家电行业2022年中期策略

霁雨初晴，板块现多重拐点

行业专题 · 深度报告

家用电器 · 策略报告

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：陈伟奇
0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康
0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

联系人：邹会阳
0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

目录

01 低位持仓 vs. 多重拐点

02 白电：盈利恢复是主线，优选龙头

03 厨电：格局与增量

04 传统小家电：活力仍在，格局有望优化

05 新兴小家电：行业稳健成长，龙头市占提升

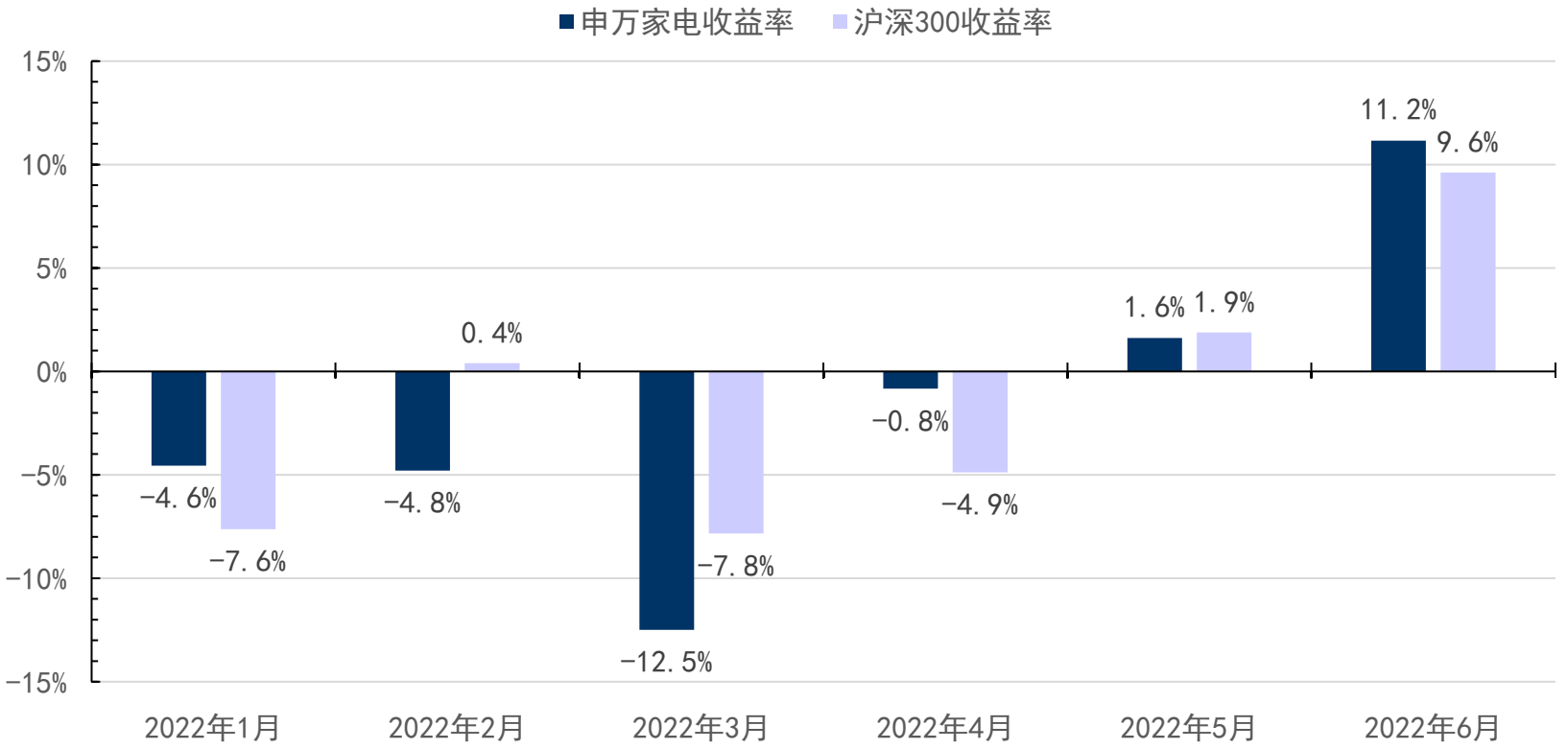
06 盈利预测及投资建议

01 低位持仓 vs. 多重拐点

行情回顾：收益率转正

- 2022Q1受到原材料高位、多地疫情反复和消费信心低迷影响，家电相对负收益明显；
- 2022Q2以来，随着盈利端触底的预期逐步明朗，叠加低位估值和多地促消费、稳地产的政策出台，家电行业表现较Q1有好转迹象，实现了一定相对收益。

家用电器在4-5月实现了超额收益

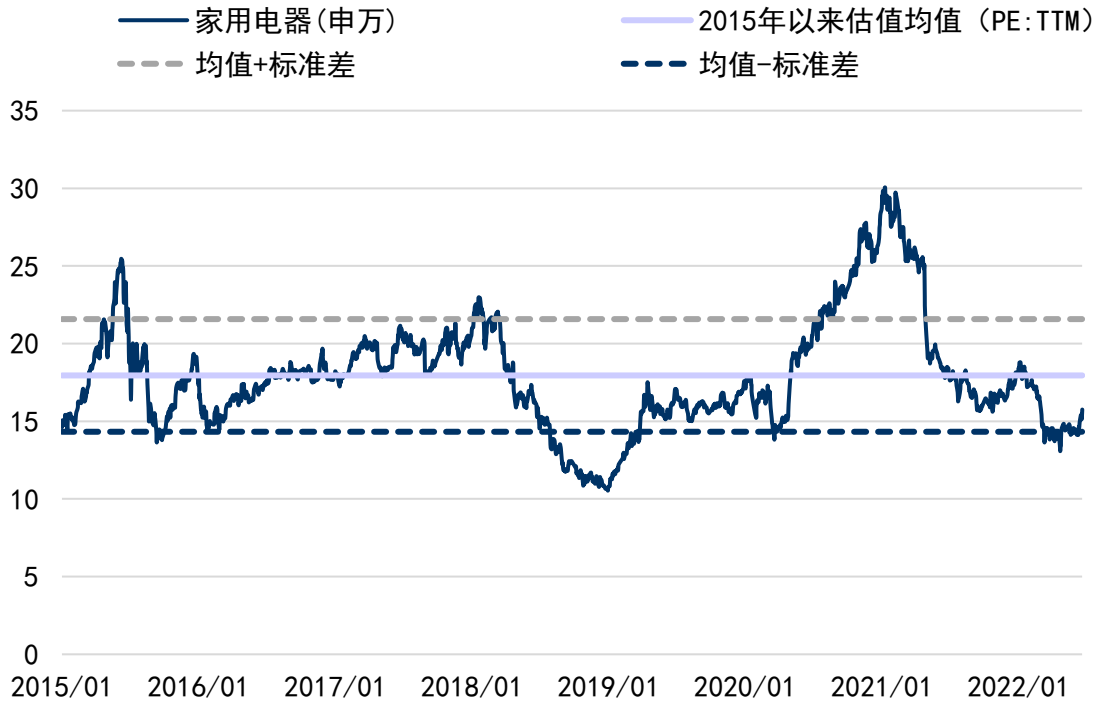


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

估值尚处历史低位

- 家电板块估值处于2015年以来 **25%**的分位数水平，其中白电、小家电等板块估值均较低。
- **低估状态延续超1年：**2021年以来家电板块的估值（PE:TTM）从2021年年初的最高的30倍下滑至16倍水平；
- 2022年Q2估值整体有所回升，但仍处于低位处、略反弹的过程中。

当前家电板块估值仍处于近8年以来的低位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2022H1估值有所回升，但仍处于较低水平

资料来源： Wind 、国信证券经济研究所整理

持仓情况延续了2021年以来的低位水平

国信证券 GUOSEN SECURITIES

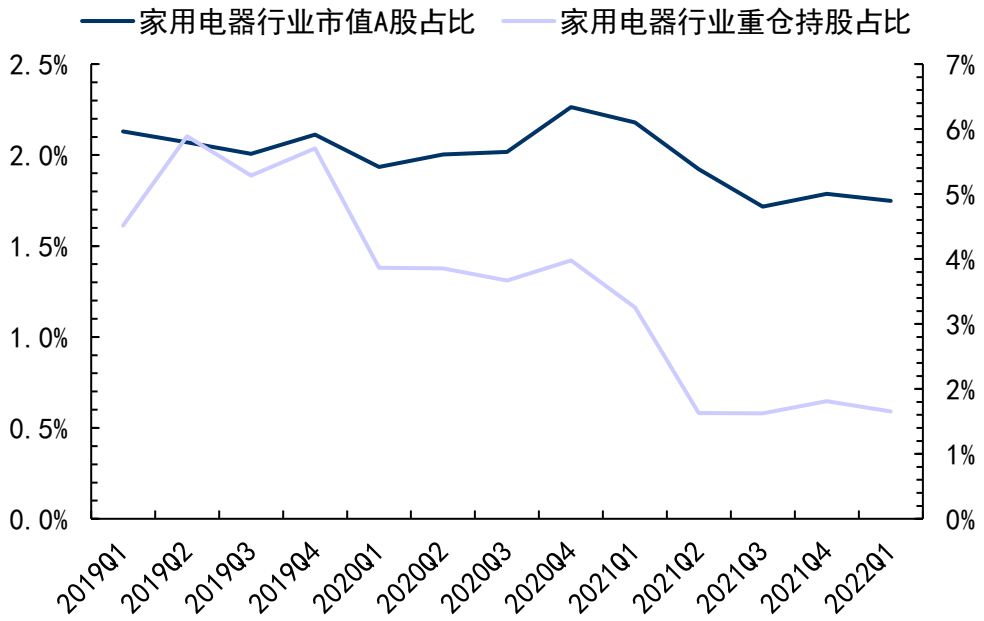
□ 家电行业市值和持仓处于历史底部

- **市值：**2022年Q1家用电器行业市值在A股整体市值占比为1.75%；
- **持仓：**公募基金重仓比例约为1.65%，为2010年以来4%分位水平，处于历史性低位。

□ 分板块看，白电和厨房电器仓位基本处于近三年最低水平

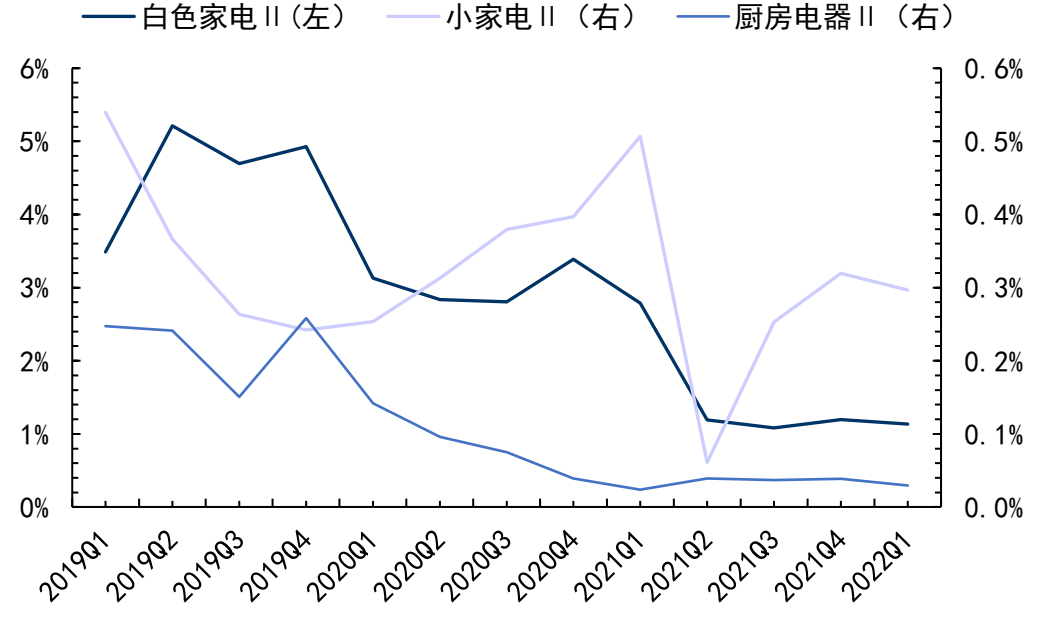
- 2022年Q1白电和厨电公募基金重仓仓位分别约为1.14%、0.03%，受地产历史数据和事件影响，厨电持仓保持低位；
- Q1小家电受益成本和收入的基数正常化，较强的盈利改善预期下持仓有所回暖至0.3%

家用电器行业市值和重仓持股处于低位



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

白色家电和厨房电器持仓处于低位



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

拐点1：原材料——成本压力有望缓解

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **原材料价格出现同比下滑，盈利端有望积极改善**
  - **铜铝等原材料价格自4月起出现回落。**目前铝价已接近去年平均水平，铜、冷轧板等价格出现同比下滑。
  - **大宗商品价格近期迎来大幅的下滑。**选取LME 3个月铜、LME 3个月铝和国内1mm冷轧普通薄板现货价作为参考来看，6月底铜价同比下滑12%至8290美元/吨，创下2021年3月以来新低；同期LME 3个月铝价为2450美元/吨，同比上涨1.1%，周环比下降2.0%，创下2021年8月以来新低；6月中冷轧板价格为5421元/吨，同比下滑6.1%，已连续6周出现同比负增长。

近期铜、铝价格出现大幅回落

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

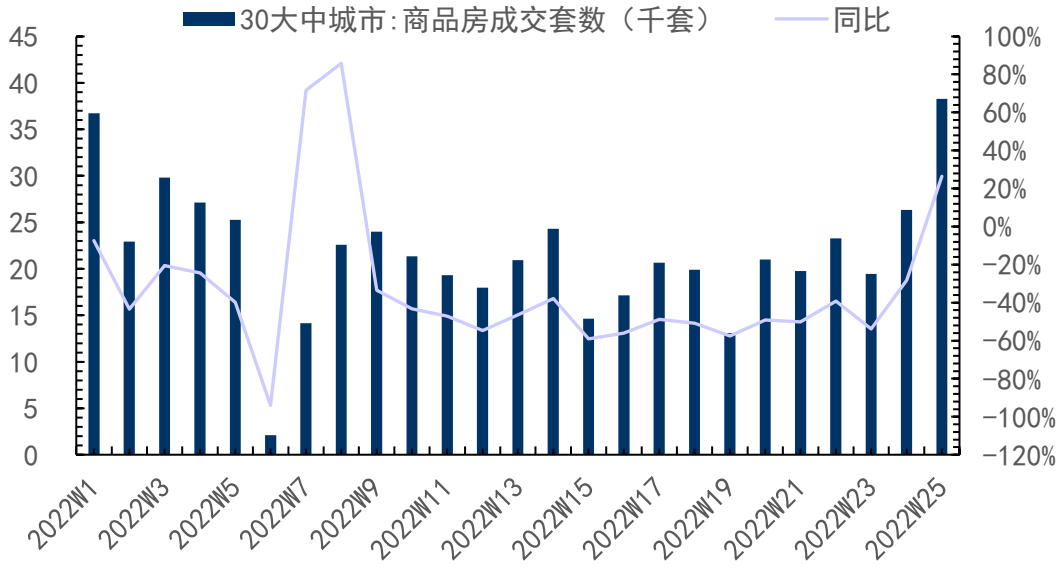
近期冷轧板价格已出现同比下降

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

拐点2：地产——成交显著改善，一二线对家电拉动更积极

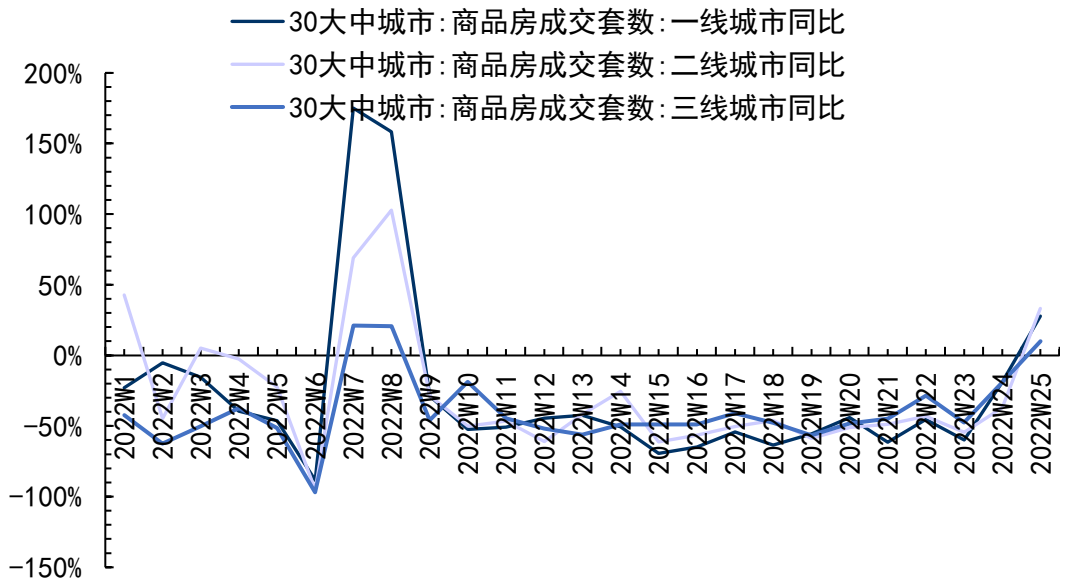
- **地产成交自3月来同比首次回正，一二线城市表现靓丽。**
  - **30大中城市的商品房成交数据：**2022年6月中旬（第25周），我国30大中城市商品房成交套数和30大中城市商品房成交面积同比分别增长26.4%和36.8%，双双创下今年以来最高值，同比增速自2月底以来首次回归正增长；
- **分区域来看，一二线城市地产成交表现更好。**
  - **成交套数：**30大中城市中商品房成交套数在第25周分别同比增长27.8%和33.1%，而三线城市同比增长9.9%。
  - **成交面积：**一线/二线/三线城市第25周同比增长32.6%/49.6%/8.6%，二线城市表现最佳，而三线城市相对较弱。
  - **展望：**考虑到一二线城市地产精装修覆盖率和家电保有量相对更高，家电需求复苏有望拥有良好的基础。

近期地产成交套数同比及环比出现积极改善



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

近期地产成交面积同比及环比出现积极改善



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

02 白电：盈利恢复是主线，优选龙头

空调：外生因素影响2022H1销售，但行业需求有望迎来扭转

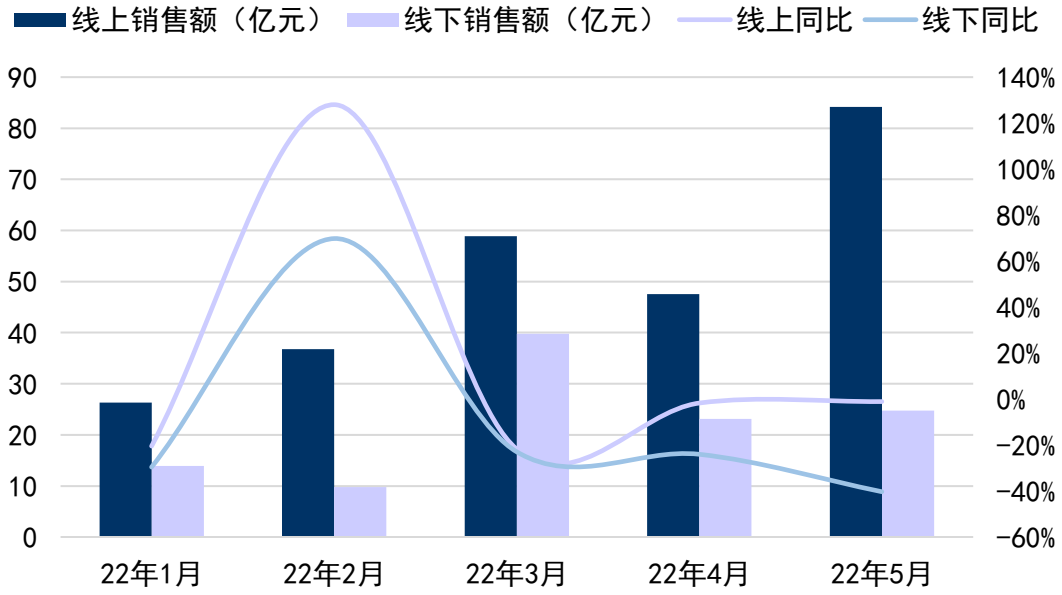
- 2022年1-5月空调累计销额下滑10.3%，累计销量下滑16.3%，均价上涨7.3%
  - **线上表现好于线下**，1-5月线上销额降幅1.6%，线下销额下滑25.2%，主要受到3月以来疫情安装配送受限影响
  - 预计H2需求将有所回补

（1）6月以来全球和国内的异常高温

（2）地产销售好转预期

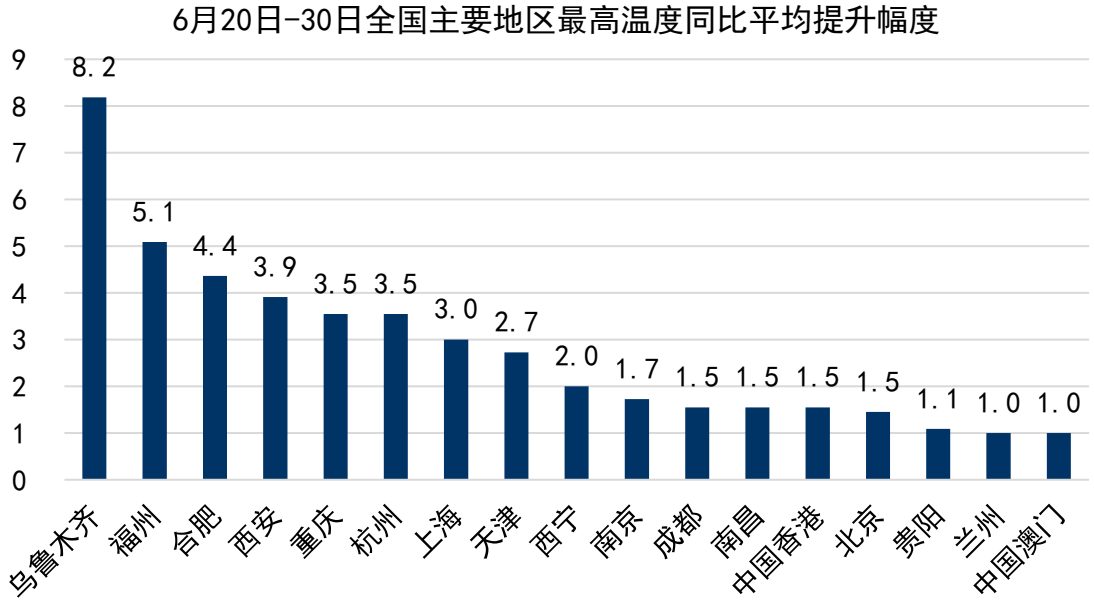
（3）促消费政策预期或也对下半年空调销售形成支撑

空调线上线下销售均有所承压



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

6月末多个城市气温明显同比提升，有望进一步拉动需求



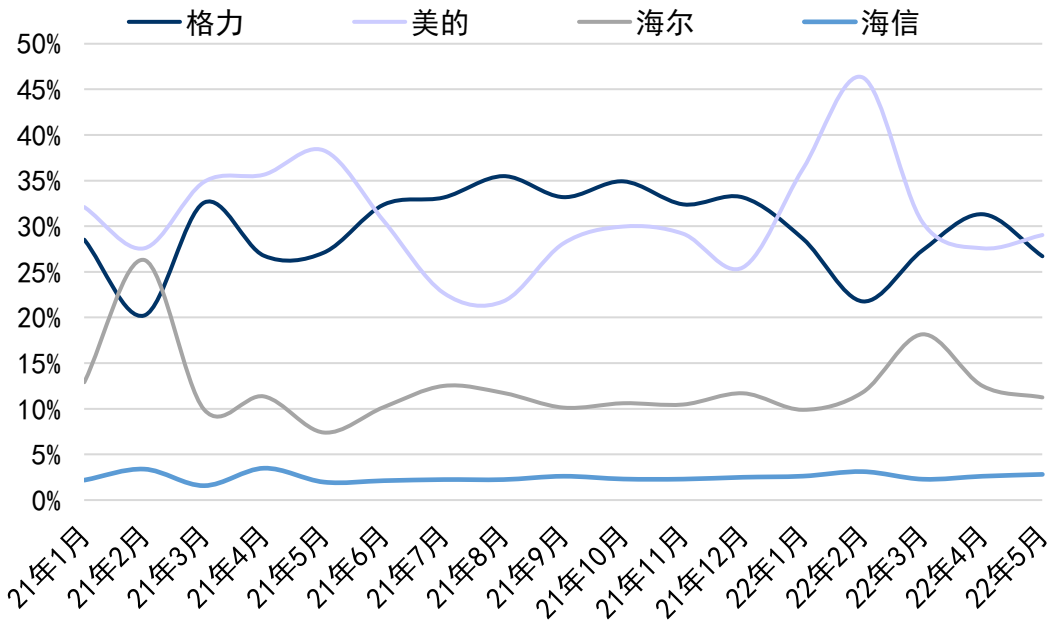
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

空调格局：格局较为稳定，第二梯队品牌市占率提升

国信证券 GUOSEN SECURITIES

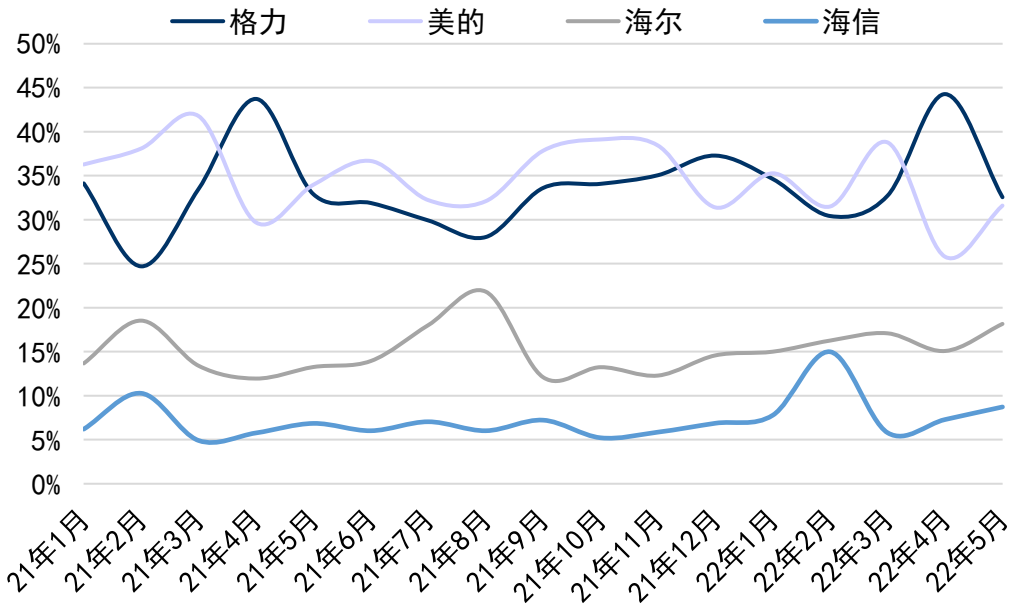
- **龙头格力美的市占率有所波动，第二梯队品牌海尔海信奋起直追，市占率持续提升**
  - 海尔1-5月线上空调市占率提升2.3pct至13.0%，线下市占率提升3.3pct至16.6%；
  - 海信1-5月线上空调市占率提升0.4pct至2.7%，线下市占率提升1.8pct至7.8%。
- **线上竞争依然相对激烈，而线下在行业整体承压基础上头部整体集中度仍提升，中小出清表现的更为明显**

空调线上格局美的格力占有高位维稳



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

空调线下格局格力美的占优

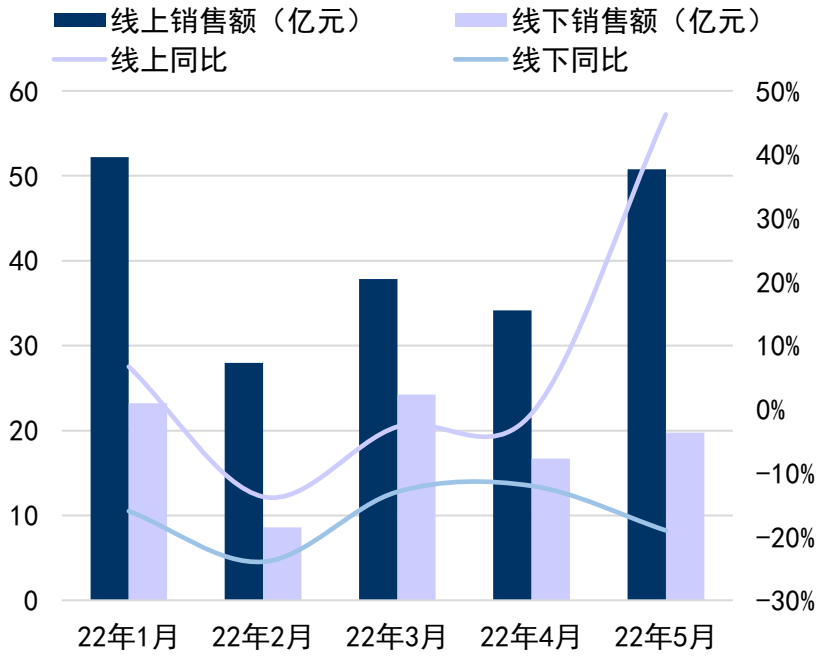


资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

冰箱：疫情后复苏反弹，海尔市占率再提升

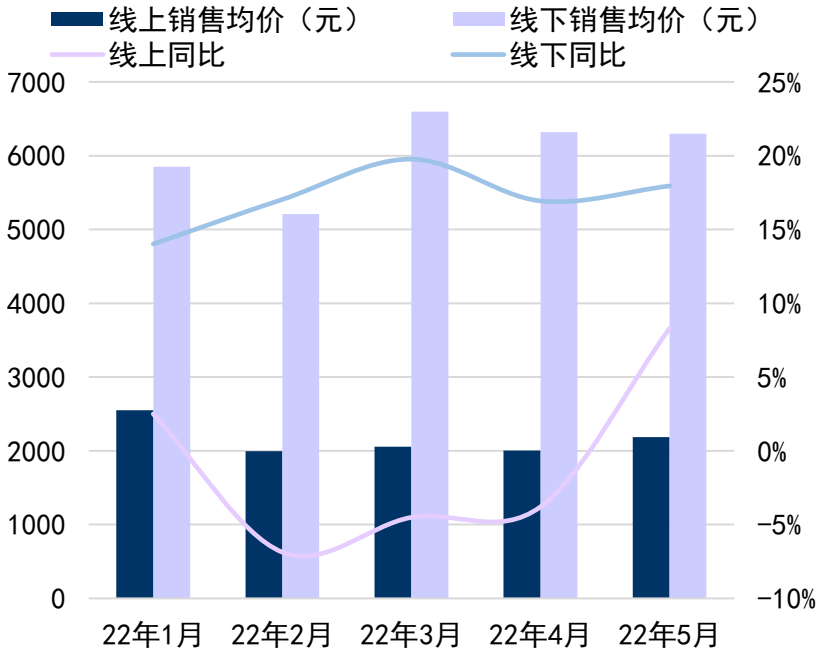
- 1-5月冰箱累计销额下滑1.3%，累计销量增长0.6%，均价同比下滑1.9%；5月销售出现反弹
  - **或受益于疫情囤货需求：**冰箱除春节前增长较好外，2-4月均有下滑，但降幅逐渐收窄；**5月冰箱线上销售额同比增长35%，**带动5月总销额增长19%，预计与物流恢复后，疫情期间囤货需要带来的冰箱需求集中释放有关
  - **量增价减：**1-5月线下冰箱均价增长16.5%，线上均价下滑0.4%，由于均价较低的线上占比持续提升，拉动均价下跌
- **行业格局：海尔市占率表现一枝独秀，“一超多强”行业格局稳固**
  - 1-5月海尔冰箱线上/线下市占率同比分别**提升1.1/2.1pct至40.5%/40.2%，**龙头地位持续加强

冰箱5月出现复苏反弹



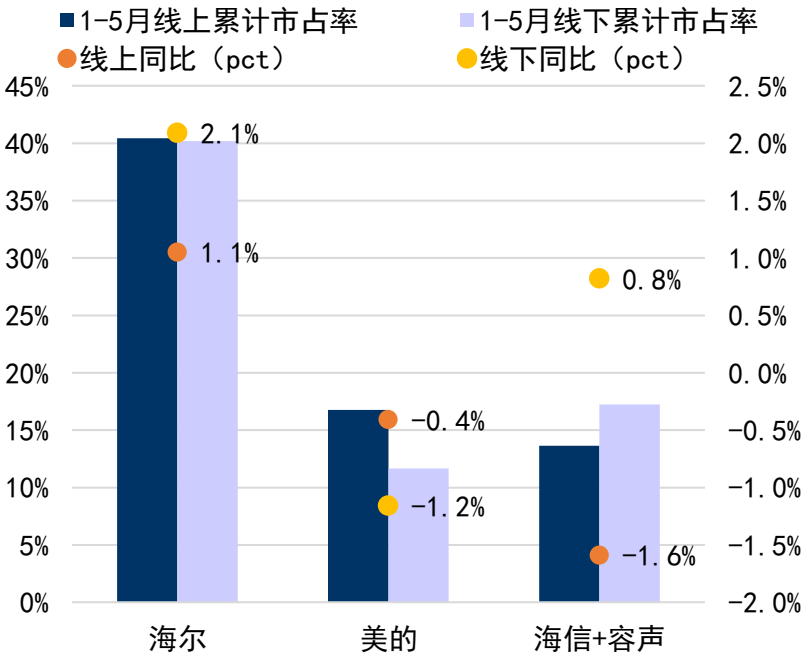
资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

冰箱线上价格有所下滑、线下价格持续提升



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

海尔冰箱线上线下市占率再提升



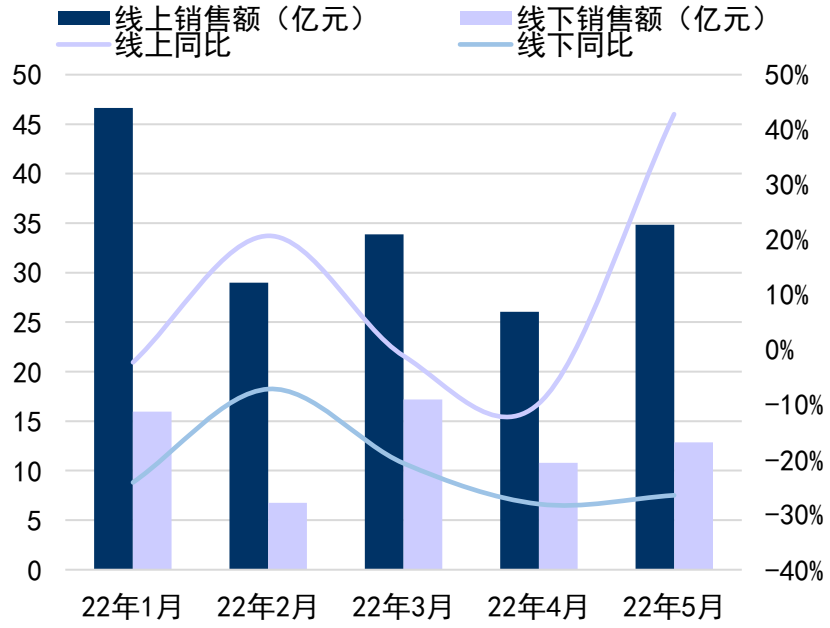
资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

洗衣机：表现较为稳健，5月出现反弹，海尔表现领先

国信证券 GUOSEN SECURITIES

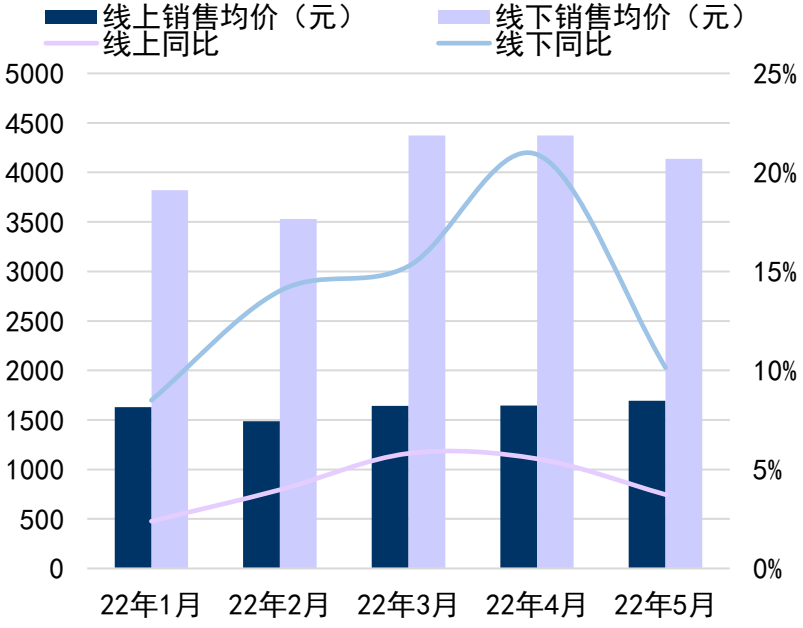
- **1-5月洗衣机累计销额下滑3.2%，累计销量下滑2.9%，均价同比下滑0.5%；5月线上销售出现高速反弹**
  - **洗衣机增长稳健：**洗衣机1-2月销额下滑1.7%，3-4月受到疫情的影响降幅扩大至10%-20%，5月洗衣机线上销售出现高速反弹，同比增长43%，拉动行业整体增长14%，或由于疫情期间需求的集中释放
  - **线上占比提升拉低均价：**1-5月洗衣机线上线下均价均有上涨，但由于低单价的线上占比提升，整体均价微降
- **行业格局：海尔市占率再提升，美的系有所下滑**
  - 1-5月海尔洗衣机线上/线下市占率同比分别**提升3.6/2.7pct至42.0%/40.1%**，龙头地位持续加强，美的系（美的+小天鹅）则同比分别**下滑2.6/0.3pct至31.7%/22.3%**。

洗衣机5月出现复苏反弹



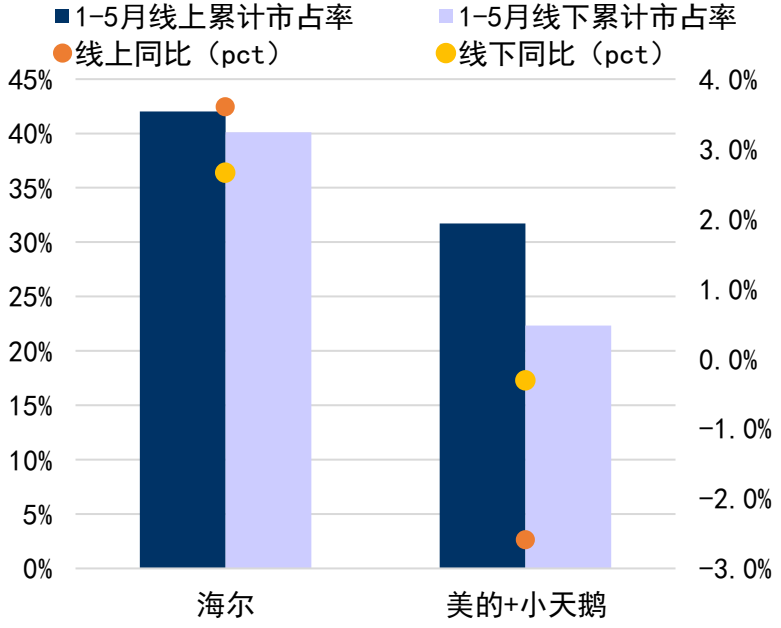
资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

洗衣机均价持续上涨



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

海尔洗衣机线上线下市占率再提升

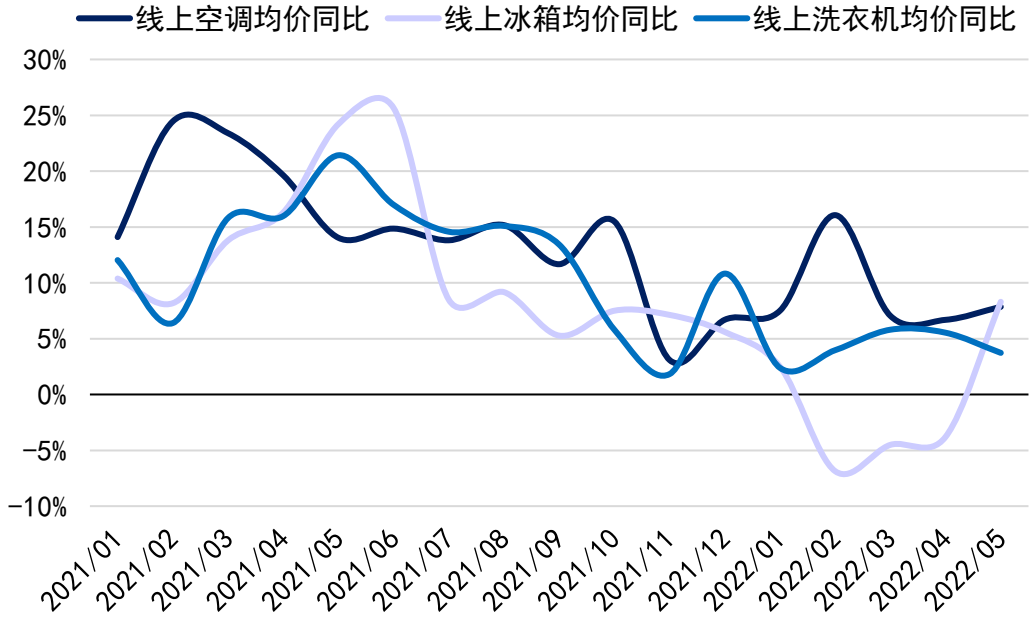


资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

均价提升背景下，盈利修复可期

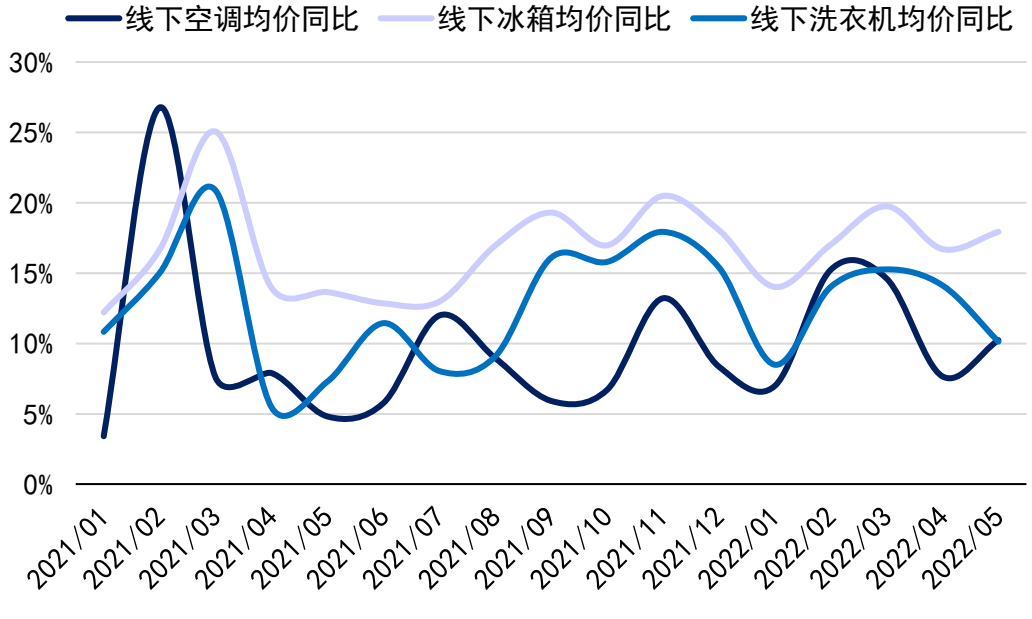
- **空调：2022年1-5月全渠道均价仍保持增长，整体均价增长中枢7.3%，**若假设2022H2价格为2022年1-5月平均水平，则全年空调均价线上/线下同比提升中枢约为5%
- **冰箱：2022年1-5月线上整体维稳，线下仍保持明显增长中枢约17%，**若假设2022H2价格为2022年1-5月平均水平，则全年冰箱均价线上略下滑4%，线下同比提升约9%。
- **洗衣机：2022年1-5月全渠道均价仍保持增长，整体均价增长中枢8.3%，**若假设2022H2价格为2022年1-5月平均水平，则全年洗衣机均价线上/线下同比提升中枢约为5%

空冰洗线上价格保持提升



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

空冰洗线下价格提升幅度更高



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

必选消费的量利逻辑中，利润率是弹性关键

国信证券 GUOSEN SECURITIES

□ 定量看，价格和原材料成本变动测试盈利能力回归常态的难易度

- 假设毛利率30%下，大宗原材料对成本的影响程度为50%，则上游和下游价格不同变动下可以得到毛利率敏感性。若以中性5%涨价和大宗价格维稳为主要假设，则毛利率恢复力度有望达到+3.3pct
- 同时考虑到龙头价格博弈，若原材料价格发生大幅下滑，则产品价格涨幅一定受到抑制，历史铜价的同比负向变动5%时，毛利率的涨幅基本会限制在5pct之内，因此3-5pct的毛利率超额修复依然可期

毛利率同比变动（pct）		白电产品价格涨幅											
		-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%
大宗材料价格变化幅度	5%	-3.2	-2.5	-1.8	-1.0	-0.3	0.3	1.0	1.7	2.3	2.9	3.6	4.2
	0%	-1.4	-0.7	0.0	0.7	1.4	2.0	2.7	3.3	4.0	4.6	5.0	
	-5%	0.4	1.1	1.8	2.4	3.1	3.7	4.4	5.0				
	-10%	2.1	2.8	3.5	4.2	4.8	5.0						
	-15%	3.9	4.6	5.0									
	-20%	5.0											

资料来源：美的集团、格力电器、海尔智家公告，Wind， 国信证券经济研究所测算

注：测算只针对同一产品，由于各公司业务较多，毛利率变动不会如此明显；如通过升级换代带动均价上升，一般来说所用原材料价格也会更高，此处并未考虑此种情况

03 厨电：重点关注集成灶的格局与增量

集成灶：疫情压力下行业仍保持增长

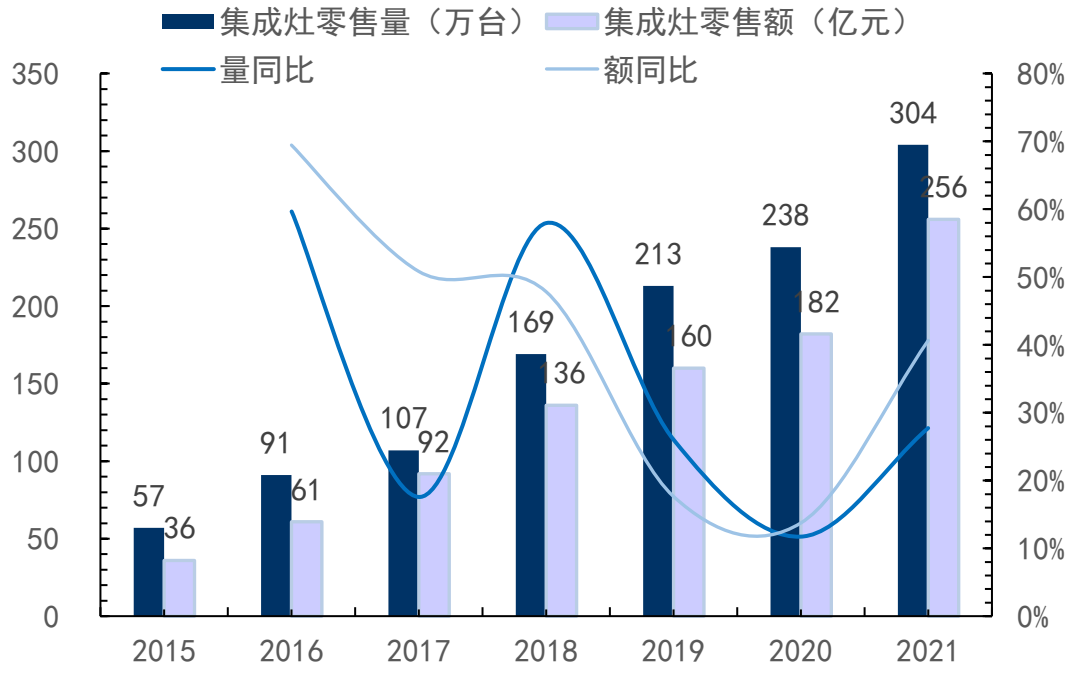
□ 集成灶渗透率加速提升

- 2021年集成灶渗透率达到**12.4%**，同比提升**2.8pct**，**渗透率提升幅度为2015年以来最高。**

□ 2022年以来，尽管疫情对行业增长产生影响，但1-5月行业仍实现了远超行业的强劲韧性

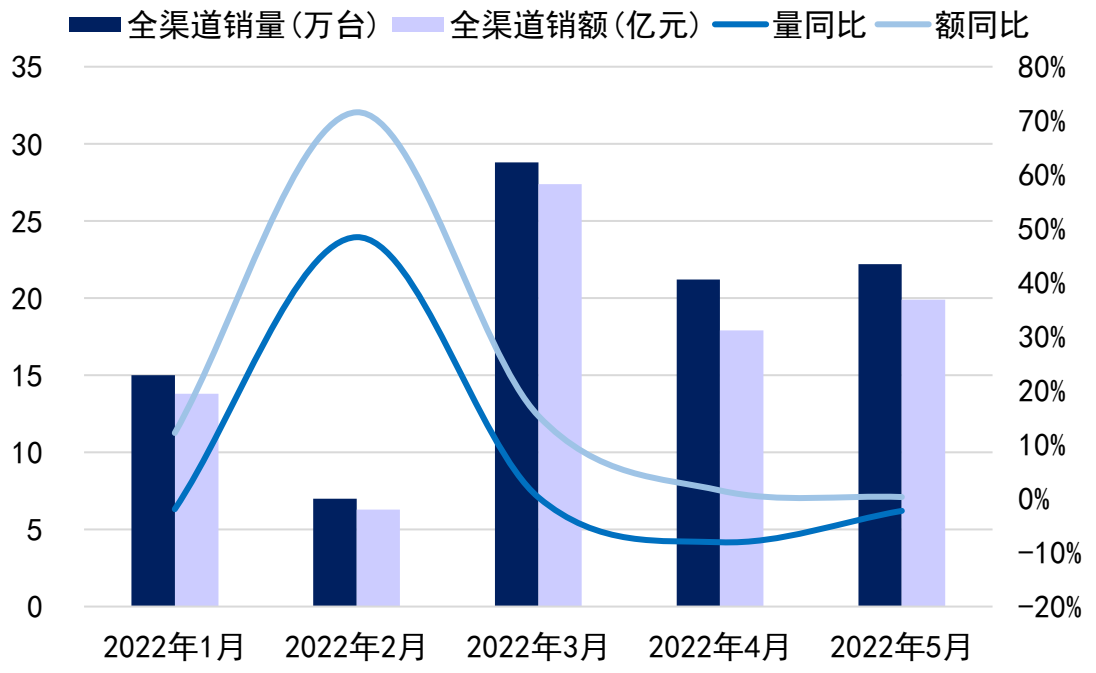
- 奥维口径集成灶行业2022年1-5月累计终端线上零售量+3%，零售额同比+30%；线下销量-8.4%，销额-2.2%

2021年集成灶零售量/额实现高速增长



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

2022年以来集成灶仍实现强劲的韧性



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

产品结构调整，预示“刚性”提价逻辑

国信证券 GUOSEN SECURITIES

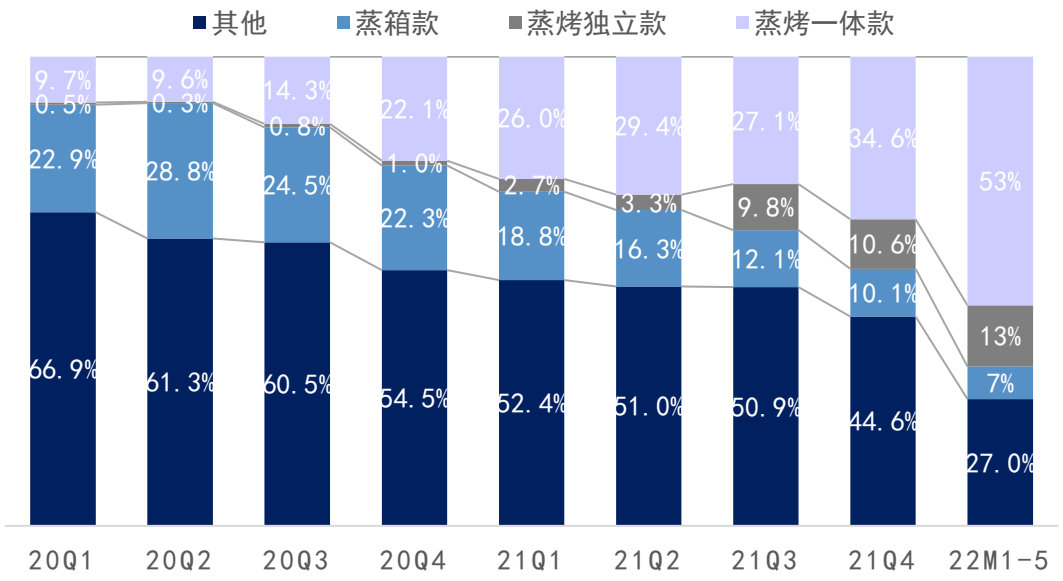
□ 蒸烤一体占比再上台阶，精细化、差别化产品陆续推出

- 2022Q1蒸烤一体销额占比大幅提升27pct至53%，需求痛点已经升级到“多品类集成带来的空间节省”；
- 形态远未到成熟状态：2021年的创新款仍在解决痛点。如：亿田的冷藏热蒸一体、智能烹饪款、自动清洗款等。

□ 价格结构优化、均价平稳上升：2021年全渠道均价同比增长10%

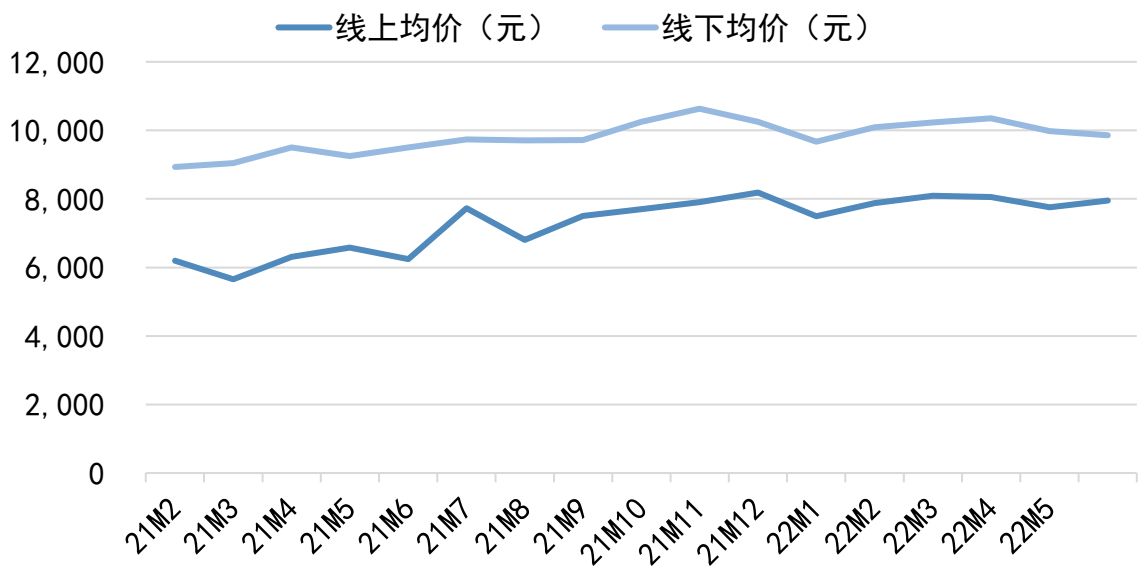
- 2021年高端机型蒸烤一体产品占比提升带动均价上涨2.5pct，**若2022年延续22Q1价格结构，预计2022均价同比有7%的提升空间。**

2021年蒸烤一体等高端机型占比显著提升



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

2021年全渠道均价提升，促销期高端款热卖均价反而提升



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

行业集中度不断提高、CR5销额增长速度快

国信证券 GUOSEN SECURITIES

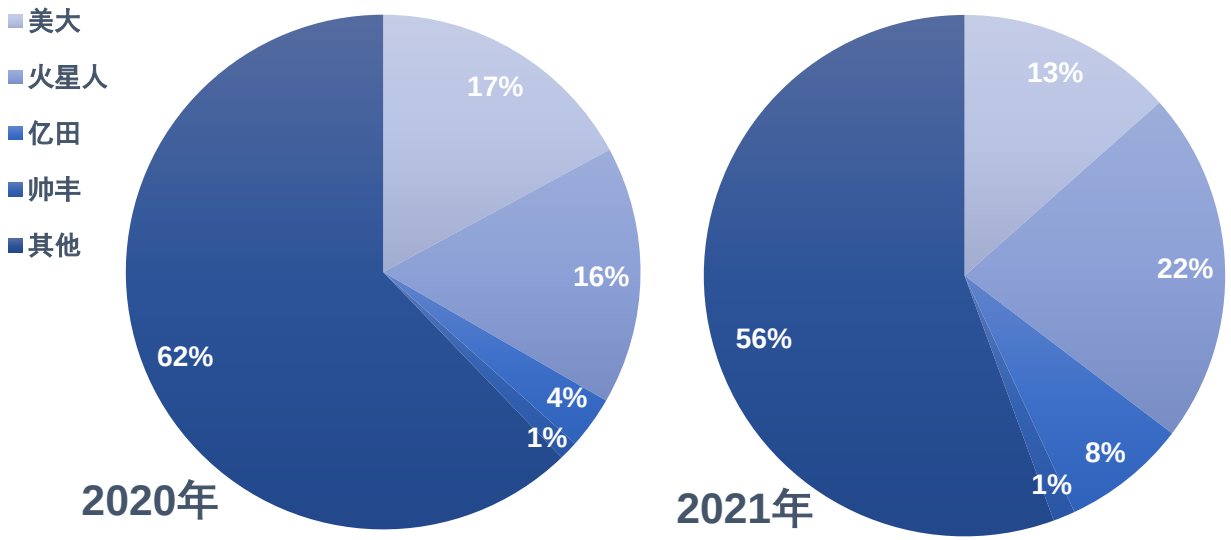
2021年CR5销额占比达44%，格局进一步走向明朗

- 2020-2021年CR5持续上升状态，其中**火星人**保持了稳中有升，而**亿田**更为突出，从2020年1月的4.9%大幅提升10pct至2021年末的15%；在行业高增的同时，头部企业积极投入、强力拖份额的α属性也初步显现。

促销季是龙头提份额的好时机

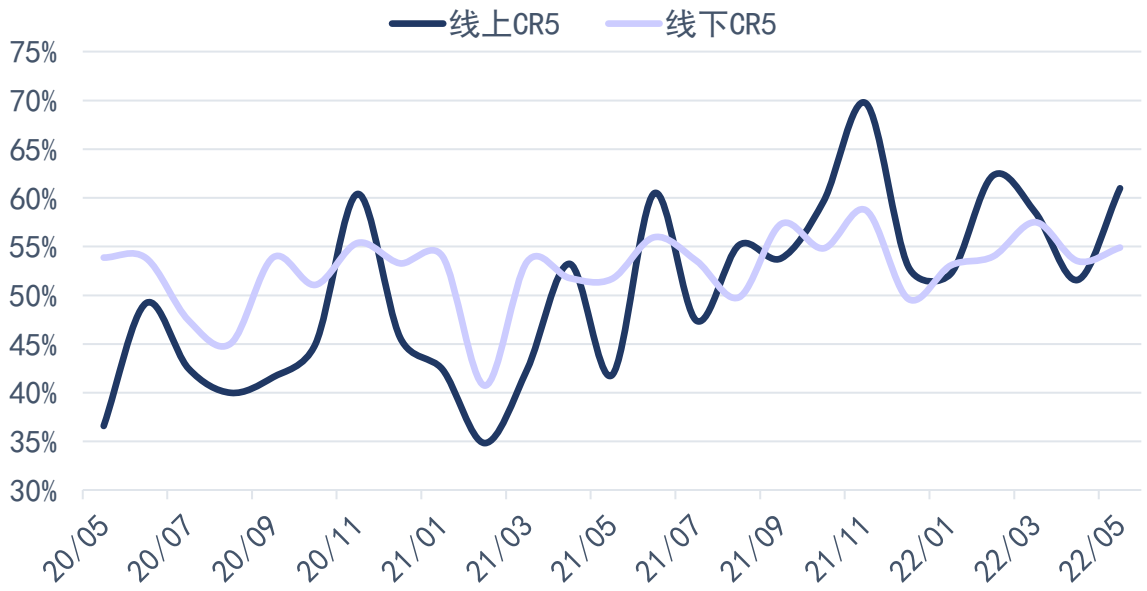
- 龙头品牌销售额在618和双11促销季明显上升，由于有成熟的运营和资金、人力、产品的支撑，促销季成为龙头量价提升的明显催化，头部效应明显，消费者对龙头品牌认可度高。

2021年龙头品牌市场份额占比进一步提升



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

CR5品牌销额波动上行，促销季显著提升龙头份额

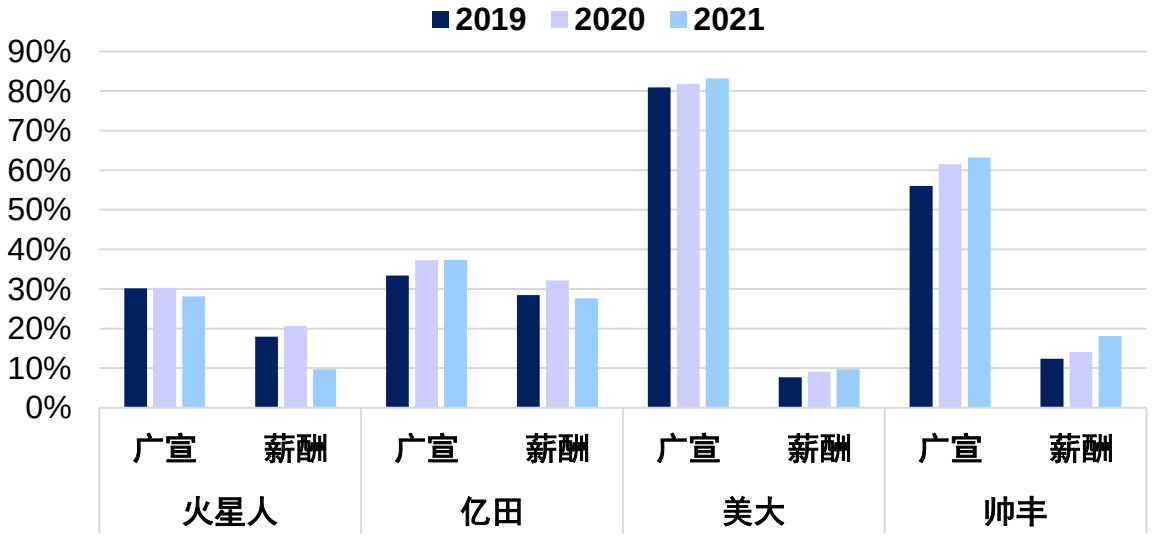


资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理；

龙头投入力度不减，扩张积极推进

- **龙头投入力度和结构全面升级。**龙头销售费用率水平整体向上，其中广宣和销售人员薪酬占比明显提升
  - **火星人**延续了销售的大力度投入，广宣和薪酬占比维稳，电商相关销售支出占比仍高于其他公司；
  - **亿田**广宣力度明显提升，薪酬或由于结构调整后带来的效率优化；
  - **帅丰**薪酬占比明显提升，广宣占比提升后维持较高水平；
  - **美大**广宣促销投入例如明显提升，薪酬相对维稳。

龙头销售费用分项占比中，广宣与薪酬整体提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注1：浙江美大“广宣”项包含促销费用等故占比较高，各公司间核算存差异，各公司纵向对比更有意义

注2：2021年销售费用不含运费，因此，对应对销售费用率整体带来约1-2pct的优化

- **经销规模和渠道范围有力扩大**
  - 2021年头部企业顺利切入KA、工程、家装渠道，经营模式基本理顺；
  - 但单商规模仍处于80-120万的较低水平，经销规模对比行业传统头部企业仍有巨大提升空间。

	浙江美大	火星人	亿田智能	帅丰电器
2021末经销商(家)	1900	1600	1300	1200
单经销商预计平均提货额(万元)	113	128	85	74

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理；

注：火星人参考历史70%的电商2C收入占比，将总收入折算为线下经销口径计算

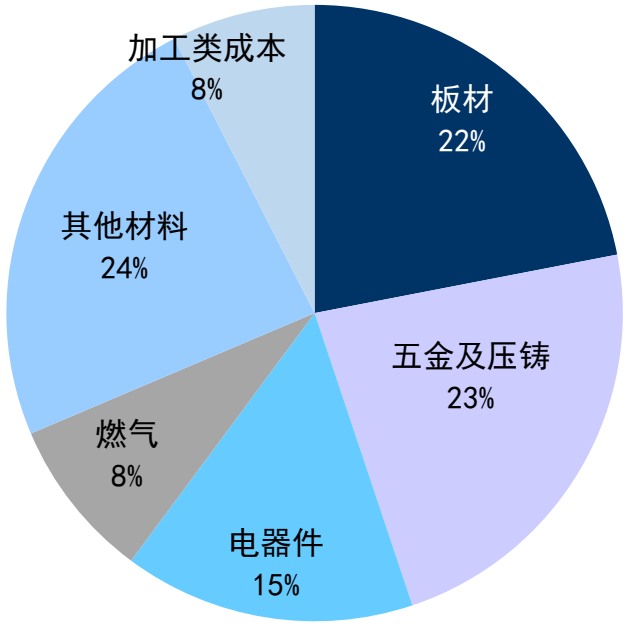
- **营销活动多维并举。**2021头部企业的品牌宣传方式更加多元且成熟
  - **火星人**延续了央视、综艺、新媒体的全面曝光并将过往优质合作的领域持续升级（如综艺深度参与等）；
  - **亿田**则从行业角度带来增量，9月与联合五金制品协会、奥维云网等发布《2021中国蒸烤独立集成灶行业发展与品质消费白皮书》；
  - **美大**提升营销活动丰富度且活动密度显著提升，大型促销和品牌露出以月度进行；
  - **帅丰**则延续了央视和卫视的成熟合作，新社媒发声频率强、专业度高。

成本压力或度过至暗时刻

毛利率压力的持续性不强

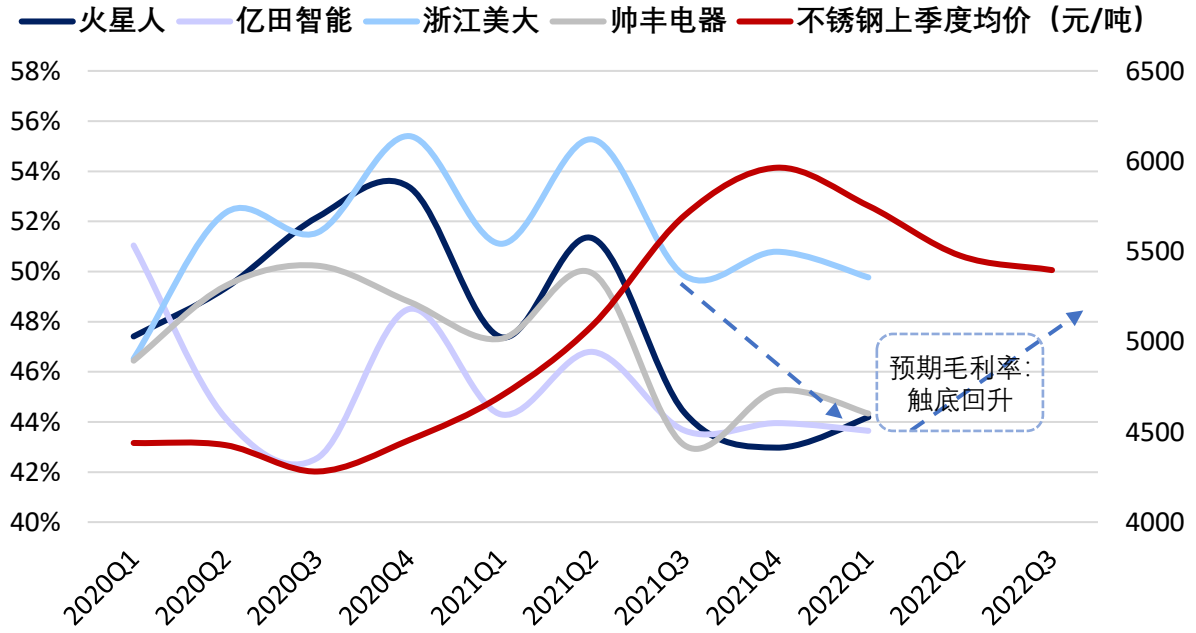
- 不锈钢**涨幅**和**国际定价程度**均弱于铜铝等大宗，价格压力主要从**2021H2**开始；
- 2022年Q2冷轧价格已经出现了3%的同比下降，若全年保持Q2价格水平，则2022全年同比降幅为2%；约3个月的上游供货周期和一般的移动加权平均成本计价模式下，叠加疫情影响，预计成本压力在2022Q2会明显缓解。

不锈钢及五金对成本影响最大



资料来源：火星人招股说明书、国信证券经济研究所整理

主要公司毛利率压力最大的时期或将渡过



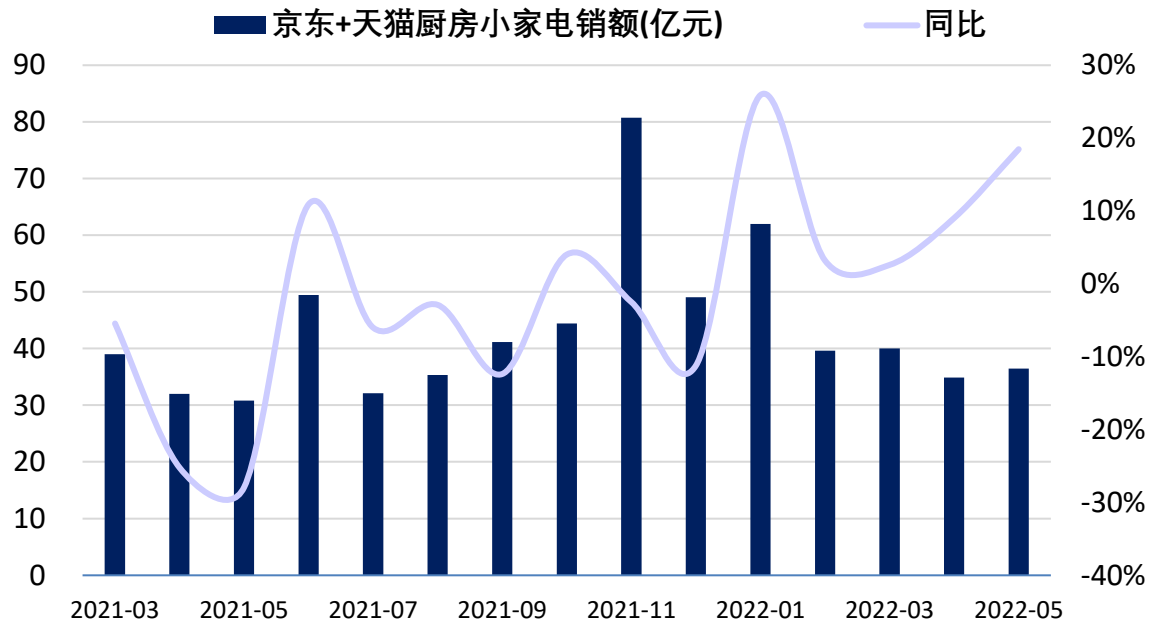
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

04 传统小家电：活力仍在，格局有望优化

厨房小家电整体销额回暖，老品类稳健新品类高增

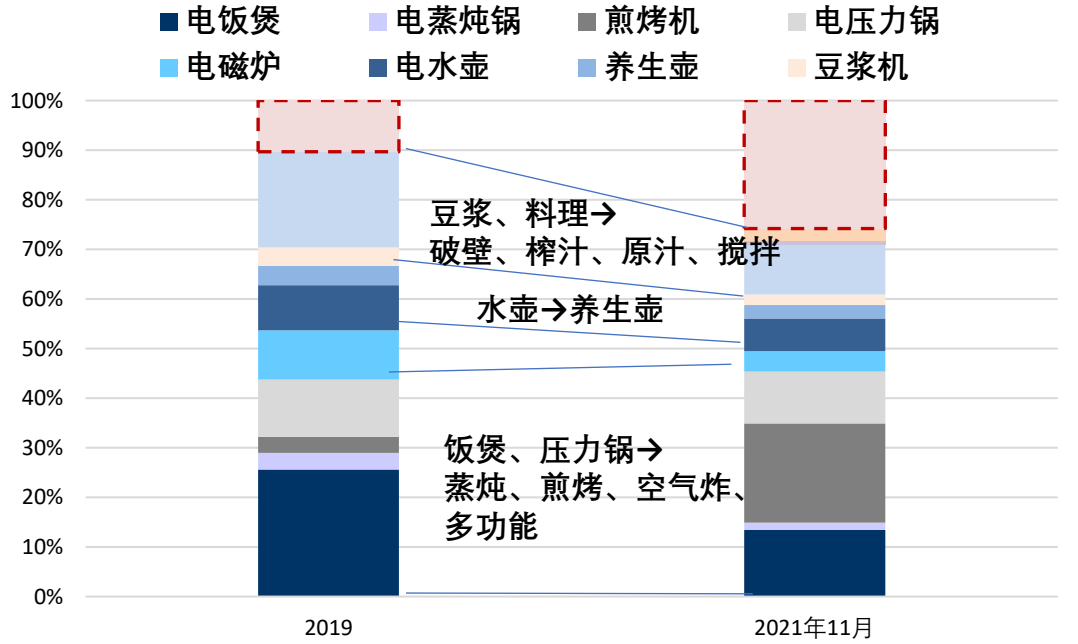
- **2022年1-5月厨房小家电线上累计销额增长12.4%，重回疫情前的增长中枢**
  - 厨房小家电从2021H2降幅收窄后，2022年在**基数正常化、空气炸锅等**品类崛起等因素促进下，实现规模的同比转正，**1-5月销额累计增长12%**，与2015-2019年的行业**复合8%的增速水平**基本相当；
- **老品类稳健，新品类与长尾拉动增长**
  - 以饭煲、豆料榨等为代表的传统刚需品类线上降幅有所收窄，预计在正常基数下保持温和增长
  - 空气炸锅等新兴品类在内容平台的推广、叠加疫情催化下高增

厨房小家电2022年行业规模重新回升



资料来源：天猫、京东、奥维云网、国信证券经济研究所整理

小家电品类不断衍生拓展出细分领域（销额占比）



资料来源：天猫、京东、奥维云网、国信证券经济研究所整理

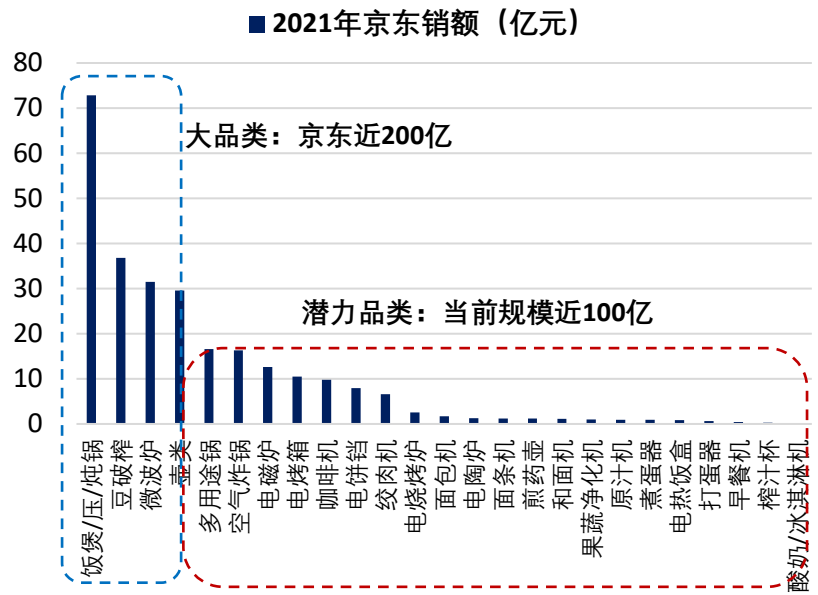
小家电各领域规模天花板依然较高

国信证券 GUOSEN SECURITIES

规模作为扩品类的前提：存量与增量均有机会提升

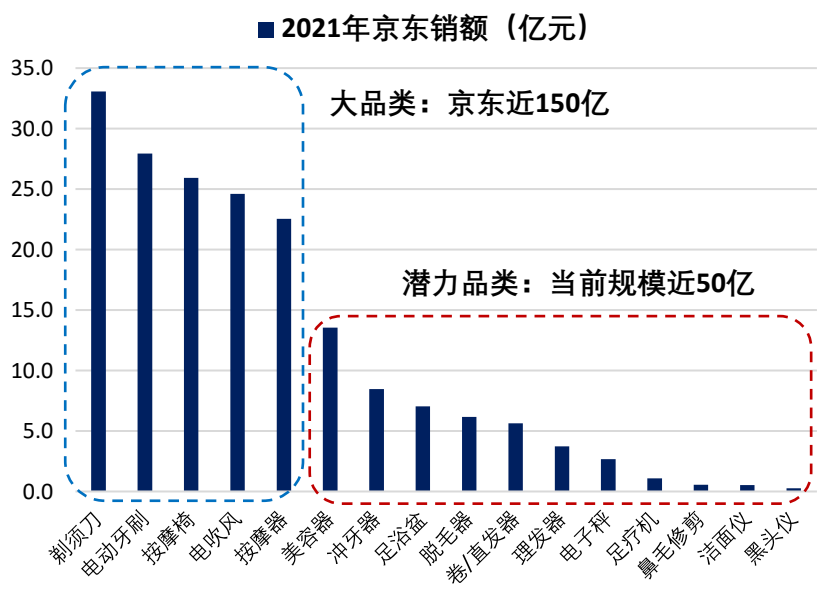
- 偏刚需的大规模品类线上规模都达到了百亿级别的体量，尽管大赛道中传统龙头的份额相对稳固，但这些大赛道依然可成为差异化小家电品牌拓展的重要赛道；
- 保有/渗透水平尚处低位的潜力品类则或是头部品牌共同有望推进的品类，比如**空气炸锅、脱毛仪等**，在2022年崛起，是潜力品类在头部品牌和抖音快手等新渠道共同推动起量的典型代表

厨房场景头部品类稳健，中腰部品类潜力大



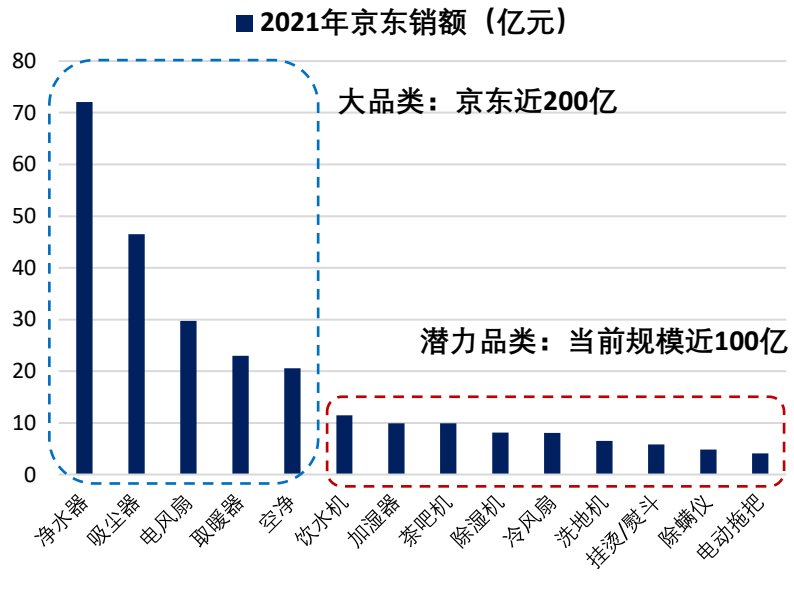
资料来源：京东、国信证券经济研究所整理

个护同样具备头部大单品和腰部潜力品类



资料来源：京东、国信证券经济研究所整理

生活起居领域具备头部大单品和潜力品类

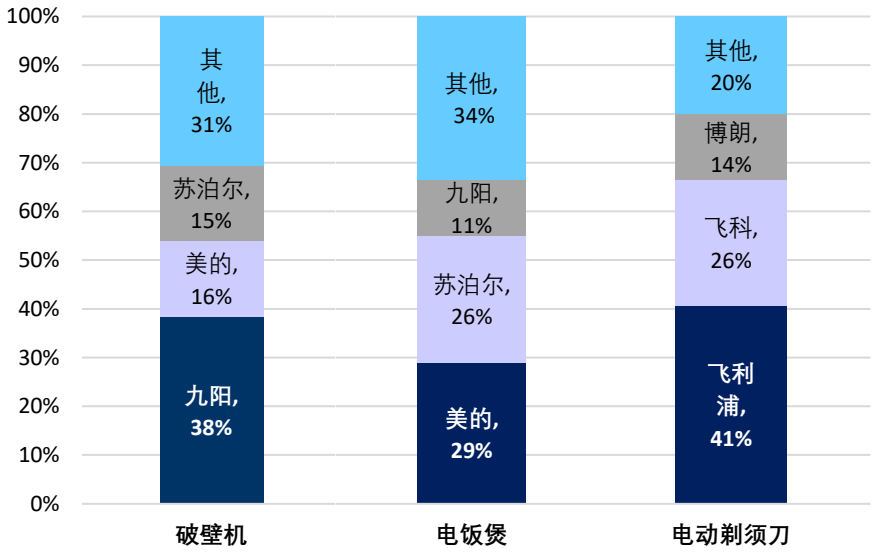


资料来源：京东、国信证券经济研究所整理

行业格局：有条件的马太效应

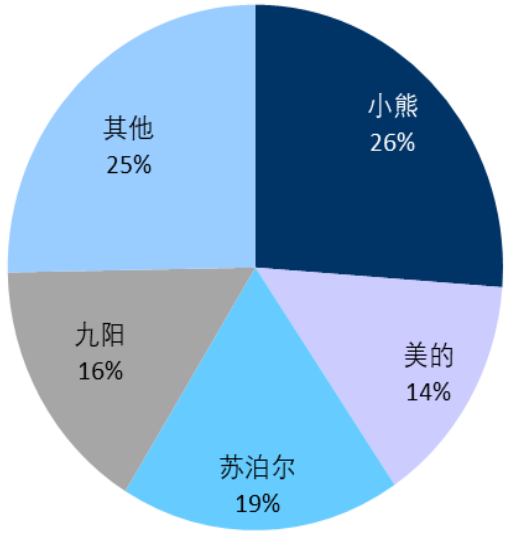
- **成熟或刚性品类龙头强者恒强，大周期品类拓展能力打开增长空间，小周期品类裂变和扩张能力份额优势凸显**
  - 美苏九等龙头保持强势地位：强大的渠道、营销、管理等综合能力&大型迭代升级系统化能力有力支撑品牌品类规模扩大
- **渗透率较低的领域，大小周期较短，高效把握要害更为重要**
  - 小熊、摩飞等个性化品牌凭借差异化产品、消费者洞察及研发、产品快速反应等优势，在细分领域突破传统品牌美苏九龙头地位

传统龙头在主要刚需领域的销额份额优势明显



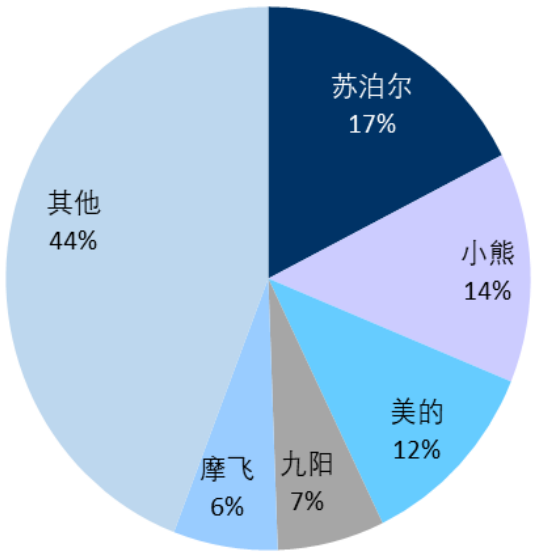
资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

小熊养生壶份额直到2022仍保持龙头地位



资料来源：京东、国信证券经济研究所整理

美九苏在多功能锅的份额显著弱于整体



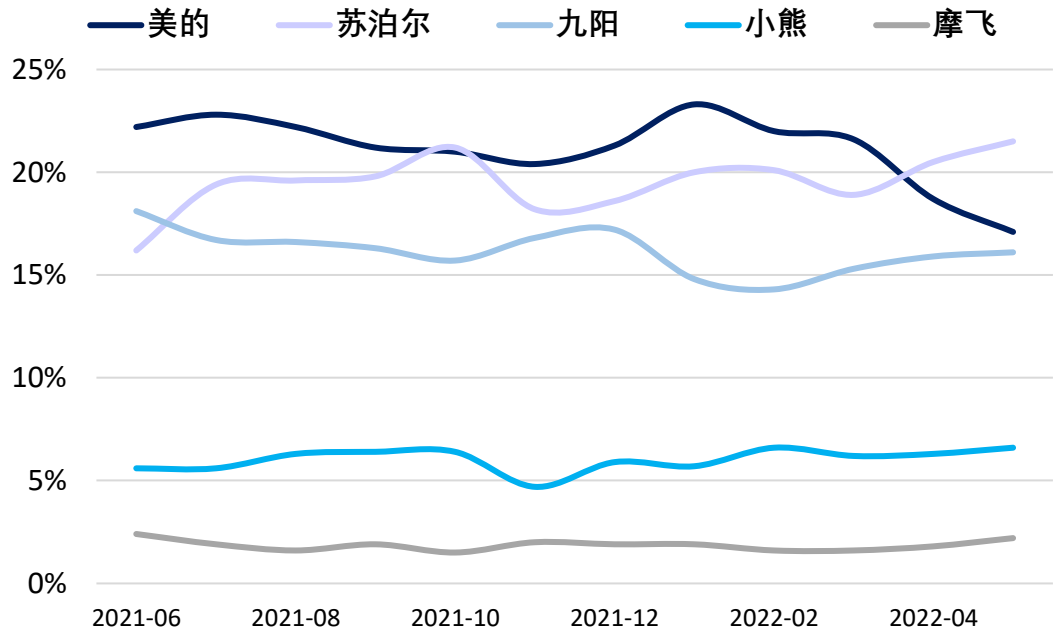
资料来源：京东、国信证券经济研究所整理

整体头部份额相对维稳，新渠道集中度待提升

国信证券 GUOSEN SECURITIES

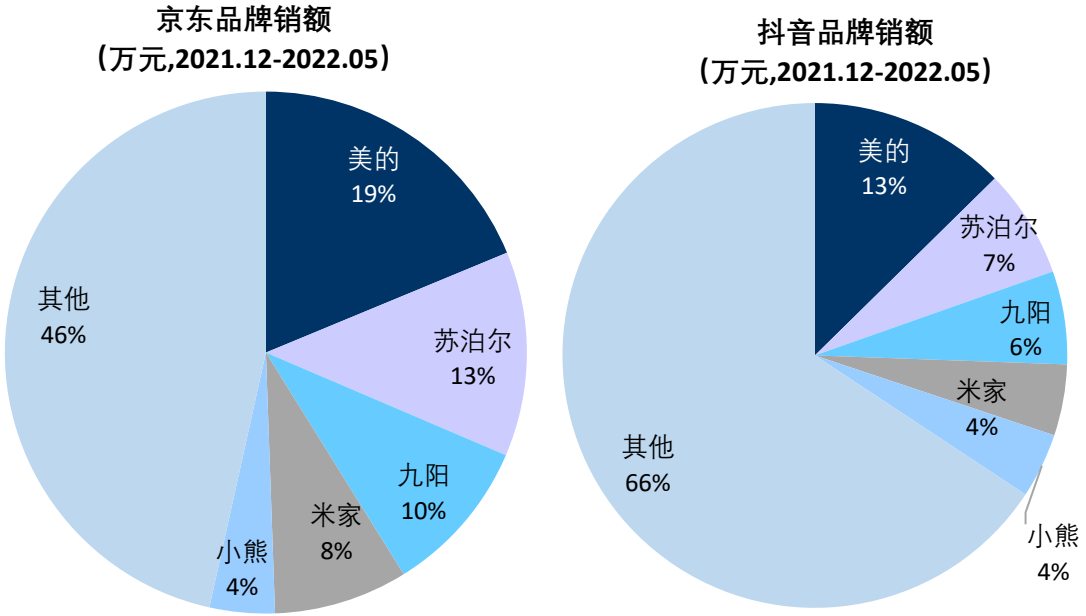
- **头部集中度略降，美苏九→苏美九，小熊新宝份额稳定**
  - **美的**进行小家电业务调整后厨房小家电份额受损，**苏泊尔**在双平台实现份额反超，而**九阳小熊摩飞**天猫份额整体维稳，京东份额整体有所提升
- **新平台集中度仍有提升空间**
  - 抖音当前GMV体量仅传统电商平台10%-15%，但品牌集中度仍远低于传统平台，随着主播的去中心化，预计有更强资金和运营能力的头部品牌仍能够实现份额的进一步提升

京东平台格局变为苏-美-九



资料来源：京东、国信证券经济研究所整理

对比传统平台，抖音头部集中度更低



资料来源：京东、国信证券经济研究所整理

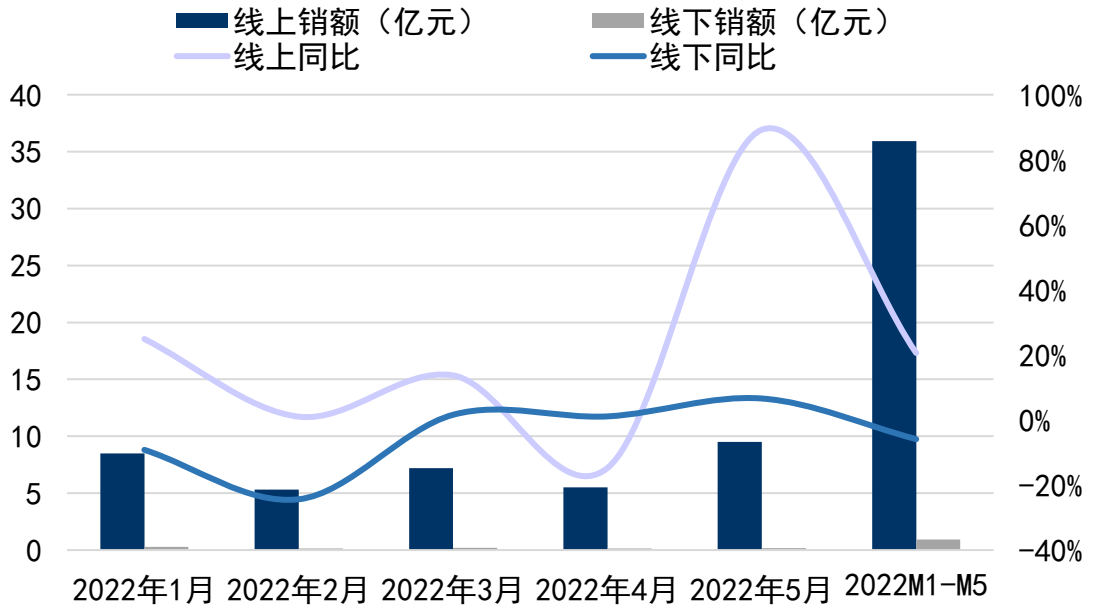
05 新兴小家电：行业稳健成长，龙头市占提升

扫地机器人：自清洁带动下价格大幅上涨，1-5月销额增长20%

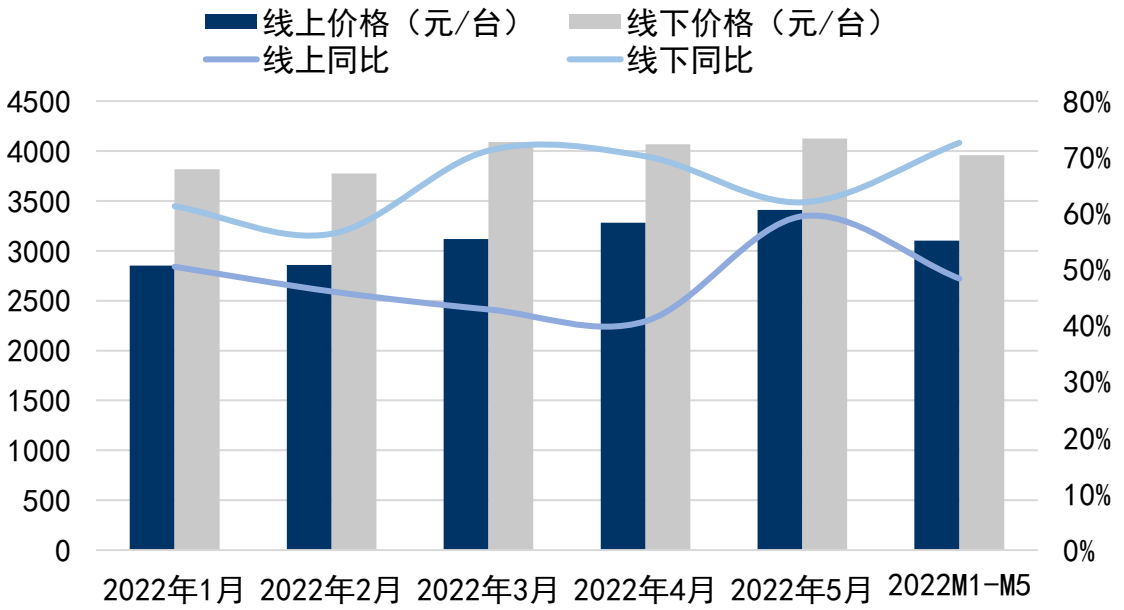
国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **前5月扫地机器人行业价同比上涨50%，销额同比增长20%**
  - **扫地机器人价增量减：**根据中怡康的数据，2022年1-5月，扫地机器人线上销额35.9亿，同比增长20.6%，价格达到3102元/台，同比上涨48.4%；线下销额0.9亿，同比下滑5.9%，价格3959元/台，同比上涨72.6%
- **自清洁销额占比接近90%，自清洁+自集尘占比超过40%**
  - **自清洁&自集尘成为行业标配：**根据奥维云网的数据，2022年618期间自清洁扫地机销额占比同比提升42%至89%，自清洁+自集尘款从无到有，销额占比达到43%

扫地机器人2022年1-5月销额增长20%



扫地机器人2022年1-5月均价上涨50%



资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

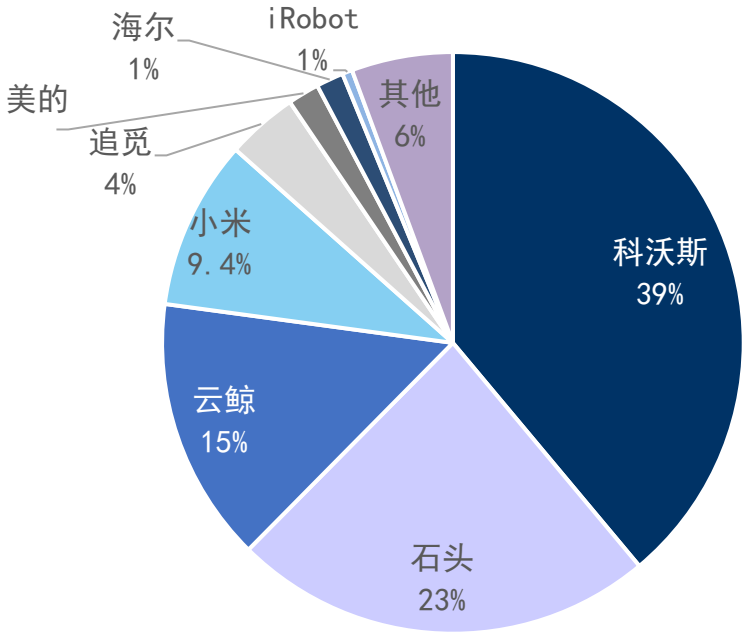
扫地机器人：行业集中度持续提升，前5月CR3接近80%

国信证券 GUOSEN SECURITIES

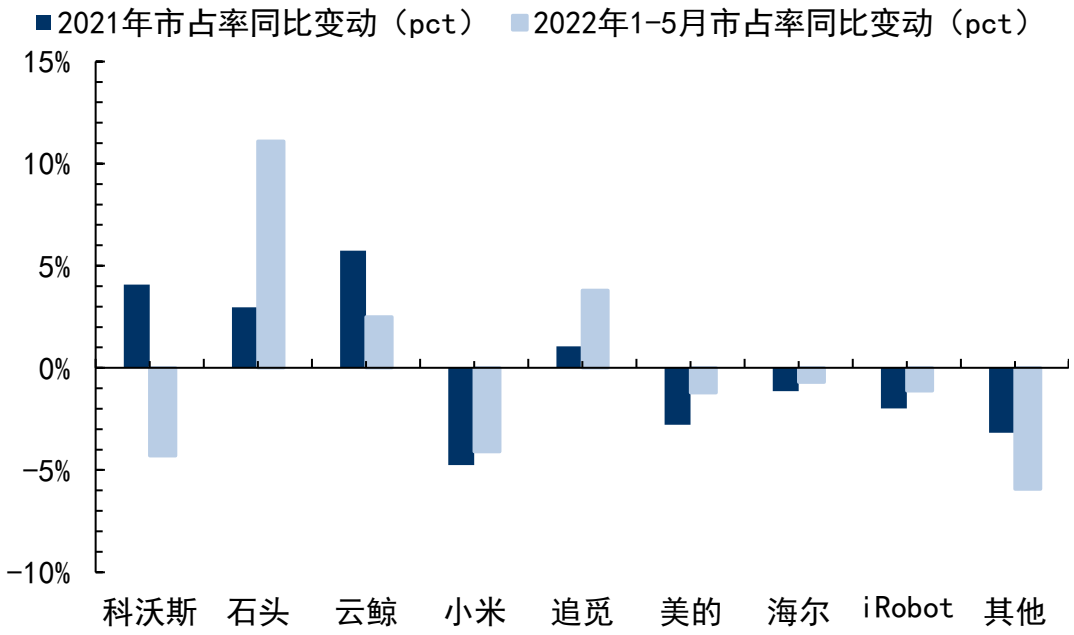
前5月扫地机器人行业线上CR3同比提升9cpt至77%，石头表现亮眼

- **行业集中度再提升：**在行业出现明显技术变革下，龙头由于技术实力更为深厚，更好地抓住了行业变革的红利，头部企业集中度再次提升。根据奥维云网的数据，2022年1-5月扫地机器人线上**CR3达到77.1%，**同比提升**9.3pct；CR5达到90.5%，**同比提升9.0pct。
- **石头科技表现靓丽：**前5月石头科技的市占率增长幅度最大，同比提升11.1pct至23.5%；科沃斯市占率同比下滑4.3pct至38.9%，云鲸市占率同比提升2.5pct至14.7%。

扫地机器人行业集中度较高（2022年1-5月线上扫地机市场）



2022年前5月石头扫地机器人市占率提升较快



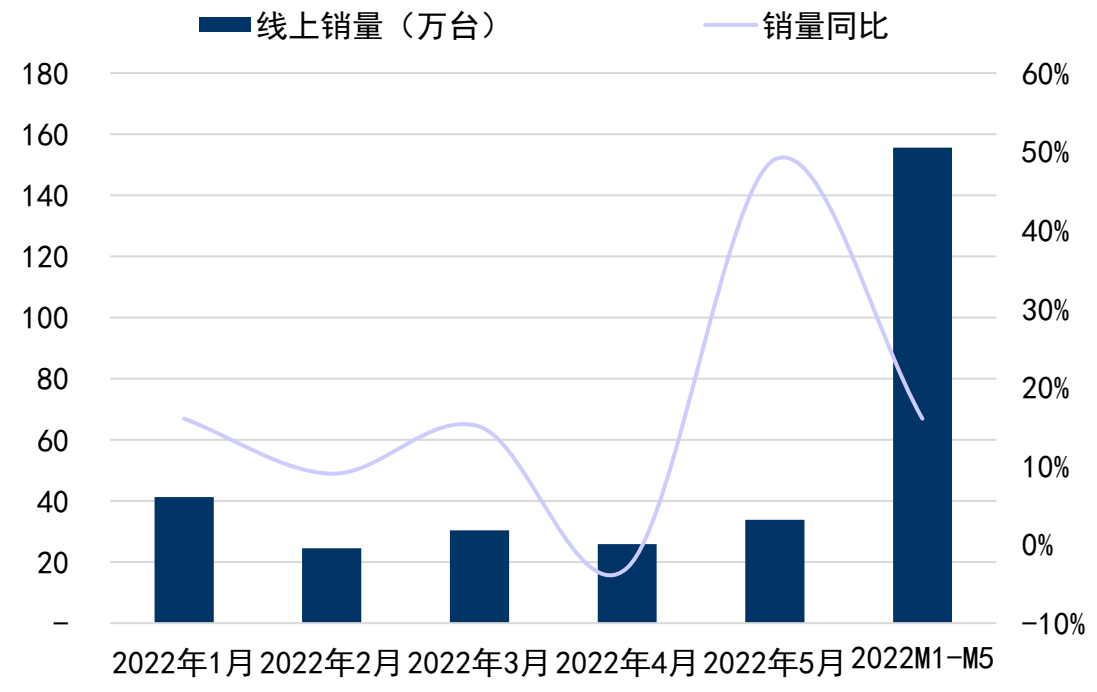
资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

智能投影：受芯片短缺影响，销额小幅增长

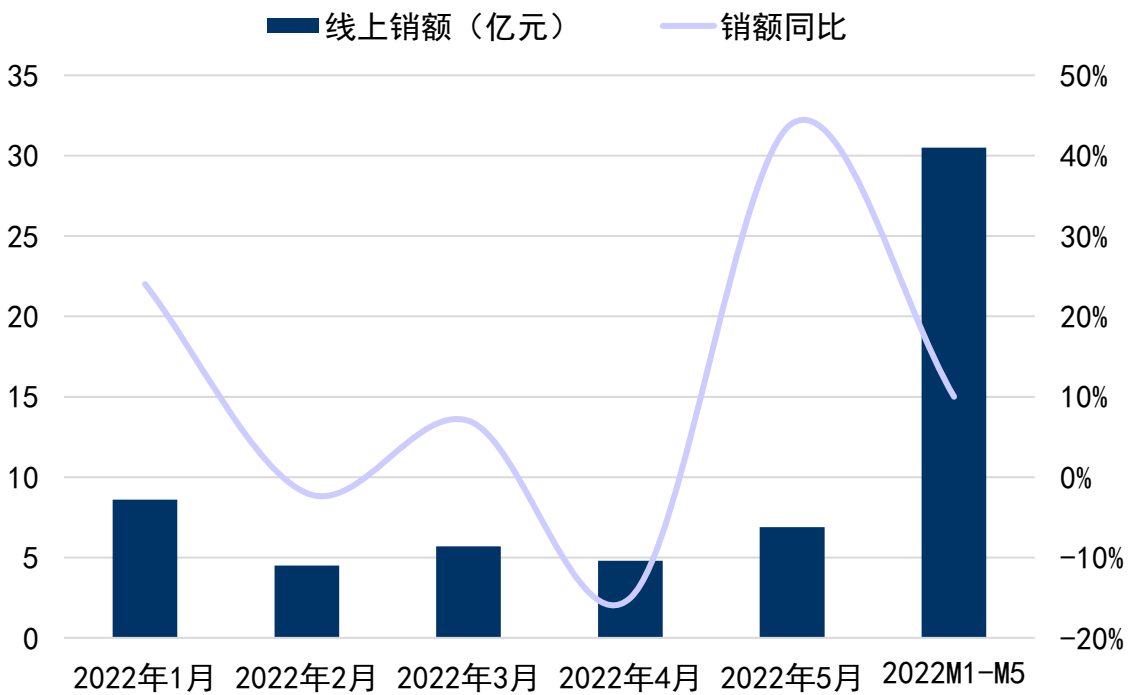
□ 前5月智能投影线上销额增长10%，销量增长16%

- **智能投影量增价减：**价格较高的DLP投影受到芯片短缺的影响，投放策略明显收缩，而低端的LCD投影则不受影响，销售占比有所提升，结构变动下行业出现量增价减的趋势。根据洛图科技线上数据，**前5月我国智能投影**（不含激光电视）**线上销量155.9万台，同比增长16%；线上销额30.5亿，同比增长10%。**

智能投影线上市场2022年前5月销量增长16%



智能投影线上市场2022年前5月销额增长10%



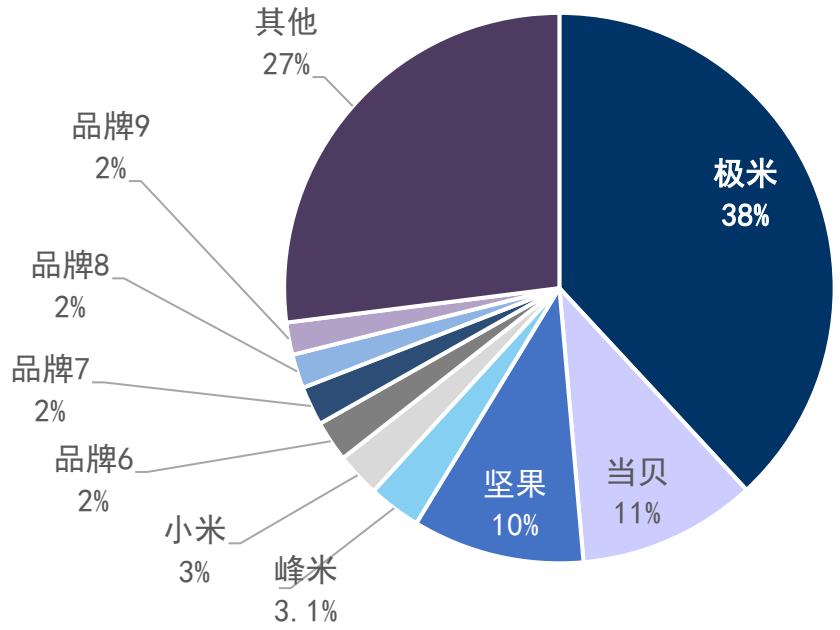
资料来源：洛图科技、国信证券经济研究所整理

智能投影：极米一骑绝尘，格局较为分散

□ 前5月极米占据行业38%的线上销额份额，行业CR5为64%

- **极米科技市占率遥遥领先**：根据洛图科技线上数据，前5月我国智能投影（不含激光电视）龙头**极米科技销额市占率达到38.1%**，同比2021Q1提升**3.6pct**；当贝市占率达到10.5%，同比2021Q1提升3.2pct；坚果市占率为10.1%，排在第三；峰米微投市占率达到3.1%，市占率同比2021Q1有小幅提升。
- **行业格局分散**：智能投影前5月行业销额CR3为58.7%，CR5为64.4%，除行业前4外，其余品牌市占率均不足3%，小品牌众多，行业格局较为分散。

智能投影线上市场2022年前5月极米科技市占率遥遥领先



资料来源：洛图科技、国信证券经济研究所整理

06 盈利预测及投资建议

盈利预测及投资建议——白电

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 在国内需求恢复、原材料成本压力降低的背景下，看好白电持续的经营韧性和估值修复，推荐：
  - **美的集团**：事业部改革战略升级后，强化科技和2B端空间广阔，同时2022Q2起预计原材料、汇率等上年同期的负面影响逐步消除，盈利能力的弹性有望在下半年展现。
  - **海尔智家**：效率持续改善和国内外份额的提升持续得到印证，且高端化、场景化依然保持领先高增速，若消费信心整体回暖，则海尔有望进一步放大自身在产品和品牌方面的竞争力。
  - **格力电器**：收入端，高温天气下空调销售有望得到积极改善；空调终端售价上涨叠加原材料价格下降的双重利好，盈利弹性有望逐步释放。
  - **海信家电**：国内白电基本盘稳固向好；中央空调行业高景气下，依托日立、海信和约克三大品牌，有望持续贡献较高的成长动力和盈利来源；控股子公司三电控股积极调整，营收规模保持稳定下，盈利有望稳步改善。

公司名称	收盘价	总市值	收入（亿元）				收入增速				归母净利润（亿元）				利润增速				PE	
	（元/股）	（亿元）	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2021	2022E
美的集团	58.79	4114	909	937	1846	3784	10%	2%	6%	10%	71.8	89.7	161.5	314.4	11%	5%	8%	10%	14.4	13.1
海尔智家	27.00	2416	603	597	1199	2499	10%	5%	7%	10%	35.2	42.5	77.7	150.3	15%	12%	13%	15%	18.5	16.1
格力电器	33.45	1978	355	573	929	2089	6%	-2%	1%	10%	40.0	60.1	100.2	255.8	16%	0%	6%	11%	8.6	7.7
海信家电	13.60	158	183	222	405	767	31%	20%	25%	14%	2.7	4.5	7.1	16.2	22%	12%	16%	67%	16.2	9.7

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理及预测

盈利预测及投资建议——厨电

- **推荐切中健康需求、高速增长的细分赛道集成灶，同时传统龙头提份额、扩品类寻求二次增长的逻辑依然在持续落地，地产的边际改善则有利于传统龙头的估值进一步修复**
  - **亿田智能**：通过实施阿米巴制度等内部改革措施，公司活力得到充分激发，虽然Q2受到全国疫情的影响，但在全渠道的扩充及一二级城市的大举发力下，后续季度增长潜力有望快速释放。
  - **火星人**：公司在电商、KA、家装、下沉等新兴渠道具备强大的领先优势，高举高打的策略让公司在高速成长的集成灶赛道上快速扩张，看好公司全渠道扩张下的增长动力
  - **老板电器**：公司在传统烟灶消品类上市占率稳步提升，规模维持；洗碗机、蒸烤一体机、热水器等二三品类快速成长，同时布局集成灶等新品类，二次增长可期

公司名称	收盘价	总市值	收入（亿元）				收入增速				归母净利润（亿元）				利润增速				PE	
	（元/股）	（亿元）	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2021	2022E
亿田智能	75.86	82	2.5	4.4	6.8	17.8	63%	25%	37%	45%	0.4	0.7	1.1	2.9	51%	10%	23%	37%	39.1	28.6
火星人	38.47	156	4.5	5.9	10.4	30.9	29%	3%	13%	33%	0.6	1.0	1.6	4.9	36%	5%	15%	31%	41.5	31.7
老板电器	36.00	342	20.9	25.4	46.2	117.5	9%	5%	7%	16%	3.7	4.4	8.1	21.7	2%	2%	2%	63%	25.7	15.7

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理及预测

盈利预测及投资建议——传统小家电

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **基数恢复正常后，通过积极的渠道调整、新品类的扩展，小家电企业又重新焕发出活力，无论行业的规模还是格局都在进一步沿着疫情前的轨迹行进，看好需求复苏下小家电龙头持续的成长活力：**
  - **小熊电器**：公司在扎根长尾小家电赛道的同时，积极向传统刚需品类及母婴、个护等品类扩张，抖音等新渠道有序扩张，凭借强大的市场反应速度，公司后续有望抢占更多品类的市场份额
  - **新宝股份**：凭借强大的研发生产能力，公司外销基本盘稳固；内销凭借摩飞、东菱等品牌，借助外销积淀下的强大产品实力，品类持续扩张，百胜图咖啡机快速成长，看好公司外销利润改善和内销活力的复苏
  - **九阳股份**：公司从传统优势的厨房小电业务开始逐渐发力清洁品类、炊具品类以及水家电品类，并借助“太空科技”的定位形成差异化优势；渠道端调整经销商考核方式，发力新零售、下沉市场等，经营改善可期
  - **苏泊尔**：公司在厨房场景中布局完善且具备领先优势，并顺利实现品类扩张，在集成灶、吸尘器、挂烫机等厨电以外品类获得一定的市场份额，后续成长空间值得期待

公司名称	收盘价	总市值	收入（亿元）				收入增速				归母净利润（亿元）				利润增速				PE	
	（元/股）	（亿元）	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2021	2022E
九阳股份	19.14	147	23	26	49	116	4%	3%	3%	10%	1.7	2.7	4.4	8.3	-8%	0%	-3%	12%	19.7	17.6
苏泊尔	55.10	446	56	56	112	243	9%	5%	7%	12%	5.4	4.0	9.4	22.0	7%	10%	8%	13%	22.9	20.2
小熊电器	60.72	95	10	8	18	41	8%	10%	9%	15%	1.0	0.6	1.6	3.3	16%	15%	16%	16%	33.4	28.8
新宝股份	21.29	176	36	37	74	157	13%	8%	11%	5%	1.8	1.6	3.4	9.7	5%	10%	7%	23%	22.2	18.1

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理及预测

盈利预测及投资建议——新兴小家电

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **新消费小家电整体增长较快，行业空间广阔，同时行业内龙头通过不断强化产品、加大营销投放，在行业高速成长的背景下巩固自身领先优势，带动业绩的持续高增。**我们持续看好新消费赛道迸发出的强劲动力，推荐投影仪头部企业**极米科技、光峰科技**，有望受益于疫情好转的局部按摩器龙头**倍轻松**，全球清洁电器龙头**石头科技、科沃斯**

公司名称	收盘价	总市值	收入（亿元）				收入增速				归母净利润（亿元）				利润增速				PE	
	（元/股）	（亿元）	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2021	2022E
极米科技	302.86	212	10	11	21	53.8	24%	25%	25%	33%	1.2	1.3	2.5	6.7	36%	25%	30%	38%	43.8	31.8
光峰科技	23.73	107	5	6	11	35.6	0%	5%	3%	42%	0.2	0.6	0.8	2.5	-67%	-40%	-50%	6%	46.0	43.4
倍轻松	56.40	35	2	3	6	15.6	15%	0%	6%	31%	(0.1)	0.0	(0.1)	1.2	-189%	-100%	-124%	30%	37.8	29.0
石头科技	616.70	412	14	15	29	76.3	22%	25%	24%	31%	3.4	3.7	7.1	17.3	9%	10%	9%	23%	29.4	23.8
科沃斯	121.89	700	32	38	70	175.9	44%	20%	30%	34%	4.2	5.9	10.2	27.7	27%	15%	20%	38%	34.8	25.3

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理及预测

重点公司估值情况

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 行业高景气背景下，仍建议从PEG角度出发，关注预期利润增速和估值错配、且增长不确定性更少的标的
- 同时考虑头部企业在渠道、品牌等的先发布局，建议关注长期有望成长为龙头的企业

公司名称	收盘价	总市值	收入（亿元）				收入增速				归母净利润（亿元）				利润增速				PE	
	（元/股）	（亿元）	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022H1E	2022E	2021	2022E
海尔智家	27.00	2416	603	597	1199	2499.2	10%	5%	7%	10%	35.2	42.5	77.7	150.3	15%	12%	13%	15%	18.5	16.1
美的集团	58.79	4114	909	937	1846	3784.2	10%	2%	6%	10%	71.8	89.7	161.5	314.4	11%	5%	8%	10%	14.4	13.1
亿田智能	75.86	82	2.5	4.4	6.8	17.8	63%	25%	37%	45%	0.4	0.7	1.1	2.9	51%	10%	23%	37%	39.1	28.6
火星人	38.47	156	4.5	5.9	10.4	30.9	29%	3%	13%	33%	0.6	1.0	1.6	4.9	36%	5%	15%	31%	41.5	31.7
新宝股份	21.29	176	36	37	74	156.9	13%	8%	11%	5%	1.8	1.6	3.4	9.7	5%	10%	7%	23%	22.2	18.1
光峰科技	23.73	107	5	6	11	35.6	0%	5%	3%	42%	0.2	0.6	0.8	2.5	-67%	-40%	-50%	6%	46.0	43.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

一、原材料价格波动的风险。若以不锈钢为代表的原材料价格进一步大幅上涨，而终端价格的传导不及时则会对公司盈利能力进一步造成冲击。

二、行业需求不及预期的风险。尽管行业景气度处于高位，但若地产地产政策、消费能力等外生影响长期低迷压制，则行业整体需求会低于预期，进一步阻碍集成灶渗透率的提升。

三、竞争加剧风险。目前行业仍处于产品带动价格结构上行的阶段，但若行业竞争进一步加剧，则潜在的价格竞争或影响主要企业的盈利能力。

四、渠道扩张不及预期的风险。行业增长部分依靠高线城市的扩张、下沉渠道的拓展以及工程、KA、家装等渠道的渗透，一方面地产政策等或对工程、家装等渠道造成负面压制，使收入端增量不及预期；另一方面头部企业的新兴渠道扩张或造成短期投入过高影响整体费用使用效率，进而影响盈利能力。

五、盈利假设过于乐观的风险。一旦行业景气度遇到瓶颈，叠加原材料等压力，主要企业的费用投放若不能及时调整则会使实际盈利鞭努力与我们的盈利预测产生较大差距。

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032