

家用电器

报告日期：2023 年 08 月 25 日

供应链优势全球扩张，自主品牌成建制出海

——家用电器海外专题报告（白电篇）

投资要点

□ 依托全球最大消费市场，中国白电产业链布局完善

1) 中国冰箱冷柜、洗衣机、空调内销市场出货量占全球出货的 27%、27%、51%，是全球最大的家电消费市场。2) 依托全球最大的家电消费市场，中国把握家电上游零部件制造环节，拥有占全球产量 69% 的洗衣机电机、83% 的活塞压缩机、93% 的转子压缩机产量。3) 不同于北美市场，中国家电品牌方全产业链布局，从上游零部件到下游渠道物流均有所布局。在国内消费电器市场接近饱和后，中国家电企业对海外市场的依赖度提升，2012~2022 年中国家电的全球产值占比从 44% 提升至 52%。

□ 中国家电产能外供比例高，出口受海外经济周期影响较大

1) 2022 年中国家电空调、冰箱、洗衣机外销出货量占比分别为 43%、46%、41%，出口的冰箱、洗衣机、空调产品很大部分流向欧美市场，因此受到欧美国家消费需求和宏观经济影响较为显著。2) 经济周期景气度从终端零售传导到外销出货存在显著的牛鞭效应。从同比增速的波动幅度看，外销出口 > 制造企业出货 > 终端零售，牛鞭效应源于零售商库存调节、海运时长、产品认证时长等。3) 通过数据拟合，我们发现家电出口与海外宏观经济（房地产和 GDP）、零售商库存相关度较高，贸易环境对家电出口的解释力度较低。

□ 供应链优势向外延展，自主品牌成建制出海

1) 自主品牌运营快速应对市场变化，有助于降低经营风险。根据微笑曲线理论，从长期视角看，从制造端向上、向下延伸打开盈利空间。

2) 在生产制造端，中国企业拥有全球 81%、59%、45% 的空调、冰箱冷柜、洗衣机产量占比，有较强的战略纵深。品牌矩阵上，海尔、美的通过多年的并购整合，具有多品牌的运营经验，帮助企业快速切入消费市场、获得消费者心智。

3) 海外自主品牌建设需要在海外建设研发、布局产能、拓展渠道。海尔、美的、格力资产负债表现金和可变现金融资产充足，足够支撑海外拓展的资本开支。

□ 投资建议

1) 短期看家电出口订单回流+低基数：随着海外渠道去库取得进展，部分代工企业订单有所回流，建议关注后续订单转化为收入的弹性。

2) 中长期看自主品牌盈利提升：关注自主品牌在海外运营的抗风险能力和经营韧性，随着海外通胀收缩和中国家电企业发挥全球产业链优势，海外自主品牌份额和盈利有望共同提升。

推荐标的：美的集团、海尔智家、海信家电

□ 风险提示

宏观经济不确定性；汇率波动；消费需求不及预期；测算数据偏差。

行业评级：看好(维持)

分析师：闵繁皓

执业证书号：S1230522040001

minfanhao@stocke.com.cn

研究助理：张云添

zhangyuntian@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《清洁电器：以价换量趋势显现，关注龙头机器人领域布局机遇》 2023.07.04
- 2 《快消品牌需求回暖+产品升级趋势凸显，商冷产业链有望重回高增》 2023.06.20
- 3 《把握业绩确定性，拥抱细分成长》 2023.06.16

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1 依托全球最大消费市场，中国白电产业链布局完善	5
2 中国家电产能外供比例高，出口受海外经济周期影响较大	10
2.1 国内产能外供占比较大，出口波动明显大于海外终端	10
2.2 家电出口与贸易环境的相关度较低，与海外需求和库存周期相关度高	11
3 供应链优势向外延展，自主品牌成建制出海	16
3.1 消费电器成建制自主品牌出海大势所趋	16
3.2 中国企业的海外自主品牌建设现在到哪一步了？	18
4 投资建议	25
5 风险提示	25
6 附录	26
6.1 北美价值链拆分测算假设依据	26
6.2 中国家电出口与对外贸易环境相关性计算	29
6.3 新房对中国和美国白电拉动作用对比	31

图表目录

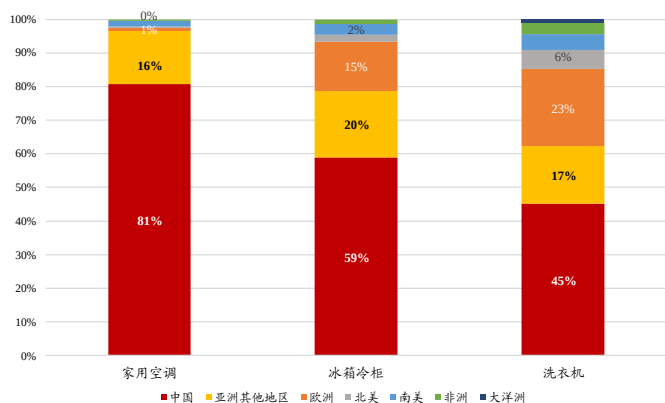
图 1: 中国是全球白电的制造中心 (2021 年数据)	5
图 2: 中国是全球白电核心零部件制造中心	5
图 3: 中国是全球白电的最大消费市场 (2021 年数据)	5
图 4: 美国零售商毛利率高于家电制造企业	5
图 5: 北美白电价值链拆解	6
图 6: 2009 年以来, 格力、美的、海尔不断进行渠道改革, 内销市占率提升	6
图 7: 美的、格力、海尔全产业链上下游布局	7
图 8: 2018 年以后中国家电企业库存周转天数增加	7
图 9: 中国家电企业应收账款周转天数明显小于欧美企业	7
图 10: 从应付周转天数看, 海外和国内家电企业对供应商的议价权相当	8
图 11: 中国城镇冰洗保有量已经达到“一户一机”水平	8
图 12: 中国城镇空调百户保有量平均每年增长 7 台	8
图 13: 中国大家电消费市场占比保持在 20%以上, 2008~2022 年产值占比从 30%提升至 52%	9
图 14: 中国家电产能 40%以上用于供应海外	10
图 15: 中国白电很大一部分出口到欧美国家	10
图 16: 中国主要家电制造企业全球产量和销量份额	10
图 17: 中国家电制造企业全球自主品牌占比保持在 18%左右	10
图 18: 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	11
图 19: 中国家电出口与外贸环境的关系	12
图 20: 2015 年后, 空调、冰箱、洗衣机的出口量与净出口占 GDP 比重的相关性不大	12
图 21: 自 22M6 以来, 零售商库存水位和库销比开始显著回落	13
图 22: 美国电子电器零售商库销比与大家电出货变动	13
图 23: 美国零售商库销比与大家电出货存在负相关关系	13
图 24: 2018 年家电企业完成渠道改革后, 中国空调内销出货振幅明显小于零售端	14
图 25: 美国电子电器店零售额与美国 GDP 正相关 (折线图)	14
图 26: 美国电子电器店零售额与美国 GDP 正相关 (散点图)	14
图 27: 美国大家电出货与新房销售的相关度较高 (折线图)	15
图 28: 美国大家电出货与新房销售的相关度较高 (散点图)	15
图 29: 2010 年以来, 地产竣工和销售对白电内销解释力度较低	15
图 30: 海尔海外收入波动明显小于某白电企业	16
图 31: 微笑曲线示意图	16
图 32: 2015 年以来海尔多次并购海外品牌, 获得其先进技术	17
图 33: 卡萨帝的产品结合 GEA、Candy、FPA 的先进技术	17
图 34: 海尔与美的在全球形成了丰富的品牌矩阵 (左图为海尔, 右图为美的)	17
图 35: Kevin 先生有多年运营 GEA 的经验	18
图 36: 海尔在全球推行“人单合一”的管理模式	18
图 37: 2011-2022 年美的、海尔、格力资本开支变化 (单位: 百万元)	18
图 38: 日本、韩国、中国在全球家电市场影响力交接	19
图 39: 海尔、美的资本性开支占归母利润比重逐年提升	19
图 40: 海尔智家毛利率内销 > 外销	20
图 41: 美的集团毛利率内销 > 外销	20
图 42: 18-22 年海尔美洲地区收入 CAGR 为 10%	20

图 43:	自 21H1 海外经济降温以来, 家电企业收入增速出现分化	20
图 44:	在并购前, GEA 盈利水平偏低.....	21
图 45:	海尔海外分部的利润率逐年提升	21
图 46:	海尔北美市场的品牌布局, 覆盖大众、高端、主流市场	21
图 47:	海尔为 GEA 深度赋能, 2016 年并购以后市占率逐年提升	22
图 48:	GEA 产品价格带比惠而浦更广 (截至 2021.12)	22
图 49:	GEA 产品 SKU 数量多于惠而浦 (截至 2021.12)	22
图 50:	美的制造基地遍布全球.....	23
图 51:	2010-2022 年美的海外收入 CAGR 为 14%	24
图 52:	2010-2022 年美的海外收入占比提升.....	24
图 53:	美的海外市场拓展三步走战略.....	24
图 54:	惠而浦是全能大家电龙头 (单位: %)	26
图 55:	美国家电零售渠道以电子电器店为主 (单位: %)	26
图 56:	2013-2022 年惠而浦毛利率变化 (单位: %)	26
图 57:	2019 年惠而浦收入结构拆分.....	27
图 58:	2019 年海尔智家收入结构拆分.....	27
图 59:	各大家电企业营业成本结构占比相近.....	27
图 60:	美国新建住房与成屋销售相关性较大.....	31
图 61:	新房对美国家电消费的拉动作用在 40%以上.....	31
表 1:	2016 年以来美的并购标的概况.....	23
表 2:	空调出口与净出口占 GDP 比重模型回归报告	29
表 3:	冰箱出口与净出口占 GDP 比重模型回归报告	30
表 4:	洗衣机出口与净出口占 GDP 比重模型回归报告	30
表 5:	地产销售对家电拉动作用测算 (2021 年数据)	31

1 依托全球最大消费市场，中国白电产业链布局完善

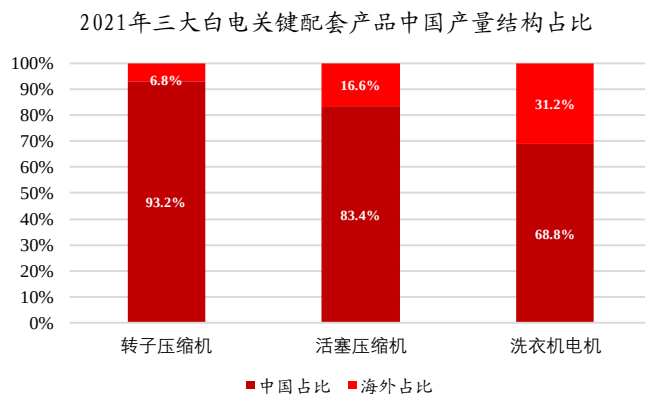
中国是全球最大的家电制造中心，供应链体系健全。1) 根据产业在线数据，中国空调、冰箱冷柜、洗衣机全球产量占比 81%、59%、45%，是全球最大的白电制造中心。2) 全球白电产品偏同质化、技术门槛低，依托于全球最大的家电消费市场、完整的基础设施和成本优势，中国家电制造业规模优势突出。中国把握家电上游零部件制造环节，拥有占全球产量 69% 的洗衣机电机、83% 的活塞压缩机、93% 的转子压缩机。

图1：中国是全球白电的制造中心（2021 年数据）



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

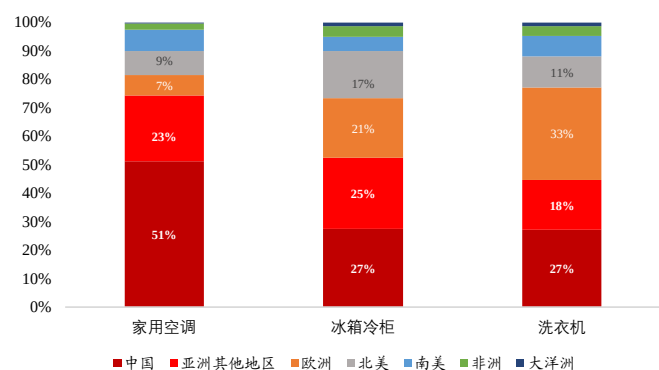
图2：中国是全球白电核心零部件制造中心



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

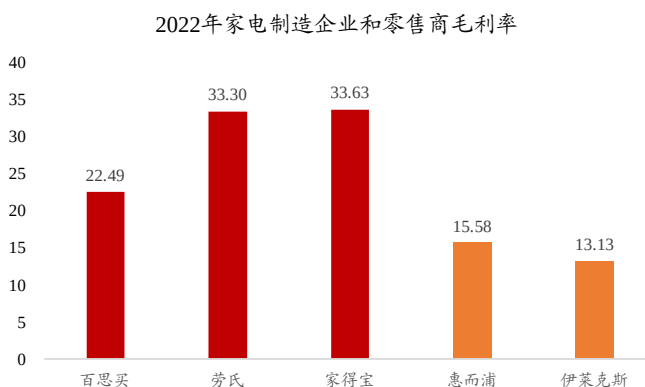
中国是全球最大的家电消费市场，消费基础推动供应链整合升级。1) 根据产业在线数据，中国冰箱冷柜、洗衣机、空调内销市场出货量占全球出货的 27%、27%、51%，是全球最大的家电消费市场（2021 年数据）。2) 在产业链内，中国家电龙头美的、海尔、格力全产业链布局，因此中国家电品牌制造话语权较大。不同于中国，美国完善的零售体系在 20 世纪建立，家电的普及依托于美国完善的零售体系，美国主要家电零售商毛利率普遍高于家电制造企业。

图3：中国是全球白电的最大消费市场（2021 年数据）



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图4：美国零售商毛利率高于家电制造企业

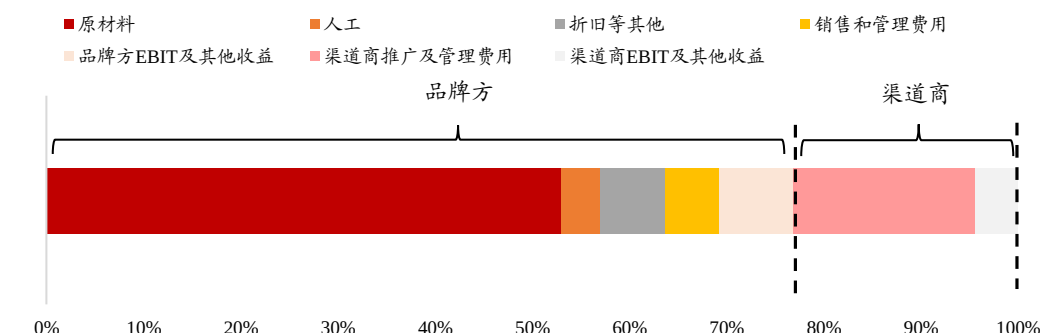


资料来源：，浙商证券研究所

我们对北美家电白电价值链进行拆解：1) 原材料在渠道价值链占比超过 50%，原材料价格的波动对品牌方和渠道商的影响较大。2) 与国内不同，美国渠道商在价值链中的主要

承担营销活动职责，品牌方的销售和管理费用在价值链占比较低。主要原因是国内家电企业负责营销体系的建立和维护，且渠道层级相对复杂、承担费用更高。（详细假设和测算依据请参考附录 6.1）

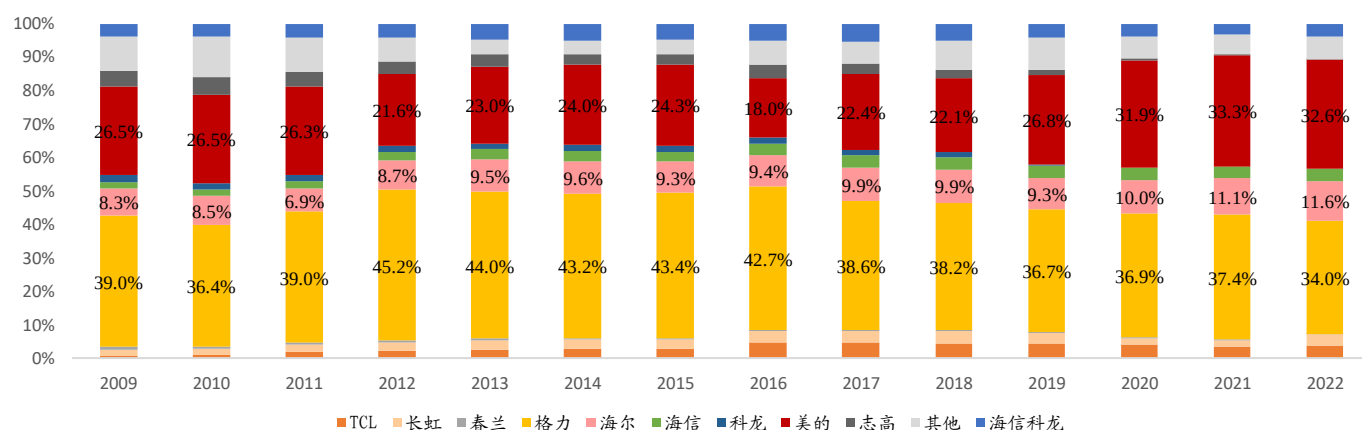
图5：北美白电价值链拆解



资料来源：，公司公告，浙商证券研究所

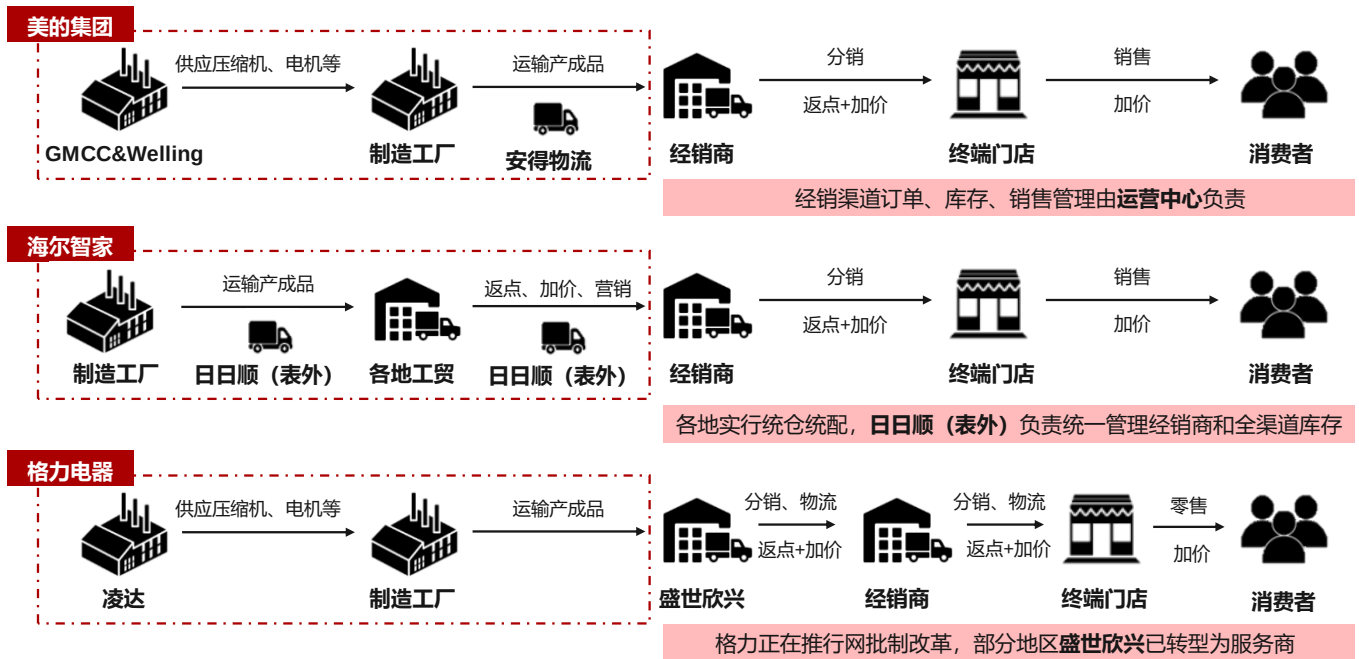
白电龙头产业链不断加强，龙头企业有雄厚的产业链上下游能力。1）在市场不断扩容的情况下，强大的产业链是维持龙头竞争力的基础。根据产业在线数据，2022 年空调内销出货量是 2009 年的 2.33 倍。其中，美的和格力出货量始终位于行业前二，CR2 常年稳定在 65%左右。2）空调压缩机是空调核心部件，其价值在空调成本占比 30%（产业在线），美的和格力分别投资上游零部件厂（GMCC 和凌达）用以供应压缩机和电机，压缩机的产量增加企业规模效应、保持供应链稳定，从而放大成本优势。根据美的工业技术公开发布会，美芝 2021 年压缩机单价为 200~300 元，对比过去 1000 元大幅下降。3）渠道方面，由于中国零售渠道建设和家电普及同时进行（大约在 1992 年后），中国家电企业在依靠国美、苏宁等 KA 的同时，也在建设自己的经销网络（格力自建专卖店）、发展仓储物流（海尔日日顺、美的安得智联等）。

图6：2009 年以来，格力、美的、海尔不断进行渠道改革，内销市占率提升



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

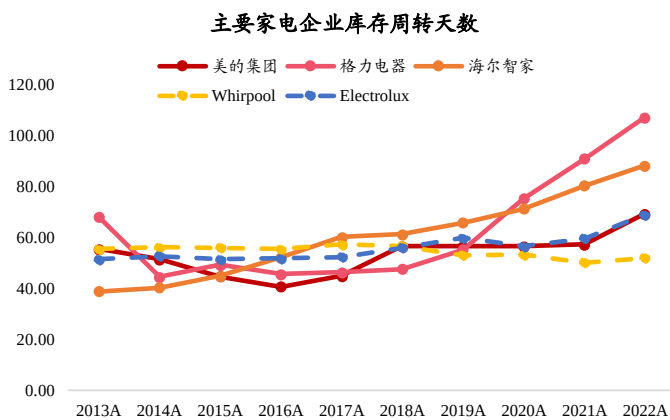
图7: 美的、格力、海尔全产业链上下游布局



资料来源: 浙商证券研究所绘制, 注: 红色框范围为对应上市公司主体部分

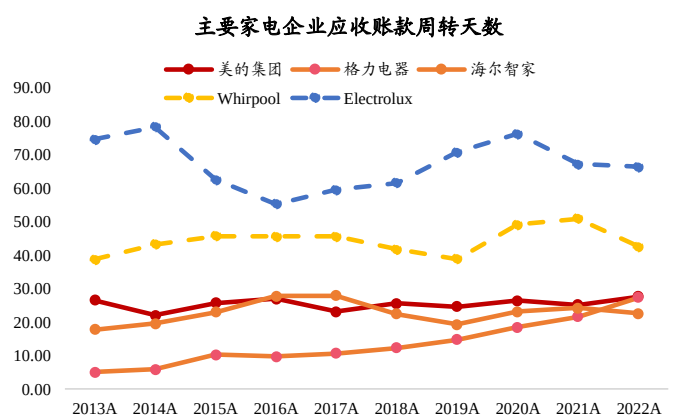
相比海外企业, 中国家电企业回款能力更强, 库存天数增加由于渠道扁平化加强库存管理。1) 对比海外企业, 中国企业的应收周转天数更低、资金周转更快, 说明中国家电企业在产品发货后相比海外企业更快获得现金, 主要原因是中国企业相对下游的话语权更高。2) 在生产制造端, 美的、格力、海尔的库存天数自 2014 年以来显著增加。一方面, 2018 年企业进行渠道扁平化改革后, 品牌方为加强库存管理将部分商业库存转移到制造企业作为安全库存; 另一方面, 自 2021 年原材料价格大幅度上升以来, 家电企业大量采购原材料对冲风险。3) 海外和中国家电企业的应付账款周转天数相近, 说明全球家电企业对上游供应商的议价权相当。

图8: 2018 年以后中国家电企业库存周转天数增加



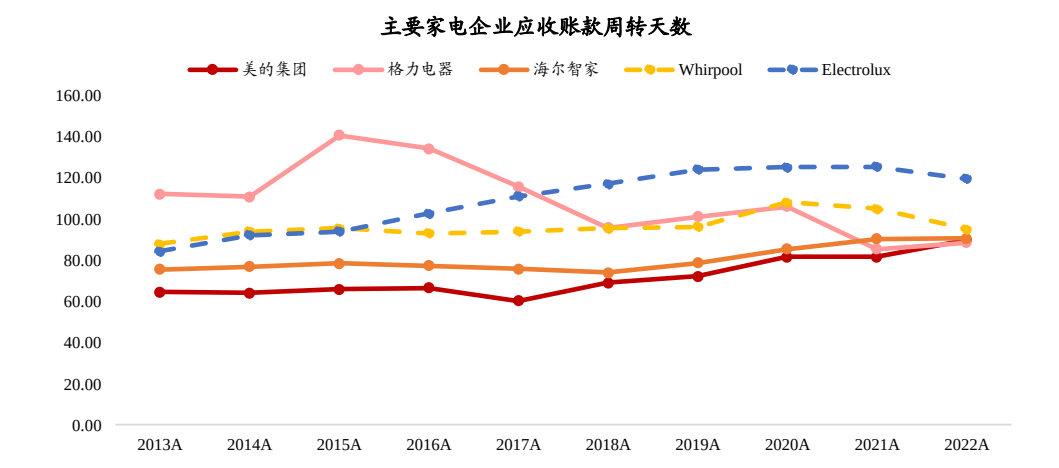
资料来源: , 浙商证券研究所

图9: 中国家电企业应收账款周转天数明显小于欧美企业



资料来源: , 浙商证券研究所

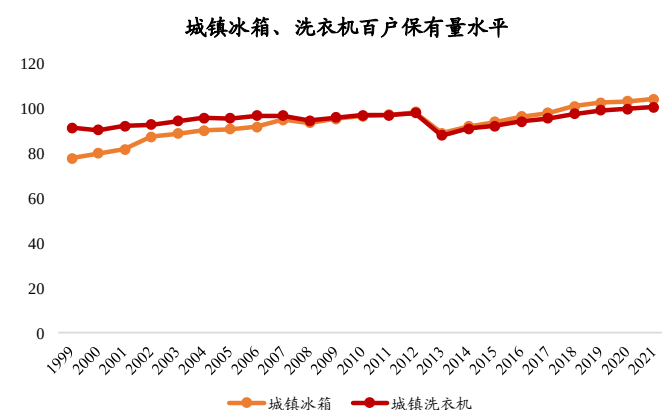
图10: 从应付周转天数看, 海外和国内家电企业对供应商的议价权相当



资料来源: , 浙商证券研究所

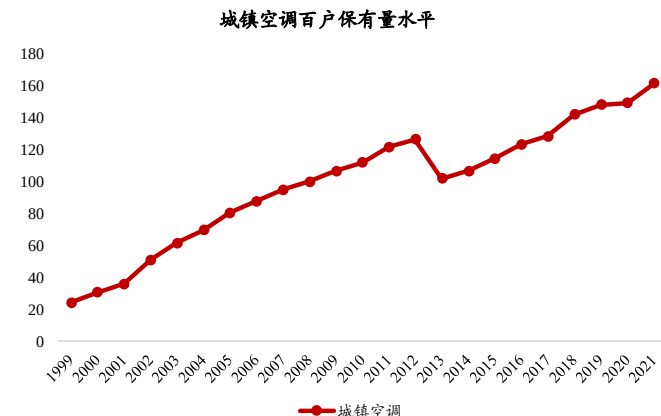
中国白电保有水平提升空间有限, 2013 年家电消费政策退坡后, 中国家电企业对海外市场的依赖度提升。1) 根据国家统计局数据, 中国城乡冰箱和洗衣机保有量已经达到“一户一机”的水平, 空调百户保有量则保持平均每年增长 7 台的水平。2) 根据欧睿国际数据, 中国大家电市场零售量占全球的 24%。2013 年家电三大补贴政策退坡后, 中国家电企业依托国内供应链优势加速向海外延展, 2012~2022 年中国家电的全球产值占比从 44%提升至 52%, 产值占比和销量占比轧差逐年拉大说明中国家电产业对海外市场的依赖度提升。

图11: 中国城镇冰洗保有量已经达到“一户一机”水平



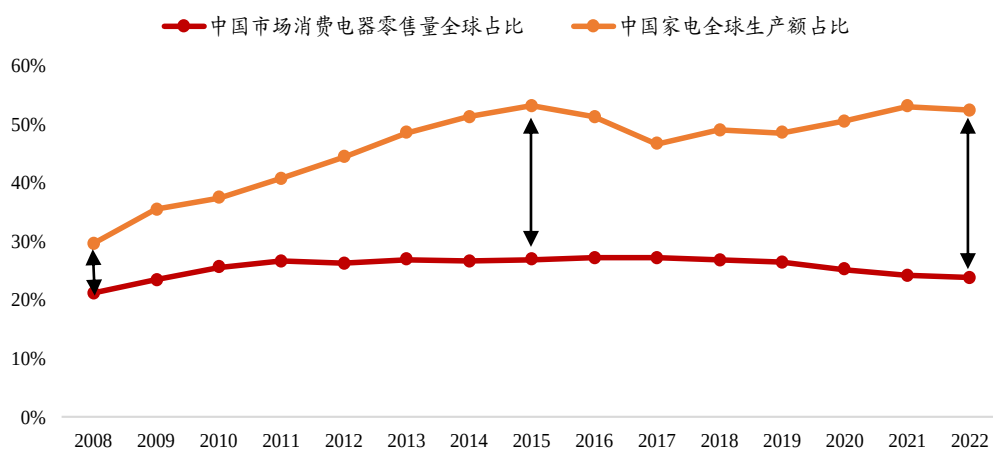
资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图12: 中国城镇空调百户保有量平均每年增长 7 台



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图13: 中国大家电消费市场占比保持在 20%以上, 2008~2022 年产值占比从 30%提升至 52%



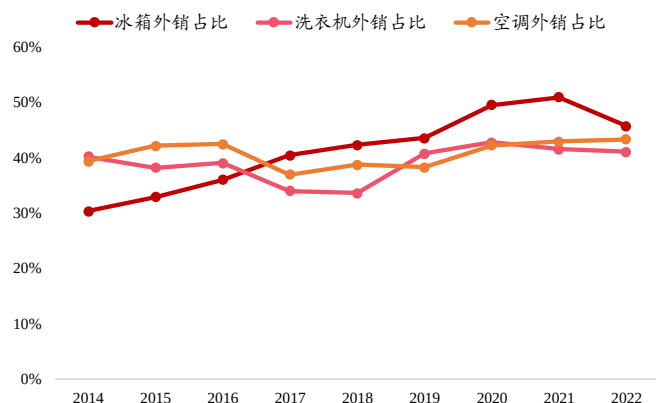
资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

2 中国家电产能外供比例高，出口受海外经济周期影响较大

2.1 国内产能外供占比较大，出口波动明显大于海外终端

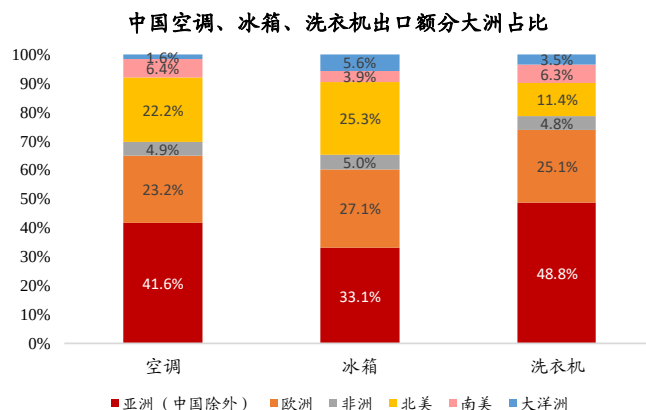
中国家电产能接近四成供应海外市场，家电出口以欧美国家为主。1) 根据产业在线数据，2022 年中国家电空调、冰箱、洗衣机外销出货量占比（分母为产量）分别为 43%、46%、41%，中国有超过四成的产能用于供应海外家电市场。2) 分地区看，根据 Comtrade 数据，中国出口的冰箱、洗衣机、空调产品很大部分流向欧美市场，向欧美国家出口的冰箱、洗衣机、空调占比达到 45%、52%、37%（2022 年数据），因此中国家电出口也受到欧美国家消费需求 and 宏观经济影响较为显著。

图14：中国家电产能 40%以上用于供应海外



资料来源：产业在线，浙商证券研究所，注：外销占比=外销出货量/生产总量

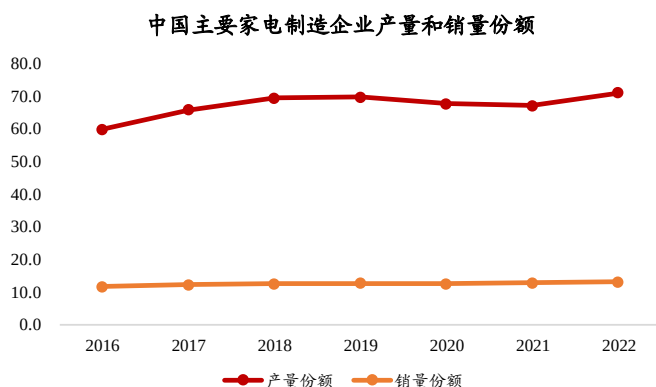
图15：中国白电很大一部分出口到欧美国家



资料来源：UN Comtrade，浙商证券研究所

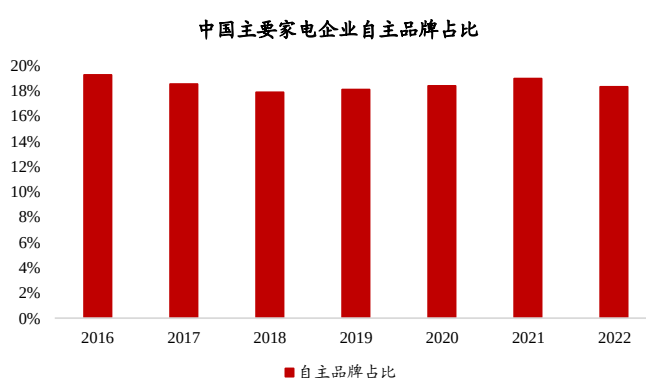
中国家电生产以代工为主，从终端零售传导到外销出货牛鞭效应显著。1) 根据欧睿国际数据，中国主要家电制造企业的全球消费电器（欧睿口径的消费电器为大家电+小家电，不包括空调）零售量份额为 13%，全球产量占比为 71%。假设中国企业所有销售的产品均为自主生产，则 82%的产品为贴牌代工，18%为自主品牌。

图16：中国主要家电制造企业全球产量和销量份额



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所，注：参加统计的家电企业包括美的、海尔、格力、海信、格兰仕、TCL、奥克斯、奥马、飞科等。

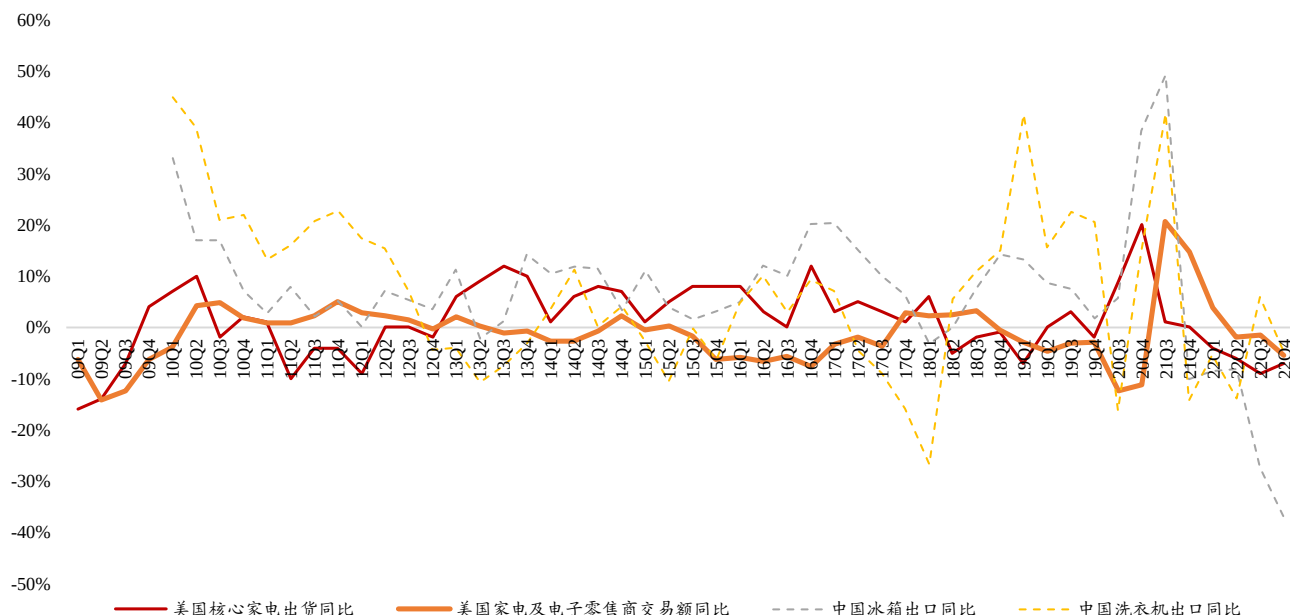
图17：中国家电制造企业全球自主品牌占比保持在 18%左右



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所，注：自主品牌占比=全球品牌销量市场份额/生产量全球市场份额

2) 从同比增速的波动幅度看, 外销出口 > 制造企业出货 > 终端零售, 自 2009 年以来的季度增速标准差: 冰箱出口 (13.45%)、洗衣机出口 (15.86%)、制造企业出货 (6.96%)、终端零售 (5.86%)。从下游到上游逐级递增的振幅源于: ①渠道商库存调节放大从渠道商到上游提货的波动, 库存调节会放大终端零售端的影响; ②产品出口会受到海运、当地产品认证周期等因素影响, 相比当地消费市场出货, 出口存在更多不确定性。

图18: 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



资料来源: AHAM, FRED, 产业在线, 浙商证券研究所, 注: 20H1 全球生产和零售受阻, 为平滑数据波动使得结论更具代表性, 剔除 2020 和 2021 上半年的数据

2.2 家电出口与贸易环境的相关度较低, 与海外需求和库存周期相关度高

我们通过中国净出口占 GDP 比重来量化贸易环境变化:

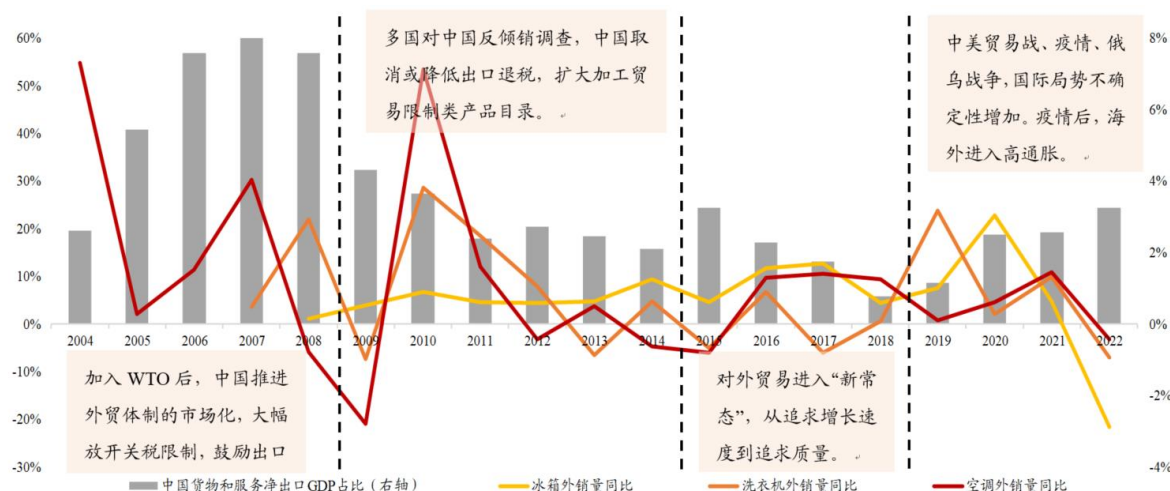
1) 2004-2008 年: 对外贸易依存度增加, 家电对外出口大幅增长。2001 年中国加入 WTO 后, 大幅放开关税限制、鼓励出口。国内家电产能扩张, 家电作为大规模制造工业品加入全球供应链体系, 白电外销增速在双位数水平。

2) 2009-2014 年: 对外贸易依存度下降, 家电出口增速回落, 部分年份出现负增长。美国金融危机后, 多国对中国进行反倾销调查, 中国依靠外贸拉动经济的时代过去, 中国家电企业为降低经营风险向东南亚等地建设产能, 家电外销出货增速大幅回落。

3) 2015-2018 年: 对外贸易依存度持续下降, 但家电出口提速。中国经济进入新常态, 从追求增长到追求质量, 经济增长重点通过内需拉动。中国家电市场饱和, 海尔、美的在该时间段并购整合海外资产, 中国家电企业加速海外扩张, 外销增速回升。

4) 2019 年至今: 贸易环境不确定性增加, 家电出口波动增长。俄乌战争、海外经济波动等因素增加对外贸易的不确定性, 家电出口增幅波动较大。

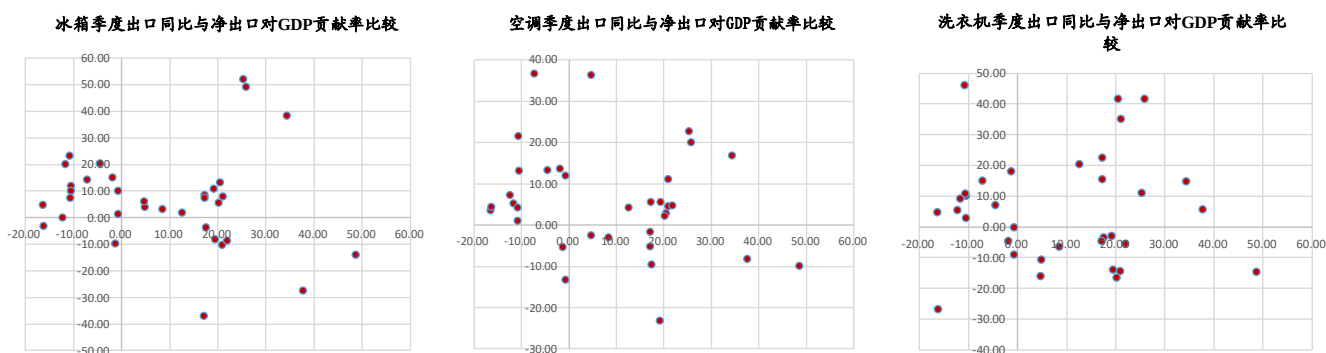
图19: 中国家电出口与外贸环境的关系



资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

部分投资人担忧当下海外贸易环境较差会影响家电出口，但我们发现2015年以后家电出口与贸易环境的相关性不大（详情请见附录6.2）。1）白电龙头如海尔、美的加强海外自主品牌建设，加强海外产能布局，国内不少家电企业将产能向欧美当地或东南亚地区转移，对国内出口的依赖度降低。2）美国2022年21%、23%的冰箱和洗衣机从中国进口，美国家电市场对中国依靠程度较高，并且消费电器并非政策敏感行业。另一方面，在国内市场饱和的情况下，中国家电企业主动寻求拓展海外市场的机会，家电行业出口细分的β突出。

图20: 2015年后，空调、冰箱、洗衣机的出口量与净出口占GDP比重的相关性不大



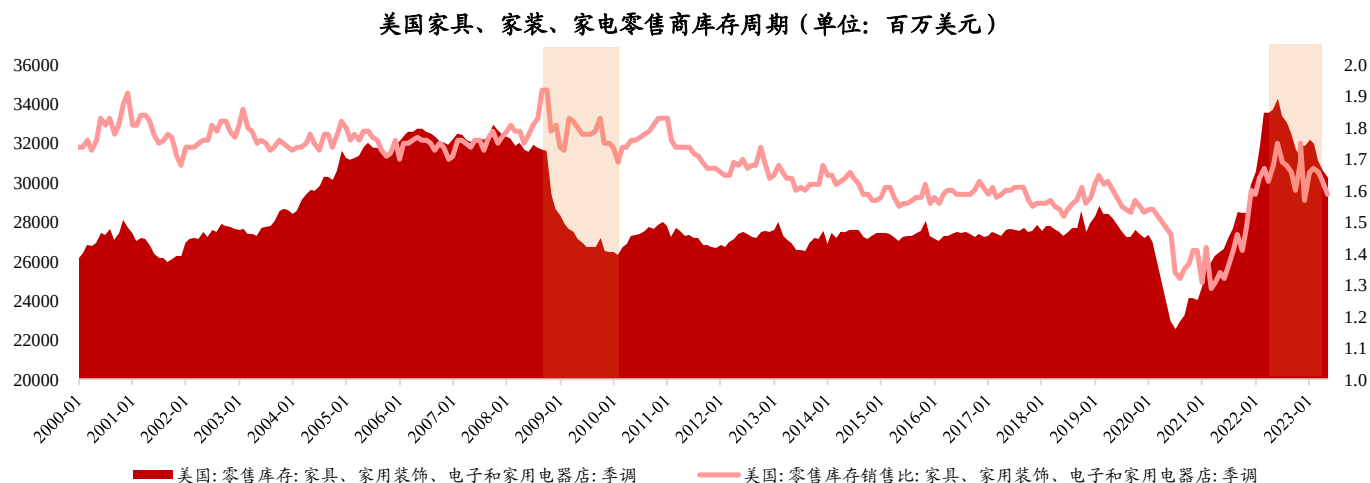
资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

海外的库存周期对外销出货影响较为明显，当下零售商去库存见效、库存与库销比回落。

1）复盘历史数据，美国的零售商库存变动与库销比拟合度较高。零售商通过调节库销比的方式，调节向上游制造企业进货，从而控制渠道内库存。美国零售渠道扁平，零售商有较大的议价权，因此能够根据终端需求主动调节库销比、从而调整从制造商进货的节奏。零售商去库存周期较长，以08-09年为例，从库存高点开始下滑（08M9）到库存水位回升（09M12）共15个月（有一段时间被动去库）。

2) 美国家具、家装、家电、电子零售商库存自 22M6 见顶以来持续回落。截至 23M6, 美国零售商库存从最高点 343 亿美元下降到 303 亿美元, 库销比从 1.75 回落到 1.59。如图所示, 22M6 以来渠道去库斜率较高, 若还原通胀因素, 去库斜率预计更高。结合历史数据看, 美国零售商库存常年保持在 260-280 亿美元。

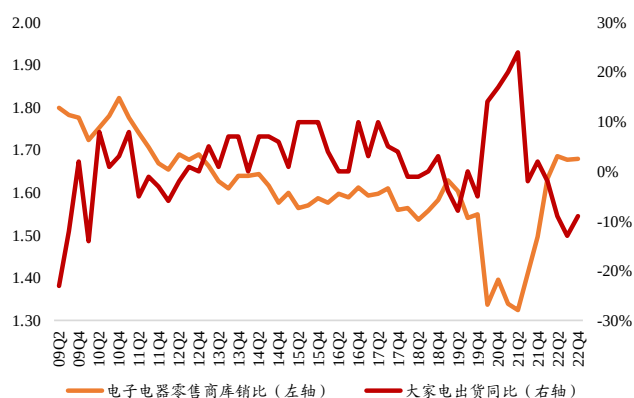
图21: 自 22M6 以来, 零售商库存水位和库销比开始显著回落



资料来源: , 美国劳工部, 浙商证券研究所, 注: 已剔除 20M3-5 异常值

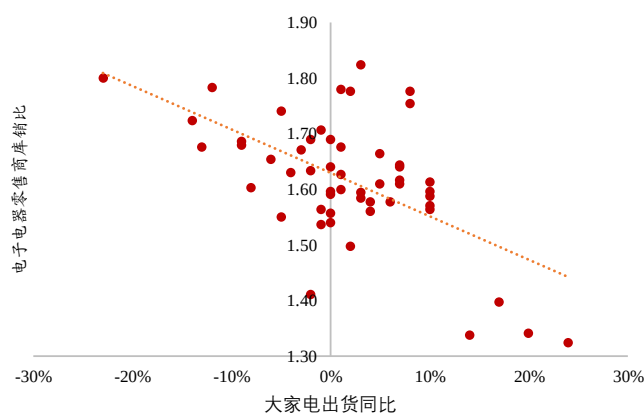
美国家电企业收入增速与零售商库销比呈负相关, 零售商通过调节库销比从而影响制造企业出货。1) 北美零售商在家电产业链中保持较高的话语权, 因此家电企业难以通过主动压货或去库的方式熨平经营周期。美国早在家电开始普及前建立健全的零售网络、区域经济差距不大, 家电零售渠道较为扁平, 渠道货物周转效率高, 家电企业收入 (出货端) 基本反映家电渠道的库销比变化, 考虑到牛鞭效应, 企业出货波动幅度较大。2) 中国家电制造企业议价权大于渠道, 家电企业通过主动调节渠道库存的方式熨平经营周期, 尤其是 2018 年后美的、海尔完成 T+3、统仓统配渠道改革后, 家电企业的出货相比零售更加平稳 (内销口径)。

图22: 美国电子电器零售商库销比与大家电出货变动



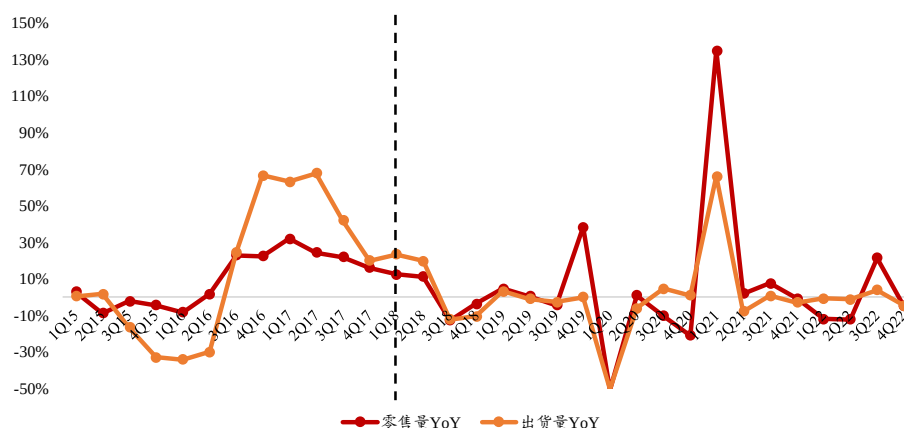
资料来源: , AHAM, 浙商证券研究所, 注: 1) 为平滑数据波动, 将 2020H1 期间数据剔除; 2) 季度库销比数据根据当季度月内库销比算数平均得出。

图23: 美国零售商库销比与大家电出货存在负相关关系



资料来源: , AHAM, 浙商证券研究所, 注: 1) 为平滑数据波动, 将 2020H1 期间数据剔除; 2) 季度库销比数据根据当季度月内库销比算数平均得出。

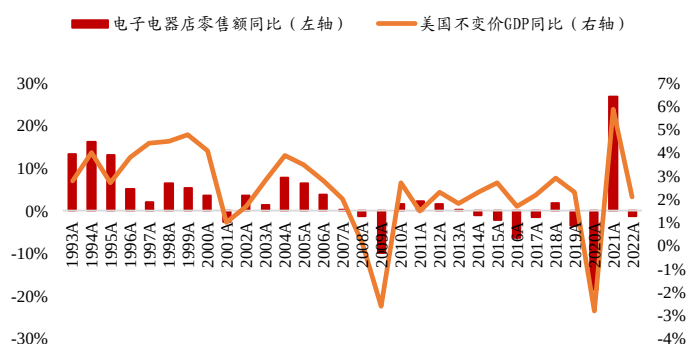
图24: 2018 年家电企业完成渠道改革后, 中国空调内销出货振幅明显小于零售端



资料来源: 奥维云网, 产业在线, 浙商证券研究所

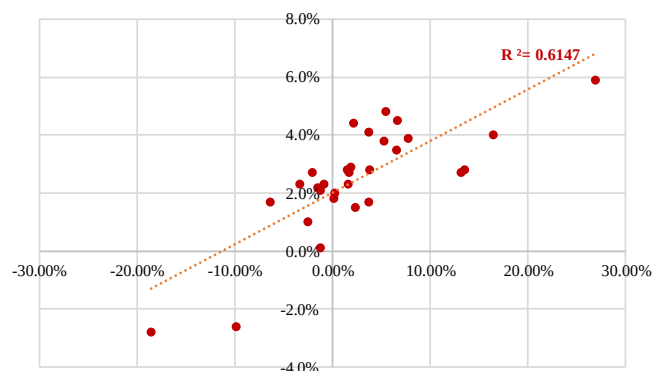
海外家电消费与经济周期的相关性较强。1) 家电在美国作为可选消费品, 面对经济变动的调整幅度较大, 在 2008-2009 年经济危机、2021 年经济“放水”期间振幅明显大于 GDP 波动。2) 1990s 美国家电市场蓬勃增长, 2000-2019 年家电消费增速伴随美国 GDP 增速放缓而放缓, 2020-2021 年美国发放消费券、鼓励消费, 家电消费大幅度增长, 2021 年后由于需求透支, 家电消费 2022 年负增长。

图25: 美国电子电器店零售额与美国 GDP 正相关 (折线图)



资料来源: FRED, 浙商证券研究所

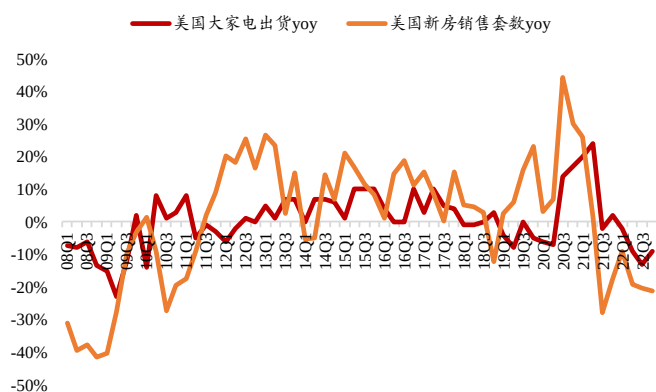
图26: 美国电子电器店零售额与美国 GDP 正相关 (散点图)



资料来源: FRED, 浙商证券研究所

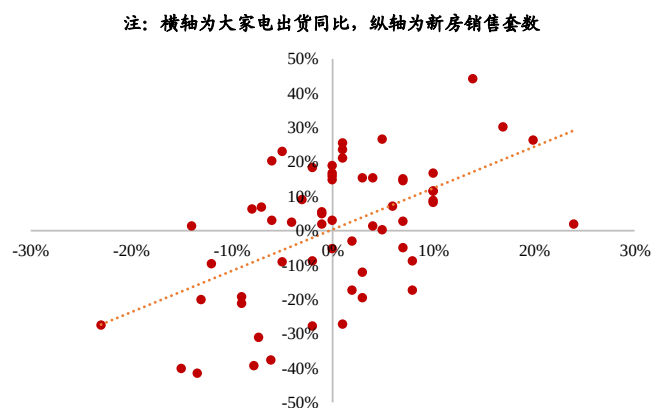
相比中国, 房地产对美国家电消费的解释力度更大。1) 根据欧睿国际数据, 美国家电零售渠道精装修占比 16%, 中国仅为 10%。以 2021 年数据为例, 假设单套新建住房拉动一台冰洗销售, 根据测算得美国新建住房带动的冰箱、洗衣机销量占总销量比重的 57%、54%; 新房销售拉动中国冰箱、洗衣机消费占比 30.5%、29.2% (详情请见附录 6.3)。2) 从企业出货端看, 如上文所述, 北美家电分销渠道扁平, 中国家电企业通过调节渠道库存熨平周期, 且中国家电企业在 21 世纪以来不断拓展业务范围, 消费市场也是从增量走向存量的过程, 因此房地产周期对中国家电企业收入的解释力度不及美国。

图27: 美国大家电出货与新房销售的相关度较高(折线图)



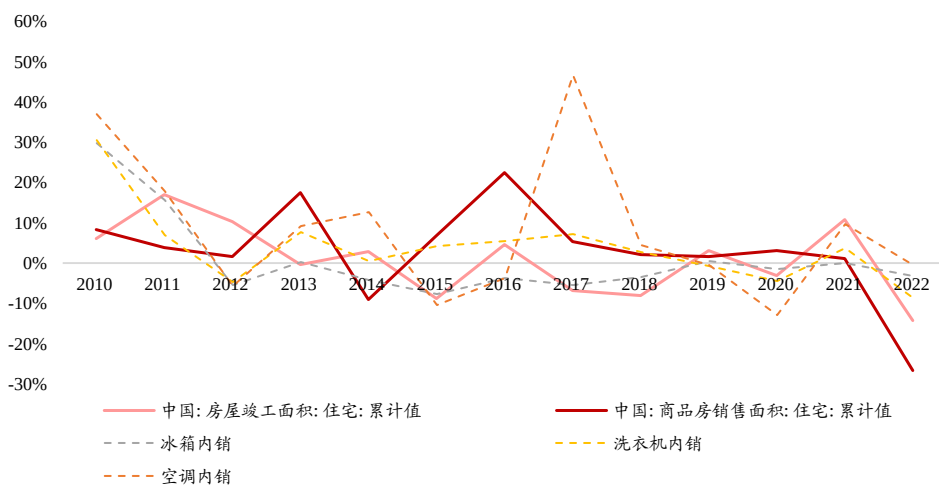
资料来源: AHAM, , 浙商证券研究所

图28: 美国大家电出货与新房销售的相关度较高(散点图)



资料来源: AHAM, , 浙商证券研究所

图29: 2010年以来,地产竣工和销售对白电内销解释力度较低



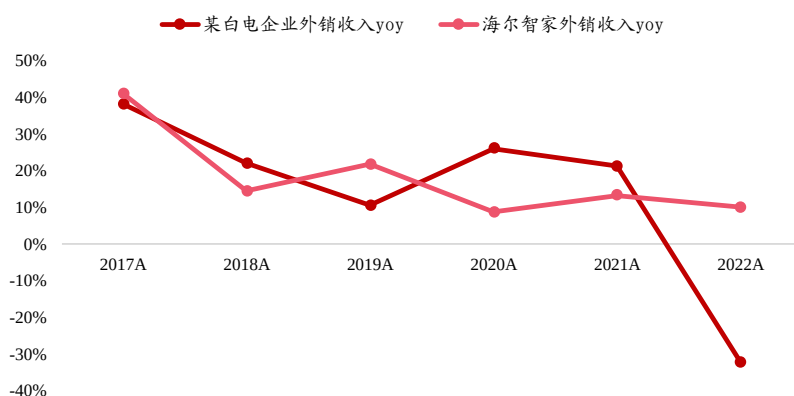
资料来源: 产业在线, , 浙商证券研究所

3 供应链优势向外延展，自主品牌成建制出海

3.1 消费电器成建制自主品牌出海大势所趋

自主品牌运营快速应对市场变化，有助于降低经营风险。1) 自主品牌运营更加贴近消费市场，能够根据当地消费需求、宏观经济变化调整产品和营销策略，可以控制海外经营的风险。2) 代工业务通常是订单制，在全球家电产能相对充足的情况下，代工企业往往难以改变下游客户偏好的变化。同时，代工企业难以根据海外市场变化调整经营策略，往往会造成收入的波动。3) 对比海尔（海外自主品牌）和某白电企业（海外 OEM 为主）的外销收入波动，可以看出自主品牌收入波动明显小于代工业务。

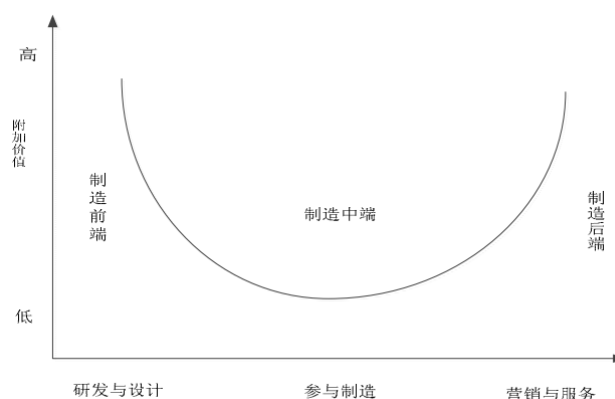
图30： 海尔海外收入波动明显小于某白电企业



资料来源： ，浙商证券研究所，注：海尔智家于 2017、2019 年分别并表 GEA、Candy

从长期视角看，从制造端向上、向下延伸打开盈利空间。) 根据微笑曲线理论，企业的附加价值曲线越趋向于制造前端（研发、设计）和制造后端（营销、服务）附加值越高，制造中端（参与制造）附加值最低。2) 对于家电企业而言，随着生产技术的普及，企业的制造流程和工艺都有所提高，同时参与制造环节是属于劳动或资金密集型环节，制造端容易出现同质化现象。3) 家电消费本质以需求为主导，随着家电制造业产能攀升、竞争加剧，家电产品需要以“用户为中心”，传统的代工业务不直接接触市场、无法快速响应市场变化，从而容易在竞争中陷入被动。从盈利能力看，从制造端向上和向下延伸有助于利润率提升。

图31： 微笑曲线示意图



资料来源：CNKI，浙商证券研究所

中国家电企业具备经营海外自主品牌的能力：

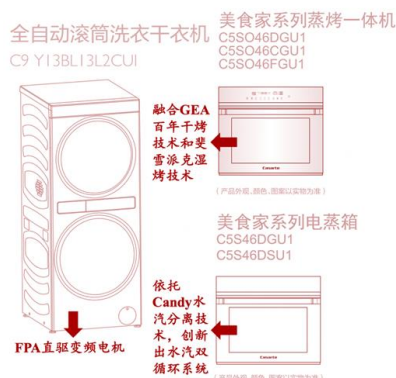
生产制造：1）中国家电制造基础设施完善，2021 年产量占全球 81%、59%、45% 的空调、冰箱冷柜、洗衣机，规模效应突出，可以转化为更高的利润率或价格优势。2）中国家电产品的竞争相对激烈、产品迭代速度较快。长时间激烈的市场竞争带来充足的模具储备，国内的家电产品与海外产品存在一定的互通性，国内的产品迭代经验可用于海外市场。3）中国家电企业通过多年的并购整合，吸取各方产品技术，产品技术整合带来产品力的领先。

图32： 2015 年以来海尔多次并购海外品牌，获得其先进技术



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图33： 卡萨帝的产品结合 GEA、Candy、FPA 的先进技术



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

品牌矩阵：品牌具备识别功能，可以帮助企业快速切入消费市场、获得消费者心智，减少前期市场教育的成本。海尔、美的通过多年的并购整合，具有多品牌的运营经验，在国内和海外形成了丰富的品牌矩阵以针对不同层次和地域的消费者。以品牌为依托，产品的优势更容易向海外延伸。

图34： 海尔与美的在全球形成了丰富的品牌矩阵（左图为海尔，右图为美的）



资料来源：浙商证券研究所整理

组织管理：1）以海尔并购整合 GEA 为例，海外团队本土化运营，结合人单合一发挥团队积极性。海尔充分尊重企业文化，向 GEA 输送技术和管理模式。2）海尔在并购 GEA 时承诺最大程度保留原有组织框架并保证员工就业，现任 GEA 执行总裁 Kevin Nolan 先生 1989 年便加入 GEA，其团队对美国家电消费市场有深入了解。3）在收购之后，海尔充分尊重美

国当地的企业文化和工作习惯，对派出人员的考核、制度以及根据市场情况整合调整，充分保证派出人员与当地员工的深度融合。海尔推行“人单合一”的销售模式，强调员工的价值实现与所创造的用户价值合一，GEA 被收购后也用“人单合一”的管理模式替代了原有的线性串联业务模式，提高整个团队的管理效率和响应速度。

图35: Kevin 先生有多年运营 GEA 的经验

工作经历

- President & Chief Executive Officer**
GE Appliances, a Haier Company
2017 年 6 月 - 至今 · 5 年 5 个月
Louisville, Kentucky Area
- Vice President of Technology**
GE Appliances, a Haier Company
2006 年 - 2017 年 · 11 年
Louisville, Kentucky Area
- Engineering**
GE
1989 年 - 2006 年 · 17 年

资料来源: 领英, 浙商证券研究所

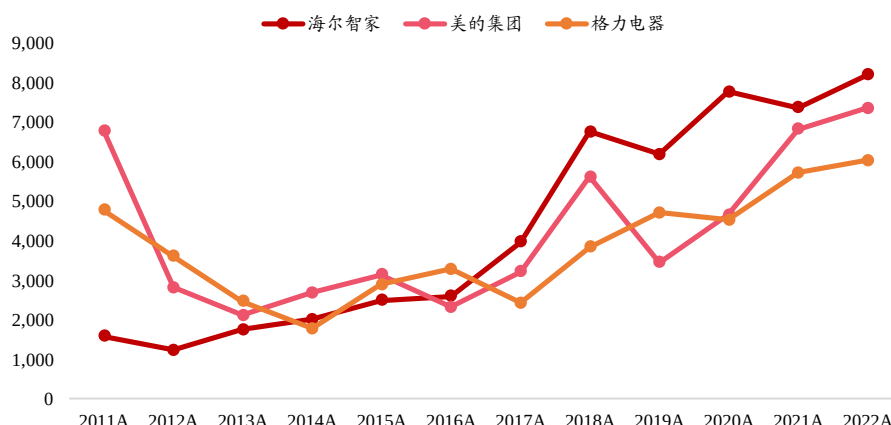
图36: 海尔在全球推行“人单合一”的管理模式



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

资金充足: 1) 目前, 海外自主品牌建设仍然处于相对前期的阶段, 需要通过资本开支在海外建设研发、布局产能、拓展渠道。2) 根据 2023 年一季报, 美的集团、海尔智家、格力电器的货币资金+金融资产+应收票据和账款分别为 1081 亿元、833 亿元、2049 亿元, 2022 年三家公司的资本性开支分别为 73.52 亿元、82.04 亿元、60.36 亿元, 白电企业现存的资金足够支撑海外拓展的资本开支。

图37: 2011-2022 年美的、海尔、格力资本开支变化 (单位: 百万元)

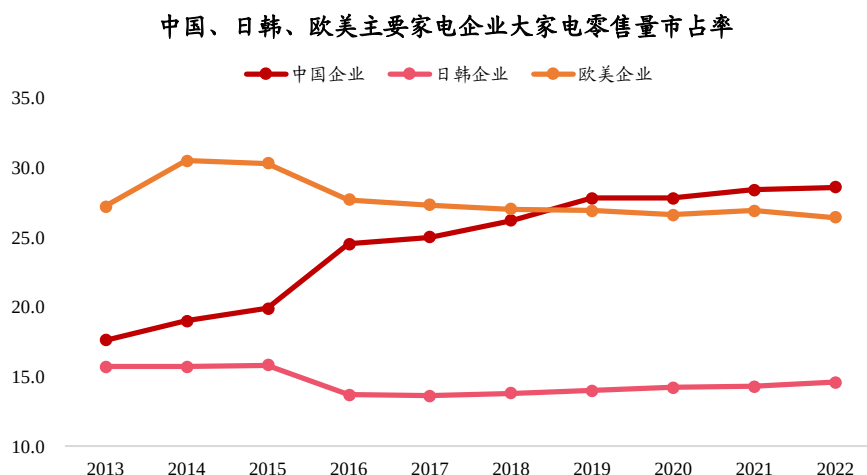


资料来源: , 浙商证券研究所

3.2 中国企业的海外自主品牌建设现在到哪一步了?

中国家电企业全球市占率不断提升, 全球布局相对优势逐年扩大。1) 2013 年以前, 日韩和欧美家电品牌主导全球市场, 中国企业在 2000 年开始全球化, 以代工和低端产品为主。2) 2013 年以后, 中国家电企业依托国内庞大的消费市场、全球收并购和供应链管理的经验, 全球零售量市占率不断提升, 并于 2019 年后零售量市占率超越欧美企业。3) 2019-2022 年, 中国家电企业经历了贸易摩擦、海外加息等考验, 全球市占率提升说明强大稳健的经营能力。

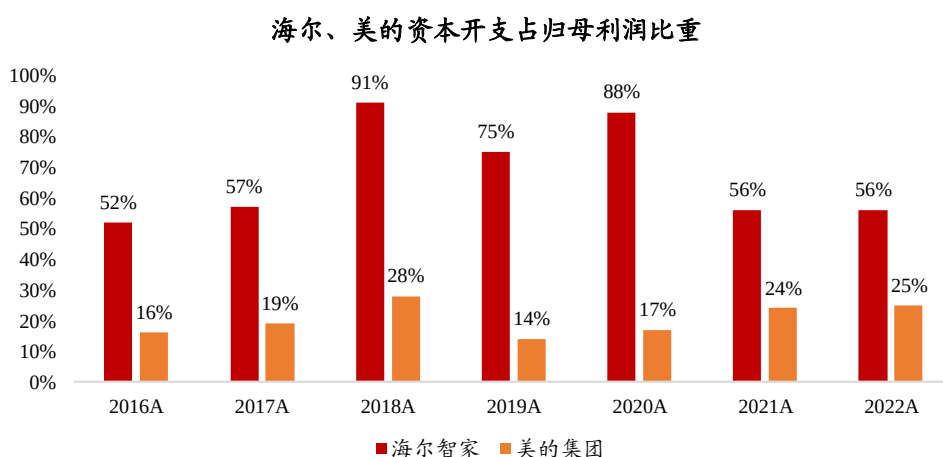
图38: 日本、韩国、中国在全球家电市场影响力交接



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所, 注: ①大家电包括冰箱、洗衣机、大型厨电等; ②中国企业包括海尔、美的、海信、老板、方太、华帝、TCL, 日韩企业包括三星、LG、松下、日立、东芝(美的收购前), 欧美企业包括惠而浦、伊莱克斯、Arcelik、米勒、SEB、博西、GE(海尔收购前)

为贴近消费市场、降低经营不确定性, 白电龙头加强海外产能建设。1) 随着国内用工成本增加、国际贸易环境不确定性增加, 为加强海外消费市场的应变能力, 依托多年积累的供应链管理能力和国内家电企业加强海外产能布局。2) 以海尔、美的为例, 自 2017 年以来, 海尔、美的资本开支约占归母净利润的 56% (海尔于 2021 年私有化并表 1169.HK)、20%。根据公司公告, 美的为加强海外布局, 计划在港股增发股本, 发行规模预计不超过发行后公司总股本的 10%。

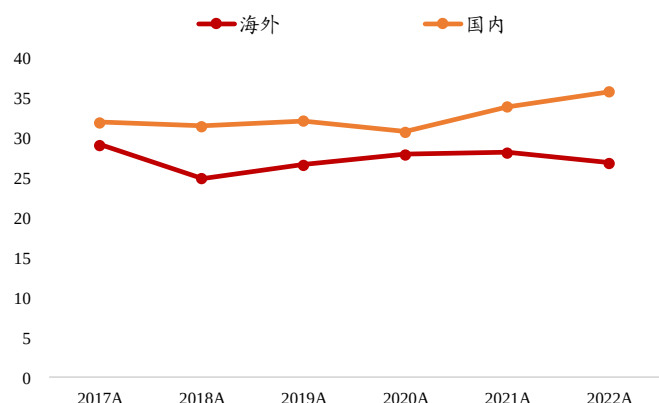
图39: 海尔、美的资本性开支占归母净利润比重逐年提升



资料来源: , 浙商证券研究所

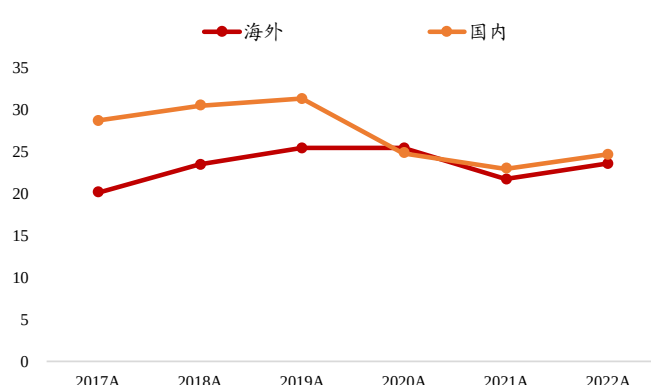
海外份额持续增长, 海外与国内毛利率差距预计未来收窄。1) 根据 数据, 内销毛利率明显高于外销毛利率, 主要原因是部分海外产能仍然处于建设期尚未达到规模效应, 且高渠道让利冲减收入导致外销毛利率较低。2) 海外分销渠道议价权较高且中国家电品牌在部分市场处于市场教育初期, 中国家电企业需要通过更高的渠道让利推广产品, 随着中国家电企业全球份额不断提升, 预计未来渠道让利下降带来毛利率提振。

图40: 海尔智家毛利率内销>外销



资料来源: , 浙商证券研究所

图41: 美的集团毛利率内销>外销



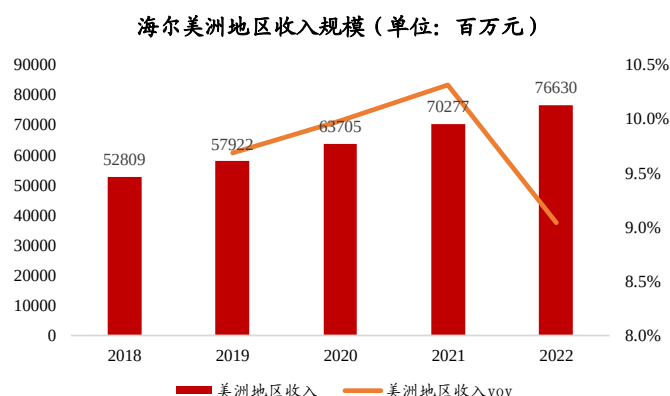
资料来源: , 浙商证券研究所, 注: 美的集团 2020 年财报变更会计政策, 将为履行销售合同而发生的运输成本从销售费用转移至营业成本

以海尔、美的为例, 两大白电龙头较早步入海外市场, 并且海外市场布局取得了成效。海尔早在 2005 年以自主品牌进入美国市场, 美的则从 OEM 开始加入全球家电供应链体系。相同的点是两家公司均通过并购整合的方式, 发挥国内产业链的产品、效率优势, 对被收购的海外资产输出组织管理, 进而提升全球份额、兑现盈利。

案例 1: 海尔智家收购 GEA, 北美进入收获季

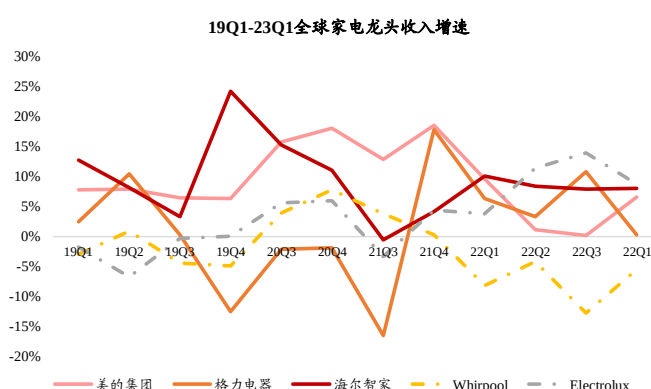
自并购 GEA 以来, 海尔北美地区收入保持稳定增长。1) 18-22 年海尔北美地区的收入从 528 亿元提升至 766 亿元, 18-22 年 CAGR 为 9.75%。2) 自 2021 年下半年全球经济降温以来, 国内外家电企业的收入增长出现分化, 海尔收入保持增长。在经济不景气周期下, 海尔的海外在产品迭代和渠道上仍然保持进攻态势, 全球市场份额不断提升。

图42: 18-22 年海尔美洲地区收入 CAGR 为 10%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图43: 自 21H1 海外经济降温以来, 家电企业收入增速出现分化



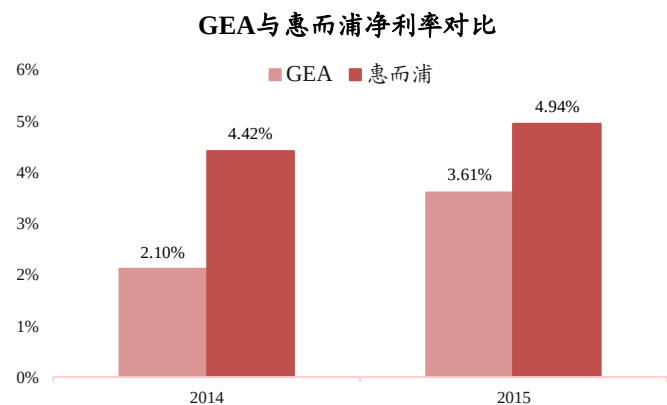
资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所, 注: 21Q3 海尔的收入增速受到出表卡奥斯影响, 若还原该影响, 海尔 21Q3 收入增速为 9.2%; 2020H1 为国内外经营活动受阻, 剔除 2020H1、2021H1 数据以降低噪音。

GEA 实现降本增效, 海尔北美市场盈利能力逐步改善。1) 在被海尔收购前, GEA 的经营效率较低, 净利率较美国龙头惠而浦存在较大差距。GEA 在 2014、2015 年的净利率分

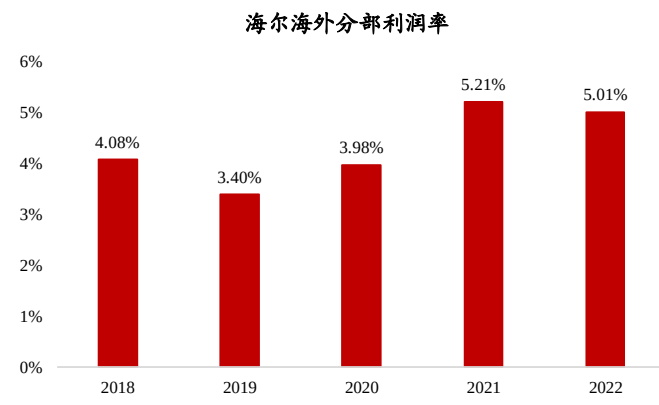
别为 2.1%、3.61%，而同期惠而浦的净利率为 4.42%、4.94%。2）GEA 实行全新的管理模式提高经营效率、注入研发力量拉动产品高端化转型、新品释放带来规模效应，发挥全球供应链优势，GEA 的盈利水平有望超越惠而浦。海尔北美地区盈利改善带动海外分部盈利水平提升，18-22 年海尔海外分部利润率从 4.08%提升至 5.01%。

图44：在并购前，GEA 盈利水平偏低

图45：海尔海外分部的利润率逐年提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

不同品牌深耕差异化消费群体，海尔在美国实现全品类布局。1）目前，海尔在美国市场上共有 GEA/Haier/FISHER&PAYKEL/Hotpoint 四个品牌，分别面向大众市场/全部市场/中高端市场/主流市场。2）GEA 产品系列丰富、产品覆盖各个价格段，下设 MONOGRAM/CAFÉ/GEA/Profile 系列，分别面向超高端/中高端/中端/中低端市场。3）Haier 品牌在美国布局较久，依靠海尔公司强大的研发设计能力支撑，产品涵盖冰箱、洗衣机、厨电、空调、小家电等领域。4）FISHER&PAYKEL 是全球顶级厨房电器品牌，2018 年进入美国市场。5）Hotpoint 品牌面向中低端市场，产品覆盖厨电、制冷设备、洗衣机、空调，主要向学生和低收入家庭提供物美价廉的家电产品。

图46：海尔北美市场的品牌布局，覆盖大众、高端、主流市场

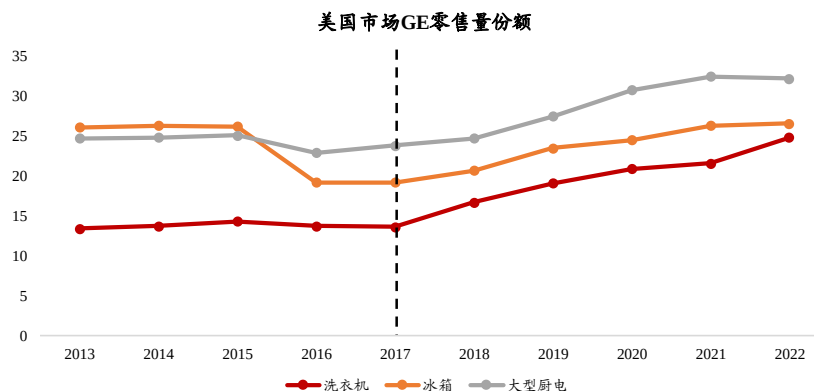


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

GEA 在厨电领域领先行业，海尔的冰洗产品为其全面赋能。GEA 为美国市场上老牌厨电企业，作为厨电龙头具有绝对的领先优势。2022 年 GEA 在厨电市场市占率 32%，第二名的惠而浦市场份额仅有 19.6%，领先市场。在被海尔收购之前，GEA 在冰洗领域与龙头惠而

浦相比稍有劣势, 2015 年 GEA 在洗衣机/冰箱产品的市场份额为 13.9%/16.5%(欧睿国际), 而同期惠而浦的数据为 43.1%/20.4%(欧睿国际)。海尔在冰洗领域深耕多年, 为 GEA 在冰洗业务深度赋能, 被海尔收购后 GEA 市场份额逐年提升。

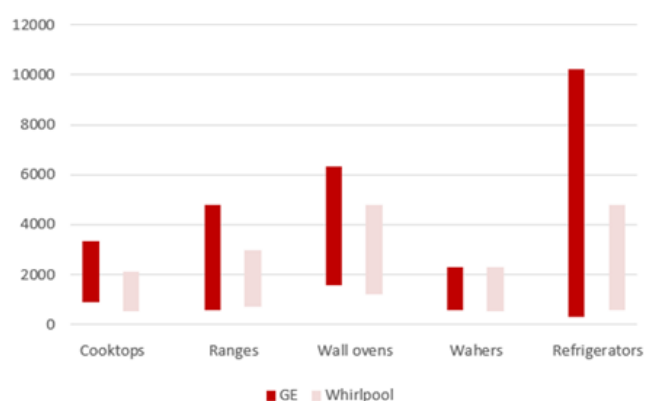
图47: 海尔为 GEA 深度赋能, 2016 年并购以后市占率逐年提升



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

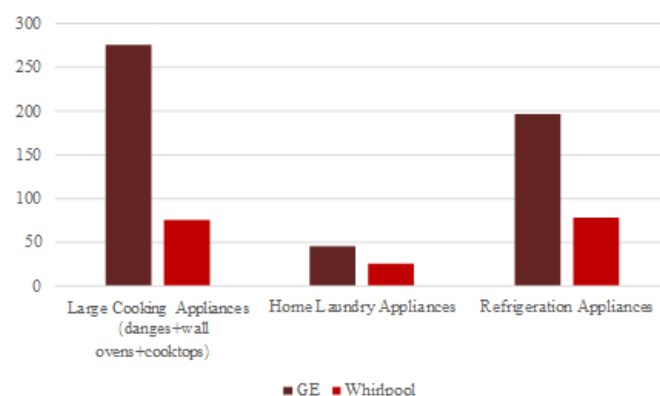
SKU 数量覆盖多元需求, 技术支撑海尔产品不断创新。1) 凭借着强大的技术支撑, GEA 被海尔收购以来推行速度逐渐加快, 投入研发打造全新产品矩阵。2) GEA 在洗衣机/冰箱/厨电领域 SKU 数量均高于惠而浦。从价格带上看, GEA 产品覆盖的价格带更广, 受众更全面。3) 海尔在技术领域深耕, 针对消费者痛点推出性能优异的产品。2019 年 GEA 推出新品大滚筒洗衣机, 上市后受到美国消费者强烈认可。冰箱方面, GEA 主推“阻氧干湿分储”技术, 提升新鲜蔬果的保存期限和保鲜程度。4) 海尔在中国本土产品体系和门类比较齐全, 可以支撑 GEA 在大白电之外的家电领域实现品类扩充。

图48: GEA 产品价格带比惠而浦更广 (截至 2021.12)



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图49: GEA 产品 SKU 数量多于惠而浦 (截至 2021.12)



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

案例 2: 美的海外 OEM 向 OBM 转型, B 端储能业务亦有所突破

美的海外布局从 OEM 开始, 规模效应筑底。美的的代工历史可以追溯到 1988 年获得自营进出口权, 多年的出口经营为美的积累了丰富的海外代工经验, 2007 年美的第一个海外制造基地在越南建成投产, 开始海外建厂。截至 2020 年底, 美的在全球拥有约 200 家

子公司、28 个研发中心和 34 个主要生产基地，员工约 15 万人，业务覆盖 200 多个国家和地区。其中，在海外设有 18 个研发中心和 17 个主要生产基地。

图50: 美的制造基地遍布全球



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

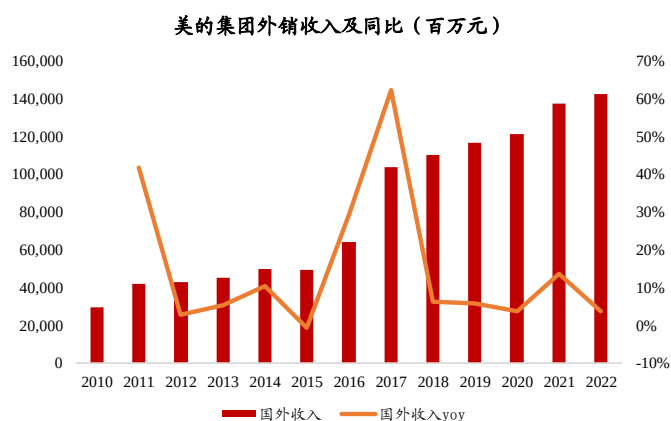
由 OEM、ODM 过渡到向 OBM 转变，打开第二增长曲线。美的自 2011 年开始通过并购海外公司的方式获得其当地的渠道和品牌，其中 2016-2017 年期间美的进行了 5 次大型并购。2017 年，东芝、Clivet、Clivet、KUKA、高创的并表使得美的海外收入突破千亿，2010-2022 年期间，美的海外收入 CAGR 为 14%，2022 年美的海外收入占比为 41%，相比 2010 年提升了 13 pct。

表1: 2016 年以来美的并购标的概况

被并购标的公司	获得股权	取得时点	并购主要业务	并购对价（元）
日本东芝家电	80.10%	2016/7/1	白电	33 亿
德国库卡	94.55%	2017/1/16	智能自动化	305 亿
意大利克莱沃	80%	2016/10/31	商用中央空调	9.8 亿
尤里卡	100%	2016/12/1	吸尘器	3.8 亿
以色列高创	79.37%	2017/2/9	运动控制	9.02 亿

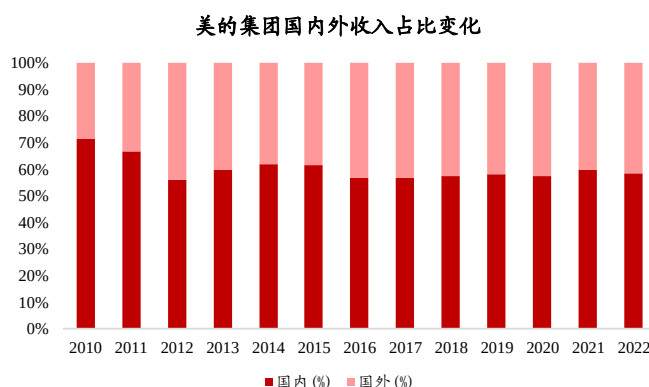
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图51: 2010-2022 年美的海外收入 CAGR 为 14%



资料来源: , 浙商证券研究所, 注 2017 年美的并表库卡

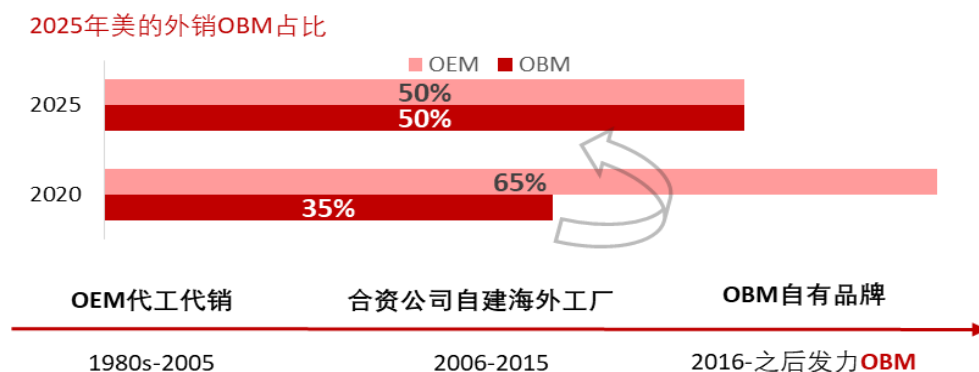
图52: 2010-2022 年美的海外收入占比提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所, 注 2017 年美的并表库卡

美的集团立抓全球突破, 力争 2025 年实现海外自主品牌收入占比 50%。进一步推动全球业务布局, 稳固美的全球化的基础与能力, 搭建全球供应协同机制, 强化海外本地运营, 优化本地化供应链比例, 推进产品全球化区域化配套能力; 进一步提升自有品牌占比, 加强自有品牌资源投入, 实现全球经营; 持续完善海外市场渠道布局, 增强销售通路, 加强海外销售网点建设, 提升改善渠道经营效率和能力; 推动全球产品、品牌、战略市场、渠道、供应商与服务的全面突破。

图53: 美的海外市场拓展三步走战略



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4 投资建议

短期看家电出口订单回流+低基数：随着海外渠道去库取得进展，部分代工企业订单有所回流，建议关注后续订单转化为收入的弹性。

中长期看自主品牌盈利提升：关注自主品牌在海外运营的抗风险能力和经营韧性，随着海外通胀收缩和中国家电企业发挥全球产业链优势，海外自主品牌份额和盈利有望共同提升。

推荐标的：美的集团、海尔智家、海信家电

5 风险提示

1) 宏观经济不确定性：海外家电消费与宏观经济周期的相关性较高，若宏观经济下行，则导致家电销售不及预期。

2) 汇率波动：家电出口通常以美元结算，若汇率出现波动，会对家电企业的汇兑收益和收入增速（转化为列报货币口径）造成影响。

3) 消费需求不及预期：海外零售商去库存需要通过预判下游消费需求调节库销比，从而控制向上游的提货节奏，若海外消费需求不及预期造成零售商去库存不及预期，则影响也会同样传导到上游制造企业。

4) 测算结果偏差：本报告的所有测算均选取具有代表性的数据，但不排除实际情况和测算数据存在一定偏差的情况。

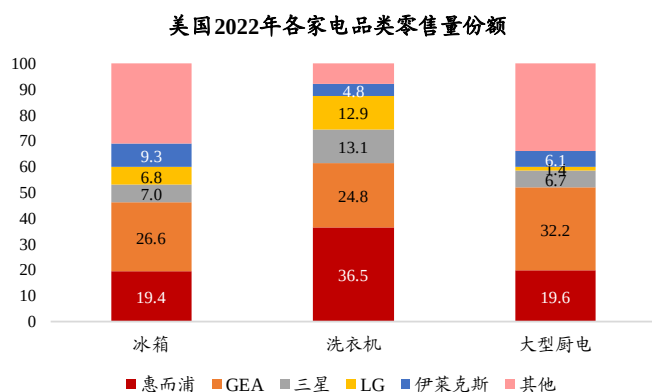
6 附录

6.1 北美价值链拆分测算假设依据

渠道价值链拆分假设：

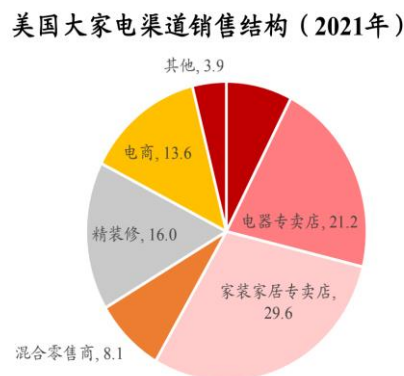
1) 惠而浦 (Whirlpool) 是美国大家电龙头企业, 2022 年惠而浦全美冰箱、洗衣机、大型厨电的零售量市场份额为 19.4%、36.5%、19.6%, 各类产品市场份额位列行业前二, 因此惠而浦的财务数据在研究北美家电企业在产业链中的地位具有代表意义。美国家电的经销渠道以专卖店为主, 其中百思买 (Bestbuy) 是北美大型消费电器和消费电子零售商, 其收入结构中大部分是在美国的收入。2020-2022 年全球经济环境经历北美经济宽松、原材料和海运价格大幅上行、渠道去库等非正常因素影响, 这三个年份的财务数据不能说明常态, 我们选取惠而浦和百思买 2019 年财务数据作为参考。

图54: 惠而浦是北美大家电龙头 (单位: %)



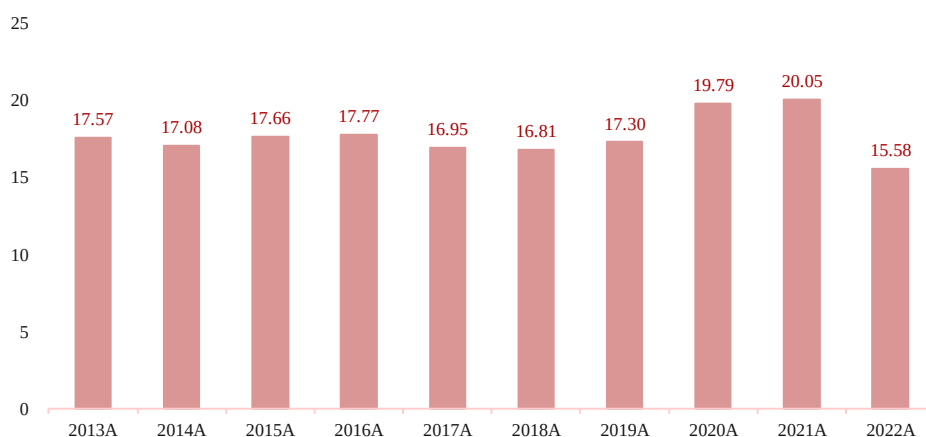
资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

图55: 美国家电零售渠道以电子电器店为主 (单位: %)



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

图56: 2013-2022 年惠而浦毛利率变化 (单位: %)

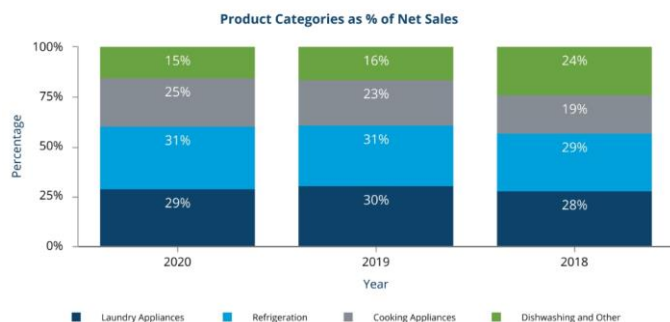


资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所

2) 惠而浦的财报并未对营业成本对原材料、人工、折旧能源等其他细项进行拆分, 但是通过对美的、海尔、格力报表的拆解, 营业成本中原材料占比超过 85%, 人工占比 4%~6%, 各个公司之间营业成本构成差异不大。从营业成本占比看, 营业成本对原材料变动敏感性更

大，对人工、折旧、能源等敏感度不大。考虑到家电成本原材料成本占比最高，铜、铝等有色金属是全球市场，区域间价格差异不大，因此我们认为家电产品的成本构成在各个地区差别不大，我们以国内家电企业的营业成本各项占比作为参考。考虑到惠而浦的收入结构以冰箱、洗衣机、厨电为主，产品结构与海尔智家相似，我们选取海尔的营业成本占比数据作为价值链拆分的对标依据。

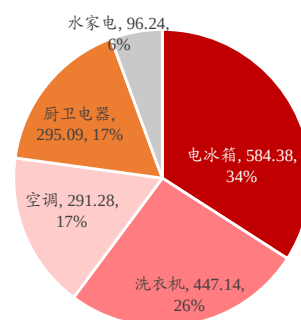
图57： 2019 年惠而浦收入结构拆分



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图58： 2019 年海尔智家收入结构拆分

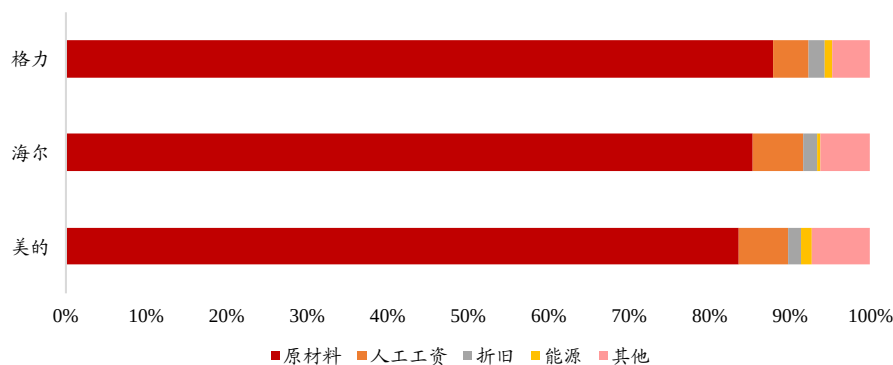
海尔智家2019年分品类收入结构（亿元）



资料来源： ，浙商证券研究所

图59： 各大家电企业营业成本结构占比相近

三大白电龙头营业成本分析（2022年）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3) 百思买是美国主要的家电零售商，与上游品牌方的业务往来是“买断式”，因此我们假设品牌方收入=渠道商营业成本，通过百思买毛利率倒推出终端零售额。我们假设终端零售额系数为 100，计算出价值链中各个环节对应的占比。

运算逻辑如下：

1) 品牌方（选取 2019 年惠而浦财报数据）：

① 各项营业成本占比 = $100\% \times (1 - \text{毛利率})$ ，其中原材料、人工、折旧占比由营业成本占比 $\times$ 各项在营业成本的比重；

② 销售和管理费用占比 = 公告披露的北美地区销售和管理费用/北美地区营业收入；

③ 息税前利润及其他收益占比 = (营业收入-营业成本-销售和管理费用)/北美地区营业收入。

2) 零售商 (选取 2019 年百思买财报数据):

④ 零售商营业收入 = 终端零售系数 = 品牌方营业收入/(1-零售商毛利率) = 零售商营业成本/(1-零售商毛利率)

⑤ 销售和管理费用占比 = 销售和管理费用/营业收入;

⑥ 零售商息税前利润及其他收益占比 = (营业收入-营业成本-销售和管理费用)/营业收入。

3) 价值链整合计算:

⑦ 品牌方在价值链占比系数 = 品牌方营业收入/零售商营业收入;

⑧ 原材料、人工、折旧及其他成本、品牌方和零售商销售和管理费用、品牌方和零售商 EBIT 和其他收益在价值链占比均由其在品牌方占比乘以品牌方在价值链占比系数得出。

6.2 中国家电出口与对外贸易环境相关性计算

贸易环境是指除产品销售本身直接有关的内容之外的其他因素，其中包括贸易政策、经济条件、全球供需变化、关税等。在不同的时期，贸易环境对商品进出口产生较大的影响，因此我们采用净出口占 GDP 比重量化贸易环境的优劣。

我们选取 2015~2023 年所有季度的净出口占 GDP 比重和冰箱、洗衣机、空调出口同比的数据，一共有 34 条数据，符合统计学至少 30 组样本数据的要求。

我们将净出口占 GDP 比重 (X) 和冰箱 (Y1)、洗衣机 (Y2)、空调 (Y3) 出口增速进行回归分析，发现对外贸易依存度和三大白电出口增速的拟合优度 (R-square) 分别为 0.0090、0.0001、0.0531，回归模型的解释力度极低。从回归系数上看，X 对 Y1、Y2、Y3 变量的系数对应 p 值分别为 0.59、0.94、0.19，在统计学意义上 $\alpha=0.05$ 的置信水平上均不显著。

表2: 空调出口与净出口占 GDP 比重模型回归报告

回归统计				
Multiple R		0.230417		
R Square		0.053092		
Adjusted R Square		0.023501		
标准误差		12.59366		
观测值		34		

方差分析				
	df	SS	MS	F
回归分析	1	284.5616	284.5616	1.794207
残差	32	5075.208	158.6002	
总计	33	5359.769		

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
Intercept	7.119275	2.443131	2.913996	0.006462
X Variable 1	-0.174	0.129904	-1.33948	0.189851

资料来源：，产业在线，浙商证券研究所

表3: 冰箱出口与净出口占 GDP 比重模型回归报告

回归统计	
Multiple R	0.094676
R Square	0.008964
Adjusted R Square	-0.02201
标准误差	18.09859
观测值	34

方差分析

	df	SS	MS	F
回归分析	1	94.80424	94.80424	0.289426
残差	32	10481.89	327.5591	
总计	33	10576.7		

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
Intercept	7.550075	3.511072	2.150362	0.039185
X Variable 1	-0.10043	0.186687	-0.53798	0.594311

资料来源: , 产业在线, 浙商证券研究所

表4: 洗衣机出口与净出口占 GDP 比重模型回归报告

回归统计	
Multiple R	0.011243
R Square	0.000126
Adjusted R Square	-0.03112
标准误差	18.07605
观测值	34

方差分析

	df	SS	MS	F
回归分析	1	1.321721	1.321721	0.004045
残差	32	10455.8	326.7437	
总计	33	10457.12		

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
Intercept	5.502737	3.5067	1.569207	0.126436
X Variable 1	0.011859	0.186455	0.063601	0.949683

资料来源: , 产业在线, 浙商证券研究所

关于净出口占 GDP 比重对白电出口相关度低的解释: 1) 白电龙头如海尔、美的加强海外自主品牌建设, 加强海外产能布局, 国内不少家电企业将产能向欧美当地或东南亚地区转移, 对国内出口的依赖度降低。2) 美国 2022 年 21%、23% 的冰箱和洗衣机从中国进口, 美国家电市场对中国依靠程度较高, 并且消费电器并非政策敏感行业。另一方面, 在国内市场饱和的情况下, 中国家电企业主动寻求拓展海外市场的机会, 家电行业出口细分的 β 突出。

6.3 新房对中国和美国白电拉动作用对比

考虑到中国居民住房销售结构中，期房占比达到 90%，因此地产销售到家电消费需要延迟一段时间，我们假设从地产销售到最终形成家电消费需递延 2 年时间。假设单套新房能够分别带动 1 台、1 台、2 台的冰箱、洗衣机、空调（户均面积为 114 平，假设为两室一厅的新房至少需要 2 台空调）销量，则新房对冰箱、洗衣机、空调内销贡献分别为 31%、29%、37%（2021 年数据，忽略空调渠道库存影响）。

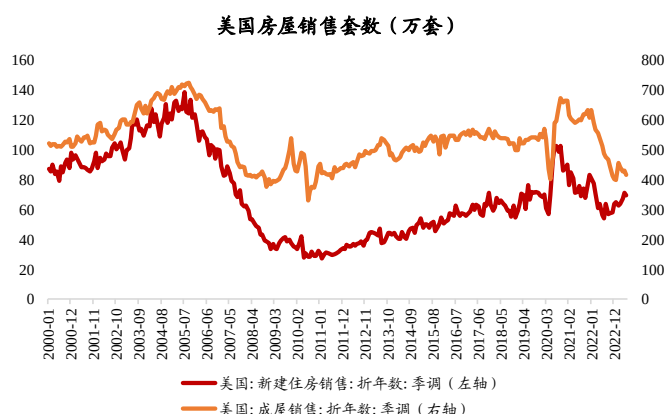
表5：地产销售对家电拉动作用测算（2021 年数据）

	冰箱	洗衣机	空调
2019 年期房销售面积（万平方米）	131,929	131,929	131,929
2019 年户均面积（平方米）	113.6	113.6	113.6
期房交付套数（万套）	1,161	1,161	1,161
2021 年现房销售面积（万平方米）	15,974	15,974	15,974
2021 年户均面积（平方米）	114.3	114.3	114.3
现房交付套数（万套）	140	140	140
新房交付套数（万套）	1,301	1,301	1,301
新房配套家电数量	1	1	2.5
新房拉动家电销量（万台）	1,301	1,301	3,253
2021 年家电内销出货量（万台）	4265	4453	8796
新房带动家电销量占比	30.5%	29.2%	37.0%

资料来源：国家统计局，产业在线，浙商证券研究所

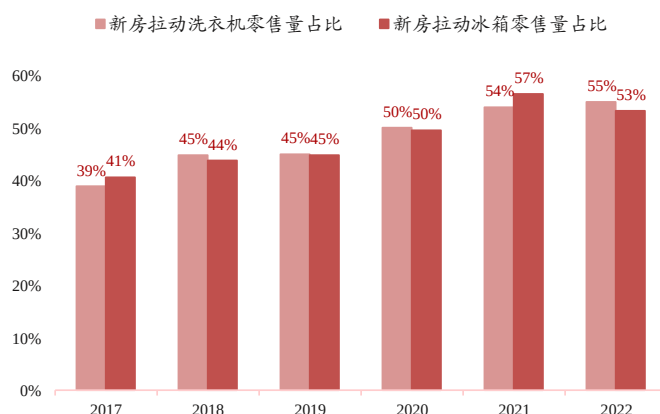
美国新建住房销售套数和成屋销售套数同向变动，有明显的相关性。根据欧睿国际数据，美国 2021 年冰箱、洗衣机的零售量分别为 1764 万台、1849 万台。通常美国新屋从获批到交付需一年左右时间，2020 年美国新房销售套数为 999 万套；假设美国单套新房带动 1 台冰箱、洗衣机的销量，如此推算下来，2021 年新房拉动美国冰箱、洗衣机的销量 56.7%、54.0%，其余年份美国新房拉动家电销量占比在 40%以上。

图60：美国新建住房与成屋销售相关性较大



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图61：新房对美国家电消费的拉动作用在 40%以上



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>