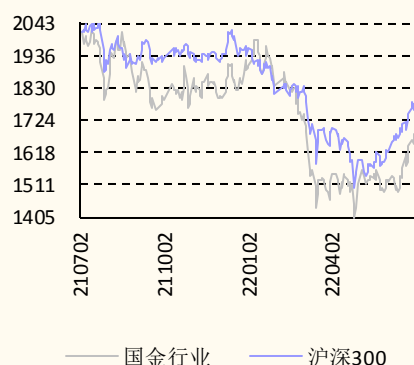


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金家电指数	1657
沪深300指数	4467
上证指数	3388
深证成指	12860
中小板综指	12966



相关报告

- 1.《5月产业在线洗衣机数据点评-需求端较为疲软,龙头持续领跑》, 2022.6.28
- 2.《5月产业在线冰箱数据点评-行业整体承压,海尔市占率提升》, 2022.6.28
- 3.《618收官,产品升级趋势确立-家电周报》, 2022.6.26
- 4.《5月产业在线空调数据点评-内销出货明显复苏,外销多数龙头增长...》, 2022.6.21
- 5.《京东表现强劲,集成灶等新兴品类高景气-周报》, 2022.6.20

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004
hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人
dengying@gjzq.com.cn

大宗跟踪: 原材料价格回落对家电企业 Q2 和全年盈利影响测算分析

投资建议

- **家电主要原材料 Q2 至今回落明显。**W26 单周 LME 铜、LME 铝、塑料、钢材相对今年最高点分别-21%、-37%、-12%、-15%; W26 环比 Q1 出现明显回落, 其中铜和铝尤为明显; W26 环比原材料已经明显松动的 22Q2 整体来看继续下滑, 回落趋势延续 (环比 Q2 铜-11%、铝-14%、塑料-4%、钢材-11%)。符合市场预期。
- **Q2 展望: 白电同比或将转正, 主要企业延续修复。**合理假设 Q2 企业均价同比提升幅度为 4%, 预计 Q2 毛利率压力将明显缓解, 白电企业 Q2 毛利率整体率先修复。小家电整体毛利率降幅或明显收窄, 但由于塑料件占比比较高 (Q2 塑料价格同比+9%), 毛利率同比转正或有一定滞后。白电龙头有望在 22H1 实现毛利率同比回正的修复。
- **下半年毛利率展望:** 1) 分季度来看, 21Q2-Q3 为原材料增速的峰值, 因此 21Q4 企业原材料面临压力最大。22Q4 毛利率修复幅度集体提升, 将高于 22Q3。2) 分品类看, 白电原材料回落利润弹性将更大。即使在较为悲观的假设下, 全年毛利率修复概率仍旧高。3) 全年来看, 三种情形下白电龙头毛利率均有望修复, 幅度总体在 1%-3%之间; 厨小在+4%的条件下则基本能够实现毛利率的转正。

投资建议

- 当前时点家电板块整体处于估值底部, 建议关注地产后周期估值&盈利修复的厨电龙头**火星人**、关注有中报业绩催化的**新宝股份**。中长期关注创新产品持续领先且具有消费品全方位壁垒的家用智能微投龙头**极米科技**, 产品力/渠道力/营销力优势兼具、扫地机+洗地机双轮驱动的清洁龙头**科沃斯**, 抗风险能力强的高端定位优势持续显现、降本增效逻辑持续兑现的**海尔智家**。

风险提示

- 原材料价格下降不及预期风险, 需求不及预期风险, 疫情反复风险, 汇率波动影响。

内容目录

1.Q2 原材料回落如期而至	3
2.毛利率 Q2 展望：白电同比或将转正，主要企业延续修复趋势.....	4
3.毛利率 Q3-Q4 及全年展望：恢复幅度提升，全年有望转正	5
4.投资建议	7
5.风险提示	7

图表目录

图表 1：家电主要大宗原材料价格变化.....	3
图表 2：家电主要大宗原材料价格.....	3
图表 3：家电主要大宗原材料价格同比变化幅度.....	4
图表 4：公司拳头产品 21 年以来均价提升持续.....	4
图表 5：22Q2 及 22H1 企业毛利率变动测算.....	5
图表 6：三种预期下的提价幅度.....	5
图表 7：三种预期描述.....	5
图表 8：22Q3-Q4 及 22A 企业毛利率变动测算——乐观情形.....	6
图表 9：22Q3-Q4 及 22A 企业毛利率变动测算——中性情形.....	6
图表 10：22Q3-Q4 及 22A 企业毛利率变动测算——悲观情形.....	7

1.Q2 原材料回落如期而至

家电主要原材料 Q2 至今回落明显。W26 单周 LME 铜、LME 铝、塑料、钢材相对今年最高点分别-21%、-37%、-12%、-15%；W26 环比 Q1 出现明显回落，其中铜和铝尤为明显；W26 环比原材料已经明显松动的 22Q2 整体来看继续下滑，回落趋势延续（环比 Q2 铜-11%、铝-14%、塑料-4%、钢材-11%）。符合市场预期。

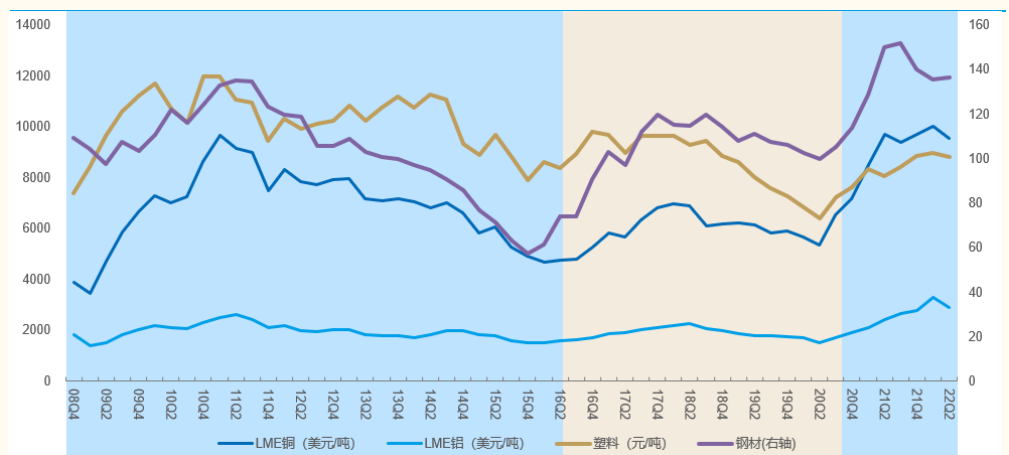
图表 1：家电主要大宗原材料价格变化

	LME铜	LME铝	塑料	钢材
同比				
20Q1	-9%	-9%	-21%	-5%
20Q2	-12%	-17%	-20%	-10%
20Q3	12%	-3%	-5%	-2%
20Q4	22%	9%	5%	7%
21Q1	51%	24%	22%	26%
21Q2	81%	60%	26%	50%
21Q3	44%	55%	16%	44%
21Q4	35%	44%	16%	23%
22Q1	18%	56%	8%	6%
22Q2	-2%	20%	9%	-9%
W26				
价格	8502	2500	8489	121
W26比21Q2	-12%	4%	5%	-19%
W26比今年高点	-21%	-37%	-12%	-15%
W26环比22Q1	-15%	-24%	-5%	-11%
W26环比22Q2	-11%	-14%	-4%	-11%

来源：wind，国金证券研究所

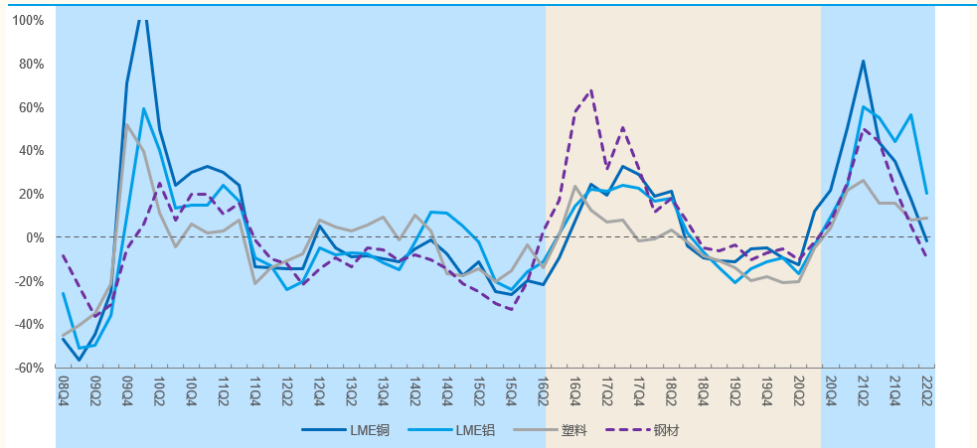
22Q2：原材料增速峰值过后，单季同比首次出现下降。22Q2 原材料价格在历史上仍处于较高水平，但相较价格最高点已明显回落。原材料增速峰值 21Q3 已过，此后两个季度增速连续下滑但仍然为正，22Q2 铜、铝、塑料、钢材分别-2%、+20%、+9%、-9%，铜和钢材自本轮原材料周期以来同比首次出现下降，释放出明确的拐点信号。

图表 2：家电主要大宗原材料价格



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：家电主要大宗原材料价格同比变化幅度



来源：wind，国金证券研究所

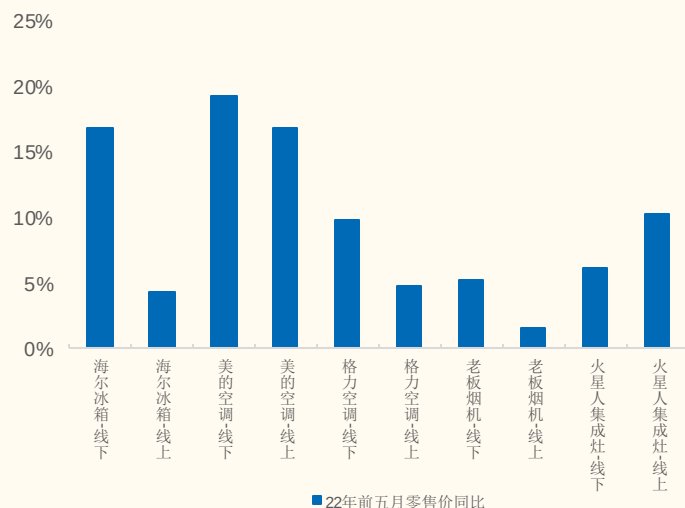
2.毛利率 Q2 展望：白电同比或将转正，主要企业延续修复趋势

在此前的报告《家电原材料涨价深度复盘及盈利能力弹性测算》中，我们构建了公司毛利率变动测算模型，此处假设条件保持一致：即

- 1) 先构建单品类（空冰洗+油烟机+小家电）毛利率变动模型；
- 2) 品类基础上构建公司毛利率变动模型：采用公司各业务营收占比作为品类毛利率加权的权数；假设公司采购均价和大宗市场原材料价格变动完全一致；原材料为 t 时点相较 21Q2 的变动，毛利率为 t+1 季度相较 21Q3 的变动幅度。

参考奥维数据和经销商提货情况，22Q2 企业成本端仍有一定压力，家电品类整体保持提价，各公司的优势品类或更为明显。因此合理假设 Q2 企业均价同比提升幅度为 4%。

图表 4：公司拳头产品 21 年以来均价提升持续



来源：奥维云网，国金证券研究所

预计 Q2 毛利率压力将明显缓解，白电企业 Q2 毛利率整体率先修复。美的年初至今内外销提价明显，并持续剥离低盈利品类；海尔 Q2 虽短期线下部分区域受疫情影响，但生产端效率的提升+品牌提价能力有目共睹；格力产品结构进一步优化，渠道中高端机销售占比提升。小家电整体毛利率降幅或明显收窄，

但由于塑料件占比较高（Q2 塑料价格同比+9%），毛利率同比转正或有一定滞后。白电龙头有望在 22H1 实现毛利率同比回正的修复。

图表 5：22Q2 及 22H1 企业毛利率变动测算

	毛利率		毛利率同比变动		半年度毛利率		
	22Q1	22Q2	22Q1	22Q2	21H1	22H1	变动
美的集团	22.2%	25.2%	-0.8%	-2.0%	23.2%	23.8%	-0.6%
海尔智家	28.5%	32.6%	-0.1%	-2.6%	30.1%	30.6%	-0.6%
格力电器	23.7%	25.4%	-0.8%	-1.7%	23.7%	24.8%	-1.0%
苏泊尔	25.4%	25.4%	-1.1%	-0.6%	26.0%	25.4%	-0.6%
九阳股份	26.6%	29.3%	-4.8%	-1.4%	30.7%	28.0%	-2.6%
新宝股份	16.6%	16.9%	-2.4%	-0.9%	17.7%	16.7%	-1.0%
小熊电器	37.2%	33.6%	-1.6%	-0.8%	34.4%	35.6%	-1.2%
北鼎股份	48.3%	48.6%	-0.5%	-1.1%	49.7%	48.5%	-1.2%
老板电器	52.6%	57.7%	-4.8%	-1.3%	56.4%	55.4%	-1.0%

来源：wind，国金证券研究所

3.毛利率 Q3-Q4 及全年展望：恢复幅度提升，全年有望转正

延续 Q2 测算思路和假设基础，构建 22Q3-Q4 毛利率变动模型，增加假设：

- 1) 预计 Q3 原材料延续回落趋势，Q4 传递至报表端。参考 22Q2 不同原材料同比 21Q2 的情况，按照原材料价格变化幅度分为乐观、中性、悲观三种预期，其中悲观情形下四种原材料相较 21Q2 同比变化最小。
- 2) 均价同比提升比例分为 0%、4%、8%三档。考虑历史经验及行业发展阶段，家电价格提升具有刚性，随原材料价格回落而下跌的概率较小。出于合理性考虑，乐观和中性预期下家电均价同比提升比例在 0%或 4%（部分公司去年 Q3 以来多次提价，因此原材料回落背景下，预计同比均价提升幅度较低）。若原材料回落幅度不及预期，均价同比提升比例增设 8%的档。

图表 6：三种预期下的提价幅度

		Q3原材料假设（Q4传递至报表端）		
		悲观	中性	乐观
H2 提 价	0%		√	√
	4%	√	√	√
	8%	√		

来源：wind，国金证券研究所

图表 7：三种预期描述

	钢价涨幅	铜价涨幅	铝价涨幅	塑料涨幅
当前（22Q2）	-9.0%	-1.5%	20.4%	9.1%
乐观预期	-20%	-10%	5%	-5%
中性预期	-16%	-5%	10%	0%
悲观预期	-12%	-3%	15%	5%

来源：wind，国金证券研究所

通过 22Q3-Q4 及 22A 企业毛利率变动测算，可以得出以下结论：

- 1) 分季度来看，21Q2-Q3 为原材料增速的峰值，因此 21Q4 企业原材料面临压力最大。22Q4 毛利率修复幅度集体提升，将高于 22Q3。
- 2) 分品类看，白电的大宗原材料占比较高，铜铝钢占比高（铜和钢材价格 Q2 同比已经下降），原材料回落后利润弹性将更大。即使在较为悲观的假设下，全年毛利率修复概率仍旧高。
- 3) 全年来看，三种情形下白电龙头毛利率均有望修复，幅度总体在 1%-3%之间；厨小在均价同比+0%的情形下，乐观和中性假设下全年毛利率或将小幅下降，因此是否提价对盈利变动的方向将有明显影响。在+4%的条件下则基本能实现毛利率的转正。
- 4) 考虑中性情形：21H2 若价格同比+0%，Q3-Q4 毛利率将持续修复，全年白电龙头毛利率改善或将在 0.5pct 以上，海尔和美的或更明显。若提价 4%，大多数小家电全年毛利率将为正向变动。

考虑到 22Q1 原材料压力对全年盈利的影响，以及近年消费升级+原材料压力的

左右，企业价格不变或降价的概率不大。此外，22Q1 部分龙头同比已经开始提价，从近期的动销情况看提价在年内已常态化。

图表 8：22Q3-Q4 及 22A 企业毛利率变动测算——乐观情形

	毛利率同比变动				全年毛利率		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	21A	22A	变动
均价同比+0%							
美的集团	-0.8%	2.0%	0.1%	4.7%	23.0%	24.6%	1.6%
海尔智家	0.1%	2.6%	0.5%	2.0%	28.5%	31.3%	2.8%
格力电器	-0.8%	1.7%	0.0%	3.1%	24.4%	25.3%	0.9%
苏泊尔	-1.1%	-0.6%	-1.7%	6.5%	26.5%	26.2%	-0.3%
九阳股份	-4.8%	-1.4%	-2.3%	6.9%	31.4%	30.2%	-1.3%
新宝股份	-2.4%	-0.9%	-2.4%	5.1%	19.0%	18.0%	-1.1%
小熊电器	1.6%	-0.8%	-2.4%	6.7%	35.6%	36.2%	0.6%
北鼎股份	0.5%	-1.1%	-1.8%	3.5%	47.8%	49.8%	2.0%
老板电器	-4.8%	1.3%	0.1%	6.0%	57.3%	56.5%	-0.8%
均价同比+4%							
美的集团	-0.8%	2.0%	2.5%	7.2%	23.0%	25.8%	2.8%
海尔智家	0.1%	2.6%	3.0%	4.4%	28.5%	32.5%	4.1%
格力电器	-0.8%	1.7%	2.3%	5.2%	24.4%	26.4%	2.0%
苏泊尔	-1.1%	-0.6%	1.0%	9.0%	26.5%	27.6%	1.1%
九阳股份	-4.8%	-1.4%	1.4%	10.3%	31.4%	32.1%	0.6%
新宝股份	-2.4%	-0.9%	1.5%	8.8%	19.0%	20.1%	1.0%
小熊电器	1.6%	-0.8%	1.5%	10.3%	35.6%	38.2%	2.7%
北鼎股份	0.5%	-1.1%	1.1%	6.3%	47.8%	51.5%	3.6%
老板电器	-4.8%	1.3%	2.3%	8.1%	57.3%	57.8%	0.4%

来源：wind，国金证券研究所

图表 9：22Q3-Q4 及 22A 企业毛利率变动测算——中性情形

	毛利率同比变动				全年毛利率		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	21A	22A	变动
均价同比+0%							
美的集团	-0.8%	2.0%	-0.1%	3.3%	23.0%	24.2%	1.2%
海尔智家	0.1%	2.6%	0.5%	0.6%	28.5%	30.9%	2.5%
格力电器	-0.8%	1.7%	0.0%	1.9%	24.4%	25.0%	0.6%
苏泊尔	-1.1%	-0.6%	-1.7%	4.7%	26.5%	25.7%	-0.8%
九阳股份	-4.8%	-1.4%	-2.3%	4.5%	31.4%	29.4%	-2.1%
新宝股份	-2.4%	-0.9%	-2.4%	2.5%	19.0%	17.2%	-1.8%
小熊电器	1.6%	-0.8%	-2.4%	4.1%	35.6%	35.3%	-0.3%
北鼎股份	0.5%	-1.1%	-1.8%	1.6%	47.8%	49.1%	1.3%
老板电器	-4.8%	1.3%	0.1%	4.9%	57.3%	56.2%	-1.1%
均价同比+4%							
美的集团	-0.8%	2.0%	2.5%	5.8%	23.0%	25.5%	2.5%
海尔智家	0.1%	2.6%	3.0%	3.0%	28.5%	32.2%	3.7%
格力电器	-0.8%	1.7%	2.3%	4.0%	24.4%	26.1%	1.7%
苏泊尔	-1.1%	-0.6%	1.0%	7.3%	26.5%	27.1%	0.6%
九阳股份	-4.8%	-1.4%	1.4%	8.0%	31.4%	31.3%	-0.1%
新宝股份	-2.4%	-0.9%	1.5%	6.3%	19.0%	19.4%	0.3%
小熊电器	1.6%	-0.8%	1.5%	7.9%	35.6%	37.4%	1.8%
北鼎股份	0.5%	-1.1%	1.1%	4.4%	47.8%	50.8%	2.9%
老板电器	-4.8%	1.3%	2.3%	7.0%	57.3%	57.4%	0.1%

来源：wind，国金证券研究所

图表 10: 22Q3-Q4 及 22A 企业毛利率变动测算——悲观情形

	毛利率同比变动				全年毛利率		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	21A	22A	变动
均价同比+4%							
美的集团	-0.8%	2.0%	2.5%	4.8%	23.0%	25.3%	2.3%
海尔智家	0.1%	2.6%	3.0%	2.9%	28.5%	32.2%	3.7%
格力电器	-0.8%	1.7%	2.3%	3.0%	24.4%	25.9%	1.4%
苏泊尔	-1.1%	-0.6%	1.0%	5.6%	26.5%	26.6%	0.1%
九阳股份	-4.8%	1.4%	1.4%	5.7%	31.4%	30.6%	-0.9%
新宝股份	-2.4%	-0.9%	1.5%	3.8%	19.0%	18.7%	-0.4%
小熊电器	1.6%	-0.8%	1.5%	5.4%	35.6%	36.5%	0.9%
北鼎股份	0.5%	1.1%	1.1%	2.5%	47.8%	50.1%	2.3%
老板电器	-4.8%	1.3%	2.3%	5.9%	57.3%	57.1%	-0.2%
均价同比+8%							
美的集团	-0.8%	2.0%	4.8%	7.2%	23.0%	26.4%	3.4%
海尔智家	0.1%	2.6%	5.3%	5.2%	28.5%	33.3%	4.9%
格力电器	-0.8%	1.7%	4.3%	5.1%	24.4%	26.9%	2.5%
苏泊尔	-1.1%	-0.6%	3.6%	8.0%	26.5%	27.9%	1.4%
九阳股份	-4.8%	1.4%	4.7%	9.0%	31.4%	32.4%	0.9%
新宝股份	-2.4%	-0.9%	5.1%	7.3%	19.0%	20.7%	1.6%
小熊电器	1.6%	-0.8%	5.1%	8.9%	35.6%	38.5%	2.9%
北鼎股份	0.5%	1.1%	3.9%	5.2%	47.8%	51.7%	3.8%
老板电器	-4.8%	1.3%	4.3%	8.0%	57.3%	58.3%	0.9%

来源: wind, 国金证券研究所

4.投资建议

当前时点家电板块整体处于估值底部, 建议关注地产后周期估值&盈利修复的厨电龙头火星人、亿田智能、老板电器; 关注有中报业绩催化的小熊电器、新宝股份。中长期关注创新产品持续领先且具有消费品全方位壁垒的家用智能微投龙头极米科技; 产品力/渠道力/营销力优势兼具、扫地机+洗地机双轮驱动的清洁龙头科沃斯; 旗舰新品表现优异、产品力优异、持续发力渠道营销、内销份额持续提升的扫地机龙头石头科技; 抗风险能力强的高端定位优势持续显现、降本增效逻辑持续兑现的海尔智家。

5.风险提示

- **原材料价格下降不及预期风险。**若原材料价格下降幅度不及预期, 家电企业的毛利率仍会有一定压力, 进而影响企业的盈利能力。
- **需求不及预期风险。**如果消费整体疲软, 终端需求不及预期, 将会对企业业绩造成较大压力。
- **疫情反复风险。**国内外疫情反复, 将对企业的内销及出口业务造成一定影响。
- **汇率波动影响。**汇率波动超预期将对企业最终业绩产生较大的非经营性影响。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402