

证券研究报告—动态报告

家用电器

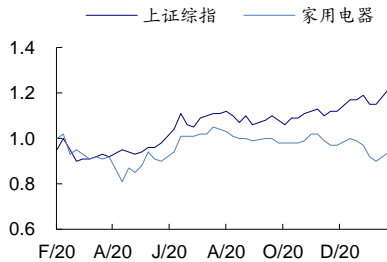
家电行业周报

超配

(维持评级)

2021年02月22日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《家电行业周报:再探海外市场:发达市场渠道格局正重构,利好国内出海小家电龙头》——2021-02-08
 《家电行业2月投资策略:空调强劲复苏,小家电景气度再开二度》——2021-02-05
 《家电行业周报:空调二月排产高景气;疫情下海外发达市场小家电消费韧性凸显》——2021-02-01
 《1月投资策略:白电结构性升级持续,均价提升迎来高景气》——2021-01-25
 《家电行业周报:三探集成灶:渗透率仍存提升空间,品类扩充支撑行业规模提升》——2021-01-25

证券分析师:陈伟奇

电话:0755-81982606
 E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110004

证券分析师:王兆康

电话:0755-81983063
 E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120004

行业周报

白电龙头仍将穿越周期
无惧短期原材料价格波动

● 本周研究跟踪与投资思考

本周受大宗原材料价格上涨以及资金换仓等影响,以美的为代表的白电龙头股价调整较大,市场也对公司的业绩影响表现一定的担忧。本周我们通过对白电龙头历史复盘,认为**家电龙头通过价格策略、费用节省等方式有效应对原材料成本上涨,使盈利能力具备穿越周期的能力。**

(1) **毛利率影响不可避免,但影响幅度和力度分化中减小。**复盘历史,2008年以来市场已经历过两波原材料涨价,对应毛利率在其后的1-3个季度有所波动,下滑幅度约为1-6pct。但随着白电行业的发展,龙头公司无论是对生产端上游的核心零部件垄断,或者大宗原材料采购的议价能力都在加强,加之业务多元、以及终端价格具备弹性空间的背景下,原材料对毛利率的影响程度趋于降低。

(2) **费用率优化有效对冲毛利率下行。**在两轮原材料价格上涨期间,三家龙头公司的扣非净利率相对稳定。进一步从毛利率减费用率这一指标来看运营收益率,则三家公司毛费率差的波动相对更小,美的2010Q1-2011Q2毛费率差下降近1pct,格力毛费率差下降1.58pct。费用的节省有效对冲了毛利率的下行。

(3) **总结来看,尽管2021Q1原材料成本同样面临上行压力,但一方面龙头企业毛利率受成本冲击的抵抗能力在逐步增强,另一方面随着空调价格战的结束以及外销需求的持续旺盛,理论上此轮白电龙头在费用端将有更大调整空间,有望显著降低毛利率端的负面影响。**

● 重点数据跟踪

市场表现: 上周家电板块周相对收益-3.37%。**原材料:** LME3个月铜、铝价格分别周环比增长8.7%、2.2%至8946、2135美元/吨;冷轧价格-0.5至4974元/吨。**资金流向:** 重点公司变动趋势延续,美的/格力/海尔周环比0.0%/-1.56%/+0.31%。

● 核心投资组合建议

白电推荐战略升级科技主导的**美的集团**,建议关注效率提升的**海尔智家**和渠道优化推进的**格力电器**;**厨电**推荐高增长、强激励的集成灶龙头**火星人**,建议关注受益竣工回暖的**老板电器**;**小家电**推荐海外需求恢复下,依托九阳、扩品类、扩渠道的**JS环球生活**,关注高景气的扫地机龙头**科沃斯**和国内小家电龙头**九阳股份**;建议关注出海小家电细分龙头**Vesync**以及即将上市的人工智能投影龙头**极米科技**。

● 风险提示

疫情导致产销波动;市场竞争加剧;需求增长不及预期;原材料大幅提价。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
000333	美的集团	买入	97.99	689796	3.82	4.30	25.7	22.8
01691	JS环球生活	买入	23.30	81420	0.70	0.98	33.4	23.8
300894	火星人	买入	63.63	25770	0.75	0.97	84.8	65.6

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测 港股单位为港币

1、核心观点与投资建议

(1) 重点推荐

基于海外市场的跟踪研究，我们认为在海外需求的大基数有望稳中有增，而疫情影响下北美的小家电格局经历大幅重构，在总需求稳中有增、美国市场格局重构且线上重要性提升的前提下，我们认为传统美国本土家电企业正处于竞争劣势，在发达市场应对变化调整更为迅速的中国龙头企业有望抓住海外市场格局重构和需求恢复的契机，进一步扩大自身份额。推荐海外市场+品类不断拓展，产品/品牌/渠道力出众，美国扩品类、欧洲扩市场的全球化小家电龙头 **JS 环球生活 (H)**。

(2) 分板块观点与建议

白电：在国内需求恢复、出口高增和原材料成本传导背景下，看好未来量价齐升的兑现，其中空调弹性居首、洗衣机次之、冰箱最为稳健。推荐事业部改革战略升级后，强化科技和协同的**美的集团**，建议关注私有化成功、效率持续改善的**海尔智家**以及渠道改革持续推进的**格力电器**；

厨电：推荐切中健康需求、高速增长的细分赛道集成灶，推荐高激励、线上领先的高颜值集成灶龙头**火星**人；同时关注地产后周期带来的需求增长，建议关注厨电龙头**老板电器**；

小家电：海外需求韧性持续，疫情后的反弹性恢复和提升的线上渠道占比，给反应快速的企业带来良好的破局机遇，推荐依托九阳、扩品类、扩渠道的 **JS 环球生活 (H)**；同时建议关注受益海外线上渗透率提升，深耕亚马逊的小而美小家电出海细分龙头 **Vesync (H)**；高增长的扫地机器人细分赛道的优质头部企业**科沃斯**；建议关注需求恢复下国内小家电龙头**九阳股份**。

2、本周研究跟踪与投资思考：原材料成本上涨无碍家电龙头表现

本周受大宗原材料价格上涨以及资金换仓等影响，以美的为代表的白电龙头股价调整较大，市场也对公司的利润影响表现一定担忧。我们通过对家电龙头历史复盘，认为家电龙头通过价格策略、费用节省等方式能够有效应对原材料成本上涨，使盈利能力具备穿越周期的能力。

历史上的大宗商品涨价区间对于家电龙头来说，毛利率确实有一个季度约 3-4pct 的滞后影响，但通过价格差异化传导、费用压缩等一系列方式对冲后，净利润率基本不随原材料价格变动而变动。

2.1 随着龙头集中度提高，历史上两轮原材料价格上涨影响越来越小

2008 年以来市场已经历过两波原材料涨价，对应毛利率在其后的 1-3 个季度有所波动，但随着白电竞争格局走向稳定，龙头对上下游的议价能力不断增强，第二轮原材料价格上涨对龙头的毛利率影响明显减弱。

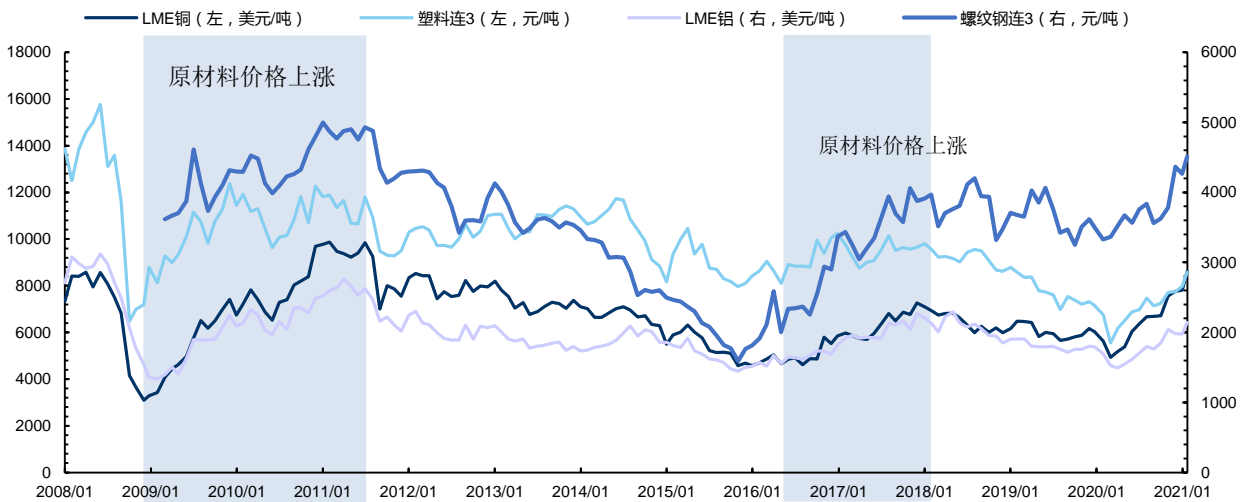
2009Q1-2011Q2：毛利率滞后时间趋同。原材料价格在金融危机中暴跌后开始复苏，铜价最高一度上涨超过 200%，铝和塑料价格等区间最高涨幅也超过 80%。**公司财务表现方面**，美的单季度毛利率下降滞后约 1 年，下降区间 2010Q1-2011Q2，下降幅度 3pct-6pct；海尔的单季度毛利率下降滞后约 3 个季度（2009Q4-2011Q2），下降幅度 1pct-5.5pct；格力滞后 3 个季度

