



家用电器

优于大市（维持）

证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120521030001

邮箱：xiely@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号：S0120521090002

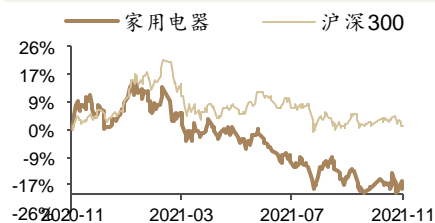
邮箱：hehp@tebon.com.cn

研究助理

邓颖

邮箱：dengying@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 1.《双十一专题(2): 高端消费亮眼, 清洁、投影表现不俗》, 2021.10.31
- 2.《亿田智能 Q3: 营收业绩高歌猛进, 期待改革启新章》, 2021.10.28
- 3.《火星人 21Q3: 营收持续高增, 优质龙头奋楫扬帆逐浪高》, 2021.10.27
- 4.《九阳股份(002242.SZ): 盈利稳升显韧性, 内外兼修蓄势发》, 2021.10.27
- 5.《政策有望推动地产改善, 关注双十一大促》, 2021.10.24

家电行业 21Q3 季报总结：疾风知劲草，静待拨云见日

投资要点：

● 收入端：需求景气恢复，龙头韧性渐显

21Q3 家电板块实现营收 3291 亿元，同比+2.3%，由于去年同期出口基数较高，且内销端受上半年疫情积压的需求释放，21Q3 复合 19 年同期增速为 2.3%，延续了 Q2（复合 19 年+8.6%）稳健增长的态势。分子板块看，白电/小家电/厨电/黑电/零部件增速分别为+2.1%/+8.2%/+11.8%/-5.8%/18.9%。整体来看，白电行业龙头出现分化；小家电方面，厨房小家电仍承压，增量主要由清洁类、投影和按摩小电带动；厨电方面，集成灶延续高景气带动板块增长，传统龙头表现不俗。

内销方面，受到原材料高位震荡推动产品均价上行+疫情后国内居民储蓄的预防性动机增强的压制，整体较为平淡。高端消费和成长品类景气度高，贡献了内销的主要增量。外销方面，高基数叠加运力紧张等因素干扰，家电三季度出口基本持平，四季度家电出口高基压力突出且近期港口拥堵尚未缓解或仍有所承压。

● 成本端：原材料压力涨价下，龙头多举措提升盈利能力

原材料价格上行+新收入准则调整影响，家电企业毛利率普遍明显承压。21Q3 家电板块综合毛利率 23.2%（同比-0.6pct），具体分板块来看，白电（-0.2pct）、小家电（-1.7pct）、厨电（-4.6pct）、黑电（-0.9pct）、零部件（-4.9pct）均呈不同幅度下滑。龙头公司产品结构持续升级优化提升盈利能力，科沃斯受自主品牌占比提升及高端旗舰新品备受青睐，均价上行提升毛利率，投影仪龙头极米科技受益于高端新品的上市及光机自研比率大幅提升，公司毛利率明显提升。

● 费用端：控费持续进行，盈利暂有承压

21Q3 家电行业期间费用率整体下行，同比去年同期-0.3pct，除小家电（+1.2pct）外，各板块期间费用率均有所下行，白电/厨电/黑电/零部件分别-0.3pct/-1.5pct/-0.8pct/-1.2pct。在成本压力仍在的行业背景下，行业龙头普遍在供应链数字化、组织架构灵活化、渠道结构扁平化的方向上持续推进，同时在费用投放上亦有所控制，期间费用率整体有所下降。三季度原材料价格、海运成本等成本压力仍在，Q3 家电板块归母净利润率为 7.0%，同比-0.9pct，整体盈利能力暂承压，各板块盈利能力同比降幅均为 1pct 左右。

● 经营质量：现金流有所改善，积极备货存货周转率暂有下降

经营性净现金流总体有所改善，白电和黑电同比提升。存货上看，四季度旺季积极备货，存货周转率小幅降低，应收账款周转率维持相对稳定。应收账款周转率方面，整体维持相对稳定水平，小家电（-0.3）、黑电（-0.3）下滑略为明显。

● 投资建议：

从三季报情况看，内销各子板块有所分化，集成灶、清洁电器、投影仪行业保持较高景气，龙头的 α 属性显著强于行业。外销在高基压力叠加运力紧缺干扰，出口略显承压，此外海外疫情反复对本土化经营的品牌亦有一定影响。利润端看：原材料价格上

行周期中，白电行业规模+数字化制造的成本优势凸显，毛利率相对较稳；更重要的是，消费升级的大背景下，高端品牌（摩飞、北鼎、卡萨帝等）能够紧抓机遇在产品力上快速突破和迭代，最大程度的消化原材料涨价的压力。在原材料价格已升至高位后开始震荡、地产政策端已有利好、海运压力或将开始缓解的背景下，我们对家电行业 Q4 经营总体保持乐观。具体来看：

1) 集成灶景气度不减，洗碗机等新品类为厨电行业带来新增长。建议关注紧握强品牌营销和高端产品定位两大厨电行业龙头核心要素、规模快速扩张的**火星人**，具备较强产品力、少东家上任有望带来变革成效的集成灶龙头**亿田智能**，具备较强产品优势和渠道优势的集成灶龙头**浙江美大**。推荐关注零售恢复显著、工程渠道增长稳定，第二成长线逐步兑现的厨电龙头**老板电器**。

2) 关注成长品类清洁电器、智能微投、高端按摩小电。推荐关注技术领先且具有消费品全方位壁垒的家用智能微投龙头**极米科技**，精准把握消费者需求，坚持自主研发，高举高打，产品力及品牌力出色的**科沃斯**，推荐关注目前处于低估值，以消费者为核心导向具备营销和产品设计优势的**新宝股份**，多品类多价位段布局落地的小家电细分领域龙头**小熊电器**，产品端+渠道端+营销端全线竞争力突出的高端按摩小电龙头**倍轻松**。

3) 白电品牌将国内高效的运营体系和智能制造经验输出，助力品牌加速出海，同时国内自主高端品牌强势崛起，叠加原材料上行周期的洗牌优势，本就良好的竞争格局将进一步优化。推荐关注前瞻性布局已进入收获期，盈利持续兑现的全球化龙头**海尔智家**，2B+高端化快速发力、海外加速布局的科技集团**美的集团**，以及处于估值洼地，渠道改革成效渐显的龙头**格力电器**。

● **风险提示**：海运运力紧张风险、原材料价格持续上涨风险、人民币汇率升值风险、地产竣工不及预期风险。

内容目录

1. 收入端：稳健增长，龙头领跑	5
1.1. 内销：高端消费、成长品类提供强大增长动力	6
1.2. 外销：高基压力叠加运力紧缺干扰，家电出口略显承压	11
2. 成本端：原材料高企仍显压力，龙头调整结构助力毛利表现	13
3. 费用端：控费持续进行，盈利暂有承压	15
4. 经营质量：现金流有所改善，积极备货存货周转率暂有下降	19
5. 投资建议	20
6. 风险提示	20

图表目录

图 1: 家电板块分季度营收及同比.....	5
图 2: 家电分板块单季度营收同比增速.....	6
图 3: 21Q3 分品类全渠道增速.....	6
图 4: 当月家用电器和音像器材类社零销售额及同比 (亿元).....	7
图 5: 当月房屋竣工面积 (万平方米).....	7
图 6: Q3 白电各渠道增速.....	8
图 7: 美的空调 5 月起线上加速提价.....	8
图 8: 扫地机前三季度销售额及增速 (亿元).....	9
图 9: 洗地机行业前三季度销售额及增速 (亿元).....	9
图 10: 集成灶龙头销售额增速高于行业.....	10
图 11: 老板洗碗机市占率持续提升.....	10
图 12: 20Q1-21Q3 我国家用电器出口额 (亿元人民币) 及同比.....	11
图 13: 21Q1-21Q3 白电各品类外销量同比增速.....	11
图 14: 洛杉矶港口停泊等靠船只数量及平均等靠时间 (2021.11.1).....	12
图 15: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI).....	12
图 16: M1-21M9 美亚 Roborock 销售额同比.....	13
图 17: Roborock 全球搜索热度接近 iRobot.....	13
图 18: 2019Q1-2021Q3 家电及子板块毛利率走势.....	14
图 19: 极米 2021 年双十一战报 (发布于 11 月 3 日).....	14
图 20: 科沃斯 X1 OMNI 性能突出.....	15
图 21: 科沃斯品牌开门红销售额超 8 亿元.....	15
图 22: 添可品牌开门红销售额超 7 亿元.....	15
图 23: 2019-2021Q3 家电及子板块期间费用率走势.....	16
图 24: 2019-2021Q3 家电子板块销售费用率走势.....	16
图 25: 2019-2021Q3 家电子板块管理费用率走势.....	17
图 26: 2019-2021Q3 家电子板块研发费用率走势.....	17
图 27: 2019-2021Q3 家电子板块财务费用率走势.....	18
图 28: 2019-2021Q3 家电子板块归母净利率走势.....	18
图 29: 2019-2021Q3 家电子板块净利润现金比率走势.....	19
图 30: 2019-2021Q3 家电子板块存货周转率走势.....	19
图 31: 2019-2021Q3 家电子板块应收账款周转率走势.....	19

1. 收入端：稳健增长，龙头领跑

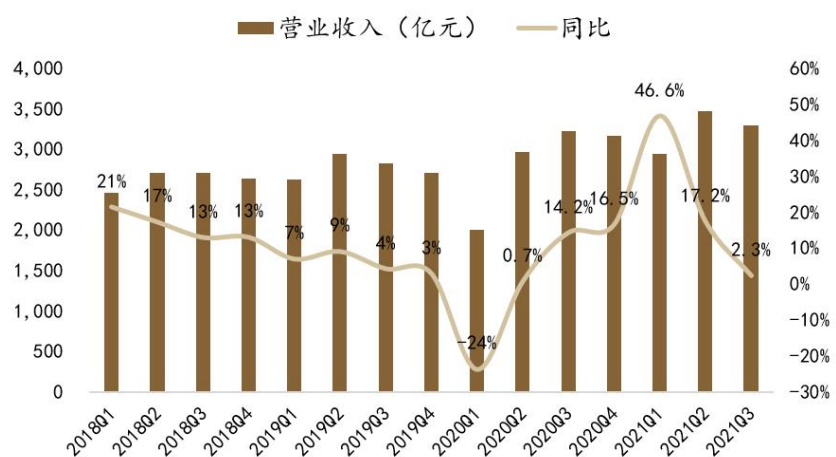
21Q3 家电板块实现营收 3291 亿元，同比+2.3%，由于去年同期出口基数较高，且内销端受上半年疫情积压的需求释放，21Q3 复合 19 年同期增速为 2.3%，延续了 Q2（复合 19 年+8.6%）稳健增长的态势。分子板块看，白电/小家电/厨电/黑电/零部件增速分别为+2.1%/+8.2%/+11.8%/-5.8%/18.9%，表现有所分化，具体来看：

1) 白电：行业表现平淡，龙头分化。Q3 白电行业需求仍较为疲软，产业在线出货端数据显示，空调、冰箱、洗衣机销售量分别为+1.9%、-10.2%、+1.3%。美的集团营收+12.9%，贡献了白电板块主要收入增量，得益于 2B 端业务的高增速拉动和空调业务上双位数的稳健增长；海尔智家与去年同口径比较亦实现了 9% 的营收增速，除传统强项冰洗稳健增长外，厨电业务和高端品牌卡萨帝保持高增；海信家电中央空调表现持续亮眼，并表三电为营收带来了新增长点；格力电器营收有所下滑，渠道改革成效在营收端兑现仍需时间，返利直接冲减营收的会计方法调整亦对营收有所影响。

2) 小家电：厨房小家电仍承压，增量主要由清洁类、投影和按摩小电带动。21Q3 是扫地机器人优质新品辈出的时段，科沃斯的 X1、石头的 G10 和 U10、云鲸 J2 等均集中在 Q3 发布，叠加添可洗地机表现持续亮眼，带动了清洁赛道营收高增，Q3 科沃斯、石头分别实现了 66% 和 23% 的增速。投影仪龙头极米科技增速 40%+，在 Q3 聘请了优质代言人为消费者教育大力加码；按摩小家电龙头倍轻松受新品强势拉动和顶流明星代言的助力，增速亦接近 40%。

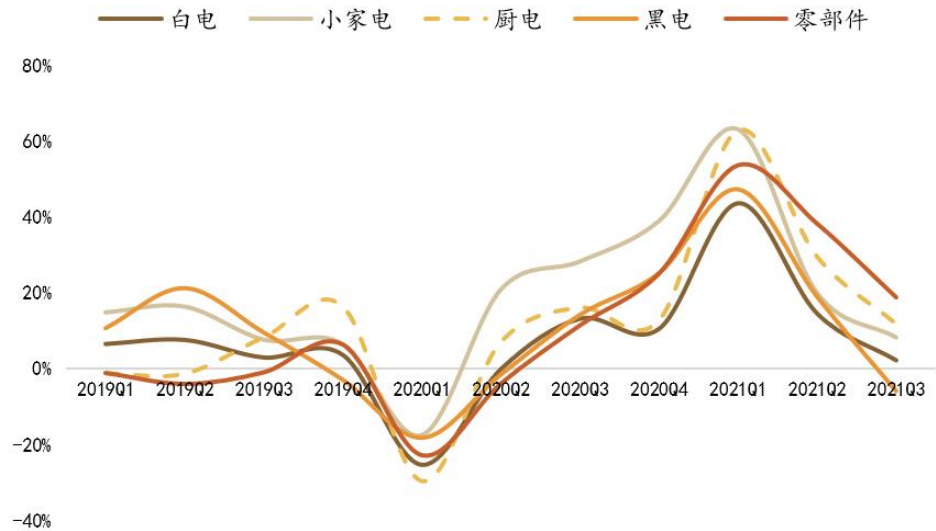
3) 厨电：集成灶延续高景气带动板块增长，传统龙头表现不俗。产品力突出解决痛点+积极把握新营销，集成灶正处于高速增长期。火星人延续高举高打的战略，各渠道稳健发展的同时，积极布局工程渠道、整装渠道、KA 渠道、下沉渠道，取得优异成效；亿田积极进行线上布局，并于线下进行大商改革，成效渐显，亦在 Q3 实现了 40% 左右的高增速。在烟灶行业持续负增长的背景下，龙头老板电器 Q3 实现烟灶市占率的持续抢占，第二、三品类保持持续突破，打开营收空间，营收亦取得优异增速。

图 1：家电板块分季度营收及同比



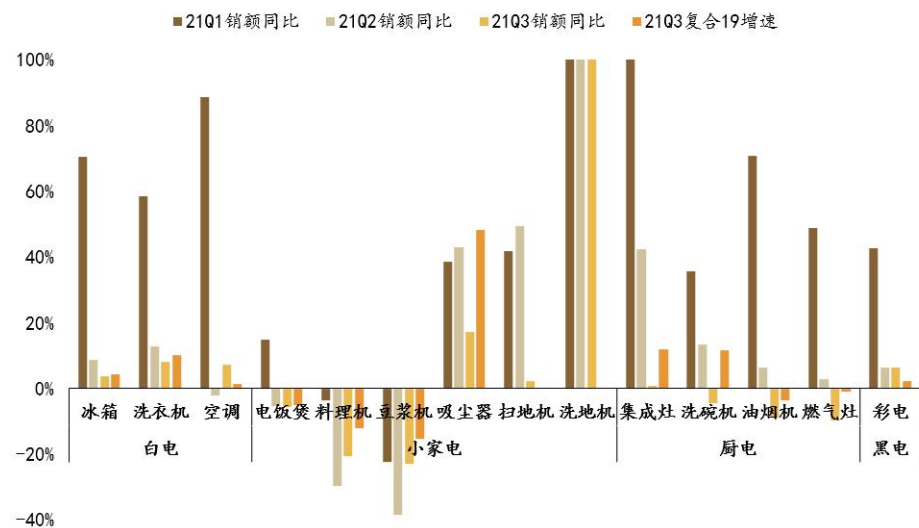
资料来源：wind，德邦研究所

图 2：家电分板块单季度营收同比增速



资料来源：wind，德邦研究所

图 3：21Q3 分品类全渠道增速

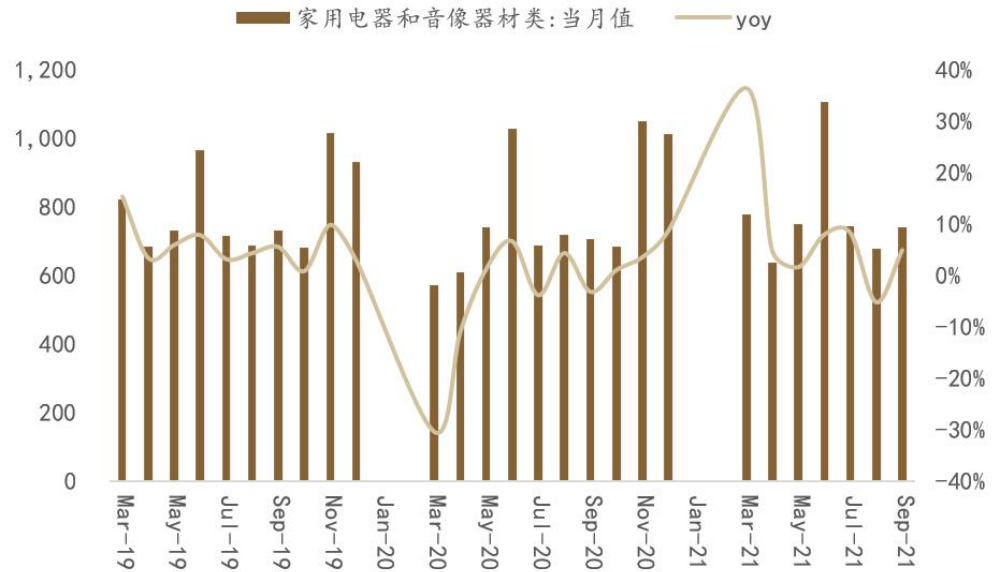


资料来源：奥维云网，德邦研究所（注：洗地机 21Q1-Q3 单季度增速为 1748%、724%、434%）

1.1. 内销：高端消费、成长品类提供强大增长动力

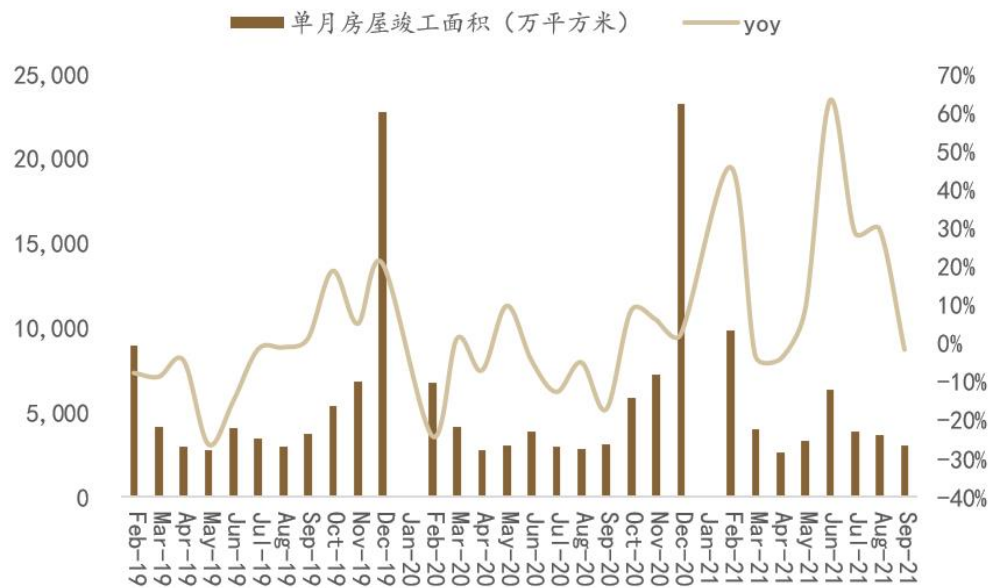
根据社零数据，Q3 家用电器和音像器材类销售额同比+2.4%，相较 Q2 的+5% 有所回落。Q3 原材料高位震荡推动产品均价上行，疫情后国内居民储蓄的预防性动机增强，使得 Q3 内销面临一定的压制。但另一方面看，Q3 整体地产竣工保持较高增速，或将为后续大家电消费提供一定的动力；从结构上看，高端消费和成长品类景气度高，贡献了内销的主要增量。

图 4：当月家用电器和音像器材类社零销售额及同比（亿元）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 5：当月房屋竣工面积（万平方米）



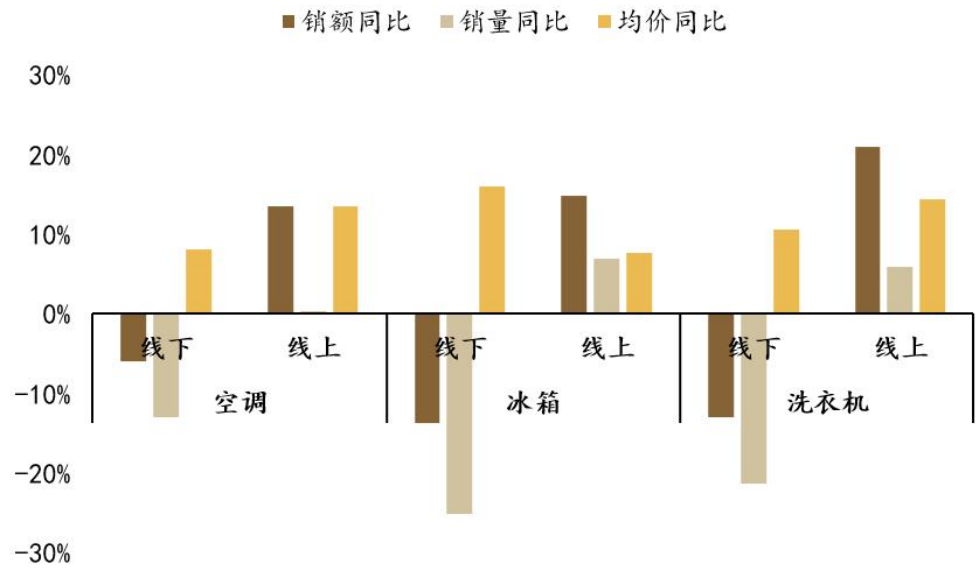
资料来源：国家统计局，德邦研究所

具体分板块看：

1) 白电：提价带动销额，高端化风头正劲。根据奥维零售端数据，白电全渠道提价幅度在 7% 以上，脱离线上市价格战不久的空调提价动机则更强；在纯粹的存量竞争市场中，以升级为主线的冰洗线下提价幅度仍高于空调。美的空调线上提价增速从 5 月起提升，与格力价差进一步缩小，为 Q3 毛利率提供足够的支撑。品牌上看，海尔耕耘多年的高端品牌卡萨帝在 21H1 实现 74% 的增速后，Q3 在较高的基数下仍实现 37% 的强劲增长，且卡萨帝中厨电占比进一步提升；美的仅推出 2 年的 Colmo 在前三季度已实现 25 亿元营收，同比+320%，距离今年 30 亿的目标仅一步之遥；占据央空高端市场的海信日立 Q3 增速达 30%，表现同样

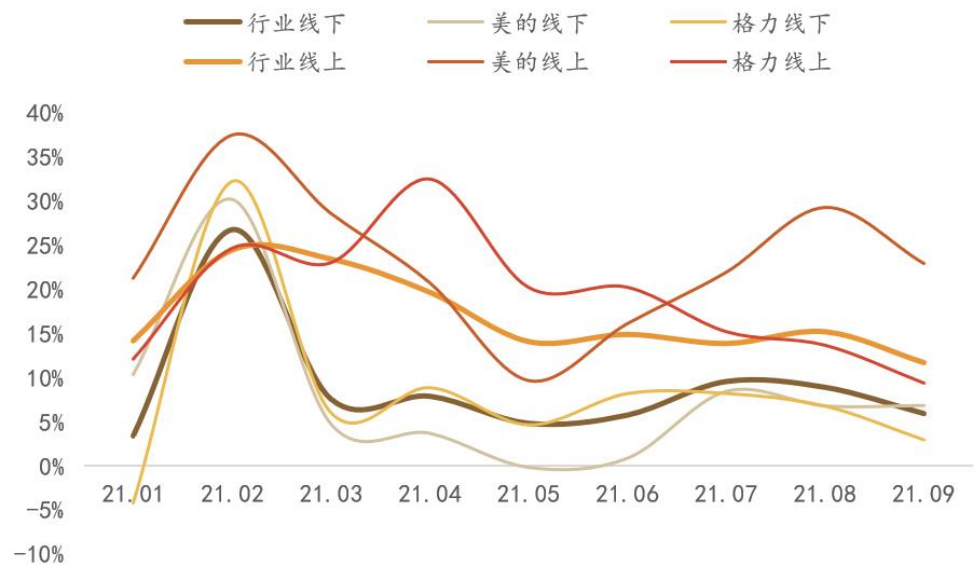
亮眼。

图 6: Q3 白电各渠道增速



资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

图 7: 美的空调 5 月起线上加速提价

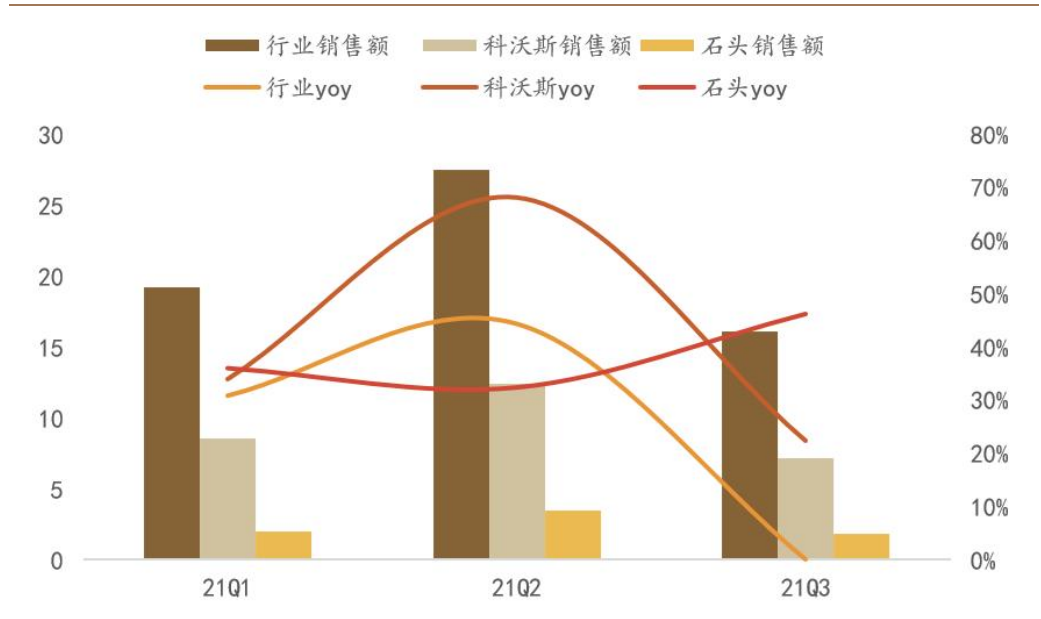


资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

2) 小家电: 成长品类方兴未艾, 高端厨房小电景气度高。成长品类来看: (1) 清洁电器方面, 新品洗地机 Q3 增速为+434%, 热度不减, 添可市占率 61.4% 仍遥遥领先; 扫地机 Q3 销售基本与去年持平, 龙头表现或更具看点: 如科沃斯 9 月推出革命性新品全能扫地机器人 X1 系列, 将行业均价带上新台阶(X1 OMNI 5999, X1 TURBO 4999), 推动扫地机的高端化, 体现出强劲的 α 属性。(2) 投影仪龙头极米科技持续进行消费者教育, 通过机场广告、卫视投放、宣传视频、微博开屏等多渠道进行宣传, 并积极参加天猫超级品牌日等电商活动, H3S、RS Pro2 等高端新品持续热销。(3) 高端按摩器龙头倍轻松根植中医理论, Q3 推出以姜小竹为核心的艾灸系列新品, 解决了传统艾灸烟大、不可控温的痛点, 并通过设立研发实验室等举措提升产品创新和迭代速度, 带动内销高增长。(4) 厨房小电在较

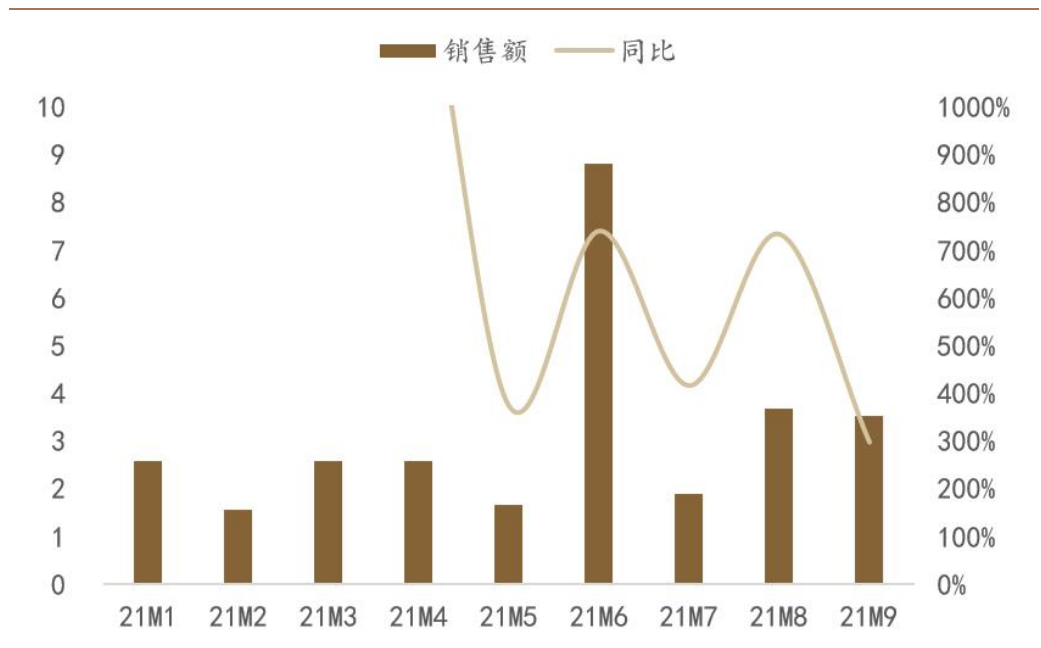
高的基数下，内销总体下滑。北鼎股份内销实现较高增幅，主要源于珐琅锅、手冲咖啡系列等新品+渠道建设加强拉动了 BUYDEEM 品牌的高增长 (+26.5%)；新宝股份旗下高端品牌摩飞持较快上新速度，内销实现了+5%的增速。

图 8：扫地机前三季度销售额及增速（亿元）



资料来源：奥维云网，德邦研究所

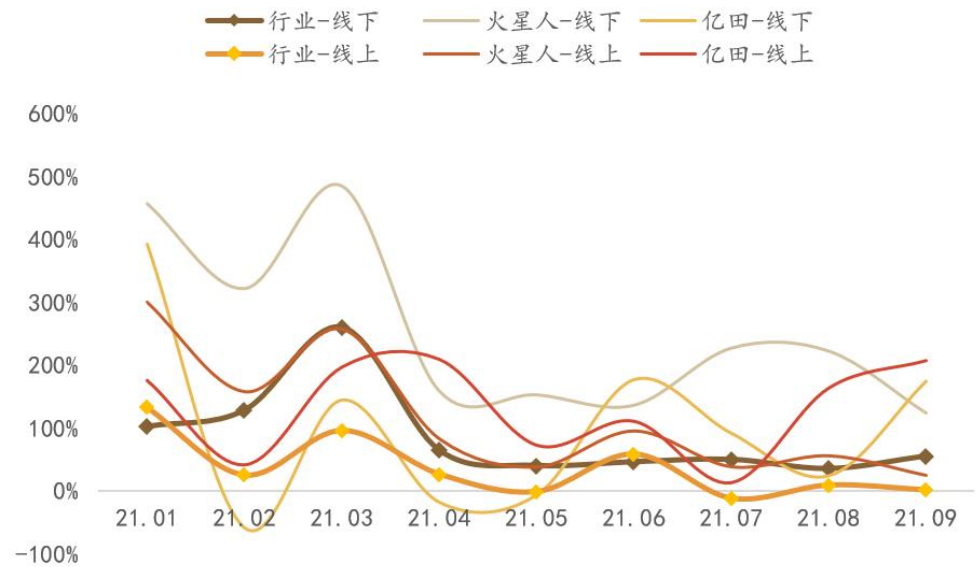
图 9：洗地机行业前三季度销售额及增速（亿元）



资料来源：奥维云网，德邦研究所

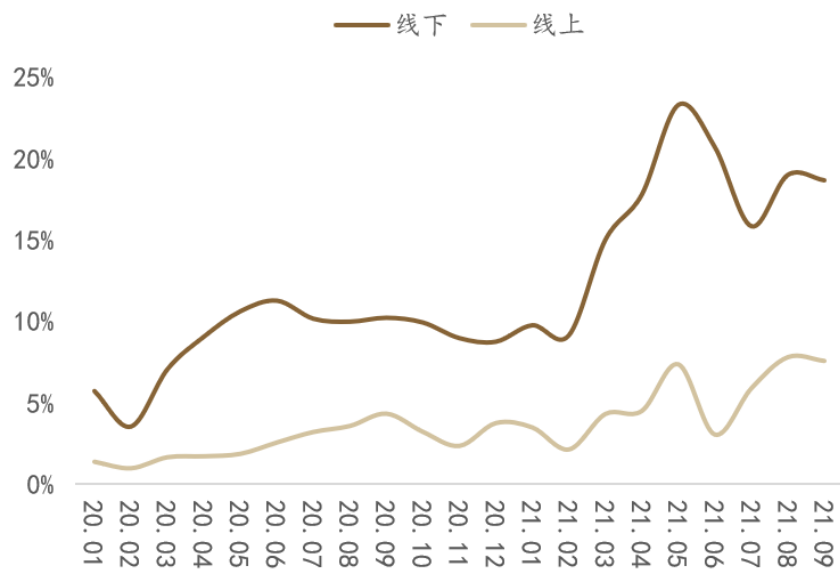
3) 厨电：集成灶龙头发力，洗碗机开拓新成长空间。根据奥维数据，集成灶 21Q3 行业增速为+0.86%，复合 19 年增速为 11.8%。在行业较快增长的背景下，龙头更善于把握营销新趋势，占领消费者心智，并具有对产品、渠道更强的把控能力，火星人、亿田、美大复合 19 年增速分别为 36.9%、27.0%、19.5%，远高于行业。洗碗机在低渗透率基础上行业规模持续提升，Q3 销额复合 19 年增速为 +11.5%。洗碗机作为老板电器重要的第二增长曲线，Q3 市场份额持续提升，目前线下/线上份额已提升至第二/第五，未来有望带动公司营收持续保持较快增长。

图 10：集成灶龙头销售额增速高于行业



资料来源：奥维云网，德邦研究所

图 11：老板洗碗机市占率持续提升

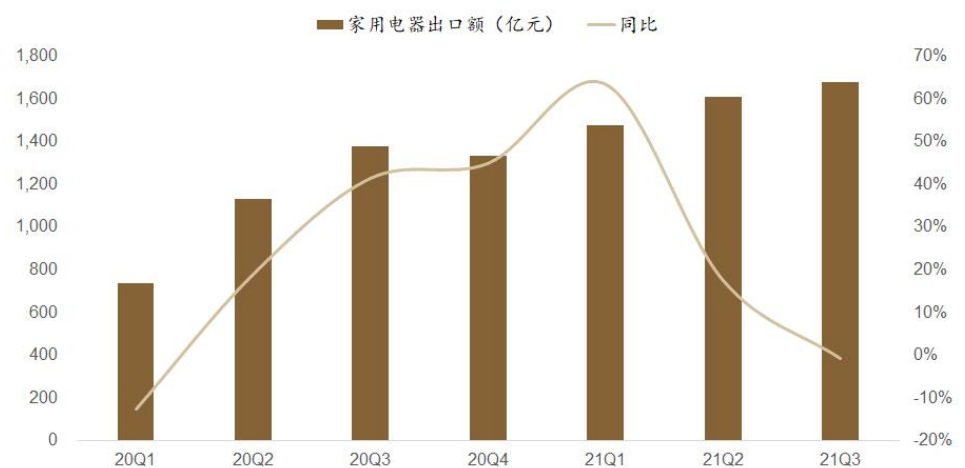


资料来源：奥维云网，德邦研究所

1.2. 外销：高基压力叠加运力紧缺干扰，家电出口略显承压

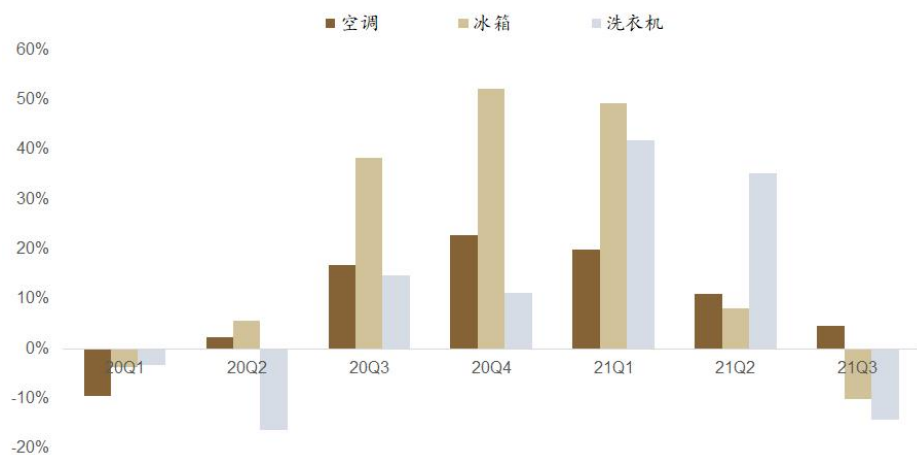
高基数叠加运力紧张等因素干扰，家电三季度出口基本持平。根据海关总署数据显示21Q3 家电出口额 1680 亿元，同比小幅下滑 0.8%，较上半年相比增速放缓明显，主要系去年同期基数相对较高且国际物流干扰依旧。另产业在线数据显示，21Q3 白电外销有所分化，空调出口量同比增长 4.6%（增速略有放缓），而冰箱和洗衣机出口量分别同比下滑 10.1%和 14.2%，其中冰箱主要系去年同期基数（20Q3: +38.3%）较高。基于去年同期的高基压力，我们预计四季度家电出口或面临承压下滑。

图 12：20Q1-21Q3 我国家用电器出口额（亿元人民币）及同比



资料来源：海关总署，德邦研究所

图 13：21Q1-21Q3 白电各品类外销量同比增速



资料来源：产业在线，德邦研究所

运力紧张干扰依旧，部分航线运费略有松动。国际物流供应链紧张对家电出口的干扰影响依旧，且目前部分港口仍处于拥堵状态。根据洛杉矶港 The Signal 平台的周度（2021.11.1）数据显示，目前港口停泊等靠的船只达 34 只，平均等靠时间已达 13.4 天，较 9 月 30 日最航运披露的 signal 等靠天数（9.9 天）明显增加。近期部分航线运费已有松动，根据 wind 数据显示，10 月 29 日中国出口集

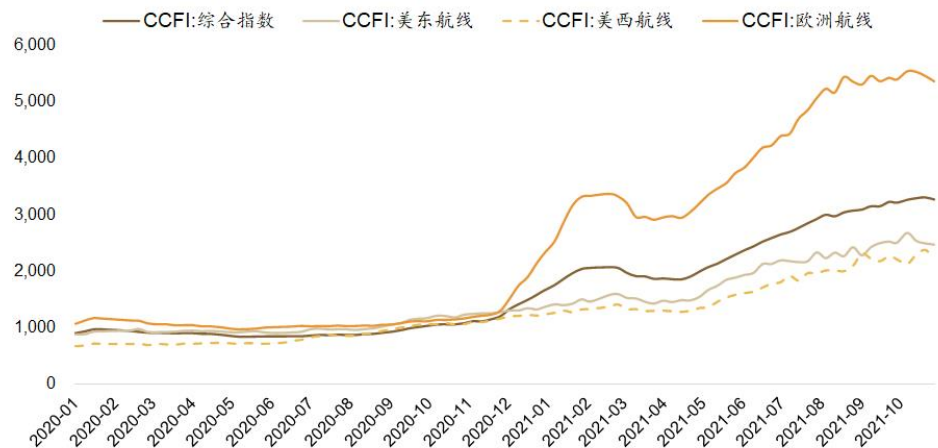
装箱美东航线和美西航线运价指数分别较年内最高点下调 7.7%和 6.8%。且 10 月中旬以来洛杉矶港口开启 24/7 全天候运营，且 11 月 1 日起将收取集装箱超额停留费以期改善拥堵状况。

图 14：洛杉矶港口停泊等靠船只数量及平均等靠时间（2021.11.1）

Current Anchorage			
Container Vessels at Anchor: 34		Current Anchorage Time Average: 13.4 Days	
<i>(Based on last 30-day rolling average)</i>			
Current Ships at Anchor	Date of Anchor	Terminal	Days at Anchor
ALS Venus	10/12/21	Everport	20
Argus	10/16/21	YTI	16
Aristomenis	10/15/21	TraPac	17
AS Constantina	10/04/21	WBCT	28
AS Serena	10/26/21	Everport	6
CMA CGM Lyra	10/17/21	FMS	15
CMA CGM Mississippi	10/18/21	FMS	14
CMA CGM Thalassa	10/28/21	FMS	4
CSCL East China Sea	10/14/21	WBCT	19
Ever Feat	10/31/21	Everport	1
Ever Logic	10/26/21	Everport	6
Gerd Maersk	10/14/21	APMT	18
GSL Syros	10/25/21	APMT	7
Hyundai Hong Kong	10/07/21	TraPac	25
Hyundai Integral	10/24/21	YTI	8
Hyundai Prestige	09/28/21	YTI	34
Maersk Enshi	10/29/21	APMT	3
Maersk Kentucky	10/22/21	APMT	10
MOL Experience	10/20/21	YTI	12
MSC Danit	10/15/21	APMT	17
NYK Joanna	10/18/21	YTI	14
NYK Maria	10/28/21	YTI	4
NYK Remus	10/28/21	YTI	4
NYK Themis	10/29/21	YTI	3
One Commitment	10/25/21	TraPac	7
One Hanoi	10/24/21	YTI	8
Ophelia	10/21/21	WBCT	11
Progress C	10/21/21	Everport	11
Safeen Prime	10/19/21	WBCT	13
Sinotrans Bangkok	09/18/21	Everport	44
Volans	10/20/21	WBCT	12
Wan Hai 517	10/13/21	WBCT	19
Wan Hai 612	10/14/21	WBCT	18
YM Unicorn	10/20/21	WBCT	12

资料来源：洛杉矶港 The Signal 平台，德邦研究所

图 15：中国出口集装箱运价指数（CCFI）



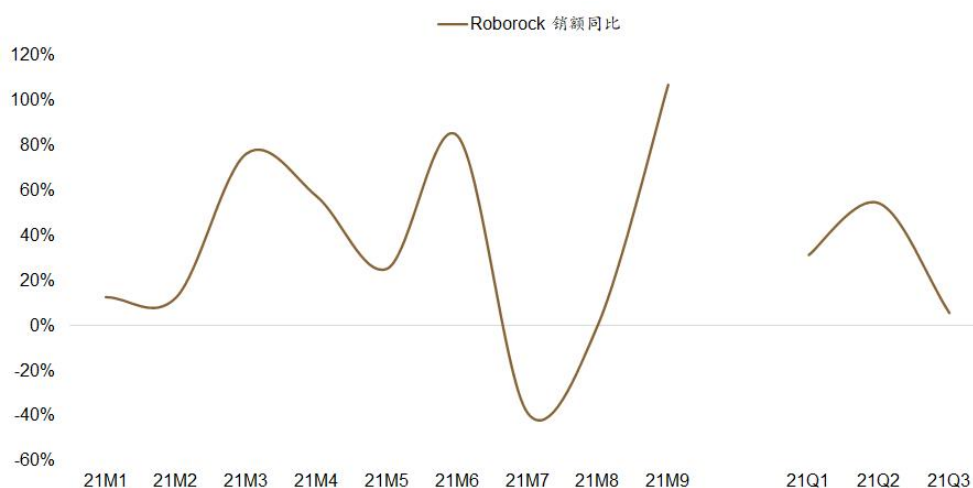
资料来源：wind，德邦研究所

短期家电出口略显承压，长期依旧看好自主品牌出海。近年来我家电企业研发创新实力提升明显，我国自主品牌已具备较强的全球竞争力。三季度受运力紧张及基数的影响，北鼎、石头等自主品牌增速较上半年有放缓。

- **北鼎股份**：21Q3 北鼎品牌海外地区收入 1,142 万元，同比增长 29.3%，较 21Q2 (+127.5%) 明显放缓；
- **石头科技**：根据 Jungle Scout 数据显示，21Q3 石头品牌美亚销售额同比增长 5.7%，较前两个季度有所放缓，主要系运力紧张牵制，但公司积极采取空运等多项举措保障海外的供应，9 月销售额同比 (+107%) 边际改善明显。

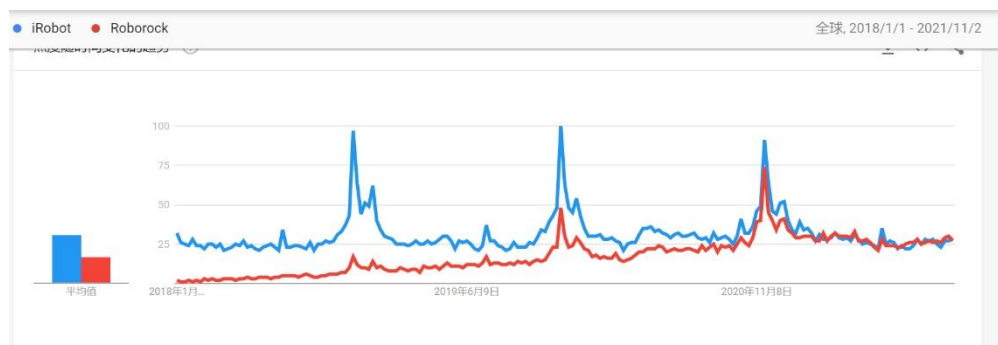
四季度家电出口高基压力突出且近期港口拥堵尚未缓解或仍有所承压，但近年来我国自主品牌在海外的认可度明显提升，全球竞争力有所增强，长期看好自主品牌出海的发展。

图 16：M1-21M9 美亚 Roborock 销售额同比



资料来源：Jungle Scout, 德邦研究所

图 17：Roborock 全球搜索热度接近 iRobot



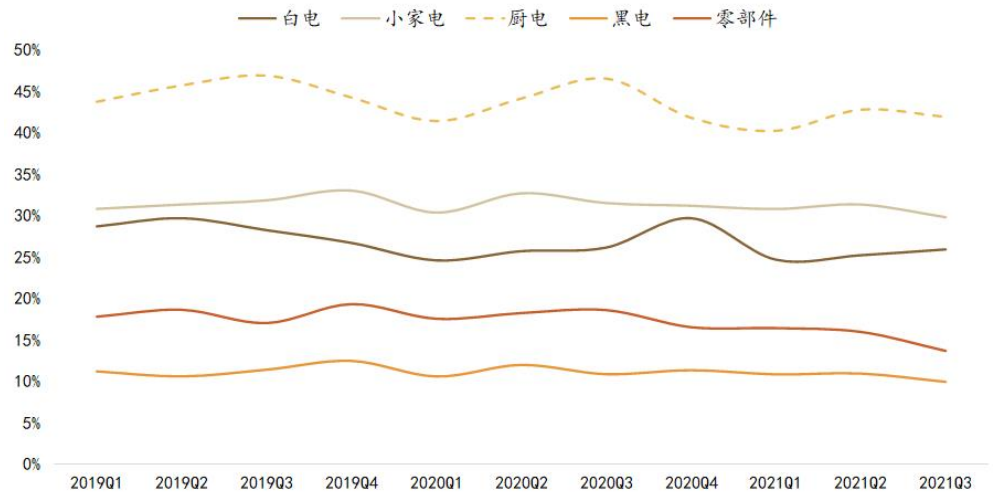
资料来源：Google trends, 德邦研究所

2. 成本端：原材料高企仍显压力，龙头调整结构助力毛利表现

原材料价格高企+新收入准则调整影响，家电企业毛利率普遍承压。三季度以来家电企业的主要原材料价格仍处高位，21Q3 铜、铝价格分别同比增长 44%、55% (Q2 铜价+81%，铝价+60%)，钢铁价格指数同比上行 44% (Q2+50%)，成本端压力依旧。另多数公司执行新收入准则 (即将销售相关的运输费用调整至

营业成本),使得家电企业的毛利率普遍明显承压。21Q3家电板块综合毛利率23.2% (同比-0.6pct),具体分板块来看,白电(-0.2pct)、小家电(-1.7pct)、厨电(-4.6pct)、黑电(-0.9pct)、零部件(-4.9pct)均呈不同幅度下滑。

图 18: 2019Q1-2021Q3 家电及子板块毛利率走势



资料来源: wind, 德邦研究所

产品结构持续升级, 科沃斯、极米科技等细分龙头表现优异:

•极米科技: 上半年公司先后上市新品 H3S (3月推出, 售价 5599 元) 和高端 4K 新品 RS PRO 2 (4月推出, 售价 8599 元), 高端新品受到消费者青睐, 根据淘数据显示, Q3 极米官方旗舰店内 H3S 和 RS PRO 2 销售额分别达 5941 万元和 2161 万元。受益于高端新品的上市及光机自研比率大幅提升, 公司毛利率明显提升, 21Q3 极米科技毛利率 37.8%, 同比+6.7pct。另外双十一大促极米预售表现优异, 高端新品 H3S 销售已全网破亿元, RS Pro2 全网单品销量超 5000 台。

图 19: 极米 2021 年双十一战报 (发布于 11 月 3 日)



资料来源: 极米科技官方微博, 德邦研究所

•科沃斯: 受自主品牌占比提升及高端旗舰新品备受青睐, 21Q3 公司毛利率

48.01%，同比提升 4.6pct。9 月科沃斯品牌推出新款扫地机 X1，OMNI 版本（活动价：5999 元）其基站集成自动集尘和自动清洗抹布的功能，且搭载 YIKO 语音系统，凭借领先行业的性能备受消费者青睐。双十一期间公司双品牌表现亮眼，**科沃斯品牌：开门红**（截止 11.1 晚 24 点）成交额突破 8 亿元，同比增长 62%，其中地宝 X1 获得消费者青睐，单品成交额位居第一；**添可品牌：开门红**（截止 11.1 晚 24 点）成交额超 7 亿元，同比增长 375%。此次大促中科沃斯品牌产品结构明显升级，高端产品 X1 备受消费者青睐，料将带动四季度毛利率向好。

图 20：科沃斯 X1 OMNI 性能突出

	科沃斯X1 OMNI	石头 G10	云鲸J2	追觅W10	米家免洗扫拖 PRO
slogan	全能扫拖新旗舰 五合一基站	扫拖器出色 拖布自清洁	这一次 连水都不用换了	真正定义解放双手	洗烘消吸扫拖，六合一
优惠价	5999元	3999元	水箱版3999元 智能版4298元	3999元	2999元
上市时间	2021年9月	2021年8月	2021年9月	2021年8月	2021年10月
导航	激光&视觉	激光导航	激光导航	激光导航	激光导航
避障	3D结构光	/	/	/	/
吸力	5500Pa	2500Pa	2500Pa	4000Pa	3000Pa
自动集尘	有	无	无	无	无
自动清洗抹布	有	有	有	有	有
自动补水	有	有	无	无	无
风干	热风烘干	无	45℃热风风干	热风烘干	40℃热风风干
更换扫拖模组	无需更换	无需更换	手动更换扫拖模组	无需更换	无需更换
主要特色	自动集尘+自动清洗抹布，搭载 YIKO语音系统，银离子除菌	AI智控升降识别地毯、自动升地布、基站自清洁、自动补水	智能换水装置实现自动上下水；自动添加清洁剂	D形机身更贴边，超声波识别地毯，湿拖不上地毯	污水箱集成UV紫外线杀菌技术；D形机身；电解水除菌

资料来源：天猫旗舰店，德邦研究所

图 21：科沃斯品牌开门红销售额超 8 亿元



资料来源：科沃斯微信公众号，德邦研究所

图 22：添可品牌开门红销售额超 7 亿元

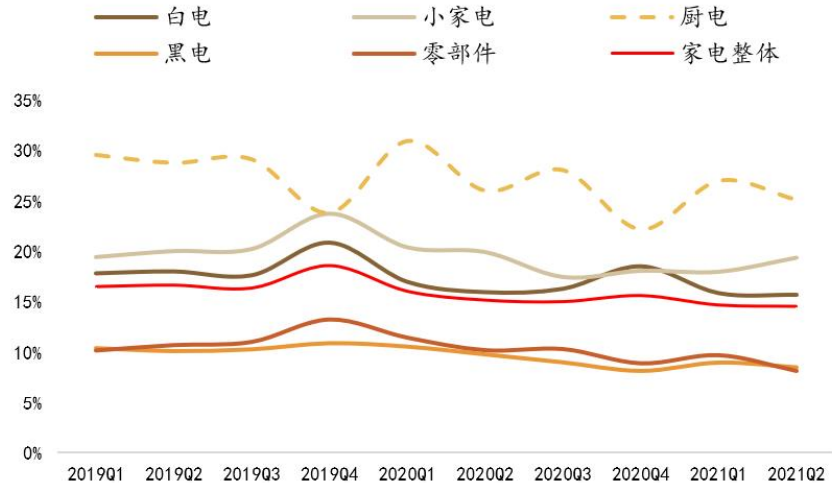


资料来源：中国财富网，德邦研究所

3. 费用端：控费持续进行，盈利暂有承压

（1）期间费用率：21Q3 家电行业期间费用率整体下行，同比去年同期-0.3pct，除小家电（+1.2pct）外，各板块期间费用率均有所下行，白电/厨电/黑电/零部件分别 -0.3pct/-1.5pct/-0.8pct/-1.2pct。在成本压力仍在的行业背景下，行业龙头普遍在供应链数字化、组织架构灵活化、渠道结构扁平化的方向上持续推进，同时在费用投放上亦有所控制，期间费用率整体有所下降。

图 23：2019-2021Q3 家电及子板块期间费用率走势



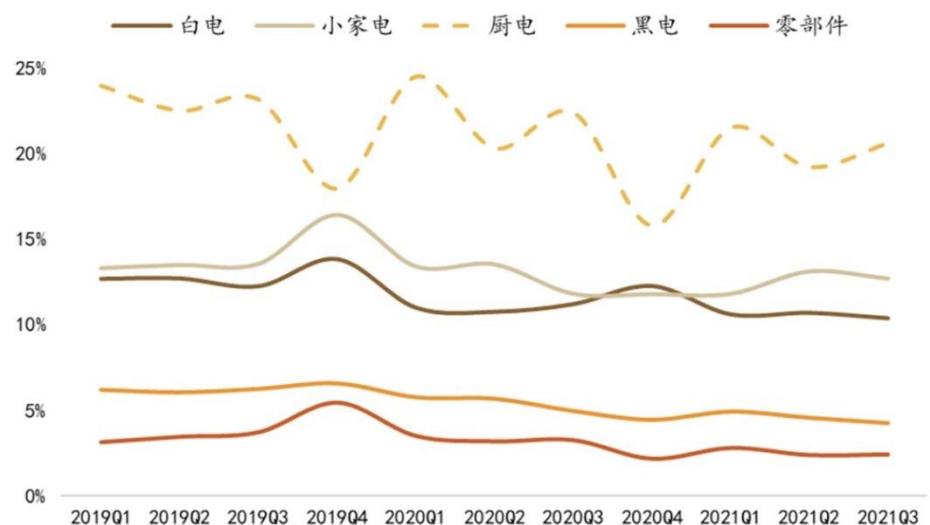
资料来源：wind，德邦研究所

(2) 销售费用率：整体持续下降，小家电板块小幅提升

21Q3 家电板块销售费用率同比降低-0.7pct 至 9.3% 的较低水平。一方面规模效应对费用有所摊薄，另一方面公司或为应对原材料价格上涨压力，主动对费用投放有所控制。

白电板块销售费用率小幅降低。小家电板块受部分公司费用率提升拉动，板块整体销售费用率同比提升 0.9pct，环比 Q2 下降 0.4pct。极米科技 Q3 积极进行消费者教育，公司聘请代言人，且进行多项配套宣传，如机场广告、卫视投放、宣传视频、微博开屏等，同时积极参加天猫超级品牌日等电商活动，Q3 销售费用率同比提升 6.6pct，高投入助力产品景气上行。石头科技因自主品牌占比提升及运费上涨，销售费用率同比提升 4.0pct。厨电板块销售费用率降幅较大(-1.8pct)，一方面由于淡季费用投放降低，另一方面由于收入准则变动，运输费用转入成本，如火星人 21Q3 销售费用率同比-4.2pct，若剔除收入准则变动，则与 20Q3 基本持平。黑电及零部件板块销售费用率分别同比-0.7pct、-0.8pct。

图 24：2019-2021Q3 家电子板块销售费用率走势

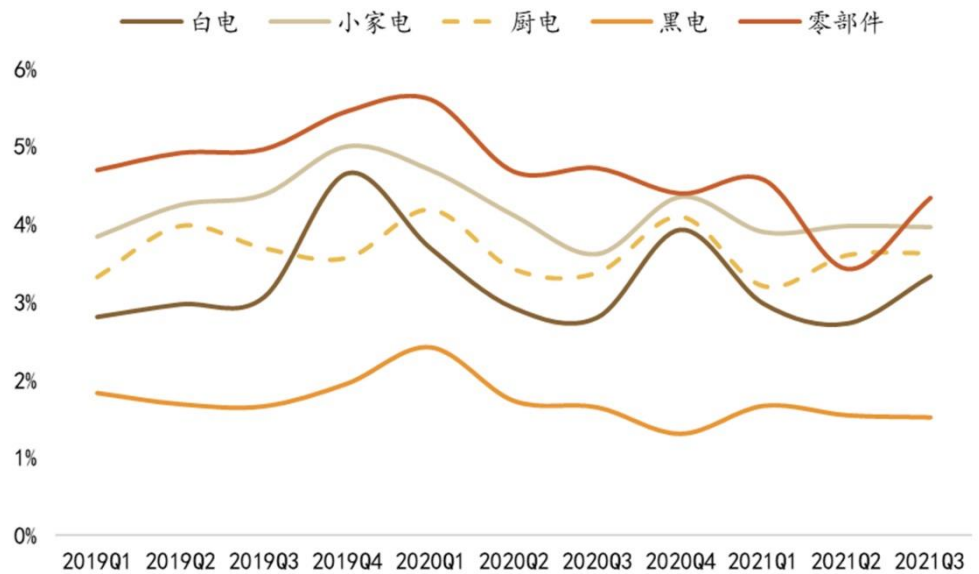


资料来源：wind，德邦研究所

(3) 管理&研发费用率：管理费用率暂有提升，研发投入持续加码

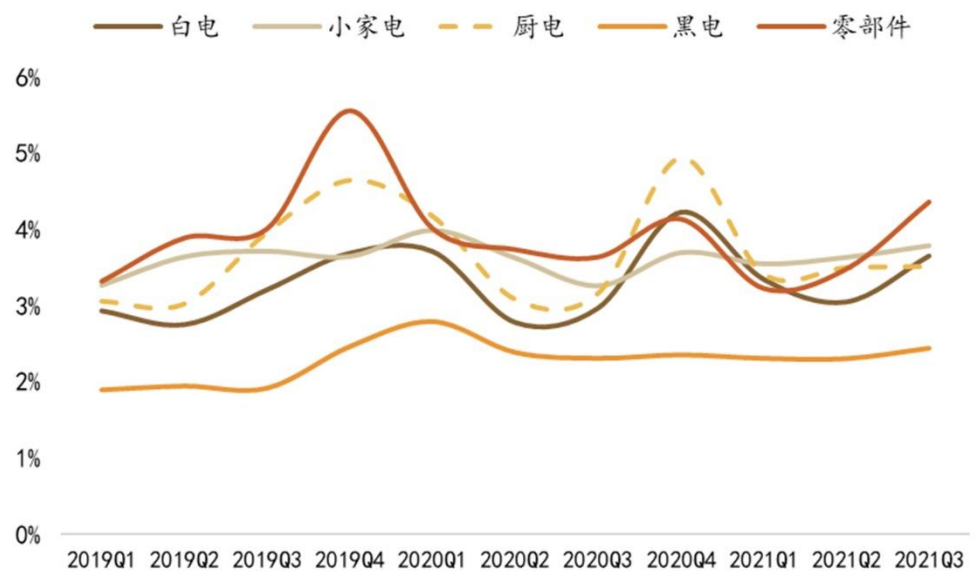
21Q3 家电板块管理费用率整体小幅提升 0.4pct，白电/小家电/厨电/黑电/零部件分别+0.5pct/+0.3pct/+0.3pct/-0.1pct/-0.4pct。研发费用率提升 0.6pct 至 3.5%，各板块研发费用率均有所提升，白电（3.7%，+0.7pct）、零部件（4.4%，+0.7pct）以及小家电板块（3.8%，+0.5%）提升尤为明显，其中科技属性较为明显的清洁电器龙头石头科技（+1.9pct）、投影仪龙头极米科技（+1.6pct）持续加大研发投入，为公司产品竞争力提供坚实保障。

图 25：2019-2021Q3 家电子板块管理费用率走势



资料来源：wind，德邦研究所

图 26：2019-2021Q3 家电子板块研发费用率走势



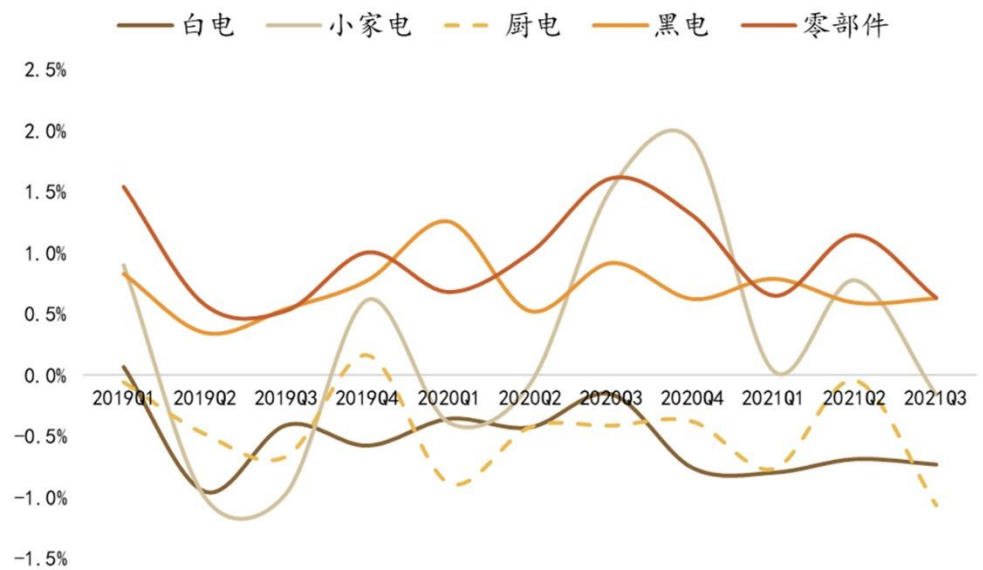
资料来源：wind，德邦研究所

（4）财务费用率：汇率趋稳，财务费用率有所优化

21Q3 财务费用率整体-0.6pct，Q3 随着人民币汇率相对企稳，各板块财务费用率均有所优化，同比降低。白电/小家电/厨电/黑电/零部件财务费用率同比分别-0.6pct/-1.7pct/-0.7pct/-0.3pct/-1.0pct。个股中，海外收入占比相对较高的新宝股

份 (-2.9pct)、科沃斯 (-2.3pct) 财务费用率优化明显。

图 27：2019-2021Q3 家电子板块财务费用率走势

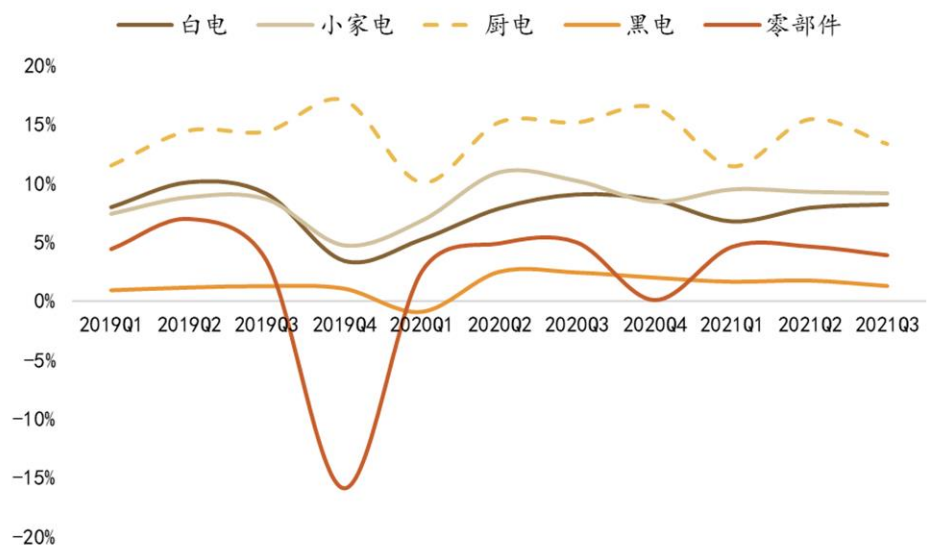


资料来源：wind，德邦研究所

(5) 归母净利润：整体暂承压，部分个股表现突出

三季度原材料价格、海运成本等成本压力仍在，Q3 家电板块归母净利润率为 7.0%，同比-0.9pct，整体盈利能力暂承压，各板块盈利能力同比降幅均为 1pct 左右。其中部分个股盈利能力逆势提升，清洁龙头科沃斯受益 N9+ 等高端产品及自主品牌占比持续提升，归母净利润率同比+9.9pct 至 16.6%，达到历史高点；投影龙头极米科技受益高端新品热销，产品结构优化明显叠加光机自研率仍有提升，Q3 归母净利润率提升 1.0pct，亿田智能 (+2.3pct)、浙江美大 (+0.4pct)、格力电器 (+0.1pct)、九阳股份 (0.3pct) 等公司归母净利润率有不同程度提升。

图 28：2019-2021Q3 家电子板块归母净利润率走势

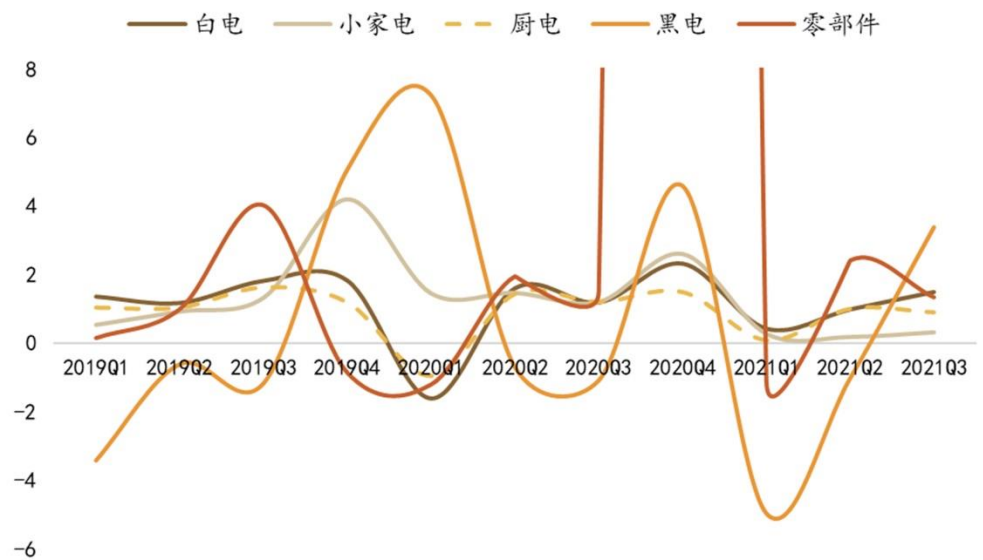


资料来源：wind，德邦研究所

4. 经营质量：现金流有所改善，积极备货存货周转率暂有下降

经营性净现金流：总体有所改善，白电和黑电同比提升。从净利润现金比率（现金净流量/归母净利润）来看，Q3 白电整体为 1.5，净经营现金流情况有所优化，其中美的、海尔、格力分别为 0.9、1.6、2.0，相对分化；小家电环比改善明显（+0.1），高基数下同比仍有压力（-0.9），厨电、黑电、零部件子版块分别同比 -0.3、+4.5、-0.2。

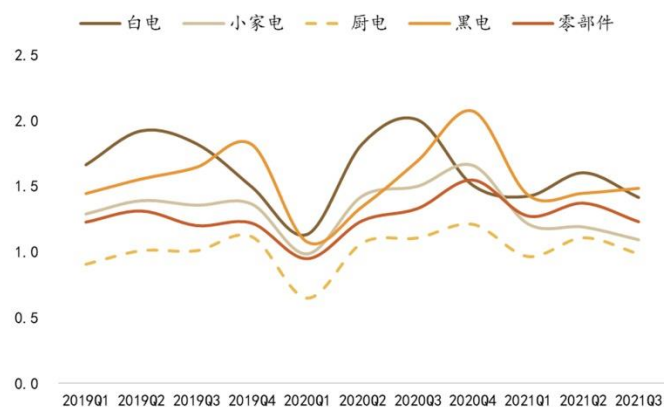
图 29：2019-2021Q3 家电子板块净利润现金比率走势



资料来源：wind，德邦研究所

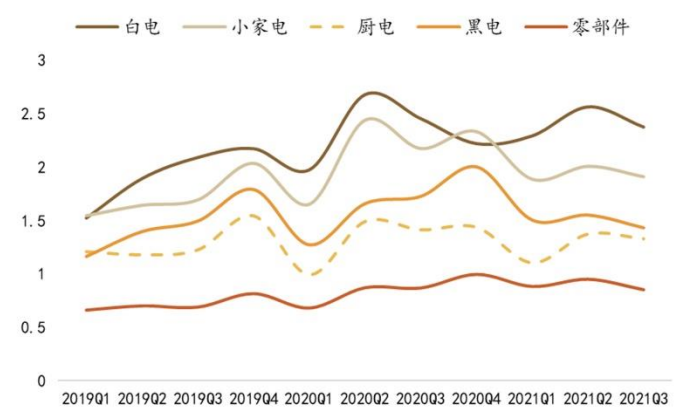
四季度旺季积极备货，存货周转率小幅降低，应收账款周转率维持相对稳定。各公司积极为四季度双十一双十二旺季营销积极备货，存货周转率呈下降趋势，各板块同比降幅较为均衡。白电/小家电/厨电/黑电/零部件存货周转率同比分别 -0.6/-0.4/-0.1/-0.2/-0.1，白电及小家电下降相对明显。应收账款周转率方面，整体维持相对稳定水平，小家电（-0.3）、黑电（-0.3）下滑略为明显。

图 30：2019-2021Q3 家电子板块存货周转率走势



资料来源：wind，德邦研究所

图 31：2019-2021Q3 家电子板块应收账款周转率走势



资料来源：wind，德邦研究所

5. 投资建议

从三季报情况看，内销各子板块有所分化，集成灶、清洁电器、投影仪行业保持较高景气，龙头的 α 属性显著强于行业。外销在高基压力叠加运力紧缺干扰，出口略显承压，此外海外疫情反复对本土化经营的品牌亦有一定影响。**利润端看：**原材料价格上行周期中，白电行业规模+数字化制造的成本优势凸显，毛利率相对较稳；**更重要的是**，消费升级的大背景下，高端品牌（摩飞、北鼎、卡萨帝等）能够紧抓机遇在产品力上快速突破和迭代，最大程度的消化原材料涨价的压力。**在原材料价格已升至高位后开始震荡、地产政策端已有利好、海运压力或将开始缓解的背景下，我们对家电行业 Q4 经营总体保持乐观。具体来看：**

1) 集成灶景气度不减，洗碗机等新品类为厨电行业带来新增长。建议关注掌握强品牌营销和高端产品定位两大厨电行业龙头核心要素、规模快速扩张的**火星**人，具备较强产品力、少东家上任有望带来变革成效的集成灶龙头**亿田智能**，具备较强产品优势和渠道优势的集成灶龙头**浙江美大**。推荐关注零售恢复显著、工程渠道增长稳定，第二成长线逐步兑现的厨电龙头**老板电器**。

2) 关注成长品类清洁电器、智能微投、高端按摩小电。推荐关注技术领先且具有消费品全方位壁垒的家用智能微投龙头**极米科技**，精准把握消费者需求，坚持自主研发，高举高打，产品力及品牌力出色的**科沃斯**，推荐关注目前处于低估值，以消费者为核心导向具备营销和产品设计优势的**新宝股份**，多品类多价位段布局落地的小家电细分领域龙头**小熊电器**，产品端+渠道端+营销端全线竞争力突出的**高端按摩小电龙头倍轻松**。

3) 白电品牌将国内高效的运营体系和智能制造经验输出，助力品牌加速出海，同时国内自主高端品牌强势崛起，叠加原材料上行周期的洗牌优势，本就良好的竞争格局将进一步优化。推荐关注前瞻性布局已进入收获期，盈利持续兑现的全球化龙头**海尔智家**，**2B+高端化快速发力、海外加速布局的科技集团美的集团**，以及处于估值洼地，渠道改革成效渐显的龙头**格力电器**。

6. 风险提示

海运运力紧张风险、原材料价格持续上涨风险、人民币汇率升值风险、地产竣工不及预期风险。

信息披露

分析师与研究助理简介

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

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。