

2022 年 09 月 14 日

家用电器

证券研究报告—行业深度

满载一船秋色，平铺数里湖光

2022 年中报总结及后市展望

分析日期 2022 年 09 月 14 日

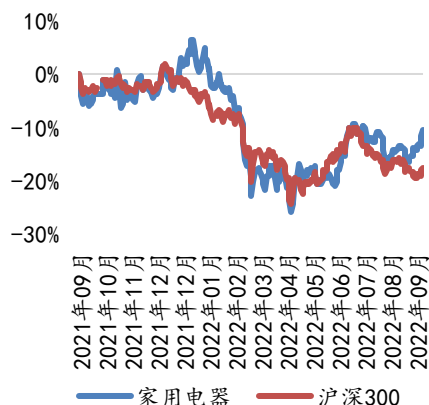
行业评级：标配(40)
证券分析师：王敏君

执业证书编号：S0630522040002

电话：021-20333276

邮箱：wmj@longone.com.cn

行业走势图



相关研究报告

◎ 投资要点：

◆**整体收入及利润微增，子板块表现分化。**2022H1 家电板块整体营业总收入为 7021.9 亿元，同比增长 3.6%；归母净利润为 506.5 亿元，同比增长 13.0%。2022Q2 家电板块整体营业总收入为 3715.4 亿元，同比增长 1.2%；归母净利润为 294.5 亿元，同比增长 14.4%。细分来看，家电零部件、白色家电、小家电板块上半年整体营收及归母净利润皆呈同比增长；其中，家电零部件板块归母净利润同比增速较快，为 38.0%，部分企业拓展汽车零部件、新能源等业务初见成效。照明设备、厨卫电器板块营收增长，但利润承压。黑电板块个股表现不一，其中创维数字、极米科技等营收及盈利双增，而电视代工等业务则有所受创。

◆**整体净利率胜于去年，但地产链有所承压。**整体法下，2022H1 家电板块毛利率、净利率分别为 22.92%和 7.37%，分别同比增加 0.14pct 和 0.46pct。2022Q2 家电板块毛利率、净利率分别为 23.63%和 8.14%，分别同比增加 0.58pct 和 0.79pct。细分来看，厨卫电器、照明设备板块上半年毛利率及净利率皆承压，按摩器具、清洁小家电等品类净利率同比下降。从费用结构来看，2022H1 家电板块销售费用率、财务费用率分别同比下降 0.87pct、0.27pct，管理费用率、研发费用率小幅上涨。细分来看，清洁、个护小家电板块销售费用率显著上浮，分别同比提升 3.68pct、3.36pct。

◆**经营性现金流改善，存货、应收账款周期延长。**2022H1 板块整体经营性现金流净额同比增长，其中白电、黑电、厨房小家电板块经营性现金流增长显著，清洁小家电、厨卫电器经营性现金流同比下滑。整体法下，家电板块上半年存货周转天数由 62 天升至 72 天，应收账款周转天数由 37 天升至 39 天。从绝对值看，黑电、厨房小家电板块存货及应收账款金额同比下降，清洁小家电、厨卫电器板块这两项指标皆同比增加。

◆**展望后市，关注品质生活与绿色节能两条主线。**近期广东省针对以旧换新出台奖补政策，上海、天津等多地发放消费券，预计促进绿色智能家电消费的政策将继续落实。虽然消费行为受多方因素影响，具体拉动效果仍有待观察，但产品上新与双十一大促有望成为下半年的重要催化因素。品质生活领域，在整体市场波动的背景下，年轻化且性价比突出的投影、厨房小电、下沉区域布局完善的集成灶龙头可能存在结构性机会。而传统大家电领域，马太效应有望加剧，白电龙头也将继续推进多元化探索，关注绿色节能背景下的业务转型机会。

◆**风险提示：**(1) 疫情反复风险：局部地区疫情封控政策可能对家电门店运营、物流运输造成影响。(2) 宏观经济下行风险：宏观经济变化可能影响消费者收入状况，导致其调整在家用电器方面的支出。(3) 原材料价格波动风险：原材料在家电成本中占比较高，价格大幅波动将影响企业利润情况。

正文目录

1. 整体收入及利润微增，子板块表现分化	4
2. 外销波动之下有亮点，内销关注新品类和渠道变化	6
2.1. 外销：欧洲等地消费承压，但国产龙头出口表现好于行业	6
2.2. 内销：品类增速分化，渠道结构变化	8
3. 整体净利率胜于去年，但地产链有所承压	11
4. 经营性现金流改善，存货、应收账款周期延长	13
5. 展望后市，关注品质生活与绿色节能两条主线	15
5.1. 短期数据及展望	15
5.2. 站在长期看趋势	17
6. 风险提示	18

图表目录

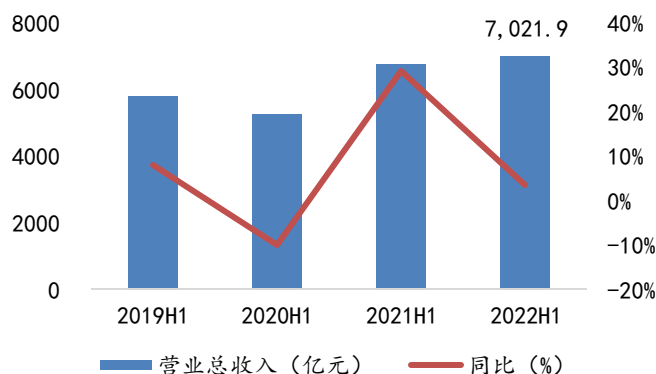
图 1 家电板块整体营业总收入及增速(亿元, %)	4
图 2 家电板块整体归母净利润及增速(亿元, %)	4
图 3 家电子板块营业总收入同比增速(%)	4
图 4 家电子板块归母净利润同比增速(%)	4
图 5 德业股份各业务收入占比(%)	5
图 6 三花智控各业务收入占比(%)	5
图 7 2022 年家用智能投影销量同比(%)	6
图 8 2022 年上半年极米市场份额稳居第一(%)	6
图 9 我国电视出口额及同比增速(千美元, %)	6
图 10 中国、北美等市场电视代工厂出货量同比下降(%)	6
图 11 家用电器整体及部分品类 2022 年上半年美元计价出口额同比增速(%)	7
图 12 多家公司今年上半年海外收入同比增长(%)	7
图 13 部分公司今年上半年海外收入同比下降(%)	7
图 14 iRobot 品牌今年全球市场份额(%)	8
图 15 中国扫地机品牌在海外部分地区份额提升(%)	8
图 16 上半年白电及厨电品类内销零售额同比增速(%)	9
图 17 上半年小家电品类国内线上零售额增速(%)	9
图 18 部分品类 TOP5 品牌份额(%)	9
图 19 多个品类线上占比提升(%)	10
图 20 抖音成为个护小电重要的线上渠道之一(%)	10
图 21 多家公司今年上半年内销收入同比增长(%)	10
图 22 部分公司今年上半年内销收入同比下降(%)	10
图 23 厨电公司中报收入及增速(亿元, %)	11
图 24 房地产竣工面积累计同比近期走弱(%)	11
图 25 家电板块及子板块毛利率同比变化(pct)	11
图 26 冷轧板价格走势(元/吨)	11
图 27 铜价走势(元/吨)	12
图 28 传统厨电上半年均价同比增长，但幅度有限(%)	12
图 29 家用电器板块各项费用率及净利率(%)	12
图 30 存货及应收账款周转天数(天)	14
图 31 存货及应收账款同比变化金额(亿元)	14
图 32 空调线上线下监测销额同比(%)	15
图 33 油烟机线上线下监测销额同比(%)	15

图 34	天猫淘宝平台电蒸锅、空气炸锅销额增速(%)	15
图 35	传统厨房小电品类线上销额同比增速(%)	15
图 36	欧洲天然气价格走高(美元/百万英热单位)	17
图 37	压缩式热泵出口金额当月同比(%)	17
图 38	2021 年我国空气源热泵出口区域份额(%)	17
图 39	2020 年热泵出口各品牌份额(%)	17
表 1	零部件板块部分公司 2022 年上半年营收及归母净利润情况	5
表 2	2022 年上半年部分黑电公司营收及归母净利润情况	5
表 3	2022 年二季度部分海外家电公司收入增速(%)	7
表 4	2022 年上半年部分公司披露的清洁电器外销情况	8
表 5	2022 年上半年家电子板块费用率及净利率同比变动(pct)	13
表 6	个护小家电及其他家电板块重点公司净利率(%)及同比变动(pct)	13
表 7	清洁小家电及其他家电板块重点公司汇兑损益情况(百万元)	13
表 8	家电子板块经营性现金流情况(亿元)	14

1. 整体收入及利润微增，子板块表现分化

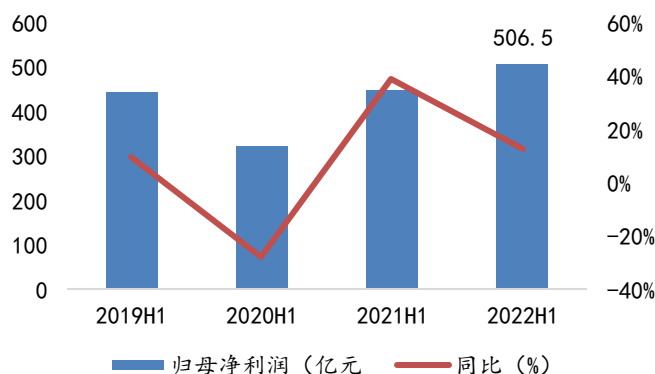
整体收入及利润微增。2022H1 家电板块整体营业总收入为 7021.9 亿元，同比增长 3.6%；归母净利润为 506.5 亿元，同比增长 13.0%。2022Q2 家电板块整体营业总收入为 3715.4 亿元，同比增长 1.2%；归母净利润为 294.5 亿元，同比增长 14.4%。

图 1 家电板块整体营业总收入及增速(亿元, %)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

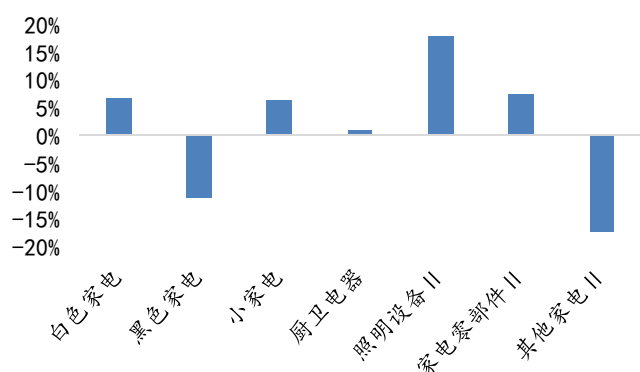
图 2 家电板块整体归母净利润及增速(亿元, %)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

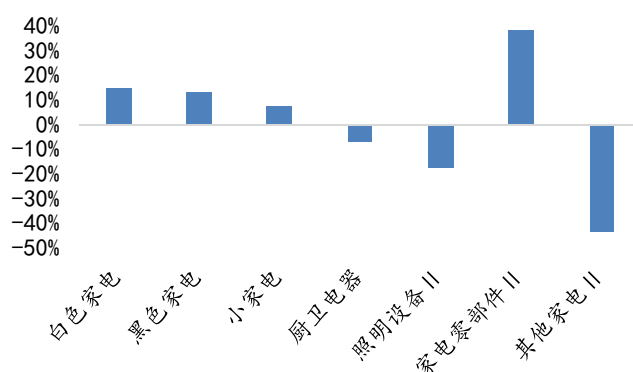
子板块表现分化，零部件板块利润增速突出。细分来看，家电零部件、白色家电、小家电板块上半年整体营业总收入及归母净利润皆呈同比增长；照明设备、厨卫电器板块营收增长，但利润承压。其中，家电零部件板块归母净利润同比增速较快，为 38.0%，盾安环境、德业股份、三花智控等公司归母净利润同比增加额居前，具体情况如下：（1）盾安环境传统制冷配件等业务营收稳健，同时大力拓展新能源汽车热管理业务，已成为比亚迪等整机厂、法雷奥等车用空调系统厂及银轮等热管理新势力的合作伙伴。盾安控股偿还关联担保款项冲回计提损失，导致公司营业外收入大幅增加，对盈利具有积极影响。（2）德业股份逆变器业务收入同比增长 198.42%，在整体业务中占比提升至 48.91%，已成为公司第一大业务；传统热交换器业务同比下降 30.34%，除湿机业务同比增长 49.34%；业务拓展与运营提效共同推动下，业绩实现高增长。（3）三花智控传统制冷、汽车零部件业务上半年分别同比增长 25.13%、51.53%，汽车零部件业务占比由 27.51%提升至 31.48%；公司与全球一线车企合作密切，同时积极建设墨西哥及滨海厂区。

图 3 家电子板块营业总收入同比增速(%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图 4 家电子板块归母净利润同比增速(%)



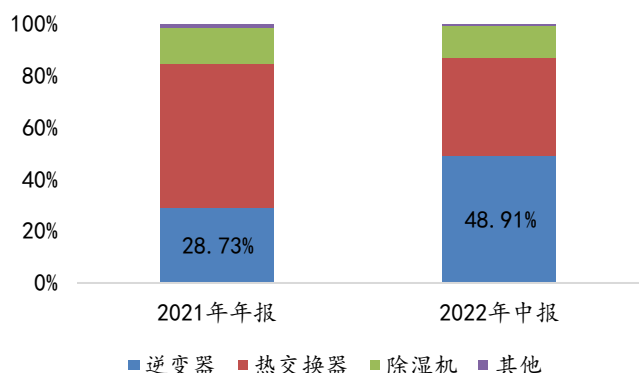
资料来源：同花顺，东海证券研究所

表 1 零部件板块部分公司 2022 年上半年营收及归母净利润情况

	营业总收入 (亿元)	营业总收入同比增长率 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增长率 (%)	归母净利润同比变动额 (亿元)
盾安环境	48.77	-3.16%	5.93	128.82%	3.34
德业股份	23.73	23.26%	4.50	100.41%	2.26
三花智控	101.60	32.39%	10.03	21.76%	1.79
东方电热	17.31	28.45%	1.46	219.95%	1.01
秀强股份	7.74	18.96%	1.19	147.60%	0.71

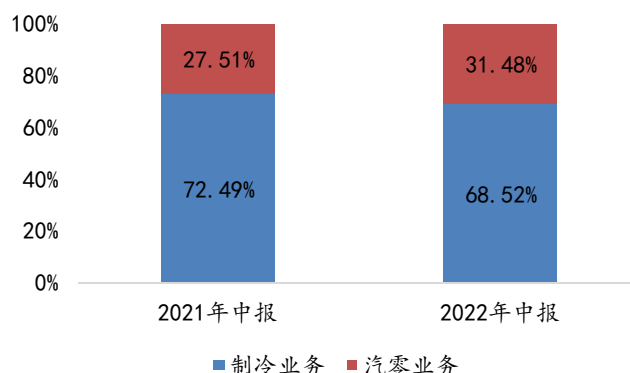
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图 5 德业股份各业务收入占比(%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图 6 三花智控各业务收入占比(%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

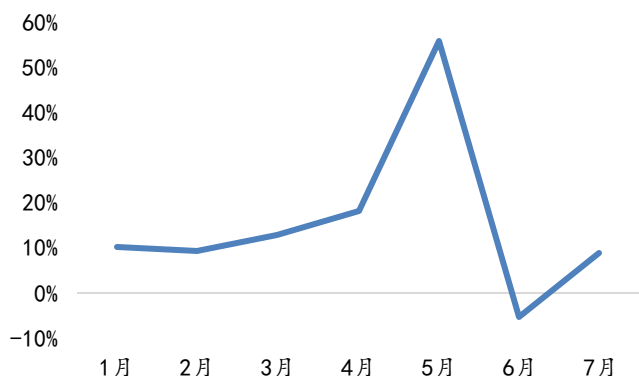
黑电板块，投影等品类高速增长，电视代工业务有所受创。黑电公司主营产品差异较大，个股表现不一，其中极米科技、创维数字等营收及盈利双增，而兆驰股份业绩表现则明显弱于去年同期：（1）极米科技主营的家用投影属于高景气赛道，据奥维云网监测，行业规模趋势向好；公司市占优势显著，上半年产品销量稳健增长。（2）创维数字占比较大的智能终端业务实现成长，拉动整体营收走高。上半年，创维数字机顶盒业务海外订单整体实现稳定供货交付，国内市占亦持续靠前；PON 网安市占明显提升；VR 业务从 B 端和 C 端双向发力。（3）电视整机厂方面，海信受出口拖累，收入同比略有下降，但面板价格下行减轻成本压力，盈利显著改善；同时积极布局激光显示、商用显示等新业务。（4）电视代工方面，行业整体承压，据奥维睿沃，今年上半年中国、北美电视代工市场出货量分别下降 13.7%、22.6%。面板价格下跌导致 ODM 厂商出货价格下调，兆驰股份整体收入因此受到明显影响。

表 2 2022 年上半年部分黑电公司营收及归母净利润情况

	营业总收入 (亿元)	营业总收入同比增长率 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增长率 (%)	归母净利润同比变动额 (亿元)
极米科技	20.36	20.72%	2.69	39.78%	0.77
创维数字	62.40	36.39%	4.91	72.89%	2.07
海信视像	202.14	-3.55%	5.94	52.82%	2.05
四川长虹	439.48	-10.71%	1.52	64.62%	0.60
兆驰股份	71.10	-36.56%	5.27	-49.81%	-5.22

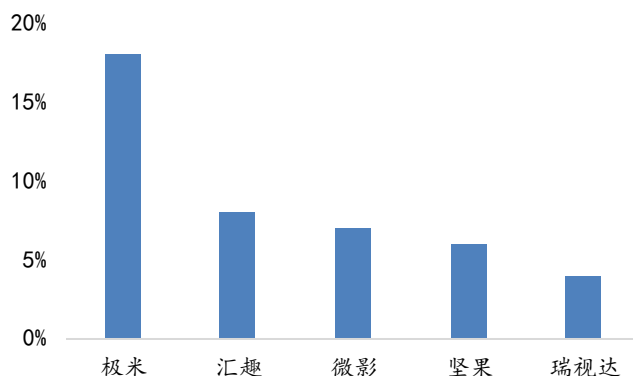
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图7 2022年家用智能投影行业销量同比(%)



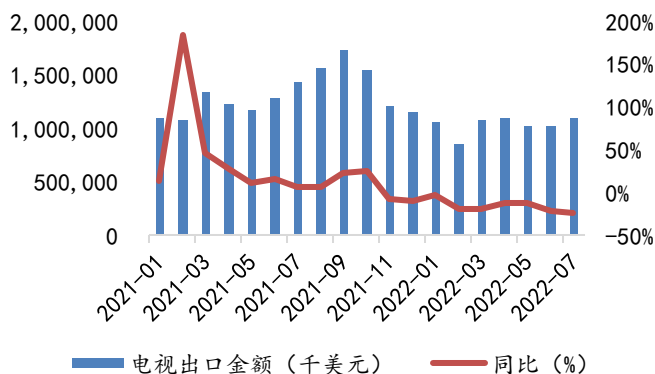
资料来源：奥维云网，东海证券研究所

图8 2022年上半年极米市场份额稳居第一(%)



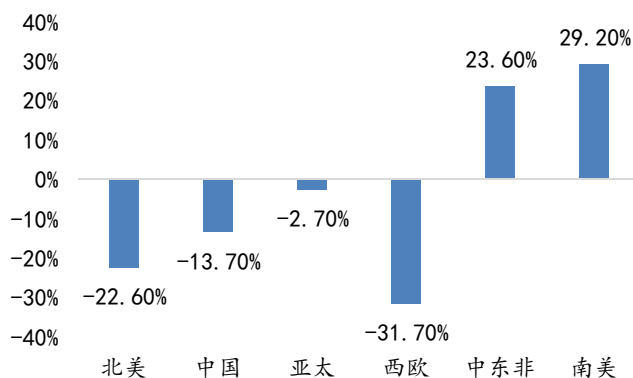
资料来源：奥维云网，东海证券研究所

图9 我国电视出口额及同比增速(千美元，%)



资料来源：同花顺，海关总署，东海证券研究所

图10 中国、北美等市场电视代工厂出货量同比下降(%)



资料来源：奥维睿沃，东海证券研究所

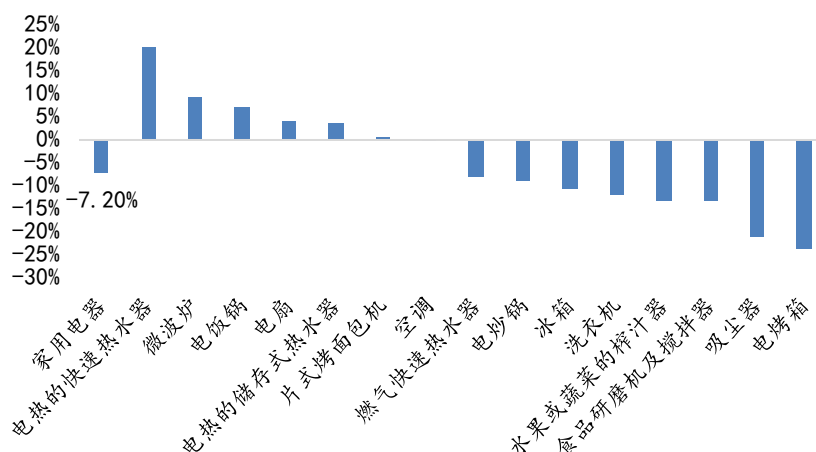
2.外销波动之下有亮点，内销关注新品类和渠道变化

2.1.外销：欧洲等地消费承压，但国产龙头出口表现好于行业

家电出口整体下滑，但电热水器、压缩式热泵、部分小电出口仍增长。以美元计价额看，上半年家用电器出口额整体下降 7.2%。白电中，空调出口额同比基本持平，冰箱、洗衣机出口额显著下滑。热水器中，电热的快速热水器、储存式热水器出口额皆同比增长，燃气快速热水器出口下滑。小家电中，吸尘器上半年出口额累计下滑 21.30%；厨房小家电则呈现分化，微波炉、电饭锅仍维持增长，食品研磨机及搅拌器、电烤箱等则呈现同比两位数下滑。此外，压缩式热泵出口额高速增长，上半年累计增速为 65.99%。

部分海外家电龙头 EMEA 地区收入承压。白电龙头 Whirlpool (WHR.N) 今年二季度 EMEA（欧洲、中东和非洲）地区收入增速为-19%，若剔除货币因素，则增速为-10.3%。俄乌冲突导致相应区域销量下降，其中俄罗斯业务增速放缓且生产受到显著影响。公司基于成本上涨采取了提价策略，但由于成本涨幅明显、销量有限，该区域 Q2 息税前利润率仍同比下降 2.3pct。扫地机器人龙头 iRobot 披露二季报，多区域营收下滑，其中 EMEA 地区降幅最大。该公司的收入压力可能来自两方面，一是消费市场整体波动，二是市场份额被竞争对手蚕食。法国 SEB 集团在 EMEA 地区的销售亦有所受创；其中，法国本土消费需求较为低迷，渠道库存累积；俄罗斯经营活动如常，但相关项目投资已暂停。

图 11 家用电器整体及部分品类 2022 年上半年美元计价出口额同比增速 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

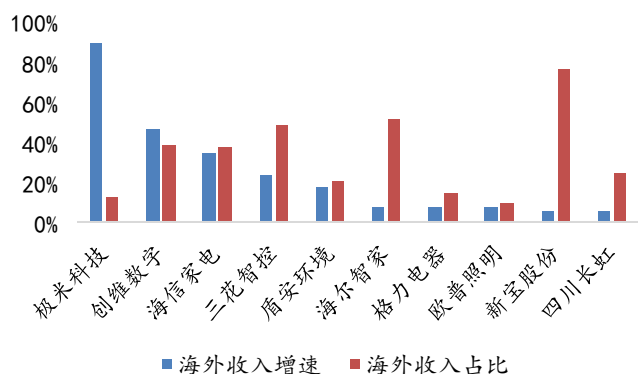
表 3 2022 年二季度部分海外家电公司收入增速 (%)

	Whirlpool 营业收入增速	iRobot 营业收入增速	SEB 集团消费者业务收入增速
北美	-3%	-29%	1.8%
欧洲、中东及非洲	-19%	-39%	-13.4%
其他地区	拉美增速为 3%，亚太为 26%	日本增速为-18%	1.3%

资料来源：公司公告，东海证券研究所；注：SEB 集团收入分为两大类，消费者业务收入及专用器具收入，前者占主导。

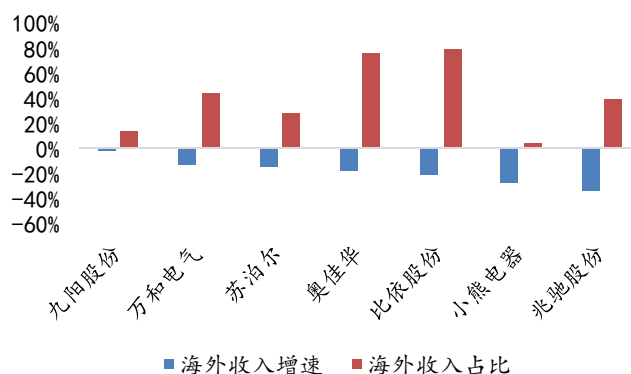
A 股家电公司海外表现分化，白电龙头等仍具韧性。海外销售面临诸多不确定因素的情况下，三大白电龙头仍然实现收入增长，实属不易。其中，海尔海外自主创牌已进入收获期，上半年海外家电与智慧家庭业务实现收入 614.81 亿元，同比增长 8.0%；分区域看，公司在美洲、欧洲、澳新、南亚、东南亚、日本市场的收入增速分别为 6.0%、12.7%、0.9%、22.8%、11.9%、3.3%，高端化战略是公司实现份额提升的关键因素。除白电龙头外，部分黑电新品类、零部件公司等外销收入亦好于去年同期。厨房小电中，新宝股份上半年外销收入同比增长 5.81%，但九阳、苏泊尔、小熊外销收入均同比下滑，海外需求压力较明显，这在前文亦有提及。新宝在四家厨小电公司中外销占比最大，作为出口主导企业，展现出了较好的应对外需波动的能力。厨卫大电方面，万和电气虽然整体外销收入下滑，但空气能品类实现出口收入 784.10 万元，同比增长超 143%。

图 12 多家公司今年上半年海外收入同比增长 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图 13 部分公司今年上半年海外收入同比下降 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

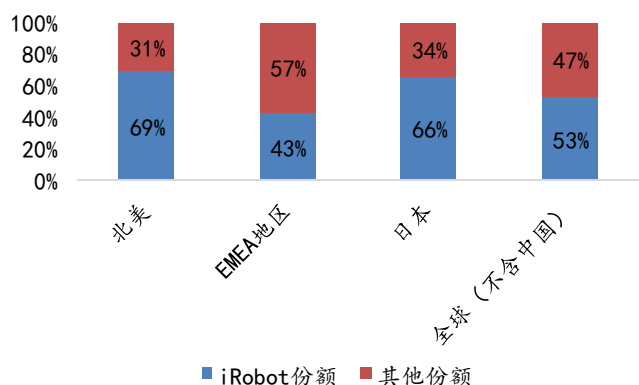
清洁电器出口虽整体放缓，但部分公司表现好于行业。前文讲到，我国吸尘器出口及海外扫地机龙头销售皆承压，国产品牌在部分地区亦有受到行业整体波动的影响，但考虑到国产品牌的发展阶段、产品力等因素，不宜过于悲观。从品牌发展阶段看，iRobot 已属于成熟品牌，2021 年 iRobot 在北美、EMEA、日本地区的市占分别为 69%、43%、66%，在既有的庞大体量上想实现高增长本就面临压力；而国产品牌仍处于市场开拓阶段，新的产品形态、新的渠道都具备潜力。从过往几年数据看，国产品牌确实实现了份额提升，印证了品牌实力。今年，国产品牌亦采取了积极的运营策略，以石头科技为例：全能基站新品 S7 MaxV Ultra 于海外陆续上市，售价定位高端，在德国、美国等地亚马逊渠道均获得良好销售排名；但同时，为应对多样需求，也布局有低端产品。除欧美外，亚太地区与中国文化相近，随着推广深入，有望之后继续贡献增量。除了经营扫地机自主品牌的公司，A 股亦有莱克电气、德昌股份等公司从事吸尘器代工业务，但该类公司目前已形成多元化格局，还经营有零部件制造等业务，吸尘器出口在整体收入中占比有限。

表 4 2022 年上半年部分公司披露的清洁电器外销情况

证券名称	半年报表述
科沃斯	在欧美主要国家持续高通胀导致消费疲弱的背景下，公司在日本和亚太新兴市场取得了显著的增长，推动整体海外收入实现增长。报告期内，公司科沃斯品牌海外业务收入同比增长 17.2%，添可品牌海外业务收入同比增长 15.9%，占各自收入比重分别达到 27.1%和 27.7%。（去年同期科沃斯品牌、添可品牌海外业务收入占各自收入比重分别为 31.0%和 34.6%）。
石头科技	公司上半年在欧洲地区收入端增速整体好于消费行业收入下滑的现状；二季度美国地区大型促销活动“亚马逊会员日”错期举办，由 6 月改至下半年 7 月举行，部分大促活动周期相应调整，但公司在美国地区营业收入仍实现一定增长。
莱克电气	受俄乌战争影响，跨境电商业务下降幅度较大。公司吸尘器出口业务收入有所下滑，但园林工具业务整体保持稳定，特别是公司近两年推出的清洗类园林产品增长迅速，实现销售连年翻番。

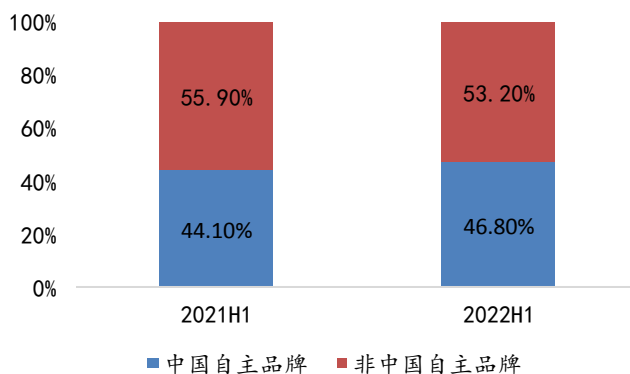
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 14 iRobot 品牌今年全球市场份额(%)



资料来源：iRobot 公告，东海证券研究所

图 15 中国扫地机品牌在海外部分地区份额提升(%)



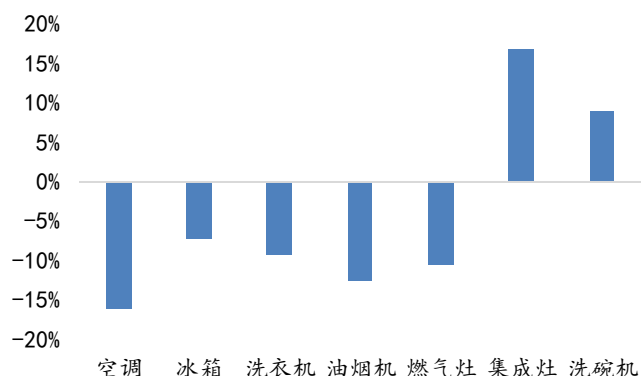
资料来源：GfK，东海证券研究所。注：此图不包含北美数据。

2.2.内销：品类增速分化，渠道结构变化

内销方面，新品类销售亮眼，白电集中度提升。大家电中，空冰洗、传统厨电销售额同比下滑，集成灶、洗碗机则维持增长，但受疫情影响增速有所回落。厨房小家电中，电饭煲等偏刚需品类承压，空气炸锅、咖啡机等新秀增速突出。清洁电器中，上半年扫地机、洗地机推总销额分别增长 9%和 84%，扫地机增速主要由价驱动，洗地机的增长则主要依

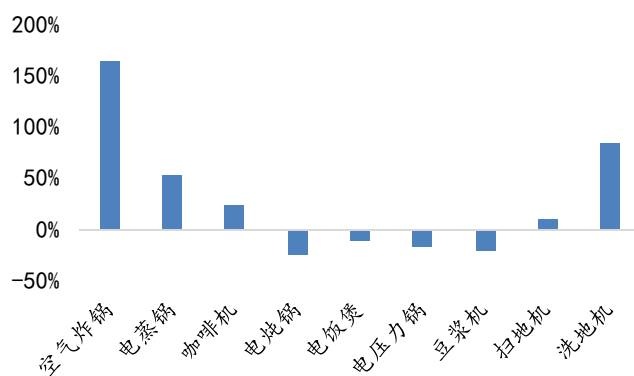
托于放量。从市场集中度看，空调、冰箱、洗衣机、集成灶等多个大家电品类马太效应加剧，而小家电则分化明显，电饭煲、洗地机等市场集中度降低，空气炸锅 CR5 提升。

图 16 上半年白电及厨电品类内销零售额同比增速(%)



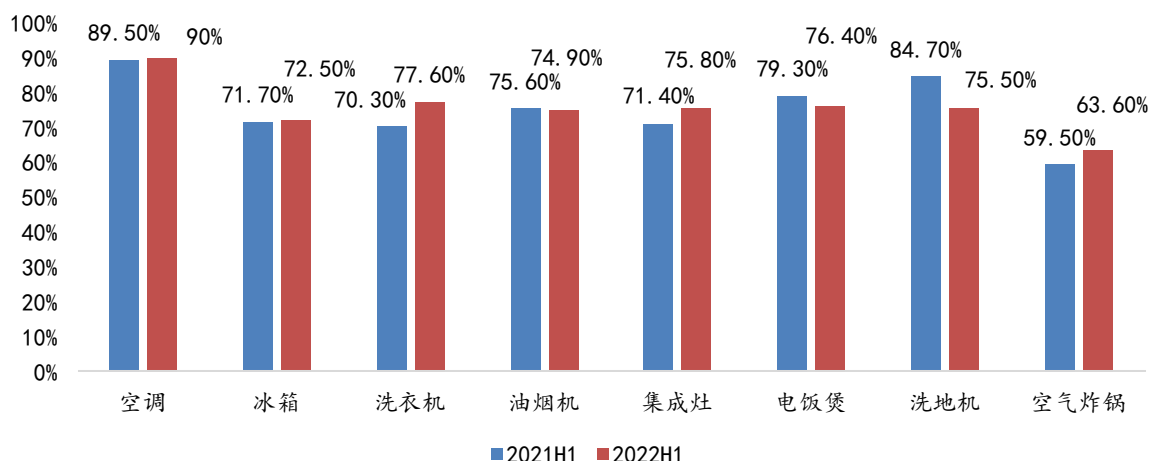
资料来源：家用电器工业信息中心，东海证券研究所

图 17 上半年小家电品类国内线上零售额增速(%)



资料来源：奥维云网，家用电器工业信息中心，东海证券研究所
注：咖啡机取全渠道增速，来源于家用电器工业信息中心

图 18 部分品类 TOP5 品牌份额 (%)



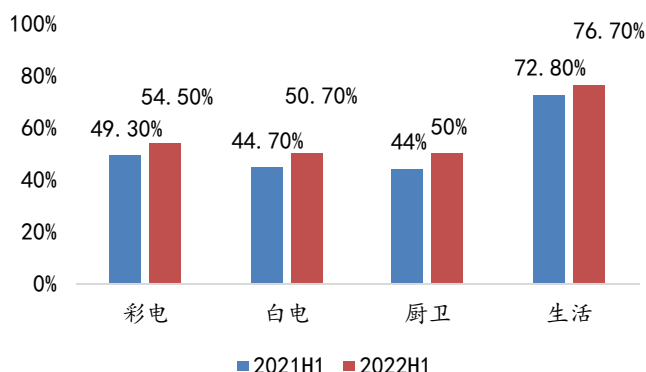
资料来源：奥维云网，家用电器工业信息中心，东海证券研究所。注：电饭煲、洗地机、空气炸锅统计范围仅线上。

多重因素导致线上渠道占比提升。虽然大家电具有较强安装属性，且传统上强调消费者实地体验，但信息化的深入、疫情的反复等因素将加速家电渠道的变革。对于部分终端经营者来说，刚性的租金与不确定的外部变化，使其需承担较大压力，部分商家可能会选择撤店或仅将门店作为引流据点，后期通过微信群等方式转向线上带货。对于企业来说，虽然每个企业都有适合各自的线上线下比例，但线上始终是重要渠道之一：由于线上数据易于监测，部分企业选择在线上先打出口碑，再引流至线下，实现了弯道超车；亦有企业将线上渠道作为推进信息中台建设、渠道扁平化改革、培育私域流量的关键切入点。对于部分消费者来说，居家线上一站式购物也逐渐成为习惯。为适应新时代的渠道变化，建立品牌信誉、优化线上展销方式是企业必须面对的课题，而其中灵活应对的企业则有望脱颖而出。

新兴渠道孕育新机会。主流电商平台获客成本近年呈走高趋势，而抖音等兴趣电商目前尚未形成竞争红海。虽然抖音主播经营结果盈亏不一，但抖音已成重要的引流窗口，且尤其适合小家电这类视频展示效果好的产品。以个护小电为例，上半年抖音渠道零售量占

比已超两位数。飞科电器借助抖音等渠道推动营销 C 端化，配合“小飞碟便携剃须刀”等新品，实现销售突破。预计下半年小家电企业在抖音的运营探索将进一步深入。

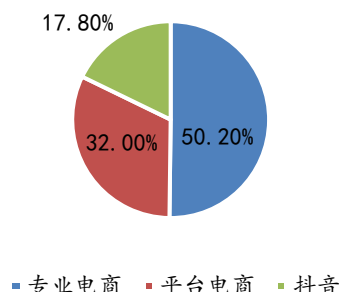
图 19 多个品类线上占比提升(%)



资料来源：家用电器工业信息中心，东海证券研究所

图 20 抖音成为个护小电重要的线上渠道之一(%)

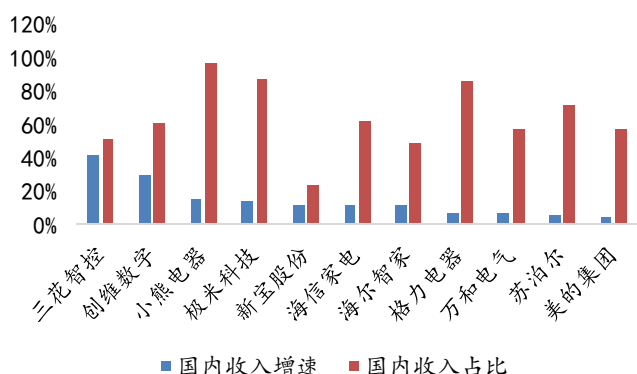
2022H1 个护小家电线上各渠道零售量占比



资料来源：奥维云网，东海证券研究所

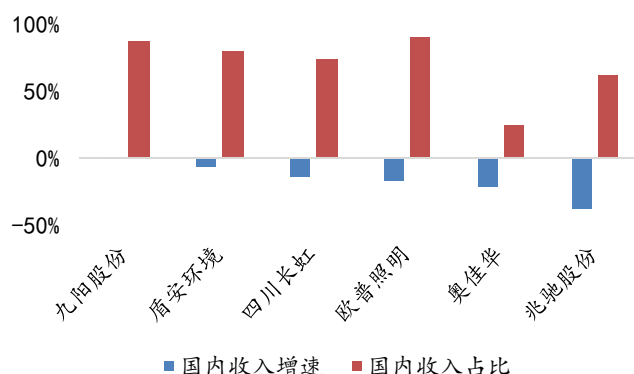
白电龙头内销仍增长，多家厨小电企业内销好于外销。为了便于对比，此处仍然选取了图 12-13 中的公司，统计其内销情况，结论如下：首先，龙头表现稳健，三大白电于压力之下仍然实现内销增长。三花、盾安两家零部件企业，虽然外销皆呈高景气，但三花内销增速明显高于盾安。第二，部分黑电潜力品类仍值得关注，极米、创维内外销实现双增。第三，小熊、新宝、苏泊尔内销增长，九阳基本与去年同期持平，结合前文来看，厨房小电板块内销相对好于外销。第四，按摩椅品类销售受疫情影响较大，结合前文，奥佳华内外销皆明显下滑。

图 21 多家公司今年上半年内销收入同比增长(%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图 22 部分公司今年上半年内销收入同比下降(%)

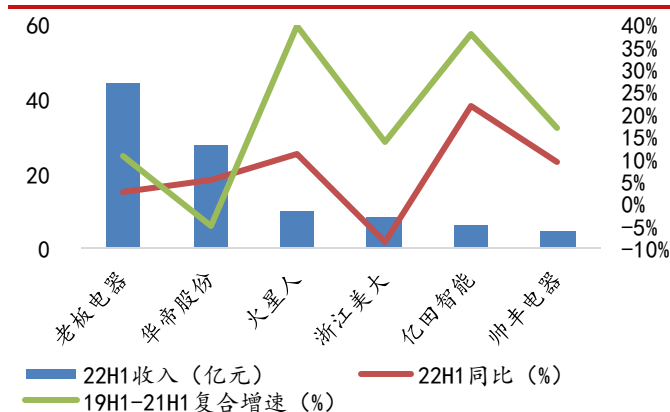


资料来源：同花顺，东海证券研究所

多家厨电公司收入增速放缓。图 23 中的厨电公司均以国内业务为主，其中传统厨电公司老板电器、华帝股份上半年收入分别同比增长 2.7%和 5.4%，集成灶新锐火星人、亿田上半年收入分别同比增长 11.0%和 21.8%，火星人、亿田线上线下全渠道拓展推动收入创新高。厨电与地产联系最为紧密，地产增速放缓的情况下，厨电销售自然也受到关注。考虑到 20-21 年基数变化对增速造成较大影响，此处计算了 19H1 至 21H1 的收入复合增速作为参考指标，对比发现，除华帝外，其他几家厨电公司收入增速皆放缓。重点厨电公司经营情况如下：(1) 今年上半年，华帝股份同步推进产品升级与品牌焕新，烟机收入同比基本持平，灶具、热水器收入同比分别增长 8.9%和 12.6%。(2) 老板电器上半年烟机、灶具收入同比基本持平，消毒柜收入下滑；二、三品类收入占比提升，一体机、洗碗机收入分别增长 36.7%和 44.5%，但蒸箱、烤箱收入下滑。(3) 集成灶企业收入增速明显回落。

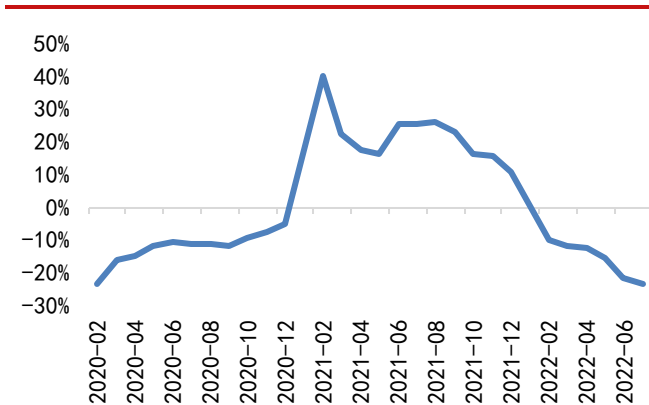
不过，与传统厨电不同的是，集成灶由于是扩张期的新品类，新开门店、经销商补充及优化仍有望贡献增量，在短期内部分抵消地产端的不利影响。但集成灶安装往往涉及烟道改造，非标准化属性较传统厨电更为突出；疫情反复对线下门店沟通交流造成影响，这是集成灶企业上半年面临的一大挑战。

图 23 厨电公司中报收入及增速(亿元, %)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图 24 房地产竣工面积累计同比近期走弱(%)

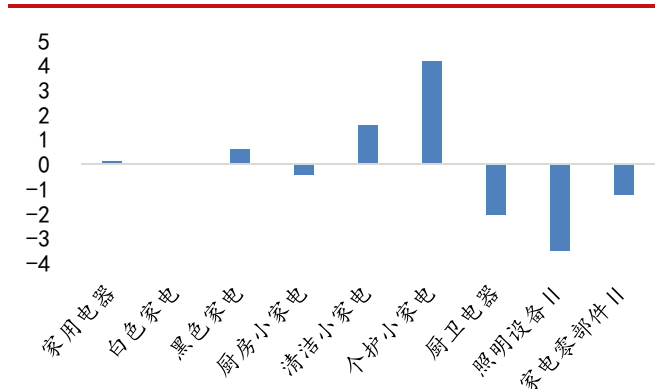


资料来源：同花顺，东海证券研究所

3. 整体净利率胜于去年，但地产链有所承压

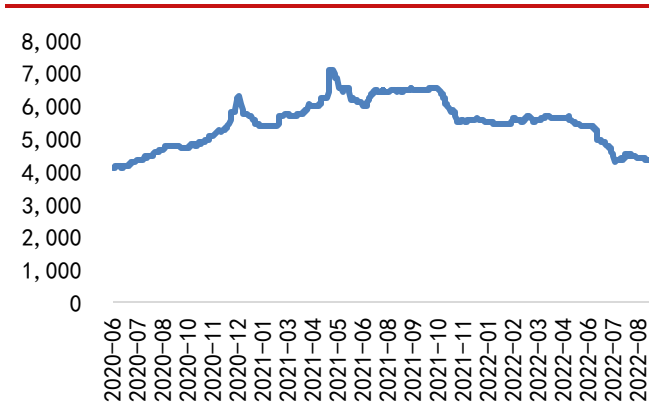
整体毛利率略有提升，厨电毛利率下滑，个护小电高端化策略见成效。整体法下，2022H1 家电板块毛利率 22.92%，同比增加 0.14pct。2022Q2 家电板块毛利率为 23.63%，同比增加 0.58pct。细分来看，厨卫电器、照明设备板块上半年毛利率明显承压，厨房小家电、白色家电毛利率略有下滑，个护小家电毛利率明显提升。厨房电器主要原材料为不锈钢、冷轧板、铜等，二季度价格虽有回落，但仍处于高位；此外，由于部分企业仍在使使用前期高价购入的库存原材料，Q2 原材料价格回落传导至报表端应有时滞。从终端售价看，厨电企业为应对原材料价格波动有所提价，但在需求波动、竞争激烈的情况下，行业整体提价幅度有限。而个护小家电的毛利率改善，则主要得益于产品升级。以飞科电器为例，上半年上市 14 款自主研发新品，着力打造“智能感应”剃须刀、便携式“太空小飞碟剃须刀”等差异化爆款，配合节日营销推出套装礼盒，电动剃须刀、电吹风等毛利率均提升。从行业数据来看，亦可观察到便携式电动剃须刀占比走高的趋势：据奥维线上监测，便携式电动剃须刀销量占比由 21 年初的 4.5% 提升至 22 年中的 17.8%。

图 25 家电板块及子板块毛利率同比变化(pct)



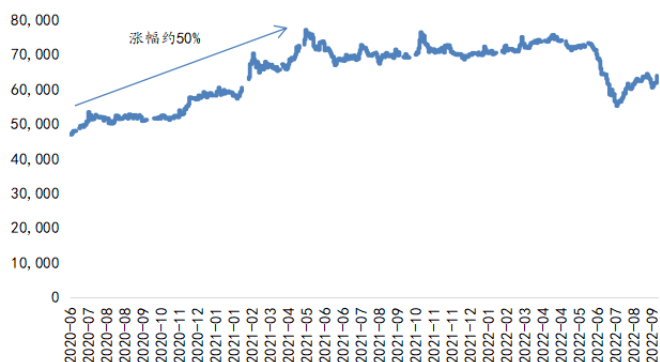
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图 26 冷轧板价格走势(元/吨)



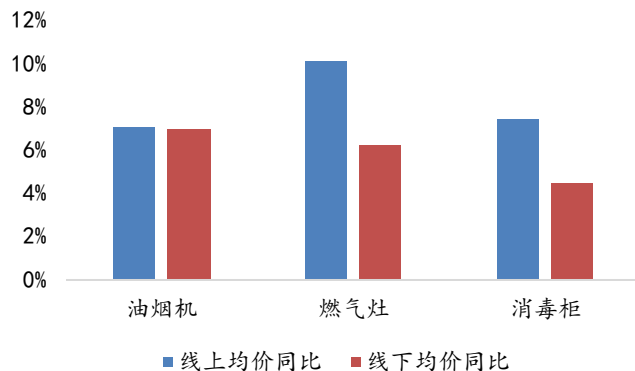
资料来源：同花顺，生意社，东海证券研究所

图 27 铜价走势(元/吨)



资料来源：同花顺，生意社，东海证券研究所

图 28 传统厨电上半年均价同比增长，但幅度有限(%)

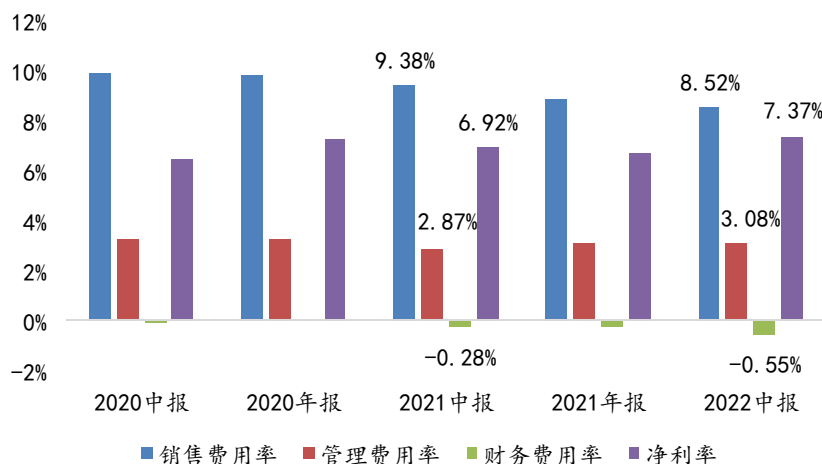


资料来源：奥维云网，东海证券研究所

白电龙头毛利率提升。格力电器上半年毛利率同比提升 0.8pct；其中，空调毛利率同比下降 0.2pct，其他业务毛利率同比提升 1.5pct。海尔智家毛利率较 2021 年上半年提升 0.2pct，主要因为：首先，公司优化了产品结构和型号竞争力，有效实施了供应链全面成本管理，研发及销售全流程实现协同，减少了 SKU 数量；再者，公司优化了二三级供应商的管理，提高零部件自制比例，提升了全价值链竞争力。美的集团制造业业务毛利率同比提升 1.2pct；按产品分类，暖通空调、消费电器毛利率分别同比提升 1.3pct、1.8pct，基本盘实力稳中有升，机器人、自动化系统及其他制造业毛利率同比下降 1.1pct，但该板块收入占比仅 7.5%。

销售费用投放等有所控制，板块整体净利率胜于去年。从费用结构来看，2022H1 家电板块销售费用率、财务费用率分别同比下降 0.86pct、0.27pct，管理费用率、研发费用率小幅上涨。细分来看，清洁、个护小家电板块销售费用率显著上浮，分别同比提升 3.68pct、3.36pct。净利率方面，整体法下，2022H1 家电板块净利率为 7.37%，同比增加 0.45pct。2022Q2 家电板块净利率为 8.14%，同比增加 0.79pct。细分来看，厨卫电器、照明设备、清洁小家电等品类净利率同比下降。此外，个护小电、其他家电板块的按摩器具相关个股净利率同比下降。

图 29 家用电器板块各项费用率及净利率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

表 5 2022 年上半年家电板块费用率及净利率同比变动 (pct)

	销售费用率同比	管理费用率同比	财务费用率同比	研发费用率同比	净利率同比
白色家电	-1.42	0.17	0.05	0.09	0.37
黑色家电	-0.06	0.30	-0.19	0.59	0.53
厨房小家电	-0.51	-0.18	-0.84	0.07	0.27
清洁小家电	3.68	0.10	-2.78	0.66	-0.71
个护小家电	3.36	0.27	-0.14	-0.55	-0.11
厨卫电器	-0.81	0.51	-0.88	0.35	-1.14
照明设备 II	-2.16	-0.06	-1.30	0.02	-2.09
家电零部件 II	-0.75	0.03	-1.01	0.23	1.37
其他家电 II	1.34	1.23	-2.39	0.38	-2.77

资料来源：同花顺，东海证券研究所

表 6 个护小家电及其他家电板块重点公司净利率 (%) 及同比变动 (pct)

证券名称	所属申万行业	主营产品	2022H1 净利率 (%)	2021H1 净利率 (%)	净利率同比 (pct)
倍轻松	个护小家电	智能便携按摩器	-7.74	7.63	-15.37
奥佳华	其他家电 III	按摩椅、按摩小电等	0.41	7.42	-7.01
荣泰健康	其他家电 III	按摩椅、按摩小电	7.88	11.21	-3.33
飞科电器	个护小家电	电动剃须刀、电吹风等	19.98	17.88	2.10

资料来源：同花顺，东海证券研究所

汇兑收益对企业盈利产生积极影响。与往年不同的是，今年人民币兑美元汇率贬值幅度较大，这在部分公司的财务报表上也得以体现。由表 5 可知，清洁小家电、其他家电板块财务费用率明显下降，主要系汇兑收益增加所致。表 7 列示了部分公司汇兑损益的情况，由于该科目在报表附注的财务费用明细中列示，故此处的负号代表的是汇兑收益。

表 7 清洁小家电及其他家电板块重点公司汇兑损益情况 (百万元)

证券名称	所属申万行业	2022H1 汇兑损益	2021H1 汇兑损益	汇兑损益同比变化金额
莱克电气	清洁小家电	-160.61	30.47	-191.08
科沃斯	清洁小家电	-58.34	41.44	-99.78
奥佳华	其他家电 III	-53.44	43.71	-97.15
德昌股份	清洁小家电	-73.35	12.02	-85.37

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4. 经营性现金流改善，存货、应收账款周期延长

2022H1 板块整体经营性现金流净额同比增长。其中，白电、黑电、厨房小家电板块经营性现金流增长显著，清洁小家电、厨卫电器经营性现金流同比下滑。清洁小家电板块，石头科技经营性现金流净额大幅下降，较上年同期减少 81.67%，主要系公司未到期应收货款增加；备货库存增加、销售费用显著升高引起资金支付增加。对于应收账款客户，石头科技披露，主要为合作稳定、信用资质良好的关联方及大型电商平台等。厨卫电器板块，老板电器、火星入经营性现金流同比减少金额较多，但两者应收账款及存货金额较为稳定，老板电器应收账款及存货分别同比增长 0.24%、0.31%，火星入应收账款和存货分别同比增长 2.33%和 1.36%。老板电器经营性现金流减少，主要系购买原材料及各项费用支出增

长所致。火星人经营性现金流减少，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长所致，此外支付给职工的现金亦有小幅增长。

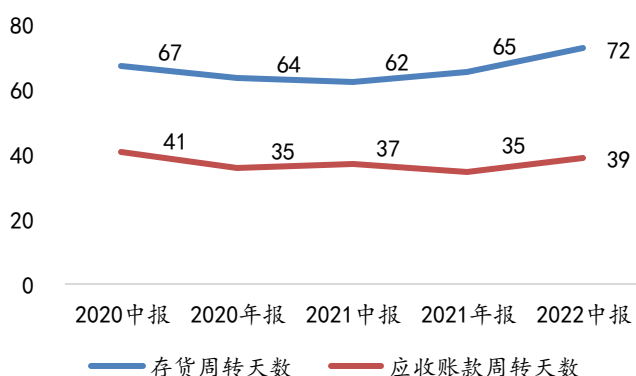
表 8 家电子板块经营性现金流情况 (亿元)

	2021H1	2022H1	同比变动额
白色家电	239.11	424.93	185.82
黑色家电	-57.96	42.43	100.39
厨房小家电	-7.60	23.54	31.14
清洁小家电	16.54	15.89	-0.65
个护小家电	3.00	3.40	0.40
厨卫电器	15.45	9.01	-6.44
照明设备 II	-3.63	5.99	9.62
家电零部件 II	25.28	28.24	2.96
其他家电 II	0.91	1.92	1.00

资料来源：同花顺，东海证券研究所

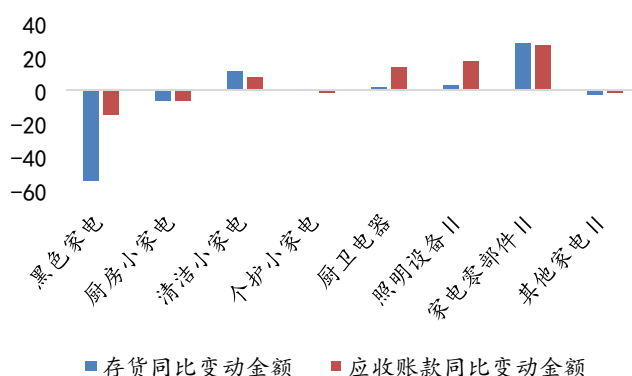
整体法下，家电板块上半年存货周转天数由 62 天升至 72 天，应收账款周转天数由 37 天升至 39 天。从绝对值看，黑电、厨房小家电板块存货及应收账款金额同比下降，清洁小家电、厨卫电器板块这两项指标皆同比增加。清洁电器板块，科沃斯应收账款由 12.9 亿元升至 15.7 亿元，莱克电气应收账款由 15.1 亿元升至 17.6 亿元，两者存货亦有升高。这两家公司人民币、外币应收账款皆有涉及，其中外币币种以美元为主。科沃斯的美元应收账款折合人民币金额由去年中报的 3.9 亿元升至 4.5 亿元，莱克电气的美元应收账款折合金额由 8.8 亿元升至 9.4 亿元。相较于前两年，今年清洁电器在内外销方面都遇到了新的挑战：内销短期内未出现差异明显、性价比高的新技术，仍以局部优化、技术追随为主；外销方面，曾经的主力市场欧美地区通胀高企。在此背景下，清洁电器企业呈现周转放缓的情况不难理解。而厨卫电器行业，由于线下安装属性最强，周转效率明显受到局部区域封控影响。

图 30 存货及应收账款周转天数(天)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图 31 存货及应收账款同比变化金额(亿元)



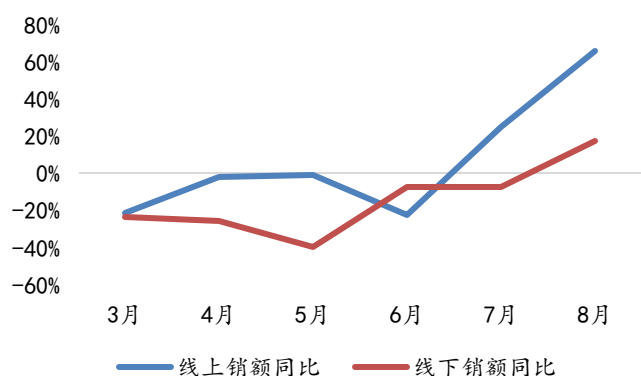
资料来源：同花顺，东海证券研究所

5. 展望后市，关注品质生活与绿色节能两条主线

5.1. 短期数据及展望

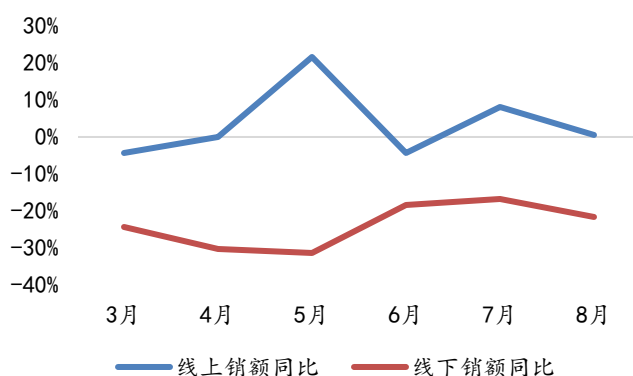
近期渠道数据回顾：酷暑拉动空调销售，传统厨电线下渠道改善。（1）空调板块，高温天气的带动作用有所显现，据奥维云网，7、8月空调线上、线下销额增速环比明显提升。从成本端看，铜、铝、钢等家电原材料价格同比回落，有望缓解空调制造企业成本压力。展望新冷年，空调销售在下沉市场、高端化、套系化、功能创新等方面仍具有机会。（2）厨房大电板块，据奥维云网，7、8月油烟机线上销额同比增长，线下销额同比降幅收窄。7月集成灶全渠道推总零售额同比增长2.3%，8月小幅承压，头部品牌线上排名稳固。

图 32 空调线上线下载监测销额同比(%)



资料来源：奥维云网，东海证券研究所

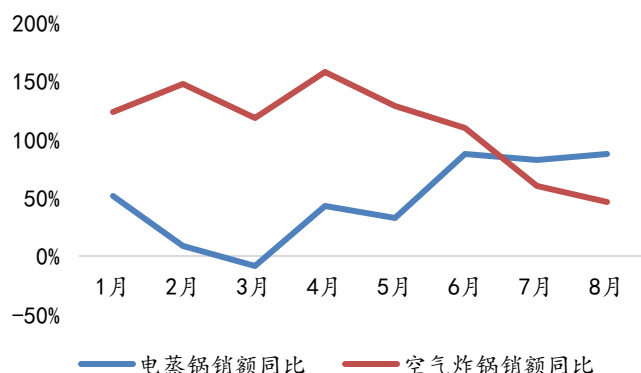
图 33 油烟机线上线下载监测销额同比(%)



资料来源：奥维云网，东海证券研究所

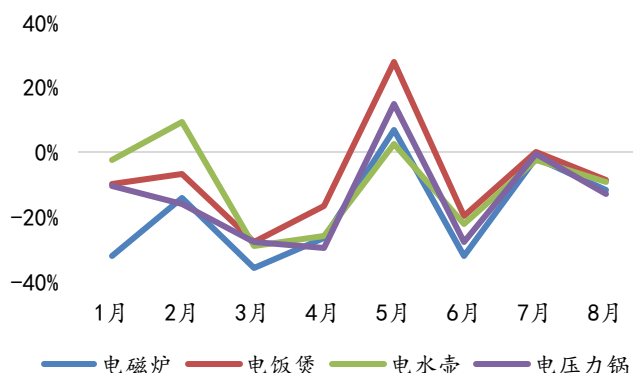
小家电板块表现分化，关注新品类。厨房小电板块，据奥维云网，7月电饭煲等前期承压品类线上销额降幅均收窄至10%以内，但8月同比降幅再度拉大。不过，新品类仍维持良好增势，据通联数据，空气炸锅、电蒸锅7、8月天猫淘宝销额同比增速均超45%。清洁电器板块，从7、8月线上监测数据看，扫地机整体延续价增量减趋势，洗地机量额则皆呈现高增长。但从机型来看，8月初部分头部品牌对抹布自清洁扫地机进行了降价，此类扫地机的性价比有望进一步凸显，进而带动产品渗透率提升。

图 34 天猫淘宝平台电蒸锅、空气炸锅销额增速(%)



资料来源：通联数据，魔镜，东海证券研究所

图 35 传统厨房小电品类线上销额同比增速(%)



资料来源：奥维云网，东海证券研究所

投影延续高景气。根据奥维云网数据,传统电商平台7月线上家用智能投影销量为35.4万台,同比增长9%;销售额5.7亿元,同比增长17%。7月市场均价为1610元,同比上涨8%。从竞争格局来看,7月传统电商渠道品牌超过150家,较去年同期增加约50家;TOP10品牌市场份额合计57%,较去年同比下降9%。在DLP市场中,CR4达到81%;其中,极米具有绝对优势,份额同比提升1.6pct,坚果、当贝、小米分列第2至4位。

出口方面压力仍存。7、8月家电整体出口额(美元计价)分别同比下降8%、16%。年初至今累计来看,多数传统品类回落,但电扇、空调等出口相对平稳。

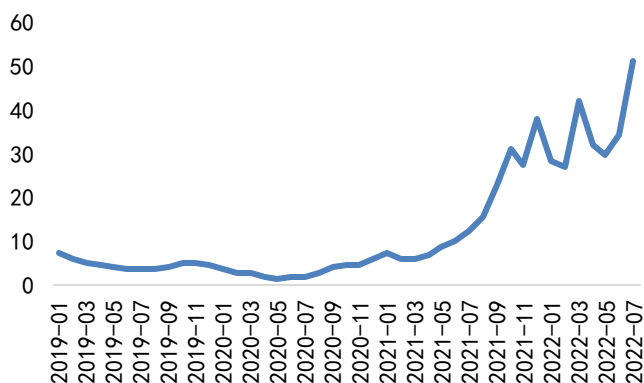
促消费政策持续推进,关注消费分级、品牌分化。近期上海、天津、宁波、江西等多地发放消费券,短期内有望带动线下门店销售;广东亦针对以旧换新出台了奖补政策,有望在全国形成示范效应,带动其他地区出台措施促进绿色智能家电消费。但消费行为受多方因素影响,具体拉动效果仍有待观察,产品上新与双十一大促或将成为下半年的重要催化因素。在整体市场波动的背景下,年轻化且性价比突出的投影、厨房小电、下沉区域布局完善的集成灶龙头可能存在结构性机会。而传统大家电领域,马太效应有望加剧,白电龙头也将继续推进多元化探索。

寻求变革是大势所趋。从半年报收入结构看,美的、格力、海信均发展出第二增长曲线。其中,美的B端(工业技术、楼宇科技、机器人与自动化及数字化创新业务)收入占比为25%,同比增长13%;C端智能家居业务占比为75%,同比增长4%。格力B端(绿色能源、工业制品)收入占5%,同比增长81%;C端收入占95%,同比增长2.3%。

海信B端(三电,其他业务)收入占比16%,同比增长214%,高增速主要系股权收购并表导致,C端收入占比84%,同比增长7.8%。向新能源、泛工业领域拓展将成为家电集团未来布局的长期策略。

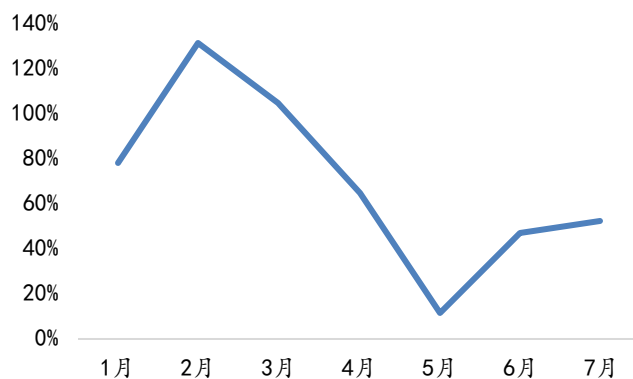
展望未来,绿色节能有望成为行业另一条新主线。建议关注空气能热泵品类及转型新能源车零部件的相关公司。欧洲布局能源转型,空气源热泵出口或迎来机遇。近年来,欧洲多国陆续出台补贴政策,加快热泵部署速度。俄乌冲突下,欧洲天然气供应风险进一步凸显,推动采暖方式多样化尤为关键,热泵在欧洲的渗透率有广阔的提升空间。今年上半年我国空气源热泵出口额持续高增长。与空调相比,空气源热泵出口市场集中度较低,据产业在线,2020年头部品牌芬尼科技销售额占比为27%,其他品牌占比则为个位数。除了热泵专业厂商,传统白电龙头、热水器公司亦有布局空气源热泵品类,但该业务在其整体业务中占比有限。此外,压缩机、屏蔽泵、阀件等为空气源热泵主要零部件,亦有望受益于空气源热泵需求的提升。零部件转型方面,已有部分家电公司切入新能源汽车热管理、车用EPS电机、车灯、充电桩等领域。参考松下、LG电子等日韩家电龙头近年发展路径,汽车零部件亦是多元化布局中的重要板块。

图 36 欧洲天然气价格走高(美元/百万英热单位)



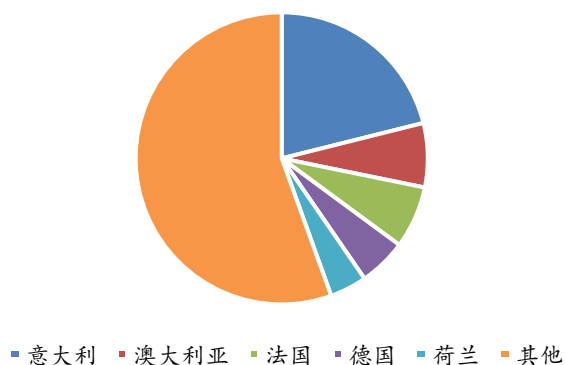
资料来源: Choice, OPEC, 东海证券研究所

图 37 压缩式热泵出口金额当月同比(%)



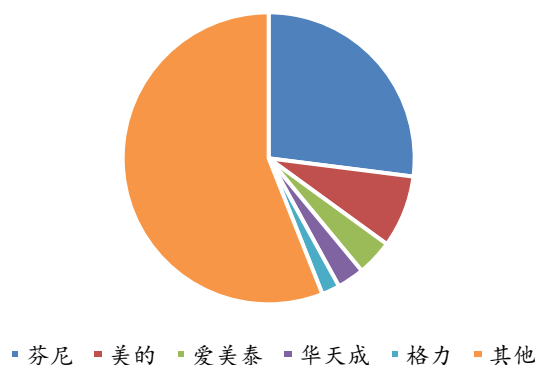
资料来源: 同花顺, 海关总署, 东海证券研究所

图 38 2022 年 7 月我国空气源热泵出口区域份额(%)



资料来源: 产业在线, 东海证券研究所

图 39 2020 年热泵出口各品牌份额(%)



资料来源: 产业在线, 东海证券研究所

5.2.站在长期看趋势

复盘以往, 成功的家电企业受益于品类的普及和市占的提升。一方面, 在城市化、家电下乡等因素的推动下, 大家电保有量提高。另一方面, 头部企业凭借对产品及渠道的把控, 从多轮竞争中脱颖而出。

沉几观变, 差异需求、数字技术、文化交融带来新趋势。(1) 消费分级: 高线城市与低线城市收入差距明显, 孕育出不同的消费习惯。一方面高端市场增幅明显快于行业大盘; 另一方面低线级市场成为部分玩家集中进驻的方向, 且竞争愈发激烈。(2) 数据互联, 机遇与竞争并存: 智慧互联技术与数据跟踪工具为家电企业设计新产品、挖掘新需求带来机会, 但同时, 线上流量的争夺、产业链的数字化转型也将引发新一轮的优胜劣汰。(3) 中西交融, 青出于蓝: 随着居民对生活品质要求的提高, 洗碗机、扫地机等国外先行兴起的新品类逐渐为国内消费者接受。中国家电企业创新能力增强, 在某些品类上, 已从追随模仿走向引领潮流。

展望未来, 关注两类公司: 多元化的家电集团和专业化的细分赛道龙头。龙头家电集团品牌力突出且拥有规模优势, 在套系化销售的潮流中更具竞争力。借助收购走多品牌、多品类、全球化道路, 亦是部分海外家电公司的成功经验。但同时, 战略选择对企业影响深远, 业务扩张应是建立在能力圈之上的审慎决策。虽然传统大家电市场逐渐进入存

量竞争时代，但新兴品类仍具有结构性机会，细分赛道龙头有望凭借深耕某一领域或是抓住非传统渠道，以更专业的技术积累或是个性化定位，占得一席之地。

放眼海外，成熟期的家电企业如何走？海外代表品牌近年来大致呈三种发展方向：出售家电业务、仍有家电业务但重心偏向转型、坚守家电主业。(1) 让位于集团战略的出售选择：以西门子等工业集团为代表，为专注于更高利润的 B 端业务，放弃占比较低的家电板块。向工业领域延伸，也是部分中国企业探索的方向。但发展的不同之处在于，上述海外巨头的决策是夯实原有的工业矩阵，而中国企业则致力于由家电品牌迈向工业集团。(2) 迈向新领域：松下、LG 电子、索尼等企业为应对传统业务的颓势，走向多元化道路。部分新业务现已初见成效，但其中过程颇为曲折。(3) 专注家电本业的国际巨头：受益于深厚的品牌积淀、关键性的合理决策，大金、惠而浦等公司仍活跃在家电市场。全球化通常被寄予希望，能够为成熟期的企业注入活力，但不同企业不同区域的实施结果可能有所区别，外资品牌本地化运营的方式值得思考。(4) 异曲同工，无论选择哪种发展路线，低碳发展都是海外家电企业步入成熟阶段的重要课题。

6. 风险提示

(1) 疫情反复风险：局部地区疫情封控政策可能对家电门店运营、物流运输造成影响。

(2) 宏观经济下行风险：宏观经济变化可能影响消费者收入状况，导致其调整在家用电器方面的支出。

(3) 原材料价格波动风险：原材料成本在家电成本中占比较高，铜、铝、塑料等原材料价格大幅波动将影响家电企业利润情况。

(4) 市场竞争加剧风险：整体需求面临压力的情况下，部分企业可能会采取激烈的价格竞争策略，导致盈利受损。

分析师简介:

王敏君, 东海证券高端制造组分析师, 中央财经大学本硕, 曾就职于西部证券。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 59707105

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089