

家用电器

报告日期：2024年04月16日

如何看待中国白电巨头和海外龙头的估值差异？

——家用电器行业深度报告

投资要点

□ 稳定性、稀缺性是海外家电龙头实现估值溢价的基础。

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

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

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

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

□ 中国家电白马 ROE 高且稳定，股东回报具有穿越周期的能力

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

□ 为什么中国白电龙头 PE 值和海外龙头相比仍有差距？

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

行业评级：看好(维持)

分析师：闵繁皓

执业证书号：S1230522040001

minfanhao@stocke.com.cn

分析师：张云添

执业证书号：S1230524020006

zhangyuntian@stocke.com.cn

相关报告

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

□ 投资建议

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

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

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

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

推荐美的集团、海尔智家，建议关注格力电器。

□ 风险提示

宏观经济不确定性；行业竞争加剧；测算结果偏差。

正文目录

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

图表目录

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

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

1 稳定性、稀缺性是海外家电龙头实现估值溢价的基础

1.1 业绩增速和现金回报增加股东回报确定性，高确定性带来估值溢价

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

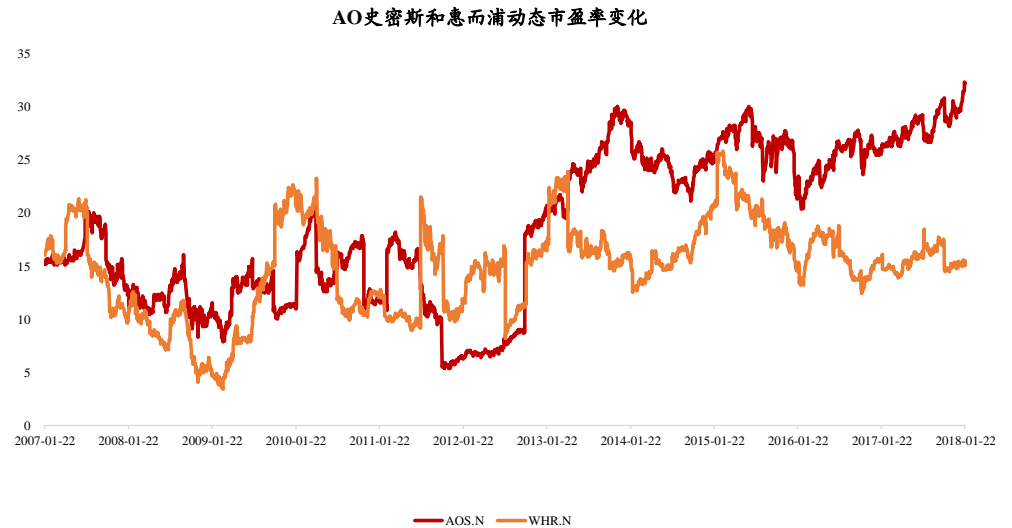
$$V = \frac{DPS * (1 + g)}{r - g} = \frac{EPS * d * (1 + g)}{r - g}$$

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

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

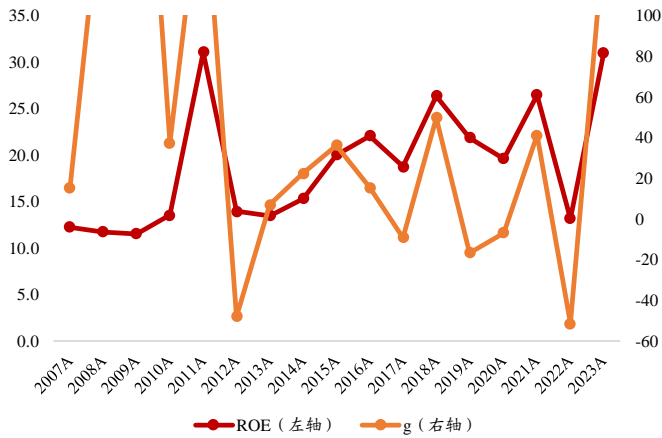
比较海外家电龙头的估值，AO 史密斯 ROE 高且稳定，相比惠而浦有更高的估值溢价。
1) AO 史密斯是美国热水器龙头，惠而浦是美国白电龙头，二者产品属性相近，但是二者估值在 2013 年后走出分化。2) 2013 年后惠而浦 ROE 的波动性要明显大于 AO 史密斯，2013~2023 年 AO 史密斯和惠而浦 ROE 的标准差分别为 6.45%、18.21%。3) 通过对财务数据的拟合看，导致 ROE 波动性的关键因素是利润增速 (g)，这说明惠而浦利润周期性波动性更强，换言之，AO 史密斯经营业绩抗风险能力强于惠而浦。

图1： AO 史密斯和惠而浦的 PE 值在 2013 年后出现分化



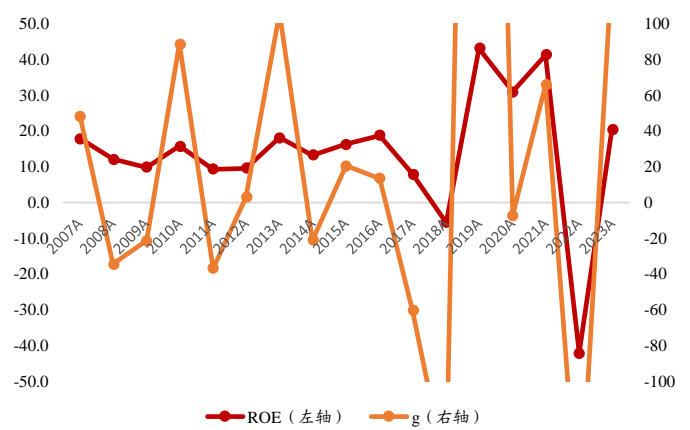
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2: AO 史密斯 ROE 和 g 对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 惠而浦 ROE 和 g 对比 (单位: %)

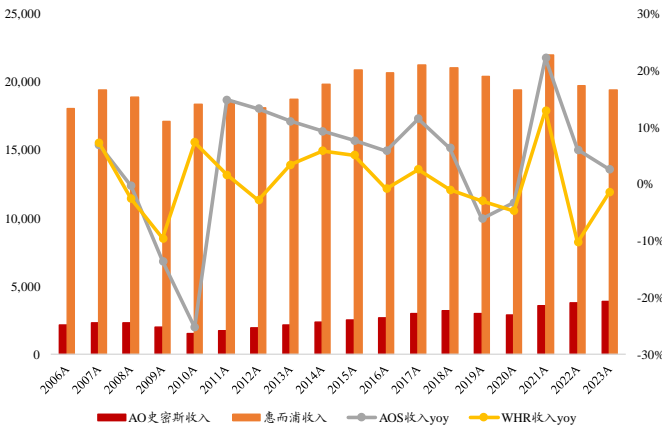


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.1.1 从收入和盈利看, AO 史密斯分散经营风险能力更强

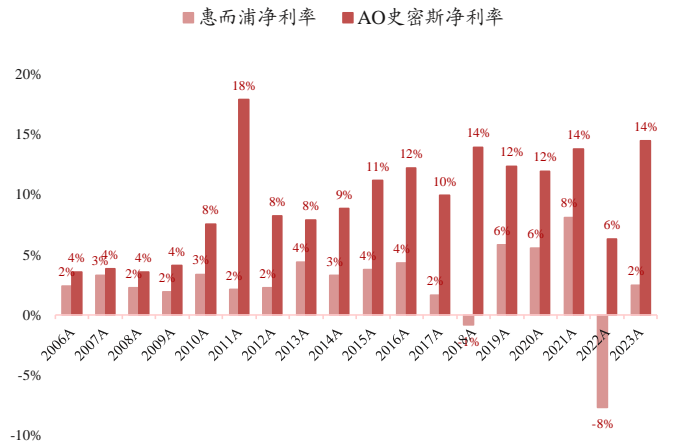
2013 年至今, AO 史密斯收入和利润保持稳定增长, 净利润率中枢高且稳定。1) AO 史密斯经营业绩稳步向上, 表现出一定的成长性。AO 史密斯 2013~2023 年收入 CAGR 为 6%、归母净利润 CAGR 为 13%, 保持整体稳步向上的态势, 对比惠而浦收入 CAGR 为 0%、归母净利润 CAGR 为负。2) 从稳定性上看, AO 史密斯专注热水器业务, 2013~2023 年净利润率平均值为 11%, 标准差为 3%; 惠而浦白电业务 2013 年以来的净利润率平均值为 4%, 标准差为 4%。AO 史密斯净利润率中枢更高、波动更小, 说明整体上净利润增速的波动性更小、确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

图4: AO 史密斯和惠而浦营业收入及同比增速 (百万美元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

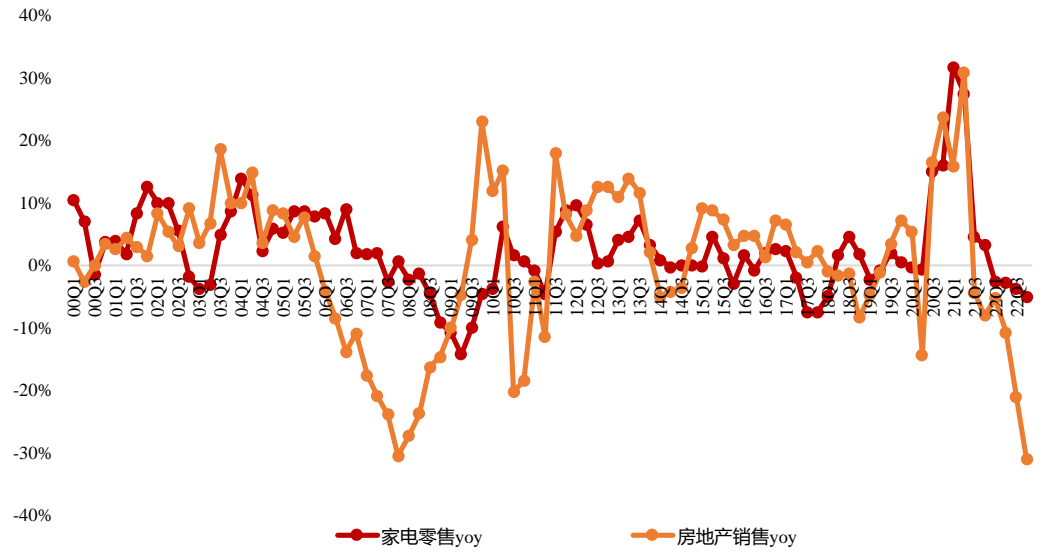
图5: AO 史密斯净利率比惠而浦更稳定



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

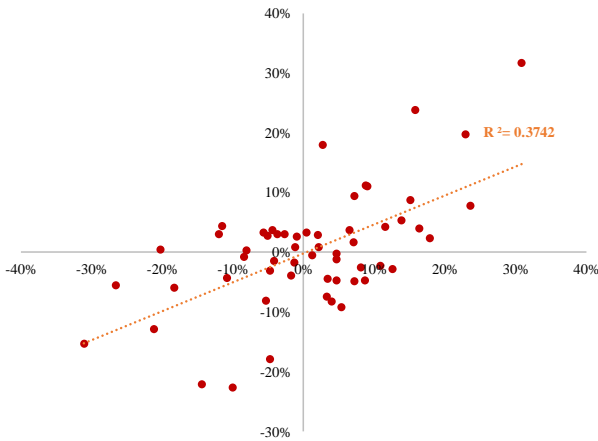
AO 史密斯淡化经营房地产周期对收入的影响, 从而为业绩增长的稳定性提供支撑。1) 北美家电消费具有较强的地产后周期属性, 房屋销售到家电消费相隔接近一个季度的时间。根据惠而浦公告, 美国约有 15%、25% 的家电消费来源于新房和成屋。2) 通过拟合惠而浦、AO 史密斯收入同比和北美住宅销售套数同比, AO 史密斯收入同比对北美住宅销售套数同比的拟合度 ($R^2=0.07$) 大幅低于惠而浦 ($R^2=0.37$)。

图6: 北美家电零售和房地产销售的相关度较高



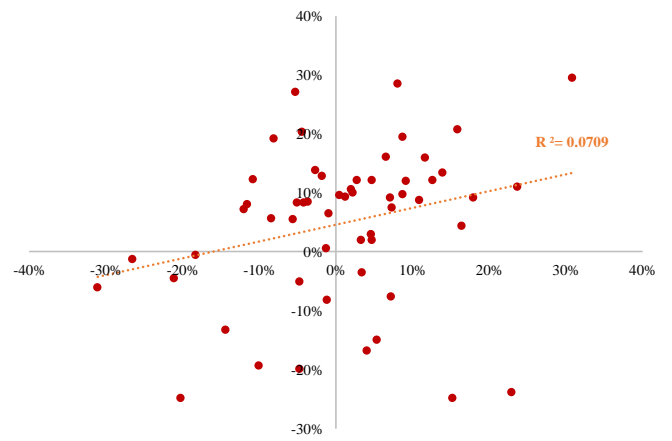
资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 房地产销售套数 = 新房销售套数 + 成屋销售套数

图7: 惠而浦收入同比和美国住宅销售同比拟合度



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

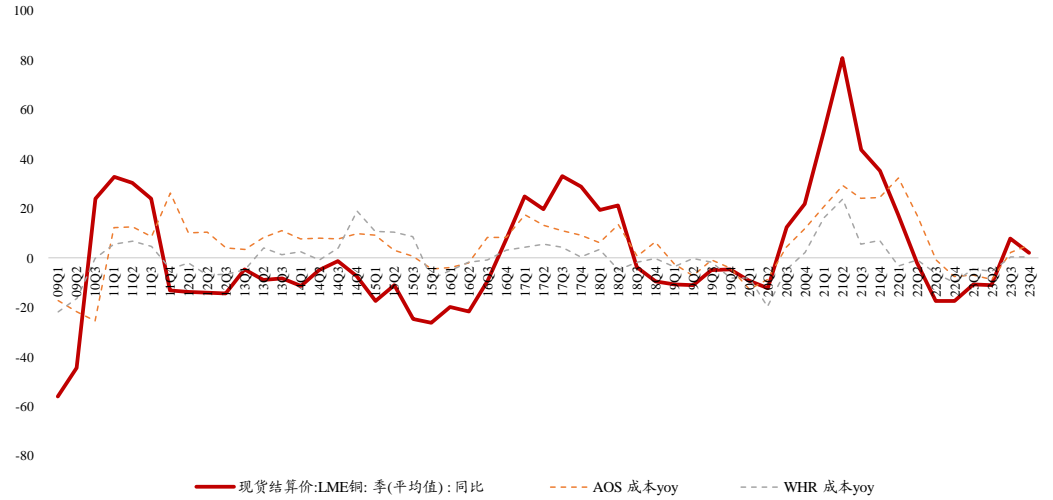
图8: AO史密斯收入同比和美国住宅销售同比拟合度



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

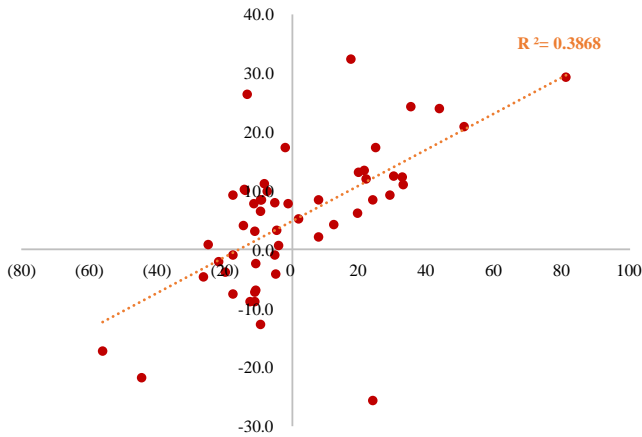
AO 史密斯和惠而浦营业成本都会受到金属原材料价格影响, 但是营业成本振幅明显小于金属价格波动。1) 在家电的营业成本中, 原材料占比较高, 家电企业的盈利能力受到金属原材料价格波动的影响预计会很大。2) 但是从数据上看, AO 史密斯和惠而浦的营业成本相对金属原材料价格的波动没那么大, 金属原材料价格波动对 AO 史密斯和惠而浦营业成本同比的解释力度在 0.39~0.42 之间, 这是因为家电企业通常通过提前备料和集中采购等方式降低原材料价格对成本端的波动。

图9: AO 史密斯、惠而浦营业成本振幅明显小于铜价波动



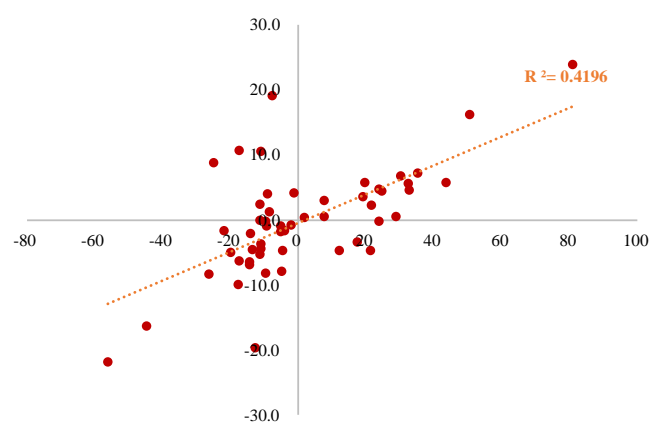
资料来源: Wind, Capital IQ, 浙商证券研究所

图10: 惠而浦营业成本同比和铜价同比拟合度



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

图11: AO 史密斯营业成本同比和铜价同比拟合度

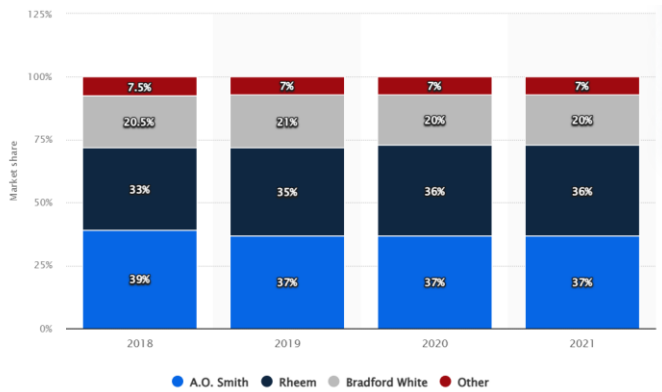


资料来源: Wind, Capital IQ, 浙商证券研究所, 注: 剔除部分异常值

AO 史密斯通过产品调整和全球化运营分散经营风险。

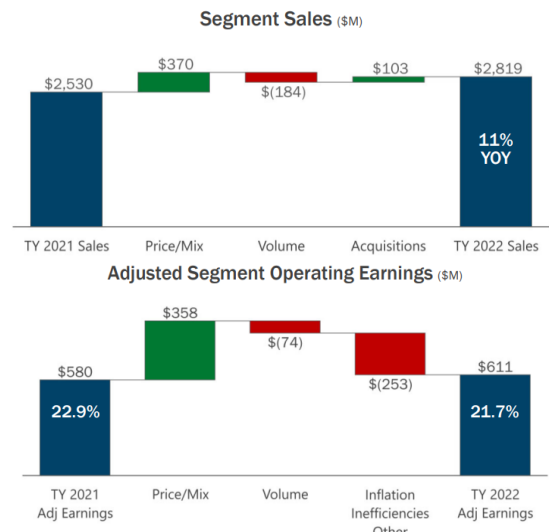
1) **产品调整:** 根据 Statista 数据, 2019~2021 年 AO 史密斯在北美热水器市场零售量份额为 37%, 行业龙头有足够话语权调整产品结构从而稳定盈利。根据公司公告, 结合其近年来发布的产品可以发现, AO 史密斯通过产品创新来提升产品差异性, 提高产品定价能力, 降低市场波动带来的影响。其不断进行产品创新开发, 在水暖、水处理、热泵等产品上建立起良好的品牌效应。AO 史密斯 2022 年的销售额增长主要得益于其较好的定价能力, 产品结构调整 and 价格提升在一定程度上抵销了销量下降和原材料价格上涨所带来的负面效应。

图12: AO史密斯家用热水器北美地区市场份额领先



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

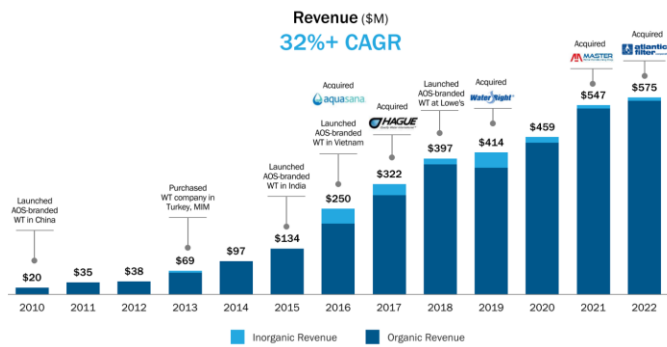
图13: AO史密斯22年通过结构和价格调整改善收入和盈利



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

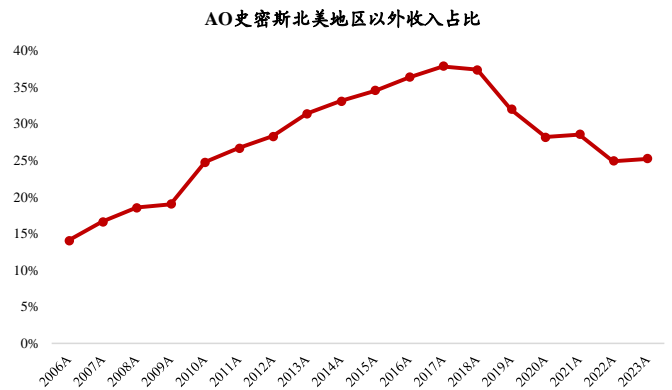
2) **全球化运营**: 根据公司公告, AO史密斯在2010年以来, 注重通过战略收购来扩大其在各个区域、各大领域的品牌影响力。其在近十年先后收购 Aquasana、HAGUE、Master等品牌, 并且在中国市场发展迅速。全球化运营分散单一地区的经营风险, 从而降低经营业绩的波动性。2008~2018年, AO史密斯北美地区以外的营收占比从15%提升至35%。

图14: AO史密斯通过全球并购全球化运营



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图15: AO史密斯北美地区以外收入占比



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

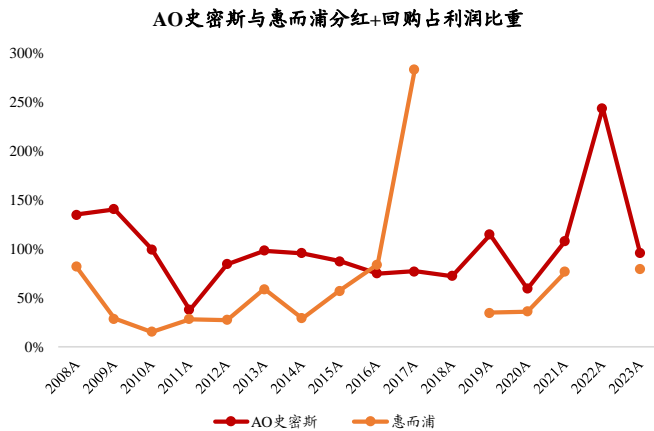
1.1.2 利润增长存在周期性波动, 高估值的公司通过回购+分红方式加强股东回报

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

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

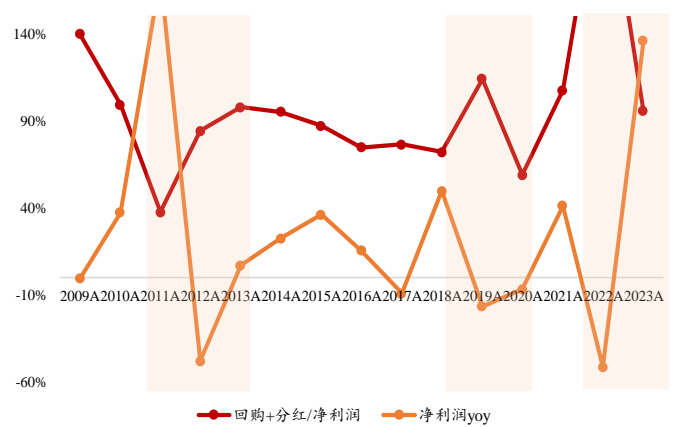
业绩上的损失。同样，在净利润大幅增长的时候，AO 史密斯也会降低回购+分红的比例调节股东回报。

图16: AO 史密斯分红+回购占净利润比重相比惠而浦高且稳定



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

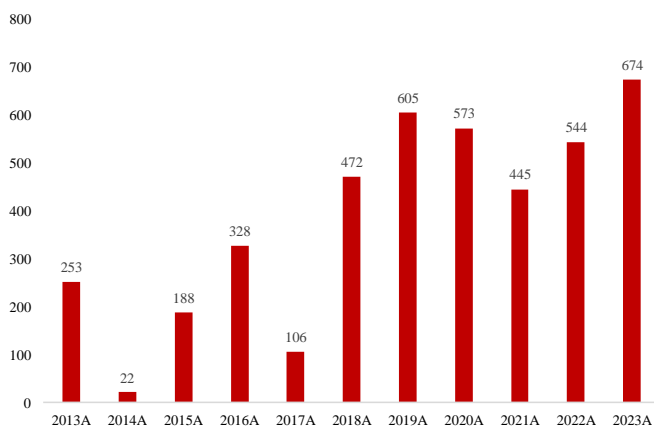
图17: 在利润失速的时候, AO 史密斯主动调节现金回报比例



资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所

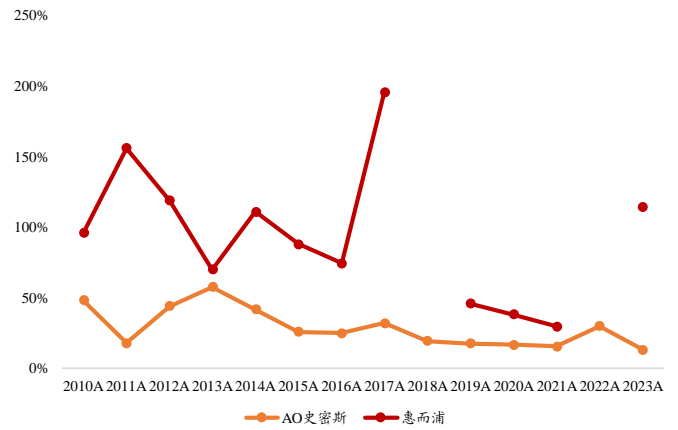
AO 史密斯少有大型资本开支, 自由现金流表现强劲。1) AO 史密斯专注热水、净水相关的水家电业务, AO 史密斯近年来没有大型资本开支的计划, 2017 年以来资本开支占净利润的比重持续下降。2) AO 史密斯是全球热水器龙头企业, 在北美地区市场地位稳固, 经营性现金流稳健增长, 自 2021 年以来资本开支维持在 7000 万~7500 万美元, 股权自由现金流表现优异, 2018 年以来 AO 史密斯的自由现金流维持在 4~7 亿美元水平。

图18: AO 史密斯股权自由现金流稳健增长 (百万美元)



资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所

图19: AO 史密斯资本开支占净利润比重明显低于惠而浦



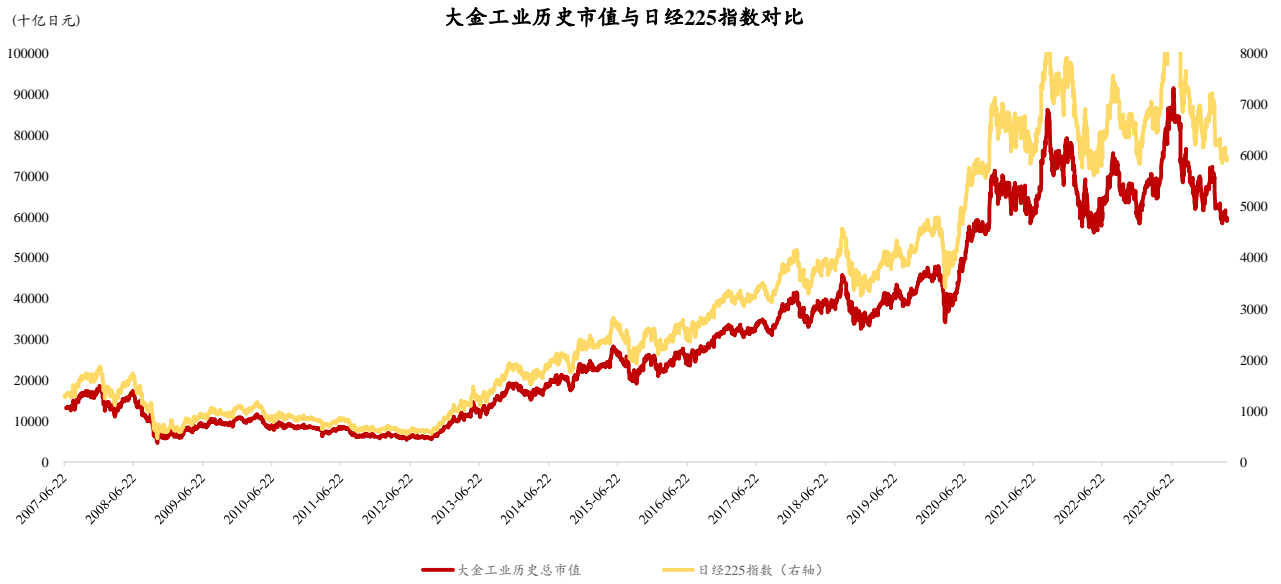
资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所, 注: 已剔除惠而浦净利润亏损的年份

