

强于大市

家电行业 2021 半年报总结

大家电品类格局持续优化，新兴品类维持高景气

2021H1 家电行业综述：上半年我国家电市场稳步复苏，新兴品类成行业主要增长动力。疫情后周期中，线上渠道仍延续了较高景气度，家电销售的主力渠道继续向线上转移；全球疫情导致原材料飙升，全球“芯片荒”影响家电领域，主要部件供给压力较大或成本上扬，企业积极调整价格结构以应对成本压力，主推高端产品以提升盈利水平。站在当前时点，我们仍然看好地产竣工对于后周期类家电需求的带动；看好新品类中长期市场扩容，与品牌意识的崛起势力。

- **白电板块：行业稳步复苏，竞争格局进一步优化。**2021H1 白电板块营收 YOY+26.00%，相比 19 年同期+10.89%；21Q1 营收 YOY+14.49%，相比 19 年同期+14.26%，低基数效应下收入端同比高增，外销市场表现好于内销。21H1 白电板块归母净利润 YOY+36.63%，相比 19 年同期-9.71%；21Q2 归母净利润 YOY+15.39%，相比 19 年同期-10.12%，原材料上行压力下，家电厂商通过优化产品结构、提高出厂价与终端价格以转移成本压力，且龙头企业采购规模更大，资金更为充裕，在供给侧格局稳定的前提下，在终端价格上转嫁成本上行的能力更强，行业竞争格局进一步优化。
- **厨电板块：传统厨电逐季改善，新兴厨电领跑行业。**21H1 厨电板块营收 YOY+44.21%；21Q2 营收 YOY+31.77%，随着市场消费主力逐渐年轻化，烹饪习惯向多元化、健康化以及便捷化转变，新兴品类领跑整个厨电行业。21H1 厨电板块归母净利润 YOY+47.81%，21Q2 归母净利润 YOY+34.12%。原材料价格上涨的压力仍在，各厨电厂商通过优化产品结构，毛利率较高的高端产品占比提升。毛利率相对较高的电商渠道占比提升，工程渠道客户结构优化，均对公司毛利率水平形成一定保障。
- **小家电板块：传统小家电增速承压，清洁电器维持高增长。**2021H1 小家电板块营收 YOY+35.79%，21Q2 营收 YOY+18.98%。在去年高基数影响下，厨房小家电需求疲弱，零售额都出现“降温现象”；清洁电器增长强劲，技术迭代驱动需求爆发，产品性能提升、价格带拓宽，渗透率不断提升，21H1 科沃斯/石头科技营收 YOY+123.11%/+32.19%。2021H1 小家电板块归母净利润 YOY+39.99%。21Q2 归母净利润 YOY+4.34%，毛利率相对更高的自有品牌占比提升、产品结构优化，海外电商、高端产品占比提高，维持行业整体盈利水平。
- **展望：**站在当前时点把握两条投资主线，1) 随着疫情影响的逐步减弱，受益于竣工逻辑回归，作为地产后周期的大家电需求逐步回归。2) 看好新品类中长期市场扩容，与品牌意识的崛起势力。随着居民人均消费水平提升，对多元化、健康化、便捷化和品质化生活有着全新追求的新一代消费群体的崛起，新兴家电品类迎来发展机遇，品牌打造爆品能力突出，各品类呈现单品大爆发现象。**建议关注：**海尔智家、美的集团、格力电器、火星人、浙江美大、老板电器、科沃斯、石头科技、倍轻松、极米科技。

相关研究报告

《家用电器行业周报：洗地机维持高景气度且“1+N”格局稳定，中央空调配比率显著提升》
20210905

《家用电器行业周报：白电市场加速新品布局，行业升级和分级趋势显现》
20210829

《家用电器行业周报：7月地产竣工数据坚挺，新兴品类公司上半年业绩高增》
20210822

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

家用电器

证券分析师：张译文

yiwen.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090004

评级面临的主要风险：

- 1) 宏观经济不及预期；
- 2) 新冠疫情重新加重；
- 3) 家电行业价格战加剧；
- 4) 天气因素对家电特别是空调产生的影响等。

目录

1. 家电市场整体表现	7
1.1 今年上半年家电市场稳步复苏，新兴品类成行业主要增长动力	7
1.2 大家电内销缓慢复苏，外销市场保持较高景气度.....	8
1.3 家电销售的主力渠道继续向线上转移.....	8
1.4 原材料成本上行，推动产品结构优化.....	9
2. 2021 半年报总结	11
2.1 白电：外销市场活跃，业绩端稳定增长	11
2.2 厨电：传统厨电稳步复苏，新兴品类维持较高景气度	17
2.3 小家电：传统小家电增速承压，清洁电器维持高增长	23
3. 展望：关注竣工逻辑回归及新兴品类需求	29
4. 风险提示	31

图表目录

图表 1. 2021H1 我国家电市场整体零售额 YOY+12.3%.....	7
图表 2. 2021H1 大家电低基数效应下同比高增，新兴家电品类景气度较高.....	7
图表 3. 2021H1 各品类家电零售量同比表现：新兴品类表现超过传统品类.....	7
图表 4. 2021H1 各品类家电零售额同比表现：新兴品类表现超过传统品类.....	7
图表 5. 2018-2021H1 家电出口量及同比：2021H1 家电出口量 YOY+30.30%.....	8
图表 6. 2018-2021H1 家电出口额及同比：2021H1 家电出口额 YOY+46.90%.....	8
图表 7. 17H1-21H1 网购占整体家电市场比重情况.....	9
图表 8. 2021H1 线上线下家电销售情况.....	9
图表 9. LME 有色金属三个月期货价（日）.....	9
图表 10. 中国塑料城价格指数（日）.....	9
图表 11. 21H1 主要家电产品全渠道零售均价普遍上行.....	10
图表 12. 17H1-21H1 白电板块营收规模及增速：21H1 白电板块营业总收入 YOY+26.00%.....	11
图表 13. 17Q1-21Q2 白电板块营收规模及增速：21Q2 白电板块营业总收入 YOY+14.49%.....	11
图表 14. 17H1-21H1 空冰洗总销量和同比变化：21H1 空调/冰箱/洗衣机总销量 YOY +13.56%/+16.82%/+22.29%.....	12
图表 15. 17Q2-21Q2 空冰洗总销量和同比变化：21Q2 空调/冰箱/洗衣机总销量 YOY -0.56%/-1.60%/+18.09%.....	12
图表 16. 17H1-21H1 空冰洗内销量和同比变化：21H1 空调/冰箱/洗衣机内销量 YOY+11.98%/+9.90%/+12.29%.....	12
图表 17. 17Q2-21Q2 空冰洗内销量和同比变化：21Q2 空调/冰箱/洗衣机内销量 YOY-8.08%/-10.44%/+2.66%.....	12
图表 18. 17H1-21H1 空冰洗外销量和同比变化：21H1 空调/冰箱/洗衣机外销量 YOY+15.30%/+24.30%/+38.45%.....	13
图表 19. 17Q2-21Q2 空冰洗外销量和同比变化：21Q2 空调/冰箱/洗衣机外销量 YOY+11.03%/+8.00%/+39.44%.....	13
图表 20. 17H1-21H1 白电板块业绩及增速：21H1 白电板块归母净利润 YOY+36.63%.....	13
图表 21. 17Q1-21Q2 白电板块业绩及增速：21Q2 白电板块归母净利润 YOY+36.63%.....	13
图表 22. 17H1-21H1 白电板块毛利率及同比变化：21H1 白电板块毛利率 24.61%，同比-0.25pct.....	14
图表 23. 17Q1-21Q2 白电板块毛利率及同比变化：21Q2 白电板块毛利率 24.84%，同比-0.53pct.....	14
图表 24. 21M1-M6 空调线下产品结构变化：老能效产品加速清退，空调进入高能效时代.....	14

图表 25. 19M4-21M6 空调线上线下均价及同比变化:21H1 空调线上均价 YOY+16.82%, 线下均价 YOY+6.26%	14
图表 26. 20Q1-21Q2 冰箱线下产品结构变化: 大容积依旧是市场发展的主旋律, 法式多门产品增速可观	15
图表 27. 19M4-21M6 冰箱线上线下均价及同比变化:21H1 冰箱线上均价 YOY+19.82%, 线下均价 YOY+14.07%	15
图表 28. 2019-2021H1 洗衣机线下产品结构变化: 滚筒烘干机的发展为产品结构升级贡献最大	15
图表 29. 19M4-21M6 洗衣机线上线下均价及同比变:21H1 冰箱线上均价 YOY+14.32%, 线下均价 YOY+9.70%	15
图表 30. 17Q1-21Q2 白电板块销售费用率及同比变化: 21Q2 白电板块销售费用率 10.69%, 同比-0.06pct	16
图表 31. 17Q2-21Q2 白电板块销售净利率及同比变化: 21Q2 白电板块净利率 8.30%, 同比-0.22pct	16
图表 32. 17H1-21H1 白电板块经营性现金流净额及同比变化: 21H1 白电板块经营性现金流净额 YOY+65.65%	16
图表 33. 17Q2-21Q2 白电板块经营性现金流净额及同比变化: 21Q2 白电板块经营性现金流净额 YOY-29.15%	16
图表 34. 17H1-21H1 白电板块应收账款及同比变化: 21H1 白电板块应收账款 YOY+16.47%	17
图表 35. 17Q2-21Q2 白电板块应收账款及同比变化: 21Q2 白电板块应收账款 YOY+16.47%	17
图表 36. 17H1-21H1 厨电板块营收规模及增速: 21H1 厨电板块营收规模 YOY+44.21%	17
图表 37. 17Q2-21Q2 厨电板块营收规模及增速: 21Q2 厨电板块营收规模 YOY+31.77%	17
图表 38. 2018-2021H1 传统厨电出货量及增速: 油烟机出货量 YOY+23.2%	18
图表 39. 17Q1-21Q2 新兴品类出货量及增速: 洗碗机/集成灶出货量 YOY+42.5%/+42.9%	18
图表 40. 19Q1-21Q2 油烟机内销量及增速: 油烟机内销量逐步恢复至 19 年水平	18
图表 41. 19Q1-21Q2 油烟机外销量及增速: 油烟机外销增速有所放缓, 但态势良好	18
图表 42. 厨电线上销售额规模与同比变化: 21H1 油烟机/洗碗机/集成灶销额 YOY+27.04%/+13.40%/+48.46%	19
图表 43. 厨电线下销售额规模与同比变化: 21H1 油烟机/洗碗机/集成灶销额 YOY+22.93%/+40.50%/+108.22%	19
图表 44. 17H1-21H1 厨电板块业绩及增速: 21H1 厨电板块归母净利润 YOY+47.81%	19
图表 45. 17Q2-21Q2 厨电板块业绩及增速: 21Q2 厨电板块归母净利润 YOY+34.12%	19
图表 46. 17H1-21H1 厨电板块毛利率及同比变化: 21H1 厨电板块毛利率 YOY-1.62%	20
图表 47. 17Q2-21Q2 厨电板块毛利率及同比变化: 21Q2 厨电板块毛利率 YOY-1.67%	20

图表 48. 20H1-21H1 油烟机线下产品结构变化：中高价格带产品零售额份额显著提升	20
图表 49. 19M1-21M6 油烟机线上线下均价及同比变：21H1 油烟机线上均价 YOY+10.58%，线下均价 YOY+11.88%	20
图表 50. 2020-2021Q2 集成灶线下产品结构变化：蒸烤一体机占比提升加速，高端产品带动结构升级	21
图表 51. 19M1-21M6 集成灶线上线下均价及同比变：21H1 集成灶线上均价 YOY+15.11%，线下均价 YOY+9.78%	21
图表 52. 17H1-21H1 厨电板块销售费用率及同比变化：21H1 厨电板块销售费用率 YOY-2.09%	21
图表 53. 17Q2-21Q2 厨电板块销售费用率及同比变化：21Q2 厨电板块销售费用率 YOY-1.51%	21
图表 54. 17H1-21H1 厨电板块净利率及同比变化：21H1 厨电板块净利率 YOY+0.39%	22
图表 55. 17Q2-21Q2 厨电板块净利率及同比变化：21Q2 厨电板块净利率 YOY+0.22%	22
图表 56. 17H1-21H1 厨电板块经营性现金流净额及同比变化：21H1 厨电板块经营性现金流净额 YOY+45.42%	22
图表 57. 17Q2-21Q2 厨电板块经营性现金流净额及同比变化：21Q2 厨电板块经营性现金流净额 YOY-5.59%	22
图表 58. 17H1-21H1 厨电板块应收账款金额及同比变化：21H1 厨电板块应收账款金额 YOY+20.63%	23
图表 59. 17Q2-21Q2 厨电板块应收账款金额及同比变化：21Q2 厨电板块应收账款金额 YOY+20.63%	23
图表 60. 17H1-21H1 小家电板块营收规模及增速：21H1 小家电板块营收 YOY+35.79%	23
图表 61. 17Q2-21Q2 小家电板块营收规模及增速：21Q2 小家电板块营收 YOY+18.98%	23
图表 62. 2015-2021H1 小家电全品类零售额及同比：2021H1 零售额 YOY-8.6%	24
图表 63. 2016-2021H1 清洁电器全渠道销售额及同比：2021H1 零售额 YOY+40.2%	24
图表 64. 2021H1 小家电板块主要企业营收 YOY：清洁电器、个护赛道企业表现优异	24
图表 65. 2021Q2 小家电板块主要企业营收 YOY：清洁电器、个护赛道企业表现优异	24
图表 66. 17H1-21H1 小家电板块业绩及增速：2021H1 小家电板块归母净利润 YOY+39.99%	25
图表 67. 17Q2-21Q2 小家电板块业绩及增速：2021Q2 小家电板块归母净利润 YOY+4.34%	25
图表 68. 17H1-21H1 小家电板块毛利率及同比变化：2021H1 小家电板块毛利率 YOY-0.23pct	25
图表 69. 17Q2-21Q2 小家电板块毛利率及同比变化：2021Q2 小家电板块毛利率	

-0.77pct.....	25
图表 70. 2021H1 小家电板块主要企业毛利率同比变化：清洁电器毛利率增长显著	26
图表 71. 2021Q2 小家电板块主要企业毛利率同比变化：清洁电器毛利率增长显著	26
图表 72. 17H1-21H1 小家电板块销售费用率及同比变化：2021H1 小家电板块销售费用率 YOY-0.84pct.....	26
图表 73. 17Q2-21Q2 小家电板块销售费用率及同比变化：2021Q2 小家电板块销售费用率 YOY-0.26pct.....	26
图表 74. 17H1-21H1 小家电板块净利率及同比变化：2021H1 小家电板块净利率 YOY+0.37pct.....	27
图表 75. 17Q2-21Q2 小家电板块净利率及同比变化：2021Q2 小家电板块净利率 YOY-1.43pct.....	27
图表 76. 17H1-21H1 小家电板块经营性现金流净额及同比变化：21H1 小家电板块经营性现金流净额 YOY-70.83%	27
图表 77. 17Q2-21Q2 小家电板块经营性现金流净额及同比变化：21Q2 小家电板块经营性现金流净额 YOY-41.23%	27
图表 78. 17H1-21H1 小家电板块应收账款总额及同比变化：21H1 小家电板块应收账款总额 YOY+44.59%.....	28
图表 79. 17Q2-21Q2 小家电板块应收账款总额及同比变化：21Q2 小家电板块应收账款总额 YOY+33.40%.....	28
图表 80. 报告中提及上市公司估值表	30

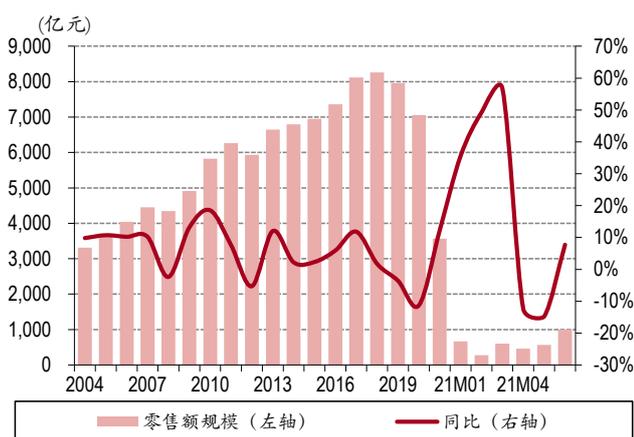
1. 家电市场整体表现

1.1 今年上半年家电市场稳步复苏，新兴品类成行业主要增长动力

今年上半年，我国家电市场零售额累计同比增长 12.3%。一季度由于去年疫情爆发导致同期低基数，21Q1 实现同比高速增长，进入二季度后同期基数增加，21Q2 增速略有回落。

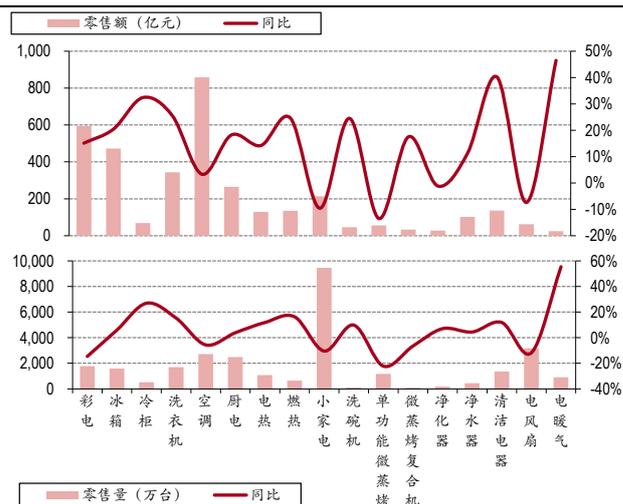
新兴家电品类量价齐增，维持较高景气度。以洗碗机、集成灶、清洁电器等新兴品类成为驱动行业发展的核心动力，高端化、多功能化需求增长显著。根据奥维云网数据，21H1 洗碗机/集成灶/清洁电器销售额 YOY+24.5%/+73.0%/+40.2%，销售量 YOY+9.8%/+56.3%/+11.8%。

图表 1. 2021H1 我国家电市场整体零售额 YOY+12.3%



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 2. 2021H1 大家电低基数效应下同比高增，新兴家电品类景气度较高



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 3. 2021H1 各品类家电零售量同比表现：新兴品类表现超过传统品类



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 4. 2021H1 各品类家电零售额同比表现：新兴品类表现超过传统品类



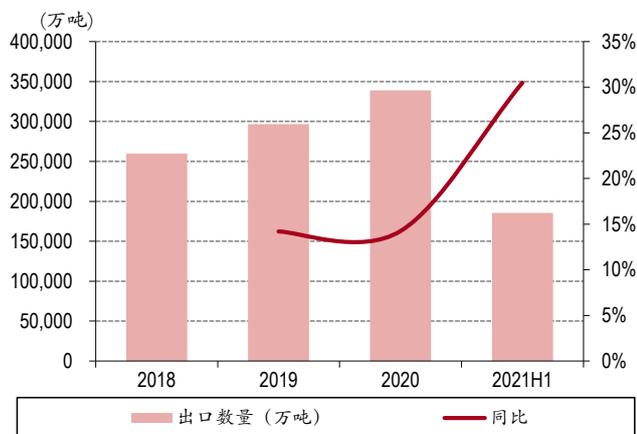
资料来源：奥维云网，中银证券

1.2 大家电内销缓慢复苏，外销市场保持较高景气度

同期低基数效应下，传统家电内销市场实现同比高增，但相比19年同期复苏缓慢。在同期低基数效应下，21H1传统家电内销实现同比高增，根据产业在线数据，根据产业在线数据，21H1空调/冰箱/洗衣机内销量YOY+11.98%/+9.90%/+12.29%，21Q2空调/冰箱/洗衣机内销量YOY-8.08%/-10.44%/+2.66%。相比19年同期，在房地产市场表现相对疲软、原材料涨价上游成本持续高增的影响，需求端仍呈现较大压力，21H1空调/冰箱/洗衣机内销量相比19H1分别-15.63%/-2.40%/-4.39%，21Q2空调/冰箱/洗衣机内销量相比19Q2分别-13.78%/-7.74%/-2.61%。

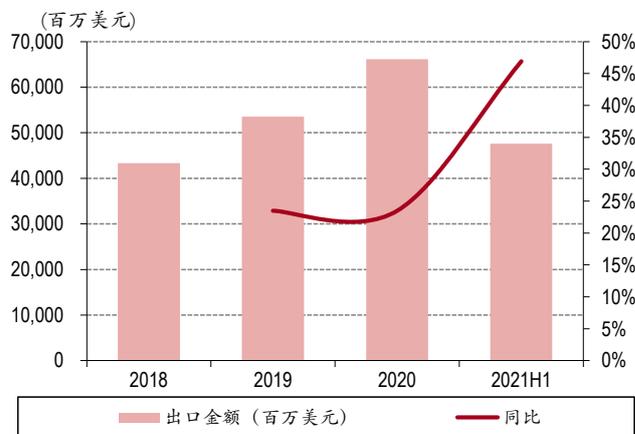
外销市场表现好于内销。全球大部分家电产能位于中国，长期的研发投入使得国内家电品牌的核心技术得到全面提升，跻身全球行业领先水平。在疫情催化下海外市场供给/需求平衡在短期内被打破，产能进一步向国内转移，物流运输费用提高，海外客户备货节奏提前，也进一步催化了海外订单的快速增长。21H1海外疫情反复，产能恢复进度有所放缓，虽海外运力对外销业务有一定的限制，但外销景气度仍维持了较高的水平。根据海关总署数据，2021H1中国家电行业出口数量为185479.4万吨，同比增长30.5%；家电行业出口金额为47587.8百万美元，同比增长46.9%。根据产业在线数据，21H1空调/冰箱/洗衣机外销量YOY+15.30%/+24.30%/+38.45%，21H1空调/冰箱/洗衣机外销量相比19H1分别+10.91%/+26.48%/+24.28%。

图表 5. 2018-2021H1 家电出口量及同比：2021H1 家电出口量 YOY+30.30%



资料来源：海关总署，中银证券

图表 6. 2018-2021H1 家电出口额及同比：2021H1 家电出口额 YOY+46.90%



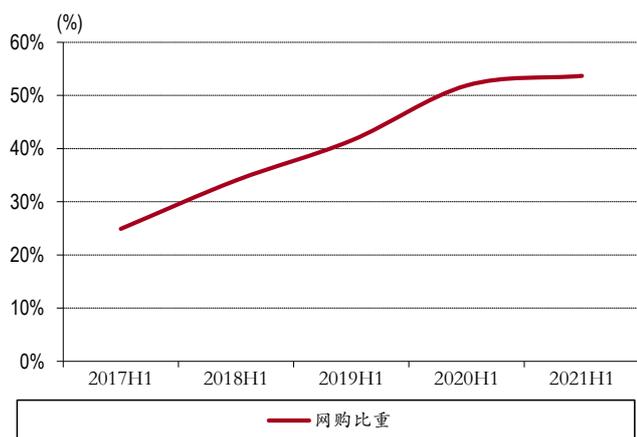
资料来源：海关总署，中银证券

1.3 家电销售的主力渠道继续向线上转移

线上渠道在疫情以来代替线下渠道成为家电销售的主要渠道，新兴线上营销模式兴起并得到飞速发展，家电品牌商顺势迅速完善自身的电商营销体系。同时各品牌为了促进更好的线上购物体验感以及营造品牌形象，纷纷采用直播带货、明星种草等营销手段提升流量。疫情后周期中，线上渠道仍延续了较高景气度，家电销售的主力渠道继续向线上转移。

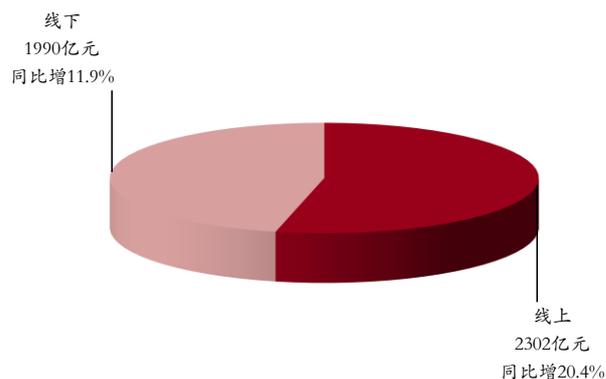
中国电子信息产业发展研究院《2021年上半年中国家电市场报告》显示，2021上半年，家电线上市场零售额2303亿元，比上年同期增长20.4%。家电市场的网购渗透率一路飙升，在上半年4293亿元零售额中，线上渠道的贡献率占53.65%，家电网购渗透率比上年提升了1.8个百分点。

图表 7. 17H1-21H1 网购占整体家电市场比重情况



资料来源：中国电子信息产业发展研究院，中银证券

图表 8. 2021H1 线上线下家电销售情况



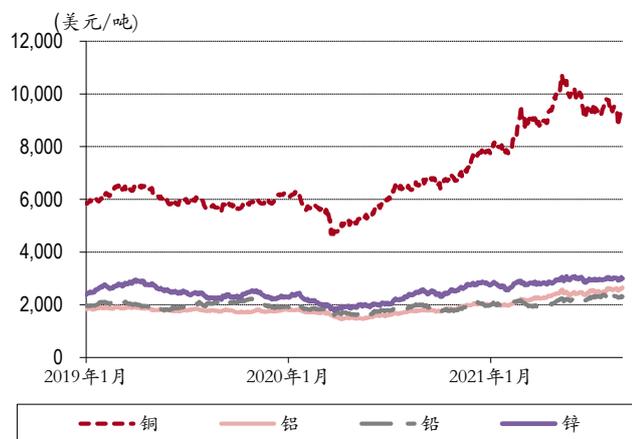
资料来源：中国电子信息产业发展研究院，中银证券

1.4 原材料成本上行，推动产品结构优化

原材料价格持续上涨使企业成本端受压。全球疫情导致家电产品所需的主要原材料如铝材、钢材、铜材等价格飙升，全球“芯片荒”影响家电领域，主要部件紧缺或成本上扬。2021年上半年 LME 铜/铝/锌/铅三个月期货价分别同比上涨 64.62%/39.07%/18.14%/38.93%，中国塑料城价格指数与去年同期相比上涨 29.31%。

为应对上半年大宗商品价格持续走高，企业积极调整价格结构以应对成本压力，主推高端产品以提升盈利水平。中国电子信息产业发展研究院《2021年上半年中国家电市场报告》显示，21H1 彩色电视机/冰箱/空调/洗衣机/洗碗机/微蒸烤复合机全渠道均价为 3331.59 元/2960.93 元/3152.32 元/2018.94 元/4914.37 元/4213.85 元，分别上升 34.88%/13.75%/9.48%/8.76%/14.23%/26.42%。

图表 9. LME 有色金属三个月期货价 (日)



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 中国塑料城价格指数 (日)



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 21H1 主要家电产品全渠道零售均价普遍上行

2021上半年部分家电产品全渠道零售均价及变化情况（单位：元）



资料来源：中国电子信息产业发展研究院，中银证券

2. 2021 半年报总结

我们按照中信行业二级分类选取了家电板块 48 家公司（同时将科沃斯和石头科技纳入小家电板块），其中黑电板块 4 家，白电板块 9 家，厨电板块 7 家，小家电板块 15 家，照明电工及其他板块 13 家。细分如下：

黑电板块：极米科技、海信视像、四川长虹、深康佳 A；

白电板块：美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电、惠而浦、奥马电器、澳柯玛、长虹美菱、春兰股份；

厨电板块：老板电器、华帝股份、浙江美大、火星人、帅丰电器、亿田智能、万和电气；

小家电板块：科沃斯、石头科技、苏泊尔、新宝股份、九阳股份、莱克电气、飞科电器、小熊电器、奥佳华、天际股份、北鼎股份、荣泰健康、爱仕达、融捷健康、*ST 圣莱；

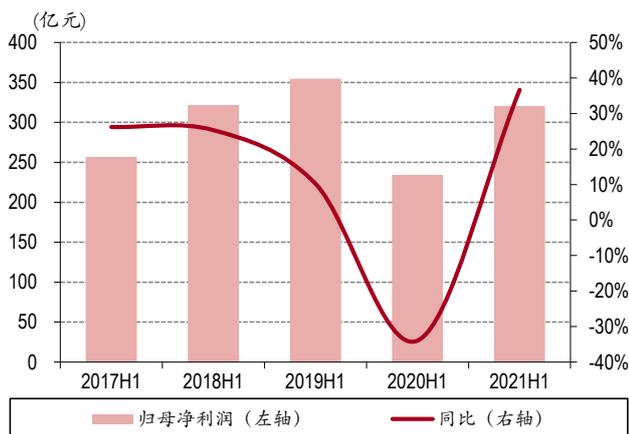
照明电工及其他板块：公牛集团、三花智控、欧普照明、聚隆科技、海立股份、天银机电、汉宇集团、东方电热、星帅尔、长虹华意、顺威股份、*ST 康盛、奇精机械。

2.1 白电：外销市场活跃，业绩端稳定增长

收入端：低基数效应下收入端同比高增，外销市场表现好于内销

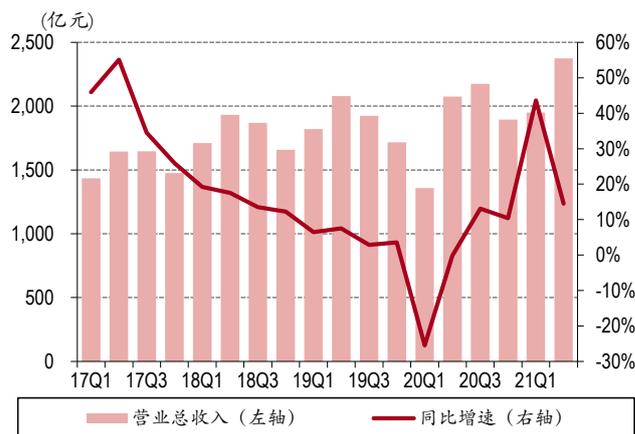
2021H1 白电板块实现营业总收入 4324.35 亿元，YOY+26.00%，相比 2019 年同期增长 10.89%；21Q2 白电板块实现营业收入 2374.68 亿元，YOY+14.49%，相比 2019 年同期增长 14.26%。

图表 12. 17H1-21H1 白电板块营收规模及增速：21H1 白电板块营业总收入 YOY+26.00%



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 17Q1-21Q2 白电板块营收规模及增速：21Q2 白电板块营业总收入 YOY+14.49%

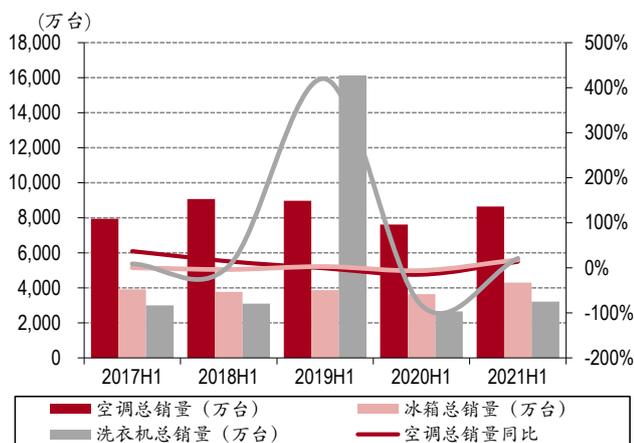


资料来源：万得，中银证券

去年低基数效应下，21H1 白电总销量实现双位数同比增长，且外销市场总体好于内销。1) 总销量方面，21H1 空调/冰箱/洗衣机总销量分别为 8637 万台/4274 万台/3599 万台，分别同比 +13.56%/+16.82%/+22.29%。2) 内销方面，21H1 空调/冰箱/洗衣机内销量分别为 4462 万台/2088 万台/2041 万台，分别同比 +11.98%/+9.90%/+12.29%。3) 外销方面，21H1 空调/冰箱/洗衣机外销量分别为 4176 万台/2186 万台/1558 万台，分别同比 +15.30%/+24.30%/+38.45%。伴随去年同期基数趋高，21Q2 有所增速下行。1) 总销量方面，21Q2 空调/冰箱/洗衣机总销量分别为 4766.36 万台/2186.70 万台/1962.70 万台，分别同比 -0.56%/ -1.60%/ +18.09%。2) 内销方面，21Q2 空调/冰箱/洗衣机内销量分别为 2673.24 万台/1036.66 万台/991.16 万台，分别同比 -8.08%/ -10.44%/ +2.66%。3) 外销方面，21Q2 空调/冰箱/洗衣机外销量分别为 2093.12 万台/1150.04 万台/971.44 万台，分别同比 +11.03%/ +8.00%/ +39.44%。

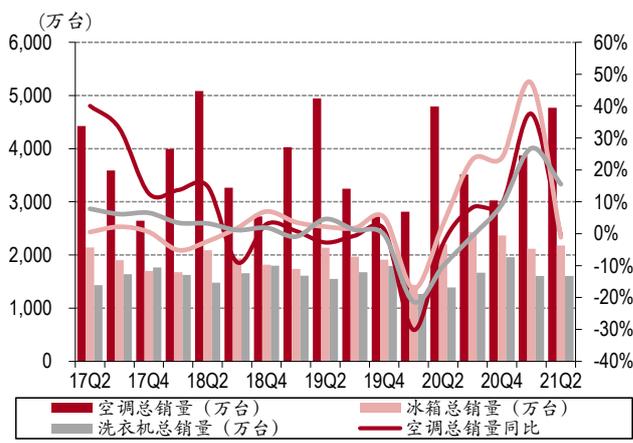
在剔除疫情影响下，对比19年同期水平，白电需求缓慢复苏。1) 21H1 空调/冰箱/洗衣机总销量相对19H1 相比增速-4.59%/+10.50%/+6.21%。2) 21H1 空调/冰箱/洗衣机内销量相对19H1 相比增速-15.63%/-2.40%/-4.39%。3) 21H1 空调/冰箱/洗衣机外销量相对19H1 相比增速+10.91%/+26.48%/+24.28%。主要原因：1) 19年同期空调出货模式仍为向渠道压货模式，渠道库存高企，21冷年起渠道进入去库存周期，企业出货节奏有所放缓；房地产市场受疫情及政策影响较大，对地产后周期的大家电品类销售形成一定压力。2) 外销方面，海外疫情反复，产能恢复节奏较慢，订单向国内转移的情况在21H1 仍在延续，外销获得了较高增长。

图表 14. 17H1-21H1 空冰洗总销量和同比变化：21H1 空调/冰箱/洗衣机总销量 YOY +13.56%/+16.82%/+22.29%



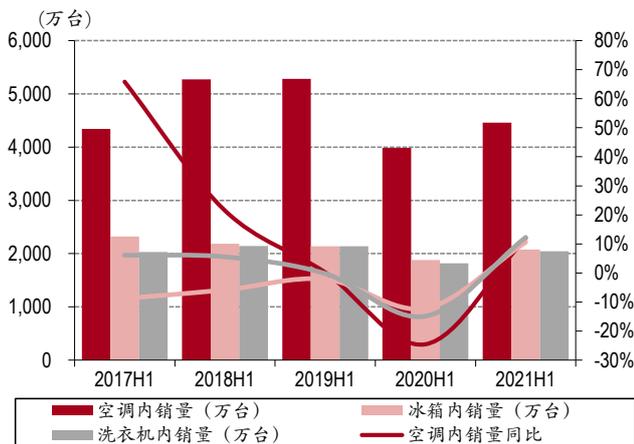
资料来源：产业在线，中银证券

图表 15. 17Q2-21Q2 空冰洗总销量和同比变化：21Q2 空调/冰箱/洗衣机总销量 YOY -0.56%/-1.60%/+18.09%



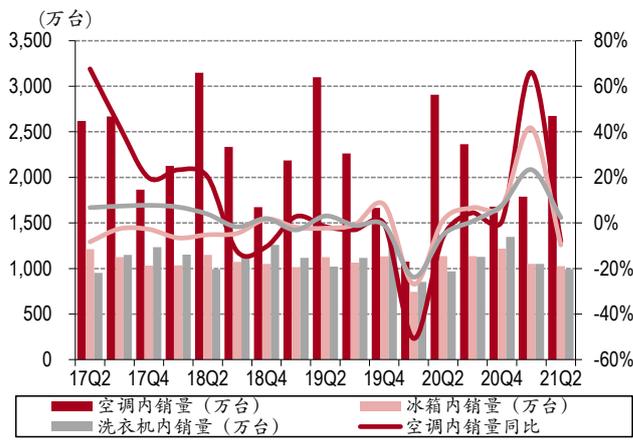
资料来源：产业在线，中银证券

图表 16. 17H1-21H1 空冰洗内销量和同比变化：21H1 空调/冰箱/洗衣机内销量 YOY +11.98%/+9.90%/+12.29%



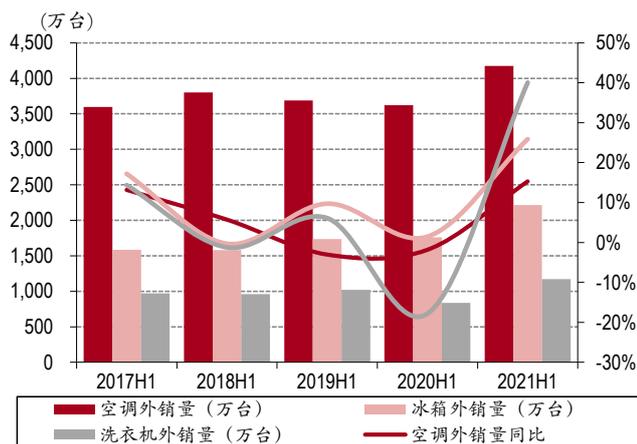
资料来源：产业在线，中银证券

图表 17. 17Q2-21Q2 空冰洗内销量和同比变化：21Q2 空调/冰箱/洗衣机内销量 YOY -8.08%/-10.44%/+2.66%



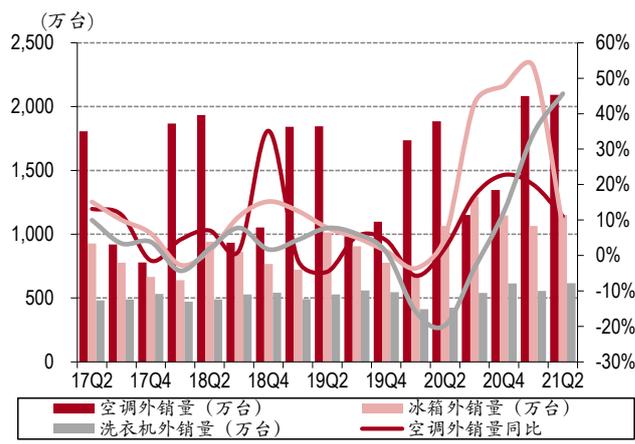
资料来源：产业在线，中银证券

图表 18. 17H1-21H1 空冰洗外销量和同比变化：21H1 空调/冰箱/洗衣机外销量 YOY+15.30%/+24.30%/+38.45%



资料来源：产业在线，中银证券

图表 19. 17Q2-21Q2 空冰洗外销量和同比变化：21Q2 空调/冰箱/洗衣机外销量 YOY+11.03%/+8.00%/+39.44%

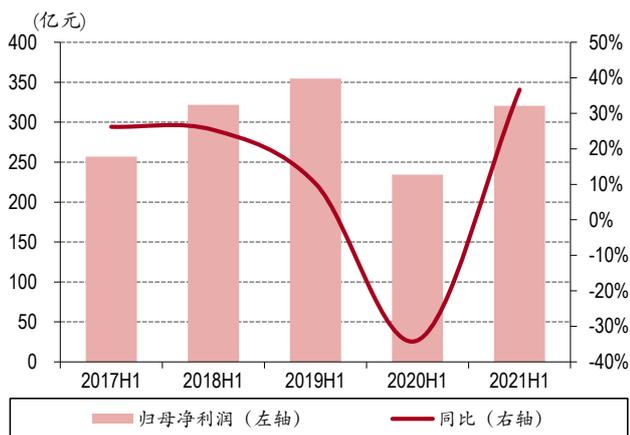


资料来源：产业在线，中银证券

业绩端：原材料价格上行，业绩端小幅承压

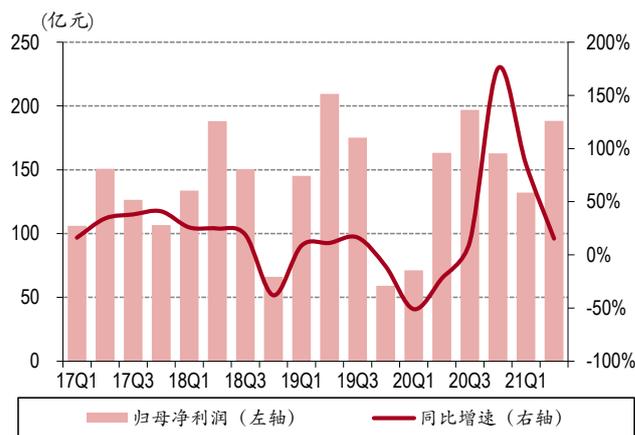
21H1 白电板块实现归母净利润 320.32 亿元，同比增长 36.63%，相比 2019 年同期下滑 9.71%；21Q2 归属上市公司股东净利润 188.28 亿元，同比增长 15.39%，相比 2019 年同期下滑 10.12%。

图表 20. 17H1-21H1 白电板块业绩及增速：21H1 白电板块归母净利润 YOY+36.63%



资料来源：万得，中银证券

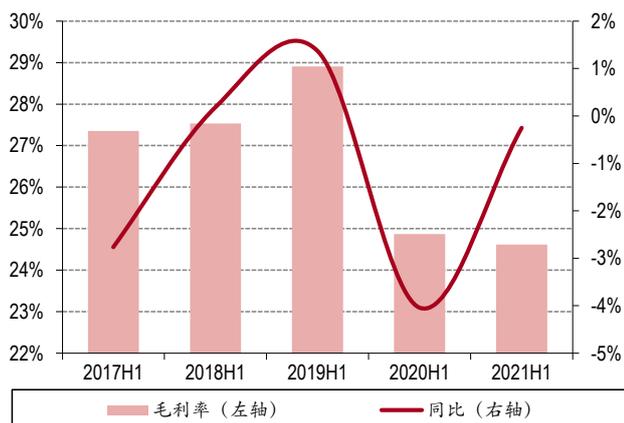
图表 21. 17Q1-21Q2 白电板块业绩及增速：21Q2 白电板块归母净利润 YOY+36.63%



资料来源：万得，中银证券

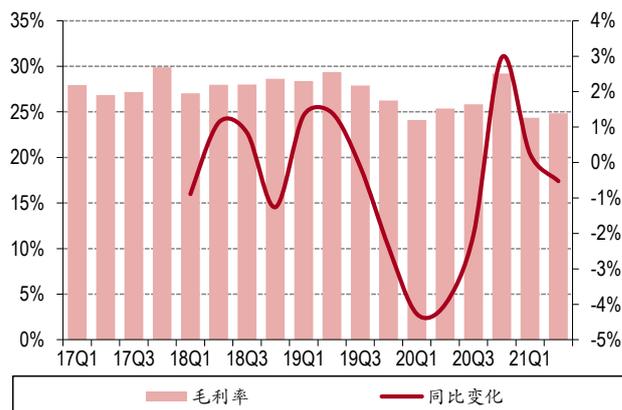
毛利率方面，21H1 白电板块平均毛利率 24.61%，同比下降 0.25 个百分点；21Q2 毛利率 24.84%，同比 -0.53pct，毛利率基本维持稳定。21H1 原材料铜/铝/铅/锌/塑料分别涨价 64.62%/39.07%/18.14%/38.93%/29.31%，在原材料价格上涨带来成本端负面影响下，家电厂商通过优化产品结构、提高出厂价与终端价格以转移成本压力，且龙头企业采购规模更大，资金更为充裕，在供给侧格局稳定的前提下，在终端价格上转嫁成本上行的能力更强。另外，毛利率水平相对更高的内销收入占比提升，对毛利率有一定的正向贡献。

图表 22. 17H1-21H1 白电板块毛利率及同比变化: 21H1 白电板块毛利率 24.61%，同比-0.25pct



资料来源: 万得, 中银证券

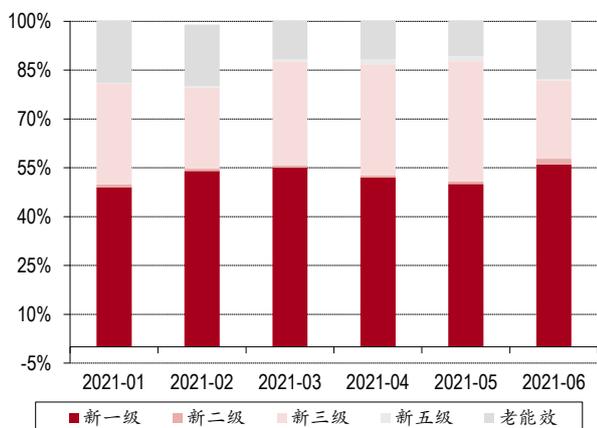
图表 23. 17Q1-21Q2 白电板块毛利率及同比变化: 21Q2 白电板块毛利率 24.84%，同比-0.53pct



资料来源: 万得, 中银证券

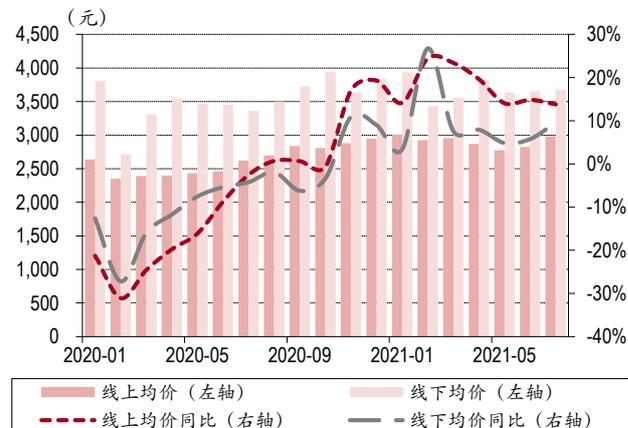
从零售终端产品结构来看, 1) 空调市场: 老能效产品加速清退, 空调进入高能效时代, 2021H1 内低能效产品线被持续压降, 新一、三级能效产品占据主流市场; 21H1 线上线下均价分别上涨 16.82%、6.74%; 2) 冰箱市场: 大容积依旧是市场发展的主旋律, 法式多门产品增速可观, 线下方面十字 4 门的发展已进入稳定期, 多门产品成为第二季度主要竞争方向, 线上方面则依然以大容积为发展趋势, 十字、对开产品增长快速。3) 洗衣机市场: 滚筒烘干机的发展为产品结构升级贡献最大: 2021H1 滚筒烘干产品全渠道零售量/额同比分别上涨 32.4%/37.9%, 是洗衣机行业整体实现双位数增长的主要驱动力。从产品均价来看, 产品升级和原材料成本压力推动白电市场线上线下价格增长, 21H1 空调/冰箱/洗衣机线上均价分别为 2854 元/2255 元/1621 元, YOY+16.82%/+19.82%/+14.32%, 线下均价分别为 3668 元/5293 元/3665 元, YOY+6.26%/+14.07%/+9.70%。

图表 24. 21M1-M6 空调线下产品结构变化: 老能效产品加速清退, 空调进入高能效时代



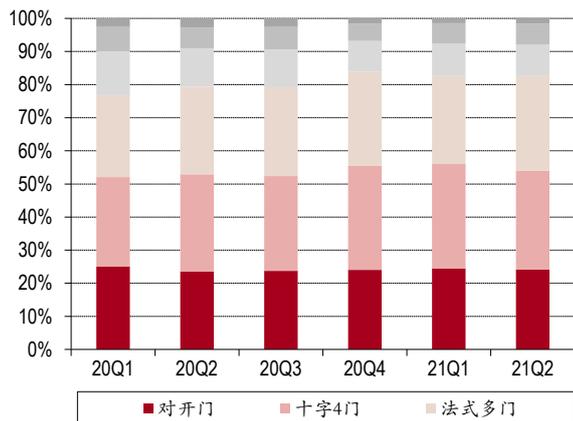
资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表 25. 19M4-21M6 空调线上线下均价及同比变化: 21H1 空调线上均价 YOY+16.82%，线下均价 YOY+6.26%



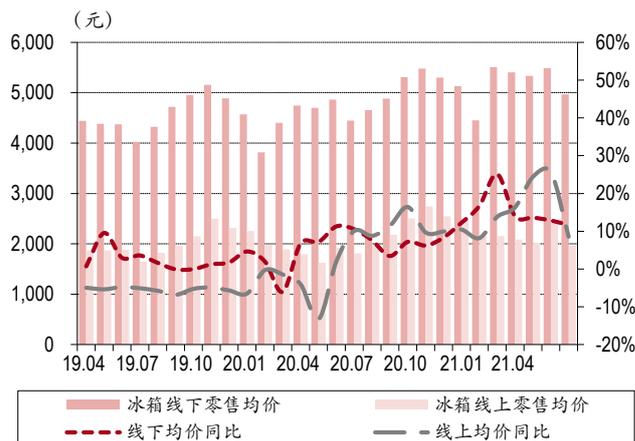
资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表 26. 20Q1-21Q2 冰箱线下产品结构变化: 大容量依旧是市场发展的主旋律, 法式多门产品增速可观



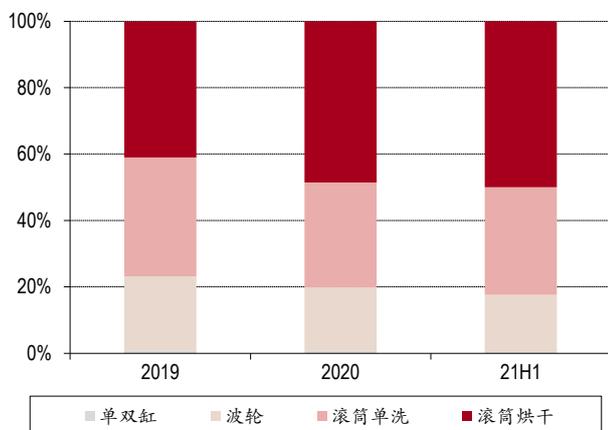
资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表 27. 19M4-21M6 冰箱线上线下均价及同比变化: 21H1 冰箱线上均价 YOY+19.82%, 线下均价 YOY+14.07%



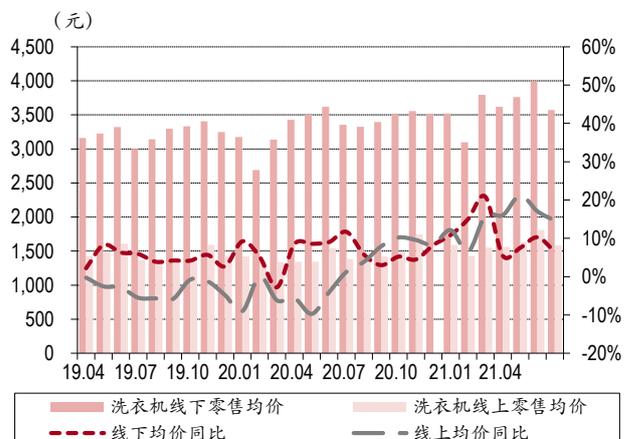
资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表 28. 2019-2021H1 洗衣机线下产品结构变化: 滚筒烘干机的发展为产品结构升级贡献最大



资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表 29. 19M4-21M6 洗衣机线上线下均价及同比变: 21H1 冰箱线上均价 YOY+14.32%, 线下均价 YOY+9.70%

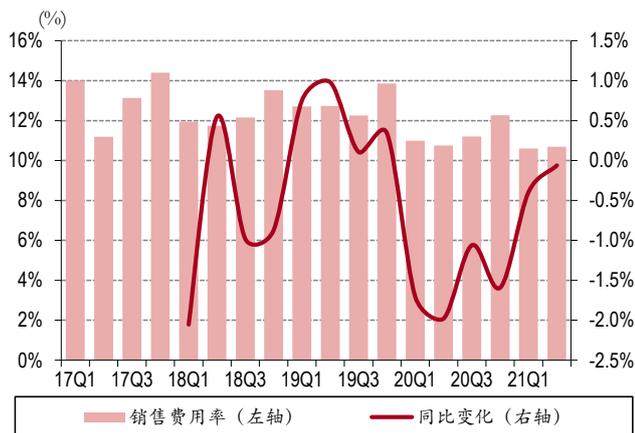


资料来源: 奥维云网, 中银证券

费用率方面, 白电板块各费用率较同期大体保持稳定。1) 21H1 白电板块销售费用率 10.70%, 同比-0.91pct; 21Q2 销售费用率 10.69%, 同比-0.06pct; 2) 21H1 白电板块管理费用率 2.85%, 同比-0.39pct; 21Q2 管理费用率 2.73%, 同比-0.20pct; 3) 21H1 白电板块研发费用率 3.20%, 同比+0.03pct; 21Q2 研发费用率 3.05%, 同比+0.27pct。

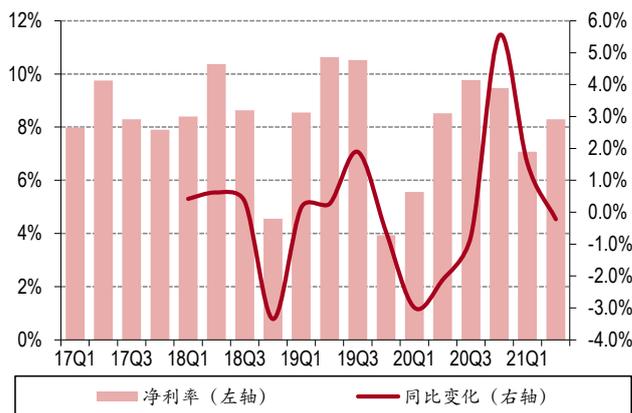
净利率方面, 21H1 白电板块销售净利率 7.75%, 同比+0.40pct; 21Q2 净利率 8.30%, 同比-0.22pct。

图表 30. 17Q1-21Q2 白电板块销售费用率及同比变化: 21Q2 白电板块销售费用率 10.69%, 同比-0.06pct



资料来源: 万得, 中银证券

图表 31. 17Q2-21Q2 白电板块销售净利率及同比变化: 21Q2 白电板块净利率 8.30%, 同比-0.22pct

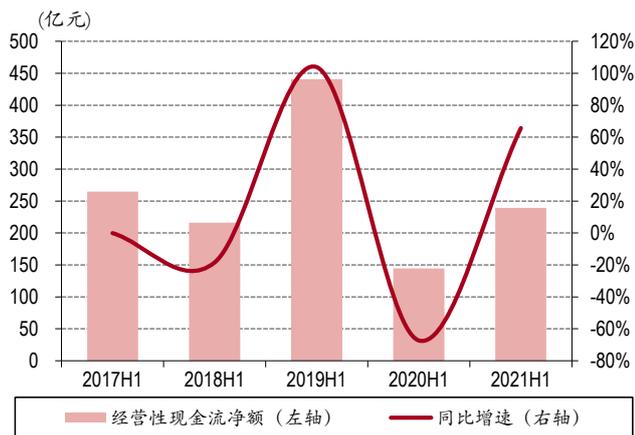


资料来源: 万得, 中银证券

营运能力: 21H1 经营性现金流净额改善明显

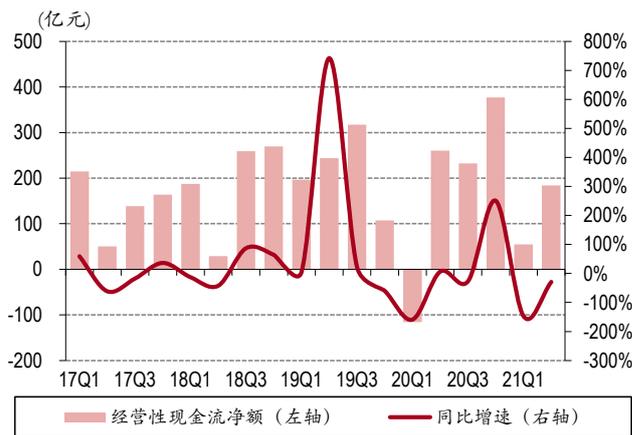
21H1 白电板块经营性现金流净额为 239.11 亿元, 同比增加 65.65%; 随着疫情逐步得到控制, 白电行业回暖趋势延续, 经营性现金流净额稳步提升。21Q2 经营现金流净额为 184.26 亿元, 较同期减少 75.80 亿元, 应收账款 766.72 亿元, 同比增加 16.47%, 公司运营效率持续优化。

图表 32. 17H1-21H1 白电板块经营性现金流净额及同比变化: 21H1 白电板块经营性现金流净额 YOY+65.65%



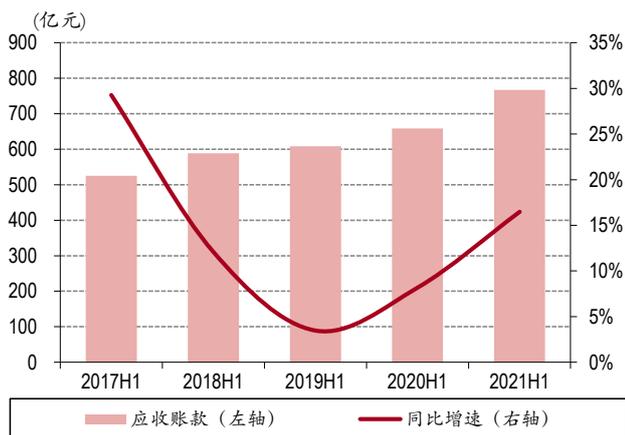
资料来源: 万得, 中银证券

图表 33. 17Q2-21Q2 白电板块经营性现金流净额及同比变化: 21Q2 白电板块经营性现金流净额 YOY-29.15%



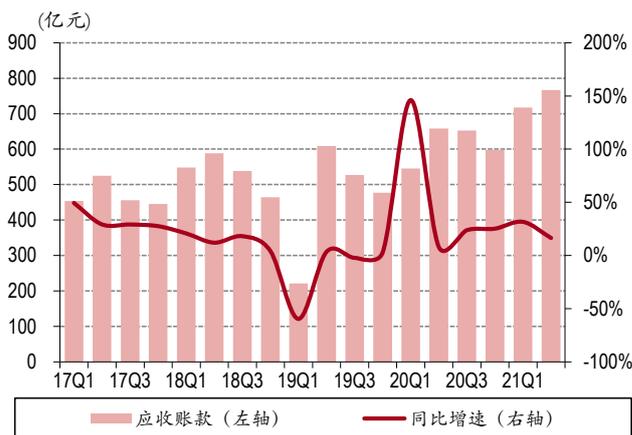
资料来源: 万得, 中银证券

图表 34. 17H1-21H1 白电板块应收账款及同比变化：21H1 白电板块应收账款 YOY+16.47%



资料来源：万得，中银证券

图表 35. 17Q2-21Q2 白电板块应收账款及同比变化：21Q2 白电板块应收账款 YOY+16.47%



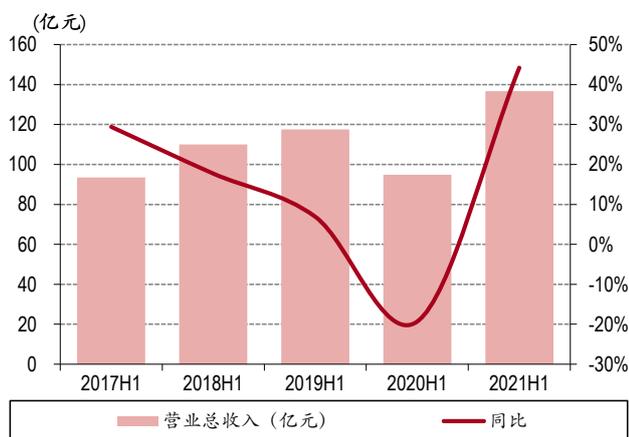
资料来源：万得，中银证券

2.2 厨电：传统厨电稳步复苏，新兴品类维持较高景气度

收入端：传统厨电逐季改善，新兴厨电领跑行业

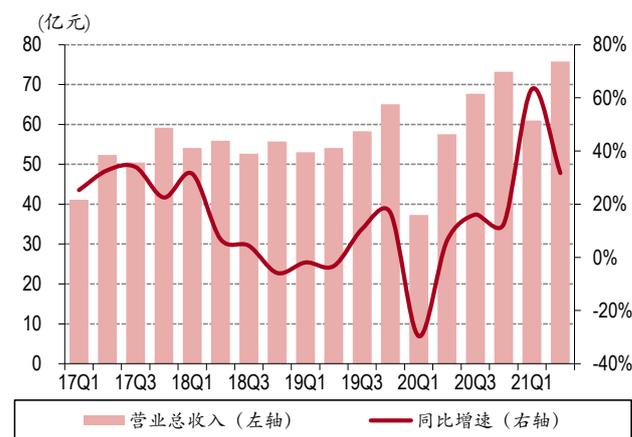
21H1 厨电板块实现营业总收入 136.76 亿元，YOY+44.21%；21Q2 厨电板块实现营业总收入 75.78 亿元，YOY+31.77%，其中主要四家集成灶企业浙江美大/火星入/亿田智能/帅丰电器 21H1 实现营业总收入 9.09 亿元/9.22 亿元/5.01 亿元/4.19 亿元，YOY+40.69%/+76.67%/+92.12%/+60.15%，21Q2 实现营业总收入 5.41 亿元/5.73 亿元/3.50 亿元/2.64 亿元，YOY+1.19%/+47.55%/+65.70%/+30.01%。

图表 36. 17H1-21H1 厨电板块营收规模及增速：21H1 厨电板块营收规模 YOY+44.21%



资料来源：万得，中银证券

图表 37. 17Q2-21Q2 厨电板块营收规模及增速：21Q2 厨电板块营收规模 YOY+31.77%

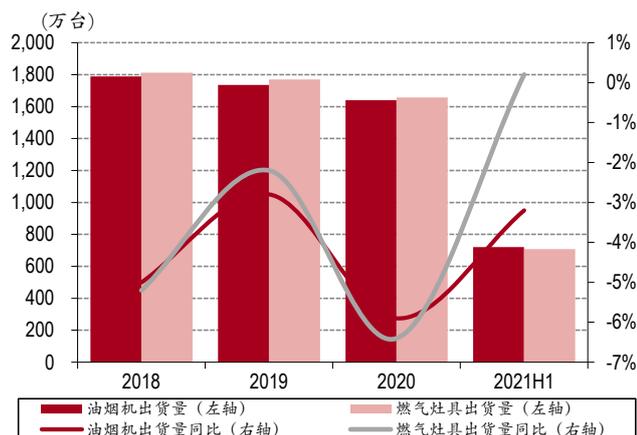


资料来源：万得，中银证券

注：19Q1/19Q2 数据未包含火星入、帅丰电器、亿田智能

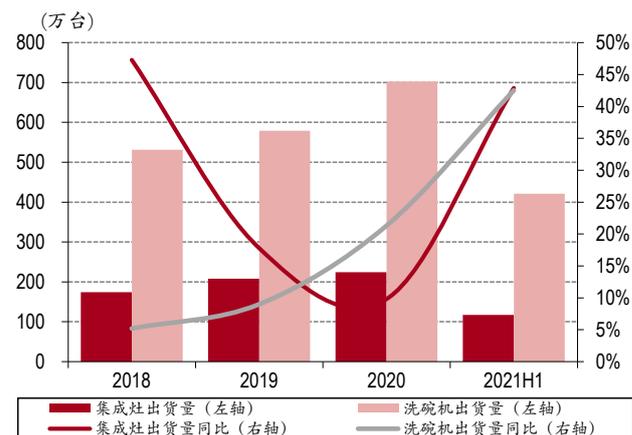
新兴厨电品类领跑行业。根据产业在线数据，2021H1 大厨电市场出货量 6051.6 万台，同比增长 34.3%，其中油烟机出货量 1391.4 万台，同比增长 23.2%；洗碗机出货量 420.9 万台，同比增长 42.5%；集成灶出货量 105.5 万台，同比增长 42.9%。随着市场消费主力逐渐年轻化，烹饪习惯向多元化、健康化以及便捷化转变，使得洗碗机、嵌入式复合机、集成灶等新品类高速发展，领跑整个厨电行业。

图表 38. 2018-2021H1 传统厨电出货量及增速：油烟机出货量 YOY+23.2%



资料来源：产业在线，中银证券

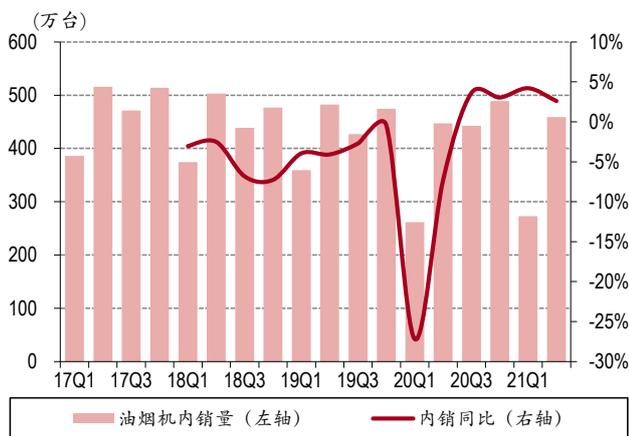
图表 39. 17Q1-21Q2 新兴品类出货量及增速：洗碗机/集成灶出货量 YOY+42.5%/+42.9%



资料来源：产业在线，中银证券

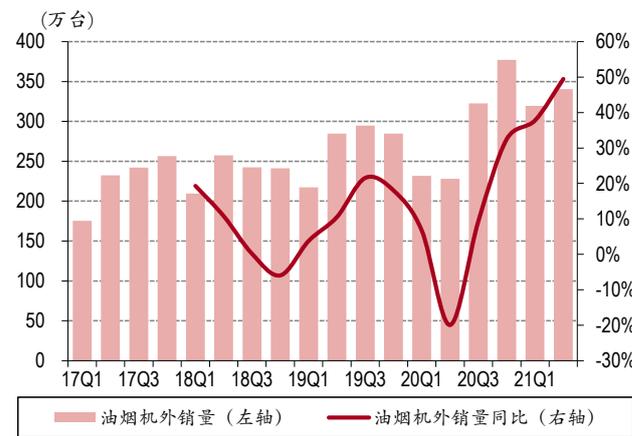
传统厨电外销市场好于内销。根据产业在线数据，21H1 油烟机内销 180.4 万台，同比增加 0.3%；外销 111.9 万台，同比增加 41.6%；21H1 洗碗机内销 97.7 万台，同比增加 13.9%；外销 323.2 万台，同比增加 54.2%。内销方面，传统厨电逐渐恢复至 19 年水平；外销方面，因海外产能恢复以及海运成本上升，传统厨电出口增速有所下降，但依然态势良好。21Q1 油烟机内销 272.7 万台，同比增加 4.20%，与 19Q1 同比减少 24.1%；外销 319.4 万台，同比增加 37.8%，与 19Q1 同比增加 47.0%；21Q2 油烟机内销 458.8 万台，同比增加 2.59%，与 19Q2 同比减少 4.9%；外销 340.5 万台，同比增加 49.4%，与 19Q2 同比增加 19.7%。厨电企业多渠道协同发展，工程、家装及线上渠道高速增长，华帝股份 21H1 线下渠道/新零售渠道/线上渠道/工程渠道/海外渠道营收 YOY+46.37%/+153.24%/+65.53%/+18.66%/+131.05%。

图表 40. 19Q1-21Q2 油烟机内销量及增速：油烟机内销量逐步恢复至 19 年水平



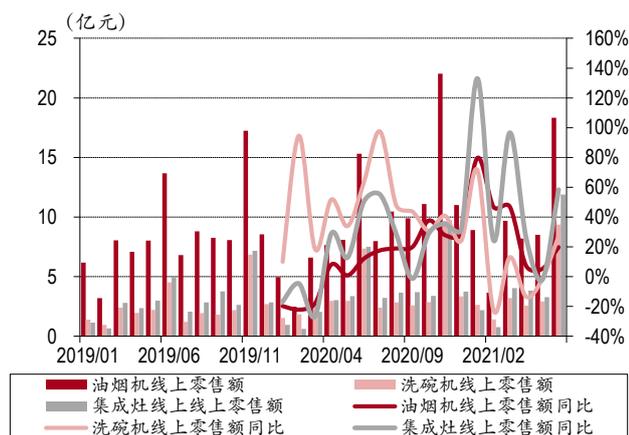
资料来源：产业在线，中银证券

图表 41. 19Q1-21Q2 油烟机外销量及增速：油烟机外销增速有所放缓，但态势良好



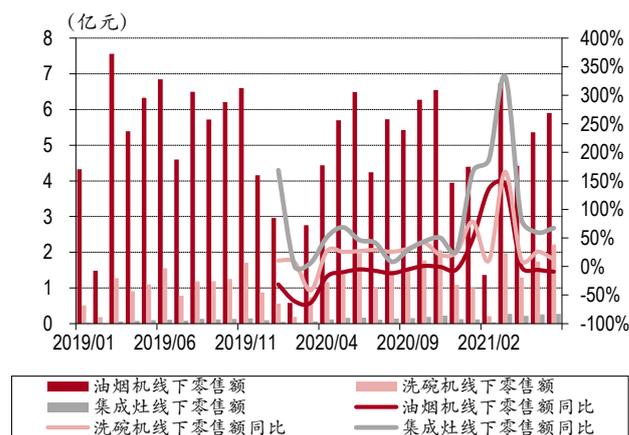
资料来源：产业在线，中银证券

图表 42. 厨电线上销售额规模与同比变化：21H1 油烟机/洗碗机/集成灶销额 YOY+27.04%/+13.40%/+48.46%



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 43. 厨电线下销售额规模与同比变化：21H1 油烟机/洗碗机/集成灶销额 YOY+22.93%/+40.50%/+108.22%

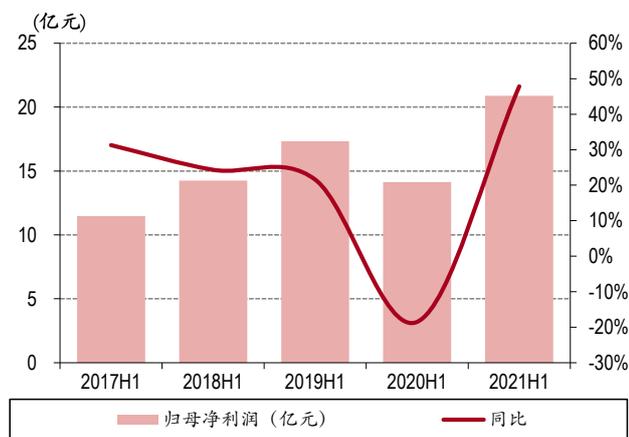


资料来源：奥维云网，中银证券

业绩端：产品、渠道结构不断优化，促进盈利水平提升

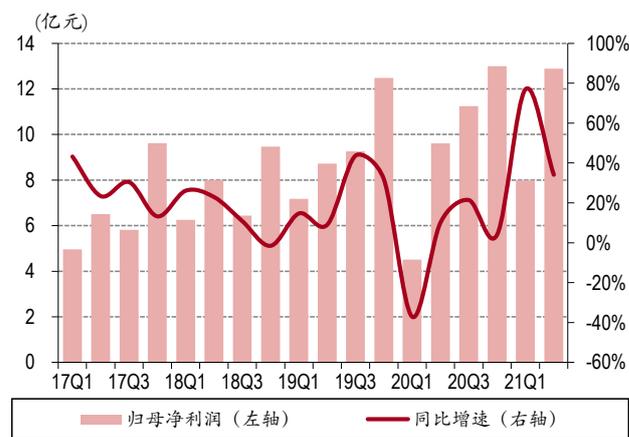
21H1 厨电板块实现归母净利润 20.88 亿元，YOY+47.81%；21Q2 实现归母净利润 12.89 亿元，YOY+34.12%。

图表 44. 17H1-21H1 厨电板块业绩及增速：21H1 厨电板块归母净利润 YOY+47.81%



资料来源：万得，中银证券

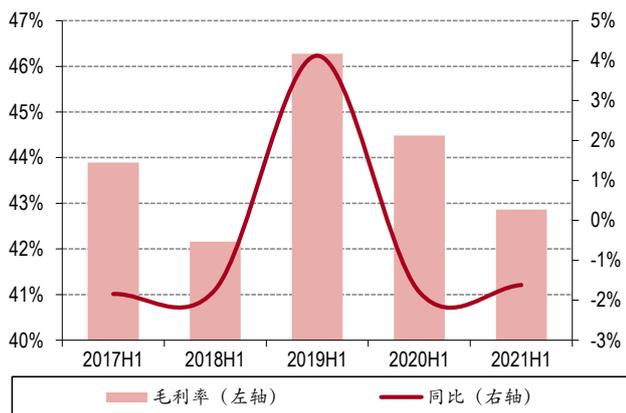
图表 45. 17Q2-21Q2 厨电板块业绩及增速：21Q2 厨电板块归母净利润 YOY+34.12%



资料来源：万得，中银证券

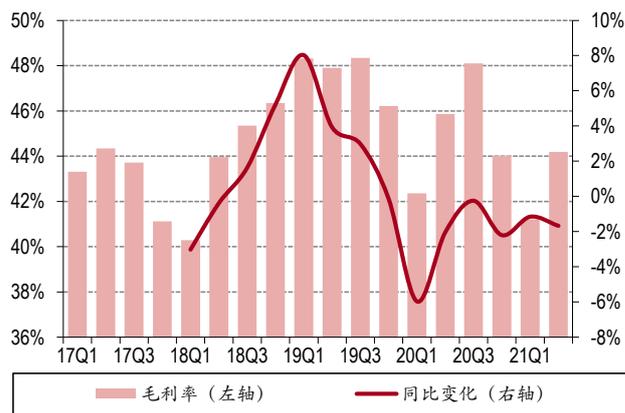
毛利率方面，21H1 厨电板块平均毛利率 42.86%，同比下降 1.62pct；21Q2 毛利率 44.19%，同比下降 1.67pct。原材料价格上涨的压力仍在，各厨电厂商通过优化产品结构，将原材料上涨压力向终端转移。渠道方面，毛利率相对较高的电商渠道占比提升，工程渠道客户结构优化，均对公司毛利率水平形成一定保障。集成灶品类中毛利率水平相对较高的蒸烤一体机占比进一步提升，拉动均价提升，维持盈利能力相对稳定。

图表 46. 17H1-21H1 厨电板块毛利率及同比变化: 21H1 厨电板块毛利率 YOY-1.62%



资料来源: 万得, 中银证券

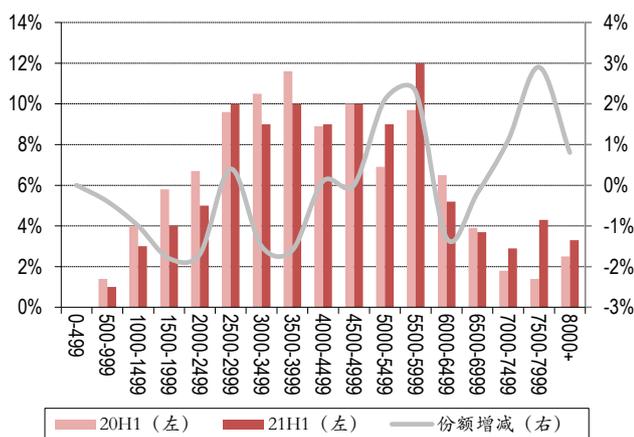
图表 47. 17Q2-21Q2 厨电板块毛利率及同比变化: 21Q2 厨电板块毛利率 YOY-1.67%



资料来源: 万得, 中银证券

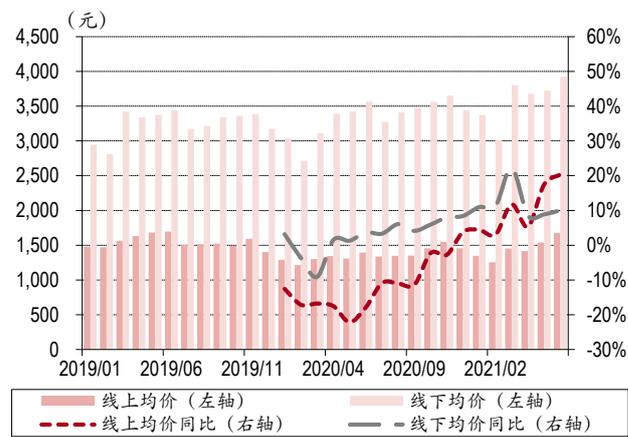
从零售终端产品结构及产品均价来看, 1) 油烟机市场: 中高价格带产品零售额份额显著提升, 需求高端化趋势明显, 线上线下均价分别增长 10.58%、11.88%。2) 集成灶市场: 蒸烤一体机占比提升加速, 高端产品带动结构升级, 线上线下产品分别增长 15.11%、9.78%。

图表 48. 20H1-21H1 油烟机线下产品结构变化: 中高价格带产品零售额份额显著提升



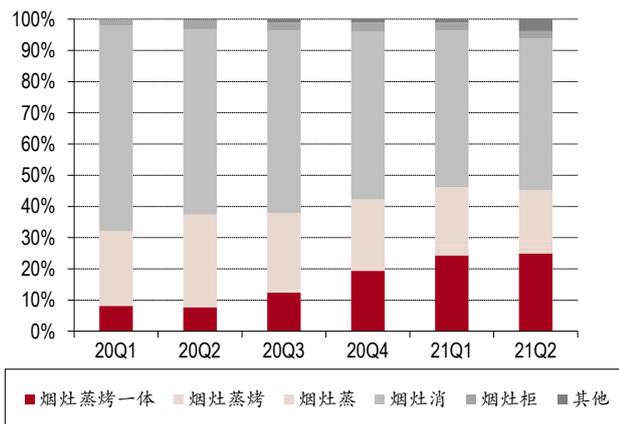
资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表 49. 19M1-21M6 油烟机线上线下均价及同比变: 21H1 油烟机线上均价 YOY+10.58%, 线下均价 YOY+11.88%



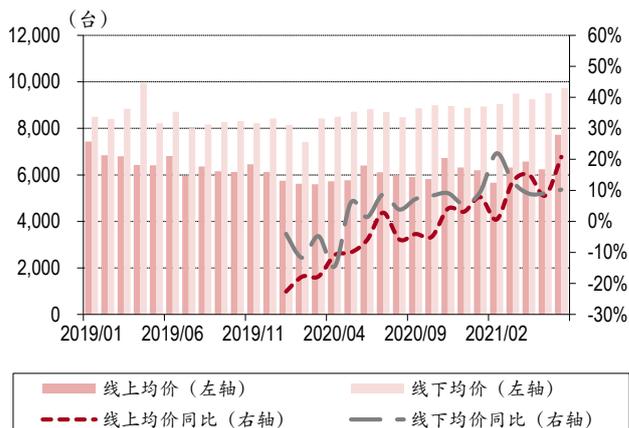
资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表 50. 2020-2021Q2 集成灶线下产品结构变化：蒸烤一体机占比提升加速，高端产品带动结构升级



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 51. 19M1-21M6 集成灶线上线下均价及同比变：21H1 集成灶线上均价 YOY+15.11%，线下均价 YOY+9.78%

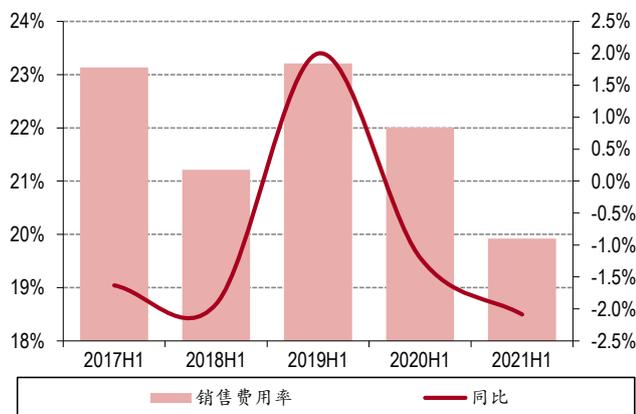


资料来源：奥维云网，中银证券

费用率方面，1) 销售费用率方面，21H1 厨电板块销售费用率 19.92%，同比-2.09pct；21Q2 销售费用率 19.12%，同比-1.51pct。营收规模增大带来的规模效应，加之疫情影响限制经销商销售活动，使得整体费用率有所下降。但随着线上占比提升，电商竞争加剧，厨电品牌销售费用压力增加。特别是集成灶行业目前处于市场份额扩张阶段，各家公司都进一步与电商展开合作，通过直播带货等形式提升品牌影响力，坚持构建线上线下双轮驱动模式，对销售费用的投放要求较高。在行业规模扩大，消费者教育推进过程中，品牌意识崛起，有助于先发头部品牌把握市场机遇进一步提升市场竞争力。2) 管理费用率方面，21H1 厨电板块管理费用率 3.15%，同比-0.33pct；21Q2 管理费用率 3.24%，同比-0.03pct，管理费用率略有下降，整体保持稳定。3) 研发费用率，21H1 厨电板块研发费用率 3.60%，同比-0.08pct；21Q2 研发费用率 3.80%，同比+0.52pct，注重研发，不断升级产品结构。

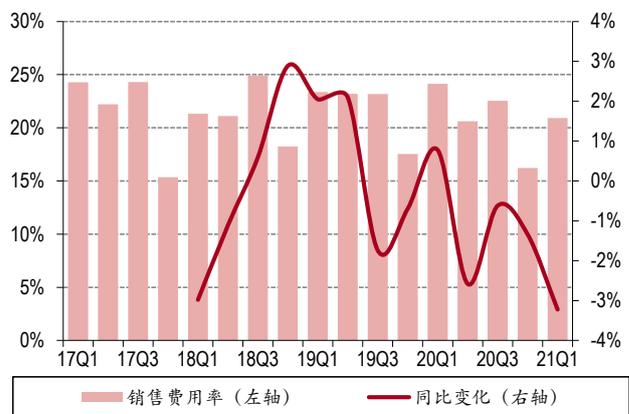
净利率方面，21H1 厨电板块销售净利率 15.36%，同比+0.39pct；21Q2 净利率 17.12%，同比+0.22pct。

图表 52. 17H1-21H1 厨电板块销售费用率及同比变化：21H1 厨电板块销售费用率 YOY-2.09%



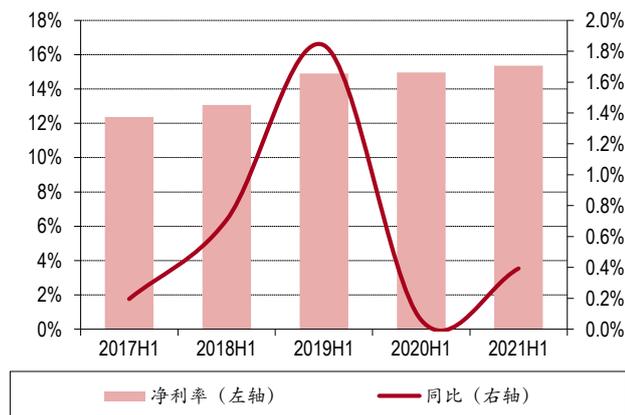
资料来源：万得，中银证券

图表 53. 17Q2-21Q2 厨电板块销售费用率及同比变化：21Q2 厨电板块销售费用率 YOY-1.51%



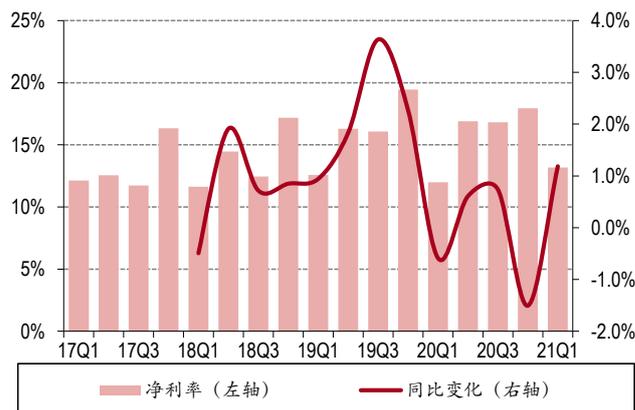
资料来源：万得，中银证券

图表 54. 17H1-21H1 厨电板块净利率及同比变化: 21H1 厨电板块净利率 YOY+0.39%



资料来源: 万得, 中银证券

图表 55. 17Q2-21Q2 厨电板块净利率及同比变化: 21Q2 厨电板块净利率 YOY+0.22%

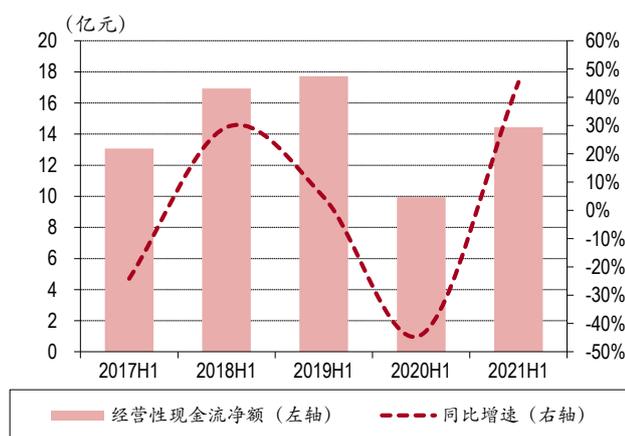


资料来源: 万得, 中银证券

营运能力分析

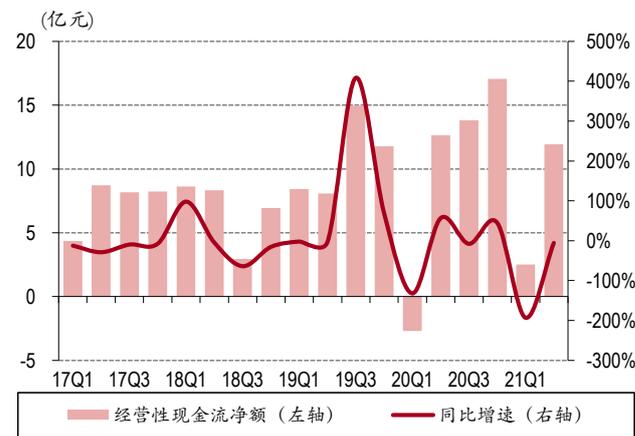
21H1 厨电板块经营性现金流净额为 14.44 亿元, 同比增加 45.42%; 21Q2 经营现金流净额为 11.93 亿元, 同比减少 0.7 亿元, 相比 2019 年同期增加 47.74%。21H1 应收账款总额同比增长 20.63% 至 29.38 亿元。

图表 56. 17H1-21H1 厨电板块经营性现金流净额及同比变化: 21H1 厨电板块经营性现金流净额 YOY+45.42%



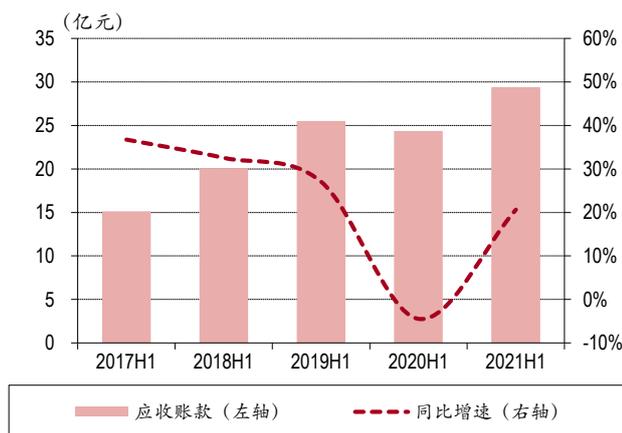
资料来源: 万得, 中银证券

图表 57. 17Q2-21Q2 厨电板块经营性现金流净额及同比变化: 21Q2 厨电板块经营性现金流净额 YOY-5.59%



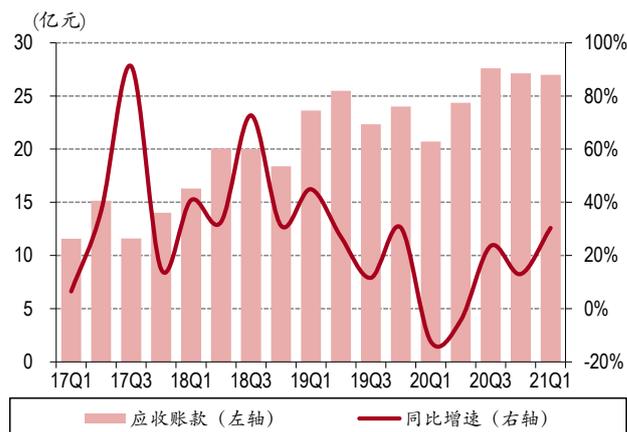
资料来源: 万得, 中银证券

图表 58. 17H1-21H1 厨电板块应收账款金额及同比变化：
21H1 厨电板块应收账款金额 YOY+20.63%



资料来源：万得，中银证券

图表 59. 17Q2-21Q2 厨电板块应收账款金额及同比变化：
21Q2 厨电板块应收账款金额 YOY+20.63%



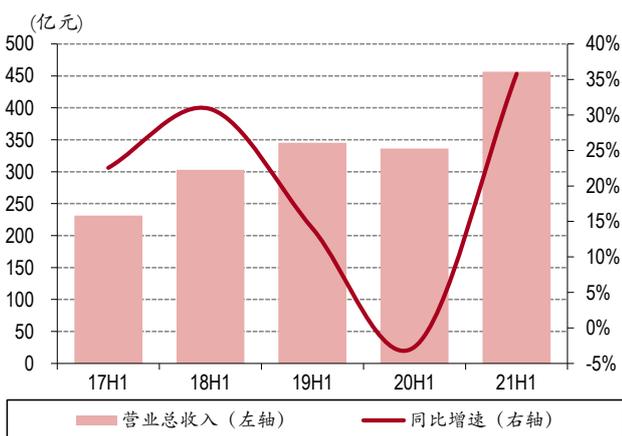
资料来源：万得，中银证券

2.3 小家电：传统小家电增速承压，清洁电器维持高增长

收入端：行业表现分化，新兴家电景气度较高

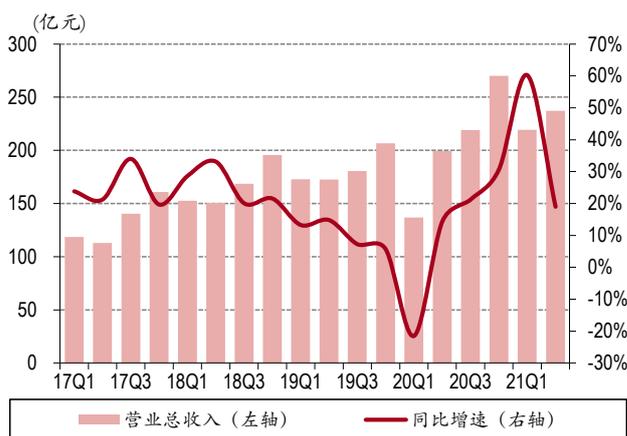
2021H1 年小家电板块实现营业总收入 456.60 亿元，同比增加 35.79%；21Q2 小家电板块实现营业收入 237.24 亿元，同比增加 18.98%，相比 2019 年同期增加 37.41%。

图表 60. 17H1-21H1 小家电板块营收规模及增速：21H1 小家电板块营收 YOY+35.79%



资料来源：万得，中银证券

图表 61. 17Q2-21Q2 小家电板块营收规模及增速：21Q2 小家电板块营收 YOY+18.98%

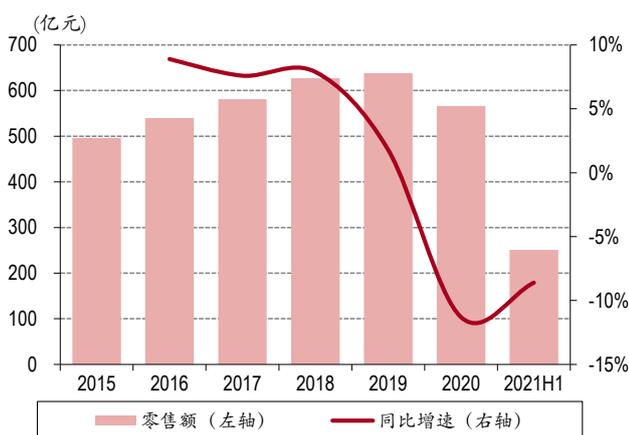


资料来源：万得，中银证券

2021 年，小家电板块出现明显分化：1) 在去年高基数影响下，厨房小家电板块增速下滑。据奥维云网数据，21H1 零售额共计 250.8 亿元，同比下降 8.6%，零售量 1.19 亿台，同比下降 8.2%。市场低迷的主要原因：2020 年上半年受疫情影响，“宅经济”效应明显加之电商直播催化，使得去年同期基数较大。疫情后周期中，新增需求催化因素取向更加长期化，短期内相对可选的小家电产品偏向由更新需求驱动。国外市场疫情反复，在海运运力受到一定影响情况下，外销市场景气度仍得到一定延续。与内销为主的厨房小家电公司相比，21H1 外销占比较高的新宝股份较为表现优异，21H1 收入增速为 31.69%，其中外销收入 YOY+43.35%。

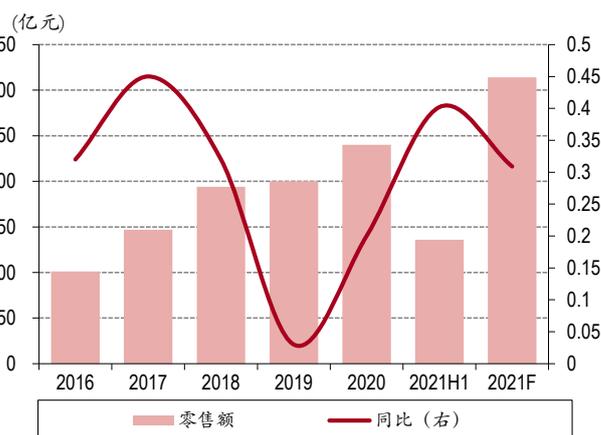
2) 清洁电器品类延续高增长, 技术迭代驱动需求增长。据奥维云网数据, 21H1 清洁电器实现零售额 136 亿元, 同比增长 40.2%。结构和算法升级驱动清洁电器行业增长, 自清洁洗拖一体机成为行业最新发展趋势。今年 3 月科沃斯推出全新扫拖一体机 T9 Power, 避障技术升级、清洁性能通过升级高频振动擦地系统也得到了提升; 今年 3 月科沃斯推出自清洁扫拖洗一体机 N9+, 8 月底石头科技推出自清洁扫拖洗一体机 G10, 相比于传统扫拖一体机实现了拖布自清洁, 采取净、污水箱分离式设计, 更大程度上解放双手。另外, 洗地机产品规模持续提升, 据奥维云网数据, 截止 21 年 7 月, 市场规模达到 22.1 亿元, 保守估计 21 年全年洗地机规模将突破 53 亿, YOY+310.85%, 21H1 洗地机在清洁电器品类中的占比达到 16.3%, 成为继吸尘器、扫地机之后, 驱动清洁电器的第三增长曲线。21H1 科沃斯/石头科技营收分别同比增长 123.11%/32.19%, 21Q2 分别同比增长 117.80%/6.09%, 石头科技二季度收入增长主要受限于出口海运运力的限制。

图表 62. 2015-2021H1 小家电全品类零售额及同比: 2021H1 零售额 YOY-8.6%



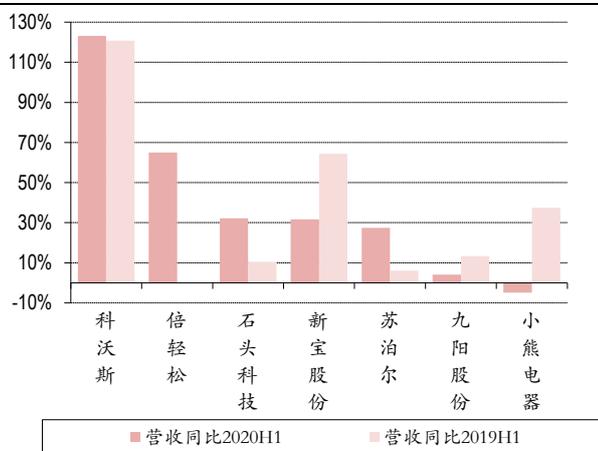
资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表 63. 2016-2021H1 清洁电器全渠道销售额及同比: 2021H1 零售额 YOY+40.2%



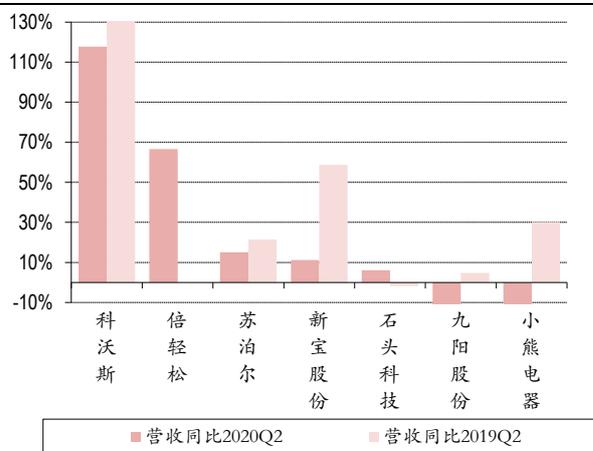
资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表 64. 2021H1 小家电板块主要企业营收 YOY: 清洁电器、个护赛道企业表现优异



资料来源: 万得, 中银证券

图表 65. 2021Q2 小家电板块主要企业营收 YOY: 清洁电器、个护赛道企业表现优异

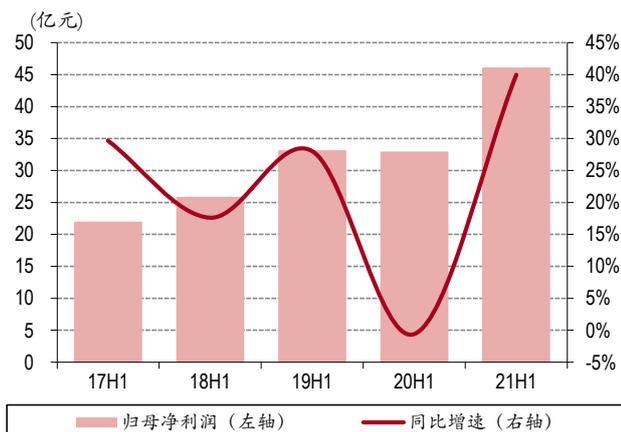


资料来源: 万得, 中银证券

业绩端: 新兴品类业绩表现亮眼

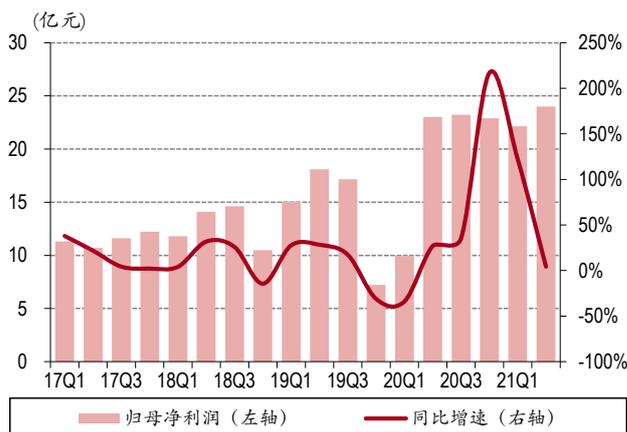
2021H1 小家电板块实现归母净利润 46.15 亿元, 同比增加 39.99%。21Q2 小家电实现归母净利润 24.00 亿元, 同比增加 4.34%, 相比 2019 年同期增加 32.59%。

图表 66. 17H1-21H1 小家电板块业绩及增速: 2021H1 小家电板块归母净利润 YOY+39.99%



资料来源: 万得, 中银证券

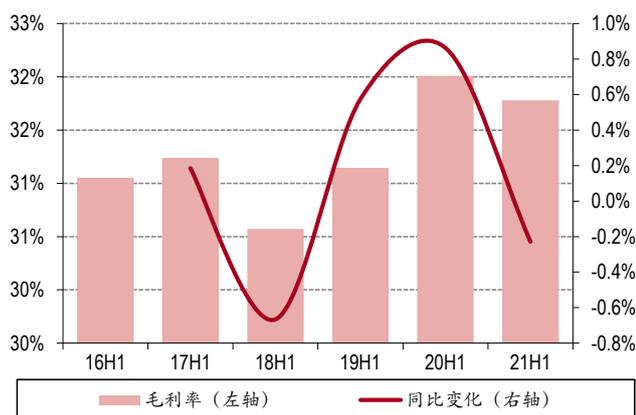
图表 67. 17Q2-21Q2 小家电板块业绩及增速: 2021Q2 小家电板块归母净利润 YOY+4.34%



资料来源: 万得, 中银证券

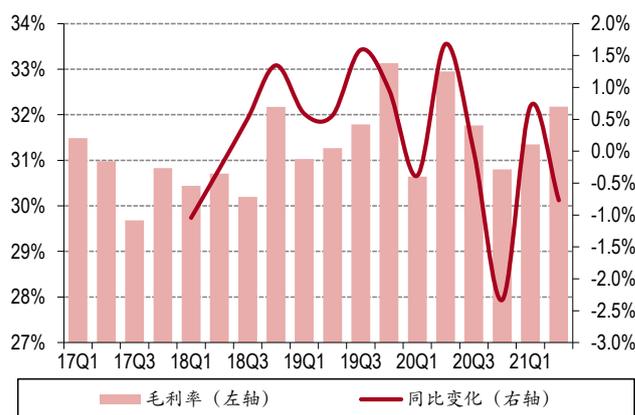
毛利率方面, 小家电板块毛利率水平承压。2021H1 小家电板块平均毛利率 31.78%, 同比下降 0.23pct, 21Q2 毛利率 32.18%, 同比下降 0.77pct。小家电板块毛利率相对承压的主要原因: 原材料价格同比上涨、会计政策调整运费相关费用由“销售费用”改为计入“营业成本”、海运运费成本提升外销毛利率下行叠加外销收入占比提升等因素。清洁电器品类毛利率水平相对稳定, 主要受益于自主品牌占比提升与新品带动产品结构提升。2021H1/2021Q2 科沃斯毛利率分别为 50.28%/52.80%, 分别同比+10.13pct/+11.49pct; 石头科技 2021H1/2021Q2 毛利率分别为 50.74%/51.73%, 同比+1.86pct/+1.11pct。

图表 68. 17H1-21H1 小家电板块毛利率及同比变化: 2021H1 小家电板块毛利率 YOY-0.23pct



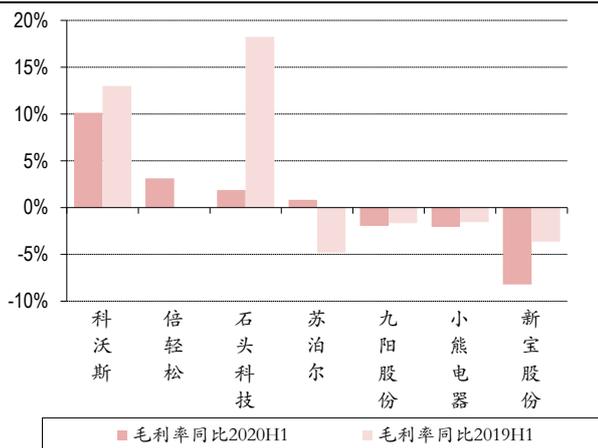
资料来源: 万得, 中银证券

图表 69. 17Q2-21Q2 小家电板块毛利率及同比变化: 2021Q2 小家电板块毛利率-0.77pct



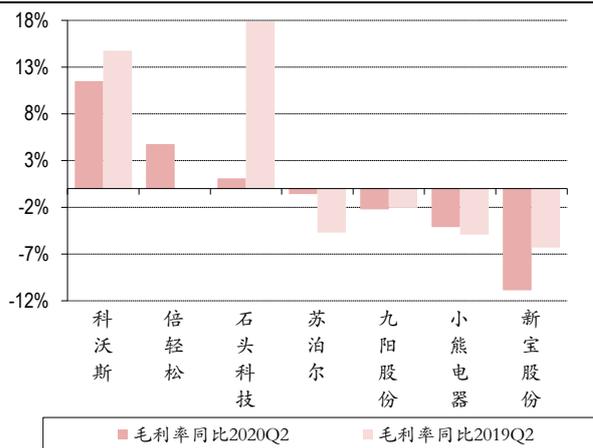
资料来源: 万得, 中银证券

图表 70. 2021H1 小家电板块主要企业毛利率同比变化：清洁电器毛利率增长显著



资料来源：万得，中银证券

图表 71. 2021Q2 小家电板块主要企业毛利率同比变化：清洁电器毛利率增长显著

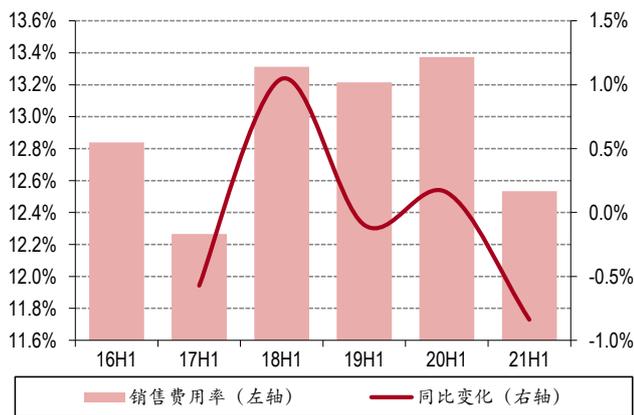


资料来源：万得，中银证券

费用率方面，1) 销售费用率，21H1 小家电板块销售费用率 12.53%，同比-0.84pct；21Q2 销售费用率 13.19%，同比-0.26pct。渠道结构调整、会计准则调整对销售费用率降低有一定正向作用，同时规模效应下，公司销售费用投放的效率提升。2) 管理费用率，21Q2 小家电板块管理费用率 5.15%，同比+1.33pct。3) 研发费用率，21Q2 小家电板块研发费用率 4.75%，同比+1.24pct。

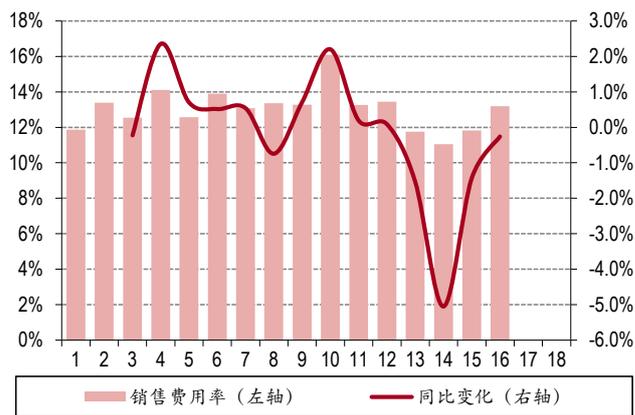
净利率方面，2021H1 小家电板块销售净利率 10.17%，同比+0.37pct；21Q2 净利率 10.15%，同比-1.43pct。

图表 72. 17H1-21H1 小家电板块销售费用率及同比变化：2021H1 小家电板块销售费用率 YOY-0.84pct



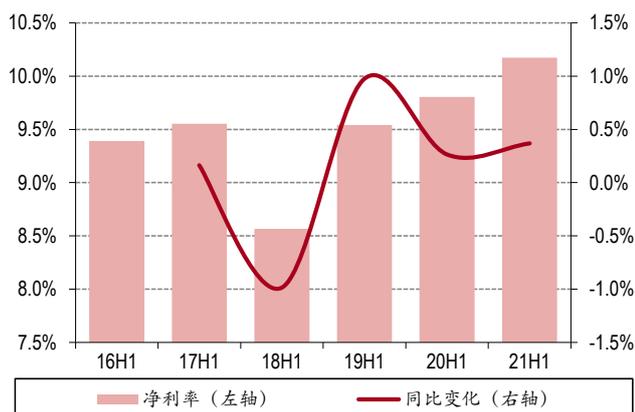
资料来源：万得，中银证券

图表 73. 17Q2-21Q2 小家电板块销售费用率及同比变化：2021Q2 小家电板块销售费用率 YOY-0.26pct



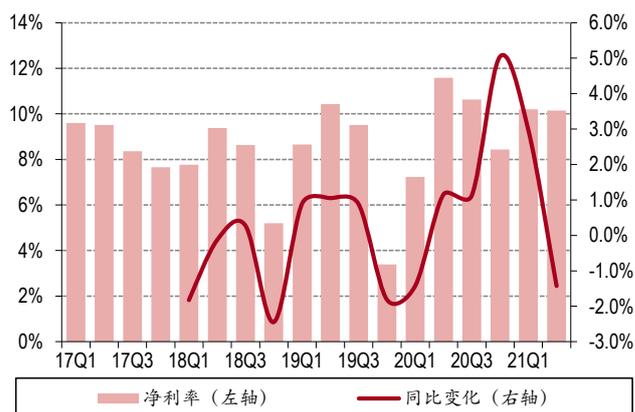
资料来源：万得，中银证券

图表 74. 17H1-21H1 小家电板块净利率及同比变化：2021H1 小家电板块净利率 YOY+0.37pct



资料来源：万得，中银证券

图表 75. 17Q2-21Q2 小家电板块净利率及同比变化：2021Q2 小家电板块净利率 YOY-1.43pct

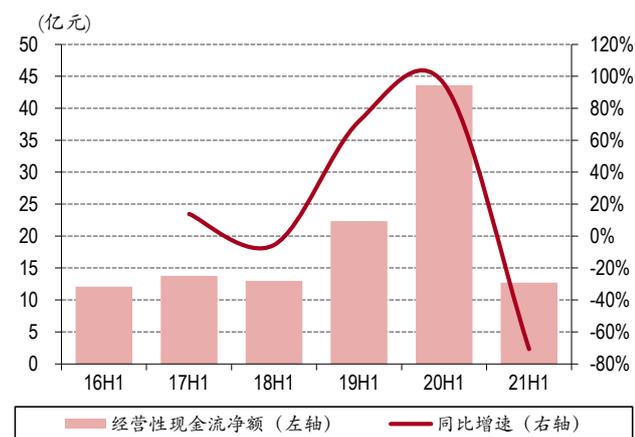


资料来源：万得，中银证券

营运能力分析

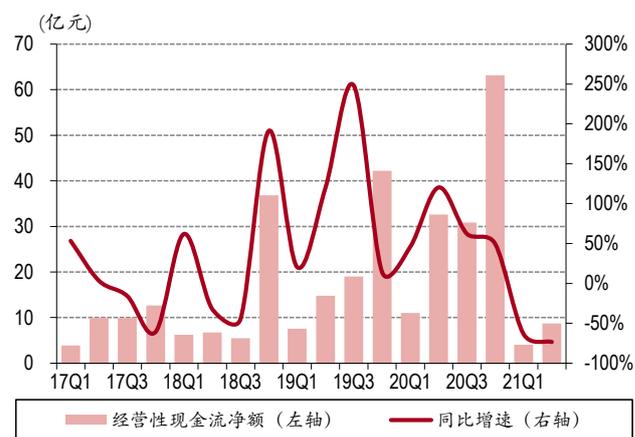
2021H1 小家电板块经营性现金流净额为 12.72 亿元，同比减少 70.83%；21Q2 经营现金流净额为 8.69 亿元，相较 20Q2 下降 41.34%，与原材料价格上涨存货占用资金较多有关。

图表 76. 17H1-21H1 小家电板块经营性现金流净额及同比：21H1 小家电板块经营性现金流净额 YOY-70.83%



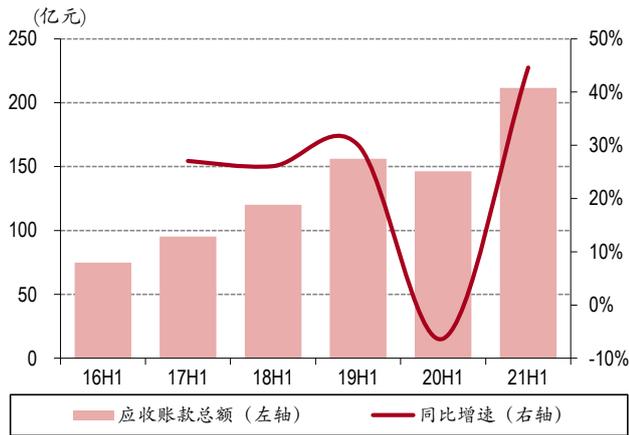
资料来源：万得，中银证券

图表 77. 17Q2-21Q2 小家电板块经营性现金流净额及同比变化：21Q2 小家电板块经营性现金流净额 YOY-41.23%



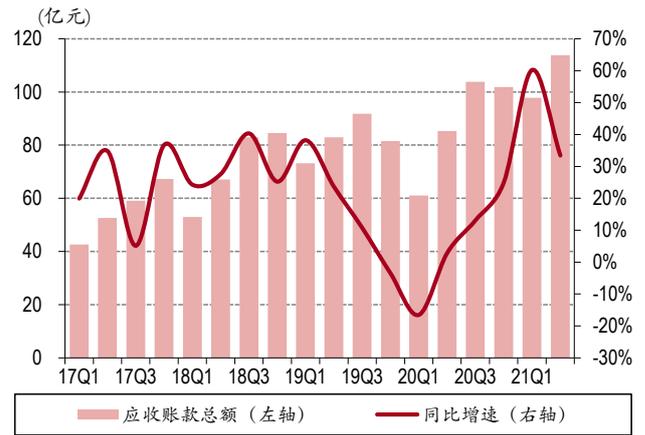
资料来源：万得，中银证券

图表 78. 17H1-21H1 小家电板块应收账款总额及同比变化：
21H1 小家电板块应收账款总额 YOY+44.59%



资料来源：万得，中银证券

图表 79. 17Q2-21Q2 小家电板块应收账款总额及同比变化：
21Q2 小家电板块应收账款总额 YOY+33.40%



资料来源：万得，中银证券

3. 展望：关注竣工逻辑回归及新兴品类需求

竣工带动必选大家电景气度回升，行业竞争格局进一步优化

随着疫情影响的逐步减弱，21M1-7 累计销售和竣工维持高增，全国商品房销售面积 YOY+21.54%，全国房屋竣工面积 YOY+25.67%，融资新规下，房企通过加快结转降低杠杆，预计下半年地产竣工会继续回升，同时，新开工增速、销售增速与竣工增速的缺口仍在，家电内销有望持续受益。

在原材料价格上涨带来成本端负面影响下，家电厂商通过优化产品结构、提高出厂价与终端价格以转移成本压力。龙头企业采购规模更大，资金更为充裕，在供给侧格局稳定的前提下，在终端价格上转嫁成本上行的能力更强。龙头企业在自身步入新一轮新的经营调整后的改善周期，稳健增长确定性较高，行业竞争格局进一步优化。**建议关注：海尔智家、美的集团、格力电器。**

新兴家电品类景气度有望延续，行业空间广阔

对于小家电部分品类、线上渠道占比高的公司在 21 年面临一定的基数压力，仍应以更长远目光来看待。从中长期因素上说，我国小家电人均消费额/量与发达国家有明显差距，由于国内经济的长足进步，使得在国内消费者可支配收入中，以空调、冰箱、洗衣机、电饭煲等为代表的居家必选类家电，占人均可支配收入的比重逐年下降；同时，整体家电品质的提升亦使得必选家电的置换周期缓慢延长，由此腾出的购置预算可以开始逐步满足更加个性化的使用场景需求。伴随可支配收入提升仍有明显扩容空间，基数压力缓解后行业有望回归较快增长通道。

新兴家电包括新型厨电、各类小家电，以及品类中智能家电的崛起，反映了中国消费者消费习惯的变迁，随着对多元化、健康化、便捷化和品质化生活有着全新追求的新一代消费群体的崛起，新兴家电品类迎来发展机遇，嵌入式厨电、集成灶及清洁电器产品需求端的高速增长，成为引领行业持续增长的新动力。品牌打造爆品能力突出，各品类呈现单品大爆发现象，行业格局呈现强者恒强的局面。**建议关注：火星人、浙江美大、老板电器、科沃斯、石头科技、倍轻松、极米科技。**

图表 80. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)	
					2020A	2021E	TTM	2021E	2022E
000651.SZ	格力电器	买入	41.46	2,494	4.00	4.20	9.87	10.16	8.97
002508.SZ	老板电器	买入	35.99	342	1.87	1.94	18.57	17.53	15.10
002035.SZ	华帝股份	买入	7.82	68	0.51	0.56	14.08	11.90	10.21
002677.SZ	浙江美大	买入	72.02	5,028	0.97	4.05	17.76	17.13	15.13
300894.SZ	火星人	增持	27.79	2,451	0.81	1.38	20.16	20.88	17.54
300911.SZ	亿田智能	增持	49.58	405	1.57	2.50	19.80	19.35	17.03
605336.SH	帅丰电器	增持	833.00	555	1.52	23.41	35.58	31.57	24.19
000333.SZ	美的集团	未有评级	154.49	884	4.10	2.38	65.05	46.18	33.23
600690.SH	海尔智家	未有评级	22.38	185	0.95	1.21	18.47	17.24	13.48
002032.SZ	苏泊尔	未有评级	5.61	254	2.49	0.49	11.56	11.98	10.43
688169.SH	石头科技	未有评级	22.46	172	23.38	1.27	17.69	17.00	15.02
603486.SH	科沃斯	未有评级	39.82	173	1.63	1.53	26.05	24.25	21.59
002705.SZ	新宝股份	未有评级	14.10	165	1.41	1.24	11.36	10.82	9.41
002429.SZ	兆驰股份	未有评级	48.94	77	0.45	2.00	24.46	19.02	14.77
002242.SZ	九阳股份	未有评级	27.90	160	1.27	0.71	39.35	21.52	16.50
603868.SH	飞科电器	未有评级	11.82	155	1.51	0.93	12.70	10.95	9.03
000921.SZ	海信家电	未有评级	3.10	143	1.29	0.09	35.97	-	-
002959.SZ	小熊电器	未有评级	15.55	100	2.66	0.97	16.01	15.07	12.57
603355.SH	莱克电气	未有评级	8.39	89	1.05	0.46	18.34	14.71	12.69
600060.SH	海信视像	未有评级	14.90	94	1.03	0.90	16.55	15.01	11.46
600839.SH	四川长虹	未有评级	30.04	42	0.09	1.67	17.95	15.20	12.33
000810.SZ	创维数字	未有评级	41.46	2,494	0.43	4.20	9.87	10.16	8.97
002614.SZ	奥佳华	未有评级	35.99	342	0.94	1.94	18.57	17.53	15.10
603579.SH	荣泰健康	未有评级	7.82	68	1.66	0.56	14.08	11.90	10.21

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021/09/09，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

4.风险提示

- 1) 宏观经济不及预期;
- 2) 新冠疫情重新加重;
- 3) 家电行业价格战加剧;
- 4) 天气因素对家电特别是空调产生的影响等。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371