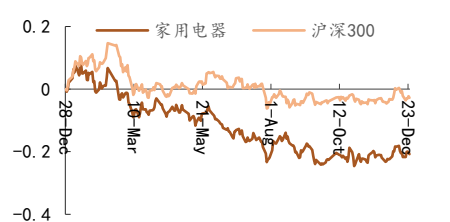


评级：看好

核心观点

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话：010-56511867

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

相关研究

- 家用电器行业周报（20211220-20211226）：拨云见日终有时，柳暗花明又迎春
- 家用电器行业周报：11 月家电社零增速回落，均价持续上行
- 家用电器行业周报：政策边际向好，重视板块投资机会

- 我们关于家用电器行业 2022 年投资策略为：拨云见日终有时，柳暗花明又迎春。坚定看好原材料、地产边际缓和背景下，细分龙头加速突围。
- 短期扰动：地产为主，原料涨价与出口担忧逐步消化。(1) 地产：2021 年地产销售增速高开低走，对家电尤其是厨电板块估值形成明显压制，我们预计 2022 全年我国商品房交房面积有望维持较快增长，带动厨电需求景气度提升，同时近期我国地产政策边际缓和，预计明年地产销售好转将带动板块估值抬升。(2) 原材料：2021 年原材料成本高位运行，面对原材料涨价冲击，各家家电企业通过优化产品组合、调整营销策略等方式提高产品均价，近期原材料价格增速拐点向下，看好后续盈利“剪刀差”。(3) 出口：2021 年以来，海运运力紧张，海运成本不断上涨，叠加上半年人民币汇率小幅波动，对出口业务占比较大的家电企业造成一定压力。我国出口集装箱运价综合指数自 10 月下旬有所回落，但由于海外疫情一时难以缓解，海运压力仍在。展望明年，海运和汇率等阶段性负面因素改善后，家电企业尤其是高端龙头有望迎来盈利回升。
- 长期思考：产品驱动向渠道为王时代迈进。(1) 空间：我国家电市场逐步进入成熟期，其中大家电整体增长放缓，但新兴小家电依旧保持良好的发展态势，叠加农村大家电保有量的不断提升及更新需求的释放，同时考虑到产品结构升级带来的产品均价上涨，未来我国家电市场有望量价齐升，市场空间仍大。(2) 格局：我国空冰洗及油烟机等传统家电品类市场格局稳定；洗碗机、集成灶等新兴厨电行业加速扩容的同时也料将实现格局重塑；小家电领域中长期需求充足，其中扫地机、扫拖一体机、智能投影仪等单品在低渗透率和持续新品迭代下仍有较大增长空间，产品创新驱动下占领消费者心智的小家电企业有望突围而出；照明领域，拥有强大渠道覆盖度的公司有望实现快速发展并实现市占率再提升。(3) 渠道：我们认为家电行业竞争将由产品驱动向渠道为王时代迈进。中国特有的电子商务发展环境以及 Z 时代消费人群崛起为消费升级提供重要基础。如何让产品“更快、更准、更好”的触达消费者将成为企业之间拉开差距的核心关键。我们坚定看好在全渠道营销体系布局领先，积极打破原有成长边界，探索流量入口前置的家电企业成长前景。
- 投资策略：拨云见日，优选龙头。我们认为家电行业面临的原材料涨价压力、地产销售预期压力均呈现边际缓和趋势，板块有望迎来盈利与估值双升。结合当期估值，我们首推厨电板块，其次是白电板块、小家电板块。细分赛道龙头有望加速突围，其中厨电板块推荐老板电器、火星入、亿田智能等；白电板块推荐海尔智家、美的集团；小家电板块推荐苏泊尔、九阳股份、新宝股份、石头科技、莱克电气、极米科技等；此外，积极关注渠道深耕壁垒深厚的照明电工标的公牛集团与欧普照明。
- 风险提示：原料价格大幅波动；终端需求萎靡风险；汇率波动风险。

目录

1 家电板块回顾：白电领跌，厨电小家电承压	1
1.1 行情回顾：年初至今板块跌幅较大.....	1
1.2 机构持仓：机构及北向资金更青睐白电及厨电板块龙头.....	2
2 短期扰动：地产为主，原料涨价与出口担忧逐步消化	3
2.1 地产：2021 年高开低走，2022 年边际缓和.....	3
2.1.1 2021 年地产销售高开低走，压制传统厨电板块估值.....	3
2.1.2 2022 年地产交房预期向好，政策环境边际缓和.....	5
2.2 原材料：2021 年原材料成本高位，2022 年有望边际缓和.....	8
2.2.1 原材料涨价加速行业洗牌，龙头企业抗冲击能力凸显.....	8
2.2.2 2021 年大宗材料高位运行，2022 年有望实现盈利“剪刀差”.....	10
2.3 出口：海运压力仍在，汇率有望平稳.....	12
2.3.1 2021 年海运价格高企，家电企业出口端影响较大.....	12
2.3.2 短期人民币汇率波动较小，家电企业汇兑损益预计相对稳定.....	13
3 长期思考：产品驱动向渠道为王时代迈进	13
3.1 空间：家电市场空间仍大，需求推动结构升级.....	13
3.1.1 我国家电市场仍有较大发展空间.....	14
3.1.2 大家电更新需求占据主导.....	15
3.1.3 新兴品类或将大放异彩，关注集成灶、洗碗机、清洁电器与智能投影.....	16
3.2 格局：整体趋稳，厨电小家电集中度仍将上行.....	20
3.2.1 大家电：内销市场格局稳固，品牌出海或将拉开差距.....	20
3.2.2 厨电：集成灶、洗碗机或将开启加速洗牌的新时代.....	22
3.2.3 小家电：消费升级成为新品迭代的内驱动力.....	24
3.2.4 照明：竞争激烈，渠道为王.....	26
3.3 渠道：更快、更准、更好触达消费者.....	29
3.3.1 中国家电渠道变迁历史复盘：电商占比快速提升，目前已超五成.....	29
3.3.2 他山之石：海外家电渠道对比.....	29
4 投资策略：拨云见日终有时，柳暗花明又迎春	30
4.1 板块估值处历史低位，未来有望拐点向上.....	30
4.2 重点个股：竞争加剧，优选细分赛道龙头.....	31
4.2.1 白电：渠道改革与品牌出海为核心关键.....	31
4.2.2 厨电：渠道下沉与品类拓展为核心关键.....	31
4.2.3 小家电：颜值与功能拓展为核心关键.....	32
4.2.4 照明电工：渠道下沉与品类融合为核心关键.....	33
5 风险提示	33

插图目录

图 1 年初以来家电板块跑输大盘 16.77pct	1
图 2 年初以来白电板块跌幅较大	1
图 3 白电板块估值调整后已低于历史平均	1
图 4 黑电板块当前估值水平低于历史平均	1
图 5 小家电板块估值水平低于历史均值	2
图 6 厨电板块估值低于历史均值	2
图 7 截止 2021 年 Q3 家电板块基金持仓前 20 名	2
图 8 截止 2021 年 Q3 家电板块机构持仓前 20 名	2
图 9 家电板块重点标的沪/深股通持股比例变化情况	3
图 10 家具家电等需求滞后商品房销售 1-2 年	4
图 11 商品房销售面积同比增速正时, 家具与厨电公司估值中枢上移	5
图 12 家具业营业收入增速与商品房交房增速高度相关	5
图 13 油烟机内销量增速与商品房交房增速高度相关	5
图 14 预计 2022 年全年交房面积维持快增长	6
图 15 中国商品住宅精装房开盘套数	6
图 16 地产销售受政策影响明显, 政策放松后 6 个月左右销售面积转正	6
图 17 大家电行业成本结构 (2020 年)	8
图 18 厨电行业成本结构 (2020 年)	8
图 19 小家电及清洁电器行业成本结构 (2020 年)	8
图 20 照明电工行业成本结构 (2020 年)	8
图 21 铜价格变动情况	9
图 22 铝价格变动情况	9
图 23 塑料价格变动情况	9
图 24 亿元以上家电市场数 (个)	9
图 25 空调成本变动情况	10
图 26 家电零售额及同比增速	10
图 27 白电龙头毛利率水平	10
图 28 白电龙头净利率水平	10
图 29 近期我国锌价格变动情况	11
图 30 近期我国铜价格变动情况	11
图 31 近期我国铝价格变动情况	11
图 32 近期我国塑料价格变动情况	11
图 33 2021 年 1-11 月主要白电同比涨价情况 (元)	11
图 34 2021 年 1-11 月主要厨电同比涨价情况 (元)	11
图 35 2021 年 1-11 月主要厨房小家电同比涨价情况 (元)	12
图 36 2021 年 1-11 月主要清洁电器同比涨价情况 (元)	12
图 37 铜、铝等原材料均价同比变动情况	12
图 38 锌板、塑料等原材料价格同比变动情况	12
图 39 中国出口集装箱运价综合指数 (CCIF) 情况	13
图 40 全国主要港口集装箱吞吐量同比增速回落	13
图 41 各公司汇兑损益占净利润之绝对值	13
图 42 美元兑人民币汇率走势 (元)	13

图 43 中国家电零售量规模已超美国	14
图 44 中国与英美日韩家电零售量增速比较	14
图 45 中国家电市场零售额规模（亿元）	14
图 46 2017-2020 年生活电器零售额 CAGR 达 24.5%	14
图 47 中国不同家电品类每百户拥有量走势	15
图 48 2020 年我国城镇和农村家电保有量情况（台/百户）	15
图 49 我国洗衣机、冰箱、家用空调内销量（万台）及增速	15
图 50 中国主要家电品类新增需求占比逐年下降	15
图 51 2015-2020 年，洗碗机 CAGR 为 55.08%	16
图 52 2015-2020 年，集成灶 CAGR 为 29.97%	16
图 53 2020 年各国洗碗机每百户保有量	17
图 54 2019 年各国洗碗机渗透率	17
图 55 我国集成灶内销量增速高于油烟机	17
图 56 我国集成灶内销量占油烟机内销量比重同比提升	17
图 57 吸尘器零售额市场规模（百万元）	18
图 58 吸尘器零售量市场规模（千台）	18
图 59 吸尘器零售额结构	18
图 60 吸尘器零售量结构	18
图 61 2021 年，科沃斯推出新品扫地机器人地宝 X1	19
图 62 2021 年，石头推出自清洁扫拖机器人 U10	19
图 63 中国投影设备市场发展迅速	19
图 64 中国投影设备出货量分场景结构（万台）	20
图 65 中国投影设备出货量分光源结构（万台）	20
图 66 2021Q1-3，我国空调内销量品牌 CR3 为 80.7%	20
图 67 2021Q1-3，我国冰箱内销量品牌 CR3 为 61.0%	20
图 68 2021Q1-3，我国洗衣机内销量品牌 CR3 为 71.5%	21
图 69 2020 年，我国彩电内销量品牌 CR3 为 45.0%	21
图 70 三大白电内外销占比情况	21
图 71 美的、海尔、格力自有品牌在海外市场零售量占比情况（单位：%）	22
图 72 中国洗碗机零售量份额	22
图 73 洗碗机电商渠道销售占比提升	22
图 74 2020 年我国洗碗机线下品牌销售额 CR5 为 95.67%	23
图 75 2020 年我国洗碗机线上品牌销售额 CR5 为 77.22%	23
图 76 2019H1-2021H1 我国洗碗机线上市场分套数占比	23
图 77 我国嵌入式洗碗机占比持续提升	23
图 78 2020 年我国集成灶线下品牌销售额 CR5 为 71.62%	24
图 79 2020 年我国集成灶线上品牌销售额 CR5 为 47.13%	24
图 80 2021H1 集成灶线上 1 万元以上产品零售份额同比提升	24
图 81 2021H1 线下 1.3 万元以上产品零售额份额同比提升	24
图 82 我国全国居民消费价格（CPI）走势	25
图 83 吸引用户购买小家电及智能家居硬件产品的原因	25
图 84 小家电及智能硬件典型品类线上销量及销额变动情况	25
图 85 2021 年传统品类小家电整体走势低迷	25
图 86 2021H1 线上小家电各品牌份额及变化	26
图 87 2021H1 线下小家电各品牌份额及变化	26

图 88 全球家居照明零售市场规模增速放缓	26
图 89 中国家居照明零售市场规模增速放缓	26
图 90 全球光源零售额份额	27
图 91 中国光源零售额份额	27
图 92 2013 年中国照明产品零售市场品牌份额 (%)	27
图 93 2020 年中国照明产品零售市场品牌份额 (%)	27
图 94 中国家居照明灯具产品零售市场份额 (%)	28
图 95 中国家居照明光源产品零售市场份额 (%)	28
图 96 公牛集团线下经销渠道终端网点数量 (万个)	28
图 97 欧普照明家居照明线下终端网点数 (万家)	28
图 98 中国家电产品销售渠道结构	29
图 99 中国不同家电销售渠道零售量增速	29
图 100 日本家电产品销售渠道结构	29
图 101 韩国不同家电销售渠道零售量增速	29
图 102 美国家电产品销售渠道结构	30
图 103 英国家电产品销售渠道结构	30

表格目录

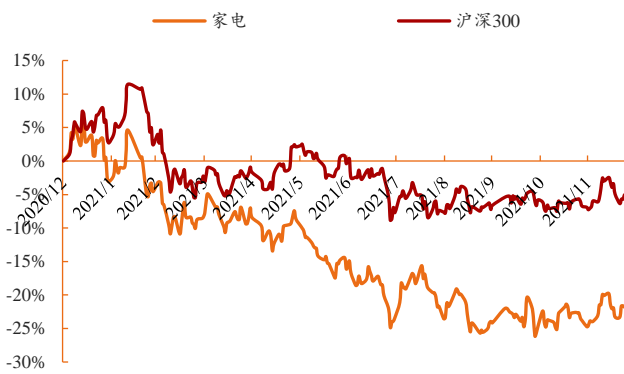
表 1 2006 年以来地产政策梳理	7
表 2 2020 年以来政府多次表态刺激农村地区家电消费与更新	16
表 3 主要白电公司财务预测	31
表 4 主要厨电公司财务预测	31
表 5 主要小家电公司财务预测	32
表 6 主要照明电工公司财务预测	33

1 家电板块回顾：白电领跌，厨电小家电承压

1.1 行情回顾：年初至今板块跌幅较大

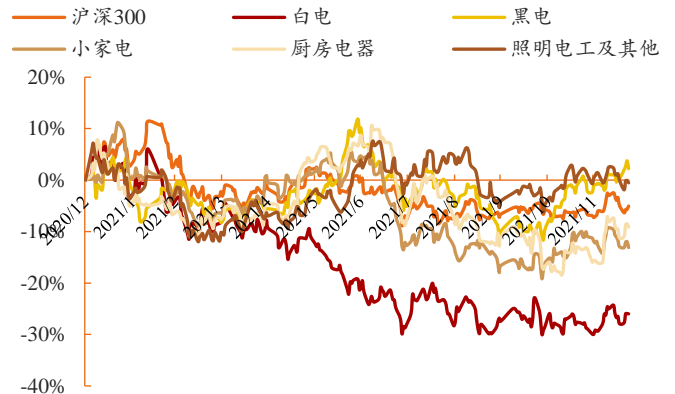
今年年初以来（截至 12 月 23 日收盘）沪深 300 指数下跌 5.04%，家电板块下跌 21.81%，跑输大盘 16.77pct，在 28 个子行业中位列第 28 名。从走势上看，受原材料涨价、汇率波动、地产基本面及行业景气度较弱等因素影响，自 2021 年初以来，家电板块整体在震荡中下行。

图 1 年初以来家电板块跑输大盘 16.77pct



资料来源：Wind，首创证券

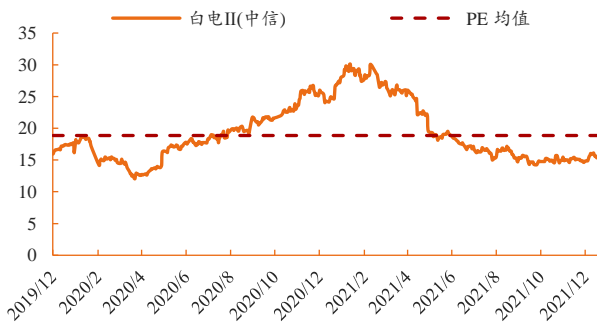
图 2 年初以来白电板块跌幅较大



资料来源：Wind，首创证券

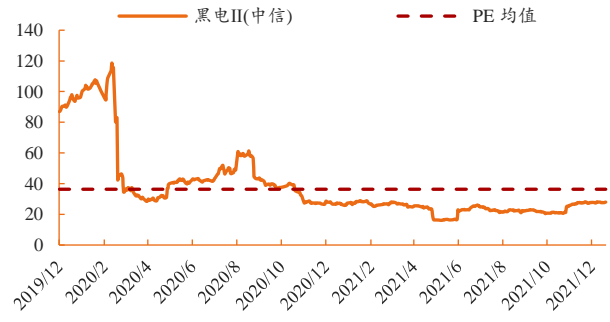
家电各子板块估值水平目前均低于历史均值。截至 2021 年 12 月 23 日收盘，白电、黑电、小家电、厨电四个主要的家电行业子板块的市盈率（TTM）水平分别为 15.74/28.06/27.81/20.07，均低于近两年以来的市盈率历史均值。

图 3 白电板块估值调整后已低于历史平均



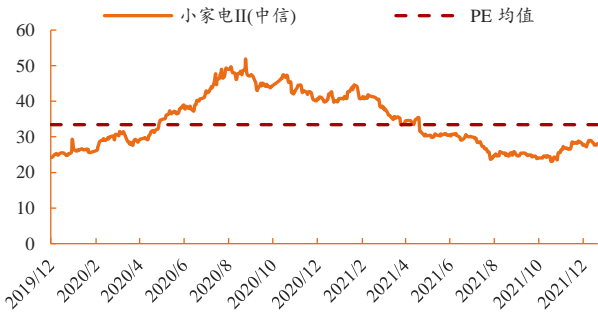
资料来源：Wind，首创证券

图 4 黑电板块当前估值水平低于历史平均



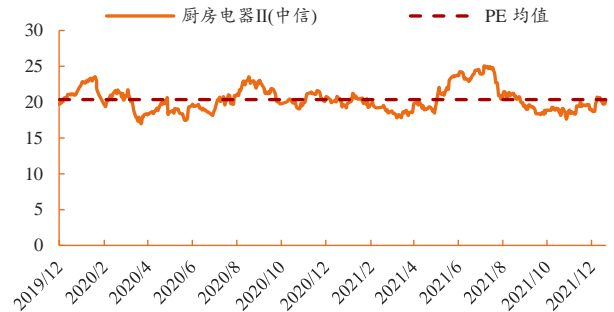
资料来源：Wind，首创证券

图 5 小家电板块估值水平低于历史均值



资料来源: Wind, 首创证券

图 6 厨电板块估值低于历史均值



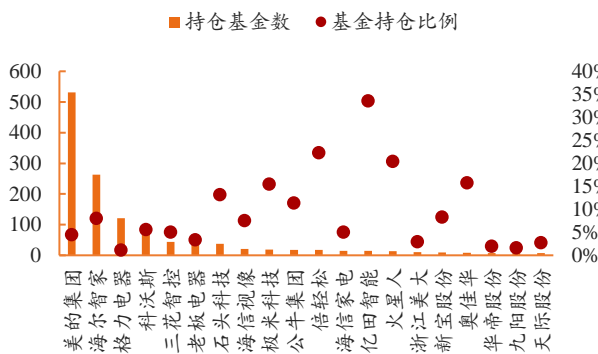
资料来源: Wind, 首创证券

1.2 机构持仓: 机构及北向资金更青睐白电及厨电板块龙头

机构及北向资金更青睐白电及厨电板块龙头。机构持仓方面,截至2021年9月30日,美的集团(562)、海尔智家(280)、格力电器(147)、科沃斯(101)、老板电器(52)分列家电板块机构持仓数量前五名;基金持仓方面,美的集团(531)、海尔智家(263)、格力电器(121)、科沃斯(92)、三花智控(44)在家电板块中排基金持仓数前五。家电板块中机构及基金持仓数量前20名中有7家来自于小家电板块,小家电企业受机构投资者关注度相对较高。

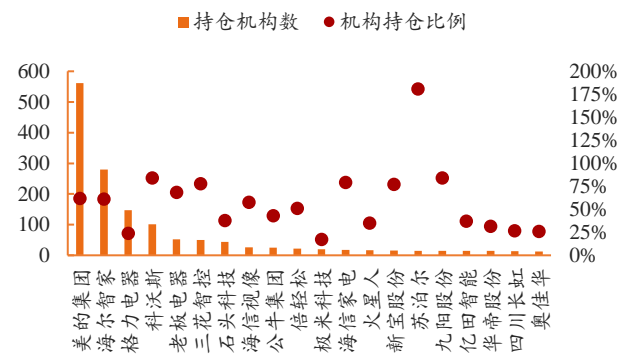
从北向资金持股比例变动情况来看,厨电板块受益于景气度上行,2021年下半年以来受北向资金关注有一定提升。同时,美的集团、格力电器、海尔智家、九阳股份、苏泊尔、科沃斯、三花智控及公牛集团等各家电子板块龙头标的更受北向资金青睐,沪/深股通持股比例较高。截至2021年12月22日收盘,家电板块沪/深股通持股比例前10名分别为三花智控(22.40%)、公牛集团(18.23%)、美的集团(17.48%)、九阳股份(11.59%)、格力电器(11.31%)、海尔智家(10.81%)、海信家电(8.78%)、苏泊尔(7.94%)、科沃斯(5.30%)、石头科技(3.93%)。

图 7 截止 2021 年 Q3 家电板块基金持仓前 20 名



资料来源: Wind, 首创证券

图 8 截止 2021 年 Q3 家电板块机构持仓前 20 名



资料来源: Wind, 首创证券

图 9 家电板块重点标的沪/深股通持股比例变化情况

		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021/12/22
白色家电									
000333.SZ	美的集团	15.37%	17.30%	15.95%	15.04%	14.91%	16.40%	18.60%	17.48%
000651.SZ	格力电器	15.27%	15.45%	16.85%	18.69%	16.46%	17.03%	13.64%	11.31%
600690.SH	海尔智家	11.82%	11.19%	8.67%	7.48%	7.46%	8.12%	8.80%	10.81%
000921.SZ	海信家电	3.51%	6.25%	7.11%	7.78%	6.98%	7.79%	8.42%	8.78%
黑色家电									
002429.SZ	兆驰股份	0.39%	0.52%	0.90%	1.28%	0.97%	1.06%	1.10%	1.01%
000016.SZ	深康佳A	0.36%	0.53%	0.55%	0.70%	0.57%	0.71%	0.70%	0.59%
600060.SH	海信视像	1.62%	1.34%	1.00%	0.97%	0.60%	0.06%	0.06%	0.06%
厨房电器									
002508.SZ	老板电器	14.55%	14.35%	12.90%	0.00%	0.00%	0.00%	10.11%	0.00%
002035.SZ	华帝股份	2.98%	3.43%	3.52%	0.00%	0.00%	0.00%	4.68%	0.00%
002677.SZ	浙江美大	2.55%	1.91%	2.78%	2.64%	3.02%	3.72%	1.65%	2.63%
小家电									
002242.SZ	九阳股份	6.38%	8.32%	6.90%	6.04%	8.62%	10.63%	11.80%	11.59%
002032.SZ	苏泊尔	6.54%	5.97%	6.69%	5.49%	5.23%	6.31%	6.87%	7.94%
603486.SH	科沃斯	0.98%	4.30%	8.20%	6.63%	10.24%	4.12%	4.23%	5.30%
688169.SH	石头科技	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.52%	2.38%	3.93%
002614.SZ	奥佳华	0.66%	0.63%	2.03%	3.05%	3.40%	3.37%	3.39%	1.84%
002705.SZ	新宝股份	0.97%	1.23%	1.15%	1.44%	1.99%	1.59%	1.41%	0.97%
603355.SH	莱克电气	0.49%	0.94%	1.81%	2.09%	2.22%	2.54%	2.17%	1.03%
002959.SZ	小熊电器	0.00%	0.27%	1.67%	1.12%	2.37%	0.86%	0.46%	0.51%
603579.SH	荣泰健康	2.72%	2.21%	2.75%	0.47%	0.41%	0.35%	0.34%	0.33%
603868.SH	飞科电器	0.65%	0.94%	1.62%	0.48%	0.29%	0.47%	0.43%	0.41%
照明电工及其他									
002050.SZ	三花智控	6.48%	7.00%	6.58%	7.93%	14.09%	16.49%	20.70%	22.40%
603195.SH	公牛集团	0.00%	0.00%	0.00%	0.44%	8.71%	11.76%	18.30%	18.23%
603515.SH	欧普照明	2.63%	2.98%	3.21%	4.62%	4.17%	3.23%	2.96%	2.82%
600261.SH	阳光照明	6.31%	6.25%	5.97%	2.69%	1.56%	1.40%	1.09%	0.97%

资料来源: Wind, 首创证券

2 短期扰动：地产为主，原料涨价与出口担忧逐步消化

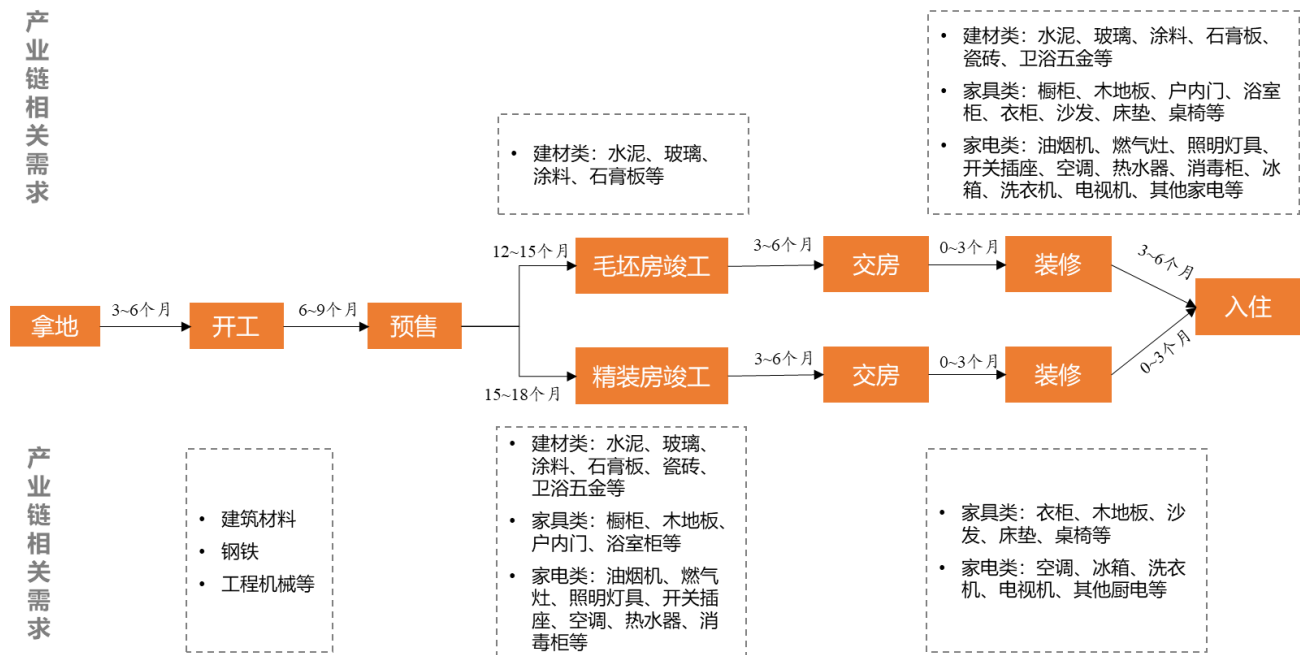
2.1 地产：2021 年高开低走，2022 年边际缓和

2021 年以来，地产销售增速高开低走，其中住宅商品房单月销售面积同比增速在 7 月份转负，对家电尤其是厨电板块估值形成明显压制。我们预计 2022 年我国商品房交房面积有望维持较快增长，厨电需求景气度将加速提升，同时近期我国地产政策边际缓和，预期明年地产销售好转将带动板块估值抬升。

2.1.1 2021 年地产销售高开低走，压制传统厨电板块估值

家电与定制家具同处于地产后周期链条，行业需求释放大约滞后商品房销售 1-2 年。目前我国空调、冰箱、洗衣机等传统大家电产品消费需求主要来自更新需求，新房需求占比已经较 2010 年左右有大幅降低，但油烟机等大厨电产品需求仍受新房销售影响明显，因此地产销售及竣工数据对厨电及整体家电板块估值有直接影响。

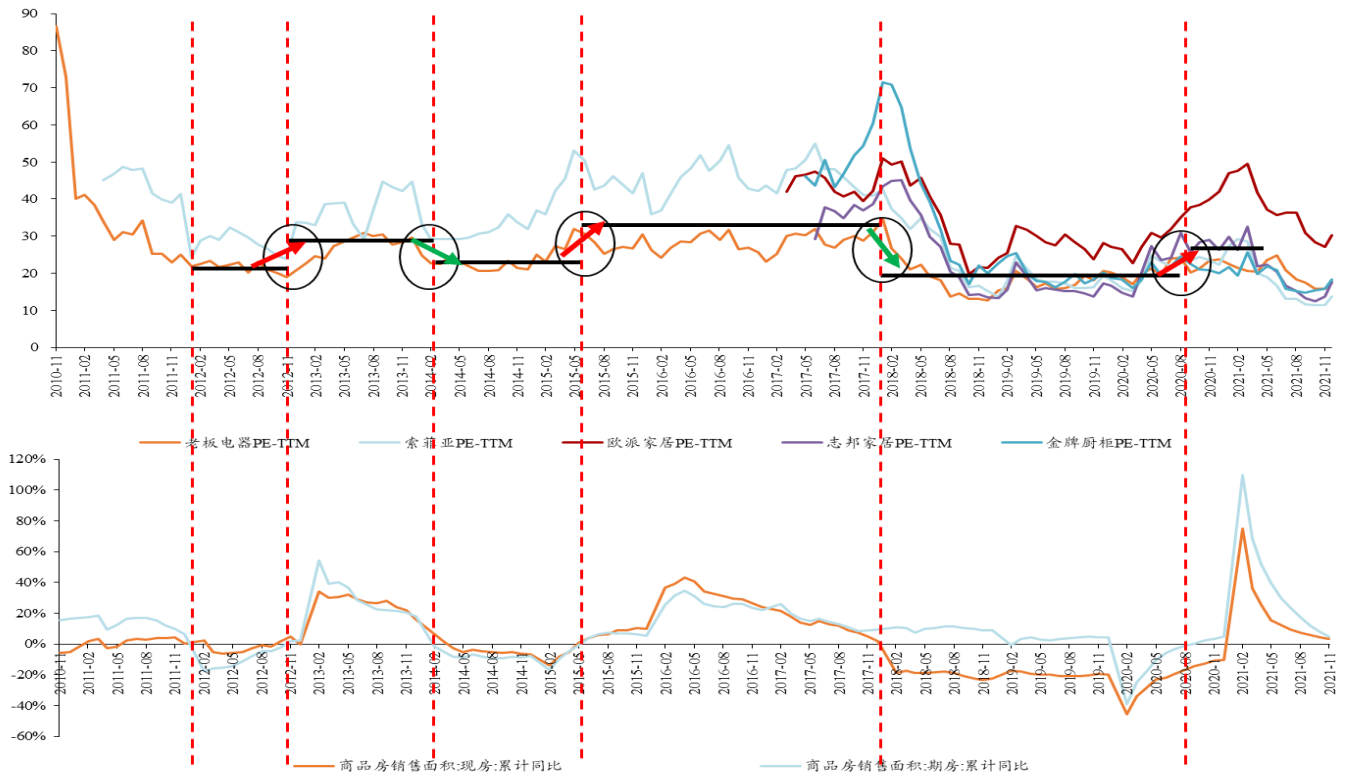
图 10 家具家电等需求滞后商品房销售 1-2 年



资料来源：首创证券整理

地产销售数据直接影响厨电与定制家具板块估值。我们通过对比 2010 年底以来商品房销售月度累计增速与同时期有代表性定制家具及厨电企业估值走势得出：在我国地产销售面积同比增速为正时，定制家具及厨电公司估值中枢较地产销售面积同比下滑时期有明显提升，2012 年 11 月与 2015 年 6 月分别为两个估值中枢上移分界点，2014 年 2 月和 2017 年 12 月分别为估值中枢下移分界点。2020 年下半年随着“新冠”疫情缓和，地产销售增速好转，定制家具及厨电公司估值上行，一直持续到今年 5 月份，而进入下半年，随着地产销售增速下降以及 9 月份恒大出现债务危机，地产链相关标的估值受到明显压制。

图 11 商品房销售面积同比增速正时，家具与厨电公司估值中枢上移

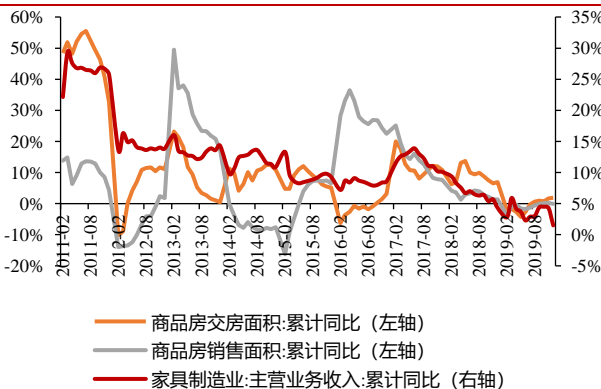


资料来源：国家统计局，Wind，首创证券整理

2.1.2 2022 年地产交房预期向好，政策环境边际缓和

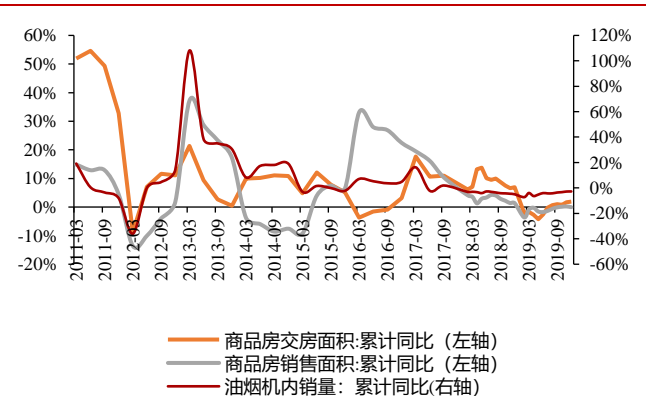
我国油烟机、家具制造业主营业务收入同比增速与商品房销售面积同比增速直接相关性较弱，但与交房面积同比增速高度相关。我们在国家统计局公布的商品房销售面积月度累计数据基础上进行测算，假设期房销售后 18 个月交房，根据单月销售的现房面积与 (T-18) 月的期房销售面积计算出当月交房面积，然后计算每月累计交房面积及交房增速，数据显示，2011-2019 年我国油烟机、家具制造业主营业务收入同比增速与商品房交房面积同比增速高度相关。2020-2021 年，受“新冠”疫情影响，我国商品房交房会存在因疫情防控需要而导致的延迟，故油烟机、家具制造业收入增速与商品房交房面积拟合度减弱，而与竣工面积增速拟合度增强。预计随着“疫情”缓和与管控常态化，2022 年商品房交房会逐步回归疫情前常态水平。

图 12 家具业营业收入增速与商品房交房增速高度相关



资料来源：国家统计局，首创证券

图 13 油烟机内销量增速与商品房交房增速高度相关



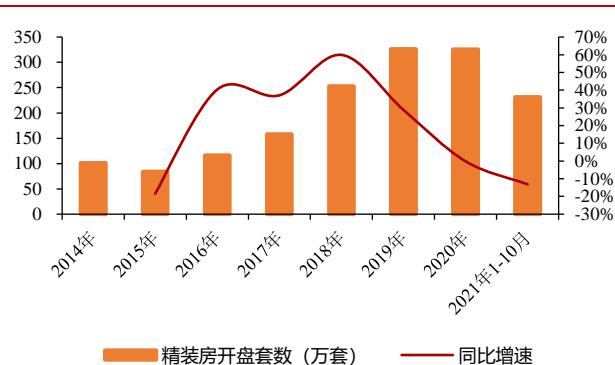
资料来源：国家统计局，首创证券

预计 2022 年我国商品房交房面积维持较快增长，厨电需求景气度有望提升。假设 2022 年现房单月销售面积同比增速为 0，根据 2020 年下半年期房销售数据推算，在不考虑疫情扰动因素下 2022 年全年预计期房交房增速将维持双位数正增长。同时，我们认为，商品房交易与后续家装需求更多的为刚性需求，只会延缓并不会因为疫情而消失，预计 2021 年部分省份因疫情因素延缓的家装需求也会在未来一段时间持续释放。与此同时，2019 年-2020 年开盘的精装房有望在 2022 年交付验收，也有望带来家具、厨电大宗渠道收入稳健增长。

图 14 预计 2022 年全年交房面积维持快速增长



图 15 中国商品住宅精装房开盘套数



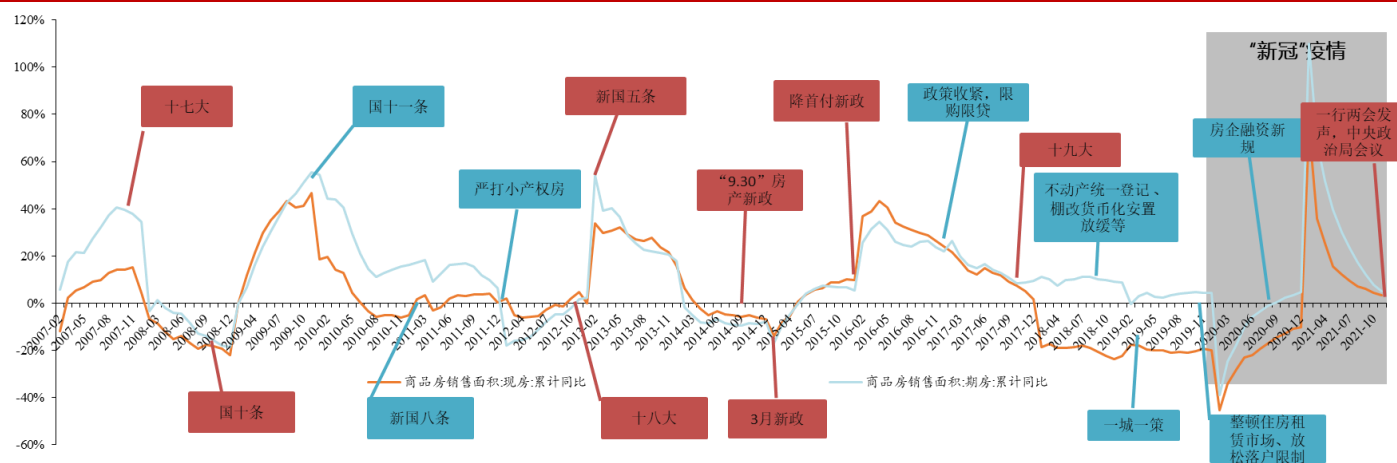
资料来源：首创证券测算

资料来源：国家统计局，首创证券

地产政策边际缓和，预期明年地产销售好转将带动板块估值抬升。从 2006 年以来的数据来看，我国地产销售受政策影响明显，一般在每年四季度至次年年初时会有较多的地产相关政策出台，影响次年地产销售走势；历史上地产调控放松政策往往发生于商品房销售面积同比增速转负之后，政策放松后 6 个月左右商品房销售面积同比增速转正；2016 年-2019 年，地产调控政策相对密集，商品房销售面积（期房）增速波动区间缩窄，2020 年，我国地产销售受“新冠”疫情冲击以及 8 月房企融资新规影响在增速方面有较大波动。

今年 9 月“恒大暴雷”之后，人民银行、银保监会及证监会在 12 月份密集发声，12 月 6 日，政治局会议提出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。同时，央行决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，地产政策环境边际缓和，预期明年地产销售好转将带动板块估值抬升。

图 16 地产销售受政策影响明显，政策放松后 6 个月左右销售面积转正



资料来源：首创证券整理

表 1 2006 年以来地产政策梳理

时间	主题	主要内容
2006.05	国六条	调整住房结构，引导合理消费，控制房价过快上涨。
2007.10	十七大	健全廉租住房制度，加快解决城市低收入家庭住房困难。
2008.11	“国十条”	加快建设保障性安居工程。加大对廉租住房建设支持力度，加快棚户区改造，实施游牧民定居工程，扩大农村危房改造试点。
2010.01	国务院出台国十一条	明确要求二套房房贷首付不得低于 40%
2011.01	“新国八条”	对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍
2012.02	严打小产权房	住建部称加快推进房产证收税扩大试点范围，国土部出台土地监管新政策，严打小产权房
2012.11	十八大	建立市场配置和政府保障相结合的住房制度，加强保障性住房建设和管理，满足困难家庭基本需求。
2013.02	新国五条	再次重申坚持执行以限购、限贷为核心的调控政策，再次提出要求各地公布年度房价控制目标
2014.10	“9.30”房产新政	对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，贷款购买第二套住房时，可按首套房贷政策执行等。
2015.03	3 月新政	将个人出售普通住宅营业税免征的购买年限由 5 年下调至 2 年。
2016.02	降首付新政	不实施“限购”措施的城市，首次住房贷款首付比例可在最低 25% 向下浮动 5 个百分点。
2016.10	政策收紧	21 个热点城市强调限购限贷政策的接连出台。
2017.04	住房及用地供应调控	库存周期 36 个月以上的要停止供地，6 个月以下的要显著增加供地、加快供地节奏。
2017.10	十九大	坚持房子是用来住的、不是用来炒的，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.07	棚改货币化安置放缓	房价上涨压力大的地方要调整棚改安置政策，采取新建棚改安置房的方式。
2018.08	不动产统一登记	19 年 6 月底所有城市全面实施“互联网+不动产登记”。
2018.08	“三稳”目标	以稳地价、稳房价、稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展
2018.12	中央经济工作会议	构建长效机制、坚持房住不炒、因城施策、分类指导
2019.03	一城一策	中央首次明确提出“一城一策”、“长效机制方案试点”
2019.03	新型城镇化建设	推动城市群和都市圈发展，构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇化空间格局
2019.04	老旧小区改造	将老旧小区改造纳入城镇保障性安居工程，给予中央补助资金支持
2019.07	730 政治局会议	首次明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019.12	整顿住房租赁市场	规范住房租赁合同、规范租赁服务收费、保障租赁房屋安全、管控租赁金融业务、加强租赁企业监管
2019.12	放松落户限制	全面取消城区常住人口 300 万以下的城市落户限制，全面放宽城常住人口 300 万至 500 万的大城市落户条件，全面取消重点群体落户限制，完善城区常住人口 500 万以上的超大特大城市积分落户政策
2020.08	房企融资新规	形成了对重点房地产企业的资金监测和融资管理规则，监管部门将对房企按“红、橙、黄、绿”四档管理，房地产融资收紧
2020.11	十四五规划	坚持房住不炒、租购并举、因城施策，有效增加保障性住房供给，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给推动金融、房地产同实体经济均衡发展
2020.12	房贷新规	建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，银行贷款额度受限
2021.12	一行两会发声	12 月 3 日，恒大发布公告称，无法履行 2.6 亿美元债务担保义务，发生实质性的美元债务违约；当晚一行两会就恒大问题密集发声：其中（1）央行：短期个别房企出现风险不会影响中长期市场的正常融资功能；（2）银保监会：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，加大保障性租赁住房支持力度；（3）证监会：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。

2021.12 中央政治局会议

12月6日，政治局会议提出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。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网、人民网、中国人大网等相关网站，首创证券整理

2.2 原材料：2021年原材料成本高位，2022年有望边际缓和

2021年家电原材料价格大幅上涨，截至10月中旬，我国锌价、铜价、铝价和中塑价格指数相较于今年年初分别上涨17.6%/30.4%/55.5%/18.4%。本章节中，我们首先复盘了历史上两轮原材料涨价对家电行业的影响，并站在当前时点展望明年，在大宗原材料价格持续回落，外部环境明显缓和的情况下，家电板块有望迎来盈利修复。

2.2.1 原材料涨价加速行业洗牌，龙头企业抗冲击能力凸显

原材料是影响家电企业盈利能力的主要因素之一。我国主要家电企业营业成本中原材料占比七成以上。据相关公司年报数据，白电营业成本中原材料占比约85%；厨电营业成本中原材料占比87%左右；小家电及清洁电器营业成本中原材料占比在不同企业间差异较大，其中规模较大的科沃斯原材料占比为84%；照明电工行业中原材料成本占比均在74%以上，其中欧普照明原材料占比达到92%。

图 17 大家电行业成本结构（2020 年）

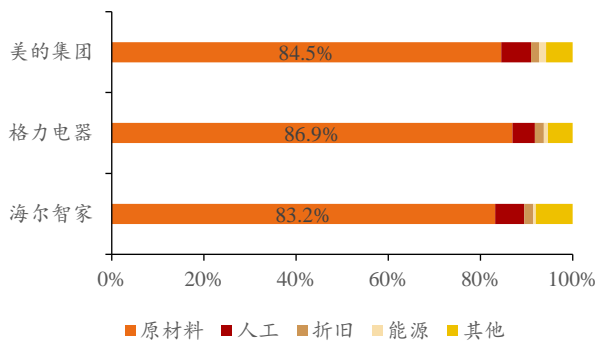
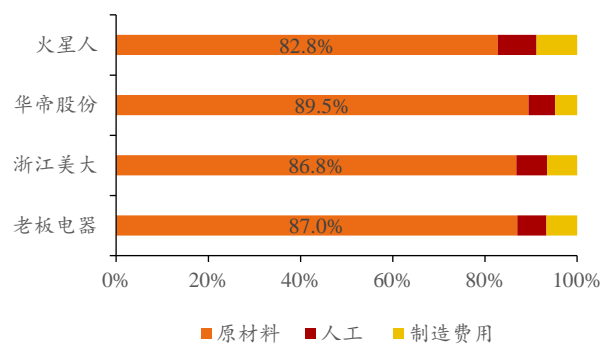


图 18 厨电行业成本结构（2020 年）



资料来源：相关公司年报，首创证券

资料来源：相关公司年报，首创证券

图 19 小家电及清洁电器行业成本结构（2020 年）

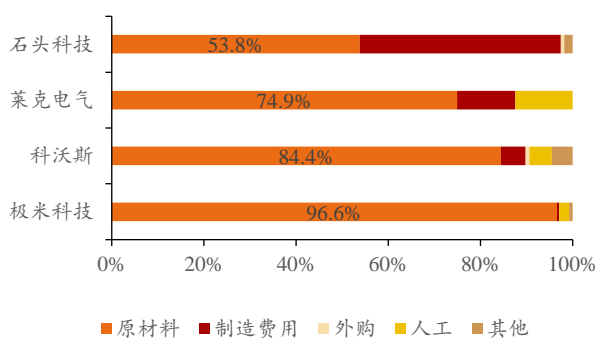
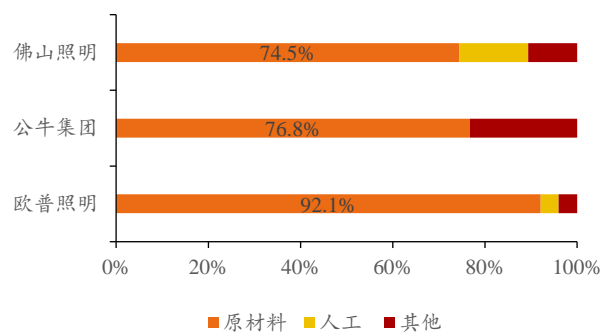


图 20 照明电工行业成本结构（2020 年）

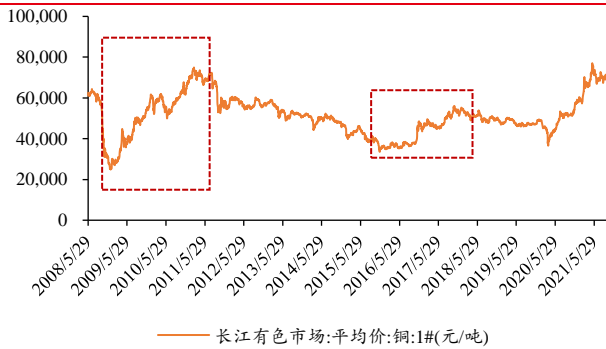


资料来源：相关公司年报，首创证券

资料来源：相关公司年报，首创证券

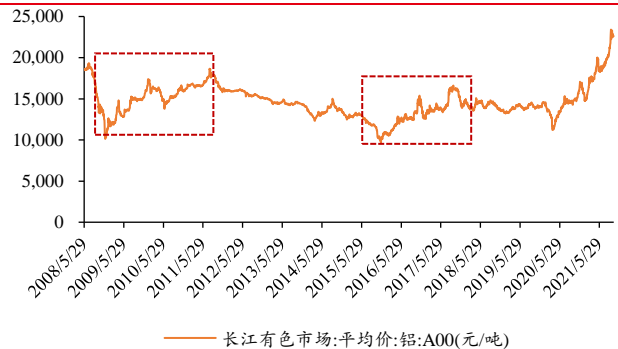
原材料价格上涨加速家电行业洗牌，抗风险能力差的企业陆续出清。我国家电产品主要原材料铜、铝、塑料的价格在2009-2011年初和2016-2018年出现两轮较大幅度上涨。其中，2011年初我国铜、铝、塑料价格较2009年初分别提升195.7%、46.3%、47.7%，涨价幅度较大。在第一轮涨价周期内，我国亿元以上规模家电交易市场数从2009年的47家下降至2011年的40家，原材料价格上涨使抗冲击能力弱的企业加速出清。

图 21 铜价格变动情况



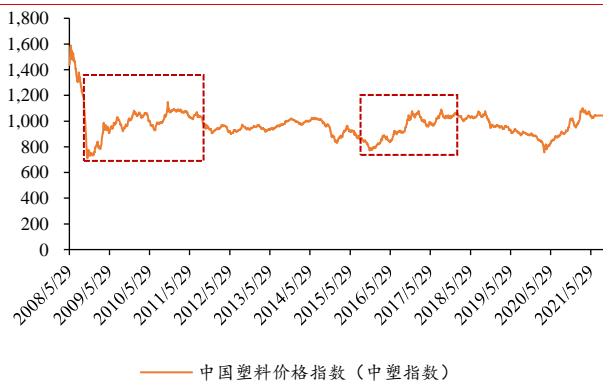
资料来源: Wind, 首创证券

图 22 铝价格变动情况



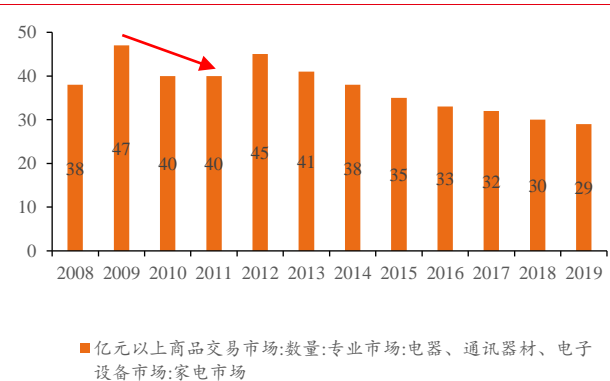
资料来源: Wind, 首创证券

图 23 塑料价格变动情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 24 亿元以上家电市场数(个)

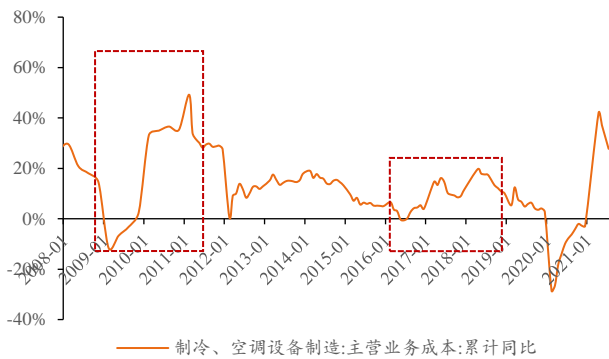


资料来源: Wind, 首创证券

生产端: 原材料价格上涨对企业产生影响存在一定的滞后期。由于家电企业往往需要提前采购备货, 因而拥有一定的原材料库存量, 同时大部分企业由于采用先进先出的会计准则, 因此在原材料涨价时, 成本上涨真正反映在报表端大概需要 2 个季度左右的时间。以空调为例, 2009 年初家电原材料价格开始上涨, 而空调成本于 2009 年下半年才开始出现明显提升。

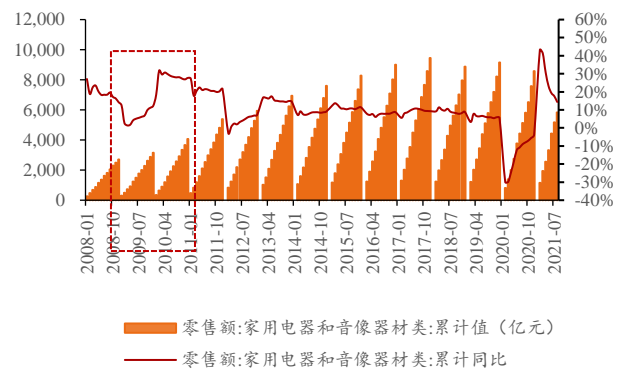
零售端: 家电零售受到原材料涨价影响有限。数据显示, 在 2009-2011 年我国家电原材料第一轮涨价周期内, 我国家电零售额也在同期内出现较大幅度上涨; 在 2016-2018 年第二次原材料涨价周期内, 我国家电零售额未出现显著变化, 猜测原因一是第一轮原材料涨价处于家电下乡时期, 居民对家电需求量快速释放, 家电产品量价齐升带来家电零售额快速上涨; 二是第二轮上涨周期原材料涨价幅度不高, 家电生产企业通过产品结构升级与效率优化消化一部分成本上涨, 传导到终端提价幅度有限, 而与此同时, 第二轮原材料涨价时期我国城镇居民大家电保有量已达到较高水平, 家电更新置换需求与农村新增需求平稳释放。

图 25 空调成本变动情况



资料来源: Wind, 首创证券

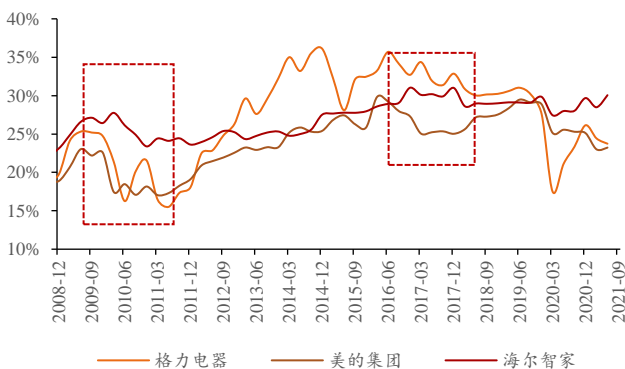
图 26 家电零售额及同比增速



资料来源: Wind, 首创证券

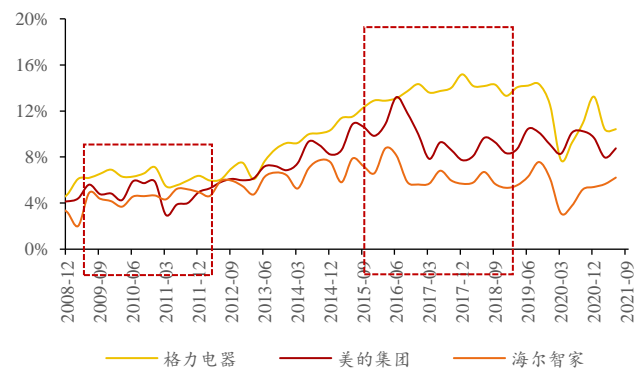
家电行业通过转嫁成本维持利润，龙头企业抗冲击能力强。家电企业一般可以通过优化产品结构、调整销售政策等方式转嫁上游成本压力维持利润。龙头企业拥有更高的上游议价权以及定价权，可以通过上游议价、下游涨价等方式来维持甚至提升利润率。从毛利率角度看，前两轮涨价周期内，家电原材料价格上涨对家电生产企业毛利率影响较大；从净利率角度看，原材料涨价对净利率影响有限。例如 2009-2011 年间，格力、美的、海尔毛利率分别下降了 6.8pct、2.4pct、1.2pct，但净利率仅分别下降了 0.1pct、0.6pct、0.3pct，并且在原材料价格回落后，毛利率和净利率迅速回升至之前水平且持续提升。

图 27 白电龙头毛利率水平



资料来源: Wind, 首创证券

图 28 白电龙头净利率水平

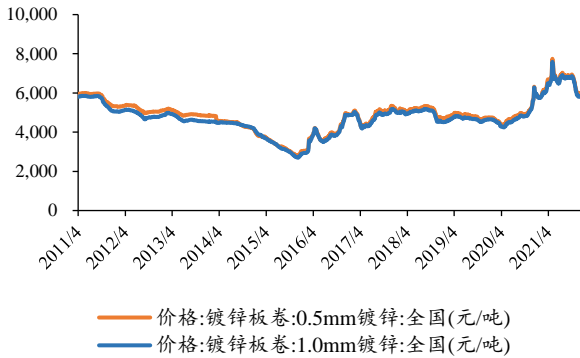


资料来源: Wind, 首创证券

2.2.2 2021 年大宗材料高位运行，2022 年有望实现盈利“剪刀差”

年初以来，我国家电行业原材料价格处于上行区间。截至 2021 年 10 月中旬，我国锌价、铜价、铝价和中塑价格指数相较于今年年初分别上涨了 17.6%/30.4%/55.5%/18.4%，较 2019 年同期分别上涨 40.7%/143.1%/154.6%/126.0%。原材料成本高位拖累行业整体盈利水平，同时也对家电板块估值形成压制。

图 29 近期我国锌价格变动情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 30 近期我国铜价格变动情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 31 近期我国铝价格变动情况



资料来源: Wind, 首创证券

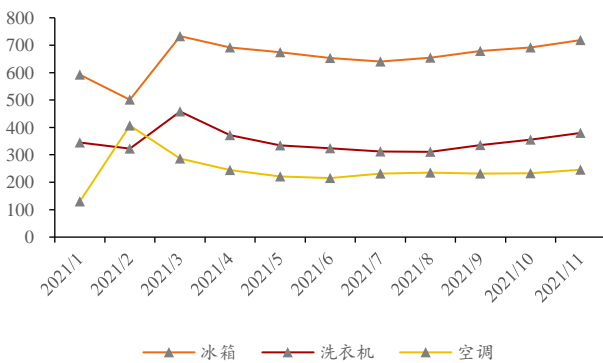
图 32 近期我国塑料价格变动情况



资料来源: Wind, 首创证券

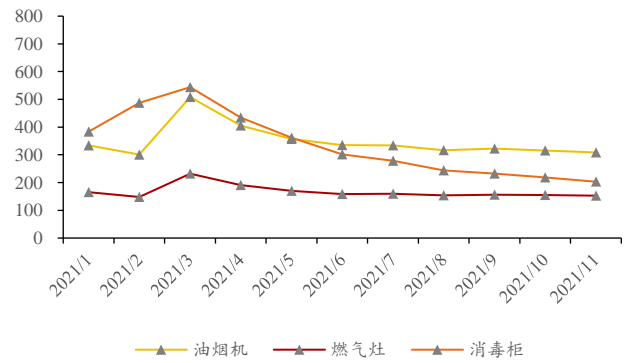
受原材料成本居高不下影响, 家电企业集中涨价。原材料涨价传导到终端产品的价格提升, 家电行业以终端提价方式来应对成本上涨。2021 年初各大家电企业纷纷发布涨价函, 对各家电产品价格体系上调 10-15% 不等。根据奥维云网, 2021 年 1-11 月我国白电中冰箱、洗衣机、空调均价较去年同期分别提升 719、380、246 元; 厨电中油烟机、燃气灶、消毒柜均价分别提升 309、153、203 元; 小家电中清洁电器、扫地机器人、电饭煲均价分别提升 408、762、42 元。

图 33 2021 年 1-11 月主要白电同比涨价情况 (元)



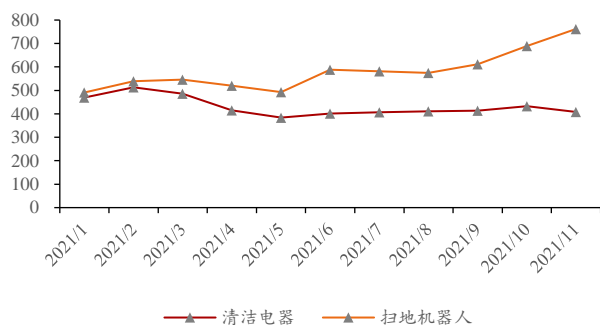
资料来源: 奥维云网, 首创证券

图 34 2021 年 1-11 月主要厨电同比涨价情况 (元)



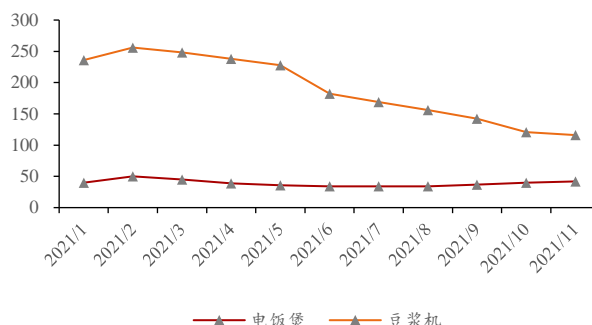
资料来源: 奥维云网, 首创证券

图 35 2021 年 1-11 月主要厨房小家电同比涨价情况（元）



资料来源：奥维云网，首创证券

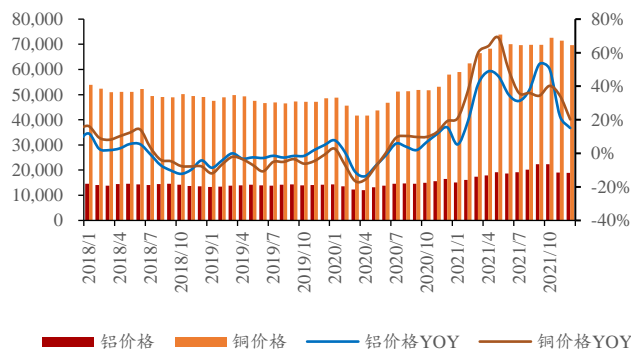
图 36 2021 年 1-11 月主要清洁电器同比涨价情况（元）



资料来源：奥维云网，首创证券

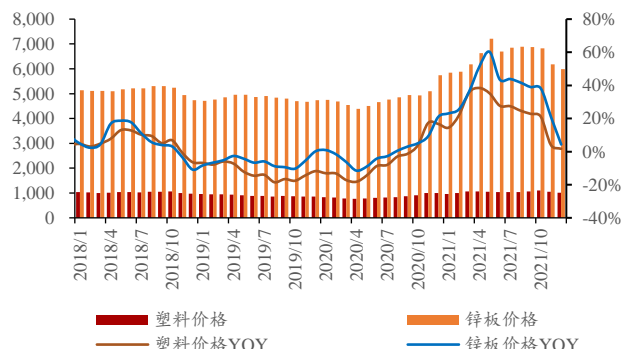
原材料价格拐点已现，盈利“剪刀差”有望带动行情反弹。自 10 月底以来，大宗原材料价格持续回落，截至目前，锌、铜、塑料等主要材料较最高点降幅已超过两位数，预计明年二季度大部分原材料品类均价同比增速将转负，成本压力有望得到明显缓解。今年以来，面对原材料涨价冲击，各家电企业通过优化产品组合、调整营销策略等方式提高产品均价，而家电品牌尤其是自主品牌在涨价后为维持品牌调性，一般不会向下调价，因此后续大家电产品降价概率不大，在大宗商品期货价格已明显回落的情况下，短期内有望形成利润弹性，我们看好后续盈利“剪刀差”带动家电行业景气度反弹。

图 37 铜、铝等原材料均价同比变动情况



资料来源：Wind，首创证券

图 38 锌板、塑料等原材料价格同比变动情况



资料来源：Wind，首创证券

2.3 出口：海运压力仍在，汇率有望平稳

2021 年以来，海运运力紧张，海运成本不断上涨，叠加上半年人民币汇率小幅波动，对出口业务占比较大的家电企业造成一定压力。目前来看，虽然我国出口集装箱运价综合指数自 10 月下旬有所回落，但由于海外疫情一时难以缓解，海运压力仍在。展望明年，海运和汇率等阶段性负面因素改善后，家电企业尤其是高端龙头有望迎来盈利回升。

2.3.1 2021 年海运价格高企，家电企业出口端影响较大

海运运力紧张，全球海运价格持续上涨。受疫情影响，海外码头复工偏慢，港口拥堵、集装箱紧缺，全球海运运力紧张导致全球海运价格持续上涨，2021 年 9 月底中国出口集装箱运价综合指数较上年同期大幅增长 214.8%，较今年年初增长 83.6%。

运费大幅上涨一定程度影响企业利润。在外销业务结算模式方面，我国家电出口企业多以 FOB 模式进行结算。在 FOB 模式下，商品前期的物流、报关、及装船等费用由出口企业承担，后续海运费则用由客户承担。FOB 模式下，虽然我国家电出口企业表现不承担运费，但实际客户可能会要求产品降价等方式来向卖方转嫁成本压力，因此今年我国家电企业出口业务利润端均在不同程度上受到了海运成本上涨的影响。我国出口集

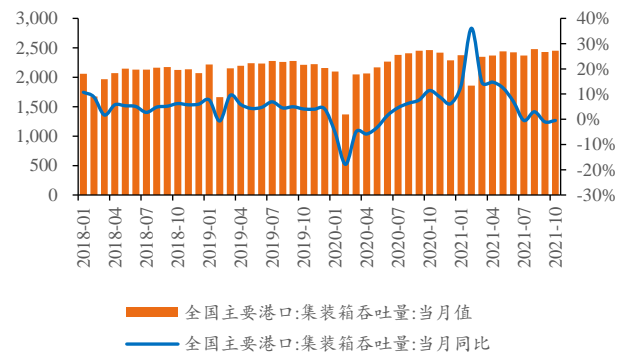
装箱运价综合指数（CCIF）自 10 月下旬有所回落，预计后期随海运成本进一步下降，出口企业外销利润率有望回升。

图 39 中国出口集装箱运价综合指数（CCIF）情况



资料来源：Wind，首创证券

图 40 全国主要港口集装箱吞吐量同比增速回落

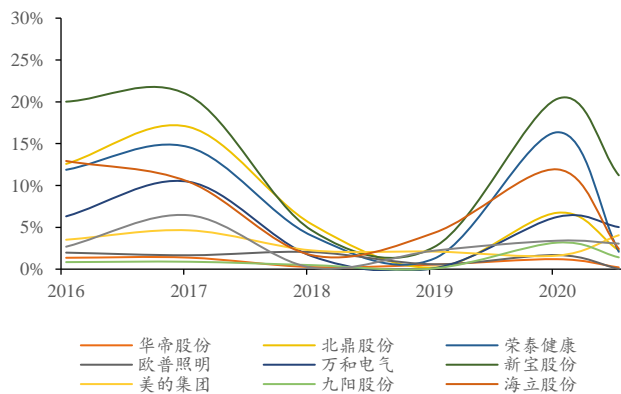


资料来源：Wind，首创证券

2.3.2 短期人民币汇率波动较小，家电企业汇兑损益预计相对稳定

出口型家电企业受汇率波动影响较大。据相关公司年报数据，我国出口业务占比较大的家电企业中汇兑损益绝对值占当期净利润比重受汇率影响波动较大，2017 年和 2020 年尤为明显。人民币汇率波动对出口型家电企业经营业绩影响主要体现在两方面：一是人民币处于升值/贬值趋势时，产品在海外市场竞争力呈现下降/上升趋势，以外币标价的外销产品收入与毛利率下降/提升；二是外销收入以外币结算的情况下，自确认销售收入形成应收账款至收汇期间，公司因人民币汇率波动而产生汇兑损益，直接影响公司业绩。今年美元兑人民币汇率整体表现相对平稳，预计四季度因汇率波动对出口型家电公司财务层面的影响或相对较小。

图 41 各公司汇兑损益占净利润之绝对值



资料来源：各公司年报及半年报，首创证券

图 42 美元兑人民币汇率走势（元）



资料来源：Wind，首创证券

3 长期思考：产品驱动向渠道为王时代迈进

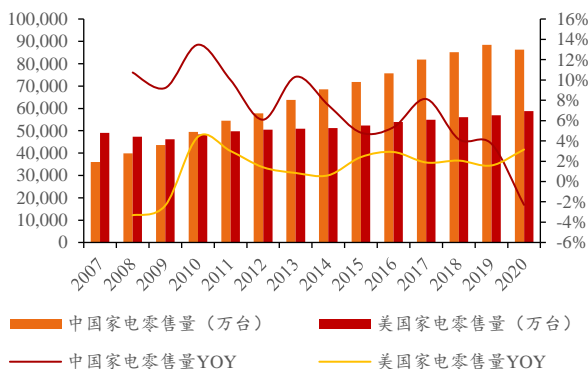
3.1 空间：家电市场空间仍大，需求推动结构升级

量价齐升下家电市场空间有望持续释放。目前，我国家电市场逐步进入成熟期，其中大家电整体增长放缓，但新兴小家电依旧保持良好的发展态势，叠加农村大家电保有量的不断提升及国家政策刺激下家电更新需求的释放，同时考虑到产品结构升级带来的产品均价上涨，未来我国家电市场空间仍大。

3.1.1 我国家电市场仍有较大发展空间

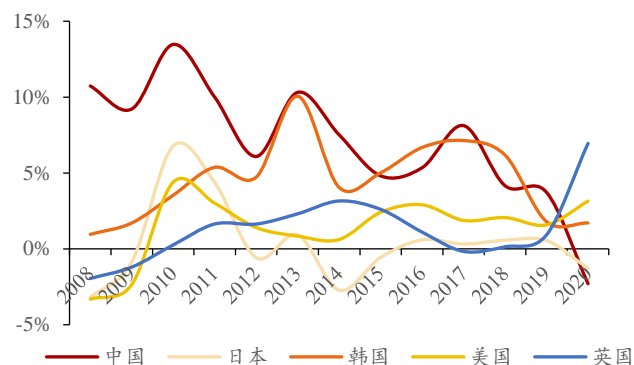
中国家电零售量全球居首，且保持较高复合增速。目前我国家电市场零售量规模已超过美国，为全球第一大家电零售国。根据 Euromonitor，2020 年中国家电零售量达到 8.64 亿台，占全球家电零售总量的 28.4%，排名第二的美国家电市场零售量规模为 5.87 亿台，占全球家电零售总量的 19.3%。2010-2020 十年期间，我国家电零售量 CAGR 为 5.7%，高于日本（CAGR10=0.2%）、韩国（CAGR10=5.2%）、美国（CAGR10=2.0%）及英国（CAGR10=2.0%）。

图 43 中国家电零售量规模已超美国



资料来源：Euromonitor，首创证券

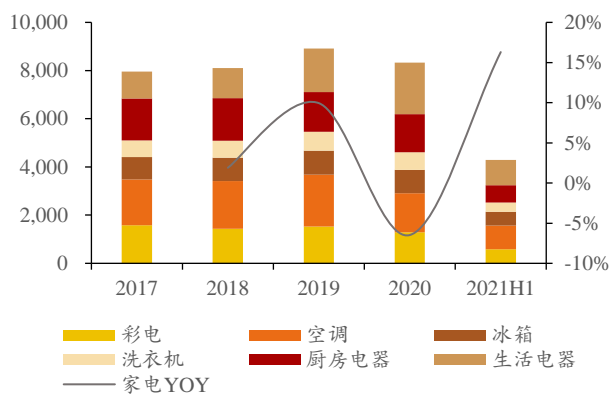
图 44 中国与英美日韩家电零售量增速比较



资料来源：Euromonitor，首创证券

高景气度生活电器未来有望拉动家电需求上升。据中国电子信息产业发展研究院《2020 年中国家电市场报告》，2020 年中国家电市场全年零售额规模达 8333 亿元，同比-6.5%，2017-2020 年我国家电市场规模 CAGR 达 1.6%，其中彩电、空调、冰箱、洗衣机、厨房电器及生活电器 CAGR 分别为-6.7%/-5.2%/1.3%/2.4%/-3.1%/24.5%，我国家电市场整体增长放缓，但以智能清洁电器、投影仪等新兴家电为主的生活电器处于快速发展阶段，未来有望带动家电市场整体景气度上扬。

图 45 中国家电市场零售额规模（亿元）



资料来源：中国电子信息产业发展研究院 2018-2021H1《中国家电市场报告》，首创证券

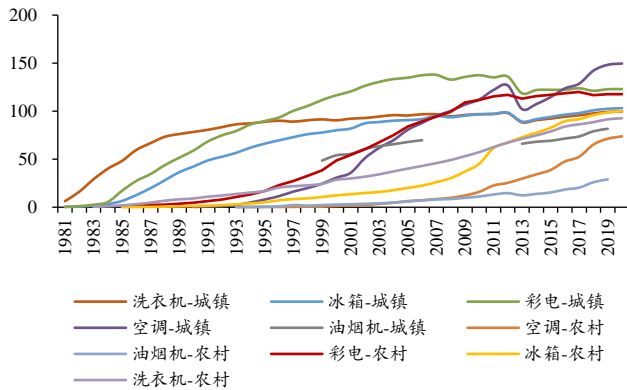
图 46 2017-2020 年生活电器零售额 CAGR 达 24.5%



资料来源：中国电子信息产业发展研究院 2018-2021H1《中国家电市场报告》，首创证券

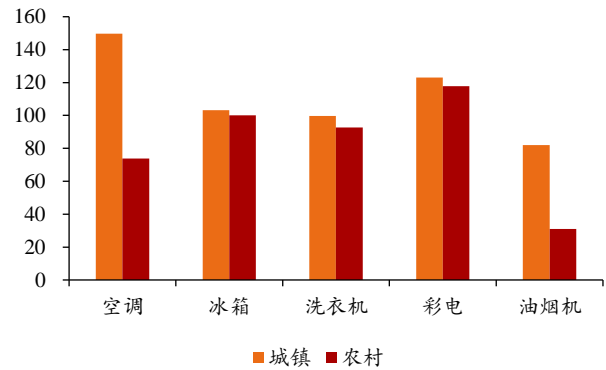
我国农村家电保有量将逐步提升，有望为家电市场带来增量空间。据国家统计局数据，2020 年我国城镇家庭中空调、冰箱、洗衣机、彩电、油烟机的每百户保有量分别为 150/103/100/123/82 台，考虑到油烟机一户一机的配置属性，未来我国城镇油烟机保有量有望达到 100 台/百户的水平。2020 年我国农村家庭中空调、冰箱、洗衣机、彩电、油烟机的每百户保有量分别为 74/100/93/118/31 台，农村空调、油烟机保有量远低于其城镇家庭保有量，未来伴随我国城镇化进程加快，农村家电保有数量有望持续提升，拉动家电内需市场增长。

图 47 中国不同家电品类每百户拥有量走势



资料来源：国家统计局，首创证券

图 48 2020 年我国城镇和农村家电保有量情况（台/百户）



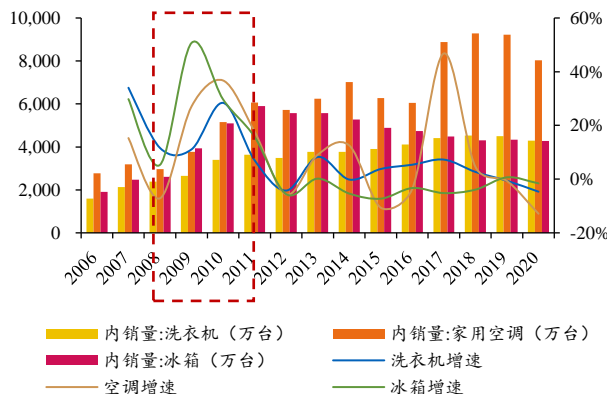
资料来源：Wind，首创证券

3.1.2 大家电更新需求占据主导

“家电下乡”十年更换周期已至，以旧换新再造市场新风口。2007 年 12 月起，山东、河南、四川 3 省进行了财政补贴家电下乡产品试点工作，2008 年 12 月 1 日起，我国 14 个省、自治区、直辖市及计划单列市开始推广家电下乡，试点的三省一市执行到 2011 年 11 月底，其他省、市及自治区执行到 2012 年 11 月底。此次“家电下乡”政策的推动，使我国尤其是农村地区彩电、冰箱和洗衣机等大家电产品保有量迅速提升。根据中国家用电器协会，大家电的使用年限一般为 8-10 年，因此首轮家电下乡政策引导销售的家电产品正值更换期，大家电更新需求有望持续刺激内需。

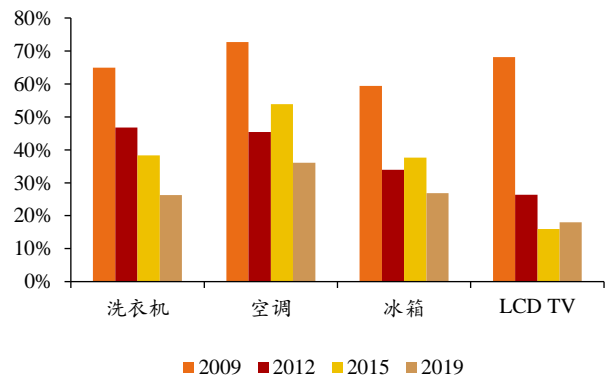
纯新增需求占比下降，更新需求为我国家电消费需求主要来源。我们在城镇与农村地区每百户家电产品拥有量、城镇与农村总人口及户均人数、我国每年相关家电产品内销量等基础上进行测算，测算结果显示 2009 年我国洗衣机、空调、冰箱、电视纯新增需求占比分别为 65%、73%、59%和 68%，而到 2019 年纯新增需求占比分别降至 26%、36%、27%、18%，表明我国目前大家电产品需求主要来自于产品更换/更新需求。

图 49 我国洗衣机、冰箱、家用空调内销量（万台）及增速



资料来源：产业在线，首创证券

图 50 中国主要家电品类新增需求占比逐年下降



资料来源：首创证券测算

刺激政策有望利好家电更新需求的释放。2021 年 12 月 8 日，国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍“十四五”推进农业农村现代化规划有关情况，国家发改委农村经济司司长吴晓表示，推动农村居民消费梯次升级。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。我们认为政策落地将利好家电更新需求释放，预计乡村更换需求里冰箱>洗衣机>空调，乡村家电新增需求里烟机灶具>空调（目前烟机灶具及空调城乡保有率有较大差距）。此外，我们认为此轮家电补贴政策将侧重于推广高能效类的产品，并淘汰现有高耗能类的家电

产品，这将利于产品布局结构更优的龙头家电企业与优质零部件公司的发展。

表 2 2020 年以来政府多次表态刺激农村地区家电消费与更新

时间	政策
2020.10	国家发改委就业司撰文：大力拓展农村消费，充实扩大内需新空间。要以汽车家电为重点，引导企业面向农村地区开展促销活动，加大对农村居民消费补贴和信贷支持力度，鼓励企业面向农村居民开展家电以旧换新活动，支持发展二手汽车和家电交易。
2020.11	国务院政策例行吹风会：提振大宗消费重点消费和促进释放农村消费潜力。鼓励各地开展家电消费节、家电惠民行动等线上线下促消费活动，鼓励有条件的地区实施绿色智能家电补贴、开展家电以旧换新，促进家电消费。
2021.1	商务部等 12 部门印发《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》。促进家电家具家装消费，激活家电家具市场，鼓励有条件的地区对淘汰旧家电家具并购买绿色智能家电、环保家具给予补贴。
2021.1	国家发展改革委 2021 年 1 月份新闻发布会上，综合司司长严鹏程回应，要促进家电等保有量大的耐用消费品更新消费，完善废旧家电回收处理体系，支持开展家电以旧换新活动。
2021.6	商务部等 17 部门发布《关于加强县域商业体系建设，促进农村消费的意见》，要以农民需求为导向，鼓励生产企业开发适合农村市场的日用消费品、大家电、家居、汽车等，促进农村耐用消费品更新换代。
2021.12	国新办举行国务院政策例行吹风会，国家发改委农村经济司司长吴晓表示，推动农村居民消费梯次升级，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，促进农村居民耐用消费品更新换代。

资料来源：澎湃新闻，首创证券

3.1.3 新兴品类或将大放异彩，关注集成灶、洗碗机、清洁电器与智能投影

新兴品类维持高景气度，后续需求有望持续释放。目前我国传统大家电销售放缓，而以集成灶、洗碗机、清洁电器与智能投影为主的新兴品类表现较好。集成灶今年延续高增长态势，是厨电中增长较为亮眼的细分品类。追求高品质生活的新一代消费群体的崛起将带动洗碗机普及率的提升，洗碗机维持高成长逻辑。清洁电器与智能投影产品目前渗透率较低，中长期维度来看，持续新品迭代下市场潜力大。

(1) 以洗碗机、集成灶为主的新兴厨电品类表现亮眼

新兴厨电表现亮眼，其中洗碗机、集成灶增速高于我国整体厨电市场增速。随着我国居民生活水平的提升，在消费升级的大背景下，新兴厨电产品增长显著。据中怡康统计，2015-2020 年，我国洗碗机零售额市场规模从 9.7 亿元增加至 87 亿元，CAGR 为 55.1%；集成灶零售额市场规模从 48.8 亿元增长至 181 亿元，CAGR 为 30.0%。同期我国厨电市场整体零售额年复合增速为 7.70%，以洗碗机、集成灶为主的新型厨电行业增速远超我国厨电市场整体增速。

图 51 2015-2020 年，洗碗机 CAGR 为 55.08%

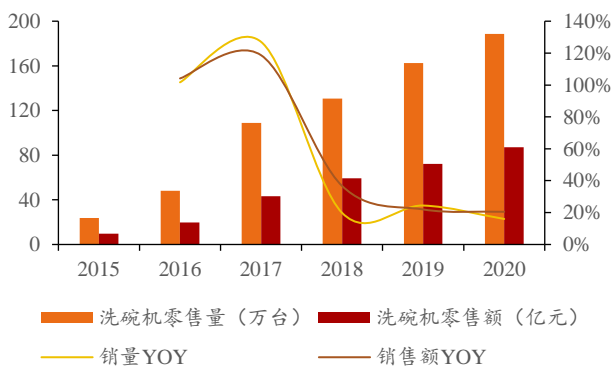
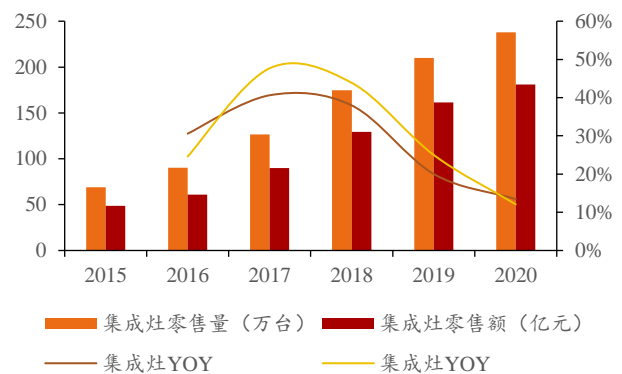


图 52 2015-2020 年，集成灶 CAGR 为 29.97%



资料来源：中怡康，首创证券

资料来源：中怡康，首创证券

我国洗碗机渗透率低，蓝海市场待开发。虽然近年来我国洗碗机产品销量一直保持高速增长，但渗透率仍处低位，2019 年我国洗碗机渗透率仅为 1%。根据奥维云网，截至 2020 年我国洗碗机保有量仅为 2 台/百户，距离土耳其 86 台/百户、欧美 70 台/百户、日本 18 台/百户、韩国 15 台/百户仍有较大提升空间。2015-2020 年我国洗碗机占整体厨电市场份额提升 6.77pct 至 7.99%，意味普及程度明显提升。未来随着洗碗机主流品牌的营

销投入和产品创新，叠加消费者认知程度的提高，洗碗机渗透率有望进一步增长。

图 53 2020 年各国洗碗机每百户保有量

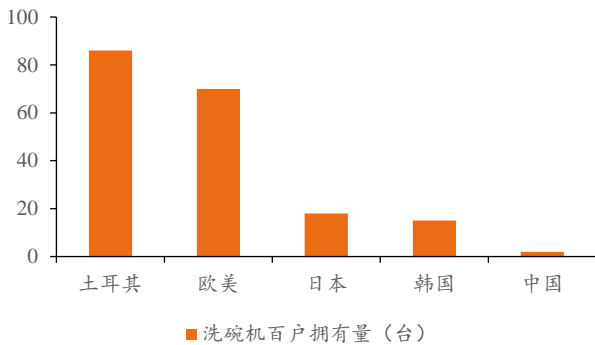
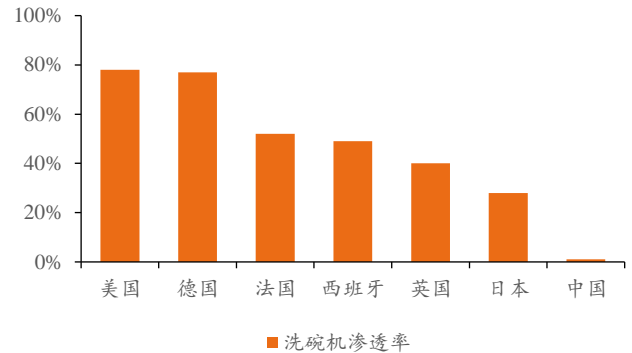


图 54 2019 年各国洗碗机渗透率



资料来源：奥维云网，首创证券

资料来源：智研咨询《2020-2026 年中国洗碗机行业发展动态分析及投资方向研究报告》，首创证券

集成灶持续领跑厨电行业，渗透率有望持续提升。集成灶占油烟机内销量比例已经提升至近 20%。据产业在线数据，我国集成灶内销量增速高于油烟机，且集成灶内销量占油烟机内销量比重同比提升，2021 年 10 月我国集成灶内销量占同期油烟机内销量的比例为 19.0%，而 2019 年 10 月和 2020 年 10 月这一比例分别为 11.6%和 15.2%。预计后续随着渠道多元化布局的持续推进、营销投入力度加码，集成灶有望继续提升在整体油烟机行业的渗透率。

图 55 我国集成灶内销量增速高于油烟机

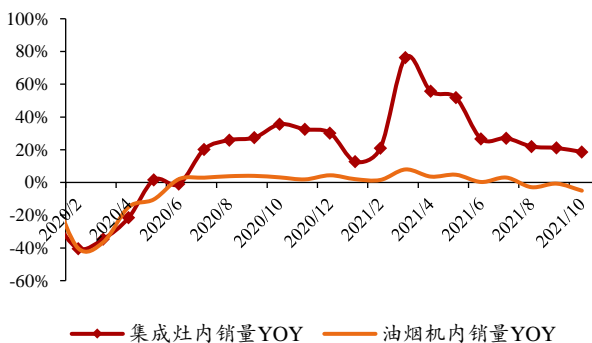
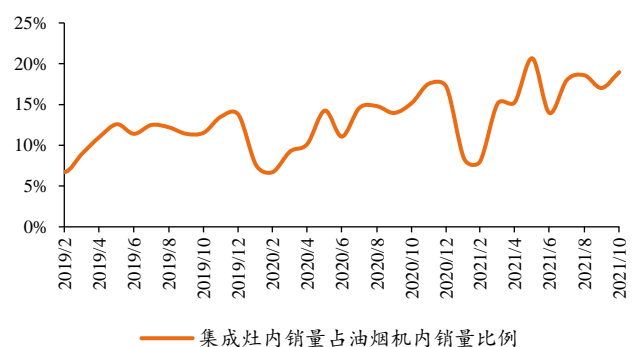


图 56 我国集成灶内销量占油烟机内销量比重同比提升



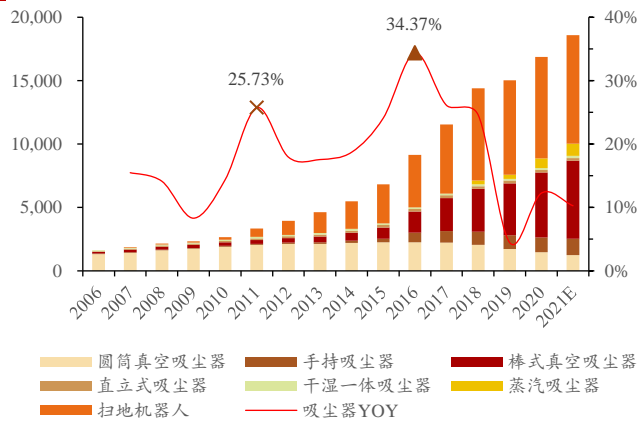
资料来源：产业在线，首创证券

资料来源：产业在线，首创证券

(2) 以扫地机器人、洗地机为主的清洁电器增长迅猛

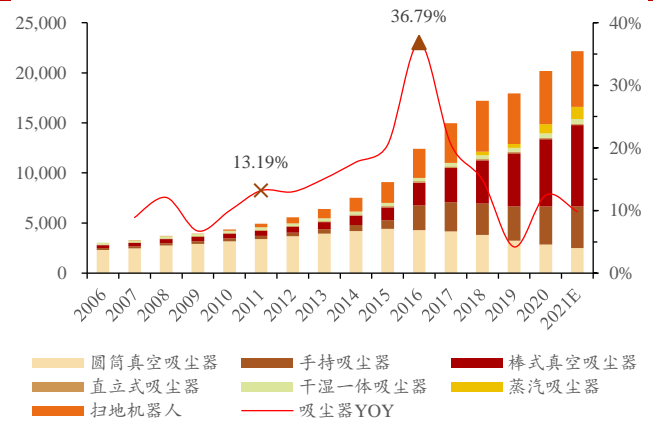
我国吸尘器市场规模稳健增长，扫地机器人市场快速扩张。据 Euromonitor 数据，2011-2020 年我国吸尘器市场零售额从 33 亿人民币快速提升至 169 亿人民币，CAGR 为 19.73%，零售量由 492 万台提升至 2017 万台，CAGR 为 16.96%，行业规模稳步扩大。其中扫地机器人零售规模增速快于吸尘器市场整体增速，2011-2020 年我国扫地机器人零售额由 6.6 亿元提升至 80 亿元，CAGR 达 31.90%，零售量由 35 万台提升至 529 万台，CAGR 高达 35%。

图 57 吸尘器零售额市场规模（百万元）



资料来源：Euromonitor，首创证券

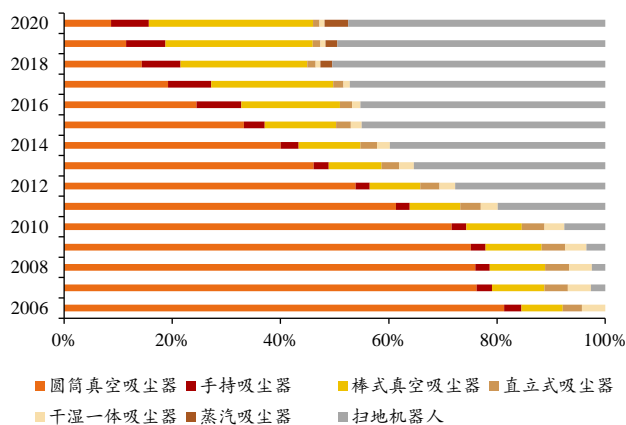
图 58 吸尘器零售量市场规模（千台）



资料来源：Euromonitor，首创证券

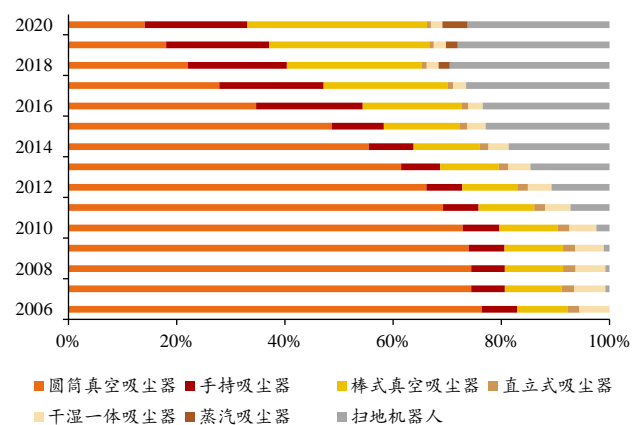
我国清洁电器市场中扫地机器人占比不断提升。据 Euromonitor 数据，我国吸尘器零售额结构中，扫地机器人零售额份额已经由 2010 年的 7.6% 提升至 2020 年的 47.5%，而零售量份额由 2010 年的 2.4% 提升至 2020 年的 26.2%。保有量方面，我国吸尘器户均保有量还很低。根据 JS 环球招股说明书，2018 年我国吸尘器保有量仅为 12 台/百户，距美国（150 台/百户）、英国（105 台/百户）、日本（95 台/百户）、韩国（90 台/百户）等发达国家仍有较大差距，渗透率提升有望带动我国清洁电器市场进一步扩容。

图 59 吸尘器零售额结构



资料来源：Euromonitor，首创证券

图 60 吸尘器零售量结构



资料来源：Euromonitor，首创证券

清洁电器行业发展受技术革新影响明显。2010 年之前我国吸尘器零售量增速较低，而 2011-2015 年保持较快增长，并在 2016 年达到 37% 的增速高点，我们认为背后原因主要在于技术革新，其中 2010 年 Neato 推出首款采用 SLAM 算法扫地机器人对随机式机器人替代效应明显，同时以科沃斯为代表的国产厂商借助生产、渠道及性价比优势加速崛起，带动我国扫地机器人市场景气度快速提升。

新品迭代下市场潜力巨大，清洁电器行业景气度有望持续兑现。2016 年，戴森推出 V6、V8 系列无线吸尘器，加速手持吸尘器市场需求释放。同年，石头科技借助供应链优势为小米定制推出搭载 LDS SLAM 技术的米家扫地机器人，该产品借助小米强大的生态圈资源和渠道优势实现销量快速提升。2020 年添可洗地机产品一经推出迅速受到消费者青睐。2021 年 8 月，石头推出自清洁扫拖机器人 U10，9 月科沃斯推出新品扫地机器人地宝 X1，两者均在产品功能上进行升级，产品力得到进一步提升。未来伴随扫地机产品技术迭代，功能逐步完善驱动需求释放，清洁电器行业景气度有望持续兑现。

图 61 2021 年，科沃斯推出新品扫地机器人地宝 X1



资料来源：科沃斯官网，首创证券

图 62 2021 年，石头推出自清洁扫拖机器人 U10



资料来源：石头科技官网，首创证券

(3) 智能投影设备市场潜力大

我国投影设备市场发展迅速。根据 IDC 数据，2011-2019 年我国投影设备出货量从 160 万台增长至 462 万台，CAGR 为 14.19%，其中 2015-2018 年出货量 CAGR 达 25.7%，2015 年以来受消费级场景渗透、全新光源应用及线上渠道放量等因素驱动，中国投影设备行业进入迅速发展阶段。

图 63 中国投影设备市场发展迅速

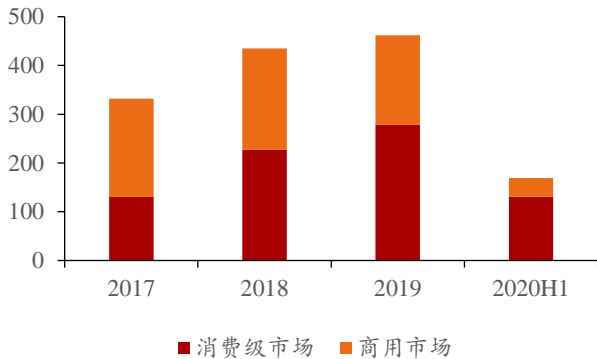


资料来源：IDC 数据，首创证券

分场景看，消费级市场成为第一大细分市场。根据 IDC 数据，2017-2020H1 年，我国消费级投影设备出货量分别为 130/227/279/131 万台，2017-2019 年 CAGR 为高达 46.5%，占投影设备总出货量的比重从 39.2% 上升至 77.5%，提升约 38pct，呈逐年上升趋势。在消费升级的市场环境下，消费者对家用影音娱乐的需求呈现大屏化和追求极致体验的趋势，同时中国消费主力的年轻化使得消费市场对新产品的接受程度大幅提高，智能投影设备凭借相较于大屏电视的高性价比和便携性，借助线上渠道迅速放量，成为中国投影设备的第一大细分市场。

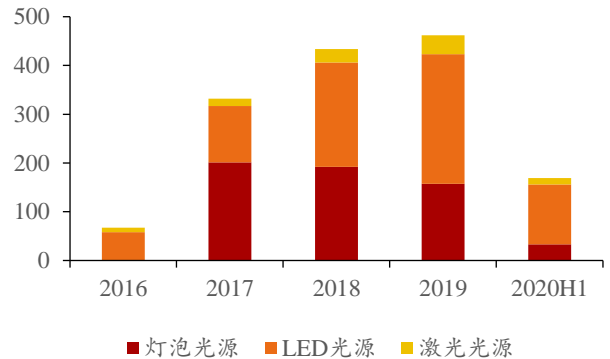
分产品看，全新光源（LED 光源、激光光源）逐渐成为市场主流。根据 IDC 数据，2019 年，我国 LED 光源和激光光源投影设备细分市场合计出货量达 306 万台，较 2018 年增长 26.23%，2017-2019 年 CAGR 达 52.6%，同期占投影设备总出货量的比重从 39.5% 提升 26.6pct 至 66.0%，LED 等新兴投影光源凭借其更完善的投射技术和更优的画质表现成为智能微投的主流应用。

图 64 中国投影设备出货量分场景结构（万台）



资料来源：IDC 数据，首创证券

图 65 中国投影设备出货量分光源结构（万台）



资料来源：IDC 数据，首创证券

近年来，国产投影厂商快速崛起，超越海外品牌成为中国投影市场领跑者。中国投影设备市场体量庞大，国产品牌的崛起极大拉升了消费者对投影设备的认知体验和潜在购买力，投影设备已迅速融入智能家居生态。长期来看，智能投影国内市场渗透空间仍然较大，后续伴随消费升级，有望步入快速放量区间。

3.2 格局：整体趋稳，厨电小家电集中度仍将上行

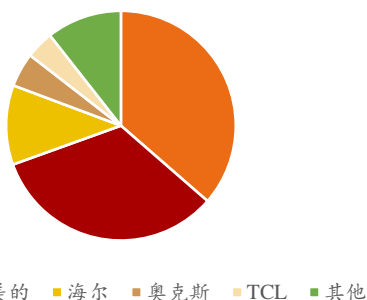
传统家电品类格局稳定，新兴赛道或将加速洗牌。目前，我国空调、冰箱、洗衣机、油烟机等传统家电品类市场格局相对稳定，洗碗机、集成灶等新兴厨电行业加速扩容的同时也料将实现格局重塑；小家电领域中长期需求充足，厨房小家电高基数消化后行业有望恢复稳健增长，扫地机、扫拖一体机、智能投影仪等单品在低渗透率和持续新品迭代下仍有较大增长空间，产品创新驱动下占领消费者心智的小家电企业有望突围而出。在家居照明领域，我们认为行业空间大但格局分散，拥有强大渠道覆盖度的公司有望实现快速发展并实现市占率提升。

3.2.1 大家电：内销市场格局稳固，品牌出海或将拉开差距

大家电内销市场格局稳定，海尔、美的、格力三足鼎立。分产品看，根据产业在线数据，2021 年前三季度内销市场中，（1）空调品牌内销量 CR3 为 80.7%，较 2020 年同期提升 4.1pct，其中格力、美的、海尔分别以 36.4%/33.1%/11.2% 的市占率位列前三。（2）冰箱品牌内销量 CR3 为 61%，较 2020 年同期提升 1pct，排名前三的为海尔（33.6%）、美的（15.8%）和海信（11.6%）；（3）洗衣机品牌内销量 CR3 为 71.5%，较去年同期下降 2pct，海尔（37.4%）、美的（28.8%）、惠而浦（5.3%）占据前三位。整体来看，我国大家电内销市场格局稳固，空冰洗的市场份额进一步向龙头企业集中。

图 66 2021Q1-3，我国空调内销量品牌 CR3 为 80.7%

空调内销分品牌市占率

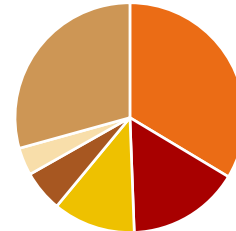


■ 格力 ■ 美的 ■ 海尔 ■ 奥克斯 ■ TCL ■ 其他

资料来源：产业在线，首创证券

图 67 2021Q1-3，我国冰箱内销量品牌 CR3 为 61.0%

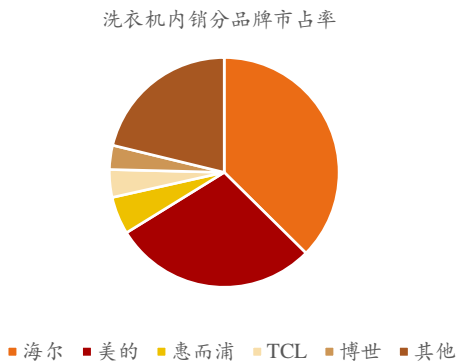
冰箱内销分品牌市占率



■ 海尔 ■ 美的 ■ 海信 ■ 美菱 ■ TCL ■ 其他

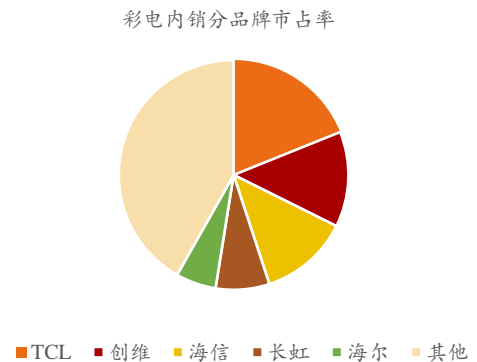
资料来源：产业在线，首创证券

图 68 2021Q1-3, 我国洗衣机内销量品牌 CR3 为 71.5%



资料来源：产业在线，首创证券

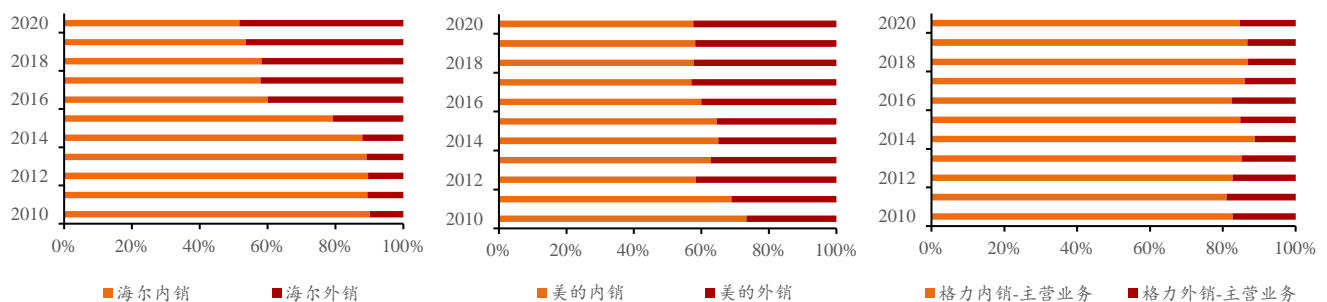
图 69 2020 年, 我国彩电内销量品牌 CR3 为 45.0%



资料来源：产业在线，首创证券

从外销看，海尔、美的致力于海外市场的开拓。自 2016 年海尔并表 GEA 后，公司海外收入占比迅速提升，至 2020 年海外业务规模已超千亿，贡献近一半收入。2017 年美的并表海外库卡业务，外销收入大幅增长，2020 年美的外销收入超 1200 亿，占美的总营收比重超 40%。而格力则将主营业务的重心放在国内市场，多年来主营业务中外销收入占比维持在 15%左右。

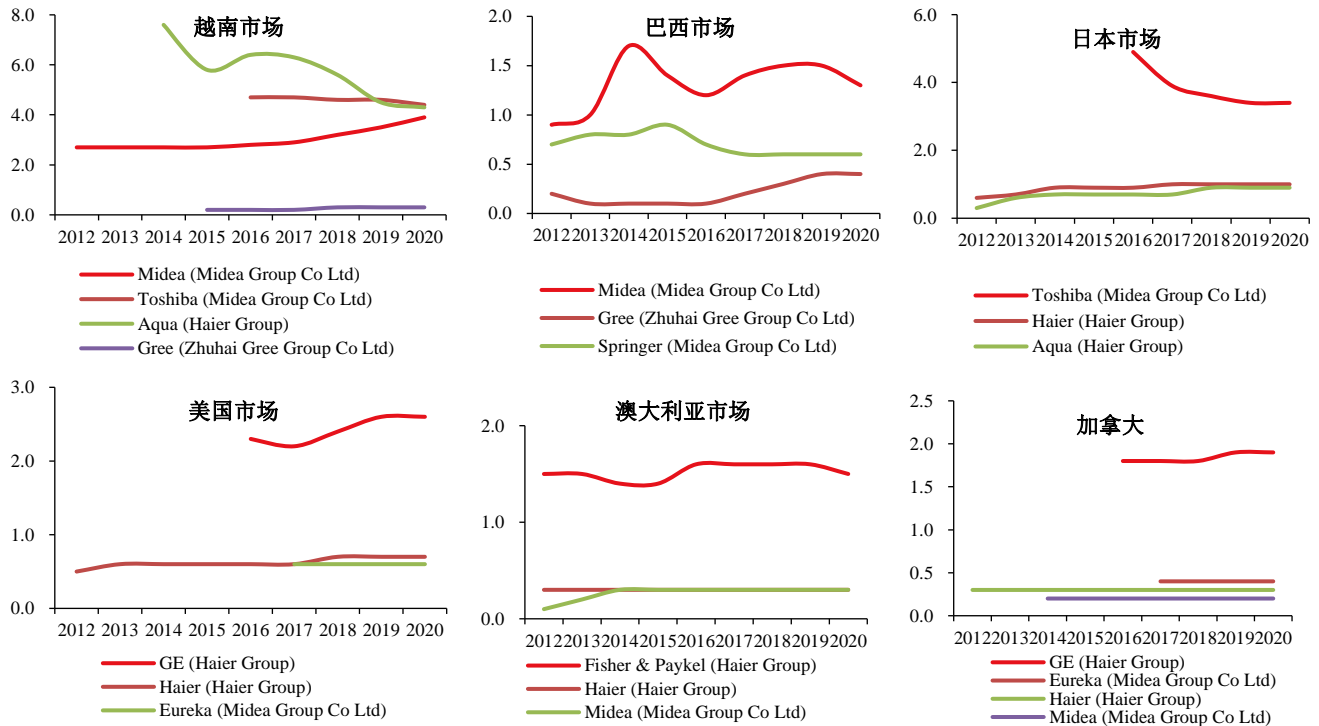
图 70 三大白电内外销占比情况



资料来源：Wind，首创证券（根据格力年报披露，我们只选取并计算公司主营业务的内外销占比情况）

品牌出海战略或将拉开差距。具体来看，海尔坚持以自有品牌建设海外市场，并通过在日本三洋、Fisher&Paykel、GEA、Candy 等海外优质白电资产的收并购不断扩展海外业务。目前海尔的全球化创牌发展战略已进入实质成长期，后续全球市场将成为公司业绩长期增长的主要驱动力之一。而美的则以 OEM 起家，海外营收基本来自于品牌代工出海，凭借与国际巨头建立的良好合作关系，公司外销收入稳定增长。2015 年以来，美的调整海外发展思路，开启品牌并购之路，并不断完善生产基地、研发中心在全球的布局，未来在公司全球化运营体系进一步深化的情况下，其全球扩张的潜力值得期待。

图 71 美的、海尔、格力自有品牌在海外市场零售量占比情况（单位：%）

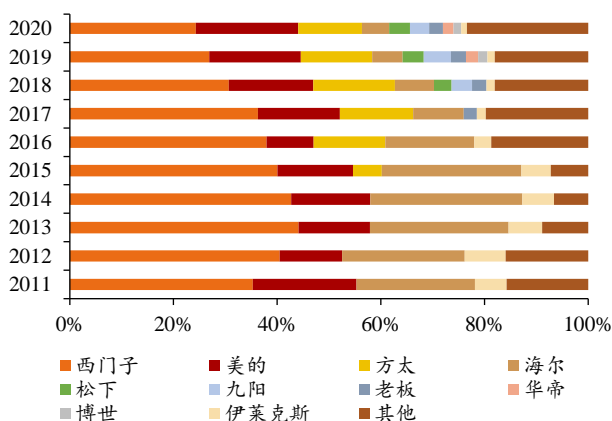


资料来源: Euromonitor, 首创证券

3.2.2 厨电：集成灶、洗碗机或将开启加速洗牌的新时代

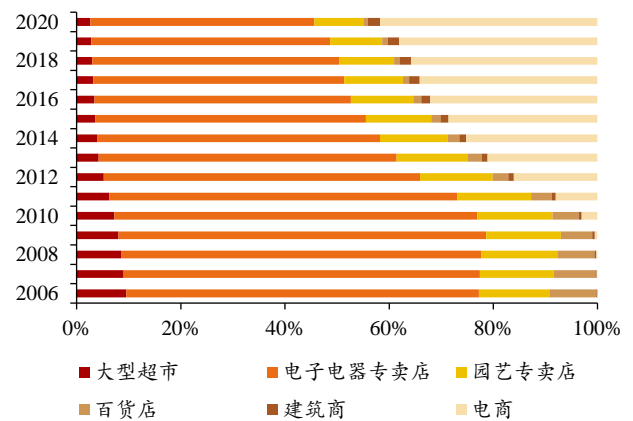
外资洗碗机品牌主导地位下降。据 Euromonitor 数据，我国洗碗机零售量份额中，外资品牌西门子、伊莱克斯等占有率呈下降趋势，其中西门子零售量份额已经由 2011 年的 35.3% 下降到 2020 年的 24.3%，伊莱克斯洗碗机零售量份额由 2011 年的 6.1% 下降到 2020 年的 1.1%。而美的、方太等国产品牌市占率逐年提升，2020 年美的与方太品牌洗碗机零售量份额分别为 19.8% 和 12.3%。我们认为国产品牌崛起主要原因：（1）进口洗碗机根据欧美人饮食和使用习惯设计，但中西方饮食文化的巨大差异，使得进口洗碗机并不适合中国厨房；（2）西方家庭厨房面积较大，海外洗碗机偏大型的体积并不能很好地适应国内厨房面积较小的问题；（3）中国洗碗机销售渠道更加多元化，本土品牌在电商渠道、工程渠道等方面运营经验更为丰富，且对消费者需求反馈更为及时。

图 72 中国洗碗机零售量份额



资料来源: Euromonitor, 首创证券

图 73 洗碗机电商渠道销售占比提升



资料来源: Euromonitor, 首创证券

洗碗机线下市场高度集中。2020年我国洗碗机线下、线上市场销售额CR5分别为95.67%、77.22%，行业集中度高。目前洗碗机市场仍以外资品牌为主，具体来看**1) 线下**：2020年洗碗机线下市占率最高的品牌西门子占比57.83%，较2019年提升4.9pct；其次为方太占比16.53%；第三梯队为美的、老板，两者占比均接近10%。**2) 线上**：洗碗机线上市场中，第一梯队西门子、美的分别占比31.32%、26.57%；其次为第二梯队的海尔、方太和松下。

图 74 2020 年我国洗碗机线下品牌销售额 CR5 为 95.67%

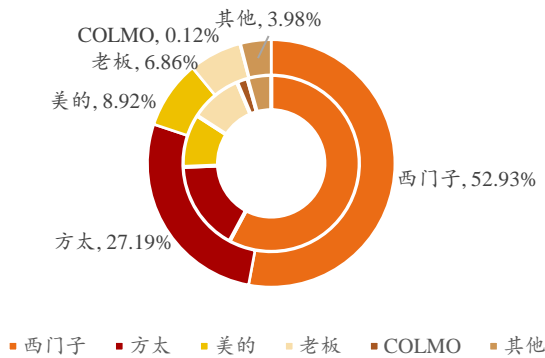
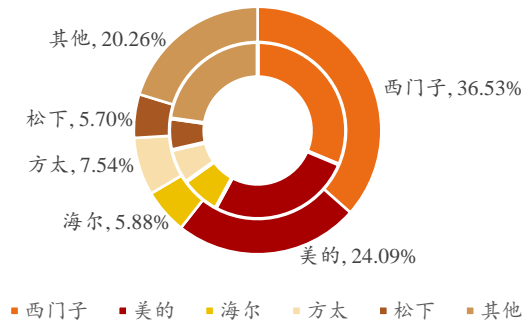


图 75 2020 年我国洗碗机线上品牌销售额 CR5 为 77.22%



资料来源：奥维云网，首创证券

资料来源：奥维云网，首创证券

满足中式厨房需求，大容量、集成式洗碗机成为市场主流。根据奥维云网，近年来嵌入式洗碗机占比持续提升，2021H1 嵌入式洗碗机销售量占比达到 79.84%，地位领先。由于嵌入式洗碗机容量较大、空间利用效率更高、功能更全面且美观，广受消费者青睐，逐步替代台式、独立式和水槽式，成为行业最优解。此外，2021H1 我国 13 套洗碗机线上销量占比为 43.7%，较 2019 年同期占比翻倍，大容量、集成式产品成为主流，未来伴随产品本土化性能升级及消费者认知的不断突破，洗碗机行业或将开启加速洗牌新时代。

图 76 2019H1-2021H1 我国洗碗机线上市场分套数占比

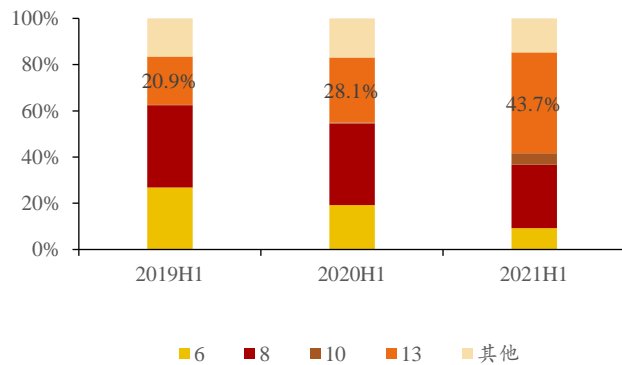
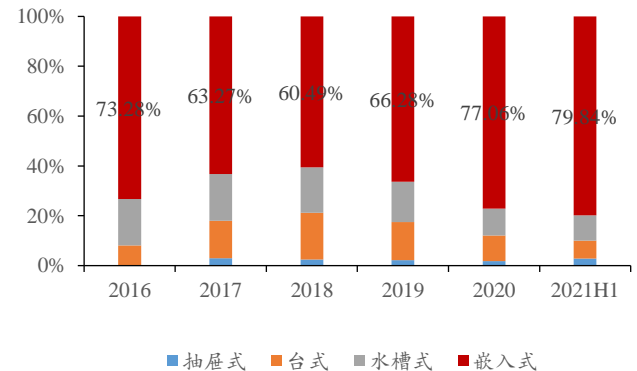


图 77 我国嵌入式洗碗机占比持续提升

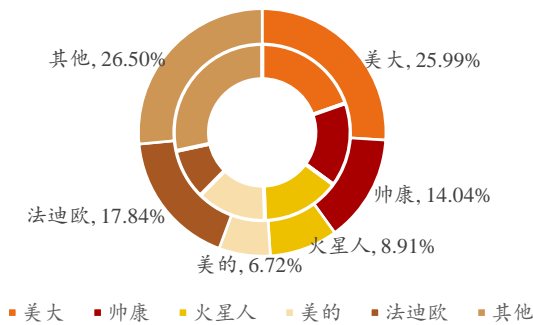


资料来源：奥维云网，首创证券

资料来源：奥维云网，首创证券

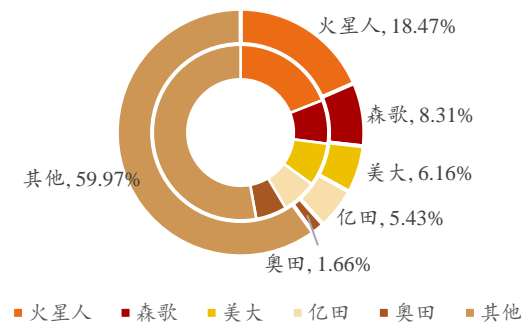
集成灶线上马太效应加强，线下布局品牌增多。2020年我国集成灶线下、线上市场销售额CR5分别为71.62%、47.13%，较2019年分别-2pct/+7pct，集成灶头部品牌发力线上，线上集中度提升较为明显。集成灶市场中国产品牌占据主导地位，线下市场排名前三品牌分别为美大、帅康和火星人；而线上市场中火星人以接近20%的市占率位居首位，处于第二梯队的森歌、美大、亿田和奥田占比均不超过10%。

图 78 2020 年我国集成灶线下品牌销售额 CR5 为 71.62%



资料来源：奥维云网，首创证券

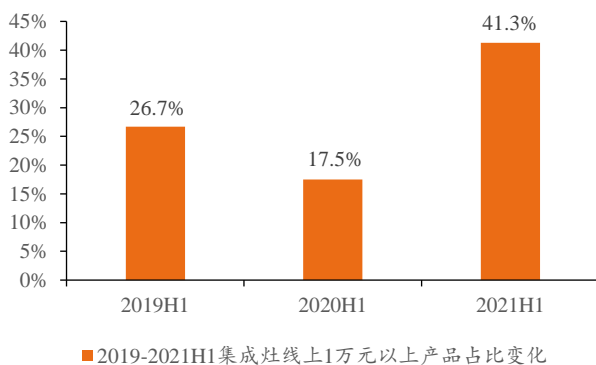
图 79 2020 年我国集成灶线上品牌销售额 CR5 为 47.13%



资料来源：奥维云网，首创证券

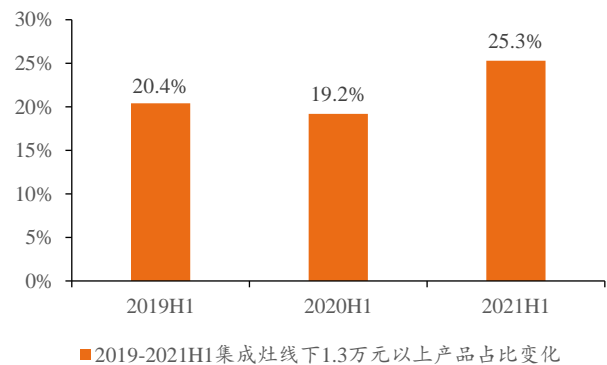
集成灶市场前景向好，高端需求增长明显，参与者不断加入，市场格局料将重塑。据奥维云网，2021H1 我国集成灶线上 1 万元以上产品零售份额达到 41.3%，同比+23.8pct，线下 1.3 万元以上产品零售份额达到 25.3%，同比+6.1pct，在集成灶结构性升级的带动下，高端需求显著增长。此外，因集成灶市场前景较好，且产品利润率较高，越来越多的参与者不断涌入，其中不仅包括老板、方太、科恩、万和等传统厨电主流品牌，海尔、美的、TCL、长虹等家电巨头也开始抢滩集成灶市场。2022 年老板电器将集中发力集成灶，作为传统烟灶厂商，老板具备较为雄厚的资金实力，遍布全国的销售网络和较大的品牌影响力，因此后续老板电器的加入或将重塑集成灶市场竞争格局。

图 80 2021H1 集成灶线上 1 万元以上产品零售份额同比提升



资料来源：奥维云网，首创证券

图 81 2021H1 线下 1.3 万元以上产品零售份额同比提升

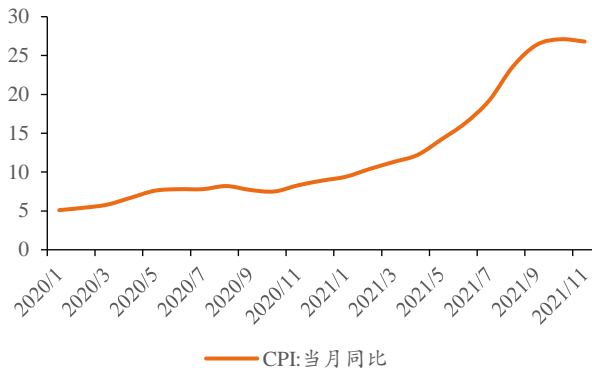


资料来源：奥维云网，首创证券

3.2.3 小家电：消费升级成为新品迭代的内驱动力

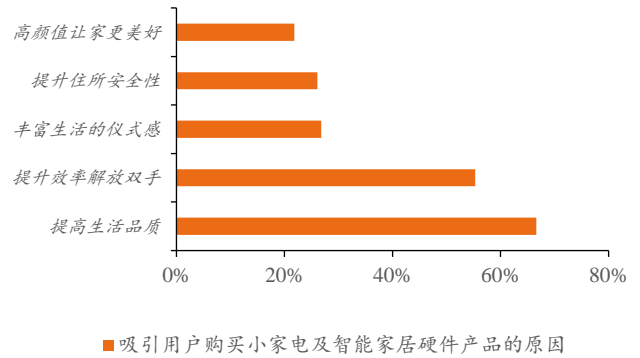
小家电产品作为高生活品质的象征，消费升级逐步成为小家电行业增长的内驱动力。随着我国居民物质生活水平的提升，伴随互联网成长起来的 Z 世代消费群体更加追求时尚，注重个性与品质，因此“刚需”之外，能够满足消费者情感社交及增加生活仪式感的小家电产品逐步崛起。据 36 氪研究院用户调研数据，在吸引消费者购买小家电及智能家居硬件产品的原因中，更多的是消费者对生活品质 (66.64%)、仪式感 (26.79%) 和悦己 (21.80%) 的追求。

图 82 我国全国居民消费价格（CPI）走势



资料来源：Wind，首创证券

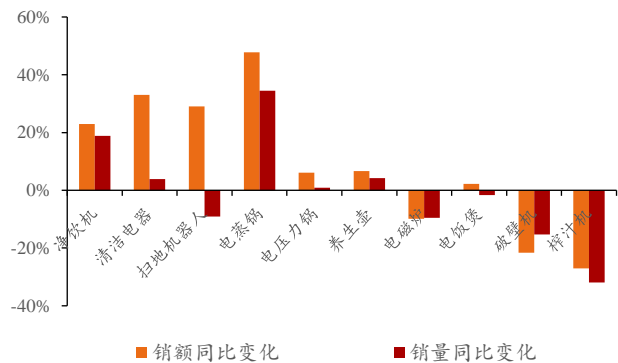
图 83 吸引用户购买小家电及智能家居硬件产品的原因



资料来源：巨量算数&36 氪研究院（选取排名前五的因素），首创证券

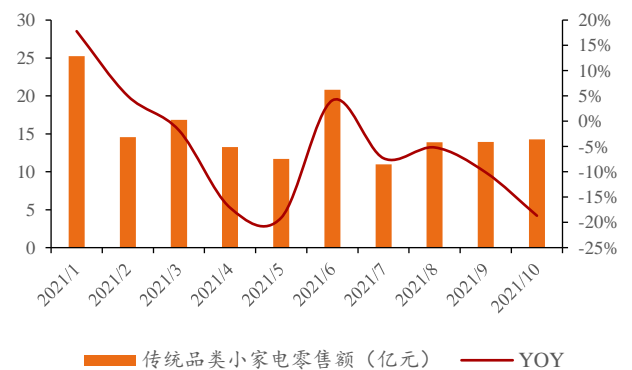
小家电更加注重细分场景的开拓，创意小家电以全新的功能引领消费需求。目前看来，传统品类小家电已难以满足消费者多元化需求，养生壶、电蒸锅、扫地机器人等更加智能化、科技化和高品质的小家电逐渐走俏。2021年初至今，不同品类小家电销售表现差别明显。根据奥维云网，2021年1-11月，电蒸锅、扫地机器人、净饮机、电压力锅、养生壶线上销额分别同比+47.8%/29.0%/23.0%/6.7%/6.1%，占据销售额榜单前列，而电磁炉、破壁机和榨汁机等传统小家电产品线上销额及销量增速均呈现不同程度的下滑。

图 84 小家电及智能硬件典型品类线上销量及销额变动情况



资料来源：奥维云网（2021年1-11月数据），首创证券

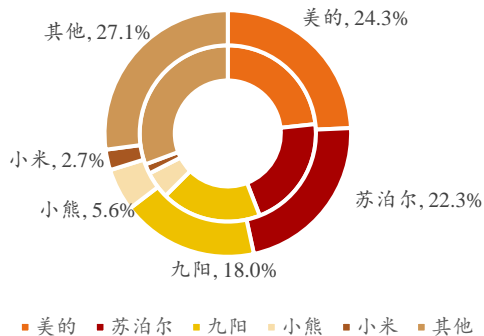
图 85 2021 年传统品类小家电整体走势低迷



资料来源：奥维云网（传统小家电包含品类：电饭煲、电磁炉、电压力锅、电水壶、豆浆机），首创证券

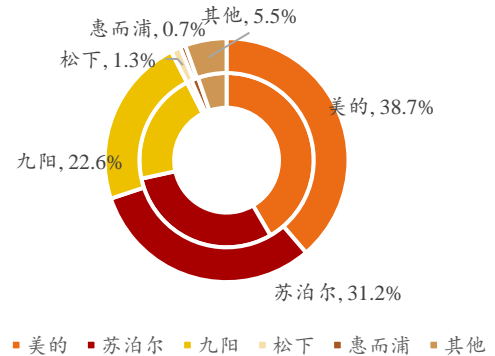
小家电头部品牌集中发力线上，集中度提升。2021H1，我国小家电线上CR5为72.9%，较2020H1提升3.6pct，小家电头部品牌集中发力线上，线上集中度提升。线上排名前五的品牌均为国产品牌，其中美的（24.3%）、苏泊尔（22.3%）和九阳（18.0%）位列前三，小熊和小米分别以个位数的市占率排在其后。我国小家电线下市场高度集中，2021H1小家电品牌线下CR5为94.5%，其中排名前三的依旧为美的、苏泊尔和九阳，外资品牌松下和惠而浦以低个位数的市占率位列四、五。

图 86 2021H1 线上小家电各品牌份额及变化



资料来源：奥维云网，首创证券

图 87 2021H1 线下小家电各品牌份额及变化



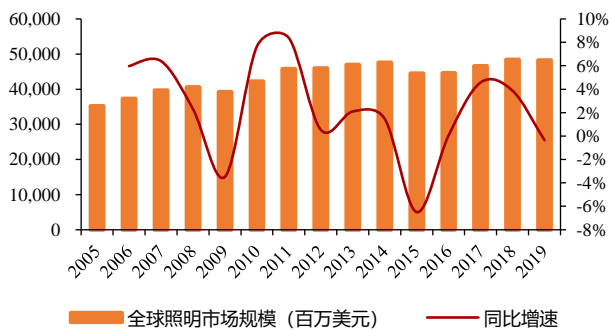
资料来源：奥维云网，首创证券

中长期需求充足，高基数消化后行业有望恢复稳健增长。受疫情催生宅经济影响，2020 年小家电发展迅猛，致使 2021 年行业短期承压，但中长期维度来看，高基数消化后小家电行业成长空间依旧十分充足，其中扫地机、扫拖一体机等大单品在低渗透率和持续新品迭代下仍有较大增长空间；而差异化、创意化、细分可选需求的释放也有望为行业带来新机遇。我们看好后续购买力回升带来景气度的恢复，产品创新驱动下占领消费者心智的小家电企业有望突围而出。

3.2.4 照明：竞争激烈，渠道为王

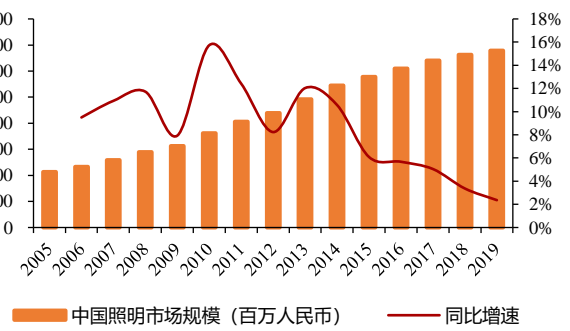
中国家居照明零售市场规模持续增长，但增速放缓。据 Euromonitor 统计数据，2019 年全球家居照明零售市场规模 482.57 亿美元，同比下降 0.35%；中国家居照明零售市场规模 678.14 亿人民币（约 98.16 亿美元），同比增长 2.36%。

图 88 全球家居照明零售市场规模增速放缓



资料来源：Euromonitor，首创证券

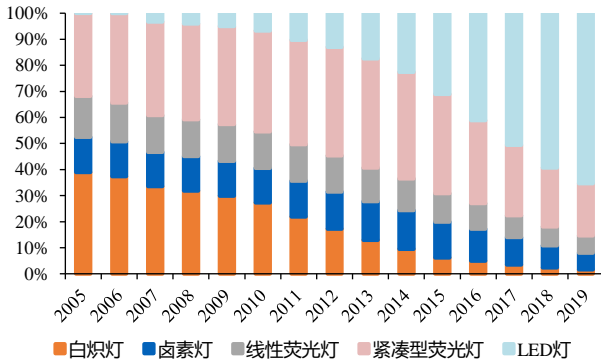
图 89 中国家居照明零售市场规模增速放缓



资料来源：Euromonitor，首创证券

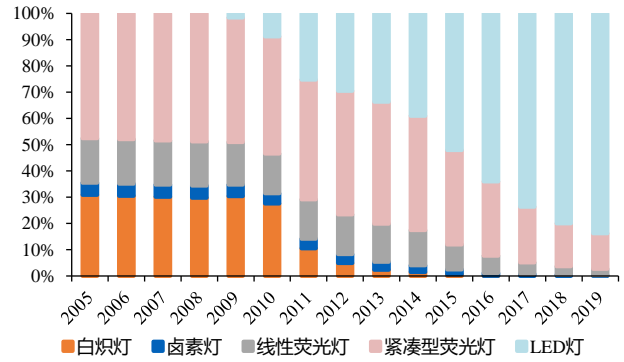
LED 灯已经成为光源中主要产品类型，销售光源中 LED 产品金额占比已超八成。据 Euromonitor 统计数据，全球家居光源零售市场结构不断变化，其中 LED 灯占比快速提升，已经由 2009 年的 5.03% 提升至 2019 年的 65.28%，同期中国光源零售市场中，LED 产品由 2009 年的 1.62% 提升至 2019 年的 83.73%，LED 灯已经成为光源中主要产品类型。

图 90 全球光源零售额份额



资料来源: Euromonitor, 首创证券

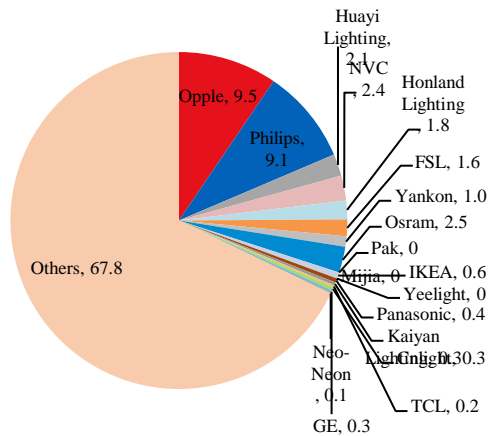
图 91 中国光源零售额份额



资料来源: Euromonitor, 首创证券

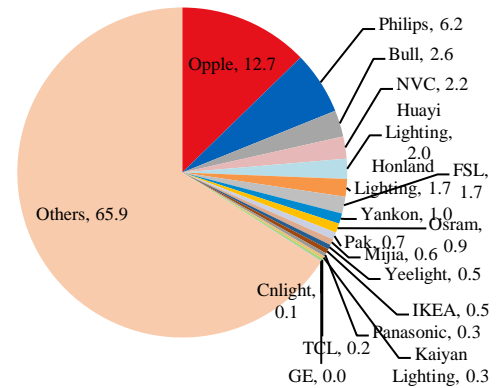
目前我国照明产品零售市场格局高度分散。据 Euromonitor 统计的家居照明零售端数据, 2020 年零售额市占率仅欧普超过 10%, 占比 12.7%, 前十品牌合计占比 31.6%; 2013 年排名首位的欧普品牌市占率 9.5%, 前十品牌合计占比 31.0%。同时我们看到公牛自 2014 年进入 LED 照明市场以来, 市占率快速提升, 2020 年已经提升至 2.6%, 居于行业第三位。

图 92 2013 年中国照明产品零售市场品牌份额 (%)



资料来源: Euromonitor, 首创证券

图 93 2020 年中国照明产品零售市场品牌份额 (%)



资料来源: Euromonitor, 首创证券

渠道方面, 我国照明灯具及光源产品主要通过建材家居装饰等渠道销售。据 Euromonitor 统计的家居照明零售端数据, 灯具产品通过建材家装专业渠道销售占比约 85%, 家居照明光源产品通过建材家装专业渠道销售占比约 50%。新兴渠道方面, 电商渠道占比提升, Euromonitor 数据显示, 我国照明灯具零售市场中, 电商渠道占比已经由 2012 年的 1%提升至 2020 年的 9.2%; 照明光源电商渠道占比由 2012 年的 1.4%提升至 2020 年的 12.3%。

图 94 中国家居照明灯具产品零售市场份额 (%)

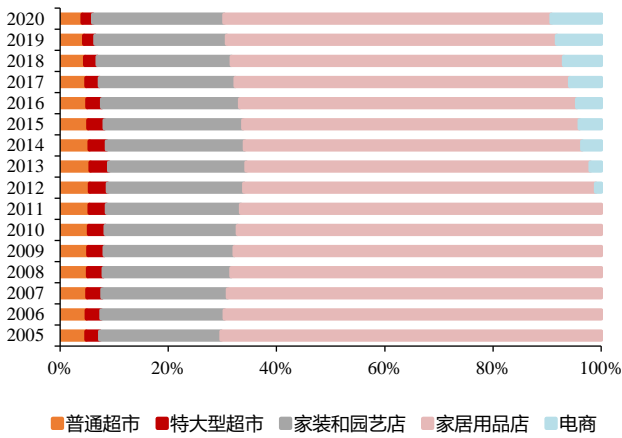
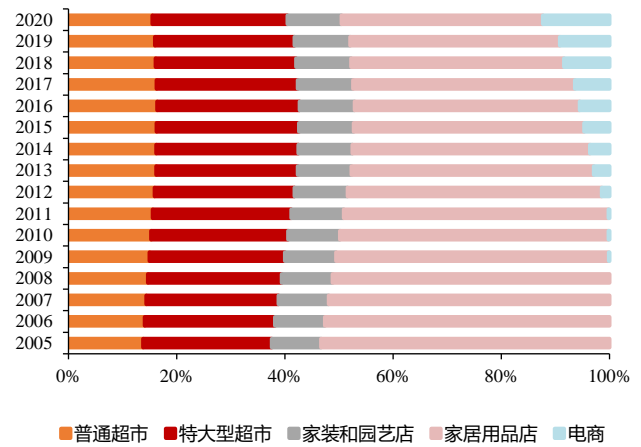


图 95 中国家居照明光源产品零售市场份额 (%)



资料来源: Euromonitor, 首创证券

资料来源: Euromonitor, 首创证券

我们认为在家居照明领域，行业空间大但格局分散，拥有强大渠道覆盖度的公司有望实现快速发展并实现市占率提升。目前公牛集团与欧普照明在照明电工领域渠道覆盖度领先。其中公牛集团已经建立起完善的线上线下全渠道覆盖体系，线下渠道销售模式以经销为主、直销为辅，公司在民用电工领域内创新性地推行线下“配送访销”的销售方式，已建立了覆盖全国城乡、110 多万家终端网点的线下销售网络，同时顺应渠道变化趋势，积极开展终端网点的综合化、专卖化；线上渠道以全品类全平台为原则，以直销+经销模式覆盖主流电商平台，积极开展数字化营销，并着力将旗舰店、站外平台打造为品牌窗口。此外，公牛集团还加快 ToB 渠道的开拓力度，加大与家装企业、房地产企业的合作广度与深度；积极探索海外市场，加快全球布局。

欧普照明采用经销为主、直销为辅的销售模式，以渠道下沉拓展销售触角，以整体方案体现增值服务，以多元渠道打通线上线下，以海外拓展扩大品牌影响。其中在家居照明零售渠道，公司凭借强大的营销团队和渠道网络资源，布局各地灯饰城、五金店、商超等网点，在全国省、直辖市、州、地、市、盟市场实现了较高覆盖，并进一步拓展下沉市场。公司招股说明书数据显示，2015 年时公司拥有经销商终端网点数量 4 万家，主要分布在华南地区占比 40%。经过公司多年渠道下沉与拓展，至 2020 年上半年末公司拥有流通网点数超过 15 万家，其中水电光超市近 300 家，乡镇网点覆盖率超过 55%，截至 2021 年上半年末，公司已开发超过 2000 家水电光超市/专区，满足乡镇用户一站式需求，同时，公司通过搭建水电工互动平台，增强网点与水电工的粘性，进一步提升公司在下沉市场的品牌影响力及渗透力。

图 96 公牛集团线下经销渠道终端网点数量 (万个)

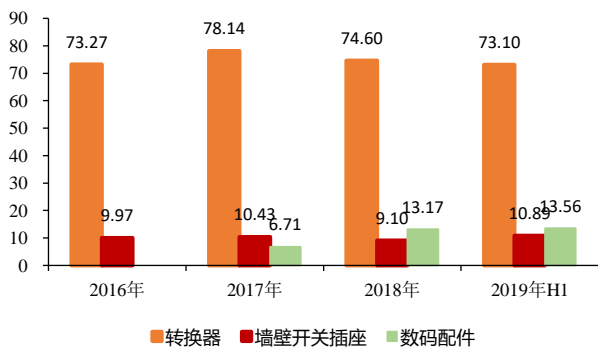
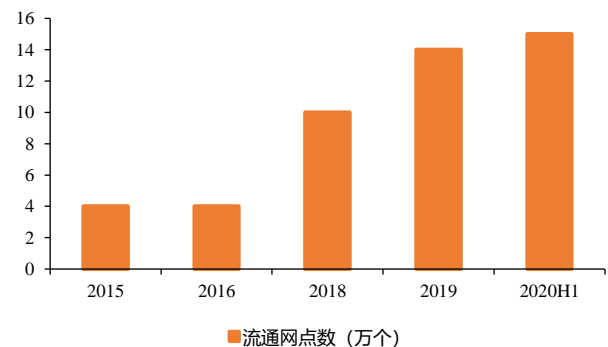


图 97 欧普照明家居照明线下终端网点数 (万家)



资料来源: 公牛集团招股书, 首创证券

资料来源: 欧普照明招股书, 公司年报, 首创证券

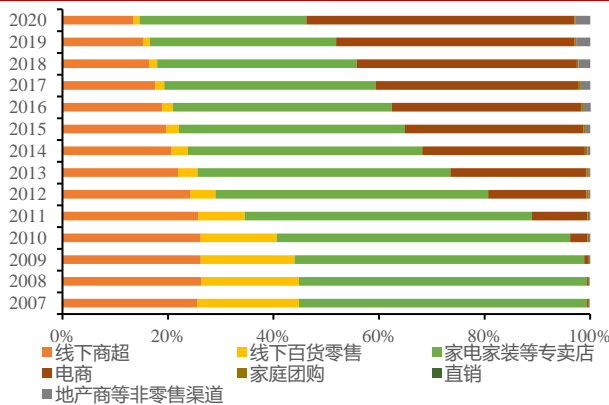
3.3 渠道：更快、更准、更好触达消费者

我们认为家电行业竞争将由产品驱动向渠道为王时代迈进。中国特有的电子商务发展环境以及 Z 时代消费人群崛起为消费升级提供重要基础。如何让产品“更快、更准、更好”的触达消费者将成为企业之间拉开差距的核心关键。我们坚定看好在全渠道营销体系布局领先，积极打破原有成长边界，探索流量入口前置的家电企业成长前景。

3.3.1 中国家电渠道变迁历史复盘：电商占比快速提升，目前已超五成

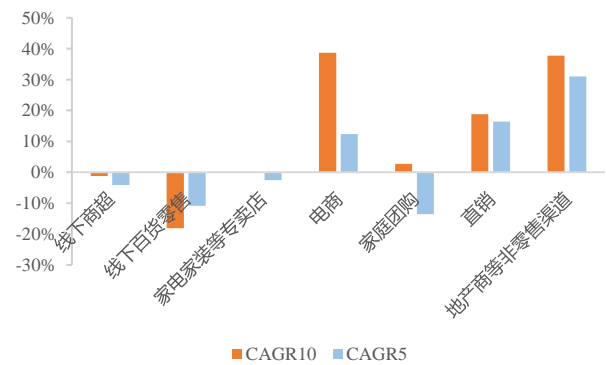
中国家电零售渠道多元化趋势明显，电商占比已超五成。伴随着中国互联网及电子商务蓬勃发展，我国家电零售渠道近十年发生较大变化，电商与地产商等渠道增速较快，而传统线下零售呈现萎缩状态。据 Euromonitor 数据，我国家电产品销售渠道结构中，电商渠道占比由 2006 年 0.3% 提升至 2020 年的 50.8%，而线下商超零售量占比则由 2006 年的 25.1% 下降至 2020 年的 13.5%，家电家装等专卖店零售量占比由 2006 年的 54.8% 下降至 2020 年的 31.6%。

图 98 中国家电产品销售渠道结构



资料来源：Euromonitor，首创证券

图 99 中国不同家电销售渠道零售量增速

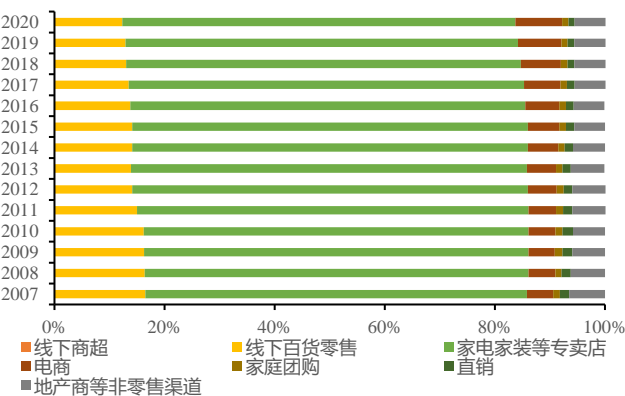


资料来源：Euromonitor，首创证券

3.3.2 他山之石：海外家电渠道对比

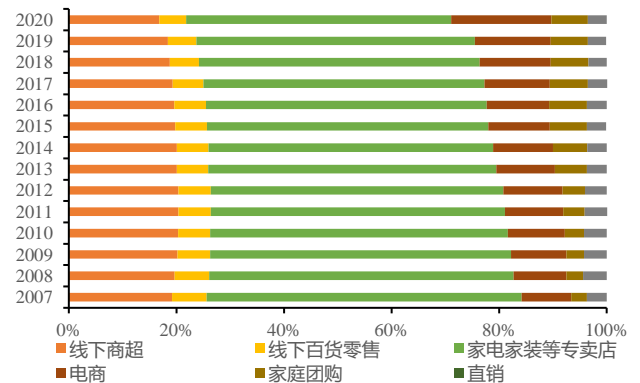
日本与韩国家电零售渠道以家电家居建材零售商为主，电商占比相对较小。得益于日本韩国发达的线下零售体系和服务网络，日本韩国家电零售主要通过线下专卖店渠道销售。据 Euromonitor 数据，2020 年日本家电产品通过电子及家电专卖店销售占比 67%，韩国这一家电渠道零售占比为 47%。电商渠道占比方面，虽然日本与韩国地区电商渠道占比提升，但整体仍较低，2020 年日本与韩国家电线上零售量占比分别为 8.5% 和 18.6%。

图 100 日本家电产品销售渠道结构



资料来源：Euromonitor，首创证券

图 101 韩国不同家电销售渠道零售量增速



资料来源：Euromonitor，首创证券

美国与英国家电零售渠道以家电家居建材零售商为主，零售量占比接近四成。受美国消费者 DIY 自助式家装习惯影响，美国家电零售主要集中在线下家居建材卖场，且在 2020 年之前保持稳定的状态。2020 年受“新冠”疫情影响电商占比迅速提升。在结算方式上，美国与英国家电流通渠道多以买断式销售为主，即家电/家居建材零售商直接与家电生产企业对接，进行买断式销售，渠道层级相对较少，家电/家居建材零售商依靠强大的零售能力压低价格，获得供应链优势。

图 102 美国家电产品销售渠道结构

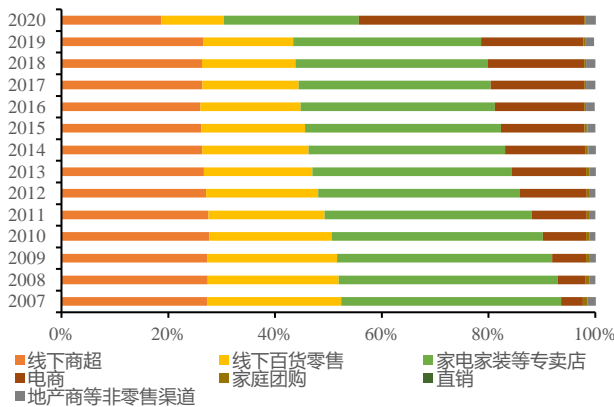
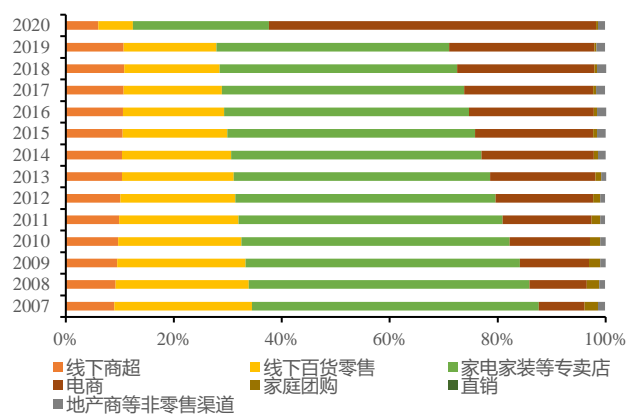


图 103 英国家电产品销售渠道结构



资料来源：Euromonitor，首创证券

资料来源：Euromonitor，首创证券

展望未来，我们认为家电行业竞争将由产品驱动向渠道为王时代迈进。中国特有的电子商务发展环境以及 Z 时代消费人群崛起为消费升级提供重要基础。如何让产品“更快、更准、更好”的触达消费者将成为企业之间拉开差距的核心关键。我们坚定看好在全渠道营销体系布局领先，积极打破原有成长边界，探索流量入口前置的家电企业成长前景。

4 投资策略：拨云见日终有时，柳暗花明又迎春

4.1 板块估值处历史低位，未来有望拐点向上

2021 年家电板块走势较弱，其中上半年主要受原材料涨价、海运及汇兑等方面影响，下半年虽然原材料及海运成本有所缓解，但地产前端销售数据恶化仍持续压制板块估值。预计 2022 年全年交房数据有望维持双位数增长，拉动家具家电需求提升。人口结构及产品更新需求释放支撑行业中长期需求坚挺；短期原材料价格上涨加速行业洗牌，叠加产品创新以及渠道变革带来的行业新机遇，行业集中度料将持续上行，龙头企业优势持续扩大。我们坚定看好 2022 年度家电板块投资机会，结合当期板块估值，我们在地产政策放松预期背景下首推厨电板块，其次是白电板块、小家电板块等。

厨电：渠道下沉与品类拓展为核心关键。短期地产销售数据较弱叠加去年同期高基数影响厨电板块估值，预计随四季度地产交房回暖板块估值有望修复，建议关注传统业务稳健发展，洗碗机、集成灶业务快速发力的老板电器以及受益集成灶行业高景气且渠道加速拓展的火星人和亿田智能等。

白电：渠道改革与品牌出海为核心关键。国内消费升级带来中高端产品需求提升，渠道变革持续释放机遇，品牌出海加速国内企业全球竞争力提升，建议关注卡萨帝高端引领、“三翼鸟”流量前置及全球化战略提升竞争力的海尔智家和多元化、全球化发展的白电龙头美的集团。

小家电：颜值、功能、渠道全方位竞争加剧。（1）厨房小家电：2020 年“新冠”疫情之下居家办公催生较多厨房小家电需求提前释放，导致 2021 年整体厨房小家电收入增速承压，预计 2022 年行业需求有望回暖，叠加成本压力同比减弱带来较强业绩弹性。

性，建议关注渠道效率持续提升，多品类拓展的苏泊尔、九阳股份等，此外建议关注受益海运压力缓解的出口小家电代工龙头新宝股份。(2) 清洁电器：洗地机、扫地机器人等受益于消费升级需求有望稳健增长，前期芯片与海运问题一定程度压制板块估值，近期海运价格出现回落利好出口型公司，建议关注石头科技、科沃斯、莱克电气等。(3) 智能投影：渗透率提升有望持续带动行业扩容，但短期供应链仍有一定压制，长期龙头企业竞争优势凸显，建议关注极米科技。

照明电工及其他：渠道为王。短期地产销售数据影响板块估值，细分龙头有望凭借原有强渠道力及 TO B 业务等拓展集中度持续提升。建议关注渠道与产品精耕细作的公牛集团与商照业务快速发展的欧普照明。

4.2 重点个股：竞争加剧，优选细分赛道龙头

4.2.1 白电：渠道改革与品牌出海为核心关键

表 3 主要白电公司财务预测

公司名称	2020 年营收规模 (亿元)	2020 年归母净利润规模 (亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
美的集团	2842.21	272.23	12.7%	10.3%	8.7%	9.9%	12.7%	10.6%	买入
格力电器	2097.26	88.77	14.4%	12.2%	10.7%	41.5%	20.1%	12.3%	买入
海尔智家	1704.97	221.75	11.5%	11.4%	10.4%	4.6%	12.4%	11.9%	买入

资料来源：Wind，首创证券

美的集团：公司为我国家电龙头之一，在家电全品类布局及渠道变革方面具有领先优势，持续优化智能家居场景体验，竞争力稳步提升。公司资金充沛，经营效率稳中有升，看好公司在后期市场回暖下，作为白电龙头的经营韧性。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 299/337/373 亿元，维持“买入”评级。

海尔智家：公司在坚持提升产品力的同时，不断加速物联网智慧家庭战略转型，聚焦高端品牌，通过全球化业务协同实现海内外市场的快速发展，未来伴随全流程智能化、数字化变革落地及成效逐步释放，公司业绩有望持续提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 126/151/169 亿元，维持“买入”评级。

格力电器：公司继续推进新零售全面布局，推动线上线下渠道深度融合，依托强供应链能力与渠道改革成效，盈利能力有望保持稳定。考虑到未来空调行业整体内外销需求将逐步恢复，我们看好公司作为空调龙头的长期发展实力。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 232/261/292 亿，维持“买入”评级。

4.2.2 厨电：渠道下沉与品类拓展为核心关键

表 4 主要厨电公司财务预测

公司名称	2020 年营收规模 (亿元)	2020 年归母净利润规模 (亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
老板电器	81.29	16.6	21.1%	20.6%	15.1%	15.8%	20.4%	15.0%	买入
火星人	16.14	2.75	47.4%	31.3%	26.4%	51.9%	33.2%	29.2%	买入
亿田智能	7.16	1.44	57.1%	26.5%	24.0%	49.8%	28.2%	26.9%	买入

资料来源：Wind，首创证券

老板电器：品牌、渠道双轮驱动，新品推广前景广阔。公司是我国高端厨电龙头企业，在厨电领域具备较强的生产、研发及品牌实力，洗碗机、集成灶等新品类打开新的增长空间。公司零售渠道不断完善升级，大宗客户结构持续优化，长期发展实力强劲。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 19.22/23.15/26.61 亿元，维持“买入”评级。

火星人：享行业红利前景广，多渠道协同加速腾飞。我国城镇化率提升和消费升级带动集成灶行业景气度持续上行，在此背景下，公司以高颜值产品叠加实用性功能为导向，通过高效营销提升品牌竞争力，未来伴随新品不断投放市场，公司盈利能力有望进一步提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.18/5.57/7.19 亿元，维持“买入”评级。

亿田智能：全渠道营销体系稳步推进，品牌力持续提升。集成灶行业景气度上扬，公司有望享受集成灶行业快速扩容红利，凭借全渠道营销网络和多元化产品矩阵实现快速增长。考虑到公司品牌渠道建设成效逐渐凸显，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.15/2.76/3.50 亿元，维持“买入”评级。

4.2.3 小家电：颜值与功能拓展为核心关键

表 5 主要小家电公司财务预测

公司名称	2020 年营收规模 (亿元)	2020 年归母净利润 规模 (亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
苏泊尔	185.97	18.47	17.9%	13.0%	11.6%	14.2%	13.9%	12.8%	买入
九阳股份	112.24	9.4	4.1%	14.6%	12.1%	3.5%	14.8%	12.1%	增持
新宝股份	131.91	11.19	13.2%	15.3%	14.5%	-23.7%	27.7%	24.2%	买入
莱克电气	62.81	3.28	27.2%	18.6%	16.1%	106.3%	27.4%	23.8%	买入
石头科技	45.30	13.69	26.4%	29.9%	24.9%	11.2%	29.8%	25.9%	买入
小熊电器	36.60	4.28	0.9%	20.6%	15.2%	-25.3%	39.0%	19.7%	买入
荣泰健康	20.21	1.93	27.0%	15.3%	14.4%	30.8%	20.9%	19.1%	买入
倍轻松	8.26	0.7	48.1%	41.2%	36.5%	58.6%	52.9%	57.2%	增持
极米科技	28.28	2.69	47.0%	39.7%	36.7%	69.4%	47.8%	42.4%	买入

资料来源：Wind，首創證券

苏泊尔：产品创新与渠道优化持续赋能公司。公司在国内市场具备稳定的经销网络，与 SEB 的整合协同效应为公司带来稳定的出口订单，多品牌全品类策略夯实公司核心竞争力，未来伴随公司产品力及渠道效率提升，公司业绩有望进一步增长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 21.09/24.03/27.09 亿元，维持“买入”评级。

九阳股份：公司为定位中高端的小家电行业领军企业，多年来坚持全品类多品牌经营，致力于挖掘和触达更多消费群体，未来伴随公司携手华为鸿蒙系统打造智能家电互联生态，公司核心竞争力有望进一步增强。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 9.74/11.17/12.53 亿元，维持“增持”评级。

新宝股份：外销 ODM/OEM 龙头地位稳固，国内自主品牌快速发展。公司不断加强渠道运营，坚持产品创新，未来伴随新品的陆续推出，自主品牌业务有望带动公司业绩增长。考虑到国内小家电行业整体需求回暖，原材料端成本压力缓和，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 8.53/10.89/13.52 亿元，维持“买入”评级。

莱克电气：收购业务加强产线协同，自主品牌逐步发力。公司坚持创新，不断强化渠道运营，未来伴随新品的陆续推出，自主品牌业务有望持续快速增长。考虑到公司汽车零部件生态体系的进一步完善，外销业务稳健发展，国内自主品牌逐步发力，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.77/8.62/10.67 亿元，维持“买入”评级。

石头科技：扫地机器人行业龙头，看好公司长期竞争力。公司研发实力强劲，凭借优异的产品力迅速成为全球领先的智能清洁电器领导品牌，随着成本端压力缓解，公司有望凭借新品推广与迭代升级实现盈利水平的进一步提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 15.22/19.77/24.88 亿元，维持“买入”评级。

小熊电器：我国小家电普及率偏低，未来发展空间广阔，公司作为创意小家电龙头企业，重视品类拓展，不断加强产品在技术及外观上的创新，长期来看发展实力强劲。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.2/4.4/5.3 亿元，维持“买入”评级。

荣泰健康：我国按摩椅行业渗透率仍低，未来提升空间大，公司产品与渠道领先。公司自创立以来持续深耕于按摩椅行业，产品与渠道布局领先，全球品牌力不断提升。考虑到原材料、海运等外部压力明显缓和，我们看好公司作为按摩椅行业龙头的长期经营实力，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 2.53/3.05/3.63 亿，维持“买入”评级。

倍轻松：建设现代化工厂，产品供应能力增强。公司系小型按摩器行业领导品牌，全渠道布局完善，产品力强，公司通过新建现代化工厂，进一步增强自有产能供应能力，未来发展可期。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.12/1.72/2.70 亿，维持“增持”评级。

极米科技：智能投影龙头地位稳固，看好公司长期竞争力。我国智能投影行业渗透率低，发展空间大，公司凭借突出的研发实力，迅速占据行业首位。未来伴随公司对海内、外市场的进一步开拓与品牌力的提升，业绩有望持续增长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.55/6.73/9.58 亿元，维持“买入”评级。

4.2.4 照明电工：渠道下沉与品类融合为核心关键

表 6 主要照明电工公司财务预测

公司名称	2020 年营收规模 (亿元)	2020 年归母净利润 规模(亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
公牛集团	100.51	23.13	23.1%	17.8%	17.2%	29.1%	20.5%	18.8%	买入
欧普照明	79.70	8.00	14.0%	19.5%	16.1%	15.9%	19.3%	20.2%	买入

资料来源：Wind，首创证券

公牛集团：渠道优势深厚，新品扩展顺利，处罚不改公司长期增长趋势。公司为民用电工行业绝对龙头，品牌深入人心，产品端持续创新，渠道端护城河深厚，且电连接等新业务增长靓丽，反垄断处罚对公司经营端影响有限，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 29.9/36.0/42.7 亿元，维持“买入”评级。

欧普照明：目前全球处于 LED 照明替代传统照明进程中，行业空间大，竞争格局持续优化，公司有望持续受益于行业整体增长与集中度提升，我们看好公司长期发展实力，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 9.27/11.06/13.3 亿元，维持“买入”评级。

5 风险提示

原料成本波动，“新冠”疫情反复，房地产销售大幅波动。

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		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