电出货量保持稳定增长趋势 .....                                         | 10 |
| 图表 14: 日本新屋开工总户数步入下行通道 .....                                           | 11 |

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 图表 15: 日本户均空调消费量仍有增长空间, 冰箱和洗衣机消费量保持稳定 (单位: 台) .....  | 11 |
| 图表 16: 日本白电出货量略有下滑, 但价格仍有上行趋势.....                   | 12 |
| 图表 17: 美国和日本经济环境差别较大, 中国市场明显优于日本.....                | 13 |
| 图表 18: 空调月度内销量与房屋竣工面积月度同比.....                       | 13 |
| 图表 19: 地产竣工端增速与白电电子版块营收增速拟合 .....                    | 14 |
| 图表 20: 2013-2019 年白电个股单季度收入同比增速 .....                | 14 |
| 图表 21: 2013-2019 年白电个股单季度业绩同比增速 .....                | 14 |
| 图表 22: 2023 及 2024 年空调内销量预测.....                     | 15 |
| 图表 23: 2014 年 9 月-2016 年 2 月地产放松政策.....              | 15 |
| 图表 24: 地产放松政策发布后半个月/一个月/三个月股价涨跌幅.....                | 16 |
| 图表 25: 家电板块估值拐点明显早于地产销售增速拐点 .....                    | 16 |
| 图表 26: 老板电器、格力电器 PE-TTM 与地产销售增速拟合 .....              | 17 |
| 图表 27: 地产政策发布后, 家电电子版块市盈率表现.....                     | 17 |
| 图表 28: 一线城市“认房不认贷”政策快速落地.....                        | 18 |
| 图表 29: 白电、厨电龙头个股 PE 处于历史低位 .....                     | 19 |
| 图表 30: 美国对华加征关税共经历三大阶段.....                          | 20 |
| 图表 31: 家电品类关税征收及豁免情况 .....                           | 20 |
| 图表 32: 家电公司涉税品类及外销收入情况.....                          | 21 |
| 图表 33: 顶级赛事期间中国电视品牌全球销量情况 (万台) .....                 | 22 |
| 图表 34: 中国彩电品牌全球年度销售情况 (万台) .....                     | 23 |
| 图表 35: 海信及 TCL 顶级赛事期间销售增长情况.....                     | 24 |
| 图表 36: 顶级国际赛事电视赞助情况.....                             | 24 |
| 图表 37: 中资厂商逐渐成为面板行业主导.....                           | 25 |
| 图表 38: 2022 年分品牌内外销情况 (百万台) .....                    | 25 |
| 图表 39: 17-22 年分品牌外销情况 (百万台) .....                    | 25 |
| 图表 40: 同一价格段内海信及 TCL 产品力更优.....                      | 26 |
| 图表 41: 面板价格 Q3 以来见顶 (美元) .....                       | 26 |
| 图表 42: 2023 年以来主要厂商新品情况.....                         | 27 |
| 图表 43: OLED 及 Mini LED 出货情况 (百万台) .....              | 27 |
| 图表 44: Miniled 技术简介.....                             | 28 |
| 图表 45: Miniled 技术优势对比.....                           | 28 |
| 图表 46: 小米 S Pro 参数优于同级别竞品.....                       | 29 |
| 图表 47: S Pro 在加价倍率、价格表现两个维度均有较大的突破 .....             | 30 |
| 图表 48: 彩电分价格带销额占比情况.....                             | 30 |
| 图表 49: TCL/海信/小米 23 年以来推出 Mini LED 产品分区数量及售价情况 ..... | 31 |
| 图表 50: Mini LED 产品销量测算.....                          | 31 |
| 图表 51: Mini LED 产业链 .....                            | 32 |
| 图表 52: 九洲集团股权架构.....                                 | 34 |
| 图表 53: 九洲集团业务板块及重要子公司 .....                          | 35 |
| 图表 54: 2022H1 四川九洲前五大客户销售情况 .....                    | 36 |
| 图表 55: 四川九洲前五大客户收入 yoy 及占比情况.....                    | 36 |
| 图表 56: 四川九洲军民板块收入增长情况 (左轴: 亿元) .....                 | 36 |
| 图表 57: 四川九洲军民板块净利润增长情况 (亿元) .....                    | 36 |
| 图表 58: 四川九洲与关联公司采购情况 (亿元) .....                      | 37 |
| 图表 59: 四川九洲与关联公司销售情况 (亿元) .....                      | 37 |
| 图表 60: 九洲集团收入及增速情况 (左轴: 亿元) .....                    | 37 |

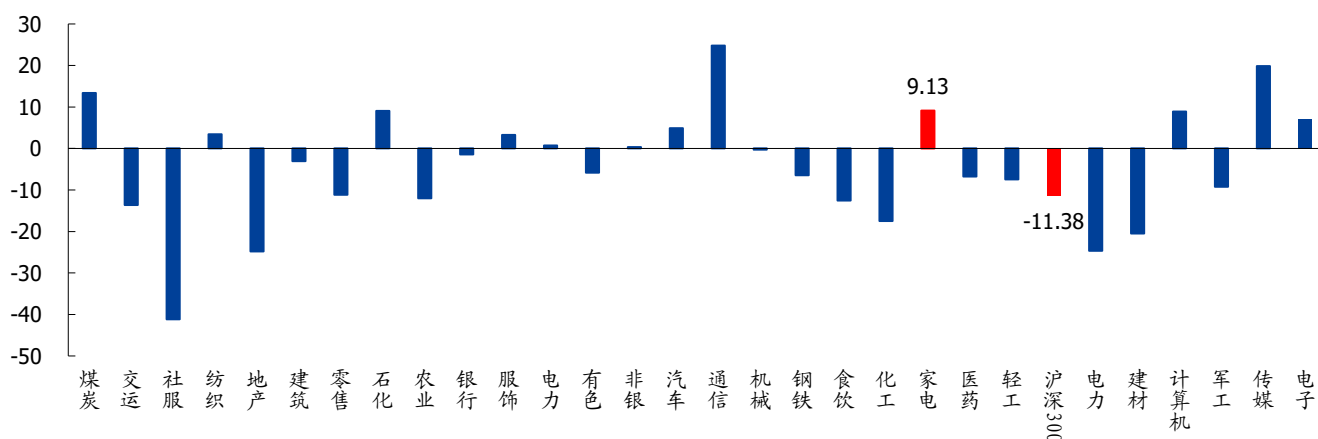
|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 61: 九洲集团净利润及增速情况 (左轴: 亿元) .....         | 37 |
| 图表 62: 扫地机行业销额及增速情况.....                   | 38 |
| 图表 63: 扫地机行业销量及增速情况.....                   | 38 |
| 图表 64: 全能型基站渗透率快速提升.....                   | 38 |
| 图表 65: 扫地机行业线上竞争格局 .....                   | 39 |
| 图表 66: 扫地机器人线上行业均价变化曲线 (左轴: 元) .....       | 39 |
| 图表 67: 2023 年 10 月行业价格带分布 .....            | 39 |
| 图表 68: 石头科技 P10 系列已成为自身主流销售产品.....         | 40 |
| 图表 69: iRobot 全球市占率呈现走弱趋势, 国产品牌份额逐渐提升..... | 40 |

## 1. 板块行情回顾

➤ 行业触底反弹，整体跑赢大盘。

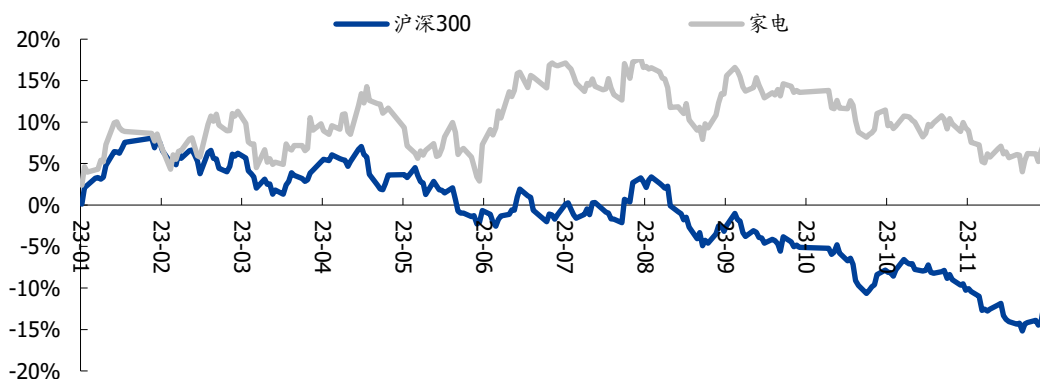
- 行业层面：回顾 2023 年以来市场表现，家电板块自年后（M1）开始震荡上行，自 23M3 后跑赢大盘。1) 横向来看，截至 2023 年 12 月 31 日收盘，家电板块年累计涨幅为 9.13%，同期沪深 300 指数涨幅为-11.38%，家电板块跑赢大盘。2) 纵向来看，23 年 6 月后家电板块景气度回升，前二季度原材料价格和海运费也有所改善，整体行业盈利能力修复明显，市场信心恢复较大，家电板块进一步处于上升区间。

图表 1: 2023/01/01-2023/12/31 各板块涨跌幅 (%)：家电和大盘累计上涨 9.13%/下跌 11.38%



资料来源：Wind，国盛证券研究所

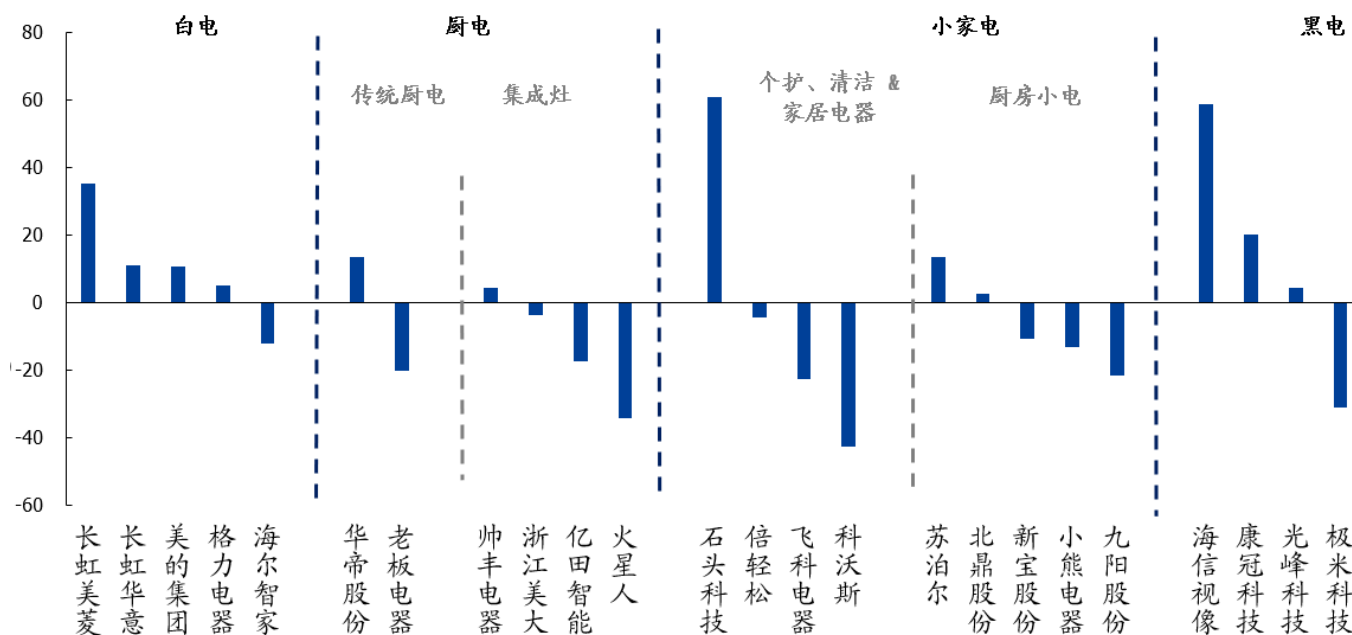
图表 2: 2023/01/01-2023/12/31 家电板块/上证指数较年初累计涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

- 板块及公司层面：1) 分板块看，厨电、厨房小电板块市场表现弱于其他板块，厨电、厨房小电分别受到地产下行、行业需求下滑（其中厨房小电及清洁小家电还受行业竞争加剧及平台挤压影响较大），板块增长较弱。2) 分公司看，2023 年以来市场表现前三为，石头科技/海信视像/长虹美菱，年初至今分别累计增长 60.94%/58.86%/35.37%。

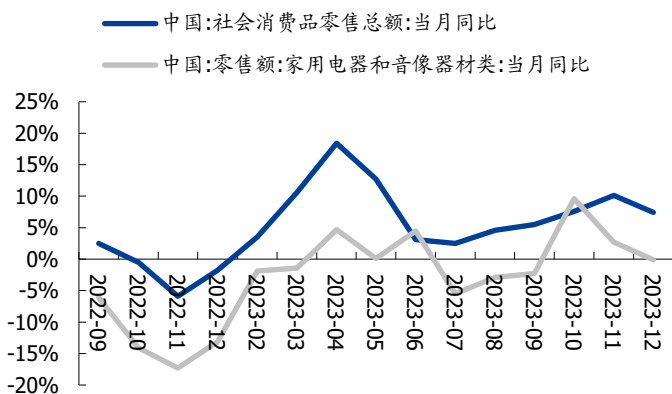
图表 3: 2023/01/01-2023/12/31 涨跌幅 (%)



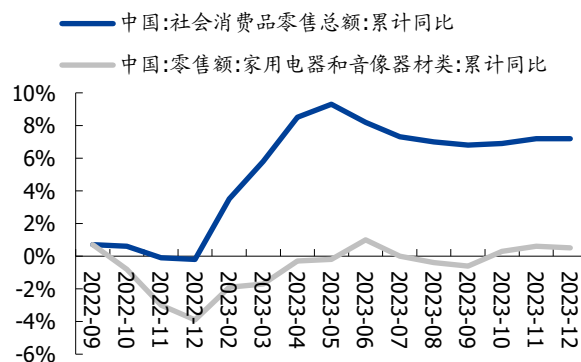
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**宏观消费:** 1) 整体来看, 据国家统计局数据, 2023 年 2-12 月社零总额/家电类零售额累计值同比去年分别上浮 7.2%/上浮 0.5%, 累计来看社零消费总额增速跑赢家电及音像板块。2) 分月来看, 家用电器和音像器材类表现与社零总额基本保持同向波动。2023 年 2-12 月社零消费总额大多数月份保持正向增速, 而家用电器及音像器材类自 7 后增速短暂转负, 后续平稳回升向好。

图表 4: 2023.02 至今家电和音像器材类/社零总额当月同比 (%)



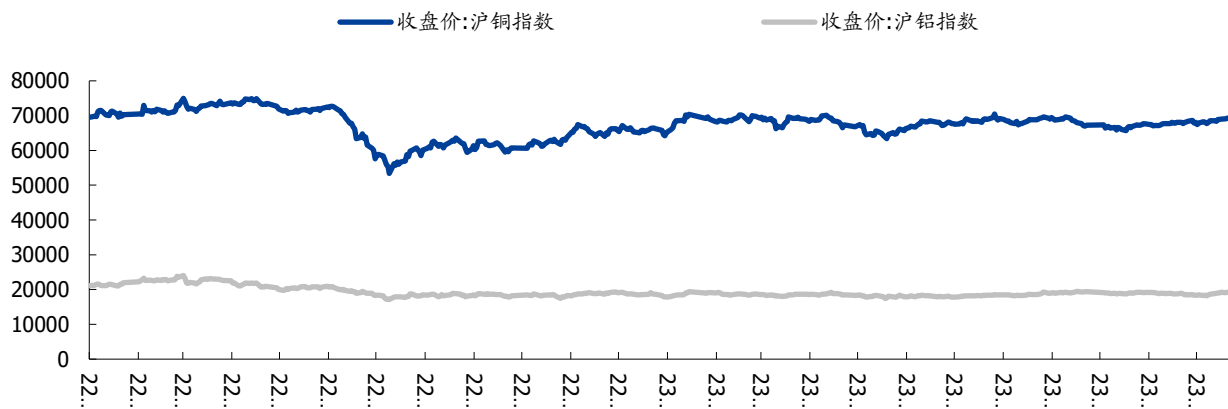
图表 5: 2023.02 至今家电和音像器材类/社零总额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2022 年至今沪铜及沪铝走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

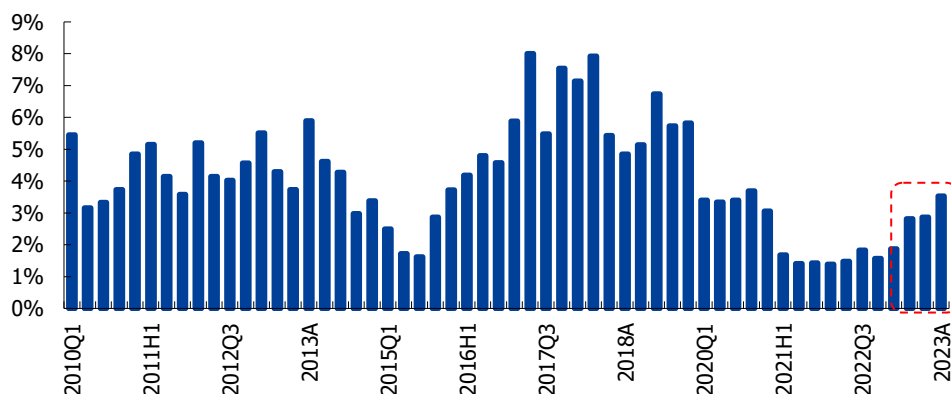
**原材料端:** 2022 年年初至 2022 年年中沪铜及沪铝指数处于相对高点, 在经历 2022 年中的急速下跌后, 原材料成本至 2023 年已经回归正常水平。受 2022 年成本高位影响, 家电行业 2023 年年初至年中原材料成本有所改善, 但下半年原材料红利并不显著。

**综合来看,** 2023 年家电消费整体呈现弱复苏趋势, 厨电等由于地产销售改善较弱受影响相对较大, 厨房小电则系线上电商平台之间竞争, 费用压力传导至行业, 白色家电则受益于中低端销量贡献, 同时各厂商高端产品持续迭代, 行业实现稳健增长。

#### ► 交易端数据家电持股占比提升

**2023 年以来家电板块基金重仓持股比例持续提高。** 2023 年以来家电板块重仓持股比例持续提高, 但仍处于相对低位, 根据 Wind 数据, 2023 年全行业家电板块基金重仓股市值比例为 3.53%, 较 2022 年持股比例提高 1.96pct。

图表 7: 家电板块基金重仓持股占比逐渐提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 计算口径仅包括重仓股, 数据样表包括开放/封闭式普通股票型基金、开放/封闭式混合偏股基金, 持仓比例计算: 申万一级子板块持仓总市值/申万一级全板块持仓总市值)

**多数家电个股估值处于历史分位数的 50% 以下。** 根据 Wind 数据, 截至 2023 年 12 月 31 日, 家电各板块个股市盈率基本处于历史分位数较低水平, 在 25 只家电重点标的中, 康冠科技、九阳股份、华帝股份 PE 分位数超 50%, 其余 22 只个股的市盈率分位数均低于 50%。

图表 8: 大多数家电个股市盈率分位数位于 50% 以下 (截至 2023 年 12 月 31 日)

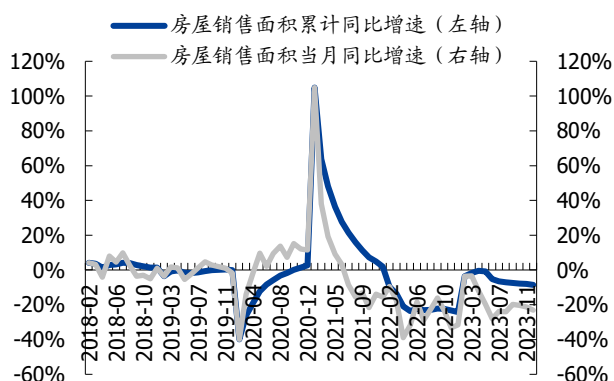
| 板块  |      | 公司简称 | 总市值（亿元） | PE-TTM | 市盈率分位数 |
|-----|------|------|---------|--------|--------|
| 白电  |      | 格力电器 | 1811.62 | 6.89   | 1.23%  |
|     |      | 海尔智家 | 1982.00 | 12.24  | 17.45% |
|     |      | 美的集团 | 3837.54 | 11.70  | 17.27% |
|     |      | 海信家电 | 283.14  | 10.14  | 12.62% |
|     |      | 长虹美菱 | 57.98   | 9.98   | 0.00%  |
|     |      | 长虹华意 | 40.99   | 10.43  | 0.00%  |
| 厨电  | 传统厨电 | 老板电器 | 206.70  | 12.07  | 0.38%  |
|     |      | 华帝股份 | 52.64   | 23.70  | 60.66% |
|     | 集成灶  | 浙江美大 | 65.32   | 14.75  | 9.85%  |
|     |      | 火星人  | 66.38   | 20.86  | 1.65%  |
|     |      | 亿田智能 | 40.17   | 17.95  | 6.69%  |
|     |      | 帅丰电器 | 27.38   | 13.58  | 9.36%  |
| 小家电 | 清洁电器 | 科沃斯  | 238.89  | 20.25  | 4.92%  |
|     |      | 石头科技 | 372.02  | 22.03  | 13.31% |
|     | 按摩仪  | 倍轻松  | 28.92   | -34.75 | 0.00%  |
|     | 个护电器 | 飞科电器 | 219.98  | 24.23  | 21.33% |
|     | 小厨电  | 苏泊尔  | 427.64  | 20.16  | 30.47% |
|     |      | 九阳股份 | 97.49   | 25.10  | 81.99% |
|     |      | 新宝股份 | 119.75  | 14.03  | 2.36%  |
|     |      | 小熊电器 | 81.46   | 17.65  | 2.08%  |
|     |      | 北鼎股份 | 29.47   | 40.58  | 21.74% |
| 黑电  |      | 海信视像 | 272.83  | 12.40  | 17.74% |
|     |      | 康冠科技 | 191.68  | 15.53  | 86.90% |
|     |      | 光峰科技 | 119.62  | 76.36  | 47.22% |
|     |      | 极米科技 | 79.09   | 30.65  | 40.93% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 市盈率历史分位数计算区间为个股上市首日至截至 2023/12/31

## 2. 投资主线一：白电板块预计表现稳健

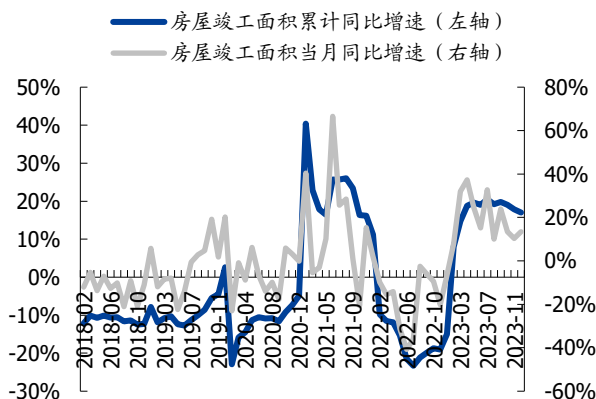
展望 2024 年地产端，竣工端或存压力。政策出台在地产层面的传导路径为：政策端→销售端→房价端→拿地端→新开工端→竣工端，中间每个环节都要耗费数月的时间。参考 2014 年政策周期，我们认为 2023 年 8 月底“认房不认贷”政策的落地首先对后续地产销售提振作用较为明显，销售增速转正大约需要半年时间；但从与家电更为相关的竣工端来看，2024 年或许存在一定压力，一方面 2023 年基数自 2023 年 3 月起相对较高，另一方面从滞后周期来看，2024 年的竣工预期对应 2022 年-2023 年较为低迷的销售，而本次宽松政策预期传导至竣工端约需 2.5-3.5 年的时间。

图表 9：2018 年-2023 年房屋销售面积同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 10：2018 年-2023 年房屋竣工面积同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 2.1 白电：横向及纵向复盘下，预计白电表现稳健

我们看好【海信家电】——1) 产品结构升级、跨品类套系化运营及出海持续下，收入端稳健增长；2) SKU 精简、供应链优化及人效提升带来盈利能力步入上行区间，央空盈利延续正常水平，家空、冰洗利润率稳中有升，三电实现盈亏平衡。看好【长虹美菱】——1) 具备外销市场结构优势，核心区域东南亚、中东非、拉美市场具备渗透率提升逻辑；2) 国企改革提质增效，内销 SKU 精简效率提升。

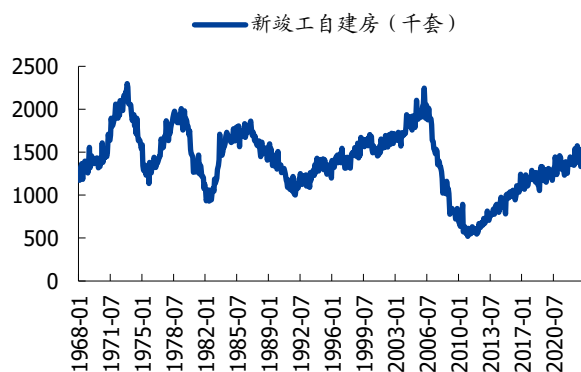
我们同时看好经营稳健的一线白电龙头【美的集团】、【海尔智家】，关注低估值的【格力电器】。

#### 2.1.1 复盘：横向对比美、日成熟市场，白电表现如何？

➤ 美国：地产成熟后，家电行业量平稳提升。

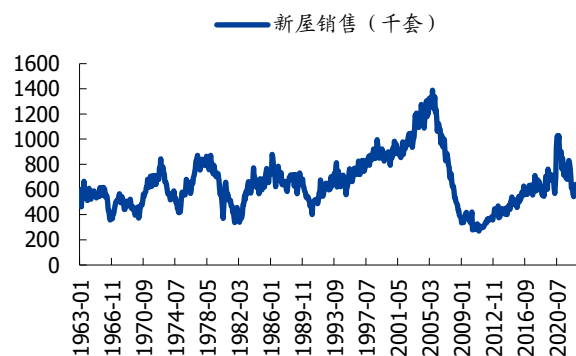
美国地产行业呈现周期波动特征，发展较为成熟。1960-1980 年代，人口红利和收入高增长催化美国新房销售快速增长，20 世纪末美国房地产行业趋于稳定，但在 2008 年金融危机影响下，地产行业出现断崖式下滑，后续实现恢复性增长。

图表 11: 美国新竣工自建房套数呈现周期性波动



资料来源: FRED, 国盛证券研究所

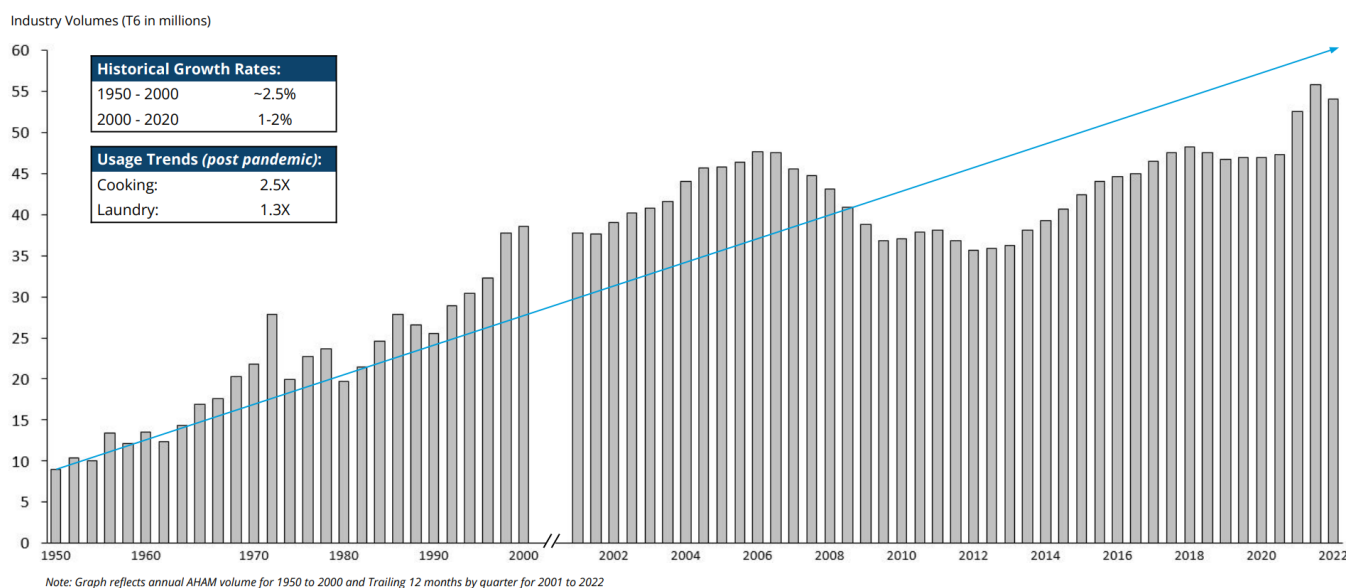
图表 12: 美国新屋销售套数呈现周期性特征



资料来源: FRED, 国盛证券研究所

步入成熟期后, 美国主要家电出货量稳步增长。从主要家电产品 (AHAM6) 出货量情况看, 在 1950-2022 年期间, 虽然由于金融危机等黑天鹅事件美国家电出货量出现短期下滑, 但不改长期稳健增长趋势, 1950-2000 年间 AHAM6 出货量 CAGR 约为 2.5%, 2000-2020 年间 CAGR 依然有 1-2%。

图表 13: 美国主要家电出货量保持稳定增长趋势



资料来源: 惠而浦官网, 国盛证券研究所

➤ 日本: 地产成熟后, 家电出货量下滑, 但均价提升。

日本地产规模持续萎缩。据 Wind 数据, 日本新屋开工总户数自 1988 年起持续呈现下滑趋势, 1988-2022 年间 CAGR 为 -2%。1974 年作为日本经济发展的分水岭, 经济切换到中速增长阶段, 同时产生了严重的房地产泡沫, 并在后续大起大落的政策刺激下快速破裂, 进入漫长的下行周期。

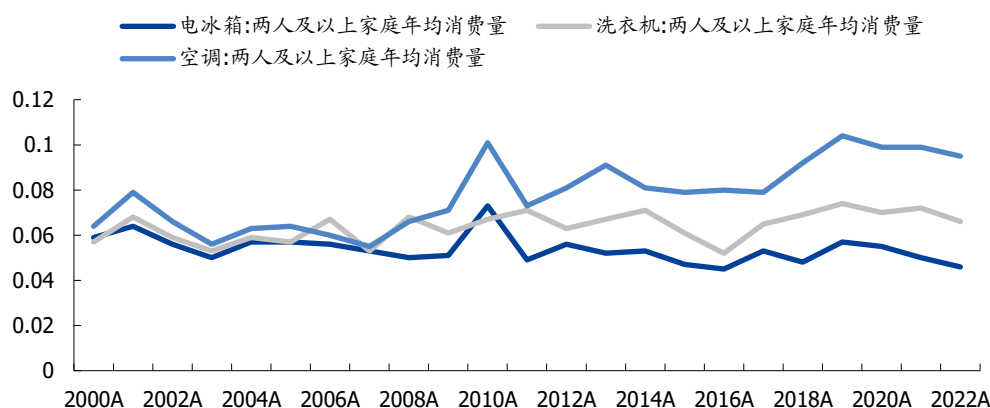
图表 14: 日本新屋开工总户数步入下行通道



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从支出角度看, 日本主要家电消费量基本稳定。据 Wind 数据, 洗衣机户均年消费量在 0.07 台左右波动, 冰箱户均年消费量在 0.05 台左右波动, 空调依然有渗透率提升逻辑, 其户均年消费量仍在扩张, 2022 年达 0.1 台水平, 较 2000 年增长 48%。

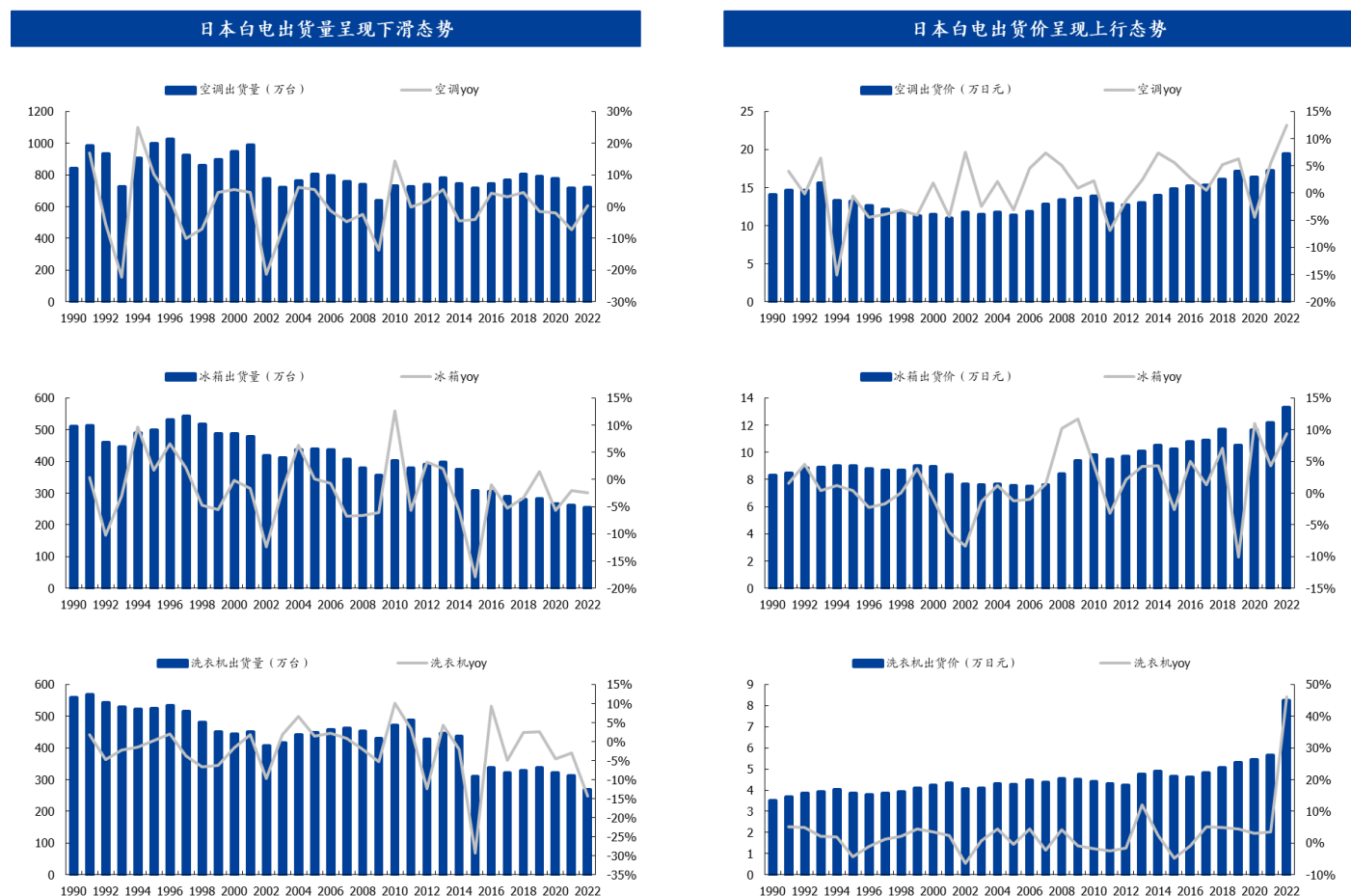
图表 15: 日本户均空调消费量仍有增长空间, 冰箱和洗衣机消费量保持稳定 (单位: 台)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从出货角度看, 日本白电出货量下滑, 但均价上行。据 JEMA 数据, 1990-2022 年间日本冰箱/空调/洗衣机出货量 CAGR 分别为-2.14%/-0.48%/-2.27%, 呈现略微下滑的趋势, 但 1990-2022 年间日本冰箱/空调/洗衣机出货均价 CAGR 分别为+1.47%/+1%/+2.72%, 均价提升为整体出货额稳定带来保障。

图表 16: 日本白电出货量略有下滑, 但价格仍有上行趋势

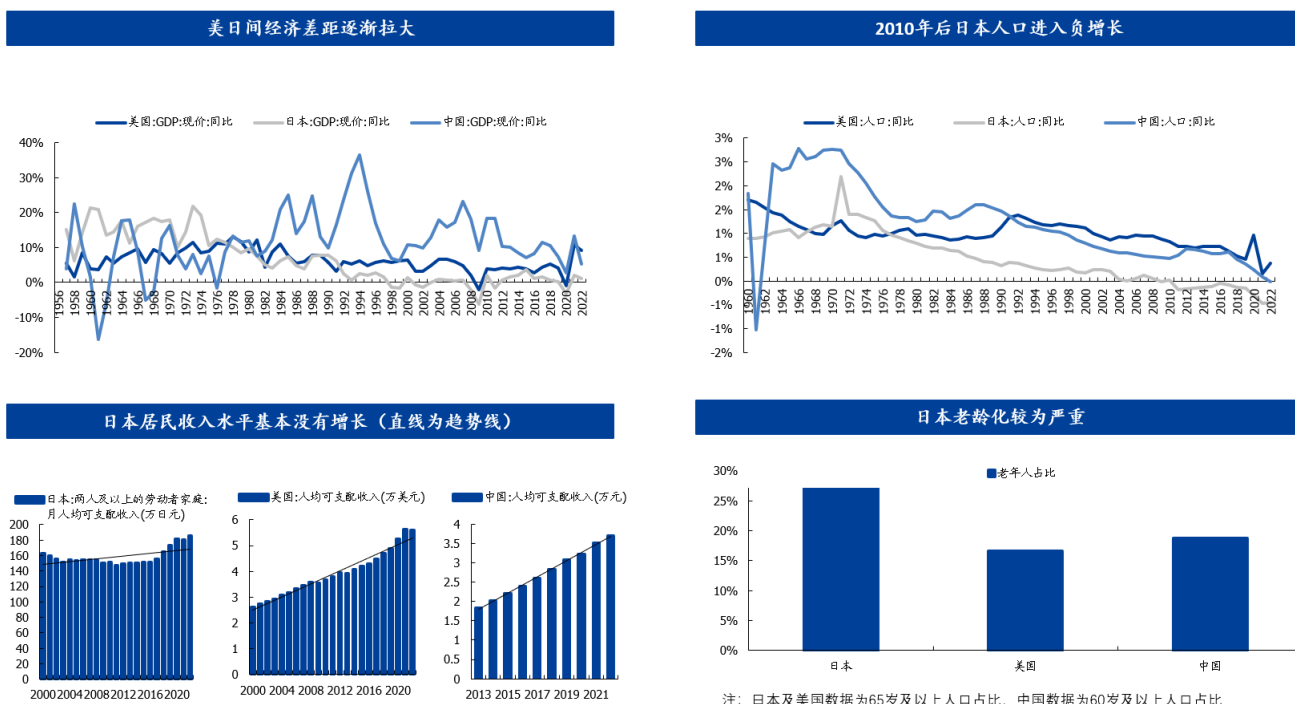


资料来源: JEMA, 国盛证券研究所

### ➤ 对比美、日地产成熟后家电赛道的表现, 我们能得到哪些启示?

- 1) 成熟市场下, 家电出货量依然稳健。**家电出货量与地产景气度有较高的关联度。美国地产周期性波动特征明显, 成屋销售占比在早年就达到了较高水平, 且白电渗透率也随着地产繁荣快速提升至高位, 但在近 20 年间家电复合增速依然有 2% 的水平; 日本作为地产规模持续萎缩的市场, 家电出货量不可避免受到冲击, 但即便是集齐众多不利因素的日本市场, 家电出货量在近 30 年间也只是低个位数下滑。
- 2) 产品结构升级对家电整体意义更大。**一方面, 产品结构升级可以最直接地带来产品均价的提升, 并对整体规模起到稳定作用; 另一方面, 产品结构升级也是在二手房占比提升、家电渗透率较高的情况下, 带来更新换代需求的重要保障, 这一点在美、日市场都得到了印证。
- 3) 中国白电行业更可能复刻美式增长。**虽然日本与我国的消费习惯更为相似, 但是从宏观的角度来看, 日本经济发展具有其特殊性, 在 GDP、人口增长、居民收入及老龄化问题方面均与中国和美国的差异较大, 参考成熟市场表现, 我们认为我国后续白电行业更接近美国式平稳增长。

图表 17: 美国和日本经济环境差别较大, 中国市场明显优于日本

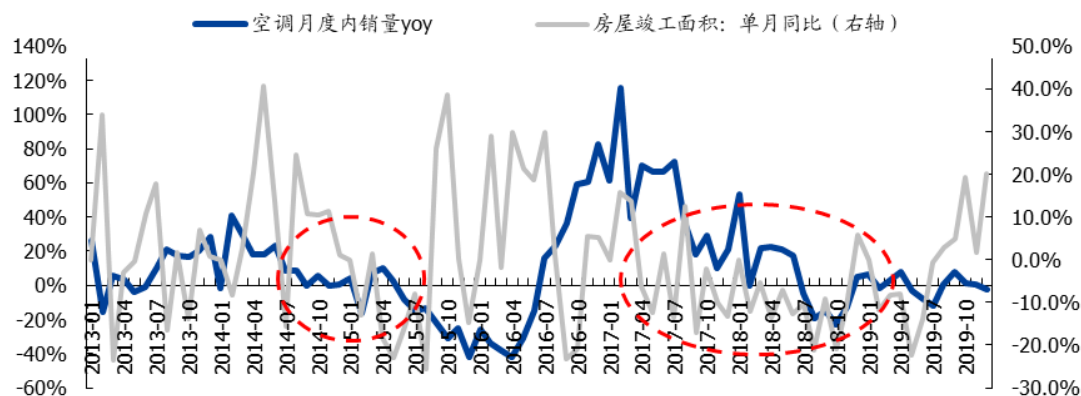


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.1.2 复盘: 纵向对比竣工较差周期下, 白电表现如何?

地产对空调出货有一定影响, 但库存+天气因素也是关键变量。以月度口径计算, 在 2015 年竣工较差周期时, 竣工增速于 2015 年 2 月首次转负后, 空调行业的出货增速在 2015 年 6 月稳定转负, 并持续至次年 6 月, 当然这一周期中, 前期价格战+库存高企对空调销量波动也起到了负面作用; 在 2017-2019 年竣工较差周期中, 竣工增速在 2017 年 4 月转负, 但空调赛道在热夏+低库存因素催化下依然保持较高景气度。

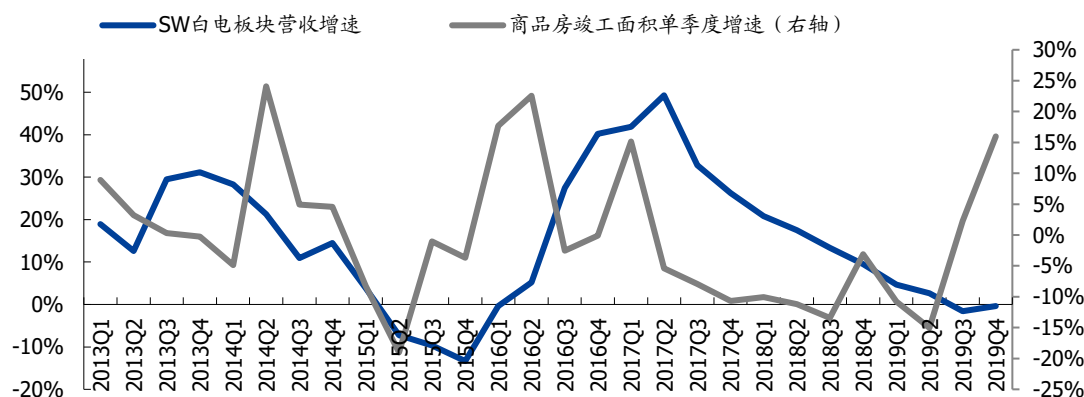
图表 18: 空调月度内销量与房屋竣工面积月度同比



资料来源: Wind, 奥维云网, 国盛证券研究所

白电板块营收增速回落约滞后于竣工一个季度，但表现更为稳健。以季度的口径计算，在 2015 年竣工较差周期时，竣工增速于 2015Q1 转负后，白电板块营收增速在 2015Q2 转负，但这一周期中，除地产影响外，空调前期价格战+库存高企对白电公司营收也产生较大的影响；在 2017-2019 年竣工较差周期中，竣工增速在 2017Q2 转负，但白电公司营收增速虽环比回落，但依然保持了双位数的增幅至 2018Q4。

图表 19: 地产竣工端增速与白电板块营收增速拟合

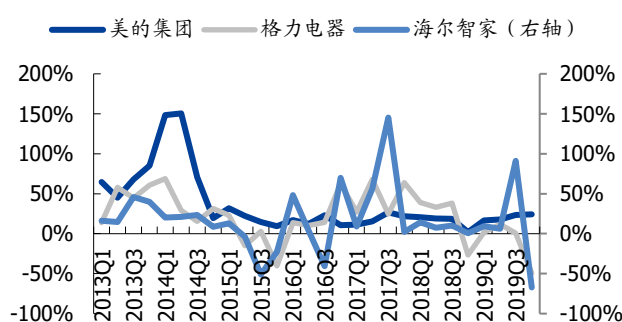
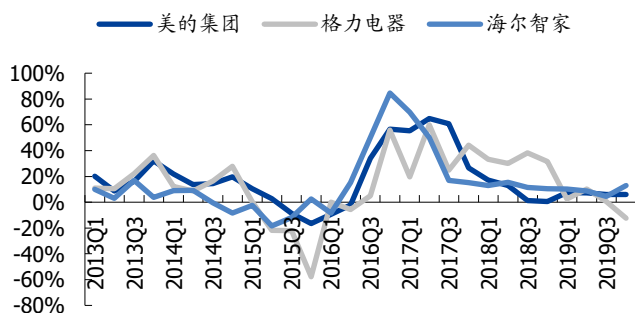


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

白电个股在竣工下行周期中基本面抗风险能力较强。上文提到在 2022、2023 年地产销售较差下，预计 2024 年地产竣工将受到影响，市场对家电基本面表现产生担忧。我们认为，虽然家电会受到地产影响，但地产并不是唯一变量。参考上两轮竣工较差周期，虽然个股在收入端和业绩端增速较往年有所下降，但从单季度的绝对表现来看，龙头个股依然在收入和业绩端较为稳健，抗风险能力较强。

图表 20: 2013-2019 年白电个股单季度收入同比增速

图表 21: 2013-2019 年白电个股单季度业绩同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.1.3 怎么看待明年的空调行业需求?

我们基于如下假设对 2023 年及 2024 年的空调行业内销量进行预测:

- 1) 空调内销量由新增需求和更新需求构成。其中新增需求对应 T-2 的房屋销售套数，假设 1 套房屋销售对应 2 台空调新增需求；假设空调更新年度为 8 年，更新需求对应 T-8 的空调内销量。
- 2) 由于大环境变动影响，假设 2020-2022 年产生空调滞后需求，并在 2023 年和 2024

年分别释放。对于 2024 年来说，假设乐观情况下，有 1/2 的滞后需求兑现；中性情况下，滞后需求在 2023 年一次性释放，2024 年不产生滞后需求。

3) 由于“保交楼”政策及其他地产需求端宽松政策的推出，假设 2024 年将由地产销售产生一部分空调新增需求。

基于上述假设，我们认为 2023 年在乐观/中性假设下，空调内销量分别同比+41%/+25%，2024 年在乐观/中性假设下，空调内销量分别同比-11.0%/-12.4%。

图表 22: 2023 及 2024 年空调内销量预测

|               | 2022   | 2023E (乐观) | 2023E (中性) | 2024E (乐观) | 2024E (中性) |
|---------------|--------|------------|------------|------------|------------|
| 房屋销售面积 (万平方米) | 135837 | 122253     | 122253     | 131762     | 131762     |
| yoy           | -24%   | -10.0%     | -10.0%     | -3.0%      | -3.0%      |
| 房屋销售套数 (万套)   | 960    | 945        | 945        | 1019       | 1019       |
| 空调内销量 (万台)    | 8022   | 11272      | 10045      | 10030      | 8803       |
| yoy           | -1.6%  | 41%        | 25%        | -11.0%     | -12.4%     |
| 空调新增需求 (万台)   | 1215   | 2738       | 2738       | 2938       | 2938       |
| 空调更新需求 (万台)   | 6807   | 8534       | 7307       | 7091       | 5865       |

资料来源: Wind, 奥维云网, 国盛证券研究所

## 2.2 厨电: 关注政策博弈期机会, 估值具备性价比

### 2.2.1 复盘: 2013-2017 年地产周期下政策传导路径

复盘 2014 年地产宽松政策，进程持续时间较长。2013 年地产行业景气度下行之下，商品房库存攀升至历史高位，以 2014 年 930 新政为起点，在长达一年半的时间内共计出台四次大的宽松性政策，期间还有多条放松政策出台，主要目的在于去库存。去化效果显著，一二线城市商品房库存下降明显，且房价上涨也更高，地产宽松周期总时长超过两年。

图表 23: 2014 年 9 月-2016 年 2 月地产放松政策



资料来源: 中国政府网, 国家税务总局, 北京住房公积金网, 国盛证券研究所

短期股价表现: 市场信心在逐轮政策支持下持续增强，家电板块获取超额收益。从绝对收益角度来看，各子版块基本取得较高的绝对收益，涨幅幅度在不同政策出台下无明显规律，整体来看中间两次宽松政策对股价提振作用短期更为明显，市场信心在逐轮政策

支持下更加增强；从相对收益角度来看，家电板块整体及子版块均基本较其取得超额收益。

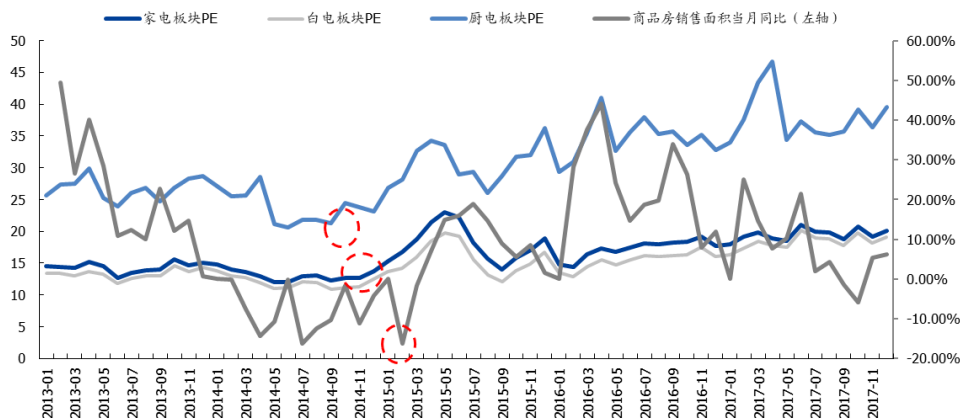
图表 24: 地产放松政策发布后半个月/一个月/三个月股价涨跌幅

|      |        | 2014.9.30 |         | 2015.3.30 |        | 2015.9.30 |        | 2016.2.1 |        |
|------|--------|-----------|---------|-----------|--------|-----------|--------|----------|--------|
|      |        | 绝对收益      | 相对收益    | 绝对收益      | 相对收益   | 绝对收益      | 相对收益   | 绝对收益     | 相对收益   |
| 家用电器 | T+0.5M | -0.37%    | 1.03%   | 14.02%    | 1.03%  | 12.93%    | 0.87%  | -2.04%   | -1.23% |
|      | T+1M   | 4.51%     | 0.82%   | 20.26%    | 4.85%  | 20.62%    | 4.62%  | 9.16%    | -2.85% |
|      | T+3M   | 30.44%    | -10.03% | 6.60%     | 12.87% | 9.17%     | 13.83% | 13.38%   | 6.16%  |
| 白色家电 | T+0.5M | -1.39%    | 0.01%   | 13.98%    | 0.99%  | 14.53%    | 2.47%  | -2.96%   | -2.15% |
|      | T+1M   | 3.76%     | 0.07%   | 20.38%    | 4.96%  | 21.84%    | 5.84%  | 7.89%    | -4.12% |
|      | T+3M   | 29.72%    | -10.75% | 6.47%     | 12.74% | 13.79%    | 18.45% | 13.41%   | 6.20%  |
| 厨房电器 | T+0.5M | 11.82%    | 13.22%  | 7.42%     | -5.57% | 11.03%    | -1.03% | 5.51%    | 6.33%  |
|      | T+1M   | 9.63%     | 5.94%   | 17.15%    | 1.74%  | 13.89%    | -2.12% | 19.72%   | 7.71%  |
|      | T+3M   | 26.50%    | -13.97% | 18.00%    | 24.27% | 11.44%    | 16.10% | 45.24%   | 38.02% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 相对收益为该区间内相对沪深 300 涨跌幅)

家电估值拐点明显领先于地产增速拐点。从地产销售与家电估值的关系来看，家电估值拐点领先于地产销售数据，作为地产后周期品类，当地产政策发生变化后，市场对后续的地产表现产生预期，投资者就做出增配或减配家电股的选择，而地产政策传递至地产销售端存在时滞，后续的地产数据更多是印证及跟踪作用，为家电估值的持续上涨或下跌提供动能。

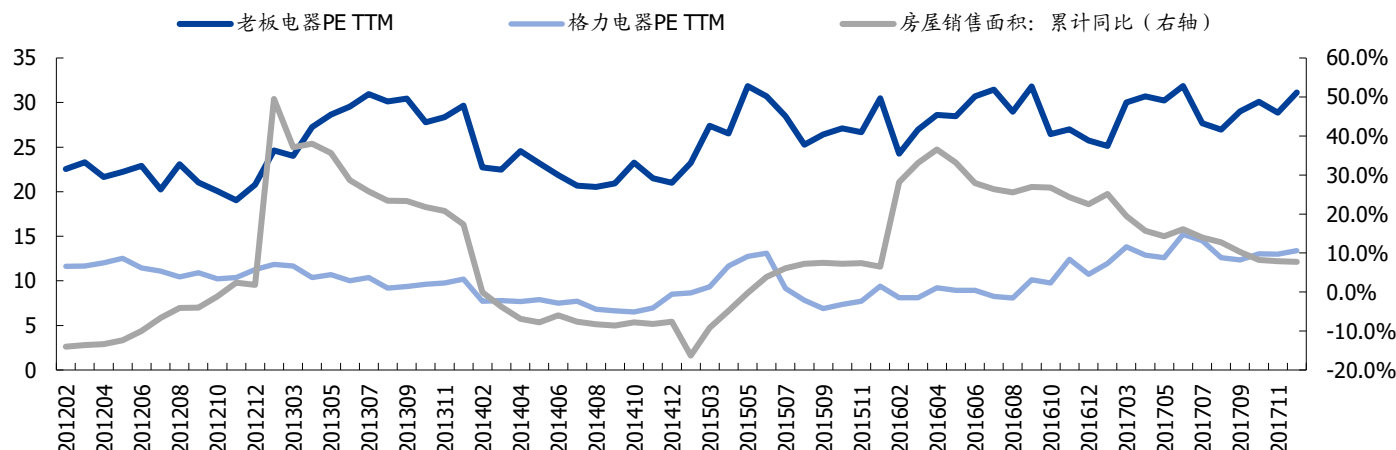
图表 25: 家电板块估值拐点明显早于地产销售增速拐点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

个股表现也印证了家电估值拐点领先于地产增速。我们选取白电龙头格力电器、厨电龙头老板电器，计算其 PE-TTM 并与地产销售累计增速进行拟合，拟合结果表明公司估值与地产销售变动基本同步，但估值拐点的到来领先于地产销售拐点。同时，老板电器的相关性更高，预计主要系厨电相对而言仍有一定新增需求，与房屋销售关联性较大，而白电在保有量较高的前提下，主要以更新需求为主，与地产相关性弱于厨电。

图表 26: 老板电器、格力电器 PE-TTM 与地产销售增速拟合

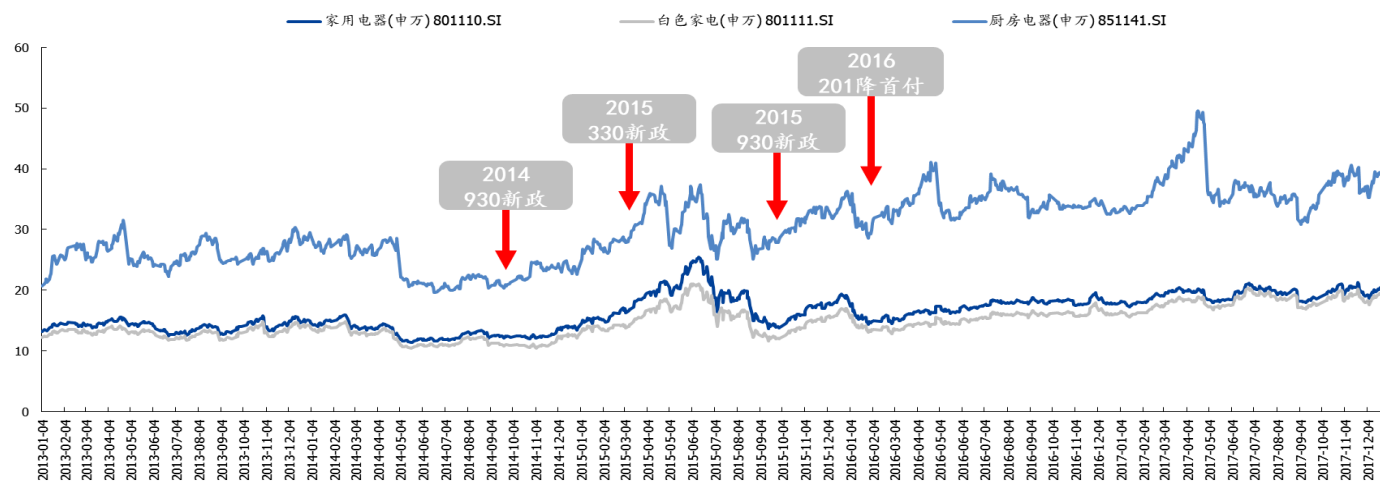


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- 从修复速度来看: 厨电子版块修复最快, 首次全面宽松政策带来的估值上涨持续时间较长, 后续政策则基本持续 2-3 个月。在相关政策发布后, 子版块达到下一次估值最高点所用时间无较为统一的结论。在全面宽松的政策起点 930 新政发布后, 各版块估值上涨持续了 7-8 个月的时间, 当然期间还有 330 新政的加持; 而后续其余较大宽松政策在每一次发布后, 基本用时 2-3 个月达到下一次估值高点。分子版块来看, 厨电子版块修复速度略快于其余版块。
- 从修复力度来看: 厨电子版块修复力度最大。以 930 新政发布为起点, 家电版块估值从 12X 修复至最高点 25X, 白电子版块估值从 11X 修复至 21X, 厨电子版块估值从 21X 修复至最高点 50X, 当然厨电子版块能在 2017 年上半年达到峰值与当时三四线地产景气度超预期较为相关。至 2017 年, 家电/白电/厨电板块的估值基本稳定在 20/19/40X 左右, 较 2013 年年初修复明显。

总结来看, 家电版块估值与地产政策的相关度排序为: 厨电 > 白电 > 家电。首次全面宽松政策发布后估值上涨的持续时间较长, 当然后续相关政策也对估值在一段时间内有提振作用。

图表 27: 地产政策发布后, 家电子版块市盈率表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 市盈率选取 PE-TTM)

### 2.2.2 关注地产政策出台情况，预计厨电估值有望修复

地产放松政策加速，一线城市认房不认贷全面落地。2023年7月中央政治局会议正式对后续地产政策方向定调，2023年8月25日三部委发文将“认房不认贷”纳入“一城一策”工具箱，2023年8月31日对住房信贷政策进行调整，2023年9月1日四大一线城市已全部落地相关政策，有效降低二套房购买门槛。近期地产政策放松力度及速度均显著加快，充分反映对地产行业的支持。

**2023年8月为需求端政策宽松的起点，后续有望持续放松。**据国盛地产团队报告《近期政策综评：拨云见日，政策放松脚步加速》，当前政策终点尚未到达，各地政策有望持续落地，更多增量政策在路上，本轮放松力度有望达到2008年、2014年级别。

图表 28：一线城市“认房不认贷”政策快速落地

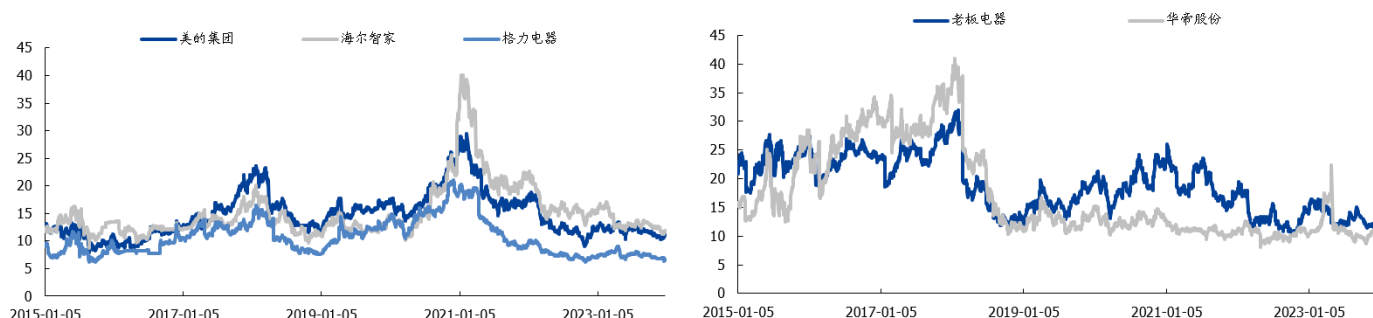
| 时间         | 发布机构及政策文件                                                         | 政策内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------|-------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2023年7月24日 | 中共中央政治局                                                           | 未提“房住不炒”，首次指出“适时调整优化房地产政策”和“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，促进房地产市场平稳健康发展。                                                                                                                                                                                                                                         |
| 2023年8月25日 | 住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局<br>《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》                | 将首套房贷款“认房不用认贷”纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套房执行住房信贷政策。                                                                                                                                                                                   |
| 2023年8月31日 | 中国人民银行、金融监管总局<br>《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》和<br>《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》 | ①对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于30%。<br>②首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点。<br>③存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。 |
| 2023年8月30日 | 深圳市                                                               | “认房不认贷”落地                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 2023年8月30日 | 广州市                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 2023年9月1日  | 北京市                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 2023年9月1日  | 上海市                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

资料来源：共产党员网、中华人民共和国住房和城乡建设部官网、中国人民银行官网、央视新闻、上海市人民政府官网、广州市人民政府官网、北京住房和城乡建设委员会官网、金融界、国盛证券研究所

参考上一轮政策周期，家电股估值修复较为确定，修复速度和力度仍要观察后续是否有更多地产政策出台。

- ✓ 当前位置性价比较高。以个股来看，截止2023年12月29日，当前美的/海尔/格力的估值仅为11/12/7X，老板/华帝的估值仅为11/10X，从长周期来看都处于历史低位，估值性价比较高。
- ✓ 参考上一轮周期，首轮政策出台对估值提振作用时间较长，后续政策则提供更多动力。参考2013-2017年地产周期复盘，在930政策首次落地后，家电估值修复约持续7-8个月，后续政策作用时间则持续2-3个月，在2014-2016年一直在持续修复。在831“认房不认贷”政策首次出台下，我们认为后周期板块估值修复有望持续较长时间，若后续出台更多的地产放松政策，则有望为估值提升带来更多动能。
- ✓ 参考上一轮周期，预计厨电板块修复力度最大。参考上文复盘，上轮周期带来的白电/厨电板块的估值修复稳定至19/40X左右，较低点分别同比增长76%/86%。当然，上一轮周期中厨电仍有渠道红利加持，当前时点下我们预计厨电作为与地产更为紧密的子版块，估值方面仍将更多享受政策红利，但力度或不及上一轮周期表现。

图表 29: 白电、厨电龙头个股 PE 处于历史低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.3.关税: 加征关税若减免, 如何影响家电公司?

2017 年 8 月, 美国贸易代表宣布正式对华发起“301 调查”, 新一轮中美贸易摩擦开启以来, 美国对华加征关税主要分为三大阶段:

#### (1) 340 亿+160 亿美元清单: 较少涉及家电品类。

2018 年 7 月 6 日, 本轮加征的第一批清单生效, 涉及总价值约 340 亿美元的中国商品, 加征税率为 25%, 主要涵盖机械设备、电子、通信等品类; 2018 年 8 月 23 日, 本轮加征的第二批清单生效, 涉及总价值约 160 亿美元的中国商品, 加征税率为 25%, 主要品类与清单一基本相同。除干衣机、热水器、空净产品外, 两批清单基本不涉及家电品类。

#### (2) 2000 亿美元清单: 涉及大量家电品类。

2018 年 9 月 24 日, 第三批加征清单生效, 涉及总价值约 2000 亿美元的中国商品, 加征税率为 10%, 主要涵盖农产品、化学制品、轻工、家电等品类; 2019 年 1 月 1 日, 对第三批清单中的商品将加征税率提升至 25%。第三批清单涉及大量家电品类, 主要包括空调、冰箱、电视、烤箱、吸尘器、风扇、插座和灯具等。

#### (3) 3000 亿美元清单: 进一步扩充家电品类。

第四批加征清单分为 4A 和 4B, 4B 清单价值约 1600 亿美元, 但最终并未实施。2019 年 9 月 1 日, 4A 加征清单生效, 涉及总价值约 1200 亿美元的中国商品, 加征税率为 15%, 后于 2020 年 2 月 14 日下调税率至 7.5%, 主要涵盖农产品、消费电子、纺织品、家电等品类, 其中家电品类主要包括洗衣机、洗碗机、破壁机、咖啡机、微波炉、投影仪、LED 灯等。

图表 30: 美国对华加征关税共经历三大阶段

|                       | 关税加征时间<br>(正式实施时间) | 加征金额    | 加征税率     | 主要品类            | 主要家电品类                        |
|-----------------------|--------------------|---------|----------|-----------------|-------------------------------|
| 第一轮加征<br>(340+160亿清单) | 2018年7月6日          | 340亿美元  | 25%      | 机械设备、电子、通信      | 干衣机、燃气热水器、空气净化器               |
|                       | 2018年8月23日         | 160亿美元  | 25%      |                 |                               |
| 第二轮加征<br>(2000亿清单)    | 2018年9月24日         | 2000亿美元 | 10%      | 农产品、化学制品、轻工、家电  | 空调、冰箱、吸尘器、电视、烤箱、风扇、插座、灯具      |
|                       | 2019年1月1日          |         | 10%→25%  |                 |                               |
| 第三轮加征<br>(3000亿清单)    | 2019年9月1日          | 1200亿美元 | 15%      | 农产品、纺织品、家电、消费电子 | 洗衣机、洗碗机、破壁机、微波炉、投影仪、咖啡机、LED 灯 |
|                       | 2020年2月14日         |         | 15%→7.5% |                 |                               |

资料来源: USTR, 澎湃, 中国国际贸易促进委员会, 国盛证券研究所

从品类角度看, 白电、黑电及小部分小家电仍被加征较高关税。2023 年 9 月 6 日, 美国贸易代表办公室 (USTR) 宣布, 将进一步延长对 352 项已恢复豁免的中国进口商品和 77 项与防疫相关的中国进口商品的“301 条款”关税豁免期, 豁免期限由 2023 年 9 月 30 日延长至 2023 年 12 月 31 日。从征收关税家电品类来看, 白电、黑电、清洁电器及小部分厨房小家电被加征 25% 的关税。从是否延长豁免期来看, 吸尘器、扫地机、空气净化器及空气炸锅等重点品类均被延长豁免期, 其他品类尚未进入豁免期。基于缓解美国通胀压力及提高当地企业的利润空间, 我们认为未来随着中美关系缓和, 这部分品类也有望被取消高关税。

图表 31: 家电品类关税征收及豁免情况

| 产品                      | 初始关税税率 | 加征关税税率 | 总体关税税率 | 是否豁免 |
|-------------------------|--------|--------|--------|------|
| <b>白电+厨电</b>            |        |        |        |      |
| 空调                      | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 冰箱                      | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 洗衣机                     | 1.0%   | 7.5%   | 8.5%   |      |
| 干洗机                     | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 烘干机                     | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 冰柜                      | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 洗碗机                     | 2.4%   | 7.5%   | 9.9%   |      |
| 电热水器                    | 0.0%   | 7.5%   | 7.5%   |      |
| 屋顶电风扇                   | 4.7%   | 7.5%   | 12.2%  |      |
| <b>黑电</b>               |        |        |        |      |
| 电视: 带机顶盒                | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |      |
| 电视: 接收电视卫星转播            | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 非高清投影仪, 不含有视频记录或录像或复制设备 | 5.0%   | 25.0%  | 30.0%  |      |
| 非高清投影仪, 含有视频记录或录像或复制设备  | 3.9%   | 7.5%   | 11.4%  |      |
| 高清投影仪, 含有视频记录或录像或复制设备   | 3.9%   | 7.5%   | 11.4%  |      |
| 高清投影仪, 不含有视频记录或录像或复制设备  | 5.0%   | 7.5%   | 12.5%  |      |
| 无线扬声器                   | 0.0%   | 7.5%   | 7.5%   | 是    |
| <b>清洁电器</b>             |        |        |        |      |
| 吸尘器及扫地机器人               | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  | 是    |
| 集尘和空气净化设备               | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  | 是    |
| 废水处理设备                  | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  | 是    |
| <b>小家电</b>              |        |        |        |      |
| 搅拌机                     | 4.2%   | 0.0%   | 4.2%   |      |
| 榨汁机                     | 4.2%   | 0.0%   | 4.2%   |      |
| 咖啡机                     | 3.7%   | 7.5%   | 11.2%  |      |
| 微波炉                     | 2.0%   | 0.0%   | 2.0%   |      |
| 食物研磨机                   | 4.2%   | 0.0%   | 4.2%   |      |
| 烤面包机                    | 5.3%   | 0.0%   | 5.3%   |      |
| 厨房垃圾处理机                 | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 奶油分离机                   | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 剃须刀                     | 0.0%   | 7.5%   | 7.5%   |      |
| 电吹风                     | 3.9%   | 0.0%   | 3.9%   |      |
| 空气炸锅                    | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  | 是    |

资料来源: USTR, 国盛证券研究所

立足公司视角，我们认为未来即使清单中被加征关税的产品享有豁免权，上市公司获益程度较为有限。分板块来看：

- (1) **白电板块：全球化生产下，关税影响不大。**目前，空调、冰箱、洗衣机等主要白电品类依然被加征 25% 的关税，但龙头公司在全球布局多个生产及研发基地，并未受到加征关税的波及，因此未来即使这些品类被豁免，也不会对公司的收入及业绩产生太大影响。
- (2) **厨电板块：以内销为主，关税影响极小。**厨电上市公司均以内销为主，外销业务占比较低，且被加征关税品类主要为洗碗机、电热水器，二者在各公司中也并非收入主要贡献品类，因此公司业务受到关税影响极小。
- (3) **黑电板块：电视公司全球化生产，投影仪公司外销占比不高。**A 股上市公司中，电视主要企业海信视像在全球均有生产基地，同白电龙头一样，此前并未受到加征关税影响；投影仪上市公司外销占比不高，对美销售收入占比更低，因此也并不会太多被关税波及。
- (4) **小家电板块：清洁电器及空气炸锅主要公司已享豁免，其他公司受关税影响较小。**扫地机、吸尘器及空气炸锅为本次豁免延长受益最大品类，相关清洁电器标的及比依股份均有望优化盈利能力。对其他小家电公司而言，新宝对美业务主要为代工业务，但涉及高昂关税加征的品类很少；北鼎采用 FOB 报关方式，关税主要由客户承担；苏泊尔和九阳外销收入主要来自母公司代工订单，关税由母公司承担；小熊等公司则主要以内销为主。

图表 32: 家电公司涉税品类及外销收入情况

| 版块  | 公司简称 | 涉税品类<br>(是否豁免)    | 2022A 营业总收入<br>(亿元) | 2022A 外销收入<br>(亿元) | 外销收入占比 |
|-----|------|-------------------|---------------------|--------------------|--------|
| 白电  | 格力电器 | 空调、冰箱、洗衣机等<br>(否) | 1901.51             | 232.71             | 12%    |
|     | 海尔智家 |                   | 2435.14             | 1261.01            | 52%    |
|     | 美的集团 |                   | 3457.09             | 1426.45            | 41%    |
|     | 海信家电 |                   | 741.15              | 248.71             | 34%    |
| 厨电  | 传统厨电 | 老板电器              | 102.72              | 0.62               | 1%     |
|     |      | 华帝股份              | 58.19               | 7.93               | 14%    |
|     | 集成灶  | 浙江美大              | 18.34               | 0.00               | 0%     |
|     |      | 火星人               | 22.77               | 0.00               | 0%     |
|     |      | 亿田智能              | 12.76               | 0.00               | 0%     |
|     |      | 帅丰电器              | 9.46                | 0.01               | 0%     |
| 黑电  | 电视   | 海信视像              | 457.38              | 205.46             | 45%    |
|     | 投影仪  | 极米科技              | 42.22               | 7.90               | 19%    |
|     |      | 光峰科技              | 25.41               | 4.21               | 17%    |
| 小家电 | 清洁电器 | 科沃斯               | 153.25              | 51.86              | 34%    |
|     |      | 石头科技              | 66.29               | 34.83              | 53%    |
|     |      | 富佳股份              | 27.44               | 22.92              | 84%    |
|     |      | 德昌股份              | 19.38               | 18.57              | 96%    |
|     | 个护电器 | 莱克电气              | 89.10               | 59.09              | 66%    |
|     |      | 飞科电器              | 46.27               | 0.09               | 0%     |
|     | 厨小电  | 苏泊尔               | 201.71              | 51.95              | 26%    |
|     |      | 九阳股份              | 101.77              | 13.26              | 13%    |
|     |      | 新宝股份              | 136.96              | 97.33              | 71%    |
|     |      | 小熊电器              | 41.18               | 1.80               | 4%     |
|     |      | 北鼎股份              | 8.05                | 0.92               | 11%    |
|     |      | 比依股份              | 14.99               | 12.56              | 84%    |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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/74501134333011102>