1.2 标的稀缺性提供天然的估值基础

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

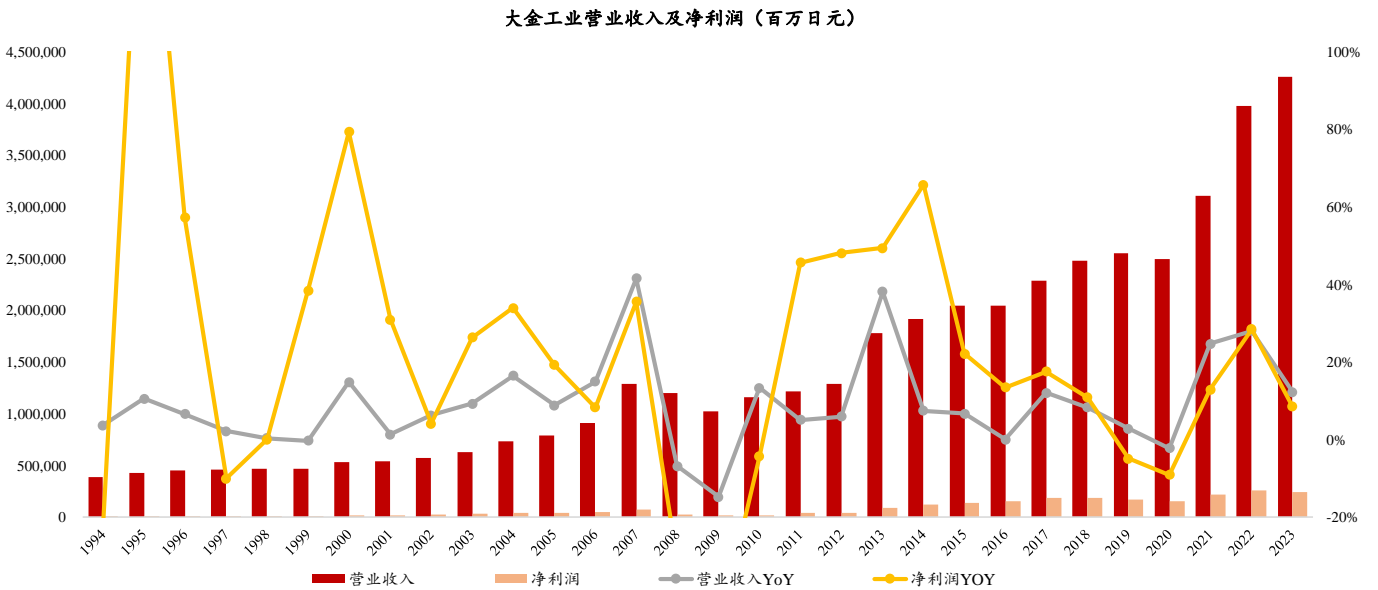
大金工业具有明显的估值溢价, 复盘大金工业的股价和经营业绩, 我们发现: 1) 大金工业通过战略调整穿越日本地产泡沫破灭的周期; 2) 大金具备强大的资产整合能力, 通过海外资产并购整合推行地推地销, 实现全球化运营; 3) 大金产品价格定位中高端, 在全球形成品牌心智。

图20: 大金工业股价分析



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

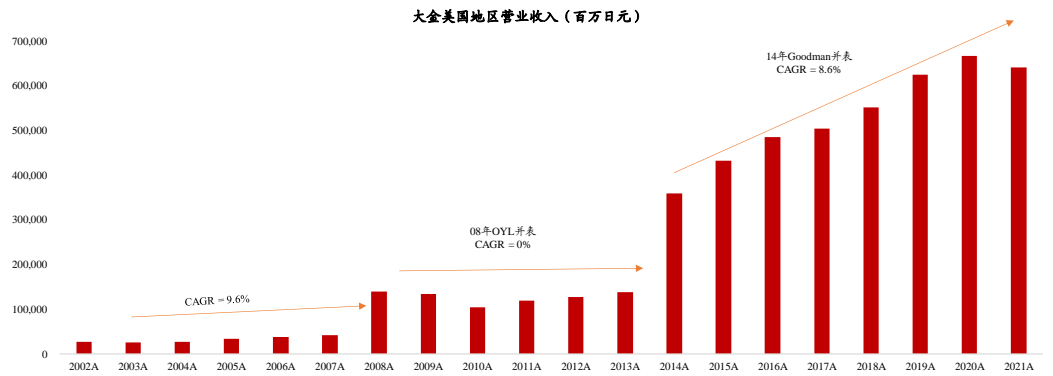
图21: 大金工业历史收入和利润增长趋势



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

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

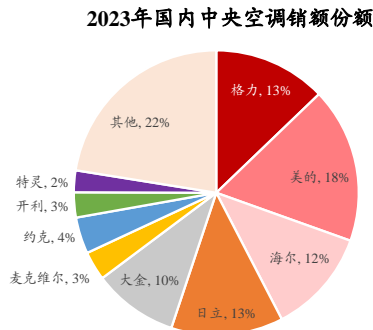
图22: 收购 Goodman 后, 大金在美国收入增长提速



资料来源: Wind, Capital IQ, 浙商证券研究所

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

图23: 大金在中国市场央空份额属于头部



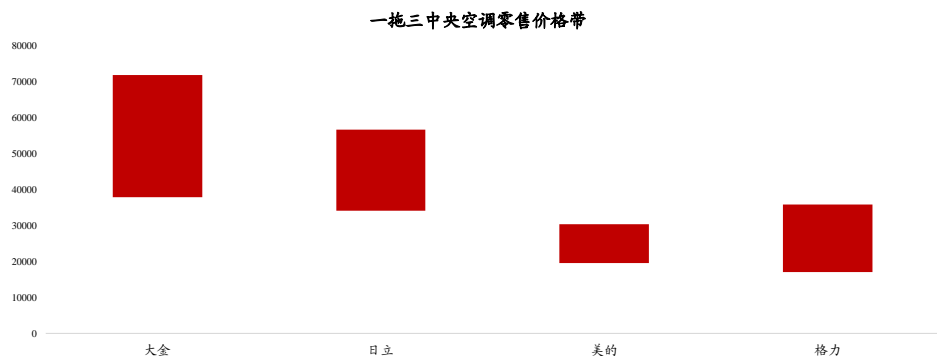
资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

图24: 大金中央空调在中国品牌力领先



资料来源: 盖得排行, 浙商证券研究所

图25: 相比其他品牌, 大金中央空调产品价格带更高



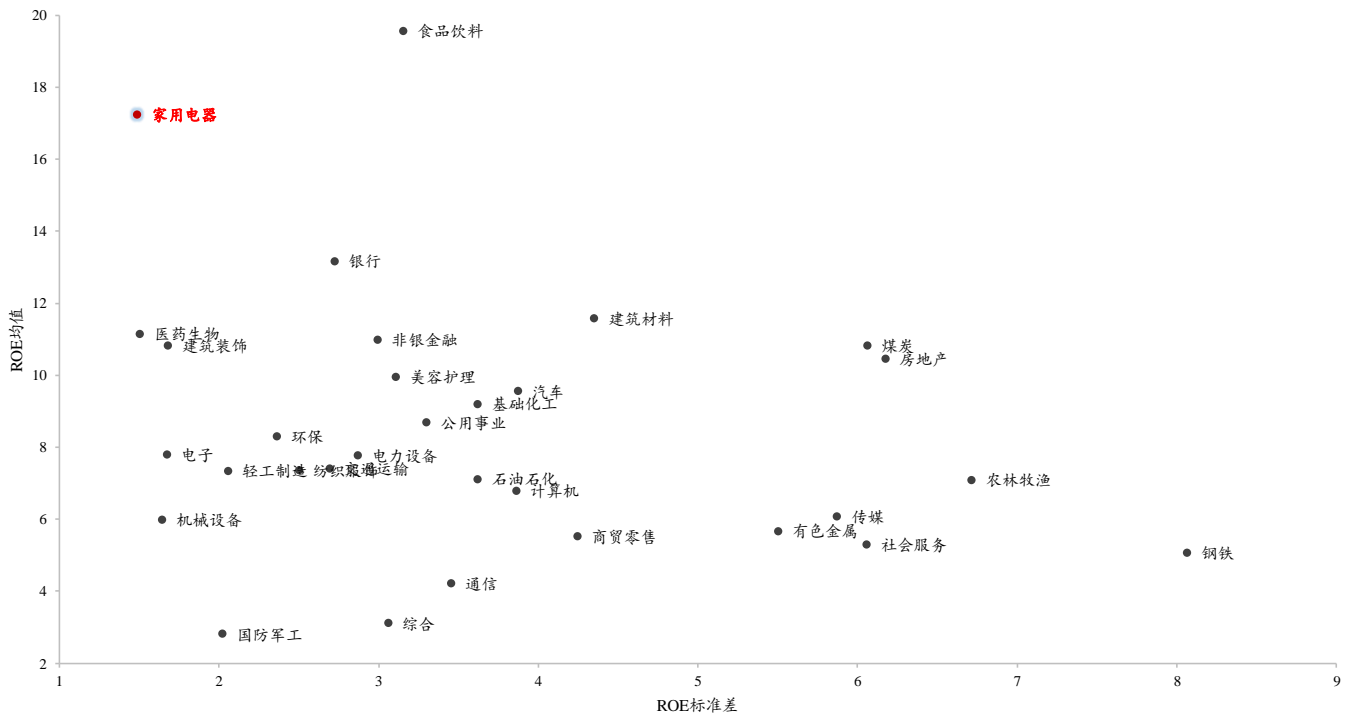
资料来源: 京东, 浙商证券研究所

2 中国家电白马 ROE 高且稳定，股东回报具有穿越周期的能力

2.1 家电具备高且稳的 ROE，盈利能力是影响 ROE 的核心变量

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

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



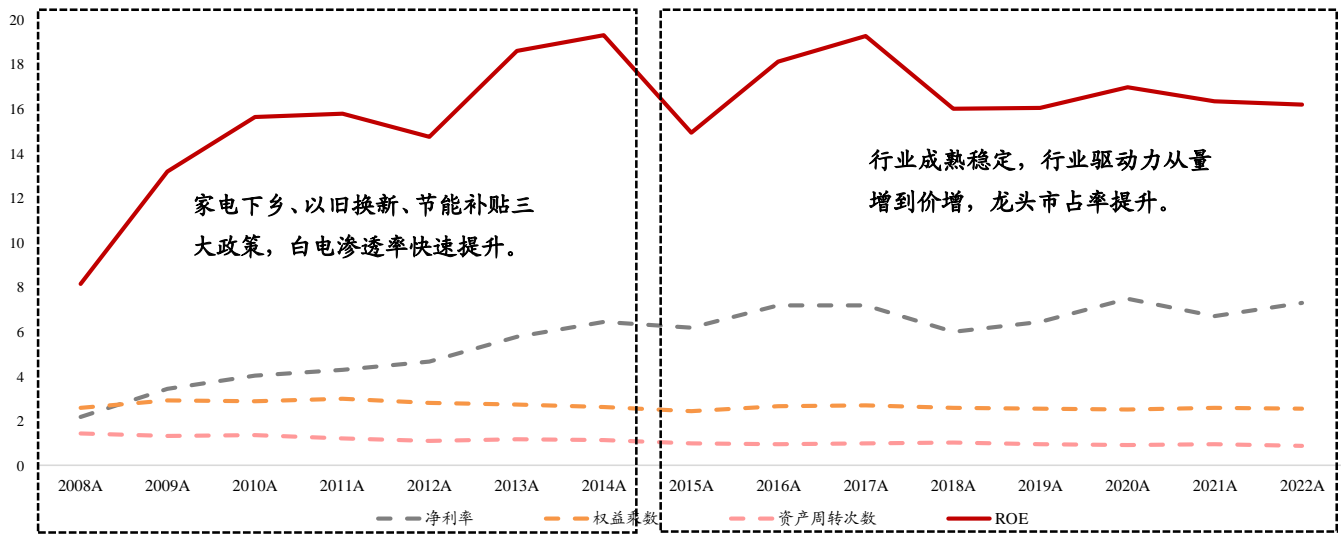
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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

对家电板块进行杜邦分析，盈利能力是核心变量，其次是总资产周转和权益乘数。

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

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



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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

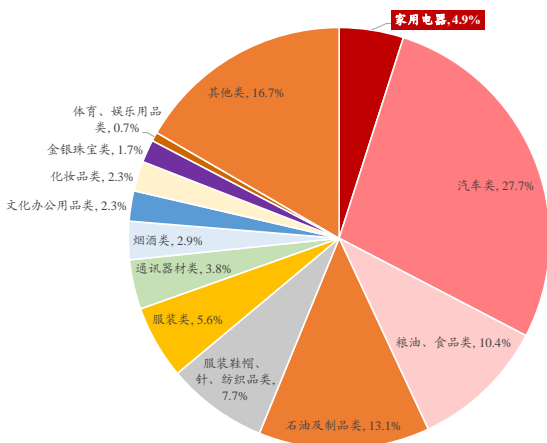
时间段	ΔROE (%)	Δ净利率 (pct)	Δ权益乘数	Δ周转次数
2008~2014	11.16	4.25	0.07	-0.32
2014~2022	-3.12	0.87	-0.09	-0.27

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

2.2 家电板块高ROE的基因: 需求稳定、寡占格局、海外空间、现金资产

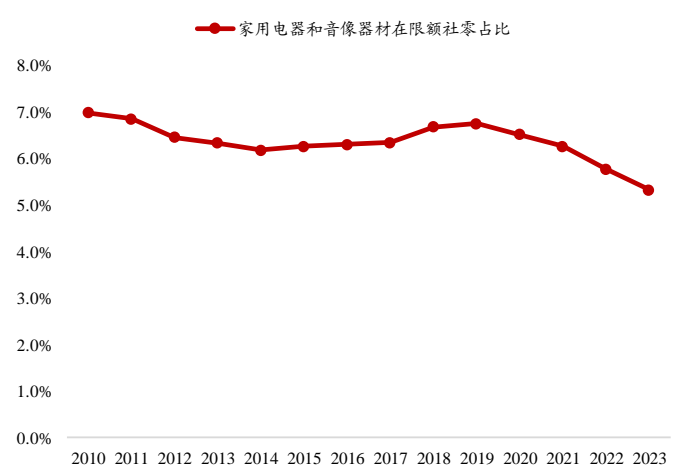
家电行业消费市场广阔, 需求三重推动力和出海带来家电企业稳定的增长。1) 家电行业是规模约7586亿元的消费市场(2023年数据)。2023年限额以上企业商品零售总额约15万亿元, 其中家用电器和音像器材类占比约为4.9%, 2010~2022年以来家电占商品零售总额的比重在5%~7%之间。2) 家电消费需求具有一定的地产后周期属性, 新房对冰箱、洗衣机、空调内销贡献分别为31%、29%、37%(请参见2023年8月25日发布的研报《供应链优势全球扩张, 自主品牌成建制出海》)。

图28: 家用电器在限额以上社零占比约4.9%(2023年数据)



资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

图29: 家用电器在限额以上社零占比在5%~7%之间



资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

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

图30: 家电行业具备三重动力推动行业规模提升

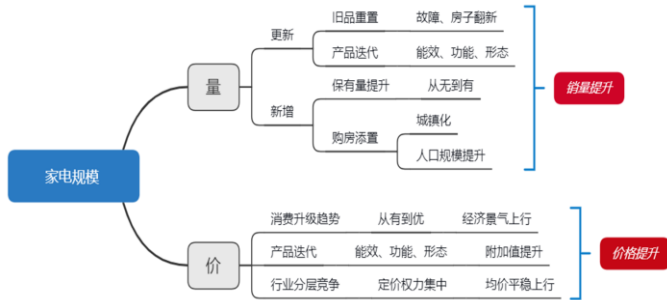
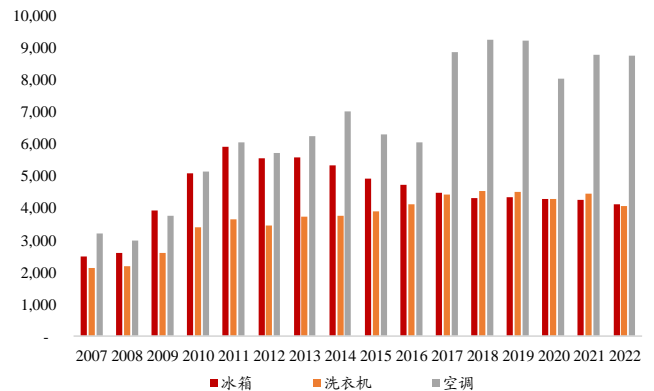


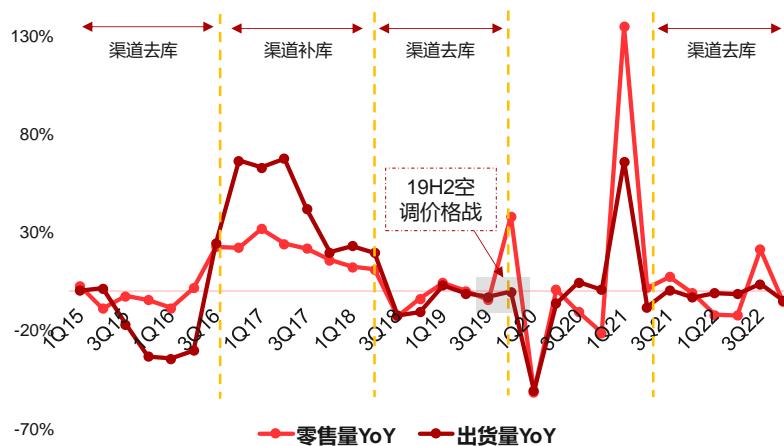
图31: 白电出货稳中有升 (单位: 万台)



资料来源: 浙商证券研究所整理

资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

图32: 品牌方通过渠道补库或去库熨平经营周期



资料来源: 产业在线, 奥维云网, 浙商证券研究所

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

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/678130023116006061>