

龙头价值回归，聚焦高景气赛道

家用电器行业

推荐 (维持评级)

核心观点:

- **白电内销回暖，外销高位回落。**2021年白电外销强劲，内销疲软。预计2022年内销高端化、套细化提升带动白电整体回暖，外销面临一定的增长压力，增速将明显回落。原材料价格的持续提升导致白电企业毛利率及净利率承压，但本轮原材料涨价对白电盈利能力影响相对较小。从原材料价格来看，11月份已环比回落，如原材料价格未来稳中有降，白电龙头盈利能力将明显改善。
- **集成灶与洗碗机发展强劲。**2021传统烟灶表现较为平淡，一季度未能在低基数基础上实现高增速，二、三季度烟灶内销量和去年相比变化不大。集成灶表现较好，延续了去年的高增长。集成灶价格逐步抬升，除了受原材料价格上涨带来的提价影响外，产品结构调整也推动了价格上涨。洗碗机方面，市场规模延续了18年以来的高增速，精装修配套率提升也推动了洗碗机放量。由于我国洗碗机保有量较低，与发达国家具有明显差距，未来发展空间大。近期房产政策有所缓和，地产调控或边际改善，预计2022年竣工面积增速达到10%，将有效带动厨电需求恢复。
- **洗地机开启清洁电器行业高速增长新赛道。**厨房烹饪小家电2021年市场规模下降，但下滑趋势有所好转，预计未来维持稳中有升趋势。清洁电器方面，国内市场规模延续高增长。由于洗地机能够实现吸拖洗一体，而且拖布能够自清洁，对于无线吸尘器具有一定的替代效应，其占清洁电器比例快速提升，或将开启清洁电器行业高速增长新赛道。
- **投资建议：**2021年家电行业板块整体表现较为弱势。展望明年，传统家电出货量有望维持相对稳定，清洁电器、集成灶、洗碗机等细分品类有望维持高景气度。原材料价格上涨压力趋缓，家电企业盈利能力有望得到改善。建议关注两条主线，一、受益于基本面改善的传统家电龙头，推荐美的集团、格力电器、海尔智家和老板电器。二、关注景气度处于高位的细分行业龙头，推荐科沃斯、石头科技、莱克电气、火星人。
- **重点推荐标的（12月15日）**

分析师

李冠华

☎: 010-80927662

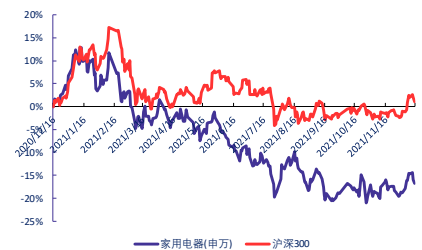
✉: liguanhua_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519110002

特此鸣谢

实习生: 王宏

相对沪深300表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

股票代码	股票名称	股价	EPS (元)			PE(X)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
000333.SZ	美的集团	70.35	4.16	4.66	5.31	17	15	13
000651.SZ	格力电器	35.90	3.92	4.53	5.09	9	8	7
002508.SZ	老板电器	34.61	2.02	2.28	2.58	17	15	13
603486.SH	科沃斯	158.78	3.52	4.75	6.18	45	33	26

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

风险提示: 宏观经济不及预期的风险; 原材料价格变动的风险; 地产竣工回暖不及预期的风险。

正文目录

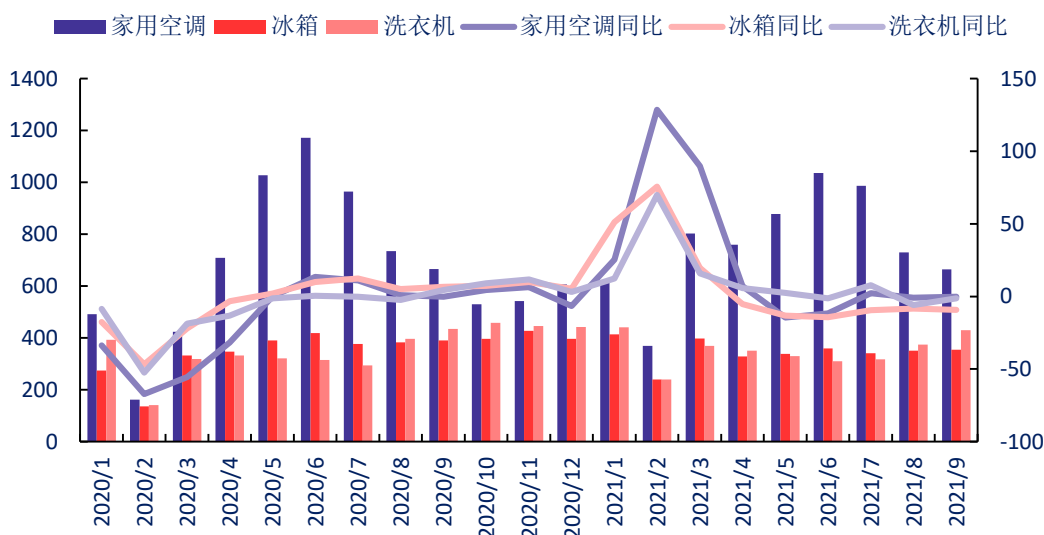
一、白电内销回暖，外销高位回落	2
(一) 2021 年白电外销强劲，内销疲软.....	2
(二) 2022 展望：内销回暖，外销增速回落.....	6
二、集成灶、洗碗机延续高增长	12
(一) 烟灶内销相较于去年变化较小.....	12
(二) 集成灶延续高增.....	13
(三) 洗碗机市场空间较广阔.....	16
(四) 地产逐步回暖带动需求恢复.....	18
三、清洁电器高景气度有望维持	20
(一) 中美贸易战缓和利好小家电.....	20
(二) 洗地机成为清洁电器增长新引擎.....	22
(三) 厨房小家电下滑趋势好转.....	24
四、投资建议	26
(一) 家电电子板块表现分化.....	26
(二) 北上资金持股相对稳定.....	28
(三) 投资建议.....	29
五、风险提示	30

一、白电内销回暖，外销高位回落

(一) 2021 年白电外销强劲，内销疲软

白电内销出货量相对疲软。2021 年 1-9 月，空调、冰箱和洗衣机累计内销量为 6842.2、3124、3161.5 万台，同比增长了 7.75%、2.44%和 7.27%。分季度来看，Q1 由于去年基数较低，空冰洗均维持较高增速。Q2 空调、冰箱受房地产市场表现相对疲软、原材料价格上涨造成终端需求较为低迷影响，叠加去年一季度刚需延迟带来的高基数，整体出货量同比下降；洗衣机则保持相对稳定同比小幅提升。Q3 以来，空调销售进入旺季，虽然内销景气度依旧较弱且空调龙头进行渠道改革，压货减少，但内销增速已环比改善，总体出货量与去年基本持平；冰箱、洗衣机出货量不及同期，其中冰箱下降幅度环比改善。

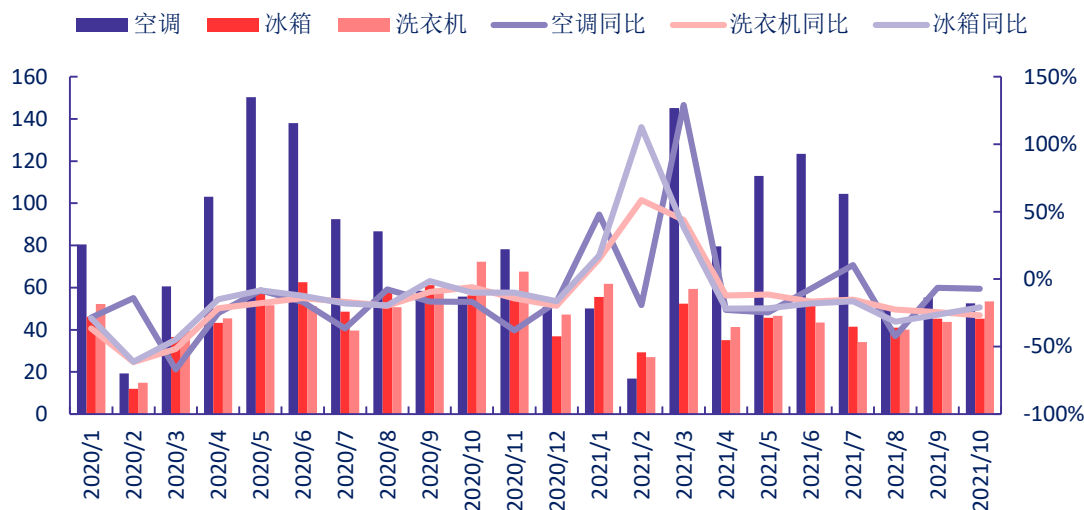
图 1：白电内销量(万台)及增长率 (%)



资料来源：WIND、产业在线，中国银河证券研究院

从零售端数据来看，线下市场表现较为乏力，整体不及预期。奥维云网数据显示，白电零售端线下表现较为乏力，21 年前三季度，空调、冰箱、洗衣机线下累计零售量分别为 738.88、397.69、397.62 万台，同比-6.4%、-6.6%、-1.3%。

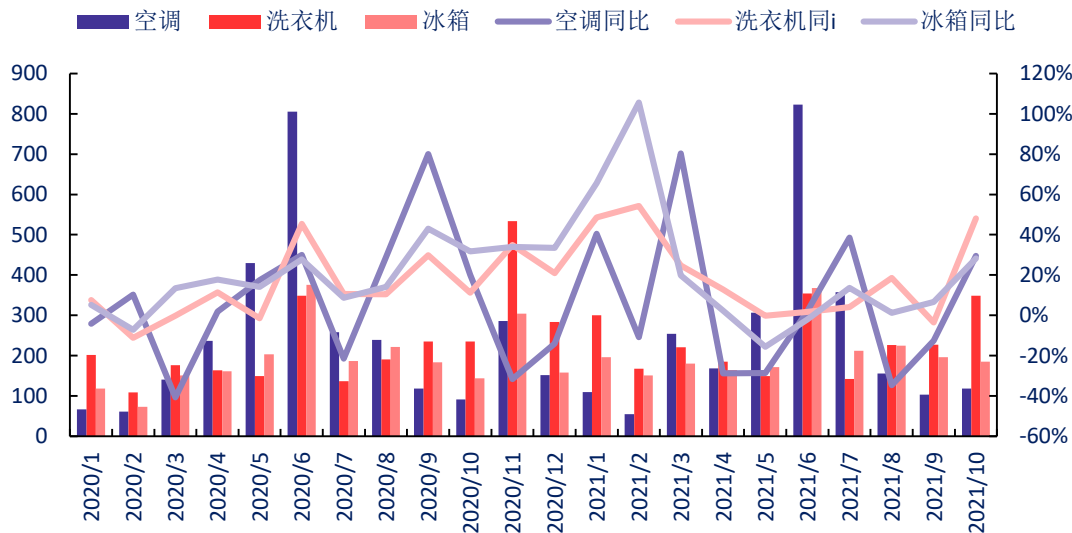
图 2: 白电线下零售量(万台)及增长率



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

线上市场销售表现优于线下。21 年 1-9 月, 空调、冰箱、洗衣机线上累计零售量分别为 2334.09、1974.46、1867.64 万台, 同比-1%、15.2%、11.4%。

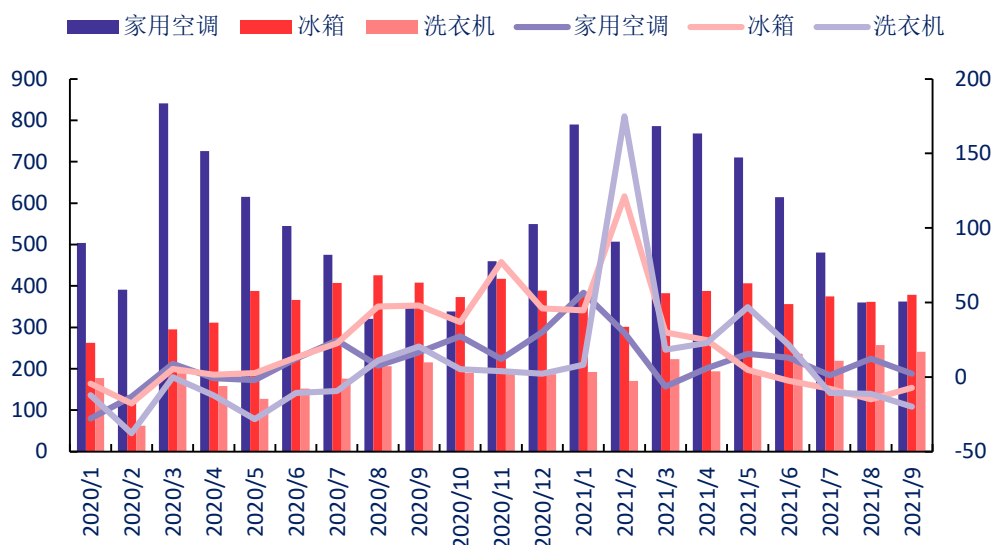
图 3: 白电线上零售量(万台)及增长率



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

白电外销表现较好。由于疫情影响, 2020Q1 企业经营受阻, Q2 逐渐恢复, Q3 上半年积压的需求被集中兑现, 所以低基数效应导致 21Q1 同比增长幅度较大, Q2 相较于 Q1 同比增幅下降明显; Q3 以来, 由于去年基数较高, 叠加海运压力较大, 航运费用提高, 出口同比增速继续下滑。虽然从增速来看有所下滑, 但从绝对值来看, 21Q3 出口数量仍然处于高位。

图 4: 白电出口数据 (万台) 及增长率 (%)

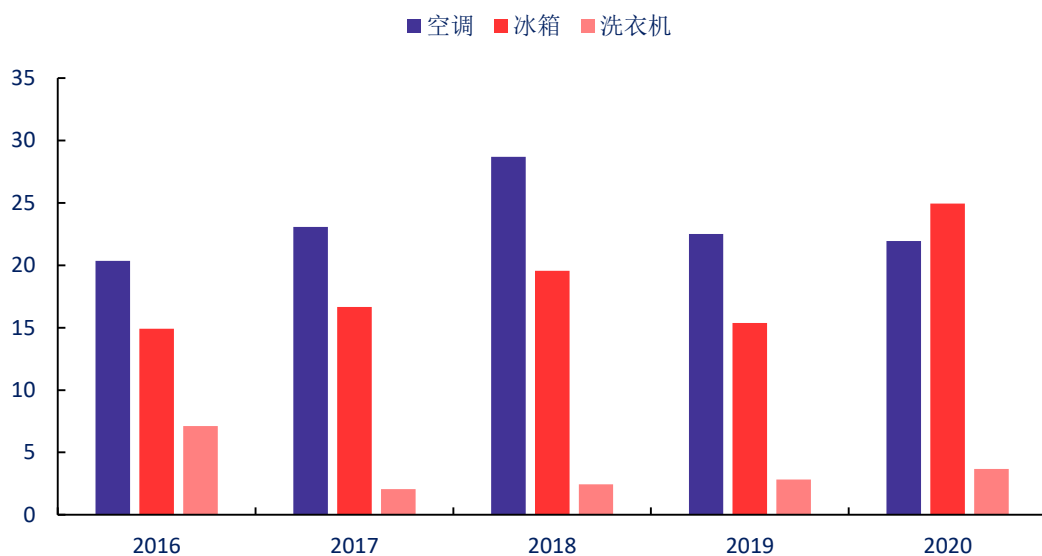


资料来源: WIND、产业在线, 中国银河证券研究院

白电外销表现较好主要有两方面原因,一方面为海外需求增加,另一方面为疫情影响海外家电产业链,部分家电订单转移至国内。

美国对中国家电的进口增加。美国为中国重要的家电出口国,近五年,洗衣机、空调、冰箱对美出口额比例均值分别为 9.36%、15.17%、18.35%。尽管 2019 年第二次加征关税对中国家电行业出口产生了一定程度的负面影响。但 2020 年以来,美国发放补贴刺激消费及疫情影响储存食物需求增加,美国对中国家电品类进口普遍呈现提升的态势。

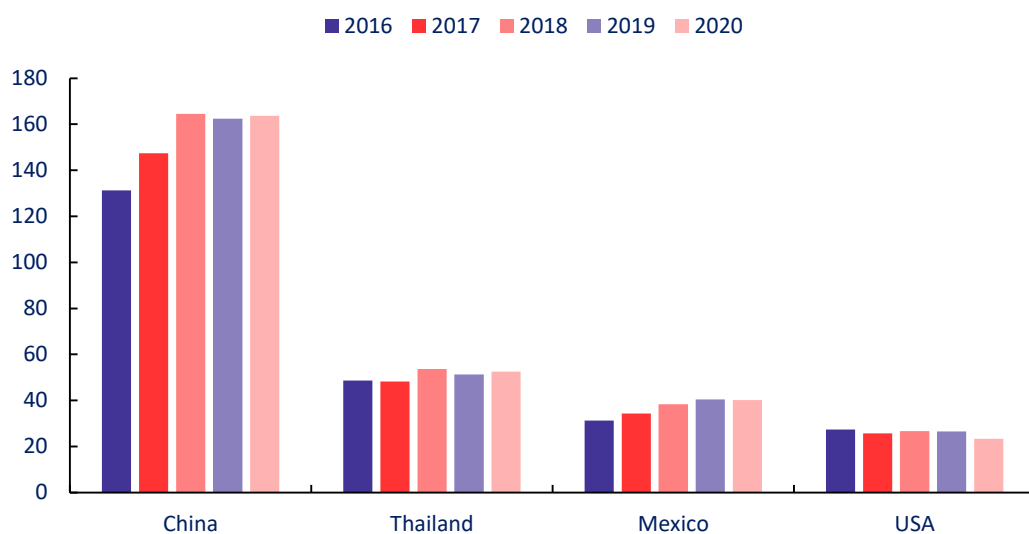
图 5: 近五年中国出口到美国产品价值变化 (亿元)



资料来源: UN Comtrade, 中国银河证券研究院

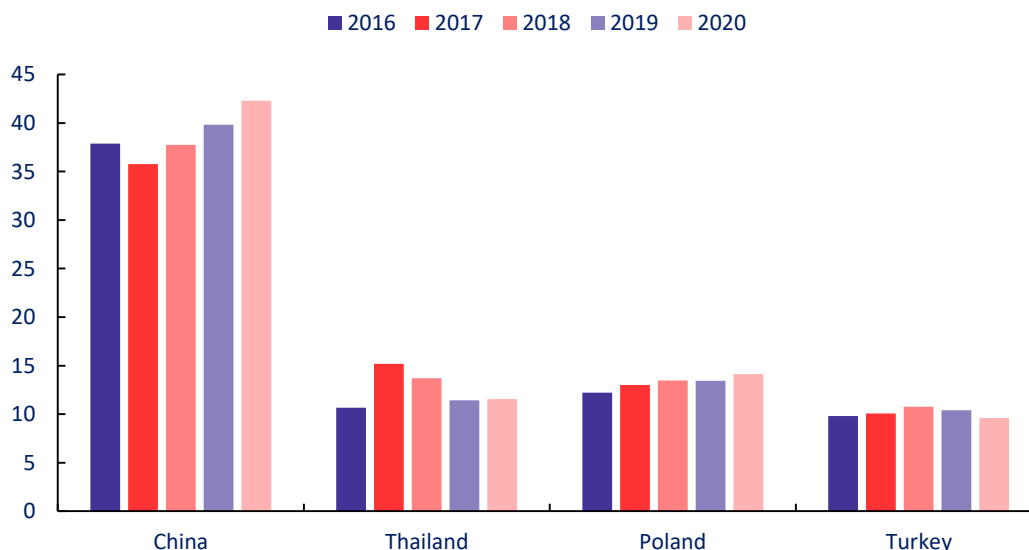
疫情冲击海外制造业，全球订单回流中国。海外新冠肺炎疫情于2020年3月进入高速增长期，各国为控制疫情传播严格限制人员流动和交通运输，严重影响到生产的恢复。东南亚、东欧、美国等国家供应链恢复的不确定性导致大量白电订单转移到中国。虽然截至2021年上半年，东南亚、东欧、美国等国家在新冠肺炎疫情防控方面进展顺利，但从下半年开始，由于变异毒株传播，海外疫情形势愈发严峻。相反，我国在疫情的防控方面，整体所呈现出来的管理能力保障了中国生产制造的平稳和有序。

图 6: 近五年空调前四大出口国出口值变化 (亿元)



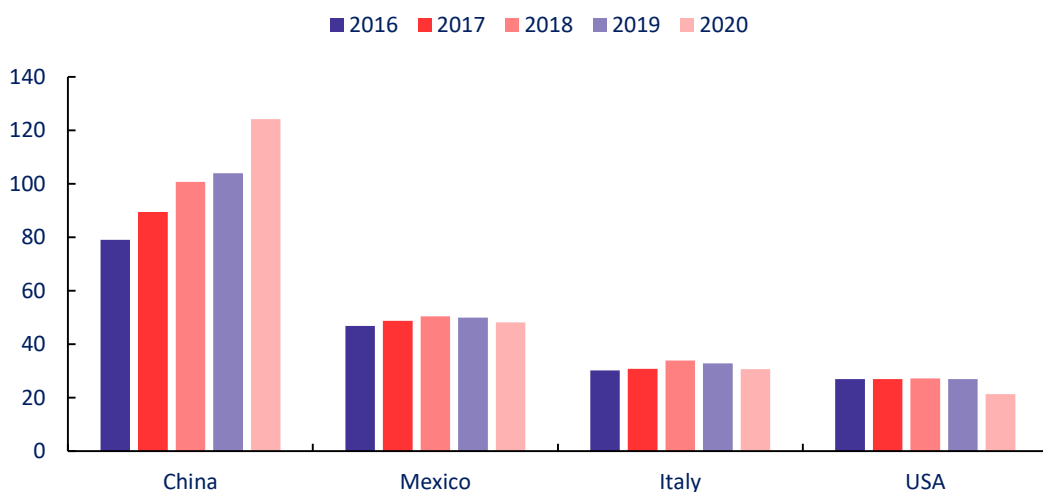
资料来源: UN Comtrade, 中国银河证券研究院

图 7: 近五年洗衣机前四大出口国出口值变化 (亿元)



资料来源: UN Comtrade, 中国银河证券研究院

图 8: 近五年冰箱前四大出口国出口价值变化



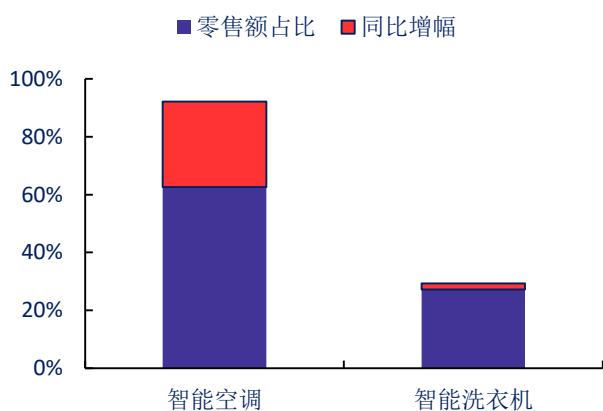
资料来源: UN Comtrade, 中国银河证券研究院

(二) 2022 展望: 内销回暖, 外销增速回落

1、内销回暖、外销增速回落

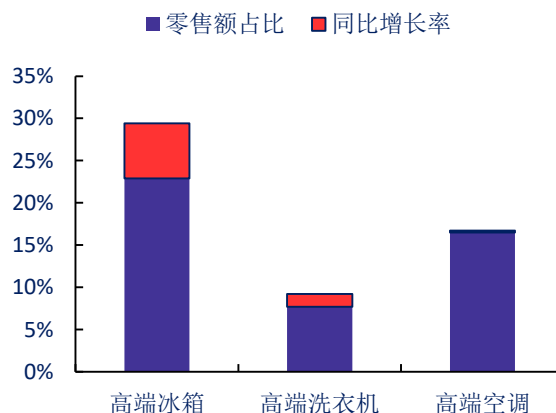
内销方面, 高端化、智能化、套细化打开成长区间。智能产品渗透率不断提升, 高端产品占比也提升较为明显。2021 年 1-9 月份智能空调和智能洗衣机的零售额占比达到了 92.2%和 29.3%, 相比去年同期提升了 29.6 和 2.1PCT。高端冰箱 (10000+)、高端洗衣机 (10000+) 和高端空调 (8000+) 的零售额占比分别为 29.4%、9.2%和 16.7%, 相比去年同期增加了 6.5、1.5、和 0.2PCT。随着我国居民可支配收入的不断提升, 转向品质消费的趋势有望加速, 智能、高端家电市场成长空间较大, 将带动白电内销稳步增长。

图 9: 智能产品占比及增长率



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

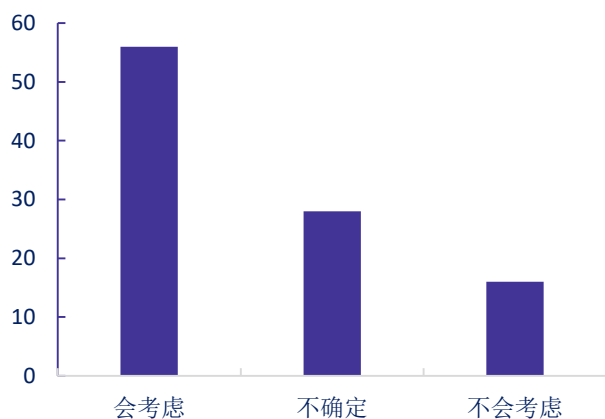
图 10: 高端产品占比及同比增长率



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

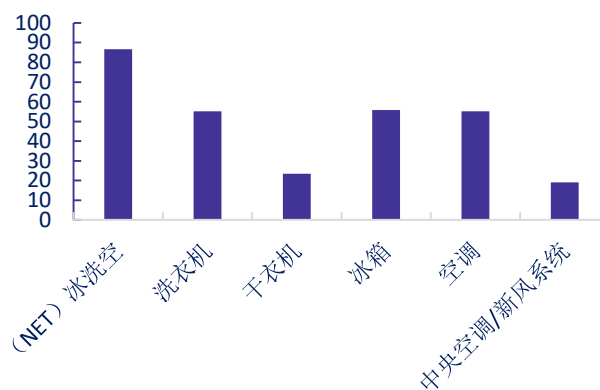
Z时代人群对套细家电购买意向较高。从消费人群来看，Z时代群体为当下的热点人群，对套细家电购买意向较高，其中期待的套细组合中冰洗空相关产品的购买意向高于其他品类。中怡康专项调研数据显示，有56%的Z时代人群有购买套细家电的意向。

图 11: Z时代购买套系家电意向 (%)



资料来源: 中怡康, 中国银河证券研究院

图 12: Z时代分品类购买兴趣 (%)



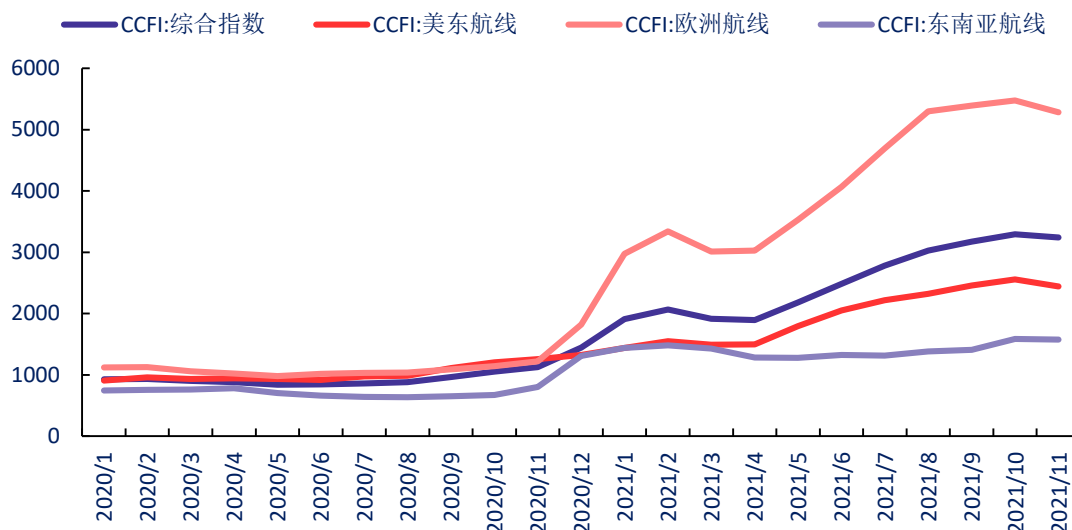
资料来源: 中怡康, 中国银河证券研究院

总体来看，我们认为2022年白电内销会保持相对稳定，略好于今年。从空调内销出货量来看，受多数地区温度相对较低、叠加部分地区降雨较多等影响，今年空调销售旺季表现不佳，如无明显不利因素，明年旺季需求将会优于今年。冰箱和洗衣机方面，由于目前主要是以更新需求为主，且去年由于疫情扰动带来的不确定性已基本在今年得到消化，所以，预计明年出货量的波动性和今年相比将相对较小。从价格来看，若原材料价格维持相对稳定，产品均价受产品结构调整影响有望继续提升，但增速会低于今年。

从出口来看，明年白电出口增长将面临一定的增长压力，增速将明显回落。主要原因为海外刺激消费政策逐步退出，需求减弱；随着疫苗接种率提升，海外疫情影响将有所缓解，供应链将逐步恢复，部分家电订单可能会流回其他生产国。另外，近两年的出口高基数也使得明年基数压力较大，但海外运力改善、人民币升值预期减弱将会对家电出口带来一定的促进作用。

疫情期间，海外需求旺盛，但制造能力受疫情影响滞缓，由于国内疫情控制较好，海外订购单向国内转移明显，中国商品的出口势头强劲，导致出口集装箱需求剧增；同时，海外目的地港口装卸力量不足，大量集装箱在港口堆积，海外空箱周转普遍偏慢，来不及调回国内以满足需求。诸多因素的影响下，空箱的周转率大幅下降，出口航运运力有效供给大幅下降，运费随之持续上涨。但是，2021Q4以来，海运价格上涨趋缓，运力短缺情况有所缓解。11月份我国集装箱运价均有明显下降，主要原因为伴随新造集装箱入场，以及海外疫情缓和后滞留的船舶和集装箱减少，有效产能显著增加。

图 13: 中国集装箱运价指数

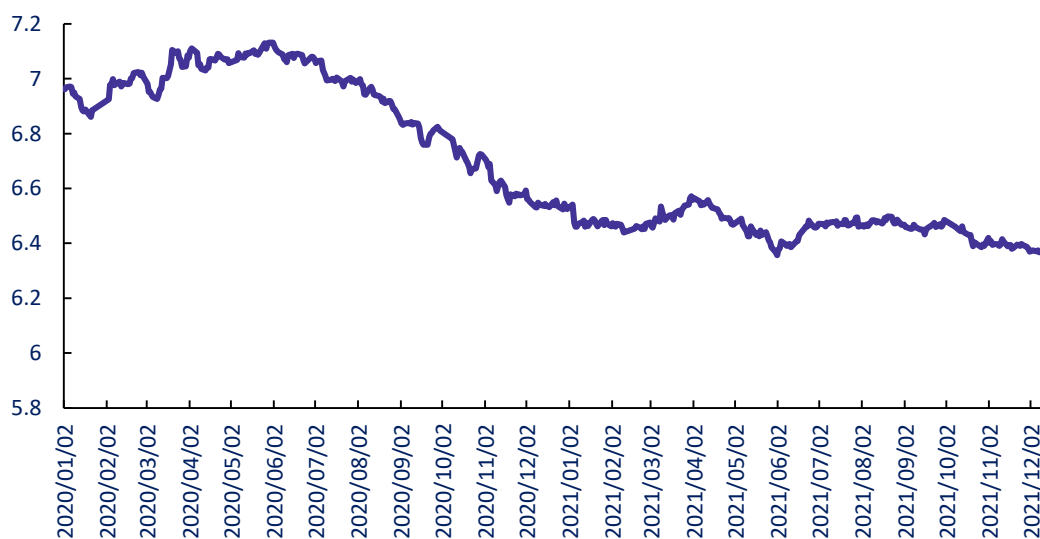


资料来源: wind, 交通部, 中国银河证券研究院

人民币汇率升值趋势有望减弱。由于美国持续的宽松政策,自 2020 年下半年,美元兑人民币中间价出现持续下跌。此外,疫情期间海外需求旺盛,促进中国商品的出口强劲增长,推动市场结汇需求持续旺盛,进而推动人民币总体升值。

从中长期来看,1) 随着美国疫情进一步得到控制,经济基本面改善预期可见。叠加后续的加息预期,美元持续走弱局面或将改善。2) 伴随海外刺激消费政策逐步退出,以及海外供应链逐步恢复,部分家电订单可能会流回其他生产国,出口顺差维持在高位的可能性不大。

图 14: 美元兑人民币汇率中间价

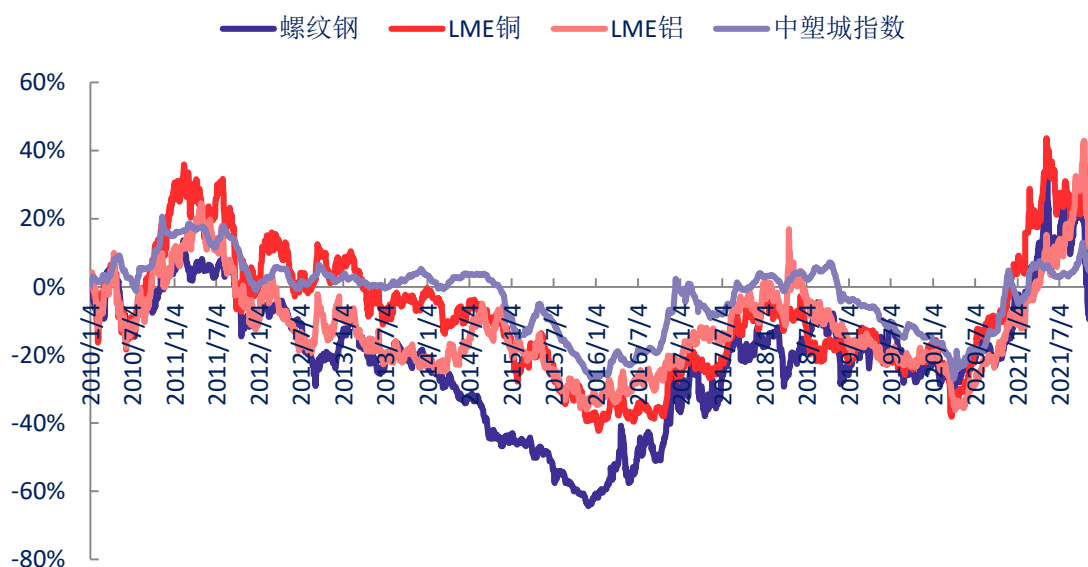


资料来源: 中国人民银行, WIND, 中国银河证券研究院

2、原材料成本有望回落，白电龙头盈利能力有望提升

原材料价格高位回落。受疫情后宏观阶段性供求错配影响，自 2020 年 4 月份开始，家电主要原材料开始环比上涨。2021 年 5 月，铜、铝、螺纹钢、塑料的均价达到最高点，随后在 6~10 月份开始维持高位震荡。但自 11 月份以来，铜、铝、螺纹钢、塑料价格均已高位回落，有不同程度的降价。2021 年 11 月铜、铝、螺纹钢月度均价环比下降，下降幅度为 0.13%、10.62%、18.40%，从同比增速来看，铜、铝、螺纹钢月度均价同比上涨了 38.25%、36.71%和 11.18%，上涨幅度相比 10 月均明显下降。

图 15: 原材料价格变动 (截至 20211209)

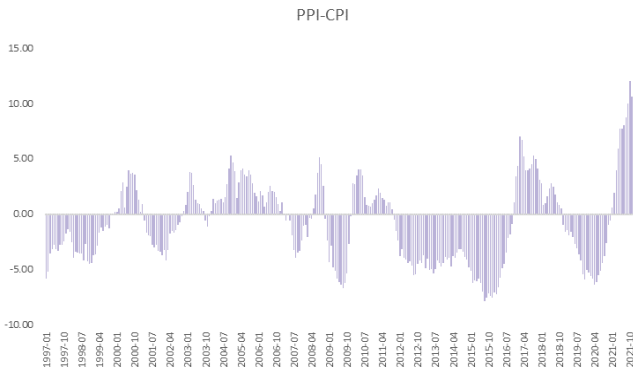


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院。以 2010 年 1 月 4 日价格为基准, 计算变化率

2021 年 4 季度工业端和民用端的价格差值达到了极值, 剪刀差的高涨会带来很多后果。民用端低迷的需求只能部分吸收工业端的成本, PPI 对 CPI 的传导在极值情况下会产生, 使得 CPI 走高, 但是走高的幅度可能不大。生产端的成本不能顺利传导, 挤压了中下游的公司, 会带来其中下游行业利润的降低, 从而带来生产走低, 需求下滑。需求方面现阶段我国处于弱势, 我国生产的走低使得对于大宗商品的需求下滑。需求虽然是决定商品需求的主要因素, 但是短时间如果变化速度低于供给端的变化, 那么商品价格波动主要随着供给端运行。

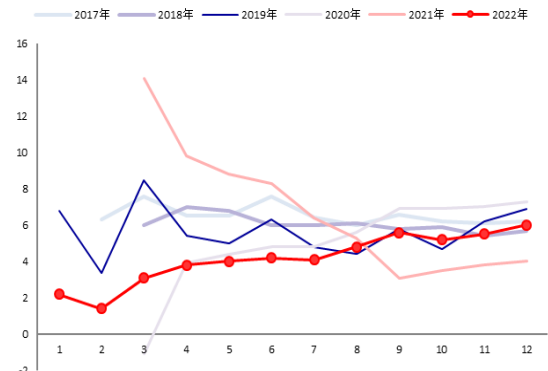
2021 年 12 月份中央经济工作会议报告对“碳达峰碳中和”的实现路径给与了解释。对于强制性“双减”并不支持, 政策需要实现先立后破的工作作风, 但另一方面要明确, “碳达峰碳中和”是未来高耗能产业持续受到压制因素。我国工业生产自 9 月份就处于低位, 延续至 4 季度仍然稍显低迷。工业生产的低迷使得“双控”政策放松下, 大宗商品价格回落。大宗商品价格的走势可能较为低迷, 而中国需求预计 2022 年上半年有所好转, 那么会在上半年给与大宗商品价格一定程度的支撑。具体到品类来看, 2021 年 10 月美联储启动 Taper, 2022 年进入加息周期, 将对大宗商品有色金属形成压制, 铜精矿供应紧缺缓解, 铜价下行压力较大。而在双碳与能耗双控政策制约下电解铝供应受限, 2022 年电解铝仍将维持供需紧平衡与库存低位的状况, 明年铝价或将稳定运行。

图 16: PPI 和 CPI 的剪刀差 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 工业生产 2022 年走势 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

原材料价格的持续提升客观下导致白电企业毛利率及净利率水平承压, 但从实际情况来看, 本轮原材料涨价对白电龙头毛利影响相对较小, 主要原因为: 1) 2019-2020 年的空调价格战以及 2020 年新冠肺炎疫情造成 19Q1-20Q2 的基数较低; 2) 为缓解原材料涨价影响, 各白电龙头均通过结构调整等方式对产品进行提价。

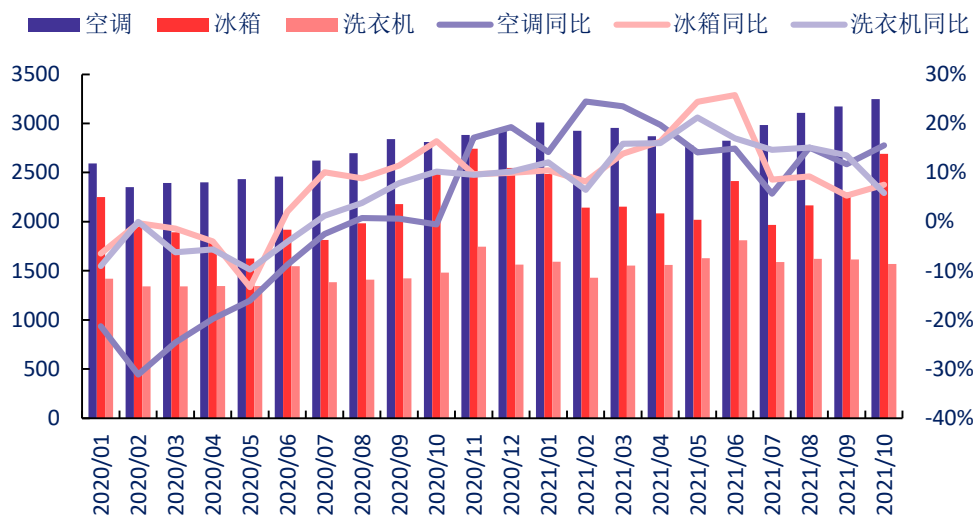
表 1: 2016Q1-2018Q4 原材料价格及上市公司毛利、净利、销售费用同比变动情况

		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2022Q3
原材料	螺纹钢	-9.31	-12.37	12.36	21.86	50.86	81.09	43.76
	LME 铜	-9.11	-16.51	-3.28	9.32	24.07	60.35	55.37
	LME 铝	-6.34	-8.13	0.43	12.39	31.46	50.24	46.43
	塑料	0.00	-14.00	-4.12	13.14	24.64	33.71	24.95
毛利率%	美的集团	-3.22	-4.69	-3.39	-3.43	-2.14	-2.43	0.13
	格力电器	-13.10	-8.71	-2.57	16.10	6.94	0.72	-1.24
	海信家电	0.75	3.49	4.20	0.94	0.18	-3.24	-3.09
	海尔智家	-1.68	-0.65	-0.97	2.33	1.04	3.13	2.40
净利率%	美的集团	-0.41	-0.70	1.08	2.78	-0.33	-1.95	-0.78
	格力电器	-6.32	-4.43	-1.49	14.01	2.67	0.56	0.10
	海信家电	-3.81	0.92	1.51	2.10	2.32	-1.74	-2.40
	海尔智家	-2.44	-2.68	-2.58	3.92	2.54	2.45	-2.15

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

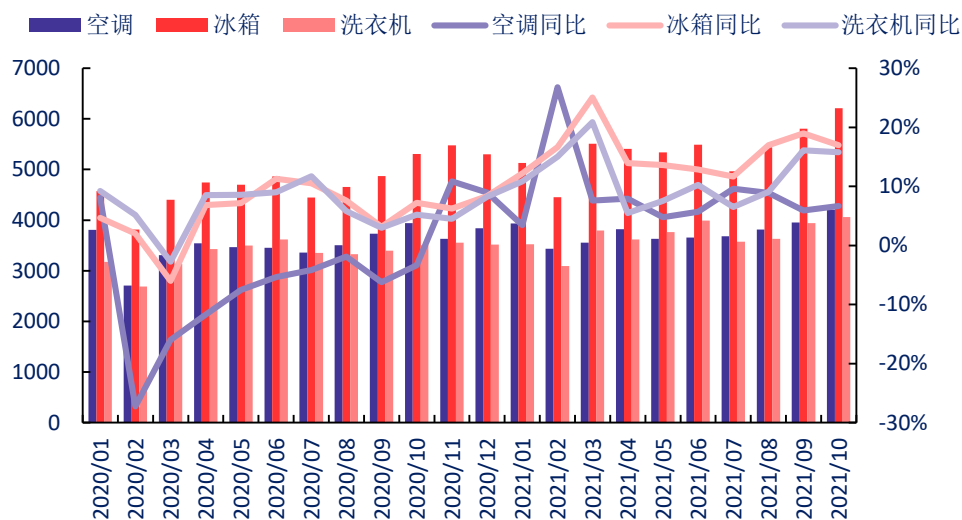
白电均价上涨明显。空调 21 年前三季度线上价格分别同比上涨 21.14%、16.16%、13.52%，线下价格分别同比上涨 11.26%、6.22%、8.09%；冰箱 21 年前三季度线上价格分别同比上涨 10.76%、22.18%、7.58%，线下价格分别同比上涨 17.97%、13.46%、16.09%；洗衣机 21 年前三季度线上价格分别同比上涨 11.49%、18.03%、14.43%，线下价格分别同比上涨 15.59%、7.80%、10.59%。

图 18: 白电线上均价 (元) 及同比变动率 (%)



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院。

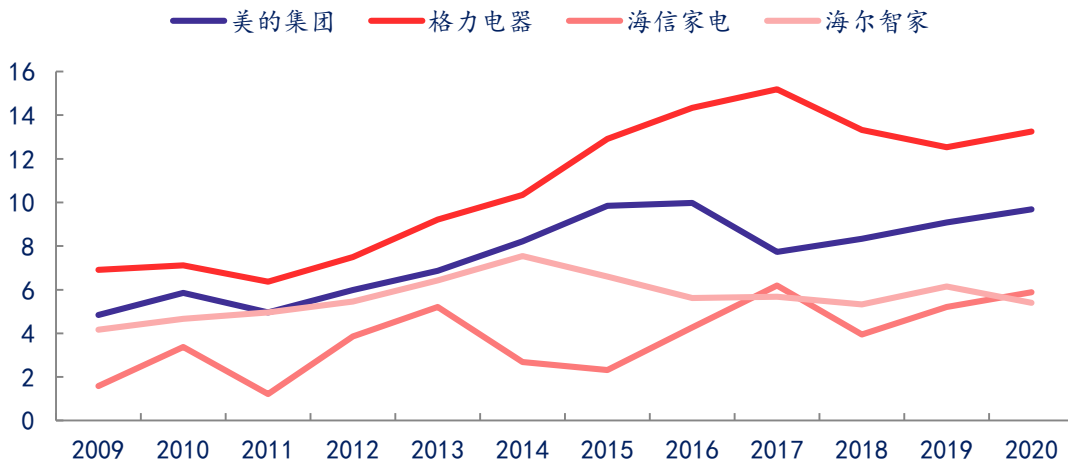
图 19: 白电线下均价 (元) 及同比变动率 (%)



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院。

原材料价格下降时, 公司盈利能力提升。受益于行业集中度及空调价格的提升, 白电龙头的净利润在原材料价格下降时提升明显。2011 年到 2016 年, 家电原材料价格处于下降区间, 在此阶段, 三大白电龙头的净利率均提升明显。格力的净利率从 2011 年的 6.37% 上升 2016 年的 14.33%, 美的净利率由 2011 年的 4.96% 提升到 2016 年的 9.97%, 海尔净利率由 2011 年的 4.95% 上升到 2016 年的 5.62%。

图 20: 龙头企业净利变化



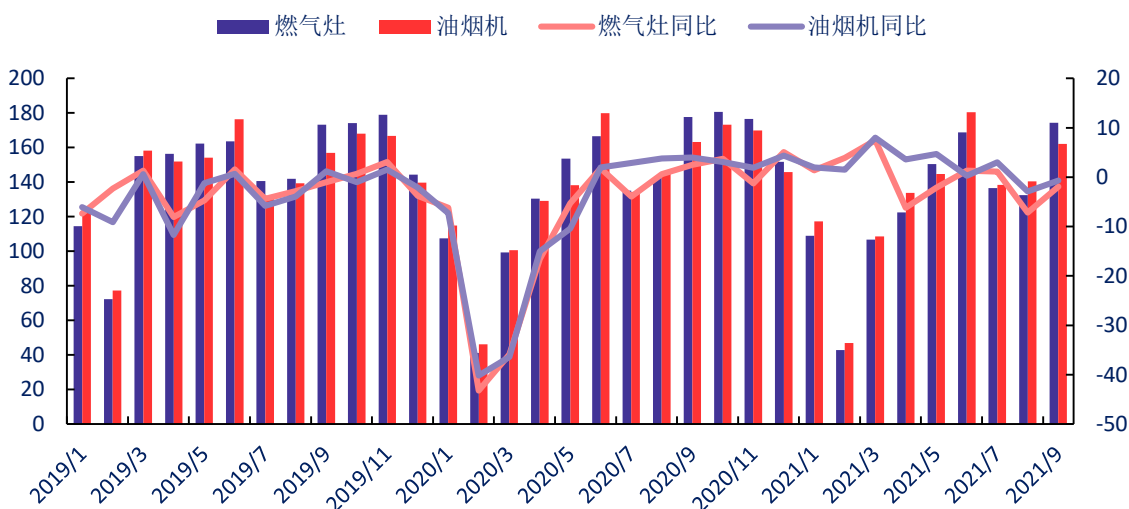
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

二、集成灶、洗碗机延续高增长

(一) 烟灶内销相较于去年变化较小

2021 年 1-9 月, 燃气灶和油烟机出货量分别为 1143.1 和 1172.4 万台, 同比变动-0.93%和 1.84%。分季度来看, 由于地产市场控制较严, 一季度虽然去年基数较低, 但烟灶均未能实现高增速, 同比仅增加了 4.24%和 4.2%, 相比 19 年下降了 24.4%和 24.1%, 二、三季度烟灶内销量和去年相比变化不大。

图 21: 油烟机、煤气灶出货量 (万台) 及增长率 (%)

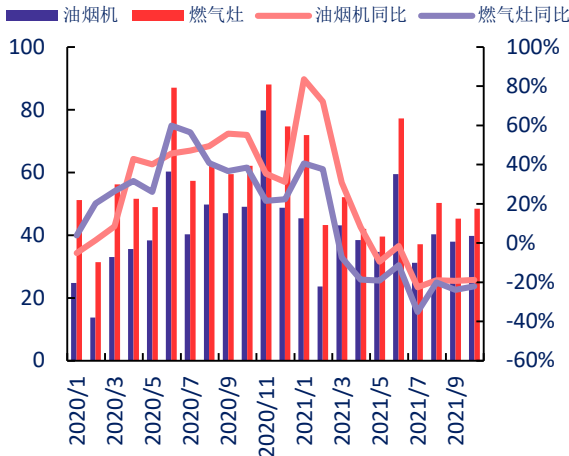


资料来源: 产业在线, wind, 中国银河证券研究院

从零售端数据来看, 油烟机和燃气灶表现有所差异。1-10 月油烟机零售与去年相比小幅增

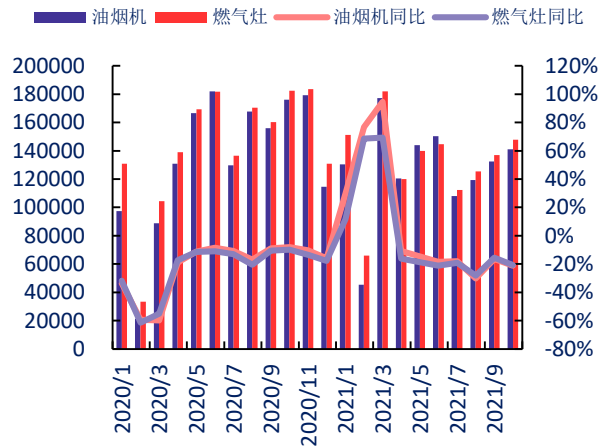
加了 0.53%，燃气灶则是下降了 10.77%。受地产销售下滑带来的需求较弱影响，三季度以来，油烟机和燃气灶均有明显下滑。油烟机 Q2 线上同比增长好于线下，Q3 线下好于线上。

图 22: 烟灶线上销量(万台)及同比



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 23: 烟灶线下销量(万台)及同比

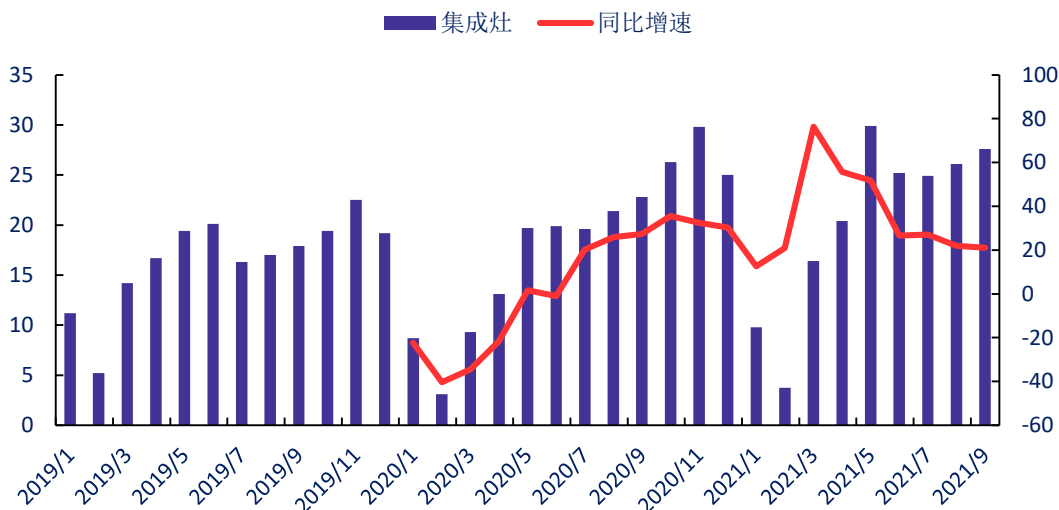


资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

（二）集成灶延续高增

集成灶延续高增速。以油烟机和燃气灶为代表的大厨电表现相对较为低迷，但集成灶表现较好，延续高增长。2021 年 1-9 月份，集成灶累计出货量为 184.05 万台，同比增长了 33.75%，延续了去年的高增长。

图 24: 集成灶出货量(万台)及同比增速(%)



资料来源: 产业在线, wind, 中国银河证券研究院

从零售端数据来看，1-10月份集成灶线上、线下零售额同比增长了31.2%和60.6%。其中线上增速有所波动，线下维持高增速。

图 25: 集成灶线上销售额 (亿元) 及同比

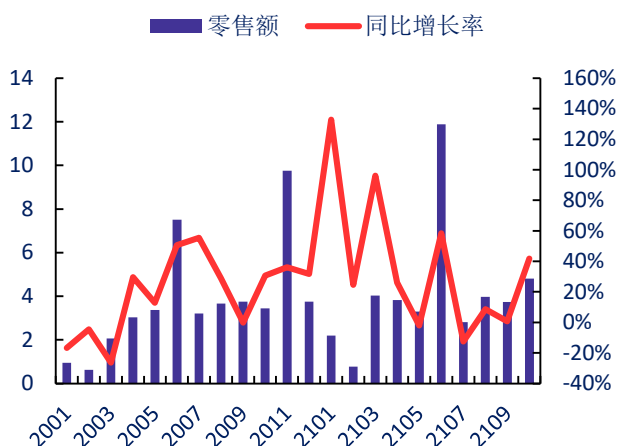
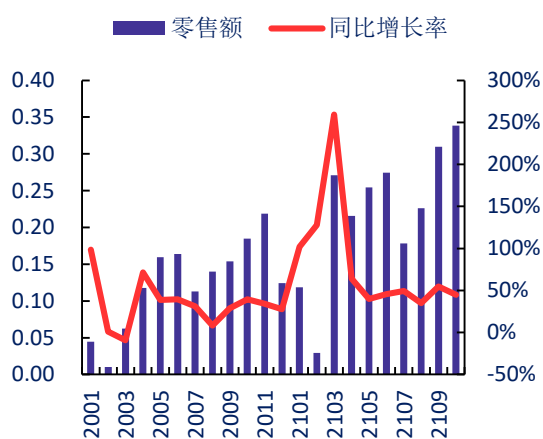


图 26: 集成灶线下销售额及同比

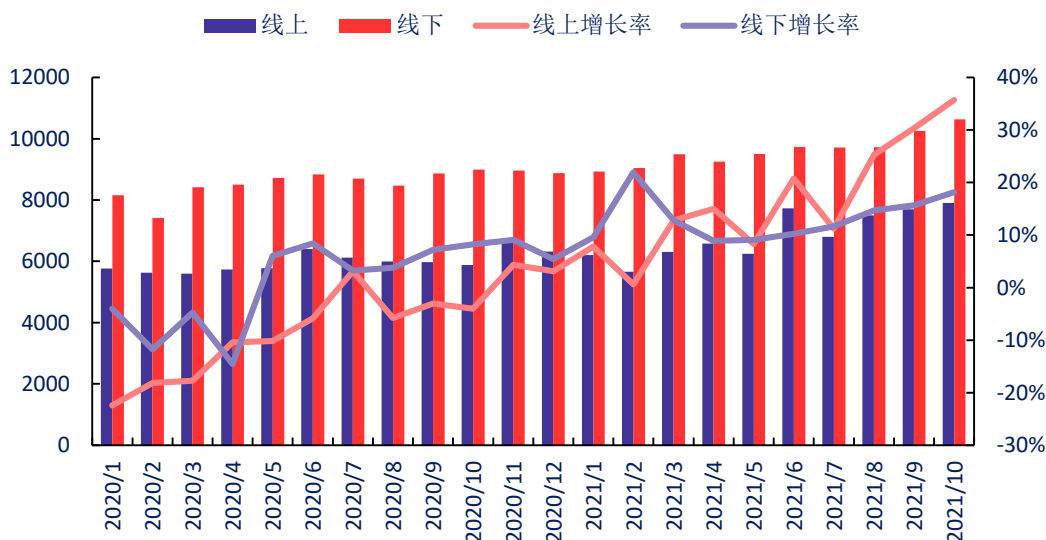


资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

集成灶均价提升明显。2021 年以来, 集成灶线上线下零售均价相比去年同期都有明显增长。按价格分布来看, 今年 1-9 月份, 集成灶线上 1W 元以上产品占比同比增加了 21.8%, 线下 1.3W 元以上产品占比同比增加了 10.5%。

图 27: 集成灶线上线下均价 (元) 及同比增长率



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

集成灶价格逐步抬升, 除了受原材料价格上涨带来的提价影响外, 产品结构调整也推动了价格上涨, 从不同类型的集成灶销售额线上线下占比变动来看, 蒸烤一体机款线上线下的占比均快速增加, 2020Q3 占比分别达到了 49.5%和 27.5%。相比其他型号, 蒸烤一体机价格更高。

图 28: 集成灶线上分类型零售额占比走势

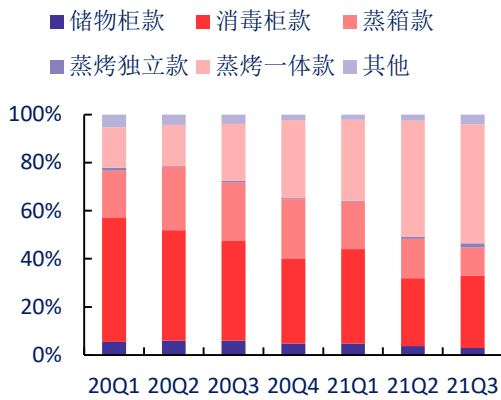
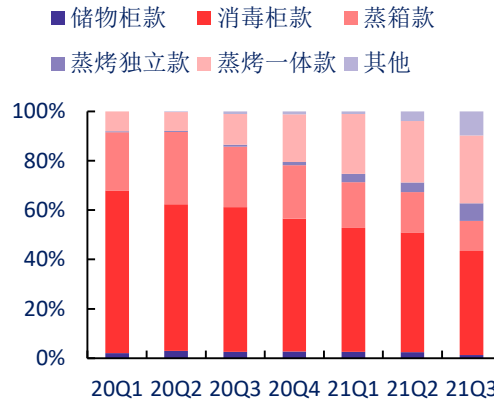


图 29: 集成灶线下分类型零售额占比走势



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

从市场渗透率来看, 集成灶产品在烟灶市场中的渗透率仍处于较低水平。根据帅丰电器招股说明书, 2017 年至 2019 年, 国内厨电市场中集成灶销量占烟灶产品总销量的比例分别为 5%、9%和 11%, 虽然集成灶产品在烟灶市场中的占比逐年提升, 但仍处于较低水平, 行业未来发展空间较大。我们预测集成灶市场规模(零售量)如下: 结合油烟机零售量增长率与疫情尚未完全恢复, 给予 2021 增速-3%, 随后经 2022 年后保持低增速 3%, 由此预测油烟机市场规模; 忽略集成灶价格变动因素, 采用渗透率=集成灶零售量/油烟机零售量公式, 计算 2015-2020 年集成灶渗透率分别为 2.6%、3.3%、4.5%、6.8%、8.5%、10.4%, 分集成灶渗透率乐观预期年增加 3%、中性预期年增长 2%、保守预期年增长 1%, 得到 2025 年集成灶市场规模乐观、中性、保守预期分别为 633.7、509.1、384.5 万台, 对应年复合增长率 21.64%、16.41%和 10.07%。

表 2: 集成灶市场规模成长空间/渗透率测算

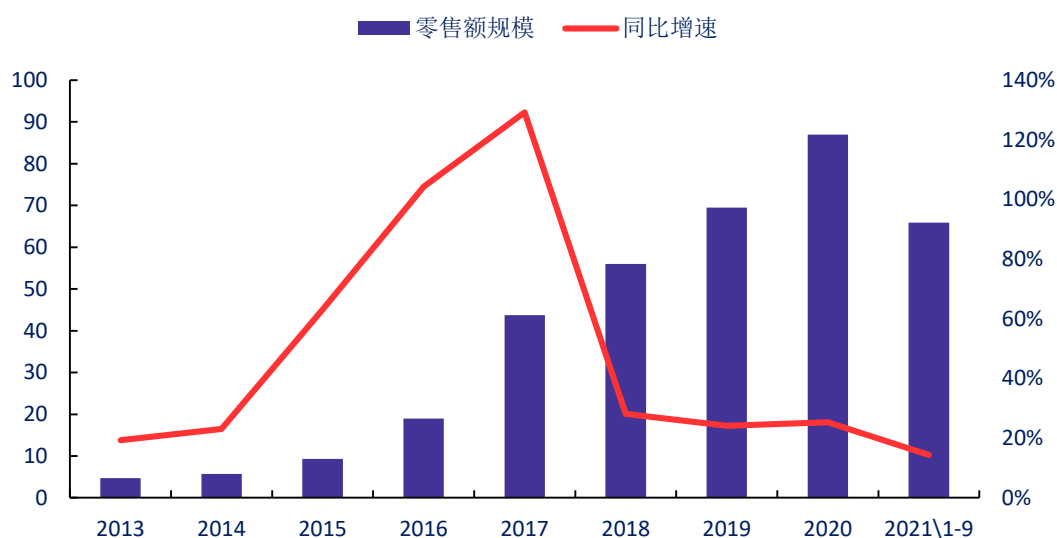
年份	油烟机零售量 (万台)	油烟机零售量增 长率	乐观预期		中性预期		保守预期	
			集成灶零售量 (万台)	渗透率	集成灶零售量 (万台)	渗透率	集成灶零售量 (万台)	渗透率
2015	2671		69	2.6%	69	2.6%	69	2.6%
2016	2758	3.3%	90.1	3.3%	90.1	3.3%	90.1	3.3%
2017	2839	2.9%	126.7	4.5%	126.7	4.5%	126.7	4.5%
2018	2587	-8.9%	174.8	6.8%	174.8	6.8%	174.8	6.8%
2019	2470	-4.5%	210	8.5%	210	8.5%	210	8.5%
2020	2283	-7.6%	238	10.4%	238	10.4%	238	10.4%
2021E	2215	-3.0%	297.3	13.4%	275.2	12.4%	253.0	11.4%
2022E	2281	3.0%	374.6	16.4%	329.0	14.4%	283.4	12.4%
2023E	2349	3.0%	456.4	19.4%	385.9	16.4%	315.4	13.4%
2024E	2420	3.0%	542.6	22.4%	445.9	18.4%	349.1	14.4%
2025E	2492	3.0%	633.7	25.4%	509.1	20.4%	384.5	15.4%

资料来源: 奥维云网, 银河证券研究院, 此处集成灶渗透率=集成灶零售量/油烟机零售量

(三) 洗碗机市场空间较广阔

洗碗机市场规模延续高增。从市场规模来看，2015-2017年洗碗机迎来爆发，但17年后开始调整。去年受疫情影响，居家时间延长，洗碗机市场规模同比增速提速。今年洗碗机市场零售规模持续高增，今年前九个月，洗碗机市场零售规模达到65.9亿元，相比去年同期增长了15.4%。

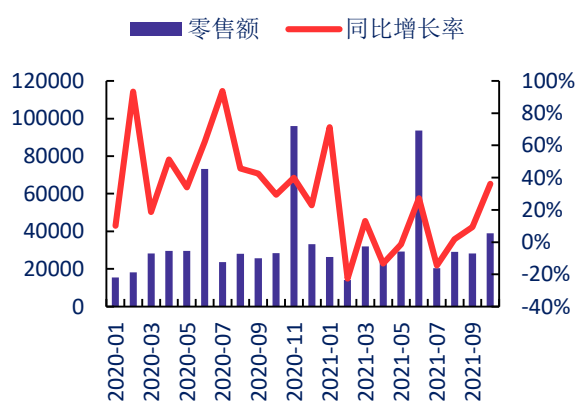
图 30: 洗碗机市场零售规模 (亿元)



资料来源: 奥维云网, 银河证券研究院,

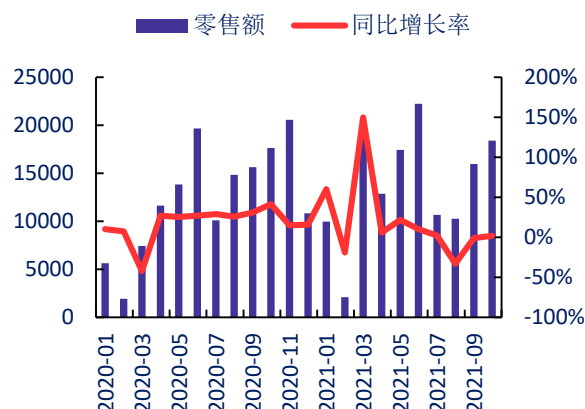
分月度来看, 洗碗机线上、线下零售额同比增速除个别月份外均保持较高增速, 其中, 线下因近几个月部分地区受疫情影响销售, 同比增速有所下滑, 线上维持高增速。

图 31: 洗碗机线上零售额 (万元) 及同比增速



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 32: 洗碗机线下零售额 (万元) 及同比增速

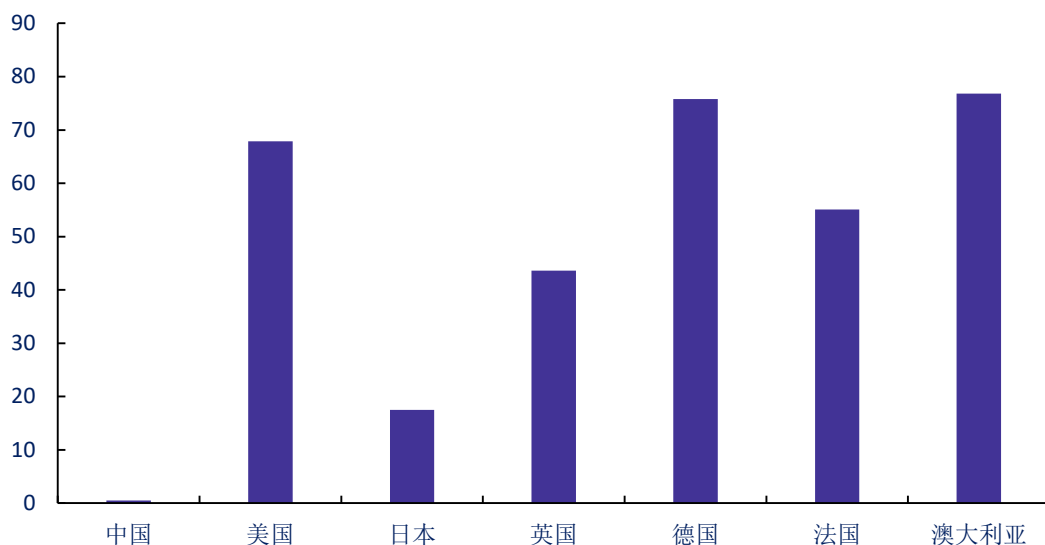


资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

从洗碗机的普及率来看, 欧美等发达国家洗碗机的普及程度比较高, 美国、德国和澳大利

亚 18 年的保有量为 70 左右，我国和欧美发达国家差距较大，只有 0.15。日本保有量稍低的原因因为日本房屋居住面积较小和其独特的社会文化。

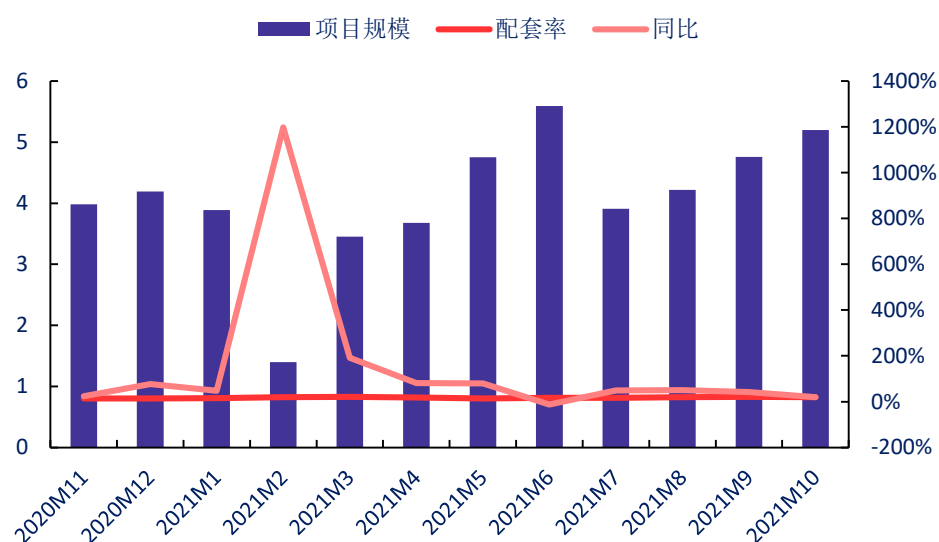
图 33: 洗碗机保有量 (2018)



资料来源: 萝卜投资, 中国银河证券研究院

精装修配套率提升明显。奥维云网数据显示, 2021 年洗碗机配套规模同比增速维持在较高水平。2021 年 10 月, 精装修新开盘项目规模 27.32 万套, 同比下降 29.2%。但洗碗机配套规模 5.2 万套, 同比增长 20.1%, 配套率 19%, 较去年同期增长 7.8 个百分点。

图 34: 洗碗机配套项目套数 (万套) 及同比



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

从市场保有量来看, 欧美等发达国家洗碗机保有量已接近其他主要厨电和品类。我国洗碗

机市场起步较晚，随着我国国民销售水平提升，国内厂商逐步推出适合我国国情的产品，国内市场空间有望逐步打开。由于我国饮食较为重油，对洗碗机的需求更加迫切，我国洗碗机市场长期渗透率将有望超过日本。

假设未来五年我国总人口数增速与 2021 年持平，城镇化率年递增 1%（2020 年同比增加 1.17PCT，且增速逐年趋缓），家庭人数规模年递减 0.02（2010-2020 年下降了 0.48，预计未来继续下降，但下降速度减少）。2020 年我国洗碗机零售量位 191.9 万台，假设洗碗机消费均为城镇居民，则洗碗机零售量占户数比为 0.56%，设定 2021 年零售量/户数比为 0.6%，未来每年递增 0.1%，则洗碗机零售量在 2025 年将达到 390.1 万台，5 年复合增长率为 15.25%。由于测算未考虑更新需求及农村市场，加上洗碗机高端化趋势明显，产品价格有望逐步提升，零售额规模增速有望快于预测增速。

表 3: 洗碗机规模预测 (万)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
总人口 (万)	141212.0	141409.7	141607.7	141805.9	142004.4	142203.3
城镇化率	63.89%	64.89%	65.89%	66.89%	67.89%	68.89%
家庭人数规模	2.62	2.6	2.58	2.56	2.54	2.52
城镇户数 (万)	34435.25	35292.60	36164.84	37052.34	37955.44	38874.53
零售量/户数	0.56%	0.60%	0.70%	0.80%	0.90%	1.00%
洗碗机零售量 (万)	191.9	213.0	254.4	297.7	342.9	390.1
增速		11.00%	19.45%	17.02%	15.19%	13.76%

资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

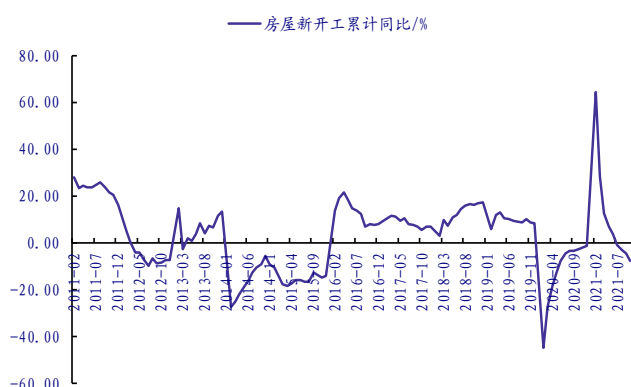
（四）地产逐步回暖带动需求恢复

1、预计 2021 年竣工面积增速达到 10%

地产开工面积增速下降。新开工面积增速经历了 7 月转负的拐点，呈现“尖锥”形状，在销售和拿地“双弱”的预期之下，2021 年 1-10 月，新开工面积下降 7.7%，10 月单月增速更是下降 33%，创下历史最低增速，开工情况低于历史任何一个时期。

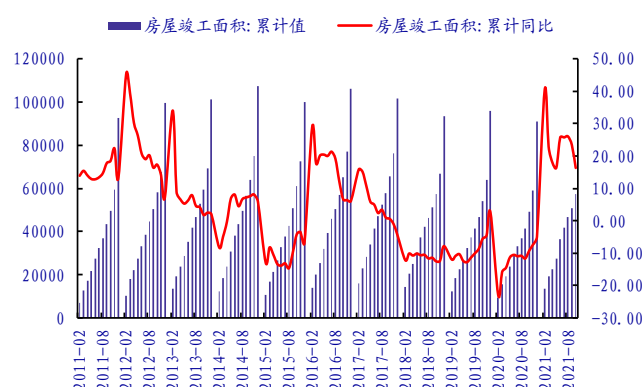
竣工周期的到来在今年得到了验证。2016 年至 2019 年，新开工年均复合增速高达 10.8%，按照新开工到竣工一般周期在 2-3 年的规律计算，2019-2022 年将迎来竣工高峰，但实际 2019、2020 年的竣工增速为 2.6%、-4.9%，远低于预期。2021 年 1-10 月竣工面积增长 16.3%，5 月以来的竣工增速分别为 10.1%、66.6%、25.7%、28.4%、1.0%、-20.6%，2022 年竣工修复具备确定性和持续性，但强度可能弱于 2021 年。

图 35: 房屋新开工面积累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 36: 房屋竣工面积累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

新开工面积: 新开工面积的影响因素有土地购置面积、存量土地开发面积和未来销售预期。2019、2020、2021 年土地购置面积同比均呈现下滑趋势, 房企整体土储偏低, “三道红线”大背景下, 开发企业将优先开发数量较大的存量土地, 明年销售大概率弱修复, 综合来看, **我们预计, 2022 年新开工面积增速为-5%。**

竣工面积: 从 2015 年至今, 新开工面积减竣工面积的差值在逐年不断扩大, 其差值增速自 2018 年开始逐年收窄, 2020 年为 1.5%。2016 年至 2019 年, 新开工年均复合增速高达 10.8%, 按照新开工到竣工一般周期在 2-3 年的规律计算, 2019-2022 年将迎来竣工高峰, 但实际 2019、2020 年的竣工增速为 2.6%、-4.9%, 远低于预期, 多重因素造成竣工周期延长: 1) 三四线城市施工面积占比大幅增加, 且普遍竣工周期较长; 2) 住房精装修渗透率逐年提高, 延长竣工周期; 3) 2016 年以来资金环境偏紧; 4) 2020 年初疫情导致竣工周期延后。2021 年竣工周期的到来终于得到验证, 2021 年 1-10 月竣工面积增长 16.3%, 5 月以来的竣工增速分别为 10.1%、66.6%、25.7%、28.4%、1.0%、-20.6%。我们认为 2016 年以来销售高增长带来的竣工将继续兑现, 2022 年竣工修复具备确定性和持续性, 但强度可能弱于 2021 年, **预计 2021 年竣工面积增速达到 10%。**

2、地产调控或边际改善

在多维度严格调控下, 市场销售由过热急转过冷、土地流拍率增加、房企爆雷事件增多, 在风险因素不断积累的趋势下, 政策开始缓和:

中央层面, 9 月份以来政策暖风频吹, 银保监会强调对刚需的支持, 央行在 9 月末的房地产金融工作座谈会、三季度例会、2021 金融街论坛年会中均提到了“两维护”, 即“维护房地产市场的平稳健康发展, 维护住房消费者合法权益”, 对“房地产金融审慎管理制度”的表述由之前的“持续加强”、“深化”变为了“准确把握和执行好”、“分类指导”, 政策态度已经由“从紧”转向“维稳”, 在房地产企业外债座谈会上发改委会同外汇局提出, 要满足企业合理合规的外债置换和偿付需求, 同时也有部分房企表示计划在银行间市场注册发行债务融资工具, 境内发债政策有望松动。近日一行两会就恒大问题答记者问中提到: 要根据各地不同情况, 重点满足首套房、改善性住房按揭需求, 合理发放房地产开发贷款、并购贷款; 并将继续保持市场融资功能的有效发挥, 支持房地产企业合理正常融资。本次表态, 向市场传递了积极信号, 预计将提振

市场整体的需求，房企合理的融资需求也将进一步得到满足。

地方层面，一方面多地政府纷纷出台“限跌令”，在限制成交价格不得超过备案价的同时，也不能低于备案价的 85%-92%；另一方面通过降低预售条件及放松预售款支取条件，鼓励项目加快上市，维稳房地产市场意图明显。近期广州、佛山、苏州等地的房贷利率呈现不同程度的下调，前期热门城市的房贷利率开始松动。日前，哈尔滨住建部等 9 部门联合出台《关于促进房地产市场平稳健康发展实施意见》，义乌、永州、成都、长春等地随之发布相关政策文件，主要从缓解房企流动资金压力和促进购房需求释放两个方面平稳房地产市场。

表 4: 近期中央层面的政策表态

时间	名称	内容
9 月 7 日	银保监会新闻发言人答记者问	督促银行机构在 贷款首付比例、利率等方面对刚需群体进行差异化支持
9 月 18 日	证券时报评论	楼市的过快降温，同样可能带来风险。 在坚守“房住不炒”的同时，也应及时满足真实的购房需求
9 月 27 日	中国人民银行货币政策委员会 2021 年第三季度例会	会议指出， 要维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益
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	会议强调，金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府 共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
10 月 20 日	2021 金融街论坛年会	金融机构和金融市场 风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。 下一步，金融部门将积极配合住房城乡建设部和地方政府 坚定的维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益
10 月 26 日	发展改革委外资司会同外汇局资本司召开房地产企业外债座谈会	会议指出，将继续在外债备案登记、资金出境等方面 满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
11 月 8 日	国务院发展研究中心召开深圳房地产形势座谈会	座谈内容包括 房地产市场总体形势、当前面临的风险以及房地产税的看法和意见等
11 月 9 日	中国银行间市场交易商协会举办房企代表座谈会	部分房企有计划近期再银行间市场注册发行债务融资工具， 境内发债政策有望松动
11 月 19 日	中国人民银行发布第三季度中国货币政策执行报告	报告指出，2021 年房地产市场风险总体可控， 坚持不将房地产作为短期刺激经济手段
11 月 24 日	《人民日报》刊发刘鹤副总理文章《必须实现高质量发展(学习贯彻党的十九届六中全会精神)》	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，因城施策、分类指导，着力稳地价、稳房价、稳预期，落实好房地产市场长效机制，顺应居民高品质住房需求，更好解决居民住房问题，促进房地产行业平稳健康发展和良性循环

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

三、清洁电器高景气度有望维持

(一) 中美贸易战缓和利好小家电

2018 年以来，美国对中国商品加征关税主要分为三批：

第一批关税加征。2018年6月15日，美国政府发布对华加征25%关税的产品清单，分两批分别生效。其中第一部分于同年7月6日起生效，涵盖进口价值约340亿美元的中国商品。第二部分于同年8月23日起生效，涵盖进口价值约160亿美元的中国商品。这500亿加征清单主要产品类别为工业设备、零件等。除部分黑色和白色家电零部件外，基本不涉及家电品类。

第二批关税加征。2018年9月18日，美国总统特朗普宣布对进口价值约2000亿美元的中国商品加征10%关税，并在2019年5月10日上调加征税率至25%，最终于2019年9月24日正式实施，主要品类包括农产品、化学原料、轻工用品、家用电器、电子设备等约6000项商品，涉及空调、冰箱、吸尘器、电视、烤箱、风扇等众多品类。其中，立式冷柜、吸尘器等家电先后获得美方豁免征收关税，豁免期由2020年8月7日失效延长至2020年12月31日失效，到期未再延期。

第三批关税加征。2019年8月1日，美国宣布将于同年9月1日起对剩余3000亿美元的中国进口商品加征10%关税。同年8月13日，美国贸易代表办公室宣布对其中1800亿美元产品推迟至12月15日实施，对剩余1200亿美元商品按原计划实施。此次涵盖覆盖了农产品、纺织品、家用电器、机械设备等3800项商品。进一步囊括洗衣机、洗碗机、咖啡机、破壁机、微波炉等厨房小家电。第三批加税商品中，咖啡机获得美方关税豁免，但于2020年12月31日到期且未再延期。

2019年8月23日，美国总统特朗普宣布将于10月1日起对原第一、第二批总价值2500亿美元中国进口商品的加征关税由25%上升至30%；第三批价值3000亿美元的商品关税由原计划10%提升至15%；2020年1月15日中美第一阶段贸易协定中约定，第三批商品的新征关税降至7.5%。

相比白电企业的全球化经营，小家电企业在海外布局较少，只有少数企业在东南亚建造生产基地，叠加部分小家电企业海外业务收入占比较高，受加征关税影响较大，如加征部分减免，具有一定的获益空间。具体来看，九阳股份、小熊电器、飞科电器、极米科技的海外业务收入占比均低于10%，受加征关税影响较小。苏泊尔海外收入占比为30.80%，但其海外收入主要为母公司SEB代工订单，出口美国主要产品为炊具，受加征关税影响较小。科沃斯和石头科技海外收入占比超过40%，但其主要海外市场中欧洲占比较高，且公司海外销售以自有品牌为主，毛利较高，关税减免后公司盈利水平会有所增厚。新宝股份外销占比最高，但对美出口产品中涉及加征关税产品较少。北鼎股份和莱克电气美国销售收入占比较高，其中莱克电气销售收入占比超过30%，但由于北鼎和莱克均为海外企业代工，毛利较低，加征关税主要由其客户承担，加征关税减免对公司盈利影响较小，但加征关税减免有利于公司取得更多海外业务，从而提升业绩。

表 5: 小家电企业外销占比 (2020)

		营业收入	海外营业收入	海外业务收入占比	主要受影响品类
002032.SZ	苏泊尔	185.97	57.27	30.80%	
002242.SZ	九阳股份	112.24	9.34	8.32%	
002705.SZ	新宝股份	131.91	101.75	77.13%	烤面包机
002959.SZ	小熊电器	36.60	2.09	5.71%	
300824.SZ	北鼎股份	7.01	2.3	32.78%	电热水壶、养生壶
603355.SH	莱克电气	62.81	43.68	69.54%	吸尘器等

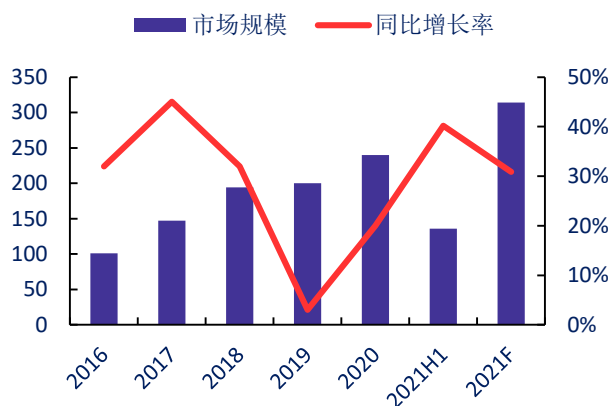
603486.SH	科沃斯	72.34	33.79	46.71%	扫地机器人
603868.SH	飞科电器	35.68	0.14	0.39%	
688169.SH	石头科技	45.30	18.68	41.24%	扫地机器人
688696.SH	极米科技	28.28	1.77	6.25%	投影仪

资料来源: WIND, 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 洗地机成为清洁电器增长新引擎

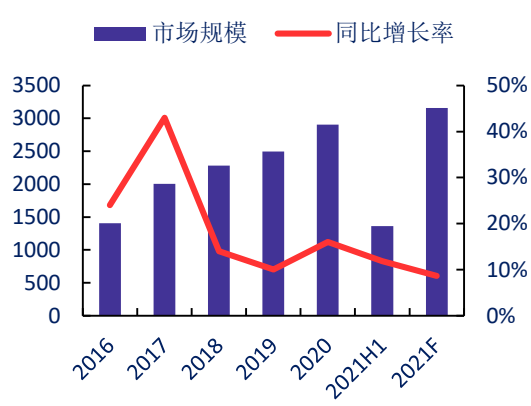
清洁电器高增长势头延续。从国内清洁电器市场规模来看, 2021 年延续去年的高增长。2021 年上半年出货量 1259 万台, 同比增长了 11.8%, 受扫地机器人均价拉升以及洗地机份额的大涨, 清洁电器整体均价大幅提升, 零售额增速更高, 上半年清洁电器零售额 136 亿元, 同比增长 40.2%。双 11 期间, 清洁电器整体销售继续高增, 销售额为 55.3 亿元, 同比增长 35.7%。

图 37: 清洁电器零售额(亿元)及同比增速



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

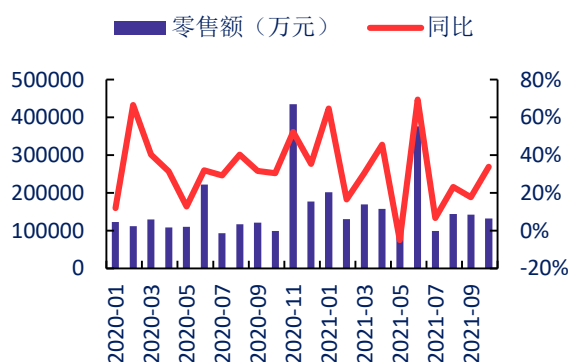
图 38: 清洁电器零售量(万台)及同比增速



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

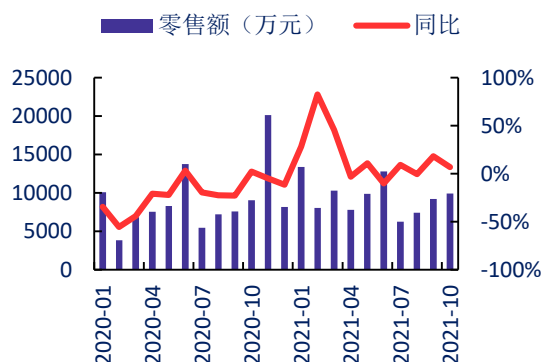
从月度数据来看, 2021 年清洁电器线上线下零售额均维持较好增速, 其中线上增速优于线下。1-10 月线上线下零售额累计同比增速分别为 34.28%和 19.48%。

图 39: 清洁电器线上零售额(亿元)及同比增速



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 40: 清洁电器线下零售额(万台)及同比增速

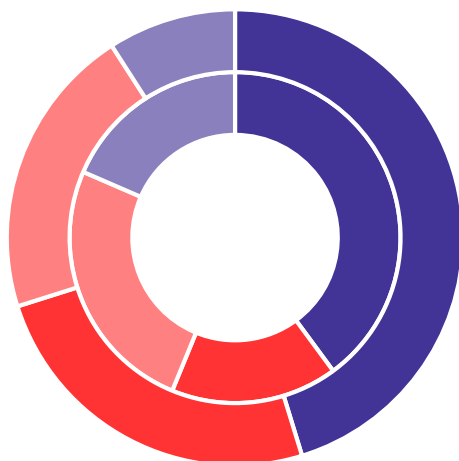


资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

扫地机器人和洗地机占比提升。2021 年上半年，清洁电器线上零售额占比中，扫地机器人和洗地机分别为 39.9%和 16.3%。双 11 期间扫地机器人和洗地机占比已提升到了 45.3%和 24.9%，相对应的无线吸尘器占比持续萎缩。

图 41：国内清洁电器细分品类线上销额占比（内圈为上半年，外圈为双十一）

■ 扫地机器人 ■ 洗地机 ■ 无线吸尘器 ■ 其他



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

洗地机开启清洁电器行业高速增长新赛道。洗地机能够实现吸拖洗一体，而且拖布能够自清洁，对于无线吸尘器具有一定的替代效应。从品牌格局来看，整个行业的品牌呈现不断涌入的状态，品牌个数不断增加，截至到 2021 年 9 月底，行业入局品牌达到 52 家。

从渗透率看，我国清洁电器渗透率同发达国家差距较大，行业未来发展空间较大。我们预测清洁电器市场规模（零售额）如下：根据中国清洁电器 2015-2020 年复合增长率 25.9%，我们保守设定 2020-2025 年复合增长率为 25%，由此预测 2025 年中国清洁电器市场规模 732 亿元；根据 2017-2020 年无线吸尘器零售额占清洁电器比重，保守设定 2021-2025 年无线吸尘器零售额占清洁电器比重依次递减 3%，分别为 32%、29%、26%、23%和 20%，由此预测 2025 年中国无线吸尘器市场规模 146 亿元；根据 2020 年 12 个月洗地机零售额占清洁电器比重，设定 2021-2025 年洗地机零售额占清洁电器比重逐年增加，因此 2021 年洗地机零售额占清洁电器比重高于 2020 年 12 月，预计达到 18%，2022-2025 年占比增速递减，分别为 22%、25%、27%和 28%，由此预测 2025 年中国洗地机市场规模为 205 亿元。

表 6：清洁电器市场规模成长空间/渗透率测算

年份	清洁电器零售额 (亿元)	清洁电器零售 额增长率	无线吸尘器零售额 (亿元)	无线吸尘器零售额占 清洁电器比重	洗地机零售额 (亿元)	洗地机零售额占 清洁电器比重
2015	76	/	/	/	/	/
2016	101	32.89%	/	/	/	/
2017	147	45.54%	50	34.01%	/	/
2018	194	31.97%	74	38.14%	/	/
2019	200	3.09%	79	39.50%	/	/

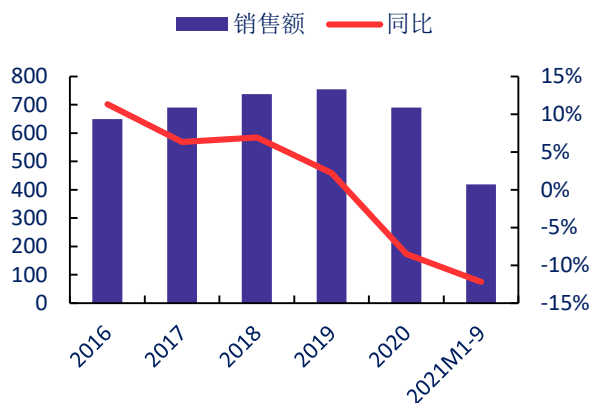
2020	240	20.00%	87	36.25%	14	5.70%
2021E	300	25.00%	96	32.00%	54	18.00%
2022E	375	25.00%	109	29.00%	83	22.00%
2023E	469	25.00%	122	26.00%	117	25.00%
2024E	586	25.00%	135	23.00%	158	27.00%
2025E	732	25.00%	146	20.00%	205	28.00%

资料来源：奥维云网，银河证券研究院

（三）厨房小家电下滑趋势好转

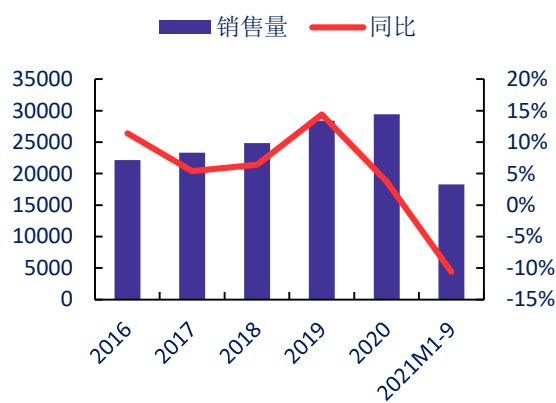
厨房烹饪小家电承压。我国厨房小家电（电饭煲、电磁炉、电压力锅、豆浆机、破壁机、搅拌机、榨汁机、电水壶、煎烤机、电蒸炖锅、养生壶、台式整体）市场规模从2016年到2018年一直维持较快增速，2019年整体厨房小家电市场规模增速收窄至2.2%，预示着整体厨房小家电行业逐步趋向饱和。2020年受新冠疫情影响，部分小家电产品销售量增速较快带动整体销量提升。2021年以来，由于去年同期基数较高，需求相对低迷，厨房小家电线上、线下市场规模均呈现负增长的情况

图 42：小家电销售额及同比增速



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

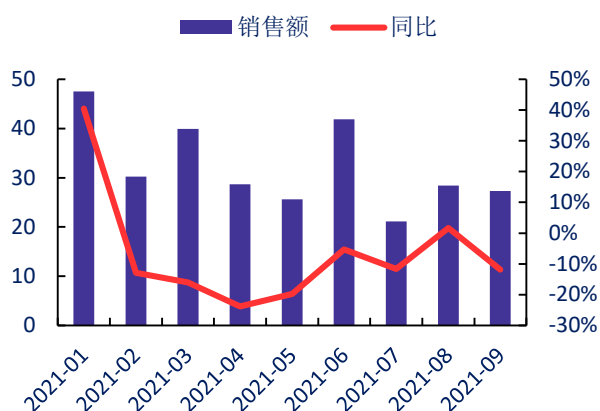
图 43：小家电零售量（万台）及同比增速



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

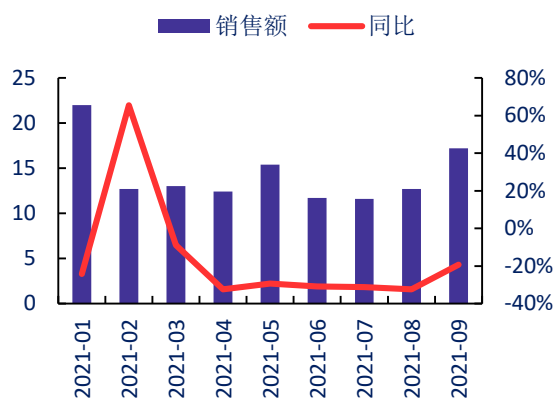
2021年1-9月，厨房小家电零售额419.3亿元，同比下降12.2%；零售量18286.8万台，同比下降10.6%。其中，据奥维云网（AVC）线上渠道零售额290.6亿元，同比下降7.0%；零售量15519.5万台，同比下降7.7%；线下零售额128.7亿元，同比下降22.1%；零售量2767.3万台，同比下降24.0%。

图 44: 厨房小家电线上销售额 (亿元) 及同比增速



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

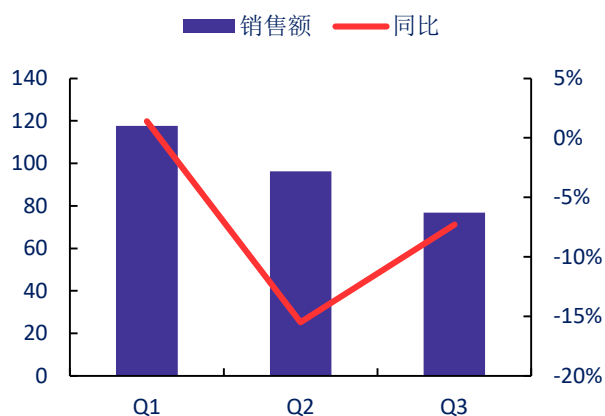
图 45: 厨房小家电线下销售额 (亿元) 及同比增速



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

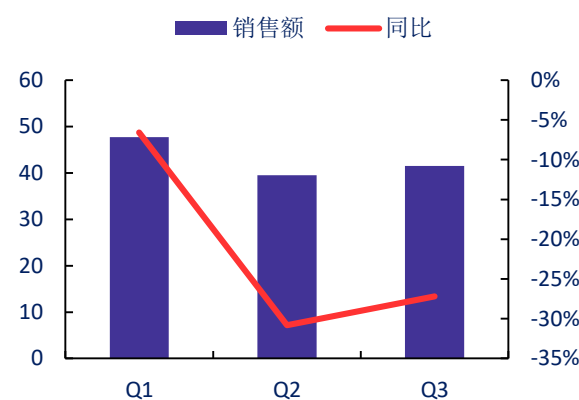
分季度来看, 厨房小家电一季度由于去年 1-2 月基数较低影响同比变动较小, 二季度则由高基数原因急速下降, 三季度高基数影响逐步消弱, 同比增速下滑趋势有所好转。

图 46: 厨房小家电线上季度销售额 (亿元) 及同比增速



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

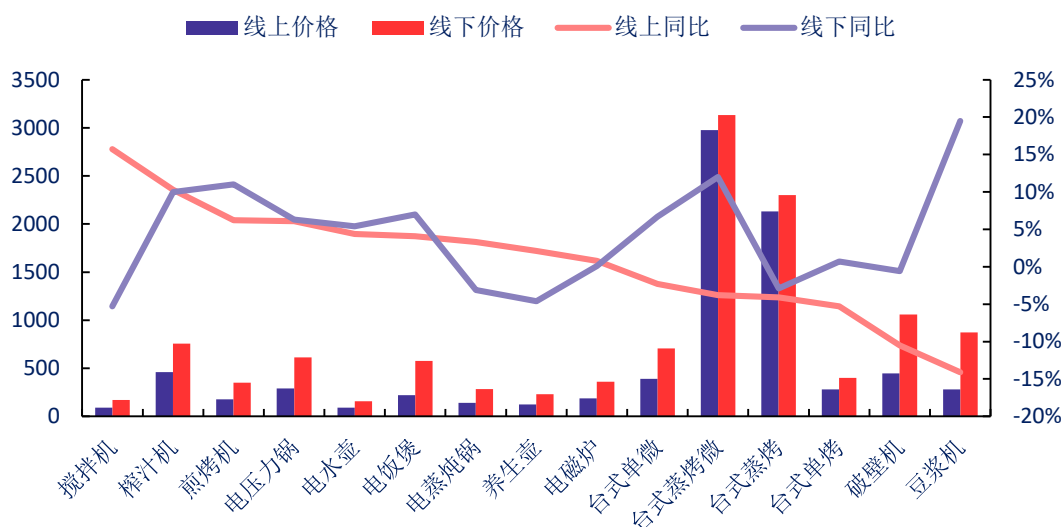
图 47: 厨房小家电线下季度销售额 (亿元) 及同比增速



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

受疫情影响原材料价格提升, 产品制造成本增加, 但小家电整体价格不管从线上还是线下涨幅来看都相对保守, 部分产品种类价格持续下降, 像豆浆机、破壁机品类线上均价跌幅超 10%。

图 48: 厨房小家电线上、线下价格及同比增速



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

厨电小家电品类中一些核心品类已饱和, 目前主要为更新替换。对于非刚需品类, 在快速爆发后增速会逐步下降。整体来看, 线上由于核心品类饱和度高, 未来发展会相对平稳。

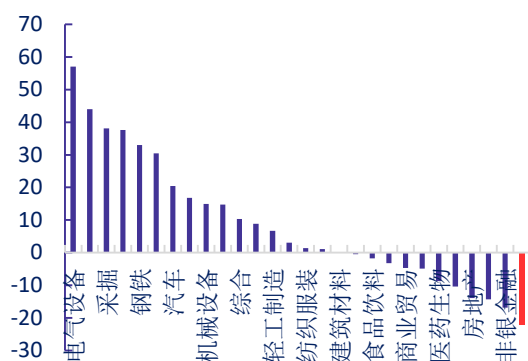
从销售渠道来看, 目前线上渠道为厨房小家电的主要销售渠道, 奥维云网数据显示, 线上市场零售量占比达 85%, 从销售占比来看, 线上渠道占比已处于高位, 后续提升空间较小。作为厨房小家电销售的主要渠道, 由于龙头布局已比较充分, 市场格局也趋于稳定, 家电企业将通过产品结构升级的方式来提高产品销售均价, 从而带动规模提升。2021 年线下市场恢复趋势较为疲弱, 在去年低基数的情况下还在继续下滑, 但后续随着疫情影响的常态化, 线下消费继续下滑趋势有望得到改善并趋于稳定。虽然未来销售线下占比提升较难, 但线下以产品体验店的形式存在, 整体均价会有所提升, 所以销额规模将会维持稳中有升。

四、投资建议

(一) 家电电子板块表现分化

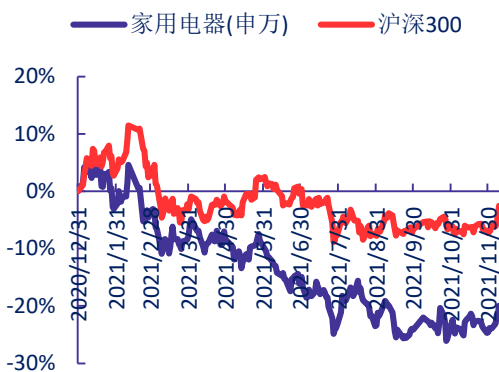
截至 2021 年 12 月 15 日, 家电指数年初至今下跌 22.09%, 排在申万 28 个一级行业最后一名, 跑输沪深 300 指数 18.11PCT。家电板块走势不佳主要原因为下游消费平淡叠加原材料价格上涨带来的盈利能力担忧。10 月份以来, 原材料成本压力边际改善, 叠加家电行业估值处于较低位置, 部分家电企业开启反弹趋势。

图 49: 家电指数年初至今排名



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 50: 家用电器和沪深 300 对比图



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

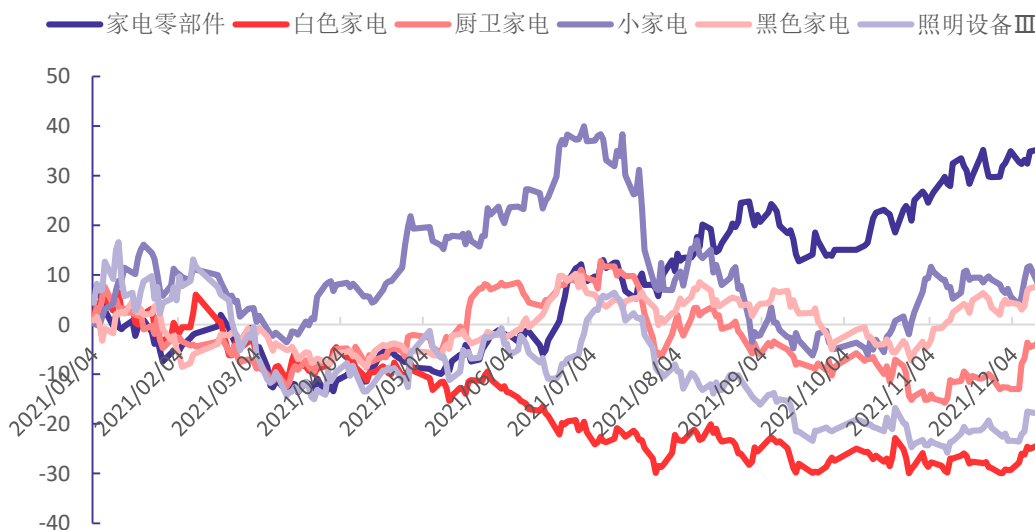
分子版块来看, 家电子版块表现差异较大。

白电板块表现最为弱势, 年初至今下跌了 26.72%, 主要原因为内销受国内部分地区疫情反复、零售端表现较弱影响, 外销受海运压力较大及基数较高影响, 出口增速下滑, 原材料价格上涨也对业绩影响较大。

厨电板块近期反弹明显, 年初至今下跌 6.14%。厨电板块今年下半年来受地产表现较弱、受地产龙头资金压力影响, 工程渠道需求受到一定的压制, 板块走势承压。近期地产预期转好, 板块反弹较为明显。

小家电板块表现较为稳健。小家电板块年初至今上涨了 6.08%, 主要原因为新兴小家电景气度较高, 清洁电器板块上涨较好。传统小家电板块由于去年同期基数较高影响, 业绩承压, 但近期反弹较快。

图 51: 家电子版块涨跌幅



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

从估值来看，家电板块估值回调明显。12月15日家电板块市盈率（TTM）为17.4，不及06年以来的均值21.57，处于近五年来45.91%分位点。

图 52：2006 年至今家电板块估值水平变化

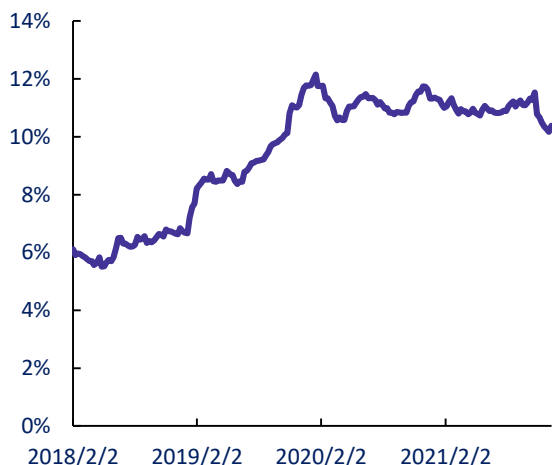


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

（二）北上资金持股相对稳定

从北上资金持股占比来看，陆股通持有家电板块股票持股占比处于相对稳定状态。从持有三大白电股份占比来看，格力外资持股比例下滑，美的和海尔相对稳定。

图 53：家电行业陆股通持股占比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 54：北上资金持有三大白电股份占比（%）

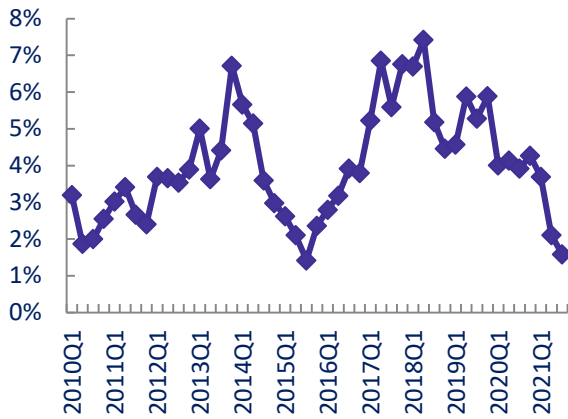


资料来源：wind，中国银河证券研究院

2021Q3 家电板块基金重仓持股市值比例为 1.58%，较 2021Q2 的 2.10%下降了 0.52PCT，创五年来历史新低。从子板块来看，公募基金的资金配置主要集中在白电领域，但配置比例小幅下降，从 1.19%到 1.08%，小家电板块和零部件板块下降较为明显，分别下降了 0.3 和 0.07PCT。

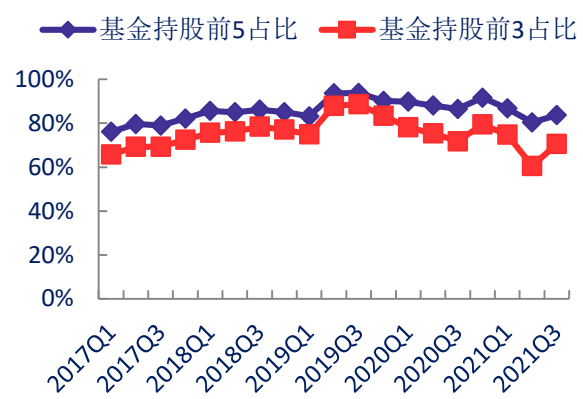
基金重仓家电股集中度较高，21Q3 前 3 和前 5 名重仓股票的持有市值占基金重仓持有家电股总市值的 70.52%和 83.64%，分别增加了 9.98 PCT 和 3.21PCT。

图 55: 家电行业基金持股市值占基金股票投资市值比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 56: 基金持家电股集中度



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 投资建议

2021 年家电板块整体表现较为弱势，主要原因为上游原材料价格上涨引发盈利能力担忧、下游疫情影响居民消费力，零售端表现较为弱势、出口由于去年下半年开始高基数影响增速回落。虽然行业环境整体不佳，但白电龙头的盈利能力受原材料涨价影响相对较小，新兴家电景气度维持在高位。展望明年，传统家电出货量有望维持相对稳定，清洁电器、集成灶、洗碗机等细分品类有望维持高景气度。原材料价格上涨压力趋缓，龙头通过优化产品结构进行提价，预计终端价格会稳中有升，推动家电企业盈利能力得到改善。

建议关注两条主线，一、受益于需求回暖、盈利能力改善的传统家电龙头，推荐美的集团（000333）、格力电器（000651）、海尔智家（600690）和老板电器（002508）。

二、关注景气度处于高位细分行业龙头，推荐科沃斯（603486）、石头科技（688169）、莱克电气（603355）、火星人（300894）。

表 7: 重点标的盈利预测（2021 年 12 月 15 日）

股票代码	股票名称	股价	EPS(元)				PE (X)				评级
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
000333.SZ	美的集团	71.90	3.87	4.16	4.66	5.31	25	17	15	13	推荐
000651.SZ	格力电器	36.60	3.69	3.92	4.53	5.09	17	9	8	7	推荐
603355.SH	莱克电气	30.22	0.80	1.21	1.69	2.11	38	25	18	14	推荐
603486.SH	科沃斯	176.35	1.14	3.52	4.75	6.18	78	45	33	26	推荐
002508.SZ	老板电器	35.08	1.75	2.02	2.28	2.58	18	17	15	13	推荐
300894.SZ	火星人	53.10	0.68	1.02	1.34	1.79	72	49	37	28	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

宏观经济不及预期的风险；原材料价格变动的风险；地产竣工回暖不及预期的风险；海外疫情影响超预期的风险。

图表目录

图 1: 白电内销量(万台)及增长率 (%)	2
图 2: 白电线下零售量 (万台) 及增长率	3
图 3: 白电线上零售量 (万台) 及增长率	3
图 4: 白电出口数据 (万台) 及增长率 (%)	4
图 5: 近五年中国出口到美国产品价值变化 (亿元)	4
图 6: 近五年空调前四大出口国出口值变化 (亿元)	5
图 7: 近五年洗衣机前四大出口国出口值变化 (亿元)	5
图 8: 近五年冰箱前四大出口国出口价值变化	6
图 9: 智能产品占比及增长率	6
图 10: 高端产品占比及同比增长率	6
图 11: Z 时代购买套系家电意向 (%)	7
图 12: Z 时代分品类购买兴趣 (%)	7
图 13: 中国集装箱运价指数	8
图 14: 美元兑人民币汇率中间价	8
图 15: 原材料价格变动 (截至 20211209)	9
图 16: PPI 和 CPI 的剪刀差 (%)	10
图 17: 工业生产 2022 年走势 (%)	10
图 18: 白电线上均价 (元) 及同比变动率 (%)	11
图 19: 白电线下均价 (元) 及同比变动率 (%)	11
图 20: 龙头企业净利变化	12
图 21: 油烟机、煤气灶出货量 (万台) 及增长率 (%)	12
图 22: 烟灶线上销量 (万台) 及同比	13
图 23: 烟灶线下销量 (万台) 及同比	13
图 24: 集成灶出货量 (万台) 及同比增速 (%)	13
图 25: 集成灶线上销售额 (亿元) 及同比	14
图 26: 集成灶线下销售额及同比	14
图 27: 集成灶线上线均价 (元) 及同比增长率	14
图 28: 集成灶线上分类型零售额占比走势	15
图 29: 集成灶线下分类型零售额占比走势	15
图 30: 洗碗机市场零售规模 (亿元)	16
图 31: 洗碗机线上零售额 (万元) 及同比增速	16
图 32: 洗碗机线下零售额 (万元) 及同比增速	16
图 33: 洗碗机保有量 (2018)	17
图 34: 洗碗机配套项目套数 (万套) 及同比	17
图 35: 房屋新开工面积累计同比	19
图 36: 房屋竣工面积累计同比	19
图 37: 清洁电器零售额 (亿元) 及同比增速	22
图 38: 清洁电器零售量 (万台) 及同比增速	22
图 39: 清洁电器线上零售额 (亿元) 及同比增速	22

图 40: 清洁电器线下零售额 (万台) 及同比增速	22
图 41: 国内清洁电器细分品类线上销额占比 (内圈为上半年, 外圈为双十一)	23
图 42: 小家电销售额及同比增速	24
图 43: 小家电零售量 (万台) 及同比增速	24
图 44: 厨房小家电线上销售额 (亿元) 及同比增速	25
图 45: 厨房小家电线下销售额 (亿元) 及同比增速	25
图 46: 厨房小家电线上季度销售额 (亿元) 及同比增速	25
图 47: 厨房小家电线下季度销售额 (亿元) 及同比增速	25
图 48: 厨房小家电线上、线下价格及同比增速	26
图 49: 家电指数年初至今排名	27
图 50: 家用电器和沪深 300 对比图	27
图 51: 家电子版块涨跌幅	27
图 52: 2006 年至今家电板块估值水平变化	28
图 53: 家电行业陆股通持股占比	28
图 54: 北上资金持有三大白电股份占比 (%)	28
图 55: 家电行业基金持股市值占基金股票投资市值比	29
图 56: 基金持家电股集中度	29
表 1: 2016Q1-2018Q4 原材料价格及上市公司毛利、净利、销售费用同比变动情况	10
表 2: 集成灶市场规模成长空间/渗透率测算	15
表 3: 洗碗机规模预测 (万)	18
表 4: 近期中央层面的政策表态	20
表 5: 小家电企业外销占比 (2020)	21
表 6: 清洁电器市场规模成长空间/渗透率测算	23
表 7: 重点标的盈利预测 (2021 年 12 月 15 日)	29

分析师简介及承诺

李冠华，工商管理硕士，2018年加入银河证券研究院投资研究部，从事家用电器行业研究工作。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn