

行业研究

盈利能力持续改善，产业链定价权凸显

——家用电器行业 2021 年报及 2022 年一季报总结

要点

收入分析：2021 年全行业收入同比+17%，22Q1 国内终端零售承压。2021 年家电行业营业收入 13969 亿元（yoy+17%），其中 21Q4 营收 3705 亿元（yoy+9%）；22Q1 营收 3337 亿元（yoy+7%）。22Q1 收入同比增速有所下滑，主因地产销售疲软+3 月下旬疫情冲击。**出货端看**，内销方面，2021 年空、冰、洗三大品类销量同比增速分别为 6%、-0.3%、4%，相比 2020 年，空调、洗衣机内销量增速有较大幅度提升（分别+18pcts、+8pcts），冰箱内销量增速小幅上升（+1pcts）；外销方面，受益于海外产能转移，2021 年空、冰、洗三大品类出口增速分别为 11%、6%、31%，相比 2020 年，洗衣机出口增速提高 36pcts，冰箱出口增速则下滑-17pcts。**零售端看**，2021 年/22Q1 空、冰、洗三大品类全渠道零售额同比增速分别为-1%/-9%、8%/-8%、7%/-12%，其中线上零售额同比增速分别为 5%/1%、20%/-1%、18%/-3%，线下零售额同比增速分别为-6%/-16%、-2%/-14%、-3%/-21%，疫情持续导致线下流量向线上转移，2021 年/22Q1 三大品类线上零售额增长均明显优于线下零售。

利润率分析：22Q1 家电整体“毛销差”同比转正，产业链定价权得到彰显。由于会计准则调整，我们关注“毛利率-销售费用率”。2021 年家电板块毛利率-销售费用率 13.6%（yoy-0.2pcts，下滑主因原材料涨价较多），其中 21Q4 同比-1.1pcts，22Q1 毛利率-销售费用率 13.3%（yoy+0.5pcts）。22Q1 家电整体“毛销差”同比转正（较 19Q1 相差无几），主因费用管理得当，单位成本同比增速回落，叠加终端产品提价（家电竞争格局优，上游涨价较为顺畅地向下游传导），其中 22Q1 小家电“毛销差”同比+1.8pcts，低基数下利润弹性较大（并可能将贯穿 2022 全年）。归母净利率方面，2021 年家电归母净利率 6.6%，同比-0.4pcts（较 2019 年变化-0.2pcts），21Q4/22Q1 归母净利率同比-0.6pcts/+0.2pcts，22Q1 净利率同比转正主要系原材料价格增速减缓+产品终端提价，其中 22Q1 小家电净利率同比上行明显（yoy+0.9 pcts）。

现金流分析：22Q1 经营现金流尚未恢复至 2019 年同期。22Q1 家电行业经营现金流 67.76 亿元（同比+1202%，较 19Q1 变动-69%），22Q1 多数家电企业经营性现金流有所回升，但相较于 19 年同期（疫情前水平）仍存在明显差距。分板块看，22Q1 家电零配件和厨电板块现金流较差，其中厨电板块受 2021 年下半年以来地产销售下行拖累，22Q1 经营性净现金同比降幅扩大。

投资建议&估值分析：估值回落+ROE 提升，配置性价比提高。纵向比较，当前家电板块相对 PE 水位为 1.04，在历史均值附近，近年的阶段高点出现在 2021 年 1 月（均值+2 标准差以上）；目前 5 年动态 PB-Band 位于 25%分位左右，家电板块的配置性价比提升。横向比较，家电的盈利处于中低位，估值处于低位，我们用各行业 2010 年至今 PB-ROE 的自身历史分位来衡量潜在投资机会。当前家电处于第三象限，PB 分位=27%，ROE 分位=41%，总体估值水平有望提升。**我们建议关注三个方向：（1）受益于基本面复苏以及配置价值提升的大家电龙头，推荐美的集团、格力电器、海尔智家；（2）估值处于历史底部且受益于经济修复的厨房小家电板块，推荐苏泊尔、九阳股份、小熊电器、新宝股份；（3）新兴家电中具备刚需属性的清洁品类，推荐科沃斯、石头科技。**

风险提示：地产持续低迷，原材料价格继续攀升，人民币大幅升值。

家电行业 增持（维持）

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

稳地产信号渐明，家电补贴再加码——家用电器研究周报（2022 年第 17 周）（2022-05-07）

目 录

1、 综述：营收增长放缓，盈利能力修复	5
2、 利润表：22Q1 利润率同比上升	6
2.1、 营业收入：增速下移，零售承压	6
2.2、 毛利率-销售费用率：22Q1 同比上升，盈利能力修复	7
2.3、 其他费用率：2021 年/22Q1 管理费用率稳定+持续加大研发投入	9
2.4、 归母净利率：22Q1 同比上升，小家电上行幅度较大	10
3、 资产负债表&现金流量表：22Q1 经营性净现金同比改善	11
3.1、 营运能力：上下游议价能力相对稳定	11
3.2、 盈利质量：22Q1 经营现金流同比回升	13
3.3、 ROE：22Q1 家电 ROE (ttm) 环比上行	14
4、 估值明显回落，配置性价比上升	14
4.1、 纵向比较：估值回落，配置性价比提升	14
4.2、 横向比较：盈利中低位，估值偏低位	16
5、 投资逻辑：板块配置价值上升	16
6、 风险提示	17
7、 附录：子行业的样本选择范围	18

图目录

图 1：家电单季营业总收入整体表现	6
图 2：各板块单季营业总收入同比增速	6
图 3：各板块 2021 年出货同比增速	6
图 4：各板块 2021 年国内零售额同比增速	6
图 5：各板块 22Q1 出货同比增速	7
图 6：各板块 22Q1 国内零售额同比增速	7
图 7：各板块“毛利率-销售费用率”表现	8
图 8：各板块“毛利率-销售费用率”同比变动百分点（pcts）	8
图 9：空调零售均价和原料成本同比变化	8
图 10：冰箱零售均价和原料成本同比变化	8
图 11：洗衣机零售均价和原料成本同比变化	8
图 12：油烟机零售均价和原料成本同比变化	8
图 13：各板块管理费用率	9
图 14：各板块管理费用率同比变动百分点（pcts）	9
图 15：各板块研发费用率表现	9
图 16：各板块研发费用率同比变动百分点（pcts）	9
图 17：各板块财务费用率表现	10
图 18：各板块财务费用率同比变动百分点（pcts）	10
图 19：近年美元兑人民币汇率变动	10
图 20：各板块净利率表现	11
图 21：各板块净利率同比变化百分点（pcts）	11
图 22：各板块存货周转天数整体表现	12
图 23：各板块存货周转天数同比变化量	12
图 24：各板块应收票据及账款周转天数整体表现	12
图 25：各板块应收票据及账款周转天数同比变化量	12
图 26：各板块应付票据及账款周转天数整体表现	13
图 27：各板块应付票据及账款周转天数同比变化量	13
图 28：家电经营性现金流整体表现	13
图 29：各板块经营现金流同比增速	13
图 30：各板块单季 ROE 表现	14
图 31：各板块单季 ROE 同比变化百分点（pcts）	14
图 32：核心家电品种相对大盘 PE 位于均值水位	15
图 33：PB-Band：家电板块估值回落，目前 PB 水平 2.76x	15
图 34：PB-ROE 视角：一季度 ROE 小幅回升，PB 略低于均值	16
图 35：横向比较家电的盈利处于中低位，估值处于历史低位	16

表目录

表 1：家电板块 2021 年&22Q1 核心数据汇总一	5
表 2：家电板块 2021 年&22Q1 核心数据汇总二	5
表 3：各板块“毛利率-销售费用率”情况汇总	7
表 4：各板块净利率情况汇总	11
表 5：各板块周转天数情况汇总	12
表 6：2022 Q1 净资产收益率 ROE（ttm）拆分	14
表 7：家电板块部分公司 Wind 一致预期	17
表 8：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	18

1、综述：营收增长放缓，盈利能力修复

收入分析：2021 年全行业收入同比+17%，22Q1 国内终端零售承压。2021 年家电行业营业收入 13969 亿元（yoy+17%），其中 21Q4 营收 3705 亿元（yoy+9%）；22Q1 营收 3337 亿元（yoy+7%）。22Q1 收入同比增速有所下滑，主因地产销售疲软+3 月下旬疫情冲击。**出货端看**，内销方面，2021 年空、冰、洗三大品类内销量同比增速分别为 6%、-0.3%、4%；外销方面，受益于海外产能转移，2021 年空、冰、洗三大品类出口增速分别为 11%、6%、31%。**零售端看**，2021 年/22Q1 空、冰、洗三大品类全渠道零售额同比增速分别为 -1%/-9%、8%/-8%、7%/-12%，其中线上零售额同比增速分别为 5%/1%、20%/-1%、18%/-3%，线下零售额同比增速分别为 -6%/-16%、-2%/-14%、-3%/-21%，疫情持续导致线下流量向线上转移，2021 年/22Q1 三大品类线上零售额增长均明显优于线下零售。

利润率分析：22Q1 家电整体“毛销差”同比转正，产业链定价权得到彰显。由于会计准则调整，我们关注“毛利率-销售费用率”指标。2021 年家电板块毛利率-销售费用率 13.6%（yoy-0.2pcts，下滑主因原材料涨价较多），其中 21Q4 同比-1.1pcts，22Q1 毛利率-销售费用率 13.3%（yoy+0.5pcts）。22Q1 家电整体“毛销差”同比转正（相比 19Q1 也相差无几），主因费用管理得当，单位成本同比增速回落，叠加终端产品提价（家电竞争格局优，上游涨价较为顺畅地向下游传导），其中 22Q1 小家电“毛销差”同比+1.8pcts，低基数下利润弹性较大（并可能将贯穿 2022 年）。归母净利率方面，2021 年家电归母净利率 6.6%，同比-0.4pcts（较 2019 年变化-0.2pcts），21Q4/22Q1 归母净利率同比-0.6pcts/+0.2pcts，22Q1 净利率同比转正主要系原材料价格增速减缓+产品终端提价，其中 22Q1 小家电净利率同比上行明显（yoy+0.9pcts）。

表 1：家电板块 2021 年&22Q1 核心数据汇总一

	2021	21Q4	22Q1	2021同比增速	21Q4同比增速	22Q1同比增速	2021 较2019增速	21Q4 较19Q4增速	22Q1 较19Q1增速
营业总收入(亿元)	13,969	3,705	3,337	16.5%	9.4%	7.4%	25.3%	36.3%	13.7%
营业利润(亿元)	1,078	244	250	6.0%	-13.7%	9.0%	20.1%	172.9%	7.8%
净利润(亿元)	920	204	214	12.3%	-15.7%	14.8%	21.8%	212.3%	8.5%
经营现金流(亿元)	952	394	68	-6.4%	-29.7%	1202.2%	-9.7%	82.8%	-69.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 2：家电板块 2021 年&22Q1 核心数据汇总二

	2021	21Q4	22Q1	2021同比变化 (pcts)	21Q4同比变化 (pcts)	22Q1同比变化 (pcts)	2021 较2019变化 (pcts)	21Q4 较19Q4变化 (pcts)	22Q1 较19Q1变化 (pcts)
毛利率	22.4%	21.2%	21.9%	-1.2	-0.8	-0.2	-2.7	-0.8	-2.6
销售费用率	8.8%	7.5%	8.6%	-1.0	-2.1	-0.7	-2.6	-4.4	-2.3
毛利率-销售费用率	13.6%	13.8%	13.3%	-0.2	-1.1	0.5	-0.1	1.9	-0.3
管理费用率	3.1%	3.4%	3.1%	-0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	0.2
研发费用率	3.7%	4.4%	3.6%	0.1	-0.3	0.3	0.2	-0.4	0.6
财务费用率	-0.2%	0.0%	-0.3%	-0.2	0.1	0.0	-0.1	0.1	-0.7
净利率	6.6%	5.4%	6.4%	-0.4	-0.6	0.2	-0.2	3.3	-0.3
ROE(TTM)	15.9%	17.0%	15.5%	-0.1	2.3	-1.5	-1.2	-0.5	1.0

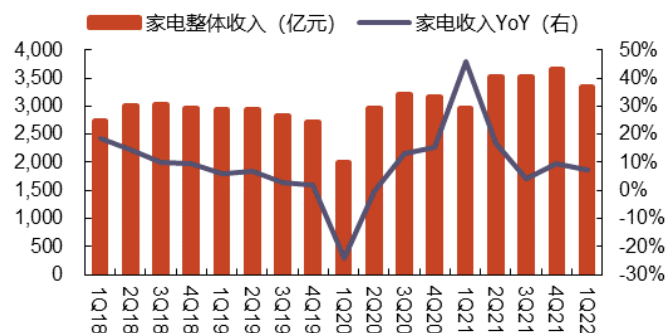
资料来源：Wind，光大证券研究所

2、利润表：22Q1 利润率同比上升

2.1、营业收入：增速下移，零售承压

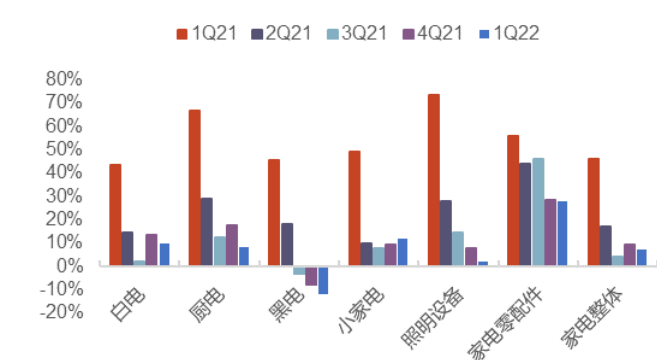
2021 年全行业收入同比+17%，22Q1 国内终端零售承压。2021 年家电行业营业收入 13969 亿元 (yoy+17%)，其中 21Q4 营收 3705 亿元 (yoy+9%)；22Q1 营收 3337 亿元 (yoy+7%)。22Q1 收入同比增速有所下滑，主因地产销售疲软+3 月下旬疫情冲击。**出货端看**，内销方面，2021 年空、冰、洗三大品类内销量同比增速分别为 6%、-0.3%、4%，相比 2020 年空调、洗衣机内销增速有较大幅度提升（分别+18pcts、+8pcts），冰箱内销增速小幅上升（+1pcts）；外销方面，受益于海外产能转移，2021 年空、冰、洗三大品类出口增速分别为 11%、6%、31%，相比 2020 年洗衣机出口增速提高 36pcts，冰箱出口增速则下滑 -17pcts。**零售端看**，2021 年/22Q1 空、冰、洗三大品类全渠道零售额同比增速分别为 -1%/-9%、8%/-8%、7%/-12%，其中线上零售额同比增速分别为 5%/1%、20%/-1%、18%/-3%，线下零售额同比增速分别为 -6%/-16%、-2%/-14%、-3%/-21%，疫情持续导致线下流量向线上转移，2021 年/22Q1 三大品类线上零售增长均明显优于线下零售。

图 1：家电单季营业总收入整体表现



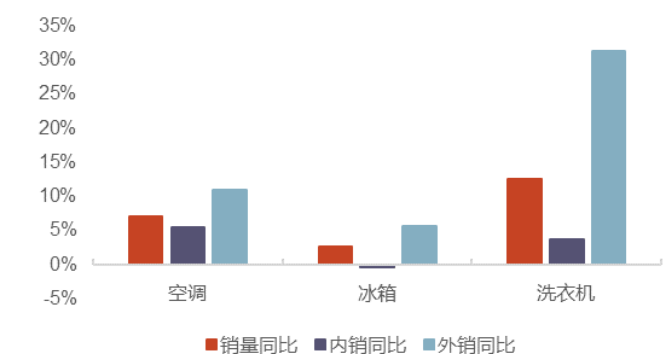
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：各板块单季营业总收入同比增速



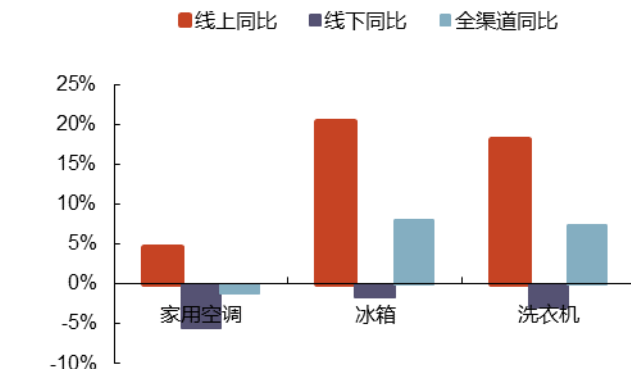
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：各板块 2021 年出货同比增速



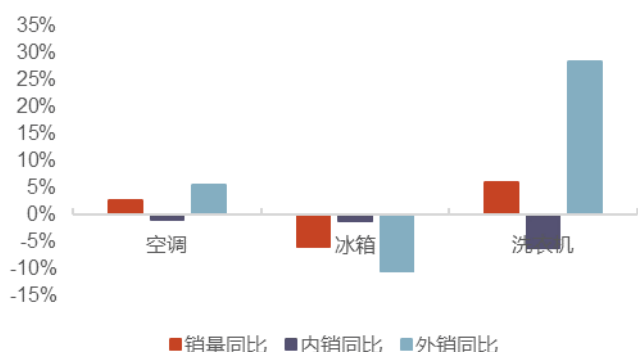
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 4：各板块 2021 年国内零售额同比增速



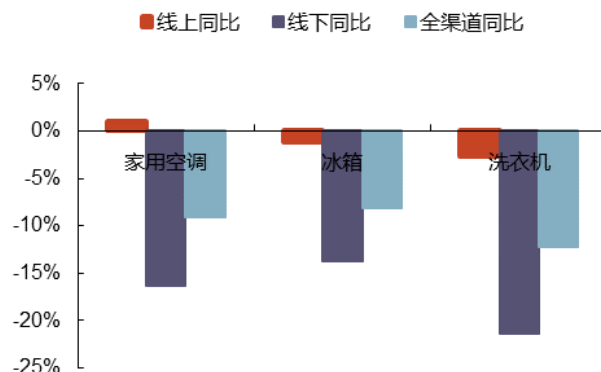
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 5：各板块 22Q1 出货同比增速



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 6：各板块 22Q1 国内零售额同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

2.2、毛利率-销售费用率：22Q1 同比上升，盈利能力修复

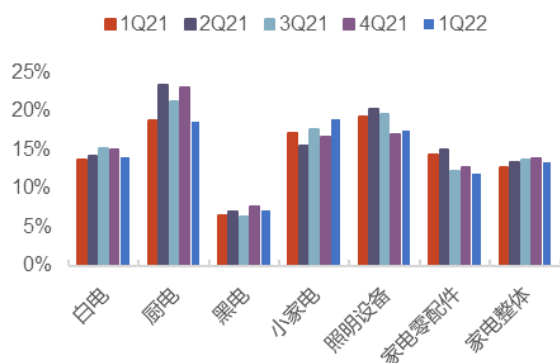
22Q1 家电整体“毛销差”同比转正，产业链定价权得到彰显。由于会计准则调整，运输费用科目从销售费用至营业成本，为避免数据失真，我们关注“毛利率-销售费用率”指标。2021 年家电板块毛利率-销售费用率 13.6% (yoy-0.2pcts，下滑主因原材料涨价较多)，其中 21Q4 同比-1.1pcts，22Q1 毛利率-销售费用率 13.3% (yoy+0.5pcts)。22Q1 家电整体“毛销差”同比转正（相比 19Q1 也相差无几），主因费用管理得当，单位成本同比增速回落，叠加终端产品提价（家电竞争格局优，上游涨价较为顺畅地向下游传导），其中 22Q1 小家电“毛销差”同比+1.8pcts，低基数下利润弹性较大（并将贯穿 2022 年）。

表 3：各板块“毛利率-销售费用率”情况汇总

	2021	21Q4	22Q1	2021同比变化 (pcts)	21Q4同比变化 (pcts)	22Q1同比变化 (pcts)	2021 较2019变化 (pcts)	21Q4 较19Q4变化 (pcts)	22Q1 较19Q1变化 (pcts)
白电	14.6%	15.1%	14.0%	-0.4	-1.8	0.2	-0.6	2.7	-1.7
厨电	21.8%	23.0%	18.7%	-1.7	-2.9	-0.1	-0.9	-2.6	-1.0
黑电	6.9%	7.6%	7.1%	0.4	0.5	0.5	1.3	1.3	-0.2
小家电	17.8%	16.7%	18.9%	-0.3	-1.1	1.8	0.1	-0.5	1.5
照明设备	19.0%	16.9%	17.4%	-4.1	-5.4	-1.9	-3.9	-5.7	-3.0
家电零配件	13.4%	12.8%	11.9%	-2.8	-3.9	-2.4	-2.1	-3.5	-2.5
家电整体	13.6%	13.8%	13.3%	-0.2	-1.1	0.5	-0.1	1.9	-0.3

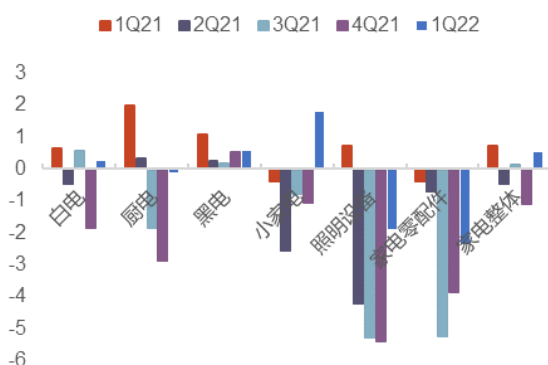
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：各板块“毛利率-销售费用率”表现



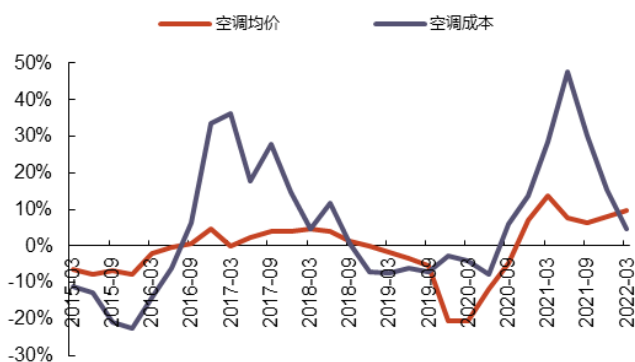
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：各板块“毛利率-销售费用率”同比变动百分点 (pcts)



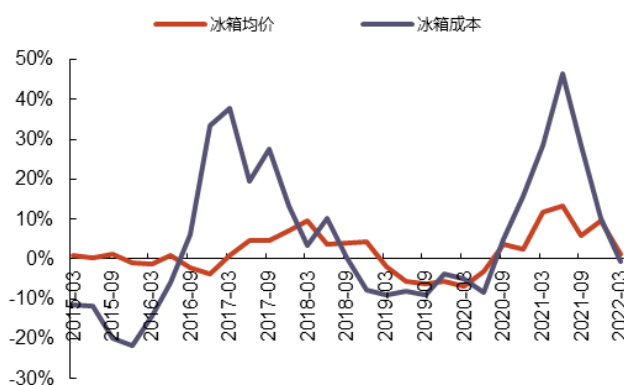
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：空调零售均价和原料成本同比变化



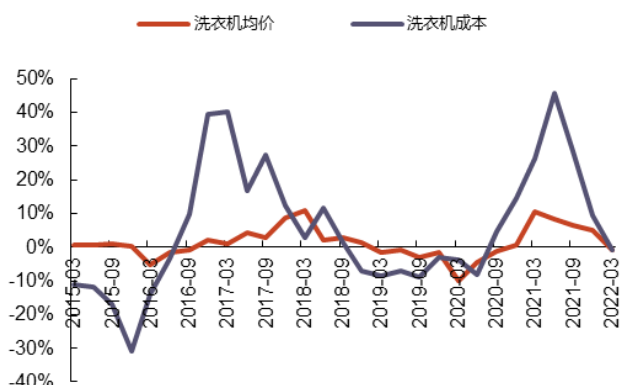
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：冰箱零售均价和原料成本同比变化



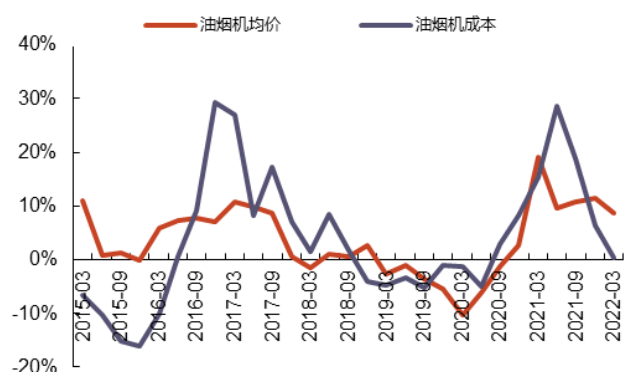
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：洗衣机零售均价和原料成本同比变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：油烟机零售均价和原料成本同比变化

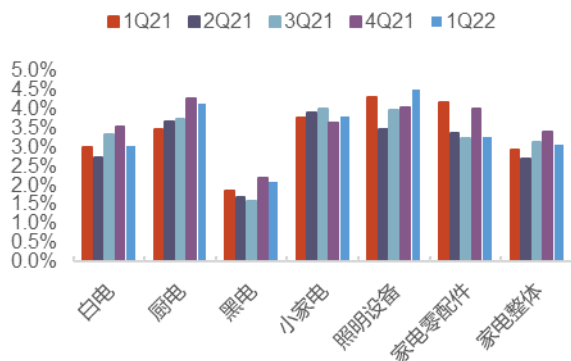


资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3、其他费用率：2021 年/22Q1 管理费用率稳定+持续加大研发投入

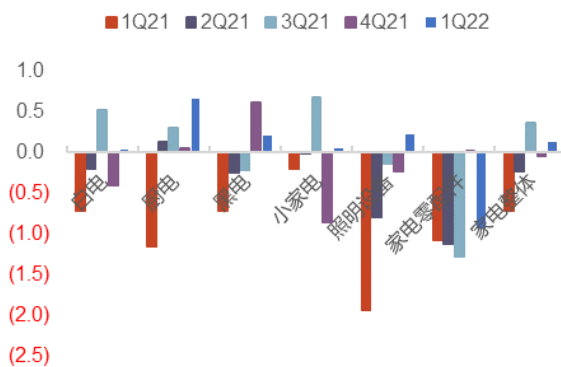
管理费用率稳定，持续加大研发投入。2021 年家电板块管理费用率、研发费用率分别为 3.1% (yoy-0.08pcts)、3.1% (yoy+0.1pcts)，22Q1 家电板块管理费用率、研发费用率分别为 3.1% (yoy+0.1pcts)、3.6% (yoy+0.3pcts)，整体变化较小。家电企业保持对技术研发的高投入，重视筑建长期可持续发展力和市场竞争力。

图 13：各板块管理费用率



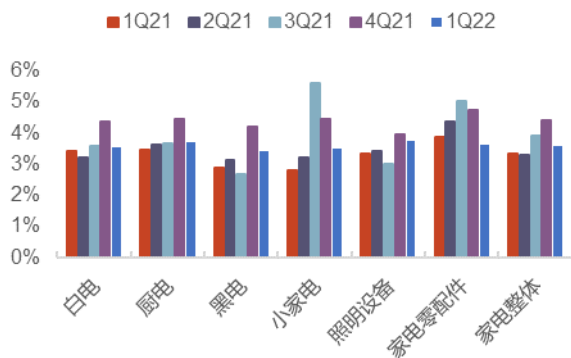
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：各板块管理费用率同比变动百分点 (pcts)



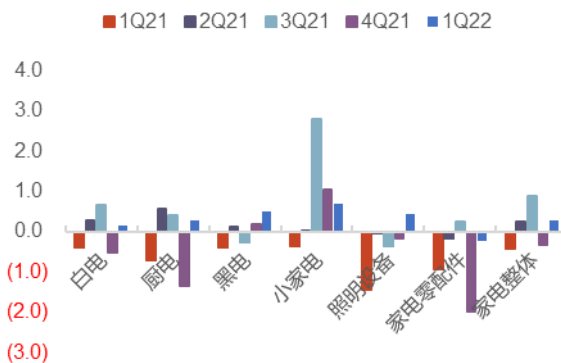
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：各板块研发费用率表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

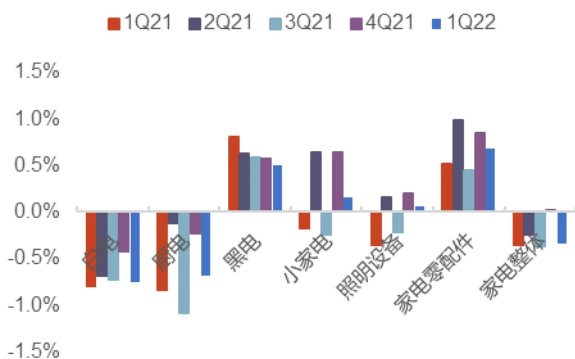
图 16：各板块研发费用率同比变动百分点 (pcts)



资料来源：Wind，光大证券研究所

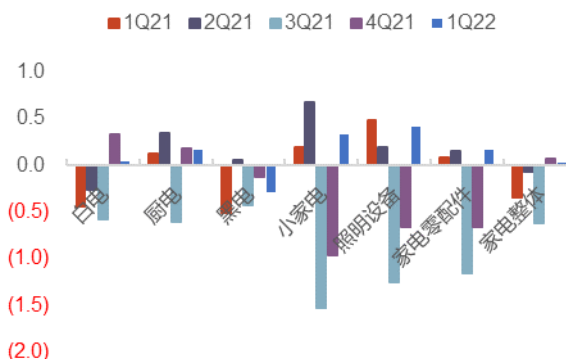
2021 年家电整体财务费用率同比-0.24pcts。2020 年/2021 年/22Q1 家电板块财务费用率分别为-0.02% (yoy+0.19pcts) /-0.23% (yoy-0.24pcts) /-0.34% (yoy+0.02 pcts)，期间美元兑人民币汇率分别变化-6%/-3%/-0.5%。2020 年开始人民币持续升值，但利息收入上涨部分抵消汇兑损失，同时收入基数的增长导致 2021 年财务费用率有所下降。

图 17：各板块财务费用率表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 18：各板块财务费用率同比变动百分点 (pcts)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 19：近年美元兑人民币汇率变动



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截至 2022 年 5 月 3 日

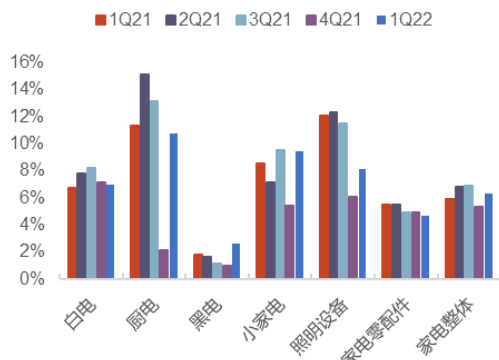
	2021	21Q4	22Q1	2021同比变化 (pcts)	21Q4同比变化 (pcts)	22Q1同比变化 (pcts)	2021 较2019变化 (pcts)	21Q4 较19Q4变化 (pcts)	22Q1 较19Q1变化 (pcts)
白电	7.8%	7.1%	7.0%	-0.7	-1.1	0.1	-0.3	3.7	-1.5
厨电	10.1%	2.1%	10.8%	-4.5	-14.0	-0.5	-4.1	-14.2	-0.3
黑电	1.8%	1.0%	2.6%	0.5	0.7	0.9	1.1	2.8	0.7
小家电	8.2%	5.4%	9.4%	-0.6	-0.9	0.9	-0.3	-3.3	1.1
照明设备	10.4%	6.1%	8.1%	-2.2	-5.7	-3.9	-2.6	-4.7	-2.4
家电零配件	5.3%	4.9%	4.7%	1.3	3.9	-1.0	3.1	12.1	-0.2
家电整体	6.6%	5.4%	6.3%	-0.4	-0.6	0.2	-0.2	3.3	-0.3

2.4、归母净利率：22Q1 同比上升，小家电上行幅度较大

22Q1 整体净利率同比上行，其中小家电上行幅度较大。2021 年家电行业归母净利率 6.6%，同比-0.4pcts（较 2019 年变化-0.2 pcts）。原材料价格增速减缓

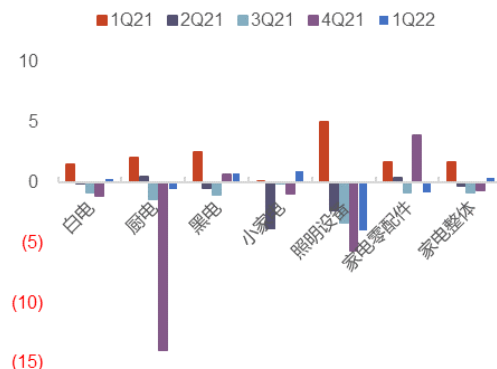
+产品终端提价，21Q4/22Q1 净利率同比-0.6pcts/+0.2pcts，其中 22Q1 小家电净利率同比上行明显（yoy+0.9 pcts）。

图 20：各板块净利率表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 21：各板块净利率同比变化百分点（pcts）



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 4：各板块净利率情况汇总

	2021	21Q4	22Q1	2021同比变化 (pcts)	21Q4同比变化 (pcts)	22Q1同比变化 (pcts)	2021 较2019变化 (pcts)	21Q4 较19Q4变化 (pcts)	22Q1 较19Q1变化 (pcts)
白电	7.8%	7.1%	7.0%	-0.7	-1.1	0.1	-0.8	3.7	-1.5
厨电	10.1%	2.1%	10.8%	-4.6	-14.0	-0.6	-4.1	-14.2	-0.8
黑电	1.8%	1.0%	2.9%	0.5	0.7	0.9	1.1	2.8	0.7
小家电	8.2%	5.4%	9.5%	-0.6	-0.9	0.9	-0.8	-3.8	1.1
照明设备	10.4%	6.1%	8.3%	-2.2	-5.7	-3.9	-2.6	-4.7	-2.4
家电零配件	5.3%	4.9%	4.7%	1.3	3.9	-1.0	3.1	12.1	-0.2
家电整体	6.6%	5.4%	6.4%	-0.4	-0.6	0.2	-0.2	3.3	-0.3

资料来源：Wind，光大证券研究所

3、资产负债表&现金流量表：22Q1 经营性净现金同比改善

3.1、营运能力：上下游议价能力相对稳定

22Q1 家电净营业周期同比+13.7 天，21 年全年家电净营业周期同比变动+5.7 天。存货周转方面，22Q1 家电整体存货周转天数 76.8 天（同比+11.7 天），21 年家电整体存货周转天数 64.7 天（同比+1.5 天），与 2021 年 5 月份以来疫情反复导致海运货柜紧张，货物发货不畅有关。分板块来看，与 21 年同期相比，22Q1 除家电零配件以外，其它板块的存货周转天数均有所提升。应收科目方面，22Q1 家电整体周转天数 51.2 天（同比-4.0 天），21 年家电整体应收科目周转天数 47.9 天（同比-6.9 天）。应付科目方面，22Q1 家电整体天数 107.8 天（同比-6.0 天），21 年家电整体应付科目周转天数 104.0 天（同比-11.2 天）。综合来看，

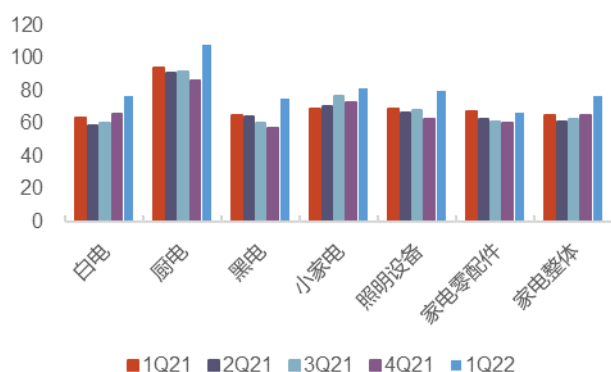
22Q1 家电净营业周期同比+13.7天,21 年全年家电净营业周期同比变动+5.7 天,整体来看家电企业的营运能力相对稳定。

表 5：各板块周转天数情况汇总

	存货周转天数				应收票据及应收账款周转天数				应付票据及应付账款周转天数			
	2021	22Q1	2021 同比变动天数	22Q1 同比变动天数	2021	22Q1	2021 同比变动天数	22Q1 同比变动天数	2021	22Q1	2021 同比变动天数	22Q1 同比变动天数
白电	65.9	76.6	3.4	13.1	35.1	36.6	(4.4)	(3.6)	108.7	109.8	(4.2)	(2.8)
厨电	86.3	108.5	(11.0)	14.5	61.0	72.2	(17.3)	(7.6)	90.6	99.7	(13.4)	(2.2)
黑电	56.8	75.3	(0.3)	10.6	68.5	84.0	(6.8)	6.3	100.3	121.3	(16.3)	4.1
小家电	73.0	81.7	3.0	13.1	44.3	42.3	(11.3)	(10.4)	78.0	73.7	(22.0)	(18.4)
照明设备	62.9	80.0	(6.3)	11.2	54.2	63.8	(7.1)	7.1	75.0	83.4	(10.2)	5.2
家电零配件	60.5	66.7	(14.8)	(0.9)	103.6	101.4	(43.3)	(30.0)	115.3	107.4	(39.6)	(32.7)
家电整体	64.7	76.8	1.5	11.7	47.9	51.2	(6.9)	(4.0)	104.0	107.8	(11.2)	(6.0)

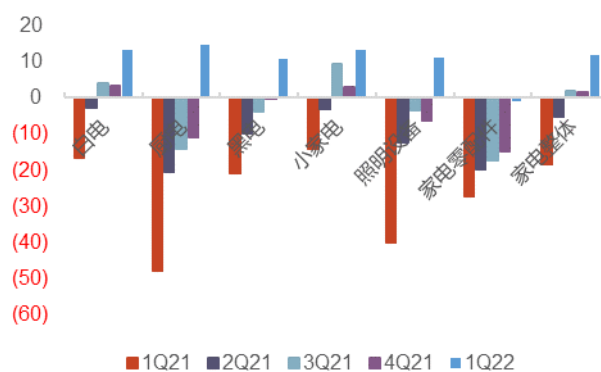
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 22：各板块存货周转天数整体表现



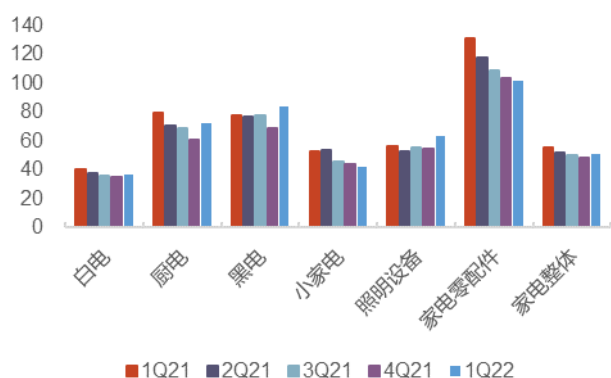
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 23：各板块存货周转天数同比变化量



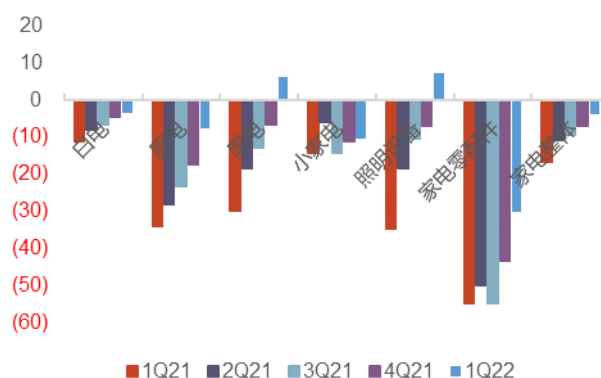
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 24：各板块应收票据及账款周转天数整体表现



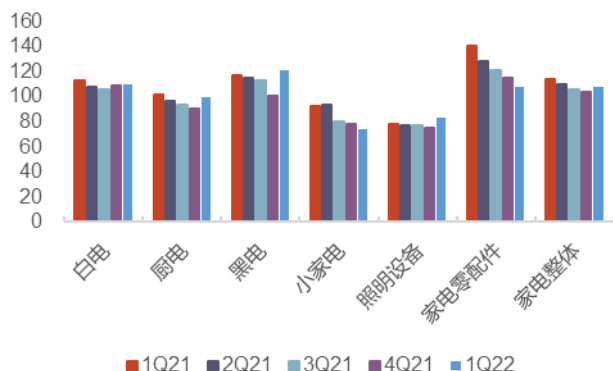
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 25：各板块应收票据及账款周转天数同比变化量



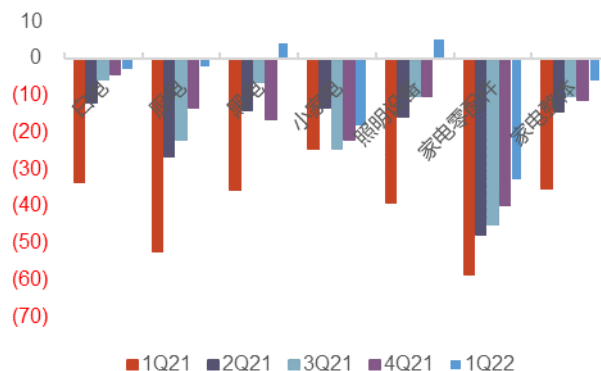
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 26：各板块应付票据及账款周转天数整体表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 27：各板块应付票据及账款周转天数同比变化量

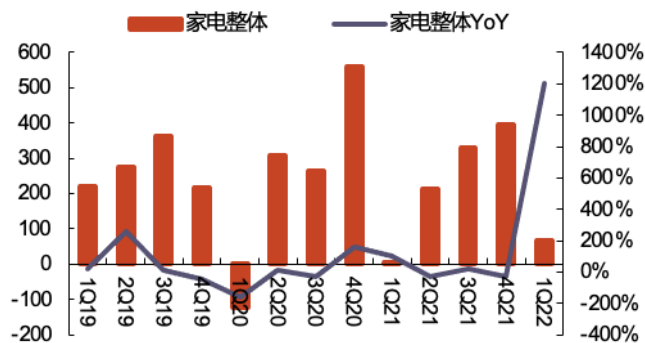


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、盈利质量：22Q1 经营现金流同比回升

22Q1 经营现金流尚未恢复至 2019 年同期。22Q1 家电行业经营现金流 67.76 亿元（同比+1202%，较 19Q1 变动-69%），22Q1 多数家电企业经营性现金流有所回升，但相较于 19 年同期（疫情前水平）仍存在明显差距。分板块看，22Q1 家电零配件和厨电板块现金流较差，其中厨电板块受 2021 年下半年以来地产销售下行拖累，22Q1 经营性净现金同比降幅扩大。

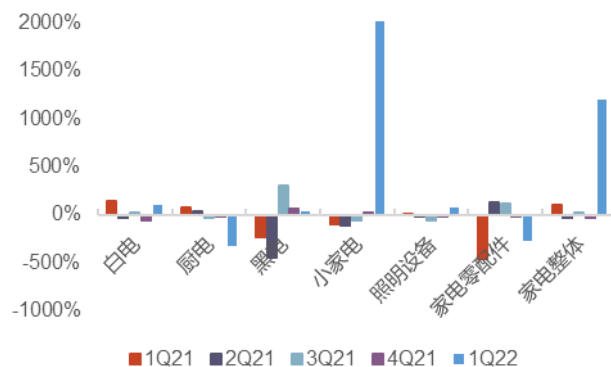
图 28：家电经营性现金流整体表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

左轴单位：亿元

图 29：各板块经营现金流同比增速

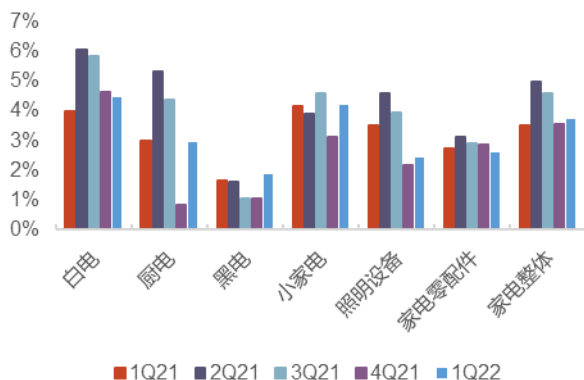


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3、ROE：22Q1 家电 ROE (ttm) 环比上行

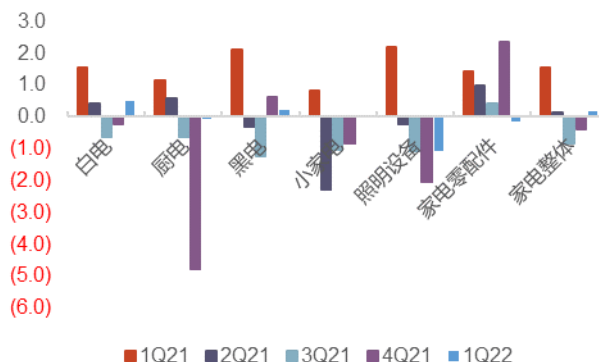
22Q1 家电板块 ROE (ttm) 环比上升。整体来看，22Q1 家电板块净资产收益率 (ttm) 15.5%，同比-1.5pcts，2021 年家电板块净资产收益率 15.9%，同比-0.1pcts。杜邦分析看 ROE (ttm)，22Q1 家电整体资产周转率 (ttm) 同比-0.2pcts，2021 年家电整体资产周转率同比+5.8pcts；22Q1 销售净利率 (ttm) 同比+0.2pcts，2021 年销售净利率同比-0.4pcts；22Q1 权益乘数同比-2.1%，21 年权益乘数同比-0.6%。

图 30：各板块单季 ROE 表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 31：各板块单季 ROE 同比变化百分点 (pcts)



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 6：2022 Q1 净资产收益率 ROE (ttm) 拆分

	净资产收益率 (TTM)				总资产周转率				销售净利率				权益乘数			
	2021	22Q1	同比变化 (pcts)	22Q1 同比变化 (pcts)	2021	22Q1	同比变化 (pcts)	22Q1 同比变化 (pcts)	2021	22Q1	同比变化 (pcts)	22Q1 同比变化 (pcts)	2021	22Q1	同比变化	22Q1 同比变化
白电	19.5%	19.4%	0.1	-0.9	89.4%	20.7%	4.9	0.2	7.8%	7.0%	-0.7	0.1	2.9	2.9	5.2%	4.2%
厨电	13.5%	13.0%	-4.2	-4.3	81.5%	16.8%	8.9	0.1	10.1%	10.8%	-4.6	-0.6	1.7	1.6	2.8%	1.7%
黑电	5.8%	5.8%	1.5	-0.9	115.1%	23.2%	5.4	-2.2	1.8%	2.9%	0.5	0.9	2.7	2.6	-10.9%	-12.1%
小家电	16.6%	15.6%	-2.1	-2.6	111.0%	25.4%	-5.0	-1.9	8.2%	9.5%	-0.6	0.9	1.8	1.7	-1.1%	-0.6%
照明设备	13.9%	12.0%	-1.7	-4.5	86.0%	17.9%	4.0	-1.3	10.4%	8.3%	-2.2	-3.9	1.6	1.6	3.7%	4.8%
家电零配件	11.5%	10.4%	5.0	2.8	99.7%	24.0%	24.0	2.1	5.3%	4.7%	1.3	-1.0	2.2	2.2	5.0%	1.4%
家电整体	15.9%	15.5%	-0.1	-1.5	94.7%	21.4%	5.8	-0.2	6.6%	6.4%	-0.4	0.2	2.6	2.6	-0.6%	-2.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所

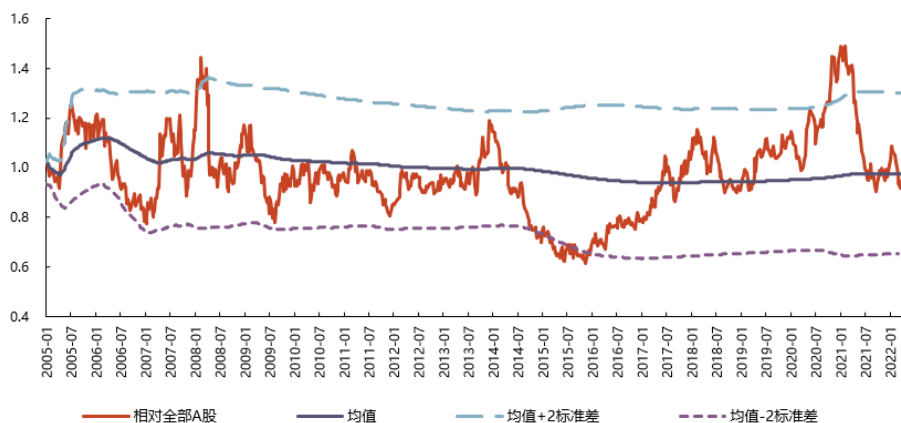
4、估值明显回落，配置性价比上升

4.1、纵向比较：估值回落，配置性价比提升

核心家电相对全部 A 股市盈率位于高位。我们选取 17 个关注度较高的家电股，并以此计算其整体 PE (ttm) 相对大盘的估值水平。当前相对 PE 水位为 1.04，略超历史均值。近年的阶段高点出现在 2021 年 1 月 (均值+2 标准差以上)。

PB-Band：家电板块估值回落，目前 PB 处于 2.76x 水平。近些年最高点出现在 2021 年 1 月 8 日，当时 PB 超 4.4x，目前 PB 为 2.76x，低于估值近五年中枢，且较 2021 年初大幅回落，家电板块的配置性价比提升。

图 32：核心家电品种相对大盘 PE 位于均值水位



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：数据截至 2022 年 4 月 30 日

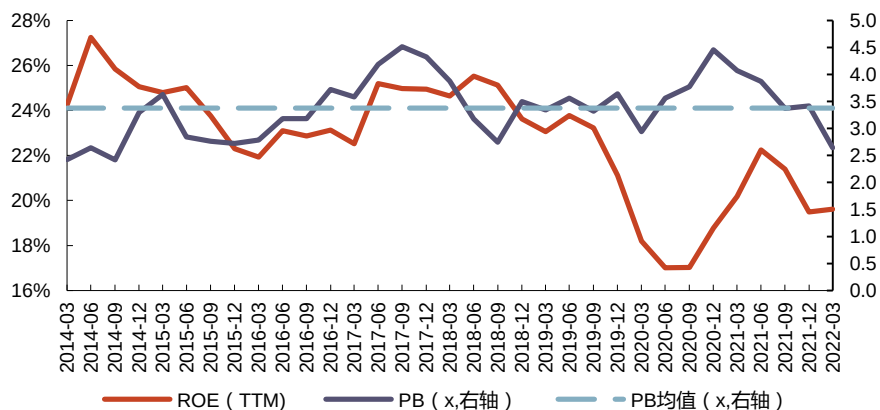
图 33：PB-Band：家电板块估值回落，目前 PB 水平 2.76x



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：数据时间范围为 2017 年 4 月 30 日至 2022 年 4 月 30 日

PB-ROE 视角：一季度 ROE (ttm) 环比小幅回升，PB 低于历史均值。我们选取 17 只家电股票作为研究对象（样本同前），其整体 ROE (ttm) 自 18 年中报见顶后处于下降通道，20 年三季报 ROE (ttm) 为最低值 17%，之后触底反弹，截至 22 年一季报 ROE (ttm) 回升至 20%，仍低于历史均值 23%（2014 年一季报-2022 年一季报）。与此同时，22 年一季报 17 只家电股的整体 PB 为 2.6 倍，低于历史均值（2014 年一季报-2022 年一季报）。

图 34：PB-ROE 视角：一季度 ROE 小幅回升，PB 略低于均值

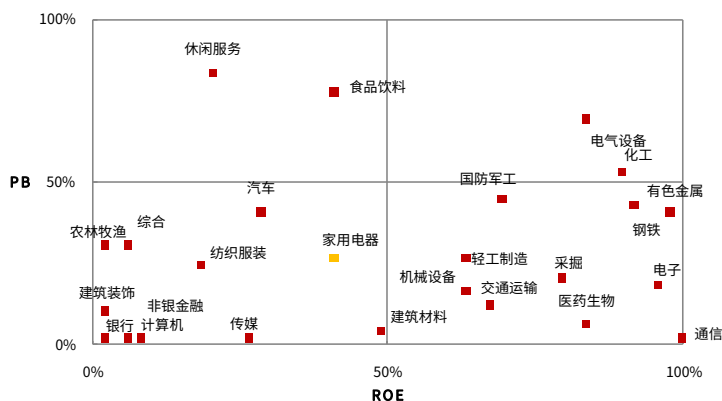


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：3 月指一季报，6 月指中报，以此类推

4.2、横向比较：盈利中低位，估值偏低位

横向比较，家电的盈利处于中低位，估值处于低位。我们用各行业近年（2010 一季报-2022 年一季报）PB-ROE 的自身历史分位来衡量潜在投资机会。22Q1 末家电处于第三象限，PB 分位=27%，ROE (ttm) 分位=41%，处于盈利中低位+估值低位，总体估值水平有望提升。

图 35：横向比较家电的盈利处于中低位，估值处于历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所 *注：当前 PB 选取股价日期为 2022-3-31

5、投资逻辑：板块配置价值上升

盈利回升+估值回落，板块配置价值上升。展望 2022Q2，家电板块的盈利回升+估值偏低，较好的配置时点逐渐临近。（1）盈利回升：稳增长政策持续发力，家电需求侧逐步起稳；盈利方面，22Q1 家电利润率同比上升，预计后续成本压力边际递减+产品价格提升，板块利润率有望持续改善。（2）估值偏低：核心家电股整体 PE 相对大盘的估值略高于历史均值。**建议关注三条主线：**（1）受益于基本面复苏的传统龙头，关注海尔智家、美的集团、格力电器；（2）受益

于国内经济复苏，以及汇率海运等外部因素缓解的小家电，关注苏泊尔，新宝股份，小熊电器；（3）景气度高位的新兴家电，相关标的有科沃斯、极米科技。

表 7：家电板块部分公司 Wind 一致预期

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2022 年 归母净利润预测 (亿元)	2023 年 归母净利润预测 (亿元)	2023 年 PE (倍)	2023 年 g	CAGR ¹	PE/G
000333.SZ	美的集团	3,994.6	291.1	332.9	12.0	14.3%	9.5%	1.3
600690.SH	海尔智家	2,321.2	152.4	175.9	13.2	15.5%	15.5%	0.9
000651.SZ	格力电器	1,845.9	235.3	266.4	6.9	13.2%	9.0%	0.8
603195.SH	公牛集团	862.0	32.0	37.2	23.2	16.3%	15.5%	1.5
603486.SH	科沃斯	620.4	26.5	34.6	18.0	30.2%	29.6%	0.6
002050.SZ	三花智控	601.9	22.4	28.7	21.0	27.9%	27.5%	0.8
002032.SZ	苏泊尔	445.4	23.0	26.2	17.0	13.7%	14.7%	1.2
688169.SH	石头科技	382.1	17.8	22.5	17.0	26.8%	25.6%	0.7
002508.SZ	老板电器	293.2	22.0	25.5	11.5	15.8%	29.9%	0.4
603868.SH	飞科电器	261.8	8.8	10.5	25.0	19.7%	25.2%	1.0
688696.SH	极米科技	184.8	6.7	9.3	19.9	37.6%	35.6%	0.6
600060.SH	海信视像	141.6	13.1	16.0	8.8	22.4%	19.0%	0.5
000921.SZ	海信家电	136.5	13.7	16.3	8.4	18.9%	25.1%	0.3
002705.SZ	新宝股份	136.3	10.3	12.1	11.2	18.2%	19.6%	0.6
300894.SZ	火星人	128.3	5.0	6.5	19.7	29.8%	29.4%	0.7
603515.SH	欧普照明	121.0	9.5	10.9	11.1	15.0%	11.5%	1.0
603355.SH	莱克电气	118.0	9.2	11.3	10.4	22.7%	31.2%	0.3
002242.SZ	九阳股份	115.9	8.6	9.8	11.8	14.7%	13.9%	0.8
002677.SZ	浙江美大	91.1	7.9	9.2	9.9	16.6%	16.7%	0.6
002959.SZ	小熊电器	75.5	3.5	4.1	18.3	19.5%	19.4%	0.9
688007.SH	光峰科技	72.4	2.7	4.2	17.4	52.0%	33.7%	0.5
300911.SZ	亿田智能	69.1	2.8	3.7	18.5	32.0%	31.6%	0.6
002035.SZ	华帝股份	42.8	5.4	6.5	6.6	20.6%	44.9%	0.2
605336.SH	帅丰电器	38.9	3.1	3.8	10.2	25.0%	23.0%	0.4
300824.SZ	北鼎股份	34.0	1.3	1.7	20.5	25.3%	22.6%	0.9
688793.SH	倍轻松	29.1	1.3	1.8	16.5	41.1%	35.0%	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所，盈利预测为 Wind 一致预期，截至 2022 年 4 月 29 日

6、风险提示

地产持续低迷，原材料价格继续攀升，人民币大幅升值。

¹ 统计时间段：2021 年至 2024 年

表 8：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)		P/E(x)		P/B(x)		投资评级	
			22E	23E	22E	23E	22E	23E	本次	变动
600690.SH	海尔智家	25.55	1.60	1.85	16	14	2.6	2.3	买入	维持
002032.SZ	苏泊尔	50.89	2.87	3.24	18	16	4.9	4.4	买入	维持
002242.SZ	九阳股份	15.92	1.30	1.50	12	11	2.7	2.5	买入	维持
688169.SH	石头科技	567.02	24.74	27.25	23	21	3.8	3.2	增持	维持
002705.SZ	新宝股份	17.34	1.19	1.37	15	13	2.0	1.8	买入	维持
000333.SZ	美的集团	58.20	4.46	4.90	13	12	2.8	2.4	买入	维持
000651.SZ	格力电器	33.96	4.66	5.16	7	7	1.7	1.5	买入	维持
603486.SH	科沃斯	97.50	4.39	5.30	22	18	8.0	6.1	增持	维持
002959.SZ	小熊电器	52.08	2.09	2.56	25	20	3.5	3.2	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-05-06

7、附录：子行业的样本选择范围

我们选取了家电板块 88 家上市公司（白电 10 家，厨电 9 家，黑电 12 家，小家电 20 家，照明设备 11 家，家电零配件 26 家），对他们 21Q1-22Q1 的业绩进行了分析和判断，以剔除当期和基期对应数据为空的成分股为同比口径，各自板块公司包括：

(1) 白电：美的集团、长虹美菱、格力电器、海信家电、ST 奥马、虹美菱 B、澳柯玛、海尔智家、春兰股份、惠而浦。

(2) 厨电：华帝股份、老板电器、万和电气、浙江美大、火星人、亿田智能、日出东方、奥普家居、帅丰电器。

(3) 黑电：深康佳 A、四川九洲、创维数字、*ST 同洲、兆驰股份、银河电子、高斯贝尔、深康佳 B、海信视像、四川长虹、九联科技、极米科技。

(4) 小家电：ST 德豪、苏泊尔、九阳股份、德奥退、爱仕达、*ST 圣莱、新宝股份、小熊电器、彩虹集团、开能健康、北鼎股份、欧圣电气、比依股份、富佳股份、莱克电气、科沃斯、飞科电器、德昌股份、石头科技、倍轻松。

(5) 照明及电工：佛山照明、金莱特、英飞特、三雄极光、太龙照明、阳光照明、公牛集团、得邦照明、欧普照明、华体科技、晨丰科技。

(6) 家电零配件：长虹华意、盾安环境、三花智控、禾盛新材、康盛股份、毅昌科技、顺威股份、星帅尔、秀强股份、东方电热、天银机电、汉宇集团、香农芯创、宏昌科技、海立股份、东贝集团、华翔股份、金海高科、立霸股份、三星新材、春光科技、奇精机械、朗迪集团、德业股份、拾比佰、海立 B 股。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE