



国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

国金证券 掘金 · 中报业绩总结

至暗已过，底部关注消费复苏

分析师：谢丽媛

执业编号：S1130521120003

联系人：贺虹萍、邓颖、闫哲坤、李琳

DATE: 2022/9/1

会议核心观点

上半年在疫情黑天鹅、全球经济疲软影响下，家电板块整体收入微增，部分龙头公司逆势表现出了强劲的经营韧性。在需求承压的情况下，多数企业趋于保守稳健投放、注重经营质量的提升，利润端家电板块盈利能力整体有所提升，原材料价格同比压力趋缓，备货周期报表端存在时滞，白电龙头毛利率开始修复，其他板块仍有承压；控本提效成为主线。营运水平看，经济疲软、企业多选择持币，现金流有明显改善，营运能力则略有承压。

展望下半年，当前社零已稳步恢复，预计整体消费环境将有好转，原材料价格下降影响预计将有集中体现，当前家电板块处于业绩与估值底部，建议积极关注。

推荐标的：极米科技、新宝股份、海尔智家、美的集团、亿田智能。

会议观点提炼

上半年在疫情黑天鹅、全球经济疲软影响下，家电板块整体收入微增，部分龙头公司逆势表现出了强劲的经营韧性。在需求承压的情况下，多数企业趋于保守稳健投放、注重经营质量的提升，利润端家电板块盈利能力整体有所提升，原材料价格同比压力趋缓，备货周期报表端存在时滞，白电龙头毛利率开始修复，其他板块仍有承压；控本提效成为主线。营运水平看，经济疲软、企业多选择持币，现金流有明显改善，营运能力则略有承压。展望下半年，当前社零已稳步恢复，预计整体消费环境将有好转，原材料价格下降影响预计将有集中体现，当前家电板块处于业绩与估值底部，建议积极关注。推荐标的：极米科技、新宝股份、海尔智家、美的集团、亿田智能。

收入端：暂时承压，龙头彰显经营韧性

- 内销：品类增速有所放缓，新兴品类景气度相对高
- 外销：家电出口趋弱，品牌韧性更优

利润端：盈利能力整体有所提升

- 毛利率：白电明显修复，其他板块时滞仍有承压
- 期间费用率：控本提效成为主线

经营质量：现金流回暖，周转略有放缓

投资建议

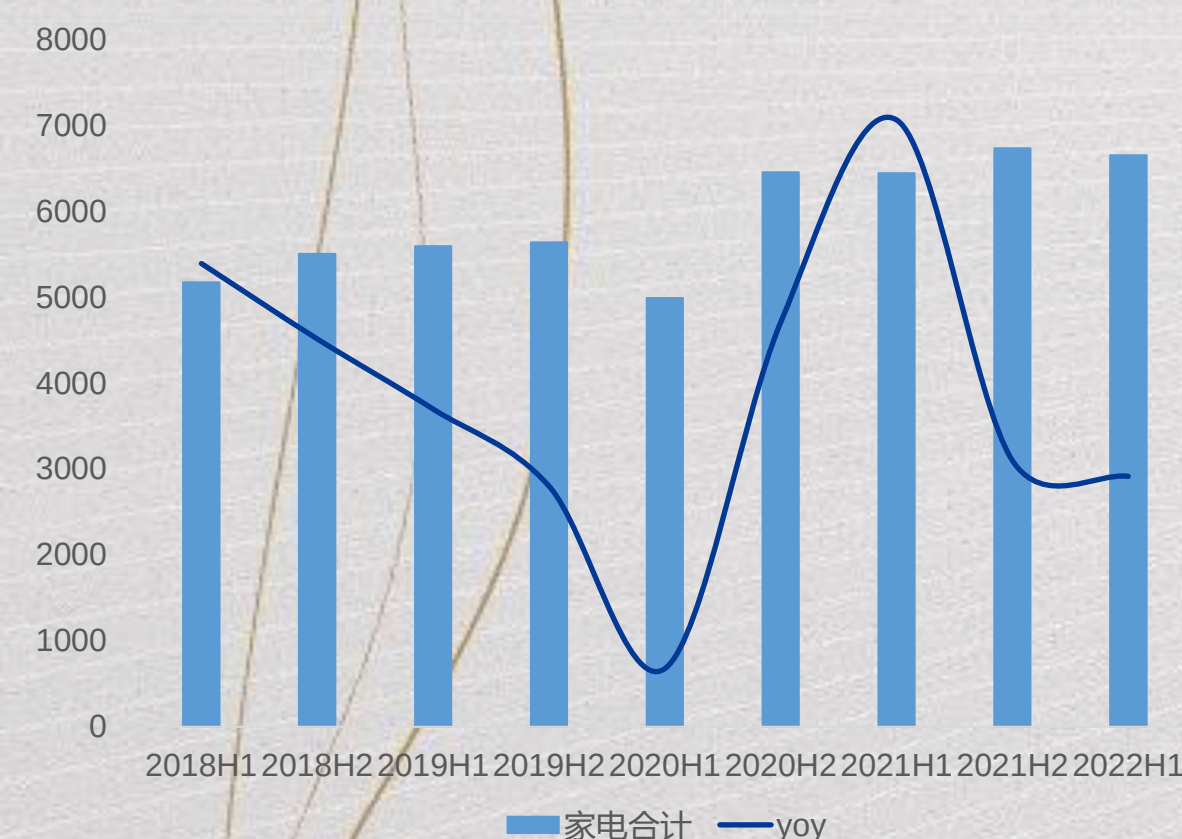
风险提示

□ **22H1疫情影响国内消费承压，家电板块整体营收微增。** 22H1家电板块实现营收6648亿元，同比微增3.2%，分季度来看，Q1实现增速6.4%%，环比Q4变动幅度-1.4pct；3月以来多地疫情爆发，且此轮疫情严重波及物流致消费受阻，家电作为可选消费品类承压较为明显，Q2单季度板块整体收入增速下滑至0.5%。

□ 具体来看，**生活电器、白电、零部件板块表现较好**，拆分季度看Q1明显好于Q2：

- ✓ **白电**：22H1收入+7%（Q1+10%；Q2+4%）。收入增幅主要系均价提升拉动，量方面，疫情+终端需求疲软致Q2空冰洗内销增速回落（根据产业在线，空冰洗Q2内销增速分别为-1%、-12%、-12%）。
- ✓ **厨房大电**：22H1集成灶+6%，烟灶（老板+华帝）增长4%，对应Q2集成灶、烟灶分别为-6%、+0.3%。集成灶企业多分布在浙江，Q2受疫情影响出货量急剧下滑，目前已逐步恢复。
- ✓ **生活电器**：22H1收入+10%，对应Q2为+6%。具体地，扫地机行业产品结构升级，均价提升带动行业销额增长，清洁龙头科沃斯、石头科技逆势实现收入20%以上增长。飞科电器受益于产品升级顺畅Q2收入+33%。
- ✓ **厨房电器**：高基数压力有所放缓，22H1收入增速2%，环比21H2为+2pct。分季度看，Q1+8%，Q2受疫情影响增速下滑至-4%。
- ✓ **视听电器**：板块分化明显，22H1整体收入增速-14%，对应Q2为-14%。极米、光峰景气度较高，22H1收入增速分别为21%、15%，对应Q2分别为17%、28%。
- ✓ **零部件**：22H1收入+7%，对应Q2为+2%。多数主业承压，第二曲线强劲。

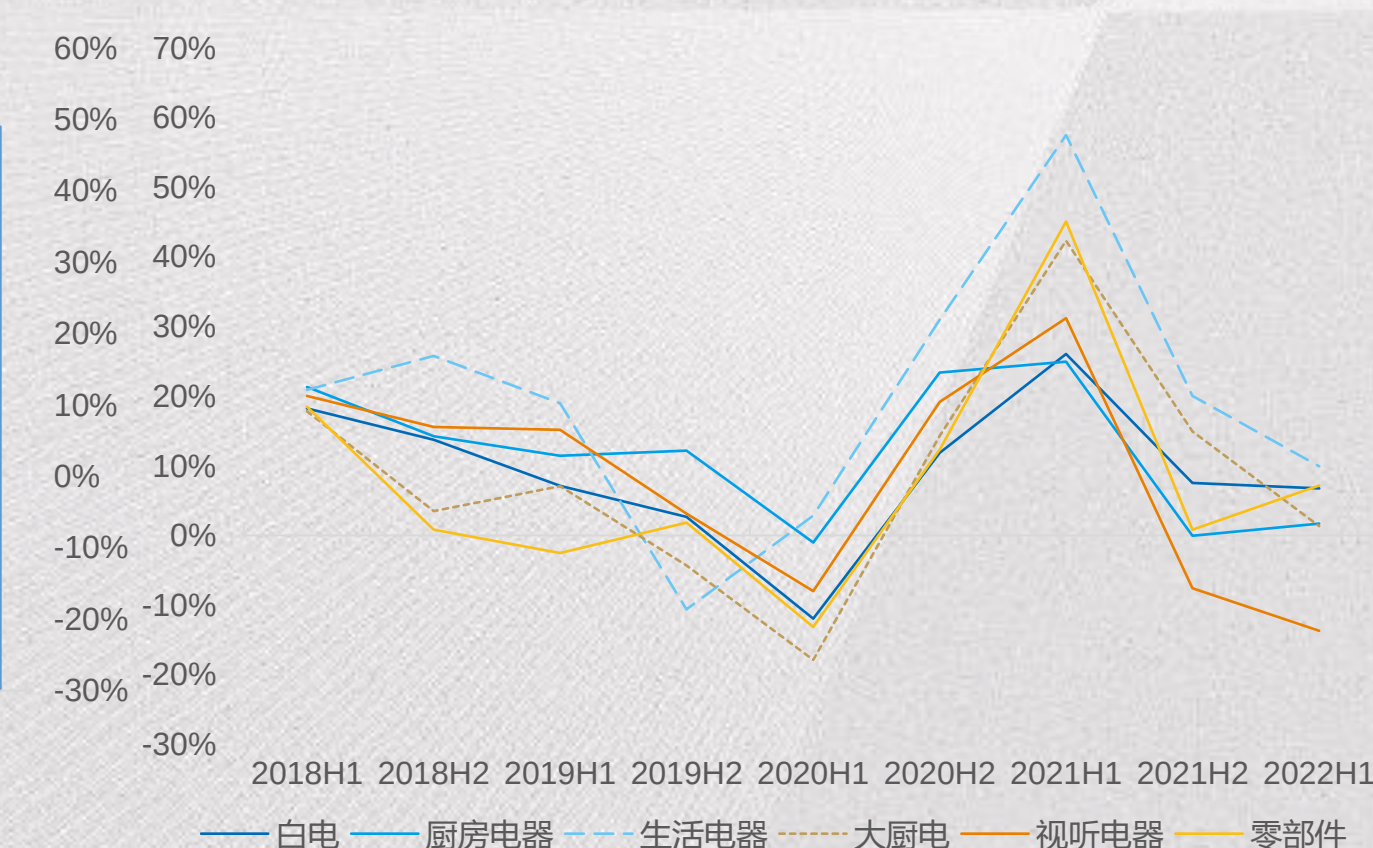
家电板块半年度营收及同比



家电板块季度营收及同比



分板块半年度营收及同比增速



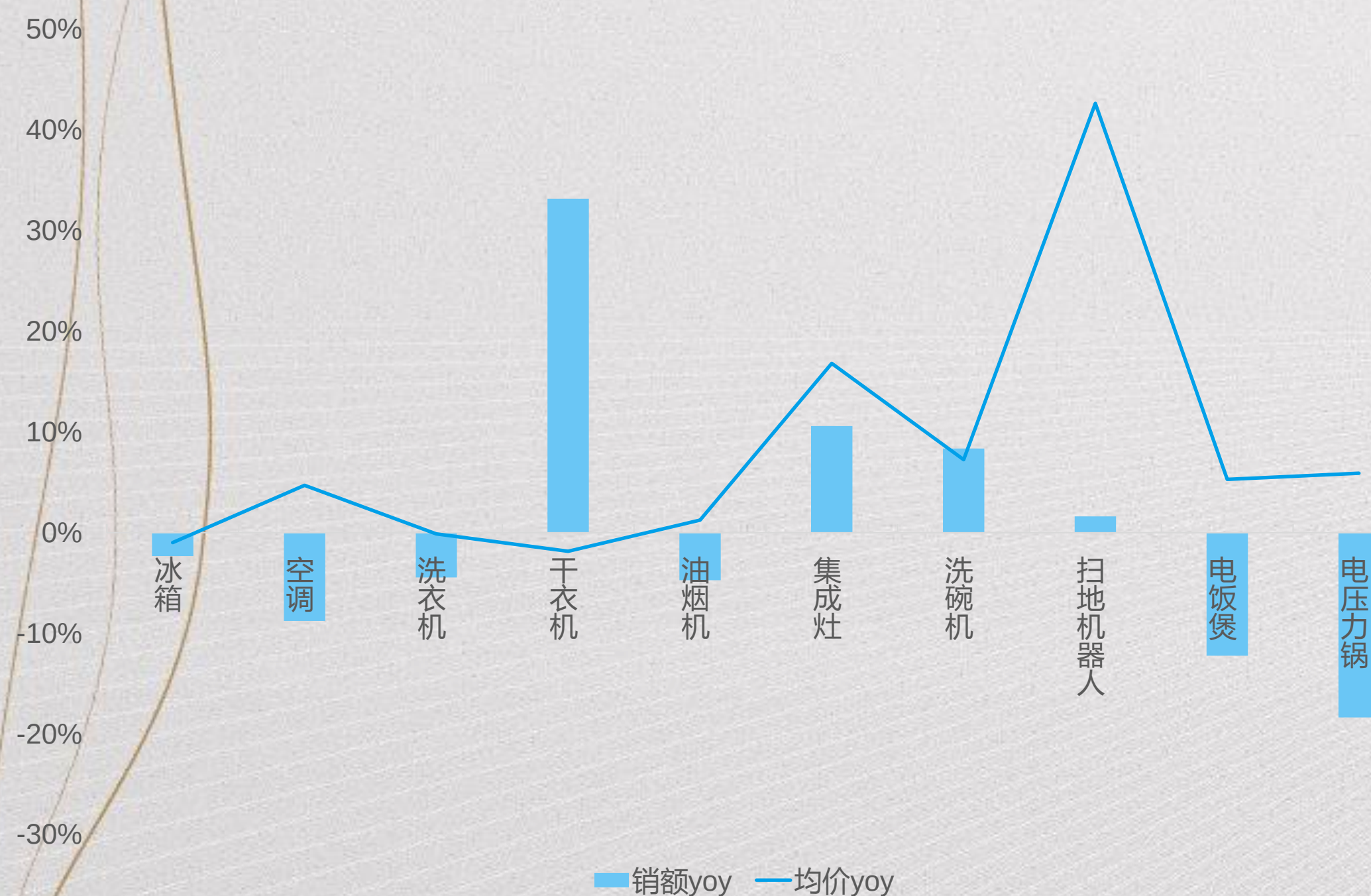
分板块季度营收及同比增速



内销概览：品类增速有所放缓，新兴品类景气度相对高

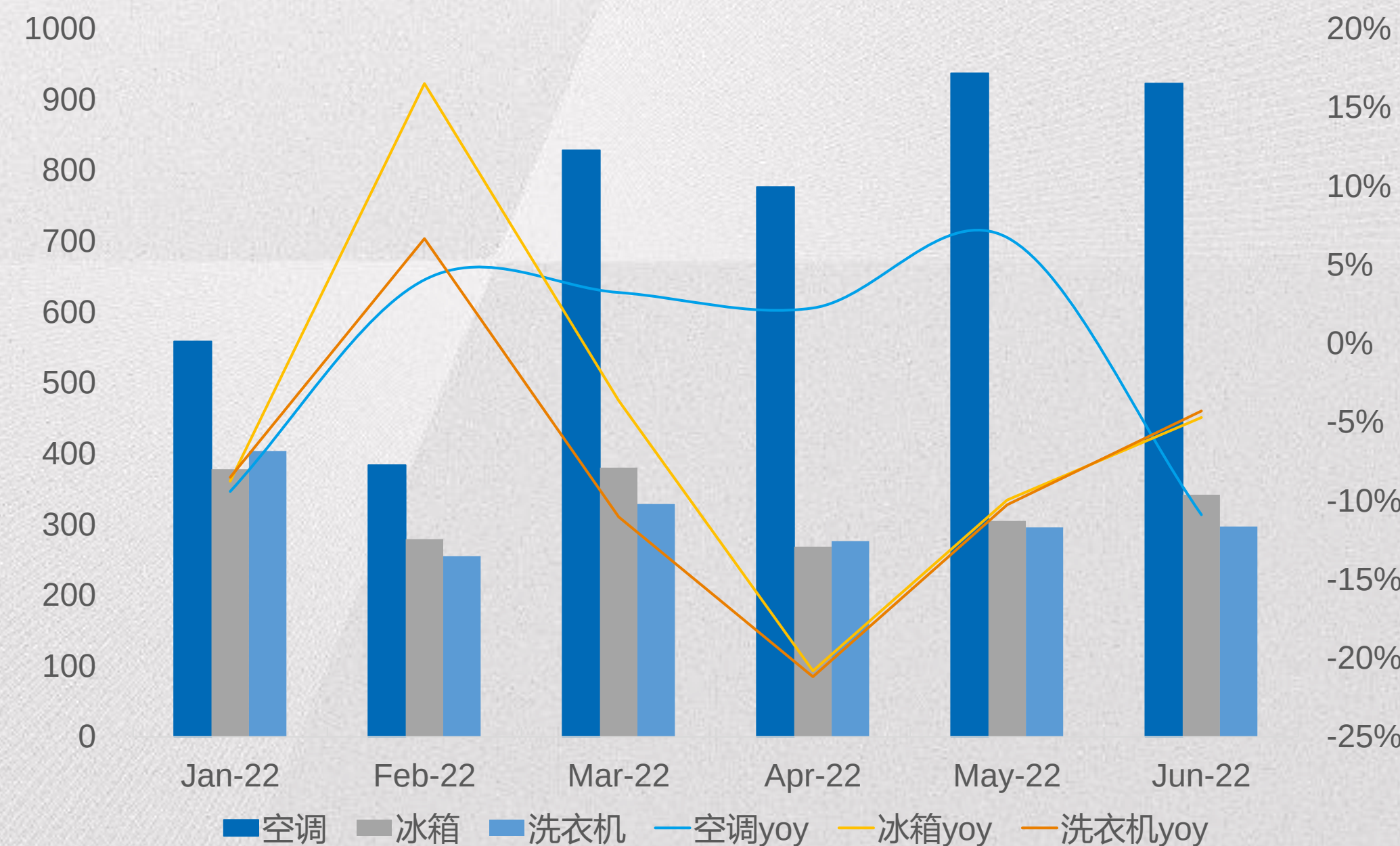
- 白电上半年内销出货量整体承压，5月起进入回暖通道。**空调、冰箱、洗衣机22H1内销出货分别-1%、-6%、-9%，主要系疫情反复影响产销+居民消费信心不足，出货量下滑。冰洗从5月起降幅明显收窄，空调则从6月下旬起受多地高温影响，零售端进入高增长。空调由于此前经历价格战，加之龙头企业今年均开始以盈利为导向，均价提升更为明显（+5%，累计至7月）。渠道低库存+多地高温天气持续+龙头企业渠道改革深化（格力和海尔最为明显），空调景气度有望持续。冰箱和洗衣机的升级仍由海尔带动，其零售端提价幅度在双位数以上。
- 新兴品类增速相对较高，扫地机均价提升成为主逻辑，传统厨小电有所承压。**根据奥维云网，集成灶、洗碗机、干衣机全渠道销额分别+10%、+8%、+33%，渗透率持续提升。扫地机器人H1均价提升43%，销额+2%。销量下降主要系疫情影响消费信心，渗透率提升速度暂时放缓，以及21H2行业新品迭出且升级明显，不好用的旧品加速淘汰，导致整体销量下降，且带动均价明显提升。电饭煲、电压力锅销额增速-12%、-18%，提价幅度在5%左右，大众品类受宏观经济影响更为显著，以美的为代表的传统小家电龙头22年起更加重视盈利，推新卖贵。

主要家电品类销额及均价增速



来源：奥维云网，国金证券研究所

白电内销出货量增速



来源：产业在线，国金证券研究所

内销概览：社零地产双承压，预计下半年将有好转

□ 3月以来多地疫情爆发拖累22H1社零表现，目前已逐步恢复，家电类恢复好于社零整体。22H1社零总额21.04万亿元，同比-0.7%，其中家电类4466亿元，同比+0.4%，主因Q2拖累（社零整体Q1yoy+3.3%，其中家电类yoy+5.9%）。3月以来多地疫情爆发，且此次疫情严重波及物流致消费受阻，社零增速急剧下滑，4月社零整体（yoy-11%）、5月家电社零下滑幅度（yoy-11%）达双位数。进入下半年，消费显现复苏迹象，7月社零总额同比+2.7%，其中家电类同比+7.1%。

□ 地产颓势明显，22年地产数据累计跌幅持续走阔。各地陆续出台稳楼市措施，政策端接连释放改善信号的背景下，预期下半年整体好于上半年。截至7月，商品房销售面积、房屋竣工面积、房屋新开工面积分别累计下滑23%、23%、36%，跌幅较前期有小幅扩大。

社会消费品零售总额当月值及同比增速



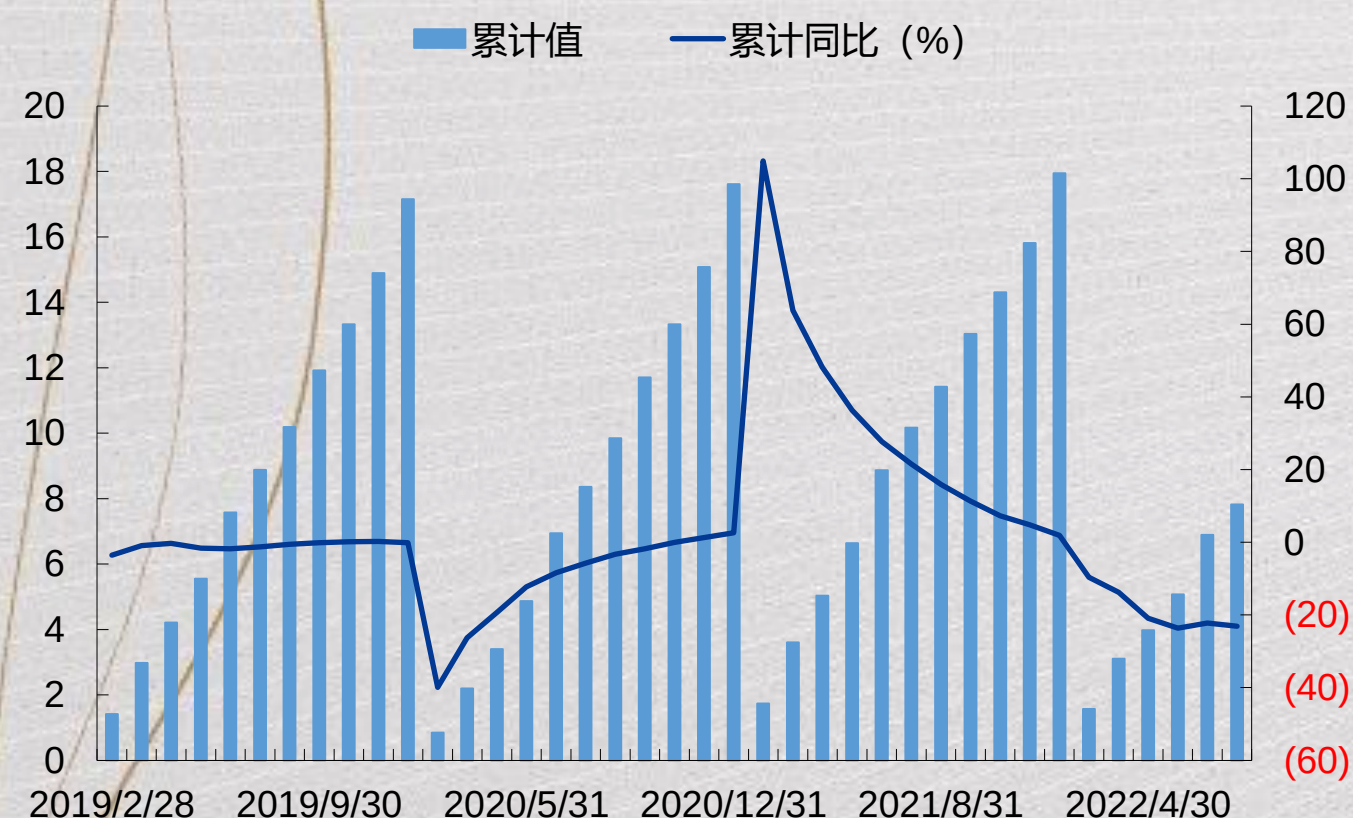
来源：wind，国金证券研究所

家电类社零当月值及同比增速



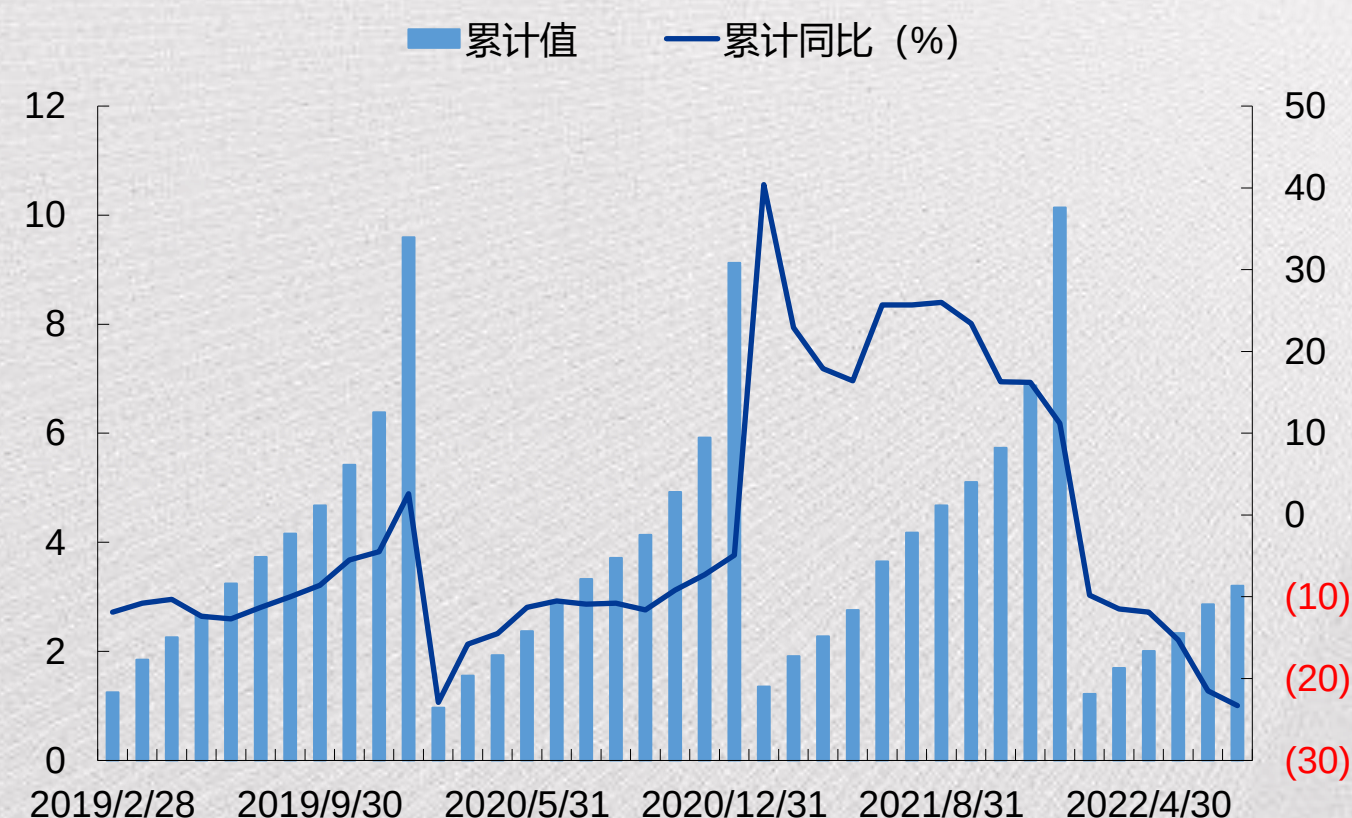
来源：wind，国金证券研究所

累计商品房销售面积



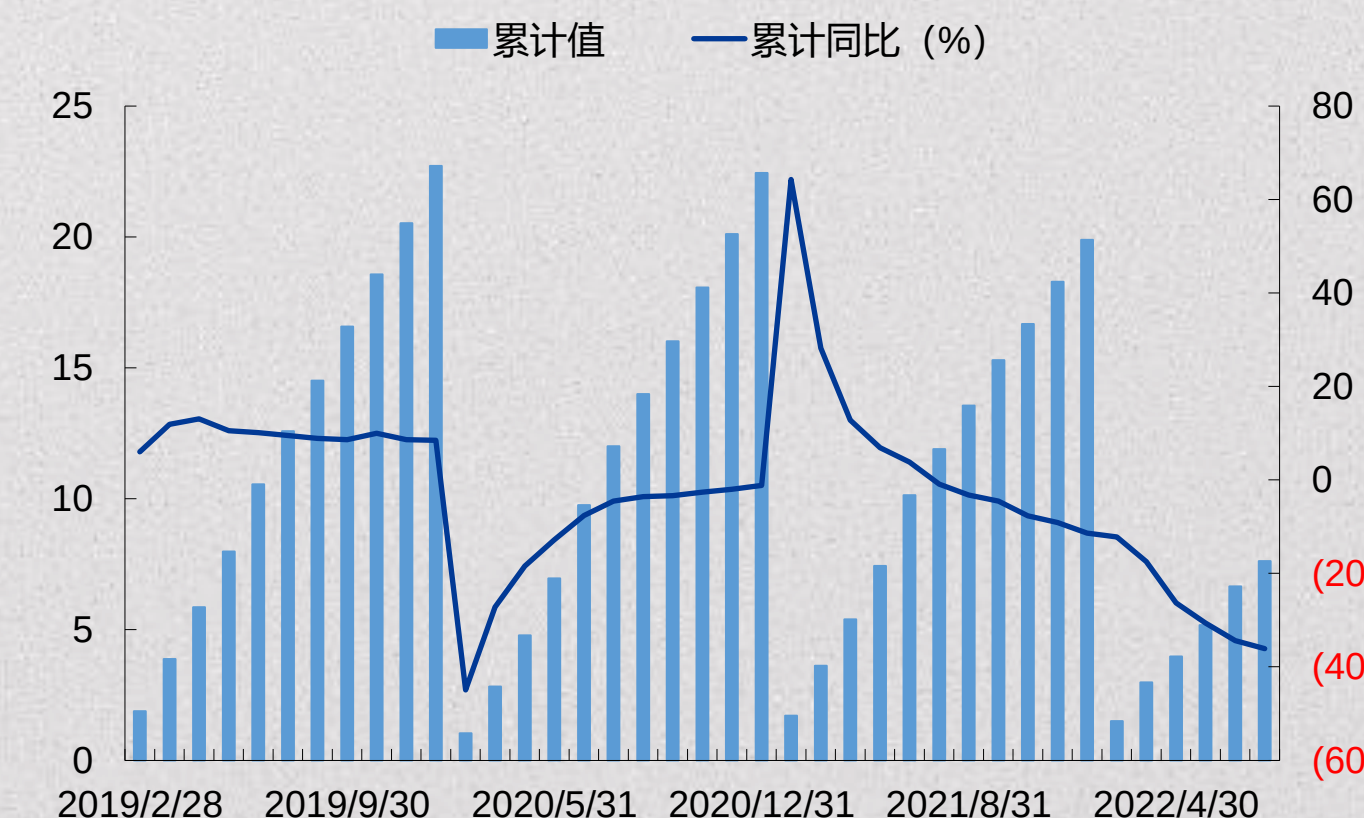
来源：wind，国金证券研究所

累计房屋竣工面积



来源：wind，国金证券研究所

累计房屋新开工面积

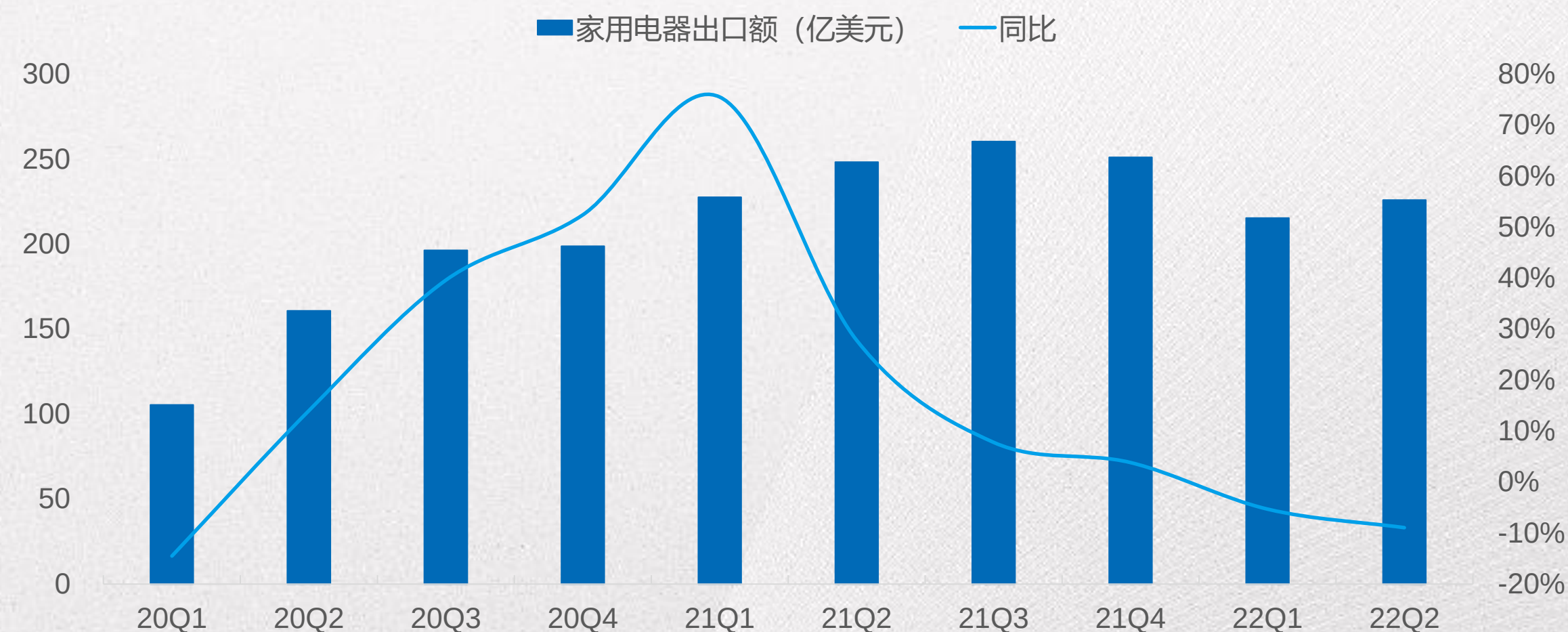


来源：wind，国金证券研究所

地缘冲突、通胀高企，海外需求较为疲软。 22年海外形势趋于严峻，俄乌冲突影响消费信心，欧美通胀高企在一定程度上亦抑制海外消费需求，终端品牌商零售商正加速推进渠道去库存，美国商务部数据显示22年以来美国零售商库存金额环比持续增长，但销售相对疲软，目前零售商的库存/销售比仍有提升。

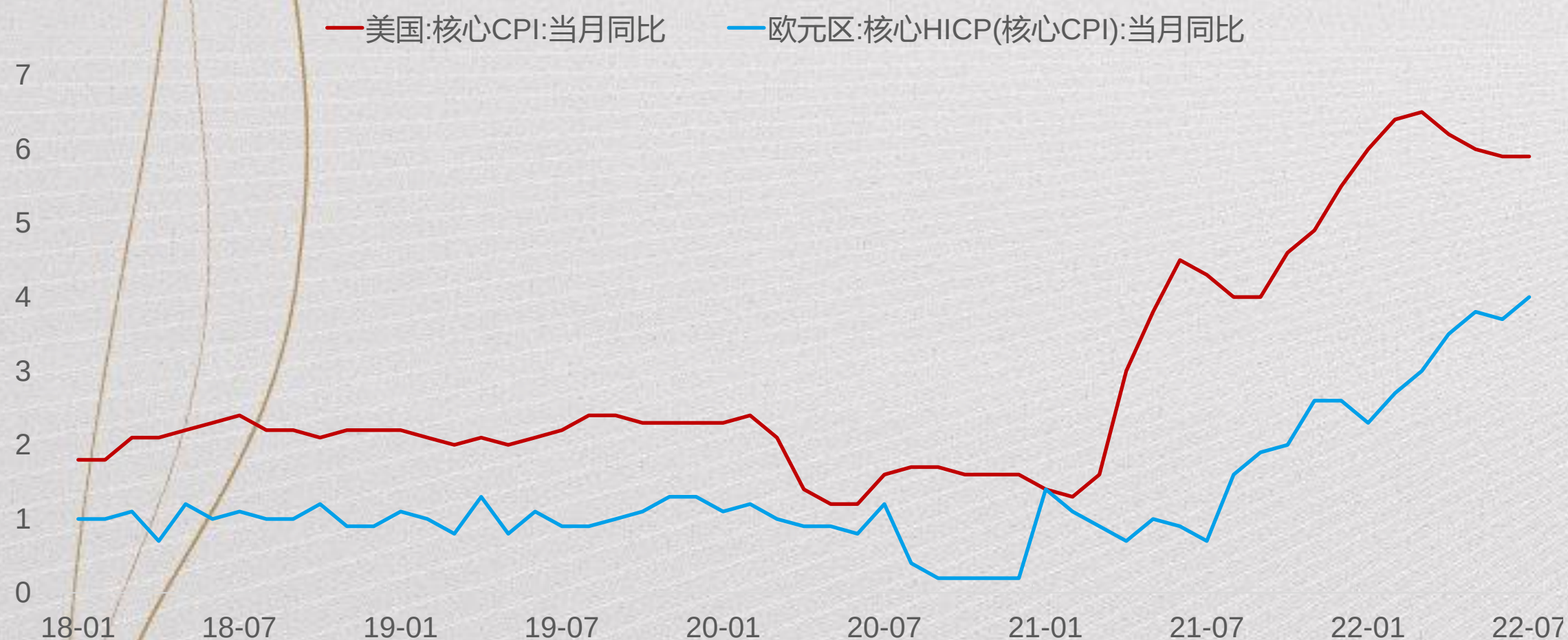
高基压力，家电出口额承压。 海关总署数据21年家电出口金额987亿美元，同比+22%。海外消费刺激政策下或对部分耐用品需求提前透支，22年以来海外通胀高企需求疲软，我国家电出口形势趋于严峻，22H1美元口径同比下滑7%，其中Q2承压下滑9%。步入下半年，同期基数压力削减，但目前需求端仍较为平淡，7月家电出口延续下滑态势，降幅略收窄至8%。

22H1我国家用电器出口金额同比下滑7%，其中Q2继续承压下滑9%



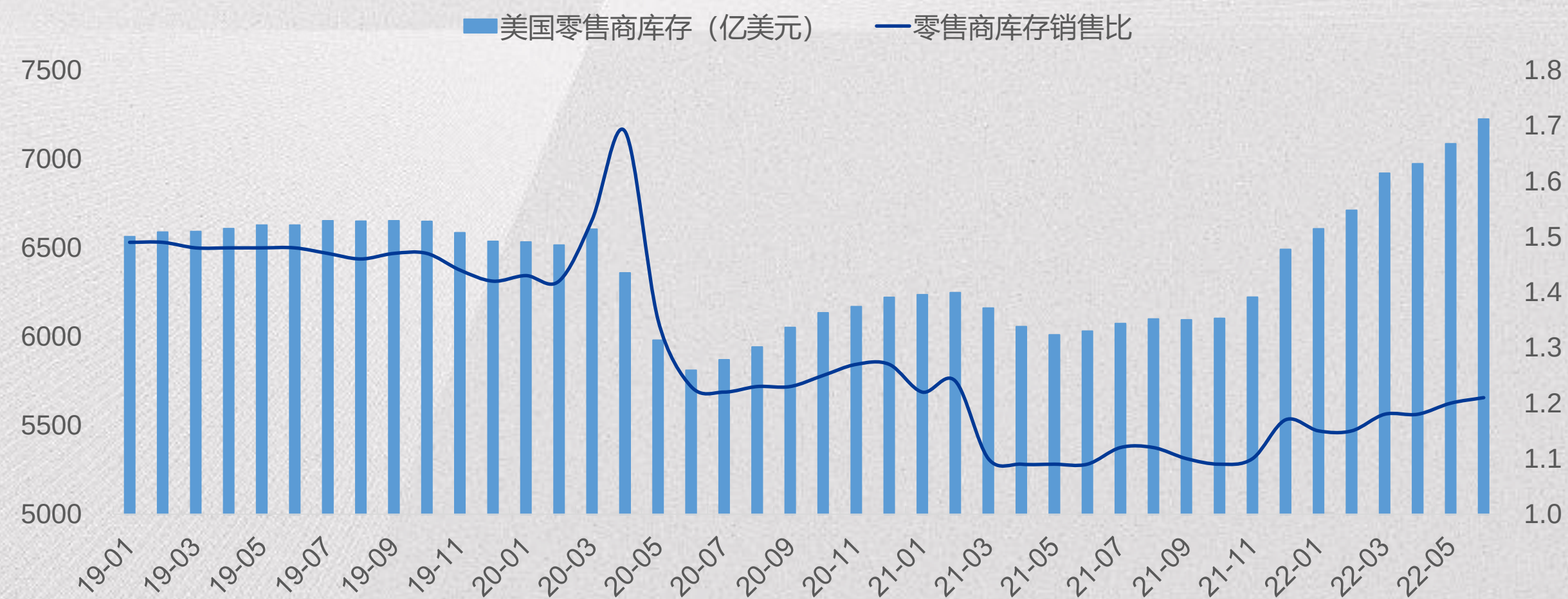
来源: wind, 国金证券研究所

22年以来欧美通胀高企



来源: wind, 国金证券研究所

22年以来美国零售商库存仍在高位，库存/销售比提升



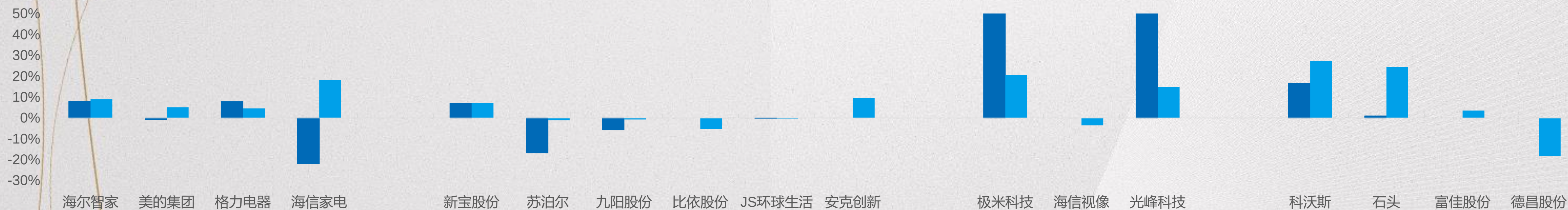
来源: wind, 国金证券研究所

□22H1家电出口趋弱，代工业务有所承压，自主品牌韧性更强、表现更优

- ✓ 分板块来看，白电龙头韧性较强，新兴品类投影仪、清洁电器龙头海外亦取得一定增长，而厨房小家电普遍承压，其中苏泊尔下滑17%。
- ✓ 分业务来看，外销逆境之下自主品牌韧性更强，其中**海尔**：海外均为自主品牌，实现8%的增长；视听电器极米科技、光峰科技持续发力海外市场，22H1海外取得高增，分别同比+90%、+188%；清洁电器龙头科沃斯、石头科技亦取得一定增长，其中科沃斯：科沃斯品牌+17%，添可品牌+16%；石头在欧洲占比较高拖累下仍实现略增。

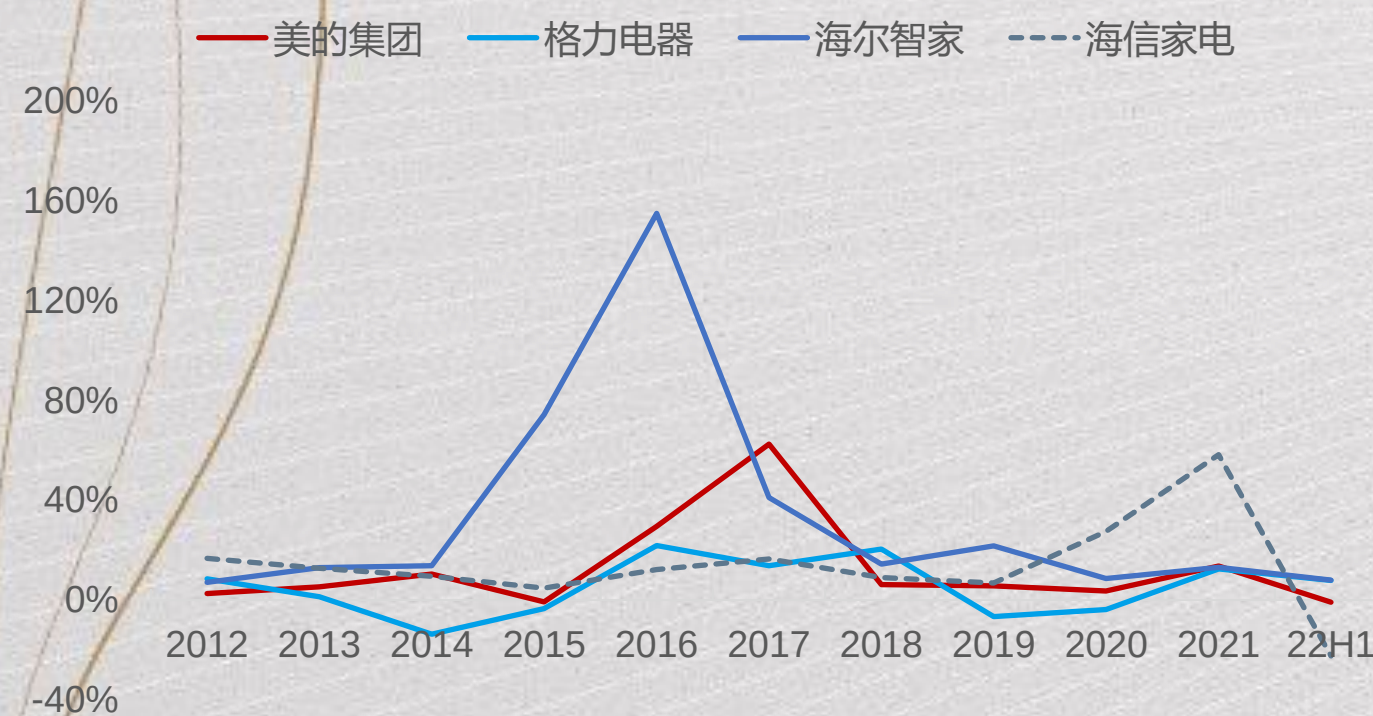
22H1家电主要企业外销表现多数弱于内销，其中厨房小家电承压明显

■ 22H1外销 ■ 22H1营收



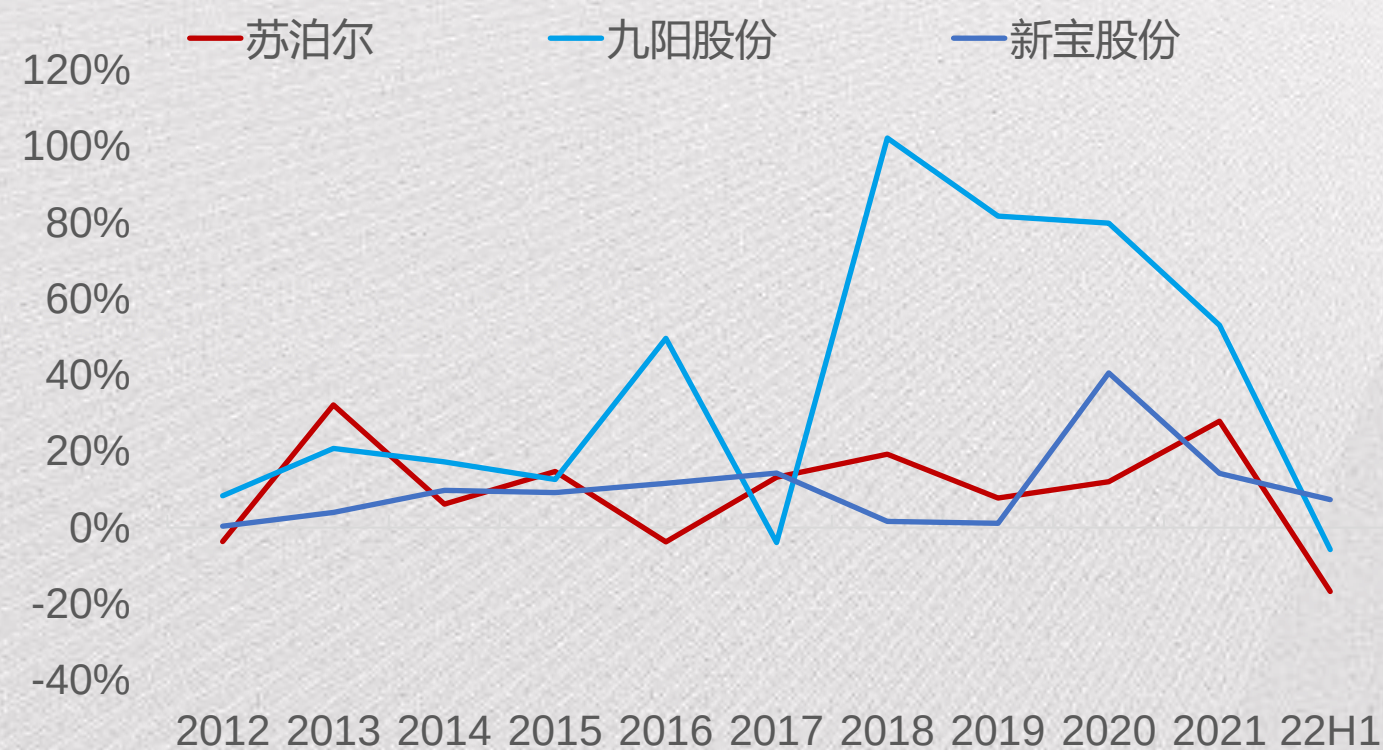
来源: wind, 国金证券研究所

白电板块相关标的外销收入增速



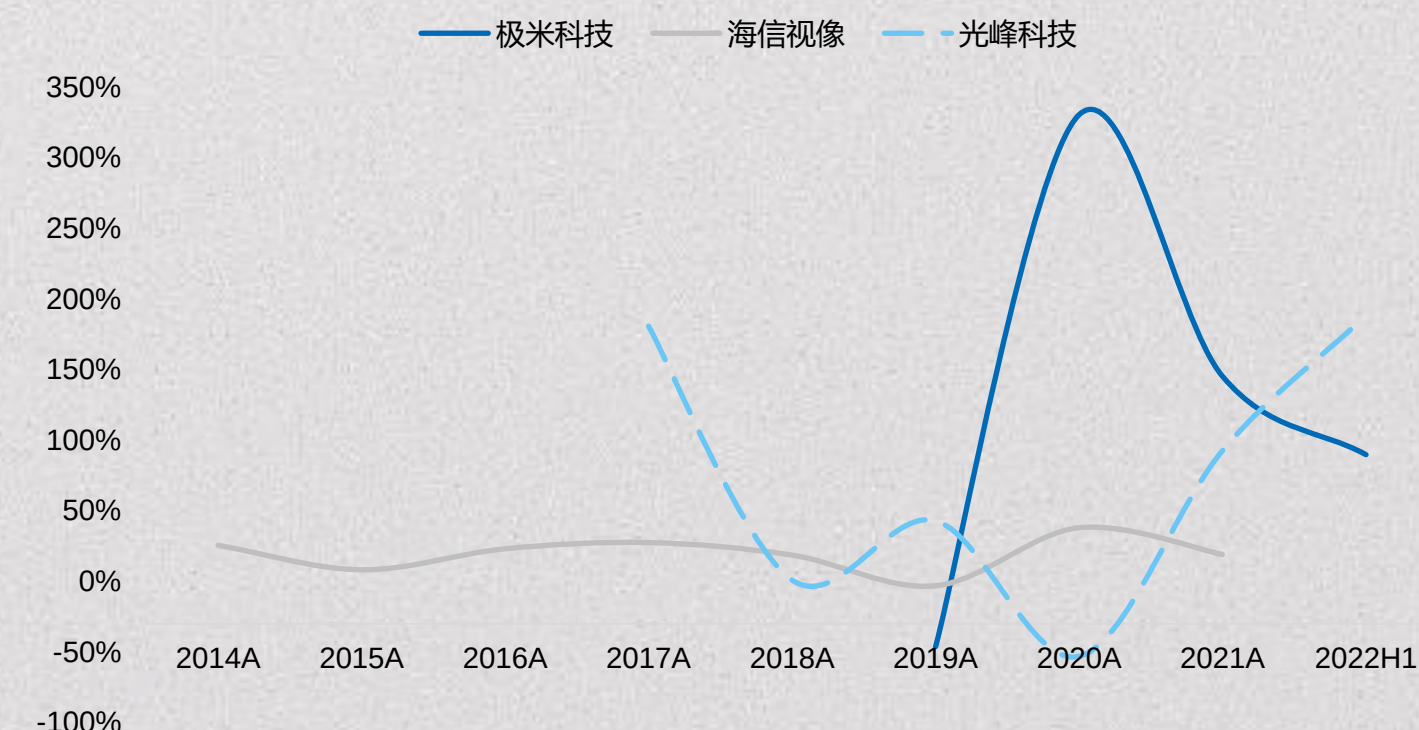
来源: wind

厨房小家电相关标的外销收入增速



来源: wind, 国金证券研究所

视听电器相关标的外销收入增速



来源: wind, 国金证券研究所

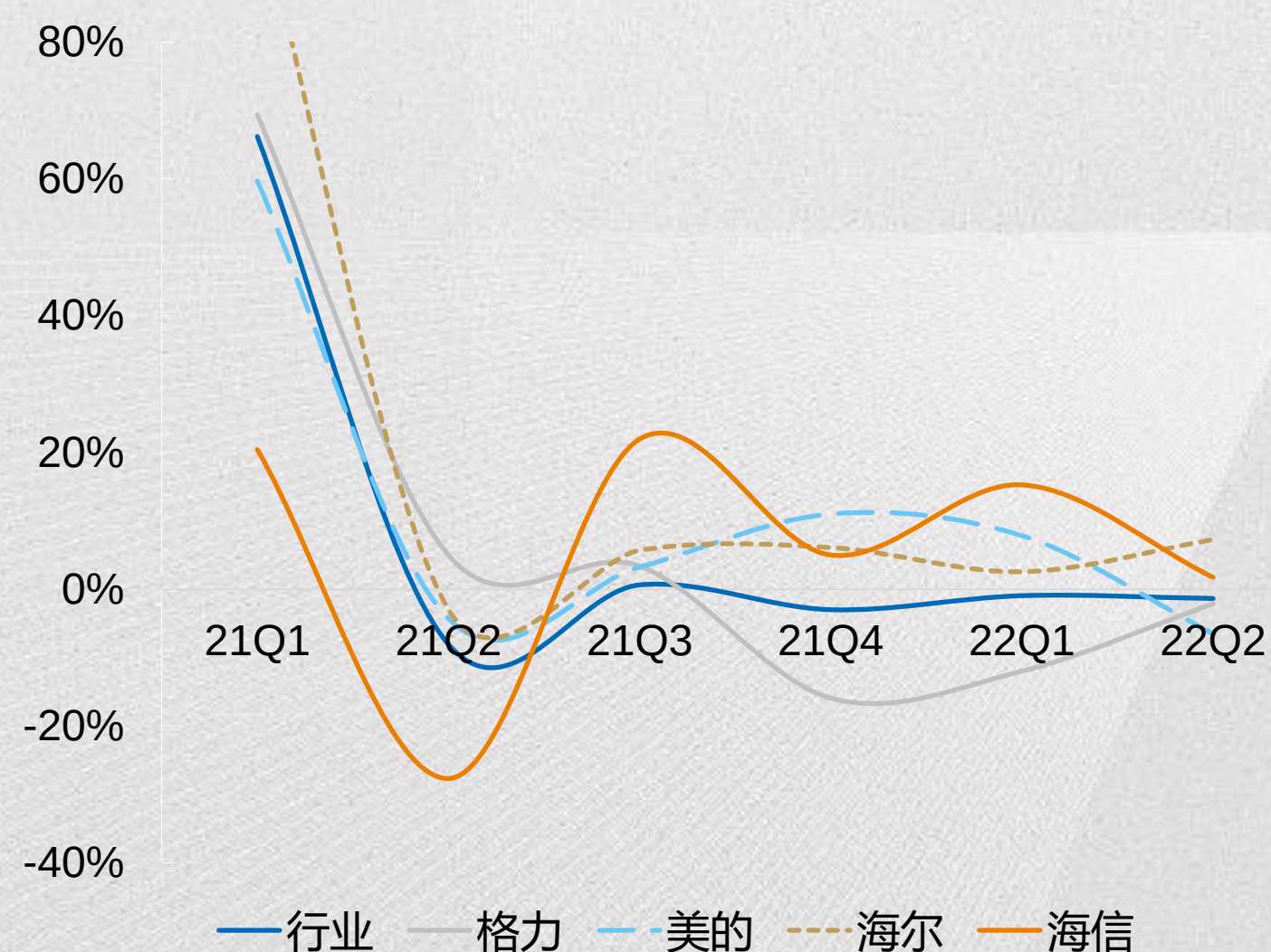
- **行业层面，疫情+终端需求疲软，Q2空冰洗内销增速回落。**根据产业在线，空冰洗Q2内销增速分别为-1%、-12%、-12%，相较Q1有所回落。
- **龙头企业内销增速仍然稳健，提价贡献主要增量。**海尔智家中国智慧家庭业务营收648亿元，同比+13%，卡萨帝营收同比+20%，表现持续亮眼；美的集团内销实现1048亿元，同比+5%，剥离低盈利业务的导向下，B端增速亮眼，空调提价明显；格力内销实现营收626亿元，同比+8%，库存明显改善；海信家电内销营收207亿元，同比+12%，中央空调和家空业务均保持较快增速。
- 根据奥维云网，海尔冰箱线下/线上提价+16%/+3%，洗衣机线下/线上提价+6%/+9%；美的空调线下/线上提价+16%/+15%，提价幅度明显提升；格力空调线下/线上提价+9%/+5%；海信空调线下/线上提价+7%/+5%，

白电重点公司收入及增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
收入 (亿元)						
美的集团	830	918	881	804	909	927
格力电器	335	585	475	501	355	603
海信家电	139	185	176	175	183	200
海尔智家	548	568	583	576	603	616
海容冷链	6	9	5	7	8	11
yoy						
美的集团	42%	13%	13%	18%	10%	1%
格力电器	60%	18%	-16%	16%	6%	3%
海信家电	84%	37%	28%	29%	31%	8%
海尔智家	27%	8%	-1%	4%	10%	8%
海容冷链	48%	50%	22%	39%	48%	12%

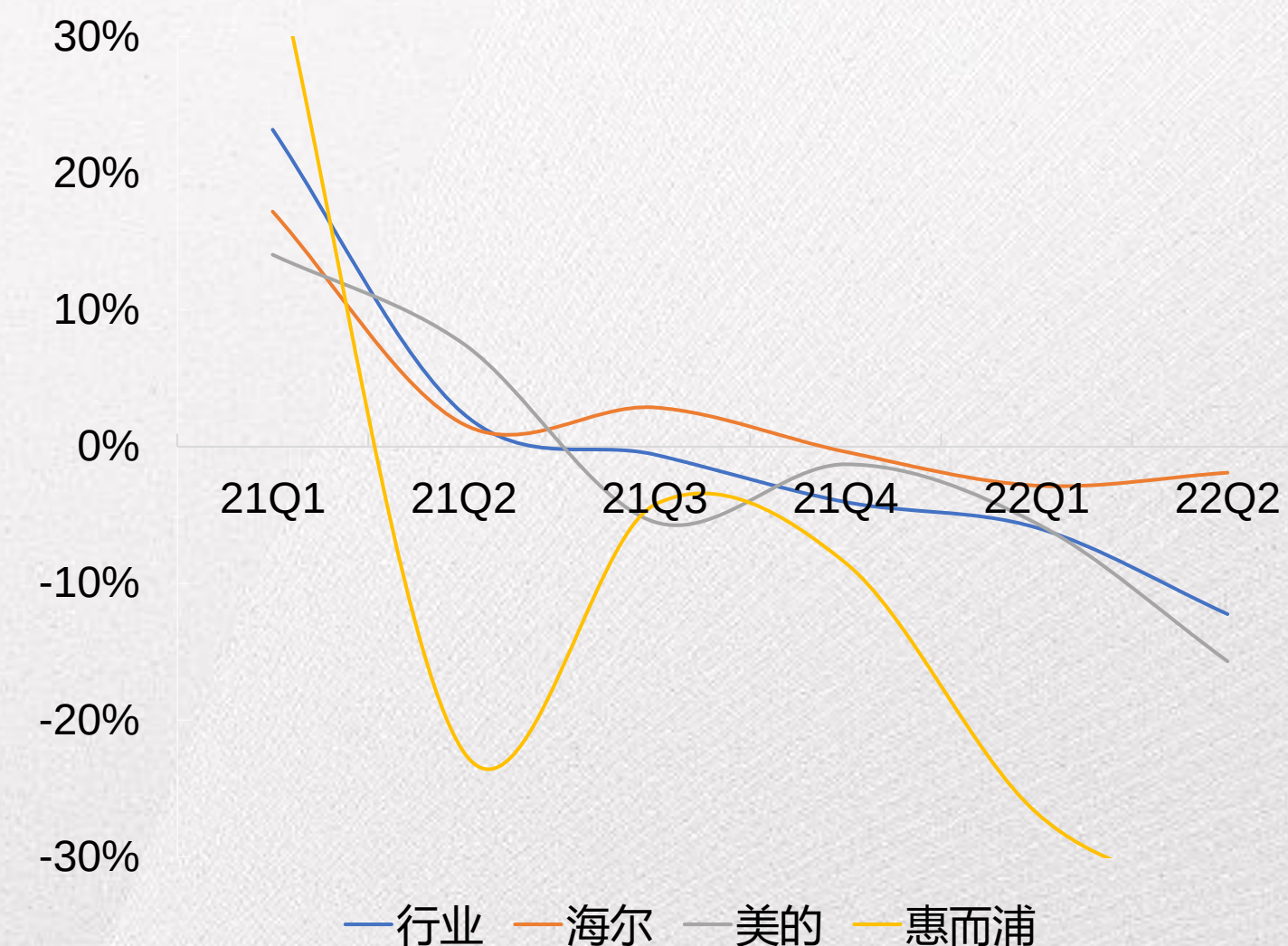
来源：奥维云网，国金证券研究所

空调内销出货增速

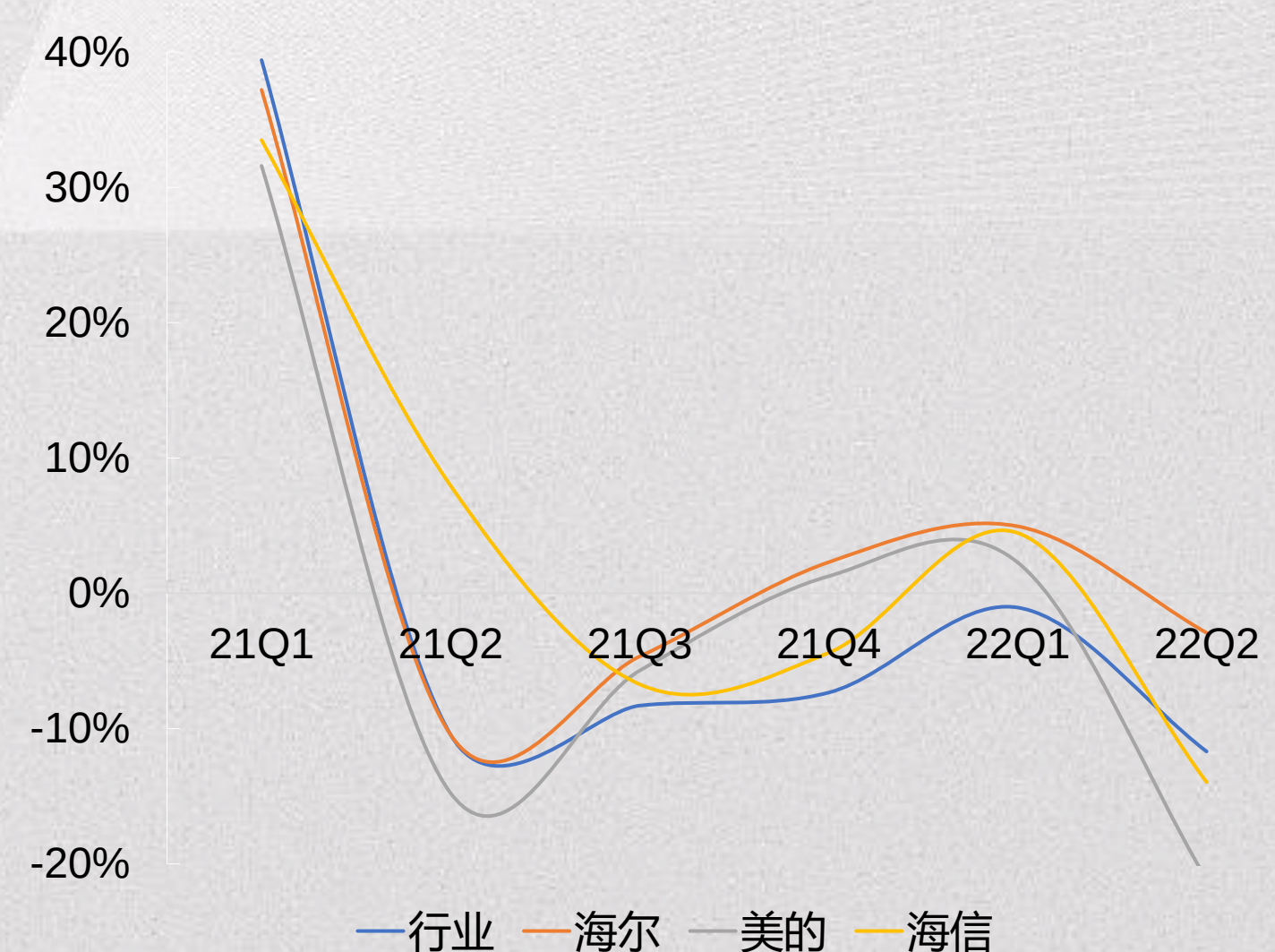


来源：产业在线，国金证券研究所

洗衣机内销出货增速

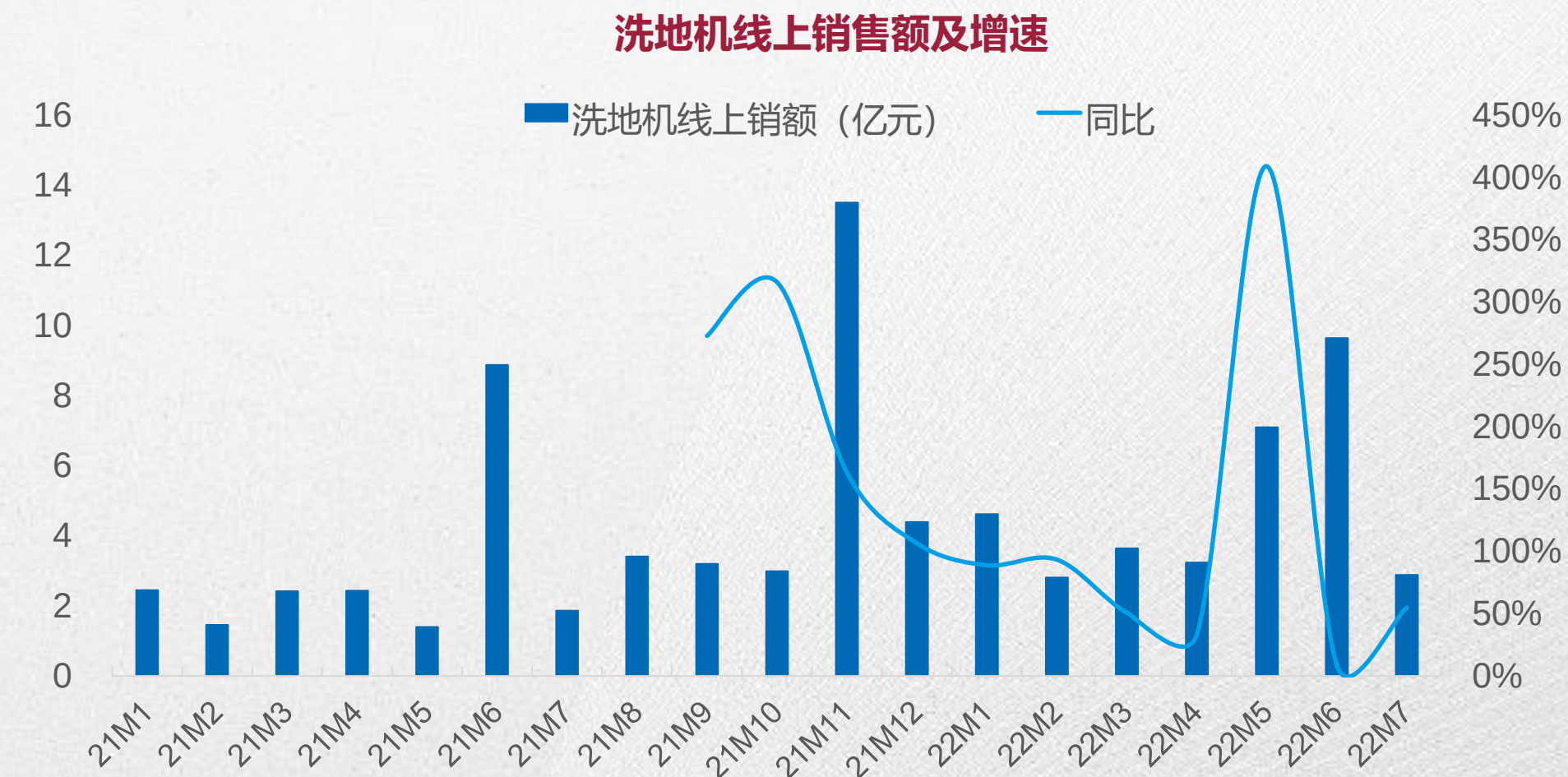
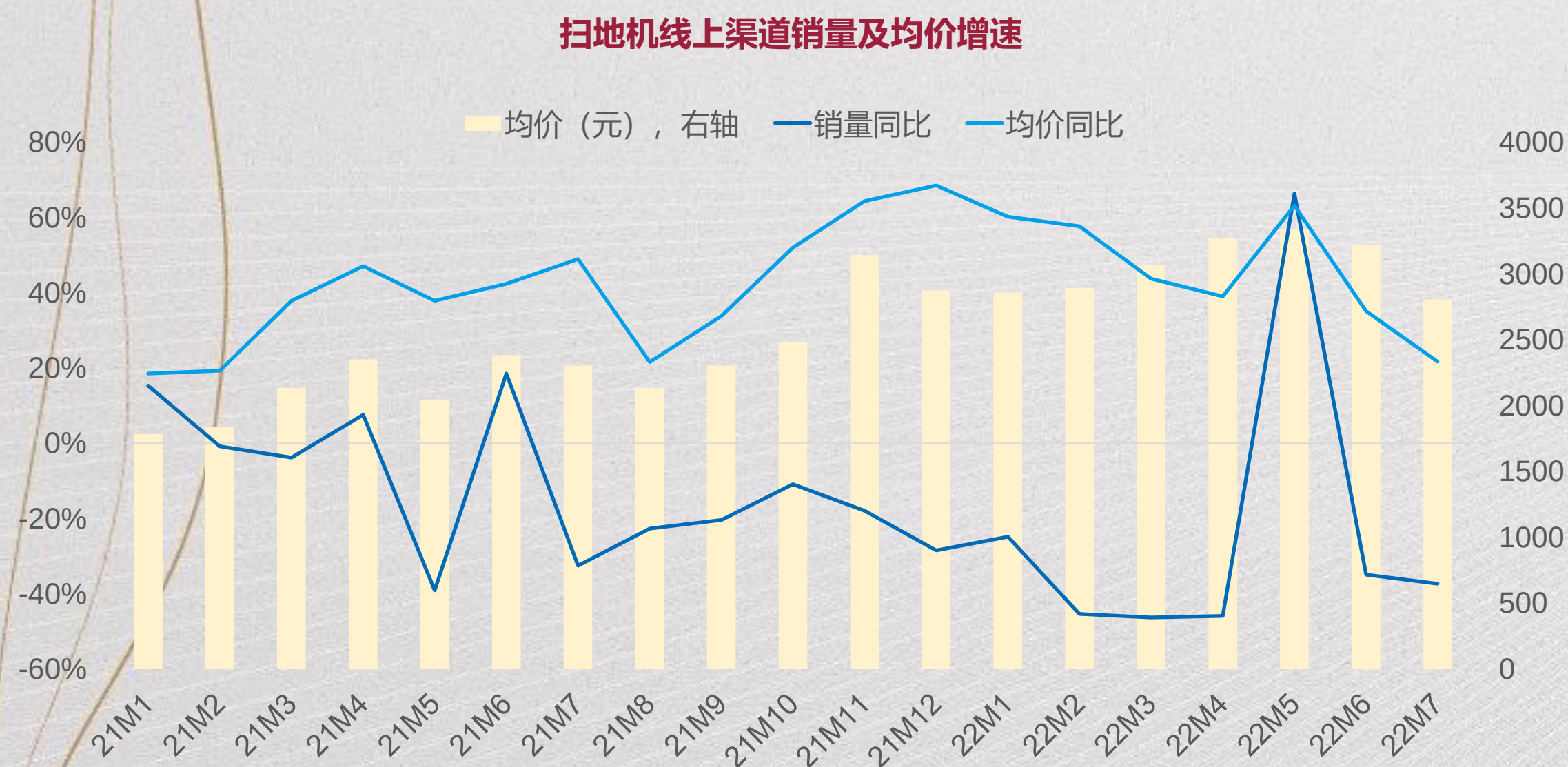


冰箱内销出货增速



扫地机行业量减价增，产品结构升级；洗地机市场保持快速增长。奥维云网数据显示，22年以来扫地机产品自清洁趋势明显，行业均价同比持续提升，销量表现则明显走弱。但拆分机型来看，主要系低价机型持续出清，H1好用类（2500元+）产品销量同比+32%，出清淘汰类（2500元-）销量同比-64%；洗地机保持稳定增长，7月洗地机线上销额+55%。

重点公司：清洁龙头保持快增，内销市场表现更优。科沃斯：H1营收+27%，科沃斯品牌国内+41%，添可品牌国内+60%，其中单二季度科沃斯营收+16%，预计亦国内市场表现更优；**石头科技：Q2营收+26%，其中内销：预计实现翻倍增长。**奥维显示Q2线上扫地机市场石头品牌销售额占比达26.3%，同比+13.5pct，对应销售额同比增长128；**外销：Q2预计表现平淡，**其中欧洲市场或承压下滑，北美、亚太在新品加持下预计实现较好增长。



来源：奥维云网，国金证券研究所

生活电器重点公司收入及增速						
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
收入 (亿元)						
科沃斯	22	31	29	48	32	36
石头科技	11	12	15	20	14	16
倍轻松	2	3	3	4	2	2
莱克电气	20	21	17	22	24	22
飞科电器	9	9	11	11	11	12
富佳股份	5	7	7	7	5	7
yoy						
科沃斯	131%	118%	66%	57%	44%	16%
石头科技	82%	6%	23%	30%	22%	26%
倍轻松	62%	67%	40%	24%	15%	-36%
莱克电气	78%	47%	-2%	8%	17%	5%
飞科电器	23%	13%	9%	7%	28%	33%
富佳股份			14%	3%	6%	2%

来源：wind，国金证券研究所

厨房小家电：内销相对更优，小熊新宝表现亮眼

□厨房小家电景气较弱，多品类承压，空炸逆势高增。22年以来受疫情影响厨房小家电线上销售运输，除空气炸锅与电蒸锅外多数品类表现仍略显疲软。

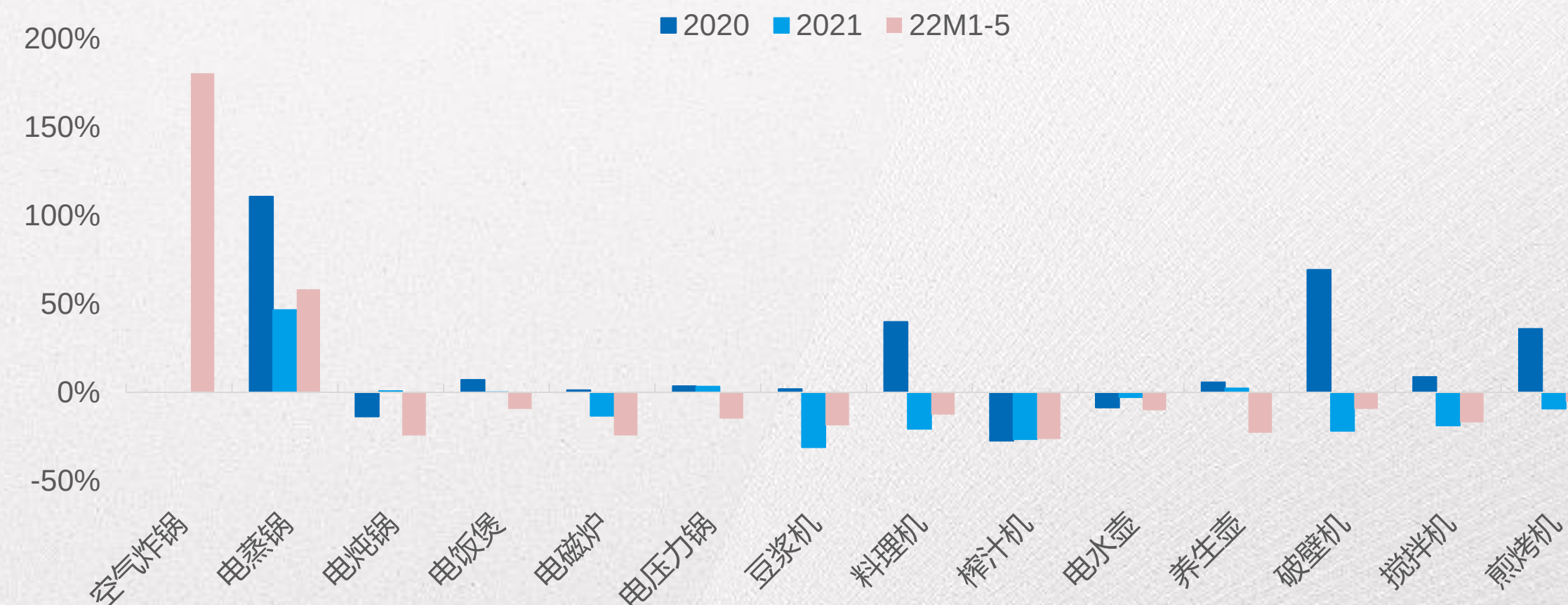
□重点公司：外销普遍承压，内销相对更优。小熊电器：受益于新定位调整及内部对经营质量的注重，22H1收入+13%，其中内销收入+16%，表现优异；新宝股份：海外市场需求疲软，逆境保持平稳态势，Q2外销收入预计下滑4%，内销品牌恢复顺畅，国内市场收入同比增长约23%。单二季度九阳和苏泊尔收入端表现相对疲软，主要系外销拖累。

厨房小家电重点公司收入及增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
收入 (亿元)						
苏泊尔	51	53	52	59	56	47
九阳股份	22	25	23	35	23	24
新宝股份	32	34	41	42	36	35
小熊电器	9	7	7	12	10	9
北鼎股份	2	2	2	3	2	2
比依股份	3	4	4	4	4	4
yoy						
苏泊尔	43%	15%	2%	12%	9%	-11%
九阳股份	32%	-12%	-9%	-15%	4%	-5%
新宝股份	64%	11%	0%	3%	13%	1%
小熊电器	23%	-26%	-6%	7%	8%	20%
北鼎股份	54%	8%	18%	17%	4%	4%
比依股份				8%	13%	-19%

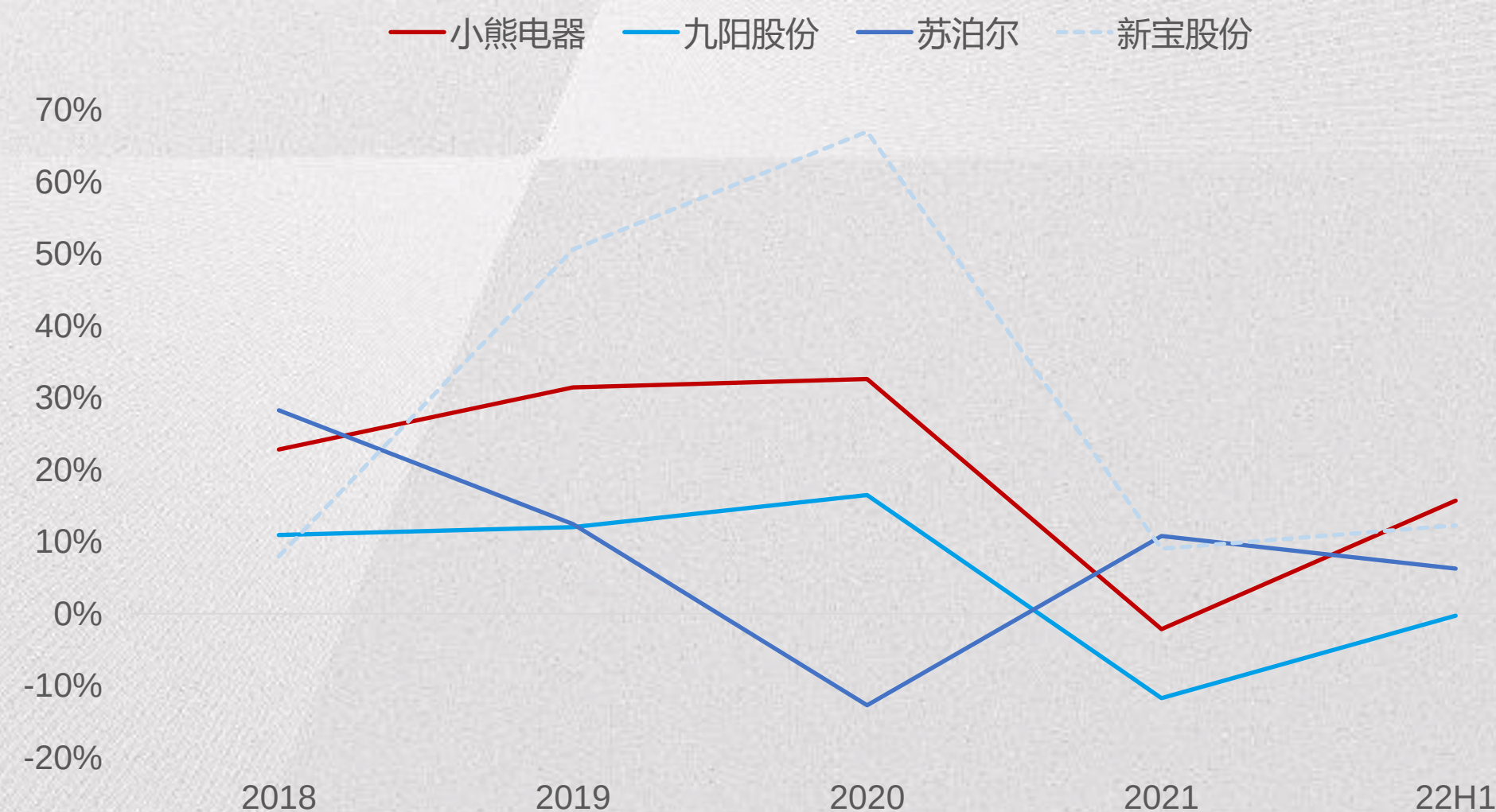
来源: wind, 国金证券研究所

国内线上厨房小家电主要品类销售额同比



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

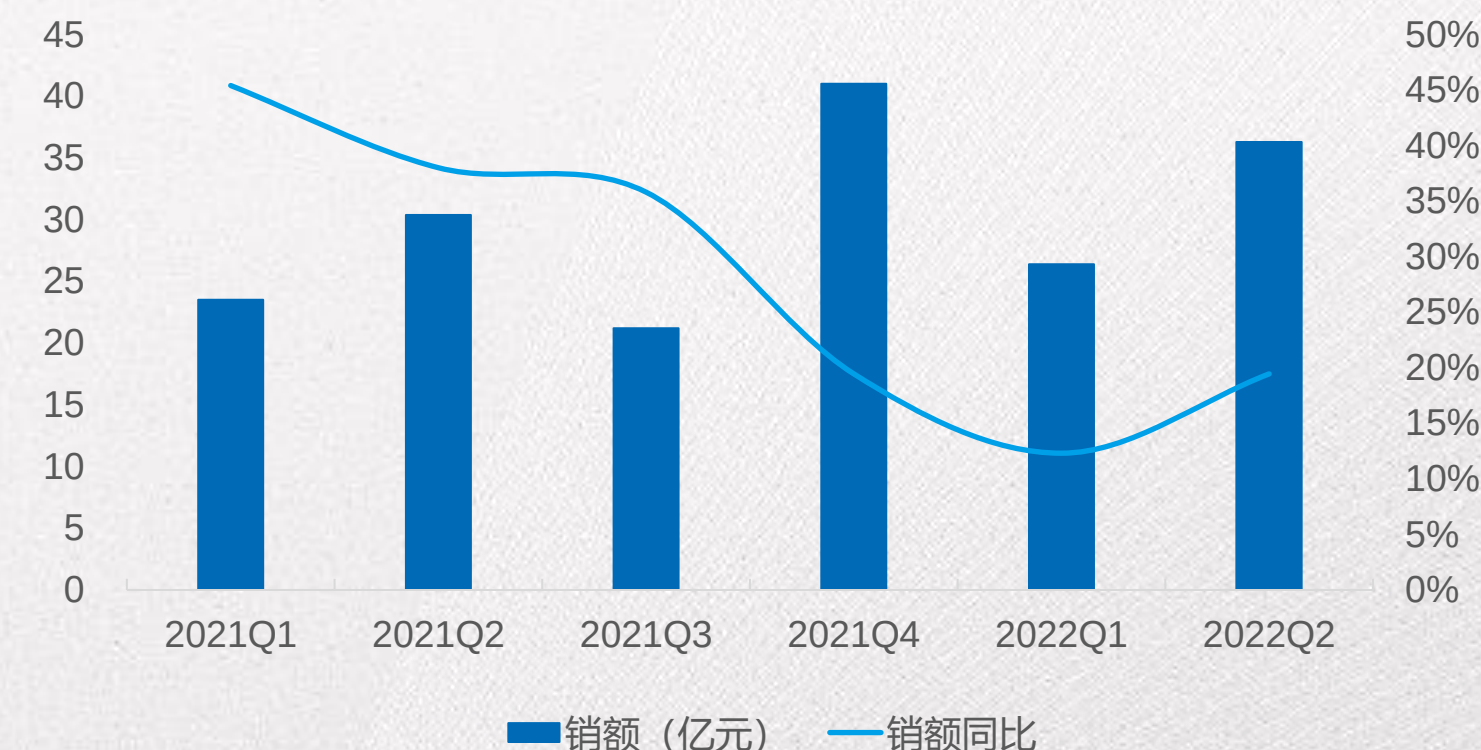
厨房小家电重点公司内销增速



来源: wind, 国金证券研究所

- **行业层面，景气度延续。**根据洛图科技数据，22H1智能投影实现销量301万台，同比+30.2%，销额62.7亿元，同比+16.3%。
- **疫情影响，个股增长略缓，期待新品放量。**极米科技22Q2营收10.2亿元，同比+17.4%，8月公司推出两款优质新品H5、极米神灯，且7月亚马逊prime day实现海外GMV同比+155%，有望助力下半年收入。光峰科技22Q2营收7.4亿元，同比+28.4%，2022上半年，子公司峰米科技自有品牌业务在同比增长50%，占峰米科技总营收比重达50%。海信视像22Q2营收100.3亿元，同比-5.2%，其中新显示新业务22H1营收 23.31 亿元，同比+8.4%，主营收占比+1.6pct至12.6%，激光电视上半年全球出货量占比达49.5%，提升超10pct。。

智能投影销额及增速



视听电器重点公司收入及增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
收入 (亿元)						
极米科技	8	9	10	14	10	10
海信视像	104	106	130	129	102	100
光峰科技	5	6	6	8	5	7
四川长虹	238	254	236	268	201	239
yoy						
极米科技	62%	36%	32%	45%	24%	17%
海信视像	53%	16%	12%	9%	-2%	-5%
光峰科技	71%	42%	6%	18%	0%	28%
四川长虹	46%	17%	-10%	-11%	-16%	-6%

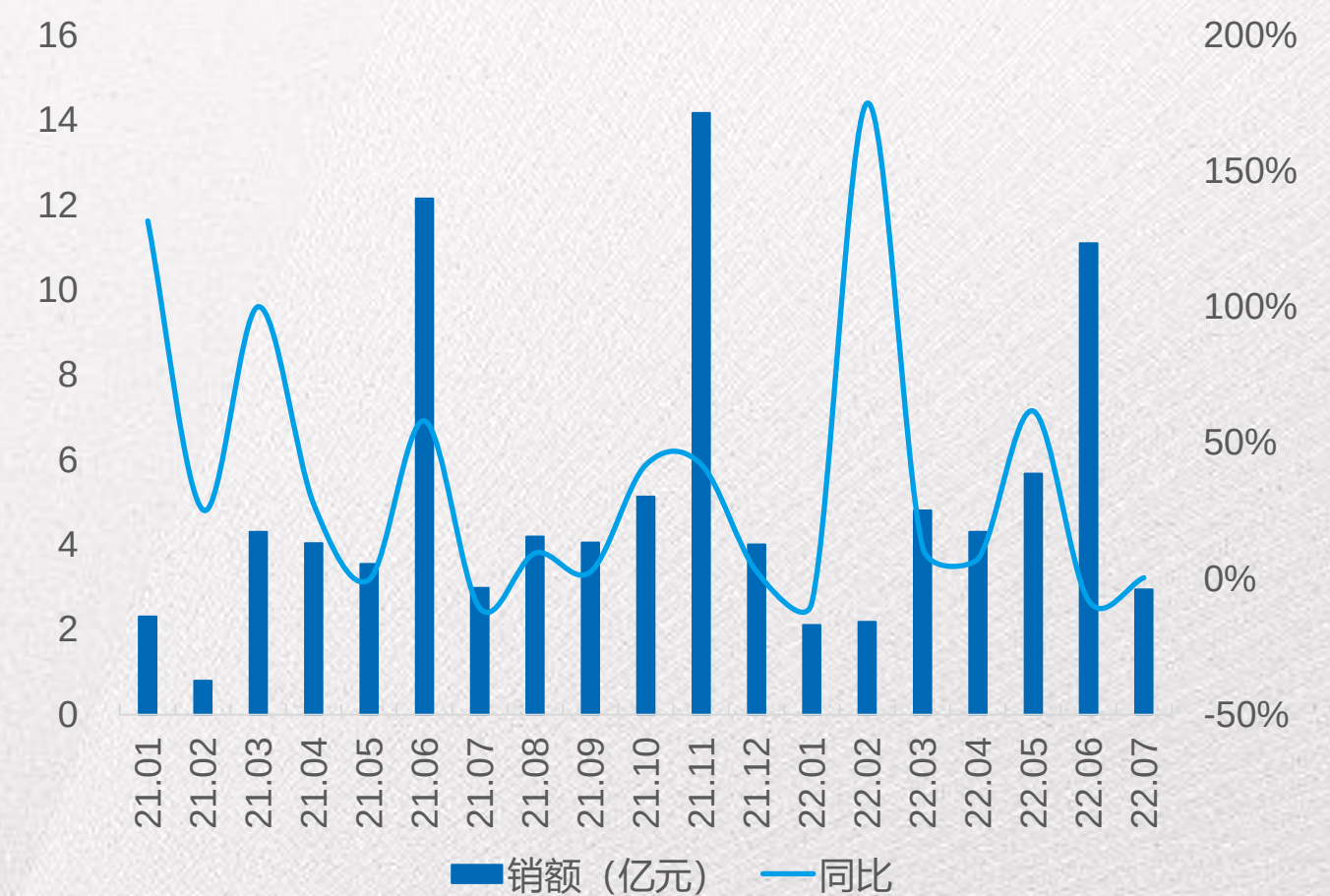
投影行业22年新品一览

价格	3000-4000元		4000-5000元	5000-6000元		6000元以上				
型号	极米Z6X Pro	坚果01S	当贝F3 Air	当贝F5	坚果J10S	当贝X3 Pro	峰米 V10 4K	vidda C1	极米H5	极米神灯
发布时间	2022年3月	2022年7月	2022年7月	2022年3月	2022年4月	2022年5月	2022年5月	2022年5月	2022年8月	2022年8月
到手价	3699	3499	4199	5699	5699	8799	6799	6999	6299	7999
焦距	长焦	超短焦	长焦	长焦	长焦	长焦	长焦	长焦	长焦	短焦
光源	LED	LED	LED	LED	LED	激光	LED	激光	SUPER LED	LED
亮度 (ANSI 流明)	1000	1200	1800	2800	2400	3200	2500	1350	1400CCB	1200
标准分辨率	1920*1080	1920*1080	1980*1080	1920*1080	1920*1080	3840*2160 (4k)	3840*2160 (4k)	3840*2160 (4k)	1920*1080	1920*1080
显示芯片 (DMD)	0.33DMD	0.23DMD	0.47DMD	0.47DMD	0.47DMD	0.47DMD	0.47DMD	0.47DMD	0.47DMD	0.33DMD
处理器芯片	MT9669	MT9669	MStar848	MT9669	MT9669	MT9669	MT9669	MT9669	MT9669	MT9669
梯形校正	六向校正 (自动)	六向校正 (自动)	自动梯形校正	六向校正 (自动)	六向校正 (无感)	自动梯形校正	全向自动校正	自动	3D TOF无感校正	固定安装, 无需自动校正对焦等功能
对焦	无感自动	无感自动	激光自动对焦	无感自动	无感自动	激光自动对焦	无感自动	自动	自动	
运动补偿	支持	支持	全局支持	支持	支持	全局支持	支持	支持	支持	
智能避障	支持	支持	支持		支持	支持	支持	支持	支持	
噪音		经典26dB, 陪伴22dB		24dB	22db	24dB			28dB	32dB
存储	4G+16G	3G+16G	3G+32G	4G+64G	4G+64G	4G+128G	4G+64G	4G+64G	4G+64G	4G+32G

□ **行业层面，疫情+终端需求疲软，Q2大厨电暂有承压，集成灶渗透率持续提升。**根据奥维云网推总数据，22H1厨电市场（烟灶消洗嵌集）销额453亿元，同比-1.7%。22H1集成灶销量136万台，同比-0.7%，销额124亿元，同比+9.6%。集成灶渗透率仍呈上升趋势，22H1渗透率为13%，同比+1.6pct。

□ **个股增长暂承压，下半年疫情修复有望环比改善。**老板电器22Q2营收23.6亿元，同比-2.5%，其中油烟机和燃气灶H1收入同比-0.81%/+1.16%，洗碗机和热水器实现高增，分别+44.46%/+74.82%。华帝股份22Q2营收16.8亿元，同比+4.4%。集成灶企业火星人、亿田智能、浙江美大、帅丰电器Q2营收分别同比0%、4%、-23%、+1%，亿田智能增速相对领先。

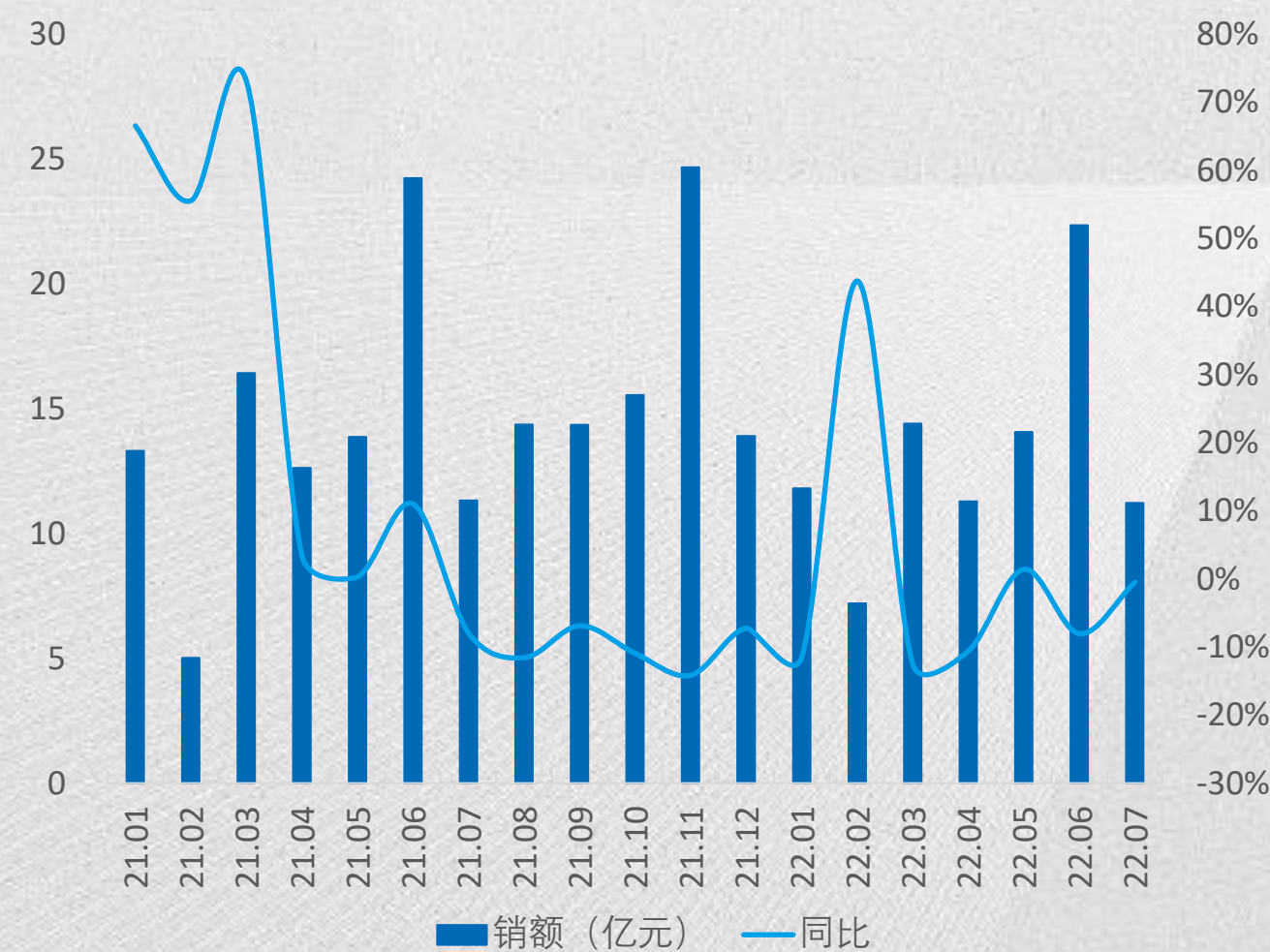
集成灶销额及增速



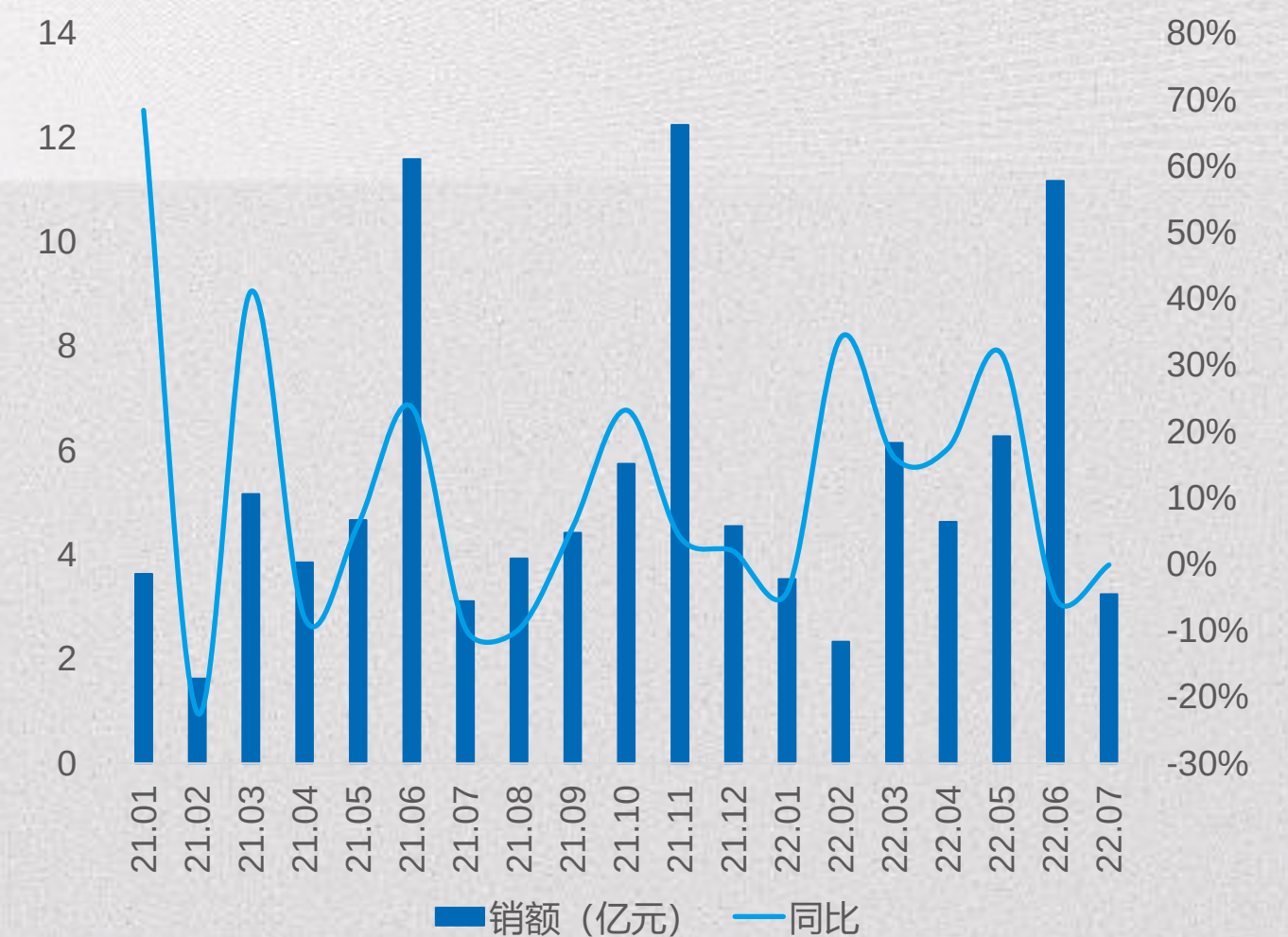
大厨电重点公司收入及增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
收入 (亿元)						
老板电器	19	24	27	31	21	24
华帝股份	11	16	13	16	11	17
浙江美大	4	5	6	6	4	4
火星人	3	6	7	7	5	6
亿田智能	2	3	3	4	2	4
帅丰电器	2	3	3	3	2	3
yoy						
老板电器	51%	24%	14%	23%	9%	-2%
华帝股份	52%	65%	0%	17%	7%	4%
浙江美大	229%	1%	18%	6%	12%	-23%
火星人	180%	48%	37%	18%	29%	0%
亿田智能	204%	66%	41%	78%	63%	4%
帅丰电器	164%	30%	29%	19%	23%	1%

油烟机销额及增速



洗碗机销额及增速



零部件：多数主业承压，第二曲线强劲

- **德昌股份**：Q2吸尘器代工业务有所下滑，H1汽零（EPS电机和无刷电机）营收高增长，截至22H1定点项目16个，21年年底为13个（21年营收370万）。
- **东方电热**：新能源装备实现营收4.8亿（+180%），贡献主要增量，毛利率大幅提升，在手订单充足；新能源车PTC加热器翻倍，家用PTC加热器小幅下降。
- **赛特新材**：下游高端冰箱需求暂有放缓，叠加产品降价，营收暂时受到影响；真空玻璃业务稳步推进。
- **三星新材**：Q2营收和业绩小幅下滑（10%左右），疫情影响下韧性较足；下游客户稳定合作，持续看好商用冷柜高端化带动核心零部件升级。

零部件重点公司收入及增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
收入（亿元）						
赛特新材	1.6	1.8	1.9	1.7	1.5	1.6
三星新材	1.6	2.1	2.4	2.2	2.6	2.2
德昌股份	6.2	8.3	7.8	6.2	5.7	6.1
东方电热	6.2	7.3	7.4	7.0	7.5	9.9
海立股份	38.2	44.2	36.7	38.6	43.2	42.5
春光科技	2.5	3.1	3.0	4.3	2.9	4.1
星帅尔	3.4	3.9	3.2	3.1	2.9	4.0
yoy						
赛特新材	85%	53%	21%	16%	-8%	-13%
三星新材	87%	84%	100%	101%	66%	4%
德昌股份			21%	-7%	-7%	-26%
东方电热	28%	15%	11%	14%	20%	35%
海立股份	60%	68%	54%	5%	13%	-4%
春光科技	137%	59%	18%	46%	15%	31%
星帅尔	107%	56%	28%	21%	-16%	2%

来源：wind,

东方电热多晶硅还原炉在手订单充足

企业	合同标的	合同金额（万元）	合同签署日期
新疆大全新能源	电加热器	5000	2021/1/7
云南通威高纯晶硅	多晶硅还原炉	7650	2021/1/20
新疆东方希望	电加热器	5600	2021/2/10
云南通威高纯晶硅	40对棒还原炉	9855	2021/2/20
云南通威高纯晶硅	多台套换热器	2082.6	2021/3/8
特变电工	29台多晶硅还原炉	8462	—
特变电工	7台多晶硅辐射式电加热器	6000	—
云南通威高纯晶硅	40对棒还原炉	8212.5	2021/4/16
保利协鑫	14台辐射式电加热器	11176	—
青海丽豪	多台还原炉	共17396	2021/6/25
青海丽豪	多套辐射式电加热器		2021/6/16
浙江特骏实业	40对棒还原炉设备及相应的备品备件、专用工具	12470	2021/10/26
新疆中部合盛硅业	多台套还原炉	26800	2022/1/27
新疆中部合盛硅业	多台套电加热器	15804	2022/1/29
内蒙古大全新能源	多台套撬块	28665	2022/1/27
内蒙古大全新能源	多台套电加热器	10800	2022/1/27
新疆中部合盛硅业	多台套电加热器	18150	2022/5/16
信义硅业	多台套还原炉	共29832	2022/6/28
信义硅业	多台套冷氢化辐射式电加热器		2022/6/28
永祥能源	多台套40对棒还原炉	21280	2022/7/5

来源：公司公告，国金证券研究所

收入端：暂时承压，龙头彰显经营韧性

- 内销：品类增速有所放缓，新兴品类景气度相对高
- 外销：家电出口趋弱，品牌韧性更优

利润端：盈利能力整体有所提升

- 毛利率：白电明显修复，其他板块暂时下跌
- 期间费用率：控本提效成为主线

经营质量：现金流回暖，周转略有放缓

投资建议

风险提示

毛利率：提价+原材料回落，后续修复确定性强

□ 本轮原材料上涨始于20Q3，本轮周期中21Q2价格增速达到高峰。

同比上看，21Q4开始原材料同比增速回落，22Q2铜和钢材价格同比转负，22Q3（截至8.30）则四种原材料同比均转负。

□ 原材料传递至报表端约1个季度左右，21Q4整个行业毛利率下滑最为明显，22Q1起明显修复，22Q2延续修复趋势，白电龙头企业毛利率转正。多个企业年初至今明显提价，叠加原材料价格同比持续下降，家电企业毛利率的弹性在Q3和Q4的修复幅度将更大，确定性强。

原材料同比变动

	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%
22Q3	-17%	-9%	-6%	-24%

来源：wind，国金证券研究所

原材料及毛利率同比变动——白电

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
LME铜	12.4%	21.9%	50.9%	81.1%	43.8%	35.3%	17.6%	-1.5%
LME铝	-3.3%	9.3%	24.1%	60.3%	55.4%	44.2%	56.5%	20.4%
塑料	-4.6%	4.7%	21.7%	26.4%	16.1%	16.1%	8.0%	9.1%
钢材	-2.1%	7.2%	25.6%	50.1%	44.1%	22.8%	5.5%	-9.0%
毛利率同比变动								
白电								
美的集团	-3.4%	-3.4%	-2.1%	-2.4%	0.1%	-6.4%	-0.8%	0.6%
海尔智家	-1.0%	2.3%	1.0%	3.1%	2.4%	0.0%	0.1%	0.2%
格力电器	-2.6%	16.1%	6.9%	0.7%	-1.2%	-9.7%	-0.8%	1.6%
海信家电	4.2%	0.9%	0.2%	-3.2%	-3.1%	-9.6%	-2.2%	-1.2%
长虹美菱	-1.6%	-2.9%	3.5%	-2.8%	12.4%	-4.6%	-3.5%	-3.3%

来源：wind，国金证券研究所

原材料及毛利率同比变动——厨电

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
LME铜	12.4%	21.9%	50.9%	81.1%	43.8%	35.3%	17.6%	-1.5%
LME铝	-3.3%	9.3%	24.1%	60.3%	55.4%	44.2%	56.5%	20.4%
塑料	-4.6%	4.7%	21.7%	26.4%	16.1%	16.1%	8.0%	9.1%
钢材	-2.1%	7.2%	25.6%	50.1%	44.1%	22.8%	5.5%	-9.0%
毛利率同比变动								
厨电								
老板电器	4.3%	1.9%	0.8%	1.9%	-4.3%	-10.4%	-4.8%	-8.6%
华帝股份	-0.3%	-8.7%	-1.8%	-2.4%	-7.4%	1.0%	-2.9%	0.2%
浙江美大	0.7%	-0.4%	4.6%	2.9%	-1.7%	-4.6%	-1.3%	14.0%
火星入	-1.2%	1.3%	0.0%	2.0%	-7.8%	-10.4%	-3.2%	-5.8%
亿田智能	-1.6%	3.0%	-6.7%	2.6%	1.1%	-4.5%	-0.7%	1.9%
帅丰电器	-1.7%	0.0%	0.9%	0.5%	-7.2%	-3.6%	-3.0%	-3.7%

来源：wind，国金证券研究所



毛利率：提价+原材料回落，后续修复确定性强

□ **白电龙头Q2毛利率集体提升。** 海尔Q2保持提价趋势，原材料压力消化，卡萨帝H1增速20%+；美的年初调整了价格体系，叠加t+3模式下充分享受原材料降价的红利，毛利显著改善；格力空调产品结构进一步优化，带动毛利提升；海信则主要受三电并表，毛利有所拖累。

□ **厨电企业整体毛利率承压，在所有板块中下滑最大，主要系原材料高位的Q1储备较多。**

□ **厨房小家电：**九阳苏泊尔21Q4毛利率下滑明显，此后持续修复，其中苏泊尔Q2已转正；新宝盈利显著修复，小熊电器、北鼎有所承压。厨小整体来看毛利率进入持续修复期。

□ **成长类小家电：毛利有所承压。** 其中清洁类21Q3起原材料压力凸显，22Q1基本修复。但Q2受消费端疲软影响高端型号放量速度下降；极米科技毛利率下降主要系会计口径调整，倍轻松主要系线下受疫情影响，高毛利产品销售比重下降。

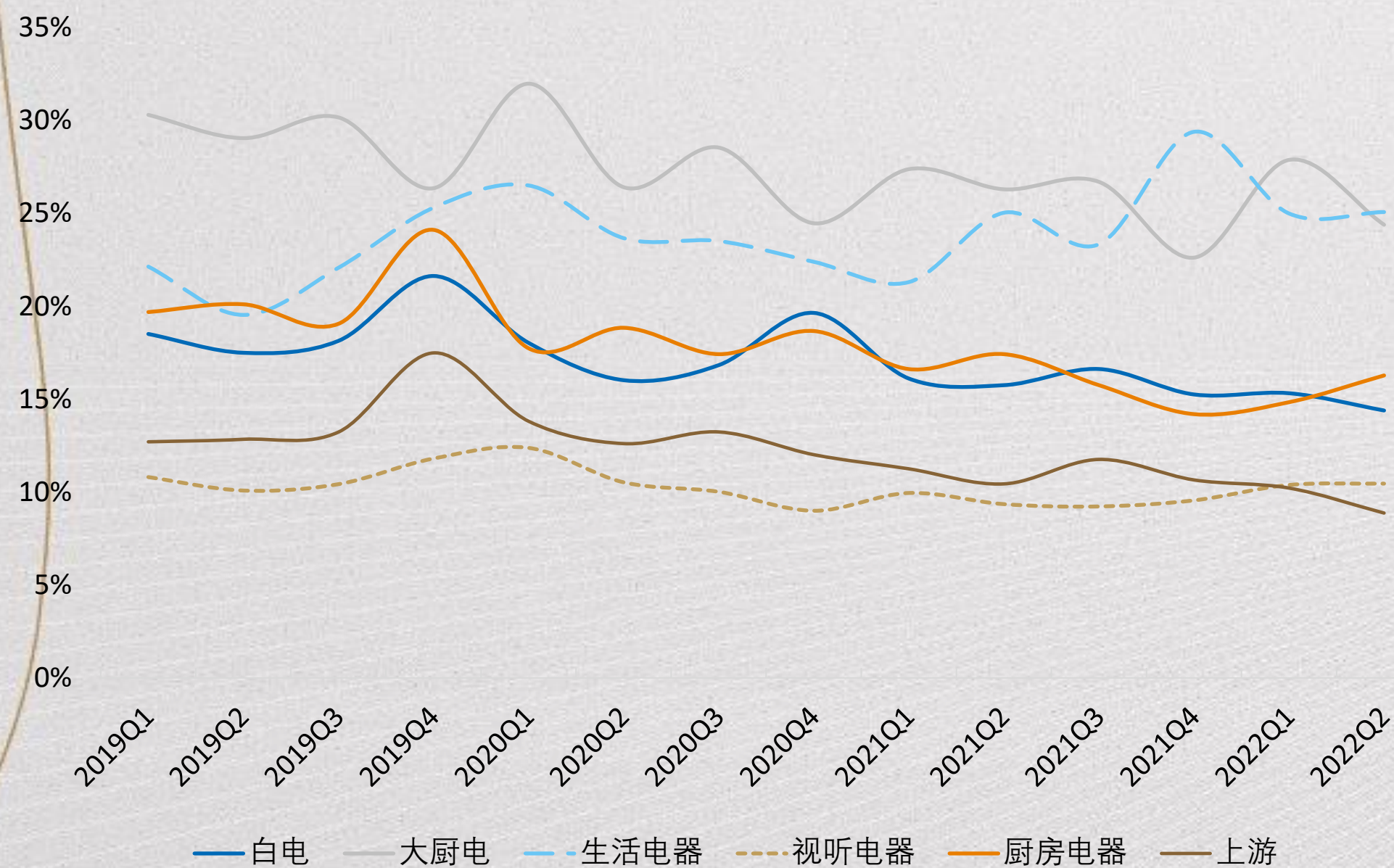
原材料及毛利率同比变动——小家电

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
LME铜	12.4%	21.9%	50.9%	81.1%	43.8%	35.3%	17.6%	-1.5%
LME铝	-3.3%	9.3%	24.1%	60.3%	55.4%	44.2%	56.5%	20.4%
塑料	-4.6%	4.7%	21.7%	26.4%	16.1%	16.1%	8.0%	9.1%
钢材	-2.1%	7.2%	25.6%	50.1%	44.1%	22.8%	5.5%	-9.0%
毛利率同比变动								
小家电								
苏泊尔	-4.7%	-3.6%	2.5%	-0.6%	-0.1%	-13.6%	-1.1%	0.7%
九阳股份	-4.0%	0.8%	-1.9%	-2.2%	0.1%	-10.2%	-4.8%	0.9%
爱仕达	-5.1%	-17.1%	-6.0%	-4.3%	-7.7%	1.4%	-2.6%	-0.9%
新宝股份	0.4%	-8.0%	-4.6%	-10.9%	-8.8%	0.5%	-2.4%	4.3%
小熊电器	1.4%	-7.8%	-0.1%	-4.1%	-1.1%	5.2%	1.6%	0.2%
科沃斯	6.3%	4.4%	8.3%	11.5%	4.6%	10.0%	2.7%	-0.5%
石头科技	14.7%	11.8%	4.1%	1.1%	-6.3%	-6.7%	-2.1%	-2.9%
北鼎股份	8.7%	-7.1%	-7.6%	-3.9%	-4.2%	3.4%	0.5%	-3.8%
莱克电气	-1.0%	-5.1%	-4.2%	-6.4%	-2.7%	-2.8%	1.4%	-0.7%
极米科技			5.0%	7.1%	6.7%	0.4%	2.6%	-1.0%
倍轻松			0.6%	4.8%	-2.8%	-7.6%	-2.8%	11.9%

费用端：成本压力下，整体延续降本控费态势

- 期间费用率：** 二季度家电板块期间费用率整体同比-0.9pct，在成本压力下，行业龙头普遍在供应链数字化、组织架构灵活化、渠道结构扁平化的方向上持续推进，同时受疫情影响，在费用投放上均有所控制。
- 除视听电器（+1.1pct）外各板块均呈下降趋势。** 视听电器板块主要为兆驰股份、极米科技研发费用率提升明显。重点公司来看，北鼎股份、倍轻松期间费用率提升较为明显，其中销售/管理/研发费用率均有明显提升。

家电各子板块期间费用率分季度走势



来源：wind，国金证券研究所

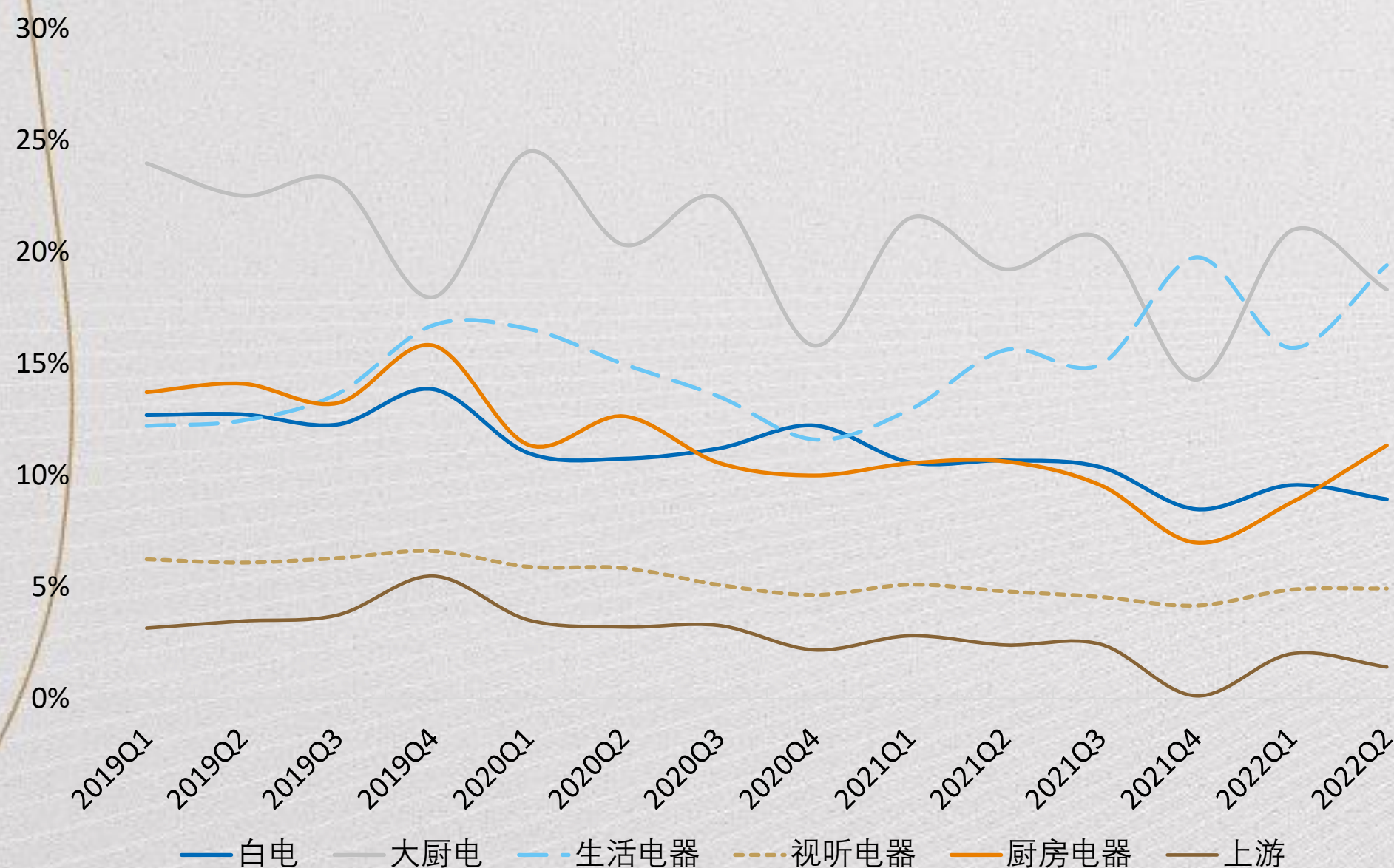
重点公司期间费用率走势（分季度）

		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	Q2变动
白电	美的集团	13.76%	13.14%	15.65%	11.52%	12.92%	12.97%	-0.17%
	格力电器	12.19%	12.05%	9.69%	7.85%	11.11%	9.23%	-2.82%
	海尔智家	22.27%	23.93%	24.61%	27.58%	21.91%	22.61%	-1.32%
厨房电器	苏泊尔	14.58%	16.01%	16.45%	5.01%	12.69%	15.04%	-0.97%
	九阳股份	22.65%	22.12%	18.00%	22.74%	18.19%	24.59%	2.47%
	新宝股份	11.65%	11.87%	9.55%	12.84%	10.50%	7.99%	-3.88%
	小熊电器	19.98%	24.50%	25.21%	20.45%	21.94%	24.69%	0.18%
	北鼎股份	32.81%	40.91%	38.34%	38.61%	41.91%	48.86%	7.95%
	比依股份	7.80%	6.56%	5.95%	8.62%	6.92%	2.04%	-4.52%
生活电器	科沃斯	28.68%	33.67%	31.92%	36.58%	35.25%	37.28%	3.61%
	石头科技	19.94%	24.70%	23.67%	28.32%	22.89%	27.05%	2.36%
	倍轻松	51.17%	52.20%	49.23%	43.99%	56.59%	67.95%	15.75%
	飞科电器	21.58%	27.63%	25.73%	29.99%	26.25%	30.43%	2.80%
大厨电	老板电器	37.54%	33.07%	32.24%	20.91%	34.73%	31.84%	-1.23%
	华帝股份	35.55%	30.15%	36.20%	30.87%	33.12%	31.28%	-1.13%
	浙江美大	19.46%	22.00%	14.23%	13.95%	17.89%	12.85%	-9.15%
	火星人	34.66%	31.78%	22.68%	26.61%	32.55%	30.29%	-1.50%
	亿田智能	22.65%	27.42%	18.67%	32.08%	24.30%	28.89%	1.47%
	帅丰电器	20.12%	16.23%	18.11%	20.27%	24.11%	19.12%	-2.89%
视听娱乐	极米科技	22.49%	26.96%	27.44%	21.95%	26.30%	28.69%	1.73%
	海信视像	13.83%	14.02%	11.87%	12.65%	13.77%	14.56%	0.54%
	光峰科技	21.59%	27.07%	30.51%	28.52%	31.72%	23.03%	-4.05%
上游零部件	海立股份	10.23%	10.47%	15.10%	9.02%	10.96%	7.84%	-2.63%
	三花股份	14.50%	14.15%	14.02%	11.52%	12.08%	9.36%	-4.78%
	盾安环境	12.35%	7.68%	12.75%	10.93%	11.93%	8.45%	0.77%
	春光科技	11.67%	10.94%	11.05%	11.11%	11.42%	5.30%	-5.64%
	东方电热	10.85%	9.85%	11.76%	13.47%	10.49%	8.77%	-1.08%

费用端：成本压力下，整体延续降本控费态势

- **销售费用率：**二季度家电子版块除生活家电（+3.8pct）外，各板块销售费用率均维稳或不同程度下降。22Q2家电板块整体销售费用率同比降低1pct至8.5%的历史低位。一方面规模效应对费用有所摊薄，另一方面公司或为应对原材料价格上涨压力，叠加疫情线下营销推广受限，对费用投放有所控制。而部分公司产品仍处于营销投入期，且由于疫情和宏观环境影响收入增速放缓，导致销售费用率提升明显，如科沃斯（Q2+5.0pct）、石头科技（Q2+5.6pct）、倍轻松（Q2+8.8pct）、飞科电器（Q2+4.9pct）。

家电子板块销售费用率分季度走势



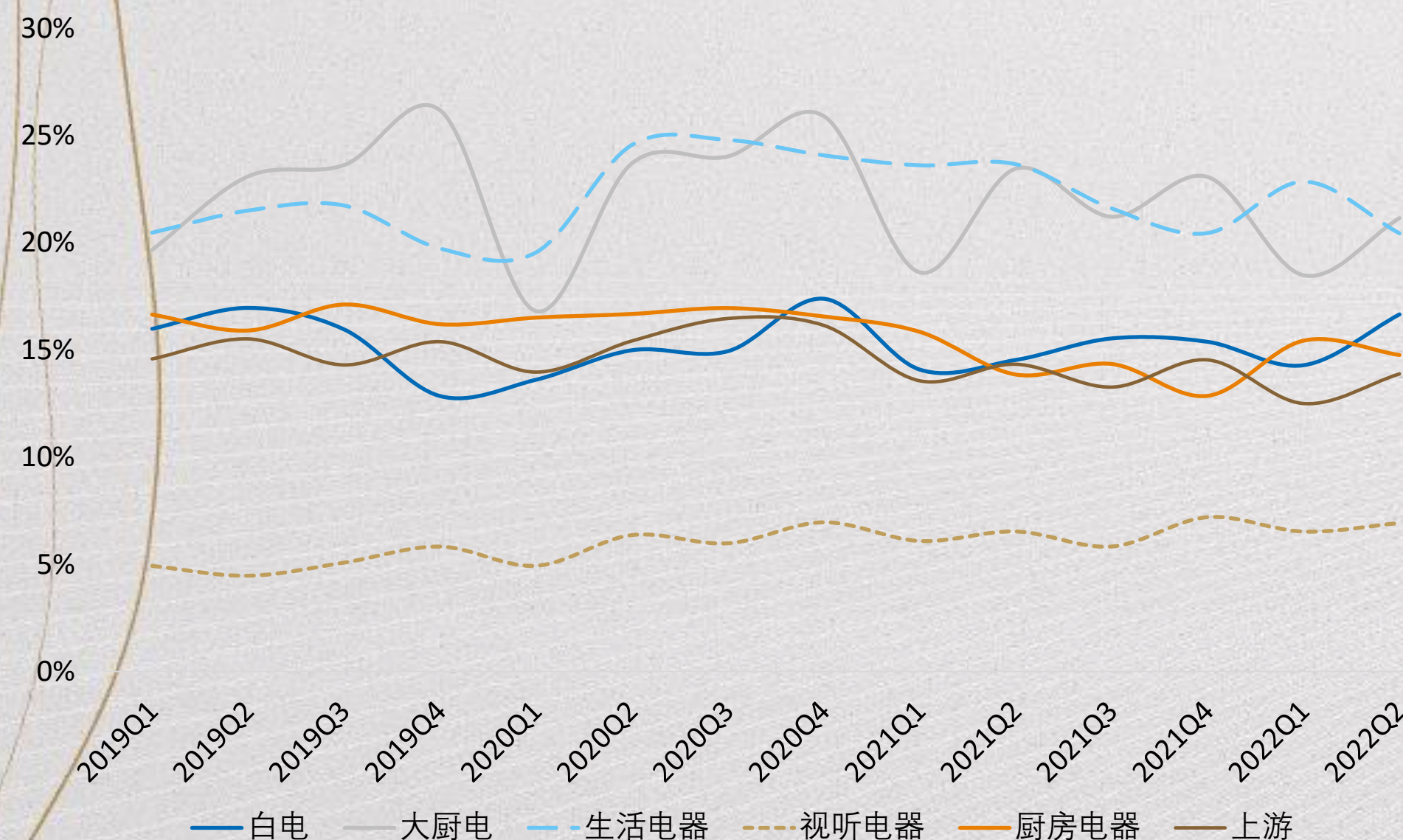
来源：wind，国金证券研究所

重点公销售费用率走势（分季度）

		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	Q2变动
白电	美的集团	8.98%	9.57%	9.27%	5.28%	8.36%	7.66%	-1.91%
	格力电器	7.78%	7.46%	5.94%	3.56%	5.50%	4.92%	-2.55%
	海尔智家	14.30%	15.66%	16.05%	18.15%	13.93%	14.95%	-0.71%
厨房电器	苏泊尔	11.52%	11.40%	12.77%	0.78%	9.52%	11.55%	0.15%
	九阳股份	15.76%	16.83%	11.47%	15.49%	11.03%	19.31%	2.48%
	新宝股份	3.35%	3.26%	2.42%	2.90%	2.66%	3.01%	-0.25%
	小熊电器	14.12%	16.34%	16.52%	14.95%	15.91%	17.69%	1.35%
	北鼎股份	21.58%	26.88%	24.80%	27.52%	26.31%	34.42%	7.54%
	比依股份	1.47%	0.38%	1.00%	1.23%	1.00%	1.27%	0.89%
生活电器	科沃斯	20.38%	24.39%	23.39%	27.76%	24.74%	29.42%	5.03%
	石头科技	9.73%	14.80%	14.98%	21.18%	13.35%	20.44%	5.64%
	倍轻松	42.07%	45.58%	39.99%	36.32%	45.68%	54.38%	8.79%
	飞科电器	15.99%	20.40%	19.85%	20.18%	21.15%	25.35%	4.95%
大厨电	老板电器	32.20%	27.13%	28.09%	13.42%	29.02%	24.56%	-2.57%
	华帝股份	26.33%	21.40%	26.33%	24.03%	23.12%	24.22%	2.82%
	浙江美大	12.35%	16.64%	8.74%	8.35%	11.08%	6.18%	-10.46%
	火星人	25.67%	25.85%	17.03%	21.32%	23.26%	21.67%	-4.18%
	亿田智能	19.10%	22.55%	15.83%	19.06%	18.58%	20.91%	-1.64%
	帅丰电器	14.24%	9.95%	12.14%	13.55%	12.34%	11.00%	1.05%
视听娱乐	极米科技	13.59%	16.89%	18.67%	13.33%	13.70%	14.22%	-2.68%
	海信视像	8.10%	8.14%	7.10%	7.10%	7.27%	8.24%	0.10%
	光峰科技	7.00%	9.13%	10.05%	12.81%	10.45%	8.79%	-0.35%
上游零部件	海立股份	2.82%	2.48%	2.66%	-1.51%	2.12%	0.31%	-2.17%
	三花股份	4.36%	4.06%	5.24%	-1.97%	2.17%	2.16%	-1.91%
	盾安环境	3.81%	1.77%	3.28%	1.95%	3.49%	2.17%	0.40%
	春光科技	0.94%	1.27%	1.43%	0.63%	1.53%	0.70%	-0.56%
	东方电热	1.76%	0.68%	1.52%	2.62%	1.22%	1.11%	0.42%

- **毛销差**：21年多家公司将原计入销售费用的运输成本转记至营业成本，考虑到会计准则变化，因此考虑毛销差指标。22Q2家电整体毛销差Q2同比+1.6pct。
- 22Q2白电毛销差指标表现优秀，在原材料价格压力下，龙头成本控制能力强，白电Q2毛销差同比+2.1pct，其中龙头美的、海尔、格力毛销差Q2分别+2.5pct、+1.0pct、3.8pct。大厨电（Q2-2.3pct）及生活电器（-3.2pct）毛销差下滑较为明显，大厨电板块在前期原材料涨价背景下，毛利率短期承压较为明显，而生活电器多公司仍处于费用投放期，销售费用率提升明显。

家电子板块分季度毛销差走势



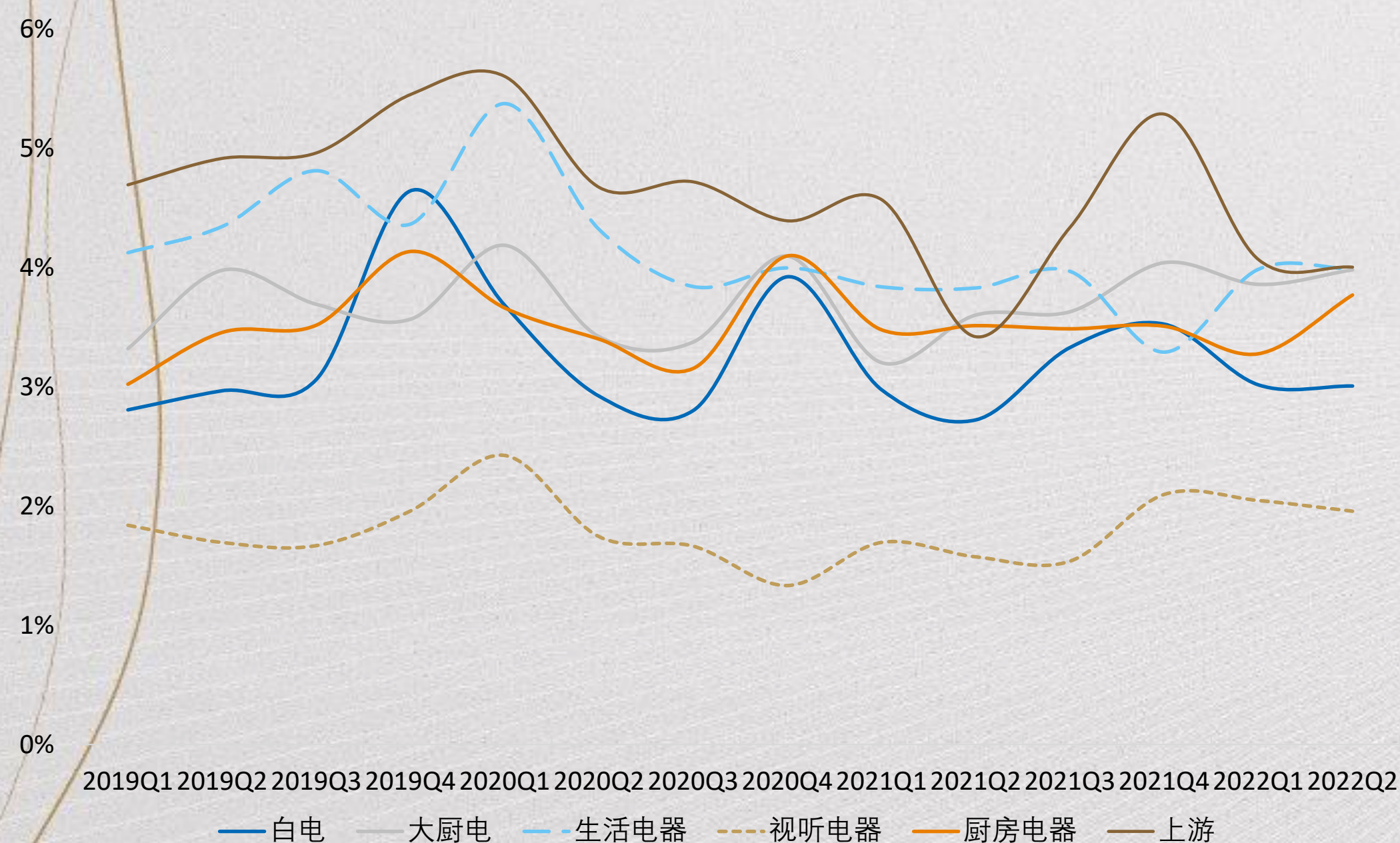
来源：wind，国金证券研究所

重点公毛销差走势（分季度）

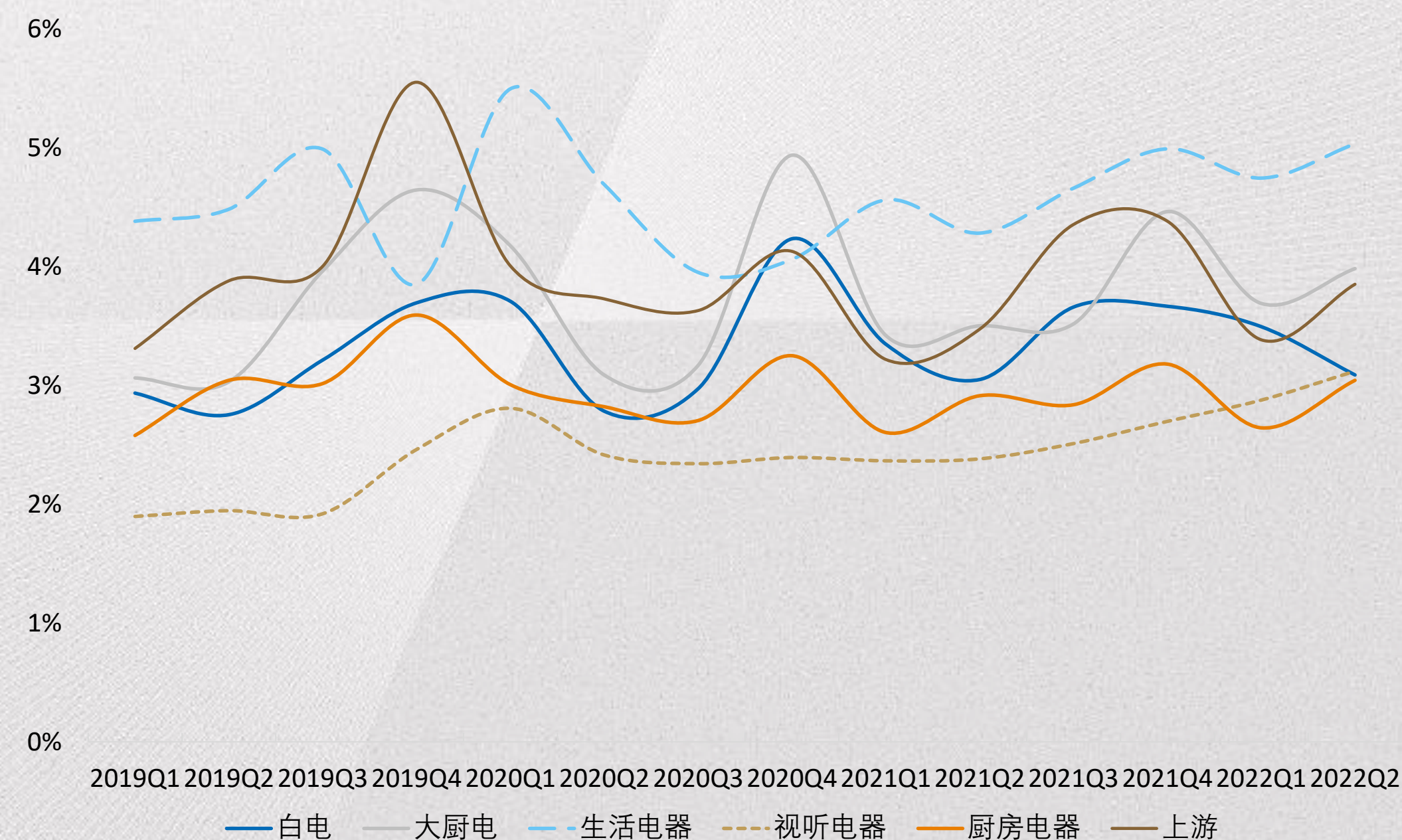
		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	Q2变动
白电	美的集团	14.50%	14.30%	16.15%	13.42%	14.30%	16.76%	2.45%
	格力电器	17.38%	16.71%	19.68%	21.69%	18.75%	20.46%	3.75%
	海尔智家	14.19%	15.91%	14.44%	16.11%	14.61%	16.86%	0.95%
厨房电器	苏泊尔	14.97%	14.04%	12.90%	14.64%	15.83%	14.57%	0.53%
	九阳股份	15.68%	13.14%	16.93%	8.00%	15.60%	11.56%	-1.59%
	新宝股份	15.68%	13.25%	14.80%	14.90%	13.95%	17.77%	4.52%
	小熊电器	21.45%	16.69%	17.49%	14.93%	21.26%	15.52%	-1.17%
	北鼎股份	26.26%	24.56%	23.24%	22.56%	22.03%	13.22%	-11.34%
	比依股份	13.59%	14.61%	14.42%	14.78%	11.92%	17.00%	2.39%
生活电器	科沃斯	26.39%	28.38%	24.63%	26.92%	24.79%	22.86%	-5.52%
	石头科技	39.91%	36.94%	33.52%	23.55%	34.14%	28.39%	-8.55%
	倍轻松	14.63%	18.14%	17.65%	13.68%	8.24%	-2.54%	-20.68%
	飞科电器	28.17%	27.94%	28.72%	26.55%	32.92%	28.75%	0.81%
大厨电	老板电器	25.14%	28.49%	27.59%	30.31%	23.54%	22.41%	-6.07%
	华帝股份	15.75%	22.06%	12.62%	14.70%	16.02%	19.41%	-2.66%
	浙江美大	38.76%	38.63%	41.09%	42.44%	38.69%	35.12%	-3.51%
	火星机器人	21.71%	25.48%	27.33%	21.65%	20.94%	23.82%	-1.66%
	亿田智能	25.21%	24.25%	27.83%	24.90%	25.07%	27.74%	3.49%
	帅丰电器	33.08%	39.97%	30.93%	31.69%	31.99%	35.20%	-4.77%
视听娱乐	极米科技	21.64%	21.40%	19.13%	20.10%	24.10%	23.03%	1.63%
	海信视像	8.24%	7.61%	7.62%	9.22%	10.09%	9.57%	1.96%
	光峰科技	25.81%	26.89%	26.41%	18.64%	22.07%	19.96%	-6.92%
上游零部件	海立股份	9.25%	10.98%	8.74%	9.07%	7.62%	6.38%	-4.59%
	三花股份	22.88%	22.75%	22.22%	23.60%	21.13%	22.83%	0.08%
	盾安环境	12.44%	13.96%	13.89%	14.26%	12.22%	14.73%	0.78%
	春光科技	25.07%	22.28%	18.04%	15.82%	13.91%	15.59%	-6.69%
	东方电热	12.68%	16.75%	14.88%	18.71%	18.23%	20.00%	3.26%

- 管理费用率：**整体稳定小幅提升。二季度家电板块管理费用率整体同比+0.34pct，预计受疫情影响，收入增长暂有承压，管理费用等固定成本难以下降，费用率小幅提升。分板块看，白电/大厨电/生活电器/视听电器/厨房小电/上游分别+0.28pct/+0.38pct/+0.16pct/+0.38pct/+0.26pct/+0.58pct。
- 研发费用率：**同样整体小幅提升，二季度家电板块研发费用率整体同比+0.21pct。一方面由于收入增长承压，另一方面，多公司研发投入有所增加，为公司产品竞争力提供坚实保障。白电/大厨电/生活电器/视听电器/厨房小电/上游分别+0.04pct/+0.48pct/+0.75pct/+0.74pct/+0.13pct/+0.38pct。

家电子板块分季度管理费用率走势



家电子板块分季度研发费用率走势

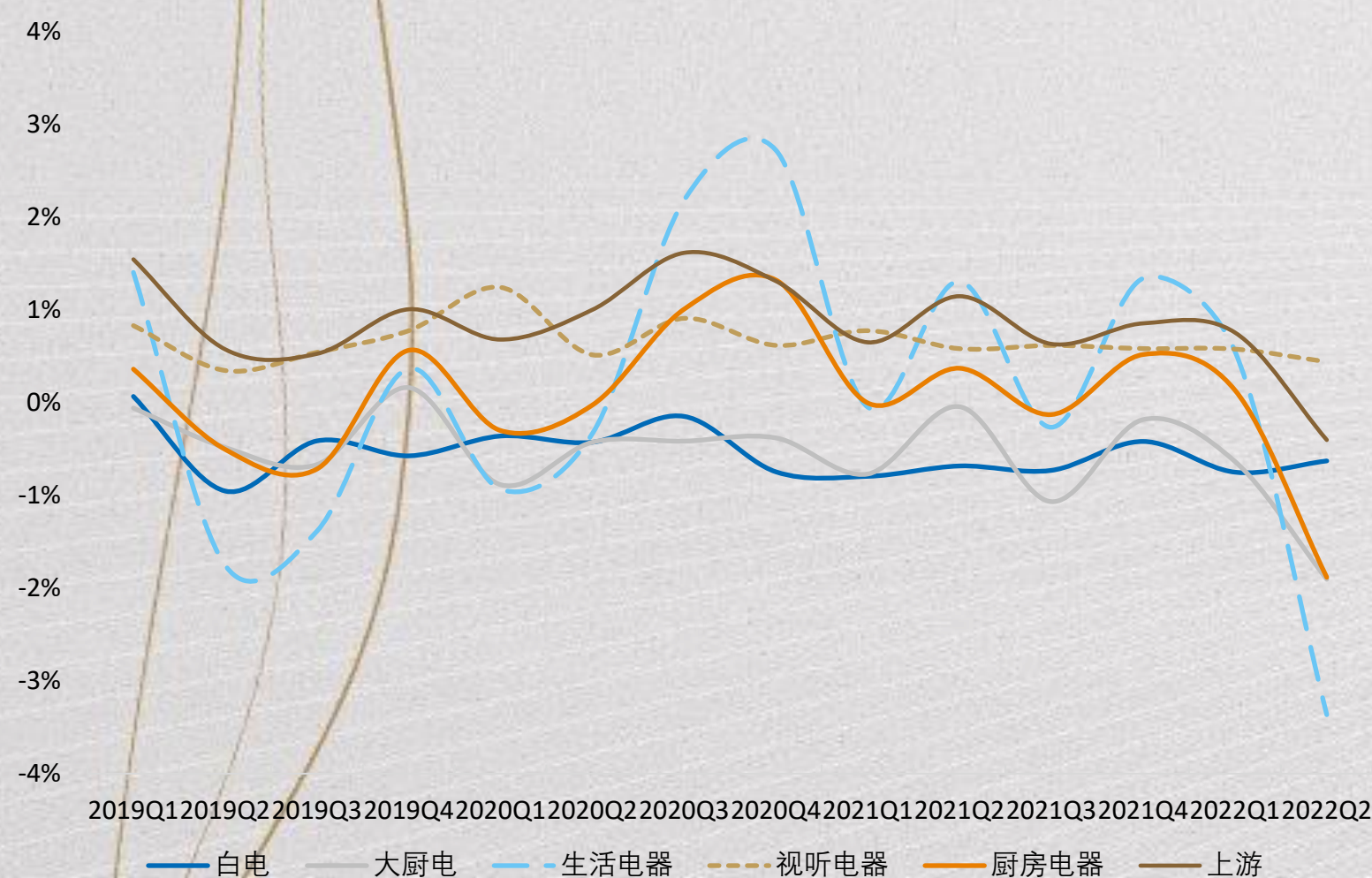


- 财务费用率：**四月底以来，人民币贬值明显，二季度出口企业毛利率汇兑损益如期改善。受益汇率变动，二季度家电财务费用率明显下降整体小幅波动，22Q2财务费用率整体-0.4pct。
- 汇兑损益：**人民币贬值对出口占比较高的家电企业带来汇兑收益，22H1家电整体汇兑损益占营收比重为-0.23%，同比-0.27pct。家电出口占比较高的公司22H1均有一定汇兑收益。其中新宝股份、比依股份受益人民币贬值最为明显，汇兑损益分别为-1.3、-0.2亿元，营收占比为-1.8%、-2.9%，对利润有较明显贡献。

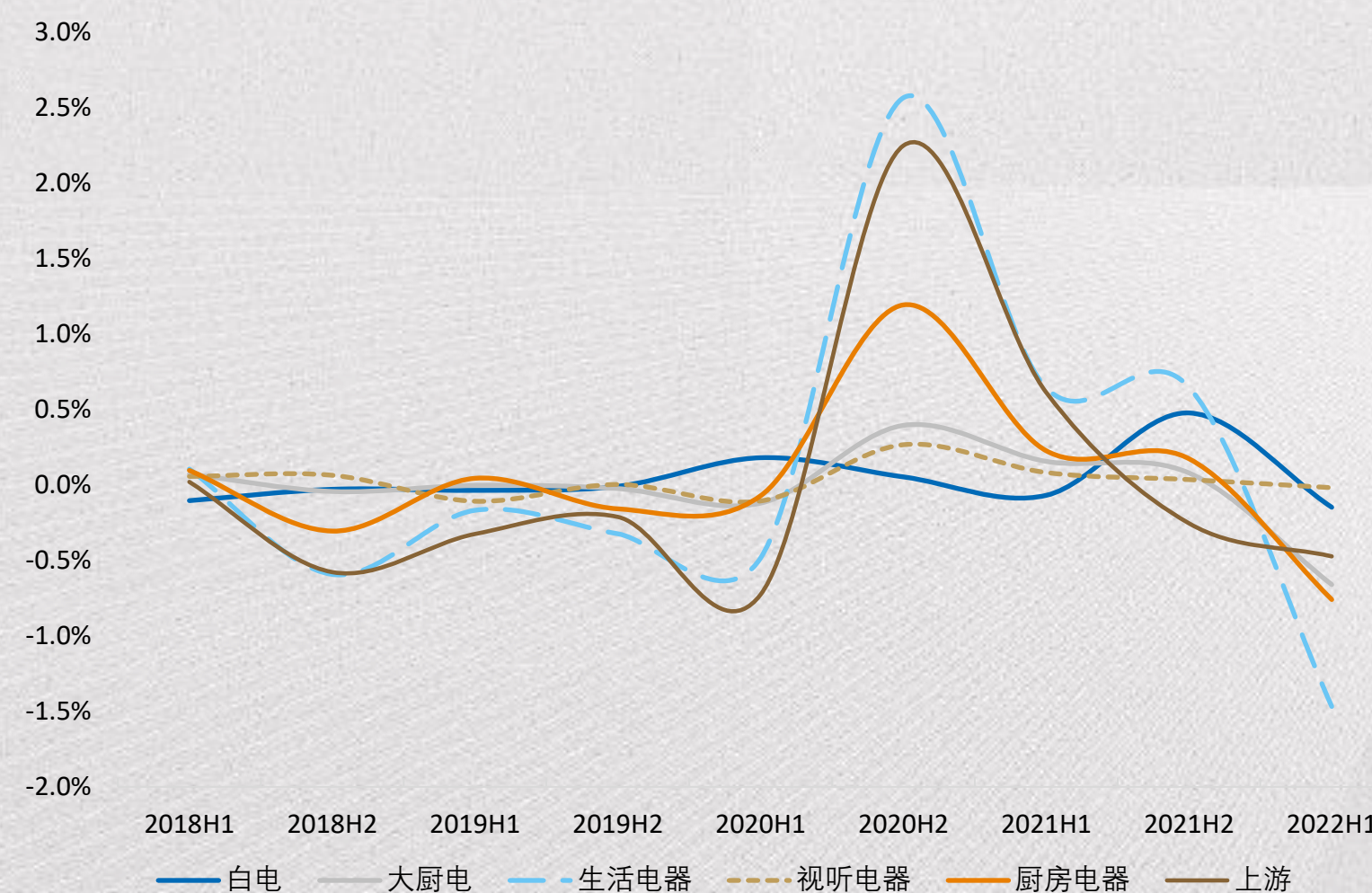
重点家电出口公司汇兑损益/营收

	19H1	19H2	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1
美的集团	0.10%	0.30%	0.07%	-0.37%	-0.35%	0.84%	0.04%
海尔智家	-0.11%	-0.16%	0.23%	0.15%	0.19%	0.32%	-0.14%
新宝股份	0.34%	-0.63%	-0.16%	2.98%	0.56%	0.32%	-1.78%
比依股份		-0.37%		2.09%	0.39%	0.57%	-2.86%
科沃斯	0.03%	-0.52%	-0.56%	1.55%	0.77%	0.47%	-0.86%
石头科技	0.09%	-0.08%	0.03%	0.69%	0.29%	0.21%	-0.53%
海信视像	-0.22%	0.05%	-0.12%	0.24%	0.16%	0.06%	0.09%

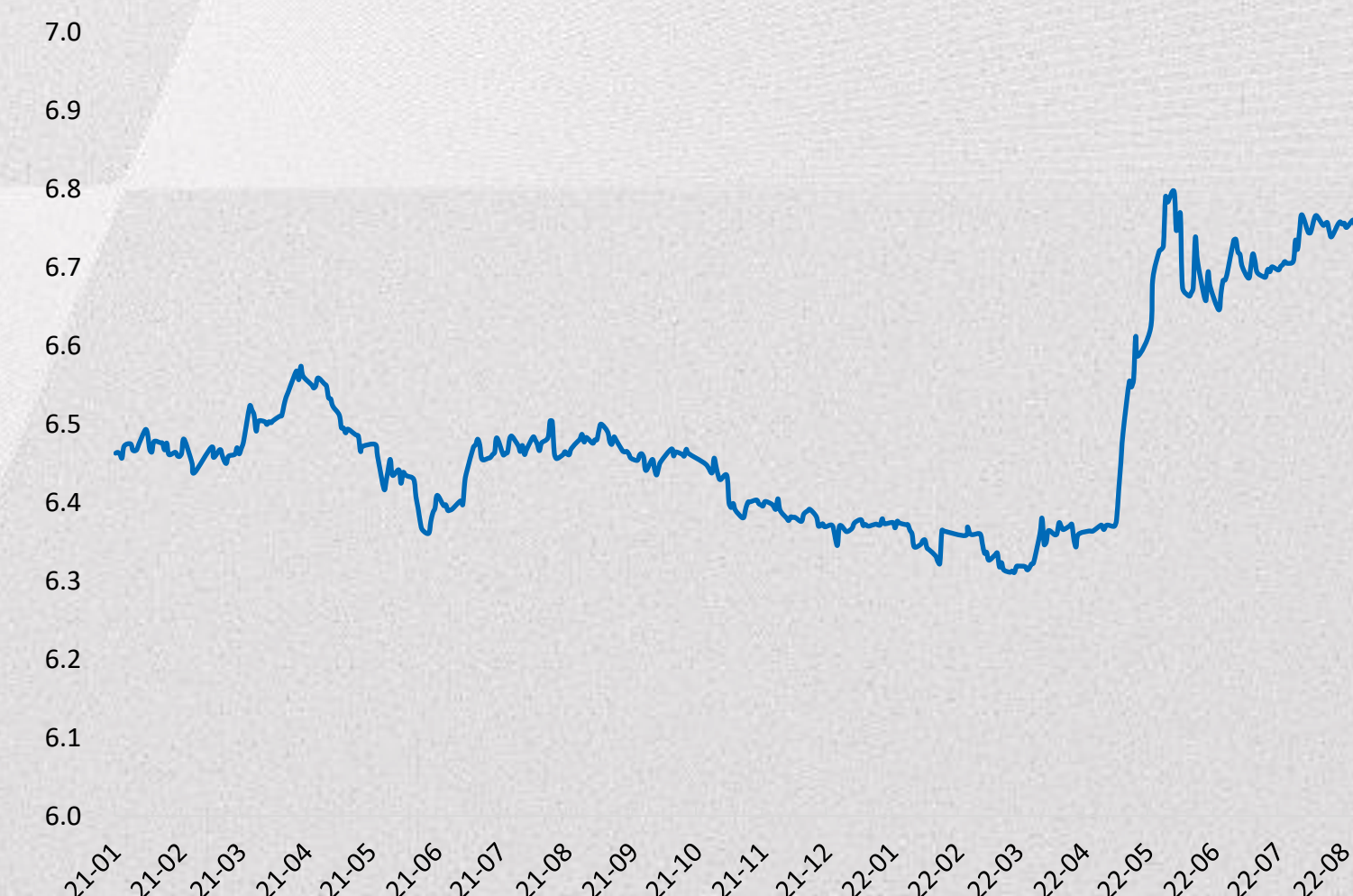
家电子板块分季度财务费用率走势



家电子板块汇兑损益/营收走势

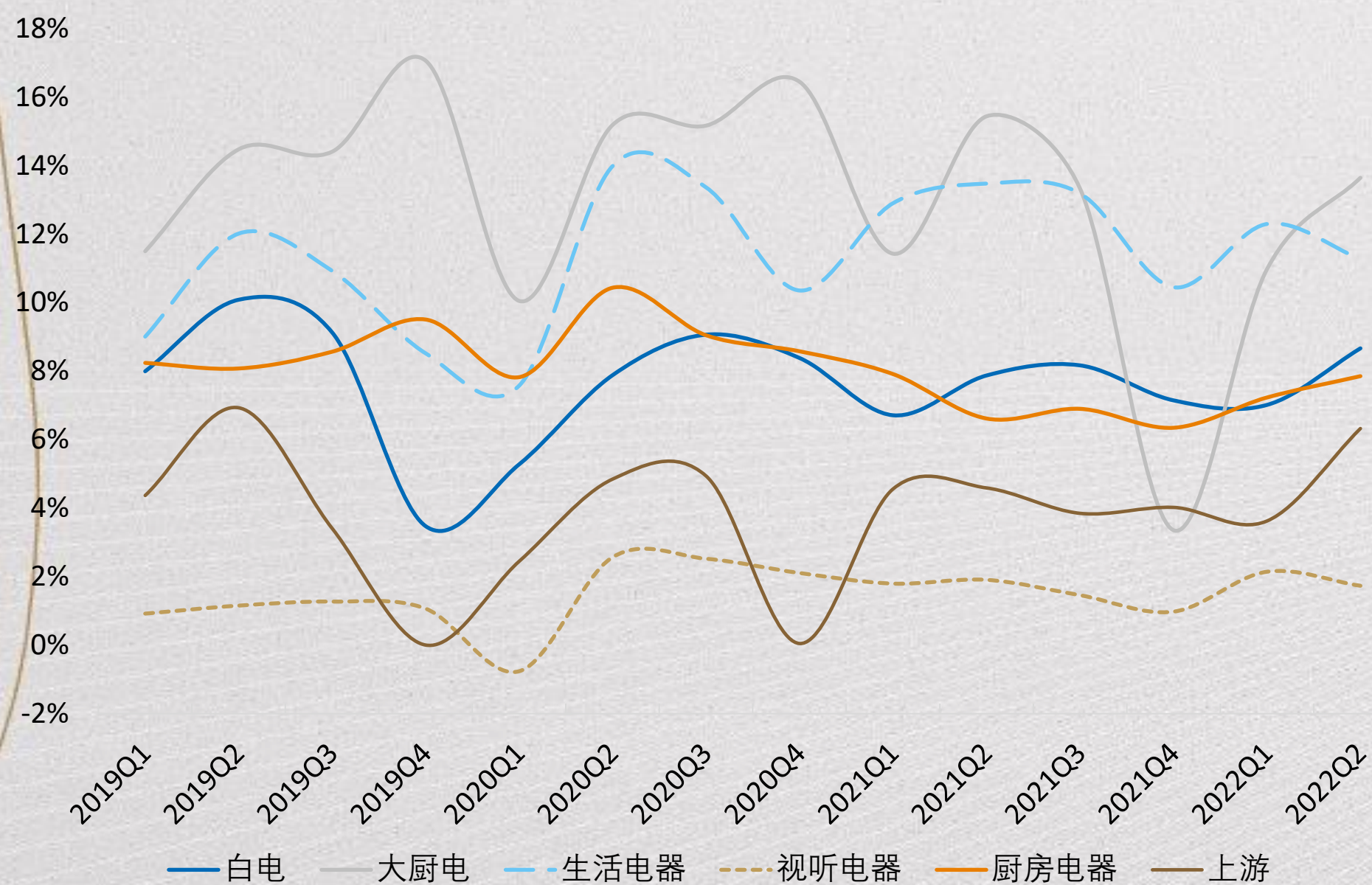


21年至今美元兑人民币汇率走势



- **净利率：**在毛利率与期间费用率综合作用下，二季度家电净利率整体小幅提升0.72pct至7.74%。除大厨电（Q2-1.8pct）、生活电器（Q2-2.2pct）板块盈利能力暂有承压外，其余板块维持平稳或有所提升，白电/视听电器/厨房小电/上游分别+0.8pct/-0.2pct/+1.2pct/+1.7pct，厨房小电及上游净利率提升较为明显。个股方面，格力电器、新宝股份、比依股份、盾安环境、东方电热净利率提升较为明显。

家电子板块分季度净利率走势



重点公毛销差走势（分季度）

		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	Q2变动
白电	美的集团	7.79%	9.30%	9.59%	6.36%	7.89%	9.51%	0.21%
	格力电器	10.27%	10.28%	13.02%	14.81%	11.27%	12.38%	2.10%
	海尔智家	5.58%	6.68%	5.28%	5.44%	5.84%	7.19%	0.51%
厨房电器	苏泊尔	9.83%	6.81%	7.18%	11.87%	9.59%	8.38%	1.56%
	九阳股份	8.03%	10.85%	9.25%	2.35%	7.14%	7.56%	-3.29%
	新宝股份	5.30%	4.20%	6.91%	4.70%	4.89%	8.85%	4.65%
	小熊电器	9.90%	6.77%	6.83%	7.60%	10.66%	5.06%	-1.71%
	北鼎股份	16.38%	11.97%	9.85%	13.10%	9.01%	3.28%	-8.69%
	比依股份	7.06%	6.89%	7.62%	7.71%	6.93%	14.31%	7.42%
生活电器	科沃斯	14.97%	16.50%	16.65%	14.04%	13.23%	12.52%	-3.98%
	石头科技	28.36%	27.22%	24.64%	19.22%	25.22%	17.50%	-9.71%
	倍轻松	5.18%	9.19%	9.13%	6.88%	4.39%	2.12%	-21.32%
	飞科电器	16.95%	18.91%	16.99%	12.07%	21.14%	18.90%	-0.01%
大厨电	老板电器	18.80%	17.85%	20.11%	10.35%	17.63%	15.09%	-2.76%
	华帝股份	7.36%	10.07%	2.93%	4.33%	7.07%	9.64%	-0.43%
	浙江美大	27.28%	28.44%	31.47%	33.94%	29.41%	25.95%	-2.49%
	火星人	12.68%	16.59%	19.84%	14.20%	13.33%	13.68%	-2.90%
	亿田智能	19.45%	17.79%	20.77%	12.83%	18.06%	18.32%	0.54%
	帅丰电器	22.00%	34.26%	22.24%	21.51%	19.68%	24.71%	-9.55%
视听娱乐	极米科技	10.98%	11.84%	11.23%	13.15%	11.99%	14.46%	2.61%
	海信视像	1.95%	1.75%	1.83%	3.97%	2.93%	2.94%	1.19%
	光峰科技	10.36%	16.73%	10.78%	2.63%	3.40%	3.78%	-12.96%
上游零部件	海立股份	1.03%	1.47%	0.77%	4.93%	0.98%	0.94%	-0.54%
	三花股份	10.56%	10.87%	11.60%	9.09%	9.43%	10.27%	-0.60%
	盾安环境	4.55%	5.58%	3.56%	2.56%	4.15%	17.77%	12.18%
	春光科技	12.83%	10.73%	8.04%	4.81%	5.18%	9.40%	-1.33%
	东方电热	4.05%	2.84%	4.81%	13.21%	7.75%	9.00%	6.16%

收入端：暂时承压，龙头彰显经营韧性

- 内销：品类增速有所放缓，新兴品类景气度相对高
- 外销：家电出口趋弱，品牌韧性更优

利润端：盈利能力整体有所提升

- 毛利率：白电明显修复，其他板块暂时下跌
- 期间费用率：控本提效成为主线

经营质量：现金流回暖，周转略有放缓

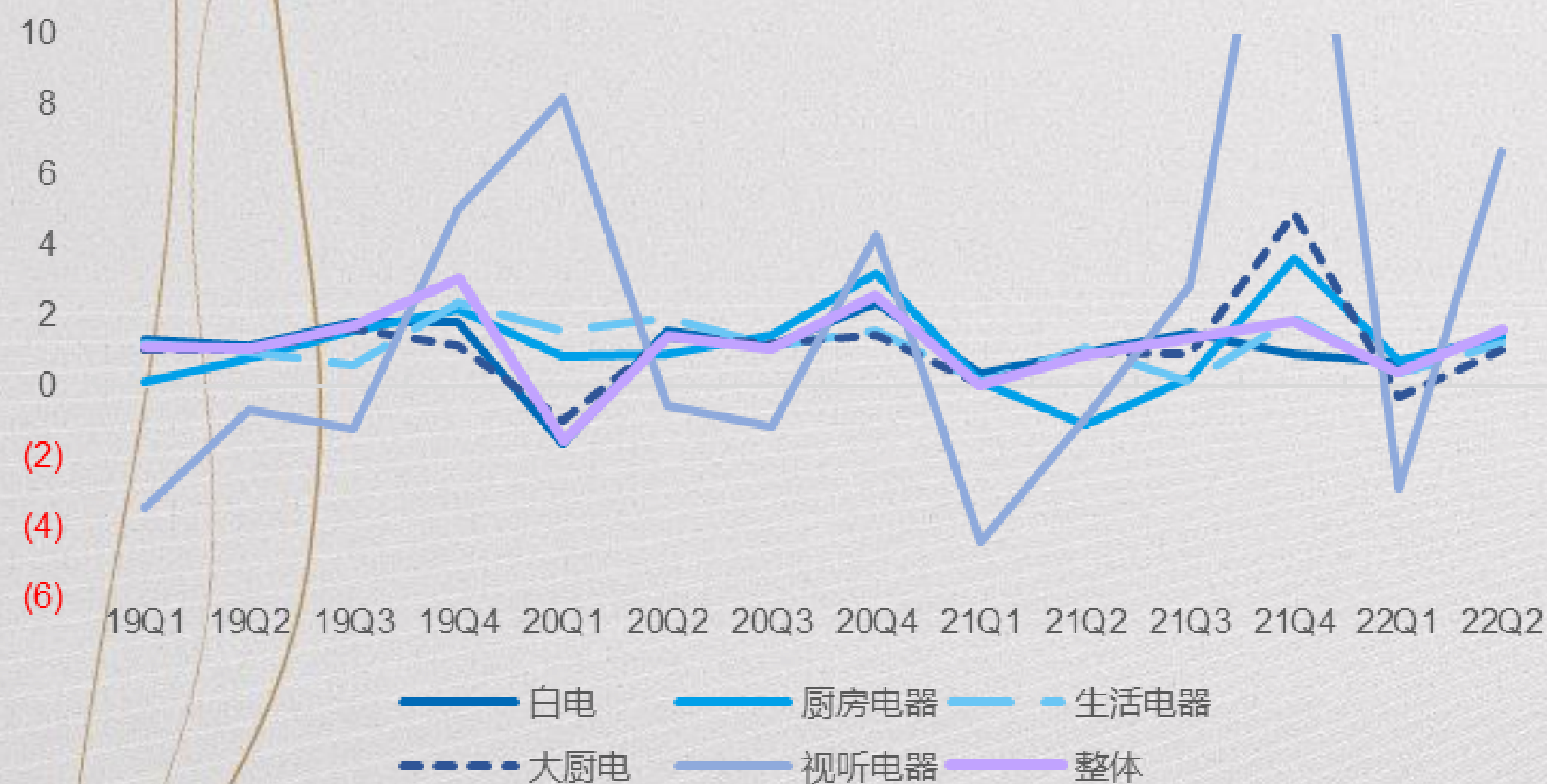
投资建议

风险提示

□从净利润现金含量（经营活动产生的现金流量净额/归母净利润）来看，22Q2家电板块整体显著回暖为1.6，同比+0.7，大环境承压下企业多选择持币。厨房电器，视听电器改善最为显著，22Q2净利润现金含量分别为1.4、6.7，同比分别+2.5、+7.6。其余板块同比也均有不同程度的增幅（白电+0.5）。

□分公司来看，三大白中美的、格力现金流情况有所回暖；厨小电板块去年同期多数公司现金流压力较大，经营性现金流为负数，22Q2苏泊尔、新宝已转正，而九阳、小熊同比有显著改善；海信视像盈利改善明显，现金流表现亮眼。

家电子板块净利润现金比率走势（分季度）



重点公司净利润现金比率走势（分季度）

		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	Q2变动
白电	美的集团	1.32	1.36	0.91	1.41	1.11	1.52	0.16
	格力电器	-1.24	-0.30	2.03	-0.62	0.85	1.31	1.61
	海尔智家	0.94	1.46	1.60	3.12	0.33	1.09	-0.38
厨房电器	苏泊尔	1.14	-0.77	0.71	2.11	0.68	2.39	3.16
	九阳股份	-1.00	-0.56	-0.60	5.16	2.98	-0.18	0.39
	新宝股份	-0.83	-1.20	0.92	4.57	-1.62	1.90	3.10
	小熊电器	-0.34	-5.07	0.23	4.65	2.08	-0.66	4.41
	北鼎股份	0.52	0.53	-2.54	2.17	0.44	5.30	4.77
生活电器	科沃斯	0.44	0.40	0.25	1.89	0.50	0.67	0.28
	石头科技	1.38	1.34	0.73	0.96	0.49	-0.02	-1.35
	倍轻松	-1.51	3.40	-1.11	1.09	7.24	-0.49	-3.88
	飞科电器	-0.38	1.64	0.78	2.75	0.29	1.51	-0.13
大厨电	老板电器	0.41	0.89	0.85	-33.81	0.35	0.55	-0.34
	浙江美大	0.19	1.29	1.15	0.82	0.60	0.72	-0.57
	火星人	-1.15	1.92	1.19	3.08	-1.98	1.17	-0.75
	亿田智能	1.53	1.01	1.14	1.83	-1.63	1.40	0.39
	帅丰电器	0.09	0.71	0.94	0.87	0.69	0.67	-0.05
视听娱乐	极米科技	0.69	0.30	-0.23	2.56	-1.12	0.18	-0.12
	海信视像	-6.64	-1.25	-0.23	4.49	4.18	7.12	8.36
	光峰科技	1.95	0.66	-3.20	3.60	-3.82	-0.37	-1.03

存货周转率：整体下滑，白电及生活电器降幅明显

- 去年下半年以来家电板块整体存货周转率呈下滑态势，22年上半年延续下滑趋势，Q2家电整体周转率1.3，同比-0.2，其中白电、生活电器存货周转率降幅较为明显，同比分别-0.23、-0.19；厨房电器、大厨电、视听电器板块分别同比-0.13、-0.13、-0.08。
- 分公司来看其中新宝股份、小熊电器同比+0.17，+0.13，拉动厨房电器板块。生活电器板块莱克电器与石头科技降幅明显，同比-0.36、-0.40，石头系海外市场不及预期仓储积压与推新备货所致。视听电器板块海信视像同比+0.38。

家电子板块存货周转率走势（分季度）



来源：wind，国金证券研究所

重点公司存货周转率走势（分季度）

		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	Q2变动
白电	美的集团	2.03	2.12	1.94	1.65	1.60	1.79	-0.33
	格力电器	0.83	1.35	0.98	0.91	0.63	1.06	-0.30
	海尔智家	1.27	1.18	1.17	1.00	1.08	1.04	-0.14
厨房电器	苏泊尔	1.68	1.95	1.81	1.85	1.47	1.42	-0.52
	九阳股份	1.79	2.27	2.12	2.94	1.71	1.87	-0.40
	新宝股份	1.22	1.19	1.34	1.39	1.29	1.36	0.17
	小熊电器	1.14	0.98	0.86	1.40	1.06	1.11	0.13
	北鼎股份	0.74	0.54	0.45	0.65	0.45	0.50	-0.04
生活电器	科沃斯	0.79	0.74	0.62	0.88	0.69	0.66	-0.08
	石头科技	1.62	1.41	1.33	1.84	1.12	1.01	-0.40
	倍轻松	0.64	0.73	0.60	0.92	0.57	0.55	-0.18
	飞科电器	1.05	0.89	0.96	0.97	0.84	0.84	-0.05
大厨电	老板电器	0.58	0.72	0.72	0.97	0.56	0.70	-0.02
	浙江美大	2.23	2.06	2.49	2.80	1.81	2.16	0.09
	火星人	0.90	1.19	1.48	1.72	1.03	1.15	-0.04
	亿田智能	1.31	2.39	1.76	2.21	1.31	1.80	-0.59
	帅丰电器	0.87	1.27	1.30	1.27	0.83	1.08	-0.20
视听娱乐	极米科技	0.72	0.64	0.61	0.94	0.63	0.58	-0.06
	海信视像	1.69	1.45	1.78	1.97	1.73	1.83	0.38
	光峰科技	0.74	0.63	0.51	0.75	0.42	0.61	-0.02

应收款项周转：整体持平，小熊、北鼎、飞科亮眼

□Q2家电板块整体应收款项周转率为2.0，同比持平。分板块看，白电板块（2.6）略高于家电整体，同比增长0.06；生活电器（2.0）、厨房电器（1.7）应收周转率略有下滑，同比-0.1；大厨电（1.4）、视听电器（1.6）同比持平。

□分公司看，极米（10.3）、小熊（9.9）、北鼎（7.8）回款情况较好。从变动幅度看，大厨电板块整体承压，其中帅丰电器，亿田智能受应收款项量增影响，周转率同比分别-161，-13.2。小熊、北鼎同比持续改善。

重点公司应收款项周转率走势（分季度）

		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	Q2变动
白电	美的集团	2.80	2.85	2.69	2.62	2.84	2.62	-0.23
	格力电器	3.36	5.24	4.46	4.17	2.48	3.83	-1.41
	海尔智家	1.76	1.77	1.80	1.90	2.26	2.38	0.62
厨房电器	苏泊尔	2.14	2.03	1.76	2.03	2.17	2.05	0.02
	九阳股份	1.09	1.31	1.19	1.59	1.06	1.24	-0.08
	新宝股份	2.07	2.41	2.48	2.49	2.17	2.01	-0.40
	小熊电器	5.31	3.91	4.92	9.91	9.50	9.94	6.02
	北鼎股份	4.71	5.93	4.73	5.98	5.14	7.80	1.87
生活电器	科沃斯	1.99	2.80	2.24	3.15	2.08	2.53	-0.27
	石头科技	9.07	10.09	11.96	17.63	9.81	8.01	-2.08
	倍轻松	3.38	7.56	6.13	5.93	3.19	2.87	-4.69
	飞科电器	1.73	1.75	2.14	2.45	3.07	3.29	1.55
大厨电	老板电器	0.68	0.84	0.85	0.95	0.73	0.83	-0.02
	浙江美大	13.59	15.66	16.48	26.96	9.62	8.17	-7.50
	火星人	5.48	8.76	7.79	8.40	5.72	5.01	-3.75
	亿田智能	8.83	15.93	6.78	6.66	2.90	2.71	-13.22
	帅丰电器	730.15	168.65	34.38	33.30	15.06	7.72	-160.93
视听娱乐	极米科技	12.86	13.06	11.77	16.02	11.37	10.29	-2.76
	海信视像	1.27	1.25	1.32	1.29	1.24	1.36	0.11
	光峰科技	1.95	3.18	2.94	2.73	1.59	2.41	-0.77

家电子板块应收款项周转率走势（分季度）



应付款项周转：整体略有下降，苏泊尔、亿田较为显著

□Q2家电板块整体应付款项周转率为0.7，同比小幅下降0.03。分板块看，厨房电器下降较为明显（-0.7），白电、生活电器、大厨电分别为-0.03、-0.04、-0.01。

□分公司看，老板电器、极米、格力电器应付款项周转较慢，代表更强的话语权。从变动幅度看，苏泊尔、亿田下降幅度较为显著，分别为-0.24、-0.23。

家电子板块应付款项周转率走势（分季度）



来源：wind

重点公司应付款项周转率走势（分季度）

		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	Q2变动
白电	美的集团	0.75	0.76	0.69	0.68	0.72	0.73	-0.03
	格力电器	0.46	0.68	0.48	0.50	0.34	0.57	-0.12
	海尔智家	0.65	0.62	0.63	0.57	0.64	0.63	0.01
厨房电器	苏泊尔	1.18	1.13	0.97	1.19	1.04	0.88	-0.24
	九阳股份	0.43	0.57	0.60	0.87	0.50	0.53	-0.04
	新宝股份	0.59	0.68	0.80	0.81	0.73	0.71	0.03
	小熊电器	0.45	0.43	0.49	0.78	0.49	0.49	0.05
	北鼎股份	1.04	0.82	0.77	1.28	1.12	1.58	0.76
生活电器	科沃斯	0.57	0.64	0.61	0.86	0.66	0.68	0.04
	石头科技	1.44	1.09	1.06	1.43	0.94	1.02	-0.07
	倍轻松	0.76	0.96	0.80	1.39	1.17	1.63	0.67
	飞科电器	0.87	0.90	0.93	0.95	0.96	1.09	0.18
大厨电	老板电器	0.34	0.41	0.41	0.55	0.33	0.42	0.00
	浙江美大	1.16	1.75	2.52	2.68	1.77	2.16	0.40
	火星人	0.62	0.88	1.03	1.02	0.60	0.78	-0.10
	亿田智能	0.42	0.87	0.69	0.74	0.43	0.64	-0.23
	帅丰电器	0.46	0.74	0.79	0.78	0.48	0.57	-0.17
	极米科技	0.47	0.43	0.42	0.59	0.40	0.44	0.01
视听娱乐	海信视像	1.07	1.08	1.23	1.17	0.99	1.03	-0.06
	光峰科技	0.97	0.89	0.84	1.22	0.68	1.17	0.29

收入端：暂时承压，龙头彰显经营韧性

- 内销：品类增速有所放缓，新兴品类景气度相对高
- 外销：家电出口趋弱，品牌韧性更优

利润端：盈利能力整体有所提升

- 毛利率：白电明显修复，其他板块暂时下跌
- 期间费用率：控本提效成为主线

经营质量：现金流回暖，周转略有放缓

投资建议

风险提示

面临原材料、海运等外部环境的诸多不确定性，优选确定性强的赛道，建议把握两条主线：

➤ 成长性与确定性兼具的新兴家电赛道：扫地机、投影仪、厨小。

- 极米科技：高成长性赛道优质龙头，技术领先且具有消费品全方位壁垒。
 - 新宝股份：供应链/高端品控/高端研发优势显著，外销稳定且盈利持续修复；内销已探索出高壁垒的打造爆款的营销力。
 - 小熊电器：明晰年轻人喜爱的小家电定位，坚持多元产品拓展且积极推进精品化升级，内部降本增效注重经营质量，预期年内盈利修复可期。
 - 科沃斯：H2扫地机销量有望迎来改善拐点，洗地机行业保持快速增长。公司作为扫地机和洗地机龙头地位稳固且线下布局持续获效，长远发展可期。
 - 石头科技：产品与技术创新实力强，加快补齐营销短板，内销市占率持续提升；看好外销增速逐季改善。
- 需求与盈利修复能力强，原材料降价催化的白电龙头
- 海尔智家：提效与治理持续优化，空调厨电改善，高端地位稳固，盈利能力持续提升。
 - 美的集团：估值性价比高，楼宇科技高增，KUKA显著修复，第二成长曲线逐渐打开。
 - 格力电器：估值低，盈利能力修复，渠道改革持续推进。
 - 海信家电：中央空调盈利能力强劲，受益原材料降价家空和冰洗盈利能力修复，三电持续减亏。

家电公司22H1关键指标一览

		营业收入yoy	归母净利润yoy	毛利率	毛利率变动	期间费用率	期间费用率变动
白电	美的集团	5%	7%	23.1%	-0.1%	13.0%	-0.5%
	格力电器	4%	21%	24.5%	0.8%	10.0%	-2.2%
	海尔智家	9%	16%	30.2%	0.1%	22.3%	-0.8%
	海信家电	18%	1%	19.3%	-1.7%	15.4%	-1.2%
厨电	老板电器	3%	-8%	49.6%	-6.8%	33.2%	-1.8%
	火星人	11%	-1%	44.9%	-4.9%	31.3%	-1.6%
	浙江美大	-8%	-9%	45.5%	-8.1%	15.4%	-5.6%
	亿田智能	22%	21%	46.6%	0.6%	27.0%	1.1%
	帅丰电器	10%	-17%	45.4%	-3.5%	21.2%	3.5%
	华帝股份	5%	1%	41.8%	-1.1%	32.0%	-0.3%
小家电	苏泊尔	-1%	8%	25.7%	-0.3%	13.8%	-1.5%
	九阳股份	-1%	-23%	28.8%	-1.9%	21.4%	-0.9%
	小熊电器	13%	7%	35.3%	0.9%	23.2%	1.2%
	新宝股份	7%	55%	18.6%	0.9%	9.3%	-2.5%
	北鼎股份	4%	-55%	48.0%	-1.7%	45.4%	8.5%
	极米科技	21%	40%	37.5%	0.7%	27.5%	2.7%
	科沃斯	27%	3%	51.0%	0.7%	36.3%	4.7%
	石头科技	24%	-5%	48.2%	-2.5%	25.1%	2.7%
	飞科电器	30%	45%	54.1%	7.8%	28.4%	3.8%
	莱克电气	11%	45%	22.2%	0.3%	8.2%	-3.9%
	倍轻松	-16%	186%	53.0%	-8.0%	61.8%	10.0%
	荣泰健康	-12%	-38%	26.0%	-2.3%	16.3%	-0.6%
	奥佳华	-20%	-95%	29.3%	-3.8%	27.5%	1.3%
黑电	海信视像	-4%	53%	17.6%	1.5%	14.2%	0.2%
	创维数字	36%	73%	18.2%	1.7%	11.3%	-1.5%

来源：wind，国金证券研究所

【国金家电】家电重点公司估值																	
	公司	市值 (亿元)	年初至今 涨跌幅	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE				BVPS	PB
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
白电	美的集团	3,726	-25.6%	285.7	318.6	361.9	403.6	5%	12%	14%	12%	13	12	10	9	16.9	3.1
	格力电器	1,798	-5.5%	230.6	255.4	285.7	316.9	4%	11%	12%	11%	8	7	6	5	16.4	1.9
	海尔智家	2,444	-11.8%	130.7	151.0	175.6	201.7	47%	16%	16%	15%	19	16	14	11	8.2	3.1
	海信家电	175	-14.0%	9.7	13.7	16.4	19.0	-38%	41%	20%	16%	18	13	11	9	7.5	1.7
厨电	老板电器	239	-29.0%	13.3	21.7	25.4	29.9	-20%	63%	17%	18%	18	11	9	9	9.2	2.7
	火星人	124	-37.1%	3.8	5.0	6.7	9.0	37%	34%	33%	34%	33	25	19	14	3.4	9.0
	浙江美大	79	-26.0%	6.6	7.9	9.2	10.5	22%	18%	17%	15%	12	10	9	8	2.7	4.5
	亿田智能	58	-33.9%	2.1	3.0	4.1	5.6	46%	45%	35%	37%	28	19	14	12	10.4	5.1
	帅丰电器	33	-29.3%	2.5	3.0	3.8	4.6	27%	22%	24%	22%	13	11	9	7	9.9	1.8
	华帝股份	49	-7.2%	2.1	5.1	5.7	6.3	-49%	146%	12%	10%	24	10	9	8	3.9	1.5
小家电	苏泊尔	371	-23.8%	19.4	22.3	25.4	28.6	5%	15%	14%	13%	19	17	15	13	8.6	5.3
	九阳股份	120	-27.9%	7.5	8.5	9.7	10.9	-21%	14%	14%	12%	16	14	12	11	5.5	2.9
	小熊电器	83	-15.3%	2.8	3.5	4.1	4.8	-34%	23%	19%	16%	29	24	20	16	12.7	4.2
	新宝股份	158	-21.6%	7.9	9.9	12.1	14.2	-29%	25%	22%	18%	20	16	13	12	7.2	2.6
	北鼎股份	33	-17.0%	1.1	1.2	1.6	1.9	8%	14%	27%	22%	31	27	21	19	2.1	4.9
	极米科技	185	-32.4%	4.8	6.5	9.0	12.5	80%	34%	40%	39%	38	29	21	20	36.7	7.2
	科沃斯	468	-45.4%	20.1	26.6	34.7	44.3	214%	32%	30%	28%	23	18	13	12	7.4	11.1
	石头科技	299	-44.7%	14.0	18.8	23.7	27.8	2%	34%	26%	17%	21	16	13	9	86.3	3.7
	飞科电器	322	73.1%	6.4	9.4	11.4	13.3	0%	47%	20%	17%	50	34	28	24	6.7	11.1
	莱克电气	192	18.2%	5.0	8.3	10.0	11.5	53%	64%	21%	14%	38	23	19	17	5.6	6.0
	倍轻松	24	-62.6%	0.9	1.2	1.7	2.4	30%	30%	45%	39%	26	20	14	12	10.2	3.8
	荣泰健康	32	-30.3%	2.4	2.8	3.4	4.0	22%	18%	22%	18%	13	11	9	8	11.9	1.9
	奥佳华	47	-39.8%	4.6	4.7	5.5	6.5	0%	2%	18%	17%	10	10	9	8	7.3	1.0
黑电	海信视像	163	-6.8%	11.4	15.9	19.1	22.2	-5%	40%	20%	16%	14	10	9	7	11.9	1.0
	创维数字	230	104.8%	4.2	8.5	10.9	13.5	10%	103%	27%	24%	55	27	21	17	3.7	5.4

数据来源：蓝色填充增速为万得一致预期、国金证券研究所；备注：收盘日2022.8.26



国金证券
SINOLINK SECURITIES

风险提示

- 宏观经济下行风险：宏观经济下行或对可选家电需求造成不利影响；
- 原材料价格大幅波动风险：家电产品主要原材料包含铜、铝、塑料、钢材等，价格若大幅波动将对企业盈利能力造成不利影响；
- 汇率大幅波动风险：汇率波动对家电出口企业盈利能力造成一定影响；
- 地产竣工不及预期风险：家电销售与地产关系紧密，地产竣工不及预期可能对家的需求造成不利影响；
- 疫情反复风险：疫情对于企业生产、销售、物流、产品安装等有所影响。

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。