

**强于大市**

# 家电行业 2020 年报&21Q1 季报总结

**必选家电需求回升，新兴品类景气延续**

2020 年受疫情影响，“逆周期”的小家电表现好于“顺周期”的传统大家电。随着疫情影响的逐步减弱，受益于竣工逻辑回归，作为地产后周期的大家电需求逐步回归，同时看好新品类中长期市场扩容，与品牌意识的崛起势力，给予行业强于大市评级。

- **2020 年&2021Q1 家电行业综述：**2020 年受疫情影响，各子行业表现分化，“逆周期”的小家电表现好于“顺周期”的传统大家电。随着疫情影响的逐步减弱，受益于竣工逻辑回归，作为地产后周期的大家电需求逐步回归，21Q1 空调/冰箱/洗衣机分别内销量 YOY+66%/+42%/+23%。外销方面，海外疫情反复，大家电出口延续较高景气度，21Q1 空调/冰箱/洗衣机分别外销量 YOY+20%/+49%/+37%。
- **白电板块：**内需逐步回补，外需韧性较强，行业集中度提升。2020 年白电板块营收 YOY-0.48%，21Q1 营收 YOY+43.58%，相比 2019 年同期增长 7.04%。2020 年业绩 YOY+0.87%，21Q1 业绩 YOY+85.25%，相比 2019 年同期-9.11%。原材料价格上涨带来成本端负面影响，家电厂商优化产品结构、提高出厂价与终端价格以转移成本压力。龙头企业采购规模更大，资金更为充裕，在供给侧格局稳定的前提下，在终端价格上转嫁成本上行的能力更强，行业竞争格局进一步优化。
- **厨电板块：**竣工带动厨电需求回暖，新兴厨电逆势增长。2020 年厨电板块营收 YOY-2.15%，21Q1 营收 YOY+63.39%，相比 2019 年同期+14.97%。嵌入式厨电&集成灶逆势增长，2020 年洗碗机全渠道销售额 YOY+25.3%，集成灶销售额 YOY+13.9%，领跑厨电板块。2020 年厨电板块业绩 YOY-1.82%，21Q1 业绩 YOY+76.98%，相比 2019 年同期+11.36%。原材料价格上涨的压力仍在，各厨电厂商通过优化产品结构，将原材料上涨压力向终端转移；毛利率相对较高的电商渠道占比提升，工程渠道客户结构优化，均对公司毛利率水平形成一定保障。
- **小家电板块：**内外需求共振带动品类增长，清洁电器增长强劲。2020 年小家电板块营收 YOY+12.19%，21Q1 营收 YOY+60.25%。除电商占比高的小家电公司受内销拉动以外，海外市场的高增长亦为小家电企业带来额外支撑。受疫情激发，清洁电器品类增长强劲，新品持续引爆市场，产品性能提升、价格带拓宽，渗透率不断提升；毛利率相对更高的自有品牌占比提升、产品结构优化，海外电商、高端产品占比提高，维持行业整体盈利水平。
- **展望：**站在当前时点把握两条投资主线，1) 看好地产竣工对于后周期类家电需求的带动，对内销市场暴露度高的标的更为关注。2) 看好新品类中长期市场扩容，与品牌意识的崛起势力。看好嵌入式厨电&集成灶、清洁电器等品类。建议关注：格力电器、海尔智家、美的集团、火星人、浙江美大、老板电器、科沃斯、石头科技。

**评级面临的主要风险：**

- 1) 宏观经济不及预期；2) 新冠疫情重新加重；3) 家电行业价格战加剧；4) 天气因素对家电特别是空调产生的影响等。

**相关研究报告**

《家电社零&地产数据点评：21M3：地产销售数据高增，家电复苏趋势有望延续》20210421  
 《21M3 家电月度数据点评：零售持续复苏，新兴家电品类持续扩容》20210416  
 《家电行业陆股通持仓点评：21M3：外资持股比例微降，持续看好需求景气度向上的子板块》20210408

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

**家用电器**
**证券分析师：张译文**

(8621)20328764

yiwen.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090004

**证券分析师：孙谦**

(8621)20328348

qian.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520070001

## 目录

<b>1. 家电市场整体表现 .....</b>	<b>7</b>
1.1 受疫情影响，各子行业表现分化 .....	7
1.2 电商渠道得到长足发展 .....	8
1.3 海外疫情反复加速家电品牌出口 .....	8
1.4 原材料成本上行，产品终端均价提升 .....	9
<b>2. 2020 年报&amp;2021Q1 季报总结 .....</b>	<b>11</b>
2.1 白电：内需逐步回补，行业集中度提升 .....	11
2.2 厨电：新兴厨电品类逆势增长 .....	15
2.3 小家电：高基数前提下需以长远眼光看待，清洁电器增长势头不减 .....	20
<b>3. 展望：关注竣工逻辑回归及新兴品类需求 .....</b>	<b>25</b>
3.1 必选家电受益地产竣工景气度提升 .....	25
3.2 新兴家电品类景气度有望延续，行业空间广阔 .....	26
<b>4. 风险提示 .....</b>	<b>29</b>
<b>5. 核心家电公司估值水位 .....</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图表 1.2015-2020 中国家电市场整体零售额及同比增速：2020 年家电市场零售额 YOY-11.3%.....	7
图表 2.2020 年中国家电市场分品类规模及同比情况：传统大家电遇冷，可选小家电表现更优.....	7
图表 3. 20M1-21M3 主要家电品类内外销数量及同比增速：大家电销售受疫情影响后逐步修复.....	7
图表 4.2017-2021E 我国直播电商市场规模不断提升.....	8
图表 5.2017-2021E 我国直播电商渗透率不断提升.....	8
图表 6. 20M1-21M3 主要家电品类外销量和外销 YOY：疫情影响下大家电外销情况良好.....	9
图表 7.19M3-21M3LME3 个月铜铝价格：2020 年铜铝价格呈上涨趋势.....	9
图表 8. 15M1-21M3 中塑价格指数：2020 年中塑价格指数上升.....	9
图表 9.20W1-21W16 空调线上线下零售均价：2020 年空调零售均价呈波动上升趋势	10
图表 10.2019-2020 年油烟机线上线下销售额占比：2020 年油烟机线上销售占比提升.....	10
图表 11. 17Q1-21Q1 白电板块营收规模及增速：21Q1 白电板块营业总收入 YOY+43.58%.....	11
图表 12.20Q1-21Q1 空冰洗内销量和同比变化：21Q1 空调、冰箱、洗衣机内销量 YOY+66%/+42%/+23%.....	12
图表 13.20Q1-21Q1 空冰洗外销量和同比变化：21Q1 空调、冰箱、洗衣机外销量 YOY+20%/+49%/+37%.....	12
图表 14. 17Q1-21Q1 白电板块归母净利润及增速：21Q1 白电板块归母净利润 YOY+85.25%.....	12
图表 15.17Q1-21Q1 白电板块毛利率及同比变化：21Q1 白电板块毛利率 24.34%，同比+0.24pct.....	13
图表 16. 19M4-21M3 空调线上线下均价及同比变化：21M3 空调线上均价 YOY+23.45%，线下均价 YOY+7.56%.....	13
图表 17.19M1-21M3 冰箱线上线下均价及同比变化：21M3 冰箱线上均价 YOY+13.80%，线下均价 YOY+25.10%.....	13
图表 18. 19M1-21M3 洗衣机线上线下均价及同比变化：21M3 洗衣机线上均价 YOY+15.90%，线下均价 YOY+20.90%.....	13
图表 19.17Q1-21Q1 白电板块销售费用率及同比变化：21Q1 白电板块销售费用率 10.60%，同比-0.39pct.....	14
图表 20.17Q1-21Q1 白电板块销售净利率及同比变化：21Q1 白电板块净利率 7.07%，同比+1.52pct.....	14

图表 21.17Q1-21Q1 白电板块经营性现金流及同比变化：21Q1 白电板块经营性现金流 54.84 亿元，同比增加 170.57 亿元.....	14
图表 22. 17Q1-21Q1 白电板块应收账款金额及同比变化:21Q1 白电板块应收账款金额 717.54 亿元，YOY+31.67%.....	14
图表 23.19M1-21M3 空冰洗零售额 CR3 :21Q1 空冰洗 CR3 分别为 86.76%/69.52%/76.07% .....	15
图表 24. 19M1-21M3 空冰洗零售量 CR3:21Q1 空冰洗 CR3 分别为 85.59%/69.31%/71.30% .....	15
图表 25.19M1-21M2 油烟机内销及同比增速：21M2 油烟机内销量 46.90 万台，YOY+1.52%.....	15
图表 26. 19M1-21M23 油烟机外销及同比增速：21M2 油烟机内销量 115.95 万台，YOY+277.89%.....	15
图表 27.洗碗机线下销售额规模与同比变化：21Q1 销额规模同比增长 113.42%.....	16
图表 28. 洗碗机线上销售额规模与同比变化：21Q1 销额规模同比增长 16.94%.....	16
图表 29.集成灶线下销售额规模与同比变化：21Q1 销额规模同比增长 256.90%.....	16
图表 30. 集成灶线上销售额规模与同比变化：21Q1 销额规模增长 93.63% .....	16
图表 31.17Q1-21Q1 厨电板块归母净利润及同比增速：21Q1 厨电板块归母净利润 7.99 亿元，YOY+76.98%.....	17
图表 32. 17Q1-21Q1 厨电板块毛利率及同比变化：21Q1 厨电板块毛利率 41.21%，同比-1.15pct.....	17
图表 33.20M1-21M3 油烟机线上均价及同比增速：21M3 油烟机线上均价 1174 元，YOY+7.45%.....	18
图表 34. 20M1-21M3 油烟机线下均价及同比增速:21M3 油烟机线下均价 3802 元，YOY+22.28%.....	18
图表 35. 20M1-21M3 集成灶线上均价及同比增速：21M3 集成灶线上均价 6313 元，YOY+12.81%.....	18
图表 36 20M1-21M3 集成灶线下均价及同比增速：21M3 集成灶线上均价 9499 元，YOY+12.79%.....	18
图表 37.17Q1-21Q1 厨电板块销售费用率及同比变化：21Q1 厨电板块销售费用率 20.91%，同比-3.22pct.....	19
图表 38. 17Q1-21Q1 厨电板块销售净利率及同比变化：21Q1 厨电板块销售费用率 13.17%，同比+1.19pct.....	19
图表 39.17Q1-21Q1 厨电板块经营性现金流及同比变化：21Q1 厨电板块经营性现金流 2.51 亿元，同比增加 5.22 亿元.....	19
图表 40. 17Q1-21Q1 厨电板块应收账款金额及同比变化：21Q1 厨电板块应收账款 2.26 亿元，YOY+30.33%.....	19
图表 41. 厨电渠道结构：B 端化趋势较为明显.....	20
图表 42. 19M1-21M3 油烟机分品牌零售额份额：21M3 油烟机零售额 CR3 为 66.08%20	

图表 43. 17Q1-21Q1 小家电板块营收规模及同比增速：21Q1 小家电板块营收 217.22 亿元，YOY+60.25%.....	20
图表 44. 2020 及 21Q1 小家电板块主要企业营收 YOY：外销占比较高的小家电公司表现优异.....	20
图表 45. 扫地机器人线下销售额规模与同比变化：21Q1 销额同比增长 57.02%.....	21
图表 46. 扫地机器人线上销售额规模与同比变化：21Q1 销额规模同比增长 30.09%.....	21
图表 47. 17Q1-21Q1 小家电板块归母净利润及同比增速：21Q1 小家电板块归母净利润 22.04 亿元，YOY+118.46%.....	22
图表 48. 17Q1-21Q1 小家电板块毛利率及同比变化：21Q1 小家电板块毛利率 31.10%，YOY+0.71pct.....	22
图表 49. 17Q1-21Q1 小家电板块销售费用率及同比变化：21Q1 小家电板块销售费用率 11.53%，同比-1.34pct.....	22
图表 50. 17Q1-21Q1 小家电板块销售净利率及同比变化：21Q1 小家电板块净利率 10.25%，同比+2.86pct.....	22
图表 51. 17Q1-21Q1 小家电板块经营性现金流及同比变化：21Q1 小家电板块经营性现金流 4.20 亿元，同比下降 6.70 亿元.....	23
图表 52. 17Q1-21Q1 小家电板块应收账款总额及同比增速：21Q1 小家电板块应收账款 97.42 亿元，YOY+59.54%.....	23
图表 53. 2020 小家电线下 TOP5 品牌集中度及变化：传统大单品格局稳定.....	23
图表 54. 2020 小家电线上 TOP5 品牌集中度及变化：规模小单品长尾品牌挤进市场.....	23
图表 55. 扫地机器人线下市场份额：21M3 CR3 为 92.80%.....	24
图表 56. 扫地机器人线上上市场份额：21M3 CR3 为 71.68%.....	24
图表 57. 04M2-18M8 住宅施工/竣工/新开工面积同比情况：2016 年后住宅新开工与竣工出现背离.....	25
图表 58. 18M2-20M3 住宅施工/竣工/新开工面积同比情况：2018 年二季度以来，住宅施工带动竣工回升.....	25
图表 59. 19M2-21M3 住宅累计销售面积及累计同比情况：21 年 1-3 月住宅销售面积累计 YOY+68.10%.....	26
图表 60. 19M2-21M3 住宅累计竣工面积及累计同比情况：21 年 1-3 月住宅竣工面积累计 YOY+27.09%.....	26
图表 61. 集成灶行业理论规模测算.....	26
图表 62. 洗碗机内销量测算.....	27
图表 63. 中国扫地机器人销量场景测算.....	27
图表 65. 美的集团 20 年估值底部对应股价区间-14X PE.....	30
图表 66. 格力电器 20 年估值底部对应股价区间-11X PE.....	30
图表 67. 苏泊尔 20 年估值底部对应股价区间-27X PE.....	30
图表 68. 华帝股份 20 年估值底部对应股价区间-12X PE.....	30

图表 69.三花智控 20 年估值底部对应股价区间-31X PE .....	30
图表 70.九阳股份 20 年估值底部对应股价区间-23X PE .....	30
图表 71.老板电器 20 年估值底部对应股价区间-15X PE .....	31
图表 72.新宝股份 20 年估值底部对应股价区间-21X PE .....	31
图表 73.小熊电器 20 年估值底部对应股价区间-28X PE .....	31
图表 74.海尔智家 20 年估值底部对应股价区间-10X PE .....	31
图表 75.石头科技 20 年估值底部对应股价区间-27X PE .....	31
图表 76.科沃斯 20 年估值底部对应股价区间-35X PE.....	31

## 1. 家电市场整体表现

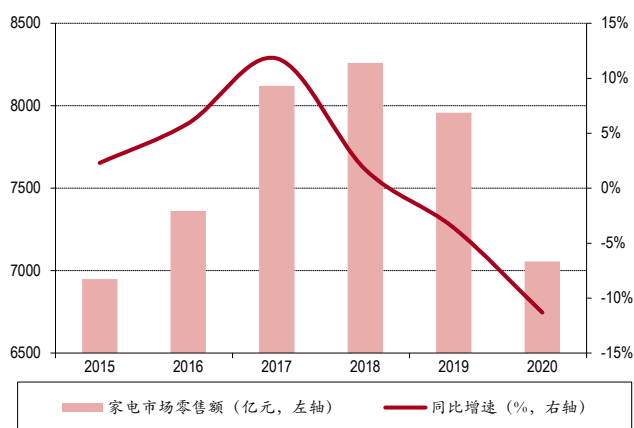
### 1.1 受疫情影响，各子行业表现分化

奥维云网 (AVC) 推总数据显示, 2020 年中国家电零售市场规模为 7056 亿元, 同比下降 11.3%。受新冠疫情各阶段影响, 各子板块的表现呈现阶段性分化态势。

国内疫情爆发期间, “逆周期”的小家电行情表现好于“顺周期”的传统大家电。因传统大家电较强的配送、安装属性, 受疫情抑制较为明显; 小家电产品, 特别是前期渗透率较低的可选类厨房小家电, 受益于居家时间增加带来的需求, 且无需上门安装, 电商营销模式持续完善, 产品矩阵不断丰富, 用户需求被不断激发, 受疫情利好较为明显。

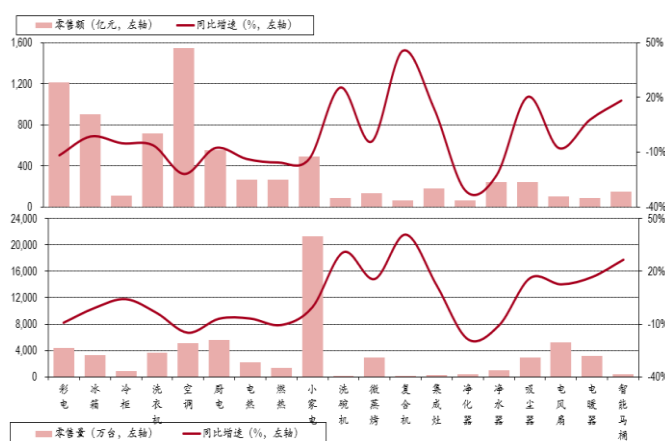
随着疫情影响的逐步减弱, 受益于竣工逻辑回归, 作为地产后周期的白电、厨电及照明行业需求逐步回归。20Q1-20Q4 空调内销量 YOY 分别为 -50.75%/-6.14%/+4.49%/+0.83%, 冰箱内销量 YOY 为 -26.87%/+1.14%/+6.69%/+7.47%, 洗衣机内销量 YOY 为 -23.73%/-5.16%/+0.81%/+7.87%, 油烟机内销量 YOY 为 -27.20%/-7.30%/+3.61%/+3.04%, 呈逐季改善趋势。21Q1 大家电延续需求回暖态势, 空调、冰箱、洗衣机分别内销 1788/1052/1050 万台, YOY+66.2%/+41.6%/+23.2%, 相比 2019 年同期-18.3%/+3.5%/-6.1%。

图表 1.2015-2020 中国家电市场整体零售额及同比增速: 2020 年家电市场零售额 YOY-11.3%



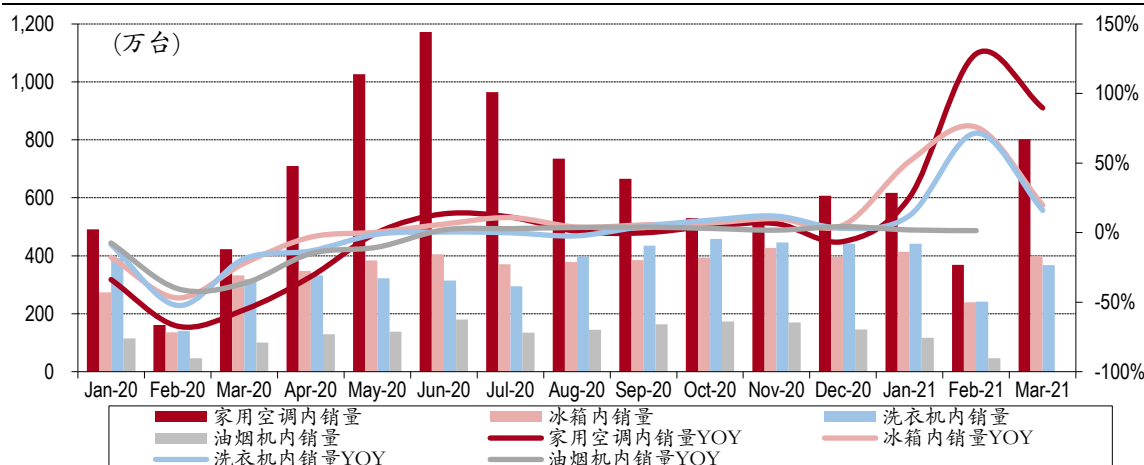
资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表 2.2020 年中国家电市场分品类规模及同比情况: 传统大家电遇冷, 可选小家电表现更佳



资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表 3. 20M1-21M3 主要家电品类内外销数量及同比增速: 大家电销售受疫情影响后逐步修复



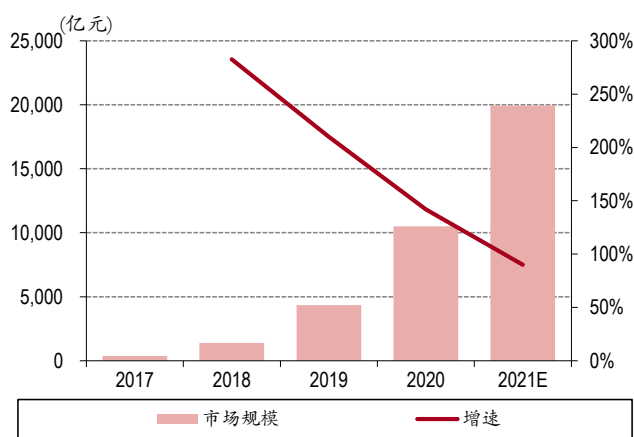
资料来源: 产业在线, 中银证券

## 1.2 电商渠道得到长足发展

分渠道来看，由于疫情限制了线下传统家电经营场所的经营活动，线上渠道在疫情以来代替线下渠道成为家电销售的主要渠道。新兴线上营销模式兴起并得到飞速发展，家电品牌商顺势迅速完善自身的电商营销体系。单一的电商购物缺乏体验感，而大家电相对小家电更新时间更长，单价更高，试错成本也更高，如何更好地在线上向消费者传递使用感受成为转化和刺激消费者购买的关键。为解决这一问题，以直播带货，网红种草为代表的私域流量营销在疫情期间开始为家电企业广泛采用。

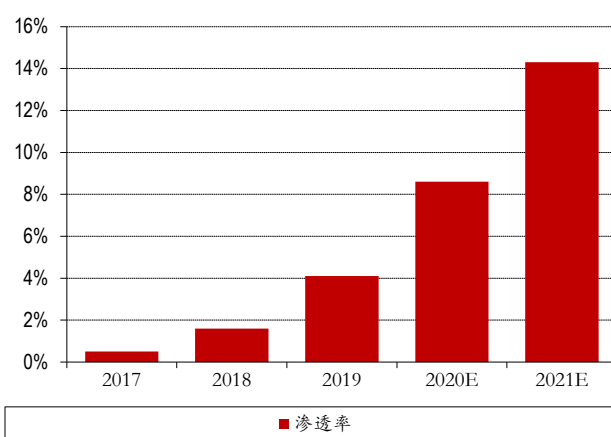
中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心发布《2020年中国家电行业年度报告》，报告显示，2020年全国家电线上渠道销售规模为3368亿元，YOY+8.4%，线上家电销售占比达到46.2%，较去年同期增长7.5个百分点；家电线下零售规模为3929亿元，YOY-20.2%，多数家电品类线下同比呈负增长态势。根据毕马威预测，2020年直播电商整体规模将突破万亿，达10,500亿元，渗透率也将达到8.6%。2021年直播电商规模将接近2万亿元，渗透率达到14.3%，"边看边买"让消费者切身感受到了移动网络直播的便捷性，有效降低消费者的延迟选择倾向。

图表 4. 2017-2021E 我国直播电商市场规模不断提升



资料来源：阿里研究院，毕马威，中银证券

图表 5. 2017-2021E 我国直播电商渗透率不断提升



资料来源：阿里研究院，毕马威，中银证券

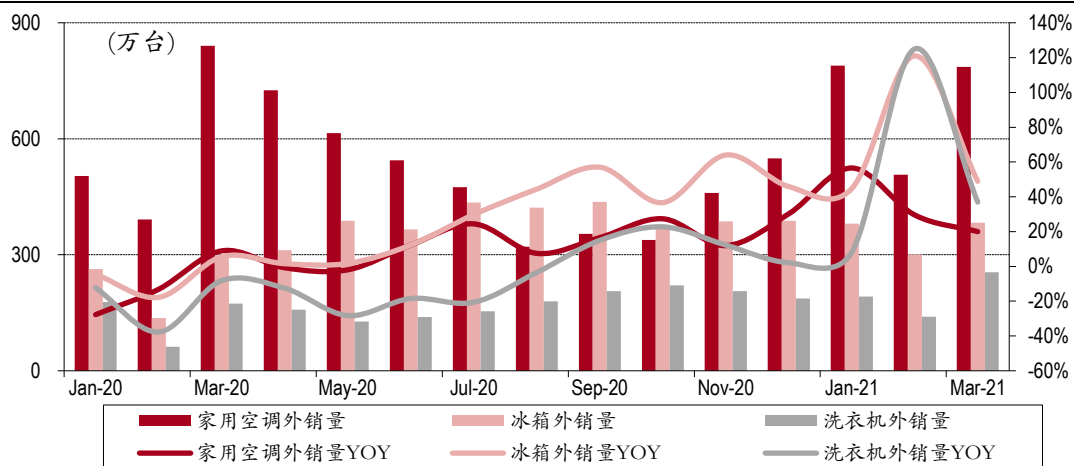
## 1.3 海外疫情反复加速家电品牌出口

从海外市场来看，欧美国家普遍从20年3月以来进入疫情，多国采取类似国内的封城或封国做法，导致居民居家时间明显延长。海外疫情反复，居家时间延长使得消费者对于冰箱（食物储存）、洗衣机（衣物清洗消毒）、吸尘器（清扫）、食物料理机（烹饪）等家电产品依赖程度明显加强，刺激更新需求短期提升。由于全球大部分家电产能位于中国，且海外疫情使得生产端受到停工或减少排班影响，海外市场供给/需求平衡在短期内被打破。随着我国疫情快速得到控制，前期积压的订单交付较快，全球产能需求向我国转移，另外物流运输费用提高，海外客户备货节奏提前，也进一步催化了海外订单的快速增长。

2020年空调/冰箱/洗衣机外销量YOY分别为+6.05%/+22.99%/-6.31%，21Q1大家电延续需求回暖态势，空调/冰箱/洗衣机分别外销YOY+19.9%/+49.3%/+36.8%，相比2019年同期+8.4%/+43.7%/+19.3%，海外疫情反复，使得大家电出口延续较高景气度。



图表 6. 20M1-21M3 主要家电品类外销量和外销 YOY：疫情影响下大家电外销情况良好



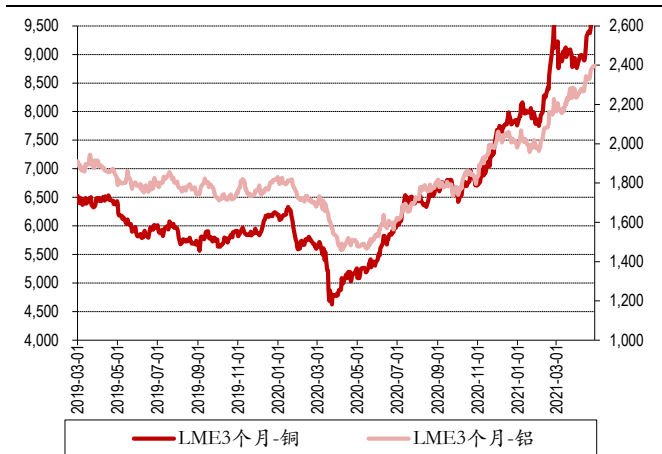
资料来源：产业在线，中银证券

## 1.4 原材料成本上行，产品终端均价提升

从均价来看，原材料上涨&产品结构升级，拉动市场均价回归。20M4 开始铜、纸、塑料、玻璃价格均以双位数增长，原因系：1) 去产能导致部分原材料产能和库存较低；2) 严格环保政策，以废钢处理为例，《炼钢铁素炉料(废钢铁)加工利用技术条件》标准、《再生钢铁原料》国标相继进入执行阶段，进一步对产能约束；3) 国内和国际经济复苏，对顺周期产品的需求激增，供需矛盾扩大，促进价格的提高。

面对原材料价格上涨，家电企业坚持“推新卖高”，以高端定位的确定性战略应对充满不确定性的市场环境。空调新能效机型占比提升、能效等级提升，以及在 2019 年 3 月空调价格战打响，空调均价持续下行，21 冷年开年，空调均价提升弹性较大，一定程度维持毛利率水平相对稳定。各厨电厂商通过优化产品结构，毛利率相对较高的电商渠道占比提升，工程渠道客户结构优化，均对公司毛利率水平形成一定保障。

图表 7.19M3-21M3 LME3 个月铜铝价格：2020 年铜铝价格呈上涨趋势



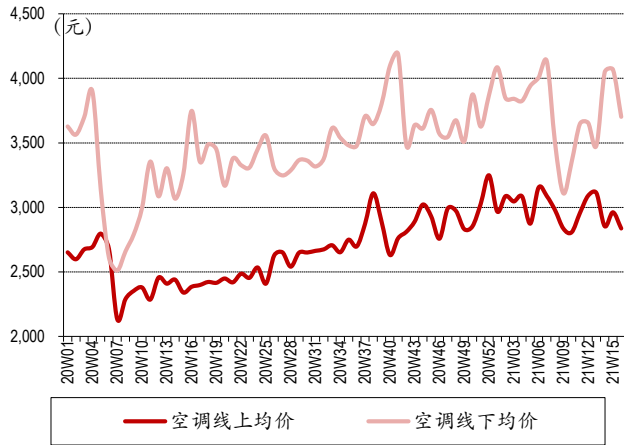
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 15M1-21M3 中塑价格指数：2020 年中塑价格指数上升



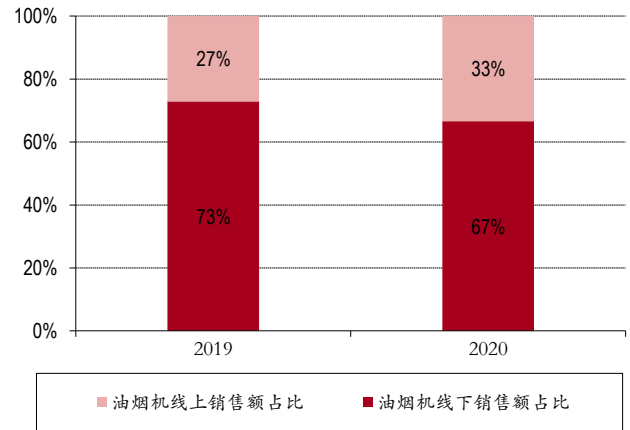
资料来源：万得，中银证券

图表 9.20W1-21W16 空调线上线下零售均价:2020 年空调零售均价呈波动上升趋势



资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表 10. 2019-2020 年油烟机线上线下销售额占比: 2020 年油烟机线上销售占比提升



资料来源: 奥维云网, 中银证券

## 2. 2020 年报&2021Q1 季报总结

我们按照中信行业二级分类选取了家电板块 48 家公司（同时将科沃斯和石头科技纳入小家电板块），其中黑电板块 4 家，白电板块 9 家，厨电板块 7 家，小家电板块 15 家，照明板块 13 家。细分如下：

**黑电板块：**深康佳 A、海信视像、四川长虹、极米科技；

**白电板块：**美的集团、长虹美菱、格力电器、奥马电器、海信家电、澳柯玛、海尔智家、春兰股份、惠而浦；

**厨电板块：**老板电器、华帝股份、浙江美大、万和电气、火星人、帅丰电器、亿田智能；

**小家电板块：**苏泊尔、九阳股份、爱仕达、新宝股份、小熊电器、莱克电气、飞科电器、ST 圣莱、天际股份、科沃斯、北鼎股份、奥佳华、融捷健康、荣泰健康；

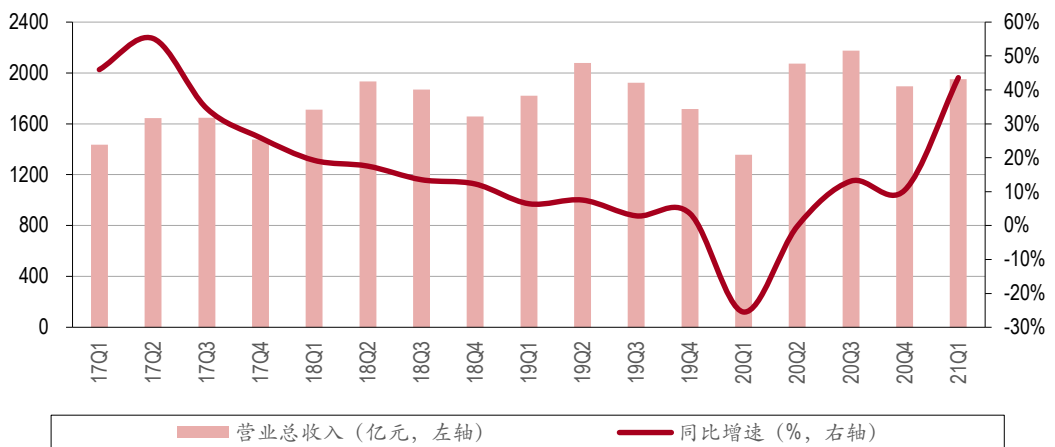
**照明电工及其他板块：**长虹华意、三花智控、ST 康盛、顺威股份、星帅尔、东方电热、天银机电、汉宇集团、聚隆科技、海立股份、奇精机械、欧普照明、公牛集团。

### 2.1 白电：内需逐步回补，行业集中度提升

**收入端：内需逐步回补，外需韧性较强**

2020 年白电板块实现营业总收入 7503.18 亿元，YOY-0.48%；20Q1-Q4 收入 YOY 分别为 -25.45%/-0.20%/+13.12%/+10.42%。21Q1 白电板块实现营业收入 1949.67 亿元，YOY+43.58%，相比 2019 年同期增长 7.04%。

图表 11. 17Q1-21Q1 白电板块营收规模及增速：21Q1 白电板块营业总收入 YOY+43.58%

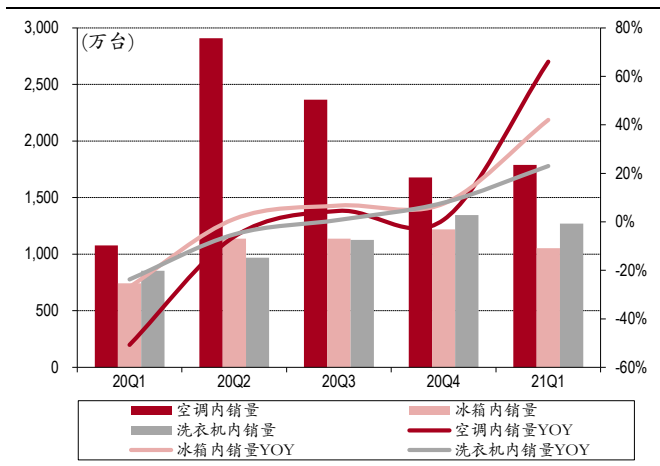


资料来源：万得，中银证券

在疫情缓解的大前提下，21 年竣工继续回补使必选家电需求基础向好。内销方面，产业在线数据显示，1) 2020 年空调内销量 8028.08 万台，YOY-12.85%，20Q1-Q4 内销量分别为 1076.15/2908.25/2365.55/1678.13 万台，YOY-50.75%/-6.14%/+4.49%/+0.83%，21Q1 空调内销量 1788.26 万台，YOY+66.17%，相比 2019 年同期-18.33%。2) 2020 年冰箱内销量 4233.98 万台，YOY-2.40%，20Q1-Q4 内销量分别为 742.77/1136.89/1136.07/1218.25 万台，YOY-26.87%/+1.14%/+6.69%/+7.47%，21Q1 冰箱内销量 1052.09 万台，YOY+41.64%，相比 2019 年同期+3.5%。3) 2020 年洗衣机内销量 4293.44 万台，YOY-4.68%，20Q1-Q4 内销量分别为 825.51/968.04/1126.67/1346.22 万台，YOY-23.73%/-5.16%/+0.81%/+7.87%，21Q1 洗衣机内销量 1050.00 万台，YOY+23.2%，相比 2019 年同期-6.1%。白电内销量已基本恢复至 2019 年同期水平，考虑到 19 年同期空调渠道库存较高、基数较高，实际终端景气度好于出货端。

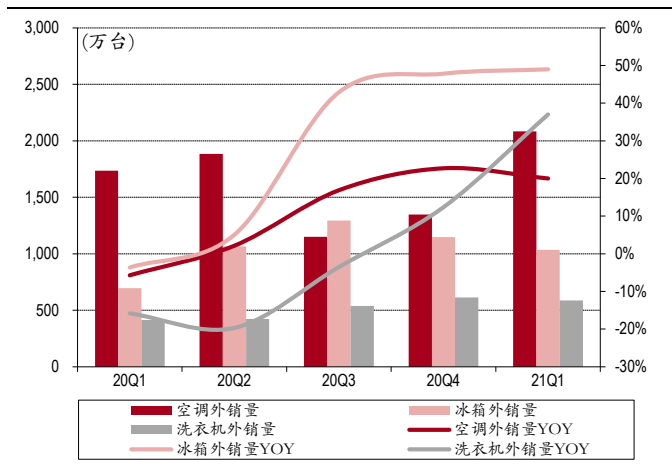
海外疫情反复，维持外销市场活跃度。产业在线数据显示，1) 2020 年空调外销量 6118.37 万台，YOY+6.05%，20Q1-Q4 外销量分别为 1736.41/1885.18/1149.62/1347.16 万台，YOY-5.73%/+2.12%/+16.87%/+22.71%，21Q1 空调外销量 2082.69 万台，YOY+19.94%，相比 2019 年同期+8.42%。2) 2020 年冰箱外销量 4200.91 万台，YOY+22.99%，20Q1-Q4 外销量分别为 694.75/1065.18/1293.50/1147.48 万台，YOY-3.61%/+5.08%/+42.92%/+47.84%，21Q1 冰箱外销量 1036 万台，YOY+49.3%，相比 2019 年同期+43.7%。3) 2020 年洗衣机外销量 1989.64 万台，YOY-6.31%，20Q1-Q4 外销量分别为 413.25/423.52/539.31/613.57 万台，YOY-15.85%/-19.70%/-3.53%/+12.36%，21Q1 洗衣机外销量 586.00 万台，YOY+36.8%，相比 2019 年同期+19.3%。

图表 12.20Q1-21Q1 空冰洗内销量和同比变化：21Q1 空调、冰箱、洗衣机内销量 YOY+66%/+42%/+23%



资料来源：产业在线，中银证券

图表 13.20Q1-21Q1 空冰洗外销量和同比变化：21Q1 空调、冰箱、洗衣机外销量 YOY+20%/+49%/+37%

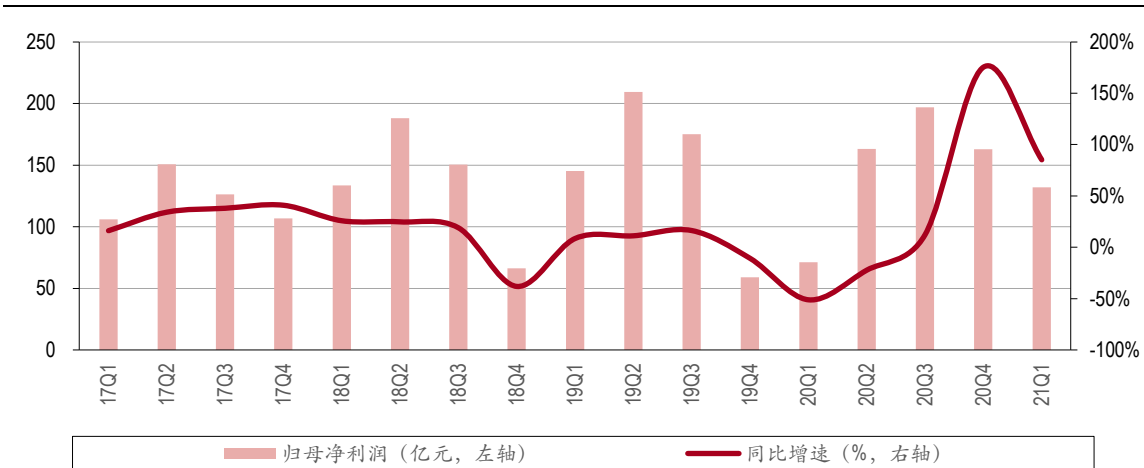


资料来源：产业在线，中银证券

### 业绩端：原材料成本上行&电商竞争加剧，对业绩产生一定扰动

2020 年白电板块实现归母净利润 594.29 亿元，同比增长 0.87%；20Q1-Q4 归母净利润 YOY 分别为 -50.94%/-22.11%/+12.38%/+175.31%。21Q1 归属上市公司股东净利润 132.04 亿元，同比增长 85.25%，相比 2019 年同期下滑 9.11%。

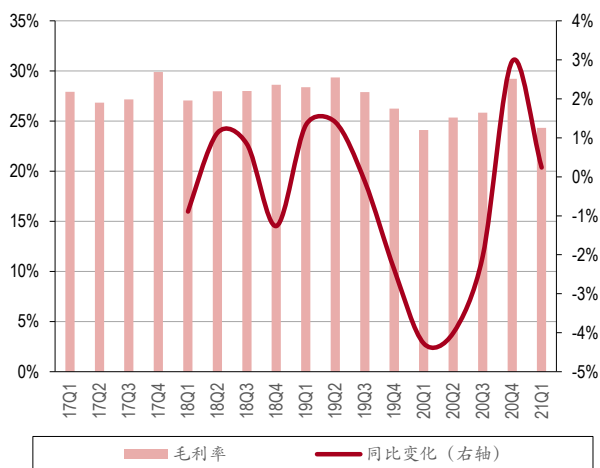
图表 14. 17Q1-21Q1 白电板块归母净利润及增速：21Q1 白电板块归母净利润 YOY+85.25%



资料来源：万得，中银证券

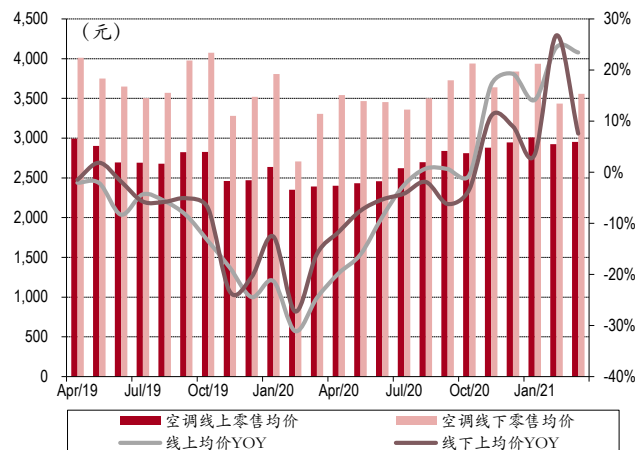
毛利率方面，2020年白电板块平均毛利率26.25%，同比下降1.80个百分点，20Q1-20Q4毛利率分别为24.10%/25.37%/25.84%/29.21%，同比-4.27pct/-4.00pct/-2.04pct/+2.96pct；21Q1毛利率24.34%，同比+0.24pct。一方面，原材料价格上涨带来的成本端负面影响仍在；另一方面，新会计准则下，销售返利不再计入销售费用转而直接冲减营业收入、安装相关费用由费用转移至成本。家电厂商提高出厂价与终端价格以转移成本压力，空调新能效机型占比提升、能效等级提升带动价格提升，同时2019年3月空调价格战打响，空调均价持续下行，21冷年开年，空调均价提升弹性较大，一定程度维持毛利率水平相对稳定。冰箱、洗衣机品类高端产品占比不断提升，持续推动产品均价提升，提高生产、制造效率，维持盈利能力。

图表 15.17Q1-21Q1 白电板块毛利率及同比变化：21Q1 白电板块毛利率 24.34%，同比+0.24pct



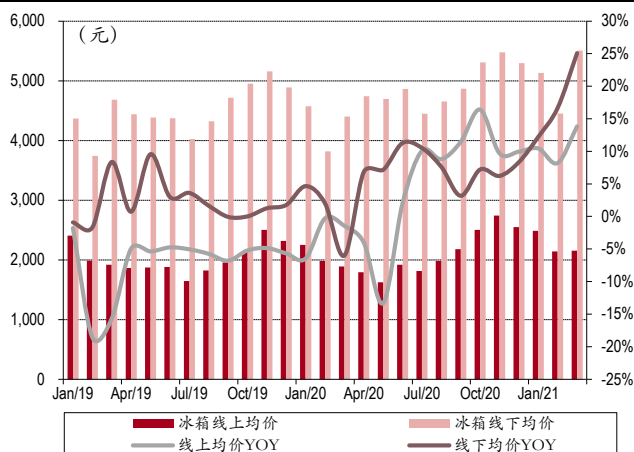
资料来源：万得，中银证券

图表 16.19M4-21M3 空调线上线下载价及同比变化：21M3 空调线上均价 YOY+23.45%，线下均价 YOY+7.56%



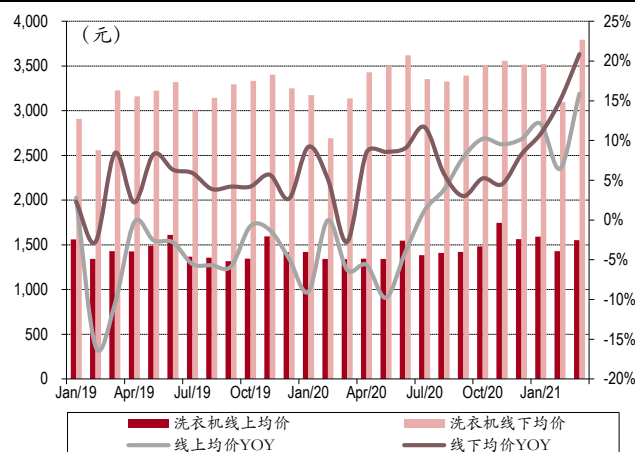
资料来源：奥维云网，中银证券

图表 17.19M1-21M3 冰箱线上线下载价及同比变化：21M3 冰箱线上均价 YOY+13.80%，线下均价 YOY+25.10%



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 18.19M1-21M3 洗衣机线上线下载价及同比变化：21M3 洗衣机线上均价 YOY+15.90%，线下均价 YOY+20.90%

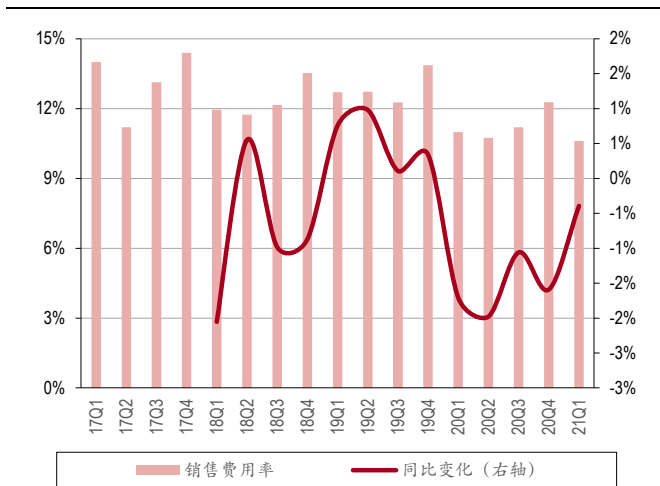


资料来源：奥维云网，中银证券

费用率方面，2020年白电板块销售费用率11.31%，同比-1.55pct；20Q1-20Q4销售费用率分别为10.99%/10.75%/11.20%/12.27%，同比-1.71pct/-1.98pct/-1.06pct/-1.59pct；21Q1销售费用率10.60%，同比-0.39pct，白电厂商费用投放效率不断提升，同时新会计准则下，销售返利不再计入销售费用等因素有关。

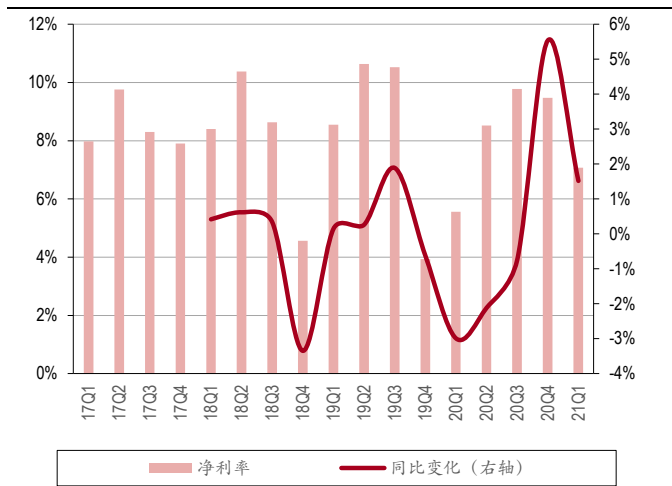
净利率方面，2020年白电板块销售净利率8.59%，同比+0.01pct；20Q1-20Q4净利率分别为5.56%/8.52%/9.77%/9.47%，同比-2.99pct/-2.12pct/-0.75pct/+5.54pct；21Q1净利率7.07%，同比+1.52pct。

图表 19.17Q1-21Q1 白电板块销售费用率及同比变化：21Q1 白电板块销售费用率 10.60%，同比-0.39pct



资料来源：万得，中银证券

图表 20.17Q1-21Q1 白电板块销售净利率及同比变化：21Q1 白电板块净利率 7.07%，同比+1.52pct

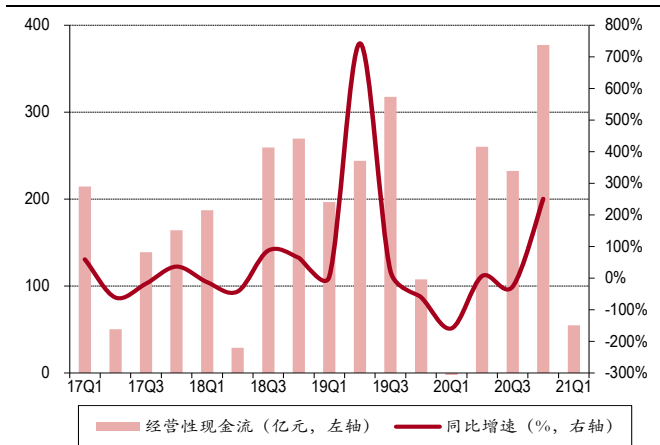


资料来源：万得，中银证券

### 营运能力：经营性现金流改善明显

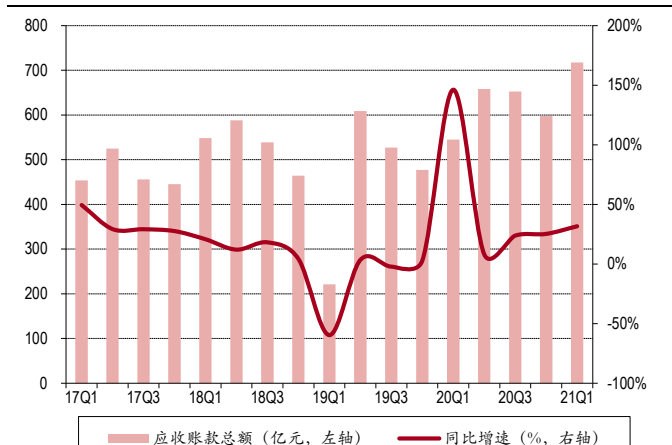
2020 年白电板块经营性净现金流净额为 753.88 亿元，同比减少 12.90%；上半年由于受到疫情影响，家电整体产业链均承受压力，特别是下游分销渠道，经销商因为自身规模较小，且经营时惯用部分杠杆来加强资金使用效率，又承担一部分库存压力，在疫情影响下经营压力较大。我们认为，在这种情况下，家电公司可能对于其分销渠道给予更加宽松的回款政策，“授信”提货的比例上升，但横向对比历史仍然较为合理。且随着疫情影响逐步减弱，经营性现金流净额稳步提升。21Q1 经营现金流净额为 54.84 亿元，较同期增加 170.57 亿元，应收账款 717.54 亿元，同比增加 31.67%，公司运营效率持续优化。

图表 21.17Q1-21Q1 白电板块经营性现金流及同比变化：21Q1 白电板块经营性现金流 54.84 亿元，同比增加 170.57 亿元



资料来源：万得，中银证券

图表 22.17Q1-21Q1 白电板块应收账款金额及同比变化：21Q1 白电板块应收账款金额 717.54 亿元，YOY+31.67%



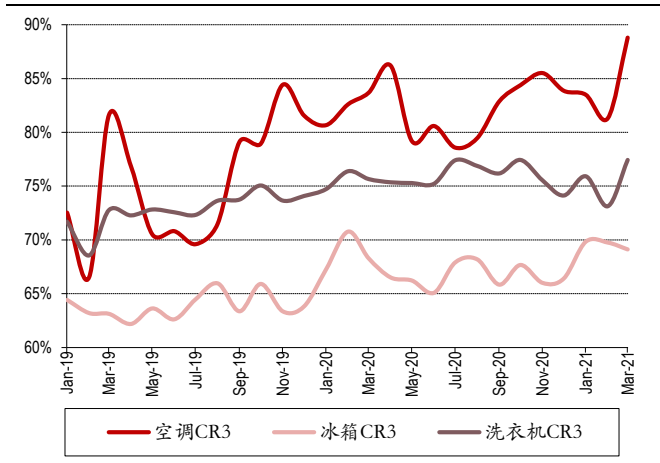
资料来源：万得，中银证券

### 竞争格局：行业集中度上行

原材料价格上行、疫情冲击背景下，龙头企业采购规模更大，资金更为充裕，较中小企业有更强的能力对冲原材料价格上行与客观经营扰动。同时，必选家电的需求刚性更好，在供给侧格局稳定的前提下，在终端价格上转嫁成本上行的能力更强，行业竞争格局进一步优化。

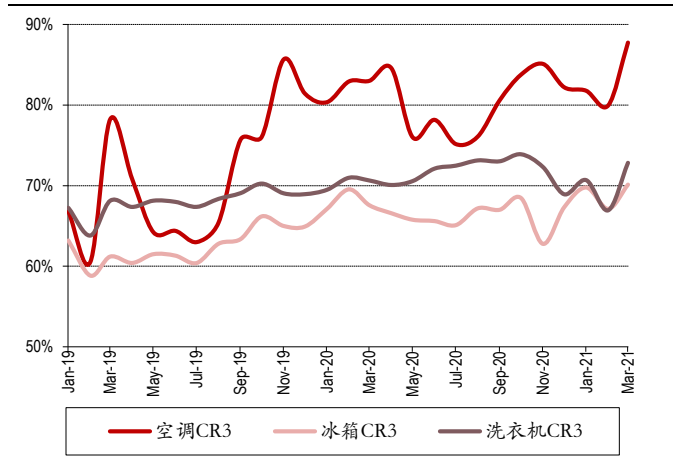
根据中怡康数据，2020年空/冰/洗零售额CR3分别为81.93%/66.82%/75.83%，同比+6.52pct/+2.94pct/+2.84pct；21Q1空/冰/洗CR3分别为86.76%/69.52%/76.07%，同比+4.23pct/+1.50pct/+0.81pct。2020年空/冰/洗零售量CR3分别为79.80%/66.40%/71.70%，同比-2.41pct/-1.17pct/+1.23pct；21Q1空/冰/洗CR3分别为85.59%/69.31%/71.30%，同比+3.38pct/+1.74pct/+0.83pct。

图表 23.19M1-21M3 空冰洗零售额 CR3 :21Q1 空冰洗 CR3 分别为 86.76%/69.52%/76.07%



资料来源：中怡康，中银证券

图表 24. 19M1-21M3 空冰洗零售量 CR3:21Q1 空冰洗 CR3 分别为 85.59%/69.31%/71.30%



资料来源：中怡康，中银证券

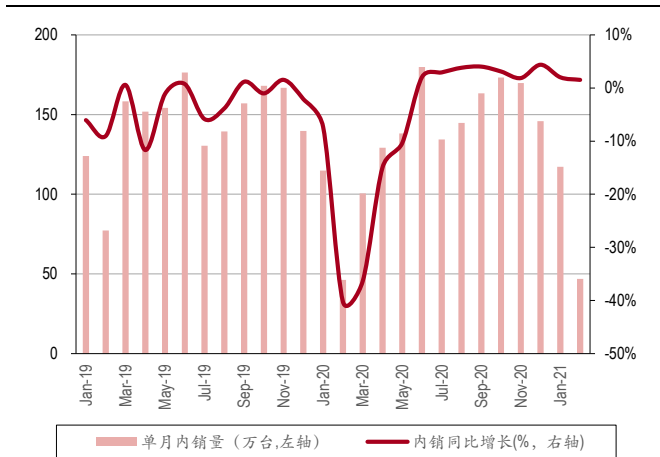
## 2.2 厨电：新兴厨电品类逆势增长

收入端：竣工带动厨电需求回暖，新兴厨电逆势增长

2020年厨电板块实现营业收入235.74亿元，YOY-2.15%；20Q1-Q4收入YOY分别为-29.63%/+6.31%/+16.12%/+12.52%。21Q1厨电板块实现营业收入60.98亿元，YOY+63.39%，相比2019年同期+14.97%。

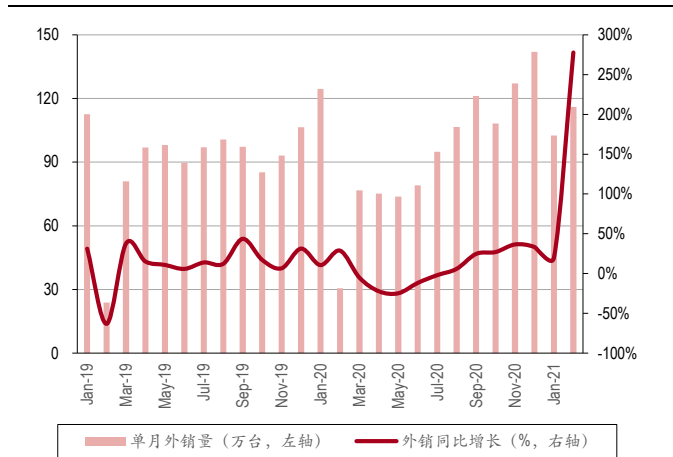
传统厨电受疫情冲击较大。产业在线数据显示，2020年油烟机内销量1540.00万台，YOY-5.92%，20Q1-Q4内销量分别为100.60/179.90/163.30/145.80万台，YOY-36.41%/+2.04%/+4.01%/+4.27%，21M1-21M2油烟机内销量145.80万台，YOY+1.86%，相比2019年同期-18.48%。

图表 25.19M1-21M2 油烟机内销及同比增速：21M2 油烟机内销量 46.90 万台，YOY+1.52%



资料来源：产业在线，中银证券

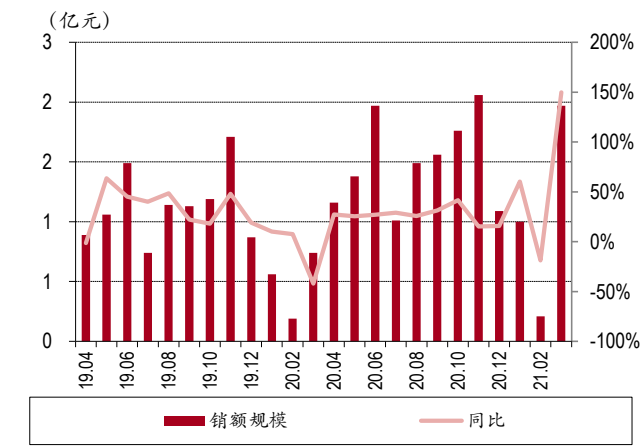
图表 26. 19M1-21M23 油烟机外销及同比增速：21M2 油烟机内销量 115.95 万台，YOY+277.89%



资料来源：产业在线，中银证券

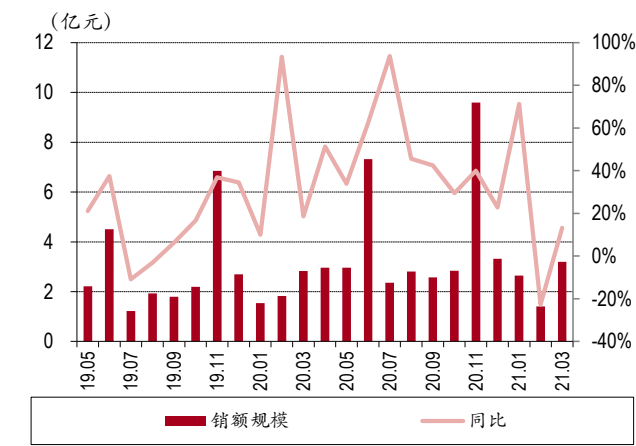
**嵌入式厨电&集成灶品类逆势增长。**随着 90 后、95 后逐渐成为市场消费主力，他们对多元化、健康化及便捷化烹饪习惯的转变，使得蒸烤箱、洗碗机等新品类在我国迎来蓬勃的发展机遇，领跑整个厨电行业。据奥维云网 (AVC) 推总数据显示，2020 年洗碗机全渠道销售 87.0 亿元，YOY+25.3%；21Q1 洗碗机线下、线上销额规模分别同比增长 113.42%、增长 16.94%。

**图表 27. 洗碗机线下销售额规模与同比变化：21Q1 销额规模同比增长 113.42%**



资料来源：奥维云网，中银证券

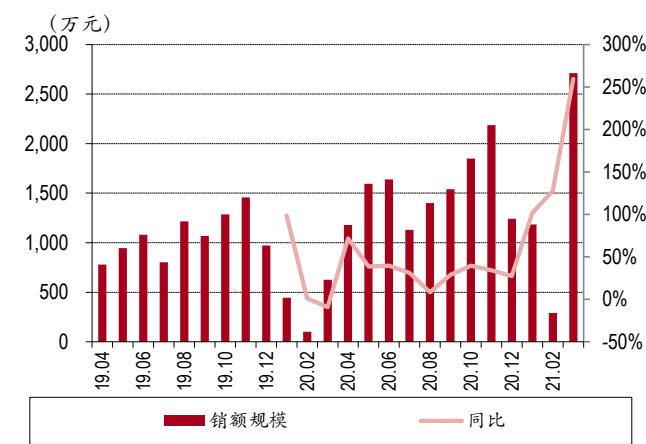
**图表 28. 洗碗机线上销售额规模与同比变化：21Q1 销额规模同比增长 16.94%**



资料来源：奥维云网，中银证券

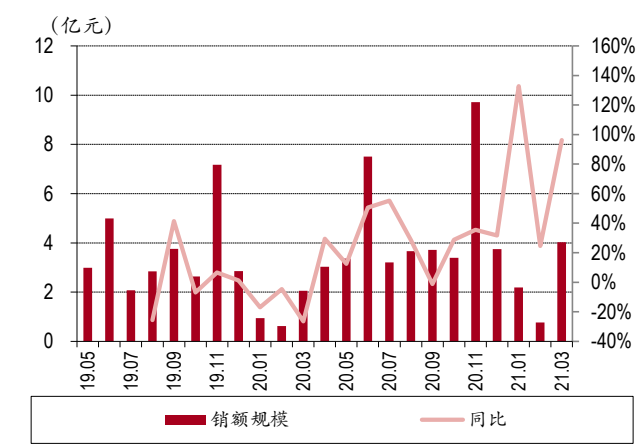
集成灶作为厨电产业当中的新兴品类，在油烟吸净率、空间节省及降噪等产品端的优势明显，市场规模不断提升。据奥维云网 (AVC) 推总数据显示，2020 年我国集成灶市场整体零售额为 182.2 亿元，同比上涨 13.9%；零售量 238.0 万台，同比上涨 12.0%。如果剔除第一季度疫情影响，在 Q2-Q4 季度，集成灶行业实际增速零售额同比达 19.4%，零售量增速同比超过 23.5%。成为今年家电市场增速拔正的明星品类。由于疫情影响，线下流量向线上转移速度加快，同时建材渠道受房地产竣工延后等问题的影响，流量向家电渠道倾斜。在流量转移的背景下，集成灶企业拓宽思路，抢先开拓直播渠道，成功赶上红利期，在疫情期间就恢复了企业活力。21Q1 集成灶线下、线上销额规模累计达到 4187.76 万元、6.99 亿元，同比增长 256.90%、增长 93.63%，仍维持较高景气度。

**图表 29. 集成灶线下销售额规模与同比变化：21Q1 销额规模同比增长 256.90%**



资料来源：奥维云网，中银证券

**图表 30. 集成灶线上销售额规模与同比变化：21Q1 销额规模增长 93.63%**



资料来源：奥维云网，中银证券

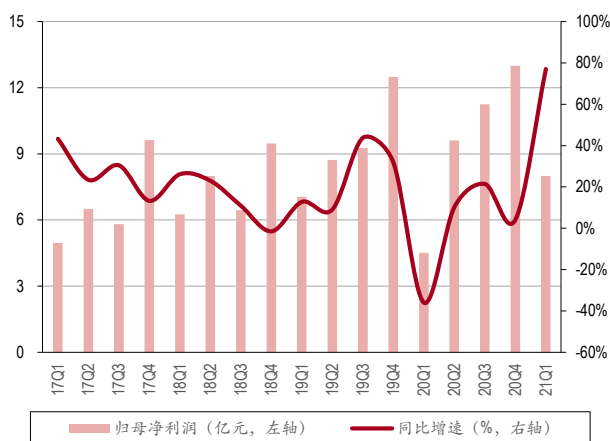


## 业绩端：产品、渠道结构不断优化，保持盈利水平稳定

2020 年厨电板块实现归母净利润 38.37 亿元，YOY-1.82%；20Q1-Q4 归母净利润 YOY 分别为 -37.08%/+10.16%/+21.41%/+4.07%。21Q1 归属上市公司股东净利润 7.99 亿元，YOY+76.98%，相比 2019 年同期+11.36%。

毛利率方面，2020 年厨电板块平均毛利率 45.38%，同比下降 1.38 个百分点，20Q1-20Q4 毛利率分别为 42.36%/45.86%/48.10%/44.02%，同比-5.96pct/-2.04pct/-0.24pct/-2.20pct；21Q1 毛利率 41.21%，同比下降 1.15 个百分点。

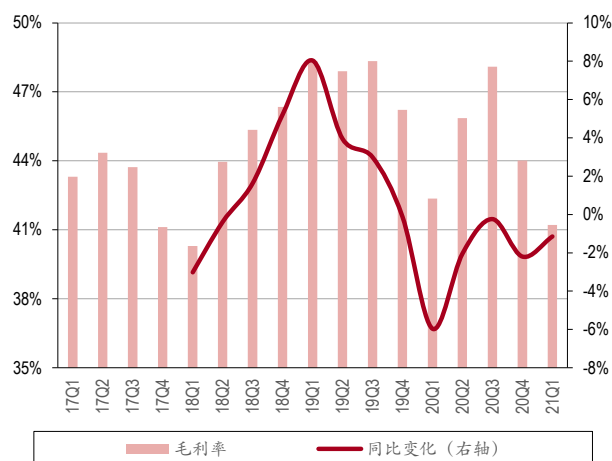
图表 31.17Q1-21Q1 厨电板块归母净利润及同比增速：21Q1 厨电板块归母净利润 7.99 亿元，YOY+76.98%



资料来源：万得，中银证券

注：未包含亿田智能及火星入 19Q1 归母净利润数据

图表 32.17Q1-21Q1 厨电板块毛利率及同比变化：21Q1 厨电板块毛利率 41.21%，同比-1.15pct

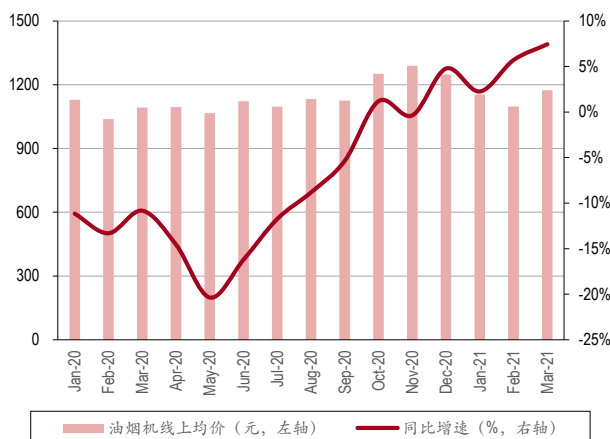


资料来源：万得，中银证券

原材料价格上涨的压力仍在，各厨电厂商通过优化产品结构，将原材料上涨压力向终端转移，如老板电器通过四件套销售策略，一方面提高了客单值，另一方面四件套配套烟灶相对高端，优化产品结构。渠道方面，毛利率相对较高的电商渠道占比提升，工程渠道客户结构优化，均对公司毛利率水平形成一定保障。集成灶品牌则通过提高毛利率水平相对较高的蒸箱款、蒸烤一体机款产品替代传统消毒柜款、橱柜款产品，提高整体盈利水平。

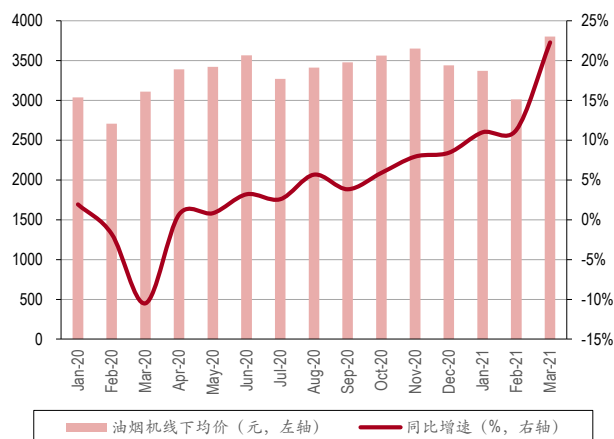
中怡康数据显示，2020 年油烟机、燃气灶市场零售均价为 3311.0/1620.5 元，同比+3.6%/+3.6%。21Q1 市场均价油烟机、燃气灶市场零售均价为 3441.0/1695.4 元，同比+17.7%/+16.9%，相比 2019 年同期 +10.3%/+11.9%。

图表 33.20M1-21M3 油烟机线上均价及同比增速：21M3 油烟机线上均价 1174 元，YOY+7.45%



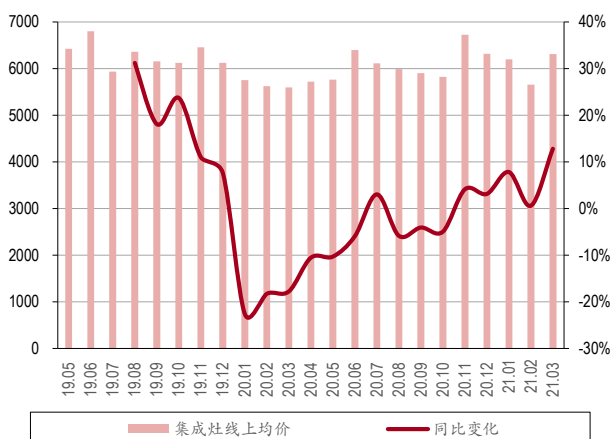
资料来源：奥维云网，中银证券

图表 34. 20M1-21M3 油烟机线下均价及同比增速：21M3 油烟机线下均价 3802 元，YOY+22.28%



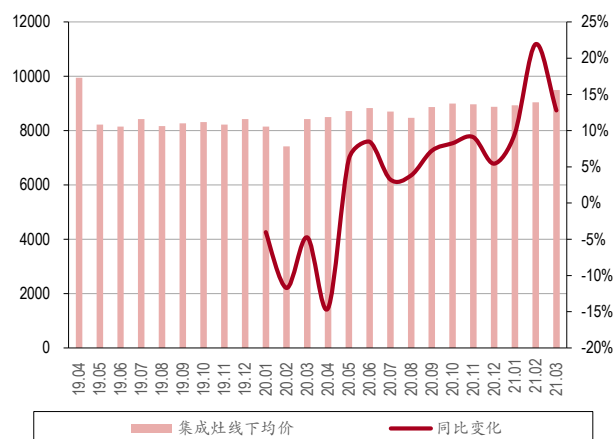
资料来源：奥维云网，中银证券

图表 35. 20M1-21M3 集成灶线上均价及同比增速：21M3 集成灶线上均价 6313 元，YOY+12.81%



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 36 20M1-21M3 集成灶线下均价及同比增速：21M3 集成灶线上均价 9499 元，YOY+12.79%

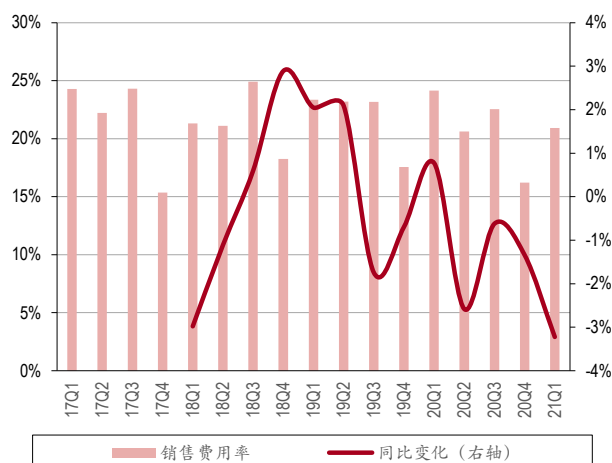


资料来源：奥维云网，中银证券

费用率方面，2020 年厨电板块销售费用率 20.36%，同比-1.31pct；20Q1-20Q4 销售费用率分别为 24.14%/20.63%/22.55%/16.21%，同比+0.78pct/-2.58pct/-0.62pct/-1.34pct；21Q1 销售费用率 20.92%，同比-3.22pct。疫情影响下，经销商动销活动有所受限，工程、海外渠道收入占比提升，使得销售费用投放同比下降。另外，随着线上占比提升，电商竞争加剧，厨电品牌销售费用压力增加，特别是集成灶行业目前处于市场份额扩张阶段，高举高打的营销策略，如火星人通过传统营销媒介（央视电视广告、户外广告、签约黄磊等）与移动互联网推广（开设微博官方账号、微信公众号、创建公司品牌百度贴吧、小红书投放广告）相结合的方式品牌宣传，对销售费用的投放要求较高。在行业规模扩大，消费者教育推进过程中，品牌意识崛起，有助于先发头部品牌把握市场机遇进一步提升市场竞争力。

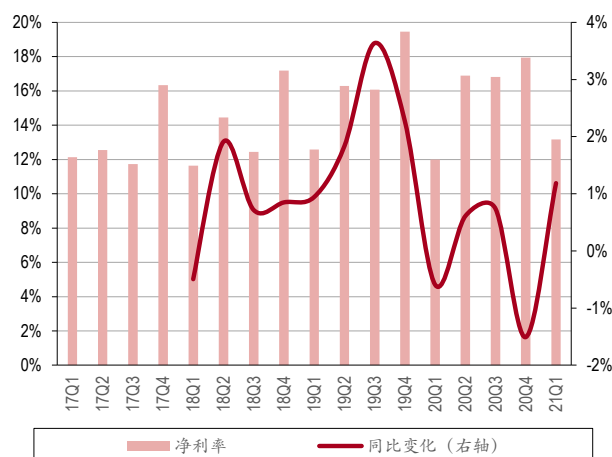
净利率方面，2020 年厨电板块销售净利率 16.42%，同比+0.00pct；20Q1-20Q4 净利率分别为 11.99%/16.90%/16.82%/17.94%%，同比-0.59pct/+0.61pct/+0.74pct/-1.51pct；21Q1 净利率 13.17%，同比+1.19pct。

图表 37.17Q1-21Q1 厨电板块销售费用率及同比变化：21Q1 厨电板块销售费用率 20.91%，同比-3.22pct



资料来源：万得，中银证券

图表 38.17Q1-21Q1 厨电板块销售净利率及同比变化：21Q1 厨电板块销售净利率 13.17%，同比+1.19pct

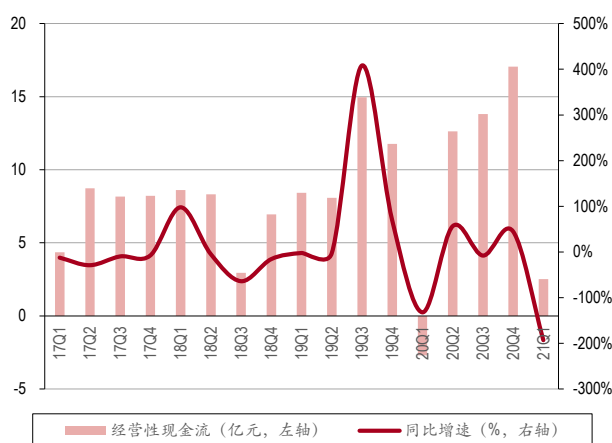


资料来源：万得，中银证券

## 营运能力分析

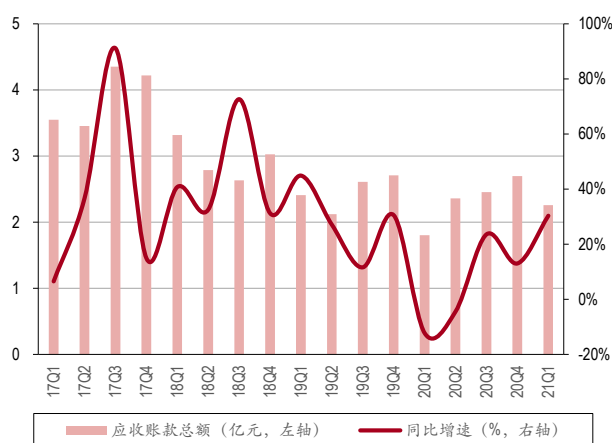
2020 年厨电板块经营性净现金流净额为 40.79 亿元，同比减少 8.26%；21Q1 经营现金流净额为 2.51 亿元，同比增加 5.22 亿元，相比 2019 年同期减少 70.18%。2020 年应收账款总额同比增长 12.99%至 27.13 亿元，存货总额同比增长 7.14%至 37.89 亿元。

图表 39.17Q1-21Q1 厨电板块经营性现金流及同比变化：21Q1 厨电板块经营性现金流 2.51 亿元，同比增加 5.22 亿元



资料来源：万得，中银证券

图表 40.17Q1-21Q1 厨电板块应收账款金额及同比变化：21Q1 厨电板块应收账款 2.26 亿元，YOY+30.33%



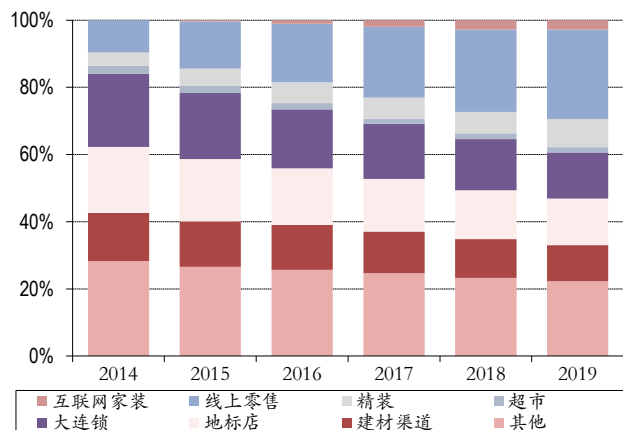
资料来源：万得，中银证券

## 竞争格局：渠道 B 端化加速行业提升集中度

厨电企业渠道 B 端化趋势持续推进，随着精装房渗透率提升，行业工程渠道占比持续提升。零售渠道中，电商渠道，社交电商渗透率不断提升；以小 B 分销为主的线下渠道（特别是低线市场），零售巨头通过“加盟-供货”的新零售模式对市场进行整合，使得家电企业下游的渠道由零散分销转向平台化分销，使得龙头品牌的下沉更为容易，对于类似传统厨电的龙头公司，其产品将能直接与地方品牌竞争，有望获得市场集中度提升的红利。

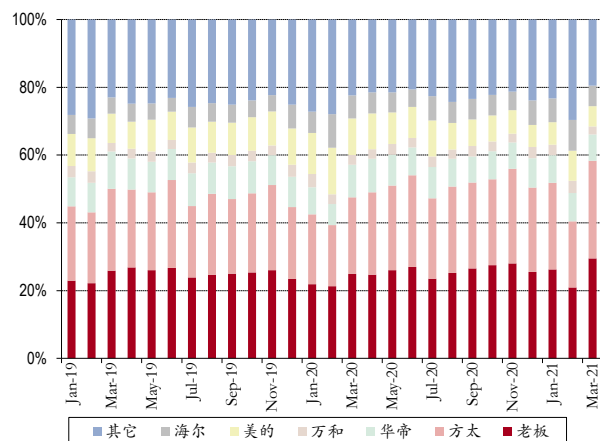
根据中怡康数据，2020 年油烟机 CR3 为 59.47%，同比提升 1.53 个百分点；21Q1 油烟机 CR3 为 61.74%，同比提升 8.84 个百分点。

图表 41. 厨电渠道结构：B 端化趋势较为明显



资料来源：万得，中银证券

图表 42. 19M1-21M3 油烟机分品牌零售额份额：21M3 油烟机零售额 CR3 为 66.08%



资料来源：中怡康，中银证券

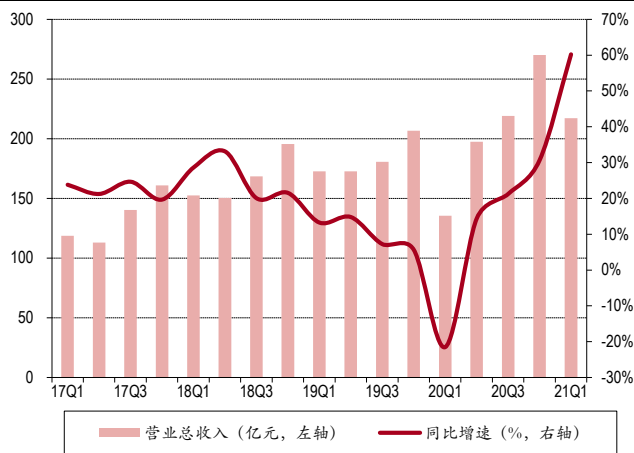
## 2.3 小家电：高基数前提下需以长远眼光看待，清洁电器增长势头不减

收入端：内外需求共振带动品类增长，清洁电器增长强劲

2020 年小家电板块实现营业收入 822.10 亿元，同比增加 12.19%；20Q1-Q4 收入 YOY 分别为 -21.54%/+14.34%/+21.24%/+30.66%。21Q1 小家电板块实现营业收入 217.22 亿元，同比增加 60.25%，相比 2019 年同期增加 25.73%。

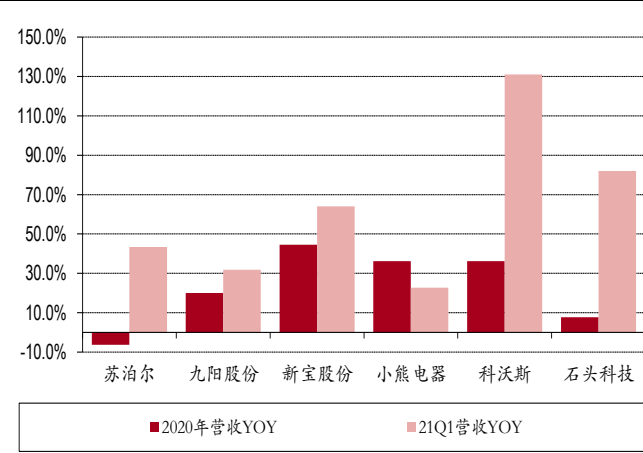
从核心公司 2020 年收入表现来看，表现较好的小熊电器、新宝股份、科沃斯及石头科技，其 2020 年度营收增速分别为 36.16%/44.57%/36.17%/7.74%，符合我们上述对于家电行业回顾时，内销市场小家电受到疫情有利影响的分析。除电商占比高的小家电公司受内销拉动以外，海外市场的高增长亦为小家电企业带来额外支撑。与内销为主的厨房小家电公司相比，21Q1 外销占比较高的新宝股份表现优异，21Q1 收入增速为 64%，其中外销收入 YOY+71%。

图表 43. 17Q1-21Q1 小家电板块营收规模及同比增速：  
21Q1 小家电板块营收 217.22 亿元，YOY+60.25%



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 2020 及 21Q1 小家电板块主要企业营收 YOY：外销占比较高的小家电公司表现优异

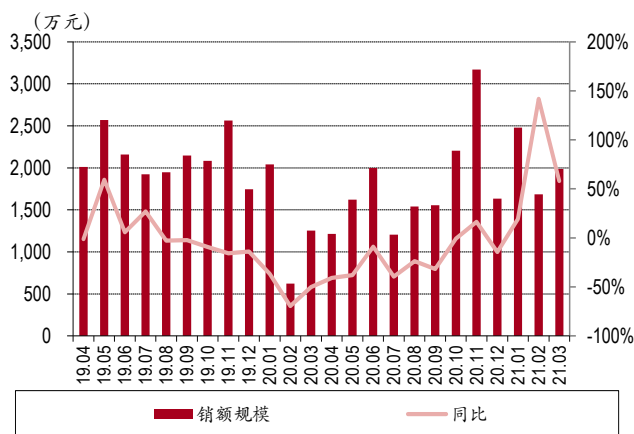


资料来源：万得，中银证券

受疫情激发，清洁电器品类逐渐被更多的家庭接受。20 年扫地机器人产品同样实现了明显的技术突破。龙头公司科沃斯和石头科技在全球范围内首先实现 LDS 激光导航+视觉识别 AI 避障功能，通过主动识别障碍物，使得扫地机从遇到障碍后被动的“脱困”转变为主动“避让”，降低消费者在清扫过程中的介入。云鲸品牌通过加设水箱等部件，实现了拖地过程中用户无需手动清洁抹布的功能，从市场反馈来看，革新的技术带来了明显的消费红利。

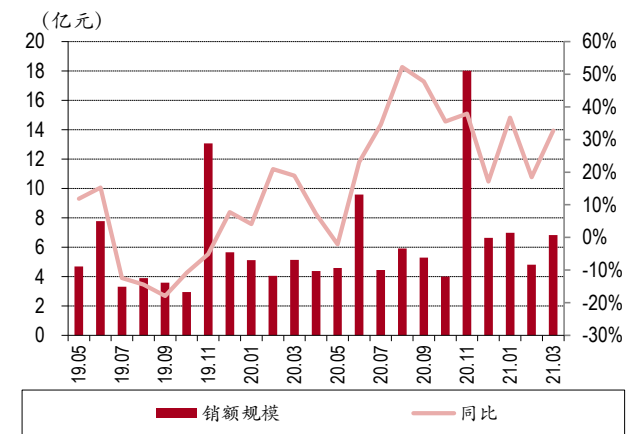
扫地机 21Q1 线下/线上分别同比增长 57.02%/增长 30.09%，龙头品牌持续推出新品引爆市场，产品性能提升、价格带拓宽，带动渗透率不断提升。21Q1 科沃斯/石头科技实现营收增速 131.04%/82.01%。在行业景气度加持下，科沃斯在添可品牌快速放量、快速推进海外业务的带动下实现营收快速增长；石头科技持续推动自主品牌研发，20-21 年采用 AI 双目视觉/结构光避障技术的主力新品 T7 Pro/T7S Plus 持续引爆市场需求；海外市场方面，继续加强在美/欧/东南亚市场的布局，推动营收高速增长。

图表 45. 扫地机器人线下销售额规模与同比变化：21Q1 销售额同比增长 57.02%



资料来源：万得，中银证券

图表 46. 扫地机器人线上销售额规模与同比变化：21Q1 销售额同比增长 30.09%



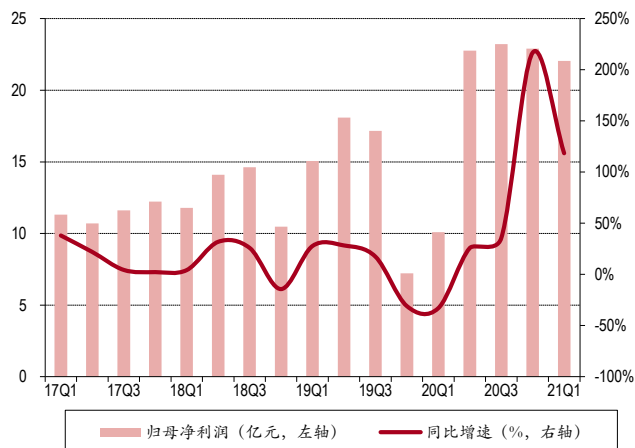
资料来源：万得，中银证券

### 业绩端：清洁电器品类业绩表现亮眼

2020 年小家电板块实现归母净利润 78.97 亿元，同比增加 37.15%。21Q1 小家电实现归母净利润 22.04 亿元，同比增加 118.46%，相比 2019 年同期增加 46.29%。其中，科沃斯/石头科技 2020 年实现归母净利润 YOY 分别为 431.22%/74.92%，21Q1 实现归母净利润增速分别为 726.61%/150.81%。

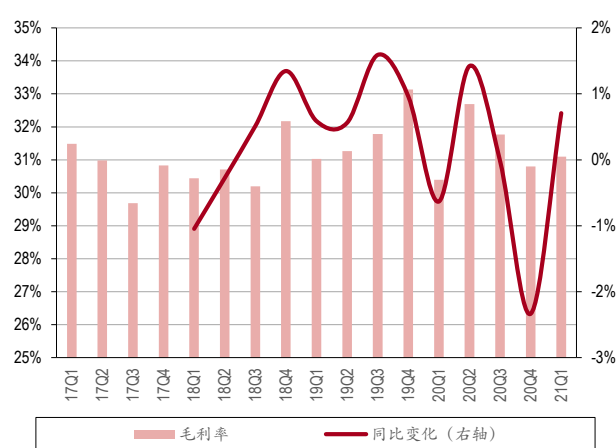
毛利率方面，2020 年小家电板块平均毛利率 31.44%，同比下降 0.42 个百分点，20Q1-20Q4 毛利率分别为 30.39%/32.69%/31.77%/30.80%，同比-0.63 pct/+1.42pct/-0.02pct/-2.33pct；21Q1 毛利率 31.10%，同比提升 0.71 个百分点。原材料价格上涨、因会计政策调整运费相关费用由“销售费用”改为计入“营业成本”等因素，增加了毛利率提升压力。清洁电器品类毛利率及变动优于行业，2020 年、2021Q1 科沃斯毛利率分别为 42.86%、46.78%，分别同比+4.56pct、+8.29pct；石头科技 2020 年、2021Q1 毛利率分别为 51.32%、49.64%，同比+15.2pct、+4.11pct，主要源于毛利率相对更高的自有品牌占比提升、产品结构优化以及海外电商占比提高、高端产品的推进提高公司整体毛利率水平。

图表 47.17Q1-21Q1 小家电板块归母净利润及同比增速：  
21Q1 小家电板块归母净利润 22.04 亿元，YOY+118.46%



资料来源：万得，中银证券

图表 48.17Q1-21Q1 小家电板块毛利率及同比变化：21Q1 小家电板块毛利率 31.10%，YOY+0.71pct

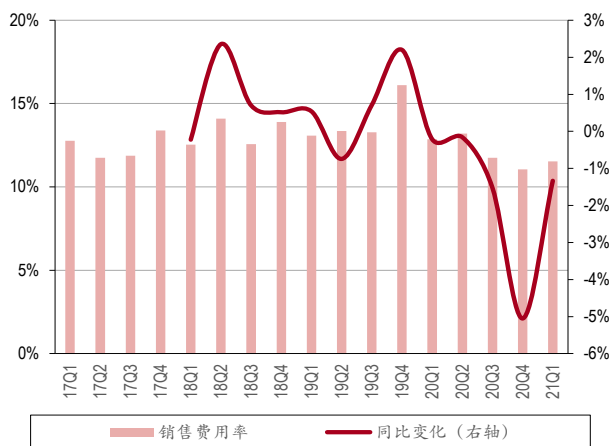


资料来源：万得，中银证券

费用率方面，2020 年小家电板块销售费用率 12.05%，同比-1.99pct；20Q1-20Q4 销售费用率分别为 12.87%/13.20%/11.75%/11.05%，同比-0.21pct/-0.16pct/-1.53pct/-5.05pct；21Q1 销售费用率 11.53%，同比-1.34pct。渠道结构调整、会计准则调整对销售费用率降低有一定正向作用，同时规模效应下，公司销售费用投放的效率提升。

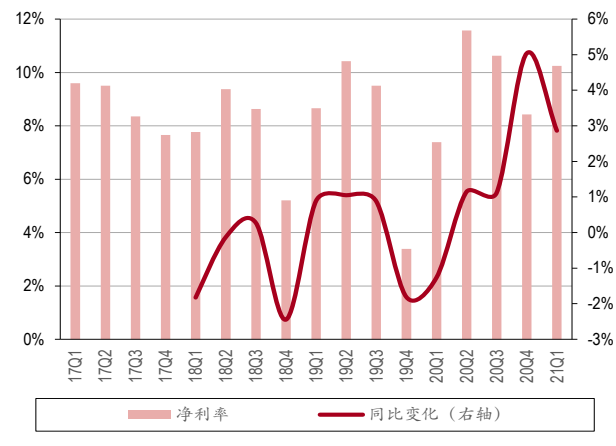
净利率方面，2020 年小家电板块销售净利率 9.60%，同比+1.80pct；20Q1-20Q4 销售净利率分别为 7.39%/11.57%/10.63%/8.43%，同比-1.27pct/+1.14pct/+1.12pct/+5.04pct；21Q1 净利率 10.25%，同比+2.86pct。

图表 49.17Q1-21Q1 小家电板块销售费用率及同比变化：  
21Q1 小家电板块销售费用率 11.53%，同比-1.34pct



资料来源：万得，中银证券

图表 50.17Q1-21Q1 小家电板块销售净利率及同比变化：  
21Q1 小家电板块净利率 10.25%，同比+2.86pct

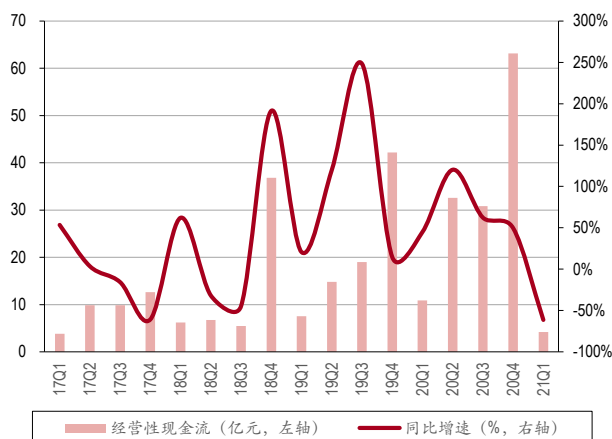


资料来源：万得，中银证券

## 营运能力分析

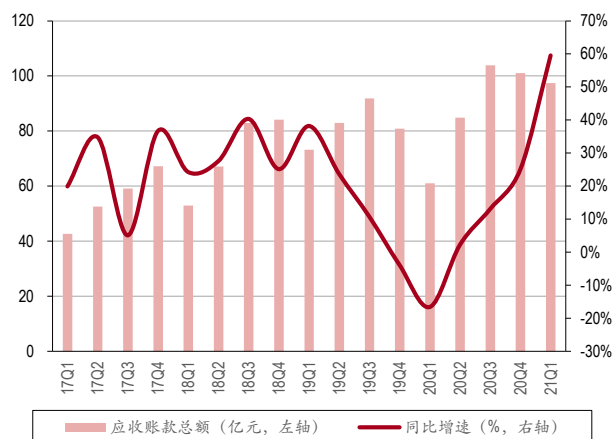
2020 年小家电板块经营性净现金流净额为 137.49 亿元，同比增加 64.53%；21Q1 经营现金流净额为 4.21 亿元，相较 20Q1 下降 6.70 亿元，与原材料价格上涨存货占用资金较多有关。

图表 51.17Q1-21Q1 小家电板块经营性现金流及同比变化：  
21Q1 小家电板块经营性现金流 4.20 亿元，同比下降 6.70 亿元



资料来源：万得，中银证券

图表 52. 17Q1-21Q1 小家电板块应收账款总额及同比增速：  
21Q1 小家电板块应收账款 97.42 亿元，YOY+59.54%



资料来源：万得，中银证券

### 竞争格局：传统大单品及扫地机品类市场格局较为清晰

从市场格局来看：传统大单品格局已清晰，集中度提升；规模小单品由于长尾品牌挤进市场，集中度降低。扫地机品类市场格局较为清晰，根据奥维云网数据，21Q1 科沃斯/美的/惠而浦线下累计市占率分别为 84.77%/3.56%/2.78%，同比+12.84pct/-1.98pct/-8.81pct，3 月线下 CR3 达到 92.80%，同比上升 2.28pct。科沃斯/小米/云鲸线上累计市占率分别为 43.32%/15.44%/11.58%，同比+0.49pct/-4.30pct/+5.87pct，3 月线上 CR3 达到 71.68%，同比上升 1.86pct。

图表 53. 2020 小家电线下 TOP5 品牌集中度及变化：传统大单品格局稳定



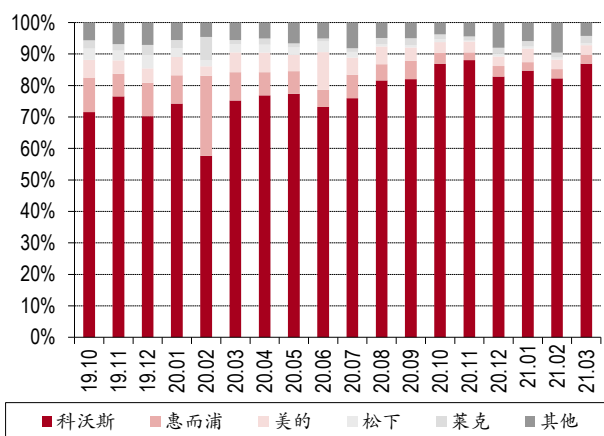
资料来源：奥维云网，中银证券

图表 54. 2020 小家电线上 TOP5 品牌集中度及变化：规模小单品长尾品牌挤进市场



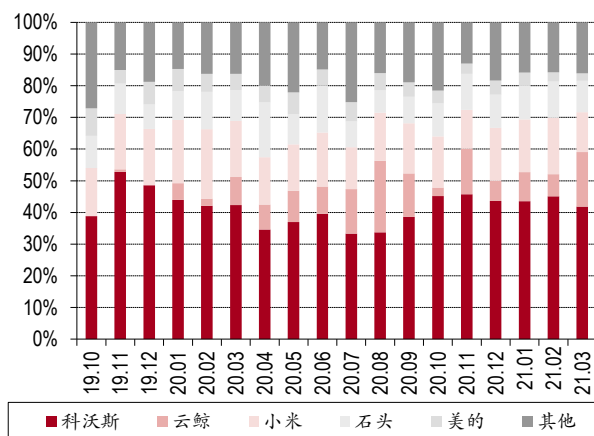
资料来源：奥维云网，中银证券

图表 55. 扫地机器人线下市场份额：21M3 CR3 为 92.80%



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 56. 扫地机器人线上市场份额：21M3 CR3 为 71.68%



资料来源：奥维云网，中银证券



## 3. 展望：关注竣工逻辑回归及新兴品类需求

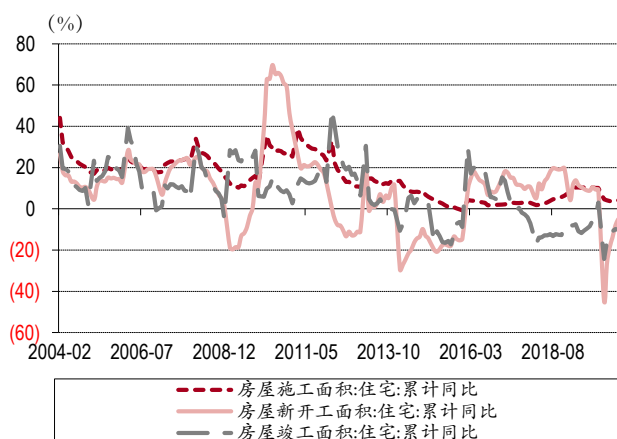
站在当前时点把握两条投资主线，1) 我们仍然看好地产竣工对于后周期类家电需求的带动，结合原材料价格上涨的考量，对内销市场暴露度高的标的更为关注。2) 看好新品类中长期市场扩容，与品牌意识的崛起势力。看好嵌入式厨电、集成灶、清洁电器等品类。

### 3.1 必选家电受益地产竣工景气度提升

伴随着疫情在国内逐渐受控，房地产竣工相对新开工、竣工的缺口将重回 19 年下半年的修复进程，带动后周期的必选家电需求恢复。

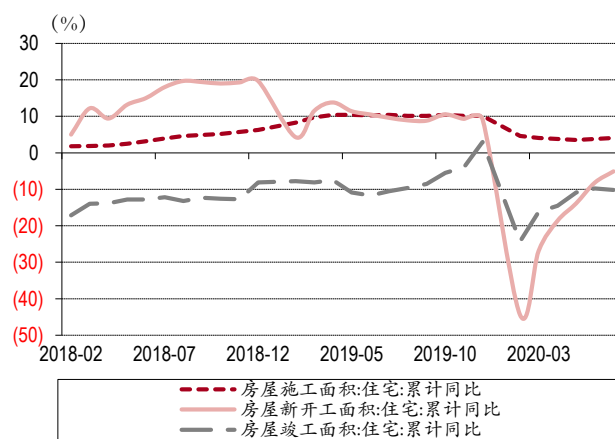
2016 年以来，居民住宅行业在 2016 年初新开工增速达到阶段内高点后，并未在随后的 2-3 年时间内在竣工增速上见到高点，而是出现了比较明显的缺口和背离，从整体经济层面来看，这种背离或与房地产公司的融资周期有关，其在 2016 年四季度至 2018 年一季度受政策调控经历了较为明显的货币紧周期，从而导致项目施工进度明显放缓，竣工交付压力持续提升。

图表 57. 04M2-18M8 住宅施工/竣工/新开工面积同比情况：  
2016 年后住宅新开工与竣工出现背离



资料来源：万得，中银证券

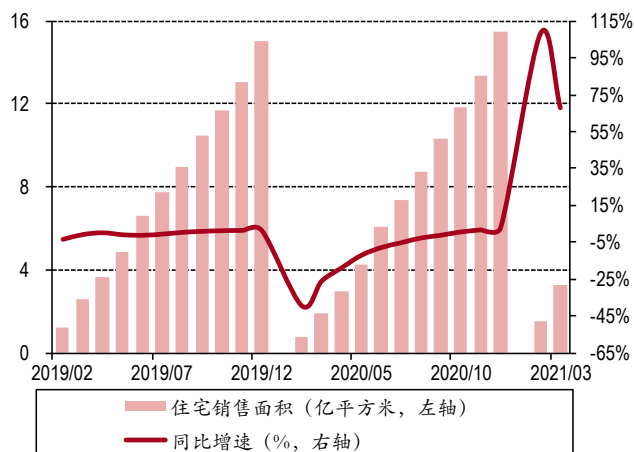
图表 58. 18M2-20M3 住宅施工/竣工/新开工面积同比情况：  
2018 年二季度以来，住宅施工带动竣工回升



资料来源：万得，中银证券

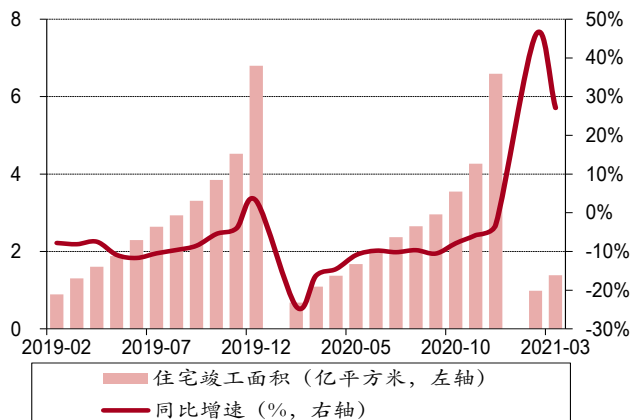
2018 年以来，随着地产行业融资政策从去杠杆逐步转向为稳杠杆，30 大中城市商品房销售数据在 2018 年 2 月后触底回升，住宅施工增速在 2018 年二季度开始逐步回升，从而带动竣工增速回升，房地产后周期家电品类需求在 2019 年下半年开始回暖，然而 2020 年初突如其来的疫情再次打断地产竣工节奏，并于 2 月降至 3 年内底部。但需求可能迟至却不会消失，随着疫情在国内得到控制，商品房销售表现触底反弹，维持正增长。2020 年 1-12 月，住宅销售面积为 15.5 亿平方米，YOY+3.2%；2021 年 1-3 月，住宅竣工面积达 1.39 亿平方米，累计 YOY+27.09%，相比 2019 年同期+6.48%。竣工回补必将带动大家电品类的需求回补。

图表 59. 19M2-21M3 住宅累计销售面积及累计同比情况：  
21 年 1-3 月住宅销售面积累计 YOY+68.10%



资料来源：万得，中银证券

图表 60. 19M2-21M3 住宅累计竣工面积及累计同比情况：  
21 年 1-3 月住宅竣工面积累计 YOY+27.09%



资料来源：万得，中银证券

### 3.2 新兴家电品类景气度有望延续，行业空间广阔

对于小家电部分品类、线上渠道占比高的公司在 21 年面临一定的基数压力，仍应以更长远目光来看待。从中长期因素上说，我国小家电人均消费额/量与发达国家有明显差距，由于国内经济的长足进步，使得在国内消费者可支配收入中，以空调、冰箱、洗衣机、电饭煲等为代表的居家必选类家电，占人均可支配收入的比重逐年下降；同时，整体家电品质的提升亦使得必选家电的置换周期缓慢延长，由此腾出的购置预算可以开始逐步满足更加个性化的使用场景需求。伴随可支配收入提升仍有明显扩容空间，基数压力缓解后行业有望回归较快增长通道。

新兴家电包括新型厨电、各类小家电，以及品类中智能家电的崛起，反映了中国消费者消费习惯的变迁，随着对多元化、健康化、便捷化和品质化生活有着全新追求的新一代消费群体的崛起，新兴家电品类迎来发展机遇，嵌入式厨电、集成灶及扫地机产品需求端的高速增长，成为引领行业持续增长的新动力。

**集成灶行业空间测算：**我们预期集成灶产品渗透率有望持续提升，假设到 2030 年集成灶产品零售渠道渗透率 40%、工程渠道渗透率提升至 5%，全渠道渗透率达到 32%，届时集成灶内销量将达到 990 万台，较 2020 年增长 3.2 倍。具体参考此前发布的《集成灶行业深度报告-厨电行业的高成长赛道》。

图表 61. 集成灶行业理论规模测算

指标	单位	2017A	2018A	2019A	2020A	2025E	2030E
<b>油烟机内销量</b>	万台	1,887	1,793	1,743	1,645	2,340	3,116
零售渠道	万台	1,776	1,659	1,541	1,364	1,810	2,384
工程渠道	万台	111	133	202	281	530	732
<b>集成灶渗透率(%)</b>		6	9	11	13	22	32
零售渠道(%)		7	10	12	15	28	40
工程渠道(%)		0	0	1	1	3	5
<b>集成灶内销量</b>	万台	127	175	210	238	512	990
YOY(%)		0	38	20	13	19	9
零售渠道	万台	127	174	209	237	499	953
YOY(%)		0	38	20	13	19	9
工程渠道	万台	0	1	1	1	13	37

资料来源：产业在线，中怡康，万得，中银证券

**洗碗机行业空间测算：**参考中怡康的统计数据，推测 1.35 台/百户的洗碗机保有量水平是基于全国家庭数量基础上的计算结果，若暂不考虑农村地区家庭对洗碗机的需求，那么推导出城镇家庭洗碗机保有量水平约 2 台/百户。考虑到嵌入式、水槽式洗碗机具有一定的安装要求，因此短时间内普及率可能不及当年微波炉的普及速度，基于谨慎性原则，我们假设到 2030 年我国城镇洗碗机保有量为 15 台/百户（与油烟机保有量配比约 0.16:1），届时洗碗机内销量将接近 800 万台，较 2019 年增长 4 倍。

图表 62. 洗碗机内销量测算

指标	单位	2018 年	2019 年	2020 年	2030 年
<b>新增需求</b>					
城镇每百户保有量	台/百户	2.00	2.50	3.20	15.00
城镇户数	万户	29,586	30,059	30,429	37,873
城镇保有量	万台	592	751	974	5,681
保有量提升带来的新增需求	万台	131	163	222	669
<b>更新需求</b>	万台				<b>96</b>
<b>行业内销量</b>	万台	<b>131</b>	<b>163</b>	<b>222</b>	<b>765</b>
YOY(%)			24	37	
<b>2021-2030 年均销量</b>	万台				<b>~500</b>

资料来源：Wind，中银证券

**扫地机行业空间测算：**扫地机器人在 2009 年正式进入中国，随后扫地机器人在中国进入了高速发展通道。根据中怡康线上线下综合数据，2009 年至 2019 年 11 年间，扫地机器人在中国的零售量复合增速达 65%。相比美国等扫地机器人发展较早的国家，中国当前渗透率仍低，如果按照 20% 的渗透率（根据 GFK 数据，2018 年美国扫地机器人渗透率约为 16%）来计算，中国扫地机器人稳态销量约在 3000 万台（在复购率为 100%，更新年限为 3 年的情况下），相比 2019 年 530 万台有明显增长空间。

图表 63. 中国扫地机器人销量场景测算

复购率 \ 渗透率天花板	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
10%	157	313	470	627	783	940	1,097	1,253	1,410	1,567
20%	313	627	940	1,253	1,567	1,880	2,193	2,507	2,820	3,133
30%	470	940	1,410	1,880	2,350	2,820	3,290	3,760	4,230	4,700
40%	627	1,253	1,880	2,507	3,133	3,760	4,387	5,013	5,640	6,267
50%	783	1,567	2,350	3,133	3,917	4,700	5,483	6,267	7,050	7,833
60%	940	1,880	2,820	3,760	4,700	5,640	6,580	7,520	8,460	9,400
70%	1,097	2,193	3,290	4,387	5,483	6,580	7,677	8,773	9,870	10,967
80%	1,253	2,507	3,760	5,013	6,267	7,520	8,773	10,027	11,280	12,533
90%	1,410	2,820	4,230	5,640	7,050	8,460	9,870	11,280	12,690	14,100
100%	1,567	3,133	4,700	6,267	7,833	9,400	10,967	12,533	14,100	15,667

资料来源：统计局，中银证券

### 建议关注个股：

**格力电器：**必选家电内销回暖，空调龙头公司，渠道变革有望逐步收获红利。公司在 20 年下半年开始推行销售渠道扁平化变革，并完成对于 18 年以来积累的渠道库存的清理工作。21 年，随渠道变革逐步推进及库存合理后出货端量价恢复，公司基本面将得到改善。

**海尔智家：**必选家电内销回暖，海外业务布局完善，品牌资源优异。港股私有化后治理结构进一步理顺，内部效率提升带动长期利润率上行。公司是冰箱与洗衣机龙头，受益于内销回暖。同时公司拥有海尔、卡萨帝、GEA、斐雪派克、Candy 等全球优质品牌资源，短期及长期均是海外家电市场的受益者。

**美的集团：必选家电内销回暖，空调龙头公司，海外业务布局完善。**美的集团有三重协同效应：产业链一体化协同，生产+研发+渠道效率提升逐步兑现在终端市场份额提升；多品类协同，家电品类齐全，空冰洗具为行业龙头，充分受益内销必选回暖；国内海外协同，海外研发生产布局完善，OEM规模领先，OBM中长期逐步提升。

**火星人：必选家电内销回暖，集成灶渗透率提升。**公司作为集成灶行业新贵，产品定位高端、研发技术行业领先；公司已形成线上线下双轮驱动的发展模式，线上销量的累积和口碑效应发酵，有效带动了线下直营门店和经销门店的销售业绩，公司整体市场份额持续提升。

**浙江美大：必选家电内销回暖，集成灶渗透率提升。**美大作为集成灶行业的领导品牌，有望充分受益于集成灶渗透率提升的长期逻辑；公司持续优化渠道建设，积极推进电商运营，实现线上线下的联动协同。

**老板电器：必选家电内销回暖，平台化渠道有利于集中度提升。**21年竣工回升将带动烟灶需求回升，老板电器作为传统厨电龙头有望在零售及工程渠道双重收益。同时，低线市场分销渠道的平台化亦对公司收获更大市场份额提供可能。

**科沃斯：新兴小家电市场空间较大，技术升级推动行业扩容。**技术协同带动公司产品类扩张。2020年科沃斯子品牌推出洗地机，通过扫地机器人与洗地机的技术协同推动了自身品类扩张。在多技术路线储备下，科沃斯品类持续扩张值得期待。

**石头科技：新兴小家电市场空间较大，技术升级推动行业扩容。**20年5月份石头推出新品后，带动行业进入LDS后新一轮产品红利，推动公司收入与业绩快速增长。公司在技术研发方面的投入以及专注，将为公司持续发展提供动力。

附录图表 64. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)	
					2020A	2021E	TTM	2020E	2021E
000651.SZ	格力电器	买入	59.91	3,604.02	4.00	4.16	14.98	14.39	12.58
002508.SZ	老板电器	买入	38.37	364.14	1.87	2.03	20.52	18.94	16.79
002035.SZ	华帝股份	买入	7.25	63.02	0.51	0.67	14.36	10.79	9.21
002677.SZ	浙江美大	买入	21.95	141.81	0.97	1.03	22.73	21.34	17.78
300894.SZ	火星人	增持	55.31	224.01	0.81	0.99	68.22	55.73	42.60
300911.SZ	亿田智能	增持	54.39	58.02	1.57	1.71	34.63	31.72	25.30
605336.SH	帅丰电器	增持	29.29	41.24	1.52	1.61	19.33	18.19	14.87
000333.SZ	美的集团	未有评级	80.17	5,650.13	4.10	4.21	19.56	19.06	16.96
600690.SH	海尔智家	未有评级	33.60	3,495.65	0.95	1.13	29.78	24.77	19.20
002032.SZ	苏泊尔	未有评级	75.40	619.10	2.49	2.58	30.28	29.25	25.83
688169.SH	石头科技	未有评级	1,410.00	940.00	23.38	26.91	60.30	52.40	41.16
603486.SH	科沃斯	未有评级	164.01	939.03	1.63	2.38	100.54	68.94	47.93
002705.SZ	新宝股份	未有评级	37.44	309.53	1.41	1.63	26.59	22.97	19.08
002429.SZ	兆驰股份	未有评级	5.80	262.56	0.45	0.47	12.94	12.23	10.50
002242.SZ	九阳股份	未有评级	31.80	243.96	1.27	1.35	25.06	23.51	20.76
603868.SH	飞科电器	未有评级	45.00	196.02	1.51	1.67	29.80	26.93	24.47
000921.SZ	海信家电	未有评级	16.99	203.60	1.29	1.33	13.20	12.77	10.95
002959.SZ	小熊电器	未有评级	73.00	113.88	2.66	3.32	27.45	22.01	17.48
603355.SH	莱克电气	未有评级	44.82	184.15	1.05	1.66	42.85	26.96	23.31
600060.SH	海信视像	未有评级	11.06	144.72	1.03	1.02	10.74	10.79	9.53
600839.SH	四川长虹	未有评级	2.55	117.71	0.09		28.17		
000810.SZ	创维数字	未有评级	8.14	86.56	0.43	0.55	18.77	14.80	12.81
002614.SZ	奥佳华	未有评级	16.80	105.04	0.94	0.93	17.88	18.14	14.29
603579.SH	荣泰健康	未有评级	34.27	47.98	1.66	2.15	20.68	15.95	13.32

资料来源：万得，中银证券

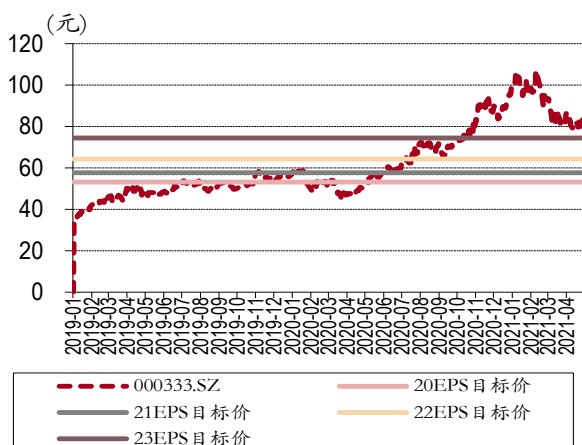
注：股价截止日 2021/4/30，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

#### 4.风险提示

- 1) 宏观经济不及预期;
- 2) 新冠疫情重新加重;
- 3) 家电行业价格战加剧;
- 4) 天气因素对家电特别是空调产生的影响等。

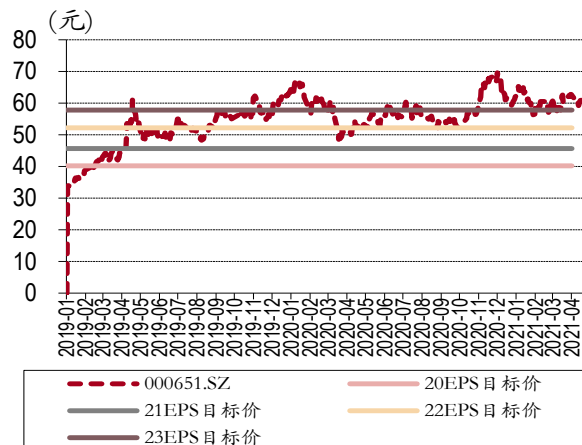
## 5.核心家电公司估值水位

图表 65.美的集团 20 年估值底部对应股价区间-14X PE



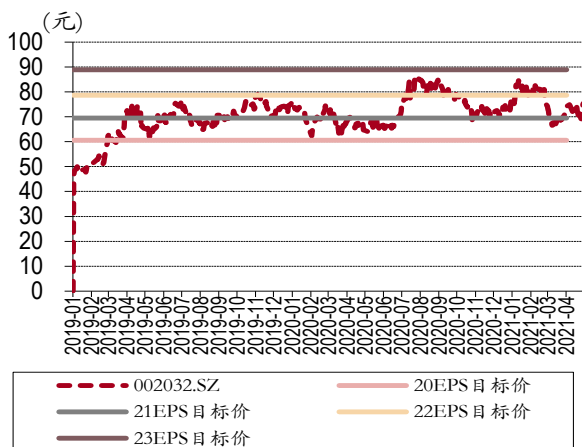
资料来源：万得，中银证券

图表 66.格力电器 20 年估值底部对应股价区间-11X PE



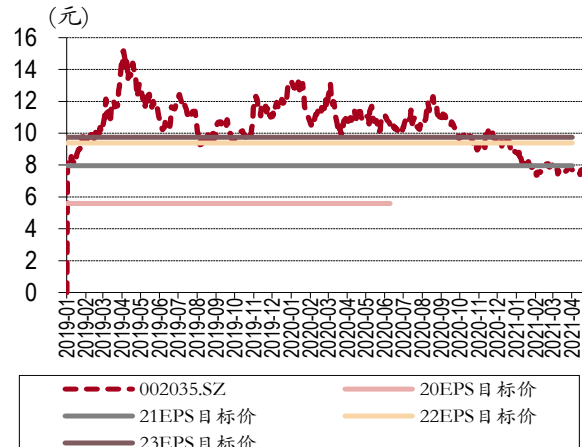
资料来源：万得，中银证券

图表 67.苏泊尔 20 年估值底部对应股价区间-27X PE



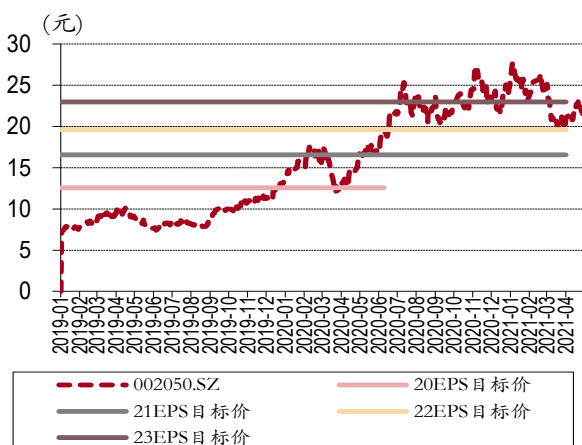
资料来源：万得，中银证券

图表 68.华帝股份 20 年估值底部对应股价区间-12X PE



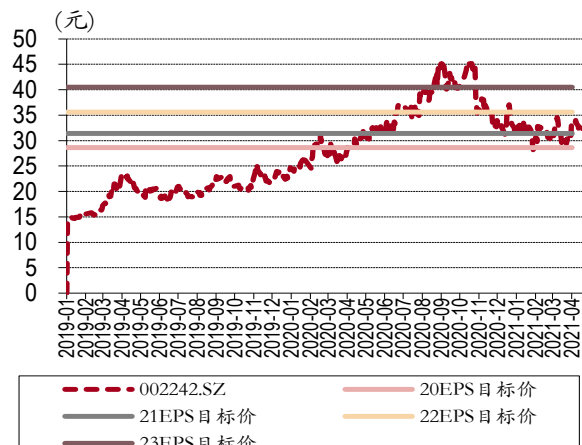
资料来源：万得，中银证券

图表 69.三花智控 20 年估值底部对应股价区间-31X PE



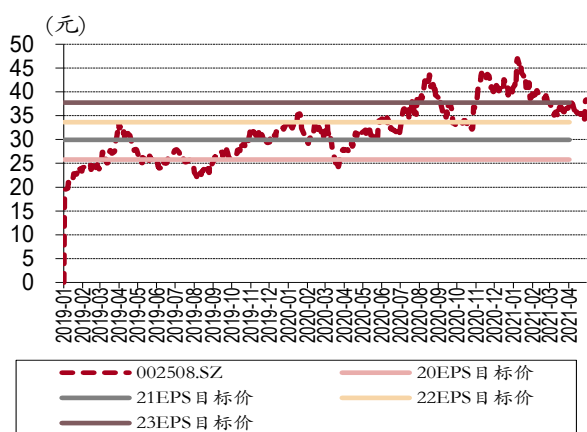
资料来源：万得，中银证券

图表 70.九阳股份 20 年估值底部对应股价区间-23X PE



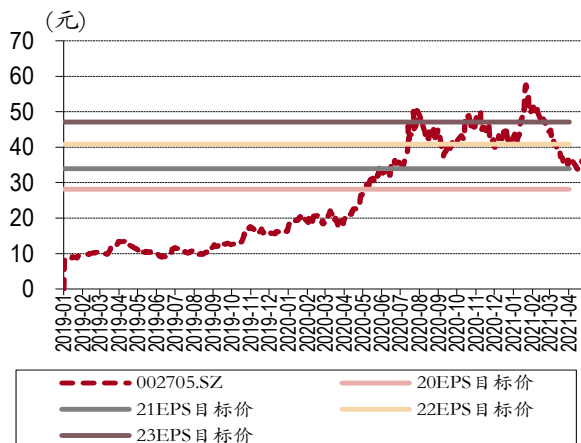
资料来源：万得，中银证券

图表 71.老板电器 20 年估值底部对应股价区间-15X PE



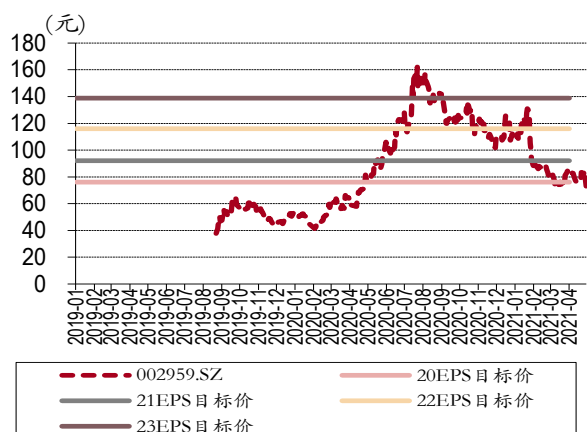
资料来源：万得，中银证券

图表 72.新宝股份 20 年估值底部对应股价区间-21X PE



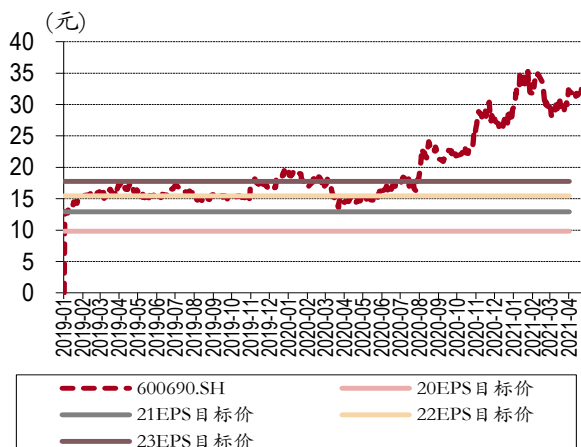
资料来源：万得，中银证券

图表 73.小熊电器 20 年估值底部对应股价区间-28X PE



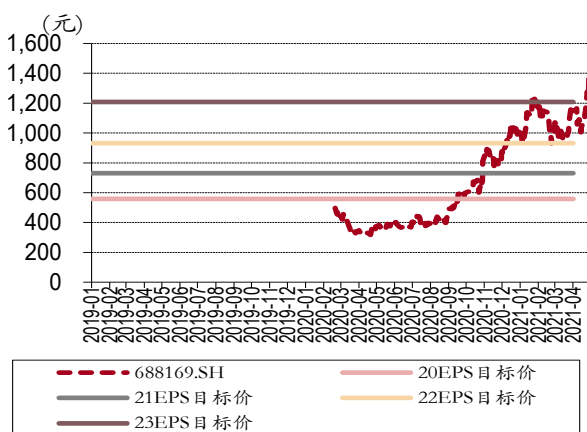
资料来源：万得，中银证券

图表 74.海尔智家 20 年估值底部对应股价区间-10X PE



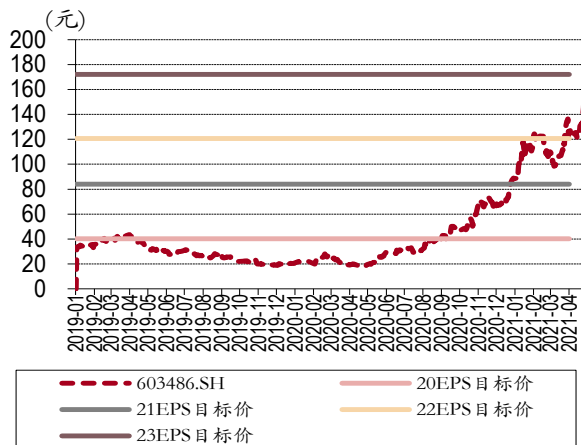
资料来源：万得，中银证券

图表 75.石头科技 20 年估值底部对应股价区间-27X PE



资料来源：万得，中银证券

图表 76.科沃斯 20 年估值底部对应股价区间-35X PE



资料来源：万得，中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371