

家用电器

 证券研究报告
 2021年12月19日

天风问答系列：成长赛道/海外需求/成本修复三问三答

 投资评级
 行业评级 强于大市(维持评级)
 上次评级 强于大市

作者

 孙谦 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110521050004
 sunqiana@tfzq.com
 宗艳 联系人
 zongyan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:如何看待家电企业进军光伏业务前景——2021W50 周度研究》2021-12-14
- 2 《家用电器-行业研究周报:如何看待“家电系”汽车零部件发展前景——2021W49 周度研究》2021-12-07
- 3 《家用电器-行业投资策略:寻求业绩增长方向——家电行业 2022 年度策略》2021-12-03

1. 家电成长赛道能否延续高景气?

从驱动力看，我们发现经济的发展、居民收入的提升对于小家电市场规模的成长有直接的驱动作用。同时，目前中日小家电消费占人均 GDP 的总比例上差距并不显著，但在绝对值与细分品类的结构上有内生差异。参考日本，其家电的普及伴随国民收入增加完成了由必选向可选家电延伸的过程。国内市场也较为类似，伴随人均可支配收入提升、必选家电步入高渗透，居民消费中“腾出”的空间为小家电市场生长提供了必要的土壤，在渗透率提升同时品类间发展逐步分化：20 年起厨房小家电支出占当期人均 GDP 比重进入下行通道，反馈出以锅煲类、豆料榨类为代表的必选类小家电保有量已高企，可支配收入上升不再对此类产品有超额催化；横向对比日本，我国消费者在清洁、个护、衣物护理等小家电上支出占比较少，收入提升仍有望继续催化此类小家电支出比例提升，而过去 10 年中此类小家电的支出比例亦始终处于提升状态。

基于小家电人均消费与人均 GDP 的高度关联性，以及 35 年人均 GDP 较 19 年基数增长一倍假设，并使用欧睿国际数据作为国内小家电市场空间预测的基准，我们得到测算结果：预计 19-35 年我国个护类、清洁类小家电规模 CAGR 分别达 6.7%/8.4%。参照日本小家电渗透率变化曲线，预计两个品类早期增速表现会高于该值，家电成长赛道有望在未来几年延续高景气。

2. 如何展望海外家电市场需求?

从海外地产数据看，美国市场新房销售自 21 年 4 月以来增速下移，因较低利率水平，预计增速仍好于 17-19 年水平，考虑新房销售后的交房周期，预计北美家电需求虽有回落但仍有望实现正增长；欧洲市场，德国等主要国家住宅新建数据近期较为平稳，预计依然可对家电需求形成支撑。从海外家电企业财务数据看，对比疫前常态水平，21Q3 营收同比 19 年同期均有所提升，且主要家电企业在 Q3 季报中对全年增速预判均保持较乐观水平。虽疫情常态化后海外需求回落，但众多利好因素叠加使得家电海外需求依然好于预期悲观水平。

国内家电龙头角度，海外需求提振有望驱动外销增长。据欧睿国际数据，20 年除中国地区外全球家电销售额为 2 万亿元，增速处下行通道。同年，国内白电龙头海尔、美的中国品牌在全球份额提升的空间依然较大，为中长期海外业务的扩张带来增长空间。考虑到影响海外代工业务的关税及海运价格仍处于高位，导致目前国内家电企业外销成本高企，伴随未来原材料成本下行、关税逐步减免、海运仓位缓解，叠加海外需求延续，有望对出口占比较高的企业形成额外助力，带动其外销收入提升。

3. 如何看成本回落对家电销售的影响?

通过绘制原材料价格的同比涨幅对于不同家电品种的成本影响曲线，我们得到结论：1) 从家电对各类原材料的敏感度看，铜价变动对空调成本影响较大，洗衣机对不锈钢价格变动较敏感，铜、注塑件价格变动为冰箱成本主要影响因素，而小家电对于五金件（铝为主）价格变动的敏感度较高；2) 对主要原材料价格回落幅度判断，可能为塑料/玻璃 > 不锈钢/铝 > 铜，从成本缓解的幅度来看预计为小家电 > 冰洗 > 空调；3) 从成本缓解的时间节点来看，铜价企稳较早，五金件及不锈钢三季度受能耗双控影响仍在上涨，因此铜价关联度高的空调及冰箱可能先出现缓解。

通过将核心家电企业毛销差、净利率与主要原材料价格变化进行指数化处理并拟合，我们得到上游原材料成本变化往往领先家电企业利润水平变化 1-2 个季度。本轮原材料指数自 21Q2 起出现阶段性拐点，一旦成本回落，对家电供需两端都会起修复作用，判断在 21Q4 起家电企业会在毛销差上也会呈现出向上的拐点。经测算，我们预计 2022 年空/冰/洗/烟机内销量将分别同比+10%/+3%/+1%/+4%。考虑到近期政府先后推行了加速家电下乡、促进家电消费以及健全城镇住房建设等一系列政策，有望提振我国家电和耐用消费品市场，符合我们对未来家电内销的乐观预期。

投资建议：22 年家电投资可聚焦成本改善和渗透率提升两条主线。1) 成本改善因素预计将会首先在白电上体现，且白电公司历经多轮提价后，成本下行有望在短期迎来利润剪刀差，推荐海尔智家及美的集团。成本改善线上，除美的海尔外，今年受损明显的小家电公司亦可关注利润端的修复，时间顺序可能晚于白电，推荐新宝股份、小熊电器、苏泊尔等。2) 低渗透率的新品增长仍是重要的投资线。在自清洁技术逐步完善后，行业可能由技术升级驱动价格提升逐步向规模效应提升销量逻辑转换，推荐科沃斯、石头科技。集成灶赛道在渗透率带动下预期仍有较好增长，需关注房地产税试点后续对地产销售、二手房成交的影响，推荐亿田智能，建议关注火星人。

风险提示：宏观经济波动风险；原材料价格波动的风险；测算过程具有一定主观性。

内容目录

1. 家电成长赛道能否延续高景气?	4
2. 如何展望海外家电市场需求?	8
3. 如何看成本回落对家电销售的影响?	10
4. 投资建议.....	13

图表目录

图 1: 中国小家电销售额与人均 GDP 高度相关 (百万美元, 美元)	4
图 2: 日本小家电销售额与人均 GDP 高度相关 (百万美元, 美元)	4
图 3: 中国人均小家电消费支出 (美元)	4
图 4: 日本人均小家电消费支出 (美元)	4
图 5: 中国小家电消费占人均 GDP 比重	5
图 6: 日本小家电消费占人均 GDP 比重	5
图 7: 日本主要必选家电的 CPI 指数下降明显 (2015=100)	5
图 8: 1970 年左右日本冰箱/洗衣机渗透率接近 100% (%)	5
图 9: 部分小家电产品日本家庭渗透率 (%)	5
图 10: 部分小家电产品日本家庭渗透率 (%)	5
图 11: 我国人均可支配收入逐年走高 (元)	6
图 12: 我国必选属性较高的大家电保有量已经较高 (台/百户)	6
图 13: 日本 19 年人均 GDP 大约是我国的 4 倍 (美元)	6
图 14: 我国小家电行业规模逐年攀升 (十亿元, %)	6
图 15: 我国清洁电器渗透率在全球处于尾部 (%)	7
图 16: 我国小家电潜在市场规模测算结果 (亿元)	7
图 17: 与年中大促相比, 部分新兴赛道引流成本指数显著上升	7
图 18: 新品牌纷纷涌入洗地机新赛道, 竞争格局呈现百花齐放	7
图 19: 美国成屋库存情况 (月)	8
图 20: 德国获批营建住宅单位数 (个)	8
图 21: 海外主要家电公司 Q3 营收同比 19 年常态化水平有所提升	8
图 22: 海外主要家电公司 2021 年度业绩展望	9
图 23: 惠而浦公司对于长期经营目标的判断	9
图 24: 21H2 美国家电零售额维持双位数增长, 日本增速实现反弹	9
图 25: 7 月起多个家电出口国出口金额增速上扬	9
图 26: 2015-2020 年海外家电市场销售额及增速情况	9
图 27: 2015-2020 年海尔、美的外销收入及海外份额情况	9
图 28: 原材料铜、铝价格环比增速有所放缓	10
图 29: 原材料钢材价格指数波动式上升, 塑料价格指数高位回落	10
图 30: 主要原材料合计价格变化对空调成本的影响变动 (%)	10
图 31: 主要原材料合计价格变化对洗衣机成本的影响变动 (%)	10
图 32: 主要原材料合计价格变化对冰箱成本的影响变动 (%)	11

图 33: 主要原材料合计价格变化对小家电成本的影响变动 (%)	11
图 34: 17Q1-21Q3 格力毛销差、净利率与原材料成本走势	11
图 35: 17Q1-21Q3 海尔毛销差、净利率与原材料成本走势	11
图 36: 17Q1-21Q3 美的毛销差、净利率与原材料成本走势	11
图 37: 2017-2021Q3 空调内销与均价变化.....	12
图 38: 2017-2021Q3 冰箱内销与均价变化.....	12
图 39: 2017-2021Q3 洗衣机内销与均价变化	12
图 40: 2017-2021Q3 油烟机内销与均价变化	12
图 41: 2022 年大家电内销量测算结果	13
图 42: 2021 年政府对家电、地产的表态	13

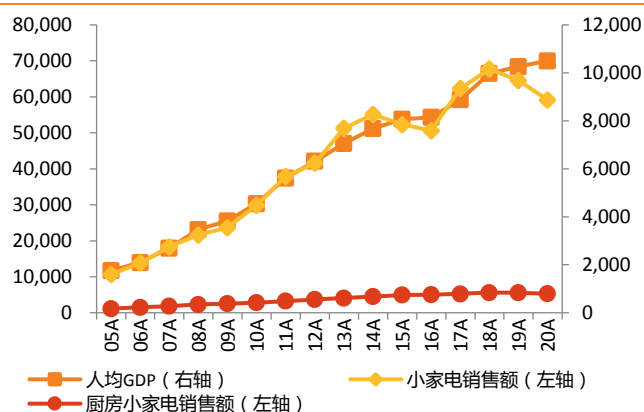
未找到图形项目表。

1. 家电成长赛道能否延续高景气?

家电行业的成长赛道，主要指在近两年景气度较高的清洁类、个护类产品及集成灶等品类，我们看到疫情期间这些赛道呈现出高景气，且在疫情形势缓和阶段，这些品类的热度仍在持续。针对此现象，我们对日本和中国的小家电人均支出、人均 GDP 数据等进行对比分析，探寻这些品类呈现高景气度的长期催化因素。

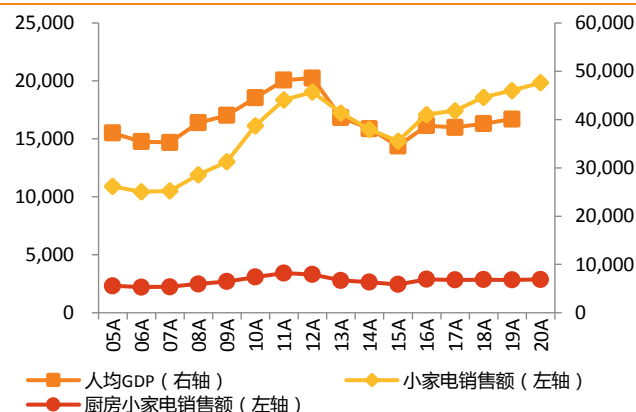
首先看小家电市场发展的驱动力。小家电产品相对大家电具备较强的可选属性，通过将中、日的人均 GDP 与小家电销售额数据拟合，我们发现人均 GDP 的提升对两国家电的销售增长均有较好解释度。因此，我们认为，经济的发展、居民收入的提升对于小家电市场规模的成长有直接的驱动作用。

图 1：中国小家电销售额与人均 GDP 高度相关（百万美元，美元）



资料来源：欧睿国际，Wind，天风证券研究所

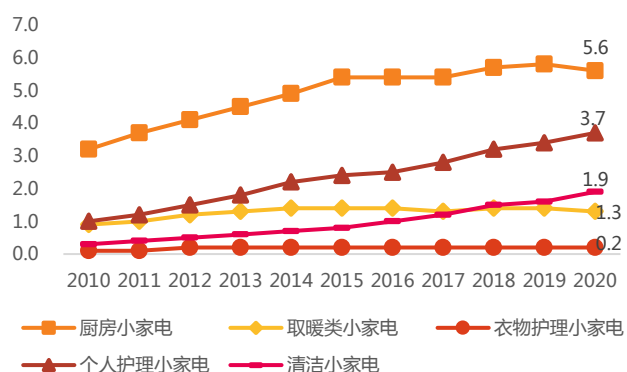
图 2：日本小家电销售额与人均 GDP 高度相关（百万美元，美元）



资料来源：欧睿国际，Wind，天风证券研究所

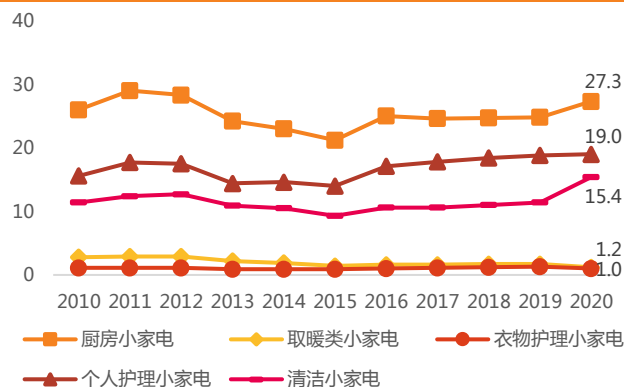
据欧睿国际数据，目前中日小家电消费占人均 GDP 的总比例上差距并不显著，但在绝对值与细分品类的结构上有内生差异。一方面，基于中、日两国的人均 GDP 水平存在较大差异，我国小家电市场的人均消费支出较日本处于低位，除相对具备刚需属性的取暖类小家电外，20 年我国居民在厨房、衣物护理小家电的人均消费支出约占日本同期水平的 1/5，而生活品质提升类小家电，例如个护类、清洁类产品的人均消费支出则处于更低水平。另一方面，目前国内市场中相对必选的小家电品类，消费金额占人均 GDP 比重相对较高，例如厨房小家电；而个护类、清洁类小家电产品的消费占比则低于日本，在国民收入增加的催化下，未来需求仍有较为充足的提升空间。

图 3：中国人均小家电消费支出（美元）



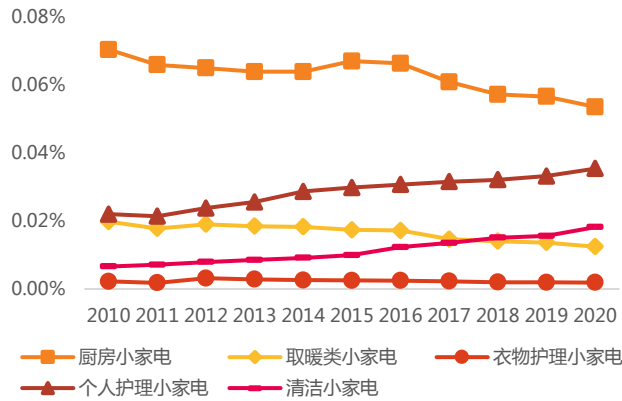
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 4：日本人均小家电消费支出（美元）



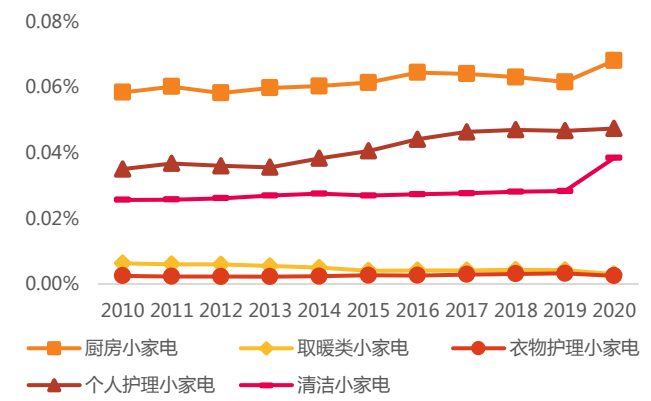
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 5：中国小家电消费占人均 GDP 比重



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

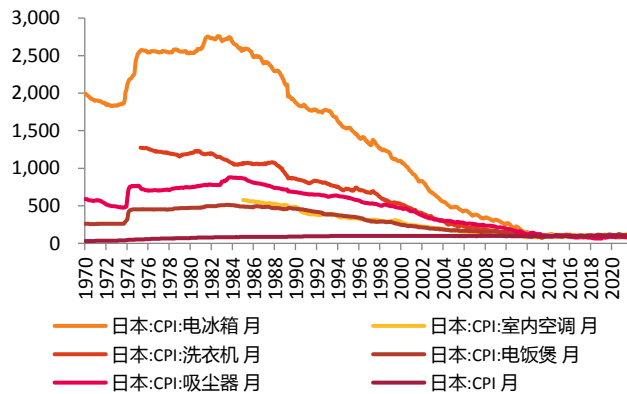
图 6：日本小家电消费占人均 GDP 比重



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

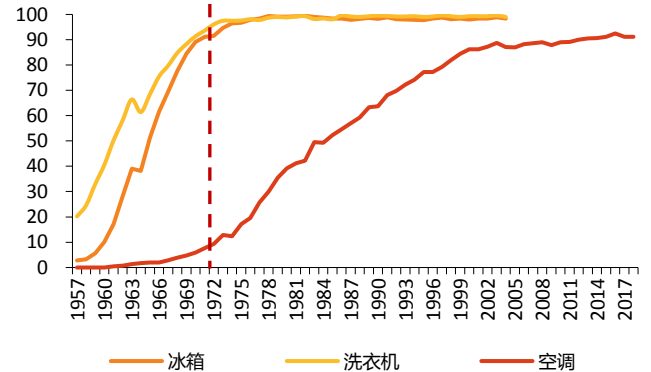
参考与我国生活习惯较为相似的日本，其家电的普及伴随国民收入增加完成了由必选家电向可选家电延伸的过程。世界发展指数显示，1970 年日本人均 GDP 约为 2038 美元，至 2019 年升至 40247 美元（我国 2019 年为 10262 美元，类似日本 80 年左右），而伴随经济发展，据日本统计局数据，日本 CPI 指数由 1970 年的 31.5 升至 2019 年的 101.8（2015=100）。反观主要的必选家电产品，其 CPI 指数在过去 50 年间则基本呈下行趋势，提示作为必选家电的空调、冰箱、洗衣机等在日本国民收入中的占比应也呈现下行态势。从家电产品在日本家庭中的渗透率来看，根据日本内阁府调查数据，基本以 1970 年前后为分界，70 年代前，相对必选的冰箱、洗衣机、电饭煲、吸尘器基本完成普及，渗透率达到或者接近 100%；70 年代后，伴随收入的进一步提升，各类厨房和生活小家电，如电烤炉、榨汁机/搅拌机、净水器等开始先后普及，步入快速发展阶段。

图 7：日本主要必选家电的 CPI 指数下降明显（2015=100）



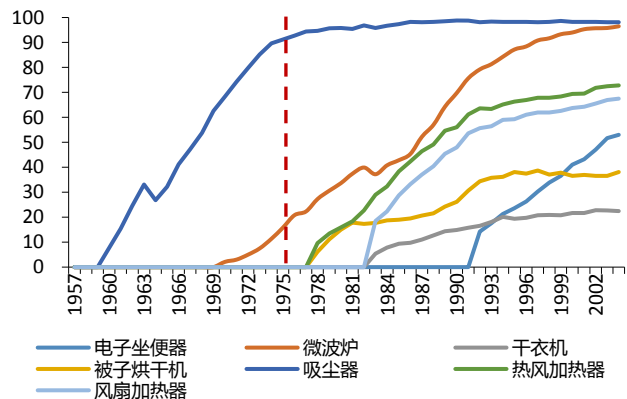
资料来源：日本统计局，天风证券研究所

图 8：1970 年左右日本冰箱/洗衣机渗透率接近 100%（%）



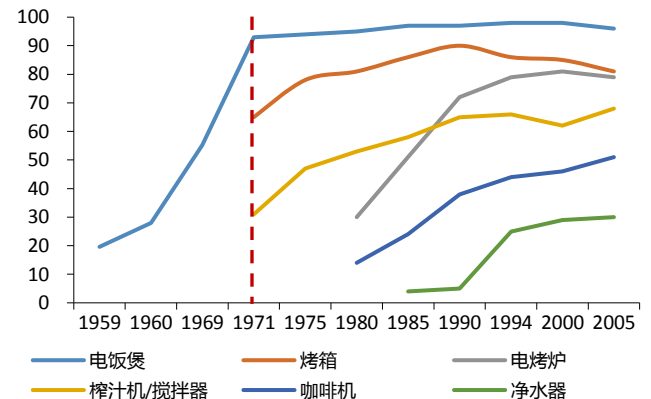
资料来源：日本内阁府，天风证券研究所

图 9：部分小家电产品日本家庭渗透率（%）



资料来源：日本内阁府，天风证券研究所

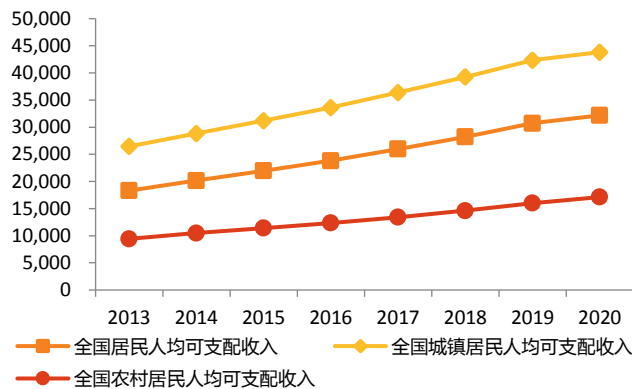
图 10：部分小家电产品日本家庭渗透率（%）



资料来源：日本内阁府，天风证券研究所

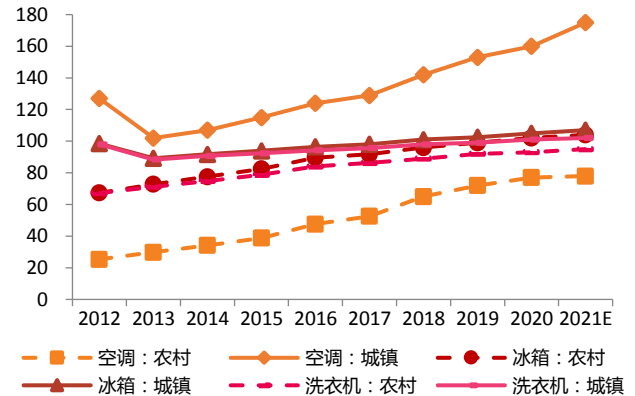
结合日本的经验，在我国人均可支配收入提升、必选家电步入高渗透后，居民消费中“腾出”的空间亦为相对可选小家电市场的生长提供了必要的土壤。当前我国人均 GDP 水平基本类似日本上世纪 80 年代初期，必选家电也已基本完成普及，收入的继续增长将驱动偏可选的小家电市场扩容。据前瞻产业研究院数据，我国小家电行业规模自 12 年起维持双位数增长。在小家电赛道渗透率逐步提升的同时，品类间逐步形成分化。据欧睿国际，2020 年起我国厨房小家电支出占当期人均 GDP 比重有所下行，反馈出以锅煲类、豆料榨类为代表的必选类小家电保有量已高企，可支配收入上升不再对此类产品有超额催化；横向对比日本，我国消费者在清洁、个护、衣物护理等小家电上支出占比较少，我们认为，随着经济发展，收入提升将继续催化此类小家电支出比例提升，而过去 10 年中此类小家电的支出比例亦始终处于提升状态。

