

左侧的思考：低基数下的多重共振

——家电左侧报告系列一

行业专题 · 深度报告

家用电器

投资评级：超配（维持）

证券分析师：陈伟奇
0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康
0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳
0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

投资摘要

□ 家电行业：低基数时间已至，消费值得重视，而消费中家电最具有性价比

- ① 内销基数有多低？2022Q2年线下空冰洗终端销售降幅**10-20%**，厨电下滑**15%-30%**。2022Q4白电和厨电降幅则扩大至**30-40%**。
- ② 外销基数的节奏？2022Q2是出口低基数的序幕、外销零售的基数低点；2022Q4出口达到低点、外销零售及库存压力已经减轻。
- ③ 家电的低配+低估凸显性价比。在2022Q4保险+基金持仓行业分布中，家电行业持股市值占比仅**1.5%**，低配**-0.4%**；估值方面，当前家电PE-TTM由2021年初的30.0x下跌至**14.5x**，远低于其他消费赛道普遍**30x**以上的水平。

□ 低基数有了，如何增长？——4大底部反转共振

- ① 宏观视角——内销需求：常规性收入结构提升→耐用消费。2022Q4人均经营性+工资性收入占比达**72.6%**，季度环比**+0.12pct**，但较疫情前仍有约**1.4pct**的提升空间。一方面常规性收入对耐用（大电、厨电等）的提振相对更明显，另一方面低收入群体收入的提升对低单价品类如小家电等拉动力或更强；
- ② 宏观视角——内销需求：地产边际改善显著，交易热度+竣工是最确定的回升。住宅开发投资、新开工、竣工、销售面积均已边际好转，竣工1-2月转正至**9.7%**带来下游的需求提振。同时3月30大中城市商品房成交面积累计同比**+5%**已转正，实现阶段性正反馈；
- ③ 宏观视角——外销需求：地产和家电消费度过底部。1) 海外地产：2023年1-2月美国开工新建住宅增速、新房销售增速降幅收窄，带动家电零售回暖。2022年欧洲新建住宅增速承压，2023H2低基数下有望迎来一定修复。2) 国内出口：家电外销高基数已过，2022H2已恢复至2020年水平，其中冰箱尤甚、出口降至近三年最低水平，2023H2有望迎来恢复性增长；
- ④ 中观视角——供给侧：成本压力缓解，家电的集中格局更有利于**保盈利、促需求**。截至3月末，铜/铝价分别较2022年高点回落**-15.3%、-58.5%**，海运价格亦接近疫情前水平；而2022年以来大、小家电终端价格依然坚挺，家电的龙头集中格局使得价格与成本端空间的扩大有利于打开量价交换空间。

□ 因此，个股思路短期聚焦共振和反转集中的大电；长期关注外销的真正左侧低基数

□ 风险提示：国内消费恢复节奏不及预期，海外需求持续下滑风险，竞争加剧导致盈利能力下滑风险。

投资摘要

□ 个股思路：短期聚焦共振和反转集中的大电；长期关注外销的真正左侧低基数

板块	公司	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
		2023Q1 E	Q1同比	2023E	2023同比	2023Q1 E	Q1同比	2023E	2023同比
白电	美的集团	955-1000	5%-10%	3769	9%	75-79	5%-10%	320	9%
	格力电器	373.1	5.0%	2144	10%	44.0	10.0%	272	10%
	海尔智家	633-663	5%-10%	2654	9%	38.7	10.0%	171	16%
	海信家电	192.2	5.0%	815	10%	2.9-3.1	10%-15%	17	20%
厨电	老板电器	21.5	3.0%	112	8%	3.8	3.0%	20	9%
	火星人	4.0	-11.0%	29	28%	0.5	-11%	4.5	40%
	亿田智能	2.2	-10.0%	18	25%	0.4	-10.0%	2.9	35%
小家电	九阳股份	23.3-25.6	0%-10%	114	12%	1.7	0.0%	6.1	15%
	小熊电器	11.4-11.7	17%-20%	47	15%	1.28-1.30	23%-25%	4.6	20%
	新宝股份	31.0	-15.0%	144	5%	1.6	-10.0%	10.5	10%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测及整理

目录

- [01] 家电行业：低基数已至，家电行业最具性价比
- [02] 低基数有了，如何增长？——4大底部反转共振
- [03] 重点领域：Q2重视大电的性价比，Q3重视外销机会
- [04] 风险提示

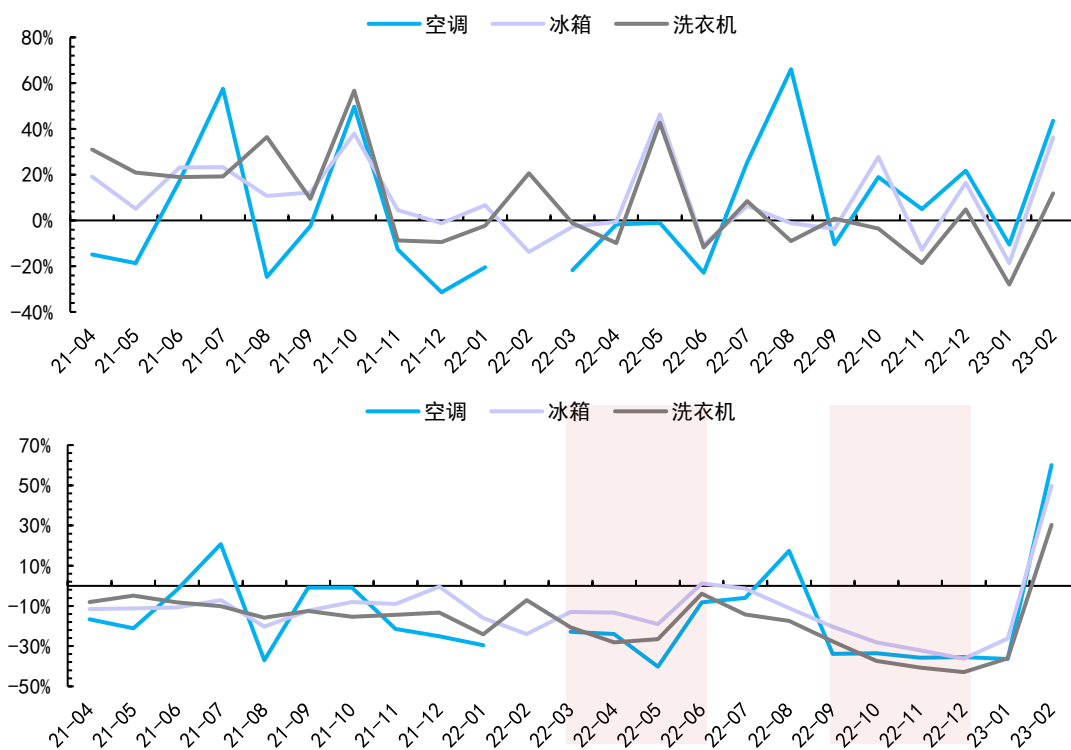
01

低基数已至，消费值得重视
其中家电行业最具性价比

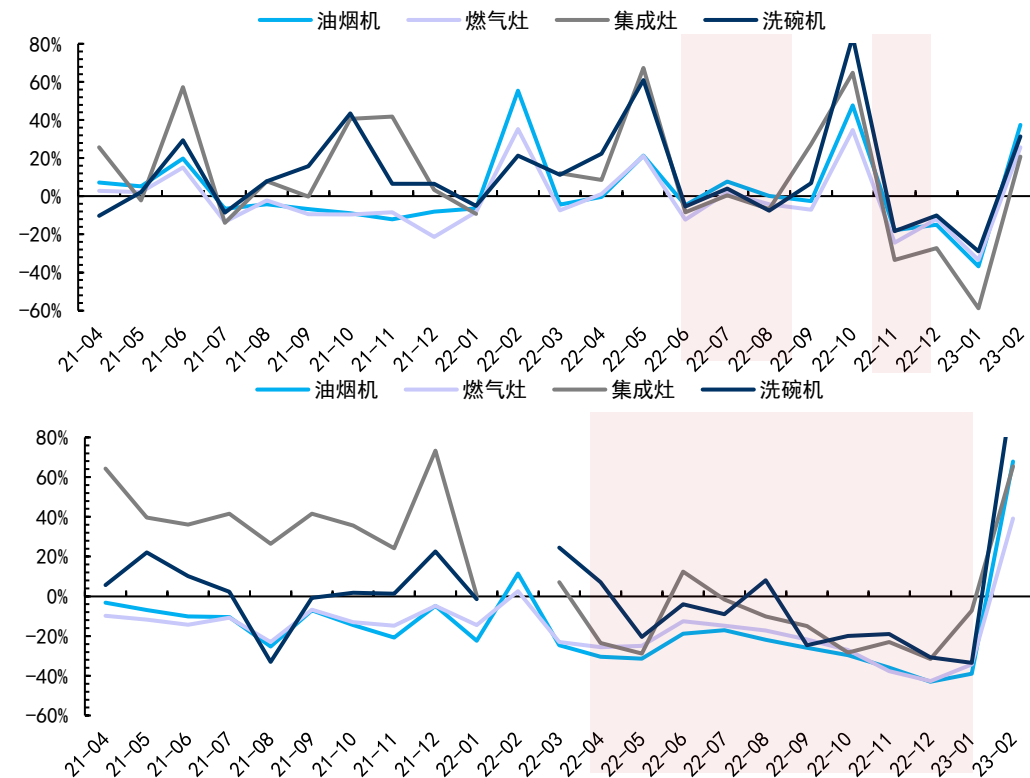
非常明确的两个低基数区间：Q2和Q4

- 2023年依赖线下与地产的白电与厨电均将迎来低基数：1) 白电将在3-5月、9-12月迎来低基数；2) 厨电在6-8月、11-12月迎来低基数；3) 考虑到疫后连锁反应（消费信心及消费力提升）以及地产链边际好转的传导仍需一定时间，且2022H2行业降幅更大，预计2023Q4白电、厨电修复弹性更大。
- 细分行业月度增速，（1）白电：2022年全年线上表现均优于线下，预计2023年线下修复弹性更大。2022年3-5月空冰洗线下降幅保持在-10%至-30%区间；9-12月降幅进一步走扩至-25%至-40%区间；（2）厨电：线上2022年6-8月增速在-10%至10%震荡，11-12月行业增速降至-10%至-30%区间；线下自2022/3以来持续承压，个别品类在6-8月略有修复，但9月以来行业整体降幅进入-20%至-40%区间。

