

## 家用电器

报告原因：年度策略

2020年12月19日

2022年度策略

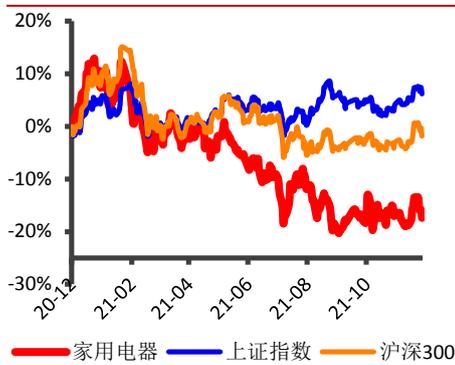
内外兼修，行业景气度预计回升

维持评级

看好

行业研究/深度报告

家电行业近一年市场表现



分析师：石晋 CFA

执业登记编码：S0760514050003

E-mail: shijin@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层  
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 投资要点

#### 行业回顾

**2021年家电行业景气度趋弱，进入估值调整。**2021年家电行业市场规模下降，传统品类恢复缓慢，产品高端化加速，智能化、场景化、套系化特征显现。行业景气度下降主要有以下几方面原因：一原材料价格的持续上涨以及芯片短缺，企业为对冲成本提高终端售价，导致消费需求延迟，出现明显的量额剪刀差；二疫情的局部反复导致线下实体店复苏不达预期；三供应链效率低下，海运价格暴涨、物流成本上升，导致出口业务压力增加；此外制造大省的双限政策也对中小型家电企业经营形成一定压力。

#### 展望2022年

**外部因素边际改善，推动行业回暖：**1) 疫情能否好转以及海外工厂恢复的程度是解决家电出口的重要因素。展望2022年，随着疫苗接种率提高、疫情防控常态化，供应链将逐渐恢复，预计港口拥堵、海外物流周转效率将有所改善。2) 2021年部分白电企业通过提价、产品结构升级、提效降本等积极应对原材料价格上涨且效果显著。目前上游原材料价格已出现不同程度回落，考虑到价格粘性，预计将增厚家电企业业绩。进入四季度，液晶面板供需关系明显缓和，行业份额向头部CR3集中的趋势不变，行业结构的持续优化会让产品价格波动更加平滑。3) 中国人民银行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，地产政策释放积极信号，悲观情绪有望缓解。预计2022年，在房地产政策小幅宽松的背景下，开发商资金流动性紧张情况有所缓解，竣工进度将加快，居民按揭贷款边际回暖，购房者意愿增强，销售环比有望改善。

**内生动力促进行业产品结构升级：**1) 家电多元化渠道拓展趋势明显，线上传统渠道被分流，新兴渠道迅速崛起；线下强调高端智能场景，渠道前置化及家电企业及零售商积极渠道下沉的方向明确。2) 近年消费者对于高端家电预期价格有所提高，价格敏感度不断下降。行业进入成熟期，产品形态升级和深耕细分市场是高端家电产品的主要呈现形式。3) 清洁家电市场整体渗透率低、产品毛利率高，产品护城河较高，本土品牌在解读中国家庭生活场景模式方面更具优势。而消费者结构的改变以及清洁家电偏高的



更换频率为行业带来了新增和更新需求。4) 集成化产品景气度延续，从市场渗透率来看，集成灶产品在烟灶市场中占比逐年提升，但渗透率仍处较低水平。集成洗碗机既可以和橱柜配套也可以和传统厨电结合，甚至是老旧厨房改造，行业发展前景广阔。

**投资建议：**

主线一：建议关注具备高端智能市场引领能力、完善的供应链体系、实现全球运营、有效的公司治理机制与激励机制，有良好的长期投资价值的龙头企业：**美的集团、海尔智家。**

主线二：建议关注市场渗透率较低、发展空间具有想象的细分赛道领跑者：**火星人、科沃斯、石头科技、倍轻松。**

主线三：建议关注积极拓展新赛道同时深挖传统品类优势的传统细分行业龙头公司：**老板电器、苏泊尔。**

**风险提示：**1) 国内外消费需求不振；2) 新冠疫情持续时间超市场预期；3) 房地产行业复苏低于预期；4) 原材料价格重回高位。

## 目 录

1. 行业回顾：行业景气度下降，进入估值调整 .....	7
1.1 行业市场表现偏弱，上游零部件造好 .....	7
1.2 线上市场规模持续增长，线下高端消费亮眼 .....	8
2. 外部因素边际改善，预计将推动行业回暖 .....	10
2.1 海运情况有望向好，助力出口表现 .....	10
2.2 原材料价格有松动迹象 .....	10
2.3 地产政策释放积极信号，悲观情绪有望缓解 .....	12
3. 家电多元化渠道拓展趋势明显 .....	13
3.1 线上规模稳步增长，线下恢复仍需时日 .....	13
3.2 线上传统渠道被分流，新兴渠道崛起 .....	14
3.3 线下渠道前置化、下沉化明显 .....	17
4. 挖掘细分市场成为行业共识 .....	19
4.1 高端、智能家电市占率显著提升 .....	19
4.2 清洁电器进入快速发展期 .....	21
4.3 集成化产品景气度延续 .....	23
5. 投资建议 .....	25
6. 重点公司推荐 .....	25
7. 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1：年初至今家电板块累计涨幅 5.6% .....	7
图表 2：年初至今子行业涨幅（%） .....	7
图表 3：年初至今家电板块 PE 表现 .....	7
图表 4：21 前三季国内规模 5410 亿元，同比+7.7% .....	8
图表 5：前三季出口达 4769 亿元，同比+20% .....	8
图表 6：前三季营收 19% .....	8
图表 7：前三季归母净利润 18% .....	8
图表 8：前三季销售毛利率为 22.5%，销售净利率 6.8%.....	9
图表 9：行业销售费用率明显下降 .....	9
图表 10：集装箱运价指数 .....	10
图表 11：沿海集装箱货物吞吐量（万标准箱） .....	10
图表 12：钢材价格指数走势 .....	11
图表 13：塑料价格指数走势 .....	11
图表 14：铜价走势（元/吨） .....	11
图表 15：铝价格走势（元/吨） .....	11
图表 16：面板价格（美元/片） .....	11
图表 17：液晶面板出货量（百万片） .....	11
图表 18：全国房屋竣工累计面积（万平方米） .....	12
图表 19：全国商品住宅销售累计面积（万平方米） .....	12
图表 20：中国互联网用户人数（亿人）及普及率 .....	13
图表 21：城乡互联网普及率 .....	13
图表 22：实物商品网上零售额（亿元）及比重（%） .....	14

图表 23: 家电国内线上规模持续增长 .....	14
图表 24: 线上四大家电均价表现 (元/台) .....	14
图表 25: 线下四大家电均价表现 (元/台) .....	14
图表 26: 中国网购用户为 8.12 亿人 .....	15
图表 27: 双十一传统平台交易规模 (亿元) .....	15
图表 28: 消费者接触内容营销的形式占比 (%) .....	15
图表 29: 电商直播规模 (亿元) .....	15
图表 30: 抖音矩阵 .....	16
图表 31: 抖音重点品类 .....	16
图表 32: 快手信任闭环 .....	17
图表 33: 磁力金牛电商一体化营销平台 .....	17
图表 34: 智慧家庭场景 .....	17
图表 35: 5-7 月建材渠道各家电销售规模 (万元) .....	18
图表 36: 海尔三翼鸟 .....	18
图表 37: 家电企业及零售商渠道下沉 .....	19
图表 38: 消费者未来可能购买的智能家电 .....	19
图表 39: 细分品类表现 .....	19
图表 40: 21 年 1-10 月线下高端产品增速 .....	20
图表 41: 21H1 线上品类额智能渗透率 (%) .....	20
图表 42: 21 年前三季干衣机市场份额表现 .....	21
图表 43: 智能热泵干衣机 .....	21
图表 44: 国内扫地机器人市场规模 (亿元) 及增速 .....	21
图表 45: 前 3 季品牌市场集中度 .....	21



图表 46: 近一年扫地机器人均价及同比变化 .....	22
图表 47: 各品牌线上均价表现 .....	22
图表 48: 扫地机器人新款 .....	22
图表 49: 线上市场零售份额变化 .....	23
图表 50: 线下市场零售份额变化 .....	23
图表 51: 21H1 各清洁品类线上集中度 .....	23
图表 52: 集成灶销量（万台）及增速 .....	24
图表 53: 集成灶市场规模（亿元）及增速 .....	24
图表 54: 集成灶更加节约空间 .....	24
图表 55: 集成灶市场渗透率（%） .....	24
图表 56: 集成洗碗机 .....	25
图表 57: 重点公司估值（2021 年 12 月 15 日） .....	28

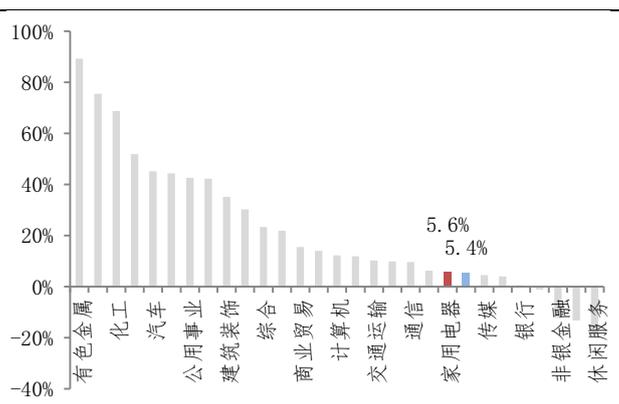
## 1. 行业回顾：行业景气度下降，进入估值调整

### 1.1 行业市场表现偏弱，上游零部件造好

年初至今，申万一级行业中家用电器涨 5.6%，涨跌幅排名第 20 位，跑赢沪深 300 0.2pct。2021 年家电行业市场规模下降，未出现全品类整体上涨的景象，传统品类恢复缓慢，产品高端化加速，场景化、套系化特征显现。

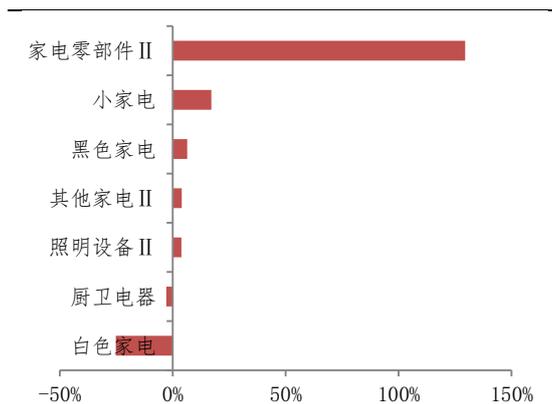
造成行业景气度下降主要有以下几方面原因：一是原材料价格长达一年多的持续上涨以及芯片短缺，企业为对冲成本提高终端售价，导致消费需求延迟，出现明显的量额剪刀差；二是疫情的局部反复导致线下实体店复苏不达预期；三是供应链效率低下，海运价格暴涨、物流成本上升，导致出口业务压力增加；此外制造大省的限电限产政策也对中小型家电企业经营形成一定压力，冰空等产品市场集中度明显上升。

图表 1：年初至今家电板块累计涨幅 5.6%



来源：wind，山西证券研究所，截至 12.1

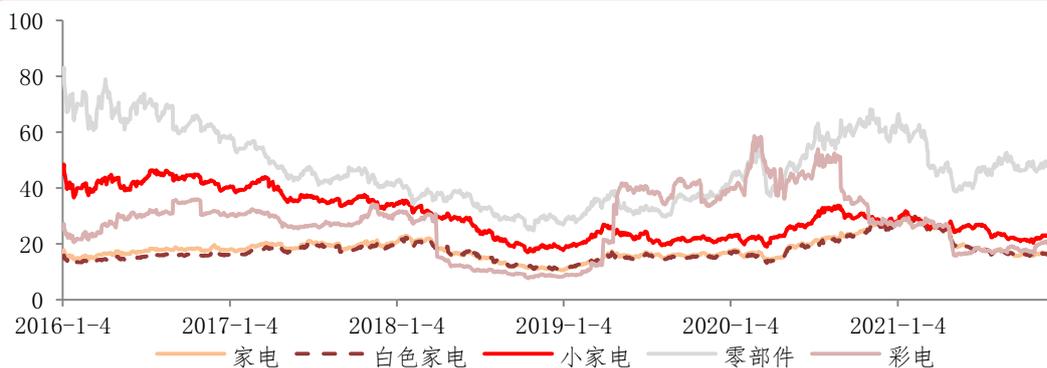
图表 2：年初至今子行业涨幅 (%)



来源：wind，山西证券研究所，截至 12.1

从各子板块 PE 来看，彩电 PE20.6、白电 PE16、厨小家电 PE22.8，基本进入行业合理估值区间。小家电作为去年“宅经济”最大受益者，今年消费热情明显下降。面对原材料成本上涨，小家电企业的体量整体较小，产品议价空间相对有限，同质化现象严重、企业短期难以大幅调价对冲成本上涨，企业利润空间收窄。

图表 3：年初至今家电板块 PE 表现

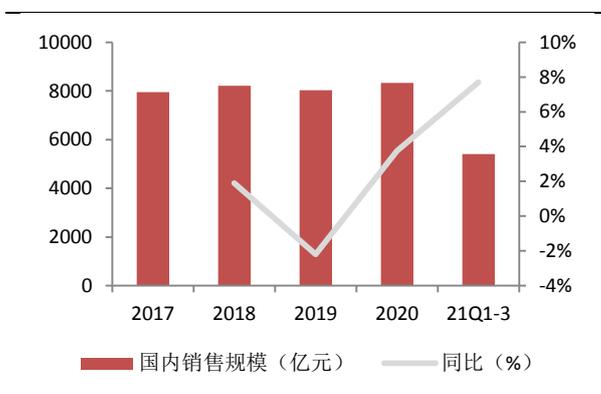


来源：wind，山西证券研究所，截至 2020.12.1

## 1.2 线上市场规模持续增长，线下高端消费亮眼

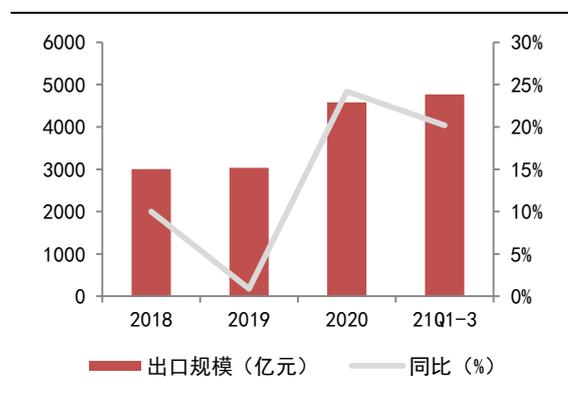
前三季，家电行业国内市场实现销售额 5410 亿元，同比增加 7.7%。出口方面，海关总署数据显示，家电累计出口额 4769 亿元，同比增长率为 20.2%。家电行业呈现出几大特征：1) 企业通过推新卖贵、产品迭代推动产品结构升级，高端、智能产品的规模增速明显好于行业平均；2) 细分行业表现分化延续，新兴赛道进入者众多推动产品认知度和市场渗透率明显提升；3) 线上渠道继续保持正增长，线下实体店依然是高端产品销售的主要渠道。

图表 4：21 前三季国内规模 5410 亿元，同比+7.7%



来源：wind，山西证券研究所

图表 5：前三季出口达 4769 亿元，同比+20%

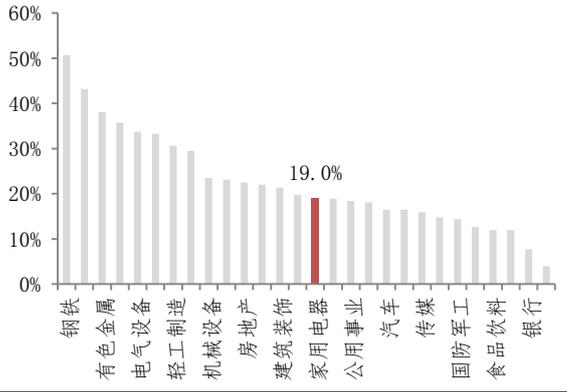


来源：wind，山西证券研究所

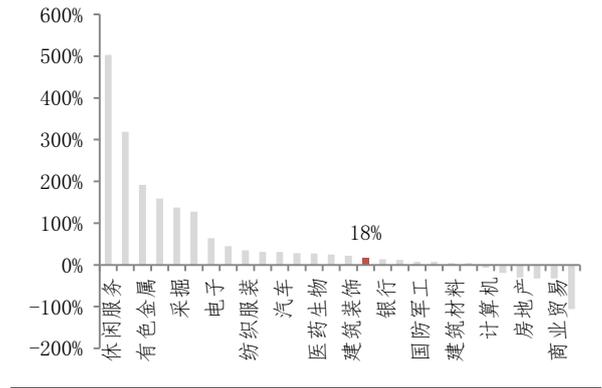
从行业 21 年三季报看，按申万分类的 28 个一级行业中，钢铁、交运、有色居前三位，家电营收增长率为+19%，排名第 15 位，同比上升 5 位。其中三季度单季家电营收增速+4%，位列第 23 位，较上年同期下降 13 位。前三季家电归母净利润增速同比+17.6%，排第 16 位，较上年同期上升 4 位，其中三季度单季归母净利润增速-8.7%，排第 17 位。

图表 6：前三季营收 19%

图表 7：前三季归母净利润 18%



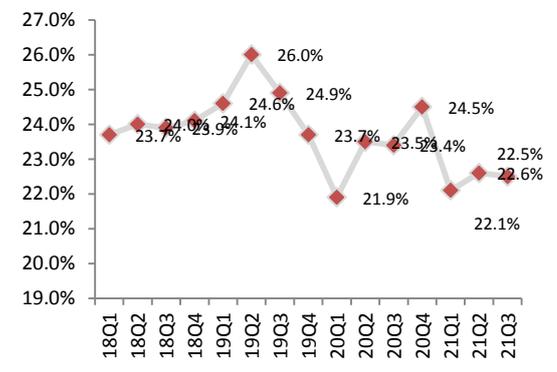
来源：wind，山西证券研究所



来源：wind，山西证券研究所

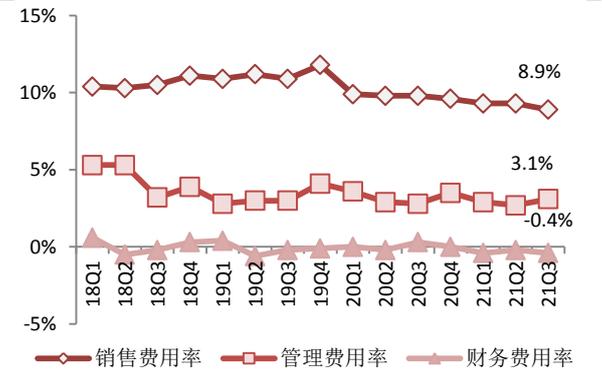
21 年三季度毛利率为 22.5%，较去年同期变动-0.9pct。总体看行业毛利率受原材料持续上涨影响略有回落。费用方面，三季度行业的销售费用率 8.9%，同比下降 0.9pct；管理费用率 3.1%，同比上升 0.3pct，行业降本增效效果明显。前三季家电行业销售净利润率为 6.8%，略低于去年同期的 7.05%。总体来看，上市公司业绩优于市场整体，行业龙头在市场竞争中的优势愈加凸显。

图表 8：前三季销售毛利率为 22.5%，销售净利率 6.8%



来源：wind，山西证券研究所

图表 9：行业销售费用率明显下降



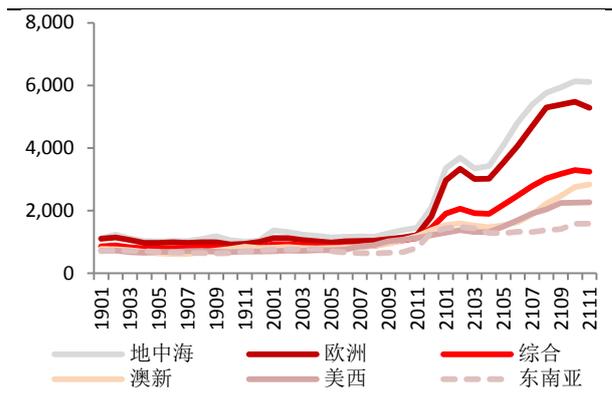
来源：wind，山西证券研究所

## 2. 外部因素边际改善，预计将推动行业回暖

### 2.1 海运情况有望向好，助力出口表现

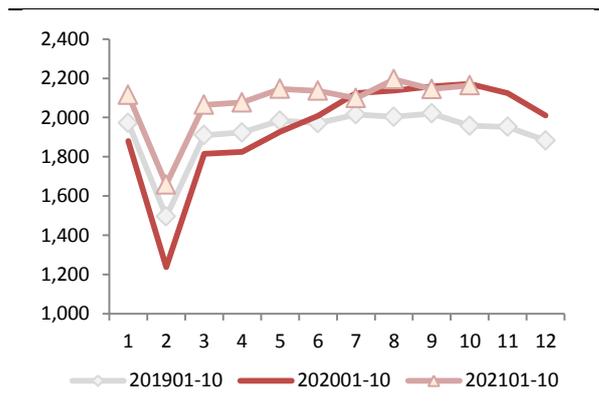
自 2020 年下半年以来，欧美消费需求旺盛，但国外开工困难，导致部分海外订单流入国内。而疫情的不断延长造成：供应链效率低下——船舶和集装箱回流放慢增加了入境和交货时间，集装箱价格暴涨和运力不足导致出口成本攀升，在一定程度上压制了出口。从中国出口集装箱运价指数来看，截至 11 月价格综合指数较年初增长 2.88 倍，其中欧洲、地中海增长约 4.2 倍，日美运价指数增速也在 2 倍附近。疫情能否好转以及海外工厂恢复程度是解决家电出口的重要因素。展望 2022 年，随着疫苗接种率提高、疫情防控常态化，供应链将逐渐恢复，预计港口拥堵、海外物流周转效率将有所改善。

图表 10：集装箱运价指数



来源：wind，山西证券研究所

图表 11：沿海集装箱货物吞吐量（万标准箱）



来源：交通部，山西证券研究所

### 2.2 原材料价格有松动迹象

**主要原材料价格高位回落，家电企业有望迎来边际改善。**自 2020 年 Q2，家电主要原材料（铜、铝、钢材、塑料）价格进入上升通道，在长达一年左右的持续上涨后，原材料价格走势出现明显分化。截至 11 月 30 日，钢材/铝自高位分别下跌 26%/22%。铜价继续维持在高位，下降 8.7%；PP 价格保持平稳，处于合理区间。

今年部分白电企业通过提价、产品结构升级、提效降本等积极应对原材料价格上涨，效果显著。随着上游原材料价格的回落，考虑到价格粘性，预计将增厚家电企业业绩。

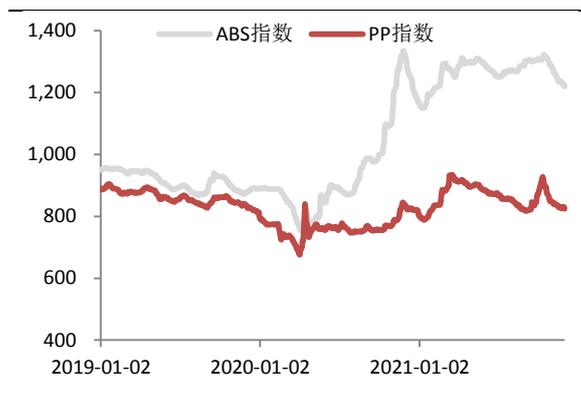
从中长期发展来看，由于近年原材料价格持续上涨，关键原材料选择的多样性愈加重要。市场逐渐开发出 PP 改性材料部分取代价格更贵的 ABS、聚苯乙烯等。和铜换热器相比，全铝微通道换热器具有高效换热、内容积小的明显优势，预计铝替换铜技术也将继续推进。

图表 12：钢材价格指数走势



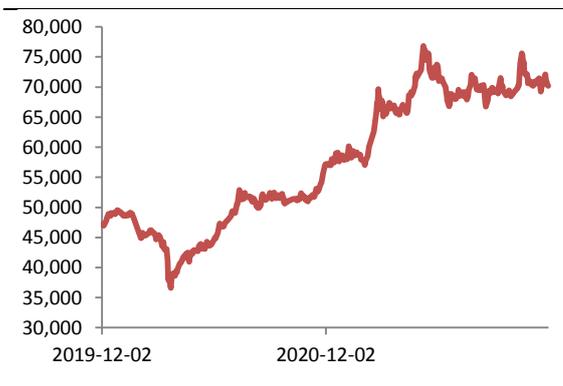
来源：中国钢铁工业协会，山西证券研究所

图表 13：塑料价格指数走势



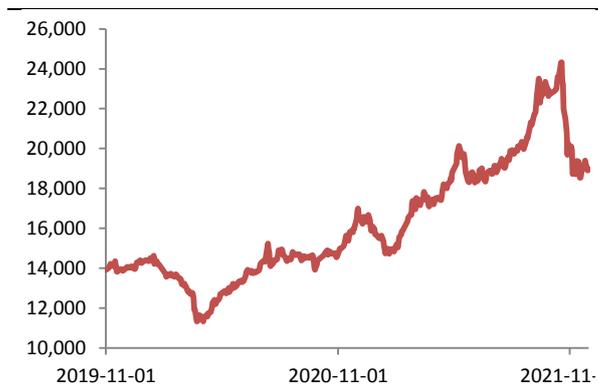
来源：中塑在线，山西证券研究所

图表 14：铜价走势（元/吨）



来源：上海期货交易所，山西证券研究所

图表 15：铝价格走势图（元/吨）

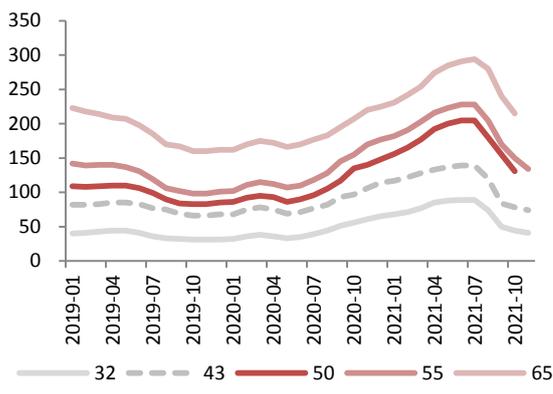


来源：上海期货交易所，山西证券研究所

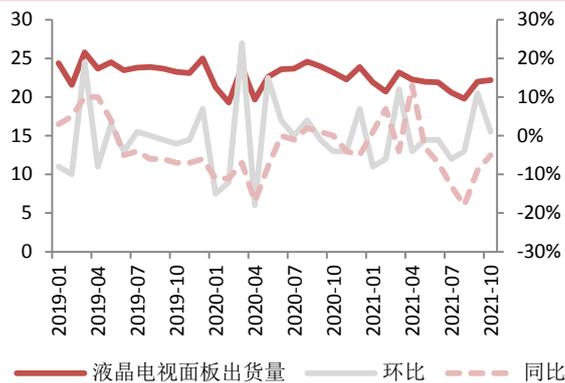
从液晶显示产业链的应用来看，电视是 LCD 第一大应用领域。随着 LCD 的产品形态和显示效果不断升级，65 寸及以上的电视屏产品的渗透率在快速提升，而大尺寸面板价格相对稳定。从产线的竞争力和代际差距等方面来看，行业份额向头部 CR3 集中的趋势不变。进入四季度，面板供需关系明显缓和，行业结构的持续优化也让产品价格波动更加平滑。

图表 16：面板价格（美元/片）

图表 17：液晶面板出货量（百万片）



来源：wind，山西证券研究所

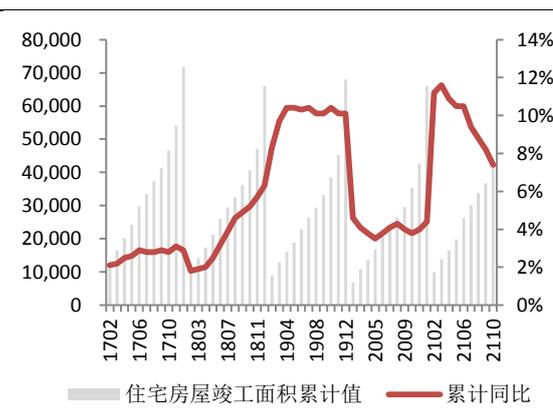


来源：wind，山西证券研究所

## 2.3 地产政策释放积极信号，悲观情绪有望缓解

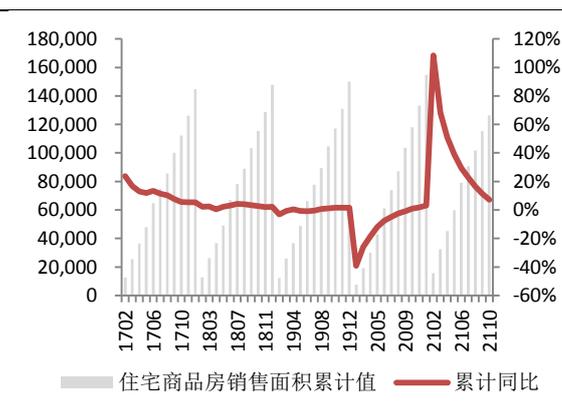
2021 年政策调控和信贷持续收紧，多地升级商品房预售管理政策（包括提高预售门槛、细化预售资金监管专用账户留存额度等）。部分房企债务逐渐到期，资金流动性明显收紧，导致新开工和竣工均有所回落。2021 年 1-10 月全国住宅房屋竣工累计面积为 4.14 亿平方米，累计上升 7.4%，两年平均上升 3.8%；10 月全国商品住宅竣工面积为 0.46 亿平方米，同比-21.3%，环比+51%，两年平均下降 7.35%。房地产税试点、房企流动性问题也加重购房者谨慎情绪，导致需求端收缩。2021 年 1-10 月全国商品住宅累计销售面积为 12.6 亿平方米，累计上升 7.1%，两年平均增长 3.9%。10 月全国商品住宅销售面积为 1.1 亿平方米，同比-24.1%，环比-20.5%，两年平均下降 6%。

图表 18：全国房屋竣工累计面积（万平方米）



来源：wind，山西证券研究所

图表 19：全国商品住宅销售累计面积（万平方米）



来源：wind，山西证券研究所

**市场对房地产行业的悲观预期有望缓解。**12.6 日，中央政治局会议上强调，“要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，促进房地产业健康发展和良性循环。”中国人民银行公告称，“为支持实体经济发展，促进综合融资

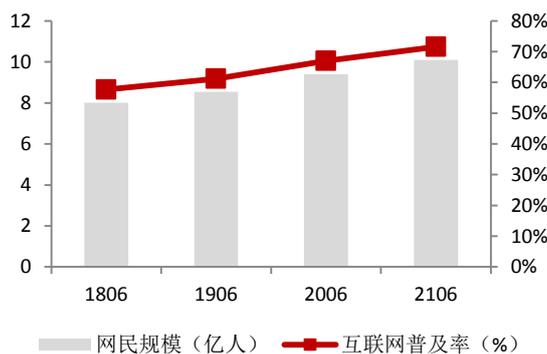
成本稳中有降，于2021年12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.4%。预计2022年，在房地产政策小幅宽松的背景下，开发商资金面流动性紧张情况有所缓解，竣工进度有望加快，居民按揭贷款边际回暖，购房者意愿增强，销售环比有望改善。12.8-10日，中央经济工作会议要求，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。考虑到房企流动性风险、市场情绪需要逐步恢复，明年初仍有压力，预计进入二季度房地产市场会出现较为明显的回暖。

### 3. 家电多元化渠道拓展趋势明显

#### 3.1 线上规模稳步增长，线下恢复仍需时日

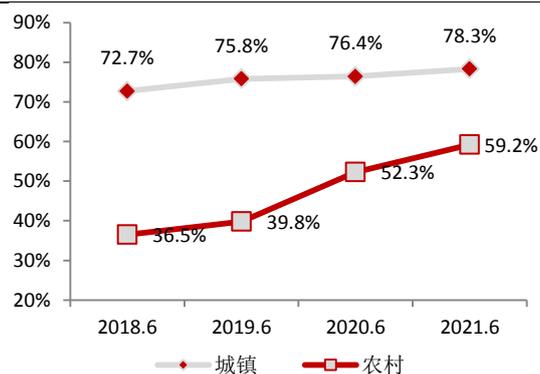
根据《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至2021年6月，国内互联网用户规模达10.11亿，较2020年提升1.2pct，普及率达71.6%。其中农村/城镇互联网用户规模为2.97/7.14亿。农村/城镇互联网普及率为78.3%/59.2%，两者互联网普及率差异缩小4.8pct。

图表 20：中国互联网用户人数（亿人）及普及率



来源：中国互联网络发展状况统计报告，山西证券研究所

图表 21：城乡互联网普及率



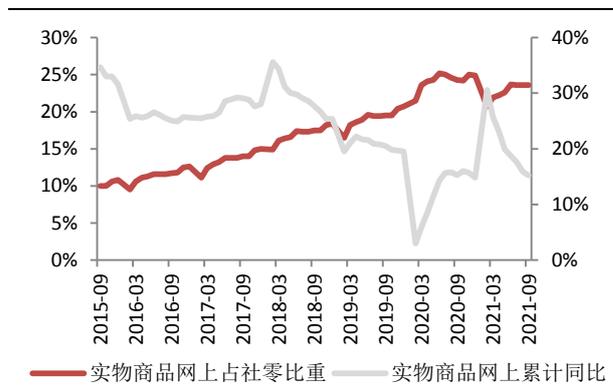
来源：中国互联网络发展状况统计报告，山西证券研究所

截至2021年9月，全国实物商品网上零售额累计达到75042亿元，较上年同期增长15.2%；占商品零售总额的23.6%。家电工业信息中心数据显示，三季度线上市场规模为751.4亿元，同比增长9.0%，线下市场规模为843.8亿元，同比增长率为-13.3%。线下渠道受到局地疫情反复影响，居民实体消费意愿恢复进程缓慢，但在中高端消费、



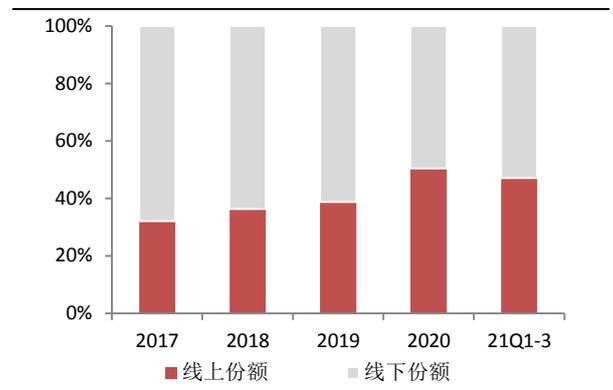
场景体验等方面具备明显优势。

图表 22：实物商品网上零售额（亿元）及比重（%）



来源：wind，山西证券研究所

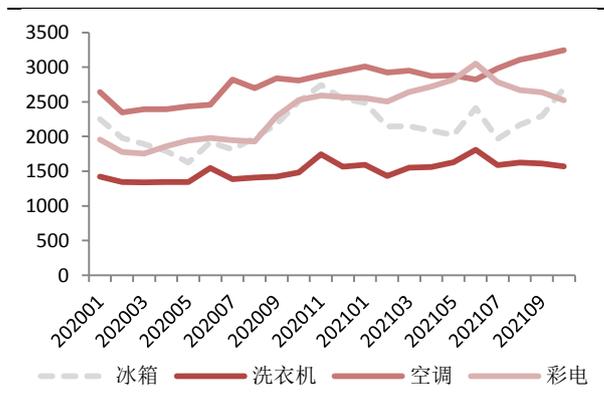
图表 23：家电国内线上规模持续增长



来源：wind，山西证券研究所

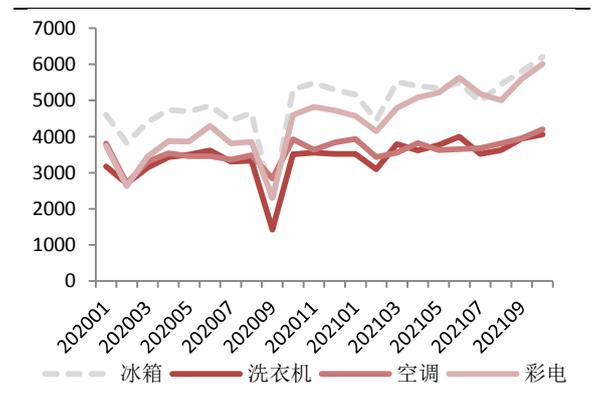
为应对原材料价格上涨，2021 年多家企业先后宣布调整产品价格。截至 10 月，相对年初，线上冰箱空调品类均价上涨在 8%附近，彩电、洗衣机均价稳定。线下由于以中高端产品为主，产品价格上涨空间大，彩电、冰洗空均价分别上涨 31%/20%/15%/7%。2021 年前 10 月国内线下市场大容量冰箱、新一级智能空调等多个品类的高端市场零售额占比同比增长超过 5 个百分点，65 吋以上电视、全面屏电视、容量在 10 公斤及以上的洗衣机和干衣机等产品渗透率同比增长超过 10 个百分点。

图表 24：线上四大家电均价表现（元/台）



来源：奥维，山西证券研究所

图表 25：线下四大家电均价表现（元/台）



来源：奥维，山西证券研究所

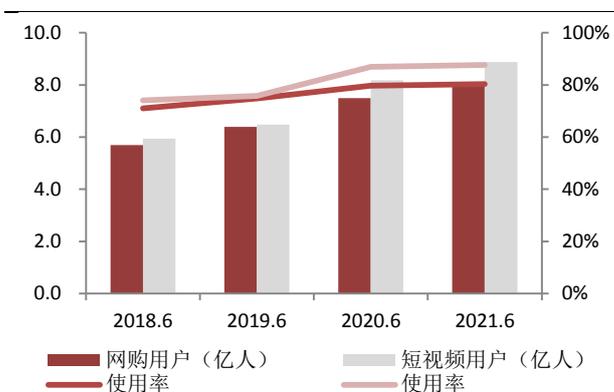
### 3.2 线上传统渠道被分流，新兴渠道崛起

短视频、直播正在全面入侵日常生活。截至 2021 年 6 月末，短视频用户 8.88 亿人，占网民整体的 87.8%。直播用户规模 6.38 亿人，其中电商直播用户规模达到 3.84

亿人，较上年同期增加 7524 万人。电商直播在消费品零售占比逐年提升，2021 年上半年电商直播额占网上商品和服务零售额占比达到 17.9%。

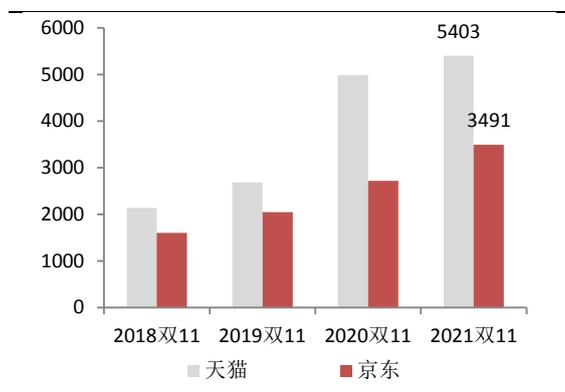
双十一期间，天猫销售总额 5403 亿元（YOY+8.45%），京东销售总额 3491 亿元（YOY+28.5%），加上拼多多、抖音、快手等新电商数据，整体线上销售破万亿。天猫、京东传统电商的成交金额继续扩大，但增幅有不同程度下滑。根据《百度搜索 2021 双十一大数据》，抖音、快手、小红书等新兴渠道虽然仍属第二梯队，但热度上升明显。快手、抖音等短视频社交平台已成为传统电商的重要竞争对手。

图表 26：中国网购用户为 8.12 亿人



来源：中国互联网络发展状况统计报告，山西证券研究所

图表 27：双十一传统平台交易规模（亿元）



来源：天猫、京东、山西证券研究所

相较于广告的唯一宣传作用，直播电商具有非计划性、强互动和碎片化特征，高获客量及高购买转化率使其成为目前变现效率最高的营销方式。以新国货为例，在被调查者中，短视频/直播成为最主要的信息获取方式，远高于传统电商和传统媒介。电商直播规模一直保持在高速发展，预计 2022 年直播电商规模将达到 19800 亿元。除了头部及中腰部主播、商家自播也在保持较高的发展速度，应用场景涵盖新零售、金融等多个领域。

图表 28：消费者接触内容营销的形式占比（%）

图表 29：电商直播规模（亿元）



全面闭环电商。2021H1 快手 GMV 突破 2640 亿元，其中 Q2 交易总额为 1454 亿元，是去年同期的两倍。2020 年平台平均复购率达 65%，相较 2019 年增加 20 个百分点。快手小店对电商交易总额的贡献率从 2020 年 Q2 的 66.4% 增长至 2021 年同期的 90.7%。2021 年 7 月以来，快手品牌入驻快速增长，较年初品牌数量增长 150%，品牌类商品 GMV 增长 731%，其中数码家电品牌商品 GMV 同比增长超 300 倍，满足多圈层、多场景的消费用户。

图表 32：快手信任闭环



来源：快手电商品牌商家经营白皮书

图表 33：磁力金牛电商一体化营销平台



来源：快手电商品牌商家经营白皮书，山西证券研究所

### 3.3 线下渠道前置化、下沉化明显

线下强调高端智能场景呈现。面对线上渠道冲击，线下渠道充分挖掘真实场景展示提升现场体验，强化中高端产品销售，打造私域流量。家电从功能消费向品质消费转变也驱动生产企业全面构建智能家居服务能力，提供漫游式购物体验，借助精准推荐及专属智能导购，实现产品套购。如，美的 2021 年上半年完成近 600 家全屋智能门店授权和超过 3,000 名场景服务技术专家认证，家电产品套系化、智能家居一体化发展趋势明显。海尔推出全屋整装、局改焕新、定制家电等服务，为用户提供智慧家庭全场景解决方案，21 年上半年智慧成套销售额较去年同期增长 39%。

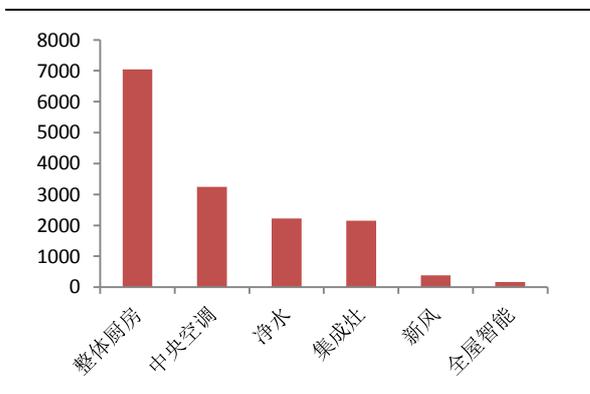
图表 34：智慧家庭场景



来源：美的官网、Haier 官网，山西证券研究所

**家电消费前置化趋势明显，家居建材渠道占比提升。**家电企业通过与家装头部企业合作升级，渠道不断前置化，扩大长尾客户规模，全面提升转化率与配套率。目前前装市场渠道占比逐渐升高，安装类电器比重近 2 成。美的在地市级以上市场的建材家装渠道累计建成逾 560 家智慧家门店，在区县级市场布局超过 2550 家旗舰店，在乡镇级市场建成超过 8320 家多品类店。海尔已建成 382 家三翼鸟 001 号店，赋能建材家装市场触点 1600 多家。三翼鸟厨房引入设计、建材行业人才 100 余名，强化在厨房场景及智慧场景的软硬件企划研发工作，推出适合不同人群、功能需求、装饰风格的厨房场景。卡萨帝品牌在核心商圈、家居建材商圈新开触点网络 2500 多家。

图表 35：5-7 月建材渠道各家电销售规模（万元）



来源：红星美凯龙，山西证券研究所

图表 36：海尔三翼鸟



来源：百度图片，山西证券研究所

**政策再提“家电下乡”。**国常会议审议通过《“十四五”推进农业农村现代化规划》，国家鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动，实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，促进农村居民耐用消费品更新换代。目前乡镇人口约 5 亿人，根据农村居民每百户家电拥有量来看，厨房电器、空调、热水器等的需求有望被激发，普及率继续提升。

图表 37：家电企业及零售商渠道下沉

公司	渠道下沉内容及战略
美的	21H1 累计在区县级市场搭建了超过 2550 家旗舰店、在乡镇级市场搭建了超过 8320 家多品类门店。以用户需求和用户体验牵引零售转型，重构和匹配市场零售运营体系，形成从综合家电卖场、自有专卖体系、以及电商下沉加盟店的业态布局，构建面向终端零售的用户直达
海尔	21H 将三四五级市场的电商渠道与线下渠道进行组织融合，更好实现与终端客户交流与培训，强化其产品展示、营销活动等方面能力与精细化水平，提升单店产出。报告期内电商下沉渠道触点较年初增加 8000 家。
华帝	三四级市场方面，新零售模式成为公司渠道下沉的重要策略。通过借助京东专卖店、苏宁零售云等新零售渠道的终端网点，加速在三四线城市的渗透。并借助三级市场家电直营商的力量，以及线上线下双线融合的优势辐射和打通五六级市场。以满足渠道差异化需求为导向，发力家装渠道、家装公司、燃气公司、互联网家装、积分换购等新兴渠道。
火星人	积极布局下沉渠道，进驻京东小店、天猫优品，苏宁零售云，将门店开到了距离消费者更近的社区。21H1 公司在京东小店、天猫优品和苏宁零售云等布局超过 4000 个网点。
京东	京东在 2020 已开拓 1 万家“六统一”的门店基础上，提出了 2021 将线下门店数量增加到 2 万家的目标，实现对全国 2.5 万乡镇、60 万行政村的全覆盖
国美	国美提出回归家电零售主业发展战略规划，计划未来 18 个月内以自营加盟的模式，扩张到 6000 家以上，月活跃用户 1 亿以上，形成了社交+商务+分享的国美新零售生态圈
苏宁	下半年，公司积极推动线下门店及天猫旗舰店的销售，推进“送装一体”、“以旧换新”等特色服务；持续推进下沉市场零售云以及面向政企客户的易采云业务拓展。

来源：百川盈孚，公司半年报，山西证券研究所

## 4. 挖掘细分市场成为行业共识

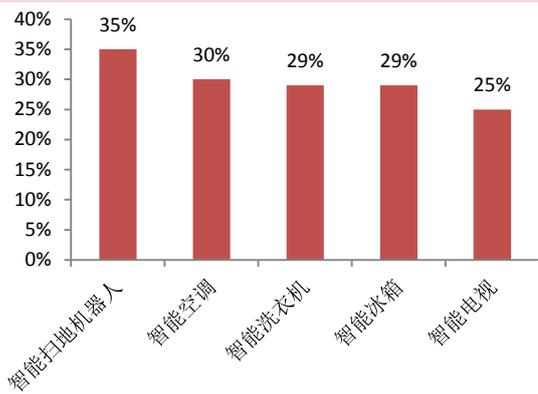
行业进入成熟期，家电品类在逐步向专业的细分领域延伸，从洗衣机到洗烘一体到干衣机，从蒸汽拖把到洗地机，用户定位愈发精准，更多的新赛道将被开发。

### 4.1 高端、智能家电市占率显著提升

**高端、智能家电受到消费者青睐。**近年来，消费者对于高端家电的价格敏感度不断下降，对于高端家电预期价格有所提高。《京东家电消费趋势白皮书》显示，被调查的 75% 的中国消费者认同智能家电将影响他们的生活，占据全球最高水平。对智能扫地机器人、智能空调、智能冰箱等添置意愿较强，保留在长期购买清单中。

图表 38：消费者未来可能购买的智能家电

图表 39：细分品类表现



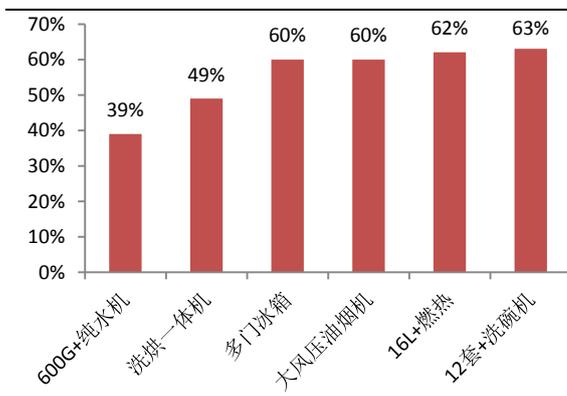
来源：京东消费白皮书，山西证券研究所

细分品类	高端占比	销售额增速(倍)
洗烘套装	50%	2
微蒸烤一体集成灶	90%	30
游戏电视	50%	27
衣物护理机	85%	4

来源：京东消费白皮书，山西证券研究所

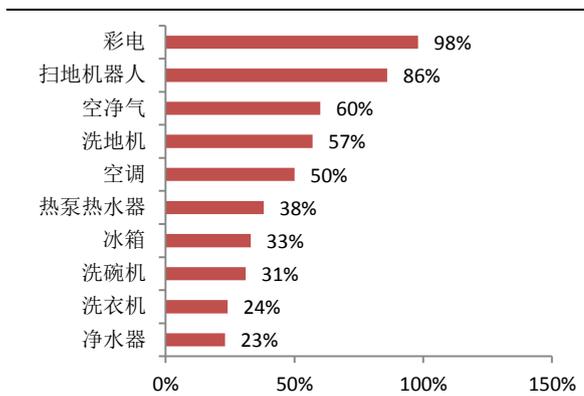
**产品形态升级和深耕细分市场是高端家电产品的主要发展方向。**中怡康数据显示，2021 年前 10 月各细分品类中的高端产品均呈现双位数增长，其中线下洗碗机、16L+燃热、大风压油烟机和多门冰箱增速超 50%。75 吋以上电视线上/线下渠道零售额同比分别+184%/+54%；集成式洗碗机线上零售额+113%。智能冰箱线上零售额+41%；智能洗衣机线上/线下零售额同比+11%/+15%。从渗透率来看，彩电、扫地机器人和空气净成为智能化程度最高的品类，分别为 98%/86%/60%。双十一京东家电中，格力除甲醛高端空调成交额环比增长 4.1 倍，卡萨帝冰洗整体成交额同比增长超 3 倍，添可洗地机成交额同比增长 6 倍。

图表 40：21 年 1-10 月线下高端产品增速



来源：GFK，山西证券研究所

图表 41：21H1 线上品类额智能渗透率 (%)

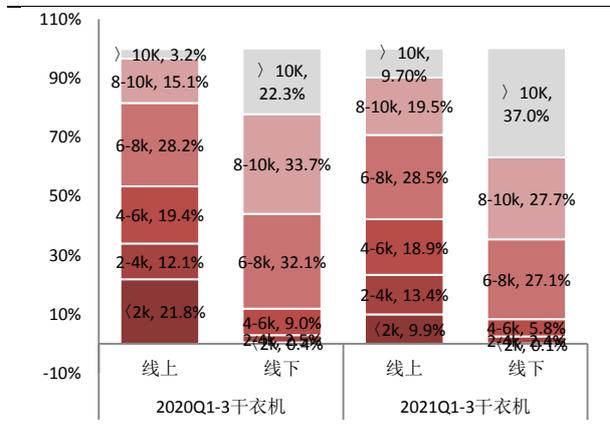


来源：GFK，山西证券研究所

**干衣机高端类份额占比持续扩大，国产品牌增长势头强劲。**由于烘干具有省时、便捷、免熨烫、节省空间等优点，奥维数据 2021 年 Q1-3 干衣机零售量累计 57.5 万台，同比增长 51.2%，零售额累计 35.5 亿元，同比增长 95.8%。线上 6k 以上价格段占比为 57.7%，较 20 年同期提升 11.2pct。线下价格在 6k 以上的占比达到 91.8%，6k 以下的市场份额被明显压缩，10K 及以上价格段占比提升 14.9pct 到 37%。其中热泵式干衣机

在市场上占据绝对优势，线上市场和线下市场的零售量占比分别达到 70%和 95%以上。从渗透率来看，目前国内干衣机每百户拥有率为 0.2%，美国市场渗透率为 76.2%，对比发达国家，国内渗透率相距甚远，南方潮湿地区具有很大的发展潜力。

图表 42：21 年前三季度干衣机市场份额表现



来源：奥维，山西证券研究所

图表 43：智能热泵干衣机

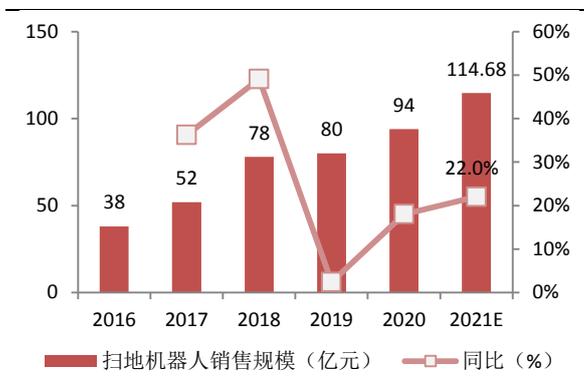


来源：海尔旗舰店，山西证券研究所

## 4.2 清洁电器进入快速发展期

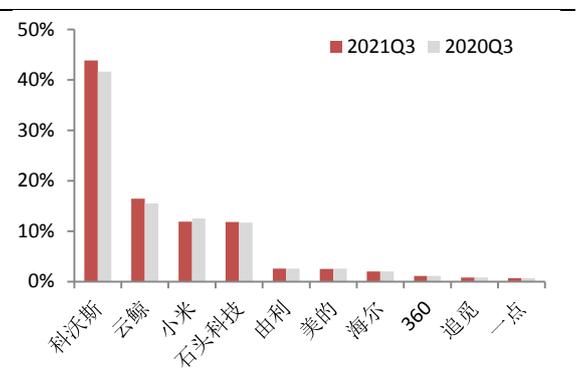
中国是全球最大的智能扫地机器人市场，以新增需求为主。扫地机器人市场整体渗透率低、发展空间大以及产品毛利率高，吸引众多品牌进入扫地机器人领域，但产品本身存在一定的进入门槛，本土品牌在解读中国家庭生活场景模式方面更具优势。按零售额统计，中国市场前四大品牌（科沃斯、小米、云鲸和石头）的线上销售额占有率合计达 80%。从“双 11”的主要电商平台数据来看，产品销售集中在少数品牌，市场集中度较高。

图表 44：国内扫地机器人市场规模（亿元）及增速



数据来源：奥维，山西证券研究所预测

图表 45：前 3 季品牌市场集中度

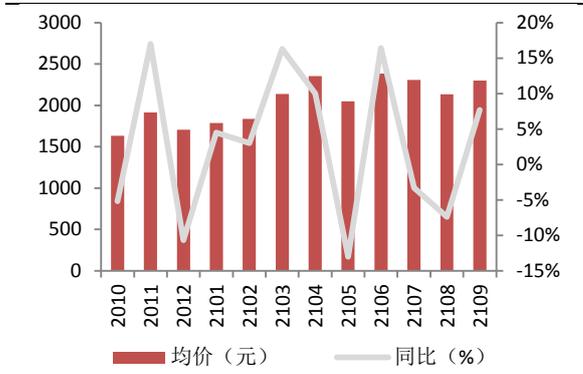


数据来源：奥维，山西证券研究所

产品升级和原材料价格上涨拉动整个清洁市场价格攀升，产品呈现推新卖贵，加

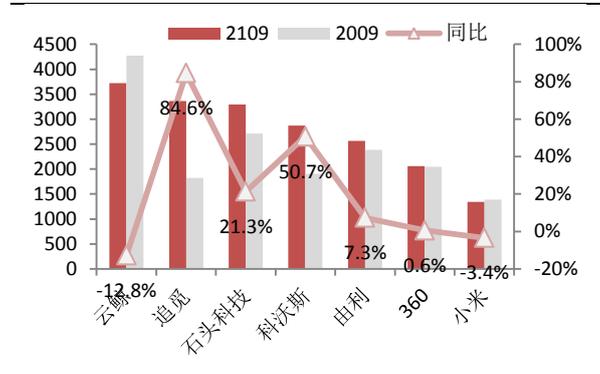
速迭代的特征。高端产品从去年一季度的 11%提升到今年的 25.5%，整体产品均价也从 1 时代稳步进入到 2 时代。根据奥维数据，2500 元以上价格带产品占比不断提升，2021 年接近 50%，行业产品结构升级趋势明确。

图表 46：近一年扫地机器人均价及同比变化



数据来源：奥维，山西证券研究所

图表 47：各品牌线上均价表现



数据来源：奥维，山西证券研究所

从 2021 年的新品来看，科沃斯地宝 X1 实现了自动集尘补水和回洗，深度认知空间，AI 语音助手，升级了产品的便捷体验；石头扫地机器人 G10 配备独创的智控升降擦地模组、拥有 2cm 的越障能力、自动清洗；由利 V980Pro 除了升级继承上一代的自动集尘功能外还新增 UV-紫光杀菌灯，以及实时自清洁水洗机器人 UONI A1 Pro，实现“自清洁+水洗”、6 合 1 全能基站；云鲸推出的“自动上下水”机器人 J2 等。在新品推出和提价的提振下，扫地机器人 10 月的销售增速再回高增长，单月销售规模同比增长 34.30%。

图表 48：扫地机器人新款



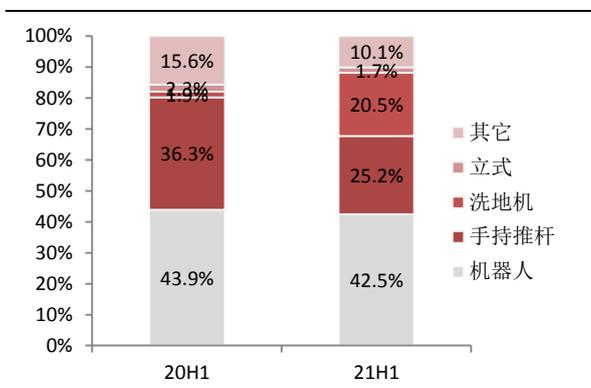
数据来源：天猫、山西证券研究所

根据第七次全国人口普查，全国家庭户数约 4.9 亿户，按 2.5 年的产品更换周期来计算 (2019-2021H 累计零售量约为 1200 万台)，扫地机器人在我国市场整体的渗透率

在 2.5%左右，其中国内沿海地区智能扫地机器人的渗透率为 6%左右，渗透率明显低于欧美日韩等发达国家。

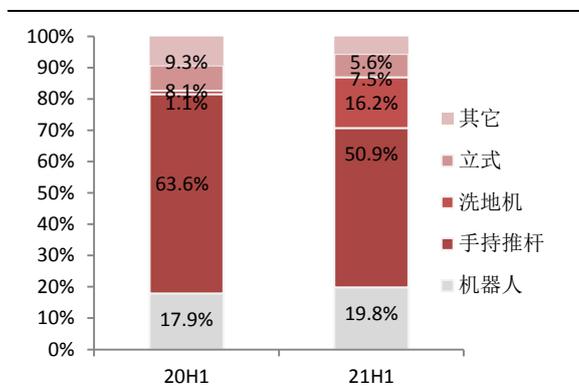
洗地机作为创新品类迅速跻身吸尘器三大品类之一。GFK 数据显示，21H1，洗地机的零售额达 25 亿元，零售额同比增长达 1355.6%，零售量同比增长达 1282.5%。2021 全年洗地机的市场规模有望突破 60 亿元。从使用便捷程度上看，洗地机具有清理局部空间的优点，而具有吸拖一体功能的扫地机器人除了具备吸脏功能外还具有拖地功能，更适合全屋打扫。已经拥有手持推杆吸尘器的家庭依然有购买扫地机器人的需求。从市场份额来看，线上市场的洗地机销售额占比由 20 年 H1 的 1.9% 增至 21 年 H1 的 20.5%，

图表 49：线上市场零售份额变化



数据来源：GFK，山西证券研究所

图表 50：线下市场零售份额变化



数据来源：GFK，山西证券研究所

目前，洗地机市场上的品牌接近 70 个，形成了“一超多强”的行业格局。虽然较 2020 年同期，洗地机的市场集中度略有下降，TOP3 仍保持在 90%以上；同其它清洁家电横向比较，洗地机的市场集中度也是最高的。

图表 51：21H1 各清洁品类线上集中度

	扫地机器人	无绳吸尘器	洗地机	蒸汽拖把
TOP3	72.3%	68.2%	90.3%	54.0%
TOP5	87.0%	78.7%	93.0%	71.3%
TOP10	95.1%	88.6%	97.2%	83.7%

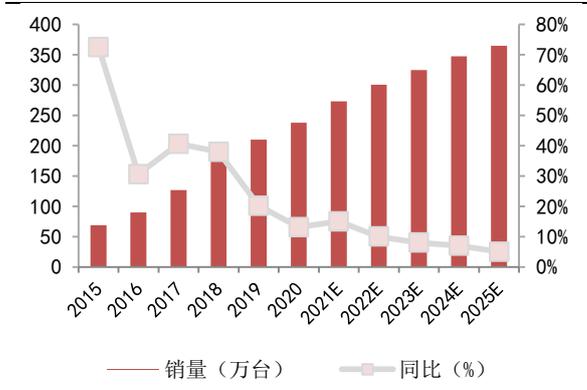
数据来源：奥维，山西证券研究所

### 4.3 集成化产品景气度延续

集成灶产品依靠持续的外观优化、智能升级以及认知度不断提高，对传统吸油烟机产品的替代性明显增强。2021-2025 集成灶销量的年复合增速预计为 15%，市场规模

预计将达到 350 亿元。从行业发展来看，智能化、套系化将是集成厨电发展的主要方向。

图表 52：集成灶销量（万台）及增速



数据来源：中怡康，山西证券研究所 注：2015-2020 年为中怡康数据，2021-2025 年为山西证券预测

图表 53：集成灶市场规模（亿元）及增速



数据来源：中怡康，山西证券研究所 注：2015-2020 年为中怡康数据，2021-2025 年为山西证券预测

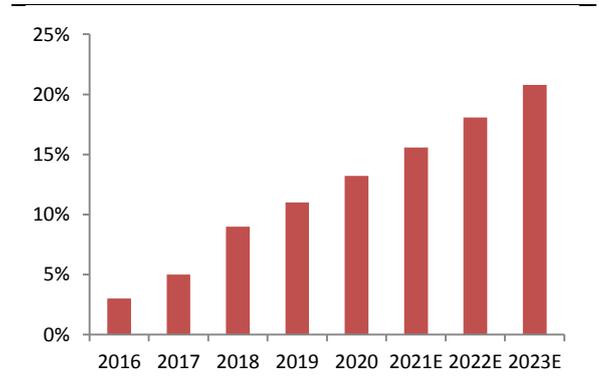
**集成灶市占率低，发展空间大。** 我国一、二线城市以中小户型住宅为主。集成灶将烟机灶具同消毒柜、烤箱、蒸箱等多种功能集和在一起，为添置其它小家电以及增加储存空间提供了空间。疫情爆发后，消费者对高端厨电尤其是蒸箱和烤箱的需求量激增，有力推动了集成灶产品的快速进化，烟灶蒸烤一体机产品发展迅猛。从市场渗透率来看，集成灶产品在烟灶市场中占比逐年提升，但渗透率仍处于较低水平。根据中怡康测算数据，2017 年至 2019 年，国内厨电市场中集成灶销量占烟灶产品总销量的比例分别为 5%、9%和 11%，考虑到产品核心竞争力以及产品知名度，预计 2023 年集成灶渗透率将达到 21%。

图表 54：集成灶更加节约空间



数据来源：帅丰，山西证券研究所

图表 55：集成灶市场渗透率 (%)



数据来源：中怡康，山西证券研究所预测

为提高企业竞争力，集成灶企业除了不断推陈出新高端智能集成灶，同时向集成水槽洗碗机甚至橱柜业务延伸，从单一的厨电生产者向整体厨房解决方案提供者的方

向发展。中怡康数据，2021年1-10月集成式洗碗机线上零售额同比增长113%。目前集成灶和集成水槽的配套率不足20:1，“集成灶+集成水槽”模式有助于提升市场对于集成水槽新兴产品的接受度。集成水槽既可以和橱柜配套也可以和传统厨电结合，甚至是老旧厨房改造，发展空间存在想象。

图表 56：集成洗碗机



数据来源：火星天猫旗舰店、山西证券研究所

## 5. 投资建议

我们认为，2022年家电板块投资的主线逻辑有以下三方面：

主线一：建议关注具备高端智能市场引领能力、完善的供应链体系、实现全球运营、有效的公司治理机制与激励机制，具有良好的长期投资价值的龙头企业：**美的集团、海尔智家**。

主线二：建议关注市场渗透率较低、发展空间具有想象的细分赛道领跑者：**火星**人、科沃斯、石头科技、倍轻松。

主线三：建议关注积极拓展新赛道同时深挖传统品类优势的传统细分赛道龙头企业：**老板电器、苏泊尔**。

## 6. 重点公司推荐

**美的集团 (000333.sz)**

美的作为领先行业的优质龙头公司，产品全面开花，形成了全方位、多元化的市场覆盖。公司积极拥抱新业务新赛道，线上线下市场加速融合，主要家电品类在国内

市场的份额占比均实现不同程度的上涨。公司高端品牌 COLMO 全屋套系化建设逐步完善，市占率明显提升。公司运用 OBM 多品牌战略，不断加速海外电商构建，成立不同层级的跨境电商公司，进一步提升公司的全球影响力和销售规模。

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 4.3/4.76/5, PE 分别为 16.3/14.8/14, 维持“买入”评级。

#### 海尔智家 (600690. sh)

公司在国内竞争优势扩大，通过数字化平台与运营体系建设，终端获客能力与转化效率得到提升，各产业份额持续上升。高端品牌卡萨帝持续扩大在行业的引领优势，其在冰箱、洗衣机、空调等品类的零售额份额居前位。海尔的海外智慧家庭业务也加速对高端产品矩阵和线上渠道进行布局，持续完善全球供应链，海外市场进入营收利润高增长期。

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.35/1.66/1.82, PE 分别为 21.7/17.8/16.2, 维持“买入”评级。

#### 科沃斯 (603486. sh)

科沃斯集团旗下有“科沃斯”和“添可”两大消费者业务线，品牌定位及产品规划清晰。其中“科沃斯”包括扫地机器人、擦窗机器人和空气净化机器人等针对家庭地面清洁及环境健康的服务机器人产品。高端智能生活电器“添可”在洗地机的市场份额遥遥领先，为公司在原有服务机器人业务基础上打开全新的成长空间。在产品高端化及自有品牌业务占比提升的带动下，公司整体毛利率和净利率均有提升，盈利质量持续改善。

预计公司 2020-2022 年 EPS 为 3.1/4.6/6, PE 为 51.2/34.5/26.5, 给予“维持”评级。

#### 倍轻松 (688793. sh)

公司专注于智能便携按摩器的研发、生产、销售及服务。随着个人健康云管理、健康数据分析及人工智能交互等科技概念不断涌现，公司产品智能化不断升级，创新周期不断缩短，公司新品推出策略以现有产品的迭代兼顾新品类的开拓。公司产品定位中高端，以新品+创新定价法作为定价策略，产品客单价远高于市场平均。新发布的

艾灸养护系列属于带耗材运营模式的硬件。公司通过易耗品的复购降低获客成本、提升客户粘性。预计未来将持续为公司贡献稳定收入。

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.93/3.1/4.54, 当前股价对应 52.2/32.6/22.2 倍 PE。给予“增持”评级。

#### 老板电器 (002508.sz)

公司产品规划发展清晰：发挥以烟灶为代表的传统品类优势，赋能以蒸烤一体机为代表的电气化烹饪类群和以洗碗机为代表的水厨电品类群的增长，挖掘存量价值，提升运营效率。老板提出“中国新厨房 老板 4 件套”概念，积极打造套系化产品矩阵。公司线上渠道直营盈利能力较强，线下渠道代理商作为中台赋能组织，形成受控式管理制模式。工程渠道得益于高端品牌定位，同时公司积极推广精装修住宅厨电产品套系化，进一步普及中央吸油烟机，多渠道策略效果显著。

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.23/2.52/2.8, PE 分别为 15.5/13.7/12.4, 维持“增持”评级。

#### 石头科技 (688169.sh)

公司主要以生产智能扫地机器人、手持吸尘器和商用清洁机器人等产品为主。目前，石头科技已成长为全球市占率排名第三的品牌。公司产品结构中，毛利更高的自有品牌占比不断提升助力公司盈利能力向好。2021 年 8 月，新品 G10 和 U10 的发布填补了石头科技在高端洗地机和自清洁扫拖机器人领域的空白。高价格段新品的表现值得期待。

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 24.3/30.7/38.1, PE 分别为 33.3/26.4/21.3 倍，上调“买入”评级。

#### 火星人 (300894.sz)

公司成立以来凭借自身在厨电行业的强大技术、品牌优势，形成以集成灶为核心，以厨柜为载体，搭配集成水槽、集成洗碗机等全屋定制方案解决厨房痛点。公司营收增长远高于行业平均水平。在渠道战略方面，大力推进经销门店铺设，持续保持电商平台优势，把握工程渠道、整装渠道等新兴渠道的风口。在销售渠道方面，公司构建起经销、直营及电商相结合的立体营销体系。

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.03/1.34/1.67, PE 分别为 48.5/37.3/30, 给予“增持”评级。

### 苏泊尔 (002032.sz)

公司通过持续产品创新、优化产品组合、提效降费提升公司效益。厨卫电器、厨房工具、生活家居电器以及高端品牌是公司近年来积极开拓和发展的新兴业务。高端业务经过近几年的整合,运营能力和效率均得到有效提升,公司在厨房领域对中高端品牌全覆盖。未来随着国内线上渠道的不断推广,高端业务预计能保持稳定增长。在渠道方面,公司加大电商渠道建设,线上业务保持快速增长。

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.5/3/3.4, PE 分别为 25.5/21.5/19, 给予“增持”评级。

图表 57: 重点公司估值 (2021 年 12 月 15 日)

证券简称	收盘价	EPS			P/E			评级
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
美的集团	70.3	4.31	4.76	5.05	16.3	14.8	13.9	买入
格力电器	35.9	4.26	4.70	5.10	8.4	7.6	7.0	增持
苏泊尔	64.5	2.53	3.00	3.40	25.5	21.5	18.9	增持
石头科技	810	24.34	30.73	38.12	33.3	26.4	21.3	买入
九阳股份	22.4	1.40	1.62	1.78	16.0	13.8	12.6	增持
老板电器	34.6	2.23	2.52	2.79	15.5	13.7	12.4	增持
奥佳华	12.3	0.87	1.14	1.43	14.1	10.8	8.6	增持
浙江美大	16	1.01	1.30	1.60	15.8	0.0	0.0	增持
海尔智家	29.4	1.35	1.66	1.82	21.7	17.8	16.2	买入
新宝股份	23.9	1.31	1.66	1.97	18.2	14.4	12.1	增持
飞科电器	40.6	1.68	1.83	2.07	24.2	22.2	19.6	增持
科沃斯	158.8	3.10	4.60	6.00	51.2	34.5	26.5	增持
小熊电器	59.9	2.87	3.24	3.51	20.9	18.5	17.1	增持
倍轻松	100.8	1.93	3.09	4.54	52.2	32.6	22.2	增持
火星人	50	1.03	1.34	1.67	48.5	37.3	29.9	增持

数据来源: wind, 山西证券研究所整理

## 7. 风险提示

- 1) 国内外消费需求不振;
- 2) 新冠疫情持续时间超市场预期;



- 3) 房地产行业复苏低于预期；
- 4) 原材料价格重回高位。

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