图 11：我国人均可支配收入逐年走高（元）



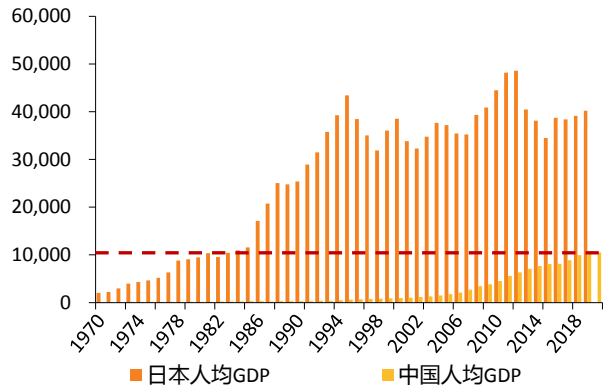
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：我国必选属性较高的大家电保有量已经较高（台/百户）



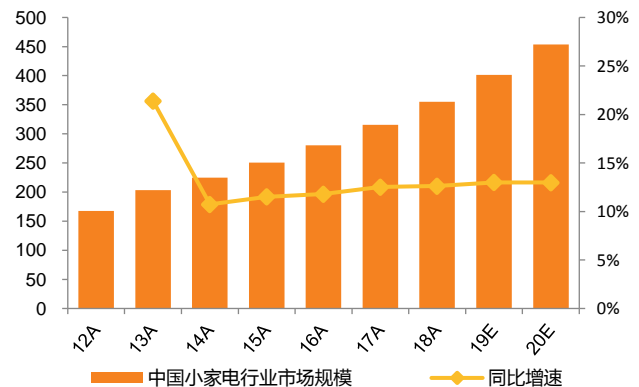
资料来源：Wind，产业在线，天风证券研究所

图 13：日本 19 年人均 GDP 大约是我国的 4 倍（美元）



资料来源：World Development Indicators，天风证券研究所

图 14：我国小家电行业规模逐年攀升（十亿元，%）



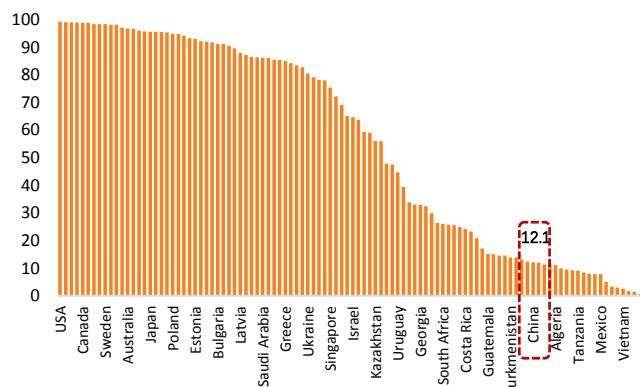
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

基于小家电人均消费与人均 GDP 的高度关联性，以及 2035 年人均 GDP 较 2019 年基数增长一倍的假设，我们预计在欧睿口径下，我国小家电（不含空气类产品）市场规模至 2035 年将同步增长一倍，达 2383 亿元左右；若人均小家电支出占人均 GDP 比重提升至与 2019 年日本一致，则市场规模将进一步上升至 2842 亿元。考虑到清洁、个护类产品在我国的渗透率较发达国家和地区仍然较低，此类产品在国内的渗透率提升亦是未来实现扩容的驱动力。

对于小家电市场的规模测算，其分歧点在于数据监测口径的差异，特别是其中的品类定义

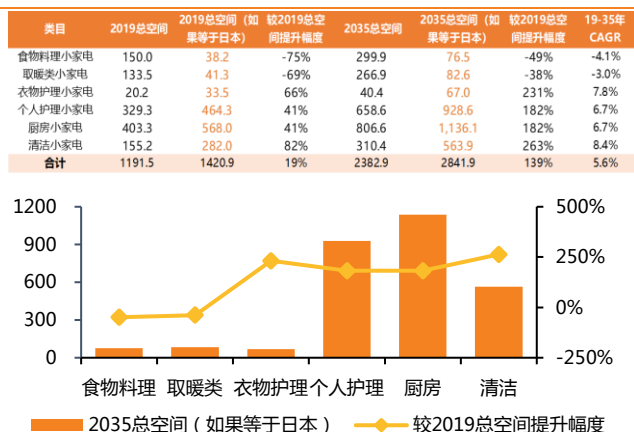
问题。目前主流的三方机构，如 GfK、欧睿国际、中怡康、前瞻产业研究院等，对于国内大家电（空冰洗）零售市场的规模判断差异较小，而对于小家电市场的监测和规模推总数据则有十分明显的差距。我们认为，造成这一现象的主要原因是小家电的品类多样性，众多偏可选的新兴小家电品类通常并不纳入三方机构的高频监测的范围，仅对其规模进行估计，因此产生了诸多差异较大的市场规模口径。考虑众多品类边界的模糊，我们认为，对于小家电市场未来增速和扩张空间的判断，参照性将好于绝对值空间本身的判断。由于小家电品类扩张频繁，欧睿的口径更加偏向核心小家电产品，依据其数据而判断的增速和百分比空间参照意义更好，因此，我们主要使用欧睿国际数据作为国内小家电市场空间预测的基准。经测算，预计 19-35 年我国个护类、清洁类小家电规模 CAGR 分别达 6.7%/8.4%，参照日本小家电渗透率变化曲线，预计两个品类早期增速表现会高于该值，家电成长赛道有望在未来几年延续高景气。

图 15：我国清洁电器渗透率在全球处于尾部（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 16：我国小家电潜在市场规模测算结果（亿元）

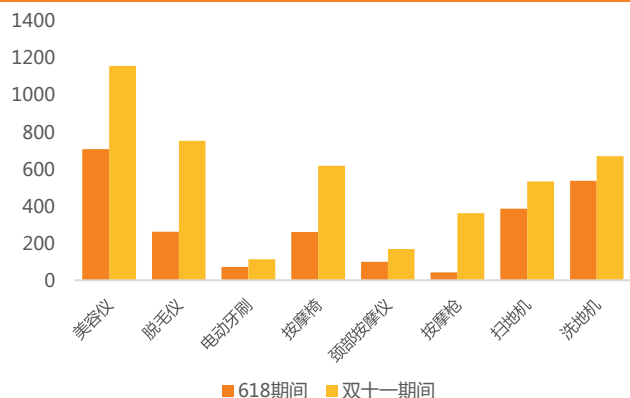


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

在行业延续高景气的同时，更多品牌涌入高景气赛道，竞争有所加剧。我们观察到 21 年初起洗地机等高景气赛道各类新品牌涌入较多。从双十一与 618 大促期间的引流成本指数来看，双十一期间所有高景气品类引流成本均明显上升，指向行业竞争程度更加激烈，无论新老参与者均想通过加大投入来抢占市场份额与消费者心智。我们认为，对于耐用消费品来说，高促销费用投放并非较好的长期竞争策略（较长的换机周期），而是否能够快速地运用新技术迭代商品，树立消费者品牌心智更为重要。

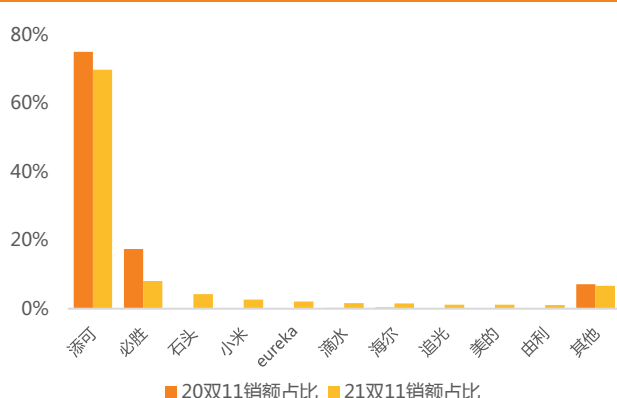
此外，我们认为代工和配件环节仍具备一定弹性。与品牌商相比，代工厂（ODM/OEM）和配件环节由于下游竞争加剧，各类品牌商需求增加，短期内业务可能具有较大的弹性。同时，由于在代工和配件环节无需长期投入高额销售费用，仅受原材料价格波动影响，而今年原材料价格上涨对代工利润端有一定影响，因此明年成本端回落叠加收入端的弹性，有望对代工业务形成共振红利。

图 17：与年中大促相比，部分新兴赛道引流成本指数显著上升



资料来源：欧睿国际，Wind，天风证券研究所

图 18：新品牌纷纷涌入洗地机新赛道，竞争格局呈现百花齐放

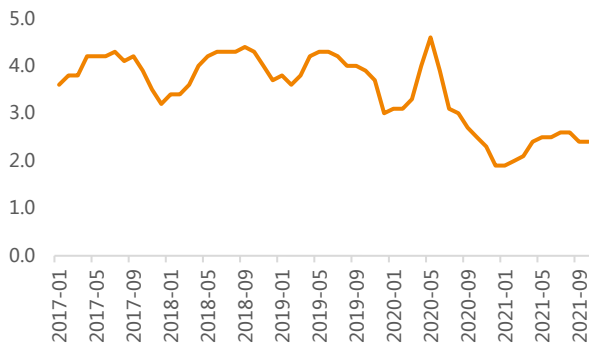


资料来源：欧睿国际，Wind，天风证券研究所

2. 如何展望海外家电市场需求?

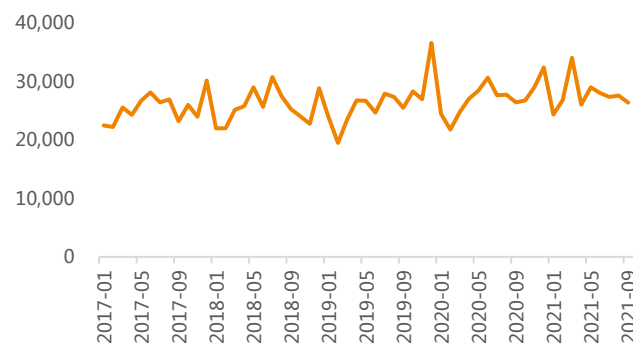
海外地产数据向好，带动家电需求。从海外地产数据看，美国市场新房销售自 21 年 4 月以来增速逐步下移，由于较低的利率水平，预计增速仍好于 17-19 年水平。考虑新房销售后的交房周期，预计北美家电需求景气度虽有回落但仍有望实现正增长。欧洲市场，德国等主要国家住宅新建数据近期较为平稳，预计依然可以对家电需求形成强有力的支撑。

图 19: 美国成屋库存情况 (月)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

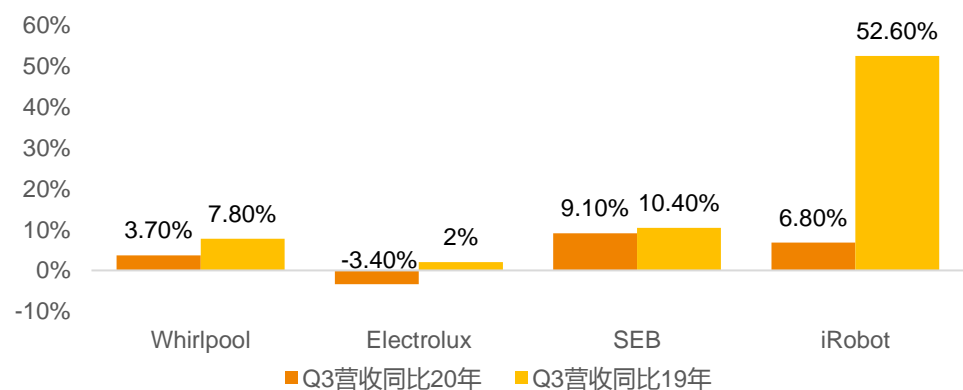
图 20: 德国获批营建住宅单位数 (个)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

海外家电企业上调营收增长目标，增速或好于预期。从海外主要家电企业的财务数据来看，对比疫情前常态水平，21Q3 营收同比 19 年同期均有所提升。同时，海外主要家电企业在 Q3 季报中对于全年增速预判均保持较乐观水平，其中 SEB、A.O.史密斯公司均在 Q3 上调全年预期，而惠而浦公司在 Q3 上调长期营收增长目标。根据惠而浦对于市场的预测，当前利率处于历史低位，购房需求增加，家电替换需求增加，居民可支配收入增加，以及疫情期间全球电商业务大幅加速等因素将共同拉动家电需求，因此其将中长期销售增速目标自 3%左右上调至 5-6%左右，此判断也在下半年美国、日本家电零售额双位数增速，以及多个家电出口国出口金额增速表现上得到了印证。综合来看，虽然疫情常态化后海外需求有所回落，但众多利好因素叠加使得家电海外需求依然好于预期悲观水平。

图 21: 海外主要家电公司 Q3 营收同比 19 年常态化水平有所提升



资料来源: 各公司公告, 天风证券研究所

图 22：海外主要家电公司 2021 年度业绩展望

	Q2 预计全年 营收增速	Q3 预计全年 营收增速	Q2 预计全年营 业利润增速	Q3 预计全年营 业利润增速
惠而浦	13%	13%		
伊莱克斯	大于4%	大于4%	大于6%	大于6%
SEB	大于10%	14%	约10%	10%
iRobot	8-13%	8-13%		
AO史密斯	17%-18%	20%-21%		

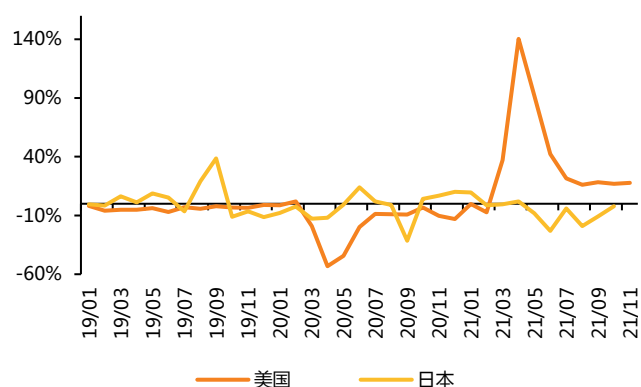
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 23：惠而浦公司对于长期经营目标的判断

	营收	EBIT	调整后FCF	ROIC
Q3更新预测	5-6%	11-12%	7-8%	15-16%
先前预测	~3%	~10%	6%+	12-14%

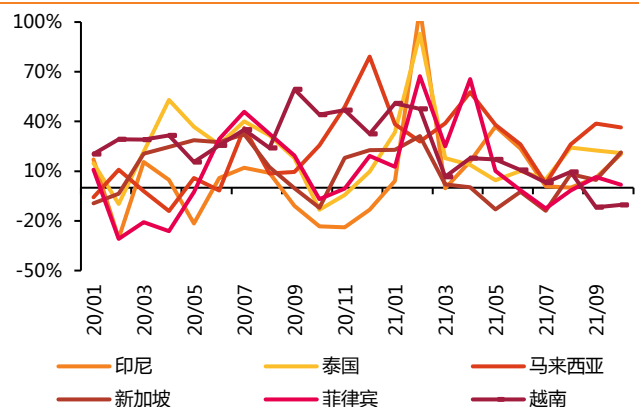
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：21H2 美国家电零售额维持双位数增长，日本增速实现反弹



资料来源：Wind，天风证券研究所

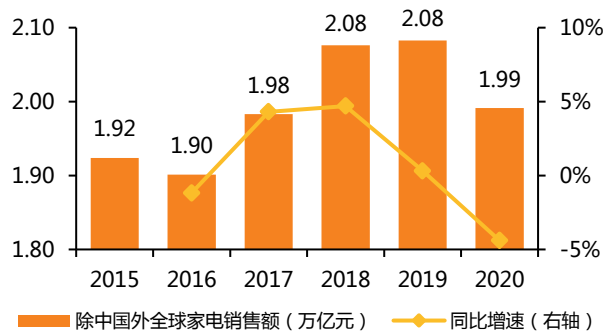
图 25：7 月起多个家电出口国出口金额增速上扬



资料来源：Wind，天风证券研究所

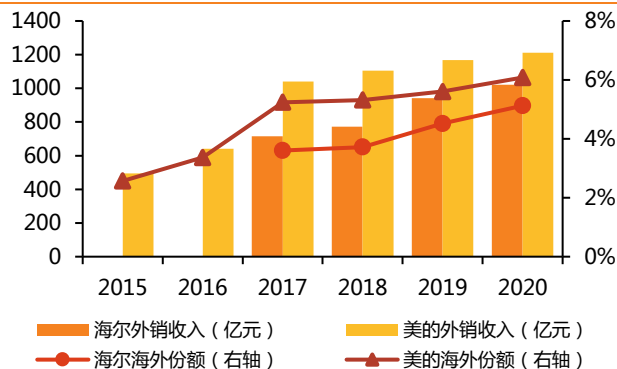
国内家电龙头角度看，海外需求提振有望驱动外销增长。据欧睿国际数据，2020 年除中国地区外全球家电销售额为 2 万亿元，增速处下行通道。同年，国内白电龙头海尔、美的外销收入分别为 1006/1210 亿元，占海外家电市场比例分别为 5.1%/6.1%，中国品牌在全球份额提升的空间依然较大，为中长期海外业务的扩张带来增长空间。考虑到影响海外代工业务的关税及海运价格仍处于高位，导致目前国内家电企业外销成本高企，伴随未来原材料成本下行、关税逐步减免、海运仓位缓解，叠加海外需求延续，有望对出口占比较高的企业形成额外助力，带动其外销收入提升。

图 26：2015-2020 年海外家电市场销售额及增速情况



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 27：2015-2020 年海尔、美的外销收入及海外份额情况



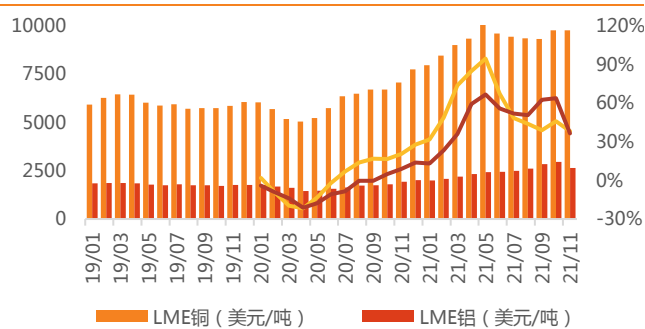
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 如何看成本回落对家电销售的影响?

家电产品的核心原材料主要包含：铜、不锈钢、铝、塑料、玻璃等，从造成原材料价格提升的原因分析，我们预计明年塑料及玻璃价格可能会有所回落，且幅度大概率可观，海外供给主导的铜、不锈钢及铝回落的幅度可能弱于塑料及玻璃。

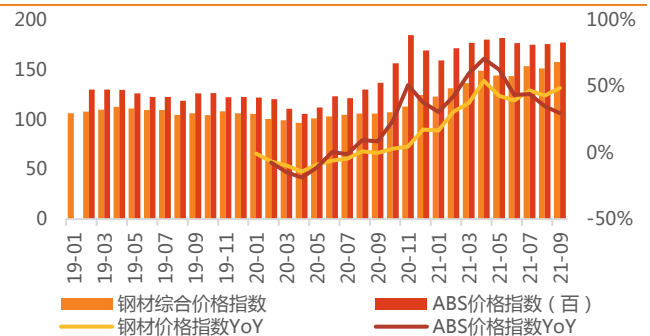
- **海外供给约束主导：**国内对铜精矿和铁矿石的进口依存度较高，分别占 78%/75%左右，铜矿石主要进口自智利、秘鲁；铁矿石主要来自澳大利亚、巴西等国；铝土矿也是进口依存度较高的资源之一。由于疫情反复、变异病毒持续出现，对矿产国较弱的防疫能力考验较大，预计原材料供给仍将可能受制于生产效率的影响。从矿石供给来看，此类原材料的价格可能回落幅度有限，价格回落动力主要来自国内冶炼加工环节。
- **国内供给约束主导：**三季度以来，能耗双控对不锈钢、铝影响较大，目前政策有所调整，且进入 22 年后能耗指标将重新计算，预计会从加工环节使得不锈钢、铝价出现一定回落。塑料、玻璃同样受到今年的环保政策、能耗双控等影响引起涨价，我们预计此类原材料明年价格下降的空间较大。

图 28：原材料铜、铝价格环比增速有所放缓



资料来源：Wind，天风证券研究所

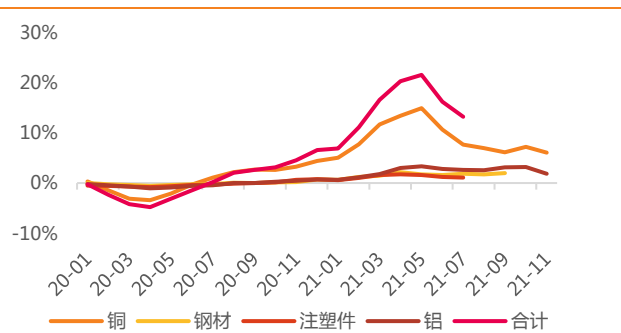
图 29：原材料钢材价格指数波动式上升，塑料价格指数高位回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

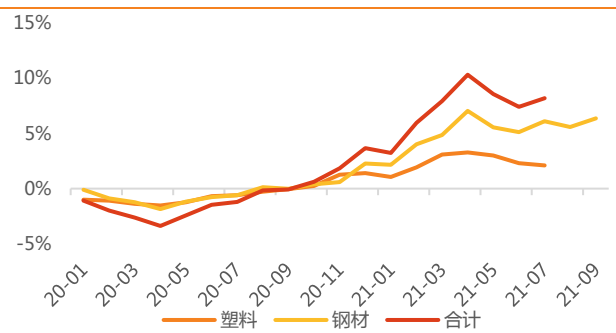
我们对不同家电品种的成本变化对于各类原材料的家电变化进行分析，并列出现原材料价格的同比涨幅对于不同家电品种的成本影响曲线。从曲线中，我们可以看到：1）从家电对各类原材料的敏感度看，铜价变动对空调成本影响较大，洗衣机对不锈钢价格变动较敏感，铜、注塑件价格变动为冰箱成本主要影响因素，而小家电对于五金件（铝为主）价格变动的敏感度较高；2）我们对主要原材料价格判断，回落的幅度可能为塑料/玻璃 > 不锈钢/铝 > 铜，从成本缓解的幅度来看预计为小家电 > 冰洗 > 空调；3）从成本缓解的时间节点来看，由于铜价企稳较早，而五金件及不锈钢三季度受能耗双控影响仍在上涨，因此铜价关联度高的空调及冰箱可能率先出现缓解。

图 30：主要原材料合计价格变化对空调成本的影响变动（%）



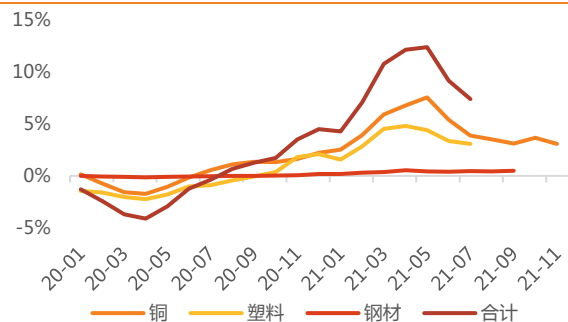
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：主要原材料合计价格变化对洗衣机成本的影响变动（%）



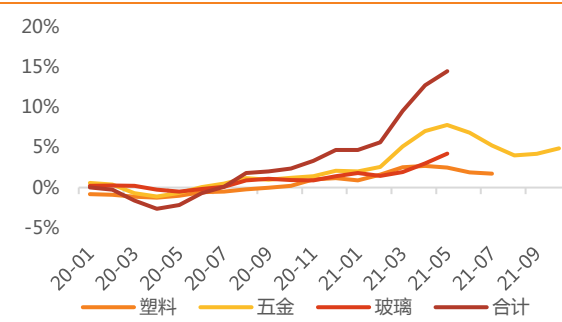
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：主要原材料合计价格变化对冰箱成本的影响变动（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

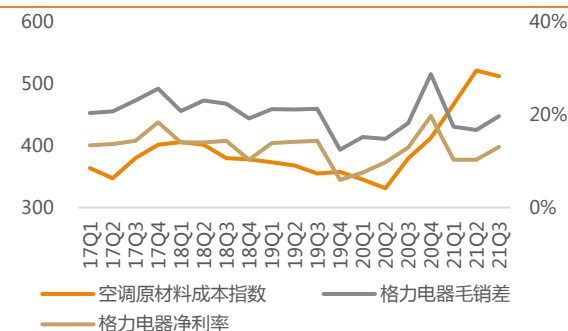
图 33：主要原材料合计价格变化对小家电成本的影响变动（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

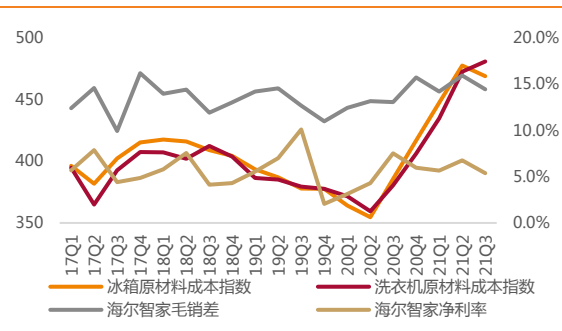
大家电企业利润变化往往滞后原材料价格变化 1-2 个季度左右。通过将核心家电企业毛销差、净利率与主要家电产品原材料价格变化进行指数化处理后进行拟合分析，我们发现上游原材料成本变化往往领先家电企业利润水平变化 1-2 个季度左右。格力主营业务为空调，较为清晰：在空调原材料成本指数（天风计算，口径同上）于 17Q2 触底后，公司 17Q4 毛销差升至顶部；于 20Q2 再次触底后，20Q4 毛销差升至顶部。美的由于实施 T+3 模式，周转较快，原材料与毛销差同步关系较强，17Q2 成本低位即是公司毛销差顶部，17Q4 成本高位亦是公司毛销差底部，20Q2 成本再次触底，同样也是公司毛销差的阶段性顶部。本轮原材料指数自 21Q2 开始出现阶段性拐点，一旦成本回落，对大家电的供需两端都会起到修复作用，因此我们判断 21Q4 起家电企业会在毛销差上也会呈现出向上的拐点。

图 34：17Q1-21Q3 格力毛销差、净利率与原材料成本走势



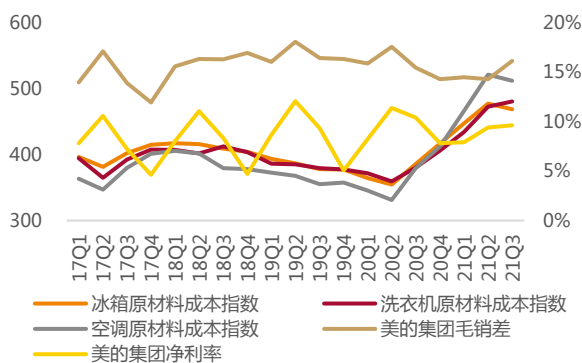
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：17Q1-21Q3 海尔毛销差、净利率与原材料成本走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

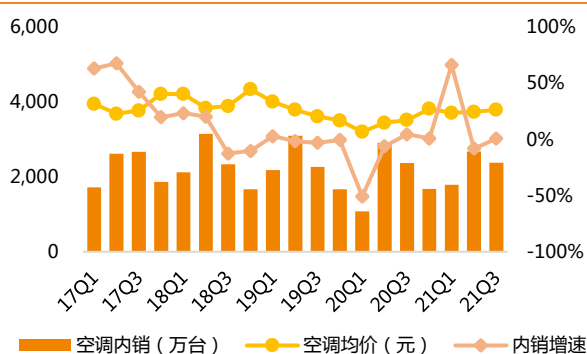
图 36：17Q1-21Q3 美的毛销差、净利率与原材料成本走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

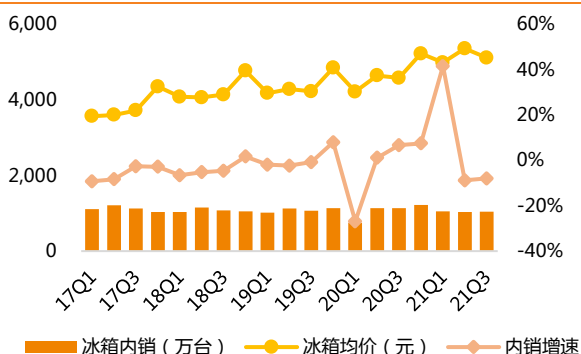
从价格端看，家电行业上一轮因原材料快速涨价发生于 17 年，期间空冰洗均价均有所上升，但我们认为彼时由于棚改货币化安置政策、17 年热夏等原因，涨价并未对需求端造成明显的影响。本轮在受到原材料影响涨价后，二季度内销即发生明显回落，预计需求基础（保有量已达高位，地产销售走弱）偏弱的环境下，终端需求对价格敏感度升高所致，其中烟机品类对价格敏感度相对较低，主要因为其需求较大比例受地产竣工影响（按 19 年数据测算，影响比例在 62.5%）。因此，22 年若终端价格在原材料下行后有一定松动，预计对需求端也将产生一定利好。

图 37：2017-2021Q3 空调内销与均价变化



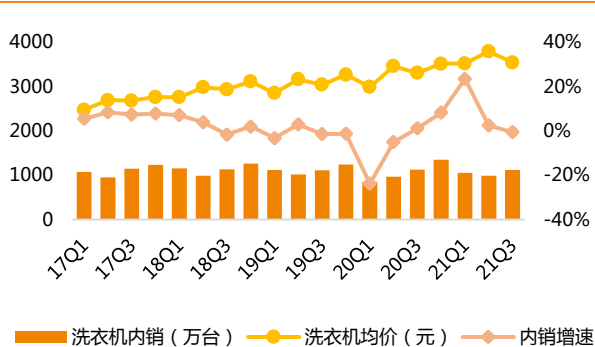
资料来源：中怡康，产业在线，天风证券研究所

图 38：2017-2021Q3 冰箱内销与均价变化



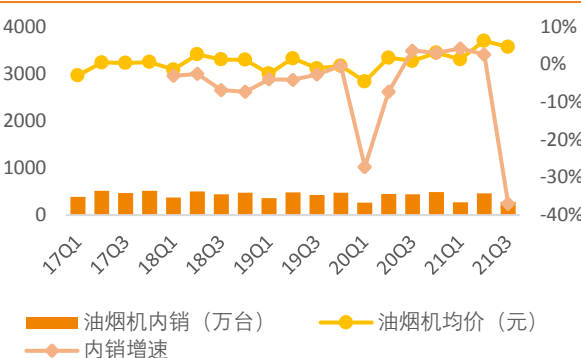
资料来源：中怡康，产业在线，天风证券研究所

图 39：2017-2021Q3 洗衣机内销与均价变化



资料来源：中怡康，产业在线，天风证券研究所

图 40：2017-2021Q3 油烟机内销与均价变化



资料来源：中怡康，产业在线，天风证券研究所

注：油烟机 2016 年及以前的产业在线内销量数据缺失。

我们对 22 年家电内销情况进行测算，核心假设如下：

- 1) 据《国家人口发展规划(2016-2030 年)》，2030 年全国总人口有望达 14.5 亿人，常住人口城镇化率达 70%，我们保守预计到 2035 年我国总人口为 14.6 亿人，城镇化率为 73%，预计 2019-2035 年每年城镇及农村每户人数为 3 人；
- 2) 假设空冰洗更新周期为 10 年，油烟机更新周期为 13 年；
- 3) 参考日本及我国往年大家电增长情况，预计至 2035 年我国空/冰/洗/烟机每百户保有量分别为 264/113/105/90 台；
- 4) 假设精装修渗透率每年增长 2%，油烟机渗透率至 2035 年达 100%；
- 5) 保守估计 2021-2035 年住宅销售套数均为 1365 万套；

6) 由于散发疫情、原材料成本上涨等因素, 2021 年部分消费者家电购置需求延后, 我国大家电内销较增长中枢形成缺口。假设 22 年此类负面影响仍存在但有所减轻, 则假设 21 年延后部分需求自 22 年起逐步消化。

经测算, 我们预计 2022 年空/冰/洗/烟机内销量将分别同比+10%/+3%/+1%/+4%。考虑到近期政府先后推行了加速家电下乡、促进家电消费以及健全城镇住房建设等一系列政策, 有望提振我国家电和耐用品消费市场, 符合我们对未来家电内销的乐观预期。

图 41: 2022 年大家电内销量测算结果

单位: 百户保有量(台); 内销量(万台)	2019	2035E	合计增幅(pct)	CAGR
空调百户保有量	118	264	124.19	5.18%
空调内销量	9212	16897	83.34	3.86%
冰箱百户保有量	101	113	11.69	0.69%
冰箱内销量	4338	5658	30.42	1.67%
洗衣机百户保有量	96	105	9.07	0.54%
洗衣机内销量	4493	4628	2.74	0.19%
油烟机百户保有量	61	90	46.92	2.43%
油烟机内销量	1743	2961	69.85	3.37%

大家电内销量 单位: 万台	21年(中 性预测)	21年(据前三 季度预测)	21年 缺口	22年(中 性预测)	假设22 年缺口	22年(考 虑缺口)	22年(考虑缺口 +21年需求延后)
空调	9938	8351	16%	10322	13%	9003	9162
冰箱	4485	4242	5%	4560	4%	4363	4387
洗衣机	4509	4372	3%	4518	2%	4407	4421
油烟机	1863	1584	15%	1925	12%	1695	1653

资料来源: 国家统计局, 产业在线, Wind, 欧睿国际, 天风证券研究所

图 42: 2021 年政府对家电、地产的表态

日期	2021年政府对于家电、耐用品消费的表态	日期	2021年政府对于房地产的表态
2021/2/21	全面促进农村消费。加快完善县乡村三级农村物流体系, 改造提升农村寄递物流基础设施, 深入推进电子商务进农村和农产品出村进城, 推动城乡生产与消费有效对接。促进农村居民耐用消费品更新换代。完善农村生活性服务业支持政策, 发展线上线下相结合的服务网点, 推动便利化、精细化、品质化发展, 满足农村居民消费升级需要, 吸引城市居民下乡消费。	2021/7/23	加快发展保障性租赁住房, 着力做好新市民和青年人的住房保障。认真贯彻落实党中央、国务院决策部署, 把发展保障性租赁住房作为“十四五”住房建设的重点任务, 坚持一切从实际出发, 解决好大城市的住房突出问题。全面落实房地产长效机制, 进一步加大对房地产市场调控和监管力度, 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。牢牢抓住房地产金融这个关键, 推动金融、房地产同实体经济均衡发展。严格房地产企业“三线四档”融资管理和金融机构房地产贷款集中度管理。
2021/3/5	坚持扩大内需这个战略基点, 充分挖掘国内市场潜力。紧紧围绕改善民生拓展需求, 促进消费与投资有效结合, 实现供需更高水平动态平衡。稳定和扩大消费。多渠道增加居民收入。健全城乡流通体系, 加快电商、快递进农村, 扩大县乡消费。稳定增加汽车、家电等大宗消费。运用好“互联网+”, 推进线上线下更广更深融合, 发展新业态新模式, 为消费者提供更多便捷舒心的服务和产品。	2021/10/10	推动新型城镇化标准化建设。健全住房标准, 完善房地产信息数据、物业服务等标准。推动智能建造标准化, 完善建筑信息模型技术、施工现场监控等标准。开展城市标准化行动, 健全智慧城市标准, 推进城市可持续发展。
2021/10/21	倡导绿色装修, 鼓励选用绿色建材、家具、家电。推动形成绿色生活方式。推广节能低碳节水用品, 推动太阳能、再生水等应用, 鼓励使用环保再生产品和绿色设计产品, 减少一次性消费品和包装用材消耗。	2021/12/10	坚持“房住不炒”, 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求。会议要求, 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 加强预期引导, 探索新的发展模式, 坚持租购并举, 加快发展长租房市场, 推进保障性住房建设, 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求, 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

资料来源: 中国中央人民政府, 中国政府网, 天风证券研究所

4. 投资建议

展望四季度及明年, 我们认为短期内: 1) 家电成本将较 2021 年出现改善, 家电企业利润端将有弹性, 需求端亦可能有一定好转; 2) 低渗透率新兴品类仍将维持高景气度; 3) 海外需求可能好于持平或下滑的悲观预期。因此, 2022 年家电投资可以聚焦于**成本改善和渗透率提升两条主线**。1) 成本改善因素预计将会首先在白电上体现, 且白电公司历经多轮提价后, 在成本下行后有望在短期迎来利润剪刀差, 推荐海尔智家及美的集团。成本改善线上, 除美的海尔外, 今年受损明显的小家电公司亦可关注利润端的修复, 但时间顺序可能晚于白电, 推荐新宝股份、小熊电器、苏泊尔等。2) 低渗透率的新品增长仍是重要的

投资线。经测算，清洁电器国内整体渗透率约 10 台/百户（详细测算请见《天风家电 | 如何看清洁电器市场的渗透率？——2021W25 周观点》），扫地机渗透率不足 5 台/百户。我们认为，在自清洁技术逐步完善后，行业可能由技术升级驱动价格提升逐步向规模效应提升销量逻辑转换，推荐科沃斯、石头科技。集成灶赛道在渗透率带动下预期仍有较好增长，但需关注房地产税试点后续对地产销售和二手房成交的影响，推荐亿田智能，建议关注帅丰电器。

风险提示：宏观经济波动风险；原材料价格波动的风险；测算过程具有一定主观性。

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com