

## 家用电器

优于大市（首次）

### 证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120521030001

邮箱：xiely@tebon.com.cn

### 研究助理

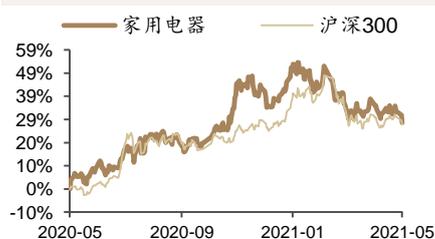
贺虹萍

邮箱：hehp@tebon.com.cn

邓颖

邮箱：dengying@tebon.com.cn

### 市场表现



### 相关研究

1. 《九阳股份 (002242.SZ)：内外市场表现亮眼，盈利水平保持稳健》，2021.4.30
2. 《外销稳健增长，龙头强者恒强——3月冰箱&洗衣机产业在线数据点评》，2021.4.28
3. 《关注缺芯涨价风险；关注地产红利传导至大家电》，2021.4.25
4. 《火星人 (300894.SZ)：优质赛道龙头逻辑持续兑现，营收再超预期》，2021.4.23
5. 《火星人 (300894.SZ)：营收超预期，长期看好集成灶优质龙头》，2021.4.21

# 拨云见日，如期恢复开启上升通道

——家用电器 2020 年报&2021 一季报总结

### 投资要点：

- **行业总览**：20 年平稳收官，21Q1 回暖如期而至。20 年疫情明显影响家电企业经营，但随着下半年内销市场的复苏及出口的强势增长，推动家电板块全年平稳收官，收入与业绩均实现小幅增长。步入 2021 年，疫情负面影响逐步消退，家电板块如期迎来回暖，21Q1 收入与业绩均已超 19 年同期水平。
- **白电**：20 年收入端稳健，空调内销量价均开始改善，疫情背景下海外产能转移至国内推动出口持续高景气。利润端马太效应加剧，原材料价格提升影响毛利率整体下行，龙头渠道改革逐显成效，期间费用显著优化。在地产回暖、提效降费稳步进行、产品结构升级的利好下，龙头企业有望进一步释放盈利。
- **厨房小家电**：景气延续，新消费时代下持续受益。20 年受益于居家烹饪需求持续释放，以线上销售为主导的厨房小电板块增长尤为靓丽，21Q1 厨房小电内销市场景气延续，外销市场增长依旧强劲，推动板块经营改善。短期板块由于去年二季度的高基数或面临增长压力，但长期来看有望持续受益于第三消费时代带来的发展新机遇。
- **生活小家电**：生活小家电板块中家用投影及清洁类家电为重点推荐关注领域。20 年随着消费者日益注重生活品质，叠加投影产品技术迭代加速，用户体验逐渐改善，投影市场持续取得较好发展；清洁市场同样随着扫地机技术逐步完善实现高增，20 年契合中国家庭刚需的拖地类新品推出后，更为清洁电器行业再次打开增长空间，实现量价齐升。
- **厨电**：厨电具有较强安装属性，20 年受疫情影响，上半年销售有所承压，下半年恢复明显，去年四季度以来，随着地产竣工回暖，地产后周期基本面有所改善，厨电板块收入增速逐步向上。在竣工正增长、地产回暖的长期逻辑下，厨电零售渠道充分受益。集成灶板块借助内容电商平台进行营销布局，产品认知度及认可度逐渐提升，上半年受疫情影响板块增速有所下滑，下半年恢复明显。
- **黑电**：20 年在疫情居家时间延长和产品快速升级的推动下板块营收增长 6.3%，一季度持续回暖，在面板价格回升的压力下盈利端分化明显。在费用端优化，海外需求稳健增长和黑电产品消费升级的趋势下值得关注。
- **投资建议**

建议关注渗透率持续提升的集成灶细分领域，未来行业有望维持 30%左右增速，持续推荐具备长期龙头战略格局眼光、紧握强品牌营销和高端产品定位两大厨电行业龙头核心要素、规模快速扩张的**火星人**，建议关注具备较强产品力、少东家上任有望带来变革成效的集成灶龙头**亿田智能**，具备较强产品优势和渠道优势的集成灶龙头**浙江美大**。推荐关注零售恢复显著、工程渠道增长稳定，善于发掘新增长点，具备较强  $\alpha$  属性，把握台式品类扩张降低地产相关性、在存量房更新需求发力的厨电龙头**老板电器**。

我们于近期发布深度报告解构中国消费社会阶段划分，通过经济、人口等宏观环境分析了各代际微观人群的价值观变化，及从而导致的消费观变化。我们认为，中国现阶段处于第三消费社会早期，这个阶段的消费主力从小物质生活丰富、成长环境优越，



体现在消费观的主要特点在于，消费单位从家庭开始转向个人，更加注重个性化、小型化、多样化；消费内容从耐用品、必需品转向快消品、提供情绪价值的消费品；消费价值取向从高性价比转向注重品质、细分化、个性化等。

我们认为家用智能微投是第三消费时代注重生活品质与生活享受的新消费观下的产物，长期看好解决信息享受的家用智能投影细分领域，建议关注技术领先且具有消费品全方位壁垒的家用智能微投龙头**极米科技**。

此外，小家电领域同样为第三消费社会的重点受益板块。持续看好新消费为小家电领域带来的新机遇，持续推荐关注多品类多价位段布局、反应迅速、品牌理念与产品设计年轻前卫的小家电细分领域龙头**小熊电器**；推荐关注具备高端代工经验奠定高端产品及供应链能力基础，以消费者为核心导向具备营销和产品设计优势的**新宝股份**；持续推荐关注提早大幅调整组织架构顺应新消费快速响应需求、品牌年轻化转型顺利、兼具龙头规模及供应链、研发等能力基础优势的**九阳股份**；以及专注打磨产品细节、以消费者体验为核心导向，用户粘性高且产品矩阵和价格段不断拓宽的国产高端小家电**北鼎股份**。

在地产需求及装修需求延后释放的逻辑下，白电环比改善趋势明显，出口需求持续旺盛。建议关注白电龙头底部复苏。推荐关注白电龙头**海尔智家**、**格力电器**、**美的集团**。

- **风险提示：**原材料价格上涨风险，需求不及预期风险，疫情反复风险。

## 内容目录

1. 行业总览：20 年平稳收官，Q1 回暖如期而至 .....	7
1.1. 收入端：行业增速逐季改善，小家电表现尤为亮眼 .....	8
1.2. 成本端：原材料大幅涨价，多因素综合 Q1 毛利率维持平稳态势 .....	9
1.3. 费用端：Q1 期间费用率呈降低态势，盈利能力迎来明显修复 .....	10
1.4. 现金流端：Q1 现金流净额明显恢复 .....	13
2. 白电：消费升级持续，龙头渠道改革显成效 .....	14
2.1. 收入端：稳健经营，外销高景气 .....	14
2.2. 利润端：龙头齐提效，板块内部分化 .....	17
2.3. 现金流&资产负债分析：现金流步入恢复通道，旺季前备货上升 .....	21
3. 厨房小电：收入表现明显回暖，原材料、汇率等多因素影响盈利修复 .....	22
3.1. 收入端：内销景气延续，出口强势复苏，经营明显改善 .....	22
3.2. 利润端：出口复苏叠加原材料、汇率影响，Q1 盈利能力修复有限 .....	24
3.3. 现金流&资产负债分析：厨房小电企业表现分化明显 .....	27
4. 生活小家电：智能微投前景广阔，清洁电器持续发力 .....	28
4.1. 收入端：家用投影龙头持续高增，清洁类电器稳步增长 .....	28
4.2. 利润端：核心自研或自主品牌占比提升，推动盈利能力上行 .....	30
4.3. 现金流量&资产负债分析：现金流维持正常，Q1 主动备货增加 .....	31
5. 厨电：集成灶渗透率如期提升，地产后周期基本面改善 .....	32
5.1. 收入端：渗透率提升逻辑验证，老板电器持续改善 .....	32
5.2. 利润端：集成灶板块边际改善较烟灶企业更为突出 .....	35
5.3. 现金流量&资产负债分析：疫情影响渐消，恢复至正常水平 .....	37
6. 黑电：面板价格回升，龙头受益产品升级 .....	38
6.1. 收入端：线下均价提升，线上销量稳增 .....	38
6.2. 利润端：分化明显，龙头盈利能力较为稳定 .....	39
6.3. 现金流&资产负债分析：应收占比有所下降 .....	40
7. 投资建议 .....	41
8. 风险提示 .....	42

## 图表目录

图 1: 家电行业上市公司细分.....	7
图 2: 家用电器和音像器材类累计零售额及累计同比 (亿元, %)	8
图 3: 2014A-2021Q1 家电板块营业总收入及增速 (亿元)	8
图 4: 家电各子板块分季度营业总收入同比增速.....	8
图 5: 2013A-2020A 家电板块外销收入及占比 (亿元)	9
图 6: 铜、铝价格走势 (美元 /吨)	9
图 7: 钢材综合价格指数走势.....	10
图 8: 塑料价格指数走势.....	10
图 9: 家电及子板块毛利率走势.....	10
图 10: 家电及子板块期间费用率走势.....	11
图 11: 美元兑人民币即期汇率走势.....	11
图 12: 家电及子板块财务费用率走势.....	12
图 13: 家电及子板块销售费用率走势.....	12
图 14: 家电及子板块归母净利率走势.....	13
图 15: 家电及子板块经营现金流净额 (亿元)	13
图 16: 空调出货端内外销量增速.....	14
图 17: 冰箱出货端内外销量增速.....	15
图 18: 洗衣机出货端内外销量增速.....	15
图 19: 空调零售均价走势.....	15
图 20: 白电主要公司营业总收入同比增速.....	16
图 21: 白电主要公司外销收入增速.....	17
图 22: 白电主要公司毛利率走势.....	18
图 23: 白电主要公司期间费用率走势.....	18
图 24: 白电主要公司销售费用率走势.....	19
图 25: 白电主要公司财务费用率走势.....	20
图 26: 白电主要公司归母净利率走势.....	20
图 27: 白电主要公司经营现金流净额 (亿元)	21
图 28: 白电主要公司存货占营收比.....	22
图 29: 白电主要公司应收票据及账款占营收比.....	22
图 30: 国内市场厨房小家电零售额及同比 (亿元)	22
图 31: 厨房小家电主要产品出口量同比增速.....	23
图 32: 厨房小家电主要公司营业总收入同比增速.....	23

图 33: 厨房小家电主要公司毛利率走势.....	25
图 34: 厨房小家电主要公司期间费用率走势.....	25
图 35: 厨房小家电主要公司财务费用率走势.....	26
图 36: 厨房小家电主要公司销售费用率走势.....	26
图 37: 厨房小家电主要公司归母净利率走势.....	27
图 38: 厨房小家电主要公司经营活动现金流净额 (亿元) .....	28
图 39: 厨房小家电主要公司存货占营收比.....	28
图 40: 厨房小家电主要公司应收票据及账款占营收比.....	28
图 41: 中国智能投影市场分季度销量及同比 (万台) .....	29
图 42: 吸尘器销售增速情况 .....	29
图 43: 生活小家电主要公司营业总收入同比增速.....	30
图 44: 生活小家电主要公司毛利率走势.....	30
图 45: 生活小家电主要公司期间费用率走势.....	31
图 46: 生活小家电主要公司销售费用率走势.....	31
图 47: 生活小家电主要公司归母净利率走势.....	31
图 48: 生活小家电主要公司经营活动现金流净额 (亿元) .....	32
图 49: 生活小家电主要公司存货占营收比.....	32
图 50: 生活小家电主要公司应收票据及账款占营收比.....	32
图 51: 当月商品房销售面积及当月同比 (亿平方米) .....	33
图 52: 当月商品房竣工面积及当月同比 (亿平方米) .....	33
图 53: 厨电子板块单季度营收及同比.....	33
图 54: 集成灶销售增速情况 .....	34
图 55: 集成灶各公司营业总收入同比增速.....	34
图 56: 油烟机销售增速情况 .....	35
图 57: 传统厨电公司营业总收入同比增速.....	35
图 58: 厨电各公司毛利率走势.....	36
图 59: 厨电各公司期间费用率走势.....	36
图 60: 厨电各公司销售费用率走势.....	36
图 61: 厨电各公司归母净利率走势.....	37
图 62: 厨电主要公司经营活动现金流净额 (亿元) .....	38
图 63: 厨电主要公司存货占营收比.....	38
图 64: 厨电主要公司应收票据及账款占营收比.....	38
图 65: 彩电线上线下零售情况.....	39

图 66: 黑电主要公司营业总收入同比增速.....	39
图 67: 黑电主要公司毛利率走势.....	39
图 68: 黑电主要公司归母净利率走势.....	40
图 69: 黑电主要公司经营活动现金流净额 (亿元) .....	40
图 70: 黑电主要公司应收票据及账款占营收比.....	40

## 1. 行业总览：20 年平稳收官，21Q1 回暖如期而至

2020 年家电各子板块分化明显，其中小家电受益于疫情期间家电销售渠道转至线上及居家需求持续释放表现尤为靓丽，收入同比增长 14.2%，21Q1 行业景气度延续表现依旧出色；而白电、厨电等重安装的品类在疫情冲击下承压明显，20 年收入端均有所下滑，但 21Q1 随着疫情态势趋缓板块已迎来明显恢复。总结家电板块表现，我们认为后续板块主要看点：

- **看点一：小家电。**小家电的靓丽表现不仅是短期疫情的催化，同时也是第三消费时代下长期受益的表现。去年疫情影响下，小家电二季度由于去年同期的高基数或面临较大的增长压力，但三季度开始小家电恢复常态，建议重点关注。
- **看点二：出口业务。**20 年二季度以来我国出口业务强劲增长，一方面是受益于疫情下全球家电供应链向国内转移，另一方面是我国家电企业已积累了丰富的研发和创新经验，产品在海外竞争力提升明显，自主品牌出海成为时下重要趋势。

家电行业 2020 年报及 2021 年一季报已披露完毕。2020A 家电行业营业总收入 1.15 万亿元，同比增长 1.9%，其中 20Q1/Q2/Q3/Q4 的营收增速分别为-23.2%、+0.7%、+13.8%和+15.9%，单季度收入增速逐季回暖改善，主要系 2020 年春节期间新冠疫情突发对家电行业的生产和销售造成明显冲击，而后随着国内疫情态势趋缓及全球家电供应链内移，家电内销迎来回暖复苏、外销表现强劲，整体营收逐季改善。行业盈利能力持续提升，2020A 家电行业毛利率小幅下滑 1.4pct，归母净利率同比+0.2pct。

2021Q1 家电行业营业总收入 2980.05 亿元，同比+46.5%，目前疫情对家电企业的负面影响已逐步消退，经营已恢复至常态水平，较 19 同期亦取得优异增长（复合+6.1%）。行业利润率方面，21Q1 家电行业毛利率同比+0.1pct，归母净利率同比+1.8pct，盈利能力随着疫情负面影响的消退稳步修复。

为方便分析，我们将家电行业进行细分，如下表所示：

图 1：家电行业上市公司细分

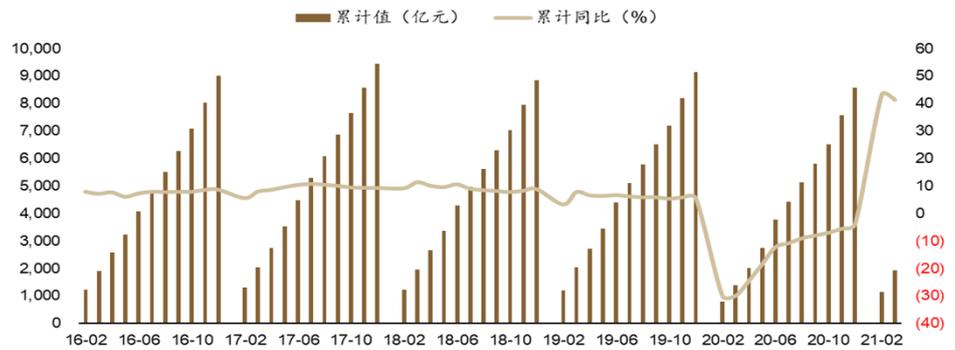
分类	公司
白电	美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电、长虹美菱、奥马电器、澳柯玛、春兰股份、惠而浦、海容冷链
小家电	苏泊尔、九阳股份、新宝股份、小熊电器、北鼎股份、爱仕达、极米科技、光峰科技、安克创新、科沃斯、石头科技、莱克电气、飞科电器、奥佳华、荣泰健康、融捷健康、*ST德奥、哈尔斯、开能健康
厨电	老板电器、华帝股份、火星人、浙江美大、亿田智能、帅丰电器、万和电气、日出东方
黑电	深康佳A、兆驰股份、海信视像、四川长虹、创维数字
上游	三花智控、朗科智能、赛特新材、海立股份、汉宇集团、盾安环境、长虹华意、*ST康盛、毅昌股份、银河电子、顺威股份、东方电热、天银机电、秀强股份、聚隆科技、和晶科技

资料来源：德邦研究所

### 1.1. 收入端：行业增速逐季改善，小家电表现尤为亮眼

20 年家电社零额小幅下滑，21Q1 随疫情趋缓明显回暖。2020 年初受疫情影响，家电企业生产和销售受到明显限制，20Q1 家用电器和音像器材类零售额（后简“家电社零”）同比深幅下探（-29.9%），后随着国内疫情态势趋缓内销需求逐步释放，全年家电社零额同比下滑 3.8%（2019A: +5.6%）。21Q1 家电社零明显回暖，同比增长 41.4%，但尚未恢复 19Q1 水平。

图 2：家用电器和音像器材类累计零售额及累计同比（亿元，%）

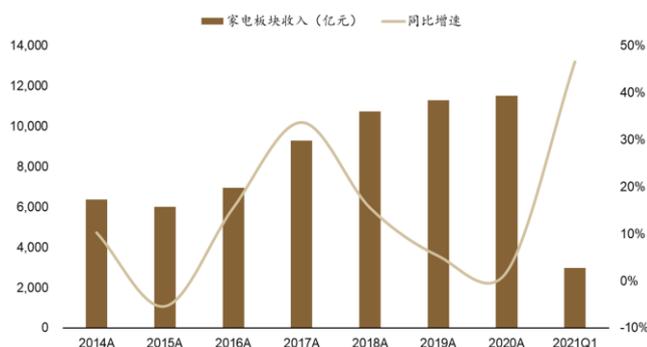


资料来源：国家统计局，wind，德邦研究所

20 年受疫情冲击家电收入增速放缓，小家电、黑电受益于居家需求表现亮眼。2020 年家电板块营业总收入合计 1.15 万亿元，同比仅增长 1.9%，增速较 19 年下滑 3.4pct。分子板块来看，小家电板块表现最为亮眼，受益于疫情下家电行业销售转至线上渠道及消费者居家烹饪需求持续释放，以线上销售为主的小家电板块实现 14.2% 的增长。

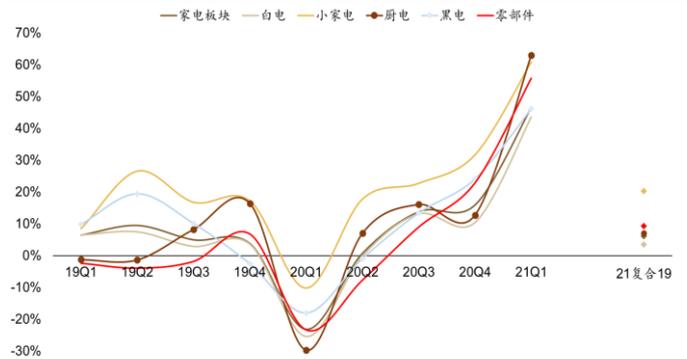
21Q1 疫情影响消退企业经营恢复常态（收入同比+46.5%）。20Q1 家电行业受疫情冲击明显，各板块均呈不同幅度下滑态势。21Q1 随国内疫情态势趋缓，家电板块经营恢复常态化，收入同比增长 46.5%，较 19Q1 复合增长 6.1%。分子板块来看，厨电和白电由于前期的低基数恢复增长，21Q1 收入分别同比 63.0% 和 43.6%，较 19Q1 分别复合 7.0% 和 3.5%；小家电高景气度延续，同比增长 60.9%（较 19 同期复合增速高达 20.2%）。

图 3：2014A-2021Q1 家电板块营业总收入及增速（亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

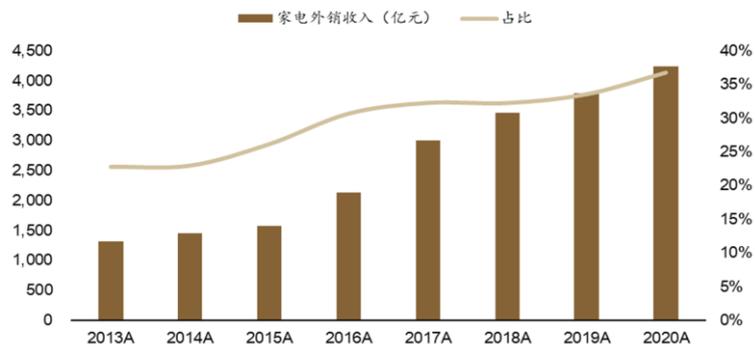
图 4：家电各子板块分季度营业总收入同比增速



资料来源：wind，德邦研究所

疫情推动全球家电供应链内移，外销收入占比明显提升。2020年海外疫情态势严峻，境外多地工厂关闭，受此影响我国在全球供应链的优势地位凸显，2020年二季度开始出口业务表现尤为强劲，2020年家电板块外销收入4,232亿元，占营收比重达36.8%，同比提升明显（+3.2pct）。

图 5：2013A-2020A 家电板块外销收入及占比（亿元）

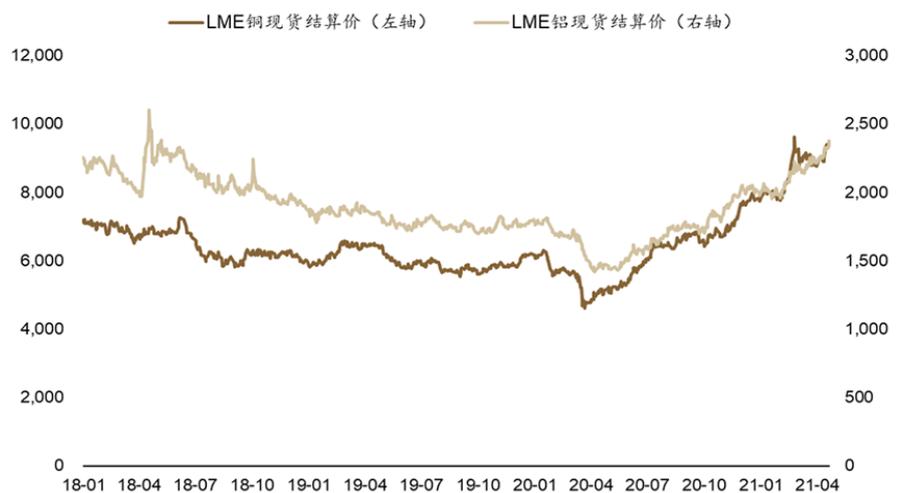


资料来源：wind，德邦研究所

## 1.2. 成本端：原材料大幅涨价，多因素综合 Q1 毛利率维持平稳态势

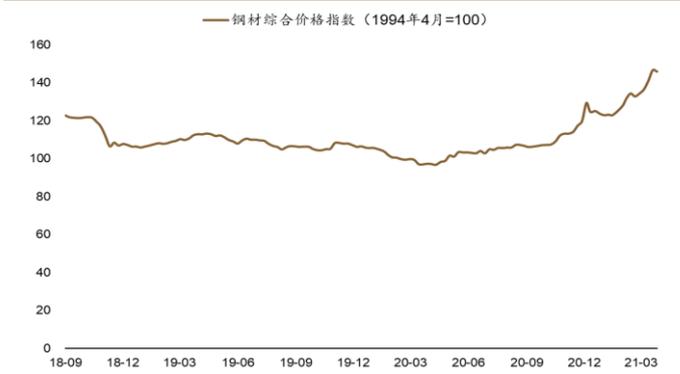
21Q1 原材料价格上行明显。2020 年 SHFE 铜、铝现货结算均价分别为 6181 美元/吨、1704 美元/吨，同比分别+3.0%、-4.9%，钢材综合指数、中塑价格指数均值分别为 105.3、882，较 19 年均值同比分别-2.7%、-4.6%。21Q1 铜、铝均价分别为 8504 美元/吨、2096 美元/吨，同比分别+50.5%、+23.8%，钢材综合指数、中塑价格指数均值为 128.5、1028，同比提升 25.6%、21.5%。

图 6：铜、铝价格走势（美元 /吨）



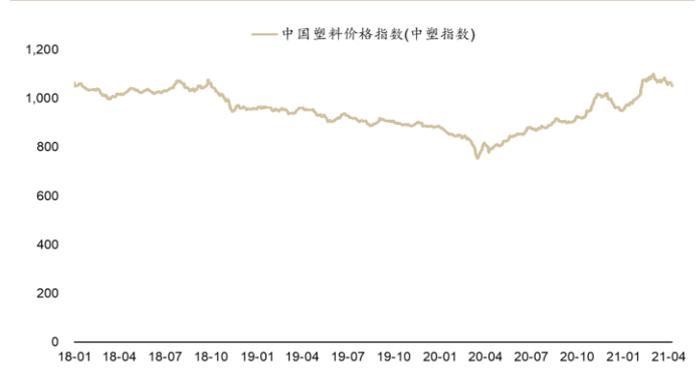
资料来源：LME，wind，德邦研究所

图 7：钢材综合价格指数走势



资料来源：中国钢铁工业协会，wind，德邦研究所

图 8：塑料价格指数走势

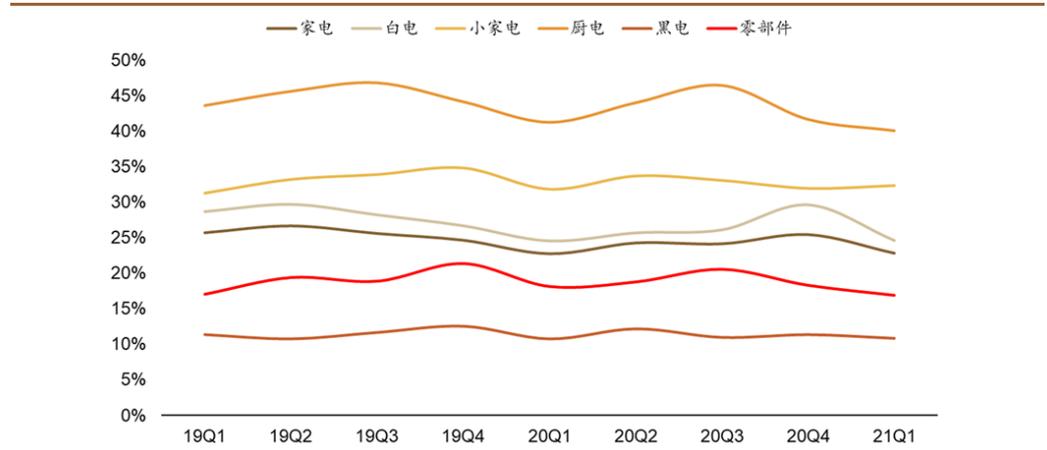


资料来源：中塑资讯，wind，德邦研究所

**会计准则调整，2020 年家电毛利率小幅下滑 (-1.4pct)。**2020 年家电板块毛利率 24.3%，较 19 年同比-1.4pct，或主要系新收入准则下部分销售费用相关调整至营业成本项。分板块来看，主要受白电和厨房板块拖累，其中白电板块毛利率 26.6%，同比下滑 1.8pct，厨电板块 43.5%，同比下滑 1.6pct。**21Q1 家电板块毛利率基本维持稳定 (+0.1pct)**，其中小家电受益于线下渠道的恢复及产品结构的持续升级毛利率同比提升 0.5pct，白电、黑电有所毛利率略微有所恢复。

**21Q1 原材料价格上行明显，传导至家电企业需一定时间，预计将对二季度成本端造成明显影响。**目前多数家电企业已积极通过价格调整、产品结构优化来应对，以上积极措施效果显现仍需时间，或可缓解部分成本压力。

图 9：家电及子板块毛利率走势

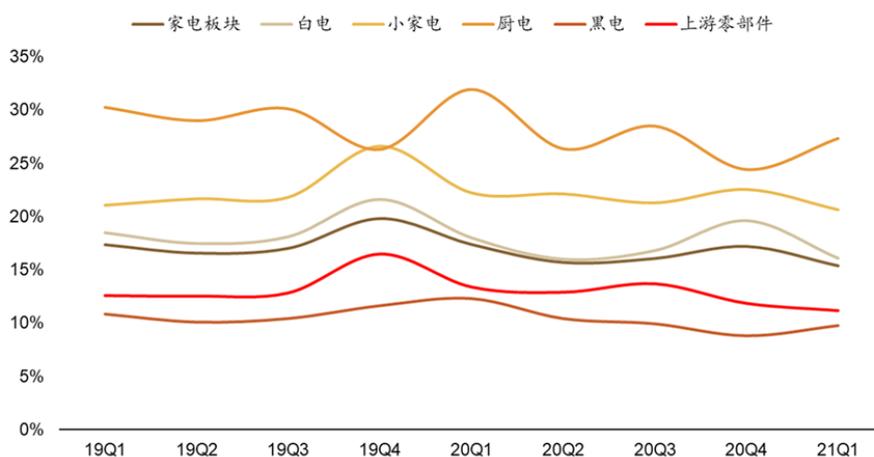


资料来源：wind，德邦研究所

### 1.3. 费用端：Q1 期间费用率呈降低态势，盈利能力迎来明显修复

**21Q1 家电板块期间费用率明显降低 (同比-2.0pct)。**20Q1 受疫情冲击家电企业承压，收入端明显下滑，但部分费用较为刚性，期间费用率维持较高水平。21Q1 企业经营恢复常态及在积极控本提效措施的推动下，整体期间费用率同比明显降低。21Q1 家电板块期间费用率同比降低 2.0pct，其中销售费用率 (-0.6pct)、管理费用率 (-0.7pct) 等各项费用率均有不同幅度下滑。

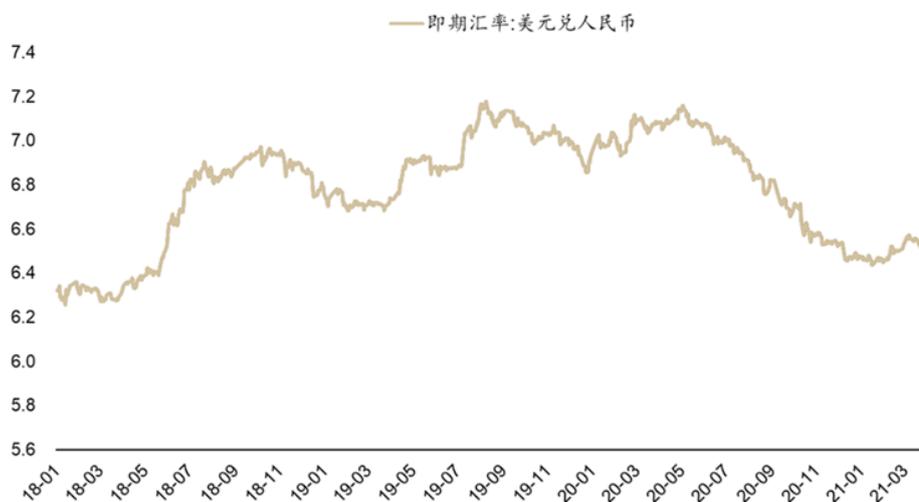
图 10: 家电及子板块期间费用率走势



资料来源: wind, 德邦研究所

汇率层面, 人民币持续升值。2020 年美元兑人民币即期汇率均值 6.8988, 较 2019 年均值同比下降 0.2%; 21Q1 美元兑人民币即期汇率均值 6.4829, 较 20Q1 同比下滑明显 (-7.2%)。人民币升值将增加汇兑损失, 推动财务费用提升。

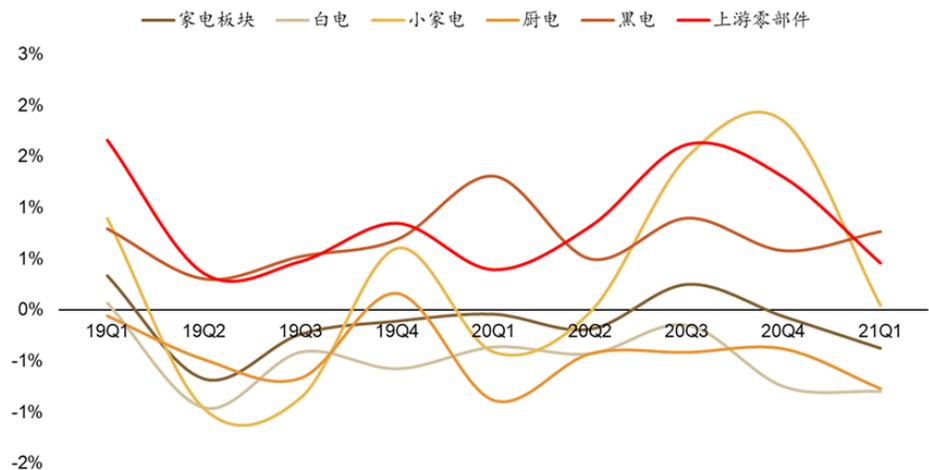
图 11: 美元兑人民币即期汇率走势



资料来源: 中国货币网, wind, 德邦研究所

小家电板块财务费用率提升明显。20 年下半年以来人民币持续升值, 出口占比较高的新宝股份等小家电企业汇兑损失明显增加, 推动财务费用率有所提升, 2020A 小家电板块财务费用率同比+1.0pct。21Q1 美元兑人民币即期汇率同比下滑明显, 但受益于家电企业积极的套期保值的措施, 汇率波动对财务费用的影响控制在一定范围内, Q1 小家电板块财务费用率提升 0.5pct, 幅度较 Q4 有所收窄 (Q4 财务费用率+1.2pct)。

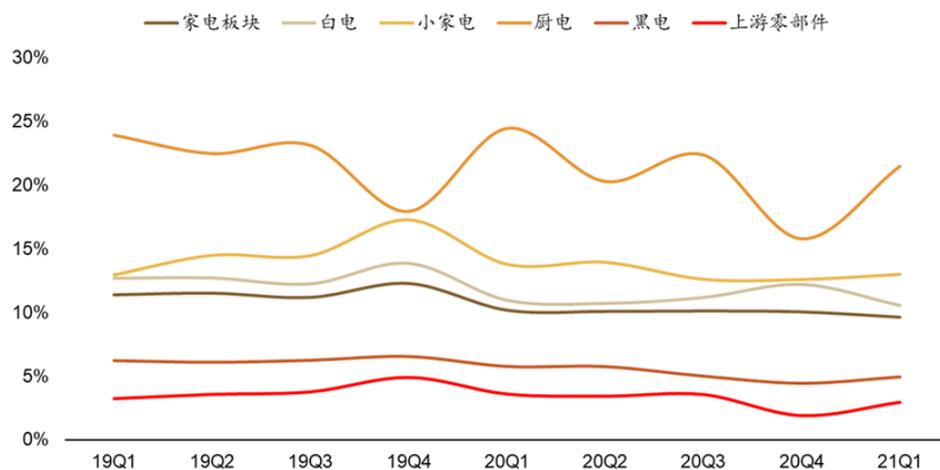
图 12: 家电及子板块财务费用率走势



资料来源: wind, 德邦研究所

**销售费用率普遍降低。**2020 年家电及子板块销售费用率均不同幅度下降, 或系会计准则变化影响。21Q1 各板块销售费用率同比仍呈持续下降态势, 其中厨电 (-3.0pct)、小家电 (-0.8pct) 降幅明显。

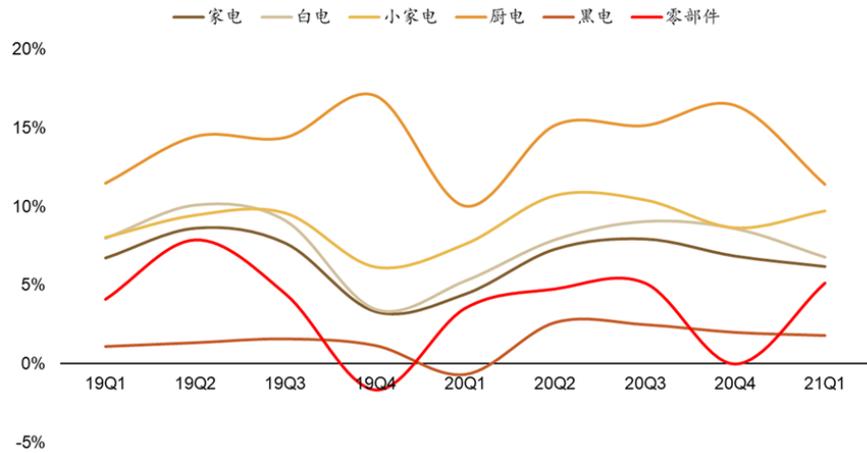
图 13: 家电及子板块销售费用率走势



资料来源: wind, 德邦研究所

**21Q1 盈利能力均明显修复(归母净利率+1.8pct), 小家电综合表现最优。**2020 年家电板块归母净利率 6.8% (同比+0.2pct), 其中小家电板块表现尤为亮眼 (归母净利率 9.5%, 同比+1.3pct), 或受益于业务结构的持续升级及疫情期间小电需求旺盛销售费用投放效率较高。随着疫情影响消退, 家电企业盈利能力迎来明显修复, **21Q1 家电板块整体归母净利率同比提升 1.8pct**, 其中黑电、小家电分别提升 2.5pct、2.1pct, 其余板块归母净利率亦均有不同幅度提升。

图 14: 家电及子板块归母净利率走势

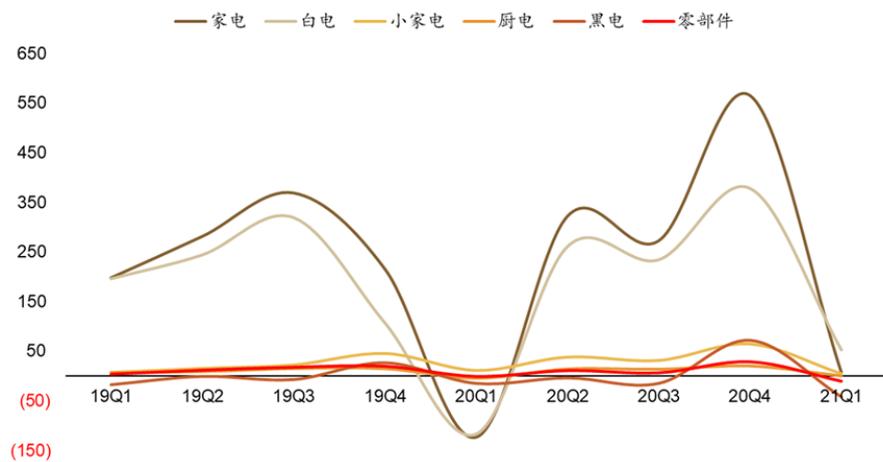


资料来源: wind, 德邦研究所

#### 1.4. 现金流端: Q1 现金流净额明显恢复

2020 年家电现金流净额小幅下滑, 但小家电和黑电表现优异。2020 年家电板块经营现金流净额 1036.9 亿元, 同比小幅下滑 2.5%, 其中黑电和小家电板块表现优异, 经营现金流净额分别同比增长 967.2% 和 60.3%。21Q1 家电板块经营现金流明显恢复 (+106%), 尤其是去年同期承压明显的白电、厨电板块, 均实现经营现金流净额的转负为正。

图 15: 家电及子板块经营现金流净额 (亿元)



资料来源: wind, 德邦研究所

## 2. 白电：消费升级持续，龙头渠道改革显成效

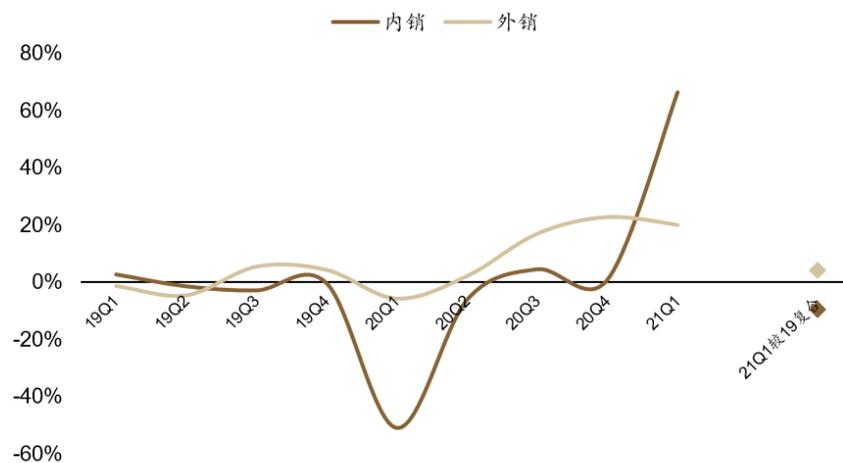
### 2.1. 收入端：稳健经营，外销高景气

#### (1) 量：内销略有承压，外销增速向好

2020 年空冰洗内销出货量同比 19 年均均有不同程度的下滑。其中空调具有较强安装属性，受疫情影响较严重，叠加 19 年库存处于高位，2020 年内销下滑幅度最大（-12.9%），随着行业去库存进展顺利、国内疫情控制良好和地产增速回暖，21Q1 内销降幅收窄。外销整体受益于海外严峻的疫情，产能加速向国内转移，空调和冰箱外销景气度较高。

**空调：内销进入改善通道，外销稳健增长。**2020 年空调内/外销量分别为 8028 万台/6118 万台，同比分别-12.9%/+6%。内销增速相对 19 年（-0.7%）下滑 12.2pct，外销方面，20 年年初由于疫情影响国内产能曾一度承压，但随着国内疫情的良好控制和海外疫情加剧，产能加速向国内转移，外销自 6 月起外销保持高增速。21Q1 空调内/外销相对 19 年分比为-9.6%/+4.1%，内销降幅相对 20 全年有一定收窄，主要系疫情好转和地产新开工增速显著回暖两大改善，21Q1 外销在国外疫情控制向好的背景下增速有一定回落。

图 16：空调出货端内外销量增速

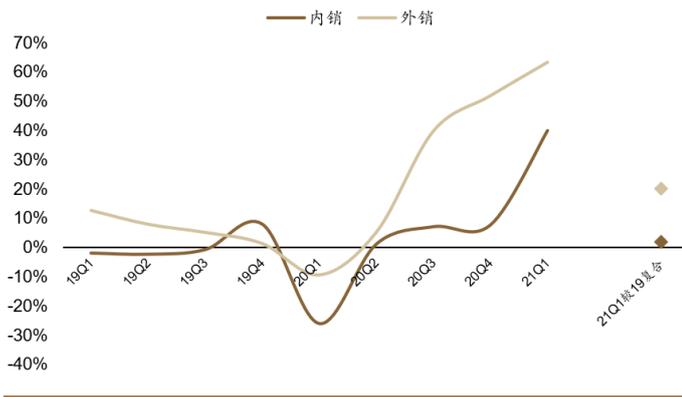


资料来源：产业在线，德邦研究所

**冰箱：内销基本稳定，外销保持高景气。**2020 年冰箱内/外销量分别为 4249 万台/4160 万台，同比分别-2%/+21.8%。内销增速受疫情影响相对 19 年（+0.7%）小幅下滑，外销增速相比 19 年增速提升 15.4pct。21Q1 冰箱内/外销相对 19 年分别为+1.8%/+19.9%，外销持续高增。

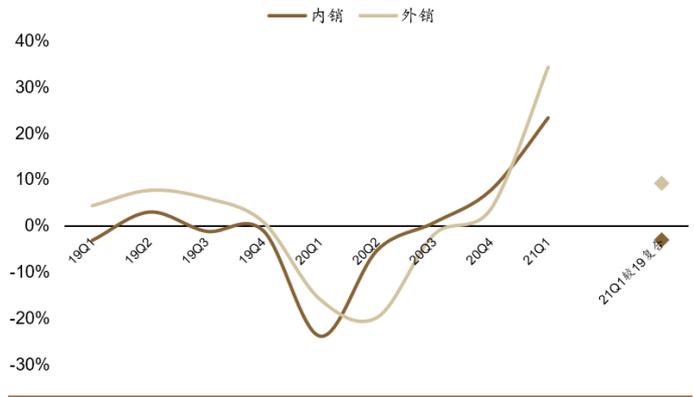
**洗衣机：内销承压，外销向好。**2020 年洗衣机内/外销量分别为 4293 万台/1953 万台，同比分别-4.7%/-4.4%。分季度看，洗衣机外销增速持续改善。21Q1 洗衣机内/外销相对 19 年分别为-3.1%/+9.2%，外销增速转正。

图 17: 冰箱出货端内外销量增速



资料来源: 产业在线, 德邦研究所

图 18: 洗衣机出货端内外销量增速

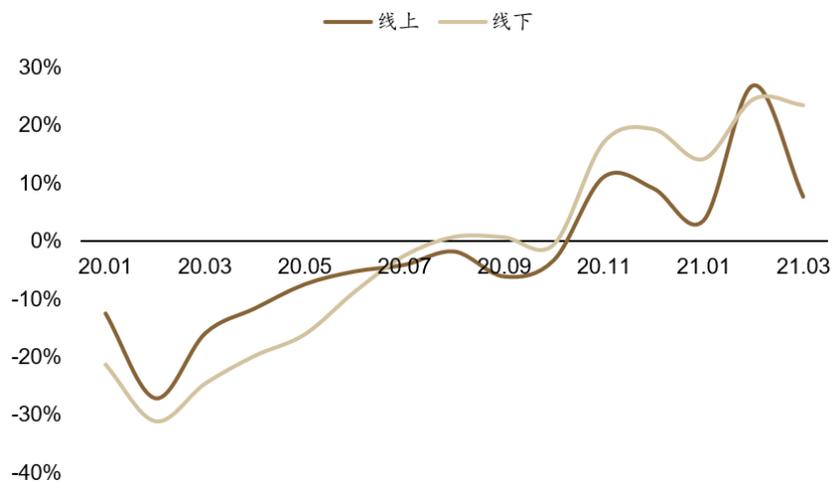


资料来源: 产业在线, 德邦研究所

## (2) 价: 冰洗提升, 空调回暖

**空调: 价格战接近尾声, 回暖显著。**线下方面, 2020 年均价 3531 元, 同比-5.6%, 分季度来看均价 Q2-Q4 增速分别为-7.3%/-3.4%/+6.7%, 21Q1 同比 8.5%, 价格持续保持正增速。线上方面, 均价提升或更早开始, 20Q3 为-0.3%, 接近转正, 20Q4、21Q1 分别+15.3%/+20.9%, 21Q1 相对 19 年-4.7%, 已基本回到价格战初期的水平。

图 19: 空调零售均价走势



资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

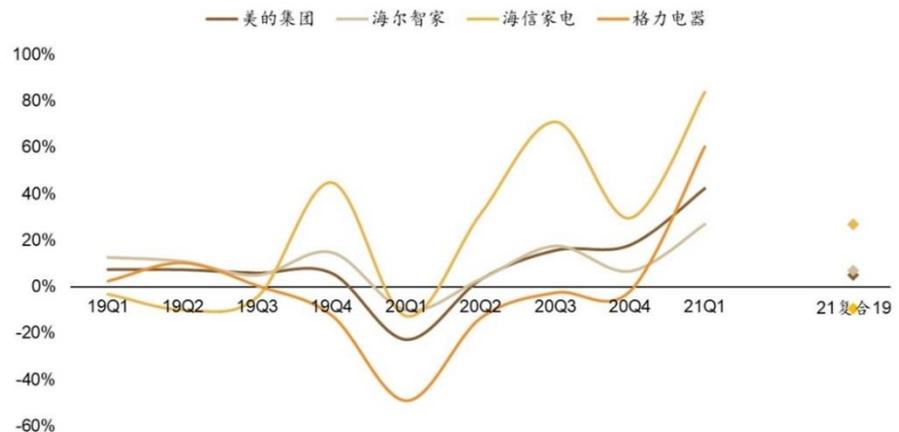
**冰箱: 疫情强化消费升级趋势, 均价持续提升。**2020 年冰箱线下/线上均价分别为 4838 元/2110 元, 同比+6.9%/+4.8%。均价提升系消费升级驱动下多开门、大容量产品占比提升, 以及疫情刺激下保鲜除菌技术创新产品更加受到青睐。

**洗衣机: 均价温和提升。**线下均价 3405 元, 同比+8.5%, 线上提价较为缓和 (1500 元, +3.3%)。

分公司看, 白电子板块 20 年营收小幅下滑, 多元龙头经营稳健。2020 年白电板块实现营收 7522 亿元 (-1.4%), 相较 19 年 (+2.8%) 增速转负, 但基本保持平稳。分季度看, 20Q1 受疫情影响同比-28.3%, 自 Q2 起快速恢复 (-0.12%), Q3-Q4 疫情期间的积压需求释放, 增速超 10%; 龙头公司中除格力因产品结构较为单

一，受空调行业低迷拖累营收（-15%）外，多元龙头美的、海尔、海信均保持增长，经营稳健。

图 20：白电主要公司营业总收入同比增速

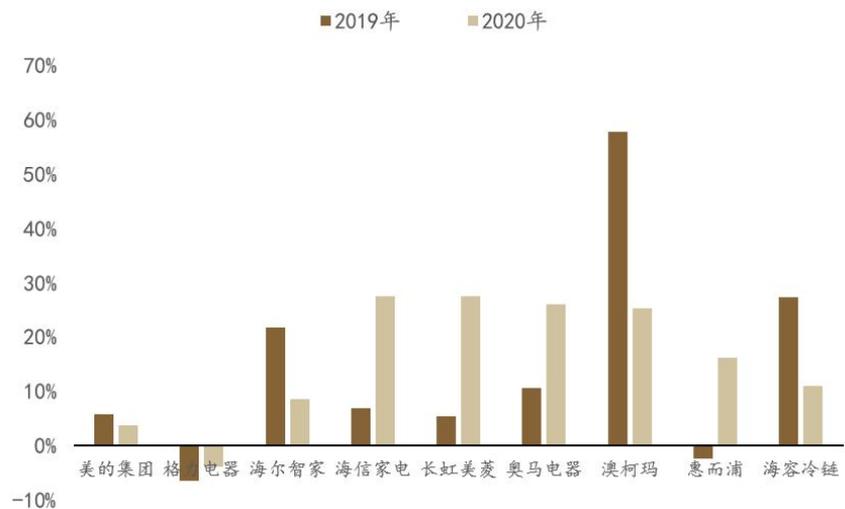


资料来源：wind，德邦研究所

- **格力电器**：20 年实现营收 1705 亿元，同比-15.0%。21Q1 营收较 19Q1 复合下滑 9.6%，尚未恢复至 19 年同期水平，但降幅相对 2020 有所收窄，空调销售已处于恢复通道。
- **美的集团**：20 年实现营收 2857 亿，同比+2.3%。暖通空调板块营收 1212 亿元(+1.4%)，自身线上渠道成熟，在疫情背景下跑赢疲软的行业。消费电器板块营收 1139 亿元(+4.02%)，其中冰洗厨电业务继续蓬勃发展，份额延续提升趋势，小家电上大多数品类线上、线下销售份额提升 1-3pct。
- **海尔智家**：20 年实现营收 2097 亿元，与 19 年同口径看+8%；冰箱（615 亿元）/洗衣机（485 亿元）/空调（300 亿元）/厨卫电器（314 亿元）分别实现+5.3%/+8.4%/+3.0%/+6.3%的增长，冰洗和厨卫电器在深厚的技术积累下量价齐升，卡萨帝品牌力带动短板产品空调和厨卫电器增长。
- **海信家电**：20 年实现营收 484 亿元，同比增长 29.2%，其中空调业务实现营收 234 亿元，同比+42.8%，主要系海信日立 2020 全年并表增厚营收（19Q4 开始并表）；冰洗营收 187 亿元，同比+16%。

**出口表现抢眼，海外营收高增。**20 年白电子板块外销收入 2748 亿元，同比+7.1%。海尔、美的分别实现+8.6%/+3.7%的增速，合计占子板块外销总收入的 81%，海信、奥马、长虹、惠而浦外销增速亦大幅提升。外销高增对承压的内销市场显著弥补。

图 21：白电主要公司外销收入增速



资料来源：wind，德邦研究所

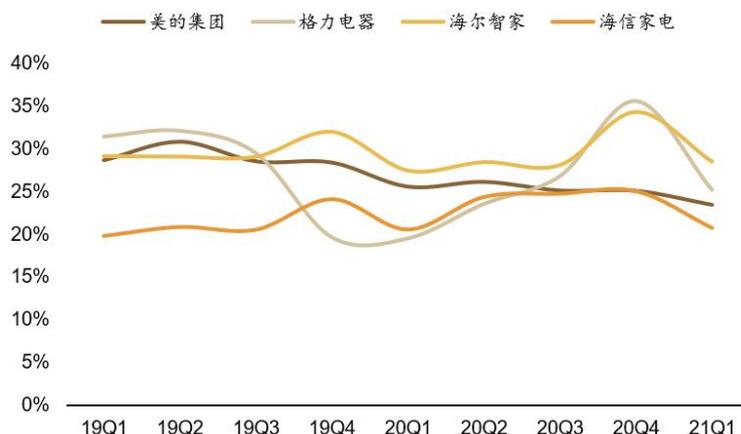
- **美的集团**：实现外销收入 1211 亿元，位列家电行业第一，在 ODM 出口的基础上，海外自有品牌市占率提升，产能扩张和渠道数字化建设稳步进行。
- **海尔智家**：海外自主品牌营收占中国家电企业自主品牌营收的 85% 以上，连续 12 年位列全球大家电销量第一。2020 年主要海外市场北美（637 亿元，+10%）、欧洲（165 亿元，+8.6%）、澳新（59.8 亿元，+10.7%）增速远超当地行业增速。
- **海信家电**：20 年海外业务增长 27.5%，达到 146 亿元，20 年全年家用空调/冰箱出口增速 12%/62%，显著优于行业。

## 2.2. 利润端：龙头齐提效，板块内部分化

**毛利率：20 年整体下降，当下仍旧承压**

20 年白电板块整体毛利率 26.62%，同比 19 年（28.39%）下降 1.77pct，主要受疫情影响、原材料价格上涨以及外销占比提升。21Q1 板块毛利率 24.66%，与 20Q1 基本持平，仍具有一定压力。应对措施方面，各公司策略各异，龙头公司整体具有较强的抗压能力。总体来看，非头部企业毛利率下降幅度大于头部企业。

图 22: 白电主要公司毛利率走势



资料来源: wind, 德邦证券研究所

分公司看:

- **格力电器:** 20 年毛利率 26.14%，同比-1.44pct，价格战对毛利率的影响多于原材料上涨。21Q1 毛利率 24.43%，相较 19 年-6.16pct，目前仍有承压。

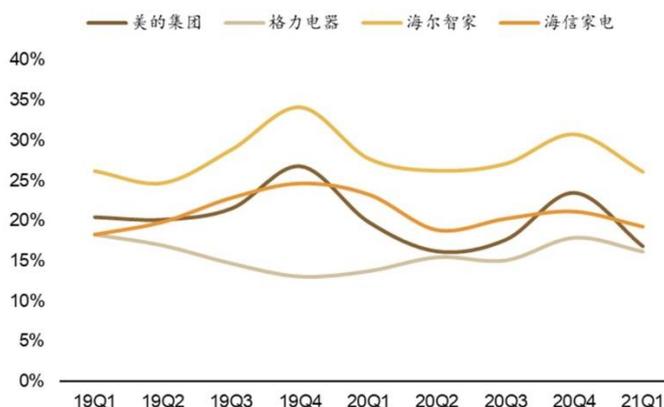
- **海尔智家:** 凭借在高端产品的深厚积累，更注重“开源”，提价能力强，毛利率基本稳定。20 年总体毛利率 29.68% (-0.15pct)。冰箱/洗衣机/厨卫电器/空调毛利率分别+0.18/+0.4/+0.57/-3.81pct。除空调外的产品在毛利率均逆势提升。

- **美的集团:** 机器人业务+空调价格战跟进对毛利有较大影响。公司 20 年暖通空调/消费电器/机器人及自动化系统毛利率较 19 年分别-6.47/+1.38/-2.97pct。值得注意的是，公司 18 年以来重视高端品牌建设，同时智能制造迭代升级，进一步放大规模效应，消费电器的毛利率得到改善。

- **海信家电:** 高毛利的中央空调资产带动公司毛利提升。20 年实现毛利率 24.05%，同比+2.61pct。其中空调/冰洗业务分别为 29.95%/21.51%，同比+7.45pct/-2.23pct。

**期间费用率:** 明显优化，系销售费用率下降带动。20 年白电子板块期间费用率 20.94%，同比-1.07pct，主要源于销售费用率的优化 (11.29%，-1.56pct)。

图 23: 白电主要公司期间费用率走势

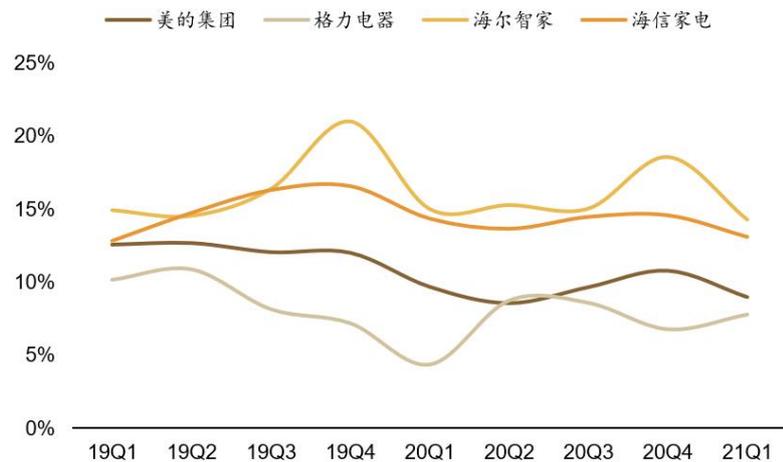


资料来源: wind, 德邦研究所

**销售费用率: 龙头加速渠道变革, 降费取得一定成效。**分公司看, 格力、美的、海尔分别于 2019/2017/2019 年启动了本轮渠道改革, 在 20 年度加大了以缩减层级、渠道数字化建设、各层级协同性提升为特征的转型力度。

**销售费用优化显示出可持续性。**20H2 疫情影响逐渐消退后, 销售费用率没有反弹至疫情前水平, 20Q3 和 Q4 较 19 年同期-1.06pct/-1.64pct。21Q1 白电子板块销售费用率 10.58% (较 19Q1 下降 2.11pct), 持续优化。

图 24: 白电主要公司销售费用率走势

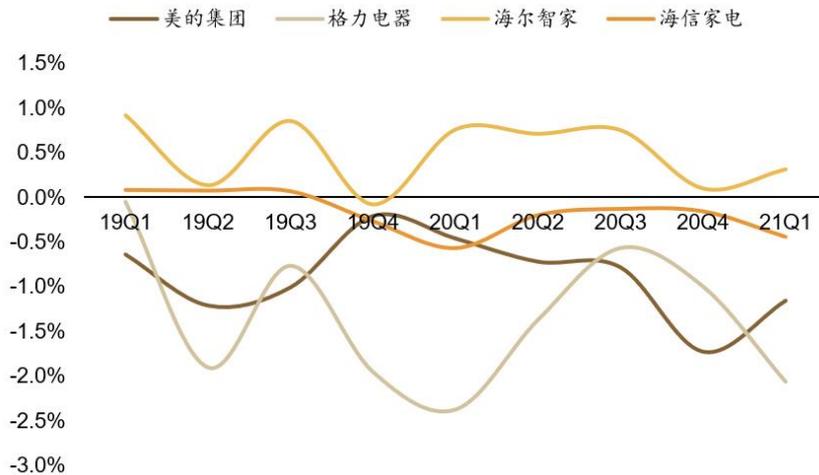


资料来源: wind, 德邦研究所

- **格力电器:** 20 年销售费用率 7.65% (-1.48pct)。21Q1 销售费用率 7.78%, 较 19 年-2.39pct。公司 19 年以来稳步推进线上线下渠道融合的新零售模式, 目前渠道改革效果正逐步显现。
- **美的集团:** 20 年销售费用率 9.63% (-2.76pct)。21Q1 相较 19 年进一步下降 (8.98%, -3.62pct)。20 年全网销售规模超 860 亿元 (+25%)。数智驱动战略下, 公司已全面应用数字化管理技术对全国物流进行管理, “一盘货”模式促进效率不断提升。
- **海尔智家:** 20 年销售费用率 16.04%, 同比-0.74pct。分季度看进入加速改善通道, 20Q3/Q4 分别-1.35/-2.43pct。私有化海尔电器后双上市平台利益一致性增强, 渠道更加协同和高效; 同时公司渠道改革持续进行。21Q1 期间费用继续优化, 较 19Q1-0.68pct。

**财务费用率: 行业总体下行。**20 年白电板块财务费用率-0.42% (+0.07pct), 分季度看自 20Q3 起逐渐下降。格力、美的两大龙头具有充裕的货币资金, 财务费用率长期为负。

图 25：白电主要公司财务费用率走势

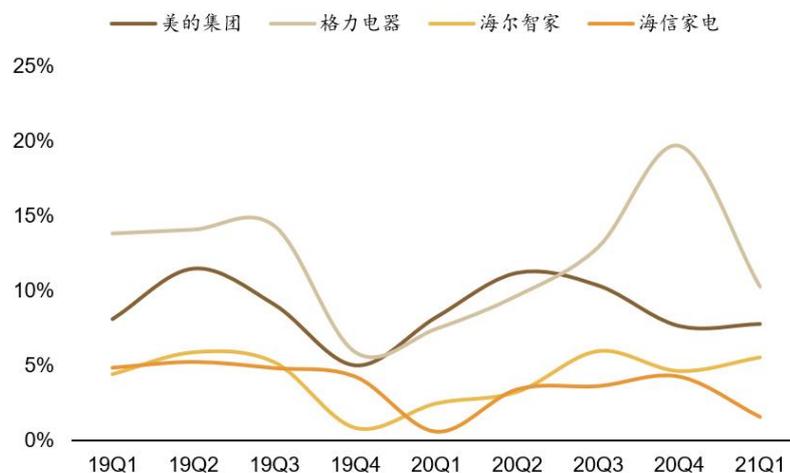


资料来源：wind，德邦研究所

- **格力电器**：21Q1 下降至-2.07%（较 19Q1 下降 2.01pct），主要系汇兑收益上升所致。
- **海尔智家**：20 年财务费用率 0.57%（+0.13pct），主要系汇率波动产生汇兑损失。分季度看财务费用率保持优化趋势，21Q1 费用率大幅下降主要系主要系可转债在 2020 年全部转股，以及包含 GEA 并购贷款在内的借款如期偿还。

**归母净利润**：分化明显，寡头格局进一步优化。20 年白电子板块实现归母净利润 597 亿元，同比+0.95%，相比 19 年增幅（+9.71%）显著放缓。2020 年的特殊环境使板块部公司分化更加明显，美的、海尔归母净利润增速在 10%左右，长虹美菱、奥马、惠而浦亏损幅度较大。

图 26：白电主要公司归母净利率走势



资料来源：wind，德邦研究所

- **格力电器**：20 年实现归母净利润 222 亿元，同比-10.2%。21Q1 归母净利润 34.43 亿元，较 19Q1 复合下滑 22.1%，短期内仍旧承压。

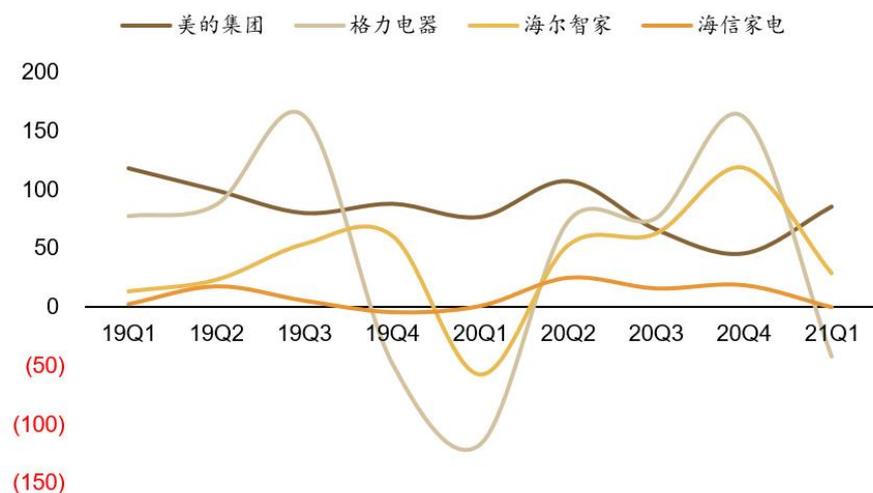
- **美的集团**：20 年归母净利润 272 亿(+12.4%)。21Q1 归母净利润 65 亿(+35%)，复合 19 年为+2.7%。公司 20 年空调毛利率下降对整体毛利率有一定拖累，但公司期间费用率持续下降，利润增速快于收入增速。
- **海尔智家**：20 年实现归母净利润 89 亿元，同增 8.2%。21Q1 归母净利润 30.5 亿，复合 19 年为 19.6%。主要得益于高端化路线带来毛利率的提升，和渠道变革推动的销售、管理费用率的双降。
- **海信家电**：20 年实现归母净利润 15.8 亿元，同比-12.0%。21Q1 实现归母净利润 2.2 亿元，复合 19 年下降 28%，短期盈利能力承压。受益于国内中央空调的低渗透率、地产开工增速回暖，未来营有望营收高增，盈利修复。

### 2.3. 现金流&资产负债分析：现金流步入恢复通道，旺季前备货上升

**经营活动现金流净额**：受疫情影响，2020A 白电公司经营活动现金流净额普遍有所下滑，21Q1 总体改善明显，格力经营活动现金流净额相比 20Q1 暂未由负转正，但降幅收窄。

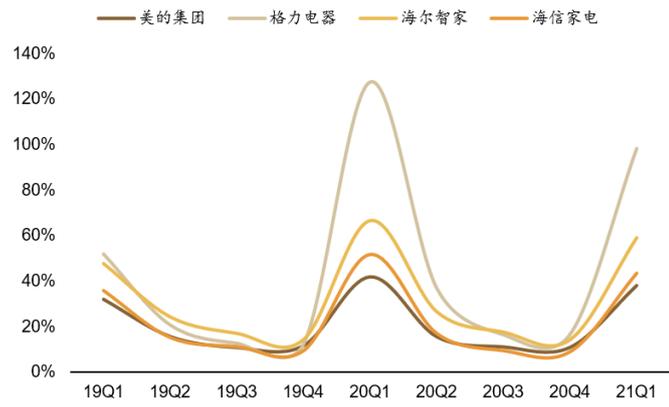
**资产负债分析**：21Q1 白电公司库存占营收比重相对 19Q1 总体上升，美的、海尔、海信增幅在 10%左右，格力增幅 46.5%；应收票据及账款占比有分化，格力应收账款占比显著下降，海尔有小幅上升。

图 27：白电主要公司经营活动现金流净额（亿元）



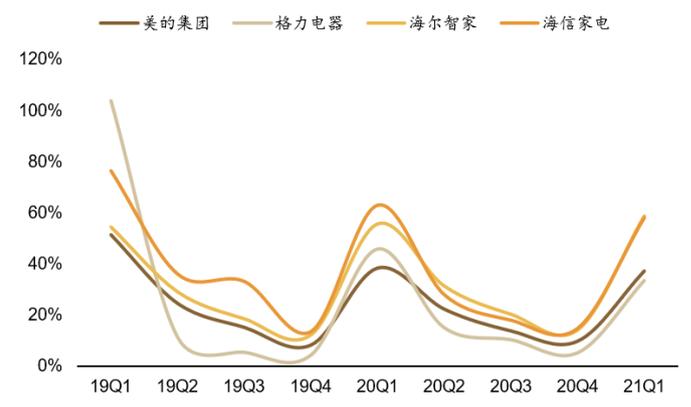
资料来源：wind，德邦研究所

图 28：白电主要公司存货占营收比



资料来源：wind，德邦研究所

图 29：白电主要公司应收票据及账款占营收比



资料来源：wind，德邦研究所

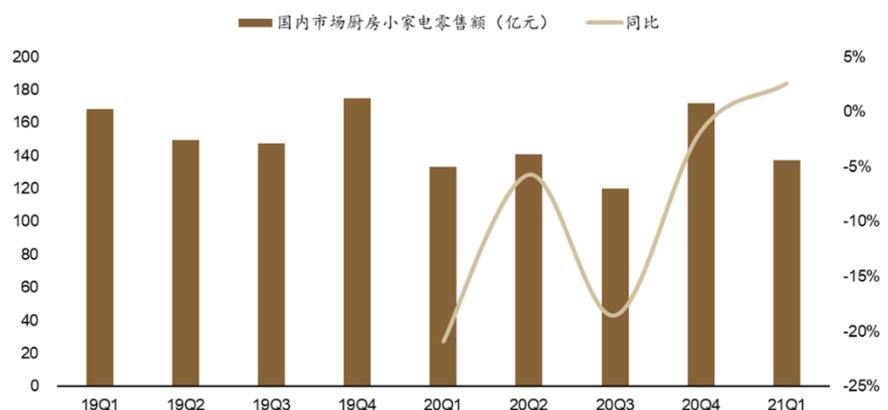
### 3. 厨房小电：收入表现明显回暖，原材料、汇率等多因素影响盈利修复

#### 3.1. 收入端：内销景气延续，出口强势复苏，经营明显改善

**内销市场：线下渠道恢复，线上景气延续。**2020 年受疫情影响加速推动家电销售重心转至线上渠道，而线下受年初门店关闭、客流减少等影响明显承压。根据奥维云网数据显示，2020 年厨房小家电（11 品类）全渠道零售额 566.3 亿元，同比下滑 11.3%，其中线上渠道增长 9.4%。2021Q1 线下渠道有所恢复但仍呈下滑态势（同比-5.9%），线上景气度依旧，实现 6.8% 的正增长。

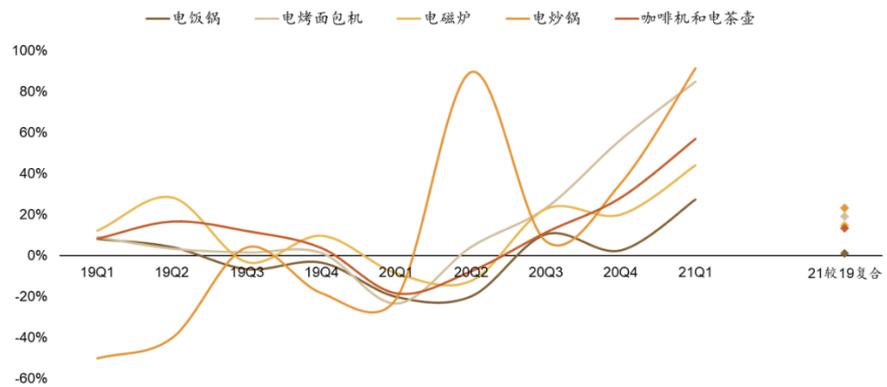
**外销市场：出口业务依旧强势。**我国是小家电生产和出口大国，受益于海外严峻疫情下家电供应链内移和旺盛的居家需求释放，从 2020 年二季度开始家电出口开启强劲增长。受去年同期低基数影响及海外旺盛需求的推动，wind 数据显示 21Q1 电饭锅、电烤面包机、电磁炉、电炒锅、咖啡机和电茶壶出口量分别增长 27%、85%、44%、91% 和 57%，出口强劲增长依旧。

图 30：国内市场厨房小家电零售额及同比（亿元）



资料来源：奥维云网，德邦研究所；备注：厨房小家电包括电饭煲、电磁炉、电压力锅、豆浆机、破壁机、搅拌机、榨汁机、电水壶、电蒸炖锅、养生壶、煎烤机共 11 个品类

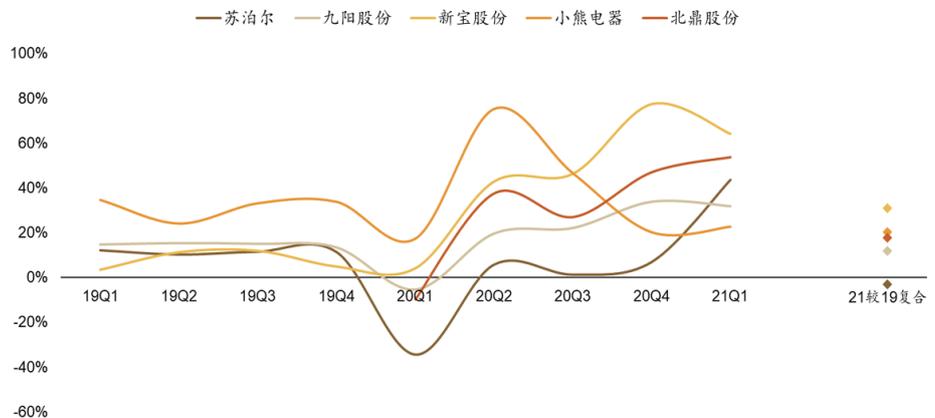
图 31：厨房小家电主要产品出口量同比增速



资料来源：wind，德邦研究所

**Q1 疫情负面影响消退，厨房小电龙头表现亮眼。20Q1 疫情对厨房小电影响分化，其中苏泊尔和九阳线下渠道占比相对较高，承压较为明显；疫情下生产、运输受阻，新宝股份和北鼎股份的出口业务受到明显影响；而小熊电器以线上渠道为销售重心，受益于国内居家需求持续释放实现快速增长。在不同基数影响下，21Q1 随着疫情影响消退，各厨房小电表现仍有所分化，苏泊尔 (+43.4%)、九阳股份 (+31.8%) 等前期承压明显的厨房小电龙头收入迎来明显回暖，小熊电器受益于内销线上的景气延续亦实现同比 22.7% 的增长。**

图 32：厨房小家电主要公司营业总收入同比增速



资料来源：wind，德邦研究所

### 出口业务增长强劲，自主品牌出海、跨境电商等备受关注

- **苏泊尔：**与 SEB 协同持续加深，短期受益于疫情推动，长期来说随着苏泊尔规模效应的提升及承接更多 SEB 新品类，有望维持外销业务的持续增长。
- **九阳股份：**21Q1 受益于海外旺盛需求，公司向 JS Global Trading HK Limited 销售商品的金额约人民币 1.68 亿元，同比预计增长近 23 倍。公司全年预计出口 ODM 关联金额 1.68 亿美元，料将为全年收入贡献一定增量。另外公司仍有自主品牌出海规划，但具体以

九阳品牌或其他新品牌的方式落地尚未确定。

- **新宝股份:** 受益于海外需求持续走旺及公司优势出口龙头地位巩固, 21Q1 公司出口业务实现收入约 24 亿元, 同比预计+71%。目前公司可预见期内的外销订单依旧饱满, 但下半年面临前期出口基数较高的增长压力。
- **北鼎股份:** ODM 业务明显复苏, 21Q1 收入 4842.25 万元, 同比增长 82.42%; 近年来公司加码自主品牌出海, 转变海外产品策略(将原 ODM 产品进行当地市场本土化), 且夯实海外营销网络建设, 21Q1 自主品牌海外收入规模 967.53 万元, 同比增速超 5429%。

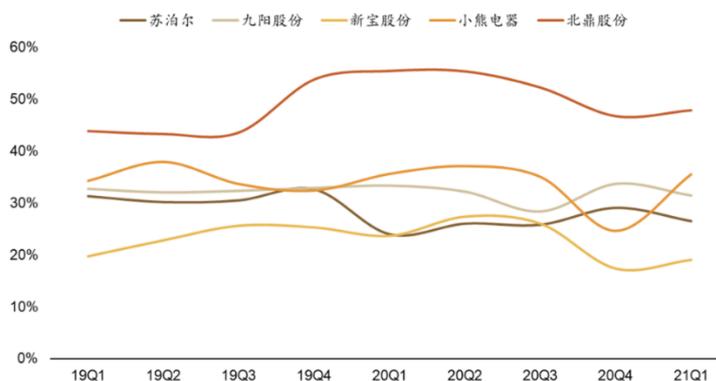
### 内销市场紧握新消费趋势, 推新、拓品、渠道加码成企业重点

- **苏泊尔:** 公司顺应行业发展趋势, 持续推进品牌年轻化, 聘请王源作为品牌代言人, 布局符合线上及年轻消费者的长尾品类, 推出吃豆人等联名款产品, 受益于此公司经营表现正迎来逐季改善。
- **九阳股份:** 新独立炊具和清洁 BU, 产品端持续聚焦 SKY 系列等主流刚需品类的同时积极布局契合年轻消费者的高颜值萌潮产品, 另外与 SN 的产品协同正逐步加深, 后续 Shark 在国内市场的产品料将日益完善; 渠道端公司在线下持续布局以 Shopping Mall 为主的高价值渠道。
- **新宝股份:** 自主品牌正逐步调整上新和上品的能力, 希望推出更多技术创新的产品。
- **小熊电器:** 公司作为线上创意小家电龙头地位巩固, 全品类布局可满足消费者多元差异需求, 今年公司新品策略将有所转变, 尝试打造精品、深入布局主流品类, 后续新品拓展依旧值得期待。
- **北鼎股份:** 持续围绕吃喝场景拓展产品, 另外积极探索咖啡、茶等新场景。渠道方面, 公司持续拓展线下直营门店, 预计三季度开始将在深圳外地区探索开店。

### 3.2. 利润端: 出口复苏叠加原材料、汇率影响, Q1 盈利能力修复有限

外销业务恢复带来的毛利率波动属正常情况, 且公司积极采取产品结构调整、产品提价等措施应对原材料价格上行压力, 其中新宝股份已于 2020 年四季度上调价格。积极措施的效果显现仍需时间, 故我们认为后续厨房小家电的毛利率波动可在控制范围内, 且向上修复可期。

图 33: 厨房小家电主要公司毛利率走势



资料来源: wind, 德邦研究所

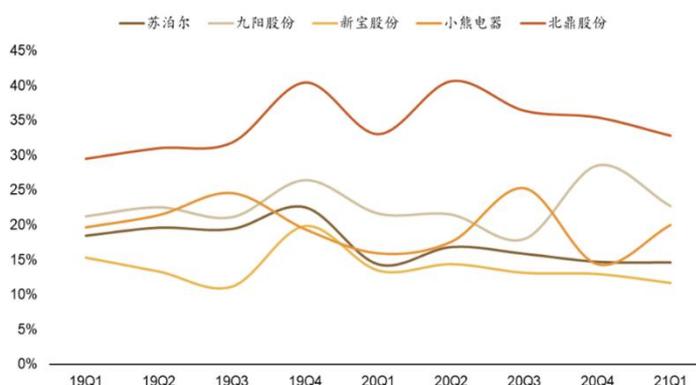
低毛利率出口业务占比提升叠加原材料价格影响, 厨房小家电板块毛利率走弱(Q1: -1.2pct)。21Q1 厨房小家电板块毛利率 26.7%, 较去年同期降低 1.2pct, 主要系低毛利率的出口业务占比提升叠加原材料价格影响, 其中:

- **新宝股份:** 2020 年毛利率 23.3%, 同比-0.4pct, 主要系新收入准则下原先计入销售费用的运费报关费等支出调整计入至营业成本。若剔除此因素, 全年毛利率预计同比+1.6pct。21Q1 公司毛利率 19.0%, 同比下滑 4.6pct(将 20Q1 根据新收入准则调整, 21Q1 毛利率则同比下滑 2.7pct), 主要系低毛利率出口业务(20A 外销毛利率 20.4%, 内销毛利率 33%), 收入贡献占比提升。
- **北鼎股份:** 2020 年毛利率 51.4%, 同比+4.6pct; 21Q1 公司实现毛利率 47.84%, 同比-7.6pct, 较 19Q1 提升 4.01pct。21Q1 毛利率同比下滑明显主要系毛利率相对较低的代工业务(2020A 毛利率: 22%)大幅增长。

期间费用率: 小熊电器、九阳股份提升最为明显。

- **小熊电器:** 21Q1 期间费用率同比+4.1pct, 各项费用率均有提升, 其中销售费用率(+2.7pct)和研发费用率(+0.7pct)提升明显;
- **九阳股份:** 21Q1 期间费用率同比+1.1pct, 主要系销售费用率提升(+1.8pct)推动。

图 34: 厨房小家电主要公司期间费用率走势

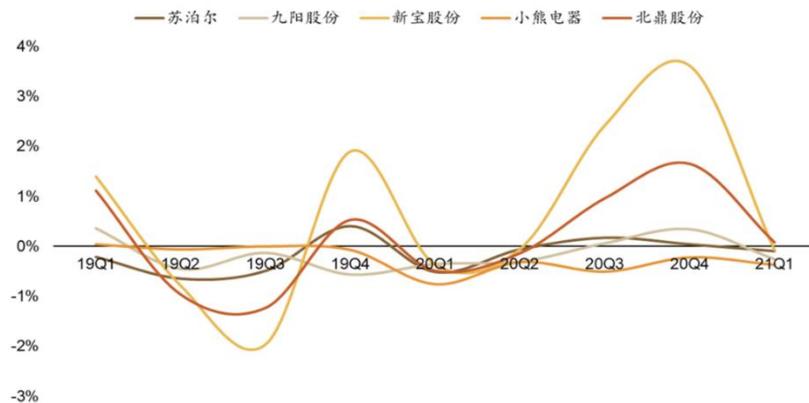


资料来源: wind, 德邦研究所

**财务费用率：新宝股份、北鼎股份或受汇率波动影响，费用率有所提升。20Q3开始人民币持续升值，汇率波动预计增加汇兑损失，从而使得务费用率有所提升。**

- **新宝股份：**20Q3\20Q4\21Q1 财务费用率分别同比+4.4pct、+1.7pct、+0.3pct，21Q1 或受益于积极的套期保值措施，Q1 财务费用率提升幅度环比收窄；
- **北鼎股份：**20Q3\20Q4\21Q1 财务费用率分别+2.2pct、+1.1pct、+0.6pct，Q1 或主要系汇率波动影响和新租赁准则下利息费用增加。

图 35：厨房小家电主要公司财务费用率走势

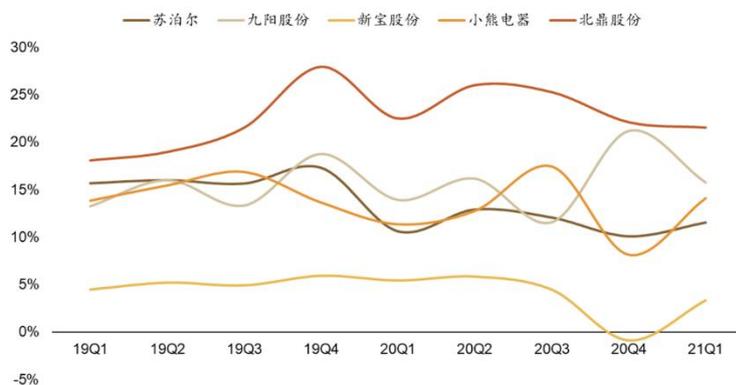


资料来源：wind，德邦研究所

**销售费用率：小熊电器、九阳股份提升明显。**

- **小熊电器：**21Q1 销售费用率同比+2.7pct，主要系去年同期供不应求下品牌推广及宣传投放相对较少，而 21Q1 随着疫情态势趋缓，公司恢复常态化的推广；
- **九阳股份：**21Q1 销售费用比同比+1.8pct，主要系公司持续加码线上战略流量入口的费用投放及优质线下 Shopping Mall 门店的入驻，一季度新开 Mall 店 100 余家。

图 36：厨房小家电主要公司销售费用率走势

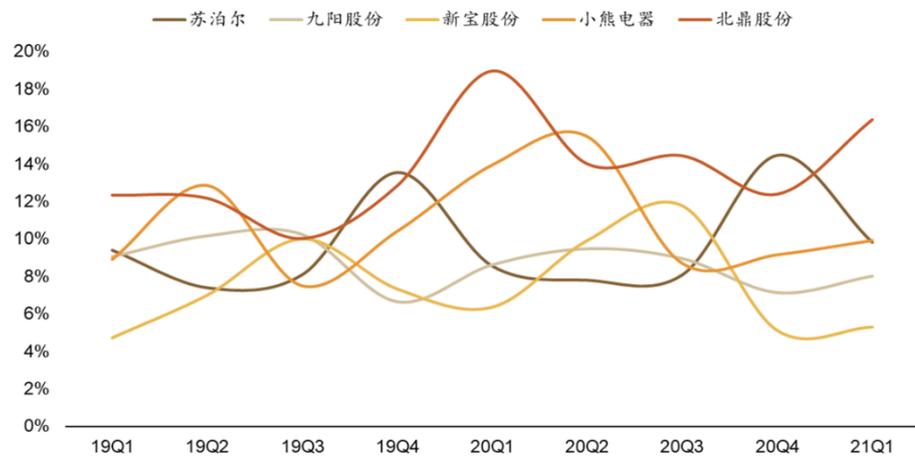


资料来源：wind，德邦研究所

**21Q1 随着疫情趋缓，厨房小家电经营恢复常态，但受原材料价格上行、汇率**

波动、业务结构调整等多因素的影响，整体盈利能力的修复程度有限。后续随着各龙头积极推动自主品牌的增长、调整产品结构、进行产品提价、套期保值等多项积极措施下，有望推动盈利能力向上修复，后续发展可期。

图 37：厨房小家电主要公司归母净利率走势



资料来源: wind, 德邦研究所

**21Q1 厨房小家电盈利能力修复有限。**21Q1 厨房小家电归母净利率 7.9%，同比提升 0.1pct，较 19Q1 下滑 0.3pct，其中仅苏泊尔盈利能力有所修复，其余小电龙头表现较去年同期均略有回落。具体来看：

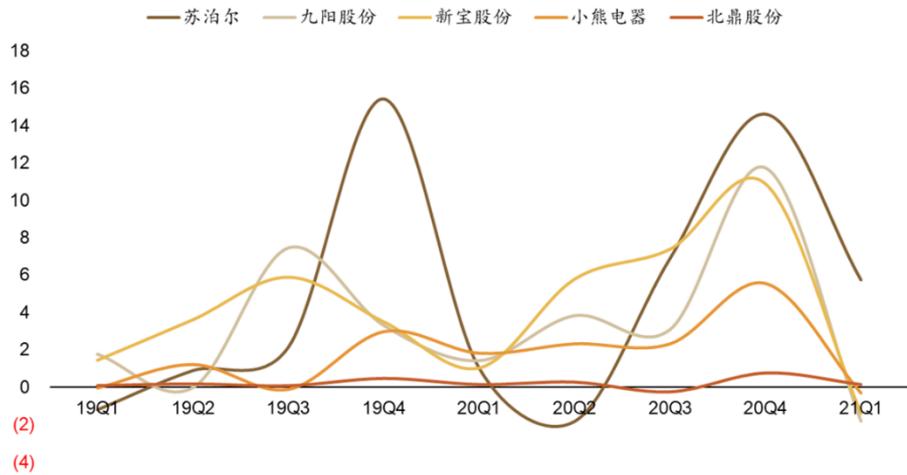
- **苏泊尔：**20Q1 经营承压明显，部分成本费用较为刚性，随着企业恢复盈利能力得到明显修复，21Q1 公司实现归母净利率 9.83%，同比+1.26pct，较 19Q1 比+0.42pct。
- **九阳股份：**21Q1 毛利率受业务结构变动影响（同比下降 1.9pct），且销售费用投放节奏依旧（同比+1.8pct），Q1 公司归母净利率 8.0%，同比略微下滑 0.6pct。
- **新宝股份：**主要受低毛利率出口业务占比提升影响，拖累净利率表现，但长期自主品牌增长带来的盈利改善逻辑不变。21Q1 归母净利率 5.3%，同比小幅下滑 1.1pct，较 19Q1 提升 0.6pct。
- **小熊电器：**主要系销售费用投放恢复（同比+2.7pct），Q1 归母净利率 9.9%，同比-4.0pct，较 19Q1 提升 1.0pct。
- **北鼎股份：**出口业务影响毛利率下降，且费用投放有所增长，21Q1 归母净利率 16.38%，同比小幅下滑 2.6pct，但较 19Q1 提升 4.03pct。

### 3.3. 现金流&资产负债分析：厨房小电企业表现分化明显

**经营活动现金流净额：**21Q1 厨房小家电公司经营活动现金流净额普遍有所下滑，或由于去年同期疫情期间小电供不应求、另 20Q4 系销售旺季经销商提前备货打款。

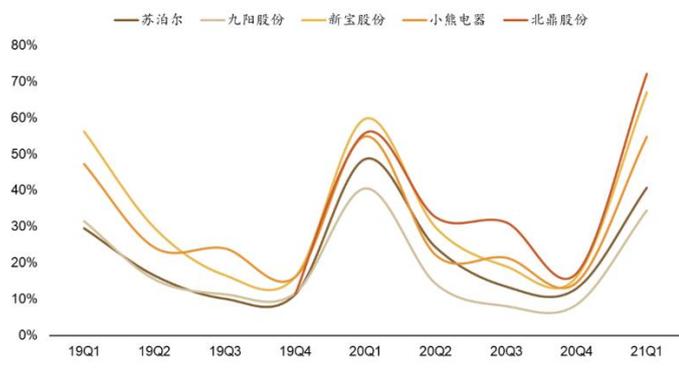
**资产负债分析：**Q1 厨房小电公司的存货库存水平表现分化，苏泊尔、九阳股份的存货占营收比较去年同期有所下降，新宝、北鼎占比则较去年同期提升明显；应收票据及账款占比亦有分化，苏泊尔、小熊的应收占比提升明显，北鼎占比则同比下滑明显。

图 38：厨房小家电主要公司经营活动现金流净额（亿元）



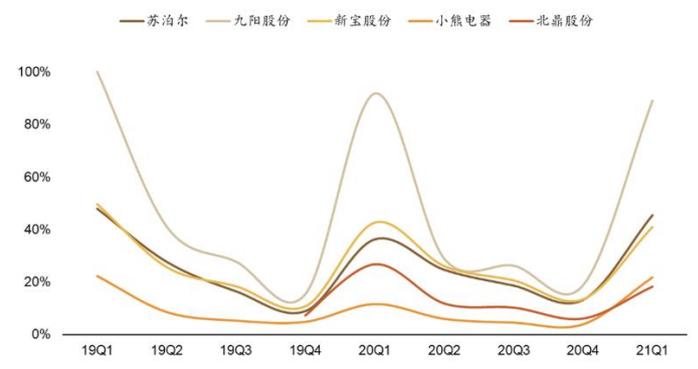
资料来源：wind，德邦研究所

图 39：厨房小家电主要公司存货占营收比



资料来源：wind，德邦研究所

图 40：厨房小家电主要公司应收票据及账款占营收比



资料来源：wind，德邦研究所

## 4. 生活小家电：智能微投前景广阔，清洁电器持续发力

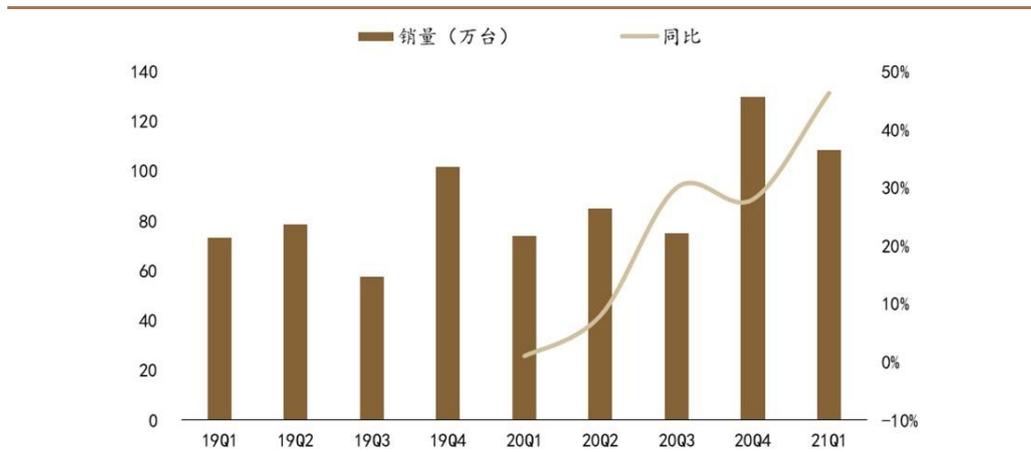
生活小家电板块中家用投影及清洁类家电为重点推荐关注领域，两者行业特点亦有一定相似之处。随着各大厂商不断进行消费者教育，叠加技术不断完善，新品持续迭代，家用投影及清洁类家电领域龙头企业取得良好发展。家用智能微投是注重生活品质与生活享受的新消费时代产物，由信息获取转向信息享受，而清洁类家电致力于解放双手，智能程度逐渐提升，用户体验持续改善，在新消费时代下两个细分领域充满机遇，前景广阔。

### 4.1. 收入端：家用投影龙头持续高增，清洁类电器稳步增长

随着消费者日益注重生活品质，叠加投影产品技术迭代加速，用户体验逐渐

改善，投影市场持续取得较好发展，根据洛图科技数据，2020年下半年中国智能投影市场增长提速，并首次在一季度突破100万台，21Q1智能投影销量为108.4万台，同比+46.3%，销额为23.5亿元，同比+45.4%。

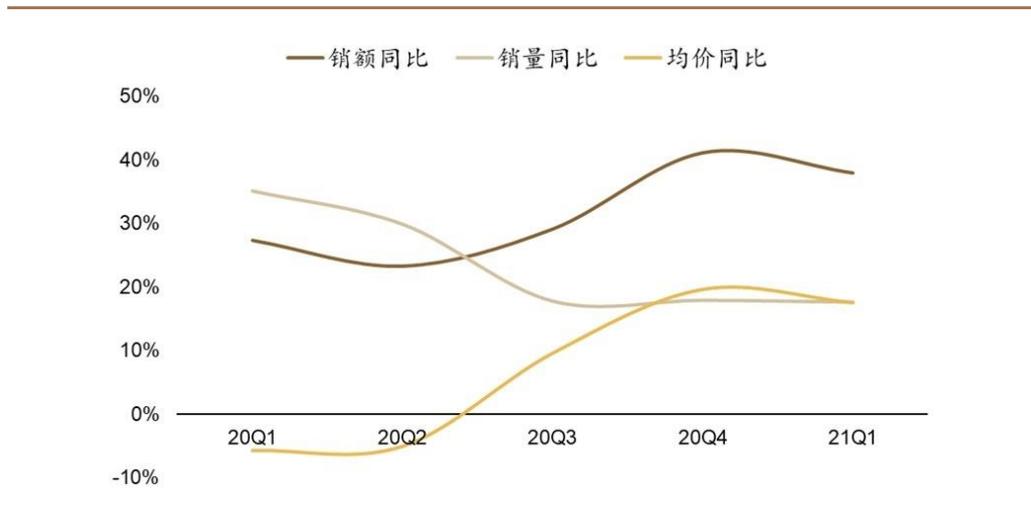
图 41：中国智能投影市场分季度销量及同比（万台）



资料来源：洛图科技，德邦研究所

清洁市场同样随着扫地机技术逐步完善实现高增，2020年契合中国家庭刚需的拖地类新品推出后，更为清洁电器行业再次打开增长空间，实现量价齐升。根据奥维云网，20Q3、20Q4、21Q1销额分别同比+29%、+41%、+38%。

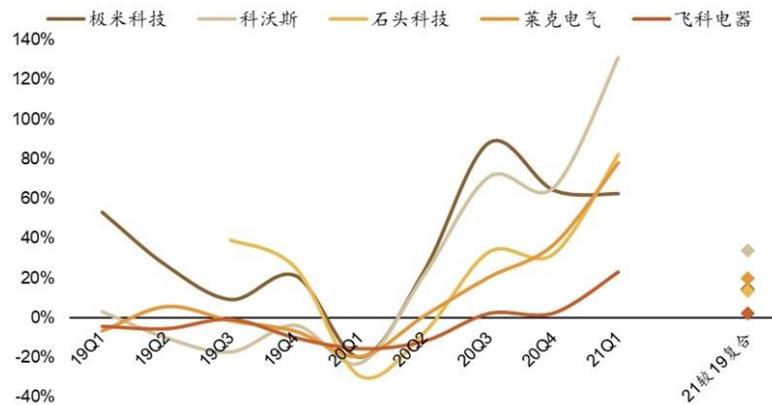
图 42：吸尘器销售增速情况



资料来源：奥维云网，德邦研究所

受益于行业景气度提升，智能投影及扫地机龙头品牌自2020年下半年起持续高增，极米科技作为家用投影龙头，具备长期技术沉淀，增速整体领先行业；科沃斯主动转型成效渐显，自主品牌占比提升，添可持续放量高增，石头科技凭借产品优势亦保持高速增长。

图 43: 生活小家电主要公司营业总收入同比增速



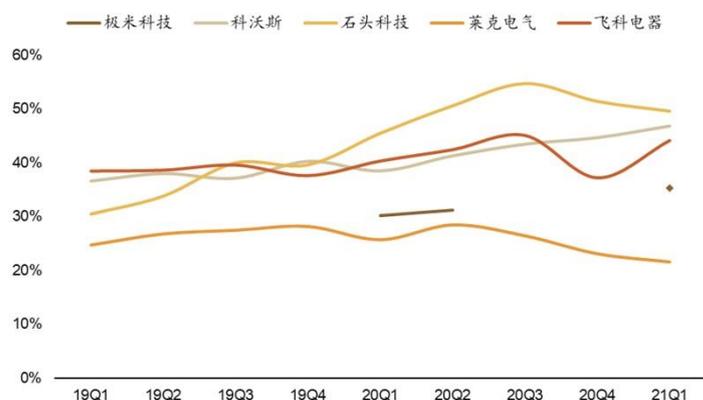
资料来源: wind, 德邦研究所

- **极米科技:** 公司 2020 年实现营收 28.28 亿元, 同比+33.6%。2021Q1 实现营收 8.15 亿元, 同比+62.3%。公司拳头产品智能微投量价持续增长, 表现优秀, 创新产品实现高增, 销往日本的阿拉丁二代产品销售情况优异, 公司在国际市场具备先发等创新优势和竞争优势, 目前公司产品海外市场已覆盖美国、日本及欧洲等发达市场, 未来海外市场有望成为公司收入增长的有力支撑。智能投影符合第三消费社会更重视个人、注重精神需求等时代变迁特质, 渗透提升潜力巨大, 公司作为高成长性赛道优质龙头, 有望持续高增。
- **科沃斯:** 2020 年实现营收 72.3 亿元, 同比+36.17%, 21Q1 实现营收 22.2 亿元, 同比+131.04%。公司科沃斯、添可两大品牌 Q4 实现快速增长, 自主品牌占比提升, 产品结构持续优化。2020 年科沃斯及添可两大自有品牌业务合计占比 75.96%, 同比提升 2.86pct。科沃斯作为扫地机器人行业龙头, 具有产品、品牌、渠道等多方面优势, 产品结构持续优化, 营收规模及盈利能力持续提升。

#### 4.2. 利润端: 核心自研或自主品牌占比提升, 推动盈利能力上行

各公司毛利率在原材料涨价背景下有所分化, 其中极米科技及科沃斯呈持续提升趋势, 极米 2020 毛利率为 31.6%, 同比+8.3pct; 21Q1 毛利率为 35.2%, 同比+5.0pct, 主要受益于 21Q1 公司自研光机占比进一步提升至 90% (2019、20H1、2020 分别为 7.9%、58.7%、70%), 产品单位成本进一步下降。科沃斯 20Q4 毛利率为 44.6%, 同比+4.4pct, 21Q1 毛利率 46.8%, 同比+8.3pct, 公司主动剥离代工业务, 自主品牌占比提升助推毛利率提升。

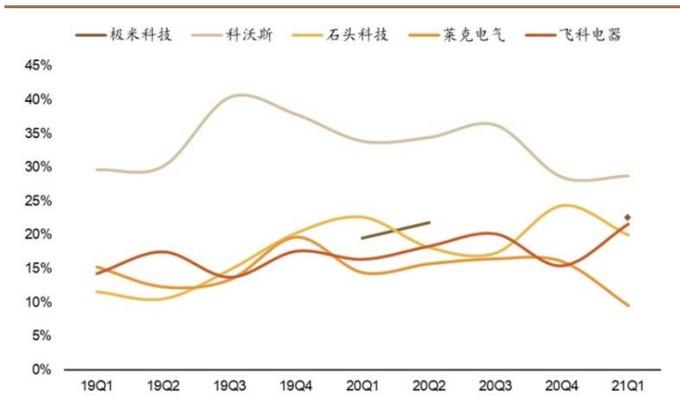
图 44: 生活小家电主要公司毛利率走势



资料来源: wind, 德邦研究所

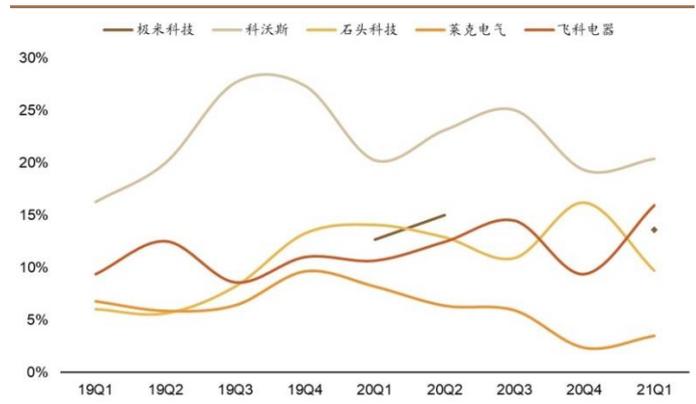
费用率方面，期间费用率整体维持平稳，科沃斯 20Q4 期间费用率下降明显，主要由于销售费用率有所下降。

图 45：生活小家电主要公司期间费用率走势



资料来源：wind，德邦研究所

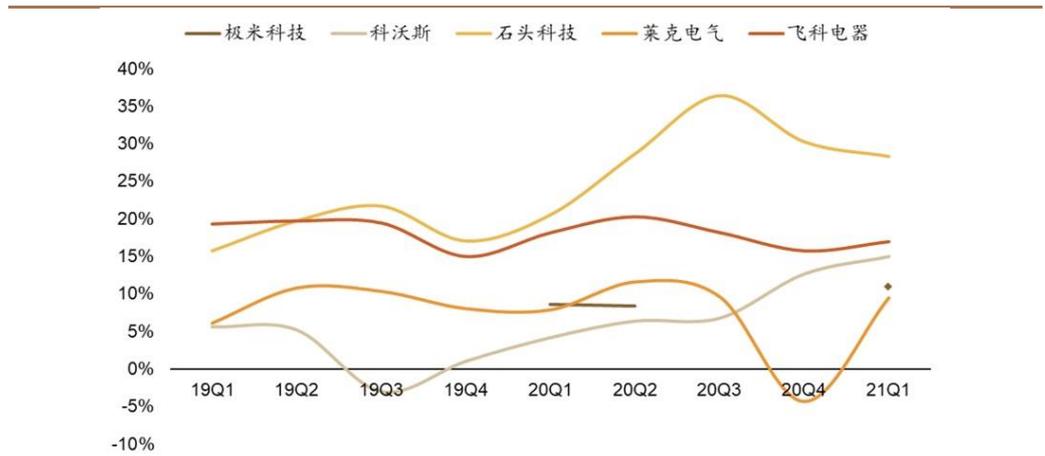
图 46：生活小家电主要公司销售费用率走势



资料来源：wind，德邦研究所

综合毛利率及费用率的影响，极米科技、科沃斯、石头科技净利率持续上行，盈利能力有所提升，飞科电器维持相对平稳。

图 47：生活小家电主要公司归母净利率走势



资料来源：wind，德邦研究所

具体分公司看：

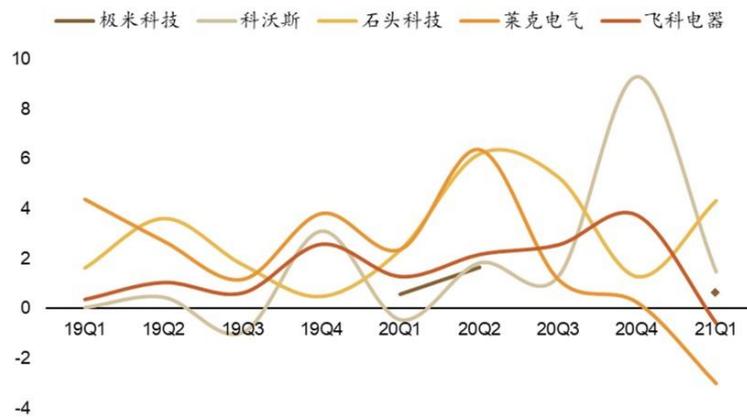
- **极米科技**：2020 年实现归母净利润 2.69 亿元，同比+187.8%，21Q1 实现归母净利润 8946.17 万元，同比+106.9%。2020A 公司归母净利率为 9.5%，同比提升 5.1pct，盈利能力明显提升，公司自研光机占比进一步提升至 70%（2019、20H1 分别为 7.9%、58.7%），产品单位成本进一步下降。
- **科沃斯**：2020 年实现归母净利润 6.4 亿元，同比+431.2%，21Q1 实现归母净利润 3.33 亿元，同比+726.6%。20Q4 归母净利率 12.65%，同比+11.61pct，自主品牌占比提升助推盈利能力持续上行。

#### 4.3. 现金流量&资产负债分析：现金流维持正常，Q1 主动备货增加

**经营活动现金流净额**：20Q4 生活小家电公司经营活动现金流净额普遍有所上升，而 21Q1 普遍有所下降，或主要由于在原材料涨价、芯片短缺背景下，各企业主动积极备货。

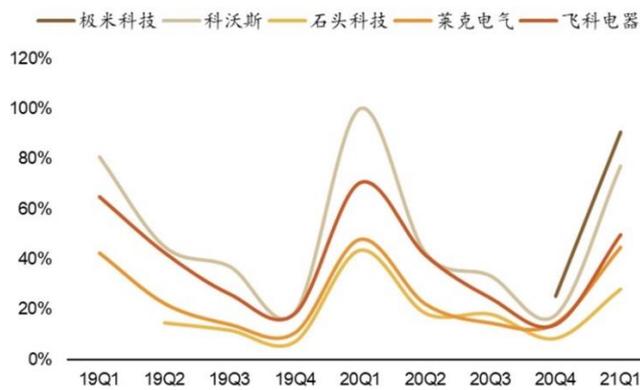
**资产负债分析：**20Q4 生活小家电公司应收票据及账款占比有分化，极米、石头及飞科占比有所下降，而科沃斯、莱克则占比提升，21Q1 情况亦与 20Q4 类似。21Q1 各公司存货占比提升，主要是主动备货所致。

图 48：生活小家电主要公司经营活动现金流净额（亿元）



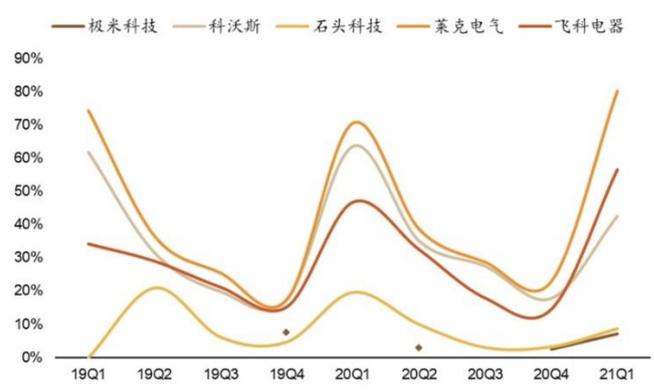
资料来源：wind，德邦研究所

图 49：生活小家电主要公司存货占营收比



资料来源：wind，德邦研究所

图 50：生活小家电主要公司应收票据及账款占营收比



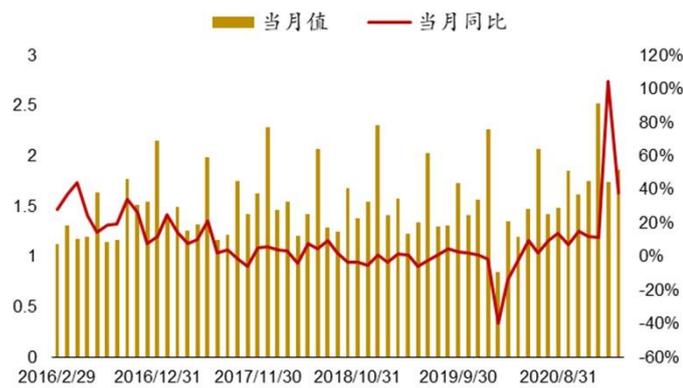
资料来源：wind，德邦研究所

## 5. 厨电：集成灶渗透率如期提升，地产后周期基本面改善

### 5.1. 收入端：渗透率提升逻辑验证，老板电器持续改善

厨电受**地产因素**影响明显，上半年疫情停工停产，商品房销售及竣工均受影响，一定程度导致销售下滑。下半年季度地产持续改善，一方面，**商品房销售回暖**，2020 年全年累计销售面积同比+3.2%（上半年累计同比-7.6%），2021 年 1-2 月、3 月当月销售面积同比+108.4%、+42.4%；另一方面，房屋竣工面积滞后新开工面积约 2-3 年，二季度地产竣工的回暖除了疫情复工因素，还受益于**2-3 年前新开工面积持续改善**。长期看好地产改善带来的后周期板块增长。

图 51: 当月商品房销售面积及当月同比 (亿平方米)



资料来源: 国家统计局, wind, 德邦研究所

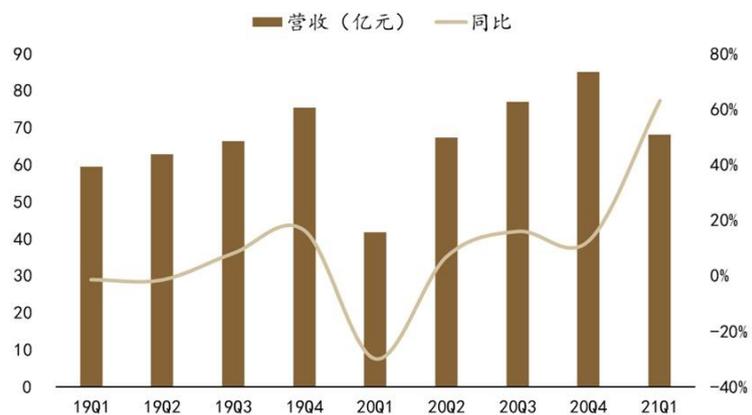
图 52: 当月商品房竣工面积及当月同比 (亿平方米)



资料来源: 国家统计局, wind, 德邦研究所

厨电具有较强安装属性, 2020 受疫情影响, 上半年销售有所承压, 下半年恢复明显, 去年四季度以来, 随着地产竣工回暖, 地产后周期基本面有所改善, 厨电板块收入增速逐步向上。在竣工正增长、地产回暖的长期逻辑下, 厨电零售渠道充分受益。

图 53: 厨电子板块单季度营收及同比



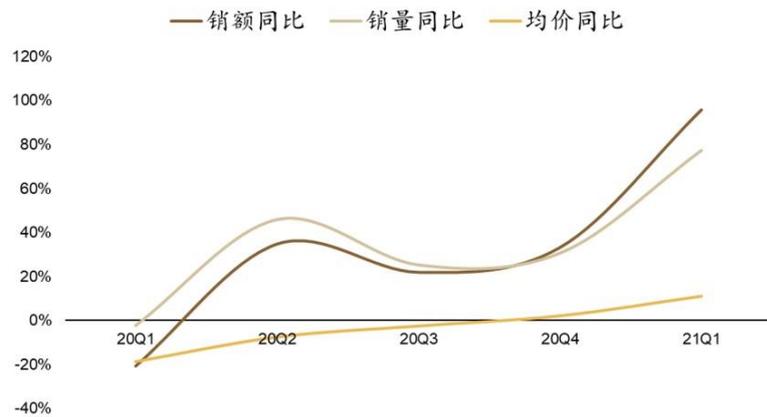
资料来源: wind, 德邦研究所

### (1) 集成灶: 渗透率提升逻辑持续验证

2020 年以来, 集成灶板块借助内容电商平台进行营销布局, 产品认知度及认可度逐渐提升, 上半年受疫情影响板块增速有所下滑, 下半年恢复明显。根据奥维云网推总数据, 2020 年集成灶销量为 238 万台, 油烟机销量为 1640 万台, 集成灶渗透率为 13%, 较 2019 年提升 2pct。

在竣工正增长、地产回暖的长期逻辑下, 厨电零售渠道充分受益。一方面由于集成灶作为新品类, 受益渗透率提升实现高增速。另一方面, 一季度地产回暖尤为明显, 集成灶及家居产品定制性及安装属性更明显, 因此优先传导, Q1 表现靓丽。根据奥维云网, 21Q1 集成灶销额、销量分别同比+96%、+77%, 相对 2019 年复合增速分别为+26%、+32%。

图 54: 集成灶销售增速情况

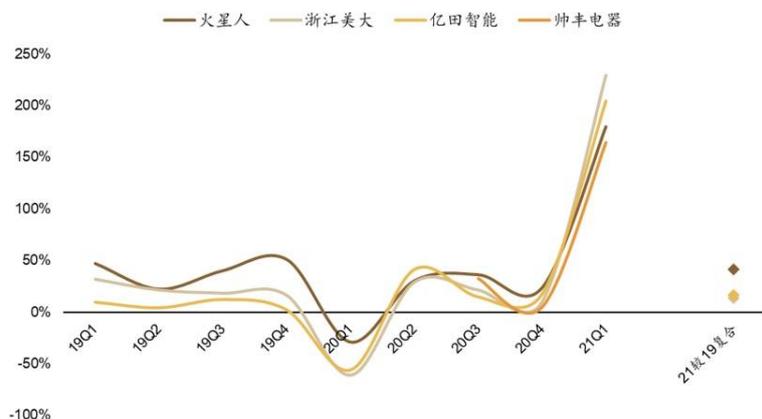


资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

分公司来看, 受益行业景气度提升, 叠加在地产回暖背景下, 各龙头公司更持续实现高增。

- **火星人:** 2020 年实现营业收入 16.14 亿元, 同比+21.7%, Q1 实现营业收入 3.5 亿元, 同比+179.8%, 相对 19 年复合增速为 40%左右。受益于地产竣工回暖, 集成灶渗透提升, 公司销售表现优异, 且增速领先行业。火星人作为行业第一梯队龙头, 在享受行业红利的同时, 其自身更具备长期龙头战略格局眼光、紧握强品牌营销和高端产品定位两大厨电行业龙头核心要素、规模快速扩张。
- **浙江美大:** 2020 年实现营业收入 17.71 亿元, 同比+5.13%, 21Q1 实现营收 3.69 亿元, 同比+229.3%, 相对 2019 复合增速为 12.8%。2020 年公司积极拥抱新变化, 向线下经销商开放线上经销权限, 把握电商红利。并推出“天牛”品牌, 定位年轻群体, 开启双品牌运作战略, 品牌和渠道多样化有望助力打开未来成长空间。公司受益于集成灶行业关注度及渗透率提升, 叠加公司龙头地位稳固, 且持续推出新品, 在降噪、吸油烟效果方面持续升级, 助力营收增长。
- **亿田智能:** 2020 年实现营业收入 7.16 亿元, 同比+9.38%, 21Q1 实现营业收入 1.51 亿元, 同比+204.3%, 相对 2019 年复合增速为 16%左右。2020 年公司持续完善渠道布局, 在新渠道有所突破, 工程渠道及家装渠道为公司带来新的增量。公司作为集成灶龙头, 享受行业高速发展红利, 同时自身具备较强产品力、少东家上任加大营销投入、渠道革新, 组织架构、人员大幅调整, 变革收效未来可期。

图 55: 集成灶各公司营业总收入同比增速

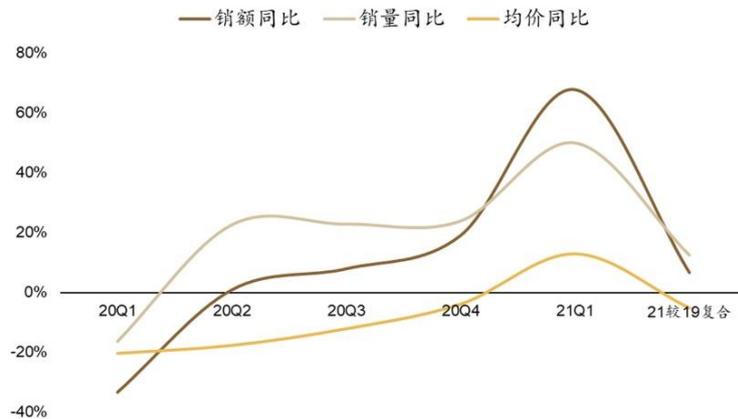


资料来源: wind, 招股说明书, 德邦研究所

## (2) 烟灶品牌：地产后周期修复，老板电器持续改善

上半年受疫情影响，烟灶产品增速有所下滑，随着疫情恢复，厨电销售亦逐步复苏，龙头品牌尤为明显。一季度地产回暖明显，集成灶及家居产品定制性及安装属性更明显，因此优先传导，而地产后周期传递到传统厨电和白电仍需要一定时间，21Q1 油烟机销额、销量分别同比+68%、+50%，相对 2019 年复合增速分别为+7%、+13%，Q2、Q3 厨电预计会有靓丽表现。

图 56：油烟机销售增速情况

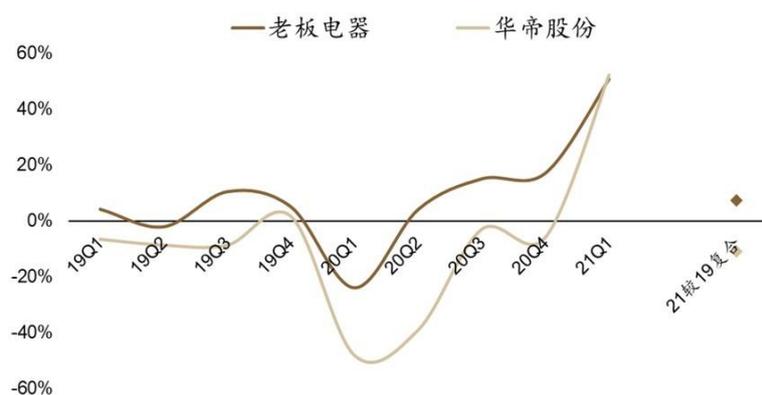


资料来源：奥维云网，德邦研究所

分公司看，地产竣工有所回暖，地产后周期基本面有所改善，在竣工正增长、地产回暖的长期逻辑下，厨电零售渠道充分受益。同时工程渠道亦为烟灶龙头品牌打开第二条增长路径。

老板电器：2020 实现营收 81.29 亿元，同比+4.7%，21Q1 实现营收 19.1 亿元，同比+50.8%，相对 2019 年复合增速为 7.2%。公司传统品类稳步发展，新品类拓展卓有成效，油烟机、燃气灶 2020 年分别同比+0.7%、+4.0%，蒸烤一体机、洗碗机等品类高速发展，分别同比+195.8%、62.1%。此外，工程渠道持续为公司提高稳定收入来源，2020 年公司各品类在精装修渠道延续份额第一地位。

图 57：传统厨电公司营业总收入同比增速



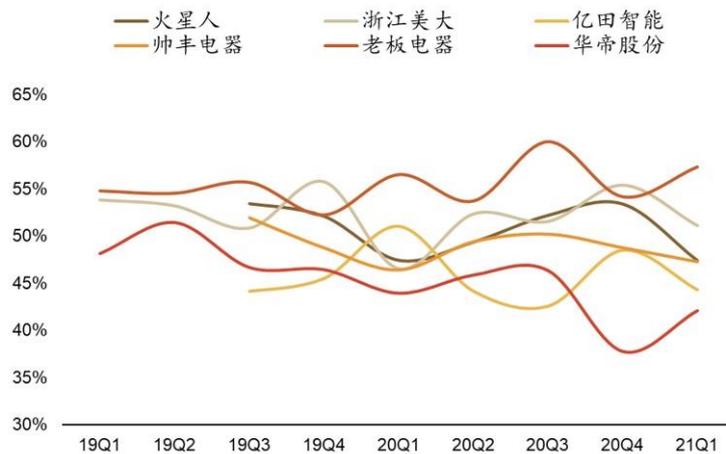
资料来源：wind，德邦研究所

## 5.2. 利润端：集成灶板块边际改善较烟灶企业更为突出

随着疫情逐渐恢复，厨电盈利能力逐步修复，2020 年下半年毛利率整体呈上升趋势，火星人、亿田智能、老板电器 20Q4 毛利率分别同比+1.3pct、+3.0pct、

+1.9pct。21Q1 受原材料涨价影响，部分企业毛利率有所承压。

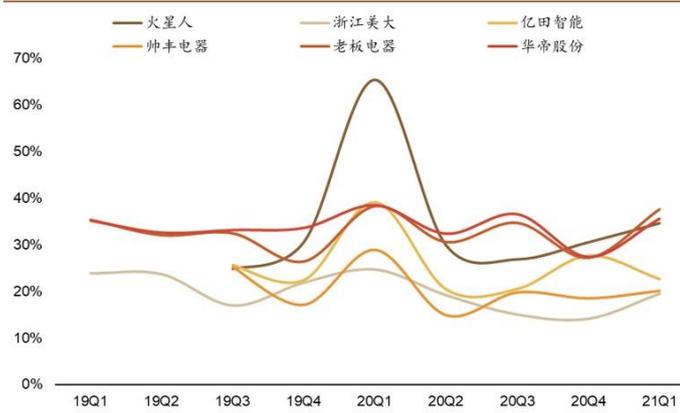
图 58：厨电各公司毛利率走势



资料来源：wind，德邦研究所

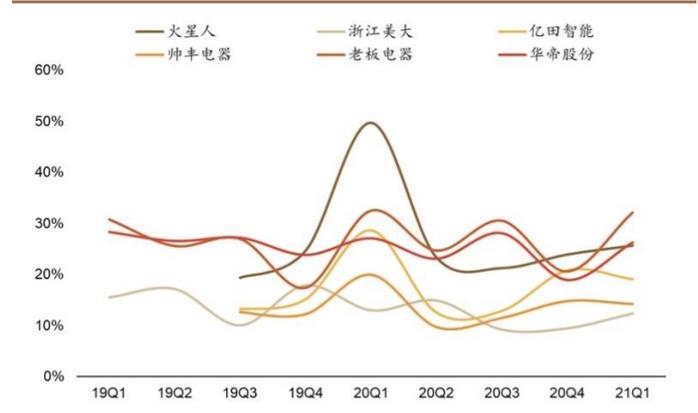
费用率来看，20Q1 受疫情影响，收入端有一定承压，而部分费用支出较为刚性，因此期间费用率较正常水平偏高，随着收入端修复，费用率逐步恢复正常水平。集成灶企业逐步加大对营销投入的重视程度，销售费用率呈现上升趋势。

图 59：厨电各公司期间费用率走势



资料来源：wind，德邦研究所

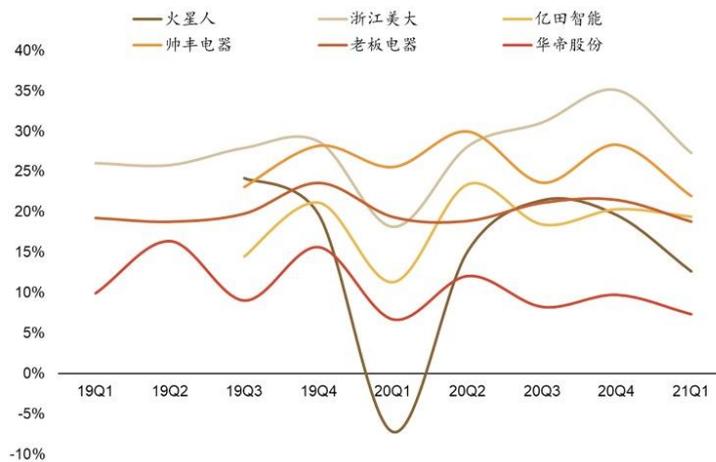
图 60：厨电各公司销售费用率走势



资料来源：wind，德邦研究所

综合毛利率和费用率的影响，2020 年整体呈逐步修复趋势，集成灶企业边际改善相对更为明显，21Q1 考虑到原材料价格波动，叠加一季度一般有经销商大会、AWE 展等活动，为营销旺季，销售费用投放较高，而收入不会在当季立即兑现，因此 Q1 净利率较全年平均水平略有下行，为正常季节性波动。

图 61：厨电各公司归母净利率走势



资料来源：wind，德邦研究所

具体分公司看：

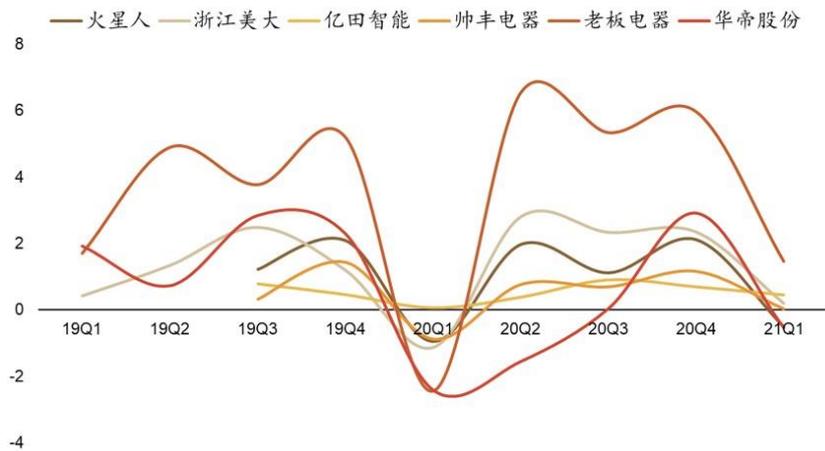
- **火星人**：2020 年实现归母净利润 2.75 亿元，同比+14.8%。21Q1 实现归母净利润 4421.4 万元，同比+594.8%。20Q4 毛利率为 53.38%，同比+1.3pct，在原材料价格上涨的压力下，公司毛利率仍不降反升，体现公司较强的供应链能力，同时预计均价较高的蒸烤一体款热销亦对毛利率有提升作用；
- **浙江美大**：2020 年实现归母净利润 5.43 亿元，同比+18.16%，21Q1 实现归母净利润 1.01 亿元，同比+394.8%，相对 2019 复合增速为 15.5%。21Q1 归母净利率为 27.3%，同比提升 9.1pct，较 19Q1 提升 1.3pct，整体盈利能力控制较好，公司经营效率提升，期间费用有所下降。
- **亿田智能**：2020 年实现归母净利润 1.44 亿元，同比+46.2%，21Q1 实现归母净利润 2941.6 万元，同比+421.8%。少东家上任后，积极进行组织变革，加大营销投入，改革成效可期。
- **老板电器**：2020 年实现归母净利润 16.61 万元，同比+4.5%，21Q1 实现归母净利润 3.6 亿元，同比+46.5%，相对 2019 年复合增速为 6.0%。20Q4 毛利率为 54.2%，同比+1.9pct，在原材料涨价背景下，公司毛利率仍有小幅提升，说明公司较强的供应链管理能力和。

### 5.3. 现金流量&资产负债分析：疫情影响渐消，恢复至正常水平

**经营活动现金流净额**：20Q4 厨电公司经营活动现金流净额普遍有所上升，而 21Q1 普遍有所下降，或主要由于在原材料涨价背景下，各企业主动积极备货，且一季度一般有经销商大会、AWE 展等活动，为营销旺季，销售费用投放较高，而收入不会在当季立即兑现，因此现金支出较多。

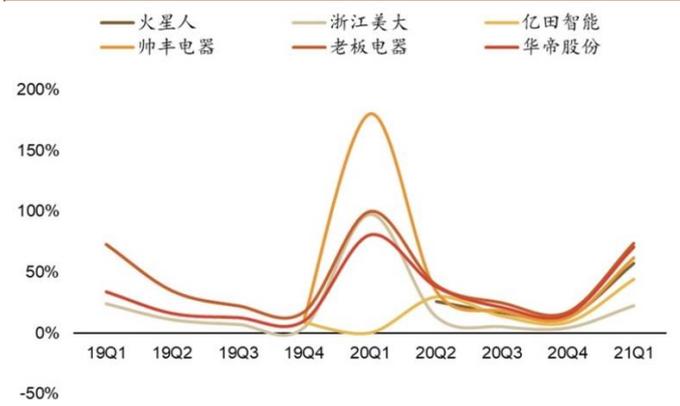
**资产负债分析**：厨电公司应收票据及账款占比有分化，老板、华帝应收占比明显高于集成灶企业，或因工程渠道账期较长所致。20Q1 受疫情影响，销售受阻，各公司存货占比偏高，随疫情缓解，存货营收占比逐步恢复正常水平。

图 62：厨电主要公司经营活动现金流净额（亿元）



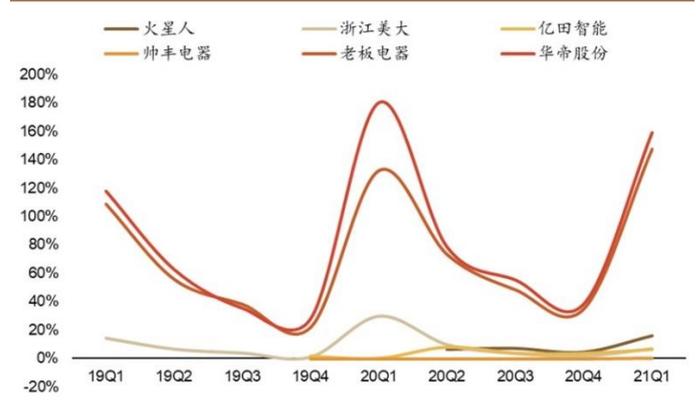
资料来源：wind，德邦研究所

图 63：厨电主要公司存货占营收比



资料来源：wind，德邦研究所

图 64：厨电主要公司应收票据及账款占营收比



资料来源：wind，德邦研究所

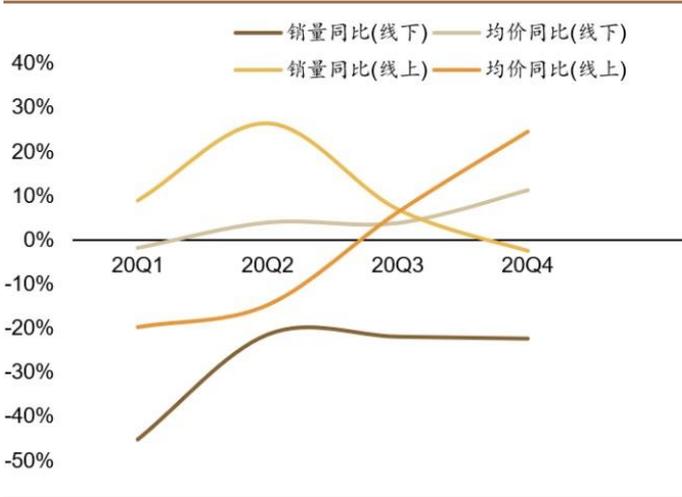
## 6. 黑电：面板价格回升，龙头受益产品升级

### 6.1. 收入端：线下均价提升，线上销量稳增

根据奥维云数据，彩电 20 年线下营收 262 亿元 (-23.8%)，均价 4075 元 (+7.3pct)；线上营收 585 亿元 (+10.2%)，均价 2146 元 (+1.9%)。21Q1 线下/线上营收-13.2%/+12.7%，双线仍保持分化趋势。大屏电视占比持续提升，激光电视持续发力，消费升级趋势长期保持。

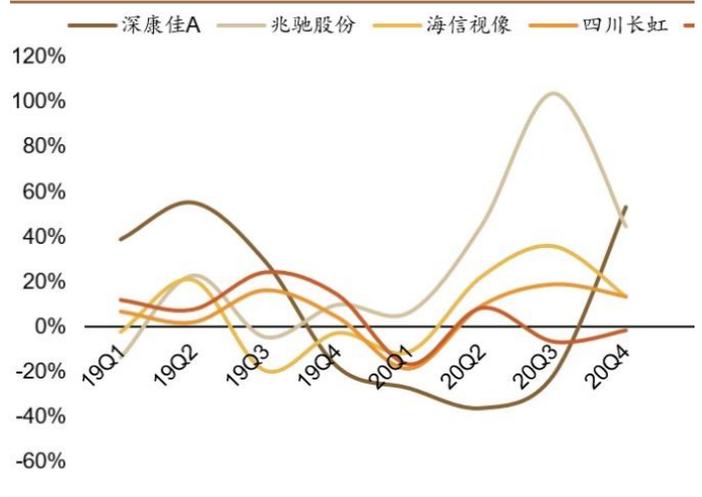
20 年黑电板块实现营收 2128 亿元 (+6.3%)，一定程度受益于疫情背景下居家时间延长。作为龙头的海信视像、兆驰股份表现突出。

图 65: 彩电线上线下零售情况



资料来源: wind, 德邦研究所

图 66: 黑电主要公司营业总收入同比增速



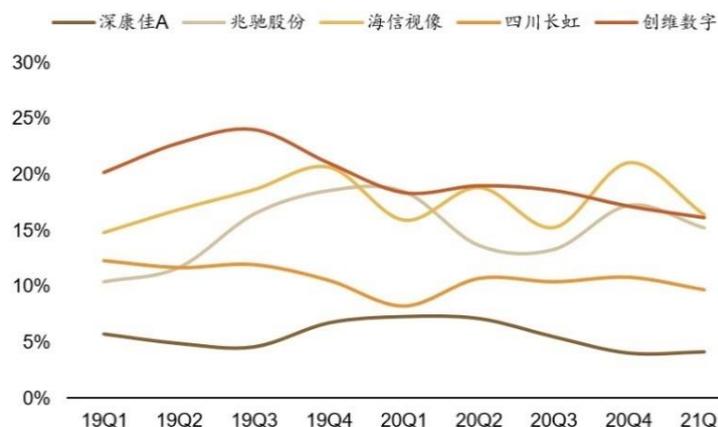
资料来源: wind, 德邦研究所

- **海信视像:** 20 年营收 384 亿元 (+15.3%), 对应 20Q4 营收 118 亿元 (+13.1%), 21Q1 营收 104 亿元 (复合 2019 为+16.7%)。公司 2020 零售市占率持续提升并稳居第一 (18%), 在中高端市场具有显著优势。
- **兆驰股份:** 20 年营收 202 亿元 (+51.7%), 对应 20Q4 营收 62 亿元 (+44.3%), 21Q1 营收 52 亿元 (复合 2019 为+45.7%), 主要受益于 ODM 业务快速增长 (海外出货量同比近 100%)。

## 6.2. 利润端: 分化明显, 龙头盈利能力较为稳定

**毛利率:** 面对面板价格上涨, 公司分化明显。黑电板块 20 年毛利率为 11.3%, 低于其他子板块, 同比-0.3pct, 21Q1 相较 19Q1 下降 0.5pct。海信视像 20 年毛利率 17.90% (同比-0.06pct), 基本保持稳定。公司不断优化产品结构, 激光电视、非家庭商业显示等高毛利业务, 营收高增。兆驰股份 20 年毛利率 15.24%, 同比提升 0.45pct。康佳、长虹、创维均有不同程度的下滑。

图 67: 黑电主要公司毛利率走势



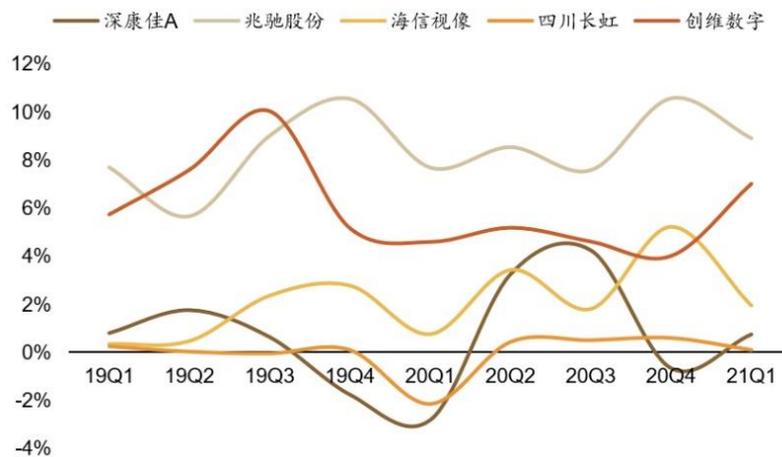
资料来源: wind, 德邦研究所

**期间费用率:** 20 年黑电板块期间费用率 10.1%, 同比-0.7pct, 21Q1 相较 19Q1 降低 1.1pct, 整体小幅下降, 主要系销售费用率下降。20 年销售费用率-1.2pct, 其中海信视像、兆驰股份销售费用率分别-1.58/-1.44pct; 财务费用受人民币升值影响, 整体+0.19pct, 其中兆驰股份外销占比较高, 财务费用率+1.9pct。

归母净利润：20 年黑电板块归母净利润 38.7 亿元，同比+49.9%。

- **海信视像**：20 年归母净利润 11.95 亿元 (+115%)，对应 20Q4 归母净利润 6.2 亿元 (+113%)。净利率从 19 年的 2.37% 提升至 3.88%。销售费用率的显著降低 (-1.5pct) 释放了公司的盈利能力。
- **兆驰股份**：20 年归母净利润 17.63 亿元 (+57.5%)，对应 20Q4 归母净利润 6.5 亿元 (+44.8%)。期间费用率基本保持稳定，利润基本和营收端基本保持同步增长。

图 68：黑电主要公司归母净利率走势



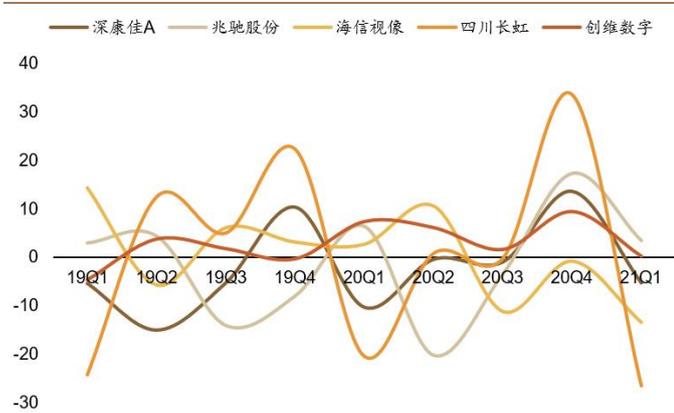
资料来源：wind，德邦研究所

### 6.3. 现金流&资产负债分析：应收占比有所下降

**经营活动现金流净额**：黑电行业公司现金流稳定性不高，2020 年受疫情影响经营活动现金流净额普遍下降，而 21Q1 除海信视像有明显降幅外，其他公司相对 19Q1 无显著变化。

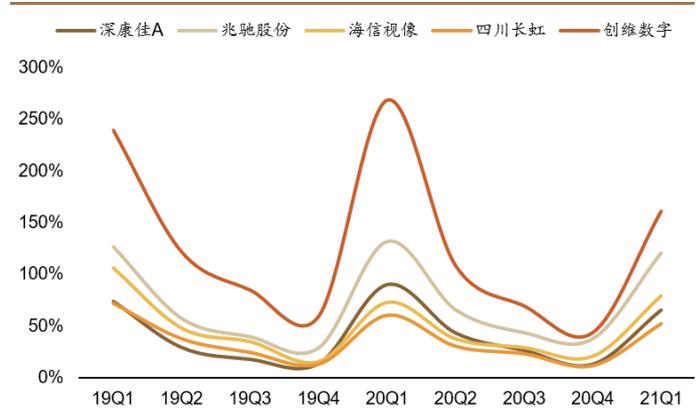
**资产负债分析**：Q1 黑电公司应收票据及账款占比普遍在 50% 以上，但比率已有所下降，其中海信视像、创维数字相对 19Q1 下降最为显著（分别-26.9pct、-78.4pct）。

图 69：黑电主要公司经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

图 70：黑电主要公司应收票据及账款占营收比



资料来源：wind，德邦研究所

## 7. 投资建议

展望后续发展，21Q1 地产如期回暖，有望提振大家电需求，集成灶渗透率提升逻辑持续验证；新消费时代下小家电有望延续线上消费红利，需求持续提升。

**逻辑主线一：**前两年房屋新开工增速提升，预计对应未来一至两年地产竣工有所回暖，地产后周期基本面将有所改善，在竣工正增长、地产回暖的长期逻辑下，厨电及大家电的零售渠道充分受益。

- **建议关注渗透率持续提升的集成灶细分领域，未来行业有望维持 30% 左右增速，持续推荐具备长期龙头战略格局眼光、紧握强品牌营销和高端产品定位两大厨电行业龙头核心要素、规模快速扩张的**火星人**，建议关注具备较强产品力、少东家上任有望带来变革成效的集成灶龙头**亿田智能**，具备较强产品优势和渠道优势的集成灶龙头**浙江美大**。推荐关注零售恢复显著、工程渠道增长稳定，善于发掘新增长点，具备较强  $\alpha$  属性，把握台式品类扩张降低地产相关性、在存量房更新需求发力的厨电龙头**老板电器**。**

**逻辑主线二：**我们认为中国现阶段处于第三消费社会早期，这个阶段的消费主力从小物质生活丰富、成长环境优越，消费单位从家庭开始转向个人，更加注重新个性化、小型化、多样化；消费内容从耐用品、必需品转向快消品、提供情绪价值的消费品；消费价值取向从高性价比转向注重品质、细分化、个性化等。

- 家用智能微投是第三消费时代注重生活品质与生活享受的新消费观下的产物，长期看好解决信息享受的家用智能投影细分领域，建议关注技术领先且具有消费品全方位壁垒的家用智能微投龙头**极米科技**。
- 此外，小家电领域同样为第三消费社会的重点受益板块。持续看好新消费为小家电领域带来的新机遇，持续推荐关注多品类多价位段布局、反应迅速、品牌理念与产品设计年轻前卫的小家电细分领域龙头**小熊电器**；推荐关注具备高端代工经验奠定高端产品及供应链能力基础，以消费者为核心导向具备营销和产品设计优势的**新宝股份**；持续推荐关注提早大幅调整组织架构顺应新消费快速响应需求、品牌年轻化转型顺利、兼具龙头规模及供应链、研发等能力基础优势的**九阳股份**；以及专注打磨产品细节、以消费者体验为核心导向，用户粘性高且产品矩阵和价格段不断拓宽的国产高端小家电**北鼎股份**。

**逻辑主线三：**2021 年 1-2 月，商品房销售面积延续去年下半年来的较高增速，随着空调价格战接近尾声，海外疫情改善不及预期带来的产能转移，叠加原材料价格的持续上涨，空调行业集中度将进一步向龙头提升，冰洗也将延续此前的产品升级趋势。

- **三大白电龙头紧抓白电洗牌期的有利时机布局产能和产业链、优化智能制造、提升终端价格，并在资本市场上集体回购股份，加强员工激励，彰显发展信心。支撑这一系列举动的是龙头背后**优秀的公司治理结构**（美的职业经理人体系下不断调整的扁平化事业部构架，海尔电器私有化后在两大平台统一性方面的整合，格力本轮渠道改革中对组织架构的不断优化）、**对整体产业链的整合把控的敏锐度**（前向延伸，产能扩张，智能制造）和**优秀的渠道管控能力**（美的、格力、海尔分别于 2017、2019、2019 年进行本轮渠道改革），这也决定了公司的长期竞争力。建议关注白电龙头底部复苏，推荐关注白电龙头**海尔智家、格力电器、美的集团**。**

## 8. 风险提示

原材料价格上涨风险，需求不及预期风险，疫情反复风险。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。