(2009Q4-2011Q4)，下降中枢约在 5-7pct 的水平。

- **2016Q2-2017Q4：滞后时间分化，波动中枢减小。**主要原材料开启新一轮上涨，铜价最高涨幅接近 50%，钢和铝等原材料涨幅也超过 40%。这一阶段各公司滞后时间受价格战、渠道调整等影响分化，其中美的毛利率滞后约 2 个季度(2017Q1-2017Q4)，单季度毛利率下降近 3pct-5pct。但考虑到 2017 年库卡并表拉低毛利率，剔除库卡的影响后，公司 2017 年毛利率为 26.78%，同比下降 0.89pct；格力基本同时间下降（2016Q3-2017Q3），降幅 0.2pct-8.3pct；海尔则滞后约 1 年(2017Q4-2018Q4)，降幅 1pct-5pct。

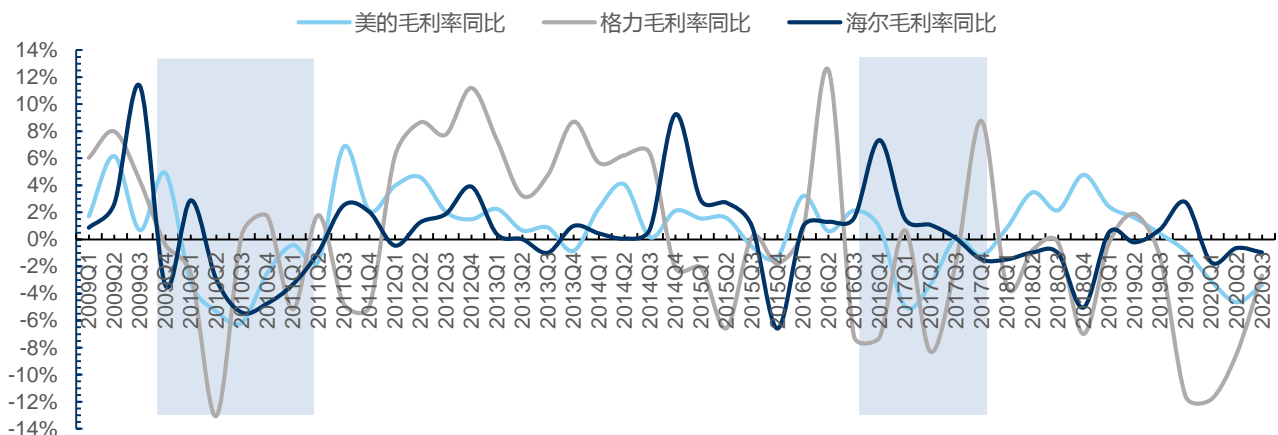
与第一轮原材料涨价情况相比，在第二轮原材料涨价期间，美的、格力和海尔的毛利率下滑幅度明显缩窄，我们认为随着白电行业的发展，龙头公司无论是对生产端上游的核心零部件垄断，或者大宗原材料采购的议价能力都在进一步加强，加之业务趋于多元、以及终端价格本身就具备一定弹性空间的背景下（如本轮的终端提价），单纯原材料对毛利率的影响程度趋于降低。

图 1：2008 年至今原材料价格变动情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：在原材料上涨期间美的、格力、海尔毛利率第二轮波动减小（单位：pct）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

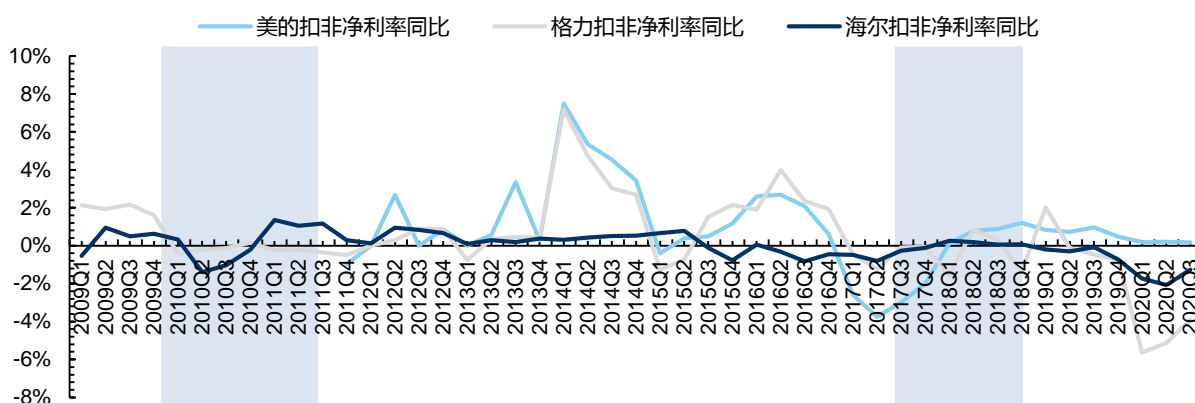
2.2 运营提效费用压缩，净利润率维持稳定

在两轮原材料价格上涨期间，三家龙头公司的扣非净利率相对稳定。在第一轮

原材料价格上涨期间，由于三家企业 2010Q1-2011Q2 费用率平均下降 2.25pct/0.93pct/3.85pct，有效对冲了毛利率的下降。另外 2010 年美的、格力、海尔节能家电政府补助收益 26.9/23.53/7.4 亿元，带动三者净利率分别提升 2.6pct/0.19pct/1.22pct。若进一步从毛利率减费用率这一指标来看运营收益率，则三家公司毛费率差的波动相对更小，美的 2010Q1-2011Q2 毛费率差下降近 1pct，格力毛费率差下降 1.58pct、海尔毛费率差上升 0.63pct。费用的节省有效对冲了毛利率的下行。

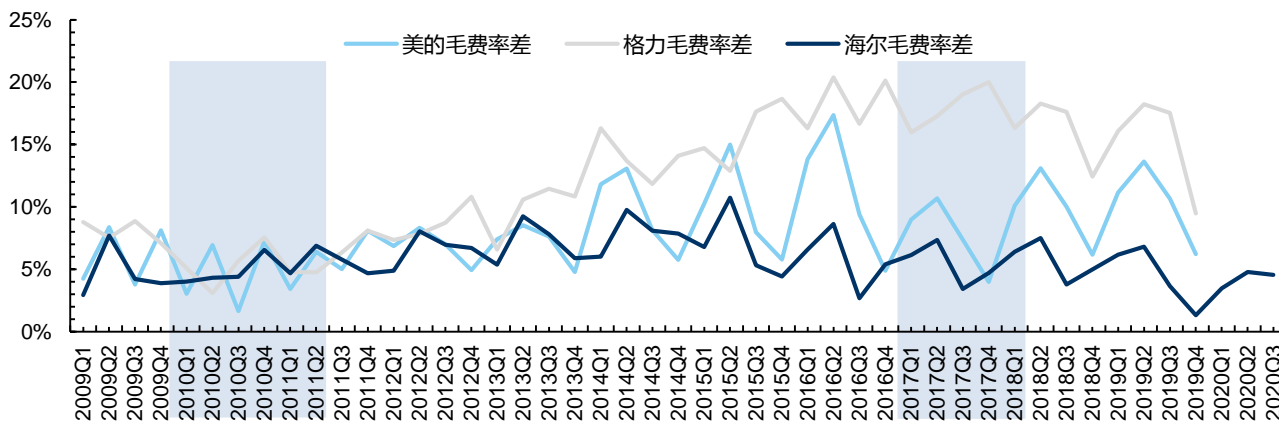
在第二轮原材料价格上涨期间，2017 年美的剔除库卡影响之后的毛费率差为 11.66%，同比增长 0.45pct；格力 2017/2018 年毛费率差为 18.2%/16.2%，降幅约为 2pct；海尔 2017 年/2018 年毛费率差为 5.38%/5.64%，同比下降 0.15pct/增长 0.27pct，费用下行同样有效起到了对冲成本上涨的作用。

图 3：在原材料上涨期间美的、格力、海尔的扣非净利率相对稳定 (pct)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

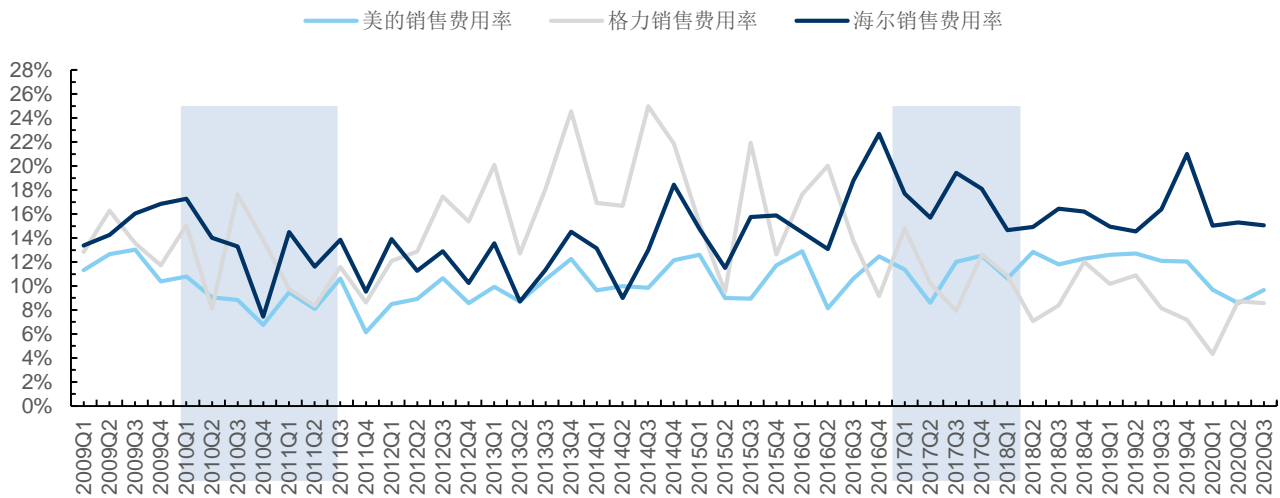
图 4：在第二轮原材料上涨期间美的相比格力、海尔的毛费率差下降幅度更大



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

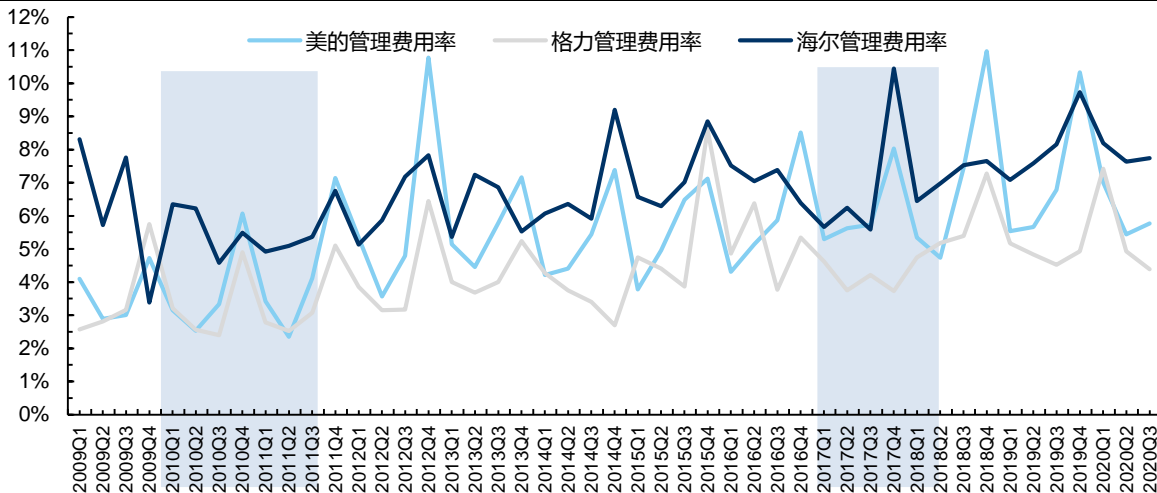
进一步从费用拆分来看，销售费用率的降低起到了更重要的对冲作用。在第二轮原材料上涨期间，三家公司整体费用率的下降则更多来自于销售费用率的优化。其中毛费率差表现相对更好格力和海尔的销售费用率均出现较明显的下降。

图 5: 在原材料上涨期间美的、格力、海尔销售费用率对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 在原材料上涨期间美的、格力、海尔管理费用率对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

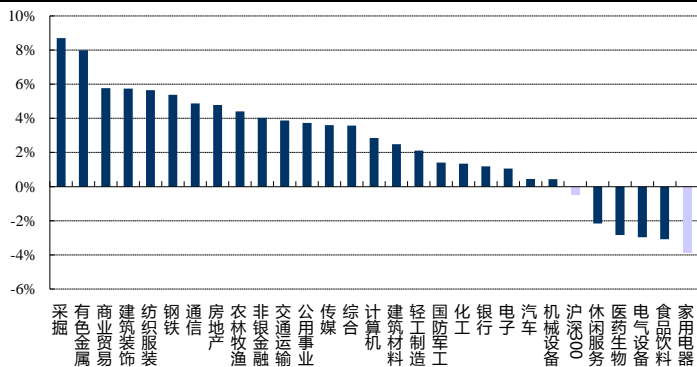
总结来看, 尽管 2021Q1 原材料成本同样面临上行压力, 但一方面龙头企业毛利率受成本冲击的抵抗能力在业务多元化、渠道改革和价格策略对冲等逐步成熟背景下有望进一步提升, 另一方面随着空调价格战的结束以及外销需求的持续旺盛, 此轮理论上白电龙头在费用端将有更大调整空间, 有望显著降低毛利率端的负面影响。我们依然推荐基本面优秀、制造端优势显著, 渠道建设领先行业, 拥有全品类的家电布局, 多元化扩展稳步推进的**美的集团**; 建议关注私有化成功、效率持续改善的**海尔智家**以及渠道改革持续推进的**格力电器**。

3、重点数据跟踪

3.1 市场表现回顾

上周家电板块下跌 3.87%; 沪深 300 指数下跌 0.50%, 周相对收益-3.37%。

图 7：上周家电板块实现负相对收益

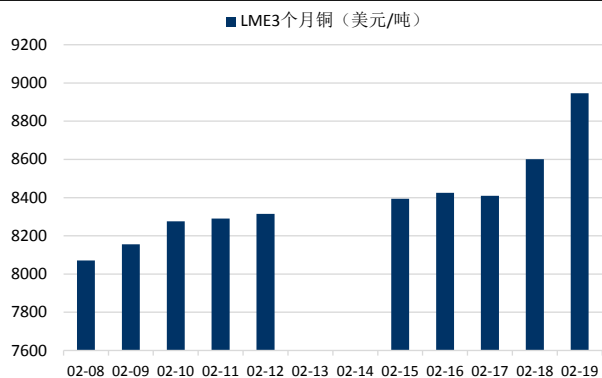


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 原材料价格跟踪

金属价格方面，上周 LME3 个月铜、铝价格分别周度环比提升 8.7%、2.2%至 8946、2135 美元/吨，价格上浮力度较大；冷轧价格高位有所回调，周环比下降 0.5%至 4974 元/吨。

图 8：LME3 个月铜价上周高位回升



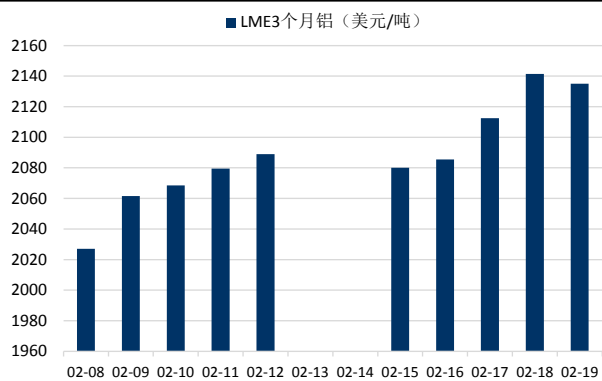
资料来源：伦敦金属交易所，国信证券经济研究所整理

图 9：LME3 个月铜价高位攀升



资料来源：伦敦金属交易所，国信证券经济研究所整理

图 10：LME3 个月铝价格高位回升



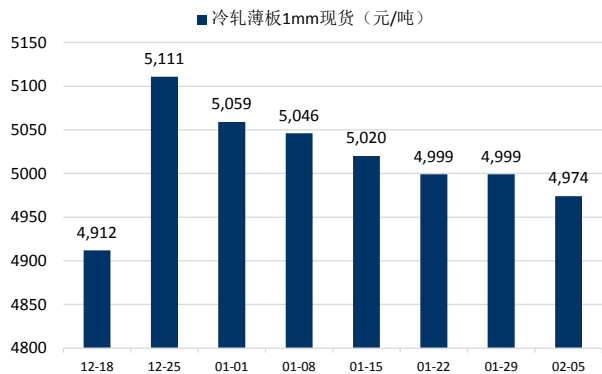
资料来源：伦敦金属交易所，国信证券经济研究所整理

图 11：LME3 个月铝价连续回升后高位上涨



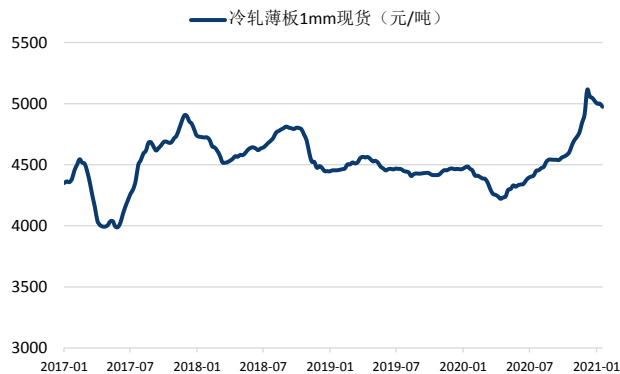
资料来源：伦敦金属交易所，国信证券经济研究所整理

图 12: 冷轧价格上周价格维稳



资料来源: 中国钢铁工业协会, 国信证券经济研究所整理

图 13: 冷轧价格高位回调

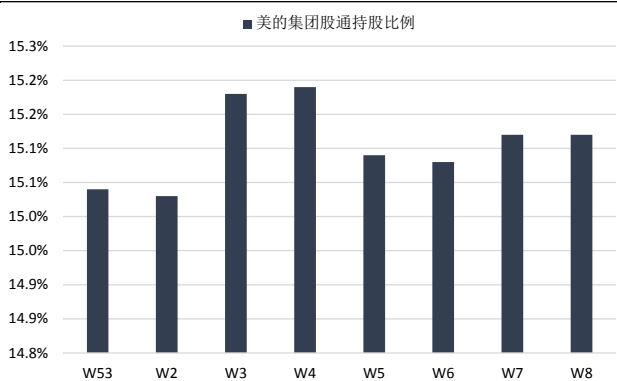


资料来源: 中国钢铁工业协会, 国信证券经济研究所整理

3.3 北向资金跟踪

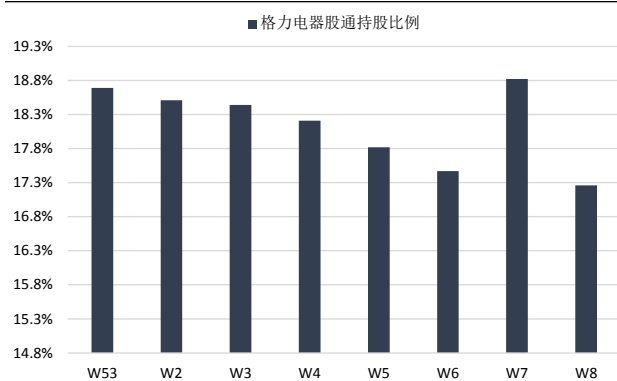
资金流向方面, 上周重点公司陆股通持股比例变动分化, 美的/格力/海尔陆股通持股比例周环比-0.04%、-1.35%、+0.33%, 海尔外资仍保持流入。

图 14: 美的集团上周股通持股比例保持稳定



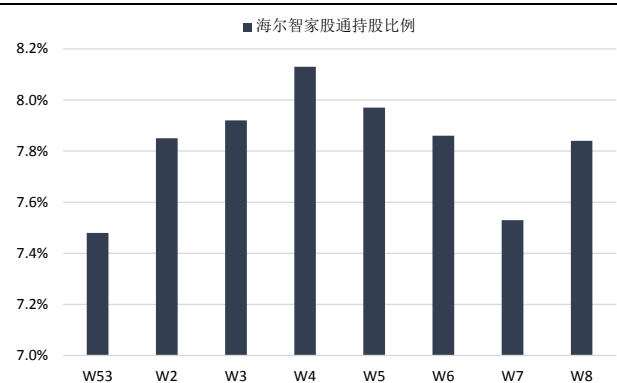
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 格力电器上周股通持股比例下行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 海尔智家持股比例上行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4、重点公司公告与行业动态

4.1 公司公告

【苏泊尔】2月8日，公司高级管理人员徐波先生的减持计划已经实施完毕，合计减持股份5.79万股，占公司总股本的0.0069%。减持后徐波先生持有公司股份17.37万股，占公司总股本的0.021%

【石头科技】公司发布2020年度业绩快报。2020年度公司实现营业收入45.30亿元，+7.74%；实现归属于母公司所有者的净利润13.71亿元，+75.19%。2020年末公司总资产78.52亿元，较期初增长299.33%；归属于母公司的所有者权益71.19亿元，较期初增长379.54%

【澳柯玛】公司发布收购报告书，海发集团作为划入方承接由划出方青岛市国资委划出的澳柯玛控股集团100%股权，使得海发集团对澳柯玛构成间接收购，本次收购符合规定的免于发出要约的情形。本次收购后公司的直接控股股东、实际控制人不会发生变更，仍分别为澳柯玛控股集团和青岛市国资委。

【奥马电器】TCL家电集团于2月18日通过证券交易所大宗交易方式增持公司股份1930万股，占公司总股本的1.78%。本次增持后，TCL家电集团及其一致行动人重庆中新融泽投资中心（有限合伙）合计持有公司股份1.28亿股，占公司总股本的11.78%

4.2 行业动态

【奥维云网：2020年精装市场逆势持平，未来绿色建筑引领前行】2020年地产精装修市场规模达325万套，-0.2%。从精装修市场分布区域来看，华东区域依然为主战场，开盘规模最大。2020年华东区域精装修开盘量近130万套，+8%。华中、东北、华南、西南四个区域规模同比呈不同程度的下滑。从精装修市场高增城市来看，TOP高增城市主要集中在三四线城市，随着精装修政策在三四线城市渗透，精装规模逐渐兴起。

【中怡康时代：空调市场即将迎来周期性复苏 | GfK年报】据GfK中怡康推总数据，2020年国内家用空调市场零售量和零售额规模分别为5162万台和1568亿元，-16.5%和-22.0%。低基数促使2021年增长更容易，预计2021年家用空调市场将复苏，零售量同比增幅将超过两位数。据GfK中怡康测算，2021年，空调均价将提升7.6%，价格上涨会抑制部分需求，但由购房引起的空调购买需求将增长3.2%。

【奥维云网：切莫错过“30岁Z世代”带来的家电红利】从目前年龄段的群体来看，Z世代群体带给我们的家电市场特别是小家电市场的发展特征是高颜值、小容积、便携化、IP联名等这几个主流的特征。

【奥维云网：春天即将到来，精装市场助力智能电梯更上一层楼】奥维云网(AVC)测算数据显示，2021-2022年精装住宅项目数量将有望达10000个，配置智能电梯的项目有望突破200个，智能电梯配套量将超过2000台。

5、重点标的盈利预测

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB 2019
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
000333	美的集团	买入	98.0	3.47	3.82	4.30	28	25.7	22.8	6.1
000651	格力电器	无评级	61.03	4.11	3.19	4.04	15	19	15	3.3
600690	海尔智家	未评级	32.6	1.25	0.89	1.11	26	37	29	6.1
1691.HK	JS 环球生活	买入	23.3	0.10	0.70	0.98	243	33.4	23.8	6.6
002032	苏泊尔	买入	79	2.34	2.25	2.58	34	35	31	10.1
002242	九阳股份	无评级	32.27	1.07	1.19	1.38	30	27	23	6.3
002705	新宝股份	买入	47.96	0.86	1.37	1.65	56	35	29	6.6
002959	小熊电器	买入	88	2.23	3.57	4.36	39	25	20	7.1

300824	北鼎股份	无评级	21.8	0.40	0.46	0.61	54	47	36	7.4
002508	老板电器	无评级	39.61	1.68	1.81	2.03	24	22	19	5.0
002677	浙江美大	无评级	18.78	0.71	0.81	0.97	26	23	19	8.2
002035	华帝股份	无评级	8.08	0.86	0.67	0.81	9	12	10	2.3
300894	火星人	买入	63.63	0.66	0.75	0.97	96.7	84.8	65.6	20.9
300911	亿田智能	无评级	47.49	1.23	1.37	1.73	39	35	28	5.1
605336	帅丰电器	无评级	27.77	1.65	1.42	1.63	17	20	17	1.6
603486	科沃斯	买入	116.1	0.21	0.89	2.01	543	130	58	25.3
600336	澳柯玛	无评级	7.26	0.24	0.34	0.43	30	21	17	2.7
603187	海容冷链	无评级	61.7	1.93	1.67	2.13	32	37	29	5.6

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：除美的集团、火星人、JS 环球生活、科沃斯、苏泊尔、新宝股份、小熊电器外，其余公司暂采用 Wind 一致预期

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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