白电线上（上）、线下（下）单月销额增速



厨电线上（上）、线下（下）单月销额增速



公司层面：内销的低基数领先于外销

- 收入端：白电、厨电等线下相关普遍在Q2迎来较低基数，而外销占比较高的企业H2开始出现明显压力
- 盈利端：白电、厨电等线下相关收入利润方向有一定联动性，外销相关则受汇率干扰更大

2022Q1-2022Q4各公司营收、扣非利润单季增速

	营业收入增速			
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
泉峰控股	/	15%	/	12%
创科实业	/	10%	/	-9%
JS环球生活	/	0%	/	-4%
海尔智家	10%	8%	9%	2%
美的集团	10%	1%	0%	/
新宝股份	13%	1%	-12%	/
格力电器	6%	3%	11%	/
亿田智能	63%	4%	14%	/
老板电器	9%	-2%	2%	/
火星人	29%	0%	-9%	/
九阳股份	4%	-5%	-3%	-7%

	扣非归母利润增速			
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
泉峰控股	/	48%	/	250%
创科实业	/	15%	/	0%
JS环球生活	/	-8%	/	-19%
海尔智家	13%	25%	34%	-1%
美的集团	5%	9%	6%	/
新宝股份	-12%	201%	80%	/
格力电器	14%	43%	17%	/
亿田智能	40%	9%	-32%	/
火星人	38%	-27%	-37%	/
老板电器	4%	-29%	-9%	/
九阳股份	-3%	-24%	-19%	77%

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

注：泉峰控股、创科实业、JS环球生活采用中报数据

同样都是低基数，家电性价比突出

- 基本面趋同但家电持仓与估值均处于低位。基本面角度，家电的特点和其他行业有类似之处，总体看在2023年基本面将迎来拐点。但从交易情况来看：
 - 1) 持仓方面，在2022Q4保险+基金持仓行业分布中，家电行业持股市值占比1.5%，超额持仓-0.4%，整体持仓水平较低；
 - 2) 估值方面，截至3月31日家电PE-TTM由2021年初的30.0x下跌至14.5x；横向对比家电在消费赛道中的估值（普遍处于30xPE以上）也处于较低水平。白电虽然增速中枢略弱，但更好的格局实则原材料平稳的时候更能够维持盈利端的维持或扩大。

消费细分赛道PE-TTM对比：家电处于低估值



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2022Q4申万一级行业保险+基金持仓情况：家电超额持仓-0.4%

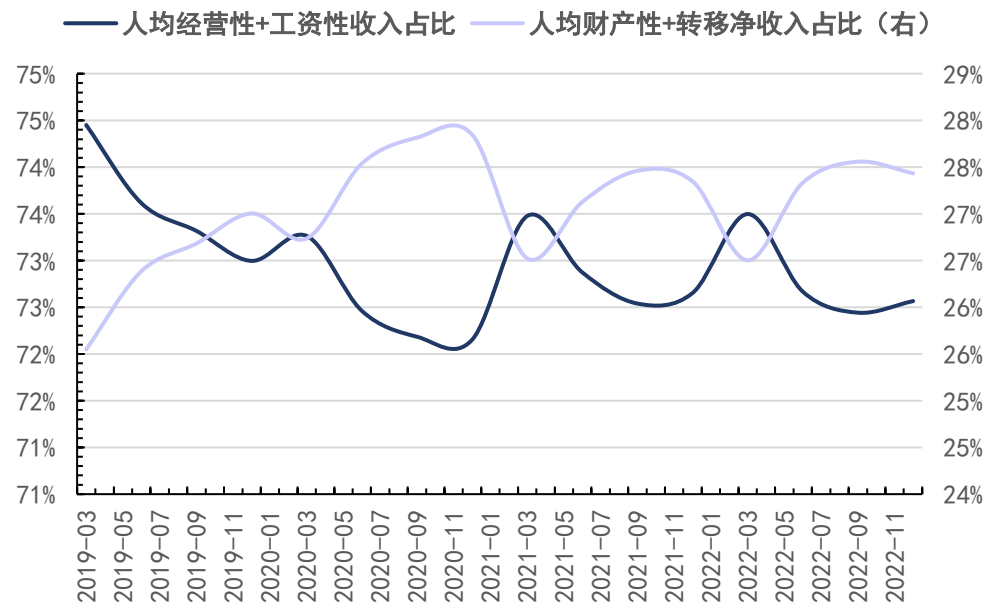
	22Q4持股市值(亿元)	持股市值占比	超额持仓	2023年初至今指数涨跌幅	PETTM
非银金融	9109	16.2%	9.9%	2.4%	16.5
电力设备	6802	12.1%	4.8%	-0.4%	26.2
食品饮料	5738	10.2%	2.0%	4.4%	35.6
医药生物	5323	9.5%	1.8%	1.9%	24.0
银行	4925	8.7%	0.2%	-2.7%	4.8
电子	4106	7.3%	1.3%	15.5%	34.2
计算机	2224	3.9%	-1.1%	36.8%	65.2
国防军工	1951	3.5%	1.0%	3.9%	53.8
有色金属	1813	3.2%	-0.1%	6.2%	13.8
汽车	1613	2.9%	-1.0%	3.9%	30.8
基础化工	1611	2.9%	-1.7%	2.9%	15.6
机械设备	1529	2.7%	-1.4%	10.1%	31.6
交通运输	1145	2.0%	-1.8%	0.7%	12.4
房地产	1054	1.9%	0.1%	6.1%	14.0
家用电器	828	1.5%	-0.4%	7.7%	14.5
通信	709	1.3%	-1.0%	29.5%	31.1
农林牧渔	676	1.2%	-0.8%	1.9%	98.0
公用事业	608	1.1%	-2.5%	1.5%	24.4
商贸零售	574	1.0%	-0.5%	-5.1%	38.3
煤炭	532	0.9%	-0.9%	3.4%	6.8
建筑装饰	477	0.8%	-1.6%	11.2%	9.8
建筑材料	441	0.8%	-0.4%	1.9%	16.9
社会服务	416	0.7%	0.0%	2.1%	122.9
石油石化	403	0.7%	-2.3%	10.6%	11.6
传媒	396	0.7%	-1.3%	34.2%	42.5
轻工制造	384	0.7%	-0.6%	3.8%	31.1
美容护理	361	0.6%	0.1%	-1.6%	57.3
钢铁	257	0.5%	-0.7%	3.8%	17.9
环保	167	0.3%	-0.6%	3.8%	20.5
纺织服饰	141	0.2%	-0.6%	3.7%	24.0
综合	7	0.0%	-0.2%	-1.1%	44.9

02 | 低基数有了，如何增长？ ——4大底部反转共振

宏观视角——内销需求：常规性收入结构提升指向耐用消费

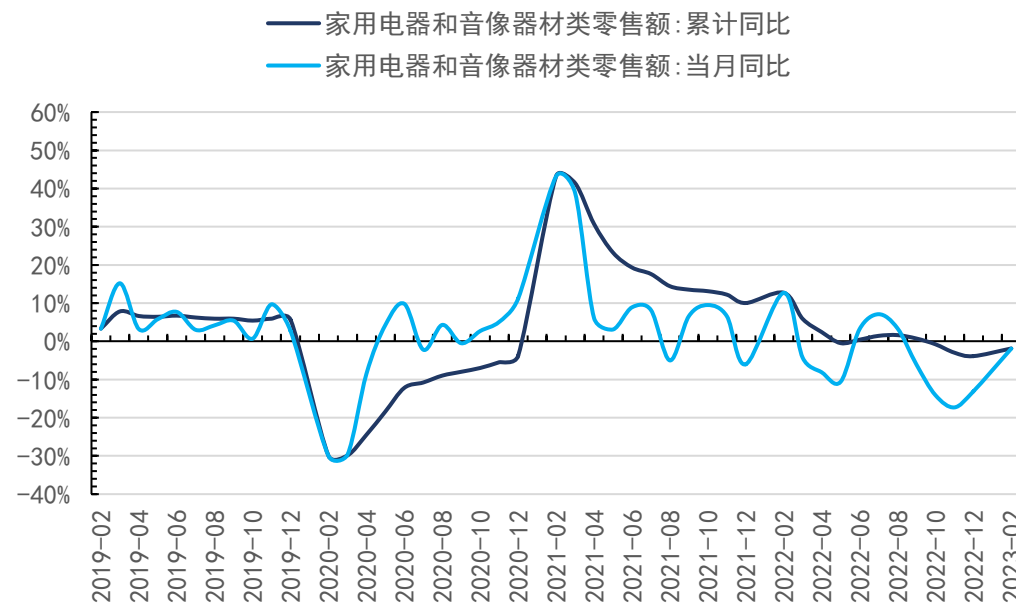
- 前置指标——疫后经营+工资性收入占比有望持续提升，必选消费将受益。**收入结构是疫后最重要指标，2022Q4我国人均经营性+工资性收入占比达72.57%，环比Q3+0.12pct，随着疫后出行链利好带来的就业提振工资，预计2023年占比有望持续改善并回归至疫情前74%左右水平。收入结构改善进一步传导至耐用消费，大电、厨电等必选品类或直接受益，另一方面，低收入群体收入的提升对低单价品类（如厨小电/生活小家电等）拉动力也更强。
- 后置验证——2023年家电类社零指标向好趋势性强。**2022年全年家电类社零增速震荡波动，4-5月和10-12月受疫情等因素影响分别为高个位数以及13%+下滑，虽然6-8月略有回补但全年累计增速仍为负值（-3.9%）；2023年1-2月家电类社零降幅已大幅收窄至-1.9%，随着疫后消费信心提升以及线下客流恢复，2023年有望延续向好走势，或将进一步验证消费端的持续复苏。

收入结构中的经常性收入处于低位回升的位置



资料来源：国家统计局、wind、国信证券经济研究所整理

2023年1-2月家电类社零降幅收窄至-1.9%

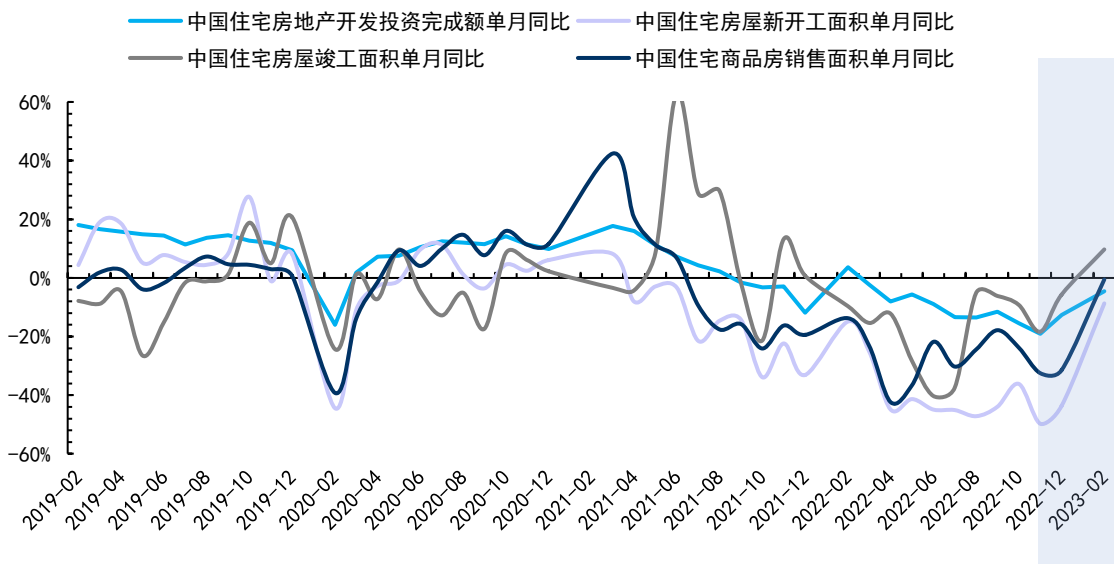


资料来源：国家统计局、wind、国信证券经济研究所整理

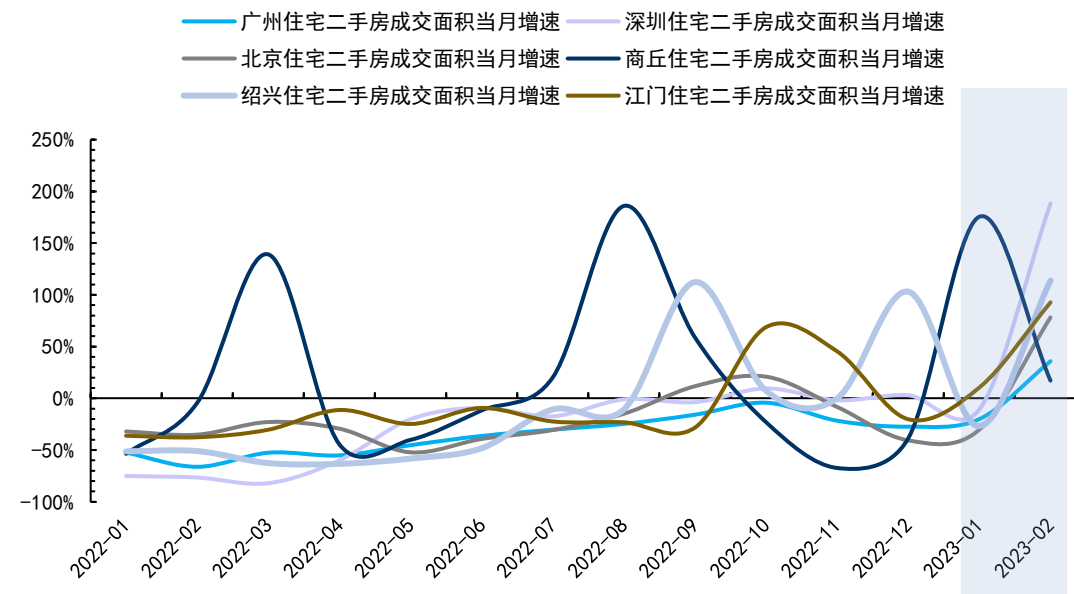
宏观视角——内销需求：地产改善显著，竣工带来实际需求提升

- **竣工已经转正，投资、开工、销售降幅收窄。**2023年1-2月竣工面积累计增长9.7%，而投资、开工、销售分别同比-4.6%、-8.7%、-0.56%，较2022H2的-14%、-44%、-27%的降幅大幅收窄。
- **交易热度提升，二手房成交市场热度持续回暖。**选取6个城市进行跟踪，2023年2月广州、深圳、北京、商丘、绍兴、江门二手房当月成交面积增速分别为+35.7%、+188.3%、+78.3%、+17.0%、+113.9%、+92.6%，大中小城市均实现双位数以上增长。

地产投资/新开工/销售/竣工指标均好转



30大中城市商品房销售面积降幅已实现收窄



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理 注：剔除受基数影响高增的21年2月数据

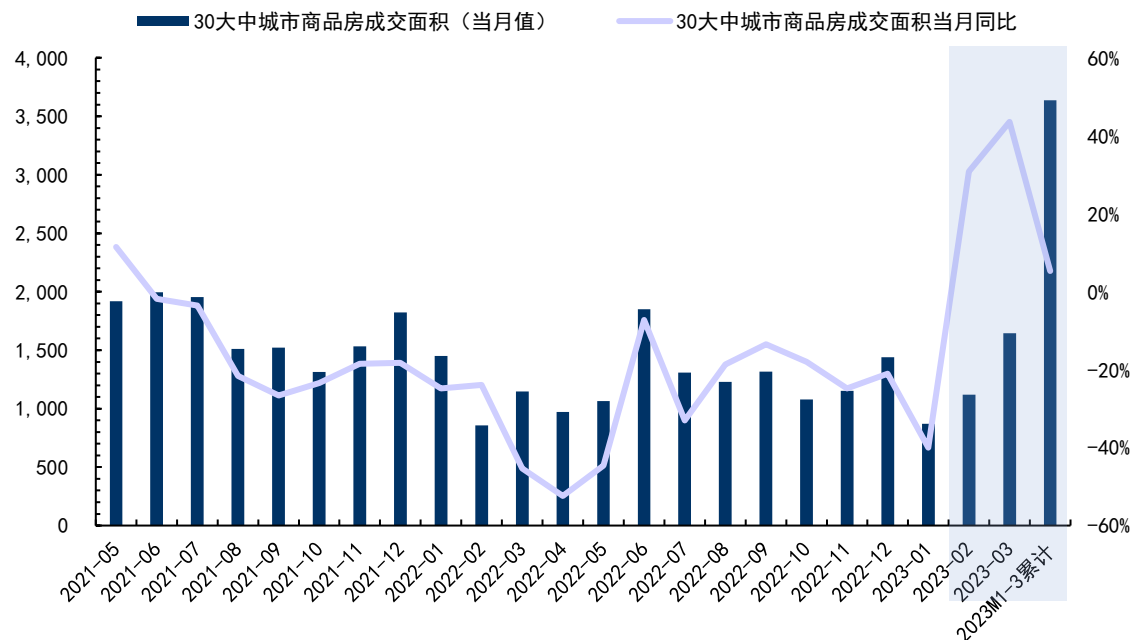
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

宏观视角——内销需求：地产改善显著，竣工带来实际需求提升

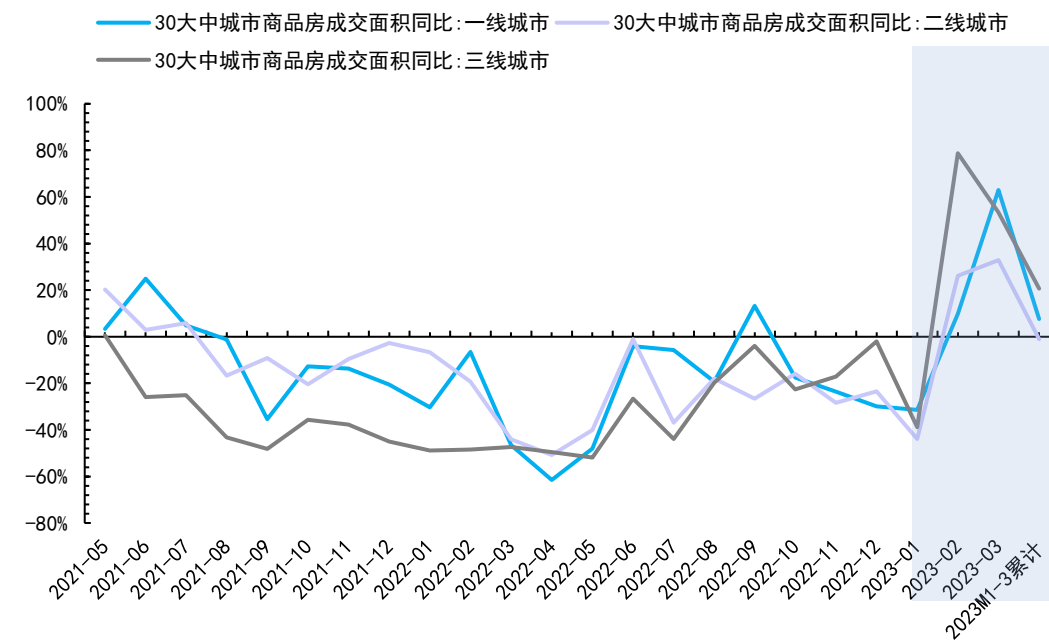
□ 30大中城市销售数据均有显著回暖

- **总量：**2023年3月30大中城市商品房成交面积同比+43.6%，对比春节错期下基数较低的2月增速（+30.9%）更高。累计数据看，1-3月30大中城市商品房累计成交面积同比+5.3%，累计增速已转正，较2022全年的-24.2%显著改善。
- **结构：三线>一线>二线。**1-3月一二三线大中城市商品房累计成交面积同比分别为+7.6%、-1.0%、+20.7%，或与一线城市购买力和购房信心更强、三线基数更低有关，二线仍处于爬坡中。

即时指标：30大中城市商品房销售面积累计增速已实现+5.3%



分结构看，成交面积节奏三线>一线>二线



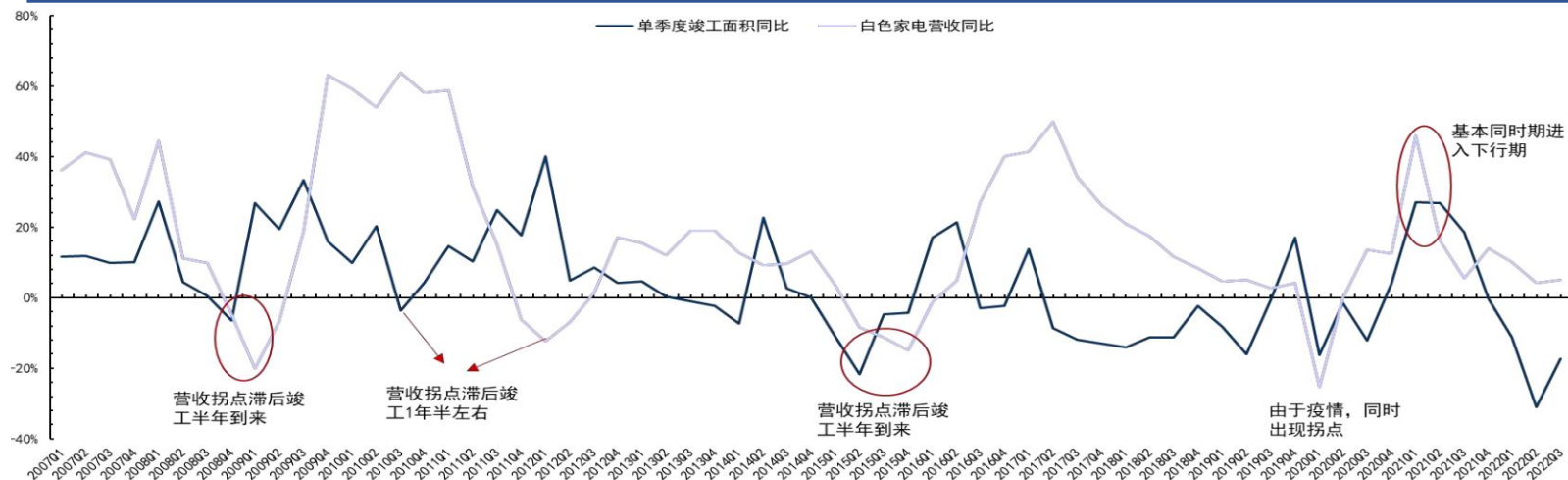
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

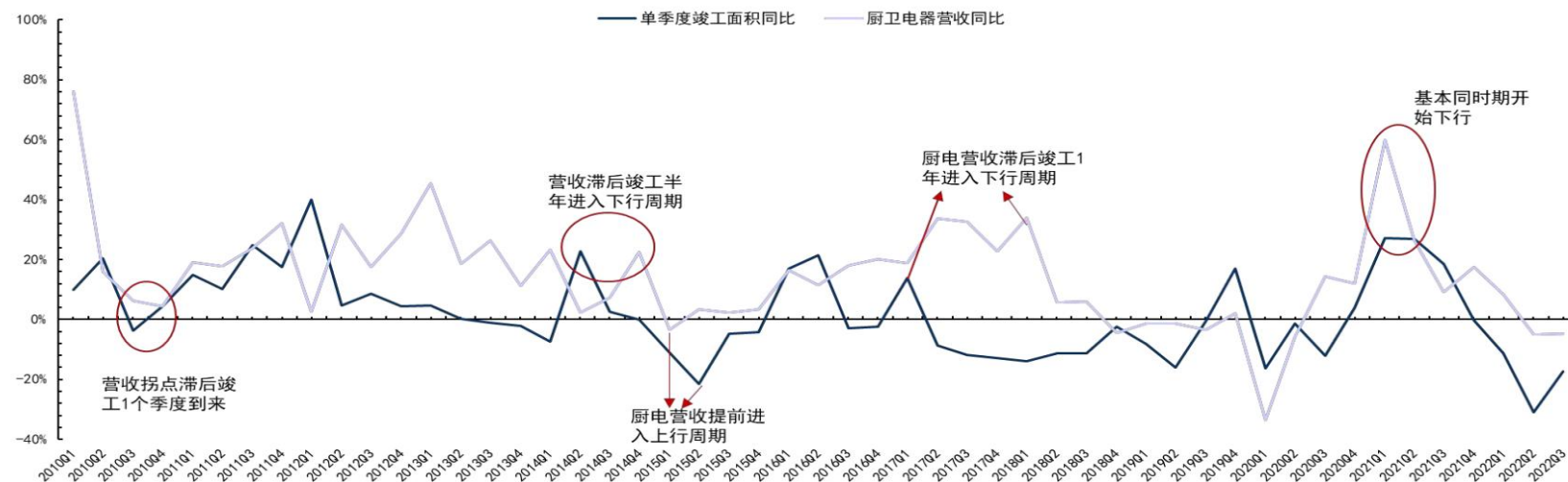
宏观视角——内销需求：竣工带来的改善近在眼前

- 2018年以来地产竣工与家电营收数据已相对同步，进一步佐证2023Q2的潜在弹性。
- 以单季度白电行业营收增速与地产竣工同比增速对比来看，在2017年之前，国内地产竣工对白电营收存在较为明显的以年为维度的滞后关联，在2008底、2010Q3、2015Q2地产竣工触底反弹的此后半年到1年半，白电营收均出现触底反弹，走势也基本相同。
- 2017年之后，白电营收走势更强，两者拐点基本同时到来。厨电情况也基本与白电类似，但相较地产竣工的滞后时间更短。整体的滞后维度从年缩短到季度。

白电：2017年之前地产竣工对白电营收的影响滞后1年左右，2017年之后白电走势更强，拐点较为同步



厨电：2017年之前地产竣工对厨电营收的影响滞后半年左右，2017年之后拐点较为同步



宏观视角——外销需求：地产边际好转带动零售需求改善

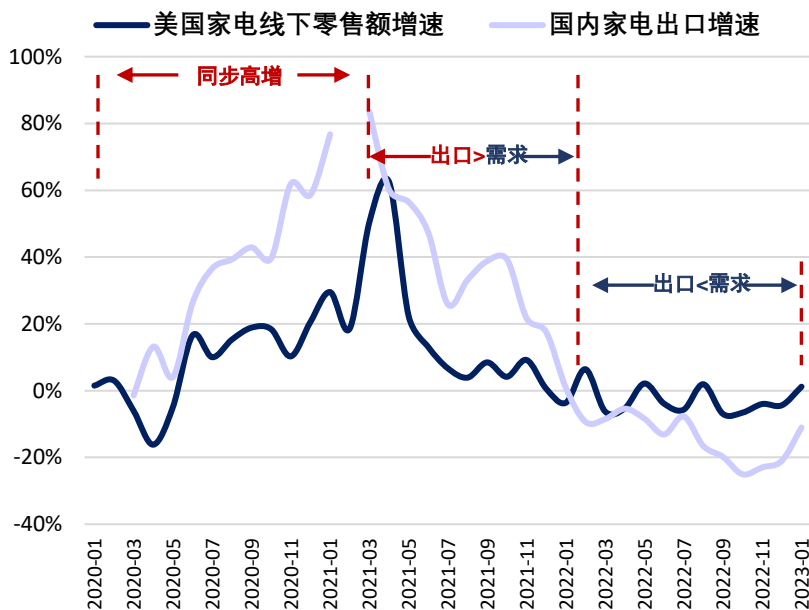
□ 需求压力带来的库存和出口压力已经有了近一年左右的释放

➢ 2020-22年海外节奏：以美国为例，2020年海外家电需求与我国出口增速同步高增—2021年海外累库存，出口增速>需求增速—2022年海外库存高企叠加需求疲弱，需求、出口均承压且需求增速>出口增速。

➢ 预计2023年：需求在相对稳定下边际改善，库存逐步下降或将迎来重新补库的开端。

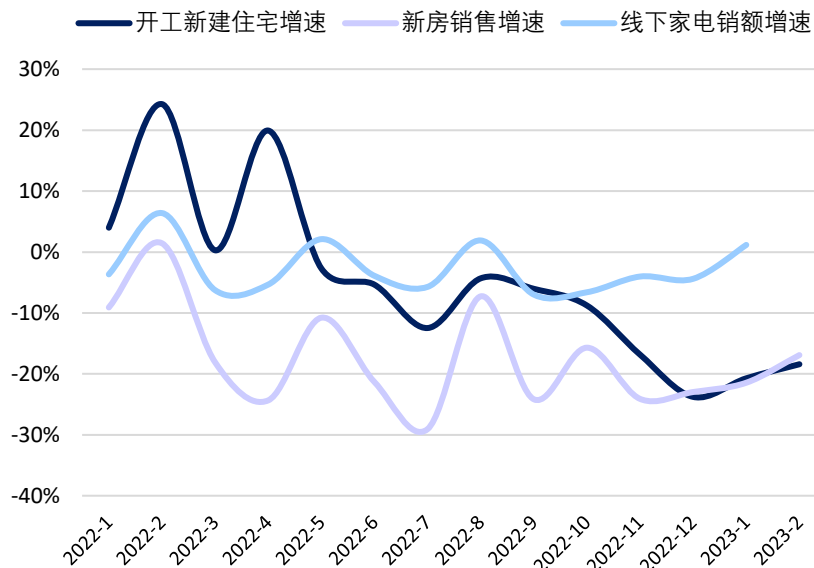
① 地产-需求：选取与家电销售关联性较强的开工新建住宅增速、新房销售增速两个地产指标来看，2022年以来家电销售与地产情况走势趋同，地产走弱叠加2021年家电销售的高基数，2022年以来美国家电消费增速降至0%以下；2023年1-2月开工新建住宅增速、新房销售增速降幅收窄，带动家电零售回暖。

美国家电需求增速与我国家电出口增速



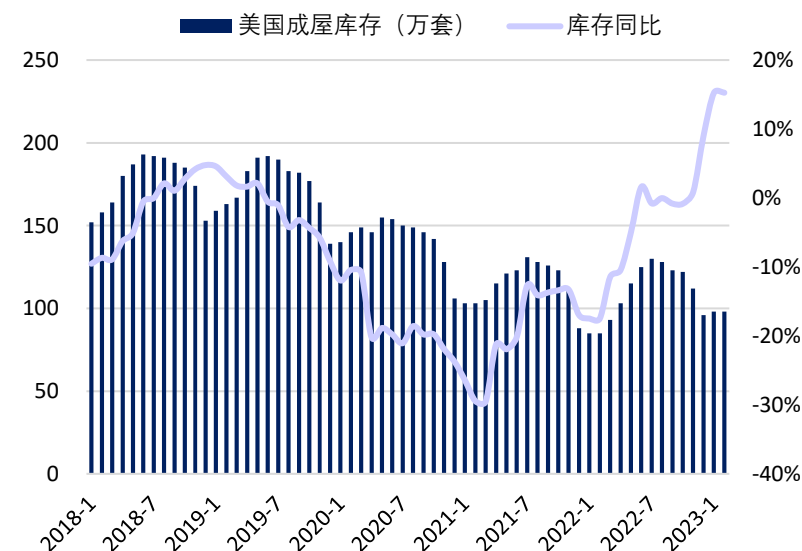
资料来源：美国经济分析局，美国商务部、wind、国信证券经济研究所整理

美国：2023年以来地产与家电销售降幅收窄



资料来源：美国经济分析局，美国商务部、国信证券经济研究所整理

美国：2023年1-2月成屋库存仍处低位



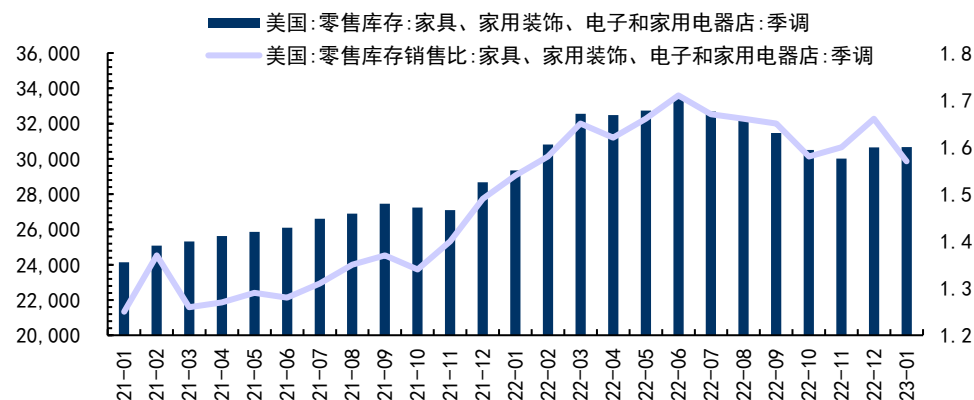
资料来源：美国经济分析局，美国商务部、国信证券经济研究所整理

宏观视角——外销需求：海外零售商进入去库阶段

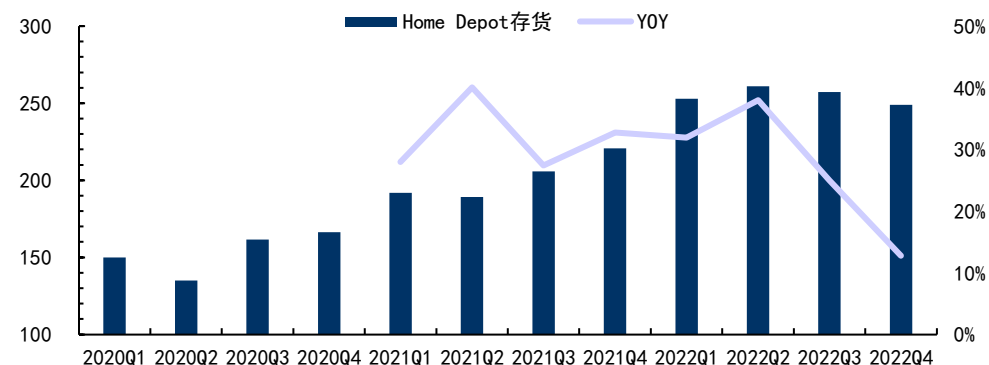
□ 需求压力带来的库存和出口压力已经有了近一年左右的释放

② 库存-需求：2022年以来海外大型零售商库存出现拐点。截至2022Q4，HomeDepot、Walmart与TARGET的存货分别为较2022年的高点降低-5%、-13%、-21%，存货增速逐季放缓。从美国整体家具家电类零售库存数据看，自2022年5月以来库存水平持续走低，库存销售比也降低至1.6水平。随着海外库存压力降低，后续零售商补库有望带动需求回升。

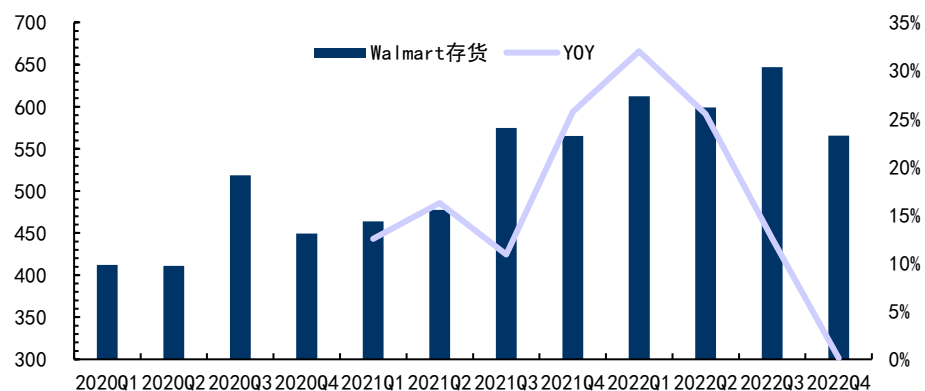
2022年5月以来美国家电类零售库存持续降低



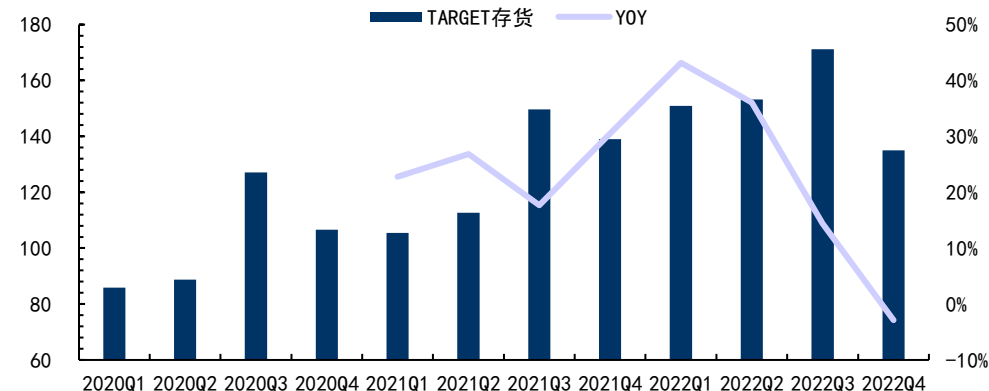
2022Q4HomeDepot存货较最高点-5%



2022Q4Walmart存货较最高点-13%



2022Q4TARGET存货较最高点-21%



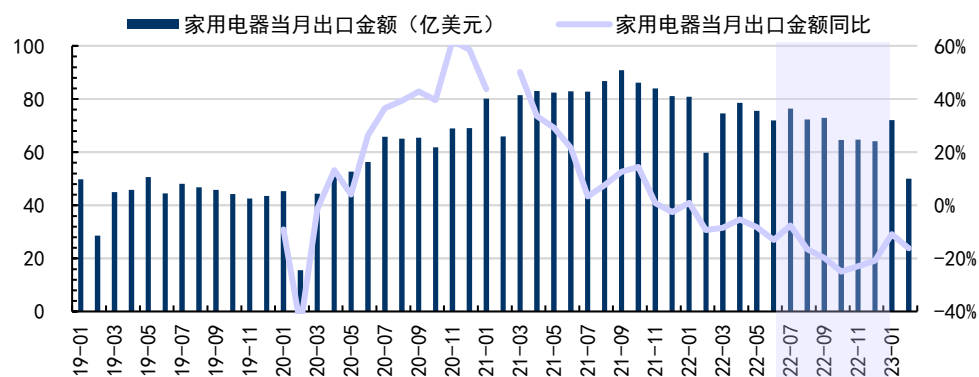
资料来源：美国商务部、wind、国信证券经济研究所整理；注：存货单位为百万美元

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

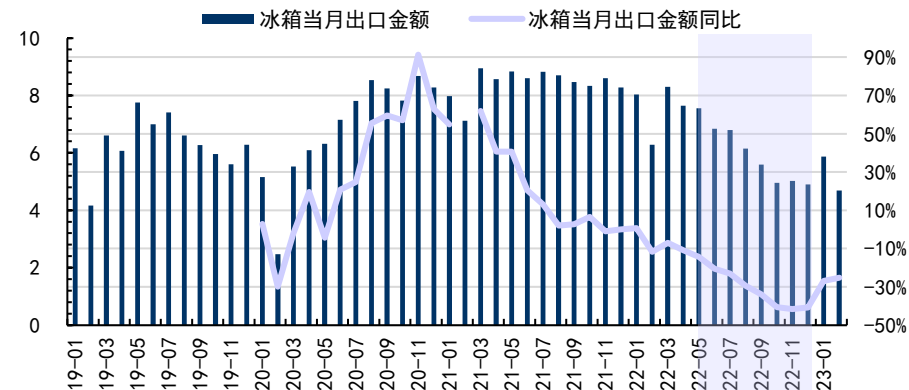
家电外销：高基数已过，2023H2有望迎来恢复性增长

- 家电外销基数高峰值已过，2023H2或将迎来恢复性增长。2022年在疫情扰动、海外需求不振以及高库存三重压制下，我国家电行业出口承压，海关总署数据显示2022年家电行业、冰箱、空调、洗衣机出口金额增速分别为-10.9%、-21.1%、-3.4%、-4.7%；2023年1-2月家电行业、冰箱、空调、洗衣机出口金额增速分别-13.3%、-26.3%、-9.2%、+0.2%，洗衣机出口增速在2022H1低基数下已率先转正。尽管海外需求略偏疲软、消费仍待复苏，但考虑到2022H2家电行业出口金额已经恢复至2020年水平，其中冰箱出口也为近三年最低水平，叠加海外地产逐步修复，预计2023H2家电外销端将迎来低基数下的增长拐点。

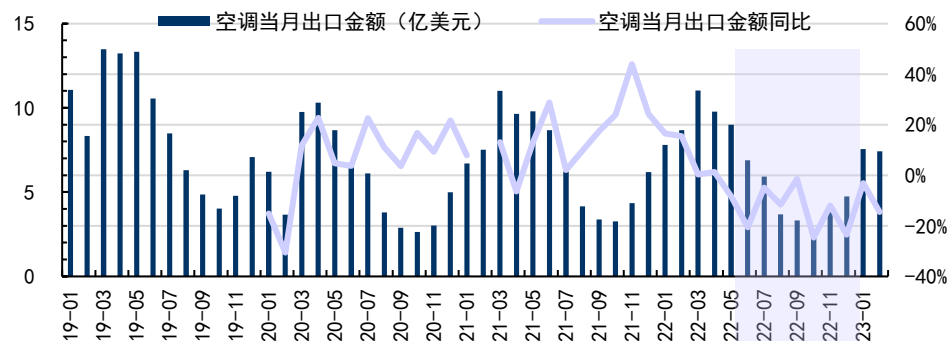
家电行业单月出口金额及增速



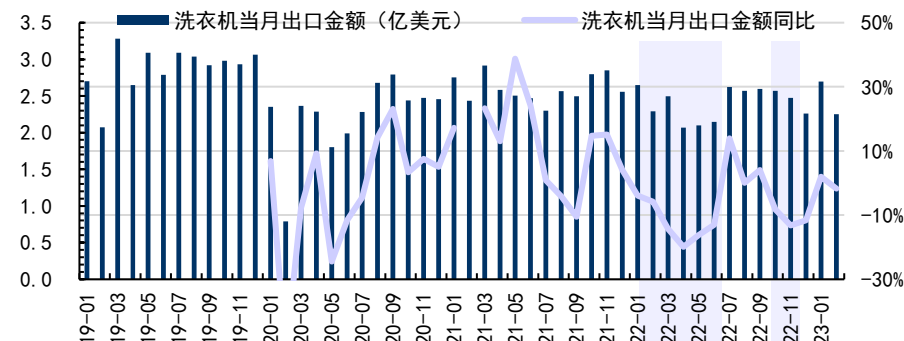
冰箱单月出口金额及增速



空调单月出口金额及增速



洗衣机单月出口金额及增速

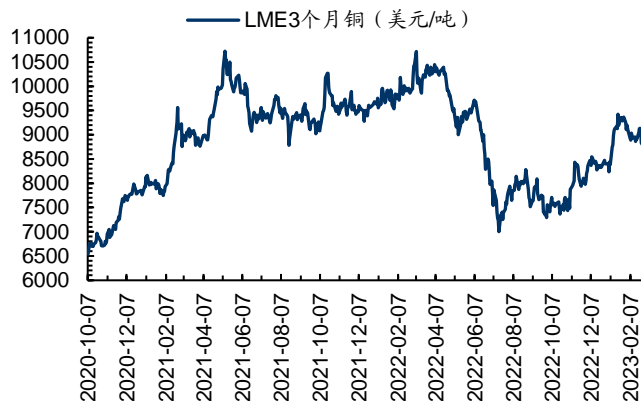


资料来源：海关总署、wind、国信证券经济研究所整理 注：剔除受低基数影响高增的21年2月数据

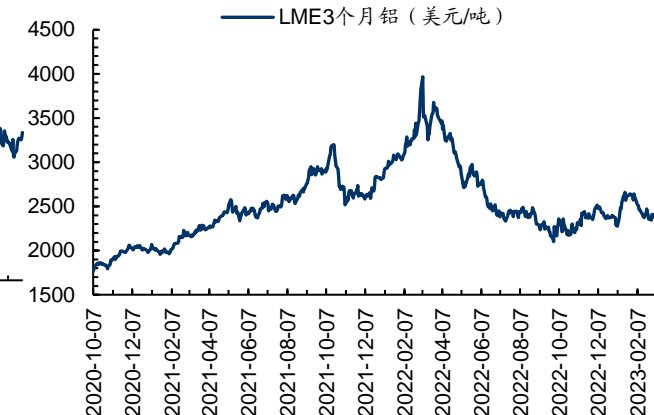
成本跟踪：当前家电成本压力已大幅缓解

大宗、海运等价格均已高位回落，成本端压力大幅缓解。截至3月29日，LME3个月铜价、LME3个月铝价已经回落至9044美元/吨、2409美元/吨，分别较2022年高点10430美元/吨、3819美元/吨同比-15.3%、-58.5%；冷扎板价格由高点6159元/吨回落至4919元/吨；海运价格接近疫情前水平；生产资料PPI当月同比也降至0%以下水平。虽然部分原材料价格（如LME3个月铜价、冷扎板价格）高位回落后在震荡下仍略有走高，但至少可以明确原材料价格已经不再大幅上涨。

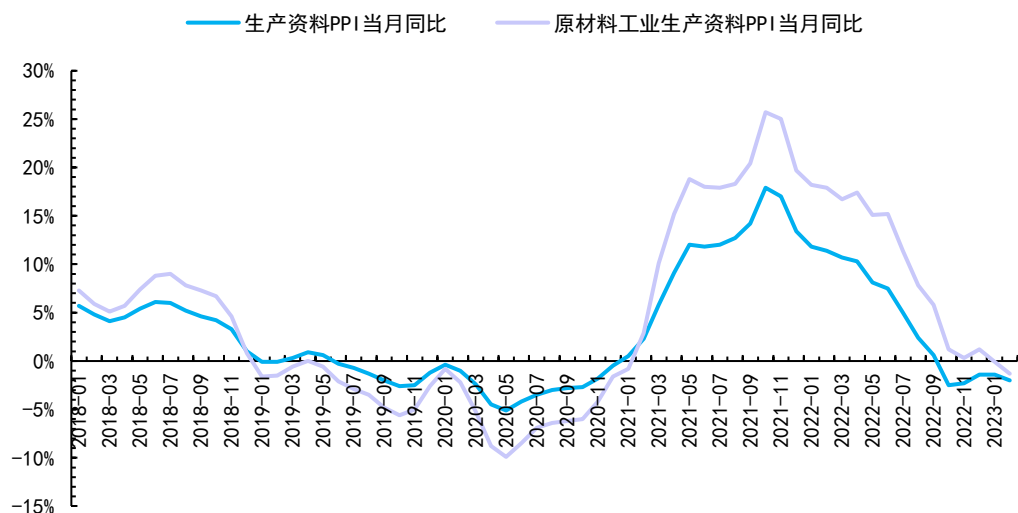
LME3个月铜价高位回落后震荡上行



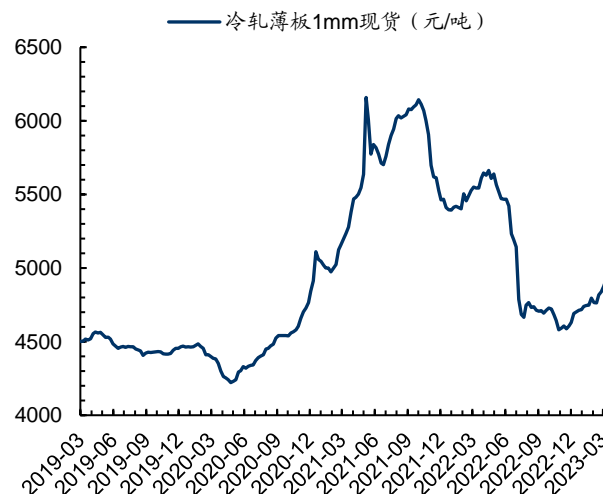
LME铝价高位回落至2021年初水平



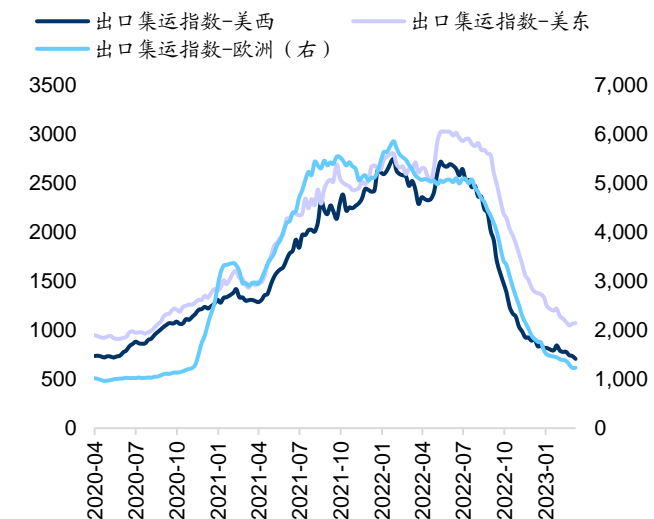
生产资料PPI已高位回落



冷扎板价格高位回落后企稳



海运价格回归至2020年初水平

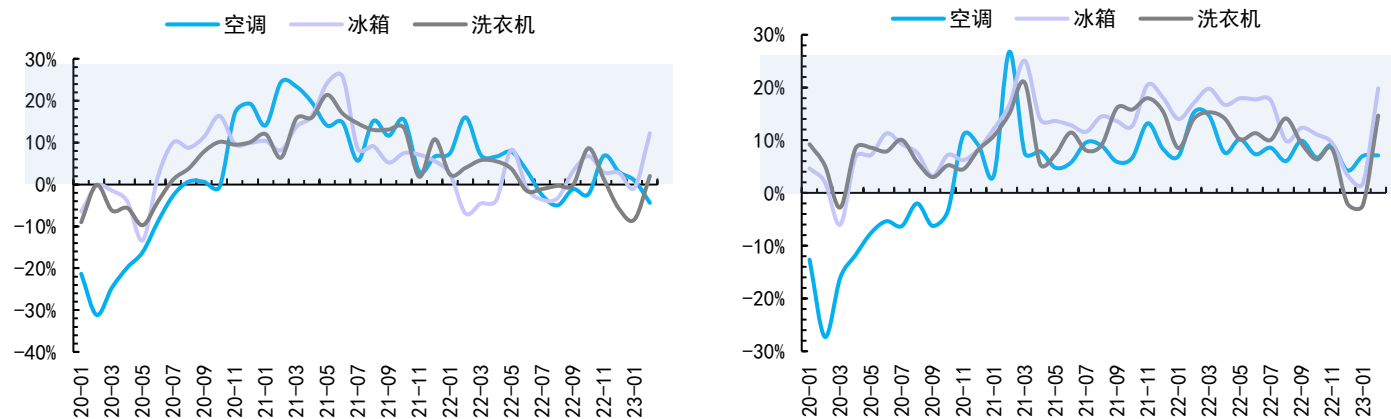


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

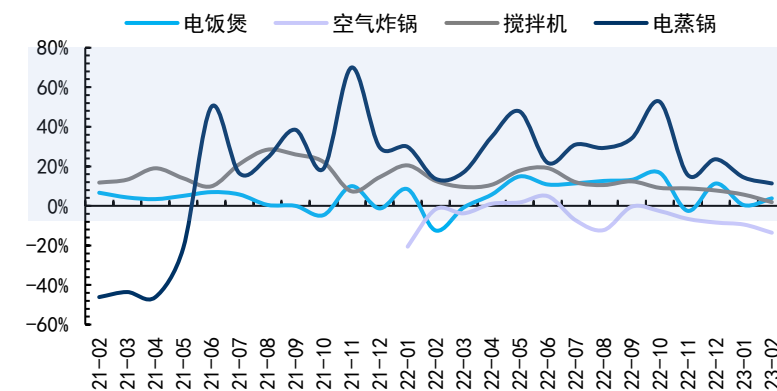
中观视角-成本跟踪：家电产品终端价格依然坚挺

而在终端价格方面，大、小家电价格依然坚挺。2021年以来各品牌商通过终端提价转移成本上涨压力，而尽管2022H2以来成本压力大幅缓解，这一态势在2022年仍得到延续，跟踪白电、厨房大电、厨小电线上/线下单月均价增速数据显示，2022年各品类大部分月份的均价同比仍保持在0%以上区间，显示品牌商较强的定价与溢价能力，在一定程度上反映了家电各细分品类行业格局的持续优化，而价格与成本端空间的扩大也有利于品牌商通过价格端调整换取需求增长，打开量价交换空间。

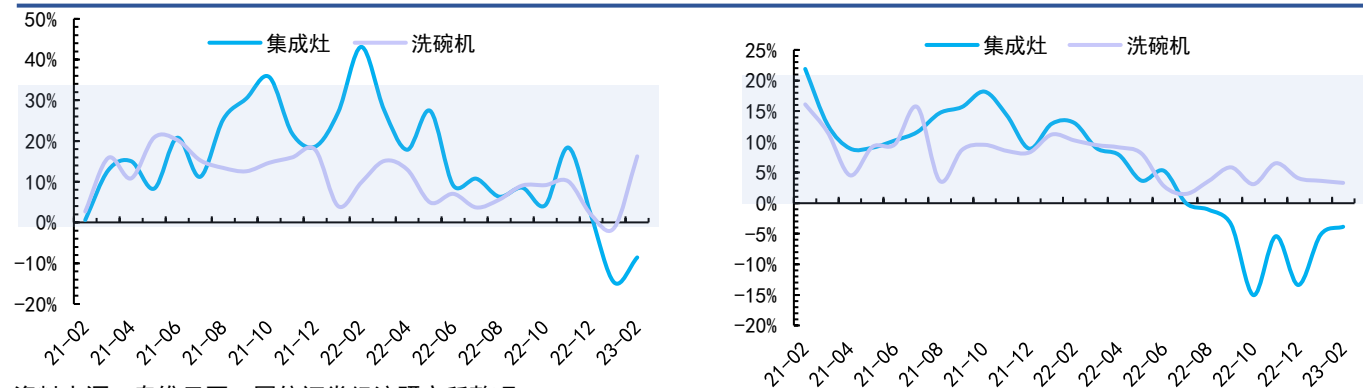
白电线上（左）、线下（右）单月均价增速



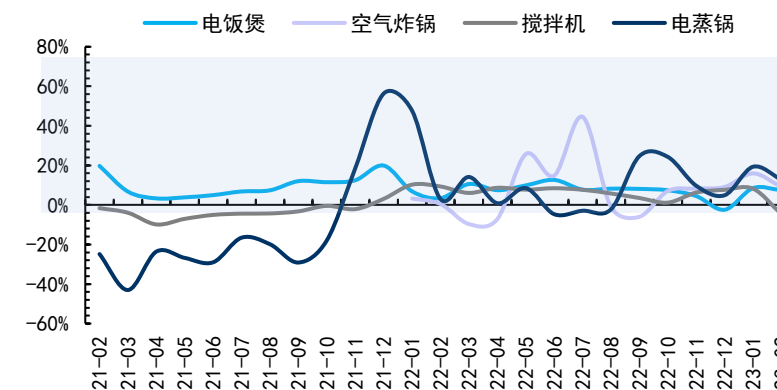
小电线上单月均价增速



厨大电线上（左）、线下（右）单月均价增速



小电线下单月均价增速



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

03

重点领域：

Q2重视大电的性价比，Q3重视外销机会

重点推荐——白电

□ 美的集团：内销和宏观完全对应，外销补库和OBM低基数

- ① **内销**：3月公司安装卡同比高增，预计Q1累计达中双位数水平，Q1内销有望实现双位数增长；
- ② **外销**：主要是补库和OBM低基数逻辑，2月订单已经转正，OBM占比低且主要集中在东南亚等新兴市场，Q1收入端也有望正增长；
- ③ **B端业务**：从萌芽期走向稳定增长期，各增速有支撑的同时，ROI的低点或已度过；
- ④ 从Q2开始收入与利润均进入不高的基数。

□ **盈利预测**：估值水平回调，叠加ROI底点或已度过，对应分红水平有望提升，进一步增强提估值的信心。预计2023Q1收入/利润增速均处于5%~10%区间，2023年收入/利润增速近10%，对应2023年PE为12倍。

美的集团	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023E	2023PE
收入增速	9.54%	0.97%	0.02%	-8%	5%~10%	9%	12
净利润增速	10.97%	3.24%	0.33%	-4%	5%~10%	9%	

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测

□ 海尔智家：内销和宏观完全对应，外销需求趋稳下保持乐观

- ① **内销-空调**：Q1累计安装卡预计双位数增长。若2023年全年空调仍保持双位数增速，则对内销增速即有中高个位数的贡献；
- ② **内销-卡萨帝**：22Q2受疫情冲击，增速从22Q1的32%持续降速。因此2023Q2有望迎来低基数时期，若卡萨帝重回2022Q1的增速水平，则对内销收入增速的贡献仍达到4pct；
- ③ **外销**：虽然欧美通胀及需求疲软等压力不小，但以美国为例，家电需求增速中枢已回升至0附近，叠加份额的持续提升和提效推进，若表现持续由于行业则仍有望贡献正增量。

□ **盈利预测**：2022年盈利能力结构性提升仍在推进，预计2023Q1收入/利润增速分别为5%~10%/+10%，随着卡萨帝低基数下持续拉动和空调的份额提升，2023年收入/利润增速分别+9%/+16%。对应2023年PE为12倍。

海尔智家	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023E	2023PE
收入增速	10.00%	8.17%	8.62%	2.24%	5%~10%	9%	12
净利润增速	15.12%	16.52%	20.28%	-2.71%	10%	16%	

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测

重点推荐——白电

□ 格力电器：Q2空调低基数，单品类+地产提振下弹性更大

- ① **Q2空调低基数**：22Q2空调在疫情下受损严重（线下-20%），预计Q2格力受空调低基数与地产修复提振的弹性更大。
- ② **低库存**：下游库存经历渠道调整后周转速度显著提升，而2022年末疫情叠加需求造成的低位库存也使下游对于补库的需求和能力兼具
- ③ **中央空调**：低基数下的弹性较家空更高。
- ④ **渠道调整**：层级削减+新渠道+数字化和物流仓储体系的逐步完善，短期带来的效率提升有利于稳固份额，长期则有望进一步提升盈利能力。

□ **盈利预测**：预计2023Q1收入/利润增速分别为+5%/+10%，2023年收入/利润分别+10%/+10%。对应2023年PE为8倍。

格力电器	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023E	2023PE
收入增速	6.02%	3.04%	10.52%	-7%	5%	10%	8
净利润增速	16.28%	24.10%	10.50%	-14%	10%	10%	

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测

□ 海信家电：中央空调是基石，家用与热管理均存弹性空间

- ① **安装依赖的中央空调和家用空调**预计在一季度双位数增长基础上，二季度同样迎来低基数；
- ② **家用业务**当前处于盈亏平衡附近的盈利水平相较白电其他龙头高个位数的平均净利润率水位仍有巨大提升
盈利能力恢复支撑一方面来自于内销业务的改善，另一方面则来自于机制的持续改善（股权激励、海外的直接操盘试点等）；
- ③ **热管理业务**持续扭亏，同时新能源业务占比提升有望同时带来远期规模和盈利能力的双提升。

□ **盈利预测**：预计2023Q1收入/利润增速分别为+5%/10%~15%，2023年收入/利润分别+10%/+20%。对应2023年PE为14倍。

海信家电	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023E	2023PE
收入增速	31.35%	8.19%	6.09%	-2.32%	5%	10%	14
净利润增速	22.10%	-10.91%	44.55%	691.03%	10%-15%	20%	

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测

重点推荐——厨电

□ 老板电器：地产受益明确，新品蓄势待发，份额持续提升

- ① **竣工-收入的传导明确**：23Q1的竣工改善带来的Q2收入端弹性更为明显，其中一线更早的复苏对增长带来更强支撑；
- ② **洗碗机、集成灶产品矩阵完善，2023蓄势待发**：2022年受疫情影响，二三品类推进受阻，2023年预计洗碗机、集成灶等新品类望迎显著高增；
- ③ 高位原材料库存消化充分，盈利能力保持稳中向好；
- ④ 地产和KA客户风险已基本消除，下沉等新渠道贡献增量。

□ **盈利预测**：预计2023Q1收入/利润增速分别为+3%/+3%，2023年收入/利润分别+8%/+9%。对应2023年PE为14倍。

老板电器	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023E	2023PE
收入增速	9.3%	-2.5%	1.7%	1%	3%	8%	14
净利润增速	2.5%	-17.5%	-7.6%	0%	3%	9%	

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测

□ 华帝股份：聚焦产品升级，新渠道带来增量贡献

- ① 对标行业龙头，高端产品和净利润率均有提升空间，2023年推出集成烹饪中心，品牌形象也在2022年全面升级；
- ② 历史包袱放下：下游客户应收减值在2022年处理完毕；自身渠道扁平化调整也阶段性完成，渠道提效+风险降低；
- ③ 内销通过天猫、苏宁、京东等新零售渠道抓增量，2022年即实现高增，2023年预计进一步放量，收入占比预计达到双位数；
- ④ 原材料压力降低叠加品牌和产品升级，预计净利率有望达到历史正常水平。

□ **盈利预测**：预计2023Q1收入/利润增速分别为0~5%/+5%，2023年收入/利润分别+10%/+10%。对应2023年PE为13倍。

华帝股份	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023E	2023PE
收入增速	6.9%	4.4%	11.5%	10%	0-5%	10%	13
净利润增速	2.8%	-0.02%	2.39%	亏损0.8亿	5%	10%	

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测

重点推荐——厨电

□ 火星人：地产受益明确，新品蓄势待发，份额持续提升

- ① 尽管基数和地产同样带来正面贡献，但集成灶行业已经逐步进入出清阶段，龙头有望脱颖而出。行业的增量获取已经要求集成灶企业具备强运营能力和资金实力，早期进行多元渠道布局的龙头有望开始实现先发布局的红利收割；
- ② 渠道规模效应逐步显现：2023年重点拓展KA、家装渠道，占比有望进一步提升至中双位数；而下沉渠道的门店数量仍有50%+提升空间；
- ③ 产品矩阵基本树立：集成洗碗机等有望贡献近双位数的收入规模，同时蒸烤独立、煮饭功能等仍处于新品周期。

□ **盈利预测：**预计2023Q1收入/利润受上年高基数和22Q4影响下降-11%/-11%，2023年收入/利润增速分别+28%/+40%。对应2023年PE为29倍

火星人	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023E	2023PE
收入增速	29.2%	-0.1%	-8.6%	-12%	-11%	28%	29
净利润增速	36%	-18%	-40%	0%	-11%	40%	

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测

□ 亿田智能：终端全方位发力的新兴力量

- ① 各类渠道的增长有迹可循，终端各类网店预计在2023-2025年年均增量超4000家，其中专卖店数量增速即超30%，而新兴渠道（下沉、家装、KA等）同样布局相对较早，经销体系和利益的梳理清晰同样有利于全渠道增长的推进；
- ② 产品矩阵向上向下同时拓宽：烟灶消和集成烹饪中心发力，分别抓住大众市场和高端市场，同时套系化比例的提升也有利于进一步提升店效和盈利能力；
- ③ 组织和管理促融合阶段性完成，二代顺利接班使经销体系和内部团队达到稳定高效状态。

□ **盈利预测：**预计2023Q1收入/利润受上年高基数和22Q4影响降幅分别为-10%/-10%，2023年收入/利润分别+25%/+35%。对应2023年PE为16倍。

亿田智能	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023E	2023PE
收入增速	63%	4.0%	14.5%	12%	-10%	25%	16
净利润增速	51%	7.1%	-22%	5%	-10%	35%	

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测

重点推荐——耐用小家电

□ 新宝股份：内销品牌力强，外销望迎曙光

- ① **内销：咖啡机、清洁和长尾增量空间充足。**2023年小家电市场或是常态化发展的首年，而渠道红利带来的新品类仍有望延续。其中咖啡机、洗地机等仍保持了高景气度；
- ② **内销：摩飞+百胜图+东菱品牌拉力强。**2023Q1摩飞、东菱传统平台预计维稳，而百胜图1-2月在咖啡机的销额份额大幅提升4.1pct至6.5%，多平台销额仅次于德龙、飞利浦
- ③ **外销：最困难的时间或已过去。**公司2023年以来外销订单有所好转，结合下游库存情况，可选耐用预计补库周期或在Q2末来临，结合2022Q2高基数后的回落，预计2023Q3起望迎来恢复性增长。

□ **盈利预测：**预计2023Q1收入/利润受上年高基数影响下降-15%/-10%，2023年收入/利润增速分别+5%/+10%。对应2023年PE为14倍。

新宝股份	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023E	2023PE
收入增速	13.5%	1.5%	-11.5%	-29%	-15%	5%	14
净利润增速	4.6%	114%	27%	-42%	-10%	10%	

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测

□ 泉峰控股：厚积薄发的锂电户外动力工具龙头

- ① **电动工具：**2022年受外生影响欧洲需求下滑，2023年有望迎来恢复性增长，且作为刚需预计恢复更快一些。
- ② **锂电类OPE：**户外动力装备(OPE)是海外刚需行业，但锂电化率不足20%仍具增长动力。
- ③ **新品+产能扩张：**产品、渠道和品牌优势兼具基础上，2023年家用新品仍望持续迭代+商用拓空间，智能产线二期预计2023H1投产进一步支撑高效增长。
- ④ **新渠道拓展：**2022年公司协同电商平台推出子品牌Denali，补齐完善了线上品牌布局，预计能带来可观新增量。

□ **盈利预测：**预计2023年收入/利润分别+16%/+38%。对应2023年PE为13倍。

泉峰控股	2022H1	2022H2	2023E	2024E	2023PE
收入增速	15%	12%	16%	16%	13
扣非增速	42.3%	202%	38%	26%	

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测

重点推荐——耐用小家电

□ 小熊电器：内生的强劲增长即开始

- ① **新品类：豆料榨锅煲等刚需品类份持续提升。**长尾优势品类维稳的基础上，小熊自2022年以来破壁机、饭煲类份额持续提升，2022年母婴、个护、厨具等新赛道预计均高增，收入贡献比例达到高单。线上份额2023年1-2月整体保持0.3pct的提升至3.7%；
- ② **品牌升级有效带来毛利率的提升和目标消费客户的扩围。**2022年的品牌升级推进，2022Q3起逐季度毛利率有效提升，2022年全年毛利率提升3.7pct至36.5%
- ③ **新渠道的拉动力仍强。**2022传统渠道稳健增长，新渠道（抖/拼/私域）预计收入占比近三成，其中抖/拼预计近翻倍增长。

□ **盈利预测：**预计2023Q1收入/利润增速17%~20%/23~25%，2023年收入/利润增速分别+15%/+20%。对应2023年PE为24倍。

小熊电器	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023E	2023PE
收入增速	7.7%	20%	16.3%	14.3%	17%~20%	15%	24
扣非增速	18%	43%	79%	40%	23%~25%	20%	

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测

□ 九阳股份：新品发力，线下修复，Q2迎来低基数

- ① Q2新品发力，其中零涂层饭煲升级款有望延续此前的亮眼表现；
- ② 炊具业务2023年回归产品，打造差异化产品，提升地方KA、细分自有渠道的渗透，有望实现份额提升。
- ③ 结合新品继续投入终端渠道、提升品牌购买转化率。线上持续发展抖音等内容电商渠道，通过组合打法推新卖贵；线下继续聚焦零售，动销转型下库存下降周转加快，SM店的探索也有望在今年发挥更大价值。
- ④ 受国内小家电整体景气度较弱及疫情反复等影响22Q2进入低基数，预计Q2能看到收入利润的明显改善。

□ **盈利预测：**预计2023Q1收入/利润0~10%/0%，2023年收入/利润增速分别+12%/+15%。对应2023年PE为20倍。

九阳股份	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023E	2023PE
收入增速	3.8%	-4.8%	-3.2%	-7.3%	0-10%	12%	20
净利润增速	-7.7%	-33.6%	-25.3%	-69.8%	0%	15%	

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测

主要公司一季报前瞻及盈利预测

□ 个股思路：短期聚焦共振和反转集中的大电；长期关注外销的真正左侧低基数

板块	公司	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
		2023Q1 E	Q1同比	2023E	2023同比	2023Q1 E	Q1同比	2023E	2023同比
白电	美的集团	955-1000	5%-10%	3769	9%	75-79	5%-10%	320	9%
	格力电器	373.1	5.0%	2144	10%	44.0	10.0%	272	10%
	海尔智家	633-663	5%-10%	2654	9%	38.7	10.0%	171	16%
	海信家电	192.2	5.0%	815	10%	2.9-3.1	10%-15%	17	20%
厨电	老板电器	21.5	3.0%	112	8%	3.8	3.0%	20	9%
	火星人	4.0	-11.0%	29	28%	0.5	-11%	4.5	40%
	亿田智能	2.2	-10.0%	18	25%	0.4	-10.0%	2.9	35%
小家电	九阳股份	23.3-25.6	0%-10%	114	12%	1.7	0.0%	6.1	15%
	小熊电器	11.4-11.7	17%-20%	47	15%	1.28-1.30	23%-25%	4.6	20%
	新宝股份	31.0	-15.0%	144	5%	1.6	-10.0%	10.5	10%

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理及预测



04 | 风险提示

风险提示

□ 行业整体风险

- 国内消费复苏节奏不及预期，导致上市公司收入增速不及预期；
- 行业竞争加剧导致价格端下滑，进而影响盈利能力；
- 大宗原材料、海运等成本端大幅提升，导致公司盈利能力改善不及预期；

□ 白电公司风险

- 地产复苏进度不及预期，一方面导致需求增长不及预期，另一方面影响增长可持续性进而影响行业估值水平；
- 外销需求恢复不及预期，导致外销占比较高的白电公司收入下滑风险；

□ 厨电风险

- 地产复苏进度不及预期，一方面导致需求增长不及预期，另一方面影响增长可持续性进而影响行业估值水平；
- 行业竞争加剧，导致费用投放力度提升、毛利率波动进而影响盈利能力；
- 工程类大客户回款不及预期，导致信用减值损失提升；

□ 小家电风险

- 新品类增长不及预期，叠加部分高基数品类增长乏力导致收入增速不及预期；
- 行业竞争加剧导致盈利能力下滑。

免责声明

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032