

春日的骄阳，与浪底的金沙

——21年年报&22Q1总结之紧握高景气与底部反弹两条主线

分析师：谢丽媛

执业编号：S1130521120003

联系人：贺虹萍、邓颖、闫哲坤、李琳

核心观点

家电内销各板块分化，集成灶、生活电器、视听电器等新兴品类放量高增，为行业添新动能，后疫情时代成熟品类增长仍稍显疲软。外销厨房电器表现优异，当前出口面临高基压力，海运运价有所回落，但整体仍处高位，长期看好自主品牌出海。利润端看，在原材料价格压力下，龙头公司具备更强产品结构优化、终端提价以及内部提效能力，更能有效应对。

持续看好高景气赛道供需两旺，消费者教育加码下有望持续放量；竣工回暖可期，白电龙头渠道改革成效渐显，大电改善可期。

(1) 白电品牌出海进程加速，内销自主高端品牌强势崛起，行业集中度进一步提升，龙头紧抓有利时机布局海内外产能和产业链、优化智能制造、提升终端价格。建议关注白电龙头底部复苏，海尔智家海外盈利空间打开、高端+场景稳步推进，美的集团2C业务稳健发展基础上2B快速发力、海外自主品牌加速布局。

(2) 集成灶景气度延续，多品牌入局，进一步推动行业消费者教育及渠道广度，行业扩容确定性相对较高，集成灶渗透率呈快速提升趋势。而在竞争加剧及供给端压力下，龙头份额明显提升，体现龙头自身优秀的应对风险和扩张能力。龙头火星人把握重营销+高端定位两条厨电要义，发力水洗品类有望贡献增量，亿田智能改革成效渐显，渠道质量提升收入持续释放，老板电器主品牌发力集成灶，渠道、品牌优势突出。

(3) 生活电器成长品类热度高行，持续看好新消费为小家电领域带来的新机遇，清洁电器产品结构持续升级，龙头品牌表现优异。扫地机自清洁成行业主流配置，均价提升明显。洗地机成长红利依旧，受益于行业高景气及优质新品，龙头科沃斯、石头科技表现优异。

(4) 视听投影行业需求与供给共振，行业延续较高景气度，需求端看，第三消费时代追求个性化、情绪化、品质化消费，智能微投由解决信息获取需求转化为信息享受，契合消费趋势。供给端看，技术进步解决使用痛点，推动产品价格进入普适区间，加速普及。极米科技技术壁垒突出，产品力与营销能力领先，行业份额高位提升，领跑行业。

(5) 厨房小电高基压力渐缓，22Q1景气度有所恢复，外销受益于海外疫情凸显下供应链优势及海外旺盛需求，厨小外销20年及21年均实现优异增长。内销分化明显，20年疫情催生居家烹饪需求，以线上为主的品牌抓取增长机会，小熊电器、新宝股份实现优异增长；21年厨房小家电行业景气偏弱，小熊略显承压。

风险提示：宏观经济下行风险；原材料价格大幅波动风险；汇率大幅波动风险；地产竣工不及预期风险；疫情反复风险。

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.1 行业总览：家电消费有所复苏，新兴品类景气高行

1.2 内销：清洁/投影/集成灶延续景气度，白电/厨小回暖中

1.3 外销：当前短期承压，长期看好自主品牌出海

1.4 分品类分析：紧握高景气与底部反弹两条主线

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.1 成本压力：过了黄洋界，险处不须看

2.2 费用率：成本压力下，整体延续降本控费态势

3. 经营质量

4. 投资建议

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.1 行业总览：家电消费有所复苏，新兴品类景气高行

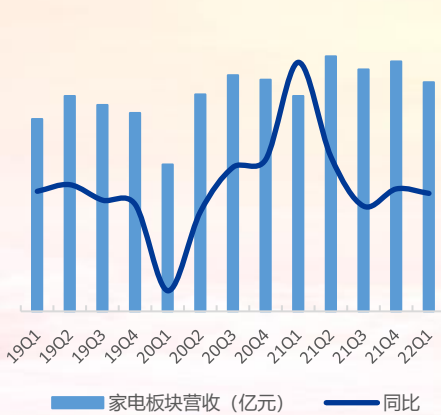
□ **21年家电消费有所复苏，22Q1增长趋势延续。** 家电行业2021年报及2022年一季报已披露完毕，2021年家电板块实现营业总收入1.31万亿元，同比+15.5%（复合19年+8.5%），21Q1/Q2/Q3/Q4营收增速分别为46.6%、17.2%、2.3%和7.7%。21年外部环境较为严峻，原材料价格高企导致成本压力凸显，行业盈利能力略显承压，21年行业归母净利率下滑0.32pct。**22Q1：**家电营收3115亿元，同比+6.2%，增长趋势延续，但3月受疫情影响家电板块收入或影响降速。分板块来看，全年生活电器（+35%）、集成灶（+39%）、白电（+16%）表现较好，22开年集成灶（+27%）和生活（+15%）景气延续，具体来看：

- ✓ **白电：**21年收入+16%（复合19年+8%），主要系前期基数较低，疫情趋缓销售改善向好；22Q1表现延续增长趋势，白电板块收入+10%，主要龙头美的、海尔、格力均实现增长。
- ✓ **厨房大电：**集成灶带动行业高增长，21年厨电板块收入增速26%（复合19年+12%），其中集成灶+39%（复合19年+24%），烟灶（老板+华帝）增长26%；22Q1厨电收增长8%，集成灶延续高增（+27%）。
- ✓ **生活电器：**21年/22Q1收入分别+35%（复合19年+26%）/+15%，表现领先于其余子板块；清洁龙头科沃斯、石头科技，按摩小电倍轻松及个护龙头飞科电器均表现优异。
- ✓ **厨房小电：**21全年表现略显弱势（收入+10%，复合19年+11%），弱于家电行业整体，22Q1景气有所复苏（21Q3/21Q4/22Q1：+3%/+2%/+8%）。
- ✓ **视听电器：**21年/22Q1收入分别同比+7%（复合19年+7%）和-13%，板块内分化较为明显，传统电视企业较为弱势，投影仪作为低渗透高成长的优质赛道表现优异，龙头极米增速领先（21年+43%；22Q1：+24%）。

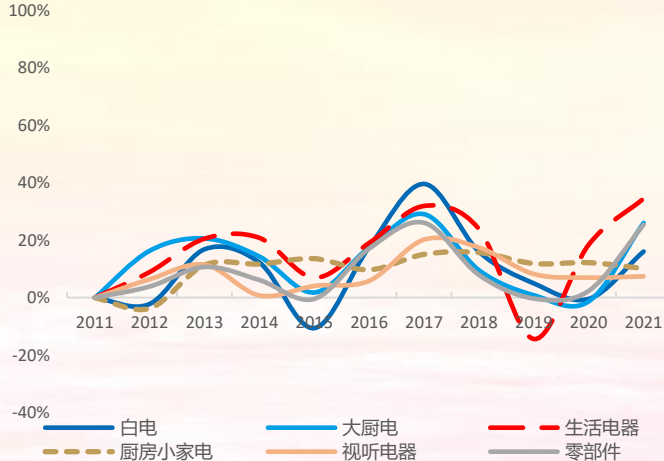
家电板块年度营收及同比



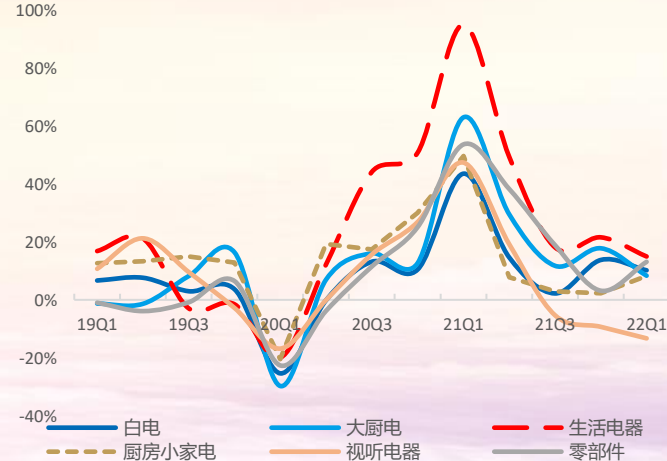
家电板块季度营收及同比



分板块年度营收及同比增速



分板块季度营收及同比增速



1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.1 行业总览：家电消费有所复苏，新兴品类景气高行

1.2 内销：清洁/投影/集成灶延续景气度，白电/厨小回暖中

1.3 外销：当前短期承压，长期看好自主品牌出海

1.4 分品类分析：紧握高景气与底部反弹两条主线

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.1 成本压力：过了黄洋界，险处不须看

2.2 费用率：成本压力下，整体延续降本控费态势

3. 经营质量

4. 投资建议

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

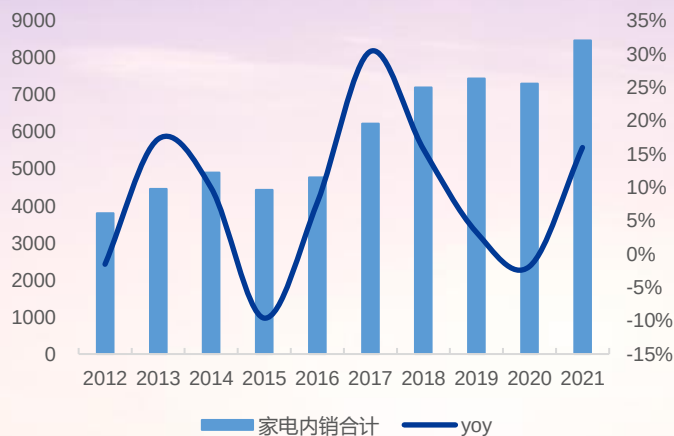
1.2 内销：清洁/投影/集成灶延续景气度，白电/厨小回暖中

□ 2021年家电内销市场收入约8466亿元，同比

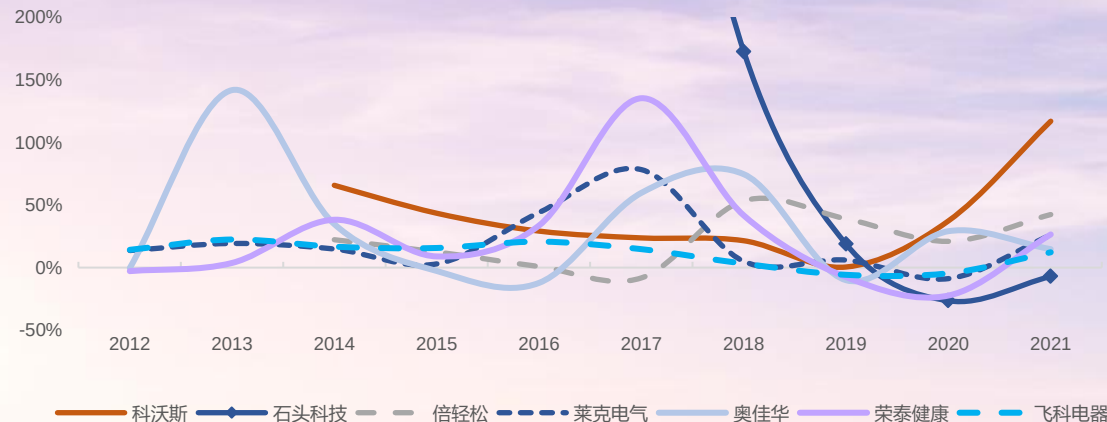
+16%，较20年有所提振。分板块来看，生活电器（+40%）、厨房大家电（+26%）表现较好；白电（+16%）、视听电器（+12%）较为平稳，厨房小家电受景气度影响略显承压（+2%）。

□ 分公司来看，科沃斯21年内销收入+117%，受益于扫地机及洗地机双轮驱动；亿田智能（+72%）、极米科技（+36%）亦取得亮眼增长。

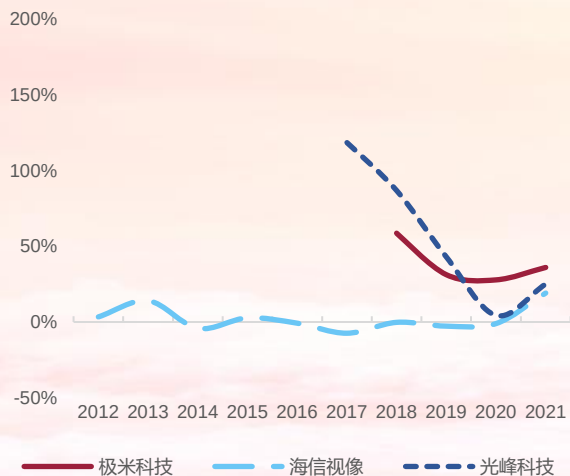
家电板块国内业务收入及同比增速



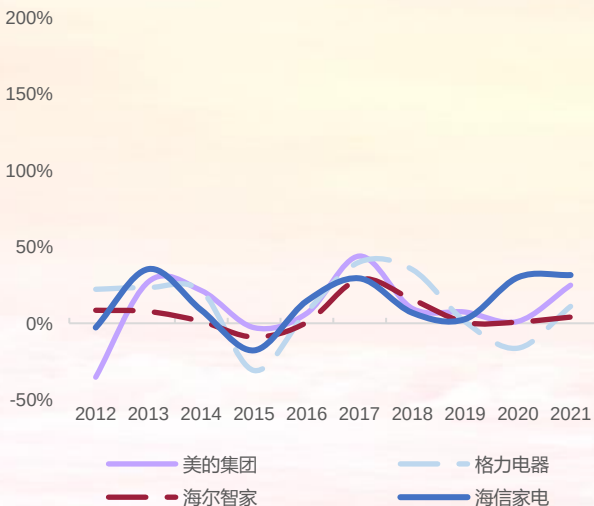
生活电器相关标的的内销收入增速



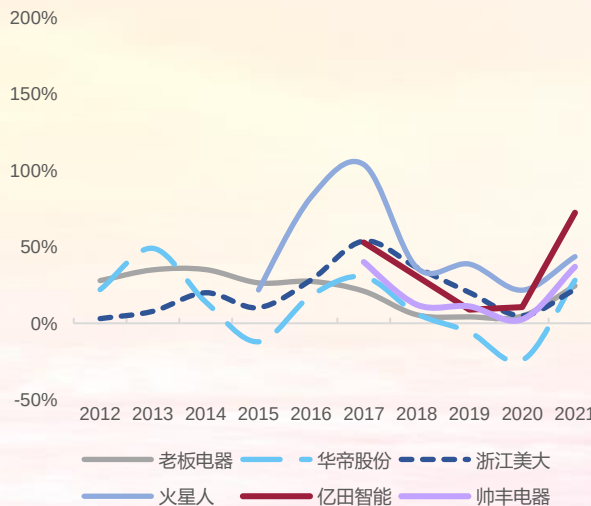
视听电器相关标的的内销收入增速



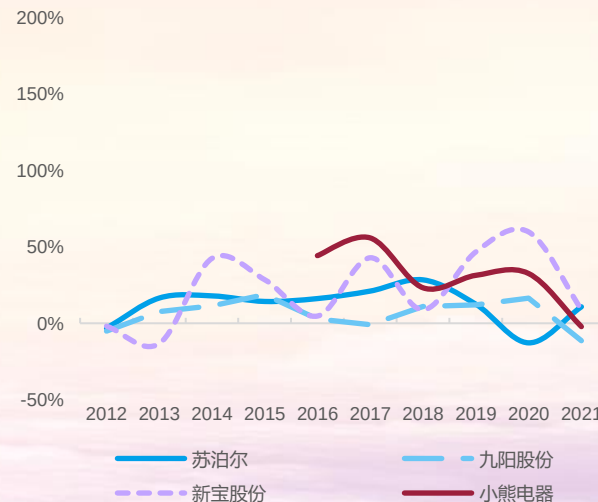
白电板块相关标的的内销收入增速



厨电板块相关标的的内销收入增速



厨房小家电相关标的的内销收入增速



1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.2 内销：家电社零21年有所复苏，22Q1环比加速

□ 2021年家电社零同比+10%，基数影响季度上呈现前高后低。2021年家电类社零9340亿元，同比增长10.0%（复合19年+1.1%），表现略弱于社零整体（+12.5%，复合19年+3.5%）。分季度来看，受低基数及疫情压制的需求释放影响，21Q1增速较高，社会消费品零售总额累计同比增长34%（复合19年+4%），其中家电类社零累计同比增速高达39%（复合19年-2%）。进入二季度，低基数效应消失，叠加疫情反复、上游原材料涨价带动产品涨价影响居民消费意愿，4月之后社零增速持续下滑。

□ 22Q1家电类优于社零整体，其中1-2月恢复好于预期，3月疫情影响有所承压。22Q1家电类社零增速5.9%，优于社零整体3.3%。分月来看，1-2月社零总额7.44万亿元，同比增长6.7%，其中家电类社零总额1321亿元，同比增长12.7%，环比21Q4提速明显；进入3月多地疫情形势严峻，消费有明显承压，家电类社零3月同比下滑4.3%（社零整体-3.5%）。

分季度社零增速情况

	同比增速					复合19年增速			
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4
社会消费品零售总额	34%	14%	5%	3%	3%	4%	5%	2%	3%
家用电器和音像器材类	39%	5%	5%	0%	7%	-2%	3%	1%	3%

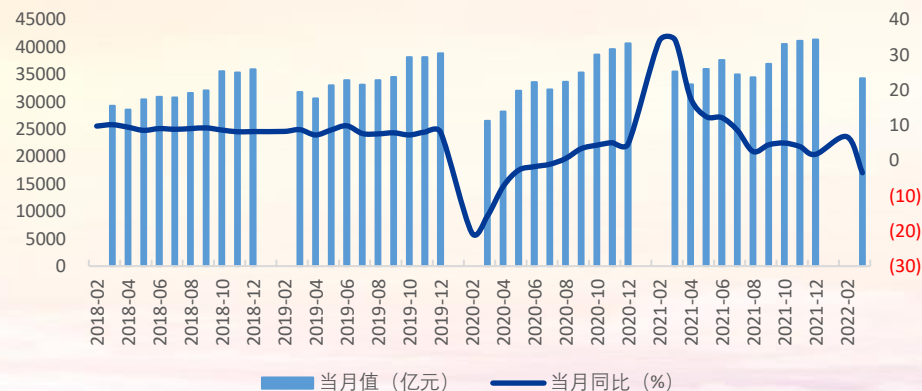
来源：wind，国金证券研究所

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



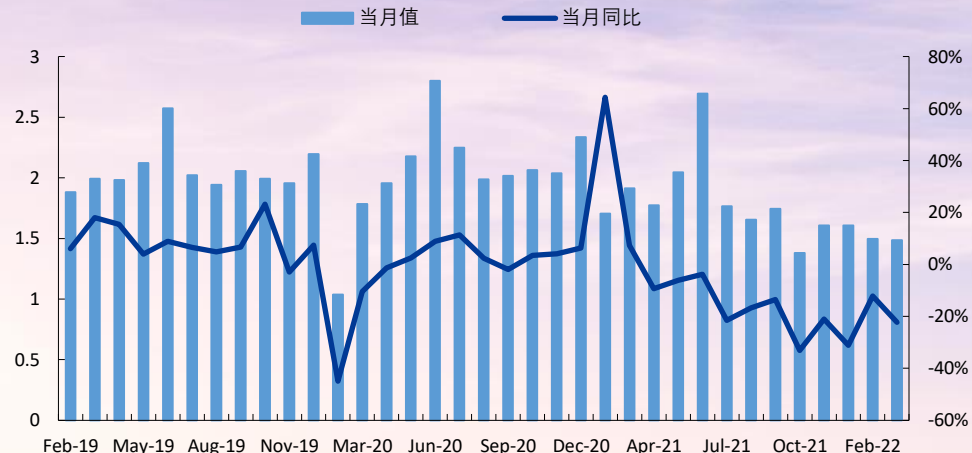
来源：wind，国金证券研究所

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.2 内销：地产略显疲软，政策宽松持续

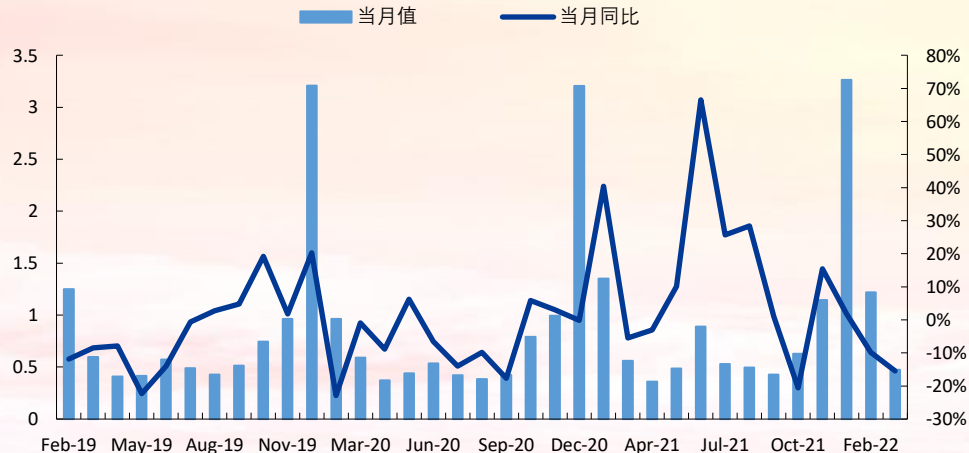
- 地产数据略显疲软。**21年我国房屋新开工面积、竣工面积和商品房销售面积分别同比-11.4%、+11.2%和+1.9%，其中21年7月开始新开工面积及销售面积明显走弱。22年以来地产数据仍较为弱势，Q1新开工、竣工和商品房销售面积分别同比-17.5%、-11.5%和-13.8%，且3月受疫情影响承压明显（分别-22%、-15%和-18%）。
- 竣工对家电销售影响更为直接，**一般对家电工程端拉动较为迅速，对零售端的拉动预计存在1~2季度延迟。**2021年房屋（住宅）竣工面积同比增长11%，表现相对较好，**但由于①疫情影响安装，②更新需求在家电销量占比持续攀升、新房影响有限，竣工整体对家电的拉动较为有限；考虑到家电销售相对地产的滞后性，**预计后续1-2个季度内家电销售有望受益地产竣工增速。**
- 近期地产延续去年Q4以来的宽松趋势，**政策宽松城市由三四线向热点一二线扩展，4月南京、宁波、苏州等在购房门槛或限售年限做出放宽。地产稳字当头的政策指引下，多地政策释放积极信号，预计后续改善趋势将缓慢显现。

房屋新开工面积当月值（万平方米）及同比增速



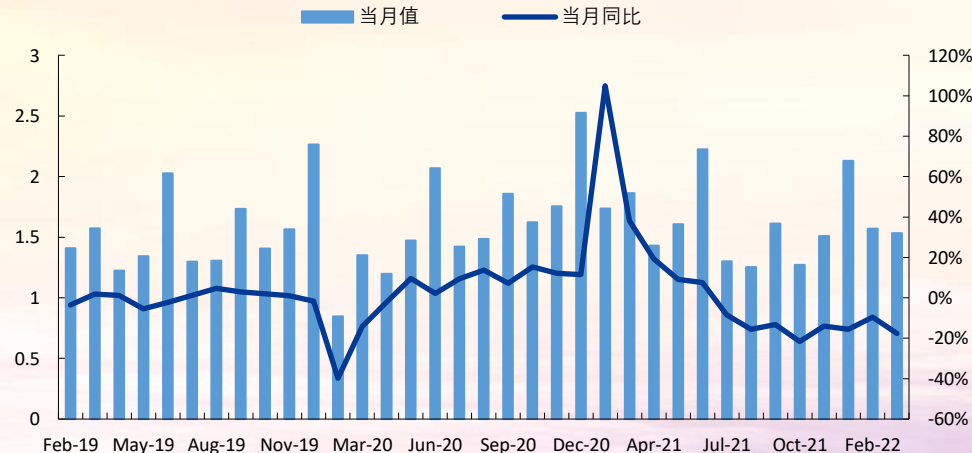
来源：wind，国金证券研究所

房屋竣工面积当月值（万平方米）及同比增速



来源：wind，国金证券研究所

商品房销售面积当月值（万平方米）及同比增速



来源：wind，国金证券研究所

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.1 行业总览：家电消费有所复苏，新兴品类景气高行

1.2 内销：清洁/投影/集成灶延续景气度，白电/厨小回暖中

1.3 外销：当前短期承压，长期看好自主品牌出海

1.4 分品类分析：紧握高景气与底部反弹两条主线

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.1 成本压力：过了黄洋界，险处不须看

2.2 费用率：成本压力下，整体延续降本控费态势

3. 经营质量

4. 投资建议

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.3 出口：当前短期承压，长期看好自主品牌出海

- 21年家电出口收入4707亿元，同比+15%，主要受益于海外旺盛家电需求及我国供应链优势凸显。**分板块来看，生活电器（+30%）、厨房小家电（+24%）表现较好；白电（+15%）较为平稳。21年（尤其H1）基数压力较大，22H1家电出口或有所承压。
- 分公司，石头科技：21年境外销售收入+80%，受益于海外市场加大拓展及优质新品驱动；厨小电九阳股份（+53%）、苏泊尔（+28%）则受益于关联公司订单增长，新宝股份（+14%）作为小家电代工出口龙头亦取得优异增长。**另外跨境电商相关公司安克、VESYNC均增长30%以上。

家电板块外销业务收入及同比增速



生活电器相关标的外销收入增速



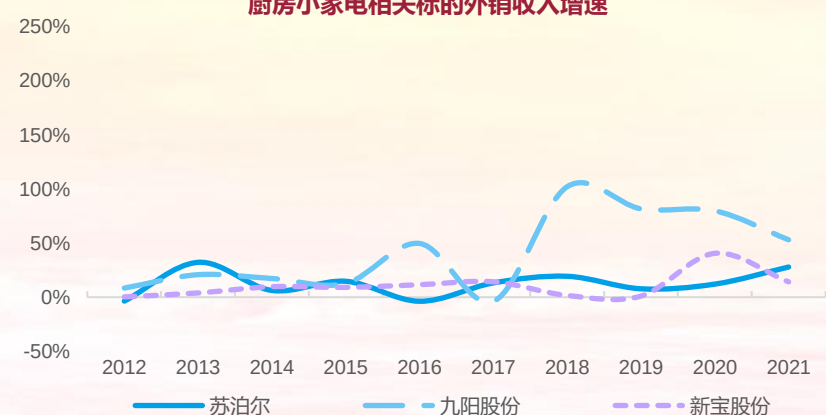
视听电器相关标的外销收入增速



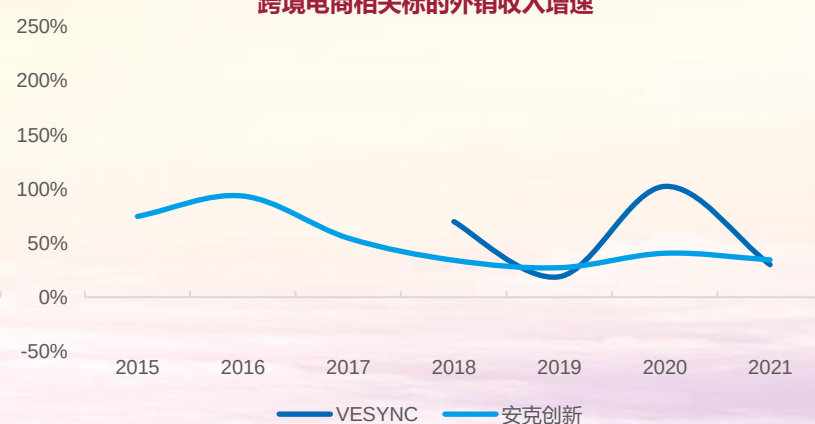
白电板块相关标的外销收入增速



厨房小家电相关标的外销收入增速



跨境电商相关标的外销收入增速

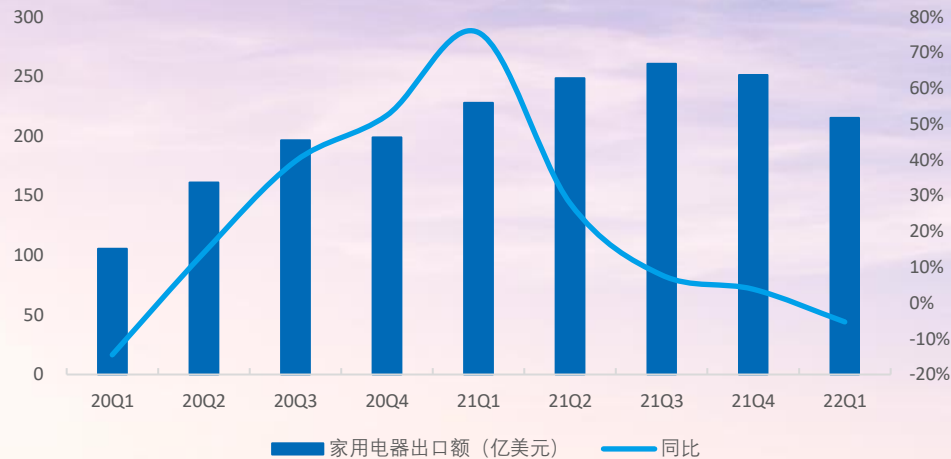


1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.3 出口：当前短期承压，长期看好自主品牌出海

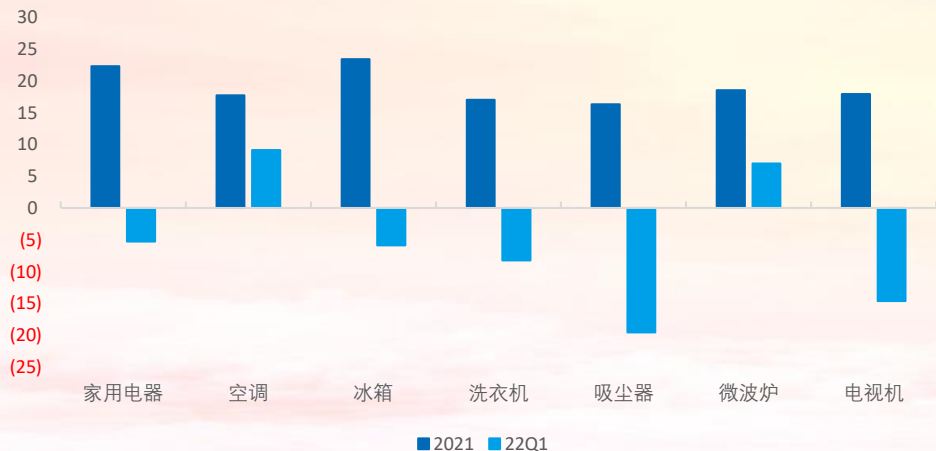
- **出口面临高基数压力，22Q1家电出口额同比下行。**根据海关总署数据，2021年家电出口金额987亿美元，同比+22%。分季度来看，Q1增速较高为76%，Q2之后增速明显回落，主要系2020年海外疫情较为严重，叠加供应链加速向国内转移，20年下半年出口金额基数较高。海外消费刺激政策下或已对部分耐用品需求提前透支，随着目前补贴退出及通胀压力，家电消费需求存在短期抑制，叠加海运运费高位及运力紧缺，出口形势仍较为严峻，22Q1家电出口增速进一步下行至-5.3%。
- **海运运价有所回落，但整体仍处高位。**22Q1运价同比增速有明显回落，截至4月22日，CCFI综合指数（-13%）、美东航线（-6%）、美西航线（-15%）、欧洲航线（-13%）较年内高点均有所下调。但整体仍处高位，22Q1美东、美西、欧洲航线较往年正常水平（20Q1）分别增长188%、264%和404%，出口品牌企业外销业务盈利仍有承压。

22Q1月我国家用电器出口额同比下滑5.3%



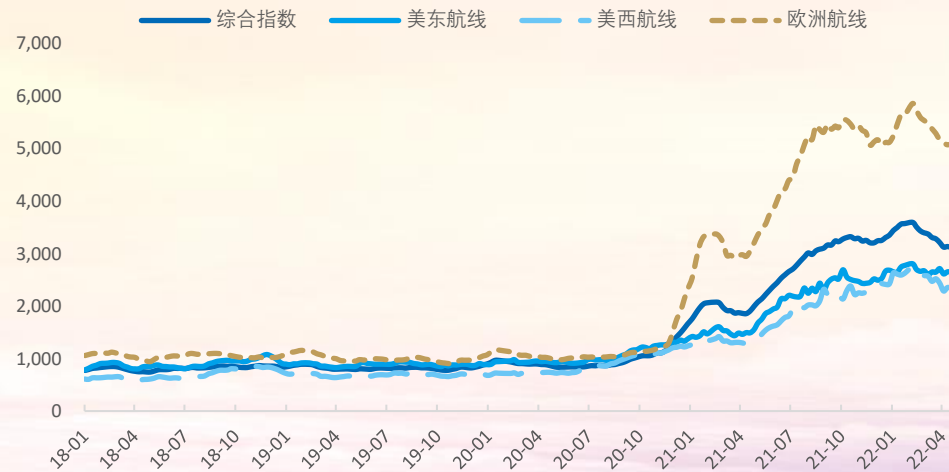
来源：海关总署，国金证券研究所

家电及主要细分品类出口金额（美元口径）同比增速



来源：海关总署，国金证券研究所

海运指数略微下调，但整体仍处高位



来源：wind，国金证券研究所

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.3 出口：当前短期承压，长期看好自主品牌出海

- 短期出口承压，长期看好自主品牌出海。** 高基数压力叠加海运紧张预计22年短期内出口仍有承压，但近年来我国家电企业研发创新实力提升明显，我国自主品牌已具备较强的全球竞争力，**石头、北鼎、极米等自主品牌海外业务收入增速亮眼。**
 - ✓ **石头科技：**21年外销收入增速80%，公司加强海外渠道建设，自营比例持续提升。22Q1预计海外市场收入小幅增长，或受1) 前期基数较高，Q1为相对淡季；2) CES发布的新品将于二季度上市，部分消费者或将需求有所后置。
 - ✓ **北鼎股份：**21年北鼎海外收入增速96%。公司通过海外官网、亚马逊直销等加快海外布局，22Q1北鼎品牌海外地区收入增速75%，较21Q4（59%）进一步加快。
 - ✓ **极米科技：**21年外销收入增速145%，公司积极拓展海外市场，目前已覆盖美国、日本及欧洲等发达市场。21年下半年公司于海外市场推出智能微投及激光电视新品，补齐产品矩阵带动销售高增。22Q1自主品牌预期取得翻倍高增，公司海外市场推出的智能微投新品HORIZON、Elfin系列表现优秀。
- 美国恢复352项中国进口商品关税豁免，多家品牌企业有望受益。** 主要包括清洁电器（扫地机器人、立式吸尘器）、空气净化器、电热器等环境电器、空气炸锅、立式冷柜等，豁免期2021年10月12日至2022年12月31日，预计Vesync（利润率+3~4pct）、JS环球生活（+1~2pct），石头科技（+1pct左右），科沃斯（+1pct左右）直接受益，比依股份、莱克电气及新宝股份等代工企业间接受益于关税豁免，议价能力将有所提升。

美国关税豁免对主要家电公司受益影响测算

公司类型	公司名称	对美出口收入占比	涉及品类	相关业务收入占比	此次豁免对毛利率影响测算
2C	Vesync	75%	空气净化器、空气炸锅	38%	3-4pct的提振
	JS环球生活	56%	吸尘器、空气炸锅	-	1-2pct的提振
	科沃斯	12%	扫地机器人、吸尘器	7%	1pct左右的提振
	石头科技	10%	扫地机器人、吸尘器	10%	1pct左右的提振
2B	比依股份		关税由客户承担，对公司为间接影响		
	莱克电气				
	新宝股份				

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.1 行业总览：家电消费有所复苏，新兴品类景气高行

1.2 内销：清洁/投影/集成灶延续景气度，白电/厨小回暖中

1.3 外销：当前短期承压，长期看好自主品牌出海

1.4 分品类分析：紧握高景气与底部反弹两条主线

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.1 成本压力：过了黄洋界，险处不须看

2.2 费用率：成本压力下，整体延续降本控费态势

3. 经营质量

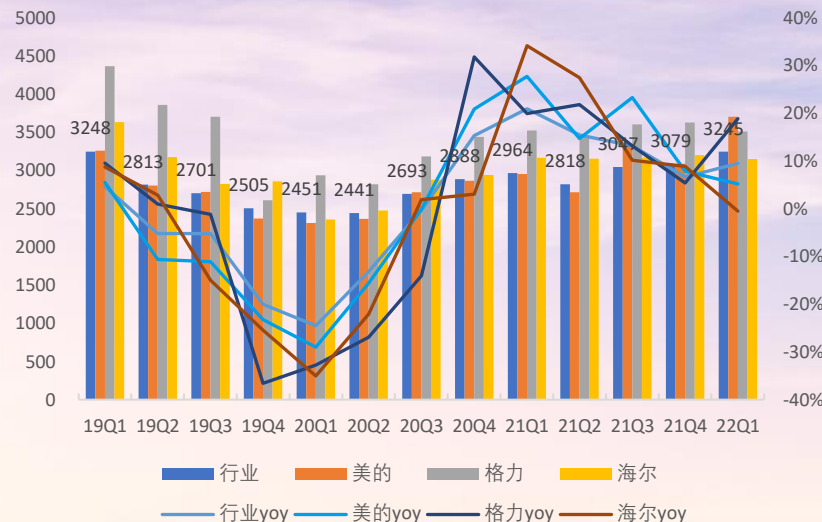
4. 投资建议

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复喧

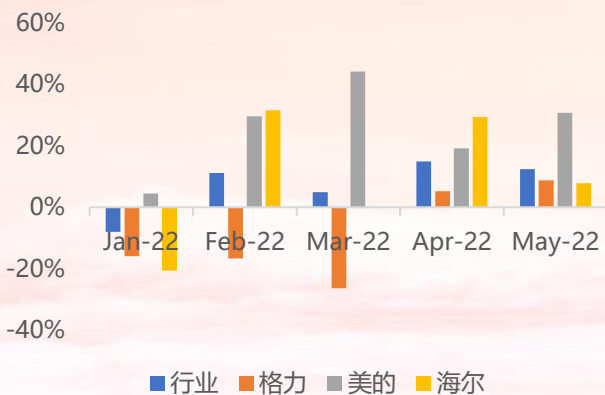
1.4 家空：竞争重回良性，近期明显回暖

- **价：2021年完全摆脱价格战，原材料压力下提价明显。**线上线下分别在22Q1、21Q3恢复至19年初的价格水平，行业线上、线下21全年提价+14%、+16%。
- **量&格局：恢复至19年水平，集中度进一步提升。**21全年内销量8470万台（+5.5%），相较19年-8%。CR3从78.9%提升至81.7%，创历史新高，海尔美的提升，格力持平。
- **收入：龙头企业空调板块均较快增长。**美的（+17%）的美云销基本完成全部经销商的覆盖，渠道改革成功，此外商用中央空调板块有50%左右的高速增长；海尔（+25%）依靠高端化+三翼鸟带动，2021年加速回暖；格力（+12%）渠道改革的成效逐渐释放；海信（+30%）内销主要依靠海信日立带动。
- **家空进入2022年阶段性承压，目前处于恢复通道。**Q1空调内销较为平淡（行业-1%），主要系格力下滑较大（-12%），美的（+8%）和海尔（+3%）符合预期；4月起行业及龙头内销排产增速恢复，5月格力、美的、海尔排产同比去年实绩分别为+9%、31%、+8%。
- **外销：整体增速回落，增长仍然稳健。**20年海外疫情严重产能快速转移至国内，21Q2起外销增速回落至10%以下，目前增速在5%左右，龙头中美和海尔增速高于行业。22年发达市场耐用消费品增速有所放缓，但新兴市场留给中国企业的空间依然广阔。

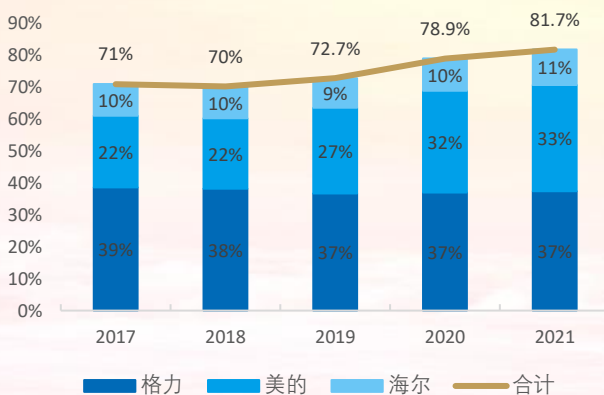
线上空调均价（元）及增速



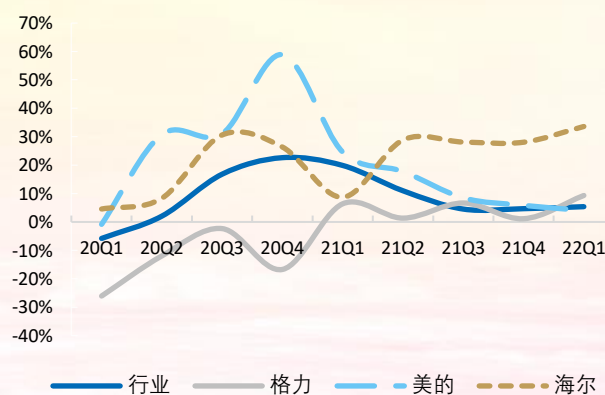
2022空调内销排产同比实绩



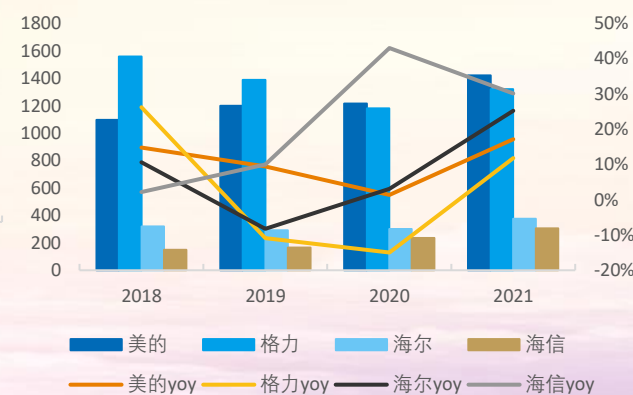
空调内销市占率



空调外销增速



主要企业空调收入及增速

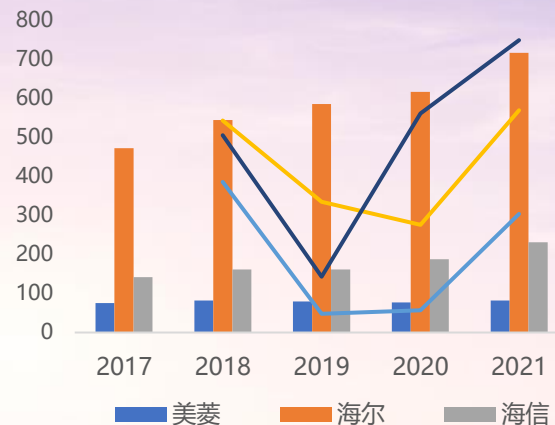


1. 收入端：雪消冰又释，景和风复喧

1.4 冰洗：存量市场升级持续，分化加剧

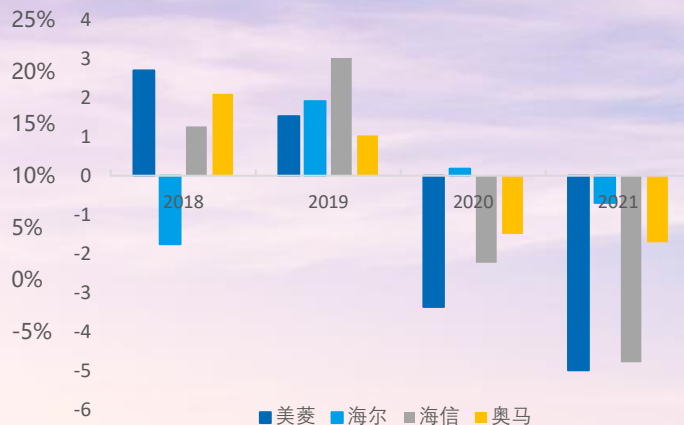
- 冰箱：均价持续上行。**21全年行业均价增速为10%，其中海尔充分抓住产品升级的机会，提价幅度最高，线上、线下分别为13%、20%；美的提价较为温和，线上、线下为5%和4%，在行业涨价的大背景下份额提升，冰箱营收增长超20%。
- 洗衣机：温和提价+干衣机增速再次提升。**行业全年提价+7%，弱于冰箱和空调。海尔双线提价在15%左右，体现出明确的利润导向；美的+小天鹅线下在Q3起提价，在H1具有价格优势；干衣机2021年零售额规模到57亿元（+72%）。
- 企业分化加剧。**20-21年原材料上行背景下，海尔冰箱未受到明显影响，美菱和海信波较明显，奥马以外销为主，价格亦有上调对冲了部分压力，整体看龙头抗压能力显著占优。
- 外销：冰箱基数影响承压，洗衣机较快增长。**2020年疫情刺激海外冰箱需求产生高基数，21Q起冰箱外销增速-10%左右延续至22Q1，预计Q2迎来改善；洗衣机21Q3起保持10%以上稳健增长趋势。

主要企业冰箱营收规模（亿元）



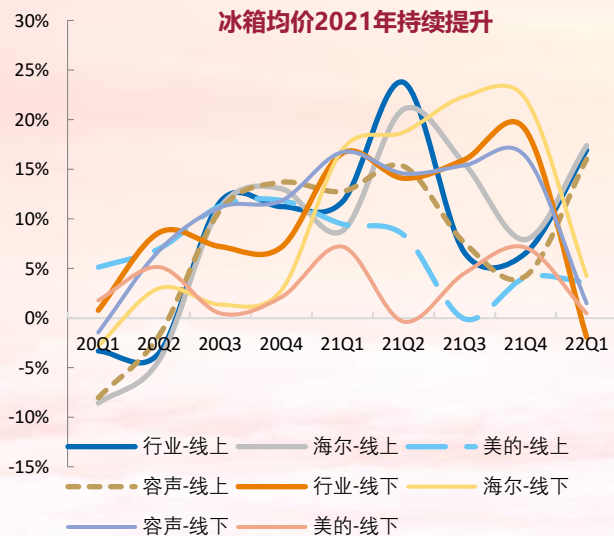
来源：公司公告，国金证券研究所

主要企业冰箱业务毛利率变化（pct）



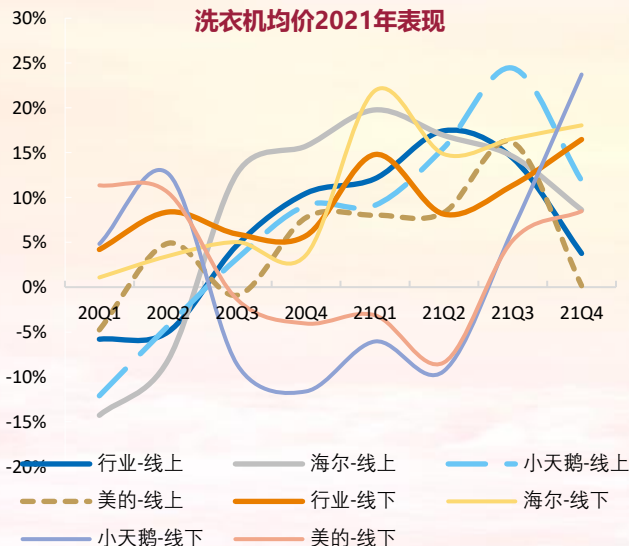
来源：公司公告，国金证券研究所（注：海信口径为冰洗）

冰箱均价2021年持续提升



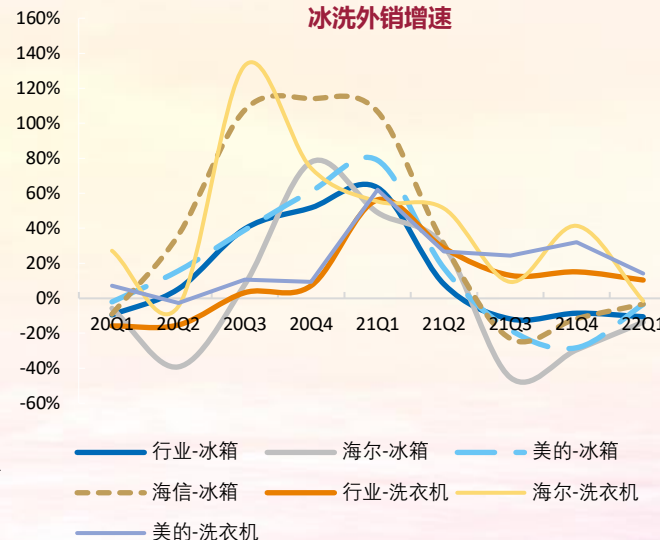
来源：奥维云网，国金证券研究所

洗衣机均价2021年表现



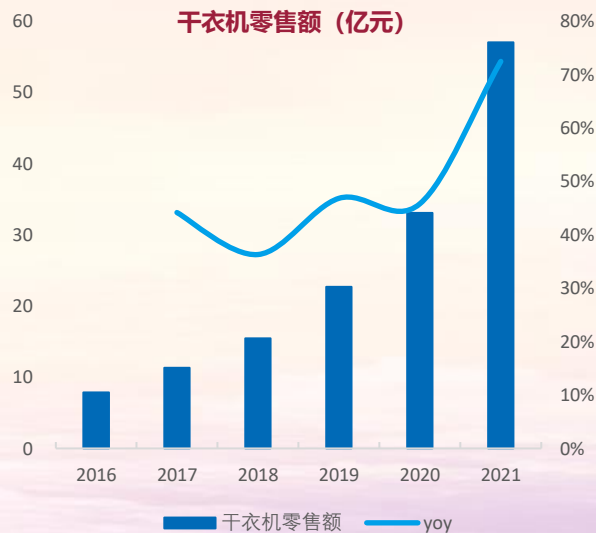
来源：奥维云网，国金证券研究所

冰洗外销增速



来源：产业在线，国金证券研究所

干衣机零售额（亿元）

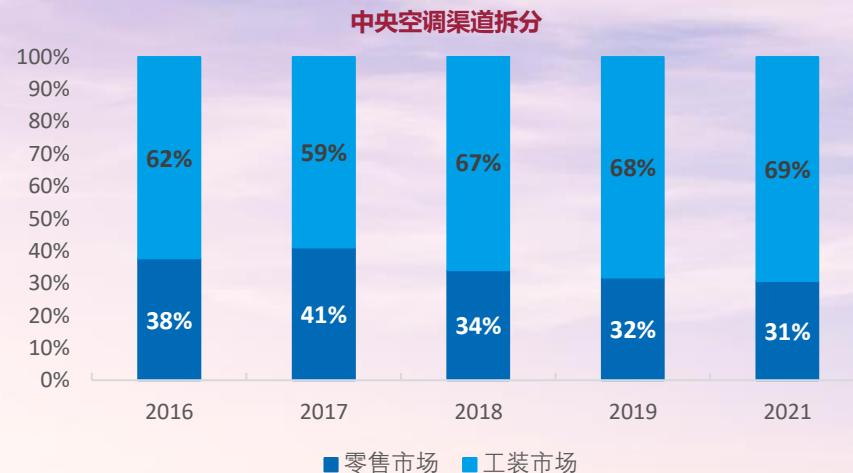


来源：奥维云网，国金证券研究所

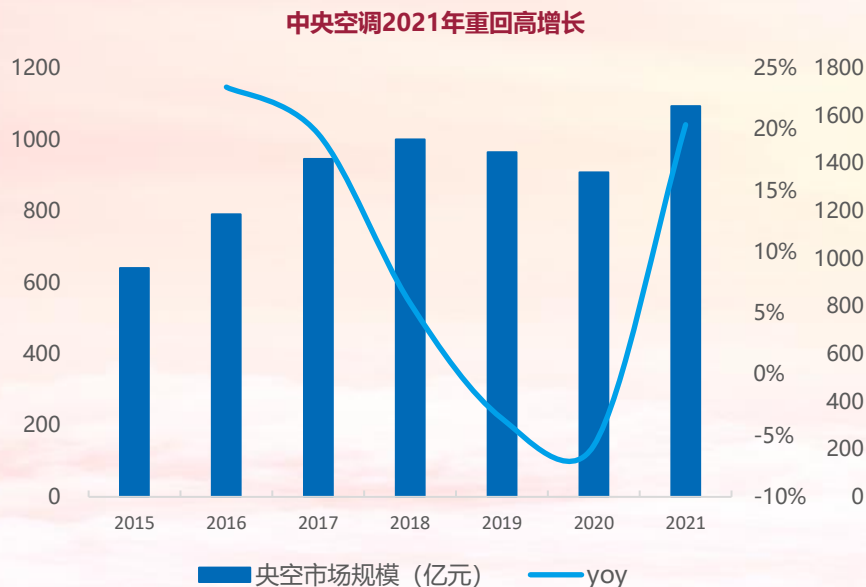
1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.4 商用：中央空调和制冷表现优异，景气有望延续

- **中央空调：景气度上行，行业龙头加码突破。**2021年中央空调行业实现营收1093亿元（+20%），**工装渠道占比提升、地产延期交付，龙头加码是主要推动力。**美的楼宇科技（+55%）和海信日立（+30%）引领行业增长，两大龙头22Q1保持40%和30%左右的增速，家中机也成为近期美的Colmo的重要发力点。**新基建推动+国产品牌替代外资+相较普通家空实现性能升级，对中央空调赛道长期看好。**
- **轻商制冷：稳健增长，产业链长期受益。**除2020年疫情影响外，16年以来轻型商用制冷设备年增速稳定在15%左右，未来新零售（自动售货机、陈列柜）、医疗冷链有望贡献可观增量。2021年海容冷链（营收+41%）、海信、三星新材（营收+44%）、澳柯玛（+22%）等公司表现亮眼，目前行业处于成长期。



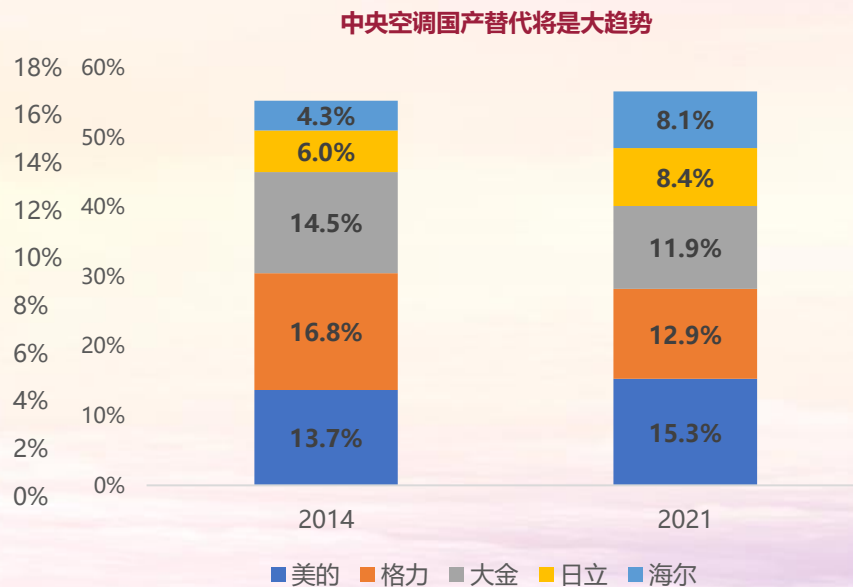
来源：艾肯网，国金证券研究所



来源：机电信息，国金证券研究所



来源：产业在线，国金证券研究所



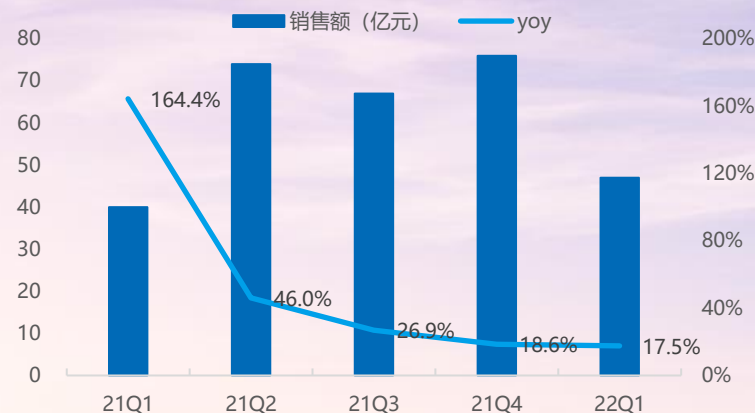
来源：机电信息，国金证券研究所

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.4 大厨电：集成灶景气高行，老板加码入局

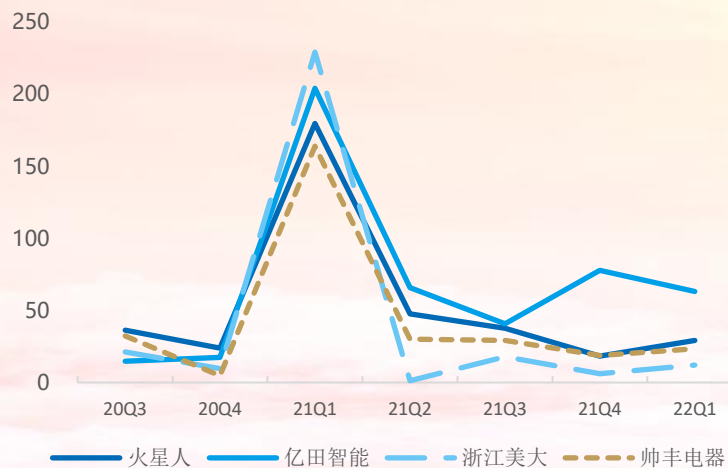
- 集成灶品类保持高景气发展。**集成灶作为厨电新兴品类，渗透率提升逻辑持续验证，21年集成灶市场规模超过300万台（零售额256亿元），同比增长28%（零售额+41%），渗透率达到传统油烟机的10%以上，处于快速提升阶段。22Q1集成灶延续景气高行，全渠道零售额同比+20%，其中线上+24%，线下+18%。
- 集成灶龙头电商渠道明显放量，营收延续高增态势。**集成灶龙头火星人和亿田表现领先，且线上更优，**火星人**：21年实现营收9.69亿元，同比+53%；**亿田智能**：21年京东+天猫销售额合计6.96亿元，营收占比由32%提升至57%，天猫、京东销售额增速分别达212%、193%。
- 厨房企业发力水洗产品，老板电器加码布局集成灶。**厨电企业寻找第二增长曲线，发力水洗类产品，老板电器：21年预计洗碗机实现翻倍增长；火星人、亿田亦推出洗碗机等水洗类产品。另外22年3月底老板举办新品发布会，22年将推出10款或以上老板品牌集成灶产品，有望在后续继续贡献收入。

分季度集成灶全渠道销售额及增速



来源：奥维云网，国金证券研究所

分季度集成灶标的收入增速 (%)



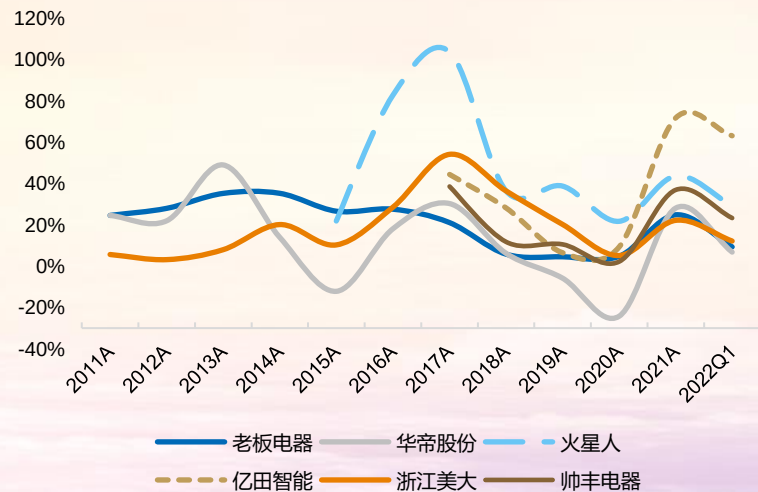
来源：公司公告，国金证券研究所

厨电公司营收增长情况 (亿元)



来源：wind，国金证券研究所

厨电公司营收同比情况

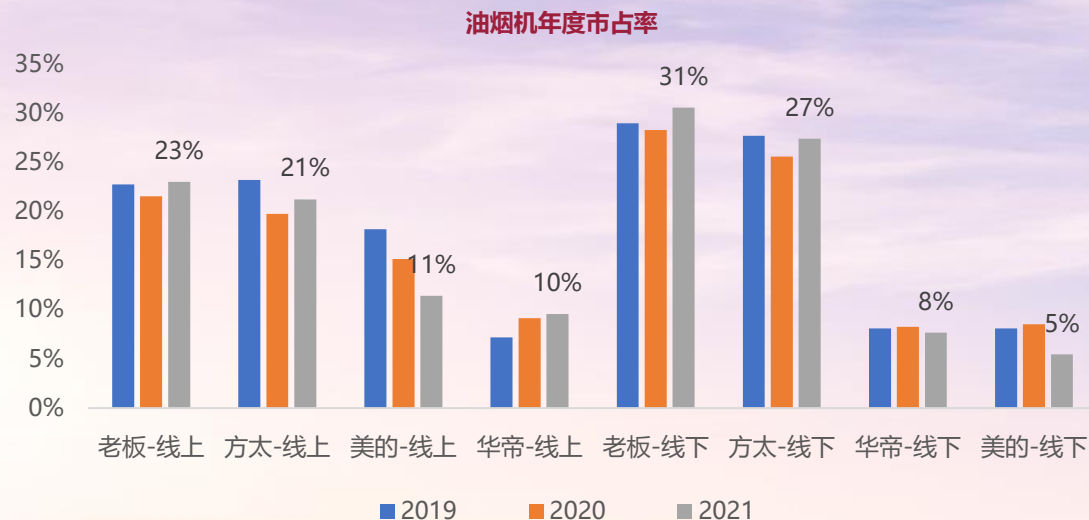


来源：wind，国金证券研究所

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.4 大厨电：强者恒强，老板份额持续领先

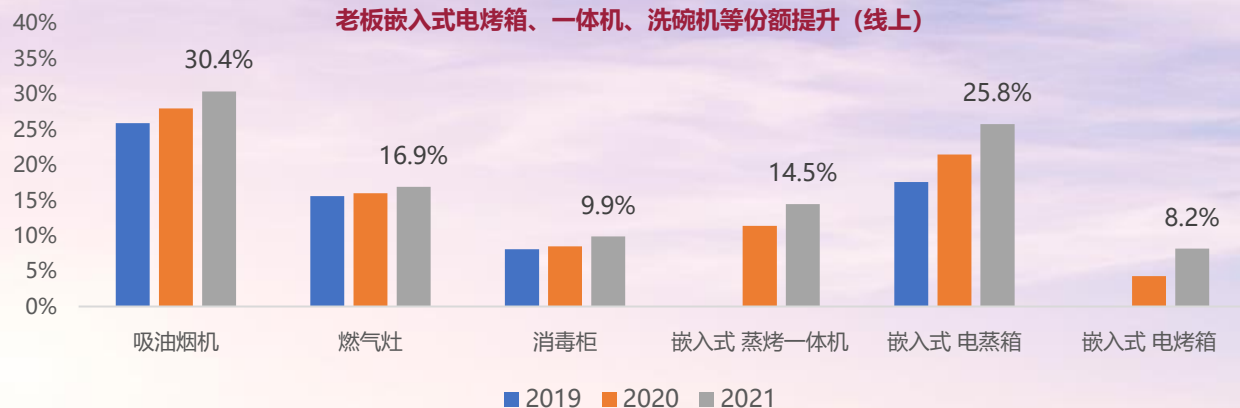
- **烟灶行业平稳，洗碗机表现优秀。**2021年油烟机内销出货量1638万台，与去年持平，扭转了前几年负增长的状态。洗碗机自20年起除21Q3外均实现正增长，21年全年全渠道销额+11%
- **产品渠道双发力，老板进一步巩固龙头地位。**油烟机方面，公司实现收入48.8亿元，同比+18.7%。公司油烟机线下、线上零售额份额分别为30.5%、16.9%，同比分别+2.2pct、0.9pct，线下稳居第一，线上由第三升至第一。老板吸油烟机在精装修渠道市场份额为36.2%，同比+1.2pct。
- **燃气灶实现收入24.4亿元，同比+27.3%。**公司燃气灶线下、线上零售额份额分别为29.3%、9.9%，同比分别+3.5pct、1.4pct，线下稳居第一，线上由第四升至第三。



1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.4 大厨电：老板第二增长曲线持续验证

- 老板电器洗碗机品类实现翻倍增长，份额持续提升。根据奥维云网，2021年洗碗机行业销额99.6亿元，同比增长14.4%。2021年老板电器洗碗机线上、线下份额分别同比+2.6pct、+7.9pct。老板洗碗机线下量价分别同比+112%、-2%。
- 蒸烤一体机景气高行，老板增速高于行业。根据奥维云网，2021年嵌入式蒸烤一体机行业销额56亿元，同比增长26%。老板蒸烤一体机预计实现70-80%收入增长。老板蒸烤一体、蒸箱烤箱等产品份额延续上涨趋势，嵌入式蒸烤一体机2021年线上、线下份额分别同比+3.1pct、+3.3pct。第二增长曲线逐步验证。

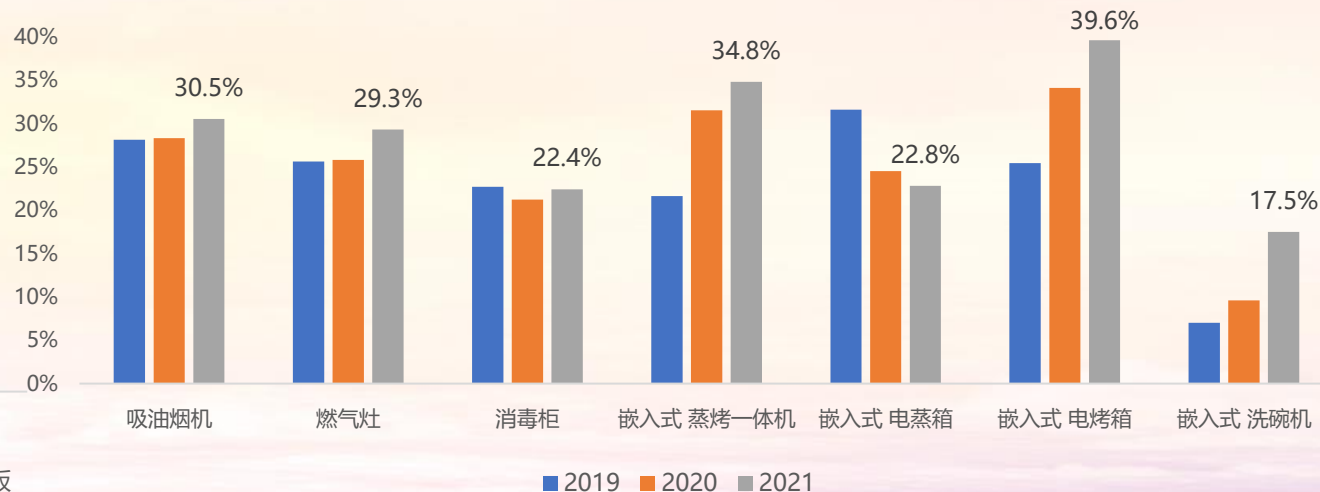
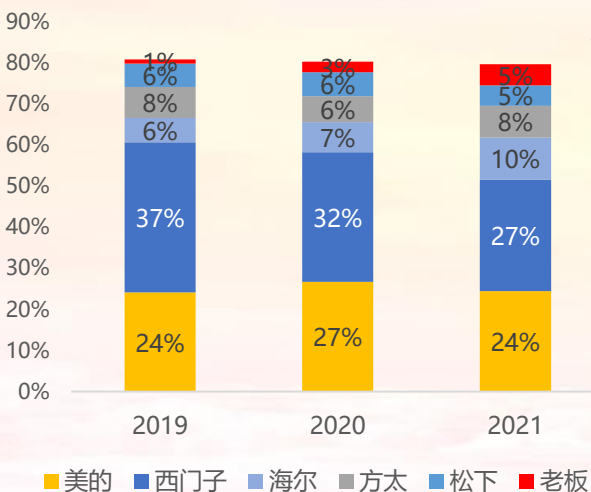
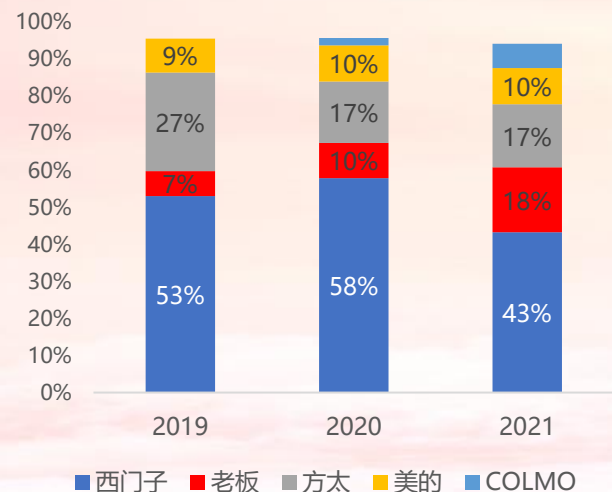


来源：公司公告，奥维云网，国金证券研究所

洗碗机竞争格局-线下

洗碗机竞争格局-线上

老板嵌入式电烤箱、一体机、洗碗机等份额提升（线下）



来源：公司公告，奥维云网，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.4 清洁电器：产品结构持续升级，龙头品牌表现优异

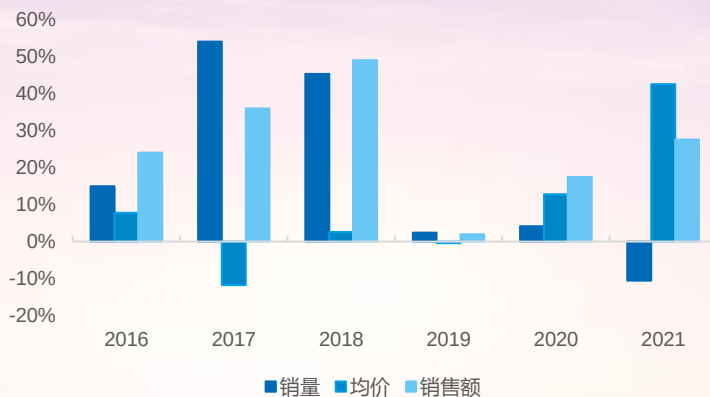
□ **清洁电器：扫地机产品升级明显，洗地机成长红利依旧。扫地机：自清洁成行业主流配置，均价提升明显。奥维云网：**2021年扫地机市场规模约120亿元，同比增长28%左右，具体表现为量减（585万台，-10%）价增（2048元，+42%），主要系行业内产品结构升级（自清洁产品占比提升）。22Q1扫地机升级趋势延续，线上扫地机销售额同比下滑约4%，销量-37%，均价+53%。**洗地机：成长红利依旧。奥维云网：**21年洗地机销额58亿元，同比增速346%，Q1洗地机延续高景气，线上销售额同比增长75%，成长红利突出。

□ **受益于行业高景气及优质新品，龙头科沃斯、石头科技表现优异，**

✓ **科沃斯：**21年收入+81%，科沃斯品牌+58%，添可品牌+308%；22Q1科沃斯延续高增（+44%），家用服务机器人品牌收入同比+50%，添可品牌同比+85%；

✓ **石头：**21Q4/22Q1公司收入增速分别为29.6%和22.3%，主要系内销市场份额持续提升，奥维云网：21Q4/22Q1石头扫地机线上销售额同比分别增长106%和72%。22年3月发布新品G10S系列，全能基站配置有望推动产品结构进一步升级。

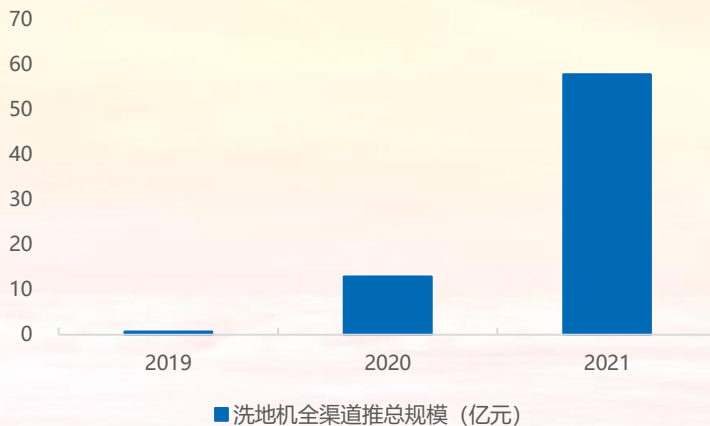
国内扫地机零售市场销量、销售额、均价同比



科沃斯和石头科技营收规模同比增速



国内洗地机零售市场销售额 (亿元)



科沃斯和石头科技营收规模 (亿元)



1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.4 视听电器：投影延续高景气，极米龙头优势巩固

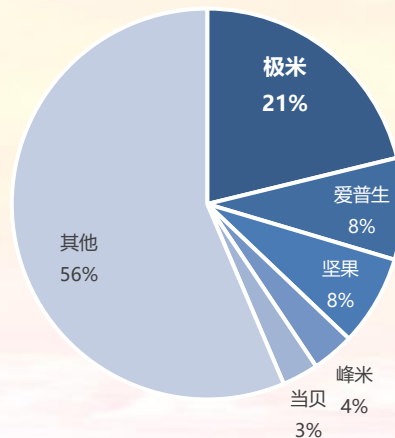
- **投影仪：行业有望保持快增。**智能投影符合第三消费社会更重视个人、注重精神需求等时代变迁特质，从信息获取升级为信息享受，渗透提升潜力巨大，未来有望保持快速增长。IDC数据显示21年中国投影机市场总出货量470万台，同比+12.6%，销售额突破214亿元人民币，同比+15.5%。且预计2022年中国投影机市场销量有望超过560万台，同比增长近20%，至2026年投影机市场复合增长率仍有望超过17%。
- **极米龙头地位巩固**，IDC显示21年极米投影出货量占比21.2%（+3.1pct），实现自2018年登顶后份额新高，龙头地位持续强化。21年极米科技实现收入40.38亿元，同比+42.78%，其中智能微投实现收入35.01亿元，同比+52%，营收占比达87%，销量107.9万台，同比+34%，均价提升14%，21年公司H3S、RS PRO2等高端新品热销，拉动均价上行。**22Q1：极米快增延续**，实现营收10.13亿元，同比+24.3%，公司表现领先行业。

历年极米科技收入（亿元）及增速（%）



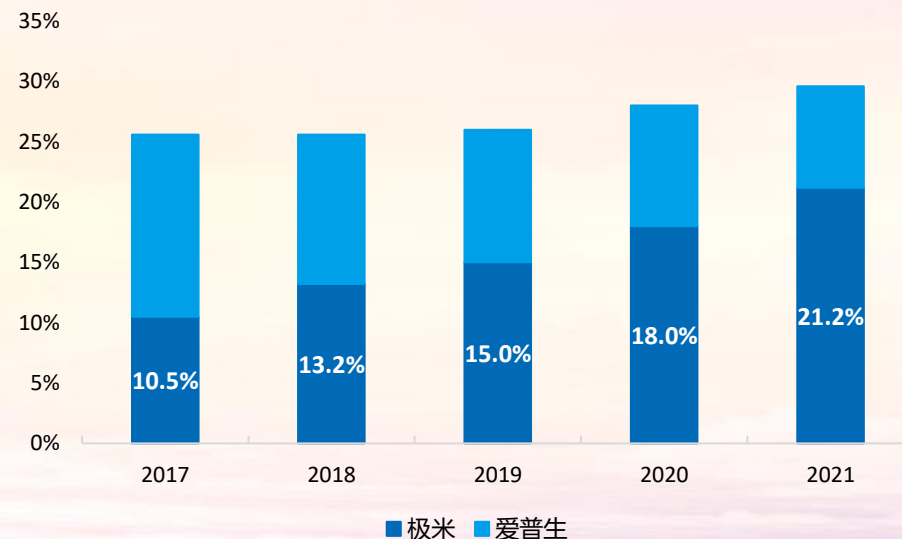
来源：IDC，国金证券研究所

2021年极米以21.2%出货量蝉联第一



来源：IDC，国金证券研究所

2017-2021年极米与爱普生出货量份额



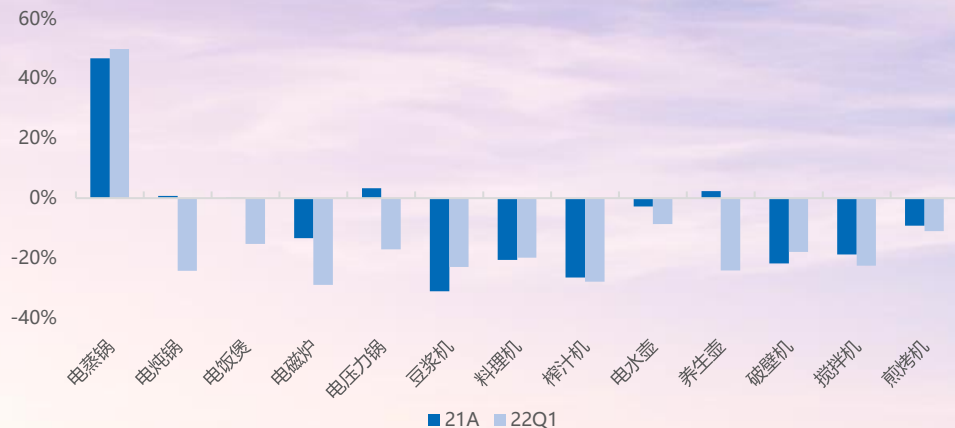
来源：IDC，国金证券研究所

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.4 厨房小电：景气有所恢复，小熊表现超预期

- 22Q1厨房小家电景气有所恢复。**21全年表现略显弱势（收入+10%），弱于家电行业整体，22Q1景气有所复苏（21Q3/21Q4/22Q1：+3%、+2%和+8%）。分品牌来看，22Q1小熊电器、九阳股份呈现积极趋好态势，苏泊尔、新宝股份亦较为稳健。与此前疫情不同，本轮疫情对线上运输造成明显影响，厨房小家电销售受阻，3月对国内小家电销售造成一定抑制，预计物流运输恢复后小家电有望迎来部分集中释放。
- 分市场来看，外销：**受益于海外疫情凸显下供应链优势及海外旺盛需求，我国厨房小家电外销收入20年及21年均实现优异增长（+24%），**内销：分化明显**，20年疫情催生居家烹饪需求，以线上为主的新兴品牌积极抓取增长机会，其中小熊电器、新宝股份均实现优异增长；21年厨房小家电行业景气偏弱，小熊略显承压。

厨房小家电主要品类线上销售额同比



来源：奥维云网，国金证券研究所

厨房小家电主要公司营收同比

	2019	2020	2021	22Q1
厨房小电	12%	12%	10%	8%
苏泊尔	11%	-6%	16%	9%
九阳股份	14%	20%	-6%	4%
新宝股份	8%	45%	13%	13%
小熊电器	32%	36%	-1%	8%
北鼎股份	-9%	27%	21%	4%

厨房小家电主要公司内销收入同比

内销	2019	2020	2021
厨房小电	15%	6%	2%
苏泊尔	12%	-13%	11%
九阳股份	12%	17%	-11%
新宝股份	47%	60%	9%
小熊电器	31%	33%	-2%

厨房小家电主要公司外销收入同比

外销	2019	2020	2021
厨房小电	7%	24%	24%
苏泊尔	8%	12%	28%
九阳股份	82%	80%	53%
新宝股份	1%	41%	14%
小熊电器	40%	143%	10%

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.1 行业总览：家电消费有所复苏，新兴品类景气高行

1.2 内销：清洁/投影/集成灶延续景气度，白电/厨小回暖中

1.3 外销：当前短期承压，长期看好自主品牌出海

1.4 分品类分析：紧握高景气与底部反弹两条主线

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.1 成本压力：过了黄洋界，险处不须看

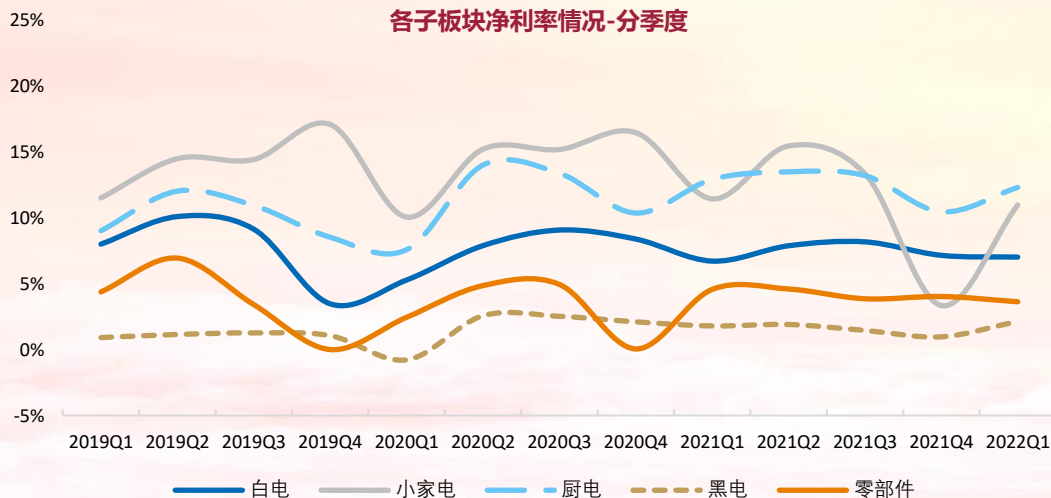
2.2 费用率：成本压力下，整体延续降本控费态势

3. 经营质量

4. 投资建议

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

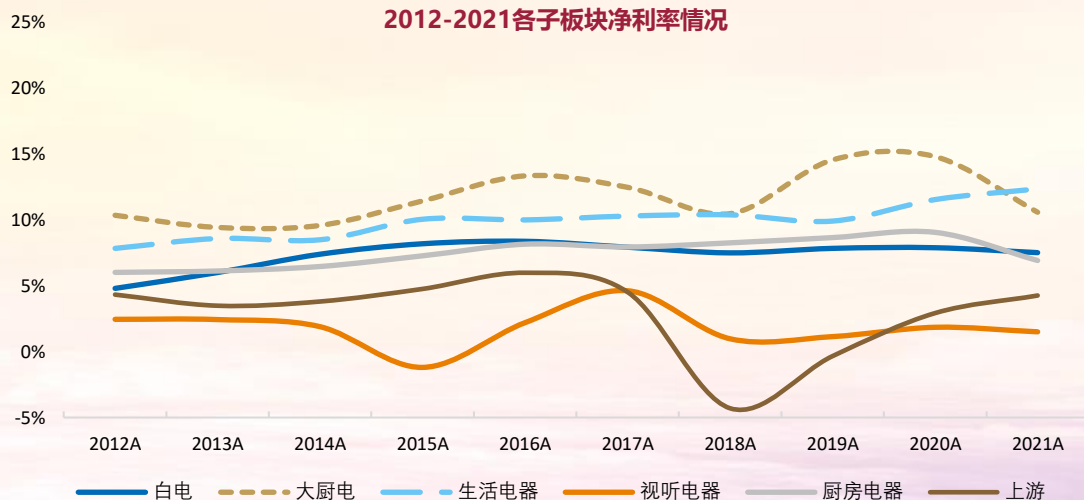
- 归母净利率：**在原材料价格、海运成本及汇率等成本压力仍在，家电整体归母净利率暂时承压，21Q4各板块净利率同比降幅1-2pct，22Q1已有所修复，降幅缩窄至1pct以内，**主要是原材料增速峰值已过，毛利率降幅显著收窄。21Q4各板块盈利能力或基本见底。**原材料增速峰值在21Q2-Q3，成本压力21Q4传导至报表端。
- 21年全年来看，**白电板块整体承压能力较强，净利率同比仅-0.4pct，海尔智家显著提升（毛利率提升+降费+海尔电器100%并表）带动板块提升；期间费用整体平稳。
- 生活电器新品迭代快，**较好的应对了成本冲击，毛利率提升快，但大多企业处于扩张期，营销投入较大，净利率小幅提升。大厨电中老板电器计提较高的坏账准备暂时拖累整体板块的毛利率；厨房小电20年整体承压明显，需求端基数压力大，提价力度有限。视听电器使用金属材料较少，受原材料影响不大，盈利能力整体较平稳。



来源: wind, 国金证券研究所

2012-2021各子板块毛利率同比变动

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
白电	1.1%	1.2%	1.4%	0.8%	0.2%	-0.4%	-0.4%	0.3%	0.0%	-0.4%
厨房电器	-0.1%	0.1%	0.3%	0.8%	0.9%	-0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	-2.1%
生活电器	-0.6%	0.7%	-0.1%	1.6%	-0.1%	0.3%	0.1%	-0.5%	1.6%	0.8%
大厨电	0.2%	-0.9%	0.2%	1.9%	1.9%	-0.9%	-2.0%	4.1%	0.2%	-4.2%
视听电器	-0.2%	0.0%	-0.5%	-3.1%	3.4%	2.4%	-3.6%	0.2%	0.7%	-0.3%
上游	-0.6%	-0.8%	0.3%	1.0%	1.2%	-1.5%	-8.8%	4.0%	3.3%	1.3%
家电整体	0.6%	0.8%	0.9%	0.0%	1.1%	0.1%	-1.5%	0.6%	0.4%	-0.3%



来源: wind, 国金证券研究所

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.1 行业总览：家电消费有所复苏，新兴品类景气高行

1.2 内销：清洁/投影/集成灶延续景气度，白电/厨小回暖中

1.3 外销：当前短期承压，长期看好自主品牌出海

1.4 分品类分析：紧握高景气与底部反弹两条主线

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.1 成本压力：过了黄洋界，险处不须看

2.2 费用率：成本压力下，整体延续降本控费态势

3. 经营质量

4. 投资建议

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.1 原材料：过了黄洋界，险处不须看

- 本轮原材料上涨始于20Q3，目前环比处于上行期。同比增速上看，本轮周期中21Q2价格增速达到高峰，除铝外，其他增速处于下滑趋势，目前原材料整体稳中下行。
- 21Q3-Q4或是企业最为艰难的时刻，22Q1毛利率降幅显著收窄。原材料传递至报表端约1个季度，21Q2-Q3的原材料增速高峰体现在报表端在21Q3-Q4；此外年底企业对下一年价格体系普遍进行调整，22Q1各个板块毛利率已经有明显的修复。

本轮原材料同比情况

	LME铜	LME铝	塑料	钢材
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%

原材料及毛利率同比变动——白电

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

原材料及毛利率同比变动——厨电

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
LME铜	12.4%	21.9%	50.9%	81.1%	43.8%	35.3%	17.6%
LME铝	-3.3%	9.3%	24.1%	60.3%	55.4%	44.2%	56.5%
塑料	-4.6%	4.7%	21.7%	26.4%	16.1%	16.1%	8.0%
钢材	-2.1%	7.2%	25.6%	50.1%	44.1%	22.8%	5.5%
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%
华帝股份	-0.3%	-8.7%	-1.8%	-2.4%	-7.4%	1.0%	-2.9%
浙江美大	0.7%	-0.4%	4.6%	2.9%	-1.7%	-4.6%	-1.3%
火星人	-1.2%	1.3%	0.0%	2.0%	-7.8%	-10.4%	-3.2%
亿田智能	-1.6%	3.0%	-6.7%	2.6%	1.1%	-4.5%	-0.7%
帅丰电器	-1.7%	0.0%	0.9%	0.5%	-7.2%	-3.6%	-3.0%

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.1 原材料：过了黄洋界，险处不须看

- **白电板块内部表现分化。**海尔高端化战略充分受益，将原材料压力完全消化；美的22年调整了价格体系，显著改善；海信、长虹收到影响较为明显。厨电原材料压力21Q3才开始体现，整体22Q1回暖，节奏上更为迅速。
- **厨电企业整体毛利率变化节奏较为一致，22Q1集体有所修复。**
- **厨房小家电：**厨小龙头20Q4起毛利率下滑，与原材料涨幅时滞在一个季度左右。九阳苏泊尔21Q4毛利率下滑明显；新宝、小熊、北鼎主要在21Q2-Q3承压，21Q4起修复。整体22Q1相较21全年好转。
- **成长类小家电：**清洁类受益新品升级，带动毛利率提升，21Q3起原材料压力凸显，开始下滑的时间晚于厨小，22Q1基本修复；极米科技毛利率保持逆势提升。

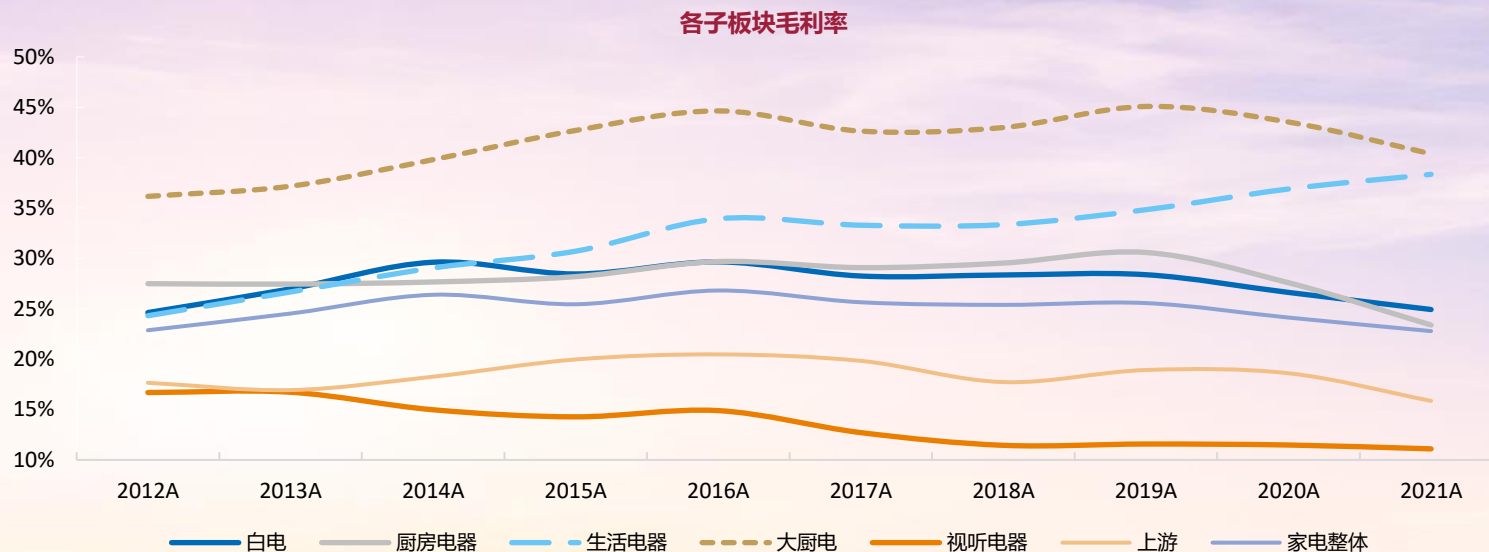
原材料及毛利率同比变动——小家电

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

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.1 毛利率：厨小承压明显，生活电器创新高

- **白电：毛利率有望稳中缓慢上行。**白电2018-2019年毛利率稳定在28.4%左右的水平，20-21年受空调价格战和原材料上涨的影响，毛利水平有所下滑。**内销消费升级2016年以来加速，外销未来自主品牌出海是确定性趋势，且白电寡头格局最为充分，定价权提升，后续毛利率有望缓慢上行。**
- **厨房小电：近年毛利率下降明显，处于10年期历史低位。****22Q1年厨房小电毛利率23.4%，显著下滑。**2020年销量高基数压力+需求端较为疲软+传统厨小品类仍占据销量主力、产品创新不强，企业提价能力整体弱，在所有品类中消化原材料上涨的能力最弱。
- **生活电器：毛利率创历史新高（38.3%）。**科沃斯Q3以来推出X1等多款产品力显著提升的新品，定价高毛利率高；按摩小电龙头倍轻松毛利率略有下降，其本身近60%的高毛利就具有充足的下探空间，也与公司营收扩张推出性价比的产品有关。
- **大厨电：毛利率20年起回落，目前处于14年的水平。**整体受原材料压力较大，龙头毛利率仍在45%以上，承压能力较强。
- **视听电器：21年毛利率波动小。内部分化明显**极米科技、海信视像、光峰依靠产品升级，毛利率稳中有升。传统黑电企业毛利率下滑，营收体量较大，因而带动板块毛利率下降。



各子板块毛利率变动

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
白电	4.5%	2.4%	2.7%	-1.2%	1.2%	-1.4%	0.1%	0.0%	-1.8%	-1.7%
厨房电器	1.3%	0.0%	0.2%	0.5%	1.5%	-0.6%	0.5%	1.1%	-3.0%	-4.2%
生活电器	0.8%	2.4%	2.4%	1.7%	3.2%	-0.6%	0.1%	1.5%	2.1%	1.5%
大厨电	-0.1%	1.0%	2.6%	2.9%	1.9%	-2.0%	0.4%	2.1%	-1.6%	-3.2%
视听电器	-0.3%	0.0%	-1.7%	-0.7%	0.6%	-2.2%	-1.3%	0.1%	-0.1%	-0.4%
上游	0.8%	-0.7%	1.3%	1.7%	0.5%	-0.6%	-2.1%	1.2%	-0.3%	-2.7%
家电整体	3.0%	1.7%	1.9%	-0.9%	1.4%	-1.2%	-0.3%	0.2%	-1.4%	-1.3%

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.1 行业总览：家电消费有所复苏，新兴品类景气高行

1.2 内销：清洁/投影/集成灶延续景气度，白电/厨小回暖中

1.3 外销：当前短期承压，长期看好自主品牌出海

1.4 分品类分析：紧握高景气与底部反弹两条主线

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.1 成本压力：过了黄洋界，险处不须看

2.2 费用率：成本压力下，整体延续降本控费态势

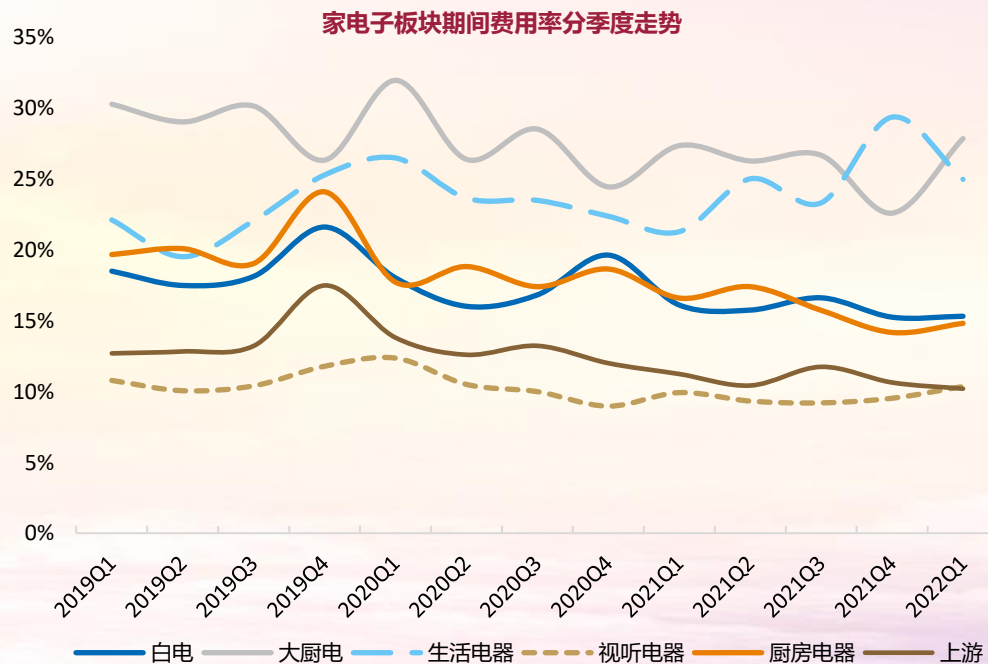
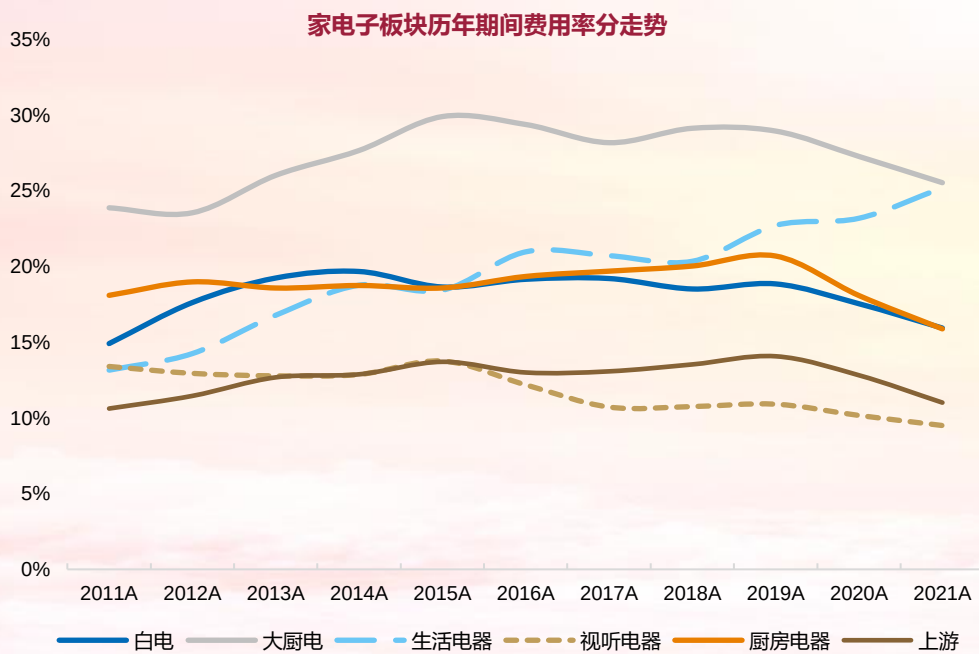
3. 经营质量

4. 投资建议

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.2 费用端：成本压力下，整体延续降本控费态势

- 期间费用率：** 21年家电板块期间费用率整体同比-1.2pct，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，同时在费用投放上亦有所控制。分板块看，除生活电器（+2.0pct）外，各板块期间费用率均有所下行，白电/大厨电/视听电器/厨房小电分别-1.6pct/-1.7pct/-0.7pct/-2.2pct。其中生活电器中科沃斯、石头科技、飞科电器期间费用率提升明显，公司在品牌投放上力度有所提升至销售费用率提升明显。
- 分季度看，** 21Q4、22Q1家电行业期间费用率同比呈下行趋势，21Q4、22Q1同比分别-2.3pct、-0.3pct，除生活电器（21Q4+7.0pct、22Q1+3.7%）外各板块均呈下降趋势。

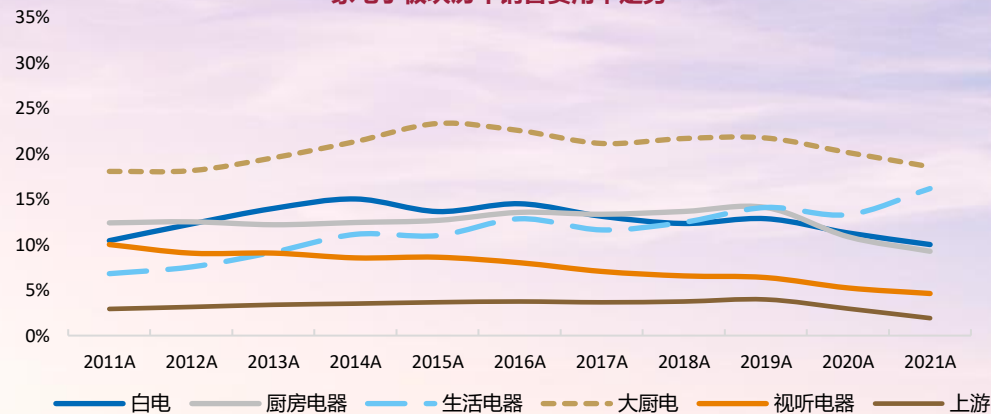


2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.2 费用端：成本压力下，毛销差暂有下降

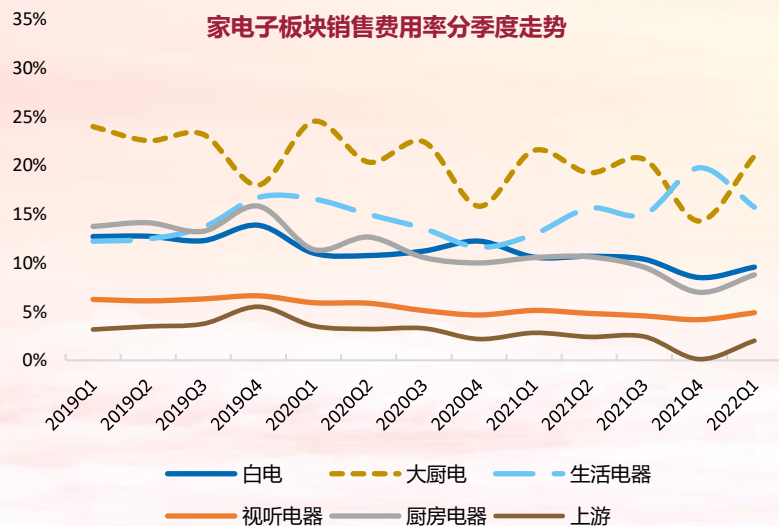
- 销售费用率：**21年家电子版块除生活家电（+2.9pct）外，各板块销售费用率均不同程度下降。21Q4、22Q1家电板块销售费用率同比持续降低，分别降低-2.3、0.7pct至7.7%、8.8%的历史低位。一方面规模效应对费用有所摊薄，另一方面公司或为应对原材料价格上涨压力，主动对费用投放有所控制。而部分公司产品仍处于营销投入期，销售费用率提升明显，如科沃斯（Q4+8.5pct，含会计准则变动影响、Q1+4.4%）、石头科技（Q4+5.0pct、Q1+3.6%）、飞科电器（Q4+10.8pct、Q1+5.2%）。
- 毛销差：**考虑到会计准则变化，21年老板电器、火星人、极米科技、海信视像等公司将运输成本由销售费用转记至营业成本，因此考虑毛销差指标，在原材料价格压力下，家电整体毛销差呈下降态势，21年同比-0.4pct。

家电子板块历年销售费用率走势



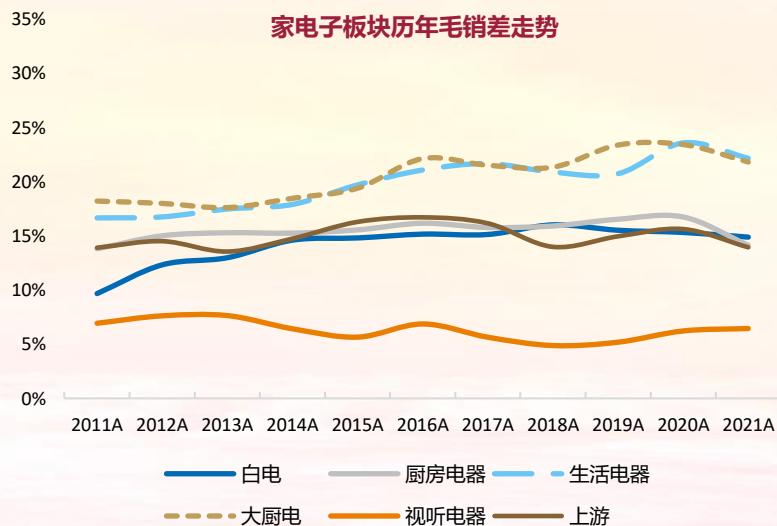
来源：wind，国金证券研究所

家电子板块销售费用率分季度走势



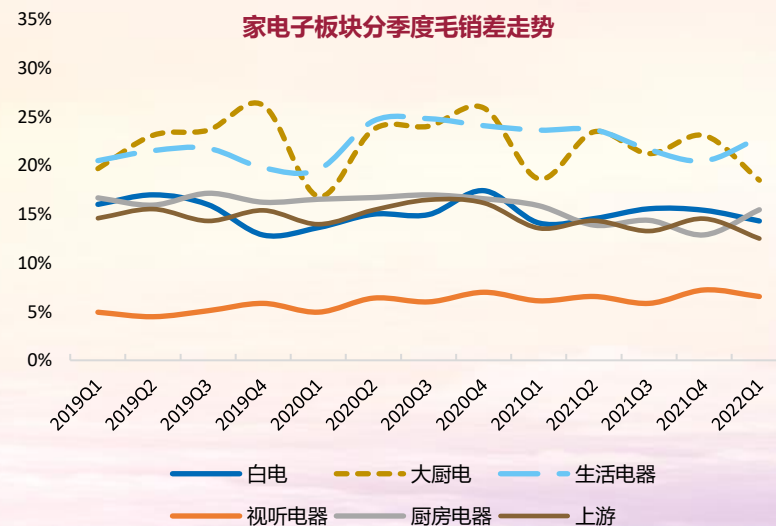
来源：wind，国金证券研究所

家电子板块历年毛销差走势



来源：wind，国金证券研究所

家电子板块分季度毛销差走势



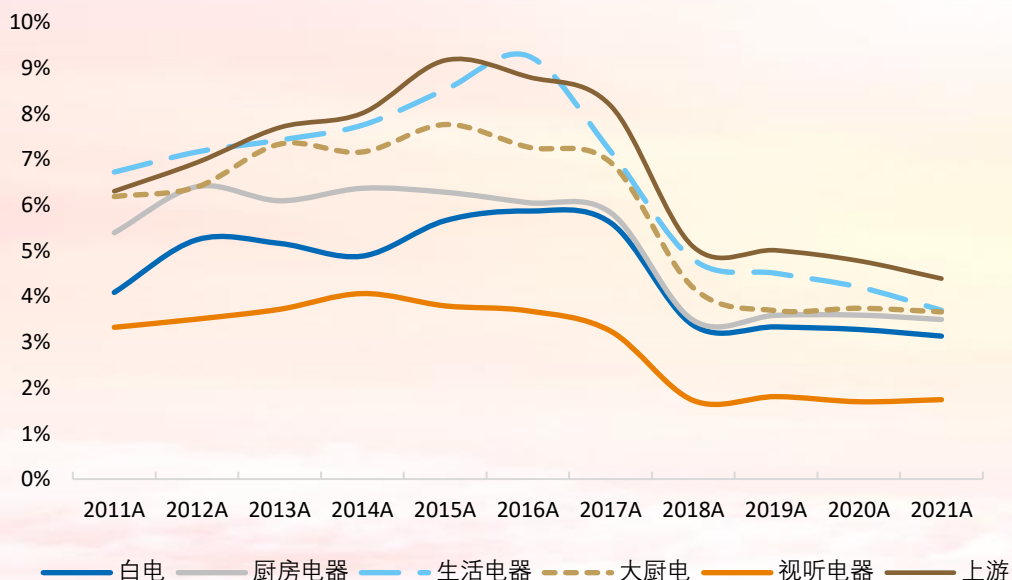
来源：wind，国金证券研究所

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.2 费用端：成本压力下，整体延续降本控费态势

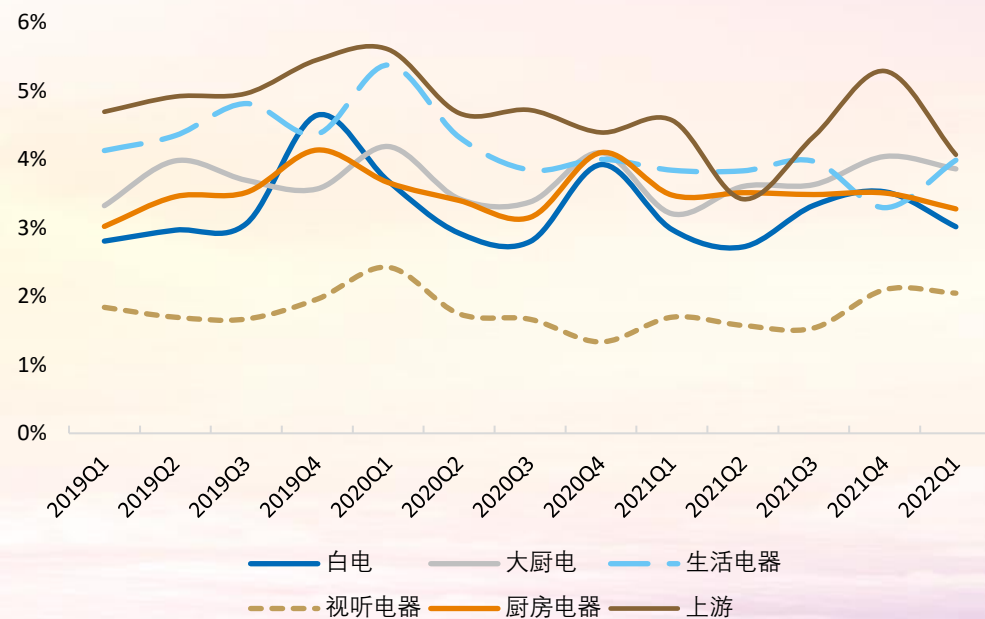
- 管理费用率：**整体呈小幅下降态势。，21年家电板块管理费用率整体同比-0.12pct，家电企业降本提效，费用投放上有所控制。分板块看，除视听电器（+0.05pct）外，各板块管理费用率均有所下行，白电/大厨电/生活电器/厨房小电分别-0.14pct/-0.08pct/-0.51pct/-0.09pct。
- 分季度看，**21Q4家电行业管理费用率同比呈下行趋势，22Q1略有提升，21Q4、22Q1同比分别-0.02pct、+0.10pct，除生活电器（21Q4+0.76pct、22Q1+0.35%）外各板块均呈下降趋势。

家电子板块历年管理费用率走势



来源：wind，国金证券研究所

家电子板块分季度管理费用率走势

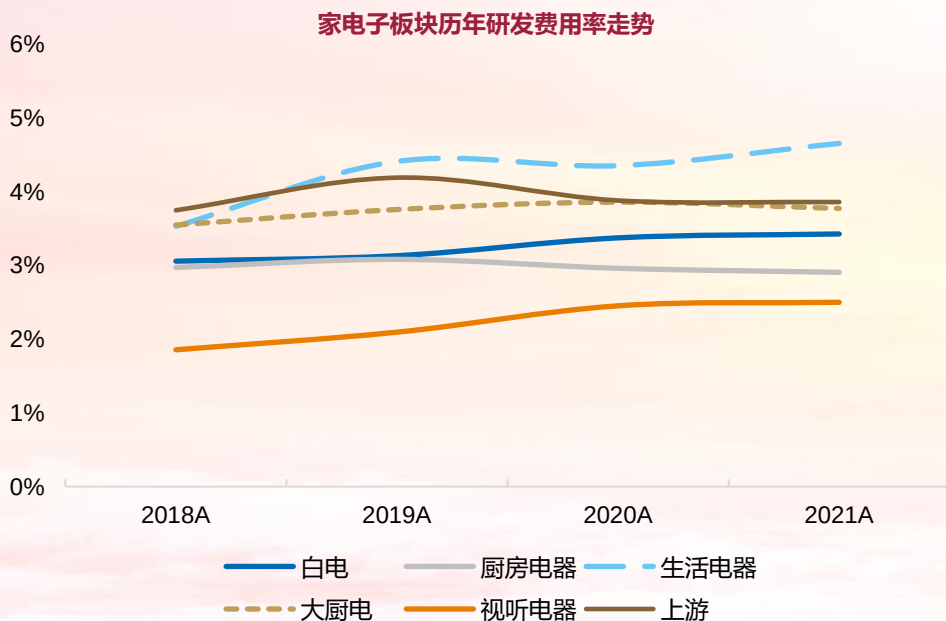


来源：wind，国金证券研究所

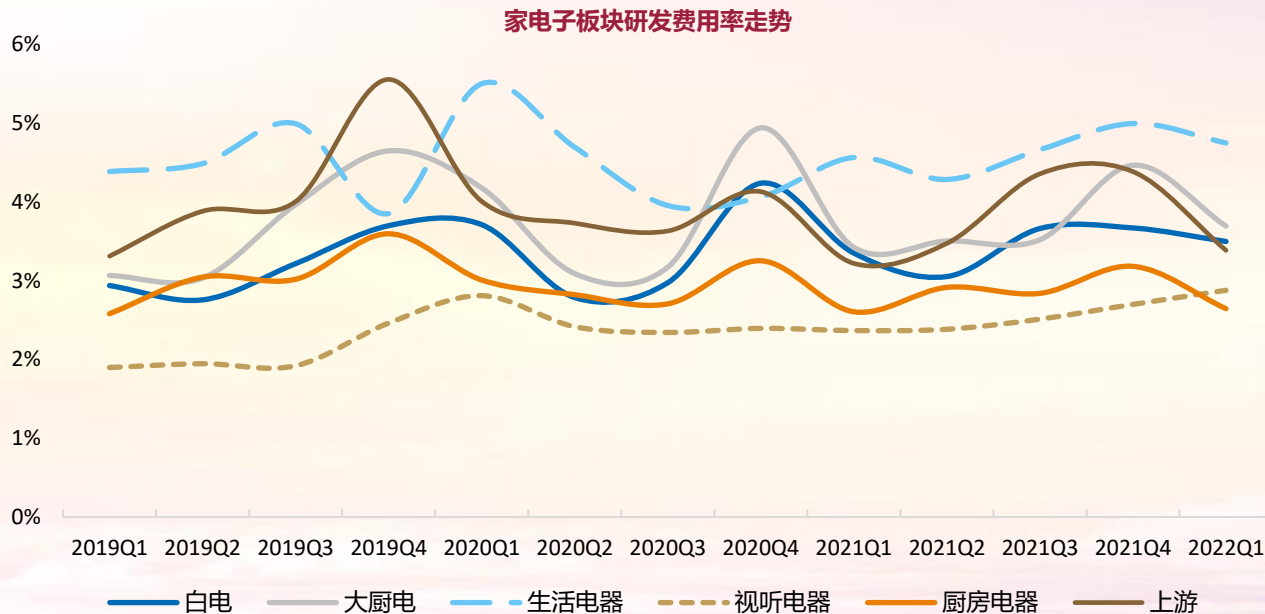
2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.2 费用端：产品型公司研发费用率提升明显

- 研发费用率：**各板块有所分化，21年家电板块研发费用率整体同比+0.07pct。分板块看，白电/生活电器/视听电器板块研发费用率同比分别+0.05pct、+0.3pct、0.05pct，其中科技属性较为明显的清洁电器龙头石头科技、投影仪龙头极米科技持续加大研发投入，飞科电器持续进行产品变革与升级，研发费用率提升明显，21年分别同比+1.75%、1.59%、1.22%，为公司产品竞争力提供坚实保障。
- 分季度看，**21Q4家电行业研发费用率同比呈下行趋势，22Q1略有提升，21Q4、22Q1同比分别-0.2pct、+0.2pct，生活电器（21Q4+0.9pct、22Q1+0.2%）、视听电器（21Q4+0.3pct、22Q1+0.5%）研发费用率呈上升态势。



来源：wind, 国金证券研究所



来源：wind, 国金证券研究所

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.2 费用端：汇率贬值带来汇兑损失，二季度拐点可期

□ **财务费用率**：整体小幅波动，21Q4、22Q1财务费用率整体+0.05pct、-0.01pct，人民币升值对出口占比较高的家电企业带来汇兑损失，21H2家电整体汇兑损益占营收比重为0.33%，较H1提升0.29%。家电出口占比较高的公司21H2均有一定汇兑损失。而四月底以来，人民币贬值明显，二季度后出口企业毛利率及汇兑损益或有望改善。

重点家电出口公司汇兑损益/营收

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

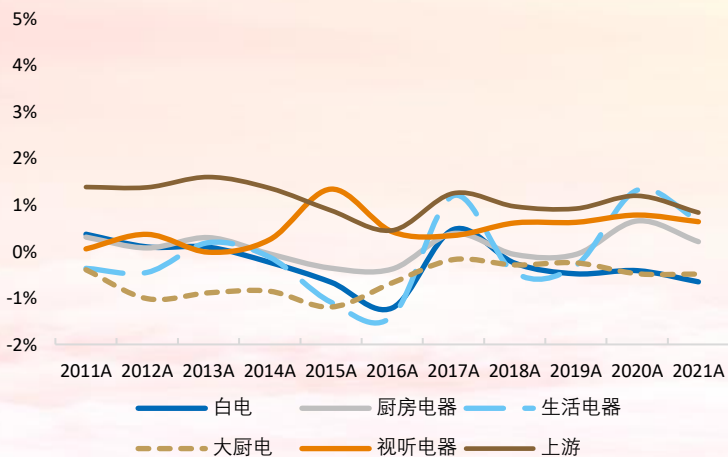
来源：wind，国金证券研究所

21年至今美元兑人民币汇率走势



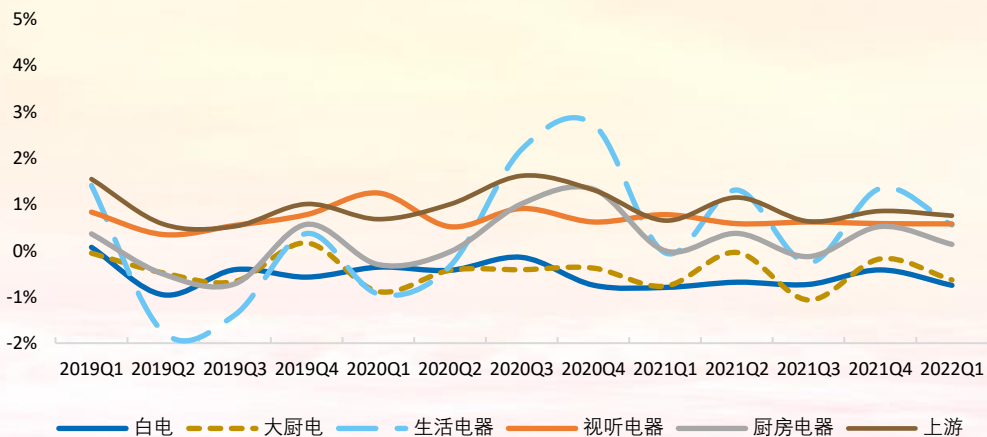
来源：wind，国金证券研究所

家电板块历年财务费用率走势



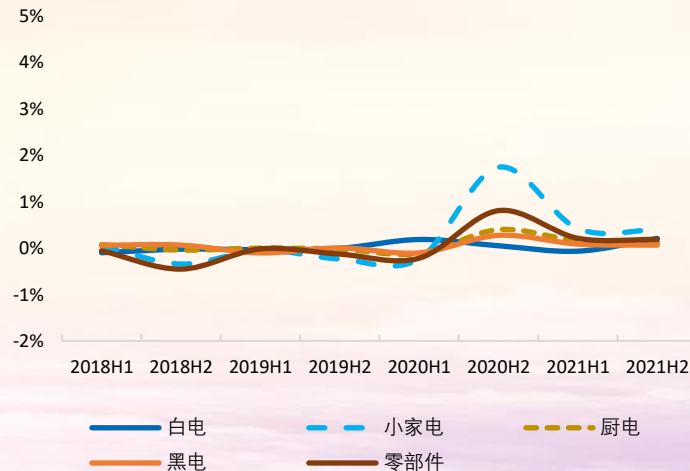
来源：wind，国金证券研究所

家电板块分季度财务费用率走势



来源：wind，国金证券研究所

家电板块汇兑损益/营收走势



来源：wind，国金证券研究所

1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.1 行业总览：家电消费有所复苏，新兴品类景气高行

1.2 内销：清洁/投影/集成灶延续景气度，白电/厨小回暖中

1.3 外销：当前短期承压，长期看好自主品牌出海

1.4 分品类分析：紧握高景气与底部反弹两条主线

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.1 成本压力：过了黄洋界，险处不须看

2.2 费用率：成本压力下，整体延续降本控费态势

3. 经营质量

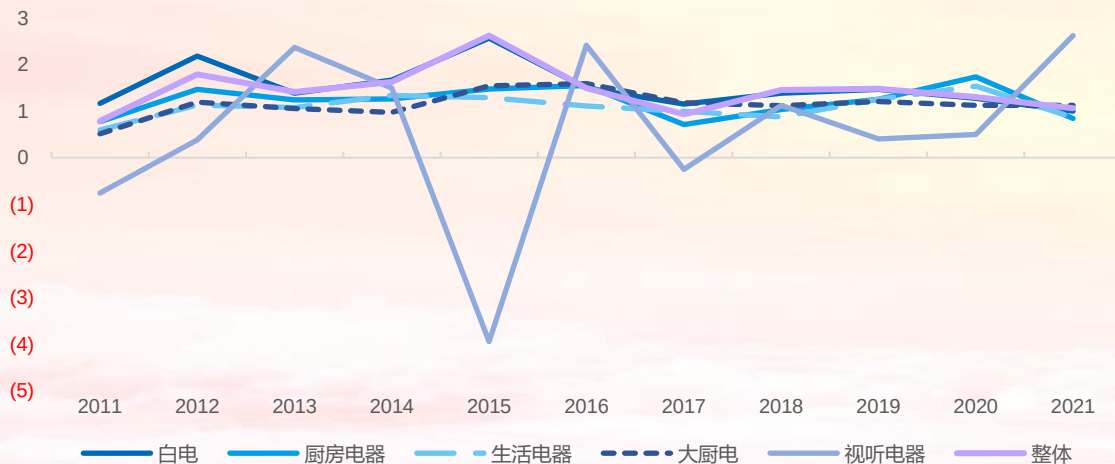
4. 投资建议

3. 经营质量

3.1 经营现金流：22Q1厨房小电、生活电器等前期下滑幅度较大的板块有明显改善

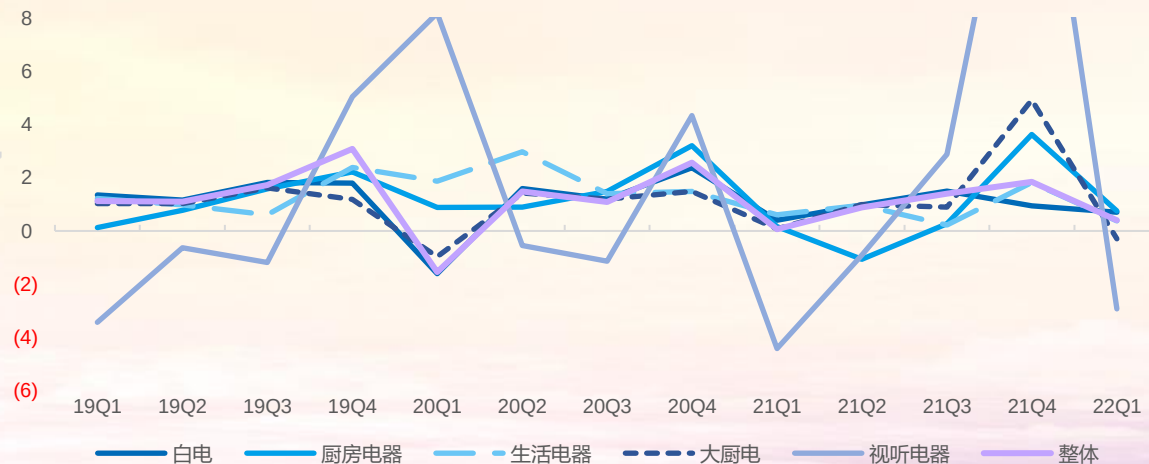
- 从净利润现金含量（经营活动产生的现金流量净额/归母净利润）来看，2021年家电板块整体为1.1，经营现金流略高于净利润，同比-0.2。其中视听电器表现较好为2.6（同比+2.1），经营现金流净额改善明显；白电、大厨电基本维持在1左右；厨房电器、生活电器板块分别为0.8、0.9，同比出现较大幅下滑（-0.9、-0.7）。具体地，厨房电器前三季度净利润现金含量下滑幅度较大，当期多数厨小电公司现金流压力较大，经营性现金流为负数；生活电器板块莱克、奥佳华有所拖累，若剔除则21年板块整体下滑幅度收窄至0.4。
- 22Q1总体有所改善，各板块小幅变动；21Q4厨房电器、生活电器等前期下滑幅度较大的板块有明显改善。21Q4家电整体为1.9，同比-0.7，其中视听电器、大厨电表现较好，同比分别+14.3、+3.4。前期出现较大下滑的厨房电器（+0.4）、生活电器（+0.4）也有明显改善，厨房电器绝大多数标的的经营现金流转正。22Q1家电整体为0.4，同比+0.4，多数板块维持小幅改善。

家电子板块净利润现金比率走势（年度）



来源：wind，国金证券研究所

家电子板块净利润现金比率走势（分季度）



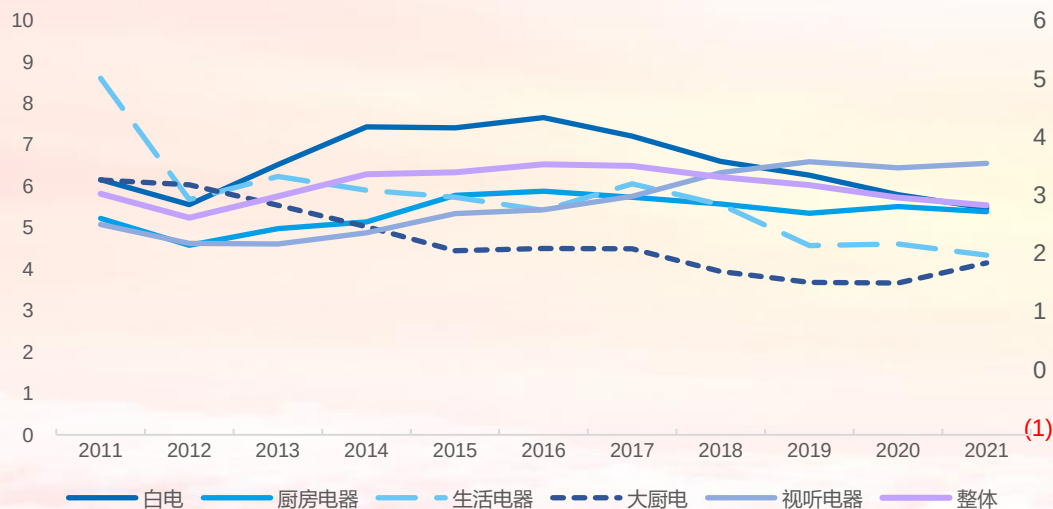
来源：wind，国金证券研究所

3. 经营质量

3.2 存货周转率：21年小幅下滑，22Q1基本持平

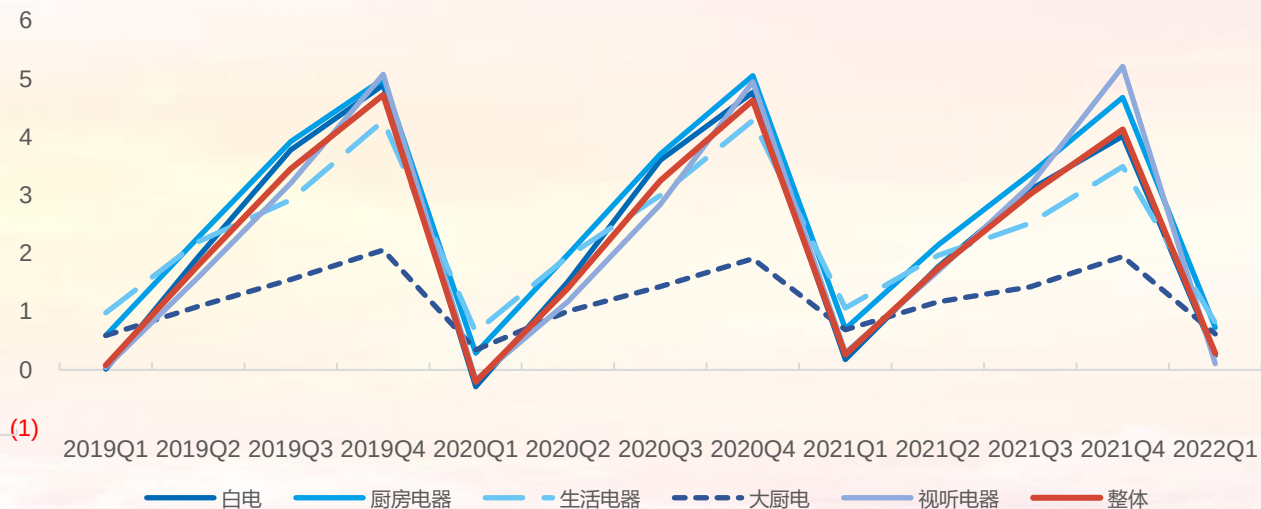
- 2021年家电板块整体存货周转率5.5**，同比小幅下滑0.2。2021年外部环境较为特殊，原材料价格高涨且海运紧张，为应对外部的复杂环境，家电企业多数选择提前存储原材料及成品的备货，21Q3以来板块整体存货周转率逐季略有下降（Q3/Q4分别为-0.2/-0.5），其中白电、生活电器下降幅度较为明显（Q3/Q4均分别为-0.5/-0.8），具体企业来看，白电内海信家电（-0.9）、格力电器（-0.8）存货周转率有所下滑。
- 22Q1家电整体周转率0.3**，同比持平，各板块表现较为均衡，白电存货周转率同比实现微增；生活电器周转率同比持续下滑，其中石头科技存货周转率同比-0.5，或主要系为国内外上新（Q2）备货有所增加。

家电子板块存货周转率走势（年度）



来源: wind, 国金证券研究所

家电子板块存货周转率走势（分季度）



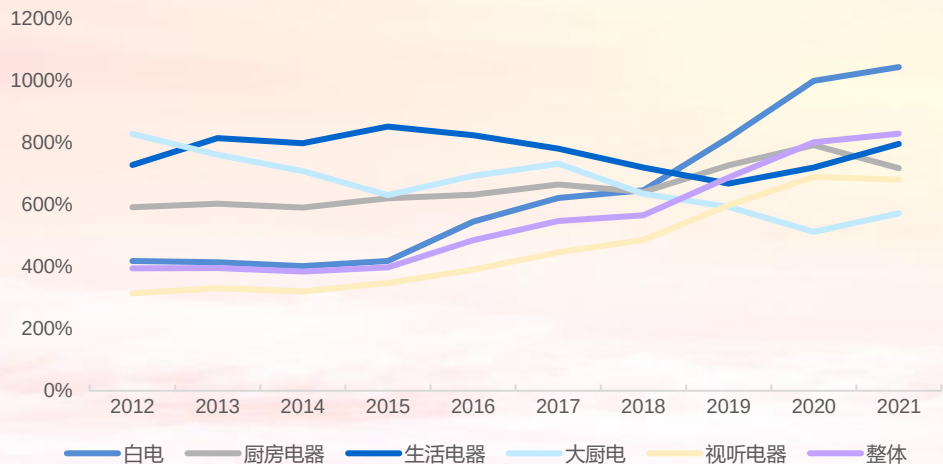
来源: wind, 国金证券研究所

3. 经营质量

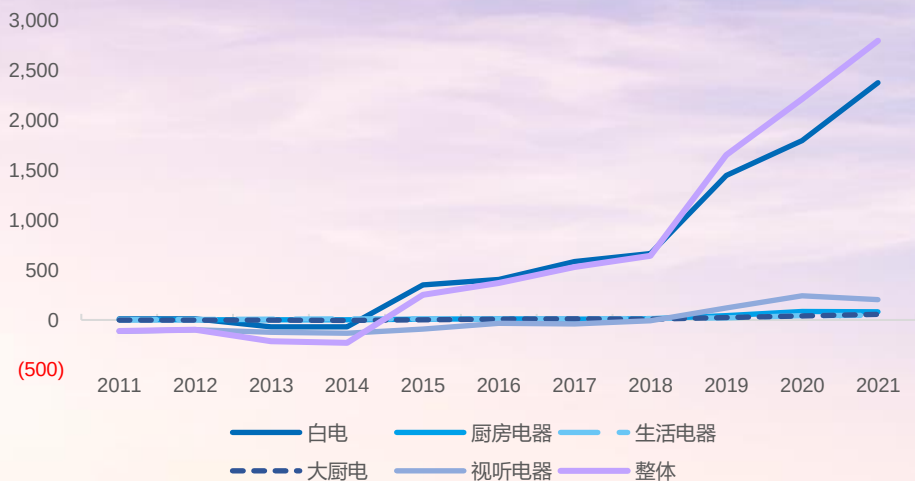
3.3 应收应付周转率基本平稳，白电、大厨电公司产业链话语权持续增强

- **应收应付周转率较为平稳。**2021年家电板块整体应收款项周转率为8.3，同比小幅提升0.3。分板块来看，白电板块（10.4）显著高于家电整体，生活电器（+0.8）、大厨电（+0.6）应收周转加快，厨房电器（-0.7）下滑幅度较为明显。22Q1各板块应收款项周转率基本持平。21年应付款项周转率（2.8）同比基本持平，其中大厨电表现较好（2.4, yoy+0.3）。
- **白电、大厨电公司在产业链中的话语权持续增强。**从（预收+应付）-（应收+预付）指标看，21年家电板块整体保持较高的增速（27%），其中白电（32%）、大厨电（43%）增速居前。白电、大厨电板块具备较高的品牌壁垒，相关公司对上下游具备较强的话语权。

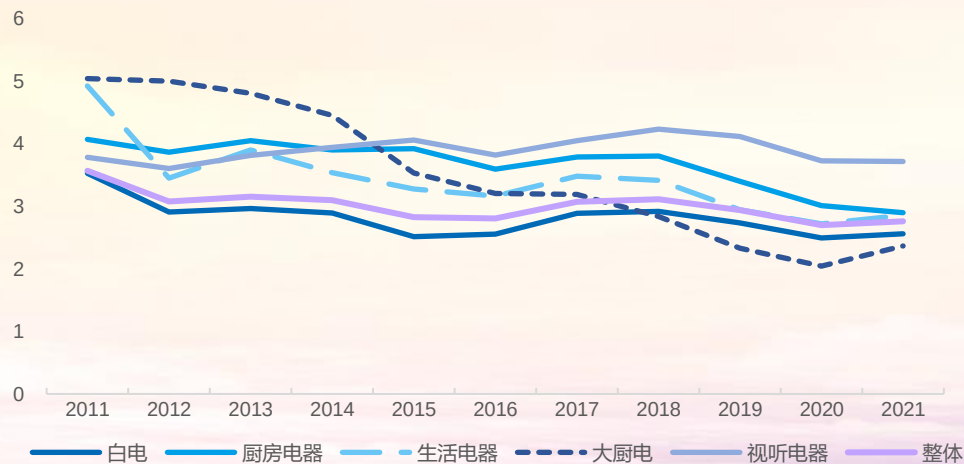
家电子板块应收款项周转率走势（年度）



家电子板块（预收+应付）-（应收+预付）走势（年度）



家电子板块应付款项周转率走势（年度）



1. 收入端：雪消冰又释，景和风复暄

1.1 行业总览：家电消费有所复苏，新兴品类景气高行

1.2 内销：清洁/投影/集成灶延续景气度，白电/厨小回暖中

1.3 外销：当前短期承压，长期看好自主品牌出海

1.4 分品类分析：紧握高景气与底部反弹两条主线

2. 利润端：21A承压，22Q1已有修复

2.1 成本压力：过了黄洋界，险处不须看

2.2 费用率：成本压力下，整体延续降本控费态势

3. 经营质量

4. 投资建议



4. 投资建议

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，包括扫地机、集成灶、投影仪；一季度业绩持续验证，现阶段建议积极布局。**

- **极米科技**：智能投影符合第三消费社会更重视个人、注重精神需求等时代变迁特质。公司为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。
- **火星人**：集成灶渗透率提升逻辑持续得到数据验证，重点推荐具备长期龙头战略格局眼光、紧握强品牌营销和渠道力两大厨电行业龙头核心要素、规模快速扩张。
- **亿田智能**：具备较强产品力，少东家上任变革成效持续体现。

➤ **需求与盈利持续修复，二季度有望迎来拐点的白电、厨房小家电及外销为主的石头科技。**

- **小熊电器**：疫情催化居家烹饪需求，二季度有望受益于疫情受控后需求集中释放。
- **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；Q2海外新品上市叠加低基数效应，看好外销增速逐季改善。
- **海尔智家**：卡萨帝延续高增长，提效与治理优化，空调厨电稳步改善，总体盈利能力持续提升。
- **美的集团**：估值性价比突出，楼宇科技高增长，KUKA显著修复，渠道变革具备领先优势。

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。