

# 配置确定性，把握成长性

## ——家电行业2022年中期策略

行业评级：看好

2022年6月21日

姓名 马莉  
邮箱 mali@stocke.com.cn  
证书编号 S1230520070002

姓名 闵繁皓  
邮箱 minfanhao@stocke.com.cn  
证书编号 S1230522040001

## 关注两个方向两条链路

### □ 建议关注两个方向两条链路：

- **方向一：确定性**（具备经营韧性 & 强产业链议价权 & 优质职业经理人体系）+ **低估值**（白电五年期分位点**6.67%** & 两年期分位点**3.88%**）

#### 【内销】

**地产：**信用扩张、地产宽松、消费刺激政策的持续加码累积势能，房地产的改善预期正在构建，新增需求修复预期，估值端有望先于业绩端改善。

**疫情：**Q2疫情有序复工复产，核酸常态化推动疫情有序缓解，家电偏刚性消费需求有望延迟满足，疫情在二季度的估值计入修复。

**成本：**原材料价格边际略有改善，龙头议价权带来上游抑价和下游涨价，原材料价格下行将带来成本下降。

#### 【海外】

**需求：**Q1高基数期已过，二季度逐月修复。

**汇率：**人民币相对于美元、欧元等币种贬值，带来出口汇兑收益，5月相较于四月汇兑贡献由负转正。

**关税：**美国减免中国出口相关产品关税，大白电整体影响较少（FOB模式+转口贸易）。

- ✓ **链路一：推荐 海尔智家、美的集团**

- **方向二：细分行业高成长**（行业未来三年规模 CAGR20%）+ **细分品类低渗透**（品类渗透率低于15% + 天花板超过30%）

**【行业】**导入期已过，赛道景气度持续，未来三年保持高复合增速，销量随品类推广和认知提升整张，价格受结构化提价逐步提高。

**【公司】**渠道竞争为主要特征，经销商质量和数量提升带来渠道力的显著提高，费用的投入结合渠道建设实现公司收入端优异表现带动业绩增长。

- ✓ **链路二：推荐 亿田智能、科沃斯、极米科技**

# 各公司二季度及全年盈利预测

表：各公司盈利预测

行业	公司	收入增速				归母净利润增速			
		22Q1(A)	22Q2(E)	22H1(E)	2022(E)	22Q1(A)	22Q2(E)	22H1(E)	2022(E)
白电	海尔智家	10%	5%-10%	7%-10%	9%	15%	10%-15%	12%-15%	16%
	美的集团	10%	5%-10%	7%-10%	10%	11%	5%-10%	8%-10%	9%
	海信家电	31%	25%-35%	28%-33%	17%	22%	15%-20%	18%-21%	30%
厨电	老板电器	9%	0%-5%	4%-7%	16%	2%	-5%-0%	-2%-1%	65%
	亿田智能	63%	23%-28%	35%-39%	47%	51%	15%-19%	27%-29%	34%
	火星人	29%	5%-10%	14%-17%	33%	36%	0%-5%	11%-15%	31%
投影仪	极米科技	24%	25%-30%	25%-27%	33%	36%	25%-30%	30%-33%	36%
清洁电器	科沃斯	44%	30%-35%	35%-40%	34%	27%	30%-35%	28-33%	36%
新制造	三花智控	41%	20%-25%	33%-36%	35%	26%	30%-35%	28%-33%	47%
	德业股份	-3%	20%-25%	10%-15%	39%	32%	78%-83%	55%-60%	66%
商用冷链	三星新材	29%	20%-25%	23-26%	25%	40%	30%-35%	34%-37%	41%

# 风险提示

- 1、地产下行加剧
- 2、疫情反复
- 3、原材料价格大幅提升

# 01

## 行业概览

### □ 家电板块是A股稀有的、常年保持稳定的高ROE和高ROIC趋势的板块。

- 2021年社会零售额9340亿元，社零占比在6.08%左右，扣除汽车类零售额占比8.5%左右。
- 过去十年间，中国家电零售份额保持稳定在6%左右水平，社会面消费水平稳定。

表：各板块ROE(TTM)

	净资产收益率ROE(TTM)(整体法)[报告期] 年报 [单位] %											
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CS食品饮料	21.68	23.77	26.18	20.56	16.58	16.44	15.38	18.05	19.57	20.63	21.23	20.09
CS煤炭	18.87	18.64	14.44	10.06	6.52	-0.07	5.36	12.16	12.34	11.25	10.25	17.16
CS建材	14.90	17.42	8.31	10.39	9.55	4.17	7.30	12.47	18.57	16.68	16.89	16.81
CS基础化工	10.02	9.94	6.32	4.60	5.51	6.01	3.39	8.28	10.33	2.49	7.62	16.06
CS家电	17.12	16.33	14.72	17.64	18.80	14.96	16.62	17.30	14.10	16.87	16.62	15.80
CS钢铁	6.84	3.96	-0.91	1.99	0.70	-12.01	1.62	13.48	15.20	8.43	7.88	13.71
CS有色金属	10.31	12.62	4.14	5.33	-0.27	-0.18	4.09	6.63	2.97	1.86	6.15	13.67
CS医药	15.58	13.68	12.20	12.04	12.02	12.07	11.32	12.35	10.12	8.56	9.81	12.69
CS电子	7.30	8.45	5.93	9.01	7.99	7.26	7.31	9.31	4.73	5.67	7.59	11.19
CS银行	20.62	21.28	20.90	20.21	18.54	15.93	14.26	13.32	12.64	11.90	10.60	10.73
CS非银行金融	14.92	10.42	7.39	10.23	12.96	17.39	9.86	10.74	8.25	11.86	9.74	10.02
CS石油石化	16.32	14.33	11.41	11.70	8.58	4.27	3.93	4.81	6.94	6.42	4.35	9.60
CS交通运输	15.61	8.97	7.36	6.52	9.40	9.09	7.95	10.46	7.91	7.96	0.87	9.40
CS电力设备及新能源	13.00	8.34	4.73	2.87	9.11	7.44	7.25	8.04	5.31	5.61	7.84	9.06
CS轻工制造	7.81	5.12	5.31	3.56	3.71	7.95	8.40	11.67	9.83	9.52	8.95	8.84
CS机械	14.80	14.68	8.45	6.79	4.78	4.10	4.78	6.43	2.74	5.64	8.10	8.39
CS纺织服装	11.31	10.96	7.81	7.81	9.47	11.83	9.39	8.50	5.56	5.51	6.09	7.99
CS建筑	12.72	13.09	10.53	13.17	12.55	11.14	10.48	10.68	9.93	9.26	8.73	7.66
CS汽车	24.02	18.90	13.80	15.15	14.99	13.84	13.60	12.55	9.71	6.61	6.34	7.02
CS国防军工	8.62	5.23	6.94	5.77	5.05	2.15	3.55	2.77	2.82	3.39	5.89	5.85
CS传媒	10.66	10.38	11.21	11.58	11.18	11.45	10.01	6.30	-2.82	-2.40	0.62	5.66
CS计算机	11.06	10.14	8.98	8.62	9.95	10.93	10.57	7.84	3.80	2.72	3.59	5.60
CS通信	4.52	4.18	3.10	5.88	6.59	6.56	2.94	3.25	3.89	2.90	5.15	5.34
CS消费者服务	9.78	12.20	9.38	8.18	7.54	8.93	9.11	10.00	11.39	10.03	2.11	4.20
CS综合	10.28	11.39	9.59	10.81	10.57	2.18	5.28	6.13	0.33	4.42	-0.69	3.73
CS电力及公用事业	8.80	7.15	10.91	13.60	13.46	13.07	10.10	6.77	6.37	6.90	8.05	3.01
CS房地产	14.06	13.63	14.27	14.09	12.10	11.12	12.54	13.17	13.34	12.45	9.79	2.70
CS商贸零售	13.07	14.11	10.09	9.39	9.05	6.55	6.36	7.35	7.17	5.64	2.00	-2.44
CS农林牧渔	8.85	10.32	6.03	5.62	5.80	4.73	13.51	8.06	3.24	14.44	16.65	-6.75

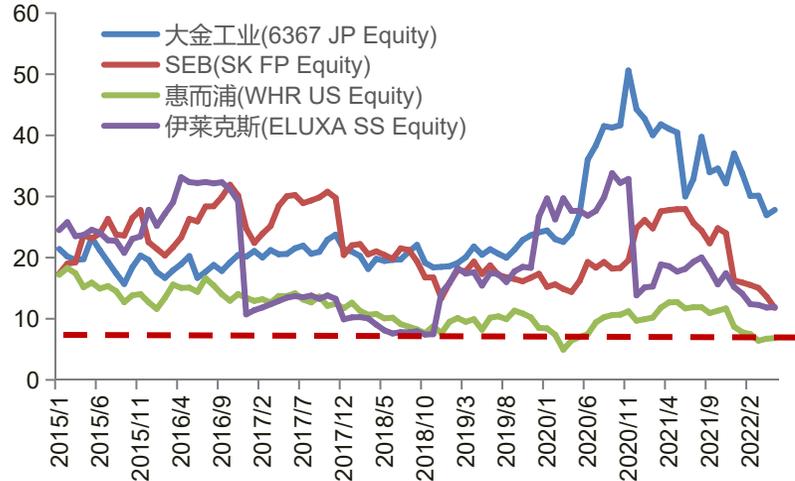
表：各板块ROIC(TTM)

	投入资本回报率ROIC(TTM)(整体法)[报告期] 年报 [单位] %											
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CS食品饮料	18.00	19.55	21.38	17.13	13.99	13.70	13.01	15.08	16.41	17.55	17.81	16.98
CS建材	7.43	8.35	3.97	5.47	5.11	2.56	4.48	7.92	13.24	12.14	12.43	12.01
CS家电	10.09	9.18	8.77	10.15	12.05	9.65	11.04	11.68	8.64	10.58	10.71	10.61
CS基础化工	5.07	5.55	3.40	2.41	2.80	3.23	1.56	4.73	6.07	1.40	4.43	10.45
CS医药	11.30	10.02	8.91	8.67	8.56	8.44	7.93	8.70	7.01	5.77	6.78	9.50
CS煤炭	12.32	12.31	8.98	5.69	3.23	-0.49	2.44	6.05	6.24	6.04	5.76	9.49
CS钢铁	3.42	1.89	-0.36	0.94	0.53	-5.30	0.85	6.42	7.86	4.60	4.42	8.33
CS电子	3.67	5.05	3.65	5.63	5.05	4.57	4.52	5.87	3.00	3.29	4.31	7.01
CS有色金属	4.91	5.79	1.86	2.49	-0.16	0.00	1.84	3.17	1.06	0.57	2.88	6.93
CS机械	8.61	8.75	4.77	4.12	2.61	2.51	1.89	3.73	1.57	3.56	5.45	5.82
CS石油石化	11.35	9.76	7.34	7.44	5.42	2.40	1.80	2.58	4.12	3.75	2.37	5.75
CS纺织服装	7.63	7.08	5.26	5.60	6.82	6.96	6.40	5.96	4.23	3.89	4.07	5.58
CS轻工制造	4.18	2.62	2.53	1.90	1.78	4.07	4.39	6.67	5.38	5.31	5.31	5.54
CS电力设备及新能源	9.06	5.60	2.87	1.55	5.74	4.50	4.47	5.14	3.27	2.96	4.42	5.22
CS国防军工	6.43	4.06	3.90	3.25	3.01	1.38	2.21	2.12	2.52	2.49	4.72	4.88
CS传媒	8.40	8.26	9.07	9.30	9.11	9.08	7.99	5.45	-2.37	-2.40	0.40	4.67
CS交通运输	7.90	4.37	3.52	2.94	4.40	4.27	3.80	4.89	3.40	3.55	-1.40	4.56
CS汽车	13.22	9.98	7.59	8.82	9.50	9.05	8.54	7.38	5.34	3.23	3.63	4.30
CS计算机	8.25	8.01	7.03	7.06	7.43	8.31	7.94	5.61	2.64	1.77	1.49	4.04
CS通信	2.41	2.11	0.89	2.26	2.74	2.98	1.55	1.91	2.28	1.47	3.25	3.75
CS建筑	5.44	5.12	4.06	4.67	4.48	4.32	4.17	4.51	4.05	3.61	3.56	3.02
CS非银行金融	6.99	7.47	0.00	0.45	1.41	2.02	1.72	1.38	1.07	1.28	0.96	1.09
CS电力及公用事业	2.56	2.02	2.95	3.84	4.25	4.25	3.53	2.46	2.17	2.34	2.89	1.05
CS综合	4.88	7.75	3.54	3.80	4.00	1.28	2.92	2.91	-0.40	1.61	-1.14	1.00
CS房地产	6.63	6.25	6.32	6.11	4.58	3.75	4.31	4.37	4.08	3.97	3.18	0.59
CS商贸零售	7.11	7.66	5.46	5.52	5.35	3.77	3.78	4.63	4.56	3.43	1.22	-1.44
CS农林牧渔	4.50	5.81	3.22	3.10	3.31	2.92	9.04	5.20	1.77	9.12	9.76	-3.88

□ **外资比例提升，估值水平上移具备资金面基础：**出于融资成本、回报率要求以及定价体系的不同，国外家电行业的估值水平普遍高于国内，对于短期经营业绩承压的容忍度也更高。

- **2020年7月6日，QFII/RQFII/深股通合计持有美的集团股份数占公司总股本比例突破28%，达28.01%。当前外资持股比例仍有提升空间。**

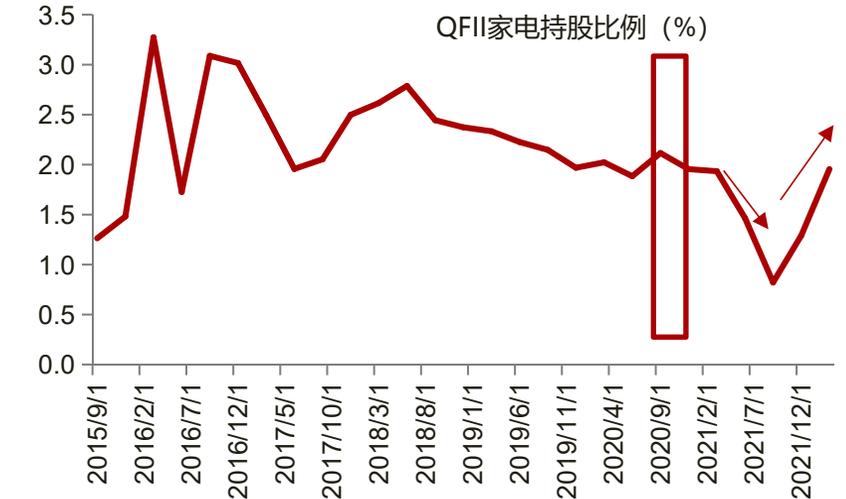
图：海外家电公司PE走势



图：公募基金家电板块重仓比例



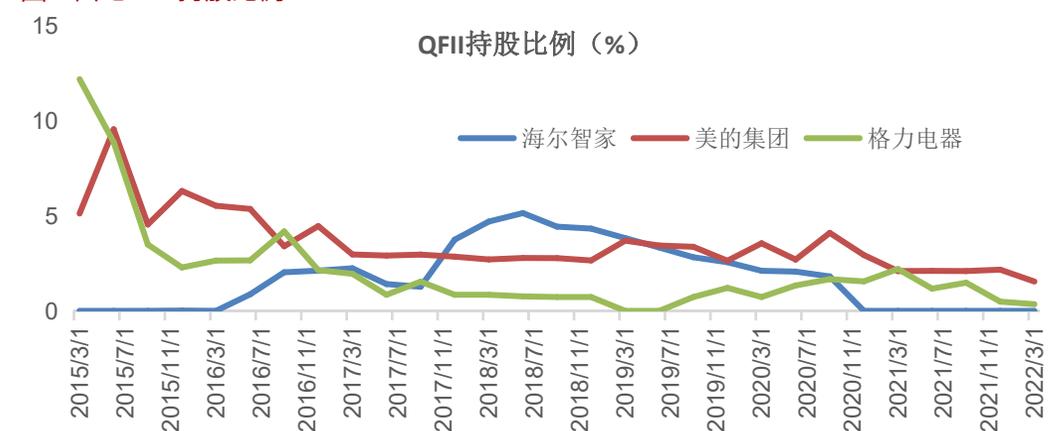
图：QFII家电持股比例



图：白电沪深股通持股比例

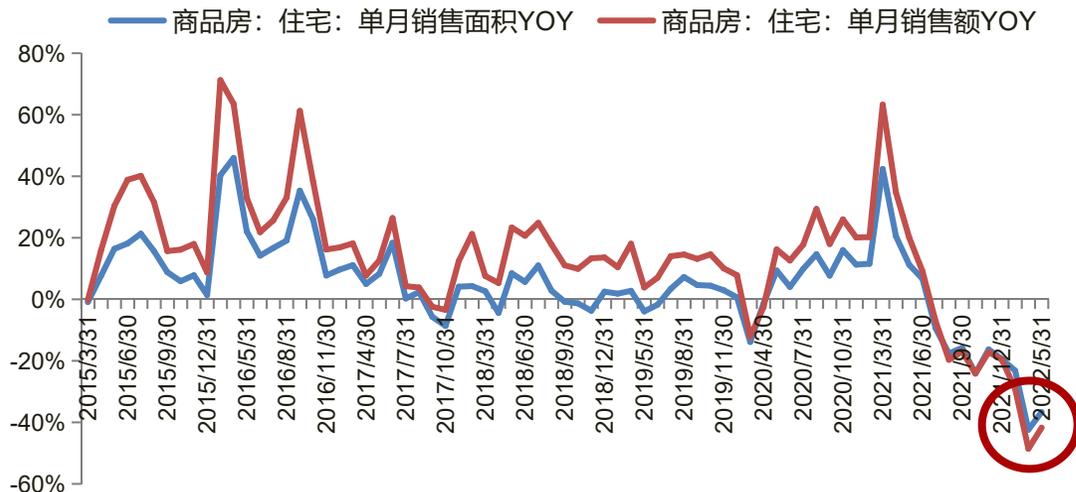


图：白电QFII持股比例

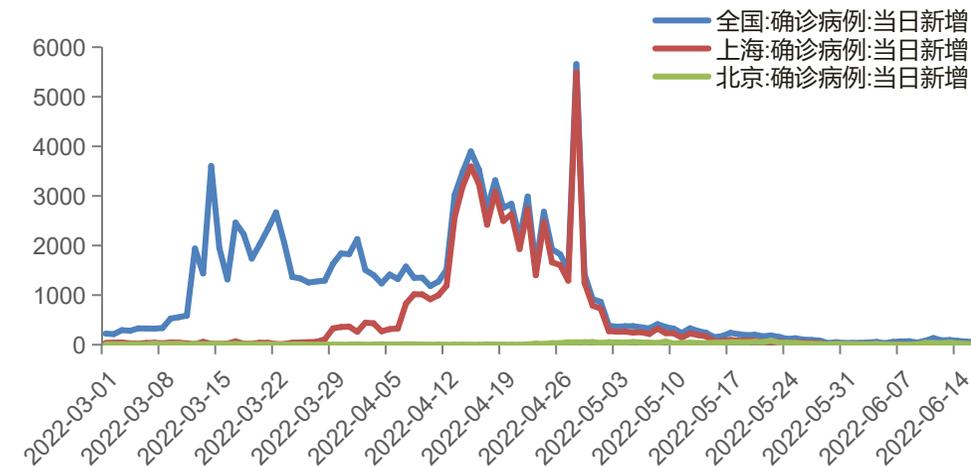


- 原材料↓ 确诊↓ 地产销售↑ 行业压制因素松动，预期逐步构建。  
 - 优异竞争格局 → 议价能力传导上游压力 → 原材料价格边际下行 → 价差提高盈利能力  
 - 疫情+地产 → 需求延迟满足

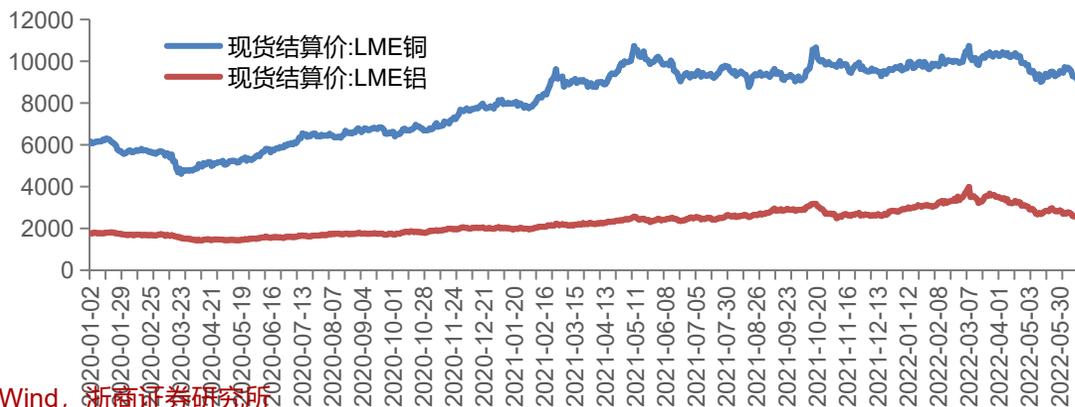
图：地产销售面积及销售额



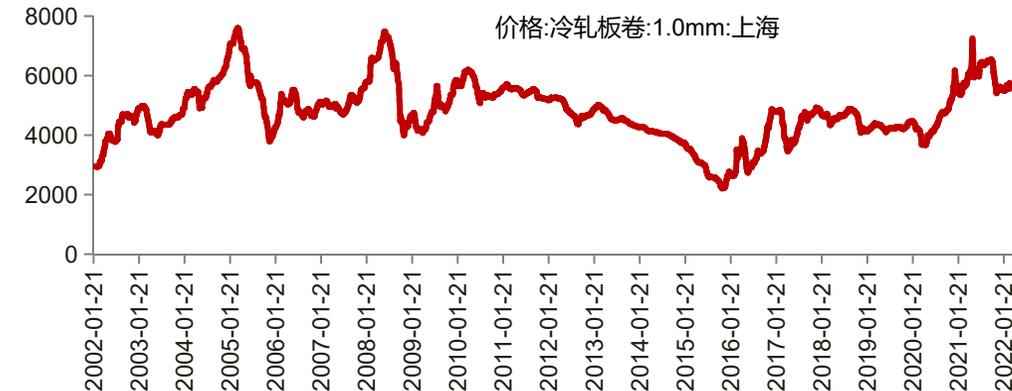
图：各地区新冠确诊病例数



图：铝价、铜价走势



图：冷轧板卷价格走势



□ 原材料↓ 确诊↓ 地产销售↑ 行业压制因素松动，预期逐步构建。

- 板块估值上看，目前板块分位数来看，处于十年期估值分位的35.47%、五年期的21.18%、两年期的13.59%
- 白电两年期分位数低至10%以下，五年期分位数10.55%。

表：家电行业主要标的估值分位数（截至2022.6.20）

代码	赛道	证券简称	最新收盘价	PE(TTM)	估值分位（2022年初至今）	估值分位（近一年）	估值分位（近三年）	估值分位（近五年）	上市时间
600690.SH	白电	海尔智家	25.54	17.83	48.24	22.47	44.89	64.24	1993-11-19
000333.SZ		美的集团	57.06	13.63	28.82	13.42	4.47	7.12	2013-09-18
000651.SZ		格力电器	32.96	8.25	48.82	22.74	7.57	7.67	1996-11-18
000921.SZ		海信家电	12.24	16.34	88.24	94.52	98.18	96.11	1999-07-13
002508.SZ		老板电器	31.29	22.15	91.18	84.66	75.82	66.65	2010-11-23
002677.SZ	厨电	浙江美大	13.91	13.69	52.94	24.66	8.21	4.93	2012-05-25
300894.SZ		火星人	34.20	36.71	58.24	27.12	-	-	2020-12-31
300911.SZ		亿田智能	60.64	33.19	64.12	37.26	-	-	2020-12-03
605336.SH		帅丰电器	27.50	16.18	71.18	33.70	-	-	2020-10-19
002032.SZ		苏泊尔	57.21	23.40	90.00	75.89	25.27	15.17	2004-08-17
002242.SZ	小家电	九阳股份	19.22	20.15	100.00	88.77	31.02	46.71	2008-05-28
002705.SZ		新宝股份	21.88	22.60	82.94	74.25	46.08	56.13	2014-01-21
002959.SZ		小熊电器	61.89	32.52	84.71	85.75	-	-	2019-08-23
300824.SZ		北鼎股份	11.06	37.46	78.24	40.55	-	-	2020-06-19
603486.SH		科沃斯	115.00	31.42	32.35	15.07	8.67	-	2018-05-28
688169.SH		石头科技	661.01	30.88	58.82	30.68	-	-	2020-02-21
688696.SH		极米科技	310.50	42.16	60.59	28.22	-	-	2021-03-03
688793.SH		倍轻松	56.77	49.40	80.00	40.00	-	-	2021-07-15
603868.SH		飞科电器	76.72	45.87	100.00	100.00	100.00	100.00	2016-04-18
603578.SH		商用冷链	三星新材	13.00	21.71	77.06	73.70	35.04	21.03
002050.SZ	新制造	三花智控	25.00	50.52	88.82	60.82	59.31	75.58	2005-06-07
605117.SH		德业股份	235.90	92.33	91.18	79.73	-	-	2021-04-20

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### □ 修复空间30%起步。

- 行业增速逐步修复，Q1白电和厨电多个标的业绩超预期兑现，高基数背景下业绩表现依旧具备亮眼。
- Q2受疫情影响下，4-5月白电和厨电表现依旧稳定，市场对于行业2季度增速担忧逐步缓解，随着六月份复苏持续，Q2业绩确定性强。

表：家电行业主要标的行情及业绩复盘（截至2022.6.20）

代码	赛道	公司	最大市值(亿元)	最大市值出现时间	最大市值对应PE	最小市值(亿元)	最小市值出现时间	最小市值对应PE	最大市值对应最小市值上涨空间	21Q1业绩增速	21Q2业绩增速	21Q3业绩增速	21Q4业绩增速	22Q1业绩增速
600690.SH	白电	海尔智家	2895	2022-01-07	23	1962	2022-03-15	16	48%	185%	122%	-12%	22%	15%
000333.SZ		美的集团	5493	2022-01-20	19	3573	2022-06-13	12	54%	34%	-6%	4%	-2%	11%
000651.SZ		格力电器	2382	2022-01-10	10	1774	2022-04-26	7	34%	121%	25%	-16%	-12%	16%
000921.SZ		海信家电	232	2022-01-19	15	149	2022-04-11	15	56%	401%	-14%	-38%	-92%	22%
002508.SZ		老板电器	374	2022-01-10	20	244	2022-03-15	18	53%	46%	17%	8%	-	2%
002677.SZ	厨电	浙江美大	119	2022-01-10	18	84	2022-03-29	13	42%	395%	2%	19%	3%	21%
300894.SZ		火星人	205	2022-01-07	52	115	2022-04-28	29	79%	-	61%	27%	-14%	36%
300911.SZ		亿田智能	90	2022-01-04	44	52	2022-03-15	26	74%	422%	26%	58%	12%	51%
605336.SH		帅丰电器	51	2022-01-06	20	34	2022-03-15	13	51%	127%	49%	21%	-10%	10%
002032.SZ		苏泊尔	505	2022-01-05	25	353	2022-03-15	18	43%	65%	0%	-9%	-8%	7%
002242.SZ	小家电	九阳股份	192	2022-01-10	20	105	2022-04-28	14	82%	23%	0%	-6%	-72%	-8%
002705.SZ		新宝股份	237	2022-01-10	30	121	2022-04-27	15	96%	37%	-53%	-41%	-5%	5%
002959.SZ		小熊电器	111	2022-01-10	38	63	2022-03-15	21	78%	-13%	-67%	-26%	-11%	16%
300824.SZ		北鼎股份	45	2022-01-10	45	32	2022-05-24	34	40%	33%	-8%	-20%	23%	-42%
603486.SH		科沃斯	874	2022-01-10	51	526	2022-05-09	25	66%	727%	463%	307%	74%	27%
688169.SH		石头科技	624	2022-01-17	42	323	2022-03-15	23	93%	151%	1%	-17%	-18%	9%
688696.SH		极米科技	277	2022-02-07	70	207	2022-05-31	40	34%	107%	91%	45%	88%	36%
688793.SH		倍轻松	63	2022-01-04	60	27	2022-04-28	37	137%	-	25%	18%	-32%	-
603868.SH		飞科电器	334	2022-06-20	46	185	2022-03-15	28	80%	15%	5%	2%	-18%	59%
603578.SH		商用冷链	三星新材	24	2022-01-06	24	21	2022-06-09	20	16%	37%	56%	-26%	-11%
002050.SZ	新制造	三花智控	922	2022-01-04	55	479	2022-04-25	28	93%	70%	7%	5%	6%	26%
605117.SH		德业股份	491	2022-03-03	97	304	2022-04-25	53	61%	120%	-1%	62%	73%	32%

# 复盘白电历史估值：社会需求、原材料、库存周期

- 行业格局在06-07年原材料大冲击之下完成大规模出清，格局稳定下，需求波动就是估值波动的核心索引，当前家电行业正处于景气底部改善初期，政策预热、地产预期构建、疫情缓解，**目前是需求中长期新常态构建的节点。**

图：白电指数动态市盈率变化



# 白电定价体系：通过市盈率(TTM)看龙头企业的变革

- 公司视角看，龙头企业处在第二次较大的组织变革期，**公司治理上向世界级先进龙头管理模式逐步靠拢**。目前处于**效率驱动大时代的中后期**，单纯的渠道打法在高保有的市场以及全球化运营的背景下，进一步向**消费者为王**靠拢，品牌、服务、体验接棒。

图：白电定价体系复盘



## 1、行业高景气持续，时势造英雄登高

- **行业量价双升延续高景气。**2021年集成灶行业零售额实现256亿元（同比+40.7%），2022Q1同比+19.5%；2021年零售量实现304万台（同比+27.7%），渗透率达到12.4%（集成灶销量/（集成灶销量+油烟机销量）），保守估计三年后渗透率翻倍，2022Q1零售量同比+4.5%；2021、2022Q1均价分别为8421元（+10.1%）、9412元（+14.4%），**预计行业未来三年销售额将保持20%以上的复合增速，景气度有望持续。**
- **亿田智能、火星人成长性突出。**亿田智能、火星人2021、2022Q1营收增速持续跑赢行业增速，彰显强 $\alpha$ 属性。火星人营收2021年首次跃居行业第一，2022Q1继续领先。亿田智能营收、业绩增速2021-2022Q1连续领跑行业。

## 2、弹性源自于渠道的提质增效：（1）提高经销商质量；（2）对经销商激励和引导

- **线下换商及招大商提高经销商质量。**

亿田智能2021年招募大商及换商，经销商数量维持在1300+水平，质量大幅改善，经销商平均销售金额增长超80%，高质量经销商是公司渠道政策执行的基础。（夫妻老婆店换成专业经销团队）

- **线上通过产品支撑、返利机制、费用投放形成有效激励和引导。**

**产品好卖、机制赚钱、费用节省，是“线上采购”成功的原因，在线上形成从销售规模到自然零售的转变是目的。**

线上模式分为两个阶段，第一阶段为经销商线上采购带来流量，第二阶段为实现流量到自然零售的正反馈循环。亿田智能现在处于第一阶段，通过在返利机制、费用投放、产品支撑等方面的积极布局实现经销商线上采购的高成长，火星人已经过渡至第二阶段。

## 3、投资建议

- 集成灶产品变革趋势明确，行业高景气有望持续，渗透率提升带来未来三年高增速。渠道变革带来红利叠加爆品效应，反映在报表端业绩弹性凸显。**重点推荐亿田智能，建议关注火星人。亿田智能：**产品力突出，陆续打造线上爆款D2ZK、S8A；同时渠道改革积极，换商及招大商促进经销渠道实力增强，新媒体平台广告费用及电商服务费投放积极推动电商渠道高成长，重点推荐。**火星人：**产品价格带分布广泛且畅销，电商渠道跑通从经销商采购到自然零售的引流通路，建议关注。

**1、行业空间：预计2025年我国扫地机器人市场规模342亿元，距今约有184%的增长空间。**2021年扫地机城镇家庭渗透率为7.23%，未来供应链效率提升驱动行业以价换量，价格下沉触达更多消费者，预计2022-2025年渗透率分别达到7.2%/7.5%/8.8%/11.1%，2025年销量达1360万台，行业规模达342亿元。

**2、竞争预测：科沃斯稳居头部，石头科技份额进一步提升。**预计2022-2024年科沃斯凭借研产销优势+子品牌一点发力中低端市场，维持约40%市占率；石头科技依靠强劲产品力和营销能力改善，市场份额快速提升至25%；追觅销量份额有所提升，小米及云鲸份额微降。算法+导航+AI构筑行业高技术壁垒，未来市场整体份额有望向头部集中，或将形成1（科沃斯）+3（石头、云鲸、追觅）+N的竞争梯队。**重点推荐科沃斯，建议关注石头科技。**

**3、618开门红数据：**扫地机器人线上销额11.2亿元，同比+60.4%，销量31万台，同比+15.9%，均价3614元，同比+38.4%。短期来看，行业结构升级和价格升高，额增高于量增。竞争格局上，科沃斯位列龙头，销额同比+31%，份额37.0%；石头科技同比+225%，份额迅速提升至26.9%；追觅同比+2739%，份额8.1%。

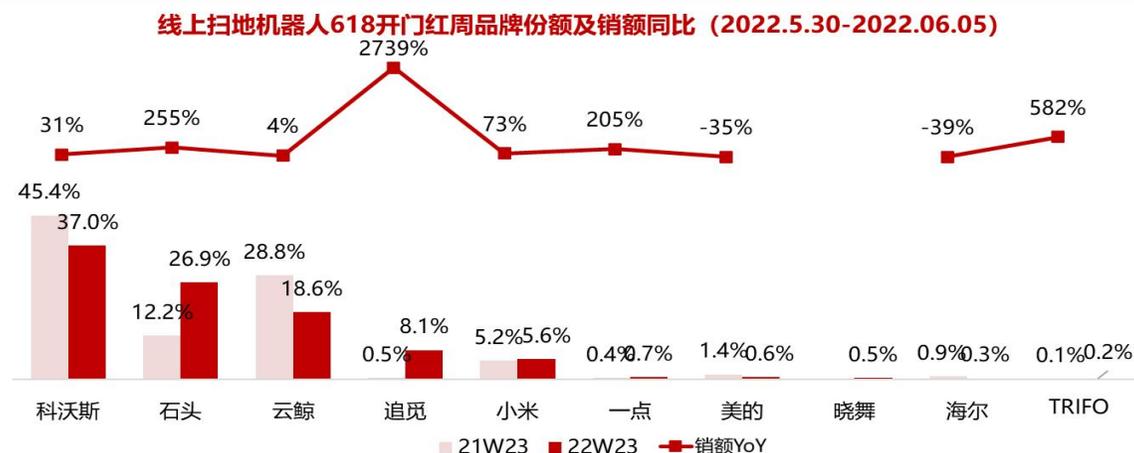
表：扫地机器人市场空间测算

扫地机器人国内市场空间测算	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
城镇家庭户数 (万户)	29475	30073	30474	31077	31453	31827	32198
渗透率	6.15%	7.07%	7.23%	7.18%	7.48%	8.78%	11.08%
渗透率提升	1.25%	0.91%	0.16%	-0.05%	0.30%	1.30%	2.30%
保有量 (万台)	1813.5	2124.9	2202.3	2230.3	2351.6	2793.3	3566.5
市场总销量 (万台)	627.6	654.4	579.3	603	744	1027	1360
yoy	2.3%	4.3%	-11.5%	4.1%	23.4%	38.1%	32.4%
市场均价 (元)	1273.3	1435.0	2072.8	2487.3	2561.9	2536.3	2511.0
yoy	0.1%	12.7%	44.4%	20.00%	3.00%	-1.00%	-1.00%
市场总规模 (亿元)	79.9	93.9	120.1	150.0	190.6	260.6	341.6
yoy	2.4%	17.5%	27.9%	24.9%	27.1%	36.7%	31.1%
科沃斯销量市占率	38.2%	37.8%	39.5%	38.0%	39.0%	40.0%	40.0%
科沃斯国内销量 (万台)	239.6	247.5	228.8	229.1	290.2	411.0	544.2
一点销量市占率		0.0%	1.8%	3.0%	5.0%	6.0%	7.0%
一点国内销量 (万台)		0.1	10.3	18.1	37.2	61.6	95.2

表：扫地机器人竞争格局

零售量份额	科沃斯	一点	石头	小米	云鲸	追觅
2019	38%		6%	13%	0%	
2020	38%	0%	7%	18%	4%	0%
2021	39%	2%	10%	17%	10%	1%
2022E	38%	3%	25%	9%	15%	5%
2023E	39%	5%	25%	8%	13%	6%
2024E	40%	6%	25%	7%	11%	7%

图：扫地机618开门红竞争格局



**1、行业空间：预计至2025年我国洗地机市场规模267亿元，距今有约360%增长空间。**2021年洗地机家庭渗透率为0.61%，洗地机解决刚性拖地需求加上多品牌竞争致使均价有所下滑，推动渗透率提升，预计2022-2025年洗地机渗透率分别达到1.8%/3.3%/5.1%/7.3%，至2025年销量可达951万台，市场规模267亿元。

**2、竞争预测：添可维持龙头地位，多品牌竞争各美其美。**预计2022年-2024年，添可将继续凭借强大的品牌力、完善的渠道布局以及先发优势维持约50%的市占率。洗地机作为高增速赛道且壁垒相较扫地机器人低，将吸引更多品牌涌入。近期UWANT、小米、追光、追觅等众多品牌增长亮眼，预计2022-2024年市占率将有所提升。**重点推荐扫地机和洗地机双轮驱动的科沃斯。**

**3、618开门红数据：**洗地机线上销额6.5亿元，同比+60%，销量20万台，同比+60.6%，均价3226元，同比-0.4%。随着多品牌进入赛道，预计会有明显均价下行趋势。市场份额方面，添可占比65.4%，同比+30%，龙头地位稳固；追觅占比7.7%；米博（方太子品牌）占比5.5%；必胜的份额受到挤压，占比5.0%。

表：洗地机国内市场空间测算

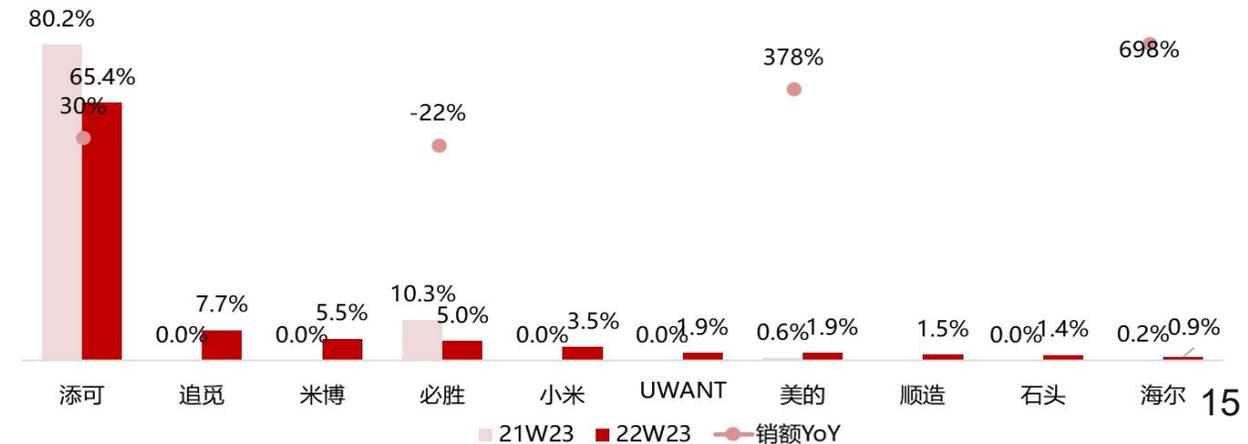
洗地机国内市场空间测算	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
城镇家庭户数 (万户)	29475	30073	30474	31077	31453	31827	32198
渗透率	0.01%	0.14%	0.61%	1.81%	3.31%	5.11%	7.31%
渗透率提升	0.01%	0.14%	0.46%	1.20%	1.50%	1.80%	2.20%
保有量 (万台)	2.2	43.4	228.4	561.6	1040.2	1625.4	2352.7
市场总销量 (万台)	2.2	41.1	185.0	334.1	496.0	676.6	951.4
yoy		1743%	350%	81%	48%	36%	41%
市场均价 (元)	3135.1	3135.1	3135.1	3135.1	3041.1	2949.8	2802.4
yoy		0.00%	0.00%	0.00%	-3.00%	-3.00%	-5.00%
市场总规模 (亿元)	0.7	12.9	58.0	104.7	150.8	199.6	266.6
yoy		1743%	350%	81%	44%	32%	34%
添可销量市占率	70.0%	65.9%	69.7%	60.0%	55.0%	50.0%	45.0%
添可国内销量 (万台)	1.6	27.1	128.9	200.5	272.8	338.3	428.1

表：洗地机国内市场竞争格局

零售量份额	添可	必胜	UWANT	海尔	美的	石头	小米	追光	追觅
2021	70%	9%	0%	2%	1%	2%			
2022E	60%	7%	6%	5%	3%	3%	4%	3%	2%
2023E	55%	6%	8%	6%	3%	3%	5%	4%	3%
2024E	50%	5%	10%	7%	3%	3%	5%	4%	4%

图：洗地机618开门红竞争格局

线上洗地机618开门红周品牌份额及销额同比 (2022.5.30-2022.06.05)



02

推荐标的

海尔智家

美的集团

亿田智能

科沃斯

极米科技

### □ 基本面概述：

#### • 国内海外自主品牌引领高端化，盈利能力结构性提升

- ✓ 国内卡萨帝持续引领高端化，海外自主品牌高端快速增长。14-21年卡萨帝收入从17亿元上升到129亿元；目前卡萨帝品牌以三翼鸟为依托，通过套系化的优势，实现从高端品牌向生态品牌的转型。卡萨帝在用户群体中的口碑效应已经形成，冰洗高端市场份额稳定，空调、水家电有望高增。
- ✓ 海外高端自主品牌持续高增长。以北美市场为例，22Q1 GEA高端子品牌Café/Profile/Monogram占比20%，同比+30%以上。虽然海外面对高同比基数、消费需求不景气的压力，海外高端市场快速增长，GEA高端化引领行业。
- ✓ 高端品牌卡萨帝经营利润率15%+，显著高于公司整体净利率，高端品牌占比提升有助于结构性提升盈利能力。

#### • 节本控费利润率提升，Q1业绩彰显龙头韧性

- ✓ 从整个制造来看，公司强调对市场的快速反应，提高每周生产、配送、物流效率，降低存货周转时间。数字化来看，公司打通供应链数字化，实现生产流程的无缝对接，把成本做一个降低。
- ✓ 公司通过数字化手段实现精准营销、各个部门信息共享、提升综合研发水平，费用率有望持续优化。2022年数字化、供应链整合提升经营效率，费用持续优化，22Q1公司销售和管理费用率优化0.7 pct。

□ **盈利预测：**预计2022-2024年公司归母净利润分别为152/175/200亿元，对应增速分别为16%/15%/14%，对应PE分别为15x/13x/12x，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**地产下行加剧；市场竞争加剧；原材料价格大幅提升。

表：海尔智家财务摘要

	2019	2020	2021	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
营业收入(亿元)	2007.62	2097.26	2275.56	547.74	568.45	583.45	575.93	602.51
YOY	9.05%	4.46%	8.50%	26.96%	8.10%	-0.58%	4.12%	10.00%
毛利率	29.83%	29.68%	31.23%	28.49%	31.57%	30.50%	34.26%	28.54%
归母净利润(亿元)	82.06	88.77	130.67	30.54	37.98	30.82	31.32	35.17
YOY	9.66%	8.17%	47.21%	185.33%	122.06%	-12.43%	21.60%	15.16%
归母净利率	4.09%	4.23%	5.74%	5.58%	6.68%	5.28%	5.44%	5.84%

表：海尔智家主要财务指标预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	2275.56	2494.77	2706.35	2926.50
YOY	8.50%	9.63%	8.48%	8.13%
归属母公司净利润(亿元)	130.67	151.69	174.51	199.66
YOY	47.21%	16.09%	15.04%	14.41%
每股收益(元)	1.38	1.61	1.85	2.11
P/E	17.58	15.14	13.16	11.50

### □ 基本面概述：

#### • 不断加码B端业务，B端引领高成长

- ✓ 公司B端业务持续高成长。22Q1期间KUKA接单量同比+42%，其中中国区接单量接近同比100%的增长，实现息税前利润430万欧元。楼宇科技通过打造暖通空调、楼控、电梯的全方位方案引领国产替代。工业技术业务版图不断完善，美的控股天腾动力、科陆电子，快速切入两轮车、新能源领域，工业技术从空调压缩机主导逐步向绿色能源、家用电器、绿色出行等领域并重。
- ✓ 22Q1美的楼宇科技/工业技术/机器人及自动化/数字化创新业务分别同比+38%/6%/6%/36%，考虑到美的有能力通过完善的产品矩阵、资源整合能力实现B端业务高增，我们预计2022年全年美的B端业务延续高成长。

#### • C端业务持续优化，有助于盈利能力提升

- ✓ 市场担忧美的本次业务精简或许会导致2011-2012年股价大幅下跌的行情，我们认为不必过分担忧。1) 2012年美的的业务精简涉及对业务模式、经营思路的调整，本次只是对局部品类的优化。2) 从业绩端上看，美的本次业务精简的原则是优化“低利润率、低市场前景、低竞争力”的品类。根据我们的中性测算，美的生活电器将预计减少2.6亿元，优化后的22年净利润增速为8.4%。3) 从成长性上看，B端贡献公司成长点，本次业务调整不会动摇公司整体经营战略。B端业务的发展思路和战略明确，2021年B端业务收入占比24%，且成长迅速。

□ **盈利预测：** 预计2022-2024年公司归母净利润分别为312/356/397亿元，对应增速分别为9.32%/13.87%/11.58%，对应PE分别为13x/11x/10x，维持“买入”评级。

□ **风险提示：** 家电消费需求下行；B端市场竞争加剧；原材料价格大幅提升。

表：美的集团财务摘要

	2019	2020	2021	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
营业收入(亿元)	2793.81	2857.10	3433.61	830.17	918.30	880.96	804.18	909.39
YOY	6.71%	2.27%	20.18%	42.26%	12.86%	12.89%	18.34%	9.54%
毛利率	28.86%	25.11%	22.48%	23.00%	23.43%	24.94%	18.15%	22.18%
归母净利润(亿元)	242.11	272.23	285.74	64.69	85.40	84.46	51.18	71.78
YOY	19.68%	12.44%	4.96%	34.45%	-6.33%	4.40%	-1.66%	10.97%
归母净利率	8.67%	9.53%	8.32%	7.79%	9.30%	9.59%	6.36%	7.89%

表：美的集团主要财务指标预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	3433.61	3740.22	4062.99	4410.54
YOY	20.18%	8.93%	8.63%	8.55%
归属母公司净利润(亿元)	285.74	312.37	355.69	396.88
YOY	4.96%	9.32%	13.87%	11.58%
每股收益(元)	4.08	4.47	5.09	5.67
P/E	14.03	12.83	11.27	10.10

### □ 基本面概述：

- **产品力为最核心竞争力，渠道改革赋予成长新动能。**
- ✓ 公司重视产品研发，陆续打造爆款机型。2017-2021年平均研发费用率为4.4%，同行在4.1%及以下，蒸烤一体款集成灶D2ZK（2020年10月上市）2021-22Q1全网销售额第一，S8A（2021年底上市）2022Q1全网销售额第二。
- ✓ 电商及经销渠道显著改善。公司于2020年底引进电商新负责人，2021年实行同款同佣、线上线下产品价格带区隔政策，推动电商渠道零售额市占率跃居行业第二；2021年通过换商及招大商提升经销商队伍质量，经销商平均销售金额同比增长80%+。
- ✓ 2021/2022Q1公司收入12.30亿元（+71.66%）/2.47亿元（+63.08%），归母净利润2.10亿元（+45.76%）/0.45亿元（+51.48%），营收、业绩增速均领跑行业。
- **新品上市及渠道扩张有望贡献新增量。**
- ✓ 新品储备丰富且定价高。公司待上市的S9智能烹饪管家在产品功能上有较大创新，且定价更高；集成烹洗中心集成蒸烤独立款集成灶及洗碗机，由于集成的品类更多，预计均价也将处于较高水平。
- ✓ 家装及下沉渠道或迎新突破。公司合作装企数由2020年的300多家大幅提升至2021年底的5200多家，我们看好公司家装渠道今年的成长性。2022年2月，亿田与京东家电专卖店签订“星火计划”合作协议，有望加快对下沉市场的触达。
- **盈利预测：**预计2022-2024年公司归母净利润分别为2.81、3.66、4.41亿元，对应增速分别为34.10%/30.25%/20.49%，对应PE分别为27x/20x/17x，维持“**买入**”评级。
- **风险提示：**地产下行加剧；市场竞争加剧；原材料价格大幅提升。

表：亿田智能财务摘要

	2019	2020	2021	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
营业收入(亿元)	6.55	7.16	12.30	1.51	3.50	3.08	4.21	2.47
YOY	6.59%	9.38%	71.66%	204.25%	65.70%	40.60%	77.82%	63.08%
毛利率	43.12%	45.59%	44.74%	44.31%	46.80%	43.66%	43.96%	43.65%
归母净利润(亿元)	0.98	1.44	2.10	0.29	0.62	0.64	0.54	0.45
YOY	29.01%	46.20%	45.76%	421.75%	25.72%	58.11%	12.03%	51.48%
归母净利率	15.01%	20.07%	17.04%	19.45%	17.79%	20.77%	12.83%	18.06%

表：亿田智能主要财务指标预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	12.30	18.06	23.76	29.03
YOY	71.66%	46.87%	31.56%	22.18%
归属母公司净利润(亿元)	2.10	2.81	3.66	4.41
YOY	45.76%	34.10%	30.25%	20.49%
每股收益(元)	1.94	2.60	3.43	4.24
P/E	35.59	26.67	20.48	17.00

### □ 基本面概述：

- **清洁电器刚需性强，从产品升级至供应链效率驱动，渗透率有望持续提升：**作为家务三大解放双手场景之一（洗碗、洗衣和扫/拖地），我们认为清洁电器具有较强的刚需属性，因而市场空间天花板较高。在由小众走向大众的过程中，扫地机将经历由产品力升级驱动和供应链效率驱动两大发展阶段，分别对应量价双升和以价换量两种发展模式。在当下扫地机行业进入产品微创新阶段后，我们认为下一阶段需求释放将由供应链效率及规模效应提升产品性价比驱动，渗透率在以价换量阶段仍有加速提升潜力。
  - **科沃斯研产销优势突出，老品类价格下沉+新品类拓展驱动业绩超预期：**凭借突出的自研自产和品牌优势，科沃斯一方面有望实现传统品类价格带下沉，用户群向中低端市场纵向拓宽可以冲抵原价格带竞争压力，并在行业进入以价换量阶段后持续占优；另一方面公司凭借研发优势也能有效实现新品类的协同拓展，用户群横向扩大打造公司全新增长引擎，从而驱动业绩超预期。
- **盈利预测：**预计公司22-24归母净利润分别为27.25/36.54/46.71亿元，增速35.55%/34.09%/27.83%。当前市值对应PE为25x/19x/15x。维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端消费需求不及预期；原材料价格波动风险；海运费波动风险。

表：科沃斯财务摘要

	2019	2020	2021	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
营业收入 (亿元)	53.12	72.34	130.86	22.25	31.34	28.86	48.42	32.01
YOY	-6.70%	36.17%	80.90%	131.04%	117.80%	65.82%	56.60%	43.90%
毛利率	38.29%	42.86%	51.41%	46.78%	52.76%	48.01%	54.68%	49.53%
归母净利润 (亿元)	1.21	6.41	20.10	3.33	5.17	4.80	6.80	4.24
YOY	-75.12%	431.22%	213.51%	726.61%	462.84%	307.40%	73.80%	27.20%
归母净利率	2.27%	8.86%	15.36%	14.97%	16.50%	16.65%	14.04%	13.23%

表：科沃斯主要财务指标预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	130.86	176.14	236.09	301.90
YOY	80.90%	34.60%	34.04%	27.87%
归母净利润 (亿元)	20.10	27.25	36.54	46.71
YOY	213.51%	35.55%	34.09%	27.83%
每股收益 (元)	3.51	4.76	6.39	8.17
P/E	33.69	24.85	18.54	14.50

## □ 基本面概述：

### • 投影仪行业快速增长

- ✓ 根据奥维云网数据，Q1 我国家用智能投影零售量 135 万台，同比+19.5%，零售额 23 亿元，同比+12.6%。公司技术迭代推动家用智能投影消费需求扩大，公司DLP技术领先。
- ✓ 市场担忧单片机占比提升会影响到智能微投行业的竞争格局，从而对极米的市场地位产生冲击，我们认为不必过分担忧。1) 2021年单片机占比提升主要是DLP机上游缺芯造成的被动提升，而德州仪器的芯片排产则是根据下游客户的订单量和市场地位确定供货的优先级，对极米影响不大。2) 目前根据我们整理的产品性能数据来看，单片机价格低廉，但无论是对比度、亮度、算法等均不如极米，其核心用户群体与极米偏中高端的定位相比较，用户重合度不高。相反，单片机推行有助于市场教育，单片机降低家用微投准入门槛，单片机用户日后有望转化为中高端用户。

### • 拟收购POPIN，品牌出海更进一步

- ✓ 公司拟以 0.9-1.3 亿元（含税）收购 PopIn 的阿拉丁业务，此次收购有利于把握和主导阿拉丁产品的海外拓展和升级，并购POPIN提升公司整体海外营运能力。

□ **盈利预测：**预计2022-2024年公司归母净利润分别为6.58/9.04/11.74 亿元，对应增速为36%/37%/30%，对应当前股价 PE分别为23/17/13x，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**局部疫情持续；市场竞争加剧；原材料价格大幅提升。

表：极米科技财务摘要

	2019	2020	2021	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
营业收入 (亿元)	21.16	28.28	40.38	8.15	8.72	9.57	13.94	10.13
YOY	27.60%	33.62%	42.78%	62.32%	35.87%	32.43%	44.97%	24.32%
毛利率	23.32%	31.63%	35.88%	35.23%	38.29%	37.81%	33.44%	37.79%
归母净利润 (亿元)	0.93	2.69	4.83	0.89	1.03	1.08	1.83	1.21
YOY	881.43%	187.79%	79.87%	106.87%	91.02%	44.76%	88.48%	35.77%
归母净利率	4.41%	9.51%	11.97%	10.98%	11.84%	11.23%	13.15%	11.99%

表：极米科技主要财务指标预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	40.38	53.67	69.60	88.05
YOY	42.78%	32.91%	26.69%	26.50%
归母公司净利润 (亿元)	4.83	6.58	9.04	11.74
YOY	79.87%	36.13%	37.29%	29.97%
每股收益(元)	9.67	13.16	18.07	23.49
P/E	30.95	22.74	16.56	12.74

- 1、**地产下行加剧**：大型家电如白电，尤其是厨电，地产后周期属性较强。如地产销售持续承压，将对家电销售产生传导影响。
- 2、**疫情反复**：线下门店是家电销售渠道重要组成部分，局部疫情反复会影响物流及门店客流量，从而对家电消费产生负面影响。
- 3、**原材料价格大幅提升**：原材料占家电营业成本比重较大，若原材料价格大幅提升，将对家电企业盈利能力产生压力。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 联系方式

### 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>