

证券研究报告

2021年09月10日

行业报告 | 行业专题研究

# 家用电器

## 静待花开——21H1中期业绩总结及下半年投资展望

作者：

分析师 孙谦 SAC执业证书编号：S1110521050004

分析师 李珍妮 SAC执业证书编号：S1110520120002



行业评级：强于大市（维持评级）  
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

## 1. 当前家电行业所处的时代背景

回望过去十年，家电行业相对沪深300有较好的相对收益和绝对收益，从驱动指数变动因素上看，估值调整对于板块指数变动基本起到方向决定作用，而业绩提供上行增量与下行缓冲。近期，上半年传统大家电出货较弱，空冰洗及油烟机内销出货均未超越19年，面对原材料价格提升，传统大家电中主要品牌价格同比均提升，但幅度有差异，厨小电需求一定程度上被去年疫情透支；清洁电器表现领跑小家电。

## 2. 家电各板块21H1表现

**白电板块：**Q2营收增速上行，利润增速下行；**厨电板块：**集成灶呈高景气度，板块营收快速复苏；**小家电板块：**清洁电器领跑行业，厨房小电增速承压；**黑电板块：**传统电视规模增长放缓，新兴投影表现亮眼；**其他家电板块：**营收增长带动费用率下降，盈利能力有所优化。

## 3. 21H2家电投资策略

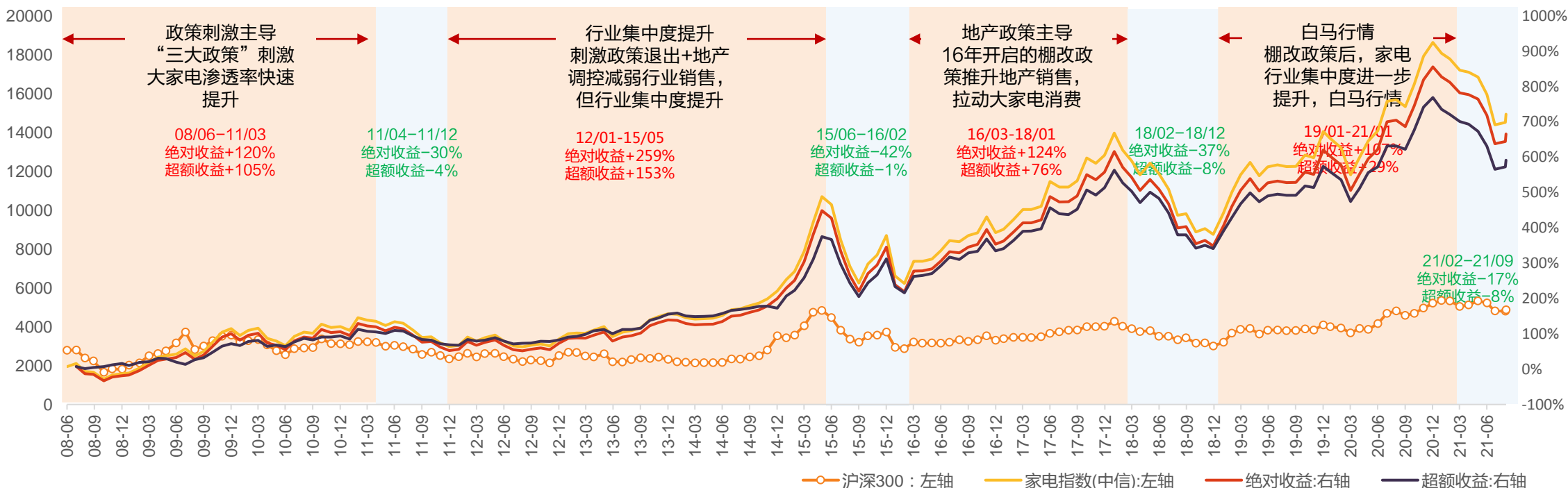
下半年家电投资可以聚焦两条主线：**1）低渗透率、高成长性的品类。**从经营区域上，国内家电企业转向全球经营，寻求更大发展空间是必由之路，其中海外品牌、渠道布局完善的公司应享受更高的估值，推荐【海尔智家】。集成灶和洗碗机品类在厨房电器领域高景气度延续，行业红利持续释放，建议关注【火星人】、【老板电器】、【亿田智能】、【帅丰电器】。清洁电器在渗透率提升的大背景下，仍将在家电产品中保持增速领先的状态，但需关注下半年进入高基数后，基数效应对增速的影响，建议关注【石头科技】、【科沃斯】。**2）大宗价格反向受益标的。**近期以铜为代表的大宗原材料价格有所松动，若下行的趋势得到延续，则可能在未来季度中在生产成本及需求两端均对传统家电的内销市场形成有利因素，推荐【美的集团】、【公牛集团】。

**4.风险提示：**消费需求不及预期，测算过程具有一定主观性，疫情反复。

# 家电行业历史股价及收益来源复盘

▶ 家电行业在过去10年相对沪深300有较好的相对收益和绝对收益。从历史上看，08年以来家用电器板块经历了四轮较为明显的上升周期，分别为08年6月-11年3月，12年1月-15年5月，16年3月-18年1月，19年1月-21年1月。上升周期内家电板块分别获得120%、259%、124%及107%的绝对收益，并与沪深300相比超额收益机会也相对明显。四轮行情中与地产拉动直接挂钩的实际仅有16-18年，前两轮主要反馈的是保有量提升，而第四轮反馈的是竞争格局出清后市场对于家电行业盈利能力稳定性的认可，实际背后是在疫情前对消费升级和涨价逻辑的认可。

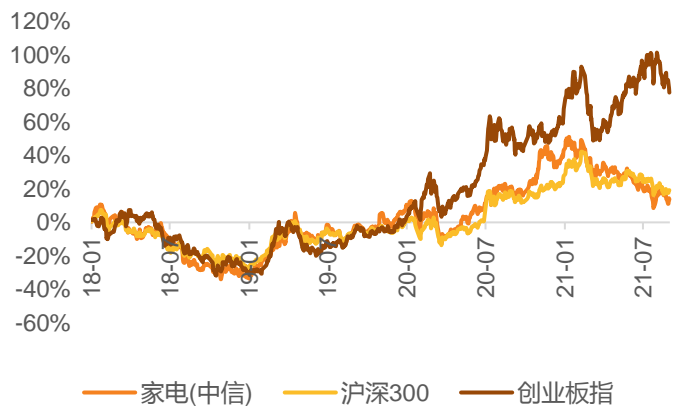
图：家电板块自08年起有四轮较好的投资收益期



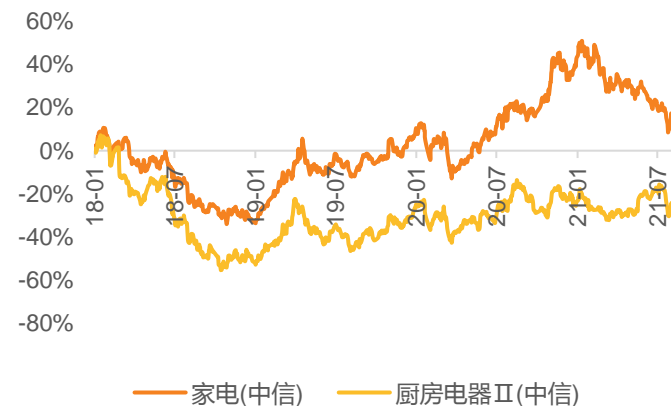
注：本报告中PE如无特殊说明，均指PE(TTM)；报告中超额收益的对比基准均为沪深300

# 家电行业指数2月以来出现明显回调，其中白电指数领跌子板块

图：家电行业2月以来跑输沪深300指数/创业板指9%/18% 图：白电行业指数2月以来回调24%



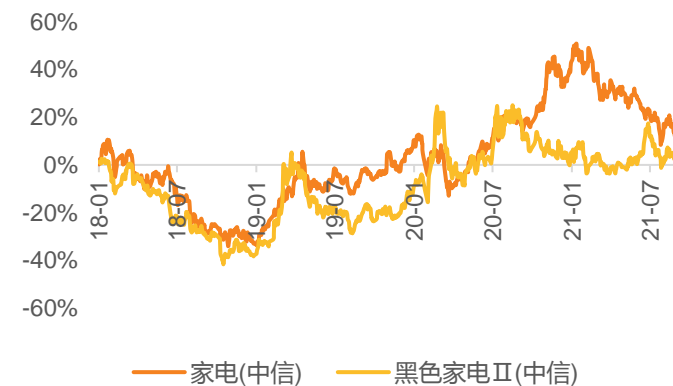
图：厨房电器2月以来回调5%



图：小家电2月以来回调16%



图：黑色家电2月以来回调2%



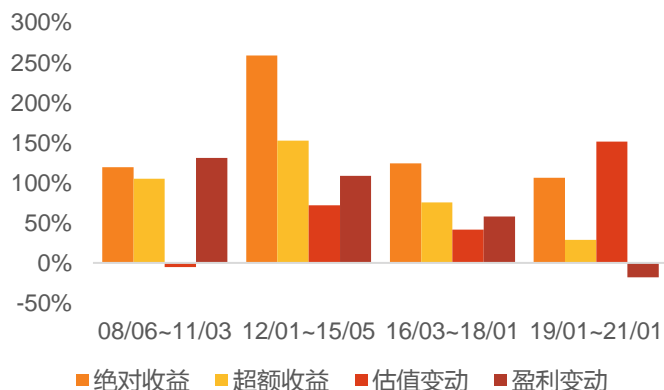
图：照明电工及其他2月以来上涨7%



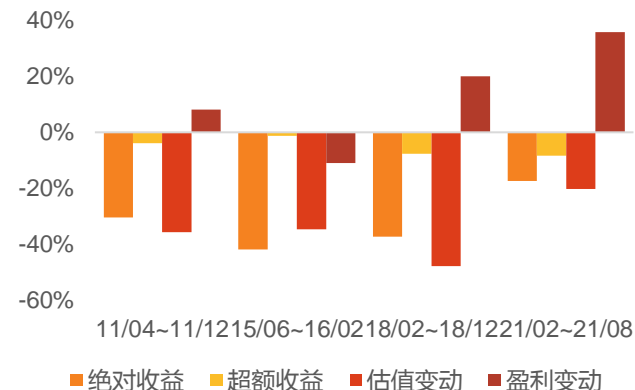
# 估值高位后业绩支撑不足是本轮回调的主要原因

- 从驱动家电板块指数变动的因素来看，估值调整对于板块指数变动基本起到方向决定作用。具体来看，在过往十年内四个上升周期中，仅有08年6月-11年3月的上升周期，板块估值处于小幅下调状态，其余均与估值同向变动。同时，过往下行阶段均由估值较大幅度回调引发。
- 在长周期维度下，家电板块的较好的业绩表现为板块收益提供了正向的加成和反向缓冲。当行业整体估值向上时，板块业绩增长与估值形成戴维斯双击；当行业整体估值回调时，板块较好的业绩增长限制了收益下行的空间。
- 本轮（21年2月以来）家电行业的大幅回调同样基于估值的调整，我们认为其背后的逻辑是20年由于流动性、经营稳定性、出口等诸多正向因素的催化下，家电行业估值被推升至历史高位。21年，在国内走出疫情后，板块的业绩增速（反馈的是需求）并未如市场预想的强劲，反而尚不及19年。同时，海外疫情缓解后出口也面临高基数的问题，由此引发市场对于后续家电公司业绩走向、成长空间等因素的担忧。

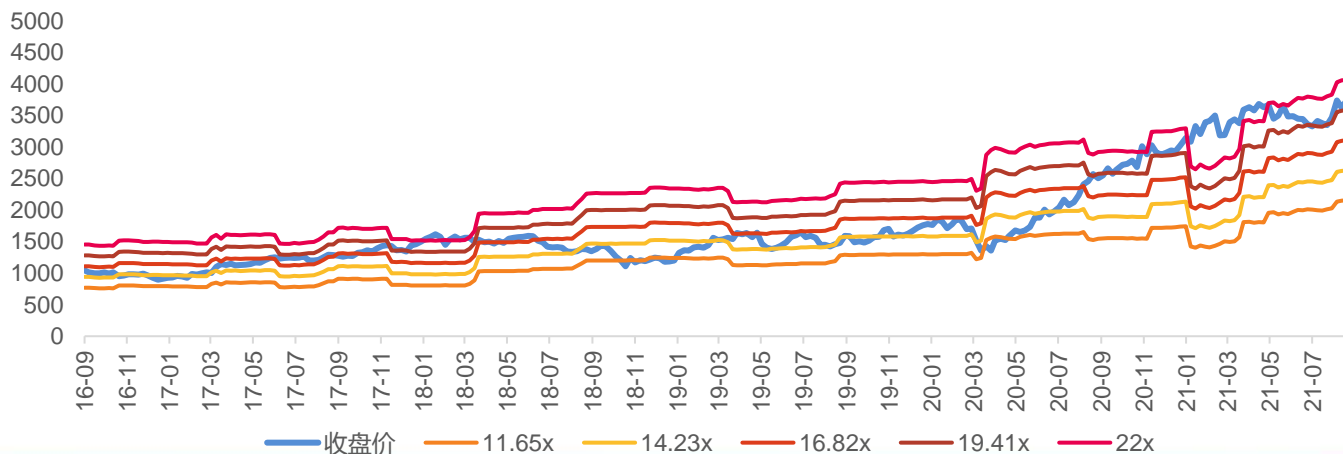
图：估值变动决定家电行业收益方向



图：板块回调均因估值下调引发



图：家电估值中枢逐年提升（PE BAND, PE-TTM）



# 短期的业绩增速表现决定了个股收益

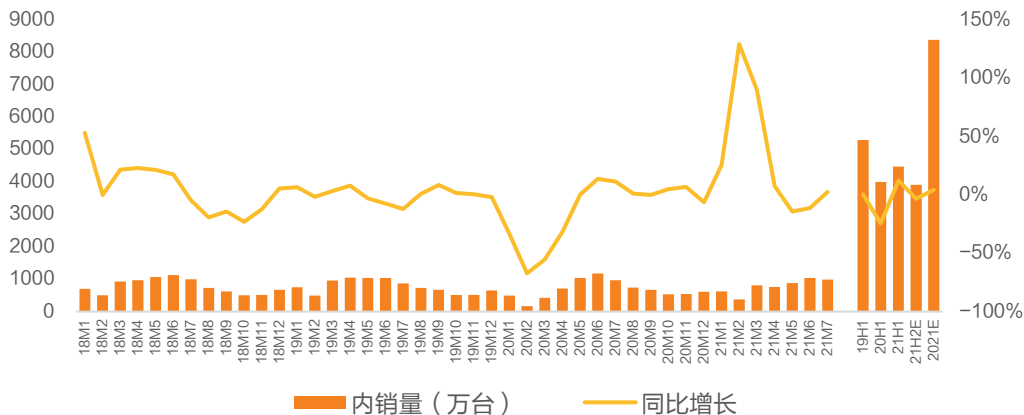
图：家电短期业绩增速表现决定个股收益

分类	公司名称	绝对收益/相对收益																	业绩表现				
		20Q1		20Q2		20Q3		20Q4		21Q1		21Q2		2021年7月		2021年8月		21年初至今		Q2 vs 20Q2	Q2 vs 19Q2	H1 vs 20H1	H1 vs 19H1
白电	美的	-16.9%	-0.9%	26.8%	9.8%	21.4%	11.9%	35.6%	13.9%	-16.5%	-8.7%	-11.5%	-3.0%	-11.0%	-1.8%	3.9%	4.0%	-24.3%	-5.3%	-6.3%	-5.7%	7.8%	-1.2%
	海尔	-26.2%	-10.2%	22.9%	5.9%	25.8%	16.3%	33.9%	12.2%	6.7%	14.5%	-16.9%	-8.4%	-3.6%	5.6%	9.8%	9.9%	-0.8%	18.3%	122.1%	26.0%	146.4%	33.0%
	格力	-20.4%	-4.5%	10.5%	-6.5%	-5.8%	-15.3%	18.0%	-3.7%	1.2%	9.0%	-16.9%	-8.4%	-8.8%	0.4%	-7.9%	-7.9%	-28.3%	-9.2%	25.2%	-25.6%	48.6%	-31.2%
	海信家电	-23.1%	-7.2%	28.3%	11.3%	5.0%	-4.5%	16.4%	-5.3%	16.2%	23.9%	-14.2%	-5.6%	-14.7%	-5.5%	6.7%	6.7%	0.3%	19.3%	-13.6%	-26.2%	22.3%	-35.9%
传统厨电	老板电器	-15.9%	0.0%	11.0%	-6.0%	5.1%	-4.4%	24.7%	3.1%	-10.4%	-2.7%	28.8%	37.3%	-16.2%	-7.0%	-8.3%	-8.3%	-11.0%	8.1%	17.5%	23.0%	29.1%	17.9%
	华帝股份	-17.2%	-1.3%	-6.3%	-23.3%	-4.6%	-14.1%	-8.6%	-30.3%	-11.6%	-3.8%	-5.6%	2.9%	-4.2%	5.0%	4.5%	4.5%	-11.2%	7.9%	37.0%	-38.4%	45.4%	-39.4%
集成灶	火星入									8.9%	16.6%	28.7%	37.2%	-19.1%	-9.9%	-4.6%	-4.6%	6.0%	25.1%	61.2%		178.2%	150.4%
	亿田智能							-34.9%	-56.5%	24.4%	32.1%	34.4%	43.0%	-30.7%	-21.5%	30.3%	30.3%	45.7%	64.8%	25.7%		66.2%	228.9%
	浙江美大	-13.8%	2.1%	2.9%	-14.1%	62.2%	52.7%	-13.0%	-34.6%	14.4%	22.2%	3.2%	11.7%	-18.1%	-8.9%	0.5%	0.5%	-3.0%	16.1%	2.4%	43.7%	49.1%	39.5%
	帅丰电器							-18.9%	-40.6%	0.6%	8.4%	-4.4%	4.1%	8.3%	17.5%	5.0%	5.1%	11.4%	30.5%	48.6%		64.2%	73.7%
厨房小电	苏泊尔	-10.0%	6.0%	4.7%	-12.3%	11.3%	1.8%	-1.3%	-23.0%	-8.3%	-0.5%	-9.3%	-0.8%	-18.8%	-9.6%	-5.8%	-5.8%	-35.1%	-16.0%	0.3%	11.6%	29.9%	3.3%
	九阳股份	11.9%	27.8%	34.8%	17.8%	8.7%	-0.8%	-20.9%	-42.6%	-3.9%	3.8%	5.5%	14.0%	-20.0%	-10.8%	-16.3%	-16.3%	-29.0%	-9.9%	0.2%	11.7%	8.1%	11.2%
	新宝股份	12.7%	28.6%	98.7%	81.7%	13.5%	4.0%	2.1%	-19.6%	-17.2%	-9.4%	-23.4%	-14.9%	-20.4%	-11.2%	-1.0%	-1.0%	-45.4%	-26.3%	-53.0%	-4.9%	-27.0%	30.7%
	小熊电器	20.9%	36.8%	92.1%	75.0%	0.9%	-8.6%	-8.7%	-30.3%	-23.6%	-15.9%	-21.9%	-13.4%	-21.9%	-12.7%	-9.0%	-9.0%	-56.1%	-37.0%	-67.5%	-31.4%	-45.3%	8.8%
	北鼎股份			61.1%	44.1%	105.5%	96.0%	-0.2%	-21.9%	-13.6%	-5.9%	5.2%	13.7%	-15.0%	-5.8%	1.4%	1.4%	-22.5%	-3.4%	-7.7%	46.0%	11.7%	65.3%
个护	飞科电器	-5.0%	11.0%	40.8%	23.8%	-2.1%	-11.6%	-3.1%	-24.8%	-3.0%	4.7%	-5.4%	3.1%	-7.8%	1.4%	5.5%	5.5%	-11.3%	7.8%	5.2%	-4.7%	9.6%	-6.8%
清洁电器	科沃斯	-5.0%	10.9%	56.8%	39.8%	53.2%	43.7%	91.2%	69.5%	54.3%	62.0%	67.5%	76.0%	-25.0%	-15.8%	-14.2%	-14.2%	36.6%	105.6%	462.8%	742.2%	543.3%	546.3%
	石头科技	-30.9%	-15.0%	9.1%	-7.9%	59.7%	50.2%	72.8%	51.2%	12.6%	20.4%	8.1%	16.6%	-16.2%	-7.0%	-13.7%	-13.7%	-12.1%	7.0%	0.5%	35.1%	41.6%	69.1%
黑电	海信视像	-13.5%	2.4%	29.5%	12.5%	7.9%	-1.6%	-11.6%	-33.2%	-0.4%	7.3%	47.9%	56.4%	-21.3%	-12.1%	-16.3%	-16.3%	3.9%	23.0%	-41.0%	424.1%	6.2%	524.5%
	极米科技									-12.7%	-4.9%	80.1%	88.7%	-34.0%	-24.8%	-12.2%	-12.2%	-6.8%	12.3%	91.0%		98.1%	
	光峰科技	-15.0%	0.9%	8.2%	-8.9%	-13.5%	-23.0%	-15.6%	-37.2%	16.4%	24.2%	94.2%	102.7%	-23.6%	-14.4%	-6.5%	-6.4%	63.8%	82.9%	9550.0%	150.5%	956.8%	127.4%
民用电工	公牛集团	81.0%	97.0%	5.9%	-11.1%	-6.0%	-15.5%	36.0%	14.3%	-13.0%	-5.2%	14.2%	22.7%	-8.5%	0.7%	-4.6%	-4.6%	-13.2%	5.9%	28.6%	22.7%	76.9%	33.3%
	欧普照明	-14.0%	2.0%	13.2%	-3.8%	-2.1%	-11.6%	14.9%	-6.8%	-5.7%	2.0%	-9.9%	-1.4%	-1.6%	7.6%	-7.4%	-7.3%	-21.2%	-2.1%	19.5%	-3.7%	76.9%	9.2%
按摩器具	奥佳华	12.0%	27.9%	-5.3%	-22.3%	40.6%	31.1%	-12.8%	-34.5%	28.3%	36.0%	33.5%	42.0%	-29.7%	-20.6%	-7.7%	-7.6%	14.3%	33.4%	-10.9%	136.6%	78.7%	153.9%
	荣泰健康	-9.5%	6.4%	0.2%	-16.8%	23.3%	13.8%	-8.8%	-30.4%	3.4%	11.1%	33.4%	41.9%	-21.4%	-12.2%	-12.5%	-12.5%	2.0%	21.1%	3.2%	-9.4%	41.7%	2.5%
	倍轻松													-29.1%	-19.9%	-18.8%	-18.8%	-43.0%	-23.9%	25.3%		248.8%	

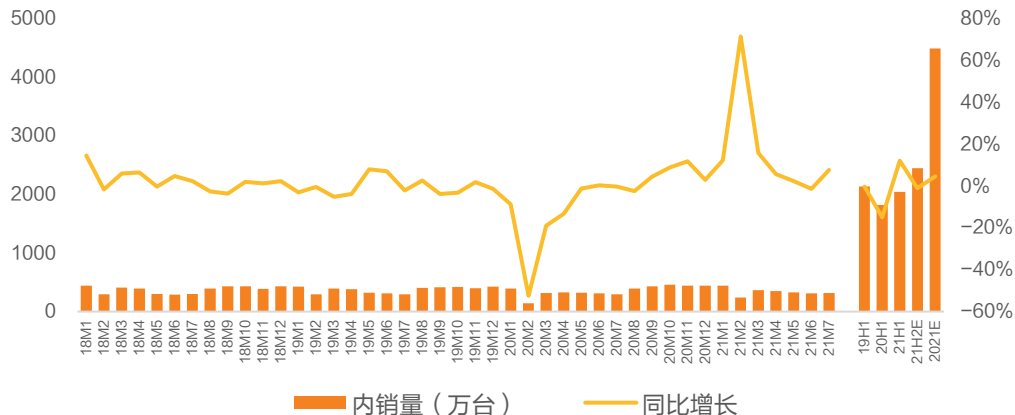
注：蓝色色块数字为对应公司的绝对收益，黄色色块数字为对应公司的相对收益，相对收益的对比基准为申万家电指数；粉色色块数字为对应公司归母净利润的同比增速。

# 上半年传统大家电出货较弱，空冰洗及油烟机内销出货均未超越19年

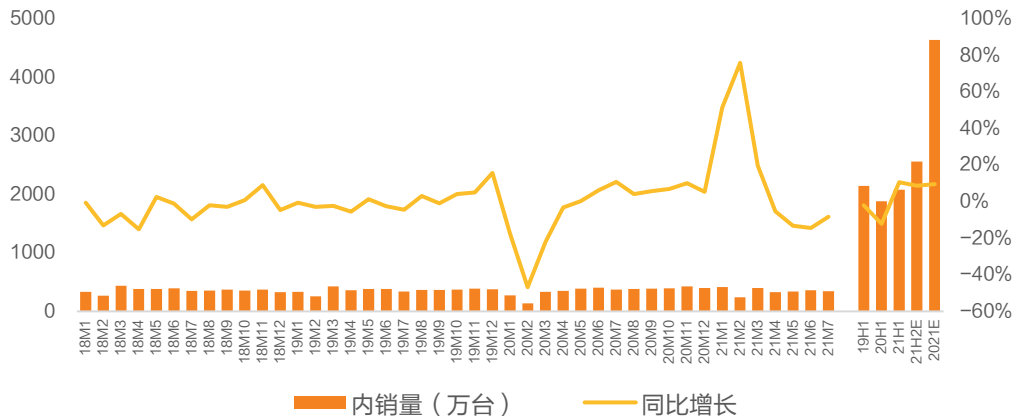
图：21H1空调内销yoy+12%，但较19H1仍下滑约16%，在传统大家电中表现最弱



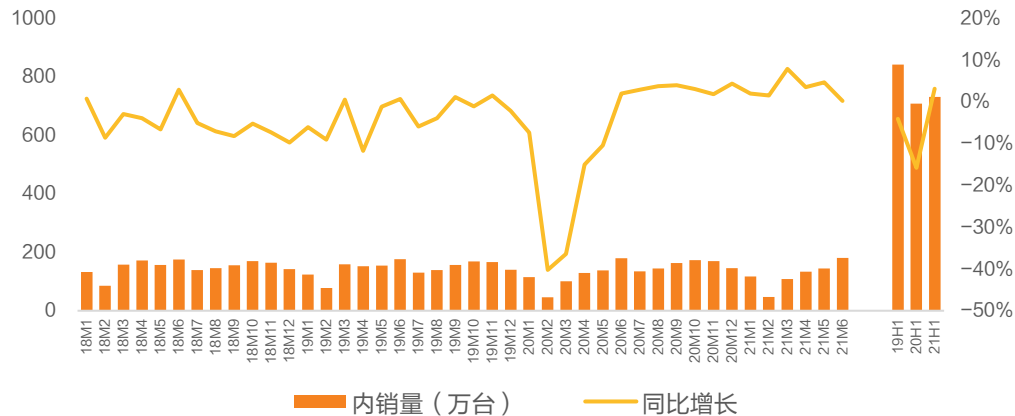
图：21H1洗衣机内销yoy+12%，同比19H1下滑约4%



图：21H1冰箱内销yoy+11%，同比19H1下滑3%



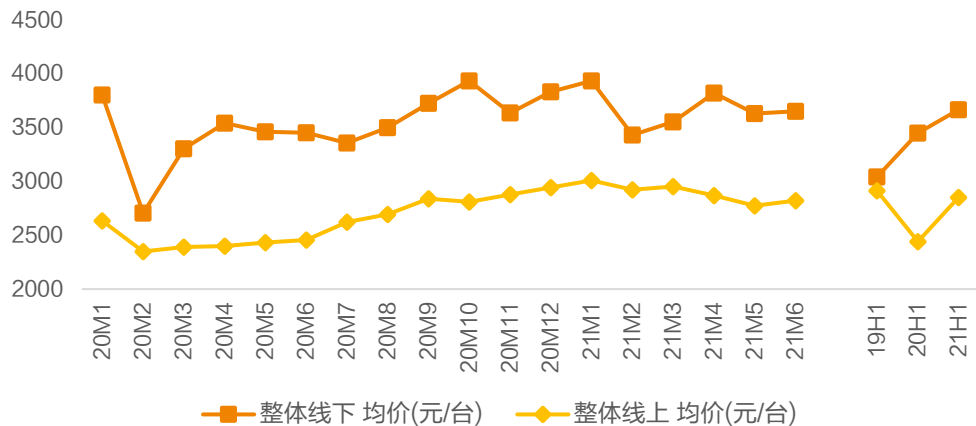
图：21H1油烟机内销yoy+3%，同比19H1下滑13%



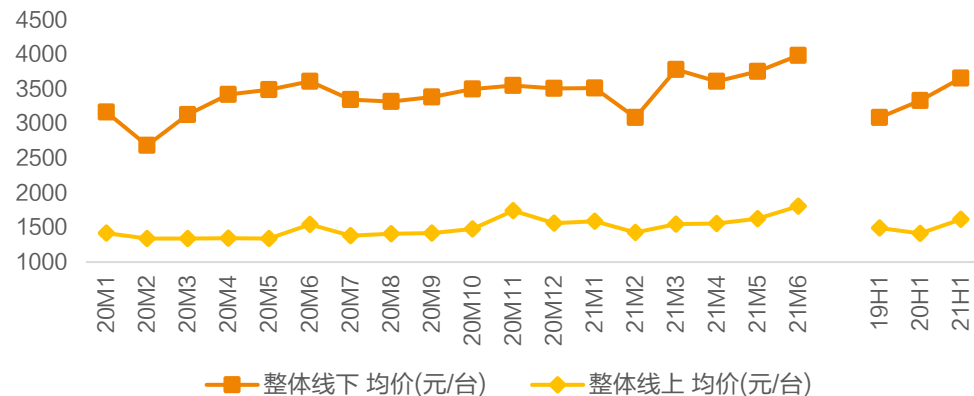
注：21H2数据包含冰箱和冷柜，其余数据仅包含冰箱。

# 原材料带动终端零售价上行，对传统大家电需求端有一定挤压

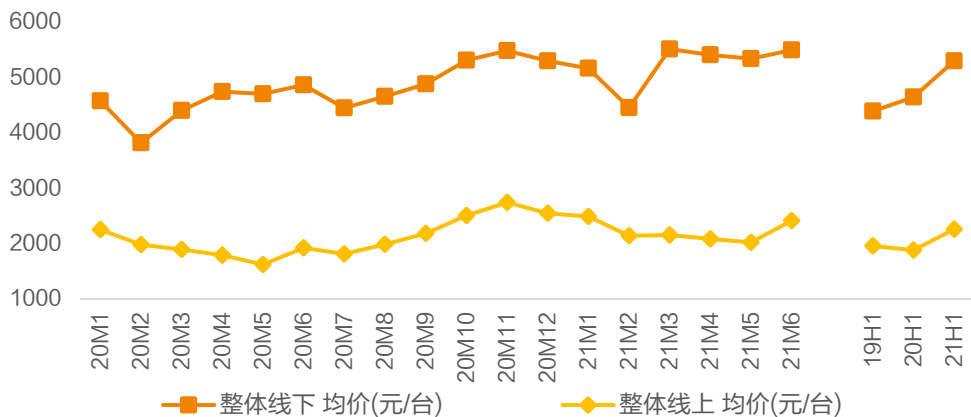
图：空调均价变化情况



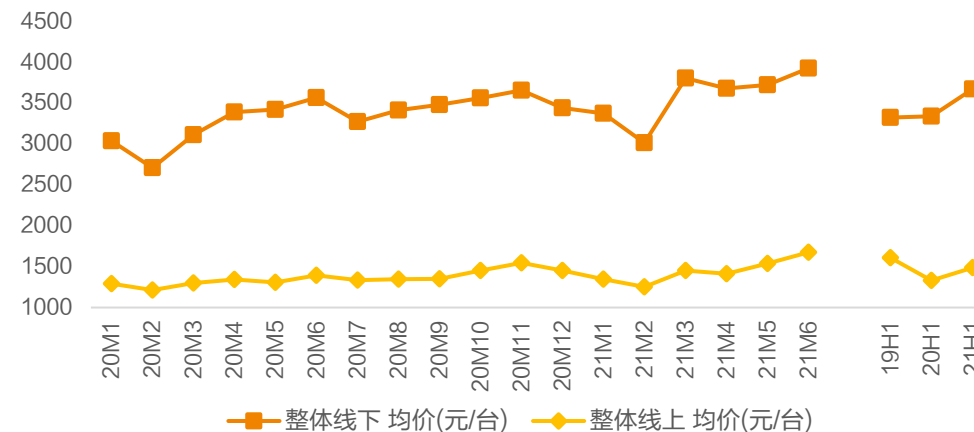
图：洗衣机均价变化情况



图：冰箱均价变化情况



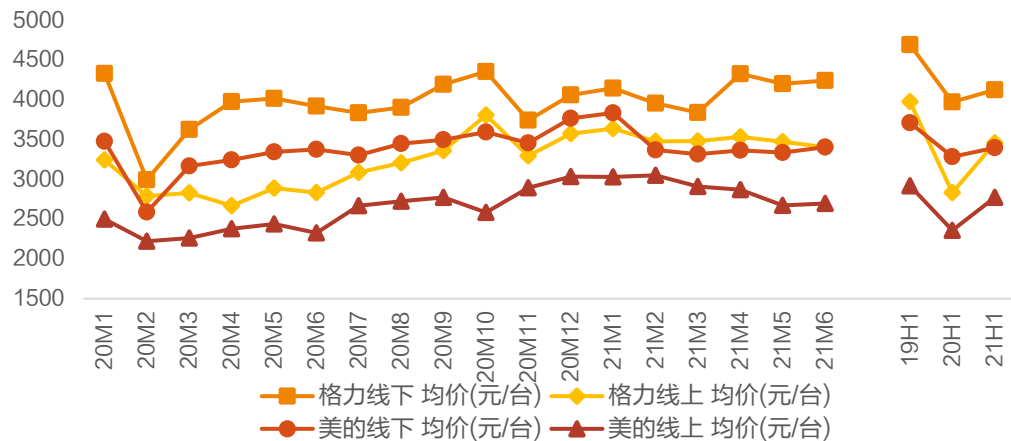
图：油烟机均价变化情况



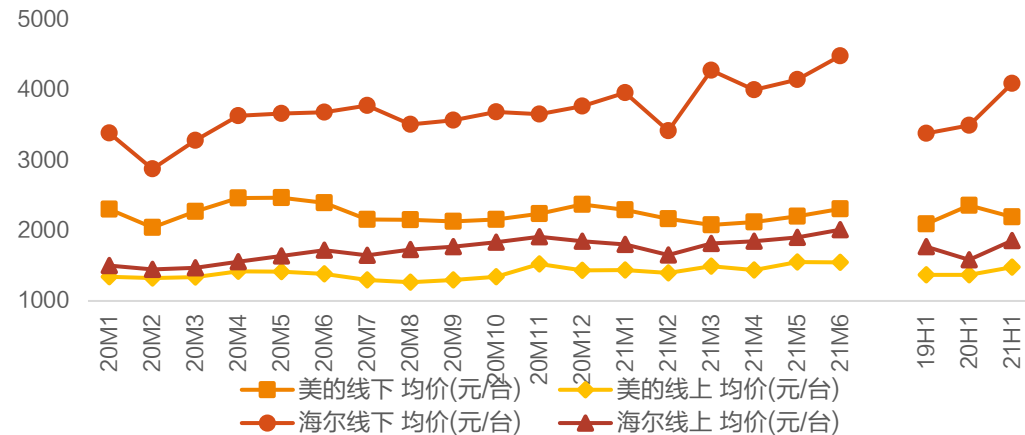


# 面对原材料价格提升，传统大家电中主要品牌价格同比均提升，但幅度有差异

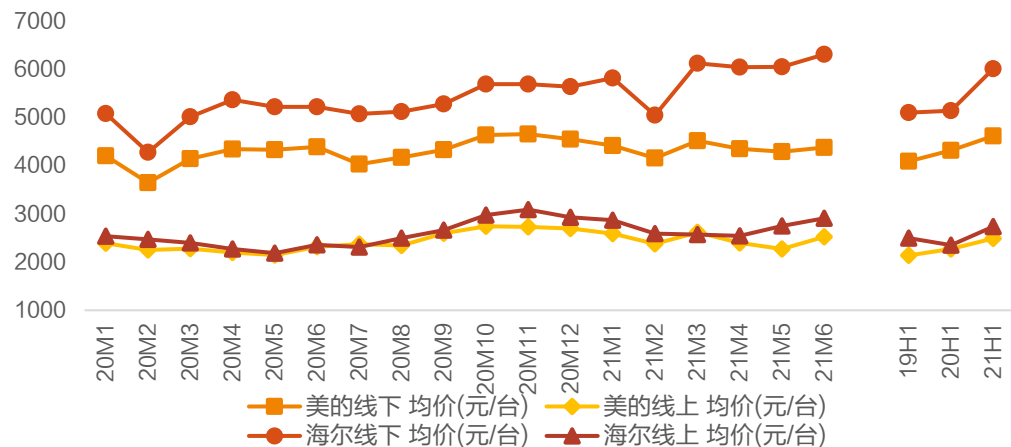
图：美的在1月调升零售价后降低调升幅度



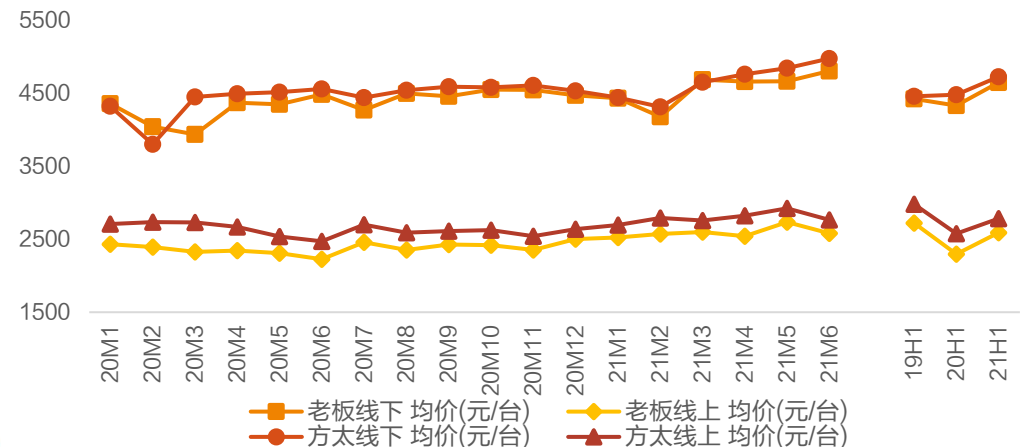
图：洗衣机上，海尔线下均价上升较为明显



图：冰箱上亦是海尔在线下提价幅度更为明显

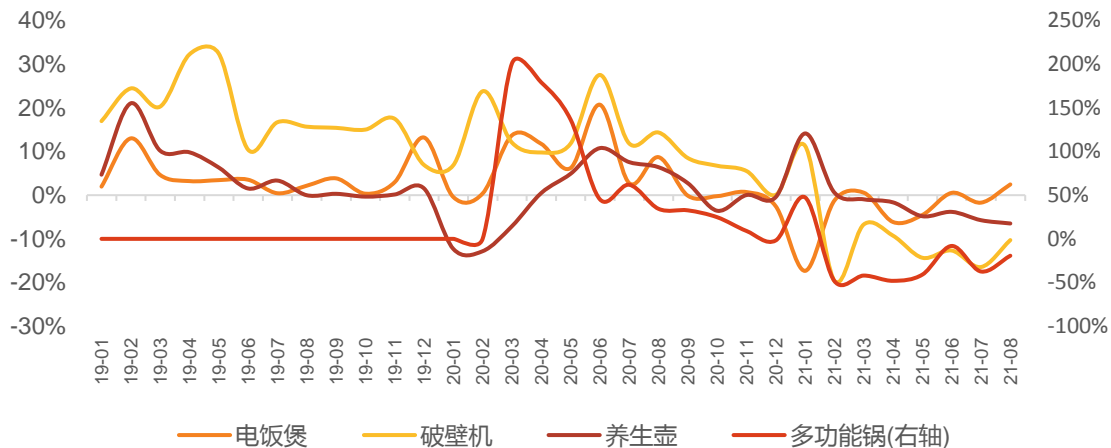


图：油烟机均价表现平稳

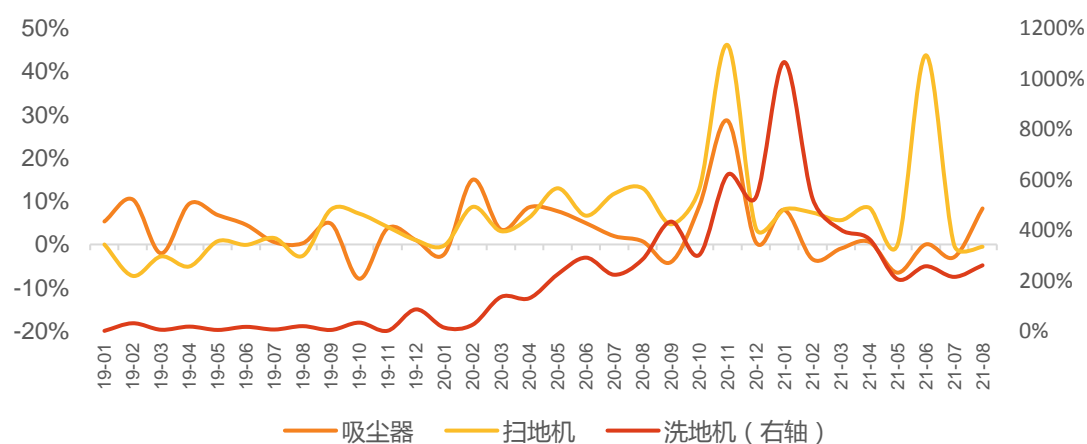


# 厨小电需求一定程度上被去年疫情透支；清洁电器表现领跑小家电

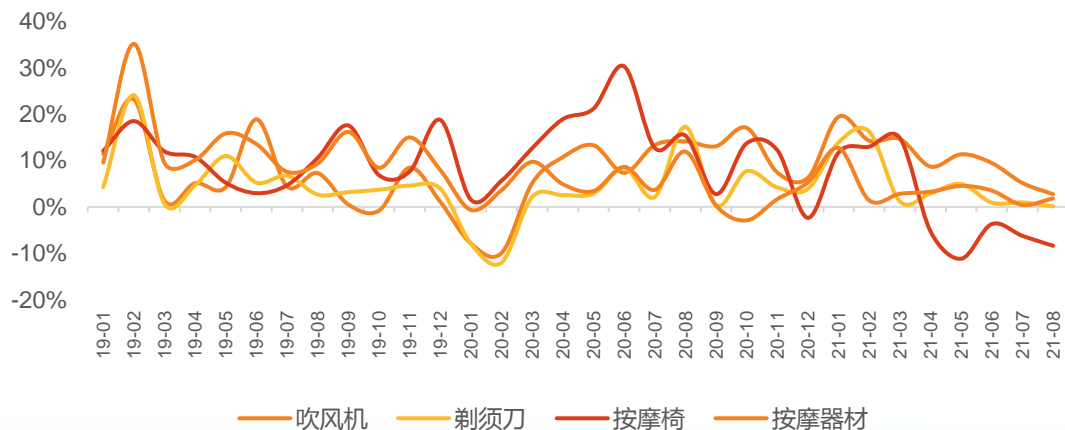
图：厨房小家电交易指数同比在今年以来呈持续走低趋势



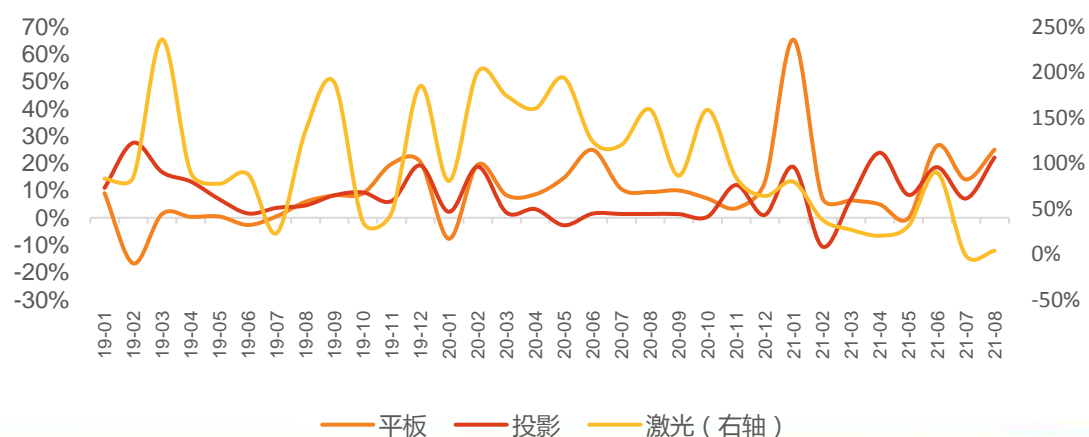
图：21年内吸尘器的线上销售明显受到扫地机与洗地机的挤压



图：个护按摩交易指数同比变化较为平稳，按摩椅同比增速有所降低

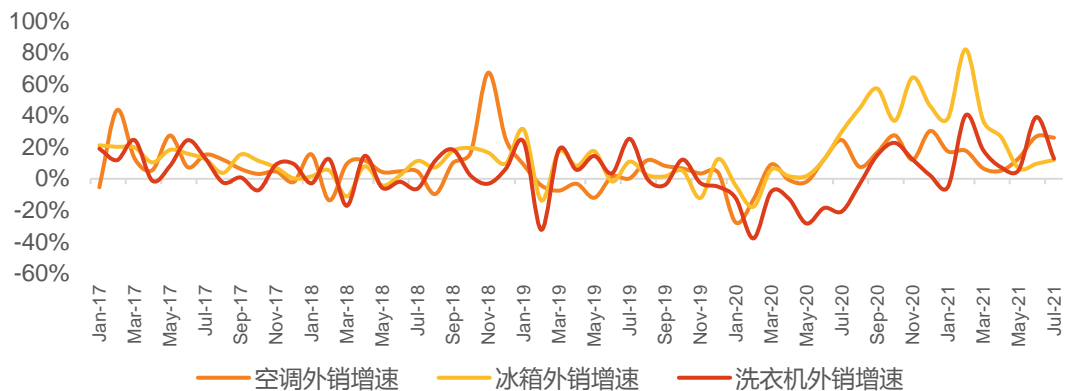


图：投影近期表现走势好于激光，线上平板电视销售有所恢复预计与面板价格松动有关

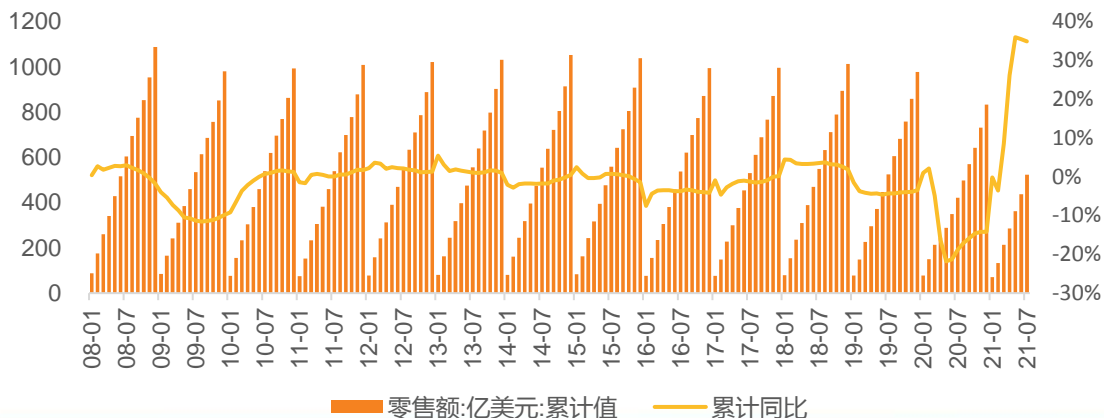


# 随着发达国家疫苗接种普及，社交逐步开放将减弱家电需求

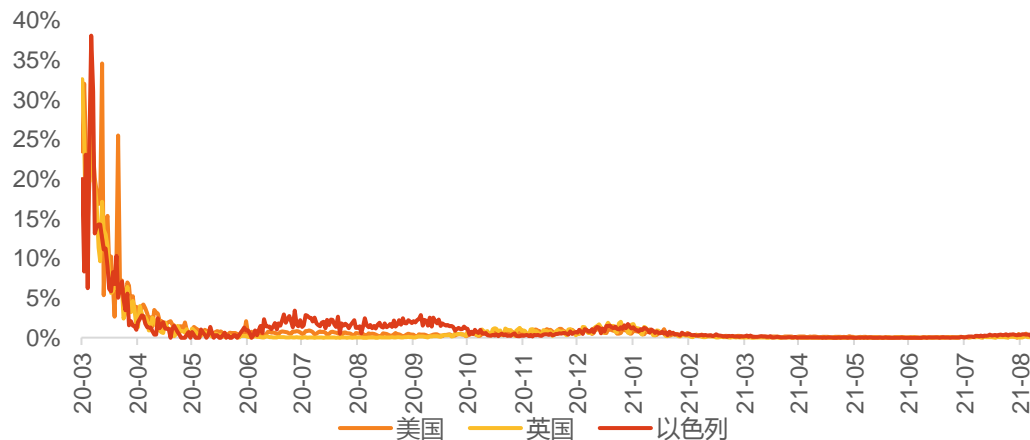
图：冰箱外销增速明显回落



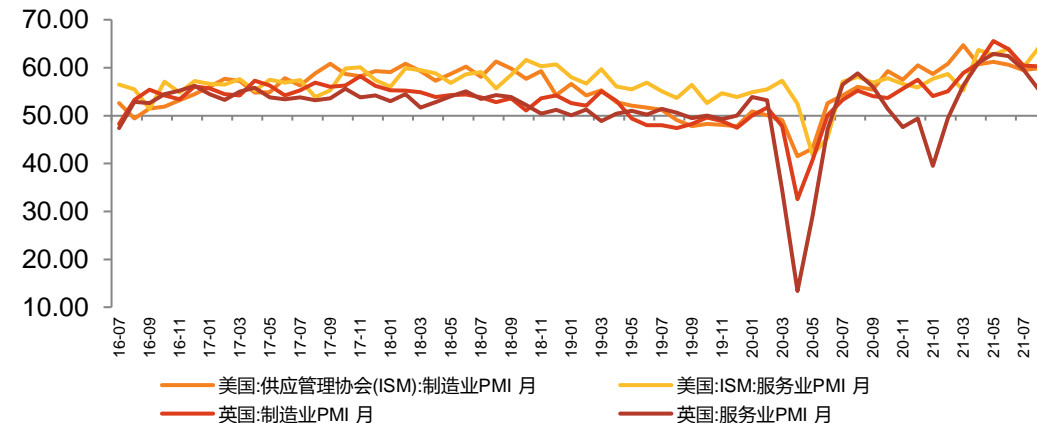
图：美国家电及3C零售常年维持在0%左右增速，本轮在疫情与发钱催化下出现高增，之后可能面临拐点



图：主要发达国家新冠疫情下累计死亡病例环比增速逐渐为0



图：发达国家的制造与服务业伴随疫苗接种快速攀升



## 板块构成

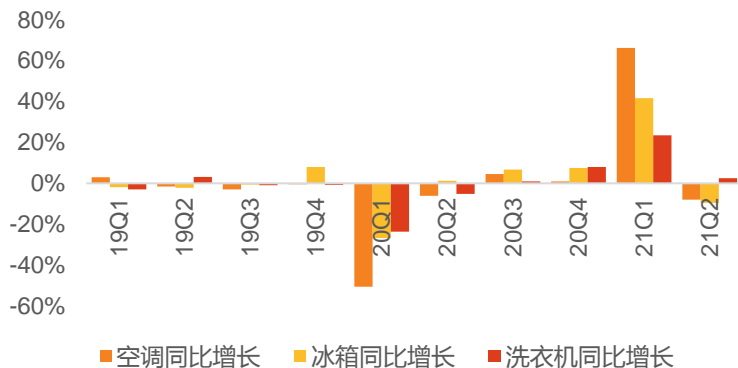
白电板块	厨电板块	黑电板块	小家电板块
海信家电 格力电器	老板电器 浙江美大	海信视像 极米科技	飞科电器 九阳股份 石头科技 科沃斯
美的集团 海尔智家	华帝股份 亿田智控	光峰科技 深康佳A	小熊电器 荣泰健康 哈尔斯 奥佳华
	帅丰电器 火星人	四川长虹 兆驰股份	新宝股份 北鼎股份 苏泊尔 爱仕达
			莱克电气 开能健康

# 白电板块

Q2营收增速上行，利润增速下行

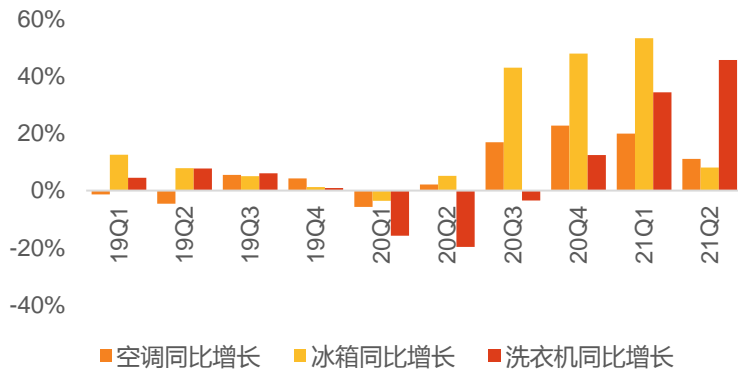
# 白电板块：营收逐步恢复，利润受原材料及海运影响仍未恢复至19年同期

图：产业在线空冰洗内销增速（单位：%）



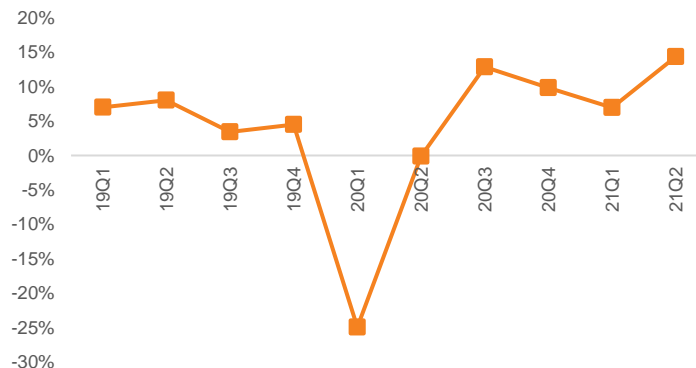
注：21H1增速调整为对比19H1增速

图：产业在线外销空冰洗增速（单位：%）



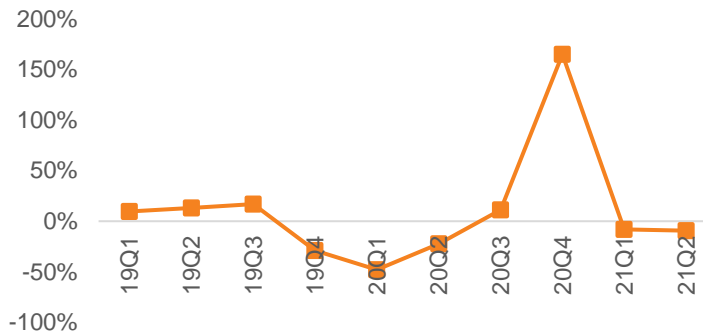
注：21H1增速调整为对比19H1增速

图：21Q2白电行业营收回暖



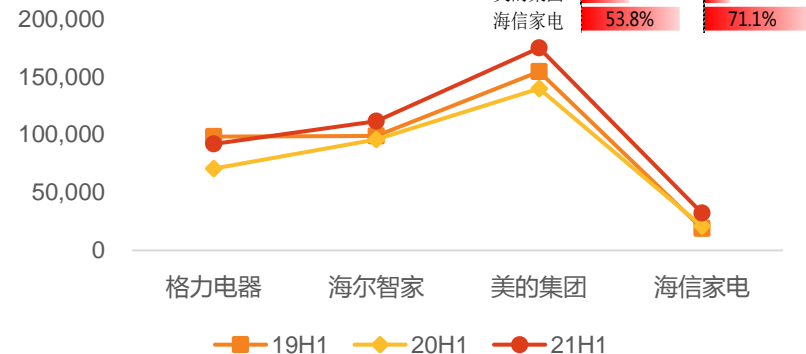
注：21H1增速调整为对比19H1增速

图：21Q2白电行业归母净利尚未恢复至19年同期水平



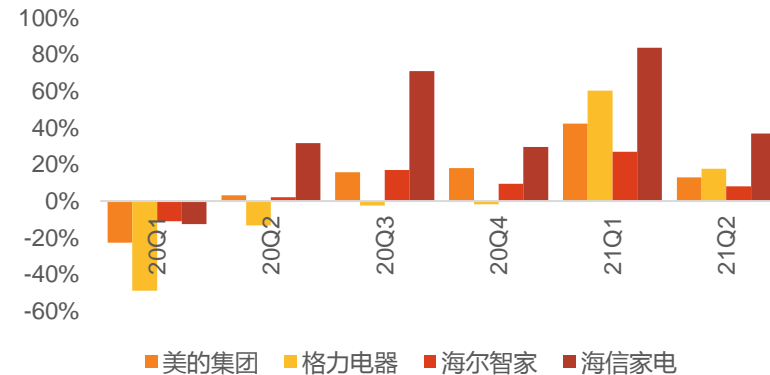
注：21H1增速调整为对比19H1增速

图：21H1白电核心公司营收同比  
20年均提升（单位：百万元）



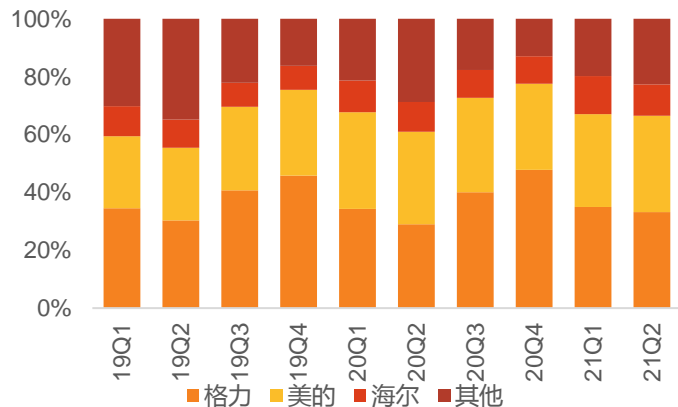
	21H1较20H1	21H1较19H1
格力电器	30.3%	-6.4%
海尔智家	16.6%	12.8%
美的集团	25.1%	13.3%
海信家电	53.8%	71.1%

图：21Q2白电核心公司营收同比均保持较快增长

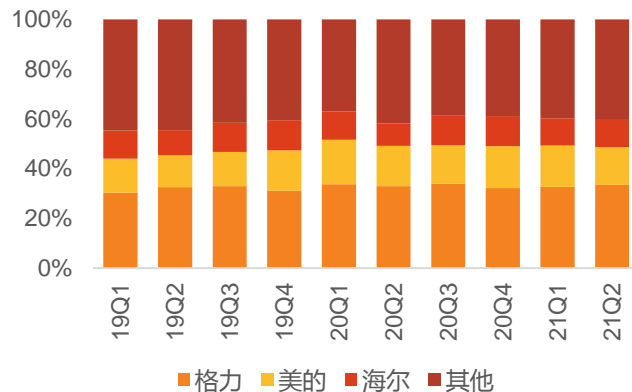


# 白电板块：格力/美的份额领先内/外销市场，21Q2集中度较19年同期提升

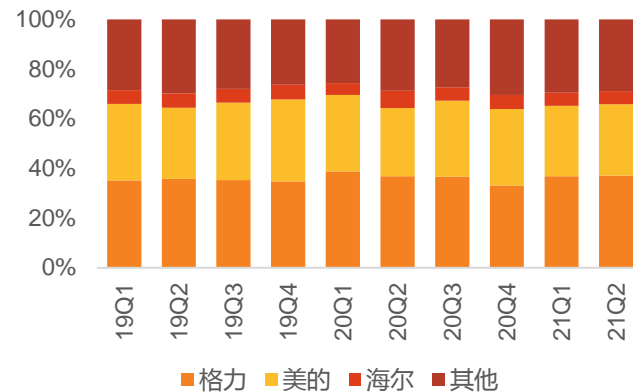
图：21Q2空调内销份额：CR3 77.3%较19年同期+12.2pct



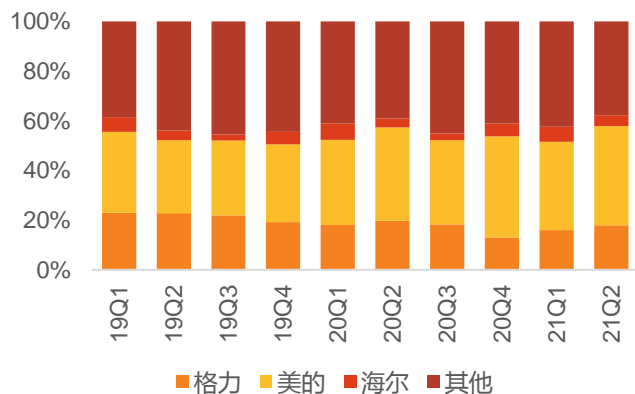
图：21Q2冰箱内销份额：CR3 59.5%较19年同期+4.1pct



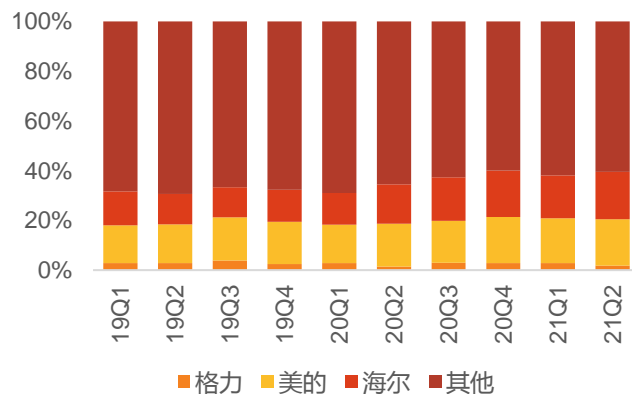
图：21Q2洗衣机内销份额：CR3 71.1%较19年同期+1.0pct



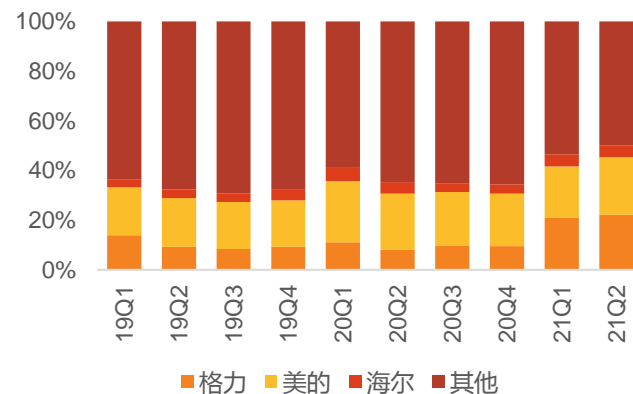
图：21Q2空调外销份额：CR3 62.3%较19年同期+6.2pct



图：21Q2冰箱外销份额：CR3 39.5%较19年同期+8.9pct

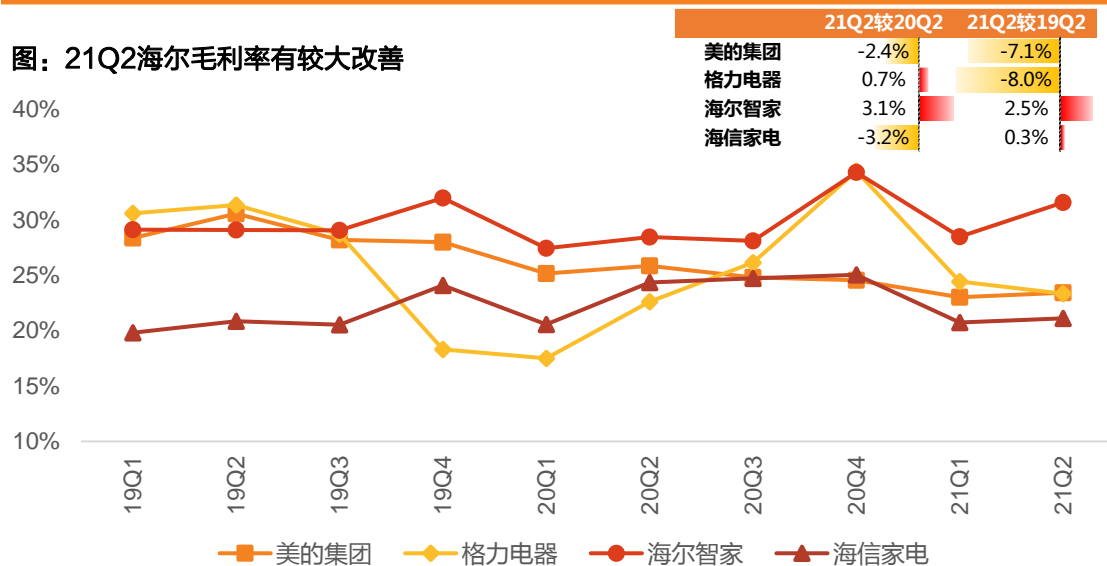


图：21Q2洗衣机外销份额：CR3 50.0%较19年同期+17.7pct

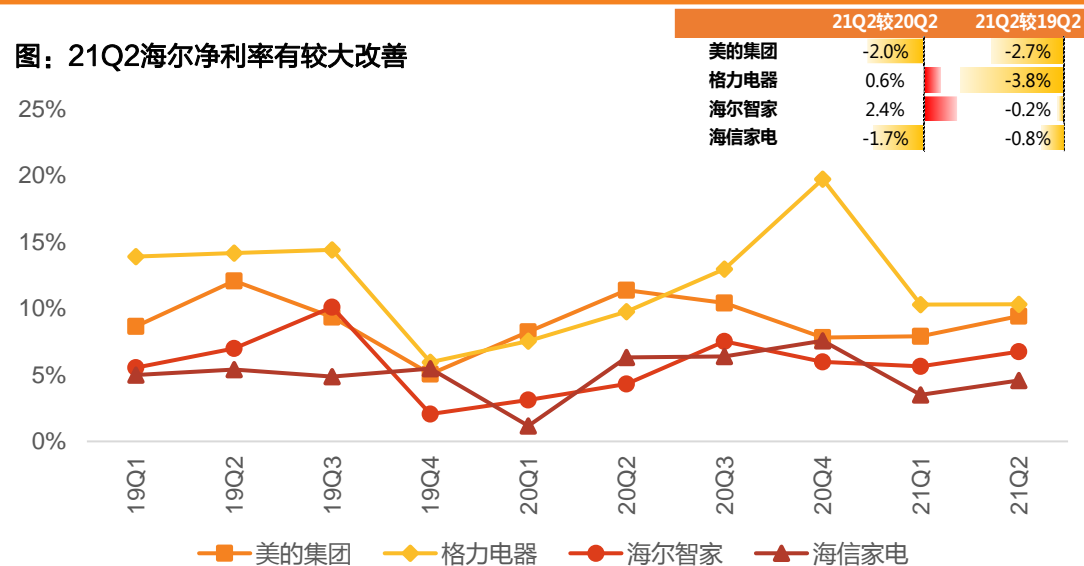


# 白电板块：费用端控制良好，费用效率持续优化

图：21Q2海尔毛利率有较大改善



图：21Q2海尔净利率有较大改善



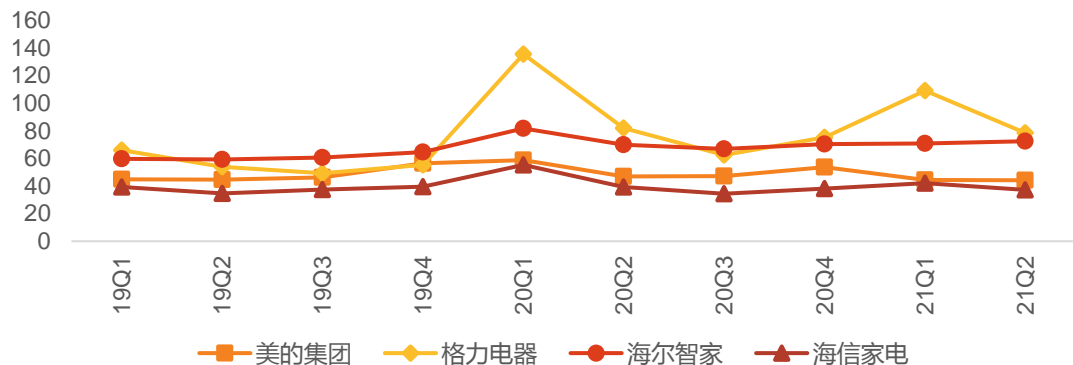
表：白电行业核心公司费用端控制良好

销售费用率	美的集团	格力电器	海尔智家	海信家电	管理费用率	美的集团	格力电器	海尔智家	海信家电	研发费用率	美的集团	格力电器	海尔智家	海信家电	财务费用率	美的集团	格力电器	海尔智家	海信家电
2019Q1	12.60%	10.17%	14.95%	12.80%	2019Q1	2.62%	2.16%	3.89%	1.41%	2019Q1	2.92%	3.01%	3.19%	2.02%	2019Q1	-0.64%	-0.06%	0.92%	0.08%
2019Q2	12.71%	10.89%	14.56%	14.74%	2019Q2	2.71%	1.71%	5.22%	1.15%	2019Q2	2.95%	3.11%	2.37%	1.97%	2019Q2	-1.21%	-1.91%	0.13%	0.07%
2019Q3	12.08%	8.14%	16.40%	16.31%	2019Q3	3.14%	1.77%	4.71%	1.51%	2019Q3	3.65%	2.76%	3.44%	2.48%	2019Q3	-1.01%	-0.77%	0.86%	0.07%
2019Q4	12.04%	7.18%	21.01%	16.58%	2019Q4	5.74%	2.05%	6.24%	1.46%	2019Q4	4.59%	2.88%	3.48%	3.42%	2019Q4	-0.20%	-1.96%	-0.08%	-0.27%
2020Q1	9.69%	4.34%	15.03%	14.34%	2020Q1	3.44%	3.08%	4.49%	2.21%	2020Q1	3.56%	4.34%	3.71%	3.63%	2020Q1	-0.46%	-2.38%	0.76%	-0.57%
2020Q2	8.57%	8.74%	15.30%	13.64%	2020Q2	2.57%	1.77%	5.08%	1.09%	2020Q2	2.87%	3.16%	2.55%	2.18%	2020Q2	-0.72%	-1.37%	0.71%	-0.20%
2020Q3	9.67%	8.58%	15.06%	14.46%	2020Q3	2.81%	1.74%	4.21%	1.24%	2020Q3	2.95%	2.66%	3.52%	2.36%	2020Q3	-0.78%	-0.57%	0.75%	-0.13%
2020Q4	10.80%	6.76%	18.58%	14.57%	2020Q4	4.36%	2.54%	5.37%	0.98%	2020Q4	5.01%	4.80%	3.35%	2.88%	2020Q4	-1.73%	-1.00%	0.10%	-0.16%
2021Q1	8.98%	7.78%	14.30%	13.08%	2021Q1	2.90%	2.50%	3.88%	1.23%	2021Q1	3.04%	3.98%	3.78%	2.72%	2021Q1	-1.16%	-2.07%	0.31%	-0.45%
2021Q2	9.57%	7.46%	15.66%	12.57%	2021Q2	2.01%	1.94%	5.12%	1.56%	2021Q2	3.04%	3.50%	2.94%	2.47%	2021Q2	-1.48%	-0.86%	0.22%	0.10%
21Q1较20Q1	-0.7%	3.4%	-0.7%	-1.3%	21Q1较20Q1	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-1.0%	21Q1较20Q1	-0.5%	-0.4%	0.1%	-0.9%	21Q1较20Q1	-0.7%	0.3%	-0.4%	0.1%
21Q1较19Q2	-3.1%	-2.4%	-0.6%	0.3%	21Q1较19Q2	0.3%	0.3%	0.0%	-0.2%	21Q1较19Q2	0.1%	1.0%	0.6%	0.7%	21Q1较19Q2	-0.5%	-2.0%	-0.6%	-0.5%
21Q2较20Q2	-3.1%	-3.4%	1.1%	-2.2%	21Q2较20Q2	-0.7%	0.2%	-0.1%	0.4%	21Q2较20Q2	0.1%	0.4%	0.6%	0.5%	21Q2较20Q2	-0.3%	1.0%	0.1%	0.0%
21Q2较19Q2	-3.1%	-3.4%	1.1%	-2.2%	21Q2较19Q2	-0.7%	0.2%	-0.1%	0.4%	21Q2较19Q2	0.1%	0.4%	0.6%	0.5%	21Q2较19Q2	-0.3%	1.0%	0.1%	0.0%

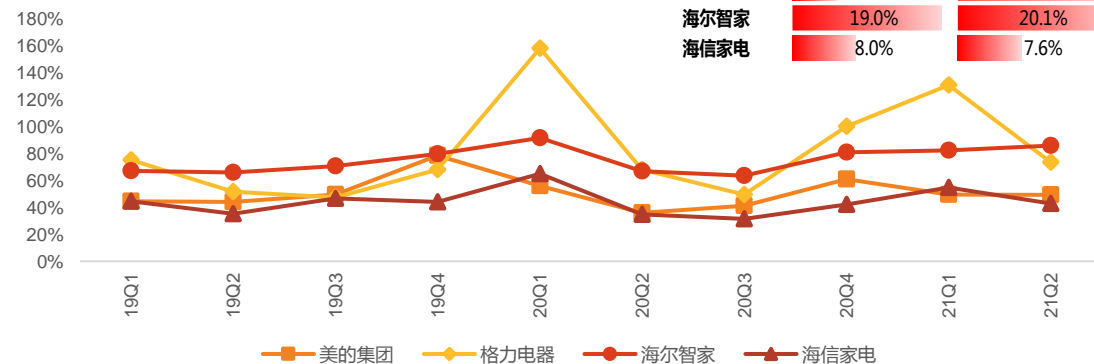


# 白电板块：格力经销商提货积极性提升，渠道改革初见成效

图：白电行业核心公司存货周转天数保持稳定

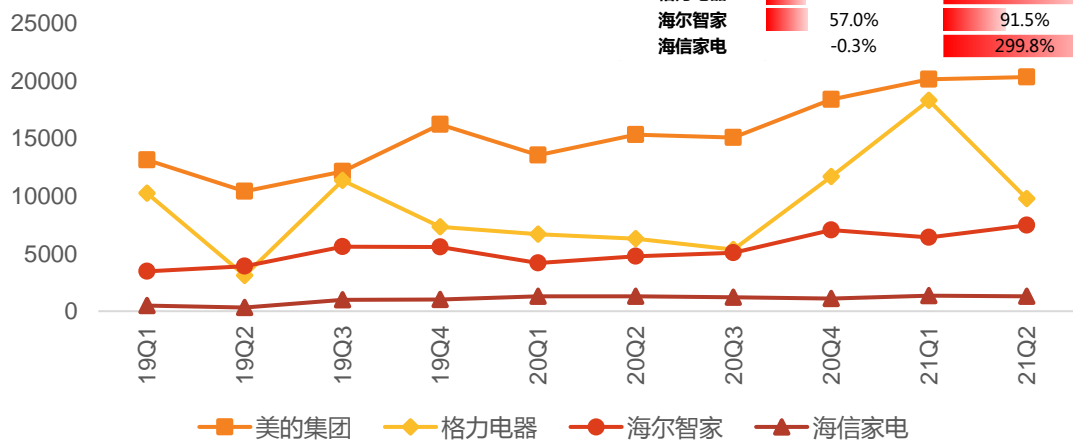


图：格力存货占营业成本比重较低



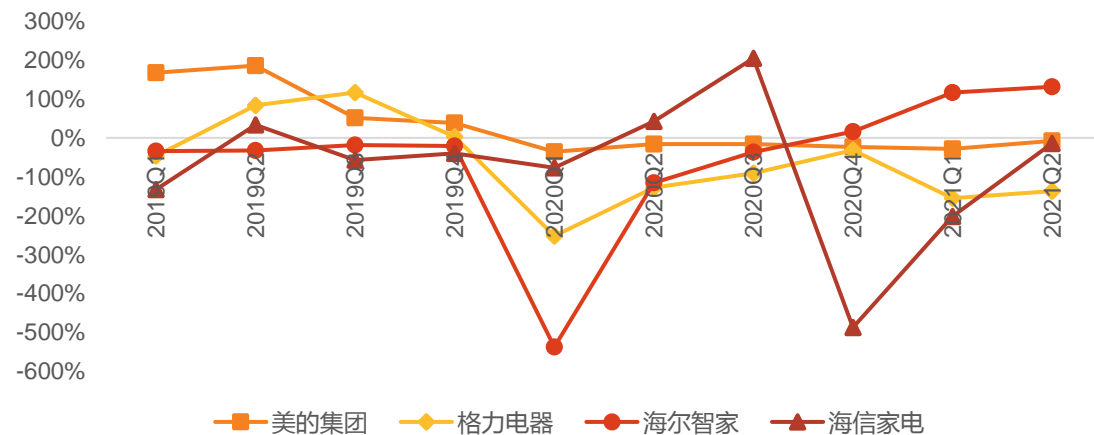
	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
美的集团	13.2%	5.2%
格力电器	5.6%	22.0%
海尔智家	19.0%	20.1%
海信家电	8.0%	7.6%

图：从合同负债来看，格力渠道变革成效已有显现



	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
美的集团	32.7%	95.2%
格力电器	54.8%	215.4%
海尔智家	57.0%	91.5%
海信家电	-0.3%	299.8%

图：海尔经营性现金流提升较大



# 白电板块：主要白电公司利润蓄水池稳定

图：21H1格力与美的的销售返利项环比变动基本稳定

销售返利应对应当期收入的一定比例，是白电公司重要的利润蓄水池。从21H1来看，格力与美的的销售返利项环比变动基本稳定，并无显著的截留或释放利润迹象。

◆ **格力电器**：21H1销售返利环比-1.3%；未终止确认的商业票据支付义务环比20A减少45.88亿元，短期应付债券环比20A增加100.3亿元；未终止确认的商业票据支付义务同比下降5.6亿元，短期应付债券同比上升233%。

◆ **美的集团**：21H1预提销售返利环比20A增加8%，应付短期融资券同比下降70%。

◆ **海尔智家**：21H1超短期融资券环比20A减少55.35亿元，应付退货款同比减少7%。

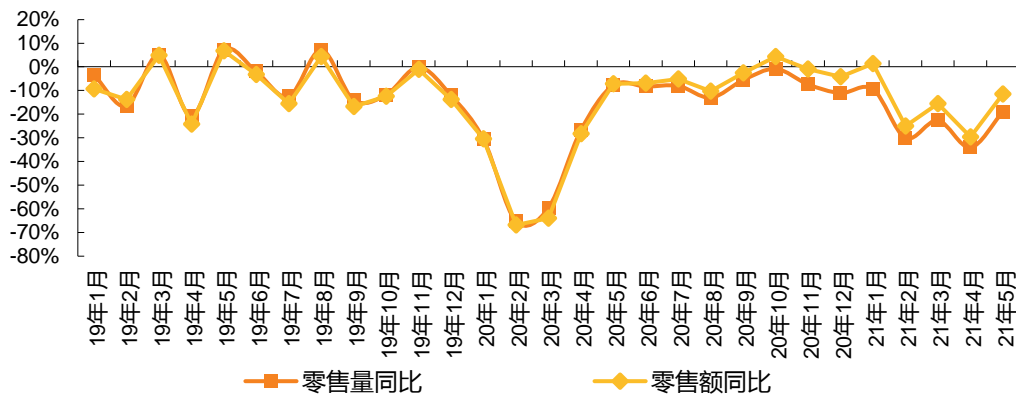
美的集团	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
其他流动负债(百万元)	41516.32	39074.78	49404.15	49852.24	52196.84
其他流动负债环比增速	32.6%	-5.9%	26.4%	0.9%	4.7%
预提销售返利(百万元)	26133.54	26175.01	28754.76	31192.65	33670.25
预提销售返利环比增速	33.4%	0.2%	9.9%	3.5%	7.9%
收入规模环比增速	30.7%	-19.0%	11.7%	4.5%	19.8%
格力电器	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
其他流动负债(百万元)	63733.15	65181.49	67451.64	64382.25	69301.75
其他流动负债环比增速	0.6%	2.3%	3.5%	-4.6%	7.6%
预提销售返利(百万元)	61956.91	61751.64	61239.99	55808.25	55076.81
预提销售返利环比增速	0.1%	-0.3%	-0.8%	-8.9%	-1.3%
收入规模环比增速	-9.0%	3.9%	-30.9%	41.5%	-7.9%
海尔智家	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
其他流动负债(百万元)	446.69	494.07	515.94	6112.05	497.46
其他流动负债环比增速	5.4%	10.6%	4.4%	1084.6%	-91.9%
收入规模环比增速	4.5%	2.8%	-5.9%	19.1%	-2.1%
海信家电	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
其他流动负债(百万元)	955.92	3755.17	4289.62	4339.38	6835.65
其他流动负债环比增速	47.9%	292.8%	14.2%	1.2%	57.5%
收入规模环比增速	21.1%	-2.4%	14.0%	29.5%	18.7%

# 厨电板块

集成灶呈高景气度，板块营收快速复苏

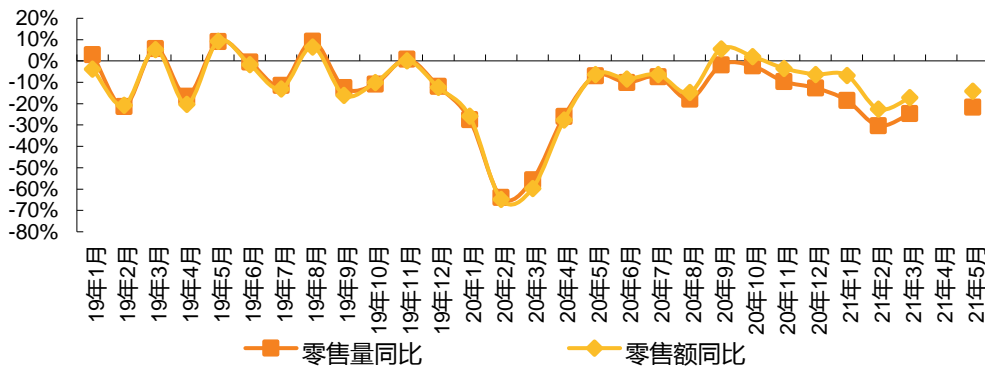
# 厨电板块：疫情影响双线分化延续，线上维持高景气&线下销售逐步回暖

图：21H1油烟机线下销售同比修复，未恢复至疫前水平



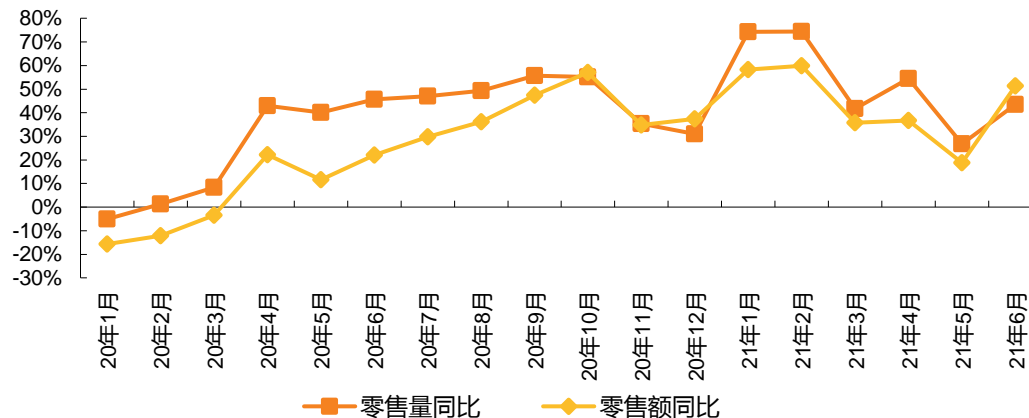
注：21H1增速调整为对比19H1增速。

图：21H1燃气灶线下销售同比修复，较19年负增长



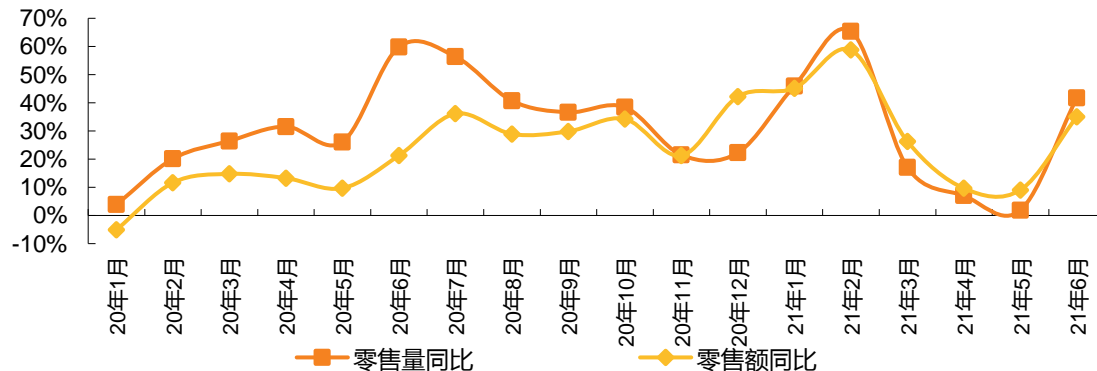
注：21H1增速调整为对比19H1增速。

图：21H1油烟机线上销售维持较高速度增长



注：21H1增速调整为对比19H1增速。

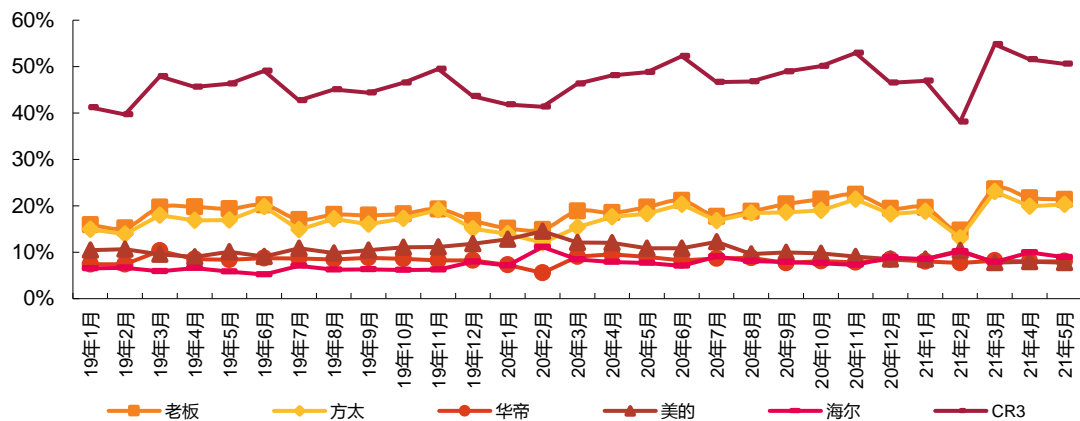
图：21Q1燃气灶线上销售维持高增，6月增速表现靓丽



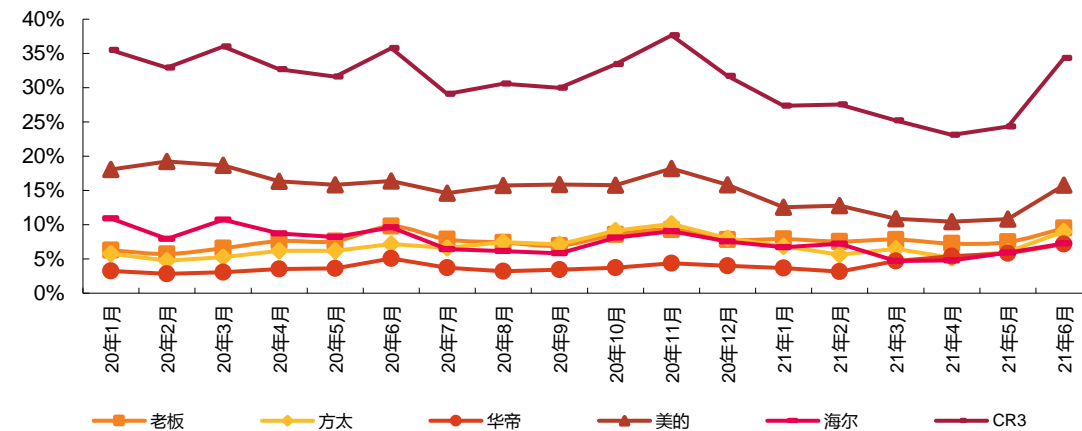
注：21H1增速调整为对比19H1增速。

# 厨电板块：渠道结构改变的趋势下，21H1龙头份额稳固，均价稳中有升

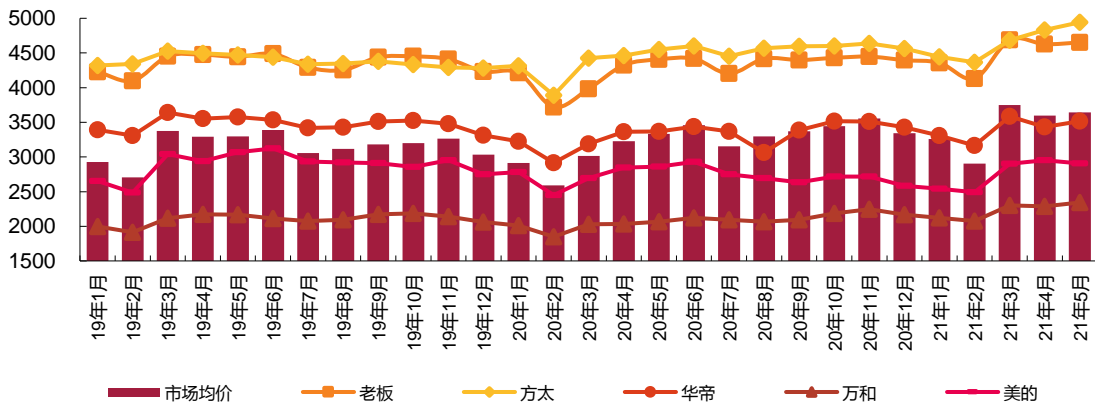
图：21H1油烟机线下市场龙头销量份额稳固（单位：%）



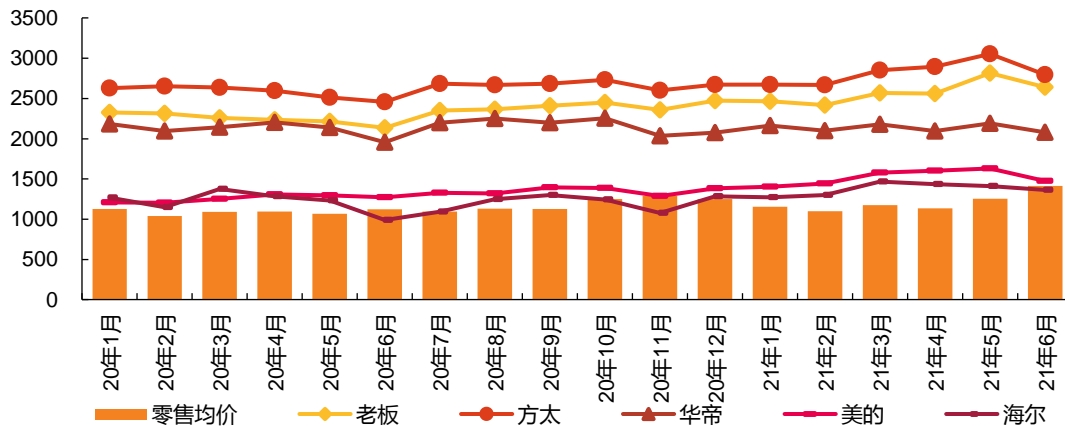
图：21H1油烟机线上市场龙头销量份额稳中有升（单位：%）



图：19年以来油烟机线下均价逐渐走高（单位：元/台）

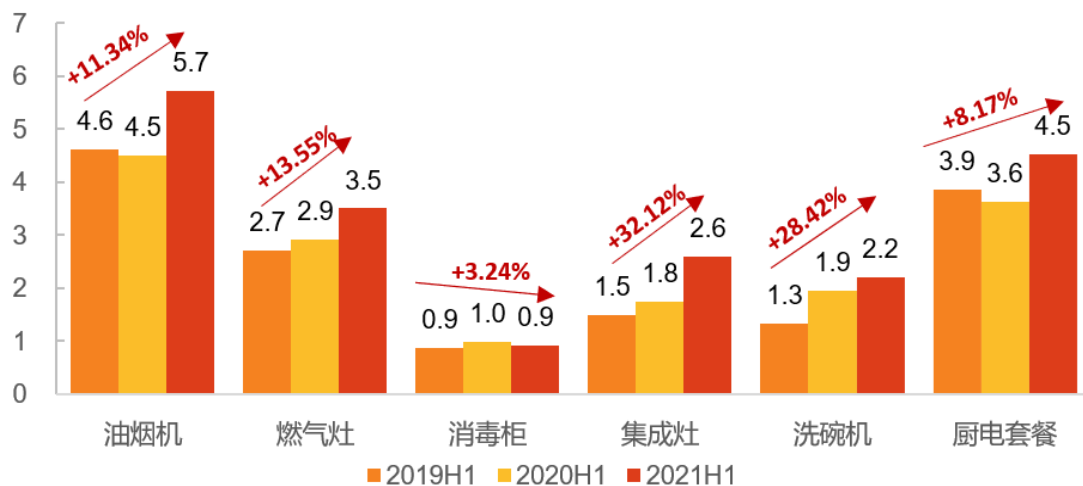


图：自20年起油烟机线上均价逐渐攀升（单位：元/台）

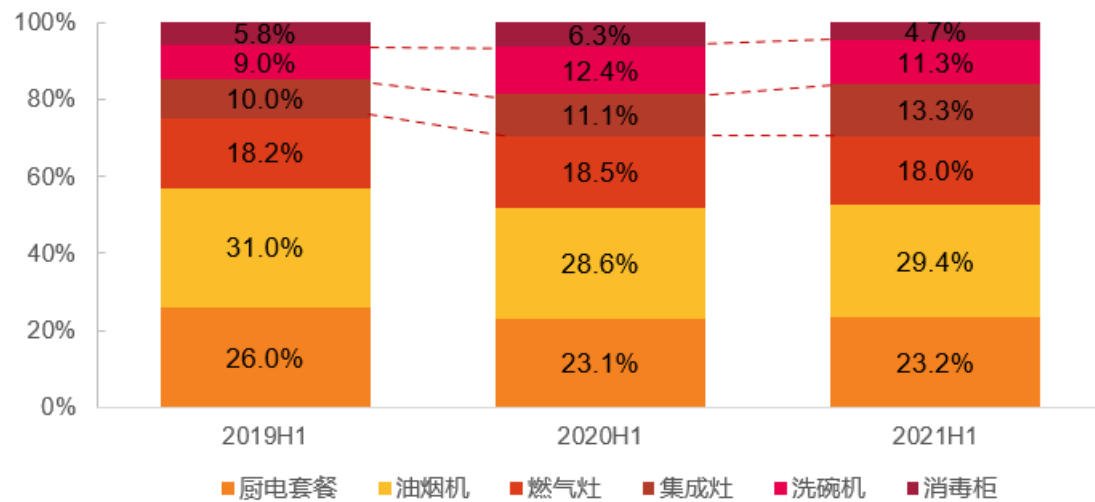


# 厨电板块：集成灶高景气度依旧，洗碗机赛道迅速扩容

图：集成灶、洗碗机两大新兴品类线上销额增速领先厨电市场（单位：十亿元）

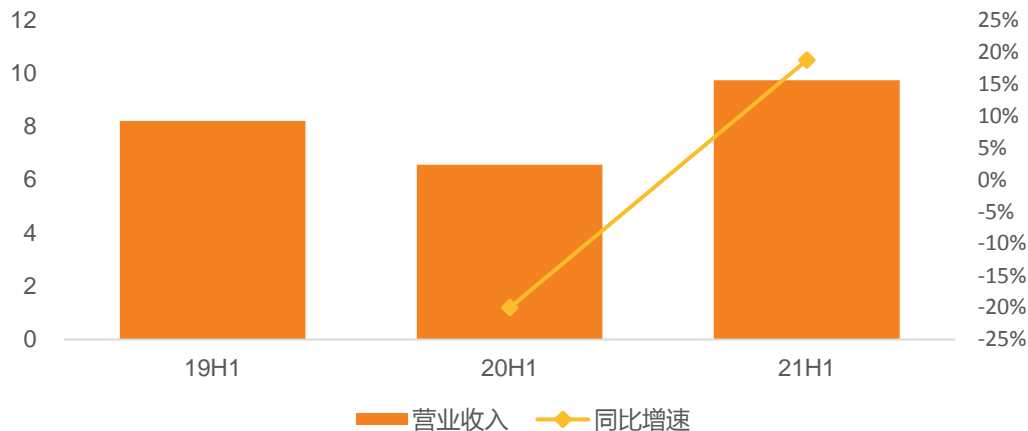


图：集成灶&洗碗机品类线上销额占比逐渐扩大，挤压传统厨电份额



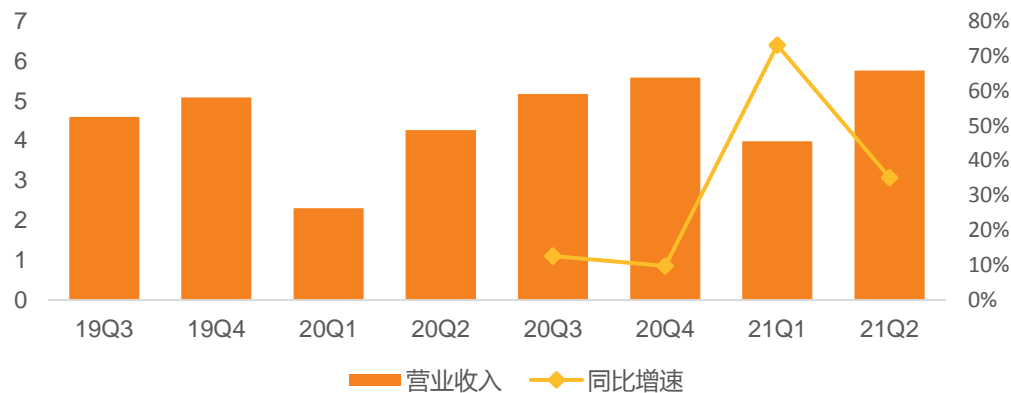
# 厨电板块：板块营收规模快速复苏，集成灶企业增速引领行业

图：21H1厨电板块营收快速修复（单位：十亿元）



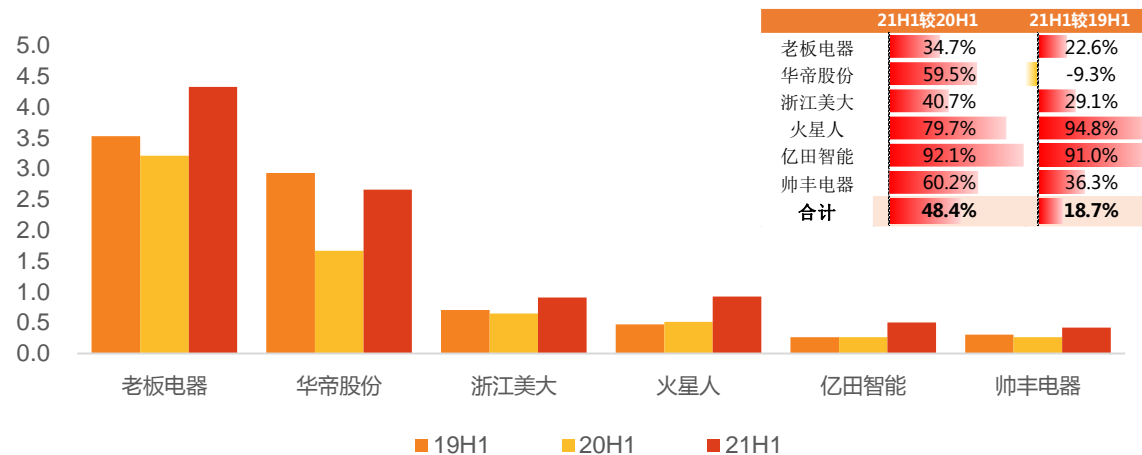
注：21H1增速调整为对比19年同期增速，因18H1火星/亿田/帅丰无数据，故19H1无增速数据。

图：20年以来行业单季营收（单位：十亿元）



注：21H1增速调整为对比19年同期增速。

图：21H1厨电板块个股营收均同比提升，集成灶企业增速亮眼（单位：十亿元）



表：厨电板块个股营收增速，21Q1/Q2集成灶企业增速引领行业

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
老板	23.8%	4.2%	15.1%	17.2%	50.8%	24.3%
华帝	48.1%	38.9%	2.9%	5.8%	52.2%	64.6%
美大	61.3%	28.8%	21.2%	9.6%	229.3%	1.2%
火星	-	-	36.3%	23.8%	179.8%	47.5%
亿田	-	-	14.6%	17.3%	204.3%	65.7%
帅丰	-	-	32.3%	4.7%	164.1%	30.0%
合计	-	-	12.7%	9.8%	73.1%	35.1%

# 厨电板块：钢材涨价无碍毛利增长，降本增效、上下游协同增厚业绩

表：钢材涨价背景下，老板、美大21Q2毛利率水平超越19年同期（单位：%）

毛利率	老板	美大	华帝	火星人	帅丰	亿田
19Q1	54.8%	53.8%	48.1%	-	-	-
19Q2	54.5%	53.2%	51.4%	-	-	-
19Q3	55.7%	50.8%	46.7%	53.4%	52.0%	44.1%
19Q4	52.2%	55.8%	46.4%	52.1%	48.8%	45.5%
20Q1	56.5%	46.5%	43.9%	47.4%	46.4%	51.0%
20Q2	53.7%	52.3%	45.8%	49.3%	49.4%	44.2%
20Q3	60.0%	51.6%	46.3%	52.2%	50.2%	42.6%
20Q4	54.2%	55.4%	37.8%	53.4%	48.8%	48.5%
21Q1	57.3%	51.1%	42.1%	47.4%	47.3%	44.3%
21Q2	55.6%	55.3%	43.5%	51.3%	49.9%	46.8%
21Q2较20Q2	1.9%	2.9%	-2.4%	2.0%	0.5%	2.6%
21Q2较19Q2	1.1%	2.1%	-8.0%	-	-	-

表：美大、火星人与帅丰21Q2净利率同比提升（单位：%）

净利率	老板	美大	华帝	火星人	帅丰	亿田
19Q1	19.5%	26.0%	10.2%	-	-	-
19Q2	19.0%	25.8%	16.6%	-	-	-
19Q3	20.1%	27.9%	9.2%	24.2%	23.1%	14.5%
19Q4	24.1%	28.7%	15.9%	19.7%	28.2%	21.2%
20Q1	19.5%	18.2%	6.9%	-7.2%	25.6%	11.3%
20Q2	19.3%	28.1%	12.2%	15.2%	30.0%	23.4%
20Q3	21.6%	31.1%	8.4%	21.5%	23.6%	18.5%
20Q4	21.7%	35.1%	10.1%	19.6%	28.3%	20.4%
21Q1	19.0%	27.3%	7.5%	12.7%	22.0%	19.5%
21Q2	18.1%	28.4%	10.3%	16.6%	34.3%	17.8%
21Q2较20Q2	-1.3%	0.3%	-1.9%	1.4%	4.3%	-5.7%
21Q2较19Q2	-0.9%	2.7%	-6.3%	-	-	-

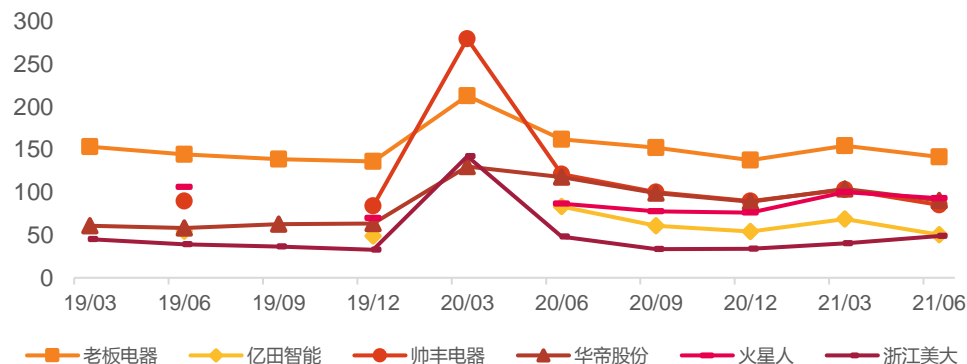
表：除华帝外，21Q2厨电公司加大营销力度，费用率同比提升（单位：%）

费用率	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q1较20Q1	21Q1较19Q1	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
火星人	-	-	24.9%	30.6%	65.4%	29.9%	26.9%	30.6%	34.7%	31.8%	-30.7%	-	1.9%	-
老板	35.3%	32.0%	32.4%	26.4%	38.2%	30.6%	34.7%	27.2%	37.5%	33.1%	-0.7%	2.2%	2.5%	1.0%
华帝	35.2%	32.6%	33.1%	33.6%	38.5%	32.3%	36.6%	27.3%	35.6%	30.1%	-2.9%	0.4%	-2.2%	-2.4%
亿田	-	-	25.6%	22.4%	39.1%	20.4%	20.5%	27.7%	22.7%	27.4%	-16.5%	-	7.0%	-
美大	23.9%	23.7%	16.9%	21.9%	24.7%	19.1%	15.0%	14.1%	19.5%	22.0%	-5.2%	-4.4%	2.9%	-1.7%
帅丰	-	-	25.2%	17.1%	28.9%	14.9%	19.8%	18.5%	20.1%	16.2%	-8.8%	-	1.3%	-
销售费用率	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q1较20Q1	21Q1较19Q1	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
火星人	-	-	19.4%	24.7%	49.8%	23.4%	21.2%	23.9%	25.7%	25.8%	-24.1%	-	2.5%	-
老板	30.8%	25.6%	27.0%	17.4%	32.6%	24.7%	30.6%	20.6%	32.2%	27.1%	-0.3%	1.4%	2.4%	1.5%
华帝	28.4%	26.6%	27.3%	23.9%	27.2%	23.2%	28.2%	19.0%	26.3%	21.4%	-0.8%	-2.1%	-1.8%	-5.2%
亿田	-	-	13.2%	15.2%	28.7%	12.6%	12.9%	20.8%	19.1%	22.6%	-9.6%	-	10.0%	-
美大	15.5%	17.2%	10.0%	17.9%	13.0%	14.9%	9.2%	9.4%	12.4%	16.6%	-0.6%	-3.1%	1.7%	-0.5%
帅丰	-	-	12.6%	12.2%	20.0%	9.7%	11.5%	14.8%	14.2%	10.0%	-5.8%	-	0.3%	-
管理费用率	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q1较20Q1	21Q1较19Q1	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
火星人	-	-	2.7%	2.7%	8.6%	3.0%	2.7%	4.4%	5.8%	3.8%	-2.7%	-	0.8%	-
老板	3.0%	3.5%	3.2%	4.7%	4.0%	3.4%	3.2%	4.2%	3.7%	3.3%	-0.3%	0.6%	-0.1%	-0.2%
华帝	3.9%	3.2%	2.7%	2.4%	5.3%	4.7%	3.7%	2.8%	4.2%	3.4%	-1.1%	0.4%	-1.3%	0.1%
亿田	-	-	8.5%	3.8%	3.3%	5.0%	4.3%	4.1%	1.0%	2.8%	-2.3%	-	-2.2%	-
美大	5.7%	3.5%	4.8%	2.6%	10.9%	2.7%	3.3%	3.0%	4.5%	3.0%	-6.5%	-1.2%	0.3%	-0.5%
帅丰	-	-	8.2%	2.8%	9.4%	3.4%	7.2%	1.5%	5.9%	4.3%	-3.5%	-	0.9%	-
研发费用率	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q1较20Q1	21Q1较19Q1	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
火星人	-	-	2.9%	3.4%	7.7%	3.7%	3.0%	3.1%	4.4%	3.1%	-3.3%	-	-0.6%	-
老板	2.5%	3.6%	3.6%	5.4%	3.6%	3.7%	3.4%	4.2%	3.1%	3.5%	-0.5%	0.6%	-0.2%	-0.1%
华帝	3.6%	3.8%	4.2%	4.9%	6.4%	4.7%	4.3%	5.3%	5.2%	5.2%	-1.3%	1.6%	0.4%	1.3%
亿田	-	-	4.8%	4.2%	7.8%	4.4%	4.1%	3.9%	4.1%	3.2%	-3.8%	-	-1.2%	-
美大	3.2%	3.6%	2.5%	2.9%	4.9%	2.5%	3.0%	3.3%	3.6%	3.0%	-1.4%	0.4%	0.4%	-0.7%
帅丰	-	-	4.6%	3.1%	4.6%	3.2%	2.7%	4.8%	3.9%	3.8%	-0.7%	-	0.6%	-
财务费用率	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q1较20Q1	21Q1较19Q1	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
火星人	-	-	0.0%	-0.1%	-0.7%	-0.2%	0.0%	-0.9%	-1.3%	-1.0%	-0.6%	-	-0.8%	-
老板	-1.0%	-0.7%	-1.4%	-1.1%	-1.9%	-1.2%	-2.5%	-1.7%	-1.4%	-0.9%	0.5%	-0.3%	0.3%	-0.2%
华帝	-0.7%	-1.1%	-1.1%	2.4%	-0.4%	-0.2%	0.4%	0.2%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%
亿田	-	-	-0.9%	-0.8%	-0.7%	-1.6%	-0.7%	-1.2%	-1.6%	-1.1%	-0.8%	-	0.4%	-
美大	-0.5%	-0.6%	-0.3%	-1.4%	-4.1%	-1.0%	-0.4%	-1.6%	-0.9%	-0.6%	3.2%	-0.4%	0.4%	0.0%
帅丰	-	-	-0.2%	-1.0%	-5.1%	-1.4%	-1.6%	-2.6%	-3.9%	-1.9%	1.2%	-	-0.5%	-



# 厨电板块：板块整体存货周转加速，“锁材”措施下经营性现金流增速放缓

图：除美大外，厨电公司存货周转天数均环比减少（单位：天）



表：板块各公司存货/单季营业成本变化情况

存货/单季营业成本	老板电器	华帝股份	火星人	浙江美大	帅丰电器	亿田智能
19Q1	161.0%	65.2%	-	52.5%	-	-
19Q2	143.3%	60.3%	-	40.4%	-	-
19Q3	134.8%	74.7%	-	38.6%	-	-
19Q4	131.3%	71.4%	51.2%	33.2%	74.6%	49.9%
20Q1	229.6%	143.9%	-	182.6%	337.0%	-
20Q2	141.0%	120.0%	67.0%	34.9%	88.8%	65.4%
20Q3	143.7%	89.0%	70.3%	24.6%	83.7%	52.6%
20Q4	120.9%	76.9%	74.1%	29.4%	72.7%	51.1%
21Q1	172.6%	122.1%	108.5%	46.3%	118.0%	79.2%
21Q2	147.1%	94.9%	96.3%	62.5%	84.2%	47.9%
21Q2较20Q2	6.1%	-25.1%	29.3%	27.6%	-4.6%	-17.6%
21Q2较19Q2	3.9%	34.7%	-	22.0%	-	-

表：21Q2多个集成灶企业预收账款+合同负债较疫前水平有较大幅度的提升，或与发力工程与电商渠道有关（单位：十亿元）

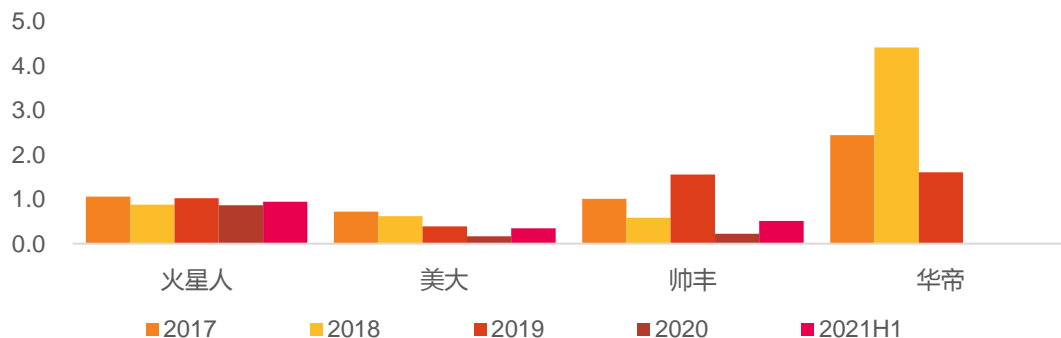
预收账款+合同负债	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
火星人	-	0.04	-	0.07	-	0.07	0.08	0.10	0.09	0.07	0.7%	88.1%
帅丰电器	-	0.04	-	0.05	0.05	0.04	0.04	0.03	0.04	0.05	19.3%	26.1%
亿田智能	-	0.08	-	0.07	-	0.09	0.10	0.07	0.13	0.08	-7.2%	-2.0%
浙江美大	0.14	0.15	0.18	0.08	0.06	0.10	0.09	0.14	0.08	0.19	87.6%	31.1%
华帝股份	0.14	0.16	0.16	0.18	0.17	0.16	0.18	0.18	0.24	0.15	-2.1%	-6.5%
老板电器	1.06	1.11	1.00	1.09	0.90	0.99	0.93	0.95	0.97	1.03	4.4%	-7.3%

表：21Q2亿田、华帝的经营性净现金流同比提升（单位：百万元）

经营性现金净流量	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
火星人	-	-	122.69	209.52	-95.19	197.60	112.08	212.24	-50.80	182.58	-7.6%	-
帅丰电器	-	-	32.23	143.69	-88.54	76.50	69.62	116.16	2.95	64.36	-15.9%	-
亿田智能	-	-	77.77	45.79	6.68	38.44	89.49	68.90	45.03	62.60	62.9%	-
浙江美大	41.72	133.56	248.43	119.68	-113.87	279.94	233.39	234.38	19.25	198.06	-29.3%	48.3%
华帝股份	192.35	72.46	284.18	229.84	-241.45	-155.95	3.45	291.42	-54.01	123.61	179.3%	70.6%
老板电器	169.90	488.79	376.53	520.00	-244.72	652.41	533.26	596.35	145.80	384.43	-41.1%	-21.4%

# 厨电板块：电商渠道重要性凸显，企业线下网点扩张效率较20年提升

图：21H1板块各公司网点扩张效率较20年提升(百万元/个)



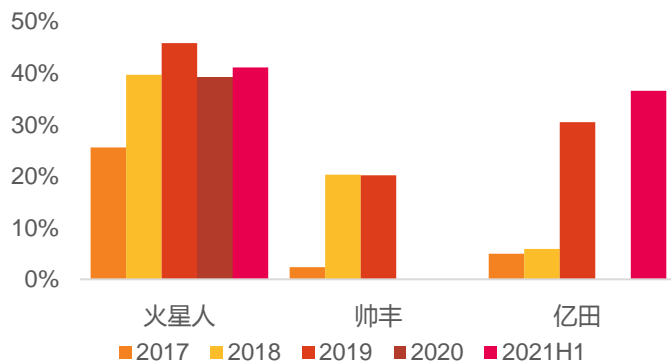
注：将“新增收入/新增网点数”作为网点扩张效率的替代指标。

表：21H1板块各公司网点扩张情况

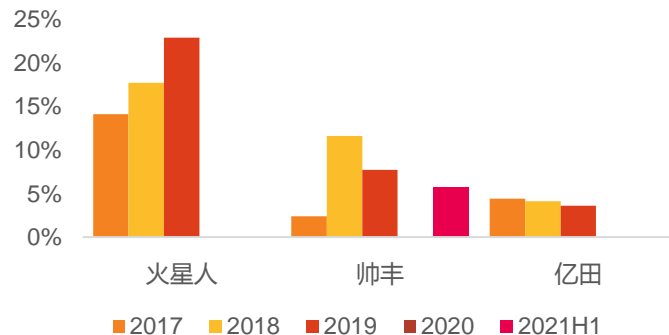
火星人	经销门店	21H1累计1,900个，20年末累计1,790个，新增110个
	KA渠道	累计超400家
	下沉渠道 海外渠道	21H1累计终端经销门店近1900家，较20年底的1790家，新增110家 泰国开设2家经销门店
浙江美大	经销门店	21H1累计3,400个营销终端，20年末累计3,300多个，新增近100个
	KA渠道	21H1新增国美/苏宁KA门店200个，新增红星美凯龙/居然之家门店150个；累计近2000个
	工程渠道	21H1社区店开店50+个
	天牛经销门店	21H1新开设40+个
亿田智能	升级终端门店	21H1累计完成800+个
帅丰电器	专卖店为主	21H1新增270+个，线下实体店已经实现全国重点城市全覆盖

注：老板、华帝未披露具体网点扩张情况。

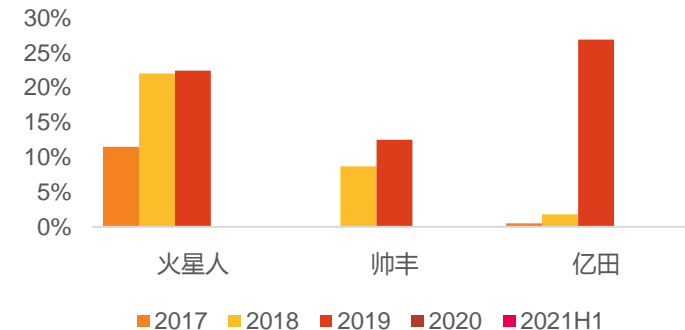
图：板块各公司线上收入占营收比重



图：板块各公司线上ToC占营收比重



图：板块各公司线上ToB占营收比重



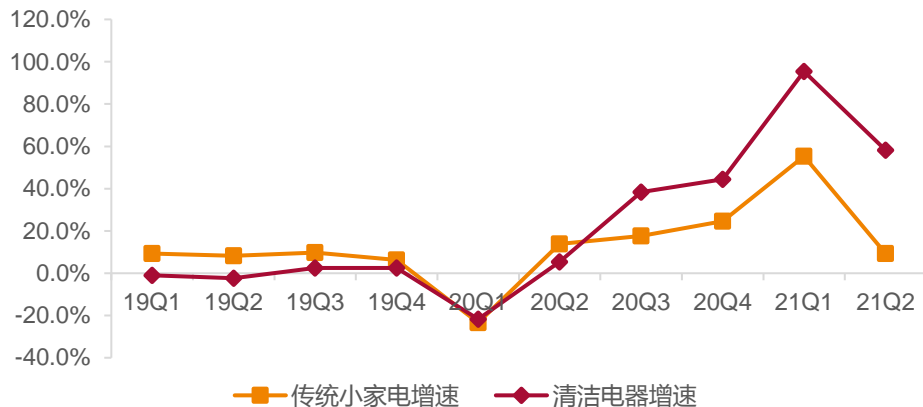
# 小家电板块

清洁电器领跑行业，厨房小电增速承压

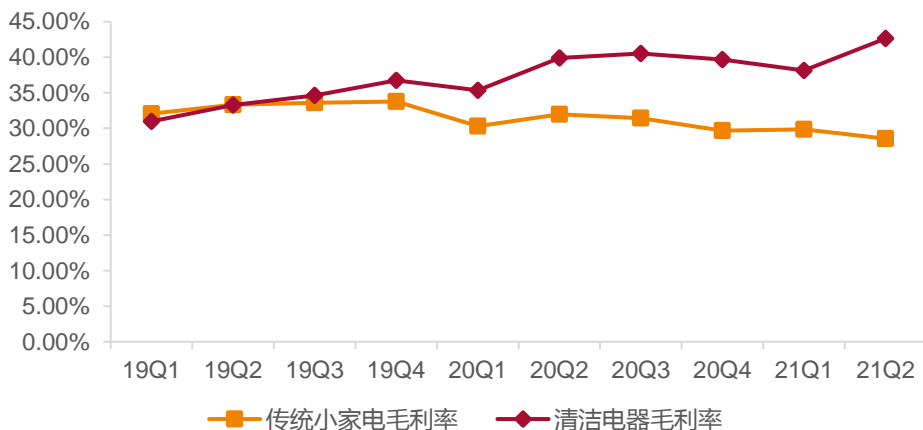
# 小家电板块：清洁电器营收领跑，厨房小电增速承压

二季度以来厨房小电受高基数效应影响增速承压，清洁电器营收及毛利增速领跑行业

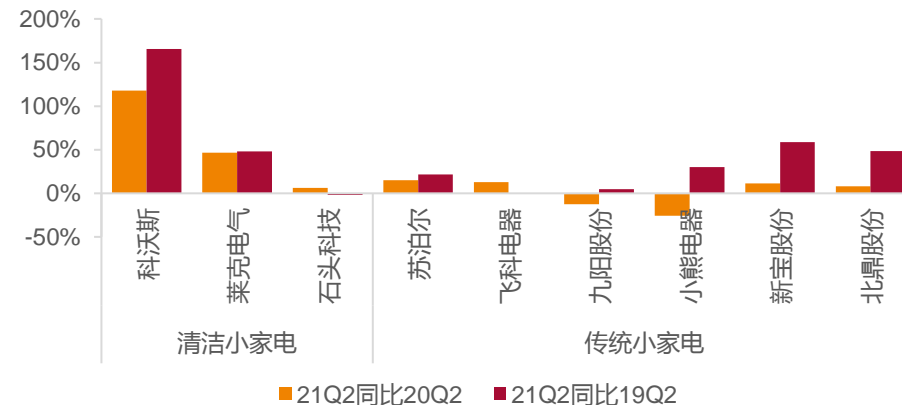
图：小家电板块营收增速情况（%）



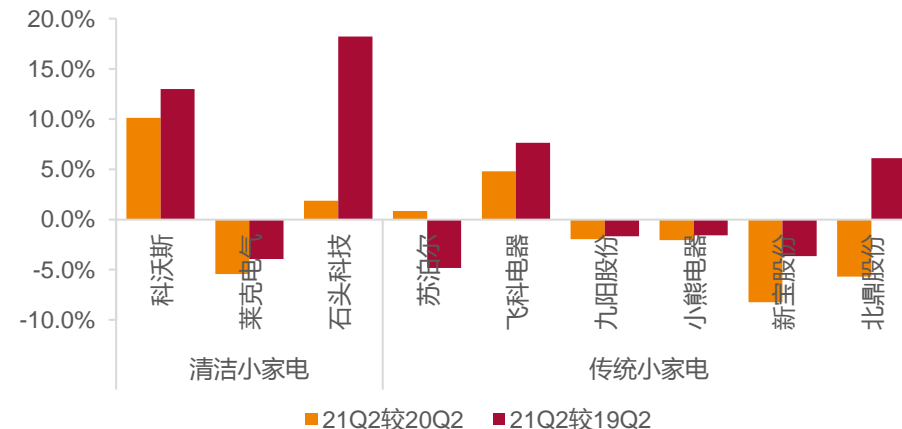
图：小家电板块毛利率变化情况（%）



图：分公司营收变化情况（%）



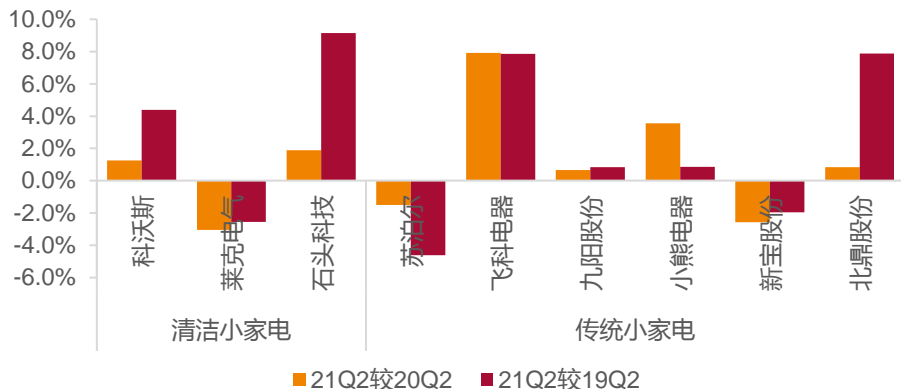
图：分公司毛利率变化情况（%）



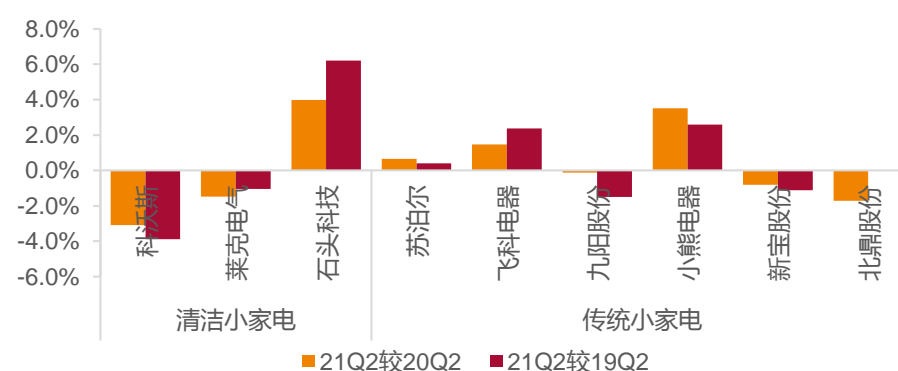
# 小家电板块：公司加大费用投入，汇率影响增加汇兑损益

二季度以来多数小家电企业提高了公司销售费用率，同时汇率波动对汇兑损益影响加大

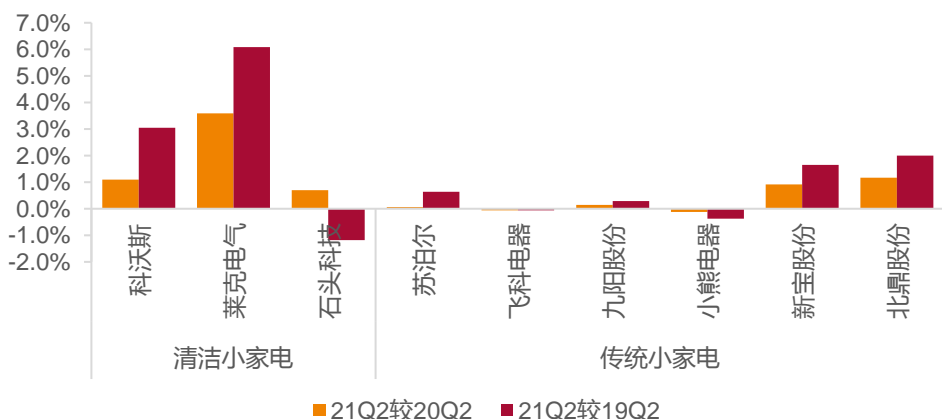
图：分公司销售费用率变化情况



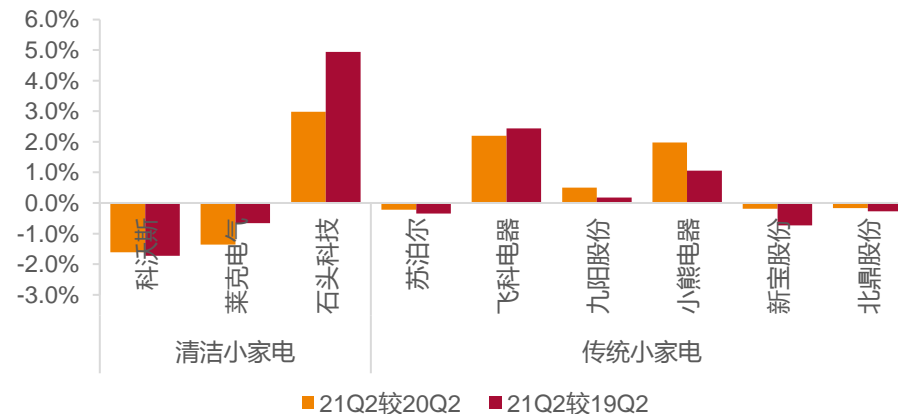
图：分公司管理费用率变化情况



图：分公司财务费用率变化情况



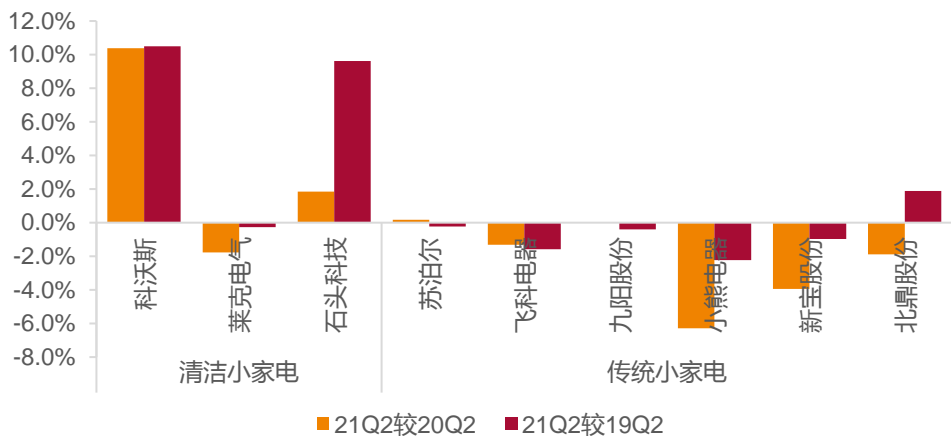
图：分公司研发费用率变化情况



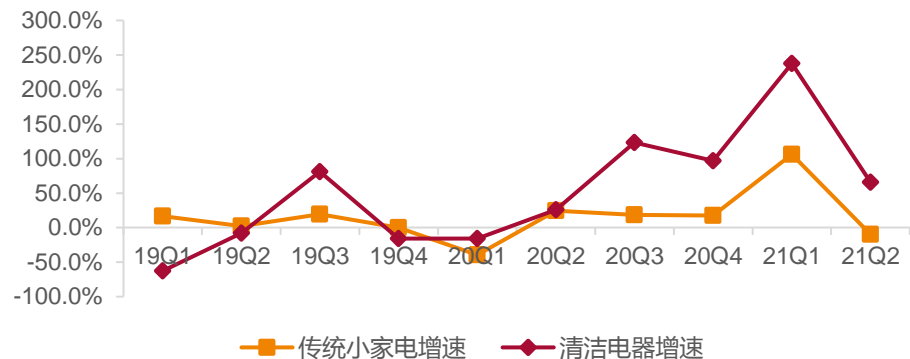
## 小家电板块：清洁电器利润率更高，新品销售情况良好正向贡献利润水平

- **传统小家电**：净利率水平环比稳中略升。大促期间厨房小家电公司销售费用投入相对谨慎，净利率的下降主要来自于原材料价格上涨使毛利率下降的压力。飞科销售费用率上升主要由于直营比例增加及新兴渠道投放增加所致；小熊销售费用率上升则是来自于销售人员规模扩张。
- **清洁电器**：高客单价新品销售情况良好同比显著提升净利率水平。尤其是科沃斯推出的自清洁新品N9+成为618销售爆款，去年同期添可618期间成交额7000万元，今年已提升至9亿元，添可的毛利率在60%左右，远高于公司整体毛利率水平，极大提升了公司整体净利率。

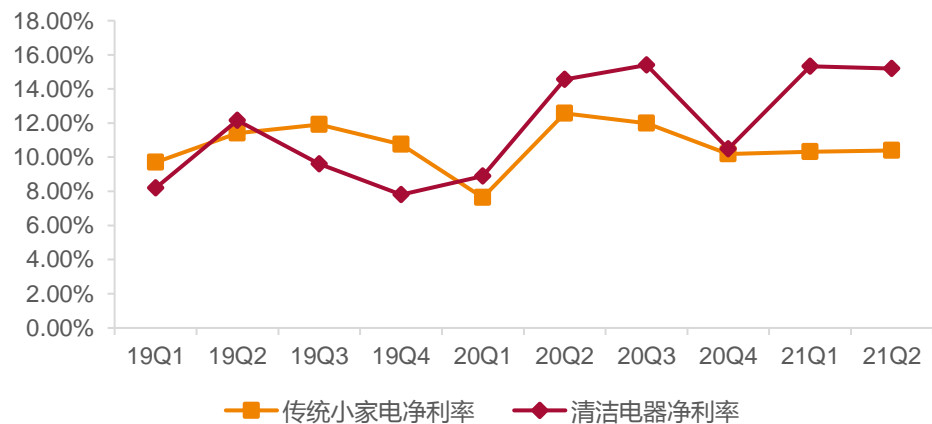
图：分公司净利率变化情况（%）



图：板块净利增速情况



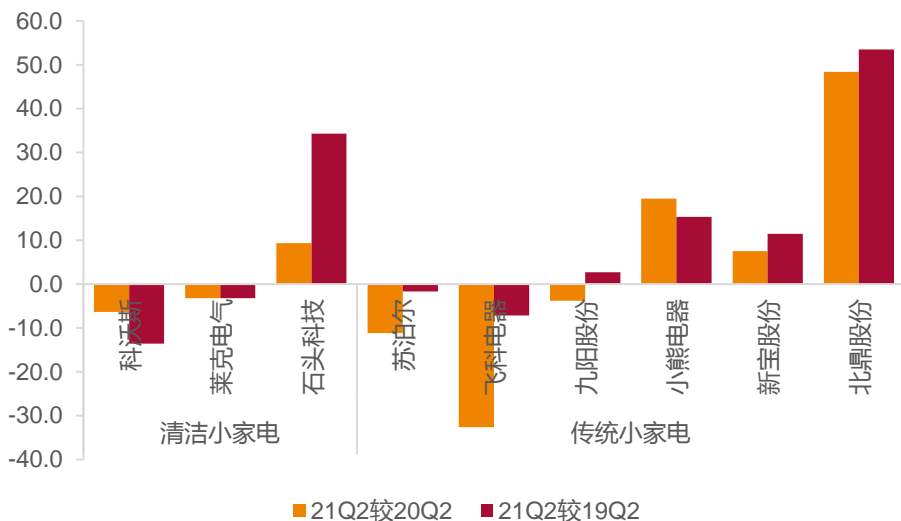
图：板块净利率变化情况



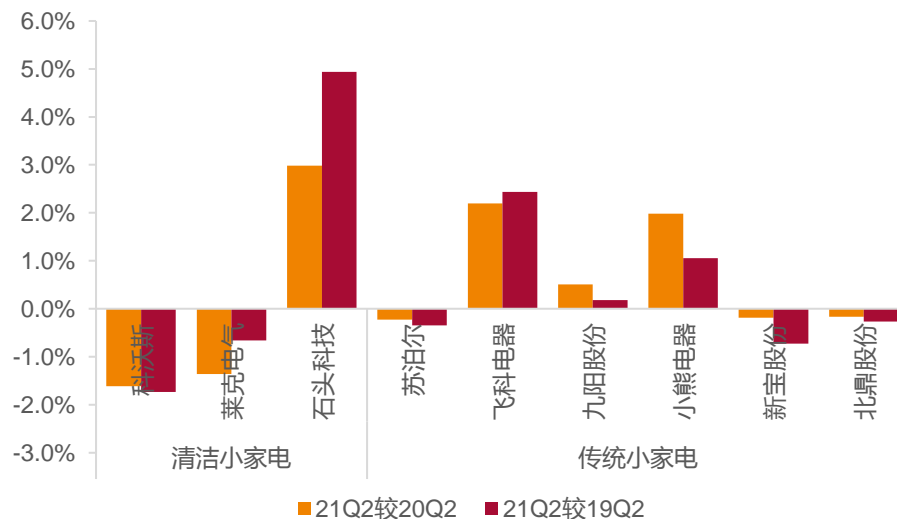
## 小家电板块：原材料价格上涨及海运紧张提升库存水平

- 原材料价格上涨使公司纷纷提升原材料的备货水平，而芯片缺货也使公司增加了对芯片的需求。此外部分包含外销业务的公司由于受到海运紧张的影响，成品的库存水位也有所上涨，如石头、北鼎、新宝等，受盐田港事件的影响甚至一度导致停运。目前整体海运和芯片市场供给也暂未出现明显缓解的情况。

图：分公司存货周转天数情况（天）



图：分公司存货/营业成本（%）



## 小家电板块：原材料价格影响现金流，预收账款同比增加

- **合同负债：**公司预收账款同比增加说明公司在产业链内话语权增加，石头同比增加较多主要由于盐田港事件对海运的影响使公司收款了部分订单但无法发货所致。
- **现金流：**公司用于采购原材料和商品的现金流出随着原材料价格仍在高位而有所增加，其中部分公司，如九阳，对原材料提前进行锁价，使原材料价格上涨对公司整体毛利率影响较小，但对现金流影响较大。

表：小家电板块主要公司经营性现金流同比变化情况（百万元，%）

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
<b>清洁小家电</b>										
科沃斯	107.8	-42%	312.1	-31%	-49.2	310%	225.5	200%	192.5	13%
莱克电气	597%	19%	-60%	338%	-46%	136%	0%	-94%	-538.5	-23%
石头科技			5%	-6%	44%	71%	198%	158%	83%	-28%
<b>传统小家电</b>										
苏泊尔	-559.3	138.6	125%	1%	221.8	-272.0	220%	-5%	459%	-95.4
飞科电器	2%	-48%	36%	-3%	241%	106%	301%	45%	-186.3	25%
九阳股份	41%	-98.2	282%	340.8	-19%	384.3	-58%	254%	-323.0	-536.2
小熊电器	-50.4	1525%	-58.3	43%	186.9	91%	244.6	87%	-213.8	-482.6
新宝股份	35%	572.8	147%	12%	-29%	60%	25%	212%	-243.4	-752.3
北鼎股份					65%	50%	-32.0	61%	1%	-58%

表：小家电板块主要公司合同负债&预收款项变化情况（百万元）

	21Q1	21Q2	21Q2同比20Q2	21Q2同比19Q2
<b>清洁小家电</b>				
科沃斯	135.2	175.5	141.4%	178.8%
莱克电气	236.9	240.6	280.6%	287.4%
石头科技	80.0	221.5	439.3%	1410.5%
<b>传统小家电</b>				
苏泊尔	532.6	201.3	-67.5%	-6.1%
飞科电器	22.7	51.8	1074.9%	119.4%
九阳股份	294.3	221.5	-26.1%	-12.3%
小熊电器	76.6	51.3	38.2%	149.2%
新宝股份	413.1	400.0	30.3%	140.6%
北鼎股份	9.7	14.2	84.9%	260.7%

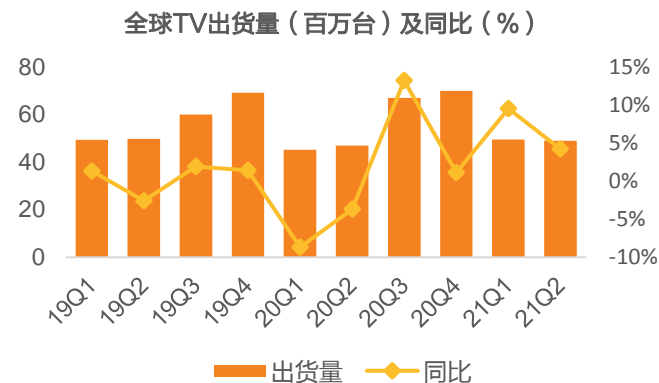
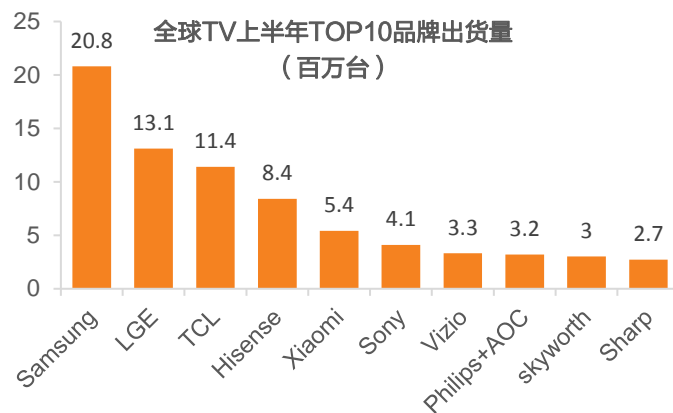


# 黑电板块

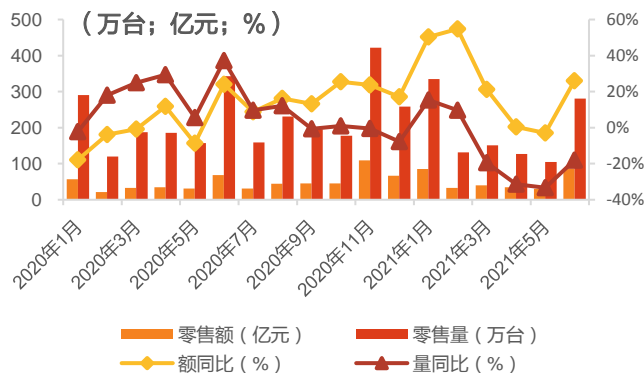
传统电视规模增长放缓，新兴投影表现亮眼

## 市场表现：规模增速放慢，量跌额涨成2021年黑电行业主题

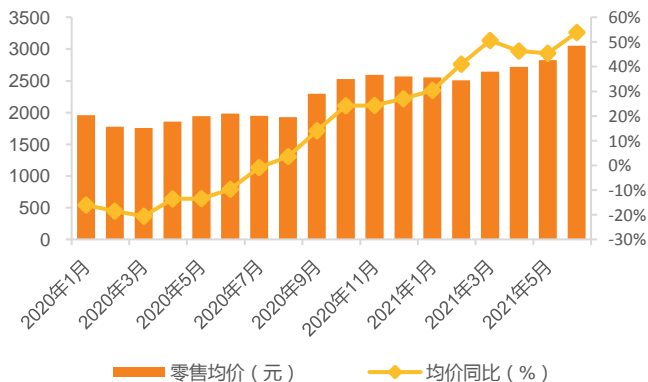
- 2021年上半年全球TV市场出货量同比增长6.8%，规模达到0.98亿台，出货规模较2019上半年微降-0.7%。在原材料供需关系紧张的背景下，头部品牌聚集效应加强，三星、LG、TCL、海信、小米，5家全球前五名品牌的份额从2020年的57%提升到2021上半年的60%。
- 分季度看，2021一二季度同受低基数效应影响。2020年一季度受中国区疫情影响，中国区TV需求骤降，大陆TV出口规模萎缩，而二季度海外市场遭受第一波疫情影响，海外TV出货大幅下降。在低基数效应下，2021年一二季度出货规模皆呈现同比正增。



国内彩电市场线上零售量/额及同比



国内彩电零售线上市场均价 (单位: 元)



- 受均价持续上升影响，零售市场成量跌额涨态势。2021H1彩电零售均价上涨态势不减，根据奥维云网数据，2021年上半年零售市场均价同比增长44.57%。均价提升幅度大刺激市场消费欲望下降，使零售量呈现显著下滑，据奥维云网，2021H1零售量同比下降11.95%。由于均价提升幅度超过零售量下降幅度，使零售额出现增长，据奥维云网，2021H1零售额同比增长26.26%。

# 上半年板块营收回暖，新兴投影公司业绩表现亮眼

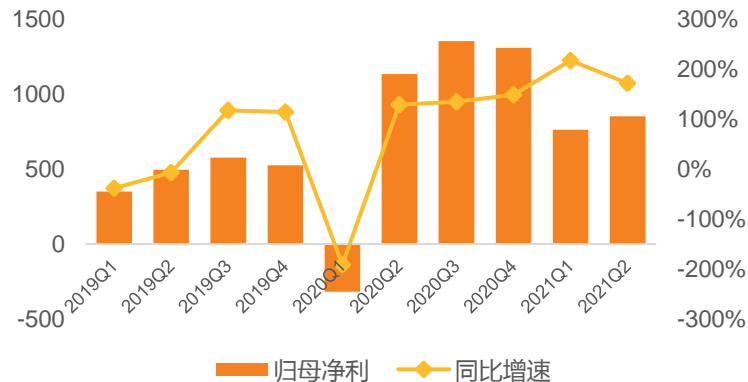
▶ 上半年板块整体营收维持正增，二季度环比增速略有下降。板块内各企业总体营收增幅明显，除深康佳A外，较19年H1均实现了超20%正增长，带动板块营收总体正增。其中二季度由于彩电市场销量表现不佳，环比增速略有下降。

▶ 面板价格持续上行，二季度传统电视净利润环比略微下降，新兴投影公司业绩表现亮眼。2021年上半年来TV面板价格延续增长趋势。依靠价格传导机制实现的均价提升和部分原材料提前套期保值，黑电龙头抵御了部分成本压力，但二季度仍出现一定程度下滑。新兴投影公司业绩表现亮眼，其中2021H1光峰科技由于疫情好转，电影院相关业务恢复，归母净利润1.51亿元，同比20H1正增956.8%；极米科技实现营收1.93亿元，同比20年正增98.1%，盈利能力进一步提升。

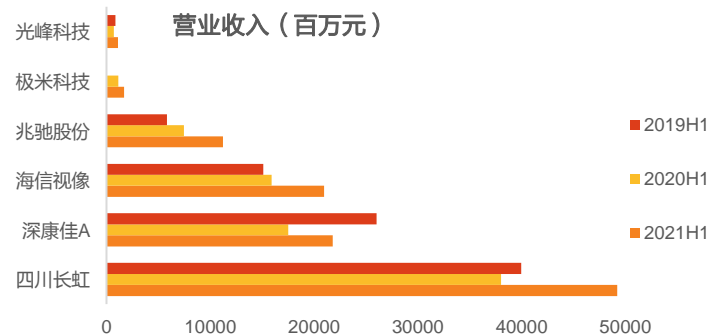
黑电板块营收及同比（百万元；%）



黑电板块归母净利润及同比（百万；%）

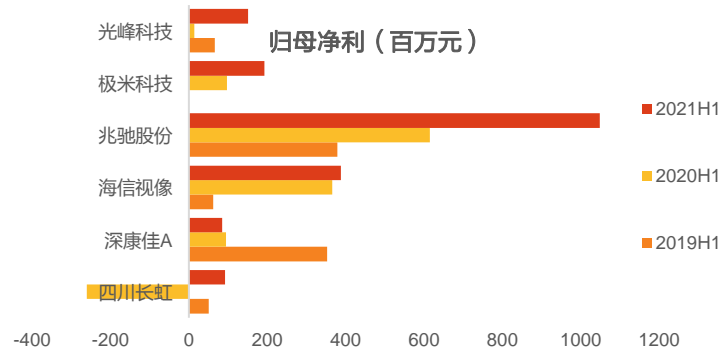


营业收入（百万元）



	四川长虹	深康佳A	海信视像	兆驰股份	极米科技	光峰科技
21H1较20H1	29.4%	24.5%	31.8%	50.1%	47.5%	54.3%
21H1较19H1	23.1%	-16.2%	38.8%	92.8%	-	29.5%

归母净利润（百万元）



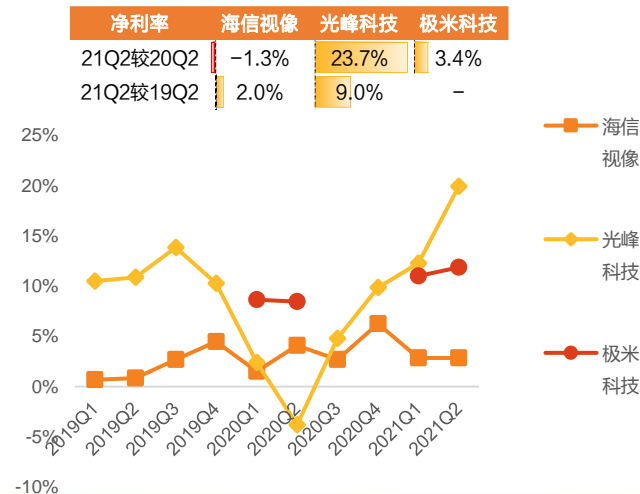
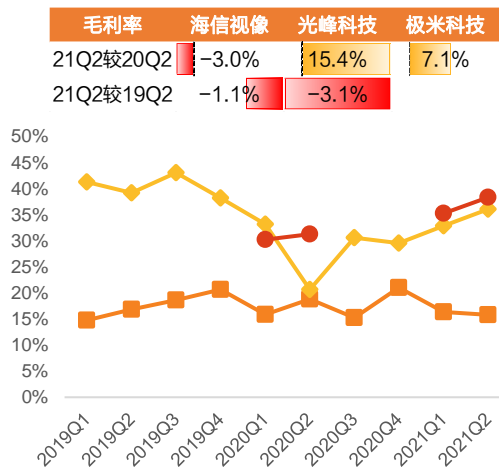
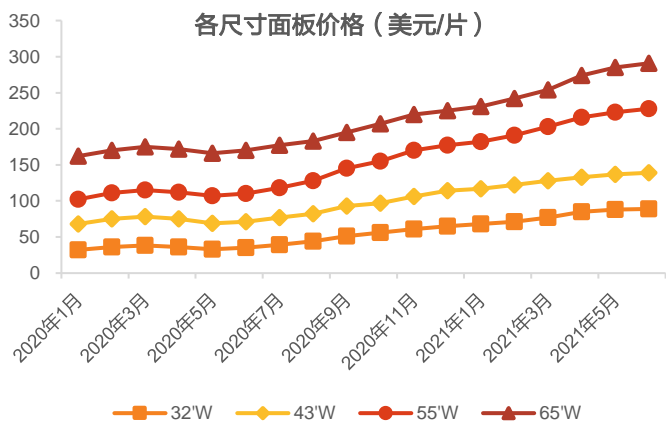
	四川长虹	深康佳A	海信视像	兆驰股份	极米科技	光峰科技
21H1较20H1	-135.5%	-9.8%	6.2%	70.6%	98.1%	956.8%
21H1较19H1	80.7%	-75.8%	524.5%	176.4%	-	127.4%

# 投影领域盈利能力进一步改善，费用管控能力有所增强

▶ **海信视像：2021H1面板价格持续走高叠加海运费受疫情大幅影响大幅上升，在产品端和销售端带来成本压力，推动公司盈利能力较20年有所下滑。其中以65寸60Hz液晶面板为例，21年M6单价291美元/片相较2021年初231美元/片的单价上涨26.0%。**

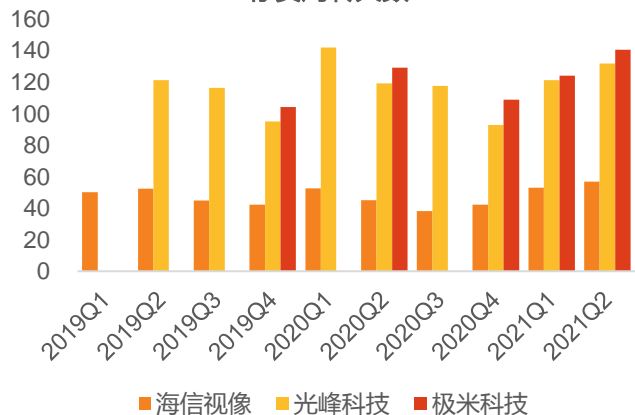
▶ **新兴投影：受益于智能微投和激光电视市场规模的快速扩张，企业盈利能力实现大幅改善。在费用管控方面，光峰科技有明显进步；极米科技由于品牌加强广告营销，公司平均薪酬上升等原因，费用率较往年有显著升高。**

费用率	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	21Q1较20Q1	21Q1较19Q2	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
海信视像	18.78%	21.32%	21.38%	21.02%	20.32%	18.91%	17.38%	21.36%	17.96%	18.34%	-2.35%	-0.82%	-0.57%	-2.98%
光峰科技	37.44%	36.60%	35.03%	39.42%	48.98%	39.34%	35.81%	26.62%	30.08%	35.80%	-18.90%	-7.36%	-3.55%	-0.80%
极米科技	-	-	-	-	23.81%	26.46%	-	-	28.45%	34.28%	4.64%	-	7.82%	-
销售费用率	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	21Q1较20Q1	21Q1较19Q2	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
海信视像	8.38%	10.66%	10.78%	11.93%	7.82%	9.34%	7.89%	10.47%	8.10%	8.14%	0.29%	-0.28%	0.33%	-2.52%
光峰科技	6.92%	7.23%	8.21%	8.01%	7.99%	6.43%	6.17%	7.11%	7.00%	9.13%	-0.99%	0.08%	1.14%	1.90%
极米科技	-	-	-	-	12.69%	15.05%	-	-	13.59%	16.89%	0.90%	-	4.21%	-
管理费用率	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	21Q1较20Q1	21Q1较19Q2	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
海信视像	5.76%	6.22%	5.94%	5.66%	7.19%	5.62%	5.18%	6.16%	5.53%	5.77%	-1.66%	-0.23%	0.15%	-0.45%
光峰科技	17.53%	17.23%	15.69%	20.41%	25.55%	21.19%	18.10%	11.33%	14.59%	17.68%	-10.95%	-2.93%	-3.52%	0.45%
极米科技	-	-	-	-	6.67%	6.88%	-	-	8.91%	10.20%	2.24%	-	3.33%	-
研发费用率	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	21Q1较20Q1	21Q1较19Q2	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
海信视像	0.43%	-0.01%	0.41%	-0.49%	-0.23%	0.02%	0.43%	0.03%	0.20%	0.11%	0.44%	-0.23%	0.09%	0.12%
光峰科技	2.83%	1.45%	1.49%	0.75%	1.19%	1.07%	0.19%	0.03%	0.00%	0.26%	-1.18%	-2.83%	-0.82%	-1.19%
极米科技	-	-	-	-	0.16%	-0.16%	-	-	-0.01%	-0.13%	-0.17%	-	0.02%	-
财务费用率	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	21Q1较20Q1	21Q1较19Q2	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
海信视像	4.20%	4.45%	4.25%	3.92%	5.54%	3.94%	3.88%	4.71%	4.13%	4.32%	-1.42%	-0.08%	0.38%	-0.13%
光峰科技	10.17%	10.68%	9.65%	10.25%	14.26%	10.64%	11.34%	8.15%	8.49%	8.72%	-5.77%	-1.68%	-1.92%	-1.96%
极米科技	-	-	-	-	4.29%	4.69%	-	-	5.96%	7.32%	1.67%	-	2.62%	-



# 原材料价格走高背景下企业周转效率显著下滑，现金流增速短期承压

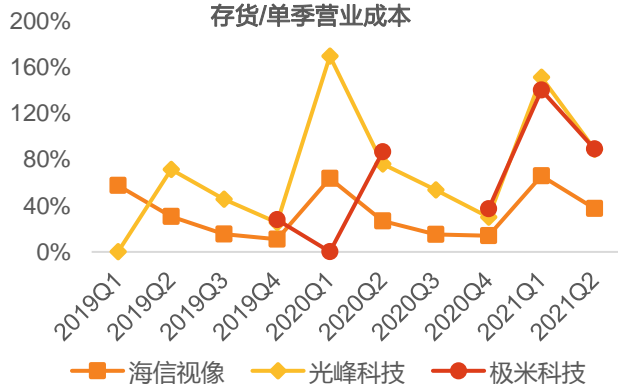
存货周转天数



➢ 存货方面，上半年各公司存货周转天数明显增加，存货/单季营业成本同比微增。其中2021Q2海信视像存货周转天数56.9天，同比+11.8天；存货/单季营业成本37.42%。光峰科技存货周转天数131.9天，同比+12.5天；存货/单季营业成本88.66%。极米科技存货周转天数140.6天，同比+11.3天，存货/单季营业成本88.94%。新兴投影企业的存货占比显著高于传统彩电企业。

➢ 现金流方面：上半年各公司现金流情况不佳，其中二季度经营性现金净流量大比例收缩。现金流下降的原因系在原材料价格不断上升的背景下，各企业为了避免原材料价格继续上升造成的预期成本上升，加大了原材料的采购力度和备货规模。

存货/单季营业成本



存货/单季营业成本	海信视像	光峰科技	极米科技
21Q2较20Q2	10.7%	12.6%	2.3%
21Q2较19Q2	6.9%	17.4%	-

预收账款+合同负债 (百万元)

	海信视像	光峰科技	极米科技
2019Q1	363.57	0.00	0.00
2019Q2	325.83	158.73	0.00
2019Q3	332.93	204.21	0.00
2019Q4	352.47	184.44	27.42
2020Q1	326.88	198.88	0.00
2020Q2	301.95	19.44	67.45
2020Q3	346.11	39.38	0.00
2020Q4	341.21	31.52	22.95
2021Q1	341.41	33.12	38.60
2021Q2	333.40	40.05	63.74
21Q2较20Q2	10.42%	105.99%	-5.51%
21Q2较19Q2	2.32%	-74.77%	-

经营性现金净流量 (同比%)

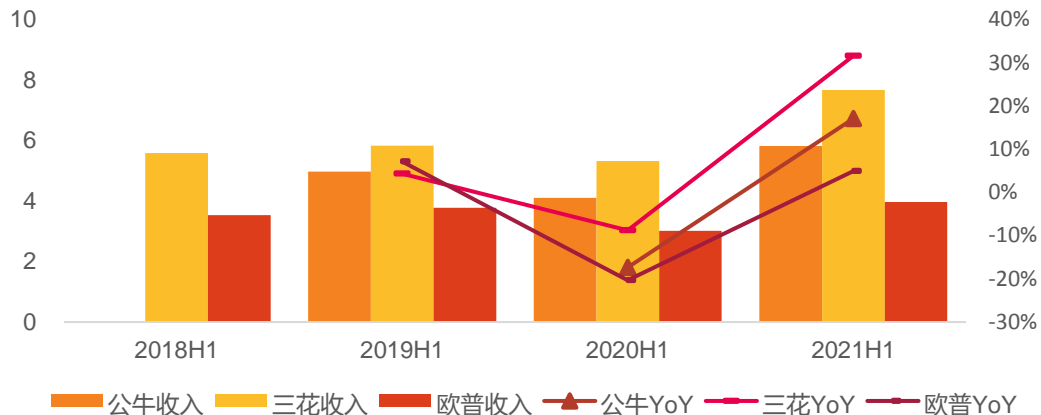
	海信视像	光峰科技	极米科技
2019Q1	632.3%	0.0%	0.0%
2019Q2	-137.3%	0.0%	0.0%
2019Q3	170.0%	0.0%	0.0%
2019Q4	165.0%	120.5%	0.0%
2020Q1	-81.4%	41.4%	0.0%
2020Q2	285.0%	99.3%	0.0%
2020Q3	-283.9%	-26.9%	0.0%
2020Q4	-125.9%	-132.3%	0.0%
2021Q1	-603.7%	377.4%	10.8%
2021Q2	-121.8%	-36.4%	-81.5%
21Q2较20Q2	-406.83%	-135.72%	-81.47%
21Q2较19Q2	15.44%	-36.40%	-81.47%

# 其他家电板块

营收增长带动费用率下降，盈利能力有所优化

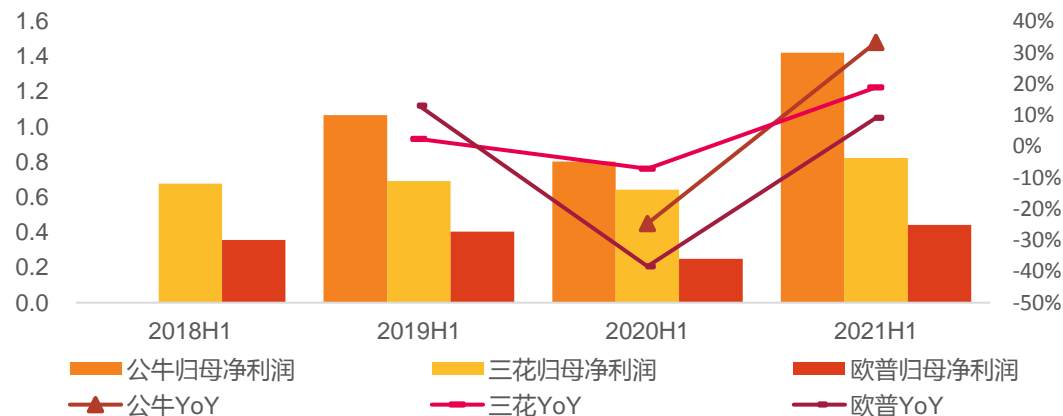
# 其他家电板块：21H1公牛/三花/欧普营收、业绩均较19年同期有所提升

图：21H1其他家电板块个股营收较19年同比提升（单位：十亿元）



注：21H1增速调整为对比19年同期增速。

图：21H1其他家电板块个股归母净利润较19年同比提升（单位：十亿元）



注：21H1增速调整为对比19年同期增速。

表：19年以来个股分季度营收情况（单位：十亿元）

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2较20Q2	20Q2较19Q2
公牛	2.22	2.75	2.56	2.51	1.38	2.73	3.04	2.90	2.57	3.25	18.9%	18.1%
三花	2.78	3.05	2.79	2.67	2.48	2.83	3.28	3.52	3.41	4.27	50.5%	39.9%
欧普	1.66	2.12	1.99	2.59	1.03	1.98	2.22	2.74	1.76	2.21	11.5%	4.3%

表：19年以来个股分季度归母净利润情况（单位：十亿元）

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2较20Q2	20Q2较19Q2
公牛	0.40	0.66	0.69	0.55	0.17	0.63	0.80	0.71	0.61	0.81	28.6%	22.8%
三花	0.26	0.43	0.36	0.36	0.21	0.43	0.45	0.37	0.36	0.46	7.3%	6.8%
欧普	0.09	0.32	0.20	0.29	-0.01	0.26	0.26	0.29	0.13	0.31	19.5%	-3.7%

# 其他家电板块：公牛&欧普营收增长、费用率齐降，企业盈利能力优化

表：板块各公司毛利率变化情况（单位：%）

毛利率	公牛	三花	欧普
19Q1	38.1%	25.2%	-
19Q2	39.8%	31.1%	-
19Q3	36.4%	29.6%	52.0%
19Q4	43.4%	32.4%	48.8%
20Q1	44.5%	26.5%	46.4%
20Q2	40.5%	29.0%	49.4%
20Q3	37.0%	30.1%	50.2%
20Q4	38.0%	32.5%	48.8%
21Q1	42.1%	27.2%	47.3%
21Q2	41.6%	26.8%	49.9%
21Q2较20Q2	1.0%	-2.2%	0.5%
21Q2较19Q2	1.8%	-4.3%	-

表：板块各公司净利率变化情况（单位：%）

净利率	公牛	三花	欧普
19Q1	18.1%	9.4%	-
19Q2	24.2%	14.0%	-
19Q3	26.8%	13.2%	23.1%
19Q4	22.0%	14.1%	28.2%
20Q1	12.3%	8.5%	25.6%
20Q2	23.2%	15.2%	30.0%
20Q3	26.2%	14.0%	23.6%
20Q4	24.6%	10.7%	28.3%
21Q1	23.6%	10.7%	22.0%
21Q2	25.1%	11.1%	34.3%
21Q2较20Q2	1.9%	-4.1%	4.3%
21Q2较19Q2	0.9%	-2.9%	34.3%

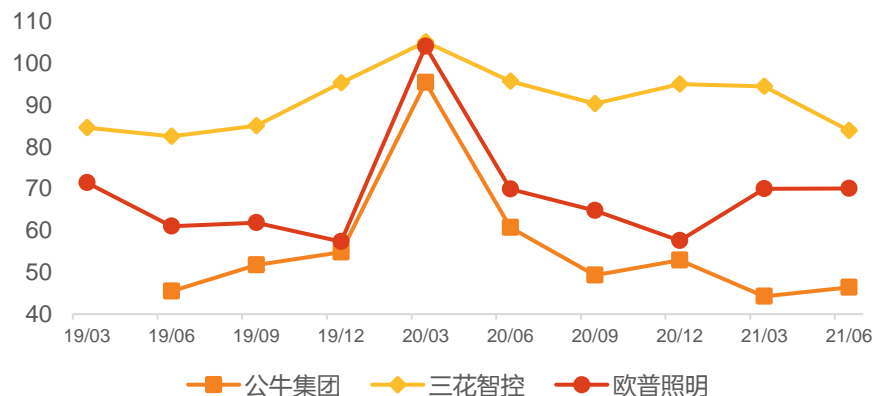
表：板块各公司费用率变化情况（单位：%）

费用率	公牛	三花	欧普	销售费用率	公牛	三花	欧普	管理费用率	公牛	三花	欧普	研发费用率	公牛	三花	欧普	财务费用率	公牛	三花	欧普
19Q1	14.70%	15.35%	-	19Q1	6.19%	4.02%	-	19Q1	4.18%	5.56%	-	19Q1	4.24%	4.01%	-	19Q1	0.08%	1.75%	-
19Q2	14.23%	13.18%	-	19Q2	6.98%	4.98%	-	19Q2	3.78%	4.91%	-	19Q2	3.56%	4.49%	-	19Q2	-0.09%	-1.19%	-
19Q3	13.78%	12.47%	25.21%	19Q3	7.49%	3.80%	12.64%	19Q3	4.15%	5.16%	8.19%	19Q3	2.84%	5.05%	4.57%	19Q3	-0.70%	-1.54%	-0.18%
19Q4	16.35%	19.94%	17.13%	19Q4	8.14%	8.21%	12.22%	19Q4	3.04%	5.53%	2.83%	19Q4	5.11%	5.35%	3.06%	19Q4	0.05%	0.86%	-0.98%
20Q1	18.04%	13.85%	28.87%	20Q1	7.52%	4.63%	20.02%	20Q1	5.29%	6.14%	9.36%	20Q1	5.87%	4.67%	4.58%	20Q1	-0.64%	-1.59%	-5.09%
20Q2	11.27%	15.49%	14.93%	20Q2	4.39%	5.03%	9.68%	20Q2	4.03%	5.75%	3.42%	20Q2	3.37%	4.37%	3.18%	20Q2	-0.52%	0.34%	-1.36%
20Q3	11.57%	15.70%	19.78%	20Q3	4.62%	4.08%	11.48%	20Q3	3.78%	5.63%	7.17%	20Q3	3.18%	3.85%	2.71%	20Q3	-0.01%	2.14%	-1.57%
20Q4	13.97%	20.39%	18.52%	20Q4	5.30%	6.02%	14.80%	20Q4	4.57%	7.52%	1.46%	20Q4	4.53%	4.33%	4.82%	20Q4	-0.42%	2.52%	-2.56%
21Q1	10.64%	14.50%	20.13%	21Q1	4.63%	4.36%	14.24%	21Q1	3.54%	5.48%	5.87%	21Q1	3.09%	4.92%	3.89%	21Q1	-0.61%	-0.26%	-3.88%
21Q2	9.60%	14.15%	16.23%	21Q2	3.57%	4.06%	9.95%	21Q2	3.43%	4.40%	4.33%	21Q2	3.46%	4.32%	3.82%	21Q2	-0.85%	1.37%	-1.87%
21Q1较20Q1	-7.4%	0.7%	-8.7%	21Q1较20Q1	-2.9%	-0.3%	-5.8%	21Q1较20Q1	-1.8%	-0.7%	-3.5%	21Q1较20Q1	-2.8%	0.2%	-0.7%	21Q1较20Q1	0.0%	1.3%	1.2%
21Q1较19Q1	-4.1%	-0.8%	-	21Q1较19Q1	-1.6%	0.3%	-	21Q1较19Q1	-0.6%	-0.1%	-	21Q1较19Q1	-1.2%	0.9%	-	21Q1较19Q1	-0.7%	-2.0%	-
21Q2较20Q2	-1.7%	-1.3%	1.3%	21Q2较20Q2	-0.8%	-1.0%	0.3%	21Q2较20Q2	-0.6%	-1.3%	0.9%	21Q2较20Q2	0.1%	0.0%	0.6%	21Q2较20Q2	-0.3%	1.0%	-0.5%
21Q2较19Q2	-4.2%	1.7%	-9.0%	21Q2较19Q2	-3.9%	0.3%	-2.7%	21Q2较19Q2	-0.7%	-0.8%	-3.9%	21Q2较19Q2	0.6%	-0.7%	-0.7%	21Q2较19Q2	-0.2%	2.9%	-1.7%



# 其他家电板块：公牛加强备货推升存货，欧普加大营运投入现金流下滑

图：板块各公司存货周转天数变化情况（单位：天）



表：板块各公司存货/单季营业成本变化情况

存货/单季营业成本	公牛集团	三花智控	欧普照明
19Q1	-	90.6%	74.8%
19Q2	44.3%	85.9%	55.1%
19Q3	61.3%	94.0%	63.1%
19Q4	65.6%	120.9%	48.9%
20Q1	99.5%	114.2%	113.4%
20Q2	44.3%	94.5%	55.5%
20Q3	33.9%	84.0%	56.6%
20Q4	46.5%	97.3%	46.5%
21Q1	49.0%	116.9%	84.0%
21Q2	53.3%	93.5%	82.9%
21Q2较20Q2	9.0%	-1.1%	27.4%
21Q2较19Q2	9.0%	7.5%	27.8%

表：板块各公司预收账款+合同负债变化情况（单位：十亿元）

预收账款+合同负债	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
公牛集团	-	0.43	0.29	0.13	0.21	0.52	0.43	0.33	0.41	0.35	-32.2%	-19.3%
三花智控	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.05	0.05	0.05	72.8%	270.5%
欧普照明	0.17	0.14	0.17	0.11	0.08	0.11	0.12	0.14	0.15	0.11	4.2%	-20.8%

表：厨电板块中各公司经营性净现金流情况（单位：十亿元）

经营性现金净流量	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q2较20Q2	21Q2较19Q2
公牛集团	103.3	191.2	203.1	229.7	-18.4	147.0	240.2	343.7	35.6	159.2	0.1	-0.2
三花智控	28.2	83.1	112.7	190.0	51.9	110.5	157.0	208.7	19.0	82.5	-0.3	0.0
欧普照明	-29.8	21.2	40.9	111.3	-89.8	-6.4	40.2	103.1	-84.5	-30.8	-3.8	-2.5

# 行业展望

# 家电行业中长期面临的两大变化因素

➤ 中长期看，未来家电行业公司受到两大因素影响：

- 1) 传统家电（如空冰洗等）保有量已高，未来行业隐含的量增中枢较低；
- 2) 人口结构变化，老人+二胎带来的家庭时间支出增加，与经济中枢下移带来的劳动时间增长的矛盾

➤ 未来家电行业中长期发展主线：需求切换，新增需求成长空间较大

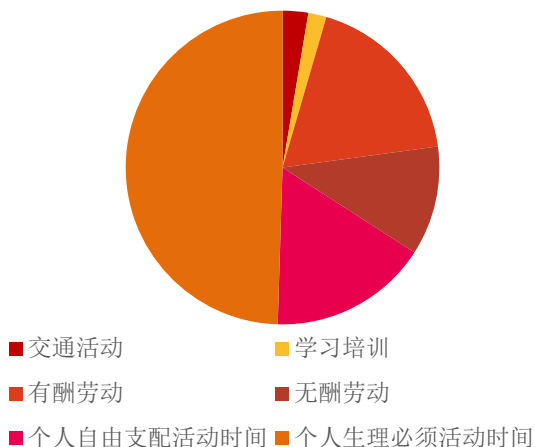
➤ 产品上：1) 量增转向质增。除了单品的功能提升带来的价值提升外，智能家居已具备硬件能力。2) 解放双手的产品保有量会大幅度提升。从过去十年看，在工作时间大幅度提升的同时，观察到个人自由支配活动的的时间仍增长了12分钟。未来我们看到，如以扫地机为代表的清洁电器、洗碗机等品类，在可支配收入已经达到较高水平之后会进入加速渗透状态。3) 健康和美容类小家电支出将更多。

➤ 区域上：国内走向全球。根据欧睿国际数据，目前我国生产的家电产品，在量上占到全球一半左右，而自主品牌（包括被中国企业收购的家电公司）只占全球的20%多。未来在供应链及产品创新的带动下，全球市占率有望提升。

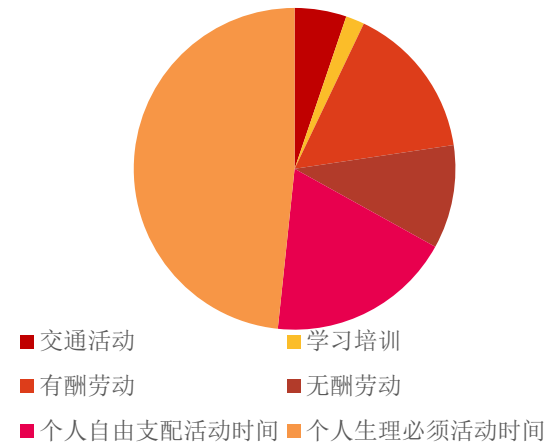
表：大家电已经基本普及完成

	2019	2035E	合计变动	CAGR
空调百户保有量（台）	117.97	264.47	124.19%	5.18%
空调内销量（万台）	9216.30	16897.08	83.34%	3.86%
冰箱百户保有量（台）	101.14	112.96	11.69%	0.69%
冰箱内销量（万台）	4338.20	5657.86	30.42%	1.67%
洗衣机百户保有量（台）	96.27	105.00	9.07%	0.54%
洗衣机内销量（万台）	4504.20	4627.56	2.74%	0.17%
油烟机百户保有量（台）	61.11	89.78	46.92%	2.43%
油烟机内销量（万台）	1743.20	2960.89	69.85%	3.37%
集成灶零售渠道渗透率	11.93%	40.00%	235.29%	-
集成灶工程渠道渗透率	0.52%	5.00%	868.47%	-
集成灶内销量（万台）	209.80	897.70	327.88%	9.51%

图：18年人均家务劳动支出86分钟



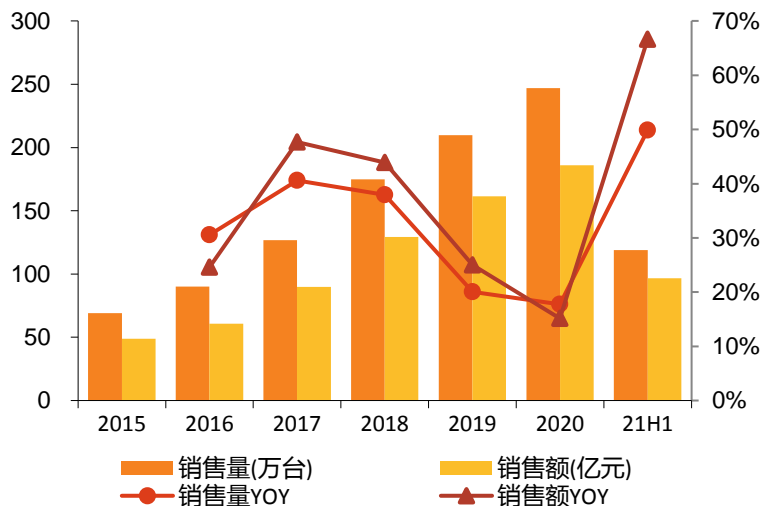
图：08年人均家务劳动支出103分钟



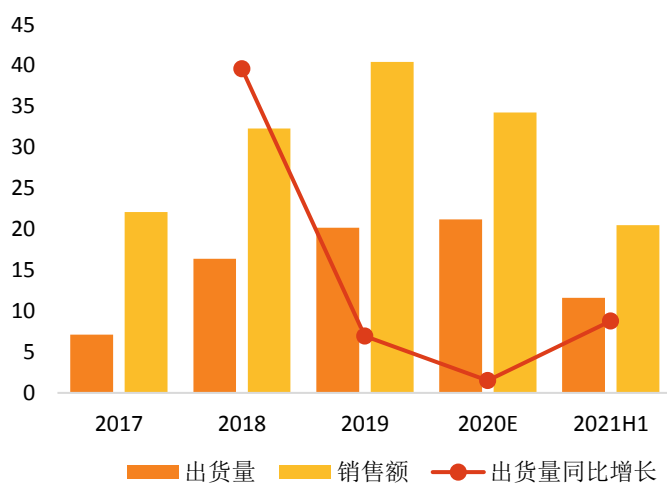
# 家电行业中长期主线1：新需求&新品类发展

- 无论是大小家电，在消费力提升和需求变化的双重驱动下，新兴品类都呈现出快速增长的态势。
- **集成灶行业规模高速增长。**根据中怡康数据，2020年集成灶销售额181亿元，销售量238万台，2015-2020 CAGR分别为30%和28%，21H1线上/线下销售额分别为25.7/71.1亿元，销售量分别为40.2/78.8万台。据帅丰电器招股说明书，2019年集成灶产品渗透率约11%。我们认为油烟机产品仍处于保有量提升阶段，从吸净油烟的根本效率来说，集成灶对非近吸式油烟机有较强的产品替代作用，长期空间广阔；作为更加年轻的品类，当前集成灶渗透率处于较低水平，市场认知度和接受度仍在不断提升。
- **黑电方面，高清视频、健康及教育等内容催生大屏需求，激光电视作为一种大屏方式热度持续提升。**根据洛图科技及奥维睿沃数据，21H1激光电视销售额达20.5亿元，出货量达11.6万台，出货量同比20年同期增长29%，同比19年同期仍有15%的增长。
- **随着人口老龄化和亚健康现象加重，以按摩椅为代表的健康家电迎来渗透率提升阶段。**根据生意参谋数据，20年及21H1按摩椅行业维持高增，同比增速分别达23%及36%。（21H1增速为同比19年同期数据）。

图：21H1集成灶行业维持较高增长

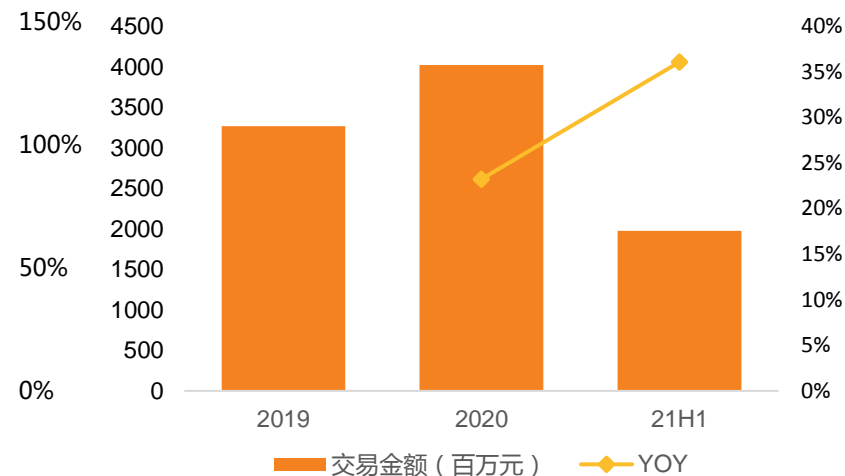


图：激光电视出货量（万台）及销售额（亿元）



注：2020年销售额为推测值（2020出货量\*2020Q1均价）

图：2019-21H1按摩椅交易金额及同比增速



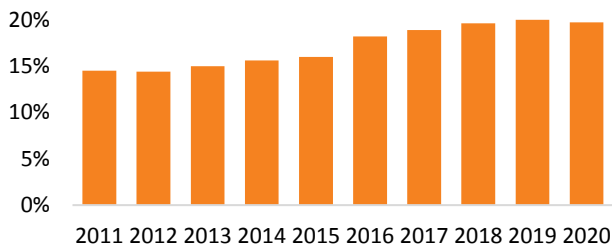
注：21H1增速为同比19年同期数据

## 家电行业中长期主线2：全球化经营寻求新空间

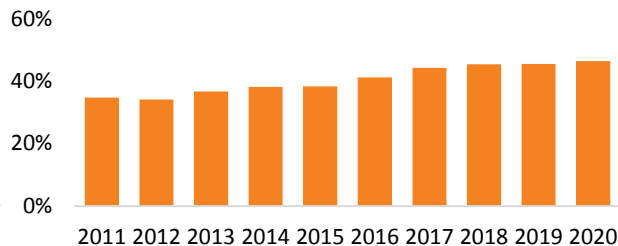
▶ 中国家电企业凭借完善的供应链、先进的生产技术及快速迭代产品的能力，逐渐打开海外市场，且有望通过出海并购进一步拓展海外市场。根据欧睿数据，中国家电公司及品牌在除亚太外各区域所占份额虽较小，但均呈现稳步上升趋势。中国家电企业在欧美等成熟市场的品牌力及渠道力较弱，除了在海外投入大量资金推广自有品牌外，中国家电企业也可选择直接收购当地的成熟品牌，借助海外品牌更快速建立销售渠道及打开海外市场。

▶ 我们选取大家电的核心品类冰/洗，同时选取新兴市场国家泰国、巴基斯坦、菲律宾、印度尼西亚和印度作为代表，对标成熟市场中中国的冰、洗历史发展阶段，以保有量作为主要分析对比数据，发现新兴市场国家当下冰洗发展情况多与国内2000年左右发展情况较为类似。这些新兴市场逐步迈入家电普及期，未来成长空间较大，且自有品牌相对匮乏，对于新品牌的接受程度较高，国内家电企业可以选择在这些市场进行前瞻性布局。

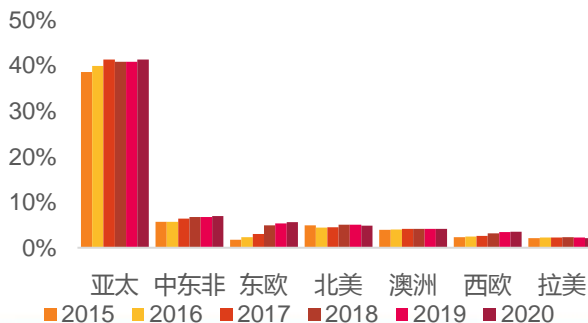
中国家电企业在全全球家电市场的市场份额



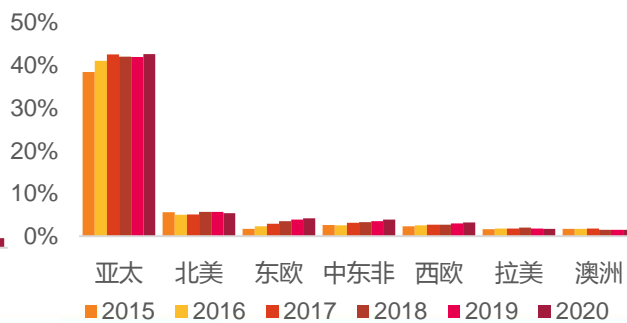
中国家电企业在全全球家电市场的制造份额



中国家电公司在各区域销量市场份额



中国家电品牌在各区域销量市场份额



表：区域各项指标综合排名

	大家电CAGR	小家电CAGR	大家电保有量	小家电保有量	人口规模	GDP CAGR	总得分	排名
亚太地区	2	1	2	3	1	1	10	1
中东与非洲	3	2	1	1	2	3	12	2
拉丁美洲	7	3	3	4	3	7	27	3
澳洲	1	4	7	6	7	4	29	4
东欧	6	6	4	2	6	5	29	5
北美洲	4	5	6	7	5	2	29	6
西欧	5	7	5	5	4	6	32	7

注：排名机制为，从高到底排序后，各区域大家电近10年销量CAGR、小家电近10年销量CAGR、2020年人口规模、近10年GDP CAGR均依照排名顺序得1-7分；大家电2020年保有量、小家电2020年保有量为依照排名逆序得1-7分

表：东南亚典型国家冰洗保有量处于中国2000年前后水平

	泰国	巴基斯坦	菲律宾	印度尼西亚	印度
洗衣机	2008	2003	1994	1991	1982
冰箱	2012	2007	2002	2007	1998

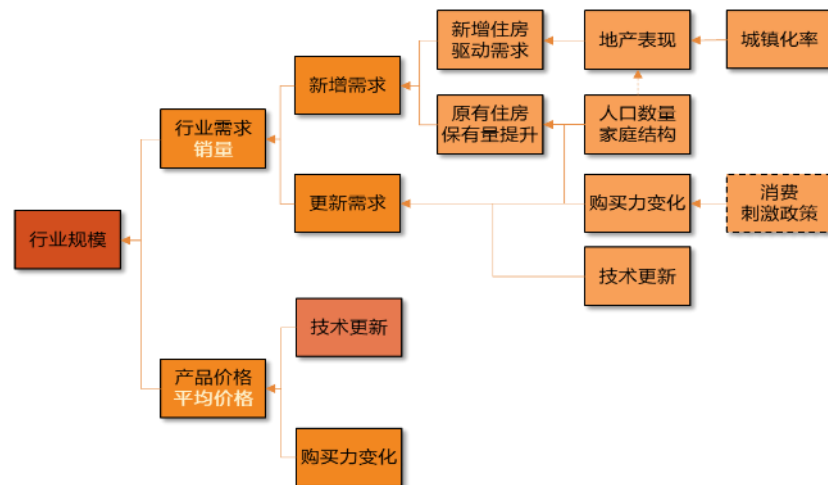
# 短期行业展望：内销步入正常基数，外销需求预计放缓

## 短期：

- 进入21H2：需求端，家电行业在内销上逐步步入正常基数期，上半年的低基数红利消失；外销上进入高基数阶段，同时欧美疫情管制措施放松+各类补助政策停止，外销增速预计将出现明显减缓。成本端，以铜为代表的大宗略有回落，芯片供给边际改善，毛利端预计逐季改善，但海运费压力仍存。
- 1) **传统大家电**：内销需求可能伴随大宗回落带来的终端降价有所改善，叠加竣工红利，预计厨电需求 > 冰洗需求 > 空调需求，其中集成灶仍将维持较高增速。
- 2) **小家电**：基于中期空间判断，**清洁电器**行业渗透率低，必选属性强，未来成长空间大。在扫地机与洗地机三季度新品的带动下，预计短期内仍是小家电行业中增速最快的子品类。**个护**行业中按摩器材、口腔护理、美容仪器等预计也将保持较快增速。厨电小家电在三四季度已度过20年的高基数时期，零售端可能恢复增长，但考虑疫情期间对厨电小家电的消费透支较多，预计厨房小家电增速将慢于清洁和个护。
- 3) **海外**：发达国家市场整体家电需求预计逐步回落，新兴品类如扫地机、家用投影仪基于低渗透率可能仍延续增长。

小家电中清洁、个护在渗透率的驱使下增长预期较好

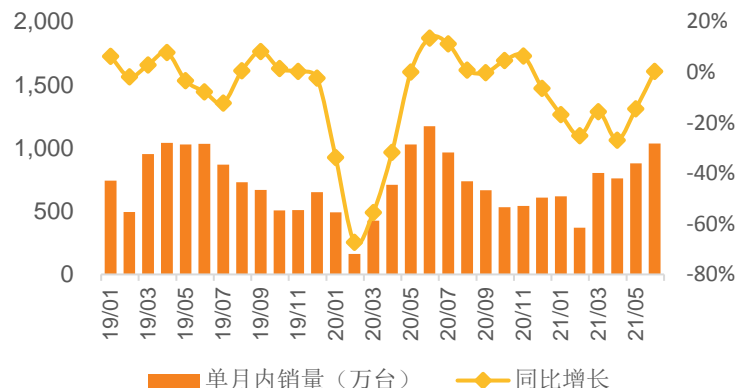
	2019	2035E	合计变动	CAGR
厨房小家电销额/人均GDP	0.057%	0.062%	0.005pcts	-
厨房小家电销额(亿元)	553.27	1106.55	100.00%	4.43%
取暖类小家电销额/人均GDP	0.014%	0.004%	-0.009pcts	-
取暖类小家电销额(亿元)	133.46	82.64	-38.08%	-2.95%
衣物护理小家电销额/人均GDP	0.002%	0.003%	0.001pcts	-
衣物护理小家电销额(亿元)	20.20	66.97	231.46%	7.78%
个护小家电销额/人均GDP	0.033%	0.047%	0.014pcts	-
个护小家电销额(亿元)	329.32	928.57	181.96%	6.69%
清洁小家电销额/人均GDP	0.016%	0.028%	0.013pcts	-
清洁小家电销额(亿元)	155.21	563.93	263.33%	8.40%
小家电销额/人均GDP	0.121%	0.144%	0.023pcts	-
小家电整体销额(亿元)	1191.47	2841.87	138.52%	5.58%



## 短期行业展望：白电内销出货端有望进一步改善

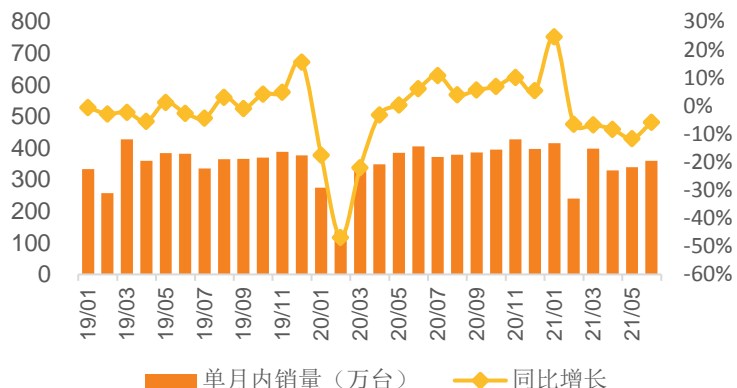
- 白电行业在旺季促销的带动下内销出货端有所恢复，特别是空调，六月中下旬长江中下游较热的天气对需求带动明显。
- 白电由于去年疫情期间销售延后，造成20年5月起较高的基数，冰洗增速尚未转正，但有改善迹象。
- 预计三四季度在竣工、大宗企稳带来的终端零售价企稳、双十一大促等因素的带动下，白电的内销有望进一步改善。

图：21年6月空调内销量增速由负转正



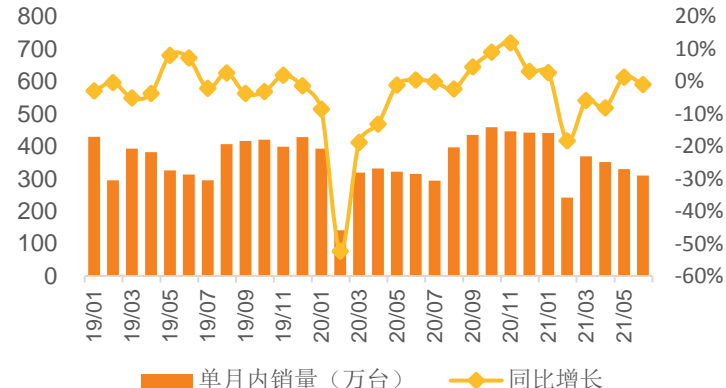
注：21年1-6月同比增速调整为较19年同期。

图：21年6月冰箱内销量增速趋稳



注：21年1-6月同比增速调整为较19年同期。

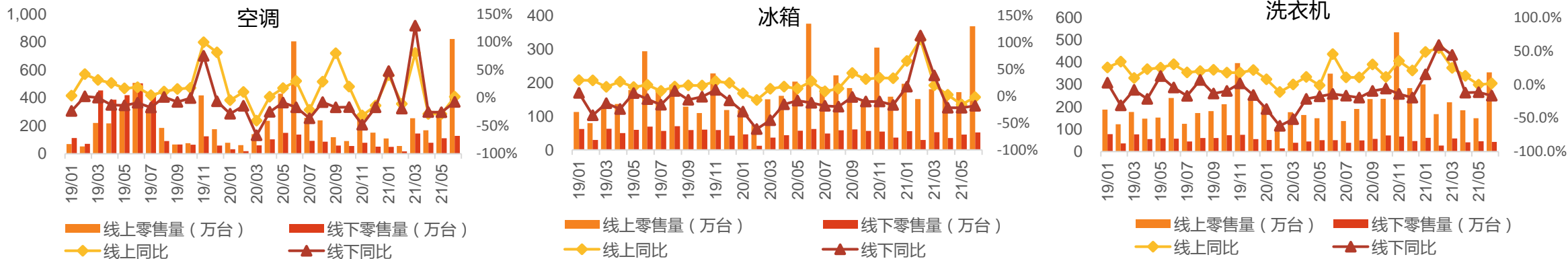
图：21年6月洗衣机内销量增速环比有所修复



注：21年1-6月同比增速调整为较19年同期。

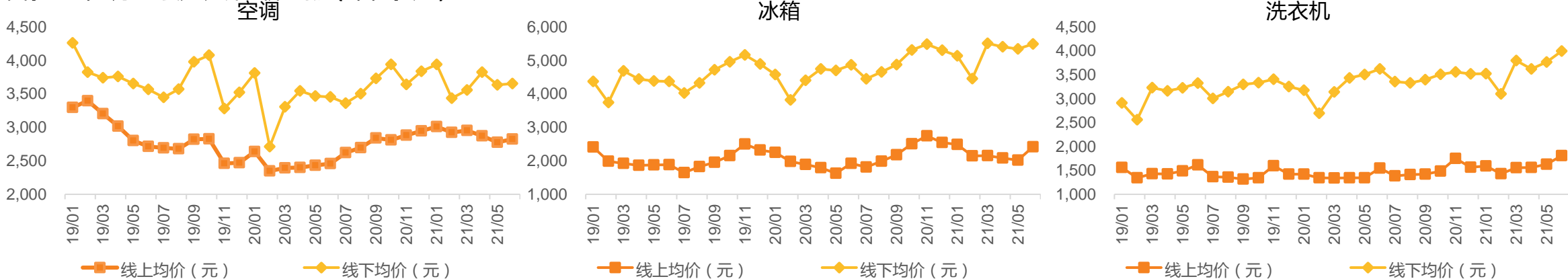
# 短期行业展望：白电需求端线上销量增速回暖，双线均价上扬

图：21年6月空冰洗线上同比增速有所回升（单位：万台）



注：21年1-6月增速调整为较19年同期。

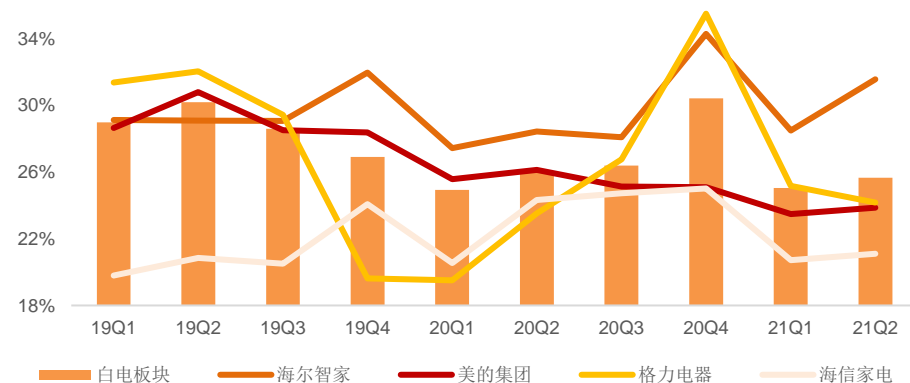
图：21年6月空冰洗双线均价上扬（单位：元）





# 短期行业展望：原材料价格趋稳，白电毛利率有望逐季修复

图：21Q2白电板块毛利率较19年同期仍处低位，环比已有所修复



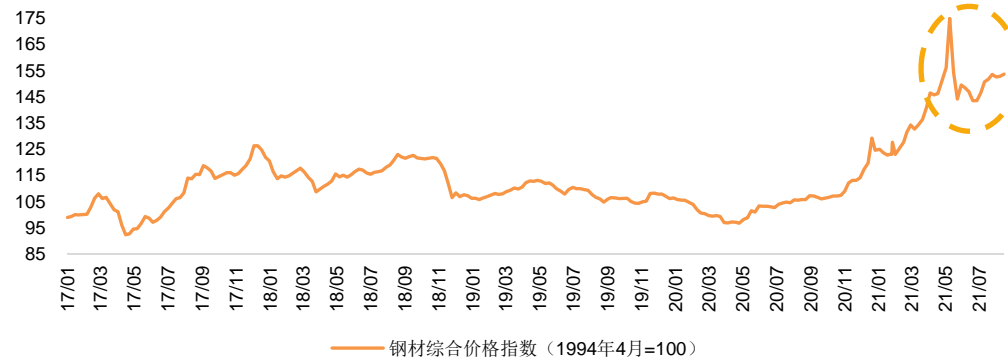
图：21年4月起铜价基本稳定



图：21年5月起塑料价格趋稳



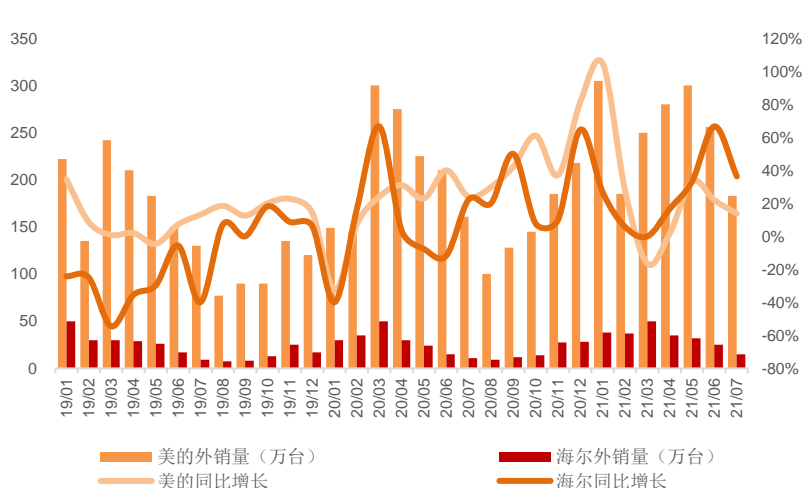
图：21年6月起钢材价格基本稳定



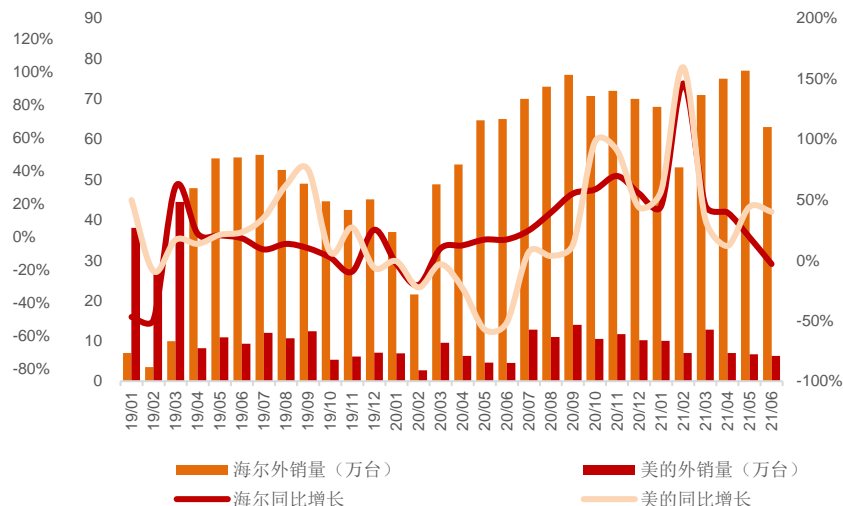
# 短期行业展望：20H2外销进入高基数，下半年白电外销可能回落

- 除了下半年进入外销高基数阶段外，欧美疫苗接种普及后，防疫政策的放开以及停止直接消费者补贴政策、通胀等因素，可能都将使得外销需求回落。
- 另20年因疫情，亚马逊Prime Day和黑五均在Q4，线上基数相对也较高。

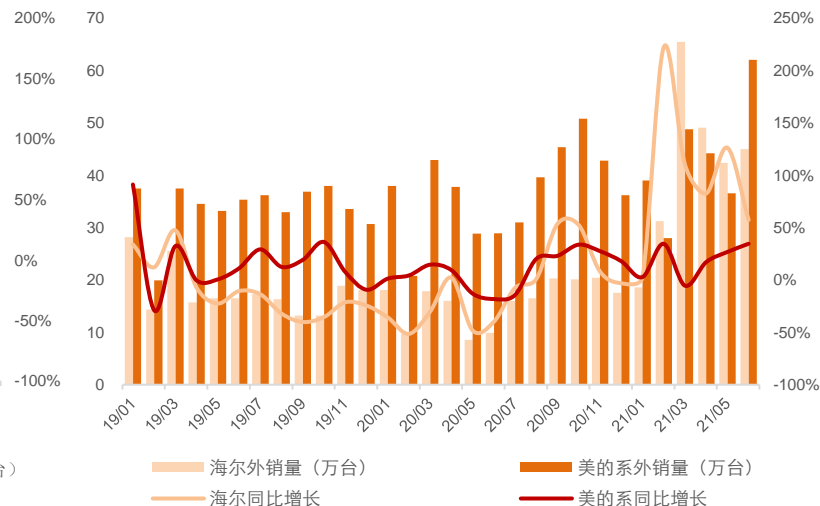
图：21年6月美的/海尔空调外销量增速趋缓



图：21年6月美的/海尔冰箱外销量增速下行



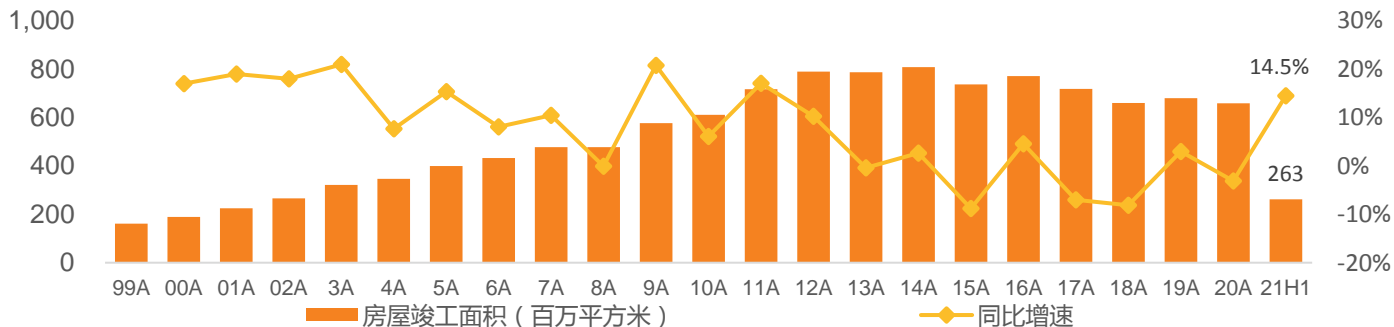
图：21年6月海尔洗衣机外销量增速环比下降



# 短期行业展望：房屋住宅竣工回暖+品类均价修复/增速改善，未来厨电大盘需求释放可能性较大

我国房屋住宅竣工回暖  
直接利好下半年厨电销售

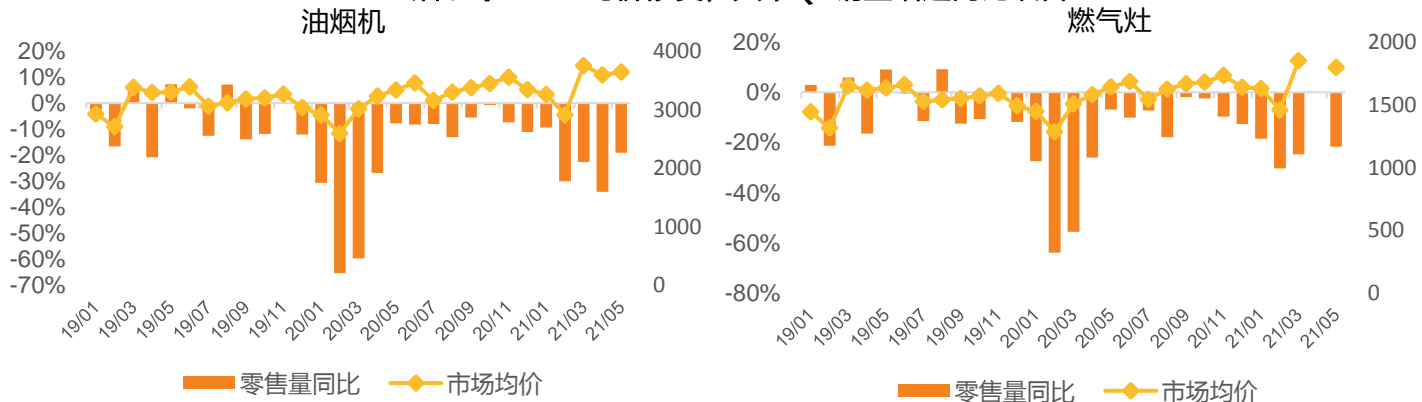
图：21H1我国住宅竣工面积同比提升



注：21H1同比增速调整为较19年同期。

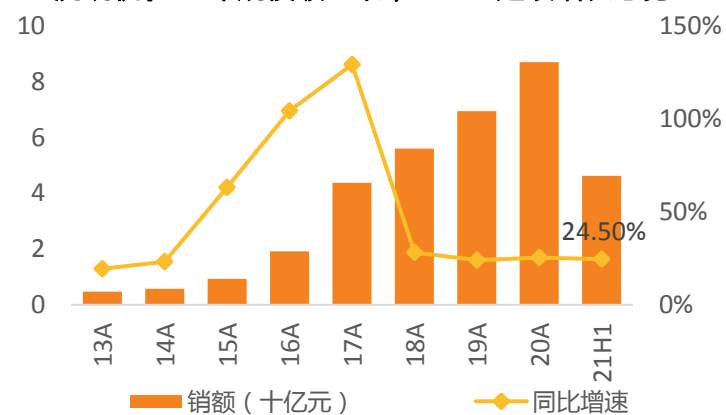
厨电均价修复，销量增速同比改善

烟/灶：21H1均价修复，其中Q1销量增速同比改善



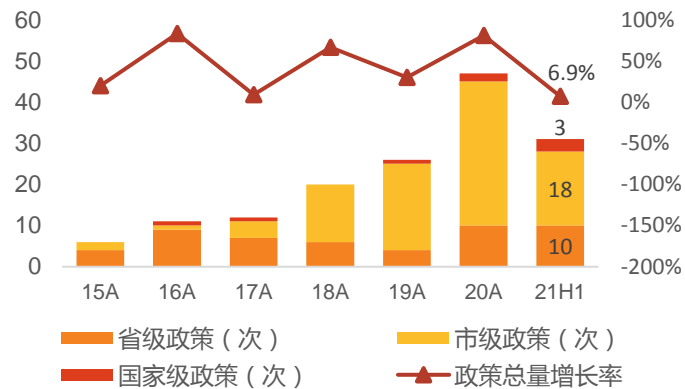
注：21年1-6月同比增速调整为较19年同期。

洗碗机：20年规模破80亿，21H1延续增长态势



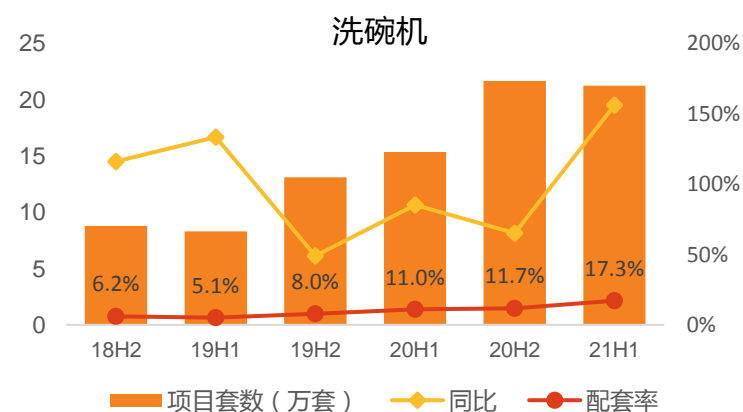
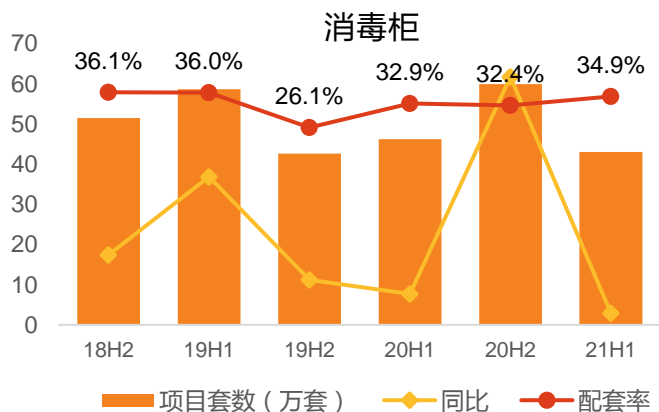
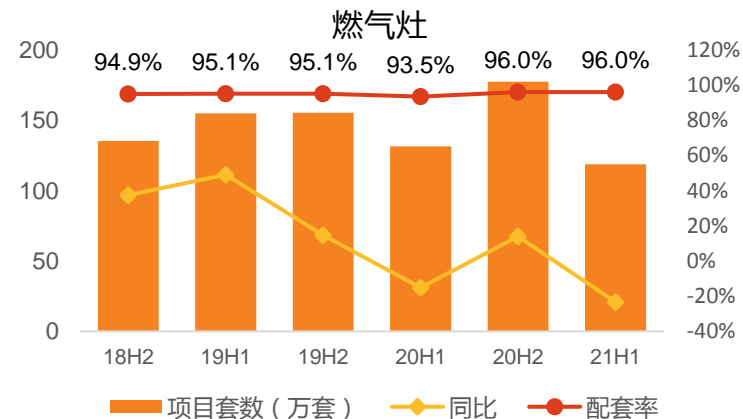
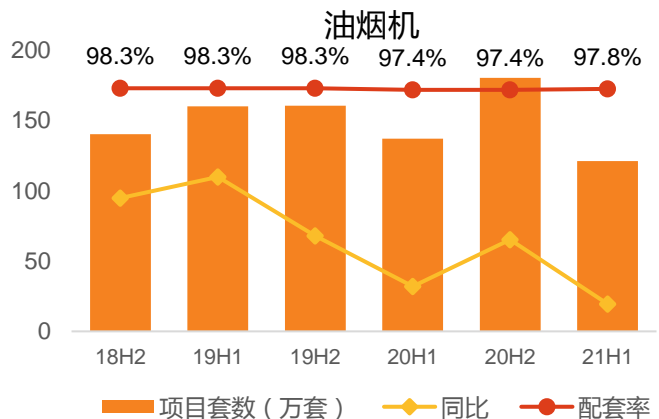
# 短期行业展望：精装政策推行延续，工程渠道烟/灶维持高配套率，消/洗渗透加速

图：国家/地区大力发展装配式住宅/全装修交付



- 西安** 房屋实际交付标准应与样板房展示内容保持一致
- 银川** 推行新建住宅全装修试点工作，全市实施范围内的新建住宅项目全装修竣工面积占项目建筑面积的比例不低于60%
- 无锡** 推行基本装修和升级装修分类管理，支持多样化成品住房需求，全面实施交付样板房制
- 福建** 提高商品住房的全装修成品交房比例
- 贵州** 在贵阳市（含贵阳新区）、遵义市、安顺市（以下统称试点市）开展成品住宅建设试点，鼓励其他非试点市（州）结合实际积极探索推进成品住宅建设发展
- 绍兴** 市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付；其他区域新建的商品住宅，鼓励实施全装修和成品交付，全市全装修覆盖率逐年提高
- 哈尔滨** 到2022年，全市当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比力争达到90%以上
- 宁波** 装修价以套内面积计价；全装修商品住房应执行“样板先行”制度
- 南昌** 落实全装修实物样板间、强化装修施工过程质量监控、严格按照标准验收等制度
- 海南** 全面推行装配式建筑，加快热带建筑建材产业集群发展
- 漳州** 对于漳州新建商品房全装修住宅工程质量问题进行进一步监管；到2025年新建商品住房合理平衡成品住房比例，对新建商品住房，通过土地出让规划条件将成品住房比例控制在40%，其余部分为非成品住房
- 青岛** 到2022年，城镇新建民用建筑中绿色建筑占比达100%；城镇新建建筑装配化建造方式占
- 嘉兴** 强化全装修管理；明确全装修基本规定；实行样板房“所见即所得”
- 深圳** 新房禁止借装修抬价，最高精装修价格区间在3000元/㎡—6000元/㎡
- 江西** 到2022年底，各设区市和赣江新区中心城区新建商品住宅全装修成品住宅面积比例力争达到30%，县（市）中心城区比例力争达到10%；2025年底分别达到60%/25%
- 成都** 精装修必须安装智能家居系统，实现入户门锁、可视对讲、燃气监控、空调、采暖和新风等设施的智能控制等

图：21H1精装修烟灶配套率同比提升，消毒柜/洗碗机快速渗透



注：21H1同比增速调整为较19H1。

# 短期行业展望：集成灶分销渠道持续扩张，高端产品放量优化利润空间

## 渠道端

相比于传统烟灶企业，集成灶品牌的渠道实力尚且薄弱，而品类安装服务属性极强，看好公司收入随着网点持续加密而不断增长。除经销门店外：

1) 线上渠道：疫情影响延续下线上渠道重要性仍凸显，21H1销量占比上升

21H1销量占比26.0%，较20H1-3.4%，较19H1+3.7%

21H1销额占比18.2%，较20H1-1.2%

2) 线下KA：21H1销额绝对值、占比较20年均有所提升，对企业收入贡献增加

21H1销额101.4亿元，较20H1+63.8%，较19H1+44.9%

表：集成灶线上占比上升可能性大，预计KA/精装占比将继续抬升

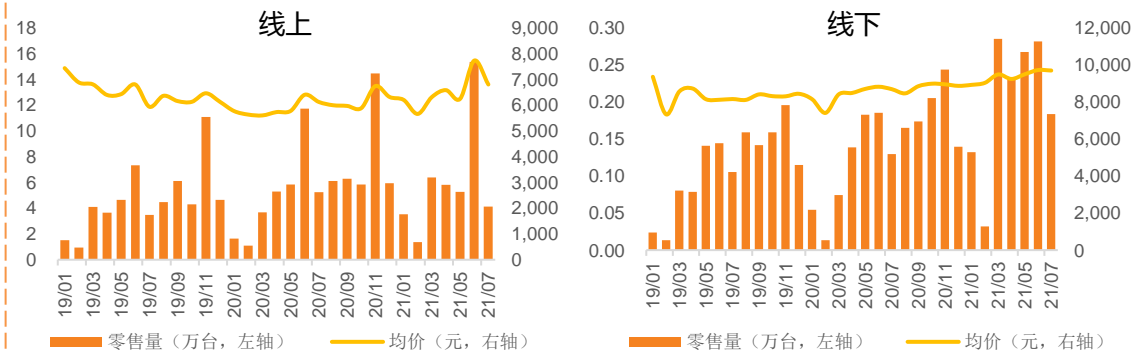
渠道类型	2018	2019	2020	2021E
平台电商	13.1%	14.3%	16.5%	17.1%
专业电商	3.3%	4.1%	5.4%	5.9%
社交电商	0.4%	1.8%	2.6%	2.7%
线上合计	16.8%	20.2%	24.5%	25.7%
KA卖场	7.4%	8.1%	9.2%	10.3%
TOP/地标	0.7%	0.6%	0.3%	0.0%
区域连锁	4.1%	3.7%	2.8%	1.6%
超市	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
专卖店/经销店	35.8%	31.7%	29.4%	27.3%
建材家居	34.9%	35.2%	33.2%	33.3%
线下合计	82.9%	79.3%	74.9%	72.5%
C端合计	99.7%	99.5%	99.4%	98.2%
精装工程	0.3%	0.5%	0.6%	1.8%
B端合计	0.3%	0.5%	0.6%	1.8%

## 产品端

表：集成灶产品结构逐渐优化，蒸烤一体高端化产品趋势向好

价格段 (元)	2019	2021H1	21H1较19年同期	价格段 (元)	2019	2021H1	21H1较19年同期
12000+	22.4%	18.6%	-3.8%	17000+	1.7%	3.2%	1.5%
11000-11999	5.5%	30.9%	25.4%	16000-16999	2.7%	4.8%	2.1%
10000-19999	5.4%	26.4%	21.0%	15000-15999	7.6%	5.7%	-1.9%
9000-9999	22.4%	6.5%	-15.9%	14000-14999	4.7%	8.0%	3.3%
8000-8999	1.7%	2.9%	1.2%	13000-13999	6.9%	23.1%	16.2%
7000-7999	4.8%	2.0%	-2.8%	12000-12999	31.9%	23.4%	-8.5%
6000-6999	8.4%	4.4%	-4.0%	11000-11999	25.5%	21.4%	-4.1%
5000-5999	15.9%	4.7%	-11.2%	10000-10999	8.5%	4.9%	-3.6%
4000-4999	12.2%	2.8%	-9.4%	9000-9999	4.4%	1.9%	-2.5%
3000-3999	1.0%	0.7%	-0.3%	8000-8999	1.9%	2.1%	0.2%
2000-2999	0.4%	0.1%	-0.3%	0-7999	4.2%	1.5%	-2.7%
10000元以上占比	33.3%	75.9%	42.6%	12000元以上占比	55.5%	68.2%	12.7%

表：21H1集成灶双线均价逐渐攀升

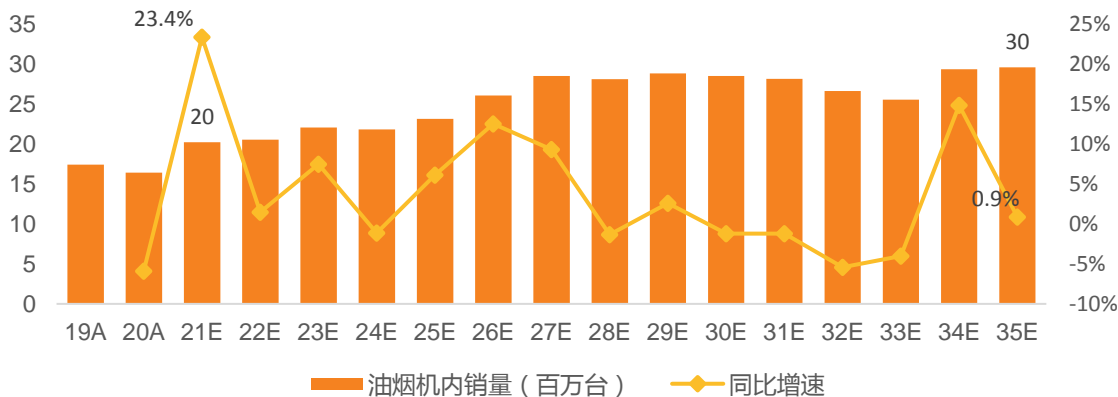


# 短期行业展望：预计至2035年，油烟机/集成灶内销量将分别达2961/898万台

表：油烟机&集成灶市场空间测算

	2019	2021E	2035E
油烟机全国保有量（万台）	27199	30626	43693
油烟机保有量新增值（万台）		962	907
油烟机更新需求（万台）		1062	2054
油烟机内销量（万台）	1743	2024	2961
住宅销售套数合计(万套)	1322	1365	1365
精装修渗透率	24.14%	32.00%	60.00%
精装房开盘量	319	437	819
油烟机配套率	98.40%	98.60%	100.00%
工程渠道油烟机需求（万台）	314	431	819
对应当年油烟机内销（万台）	202	242	255
零售渠道油烟机需求（万台）	1429	1532	3132
集成灶零售渠道渗透率	11.93%	15.44%	40.00%
集成灶工程渠道渗透率	0.52%	1.08%	5.00%
集成灶零售渠道销量（万台）	171	246	857
集成灶工程渠道销量（万台）	2	5	41
集成灶总销量（万台）	210	251	898

图：19A-35E油烟机内销量

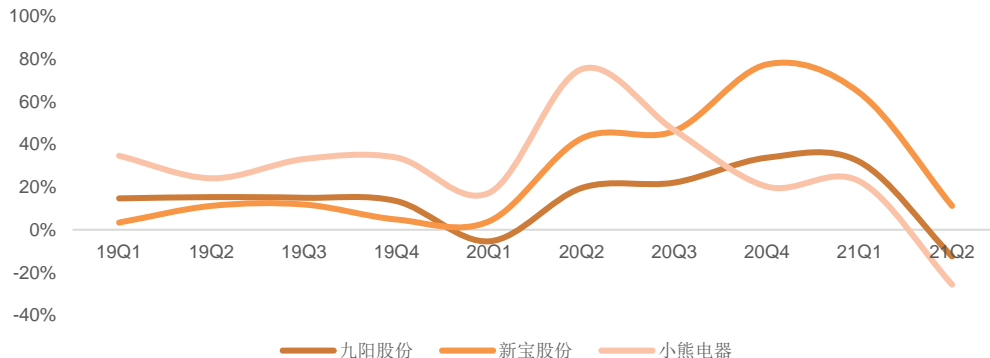


图：19A-35E集成灶内销量



# 短期行业展望：下半年小家电内销基数压力逐步缓解

图：部分小家电公司下半年营收增速压力逐渐减缓

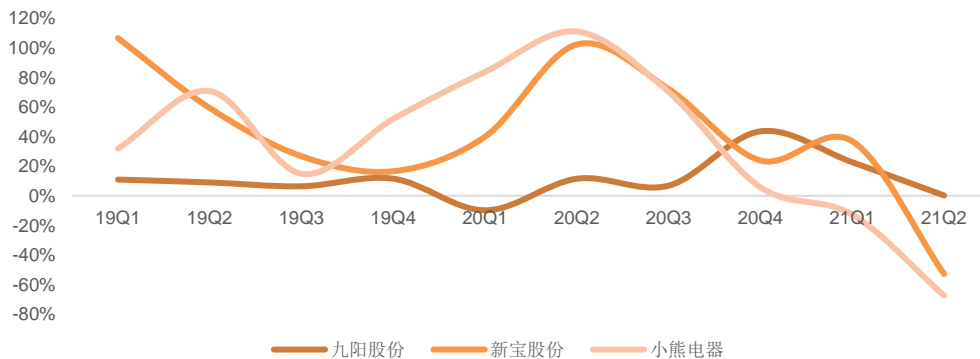


**厨房小家电：**零售端数据环比降幅逐渐企稳，下半年可能恢复增长。经过Q2基数最高点后，厨房小家电公司在今年三四季度的基数压力有望逐步缓解，但考虑到疫情期间厨房小电的消费有一定透支，预计增速可能不及小家电其他子版块。

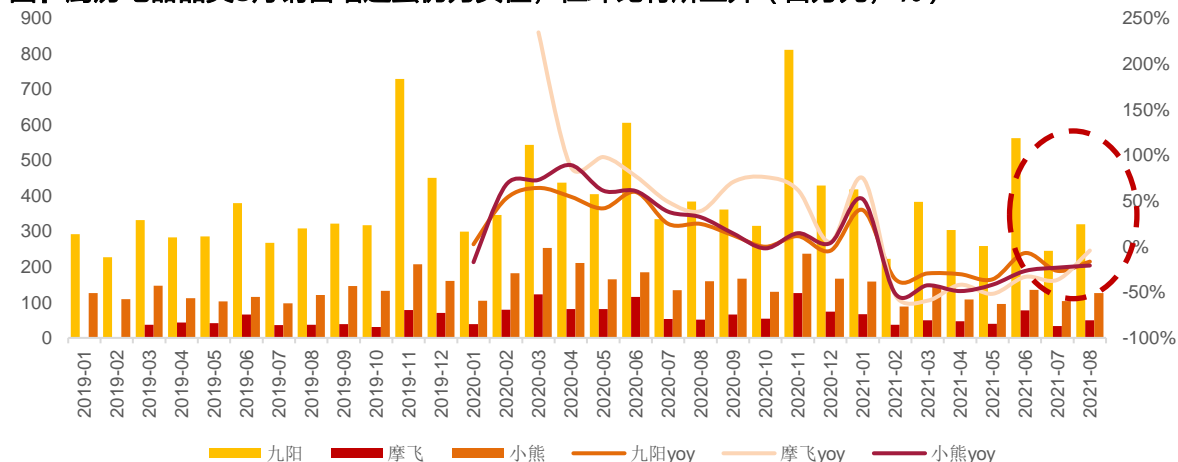
**清洁电器：**为备战双十一Q3起各家扫地机和洗地机新品已陆续上市，预计Q4新品有望放量贡献。在今年清洁电器景气度较高的背景下，新老品牌纷纷入局，叠加大促的催化，市场竞争将更为激烈。基于中期空间判断，清洁电器行业渗透率低，必选属性强，未来成长空间大，短期内仍将是小家电子版块中增速最快的子品类。

**个护按摩：**随着年轻消费群体比例的提升，悦己消费主义将更加显著，个护行业中按摩器材、口腔护理、美容仪器等预计也将保持较快增速。

图：部分小家电公司下半年业绩增速压力有所减缓



图：厨房电器品类8月销售增速虽仍为负值，但环比有所上升（百万元，%）



## 短期行业展望：清洁电器下半年新品频出，销售情况值得关注



产品名称	追觅W10	石头G10	品牌	eureka	追觅	石头	Shark
							
导航类型	激光导航	激光导航	型号	fc9 Pro	H11 Max	U10	ED200
吸力大小	4000Pa	2500Pa	功率	220W	200W	260W	220W
电池容量	6400mAh	5200mAh	噪音	78dB	76dB	78dB	78dB
尘盒容量	450ml (机身)	470ml (机身)	续航	35min	36min	35min	35min
基站水箱	清水和污水箱各4L (基站)	清水箱2.9L 污水箱2.5L (基站)	净水箱	750ml	900ml	850ml	520ml
机身水箱	机身不带水箱	300ml (机身) 带电控水箱	污水箱	600ml	500ml	600ml	700ml
机身高度	10.6cm	9.6cm	机身重量	5kg	4.7kg	5.1kg	4.6kg
越障高度	18mm	20mm	滚刷转速次/min	8000	9300	73860	60000
噪音	54-64dB	61dB	自清洁	√	√	√	√
清扫模式	单边刷+滚刷+双盘拖布一体	单边刷+滚刷+单片抹布拖地	电解水除菌功能	√	×	×	×
拖地功能	360次/分钟拟人擦地	3000次/分钟振动擦地	屏幕类型	液晶显示	LED		LED
价格	3599元 (预售价)	3999元 (预售价)	价格	4590 (预售)	2699 (预售)	3499 (预售)	2899 (预售)
上市时间	8月19日预售	8月25日预售	上市时间	9月1日预售, 9月15日上市	7月20日	8月25日预售, 9月25日上市	8月30日预售, 9月20日上市
产品特点	1.集洗、扫、洗、烘一体； 2.D型机身； 3.接入米家智能家居。	1.机身水箱与基站水箱相通，可自动补水； 2.基站可自清洁刮去水渍，避免清洁抹布后的污水堆积。 3.自定义洗布模式（快速洗、日常洗、深度洗、回洗间隔）	产品特点	滚筒自烘干；电解水除菌；智能语音	900ml大水箱	双滚刷设计不留水渍；垂直风道，减少吸力损耗；双侧贴边设计；语音汇报；后侧带折叠支架小设计可支撑机身，方便维护	白茶香氛功能除异味；贴边设计；语音汇报



# 短期行业展望：厨房个护小家电新品也已陆续推出

小熊电磁炉、汤品&茶饮



摩飞电热水壶、真空保鲜机、除螨仪



北鼎养生壶、手冲壶、分装杯、泡茶杯



飞科剃须刀



九阳电饭煲、锅具



# 投资建议

➤ 上半年在内销短期增速不及预期、家电海外业务短期基数承压及原材料成本高企等多重因素共振下，家电板块指数回撤明显。下半年家电投资可以聚焦两条主线：

## 1) 低渗透率、高成长性的品类

- 从经营区域上，国内家电企业转向全球经营，寻求更大发展空间是必由之路，其中海外品牌、渠道布局完善的公司应享受更高的估值，推荐【海尔智家】。
- 集成灶和洗碗机品类在厨房电器领域景气度延续，行业红利持续释放，建议关注【火星人】、【老板电器】、【亿田智能】、【帅丰电器】。
- 清洁电器在渗透率提升的大背景下，仍将在家电产品中保持增速领先的状态，但需关注下半年进入高基数后，基数效应对增速的影响，建议关注【石头科技】、【科沃斯】。

## 2) 大宗价格反向受益标的

- 近期以铜为代表的大宗原材料价格有所松动，若下行的趋势得到延续，则可能在未来季度中在生产成本及需求两端均对传统家电的内销市场形成有利因素，推荐【美的集团】、【公牛集团】。

## ➤ 风险提示：

**消费需求不及预期：**终端消费者的需求情况难以预测；

**测算过程具有一定主观性：**相关测算过程存在一定主观性，可能与未来实际情况有所偏差；

**疫情反复：**若疫情反复，对终端消费品销售有较明显的负面影响。

# 行业及重点公司基本面展望

子版块	公司	EPS				PE				估值所处历史分位	核心看点
		20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
白电	美的集团	3.90	4.09	4.64	5.13	18.72	17.85	15.74	14.23	62%	全球布局完善的综合家电品牌，中长期发展基础坚实。短期尽管受到大宗原材料、芯片等涨价影响，利润端承压，但公司在收入及业绩端均展现较好韧性，后期随着原材料影响边际减弱，盈利能力将有所提升。
	海尔智家	1.35	1.32	1.57	1.75	21.17	21.65	18.20	16.33	91%	公司未来产品及品牌发展方向明确，依托较强的供应链、产品及品牌协同能力，逐步拓展收入空间。国内主打产品结构升级，高端化及套系化布局引领收入快速增长，海外进行前瞻性品牌布局。
	格力电器	3.69	4.01	4.38	4.79	11.31	10.41	9.53	8.72	27%	展望后市若铜价延续近期回落态势，我们认为在需求端和成本端对行业内销的压力均会减轻，格力在渠道步入正轨后经营有望持续向上。同时成本压力减轻也将更加有利于格力外销的恢复。
厨电	老板电器	1.75	2.12	2.43	2.73	20.50	16.92	14.77	13.14	8%	厨电行业在竣工上行的带动下高景气度确定，叠加新品类渗透率提升空间较大，公司二三品类群具备较高成长性；且基于工程渠道毛利改善、终端提价以及原材料成本压力缓解可期，公司经营质量与盈利能力持续精进。
	浙江美大	0.84	1.05	1.27	1.48	17.88	14.30	11.83	10.15	0%	集成灶品类目前处于快速增长阶段，公司作为行业龙头，积极推进渠道融合拓展，加速技术创新与产品升级，受益于行业红利发展前景明朗。
	华帝股份	0.47	0.70	0.80	0.88	16.34	10.97	9.60	8.73	1%	在行业拐点已至、景气度上行的背景下，公司积极推进渠道变革，产品端场景化&套系化赋予发展新动能，中报业绩迅速修复，21年起有望进入上升通道。
	火星人	0.76	1.04	1.31	1.67	72.11	46.49	34.41	26.47	0%	公司享受行业高景气度红利，以全渠道+新品类+强品牌同时发力，积极拓展成长空间，在今年竣工向好的加持下全年高速增长确定性高，中长期依然可以延续良好发展态势。
	亿田智能	1.75	1.88	2.33	2.94	30.98	32.41	24.60	19.37	12%	公司把握市场发展机遇，积极布局营销网络、推进渠道建设、革新内部管理，随着产品创新力优势凸显，未来发展空间广阔。
	帅丰电器	1.38	1.86	2.39	3.01	20.56	16.47	12.78	10.10	0%	上市以来持续优化全方位、立体化的销售与营销网络，且在产能逐步释放、产品结构优化背景下，公司增长中枢有望进一步抬升。

注：当前估值对应截至时间为2021年9月9日，火星人、亿田、帅丰、科沃斯的预测为Wind30天一致预期，其余公司的预测为天风家电团队中报点评预测数据。

## 行业及重点公司基本面展望

子版块	公司	EPS				PE				估值所处历史分位	核心看点
		20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
小家电	苏泊尔	2.26	2.56	2.90	3.22	22.00	19.43	17.15	15.44	45%	公司国内线上主要品类市占率不断提升，线下销售持续恢复；外销方面长期为SEB代工，订单稳定有保障。公司不断优化产品结构提升毛利率，同时加强管控费用投入。
	九阳股份	1.23	1.32	1.63	1.93	17.90	16.68	13.51	11.41	28%	公司核心品类营养煲销售情况良好，炊具销售显著增长，目前shark已推出洗地机新品，下半年有望推出新款扫地机产品，为公司整体营收助力。
	新宝股份	1.35	1.08	1.56	1.87	16.74	20.93	14.49	12.09	22%	由于下半年外销增速放缓成本上升，代工订单有望向头部企业集中；公司自主品牌收入在“产品+内容”双轮驱动模式下有望继续提升，摩飞除前期强势的厨房类小家电，后续亦可能在清洁电器、生活电器等品类上突破。
	小熊电器	2.74	2.33	3.12	3.88	17.86	21.00	15.68	12.61	5%	品类方面公司刚需品类销售情况良好，新拓展的母婴与非电品类呈高速增长；渠道方面公司积极布局新兴+下沉渠道，同时在自有品牌出海蓄力，有望打开新成长空间。
	科沃斯	1.12	3.46	4.66	5.61	77.89	44.64	32.18	24.67	28%	科沃斯+添可双轮驱动，科沃斯扫地机下半年新品有望助力营收增长，添可洗地机具先发优势，市占率第一地位稳固。行业层面清洁电器低渗透率未来成长空间可期。
	石头科技	20.54	24.81	32.82	41.05	44.24	36.63	27.69	22.14	29%	下半年新品扫地机带动营收增长，新品洗地机为公司打开新赛道和空间。行业层面清洁电器低渗透率未来成长空间大。
	公牛集团	3.85	4.58	5.25	6.04	45.84	38.54	33.62	29.22	3%	作为民用电工领域龙头，公司经营底蕴深厚，业务条线发展路径清晰，多品类协同效应显现，助推公司营收业绩稳健增长。

注：当前估值对应截至时间为2021年9月9日，火星人、亿田、帅丰、科沃斯的预测为Wind30天一致预期，其余公司的预测为天风家电团队中报点评预测数据。

## 重点公司存续股权激励/持股计划（含草案）一览

子版块	公司	类型	涉及股本占总股本的比例	授予人数	授予价格	起止年限	业绩要求
白电	美的集团	限制性股票	0.14%	139	39.92	2021-2024年	21/22/23/24净利不低于前两年平均，即增速不低于-6%/3%/-1%/1%
		期权	1.16%	139	81.41	2021-2025年	21/22/23/24净利不低于前两年平均的110%，即增速不低于4%/8%/6%/7%
		期权	0.85%	3238	50.42	2021-2024年	21/22/23/24净利不低于前两年平均，即增速不低于-6%/3%/-1%/1%
	海尔智家	期权	0.54%	400	25.99	2021-2027年	21年归母净利润较20年经调整的归母净利润增速达到或超过30%；22年归母净利润较21年同期增长率达到或超过15%；23/24/25年归母净利润较21年同期CAGR达到或超过15%
	格力电器	股票	1.80%	不超过12000	27.68	2021-2023年（第二期已终止）	2021年净利润较2020年增长不低于10%，且当年每股现金分红不低于2元或现金分红总额不低于当年净利润的50%。
小家电	苏泊尔	股票	0.52%	182	1	2017-2021年	18/19/20内销额增速11%/10%/10%，营业利润增速13%/6%/12%
	九阳股份	期权	2.35%	107	20.99	2021-2024年	21/22/23营收增速不低于15%/33%/56%，21/22/23净利润增速不低于5%/16%/33%
		股票	0.65%	188	1	2018-2021年	21/22/23营收增速不低于6%/11%/15%，21/22/23净利润增速不低于2%/8%/13%
	新宝股份	4,000万元激励基金		129		2019-2021年	2019-2021年考核净利润增长率分别不低于15%、30%、45%；2019-2021年国内主营业务收入增长率分别不低于20%、40%、60%
	小熊电器	限制性股票	0.36%	36	38.92	2021-2025年	21/22/23销额增速9%/25%/20%，净利增速17%/20%/17%
		期权	0.61%	123	77.84	2021-2025年	
	科沃斯	限制性股票	1.62%	141	44.49	2021-2023年	公司整体净利润21/22/23年增速每年不低于20%。添可21/22/23年营收增速不低于50%/25%/25%；净利润增速不低于50%/25%/15%。
石头科技	限制性股票激励	0.86%	203	52.175	2020-2023年	20/21/22/23年自有品牌扫地机营收增速为10%/3.6%/3.5%/3.4%	

注：格力电器为员工持股计划

## 重点公司存续股权激励/持股计划（含草案）一览

子版块	公司	类型	涉及股本占总股本的比例	授予人数	授予价格	起止年限	业绩要求
厨房电器	老板电器	期权	0.32%	138	36.57	2021-2023年	20年至21/22/23年营收CAGR均不低于10%；21/22/23年归母扣非净利润不低于20年水平
	帅丰电器	股票	1.09%	33	13.205	2021-2023年	21/22/23年营收较20年增长率分别不低于15%/25%/30%
其他板块	公牛集团	股票	0.11%	523	88.15	2021-2023年	21/22/23年收入不低于10%/5%/7%，业绩不低于9%/5%/7%
		股票	0.10%	441	76.13	2020-2022年	20年收入或业绩不低于17-19年平均；21年收入或业绩不低于18-20年平均；22年收入或业绩不低于19-21年平均
	三花智控	股票	0.44%	883	9.85	2020-2022年	20/21/22年加权平均净资产收益率 $\geq$ 17%或不低于同行业对标公司的80分位加权平均净资产收益率水平
	欧普照明	股票	0.37%	148	21.9	2018-2023年	18/19/20/21/22/23年净利润较17年增速不低于20%/44%/73%/108%/149%/199%
期权		1.00%	11	43.79	2018-2023年	18/19/20/21/22/23年净利润较17年增速不低于20%/44%/73%/108%/149%/199%	

# 附录

# 附录：家电未来空间测算

## ► 核心假设：

- 1.根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016—2030年）》，2030年全国总人口有望达到14.5亿人左右，常住人口城镇化率达到70%，我们保守预计到2035年我国总人口为14.6亿人，城镇化率为73%；
2. 预计2019-2035年每年城镇及农村每户人数为3人；
- 3.空冰洗更新周期为10年，油烟机更新周期为13年；
- 4.参考日本及我国往年大家电增长情况，2035年空调、冰箱、洗衣机、油烟机每百户保有量分别为264、113、105、90台；
- 5.精装修渗透率每年增长2%；油烟机渗透率至2035年达100%；集成灶零售渠道及工程渠道渗透率至2035年分别为40%、5%；
- 6.保守估计2021-2035年住宅销售套数均为1365万套；
7. 采用日本居民在小家电产品上的支出水平（相对人均GDP）与产品支出结构作为参照，推测未来中国小家电市场的整体成长空间与细分结构

	2019	2021E	2035E
全国总人口(百万)	1400	1415	1460
城镇化率	61%	63%	73%
城镇人口(百万)	854	884	1066
农村人口(百万)	546	531	394
城镇每户人数	3	3	3
农村每户人数	3	3	3
城镇户数(百万户)	285	295	355
农村户数(百万户)	182	177	131
空调全国保有量(万台)	55053	60572	128711
空调保有量新增值(万台)		3654	6010
空调更新需求(万台)		6060	10887
空调内销量(万台)	9216	9715	16897
冰箱全国保有量(万台)	47196	48566	54975
冰箱保有量新增值(万台)		599	135
冰箱更新需求(万台)		5897	5523
冰箱内销量(万台)	4338	6495	5658
洗衣机全国保有量(万台)	44926	46405	51100
洗衣机保有量新增值(万台)		599	114
洗衣机更新需求(万台)		3636	4514
洗衣机内销量(万台)	4504	4235	4628
油烟机全国保有量(万台)	27199	30626	43693
油烟机保有量新增值(万台)		962	907
油烟机更新需求(万台)		1062	2054
油烟机内销量(万台)	1743	2024	2961
住宅销售套数合计(万套)	1322	1365	1365
精装修渗透率	24.14%	32.00%	60.00%
精装房开盘量	319	437	819
油烟机配套率	98.40%	98.60%	100.00%
工程渠道油烟机需求(万台)	314	431	819
对应当年油烟机内销(万台)	202	242	255
零售渠道油烟机需求(万台)	1429	1532	3132
集成灶零售渠道渗透率	11.93%	15.44%	40.00%
集成灶工程渠道渗透率	0.52%	1.08%	5.00%
集成灶零售渠道销量(万台)	171	246	857
集成灶工程渠道销量(万台)	2	5	41
集成灶总销量(万台)	210	251	898

	2019	2035E
人均GDP	40247	20523
日本人均GDP(美元)	10262	10262
中国人均GDP(美元)	10262	20523
人均小家电消费支出(美元)		
中国		
食物料理小家电	1.6	3.2
取暖类小家电	1.4	2.8
衣物护理小家电	0.2	0.4
个人护理小家电	3.4	6.8
厨房小家电	4.2	8.4
清洁小家电	1.6	3.2
合计	12.4	24.8
日本		
食物料理小家电	1.6	3.2
取暖类小家电	1.7	3.4
衣物护理小家电	1.3	2.6
个人护理小家电	18.8	37.6
厨房小家电	23.2	46.4
清洁小家电	11.4	22.8
合计	58.0	116.0
小家电消费占人均GDP比重		
中国		
食物料理小家电	1.6	3.2
取暖类小家电	1.4	2.8
衣物护理小家电	0.2	0.4
个人护理小家电	3.4	6.8
厨房小家电	4.2	8.4
清洁小家电	1.6	3.2
合计	12.4	24.8
日本		
食物料理小家电	1.6	3.2
取暖类小家电	1.7	3.4
衣物护理小家电	1.3	2.6
个人护理小家电	18.8	37.6
厨房小家电	23.2	46.4
清洁小家电	11.4	22.8
合计	58.0	116.0
小家电消费占人均GDP比重		
中国		
食物料理小家电	0.0156%	0.0312%
取暖类小家电	0.0136%	0.0272%
衣物护理小家电	0.0019%	0.0038%
个人护理小家电	0.0331%	0.0662%
厨房小家电	0.0409%	0.0818%
清洁小家电	0.0156%	0.0312%
合计	0.1208%	0.2416%
日本		
食物料理小家电	0.0040%	0.0080%
取暖类小家电	0.0042%	0.0084%
衣物护理小家电	0.0032%	0.0064%
个人护理小家电	0.0467%	0.0934%
厨房小家电	0.0576%	0.1152%
清洁小家电	0.0283%	0.0566%
合计	0.1441%	0.2882%
如果中国小家电消费占比等于对应时期的日本小家电消费占比，人均小家电消费支出(美元)		
中国		
食物料理小家电	0.4	0.8
取暖类小家电	0.4	0.9
衣物护理小家电	0.3	0.7
个人护理小家电	4.8	9.6
厨房小家电	5.9	11.8
清洁小家电	2.9	5.8
合计	14.8	29.6



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS