

推荐 (维持)

消费升级，稳步增长

风险评级：中高风险

家电行业 2021 年下半年投资策略

2021 年 6 月 21 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

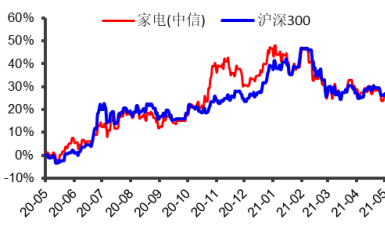
电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

细分行业评级

白电	推荐
厨电	推荐
小家电	推荐
清洁电器	推荐

家电（中信）指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **家电（中信）行业整体PE（TTM）估值相对较低。**截至2021年6月21日，家电（中信）指数PE（TTM）为20.55倍，处于行业近5年估值中枢下方。家电（中信）指数PE（TTM）与沪深300指数PE（TTM）估值之比为1.42，而近5年溢价率平均值为1.63，可见家电行业整体相对于沪深300的溢价率处于行业近5年平均值之下。
- **2021年H2，预计家电内销将延续恢复性增长；家电外销增速或将有所放缓，或恢复至疫情前常态水平。**国内市场：地产数据向好，2021年1-5月，累计商品房销售面积同比增长情况理想，累计房屋竣工面积和累计房屋新开工面积表现良好。地产行业复苏，仍处于上行阶段，预计地产周期传导至家电行业的红利将在下半年释放，拉动大家电和厨电需求上升。同时，国内疫情强防控的大环境下，之前被抑制的家电需求正在逐步释放，促进家电内销需求拉升。海外方面：全球新冠疫苗接种率日益提升，海外订单回流至国内市场的力度将有所减弱。但考虑到强者恒强，疫情期间本土家电品牌在海外市场影响力扩大，国内优秀企业有望继续抢占海外市场份额，预计2021年H2家电头部企业仍有机会实现海外业务较好增长。综上所述，考虑到2020年下半年高基数因素，预计2021年下半年中国家电出口增速将有所放缓，全年呈现前高后低的走势。
- **家电各细分领域继续分化。**传统家电保有率较高，国内消费热情未被全面激活，新增需求仍较有限。在地产红利推动下，预计传统品类会继续呈现恢复性增长，但难以出现全品类大幅上涨的局面。而洗碗机、干衣机、扫地机器人、集成灶等新兴品类表现将有所不同，消费者需求随着时代发展而变化，消费升级和产品优化将是家电产业发展的主旋律。预计新兴品类的市场规模有望保持较高增速。
- **维持对行业的推荐评级。**（1）白电板块：地产红利释放，国内需求回升，白电龙头有望受益。建议关注全球布局较完善、对上下游溢价能力较强、业绩有望迎来拐点的公司，如美的集团（000333）。（2）厨电板块：渗透率快速提升，叠加未来地产红利，集成灶行业有望继续保持高增长。建议关注渠道优势与产品优势并存的头部企业，如火星人（300894）；建议关注积极推出新兴品类并进入集成灶行业的传统厨电龙头，如老板电器（002508）。（3）清洁电器：懒人经济推动家用服务机器人高速发展，扫地机器人成为清洁电器第一大品类。建议关注行业第一梯队、产品及品牌优势明显的公司，如科沃斯（603486）。
- **风险提示：**疫情防控不确定性对消费端和产业端的影响；地产周期复苏不及预期；上游原材料价格波动风险等。

目 录

1. 家电行业 2020 年及 2021Q1 行情回顾及业绩总结.....	5
1.1 家电行业行情表现.....	5
1.2 家电行业 2020 年报及 2021 第一季报总结.....	5
1.2.1 营业收入：出现恢复性增长.....	5
1.2.2 归母净利润：实现较好增长.....	6
1.2.3 盈利能力：毛利率和净利率有所滑落.....	7
1.3 中国家电市场近况.....	9
2. 需求：内销出口双向拉动.....	10
2.1 内需：地产拉动+家电下乡+消费升级+渠道变革.....	10
2.1.1 地产周期有望推动 2021H2 家电消费上行.....	11
2.1.2 新一轮“家电下乡”有望唤醒市场活力.....	12
2.1.3 消费升级与产品升级双管齐下.....	13
2.1.4 疫情催化下渠道变革.....	16
2.2 外需：2021 年 H2 家电出口增速将有所减缓，头部企业仍有机遇.....	17
2.2.1 产业链完整性凸显我国竞争优势.....	17
2.2.2 家电行业有望在 2022 年享受 RCEP 红利.....	18
2.2.3 2021 年 H2 中国家电出口展望.....	19
3. 供给.....	19
3.1 上游大宗原材料价格持续上涨，家电企业利润承压.....	19
3.2 家电行业产量与库存情况.....	20
4. 重点公司分析和投资策略.....	22
4.1 行业估值较为合理.....	22
4.2 重点公司分析.....	23
4.3 投资建议.....	27
5. 风险提示.....	28

插图目录

图 1: 家电板块指数及沪深 300 指数区间涨跌幅	5
图 2: 家电板块指数及沪深 300 指数走势情况	5
图 3: 家电行业营业收入同比增速	6
图 4: 家电细分板块营收同比增速	6
图 5: 家电行业单季度归母净利润同比增速	7
图 6: 家电行业毛利率&净利率 (从每年初累计)	8
图 7: 行业子板块单季度销售毛利率	8
图 8: 行业子板块单季度销售净利率	8
图 9: 历年中国家电市场全品类零售额规模 (亿元)	9
图 10: 家电各品类产品呈现需求分化	9
图 11: 2021 年主要白电内销量恢复性增长	10
图 12: 全国商品销售面积月度变动	11
图 13: 房地产开发和销售情况	11
图 14: 商品房销售面积同比 VS 家电行业营收同比	11
图 15: 地产销售情况 vs 家电产品销售情况	11
图 16: 家电下乡政策拉动内需变化	12
图 17: 近年全国居民人均可支配收入增长情况	14
图 18: 近年每用户年均线上家电消费额变化情况	14
图 19: 近年 WiFi 智能空调零售量和渗透率情况	15
图 20: 2021Q1 新风空调分大区同比变化	15
图 21: 2020 集成灶零售量和零售额情况	15
图 22: 2020 年清洁电器细分市场零售额增速情况	15
图 23: 近年家电网购渗透率 vs 我国网购平均渗透率	16
图 24: 2020 年线上线下家电销售额占比	16
图 25: 2020 年线上线下分季度销售额 (亿元)	16
图 26: 2021Q1 国内家电销售情况	16
图 27: 2021 年 1-5 月累计中国家电市场分品类线下监测零售额规模及同比增速	17
图 28: 2021 年 1-5 月累计中国家电市场分品类线上监测零售额规模及同比增速	17
图 29: 2019 年我国主要白电出口金额份额占比	18
图 30: 家用空调单月出口情况	18
图 31: 冰箱单月出口情况	18
图 32: 洗衣机单月出口情况	18
图 33: 铜价走势	20
图 34: 铝价走势	20
图 35: 钢价走势	20
图 36: 中国塑料价格指数走势	20
图 37: 空调产量	20
图 38: 洗衣机产量	20
图 39: 冰箱产量	21
图 40: 空调库存	21
图 41: 洗衣机库存	21
图 42: 冰箱库存	21

图 43: 冷柜库存	21
图 44: 家电指数及沪深 300 的 PE 值 (TTM)	22
图 45: 家电细分行业指数 PE 值 (TTM)	22
图 46: 白电重要上市公司营收情况	23
图 47: 白电重要上市公司归母净利润情况	23
图 48: 厨电重要上市公司营收情况	24
图 49: 厨电重要上市公司归母净利润情况	24
图 50: 中国集成灶零售量快速增长	25
图 51: 中国集成灶零售额快速增长	25
图 52: 小家电重要上市公司营收情况	25
图 53: 小家电重要上市公司归母净利润情况	25
图 54: 清洁电器重要上市公司营收情况	27
图 55: 清洁电器重要上市公司归母净利润情况	27

表格目录

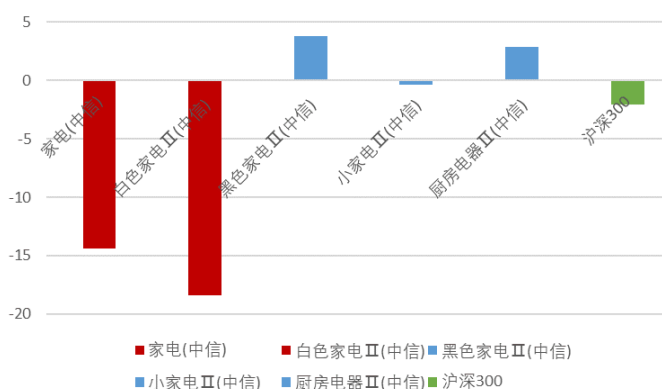
表 1: 2020 年及 2021Q1 家用电器行业细分板块营收情况	6
表 2: 2020 年及 2021Q1 家用电器行业细分板块归母净利润情况	7
表 3: 近年家电支持政策概览	13
表 4: 重点公司盈利预测及投资评级 (2021/6/20)	28

1. 家电行业 2020 年及 2021Q1 行情回顾及业绩总结

1.1 家电行业行情表现

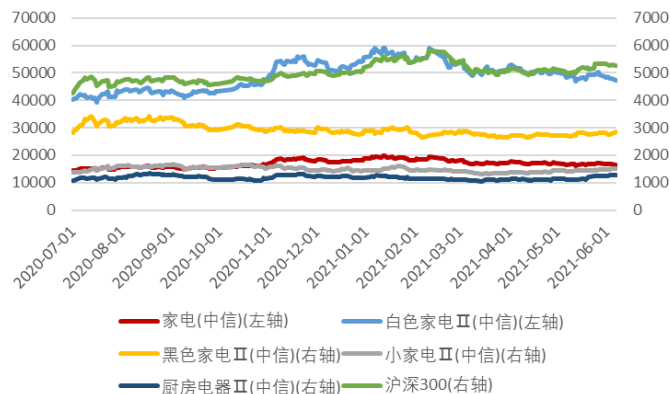
家电板块二级市场走势在 2021 年内表现较为疲软。自今年 1 月初，家电板块震荡下行，目前仍处于横盘状态，走势弱于沪深 300 指数。从区间涨跌幅来看，2021 年初-2021 年 6 月 18 日，家电（中信）指数下跌 14.37%，同期沪深 300 指数下跌 2.09%，两者涨跌幅差距达到 12.28 个百分点。就细分板块来看，白色家电板块表现较差，2021 年初-2021 年 6 月 18 日期间，白色家电 II（中信）指数下跌 18.38%；厨电、小家电、黑电板块表现强于沪深 300，2021 年初-2021 年 6 月 18 日期间，厨房电器 II（中信）和小家电 II（中信）指数分别上涨 2.90%、-0.33% 和 3.79%。综合来看，家电行业整体表现较弱，白电跌幅尤为明显，主要原因：一方面是估值修复，另一方面是今年年初以来，家电上游原材料价格大幅上涨，市场对家电企业利润承压有所担忧。

图 1：家电板块指数及沪深 300 指数区间涨跌幅
(%，2021 年初-2021 年 6 月 18 日)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：家电板块指数及沪深 300 指数走势情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 家电行业 2020 年报及 2021 第一季报总结

1.2.1 营业收入：出现恢复性增长

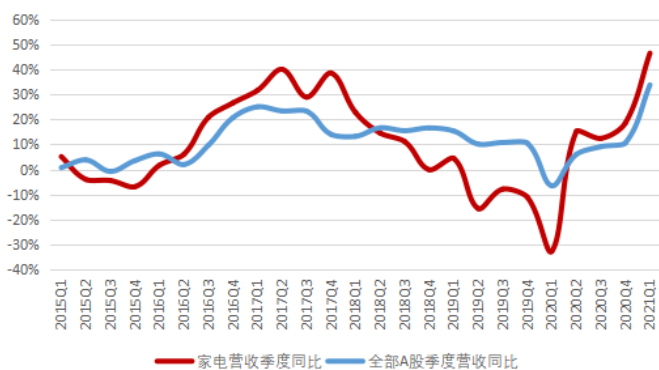
家电行业营收出现恢复性增长。2020 年，家用电器行业（CS 家电行业）实现营业总收入约 1.17 万亿元，同比增长 2.46%，增速同比上升 10.14 个百分点；2021 年 Q1，家用电器行业实现营业总收入 3019.92 亿元，同比增长 46.42%。2020 年 Q1 受疫情冲击，行业整体业绩欠佳，Q2 起国内疫情好转，生产销售逐渐恢复正常，行业全年营收整体小幅上升。2021 年 Q1，整体行业延续向好趋势，出现恢复性增长。与全部 A 股营收对比，家电行业自 2020 年 Q2 开始，行业营业总收入同比增速高于全部 A 股整体水平。2021 年 Q1，家电行业营收同比增速较全部 A 股营收同比增速高出 12.67 个百分点。

细分板块中，2020 年各板块表现有所分化，2021 年 Q1 各细分板块的营收均有所上升。

2020 年白电板块营收有小幅下滑，但其他细分板块营收实现不同程度正增长。其中，厨电和小家电板块营收增长较快，分别同比增长 10.49%和 13.05%。2021 年 Q1，厨电板块保持良好增长趋势，其营收同比上升幅度最大，同比增长 67.32%。小家电板块次之，同比增长 57.72%；白电和黑电板块也有较好表现，营收分别同比增长 43.58%和 41.66%。

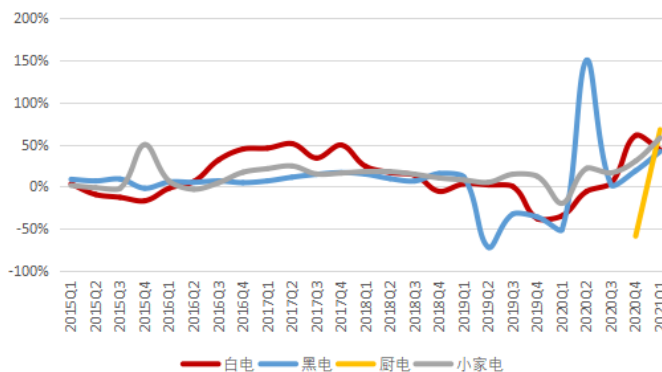
厨电和小家电细分领域表现佳，2021 年下半年增长趋势有望延续。厨电表现亮眼的主要原因有：①房地产走势逐步向好，自 2020 年 5 月至 2021 年 5 月，商品房销售面积连续一年实现同比正增长，地产红利释放，拉动厨电需求上升。②厨电企业积极调整产品结构，推出多种迎合消费者需求的产品，其中集成化成为厨电一大特色发展方向，例如微蒸烤一体机、集成灶等产品。集成灶在厨电品类中脱颖而出，渗透率低，行业增速快，受地产周期影响小，带动整体厨电行业发展。而小家电增长良好的主要原因系：①疫情期居家生活使得人们对厨房小电和居家环境健康需求增加，而且小家电线上销售占比较高，在疫情期间具有天然购买便利性。②小家电产品使用周期较短，叠加产品升级拉动更新需求，如“一人食”经济带动的小容量产品，“颜值经济”推动的精美化产品。近期，国内外疫情有所反复，部分地区已实施不同程度的隔离与限制措施，部分线下流量重新转移至线上，叠加 618 活动大促，小家电二季度销量有望保持较好增长。

图 3：家电行业营业收入同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：家电细分板块营收同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 1：2020 年及 2021Q1 家用电器行业细分板块营收情况

	2020 年营收（亿元）	2020 年营收同比增长	2021Q1 营收（亿元）	2021Q1 营收同比增长
白色家电	7,503.18	-0.48%	1,949.67	43.58%
黑色家电	2,121.61	2.04%	521.52	41.66%
厨房电器	301.39	10.49%	74.36	67.32%
小家电	771.92	13.05%	202.39	57.72%

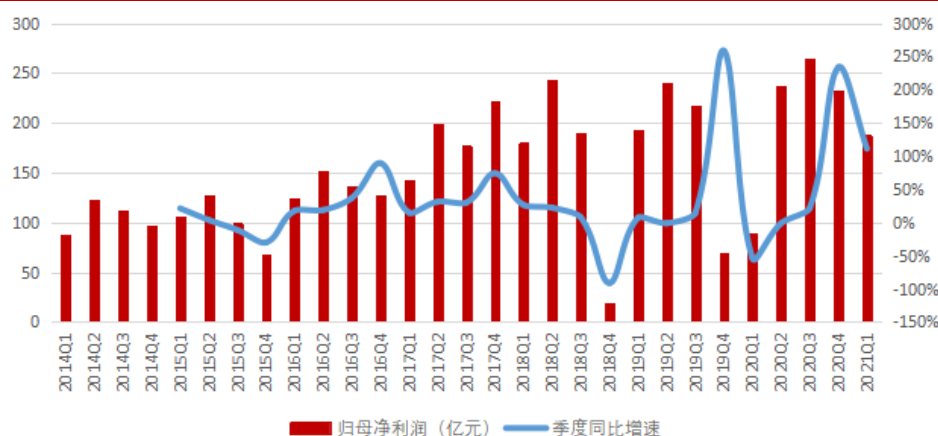
资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2.2 归母净利润：实现较好增长

家电行业归母净利润的增势良好。2020 年，家用电器行业实现归属于母公司股东的净利

润 823.29 亿元，同比增长 14.30%，增速同比上升 0.52 个百分点；实现扣非归母净利润 666.67 亿元，同比增长 9.20%，增速同比下降 1.68 个百分点。2021 年 Q1，家用电器行业实现归属于母公司股东的净利润 187.49 亿元，同比增长 111.03%；实现扣非归母净利润 170.70 亿元，同比增长 113.00%。从细分板块来看，2020 年，白电、黑电、厨电、小家电板块分别实现归母净利润 594.29 亿元、37.95 亿元、43.57 亿元和 63.03 亿元，分别同比增长 0.87%、31.09%、15.47%和 20.39%；2021 年 Q1，白电、黑电、厨电、小家电板块的归母净利润同比增速分别达到 85.25%、643.46%、79.42%和 99.22%。基于去年同期受疫情影响基数较低，2021 年 Q1 家电行业各细分领域表现较佳，进入二季度后，低基数效应逐步消失，叠加家电上游原材料自 2021 年初至今有较大幅度上涨，行业公司虽大多启动提价机制，但机制传导需要一定时间，预计多数家电企业业绩在 Q2 承压，随后在下半年将有所好转。

图 5：家电行业单季度归母净利润同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 2：2020 年及 2021Q1 家用电器行业细分板块归母净利润情况

	2020 年归母净利润(亿元)	2020 年归母净利润同比	2021Q1 归母净利润(亿元)	2021Q1 归母净利润同比
白色家电	594.29	0.87%	132.04	85.25%
黑色家电	37.95	31.09%	9.59	643.46%
厨房电器	43.57	15.47%	8.26	79.42%
小家电	63.03	20.39%	16.9	99.22%

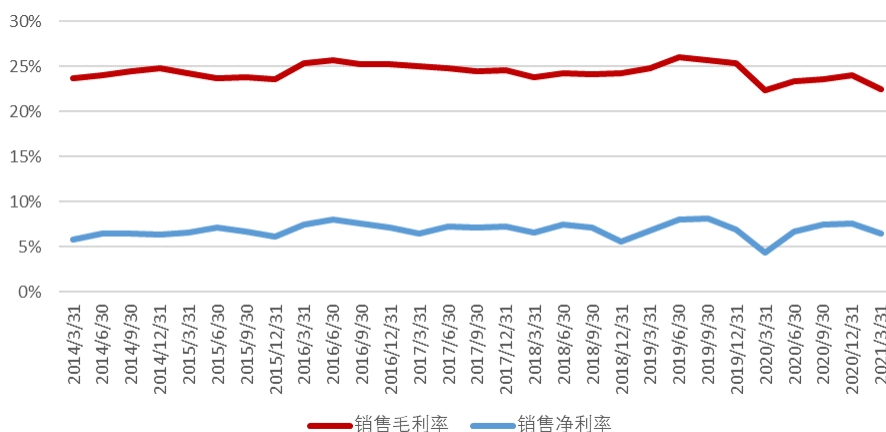
资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2.3 盈利能力：毛利率和净利率有所滑落

2021 年 Q1，家电行业整体盈利水平呈现下滑趋势。分季度看，家电行业 2020 年 Q1 的销售毛利率和销售净利率在疫情冲击下均有较大幅度下降，在 2020 年 Q2、Q3、Q4 逐渐恢复。但在 2021 年 Q1，家电行业整体盈利水平再次下滑，销售毛利率和销售净利率分别环比下滑 1.58 个百分点至 22.43%和下滑 1.09 个百分点至 6.47%，主要系上游铜材、

钢材、铝材、塑料等大宗原材料价格自 2020H2 开始上涨，原料成本增加所致。从同比角度出发，行业销售毛利率和销售净利率较 2020 年同期有所好转，分别同比上升 0.10 个百分点和 2.06 个百分点。考虑到大多数家电企业已采取产品提价机制及其他对冲成本波动风险的措施，预计后续企业利润率会逐步恢复至 2019 年水平且保持相对稳定。

图 6：家电行业毛利率&净利率（从每年初累计）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

各细分行业盈利能力变化趋势有所不同。毛利率方面，2021 年 Q1，白电板块销售毛利率同比提高 0.24 个百分点至 24.34%，黑电板块销售毛利率同比上升 0.24 个百分点至 2.08%；而厨电和小家电板块销售毛利率则同比有所下滑。但环比来看，四个细分行业的销售毛利率均出现不同程度下滑，主要系 2020 年 H2 家电上游原材料价格进入上行周期，今年春节后价格更是大幅上涨，家电企业利润承压。净利率方面，2021 年 Q1，各子行业销售净利率均实现不同程度的同比上升，白电板块销售净利率同比提高 1.52 个百分点至 7.07%；黑电板块销售净利率同比提高 3.11 个百分点至 2.08%，实现由负转正；厨电板块销售净利率同比提高 0.93 个百分点至 11.16%；小家电板块销售净利率同比提高 1.93 个百分点至 8.48%。环比来看，仅有小家电行业的销售净利率呈现较为明显的环比正增长，主要原因系行业处于快速普及阶段，产品迭代快、单价低，原材料成本占比相对大家电而言较低，利润率波动相对较小。而白电受原材料价格上涨影响较大，具有安装属性的厨电受国内散点疫情影响较大，短期内行业利润承压。

图 7：行业子板块单季度销售毛利率

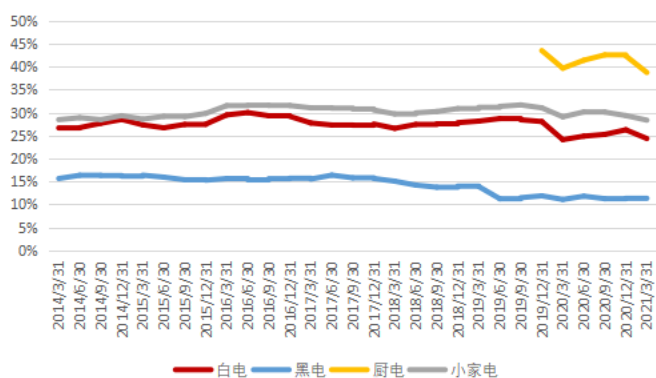
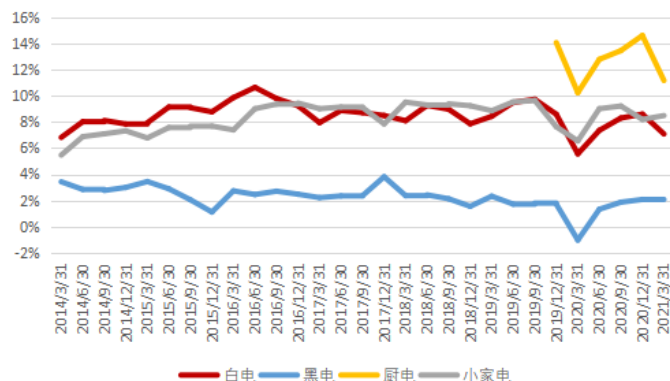


图 8：行业子板块单季度销售净利率



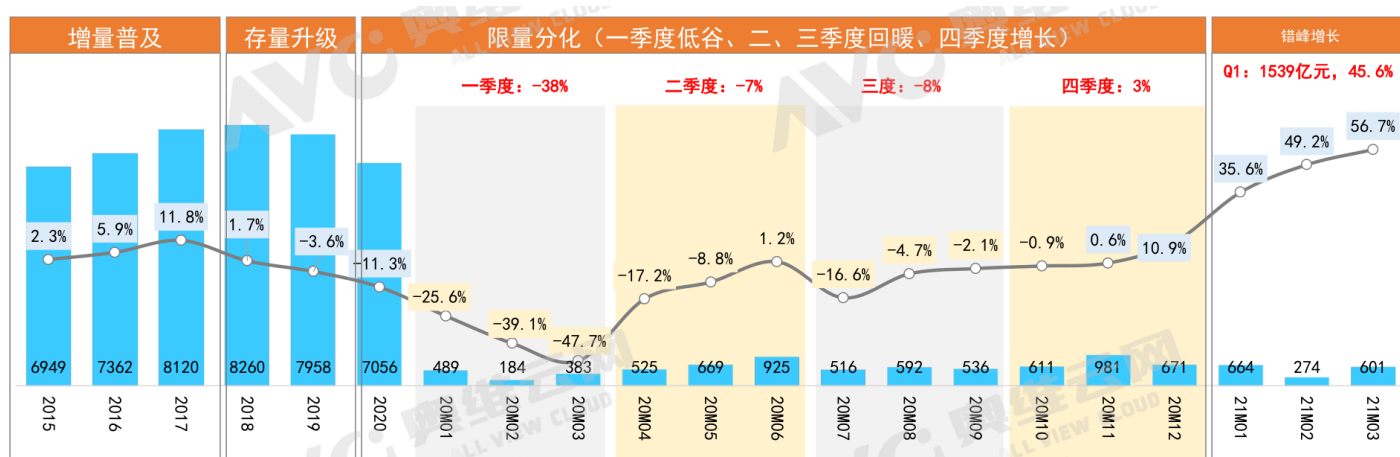
资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.3 中国家电市场近况

2020 年中国家电市场先抑后扬，2021 年 Q1 销售呈恢复性增长。2020 年，一季度受新冠疫情冲击，家电行业销售情况较差，二季度开始回暖，四季度增长较快，呈“N”型走势；根据奥维云网，2020 年中国家电市场全品类零售额规模为 7056 亿元，同比减少 11.3%；2021 年 Q1，家电全品类整体销售向好趋势延续，基于低基数效应，行业销售同比增长高于历史同期。其中，2021 年 1 月、2 月、3 月中国家电市场全品类零售额规模分别同比增长 35.6%、49.2%和 56.7%。但剔除出疫情导致的低基数影响，2021 年 Q1 仍未恢复至 2019 年同期水平。

图 9：历年中国家电市场全品类零售额规模（亿元）

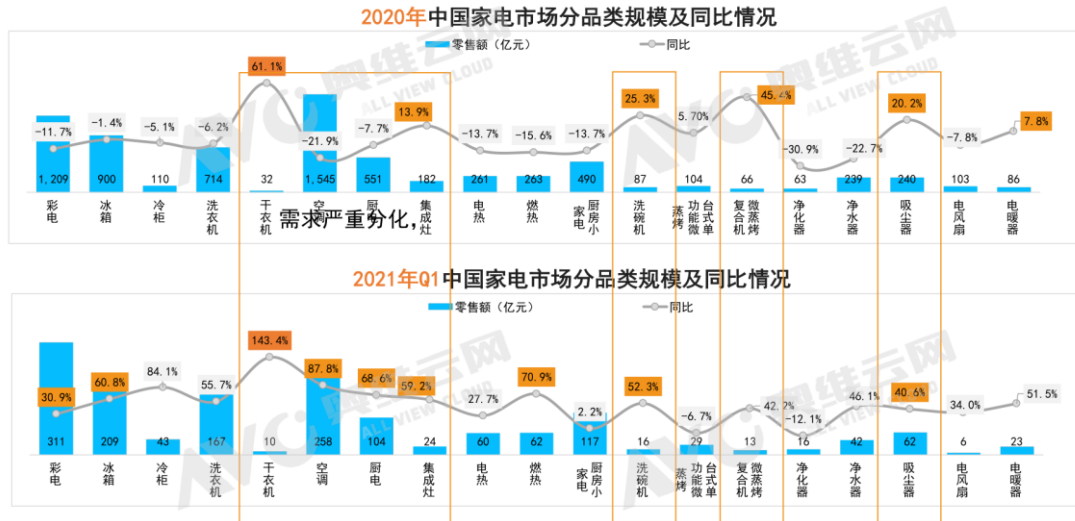


注：包含品类彩电、冰箱、冷柜、洗衣机、空调、厨电（烟灶消）、电热水器、燃气热水器、小家电（煲磁压豆料水榨）、洗碗机、微波炉、电烤箱、清洁电器、净化器、净水器、电风扇、电暖器

资料来源：奥维云网，东莞证券研究所

家电品类需求分化日益明显。奥维云网监测数据显示，2020 年，仅干衣机、集成灶、洗碗机、微蒸烤复合机、吸尘器和电暖器等品类的规模实现同比正增长；其中干衣机为 TOP1 黑马产品，零售额同比增长 61.1%。反观传统家电产品，市场饱和度较高，新增需求与更新需求较弱，受疫情等因素限制，普遍出现规模下降的情况。2021 年 Q1，基于低基数效应，大多数品类市场规模的同比增速大幅上涨，而上面提及的新兴品类市场规模亦继续保持同比正增长，干衣机同比增速更是超过 100%。由此可见，目前推动家电市场发展的主要是新兴品类，健康、烹饪、懒人、清洁类家电产品引领行业，大多品类线上销售增长速度更快。

图 10：家电各品类产品呈现需求分化



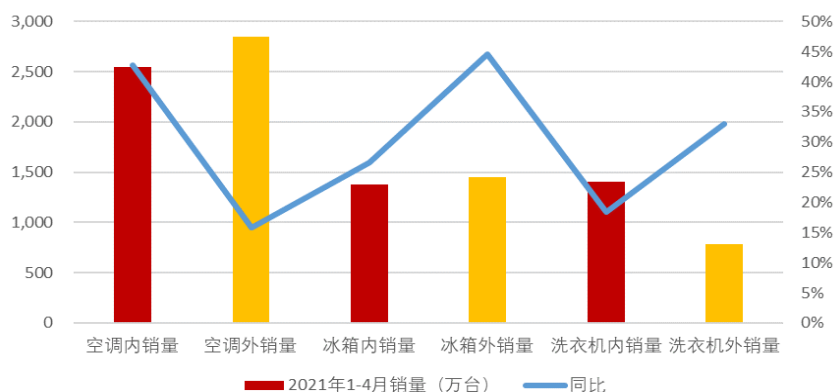
资料来源：奥维云网，东莞证券研究所

2. 需求：内销出口双向拉动

2.1 内需：地产拉动+家电下乡+消费升级+渠道变革

2021年1-4月家电内销数据显示，国内家电需求正在逐步恢复。根据产业在线，2021年1-4月空调、冰箱、洗衣机销量分别为5398.5万台、2833.3万台和2181.0万台，分别同比增长27.10%、35.21%和23.19%。其中，三者的内销量分别为2547.8万台、1380.8万台和1401.2万台，分别同比增长42.70%、26.63%和18.31%，内销情况表现较好。分品类来看，空调、冰箱、洗衣机的内销表现有所分化。数据显示，空调内销量同比增速远高于外销量，但冰箱、洗衣机外销量同比增速高于内销量。空调安装属性较强，2020年受疫情影响，部分需求被抑制，从2021年1-4月数据来看，被抑制的空调需求正在逐渐释放。

图 11：2021 年主要白电内销量恢复性增长



资料来源：产业在线，东莞证券研究所

2.1.1 地产周期有望推动 2021H2 家电消费上行

2021 年 1-5 月房地产行业景气度较乐观。我国商品房销售面积自去年 5 月起持续上涨。根据国家统计局，2021 年 1-2 月、3 月、4 月、5 月的商品房销售面积分别为 1.74 亿平方米、1.86 亿平方米、1.43 亿平方米和 1.61 亿平方米，分别同比增长 104.88%、38.07%、19.21%和 9.15%，表现十分亮眼。我国房屋竣工面积和房屋新开工面积情况在近期亦有所好转。2021 年 1-2 月、3 月、4 月、5 月的房屋竣工面积分别同比增长 40.37%、-5.48%、-3.09%和 10.14%，房屋新开工面积分别同比增长 64.30%、7.25%、-9.32%和-6.07%。虽然今年 5 月房屋新开工面积同比有所回落，但整体房地产数据 1-5 月表现良好。2021 年 1-5 月，累计全国商品房销售面积、累计房屋竣工面积、累计房屋新开工面积分别同比升 36.30%、16.45%和 6.93%。从绝对值来看，2021 年前 5 个月累计销售金额及销售面积均处于近年同期高位，显示楼市景气度仍较理想。

图 12：全国商品销售面积月度变动

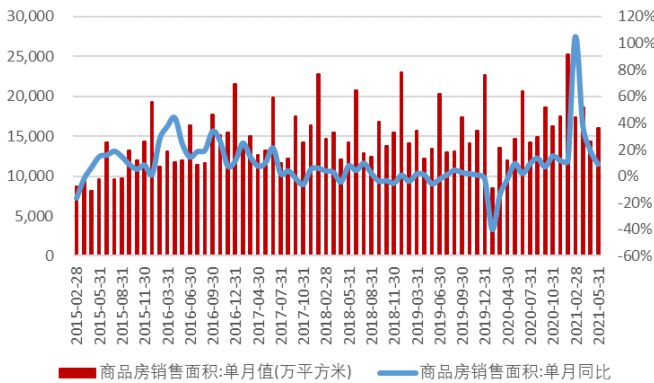
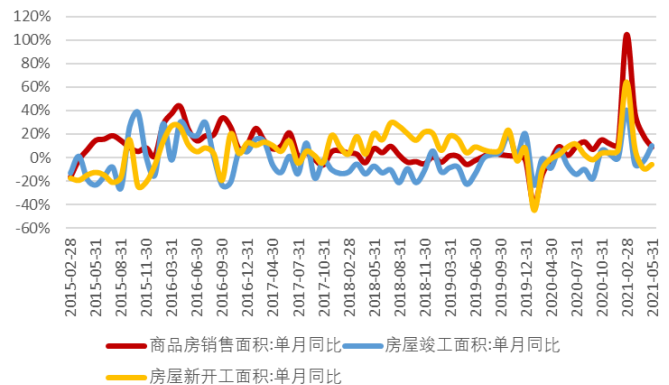


图 13：房地产开发和销售情况



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

地产红利有望在 2021 年 H2 释放，拉动大家电新增需求。大家电消费属于地产后周期行业，对比过往地产销售数据走势和家电营收及家电产品销售数据，可推测出地产红利传导至家电消费行业通常需要 6 个月左右。2021 年 1-5 月，我国商品房销售面积、房屋竣工面积和房屋新开工面积数据明显向好，地产行业进入上升周期。我们认为地产周期对大家电消费将起到一定拉动作用，新增需求有望得到改善，预计家电行业内销量在 2021 年下半年有望维持较高水平。

图 14：商品房销售面积同比 VS 家电行业营收同比

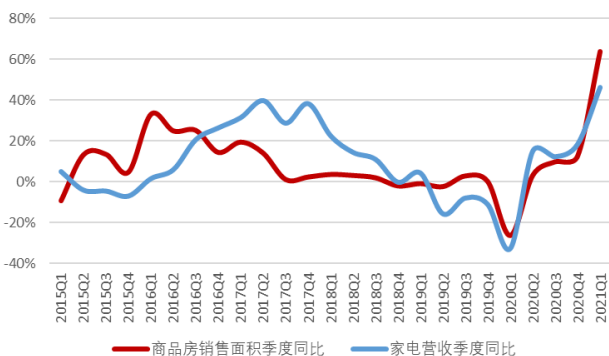
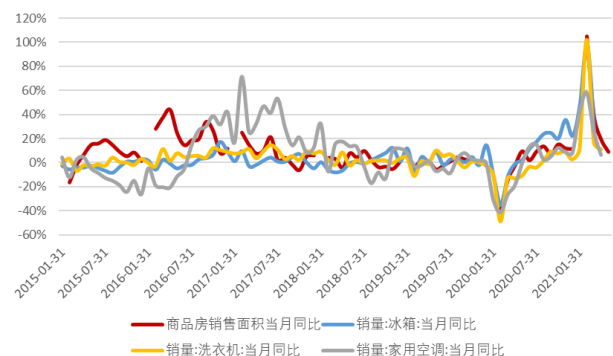


图 15：地产销售情况 vs 家电产品销售情况



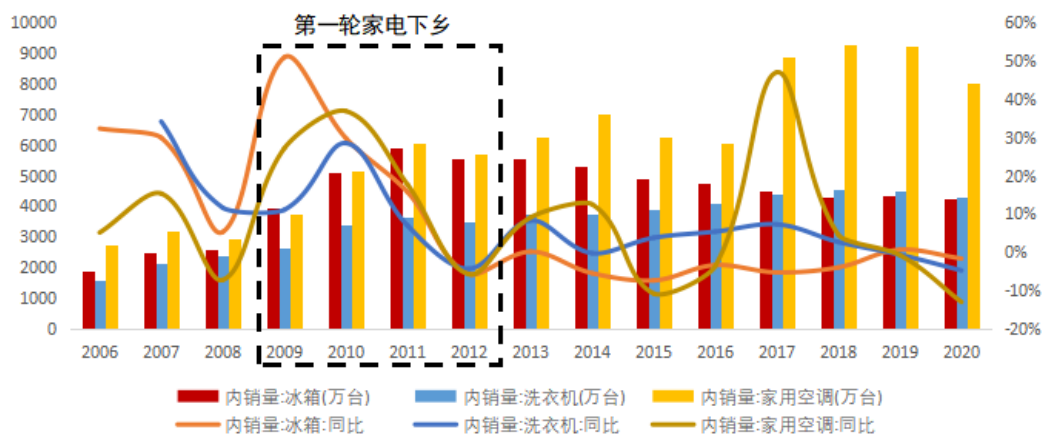
资料来源：国家统计局、Wind，东莞证券研究所

资料来源：产业在线、Wind，东莞证券研究所

2.1.2 新一轮“家电下乡”有望唤醒市场活力

家电更新换代潮开启。回溯第一轮家电下乡，始于 2009 年，历经 4 年的努力，家用电器大批量进入农村市场，家电行业得以快速发展。根据商务部，2009 年当年依靠家电下乡销售的家用电器数量多达 3768 万台，销售额达到 693 亿元。截至 2012 年 12 月底，全国累计销售家电下乡产品 2.98 亿台，实现销售额 7204 亿元。其中，冰箱、彩电、空调、洗衣机、热水器等家电均为热门商品。可见，被压抑的农村家电潜在需求在家电下乡政策推动下得到大规模释放，对扩大内需和消化过剩产能起到了重要作用。而如今距离第一次家电下乡已过去近 10 年，而大家电的使用寿命通常为 8-10 年，新一轮的潜在需求已悄然酿成，更新换代潮已然启动。

图 16：家电下乡政策拉动内需变化



资料来源：Wind，东莞证券研究所

政策助推家电换代。近年来，国家陆续出台对家电行业的相关支持政策，促进家电市场可持续发展，推动行业消费增长。2020 年 10 月，发改委发布《近期扩内需促销费的工作方案》，开展“大家电安全使用年限提醒”活动，鼓励相关社会团体制定家用电器安全使用和更新换代的团体标准，促进相关标准有效实施，推动超龄大家电更新换代。2021 年 2 月，国务院发布《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》，指出要完善废旧家电回收处理体系，推广典型回收模式和经验做法。

“十四五”扬鞭内需之马。十九届五中全会提出了“十四五”时期经济社会发展指导思想和必须遵循的原则，其中明确“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。对于促进消费，国家不再从需求端出发，而是立足于高质量供给。就家电行业而言，为响应“十四五”规划，各省市亦出台相应家电行业扶持政策，为我国家电行业发展在当地营造了良好的政策环境。例如，北京市在规划中提出：加快构建废旧物资循环利用体系，基本建成再生资源回收三级设施体系，实现生活垃圾分类与再生资源回收体系“两网融合”；完善废旧电器电子产品回收体系，推行小旧家电回收定时定点进社区。

表 3：近年家电支持政策概览

时间	部门	文件/活动	内容
2021.03	国务院	《关于落实〈政府工作报告〉重点工作分工的意见》	稳定增长家电等大宗消费
2021.02	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	完善废旧家电回收处理体系，推广典型回收模式和经验做法。
2020.11	国务院	国务院常务会议	促进家电家具家装消费，鼓励有条件的地区对淘汰旧家电家具并购买绿色智能家电、环保家具给予补贴。
2020.10	发改委	《近期扩内需促消费的工作方案》	开展“大家电安全使用年限提醒”活动，鼓励相关社会团体制定家用电器安全使用和更新换代的团体标准，促进相关标准有效实施，推动超龄大家电更新换代。
2020.07	国务院办公厅	《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	鼓励有需要的居民结合小区改造进行户内改造或装饰装修、家电更新。
2020.06	各协会、企业	《家电“以旧换新”倡议书》	呼吁广大消费者通过以旧换新等方式，使用网络化、智能化、绿色化产品，淘汰超安全使用年限的家电，交售合规企业处置，推动家电更新消费。
2020.05	国家发改委、工信部、财政部等7部委	《关于完善废旧家电回收处理体系推动家电更新消费的实施方案》	贯通了废旧家电回收处理产业链，其中对于生产者、销售商、回收商、废旧家电拆解企业的相关指导具体且操作性强，在鼓励生产者、销售商开展逆向物流建设、引导回收商开展废旧家电信息溯源系统建设、发挥行业协会组织各相关方开展以旧换新活动、培育废旧家电拆解标杆企业的基础上，推进废旧家电回收处理体系进一步完善。引导市场将家电淘汰升级和回收处理有效衔接，进而促进家电消费市场、废旧家电回收市场、废旧家电拆解行业的健康发展。
2020.03	中央政治局	中央政治局会议	要加快释放国内市场需求，在防控措施到位前提下，要有序推动各类商场、市场复工复产，生活服务业正常经营。要扩大居民消费，合理增加公共消费，启动实体商店消费，保持线上新型消费热度不减。
2020.03	商务部	支持商贸流通企业复工复产通知	把被抑制、被冻结的消费重新释放出来，把在疫情防控中催生的新型消费、升级消费培育壮大起来，使实物消费和服务消费得到回补。
2019.08	国务院	加快发展流通促进商业消费的意见	支持绿色智能商品以旧换新。鼓励具备条件的流通企业回收消费者淘汰的废旧电子电器产品，折价置换超高清电视、节能冰箱、洗衣机、空调、智能手机等绿色、节能、智能电子电器产品，扩大绿色智能消费。有条件的地方对开展相关产品促销活动、建设信息平台 and 回收体系等给予一定支持。

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

2.1.3 消费升级与产品升级双管齐下

居民消费水平不断提升，助力家电行业消费升级。根据国家统计局，2016 年-2020 年，

我国居民人均可支配收入从 2.38 万元上升至 3.22 万元。尽管 2020 年受到新冠疫情冲击，我国仍实现 GDP 正增长，全国居民人均可支配收入扣除价格因素后实际增长可达到 2.1%。经济水平的快速提升，奠定了我国居民消费升级的基础，居民整体消费层次从温饱型转向品质型，家电消费也从满足基础需求变为追求多功能的溢价产品。根据《2020 年中国家电市场报告》，2015 年-2020 年，我国每用户年均线上家电消费额从 1469 元上升至 2218 元，这侧面反映出消费者购物习惯的改变以及对线上家电投入的增加。与此同时，家电消费者结构的变化也在影响家电需求的变化。根据《2020 年中国家电市场报告》，2020 年，我国近 60% 的家电消费者年龄在 35 岁以下，在互联网长期陪伴下，新一代消费者追求智能化、个性化、精细化，乐于接受具备高颜值、新功能、高品质的产品，助推中国家电消费的品质升级。

图 17：近年全国居民人均可支配收入增长情况

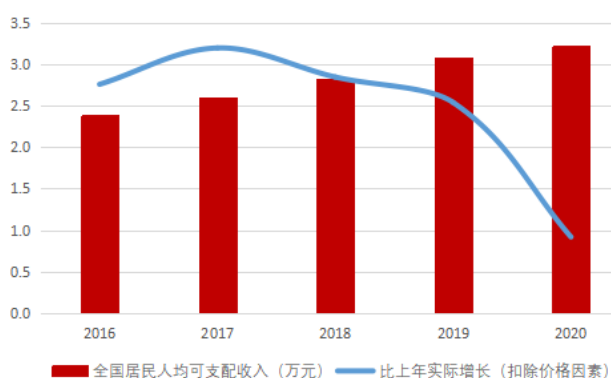
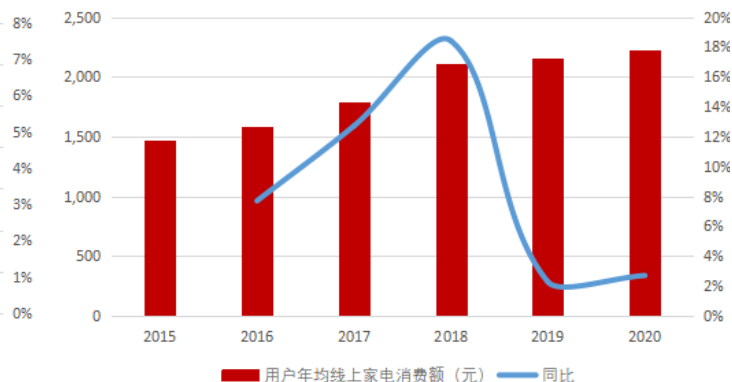


图 18：近年每用户年均线上家电消费额变化情况



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

资料来源：《2020 年中国家电市场报告》，东莞证券研究所

家电产品的需求变化必然推动着产品的升级。①家电产品细分功能多样化、个性化。随着消费者需求变化，家电产品的附加功能被日益强化。懒人经济助推下，洗碗机、扫地机器人、洗地机等产品走俏；集成化趋势下，集成灶、蒸烤一体机、多功能料理机等产品大卖；网红文化带动下，美容仪、冲牙器、卷发器等美容产品和高颜值的小家电产品走红。②家电产品健康化。疫情催化下，健康概念备受关注，多款助力健康的家电产品快速升温。例如卡萨帝力推的智慧“空气管家”产品，集新风、智能自清洁、抑菌、加湿除湿等功能于一身。③家电产品智能化。随着物联网、人工智能的发展，智能家居逐渐兴起，从冰箱、洗衣机等家电产品可以被远程控制，到具备交互、自学习、舒适调节、健康监管等功能的 AI 智能空调。近期，华为发布鸿蒙系统 2.0，并陆续与家电企业达成合作，使得不同品牌的家电能通过同一系统操作，从本质上推动智能家居的全面升级。

空调市场结构不断变化升级。根据《2020 年中国家电市场报告》，随着空调新能效标准实施，新一级、新三级产品已经成为消费市场的主力产品，其线上线下市场份额均为 21%；同时，全国空调市场已进入全变频时代，2020 年 Q4 线下变频产品零售额占比已超过 95%。具体从不同附加功能的空调产品来看，功能和品质升级的产品将成为带动空调销量的主力军。根据《2020 年中国家电市场报告》，智能家居发展带动下的 WiFi 智能空调增速可观，2020 年零售量为 3225 万台，约为 2016 年的 4.4 倍，其渗透率已达到 63%。疫情催化下，健康概念推动新风空调增长。根据奥维云网，2021 年 Q1，新风空调零售量在各

地区的同比增速均超过 150%，其中中南区和西北区分别达到 278.5%和 264.6%。新风空调或能成为拉动北方空调强势反弹的王牌，并在一线城市加速扩张。

图 19：近年 WiFi 智能空调零售量和渗透率情况

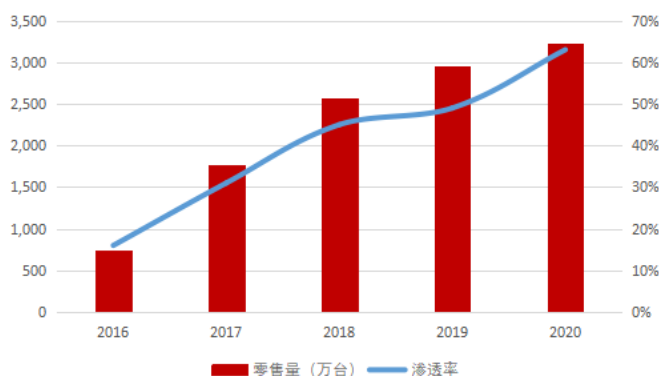
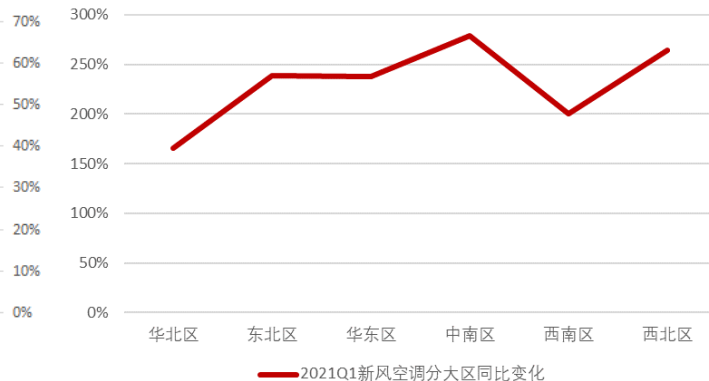


图 20：2021Q1 新风空调分大区同比变化



资料来源：《2020 年中国家电市场报告》，东莞证券研究所

资料来源：《2020 年中国家电市场报告》，东莞证券研究所

厨房电器中，聚焦空间集成和功能集成的集成灶，近年来表现亮眼。厨电产品正在逐一整合厨房各类使用场景，集成化成为一大趋势。根据《2020 年中国家电市场报告》，2020 年集成灶销量 238 万台，同比增长 12.0%，销售额 182.2 亿元，同比增长 13.9%。除了专注集成灶的浙江美大、火星人和亿田智能，老板、美的、海尔、华帝等公司也进军集成灶行业。目前市面上集成灶产品多样，如美大的无油网集成灶、火星人的智能化集成灶、亿田的蒸煲集成灶、美的的自清洗集成灶等，各品牌百花齐放，产品差异化竞争。

生活电器中，清洁电器迎合懒人化需求，迅速崛起。根据《2020 年中国家电市场报告》，2020 年，扫地机器人、吸尘器、洗地机、电动拖把的线上/线下零售额增速分别为 27%/ -21%、28%/ -11%、1885%/4632%、260%/269%。其中，洗地机同时具备无线手持吸尘器和电动拖把的功能，吸拖一体，无需手洗。作为完美契合懒人经济的产品，洗地机增长速度吸睛，成为清洁电器中的新星。

图 21：2020 集成灶零售量和零售额情况

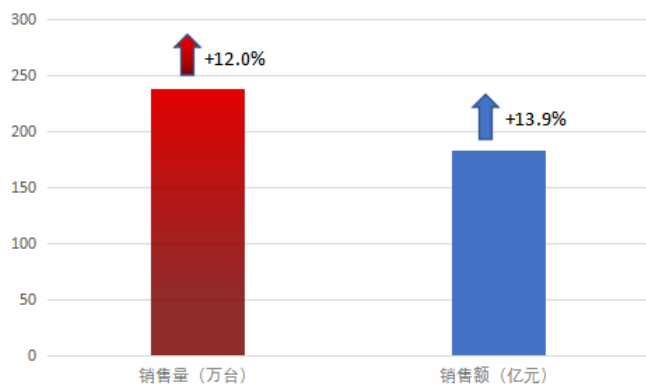
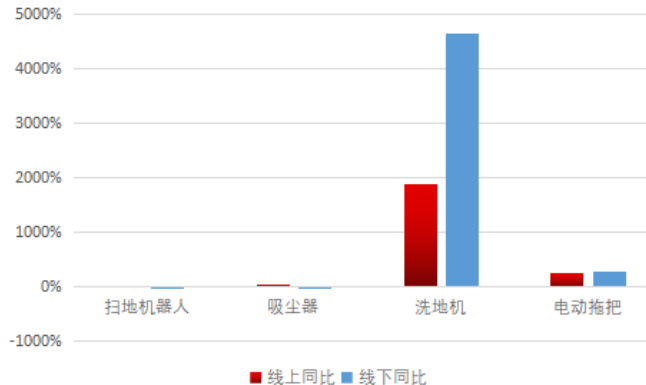


图 22：2020 年清洁电器细分市场零售额增速情况



资料来源：《2020 年中国家电市场报告》，东莞证券研究所

资料来源：《2020 年中国家电市场报告》，东莞证券研究所

2.1.4 疫情催化下渠道变革

近年来，随着互联网发展，网购方式逐渐深入居民生活。根据国家统计局，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重快速增加，2020 年达到 24.9%，较 2015 年上升 14.1 个百分点。就家电消费而言，家电网上零售额占比增长速度快于整体实物商品。

疫情加速家电行业渠道变革，线上线下加速融合。2020 年，由于疫情限制，原本依赖于线下消费的消费者逐渐养成线上购物的消费习惯，家电行业线上线下渠道已出现平分天下的局面。根据《2020 年中国家电市场报告》，2020 年线上渠道家电产品零售额占比达到 50.4%，首次超过线下渠道产品零售额占比。随着疫情影响消退，线上线下渠道加速融合，线下渠道的活力被重新唤醒，2020 年 Q4 线下渠道家电产品零售额重新超过线上渠道。根据全国家用电器工业信息中心，家电产品线下渠道在 2021 年 Q1 延续了 2020 年 Q4 的增长势头，线下零售额达到 872.7 亿元，同比增长 47.4%；而家电产品线上渠道销售规模为 769.1 亿元，同比增长 32.5%。

图 23：近年家电网购渗透率 vs 我国网购平均渗透率

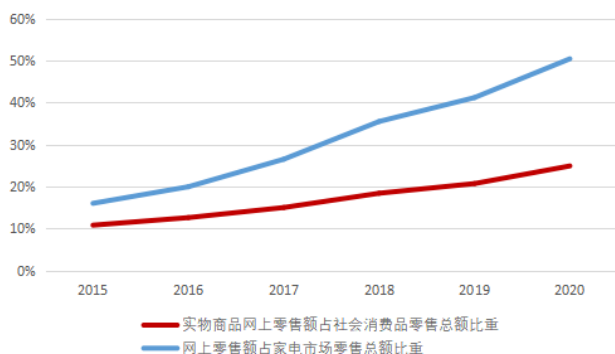
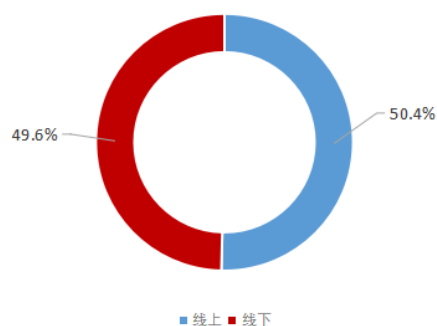


图 24：2020 年线上线下家电销售额占比



资料来源：《2020 年中国家电市场报告》，东莞证券研究所

资料来源：《2020 年中国家电市场报告》，东莞证券研究所

备注：电商平台在线下渠道产生的交易额，在《2020 年中国家电市场报告》计入线下零售额，下同。

图 25：2020 年线上线下分季度销售额（亿元）

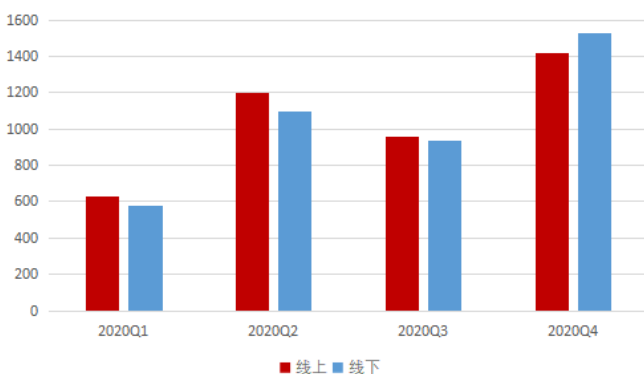
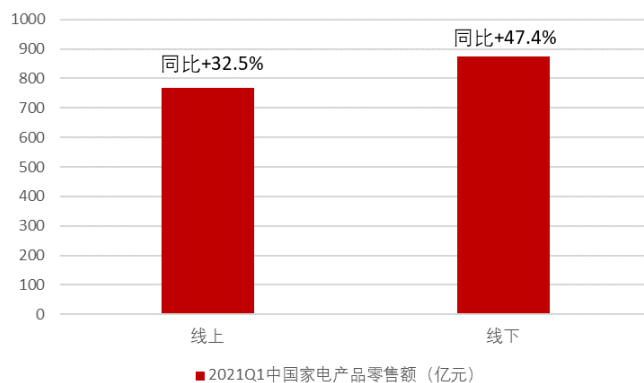


图 26：2021Q1 国内家电销售情况



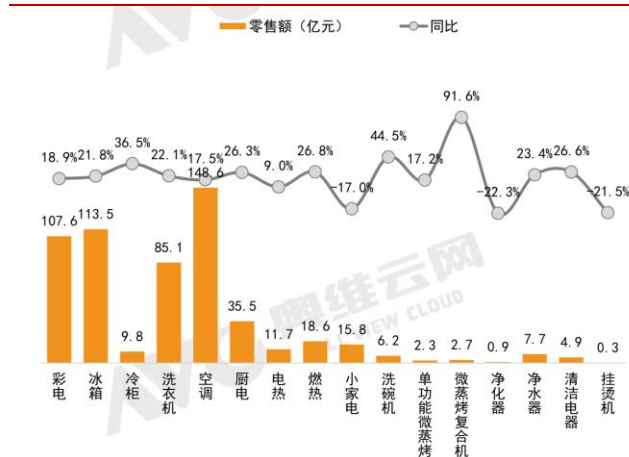
资料来源：《2020 年中国家电市场报告》，东莞证券研究所

资料来源：全国家用电器工业信息中心，东莞证券研究所

分渠道看,2021 年 1-5 月国内家电市场线上零售额增速优于线下的品类数量相对更多。根据奥维云网,2021 年 1-5 月中国家电市场中,彩电、冰箱、冷柜、洗衣机、电热、燃热、小家电、净化器、清洁电器、挂烫机等品类的累计线上监测零售额同比增速高于其累计线下监测零售额同比增速;同时,考虑到去年同期家电线下市场受疫情影响更大,线下零售额规模基数相对较低,可见中国家电市场线上渠道发展速度更快。

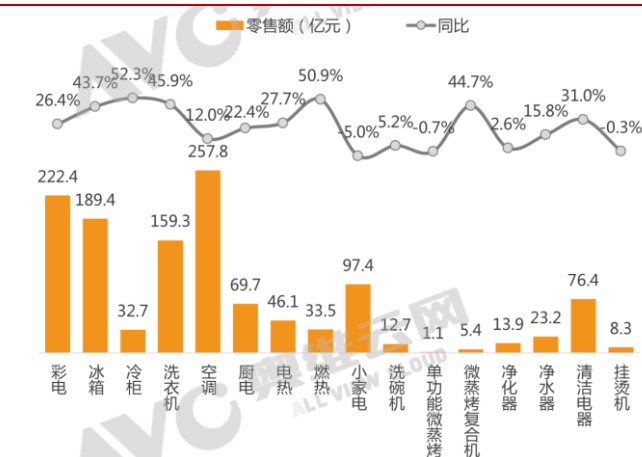
线上与线下渠道优势各异。线上渠道便利性强,而线下渠道更适合承接家电的消费升级,线上与线下结合的新零售模式有利于家电行业可持续发展。就产品结构而言,目前线下市场整体优于线上,且高端家电销售占比持续上升,如 65 吋以上彩电、一级变频空调、5000 元以上净水器及 4000 元以上吸尘器等。

图 27: 2021 年 1-5 月累计中国家电市场分品类线下监测零售额规模及同比增速



资料来源: 奥维云网, 东莞证券研究所

图 28: 2021 年 1-5 月累计中国家电市场分品类线上监测零售额规模及同比增速



资料来源: 奥维云网, 东莞证券研究所

2.2 外需: 2021 年 H2 家电出口增速将有所减缓, 头部企业仍有机遇

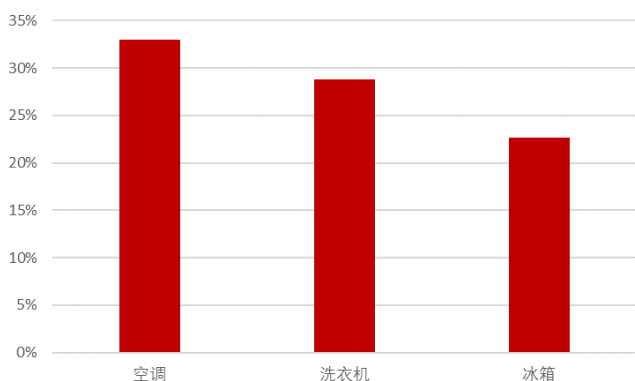
2.2.1 产业链完整性凸显我国竞争优势

我国是最大家电生产国和重要家电出口国。根据中国机电产品进出口商会,2018 年中国家电产量规模占全球份额接近 60%, 贸易规模占全球份额超过 30%。根据 ITC, 我国主要家电品类的出口金额份额排全球首位, 2019 年, 我国空调、洗衣机、冰箱的出口金额份额的全球占比分别为 33%、28.8%和 22.7%, 均为全球第一。

在产业链优势明显的前提下, 疫情助推我国上半年家电出口销量增长。2020 年 H2, 中国家电出口实现 V 型反转, 海外疫情反复导致海外家电需求增加, 同时海外家电订单流向具备产业链优势的地区和头部企业, 中国家电出口受益明显。根据产业在线, 中国家用空调、冰箱、洗衣机外销量在 2020 年 Q2 后逐渐恢复, 其中冰箱出口表现尤为突出。产业在线数据显示, 2020 年中国冰箱出口量达 4177.30 万台, 同比增长 22.29%。家电出口增长势能在 2021 年得以延续, 且出口规模增速远超历史同期。根据海关统计口径, 2021 年 Q1, 中国家电累计出口额同比增长 75.5%; 根据产业在线, 2021 年 1-4 月, 中

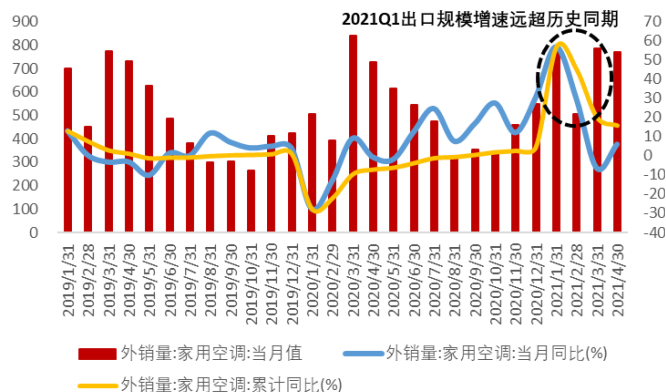
国空调、冰箱、洗衣机出口量分别为 2850.70 万台、1452.50 万台和 779.80 万台，分别同比增长 15.78%、44.51%和 33.03%。

图 29：2019 年我国主要白电出口金额份额占比



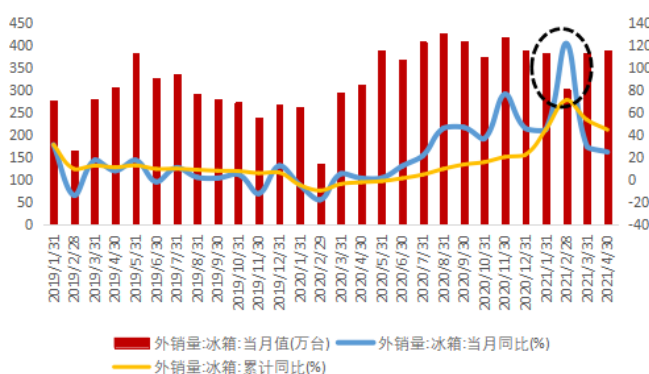
资料来源：ITC，东莞证券研究所

图 30：家用空调单月出口情况



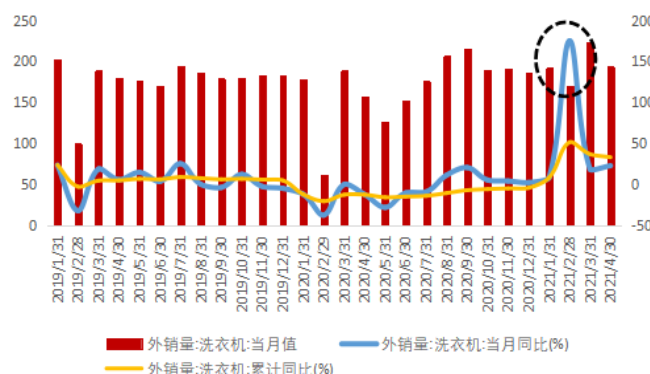
资料来源：产业在线，东莞证券研究所

图 31：冰箱单月出口情况



资料来源：产业在线，东莞证券研究所

图 32：洗衣机单月出口情况



资料来源：产业在线，东莞证券研究所

2.2.2 家电行业有望在 2022 年享受 RCEP 红利

RCEP 有望在 2022 年初正式生效。2020 年 11 月，东盟及中日韩等 15 国签署了《区域全面经济伙伴关系协定》（即 RCEP 协定）。RCEP 不仅是目前全球最大的自贸协定，而且是一个全面、现代、高质量和互惠的自贸协定。协议内各成员国之间，90%的商品贸易实施零关税，将全面助力全球经济复苏，推动成员国进出口行业发展。根据商务部，截至 2021 年 3 月 25 日，中国已完成了对 RCEP 协定的核准，87%的约束性义务也已准备好可立即履行。近日，继中国、新加坡和泰国之后，日本亦正式完成了 RCEP 批准程序，各成员国将力争在 2022 年 1 月 1 日使 RCEP 能够正式生效实施。

RCEP 将助推家电行业出口增长。就家电行业来看，中国家电产业在全产业链数字化改造下，生产效率、产品、渠道方面已经具备国际竞争力，跨境电商快速发展有利于推进中

国家电品牌出海。在 RCEP 支持下，区域营商环境优化，国内国际双循环相互促进的新发展格局将加速形成，红利释放将利好出口业务占比较高、全球布局完善的家电企业。

2.2.3 2021 年 H2 中国家电出口展望

预计在 2021 年下半年我国家电出口增速或有所减缓。根据中国家用电器协会，随着新冠疫苗接种率提升，海外疫情将逐渐好转，叠加 2020 年下半年高基数因素，预计 2021 年下半年中国家电出口增速将有所放缓。同时，考虑到目前中国家电产业链优势、本土家电企业积极的海外扩张策略、政府稳妥的外贸政策，以及跨境电商渠道发展等因素的推动，预计 2021 年下半年中国家电出口虽增速下降，但不会低于疫情前的常态水平。考虑到疫情期间我国本土品牌在海外影响力提升，尽管 2021 年 H2 家电出口增速或将减缓，美的、海尔等头部企业在全局布局较为完善，仍有机会凭借自身优势使其海外业务获得较好增长。

3. 供给

3.1 上游大宗原材料价格持续上涨，家电企业利润承压

家电上游大宗原材料价格持续走高，在一定程度上对需求有抑制作用。家电原材料主要有冷轧卷板、铜、铝、塑料，面板等。根据同花顺，钢材价格大幅上涨，6 月 11 日，1mm 冷轧普通薄板价格为 5,818 元/吨，较年初上涨超过 30%；6 月 18 日，长江铜价 67,750 元/吨，较年初上涨 16.63%；长江铝价 18,550 元/吨，较年初上涨 18.99%；中国塑料价格指数为 1023.81，较年初上升 6.11%。面对上游原材料价格上涨并保持高位，大部分家电公司在 2021 年 Q1 已陆续采取涨价机制。消费者购买意愿在涨价初期呈现跟涨态势，但随时间推移逐渐下降，叠加市场其他因素影响，消费者购买意愿已进入被抑制阶段。其中，空调的存量更新和新增需求受抑制效应相对明显。暂时被抑制的需求不会消失，将会在后续逐渐释放。

原材料价格波动对不同家电产品影响不一，龙头公司应对能力更强。各品类中，大家电原材料成本占比相对偏高，例如大多数白电企业原材料成本超过 80%，因此原材料涨价对企业利润压力较大。但参考上一轮原材料价格上涨引起的家电涨价潮，此次家电企业提价基本能覆盖成本上涨造成的损失。考虑到产品结构升级和提价机制传导时间，预计 2021 年 Q2 家电企业利润压力较大，情况在下半年将有所好转。从具体公司角度来看，头部企业具有品牌、质量、规模等优势，对下游经销商和终端消费者的议价能力较强，一定范围内的产品提价不会影响公司市场份额，对产品销量影响相对可控。同时，大多数公司采取对不同产品进行不同程度提价，高端产品提价对销量的影响相对较小。另一方面，头部公司的内部管理更高效，期间费用控制能力更强，能更有效地控制成本端压力对利润端造成的负面影响，维护企业盈利水平。

图 33：铜价走势



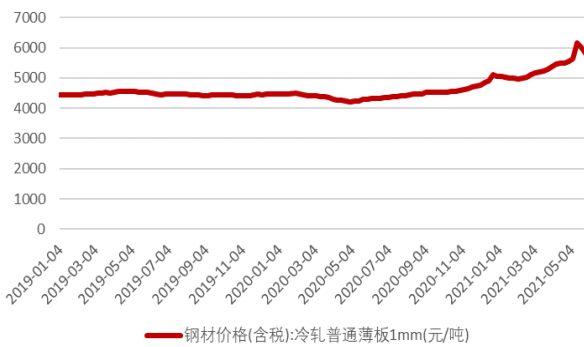
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

图 34：铝价走势



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

图 35：钢价走势



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

图 36：中国塑料价格指数走势



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

3.2 家电行业产量与库存情况

不同品类产量情况有所差异。根据产业在线，2021 年 1-4 月，空调、冰箱、洗衣机累计产量 5578.2 万台、2816.5 万台、2145.4 万台，同比增长 33.47%、38.21%和 23.28%。但较 2019 年同期，2021 年 1-4 月，空调、冰箱、洗衣机中，仅冰箱产量有较为明显的增长，增幅为 13.80%，主要系冰箱出口延续 2020 年下半年高增长态势。

图 37：空调产量

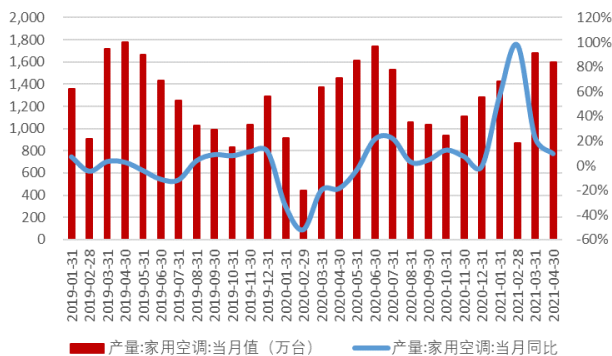
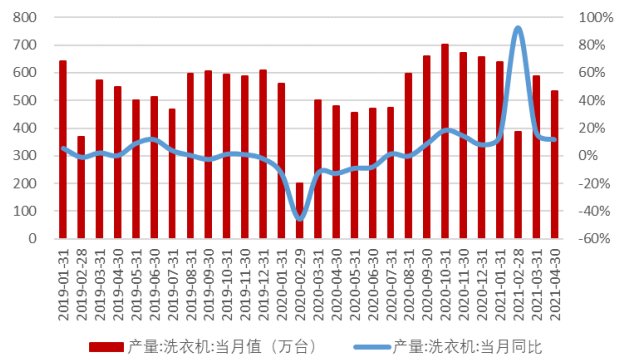


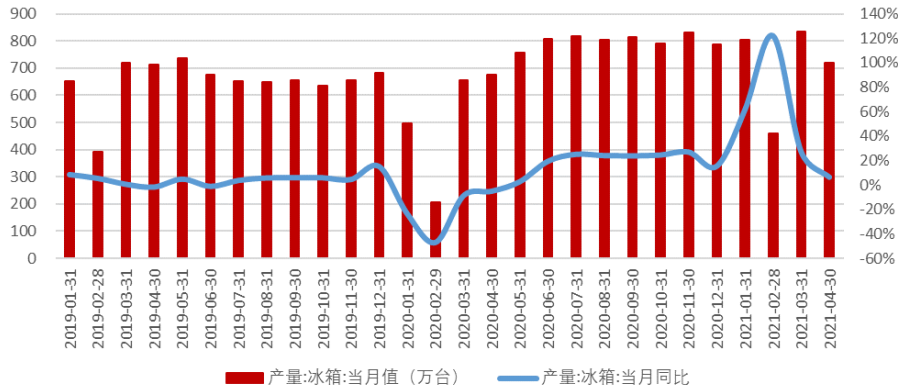
图 38：洗衣机产量



资料来源：产业在线，东莞证券研究所

资料来源：产业在线，东莞证券研究所

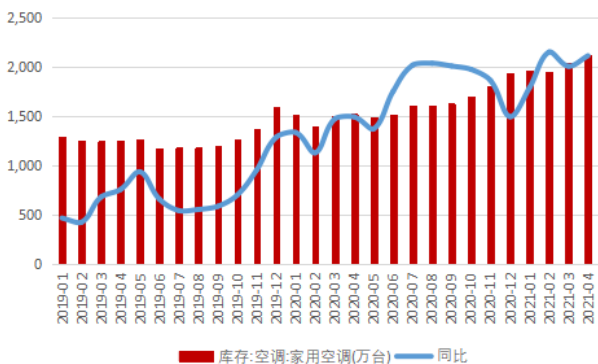
图 39：冰箱产量



资料来源：产业在线，东莞证券研究所

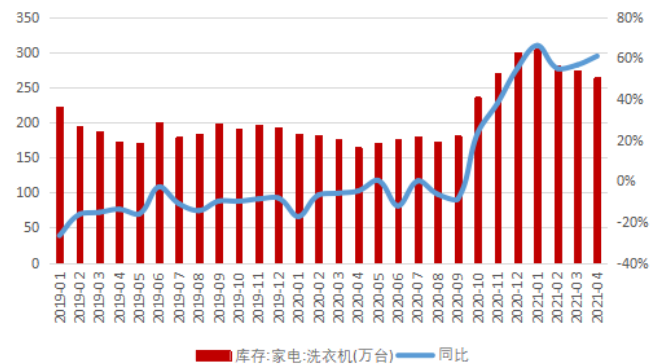
2021 年，从绝对数量上看，家电各品类库存走势有所分化。空调、冰箱等产品的工业库存在 2020 年下半年持续攀升，洗衣机的工业库存在 2020 年 Q4 快速上升，产量增速大于销量增速。2021 年前 4 个月，空调库存继续走高；而洗衣机的库存量逐渐下滑；冰箱、冷柜库存量在 2 月下降较多，随后即恢复至 2020 年末水平。从同比增速上看，2021 年空调、洗衣机、冰箱和冷柜库存均呈现不同程度的上涨。根据产业在线，2021 年 4 月，空调、洗衣机、冰箱、冰柜库存量分别同比增长 39.01%、60.88%、17.07% 和 44.04%。此次家电产品库存增加与 2019 年被动库存增加情况不同，一方面系厂商对未来销售预期乐观，另一方面系上游原材料价格持续上涨，部分厂家对后续原材料价格担忧因而增加库存储备。

图 40：空调库存



资料来源：产业在线，东莞证券研究所

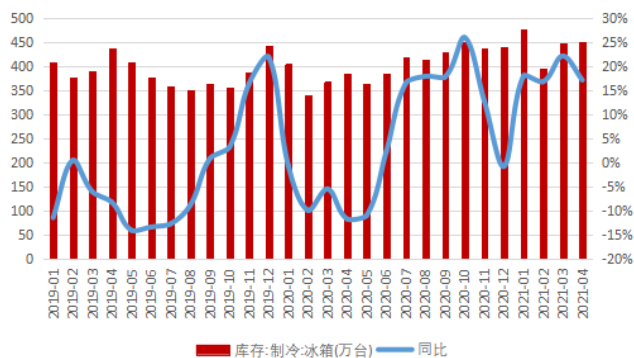
图 41：洗衣机库存



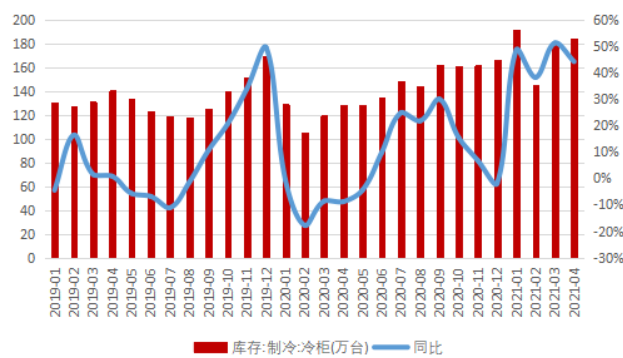
资料来源：产业在线，东莞证券研究所

图 42：冰箱库存

图 43：冷柜库存



资料来源：产业在线，东莞证券研究所



资料来源：产业在线，东莞证券研究所

4. 重点公司分析和投资策略

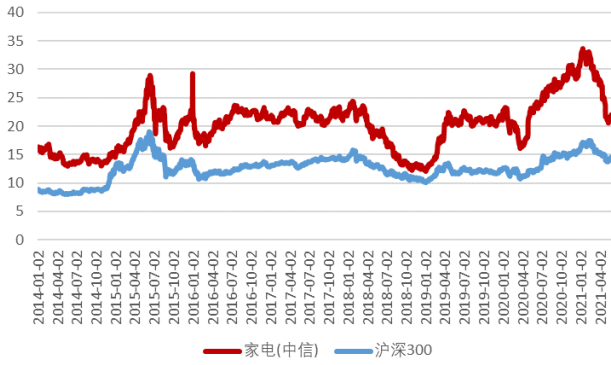
4.1 行业估值较为合理

家电（中信）行业整体 PE（TTM）估值相对较低。截至 2021 年 6 月 21 日，家电（中信）指数 PE（TTM）为 20.55 倍，处于行业近 5 年估值中枢下方。家电（中信）指数 PE（TTM）与沪深 300 指数 PE（TTM）估值之比为 1.42，而近 5 年溢价率平均值为 1.63，可见家电行业整体相对于沪深 300 的溢价率处于行业近 5 年平均值之下。

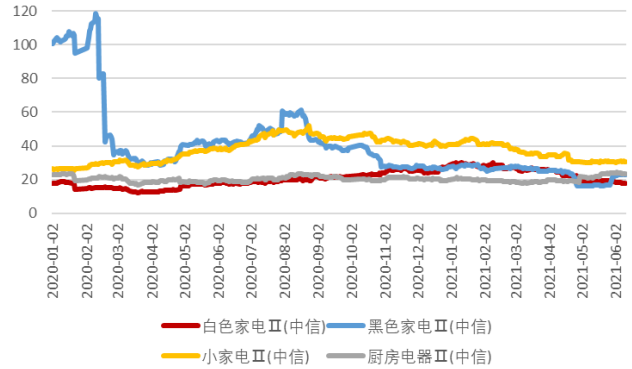
家电板块中，各细分行业估值表现有所差异。2021 年 6 月 21 日，白色家电 II（中信）指数 PE（TTM）为 17.33 倍，黑色家电 II（中信）指数 PE（TTM）为 24.05 倍，小家电 II（中信）指数 PE（TTM）为 29.12 倍，厨房电器 II（中信）指数 PE（TTM）为 23.13 倍。上述四个子行业估值相对于沪深 300 指数 PE（TTM）估值分别为 1.20、1.66、2.01 和 1.60。四大板块中，仅厨房电器相对于沪深 300 的溢价率稍高于行业近 5 年平均值表现，其余子行业相对于沪深 300 的溢价率均处于行业近 5 年平均值之下。从溢价率变化情况来看，白电板块表现较差，厨电板块表现较佳。2021 年 6 月 21 日相对于 2021 年初，厨电相对于沪深 300 估值溢价率上升了 29.27%，而白电相对于沪深 300 估值溢价率下降了 31.44%。白电板块作为家电行业中的高权重子行业，今年上半年走势疲软，主要系上游大宗原材料价格上涨影响所致。由于 2020 年下半年开始，家电上游大宗原材料价格上涨，今年春节过后更是持续走高，而白电企业原材料成本占比普遍较高（超过 80%），因此市场对于白电企业利润的担忧不断。

图 44：家电指数及沪深 300 的 PE 值（TTM）

图 45：家电细分行业指数 PE 值（TTM）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所



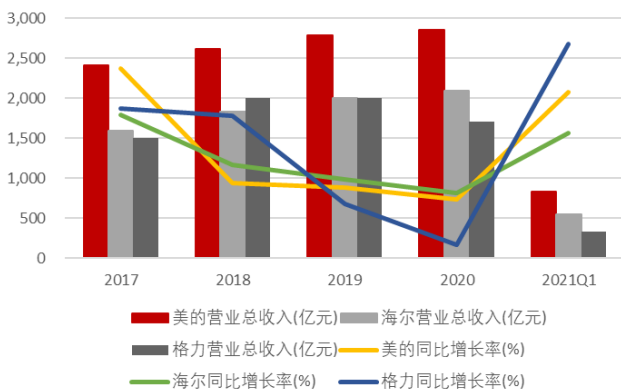
资料来源: Wind, 东莞证券研究所

4.2 重点公司分析

(1) 白电三巨头: 美的集团、海尔智家、格力电器

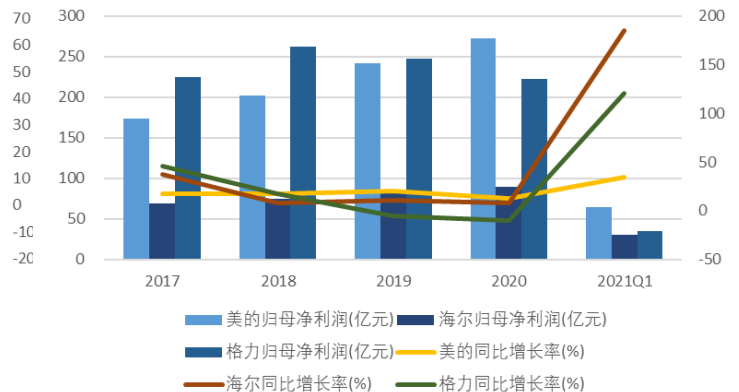
营收方面, 白电三大巨头中, 美的集团的营收规模最大, 海尔智家的营收增速最快。2020 年, 美的集团、海尔智家、格力电器的营业总收入分别为 2857.10 亿元、2097.26 亿元、1704.97 亿元, 分别同比增长 2.27%、4.46% 和 -14.97%。2017 年-2020 年, 美的集团、海尔智家、格力电器的营收 CAGR 分别为 5.70%、9.61% 和 4.36%。可见, 美的集团在营收规模上稳居首位, 且增长较为稳定。归母净利润方面, 美的集团的归母净利润增长亮眼。2020 年, 美的集团、海尔智家、格力电器的归母净利润分别为 272.23 亿元、88.77 亿元、221.75 亿元; 2017 年-2020 年, 三家公司归母净利润 CAGR 分别为 16.35%、8.62% 和 -0.34%, 其中美的集团的归母净利润复合增速接近海尔智家的 2 倍, 盈利能力提升速度更快。2021 年 Q1, 基于低基数效应, 三者均有较佳表现; 美的、海尔、格力的营收同比增速分别为 42.26%、26.96% 和 60.30%, 归母净利润同比增速分别为 34.45%、185.33% 和 120.98%。

图 46: 白电重要上市公司营收情况



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 47: 白电重要上市公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

美的集团更具韧性。①美的集团品牌优势显著, 头部地位稳固。2020 年, 美的集团家电

全品类线上销售额排名第一；其中空调业务收入反超格力，家用空调线上市场份额全网排名第一（35.9%），线下市场份额也超过 33%。就近期增长较快的新风空调而言，2021 年 Q1，美的新风空调线上和线下市场份额均稳居行业第一。此外，美的继续深化多元化发展，在稳保家电业务的同时，积极发展机器人及自动化系统业务、智能供应链业务等，并于 2021 年进军新能源汽车零部件领域。②美的集团加速全球化布局。2020 年公司积极推进数字化运营，新增海外自有品牌销售网点超过 1.7 万家，2020 年末公司海外业务活跃合作客户数量超过 6 万家。③美的集团深化国内渠道变革。公司持续优化零售运营体系，推进用户购买直达，线上线下市场加速融合。

（2）厨电头部企业：老板电器、浙江美大、火星人

老板电器为传统厨电龙头，而浙江美大和火星人为集成灶细分行业头部公司。

传统厨电中，老板电器业绩稳定增长。2020 年，老板电器营业总收入为 81.29 亿元，归母净利润为 16.61 亿元；2017 年-2020 年，其营收和归母净利润 CAGR 分别为 5.03%和 4.37%。2021 年 Q1，老板电器营收同比增长 50.77%，归母净利润同比增长 46.45%。**而集成灶作为厨电新兴品类，近年来蓬勃发展，在厨电中占比日益上升。浙江美大、火星人等头部公司享受行业红利。**2020 年，浙江美大和火星人的营业总收入分别为 17.71 亿元和 16.14 亿元，分别同比增长 5.13%和 21.71%；归母净利润分别为 5.44 亿元和 2.75 亿元，分别同比增长 18.16%和 14.79%。2017 年-2020 年，美大和火星人的营收 CAGR 分别为 19.96%和 32.11%，归母净利润 CAGR 分别为 21.27%和 19.05%。火星人近年来营收规模扩张快，且在疫情影响下表现仍然突出；同时火星人近年大力推广品牌，销售费用率较高，因此利润增长速度稍弱于浙江美大。

图 48：厨电重要上市公司营收情况

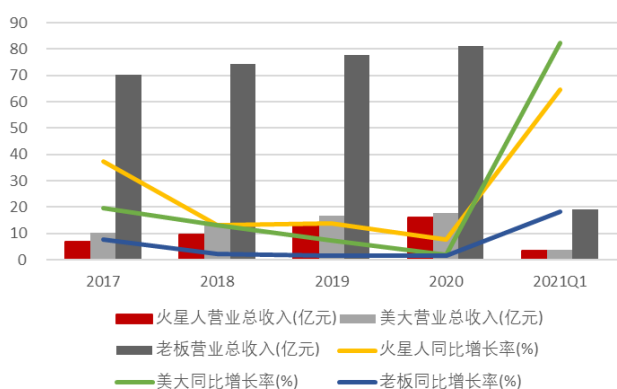
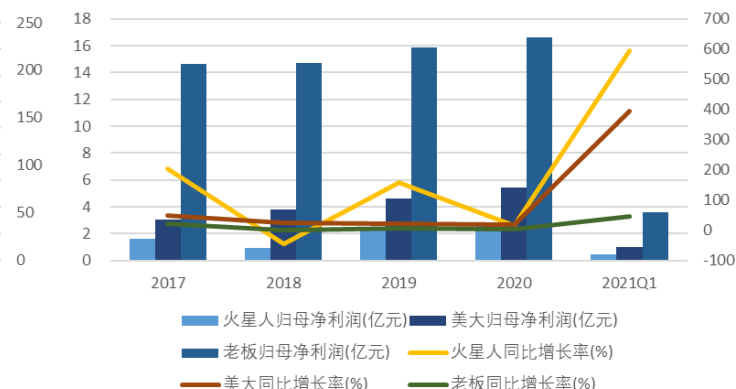


图 49：厨电重要上市公司归母净利润情况



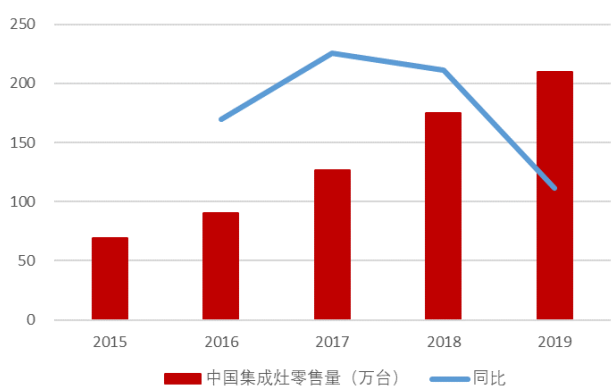
资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

集成灶东风吹起，火星人优势常青。根据中怡康，2015 年-2019 年，中国集成灶零售量从 69.0 万台上升至 209.8 万台，CAGR 为 32.05%；同期，中国集成灶零售额从 48.8 亿元增长至 161.5 亿元，CAGR 为 34.88%。由于中国厨房偏小，促进集成产品的孕育，新兴品类增长迅猛；同时，集成灶对厨电产品有替代效应，量额占比逐年爬升。火星人定位中高端路线，不断推陈出新，提升产品质量，完善产品结构，提高品牌影响力。火星人

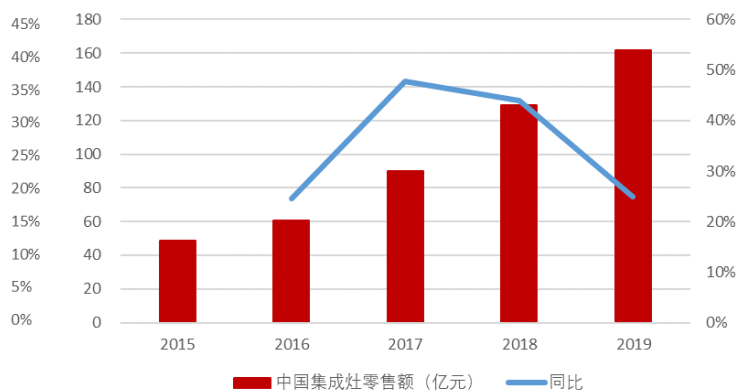
深化全渠道战略，线上渠道方面与天猫、苏宁、京东等电商合作，直营和代销双管齐下，在线上集成灶品牌中长居首位。根据奥维云网，火星人在 2021 年 5 月集成灶线上销额份额和销量份额分别达到 20.8% 和 13.4%，远超排名第二的亿田智能。线下方面，火星人大力推进渠道下沉，2020 年经销商数量达到 1293 家，经销门店数量为 1790 家，经销网络覆盖 31 个省市自治区，并推出线下专供产品，线下销额份额同比增加 5.5 个百分点至 14.4%，线下排名行业第三。除了零售渠道外，火星还开拓工程渠道，且增速较快，目前已成功签约多家战略客户，并成功入驻第三方 B2B 建材采购交易平台“采筑”；整装渠道方面，公司已与国内主流装修公司、家居定制公司、燃气公司等建立合作。

图 50：中国集成灶零售量快速增长



资料来源：中怡康，东莞证券研究所

图 51：中国集成灶零售额快速增长



资料来源：中怡康，东莞证券研究所

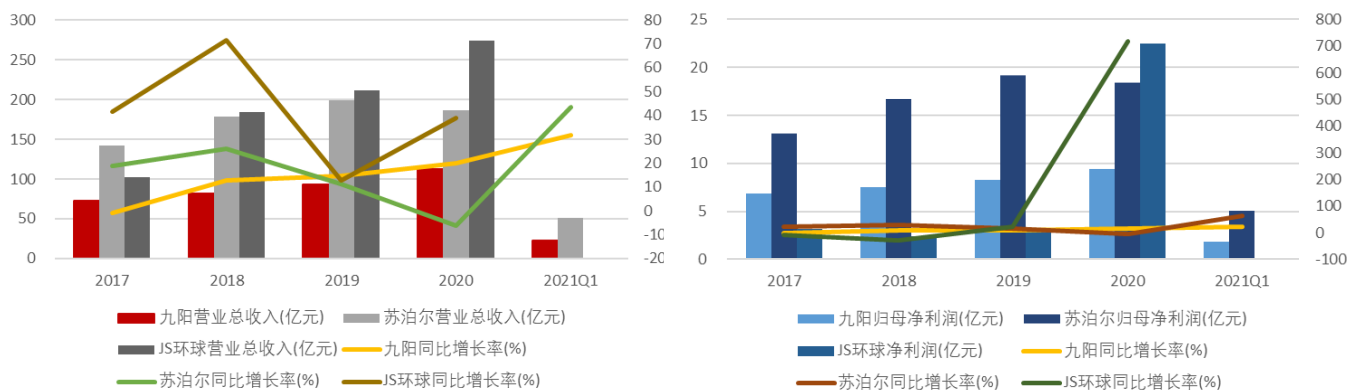
(3) 小家电：九阳股份、苏泊尔、JS 环球生活 (H 股)

疫情加速小家电品牌出海，此处选取品牌效应较强、市值规模较大的公司进行对比。

小家电领域中，各公司表现有所分化，JS 环球生活业绩增长吸睛。2020 年，九阳股份、苏泊尔、JS 环球生活的营业总收入分别为 112.24 亿元、185.97 亿元、274.14 亿元，分别同比增长 20.02%、-6.33% 和 39.00%。2017 年-2020 年，三家公司的营收 CAGR 分别为 15.69%、9.44% 和 38.85%。从营收增速来看，JS 环球生活公司营收规模相对较高，且复合增速远高于其余两家公司。归母净利润方面，2020 年，九阳股份、苏泊尔、JS 环球生活的归母净利润分别为 9.40 亿元、18.46 亿元、22.47 亿元；2017 年-2020 年，三家公司归母净利润 CAGR 分别为 10.91%、12.17% 和 92.50%。值得注意的是，JS 环球生活的归母净利润在 2019 年由负转正，并且在 2020 年同比增长超过 700%。

图 52：小家电重要上市公司营收情况

图 53：小家电重要上市公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

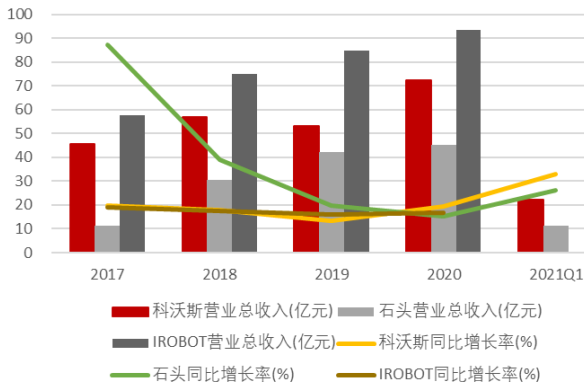
JS 环球生活系全球领先的小家电企业。JS 环球生活是九阳股份的间接控股股东, 2017 年收购 SharkNinja 后, 拥有九阳、Shark 和 Ninja 三大品牌。Shark 和 Ninja 专注于家居环境及厨房电器, 在北美、欧洲、日本等多个国家和地区销售, 九阳供应小家电, 专注于厨电和清洁电器。分品牌来看, 2018 年-2021 年, SharkNinja 营收从 101.40 亿元上升至 178.30 亿元, CAGR 为 32.61%; 同期, 九阳营收从 80.92 亿元上升至 95.47, CAGR 为 8.62%。由此可见, JS 环球生活主战场从国内拓展至海外, 并且海外业务快速发展成为主力军。根据 Frost & Sullivan, 2018 年 JS 环球生活在小家电企业中排全球第六, 全国前三。JS 环球生活一手抓产品, 一手抓渠道。九阳品牌系国内小家电领军者, 紧跟消费潮流, 免手洗豆浆机、静音破壁机、煎烤机等新品不断, 同时又与潮流品牌 IP 跨界合作, 引流扩销。Shark 品牌专攻家居清洁, 推出多款吸尘器, 2020 年夺得美国吸尘器市场份额桂冠; Ninja 品牌主打厨电产品, 其多功能烹饪煲、破壁机等品类于 2020 年在美国市场排名第一。SharkNinja 在海外市场上线下的覆盖程度高, 推动海外零售渠道业务增长。

(4) 清洁电器: 科沃斯、石头科技、IROBOT (美股)

美国 IROBOT 通过扫地机器人带领清洁电器崛起, 而国内清洁电器头部公司有科沃斯、石头科技等。

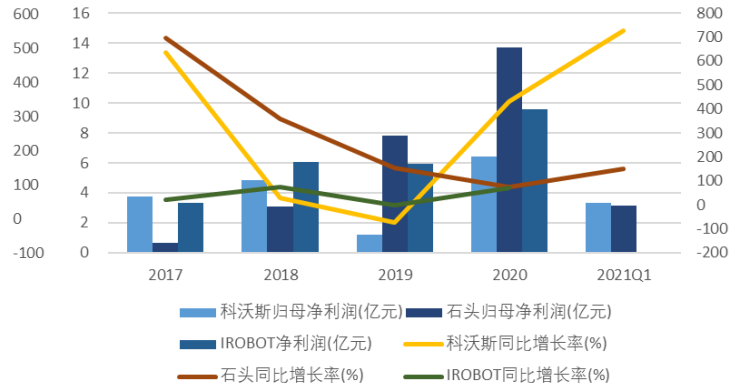
清洁电器头部公司业绩增长较好。营收方面, IROBOT 营收规模连续多年位居首位, 科沃斯营收同比增速高, 石头科技营收复合增速可观。2020 年, 科沃斯、石头科技、IROBOT 的营业总收入分别为 72.34 亿元、45.30 亿元、93.33 亿元, 分别同比增长 36.17%、7.74% 和 17.82%。2017 年-2020 年, 三家公司的营收 CAGR 分别为 16.71%、59.38% 和 17.35%, 石头科技的营收规模增长势能远超其余两家公司。**归母净利润方面, 石头科技的归母净利润增长亮眼。**2020 年, 科沃斯、石头科技、IROBOT 的归母净利润分别为 6.41 亿元、13.69 亿元、9.60 亿元; 2017 年-2020 年, 三家公司归母净利润 CAGR 分别为 19.46%、173.39% 和 42.32%, 三者的盈利能力提升速度有较大差异。

图 54：清洁电器重要上市公司营收情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 55：清洁电器重要上市公司归母净利润情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

虽然科沃斯业绩增速不及石头科技，但作为扫地机器人第一梯队的品牌，科沃斯龙头地位稳固。根据奥维云网，2020 年扫地机器人国内全渠道零售额为 94 亿元，占清洁电器比重达到 39.17%，为清洁电器第一大品类。从不同渠道来看，线上、线下扫地机器人零售额占比分别为 86%和 14%，线上渠道为主场。2021 年 Q1，线上扫地机器人品牌中，科沃斯可谓系绝对龙头，销额占比高达 43.3%，同比上升 0.5 个百分点，远超排第二、第三、第四的小米（占 15.4%）、云鲸（占 11.6%）和石头科技（占 10.5%，同比上升 0.4 个百分点）。科沃斯公司旗下有科沃斯和添可两大自主品牌。科沃斯品牌主打服务机器人，核心产品为扫地机器人，2020 年还推出了新一代沁宝空气净化机器人及窗宝擦窗机器人产品，推动家用服务机器人新品类发展。添可品牌专注高端智能小家电，继手持无线吸尘器后，推出智能洗地机和智能吹风机，紧跟家电消费潮流，积极延展产品线。

4.3 投资建议

2021 年 H2，预计家电内销将延续恢复性增长；家电外销增速将有所放缓，或恢复至疫情前常态水平。国内市场：地产数据向好，2021 年 1-5 月，累计商品房销售面积同比增长情况理想，累计房屋竣工面积和累计房屋新开工面积表现良好。地产行业复苏，仍处于上行阶段，预计地产周期传导至家电行业的红利将在下半年释放，拉动大家电和厨电需求上升。同时，国内疫情强防控的大环境下，之前被抑制的家电需求正在逐步释放，促进家电内销需求拉升。海外方面：全球新冠疫苗接种率日益提升，海外订单回流至国内市场的力度或将有所减弱；但考虑到强者恒强，疫情期间本土家电品牌在海外影响力扩大，国内优秀企业有望继续抢占海外市场份额，预计 2021 年 H2 家电头部企业仍有机会实现海外业务较好增长。综上所述，考虑到 2020 年下半年高基数因素，预计 2021 年下半年中国家电出口增速将有所放缓，全年呈现前高后低的走势。

家电各细分领域继续分化。分品类来看，传统家电保有率较高，虽然有政府对家电行业的扶持政策，但国内消费热情未被全面激活，新增需求仍较有限。在地产红利推动下，预计传统品类会继续呈现恢复性增长，但难以出现全品类大幅上涨的局面。而新兴品类表现将有所不同，消费者需求随着时代发展而变化，消费升级和产品优化将是家电产业

发展的主旋律。近年兴起的洗碗机、干衣机、扫地机器人、洗地机、集成灶等具备高品质、新技术的家电品类，以及 2020 年在消费者面前崭露头角的成套化、场景化方案，有望成为推动家电产业发展的新兴力量。预计新兴品类的市场规模有望保持较高增速。

维持对行业的推荐评级。（1）白电板块：地产红利释放，国内需求回升，白电龙头有望受益。建议关注全球布局较完善、对上下游溢价能力较强、业绩有望迎来拐点的公司，如美的集团（000333）。（2）厨电板块：渗透率快速提升，叠加未来地产红利，集成灶行业有望继续保持高增长。建议关注渠道优势与产品优势并存的头部企业，如火星人（300894）；建议关注积极推出新兴品类并进入集成灶行业的传统厨电龙头，如老板电器（002508）。（3）清洁电器：懒人经济推动家用服务机器人高速发展，扫地机器人成为清洁电器第一大品类。建议关注行业第一梯队、产品及品牌优势明显的公司，如科沃斯（603486）。

表 4：重点公司盈利预测及投资评级（2021/6/20）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
000333	美的集团	73.80	3.87	4.23	4.72	19.07	17.46	15.62	推荐	维持
002508	老板电器	43.19	1.75	2.02	2.29	24.68	21.34	18.84	推荐	维持
300894	火星人	59.69	0.68	0.99	1.30	87.78	60.07	45.90	推荐	维持
603486	科沃斯	193.01	1.14	2.44	3.54	169.31	79.20	54.49	首次推荐	-
002242	九阳股份	33.81	1.23	1.35	1.53	27.49	25.00	22.08	推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5. 风险提示

- （1）疫情防控不确定性对消费端和产业端的影响。
- （2）地产周期复苏不及预期。
- （3）上游原材料价格波动风险等。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn