

家用电器

报告原因：深度报告

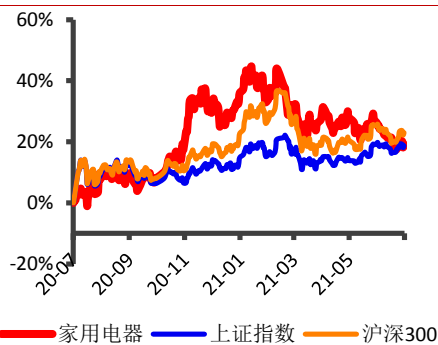
行业回归常态，聚焦高成长细分赛道领跑者

看好

2021年6月30日

行业研究/深度报告

家电行业近一年市场表现



分析师：石晋 CFA

执业登记编码：S0760514050003

E-mail: shijin@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

上半年回顾

一季度行业受去年同期低基数影响，市场规模呈现出较高的增速。进入二季度，低基数效应减弱，行业整体逐渐回归存量博弈常态。家电出口表现亮眼，主要与疫情带来的海外需求增长以及部分海外生产订单回流有关。原材料高位徘徊，产品结构升级和降本增效使得企业毛利率下降的负面影响正在被消化，但整个行业出现明显的规模下降，对市场需求的释放形成了负反馈。渠道方面，线上渠道消费规模增长和消费黏性持续增强。

下半年投资要点

大家电：智能化、套系化成为大家电发展方向。得益于物联网、云计算、大数据、AI 智能等技术的驱动，以及用户生活品质要求的不断提升，智能化、套系化、场景化已成为未来家电产业的发展趋势。我国城镇化进程稳步推进，为消费升级提供有利支撑；Z 世代的崛起以及“银发经济”作为朝阳产业正在逐渐兴起，将加速扩大智能家电的市场规模。由技术及品类数量构筑的宽护城河使得头部企业具有明显优势并将引领行业发展。

厨电：集成灶具有明显的核心竞争力，产品结构持续优化。集成灶对消费人群实现精准覆盖。中小户型家庭对空间利用、声音干扰等功能性需求更高，集成灶的集成化特性节省了厨房空间，符合中小户型的生活需求。集成灶的高吸烟率在开放式厨房具有显著的竞争优势。集成灶通过加快新品迭代、调整销售结构，带动均价同比大幅上调，品类结构升级明显，蒸烤以及蒸烤一体功能等中高端产品份额明显提升。

小家电：扫地机器人技术迭代赋能产品价值增高，产业迎来二次腾飞。虽然目前我国扫地机器人在城镇市场渗透率仅为 5%，但随着 5G、人工智能视觉识别，传感器等技术的发展，产品不断迭代升级很好的解决了使用过程中存在的痛点，加之疫情使人们更加注重家庭卫生清洁，智能扫地机器人在消费者中的认可度快速提升，市场规模迅速扩大。智能扫地机器人正在从“非必需品”向“智能生活标配”转变。智能扫地机器人具有中长期投资价值。

投资建议：

我们认为下半年家电的投资重点在于：



1) 高成长低市场渗透率，后续发展想象空间大，符合智能化、套系化、高端化的行业发展趋势，能够满足提升居民品质生活的需求，能够实现技术迭代赋能产品价值增高的细分行业：建议关注集成灶行业的浙江美大、火星人，扫地机器人国产头部品牌石头科技、科沃斯。

2) 中国智能家电正在成为未来家电市场发展的重要组成部分，头部企业在打造智慧家庭生态圈具有明显的技术优势、资金优势以及品牌优势，建议关注：美的集团、海尔智家。

3) 小家电估值基本回归估值中枢，行业发展仍有上升空间，具有营收稳定增长且前期跌幅较大的小家电公司下半年有望迎来反弹，建议关注：新宝股份、小熊电器。

风险提示：1) 国内国外需求疲弱；2) 产品升级缓慢；3) 房地产行业发展走弱；4) 原材料价格大幅波动

目 录

1. 行业回顾：行业景气度恢复，线上规模持续增长.....	8
1.1 回归历史估值中枢，投资价值显现	8
1.2 原材料高位徘徊，企业成本正在逐渐被消化	10
1.3 渠道：线下市场复苏，线上高端品类占比提升快.....	11
2. 下半年展望：中高端品类扩张循序渐进	13
2.1 大家电：智能化、套系化成为大家电发展方向	13
2.1.1 我国智能家电逐步落地.....	13
2.1.2 客观环境推动智能家电发展.....	15
2.1.3 头部企业智能化布局趋于完善.....	18
2.2 厨电：集成灶产业蓬勃发展，产品结构持续优化	20
2.2.1 集成灶渗透率有望快速提升.....	20
2.2.2 集成灶具有明显的核心竞争力.....	22
2.3 小家电：品类出现明显分化，清洁品类表现亮眼	24
2.3.1 扫地机器人：技术迭代赋能产品价值增高，产业迎来二次腾飞.....	24
2.3.2 小家电：消费需求被延迟，局部品类需求旺盛	29
3. 投资策略	30
4. 重点公司推荐及估值预测	30
5. 风险提示	33



图表目录

图表 1：年初至今家电累计跌幅 11.35%，排第 27 位.....	8
图表 2：P/E（细分行业）.....	8
图表 3：前 5 月国内家电音像累计 3313 亿元，同比 23.2%.....	9
图表 4：一季度主要家电产品出口规模及同比变化.....	9
图表 5：21Q1 行业总收入 2975.6 亿元，同比+46%.....	9
图表 6：21Q1 归母净利润 178 亿元，同比+106%.....	9
图表 7：21 年一季度毛利率 22.1%.....	10
图表 8：三费均出现下降.....	10
图表 9：钢材价格指数走势.....	10
图表 10：塑料价格指数走势.....	10
图表 11：铜价走势（元/吨）.....	11
图表 12：铝价格指数走势.....	11
图表 13：液晶面板价格（美元/片）.....	11
图表 14：面板尺寸涨跌幅环比变化（%）.....	11
图表 15：实物商品网上零售额（亿元）及比重（%）.....	12
图表 16：家电国内线上规模持续扩大.....	12
图表 17：广告触达率比较.....	12
图表 18：中国直播电商规模（亿元）.....	12
图表 19：家电线下市场规模（亿元）.....	13
图表 20：主要高端白电市场份额占比.....	13
图表 21：智能家电发展.....	13
图表 22：国内智能家电规模（亿元）.....	14

图表 23: 家电企业智能产品渗透率	14
图表 24: 2020 年国内智能家电销量及同比	14
图表 25: 主要智能家电渗透率	14
图表 26: 大家电的智能功能	14
图表 27: 近 6 月已购智能产品	15
图表 28: 未来计划添置智能产品的概率	15
图表 29: 中国城镇化率 (%)	15
图表 30: 部分国家城镇人口比例 (%)	15
图表 31: 居民可支配收入与社会消费品零售同比 (%)	16
图表 32: 我国城镇在岗职工平均薪酬 (元) 及同比	16
图表 33: Z 世代消费关注主要要素	16
图表 34: Z 世代活跃用户及增速	17
图表 35: Z 世代线上消费能力及意愿	17
图表 36: 人口比例增长率变动 (%)	17
图表 37: 65 岁以上人口数量及占比	17
图表 38: 老年人线上消费能力	18
图表 39: 中国老年市场规模 (万亿元)	18
图表 40: IOT 合作伙伴	18
图表 41: 美的智慧生活	19
图表 42: 海尔全屋场景智慧解决方案	19
图表 43: HAIER 国内智慧家庭各业务销售收入 (亿元)	19
图表 44: 海尔三翼鸟全屋智能	20
图表 45: 住宅竣工累计面积 (万平米) 及增速 (%)	20

图表 46: 住宅销售累计面积（万平米）及增速（%）	20
图表 47: 集成灶销量（万台）及增速（%）	21
图表 48: 集成灶市场规模（亿元）及增速（%）	21
图表 49: 集成灶线上/线下分类型销售占比（%）	21
图表 50: 线上分类型销售占比（%）	22
图表 51: 线下分类型销售占比（%）	22
图表 52: 居民人均住房面积（平方米）	22
图表 53: 万科中小户型销售占比（%）	22
图表 54: 厨房面积分布（%）	23
图表 55: 国内厨房现状	23
图表 56: 集成灶更加节约空间	23
图表 57: 集成灶更适合开放式厨房	23
图表 58: 厨房套系化	24
图表 59: 全球扫地机器人市场规模（亿美元）	24
图表 60: 2019 主要国家扫地机器人销量（万台）	24
图表 61: 智能产品功能实用度（%）	25
图表 62: 智能家电潜在购买程度（%）	25
图表 63: 智能扫地机器人技术迭代加速	25
图表 64: 主要扫地机器人公司研发费用	26
图表 65: 扫地机器人产品专利数量	26
图表 66: 智能机器人导航方式比较	26
图表 67: 国内扫地机器人市场规模及增速	27
图表 68: 智能扫地机器人渠道分布	27



图表 69: 线上扫地机销售额占比 (%)	27
图表 70: 线上扫地机销量占比 (%)	27
图表 71: 扫地机器人产品价格及变动 (元)	28
图表 72: 线上清洁电器 TOP10	28
图表 73: 品牌市场集中度	28
图表 74: 扫地机器人畅销品牌	28
图表 75: 小家电品类丰富, 细分市场存在挖掘机会	29
图表 76: 中国单身人群规模 (亿人) 及增速	29
图表 77: 便携式小家电	29
图表 78: 重点公司估值 (2021 年 6 月 25 日)	32

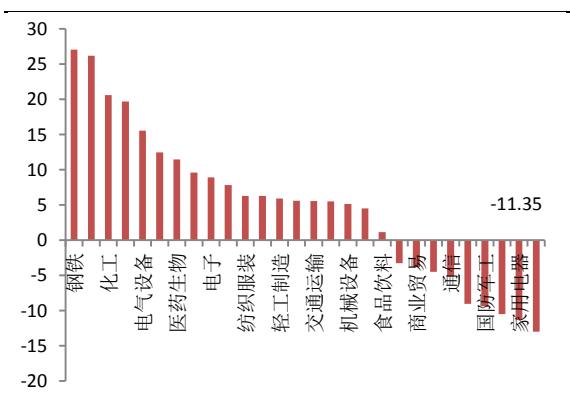
1. 行业回顾：行业景气度恢复，线上规模持续增长

1.1 回归历史估值中枢，投资价值显现

年初至今（截止到 6.25 日），家电行业跌 11.35%，在 28 个一级行业中排名第 27 位，跑输沪深 300 13.52 个百分点。进入 2021 年以来，受流动性预期收紧和原材料涨价影响，行业整体估值水平由 30 倍回撤到 18 倍附近，小家电 pe 回落到 27 倍的水平，白电 pe 为 18 倍；彩电 pe 持续走跌至 19x 附近，较年初高点回调明显。从历史表现来看，行业基本回归估值中枢附近。

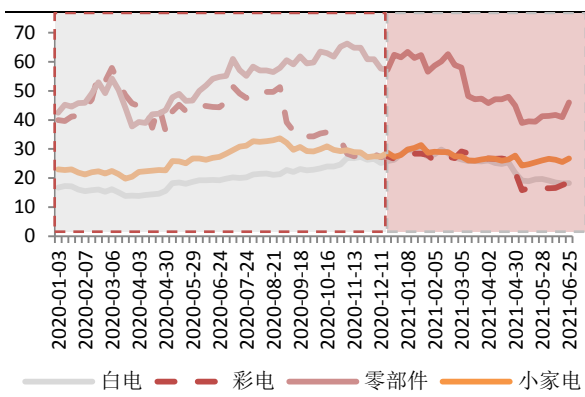
结合子板块和重点公司的走势来看，基本面和二级市场股价表现基本相匹配。消费升级带来的旺盛消费需求使得生活电器普遍表现亮眼，科沃斯、莱克电气涨幅超过 100%，领跑行业。考虑到清洁电器的家庭平均拥有量、市场渗透率以及智能化程度，预计板块的高景气度有望持续。此外，需求旺盛的按摩家电以及集成灶等细分行业表现也优于行业平均。

图表 1：年初至今家电累计跌幅 11.35%，排第 27 位



来源：wind，山西证券研究所（截至 6.25）

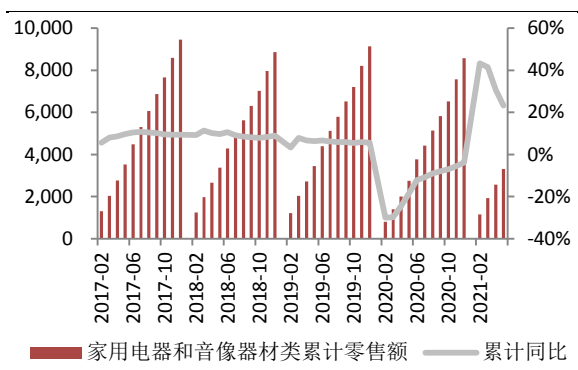
图表 2：P/E（细分行业）



来源：wind，山西证券研究所（截至 6.25）

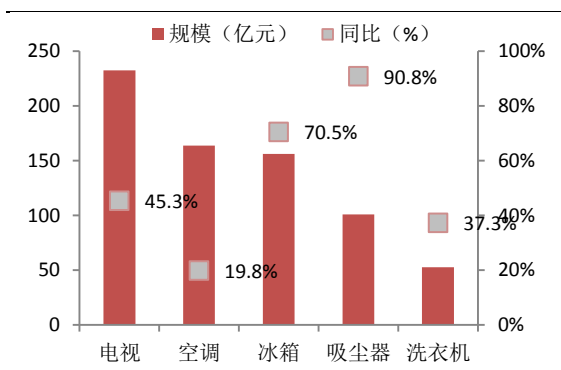
在房地产竣工持续复、疫情控制良好及居民收入水平整体平稳的背景下，剔除疫情影响，2021 年上半年行业总体运行状况基本符合预期。1-5 月，国内家电零售累计规模在 3313.8 亿元，同比+23.2%，较 2019 年同比下降 3.9%。从单月表现来看，5 月规模 748.3 亿元，同比+3.1%，进入二季度销售额增速逐渐放缓，开始恢复常态。家用电器出口总额为 1479 亿元人民币，同比增长 63%，主要出口品类仍以四大家电以及部分海外家庭必备小家电为主。从增长动能来看，家电出口的亮眼表现主要与疫情带来的海外需求增长以及部分海外生产订单回流有关。

图表 3：前 5 月国内家电音像累计 3313 亿元，同比 23.2%



来源：wind，山西证券研究所

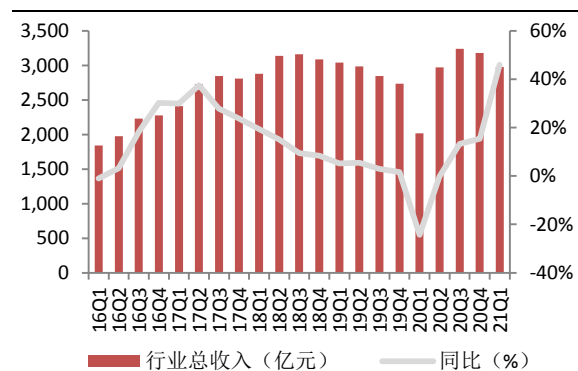
图表 4：一季度主要家电产品出口规模及同比变化



来源：全国家用电器工业信息中心，山西证券研究所

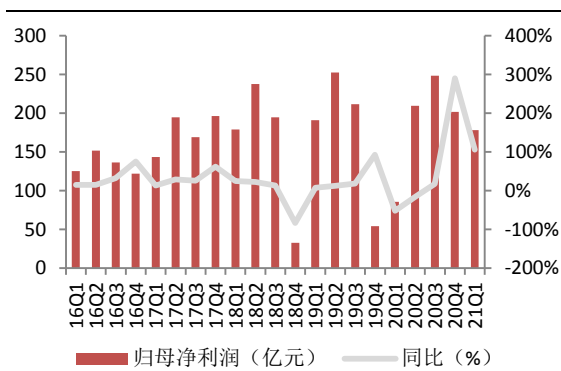
Q1 受去年同期低基数影响，行业市场规模呈现出较高的增速。一季度实现营业收入 2976 亿元，同比增长+46%；归母净利润 178 亿元，同比增长+106%；若剔除疫情影响，较 2019 年同期分别变动-2.1%和-6.8%，行业仍未恢复到疫情前水平。进入 4 月之后，低基数效应减弱，行业整体逐渐回归存量博弈常态。

图表 5：21Q1 行业总收入 2975.6 亿元，同比+46%



来源：wind，山西证券研究所

图表 6：21Q1 归母净利润 178 亿元，同比+106%

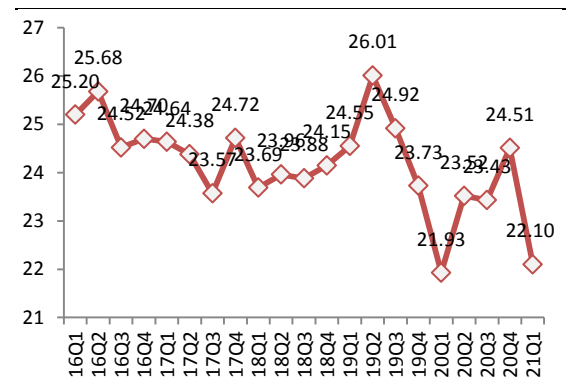


来源：wind，山西证券研究所

一季度行业整体毛利率为 22.1%，较去年同期变动+0.17 个百分点，剔除疫情影响后，较 19 年一季度下降 2.45 个百分点。费用方面，销售费用率下降到 9.28%，营销费用持续向直播和新媒体平台倾斜；管理费用率下降到 2.94%；财务费率基本维持平稳，区间窄幅震荡。总体上，随着销售渠道重心向线上转移，销售费用率会进一步降低，而收入规模的加速回升也会带来管理费用率和研发费用率的下降。

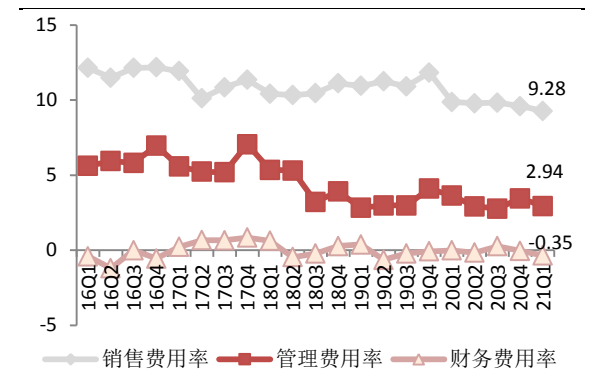


图表 7：21 年一季度毛利率 22.1%



来源：wind，山西证券研究所

图表 8：三费均出现下降

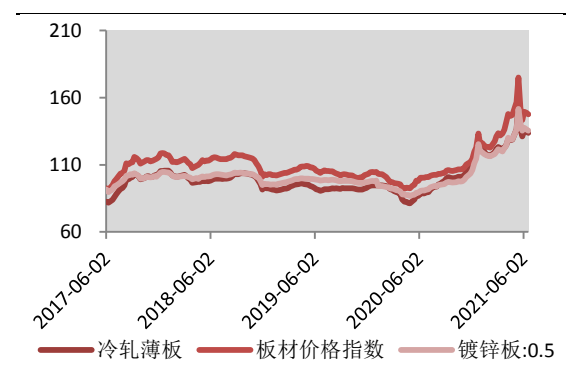


来源：wind，山西证券研究所

1.2 原材料高位徘徊，企业成本正在逐渐被消化

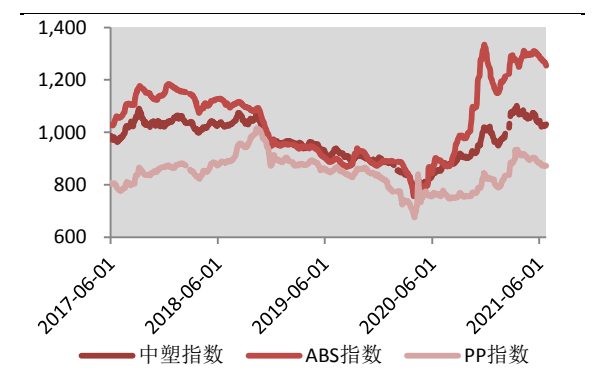
根据价格传导机制，价格水平的波动一般先出现在生产领域，然后通过产业链向下游制造业传导，最后到消费品领域。需求旺盛与供给短缺的错配导致生产成本持续近一年的上涨，近期才开始回落。截至 6 月底，塑料、钢材、铜和铝的涨幅分别为 20%、47%、44%和 36%。由于上市公司普遍具有品牌优势和技术优势，产品结构升级和降本增效使得企业毛利率下降的负面影响正在被消化，但整个行业出现明显的价增量跌、规模下降，对市场需求的释放形成了负反馈。

图表 9：钢材价格指数走势



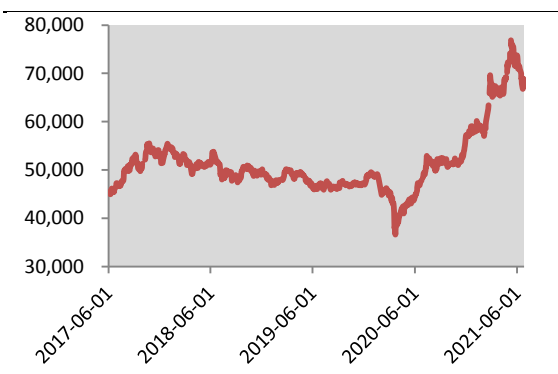
来源：wind，山西证券研究所

图表 10：塑料价格指数走势



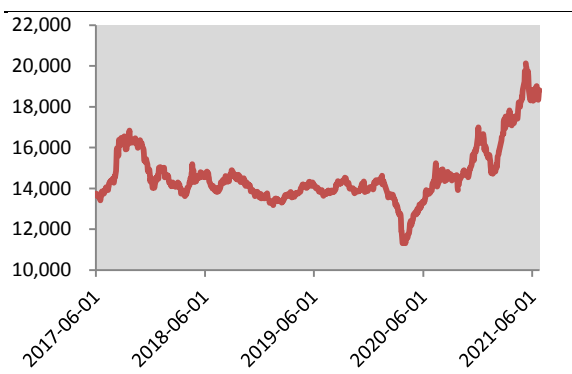
来源：wind，山西证券研究所

图表 11：铜价走势（元/吨）



来源：wind，山西证券研究所

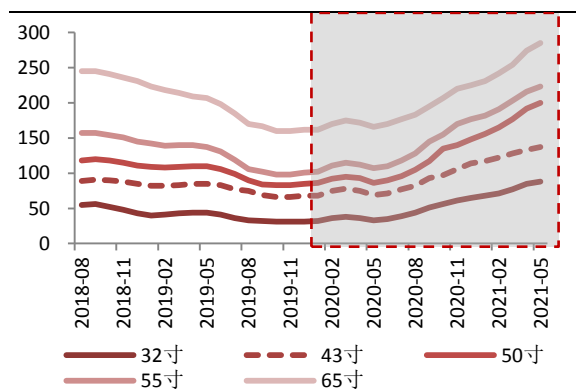
图表 12：铝价格指数走势



来源：wind、山西证券研究所

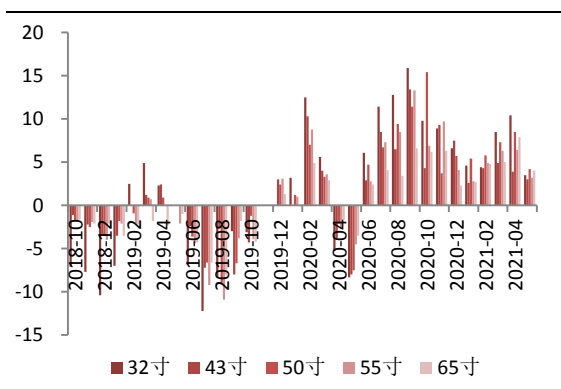
大尺寸维持较大涨幅，中小尺寸价格涨幅收窄。5月末，32寸液晶电视面板价格为88美元/片，月环比上涨3.5%；50寸液晶电视面板价格为200美元/片，月环比上涨4.2%；55寸液晶电视面板价格为223美元/片，月环比上涨3.2%；65寸液晶电视面板价格为285美元/片，月环比上涨4%。预计Q4将进入消费淡季，面板供需关系会从供不应求逐步到供需平衡甚至供过于求。从近一年的表现来看，全球电视面板尺寸需求出现明显分化，小尺寸由于前期的高涨幅未来有可能出现滞涨甚至向下调整，而大尺寸（65、75吋）前期涨幅相对较小，短期会保持强势，同时从中长期来看，大尺寸的战略清晰以及集中度远高于小尺寸。

图表 13：液晶面板价格（美元/片）



来源：wind，山西证券研究所

图表 14：面板尺寸涨跌幅环比变化（%）



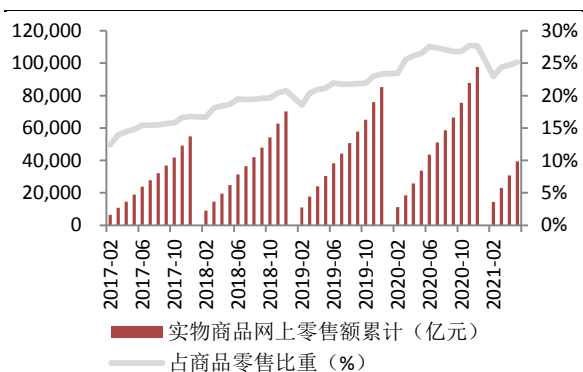
来源：wind、山西证券研究所

1.3 渠道：线下市场复苏，线上高端品类占比提升快

疫情催化消费流量向线上倾斜。由于疫情导致经济社会活动受限，截至21年5月，全国实物商品网上零售额累计达到399377亿元，较上年同期增长16.7%；占商品零售总额的25.2%。线上渠道消费规模增长和消费黏性持续增强，2020年线上规模首

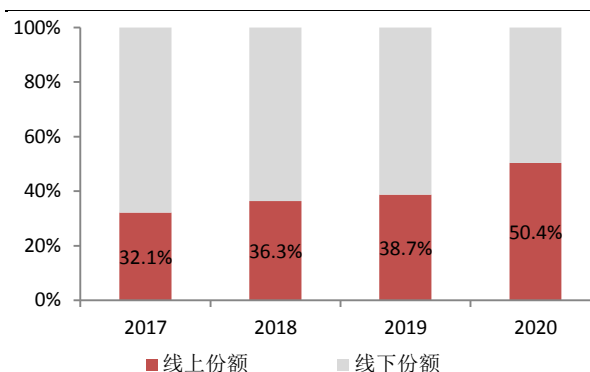
次超过线下，21年一季度线上家电销售规模为769.1亿元，同比+32.5%。

图表 15：实物商品网上零售额（亿元）及比重（%）



来源：wind，山西证券研究所

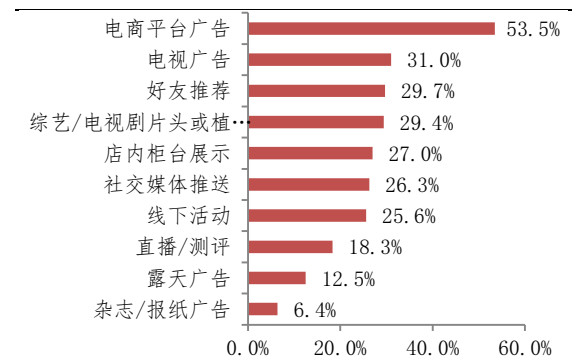
图表 16：家电国内线上规模持续扩大



来源：中国家电研究院，山西证券研究所

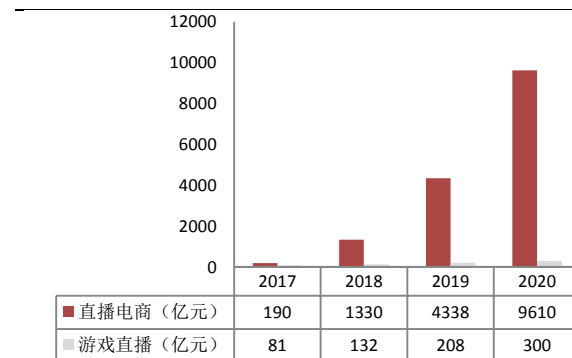
2020年中国直播电商市场规模为9610亿元，远高于游戏直播市场规模的300.3亿元。618期间，抖音总体累计看播人次372亿，其中单场成交额在千万元以上的直播间达153个。直播/短视频具有传播效率高、粉丝数量庞大以及快速流量变现的优势。在5G网络普及和VR技术逐渐成熟的推动下，电商直播有望带给企业和用户更深入直接的交互。从第三方调研的结果来看，电商广告触达率明显高于其它营销渠道。

图表 17：广告触达率比较



来源：中怡康，山西证券研究所

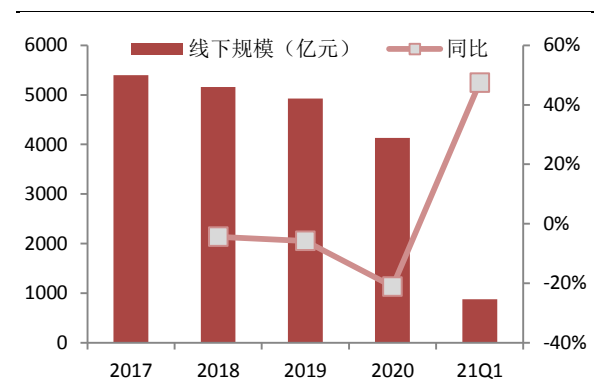
图表 18：中国直播电商规模（亿元）



来源：智研咨询，山西证券研究所

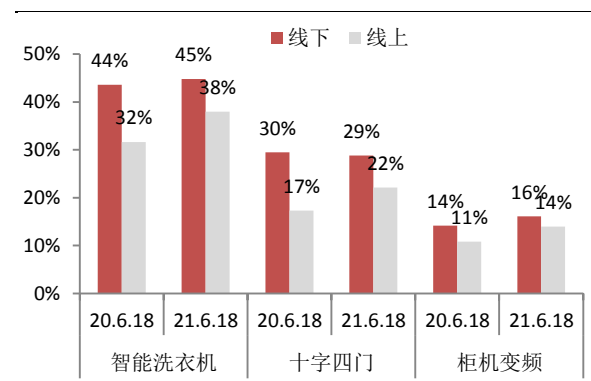
2021年上半年，线下市场快速回暖，一季度实现累计零售额872.7亿元，规模同比+47.4%。在行业整体涨价的背景下，高端产品性价比凸显。线下高端家电销售占比更高，但线上增速更为明显。

图表 19：家电线下市场规模（亿元）



来源：中国家电研究院，山西证券研究所

图表 20：主要高端白电市场份额占比



来源：公开资料整理，山西证券研究所

2. 下半年展望：中高端品类扩张循序渐进

2.1 大家电：智能化、套系化成为大家电发展方向

2.1.1 我国智能家电逐步落地

2014 年，家电行业的智能化概念和技术逐步开始落地。2017 年 11 月，家电协会标准《智能家电云云互联互通标准》正式发布，这是国内首个智能家电互联互通团体标准。得益于物联网、云计算、大数据、人工智能等技术的驱动，以及用户生活品质要求的不断提升，智能化、套系化、场景化已成为未来家电产业的发展趋势。

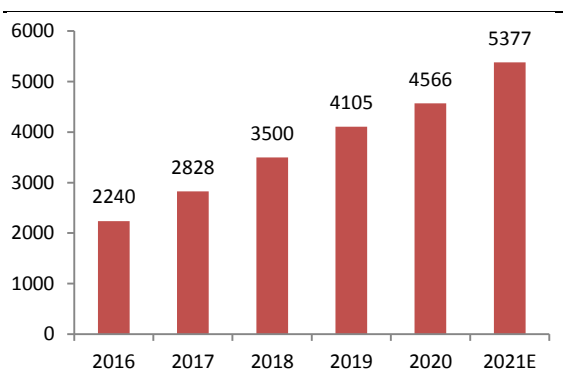
图表 21：智能家电发展



来源：百度，山西证券研究所整理

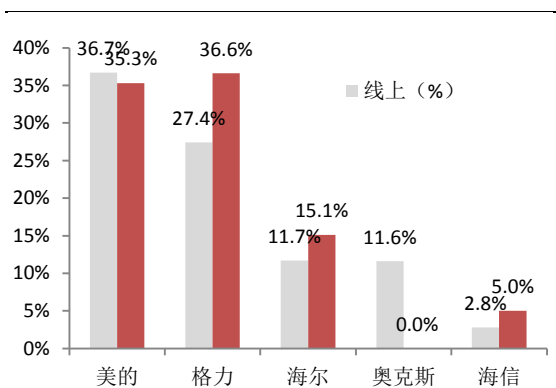
2020 年我国智能家电市场规模达 4566 亿元，预计 2021 年规模将达 5377 亿元，同比约增长 17.8%。从智能家电的销售来看，由技术及品类构筑的宽护城河，头部企业具有明显优势并引领行业发展，智能产品渗透率居前的企业为美的、格力和海尔。

图表 22：国内智能家电规模（亿元）



来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

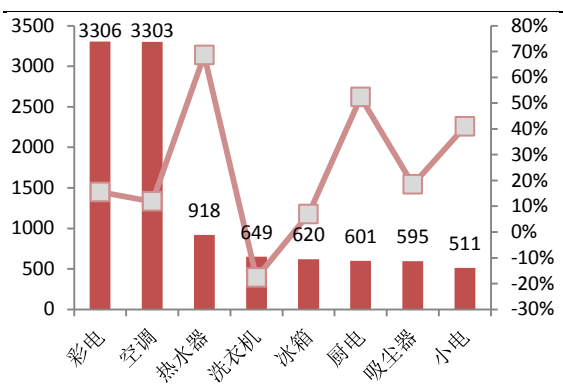
图表 23：家电企业智能产品渗透率



来源：奥维，山西证券研究所

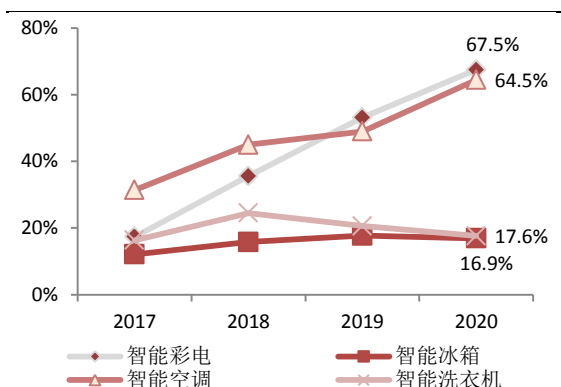
2020 年，大家电智能化程度更高，空调智能化渗透率为 64.5%，仅次于彩电，产品销售在 3000 万台以上。20Q1，WIFI+智能投放以及单独智能投放的洗衣机在线上渗透率分别提升 2.5%和 3.1%；线下提升 4.4%和 2%。618 期间京东开门红当日，智能冰箱全天成交额同比增长超过 10 倍，8000 元以上高端柜机销量同比增长 230%，卡萨帝、COLMO 高端品牌成交额同比增长 200%。

图表 24：2020 年国内智能家电销量及同比



来源：前瞻，山西证券研究所

图表 25：主要智能家电渗透率



来源：奥维，山西证券研究所

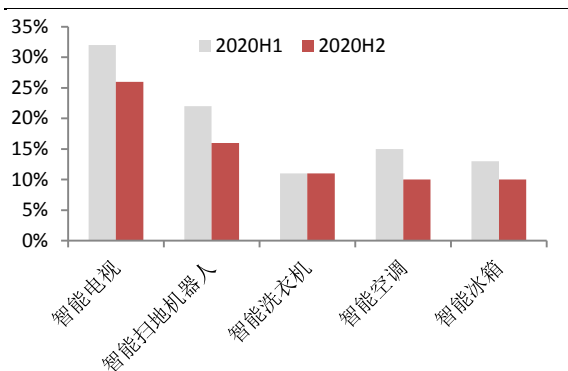
图表 26：大家电的智能功能

识别身份，AI 语音交互； 定制膳食计划， 管理健康书籍； 远程监控食材	定制洗护模式； 智能自动投放； 人机交互	智慧感温 自动调节 AI 语音控制	AI 语音控制 娱乐中心控制

来源：Baidu，山西证券研究所

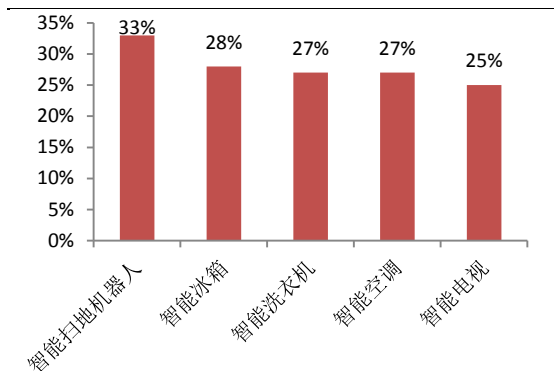
主动智能与人机交互是智能家电未来主要发展趋势。根据 GfK 调研，截止 2020 年底，中国消费者家中平均拥有的智能产品数量达 7 个。其中，智能电视作为智能化程度最高的家电品类，在同行业中市场认可度也最高。在未来计划添置的家电中，搭载“健康+智能”概念的产品明显更受关注，消费者对智能扫地机器人、智能冰箱等添置意愿较高，保留在长期购买清单中。

图表 27：近 6 月已购智能产品



来源：中怡康，山西证券研究所

图表 28：未来计划添置智能产品的概率

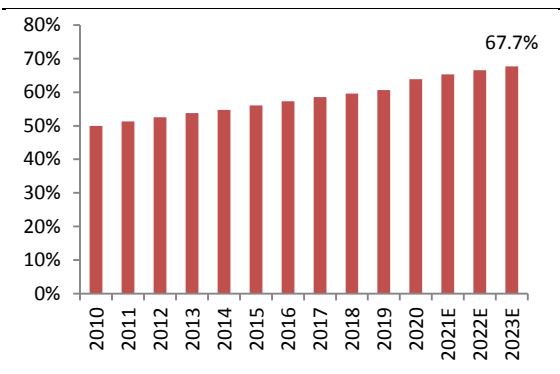


来源：中怡康，山西证券研究所

2.1.2 客观环境推动智能家电发展

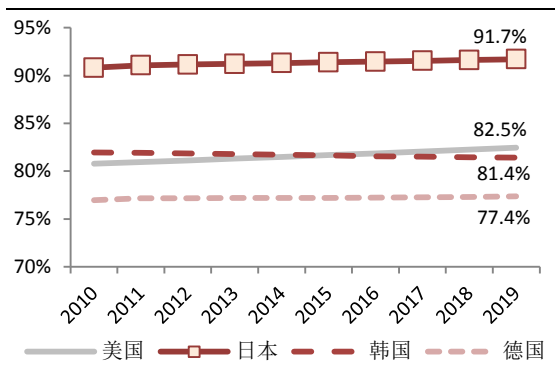
我国城镇化进程稳中有涨，为消费升级提供有利支撑。第七次普查结果显示，城镇常住人口占 63.9%；乡村常住人口占 36.1%。与第六次全国人口普查相比，城镇人口比重上升 14.21pct，平均每年上升 1.4pct。相较于发达国家 80%以上的城镇化率，我国的城镇化率还存在较大的提升空间。随着城镇化进程稳步推进，城乡基本公共服务均等化、基础设施、生产生活方式等方面将不断改善，存在巨大的内循环潜力。

图表 29：中国城镇化率 (%)



来源：国家统计局，山西证券研究所预测

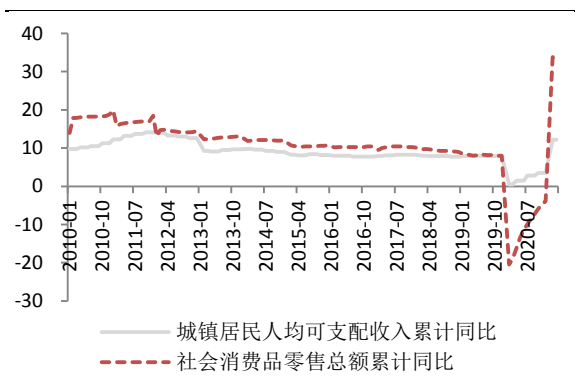
图表 30：部分国家城镇人口比例 (%)



来源：世界银行，山西证券研究所

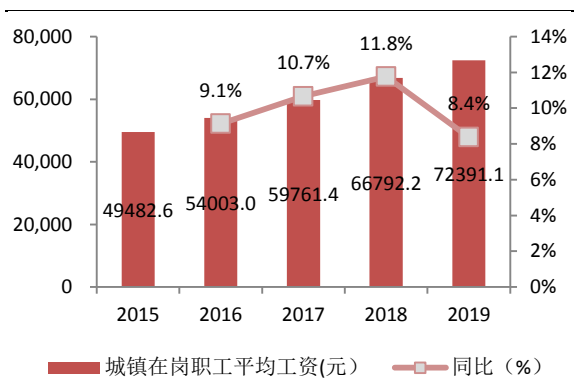
截至 2021 年一季度，我国城镇居民可支配收入累计增速为 12.2%，同期社会消费品零售总额累计增速为 33.9%，剔除 2020 年的数据后，两者在我们观察的时间段上具有较强正相关性 (+0.69)。虽然我国经济增速受人口红利等因素影响有进一步下行的压力，但仍处于较高水平，未来可支配收入的增长将继续对消费形成支撑。从薪酬层面来看，城镇在岗职工平均薪酬从 2015 年不到 5 万元，2019 年的提升到 7 万元以上，年平均增速维持在 8% 以上，超过 GDP 增速。

图表 31：居民可支配收入与社会消费品零售同比 (%)



来源：统计局，山西证券研究所

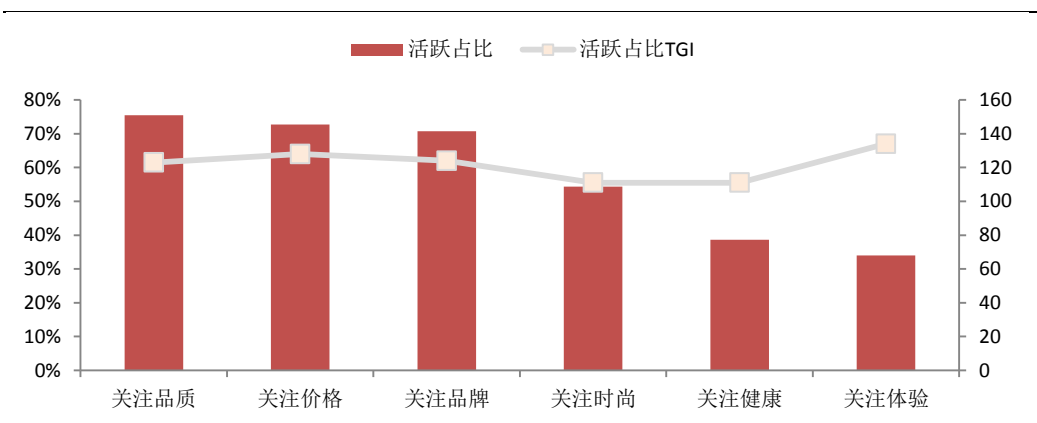
图表 32：我国城镇在岗职工平均薪酬 (元) 及同比



来源：统计局，山西证券研究所

Z 世代的庞大人群将加速扩大智能家电的规模。 疫情期间，相较于高收入家庭，低收入家庭财富受到负面影响更为严重。消费行业呈现出总体较弱，但高端需求强势增长的局面。作为消费主力的 80、90 后甚至是 Z 世代的崛起，消费群体质量不断升级，更愿意为高智能、高品质的商品支付溢价。

图表 33：Z 世代消费关注主要要素

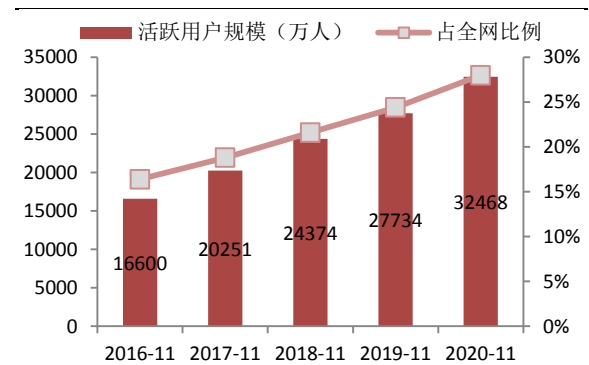


来源：QUESTMOBILE，山西证券研究所 (TGI 是反映目标群体在特定研究范围内的强势或弱势的指数，以 100 为平均水平)。

截止到 2020 年 11 月，Z 世代网上活跃用户规模达到 3.2 亿人，占全体移动网民

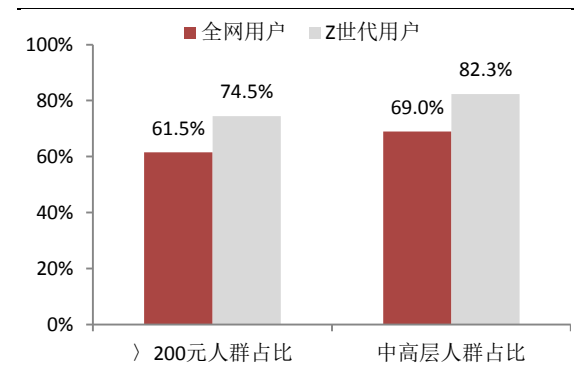
28.1%。Euromonitor 数据显示，全球有超过 67% 的受访者表示使用科技来改善生活，41% 的受访者愿意购买智能家电和电子产品，其中 Z 世代群体对人工智能产品尤为欢迎。Z 世代用户作为年轻一代群体，优越的生活条件使得他们具有更高的消费实力和消费意愿。Z 世代是伴随着智能手机和社交媒体长大，对互联网的高度依赖，未来将会成为推动线上智能高端家电产品占比提升的主力军。

图表 34：Z 世代活跃用户及增速



来源：questmobile, 山西证券研究所

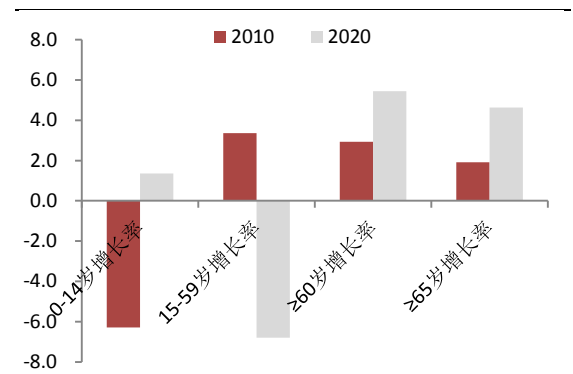
图表 35：Z 世代线上消费能力及意愿



来源：questmobile, 山西证券研究所

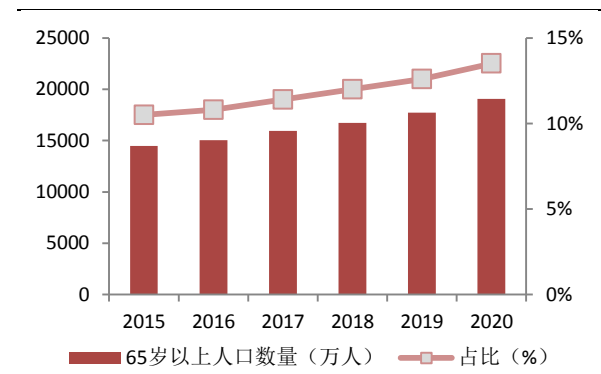
我国银发消费市场规模将不断扩大。 根据国家统计局数据，截至 2020 年，我国 65 岁及以上人口约 1.9 亿，占总人口的 13.5%。2020 年 60 岁和 65 岁以上的人口增长率明显高于 2010 年，预计十四五时期老年人口将超 3 亿。相当大一部分中国老年人拥有稳定的收入，他们的消费观念正由以前的储蓄为主向生活改善型转化，需求也变得越来越复杂和多样化。此外，子女在孝敬父母，为父母购买产品方面也扮演了积极的角色。

图表 36：人口比例增长率变动 (%)



来源：国家统计局, 山西证券研究所

图表 37：65 岁以上人口数量及占比

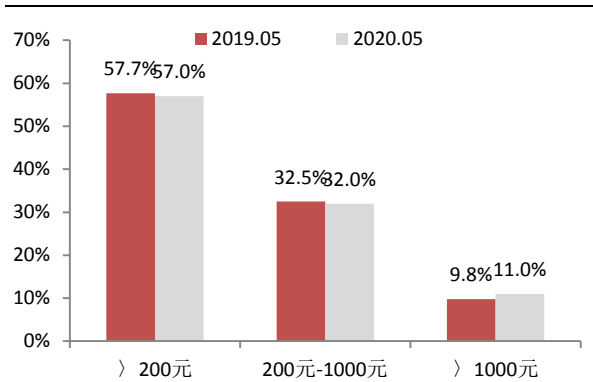


来源：国家统计局, 山西证券研究所

随着老年人对于智能手机的依赖程度的提高，互联网也逐渐在老年人中间普及，网购的比例大幅提升，该群体成为互联网下半场的最大红利。“银发经济”作为朝阳产

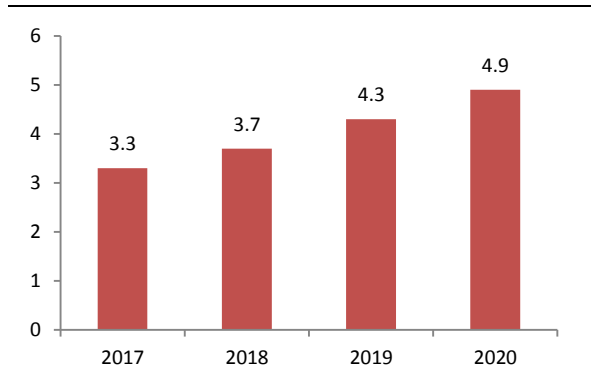
业正在逐渐兴起。

图表 38：老年人线上消费能力



来源：奥维，山西证券研究所

图表 39：中国老年市场规模（万亿元）



来源：奥维，山西证券研究所

2.1.3 头部企业智能化布局趋于完善

美的积极打造智能生活生态圈层赋能终端 美的公司 18 年成立 IoT 公司，通过对云平台、美居 APP、智能连接模块和售后服务等方面持续优化。公司秉承生态全开放理念对外拓展战略合作和开发者平台，联合建设打造智慧家庭生态圈，实现了单品的灵活定制和全屋套系化定制。

图表 40：IoT 合作伙伴



来源：美的官网，山西证券研究所

美的积极实现智能场景门店落地。 公司以智能化场景体验为核心，全面落地智能化终端升级，零售网点已超过 3.5 万家，布局超过 550 家 EDIS 全屋智能服务网点，为用户提供全屋整装、空间改造和智能套系的产品和服务。美的有超过 50+ 品类智能产品，覆盖超过 200+ 个全屋智能场景。

图表 41：美的智慧生活



来源：公司官网，山西证券研究所

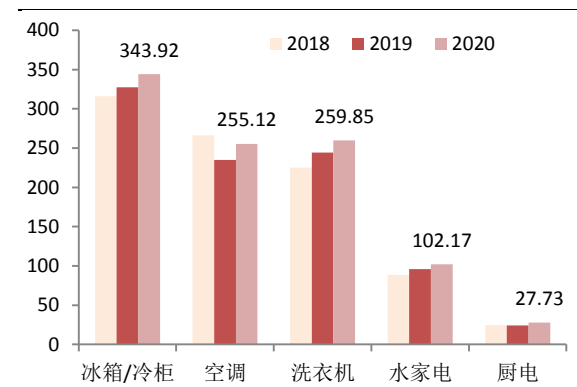
Haier 依托高端品牌的领先优势，以产品创新和场景重塑来实现高质量市场份额增长。2020 年 9 月，海尔推出了三翼鸟场景品牌，通过智家 APP 及线下体验中心协同提供智慧家庭全场景解决方案。2020 年底，公司已推出 325 家三翼鸟 001 号店，实现核心城市的全覆盖。三翼鸟场景方案有效带动公司成套产品销售，销量同比增长 41%；其中高端智慧成套销量同比增长 63.2%。2020 年，Haier 在国内的智慧家庭业务中冰箱收入 344 亿元，空调 255 亿元，洗衣机 260 亿元，水家电 102 亿元，厨电 27.7 亿元，分别同比增长 5%、8.6%、6.3%、6.5%和 13.6%。

图表 42：海尔全屋场景智慧解决方案



来源：公司官网，山西证券研究所

图表 43：Haier 国内智慧家庭各业务销售收入（亿元）



来源：公司公告，山西证券研究所

图表 44：海尔三翼鸟全屋智能



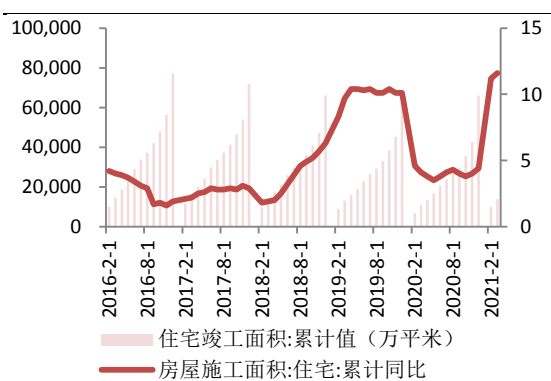
来源：公司官网，山西证券研究所

2.2 厨电：集成灶产业蓬勃发展，产品结构持续优化

2.2.1 集成灶渗透率有望快速提升

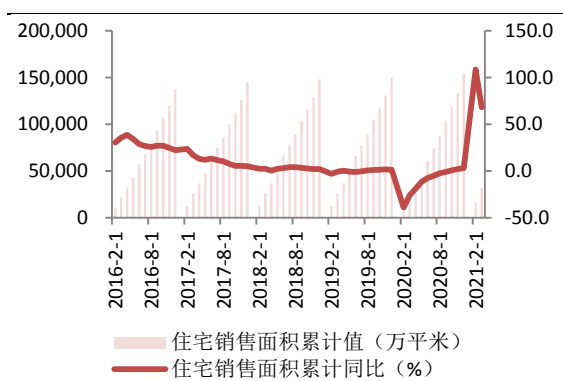
房地产市场回暖，对厨电销售形成正向影响 2021 年 1-5 月住宅竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 11%。由于装修的时滞性，房地产竣工及交房数据的回暖对未来 6-18 个月的厨电销售形成正向推动作用；而销售数据的持续回暖将会利好未来 2-3 年厨电市场的表现。过去集成灶由于体量不大，受房地产市场景气度影响较小，一直保持超行业平均水平的增长。随着集成灶市场规模不断扩大，产品知名度提升，与房地产的相关性将逐渐提高。

图表 45：住宅竣工累计面积（万平方米）及增速（%）



来源：wind，山西证券研究所

图表 46：住宅销售累计面积（万平方米）及增速（%）

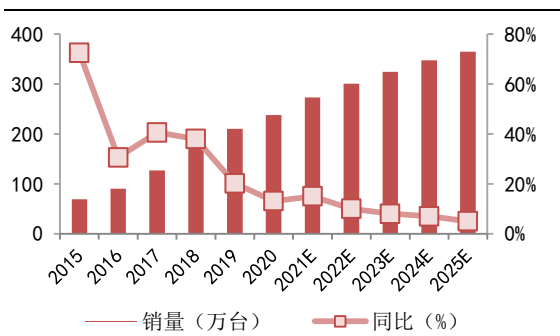


来源：中怡康，山西证券研究所预测

集成灶替代效应明显增强 与传统吸油烟机相比，集成灶的烟灶具的一体化设计，缩小了燃气灶与烟机风口之间的距离，具有油烟吸净效果好、节省厨房空间等优点，对传统烟机的替代性明显增强。2021-2025 年的销量 CAGR 预计为 15%，超过传统厨电

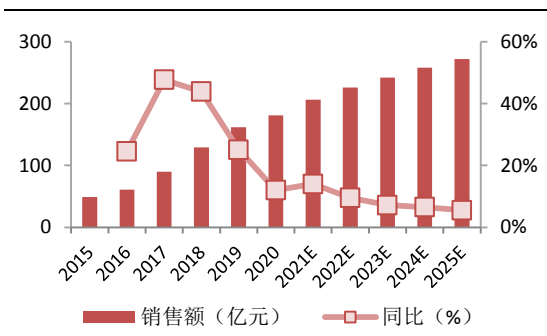
行业的增速，市场规模预计将达到 350 亿元。从市场渗透率来看，集成灶在烟灶市场中占比逐年提升，但渗透率仍处于较低水平。19 年，集成灶销量占厨电总销量的比例为 11%，考虑到产品核心竞争力以及知名度的快速提升，预计 2023 年渗透率将达到 21%。

图表 47：集成灶销量（万台）及增速（%）



来源：中怡康，山西证券研究所 注：2015-2020 年为中怡康数据，2021-2025 年为山西证券预测

图表 48：集成灶市场规模（亿元）及增速（%）



来源：中怡康，山西证券研究所 注：2015-2020 年为中怡康数据，2021-2025 年为山西证券预测

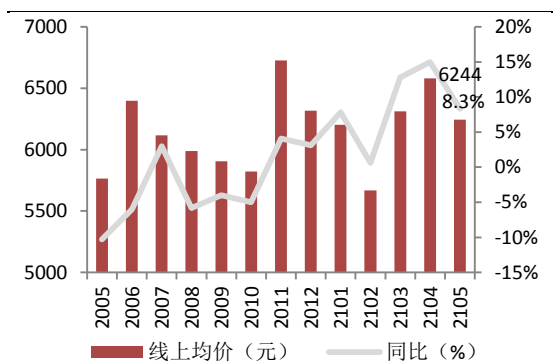
产品均价上调，中高端产品份额稳步上升 集成灶通过加快新品迭代、调整销售结构，带动均价同比大幅上调，品类结构升级明显。在实际消费中，烟灶消、烟灶柜等基本款销量占比持续下降，蒸烤以及蒸烤一体功能的中高端产品份额明显提升。根据奥维数据，带蒸烤功能的高端类产品线上销售额占比从 2020 年的 6.8% 提升到 37.6%，线下从 4.5% 提高到 21%。从价格段分布看，截止 5 月线上产品均价达到 6244 元，同比增长 8.3%；明显高于去年同期；线下产品均价为 9507 元，同比增长 9.1%，以中高端产品为主。

图表 49：集成灶线上/线下分类型销售占比（%）

产品类型	线上			线下		
	3月	4月	5月	3月	4月	5月
烟灶柜	4.7%	4.1%	3.5%	2.9%	2.6%	2.5%
烟灶消	38.0%	35.3%	34.4%	58.3%	48.0%	48.3%
烟灶蒸	20.5%	18.4%	15.3%	30.3%	16.7%	19.8%
烟灶蒸烤一体机	30.4%	36.4%	37.6%	8.1%	22.5%	21.1%
其它	6.4%	5.8%	9.2%	0.4%	10.2%	8.3%

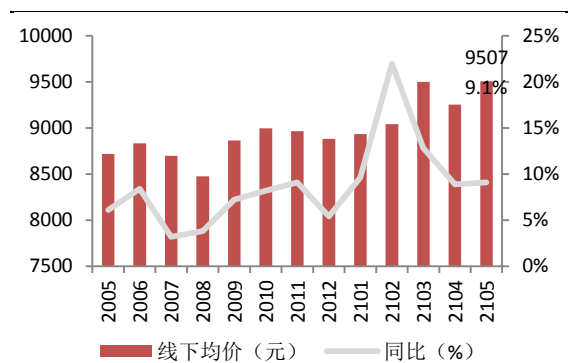
来源：奥维，山西证券研究所

图表 50：线上分类型销售占比 (%)



来源：奥维，山西证券研究所

图表 51：线下分类型销售占比 (%)



来源：奥维，山西证券研究所

2.2.2 集成灶具有明显的核心竞争力

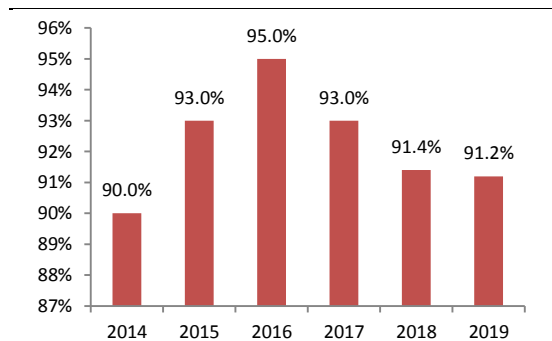
集成灶更适合中小户型家庭 统计局公布 2018 年我国城镇居民人均住房面积达到 39 平方米，农村人均住宅面积为 47.3 平方米，根据最新普查结果的 2.62 人/户，预估户均面积在 102-124 平方米左右。国内 top 房地产企业，如，保利地产等均以刚性和改善性需求为主，坚持中小户型的产品策略。万科销售数据，以自住需求为主的住宅在 2019 年 144 平方米以下的中小户型占比 91.2%，近年该比重一直维持在 90%以上。

图表 52：居民人均住房面积 (平方米)



来源：国家统计局，山西证券研究所

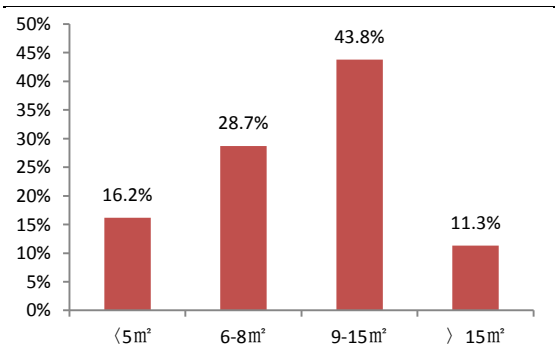
图表 53：万科中小户型销售占比 (%)



来源：万科公告，山西证券研究所

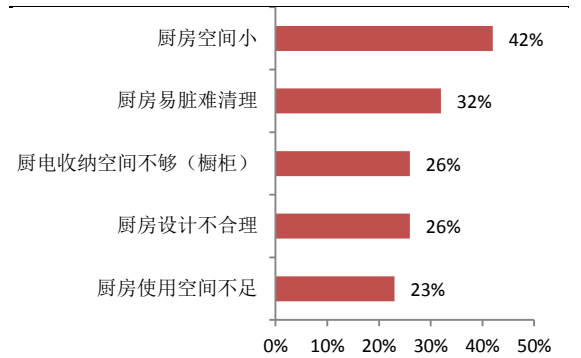
中小户型家庭更多的会考虑空间的利用、环保、声音、气味的干扰等功能性需求。中小户型住宅的厨房可用空间普遍偏小（根据中怡康调研，在中国 8 平方米以下厨房面积的用户占比达 44.9%，厨房空间小是最主要问题），传统烟机灶具占用空间大，顶部橱柜的空间被挤压，而集成灶将烟机灶具同消毒柜、烤箱、蒸箱等多种功能整合在一起明显节省了厨房空间，为添置其它小家电以及增加储存空间提供了机会，符合中小户型的生活需求。

图表 54：厨房面积分布（%）



来源：中怡康，山西证券研究所

图表 55：国内厨房现状



来源：中怡康，山西证券研究所

集成灶的高吸烟率更适合开放式厨房 开放式厨房的新型装修格局，弱化厨房与餐厅的功能分界，但存在油烟扩散导致全屋弥漫油烟气味的问题。传统顶吸和侧吸油烟机距离炊具为 380mm-550mm 进行吸烟，油在上升的过程中部分扩散无法全部吸除，集成灶的吸风口距离炊具 130mm 左右，能够更及时地吸收扩散前的油烟解决油烟扩散问题，吸净率高达 95%以上，在开放式厨房具有显著的竞争优势。

图表 56：集成灶更加节约空间



来源：帅丰，山西证券研究所

图表 57：集成灶更适合开放式厨房



来源：Baidu，山西证券研究所

集成灶企业由单一生产者向整体解决方案者发展 目前集成灶行业多数企业为贴牌企业，从款式、功能等方面相似度高，集成灶企业为提高企业竞争力在集成化、套系化方面展开竞逐，除了不断推陈出新高端智能集成灶，同时向集成水槽洗碗机甚至橱柜业务延伸，从单一的厨电生产者向整体厨房解决方案提供者的方向发展。

图表 58：厨房套系化



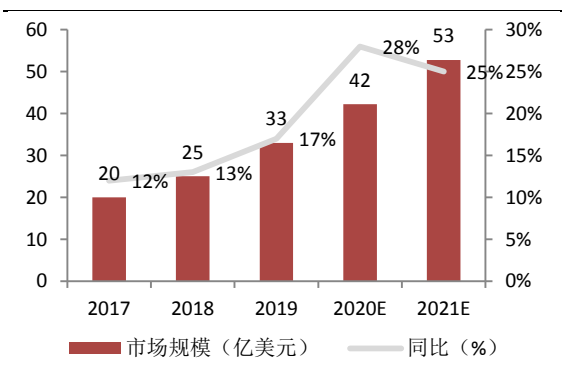
来源：GFK，山西证券研究所

2.3 小家电：品类出现明显分化，清洁品类表现亮眼

2.3.1 扫地机器人：技术迭代赋能产品价值增高，产业迎来二次腾飞

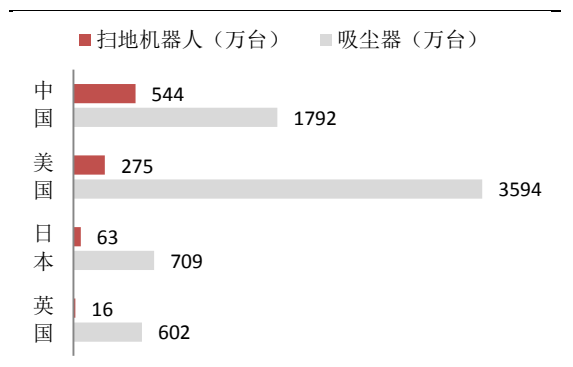
2017-2019 年，全球扫地机器人市场规模增速一直保持在 10%以上，且呈现逐年上涨态势，2021 年市场规模有望达到 53 亿美元，预计市场渗透率从 2019 年的 17%提升至 28%。2019 年亚太地区扫地机器人市场规模达到 48%，其中中国销量为 544 万台，同时高于美国、英国等欧美发达国家，主要是受益于经济增长基本稳定，消费升级更为明显所致。除中国外，欧美国家的吸尘器量显著高于扫地机器人，未来存在明显的替换需求，有较大的拓展空间。

图表 59：全球扫地机器人市场规模（亿美元）



来源：欧睿，IFR，山西证券研究所

图表 60：2019 主要国家扫地机器人销量（万台）

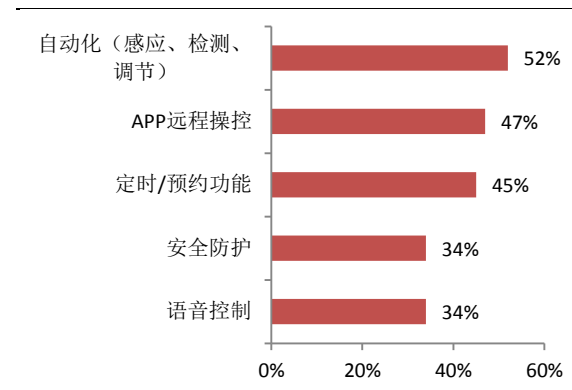


来源：欧睿，山西证券研究所

虽然目前我国扫地机器人在城镇市场渗透率约为 5%，但进入 2019 后智能扫地机器人的技术迭代明显提速，产品在消费者中的认可度快速提升，市场规模迅速扩张。智能扫地机器人正在从“非必需品”向“智能生活标配”转变。根据 GFK 调研结果显示，

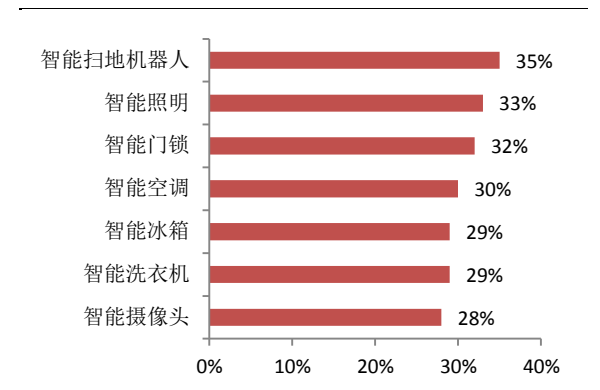
智能扫地机器人已经成为消费者未来可能购买智能家电的首选产品。

图表 61：智能产品功能实用度（%）



来源：GFK，山西证券研究所

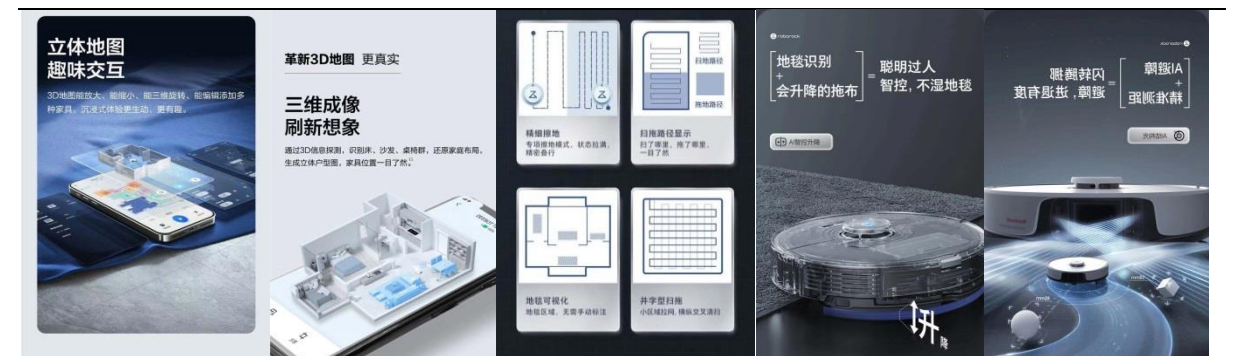
图表 62：智能家电潜在购买程度（%）



来源：GFK，山西证券研究所

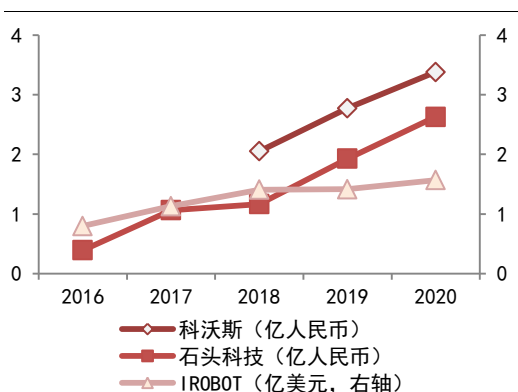
疫情+技术突破带动产业再次加速发展。我国自 2010 年开始迅速兴起扫地机器人，但由于技术水平有限，消费者使用体验差强人意，但随着 5G、AI 视觉识别，传感器等技术的发展，供给端产品不断迭代升级很好的解决了使用过程中存在的痛点，加之疫情使人们更加注重家庭卫生清洁，为扫地机器人开启加速上升通道。目前来看，扫地机器人从视觉导航、算法优化、洗拖一体、自清洁等技术迭代频率远高于整体家电行业，企业需要通过研发和品牌建设持续提高公司核心竞争力和技术壁垒，以技术优势赋能产品价值，提升消费者使用体验，推动市场份额和利润的增长。

图表 63：智能扫地机器人技术迭代加速



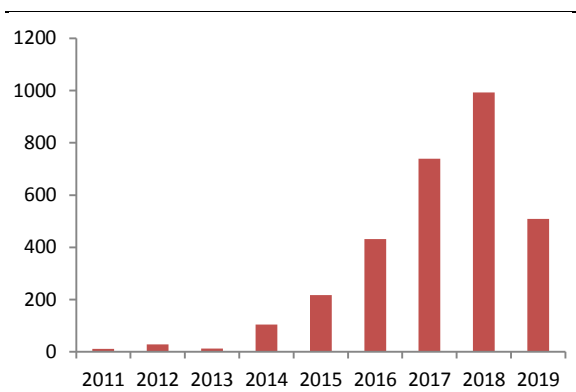
来源：石头科技官网，山西证券研究所

图表 64：主要扫地机器人公司研发费用



来源：GFK，山西证券研究所

图表 65：扫地机器人产品专利数量



来源：公司公告，山西证券研究所

智能扫地机器人发展全面步入规划式清扫阶段。按照制导方式，扫地机器人可分为三类：随机碰撞、局部规划（陀螺仪导航）、全局规划（激光导航和视觉导航）。全局规划类产品实现了先识别室内空间的环境构建地图，建立清扫图线，再选取由远及近最优的路径实施清洁，产品智能化与清洁效率得到显著的提升。目前智能化程度更高的全局规划类产品、具有自清洁能力的产品正逐步成为主流。2020 年，家庭服务机器人中全局规划类产品在国内线上的零售额占比提升至 85%，较上年同期提高 20pct，使用频率和使用时长显著提升。

图表 66：智能机器人导航方式比较

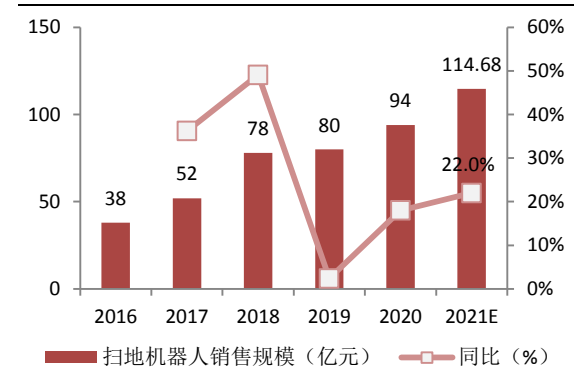
规划式扫地机器人			
制导方式	激光导航	视觉导航	惯性导航
工作原理	通过安装在扫地机器人上方的激光发射器和接收器测量设备与环境距离的变化以实现定位	通过复杂的算法让机器人能够通过感知由亮度不同的光点组成的光学图像来进行定位。	依靠陀螺仪、加速度计等惯性传感器获取位置、速度等信息
传感器	激光 SLAM	VSLAM	陀螺仪惯性导航
	激光雷达测距传感器。二维地建模或三维地建模，确定扫地机器人自身的位置。利用两点间的距离信息进行三角测距。	深度摄像头（主动光源测距传感器） 双目、多目、鱼眼导航传感器（非主动光源传感器）	
优势	原理更简单；测绘数据更精确；技术成熟；稳定性高；高效	成本较低；可建图区域更大	单价低；适用于小面积；惯性保持稳定
劣势	成本高（生产、维修）；激光探头使用寿命短	仅靠摄像头来采集信息，采光要求高；建模不精确；数据负荷能力有限	地图精度不高；误差累计；难应用于大空间场景
产品代表	DEEBOT T9Max、J1、V980 Plus	米家扫拖机 1C, Ecovacs N9+	Umouse、米家 G1

来源：电子发烧友网，山西证券研究所整理

2020 年，扫地机器人市场零售规模 94 亿元，同比增长 18%，预计 2021 年国内扫地机器人市场规模达 115 亿元，同比增长 22%。目前扫地机器人已经形成线上渠道销售

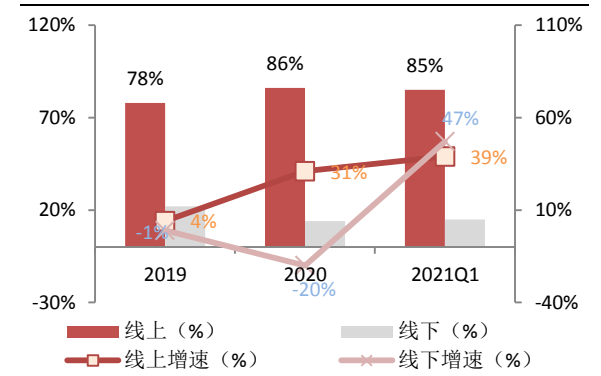
为主，线下消费体验和树立品牌形象的分工模式。去年受疫情影响线下规模大幅下滑，今年一季度线下市场开始回暖，渠道零售额占比 15%，涨幅 47%，渠道份额基本稳定。

图表 67：国内扫地机器人市场规模及增速



来源：奥维，山西证券研究所预测

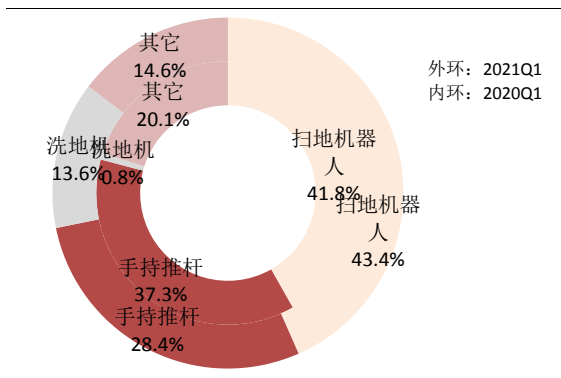
图表 68：智能扫地机器人渠道分布



来源：奥维，山西证券研究所

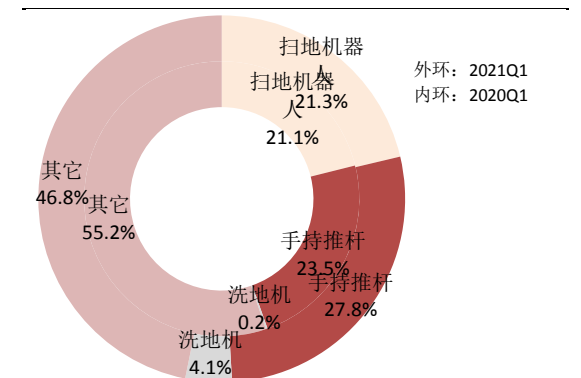
产品销售结构持续优化。 2021 年 1-4 月，线上清洁电器市场中扫地机器人、手持推杆吸尘器、洗地机三者零售额占比超 85%，其中，扫地机器人零售额占比为 43%，位居第一；三者销量占比合计为 83.2%。整体清洁家电的额占比大于量比，洗地机依靠在手持无线推杆吸尘器基础上实现扫吸拖一体及自动清洁功能的创新实现额占比大于量占比的结构升级，扫地机器人在量占比基本稳定的情况下，额占比小幅提升。

图表 69：线上扫地机销售额占比 (%)



来源：GFK，山西证券研究所

图表 70：线上扫地机销量占比 (%)



来源：GFK，山西证券研究所

产品迭代加速。 在产品升级和原材料价格上涨的推动下，2020 年 4 月至 2021 年 3 月期间，扫地机器人均价上涨达 16%。TOP10 机型也呈现推新卖贵，加速迭代，拉动整个清洁市场的价格攀升，高端产品从去年一季度的 11%提升到今年的 25.5%。1) 扫地机器人市场，科沃斯、云鲸、石头等品牌的高端产品推动了市场升级，产品单价明显向 2000-2500 区间上移。2) 手持推杆市场中，戴森保持了高端化稳定增长。3) 洗地机市场中，2000 元以上产品的占比增长明显。

图表 71：扫地机器人产品价格及变动（元）

品牌	零售额同比 (%)	均价 (元)	均价同比 (%)
科沃斯	32%	2089	29%
小米	2%	1453	-6%
云鲸	164%	4007	-4%
石头	36%	2504	10%
Irobot	-36%	3704	5%

来源：奥维，山西证券研究所

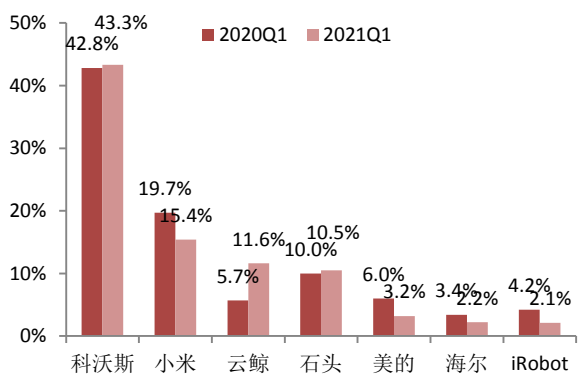
图表 72：线上清洁电器 TOP10

机型	品牌	市占 (%)	均价
N9+	科沃斯	5.1%	3805
J1	云鲸	3.8%	3845
芙万 2.0 (LCD)	添可	2.1%	4594
T9 MAX	科沃斯	1.8%	2808
V8 fluffy	戴森	1.8%	2742
FW25M-01	添可	1.6%	2997
T7S Plus	石头	1.6%	2822
V15 Detect	戴森	1.5%	5431
N8 PRO	科沃斯	1.4%	2018
芙万 2.0 (Led)	添可	1.4%	3888

来源：GFK，山西证券研究所

品牌集中度稳步提升。由于扫地机器人市场整体渗透率低、发展空间大以及企业盈利能力强，吸引了众多品牌进入扫地机器人领域，扫地机器人企业面临竞争逐渐激烈的环境。不过按零售额统计，中国市场前四大品牌（科沃斯、小米、云鲸和石头）的线上销售额占有率合计达 80%，较上年同期提高 3.1 个百分点，主要是云鲸依靠卓越的拖地功能优势带来份额的提升所致，进入者多不改行业市场集中度提升趋势。

图表 73：品牌市场集中度



来源：奥维，山西证券研究所

图表 74：扫地机器人畅销品牌



来源：山西证券研究所整理

从中长期来看，扫地机器人将会持续增长：1) 国产品牌不断发力，无论是产品技术还是营销手段，各家企业都是全力投入，加速产品普及；2) 创新性产品持续推出，免洗自清洁、断点续行、避障功能在细节上逐渐完善有效增厚了企业的净利润，对企业持续投入研发、提高产品品质有正向促进作用；3) 新一代消费者对智能产品的需求日趋强烈，新增需求巨大；4) 此外扫地机偏高的更换频率也带来了更新需求。

2.3.2 小家电：消费需求被延迟，局部品类需求旺盛

6. 18 期间小家电实现零售额 29 亿元，同比下降 9%；零售量 1500 万台，同比下降 17%，主要是去年小家电基数较高和原材料成本上涨，推动小家电终端价格提升，导致消费者消费延迟，量额同比呈现负增长。今年全年预计小家电规模在 580 亿元左右。虽然整体上小家电表现疲弱，但是部分品类仍有亮眼表现。小家电产品从小容积电饭煲、儿童吹风机、消毒刀具到免洗咖啡机，产品更加多元化，深度挖掘细分市场成为小家电企业发展的普遍共识。

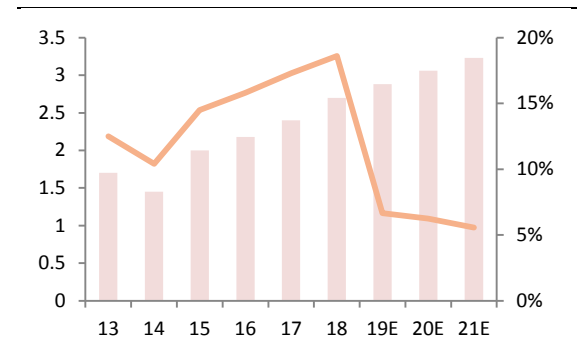
图表 75：小家电品类丰富，细分市场存在挖掘机会



来源：淘宝，山西证券研究所

小容积、免洗类小家电倍受欢迎。消费用户结构演化为精细化小家电产品提供沃土。家电企业在研发产品时以用户为中心，关注单身群体、母婴群体和差旅群体等消费群体的差异化需求。以单身群体为例，自 2013 年，中国单身人口保持着每年约 1000-2000 万人的增长规模，预计到 2021 年独居单身成年人口将超过 1 亿，整体单身人口达到 3.1 亿。未来这一群体的规模仍将不断扩大。这也就使得独自居住的年轻人们更加偏向购买小容积产品，避免浪费。

图表 76：中国单身人群规模（亿人）及增速



来源：奥维，山西证券研究所

图表 77：便携式小家电



来源：天猫，山西证券研究所整理

具有便携、健康、集成化等要素的小家电继续保持稳定增长。如，折叠电水壶、便携式榨汁杯、电动牙刷、手持小风扇等小家电产品由于物美价廉、易携带，很容易在网红达人的软广下形成消费需求。此外，多数生活在一二线城市的居民，不论是租房还是自行买房，大多数住房面积都较小，而集成化的如多功能锅等，由于产品占地面积小且更功能集中，更受消费者青睐。

3. 投资策略

我们认为下半年家电的投资重点在于：

1) 高成长低市场渗透率，后续发展想象空间大，行业格局较为明确；符合智能化、套系化、高端化的行业发展趋势，能够满足提升居民品质生活的需求，能够实现技术迭代赋能产品价值增高的细分行业：建议关注集成灶行业的浙江美大和火星人，扫地机器人国产头部品牌石头科技和科沃斯。

2) 中国智能家电正在成为未来家电市场发展的重要组成部分，头部企业在打造智慧家庭生态圈具有明显的技术优势、资金优势以及品类优势，建议关注：美的集团、海尔智家。

3) 小家电估值基本回归估值中枢，行业发展仍有上升空间，具有营收稳定增长且前期跌幅较大的小家电公司下半年有望迎来反弹，建议关注：新宝股份、小熊电器。

4. 重点公司推荐及估值预测

美的集团 (000333. sz)

公司产品全面开花，核心品类实现份额提升，多个品类市场占有率居前，龙头地位稳固。公司以用户为中心，持续推动工业数字化建设，深化 C2M, T+3 优化全价值链。公司治理完善，多年实施股权激励计划，增强公司管理层、核心技术人员与公司黏性，促进公司良好发展。渠道方面，公司持续提升渠道效率，海外实施本地运营战略，优化当地供应链。

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 4.1\4.6\5.2, PE 分别为 17.7\16\14, 维持“买入”评级。

海尔智家 (600690. sh)

公司高端化战略卓有成效，高端品牌卡萨帝收入占公司营收比重不断提升，促进公司毛利率实现正向变动。公司凭借全球供应链优势，出口业务大幅提升。公司打造智家体验店，推出全新场景品牌三翼鸟，为用户提供智慧家庭全场景解决方案。公司加强在电商渠道的品牌布局，以海尔智家 App 为数字化载体，通过直播等在线内容、用户服务和高频互动打造体验云平台，提升用户粘性和转换率，激发用户的购买潜力。

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.35\1.66\1.82，PE 分别为 19.6\16\14.6，维持“买入”评级。

科沃斯 (603486.sh)

科沃斯作为国内扫地机龙头，国内市场排名多年保持第一，海外市场份额第二。公司旗下有科沃斯和添可两大线条，且各自有清晰的品牌定位及产品规划。科沃斯全局规划类扫地机的市场占比达 45%，添可洗地机占国内市场约 70%的份额，是公司新的盈利增长点。此外，公司还布局商用机业务，今年有望迎来突破。

预计公司 2021-2023 年 EPS 为 2.4\3.6\5，PE 为 94\62.5\45，维持“增持”评级。

火星人 (300894.sz)

公司虽然成立时间短，但已经形成了以集成灶为核心的全屋定制方案。公司在渠道战略方面，大力推进经销门店铺设，持续保持电商平台优势，把握工程渠道、整装渠道等新兴渠道的风口，实现了业务的快速发展。在销售渠道方面，公司构建起经销、直营及电商相结合，的立体营销体系，解决了线上线下利益冲突的痛点。

预计公司 2021-2023 年 EPS 为 1.03\1.34\1.67，PE 为 67\51\41，维持“买入”评级。

浙江美大 (002677.sz)

公司持续推进产品升级和管理创新，盈利能力稳定。面对原材料价格大幅上涨，公司对原材料价格进行提前锁定和储备，消化了部分压力，表现略超预期。公司除了构建多元化渠道外，对新媒体重视程度也在提升，19 年公司 30%的营销费用投放在新媒体，到 2020 年已经扩大到 50%，未来还会继续加大。此外，去年美大开始双品牌战略，推出天牛这个品牌，来进一步丰富产品矩阵，巩固公司龙头地位。

预计公司 2021-2023 年 EPS 为 1.01\1.3\1.6，PE 为 18.7\14.5\12，维持“买入”

评级。

石头科技 (688169. sh)

公司虽然成立时间短，但目前已经是将激光雷达技术及相关算法大规模应用于智能扫地机器人领域的领先企业，竞争力持续增强，是全球第三大扫地机器人供应商，公司主营业务由 ODM 向自有品牌转型成功，自有品牌占比不断提升，2020 年销售收入占比达到 90.72%，公司毛利率超过 50%。今年公司加大品牌建设力度，3 月首次签约代言人，以提升公司在年轻消费者中的知名度。

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 27.2\33.6\42.8, PE 分别为 47\38\30, 维持“增持”评级。

小熊电器 (002959. sz)

公司追求品类拓展和品牌升级，在传统品类上寻找差异化的同时加快新品类渗透。产品范围已由厨房类小家电拓展至生活类小家电，母婴电器及个护健康电器。公司对线上用户需求感知敏锐，以客户为导向推动产品迭代和产品开发，深受年轻消费群体喜爱，我们继续看好公司成长逻辑。

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.3\4.2\5.5, PE 分别为 20.3\16\12.2, 维持“增持”评级。

新宝股份 (002705. sz)

公司目前运作的品牌主要有自主品牌东菱、独家代理品牌摩飞等。其中摩飞在国内销售中高端生活电器。2020 年摩飞推出的新品销售占比超过 30%。未来摩飞对单一产品的依赖度会有计划的降低，会通过建立品牌矩阵满足目标用户群体的需求。

公司海外需求持续旺盛，盈利能力稳定，未来公司将向家居护理、婴儿电器、美容电器等品类拓展，辐射更多用户。

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.66\2.01\2.33, PE 分别为 16.6\13.7\12, 维持“增持”评级。

图表 78：重点公司估值（2021 年 6 月 25 日）

证券简称	收盘价	EPS			P/E			评级
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	

美的集团	73.17	4.14	4.60	5.20	17.7	15.9	14.1	买入
格力电器	52.23	4.26	4.70	5.10	12.3	11.1	10.2	增持
苏泊尔	64.45	2.47	2.80	3.10	26.1	23.0	20.8	增持
石头科技	1279	27.20	33.60	42.80	47.0	38.1	29.9	增持
九阳股份	33.89	1.40	1.62	1.78	24.2	20.9	19.0	增持
老板电器	45.21	1.97	2.37	2.63	22.9	19.1	17.2	增持
奥佳华	22.85	1.04	1.38	1.70	22.0	16.6	13.4	增持
浙江美大	18.88	1.01	1.30	1.60	18.7	14.5	11.8	买入
海尔智家	26.56	1.35	1.66	1.82	19.6	16.0	14.6	买入
新宝股份	27.55	1.66	2.01	2.33	16.6	13.7	11.8	增持
飞科电器	42	1.68	1.83	2.14	25.1	22.9	19.6	增持
科沃斯	225	2.40	3.60	5.00	93.8	62.5	45.0	增持
小熊电器	67	3.30	4.20	5.49	20.3	16.0	12.2	增持
火星人	68.76	1.03	1.34	1.67	66.8	51.3	41.2	买入

来源：wind，山西证券研究所整理

5. 风险提示

- 1) 国内国际需求疲弱；
- 2) 产品升级缓慢；
- 3) 房地产行业发展走弱；
- 4) 原材料大幅波动。

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并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

