



家用电器

优于大市（维持）

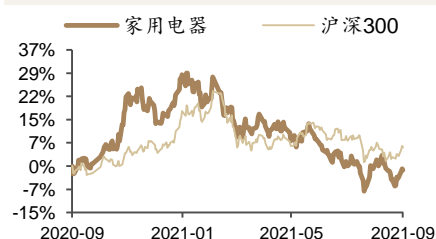
证券分析师

谢丽媛
资格编号：S0120521030001
邮箱：xiely@tebon.com.cn

研究助理

贺虹萍
邮箱：hehp@tebon.com.cn
邓颖
邮箱：dengying@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 1.《8月淘系：集成灶、投影仪高增，清洁类热度不减》，2021.9.5
- 2.《九阳股份（002242.SZ）：炊具拓展显著获效，扣非净利略有承压》，2021.8.31
- 3.《7月冰洗内外销暂有承压，精装修智能家居配套率提升明显》，2021.8.29
- 4.《专题：从在售新品+专利储备看各家入局清洁电器进度》，2021.8.22
- 5.《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》，2021.8.18

家电行业 21H1 中报总结：大浪淘沙始见金，奋楫扬帆启新章

投资要点：

家电中报已披露完毕，我们选取家电行业共 54 家公司，从收入、成本、费用及营运能力角度对家电行业中报进行分析。在后疫情时代，家电行业压力仍在，但亮点更为突出。集成灶、清洁电器、智能微投及按摩小电等新兴品类逐步放量高增；在原材料价格压力下，龙头公司积极应对，通过产品结构优化及内部提效等措施实现毛利率逆势上涨。第三消费时代下，家电企业成长空间充足。

● 收入端：需求景气恢复，龙头韧性渐显

受 2020 上半年疫情导致的基数影响，今年一季度同比增速亮眼，二季度基数因素逐步消除，同比增速环比有所放缓。复合 19 年来看，上半年家电行业延续稳健增长。具体来看，上半年家电行业各板块有所分化，呈现以下特点：集成灶与洗碗机品类为厨电板块带来新增长点；小家电新品类亮眼，供给与需求共振，消费者教育正加码；成熟白电平稳增长，疫情反复叠加多降雨天气，终端需求略显疲软。海外方面，疫情之下我国供应链优势凸显叠加海外需求依旧旺盛，家电出口业务景气度延续，自主品牌出海加速，海运紧张短期有所扰动。

● 成本端：原材料压力涨价下，龙头多举措提升盈利能力

原材料价格上行+新收入准则调整影响，家电企业毛利率普遍明显承压，21H1 家电板块综合毛利率 22.7%，同比-0.45pct，其中 21Q2 家电板块毛利率 23.2%，同比-0.82pct。龙头公司产品结构持续升级优化提升盈利能力，集成灶蒸烤一体款销售份额占比持续提升，推动均价上行，投影仪龙头极米科技高端新品热销拉升均价叠加自研光机占比提升，毛利率逆势上涨。

● 费用端：提效持续进行，盈利暂有承压

21Q2 家电行业期间费用率整体下行，同比去年同期-0.62pct，在原材料成本高企和汇兑损益增加的背景下，行业龙头普遍在供应链数字化、组织架构灵活化、渠道结构扁平化的方向上持续推进，取得了显著的成效。受原材料价格提升影响，Q2 家电板块归母净利率为 7.07%，同比-0.06pct，整体盈利能力承压。白电和厨电板块有所提升，主要系龙头海尔智家和火星人带动。

● 经营质量：现金流环比改善，高基数下周转率有所下降

经营性净现金流总体环比好转，小家电和黑电有所承压。存货周转率整体平稳，进入 Q2 后家电内销整体较为平淡，叠加去年 Q2 同期疫情积压需求释放产生的高基数影响，存货周转率整体下降。应收账款周转率方面，白电、厨电和黑电均有小幅下滑，小家电下滑较为明显。

● 投资建议：

集成灶景气度高涨，洗碗机 B+C 共发力，在竣工正增长、地产回暖的长期逻辑下，厨电行业充分受益。建议关注紧握强品牌营销和高端产品定位两大厨电行业龙头核心要素、规模快速扩张的火星人，具备较强产品力、少东家上任有望带来变革成效的集成灶龙头亿田智能，具备较强产品优势和渠道优势的集成灶龙头浙江美大。推荐关注零售恢复显著、工程渠道增长稳定，第二成长线逐步兑现的厨电龙头老板电器。



生活小家电成长品类热度高行，持续看好新消费为小家电领域带来的新机遇，厨房小家电高基压力渐缓，龙头新品陆续上市有望拓宽增长空间。建议关注技术领先且具有消费品全方位壁垒的家用智能微投龙头**极米科技**，推荐关注以消费者为核心导向具备营销和产品设计优势的新宝股份，多品类多价位段布局落地的小家电细分领域龙头**小熊电器**，提早大幅调整组织架构顺应新消费快速响应需求的**九阳股份**、专注打磨产品细节、用户粘性高且产品矩阵和价格段不断拓宽的国产高端小家电**北鼎股份**以及产品端+渠道端+营销端全线竞争力突出的小型按摩器龙头**倍轻松**。

白电品牌出海进程加速，同时海外疫情反复带来产能转移红利持续，内销国内自主高端品牌强势崛起，行业集中度将进一步提升，龙头紧抓有利时机布局海内外产能和产业链、优化智能制造、提升终端价格。建议关注白电龙头底部复苏，推荐关注海外盈利空间打开、高端+场景稳步推进的**海尔智家**，2C业务稳健发展基础上2B快速发力、海外自主品牌加速布局的**美的集团**，以及渠道改革成效渐显、多元业务稳步拓展的**格力电器**。

- **风险提示：**宏观经济下行风险、原材料价格大幅波动风险、汇率大幅波动风险、地产竣工不及预期风险。

内容目录

引言	5
1. 收入端：需求景气恢复，龙头韧性渐显	5
1.1. 内销：各板块分化明显，成长品类放量高增	6
1.2. 外销：出口景气度不减，物流压力短期扰动	11
2. 成本端：原材料压力涨价下，龙头多举措提升盈利能力	13
3. 费用端：提效持续进行，盈利暂有承压	15
4. 经营质量：现金流环比改善，高基数下周转率有所下降	18
5. 投资建议	19
6. 风险提示	20

图表目录

图 1: 家电板块分季度营收及同比	5
图 2: 家电分板块单季度营收同比增速	6
图 3: 上半年分品类销额同比	6
图 4: 当月家用电器和音像器材类社零销售额及同比	7
图 5: 当月房屋竣工面积 (万平方米)	7
图 6: 集成灶延续高景气且量价齐升	8
图 7: 洗碗机精装修配套率提升明显	8
图 8: 投影线上销额及增速	9
图 9: 厨房电器线上销售额及同比	10
图 10: 龙头品牌空调线上提价幅度较大, 高于行业	10
图 11: 20Q1-21Q2 我国家用电器出口额 (亿元人民币) 及同比	11
图 12: 20Q1-21Q2 白电各品类外销量同比增速	11
图 13: Roborock 全球搜索热度接近 iRobot	12
图 14: 石头科技境外收入 (万元) 及占比	12
图 15: TINECO 全球搜索热度超过 ECOVACS	12
图 16: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	13
图 17: 2017-2021H1 家电及子板块毛利率走势	14
图 18: 线上集成灶分品类销额占比	14
图 19: 线下集成灶分品类销额占比	14
图 20: 淘系线上极米品牌投影仪均价及同比	15
图 21: 2019-2021Q2 家电及子板块期间费用率走势	15
图 22: 2019-2021Q2 家电子板块销售费用率走势	16
图 23: 2019-2021Q2 小家电公司广告费用率同比提升	16
图 24: 2019-2021Q2 家电子板块管理费用率走势	17
图 25: 2019-2021Q2 家电子板块研发费用率走势	17
图 26: 2019-2021Q2 家电子板块财务费用率走势	18
图 27: 2019-2021Q2 家电子板块汇兑损益/营收走势	18
图 28: 2019-2021Q2 家电子板块净利润现金比率走势	19
图 29: 2019-2021Q2 家电子板块存货周转率走势	19
图 30: 2019-2021Q2 家电子板块应收账款周转率走势	19

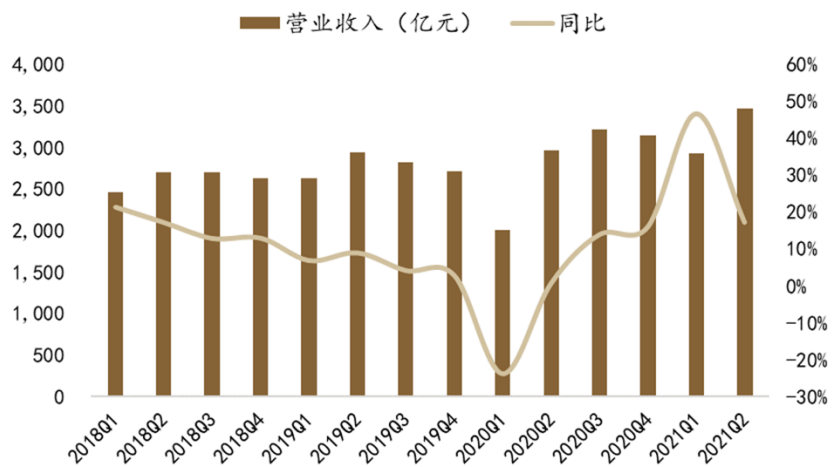
引言

我们选取家电行业共 54 家公司，从收入、成本、费用及营运能力角度对家电行业中报进行分析。在后疫情时代，家电行业压力仍在，但亮点更为突出。集成灶、清洁电器、智能微投及按摩小电等新兴品类逐步放量高增；在原材料价格压力下，龙头公司积极应对，通过产品结构优化及内部提效等措施实现毛利率逆势上涨。第三消费时代下，家电企业成长空间充足。

1. 收入端：需求景气恢复，龙头韧性渐显

21H1 家电板块实现营收 6403 亿元，同比+29.0%，相对 2019 年复合增速为 7.2%，其中，21Q1、21Q2 家电板块分别实现营收 2933、3470 亿元，分别同比+46.6%、+17.2%，相对 2019 年复合增速为 5.7%、8.7%。受 2020 上半年疫情导致的基数影响，今年一季度同比增速亮眼，二季度基数因素逐步消除，同比增速环比有所放缓。复合 19 年来看，上半年家电行业延续稳健增长。

图 1：家电板块分季度营收及同比



资料来源：公司公告，德邦研究所

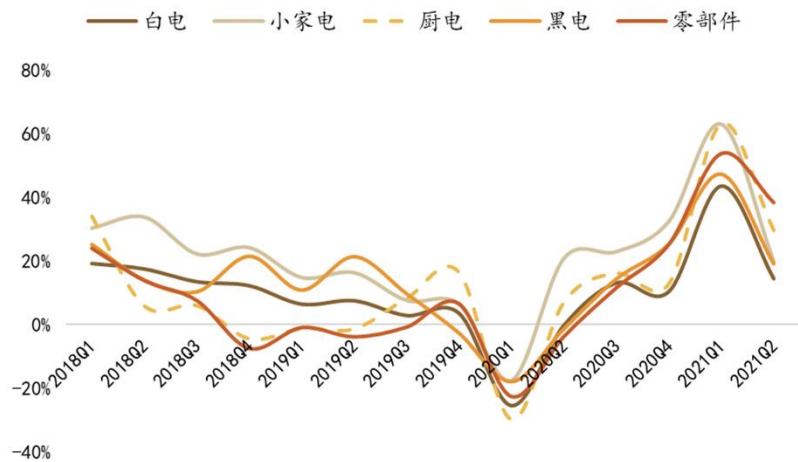
具体来看，2021 年上半年家电行业各板块有所分化，呈现以下特点：

(1) 集成灶与洗碗机品类为厨电板块带来新增长点。集成灶具有更强的油烟吸净率，产品力突出，叠加龙头企业积极把握抖音、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，实现行业弯道超车。根据奥维云网数据，21H1 集成灶品类销额高增 49%；洗碗机品类经过长期消费者教育普及，上半年迎来一定收获，B+C 端同时发力推动渗透率提升。

(2) 小家电新品类亮眼，供给与需求共振，消费者教育正加码。生活小家电板块极米科技、倍轻松先后上市，打开新消费场景需求，供给与需求双驱动促高增；清洁电器中扫地机增速不减，洗地机上市以来延续高景气度，添可一骑绝尘，高端产品持续迭代推动行业量价齐升；而厨房小家电去年受疫情驱动，需求爆发，在高基数下，21H1 整体暂有承压，后续高基压力渐缓，成长可期。

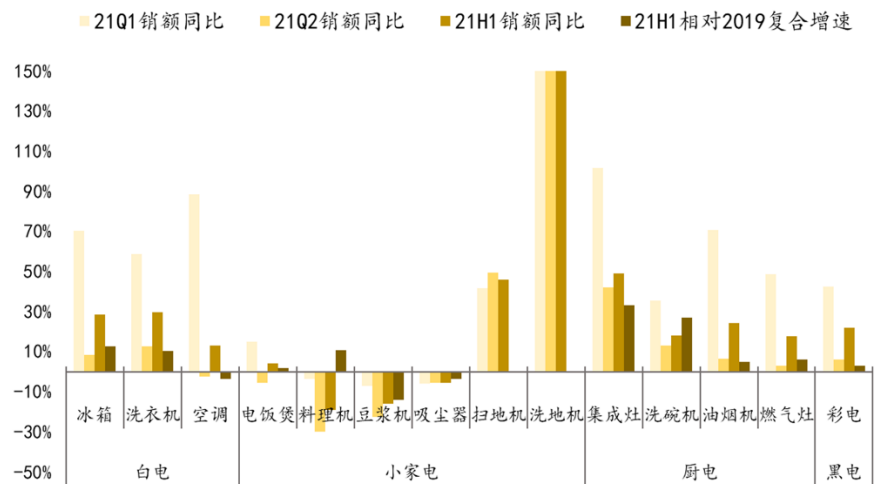
(3) 成熟白电平稳增长，疫情反复叠加多降雨天气，终端需求略显疲软。根据产业在线数据，空冰洗 21H1 累计销量同比分别+13.6%、+16.8%、+22.3%，相对 2019 年复合增速分别为-2.3%、+5.1%、+3.1%。

图 2：家电分板块单季度营收同比增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 3：上半年分品类销额同比

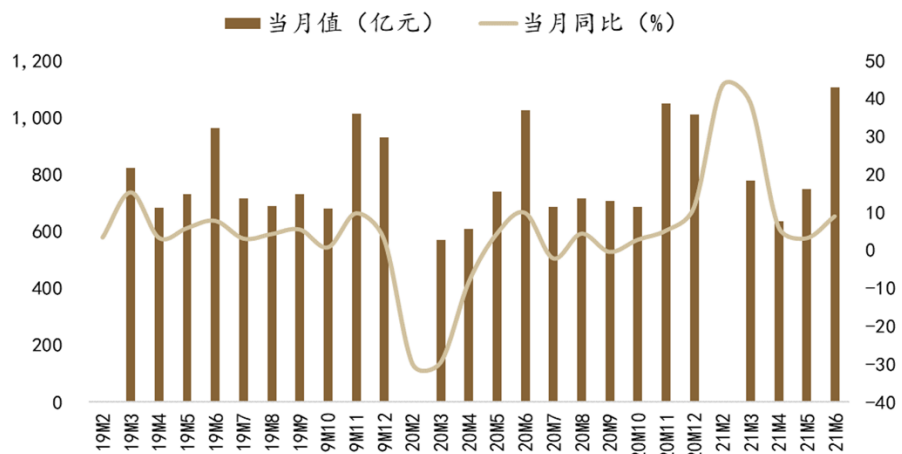


资料来源：奥维云网，德邦研究所（注：洗地机 21Q1、21Q2、21H1 销额同比分别为 1747.5%、723.6%、914.8%）

1.1. 内销：各板块分化明显，成长品类放量高增

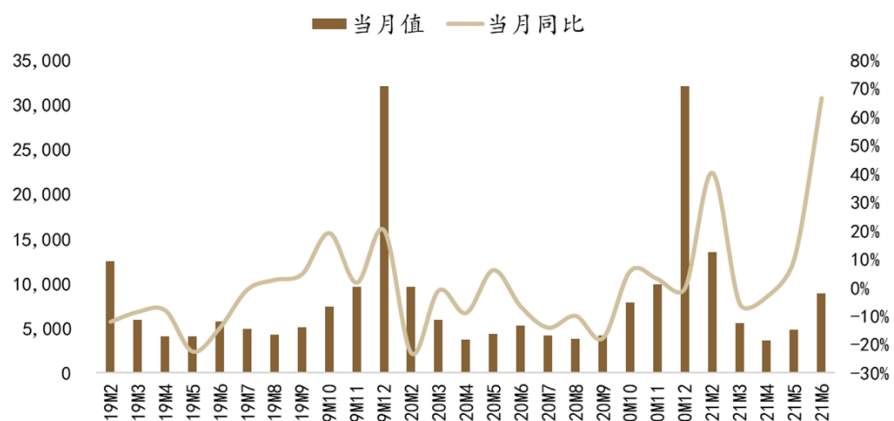
内销方面，根据家电社零数据，一季度在疫情导致的低基数下实现高增，二季度虽同比增速环比放缓，但相对 2019 年复合增速由负转正。从房屋竣工来看，二季度以来竣工回暖迹象显现，6 月房屋竣工面积同比高增 66.6%，竣工回暖或有望逐步传导至大家电板块。

图 4：当月家用电器和音像器材类社零销售额及同比



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 5：当月房屋竣工面积（万平方米）



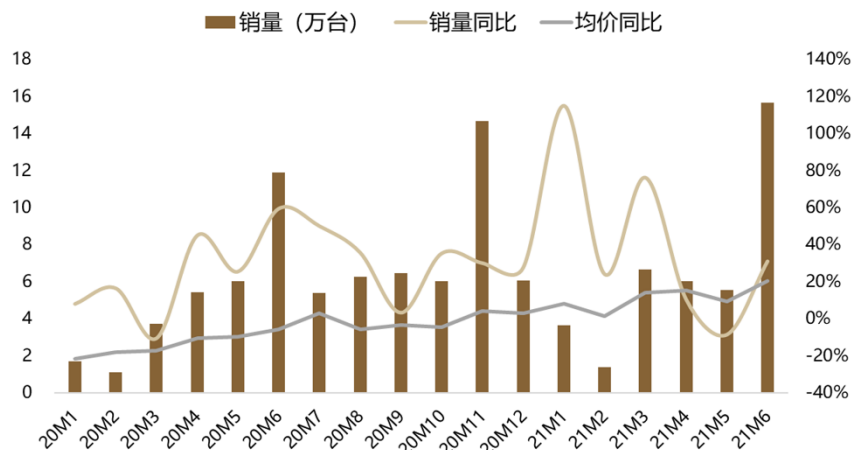
资料来源：国家统计局，德邦研究所

具体从各板块来看，成熟品类内销平稳，成长品类表现亮眼：

(1) 厨电：集成灶和洗碗机为厨电添新动能

厨电子板块 Q1、Q2 营收分别增长 63.0%、29.5%，增速领先。一方面，集成灶行业景气度延续，集成灶龙头公司实现高增拉动板块增长，根据奥维云网数据，21H1 集成灶品类销额高增 49%，相对 19H1 复合增速达 33%，销量高速增长的同时，高端蒸烤一体款占比持续提升拉动均价上行。而龙头更善于把握营销利剑，占领消费者心智，并凭借对产品、渠道更强的把控能力，增速领先行业，火星人、亿田智能、浙江美大 21H1 营收分别同比+80%、+92%、+41%，相对 19H1 复合增速分别为+40%、+38%、+14%。

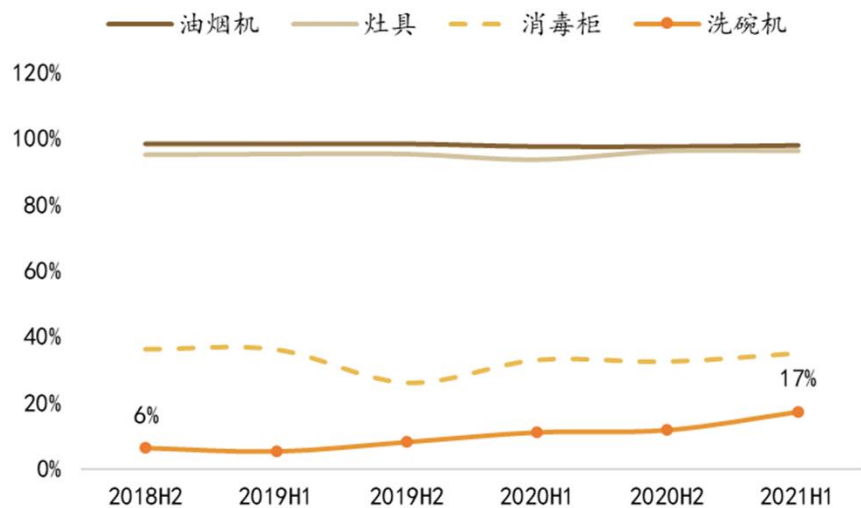
图 6：集成灶延续高景气且量价齐升



资料来源：奥维云网，德邦研究所

另一方面，烟灶增长趋稳，洗碗机放量高增为厨电添新动能。根据奥维云网数据，21H1 洗碗机品类销额同比+18.1%，相对 2019 年复合增速达 27.2%。洗碗机高增得益于 B 端与 C 端同时发力，21H1 洗碗机配套率达 17%，同比+6pct，B+C 端共同推动渗透率提升。而厨电龙头老板电器也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。21H1 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，在第二成长线拉动下，公司业绩有望重回高速增长区间。

图 7：洗碗机精装修配套率提升明显



资料来源：奥维云网，德邦研究所

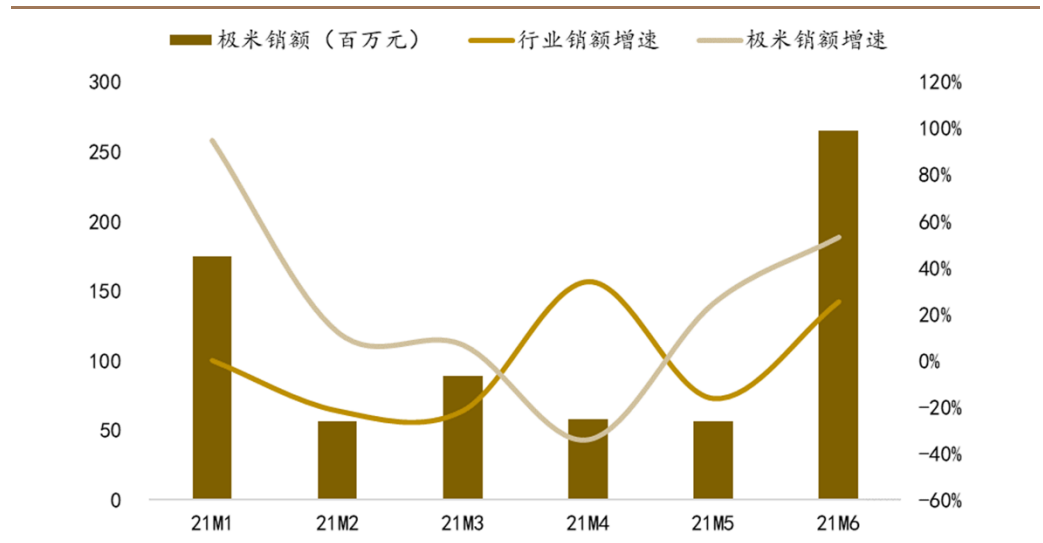
(2) 小家电：高基压力渐缓，新消费时代景气高行

生活小家电板块极米科技、倍轻松先后上市，新消费场景需求热度高涨。智能微投契合新消费时代消费者对信息享受和品质生活的追求，龙头极米科技技术领先，且加速迭代新品，解决使用痛点，提升用户体验，同时通过聘请代言人、加速布局线下门店，不断加码消费者教育，供给与需求双驱动促高增。21H1 极米科技实现营收 16.9 亿元，同比+47.5%，其中内销 15.4 亿元，同比+43.4%。

第三消费时代中健康领域消费加速渗透，倍轻松迎来成长红利。公司凭借产品端+渠道端+营销端全线突出的竞争力在上半年实现高增，21H1 实现营收 5.44

亿元，同比+64.94%，且渠道结构进一步优化，今年上半年线上营收占比进一步提升至 54%，线上营收同比+49%。

图 8：投影线上销额及增速

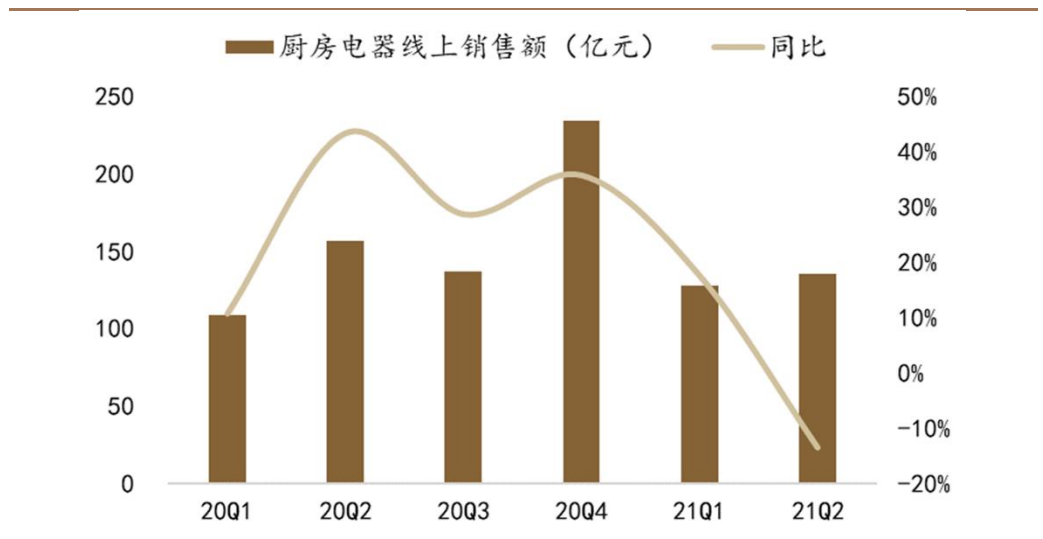


资料来源：淘数据，德邦研究所

清洁电器中扫地机增速不减，洗地机上市以来延续高景气度，今年 6 月洗地机在清洁电器中销额占比已达 23%。根据奥维云网数据，科沃斯扫地机及添可洗地机两大主力品类线上销额占比持续提升，2021H1 线上份额分别高达 44%、72%，较 2020A 分别+3pct、+4pct。在双品牌驱动下，科沃斯营收持续表现靓丽，21H1 科沃斯、添可品牌分别实现收入 26.1、20.4 亿元，分别同比+69.9%、+817.0%，添可收入占比达 38.0%，同比提升 28.8pct。

厨房小家电去年受疫情驱动，需求爆发，在高基数下，21H1 整体暂有承压，后续高基压力渐缓，成长可期。分公司看，新宝股份在高基数下上半年内销业务增速有所放缓，21H1 国内营收 14.96 亿元，同比增长 2.9%，其中 21Q2 约 6.9 亿元，同比下滑 23.3%，但较 19Q2 复合增长 29.7%。摩飞复合 19Q2 表现优异增长 47%。摩飞品牌在巩固厨房电器优势的同时，积极布局成长性更优的家居环境品类，上半年已推出多款新品，未来可选拓展品类充足。小熊电器 21H1 实现营收 16.3 亿元，同比-4.9%，高基数压力下暂有承压。21 年以来公司积极拓展母婴、个护同时积极发力饭煲、水壶等主流刚需品类，目前品类拓展已获成效，后续高基压力减缓，增长可期。九阳股份 21H1 实现营收 47.4 亿元，同比增长 4.1%，较 19H1 复合增长 6.44%，公司持续聚焦主流产品和刚需品类，且积极把握细分市场的需求，年初以来大力推进多款热销产品，看好后续增长。

图 9：厨房电器线上销售额及同比



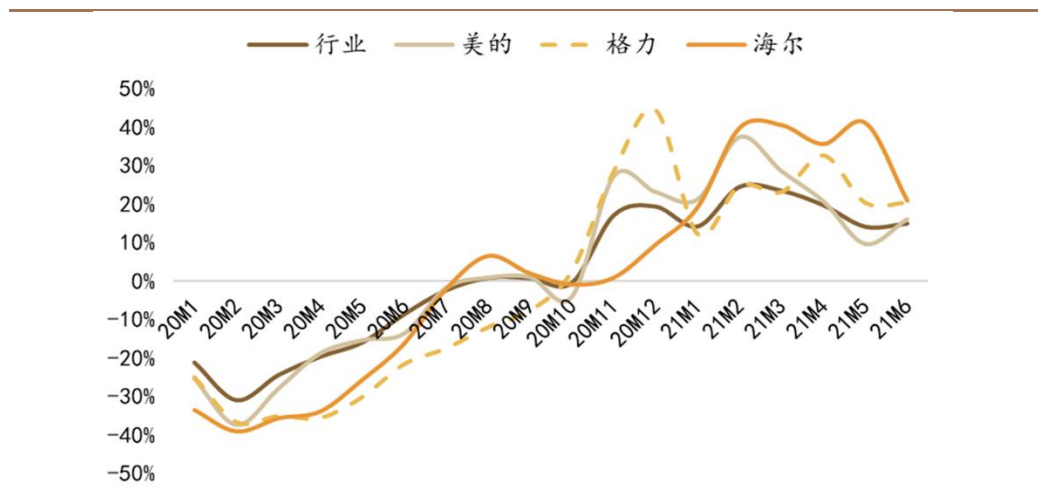
资料来源：淘数据，德邦研究所

(3) 白电：龙头强韧性，多举措稳增长

白电子板块 Q2 营收增长 14.5%，在去年同期低基数的背景下，除春兰和惠而浦下滑外均实现 8% 以上的同比增长。

分公司看，龙头韧性更足，原材料涨价压力叠加高端化占比提升，龙头品牌具有更高提价权。美的在家电业务板块保持稳健增长的基础上，四大 2B 类业务以高于 2C 端业务的增速增长；海尔在三翼鸟和卡萨帝的赋能下，国内高端化优势进一步凸显，提价贡献高于量升，全球高端化战略稳步推进；格力渠道改革逐步推进，在经历调整阵痛的同时，营收已恢复至 19 年同期水平，有望延续复苏趋势；海信继并表日立、三电后，整合稳步进行，中长期将为公司成长打开空间，有望弥补冰洗产品的劣势。

图 10：龙头品牌空调线上提价幅度较大，高于行业

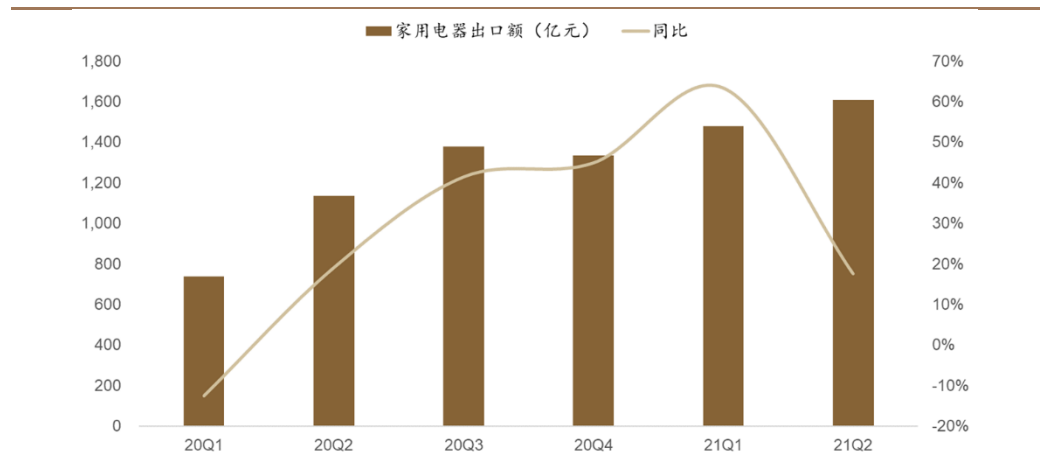


资料来源：奥维云网，德邦研究所

1.2. 外销：出口景气度不减，物流压力短期扰动

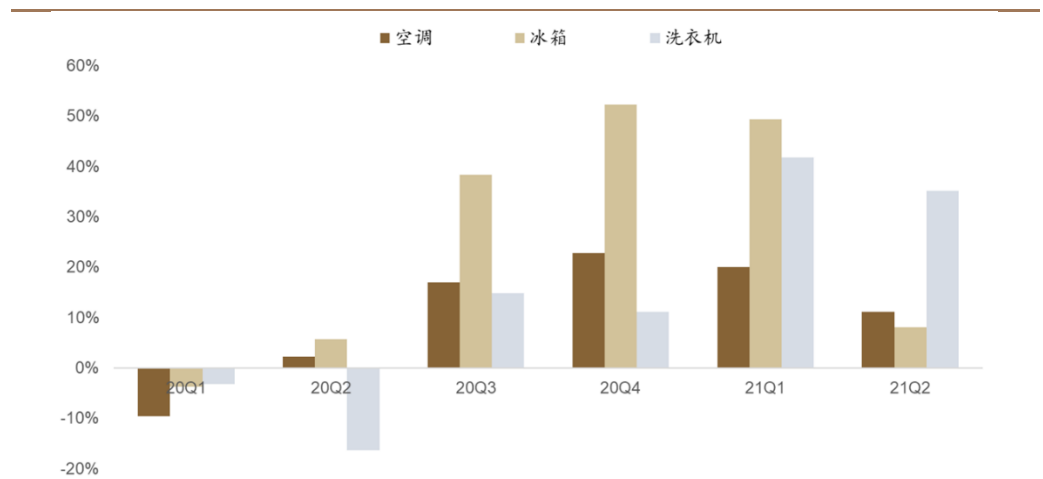
疫情之下我国供应链优势凸显叠加海外需求依旧旺盛，家电出口业务景气度延续。2021年上半年海外疫情依旧较为严峻，我国供应链优势凸显叠加海外需求依旧旺盛，家电出口业务仍呈快速增长态势。根据海关总署数据显示 21H1 家电出口额 3088 亿元，同比增长 35.8%，延续 20H2 的增长态势。产业在线数据显示，21Q2 白电外销需求仍较为旺盛，空调、冰箱、洗衣机出口量分别同比+11.0%、+8.1%、+35.1%，较前期均有所放缓。另受去年同期高基数（20H2 家电出口额+43%）影响，我们预计 21H2 家电出口增速将明显回落，整体需求或保持平稳态势，其中冰箱出口基数压力尤为明显（20H2 外销量同比+45%）21H2 或面临承压下滑。

图 11：20Q1-21Q2 我国家用电器出口额（亿元人民币）及同比



资料来源：海关总署，德邦研究所

图 12：20Q1-21Q2 白电各品类外销量同比增速

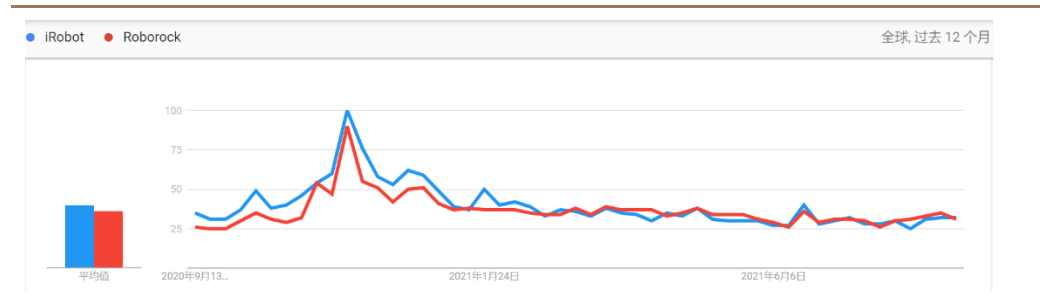


资料来源：产业在线，德邦研究所

跨境出口备受关注，自主品牌出海加速。跨境电商凭借流通链路缩短、供应效率提升及更具价格优势蓬勃兴起逐步成为外贸的重要方式。跨境电商的兴起为我国家电企业出口增加了选择方式，叠加近年来我国家电产品研发创新实力提升，自主品牌出海明显加速。

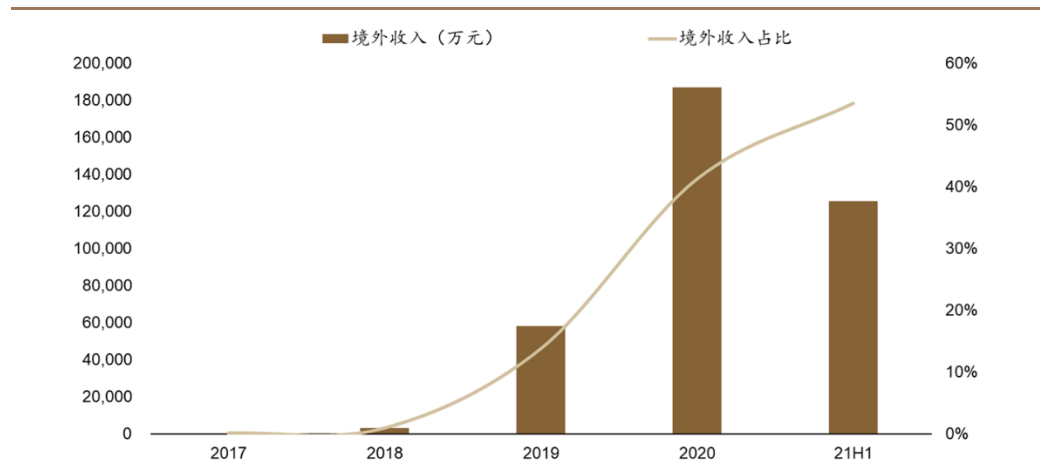
● **石头科技**：公司加强海外渠道的布局，开拓亚马逊渠道并积极展开海外渠道自建，凭借公司高端旗舰产品突出的性能比（另上半年海外上市扫地机新品 S7，售价 699 美元）及海外渠道拓展获效，21H1 公司境外实现收入 12.55 亿元，同比增长 124.14%，占营收比提振至 53.4%。

图 13: Roborock 全球搜索热度接近 iRobot



资料来源：Google trends，德邦研究所

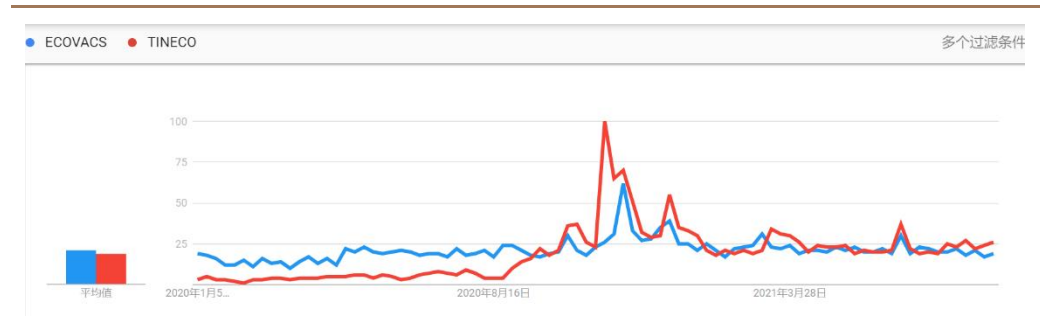
图 14: 石头科技境外收入（万元）及占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

● **科沃斯**：科沃斯+添可双品牌驱动，凭借优质产品备受海外消费者青睐，其中科沃斯品牌海外业务收入同比增长 134.8%，占品牌收入比重达 31.0%；添可品牌海外业务收入同比增长 452.8%，占品牌收入比重达 34.6%。

图 15: TINECO 全球搜索热度超过 ECOVACS



资料来源：Google trends，德邦研究所

● **极米科技**：此前公司凭借阿拉丁产品的产品优势及先发优势在日本市场取得高速发展，而在欧美公司主打高端市场，5 月海外新推 Horizon（1099 美元）、

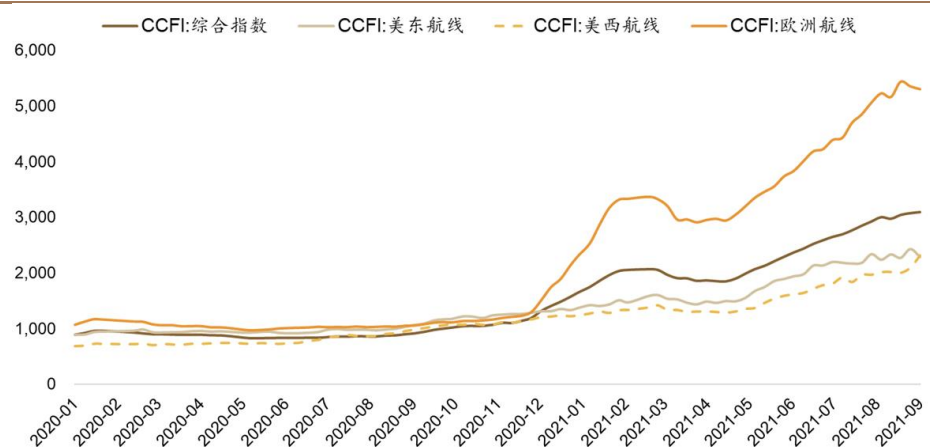
Horizon Pro (1699 美元)，尽管短期受到芯片短缺压制，但后续新品有望进一步打开海外渠道。21H1 公司实现境外(不含日本)收入 1.32 亿元，同比增长 136.51%，表现明显优于内销市场。

物流紧张+运费上涨，对出口节奏造成一定干扰。国际物流供应链受港口拥堵、集装箱短缺、内陆运输迟滞等多因素影响，推动国际多主要航线运费急速上涨。根据 wind 显示，21H1 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 综合指数均值 2067，同比提升 134%，其中欧洲航线提价更为明显 (21H1 均值 3311，同比+216%)。受物流紧张和运费上涨影响，外贸客户动销意愿或有所平缓，且对家电出口节奏造成一定干扰。

•**新宝股份：**外销需求仍较为旺盛，但自 5 月以来国际物流运力持续紧张叠加运输成本高，对客户下单及公司出货节奏造成干扰，21Q2 国外市场收入同比增长 25.5%，较 Q1 增速 (+71.0%) 有所放缓；

•**石头科技：**公司海外收入占比较高，受国际海运运力紧张影响出货节奏受到一定的干扰，21H1 公司合同负债达 2.22 亿元，同比增长 439%。公司海外市场需求依旧较为旺盛，但受运力压制 Q2 境外收入增长有所放缓，公司已积极加快运输频率，拓展空运等其他运输渠道。

图 16：中国出口集装箱运价指数 (CCFI)

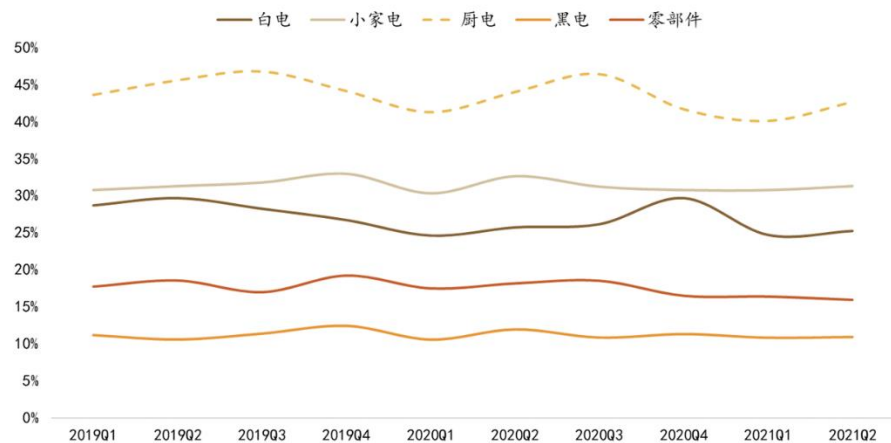


资料来源：wind，德邦研究所

2. 成本端：原材料压力涨价下，龙头多举措提升盈利能力

原材料价格上行+新收入准则调整影响，家电企业毛利率普遍明显承压。2021H1 家电企业的主要原材料价格呈持续上涨态势，尤其第二季度幅度提振更为明显。21H1 铜、铝价格分别同比增长 65%、41%(Q2 铜价+81%，铝价+60%)，钢铁价格指数同比上行 38%(Q2+50%)，塑料价格指数同比上行 25%(Q2+28%)，成本端压力凸显。另 2021 年上半年多数公司执行新收入准则 (即将销售相关的运输费用调整至营业成本)，使得家电企业的毛利率普遍明显承压，且二季度受原材料拖累更为明显。21H1 家电板块综合毛利率 22.7%，同比-0.45pct，其中 21Q2 家电板块毛利率 23.2%，同比-0.82pct。具体分板块来看，21Q2 白电 (-0.48pct)、小家电 (-1.32pct)、厨电 (-1.34pct)、黑电 (-1.04pct)、零部件 (-2.26pct) 均呈不同幅度下滑。

图 17：2017-2021H1 家电及子板块毛利率走势

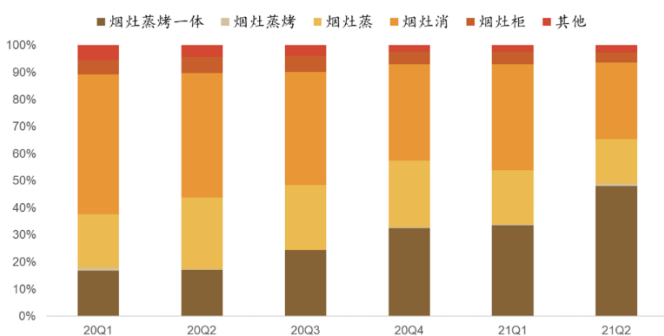


资料来源：wind，德邦研究所

产品结构持续升级优化，集成灶、投影仪龙头表现优异

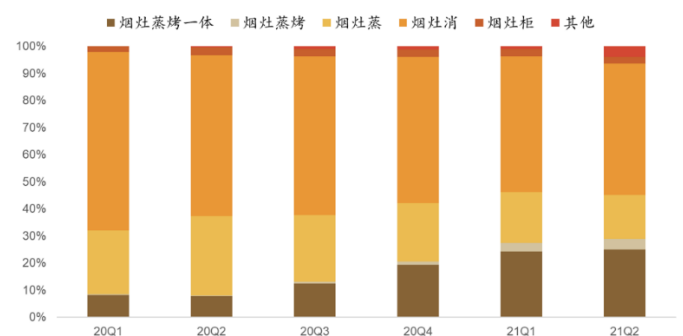
●**集成灶**：客单价更高的蒸烤一体款（均价较单蒸款高 1~2 千元）可满足消费者蒸烤烹饪需求且更大化实现节省空间的产品优势，备受消费者青睐，销售份额占比持续提升。根据奥维数据 21Q2 蒸烤一体款线上线下销额占比较去年同期分别提升 31pct、17pct。21Q2 集成灶板块毛利率 51.43%，同比+1.69pct，其中火星人(+1.98pct)、亿田智能(+2.64pct)、浙江美大(+2.93pct)毛利率均有不同幅度提升。

图 18：线上集成灶分品类销额占比



资料来源：奥维云网，德邦研究所

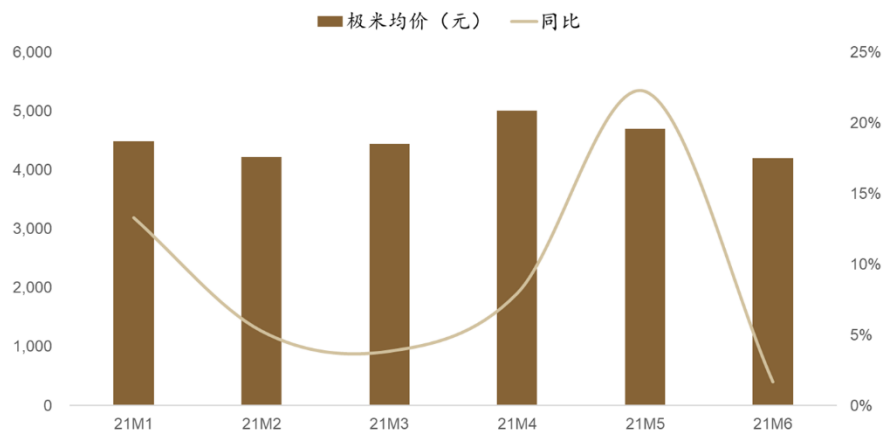
图 19：线下集成灶分品类销额占比



资料来源：奥维云网，德邦研究所

●**投影仪**：家用投影仪目前正处于快速发展期，行业景气度较高，龙头公司极米科技表现优异。上半年公司先后上市新品 H3S (3 月推出，售价 5599 元) 和高端 4K 新品 RS PRO 2 (4 月推出，售价 8599 元)，高端新品备受消费者青睐，根据淘数据显示，Q2 极米官方旗舰店内 H3S 和 RS PRO 2 销售额分别达 1.16 亿元和 3095 万元。高端新品热销极米品牌投影仪推动均价持续提升，21Q2 极米投影仪均价达 4374 元，同比提升 4%。受益于高端新品的上市及光机自研比率大幅提升，公司毛利率明显提升，21Q2 极米科技毛利率 38.3%，同比+7.1pct。

图 20：淘系线上极米品牌投影仪均价及同比

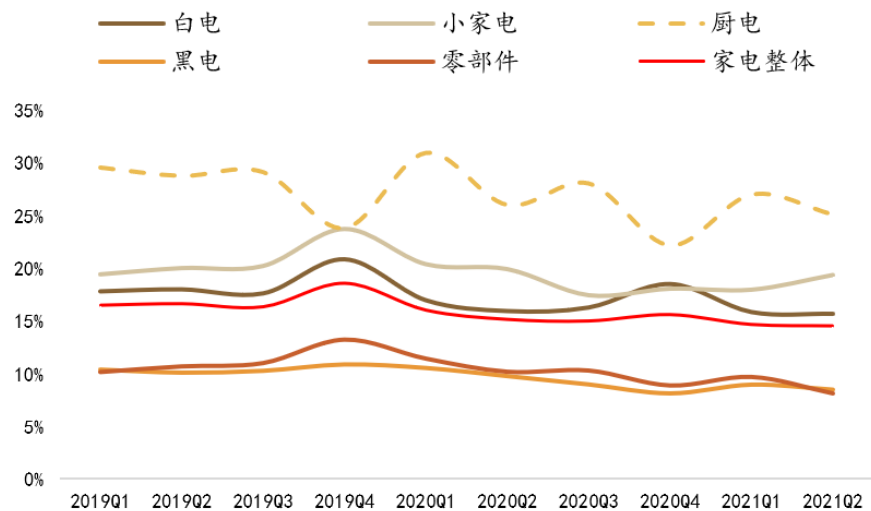


资料来源：淘数据，德邦研究所

3. 费用端：提效持续进行，盈利暂有承压

(1) 期间费用率：21Q2 家电行业期间费用率整体下行，同比去年同期-0.62pct，白电/小家电/厨电/黑电/零部件分别-0.26pct/-0.55pct/-0.91pct/-1.29pct/-2.06pct。在原材料成本高企和汇兑损益增加的行业背景下，行业龙头普遍在供应链数字化、组织架构灵活化、渠道结构扁平化的方向上持续推进，取得了显著的成效。

图 21：2019-2021Q2 家电及子板块期间费用率走势



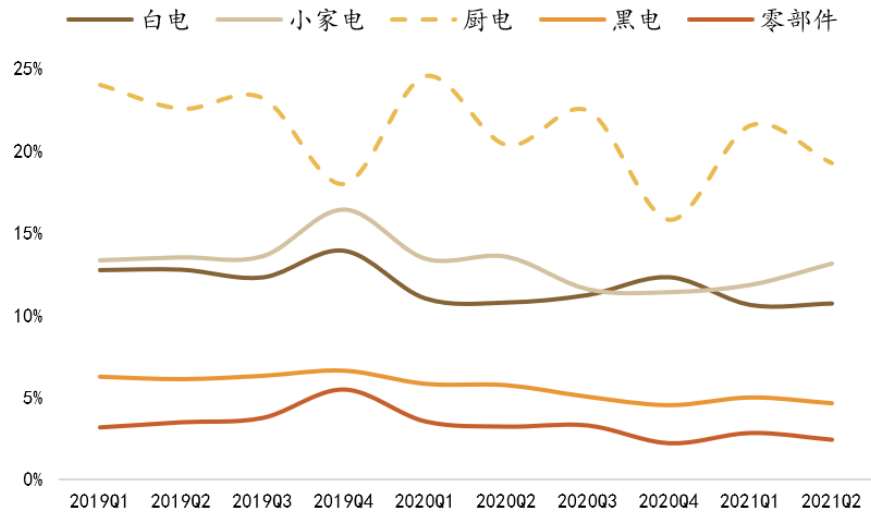
资料来源：wind，德邦研究所

(2) 销售费用率：各板块均降低，厨电龙头均有提升，小家电广告费投入持续加大

白电基本平稳，厨电龙头销售费用率有所提升。21Q2 家电销售费用率同比-0.38pct，白电板块(10.69%，-0.06pct)与去年同期基本持平，美的(+0.99pct)上半年加速海外市场全产业链的基础设施建设，销售费用有所提升，海尔加大三翼鸟和量子小店的投入与布局，费用率亦有小幅提升，其他公司费用率皆有下滑；小家电(13.11%，-0.42pct)子板块内部马太效应明显，龙头进一步加大营销投入，销售费用率呈上升趋势，与子板块的趋势产生分化。倍轻松上半年积极拥抱新营销模式，签约顶流艺人肖战，加大传统和电商平台广宣费投入，销售费用率

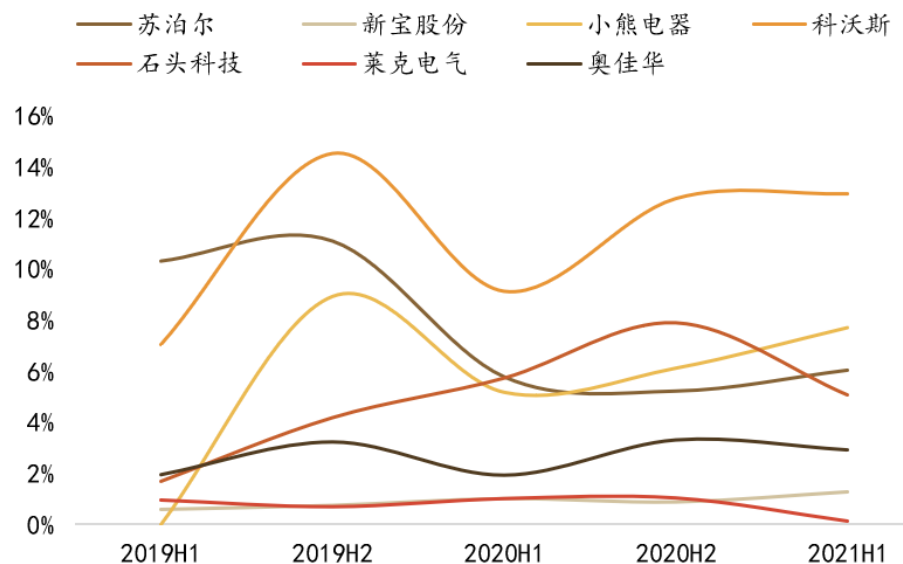
提升 7.3pct。小熊电器 (+3.56pct) 品牌宣传费和促销费同比有显著增长。极米科技 (+1.85pct) 积极建设直营门店及加盟店线下渠道, 推进消费者教育。石头科技、科沃斯、九阳股份、北鼎股份销售费用亦有所提升; 厨电板块下滑 (-1.09%) 主要系万和电气 (-11.82pct) 下滑较大, 龙头老板电器 (+2.42pct) 和所有集成灶上市公司均有提升, 其中亿田智能 (+9.96pct) 加大新媒体投放并极参加家电展会, 广告费和会务推广费有明显提升。火星人 (+2.49pct) 持续积极进行品牌力建设, 在媒介及抖音、今日头条等内容平台齐头并举, 并植入国综《向往的生活》, 助力营收高增; 黑电和零部件子板块分别 -1.11pct/-0.8pct。

图 22: 2019-2021Q2 家电子板块销售费用率走势



资料来源: wind, 德邦研究所

图 23: 2019-2021Q2 小家电公司广告费用率同比提升



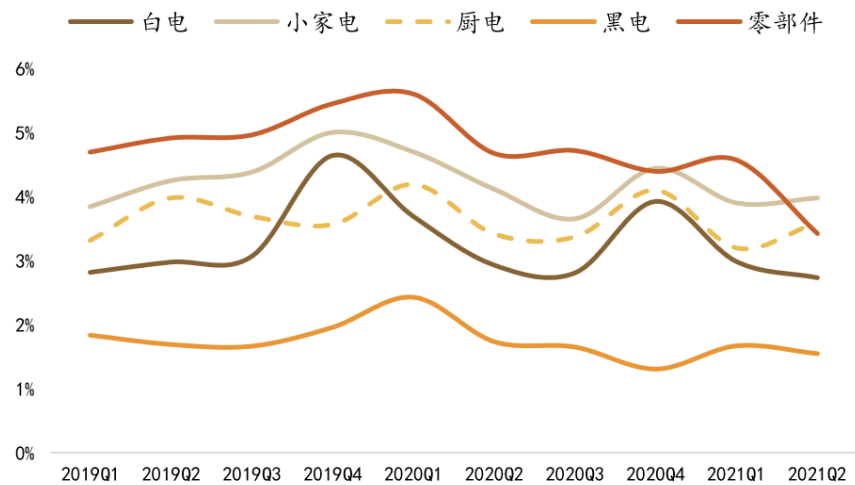
资料来源: wind, 德邦研究所

(3) 管理&研发费用率: 管理效率提升, 研发加码

21Q2 家电板块管理费用率整体优化 0.23pct, 自 20Q2 起连续 5 个季度同比下降, 白电/小家电/厨电/黑电/零部件分别 -0.20pct/-0.14pct/+0.18pct/-0.18pct/-1.25pct, 经营效率显著提升; 研发费用率提升 0.18pct 至 3.01%, 白电 (3.05%),

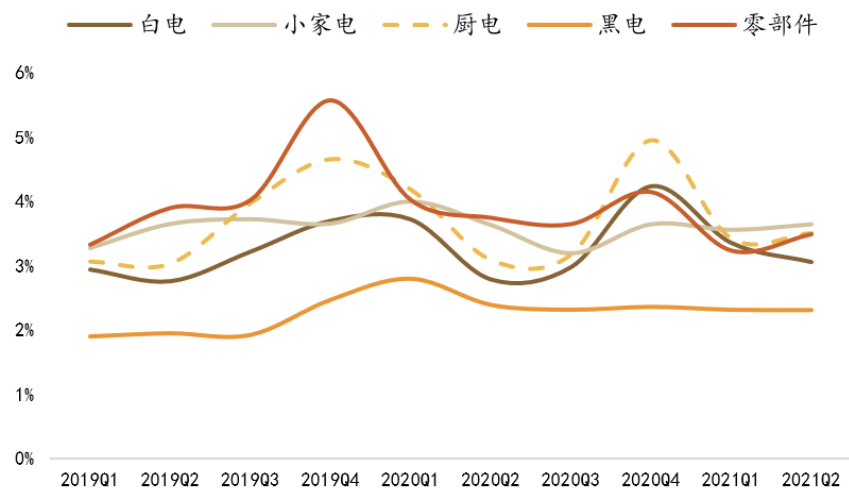
+0.27pct) 和厨电板块 (3.50%, +0.41%) 带动板块提升, 小家电板块中极米科技 (+2.62pct)、石头科技 (+2.99pct) 和小熊电器 (+1.98pct) 提升明显。

图 24: 2019-2021Q2 家电子板块管理费用率走势



资料来源: wind, 德邦研究所

图 25: 2019-2021Q2 家电子板块研发费用率走势

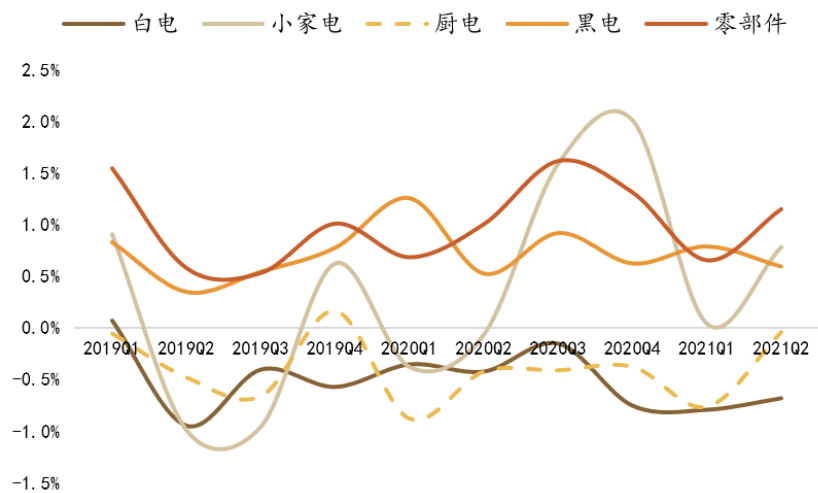


资料来源: wind, 德邦研究所

(4) 财务费用率: 人民币升值显著提升汇兑损失, 白电财务费用率优化

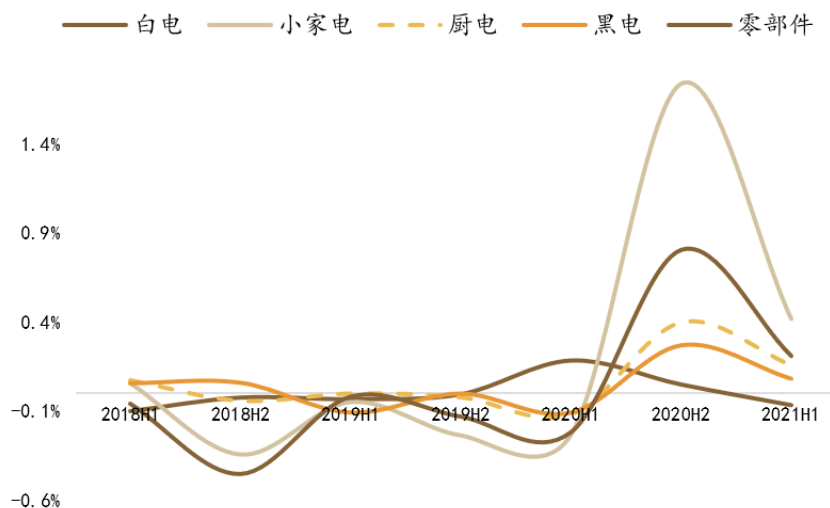
21Q2 财务费用率整体-0.07pct, 除白电子板块外, 其他子板块皆有不同程度上升。白电子板块 (-0.69pct, -0.26pct) 财务费用率下降主要由美的 (-1.48%, -0.76pct)、海尔 (0.22%, -0.49pct) 带动, 其中美的在上半年锁汇成效尤为显著, 海外营收近半数的背景下汇兑损益/营收仅为-0.35%, 优于同行业; 小家电板块 (0.78%, +0.85pct) 上升最为明显, 主要源于出口比重较高, 汇兑损失明显, 汇兑损益占营收比重 0.4%左右, 高于其他子板块。受汇率拖累, 厨电 (-0.04%, +0.38pct)、黑电 (0.59%, +0.07pct)、零部件 (1.15%, +0.15pct) 子板块财务费用率均有不同程度提升。

图 26：2019-2021Q2 家电子板块财务费用率走势



资料来源：wind，德邦研究所

图 27：2019-2021Q2 家电子板块汇兑损益/营收走势



资料来源：wind，德邦研究所

(5) 归母净利润：整体承压，个股龙头带动子板块盈利提振。

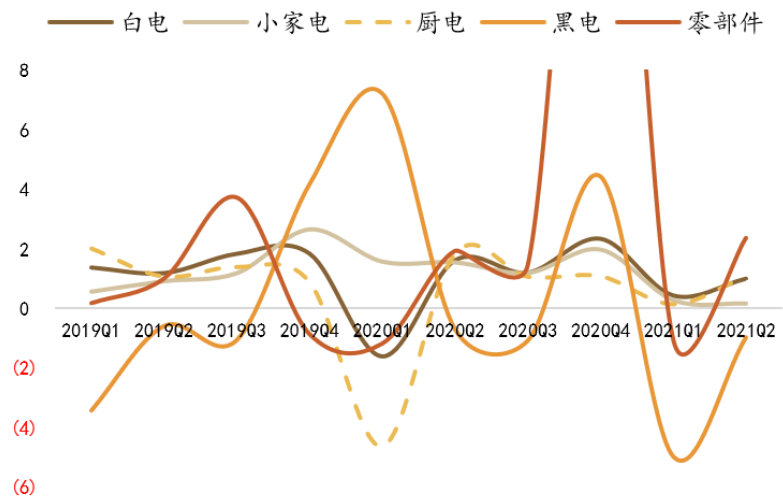
受原材料价格提升、汇兑损失增加和海运成本激增的影响，Q2 家电板块归母净利润率为 7.07%，同比-0.06pct，整体盈利能力承压。白电（7.93%，+0.06pct）和厨电（14.39%，+2.53pct）子板块有所提升，主要系龙头海尔智家（私有化海尔电器+高端化战略持续收获大幅增厚归母净利润，归母净利润率+3.43pct）和火星入（产品结构优化及成本有效管控，营销渠道快速发力带动放量摊薄费用率，归母净利润率+11.41pct）带动。小家电（10.09%，-0.25pct）、黑电（1.84%，-0.67pct）和零部件（4.73%，-0.21pct）子板块盈利能力有所承压。

4. 经营质量：现金流环比改善，高基数下周转率有所下降

经营性净现金流：总体环比好转，小家电和黑电有所承压。从净利润现金比率（现金净流量/归母净利润）来看，Q2 白电整体为 0.98%，净经营现金流与利

润基本吻合，其中美的和海尔在 1.4 左右，格力为-0.3，承压较为明显；小家电 (+0.15) 延续 Q1 (+0.26) 的承压趋势，企业为应对原材料上涨的备货增加了现金支出；厨电 (+1.06) 现金流相较 Q1 (+0.13) 显著改善，预收账款和合同负债明显上升，H2 营收确定性进一步增强；黑电子板块 (-0.99) 现金流持续承压；零部件子板块 (+2.34) 回暖明显。

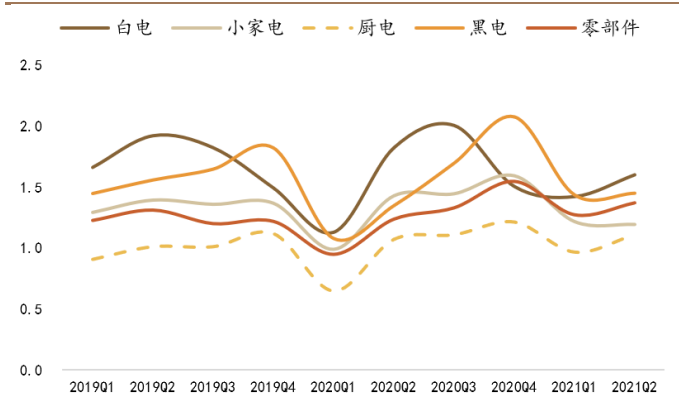
图 28：2019-2021Q2 家电子板块净利润现金比率走势



资料来源：wind，德邦研究所

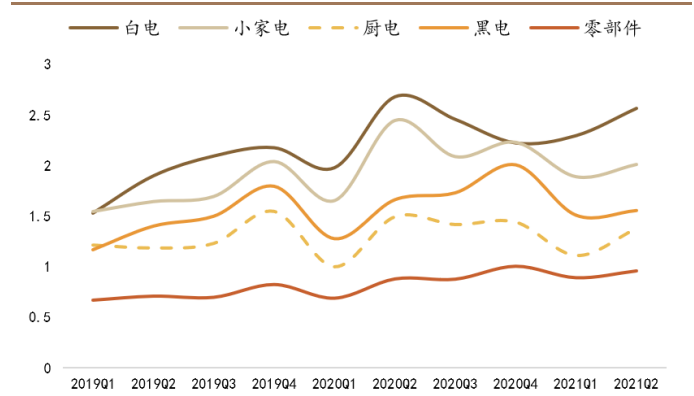
存货周转率整体平稳，小家电应收账款有承压。进入 Q2 后家电内销整体较为平淡，叠加去年 Q2 同期疫情积压需求释放产生的高基数影响，存货周转率 Q2 下降了 0.12 次，其中白电 (1.60 次，同比-0.22) 和小家电 (1.19 次，同比-0.23) 下降相对明显。应收账款周转率方面，白电、厨电和黑电均有小幅下滑，小家电下滑较为明显 (2.01 次，同比-0.43)。

图 29：2019-2021Q2 家电子板块存货周转率走势



资料来源：wind，德邦研究所

图 30：2019-2021Q2 家电子板块应收账款周转率走势



资料来源：wind，德邦研究所

5. 投资建议

从中报情况看，内销各板块有所分化，集成灶、清洁电器、智能微投及按摩小电等新兴品类放量高增，为行业添新动能，后疫情时代成熟品类增长仍稍显疲软。外销需求热度不减，海运紧张短期有所扰动。利润端看，在原材料价格压力下，龙头公司具备更强产品结构优化、终端提价以及内部提效能力，更能有效应对。行业需求复苏过程中，龙头优势凸显，强者恒强。

下半年持续看好成长品类供需两旺，消费者教育加码下有望持续放量；竣工回暖可期，白电龙头渠道改革成效渐显，大电改善可期。

(1) 集成灶景气度高涨，洗碗机 B+C 共发力，在竣工正增长、地产回暖的长期逻辑下，厨电行业充分受益。建议关注紧握强品牌营销和高端产品定位两大厨电行业龙头核心要素、规模快速扩张的**火星人**，具备较强产品力、少东家上任有望带来变革成效的集成灶龙头**亿田智能**，具备较强产品优势和渠道优势的集成灶龙头**浙江美大**。推荐关注零售恢复显著、工程渠道增长稳定，第二成长线逐步兑现的厨电龙头**老板电器**。

(2) 生活小家电成长品类热度高行，持续看好新消费为小家电领域带来的新机遇，厨房小家电高基压力渐缓，龙头新品陆续上市有望拓宽增长空间。建议关注技术领先且具有消费品全方位壁垒的家用智能微投龙头**极米科技**，推荐关注以消费者为核心导向具备营销和产品设计优势的新**宝股份**，多品类多价位段布局落地的小家电细分领域龙头**小熊电器**，提早大幅调整组织架构顺应新消费快速响应需求的**九阳股份**、专注打磨产品细节、用户粘性高且产品矩阵和价格段不断拓宽的国产高端小家电**北鼎股份**以及产品端+渠道端+营销端全线竞争力突出的小型按摩器龙头**倍轻松**。

(3) 白电品牌出海进程加速，同时海外疫情反复带来产能转移红利持续，内销国内自主高端品牌强势崛起，行业集中度将进一步提升，龙头紧抓有利时机布局海内外产能和产业链、优化智能制造、提升终端价格。建议关注白电龙头底部复苏，推荐关注海外盈利空间打开、高端+场景稳步推进的**海尔智家**，2C 业务稳健发展基础上 2B 快速发力、海外自主品牌加速布局的**美的集团**，以及渠道改革成效渐显、多元业务稳步拓展的**格力电器**。

6. 风险提示

宏观经济下行风险、原材料价格大幅波动风险、汇率大幅波动风险、地产竣工不及预期风险。

信息披露

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。

分析师声明

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，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

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。

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经营范围包括证券投资咨询业务。