

家用电器

利润弹性、业绩增速、供给能力三个维度看家电

21年家电板块承压，Q3环比改善。截至21年11月18日，家电板块年累计涨幅-22.7%，同期沪深300指数涨幅-7.2%，家电板块跑输大盘。Q3起环比改善，21M9社零总额、家电类当月值分别同比4.4%/6.6%。我们认为后续消费环境将有所回暖。短期来看，利润弹性较大的小家电和白电公司和短期业绩确定性较强的集成灶和便携按摩器具公司有较大投资机会；长期来看，具备较强供给能力，能够向产业链上下游延伸的公司有较高投资价值。

利润弹性角度：小家电22年改善空间较大。本轮原材料上涨周期，小家电公司盈利能力下滑最多，主要系基数变化、需求疲软以及原材料成本上涨三重因素影响。21Q3小家电板块环比改善最为明显，明年随着外部短期不利因素改善，我们判断小家电板块利润弹性较高。乐观预测下，22Q1厨房小电公司有望恢复业绩正增长，并在22Q2迎来较强业绩修复。悲观预测下，各公司有望于22Q3恢复业绩正增长。推荐小家电板块具备内部组织架构调整+渠道改革+拓品类三重红利的【苏泊尔】，激励机制完善，摩飞运营稳健的【新宝股份】，内销为主，产品矩阵丰富的【小熊电器】；推荐白电板块经营稳健、业务多元化的【美的集团】，提效降费下盈利能力不断提升的【海尔智家】，关注厨电板块风险释放、新兴品类表现强劲的【老板电器】。

短期业绩确定性角度：关注具备下游推力的集成灶和便携按摩器具公司。Q3板块短期景气仍较高，火星/亿田智能/倍轻松收入分别增长37.5%/40.6%/39.8%。集成灶和便携按摩器具的供给端制造壁垒较弱，但安装属性/体验属性强，其渠道推力重要性增加。目前，集成灶以经销模式为主，利润空间为渠道推力重要一环；倍轻松重视门店直营，单店盈利奠定扩张基础。长期来看，行业扩容确定性趋势下，运营效率和品牌力为核心竞争因素。推荐具备渠道和产品推力的便携按摩器具龙头【倍轻松】，关注具备现代化品牌管理能力、组织架构运营高效的【火星】。

供给能力角度：推荐具备向上下游延伸能力的扫地机和投影仪龙头。扫地机器人和投影仪均为供给驱动需求的赛道，Q3科沃斯/石头科技/极米科技收入分别增长65.8%/22.9%/32.4%。展望未来，短期受芯片供给短缺、海运费上涨影响，板块增速可能有所放缓，中长期仍然看好国内渗透率提升带来的规模增长以及海外市场的拓展。行业进入渐进式创新阶段，产品、品牌、营销为重要竞争维度，预计龙头之间的竞争更加激烈，但竞争格局预计较为稳定，国产扫地机、投影仪优质有望成为全球龙头。关注【科沃斯、石头科技、极米科技】，对应22年PE分别为38.4/27.6/45.4倍。

风险提示：原材料价格持续高位影响盈利能力、终端消费需求疲软、汇率波动影响、海运费上涨影响、公司门店拓展不及预期。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002032.SZ	苏泊尔	买入	2.28	2.47	3.21	3.79	27.34	25.24	19.42	16.45
002705.SZ	新宝股份	增持	1.35	0.98	1.13	1.30	18.56	25.57	22.18	19.28
002959.SZ	小熊电器	买入	2.74	1.65	2.74	3.61	22.33	37.08	22.33	16.95
000333.SZ	美的集团	买入	3.90	4.31	4.93	5.65	17.95	16.24	14.20	12.39
600690.SH	海尔智家	买入	0.94	1.30	1.52	1.76	29.99	21.68	18.55	16.02
688793.SH	倍轻松	买入	1.15	2.08	3.40	5.18	91.03	50.33	30.79	20.21

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 徐程颖

执业证书编号：S0680521080001

邮箱：xuchengying@gszq.com

研究助理 杨凡仪

邮箱：yangfanyi@gszq.com

相关研究

- 《家用电器：披荆斩棘的集成灶（行业篇）》2021-11-01
- 《家用电器：乘风破浪的扫地机 -- 行业篇》2021-09-02
- 《家用电器：当前可能推出家电消费刺激政策吗？》2021-08-22

内容目录

1.2021年家电板块回顾	5
2.利润弹性：小家电公司22年改善空间较大	6
2.1 历史原材料成本上涨复盘	7
2.2 小家电：短期投资机会在于利润弹性，长期需求空间较为广阔	9
2.2.1 短期：21年销售较弱，Q3环比改善，预计2022年利润弹性较大	9
2.2.2 中长期：重视新渠道，把握个性化需求	11
2.3 白电：Q3表现分化，高端化&海外扩张打开长期成长空间	12
2.3.1 短期：成本改善有望带来盈利能力修复	13
2.3.2 长期：高端化叠加海外扩张打开成长空间	19
2.4 传统厨电：短期成本压力趋缓，但地产影响依旧负面，长期新品类有望拉动板块营收增长	20
2.4.1 短期：成本压力有望趋缓，但地产影响预计依旧负面	21
2.4.2 长期：洗碗机等新兴品类或成为第二增长曲线	22
3.短期增长确定性角度：推荐具备下游推力的集成灶和便携按摩器具公司	22
3.1 集成灶：短期看渠道推力，长看运营效率，后发优势不容忽视	23
3.1.1 短期：渠道推力带动公司业绩增长，利润空间为重要一环	23
3.1.2 长期：行业扩容、集中度提升为确定性趋势，效率为重要竞争维度	26
3.2 便携按摩器具：短期渠道+产品推力助推业绩增长，长期产品力、品牌力为核心竞争要素	28
4.供给能力：短期看产品&营销，长看产业链上下游延伸能力	30
4.1 扫地机器人：产品&营销为竞争主线，国产优质扫地机公司有望成为全球龙头	30
4.1.1 短期：产品迭代推动量价齐升	31
4.1.2 长期：国内优质扫地机公司有望成为全球龙头，行业成长空间广阔	32
4.2 投影仪：目前产业链国产化程度低，预计将持续对电视机形成替代	34
4.2.1 短期：产品迭代驱动需求增长，龙头公司综合优势较强	34
4.2.2 长期：使用场景多元化，预计投影仪渗透率持续提升	36
5.投资价值与建议	37
5.1 如何理解家电板块目前的估值？	37
5.2 两条主线：精选利润弹性较大和具备短期业绩增长确定性的公司	38
风险提示	40

图表目录

图表 1: 2021/01/01-2021/11/18 各板块涨跌幅 (%)：家电和大盘累计下跌 22.3%/下跌 6.0%	5
图表 2: 2021/01/01-2021/11/18 家电板块/上证指数较年初累计涨跌幅 (%)	5
图表 3: 2021/01/01-2021/11/18 跌幅 (%)	6
图表 4: 2019.02 至今家电和音像器材类/社零总额当月同比 (%)	6
图表 5: 2019.02 至今家电和音像器材类/社零总额累计同比 (%)	6
图表 6: 2008 年以来原材料成本走势	7
图表 7: 第一轮原材料成本上行周期 (09-10 年)	8
图表 8: 第二轮原材料成本上行周期 (16-17 年)	8
图表 9: 扫地机器人产业利润率最高的环节集中在品牌商，目前产业链基本实现国产化	9
图表 10: 受去年同期高基数及原材料涨价影响，2021 年厨房小家电线上销售景气度较低	9
图表 11: 21 年新兴小家电公司销额增速恢复不及行业整体 (%)	10
图表 12: 21 年主要传统厨房小家电公司增长表现优于行业整体 (%)	10
图表 13: 乐观假设下小家电公司业绩增速预测 (%)	10

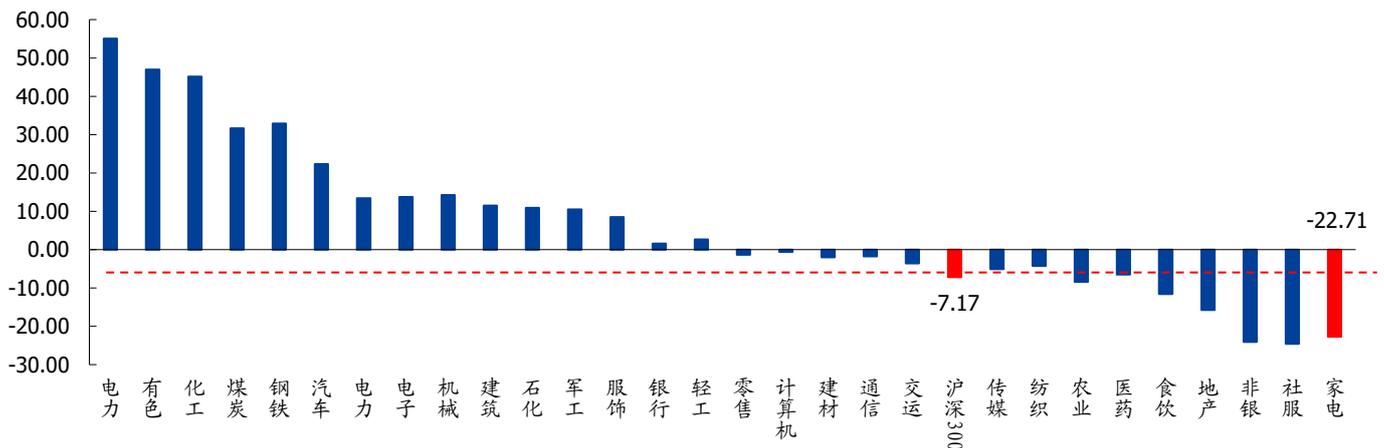
图表 14: 悲观假设下小家电公司业绩增速预测 (%)	11
图表 15: 北鼎具有丰富的场景矩阵, 今年推出全新咖啡场景	12
图表 16: 摩飞电器三向延展品类	12
图表 17: 苏泊尔入驻直播间	12
图表 18: 20Q1~21Q3 三大白电公司单季收入增速情况 (%)	12
图表 19: 20Q1~21Q3 三大白电公司单季业绩增速情况 (%)	12
图表 20: 空调内销增速有望持续向上 (万台; %)	13
图表 21: 空调外销有望维稳增长 (万台; %)	13
图表 22: 2021 年空调线上市场提价明显 (元; %)	14
图表 23: 2021 年空调线下市场价格上涨 (元; %)	14
图表 24: 2021 年新风机空调线上销量保持高增 (台; %)	14
图表 25: 2021 年新风机空调线上销额保持高增 (万元; %)	14
图表 26: 2021 年空调线上市场各能效等级销量占比 (%)	14
图表 27: 2021 年空调线下市场各能效等级销量占比 (%)	14
图表 28: 空调内销集中度持续提升 (%)	15
图表 29: 空调外销市场竞争格局稳定 (%)	15
图表 30: 冰箱内销增速有望实现边际改善 (万台; %)	15
图表 31: 冰箱外销增速放缓, 短期承压 (万台; %)	15
图表 32: 冰箱线上市场均价增速有所回调, 逐渐趋稳 (元; %)	16
图表 33: 冰箱线下市场均价仍保持较高水位 (元; %)	16
图表 34: 冰箱线上市场保持大容积发展趋势 (%)	16
图表 35: 冰箱线下市场法式多门扩张较快 (%)	16
图表 36: 海尔在冰箱内销市场保持龙头地位 (%)	17
图表 37: 冰箱外销市场集中度不断提升 (%)	17
图表 38: 洗衣机内销存在短期扰动 (万台; %)	17
图表 39: 洗衣机外销增速下滑明显 (万台; %)	17
图表 40: 2021 年洗衣机线上市场均价基本保持双位数增幅 (元; %)	18
图表 41: 洗衣机线下市场均价近期涨幅不断回升 (元; %)	18
图表 42: 2021 年洗衣机线上市场滚筒烘干销额占比持续提升 (%)	18
图表 43: 2021 年洗衣机线下市场滚筒烘干销额份额保持在 50% 左右 (%)	18
图表 44: 洗衣机内销市场竞争格局稳定 (%)	19
图表 45: 洗衣机外销市场集中度上升较快 (%)	19
图表 46: 中国中产阶级人数在增加 (2010-2018 年)	19
图表 47: 2016 年 1-9 月至 2018 年 1-9 月高端家电零售额市场份额 (%)	20
图表 48: Z 世代对白电套系化产品更感兴趣 (%)	20
图表 49: 海尔通过收并购国外知名品牌实现海外扩张	20
图表 50: 商品房竣工面积同比增速	21
图表 51: 商品房销售面积同比增速	21
图表 52: 传统烟灶市场 (亿元; %)	21
图表 53: 精装修市场增速有所放缓 (万套; %)	21
图表 54: 油烟机销售均价波动上升 (元)	22
图表 55: 油烟机高端价格带占比提升 (元)	22
图表 56: 洗碗机市场快速增长 (万台; %)	22
图表 57: 嵌入式厨电规模快速提升 (亿元; 万台; %)	22
图表 58: 集成灶按摩器产业链的制造壁垒较低	23
图表 59: 集成灶和传统大厨电渠道加价拆解	24

图表 60: 各公司经销商数量不超过 2000 家.....	24
图表 61: 各公司经销商平均销售额 (百万元/年)	24
图表 62: 集成灶公司积极推进多渠道渗透策略	25
图表 63: 目前已有较多品牌入局集成灶	25
图表 64: 集成灶公司增资扩产, 预计行业加速扩容 (亿元; 万台)	25
图表 65: 集成灶产品价格带上探 (价格带占比)	26
图表 66: 集成灶产品结构升级显著	26
图表 67: 集成灶产品功能迭代	26
图表 68: 集成灶行业集中度不高, 21H1 线上、线下 top2 份额分别为 32.5%、38.9%	26
图表 69: 名气集成灶发力线上销售 (%)	27
图表 70: 老板电器发力集成灶品类需平衡代理商和经销商利益分配 (2021H1)	27
图表 71: 集成灶市场规模预测	28
图表 72: 公司现有/拟新增门店数量: 按门店类别 (家)	29
图表 73: 公司现有/后期门店数量分布情况: 按门店类别 (%)	29
图表 74: 单店模型测算 (以 2019 年数据为基准)	29
图表 75: 2021 年双十一倍轻松艾灸产品销售额占总品牌销售额 18.2%	30
图表 76: 2021 年 11 月倍轻松发布艾灸鞋新品	30
图表 77: 复盘扫地机器人发展历程, 价格下降叠加产品力提升, 扫地机器人渗透率经历三次快速提升	31
图表 78: 扫地机器人产业利润率最高的环节集中在品牌商, 目前产业链基本实现国产化	31
图表 79: 2019Q1-2021Q3 科沃斯营收及 yoy (亿元; %)	32
图表 80: 2019Q1-2021Q3 石头科技营收及 yoy (亿元; %)	32
图表 81: 2021 年起扫地机线上均价较洗衣机线上均价差距变大 (元)	32
图表 82: 截至目前, 科沃斯已投资较多上下游产业链公司	32
图表 83: 2017-2020 年全球扫地机器人市场份额分布 (%)	33
图表 84: 2020 年国内扫地机器人线上市场份额分布 (%)	33
图表 85: 扫地机器人中国&全球市场空间测算 (百万台)	33
图表 86: 国内清洁电器市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)	34
图表 87: 线上洗地机市场规模 (亿元) 及占清洁电器比重情况 (%)	34
图表 88: 家用投影仪硬件产业链一览	35
图表 89: 投影设备所需技术	35
图表 90: 极米科技产品矩阵	35
图表 91: 2020 年国内家用投影机品牌出货量市场份额 (%)	36
图表 92: 2021H1 国内家用投影机品牌出货量市场份额 (%)	36
图表 93: 国内行业空间假设 (万台)	36
图表 94: 近期成长空间假设 (万台)	37
图表 95: 白电目前 PE 估值为历史较低水平 (截至 2021 年 11 月 18 日)	37
图表 96: 厨电目前 PE 估值为历史较低水平 (截至 2021 年 11 月 18 日)	38
图表 97: 小家电 (主要为厨房小电) 目前 PE 估值为历史较低水平 (截至 2021 年 11 月 18 日)	38
图表 98: 重点公司估值 (截至 2021 年 11 月 18 日)	39

1.2021年家电板块回顾

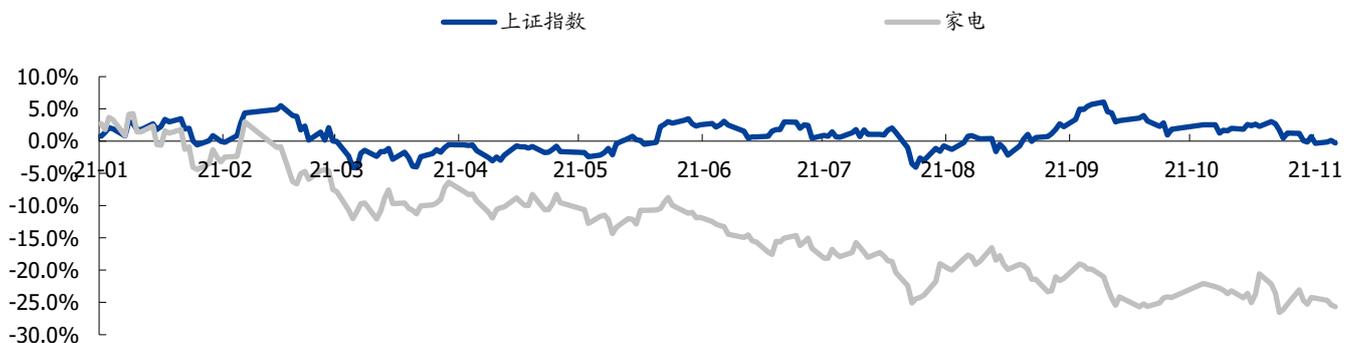
行业层面：回顾 2021 年以来市场表现，家电板块自年后（M2）开始震荡下行，全年跑输大盘。1）横向来看，截至 2021 年 11 月 18 日收盘，家电板块年累计涨幅为-22.71%，同期沪深 300 指数涨幅为-7.17%，家电板块跑输大盘。2）纵向来看，年后（M2）起家电板块持续震荡下行，Q2、Q3 因原材料价格和海运费持续高位，影响整体行业盈利能力，市场信心较为不足，家电板块进一步下行。

图表 1: 2021/01/01-2021/11/18 各板块涨跌幅 (%)：家电和大盘累计下跌 22.3%/下跌 6.0%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

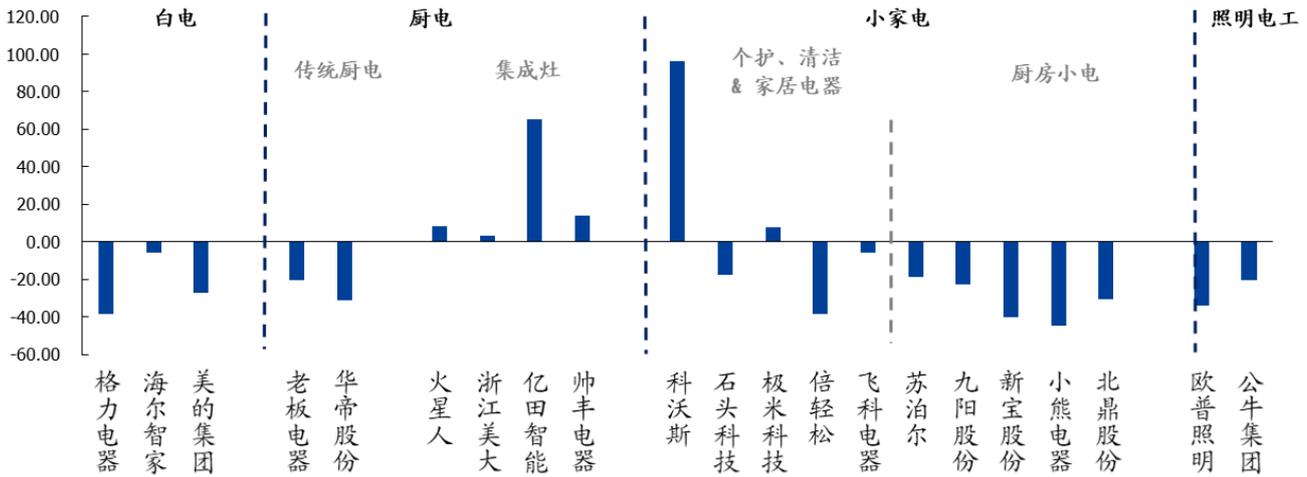
图表 2: 2021/01/01-2021/11/18 家电板块/上证指数较年初累计涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块及公司层面：1) 分板块看，新兴赛道集成灶、清洁电器、投影仪市场表现好于其他板块，白电、传统厨电、厨房小电板块受原材料成本上涨影响较大（其中白电和传统厨电还受地产调控政策影响较大），板块增长较弱。2) 分公司看，2021 年以来市场表现前三为，科沃斯/亿田智能/星帅尔，年初至今分别累计增长 96.0%/65.2%/55.3%。

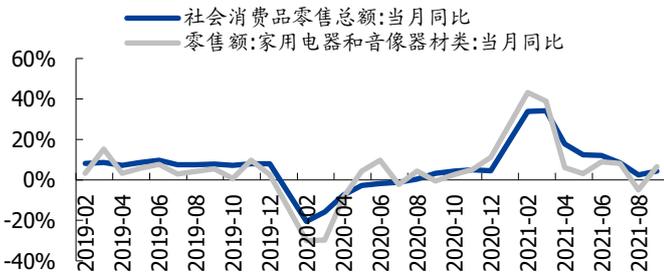
图表3: 2021/01/01-2021/11/18 跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

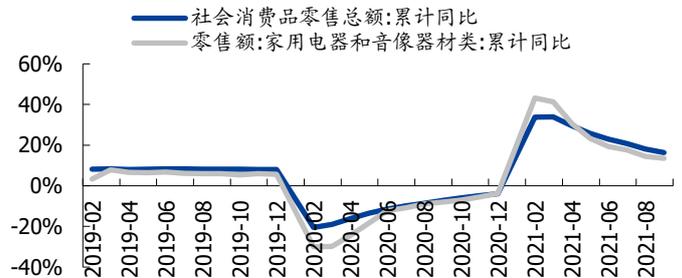
宏观消费: 1) 整体来看, 据国家统计局数据, 1-9 月社零总额/家电类零售额累计值同比 2020 年分别增长 16.4%/13.5%, 累计来看已追平并超过 2019 年同期水平, 整体恢复情况良好。2) 分月来看, 家用电器和音像器材类表现与社零总额保持同向波动, 年初在低基数下社零和家电行业终端保持高速增长, 根据 Wind 数据, 21M3 社零总额、家电和音像器材类当月同比值分别为 34.2%/38.9%, 累计同比值分别为 33.9%/41.4%。后续冲高回落, 月度增速环比持续下滑, 主要系局部疫情反复及去年同期基数升高, 但 9 月以来有所回暖, 当月增速环比有较大提升, 根据 Wind 数据, 21M9 社零总额、家电和音像器材类当月同比值分别为 4.4%/6.6%, 较上月分别上升 1.9pcts/11.6pcts。

图表4: 2019.02 至今家电和音像器材类/社零总额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 2019.02 至今家电和音像器材类/社零总额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合来看, 宏观消费和公司层面均在 Q3 呈现出不同程度回暖, 原材料近期价格较最高点有所回落, 预计后续成本压力有望继续改善, 需求有望进一步回暖, **短期来看**, 利润弹性较大的小家电和白电公司和短期业绩确定性较强的集成灶和便携按摩器具公司有较大投资机会; **长期来看**, 具备较强供给能力, 能够向产业链上下游延伸的公司有较高投资价值。

2. 利润弹性: 小家电公司 22 年改善空间较大

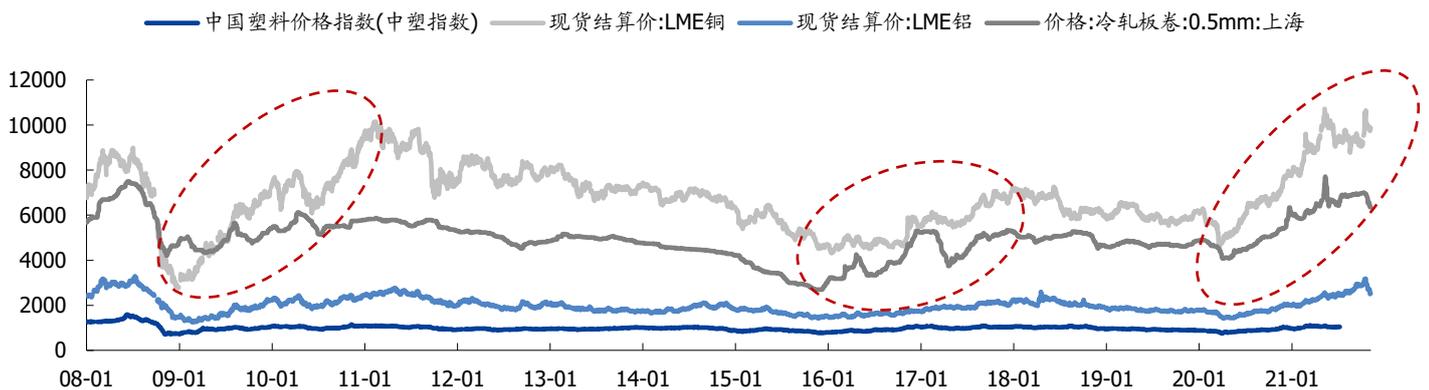
2.1 历史原材料成本上涨复盘

家电行业经历过两轮原材料成本上行周期。1) 2009-2010年，铜、铝价格上涨较多，2010年12月，铜、铝价格分别较2009年初低点上涨193%/58%；2) 2016-2017年，铜、铝、钢（即冷轧卷板）价格上涨较多，期间铜、铝、钢价格高点较16年低点涨幅分别为54%/53%/68%。本轮原材料成本上涨周期为20Q2至21Q2，期间铜、铝、钢价格涨幅分别为125%/75%/81%。

原材料价格绝对值与上涨斜率均显著影响公司盈利能力。除原材料价格的绝对位置外，上涨斜率也显著影响公司短期盈利能力，斜率越大即短期涨幅越大，对公司成本压力传导效率以及产业链话语权的要求更高。复盘来看，2009-2010年周期的原材料价格绝对位置和斜率均高于2016-2017年周期，因此公司盈利能力在2009-2010年受影响更大。

必选品类及内销抗压性较优，可选品类及外销盈利弹性更高。复盘2009-2010年、2016-2017年两轮原材料成本上行周期，我们发现1) 必选品类抗压能力更强，可选品类盈利弹性更高。主要系必选品类需求相对刚性，动销恢复速度相对快于其他品类，整体受原材料上涨影响更较小；2) 内销抗压性优于外销，但外销盈利弹性高于内销。主要系内销提价通常更为灵活，外销往往以季度为单位提前签协议售价较为刚性。

图表6：2008年以来原材料成本走势



资料来源：Wind，国盛证券研究所

➤ 2009-2011年成本上涨周期

本轮成本上涨主要系金融危机后经济复苏超预期致部分大宗商品供需失衡。分板块看，白电板块受影响较大，主要系格力和美的受高能效空调补贴影响（其中美的还受到营销渠道变革影响），毛利率下滑较多。综合来看，白电、厨电在本轮周期弹性较大，主要系2009-2011年仍处家电下乡等刺激内需政策进程中，需求释放带来较大利润弹性。

图表7: 第一轮原材料成本上行周期 (09-10年)

时间	09 Q3	09 Q4	10 Q1	10 Q2	10 Q3	10 Q4	11 Q1	11 Q2	11 Q3	11 Q4	
原材料	塑料	-27%	21%	30%	8%	-1%	8%	3%	3%	7%	-12%
	铜	-23%	70%	108%	50%	24%	29%	32%	30%	24%	-13%
	铝	-35%	8%	57%	39%	15%	16%	15%	23%	15%	-11%
	钢	-24%	8%	38%	71%	33%	42%	13%	-10%	-4%	-20%
毛利率yoy		09 Q3	09 Q4	10 Q1	10 Q2	10 Q3	10 Q4	11 Q1	11 Q2	11 Q3	11 Q4
白电	美的集团	0.68%	4.91%	-3.23%	-5.33%	-6.15%	-2.51%	-0.42%	-1.61%	6.86%	1.88%
	海尔智家	11.36%	-3.39%	2.89%	-2.97%	-5.42%	-4.74%	-3.33%	-0.95%	2.53%	2.03%
	格力电器	4.48%	-0.40%	-2.72%	-13.56%	0.24%	1.78%	-4.95%	2.06%	-4.73%	-4.93%
厨电	老板电器						1.95%		-2.90%	-1.66%	-0.52%
	华帝股份	3.48%	-0.11%	2.69%	-0.30%	-3.80%	6.77%	0.43%	-0.70%	0.89%	-7.26%
小家电	苏泊尔	4.07%	0.33%	-4.61%	-2.46%	-2.22%	-3.20%	-0.40%	-1.04%	-1.41%	0.15%
	九阳股份	-1.86%	-1.48%	-4.43%	-2.21%	-1.57%	-2.40%	0.71%	-2.00%	-2.39%	1.27%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

► 2016-2017年成本上涨周期

本轮成本上涨主要系供给侧改革实施后部分原材料供需失衡。本轮周期中 1) 白电和厨电板块中, 地产影响逐渐体现, 各公司毛利率增速波动较大; 2) 小家电竞争格局较为稳定, 毛利率整体较为平稳。横向对比苏泊尔(外销占比约 30%)、九阳(几乎没有外销) 和新宝(外销占比 90%) 该周期中的毛利率, 外销型盈利压力反应更快。

图表8: 第二轮原材料成本上行周期 (16-17年)

时间	16 Q3	16 Q4	17 Q1	17 Q2	17 Q3	17 Q4	18 Q1	18 Q2	18 Q3	18 Q4	
原材料	塑料	4%	26%	24%	13%	13%	2%	0%	5%	1%	-4%
	铜	-9%	8%	25%	21%	33%	30%	19%	21%	-4%	-10%
	铝	1%	13%	23%	21%	24%	24%	16%	18%	2%	-7%
	钢	27%	85%	66%	20%	38%	12%	-3%	16%	6%	-6%
毛利率yoy		16 Q3	16 Q4	17 Q1	17 Q2	17 Q3	17 Q4	18 Q1	18 Q2	18 Q3	18 Q4
白电	美的集团	2.49%	1.42%	-4.77%	-3.25%	0.12%	-1.57%	0.57%	3.25%	1.90%	4.66%
	海尔智家	1.56%	7.34%	1.51%	1.07%	0.08%	-1.49%	-1.49%	-0.97%	-1.02%	-5.05%
	格力电器	-6.77%	-5.95%	1.12%	-8.04%	-1.36%	9.07%	-3.51%	-0.72%	-0.08%	-6.80%
厨电	老板电器	-1.17%	-4.26%	0.53%	-3.37%	-4.97%	-5.86%	-6.67%	-1.73%	-0.77%	6.32%
	华帝股份	3.40%	4.31%	1.51%	2.64%	4.78%	2.76%	4.56%	1.42%	1.27%	1.60%
	浙江美大	2.32%	-0.14%	3.70%	-3.02%	-0.46%	-1.71%	-1.42%	-3.50%	-2.16%	-2.24%
小家电	苏泊尔	1.89%	1.43%	0.01%	-0.60%	-1.13%	-2.27%	-0.08%	0.64%	0.59%	3.28%
	新宝股份	1.98%	-2.97%	-1.00%	0.05%	-1.23%	-0.55%	-0.53%	-2.05%	1.06%	5.62%
	九阳股份	0.55%	1.19%	-0.89%	-0.25%	1.29%	0.64%	0.93%	0.56%	-2.70%	-1.90%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

► 本轮原材料成本上涨周期

整体来看, 本轮周期中小家电公司盈利能力最为承压。受去年同期疫情催化高基数、2021年需求疲软以及原材料成本上涨的三重因素影响, 2021年 Q1~Q3 小家电公司盈利能力等指标表现不佳, 21Q1~Q3 小家电毛利率降幅普遍高于白电与厨电公司。其中, 外销占比较高的新宝股份受海运费上涨影响, 毛利率水平降幅高于其他小家电公司(21Q1~Q3 逐季降幅为-4.65%/-10.89%/-8.81%)。

单 Q3 来看, 小家电板块的环比改善情况最为显著。苏泊尔、新宝股份、小熊电器毛利率降幅均有所收窄, 九阳股份 Q3 毛利率环比转正微增。明年随着外部短期不利因素改善, 叠加需求端可能有所回暖, 我们判断小家电板块利润弹性或为最高。

图表 9: 扫地机器人产业利润率最高的环节集中在品牌商, 目前产业链基本实现国产化

时间		20 Q2	20 Q3	20 Q4	21 Q1	21 Q2	21 Q3
原材料	塑料	-12%	-2%	8%	21%	28%	17%
	铜	-12%	12%	22%	50%	80%	44%
	铝	-16%	-3%	10%	23%	58%	52%
	钢	-5%	5%	21%	31%	63%	39%
毛利率yoy		20 Q2	20 Q3	20 Q4	21 Q1	21 Q2	21 Q3
白电	美的集团	-4.69%	-3.39%	-3.43%	-2.14%	-2.43%	0.13%
	海尔智家*	-0.65%	-0.97%	2.33%	1.04%	3.13%	2.40%
	格力电器	-8.71%	-2.57%	16.10%	6.94%	0.72%	-1.24%
厨电	老板电器	-0.82%	4.32%	1.93%	0.82%	1.90%	-4.34%
	华帝股份	-5.57%	-0.33%	-8.65%	-1.85%	-2.39%	-7.39%
小家电	苏泊尔	-4.14%	-4.67%	-3.56%	2.52%	-0.57%	-0.13%
	新宝股份	4.58%	0.40%	-7.99%	-4.65%	-10.89%	-8.81%
	九阳股份	0.14%	-3.99%	0.79%	-1.90%	-2.21%	0.05%
	小熊电器	-0.80%	1.38%	-7.78%	-0.08%	-4.12%	-1.05%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 小家电: 短期投资机会在于利润弹性, 长期需求空间较为广阔

2.2.1 短期: 21 年销售较弱, Q3 环比改善, 预计 2022 年利润弹性较大

21 年小家电销售较弱, Q3 环比改善。在去年同期高基数及原材料成本上涨双重压力下, 21 年厨房小家电市场销额下滑较多, 但 Q3 以来, 各细分品类均不同程度回暖。据奥维云网数据, 线上市场电饭煲、电磁炉等传统厨房小家电恢复较弱, 但煎烤机、搅拌机等新兴小家电品类增速转正, 21M9 二者销额分别增长 31.7%/3.4%。

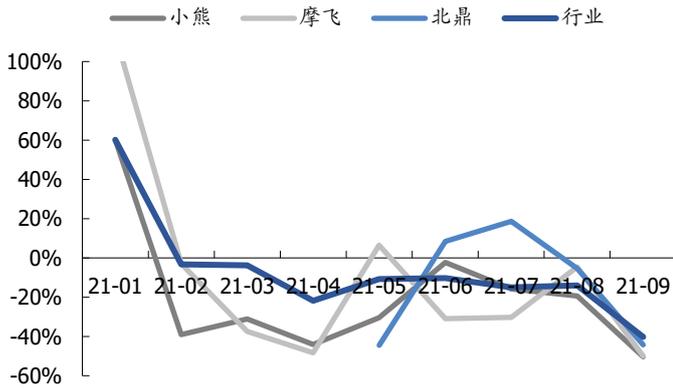
图表 10: 受去年同期高基数及原材料涨价影响, 2021 年厨房小家电线上销售景气度较低

小家电品类		线上销额增速 (%)								
		21M1	21M2	21M3	21M4	21M5	21M6	21M7	21M8	21M9
传统品类	电饭煲	36.3%	3.8%	6.9%	-12.8%	-14.1%	13.2%	-1.3%	4.0%	-7.1%
	电磁炉	47.9%	-15.9%	-12.7%	-23.7%	-24.8%	17.2%	-12.3%	-13.5%	-24.2%
	电压力锅	36.5%	17.4%	7.7%	-7.5%	-13.3%	7.6%	-2.6%	7.4%	9.6%
	豆浆机	21.7%	-39.9%	-37.6%	-42.1%	-42.1%	-34.2%	-27.2%	-19.1%	-24.5%
	料理机	41.6%	-17.3%	-20.8%	-28.7%	-36.2%	-20.7%	-25.2%	-8.5%	-17.4%
	榨汁机	-17.2%	-42.7%	-39.9%	-37.8%	-26.4%	-30.0%	-22.2%	-16.5%	11.3%
	电水壶	22.2%	12.3%	4.6%	-3.2%	-11.2%	13.1%	5.6%	2.3%	-12.9%
新兴品类	养生壶	85.6%	45.2%	29.3%	-0.4%	-2.9%	3.2%	-1.9%	2.5%	-9.5%
	破壁机	40.3%	-17.3%	-12.4%	-22.9%	-31.1%	-19.0%	-29.8%	-18.1%	-27.9%
	搅拌机	43.4%	-17.4%	-31.1%	-35.3%	-42.4%	-23.5%	-18.6%	9.5%	3.4%
	煎烤机	51.5%	-43.1%	-48.7%	-38.2%	-28.9%	-15.7%	-4.6%	47.9%	31.7%

资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

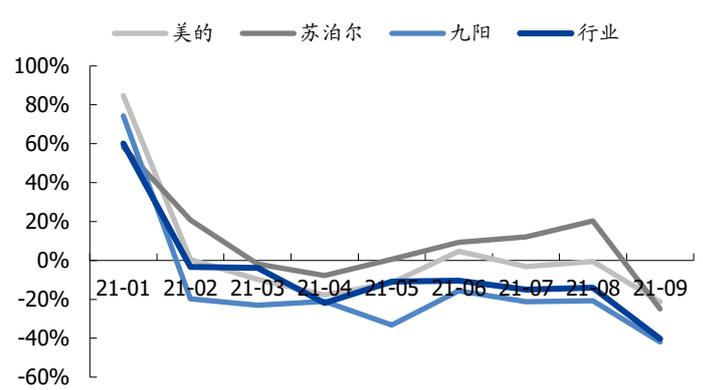
受去年基数影响, 公司表现分化。1) 新兴小家电公司: 线上渠道占优的新兴小家电公司 20 年基数较高, 需求透支较多导致 21 年各品牌的销额增速与行业整体相比差距较大。当前销售仍较为平淡, 但终端销售逐渐迎来边际改善。2) 传统小家电公司: 美九苏这类传统小家电公司在 20 年的基数相对较低, 21 年恢复也快于创新型小家电公司, 各品牌的销额增速表现基本优于厨房小电行业整体, 21Q2 以来苏泊尔的增速也逐渐由负转正。

图表 11: 21 年新兴小家电公司销额增速恢复不及行业整体 (%)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 12: 21 年主要传统厨房小家电公司增长表现优于行业整体 (%)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

我们判断, 21Q4 大概率各厨房小家电公司业绩增速底, 其中小熊电器因去年低基数以及内销需求确定性相对较高, 有望率先企稳。展望明年, 疫情带来的短期大幅波动消退后, 原材料成本下行将带来带来较大利润弹性。

乐观预测下, 塑料、铜、铝、钢等原材料价格有望于 22Q4 基本恢复至 20Q4 同期水平。22Q1 各厨房小电公司有望恢复业绩正增长, 并在 22Q2 迎来较强的业绩修复。悲观预测下, 大宗原材料价格在 22Q4 仅能基本恢复至 21Q1 时期价格水平, 各厨房小电公司有望于 22Q3 恢复业绩正增长 (较乐观预测延后两个季度实现)。

综合公司现阶段估值及预测业绩增速, 我们认为小熊电器、新宝股份和苏泊尔明年空间较大。乐观预测下, 小熊电器 22 年逐季净利润增速为 22.41%/53.19%/55.89%/42.54%; 新宝股份 22 年逐季净利润增速为 14.57%/57.74%/20.83%/70.99%; 苏泊尔逐季净利润增速为 13.41%/36.02%/58.42%/43.31%。悲观预测下, 苏泊尔和新宝股份净利润增速有望于 22Q2 大幅转正。小熊电器净利润增速在乐观预测和悲观预测下均有望于 21Q4 率先转正, 恢复速度领先行业。

图表 13: 乐观假设下小家电公司业绩增速预测 (%)

乐观假设-原材料价格	21 Q4 E	22 Q1 E	22 Q2 E	22 Q3 E	22 Q4 E
塑料	1009	997	962	960	928
yoy	4%	-3%	-2%	-8%	-8%
铜	9351	8666	8154	7892	7294
yoy	30%	2%	-16%	-16%	-22%
铝	2509	2211	2053	1988	2057
yoy	30%	5%	-15%	-25%	-18%
钢	5962	5836	5726	5585	4769
yoy	20%	5%	-10%	-16%	-20%
乐观假设-净利润yoy	21 Q4 E	22 Q1 E	22 Q2 E	22 Q3 E	22 Q4 E
苏泊尔	-11.40%	13.41%	36.02%	58.42%	43.31%
小熊电器	12.79%	22.41%	53.19%	55.89%	42.54%
新宝股份	-15.15%	14.57%	57.74%	20.83%	70.99%
九阳股份	-15.36%	0.55%	0.95%	35.69%	38.54%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 悲观假设下小家电公司业绩增速预测 (%)

悲观假设-原材料价格	21 Q4 E	22 Q1 E	22 Q2 E	22 Q3 E	22 Q4 E
塑料	1028	1018	972	970	967
yoy	6%	-1%	-1%	-7%	-6%
铜	9711	9176	8736	8456	8739
yoy	35%	8%	-10%	-10%	-10%
铝	2606	2359	2294	2253	2293
yoy	35%	12%	-5%	-15%	-12%
钢	6210	6114	6044	5851	5465
yoy	25%	10%	-5%	-12%	-12%
悲观假设-净利润yoy	21 Q4 E	22 Q1 E	22 Q2 E	22 Q3 E	22 Q4 E
苏泊尔	-32.39%	-11.16%	14.61%	38.51%	20.92%
小熊电器	3.20%	11.27%	31.92%	34.54%	26.76%
新宝股份	-29.25%	-2.60%	29.36%	6.31%	44.36%
九阳股份	-28.96%	-13.84%	-13.27%	20.16%	9.56%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2.2 中长期: 重视新渠道, 把握个性化需求

短期来看, 厨房小电投资机会在于 21 年业绩端、成本端基数变化。**长期来看**, 消费升级背景下, 人们的消费倾向由可选转为必选, 购物目的由功能性转向改善型, 小家电需求空间较为广阔。同时, 消费主力逐渐转向 90、00 后群体。这代人在国力不断进步的环境下长大, 更加注重生活品质和强调健康养生, 倾向于选择时尚、智能、养生和个性化的产品。因此, 符合以上理念的产品成消费必然趋势。

新营销红利犹存, 新兴渠道为品牌高效引流。当前我国直播电商处于高速增长期, 根据艾瑞咨询数据, 2020 年中国直播电商市场规模超 1.2 万亿元, 同比增长 197%, 预计 2023 年整体规模将超过 4.9 万亿元。新兴小家电公司发家于电商渠道, 天然与新营销模式契合, 但近年来苏泊尔、九阳等传统小家电公司也开始重视新渠道, 除完善天猫、京东线上店铺矩阵外, 还积极发展抖音、快手等新兴直播渠道。乘借直播电商之风, 预计小家电公司仍将享有新营销红利, “图文+短视频+直播”三位一体的组合牌将有效帮助品牌宣传和引流。

长尾空间较大, 把握个性化需求为公司提供增长动力。近年来, 各品牌持续推出创新的小家电产品, 充分挖掘细分需求。北鼎以场景作为增长主线, 不断推出全新生活场景, 目前已覆盖烹饪场景、养生场景、饮水场景和咖啡场景。摩飞除推出原有爆款多功能锅的代际产品外, 也不断扩充养生壶、气泡机等新兴品类。预计随着消费群体年轻化、一人户家庭占比提升, 我国长尾市场的红利将持续释放, 公司后续增长的动力在于产品端的持续创新, 聚焦细分、个性化需求的小家电公司有望占据消费者心智。

图表 15: 北鼎具有丰富的场景矩阵, 今年推出全新咖啡场景



资料来源: 公司半年报, 国盛证券研究所

图表 16: 摩飞电器三向延展品类



资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

图表 17: 苏泊尔入驻直播间

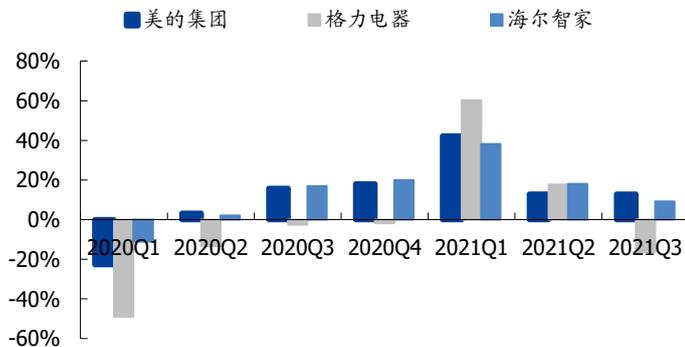


资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

2.3 白电: Q3 表现分化, 高端化&海外扩张打开长期成长空间

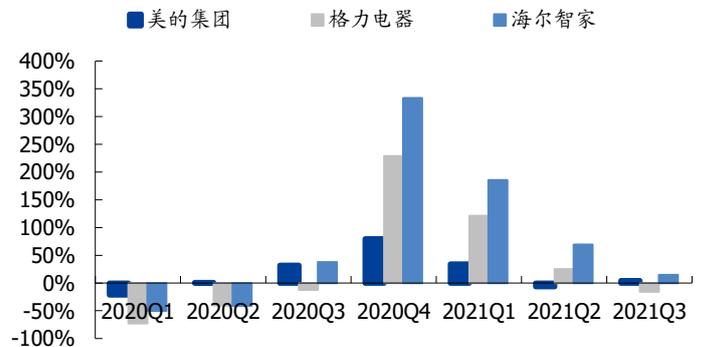
美的、海尔营收端稳健, 美的业绩于 21Q3 率先回暖。收入端看, 美的集团营收表现最为稳健, 21Q1~Q3 逐季增速为 42.26%/12.86%/12.89%, 海尔智家表现同样较为优异, 剔除卡奥斯业务影响后, 21Q1~Q3 逐季增速为 38.2%/18.1%/9.2%。利润端看, 美的集团于 21Q3 呈现环比改善, 同比增速率先转正至 4.4%, 环比+10.73pcts。预计后续白电龙头有望受益于大宗原材料价格回落以及需求端回暖, 改善预期下推荐治理能力优异、经营能力稳健的美的集团和提效降费逻辑不断兑现的海尔智家。

图表 18: 20Q1~21Q3 三大白电公司单季收入增速情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 20Q1~21Q3 三大白电公司单季业绩增速情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

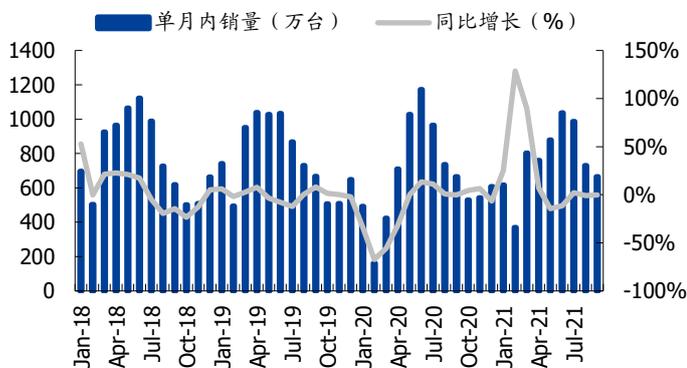
2.3.1 短期：成本改善有望带来盈利能力修复

1) 空调：需求有所回暖，均价预计小幅上扬

➤ 量端：内销触底反弹，外销维稳增长

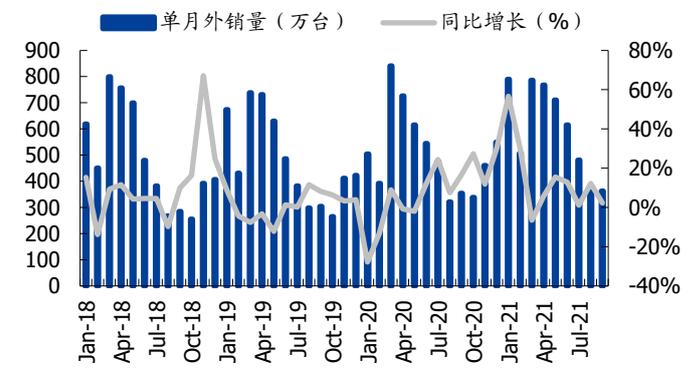
内销：去年同期低基数下，21年年初空调内销保持较快增长；5、6月终端提价叠加全国多地天气凉爽导致终端需求低迷；Q3以来，内销同比有所改善，基本恢复至去年同期水平。根据产业在线数据，2021年Q3内销销量同比20、19年同期分别+0.6%/+5.2%，**随着需求触底反弹，我们预计内销增速有望持续向上。****外销：**21年年初，海外疫情持续推动产能向国内转移，出口增速保持高位；进入出口淡季后，外销增速虽然有所回落，但依旧保持较稳定增长。根据产业在线数据，2021年Q3外销销量同比20、19年同期分别+4.6%/+22.3%，**出口增速有望持续维稳增长。**

图表 20：空调内销增速有望持续向上（万台；%）



资料来源：产业在线，国盛证券研究所

图表 21：空调外销有望维稳增长（万台；%）

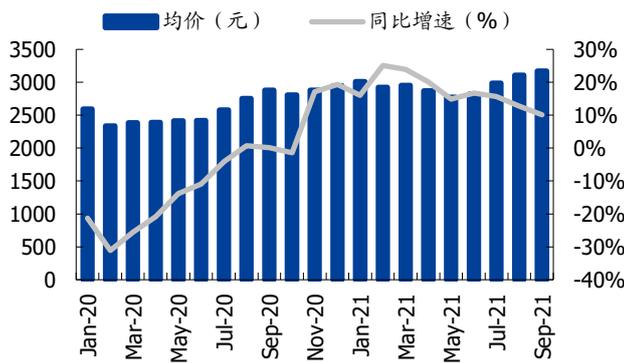


资料来源：产业在线，国盛证券研究所

➤ 价端：成本有所改善，产品结构升级趋势下，明年价格仍可能有小幅上涨

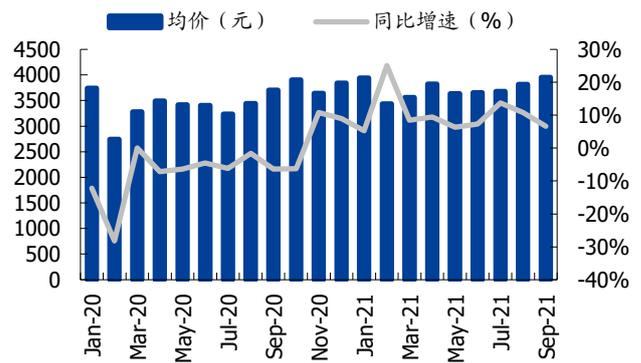
从成本端看，以铜为代表的大宗原材料价格自5月起有所松动，虽处高位但持续下行趋势，产品生产成本逐渐改善。**从产品结构看，**疫情爆发带动消费者健康意识增强，新风系统需求不断释放，奥维云网数据显示，2021年1-11月新风空调线上销量、销额同比分别+98%/28%，而新风空调定位高端，其中挂机保持在6000元左右，柜机稳定在12000元左右；自2020年7月空调新能效标准实施后，价格较高的新能效产品占据市场主流，奥维云网数据显示，2021年6月线上、线下新能效产品占比分别达91%/82%。综上，产品结构升级仍将推动空调产品价格上涨，但是考虑成本改善及21年同期高基数，我们预计2022年空调价格同比提升幅度不大。

图表 22: 2021 年空调线上市场提价明显 (元; %)



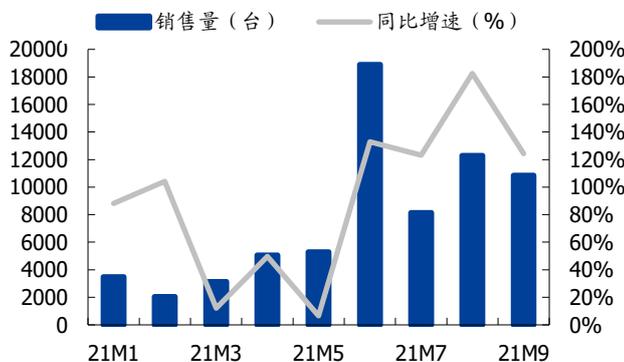
资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 23: 2021 年空调线下市场价格上涨 (元; %)



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 24: 2021 年新风口线上销量保持高增 (台; %)



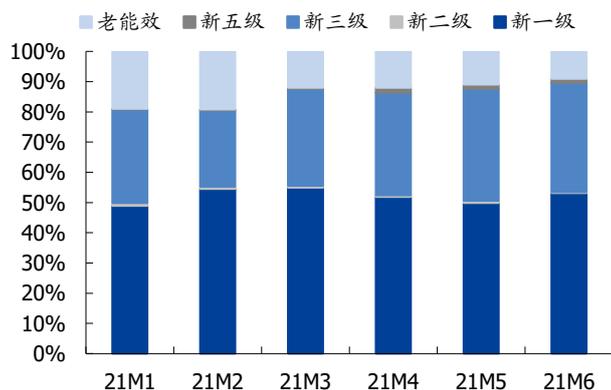
资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 25: 2021 年新风口线上销售额保持高增 (万元; %)



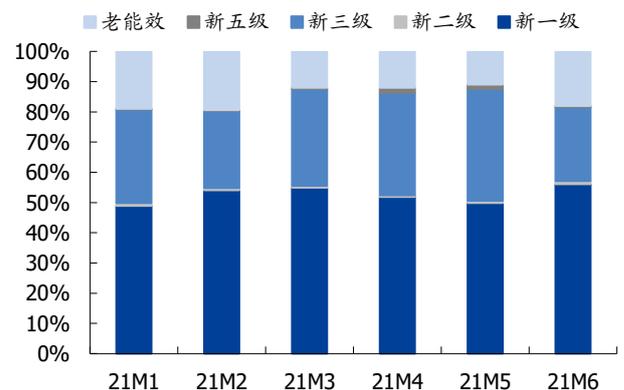
资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 26: 2021 年空调线上市场各能效等级销量占比 (%)



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 27: 2021 年空调线下市场各能效等级销量占比 (%)



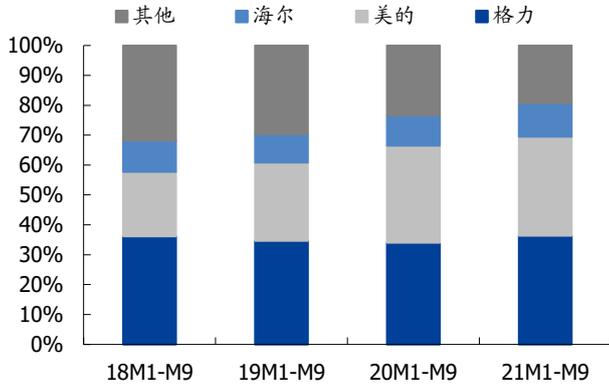
资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

➤ 竞争格局: 内销市场集中度持续提升, 外销格局稳定

内销: 空调内销市场集中度提升, 行业格局持续优化。2021 年 1-9 月空调行业 CR3 (格力、美的、海尔) 销量市占率达 81%, 同比+4pcts。格力除传统经销渠道恢复较好外, 新零售渠道亦有所贡献, 渠道改革成效明显, 在新冷年开盘伊始市占率便有明显提升,

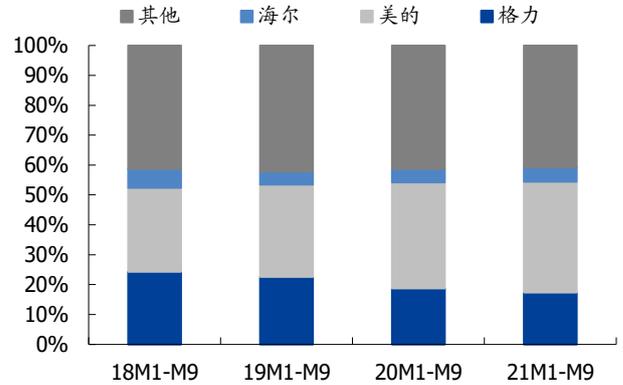
2021年1-9月内销销量市占率达36%，同比+2pcts；美的、海尔2021年1-9月销量市占率分别为33%/11%，同比+0.6pct/1pct。**外销：**空调外销市场竞争格局稳定。2021年1-9月空调CR3（美的、格力、海尔）销量市占率为59%，同比+0.6pct。美的保持外销绝对龙头地位，2021年1-9月外销销量市占率为37%，同比+2pcts；格力、海尔出口份额保持稳定，2021年1-9月市占率分别为17%/5%，同比-1.4pcts/0.3pct。

图表 28: 空调内销集中度持续提升 (%)



资料来源：产业在线，国盛证券研究所

图表 29: 空调外销市场竞争格局稳定 (%)



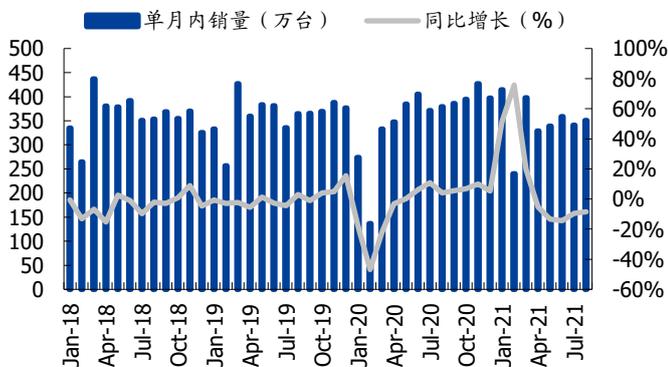
资料来源：产业在线，国盛证券研究所

2) 冰箱：内外销短期承压，高溢价产品占比提升

➤ 量端：内外销短期承压，但有望实现边际改善

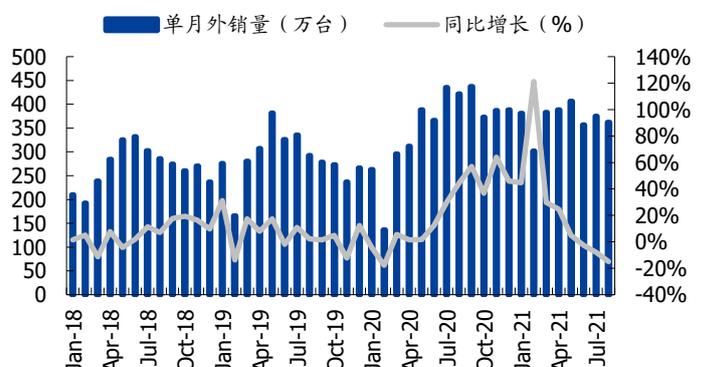
内销：基于去年疫情影响下的低基数，21年第一季度冰箱内销呈高速增长；二季度以来内销低迷，但环比增速持续改善。根据产业在线数据，21Q1内销同比+42%，**预计22Q1**在高基数影响下短期压力较大，另外当前城镇冰箱百户保有量已突破**100**，新增需求相对较少，更新需求可能将平稳而缓慢释放。**外销：**21年上半年，海外疫情导致产能受限，冰箱行业出口保持较高增长；下半年去年同期高基数的影响逐渐显现，航运价格高企也对出口造成压制，外销增速持续回落趋势。根据产业在线数据，21H1外销同比+26%，21M7-M8外销同比-14%，我们预计**22**年上半年受基数影响外销压力可能较大。

图表 30: 冰箱内销增速有望实现边际改善 (万台; %)



资料来源：产业在线，国盛证券研究所

图表 31: 冰箱外销增速放缓，短期承压 (万台; %)



资料来源：产业在线，国盛证券研究所

➤ 价端：高端化趋势下，明年冰箱价预计温和上涨

根据奥维云网数据，冰箱线上、线下市场价格今年在成本压力下持续上涨，线上市场价格涨幅有所收窄，2021年9月同比+5.3%；受性价比需求逐渐转移至线上的影响，线下市场价格今年以来一直保持双位数增长，2021年9月同比+19%。消费者对于多温区、大容积的诉求持续存在，十字、法式等多开门的高端产品在这一需求下占比不断提升，一定程度上也带动冰箱整体价格提升，21Q2十字4门和法式多门产品合计在线上、线下占比分别为34%/58%，同比+6pcts/2.6pcts；另外，在套系化、智能化、健康化趋势带动下，冰箱产业转向价值竞争，力求提升产品附加值。考虑到高溢价产品占比提升，预计2022年冰箱行业均价将温和上涨。

图表 32: 冰箱线上市场均价增速有所回调, 逐渐趋稳 (元; %)



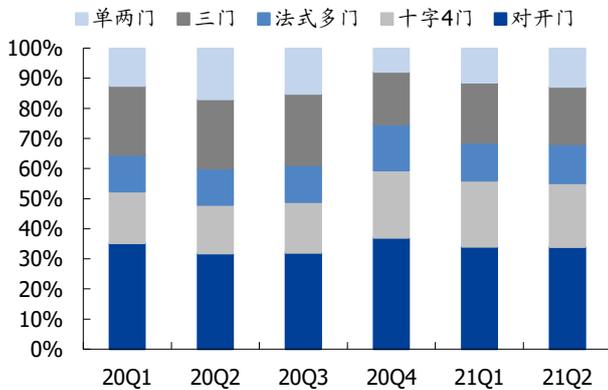
资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 33: 冰箱线下市场均价仍保持较高水位 (元; %)



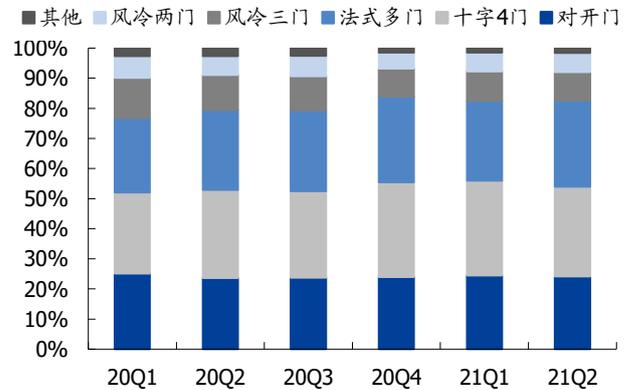
资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 34: 冰箱线上市场保持大容积发展趋势 (%)



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 35: 冰箱线下市场法式多门扩张较快 (%)



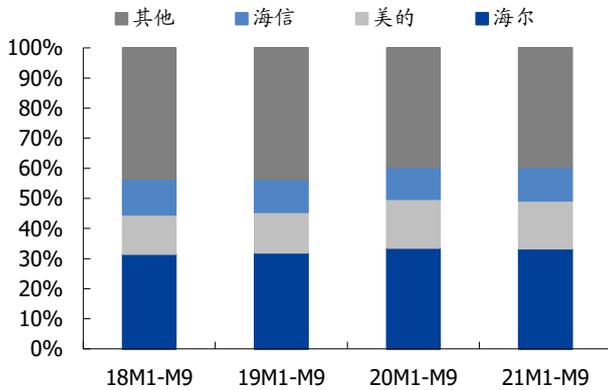
资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

➤ 竞争格局: 内销市场格局稳定, 外销市场集中度不断提升

内销: 冰箱内销市场竞争格局稳定, 海尔维持龙头地位。2021年1-9月冰箱行业CR3(海尔、美的、海信)销量市场份额达61%, 同比微升0.06pct。海尔依托较强的供应链、产品及品牌协同能力, 在冰箱内销市场多年来保持绝对龙头地位, 2021年1-9月内销销量市占率达33%, 同比略微下降0.13pct; 美的、海信2021年1-9月销量市占率分别为16%/11%, 同比-0.47pct/+0.66pct。**外销:** 冰箱外销市场近年来集中度不断提升。2021年1-9月冰箱CR3(美的、海信、美菱)销量市场份额为40%, 同比+0.73pct。美的和海信家电在冰箱出口市场上平分秋色, 2021年1-9月外销销量市占率分别为

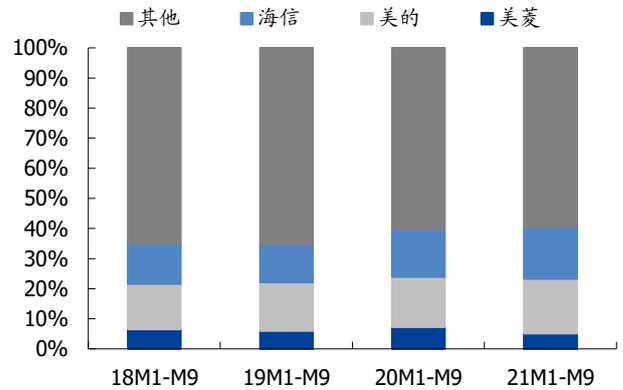
18%/17%，同比分别+1.44pcts/1.43pcts；美菱 2021 年 1-9 月市占率为 5%，同比 -2.14pcts。

图表 36: 海尔在冰箱内销市场保持龙头地位 (%)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

图表 37: 冰箱外销市场集中度不断提升 (%)



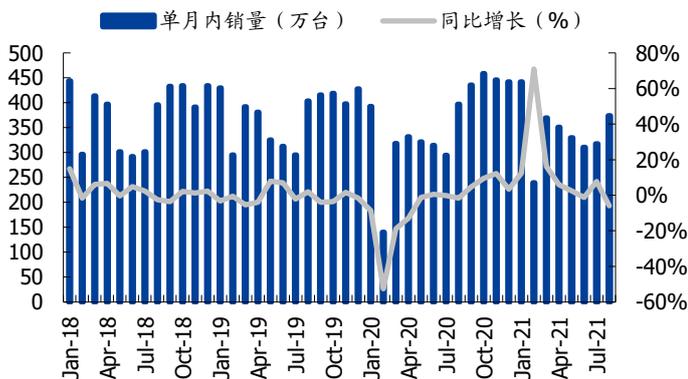
资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

3) 洗衣机: 无惧短期扰动, 高端化趋势仍在

➤ 量端: 内外销存在短期扰动, 但后续有望实现平稳增长

内销: 去年同期低基数下, 21 年第一季度洗衣机内销保持较快增长; 二季度则基本保持稳定; 8 月局部疫情反复导致需求有所抑制, 出现一定下滑。根据产业在线数据, 21Q1 内销同比+23%, 高基数下 22 年内销短期可能存在一定压力, 但需求仍在, 叠加成本下行趋势, 行业后续有望实现平稳增长。**外销:** 21 年上半年, 受益于海外疫情持续, 洗衣机出口增速一直保持高位; 而进入下半年, 国际航运运力不足带来运价上涨, 去年同期基数较高导致增速下滑明显。根据产业在线数据, 21H1 外销同比+38%, 21M7-M8 外销同比-11%, 我们预计 22 年上半年外销压力可能较大。

图表 38: 洗衣机内销存在短期扰动 (万台; %)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

图表 39: 洗衣机外销增速下滑明显 (万台; %)



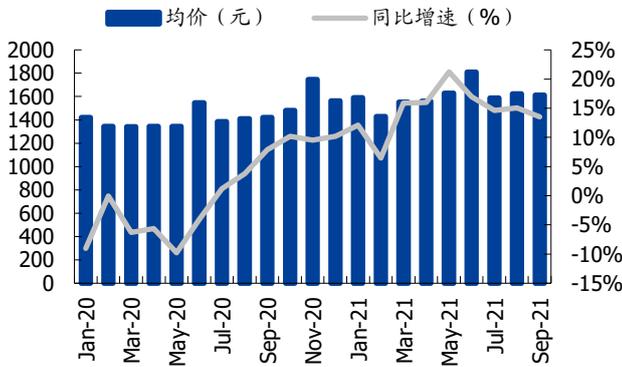
资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

➤ 价端: 高端布局明显, 成本下行趋势下明年价格预计保持稳定

根据奥维云网数据, 2021 年洗衣机线上、线下市场价格均基本保持在双位数增幅, 21M1-M9 线上、线下均价分别同比+14.4%/10%。一方面, 内资品牌不断加强洗衣机市

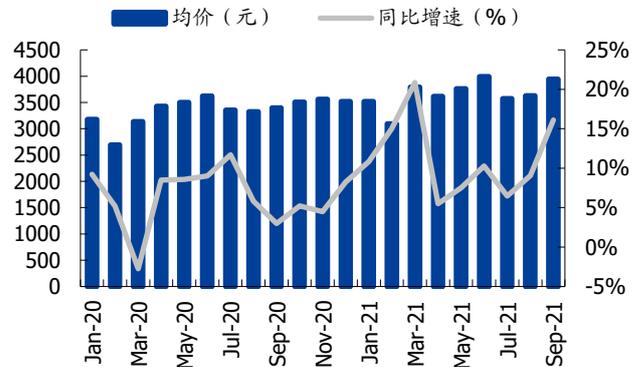
场高端布局，自18、19年卡萨帝推出5万元、10万元以上产品以来，品牌商逐渐向超高端方向迈进，奥维云网数据显示，2021年9月洗衣机线下市场8000元以上产品销额占比达16%；另一方面，行业升级离不开滚筒型产品，尤其是滚筒烘干市场的发展，根据奥维数据，2021年滚筒烘干产品在线下市场销额份额保持在50%左右，占据半壁江山。受各品牌加深高端化布局的影响，结合成本下行趋势，我们预计2022年洗衣机行业均价将保持稳定增长。

图表 40: 2021 年洗衣机线上市场均价基本保持双位数增幅 (元; %)



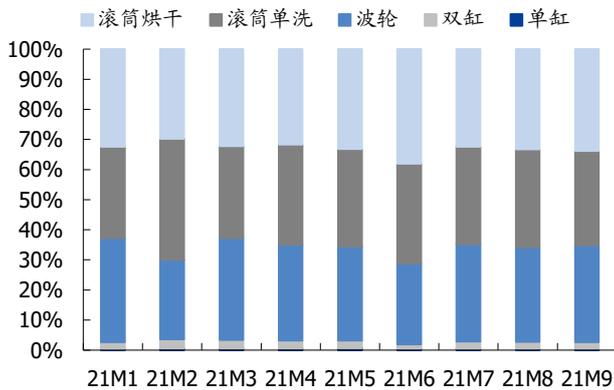
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 41: 洗衣机线下市场均价近期涨幅不断回升 (元; %)



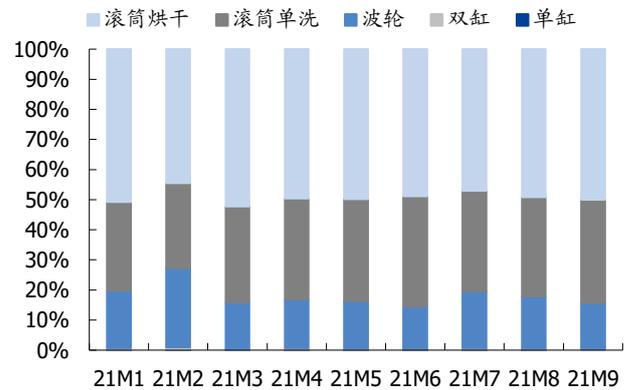
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 42: 2021 年洗衣机线上市场滚筒烘干销额占比持续提升 (%)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 43: 2021 年洗衣机线下市场滚筒烘干销额份额保持在 50% 左右 (%)

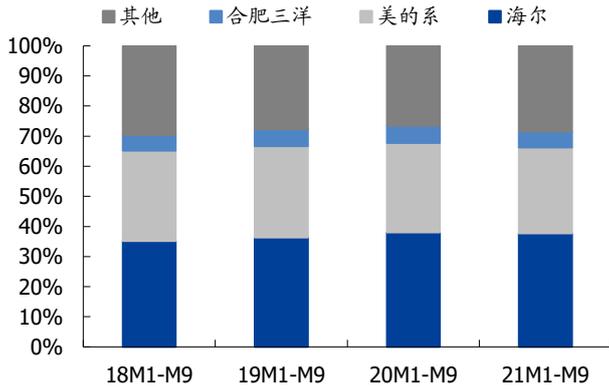


资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

➤ 竞争格局: 龙头领跑, 行业格局稳固

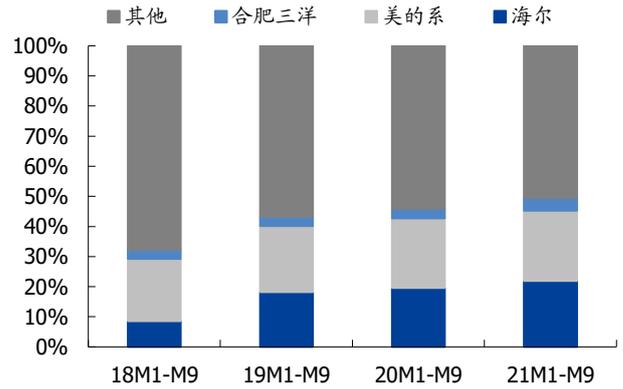
内销: 洗衣机内销市场竞争格局稳定, 行业 CR3 超 70%。海尔、美的系在洗衣机内销市场表现出色, 2021 年 1-9 月内销销量市占率分别为 38%/29%, 同比-0.31pct/-1.14pcts。
外销: 外销市场集中度上升较快, CR3 近 50%, 同比+3.66pcts。美的系、海尔在 2021 年 1-9 月外销销量市占率分别为 23%/22%, 同比+0.3pct/2.3pcts。

图表 44: 洗衣机内销市场竞争格局稳定 (%)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

图表 45: 洗衣机外销市场集中度上升较快 (%)



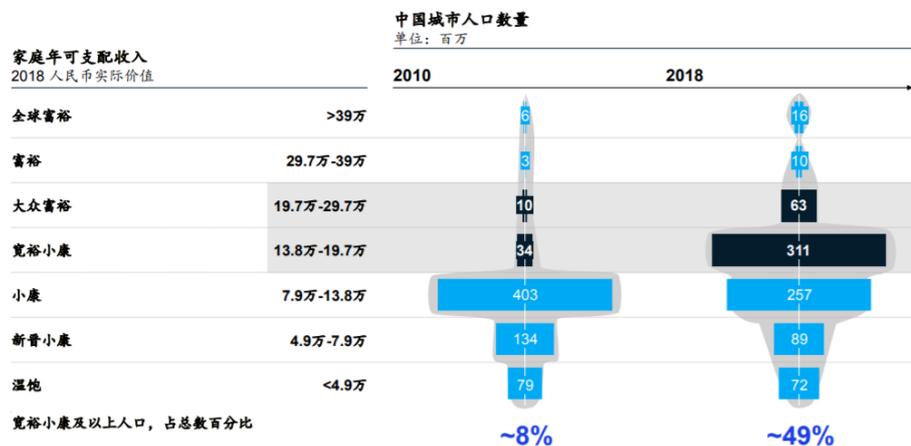
资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

2.3.2 长期: 高端化叠加海外扩张打开成长空间

展望未来, 高端化为未来长期趋势, 大家电套系化购买比例有望持续提升。同时, 龙头公司通过收购海外知名品牌打开海外市场, 后期可通过不断提升运营效率、优化费用投放等方式, 提升海外市场盈利能力。长期来看, 白电成长空间仍较广阔。

中产阶级城市人口数量持续提升, 扩大高端产品受众人群规模。《麦肯锡 2020 消费者调查报告》显示, 2010 年中国生活水平在宽裕小康及以上 (即家庭年可支配收入 ≥ 13.8 万以上) 的城市人口数量为 5300 万人, 占总城市人口比例约 8%。2018 年, 该阶层人数大幅增长至 4 亿人, 占总城市人口比例约 49%, 占比持续上升, CAGR 达 28.47%。

图表 46: 中国中产阶级人数在增加 (2010-2018 年)



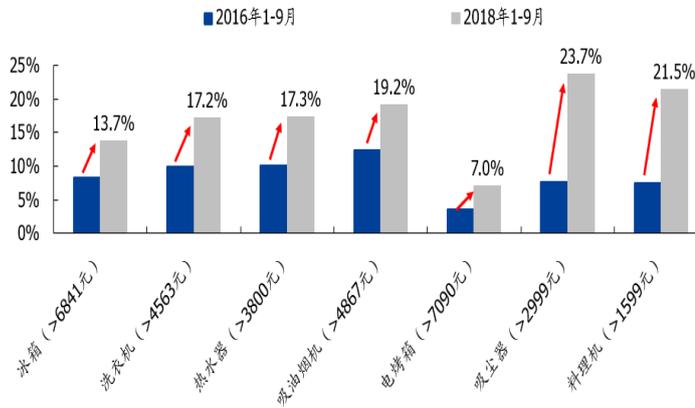
资料来源: 麦肯锡 2020 消费者调查报告, 国盛证券研究所

高端家电市场份额稳步提升, 未来消费空间可期。中怡康数据显示, 2016 年 1-9 月至 2018 年 1-9 月, 高端冰洗、热水器、厨电、吸尘器品类销售额份额均提升至 20% 左右水平。2019 年前三季度家电市场全品类零售额同比下跌 6.82%, 但高端家电市场却逆势增长, 高端冰洗市场份额同比提升 2-5pct 不等。预计随着国民物质生活水平的不断提高, 性价比消费转向品质消费的趋势将加速升级, 高端家电市场成长空间未来可期。

据美的集团公众号, 截至 21Q3 美的旗下高端品牌 Colmo 实现零售收入 25 亿以上, 同增 320%。21Q1~Q3 海尔旗下高端品牌卡萨帝收入同增 57%, 其中 21Q3 同增 37%, 高于公司层面增速 (同口径下, 海尔智家 21Q3 营收同增 9.2%)。

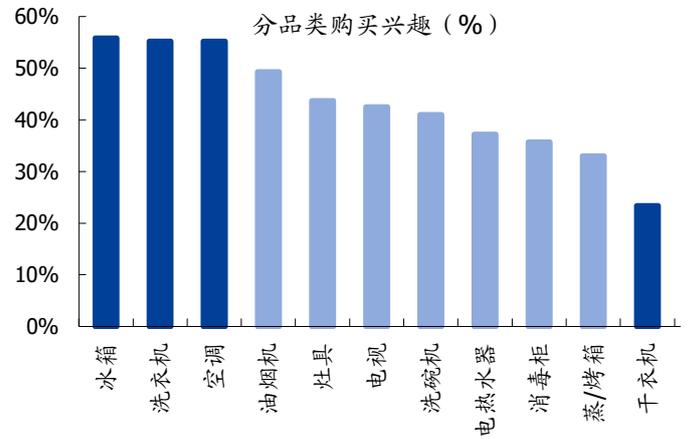
套系化风潮兴起，未来有望快速增长。根据中怡康调研，Z世代群体对套系家电购买意向较高，其中56%的受访者表示会购买套系家电，而白电成套产品明显更受青睐，86.6%的受访者对冰空洗产品较为感兴趣。预计随着家电产品到达平均使用年限，未来十年内现有白电产品将完成更新换代，而Z世代消费价值取向的转变将带动套系化家电规模实现快速增长。

图表 47: 2016 年 1-9 月至 2018 年 1-9 月高端家电零售额市场份额 (%)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 48: Z 世代对白电套系化产品更感兴趣 (%)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

消费者对白电的选择受品牌力影响较大，国内自有品牌在海外的扩张更适合采用并购品牌的方式。中国家电企业在欧美等成熟市场的品牌力较弱，在海外推广自有品牌耗时耗力，但通过直接收购当地的成熟品牌可以更快建立销售渠道及打开海外市场。过往，以海尔为代表的白电龙头前瞻性布局海外，通过收购海外优质资产打造全品牌矩阵。未来，随着国内白电市场增速趋缓，家电公司可以将视野拓展到全球，以收并购方式拓宽收入空间。

图表 49: 海尔通过收并购国外知名品牌实现海外扩张



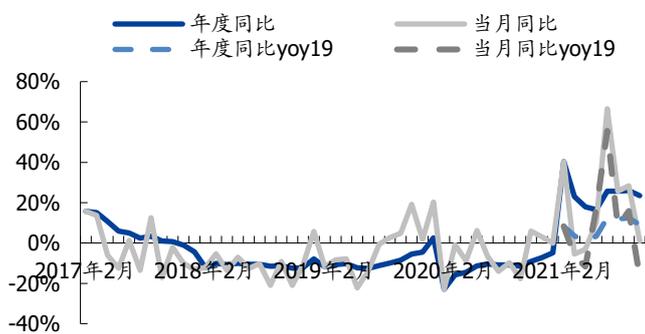
资料来源: 海尔公司资料, 国盛证券研究所

2.4 传统厨电：短期成本压力趋缓，但地产影响依旧负面，长期新品类有望拉动板块营收增长

2.4.1 短期：成本压力有望趋缓，但地产影响预计依旧负面

传统厨电成本压力有望趋缓，地产影响预计依旧较负面。供给端看，原材料价格下行有望减轻公司成本端压力，毛利率情况有望改善。需求端看：1)零售端：销售规模增长平稳。奥维云网数据显示，2021年前三季度油烟机、燃气灶零售额达235亿元/132亿元，同比增长9.4%/5.1%。2)工程端：精装修增速放缓。奥维云网数据显示，1-9月开盘套数204.3万套，同比下降10%。未来工程渠道拓展或继续放缓。3)地产端：“房住不炒”的大背景之下，地产面临较大的下行压力，自2017年以来商品房竣工和销售面积同比增速处于下滑通道。据国家统计局数据显示，2021年1-9月房屋竣工面积累计同比增长23.4%，较1-8月略微下降2.6pct，预计后续地产端仍较为低迷，对厨电板块负面影响仍将有所持续。

图表 50: 商品房竣工面积同比增速



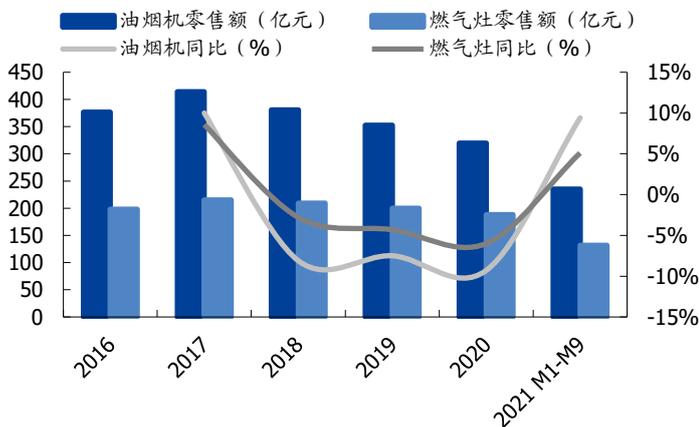
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 51: 商品房销售面积同比增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 52: 传统烟灶市场 (亿元; %)



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

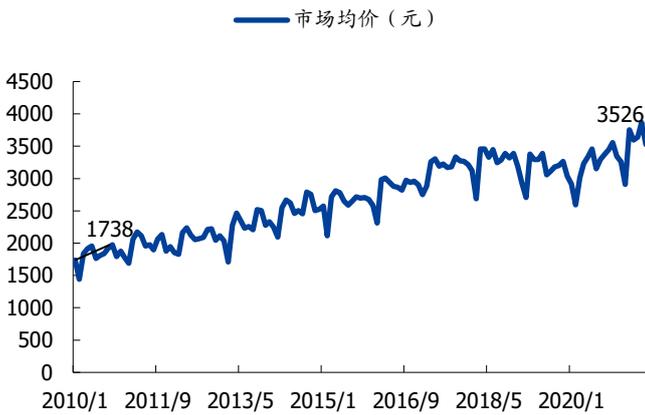
图表 53: 精装修市场增速有所放缓 (万套; %)



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

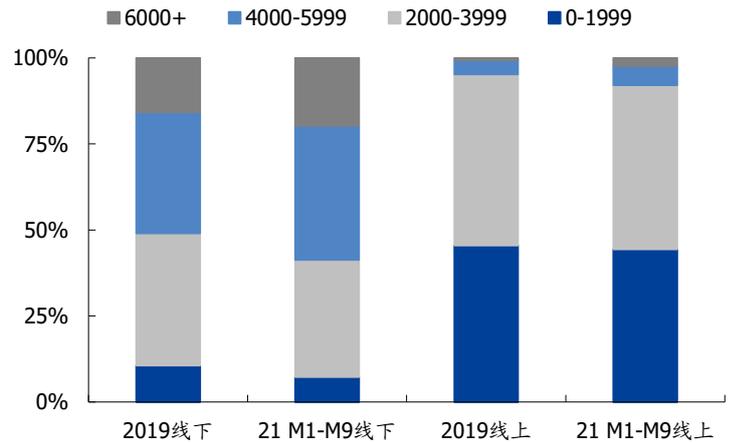
厨电高端化趋势下，预计均价将温和上升。根据中怡康数据显示，油烟机近十年销售均价，从1738元增至3526元，价格波动上升。近年来，厨电呈高端化趋势，奥维云网数据显示，油烟机21年前三季度线下销额中，4000元以上高端机占比58.65%，较2019年提升7.74pct。预计传统厨电产品高端化趋势有望延续，均价温和上升。

图表 54: 油烟机销售均价波动上升 (元)



资料来源: 中怡康、国盛证券研究所

图表 55: 油烟机高端价格带占比提升 (元)



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

2.4.2 长期: 洗碗机等新兴品类或成为第二增长曲线

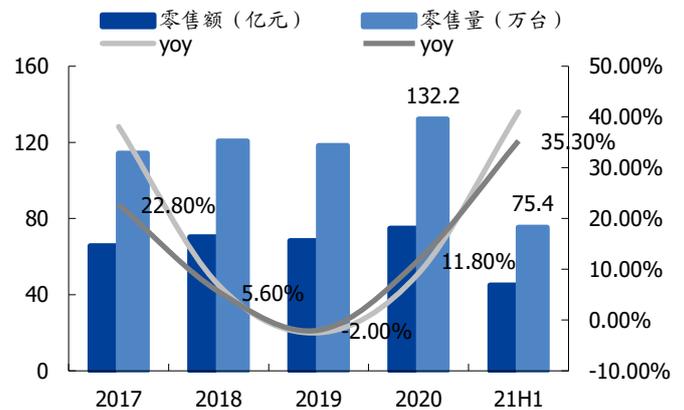
洗碗机、嵌入式厨电成为厨电新增长点。1) 洗碗机, 近年来, 懒人经济盛行, 洗碗机规模快速增长, 据产业在线数据, 截至 21H1 洗碗机销量 97.7 万台, 同比增长 13.9%, 预计明年仍能持续放量。2) 嵌入式厨电, 作为“健康经济”、“懒人经济”的代表, 嵌入式厨电规模逐年攀升, 有望成为新的百亿品类, 现多品牌积极布局有望持续渗透。中怡康数据显示, 2021 年上半年实现零售量 75.4 万台, 同比增长 35.3%, 预计 2022 年依旧维持高景气, 实现双位数增长。

图表 56: 洗碗机市场快速增长 (万台; %)



资料来源: 产业在线、国盛证券研究所

图表 57: 嵌入式厨电规模快速提升 (亿元; 万台; %)



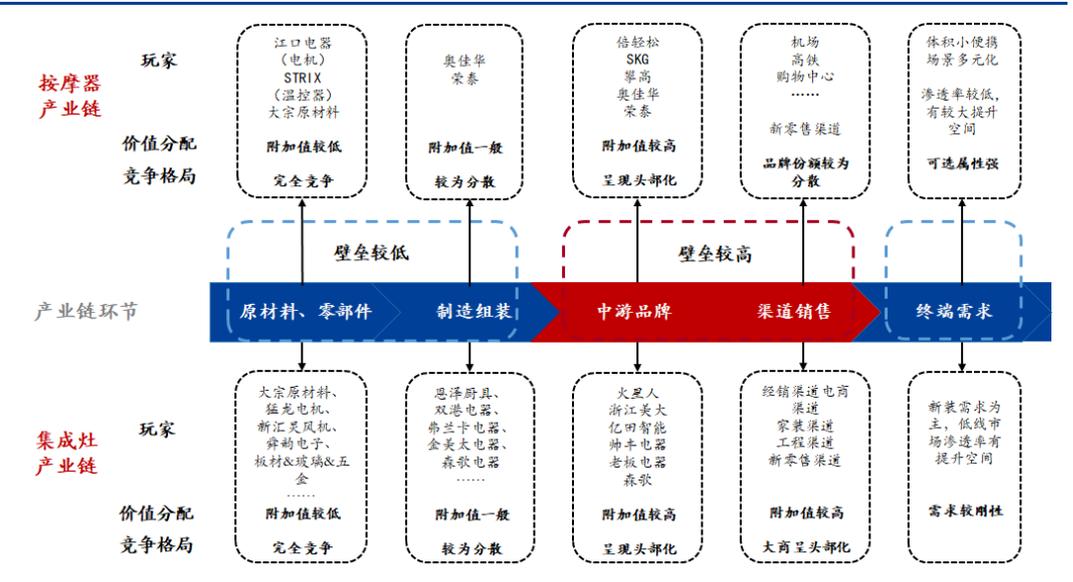
资料来源: 中怡康、国盛证券研究所

关注厨电龙头老板电器。新品类有望打开成长空间。半年报显示, 老板电器第二、三品类群收入为 6.54 亿元, 占整体营收比重近 22%, 其中蒸烤一体机和洗碗机表现亮眼。随着新兴品类渗透率和配置率不断提升, 新品类构筑的第二曲线有望打开公司成长空间。

3. 短期增长确定性角度: 推荐具备下游推力的集成灶和便携按摩器具公司

短期增长确定性角度，我们认为集成灶公司与倍轻松具备下游渠道推力。从产业链分布看，以上两类公司的上游制造壁垒均较弱，但集成灶行业需求刚性且为强安装属性，便携按摩器具则具较强体验属性，线下渠道重要性不言而喻。现阶段集成灶和便携按摩器渗透率仍较低（据产业在线出货量口径，21年1-8月集成灶渗透率为13.41%；据倍轻松招股书数据，2020年国内按摩器具渗透率仅1.5%），因此渠道推力为公司业绩的短期重要驱动因素。渠道形态上，集成灶扩张主要为经销商模式，倍轻松重点拓展直营门店。

图表 58：集成灶按摩器产业链的制造壁垒较低



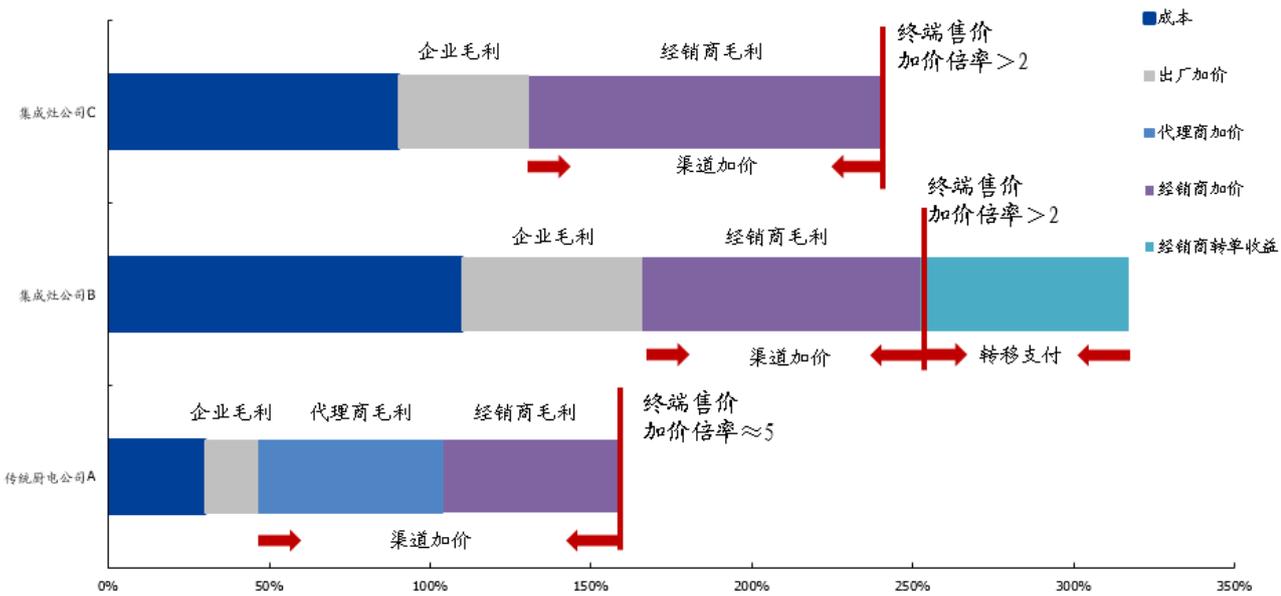
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

3.1 集成灶：短期看渠道推力，长看运营效率，后发优势不容忽视

3.1.1 短期：渠道推力带动公司业绩增长，利润空间为重要一环

利润空间为渠道推力的重要一环。经销模式下，渠道推力主要在于合理的渠道利益分配。从价值分配角度看，集成灶行业渠道加价率低于传统大厨电，但由于加价链条更为扁平，单个经销商的利润率实则空间更大，不压货的轻资产模式亦能降低经销门槛，有效吸引经销资源，在公司起步阶段快速扩大规模。

图表 59: 集成灶和传统大厨电渠道加价拆解

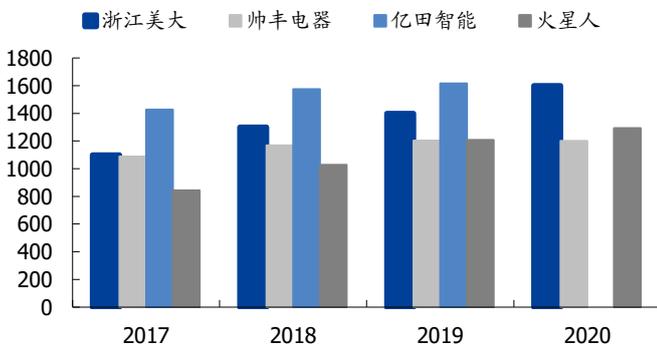


资料来源: 公司财报, 招股说明书, 国盛证券研究所 (集成灶公司之间成本的不同更多地来自于产品结构差异)

现阶段集成灶公司多以来小、散的经销商形成突围。据招股书数据, 目前4家集成灶上市公司经销商数量均不超过2000, 平均单个经销商门店数量不到2家; 销售规模除浙江美大超100万, 其他均在40-80万区间。前五大经销商销售集中度也较低, 除火星人、美大因京东采购稍高之外, 均不足10%。

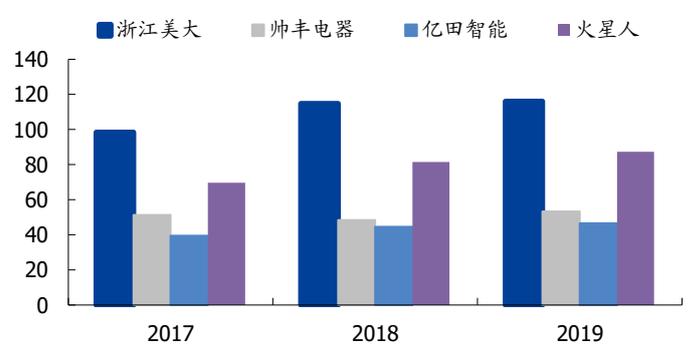
大商策略和多渠道渗透有望助推公司规模快速扩张。1) 目前集成灶公司主要通过招募大商进行市场运作和管理, 具有较强资金实力的大商为核心渠道资源。从渠道价值分配来看, 直接毛利空间大更容易招到大商, 主要系大商在起步阶段资金投入较大, 毛利空间大意味着运用空间更大。2) 当前集成灶渠道形态仍有待丰富, 其零售端的家电KA和家装等创新渠道有待进一步探索, 工程渠道因品类和品牌认知、服务能力、账期支持不足尚未取得明显进展。后续随着行业规模增长和品类认知形成正回馈, 集成灶行业渠道形态进一步拓宽为大概率事件。

图表 60: 各公司经销商数量不超过 2000 家



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 61: 各公司经销商平均销售额 (百万元/年)



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 62: 集成灶公司积极推进多渠道渗透策略

品牌	渠道策略
亿田智能	<ul style="list-style-type: none"> 工程渠道: 挺进 500 强地产首选供应商, 入选百强地产采购目录 家装渠道: 签约全国 300 多家装企 KA 渠道: 引入居然之家、红星美凯龙战略投资
帅丰电器	<ul style="list-style-type: none"> KA 渠道: 在居然之家和红星美凯龙拥有近 200 家门店 家装渠道: 成立家装部, 协助经销商开展与家装公司的业务合作
浙江美大	<ul style="list-style-type: none"> KA 渠道: 在家电 KA 卖场、建材 KA 卖场的门店累计近 2000 个 工程渠道: 与国瑞置业等房地产公司签订合同并实施工程安装 社区渠道: 21H1 社区店开店数量达 50 多个 下沉渠道: 新增京东小店、天猫优品、苏宁零售云网点 2600 多个 KA 渠道: 进入苏宁、国美卖场或地方性 KA 家电卖场 280 多家
火星人	<ul style="list-style-type: none"> 工程渠道: 成功签约多家战略客户, 并成功入驻第三方 B2B 建材采购交易平台“采筑”平台 整装渠道: 与国内主流装修公司、家居定制公司等建立合作 海外渠道: 布局东南亚市场, 泰国专卖店开业。

资料来源: 公司财报, 投资者关系活动记录表, Wind, 国盛证券研究所

集成灶渗透率较低, 量的增长空间较为确定。集成灶作为新兴品类, 当前处于快速发展阶段。行业层面看, 老板等知名厨电品牌入局集成灶, 有望进一步打开品类认知; 公司层面看, 集成灶龙头企业纷纷募资扩产, 行业量的增长较为确定。

图表 63: 目前已有较多品牌入局集成灶

生产基地	企业数量	产量占比	代表企业
浙江嵊州	约200家	57.4%	entive 亿田 SENG 森歌 AOTIN 奥田 SANFER 帅丰电器
浙江海宁	约50家	26.7%	火星人集成灶 MEIDA 美大
广东 (中山、顺德等)	约20家	9.8%	风田智清洁集成灶 JINLI 金利

资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所

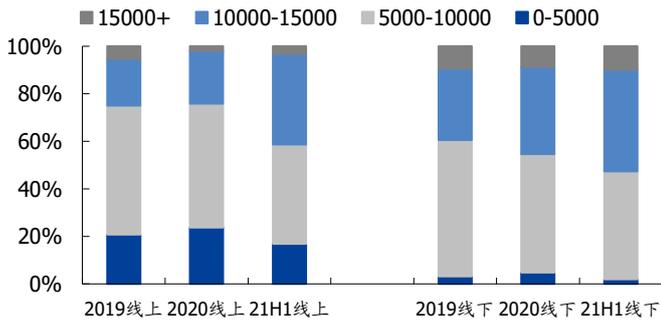
图表 64: 集成灶公司增资扩产, 预计行业加速扩容 (亿元; 万台)

公司	募投项目	投资金额	新增产能
火星人	智能集成灶产业园项目	7.0亿元	15万台
	集成灶生产线升级扩产项目	2.4亿元	10万台
帅丰电器	智能化高效节能集成灶产业化示范项目	9.7亿元	40万台
亿田智能	环保集成灶产业园项目	5.7亿元	15万台
浙江美大	新增年产集成灶 10 万台生产建设及 5 万台技术改造项目	3.0亿元	15万台

资料来源: 各公司公告国盛证券研究所

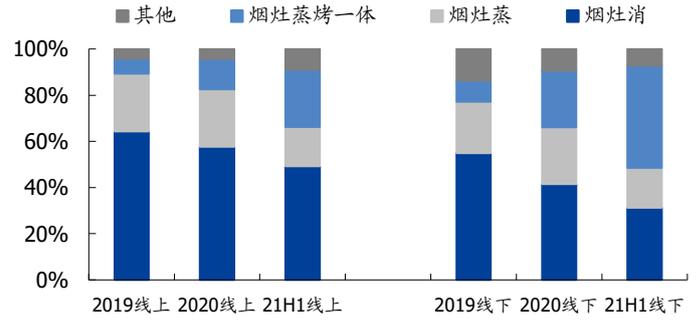
产品结构仍有进一步升级的空间, 但价格红利曲线的斜率大概率变缓。截至 21H1, 蒸烤箱款集成灶线上占比已超过 40%, 1 万元以上产品已超过 40%; 线下占比已超过 60%, 1 万元以上产品已超过 50%。未来随着集成模块迭代变化, 产品结构仍有进一步升级的空间, 但集成灶价格红利的曲线斜率大概率放缓, 均价上升温和。

图表 65: 集成灶产品价格带上探 (价格带占比)



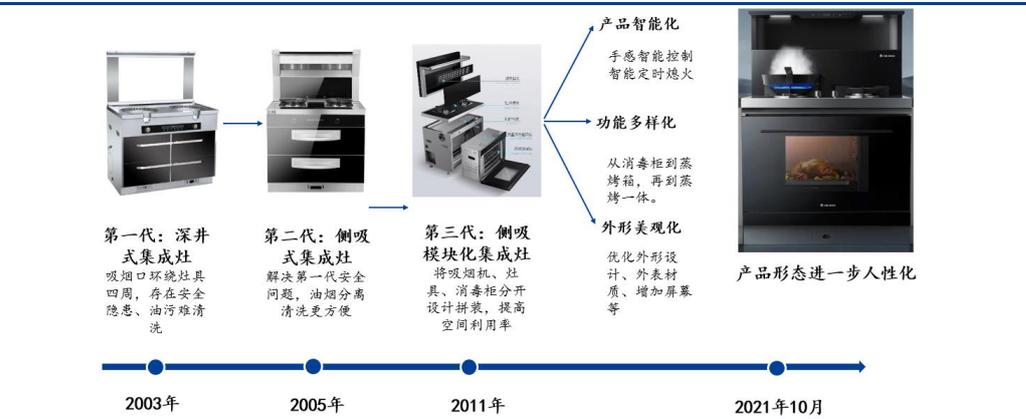
资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

图表 66: 集成灶产品结构升级显著



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

图表 67: 集成灶产品功能迭代

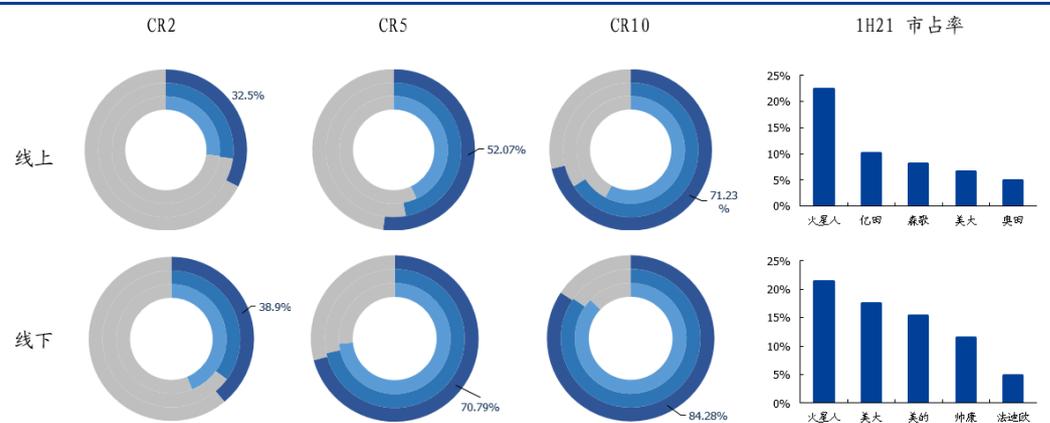


资料来源: 国盛证券研究所

3.1.2 长期: 行业扩容、集中度提升为确定性趋势, 效率为重要竞争维度

相较其他家电子行业, 目前集成灶集中度不高。21H1 集成灶线上 CR2 为 32.5%, 线下 CR2 为 38.9%。而空调、洗衣机线上线下 CR2 达 70%, 冰箱也有 50%; 对比商业模式非常相似的传统大厨电, 其线下 CR2 也接近 50%。我们认为, 渠道推力具有一定的进入壁垒, 核心渠道资源被先发者瓜分; 品宣拉力也具备规模优势, 品牌能够占领消费者心智, 集成灶行业后续也大概率走向集中, 而集中也意味着竞争加剧。

图表 68: 集成灶行业集中度不高, 21H1 线上、线下 top2 份额分别为 32.5%、38.9%



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所 (内圈为 2019 年, 中圈为 2020 年, 外圈为 1H21)

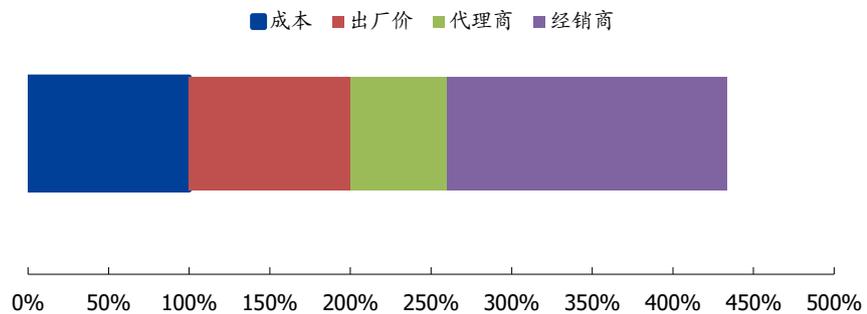
我们认为集成灶的商业模式为渠道推力+品宣拉力，老板电器无疑在这两点上具备强竞争力，其核心难点在于协调现有代理商和经销商的利益分配。老板电器自收购金帝后逐步布局集成灶业务，后又在“名气”这一子品牌下推出中低价格带集成灶产品，发力线上销售。当前老板电器进一步加快“老板”主品牌集成灶布局，今年12月两条集成灶产线有望投产，明年有望上新数款集成灶新品。现有集成灶企业的渠道链条整体较为扁平，加价倍率约为1倍，老板电器需要将1倍左右的加价率在代理商和经销商进行分配，同时需要协调代理和销售原有烟机产品的利润率。

图表 69: 名气集成灶发力线上销售 (%)



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所 (内圈为 20 年 1-9 月, 外圈为 21 年 1-9 月)

图表 70: 老板电器发力集成灶品类需平衡代理商和经销商利益分配 (2021H1)



资料来源: 老板电器财报、国盛证券研究所

综合来看，短期行业出货量增速将仍然保持 15% 以上，考虑当前仍有产品升级红利，假设每年 4% 的提价幅度，行业销额增速将仍然保持 20% 以上。我们预计 2025 年行业销额相较 2021 年仍有翻倍空间。

➤ 短期: 渗透率提升带来增速确定性

随着老板电器入局，集成灶品类认知将进一步强化。1) 行业出货量的角度，考虑最悲观情况下，集成灶行业没有烟机替换的更新需求，只有新增需求。在新增需求中，精装修住宅渗透率逐渐加速，但技术较低；非精装修住宅以每年 5% 左右的增速渐进式提升。行业出货量增速仍然在 15% 以上。2) 行业均价的角度，当前集成灶仍有产品升级红利，而且我们认为行业不会出现价格战的形式直接竞争，假设每年 4% 的提价幅度，行业销额增速仍然在 20% 以上。

➤ 中长期: 行业扩容确定，但竞争是主要关注维度。

2025 年行业销额相较 2021 年仍有翻倍空间，但行业的红利未必能落实到每家公司。行

业扩容确定性趋势下，优先选择组织架构高效的集成灶公司。一方面，在各家毛利空间差别不大的情况下，效率更为关键。上新推广效率、从工厂到销售端的数字化、仓配模式都会在利润空间之外直接影响大商的 ROE，从而影响大商的招募及公司扩张速度。另一方面，在多渠道探索过程中，企业需具备对新渠道的敏感度，从而前瞻布局、高效推进渠道铺设工作。综合来看，行业扩容对集成灶企业的管理提出更高的要求。随着销售规模增长，对于集成灶内部组织架构的高效化、政策执行传达能力以及权责分明提出了更高的要求，具有现代化企业管理制度的企业才有较大可能跑出。

图表 71: 集成灶市场规模预测

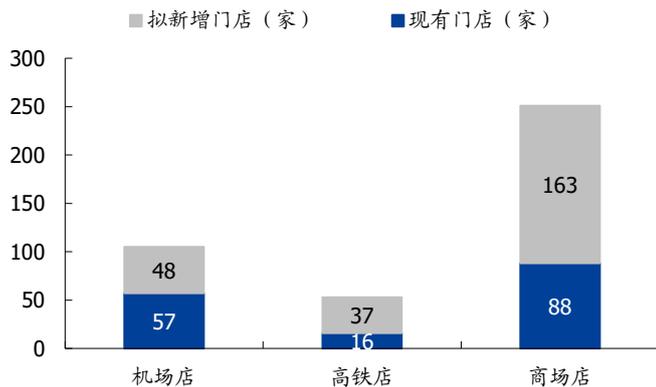
项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增住宅套数 (万套)	1282.3	1336.1	1328.5	1321.6	1334.8	1354.8	1375.2	1395.8	1416.7	1438.0
新增住宅套数 yoy	21.2%	4.2%	-0.6%	-0.5%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
非精装修占比	87.0%	85.0%	83.0%	81.0%	79.0%	78.0%	77.0%	76.0%	76.0%	75.0%
新增非精装修住宅套数 (万套)	1115.6	1135.7	1102.7	1070.5	1054.5	1056.8	1058.9	1060.8	1076.7	1078.5
集成灶非精装修住宅渗透率	8.1%	11.2%	15.9%	19.6%	23.4%	28.0%	32.5%	37.5%	42.5%	48.0%
新增精装修住宅套数 (万套)	166.7	200.4	225.8	251.1	280.3	298.1	316.3	335.0	340.0	359.5
集成灶精装修住宅渗透率						1.0%	3.0%	6.0%	10.0%	15.0%
集成灶销量 (万台)	90.0	127.0	175.0	210.0	247.0	298.9	353.6	417.9	491.6	571.6
集成灶销量 yoy	30.4%	41.1%	37.8%	20.0%	17.6%	21.0%	18.3%	18.2%	17.6%	16.3%
集成灶均价	6778.0	7087.0	7371.0	7714.0	7560.0	7862.4	8176.9	8504.0	8844.1	9197.9
集成灶均价 yoy	-4.5%	4.6%	4.0%	4.7%	-2.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
集成灶销售额 (亿元)	61.0	90.0	129.0	162.0	185.0	235.0	289.2	355.4	434.8	525.7
集成灶销售额 yoy	24.5%	47.5%	43.3%	25.6%	14.2%	27.0%	23.0%	22.9%	22.3%	20.9%

资料来源: 国家统计局、奥维云网、国盛证券研究所

3.2 便携按摩器具: 短期渠道+产品推力助推业绩增长, 长期产品力、品牌力为核心竞争要素

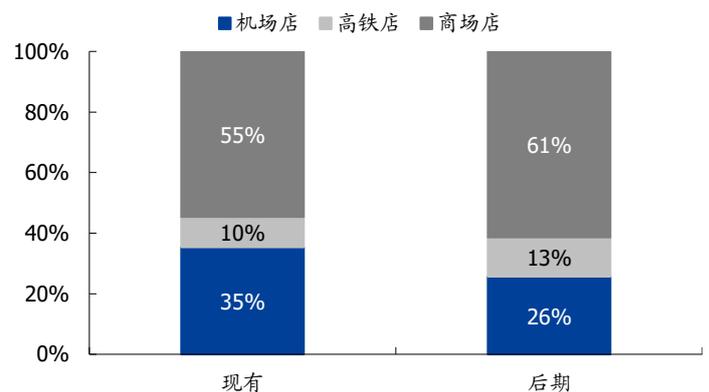
渠道推力: 按摩器具为重体验型产品, 倍轻松线下直营门店已具备一定的建模优势。便携按摩器具是小家电中重体验的产品, 线下渠道作为品牌宣传和产品体验场所的必要性不言而喻。据招股书, 2019 年公司线上、线下营收占比为 40.26%/54.03%。公司线下渠道主要布局在一线及新一线城市的高铁、机场两大交通枢纽, 以及该类城市的中高端商场。选址范围与商旅人士这一目标客群高度契合, 有利于实现品牌的精准营销。同时, 公司产品定位中高端, 门店开设在中高端商场符合公司品牌定位, 有利于增加曝光度。

图表 72: 公司现有/拟新增门店数量: 按门店类别 (家)



资料来源: 倍轻松官网, 倍轻松公告, 国盛证券研究所

图表 73: 公司现有/后期门店数量分布情况: 按门店类别 (%)



资料来源: 倍轻松官网, 倍轻松公告, 国盛证券研究所

单店盈利&店效提升, 公司具备拓店基础。(2020年受疫情影响, 线下渠道受影响较大, 因此仅参考2019-19年数据) 2017-2019年, 公司单店收入随门店扩张平稳上升(注: 高铁站单店收入有所下滑, 主要系公司高铁店较少, 且率先发展虹桥高铁站等年客流量最高的站点, 其单店收入水平较高, 随着高铁站店稳步扩张, 高铁店平均单店收入回归至正常水平)。其中, 机场店单店收入由135.8万元/年增长至190.9万元/年, CAGR2为18.56%; 商场店单店收入由63.4万元/年增长至83.3万元/年, CAGR为14.62%。2020年疫情影响线下渠道销售, 三类门店单店收入均较往年有所下滑, 机场店、高铁店、商场店单店收入分别为98.4/140.4/77.6万元/年。

线下直营门店已实现整体盈利。考虑到线下渠道受2020年疫情影响较大, 我们选取2019年数据作为参考基准。结合机场店、高铁店、商场店三类线下直营门店, 综合测算单店模型, 我们判断公司2019年平均单店营收为142.11万元, 高于117.50万元年运营成本。线下直营门店整体盈利, 公司具备持续拓店基础。据招股书数据, 2018-2020年, 线下直营门店收入占主营收入比重为30.0%/30.8%/20.1%。随着线下门店加速拓展, 公司销售有望进一步放量, 短期增长较为确定。

图表 74: 单店模型测算 (以2019年数据为基准)

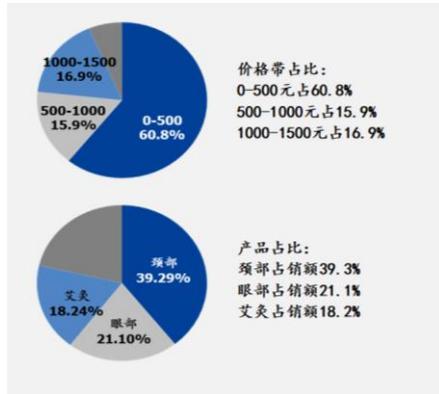
项目 (万元)	费用类别	假设
单店营收		以19年总计150家线下直营店收入21316.89万元估算, 单店营收142.11万元
固定成本	装修费用	以19年新增64家线下直营店装修费718.31万元估算, 单店装修费11.22万元
货物成本	货物成本	以19年线下直营店毛利率78.73%估算, 货物成本为30.23万元
经营成本	店铺租金	以19年总计150家线下直营店专柜费用8297.45万元估算, 单店租金55.32万元
	职工薪酬	以19年总计150家线下直营店职工薪酬7424.19万元的60%估算, 单店职工薪酬29.7万元
	水电费等杂费	以19年总计150家线下直营店水电费281.08万元估算, 单店水电费1.87万元
	POS租金	以19年总计150家线下直营店POS租金57.53万元估算, 单店POS租金0.38万元
运营总成本/年	可变成本	117.50

资料来源: 倍轻松官网, 倍轻松招股书, 国盛证券研究所

产品拉力: 产品迭代+新品类带来新的发展潜力。倍轻松于今年5月初推出中医个护系列产品--智能明火艾灸盒, 三季报描述该产品在Q3反映良好, 取得了较好的销售成绩。天猫显示该款艾灸盒产品月销量在1万台以上, 售价599元。据奥维云网数据, 公司艾

灸产品在双十一期间销额占品牌销额比重达 18.2%，销售情况较好。11月初，公司于深圳全球新品发布会上发布五款新品，包括艾灸鞋以及颈部、眼部按摩器的迭代产品，预计将为公司带来新的发展潜力。

图表 75: 2021 年双十一倍轻松艾灸产品销额占总品牌销额 18.2%



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 76: 2021 年 11 月倍轻松发布艾灸鞋新品



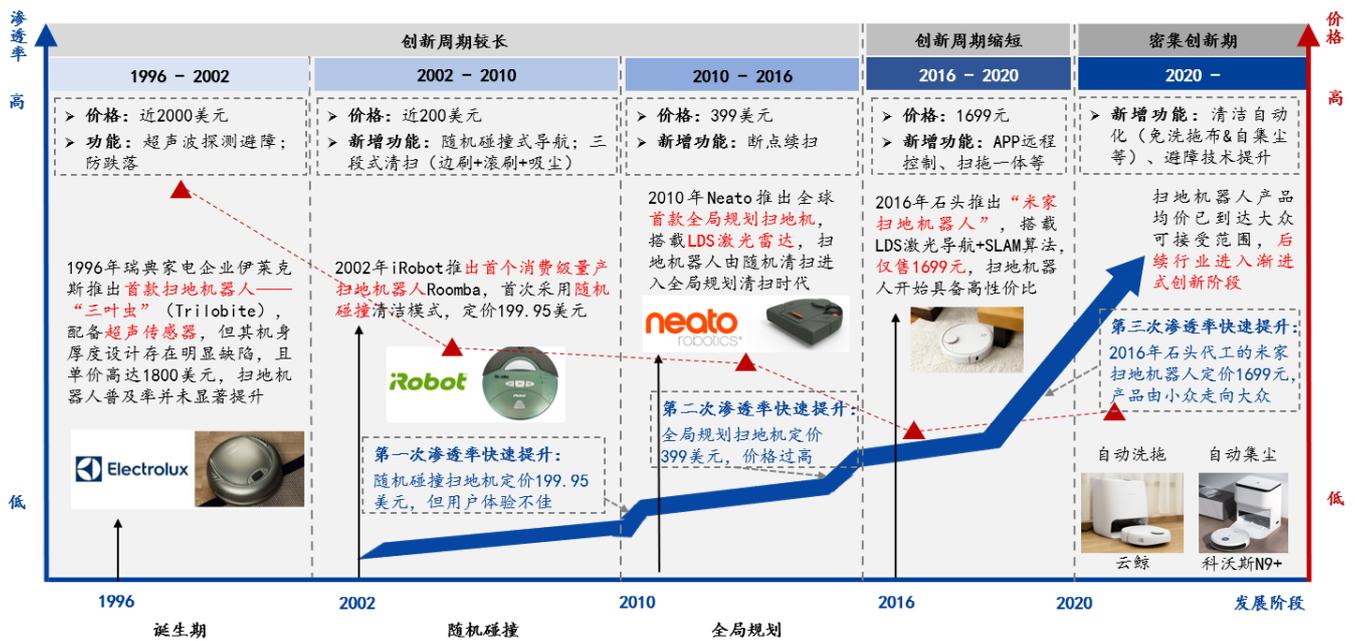
资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

4. 供给能力: 短期看产品&营销, 长看产业链上下游延伸能力

4.1 扫地机器人: 产品&营销为竞争主线, 国产优质扫地机公司有望成为全球龙头

供给端进步推动扫地机行业渗透率提升。复盘扫地机器人发展历程, 供给端出现过三次较大迭代, 对应扫地机渗透率的三次快速提升。初期, 扫地机器人产品聚焦于导航能力的提升, 经随机碰撞和全局规划技术迭代后, 后续产品转向清洁能力的优化。2020年云鲸推出自清洗产品 J1, 将扫地机器人发展推向新的高点, 奥维云网显示, 2020年国内扫地机线上销量、销额同增 4.3%/18.0%。2021年行业推新进一步加快, 扫地机器人已迭代至全能基站(自集尘+自清洗)、自动上下水等产品形态, 截至2021年10月, 国内扫地机行业线上销量、销额同增 2.1%/38.7%。

图表 77: 复盘扫地机器人发展历程, 价格下降叠加产品力提升, 扫地机器人渗透率经历三次快速提升



资料来源: 国际机器人联盟, iRobot 官网, 百度图片, 国盛证券研究所

扫地机上游整体壁垒降低, 后续行业进入渐进式创新阶段。目前来看, 扫地机核心零部件均已实现国产化, 且产业链内分工细化, 有代工厂、代理商、方案商等角色, 上游整体壁垒降低。我们判断后续行业竞争回归消费品竞争维度, 其中产品和营销为竞争主线。该情况下有利于形成马太效应, 赢者的品牌效应不断积淀。

图表 78: 扫地机器人产业利润率最高的环节集中在品牌商, 目前产业链基本实现国产化



资料来源: Wind, 搜狐新闻, 国盛证券研究所

4.1.1 短期: 产品迭代推动量价齐升

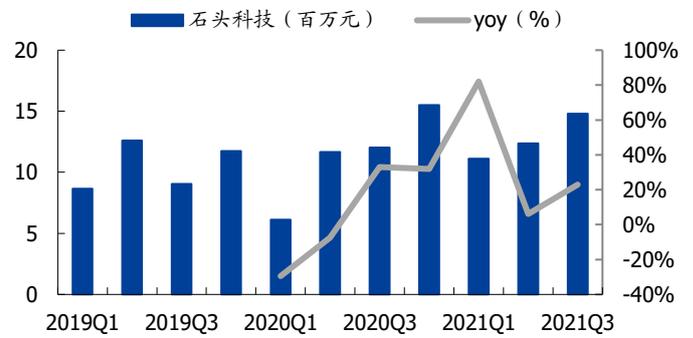
聚焦 2021 年，21Q1 起扫地机器人产品迭代加速，科沃斯、石头科技收入端均保持较高增速（21Q2 石头科技因海运费上涨及疫情反复影响盐田港出货原因，营收短期下滑）。头部公司科沃斯、石头科技均在新品推出后展现出较强的行业引领能力。官方公众号显示，双十一期间科沃斯机器人、添可智能电器成交额超 16 亿(+55%)/14 亿(+241%)。

图表 79: 2019Q1-2021Q3 科沃斯营收及 yoy (亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

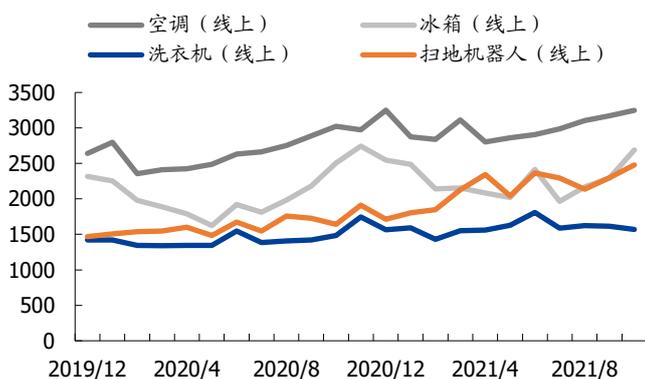
图表 80: 2019Q1-2021Q3 石头科技营收及 yoy (亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

短期量价齐升，长期量升价降。短期来看量价齐升，但长期来看，扫地机定价将回归锚定值。据奥维云数据，截至 2021 年 10 月，国内扫地机器人线上销量、销额同比 -6.55%/26.96%，短期销量有所下滑，主要系供给端芯片供应较紧张，叠加产品均价上升较快所致，现阶段扫地机行业均价(2479 元)高于属性类似的洗衣机均价(1568 元)。长期来看，扫地机器人定价有一定的锚，预计后续行业将呈量升价降的局面，行业持续扩容。后续降本或为竞争主线，目前科沃斯积极向上下游产业链延伸，以产业孵化者身份投资企业建立生态链。据全球智能商业，截至 2020 年 11 月，科沃斯已投资 149 家机器人、人工智能企业，总估值破 560 亿元。公司已逐步建立以机器人、AI 产业链为核心的生态圈，随着培育项目的发展壮大，公司有望实现外延增长。

图表 81: 2021 年起扫地机线上均价较洗衣机线上均价差距变大 (元)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 82: 截至目前, 科沃斯已投资较多上下游产业链公司



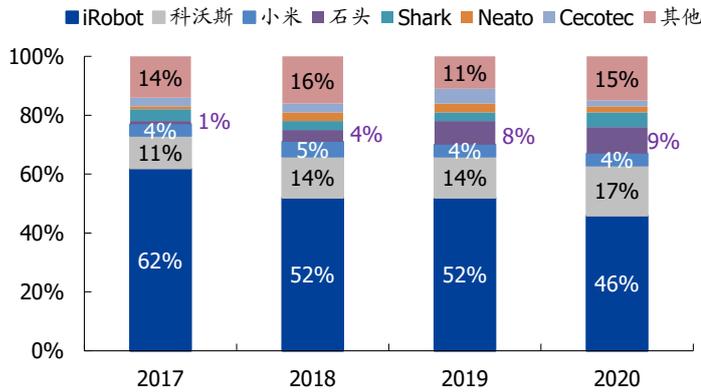
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

4.1.2 长期: 国内优质扫地机公司有望成为全球龙头, 行业成长空间广阔

竞争格局方面，预计国内外均朝稳态头部化发展。1) 国内来看，预计后续竞争格局较为稳定，份额进一步头部集中。产品方面，龙头公司科沃斯和石头科技迭代速度较快、产品矩阵较丰富；营销方面，两者均投入不同程度资源，在激烈的行业竞争中保持领先。2) 国外来看，龙头 iRobot 领先优势逐步缩小，科沃斯和石头科技等优质国产品牌有望成为全球龙头。2020 年 iRobot 市场份额较 2016 年下滑近 20pct，主要系科沃斯、石头等国产优质扫地机品牌出海后，凭借产品力和性价比优势实现份额抢占，全球市占稳

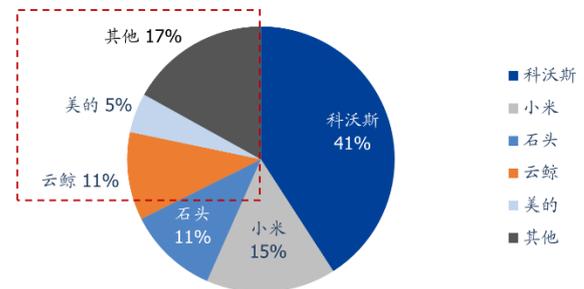
步提升。2020年科沃斯、石头科技全球市占分别为17%、9%，位列世界第二、第三。

图表 83: 2017-2020 年全球扫地机器人市场份额分布 (%)



资料来源: iRobot 年报, 国盛证券研究所

图表 84: 2020 年国内扫地机器人线上市场份额分布 (%)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

我们判断全球扫地机器人潜在规模为 **5652.35 万台/年**, 成长空间广阔。分内外销需求测算, 国外 2357.95 万台/年, 国内 3294.40 万台/年, 扫地机器人赛道空间广阔。

- ✓ **内销:** 扫地机器人产品与一二线城市需求契合度较高, 假设扫地机器人产品在中国城镇地区渗透率达到 50%, 更新周期 3 年 (考虑到产品更新迭代速度较快, 产品生命周期通常为 1-3 年), 我们测算中国扫地机器人需求约 3294.40 万台/年, 对比 2019 年市场 (零售量 654 万台, 资料来源为奥维云网) 有约 5 倍增长空间。
- ✓ **外销:** 主要选取较发达的北美、欧洲和日韩地区需求量作为参考。**1) 北美地区:** 考虑到北美为扫地机发展时间最长、市场较为成熟, 且销售渠道较为统一 (线上为亚马逊、线下为大 KA), 我们选取 30% 的渗透率作为参考, 其需求量约 1285 万台/年。**2) 欧洲地区:** 考虑到欧洲市场较为分散, 且销售渠道集中度较低, 我们选取 20% 的渗透率作为参考, 其需求量约 659 万台/年。**3) 日韩地区:** 考虑到目前日韩地区 (尤其日本) 老龄化程度较高, 而扫地机目前用户主要为年轻群体, 我们选取 17% 的渗透率作为参考, 其需求量约 415 万台/年。综上, 我们测算国外扫地机器人需求约 2357.95 万台/年。

图表 85: 扫地机器人中国&全球市场空间测算 (百万台)

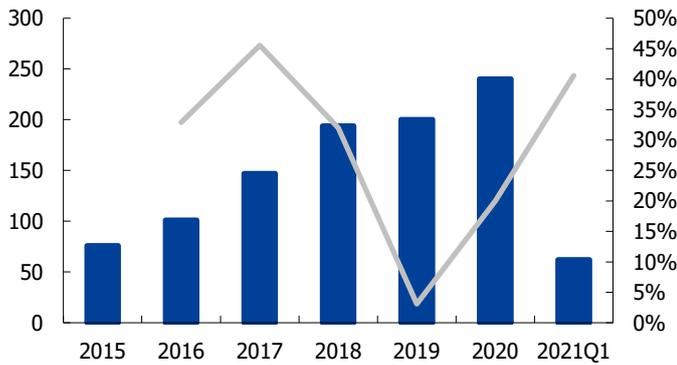
2020年发达国家/地区家庭数量		中国扫地机器人需求预测 — 敏感性分析				美国扫地机器人需求预测 — 敏感性分析				
地区	户数 (百万户)	(百万台)		更新周期 (年)		(百万台)		更新周期 (年)		
全球	2228.10			2	3	2	3	4		
亚洲	273.06	渗透率 (%)	40%	39.53	26.36	19.77	20%	12.85	8.56	6.42
中国 (城市)	197.66	50%	49.42	32.94	24.71	30%	19.27	12.85	9.63	
亚洲 (不含中国)	75.40	60%	59.30	39.53	29.65	40%	25.69	17.13	12.85	
其中: 日本	54.54									
韩国	20.86									
北美地区	128.45									
其中: 美国	128.45									
欧洲地区	98.81									
其中: 法国	28.96									
德国	41.67									
英国	28.18									

资料来源: CEIC, 国家统计局, 搜狐新闻, 国盛证券研究所

*注: 左表内的中国 (城市) 户数由国家统计局中的中国家庭总户数乘以城市化率得出, 考虑到现阶段扫地机器人的消费人群主要为一二线城市年轻人, 我们采用城市化率而非城镇化率 (约 40%, 资料来源为搜狐新闻) 进行测算

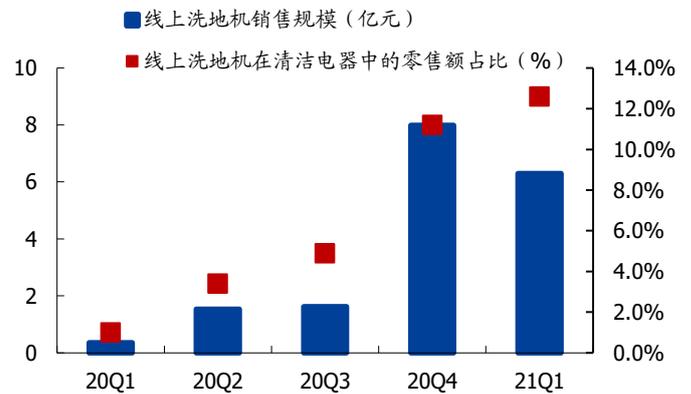
预计洗地机也将延续快速增长，目前已成为国内清洁电器领域第三赛道，增速高空间大。截至2020年/21Q1，线上洗地机销额规模为11.50/8.73亿元，占清洁电器的比重为4.8%/12.6%，季度同比、环比均高速增长。洗地机本质上是更为智能化（可智能探测脏污程度）、更多功能（同时处理干湿垃圾）、更本土化（符合国内拖地比例高的特点）的吸尘器，未来有望持续替代对吸尘器形成替代。洗地机需手持使用，定位精致人群，与扫地机的自动化、无人化形成互补，其规模未来有望快速增长，空间广阔。

图表 86: 国内清洁电器市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 87: 线上洗地机市场规模 (亿元) 及占清洁电器比重情况 (%)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

预计 21H2 洗地机行业均价下行但行业快速扩容，添可份额小幅下滑，但仍占据龙头。洗地机为手持类产品，软件水平低于扫地机，行业进入壁垒更低。半年报数据显示，截至 21H1 添可洗地机份额达 76.5%，为行业绝对龙头。目前，石头、追觅、莱克、美的等品牌均推出洗地机产品，截至 2021 年 4 月，洗地机品牌数达 22 个，预计 21H2 行业竞争加剧。参考九阳在国内破壁机行业稳态下 40% 左右的份额，我们判断长期来看，添可份额或稳定在 40%+，大概率仍占据龙头。从价格带分布来看，据奥维云数据，添可在 3000-3999 元、4000-4999 元的高端价位段绝对领先，21 年 1-8 月行业市占分别为 66.7%/37.9%。预计添可在高端份额有望企稳，同时可以通过推出降配版洗地机型号实现价格下沉增加销量。

4.2 投影仪: 目前产业链国产化程度低, 预计将持续对电视机形成替代

4.2.1 短期: 产品迭代驱动需求增长, 龙头公司综合优势较强

家用投影仪行业发展驱动力亦是供给端硬件技术进步。过去大屏投影多用于办公、教育等商用场景，主要系产品单价高（2007 年投影仪单价在万元以上），且其易用性和画质清晰度较差。随着光源亮度（流明）提升&体积减小，以及 DLP 照明技术方案的推出，很大程度提升了投影设备的便携性与画质清晰度，家用投影仪规模快速增长。据 IDC 数据，截至 21H1 中国投影仪市场总出货量达 227 万台（+32.4%）。

投影仪硬件产业链长，国产化率较低。据极米科技招股书，我们将投影仪硬件产业链大致拆解如下图。光机为整机设备的核心零部件，成本占比近 50%，投影仪整机厂商可选择自研光机（自行组装）或外购光机。投影仪硬件零部件较多，现阶段仅音响、散热器和结构件实现国产。而投影仪头部品牌商为保证产品稳定性和优质用户体验，多选择进口零部件（如极米科技的音响供应商为知名品牌哈曼卡顿）。

图表 88: 家用投影仪硬件产业链一览



资料来源: 极米科技招股书, 百度图片, 国盛证券研究所

综合能力要求高, 产品迭代快, 有利于形成马太效应。家用投影仪技术主要分为整机设计、算法设计和软件系统开发。其中整机设计主要基于外部所采购的零部件进行后续优化设计, 对公司供应链能力和工业及结构设计能力要求较高; 算法设计和软件系统开发对应投影仪画面清晰度和智能性的提升, 对公司的研发能力要求较高。现阶段投影仪产品迭代速度快, 以行业龙头极米为例, 其推新频率保持在每年推新 1-3 款系列产品, 意味着头部公司需具备较强的消费者洞察能力和研发能力, 需不断抢跑以沉淀优势。我们认为投影仪赛道中产品仍为重要竞争维度, 龙头公司研发设计&供应链能力强, 迭代推新快。该情况下有利于形成马太效应, 行业有望继续呈现较强的品牌集中现象。

图表 89: 投影设备所需技术

技术类别	核心技术	对应产品表现
整机设计	光机设计	设备亮度、产品良率
	硬件电路设计	产品良率
	整机结构设计	散热性、噪声大小、外观
算法设计	智能感知算法	智能性、易用性
	画质优化算法	画质清晰度
软件系统开发	软件系统开发	流畅度、内存损耗

资料来源: 极米科技招股书, 国盛证券研究所

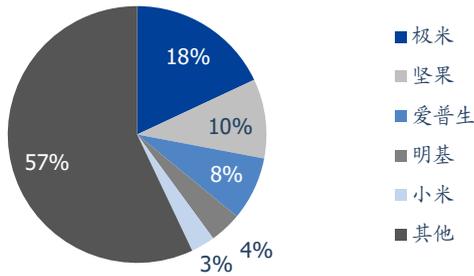
图表 90: 极米科技产品矩阵

系列名称	2014年4月	2015年6月	2016年3月	2016年11月	2017年2月	2017年4月	2017年6月	2017年12月	2018年3月	2018年6月	2018年10月	2018年11月	2019年8月	2019年11月
Z系列	Z3	Z4X					New Z4X		Z6	Z6X	Z4V			新一代 Z6)
H系列			H1				H1S			H2				H3
便携系列		Z4 Air		CC	CC极光			New Z4 Air				Play	Play X	

资料来源: 极米科技招股书, 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

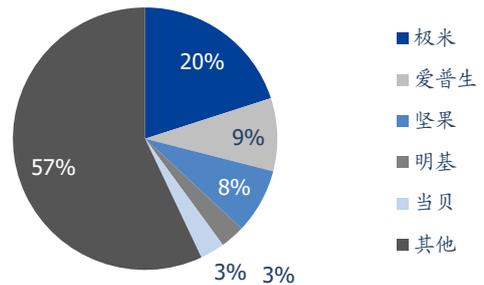
预计竞争格局进一步集中，极米大概率仍为行业龙头。我们判断头部公司在供应链能力、研发能力及营销能力都具备较强优势，有利于形成马太效应，极米大概率仍为行业龙头。一方面，头部企业有机会获得优质供应链的支持和产能，供给匹配和产品优势明显；另一方面，头部企业的产品迭代和品宣投入资源较优，能够提升用户体验，积累品牌效应。且头部公司多较早入局投影仪行业，具备品牌的先发认知优势。据 IDC 数据，2020/2021H1，中国投影机出货量分别为 417 万台和 227 万台，极米科技出货量持续保持第一，市场份额分别为 18.1%和 20%。2021H1 行业 CR5 为 43%，出货量前五品牌为极米、爱普生、坚果、明基、当贝，市场份额分别为 20%/9%/8%/3%/3%。

图表 91: 2020 年国内家用投影机品牌出货量市场份额 (%)



资料来源: IDC 中国, 国盛证券研究所

图表 92: 2021H1 国内家用投影机品牌出货量市场份额 (%)



资料来源: IDC 中国, 国盛证券研究所

4.2.2 长期: 使用场景多元化, 预计投影仪渗透率持续提升

长期看, 我们预计国内智能微投行业空间在 2000 万台以上。

智能微投的产品特点决定其适用于多区域场景切换。智能微投尺寸小、重量轻, 产品移动属性强, 适应于多区域的场景切换, 如客厅、卧室、书房等不同场景间的区域移动。

我们假设未来中国国内城镇家庭数量为 3 亿户左右, 此处暂不考虑农村家庭对智能微投的需求 (因此, 测算将会低估未来的实际需求), 假设每一百户家庭有 30 台的保有量 (据 Wind 数据, 2020 年电视机每一百户保有量为 120 台), 更新换代的时间为 4 年左右, 则消费级智能投影的行业空间为 2250 万台左右。

图表 93: 国内行业空间假设 (万台)

	3 年更新	4 年更新	5 年更新
20 台/百户	2000	1500	1200
30 台/百户	3000	2250	1800
40 台/百户	4000	3000	2400

资料来源: 国盛证券研究所测算

短期景气度高, 我们预计 2024 年智能微投出货量将超过 800 万台。核心假设是行业相对电视的渗透每年提升 2pct。

图表 94: 近期成长空间假设 (万台)

	电视机内销	投影仪	投影仪/电视机
2017 年	5393	130	2.41%
2018 年	5392	227	4.21%
2019 年	5343	279	5.22%
2020 年 E	4817	349	7.24%
2021 年 E	4800	436	9.24%
2022 年 E	4800	545	11.24%
2023 年 E	4800	681	13.24%
2024 年 E	4800	851	15.24%

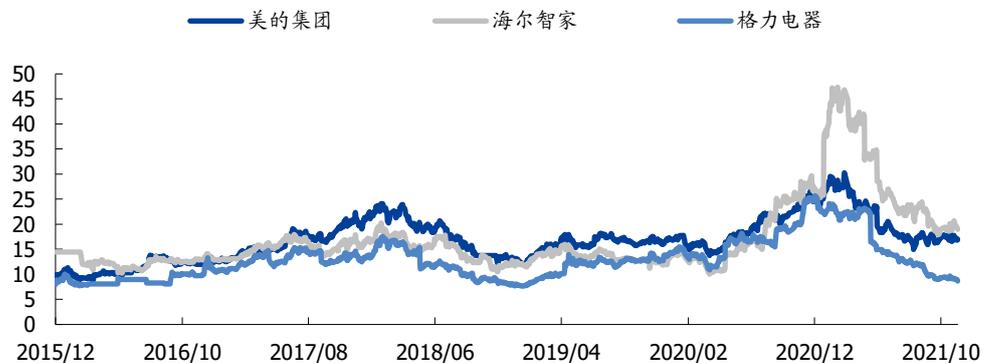
资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所测算

5. 投资价值与建议

5.1 如何理解家电板块目前的估值?

截至 2021 年 11 月 18 日, 白电板块 PE 为 16.82 倍, 目前处于历史较低位。我们认为随着原材料价格回落, 市场估值有望上行。

图表 95: 白电目前 PE 估值为历史较低水平 (截至 2021 年 11 月 18 日)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

厨电板块当前 PE 为 21.29 倍，主要系地产影响还未消散。

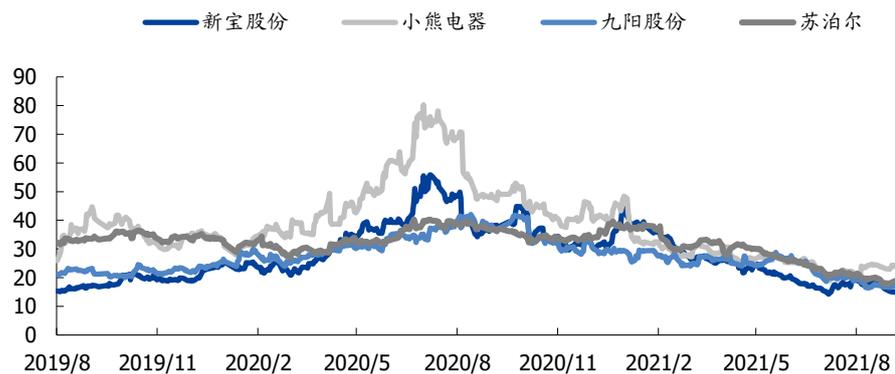
图表 96: 厨电目前 PE 估值为历史较低水平 (截至 2021 年 11 月 18 日)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

小家电板块当前 PE 为 30.02 倍，以小熊电器上市为开始日期，目前估值有所上扬，但仍处于历史较低位，主要系去年同期高基数及原材料成本上涨压力等影响。我们认为明年随着外部短期扰动因素消散，市场估值有望继续上行。

图表 97: 小家电 (主要为厨房小电) 目前 PE 估值为历史较低水平 (截至 2021 年 11 月 18 日)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.2 两条主线: 精选利润弹性较大和具备短期业绩增长确定性的公司

短期利润弹性来看，我们建议重视小家电板块的【苏泊尔】、【新宝股份】和【小熊电器】，对应 22 年 PE 分别为 19.8/21.9/22.4 倍。今年小家电普遍面临海运费及原材料价格上涨以及消费下滑需求疲软的压力，明年有较大改善空间。建议重视白电板块的【美的集团】、【海尔智家】，对应 22 年 PE 为 14.2/17.9 倍，原材料回落预期下有一定利润弹性，厨电板块的【老板电器】，对应 22 年 PE 为 13.1 倍，预计 Q4 工程端应收计提释放风险，后续新品类维持较强劲表现，打造公司第二成长曲线。

- 【苏泊尔】公司 4 月公告聘任新总经理 (此前为飞鹤国际业务部总裁)，22 年公司有望受益于内部组织架构调整+渠道改革+拓品类的多重红利;

- **【新宝股份】**22H1 外销或面临高基数压力，但公司激励机制较完善，明年内销摩飞品牌有望推出更多清洁电器产品，有望贡献收入增量；
- **【小熊电器】**21Q1~Q3 净利润同降 40%以上，22 年来看利润弹性较大。
- **【美的集团】**内销：公司渠道效率较高，明年原材料价格有望回落，叠加国内需求有望回暖，预计内销稳健；外销：公司海外推进全球化战略，21 年计划海外新增 2 万家+自有品牌销售网点，提升 D2C 渠道占比和渠道效率，有望提升核心竞争力。
- **【海尔智家】**公司较早布局品牌全球化，目前通过改善经营效率有望进一步优化费率，同时高端化趋势下，公司高端自主品牌卡萨帝有望持续放量，看好公司后续利润释放潜力。

短期增长确定性来看，1) 我们建议重视便携按摩小电板块的**【倍轻松】**，对应 22 年 PE 为 31.0 倍。便携按摩器具体积小便携、使用场景多元化，当前渗透率仍较低。随着亚健康人群年轻化、大众保健意识提升，便携按摩器具规模有望持续提升，倍轻松作为该细分行业龙头有望持续受益。2) 建议关注集成灶板块能占领核心渠道、组织架构高效的**【火星人】**，对应 22 年 PE 38.2 倍 (Wind 一致预期)。我们认为 3-5 年内集成灶行业出货量增速约 15%+，考虑当前仍有产品升级红利，均价提升后行业销额增速或保持在 20%+。

- **【火星人】**主营中高端集成灶产品，管理层对渠道敏感度高，为行业内最早布局电商、新零售、家装等渠道的公司，具备现代化品牌管理能力。
- **【倍轻松】**主营中高端便携按摩器具产品，21 年 5 月推出中医个护系列产品—智能艾灸盒，销售情况较好。22 年公司持续开拓直营门店，叠加新品迭代推出，有望拉动短期业绩增长。

图表 98: 重点公司估值 (截至 2021 年 11 月 18 日)

版块	公司简称	股价 (元)	EPS				PE				市值 (亿元)	评级	
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
白电	格力电器	35.91	3.69	4.07	4.53	5.08	9.74	8.83	7.93	7.07	2,123.89	买入	
	海尔智家	28.19	0.94	1.30	1.52	1.76	29.99	21.68	18.55	16.02	2,649.16	买入	
	美的集团	70.00	3.90	4.31	4.93	5.65	17.95	16.24	14.20	12.39	4,886.92	买入	
厨电	传统厨电	老板电器	32.78	1.75	2.06	2.45	2.90	18.73	15.91	13.38	11.30	311.09	增持
		华帝股份	5.99	0.47	0.66	0.82	0.80	12.76	9.08	7.30	7.51	50.77	买入
		浙江美大	16.16	0.84	0.99	1.15	1.33	19.21	16.32	14.05	12.15	104.40	买入
	集成灶	火星人*	52.80	0.68	1.03	1.38	1.79	77.70	51.33	38.28	29.51	213.84	
		亿田智能*	68.21	1.35	1.98	2.58	3.31	50.61	34.37	26.44	20.60	73.73	
		帅丰电器*	32.40	1.38	1.85	2.43	3.09	23.48	17.47	13.36	10.48	46.02	
小家电	清洁电器	科沃斯	172.80	1.12	3.56	4.50	5.65	154.29	48.54	38.40	30.58	988.46	增持
		石头科技	882.00	20.50	23.94	31.00	39.79	43.02	36.84	28.45	22.17	589.09	增持
	投影仪	极米科技	565.00	5.38	9.53	12.58	16.54	105.02	59.29	44.91	34.16	282.50	增持
	按摩仪	倍轻松	104.69	1.15	2.08	3.40	5.18	91.03	50.33	30.79	20.21	64.53	买入
	个护电器	飞科电器*	42.46	1.47	1.59	1.81	2.04	28.98	26.71	23.51	20.85	184.96	
		苏泊尔	62.34	2.28	2.47	3.21	3.79	27.34	25.24	19.42	16.45	504.13	买入
	小厨电	九阳股份	24.34	1.23	1.28	1.44	1.60	19.86	19.02	16.90	15.21	186.70	买入
		新宝股份	25.06	1.35	0.98	1.13	1.30	18.56	25.57	22.18	19.28	207.18	增持
		小熊电器	61.19	2.74	1.65	2.74	3.61	22.33	37.08	22.33	16.95	95.73	买入
		北鼎股份	19.32	0.46	0.54	0.64	0.74	41.85	35.78	30.19	26.11	42.00	买入
照明电工	欧普照明	19.67	1.06	1.32	1.52	1.78	18.56	14.90	12.94	11.05	148.35	买入	
	公牛集团	161.10	3.85	4.89	5.74	6.63	41.82	32.95	28.05	24.28	968.55	买入	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: *为未覆盖标的, 采用 Wind 一致预期

风险提示

原材料价格持续高位影响盈利能力。原材料为家电行业主要成本，若价格后续上行或高位，将影响行业盈利能力。

终端消费需求疲软。消费疲软恐致家电公司销售情况低于预期，造成公司营业收入及利润增速不及预期。

汇率波动影响。部分家电公司存在海外业务，汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对公司财务表现造成影响。

海运费上涨影响。部分家电公司存在海外业务，汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对公司财务表现造成影响。

公司门店扩张不及预期，新业务开展不顺利等。在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新业务的开展也会受到影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com