



德邦证券  
Topsperity Securities

2021年8月18日

证券研究报告 | 行业中期策略报告

# 新消费投资框架：从攻城圈地到城池堡垒 ——2021家电行业中期投资策略报告



证券分析师

姓名：谢丽媛

资格编号：S0120521030001

邮箱：xiely@tebon.com.cn

# 目录 CONTENTS

- 01 新消费投资框架：从攻城圈地到城池堡垒
- 02 板块回顾：表现羸弱，预计H2内销恢复可期
- 03 成长赛道：第三消费时代下成长空间充足
- 04 稳健赛道：回暖可期，龙头经营韧性显现



# 01

## 新消费投资框架： 从攻城圈地到城池堡垒

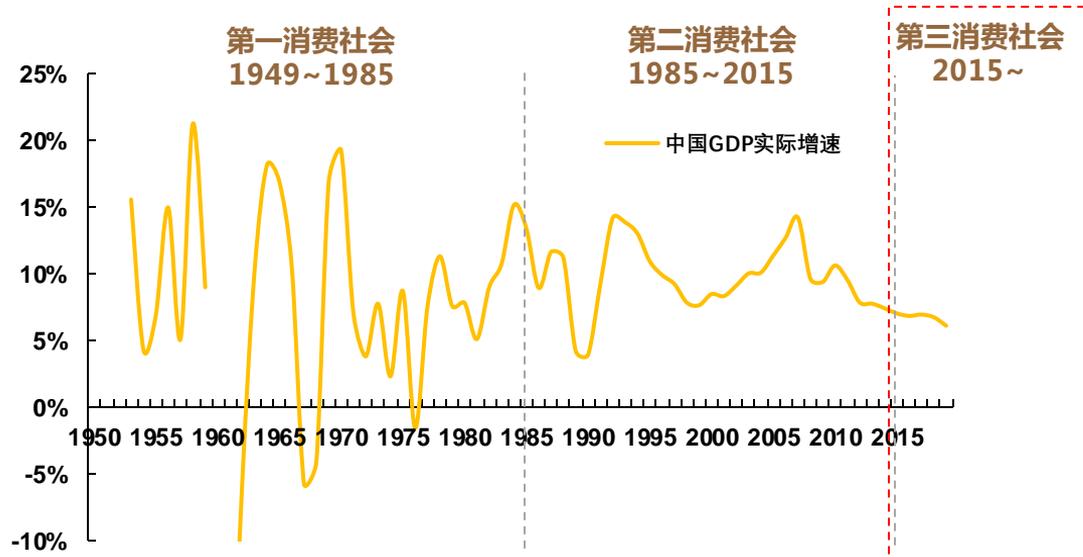
SEPARATOR PAGE

- 1.1 第三消费时代核心：把握需求
- 1.2 竞争策略：从攻城圈地到城池堡垒
- 1.3 投资策略：从赛道到公司的选择

# 1.1 第三消费时代核心：把握需求

## 1.1.1 中国进入第三消费时代：把握消费者需求的能力成为核心竞争力

我们年初在《中国的第三消费时代》报告中进行过详细的量化分析，认为中国已于约2015年进入第三消费社会。而第三消费社会与第二消费社会的核心区别在于：**在完成第二消费社会的基础消费品普及之后，伴随着经济水平提升以及随之而来的人们价值观升华，消费者的需求从基础功能需求升级为情绪需求，体现为细分化、品质化、高颜值等要求，而需求端的变化也对供给端企业提出了变革要求，把握消费者需求的能力成为核心竞争力，甚至是生存下去的必备能力。**



资料来源：国家统计局，德邦证券研究所《中国的第三消费时代——重读与解构<第四消费时代>》

# 1.1 第三消费时代核心：把握需求

## 1.1.2 横向看如何把握需求：营销端的深度用户运营+产品端产品经理为导向的逆序研发

第二消费社会

第三消费社会

### 营销端

渠道为王，营销相对不重要

营销 = 广而告之

营销  $\xrightarrow{\text{时滞}}$  渠道

营销为王，渠道壁垒降低，营销与渠道界限模糊

营销 = 深度用户运营

营销  $\xleftrightarrow{\text{几乎同时}}$  渠道

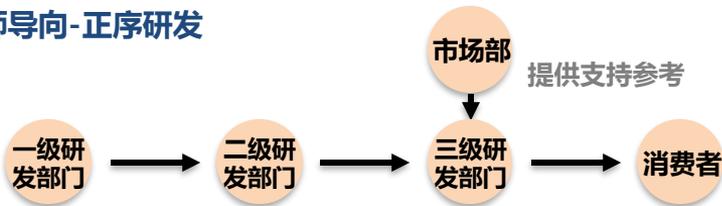
对企业的要求

大数据：数据中台，用户画像  
内容经理/内容团队  
难以外包，必备能力

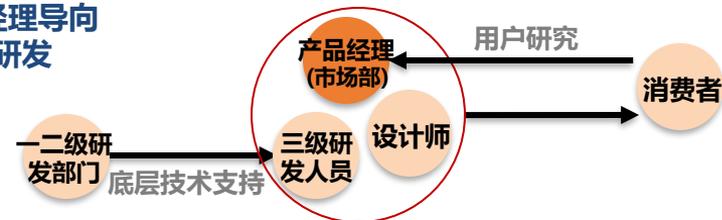
供应链反应速度和成本控制  
大数据：销售预测能力  
渠道可外包，壁垒降低

### 产品端

工程师导向-正序研发



产品经理导向-逆序研发



对企业的要求

大数据：数据中台，用户研究  
工业设计能力

优秀的产品经理（核心）  
供应链反应速度和成本控制

# 1.1 第三消费时代核心：把握需求

## 1.1.3 纵向看如何把握需求：从跟随到价值观输出的三个层级



资料来源：德邦证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

# 1.2 竞争策略：从攻城圈地到城池堡垒

## 1.2.1 新进者：初期的优势是矛而非壁垒，第二阶段开始构筑护城河

对于第三消费时代的**新进入企业**而言，初期是跑马圈地阶段，该阶段的竞争优势是矛不是盾，尚难构成壁垒，但构成了企业的长期基因。第二阶段则开始构筑护城河，需要关注竞争格局问题。

### 阶段一：攻城、跑马圈地（2015-2020）

- 第一阶段的竞争优势是矛不是盾，尚难构成壁垒，但是构成长期**基因**

- 以己之长攻人之短
- 寻找空白赛道
- 创造需求

### 阶段二：构筑壁垒、补短板（2021-）

- 壁垒**在哪里？巨头进来怎么办？下一步的扩张方向？

- 个性化、细分化、品质化
- 营销为王、产品为王

#### 策略一：寻找空白新赛道（创造需求）

小熊

倍轻松

添可

石头

科沃斯

美善品

#### 策略二：解决原有品类痛点（颠覆创新）

摩飞

极米

时代天使

北鼎

火星人

#### 策略三：商业模式创新（家电行业较少较难）

小米

时代天使

小熊：组织架构调整；数据中台；研发中心

新宝：平台化；数据中台

北鼎：团队复制扩张；线下体验店

极米：光机自研自产；提升营销能力

倍轻松：补营销短板（肖战代言等）

.....

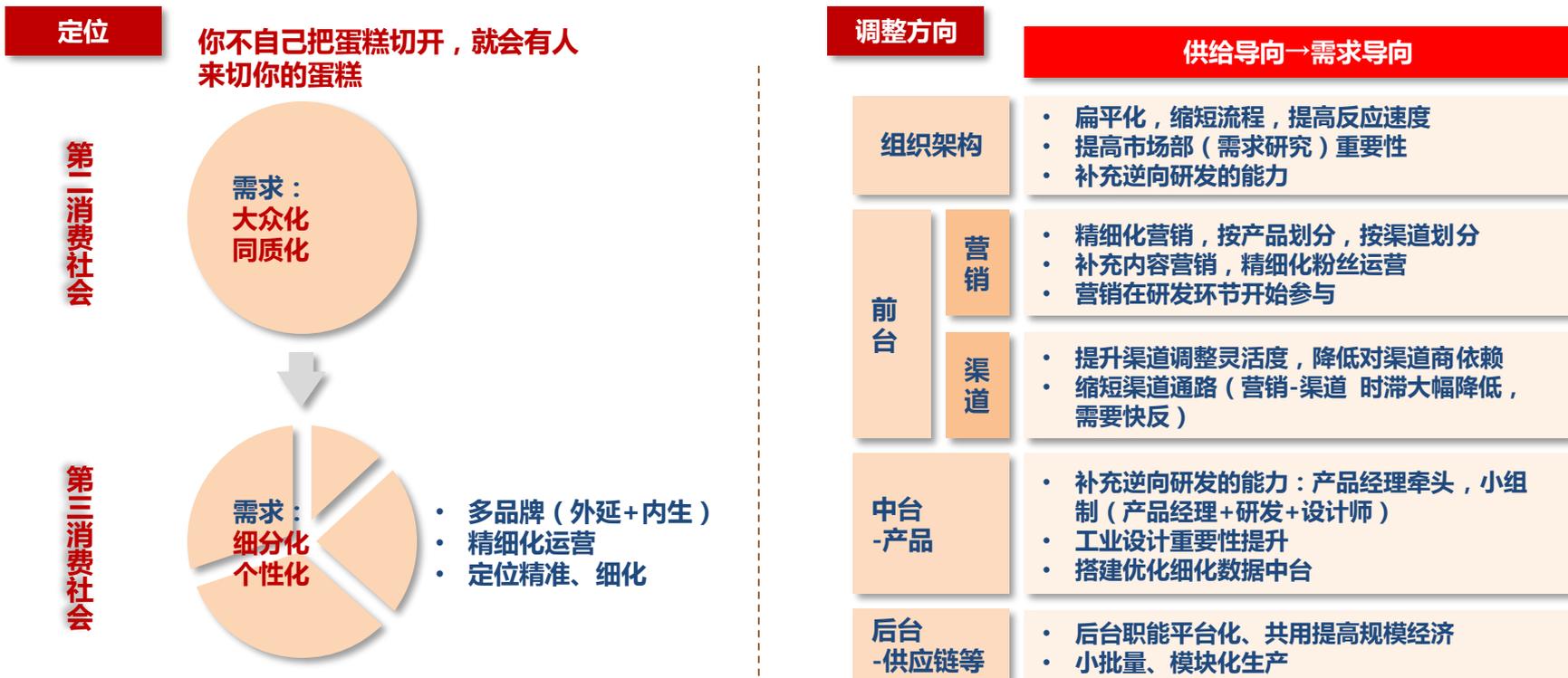
注：该阶段划分局限于已上市的公司赛道，未上市的初创企业仍有很多正处于初期阶段，未来也将持续出现更多新赛道。

资料来源：德邦证券研究所

# 1.2 竞争策略：从攻城圈地到城池堡垒

## 1.2.2 原住民：调整的必要性

对于**原有龙头企业**而言，面对需求的细分化和个性化，有必要将针对大众化的定位进一步细化，同时对企业组织架构等各方面进行需求导向的调整。



资料来源：德邦证券研究所

# 1.3 第三消费时代投资策略：从赛道到公司的选择

## 1.3.1 行业属性、行业阶段与公司的选择

**壁垒有多高？** 对公司的评判需随着行业属性及行业所处阶段进行灵活调整，难以统一界定划分。对行业初期的公司关注其基因、潜力、格局、竞争优势等，尚难具备较高壁垒，跑马圈地阶段，圈地速度更加重要，中期逐步构筑、巩固壁垒。

### 行业-β

#### 符合消费者价值观大趋势

(消费升级三大内驱力：“怕死”，懒，爱美)

#### 细分需求目标人群规模与消费力

#### 当前渗透率与提升空间和速度

(结合现有供给端企业消费者教育的能力)

#### 行业属性：供给端的壁垒 + 消费者眼里壁垒

(决定企业溢价能力、价格战的潜在动力：行业平均利润率空间)

### 公司-α

**营销：**消费者教育、内容营销、粉丝运营

**产品：**对需求把握的精准度与及时性

**渠道：**渠道通路短/响应速度快(营销-渠道时滞降低)(快消属性品类尤其)，体验，售后，各渠道利益平衡

**数字化：必备能力。**

涉及全方面：

- **营销** (精准营销、用户标签画像、粉丝运营)
- **产品** (用户研究、需求挖掘)
- **渠道** (库存管理、渠道运营)
- **供应链** (销量精准预测、快反、各品类零部件调配模块化生产)

# 02

## 板块回顾

SEPARATOR PAGE

- 2.1 行情回顾：家电板块表现较为羸弱
- 2.2 原材料上行+汇率波动，成本压力凸显
- 2.3 H2展望：消费信心回暖，地产竣工向好，下半年内销恢复可期

# 2.1 H1行情回顾：家电行业表现较为羸弱

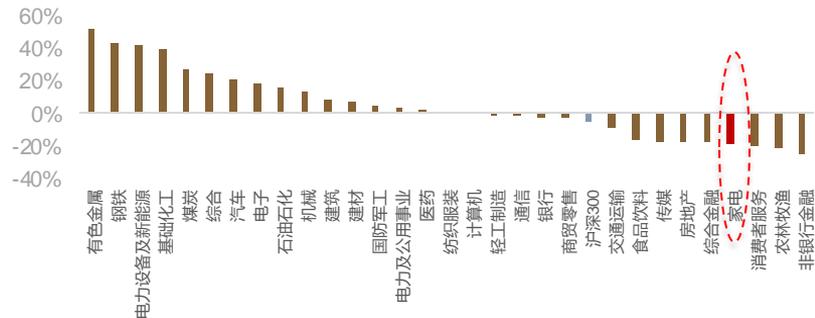
## 2.1.1 截至2021/8/6，家电板块累计跌幅18.8%，另近期家电板块表现有所回暖上行

◆ **年初至今（2021年8月6日）家电板块累计涨跌幅为-18.8%，同期沪深300下跌5.6%，家电板块表现弱于大盘；**分时间来看，5月底至今需求端略显疲软及供给端成本压力凸显进一步加剧家电板块的低迷走势，累计跌幅有所走扩。**另近期家电板块表现有所回暖上行，8.2-8.10日家电板块上涨8.2%。**

◆ **板块普遍下跌，白电跌幅尤为明显。**年初至今家电各细分板块普遍呈下跌态势，其中白电下探趋势明显（尤其是5月底至今），主要系细分板块基本面承压，4月起白电内销增速明显放缓，Q2空调、冰箱、洗衣机内销量分别-8.1%、-11.3%和+2.5%，较一季度走弱。

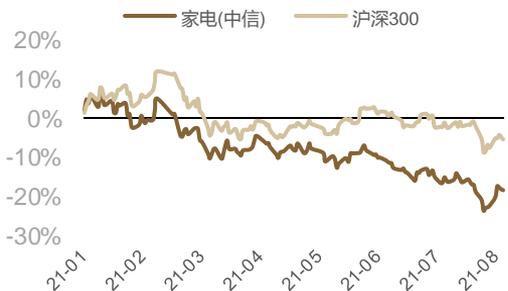
◆ **个股方面，景气高行的清洁小家电和集成灶龙头普遍表现亮眼，**其中科沃斯以扫地机+洗地机双轮驱动领涨个股。

图 2021年初至今板块累计涨跌幅（中信分类）



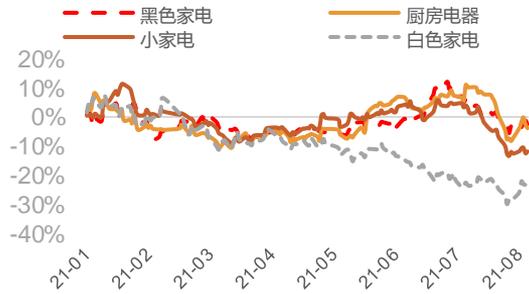
资料来源：wind，德邦证券研究所；备注：截至2021/8/6

图 2021年初至今家电指数表现弱于沪深300指数



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 年初至今家电子板块累计涨跌幅走势（中信分类）



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 2021年初至今重点个股累计涨跌幅

白电	涨跌幅	厨电	涨跌幅	小家电	涨跌幅	小家电	涨跌幅
美的集团	-27.1%	老板电器	0.4%	小熊电器	-54.3%	莱克电气	42.4%
海尔智家	-8.4%	华帝股份	-18.0%	新宝股份	-51.7%	飞科电器	-19.9%
格力电器	-22.9%	火星人	26.5%	九阳股份	-18.4%	奥佳华	16.7%
海信家电	-5.2%	浙江美大	-3.4%	苏泊尔	-30.3%	荣泰健康	4.6%
显示	涨跌幅	亿田智能	22.0%	北鼎股份	-23.2%	倍轻松	-21.4%
极米科技	-2.9%	帅丰电器	5.0%	科沃斯	97.7%	JS环球生活	28.3%
海信视像	17.2%			石头科技	10.8%	VESYNC	11.0%

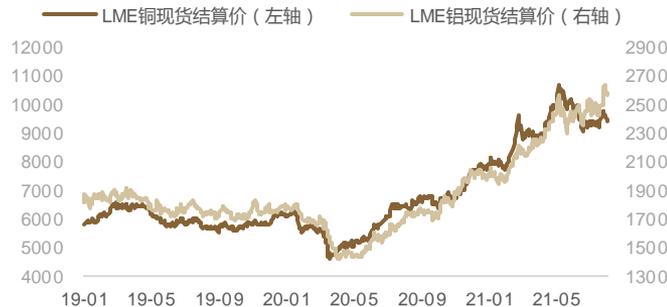
资料来源：wind，德邦证券研究所；备注：截至2021/8/6

## 2.2 原材料价格逐渐企稳，汇率波动人民币升值明显

2.2.1 原材料价格逐渐企稳，铜、铝、钢铁较年初涨幅约20%，塑料+8%左右；H1美元兑人民币值同比约-8%

- ◆ **原材料价格高企，H1面临较大成本压力。**21年以来家电主要原材料价格均呈快速上行的态势，21H1铜、铝价格分别同比增长65%、41%，钢材价格指数同比上行38%，塑料价格指数同比上行25%，成本压力凸显，Q2多数家电企业毛利率受原材料影响有所承压。
- ◆ **汇率波动明显，人民币持续升值。**20H2以来美元兑人民币即期汇率值明显走低，人民币呈升值态势，21H1美元兑人民币均值为6.4700，同比下滑8%。人民币同比升值对于以出口为主的家电企业而言预计将造成明显压力（主要体现在毛利率和财务费用），但具体效果也还需视企业对海外客户的议价能力而定。
- ◆ **原材料价格企稳，企业积极举措应对，预计H2业绩压力可有所缓解。**近期为大宗商品保供稳价，国家发改委、国家粮食和物资储备局决定分批次投放储备铜铝锌，家电主要原材料价格逐渐企稳。另家电企业端为应对原材料和汇率波动亦积极推进产品结构升级、上调价格等举措应对，预计H2调整效果将有所显现，后续业绩增长压力或可有所缓解。

图 铜、铝结算价走势（美元/吨）



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 钢材价格指数走势



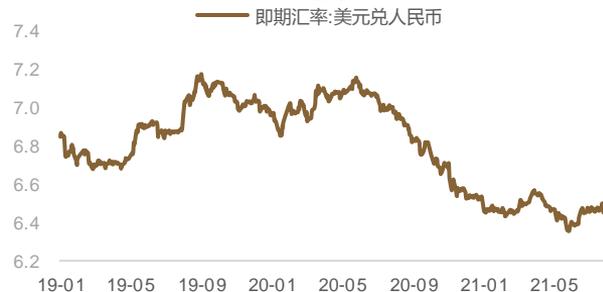
资料来源：wind，德邦证券研究所

图 塑料价格指数走势



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 美元兑人民币即期汇率走势



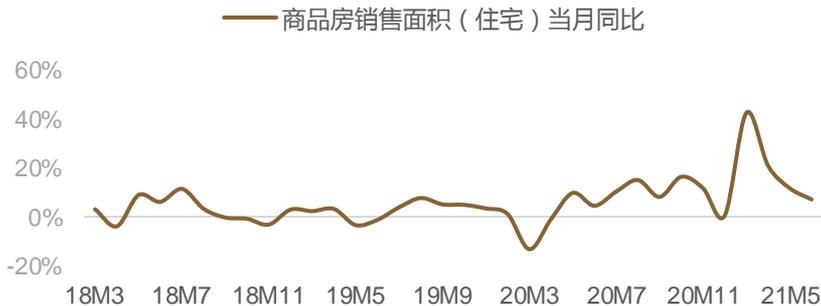
资料来源：wind，德邦证券研究所

## 2.3 地产竣工增速提振明显，有望拉动H2厨电内销需求

2.3.1 6月地产（住宅）竣工增速63.2%，较19年同期+55.7%，地产数据向好有望拉动后续厨房内销需求

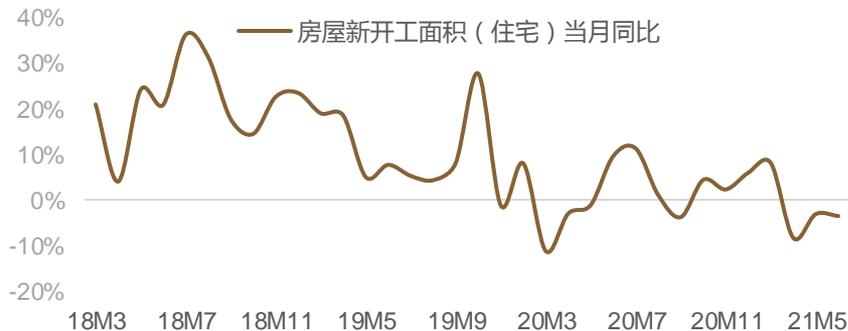
- ◆ **地产数据好转，6月地产表现尤为亮眼。**近期地产数据持续回暖，尤其是6月表现亮眼，6月单月商品房销售面积（住宅）同比增长6.7%，较19年同期增长11.0%；房屋竣工面积（住宅）同比增长63.2%，较19年同期增长55.7%，较5月增速提振明显。
- ◆ 地产数据中竣工与家电销售时间更为接近，预计地产竣工数据的高增将对家电整体需求形成一定拉动，尤其是关联度较高的厨电。另外**地产竣工对工程端的拉动预计较为迅速，但零售端的影响存在一定滞后期，预计H2以厨电为主的家电内销有望延续良好态势。**

图 商品房销售面积（住宅）当月值同比增速



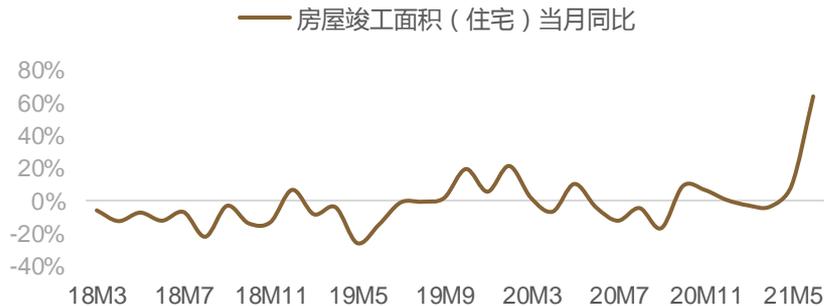
资料来源：wind，德邦证券研究所

图 房屋新开工面积（住宅）当月值同比增速



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 房屋竣工面积（住宅）当月值同比增速



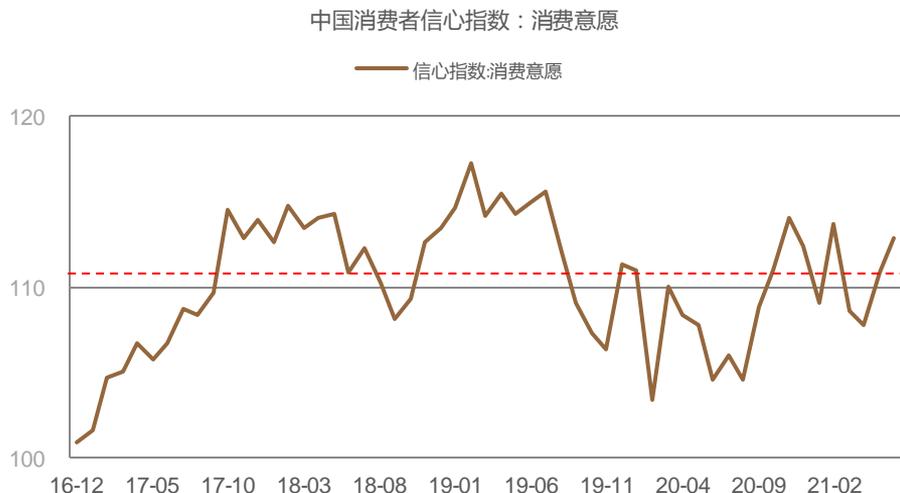
资料来源：wind，德邦证券研究所

## 2.3 消费信心指数持续提升，预计下半年家电社零将复苏

### 2.3.2 6月消费信心指数112.9，环比提升；非耐用品社零明显恢复，预计多因素推动H2家电社零有望复苏

- ◆ **消费信心指数回暖，彰显H2消费行业景气恢复信心。**2021年6月中国消费者信心指数达112.9，已连续两月环比提升，作为市场的先行指标，消费信心指数的回暖表明消费者消费意愿的增强，或有望推动后续国内市场消费景气恢复。
- ◆ **非耐用品社零额已明显恢复，家电类预计H2复苏可期。**我们以2021年6月滚动12个月的社零数额占2019年全年社零数值作为社零恢复情况的指标，发现化妆品、珠宝类、日用品类等多数非耐用品消费已明显超过疫情前的水平，但耐用品类多数恢复情况仍有提升空间，其中家电类为19年的101%水平（非耐用品均值：115%），随着消费信心指数的回暖、地产竣工向好及优质创新产品的推动，我们预计下半年家电社零或有望迎来明显复苏。

图 近期消费者信心指数有所提升



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 中国社零恢复情况



资料来源：wind，德邦证券研究所

# 03

## 第三消费时代下，成长空间充足

SEPARATOR PAGE

3.1 集成灶：渗透率提升逻辑验证

3.2 生活小家电：景气高行，未来空间广阔

3.3 厨房小家电：高基压力渐缓，看好长期成长

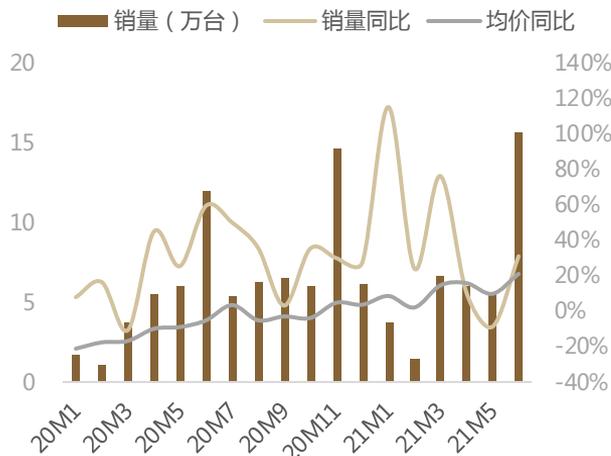
3.4 厨房大电：洗碗机增速亮眼，再启新篇

# 3.1 集成灶行业：渗透率提升逻辑持续验证

## 3.1.1 行业延续高景气度，龙头营销积极布局叠加产品结构优化双驱动，有望推动量价齐升

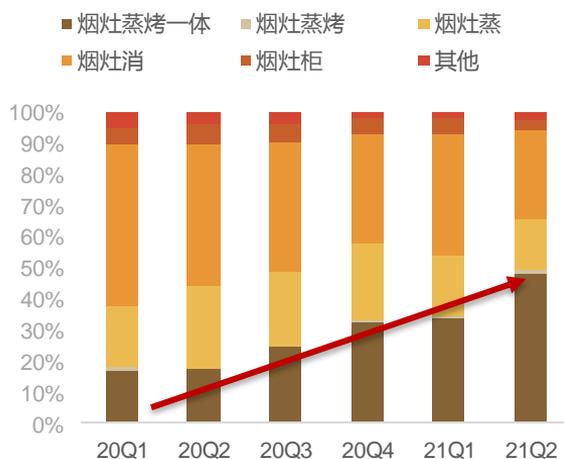
- ◆ **集成灶行业上半年延续高景气度**，根据奥维云网推总数据，21H1集成灶零售量137万台，同比+56.3%，同比2019年H1增长52.4%；零售额达113亿，同比+73.0%，同比2019年H1增长64.6%。**集成灶品类凭借突出的产品力，叠加龙头公司积极投入营销，消费者认知度及接受度逐步提升，渗透率提升逻辑逐步验证。**
- ◆ **产品结构优化，蒸烤一体款占比提升再提速：21Q2蒸烤一体款线上线下销额占比较去年同期分别提升31pct、17pct。**蒸烤一体产品满足多功能需求，且更大化实现节省空间的产品优势，自推出以来深受消费者喜爱，销售份额快速提升。而蒸烤款产品均价高出单蒸款1-2千元，**产品结构优化拉动均价提升，推动行业量价齐升。**

图 集成灶销售数据



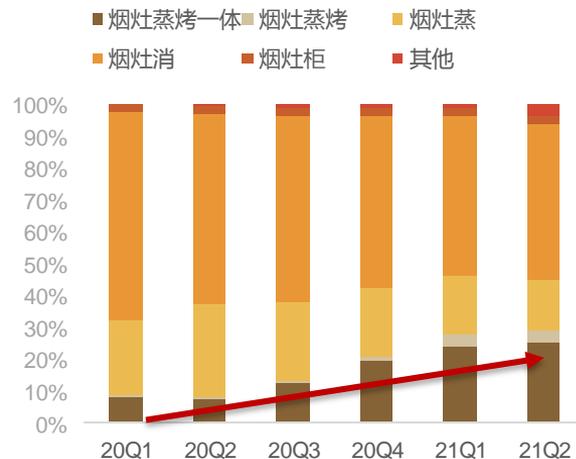
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 线上集成灶分品类销额占比



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 线下集成灶分品类销额占比



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

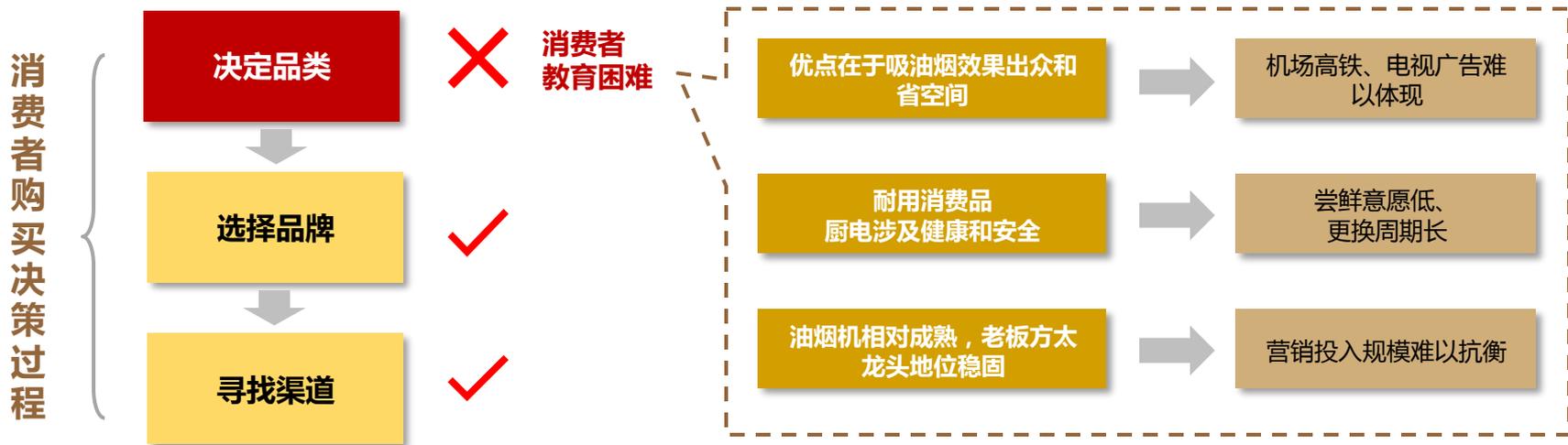


# 3.1 集成灶行业：渗透率提升逻辑持续验证

3.1.2 产品力具备相对优势，渠道拓展进行时，补齐营销短板，消费者教育持续发力，长期增长可期

## ◆ 行业长期增长逻辑

- (1) **产品力突出**：集成灶较传统烟灶具有吸油烟效果好、省空间、人感噪音更低的优点。
- (2) **渠道拓展与完善**：各龙头品牌不断完善线上线下载局，且逐步拓展KA、工程、整装等新渠道，一二线稳步进军，多渠道发展助力增长。
- (3) **营销占领消费者心智**：2020年之前，集成灶行业增长缓慢的一个重要原因在于行业消费者教育困难，而随着各龙头公司把握抖音、快手、小红书等内容直播平台，通过相对较低的营销费用及契合集成灶产品效果的视频展现形式，新兴营销方式助力集成灶实现弯道超车。



# 3.1 集成灶行业：渗透率提升逻辑持续验证

## 3.1.3 内容直播平台兴起，有望助力集成灶行业弯道超车

### ◆ 借助家居MCN率先打开营销窗口，触达消费者

家居MCN处于家居产业链最前端入口，对于消费者装修设计整体规划有较强导向性；大多数通过传达**中立客观**的态度、获取消费者较高的信任度；且**目标用户精准定位**，粉丝基本均为有实际装修需求、并且在装修设计中有较强话语权的用户。

### ◆ 各大龙头企业经销商积极加入直播平台，且直播引流客户有一定比例能成功转化为线下消费，成效良好

图 集成灶各龙头内容直播平台营销情况

平台	营销主体	火星人	美大	亿田	帅丰
抖音	官方账号	粉丝60万+ 点赞数457万+	粉丝31万+ 点赞数84万+	粉丝40万+ 点赞数81万+	粉丝38万+ 点赞数181万+
	经销商	粉丝1万+ 点赞数11万+	粉丝5万+ 点赞数11万+	粉丝5万+ 点赞数2.8万+	粉丝4万+ 点赞数47万+
	KOL	设计师阿爽 (粉丝2300万+) 老饭骨 (粉丝1000万+)	婉儿的宝藏姐姐 (粉丝1500万+) 三金七七 (粉丝800万+)	叫我coco啦 (粉丝800万+)	家居小思妹 (粉丝370万+)

资料来源：抖音、快手，德邦证券研究所（注：统计时间为2021.8.15）

图 集成灶内容直播平台营销情况

性质	所在平台	昵称	粉丝数量 (万)	集成灶内容	
				最高点赞量 (万)	最高评论量 (条)
家居MCN	抖音	设计师阿爽	2329	21.4	2470
其他	抖音	拾荒开饭	1390	166.2	13000
其他	抖音	老饭骨	1081	17.5	2133
家居MCN	快手	祝哥装修材料	776	1.1	665
家居MCN	抖音	设计好房子	706	1.8	382
家居MCN	抖音	住小帮APP	528	0.3	210
其他	抖音	枯燥房东壹哥	471	1.8	1677
家居MCN	抖音	穿拖鞋的猫爷	406	4.0	2162
家居MCN	抖音	来阁设计	382	8.2	164
家居MCN	抖音	家居严选师	343	1.7	273
其他	抖音	什么值得买	297	0.6	270
家居MCN	抖音	至简设计小北	222	23.3	680
家居MCN	抖音	家装买手7姐	176	8.5	666
家居MCN	抖音	老袁讲装修	153	0.6	488
家居MCN	抖音	恭喜说装修	143	1.4	572
其他	抖音	钱公子	131	1.1	114
家居MCN	快手	室内设计—阿帅	129	0.2	360
家居MCN	抖音	小多装修帮	125	7.2	373
家居MCN	快手	小狼	123	0.1	88
家居MCN	抖音	设计师小妞	119	28.6	696
家居MCN	抖音	灵魂设计师-杨	102	6.3	251
家居MCN	抖音	装修侠老白	95	0.5	138
家居MCN	抖音	设计师王祥春	94	14.7	408
家居MCN	抖音	设计师棒棒	92	5.8	211
家居MCN	抖音	老李爱装修	87	5.2	2051

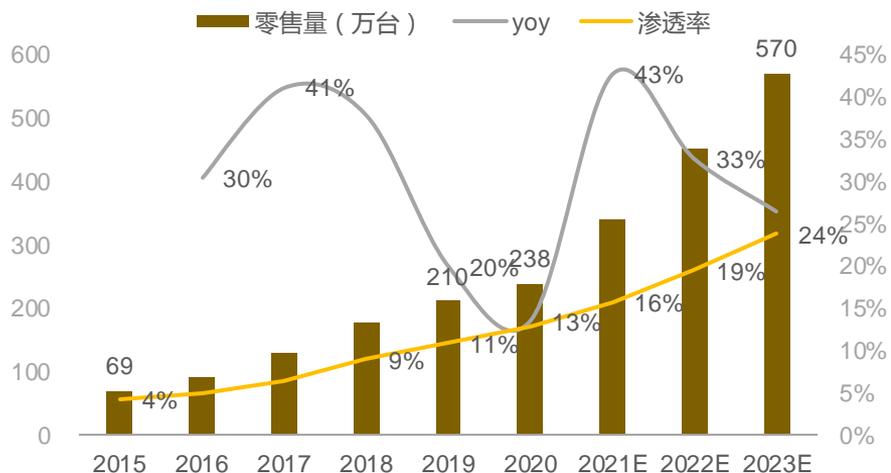
资料来源：抖音、快手，德邦证券研究所（注：统计时间为2021.8.9）

# 3.1 集成灶行业：渗透率提升逻辑持续验证

## 3.1.4 中期展望：目前渗透率尚低，但我们认为提升趋势明确，2023年有望接近25%

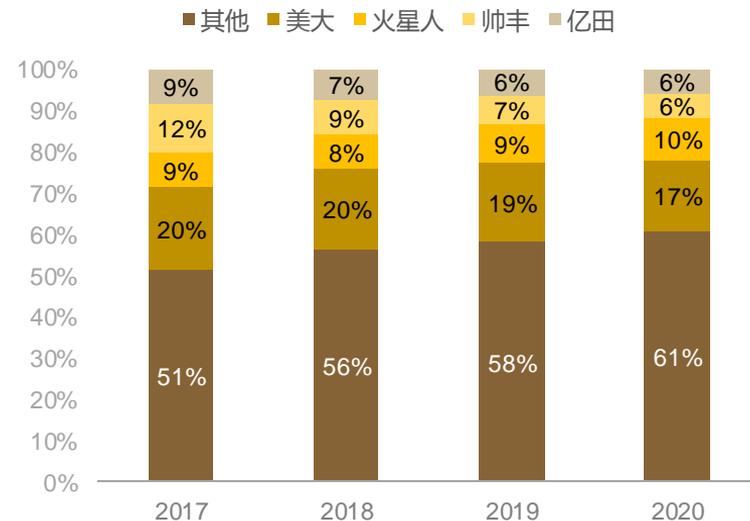
- ◆ 2020年集成灶市场规模接近238万台，疫情影响下销量增速依旧超过两位数，目前集成灶销量仅占集成灶及油烟机销量总和的13%，仍有较大提升空间。
- ◆ 根据历史数据，下半年为行业旺季，我们认为需求端持续旺盛，下半年终端有望延续高增态势。
- ◆ 随着各龙头企业积极进行营销投入及渠道拓展，叠加产品持续完善丰富，同时多品牌陆续入局进行消费者教育，**我们预计2023年集成灶渗透率有望接近25%，19-23行业销量年复合增速超25%。**

图 集成灶行业规模



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所测算

图 分品牌销量市占率



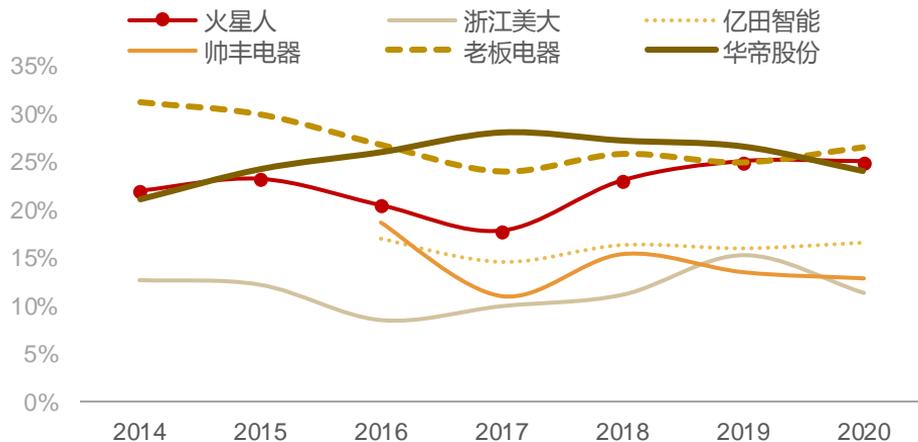
资料来源：奥维云网，公司公告，德邦证券研究所

# 3.1 集成灶龙头之火星：把握高端定位+重营销

## 3.1.5 格局高远，高举高打，营销、渠道及产品全方位维持高竞争力，长期看好

- ◆ **在营销投入上**，公司力度远超行业，2020年销售费用率达25%，高于可比公司近10pct，接近于厨电龙头老板电器。且央视等传统媒介及抖音、今日头条等内容平台齐头并举，并植入国综《向往的生活》，成效明显。
- ◆ **在渠道布局上**，通过线上返利政策实现线上线下利益均衡，同时积极布局工程、整装、KA、下沉渠道，取得优异成效。
- ◆ **在产品研发上**，精益求精，严控细节，跳出“工程师”思维，打造高颜值产品。
- ◆ **公司格局高远，品牌力逐步显现，长期看好火星凭借行业红利及自身优势实现高增。**

图 火星营销费用高于行业可比公司



资料来源：各公司公告，德邦证券研究所

图 火星人多平台营销活动

时间	营销方式	具体情况
2014年	央视平台	携手央视，在CCTV-13、《东方时空》、《共同关注》、CCTV-4《中国新闻》进行品牌投放宣传。
2017年	央视平台户外场地广告	1月，全新TVC上架，火星每周153次的央视投放开启。全国262个城、332个高铁车站、5133块屏幕同时上线火星集成灶广告。全国23个大城市、24个机场、1668个机场电视同时上线火星集成灶广告。
	电视剧植入	4月，火星贴片现象级热播剧《人民的名义》，每天3000万人次收看火星集成灶广告。12月，火星强势贴片《军师联盟之虎啸龙吟》，100%全集中插贴片。
	电视节目植入	植入《交换空间·空间榜样》、《秘密大改造》等消费家装类节目。
2018年	线上平台	与抖音、今日头条达成战略合作，开启火星战略性新布局。
2019年	代言	聘请“黄小厨”黄磊为首位代言人，黄磊常驻《向往的生活》等综艺，以其优秀厨艺出圈。
	户外场地广告	举办杭州钱江新城灯光秀，35栋连体建筑群联袂呈现“炒一百个辣椒都不怕”的标语。
2021年	综艺植入	签约国内慢生活综艺之王《向往的生活》，这一现象级综艺节目与火星人的品牌理念不谋而合，火星正式构建起“央视发声+黄磊代言+综艺IP曝光”的广告布局。

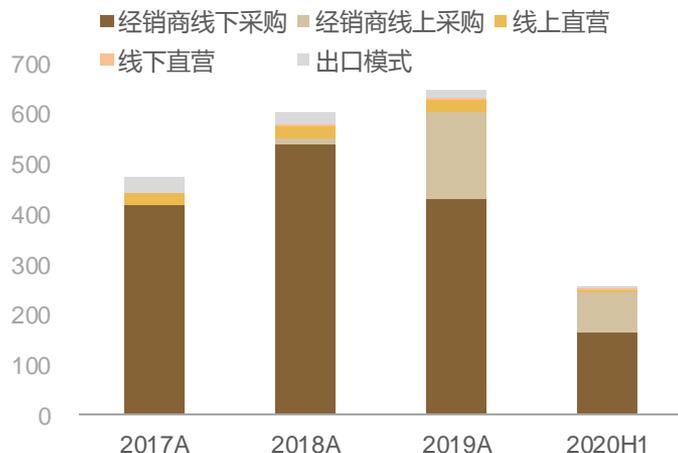
资料来源：公司官网，德邦证券研究所

# 3.1 集成灶龙头之亿田智能：变革成效可期

## 3.1.6 以产品为基石，补渠道短板，加大营销投入，期待变革启新章

- ◆ **深耕产品**：产品力为发展基石，公司凭借风机下置技术，推出蒸烤独立分腔集成灶，并持续开发新功能集成，如洗碗机集成灶、集冰蒸一体箱和智能电饭煲于一体的全新“无人厨房”智能烹饪管家S9。
- ◆ **积极变革**：少东家上任，组织架构调整、成立亿田品牌发展促进委员会、重塑终端品牌形象、对家装&电商等渠道进行新的战略布局。
- ◆ **高管团队变更**：公司新聘营销总监庞总及电商负责人刘总，将有望助力提升公司门店管理能力和线下经销商质量，同时助力亿田线上渠道更进一步。
- ◆ **看好享受行业红利的同时，公司变革成效逐步显现，加大营销投入叠加渠道提质，有望迎来业绩拐点。**

图 亿田智能主营收分渠道拆分（万元）



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图亿田蒸烤独立集成灶



资料来源：公司官网，德邦证券研究所

图 亿田智能烹饪管家S9



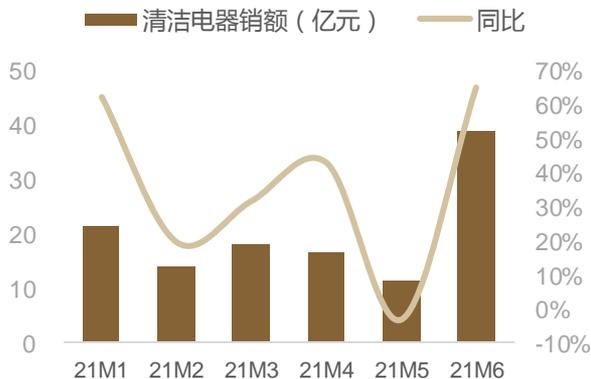
资料来源：公司官方公众号，德邦证券研究所

## 3.2 生活小家电：景气高行，清洁、投影表现亮眼

### 3.2.1 景气高行，近期销售延续快速增长态势，其中6月清洁电器和投影仪分别增长65%和25%

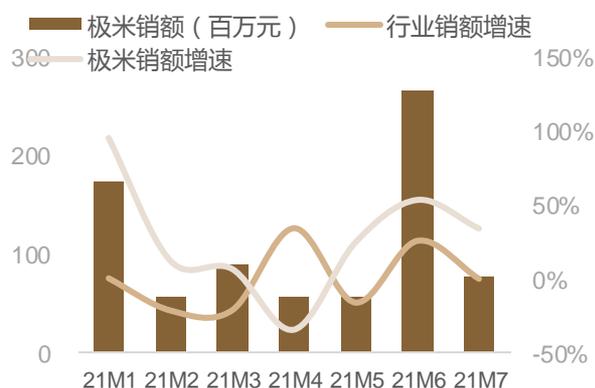
- ◆ **清洁电器**：我国清洁电器渗透率相对较低，疫情期间推动消费者健康生活习惯的养成，且2020年供给端差异化创新产品推出进一步提升消费者使用体验，推动行业迈入快速增长。尤其是洗地机产品以吸尘拖地一体及自清洁功能备受消费者青睐，2020年迅速崛起成为清洁电器的黑马品类。2021年以来扫地机及洗地机子类产品持续升级，推动清洁电器景气持续高行，2021年6月清洁电器销售额同比增长65%。
- ◆ **投影仪**：家用投影能够提供高质量的大屏影音享受，为追求品质和感性需求的消费者带来高度满足，且供给端技术迭代加速市场渗透，行业迎来快速发展期。2021年投影仪线上市场保持快速增长，6月同比增速达25%。
- ◆ **按摩小家电**：消费升级+“老年经济”和“内卷经济”属性+亚洲地区浓厚的按摩保健文化下，按摩小家电需求有望持续释放。随着龙头品牌创新产品推出及营销发力，或将推动行业进入新发展阶段。

图 清洁电器行业销额及增速



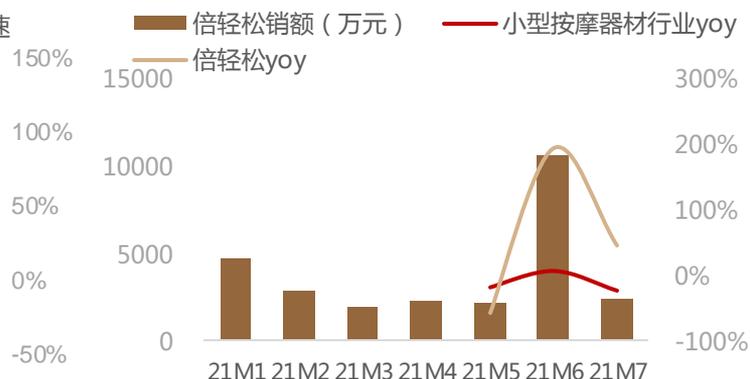
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 投影线上销额及增速



资料来源：淘数据，德邦证券研究所

图 倍轻松淘系销额及增速



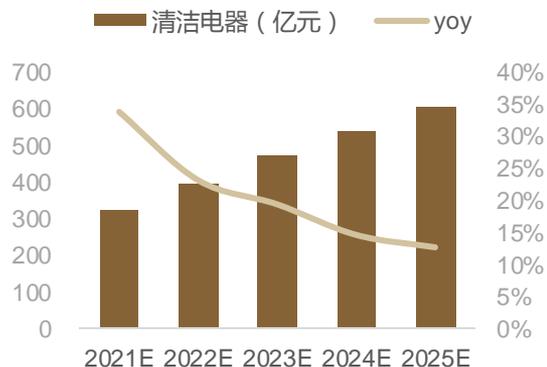
资料来源：淘数据，德邦证券研究所

## 3.2 生活小家电：渗透率较低，未来成长空间充足

### 3.2.2 总体较高增速，产品力提升解决痛点是第一驱动力

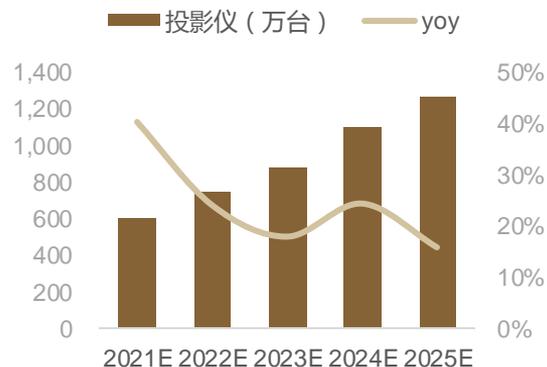
- ◆ **清洁电器：新品类带动+产品升级，有望迎来量价双击。**预计21-25年清洁电器销量CAGR为7.1%，其中传统品类吸尘器和拖把增速为3.2%和5.6%，扫地机在10%左右，异军突起的洗地机目前仍处于爆发期，未来五年CAGR达25.8%；均价方面，扫地机算法迭代、洗地机智能化程度的提升将带动均价提升。我们预计21-25年清洁电器销售额CAGR达17.2%。
- ◆ **投影仪：**家用投影仪作为注重个人信息享受的高端科技型消费品，将在第三消费时代获得广阔的发展空间。产品渗透率提升趋势下，叠加产品力不断提升，消费者教育加速推进，渠道布局完善，我们预计21-25年销量CAGR为20.4%。
- ◆ **按摩小电：**居民健康养生支出提升+产品软硬件提升解决行业痛点+按摩器适用人群扩大，行业正步入快速增长期；软硬件配置的提升有望带动均价提升，我们预计21-25年按摩小电销额CAGR为22.5%。

图 清洁电器市场空间测算



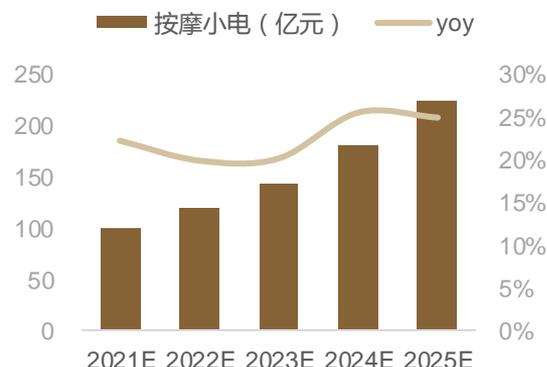
资料来源：奥维云网，wind，德邦证券研究所

图 投影仪市场空间测算



资料来源：IDC，wind，德邦证券研究所

图 按摩小电市场空间测算



资料来源：倍轻松招股说明书，wind，德邦证券研究所

# 3.2 生活小家电：产品加速迭代，持续解决痛点

## 3.2.3 供给端：技术迭代，产品持续完善优化，加速渗透率提升

- ◆ 作为具备一定科技属性的新兴产品，**解决用户痛点**是提升渗透率的重要原因。而各龙头品牌随着技术不断积累，快速迭代新产品，逐步解决现存痛点，提升用户体验，获得较高用户忠诚度和粘性。
- ◆ 产品的科技属性为品牌获得**销售溢价**，从而反哺品牌进行**技术投入及营销教育**，形成**良性循环**。

图 各品牌产品更新迭代周期较短

品牌	上市时间								
	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
极米科技	H1S New Z4X CC 极光	New Z4 Air	H2 Z4V Z6 Z6X	Play Play X		H3 新一代Z6X		MOVIN 01 MOVIN 01X	H3S RS PRO 2
坚果		A6		X3	J7S P3		G9	G9 M7	智慧墙01
石头科技					P5 T6 T4		T7 T7 Pro		T7S T7S PLUS
科沃斯		地宝DG3	DJ35	DN55	DG70 T5 N5	U3	T8 U3(line friends)		N9+ T9
倍轻松		EYE 1 Scalp Mini		iNeck mini iSee M iDream 5S Scalp 2		iDream X iNeck3 Pro Scalp mini Pro	iSee K		See X2 Pro Travel M1 A1智能明火 艾灸盒

资料来源：公司公告，公司官网，德邦证券研究所

图 极米、添可、倍轻松多款新品陆续上市



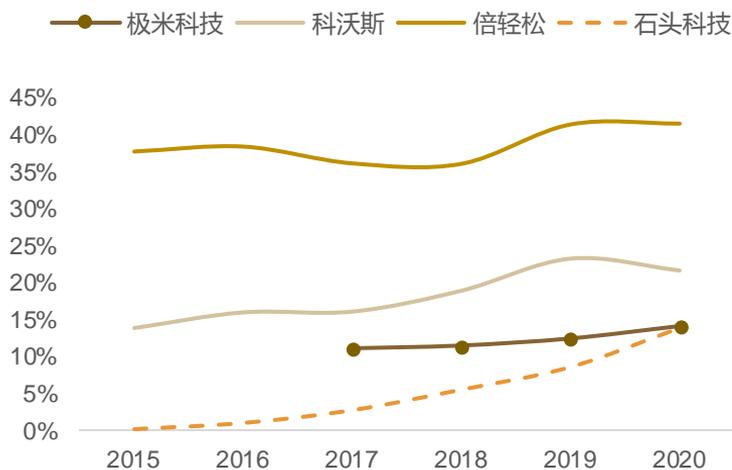
资料来源：天猫，德邦证券研究所

## 3.2 生活小家电：高投入，赋能消费者教育

### 3.2.4 需求端：逐步加大营销，占领消费者心智，助力消费者教育

- ◆ **在技术痛点持续解决的前提下，通过营销进行消费者教育同样至关重要。**因品类属性、发展阶段及公司打法战略有所不同，各公司销售费用率有所差异，但整体处于相对较高水平且呈上升趋势，龙头公司已经或逐步意识到消费者教育的重要性。
- ◆ **线下门店体验及代言人引流：**线下门店主要承担产品体验及宣传作用；同时聘请代言人进行引流，产品销售与品牌营销齐头并举。多举措不断加码消费者教育，助力家用科技产品兴起。

图 各公司销售费用率处于较高水平，且呈上升趋势



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 极米、添可、倍轻松代言人



资料来源：天猫，公司官网，德邦证券研究所

## 3.2 极米科技：看好行业需求+自身壁垒高筑

### 3.2.5 智能微投需求景气度延续，极米综合技术水平领先，渠道、营销布局持续优化

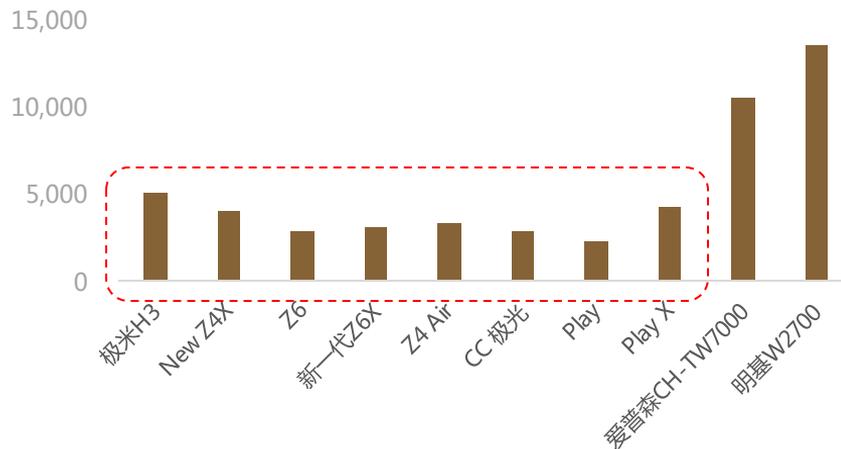
- ◆ **需求端**：从第二消费时代到第三消费时代，追求个性化、情绪化、品质化消费。智能微投由解决信息获取需求转化为信息享受，契合消费趋势。
- ◆ **供给端**：技术进步解决使用痛点，推动产品价格进入普适区间，加速普及。**极米已筑起较高技术壁垒，光机自研率接近100%，软硬件水平领先。**
- ◆ **需求与供给共振，公司不断进行消费者教育叠加技术迭代进步，推动渗透率提升，长期看好智能微投需求，极米科技作为龙头，具备技术壁垒及作为消费品的全方面壁垒。**

图 解决传统产品痛点推动消费级场景渗透

传统投影设备痛点	解决技术	技术优势
体积较大	DLP投影设备照明显示技术	1996年，DLP技术进入市场，DLP具有完全数字化显示、 <b>光能利用率高、显示对比度高、像素填充率高等优势</b> ，且 <b>DLP投影设备体积更加紧凑</b> ，为投影产品向消费级场景渗透提供了技术基础。
清晰度低	DLP投影设备照明显示技术、光机研发技术进步	
<b>使用要求严格</b> ，需正对投影屏幕摆放，若非正投画面不能呈现矩形	非正投画面校正技术	目前行业最先进的 <b>全自动六向校正技术</b> 可实现上下、左右、倾斜六向全维度的画面校正，并可随着设备位置改变自动触发校正，无需用户手动介入，极大提升使用便捷性。
<b>对焦调式复杂</b> ，传统对焦方式包括手动旋钮或遥控电子对焦，均需 <b>用户手动介入</b> ，且需肉眼判断对焦清晰度	全局无感对焦技术	极米的全局无感对焦技术首次实现 <b>无需对焦图自动对焦</b> ，实现 <b>无需用户介入调焦过程且无需投射特定特征图进行对焦</b> ，对焦速度与精度大大提升。
传统投影仪为功能单一显示设备	智能软件系统、内置音响系统	搭载 <b>智能软件系统</b> ，用户可将投影设备连接互联网，获取包括音视频、应用服务等多种娱乐服务，使投影设备能够替代手机、智能电视等提供智能影音及娱乐服务。 <b>内置音响系统</b> 也使得投影产品不再依赖外接音响设备，提升用户体验。

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 极米及高端品牌投影产品到手价对比（元）



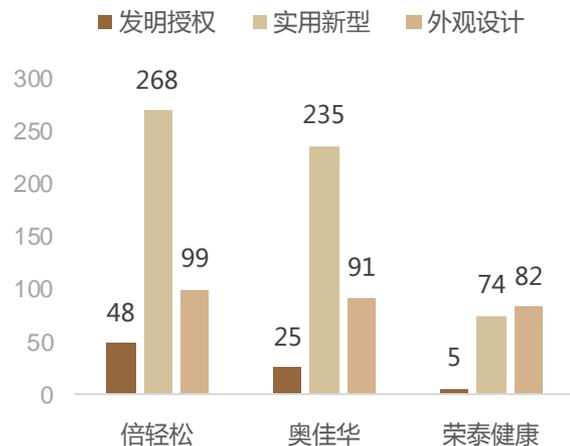
资料来源：天猫旗舰店，德邦证券研究所（注：红框内为极米产品）

# 3.2 倍轻松：重研发的高端智能按摩小家电龙头

## 3.2.6 重视研发，技术积累深厚；线下渠道多年深耕，定位精准品牌力强

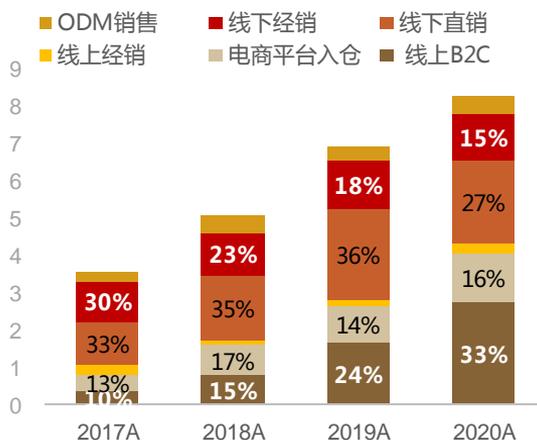
- ◆ 公司具有产品、研发、渠道的全方位优势，多年在技术和直营渠道的深耕已支撑起强大的品牌力，目前牢牢占据高端市场；随着公司在软件算法上的继续加码，双线渠道更加均衡的发展，护城河有望加深。
- ◆ **产品**：根植中医理论的仿人手按摩+智能化+科技感高颜值，直击小型按摩器行业痛点。
- ◆ **渠道**：15-20年深耕线下直营店（机场、高铁、核心商圈）已经树立高端品牌形象，目前线上销售已在提速。
- ◆ **营销**：多种创新营销（入驻综艺、开体验馆、直播种草）+借力顶流（肖战、薇娅）加快消费者教育。
- ◆ **研发**：引入IPD研发体系，激励到位；董事长亲抓研发，专利数量和软件实力行业领先，研发费用率高。

图 倍轻松小家电专利数量遥遥领先



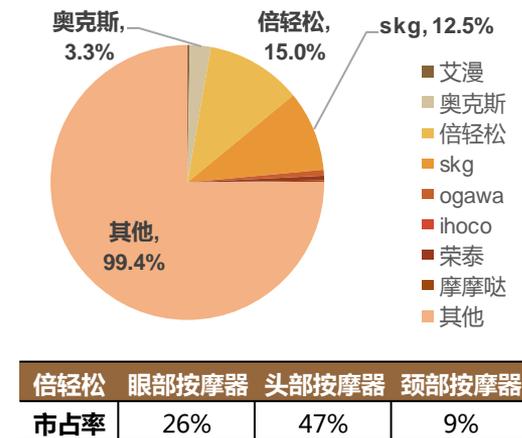
资料来源：国家知识产权局，德邦证券研究所

图 线上收入占比迅速提升



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 倍轻松优势品类市占率领先



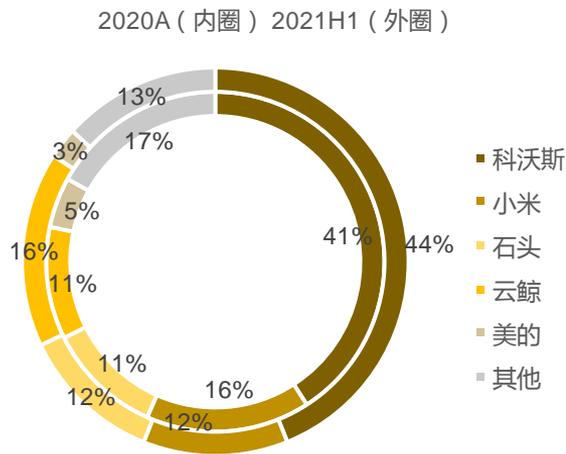
资料来源：淘数据，德邦证券研究所

## 3.2 科沃斯：把握清洁刚需，双品牌持续放量

### 3.2.7 双品牌齐头并举，洗拖产品持续迭代把握刚需；添可洗地机份额不减，助力业绩高增

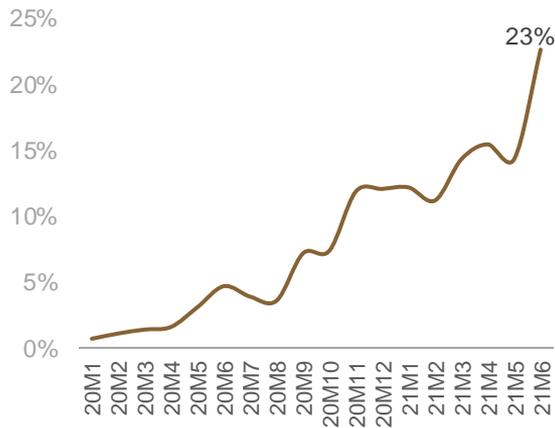
- ◆ 公司坚持自主研发，高举高打，双品牌持续发力，凭借出色的产品力及品牌力持续取得优异的销售成绩。产品差异化及竞争力逐渐加强，科沃斯扫地机及添可洗地机两大主力品类份额持续提升，2021H1线上份额较2020A分别+3pct、+4pct。
- ◆ 公司扫地、洗拖地类产品解决清洁痛点，有望成为家庭刚需。洗地机的消费者认可度快速提升，今年6月洗地机在清洁电器中销额占比已达23%。长期看，智能清洁电器符合第三消费时代消费者对于品质生活和解放双手的追求。

图 扫地机器人线上分品牌销额占比



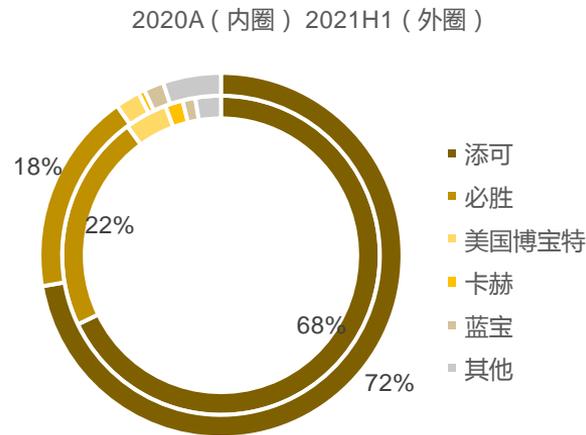
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 洗地机销售额占清洁电器比重



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 洗地机线上分品牌销额占比



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

## 3.2 石头科技：旗舰产品表现优异，H2自清洁新品可期



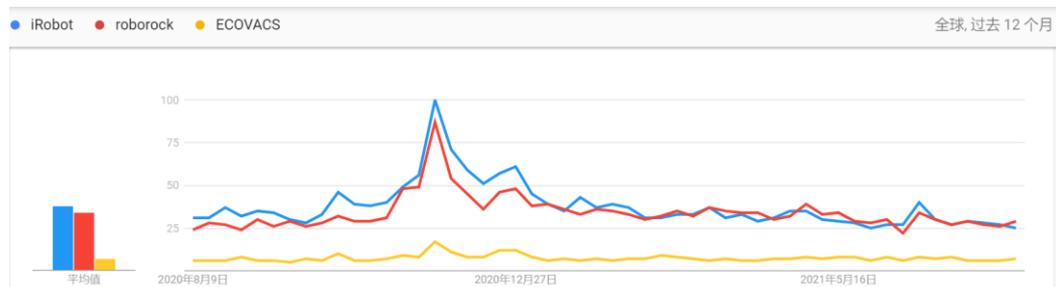
德邦证券  
Topperity Securities

### 3.2.8 扫地机前景广阔，公司技术储备深厚，未来随着品类延伸+市场拓展持续发展值得期待

◆ **旗舰新品带动产品结构优化，品牌均价同比持续提升。**H1石头在国内推出T7S、T7S Plus新品，其中T7S Plus扫地机凭借AI结构光避障、AI智控升降、声波震动擦地等功能备受消费者青睐，7月单品收入贡献提升至53%。**海外市场：**近年加码海外渠道自建，以优质产品俘获海外消费者，推动全球搜索热度提升（已与iRobot接近）。**新品拓展：**H2公司预计推出自清洁扫地机等新产品，料将贡献新增量。另公司商用清洁机器人已量产销售，多元化的产品矩阵有望成为公司稳定的增长驱动力。

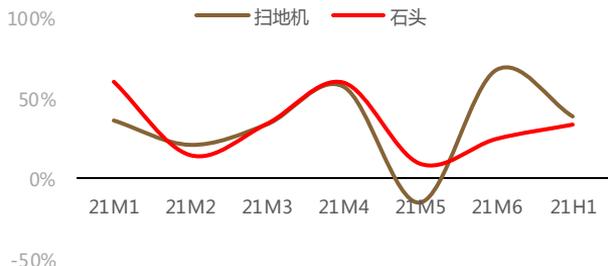
◆ **品类延伸+市场扩张，长期发展值得期待。**扫地机可解放双手，未来随着产品持续升级仍有望是清洁电器的重要子类，前景广阔。公司注重研发创新，技术储备深厚，持续发展值得期待。

图 roborock全球搜索热度接近iRobot



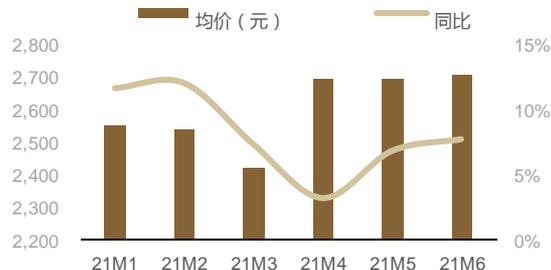
资料来源：Google trends，德邦证券研究所

图 扫地机行业及石头品牌销售额同比增速



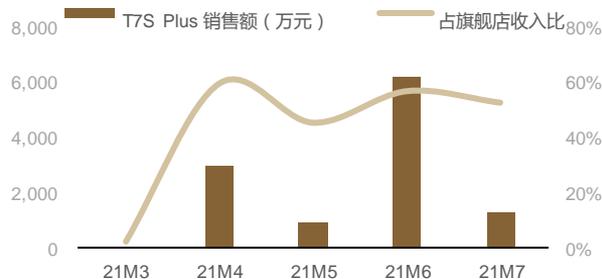
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 石头扫地机线上均价及同比



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 天猫石头电器旗舰内T7S Plus销售额及占比



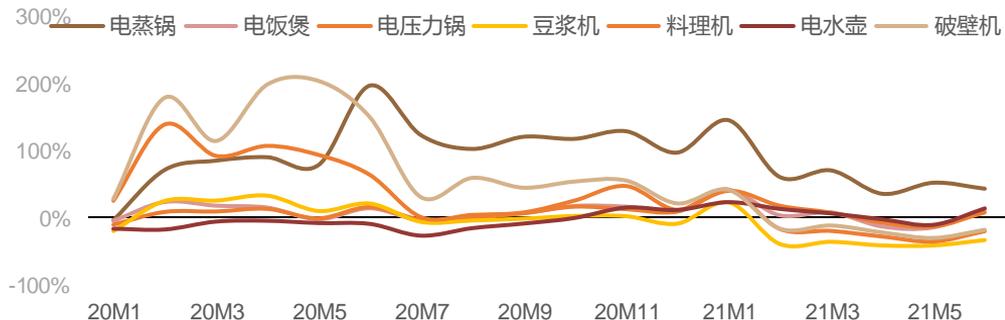
资料来源：淘数据，德邦证券研究所

# 3.3 厨房小家电：Q2承压明显，H2内销高基压力渐缓

## 3.3.1 淘数据：21Q2厨房电器及剃须刀销售额分别-13.6%和-6.0%

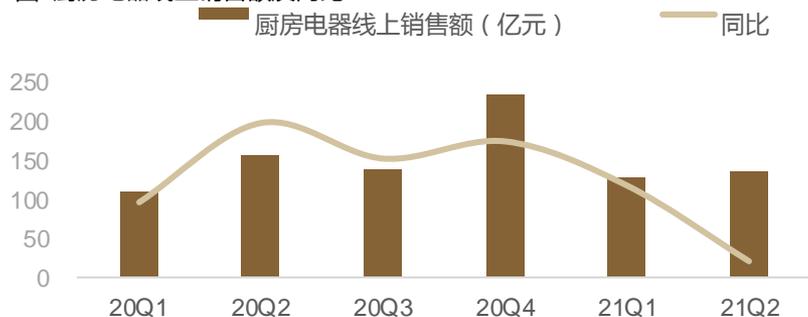
- ◆ 20Q2疫情期间消费者居家需求持续释放且购物习惯转至线上，当季线上厨房小家电（+43%）和剃须刀（+32%）销售额同比高增。受去年同期高基数影响，21Q2厨房小家电和传统个护剃须刀销售承压，线上销售额分别下滑13.6%和6%。具体品类来看，厨房小家电主要品类承压明显，二季度各月豆浆机、料理机、破壁机均呈下滑态势。
- ◆ 内销高基数压力渐缓，H2厨房小电表现可期。随着步入21H2，厨房小家电内销高基数压力料将有所缓解，且新消费下各家电企业积极开拓新品类、布局抖音等新渠道，或将进一步驱动企业的持续增长，H2各细分龙头经营表现值得期待。

图 小家电主要品类线上销售额同比增速



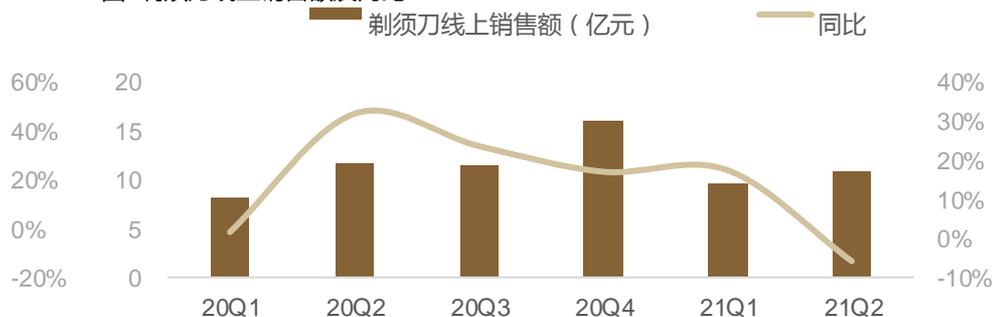
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 厨房电器线上销售额及同比



资料来源：淘数据，德邦证券研究所

图 剃须刀线上销售额及同比



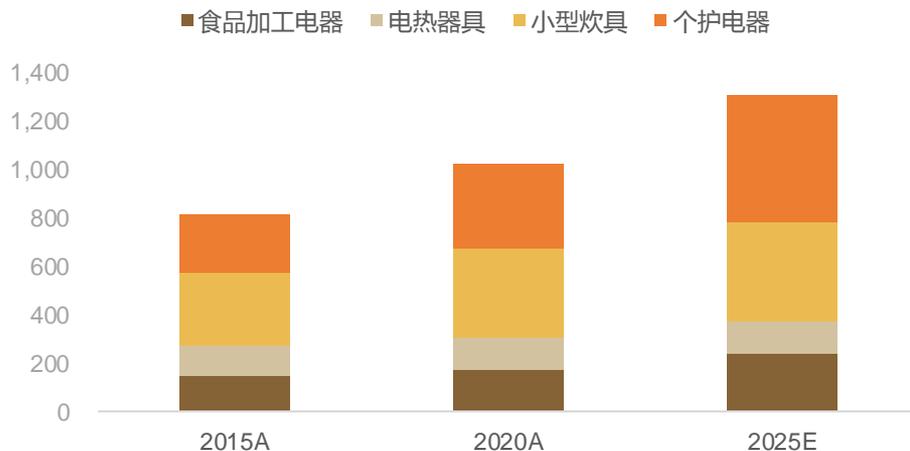
资料来源：淘数据，德邦证券研究所

# 3.3 厨房小家电：成长空间充足，第三消费时代下持续受益

## 3.3.2 小家电有望持续受益第三消费时代，未来有望保持稳健增长，个护和食品加工子类综合表现优异

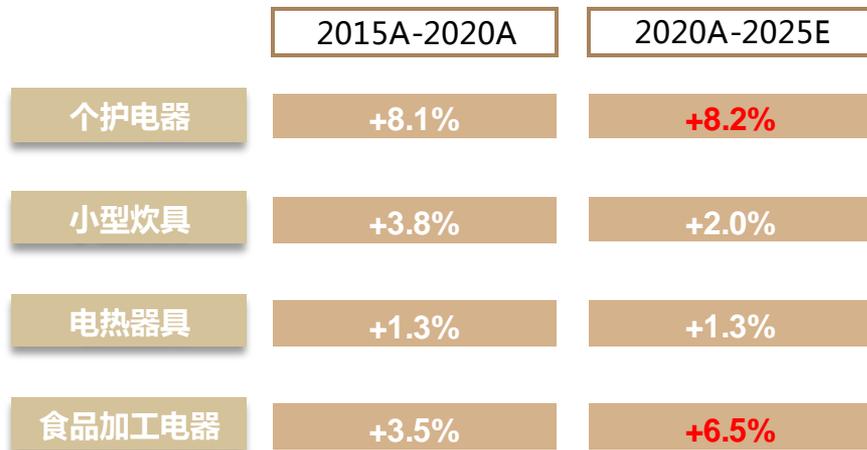
◆ **小家电市场前景广阔。**2020年我国小家电市场规模1024亿元，2015-2020年复合增速达4.7%。与欧美等发达国家相比，我国小家电市场无论从可选产品种类还是实际拥有数量都有较大的提升空间。我国正从第二消费时代迈向第三消费时代，消费者追求个性化、情绪化、品质化消费，小家电在第三消费时代的消费观下有望持续受益。欧睿国际数据预计，未来我国小家电仍能保持稳健增长，其中个护电器、食品加工电器综合表现优异，预计2020年-2025年销售额复合增速分别+8.2%和+6.5%。

图 我国小家电主要品类销售额（亿元）



资料来源：欧睿国际，德邦证券研究所

图 我国小家电主要品类销售额复合增速



资料来源：欧睿国际，德邦证券研究所

# 3.3 厨房小家电：抖音加速电商建设，家电顺势入局

## 3.3.3 抖音正加速独立电商生态打造，小家电品牌顺势入局，小熊电器、飞科电器、九阳股份表现优异

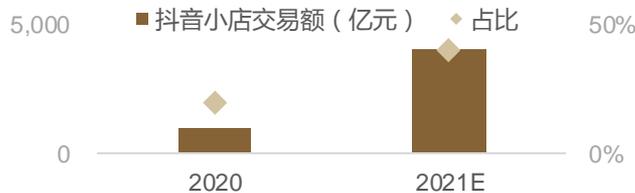
- ◆ 直播电商兴起正当时，预计2021年渗透率提振至14.3%，行业规模达2万亿。其中抖音平台表现优异，正加速推动独立电商生态打造，计划进一步提升抖音小店占比。小家电企业顺势入局，目前来看小熊、九阳、飞科在抖音小店的表现亦较为可观，新渠道布局有望贡献一定增量。

图 小家电主要企业顺势入驻抖音渠道

	小熊电器	九阳股份	苏泊尔	摩飞	飞科电器
粉丝数	46.9W	102.9W	16.4W	17.2W	51.9W
店铺商品	712	385	-	83	78
直播时间	下午2点	下午2点半	早上8点	下午2点	下午4点
店铺销量	10W+	10W+	4.3W+	1.7W	10W+
销量前列产品	烤箱 199元, 4.7W 手动拉蒜器9.9元, 4.6W 加湿器119元, 3W 空气炸锅199元, 1.7W	绞肉机 199元, 5035单 蒜泥器 9.9元, 3380单 平底锅 39元, 3016单 破壁机 279元, 2463单	电水壶 69元, 7194单 空气炸锅 299元, 3267单 电饼铛 174元, 2294单 绞肉机 109元, 2095单	多功能锅 884元, 6942单 便携榨汁杯 223元, 2663单 便携电热水壶 163元, 1223单 绞肉机 312元, 1161单	FS903 169元, 10.6W FS301 89元, 3.7W FS339 99元, 3.6W FS889 79元, 2.0W

资料来源：抖音小熊小家电旗舰店，抖音九阳官方旗舰店，抖音苏泊尔电器官方旗舰店，抖音摩飞电器旗舰店，抖音飞科官方旗舰店，德邦证券研究所；备注：截至2021/8/14

图 抖音小店模式交易额及占整体抖音电商GMV比重



资料来源：晚点 LatePost，德邦证券研究所

图 飞科参与抖音818潮流好物节



资料来源：抖音，德邦证券研究所

# 3.3 小熊电器：新品类+新渠道+新市场拓展

## 3.3.4 积极拓展新品类；抖音等新渠道料将贡献收入增量；自主品牌加速出海，海外占比有望提升

- ◆ 小熊电器多年来坚持实施产品多样化战略，积极开拓新兴品类，2021年公司在品类拓展上发生新的变化：1) 在拓展母婴、个护同时积极发力煲饭、水壶等主流刚需品类；2) 新品类的拓展效果正逐步显现，生活电器、按摩器材类较为亮眼。
- ◆ 抖音等新渠道料将贡献收入增量。目前抖音小熊小家电旗舰店内销量超10W，电烤箱（4.7W+）、加湿器（3W）、空气炸锅（1.7W）表现较好。
- ◆ 自主品牌加速出海，海外占比有望提升。公司在海外市场拓展中会持续推进产品本土化，以契合海外消费者需求，助力品牌出海业务步入良好发展阶段。

图 20年7月-21年6月小熊品牌各品类累计销售额及占该品类份额



资料来源：淘数据，德邦证券研究所

图 美亚小熊店铺在售主要产品概览

酸奶机	电动手持搅拌机	便携搅拌机
价格 49.89美元	29.98美元	29.97美元
评论 435个	1298个	360个
畅销排名 酸奶机第2名	手持搅拌机第47名	便携搅拌机第214名
评分 4.6/5.0	4.6/5.0	4.2/5.0

煮蛋器	加湿器	空气炸锅
价格 19.97美元	45.99美元	129.88美元
评论 563个	273个	36个
畅销排名 煮蛋器第26名	加湿器第648名	空气炸锅第449名
评分 4.5/5.0	4.3/5.0	4.5/5.0

图 小熊便携洗衣机、消毒碗柜、颈椎按摩器备受消费者青睐

便携洗衣机	消毒碗柜	颈椎按摩器
上市时间：21年1月	上市时间：20年7月	上市时间：20年6月
价格：369元	价格：239元	价格：179元
21年6月销量：55990	21年6月销量：5210	21年6月销量：6390
所属行业：超声波清洗机	所属行业：商用消毒柜	所属行业：按摩器材
细分行业份额：9.5%	细分行业份额：12.3%	细分行业份额：0.6%

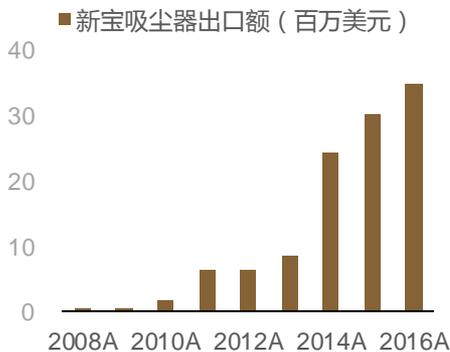
资料来源：天猫小熊电器官方旗舰店，淘数据，德邦证券研究所

## 3.3 新宝股份：平台化战略落地，自主品牌可拓品类丰富

### 3.3.5 内销持续深耕，摩飞品类拓展空间充裕；外销行稳致远，业务优化改善海外盈利

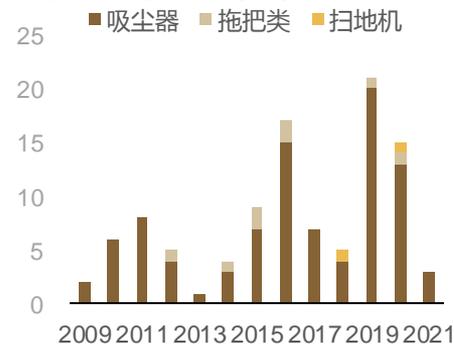
- ◆ 新消费迈入竞争更为激烈的下一阶段，技术创新、供应链管理等将成为竞争的重要筹码。新宝股份紧握手行业发展新趋势，积极推进落地平台化战略（技术平台化+产品平台化），以助力在新消费的下一阶段提前卡位。
- ◆ 近年来摩飞品牌在巩固厨房小家电优势地位的同时积极拓展成长性更优的家居环境品类，后续增长驱动力依旧强劲。公司除厨房小家电的领先优势外，在清洁电器领域亦有较强经验储备，入选2020年中国十大吸尘器出口企业且相应专利数超百项（发明授权9项，实用新型39项，外观设计64项），可为自主品牌切入清洁品类提供有力支撑，**我们认为后续吸尘器、洗地机、蒸汽拖把或是摩飞布局清洁电器的切入点；公司亦开始布局扫地机，目前仍在发明公布阶段。**近年来摩飞新品拓展成效正逐步显现，产品结构愈发均衡化，未来凭借公司在ODM领域积累的丰富的多品类研发制造经验有望落地更多品类，料将进一步打开内销业务的发展空间。

图 公司吸尘器出口额（百万美元）



资料来源：商业信息网，德邦证券研究所

图 2009年至今清洁主要品类实用新型和外观设计专利合计数（件）



资料来源：国家知识产权局，德邦证券研究所

图 2020年公司申请的厨房类部分实用新型专利节选

实用新型	申请日	授权公告日	特点
多功能空气炸锅	2020.11.05	2021.07.06	实现煎、炸、烤、焖、蒸等多功能
制冷制热装置及家用电器	2020.10.23	2021.05.18	实现加热、制冷一体化
一种可探测显示冷冻液温度冷冻桶	2020.09.30	2021.05.18	冰淇淋机冷冻桶技术领域
一种升降火锅的升降结构	2020.09.07	2021.05.07	蒸格上的食材与锅体内的汤汁分离
一种便携式奶茶机	2020.07.24	2021.04.30	对食物进行加热与搅拌，其体积轻便
一种带榨汁功能的刨冰机	2020.07.17	2021.02.19	带榨汁功能的刨冰机
一种烹饪设备	2020.05.08	2021.02.05	升降器自动带动蒸架升降，该烹饪设备可作为蒸锅、煲汤锅、火锅等

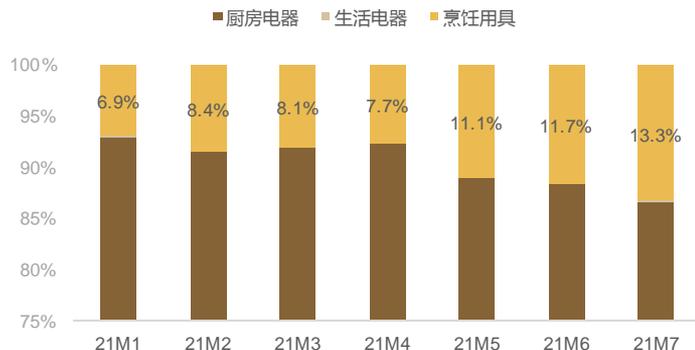
资料来源：国家知识产权局，德邦证券研究所

## 3.3 九阳股份：加码拓展炊具、清洁，持续布局优质线下门店

### 3.3.6 积极布局炊具、清洁等品类；持续推进线下新零售渠道，全年Mall店计划稳步推进

- ◆ **积极拓展布局炊具、清洁品类。**公司在保持加热电动刚需优势品类稳定发展的同时，积极布局炊具、清洁等优质赛道，**1) 炊具品类：拓展较为顺利，收入贡献有所提升。**公司新增炊具BU，引入专业的人才并持续推出差异化创新产品，其中主打产品——晶钻耐磨不粘锅主要特色为“耐磨、不粘、轻巧”，近期月销量超200只，另外公司也推出砧板、刀具、杯具及其他厨房配套产品。目前公司在炊具领域拓展较为顺利，淘数据显示21年7月厨房烹饪用具（即炊具）收入占比提升至13%；**2) 清洁品类：加强与SN协同，期待H2创新产品。**公司以清洁BU为基础进行清洁产品本地化研发，并会与SN波士顿团队及中国团队多方协同，目前已落地蒸汽拖把、洗拖一体机V5等新品。Shark作为美国清洁电器龙头，设计优势突出，有望与九阳协同落地，后续清洁新品值得期待。
- ◆ **持续布局线下优质门店，推进数字化转型。**Shopping Mall拥有较为稳定的高质量客流，公司积极拓展线下新零售渠道，推进Shopping Mall为代表的高端品牌店建设，2020年逆势新开200多家Mall店，今年全年计划新开500家，H1推进较为顺畅；另外公司推进数字化转型，以数据赋能经销商，助力运营效率提升。

图 九阳线上烹饪用具收入贡献提升明显



资料来源：淘数据，德邦证券研究所

图 九阳晶钻耐磨不粘锅“不怕钢铲真不粘”



资料来源：天猫九阳官方旗舰店，德邦证券研究所

图 Shark V5即抛即净



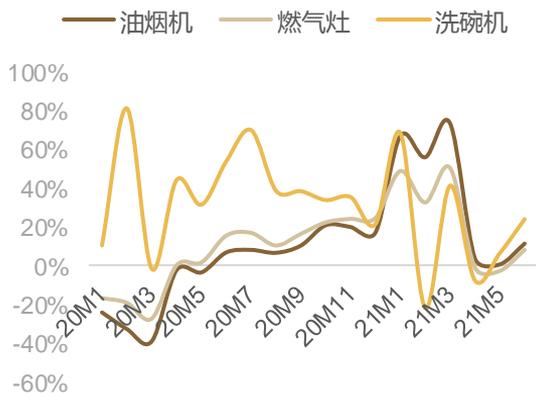
资料来源：天猫Shark官方旗舰店，德邦证券研究所

# 3.4 厨房大电：新品类景气度上行，受益竣工回暖

## 3.4.1 烟灶趋稳，洗碗机增速亮眼，竣工有望回暖拉动增长；关注洗碗机精装修配套率提升，B+C端共推进

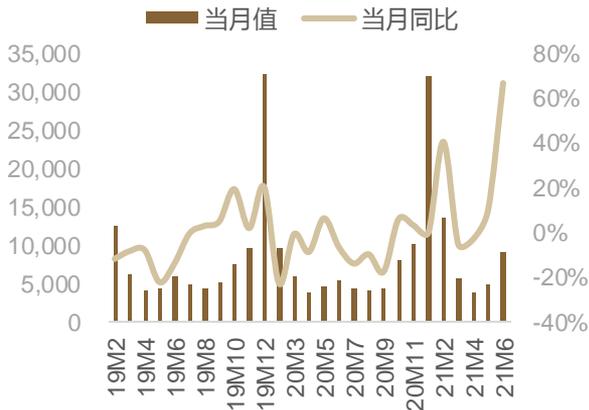
- ◆ **烟灶趋稳，洗碗机高增**：根据奥维云网推总数据，21H1**油烟机**零售量1043万台，同比+10.9%，同比2019年H1下滑10.2%；零售额157亿，同比+22.9%，同比2019年H1下滑6.0%。**燃气灶**零售量1214万台，同比+2.3%，同比2019年H1下滑15.2%；零售额88亿，同比+15.1%，同比2019年H1下滑6.2%。21H1**洗碗机**零售量94万台，同比+9.8%，零售额46.3亿，同比+24.5%。
- ◆ **竣工**：竣工回暖迹象显现，6月房屋竣工面积同比高增66.6%，竣工回暖或有望拉动下半年厨电增速提升。
- ◆ **精装修**：市场维稳，2021年上半年精装修新开盘项目1490个，同比下滑8.9%，规模123.75万套，同比下滑12%。**洗碗机配套率快速提升，同比+6pct，B+C端接受度提高有望同时推动渗透率提升。**

图 厨房大电销额同比



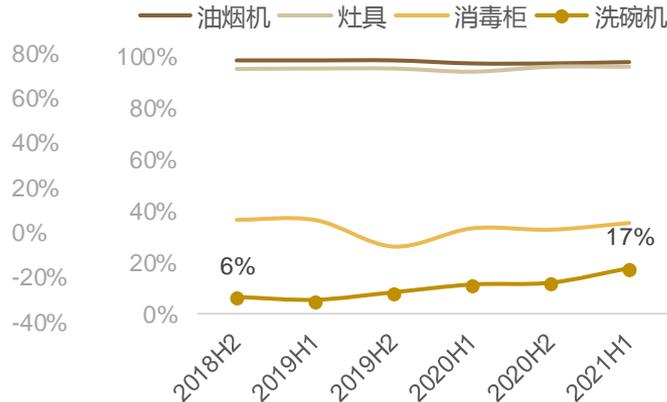
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 当月房屋竣工面积（万平方米）



资料来源：国家统计局，德邦证券研究所

图 厨电各品类精装修配套比（万平方米）



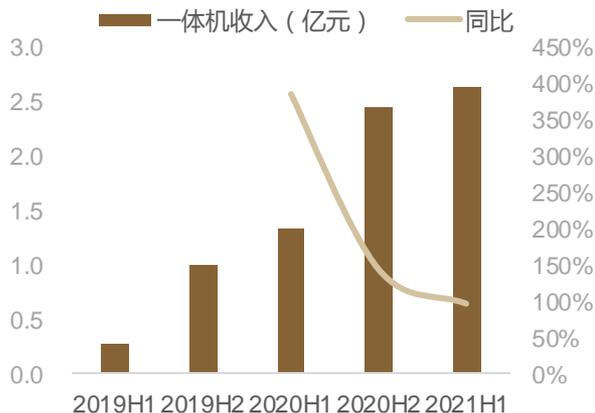
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

## 3.4 老板电器：第二成长线逐步验证

### 3.4.2 烟灶为稳固基石，二三品类增长显著构筑第二成长线，BC端多品类龙头地位稳固，份额提升

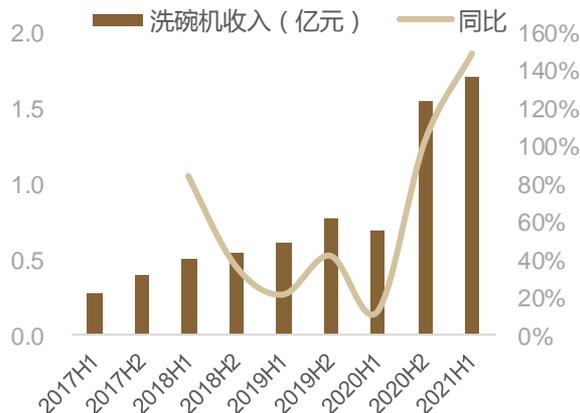
- ◆ 在烟灶增长相对放缓之时，老板及时构建起以二三品类即蒸烤一体机、洗碗机为新增长点的第二条成长线。21年上半年公司嵌入式一体机、洗碗机营收分别高增96%、148%，线下销额份额分别为34.0%、18.1%，较2020年底分别提升2.5pct、8.5pct。
- ◆ 精装修份额稳步提升：根据奥维云网，21H1老板多品类在精装修市场份额提升，维持领先地位。烟灶市场份额分别为36.5%、36.2%，稳居行业第一；洗碗机份额同比提升近10pct，稳居第二，且势头迅猛，逐渐缩小与方太的差距。
- ◆ 长期看，老板凭借深厚的渠道优势与较强的品牌影响力，借助二三品类构筑第二成长线，业绩有望重回高速增长区间。

图 老板一体机营收及同比



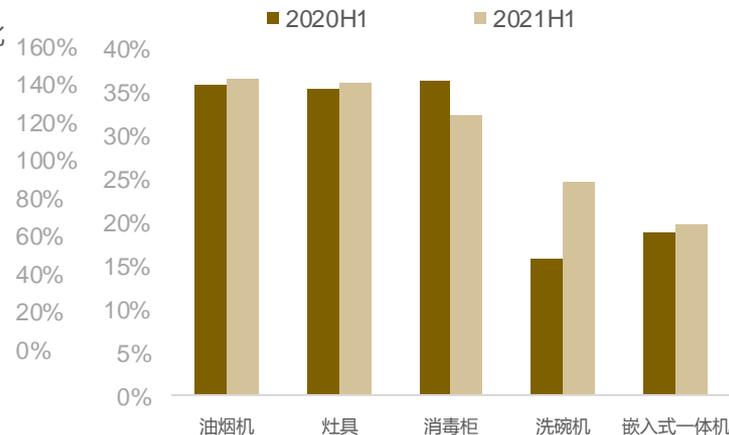
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 老板洗碗机营收及同比



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 老板多品类精装修市场份额提升



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

# 04

## 回暖可期，龙头经营韧性显现

SEPARATOR PAGE

### 4.1 白电：多重利好助力改善，龙头稳健

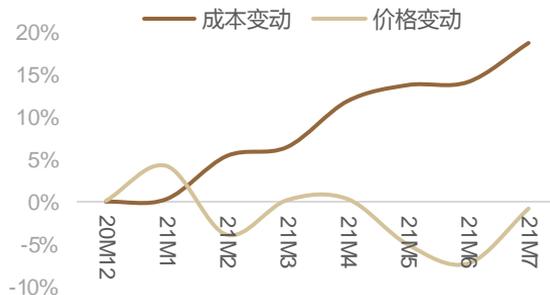
# 4.1 空调内销回顾：气温+提价，Q2销量端暂时承压

## 4.1.1 今年4-5月气温低于往年；价格战结束+原材料上涨，行业线上提价15%

◆ 空调内销上半年全渠道零售端整体有所承压（同比+14%，复合19年-3.7%）。销售额方面复合19年增速来看，Q2增速为-3.3%，相较Q1已有回暖，6月奥维线上已实现由负转正，增长17%以上。销量方面，M1-5销量复合19年增速在-10%左右波动，原因或在于：

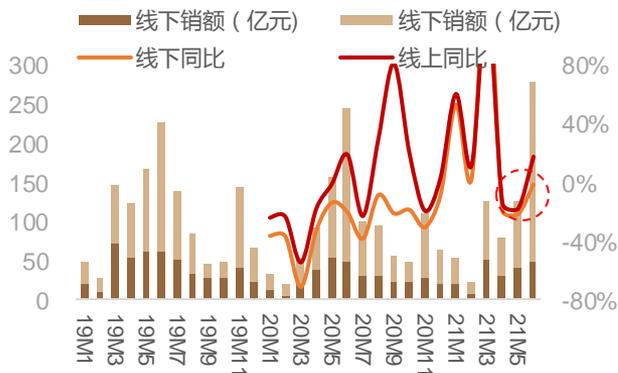
- **气温**：空调销量与夏季气温高度相关，在传统的空调备货旺季4月，今年相较往年16-20年的平均气温下降近3℃，5月气温较往年降幅已有明显收窄；
- **提价**：空调行业自19年起进入价格战，20年Q4行业价格探底后开始逐渐回暖；此外，自20Q2起铜、铝、钢铁等大宗原材料价格持续上涨，我们测算空调年初至今成本已增长近20%。以上双重因素推动上半年线上/线下分别提价17%/6%，**提价一定程度上抑制了终端消费的需求。**

图 21H1空调成本与价格变动



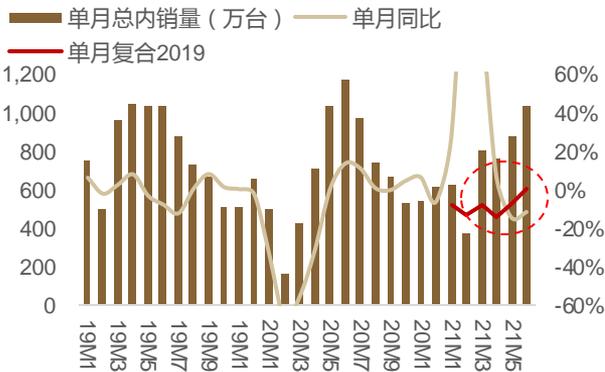
资料来源：wind，奥维云网，德邦证券研究所

图 空调零售端销售额4-5月全渠道暂承压



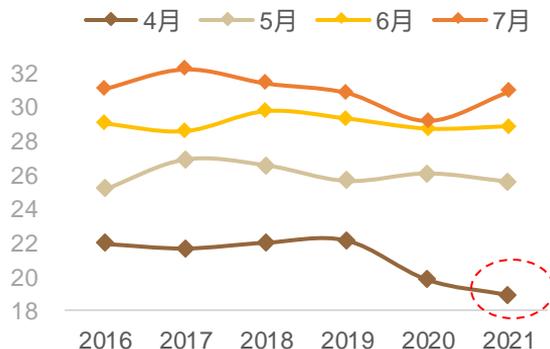
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 Q2空调内销出货量承压



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 主要城市温度情况（℃）



资料来源：wind，德邦证券研究所

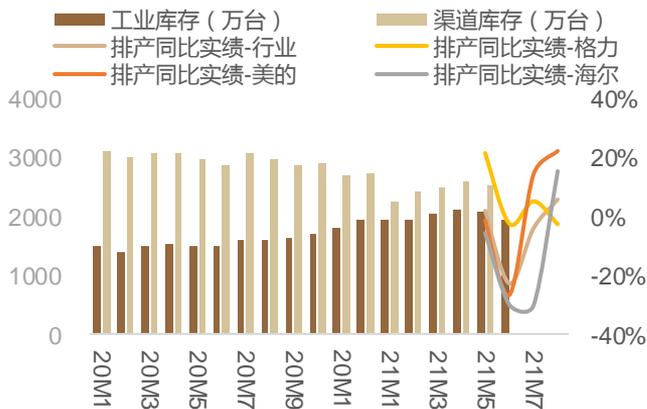
注：温度为全国28个主要城市当月最高气温的平均值

# 4.1 空调内销展望：行业多重利好，H2行业有望回暖

## 4.1.2 渠道库存为18H2以来最低；地产竣工和销售增速回暖；气温6月同比回升

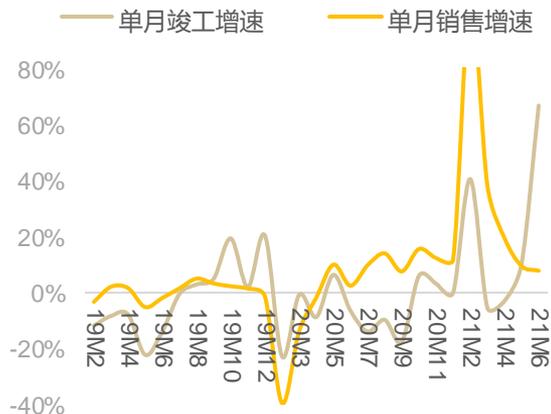
- ◆ **库存结构持续优化，龙头排产回升：19年起的价战刺激了渠道库存的加速出清，叠加龙头公司渠道改革和新能效标准的实施，空调行业的销售模式发生了深刻的变化，目前渠道库存为2018下半年来的新低；工业库存方面，为抵御原材料价格上涨的主动备货在进入20Q3之后有所上升，但自今年4月开始有所下降。排产方面，美的海尔8月内销排产增速在双位数以上，环比前几月实现由负转正，改善明显。**
- ◆ **地产显著回暖：5月竣工增速转正，6月提升至66.6%；此外5-6月地产销售增速在去年同期高基数下亦实现8%左右的增长，支撑空调中期的销售。**
- ◆ **天气改善：6-7月气温与前5年平均气温基本持平，8月上旬亦延续了这一趋势。**
- ◆ **7月零售端数据和安装卡已验证改善逻辑：W28-W31线上/线下空调销量提升47%/3%，显著改善；美的、海尔6月起安装卡数据增速较高。库存、地产、天气三大关键因素的改善，H2内销量有望迎来景气。**

图 空调库存结构优化



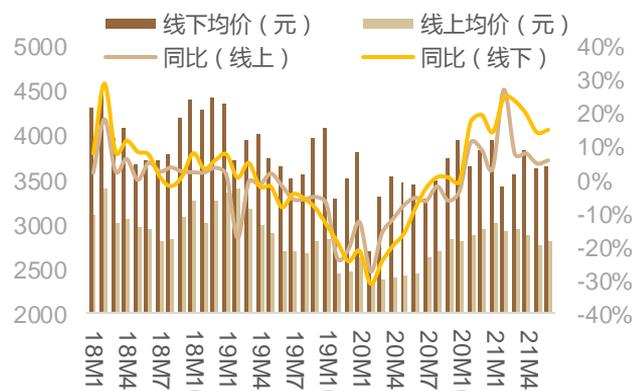
资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 地产增速步入回暖通道



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 空调内销均价回暖趋势有望持续



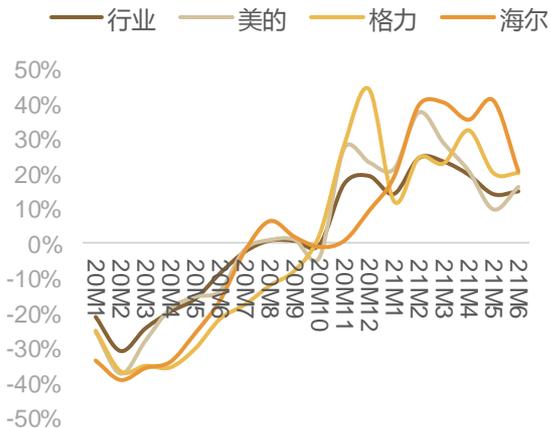
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

# 4.1 空调内销展望：多重驱动，龙头无畏

## 4.1.3 渠道改革持续推进+高端化套系化基础上的提价能力，集中度进一步提升

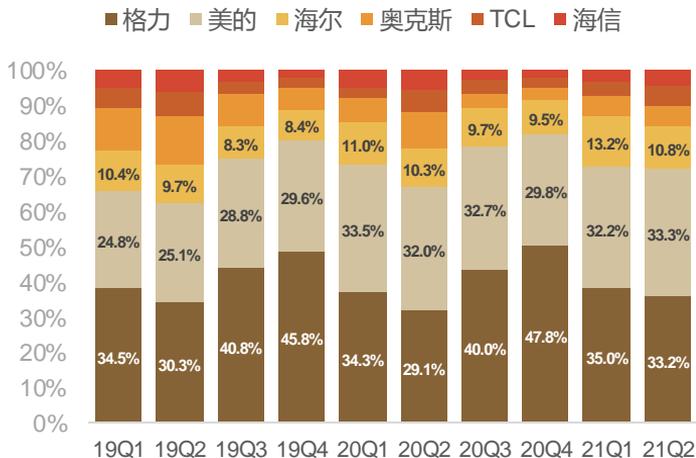
- ◆ **龙头企业拥有提价权，原因各不相同。面对价格战之前相较线下较低的线上均价，三大龙头抓住价格战结束的机遇，提价幅度高于行业。美的**此前线上和格力价差在400-600元，本身就有较大的提价空间，本轮美的提价也在5月之前基本完成，从而很好的应对了原材料涨价；**格力**在本身强产品力的基础上，3月将空调保修期延长到10年，通过服务强化本就很高的产品溢价能力；**海尔**在“空调复兴计划”的战略下，通过卡萨帝和三翼鸟在高端化和套系化上对较为弱势的空调业务都进行了有力的带动。
- ◆ **渠道改革成效明显助力放量：**“减层级+数字化+仓配提效”下，19年至今空调行业CR3进一步提升至77.3%。
- ◆ **抓住新能效和新风空调机遇，龙头产品进一步升级，**618京东8000元以上柜机销量+230%，卡萨帝和COLMO实现了200%以上的增速。

图 龙头线上提价幅度较大，高于行业



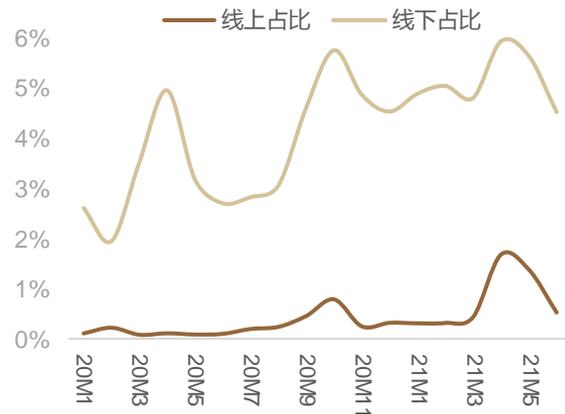
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 CR3内销份额提升



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 以新风空调为代表的新品占比快速提升



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

# 4.1 空调外销：出口保持高景气，品牌出海稳步推进

## 4.1.4 疫情推动出口高景气；新兴市场高增长；海外创新力强

- ◆ **强大的空调制造能力在海外疫情反复背景下进一步受益。中国目前占全球80%的空调产能，高于冰洗。**20Q3起空调出口连续4季度增速10%+，代工过半的美的在多数月份增速保持在20%以上。外销排产数据方面，行业3月起触底回升，8月进一步提速，美的和海尔提升至40%以上。
- ◆ **新型市场增长为空调外销打开长期天花板。**南亚、东南亚和拉美地区空调正处于渗透率提升阶段，增长潜力巨大。对于此前海外品牌建设重心更偏重发达国家的海尔来说，成熟的海外运营经验可以快速复制至发展中国家，是典型的“先难后易”的过程。
- ◆ **因地制宜的创新+资源整合优势进一步提升龙头的海外竞争力。**例如在美国市场，美的推出了U形窗机空调Midea U，该机身上的U型槽允许窗户随时打开或关上，解决了以窗机为主的美国市场安装空调便无法开窗的痛点，市占率快速提升。

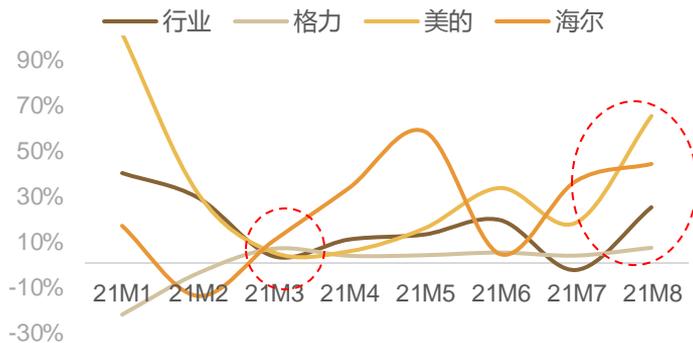
图 海尔空调紧抓发展中国家的机遇



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

图 外销排产触底回升



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 外销2020年起持续增长



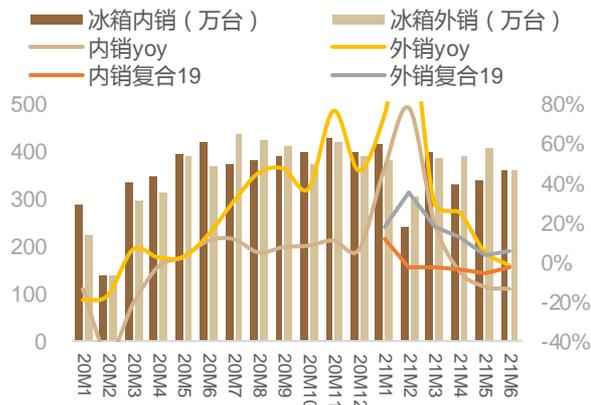
资料来源：产业在线，德邦证券研究所

# 4.1 冰箱：内外销分化，关注龙头带领的结构性变化

## 4.1.5 内销集中度进一步提升；产品升级是主线；外销稳健增长

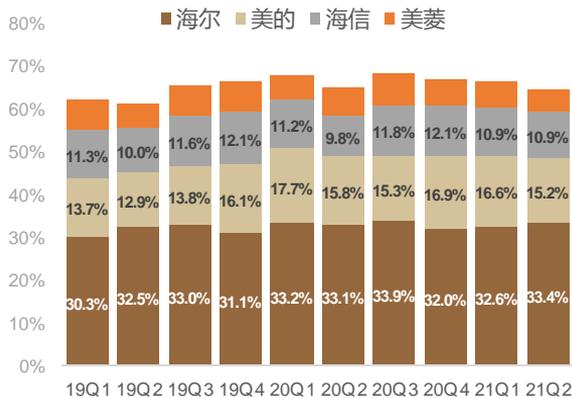
- ◆ **内销**：作为存量竞争的品类，冰箱内销量复合19年有小幅下滑，两大龙头市占率继续提升约4pct。
- ◆ **结构性升级显著**，21H1线上和线下分别有17%和6%的提价。原材料涨价只是催化剂，背后因素在于：**1）套系+智能。套系化背后是数字平台的支撑，数字推动的服务智能化显著增加终端产品的溢价。**海尔再次推出卡萨帝全新“银河”套系家电，智能化的同时能够实现根据客户偏好和身体指标提供菜谱和美食，加速从卖产品到卖生态的升级。**2）高端产品不断迭代**：美的COLMO发布以来新品冰箱推出速度加快，不断实现产品功能升级。
- ◆ **外销**：复合19年保持双位数增长，冰箱自15年起除个别季度外均保持正增长，确定性强。

图 外销20年至今保持改善趋势



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 内销CR3稳步提升



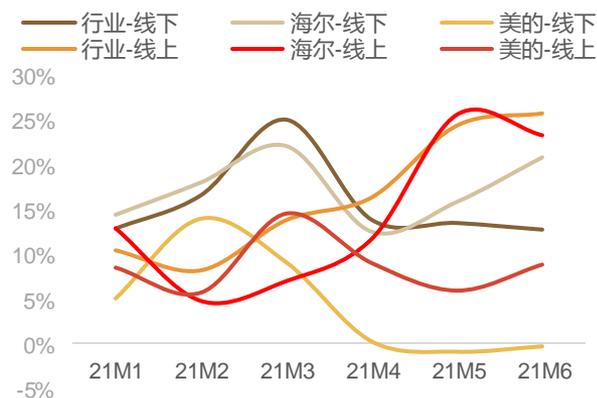
资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 COLMO冰箱的新品迭代

时间	新品	亮点
2019.9	熔幔岩系列冰箱	面板模仿原生地幔岩的结构；AI全食材智鲜科技；DPS+急速除菌技术
2020.4	熔幔岩 513 冰箱	十字门体，适合食物种类多、数量多的存储
2021.6	灵感系列CRBK611S-A2萤石蓝	全球首款高定冰箱，大容量宽幅变温抽屉

资料来源：公司公告，艾肯家电网，德邦证券研究所

图 冰箱线上线下均价基本保持提升趋势



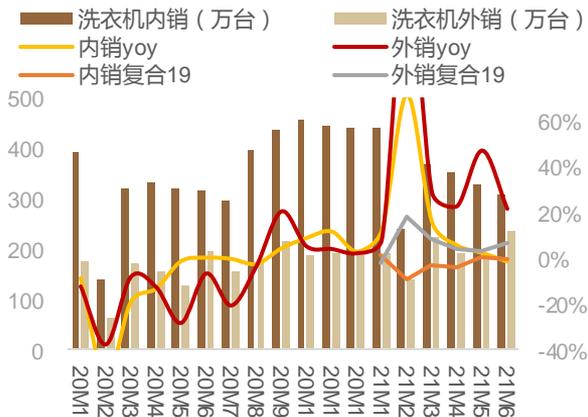
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

# 4.1 洗衣机：Q2内冷外热，高端产品稳步扩容

## 4.1.6 滚筒占比持续提升；线上均价提升更快，占比过半

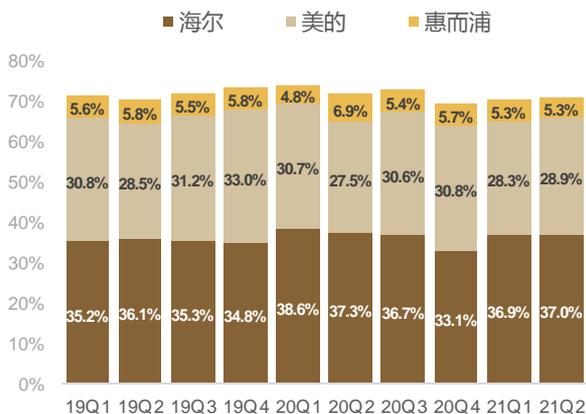
- ◆ **内销**：复合19年增速-2%，双寡头格局依然稳固，海尔19年至今份额继续提升了1.8pct。产品结构升级方面，滚筒洗衣机对波轮洗衣机的替代是主线，且主要在线下渠道进行，目前滚筒占比比19年约提升7pct，线上波轮洗衣机占比仍在50%以上，具有很大替代空间。
- ◆ **价格**：线下8k以上高端产品占比从2019年度的12.4%提升至17.1%。万元以上市场海尔优势明显（21Q1占78.1%）。
- ◆ **渠道**：线上零售额占比首次过半，提升速度放缓，均价提升速度快于线下；新营销占比提升。
- ◆ **外销**：20H1季度洗衣机出口基数低，今年受海外疫情反复影响同比高增，复合19年+5%。

图 外销20年至今保持改善趋势



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 内销双寡头格局稳固，海尔稳中有升



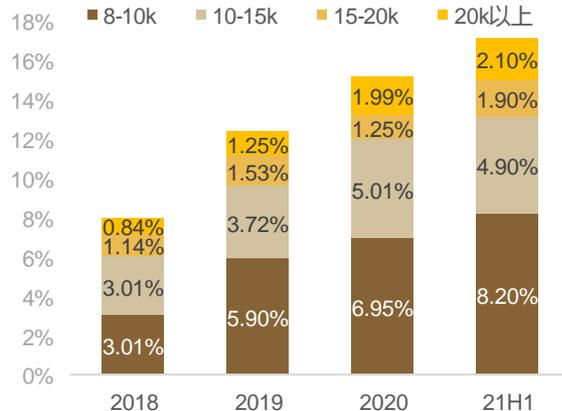
资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 洗衣机产品升级的主要方向

方向	占比
大容量	21H1线上10Kg以上零售额占比提升12%
薄款	21H1超薄洗衣机占比提升10%左右
智能	WIFI+智能投放的洗衣机线上占比提升5.3%
护理	空气洗、超微净细胞产品占比提升
静音	直驱静音技术收到广泛关注

资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 线下8000元以上高端洗衣机各价格段零售额占比



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

# 4.1 衣物护理：成长赛道，渗透率有望进一步提升

## 4.1.7 干衣机国内品牌替代外资加速；衣物护理机兴起，玩家增多

◆ 衣物护理是洗衣机产品的延伸赛道，目前整体高增长，逐渐成为新战场。

◆ **干衣机产品**历史较为悠久，具有较高的技术壁垒，在发达国家渗透率较高，早年在中国由以西门子、博世为代表的的外资品牌牢牢把持，CR4约70%左右。近5年海尔、美的在热泵技术上的迅速突破，市占率在21H1已基本实现对博世、西门子的赶超，海尔和美的系分别在线上和线上市场跃居第一。

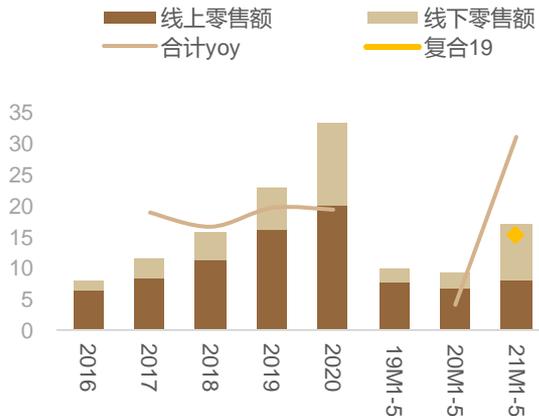
◆ **衣物护理机属于新兴品类**，21H1在低基数下实现翻倍，目前行业品牌众多，吸引了部分巨头入场，去年6/7月，三星和卡萨帝推出首款产品，今年1月松下亦入局，目前销售以线上为主。

图 各国干衣机/洗烘一体机渗透率

国家	干衣机	洗烘一体机
中国	0.2%	2.5%
日本	1.3%	36.9%
美国	76.2%	1.1%
英国	31.5%	9.9%

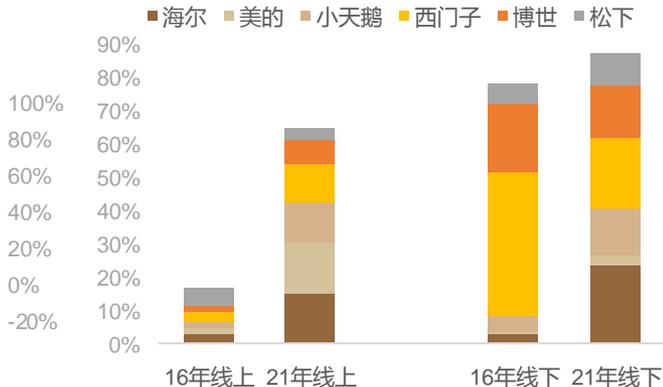
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 干衣机零售额近年保持高速增长（单位：亿元）



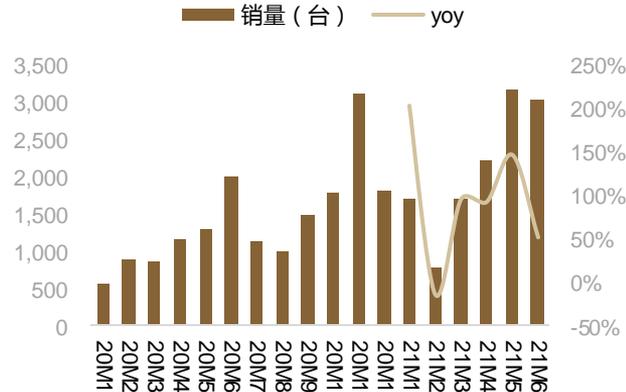
资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 海尔美的双线份额强势提升



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 衣物护理机快速增长



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

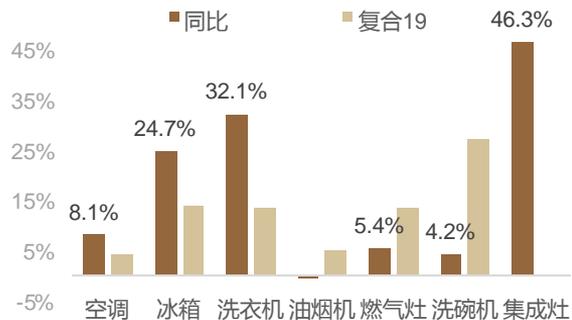
# 4.1 美的集团：强执行力、盈利稳步增长的科技集团

## 4.1.8 2C业务基本盘稳健+机器人业务盈利修复+2B业务迅速拓展，持续看好公司业务多点开花

### 短期逻辑：

- ◆ **1) 2C家电业务（智能家居事业群为主）是美的业务的基本盘**，目前占营收比重约70%。21H1传统品类依旧稳健，除厨房小家电外增速均高于行业；新品方面表现亮眼，集成灶保持高增，洗地机在6月推出后7月市占率提升至5.6%。**多次变革形成的事业部体系下，考核目标清晰，部门战斗力强，激励机制到位，2C家电业务有望稳健增长，是中长期多元化发展的“压舱石”。**
- ◆ **2) 机器人业务的盈利能力是市场关心的问题**，特别是欧洲区业务占比高的KUKA在20年疫情冲击下，订单量下行产生亏损。库卡在21H1业绩如期恢复，其中Q1订单增幅近30%，收入增幅15.5%，实现EBIT8.2百万欧元；在除汽车之外的业务推展上亦取得快速突破，基于KUKA系统的自动化医疗设备ROBERT进入3000家医院。**高效、狼性的运营经验和国内强大的资源渠道将持续赋能KUKA，推动中国区业务占比的提升。**
- ◆ **3) 2B业务快速发力**：20年底进行组织架构调整后，除智能家居事业群外的4大事业群主要聚焦2B业务：机电事业群下的威灵汽车部件公司在5月实现了三大新能源核心汽车零部件的量产，暖通与楼宇事业部下的四大业务已签约多个重要客户，美云智数已进驻爱玛、百丽、东方雨虹等多家龙头。**2B端丰富的运营经验和高效、多层次的研发体系下，将迎来收获期。**

图 2021H1美的2C业务增速稳健



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 机器人业务板块有望恢复，中国区占比有望提升



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 暖通与楼宇为代表的2B业务快速推进

场景	切入客户
智慧轨交	◆ 已经为苏州地铁6号线、广州地铁21号线、雄安高铁站、京张高铁服务
智慧医院	◆ 已切入上海瑞金医院、新疆克拉玛依中心医院、深圳市人民医院
智慧园区	◆ 已为上海特斯拉超级工厂、北京首钢集团、海康威视提供解决方案
数据中心	◆ 针对青藏高原地区数据中心打造“碳中和”解决方案

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

# 4.1 美的集团：品牌矩阵升级+全产业链把控+跨界竞争

## 4.1.8 品牌矩阵升级+全产业链把控+长远规划跨界竞争，为公司打开长期增长空间，未来可期

- ◆ **中长期逻辑：1)** 17年通过收购拥有东芝、Clivet等知名品牌，**18年起重视培育自有品牌（COLMO、华凌、布谷）且增长迅猛**，预计中长期为公司增长打开空间。**2)** 全产业链把控能力可应对核心零部件缺货和涨价的风险，且能够对外销售贡献收入。**3)** 跨界竞争打开第二增长曲线，强化科技集团属性。

图 自有高端品牌Colmo迅速发力

	2019	2020	2021E
<b>定位</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 科技高端品牌</li> <li>◆ 理念：科技服务生活本源、设计释放理性空间</li> </ul>		
<b>营收(亿)</b>	1	10	30 (H1约完成16亿)
<b>产品</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 发布TURING 空调、熔幔岩系列冰箱、相变热水器等 AI科技家电</li> <li>◆ 累计推出 23 款新品，BLANC 套系</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 全新发布145N 全屋智慧解决方案</li> <li>◆ 发布TURING 家用中央空调以及四大场景新品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 6月举办新品发布会，发布全系列高端家电新品</li> </ul>
<b>营销</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 沟通精准圈层，赞助体育赛事及商业策划</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 探索自制 IP，推出《生活进化论》</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 携手国际时尚家居杂志《安邸AD》亮相</li> </ul>
<b>渠道</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 建立近 2,000 家包含形象店、旗舰店在内的各类网点</li> <li>◆ 累积有近十万会员，服务近八万家庭</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 已经服务全球近 10 万个菁英家庭</li> <li>◆ 打造品类专区、AI 智感空间、AI 智感体验厅</li> <li>◆ 全国布局超 5,000 家门店</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 利用强大的专卖店体系，专门开辟区域给 COLMO (约5000家)</li> </ul>

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

图 美的加速家电产业链一体化，进入多领域

时间	事件
<b>上游</b>	
1982	◆ 成立了 <b>模具公司</b> ，深耕模具行业；不仅服务美的，还服务丰田、本田、大众等品牌
1992	◆ 与日本芝浦电机所合作，成立“ <b>顺德威灵电机制造有限公司</b> ”，生产 <b>RP塑封微型电机</b>
1998	◆ 收购东芝万家乐制冷设备有限公司和东芝万家乐电机各60%股权， <b>完善空调压缩机领域</b>
2001	◆ 收购 <b>日本三洋磁控管工厂</b> ，进入磁控管领域（微波炉核心零部件），构建美的第二条产业链
2003	◆ 芜湖生产基地已可以生产 <b>除压缩机外空调产业链所有的零配件</b> （电机、控制器、塑料件、钣金件等）
2008	◆ 与日本东芝开利成立 <b>安徽美芝制冷设备有限公司</b> ，生产 <b>冰箱压缩机</b>
2017	◆ 收购 <b>合康新能</b> （专注于工业自动化控制和伺服系统），加速美的 <b>大型中央空调的变频化进程</b>
<b>下游</b>	
2001	◆ 成立 <b>安得物流承接美的物流功能</b> ，2017年改名为 <b>安得智联</b> ，布局智慧物流；2020年营收近百亿，近半数由外部客户贡献



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

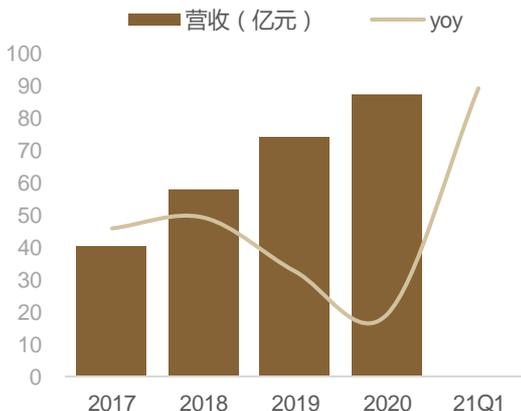
# 4.1 海尔智家：边际改善明显的全球化白电龙头

## 4.1.9 高端化布局进入收获期+海外自主品牌市占率提升+多方面渠道改革，盈利将逐步释放

### 短期逻辑

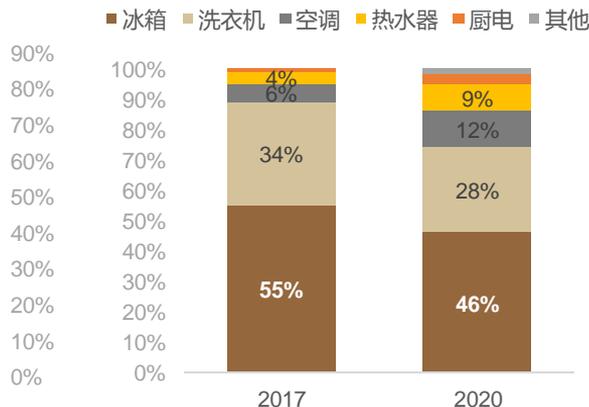
- ◆ **高端化成绩斐然**：卡萨帝多年耕耘，厚积薄发，16年起（20年除外）增速30%+，21Q1同比80%+，冰洗带动空调和厨电成效明显，目前已成为国际知名高端家电品牌，国内大家电高端市场占有率位居第一。
- ◆ **套系化、场景化稳步推进**：三翼鸟场景品牌2019年成立，目前已落地148家城市，并持续在前装渠道渗透；21H1上海三翼鸟客单价达28w。
- ◆ **海外持续高增，全球第一大家电地位稳固**：100%自主品牌，发达市场份额逐年提升；近年新兴市场发力，增长迅猛，高端化保证价格+品牌力。
- ◆ **渠道变革**：上海今年起已建设量子小店600家+，进行社区精细化运营，增加触点从而充分发挥服务优势引流；紧抓地产精装房趋势，重视前装市场，战略合作红星美凯龙，计划3年入驻300家店；渠道数字化拉通成效显著，私有化后渠道协同效应提升，变革更加积极主动。

图 卡萨帝增速亮眼



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 卡萨帝产品结构优化



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 21H1新兴市场突破显著

地区	最新进展
非洲	◆ 21H1尼日利亚销售额+40%，高端份额占整体销售超40%
印度	◆ 印度北部工业园建成投产（品类为空冰洗），21H1印度市场增速56%
越南	◆ AQUA越南截止5月收入同比增长47%；冷柜、滚筒洗衣机、冰箱、家用空调分别实现111%、68%、52%、41%的增长。
东欧	◆ 斯洛伐克销量增长150%； ◆ 捷克,Haier品牌同比增长298%； ◆ 波兰,同比增长36%,其中Haier牌增长69%。 ◆ 俄罗斯第四个互联工厂奠基，预计22Q2投产

资料来源：公司公告，wind，德邦证券研究所

# 4.1 海尔智家：驾轻就熟，海阔凭鱼跃

## 4.1.9 研发优势显著，收购优质品牌捷足先登，私有化后加速降费提效

### 中长期逻辑

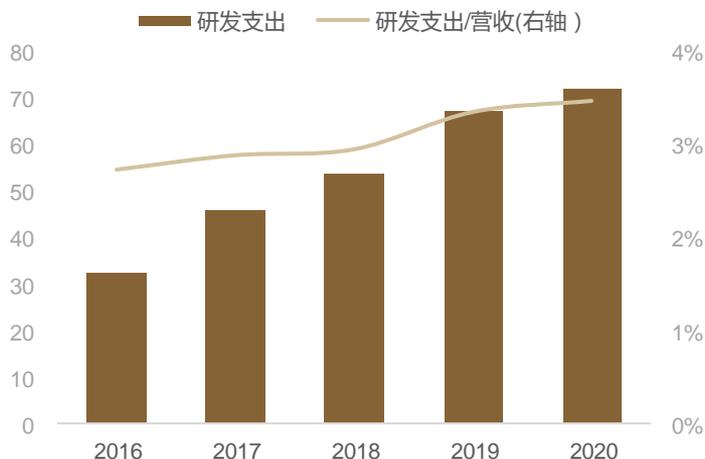
- ◆ **重研发支撑好产品**：自主研发投入加大，增速快于营收增速，在高端化和智能化上领先行业；吸收FPA、GEA高端品牌的领先技术，为我所用。
- ◆ **优质品牌收购捷足先登，深度全球化整合优质资源**：全球各区域产、研、销一体；主要市场均拥有优势品牌，大家电份额位居前三。
- ◆ **费用端改善**：私有化后降费提效稳步推进，内部产品流通环节缩减，渠道数字化改革加速；国内管理优势输出海外各区域，提升管理效率（如GEA的小微组织变革），公司海外各区域盈利仍有较大的提升空间。
- ◆ **海外开疆扩土持续**：发力东欧、东南亚、非洲等新兴市场，运用成熟的海外拓展经验进行“降维打击”，抓住区域成长红利抢占市场。

图 GEA、FPA多款高端技术整合运用

来源	技术	产品
Candy	◆ 水汽分离技术	◆ C5+蒸箱
GEA	◆ 热风对流技术	◆ 卡萨帝烤箱
	◆ 精准控温技术、烧烤盘技术	◆ Q8501 五头分区燃气灶
FPA	◆ 直驱电机技术	◆ 卡萨帝双子云裳洗衣机
	◆ 分区洗护技术	◆ 卡萨帝幕级云裳
	◆ 525 大直径与激光焊接内筒技术	◆ 海尔紫水晶
	◆ 温湿双控双保真技术、双蒸汽动态平衡技术	◆ 卡萨帝嵌入式烤箱
	◆ 云控湿技术、动态热量温控系统、变频匀温技术	◆ 卡萨帝蒸汽嵌入式烤箱
	◆ 冰水技术、热泵技术、直驱电机技术	◆ 卡萨帝纤诺热泵烘干机
	◆ 恒风量技术(与海尔联合开发)	◆ 卡萨帝12 方系列油烟机

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 海尔研发费用及研发费用率提升（单位：亿元）



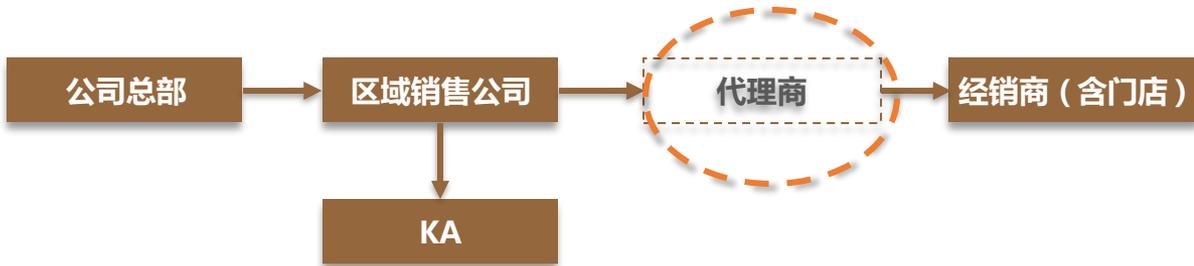
资料来源：wind，德邦证券研究所

# 4.1 格力电器：渠道改革渐获成效，治理结构有望优化

## 4.1.10 渠道改革落地叠加能效新标推动产品结构优化，市场份额逐步修复

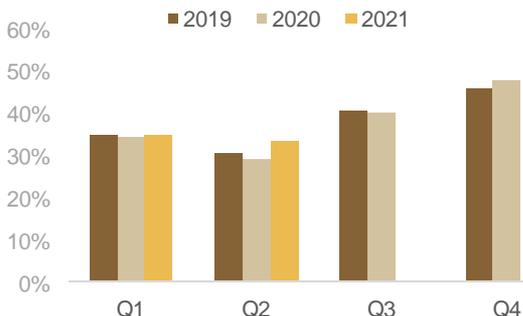
- ◆ 公司渠道改革稳步落地，线下层级料将有所缩短，效率有望提升。公司原先的专卖店层级相对冗长（需要经过销售公司-代理商-经销商等多层级），去年年初疫情下公司加快渠道改革，计划取消“代理商”层级（如山东地区等），有望进一步提升营运效率。
- ◆ 空调份额有所回暖。渠道改革获效叠加能效新标推动下龙头优势显现，产品结构持续优化，全渠道均价明显提升（H1+16%）。格力市场份额逐步修复，20Q4起内销量份额同比持续提升。

图 格力电器线下渠道结构



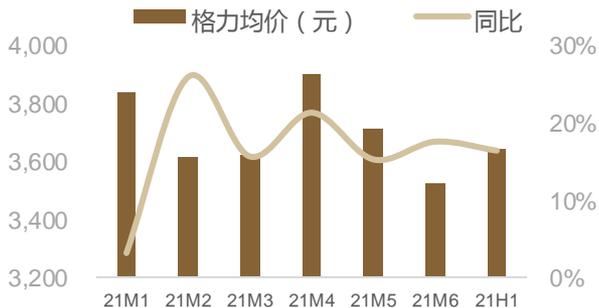
资料来源：德邦证券研究所整理

图 格力内销量份额逐步修复



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 21年格力空调全渠道均价同比持续提升



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 格力产品不断升级

新品	亮点
馨天翁-长者空调	· 搭载56°C净菌自洁和UVC安全除菌系统 · 自动开启防直吹功能
臻净风-除甲醛空调	· 全覆盖纳米凝胶除甲醛滤网，深度除醛 · 搭载56°C净菌自洁系统
光伏空调	· 自研光伏直驱变频离心机系统，节约能耗且可储存能量 · 获得授权发明专利146项，核心技术获专利金奖

资料来源：公司公告，wind，德邦证券研究所

# 4.1 格力电器：渠道改革渐获成效，治理结构有望优化

## 4.1.10 多元业务布局迈向科技型集团；市场化激励落地，治理结构有望优化，助力长远发展

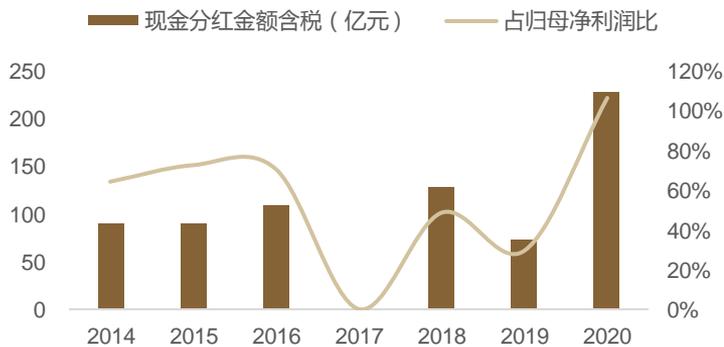
- ◆ **公司从专业化空调企业发展成为多元化科技型工业集团。**近年来公司持续加码多元化布局，立足家电行业的同时稳步拓展智能装备、精密模具、新能源、半导体等新兴产业，致力转向科技型全球工业集团。另外市场拓展方面，公司亦会加强海外拓展，全球空调龙头地位有望进一步巩固。
- ◆ 公司近期落地员工持股计划，覆盖员工人数较为广泛（预计不超过1.2W人），此外本期员工持股计划承诺21年/22年净利润较20年增长分别不低于10%和20%，且预计当年现金分红不低于2元或不低于当年净利润50%。此次持股计划将有效地将股东、公司和员工的利益结合，料将助力改善公司的治理水平。

图 格力消费+工业领域产业布局



资料来源：公司调研，德邦证券研究所

图 格力现金分红金额及比例



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 格力第一期员工持股计划持有人名单及拟分配情况

岗位	持有人	职务	拟认购股数上限 (万股)	拟出资金额上限 (万元)	占本计划的比例 (%)	
董事、监事、高级管理人员	董明珠	董事长、总裁	3,000.00	83,040.00	27.68	
	张伟	董事、党委书记	60	1,660.80	0.55	
	庄培	副总裁	60	1,660.80	0.55	
	谭建明	副总裁、总工程师	60	1,660.80	0.55	
	邓晓博	副总裁、董事会秘书	60	1,660.80	0.55	
	舒立志	副总裁	60	1,660.80	0.55	
	廖建雄	财务负责人、总裁助理	60	1,660.80	0.55	
	王法雯	职工监事	8	221.44	0.07	
	中层干部、核心员工 (预计不超过11,992人)			7,468.58	206,730.29	68.92
	合计			10,836.58	299,956.53	100

资料来源：wind，德邦证券研究所

- ◆ **宏观经济下行风险**：宏观经济下行或影响居民的消费水平与消费意愿，将导致消费需求的减弱；
- ◆ **原材料价格大幅波动风险**：原材料价格大幅上涨将带来明显的成本压力；
- ◆ **汇率大幅波动风险**：汇率大幅波动对出口业务为主导的公司的财务费用影响明显；
- ◆ **地产竣工不及预期**：房地产竣工不及预期将影响以厨电为主导的家电内销需求。

## 分析师与研究助理简介

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

## 投资评级说明

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

**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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



**德邦证券**  
Topsperty Securities

## 德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616      传 真：+86 21 68767880

400-8888-128