

家电

行业研究/动态报告

需求复苏平稳过渡，盈利能力无需担忧

——家电行业 2020 年报及 2021 年一季报总结

动态研究报告/家电

2021 年 05 月 20 日

报告摘要：

● 疫情压制逐步解除背景下，家电行业收入与业绩实现平稳复苏

2020 年初受新冠疫情冲击，家电行业营收与业绩出现一定程度下滑。随国内疫情得到良好控制，行业需求实现逐步回暖，家电行业在 2020Q2-2021Q1 实现稳健复苏。家电行业 2020 全年与 2021Q1 收入分别同比+2.46%与+46.42%，归母净利润分别同比+14.30%与+111.03%。盈利能力方面，2021Q1 以来的原材料价格大幅上涨给家电行业造成一定成本端压力，不过家电企业通过积极采取降本增效举措实现费用端良好控制，利润率表现基本维持平稳。此外，家电行业现金流逐步恢复，备货信心也有所增强。

● 板块估值回调提升配置性价比，紧握三条逻辑主线

受流动性预期收紧叠加原材料涨价影响，当前家电行业估值水平已由最高 33 倍回调至 20 倍左右，配置性价比显著提升。后续观点方面，三条逻辑主线值得把握：1) 地产竣工与商品房销售数据持续向好，有望带动具备地产后周期属性的白电、厨电板块景气抬升；2) 2021 年以来海外疫情有所抬头，具备良好全球布局的综合家电龙头有望继续受益产业链地位上升带来的海外订单转移；3) 集成灶与扫地机器人等低渗透率高增速新品类有望延续景气，中长期维度上有望延续高成长性。

● 子版块表现：地产后周期品与消费品增速有所分化，龙头品牌有望穿越周期

整体来看，具备地产后期属性的家电品类与消费品属性更强的家电品类业绩增速有所分化。地产周期品类方面，白电、厨电以及照明电工板块在疫情初期受冲击较大，随疫情好转稳步实现复苏，其中格力、海尔、美的等白电以及老板、美大、火星人等厨电龙头品牌表现更加突出；消费品类方面，小家电板块年初受益疫情宅家催化实现业绩高增，随疫情好转增速将逐步回归至消费升级驱动的边际改善上来，以九阳、小熊和新宝在内的小家电龙头有望长期保持其成长性，同时受益于懒人经济，以石头科技、科沃斯为代表的清洁电器龙头增速高企，且受益于品类低渗透率有望继续高增。

● 投资建议

后疫情时期家电行业需求实现稳步复苏，同时家电龙头积极通过降本增效及优化产品结构等举措对冲原材料成本上涨压力，盈利能力有望保持平稳。积极推荐格力电器、美的集团和九阳股份，建议关注海尔智家。

● 风险提示

行业竞争加剧，需求复苏不及预期，原材料价格大幅波动等。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 5月19日	EPS			PE			评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021W	2022E	
000651	格力电器	57.41	3.71	4.28	4.75	15.5	13.4	12.1	推荐
000333	美的集团	77.33	3.93	4.30	4.74	19.7	18.0	16.3	推荐
600690	海尔智家*	29.00	0.98	1.29	1.55	29.6	22.5	18.7	暂无评级
002242	九阳股份	31.30	1.23	1.41	1.58	25.4	22.2	19.8	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

*注：带*号数据均来自 Wind 一致性预期

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：010-85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

相关研究

- 1.【民生家电】全线进入高增区间，家电行业新年开门红——2021 年 1&2 月家电行业淘系电商数据点评
- 2.【民生家电】11 月家电行业电商数据点评：“双 11”实现稳健增长，空洗延续量价齐升

目录

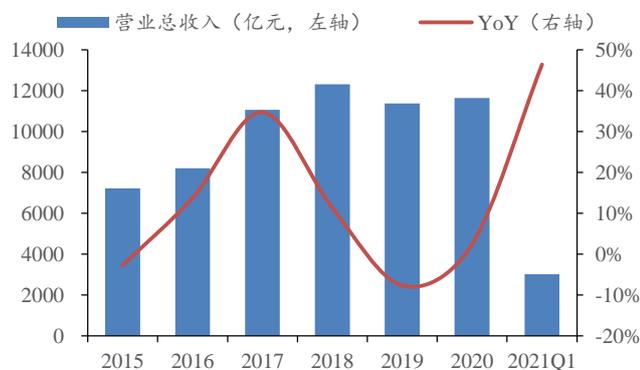
1 业绩综述：疫情压制逐步解除，行业重回上行通道	3
1.1 经营回顾：2020 年平稳增长，2021Q1 实现如期反弹	3
1.2 板块估值回调提升配置性价比，紧握三条逻辑主线	6
2 子板块表现：地产后周期品与消费品业绩增速分化	9
2.1 地产周期品：竣工红利逐步释放，业绩稳健增长值得期待	9
2.1.1 白色家电：内销竞争格局优化+出海进程加速，白电龙头增长点明确	9
2.1.2 厨房电器：增速保持平稳，关注传统烟灶反弹与集成灶高成长持续性	12
2.1.3 照明电工：板块业绩增速快速抬升，龙头公司实现稳健增长	14
2.2 消费品：疫情催化厨房小电高增长，清洁赛道景气度高企	16
3 风险提示	18
插图目录	19
表格目录	19

1.业绩综述：疫情压制逐步解除，行业重回上行通道

1.1 经营回顾：2020 年平稳增长，2021Q1 实现如期反弹

家电行业 2020 年营收与利润均实现平稳增长，2021Q1 业绩同比增速如期反弹。据 Wind 数据，2020 全年 A 股家电行业上市公司合计实现营业总收入 11653.84 亿元，同比+2.46%；实现归母净利润 823.29 亿元，同比+14.30%。2021 年 Q1 家电行业上市公司合计实现营业总收入 3019.92 亿元，同比+46.42%；实现归母净利润 187.49 亿元，同比+111.03%。剔除 2020Q1 的低基数效应之后，2021Q1 收入与业绩同比 2019Q1 分别小幅下滑 1.28%和 2.88%，基本恢复至 2019 年同期水平。

图1：家电行业营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

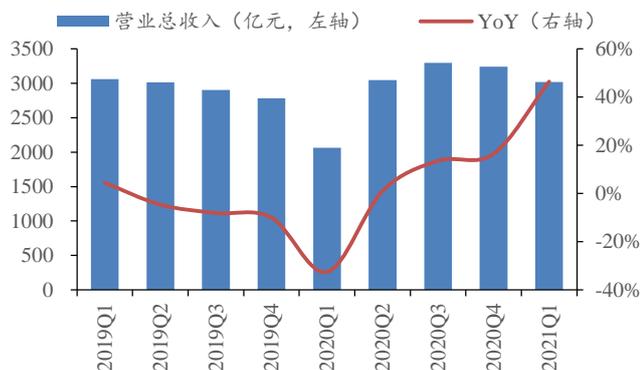
图2：家电行业归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

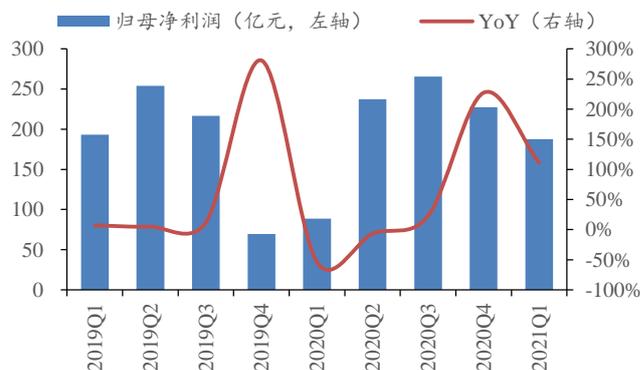
分季度来看，家电行业在 2020Q1 受疫情冲击较为明显，随需求复苏营收与利润实现迅速反弹。据 Wind 数据，2020Q1 受新冠疫情冲击，家电行业营收总收入同比-32.58%，2020Q2 开始随疫情逐步得到良好控制，家电行业呈现出显著的连续复苏趋势。2020Q2 至 2021Q1，行业营业总收入同比增速分别为 1.05%、13.57%、16.45%和 46.42%，归母净利润同比增速分别为-53.98%、-6.64%、22.59%、227.28%和 111.03%。

图3：家电行业营业单季度总收入及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

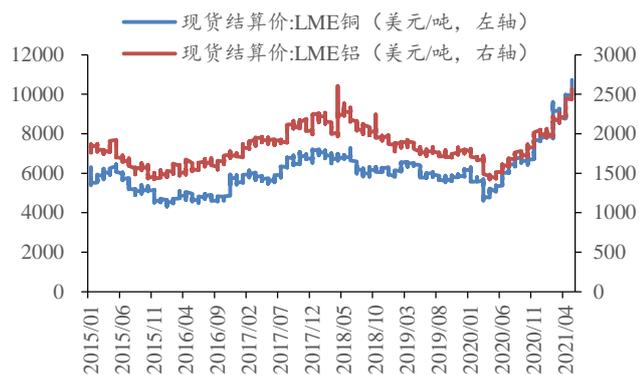
图4：家电行业单季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

原材料价格大幅上涨，家电行业成本端压力逐步显现。2020H2 以来，家电行业主要原材料铜、铝、冷轧板以及塑料等价格均有所上涨，其中 LME 铜现货结算价长期维持 9500 美元/吨高位，LME 铝现货结算价超过 2000 美元/吨，冷轧板市场价超过 900 美元/吨，ABS 塑料达到 18000 元/吨。上游原材料价格上涨逐渐向下游制造商传导，对家电行业公司造成一定成本端压力。

图5: LME 铜/铝现货结算价持续上行



资料来源: Wind, 民生证券研究院

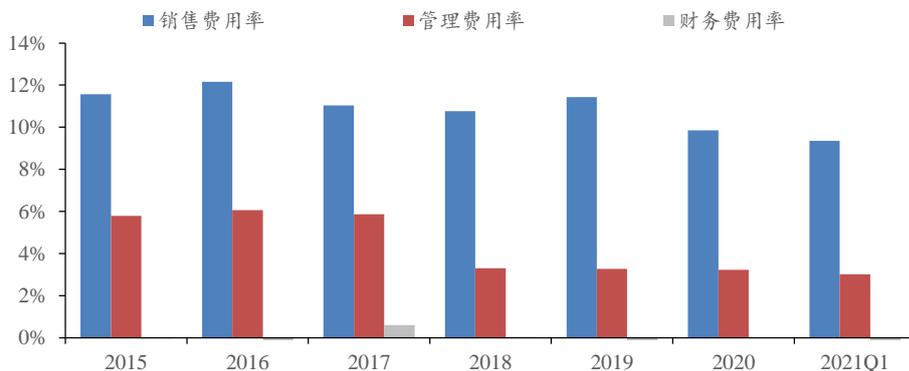
图6: 冷轧板与 ABS 塑料国内价格持续上行



资料来源: Wind, 民生证券研究院

面对原材料成本压力，家电企业积极采取降本增效举措实现费用端良好控制。据 Wind 数据，2020 年家电行业销售、管理和财务费用率为 9.85%、3.23%和 0.02%，分别同比-1.59%、-0.04%和 0.19 PCT，除财务费用受汇率波动影响有所上升外，销售和管理费用均得到良好控制；2021Q1 家电行业销售、管理和财务费用率为 9.35%、3.01%和-0.35%，分别同比-0.70%、-0.73%和 -0.35 PCT，整体优化明显。

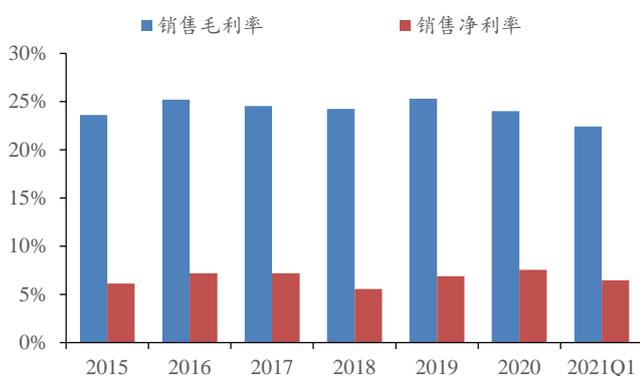
图7: 2020 年以来家电行业费用率控制良好



资料来源: Wind, 民生证券研究院

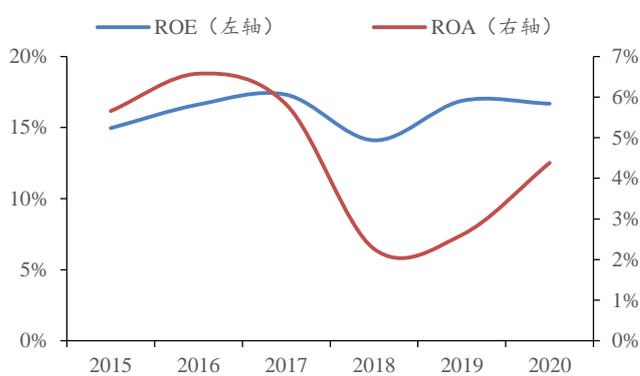
产品结构优化叠加降本增效举措，疫情与原材料涨价并未对家电行业盈利能力形成明显冲击。据 Wind 数据，2020 年家电行业销售毛利率受疫情影响下滑至 24.02%，同比-1.30 PCT；净利率为 7.56%，同比+0.65 PCT。2021Q1 家电行业销售毛利率在原材料涨价冲击下仍然维持在 22.43%，同比小幅上涨 0.10 PCT；净利率为 6.46%，同比+2.06 PCT。从 ROE 与 ROA 水平来看，家电行业 2020 年 ROE 达到 16.68%，与 2019 年基本保持一致；ROA 水平达到 4.38%，较 2019 年显著提升。整体来看，行业经过充分调整之后，疫情与上游原材料涨价并未对家电企业的盈利能力造成明显冲击，核心在于家电行业公司通过产品结构升级叠加降本增效举措对疫情风险与原材料成本上行形成了良好对冲，从而保障了利润率与盈利能力的整体稳定。

图8: 家电行业利润率水平保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

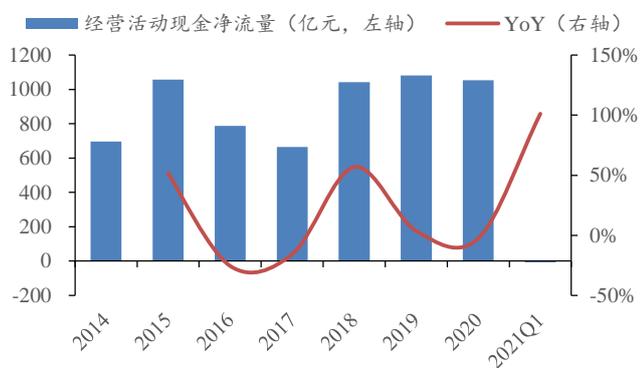
图9: 家电行业盈利能力保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

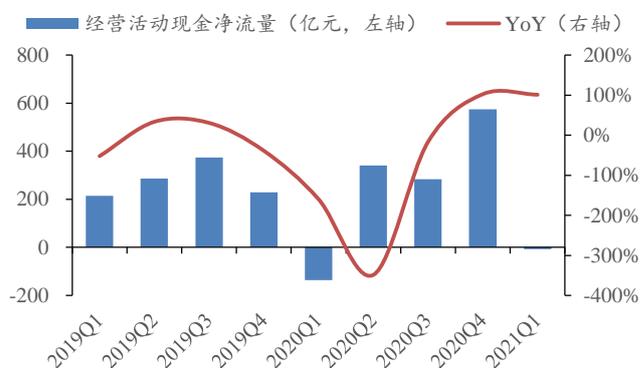
家电行业 2020 年经营活动净现金流小幅下滑，2021Q1 显著回暖。据 Wind 数据，家电行业 2020 年实现经营活动净现金流 1054.00 亿元，同比小幅下滑 2.45%；2021 年 Q1 实现经营活动净现金流-6.76 亿元，同比+101.18%。

图10: 家电行业 2020 年经营现金流小幅下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

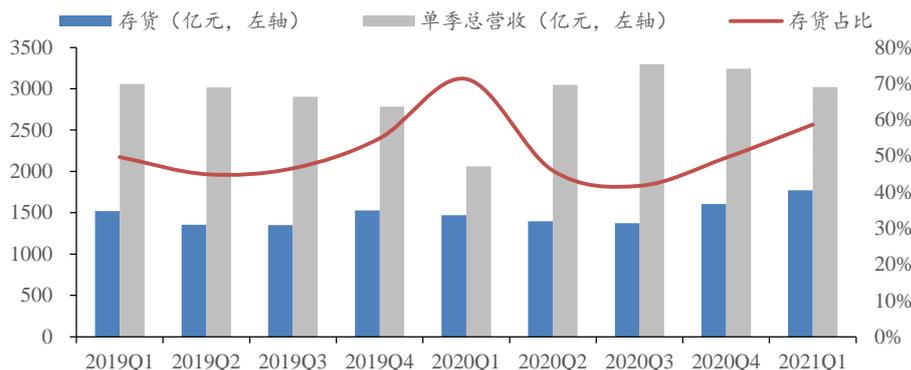
图11: 家电行业 2021Q1 经营净现金流显著回暖



资料来源: Wind, 民生证券研究院

随终端需求稳步复苏，家电行业公司备货信心有所增强。据 Wind 数据，2020 年 Q1 在新冠疫情冲击之下，家电行业存货占营收比达到 71.28%，处于历史高位。进入 2020 年 Q2 之后，库存逐步开始得到消化，存货占营收比稳步下降。进入 2021 年以来，家电行业公司备货信心有所增强叠加部分原材料涨价压力，2021 年 Q1 存货占营收比较 2020 年 Q3/Q4 有所提升，达到 58.67%。

图12: 家电行业存货消化后备货信心增强

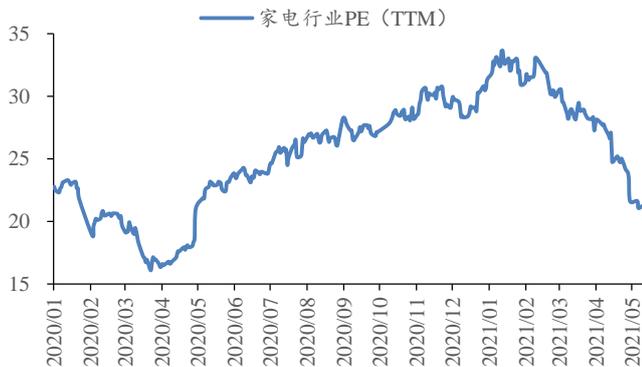


资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.2 板块估值回调提升配置性价比，紧握三条逻辑主线

2021 年以来家电行业估值有所回调，配置性价比显著提升。据 Wind 数据，疫情初期家电行业 PE (TTM) 估值一度跌至 16 倍左右，之后随疫情好转与行业公司业绩反弹估值水平实现提升，最高超过 33 倍。进入 2021 年以来，受流动性预期收紧叠加上游原材料涨价影响，家电行业估值水平已回调至 20 倍左右，配置性价比凸显。分板块来看，小家电板块受益于年初宅家催化，估值水平在疫情之下逆势提升，2021 年以来逐步回落至 30 左右水平；白电板块估值水平已不足 19 倍，较年前高点回调明显；厨电受益于地产竣工复苏预期和高成长性集成灶板块，估值突破 21 倍，较年初有所提升。

图13: 2021 年以来家电行业估值水平有所回调



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图14: 家电行业各子版块估值水平变化

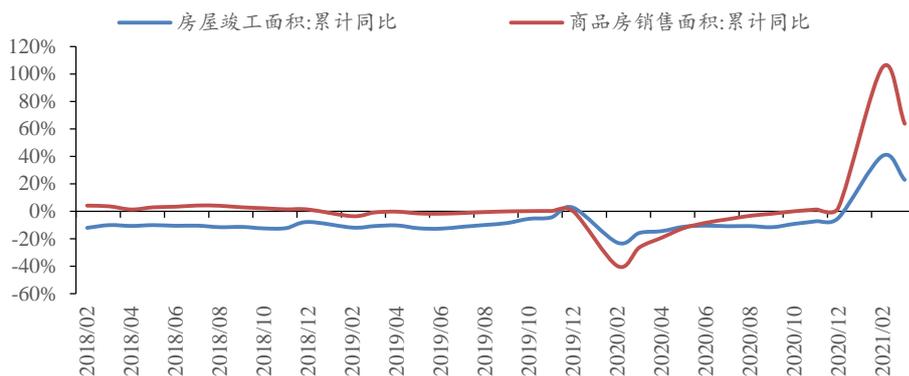


资料来源: Wind, 民生证券研究院

推荐逻辑方面，我们认为应当紧握三条主线，具体如下：

- 地产竣工与商品房销售数据持续向好，有望带动白电、厨电板块景气抬升。据 Wind 数据，进入 2021 年以来，我国房屋竣工面积和商品房销售面积累计同比分别为+22.90%和+63.80%，回暖趋势非常明显。我们认为，地产景气周期到来将有效带动装修需求释放，从而驱动具备较强地产后周期属性的白电、厨电等板块景气度向好。

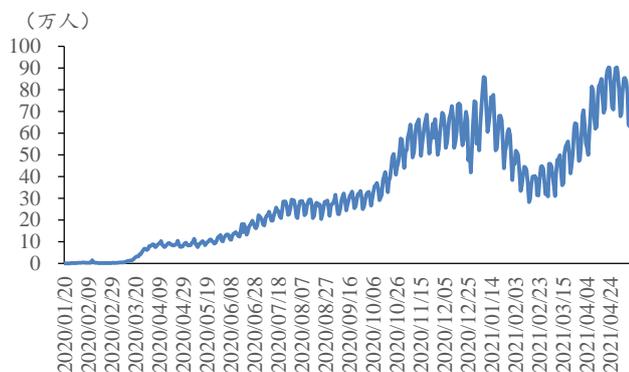
图15: 2021 年以来地产景气度持续向好



资料来源: Wind, 民生证券研究院

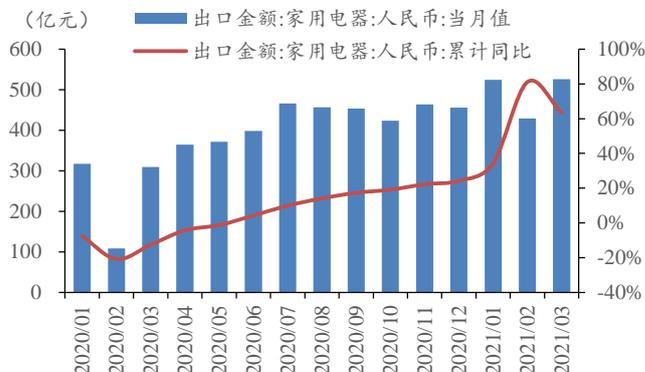
- 2021 年以来海外疫情有所抬头，具备良好全球布局的综合家电龙头有望持续受益。据 Wind 数据，2021 年以来海外疫情出现继续恶化的趋势，印度、非洲以及南美等地区新增确诊人数继续增长，全球新增确诊人数在 2021 年 4 月底甚至创下单日新高。在疫苗接种尚需时间以及病毒毒株变异压力下，海外家电市场仍存在显著的供需缺口，相比之下国内产业环境远好于海外，疫情之下优质家电供应链的全球地位持续提升。截至 2021 年 Q1，我国家电出口金额累计同比达到 63.40%，出口景气度持续提升，因此具备良好海外布局的综合家电龙头企业有望继续受益于订单转移。

图16: 2021 年以来全球新冠单日新增确诊人数有所抬头



资料来源: Wind, 民生证券研究院

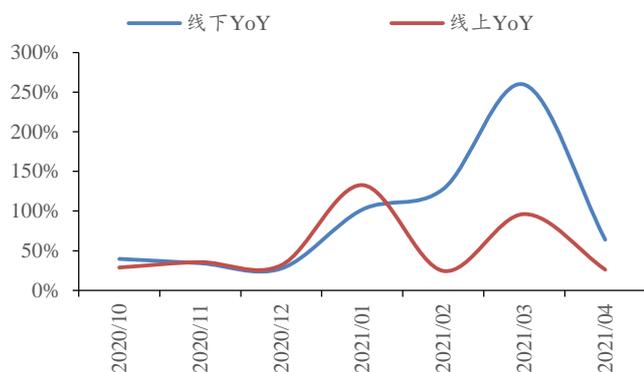
图17: 家电行业 2021Q1 出口保持高景气



资料来源: Wind, 民生证券研究院

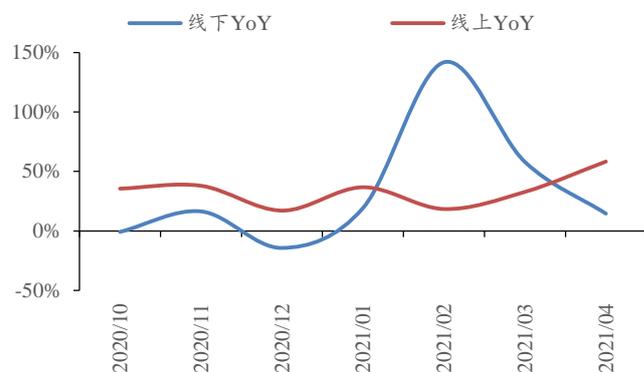
- **低渗透率高增速品类有望延续景气，建议关注集成灶与扫地机器人。** 1) 集成灶作为传统厨电的替代品具有油烟吸净率高、空间节约等优点，且相对于传统分体式厨电具备一定性价比优势，这有利于其在二三线以及农村等地区渗透，据 AVC 数据，2021 年 1-4 月集成灶行业线上线下零售额分别累计同比+62.75%和+125.43%，考虑到当前集成灶产品渗透率依旧不高，因此未来仍有望保持较高增速；2) 扫地机器人 2021 年 1-4 月线上线下零售额分别累计同比+36.69%和+41.91%，继续保持较高渗透速度，与集成灶类似，扫地机器人当前渗透率依然偏低，中长期维度上提升空间较大，有望在较长时间内保持高增速。

图18: 集成灶行业保持较高景气度



资料来源: AVC, 民生证券研究院

图19: 扫地机器人行业保持较高景气度



资料来源: AVC, 民生证券研究院

2.子板块表现：地产后周期品与消费品业绩增速分化

2.1 地产周期品：竣工红利逐步释放，业绩稳健增长值得期待

2.1.1 白色家电：内销竞争格局优化+出海进程加速，白电龙头增长点明确

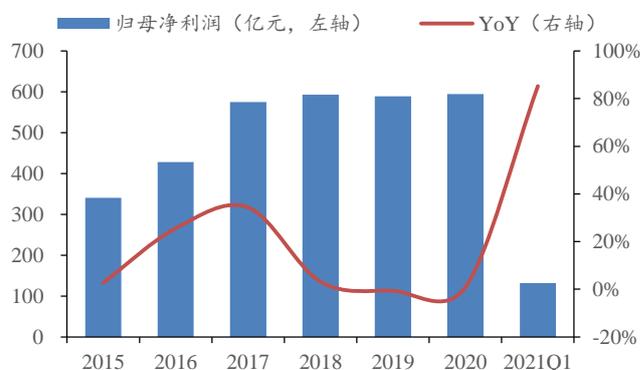
2020 年白电板块营收与业绩基本实现同比持平，2020Q1 延续改善趋势。据 Wind 数据，白色家电板块 2020 全年实现营业总收入 7503.18 亿元，同比-0.48%；实现归母净利润 594.29 亿元，同比+0.87%。2021Q1 实现营业总收入 1946.67 亿元，同比+43.58%；实现归母净利润 132.03 亿元，同比+85.25%。剔除疫情下低基数效应之后，2021Q1 行业收入与业绩较 2019 年分别下滑 5.82%与 18.78%。

图20: 白电行业营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图21: 白电行业归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

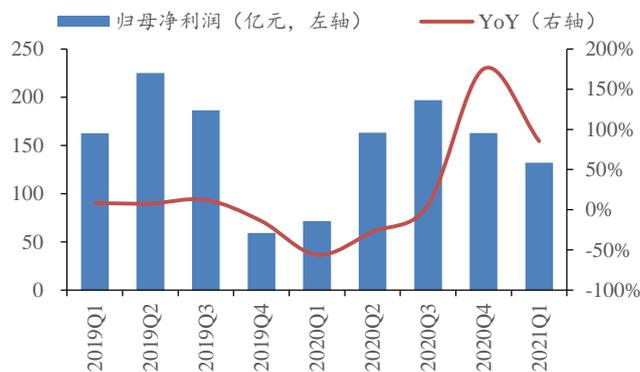
分季度来看，白电产品重线下属性拖累 2020Q1 疫情期间表现，2020Q2 景气度持续回升。空调产品具备较强的安装属性，而冰洗产品的线下体验属性也较强，这导致白电板块在 2020Q1 疫情期间营收与业绩分别同比下滑 34.41%和 56.16%；随疫情好转，2020Q2 开始板块下滑幅度明显收窄，Q3 开始实现同比转正且增长持续提速。

图21: 白电行业营业单季度总收入及同比增速



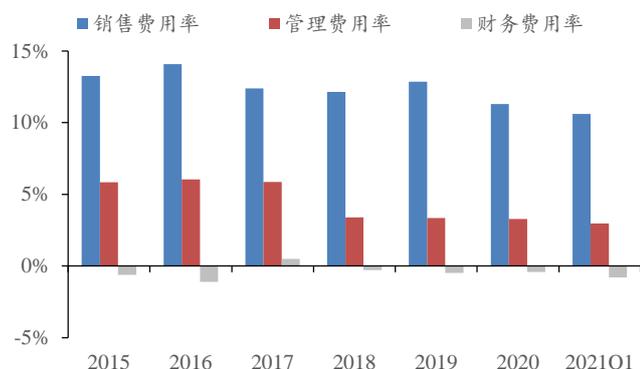
资料来源：Wind，民生证券研究院

图22: 白电行业单季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图23: 白色家电行业费用率水平控制良好



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图24: 白色家电行业盈利能力情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

个股方面,美的集团、海尔智家实现稳健增长,格力电器持续兑现经营反转逻辑。据 Wind 数据,美的集团 2020 年实现归母净利润 273.23 亿元,同比+12.44%;2021Q1 实现归母净利润 64.69 亿元,同比+34.45%。海尔智家 2020 年实现归母净利润 88.77 亿元,同比+8.17%;2021Q1 实现归母净利润 30.54 亿元,同比+185.33%,私有化海尔电器之后业绩表现持续改善。格力电器 2020 年实现归母净利润 221.75 亿元,同比-10.21%;2021Q1 实现归母净利润 34.43 亿元,同比+120.98%,在渠道改革稳步推进背景下逐步兑现经营反转逻辑。

表1: 白色家电板块上市公司净利润(亿元)及同比增速

公司	20 净利	19 净利	YoY	21Q1 净利	20Q1 净利	YoY
美的集团	272.23	242.11	12.44%	64.69	48.11	34.45%
长虹美菱	-0.86	0.56	-251.61%	0.05	-2.70	-101.96%
格力电器	221.75	246.97	-10.21%	34.43	15.58	120.98%
海信家电	15.79	17.94	-11.97%	2.18	0.44	400.67%
奥马电器	-5.40	0.53	-1112.84%	0.09	0.06	41.65%
虹美菱 B	-0.86	0.56	-251.61%	0.05	-2.70	-101.96%
澳柯玛	3.10	1.93	60.77%	0.25	0.21	21.50%
海尔智家	88.77	82.06	8.17%	30.54	10.70	185.33%
春兰股份	0.40	0.27	47.77%	0.05	-0.05	-200.98%
惠而浦	-1.50	-3.23	-53.63%	-0.25	-1.07	-77.10%

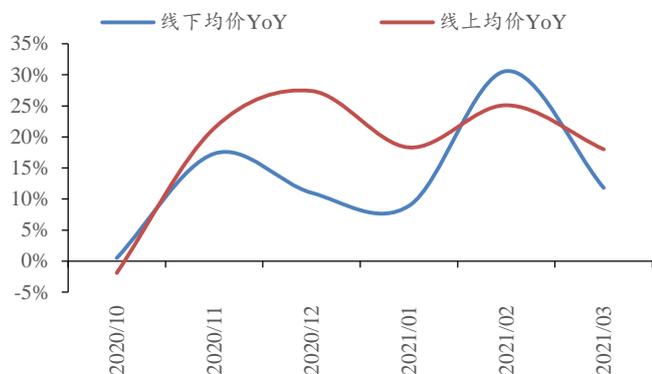
资料来源: Wind, 民生证券研究院

后续观点: 内销产品结构升级带动竞争格局持续优化,叠加国内优质产业链在全球地位持续提升,白电龙头有望受益内外共振实现稳健增长。

- 内销: 需求回暖叠加竞争格局优化,白电龙头业绩有望实现稳健增长。前文已述及在地产景气驱动下,空冰洗等白电需求有望持续回暖。同时,空调行业价格战进入尾声背景下,叠加原材料涨价等因素,白电行业整体进入产品提价周期。并且,经历较长时间价格战后,中小品牌份额已经大幅出清,龙头公司进行新一轮价格竞争的动力显

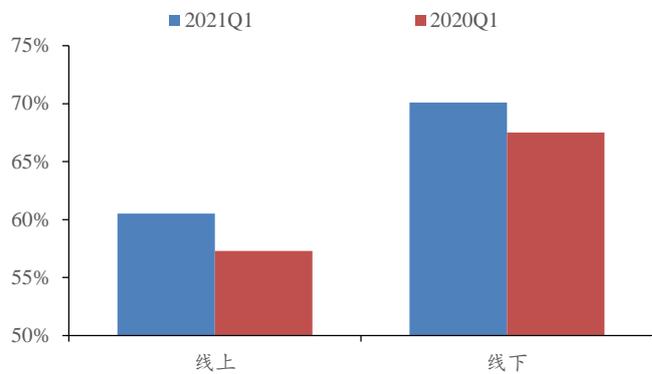
著减弱。因此，预计白电行业将进入量价齐升通道。

图25: 空调行业开始进入提价通道



资料来源: Wind, 民生证券研究院

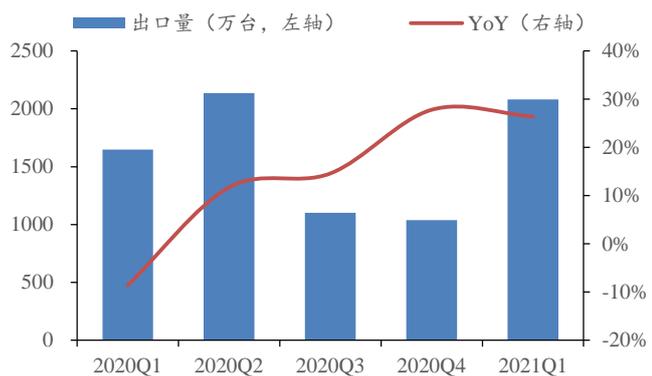
图26: 空调行业集中度稳步提升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

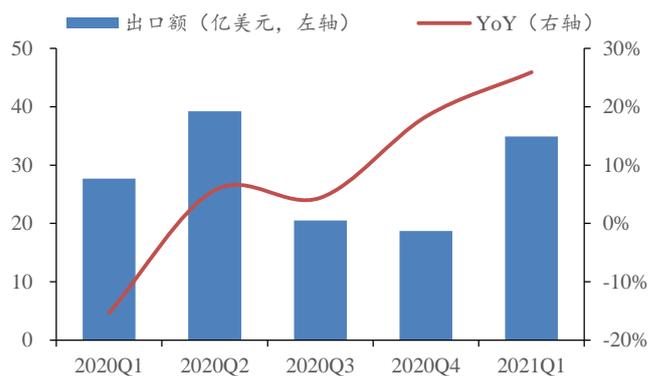
- 出口: 疫情催化之下中国家电产业链在全球地位显著提升, 代工业务+自有品牌+兼并收购, 白电龙头出海正当时。2020 年全球遭遇新冠疫情冲击, 我国家电产业链凭借国内抗疫优势持续受益于海外产能转移, 出口持续展现高景气; 进入 2021 年之后, 由于海外疫情有所抬头, 因此外销景气度得以保持。据产业在线数据, 2021 年 Q1 空调出口量同比+26.40%, 出口额同比+25.90%。具体到个股来看, 海尔、美的均通过代工业务+兼并收购海外品牌布局全球市场, 并在海外大力培育自有品牌。中长期维度来看, 中国白电龙头出海表现值得期待。

图27: 我国空调出口量持续同比持续高增



资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

图28: 我国空调出口额同比持续高增



资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

基于以上分析，我们选取海尔智家、格力电器和美的集团作为白电板块的推荐标的，具体逻辑如下：

表2：白色家电板块推荐标的及核心观点

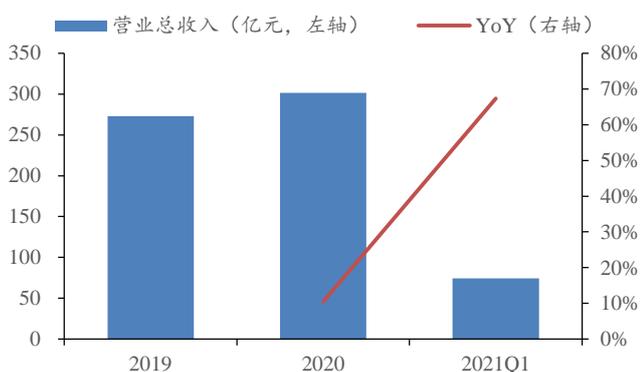
公司	推荐逻辑
海尔智家	私有化海尔电器之后，公司内部治理与渠道体系将有望逐步理顺，费用端优化将持续释放利润点位；同时，公司在国内具备较为完善的新零售布局，并且通过自有品牌+兼并收购布局全球市场，将有望持续受益于国内白电需求复苏+出海红利。
格力电器	公司在2020年积极推进渠道改革，目前已在众多地区实现“去代理商”，渠道链条精简之后，终端产品性价比提升后将有望实现市占率进一步提升；同时，线下渠道改革顺利推进亦有望助力公司线上表现改善。此外，公司股权激励将有望在近期落地，从而为业绩表现提供保障。
美的集团	公司较早推进渠道改革，拥有高效的线上线下渠道体系；同时近年来公司产品力与品牌力不断提升，灵活把握社交电商等新型营销方式，持续推进常态化股权激励进一步绑定管理层利益，在行业需求复苏背景下业绩端有望继续保持稳健表现。

资料来源：民生证券研究院

2.1.2 厨房电器：增速保持平稳，关注传统烟灶反弹与集成灶高成长持续性

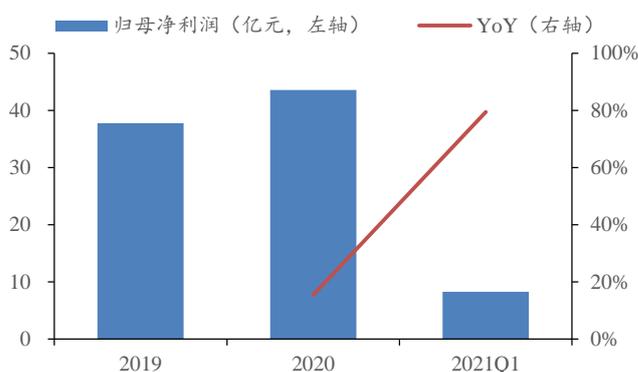
2020年厨房电器行业平稳增长，2021Q1实现加速反弹。据Wind数据，厨房电器板块2020年实现营业总收入301.39亿元，同比+10.49%；实现归母净利润43.57亿元，同比+15.47%。2021Q1在2020年同期低基数效应作用下实现快速反弹，实现营业总收入74.36亿元，同比+67.32%；实现归母净利润8.26亿元，同比+79.43%。

图29：厨房电器行业营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图30：厨房电器行业归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

传统厨电公司受疫情冲击较为明显，专业集成灶公司受益于板块高景气实现快速增长。从厨房电器行业上市公司的业绩表现来看，传统厨电企业表现相对平淡。据Wind数据，老板电器2020年实现归母净利润16.61亿元，同比+4.46%；2021Q1实现归母净利润3.59亿元，同比+46.46%。华帝股份下滑较为明显，2020年归母净利润同比下滑45.45%至4.08亿元；2021Q1有所回暖，同比+66.95%至0.77亿元，但仍低于2019年同期。相比之下，集成灶板块表现相对较为活跃，浙江美大、火星人、亿田只能和帅丰电器2020年归母净利润分别同比+18.16%、+14.80%、+46.19%和+11.66%；2021Q1增长继续提速，归母净利润分别同比+394.73%、

+594.52%、+421.63%和+127.06%。

表3: 厨房电器板块上市公司净利润(亿元)及同比增速

公司	20 净利	19 净利	YoY	21Q1 净利	20Q1 净利	YoY
华帝股份	4.08	7.48	-45.45%	0.77	0.46	66.95%
老板电器	16.61	15.90	4.46%	3.59	2.45	46.46%
万和电气	6.11	5.98	2.22%	1.54	1.28	20.62%
长青集团	3.50	2.95	18.68%	0.49	0.53	-7.63%
浙江美大	5.44	4.60	18.16%	1.01	0.20	394.73%
火星人	2.75	2.40	14.80%	0.44	-0.09	-594.52%
亿田智能	1.44	0.98	46.19%	0.29	0.06	421.63%
日出东方	1.70	0.83	105.99%	-0.21	-0.32	-32.96%
帅丰电器	1.94	1.74	11.66%	0.34	0.15	127.06%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

后续观点: 地产竣工红利释放驱动厨电需求回暖, 传统厨电板块景气度有望加速回升, 集成灶板块高增速有望继续维持。

- **传统厨电板块:** 据 Wind 数据, 2021 年 Q1 我国房屋竣工面积累计同比+22.90%, 商品房销售面积累计同比+63.80%, 在地产景气驱动下装修需求回升将带动厨电行业景气度加速抬升。同时, 精装房比例持续提升也将为在工程、家装等渠道具备领先布局的企业提供增长点。
- **集成灶板块:** 当前我国集成灶在厨电产品中的渗透率仅在 10% 左右, 凭借出色的吸烟效率和空间节约等优势, 预计集成灶产品将凭借性价比优势将继续在低线城市及农村地区加速渗透, 行业高景气具备持续性。在火星人、帅丰电器及亿田智能上市之后, 集成灶板块趋于完整, 市场关注度提升后龙头价值或有望得到重估。

基于以上分析, 我们选取老板电器、浙江美大和火星人作为厨房电器板块的推荐标的, 具体逻辑如下:

表4: 厨房电器板块推荐标的及核心观点

公司	推荐逻辑
老板电器	产品端: 公司传统烟灶质量与口碑优势明显, 并进一步带动洗碗机等嵌入式产品快速铺开, 产品多元化进程稳步推进, 从而带动客单价、渗透率以及利润水平的同步上行; 渠道端: 公司在工程渠道市占率最高, 将充分受益于地产后周期及精装方占比提升, 此外公司已基本理顺传统渠道体系, 有望在线上线下继续实现稳健增长。
浙江美大	公司是集成灶板块最早上市的企业, 在传统线下渠道与经销商质量等方面优势显著, 同时公司在 2020 年大力推进线上渠道建设, 积极投入 MCN 等新型高效营销方式。此外, 公司推进双品牌战略以双品牌战略扩大覆盖客群, 有望成为公司新的增长点。
火星人	产品端: 公司迅速抢占模块创新先机, 大力投入研发推出高端产品; 渠道端: 公司通过线上返利政策平衡经销商利润并大幅拓展业务实现双向引流, 线下渠道则以大商和高线直营模式为主加速开拓; 营销端: 公司在给予线下渠道资金支持以打造高端品牌形象, 线上则通过顺应新媒体潮流, 实现高效营销。产品+渠道+营销三位一体推动下, 公司上行空间将进一步打开。

资料来源: 民生证券研究院

2.1.3 照明电工：板块业绩增速快速抬升，龙头公司实现稳健增长

照明电工行业 2020 年景气度实现大幅反弹，2021Q1 延续稳健增长。据 Wind 数据，照明电工行业 2020 年实现营业总收入 450.93 亿元，同比+39.09%；实现归母净利润 84.45 亿元，同比+595.97%。2021Q1 实现营业总收入 116.58 亿元，同比+76.31%；实现归母净利润 20.70 亿元，同比+231.21%。

图31: 照明电工行业营业总收入及同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图32: 照明电工行业归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

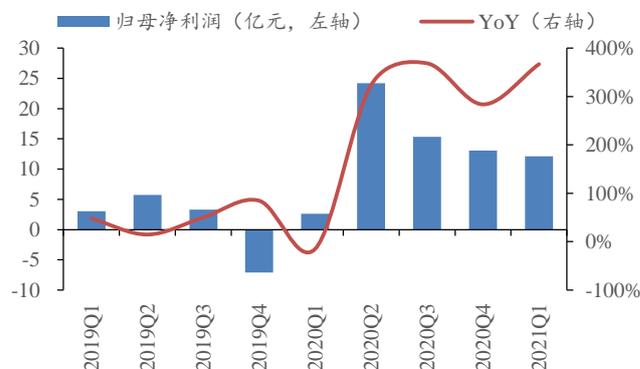
分季度来看，新冠疫情致行业复苏有所推迟，2020Q2 以来行业整体实现快速增长。2019 年以来地产竣工与新开工之间的剪刀差已经有所收窄，竣工红利本应在 2020 年初开始释放，新冠疫情爆发将这一节奏打破，造成板块复苏有所延后。据 Wind 数据，2020Q1 受疫情冲击行业下滑较为明显，2020Q2 以来随疫情好转行业实现快速复苏，2020Q2-2021Q1 行业营收同比增速分别为+27.08%、+46.23%、+56.43%和 76.31%，归母净利润增速分别为 323.86%、368.80%、283.80%和 367.01%，均呈现出快速复苏趋势。

图33: 照明电工营业单季度总收入及同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图34: 照明电工行业单季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

个股方面，民用电工龙头公牛集团表现出色，2020 全年及 2021Q1 均实现稳健增长。据 Wind 数据，公牛集团 2020 年实现归母净利润 23.04 亿元，同比+0.42%；2021Q1 实现归母净利润 6.07 亿元，同比+256.18%。欧普照明 2020 年表现相对平淡，实现归母净利润 8.00 亿元，同比-10.15%；2021Q1 实现强势反弹，实现归母净利润 1.35 亿元，同比+1996.91%。

表5: 照明电工板块上市公司净利润（亿元）及同比增速

公司	20 净利	19 净利	YoY	21Q1 净利	20Q1 净利	YoY
佛山照明	3.17	3.01	5.22%	0.42	0.33	30.73%
*ST 雪莱	0.44	-6.01	107.27%	-0.16	-0.17	-3.49%
金莱特	0.26	0.39	-33.58%	0.01	-0.06	122.60%
粤照明 B	3.17	3.01	5.22%	0.42	0.32	30.73%
英飞特	1.61	1.06	52.31%	0.37	0.16	127.39%
三雄极光	2.35	2.45	-4.30%	0.09	0.05	66.06%
光莆股份	1.35	1.73	-21.84%	0.40	0.23	77.38%
太龙照明	0.27	0.52	-48.57%	0.36	-0.05	858.11%
朗特智能	0.89	0.52	72.04%	0.33	0.15	116.94%
阳光照明	4.85	4.84	0.05%	1.82	0.85	114.89%
飞乐音响	4.32	-16.51	-126.13%	-0.59	-1.56	62.35%
公牛集团	23.13	23.04	0.42%	6.07	1.70	256.18%
得邦照明	3.42	3.10	10.43%	0.95	0.71	33.73%
欧普照明	8.00	8.90	-10.15%	1.35	-0.07	1996.91%
华体科技	0.66	0.94	-29.76%	0.24	0.30	-19.20%
晨丰科技	1.01	1.12	-9.42%	0.45	0.18	149.92%

资料来源：Wind，民生证券研究院

展望 2021 年，照明电工板块将继续受益于地产竣工红利实现稳健增长。基于以上分析，我们选取公牛集团作为照明电工板块的核心标的，具体逻辑如下：

表6: 照明电工板块推荐标的及核心观点

公司	推荐逻辑
公牛集团	公司在 2020 年积极推进多维渠道建设，新增包括手机数码店在内的终端网点，并与多家知名房企和装饰公司达成合作，C 端与 B 端渠道开拓均收效显著。同时，公司产品多元化进程亦有稳步推进，传统强项转换器和墙壁开关市占率龙头地位保持稳定，LED 照明与数码配件业务开拓顺利，未来有望继续为公司业绩贡献增量。此外，公司还加强内部数字化建设，整体运营效率大幅提升。

资料来源：民生证券研究院

2.2 消费品：疫情催化厨房小电高增长，清洁赛道景气度高企

受益疫情催化小家电行业快速成长，后疫情时期仍维持较高增速。据 Wind 数据，小家电行业 2020 年实现营业总收入 771.92 亿元，同比+13.05%；实现归母净利润 63.03 亿元，同比+20.39%。2021Q1 实现营业总收入 202.39 亿元，同比+57.72%；实现归母净利润 16.90 亿元，同比+99.22%。

图35: 小家电行业营业总收入及同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图36: 小家电行业归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

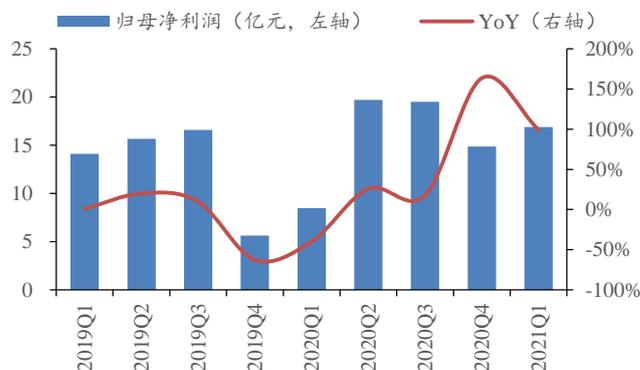
分拆季度来看，2020Q1 板块受疫情冲击增速下滑，2020Q2 复工后增长逐渐提速。据 Wind 数据，2020Q1 小家电行业营收与归母净利润分别同比-19.57%和-39.86%，主要为疫情冲击企业普遍复工推迟所致，疫情下物流体系运转不畅、线下门店客流大幅减少也对零售端造成一定冲击。自 2020Q2 开始，疫情好转背景下复工复产稳步推进，但出于安全考虑消费者外出就餐次数减少，宅家时间延长催化小家电消费逐步升温，同时部分网红小家电品牌持续推出创意新品，在内容电商等高效营销方式加持下，小家电行业展现出较高景气度。据 Wind 数据，2020Q2 至 2021Q1，小家电行业营收分别同比+21.65%、+22.95%、+30.63%和+57.72%，归母净利润同比增速分别达到 25.87%、17.54%、163.61%和 99.22%。

图37: 小家电行业单季度总收入及同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图38: 小家电行业单季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

疫情宅家催化叠加消费者需求多样化趋势加强，长尾小家电品牌快速崛起。结合主要小家电公司业绩表现来看，传统品类小家电公司与新兴小家电公司之间增速出现明显分化，比如传统小家电龙头苏泊尔、九阳股份 2020 年业绩增速分别为-3.84%和 14.07%，而新兴小家电公司新宝股份、小熊电器和北鼎股份的 2020 年业绩增速分别为 62.73%、59.65%和 52.55%。从产品保有量角度来看，我国小家电渗透率与发达国家之间仍然存在明显差距，长期提升空间依然广阔。进入 2020 年之后，国内疫情宅家催化效应逐渐消失，小家电行业将逐步回归至消费升级驱动的边际改善逻辑，行业增速仍可保持乐观预期。

表7: 小家电板块上市公司净利润(亿元)及同比增速

公司	20 净利	19 净利	YoY	21Q1 净利	20Q1 净利	YoY
苏泊尔	18.46	19.20	-3.84%	5.05	3.07	64.59%
九阳股份	9.40	8.24	14.07%	1.80	1.47	22.63%
*ST 德奥	0.21	0.29	-28.21%	-0.10	0.31	-133.16%
爱仕达	1.03	1.29	-20.30%	0.17	-0.33	-150.17%
*ST 圣莱	-1.83	-1.29	41.71%	-0.04	-0.06	-33.49%
奥佳华	4.50	2.89	55.89%	1.06	-0.31	-438.33%
哈尔斯	-0.28	0.55	-151.36%	0.26	-0.23	-212.89%
新宝股份	11.19	6.87	62.73%	1.70	1.24	36.81%
天际股份	-0.11	0.32	-133.20%	0.47	-0.21	-321.57%
瑞尔特	1.15	1.82	-36.86%	0.31	0.21	44.81%
小熊电器	4.28	2.68	59.65%	0.90	1.03	-12.82%
融捷健康	-0.66	-7.16	-90.82%	0.08	-0.15	-153.15%
开能健康	0.26	1.01	-73.71%	0.25	0.01	2811.49%
北鼎股份	1.00	0.66	52.55%	0.29	0.22	32.50%
金海高科	0.93	0.80	16.53%	0.31	0.27	15.43%
莱克电气	3.28	5.02	-34.70%	1.91	0.89	114.19%
奥普家居	1.89	2.68	-29.42%	0.32	-0.31	-201.97%
荣泰健康	1.93	2.96	-34.71%	0.69	0.30	131.78%
飞科电器	6.38	6.86	-6.93%	1.49	1.29	15.05%
石头科技	13.69	7.83	74.92%	3.15	1.26	150.82%
科沃斯	6.41	1.21	431.20%	3.33	0.40	726.63%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

品牌竞争角度来看，在消费者需求多样化趋势不断加强的背景下，长尾小家电崛起实则具备一定必然性，而小家电消费渠道和流量入口的碎片化趋势则对上市公司的渠道建设与营销提出了更高的要求。产业机会与准入门槛并存，一定程度促成了新宝股份与小熊电器的快速成长。此外，在新的行业潮流下，苏泊尔和九阳股份等传统小家电龙头亦进行积极战略调整，持续推进品牌年轻化与高端化以匹配行业趋势。

“懒人经济”叠加产品力快速提升，扫地机器人行业实现爆发，带动清洁赛道景气度高企。据 Wind 数据，2020 年扫地机器人龙头石头科技和科沃斯归母净利润分别实现同比+74.92%和 431.22%，进入 2021 年后高增速不减，分别同比+150.81%和 726.61%。我们认为，在“懒人经济”的推动下，结合激光导航/视觉导航等技术的大规模运用，扫地机器人产品力大幅提

升将推动行业进入加速渗透期。考虑到当前我国扫地机器人渗透率仍然较低，未来提升空间广阔，叠加该板块具备鲜明的技术护城河，竞争格局良好，行业龙头将有望持续受益于行业高景气增长。

基于以上分析，我们选取九阳股份、新宝股份、科沃斯与石头科技作为小家电板块的核心标的，具体逻辑如下：

表8：小家电板块推荐标的及核心观点

公司	推荐逻辑
九阳股份	产品端，公司继续将 SKY 系列产品推向主销航道，清洁电器也开始凭借细分优势打入市场；营销端，公司聘请明星张哲瀚担任免手洗破壁机新品 Y521 代言人，通过加码优质营销继续推动品牌年轻化；渠道端，公司积极布局 Shopping Mall 等高价线下渠道，并采用互联网手法持续推进渠道间融合，不断提升经销商等传统线下渠道活力。公司产品与渠道开始进入共振区间，或将迎来新一轮高速增长。
新宝股份	内销方面，创意小家电行业继续保持较高景气度，公司继续以摩飞、东菱为核心打造多品牌矩阵；外销方面，2021 年以来海外疫情有所抬头，公司作为小家电出口龙头将继续受益海外需求高景气，从而保持较高增速。
科沃斯	公司全球市场布局不断完善，2020 年外销收入同比+34.95%，其中科沃斯与添可品牌海外收入占比分别达到 30.44% 和 46.03%；同时，公司在扫地机器人基础上不断延展产品线，2020 年芙万洗地机市占率超 70%，擦窗与空气净化机器人收入占比达 8.5%，并且商用服务机器人有望在 2021 年落地并实现规模化销售，长期维度上公司看点十足。
石头科技	公司去小米化进程顺利推进，据测算来自小米的销售收入占比或已降低至 10% 以下，自有品牌收入占比持续提升，从而带动公司盈利能力持续上行；公司以自有品牌强势出海，在欧洲地区市占率稳居前三，并且凭借性价比优势持续打开美国、日本等市场；2021 年旗舰新品 S7 与 T7s 的亮眼销售表现体现了这一点，在扫地机器人优质赛道加持下中长期维度上高增长值得期待。

资料来源：民生证券研究院

3. 风险提示

行业竞争加剧，需求复苏不及预期，原材料价格大幅波动等。

插图目录

图 1: 家电行业营业总收入及同比增速.....	3
图 2: 家电行业归母净利润及同比增速.....	3
图 3: 家电行业营业单季度总收入及同比增速.....	3
图 4: 家电行业单季度归母净利润及同比增速.....	3
图 5: LME 铜/铝现货结算价持续上行.....	4
图 6: 冷轧板与 ABS 塑料国内价格持续上行.....	4
图 7: 2020 年以来家电行业费用率控制良好.....	4
图 8: 家电行业利润率水平保持稳定.....	5
图 9: 家电行业盈利能力保持稳定.....	5
图 10: 家电行业 2020 年经营现金流小幅下滑.....	5
图 11: 家电行业 2021Q1 经营净现金流显著回暖.....	5
图 12: 家电行业存货消化后备货信心增强.....	6
图 13: 2021 年以来家电行业估值水平有所回调.....	6
图 14: 家电行业各子版块估值水平变化.....	6
图 15: 2021 年以来地产景气度持续向好.....	7
图 16: 2021 年以来全球新冠疫情有所抬头.....	7
图 17: 家电行业 2021Q1 出口保持高景气.....	7
图 18: 集成灶行业保持较高景气度.....	8
图 19: 扫地机器人行业保持较高景气度.....	8
图 20: 白电行业营业总收入及同比增速.....	9
图 21: 白电行业归母净利润及同比增速.....	9
图 21: 白电行业营业单季度总收入及同比增速.....	9
图 22: 白电行业单季度归母净利润及同比增速.....	9
图 23: 空调行业开始进入提价通道.....	11
图 24: 空调行业集中度稳步提升.....	11
图 25: 我国空调出口量持续同比持续高增.....	11
图 26: 我国空调出口额同比持续高增.....	11
图 27: 厨房电器行业营业总收入及同比增速.....	12
图 28: 厨房电器行业归母净利润及同比增速.....	12
图 33: 小家电行业营业总收入及同比增速.....	16
图 34: 小家电行业归母净利润及同比增速.....	16
图 35: 小家电营业单季度总收入及同比增速.....	16
图 36: 小家电行业单季度归母净利润及同比增速.....	16

表格目录

表 1: 白色家电板块上市公司净利润 (亿元) 及同比增速.....	10
表 2: 白色家电板块推荐标的及核心观点.....	12
表 3: 厨房电器板块上市公司净利润 (亿元) 及同比增速.....	13
表 4: 厨房电器板块推荐标的及核心观点.....	13
表 5: 照明电工板块上市公司净利润 (亿元) 及同比增速.....	15
表 6: 照明电工板块推荐标的及核心观点.....	15
表 7: 小家电板块上市公司净利润 (亿元) 及同比增速.....	17
表 8: 小家电板块推荐标的及核心观点.....	18

分析师简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。