

行业研究

从失望之冬走向希望之春

——家用电器行业 2022 年投资策略

要点

年度回顾：2021 年是家电板块的“失意之年”。截至 2021 年 9 月底，家用电器板块年内下跌 24.2%，位列申万一级行业末位，为 2005 年至今最糟糕的年度。原因如下：**(1) 上游通胀：原材料涨价引起利润率下滑担忧，21H1 白电成本的涨幅超过 17H1 涨价周期。****(2) 下游“通缩”：疫情反复冲击居民收入增长以及家电需求；****(3) 出口走入高基数：20H2-21H1 白电外销的景气度处于近 5 年高位，市场步入长达 1 年的高基数周期；****(4) 风格偏向新兴产业和上游周期：流动性宽裕程度超预期，春节后景气度取代确定性成为主要方向。**

2022 年外部环境展望：内需转危为机，出口回落的影响有限。有利因素有三：

(1) 国内接近群体免疫，疫情对大众消费的影响衰减；(2) 21 年地产销售或达 18 亿平，再创新高，若信贷边际放松，22 年地产以及后周期板块都将具备韧性，此外各地促消费政策或将进一步出台；(3) 全球流动性和经济动能回落，原材料价格大概率告别单边向上态势。另一方面，尽管强劲的家电出口或难延续，但预计对于上市公司业绩的影响较小，由于原材料价格和海运费明显上涨，2021 年白电出口同比虽大幅提升，但主要公司的外销毛利增长较为乏力。

2022 年家电基本面展望：白电内需恢复至疫情前水平，行业整体利润率改善。

(1) 经济恢复+地产韧性，预计 2022 年白电内需恢复至疫情前水平，空调内销量或达 9100 万台（同比+8%），终端均价同比+2%。(2) 预计 2022 年空/冰/洗外销量同比增长均为 2%左右，相比 21 年出现不同程度回落。(3) 预计 2022 年原材料价格同比下调 15%-20%，白电龙头毛利率有望同比提升 2-4pcts。(4) 新兴品类延续快速增长+强创新态势，集成灶行业增速快，清洁品类创新力强。

投资建议：2022 年家电行业配置价值明显高于 2021 年。**(1) 宏观环境有利：**21Q4 经济增速下行压力加大，“紧信用”或将逐步转向“宽信用”，社融增速先行企稳，内需或在 22H1 明显改善。随着供给侧约束纠偏的可能性加大，以及工业品通胀向下游传导，PPI-CPI 剪刀差大概率高位回落，前期承压的优质消费股有望迎来重估。**(2) 景气度稳定性排序靠前：**取样沪深 300 成分股，比较各行业 22 年相对 21 年景气度变化，家电以其增长稳定性排位靠前。**(3) 估值偏低+机构低配：**家电整体 PE 相对大盘的估值已回落至历史均值下方，机构对家用电器的配置比例处于近 10 年低位，随着盈利逐渐修复，板块长线价值抬升。**我们建议投资者关注三个方向：(1) 受益于基本面复苏以及配置价值提升的大家电龙头，推荐美的集团、格力电器、海尔智家、老板电器；(2) 估值处于历史底部且受益于经济修复的厨房小家电板块，推荐苏泊尔、九阳股份、小熊电器；(3) 新兴家电中具备刚需属性的清洁品类，推荐科沃斯、石头科技。**

风险分析：经济恢复不达预期，地产销售大幅下滑，原材料和本币汇率明显涨价。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600690.SH	海尔智家	26.21	0.98	1.36	1.61	27	19	16	买入
002508.SZ	老板电器	33.81	1.75	2.06	2.35	19	16	14	买入
000333.SZ	美的集团	71.00	3.87	4.16	4.76	18	17	15	买入
000651.SZ	格力电器	39.05	3.69	4.04	4.47	11	10	9	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-15

家电行业 增持（维持）

作者

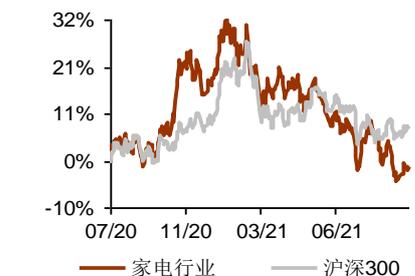
分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

2021年是家电板块的“失意之年”。截至9月底，家用电器板块年内下跌24.2%，位列申万一级行业末位，这是2005年至今最糟糕的年度呈现。（1）21Q1家电指数跑输Wind全A指数4.7个百分点，年初地产调控加严拖累产业链，春节后全球经济复苏+货币收紧预期，十年期美债收益率突破1.5%，高估值抱团资产出现回撤。（2）21Q2家电大幅跑输大盘17.4个百分点，碳中和背景下原材料价格再破前高加剧了利润率承压的担忧。（3）21Q3家电跑输大盘9.4个百分点，其中7-8月的不佳表现反映了出口退坡预期叠加原材料高位压力，9月家电小幅跑赢市场，止住颓势（估值调整基本到位+周期股回撤伴随资金调仓）。

创新之处

在2022年展望之前，本文对2005年至今的家电股投资进行了历史复盘，以期寻求目前家电板块所处的位置以及投资家电股的窍门。

家电板块何时获得超额收益？（1）明显超额回报发生在绝对收益大年。2009年、2012-2013年、2016-2017年、2019年均超过10个百分点的超额收益，这些年家电相对全A具备显著超额利润增长，其中2013年和2017年同为地产宽松的后周期业绩兑现，家电利润和估值提升幅度均超Wind全A；（2）2021年是继杠杆牛后首次明显跑输。家电在熊市里具备防御属性，2008年和2011年跑赢Wind全A（非金融石化），2018年仅略微跑输，防御价值的本源在于稳定的相对盈利增长。过去14年，家电明显跑输大盘仅出现在2014-15年（杠杆牛，家电估值涨幅不及大盘）以及2021年前三季度（家电跑输大盘32个百分点，拆解来看市盈率增幅落后25pcts，净利润增幅落后20pcts）。

投资观点

2022年家电行业配置价值明显高于2021年。（1）宏观环境有利：21Q4经济增速下行压力加大，“紧信用”或将逐步转向“宽信用”，社融增速先行企稳，内需或在22H1明显改善。随着供给侧约束纠偏的可能性加大，以及工业品通胀向下游传导，PPI-CPI剪刀差大概率高位回落，前期承压的优质消费股有望迎来重估。（2）景气度稳定性排序靠前：取样沪深300成分股，比较各行业22年相对21年景气度变化，家电以其增长稳定性排位靠前。（3）估值偏低+机构低配：家电整体PE相对大盘的估值已回落至历史均值下方，机构对家用电器的配置比例处于近10年低位，随着盈利逐渐修复，板块长线价值抬升。

我们建议投资者关注三条主线：（1）受益于基本面复苏以及配置价值提升的大家电龙头，推荐美的集团、格力电器、海尔智家、老板电器；（2）估值处于历史底部且受益于经济修复的厨房小家电板块，推荐苏泊尔、九阳股份、小熊电器；（3）新兴家电中具备刚需属性的清洁品类，推荐科沃斯、石头科技。

目 录

1、历史复盘：如何投资家电股？	8
1.1、2021 年行情回顾：未曾有过的艰难	8
1.2、历史归因：家电何时产生超额收益？	10
1.2.1、绝对收益：盈利支撑正收益，下跌年份“杀估值”	10
1.2.2、相对收益：盈利上行期兼具超额回报	11
2、2021 年基本面回顾：传统品类平稳发展，新兴品类景气高涨	12
2.1、白电：外销强劲，内需疲软	13
2.2、大厨电：内销增长转正，均价走势较强	14
2.3、厨房小家电：红利期后的负重前行	15
2.4、新兴家电：景气较高，结构优化	16
3、2022 年外部因素展望：原料+地产边际改善，强劲出口趋于收敛	17
3.1、原材料：价格或已见顶，成本压力回落	17
3.2、房地产：地产调控或有边际趋缓可能	20
3.3、出口增速回落，业绩影响有限	21
4、2022 年家电基本面展望：寒冬已过，暖风徐徐	23
4.1、白电：内需逐渐回暖，出口自然回落	23
4.2、大厨电：内销随地产回暖而恢复	26
4.3、厨房小家电：后疫情时代有望加速修复	27
4.4、新兴家电：集成灶延续高增，清洁品类不断创新	29
4.4.1、集成灶：2022 年零售额同比或将维持 30% 以上	29
4.4.2、扫地机&洗地机：创新趋势延续，新品层出不穷	31
4.5、白电龙头利润率：或随成本压力缓解而提升	33
4.5.1、最近两轮成本上涨期：垄断地位助龙头转嫁成本压力	33
4.5.2、最近两轮成本下降期：龙头享受成本向下/均价向上剪刀差	34
4.5.3、总结：白电龙头在成本上涨期韧性更强，下跌期内受益更大	35
5、投资建议：22 年家电配置价值明显提升	35
5.1、估值水平：落至历史均值下方	35
5.2、资金面：基金持仓历史低位，配置安全边际较高	36
5.3、行业景气度前瞻比较：家电排位靠前	37
5.4、投资建议及个股推荐	38
5.4.1、美的集团：高效渠道+多元业务塑造长期竞争力	39
5.4.2、格力电器：治理改善+渠道改革，有望开启底部反转	40
5.4.3、海尔智家：海外+高端双轮驱动，具备强 α 属性	41
5.4.4、老板电器：第二增长曲线成型，估值有望修复	42
5.4.5、苏泊尔：背靠 SEB 集团，具备强大新品能力	43
5.4.6、九阳股份：估值底部，基本面有望复苏	44
5.4.7、小熊电器：估值底部已现，产品渠道扩容	45
5.4.8、石头科技：完成去小米化，迈上增长新台阶	46
5.4.9、科沃斯：双料龙头有望受益扫地/洗地赛道高景气	47
6、风险分析	48

图目录

图 1: 申万一级行业年度涨幅排序: 2021 年前三季度家电位列末位.....	8
图 2: 2005 年至今家电板块相对万得全 A 的月度超额收益.....	9
图 3: 2013-2021 年核心家电股票年度涨幅统计 (%)	9
图 4: 申万家电板块绝对收益之盈利-估值贡献拆分	10
图 5: 绝对收益的背后是盈利周期的冷暖变迁.....	11
图 6: 绝对收益大年跑出显著超额收益, 熊市中家电板块具备防御价值.....	11
图 7: 家电板块相对全市场的超额市盈率涨幅和超额净利润变化.....	12
图 8: 主要家电品类的全渠道零售额的增长情况	12
图 9: 2021 年以来空调外销强劲+内需疲弱	13
图 10: 2021 年以来空调的零售价年内跌幅缩窄转正.....	13
图 11: 空调商业渠道库存规模和库存月份	13
图 12: 空调行业排产同比 (%)	13
图 13: 2021 年以来冰箱出货增速从去年的高位回落.....	14
图 14: 2021 年以来冰箱零售价格增长相对平稳.....	14
图 15: 2021 年以来洗衣机外销相对强劲, 整体增速抬升	14
图 16: 2021 年以来洗衣机零售价格增长相对平稳	14
图 17: 2021 年油烟机内销增速在下半年开始转正	15
图 18: 油烟机零售全渠道均价增速在 4Q20 转正	15
图 19: 2021 年以来大厨电(烟灶消)全渠道零售量增速为负	15
图 20: 大厨电(烟灶消)全渠道均价增速在 4Q20 转正	15
图 21: 2021 年以来厨房小家电线下艰难+线上销量增速回落.....	16
图 22: 2021 年以来厨房小家电零售价增速为负	16
图 23: 近一年扫地机零售量几无增长.....	16
图 24: 近一年扫地机器人的零售均价快速上扬.....	16
图 25: 洗碗机零售量总体维持较高增速.....	17
图 26: 自 3Q20 起集成灶零售量增速维持在 17% 以上.....	17
图 27: 2021H1 激光电视销量增速可观.....	17
图 28: 2021H1 智能微投销量同比增速 36%	17
图 29: 主要原材料价格已触及近十年的顶点 (元/吨)	18
图 30: 20H2-21H1 主要原材料价格疯涨, 21Q3 增速回落.....	18
图 31: 2020-2021 年全球 PMI 和中美 M2 增速见顶后回落.....	18
图 32: PPI 和 CPI 剪刀差达到近年高峰.....	18
图 33: 空调的价格和成本增速对比	19
图 34: 冰箱的价格和成本增速对比	19
图 35: 洗衣机的价格和成本增速对比.....	19
图 36: 油烟机的价格和成本增速对比.....	19
图 37: 2016 年以来重点城市出台房地产紧缩政策数量走势.....	20
图 38: 非一线城市新房单月销售面积增速转负	20
图 39: 中国 18 个大中城市二手房成交面积同比增速.....	20

图 40: 近半年中国 PMI 新出口订单和新订单指数均持续下滑	21
图 41: 2021 年 8 月城镇和乡村的社会消费品总额增速下滑较大	21
图 42: 家电出口均价、出口数量和金额的同比增速	21
图 43: 全球(不含中国):确诊病例:新冠肺炎:当周新增 (万例)	21
图 44: 美国房屋销售数量同比、家具和家用设备人均消费支出同比	22
图 45: 美国房屋销售中成屋销售数量占比在 85% 以上	22
图 46: 白电市场出口量增速以及相关公司出口收入和毛利增速	22
图 47: 白电市场出口量占比以及相关公司出口收入和毛利占比	22
图 48: 各品牌空调出口量占该品牌总销量的比例	23
图 49: 各品牌空调出口量的同比增速	23
图 50: 空调年度内销量和外销量预测 (万台)	23
图 51: 空调全渠道零售均价及同比增速预测 (元/台)	23
图 52: 空调出货量: 双寡头地位稳固, 集中度持续提升	24
图 53: 冰箱年度内销量和外销量预测 (万台)	24
图 54: 冰箱全渠道零售均价及同比增速预测 (元/台)	24
图 55: 洗衣机年度内销量和外销量预测 (万台)	25
图 56: 洗衣机全渠道零售均价及同比增速预测 (元/台)	25
图 57: 冰箱出货量: 内销海尔第一, 外销海信美的	25
图 58: 洗衣机出货量: 集中度逐年提升, 海尔和美的份额领先	26
图 59: 油烟机年度内销量和外销量的预测 (万台)	26
图 60: 油烟机全渠道零售均价及同比增速的预测 (元/台)	26
图 61: 油烟机出货量: 国内集中度较低, 外销市场更为分散	27
图 62: 厨房小电公司的近年收入增速	27
图 63: 厨房小电公司的近年归母净利润增速	27
图 64: 居民消费能力恢复尚需时日	28
图 65: 乡村消费品零售总额尚未恢复至 19 年水平	28
图 66: 2021 年国内疫情多源多点反复发生	28
图 67: 淘宝平台厨房小家电品牌零售金额同比	28
图 68: 2021 年国内集成灶市场规模快速增长	29
图 69: 集成灶销量相对传统油烟机销量的渗透率	29
图 70: 集成灶线下渠道零售额占比前五	29
图 71: 集成灶线上&线下渠道集中度 CR5	29
图 72: 集成灶线下零售额占比 (分价位段)	30
图 73: 集成灶线上零售额占比 (分价位段)	30
图 74: 2020-2021Q2 线上分类型集成灶零售额占比	30
图 75: 2020-2021Q2 线下分类型集成灶零售额占比	30
图 76: 全球 (除中国) 扫地机市场规模 (百万美元)	31
图 77: 中国扫地机市场规模及其增长	31
图 78: 中国洗地机市场规模 (亿元)	31
图 79: 2021 年上半年主要清洁品类的市场表现	31
图 80: 近期各品牌推出的扫拖自清洁机器人对比	32

图 81: 近期各品牌推出的洗地机对比.....	33
图 82: 第一轮成本上涨期 (3Q16-3Q18) 白电龙头运行情况.....	34
图 83: 第二轮成本上涨期 (3Q20-2Q21) 白电龙头运行情况.....	34
图 84: 第一轮成本下跌期 (4Q11-2Q16) 白电龙头运行情况.....	34
图 85: 第二轮成本下跌期 (4Q18-2Q20) 白电龙头运行情况.....	34
图 86: 原材料成本(t-2)和当期空调均价可较好解释白电三巨头的毛利率变化	35
图 87: 主要的传统家电品种相对 PE 回落至历史均值以下	36
图 88: PB-ROE 视角: ROE 回升, PB 向均值回调	36
图 89: 主动公募家电配置比例.....	37
图 90: 主动公募家电超配比例.....	37
图 91: 主动公募家电电子行业配置比例.....	37
图 92: 主动公募家电细分行业超配比例	37
图 93: 2022 年相对 2021 年的景气度变化: 家电以其增长稳定性排位靠前	38
图 94: 美的集团近五年 PE(TTM)	39
图 95: 美的集团近五年 PB(LF)	39
图 96: 格力电器近五年 PE(TTM)	40
图 97: 格力电器近五年 PB(LF)	40
图 98: 海尔智家近五年 PE(TTM)	41
图 99: 海尔智家近五年 PB(LF)	41
图 100: 老板电器近五年 PE(TTM)	42
图 101: 老板电器近五年 PB(LF).....	42
图 102: 苏泊尔近五年 PE(TTM).....	43
图 103: 苏泊尔近五年 PB(LF)	43
图 104: 九阳股份近五年 PE(TTM)	44
图 105: 九阳股份近五年 PB(LF).....	44
图 106: 小熊电器上市以来 PE(TTM).....	45
图 107: 小熊电器上市以来 PB(LF)	45
图 108: 石头科技上市以来 PE(TTM).....	46
图 109: 石头科技上市以来 PB(LF)	46
图 110: 科沃斯上市以来 PE(TTM)	47
图 111: 科沃斯上市以来 PB(LF).....	47

表目录

表 1：主要原材料价格变动对空调毛利率的敏感性分析	19
表 2：2018-2021F 集成灶渠道结构和零售额占比（%）	30
表 3：美的集团盈利预测与估值简表	39
表 4：格力电器盈利预测与估值简表	40
表 5：海尔智家盈利预测与估值简表	41
表 6：老板电器盈利预测与估值简表	42
表 7：苏泊尔盈利预测与估值简表	43
表 8：九阳股份盈利预测与估值简表	44
表 9：小熊电器盈利预测与估值简表	45
表 10：石头科技盈利预测与估值简表	46
表 11：科沃斯盈利预测与估值简表	47
表 12：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	48

1、历史复盘：如何投资家电股？

1.1、2021 年行情回顾：未曾有过的艰难

年度视角：2021 年是家电板块的“失意之年”。截至 2021 年 9 月底，家用电器板块的表现不尽如人意，年内下跌 24.2%，排名 28 个申万行业末位，这是 2005 年至今最为糟糕的年度呈现。究其原因我们总结为四点：（1）国内上游通胀：原材料涨价引起利润率下滑担忧，21H1 白电可变成成本涨幅超过 17H1 涨价周期。

（2）国内下游“通缩”：疫情冲击居民收入增长以及家电更新需求；（3）出口走入高基数：20H2-21H1 白电外销的景气度处于近 5 年高位，市场已经步入长达 1 年的高基数周期；（4）风格偏向新兴产业和上游周期：流动性充裕程度超预期，春节后景气度取代长期确定性成为主要投资取向，高景气类资产（新能源汽车、光伏、半导体）以及上游周期行业大幅上涨，同时消费类资产不断下行。

图 1：申万一级行业年度涨幅排序：2021 年前三季度家电位列末位

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	银行	非银金融	采掘	电气设备	汽车	电子	银行	房地产	传媒	非银金融	计算机	食品饮料	食品饮料	休闲服务	食品饮料	休闲服务	采掘
2	国防军工	银行	有色金属	医药生物	有色金属	医药生物	食品饮料	非银金融	计算机	建筑装饰	轻工制造	建筑材料	家用电器	银行	电子	电气设备	钢铁
3	休闲服务	食品饮料	国防军工	农林牧渔	采掘	机械设备	房地产	建筑装饰	电子	钢铁	纺织服装	建筑装饰	钢铁	食品饮料	计算机	食品饮料	电气设备
4	食品饮料	房地产	电气设备	建筑装饰	家用电器	计算机	传媒	家用电器	家用电器	房地产	休闲服务	家用电器	非银金融	农林牧渔	农林牧渔	国防军工	有色金属
5	电气设备	机械设备	家用电器	通信	电子	有色金属	公用事业	银行	医药生物	交通运输	传媒	银行	有色金属	计算机	非银金融	医药生物	化工
6	商业贸易	有色金属	综合	计算机	休闲服务	农林牧渔	休闲服务	有色金属	通信	银行	通信	采掘	电子	非银金融	家用电器	汽车	公用事业
7	房地产	国防军工	建筑材料	公用事业	国防军工	食品饮料	家用电器	医药生物	国防军工	公用事业	电子	有色金属	银行	医药生物	国防军工	电子	综合
8	有色金属	商业贸易	商业贸易	家用电器	建筑材料	电气设备	纺织服装	公用事业	轻工制造	国防军工	综合	化工	交通运输	房地产	医药生物	化工	建筑装饰
9	建筑装饰	钢铁	医药生物	传媒	综合	国防军工	综合	休闲服务	轻工制造	综合	农林牧渔	钢铁	建筑材料	建筑装饰	休闲服务	有色金属	机械设备
10	通信	汽车	纺织服装	商业贸易	机械设备	综合	采掘	汽车	休闲服务	建筑材料	电气设备	农林牧渔	医药生物	钢铁	建筑材料	家用电器	汽车
11	化工	建筑材料	化工	食品饮料	轻工制造	建筑材料	钢铁	建筑材料	农林牧渔	机械设备	医药生物	汽车	房地产	公用事业	通信	机械设备	电子
12	采掘	建筑装饰	汽车	建筑材料	纺织服装	休闲服务	通信	化工	商业贸易	通信	化工	电子	采掘	交通运输	机械设备	建筑材料	轻工制造
13	交通运输	休闲服务	非银金融	机械设备	房地产	纺织服装	轻工制造	电子	汽车	计算机	汽车	综合	汽车	建筑材料	电气设备	农林牧渔	交通运输
14	家用电器	电气设备	公用事业	纺织服装	化工	建筑装饰	医药生物	食品饮料	综合	汽车	汽车	医药生物	通信	国防军工	有色金属	轻工制造	纺织服装
15	医药生物	化工	钢铁	银行	食品饮料	商业贸易	化工	轻工制造	公用事业	有色金属	商业贸易	商业贸易	化工	通信	综合	综合	建筑材料
16	传媒	农林牧渔	轻工制造	房地产	商业贸易	轻工制造	农林牧渔	综合	机械设备	休闲服务	房地产	纺织服装	休闲服务	家用电器	化工	计算机	银行
17	汽车	轻工制造	交通运输	化工	计算机	家用电器	非银金融	交通运输	纺织服装	纺织服装	家用电器	轻工制造	建筑装饰	化工	交通运输	传媒	国防军工
18	机械设备	综合	机械设备	电子	非银金融	传媒	建筑装饰	采掘	化工	商业贸易	交通运输	非银金融	公用事业	商业贸易	银行	非银金融	医药生物
19	农林牧渔	通信	建筑装饰	轻工制造	银行	采掘	建筑材料	计算机	交通运输	电气设备	国防军工	通信	电气设备	采掘	轻工制造	钢铁	计算机
20	公用事业	家用电器	房地产	综合	医药生物	通信	交通运输	钢铁	非银金融	轻工制造	建筑材料	机械设备	机械设备	纺织服装	房地产	公用事业	商业贸易
21	非银金融	传媒	农林牧渔	采掘	钢铁	汽车	国防军工	农林牧渔	食品饮料	化工	食品饮料	电气设备	计算机	汽车	传媒	交通运输	休闲服务
22	计算机	交通运输	计算机	非银金融	农林牧渔	交通运输	商业贸易	传媒	建筑材料	采掘	公用事业	公用事业	农林牧渔	电气设备	商业贸易	商业贸易	通信
23	钢铁	医药生物	电子	交通运输	交通运输	公用事业	汽车	机械设备	银行	家用电器	有色金属	房地产	轻工制造	机械设备	采掘	采掘	房地产
24	轻工制造	计算机	食品饮料	休闲服务	电气设备	化工	计算机	国防军工	房地产	电子	建筑装饰	国防军工	商业贸易	轻工制造	汽车	银行	食品饮料
25	建筑材料	纺织服装	通信	汽车	通信	银行	机械设备	纺织服装	建筑装饰	传媒	钢铁	休闲服务	国防军工	综合	公用事业	纺织服装	农林牧渔
26	综合	采掘	休闲服务	钢铁	传媒	房地产	电子	商业贸易	钢铁	农林牧渔	采掘	交通运输	综合	传媒	纺织服装	建筑装饰	传媒
27	纺织服装	公用事业	传媒	国防军工	公用事业	非银金融	有色金属	电气设备	有色金属	食品饮料	银行	计算机	传媒	有色金属	建筑装饰	通信	非银金融
28	电子	电子	银行	有色金属	建筑装饰	钢铁	电气设备	通信	采掘	医药生物	非银金融	传媒	纺织服装	电子	钢铁	房地产	家用电器

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：行业划分参照申万分类，2021 年市场数据截至 9 月 30 日

月度视角：年内家电连续 8 个月跑输大盘，9 月微幅跑赢止住颓势。（1）21Q1 家电指数跑输 Wind 全 A 指数 4.7 个百分点，年初地产调控加严拖累产业链，春节后全球经济复苏+货币收紧预期，十年期美债收益率突破 1.5%，高估值抱团资产出现回撤。（2）21Q2 家电大幅跑输大盘 17.4 个百分点，碳中和背景下原材料价格再破前高加剧了利润率承压的担忧。（3）21Q3 家电跑输大盘 9.4 个百分点，其中 7-8 月的不佳表现反映了出口退坡预期叠加原材料高位压力，9 月家电微幅跑赢市场，止住颓势（估值调整基本到位+周期股回撤伴随资金调仓）。

图 2：2005 年至今家电板块相对万得全 A 的月度超额收益

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2005	1.5	-0.6	-2.5	5.3	5.0	-2.6	-3.5	-0.7	-2.1	-0.1	1.4	-1.7
2006	-1.0	2.2	-1.5	-11.0	-1.8	-0.8	2.2	-2.9	-1.4	-1.2	3.5	-8.7
2007	5.5	5.3	2.4	5.7	-0.5	6.0	-6.1	-10.1	2.2	-6.8	5.0	5.9
2008	12.3	0.2	-0.7	-1.2	-6.3	-2.1	3.0	-3.0	6.4	3.5	2.8	4.2
2009	-11.0	10.2	-2.7	11.3	-3.7	-7.8	-6.2	9.6	5.0	9.6	4.1	2.6
2010	-0.2	4.3	-0.1	-7.0	2.3	0.9	4.9	2.3	-2.2	1.3	-0.6	3.0
2011	-2.2	13.0	-1.4	0.2	0.4	3.4	-1.3	-4.0	-0.9	-4.0	-5.2	1.1
2012	1.1	6.7	1.4	-1.3	3.1	-3.2	-1.7	0.1	0.9	4.0	3.5	-4.1
2013	4.0	-0.9	5.1	6.3	-6.1	2.2	2.2	-3.7	-0.5	13.3	-0.5	6.2
2014	-1.2	-3.8	0.2	0.8	-0.6	-2.2	-1.6	-2.6	-6.1	0.7	-4.3	-3.1
2015	8.4	0.2	-4.7	-0.3	-2.5	6.2	-2.8	1.3	-4.7	-3.3	-0.7	5.6
2016	5.9	-1.1	-3.9	2.4	1.0	0.6	3.8	-5.1	6.1	-2.4	5.4	-2.7
2017	2.2	3.0	5.8	3.0	4.2	7.7	-5.6	-3.6	1.7	9.3	0.5	4.2
2018	8.5	-1.9	-4.2	-1.9	4.9	4.4	-7.3	-5.8	-0.4	-0.9	0.1	1.4
2019	10.3	-7.5	-0.2	6.7	0.1	0.6	1.0	-1.0	-0.5	4.0	0.2	3.8
2020	-2.4	-3.1	-4.3	2.4	5.6	-6.0	-2.2	-1.3	4.1	6.2	4.8	1.2
2021	-3.0	-1.5	-0.2	-3.0	-6.5	-7.9	-6.1	-3.3	0.0			

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：行业划分参照申万分类，2021 年市场数据截至 9 月 30 日

图 3：2013-2021 年核心家电股票年度涨幅统计 (%)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
德业股份						60	-38	336	380
科沃斯						-47	15	-19	72
盾安环境	0	8	71	-43	-15				68
亿田智能								-35	53
惠而浦	98	-18	12	-14	-38	-26	-6	34	35
莱克电气			71	-1	7	-53	11	29	23
星帅尔					50	-34	25	10	20
海立股份	11	32	86	-15	-20	-25	-1	-11	17
海信视像	17	3	74	-11	-10	-41	26	7	4
万和电气	43	-1	65	0	36	-25	0	-9	2
奥佳华	178	-15	110	-31	46	-17	-33	30	2
火星人								0	2
浙江美大	61	81	85	-13	48	-40	38	25	1
帅丰电器								-19	-1
荣泰健康					97	-54	11	2	-3
深康佳A	23	56	131	-35	34	-45	38	52	-4
三花智控	26	59	58	5	70	-30	80	87	-7
海尔智家	50	-2	9	2	94	-25	44	53	-9
爱仕达	12	29	79	-8	-14	-36	11	-8	-11
创维数字	68	25	56	12	-50	-20	118	-33	-13
海信家电	72	-28	14	9	39	-47	79	21	-15
飞科电器				84	65	-48	3	27	-15
极米科技									-15
老板电器	117	5	109	24	72	-57	73	22	-16
兆驰股份	59	-16	67	-21	-10	-47	83	78	-20
长虹华意	5	32	16	8	-31	-38	3	29	-21
华帝股份	57	20	50	49	87	-55	55	-32	-22
美的集团	18	43	23	34	103	-32	62	74	-28
九阳股份	52	18	111	-18	-3	-2	67	30	-30
石头科技								108	-32
格力电器	33	19	27	19	86	-18	92	-2	-33
北鼎股份								230	-35
苏泊尔	21	20	66	28	53	33	49	4	-39
倍轻松									-44
长虹美菱	32	34	13	-4	-26	-41	18	80	-45
新宝股份		-2	43	7	-4	-23	86	159	-56
小熊电器							41	114	-57

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：2021 年市场数据截至 9 月 30 日

个股视角：传统品种股价承压，行业景气度+自身阿尔法成就细分龙头。（1）高景气资产表现优异：德业股份（光伏逆变器业务高速增长）、科沃斯（洗地机行业指数级增长+添可一家独大）、亿田智能（集成灶行业高景气+股权激励全面改革）是 2021 年前三季度为数不多股价明显上涨的细分龙头。（2）传统家电龙头暂时受困：截至 9 月 30 日，海尔智家、老板电器、美的集团、格力电器、苏泊尔出现不同程度下跌，其中格力和苏泊尔年内跌幅超 30%。（3）国内消费恢复低于预期，可选消费受影响较大，厨房小家电个股回撤明显，前三季度新宝股份和小熊电器股价下跌超过 50%。

1.2、历史归因：家电何时产生超额收益？

1.2.1、绝对收益：盈利支撑正收益，下跌年份“杀估值”

绝对收益特点：盈利支撑正收益，下跌年份普遍“杀估值”。2008-2021 年的 14 年间，家电板块有 8 年获得正绝对回报：（1）上涨的 8 年里，盈利在其中 5 年扮演更重要的角色，但也不乏估值唱主角的年份，如 2015 年（货币环境趋松），2019-2020 年（风险偏好反弹+机构抱团消费）。（2）下跌的 6 年里，家电或多或少被“杀估值”，2008 年（金融危机）和 2018 年（贸易摩擦）风险偏好急降，2010-2011 年无风险利率上升（加息升准）+风险偏好和预期增长下行（地产收紧+欧债危机），2021 年（截至 9 月 30 日），家电市盈率相较 2020 年末 -43%，其背后是短期基本面的压力，格力和美的 21 年中报合计归母净利润相较 19 年中报下滑 16%。

图 4：申万家电板块绝对收益之盈利-估值贡献拆分



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：2021 年市场数据截至 9 月 30 日，盈利数据截至 21 年中报

绝对收益的背后是盈利周期的冷暖变迁。（1）盈利上行期捕获绝对收益：除 2014-15 年由流动性宽松引发的普涨行情，过去 14 年家电的绝对收益大部分收获于盈利上行阶段，其上涨幅度取决于利润弹性、流动性环境和风险偏好。盈利上行期间，地产销售在监管边际放松后半年左右见底，家电利润增速见底滞后地产销售 1 个季度，股价则领先财报公布约 1 个季度便开始向上。（2）过去 14 年家电行业经历过四轮基本面下行，期间绝对收益的多寡大体上由风险偏好或流动性支配，呈现“随波逐流”的贝塔属性。下行期间，地产销售在地方监管层面收紧后 1 个季度内见顶，家电利润增速在随后 1 年内见顶。最近一轮的下行周期始于 2017Q2，自 2018 年起家电板块绝对收益更大程度由估值波动主导。

图 5：绝对收益的背后是盈利周期的冷暖变迁



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：图中“收”/“放”=监管层边际收紧或放松房地产政策

1.2.2、相对收益：盈利上行期兼具超额回报

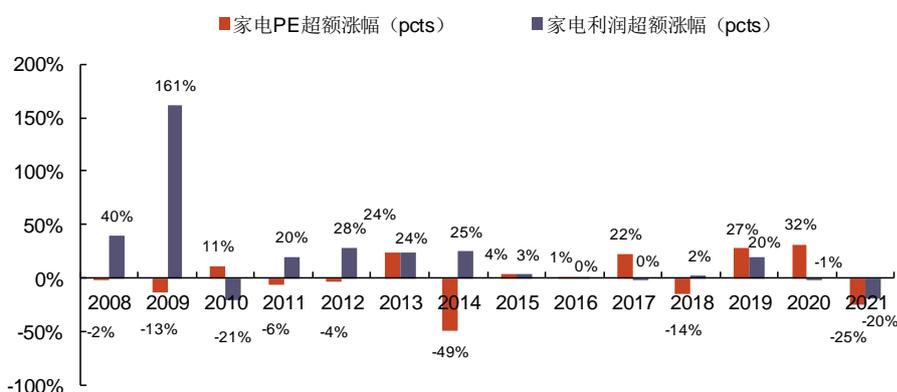
相对收益特点：盈利上行期兼具绝对和相对收益。（1）明显超额回报发生在绝对收益大年。2009年、2012-2013年、2016-2017年、2019年均有超过10个百分点的超额收益，这些年家电相对全A具备显著超额利润增长，其中2013年和2017年同为地产监管环境边际宽松的后周期业绩兑现，家电利润和估值提升幅度均超全A；（2）2021年是继杠杆牛后首次明显跑输。家电在熊市里具备防御属性，2008年和2011年跑赢Wind全A（非金融石化），2018年仅略微跑输，防御价值的本源在于稳定的相对盈利增长。过去14年，家电明显跑输仅出现在2014-15年（杠杆牛，家电估值涨幅不及大盘）以及2021年前三季度（家电跑输大盘32个百分点，拆解来看市盈率增幅落后25pcts，净利润增幅落后20pcts）。

图 6：绝对收益大年跑出显著超额收益，熊市中家电板块具备防御价值



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：2021年市场数据截至9月30日

图 7：家电板块相对全市场的超额市盈率涨幅和超额净利润变化



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：2021 年估值数据截至至 9 月 30 日，盈利数据截至至 21 年中报

2、2021 年基本面回顾：传统品类平稳发展，新兴品类景气高涨

总概：传统品类增长疲软，新兴品类量额稳升。以 2019 年为基数，2021 年以来传统品类的增长略显乏力（主因更新需求主导，而居民收入恢复较慢），其中冰箱、洗衣机表现尚可，空调下滑明显，大厨电负增长态势延续，厨房小家电则因去年同期受益于疫情面临高基数及需求透支影响，今年量价均表现不佳。新兴品类方面，洗碗机、集成灶、清洁电器、扫地机器人、电暖器等整体景气度较高。

图 8：主要家电品类的全渠道零售额的增长情况

品类	彩电	空调	冰箱	洗衣机	大厨电	油烟机	燃气灶	消毒柜	洗碗机	集成灶
2020Q3	-7.4%	-14.8%	6.8%	-0.6%	-1.5%	-1.3%	-0.3%	-7.7%	33.4%	25.2%
2020Q4	1.9%	-15.6%	5.5%	5.6%	7.9%	7.8%	9.9%	0.5%	26.5%	30.5%
2021Q1	-6.9%	-14.8%	7.6%	0.8%	-3.5%	-4.4%	-5.1%	8.5%	20.8%	27.1%
2021Q2	-3.6%	-12.4%	1.9%	1.8%	-2.6%	-2.3%	-1.8%	-10.5%	23.3%	29.0%
2021-07	-3.6%	-10.4%	1.6%	-0.7%	-5.8%	-3.6%	-4.5%	-36.4%	16.5%	31.0%
2021-08	-0.8%	-15.4%	-2.4%	-0.3%	-10.8%	-11.1%	-8.9%	-17.3%	5.9%	24.3%

品类	燃热	电热	厨房小家电	微蒸烤复合机	净化器	净水器	清洁电器	扫地机器人	电风扇	电暖器
2020Q3	-9.1%	-10.2%	-15.4%	40.4%	-32.1%	-16.2%	20.6%	33.6%	-20.3%	17.0%
2020Q4	3.2%	-3.5%	1.7%	44.1%	-22.6%	-11.8%	35.0%	27.5%	10.1%	21.3%
2021Q1	-5.8%	-7.2%	-9.3%	4.4%	-18.5%	-8.7%	20.2%	15.3%	15.0%	3.5%
2021Q2	-6.2%	-3.9%	-10.2%	-1.3%	-22.4%	-17.5%	25.4%	23.5%	-6.5%	12.8%
2021-07	-6.1%	-11.4%	-17.7%	-1.8%	-27.7%	-17.7%	12.5%	11.3%	-9.5%	21.4%
2021-08	-14.2%	-15.9%	-16.2%	-8.3%	-16.2%	-20.5%	22.4%	14.9%	-16.5%	12.1%

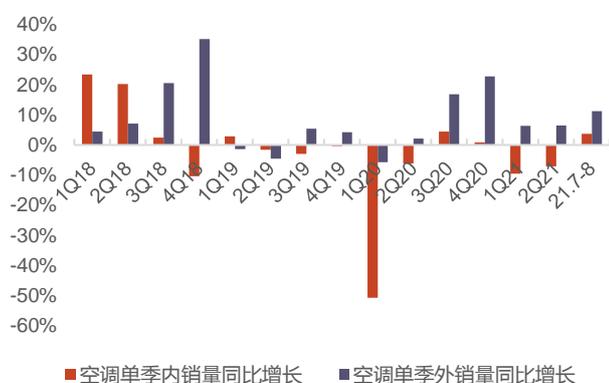
资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：2021 年数据是相对 2019 年同期的两年复合增速；大厨电包括油烟机、燃气灶、消毒柜；小家电包括料理机(破壁机)、料理机(搅拌机)、微蒸烤复合机、榨汁机、电磁炉、电水壶、电饭煲、电压力锅、豆浆机

2.1、白电：外销强劲，内需疲软

空调出厂：内需疲软，出口强劲。2021年家用空调外销虽不及2020年下半年般强劲，但与内销增速相比更为积极。产业在线数据显示，2021年Q1/Q2外销量较2019年同期的两年复合增速分别为+6.3%/+6.5%，而内销量累计复合增速分别为-9.5%/-7.1%。2021年上半年内销尚未恢复至2019年同期水平，主要由于龙头企业的备货模式变迁，线下消费能力恢复尚需时日，全国天气也并无大面积持续高温。

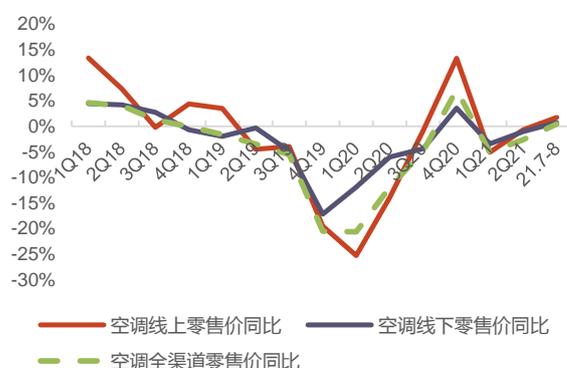
空调零售：量减价增，需求较弱。奥维云网推总数据显示，2021年Q1/Q2空调全渠道零售量同比+65%/-20%（较2019年同期的两年复合增速分别为-10.3%/-10.1%），而全渠道零售价则分别同比+14%/+8%，量减价增主因终端景气度较弱，一方面产品被动提价压制需求，另一方面部分地区疫情反复叠加多地雨水天气，空调需求受到影响。

图9：2021年以来空调外销强劲+内需疲弱



资料来源：产业在线，光大证券研究所 *注：21年的增速相对19年两年复合增速

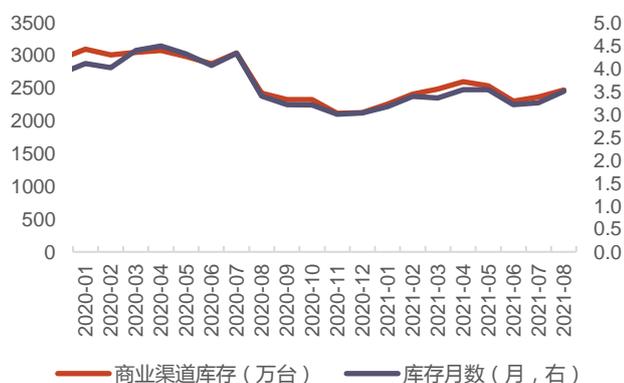
图10：2021年以来空调的零售价年内跌幅缩窄转正



资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：21年的增速相对19年两年复合增速

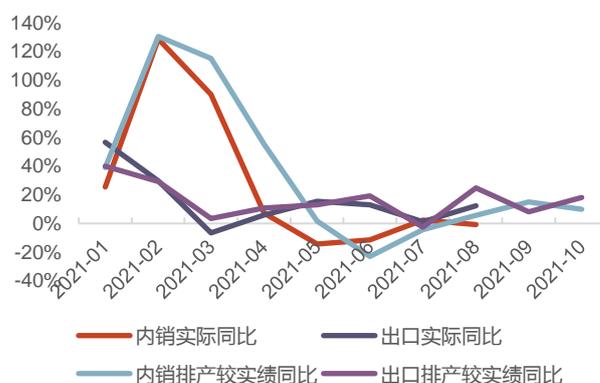
空调渠道库存：2021年上半年先升后降，下半年以来环比略有提升。产业在线数据显示，自2020年7月后老能效空调不再生产，老能效产品去库相对有效。2021年以来渠道库存先升后降，1-8月渠道库存均值为3.4个月，处于近年较低水平。分品牌来看，渠道库存主要来自于格力、美的和奥克斯，体量占比依次约为1/3、1/7、1/7。

图11：空调商业渠道库存规模和库存月份



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图12：空调行业排产同比（%）

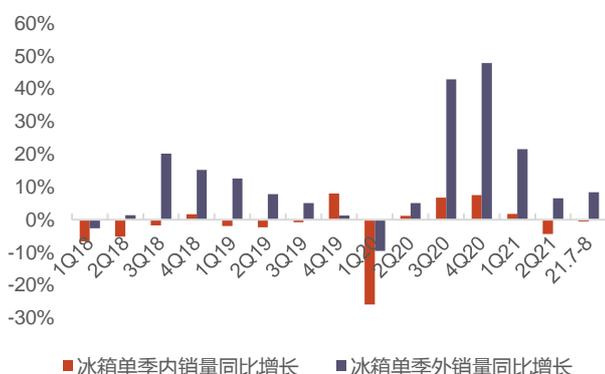


资料来源：产业在线，光大证券研究所，2021年排产数据为计划数

冰箱&洗衣机出厂：外销相对强劲。产业在线数据显示，受益于海外需求的持续旺盛，2021H1 冰箱/洗衣机的外销量较 2019 年同期的两年复合增速分别为 +13%/+7%，而二者内销量累计复合增速为 -1.5%/-2.3%，不及 2019 年同期水平。自今年下半年开始，内销相对清淡，主因汛情、疫情等影响运输和经销商拿货，叠加部分企业检修生产线以及淡季放假因素；而归因于海货运力紧张，同时部分海外国家生产加速，下半年外销增长压力加大。

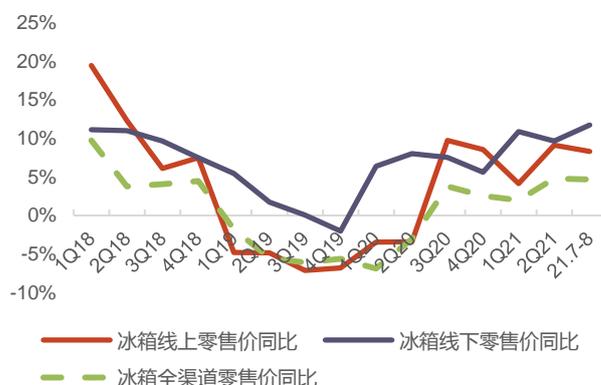
洗衣机&冰箱零售：价格复苏较顺。奥维云网推总数据显示，2021 年 Q1/Q2 冰箱全渠道零售价同比为 +12%/+13%（较 2019 年同期的两年复合增速分别为 +2%/+5%）；2021 年 Q1/Q2 洗衣机全渠道零售价同比为 +1.4%/+5.7%（较 2019 年同期的两年复合增速分别为 -0.3%/+1.8%）。2019 年至 2020Q2，在成本高压缓解后出现的价格竞争、渠道下沉、疫情扰动等影响，冰洗价格走低；2021 年在成本上涨驱动和高端化转型中，冰箱和洗衣机的零售价格均有小幅上涨。

图 13：2021 年以来冰箱出货增速从去年的高位回落



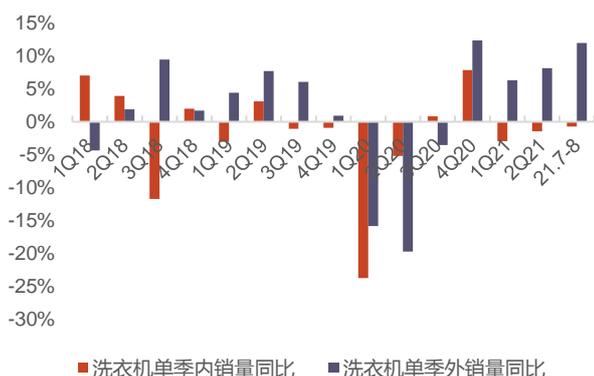
资料来源：产业在线，光大证券研究所 *注：21 年的增速相对 19 年两年复合增速

图 14：2021 年以来冰箱零售价格增长相对平稳



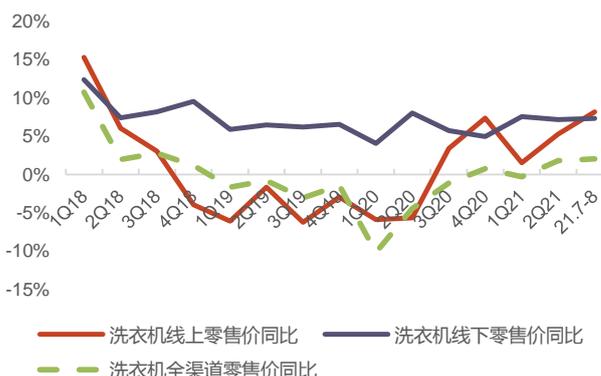
资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：21 年的增速相对 19 年两年复合增速

图 15：2021 年以来洗衣机外销相对强劲，整体增速抬升



资料来源：产业在线，光大证券研究所 *注：21 年的增速相对 19 年两年复合增速

图 16：2021 年以来洗衣机零售价格增长相对平稳



资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：21 年的增速相对 19 年两年复合增速

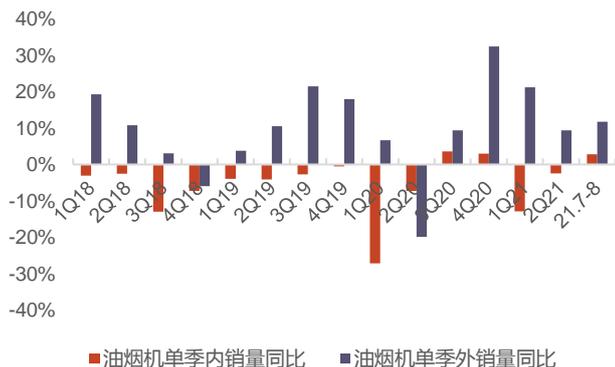
2.2、 大厨电：内销增长转正，均价走势较强

大厨电出厂：内销相对疲软，21H2 步入正轨。2021 年上半年油烟机内销相对疲软，2021Q1/Q2 内销较 2019 年同期的两年复合增速分别为 -13%/-2.5%，主因 2021 年以来地产市场管控严格叠加产品提价挤压需求空间；而全年来看，内销量增速降幅缩小并在下半年转正，主因家装、工程渠道逐步开放发展，同时渠道下沉深化，头部品牌继续引领行业复苏；外销因基数效应高位回落，产业在线

数据显示，2021H1 油烟机内销/外销同比+3%/+57%，较 2019 年同期的两年复合增速为-7%/+15%。

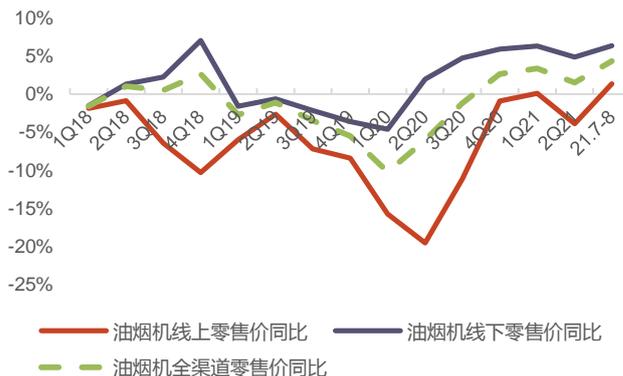
大厨电零售：量减价增。奥维云网推总数据显示，大厨电整体（油烟机、燃气灶、消毒柜）2021 年 1-8 月全渠道零售量/价同比-3.6%/+12%（较 2019 年同期的两年复合增速分别为-8%/+4%）。整体来看 2020Q4 以前，油烟机大厨电的零售量/价不断走弱，主因受地产销售低迷，需求较弱，同时厂商促销较多；2020Q4 至今，全渠道零售价转入正增长区间，归因于原材料价格上涨和高端化趋势。

图 17：2021 年油烟机内销增速在下半年开始转正



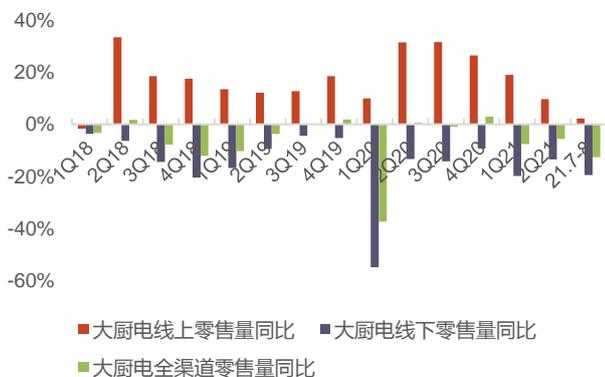
资料来源：产业在线，光大证券研究所 *注：21 年的增速相对 19 年两年复合增速

图 18：油烟机零售全渠道均价增速在 4Q20 转正



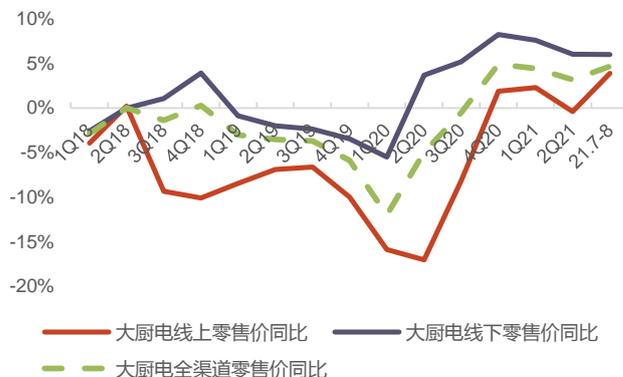
资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：21 年的增速相对 19 年两年复合增速

图 19：2021 年以来大厨电(烟灶消)全渠道零售量增速为负



资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：21 年的增速相对 19 年两年复合增速

图 20：大厨电(烟灶消)全渠道均价增速在 4Q20 转正



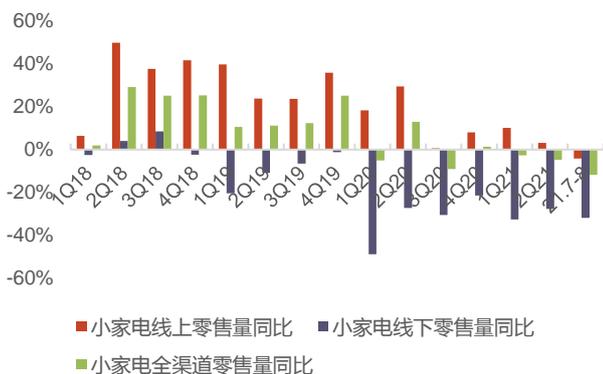
资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：21 年的增速相对 19 年两年复合增速

2.3、厨房小家电：红利期后的负重前行

厨房小家电：需求透支+竞争加剧，全渠道零售量/价均处下降通道。奥维云网推总数据显示，2021 年 1-8 月厨房小家电¹全渠道零售量/价同比为-11%/+3%（较 2019 年同期的两年复合增速分别为-6%/-6%），在经历 2020 年疫情居家时间延长带来的红利期后，小家电在 2021 年的需求被透支，同时行业竞争加剧，全渠道价格处于下降通道（较 2019 年同期），零售份额进一步向线上渠道转移也加重了价格竞争。

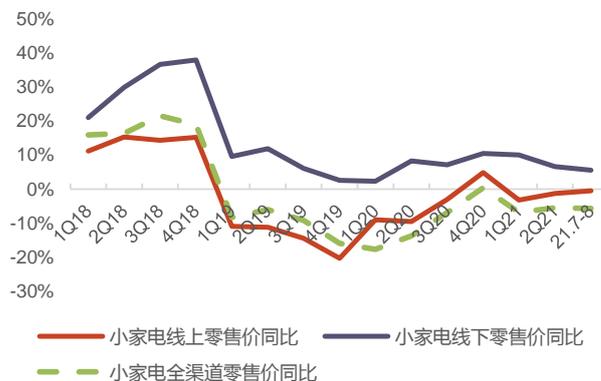
¹ 厨房小家电数据包含 9 类：料理机(破壁机)、料理机(搅拌机)、微蒸烤复合机、榨汁机、电磁炉、电水壶、电饭煲、电压力锅、豆浆机

图 21：2021 年以来厨房小家电线下艰难+线上销量增速回落



资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：21 年的增速相对 19 年两年复合增速

图 22：2021 年以来厨房小家电零售价增速为负

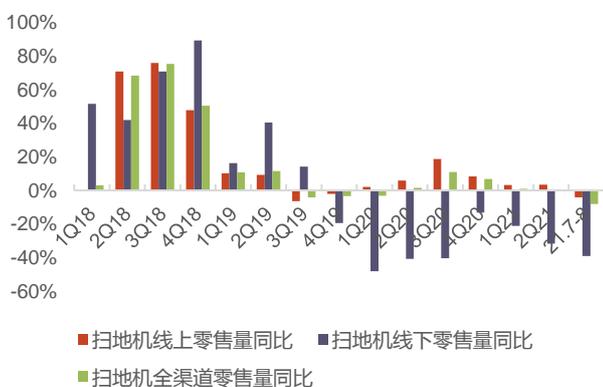


资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：21 年的增速相对 19 年两年复合增速

2.4、新兴家电：景气较高，结构优化

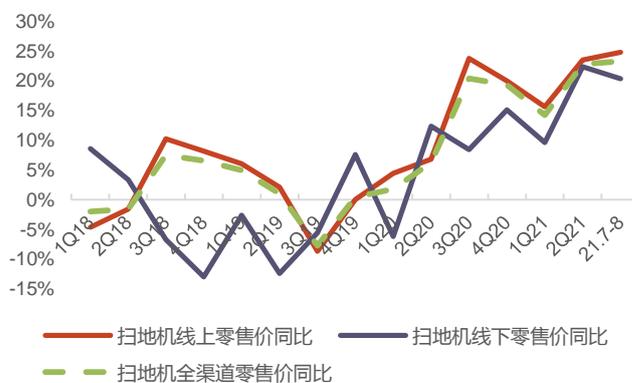
扫地机：产品升级+供应链紧张致零售均价快速上扬。奥维云网推总数据显示，2021 年 1-8 月扫地机器人全渠道零售量/价同比为-4%/+34%（较 2019 年同期的两年复合增速分别为-1%/+20%），零售量基本持平；而受益于技术升级驱动产品更新换代，以及原材料价格上涨和芯片短缺等影响，零售价得以快速提升，全渠道零售额同比+29%（较 2019 年同期的两年复合增速为+19%）。

图 23：近一年扫地机零售量几无增长



资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：21 年的增速相对 19 年两年复合增速

图 24：近一年扫地机器人的零售均价快速上扬



资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：21 年的增速相对 19 年两年复合增速

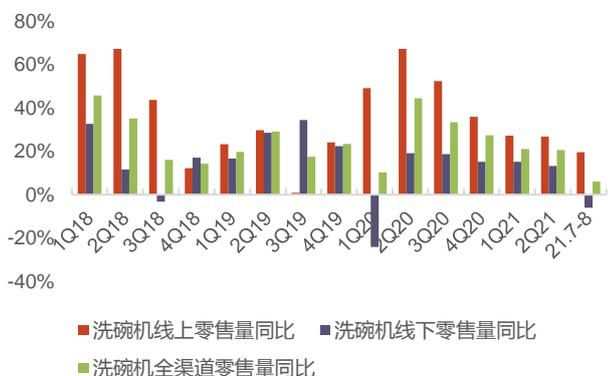
新兴厨电：高端和集成类家电的需求高涨

1) 洗碗机：奥维云网推总数据显示，2021H1 全渠道零售量/价同比为+10%/+13%（较 2019 年同期的两年复合增速分别为+21%/+1.4%），自 2020Q2 开始，洗碗机零售量的高速增长态势逐渐降温。展望下半年，洗碗机内销因疫情导致需求提前释放，后续增速逐渐放缓；外销压力较大，主因部分港口暂停作业，出口运价大幅上升。

2) 集成灶：奥维云网推总数据显示，2021 年 Q1/Q2 集成灶全渠道零售量同比为+145%/+30%（较 2019 年同期的两年复合增速分别为+28%/+21%），一方面消费者对于高集成度厨电产品的需求逐渐增加，另一方面厂商加大全渠道营销

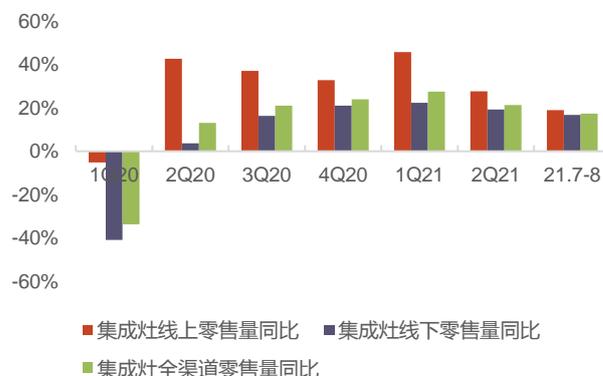
促销，集成灶景气度维持在较高水平。2021年Q1/Q2全渠道零售价同比+8%/+12%，除原材料成本上涨，产品结构的持续升级，蒸烤一体集成灶和蒸烤独立集成灶零售额份额大幅提升，也帮助了整体均价较快上涨。

图 25：洗碗机零售量总体维持较高增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：21年的增速相对19年两年复合增速

图 26：自 3Q20 起集成灶零售量增速维持在 17% 以上



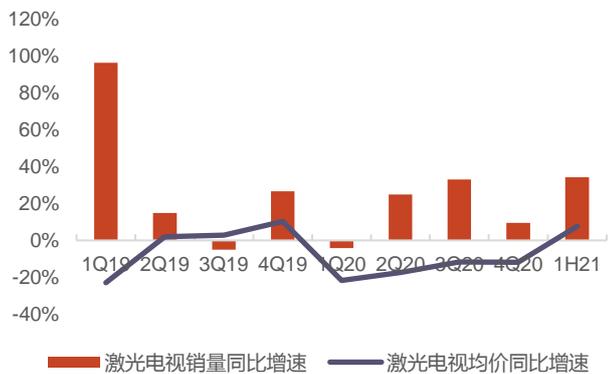
资料来源：奥维云网，光大证券研究所 *注：21年的增速相对19年两年复合增速

新兴显示领域，激光电视和智能微投景气度维持。

1) **激光电视**：根据洛图科技，2021H1 受成本压力，激光电视市场均价同比提升 8%，市场销售量则同比提升 34%，目前激光电视的用户对价格相对不敏感，欧洲杯赛事增加海信激光电视的曝光度，观赛需求导致电视销量提升，激光电视品类获得大众欢迎。

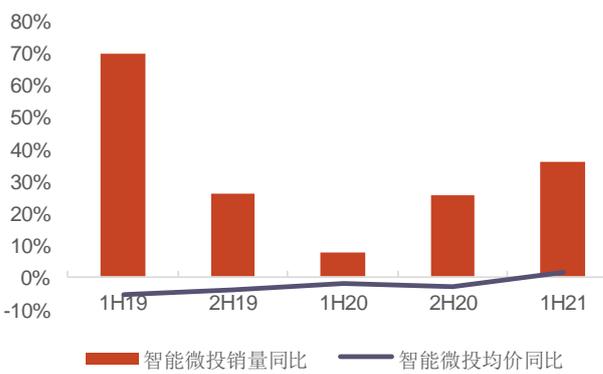
2) **智能微投**：根据洛图科技，2021H1 中国智能投影市场销售量同比增长 36%；销售额同比增长 38%，总体依然保持强劲；虽然 DMD 芯片紧缺，但终端均价基本与去年同期持平。

图 27：2021H1 激光电视销量增速可观



资料来源：奥维云网，洛图科技，光大证券研究所

图 28：2021H1 智能微投销量同比增速 36%



资料来源：洛图科技，光大证券研究所

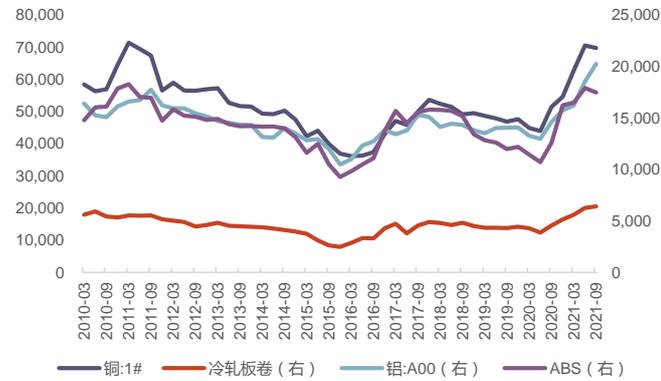
3、2022 年外部因素展望：原料+地产边际改善，强劲出口趋于收敛

3.1、原材料：价格或已见顶，成本压力回落

原材料价格同比压力回落。从 2020 年下半年开始，随着全球流动性增加、疫情后经济恢复及供给端收紧，大宗商品迎来涨价周期，2021Q2 钢材、铜、铝、塑

料价格同比增长 61%、60%、43%、67%。2021Q3，除铝价继续攀升外，钢材、铜、塑料均有不同程度的降价，叠加基数抬升，2021Q3 主要原材料的同比增速均有所回落。

图 29：主要原材料价格已触及近十年的顶点（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 30：20H2-21H1 主要原材料价格疯涨，21Q3 增速回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

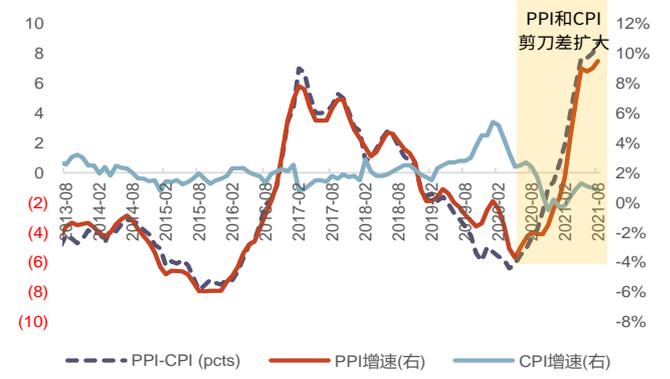
预计主要原材料的价格大概率见顶。流动性层面，全球 M2 增速在 2021 年 2 月份开始见顶回落，大宗商品价格上涨动能逐步衰减；需求层面，全球 PMI 在 5 月见顶后回落，随着 9 月份美国财政补贴停止，预计美国商品需求将进一步下滑；供给层面，PPI-CPI 剪刀差处于历史高位，但也意味着供给侧约束纠偏的可能性正在加大。综上所述，我们预计 2022 年主要家电原材料价格将面临高位回落的局面，家电企业的成本压力逐步缓解。

图 31：2020-2021 年全球 PMI 和中美 M2 增速见顶后回落



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021 年 8 月

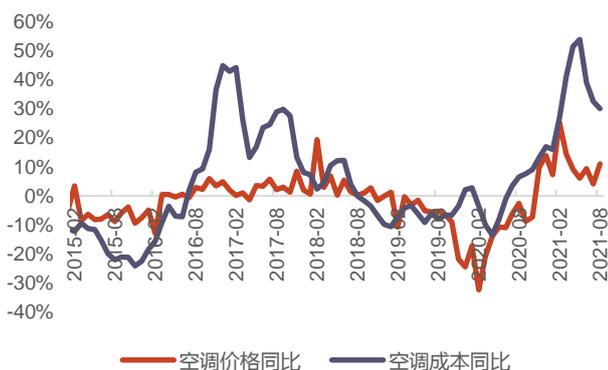
图 32：PPI 和 CPI 剪刀差达到近年高峰



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021 年 8 月

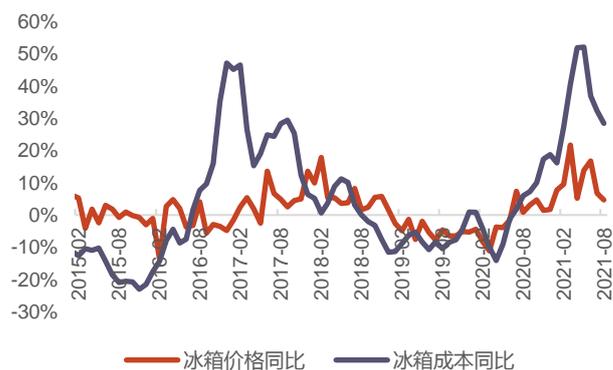
成本端迈过艰难时刻，迎来边际改善。在产品价格和成本方面，2020 年家电产品均价由于疫情经历了 Q1 下降，Q2-Q3 持续回升的 V 字反弹，Q3-Q4 原材料价格同比大幅上升，重现 2016-2017 年成本快速攀升突破价格增速线的现象。在 2021H1 主要家电原材料成本显著承压，尽管产品均价不断走高，但不足以充分抵消，其可变成本的同比压力基本已经超过了 2016-17 年。2021Q3 家电的成本压力出现边际缓解，结合产品提价和原材料价格走势，我们认为未来一年家电企业的成本压力将会持续呈现边际改善趋势。

图 33: 空调的价格和成本增速对比



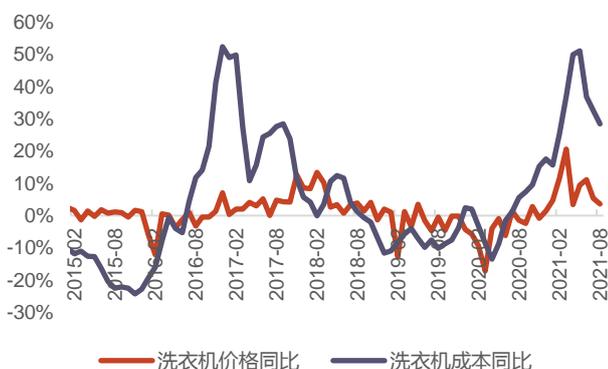
资料来源: Wind, 奥维云网, 光大证券研究所

图 34: 冰箱的价格和成本增速对比



资料来源: Wind, 奥维云网, 光大证券研究所

图 35: 洗衣机的价格和成本增速对比



资料来源: Wind, 奥维云网, 光大证券研究所

图 36: 油烟机的价格和成本增速对比



资料来源: Wind, 奥维云网, 光大证券研究所

敏感性分析: 若 2022 年主要原材料价格同比下调 10%, 预计空调成本下降 8%, 毛利率提升 5.4pcts。以空调市场为例, 假设明年原材料价格下调, 且空调产品价格不变, 以美的集团、格力电器、海信家电、海尔智家这四家公司的 2020 年度财报为基础, 当铜、钢、塑料、铝的价格均下调 10%, 空调成本将下降 8%, 毛利率则有望提升 5.4pcts, 家电企业的盈利能力有望迎来修复。

表 1: 主要原材料价格变动对空调毛利率的敏感性分析

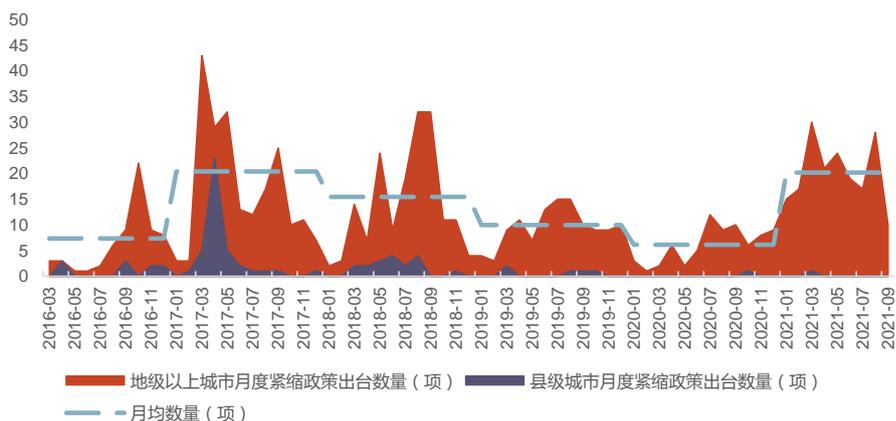
塑料价格变动		原材料价格变动对空调毛利率的影响 (pcts)								
		-10%			0%			+10%		
铝价变动		-10%	0%	+10%	-10%	0%	+10%	-10%	0%	+10%
铜价变动	钢价变动									
	-10%	5.40	5.06	4.72	4.72	4.38	4.04	4.04	3.69	3.35
	0%	3.42	3.08	2.74	2.74	2.39	2.05	2.05	1.71	1.37
0%	+10%	1.44	1.09	0.75	0.75	0.41	0.07	0.07	-0.27	-0.62
	-10%	3.01	2.67	2.33	2.33	1.98	1.64	1.64	1.30	0.96
	0%	1.03	0.68	0.34	0.34	0.00	-0.34	-0.34	-0.68	-1.03
+10%	+10%	-0.96	-1.30	-1.64	-1.64	-1.98	-2.33	-2.33	-2.67	-3.01
	-10%	0.62	0.27	-0.07	-0.07	-0.41	-0.75	-0.75	-1.09	-1.44
	0%	-1.37	-1.71	-2.05	-2.05	-2.39	-2.74	-2.74	-3.08	-3.42
	+10%	-3.35	-3.69	-4.04	-4.04	-4.38	-4.72	-4.72	-5.06	-5.40

资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

3.2、 房地产：地产调控或有边际趋缓可能

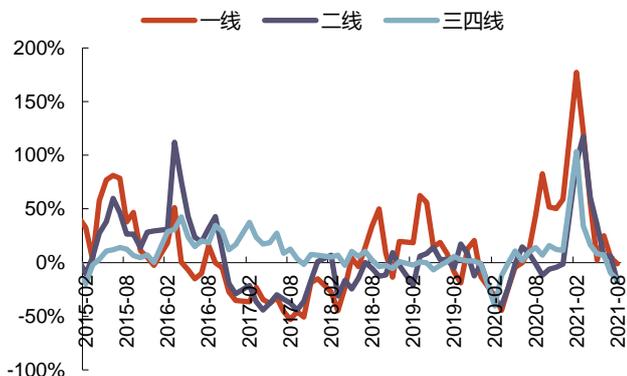
2021 年地产调控政策收紧，下半年房屋销售跌幅扩大。最近一轮房地产紧缩大概起始于 2020 年底，地方政府因城施策，高频出台楼市调控，重点针对限售、限价、限购、限贷、土地出让管理及二手房成交参考价机制等多方面；进入 21Q3 已有超 30 个城市累计发布超 70 条调控政策，调控预期逐渐升温。这一轮地产紧缩政策使得今年全国商品房销售面积增速逐渐降温，二手房市场热度也逐渐消散，土地成交面积和地产开发投资增速放缓。

图 37：2016 年以来重点城市出台房地产紧缩政策数量走势



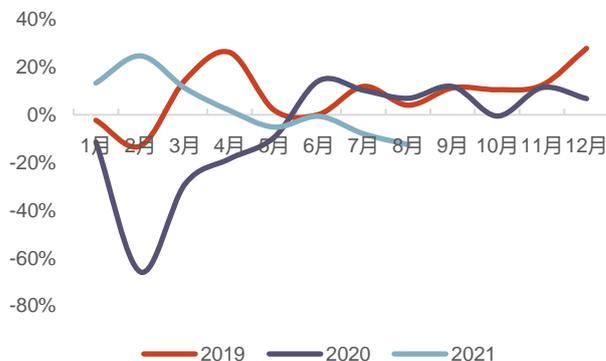
资料来源：中指研究院，光大证券研究所

图 38：非一线城市新房单月销售面积增速转负



资料来源：Wind，光大证券研究所 *注：数据截至 2021.08

图 39：中国 18 个大中城市²二手房成交面积同比增速

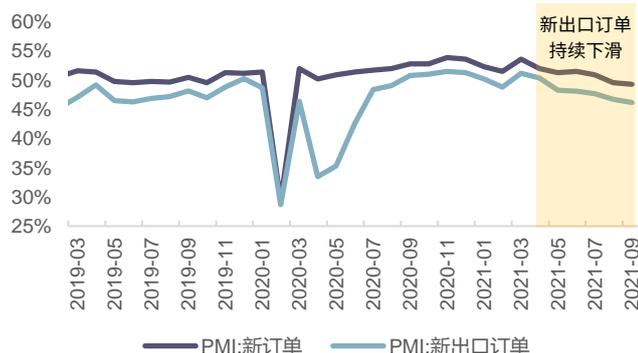


资料来源：中指研究院，光大证券研究所

21Q4 经济增速下行压力加大，地产调控或有边际放缓可能。随着海外经济活动恢复，中国 PMI 新出口订单连续五个月下滑，预计出口在第四季度存在放缓压力，同时国内的消费及投资相对虚弱，整体经济增长相对乏力。21Q4 中国经济增速下行压力加大，货币政策或出现边际宽松。9 月 29 日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，在“房住不炒”总基调下，四季度调控政策环境或有改善，各地继续大力度加码地产调控的可能性降低，按揭贷款额度和放款时间、房贷利率、限签等政策均有微调可能。

² 指以下城市：北京，广州，深圳，杭州，成都，青岛，苏州，厦门，无锡，东莞，扬州，常熟，南宁，佛山，金华，江门，清远，衢州

图 40：近半年中国 PMI 新出口订单和新订单指数均持续下滑



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 41：2021 年 8 月城镇和乡村的社会消费品总额增速下滑较大

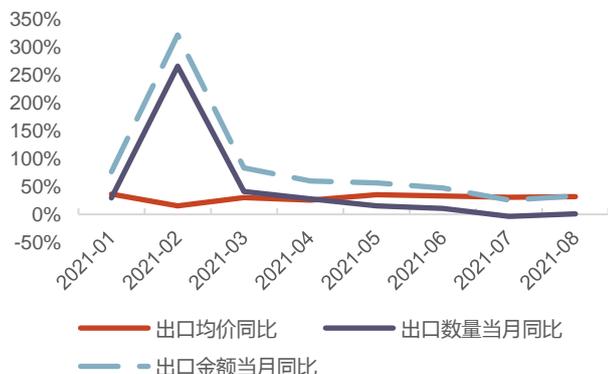


资料来源：国家统计局，光大证券研究所 *注：2021 年数据是相对 2019 年同期的两年复合增速

3.3、出口增速回落，业绩影响有限

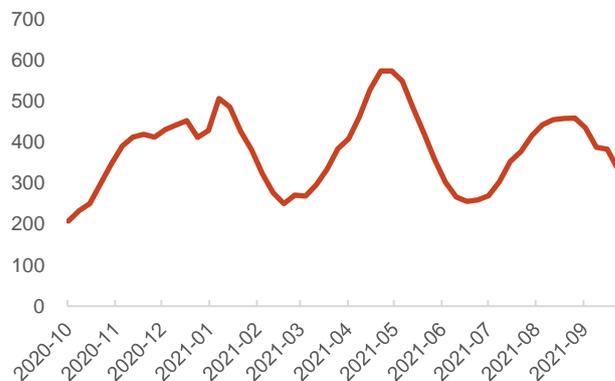
家电出口金额同比增速趋势性回落。海关总署数据显示，2021 年 Q1/Q2 家用电器出口金额同比增速+116%/+42%，该数据自今年 2 月开始趋势性回落。需求端看，随着欧美主要经济体逐步接近群体免疫状态，以及大流行病失业补贴发放结束，欧美耐用品消费逐步恢复至正常水位。供给端看，随着全球家电产能和物流运输恢复，自去年下半年开始的产能转移逐渐告一段落，但短期来看仍受新冠疫情波动影响。

图 42：家电出口均价、出口数量和金额的同比增速



资料来源：Wind，海关总署，光大证券研究所

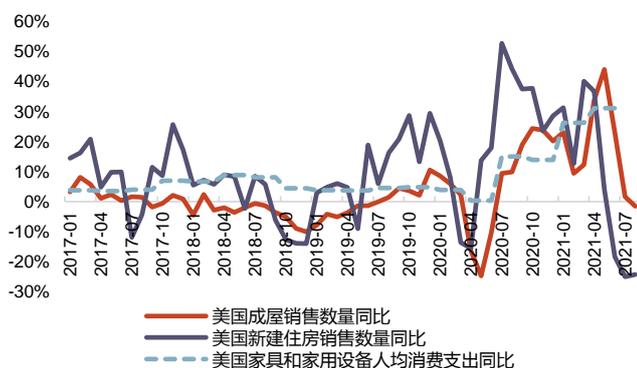
图 43：全球(不含中国):确诊病例:新冠肺炎:当周新增(万例)



资料来源：WHO，光大证券研究所，数据截至 2021 年 9 月底

美国家电消费支出与成屋销售基本同步，家电消费同比即将迎来向下拐点。目前美国的房地产市场基本上是存量房交易，2021H1 美国成屋销售 3640 万套（占比 88%），新建住房销售仅 487 万套（占比 12%）。因此，家电家具消费变化与成屋销售变化保持高度的一致性，且由于存量房即买即住，因此家具家电消费滞后性很小，二者的同步性高。展望未来一年，家用设备消费同比增速即将迎来向下拐点。2021Q2 美国新建住房销售同比增速已从 2021Q1 的 27.5%下降至 4.2%，三季度降幅进一步扩大，且 2021 年 8 月成屋销售数量增速已落入负区间，根据上述分析我们判断叠加基数效应，后续美国的家电家具消费将出现向下拐点，对于中国家电的出口，未来一年的压力较大。

图 44: 美国房屋销售数量同比、家具和家用设备人均消费支出同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 45: 美国房屋销售中成屋销售数量占比在 85%以上



资料来源: Wind, 光大证券研究所

出口增速回落对于上市公司利润的影响较小。2020-2021H1 白电出口量同比以及外销占比均有较大幅度提升,但上市公司外销毛利润增长并不明显甚至出现下滑,主因原材料价格和海运费明显上涨,同时出口调价周期较长。展望 2022 年,预计家电行业出口逐步回归正常年份水平,但出口回调对于企业利润的影响并不明显,一方面当前白电外销毛利率处于较低水平,另一方面原材料价格下调对于毛利率的拉升作用较大(如 3.1 测算)。

图 46: 白电市场出口量增速以及相关公司出口收入和毛利增速

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
空调行业出口YoY	9.7%	10.5%	9.3%	-0.3%	6.0%	15.3%
冰箱行业出口YoY	11.7%	12.8%	6.0%	6.4%	21.7%	29.0%
洗衣机行业出口YoY	7.4%	8.6%	1.7%	4.7%	-6.3%	40.0%
美的海外收入YoY	29.5%	62.4%	6.2%	5.8%	3.7%	19.6%
格力海外收入YoY	21.9%	13.8%	20.4%	-6.5%	-3.8%	7.0%
海尔海外收入YoY		41.1%	14.4%	21.7%	8.6%	23.4%
海信家电海外收入YoY	12.3%	16.5%	9.1%	6.8%	27.5%	59.3%
美的外销毛利YoY	58.8%	31.8%	23.9%	14.7%	3.6%	0.3%
格力外销毛利YoY	25.7%	-30.1%	52.5%	-5.4%	-13.5%	-15.0%
海尔外销毛利YoY			-2.1%	30.1%	14.0%	113.0%
海信家电外销毛利YoY	36.9%	-46.8%	5.1%	42.6%	30.1%	18.0%

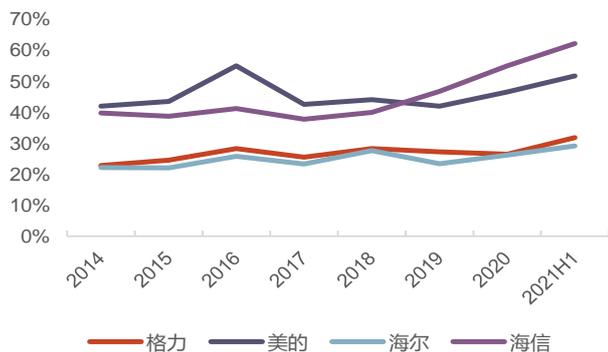
资料来源: 产业在线, Wind, 光大证券研究所

图 47: 白电市场出口量占比以及相关公司出口收入和毛利占比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
空调行业出口占比	44.2%	37.4%	38.4%	38.5%	43.3%	48.3%
冰箱行业出口占比	36.0%	40.3%	42.7%	44.1%	49.5%	51.6%
洗衣机行业出口占比	30.8%	31.1%	30.9%	32.0%	31.7%	36.4%
美的海外收入占比	43.5%	43.2%	42.5%	42.0%	42.6%	42.6%
格力海外收入占比	17.4%	14.0%	13.1%	13.3%	15.4%	17.9%
海尔海外收入占比	39.8%	42.2%	42.0%	46.8%	48.6%	49.8%
海信家电海外收入占比	34.3%	32.4%	32.8%	33.6%	33.4%	36.6%
美的外销毛利占比	37.7%	34.7%	36.3%	37.0%	43.2%	40.7%
格力外销毛利占比	8.1%	4.1%	5.1%	5.3%	5.7%	6.1%
海尔外销毛利占比		40.0%	36.4%	42.2%	46.2%	45.4%
海信家电外销毛利占比	21.4%	10.9%	10.9%	13.3%	11.9%	11.0%

资料来源: 产业在线, Wind, 光大证券研究所

图 48：各品牌空调出口量占该品牌总销量的比例



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 49：各品牌空调出口量的同比增速



资料来源：产业在线，光大证券研究所

4、2022 年家电基本面展望：寒冬已过，暖风徐徐

4.1、白电：内需逐渐回暖，出口自然回落

空调：预计 2022 年内需回暖+出口回落，国内均价温和上涨。1) 内销：预计 2021 年国内空调销量 8430 万台，同比增长 5%，对应 21H2 同比增长-2%低于全年增速，主因去年下半年基数较高且 2021Q3 内需不及预期。考虑到国民经济恢复叠加地产严控可能的边际放松，预计 2022 年空调内销市场温和复苏，内销量或达 9100 万台，同比增速+8%。**2) 外销：**2020 年下半年起，空调出口经历了较长的繁荣时期，但考虑到国外供应链恢复以及实物需求回落，预计 2021H2 开始外销增速有所回落，2021-2022 年外销量的同比增速为+11%/+2%，其中 2021H2 同比+5%。**3) 终端均价：**原材料大幅涨价+2020 年基数较低，空调零售价望在 2021 年迎来较大幅度的提升（同比+8%）；预计 2022 年原材料压力走弱但终端需求回暖，零售均价有望保持温和复苏（同比+2%）。

图 50：空调年度内销量和外销量预测（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所预测

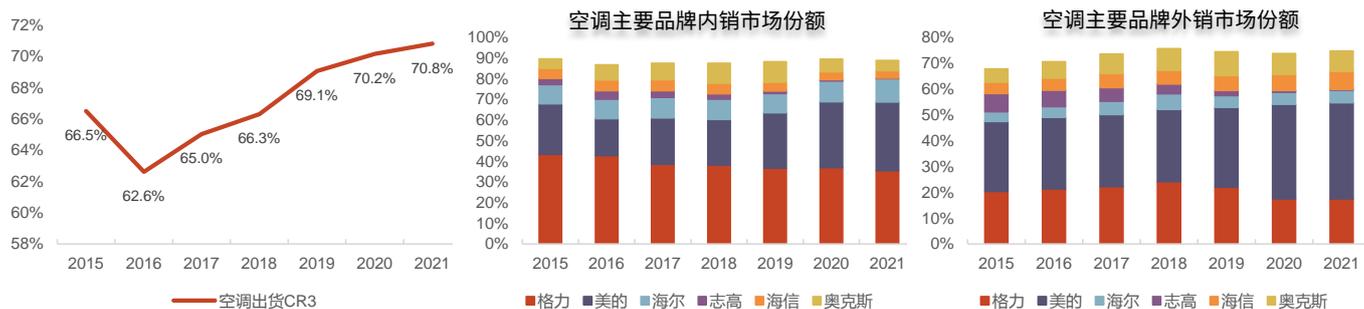
图 51：空调全渠道零售均价及同比增速预测（元/台）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所预测

空调：CR3 有望继续提升，龙头内部竞争加剧。在企业竞争方面，格力、美的、海尔占据前三甲，且行业集中度进一步提升。一方面，由于空调市场目前处于以换新需求为主的存量市场，消费者此时会倾向于选择头部品牌，同时在经历疫情、过去一年成本压力骤增后，小品牌的生存空间被压缩，叠加近期能耗双控的政策，行业集中度有望再度提升；另一方面，行业龙头的竞争也在加剧，其中格力加快渠道改革及数字化转型，尤其是线上市场的发力带来一定增量；美的则是基于用户需求及生态场景持续探索产品创新、提升渠道效率。

图 52：空调出货量：双寡头地位稳固，集中度持续提升



资料来源：产业在线，光大证券研究所 *注：2021 年数据统计时间截至 2021 年 8 月底

冰箱&洗衣机：预计 2022 年内销低增长，出口面临一定压力。
1) 内销：冰洗内销市场在 2021H1 经历较快恢复（基数较低），同比增速分别为+10%/+12%，后续来看需求稳定+基数增大，预计 2022 年冰箱和洗衣机内销增速分别为+1%/+2%。
2) 外销：欧美地区的收入补贴政策接近尾声，耐用品消费面临向下拐点，冰洗外销市场面临一定压力，预计冰箱和洗衣机 2022 年外销增速分别为+2%/+2%。
3) 终端均价：预计 2021 年冰箱/洗衣机终端价格分别+9%/+6%，展望未来原材料价格或将高位回落，预计冰箱/洗衣机 2022 全年均价+1%/+0.6%。

图 53：冰箱年度内销量和外销量预测（万台）



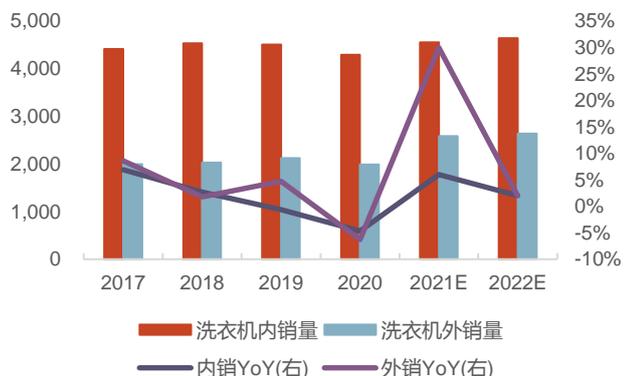
资料来源：产业在线，光大证券研究所预测

图 54：冰箱全渠道零售均价及同比增速预测（元/台）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所预测

图 55: 洗衣机年度内销量和外销量预测 (万台)



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所预测

图 56: 洗衣机全渠道零售均价及同比增速预测 (元/台)



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所预测

冰箱: 高端化竞争趋势下龙头企业优势较大。冰箱总出货的市场份额被海尔、美的、海信占据前三, 目前 CR3 在 50%左右。国内冰箱市场竞争转向高端化, 大容量、保鲜、除菌以及各类新式功能受到消费者喜爱, 龙头企业采取多元化品牌布局以占领消费者心智, 如海尔的卡萨帝在万元价格线以上占有稳固地位, 预计未来具备高端品牌的龙头企业会逐步抢占其他品牌的份额。外销市场美的海信表现更为出色, 目前出口面临回调压力, 龙头企业的韧性更强, 预计行业集中度或继续提升。

图 57: 冰箱出货量: 内销海尔第一, 外销海信美的



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所 *注: 2021 年数据统计时间截至 2021 年 8 月底

洗衣机: 双寡头格局稳定, 或继续提升。洗衣机竞争格局更为清晰, 海尔和美的形成的双寡头格局市场地位稳固, 带动 CR3 快速提升。洗衣机市场主流消费转向高端化、品质化和套系化, 滚筒洗衣机、干衣机、大容量产品的市场份额持续增加, 产品结构持续升级显著。头部企业美的和海尔是率先走向转型升级之路的制造企业, 品牌力和产品力不逊于国外品牌, 预计未来双寡头格局维持, CR3 或继续提升。

图 58：洗衣机出货量：集中度逐年提升，海尔和美的份额领先



资料来源：产业在线，光大证券研究所

4.2、大厨电：内销随地产回暖而恢复

油烟机：预计 2022 年内销增速反弹至 4%，外销增速或下滑至 6%。

1) 内销：产业在线数据显示 2017-2020 年油烟机内销量呈下滑态势，由于低基数+20H2-21H1 地产旺销，2021 年油烟机内销量见底反弹，21H2 房地产政策调控趋严，但后续按揭贷款的量价有望边际放松，以保障刚需者的贷款需求，预计 2021-2022 年油烟机内销增速为+3%/+4%。

2) 外销：外销市场需求持续旺盛，预计 2021 年油烟机外销量增速仍将保持较高水平，2022 年则受出口高基数和需求趋软影响，预计同比增速下滑至 6%。

3) 零售均价：结合 2021 年 1-8 月的均价增速，同时考虑到原材料成本的边际改善及需求回暖预期，预计 2021-2022 年全渠道零售均价分别同比+9%/+2%。

图 59：油烟机年度内销量和外销量的预测（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所预测

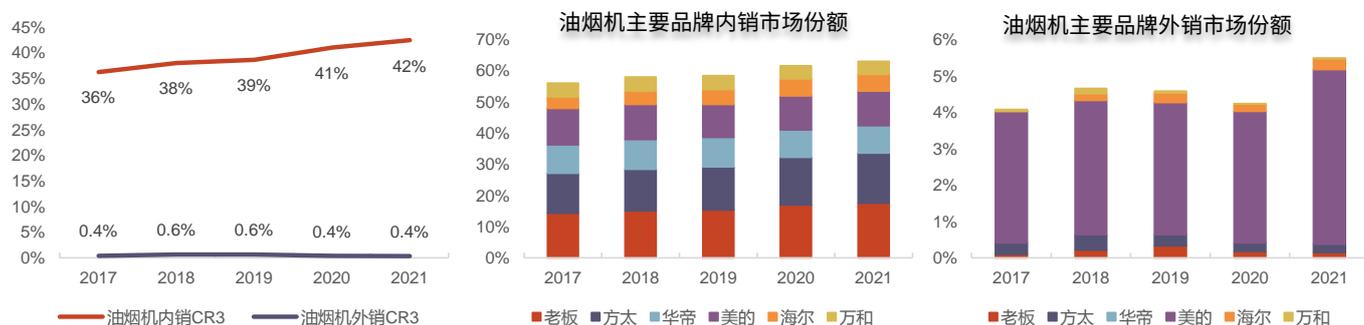
图 60：油烟机全渠道零售均价及同比增速的预测（元/台）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所预测

油烟机：国内市场集中度逐渐攀升，头部企业具备渠道和品牌优势。相较于三大白，油烟机的行业集中度较低，但内销量 CR3 已逐步攀升至 42%。近年来，受制于地产销售一般，叠加疫情挑战，头部企业调整市场策略实现增长，中小企业相对比较保守，差距不断拉大。从渠道看，头部企业加大下沉渠道开发，同时在工程渠道布局效果良好；从品牌来看，厨电高端化趋势确定，老板、方太、华帝高端形象突出，成长性优于其他品牌，预计将带动行业竞争向寡头格局靠拢。

图 61：油烟机出货量：国内集中度较低，外销市场更为分散

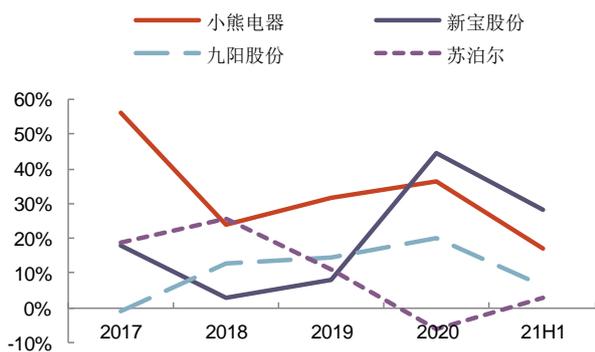


资料来源：产业在线，光大证券研究所 *注：2021 年数据统计时间截至 2021 年 7 月底

4.3、厨房小家电：后疫情时代有望加速修复

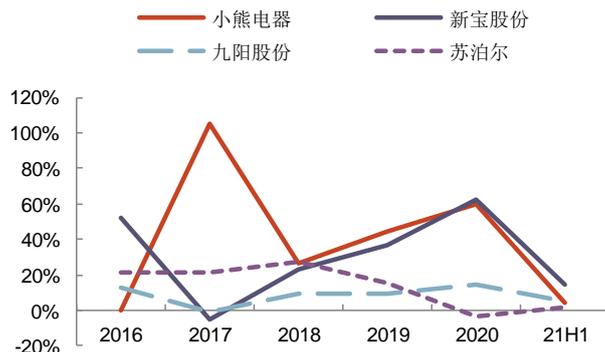
高基数+可选属性重，厨房小家电公司经营尚处爬坡期。受益疫情带来的居家用品需求上升，2020 年普遍是厨房小家电公司的上升期，其财务数据和资本市场表现均可圈可点。2021 年后疫情时代，厨房小电公司或多或少面临经营压力，其背后是较高基数+原材料价格压力+居民收入增长乏力，其中居民可支配收入增长放缓以及预防性储蓄倾向上升对可选属性较重的厨房小家电消费产生较大影响。数据表明，居民可支配收入于 20Q1 触底并缓慢爬升，21Q2 可支配收入相对 19Q2 的两年平均增长 7.4%，仍低于 2019 年接近 9%水准。这其中，乡村消费修复更为缓慢，这与农村外出务工减少有关。此外，城镇居民的消费倾向也偏低，央行“城镇储户问卷调查”中“更多储蓄占比”反映 2020 年上半年储蓄意愿出现跳升，此后该指标逐步下降但仍高于疫情前。

图 62：厨房小电公司的近年收入增速



资料来源：Wind，光大证券研究所；21H1 数据为相对 2019 同期的两年几何平均

图 63：厨房小电公司的近年归母净利润增速



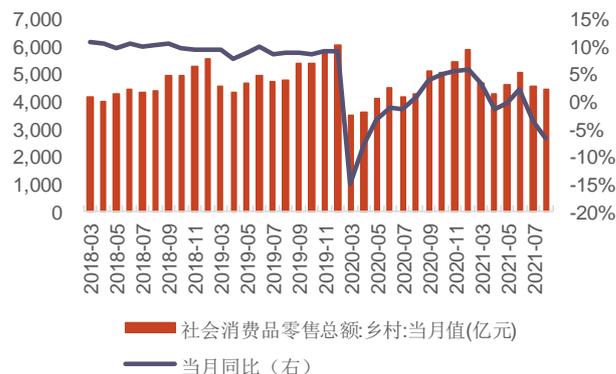
资料来源：Wind，光大证券研究所；21H1 数据为相对 2019 同期的两年几何平均

图 64：居民消费能力恢复尚需时日



资料来源：国家统计局，人民银行，光大证券研究所；注释：2021 可支配收入增速为相对 2019 同期的两年几何平均

图 65：乡村消费品零售总额尚未恢复至 19 年水平



资料来源：国家统计局，光大证券研究所；注释：2021 数据为相对 2019 同期的增速

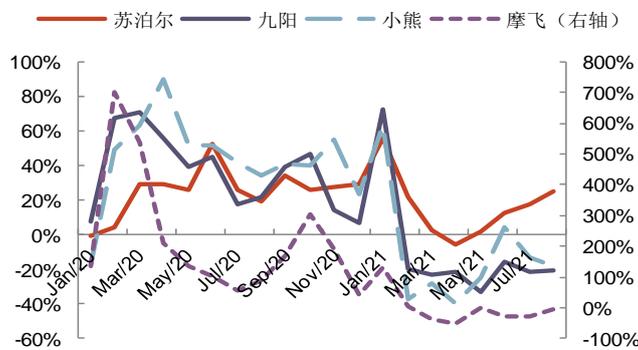
疫情逐渐褪去，居民收入增长恢复，厨房小电市场有望加速修复。2021 年以来国内疫情多源多点发生，居民出行和消费减少对可支配收入以及可选消费市场冲击较大。展望 2022 年，随着疫情防控进一步完善，就业稳定向好，居民收入增加，居民消费需求有望不断释放，厨房小家电市场恢复态势或将加速。从线上数据看，主要厨房小家电公司零售金额同比呈现筑底态势，其中苏泊尔向好态势明显，线上零售额同比自 21 年 4 月触底后反弹，至 21 年 8 月已达 25%。

图 66：2021 年国内疫情多源多点反复发生



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 10 月 15 日

图 67：淘宝平台厨房小家电品牌零售金额同比



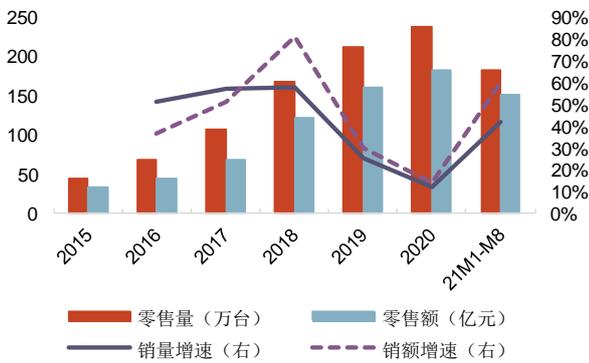
资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台的公开数据，光大证券研究所；注：数据截至 2021 年 8 月

4.4、新兴家电：集成灶延续高增，清洁品类不断创新

4.4.1、集成灶：2022 年零售额同比或将维持 30% 以上

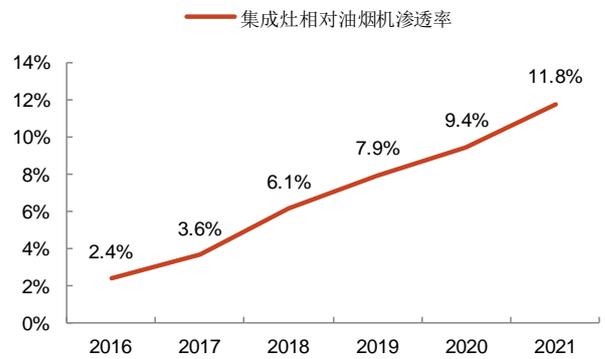
行业判断：规模逆势增长，竞争趋于激烈。2021 年 1-8 月国内集成灶市场零售额 152 亿元（同比+60%），零售量 182 万台（同比+43%）；同期传统油烟机零售额 208 亿元（同比+12%），零售量 1366 万台（同比+1%）；集成灶销量相对油烟机渗透率攀升至 11.8%。展望 2022 年，集成灶行业有望继续逆势增长，预计行业零售额增长将维持 30% 以上，刚刚上市的集成灶企业们有较大的动力和资本在渠道拓展、品牌运营、产品塑造方面更进一步。竞争格局方面，2021 年线下 KA 渠道布局品牌增多，稀释了 TOP5 品牌的集中度；同期线上马太效应加强，进入与退出品牌数量相同，腰尾部品牌压力加剧。

图 68：2021 年国内集成灶市场规模快速增长



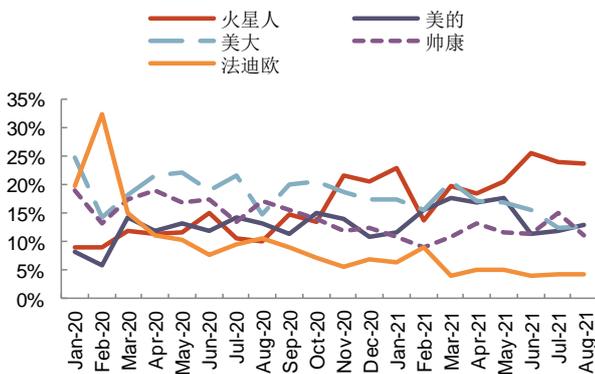
资料来源：奥维云网，光大证券研究所；注：2021 年数据截至 8 月

图 69：集成灶销量相对传统油烟机销量的渗透率



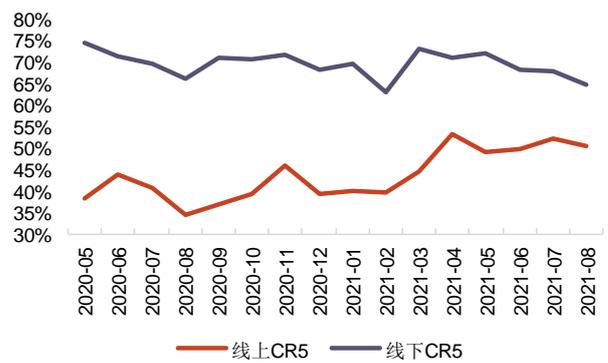
资料来源：奥维云网，光大证券研究所；注：2021 年数据截至 8 月

图 70：集成灶线下渠道零售额占比前五



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 71：集成灶线上&线下渠道集中度 CR5



资料来源：奥维云网，光大证券研究所；注：集中度统计口径为销售金额

渠道特点展望：专卖店等传统渠道萎缩，线上平台等流量渠道快速上升。（1）疫情的出现和社交电商的崛起，进一步加速线上渠道的增长。根据奥维云网数据，预计 2021 年电商渠道的零售额占比将提升至 26%，集成灶厂商正完善与电商平台合作，探索线上直播、短视频、新媒体等内容营销的新型推广方式。（2）线下建材家装市场的占比稳定在 33% 左右。集成灶备前装属性，需要提前设计和预留，建材市场的店中店进行终端拦截仍是厂商重点布局渠道。（3）KA 卖场比重上升至 10%，大卖场费用比较高，但是树立品牌和提升客单价的效应明显。

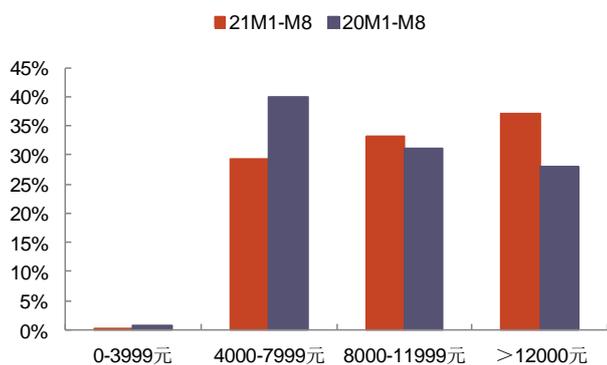
表 2: 2018-2021F 集成灶渠道结构和零售额占比 (%)

渠道类型	2018	2019	2020	2021F	相对 2020 变化
平台电商	13.1	14.3	16.5	17.1	0.6
专业电商	3.3	4.1	5.4	5.9	0.5
社交电商	0.4	1.8	2.6	2.7	0.1
线上合计	16.8	20.2	24.5	25.7	1.2
KA 卖场	7.4	8.1	9.2	10.3	1.1
专卖店/经销店	35.8	31.7	29.4	27.3	-2.1
建材家居市场	34.9	35.2	33.2	33.3	0.1
区域连锁	4.1	3.7	2.8	1.6	-1.2
TOP/地标	0.7	0.6	0.3	0.0	-0.3
线下合计	82.9	79.3	74.9	72.5	-2.4
C 端合计	99.7	99.5	99.4	98.2	-1.2
B 端合计	0.3	0.5	0.6	1.8	1.2

资料来源: 奥维云网预测, 光大证券研究所

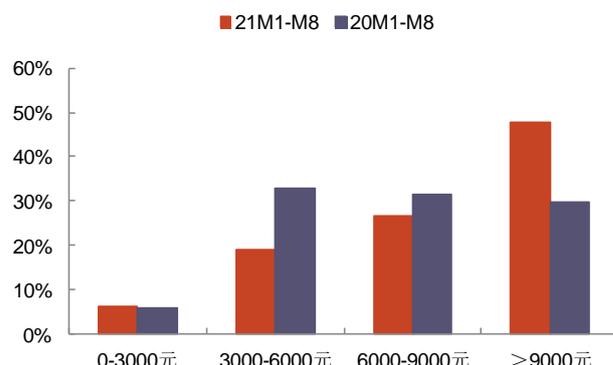
产品趋势展望: 高端需求持续增长, 蒸烤一体机占比继续提升。预计高端需求将持续增长, 据奥维云网数据, 2021 年 1-8 月集成灶线上 9000 元以上产品零售额份额达到 47.8%, 同比增长 18.1 个百分点; 线下 1.2 万元以上产品零售额份额达到 37.1%, 同比增长 9.0 个百分点。产品均价提升主因多功能一体机的结构占比提升, 截至 21Q2 线上市场中蒸烤一体机零售额占比达到 48.2%, 同比 +31pcts。家庭厨房空间不足+消费者对于多功能的渴望, 刺激蒸烤一体机的销售水涨船高, 未来更多功能的集成或将推动集成灶继续往高端化方向发展。

图 72: 集成灶线下零售额占比 (分价位段)



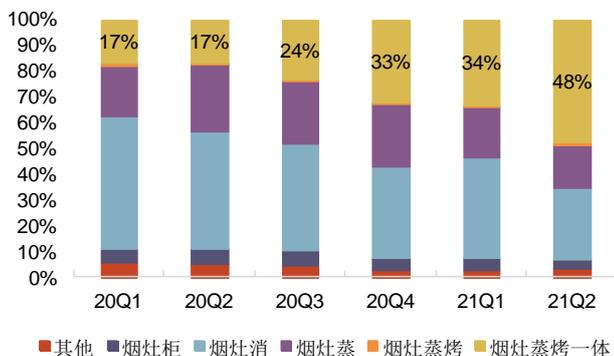
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 73: 集成灶线上零售额占比 (分价位段)



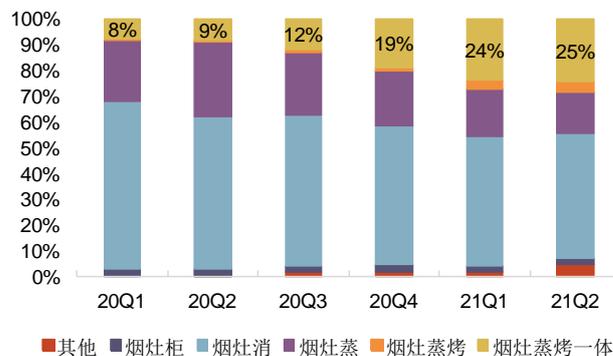
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 74: 2020-2021Q2 线上分类型集成灶零售额占比



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 75: 2020-2021Q2 线下分类型集成灶零售额占比



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

4.4.2、扫地机&洗地机：创新趋势延续，新品层出不穷

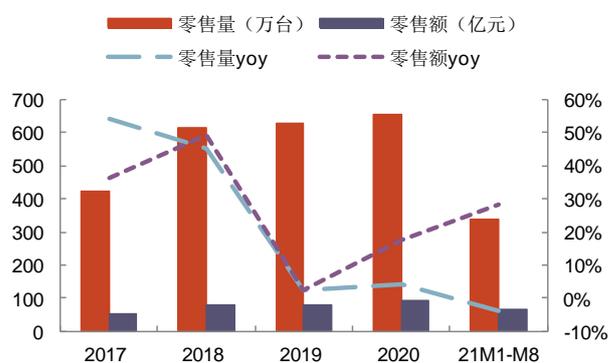
预计清洁品类将延续强创新的产业态势。以扫地机为例，该品类在欧美国家逐渐由“早期使用者”过度到“早期大众”阶段，2016-2020年全球（除中国）扫地机市场规模 CAGR 为 23%。国内方面，尽管 2019 年起扫地机零售量的增长并不明显（21 年 1-8 月同比下滑 4%），但产业创新能力强，品类更迭速度快，厂商推新卖贵继续拉动品类的高增长（21 年 1-8 月零售额同比+28%）。清洁品类的创新不仅局限于扫地机，洗地机异军突起，21 年上半年销售额同比接近 900% 并成功跃升至清洁品类销额占比第三。相对来讲，第二品类无线吸尘器维持小幅增长，其在高端市场面临洗地机为代表的吸拖类产品的挤压。

图 76：全球（除中国）扫地机市场规模（百万美元）



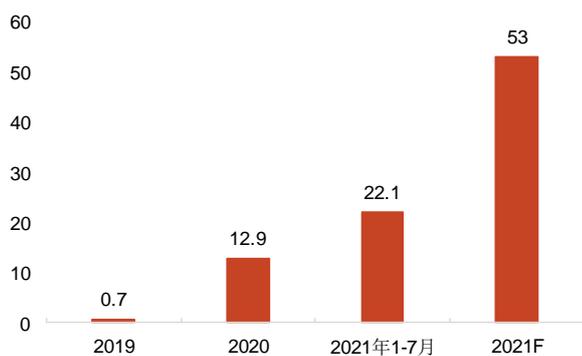
资料来源：irobot, 光大证券研究所

图 77：中国扫地机市场规模及其增长



资料来源：奥维云网, 光大证券研究所

图 78：中国洗地机市场规模（亿元）



资料来源：奥维云网预测, 光大证券研究所

图 79：2021 年上半年主要清洁品类的市场表现

	销额占比	销额同比	均价同比	均价（元）
扫地机器人	40%	39%	36%	2136
无线吸尘器	25%	6%	-3%	1483
洗地机	16%	888%	5%	3149
其他	11%	50%	27%	328
除螨仪	5%	1%	2%	314
蒸汽拖把	2%	-38%	-4%	572
电动拖把	1%	-26%	6%	884

资料来源：奥维云网, 光大证券研究所

产品趋势展望一：扫拖自清洁机器人普及率继续提升。扫拖机器人已经基本完全普及，截至 21 年中 97% 的扫地机器人已经具备拖地功能，同时扫拖自清洁机器人产品正在快速提升，从 19 年销量占比 0.3%，上升至 21 年年中的 32.9%。随着石头、追觅、科沃斯等品牌相继推出自清洁类机器人，预计明年扫拖自清洁产品的销量占比有望超过 50%。

图 80：近期各品牌推出的扫拖自清洁机器人对比

品牌 产品名称	云鲸 J2	科沃斯 X1	哇力 H10	石头 G10	追觅 W10
产品图片					
上市时间	21年双11	21.09	21.05	21.08	21.08
天猫售价	3999	TURBO 4999 OMNI 5999	2999	3999	3999
功能优势	自动涡轮式洗拖布+添加清洁剂+45°烘干拖布+自动换水；磁吸力模块，便捷更换	全能基站，自动集尘+洗拖布+补水+拖布热烘干+银离子除菌；可检测台阶等深度信息；借助3D立体户型图设定个性化清洁方案；依托YIKO语音助手，声源定位、召唤清洁、精准制导	扫洗拖、洗烘消六位一体、35°热烘干、臭氧消毒；水量可调，控制拖布干湿程度；配备智能遥控器；自动混合清洁液	自动补水+洗拖布、抗菌拖布；基站自清洁；LDS实时建图；LiDar避障，不怕黑暗；识别地毯，自动升起拖布	扫拖洗烘一体，拖布自回清洗+热风烘干；个性化地图，定制专属清洁；超声波地毯识别；D型机身沿边清扫
导航类型	激光导航	dToF导航	激光导航	LDS激光导航	LDS激光导航
产品净重	3.9kg	4.4kg	3.5kg	4.7kg	4.4kg
电池容量	5200mAh	5200mAHh	5200mAh	5200mAh	6400mAh
续航	3h	4h	2.5h	2.5h	3.5h
最大面积	300m ²	360m ²	400m ²	400m ²	300m ²
噪音水平	40-65dB	64-75dB	20-60dB	61-72dB	54-64dB
吸力	2500Pa	5000Pa	2000Pa	2500Pa	4000Pa
尘盒容量	机身0.43L	机身0.4L，基站2.5L	机身尘袋1L	机身0.47L	机身0.45L
基站清水箱	约5L	4L	3L	2.9L	4L
机身水箱	无	电控水箱，约80ml	无	电控水箱，200ml	无
语音助手	无	YIKO	天猫精灵	智能音箱，如小爱同学、小度音响、天猫精灵等	智能音箱，如小爱同学、小度音响、天猫精灵等
远程操控	云鲸智能App	ECOVACS HOME App	哇力机器人App	Roborock或米家App	米家App、多款智能音响

资料来源：京东，天猫，光大证券研究所；注：数据统计日期为 2021 年 9 月 30 日，图中价格单位为元

产品趋势展望二：众多品牌加入其中，洗地机市场继续发力。2019 年洗地机市场规模不足 1 亿元，奥维云网估计 2021 年全年洗地机规模将突破 50 亿元，品牌也由 20 年 15 个增长到今年突破 50 个。根据奥维云网，2021 年 1-7 月，添可销售额市场份额达到 76%，但随着洗地机市场热度上升，品牌不断进入，洗地机新品如雨后春笋，其中添可、必胜分别推出芙万 2.0 和四代 CROSSWAVE X7 系列，美的、石头、追觅、鲨客等品牌也都带来全新产品，在模式选择、水箱容量、滚刷设计等多个方面进行升级，而采用水尘环流技术的代表 HIZERO 和滴水，其产品凭借续航长、噪音小、无尾气排放等优点受到了不少好评。

图 81：近期各品牌推出的洗地机对比

品牌 产品名称	气尘分离技术					水尘环流技术			
	美的 X8	石头 U10	追觅 H11 MAX	追光 NANO Pro	鲨客 ED200	添可 芙万2.0 (LCD)	必胜 X7	HIZER0 F803	滴水 DSF0018G
产品图片									
上市时间	21.06	21.09	21.08	21.08	21.09	21.04	21.07	21.05	20.08
天猫售价	2990	3499	3199	2999	3199	4590	4090	4680	2099
功能优势	吸拖洗一体，一键自清洁；净水循环滚刷自清洁；自动挡+吸速档自由调节	吸拖洗一体，实时自清洁，三种模式可选；双刷设计，干湿皆可，双向擦拭零水渍；刷头180°转动，实现转角、沿边清洁；智能检测污渍，控制摩擦力度	吸拖洗一体，一键自清洁；脏污感应，变频清洁；齿梳结构刮条，减少毛发缠绕；自动模式+吸水模式可选	轻机身、长续航；吸拖洗一体，一键自清洁，三种模式可选；支持单颗洗地机凝珠	吸拖洗一体，一键自清洁；特有白茶香氛；特质抓污滚刷，避免地板刮伤	吸拖洗一体，四种模式可选，一键电解除水自清洁；原材料添加银离子抗菌、抑菌、防异味；自动调节清洗力度、感知脏污程度	三模式+三刷头+双毛复合滚刷，高速清洁；40秒一键自清洁；LED照自发光，便于清洁阴暗角落	轻机身+长续航+低噪音；扫拖洗擦+垃圾自动分类，全程自动清洁；仿生黏附清洁技术，三循环+双滚筒，无尘高效清洁；自动调节滚筒含水量；270°旋转，清洁角落	轻机身+长续航+低噪音；扫拖洗一体，实时自清洁；水尘环流，零排放；臭氧消毒；垃圾干湿分离；机身可躺平，清洁床底死角
充电时间	5-7h	4h	5h	4h	≤4.5h	4h	4h	4h	6h
使用时间	35min	35min	36min	45min	≥35min	35min	30min	>60min	60min
电池容量	4000mAh	5000mAh	4000mAh	5000mAh	5000mAh	4000mAh	2500mAh	n.a.	2500mAh
产品净重	6.6kg	5.1kg	4.7kg	3.8kg	4.6kg	4.5kg	4.5kg	3.9kg	3.55kg
使用面积	240m²	280m²	200m²	250m²	200m²	150m²	150m²	300m²	300m²
噪音水平	78dB	78dB	76dB	75dB	78dB	78dB	75dB	60dB	60dB
清水箱容量	710ml	850ml	900ml	600ml/900ml	520ml	800ml	600ml	500ml	720ml
污水箱容量	600ml	600ml	500ml	550ml	700ml	720ml	385ml	500ml	720ml
功能提示	液晶彩屏、智能语音	智能语音	液晶彩屏、智能语音	LCD屏幕	智能显示屏、语音提示	智能LCD屏显、语音提示	触屏按键	机身指示灯	机身按键

资料来源：京东，天猫，光大证券研究所；注：数据统计日期为 2021 年 9 月 30 日，图中价格单位为元

4.5、白电龙头利润率：或随成本压力缓解而提升

4.5.1、最近两轮成本上涨期：垄断地位助龙头转嫁成本压力

第一次成本上涨期（2016Q3-2018Q3）：白电龙头毛利率³先抑后扬，依靠降费提价转嫁成本压力。2016Q3 开始，原材料成本迅速上涨，在 2017Q1 达到增速最高为 36%，而空调均价同比增速紧接在 2017Q2 达到最高为 8%，后续二者增速环比减小。在此期间，白电三巨头的毛利率同比和净利率同比先抑后扬，本轮涨价周期龙头依靠提高产品价格和降低费用投放来稳定毛利率以及净利率。

第二次成本上涨期（2020Q3-2021Q2）：白电龙头毛、净利率先升后降，21 年提价控费难挡下滑颓势。新冠疫情后全球大宗商品价格快速上涨，但 2020Q4 白电龙头的净利率达到近年最高，同比+6pcts，这主要受益于空调均价提升和销售费用率降低（2020Q4 空调均价同比+11%，单季销售费用率同比-1.3pcts）。进入 2021 年，原材料上涨势头过大，白电盈利指标承压，2021Q2 毛/净利率较 19 年同期分别-4.8pcts/-2.4pcts，同比则基本持平。

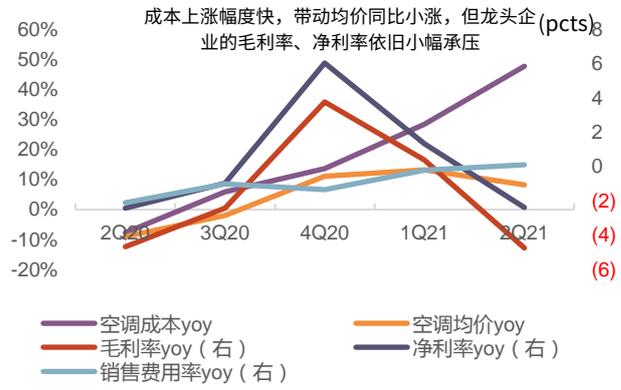
³白电龙头毛利率=格力毛利率*格力收入+美的毛利率*美的收入+海尔毛利率*海尔收入 / 总收入

图 82：第一轮成本上涨期（3Q16-3Q18）白电龙头运行情况



资料来源：Wind，中怡康，光大证券研究所

图 83：第二轮成本上涨期（3Q20-2Q21）白电龙头运行情况



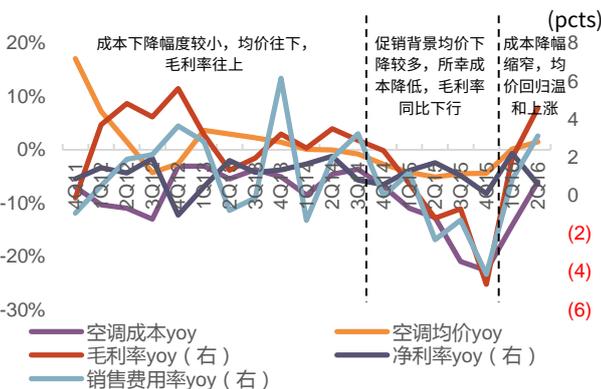
资料来源：Wind，中怡康，光大证券研究所

4.5.2、最近两轮成本下降期：龙头享受成本向下/均价向上剪刀差

第一次成本下跌期（2011Q4-2016Q2）：白电龙头毛利率先升后降再升，受成本和产品均价共同作用。在 2011Q4-2014Q3，受益于成本下跌和产品均价小幅上调，期间龙头毛利率同比大幅上升，但由于销售费用率同比同样向上，期间净利率同比的向上幅度不如毛利率。2014Q4-2015Q4，成本降幅扩大，均价则因促销举措下滑 4.5%，导致 2015Q4 毛利率同比-4.7pcts；在 2016Q1-2016Q2，原材料成本降幅缩窄，均价回归温和上涨，2016Q2 龙头销售费用率较 2015Q4 变动-0.7pcts，而毛/净利率较 2015 Q4 变动+3.3pcts/+4.3pcts。

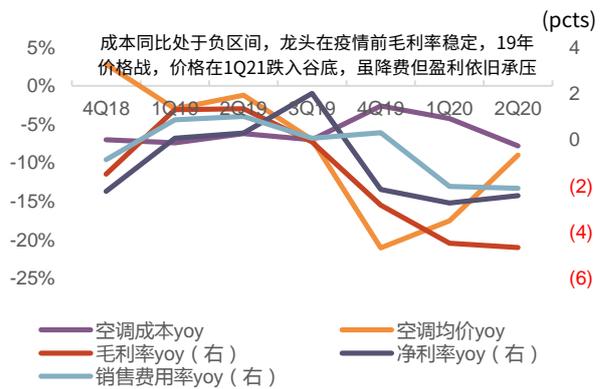
第二次成本下跌期（2018Q4-2020Q2）：新冠疫情冲击规模，成本、均价及毛/净利率全面下降。2019 年原材料成本增幅处于负区间，空调均价虽因价格战走低（2019Q4 同比变动-21%），但 2019Q3 净利率同比依然实现小幅上扬；2020Q1-2020Q2 由于新冠疫情，原材料成本、产品均价、龙头毛/净利率全面下滑。

图 84：第一轮成本下跌期（4Q11-2Q16）白电龙头运行情况



资料来源：Wind，中怡康，光大证券研究所

图 85：第二轮成本下跌期（4Q18-2Q20）白电龙头运行情况



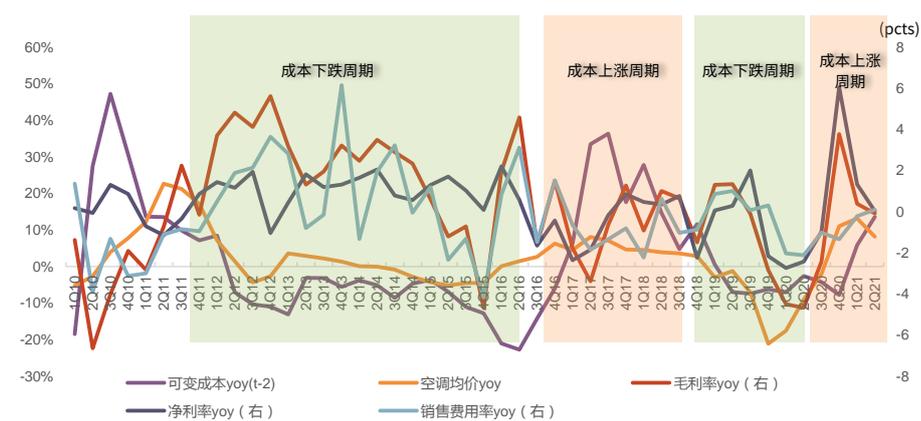
资料来源：Wind，中怡康，光大证券研究所

4.5.3、总结：白电龙头在成本上涨期韧性更强，下跌期内受益更大

龙头具备强韧性，成本转嫁和盈利能力更强。龙头上下游议价能力极强，导致成本转嫁顺畅，具体表现在：1) 成本见底回升迅速传导至零售价见底向上；2) 成本见顶向下甚至负增长后，终端售价仍能维持一段时间的温和扩张。此外，龙头企业具备规模优势、综合成本优势，掌握定价权，因而抵御成本上涨和扩大成本下跌红利的能力更强。

未来一年龙头利润率同比或将明显改善。原材料成本 (t-2) 和当期空调均价较好解释白电三巨头整体毛利率变化。当原材料成本陡峭向上并上穿均价曲线，厂商毛利率初期面临较大压力，而后压力随着均价抬升+基数效应逐步收窄，同期龙头净利润率的向下压力相对可控，主因销售费用率紧跟毛利率变化。目前产品均价下调概率较低，同时企业费用在过去一年里已被尽量压缩，因此原材料价格变动或成为企业利润率的主导因素。结合过去成本下跌周期内原材料成本和龙头利润率的情况 (2012Q3 原材料成本同比-13%，均价同比-4%，龙头毛/净利率分别同比+4.1pcts/2pcts；2016Q1 原材料成本同比-14%，均价同比+0.1%，龙头毛/净利率分别同比+2.0pcts/+2.2pcts)，我们判断未来一年龙头利润率同比或将出现明显的边际改善，若原材料成本在目前基础上同比下调 15%-20%，结合历史经验，龙头企业毛利率有望同比提升 2pcts-5pcts，净利率则有望同比提升 2pcts-2.5pcts。

图 86：原材料成本(t-2)和当期空调均价可较好解释白电三巨头的毛利率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所 *注：白电三巨头为格力电器、美的集团、海尔智家

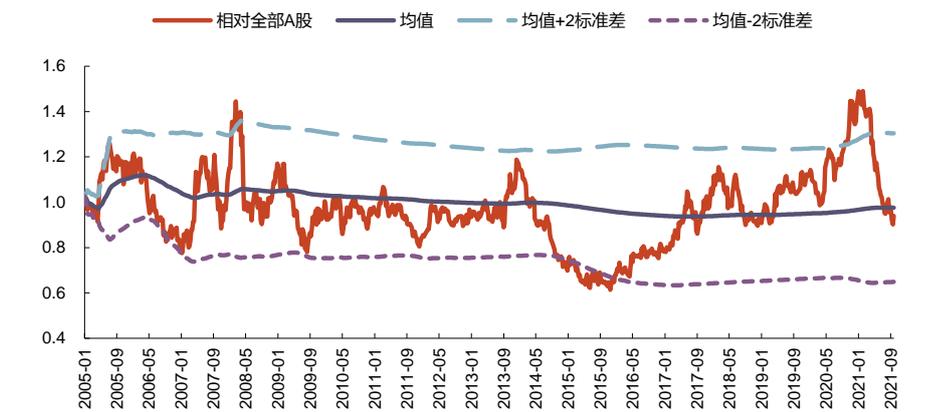
5、投资建议：22 年家电配置价值明显提升

5.1、估值水平：落至历史均值下方

家电相对全部 A 股估值回落至历史均值以下。我们选取了 174 家关注度较高的传统家电股票，并以此计算其整体 PE (TTM) 相对大盘的估值水平。数据显示，截至 2021 年 9 月 30 日，相对 PE 水位为 0.94，落至历史均值以下，近年的阶段高点出现在 2021 年 1 月 (均值+2 标准差上方)。

4 选取的 17 只家电股票为美的集团、格力电器、海尔智家、三花智控、海信家电、海信视像、长虹美菱、惠而浦、老板电器、华帝股份、浙江美大、万和电气、苏泊尔、九阳股份、新宝股份、飞科电器、莱克电气

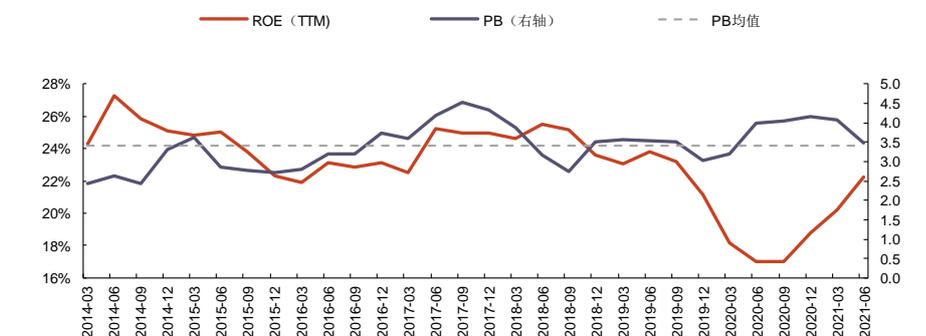
图 87：主要的传统家电品种相对 PE 回落至历史均值以下



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 9 月 30 日

PB-ROE 视角：ROE (ttm) 回升，PB⁵已经回归均值。我们选取 17 只家电股票作为研究对象（样本同前），其整体 ROE (ttm) 自 18 年中报见顶后处于下降通道，20 年三季报 ROE (ttm) 为最低值 17%，之后触底反弹，截至 21 年中报 ROE (ttm) 回升至 22%，仍低于历史均值 23%（2014 年一季报-2021 年中报）。与此同时，21 年中报 17 只家电股的整体 PB 为 3.5 倍，正好落在历史均值位置（2014 年一季报-2021 年中报）。

图 88：PB-ROE 视角：ROE 回升，PB 向均值回调



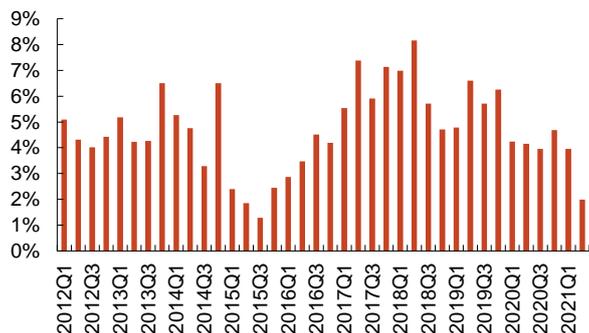
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：3 月指一季报，6 月指中报，以此类推

5.2、 资金面：基金持仓历史低位，配置安全边际较高

机构持仓历史低位，长线配置价值抬升。截至 21Q2 主动公募基金的家电行业配置比例为 2.0%，家电超配比例为-0.5%。按 2012Q1-2021Q2 百分位分析，白电、大厨电、小家电、照明及其他、黑电超配比例的历史百分位分别为 8%、3%、63%、26%、18%。当前机构对家用电器的预期较低，配置比例近 10 年低位，家电板块回调后估值安全边际较高，随着盈利预期逐渐修复，长线配置价值抬升。

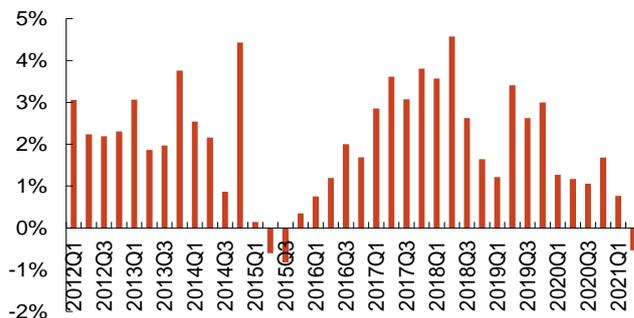
⁵ PB 指标中股价采用季报公布最后一日数据，即 4 月 30 日、8 月 31 日、10 月 31 日、3 月 31 日的数值进行计算

图 89：主动公募家电配置比例



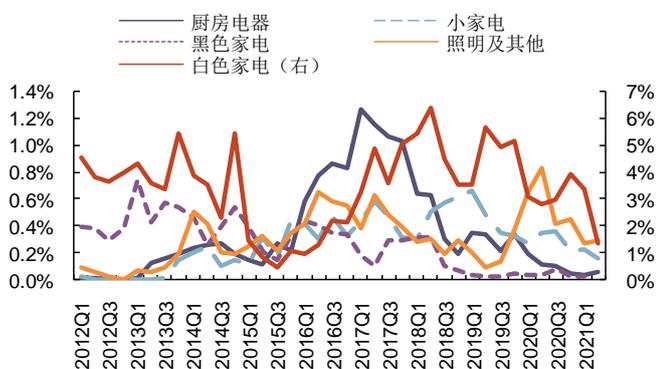
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021Q2

图 90：主动公募家电超配比例



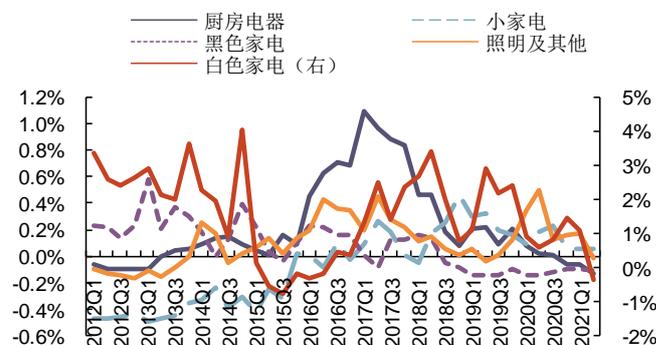
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021Q2

图 91：主动公募家电电子行业配置比例



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021Q2

图 92：主动公募家电细分行业超配比例



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021Q2

5.3、行业景气度前瞻比较：家电排位靠前

22 年相对 21 年的景气度变化：家电以其增长稳定性排位靠前。我们选取各申万行业中入选沪深 300 成分股的大市值股票作为样本考察，并以各行业样本股的合计利润增长（Wind 一致预期）代表该行业的景气度。结果表明：（1）26 个有沪深 300 成分股的申万一级行业中，8 个行业 2022 年净利润增速高于 2021 年（景气度上行），2 个行业景气度持平，16 个行业的净利润增速出现下滑，其中 2021 年高景气的强周期行业明显下行；（2）家电 2022 年的预测增长为 15%，相较 2021 年持平，景气度变化的相对排名靠前。综上所述，从 2022 年景气度变化的角度，家电相对稳定的利润增长具备较高的配置价值。

图 93：2022 年相对 2021 年的景气度变化：家电以其增长稳定性排位靠前

	沪深300成分股数量	2020年g	2021年预测g	2022年预测g	2022相对2021的增速变化 (pcts)
商业贸易	3	-92%	72%	256%	184
农林牧渔	5	69%	-44%	9%	53
计算机	13	-5%	22%	27%	5
非银金融	30	5%	14%	18%	4
通信	4	0%	26%	29%	3
建筑材料	3	15%	5%	8%	3
食品饮料	15	13%	18%	19%	1
房地产	8	3%	10%	11%	1
家用电器	6	2%	15%	15%	0
银行	22	2%	9%	9%	0
公用事业	7	20%	12%	11%	-1
建筑装饰	6	4%	14%	12%	-2
机械设备	10	22%	21%	16%	-5
轻工制造	3	8%	28%	20%	-8
汽车	10	10%	32%	22%	-10
电气设备	11	47%	40%	28%	-12
医药生物	37	49%	32%	16%	-16
国防军工	9	-4%	59%	32%	-27
电子	33	27%	59%	22%	-37
化工	13	-13%	81%	11%	-70
有色金属	9	56%	107%	35%	-72
采掘	4	-27%	109%	4%	-105
钢铁	3	3%	121%	9%	-112
传媒	7	53%	163%	27%	-136
休闲服务	2	-26%	177%	37%	-140
交通运输	13	-91%	1527%	0%	-1527

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：一致预期数据截至 9 月 30 日，沪深 300 成分股的大市值股票作为样本

5.4、投资建议及个股推荐

我们判断 2022 年家电行业的配置价值明显高于 2021 年，主要原因包括：

(1) 宏观环境有利于低估值消费板块。21Q4 经济增速下行压力加大，2021 年的“紧信用”或将逐步转向“宽信用”，随着稳增长政策发力，21Q4 社融增速有望企稳，根据历史经验内需行业基本面有望在 22H1 企稳改善。另外，PPI-CPI 剪刀差历史高位意味着利润分配向上游倾斜，但随着供给侧约束纠偏的可能性加大，以及工业品通胀向消费领域传导，前期估值承压的优质消费股有望迎来重估。

(2) 家电相关外部环境改善。房地产调控存在阶段性边际缓和迹象；全球流动性和经济动能见顶回落，原材料价格大概率告别单边向上态势；国内接近群体免疫，疫情对大众消费的影响逐步衰减；稳增长政策发力，各地促消费等跨周期调节政策或将加速出台。

(3) 内需恢复至疫情前水平，行业整体利润率改善，景气度变化排位靠前。(1) 经济恢复+地产韧性，预计 2022 年白电内需恢复至疫情前水平，空调内销量或达 9100 万台（同比+8%），终端均价同比+2%。(2) 预计原材料价格同比下调 15%-20%，明年白电龙头毛利率有望同比提升 2-4pcts。(3) 22 年相对 21 年的景气度变化：家电以其增长稳定性排位靠前。

(4) 估值偏低，机构低配。核心家电股整体 PE 相对大盘的估值快速回落至历史均值下方，近年高点则出现在 2021 年 1 月（均值+2 标准差上方）。截至 21Q2 主动公募基金的家电行业配置比例为 2.0%，家电超配比例为-0.5%。当前机构对家用电器的预期较低，配置比例处于近 10 年低位，随着盈利预期逐渐修复，家电的长线配置价值抬升。

建议投资者关注三条主线：（1）受益于基本面复苏以及配置价值提升的白电龙头，推荐格力电器、海尔智家、美的集团、老板电器；（2）估值处于历史底部且受益于经济修复的厨房小家电板块，推荐苏泊尔、九阳股份、小熊电器；（3）新兴家电中具备较强刚性需求的清洁品类，推荐科沃斯、石头科技。

5.4.1、美的集团：高效渠道+多元业务塑造长期竞争力

21H1 公司实现营收 1748 亿元，YoY+25.1%，较 19H1 变化+13.3%；归母净利润 150 亿元，YoY+7.8%，较 19H1 变化-1.2%。其中 21Q2 实现营收 918 亿元，YoY+12.9%，较 19Q2 变化+16.5%；归母净利润 85 亿元，YoY-6.3%，较 19Q2 变化-5.7%。

推荐逻辑：1) 渠道效率不断提升：公司通过直营零售变革推进线下渠道的“垂直效率提升”，库销比不断提升；通过组织架构变革推进终端销售的跨品类深度协同，有效支撑“横向协同效率提升”。**2) 五大业务保障成长空间：**公司以四大战略主轴为支柱推进五大业务板块持续发展，实现 ToB 和 ToC 业务的并重发展，2021 年公司并购万东医疗，同时库卡业务整合加速，新能源产线正式投产，新兴业务值得期待。**3) 全面数字化和平台化：**公司围绕“数智驱动”，将数字软件和互联网思维覆盖至研发-生产-营销-运营-售后-海外等环节，实现全价值链数据运营与平台化运作。

维持美的集团 2021-23 年净利润预测为 290.5、332.4、372.5 亿元，现价对应 PE 为 17、15、13 倍，维持“买入”评级。

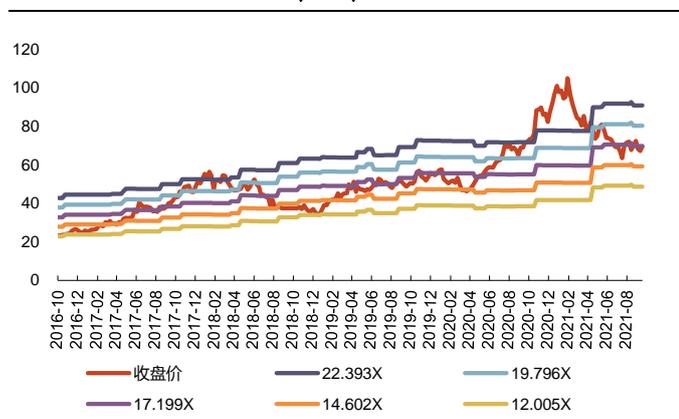
风险提示：原材料涨价风险，人民币升值，市场竞争加剧。

表 3：美的集团盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	279,381	285,710	321,358	348,992	375,517
营业收入增长率	6.71%	2.27%	12.48%	8.60%	7.60%
净利润 (百万元)	24,211	27,223	29,053	33,239	37,249
净利润增长率	19.68%	12.44%	6.72%	14.41%	12.06%
EPS (元)	3.47	3.87	4.16	4.76	5.34
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.81%	23.17%	21.30%	21.30%	21.11%
P/E	20	18	17	15	13
P/B	4.9	4.2	3.6	3.2	2.8

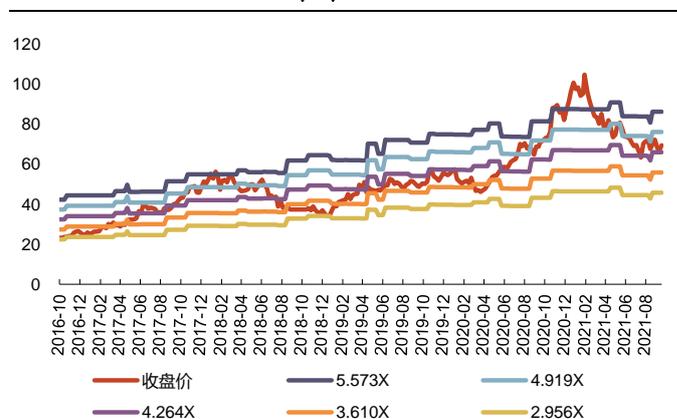
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间截至 2021 年 10 月 15 日

图 94：美的集团近五年 PE(TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所 *注：时间截至 2021.9.30

图 95：美的集团近五年 PB(LF)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

5.4.2、格力电器：治理改善+渠道改革，有望开启底部反转

21H1 公司实现营收 920.1 亿元, YoY+30%, 较 19H1 变化-6%; 归母净利润 94.6 亿元, YoY+49%, 较 19H1 变化-31%。其中 21Q2 实现营收 584.9 亿元, YoY+18%, 较 19Q2 变化+2%; 归母净利润 60.1 亿元, YoY+25%, 较 19Q2 变化-26%。

推荐逻辑：1) 受益空调需求复苏：随着国内消费和地产销售的复苏，空调内需有望逐步修复，格力在暖通领域积累深厚，有望受益行业复苏。**2) 估值具备安全边际，注销股份治理改善：**目前格力电器估值处于底部，2021 年 9 月底公司宣布将注销第三期回购股份中的 70% (约 2.2 亿股)，公司治理不断改善，每股收益和股东投资回报得以提升。**3) 渠道改革有效，效率提升成本降低：**公司顺应时代变化，通过“格力董明珠店”和直播模式推广新零售，线上线下实现平台共享和互相联动，随着渠道有效融合，效率提升+成本降低等竞争优势有望增强。

维持公司 2021-23 年净利润预测为 243.3、268.8、302.5 亿元，折合摊薄 EPS 为 4.04、4.47、5.03 元，对应 PE 为 9.7、8.7、7.8 倍，维持“买入”评级。

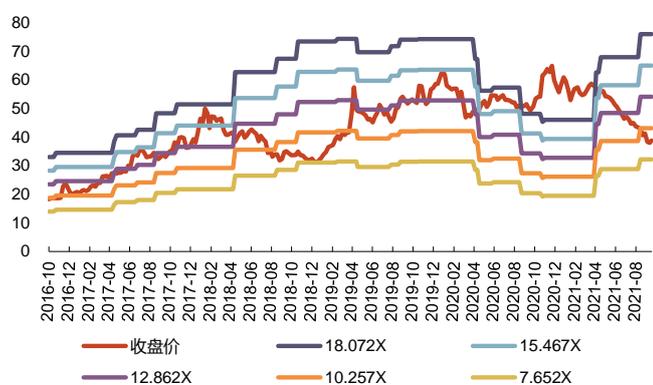
风险提示：渠道改革不及预期，空调需求不及预期，新业务协同不达预期。

表 4：格力电器盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	200,508	170,497	200,969	225,037	247,562
营业收入增长率	0.24%	-14.97%	17.87%	11.98%	10.01%
净利润 (百万元)	24,697	22,175	24,326	26,875	30,246
净利润增长率	-5.75%	-10.21%	9.70%	10.48%	12.54%
EPS (元)	4.11	3.69	4.04	4.47	5.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.42%	19.25%	20.28%	20.73%	21.46%
P/E	9.5	10.6	9.7	8.7	7.8
P/B	2.1	2.0	2.0	1.8	1.7

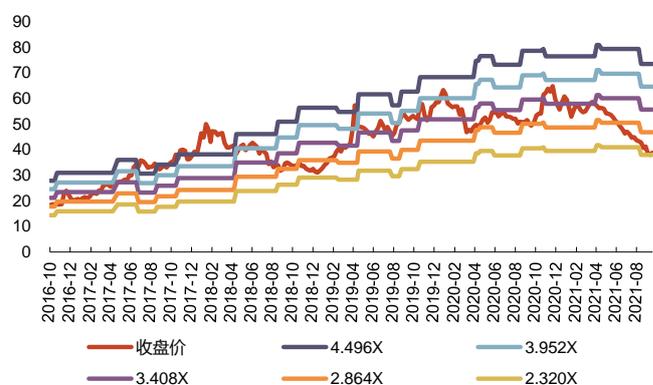
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间截至 2021 年 10 月 15 日

图 96：格力电器近五年 PE(TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

图 97：格力电器近五年 PB(LF)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

5.4.3、海尔智家：海外+高端双轮驱动，具备强 α 属性

21H1 公司实现营收 1116 亿元，YoY+17%，较 19H1 变化+13%，剔除卡奥斯和日日顺业务剥离的影响后，收入分别较 20 年和 19 年同期增长 27%/23%；21H1 归母净利润 68.5 亿元，YoY+146%，较 19H1 变化+33%。21Q2 实现营收 568.5 亿元，YoY+8%，较 19Q2 变化+12%；归母净利润 38.0 亿元，YoY+122%，较 19Q2 变化+26%。

推荐逻辑：1) 高端品牌引领行业：卡萨帝品牌已在中国高端大家电市场中占据绝对领先地位；场景品牌驱动高用户价值释放，首创“一站式定制智慧家”的三翼鸟平台增添活力。**2) 海外拓展进入收获期：**公司坚持依靠自有品牌与并购开拓海外市场，拥有出色的并购整合业绩和强大的七大品牌集群，在研发、生产、营销等方面实行本土化运营，全球业务的协同效应快速增强。**3) 长期股票期权激励彰显发展信心：**2021 年 7 月底公司宣布 A 股股票期权激励计划，制定五年期业绩增长目标，有助发挥和调动核心骨干的创业积极性，实现公司跨周期业务发展。

维持海尔智家 2021-23 年归母净利润预测为 127.9 亿元、150.9 亿元、176.1 亿元，对应 PE 为 19、16、14 倍，维持“买入”评级。

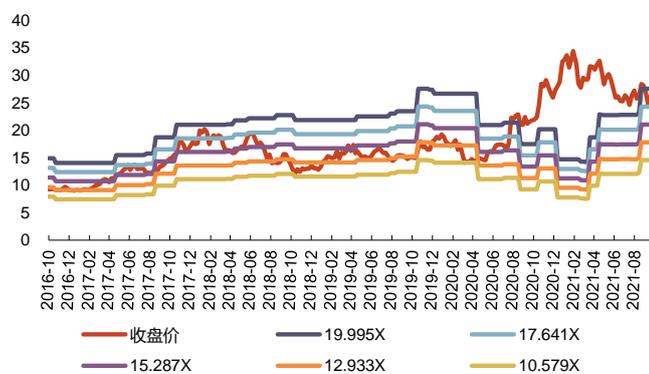
风险提示：原材料明显涨价，海外需求退坡，汇率大幅波动。

表 5：海尔智家盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	200,762	209,726	232,943	258,786	286,436
营业收入增长率	9.52%	4.46%	11.07%	11.09%	10.68%
净利润 (百万元)	8,206	8,877	12,786	15,088	17,605
净利润增长率	10.30%	8.17%	44.04%	18.00%	16.68%
EPS (元)	1.25	0.98	1.36	1.61	1.87
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.14%	13.29%	16.48%	17.25%	17.80%
P/E	21	27	19	16	14
P/B	3.6	3.5	3.2	2.8	2.5

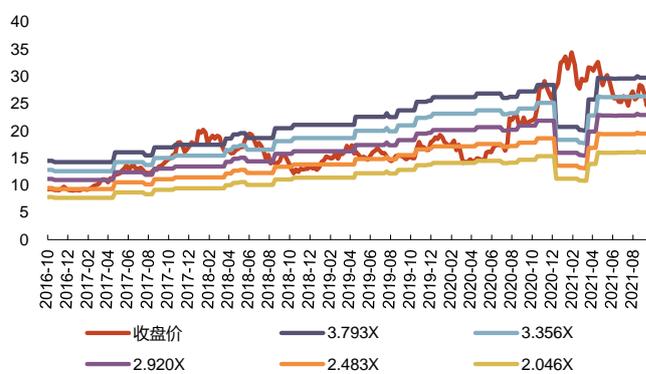
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间截至 2021 年 10 月 15 日

图 98：海尔智家近五年 PE(TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

图 99：海尔智家近五年 PB(LF)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

5.4.4、老板电器：第二增长曲线成型，估值有望修复

1-3Q21 公司实现营收 70.7 亿元，YoY+26%，较 19 年同期变化+25.7%；归母净利润 13.4 亿元，YoY+19.6%，较 19 年同期变化+23.6%。其中 3Q21 实现营收 27.4 亿元，YoY+13.7%，较 19 年同期变化+30.9%；归母净利润 5.5 亿元，YoY+8.1%，较 19 年同期变化+33.0%。

推荐逻辑：1) 第二增长曲线成型：公司第二、三品类产品充分受益懒人经济和便捷需求而快速扩张，其中蒸烤一体机和洗碗机作为代表产品，行业空间巨大+公司份额提升，逐渐成为公司核心成长助力。2) **传统品类优于行业：**公司第一品类厨电产品延续良好的复苏态势，牢牢抓住行业集中度提升红利，渠道下沉中实行统仓统配匹配渠道模式发展，表现显著优于行业。3) **围绕“中式烹饪”提升品牌形象：**公司立足“创造中国新厨房”理念，以“中式烹饪”为创新土壤和文化母体，打造九天中枢数字平台，成立烹饪数字化联合实验室等，产品矩阵不断迭代升级，产品逻辑得以活化。

维持老板电器 2021-23 年净利润预测为 19.6、22.3、24.8 亿元，对应 PE 为 16、14、13 倍，维持“买入”评级。

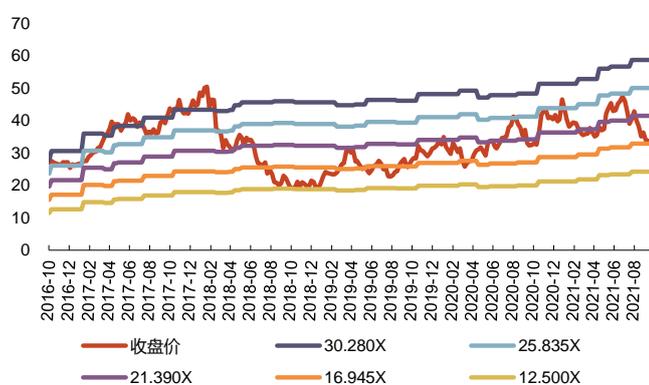
风险提示：竞争环境恶化，地产持续下行，原材料价格大幅上涨。

表 6：老板电器盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,760.58	8,128.62	9,838.70	11,056.45	12,315.89
营业收入增长率	4.52%	4.74%	21.04%	12.38%	11.39%
净利润 (百万元)	1,589.81	1,660.75	1,955.31	2,227.31	2,475.05
净利润增长率	7.89%	4.46%	17.74%	13.91%	11.12%
EPS (元)	1.68	1.75	2.06	2.35	2.61
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.16%	20.63%	20.51%	19.95%	19.43%
P/E	20	19	16	14	13
P/B	4.7	4.0	3.4	2.9	2.5

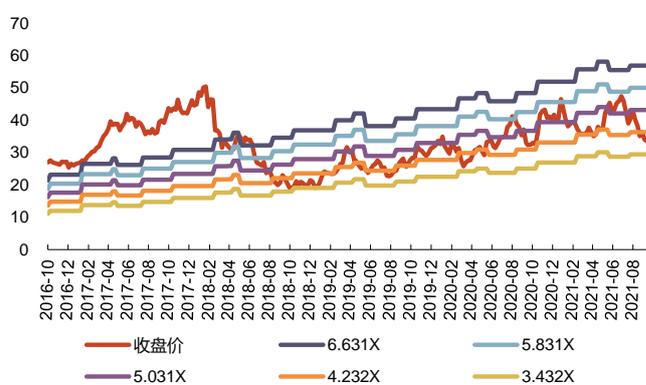
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间截至 2021 年 10 月 15 日

图 100：老板电器近五年 PE(TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

图 101：老板电器近五年 PB(LF)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

5.4.5、苏泊尔：背靠 SEB 集团，具备强大新品能力

21H1 公司实现营收 104.3 亿元，YoY+27%，较 1H19 增长 6%；归母净利润 8.7 亿元，YoY+30%，较 1H19 增长 3.3%。其中 2Q21 实现营收 53 亿元，YoY+15%，较 1H19 增长 22%；归母净利润 3.6 亿元，YoY+0.6%，较 1H19 增长 12%。

推荐逻辑：1) 背靠 SEB 集团：欧美等海外市场保持需求旺盛，公司将受益 SEB 集团全球订单的持续转移，同时在生产、研发、品质控制、管理等领域与集团展开合作，核心竞争力提升。**2) 强大的新品能力：**公司以消费者需求为导向，持续产品创新与差异化战略，推出多款行业创新产品，市场份额得到保障。**3) 注销股份提升 EPS：**公司在 2021 年 9 月底宣布将注销回购的 817 万股（占注销前股本的 1%），将有助于提升每股收益和股东投资收益。

维持苏泊尔 2021-23 年净利润预测为 20.1、22.0、24.5 亿元，现价对应 PE 为 19、17、15 倍，维持“买入”评级。

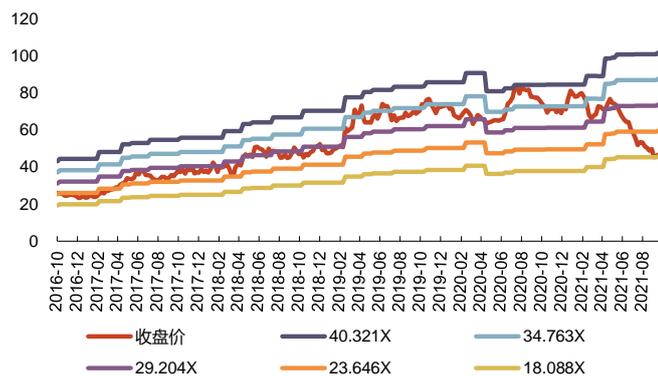
风险提示：新品拓展不及预期，海外销售疲软，原材料涨价超预期。

表 7：苏泊尔盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19,853	18,597	21,325	23,716	26,308
营业收入增长率	11.2%	-6.3%	14.7%	11.2%	10.9%
净利润（百万元）	1,920	1,846	2,007.88	2,201.30	2,452.15
净利润增长率	15.0%	-3.8%	8.8%	9.6%	11.4%
EPS（元）	2.34	2.25	2.48	2.72	3.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.08%	25.64%	24.62%	24.05%	23.85%
P/E	19.7	20.5	18.6	16.9	15.2
P/B	5.5	5.3	4.6	4.1	3.6

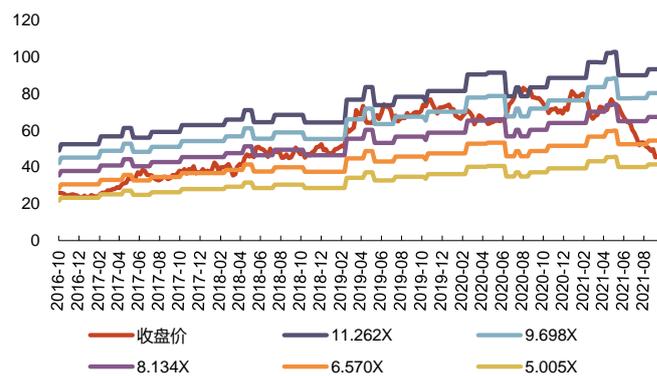
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间截至 2021 年 10 月 15 日

图 102：苏泊尔近五年 PE(TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

图 103：苏泊尔近五年 PB(LF)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

5.4.6、九阳股份：估值底部，基本面有望复苏

21H1 公司实现营收 47.4 亿元，YoY+4%，较 19H1 变化+13%；归母净利润 4.5 亿元，YoY+8%，较 19H1 变化+11%。其中 21Q2 实现营收 25 亿元，YoY-12%，较 19Q2 变化+5%；归母净利润 2.7 亿元，YoY+0.17%，较 19Q2 变化+12%。

推荐逻辑：1) 创新产品驱动：公司从豆料榨起步不断拓展创新产品品类，目前豆浆机、破壁机、面条机、榨汁机等优势品类牢牢占据市场第一的位置，其他大部分品类也位列行业前三。**2) 品牌升级引领：**九阳品牌逐渐实现了“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略与品牌提升转型；Shark 品牌在家庭清洁领域实力强大，已稳居国内电动拖把和蒸汽拖把品类的行业第一。**3) 受益国内消费复苏：**小家电与居民收入紧密相关，随着居民收入的持续恢复，凭借强大的运营能力和品牌矩阵，公司仍是确定受益于小家电行业扩容的标的之一。

维持九阳股份 2021-23 年归母净利润预测为 9.9、11.0、12.8 亿元，当前股价对应 PE 为 17、16、14 倍，维持公司“买入”评级。

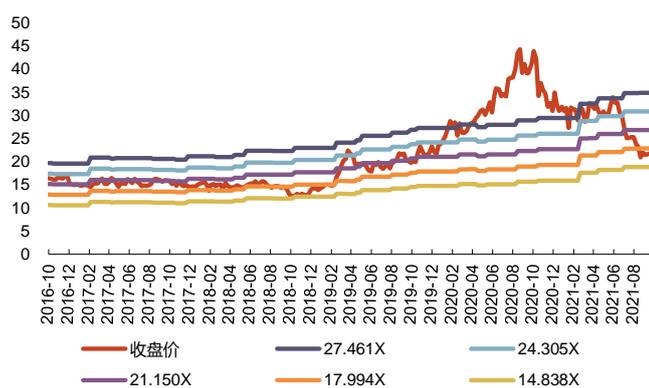
风险提示：原材料涨价风险，Shark 扩张不及预期，市场竞争加剧。

表 8：九阳股份盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,351	11,224	13,051	15,225	17,766
营业收入增长率	14.5%	20.0%	16.3%	16.7%	16.7%
净利润（百万元）	824	940	994	1,097	1,277
净利润增长率	9.3%	14.1%	5.8%	10.4%	16.4%
EPS（元）	1.07	1.23	1.30	1.43	1.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.0%	21.9%	22.0%	22.8%	24.5%
P/E	20.9	18.4	17.4	15.7	13.5
P/B	4.6	4.0	3.8	3.6	3.3

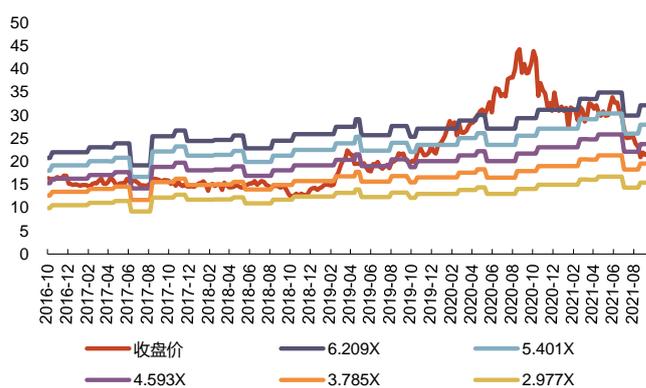
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间截至 2021 年 10 月 15 日

图 104：九阳股份近五年 PE(TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

图 105：九阳股份近五年 PB(LF)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

5.4.7、小熊电器：估值底部已现，产品渠道扩容

21H1 公司实现营收 16.3 亿元，YoY-5%，较 19H1 变化+37%；归母净利润 1.4 亿元，YoY-45%，较 19H1 变化+9%。其中 21Q2 实现营收 7.3 亿元，YoY-26%，较 19Q2 变化+30%；归母净利润 0.5 亿元，YoY-67%，较 19Q2 变化+31%。

推荐逻辑：1) 广阔的产品矩阵：公司对市场十分敏锐，不断深耕开拓细分品类，已有 500 多款产品外售，同时各品类订单相互带动，提高了客户复购率及公司抗风险能力。**2) 把握新型渠道红利：**公司把握抖音等新型电商渠道的崛起时期，积极构建自营能力，正在快速拉升销量。**3) 品牌出海落地：**公司在海外与亚马逊和各地经销商积极合作，酸奶机、煮蛋器、蒸锅等曾登上亚马逊最佳销量前十。

维持小熊电器 2021-23 年归母净利润预测为 4.0、4.7、5.3 亿元，对应 PE 为 19、16、14 倍，维持“增持”评级。

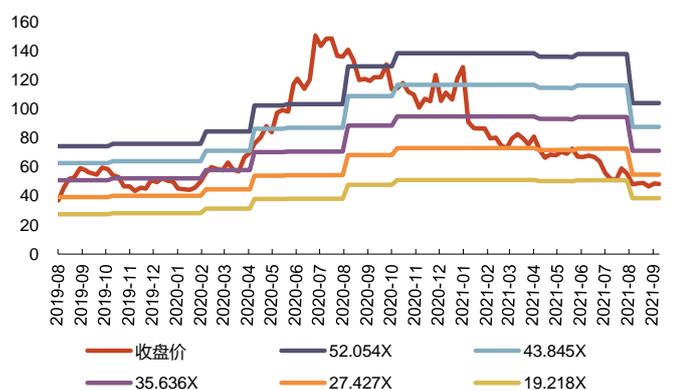
风险提示：原材料成本攀升，行业竞争加剧，渠道和品类扩展不及预期。

表 9：小熊电器盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,688	3,660	3,876	4,422	5,070
营业收入增长率	31.7%	36.2%	5.9%	14.1%	14.7%
净利润 (百万元)	268	428	404	473	534
净利润增长率	44.6%	59.6%	-5.6%	17.1%	12.9%
EPS (元)	2.23	2.74	2.59	3.04	3.43
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.11%	21.70%	18.46%	19.08%	19.07%
P/E	22	18	19	16	14
P/B	3.6	3.9	3.5	3.1	2.7

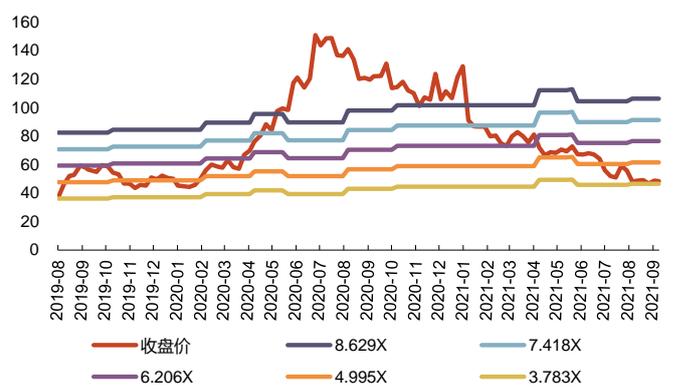
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间截至 2021 年 10 月 15 日

图 106：小熊电器上市以来 PE(TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

图 107：小熊电器上市以来 PB(LF)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

5.4.8、石头科技：完成去小米化，迈上增长新台阶

21H1 公司实现营收 23.5 亿元，YoY+32%，较 19H1 变化+11%；归母净利润 6.5 亿元，YoY+42%，较 19H1 变化+68%。其中 21Q2 实现营收 12.4 亿元，YoY+6%，较 19Q2 变化-2%；归母净利润 3.4 亿元，YoY+0.5%，较 19Q2 变化+35%。

推荐逻辑：1) 技术实力业内领先：公司在 LDS 激光雷达+SLAM 算法的技术领域积累深厚，同时通过 AI 算法规划出智能、高效的清扫路径，清扫和导航实力业内领先。**2) 去小米化进入尾声：**公司近年积极构建自有品牌销售渠道，加大品牌宣传，去小米化过程基本顺利完成，毛利率得到显著提升。**3) 产品矩阵再度完善：**公司 2021 年推出两款 T7 S 系列扫地机器人、双轴洗地机 U10、自清洁扫拖机器人 G10 及智能集尘基座等新品，市场销售反映较好，品牌份额有望提升。

维持石头科技 2021-23 年净利润预测为 17.2、21.8、27.6 亿元，对应 PE 为 30、24、19 倍，维持“增持”评级。

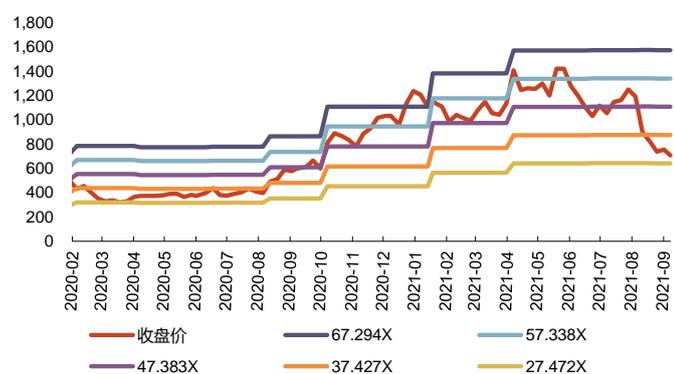
风险提示：芯片供应短缺，市场竞争加剧，海运通路不畅。

表 10：石头科技盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,205	4,530	5,540	7,206	9,048
营业收入增长率	37.8%	7.7%	22.3%	30.1%	25.6%
净利润 (百万元)	783	1,369	1,715	2,182	2,758
净利润增长率	154.5%	74.9%	25.2%	27.2%	26.4%
EPS (元)	15.66	20.54	25.67	32.67	41.30
ROE (归属母公司) (摊薄)	52.73%	19.25%	19.73%	20.72%	21.46%
P/E	49.4	37.7	30.1	23.7	18.7
P/B	26.1	7.3	5.9	4.9	4.0

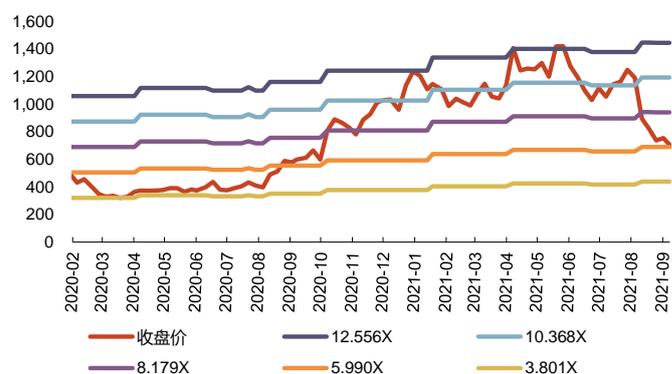
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间截至 2021 年 10 月 15 日

图 108：石头科技上市以来 PE(TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

图 109：石头科技上市以来 PB(LF)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

5.4.9、科沃斯：双料龙头有望受益扫地/洗地赛道高景气

21H1 公司实现营收 53.6 亿元，YoY+123%，较 19H1 变化+121%；归母净利润 8.5 亿元，YoY+543%，较 19H1 变化+546%。其中 21Q2 实现营收 31.3 亿元，YoY+118%，较 19Q2 变化+166%；归母净利润 5.2 亿元，YoY+463%，较 19Q2 变化+742%。

推荐逻辑：1) 充分受益扫地/洗地机赛道高景气：公司是扫地机和洗地机的双料龙头，通过实行科沃斯+添可品牌的双轮驱动战略，推动 T9 系列、N9+系列扫地机器人和芙万洗地机等产品的销售，持续提升高附加值产品占比及整体运营效率。**2) 技术实力强市场转化快：**公司具备卓越的研发实力，通过高效率研发投入，使得新品得以快速应用以实现高效的市场转化。**3) 全球化渠道壁垒形成：**公司现已建立以美国、德国和日本为核心覆盖全球主要市场的经营网络，海外线上线下渠道逐渐完善，渠道壁垒正在形成。

维持科沃斯 2021-23 年净利润预测为 18.5、27.5、36.9 亿元，当前股价对应 PE 为 47、32、24 倍，维持“增持”评级。

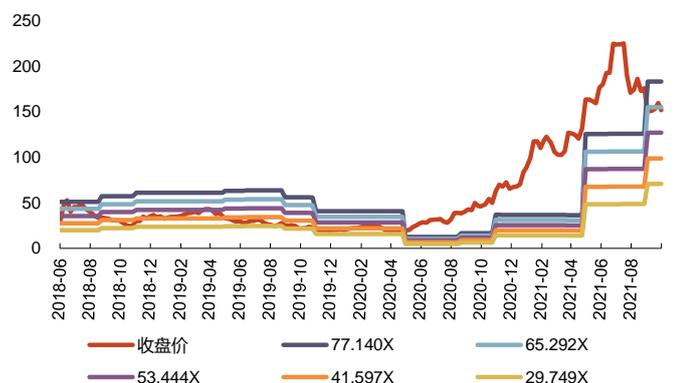
风险提示：芯片供应短缺，市场竞争加剧，海运通路不畅。

表 11：科沃斯盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,312	7,234	12,108	17,735	23,202
营业收入增长率	-6.70%	36.17%	67.38%	46.48%	30.82%
净利润 (百万元)	121	641	1,850	2,750	3,693
净利润增长率	-75.12%	431.22%	188.59%	48.62%	34.29%
EPS (元)	0.21	1.14	3.23	4.81	6.45
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.87%	20.68%	39.63%	40.61%	38.87%
P/E	715	135	47	32	24
P/B	35	28	19	13	9

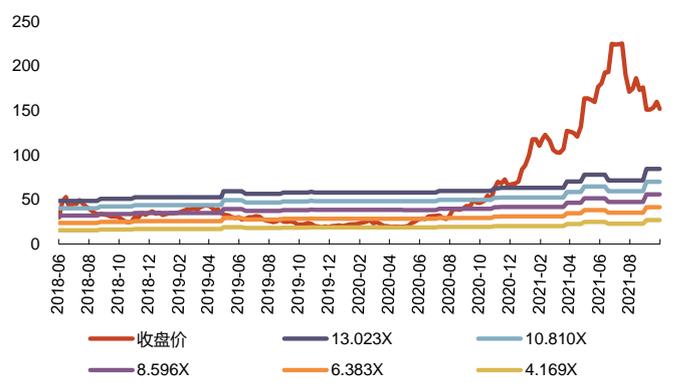
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间截至 2021 年 10 月 15 日

图 110：科沃斯上市以来 PE(TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

图 111：科沃斯上市以来 PB(LF)



资料来源：Wind，光大证券研究所*注：时间截至 2021.9.30

6、风险分析

宏观经济不及预期。若宏观经济和居民收入增长不及预期，这将导致社会消费品零售额增长疲软，进而影响家电行业的需求景气度。

地产销售不及预期。家电、家居用品等消费品的销售额与地产周期关系较大，如果地产销售显著下行，相关行业可能受较大负面影响。

人民币升值超预期。家电行业出口占比较高，人民币升值超预期将提高出口产品以外币表示的价格，这将削弱产品竞争力，进而导致外销量不及预期。

原材料涨价超预期。在目前供给严控形势下，原材料仍存涨价可能性，若涨价幅度超预期而且企业不能及时转嫁成本，这将导致家电行业公司利润率下行。

表 12：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
600690.SH	海尔智家	26.21	0.98	1.36	1.61	27	19	16	3.5	3.2	2.8	买入	维持
002032.SZ	苏泊尔	48.10	2.25	2.48	2.72	21	19	17	5.3	4.6	4.1	买入	维持
002242.SZ	九阳股份	22.50	1.23	1.30	1.43	18	17	16	4.0	3.8	3.6	买入	维持
002508.SZ	老板电器	33.81	1.75	2.06	2.35	19	16	14	4.0	3.4	2.9	买入	维持
688169.SH	石头科技	773.83	20.54	25.67	32.67	38	30	24	7.3	5.9	4.9	增持	维持
000333.SZ	美的集团	71.00	3.87	4.16	4.76	18	17	15	4.2	3.6	3.2	买入	维持
000651.SZ	格力电器	39.05	3.69	4.04	4.47	11	10	9	2.0	2.0	1.8	买入	维持
603486.SH	科沃斯	152.92	1.14	3.23	4.81	135	47	32	27.8	18.7	12.9	增持	维持
002959.SZ	小熊电器	49.35	2.74	2.59	3.04	18	19	16	3.9	3.5	3.1	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-15

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：
A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE