

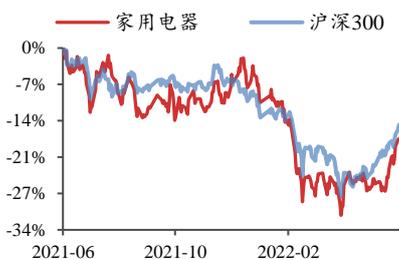
家用电器

2022年06月28日

投资评级：看好（维持）

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业点评报告-可选消费板块 618 大促数据全解析》-2022.6.26

《行业点评报告-可选消费板块 618 开门红数据全解析》-2022.6.5

《可选消费行业 2022 年度中期投资策略-可选消费从防御到反攻：业绩将见底，估值可提升》-2022.5.12

大宗价格回调利好家电板块利润率改善，叠加需求复苏，继续看好板块反弹

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn
证书编号：S0790522030002

陆帅坤（联系人）

lushuaikun@kysec.cn
证书编号：S0790121060033

● 家电原材料成本拆分及历史涨价复盘

通过将电机、压缩机、冷轧机等零部件还原为原材料，预计空冰洗和油烟机的原材料占比以钢、铜、塑料、铝等大宗原材料为主，从小熊电器原材料采购占比来看预计小家电以铜、塑料、不锈钢等原材料为主。根据原材料占比构造空冰洗、油烟机和家电原材料变动指数，发现在三次原材料涨价潮中变动指数同比均有双位数增长，随着原材料价格企稳回落，变动指数回归低单位数常态化增长。

反映至家电各细分赛道以及个股，三轮原材料上涨周期中空冰洗、厨房电器和小家电行业整体毛利率均出现趋势性下滑，行业个股毛利率不同程度承压。进一步拆分第二轮上涨周期（2016Q4-2017Q3）中行业个股成本结构变化，研究发现 2017 年不同企业成本均有不同幅度增长，但随着原材料价格回落，各企业成本压力逐渐减弱，2018 年新宝股份、海尔智家、万和电气等单位原材料成本增速均有较大幅度下降，回归低单位数增长或同比下滑，与成本变动指数走势相类似。

● 原材料成本压力减弱，“剪刀差”扩大背景下业绩修复可期

受美联储加息及供需错配影响，原材料价格呈中枢下行趋势。6月15日美国再次宣布加息 75 基点，美元短期走强造成铜等原材料价格普降，截至 6 月 27 日 LEM 铜、LEM 铝、LEM 铅、LME 锌现货结算价较 6 月 1 日下滑 11.66%、9.20%、11.45%、7.53%。展望 2022Q2，预计塑料、铝材、铜材价格同比仍有上升，钢材价格同比有所下滑。但考虑到 3 月以来各家品牌密集涨价，即使 2022Q2 部分原材料价格同比仍有增长，若维持 3% 的提价，空冰洗、厨房电器和厨房小家电行业能够实现毛利率稳定或改善。展望 2022 年全年，从行业个股角度测算原材料价格变动对毛利率弹性影响，测算 2022Q3-Q4 铜、铝、塑料、钢价格环比分别 +3%、+1%、0%、-1%、-3%、-5% 下空冰洗、厨房电器和小家电成本同比变动区间为 -3.7pct-2.22pct，各企业若保持 3% 以上的均价提升幅度，预期能够较好抵御 3% 以上原材料成本上涨，考虑到各品牌商陆续涨价，以及原材料价格整体偏弱振荡趋势，“剪刀差”扩大下看好业绩修复。

● 618 释放复苏信号，叠加成本压力减弱，行业有望走出情绪底、估值底

年初以来政策端不断释放利好信息，随着疫情的缓和、各地发放消费券及各平台推进家电以旧换新，618 期间家电行业释放复苏信号，根据星图数据，家用电器全网销售额 879 亿元（+6.7%）。展望后续，随着房地产景气回暖、以及成本端压力减弱，看好家电行业走出情绪底和估值底。推荐投资安全边际较高的白电龙头海尔智家、美的集团和格力电器；厨电行业推荐老板电器、火星人以及渠道改革成效有望加速释放、边际改善空间较大的亿田智能；小家电行业推荐新宝股份、小熊电器；此外推荐提价落地的优质消费核心资产公牛集团。

● 风险提示：原材料价格反弹回升；行业竞争加剧；地产景气下行等。

目 录

1、 家电原材料成本拆分及历史涨价复盘	3
1.1、 成本结构拆分及变动指数构造	3
1.2、 原材料历史涨价复盘：涨价潮下原材料成本压力致毛利率承压	4
2、 原材料价格变动对毛利率弹性测算	8
3、 风险提示	15

图表目录

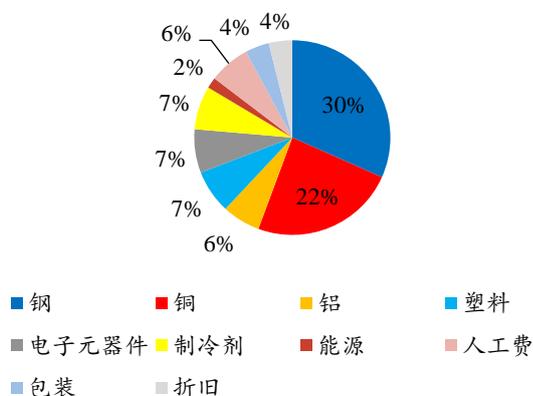
图 1： 空调原材料成本结构中钢和铜占比较大	3
图 2： 冰箱原材料成本结构中钢、铜、塑料占比较大	3
图 3： 洗衣机原材料成本结构中钢、铜、塑料占比较大	3
图 4： 油烟机原材料成本结构中钢、铜占比较大	3
图 5： 2021 年 10 月以来各家电赛道综合原材料成本同比增速环比收窄	4
图 6： 2019 年以来家电的大宗原材料经历三轮涨价周期	4
图 7： 三轮原材料上涨周期中空冰洗、厨房电器和小家电行业整体毛利率均出现下滑	5
图 8： 原材料上涨周期下白电企业毛利率受挫	5
图 9： 原材料上涨周期下厨电企业毛利率受挫	6
图 10： 原材料上涨周期下小家电企业毛利率受挫	6
图 11： 白电净利率变化滞后原材料价格变化约两个季度	7
图 12： 三轮上涨周期中厨电净利率展现较强韧性	7
图 13： 三轮上涨周期中小家电净利率整体承压，苏泊尔、九阳股份业绩韧性相对较强	7
图 14： 原材料企稳回落背景下部分企业 2018 年单位原材料成本回归同比低单位数增长或下滑	8
表 1： 2022 年 6 月 13 日以来原材料价格环比呈中枢下降趋势，乐观预期下后续铜、塑料、铝和钢环比分别-2%、-1%、-2%和-1%	9
表 2： 出货价上涨 3% 情况下空调毛利率将得到较为明显改善	9
表 3： 出货价上涨 3% 情况下冰箱毛利率将得到较为明显改善	9
表 4： 出货价上涨 3% 情况下厨房电器毛利率将得到较为明显改善	10
表 5： 出货价上涨 3% 情况下小家电毛利率将得到较为明显改善	10
表 6： 2021 年家电各赛道企业原材料成本普涨，均价提升较难完全覆盖成本上涨	10
表 7： 假设 2022Q3-Q4 延续环比+3%、+1%、0%、-1%、-3%、-5%趋势，各赛道成本同比变动区间为-3.7pct-2.22pct	12
表 8： 中性预期均价提升 3%，原材料成本同比-1%，美的集团 2022 年毛利率同比+3.05pct	13
表 9： 中性预期均价提升 3%，原材料成本同比-1%，海尔智家 2022 年毛利率同比+2.72pct	13
表 10： 中性预期均价提升 3%，原材料成本同比-1%，老板电器 2022 年毛利率同比+1.58pct	13
表 11： 中性预期均价提升 3%，原材料成本同比-1%，华帝股份 2022 年毛利率同比+1.54pct	13
表 12： 中性预期均价提升 3%，原材料成本同比-1%，九阳股份 2022 年毛利率同比+2.93pct	14
表 13： 中性预期均价提升 3%，原材料成本同比-1%，小熊电器 2022 年毛利率同比+1.51pct	14
表 14： 中性预期均价提升 3%，原材料成本同比-1%，新宝股份 2022 年毛利率同比+2.73pct	14
表 15： 中性预期均价提升 3%，原材料成本同比-1%，公牛集团 2022 年毛利率同比+2.43pct	15

1、家电原材料成本拆分及历史涨价复盘

1.1、成本结构拆分及变动指数构造

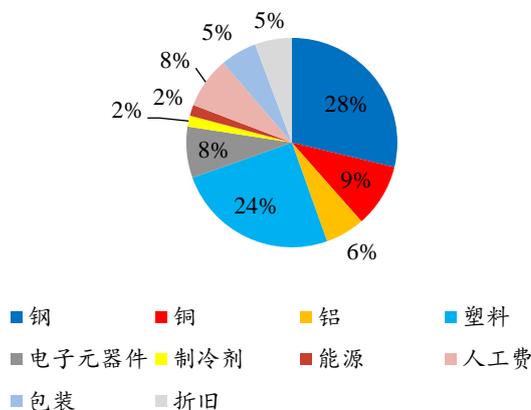
通过将电机、压缩机、冷轧机等零部件还原为原材料，可以看出空冰洗和油烟机的原材料占比以钢、铜、塑料、铝等大宗原材料为主，分别各占 65%、67%、71%和 55%。其中，钢为各品类占比最高的原材料，分别约占 30%、28%、36%和 30%。空冰洗及油烟机的第二大原材料分别为铜（占比 22%）、塑料（占比 24%）、塑料（占比 23%）和铜（占比 14%）。小家电方面，预计塑料、五金（不锈钢）和电子电器（铜）占比较高，从小熊电器外采结构占比来看，电子电器（铜）、五金、塑料占比分别为 24%、21%、14%。

图1：空调原材料成本结构中钢和铜占比较大



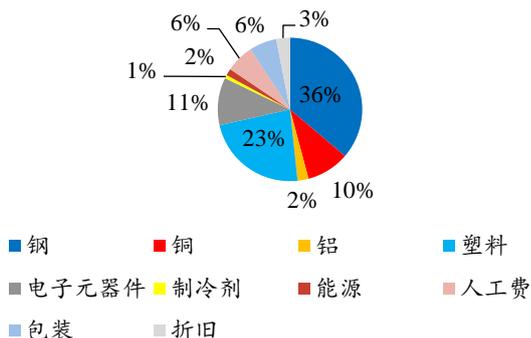
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图2：冰箱原材料成本结构中钢、铜、塑料占比较大



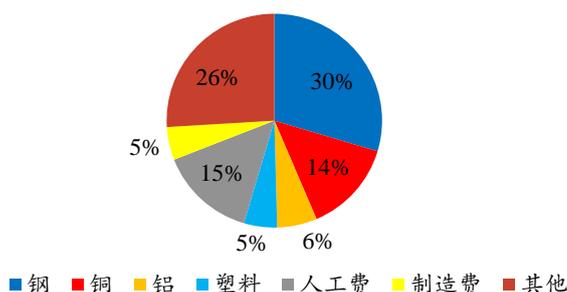
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图3：洗衣机原材料成本结构中钢、铜、塑料占比较大



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图4：油烟机原材料成本结构中钢、铜占比较大



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

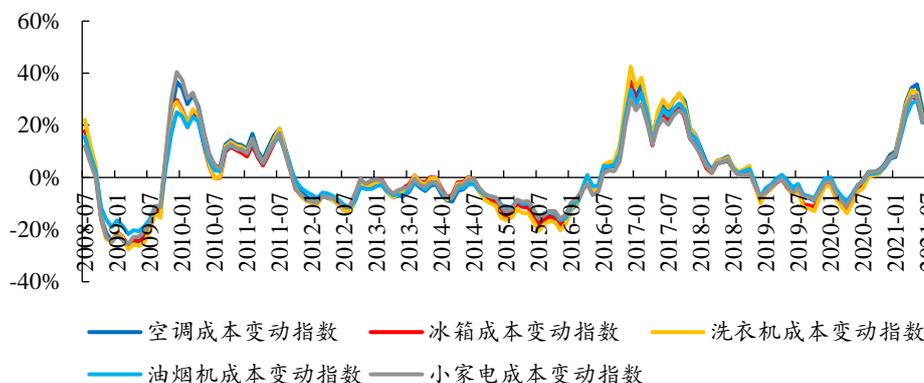
为便于观察综合成本走势以及后续毛利率弹性测算，我们首先构造空调、冰箱、洗衣机、油烟机、小家电成本变动指数，构造方法如下：

(1) 空冰洗、油烟机和小家电成本构成中铜、塑料、铝、钢为各企业原材料成本变动主要因素，假定其他原材料成本保持不变；将小熊电器采购材料占比近似作为小家电原材料成本占比。

(2) 计算铜、塑料、铝、钢月平均价格同比变动幅度；

(3) 以空冰洗、油烟机和家电各原材料成本占比为权重，加权计算空冰洗、油烟机和家电原材料成本变动指数。从当天综合原材料成本走势可以看出，2021年10月起虽然原材料成本同比仍有增长，但增速环比收窄。随着原材料价格企稳回落，2022年5月空冰洗、油烟机和家电综合原材料成本同比均有小幅下降。

图5：2021年10月以来各家电赛道综合原材料成本同比增速环比收窄

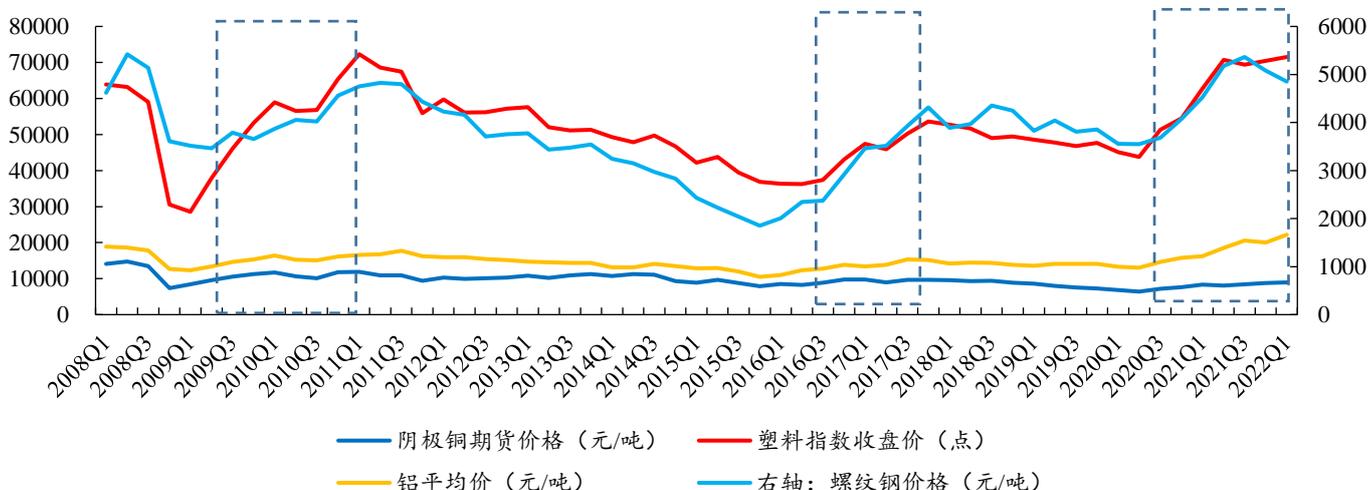


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、原材料历史涨价复盘：涨价潮下原材料成本压力致毛利率承压

2008年以来，原材料价格出现三轮持续性较长的上涨周期，其中有3轮快速上涨区间。第一轮，2009Q4-2011Q3，其中2009Q4-2010Q1为快速上涨区间，铜、塑料、铝和钢价格平均同比涨幅分别为89.68%、45.11%、26.96%、5.54%。第二轮为2016Q4-2017Q3，铜、塑料、铝、钢价格平均同比涨幅为27.07%、13.64%、21%和61.2%，此后塑料价格同比转为负数。第三轮，2020Q4-2022Q1，原材料价格同比保持正增长，铜、塑料、铝、钢价格平均同比涨幅为30.88%、14.92%、30.26%和25.06%，其中2020Q4-2021Q3为快速增长区间，四种原材料平均同比涨幅分别为17%、38%、29%和31%。

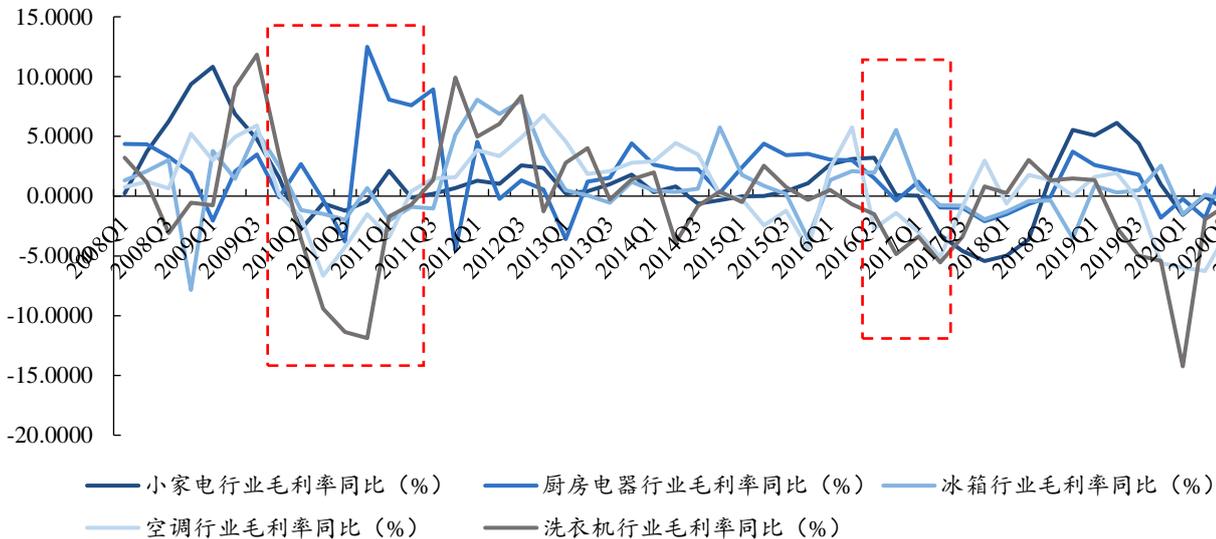
图6：2019年以来家电的大宗原材料经历三轮涨价周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

由于大宗原材料在家电行业中占比较大，尤其在空冰洗、油烟机的总成本中占比约 60%，成本传导机制下，原材料价格上涨带来成本高企，白电、厨电、小家电行业及个股的毛利率不同程度上受挫。首先从行业角度上看，三轮原材料上涨周期中，空冰洗、厨房电器和小家电行业整体毛利率均出现趋势性下滑。

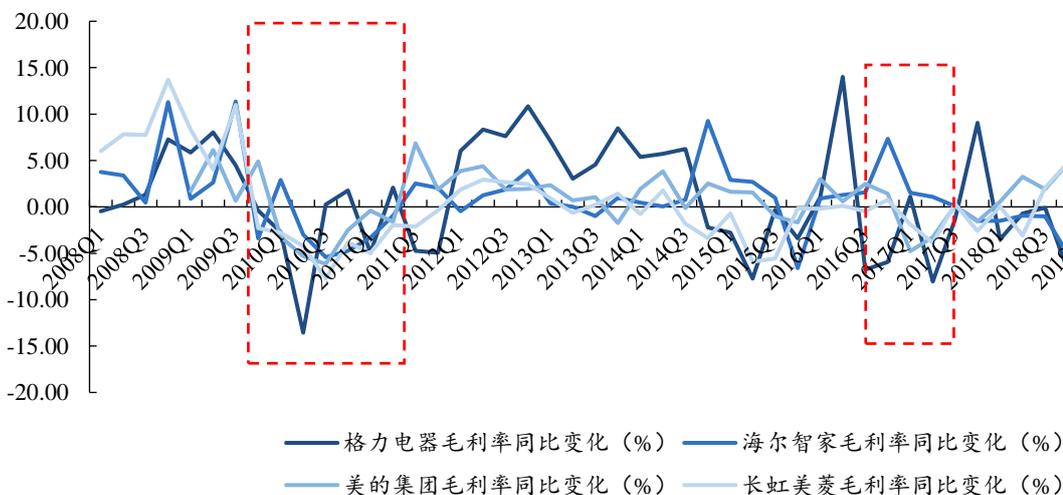
图7：三轮原材料上涨周期中空冰洗、厨房电器和小家电行业整体毛利率均出现下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

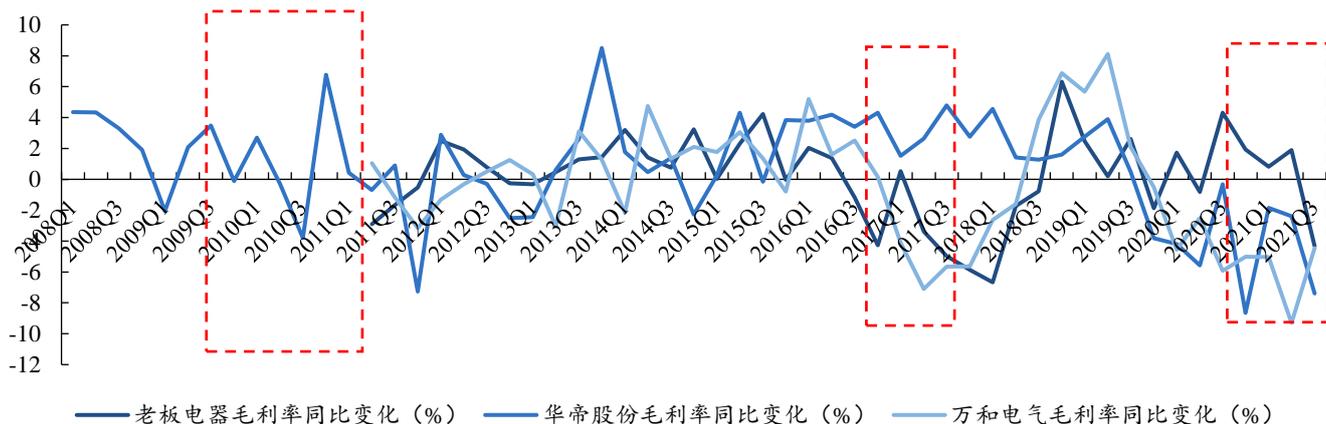
其次，行业个股上：(1) 白电行业方面，毛利率下降一方面来自于原材料成本压力，另一方面来自于行业竞争加剧导致的价格竞争，三轮原材料价格上涨周期中，白电行业龙头企业毛利率均有不同程度下滑，2019Q2 以来的毛利率下滑或主要系行业价格竞争加剧所致。(2) 厨电行业方面，三轮原材料上涨周期不同企业毛利率受到不同程度影响，第二轮原材料上涨周期中华帝股份毛利率韧性较强主要系其当年品牌高端化战略定位以及渠道布局完善逐步收效。(3) 小家电行业，向下游传导能力较弱，三轮上涨周期中毛利率承压明显。随着后续原材料价格回落，我们发现白电、厨电、小家电行业各企业毛利率均有较为明显的修复。

图8：原材料上涨周期下白电企业毛利率受挫



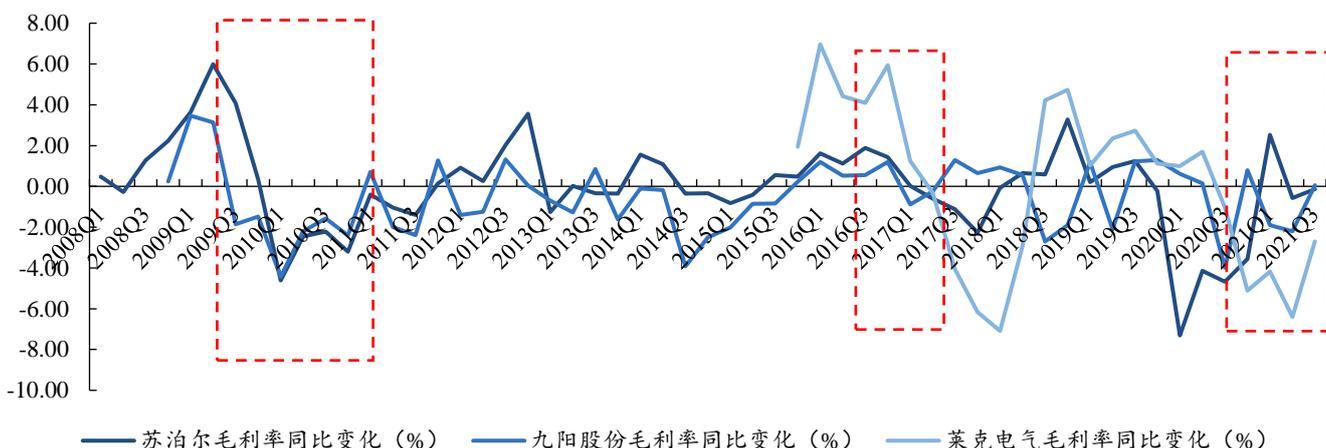
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：原材料上涨周期下厨电企业毛利率受挫



数据来源：Wind、开源证券研究所

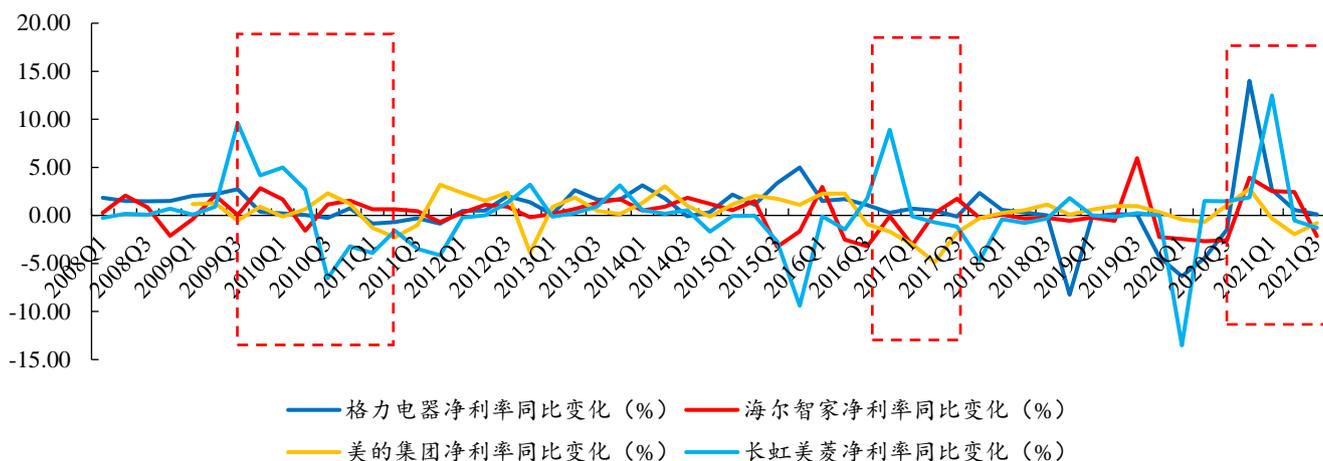
图10：原材料上涨周期下小家电企业毛利率受挫



数据来源：Wind、开源证券研究所

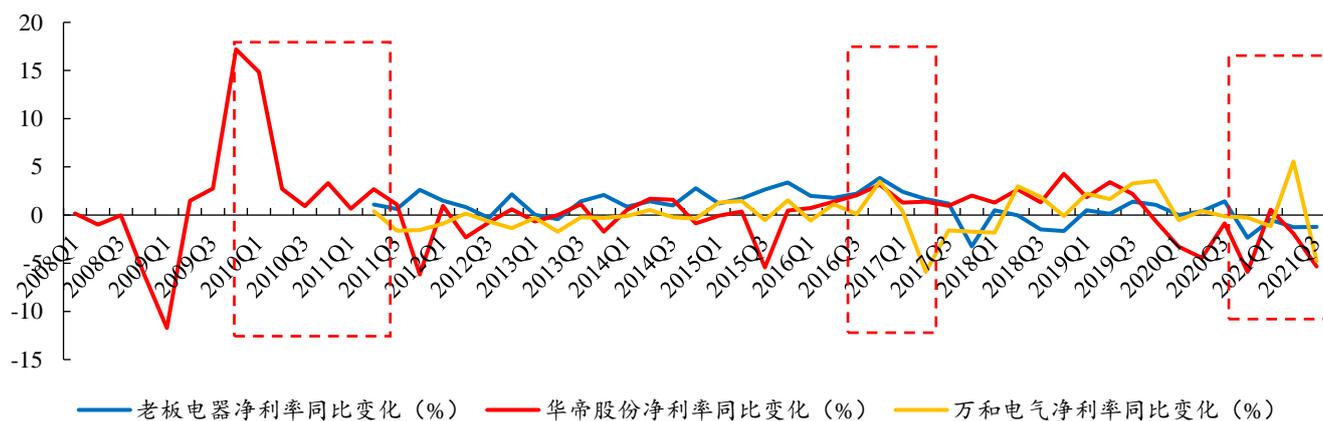
受多种因素决定，家电各细分赛道净利率受原材料影响程度不同。白电行业方面，原材料上涨影响对各企业利润率影响存在一定滞后期，在第一轮和第三轮上涨周期中净利率变化滞后原材料价格变化约两个季度。厨电行业各企业受益于较高的毛利率吸收原材料成本上升的不利影响，前两轮周期中净利率展现较强韧性，老板电器、华帝股份作为细分市场龙头净利率保持同比增长。小家电行业各企业由于转移原材料成本压力的能力相对有限，净利率出现不同程度下滑，相对来说苏泊尔、九阳股份业绩韧性较强。

图11: 白电净利率变化滞后原材料价格变化约两个季度



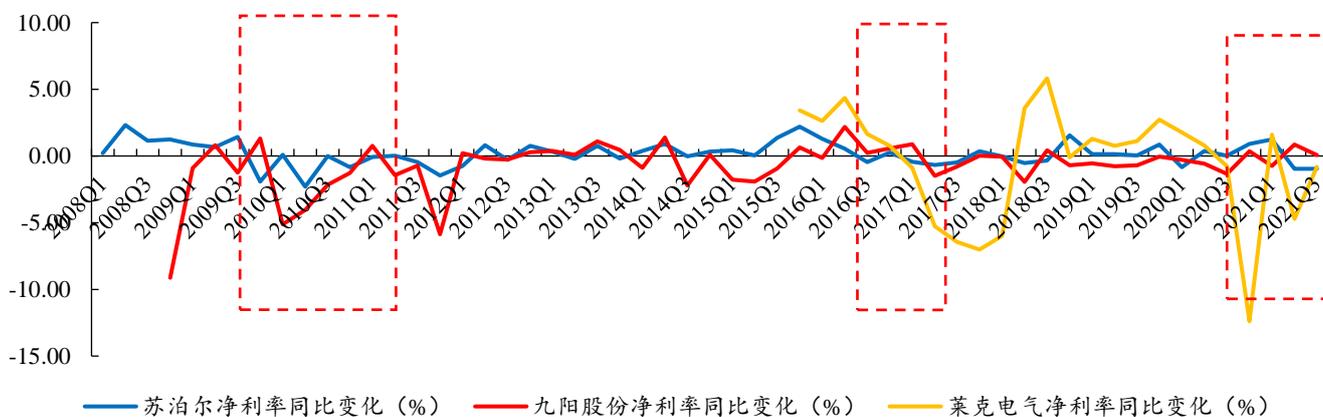
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 三轮上涨周期中厨电净利率展现较强韧性



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 三轮上涨周期中小家电净利率整体承压, 苏泊尔、九阳股份业绩韧性相对较强



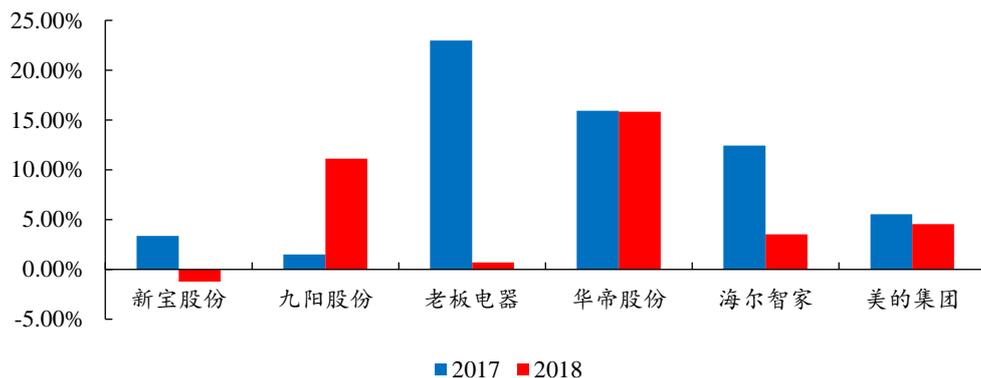
数据来源: Wind、开源证券研究所

进一步地, 对 2016-2017 年涨价潮进行复盘, 根据各赛道成本变动指数可以发现
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2017 年空冰洗、油烟机和家电原材料成本同比双位数增长，而随着后续价格回落，2018 年空冰洗、油烟机和家电原材料成本同比增速较大幅度收窄至小单位数增长。

对各企业 2016-2018 年成本结构进行拆分，从单位原材料成本变动来看，新宝股份、老板电器、海尔智家 2018 年单位原材料成本增速较 2017 年均较大幅度下降，回归低单位数增长或同比下滑，与成本变动指数走势相类似，预计前述构造的成本变动指数仍具有一定参考意义。

图14：原材料企稳回落背景下部分企业 2018 年单位原材料成本回归同比低单位数增长或下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、原材料价格变动对毛利率弹性测算

受美联储加息及供需错配影响，大宗原材料价格延续下跌趋势。6月15日美国再次宣布加息75基点，美元短期走强造成铜等原材料价格下降，其次下游需求不振进一步压制原材料价格。截至2022年6月28日，阴极铜期货价、塑料指数收盘价、长江有色铝均价、螺纹钢价格分别较6月1日下滑10.53%、5.28%、4.61%、10.21%，截至2022年6月27日LME铜、LME铝、LME铅、LEM锌现货结算价格较6月1日下滑11.66%、9.20%、11.45%、7.53%，原材料整体呈普跌态势。展望后续，短期美国抗通胀决心或加大市场对美国经济衰退的担忧，原材料价格整体或偏弱震荡。

因此，首先测算本轮原材料价格回落对2022Q2家电各细分行业毛利率的弹性影响，我们将采用敏感性分析，核心假设如下：

(1) 空冰洗、油烟机的成本构成中铜、塑料、铝、钢的价格发生变化，假设其他原材料成本保持不变。

(2) 2022年6月13日以来，原材料价格环比呈下降趋势，乐观预期下预计6月29-30日铜、塑料、铝和钢价格环比分别-2%、-1%、-2%和-1%；中性预期下环比分别+0%、+0%、+0%、+0%；悲观预期下环比分别+2%、+2%、+2%和+2%。整体来看，预计塑料、铝材、钢材价格同比仍有上升，钢材价格同比有所下滑。

(3) 2022年3月份以来，成本高企下家电行业迎来新一轮涨价潮，美的、海尔、海信空调相继提价，涨幅3%-10%不等，因此假设涨价幅度为0%、1%、3%、5%、7%。

表1: 2022年6月13日以来原材料价格环比呈中枢下降趋势, 乐观预期下后续铜、塑料、铝和钢环比分别-2%、-1%、-2%和-1%

	2022.6.21	2022.6.22	2022.6.23	2022.6.24	2022.6.27	2022.6.28	2022Q2E 同比变动		
							乐观预期	中性预期	悲观预期
铜价涨幅环比	0.04%	-1.43%	-1.01%	-2.94%	-1.54%	0.98%	1.00%	1.09%	1.18%
塑料指数涨幅环比	-0.19%	-1.08%	-0.06%	-1.78%	1.28%	1.26%	9.02%	9.07%	9.18%
铝价涨幅环比	0.66%	-0.45%	-2.18%	-0.98%	0.16%	0.42%	10.93%	11.03%	11.14%
钢价涨幅环比	0%	-0.93%	0.47%	0%	0.94%	0.23%	-7.02%	-6.98%	-6.90%
空调综合成本环比	0%	-0.65%	-0.07%	-0.66%	0.47%	0.44%	0.60%	0.64%	0.70%
洗衣机综合成本环比	0%	-0.78%	-0.11%	-0.87%	0.12%	0.44%	-0.26%	-0.21%	-0.15%
冰箱综合成本环比	0.03%	-0.73%	-0.25%	-0.92%	0.02%	0.44%	-1.18%	-1.13%	-1.07%
油烟机综合成本环比	0.02%	-0.53%	-0.05%	-0.46%	0.39%	0.32%	-0.14%	-0.11%	-0.06%
小家电综合成本环比	-0.04%	-0.66%	-0.06%	-0.84%	0.29%	0.49%	0.83%	0.86%	0.92%

数据来源: Wind、开源证券研究所

即使在原材料价格大幅上涨下, 若维持3%的提价, 空冰洗、厨房电器和厨房小家电行业均能实现毛利率稳定及改善。经测算, 在市场需求较低无法提价和原材料反弹上涨, 即悲观情形下, 2022Q2 空调、冰箱、厨房电器和小家电毛利率相较于2021Q2 分别下滑 1.15pct/1.46pct/0.74pct/1.71pct, 预计小家电来自原材料成本压力较其他家电赛道更大。

表2: 出货价上涨3%情况下空调毛利率将得到较为明显改善

空调行业	2022Q2 涨价幅度					毛利率相较于 2021Q2 同比					
	0.00%	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	0.00%	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	
综合原材料成本同比涨跌幅	-1.00%	24.16%	24.91%	26.37%	27.77%	29.12%	0.77%	1.52%	2.98%	4.38%	5.73%
	-0.50%	23.78%	24.53%	26.00%	27.41%	28.76%	0.38%	1.14%	2.60%	4.01%	5.37%
	0.00%	23.39%	24.15%	25.62%	27.04%	28.40%	0.00%	0.76%	2.23%	3.65%	5.01%
	0.50%	23.01%	23.77%	25.25%	26.68%	28.05%	-0.38%	0.38%	1.86%	3.28%	4.65%
	1.00%	22.63%	23.39%	24.88%	26.31%	27.69%	-0.77%	0.00%	1.49%	2.92%	4.30%
	1.50%	22.24%	23.01%	24.51%	25.95%	27.33%	-1.15%	-0.38%	1.12%	2.55%	3.94%

数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 出货价上涨3%情况下冰箱毛利率将得到较为明显改善

冰箱行业	2022Q2 涨价幅度					毛利率相较于 2021Q2 同比					
	0.00%	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	0.00%	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	
综合原材料成本同比涨跌幅	-1.50%	28.24%	28.95%	30.33%	31.66%	32.94%	0.73%	1.44%	2.82%	4.15%	5.42%
	-1.00%	27.88%	28.59%	29.98%	31.31%	32.60%	0.36%	1.08%	2.46%	3.80%	5.08%
	-0.50%	27.52%	28.23%	29.63%	30.97%	32.26%	0.00%	0.72%	2.11%	3.45%	4.74%
	0.00%	27.15%	27.87%	29.27%	30.62%	31.92%	-0.36%	0.36%	1.76%	3.10%	4.40%
	0.50%	26.79%	27.51%	28.92%	30.27%	31.58%	-0.73%	0.00%	1.40%	2.76%	4.06%
	1.00%	26.42%	27.15%	28.57%	29.93%	31.24%	-1.09%	-0.36%	1.05%	2.41%	3.72%
	1.50%	26.06%	26.79%	28.21%	29.58%	30.90%	-1.46%	-0.72%	0.70%	2.06%	3.38%

数据来源: Wind、开源证券研究所

表4：出货价上涨3%情况下厨房电器毛利率将得到较为明显改善

厨房电器行业	2022Q2 涨价幅度					毛利率相较于 2021Q2 同比					
	0.00%	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	0.00%	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	
综合原材料成本同比涨跌幅	-1.50%	51.70%	52.18%	53.11%	54.00%	54.86%	0.74%	1.21%	2.14%	3.04%	3.90%
	-1.00%	51.45%	51.94%	52.87%	53.77%	54.63%	0.49%	0.97%	1.90%	2.80%	3.67%
	-0.50%	51.21%	51.69%	52.63%	53.53%	54.40%	0.25%	0.73%	1.67%	2.57%	3.44%
	0.00%	50.96%	51.45%	52.39%	53.30%	54.17%	0.00%	0.49%	1.43%	2.34%	3.21%
	0.50%	50.72%	51.21%	52.15%	53.07%	53.94%	-0.25%	0.24%	1.19%	2.10%	2.98%
	1.00%	50.47%	50.96%	51.92%	52.83%	53.71%	-0.49%	0.00%	0.95%	1.87%	2.75%
1.50%	50.23%	50.72%	51.68%	52.60%	53.48%	-0.74%	-0.24%	0.71%	1.63%	2.52%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：出货价上涨3%情况下小家电毛利率将得到较为明显改善

小家电行业	2022Q2 涨价幅度					毛利率相较于 2021Q2 同比					
	0.00%	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	0.00%	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	
综合原材料成本同比涨跌幅	-0.50%	31.77%	32.45%	33.76%	35.02%	36.24%	0.34%	1.02%	2.33%	3.59%	4.81%
	0.00%	31.43%	32.11%	33.43%	34.70%	35.92%	0.00%	0.68%	2.00%	3.27%	4.49%
	0.50%	31.09%	31.77%	33.10%	34.37%	35.60%	-0.34%	0.34%	1.66%	2.94%	4.17%
	1.00%	30.75%	31.43%	32.76%	34.04%	35.28%	-0.69%	0.00%	1.33%	2.61%	3.84%
	1.50%	30.40%	31.09%	32.43%	33.72%	34.96%	-1.03%	-0.34%	1.00%	2.29%	3.52%
	2.00%	30.06%	30.75%	32.10%	33.39%	34.64%	-1.37%	-0.68%	0.67%	1.96%	3.20%
2.50%	29.72%	30.41%	31.76%	33.06%	34.32%	-1.71%	-1.02%	0.33%	1.63%	2.88%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

进一步地，从行业个股角度测算原材料价格变动对毛利率弹性影响。对白电、厨电、小家电行业个股 2020、2021 年成本结构进行拆分归因，可以发现整体毛利率受原材料成本上涨影响较大，原材料大涨背景下产品提价较难完全覆盖成本压力：

(1) 白电行业：2021 年美的集团、海尔智家、长虹美菱单位原材料成本分别上涨 11.86%、5.66%、18.04%，毛利率同比分别-2.98pct、+0.16pct、-5.4pct。产品均价提升较难完全覆盖原材料成本上涨，海尔毛利率韧性主要系折旧和其他成本下降所致。

(2) 厨电行业：2021 年老板电器、华帝股份、万和电气单位原材料成本同比分别+18.01%、+8.95%、+6.91%，毛利率同比分别-4.13pct、-2.88pct、-6.32pct。单位制造费用均有不同程度上涨，老板、华帝均价提升较难完全覆盖成本上涨。

(3) 小家电行业：2021 年九阳股份、小熊电器、新宝股份单位原材料+外采成本同比分别+3.5%、+10.48%、18.23%，毛利率同比分别-5pct、+0.42pct、-5.8pct。小熊电器在产品结构优化和渠道结构改善的背景下毛利率表现较强韧性。

其次，核心消费资产方面 2021 年公牛集团单位原材料成本同比+12.18%，毛利率同比-3.21pct。

表6：2021 年家电各赛道企业原材料成本普涨，均价提升较难完全覆盖成本上涨

	2020	2021	yoy
美的集团（仅考虑暖通空调和消费电器）			

毛利率	27.25%	24.28%	-2.98pct
产品均价	463.2	486.5	5.04%
单位原材料成本	278.2	311.2	11.86%
单位人工成本	21.3	21.7	1.72%
单位折旧	5.8	5.7	-1.47%
单位能源成本	4.95	5.05	1.89%
单位其他成本	26.72	24.79	-7.21%
海尔智家（仅考虑空冰厨水洗收入）			
毛利率	32.39%	32.55%	0.16pct
产品均价	1807.0	1857.9	2.81%
单位原材料成本	1016.5	1074.0	5.66%
单位人工成本	77.0	77.7	0.95%
单位折旧	24.4	20.1	-17.94%
长虹美菱			
毛利率	17.27%	11.88%	-5.40pct
产品均价	678.4	756.3	11.48%
单位原材料成本	515.4	608.4	18.04%
单位其他成本	45.8	58.1	26.71%
老板电器			
毛利率	55.18%	51.06%	-4.13pct
产品均价	1143.5	1230.8	7.63%
单位原材料成本	447.6	528.3	18.01%
单位人工成本	31.5	27.3	-13.27%
单位制造费用	33.3	46.8	40.41%
华帝股份			
毛利率	45.14%	42.26%	-2.88pct
产品均价	639.5	677.3	5.90%
单位原材料成本	318.0	346.5	8.95%
单位人工成本	18.1	23.9	32.07%
单位制造费用	14.7	20.7	40.35%
万和电气			
毛利率	28.14%	21.81%	-6.32pct
产品均价	633.9	627.3	-1.04%
单位原材料成本	393.5	420.6	6.91%
单位人工成本	28.3	28.4	0.65%
单位制造费用	33.8	41.4	22.36%
九阳股份			
毛利率	32.05%	27.05%	-5.00pct
产品均价	167.8	159.4	-4.97%
单位原材料+OEM产成品成本	111.27	115.16	3.50%
单位制造费用	0.5	0.5	5.06%
单位其他成本	2.24	0.62	-72.20%
小熊电器			
毛利率	32.94%	33.36%	0.42pct

产品均价	81.1	92.6	14.17%
单位外协加工+外协生产+原材料成本	48.91	54.04	10.48%
单位人工成本	3.1	4.0	31.57%
单位制造费用	2.4	3.6	50.87%
新宝股份			
毛利率	23.06%	17.26%	-5.80pct
产品均价	95.6	101.2	5.94%
单位原材料成本	55.0	65.0	18.23%
单位人工成本	10.2	9.8	-4.17%
单位制造费用	6.5	6.8	4.68%
单位其他费用	1.9	2.2	18.10%
公牛集团			
毛利率	40.06%	36.85%	-3.21pct
产品均价	10.09	9.97	-1.19%
单位原材料成本	4.64	5.20	12.18%
单位人工成本	0.45	0.40	-11.82%
单位制造费用	0.86	0.75	-12.17%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

展望 2022 年全年，测算 2022Q3-Q4 阴极铜期货价、塑料指数收盘价、长江有色铝均价、螺纹钢价格均环比分别+3%、+1%、0%、-1%、-3%、-5%，最终得到空冰洗、厨房电器和小家电成本同比变动区间为-3.7pct-2.22pct。进一步地，通过敏感性分析 2022 年原材料成本变动与均价变动对各个股毛利率变动影响，假设如下：

(1) 考虑到 2022 年成本高企下各企业加快产品升级迭代速度，通过价格提升消化成本压力，分别假设 2022 全年均价提升幅度分别为-3%、-1%、0%、1%、3%、5%。中性预期均价提升 3%，乐观预期均价提升 5%。

(2) 考虑到当前原材料价格呈下降趋势，中性预期 2022 年原材料成本同比-1%、乐观预期下原材料成本同比-3%。

(3) 假设原材料成本外的其他成本延续 2021 年变动趋势。

中性预期均价提升 3%、原材料成本同比-1%，美的集团、海尔智家、老板电器、九阳股份、小熊电器、新宝股份、公牛集团 2022 年毛利率同比分别+3.05pct、+2.72pct、+1.58pct、+2.93pct、+1.51pct、+2.73pct、+2.43pct。2022 年若保持 3%以上的均价提升幅度，预期能够较好抵御 3%以上的原材料成本上涨，若原材料成本延续回落趋势，则各企业 2022 年毛利率将得到较为明显的改善。

表7：假设 2022Q3-Q4 延续环比+3%、+1%、0%、-1%、-3%、-5%趋势，各赛道成本同比变动区间为-3.7pct-2.22pct

	3%	1%	0%	-1%	-3%	-5%	-7%
2021 年空调成本同比变动	2.02%	1.03%	0.54%	0.05%	-0.91%	-1.86%	-2.80%
2021 年冰箱成本同比变动	2.22%	1.19%	0.69%	0.18%	-0.81%	-1.79%	-2.76%
2021 年洗衣机成本同比变动	1.49%	0.41%	-0.12%	-0.65%	-1.69%	-2.72%	-3.74%
2021 年厨房电器成本同比变动	1.31%	0.48%	0.07%	-0.34%	-1.15%	-1.95%	-2.73%
2021 年小家电成本同比变动	2.06%	1.16%	0.71%	0.27%	-0.61%	-1.48%	-2.34%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：假设厨房电器成本变动近似约等于油烟机成本变动）

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

表8：中性预期均价提升3%，原材料成本同比-1%，美的集团2022年毛利率同比+3.05pct

美的集团2022年毛利率同比变动		2022年原材料成本同比变动						
变动		-3.00%	-1.00%	0.00%	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%
2022年均价变动	-3.00%	-0.13%	-1.45%	-2.11%	-3.43%	-4.75%	-6.06%	-7.38%
	-1.00%	1.40%	0.11%	-0.54%	-1.83%	-3.12%	-4.41%	-5.70%
	0.00%	2.15%	0.87%	0.23%	-1.05%	-2.33%	-3.61%	-4.89%
	1.00%	2.87%	1.61%	0.98%	-0.29%	-1.56%	-2.82%	-4.09%
	3.00%	4.29%	3.05%	2.43%	1.18%	-0.06%	-1.30%	-2.54%
	5.00%	5.65%	4.43%	3.82%	2.60%	1.39%	0.17%	-1.05%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：中性预期均价提升3%，原材料成本同比-1%，海尔智家2022年毛利率同比+2.72pct

海尔智家2022年毛利率同比变动		2022年原材料成本同比变动						
变动		-3.00%	-1.00%	0.00%	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%
2022年均价变动	-3.00%	-0.09%	-1.29%	-1.88%	-3.07%	-4.27%	-5.46%	-6.65%
	-1.00%	1.27%	0.10%	-0.48%	-1.65%	-2.82%	-3.99%	-5.15%
	0.00%	1.93%	0.78%	0.20%	-0.96%	-2.11%	-3.27%	-4.43%
	1.00%	2.58%	1.44%	0.86%	-0.28%	-1.43%	-2.57%	-3.72%
	3.00%	3.84%	2.72%	2.16%	1.03%	-0.09%	-1.21%	-2.33%
	5.00%	5.05%	3.95%	3.40%	2.30%	1.20%	0.10%	-1.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：中性预期均价提升3%，原材料成本同比-1%，老板电器2022年毛利率同比+1.58pct

老板电器2022年毛利率同比变动		2022年原材料成本同比变动						
变动		-3.00%	-1.00%	0.00%	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%
2022年均价变动	-3.00%	-0.46%	-1.35%	-1.79%	-2.68%	-3.56%	-4.45%	-5.33%
	-1.00%	0.53%	-0.33%	-0.77%	-1.63%	-2.50%	-3.37%	-4.23%
	0.00%	1.02%	0.16%	-0.27%	-1.13%	-1.99%	-2.84%	-3.70%
	1.00%	1.49%	0.64%	0.22%	-0.63%	-1.48%	-2.33%	-3.18%
	3.00%	2.41%	1.58%	1.16%	0.33%	-0.50%	-1.34%	-2.17%
	5.00%	3.30%	2.48%	2.07%	1.26%	0.44%	-0.38%	-1.20%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：中性预期均价提升3%，原材料成本同比-1%，华帝股份2022年毛利率同比+1.54pct

华帝股份2022年毛利率同比变动		2022年原材料成本同比变动						
变动		-3.00%	-1.00%	0.00%	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%
2022年均价变动	-3.00%	-0.88%	-1.94%	-2.46%	-3.52%	-4.57%	-5.63%	-6.68%
	-1.00%	0.30%	-0.73%	-1.25%	-2.28%	-3.32%	-4.35%	-5.38%
	0.00%	0.88%	-0.15%	-0.66%	-1.68%	-2.70%	-3.73%	-4.75%
	1.00%	1.44%	0.43%	-0.08%	-1.09%	-2.11%	-3.12%	-4.13%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

	3.00%	2.53%	1.54%	1.04%	0.05%	-0.94%	-1.94%	-2.93%
	5.00%	3.58%	2.61%	2.12%	1.15%	0.17%	-0.80%	-1.78%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：中性预期均价提升3%，原材料成本同比-1%，九阳股份2022年毛利率同比+2.93pct

九阳股份2022年毛利率同比变动		2022年原材料成本同比变动						
变动		-3.00%	-1.00%	0.00%	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%
2022年均价变动	-3.00%	0.09%	-1.40%	-2.14%	-3.63%	-5.12%	-6.61%	-8.10%
	-1.00%	1.56%	0.10%	-0.63%	-2.08%	-3.54%	-5.00%	-6.46%
	0.00%	2.28%	0.83%	0.11%	-1.33%	-2.78%	-4.22%	-5.67%
	1.00%	2.98%	1.55%	0.83%	-0.60%	-2.03%	-3.46%	-4.89%
	3.00%	4.34%	2.93%	2.23%	0.83%	-0.57%	-1.98%	-3.38%
	5.00%	5.64%	4.27%	3.58%	2.20%	0.83%	-0.55%	-1.92%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：中性预期均价提升3%，原材料成本同比-1%，小熊电器2022年毛利率同比+1.51pct

小熊电器2022年毛利率同比变动		2022年原材料成本同比变动						
变动		-3.00%	-1.00%	0.00%	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%
2022年均价变动	-3.00%	-1.31%	-2.52%	-3.12%	-4.32%	-5.52%	-6.73%	-7.93%
	-1.00%	0.06%	-1.12%	-1.71%	-2.89%	-4.07%	-5.25%	-6.42%
	0.00%	0.73%	-0.44%	-1.02%	-2.19%	-3.36%	-4.53%	-5.69%
	1.00%	1.38%	0.22%	-0.35%	-1.51%	-2.67%	-3.82%	-4.98%
	3.00%	2.65%	1.51%	0.95%	-0.19%	-1.32%	-2.45%	-3.59%
	5.00%	3.87%	2.75%	2.20%	1.09%	-0.03%	-1.14%	-2.25%
	7.00%	5.04%	3.95%	3.40%	2.31%	1.22%	0.13%	-0.96%
	9.00%	6.17%	5.10%	4.56%	3.49%	2.42%	1.35%	0.28%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：中性预期均价提升3%，原材料成本同比-1%，新宝股份2022年毛利率同比+2.73pct

新宝股份2022年毛利率同比变动		2022年原材料成本同比变动						
变动		-3.00%	-1.00%	0.00%	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%
2022年均价变动	-3.00%	-0.90%	-2.22%	-2.89%	-4.21%	-5.53%	-6.86%	-8.18%
	-1.00%	0.79%	-0.51%	-1.16%	-2.45%	-3.75%	-5.05%	-6.34%
	0.00%	1.61%	0.33%	-0.32%	-1.60%	-2.88%	-4.17%	-5.45%
	1.00%	2.41%	1.14%	0.51%	-0.77%	-2.04%	-3.31%	-4.58%
	3.00%	3.97%	2.73%	2.10%	0.86%	-0.39%	-1.64%	-2.88%
	5.00%	5.47%	4.25%	3.64%	2.42%	1.19%	-0.03%	-1.25%
	7.00%	6.92%	5.72%	5.12%	3.92%	2.72%	1.52%	0.32%
	9.00%	8.31%	7.13%	6.54%	5.36%	4.19%	3.01%	1.83%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表15：中性预期均价提升3%，原材料成本同比-1%，公牛集团 2022年毛利率同比+2.43pct

公牛集团 2022 年毛利率同比变动		2022 年原材料成本同比变动						
		-3.00%	-1.00%	0.00%	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%
2022 年均价变动	-3.00%	-0.12%	-1.13%	-1.63%	-2.65%	-3.66%	-4.67%	-5.68%
	-1.00%	1.10%	0.11%	-0.39%	-1.38%	-2.37%	-3.36%	-4.35%
	0.00%	1.69%	0.70%	0.21%	-0.77%	-1.75%	-2.73%	-3.71%
	1.00%	2.26%	1.29%	0.80%	-0.17%	-1.14%	-2.11%	-3.08%
	3.00%	3.38%	2.43%	1.95%	1.00%	0.05%	-0.91%	-1.86%
	5.00%	4.46%	3.52%	3.06%	2.12%	1.19%	0.25%	-0.68%
	7.00%	5.50%	4.58%	4.12%	3.20%	2.29%	1.37%	0.45%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

原材料价格反弹回升；行业竞争加剧致价格下降；地产景气持续下行等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn