

推荐 (维持)

静待价值回归，拥抱高成长

2021年07月06日

家电行业2021年中期投资策略

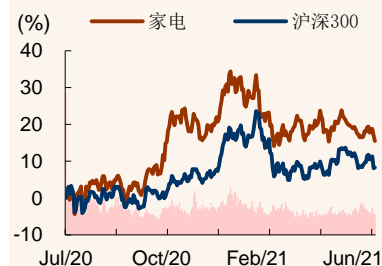
上证指数 3534

行业规模

|           |       | 占比% |
|-----------|-------|-----|
| 股票家数 (只)  | 71    | 1.7 |
| 总市值 (亿元)  | 20800 | 2.5 |
| 流通市值 (亿元) | 17864 | 2.6 |

行业指数

| %    | 1m   | 6m   | 12m  |
|------|------|------|------|
| 绝对表现 | -3.7 | -8.6 | 20.3 |
| 相对表现 | 0.0  | -3.3 | 5.2  |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《“外资”北上动态 & 业内估值比较一家电周度估值观察 21w27》  
2021-07-04

2、《“外资”北上动态 & 业内估值比较一家电周度估值观察 21w26》  
2021-06-27

3、《“外资”北上动态 & 业内估值比较一家电周度估值观察 21w25》  
2021-06-20

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn  
S1090519070001

□ **静待价值回归:** 上半年部分家电价值白马的行业景气度和企业盈利受到压制, 下半年有望改善, 迎来估值修复的可能。行业景气度、企业盈利、格局是我们对家电板块进行观察的重要主线, 景气度端, 上半年在地产竣工不及预期、消费恢复有所滞后等外部影响下, 传统的白电、厨电等行业终端需求景气度受限; 盈利端, 上半年原材料成本上涨迅猛, 白电等在需求未有明显改善的背景下提价较节制, 盈利能力受损; 格局端, 龙头展现出较好的经营稳定性, 格局进一步优化。当前白电龙头的估值已经回到历史较低水平, 且和预期收益率有较高性价比的匹配, 我们认为估值向下空间不大。长期维度看, 白电厨电等保有量仍有向上空间, 叠加产品持续更新迭代及价格有望进入长期提升周期, 长逻辑依旧清晰; 下半年随着竣工及消费信心的恢复, 白电厨电等终端内销需求有望边际向上, 外销层面在海外供应链仍存不确定性及海外补库存的双重叠加下有望保持高景气度; 短期宏观流动性未有明显变化, 中报节点成长风格可能延续, 但随着行业景气度和企业盈利的边际改善, 估值修复将有望出现。

□ **拥抱高成长:** 当前市场对风格有一定分歧, 我们认为当前可拥抱有底层逻辑支撑的真正高成长细分板块及优质企业。何为真正的高成长, 我们认为需要从三方面进行判断: 1) **产业长逻辑:** 包括供给和需求端在内的行业的内在驱动是否足够坚实和持久, 国内及海外行业空间是否足够大, 这决定了行业的天花板; 2) **爆发力:** 当前渗透率是否较低, 是否处于在疫情及企业端主动性的共同催化下消费者教育和接受度快速提升的持续爆发期, 决定了行业及企业的动能; 3) **格局:** 从产品属性上看, 在消费及科技端具有如何的门槛, 是否可以带来格局的沉淀。整体而言, 我们看好家用投影仪、集成灶、清洁电器等细分板块。

□ **投资建议:** 重点关注价值白马的外部环境及内部经营周期边际变化所带来的估值修复机会, 以及具有坚实产业逻辑支撑、高景气度的细分板块龙头。1) **地产及消费持续向好**拉动行业景气恢复, 原材料成本压力有望边际缓解有助企业盈利能力恢复, 建议配置经营稳定性更强, 格局进一步优化的龙头, 重点推荐: 老板电器、海信家电、美的集团、格力电器; 2) **高成长品种**建议关注兼具爆发性及持久性的投影仪、集成灶、清洁电器等子板块龙头。重点推荐: 极米科技、火星人、浙江美大, 积极关注海信视像、光峰科技、科沃斯、石头科技。

□ **风险提示:** 宏观经济景气承压、行业竞争加剧、原材料价格超预期上涨

重点公司主要财务指标

|      | 股价     | 20EPS | 21EPS | 22EPS | 21PE | 22PE | PB    | 评级     |
|------|--------|-------|-------|-------|------|------|-------|--------|
| 美的集团 | 68.20  | 3.86  | 4.23  | 4.80  | 16.1 | 14.2 | 4.1   | 强烈推荐-A |
| 格力电器 | 49.89  | 3.69  | 4.06  | 4.90  | 12.3 | 10.2 | 2.7   | 强烈推荐-A |
| 海尔智家 | 25.07  | 0.98  | 1.29  | 1.55  | 19.4 | 16.2 | 3.4   | -      |
| 老板电器 | 45.54  | 1.75  | 2.07  | 2.31  | 22.0 | 19.7 | 5.1   | 强烈推荐-A |
| 海信家电 | 13.83  | 1.16  | 1.34  | 1.55  | 10.3 | 8.9  | 1.9   | 强烈推荐-A |
| 极米科技 | 828.27 | 5.38  | 10.40 | 14.89 | 79.6 | 55.6 | 17.0  | 强烈推荐-A |
| 火星   | 66.35  | 0.68  | 1.06  | 1.42  | 62.3 | 46.7 | 19.3  | 强烈推荐-A |
| 浙江美大 | 18.19  | 0.84  | 1.02  | 1.26  | 17.8 | 14.5 | 18.19 | 强烈推荐-A |
| 新宝股份 | 25.20  | 1.35  | 1.69  | 1.98  | 14.9 | 12.7 | 3.4   | 强烈推荐-A |

资料来源: Wind、招商证券 (截至2021/7/5), 海尔智家盈利预测采用Wind一致预期

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 正文目录

|  |    |
|--|----|
| 一、 回溯：2021 年家电板块行情及基本面简析 .....           | 6  |
| 1、总览：板块行情较弱，内部分化明显 .....                 | 6  |
| 2、成本：收入结构调整及原材料价格导致盈利能力降低 .....          | 8  |
| 3、地产：竣工不及预期，销售&开工高景气，预期差有望恢复 .....       | 10 |
| 4、资金面：外资占比保持稳定，机构配置比例小幅下滑 .....          | 11 |
| 二、 子行业分析：关注价值白马长逻辑，把握高景气度子行业 .....       | 12 |
| 1、白电：内销格局优化+外销景气延续，更关注长期逻辑 .....         | 12 |
| (1) 内销层面：需求短期受抑，企业盈利相对稳定，格局继续优化 .....    | 12 |
| (2) 外销层面：短期内保持高增，长期看疫情 .....             | 16 |
| (3) 价格：空调有望进入长期价格提升通道 .....              | 17 |
| (4) 格局红利：集中度加速提升 .....                   | 18 |
| (5) 中央空调：积极关注板块高景气度机会 .....              | 18 |
| 2、厨电：竣工恢复，格局优化，关注新品类发展 .....             | 19 |
| (1) 传统厨电：竣工支撑需求，格局持续优化 .....             | 20 |
| (2) 集成灶：三重驱动下的行业持续爆发，格局快速沉淀，关注龙头及进取企业 .. | 21 |
| (3) 洗碗机：产品力有效提升，进入渗透快速提升期 .....          | 27 |
| (4) 蒸烤一体机：脱胎于烤箱，多功能契合消费需求 .....          | 31 |
| 3、小家电：关注家用投影仪、清洁电器为代表的有强产业逻辑的高景气度子品类 ..  | 32 |
| (1) 家用投影仪：供需共振，行业持续爆发，龙头优势明显 .....       | 32 |
| (2) 扫地机器人：家庭清洁革命到来，格局清晰，海外弹性大 .....      | 35 |
| (3) 洗地机：供给驱动需求，下一个扫地机？ .....             | 37 |
| 4、黑电：体育赛事主题性机会+激光电视细分市场机会 .....          | 38 |
| 三、 投资建议：静待价值回归，积极把握高成长机会 .....           | 40 |
| 四、 风险提示 .....                            | 41 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1：2021 年初至今各板块涨跌幅：家电板块涨幅排名第二十九 ..... | 6 |
| 图 2：2021 年初至今家电板块、小家电板块及大盘走势 .....     | 6 |
| 图 3：家电行业出口业务占比显著提升 .....               | 9 |

|  |    |
|--|----|
| 图 4: 家电行业主要原材料价格同比走势 .....             | 9  |
| 图 5: 空冰洗成本端模拟波动测算 .....                | 9  |
| 图 6: 美元兑人民币平均汇率波动情况 .....              | 9  |
| 图 7: 美元兑人民币同比波动情况 .....                | 9  |
| 图 8: 家电销售与地产销售&地产竣工相关联 .....           | 10 |
| 图 10: 一线城市: 新开工-竣工拟合 .....             | 10 |
| 图 11: 三四线城市: 新开工-竣工拟合 .....            | 10 |
| 图 12: 厨电销售降幅持续恢复 .....                 | 11 |
| 图 13: 地产预期搅动厨电板块估值水平 .....             | 11 |
| 图 14: 2021 年北上资金占比及家电板块走势 .....        | 11 |
| 图 15: 2021 公募机构家电板块配置比例保持稳定 .....      | 11 |
| 图 16: 2021 年空调内销持续恢复 .....             | 12 |
| 图 17: 2021 年空调均价显著恢复 .....             | 12 |
| 图 18: 2021 年海尔、海尔空调内销增速较快 .....        | 13 |
| 图 19: 空调行业龙头份额仍有提升 .....               | 13 |
| 图 20: 04 年至今 LME 铜现货经历三轮上涨(美元/吨) ..... | 13 |
| 图 21: 格力电器、美的集团同期盈利能力对比 .....          | 13 |
| 图 22: 社会消费品零售总额累计值及同比增幅(亿元,%) .....    | 14 |
| 图 23: 家用电器和音像器材类商品零售总额累计及同比 .....      | 14 |
| 图 24: 白电各品类线下均价同比增幅(%) .....           | 15 |
| 图 25: 2021 年冰箱内销出货量稳定恢复 .....          | 15 |
| 图 26: 冰箱行业均价整体仍处上行区间 .....             | 15 |
| 图 27: 冰箱内销市场结构持续升级 .....               | 15 |
| 图 28: 冰箱行业龙头份额仍有提升 .....               | 15 |
| 图 29: 2021 年洗衣机内销出货量稳定恢复 .....         | 16 |
| 图 30: 洗衣机行业均价整体稳中有升 .....              | 16 |
| 图 31: 洗衣机内销市场结构持续升级 .....              | 16 |
| 图 32: 洗衣机龙头份额仍有提升 .....                | 16 |
| 图 33: 2021 年冰箱外销景气延续 .....             | 16 |
| 图 34: 2021 年洗衣机外销景气延续 .....            | 16 |
| 图 35: 泰国新增确诊病例(人/月) .....              | 17 |

|   |    |
|---|----|
| 图 36: 美国批发商耐用品库存销售比 .....                 | 17 |
| 图 37: 2018-2021YTD 美的、格力线上渠道市占率 .....     | 18 |
| 图 38: 2018-2021YTD 美的、格力线下 KA 渠道市占率 ..... | 18 |
| 图 39: 中央空调销售和地产景气度相关性较高 .....             | 19 |
| 图 40: 中央空调内销规模(亿元)及增速 .....               | 19 |
| 图 41: 多联机中央空调内销规模(亿元)及增速 .....            | 19 |
| 图 42: 2021 年烟机线上销量快速增长 .....              | 20 |
| 图 43: 烟机线下 KA 渠道 2021 年整体依然承压 .....       | 20 |
| 图 44: 2021 年以来线上线下烟机价格持续恢复 .....          | 20 |
| 图 45: 厨电厂商头部企业价格表现有所分化 .....              | 20 |
| 图 46: 2021 年我国厨电行业集中度持续提升 .....           | 21 |
| 图 47: 集成灶销售规模迅速提升 .....                   | 21 |
| 图 48: 集成灶渗透率仍较低 .....                     | 21 |
| 图 49: 集成灶市场各主要品类销售量占比 .....               | 22 |
| 图 50: 集成灶产品发展历程 .....                     | 22 |
| 图 51: 集成灶“排烟效果”特点最获认可 .....               | 23 |
| 图 52: 我国消费者家庭厨房面积调研 .....                 | 24 |
| 图 53: 集成灶有效节省厨房顶部空间 .....                 | 24 |
| 图 54: 集成灶渠道结构仍以经销为主 .....                 | 25 |
| 图 55: 目前集成灶行业工程渠道占比不及厨电整体 .....           | 25 |
| 图 56: 集成灶行业线上零售额占比不断提升 .....              | 25 |
| 图 59: 方太水槽式洗碗机 .....                      | 28 |
| 图 60: 老板嵌入式洗碗机 .....                      | 28 |
| 图 61: 老板电器旗舰洗碗机 WB751 主要卖点 .....          | 29 |
| 图 62: 19-20 年洗碗机线下 KA 渠道产品结构及均价 .....     | 29 |
| 图 63: 19-20 年洗碗机行业线上渠道产品结构及均价 .....       | 29 |
| 图 64: 2018-2021YTD 洗碗机线上渠道竞争格局 .....      | 30 |
| 图 65: 2018-2021YTD 洗碗机线下 KA 渠道竞争格局 .....  | 30 |
| 图 66: 14-20 年我国洗碗机内销出货量及同比(万台,%) .....    | 30 |
| 图 67: 21 年洗碗机线下 KA 渠道保持同比高增(万台,%) .....   | 30 |
| 图 68: 2020 年洗碗机销售额同比高增 .....              | 30 |

|   |    |
|---|----|
| 图 69: 洗碗机精装配套率呈上升趋势 .....                   | 30 |
| 图 70: 我国女性就业率水平较高 .....                     | 31 |
| 图 71: 我国 30 大城市商品房成交套均面积(平米/套) .....        | 31 |
| 图 72: 15-20 年我国嵌入式厨电市场销售额(亿元,%) .....       | 31 |
| 图 73: 国内投影仪市场出货量变化(万台) .....                | 32 |
| 图 74: 投影仪分场景结构(万台) .....                    | 32 |
| 图 75: 2018 年以来 LED 投影仪亮度占比变化 .....          | 33 |
| 图 76: FHD 产品渐成主流 .....                      | 33 |
| 图 77: 家用投影仪价格分布 .....                       | 34 |
| 图 78: 扫地机器人进化路径 .....                       | 35 |
| 图 79: 扫地机器人导航系统进化 .....                     | 35 |
| 图 80: 扫地机器人清洁系统迭代 .....                     | 35 |
| 图 81: 16-19 扫地机器人线上不同价格段占比变化(%) .....       | 36 |
| 图 82: 16-20 扫地机器人线下不同价格段占比变化(%) .....       | 36 |
| 图 83: 2013-2020 年中国扫地机器人销售额(亿元)及同比(%) ..... | 36 |
| 图 84: 三四线城市扫地机器人购买动因 .....                  | 37 |
| 图 85: 2015-2019 年中国扫地机器人渗透率(%) .....        | 37 |
| 图 86: 2019-2020 年 Top 品牌线上销售额占比(%) .....    | 37 |
| 图 87: 添可智能洗地机核心优势 .....                     | 38 |
| 图 88: 20 年月度线上洗地机在清洁电器中的销额占比 .....          | 38 |
| 图 89: 2021 年 1-4 月吸尘器子品类销售额占比 .....         | 38 |
| 图 90: 19-21 液晶电视月度内销出货量及同比(万台,%) .....      | 39 |
| 图 91: 面板价格快速上行 .....                        | 39 |
| 图 92: 激光电视及液晶电视对比 .....                     | 39 |
| 图 93: 2019-2020 年中国彩电市场重点尺寸结构 .....         | 40 |
| 图 94: 激光电视均价快速下行 .....                      | 40 |
| 表 1: 2021 年至今空冰洗增速有所回升, 黑电同比仍有下滑 .....      | 7  |
| 表 2: 家电行业各子板块 20 年报& 21 一季报营收及业绩增速 .....    | 7  |
| 表 3: 2021Q1 家电板块核心标的毛利率及净利率同比波动情况 .....     | 8  |

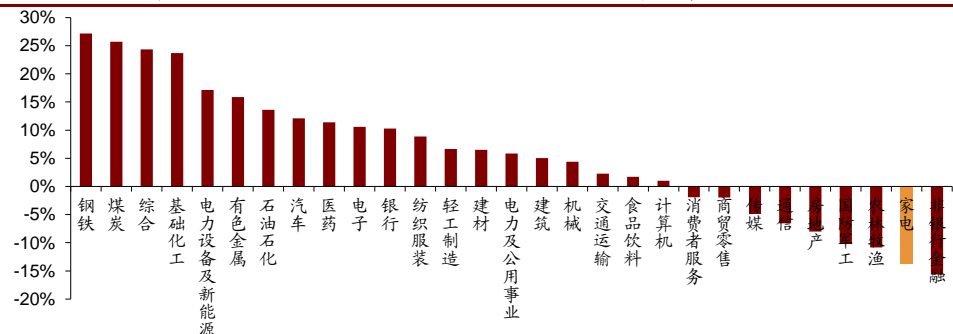


## 一、 回溯：2021 年家电板块行情及基本面简析

### 1、总览：板块行情较弱，内部分化明显

2021 年以来（截至 2021/6/25），CS 家电累计下跌 13.8%，在 A 股全部板块中位列第二十八名；同期上证综指累计上涨 3.9%。

图 1：2021 年初至今各板块涨跌幅：家电板块涨幅排名第二十九



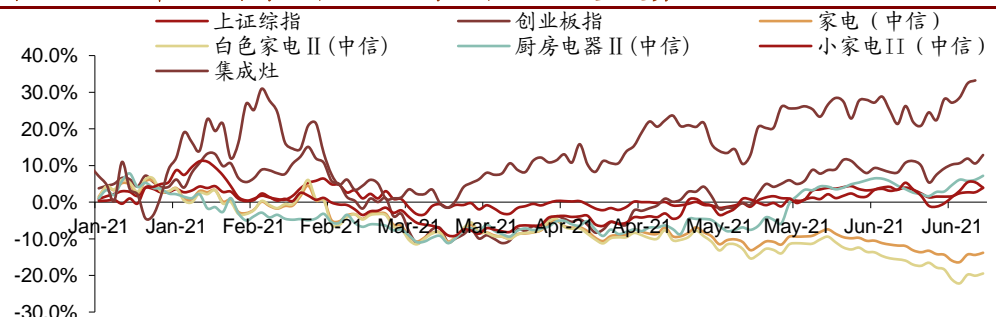
资料来源：Wind、招商证券（截至 2021/6/25）

细分来看，行业内呈现分化景象，其中小家电板块增幅持平综指，厨电板块实现 3.3% 的超额收益。

第一季度：家电行业 2020 年市场关注度较高，2021 年初在市场风格切换、大宗原材料价格快速上行、终端需求不及预期等不利影响叠加下，家电板块收益跑输市场，第一季度 CS 家电指数实现收益-7.7%，同期上证综指实现收益-0.9%，其中白电、厨电、小家电各板块期间收益均低于-6%。

第二季度：截至 6 月 23 日，在集成灶板块及老板电器等权重股良好表现的拉动下，厨电板块实现超额收益。同期，小家电板块中部分高景气度成分股表现优异，带动板块实现 8.8% 的超额收益。3 月 15 日至 6 月 23 日，上证指数实现增幅 5.5%，期间集成灶/厨房电器/小家电分别实现增长 33.7%/20.7%/14.3%，显著高于上证指数增幅。

图 2：2021 年初至今家电板块、小家电板块及大盘走势



资料来源：Wind、招商证券（截至 2021/6/25）

回溯家电板块 2021 年 1-5 月经营情况，内销持续恢复，外销带来弹性。白电板块，空调行业 4-5 月终端销售不及预期，预计与天气层面气温偏低及降雨较多、产品价格有一定提升抑制终端购买等因素有关，预期全年需求将保持稳定，部分受抑需求或延后爆发。

冰洗内销持续向好，冰箱内销量同比 2019 年仅小幅下滑，外销订单延续 20 年高景气度，支撑行业整体需求；厨电板块，受竣工数据不及预期影响，厨电行业内销承压，但预期随未来竣工数据持续恢复，叠加行业套系化趋势进展，厨电板块有望在下半年快速恢复。细分品种中，集成灶处于行业渗透率爆发期，收入增长较高；小家电板块，清洁小家电、投影仪等在供给端持续迭代创新和需求端爆发的共振下，收入持续高增，厨房小家电等传统小家电或受到需求 20 年提前兑现等影响，增速有所放缓。

表 1：2021 年至今空冰洗增速有所回升，黑电同比仍有下滑

| 内销 YoY            | 空调     | 冰箱    | 洗衣机   | LCD 电视 |
|-------------------|--------|-------|-------|--------|
| 2021M1-M5 同比 2020 | 21.8%  | 16.1% | 14.9% | -10.5% |
| 2021M1-M5 同比 2019 | -19.5% | -2.2% | -5.2% | -23.3% |

资料来源：产业在线、招商证券

表 2：家电行业各子板块 20 年报& 21 一季报营收及业绩增速

| 子板块 | 标的   | 营收增速   |        |         | 业绩增速   |        |         |
|-----|------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
|     |      | 2020A  | 2021Q1 | 2021Q1* | 2020A  | 2021Q1 | 2021Q1* |
| 白电  | 格力电器 | -15.0% | 60.3%  | -9.6%   | -10.2% | 121.0% | -22.1%  |
|     | 美的集团 | 2.3%   | 42.3%  | 4.9%    | 12.4%  | 34.5%  | 2.7%    |
|     | 海尔智家 | 4.5%   | 27.0%  | 6.8%    | 8.2%   | 185.3% | 19.6%   |
|     | 海信家电 | 29.2%  | 83.7%  | 26.7%   | -12.0% | 400.7% | -28.1%  |
| 厨电  | 老板电器 | 4.7%   | 50.8%  | 7.2%    | 4.5%   | 46.5%  | 6.0%    |
|     | 华帝股份 | -24.1% | 52.2%  | -11.1%  | -45.5% | 67.0%  | -23.6%  |
|     | 浙江美大 | 5.1%   | 229.3% | 12.8%   | 18.2%  | 394.8% | 15.5%   |
|     | 火星人  | 21.7%  | 179.8% |         | 14.8%  | -      |         |
|     | 亿田智能 | 9.4%   | 204.3% |         | 46.2%  | 421.8% |         |
|     | 帅丰电器 | 2.3%   | 164.1% |         | 11.7%  | 127.1% |         |
|     | 万和电气 | 0.8%   | 47.8%  | 2.2%    | 2.2%   | 20.6%  | -6.8%   |
| 小家电 | 苏泊尔  | -6.3%  | 43.4%  | -3.1%   | -3.8%  | 64.6%  | -1.0%   |
|     | 九阳股份 | 20.0%  | 31.8%  | 11.7%   | 14.1%  | 22.6%  | 5.1%    |
|     | 飞科电器 | -5.1%  | 23.1%  | 1.9%    | -6.9%  | 15.0%  | -4.6%   |
|     | 莱克电气 | 10.1%  | 78.0%  | 19.7%   | -34.7% | 114.2% | 49.1%   |
|     | 小熊电器 | 36.2%  | 22.7%  | 20.0%   | 59.6%  | -12.8% | 26.5%   |
|     | 科沃斯  | 36.2%  | 131.0% | 33.5%   | 431.2% | 726.6% | 117.9%  |
|     | 石头科技 | 7.7%   | 82.0%  | 13.3%   | 74.9%  | 150.8% | 51.9%   |
|     | 新宝股份 | 44.6%  | 64.1%  | 30.7%   | 62.7%  | 36.8%  | 38.4%   |
|     | 极米科技 | 33.6%  | 62.3%  |         | 187.8% | 106.9% |         |
| 零部件 | 三花智控 | 7.3%   | 37.2%  | 10.7%   | 2.9%   | 70.4%  | 18.0%   |
|     | 海立股份 | -8.8%  | 60.1%  | 6.0%    | -43.0% | 27.5%  | -38.2%  |

资料来源：Wind、招商证券

备注：\*为 2021Q1 与 2019 年同比增速

## 2、成本：收入结构调整及原材料价格导致盈利能力降低

如表 3 所示，多个家电板块核心标的 2021 年第一季度毛利率出现同比下滑，主要原因来自大宗商品价格上升、产品渠道结构变化等影响。但空调行业价格战的停息也对白电行业盈利水平起到承托作用，并预期将在未来持续支撑行业盈利水平，会计准则变更下销售返利冲减销售收入也对毛利率的稳定起到一定效果。净利率表现则相对平稳，企业积极通过产品价格提升、产品结构优化、降本提效、套期保值等方式应对成本端压力。

表 3：2021Q1 家电板块核心标的毛利率及净利率同比波动情况

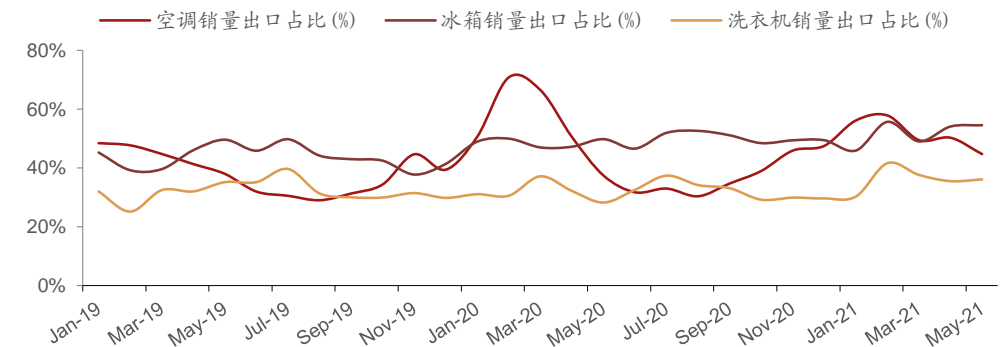
| 标的名称 | Q1 毛利率 | YOY(pct)<br>(同比 2020 年) | YOY(pct)<br>(同比 2019 年) | Q1 净利率 | YOY(pct)<br>(同比 2020 年) | YOY(pct)<br>(同比 2019 年) |
|------|--------|-------------------------|-------------------------|--------|-------------------------|-------------------------|
| 格力电器 | 24.4%  | 6.9                     | (6.2)                   | 10.4%  | 2.7                     | (3.6)                   |
| 美的集团 | 23.0%  | (2.1)                   | (5.4)                   | 8.0%   | (0.3)                   | (0.7)                   |
| 海尔智家 | 28.5%  | 1.0                     | (0.6)                   | 5.7%   | 2.5                     | 0.1                     |
| 海信家电 | 20.7%  | 0.2                     | 0.9                     | 3.5%   | 2.3                     | (1.5)                   |
| 老板电器 | 57.3%  | 0.8                     | 2.5                     | 19.0%  | (0.5)                   | (0.5)                   |
| 华帝股份 | 42.1%  | (1.8)                   | (6.0)                   | 7.5%   | 0.6                     | (2.7)                   |
| 浙江美大 | 51.1%  | 4.6                     | (2.7)                   | 27.3%  | 9.1                     | 1.3                     |
| 火星入  | 47.4%  | (0.0)                   |                         | 12.7%  | 19.8                    |                         |
| 亿田智能 | 44.3%  | (6.7)                   |                         | 19.4%  | 8.1                     |                         |
| 帅丰电器 | 47.3%  | 0.9                     |                         | 22.0%  | (3.6)                   |                         |
| 万和电气 | 22.8%  | (5.0)                   | (9.6)                   | 7.3%   | (1.2)                   | (1.7)                   |
| 苏泊尔  | 26.5%  | 2.5                     | (4.8)                   | 9.8%   | 1.2                     | 0.4                     |
| 九阳股份 | 31.4%  | (1.9)                   | (1.3)                   | 7.8%   | (0.7)                   | (1.1)                   |
| 飞科电器 | 44.2%  | 3.8                     | 5.6                     | 16.9%  | (1.2)                   | (2.4)                   |
| 莱克电气 | 21.5%  | (4.2)                   | (3.2)                   | 9.5%   | 1.6                     | 3.4                     |
| 小熊电器 | 35.6%  | (0.1)                   | 1.3                     | 9.9%   | (4.0)                   | 1.0                     |
| 科沃斯  | 46.8%  | 8.3                     | 10.2                    | 15.0%  | 10.8                    | 9.4                     |
| 石头科技 | 49.6%  | 4.1                     | 19.1                    | 28.4%  | 7.8                     | 12.6                    |
| 新宝股份 | 19.0%  | (4.6)                   | (0.7)                   | 5.6%   | (1.0)                   | 0.9                     |
| 极米科技 | 35.2%  | 5.0                     |                         | 11.0%  | 2.4                     |                         |
| 三花智控 | 27.2%  | 0.8                     | 2.0                     | 10.7%  | 2.2                     | 1.3                     |
| 海立股份 | 12.1%  | (1.0)                   | (0.6)                   | 1.4%   | (0.4)                   | (2.6)                   |

资料来源：Wind、招商证券

渠道结构方面，疫情使得家电企业线上占比显著提升，线上竞争加剧及单价较低的产品结构使整体毛利率水平承压。2021 年海外新冠疫情引起的供应链短缺持续为我国家电企业带来大量外贸转移订单，使得家电行业出口占比持续提升，据产业在线统计，2021 年 1-5 月，空调/冰箱/洗衣机行业出口销量占比分别为 51.0%/51.6%/35.8%，同比 2020 年-1.3pct/+3.1pct/+3.7pct，同比 2019 年+7.4pct/+7.1pct/+4.1pct。出口占比较大的 OEM/ODM 业务相比内销自有品牌业务较低的盈利能力使板块整体毛利率水平承压，但对营业收入和业绩规模增量有所贡献。



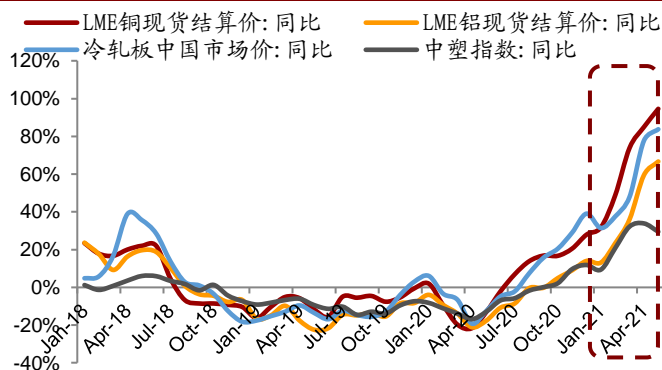
图 3: 家电行业出口业务占比显著提升



资料来源: 产业在线、招商证券

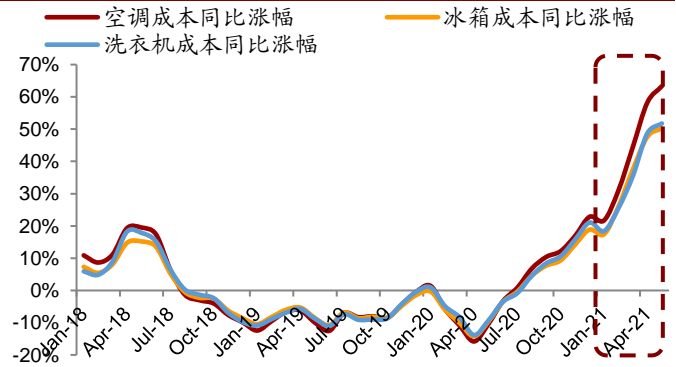
铜、铝、塑料、钢材等为家电制造所需的主要原材料。主要的大宗原材料在 2020 年下半年起开启快速上升周期，目前所有品类原材料价格均已大幅高于 2019 年同期水平，仅以 2021 年 5 月为例，铜/冷轧板/铝/塑料价格同比 2020 年增幅分别为 94.6%/66.7%/83.8%/29.5%，同比 2019 年增幅分别为 68.9%/37.1%/60.4%/12.7%。家电企业普遍通过套期保值、远期合约、提前备料等方式规避原材料价格波动风险，降低大宗商品价格波动对企业盈利能力影响，但原材料价格持续提升客观下使家电板块毛利率及净利率水平承压。

图 4: 家电行业主要原材料价格同比走势



资料来源: Wind、招商证券

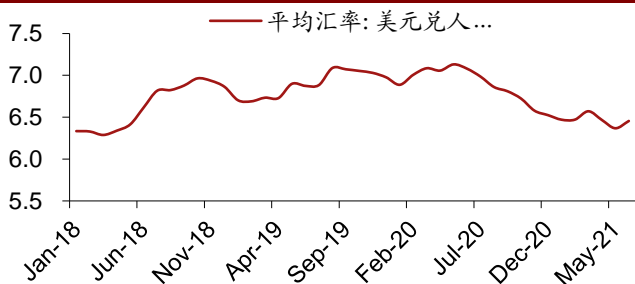
图 5: 空冰洗成本端模拟波动测算



资料来源: Wind、招商证券

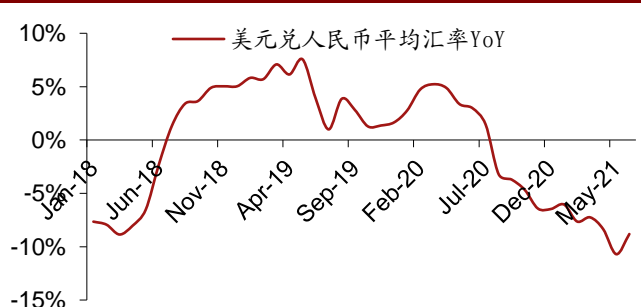
汇兑方面，2021 年初美元兑人民币跳空下跌至 6.5 附近，箱型整理数月后，4 月初回升至短期高点 6.6 并开启新一轮下跌行情，5 月底，汇率跌破 6.4 并开始回弹，目前已升至 6.5 附近，2021 年至今（截至 6/25）人民币对比 2020 年末升值近 1.0%，外向型企业收入端承压。

图 6: 美元兑人民币平均汇率波动情况



资料来源: Wind、招商证券（截至 6/25）

图 7: 美元兑人民币同比波动情况



资料来源: Wind、招商证券（截至 6/25）

敬请阅读末页的重要说明

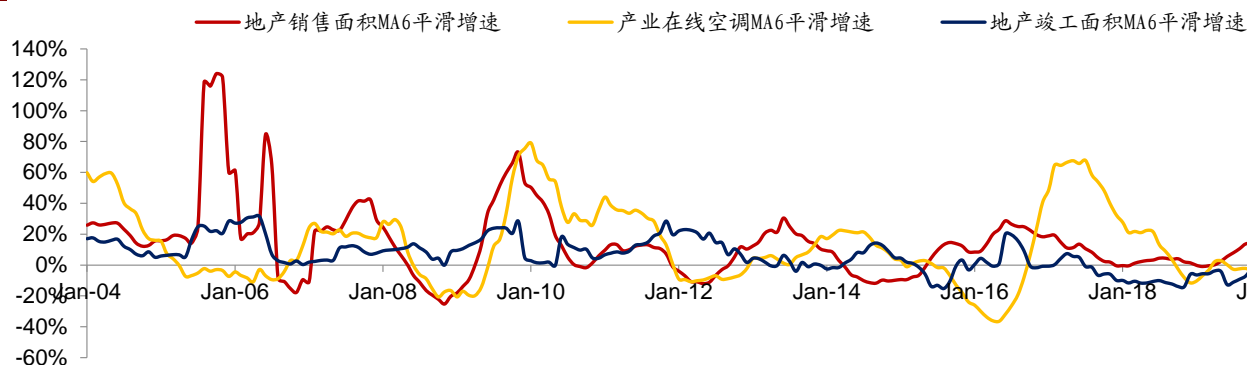
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

### 3、地产：竣工不及预期，销售&开工高景气，预期差有望恢复

家电行业作为典型的地产后周期板块，在业绩与估值层面都在一定程度上受到地产周期的影响。

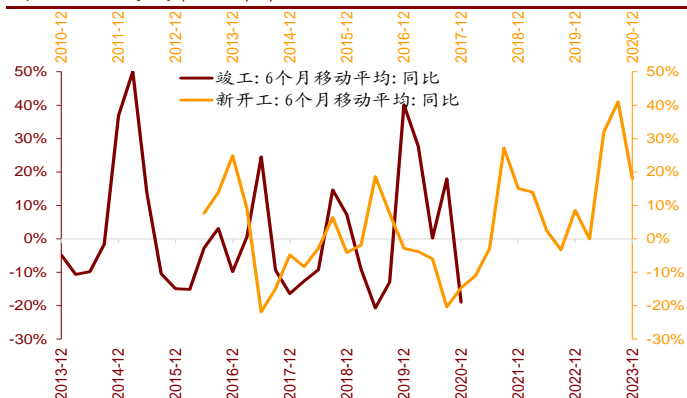
图 8：家电销售与地产销售&地产竣工相关联



资料来源：Wind、产业在线、招商证券

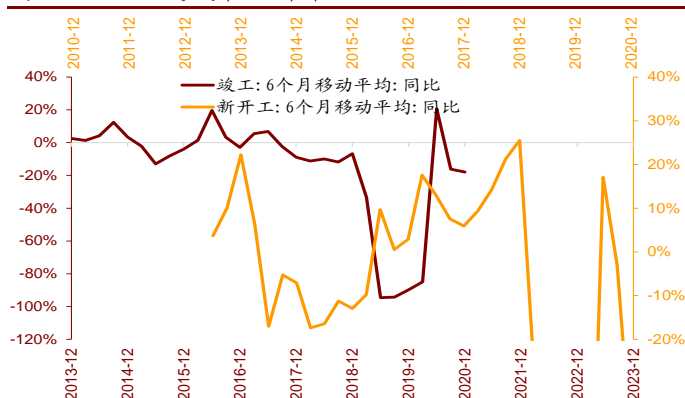
2021 年，地产销售延续 20 年高景气度，据国家统计局数据，商品住宅 1-4 月累计销售面积同比 2020 年及 2019 年分别提升 51.1%/22.8%。竣工方面，21 年各地新冠疫情有所反复，上半年竣工数据不及预期，据国家统计局数据，2-4 月竣工同比 2020 年分别为 +40.4%/-5.5%/-3.1%，同比 2019 年分别为 +8.2%/-6.3%/-11.6%。预计部分工程延期或使今年下半年成为交房高峰期。2021 年，上游地产预期的变化对下游投资带来一定搅动，预期未来随竣工及开工数据差的修复，厨电、电工、中央空调等地产周期属性较强的家电电子版块有望在下半年持续恢复。

图 9：一线城市：新开工-竣工拟合



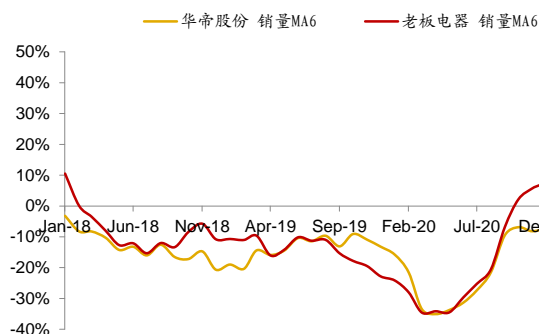
资料来源：Wind、招商证券

图 10：三四线城市：新开工-竣工拟合



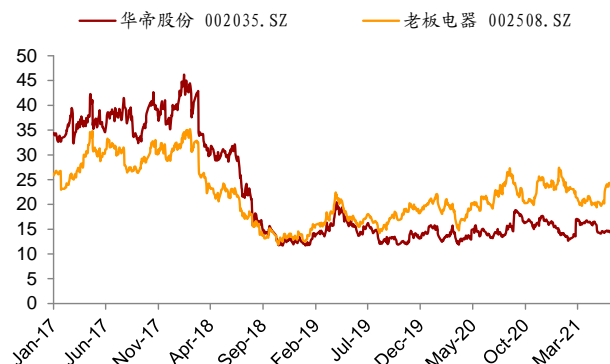
资料来源：Wind、招商证券

图 11: 厨电销售降幅持续恢复



资料来源：中怡康、招商证券

图 12: 地产预期搅动厨电板块估值水平

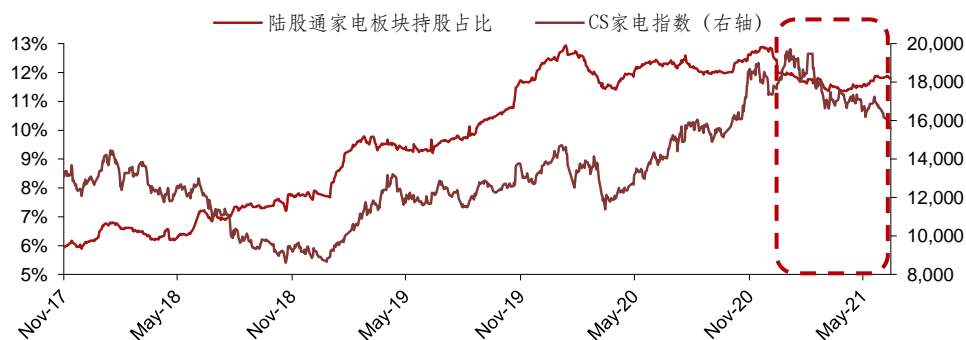


资料来源：Wind、招商证券（截至 2021/6/23）

#### 4、资金面：外资占比保持稳定，机构配置比例小幅下滑

纵观 2021 年上半年的北上资金动向，截至 6 月 25 日基本保持稳定，在 11.3%~12.0% 区间波动。第一季度，外资占比延续 20 年末下降趋势，自 12.0% 缓慢下降至 11.4%，季度内下降约 0.6 pct。第二季度，虽然 CS 家电指数仍呈现波动下行趋势，外资开始逆势买入，截至 6 月 25 日，外资占比已稳定回升至 11.9%，持续逼近年初水平。

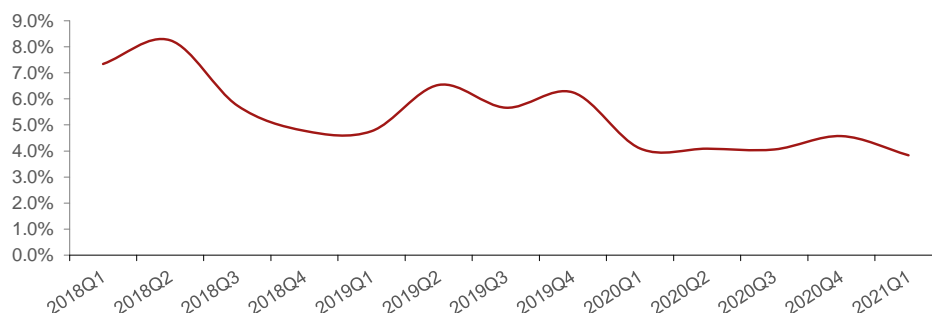
图 13: 2021 年北上资金占比及家电板块走势



资料来源：Wind、招商证券（截至 2021/6/25）

从公募机构配置来看，公募基金持仓比例经历 2020 年 Q4 的急升后，2021 年 Q1 显著下滑至 3.8%，低于 2020 年 Q1 水平。目前持仓比例处于历史低位，居于 2007 年至今的 41 分位。

图 14: 2021 公募机构家电板块配置比例保持稳定



资料来源：Wind、招商证券（截至 2021Q1）

## 二、子行业分析：关注价值白马长逻辑，把握高景气度子行业

### 1、白电：内销格局优化+外销景气延续，更关注长期逻辑

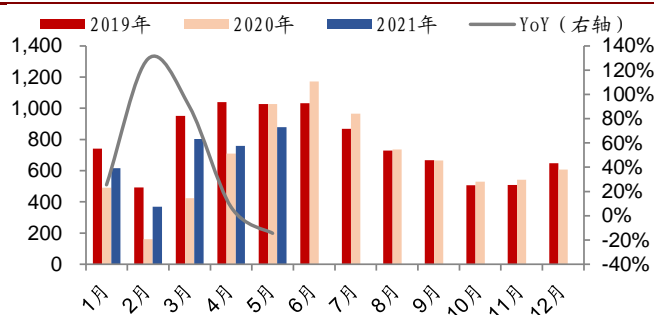
#### (1) 内销层面：需求短期受抑，企业盈利相对稳定，格局继续优化

空调板块，2021 年内销出货量一季度同比高增，主要因去年同期新冠疫情下基数较低，据产业在线统计，21Q1 我国空调行业内销出货量同比 2020 年提升 66.2%，同比 2019 年下滑 18.3%。进入二季度，4、5 月内销出货量同比分别为+7.08%/-14.50%，增幅环比快速下滑，主要干扰因素为去年同期积压需求的集中爆发及企业端积极去库存导致的基数因素、今年终端销售疲软的传导以及竣工不及预期。

价格层面，根据国标新能效的相关规定，2021 年 6 月 30 日后旧国标空调产品将不允许继续销售，在新国标政策+旧库存库存出清+格局优化+原材料大宗商品价格上涨带来的成本压力的多重因素叠加下，空调行业于 2020 年下半年逐渐结束了历时逾 1 年半的价格战，价格开始明显回升。据奥维云网，1-5 月空调行业线上渠道均价同比增幅分别为 14.1%/ 24.5%/ 23.4%/ 19.7%/ 14.1%，线下渠道均价同比增幅分别为 3.4%/ 26.8%/ 7.6%/ 7.9%/ 4.8%。均价回升有利于帮助空调企业在原材料成本压力下稳定自身盈利能力。

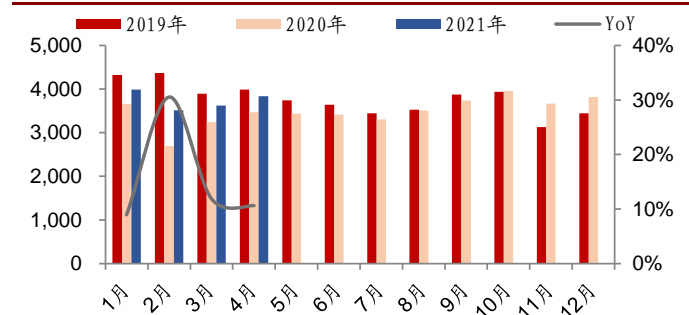
龙头企业表现维度，头部企业逆境下承压能力凸显，行业格局进一步优化。据产业在线，1-5 月，美的/格力/海尔内销出货量同比增幅分别为 17.1%/36.6%/43.4%，除美的受去年同期出货量基数较高影响外，均明显高于行业同期增幅 21.8%，行业格局进一步优化，2021 年 1-5 月空调行业内销市场 CR3 市占率为 79.0%，同比提升 4.4 pct。

图 15：2021 年空调内销持续恢复



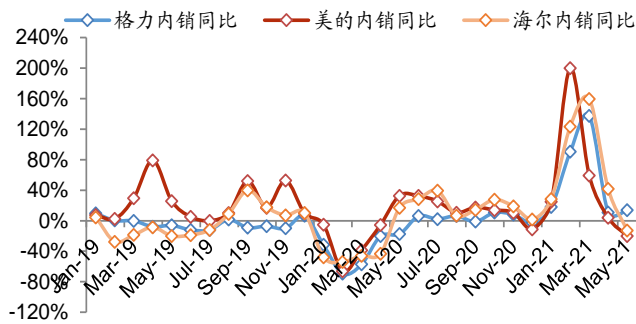
资料来源：产业在线、招商证券

图 16：2021 年空调均价显著恢复



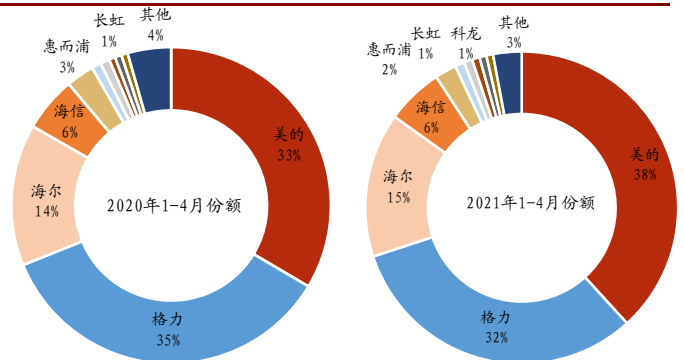
资料来源：中怡康、招商证券

图 17: 2021 年海尔、海尔空调内销增速较快



资料来源: 产业在线、招商证券

图 18: 空调行业龙头份额仍有提升

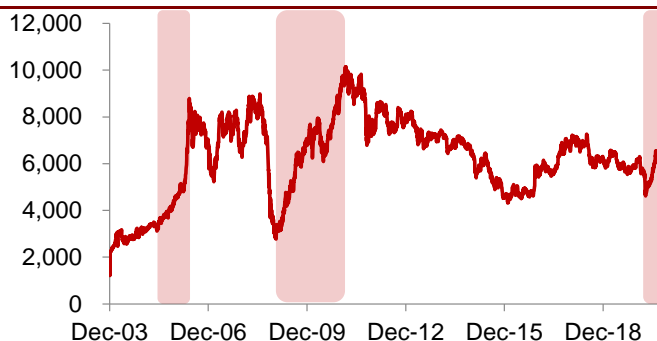


资料来源: 中怡康、招商证券

企业盈利能力方面, 家电行业主要涉及原材料为铜、铝、钢材、塑料, 且原材料占成本比例较高, 以格力电器为例, 2020 年原材料成本占家电制造板块营业成本比例为 86.9%。2021 年各类原材料大宗商品价格均大幅上涨, 21 年 5 月铜/铝/冷轧板/塑料价格分别同比提升 94.6%/66.7%/83.8%/29.5%, 据我们测算, 原材料价格上涨对空调/冰箱/洗衣机/油烟机原材料成本影响幅度分别为 63.4%/50.3%/51.8%/36.7%, 影响幅度较大。家电企业积极通过衍生品交易, 降本提效, 终端提价等方式应对成本端压力。

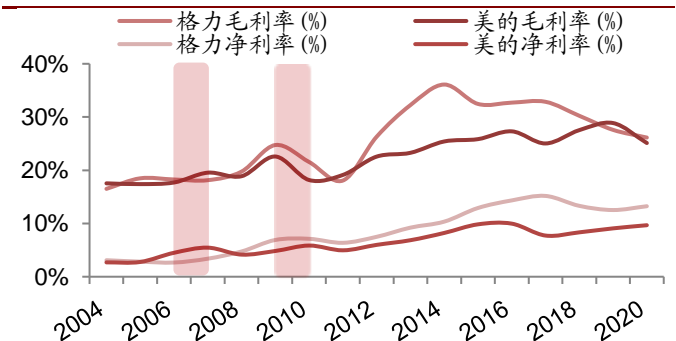
- **衍生品交易**, 企业普遍通过套期保值、提前备货等手段应对原材料价格波动风险, 降低大宗商品价格对企业盈利能力的扰动程度。
- **终端提价**, 企业通过提价方式应对成本端压力, 据奥维云网统计, 2021 年 1-5 月, 空调/冰箱/洗衣机线下 KA 渠道终端零售累计均价同比增幅分别为 6.5%/14.3%/10.4%, 线上渠道零售均价同比增幅分别为 18.6%/17.5%/14.2%, 需求较低景气度影响下目前企业提价幅度仍较为克制, 未来随市场景气度进一步恢复, 提价幅度或继续扩大。
- **从历史数据来看, 企业能够有效利用管理能力削减原材料成本对盈利能力的不良影响**。2004 年至今家电企业共经历三轮原材料价格上涨周期, 分别为 05 年 6 月至 06 年 6 月, 09 年 1 月至 10 年 12 月以及 20 年 3 月至今, 以铜价为例, 在此三段上涨周期中涨幅分别为 133%/252%/104%。表现在企业上, 以格力电器为例, 2007/2011 年毛利率分别为 18.1%/18.1%, 对比 2006/2010 年分别降低 0.2 pct/ 3.4 pct; 净利层面, 2007/2011 年格力电器净利率分别为 3.4%/6.4%, 对比 2006/2010 年分别为 +0.7 pct/ -0.7 pct, 波动幅度大幅低于毛利率。

图 19: 04 年至今 LME 铜现货经历三轮上涨(美元/吨)



资料来源: 奥维云网、招商证券

图 20: 格力电器、美的集团同期盈利能力对比



资料来源: Wind、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



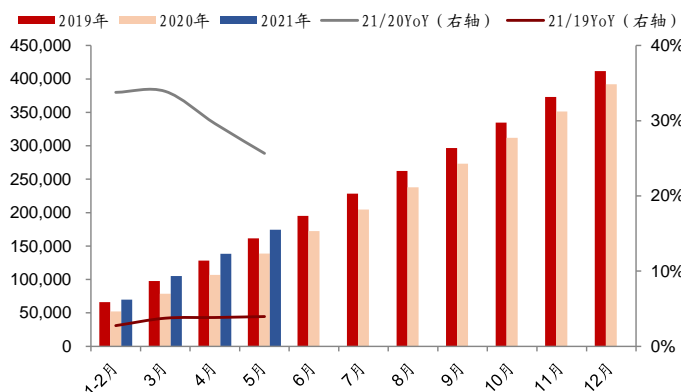
如前文所述，白电上半年承压的两大矛盾是终端需求和原材料成本上行对企业盈利能力的挤压，展望下半年及更长周期，我们保持偏乐观的判断。白电的需求有多重驱动，短期受天气影响较大，中长期看则受库存周期、地产周期、消费景气度、宏观经济环境、人口总量及结构变化等更强驱动。短期天气变化未可知，但中长期有较清晰脉络。

库存周期层面，行业当前工业库存及渠道库存处于行业相对较低水平，美的推进“T+3”模式实现良性库存，格力 20 年以来的持续去库存工作取得了较好成效，据公司调研及渠道调研，当前格力渠道库存水位较低，且 21 年 6 月 30 日是旧能效产品最后销售期限，促进对旧能效库存的去化，当前行业整体库存水平可控，对后期企业的出货端景气度有较好支撑。地产周期层面，白电的地产周期属性在持续弱化，但当前仍对终端需求有较重要影响，对于冰洗而言，新房市场的拉动占总需求约 20%，空调则约为 40-50%。2021 年上半年竣工受疫情反复等因素的影响不及预期，意味着下半年竣工交付有望出现高峰。同时，从前期的新开工及竣工的剪刀差来看，21-22 年预计为竣工大年，对白电需求形成较强支撑。

消费周期层面，5 月份，社会消费品零售总额同比增长 12.4%；比 2019 年 5 月份增长 9.3%，两年平均增速为 4.5%；1-5 月份，社会消费品零售总额同比增长 25.7%，两年平均增速为 4.3%，均体现出社会消费信心得到良好恢复。分品类看，家用电器和音像器材类表现相对较差，和整体消费复苏出现了不一致的表现，我们认为两者的不一致一定程度上反向验证了白电近期终端需求疲软更多是短期行为，消费的持续恢复对白电需求的牵引有望随着上述短期干扰因素的消除得到较好释放。

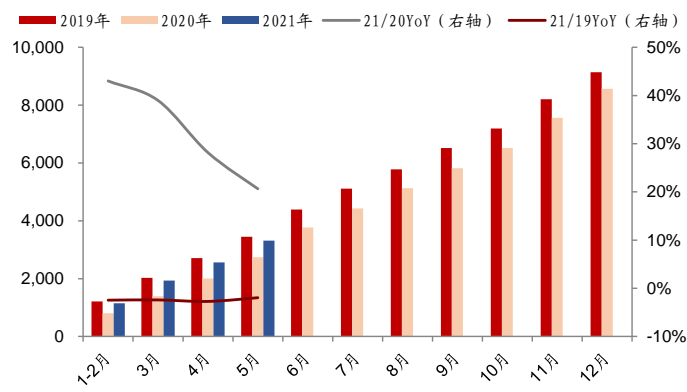
中长期视角，招商家电团队此前曾撰写《家电复盘笔记-关于空调渗透率的数学分析 20190111》、《中国空调市场地理图鉴-十方世界，东成西就 20181216》等多篇研究报告，指出中长期内销空调稳态可能超过 1 亿台；但不排除受短期因素影响，脉冲至超出稳态的高点。空调单品价值量高，市场空间大，行业竞争格局稳定，行业龙头具有较强的确定性，盈利能力具有保证，是长线投资的优选板块。

图 21：社会消费品零售总额累计值及同比增幅(亿元,%)



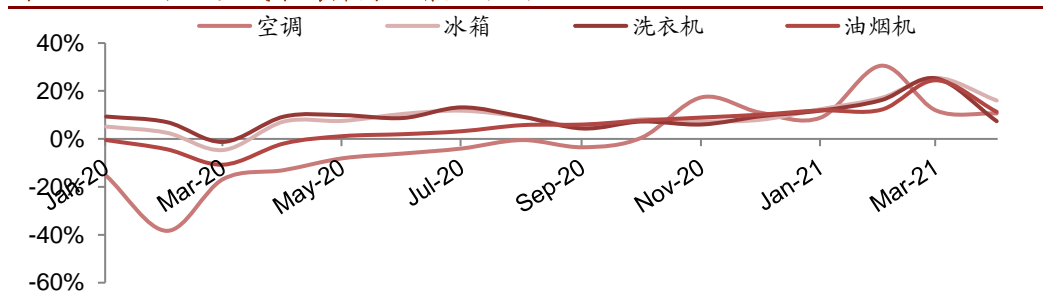
资料来源：国家统计局、招商证券

图 22：家用电器和音像器材类商品零售总额累计及同比



资料来源：国家统计局、招商证券

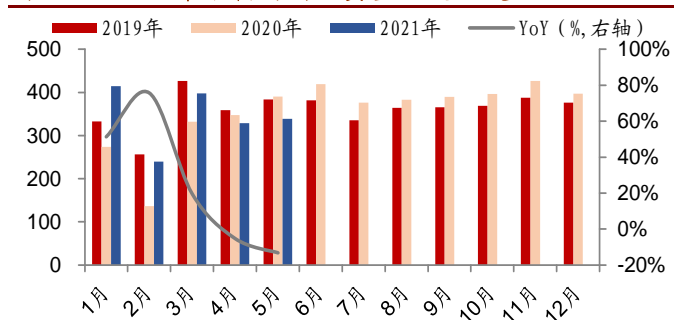
图 23: 白电各品类线下均价同比增幅 (%)



资料来源: 中怡康、招商证券

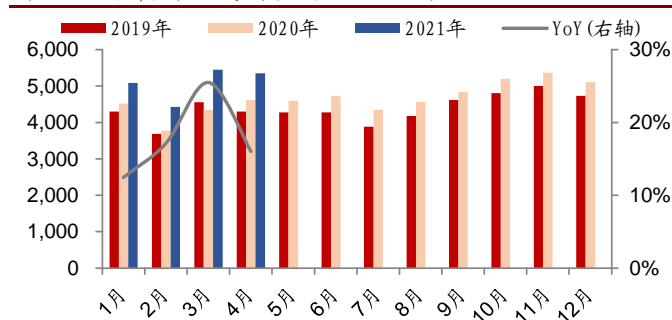
冰洗板块, 内销市场需求持续恢复, 行业价格持续上行, 产业格局继续优化。由于国内冰洗早先已达到相对较高的保有量水平, 销售由更新需求主导, 整体出货量趋于稳定, 需更关注冰洗产品的持续迭代升级、冰洗产品的场景化、套系化、智能化的消费新趋势。在较为稳定的行业景气背景下, 龙头在产品研发、经营效率等方面具有明显优势, 份额持续稳步提升。

图 24: 2021 年冰箱内销出货量稳定恢复



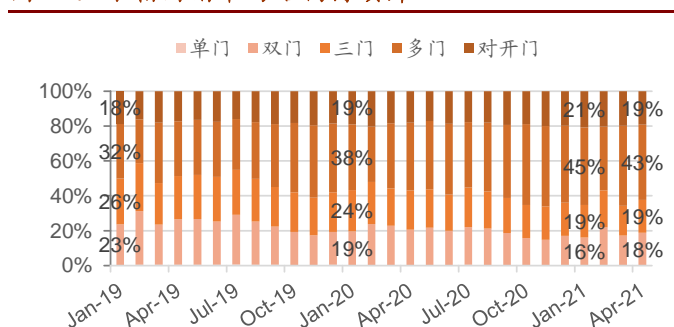
资料来源: 产业在线、招商证券

图 25: 冰箱行业均价整体仍处上行区间



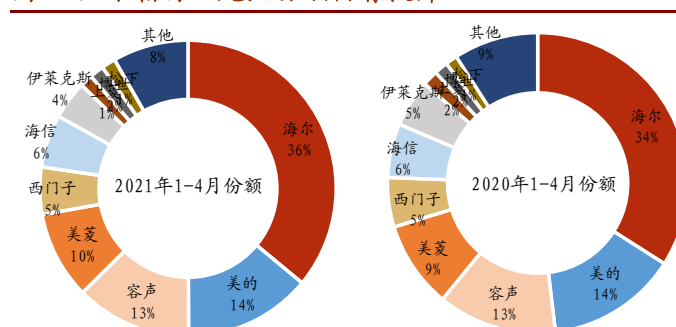
资料来源: 中怡康、招商证券

图 26: 冰箱内销市场结构持续升级



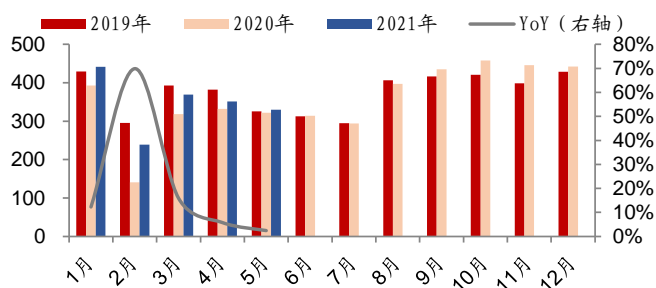
资料来源: 中怡康、招商证券

图 27: 冰箱行业龙头份额仍有提升



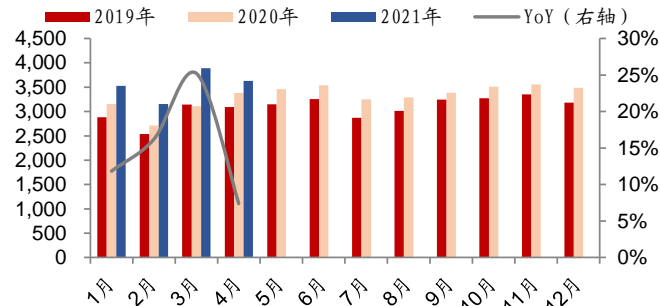
资料来源: 中怡康、招商证券

图 28: 2021 年洗衣机内销出货量稳定恢复



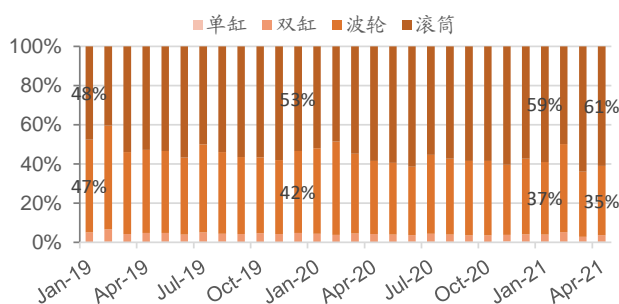
资料来源：产业在线、招商证券

图 29: 洗衣机行业均价整体稳中有升



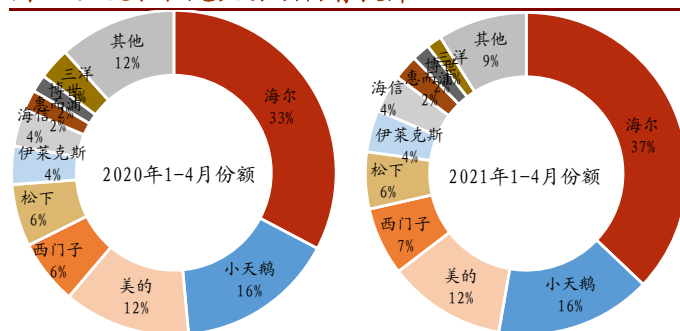
资料来源：中怡康、招商证券

图 30: 洗衣机内销市场结构持续升级



资料来源：中怡康、招商证券

图 31: 洗衣机龙头份额仍有提升

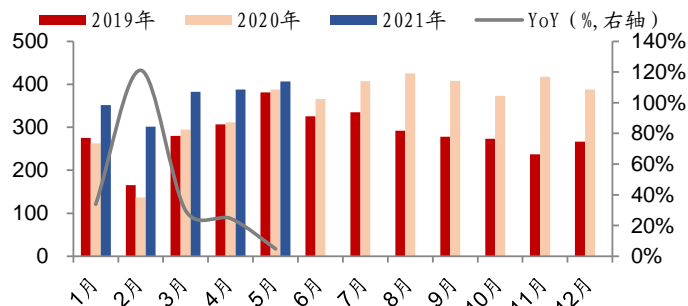


资料来源：中怡康、招商证券

## (2) 外销层面：短期内保持高增，长期看疫情

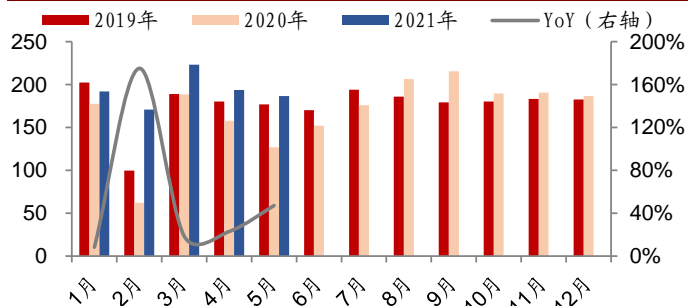
白电外销 2021 年延续 20 年高景气度，根据产业在线，空调 21 年 1-5 月外销出货量同比增长 15.7%，冰洗外销表现更好，冰箱/洗衣机 1-5 月外销出货量同比增幅分别为 31.4%/35.5%。

图 32: 2021 年冰箱外销景气延续



资料来源：奥维云网、招商证券

图 33: 2021 年洗衣机外销景气延续



资料来源：中怡康、招商证券

21 年以来白电外销持续保持较高景气度，我们认为主要由（1）2020 年的低基数；（2）海外疫情反复，部分家电生产国供应链受阻，中国供应链优势突出，2020 年回流中国的订单未有明显流出；（3）海外经济持续恢复，需求保持较好景气度等多重因素共同驱动。

敬请阅读末页的重要说明

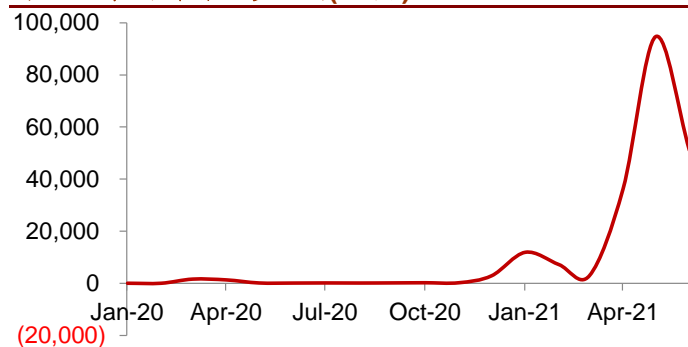
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

动。

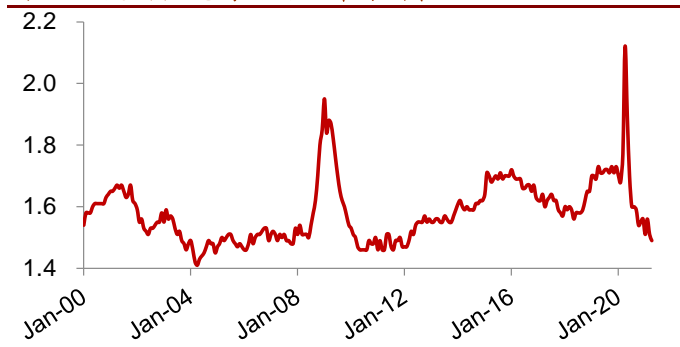
展望下半年，我们对白电外销景气度持相对乐观态度，主要原因是：1）泰国、墨西哥等世界家电主要出口国疫情有所反复，5 月份后新增确诊病例快速上升，以泰国为例，据 WHO 统计，21 年 5 月新增确诊病例近 9.5 万例，为 2020 年疫情爆发以来最高值，东南亚地区新冠疫情的反复为全球家电供应链稳定增添了较强的不确定性。同时，COVID-19 疫情目前在传染中不断出现新的变异种，传染性不断增强，对已研发完成疫苗的保护力也不断提出挑战，使得新冠疫情在全球范围内仍存在较大不确定性；2）海外商品库存目前处于低位。因新冠疫情影响，海外家电主要消费国供应链受到影响，库存持续处于下降周期，目前已处于历史低位。以美国为例，据美国商务部季调数据显示，21 年 4 月美国批发商贸易库存销售比为 1.49，居于 21 世纪 15 百分位，仅略高于过去 20 年历史最低值 1.41。未来海外市场补库存动作将对国际家电市场的需求形成有效支撑，从而支撑我国家电企业的出口景气度；3）海外发达经济体经济持续恢复，消费复苏，叠加美国等地区地产销售数据持续向好，持续对家电需求产生较强牵引。

图 34：泰国新增确诊病例(人/月)



资料来源：WHO、招商证券

图 35：美国批发商耐用品库存销售比



资料来源：美国商务部、招商证券，季调数据

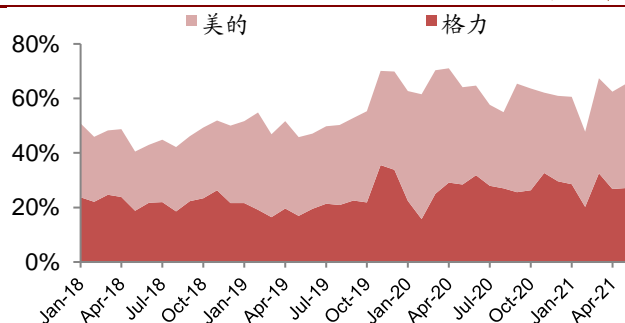
### （3）价格：空调有望进入长期价格提升通道

2020 年下半年以来，空调行业在龙头去库存有效、新国标政策推动、大宗原材料价格上涨压力等多重因素的影响下，逐渐结束持续一年半的价格战，空调行业均价开始回升，我们认为空调行业经过此轮调整，有望进入长期价格提升通道，主要原因有：（1）空调行业产业一体化程度高，格力、美的等龙头企业全产业链**规模效应强**。2019 年因行业线上渠道占比快速扩大，格力等龙头企业线上渠道发展出现短暂滞后，奥克斯等企业紧抓渠道红利带来激烈价格竞争。目前格力等已补齐渠道短板，市场格局持续优化。（2）目前行业**渠道库存压力不大**，美的通过“T+3”战略维持渠道低库存水平，格力主动去库存行为已见成效，且 6 月 30 日旧国标产品最后销售期限，目前格力、美的去库存诉求较弱，价格战动力不足。（3）**市场格局持续优化**。2020 年新冠疫情下，线下渠道流量受阻，空调因具有线下送货及安装属性，线下渠道占比较高，线下渠道流量下滑对行业需求端影响较大，叠加 2020 年大宗原材料价格带来的成本端压力，行业整体销量及盈利能力承压。龙头企业供应链稳定，上下游议价能力高，整体承压能力较强，市场疲软期市占率持续提升，行业格局优化为长期价格上升提供有力保障。（4）产品创新引领价格向上。空调行业持续引入新风空调、消毒灭菌概念、智能化家居等产品创新，为消费者提供更好的产品体验，产品结构升级有利于价格持续提升。（5）短期价格提升抑制消费需求，中长期被抑需求或陆续释放。消费者在行业价格战期间对空调形成“低价”



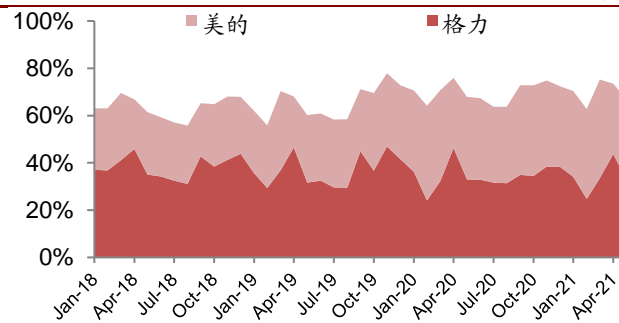
锚定效应，企业涨价行为或抑制消费者短期需求，但长期来看，产品结构升级及新能效标准将逐渐打破锚定基点，空调需求的刚性也将使部分被抑需求逐渐释放，长期维度看，行业的价格上行也将成为行业主要驱动力。

图 36: 2018-2021YTD 美的、格力线上渠道市占率



资料来源：奥维云网、招商证券

图 37: 2018-2021YTD 美的、格力线下 KA 渠道市占率



资料来源：奥维云网、招商证券

#### （4）格局红利：集中度加速提升

2021 年下半年，在白电行业景气度恢复的同时，我们认为竞争格局会持续优化，市场份额会进一步向龙头企业集中，这一变化的根源主要来源于龙头企业对于风险的更高抵抗能力。

原材料成本客观上对家电企业成本端造成一定压力，龙头企业无论对上游原材料供应商还是对下游经销商均具有较强议价能力，同时对终端消费者具有更强的品牌溢价，有利于帮助公司抵御成本压力。同时，新冠疫情使得白牌份额降低，以及外销占比的提升都客观促进了市场集中度的提升。从公司内部治理角度，格力、美的、海尔、海信等龙头企业在压力下均积极推进内部改革，从格力的渠道扁平化到海信的混改落地，龙头企业竞争力的提升有望使白电行业格局持续优化。

#### （5）中央空调：积极关注板块高景气度机会

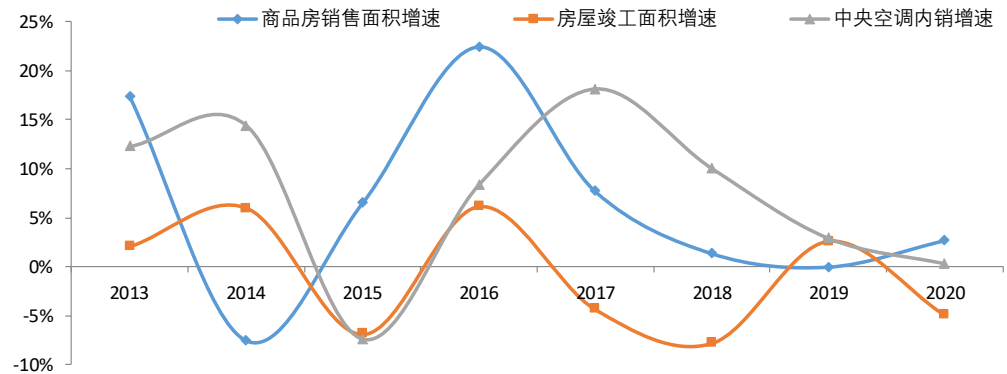
中央空调凭借着其高性价比、舒适度更高、美观程度更高等优势，近年来持续获得消费者青睐。此外，中央空调具备较强的地产后周期属性，地产景气度是影响中央空调行业景气度的最主要因素，从 2013-2020 年的数据来看，中央空调增速和滞后一年的商品房销售面积增速具有较高一致性。当前，中央空调的需求来源主要为新增需求，更新需求较少；在安装节奏上，中央空调具有前装属性。2020 年商品房销售面积取得了较平稳的增长，对 2021 年中央空调行业景气度形成较强支撑。根据产业在线数据，2021 年 1-5 月中央空调（多联机）零售额同比增长超过 60%，这固然有上年同期基数较低的一部分原因，如果只看 2021 年 5 月，中央空调（多联机）销售同比增长约 45%，而 2020 年 5 月中央空调（多联机）的景气度已从疫情中基本恢复，即无低基数因素影响，考虑到今年上半年竣工不及预期，中央空调取得如此高增长验证了行业的景气度，下半年随着竣工交付向上，中央空调景气度有望持续实现高景气度。

盈利能力方面，今年上半年原材料价格上涨较多，但和家用分体式空调不同，中央空调



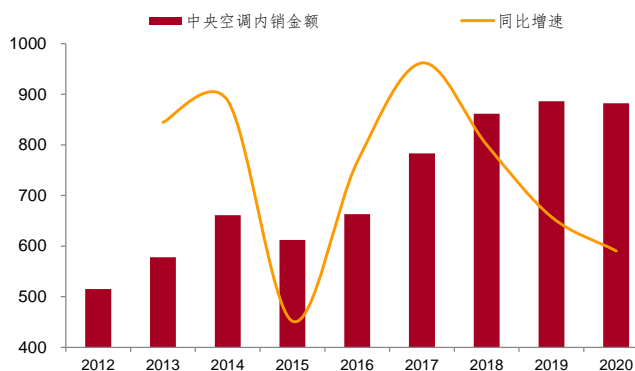
行业各主要企业在今年均通过数轮积极的价格调整,有效的降低原材料成本上行对盈利的侵蚀。

图 38: 中央空调销售和地产景气度相关性较高



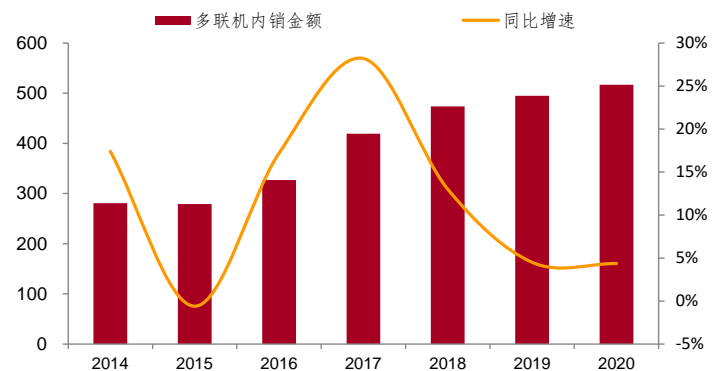
资料来源: 国家统计局、产业在线、招商证券

图 39: 中央空调内销规模 (亿元) 及增速



资料来源: 产业在线、招商证券

图 40: 多联机中央空调内销规模 (亿元) 及增速



资料来源: 产业在线、招商证券

标的层面,我们建议积极关注海信家电:(1)海信家电最重要的主营业务中央空调板块中,根据产业在线数据,行业1-5月同比增长超过60%,其中5月同比超过40%,去年5月已基本走出疫情影响,不存在低基数,证明当前行业景气度较高,考虑到去年下半年新房销售数据较好以及对中央空调有延后一年的驱动规律,我们判断下半年中央空调行业景气度保持高增,海信日立中央空调龙头优势明显,1-5月保持行业增速水平;(2)海信家电的传统家电业务中,冰箱外销保持高增,1-5月同比增长60%,远超行业30%的水平,海外下半年为促销旺季,当前库存水平未有明显恢复,对下半冰箱外销景气度仍有较好景气度;(3)海信家电当年估值仅约10倍,可积极关注。

## 2、厨电: 竣工恢复, 格局优化, 关注新品类发展

我们认为21年下半年,传统厨电将受益于竣工恢复以及市场格局的持续优化,有望实现量价齐升。细分板块方面,集成灶、洗碗机、蒸烤一体机等多个细分品种21年将面临爆发节点,渗透率或实现快速上行,值得重点关注。公司层面,(1)传统厨电龙头老板电器渠道端下沉叠加产品端新品类持续放量,共同打造第二增长曲线,打开长期增长

空间；(2) 集成灶领域当前处于持续爆发期且行业格局加速沉淀，头部企业火星人、浙江美大、亿田智能等多维度积极跑马圈地，实现长期更优竞争格局；均值得重点关注。

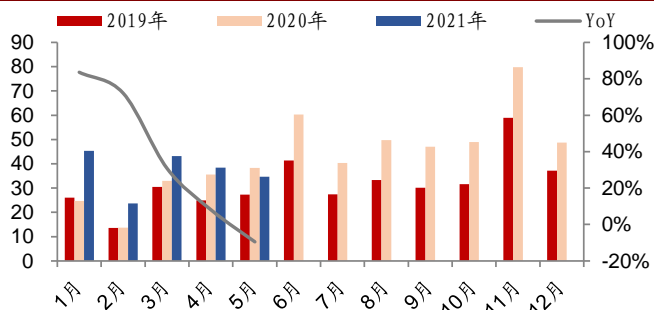
### (1) 传统厨电：竣工支撑需求，格局持续优化

**线上红利持续，线下承压明显，工程支撑市场需求，格局优化趋势延续。**2021 年，厨电行业延续 20 年线上销售转移趋势，行业线上销售占比不断提升，据奥维云网统计，21 年 1-5 月，我国油烟机市场线上/线下销量同比 20 年分别为+27.5%/ +22.2%，同比 19 年分别为+49.5%/ -13.6%。均价方面，线上渠道在产品结构升级+格局向龙头集中+原材料成本压力叠加影响下，均价从 20 年低点持续恢复，线下渠道均价则稳定提升，以 2021 年 5 月为例，据奥维云网统计，油烟机线上/线下均价同比 20 年分别为+17.6%/ +8.8%，同比 19 年分别为-6.4%/ +9.7%。

**工程渠道端**，厨电行业为典型的地产后周期行业，据经验数据，由地产因素拉动的新购销量约占 7-8 成。如前文所述，2021 年上半年地产竣工数据不及预期，但地产销售及开工数据景气较高，预计下半年及 22 年竣工恢复将对厨电需求形成较强支撑。

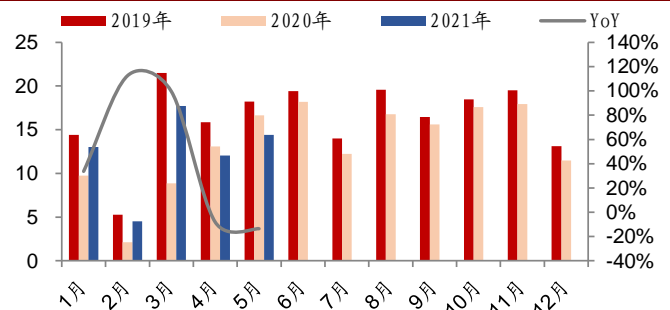
**市场集中度方面**，在市场风险下，龙头优势凸显，市场格局持续优化，目前已呈现 2 超 3 强格局，即以老板、方太为首的第一集团以及以海尔、华帝、美的为首的 second 集团。据中怡康统计，2021 年 4 月，油烟机线下 KA 渠道 CR2/ CR5 分别为 42%/ 68%，同比分别提升 5.5 Pct/ 2.0 Pct。

图 41：2021 年烟机线上销量快速增长



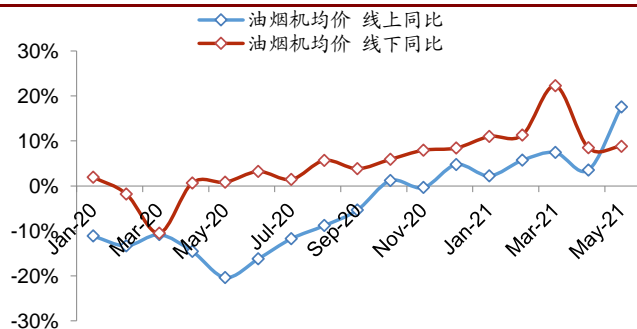
资料来源：奥维云网、招商证券

图 42：烟机线下 KA 渠道 2021 年整体依然承压



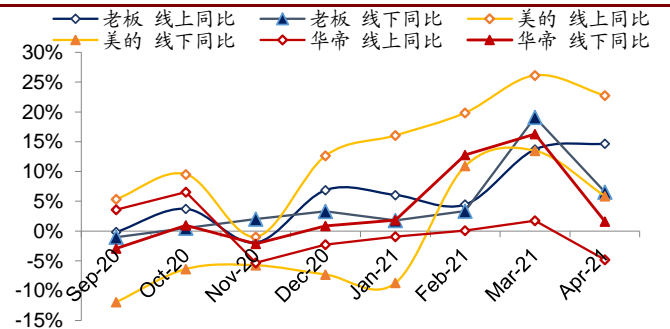
资料来源：中怡康、招商证券

图 43：2021 年以来线上线下烟机价格持续恢复



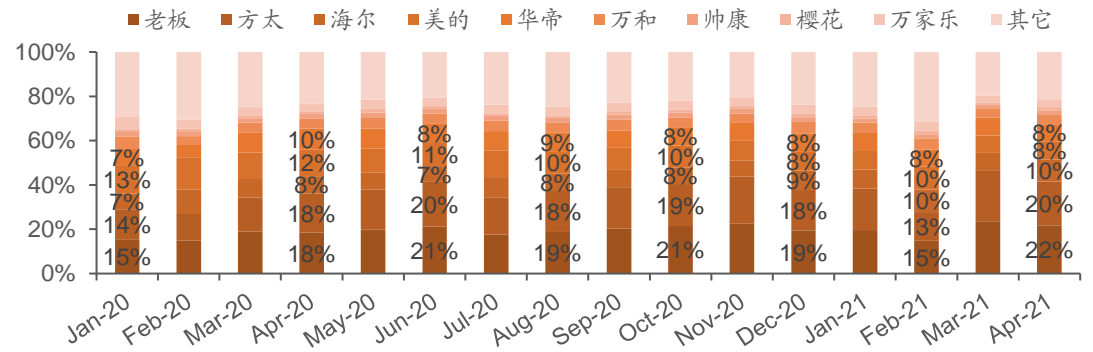
资料来源：奥维云网、招商证券

图 44：厨电厂商头部企业价格表现有所分化



资料来源：奥维云网、招商证券

图 45: 2021 年我国厨电行业集中度持续提升

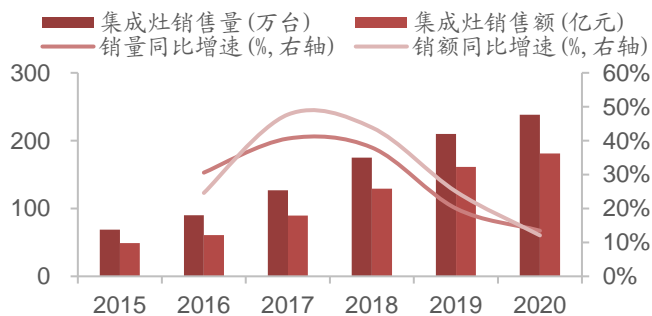


资料来源：中怡康、招商证券

## (2) 集成灶：三重驱动下的行业持续爆发，格局快速沉淀，关注龙头及进取企业

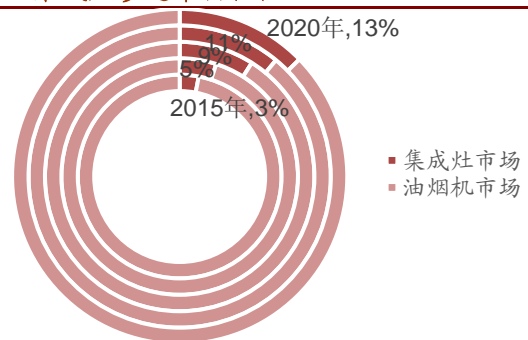
**行业处于发展早期，持续爆发：**近 10 年，集成灶行业发展迅猛，市场认知度及品类渗透率均快速提升，行业增长速度明显强于厨电行业整体均值。据中怡康测算，2009-2020 年，我国集成灶销售额从 15.6 亿迅速提升至 181 亿，年化增长率达 28%，但目前市场渗透率仍较低。近几年，随着集成灶品牌渗透率及市场认知度的增加，行业进入加速发展期，据中怡康测算，2015-2020 年集成灶市场销售额复合增速达 30%。随着集成灶技术的日益成熟、前期产品短板被快速补足，集成灶的推广普及具备了必要条件。

图 46: 集成灶销售规模迅速提升



资料来源：中怡康、招商证券

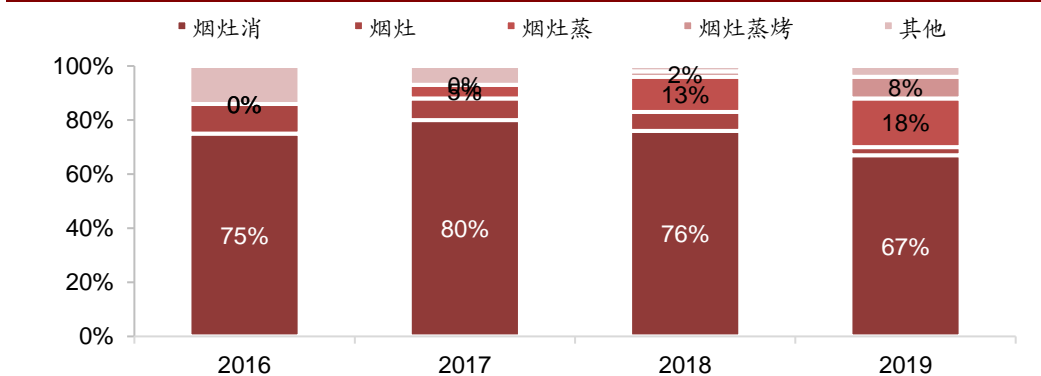
图 47: 集成灶渗透率仍较低



资料来源：中怡康、招商证券

**分品类看，**目前我国集成灶市场烟灶消产品仍为市场主流，但呈快速下滑趋势，烟灶蒸、烟灶蒸烤等均价较高品类占比呈快速上升趋势，未来集成灶行业有望通过优化产品结构及推陈出新提升行业均价，从价格端推动市场规模的扩张。据中怡康统计，以零售量口径计算，2019 年烟灶消产品市场份额为 67%，同比下滑 7 pct，同期烟灶蒸及烟灶蒸烤占比分别为 18%及 8%，同比分别上升 5 pct 及 6 pct；根据奥维云网数据，2020 年烟灶消线上和线下零售额占比分别为 40.4%和 57.4%。从均价来看，据奥维云网统计，烟灶蒸及烟灶蒸烤一体 2020 年线上渠道均价分别为 8688 元/台及 8557 元/台，均大幅高于同期烟灶消均价 4948 元/台。

图 48: 集成灶市场各主要品类销售量占比



资料来源：中怡康、招商证券

集成灶过去五年的复合增长率约 30%，当前行业当前渗透率突破 10%，在产品力强驱动+渠道扩张红利+企业积极营销提升消费者接受度的三重驱动下，行业将进入持续爆发期。今年以来，根据奥维云网数据，2021 年 1-5 月线下零售额月度同比增速为 68.6%/182.3%/266.5%/69.7%/37.5%，线上零售额月度同比增速为 212.7%/102.6%/151.0%/40.1%/-0.6%，虽然有上年基数的因素，但线上线下整体均延续了高增，2021 年 6 月的“618”促销，集成灶企业的也纷纷交出靓丽成绩单。我们预计行业未来三年增长中枢有望达 25%以上，消费者接受度及产品渗透率持续快速上升。

#### ► 产品力强驱动

集成灶第一代产品 2003 年由浙江美大首创，是将传统燃气灶和传统吸油烟机进行集成结合形成的产品，经过多年的发展，集成灶已经历经三代变化，从第一代的深井下排集成灶（2003 年），到第二代的侧吸式集成灶（2005 年），再到第三代集成消毒柜、烤箱、蒸箱等不同功能产品的新型厨房电器（2011 年），已经陆续解决第一代产品灶具适配性、燃烧效率、安全、维修困难等多个消费痛点。

图 49: 集成灶产品发展历程

|      | 第一代深井下排集成灶  | 第二代侧吸式集成灶                             | 第三代侧吸式模块化集成灶                     |
|------|---|---------------------------------------|----------------------------------|
| 图示   |   |                                       |                                  |
| 推出时间 | 2003年   | 2005年                                 | 2011年                            |
| 特点   | 烟机放置于集成灶内部，灶面下凹，灶工作时产生的烟气通过风口吸入烟机系统                       | 采用侧吸的方式，油烟经过侧面的油烟净化器，从而起到油烟分离和吸进油烟的效果 | 将烟机，灶，消毒柜完全进行独立式设计，集成在一起         |
| 优劣   | 灶面采用的是下凹的设计，结构封闭，空气补充不足，燃烧不充分，燃气无法快速散去，容易被卷入油烟机内部，存在安全隐患。 | 解决了第一代集成灶产品安全节能等问题；集成化造成维修机器困难        | 多产品多功能集成，提升了厨房的空间利用率，模块化有效降低维修难度 |

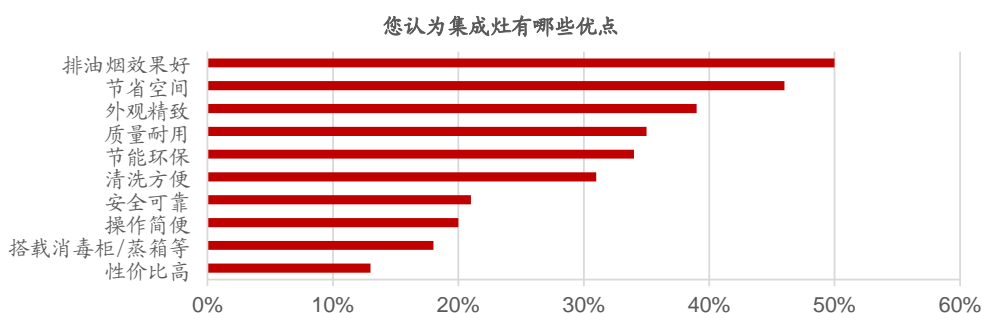
资料来源：公开资料整理、招商证券

产品端，对比传统顶吸式油烟机产品，集成灶主要有吸烟效果好、使用体验佳、空间使

用合理等优势。

- **吸烟效果好，体验感受佳。**集成灶产品由于产品形态差异，吸烟口大多在锅沿上方 80-90 毫米处，相较传统顶吸式油烟机 550 毫米左右距离显著拉近，能够在油烟上升扩散前便吸走排出，有效提升吸烟效率及油烟吸净率，目前我国头部品牌集成灶油烟吸净率普遍可达 99.5%，明显高于分体式油烟机 95-98% 的水平。我国消费者因饮食习惯影响，做饭油烟较大，较高的油烟吸净率不仅有效契合消费者需求，也是开放式厨房的有效解决方案。同时，由于集成灶吸烟口低于用户头部位置，有效解决顶吸式油烟机先人吸再机吸的用户痛点，在使用过程中可避免油烟熏脸等问题的发生，进一步提升用户对集成灶吸烟效果好的认知，中怡康调查显示，50% 的消费者购买集成灶产品原因为“排油烟效果好”。

图 50：集成灶“排烟效果”特点最获认可

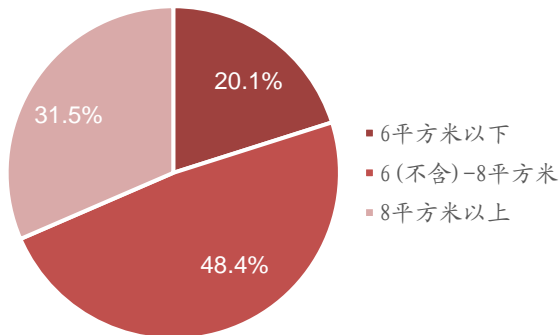


资料来源：中怡康在线调研、招商证券

- **空间使用合理，契合小厨房需求。**集成灶产品集成了油烟机、燃气灶及消毒柜/蒸箱/烤箱/蒸烤一体机功能，奥维云网数据显示，我国 20% 的家庭厨房面积仅不到 6 平方米，较小的厨房面积限制了消费者对厨房电器的选择空间，也一定程度抑制了过去对蒸箱及烤箱的需求，集成灶产品可有效帮助用户提升单位厨房面积使用效率，在有限厨房空间中提供更多烹饪方式。
- **音源距离远，提升降噪效果。**风量及风压的提升可显著增加油烟机的油烟吸净率，自老板电器 2013 年提出大吸力开始，油烟机行业便全面进入大吸力时代，但吸力增加的同时也显著提升了烟机运行时的噪音，对用户造成极大干扰。集成灶因吸风口距离锅沿较近，相同吸力下吸烟效果更好，日常炒菜无需维持高吸力模式，可以有效降低噪音。同时，集成灶普遍使用后置或是下置烟机，烟机离地面垂直距离约为 30-60cm，相较传统烟机风机离地距离 170-195cm，噪音距离人耳距离延长约 1 米，通过点声源衰减公式测算，同等降噪水平下噪音可下降约 1dB，实际使用时因集成灶风机距人耳阻隔物更多，降噪效果或更好。



图 51: 我国消费者家庭厨房面积调研



资料来源：奥维云网、招商证券；注：调研样本 n=254

图 52: 集成灶有效节省厨房顶部空间



资料来源：火星人官网、招商证券

### ➤ 渠道扩张进行时

集成灶行业目前主要销售渠道仍为经销渠道，行业头肩部品牌经销渠道销售占比大多超过 90%，未来渠道多元化是行业重要发展趋势之一。行业发展早期，由于品牌力不足、现金流受限等因素影响，经销模式成为企业拓展市场的最佳选择，据奥维云网统计，2019 年我国集成灶行业专卖店、建材市场等经销渠道占比约为 70%，KA、工程等渠道销售占比大幅低于油烟机、燃气灶等传统厨电品类。集成灶行业渠道出现了明显的扩张趋势，对行业的增长起到较强驱动。

#### 线下渠道扩张：

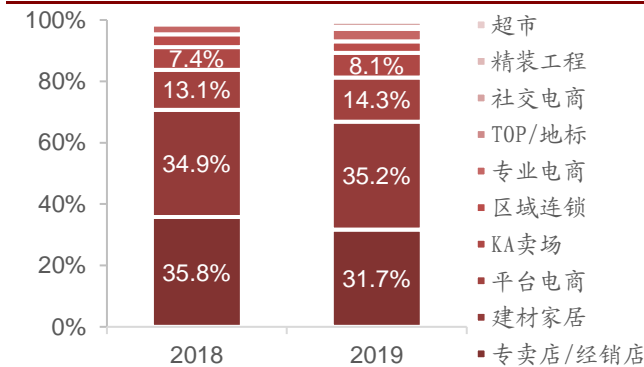
1) 线下门店开店增加。线下专卖店是集成灶当前最主要的渠道，行业当前门店加密趋势持续。以行业龙头为例，浙江美大年初门店数约 3300 家，公司规划年底增加至 3500-4000 家，火星人年初门店数约 1800 家，公司规划年底增加至 2000-2200 家。

2) KA 渠道入驻。KA 渠道是家电企业向一二线城市拓展布局的重要渠道，集成灶行业由于前期主要着力于三四线城市，2018 年绝大多数集成灶企业仍主要以建材渠道销售，19 年开始才向卖场渠道逐渐延伸，目前集成灶行业 KA 渠道销售占比显著低于厨电行业平均水平。但随着集成灶产品市场认知度及认可度的增加，以及集成灶企业向一二线城市的发力，目前头部集成灶企业 KA 渠道入店率及收入增长速度均维持较高水平，2019 年集成灶龙头企业浙江美大 KA 渠道入店率由 40%增至 60%。

3) 工程渠道。目前集成灶行业受困于市场认知度及企业品牌力不足等因素，工程渠道占比不足 1%，显著低于同期传统油烟机 20%左右的占比。20 年头肩部品牌上市带来的市场认知度提升与营销资源的增加，叠加行业销售规模提升带来的营销投入规模的增加或为集成灶工程渠道带来快速发展机遇，成为延续行业高速发展趋势的动力源。

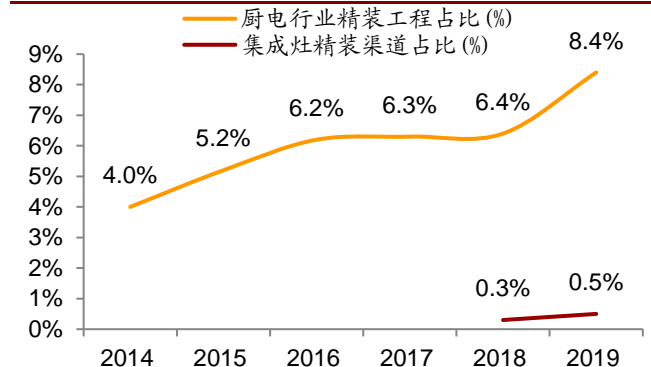
4) 下沉渠道。低线城市及乡镇市场的油烟机渗透率较低，市场空间较大，集成灶企业抓住当前流量下沉的红利，通过和京东、苏宁等零售商合作，积极进行渠道下沉。

图 53: 集成灶渠道结构仍以经销为主



资料来源：中怡康、招商证券

图 54: 目前集成灶行业工程渠道占比不及厨电整体

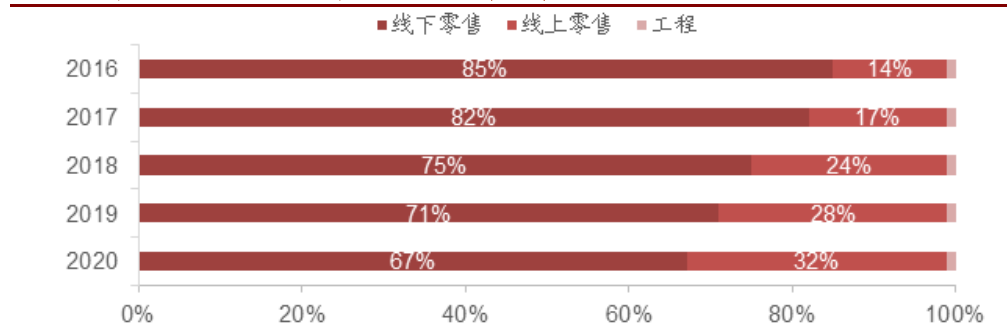


资料来源：奥维云网、中怡康、招商证券

## 线上渠道扩张:

**线上渠道。**线上渠道在过去几年迅速成为我国集成灶行业举足轻重的销售渠道之一，据中怡康统计，2016-2019 年，我国集成灶线上渠道销量占比从 14%快速提升至 28%，2020 年初新冠疫情对线下渠道的冲击进一步加速了行业向线上渠道转移的速度，2020 年我国集成灶线上销量占比达 32%，同比提升 4 pct。线上渠道的兴起有助于浙江省以外地区的产品普及，但也客观消减了渠道壁垒，降低了行业进入门槛，提升了市场竞争程度。**集成灶线上渠道占比提升的同时，企业多维度积极拥抱新兴电商平台，促进认知度和接受度提升。**如 2020 年在疫情影响下，直播电商快速发展，集成灶企业也纷纷抓住直播带货行业的增长红利，加大在直播领域的投入，加快直播渠道布局速度。目前，头部企业均已不同程度入驻抖音并定期通过与 KOL 合作或厂商直播等方式深度参与直播行业的发展。2020 年 4 月，火星人举办抖音直卖会，累计观看人次超 200 万，下单量达 6300 单，成为集成灶行业直播渠道又一里程碑事件。

图 55: 集成灶行业线上零售额占比不断提升



资料来源：中怡康、招商证券

## 区域市场扩张:

**行业销售集群特征明显，地域扩散带来高速增长。**因产业集群影响，早期浙江省销量占比显著领先全国，例如，2017 年火星人华东地区（主要为浙江、江苏、上海、福建等地）销售金额占比为 41.7%。因饮食习惯影响，以四川、重庆、湖南、湖北为主的重油重辣西南、华中地区成为集成灶厂商的“第二战场”，随着集成灶品类市场认知度的提升，我国其他地区消费者对集成灶产品的关注度明显提升，据百度指数统计，2014-2020 年，集成灶搜索范围从浙江省及重油重辣地区明显扩散至山东、河南、广东等其他省份，消费者地域的扩散带来了近几年行业的快速增长。此外，若从线下渠道所处城市的级别来看，集成灶行业也呈现出从三四线城市主战场向一二线城市扩张的迹象。

### ➤ 企业营销积极

企业端一方面意识到行业当前处于快速发展阶段，消费者对集成灶这类新事物的认知也在快速形成，加大营销促进消费者对品牌及产品的触达及认知具有较高性价比，另一方面，2020 年火星人、亿田智能、帅丰电器等行业主要集成灶企业陆续上市，企业资金实力得到增强，为加大营销提供了较好的支撑。企业端积极的营销有力的促进了消费者对集成灶品类认知及行业的增长。

**集成灶行业当前处于爆发期，在强产品力驱动+渠道扩张红利+积极品牌投放的加持下，产品接受度和渗透率有望保持快速上行，行业未来三年增长中枢有望达 25%。**我们对集成灶行业分别进行乐观、中观及悲观测算，假设参数分别为集成灶+油烟机内销量增速（%）、集成灶渗透率增速（%）、集成灶均价增速（%），乐观/中观/悲观假设下 2025 年行业空间分别可达 600/482/426 亿元，五年复合增长率分别为 27.0%/21.7%/18.7%。集成灶当前渗透率仍较低，随着产品接受度持续提升，企业端产品和渠道持续扩张，集成灶渗透率有望加速提升，叠加产品结构优化带来的均价提升，未来集成灶行业有望在 3 年内维持约 25% 的复合增长水平。具体可查阅我们前期集成灶系列深度报告《火星人：进击的集成灶龙头》。

**跑马圈地、格局沉淀时期，企业竞争策略重要性突出。**集成灶行业当前处于持续爆发期，消费者对集成灶产品的触达程度和接受度快速提升，反而言之，企业必需 1) 在产品端具有创新能力，使产品具有差异化和良好口碑，2) 在渠道端积极进行多样化扩张，把握红利；3) 在营销端积极投放，获取消费者的认知；才能在行业当前快速增长过程中跑马圈地，获得市占率的持续提升。当前的市占率的提升，对于长期格局优势大有裨益，集成灶当前仍有持续迭代，但从大的技术迭代角度而言，趋于成熟，“标准品”的属性将更加突出，意味着全产业链下的供应链管理、生产制造、渠道、营销、品牌认可等规模效应将更加显现，行业内非头部企业的追赶难度将增大，我们认为行业的头部格局有望加速沉淀，最终沉淀下来的头部品牌，将有可能享受诸如当前传统厨电行业品牌分层清晰，头部溢价显著的格局红利，当前更加激进的竞争策略可能更有效。

**具体标的层面，推荐关注行业头肩部企业火星人、亿田股份、浙江美大。**

➤ **火星人。**公司成立于 2010 年，是集成灶行业的后起之秀，是我国目前唯二年收入破十亿的企业之一。公司极具创新基因，曾引领行业完成四次变革，包括 2012 年以 X7 为代表的颜值变革，2015 年以 X2Z 为代表的功能变革，2020 年以 X8 为代表的智能变革以及以创造线上平台集成灶类目为代表的渠道变革。产品端，公司产品颜值突出，且具有较强自动化生产能力，有助于增强规模化效应及保证产品质量；渠道端，公司线上渠道优势突出，具有先发优势，创新性打造“线上销售给经销商”模式，平衡线上线下渠道利益，实现线上线下双轮联动，连续 6 年蝉联双十一全网成交额第一，“马太效应”显著；营销端，公司营销费用投放积极，是集成灶行业中唯一营销费用率接近厨电传统龙头老板电器的企业。公司重视售后服务，成立独立品牌“火星人极速小哥”并倡导主动服务，2021 年率先提出“365 无忧退换服务”，卓越地售后服务质量为公司一直坚持的中高端品牌定位形成有效支撑。公司积极推出集成洗碗机及集成水槽洗碗机作为第二品类，并陆续推出燃气热水器、全屋定制柜等业务，从单一集成灶品牌向集成厨房方案提供商进行转变，未来第二增



长曲线有望支撑企业持续快速增长。

- **亿田智能。**公司成立与 2003 年，是目前我国集成灶行业的肩部品牌之一，提供包括集成灶、洗碗机、集成水槽、不锈钢橱柜、吸油烟机、燃气灶在内的多类厨房产品。公司产品创新能力优秀，业内独创下置风机技术，相同体积下有效增加配套电器内部空间，进一步提升产品空间使用效率。公司紧跟消费者及市场需求变化，开发蒸烤独立集成灶，区隔集成灶蒸箱及烤箱空间，有效提升消费者烹饪效率，实现产品差异化。渠道端，公司积极布局线上渠道，是目前线上销售收入规模第二的集成灶企业，仅次于火星人。21 年 618 期间，公司 D2ZK 单品销售额破亿，上半年单品销售额破两亿。公司广纳良才，积极从行业内龙头企业找寻优秀人才派驻各个关键岗位，并实行股权激励计划，深度绑定核心管理层与公司的利益，为未来的持续快速发展奠定了根基。
- **浙江美大。**公司成立于 2001 年，是第一代集成灶产品的发明者，也是我国集成灶行业的龙头企业。公司线下渠道优势明显，2020 年经销商数量、销售门店数量、进驻 KA 门店数量分别为 1600、3300、800，均领先行业。先发优势也为公司带来了较强的技术积累与品牌优势，公司研发有直流变频无刷电机技术、低阻静吸排烟系统技术、智能自动启闭阻逆风门技术等多个行业领先关键零部件技术。2020 年公司开启双品牌战略，推出第二品牌“天牛”，针对年轻的大众消费群体推出中高端年轻化集成灶、洗碗机、热水器等七大品类产品，依托母公司技术储备及智能制造优势，覆盖更广阔的消费者群体，巩固公司龙头地位。

### (3) 洗碗机：产品力有效提升，进入渗透快速提升期

洗碗机是一种利用涡流、喷淋、蒸汽、超声波等方式自动清洗碗、碟、筷、勺等餐具的设备，部分高端设备亦可自动清洗锅、铲等炊具。目前，市场上洗碗机主要可分为嵌入式、台式、水槽式等类别，功能集清洗、消毒为一体，部分产品涵盖烘干、存储、果蔬清理等多样化功能。

洗碗机是典型的舶来品，在欧美市场有超 70 年的历史，美国市场渗透率超 70%。世界第一台电动家用洗碗机 1929 年由德国米勒研发，经过 20-30 年改良后解决产品质量差、洗涤性能低等消费痛点，进入渗透率高速提升期。美国于 20 世纪 50 年代引入洗碗机产品，针对美国消费市场增大容量后广受欢迎，据 SAUS 及美国能源部住宅能源消费调查数据，1970 年及 2009 年美国洗碗机拥有比例分别为 27% 及 63%，渗透率年均提升幅度近 1%。

80 年代，我国出现第一台洗碗机，并在 1991 年由顺德粤海洗碗机有限公司生产出第一台国产洗碗机，引起市场关注，并吸引各大品牌纷纷加入，于 90 年代末大量布局洗碗机领域技术专利的申请。早期国内洗碗机由于仅简单引入国外成熟机型，与我国饮食文化下碗具的多样化、重油重污的强清洗需求、市场消费水平均存在较强的适配问题，叠加洗碗机市场教育度较低，导致渗透率发展较慢。

图 56: 方太水槽式洗碗机



资料来源：方太天猫旗舰店、招商证券

图 57: 老板嵌入式洗碗机



资料来源：老板电器天猫旗舰店、招商证券

2015 年方太针对我国消费者推出三合一水槽洗碗机，集水槽、洗碗及果蔬净化多重功能，有效解决碗碟无法洗净的问题，成功进入洗碗机市场。老板、华帝等厨电龙头也纷纷跟进，推出强力洗、干态等洗碗机单品，增加烘干、仓储等功能，有效解决进口洗碗机洗净度不高、碗具无法适配、存储二次污染、橱柜无法适配等消费痛点。

- **洗净度不高及餐具适配性问题。**我国早期洗碗机产品主要直接引入海外市场成熟单品，未考虑到我国消费者重油饮食习惯下带来的需求差异。国外消费者以沙拉、三明治、麦片、面包等轻油食品为主，碗碟油污较少，叠加环保理念影响下，海外品牌洗碗机更注重产品能效，冲洗压力较小，难以洗净我国消费者重油重污的碗碟。同时，国外碗具形态较为单一，主要以各式碟具为主，与我国各式碗具及深碟为主的餐具结构有所差异，致使餐具洗净率及存储空间利用率降低。目前，我国国产品牌洗碗机均设有碗具放置区，且针对该区域针对性设置有独特喷淋龙头，有效提升碗具洗净率。
- **存储二次污染。**欧美消费者厨房空间较大，洗碗机主要用作洗净功能，洗净后擦干置入存储碗柜。我国消费者厨房空间较小，奥维云网调研数据显示，我国近 70% 的消费者厨房面积不超过 8 平米，叠加早期烘干柜及消毒柜对消费者的教育，我国消费者对洗碗机增加存储需求。早期洗碗机水温不足，且空间密闭，洗碗程序完成后如不及时取出碗具，容易在潮湿环境下滋生细菌并产生异味，引发二次污染。目前头部品牌洗碗机均采用 72℃ 热水洗碗，除有效提升碗具洗净率外，程序完成后仅需开启柜门即可运用余温烘干碗具，实现柜内干燥，部分旗舰产品已搭载对流功能，洗碗程序完成后无需开柜门即可实现干燥存储环境，防止碗具洗净后二次污染的产生。
- **橱柜适配性问题。**因我国消费者与欧美消费者身高差异影响，海外嵌入式洗碗机高度主要以 820mm 为主，进深以 560mm+ 为主，无法适配中国厨房橱柜尺寸，影响初期渗透率的提升。目前，以老板电器为首的厨电龙头洗碗机产品以 650-760mm 高度为主，进深在 520-550mm 区间，更符合中国厨房橱柜尺寸。



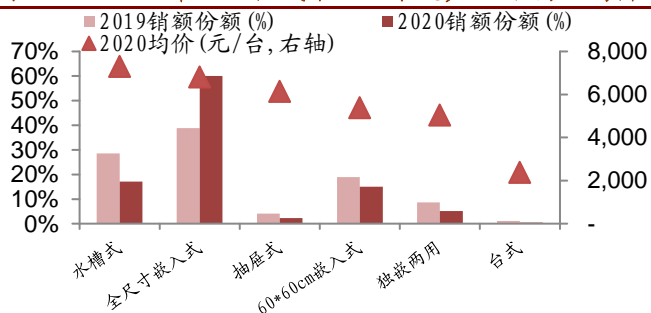
图 58: 老板电器旗舰洗碗机 WB751 主要卖点



资料来源：老板电器官方旗舰店、招商证券

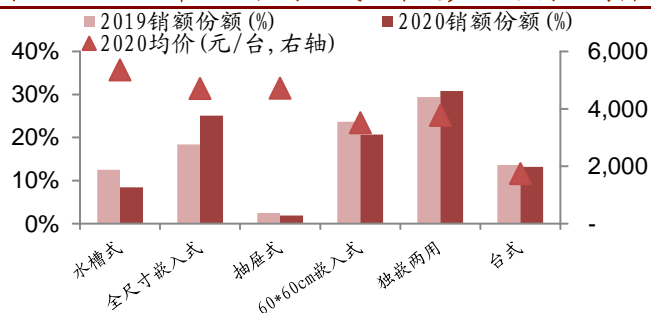
分产品结构看，洗碗机市场目前呈现较强结构升级趋势，线上及线下渠道全嵌式洗碗机占比均快速增长，据奥维云网，2020 年线上/线下 KA 渠道全尺寸嵌入式洗碗机销售额占比分别为 25.1%/ 60.1%，同比 6.7 Pct/ 21.3 Pct，低价格段的台式及小型嵌入式机型占比同比均有不同程度的下滑。同时，水槽式洗碗机份额持续被嵌入式机型抢占，线上/线下销售额份额分别同比下滑 4.1 Pct/ 11.4 Pct。

图 59: 19-20 年洗碗机线下 KA 渠道产品结构及均价



资料来源：奥维云网、招商证券

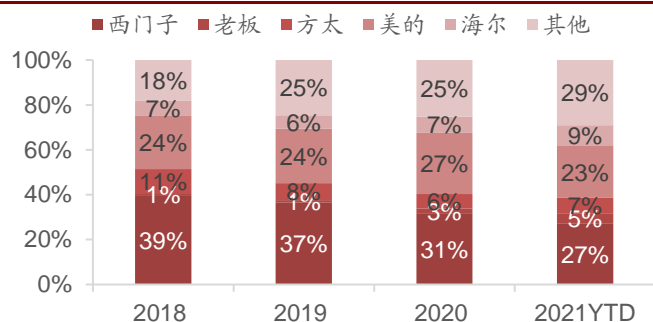
图 60: 19-20 年洗碗机行业线上渠道产品结构及均价



资料来源：奥维云网、招商证券

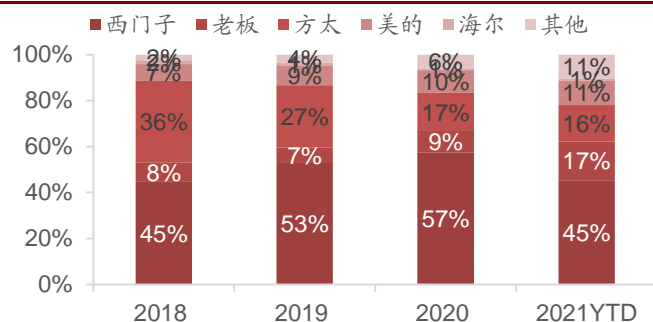
竞争格局方面，洗碗机行业格局集中，老板电器 21 年表现抢眼。线下市场，西门子占主导地位，但受供应链影响，21 年份额呈下降趋势，据奥维云网，2021 年 1-5 月，西门子线下销售额市占率为 45.4%，对比 2020 年全年下滑 12.1 pct，同期老板电器市占率为 16.9%，对比 2020 全年上升 7.6 pct。线上市场，西门子、美的两强争霸，2021 年 1-5 月销售额市占率分别为 27.4%/ 23.2%，对比 2020 年均有所下滑，同期老板电器市占率为 4.6%，对比 2020 全年上升 2.1 pct。

图 61: 2018-2021YTD 洗碗机线上渠道竞争格局



资料来源: 奥维云网、招商证券

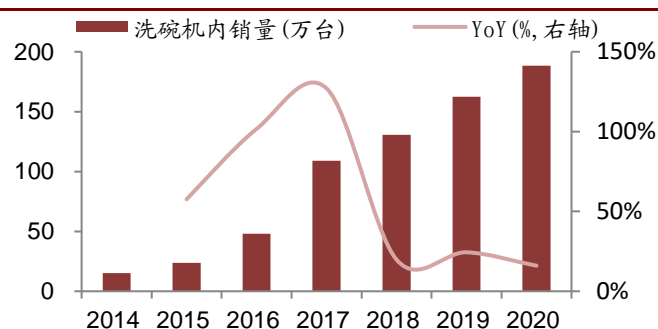
图 62: 2018-2021YTD 洗碗机线下 KA 渠道竞争格局



资料来源: 奥维云网、招商证券

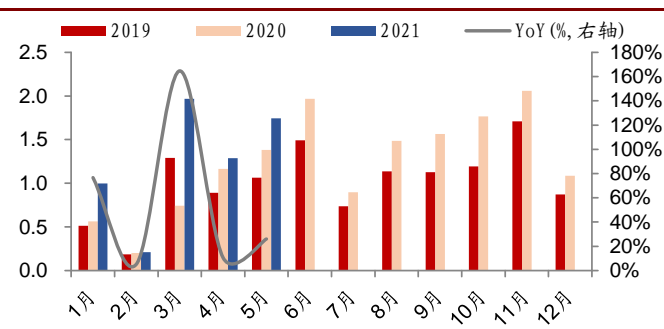
我国洗碗机市场近年进入快速发展通道,据产业在线,2014-2020 年洗碗机内销量复合增长率约 52%,近三年虽因为水槽洗碗机销量消化导致增速有所放缓,17-20 年复合增长率仍维持 20%。2020 年,受到新冠疫情影响,我国消费者居家需求+消毒需求激增,洗碗机市场认知度快速提升,在竣工数据下滑及线下渠道受阻影响下全年仍实现零售额 87 亿元,同比增长 25.3%。2021 年,洗碗机市场延续 21 年高景气度,据奥维云网,2021 年 1-5 月洗碗机线上/线下 KA 渠道销售额同比增幅分别为 4.9%/ 53.1%。

图 63: 14-20 年我国洗碗机内销出货量及同比(万台,%)



资料来源: 产业在线、招商证券

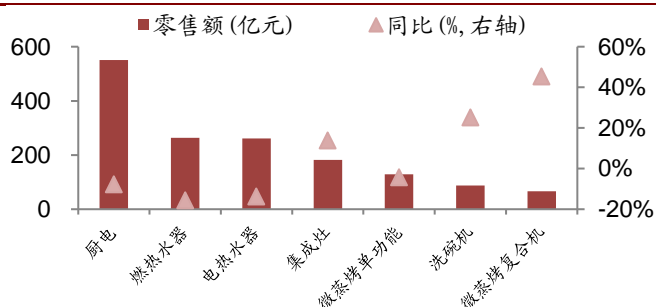
图 64: 21 年洗碗机线下 KA 渠道保持同比高增(万台,%)



资料来源: 奥维云网、招商证券

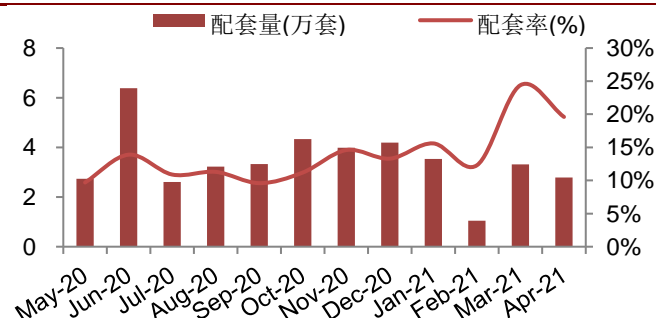
2020 年,在新冠疫情影响下,消费者居家需求&消毒需求激增,对洗碗机认知度快速提升,据奥维云网,全年实现销售额 87 亿元,同比提升 25.3%,50 亿以上销售额厨电品类中增幅仅次于微蒸烤复合机。在市场认知度的带动下,21 年精装渠道洗碗机配套率显著上升,据奥维云网,21 年 3 月洗碗机精装渠道配套率为 24.4%,首次突破 20%。

图 65: 2020 年洗碗机销售额同比高增



资料来源: 奥维云网、招商证券

图 66: 洗碗机精装配套率呈上升趋势



资料来源: 奥维云网、招商证券

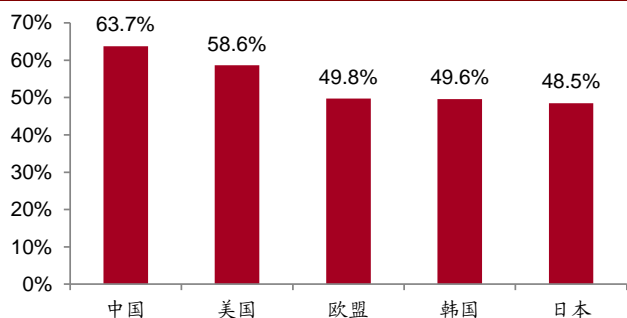
敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

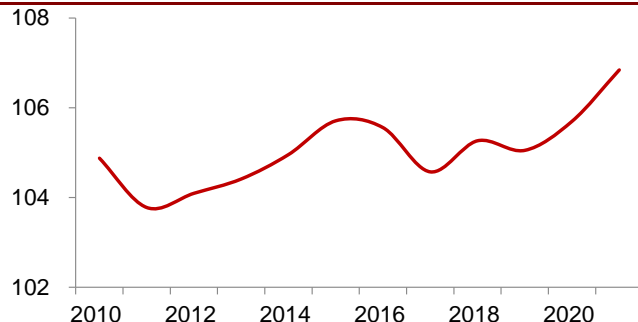
目前,我国洗碗机市场渗透率水平仍较低,据奥维云网测算,百户保有量仅为2台,对比欧美70台,日本18台仍有较大提升空间。日本饮食文化与我国接近,但因为住房面积狭小及自有住房率较低等原因渗透率低于欧美等地区,我国女性劳动参与率高于日本,家务劳动的人力替代需求更高,叠加不断增长的城市住房空间有助于增加厨房电器渗透率水平,洗碗机长期渗透率水平有望超过日本,接近欧美水平。在企业投入提升+“懒人经济”带动+市场教育完成情况下,洗碗机市场有望实现爆发性增长。

图 67: 我国女性就业率水平较高



资料来源: 世界银行、招商证券 (2010 年数据)

图 68: 我国 30 大城市商品房成交套均面积(平米/套)

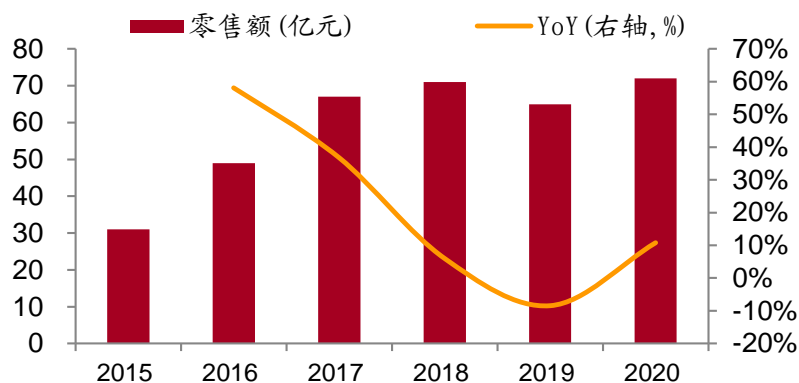


资料来源: Wind、招商证券

#### (4) 蒸烤一体机: 脱胎于烤箱, 多功能契合消费需求

蒸烤一体机是近期发展较快的厨电品类,脱胎于嵌入式及台式烤箱。烤箱是舶来品,在欧美市场渗透率较高,但由于我国消费者烹饪习惯差异+厨房空间差异影响,我国烤箱渗透率仍处初期。蒸烤一体机针对我国消费者烹饪需求增加蒸功能,并进一步增加空气炸、微波、干果、旋转烤等多种功能,得到了消费者的认可,据奥维云网统计,2020年我国嵌入式厨电实现快速增长,当年零售额规模为72亿元,YoY+11.2%,其中嵌入式复合机零售额同比增长62.1%,拉动整体行业增长。我国以老板电器为首的厨电龙头企业已将蒸烤一体机提升到战略层面,历经三年的产品打磨,目前针对我国消费市场已经推出多价格段、多平台、多尺寸的机型,并加大市场营销投入,未来有望实现快速增长。

图 69: 15-20 年我国嵌入式厨电市场销售额(亿元,%)



资料来源: 中怡康、招商证券

### 3、小家电：关注家用投影仪、清洁电器为代表的有强产业逻辑的高景气度子品类

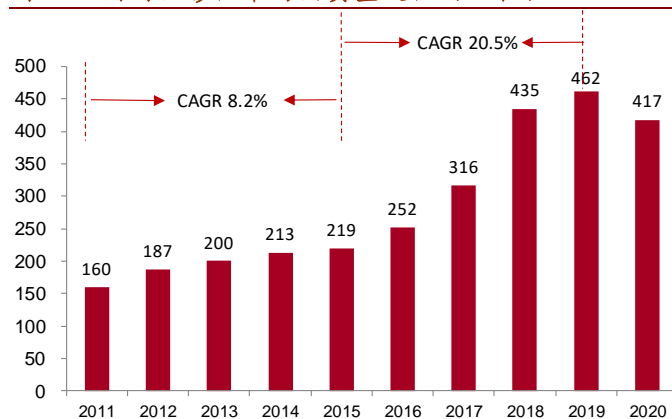
2021 年，小家电板块出现分化，一方面，在去年高基数影响下，厨房小家电板块增速有所下滑，以电饭煲为例，据奥维云网，21 年 1-5 月电饭煲行业线上/线下销售额同比分别为+6.3%/-7.3%，均价提升下销售量同比更低；另一方面，智能微投、扫地机器人、洗地机等新兴品类延续 20 年高景气度，维持同比高增态势，渗透率持续提升。

#### （1）家用投影仪：供需共振，行业持续爆发，龙头优势明显

##### 供给端技术驱动+需求端消费升级，行业持续爆发

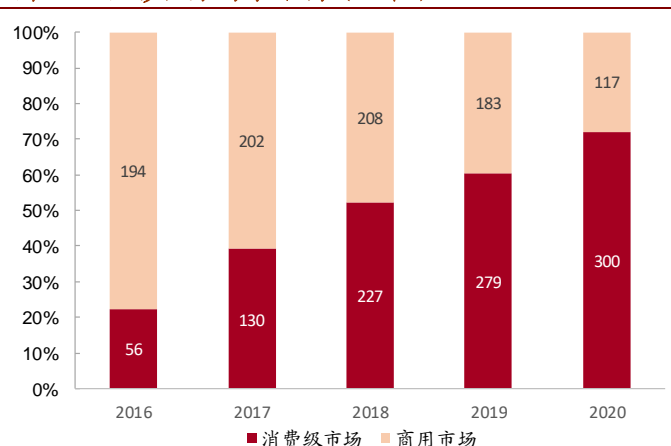
根据 IDC 数据，2011 年至 2019 年度中国投影设备出货量年均复合增速达 14.19%，其中 2011 年至 2015 年年均复合增速为 8.16%，2015 年至 2019 年年均复合增速 20.5%。2020 年受疫情对上游产业链产能产生的负面影响，行业出货量下滑 9.8%。根据投影设备的用户使用场景不同可以分为商用市场和消费级市场，其中，消费级市场近几年增长较高，2016-2020 年年均复合增速 52.1%，同期商用市场出货量由 194 万台下滑至 117 万台，2020 年消费级市场占比为 72%，商用市场占比为 28%。商用市场当前主要仍由爱普生、明基等传统投影仪企业所把持，以极米为代表的新兴品牌则在消费级市场中占据主导；当前消费级市场，即家用投影仪更值得关注。2021 年以来，家用投影仪保持了高增，根据洛图科技数据，2021Q1/4 月/5 月投影仪线上销量 YoY+46%/+57%/58%，6 月，根据京东 618 战报数据，618 当天投影机销售额 YoY+108%，对 6 月整体市场有较好指引。

图 70：国内投影仪市场出货量变化（万台）



资料来源：IDC、招商证券

图 71：投影仪分场景结构（万台）



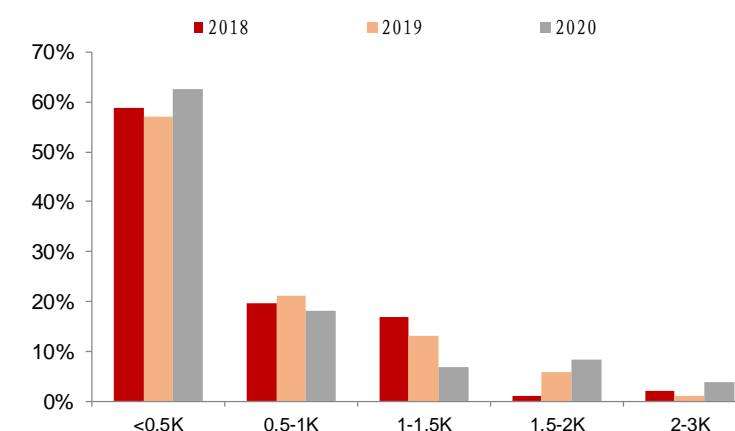
资料来源：IDC、招商证券

**供给端**，德州仪器主导的 DLP 技术方案崛起，当前搭载 DLP 方案的 LE 光源智能微投已成主流。在德州仪器、光源企业、光学仪器、下游整机等各个环节企业的清晰分工和持续创新迭代下，家用投影仪产品在亮度、分辨率、智能化等方面的性能和功能持续提升，跨越了“能用”，进入了“好用”。

**亮度方面**，2018 年以来，新推出的投影仪亮度连续突破 1000、1500 和 2000 关口。

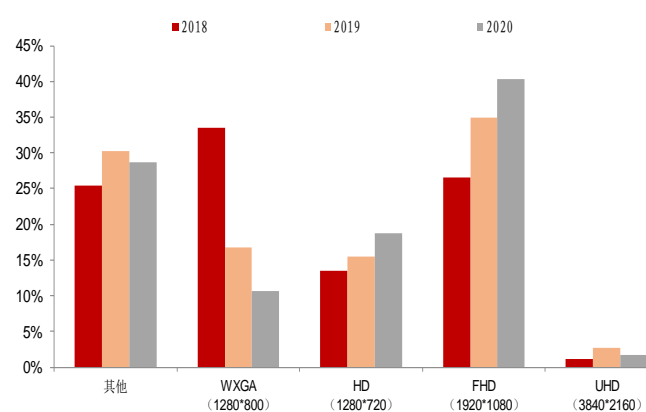
2020年1月,欧司朗发布了Ostar Projection Power系列12款新产品,在功率级别最高的产品中,可实现3000 ANSI以上的亮度,在此支撑下,2000 ANSI以上的家用投影仪近两年陆续推出市场。**分辨率层面**,FHD产品成主流,根据洛图科技(RUNTO)线上数据显示,2020年FHD产品份额达到40.3%,4K级别产品陆续推出,但价格仍偏高。**智能化方面**,整机厂商对画质及易用性的研发促使产品智能化程度快速提升;截止2019年,支持3D、多屏互动和梯形校正已成为智能投影常规功能,份额超过65%。语音识别的占比已超过50%,较2018年显著提升20.7pct,可以解决热失焦问题的自动对焦功能,占比快速提升至2019年的约35%和2020年的53%;同时,一些新的智能化方案也在迅速崛起,2020年,自动梯形校正占比提升至20.2%,搭载远场语音,可实现人声唤醒操控的产品销量占比达到16%。

图 72: 2018 年以来 LED 投影仪亮度占比变化



资料来源: 洛图科技、招商证券

图 73: FHD 产品渐成主流

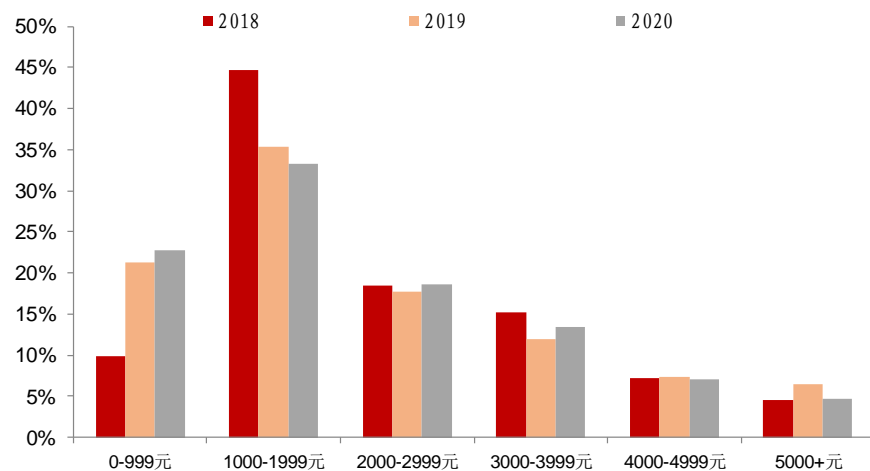


资料来源: 洛图科技、招商证券

产品的价格层面,成熟产品价格向下,技术迭代、推陈出新带动新品价格上行。根据洛图科技(RUNTO)线上数据显示,1000 ANSI 左右的主流智能投影新品的均价从2019年的约3700元降至2900元,2020年双十一期间下探至2699元,促进了1000 ANSI产品的普及。如在分辨率方面,随着德州仪器推出0.33英寸芯片组的1080P解决方案,FHD主流产品价格迅速下降,从2018年的4484元降至2019年的3689元,再降至当前约3200元。随着上游供应商持续创新推出更先进的解决方案,以及下游厂商持续提升对产品的工业设计能力和智能化水平,厂商得以持续快速对老产品进行迭代,以及推出性能和使用体验更进一步的新产品,带动价格带的持续向上。



图 74：家用投影仪价格分布



资料来源：洛图科技、招商证券

**需求端**，家用投影仪的产品属性符合当前消费升级的趋势，和传统液晶电视相比，家用投影仪在大屏幕、便携性、护眼性、沉浸式体验、性价比等方面就有突出的优势，消费升级带来了家用投影仪的接受度提升、使用场景拓宽和需求提升，和供给端一起，驱动行业的高增。当前，随着国民经济发展水平的提升，消费从补足稀缺到主动升级，我国进入“第三消费时代”。与第二消费时代中家庭消费兴起并扮演主导地位不同，第三消费时代的个性化、高端化和体验式消费快速增长。与第三消费时代同时到来的是消费者结构的改变，当前，80、90及00后等新一代消费群体逐渐成为我国消费经济增长的核心驱动力，据国家统计局数据计算，我国的Z世代人群数量为2.63亿人，占目前我国总人口的18.79%；年轻消费群体更喜欢尝试新鲜事物，注重产品的体验和升级，且具有更强的消费动力，当前的消费驱动和消费结构的变迁为可提供更好观影娱乐体验的家用投影的快速发展提供了沃土。

### 渗透率低，空间大，海外市场同样蕴藏机会

投影仪当前渗透率较低，当前国内液晶电视出货量基本稳定在4500-5000万台/年，投影仪当前年出货量约占液晶电视出货量的6-7%，若看存量市场，一二线城市中，每百户家庭投影仪拥有量约为1-2台。在供给端和需求端的持续共振下，我们在前期的投影仪系列深度报告《极米科技-投影新时代、踏浪弄潮儿》中提出，2025年国内市场可达250-300亿元，年复合增速在30%左右。海外市场当前出货量在500万台以上，高于国内当前300万台级别的水平，但产品结构上仍以传统低价低质的LCD产品为主，主打DLP的新兴品牌较少；海外市场对于国内的投影仪企业而言，一方面是个巨大的存量市场，中国企业有望出海形成产品上的降维打击，另外一方面，品质优异的DLP智能投影产品的进入，对海外行业增长形成较强驱动。

### 积极把握行业当前持续爆发的阶段，龙头优势更突出

投影仪作为具有较强创新属性且持续迭代的产品，为不同类型消费者是所接受及采用的时间过程较符合经典的创新扩散理论，该理论下，创新扩散的受众依先后顺序分为创新者、早期使用者、早期大众、晚期大众、落后型，根据统计数据，典型情况下这五类人群的占总消费人口的比例分别约为2.5%、13.5%、34%、34%、16%。

结合当前家用投影仪与液晶电视的出货量对比以及对用户画像的观察，我们认为家用投影仪的消费者构成目前处于创新者和早期使用者为主，并开始向早期大众扩散的行业持续爆发阶段。创新者和早期使用者在投影仪消费中会更具有极客精神，更加关心投影仪的产品本身；反之而言，对投影仪企业而言，当前阶段产品力在市场竞争中或为更重要的竞争要素，但用户群体向早期多数人群的扩散会是一个快速的大众化的过程，这个过程中品牌和渠道的重要性会显著提升，积极关注多维度积极发力的龙头企业。

## （2）扫地机器人：家庭清洁革命到来，格局清晰，海外弹性大

扫地机器人于 1996 年由瑞典著名电器厂商伊莱克斯（Electrolux）研制出，后由 iRobot 公司于 2001 年推出第一款量产产品。经过数代升级，目前扫地机器人已通过随机碰撞向 vSLAM、LDS SLAM 等技术升级、由单一吸尘功能向扫吸拖一体升级等方式全方位提升导航能力、路径规划能力、清洁能力等产品核心能力，使产品进入“好用”阶段。

图 75：扫地机器人进化路径



资料来源：公开资料整理、招商证券

图 76：扫地机器人导航系统进化

| 导航技术升级 | 随机碰撞         | 局部规划        | 全局规划                               |
|--------|--------------|-------------|------------------------------------|
| 地图模式   | 无地图          | 碰撞生成地图      | 扫描生成地图                             |
| 价位段    | 低价位          | 中低价位        | 中高价位                               |
| 传感器    | 红外线+码盒       | 陀螺仪+超声波     | LDS SLAM 激光雷达<br>VSLAM 视觉导航技术      |
| 优点     | 环境要求低，不易发生故障 | 清洁效率有所提升    | 清洁效果和效率大幅提升，有效避障                   |
| 缺点     | 清洁程度低，重复扫、漏扫 | 清扫不完全，路线规划乱 | 激光导航：成本高，雷达探测范围有限<br>视觉导航：受环境光线影响大 |

资料来源：公开资料整理、招商证券

图 77：扫地机器人清洁系统迭代

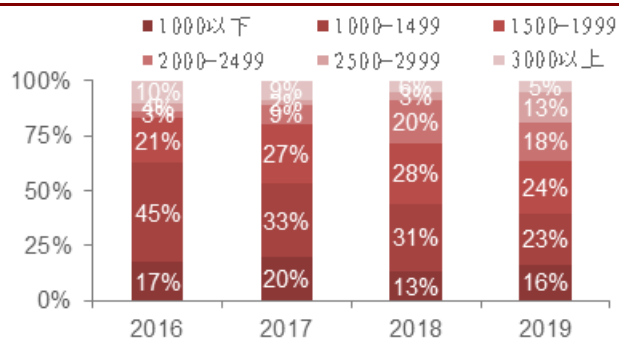


资料来源：公开资料整理、招商证券

技术推动下扫地机器人单价持续走高，均价显著向 2000 元以上价格带集中。分线上线下来看，据中怡康，线上市场虽然 2000 元以下机型为主力，但从 2016 年占比 83.14% 下降至 2019 年的 63.48%，近 20 个百分点；2019 年 2500-2999 元价格段机型增长最

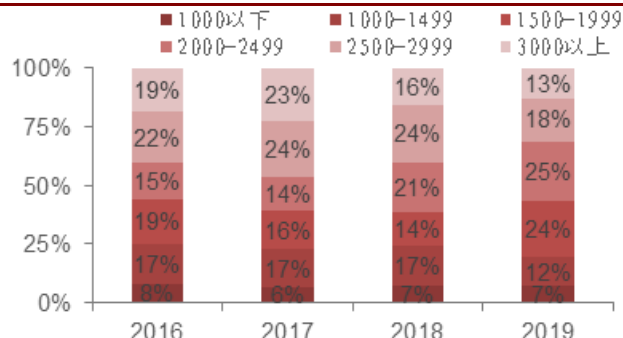
快，同比 2018 年占比提高 10.34pct 至 13.49%。线下为辅助渠道，产品价格结构相对稳定，2000-2499 元价格段增长最快。价格带的提升有助于推动市场规模的持续向上，并刺激厂商持续对产品投入高研发，改进产品使用体验。

图 78: 16-19 扫地机器人线上不同价格段占比变化 (%)



资料来源：中怡康、招商证券

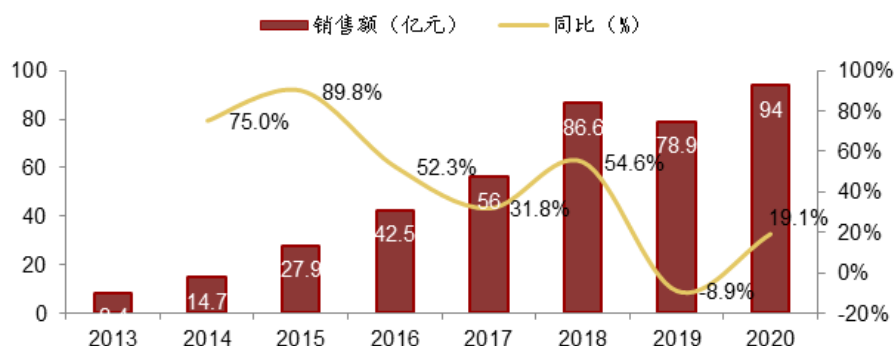
图 79: 16-20 扫地机器人线下不同价格段占比变化 (%)



资料来源：中怡康、招商证券

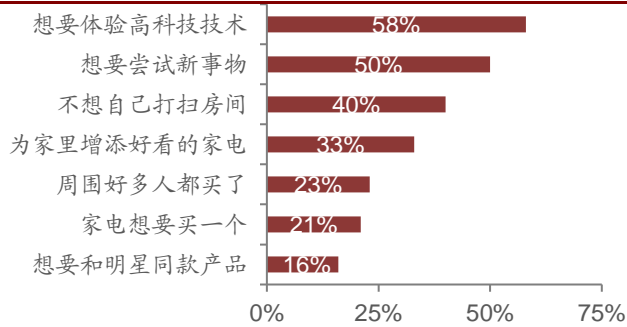
目前，我国扫地机器人市场已进入渗透率快速提升期，但仍有较大提升空间。据中怡康，2015-2020 年我国扫地机器人市场规模由 27.9 亿元提升至 94 亿元，CAGR+27%。虽渗透率提升速度快，但据艾瑞咨询调查，我国下沉市场中消费者购买扫地机器人的主要动因依然停留在“尝新”阶段，距离扫地机器人成为家庭清洁电器的选择仍有一段距离。直到 2019 年，中国扫地机器人渗透率仅为 3.6%，对比北美 15%，欧洲、日本 10% 的渗透率水平仍有较大差距，市场空间广阔。

图 80: 2013-2020 年中国扫地机器人销售额（亿元）及同比 (%)



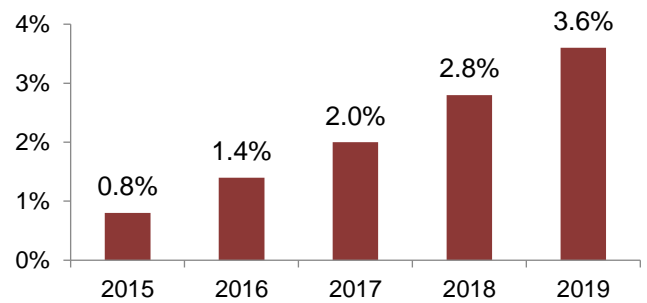
资料来源：公开资料整理、招商证券

图 81: 三四线城市扫地机器人购买动因



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

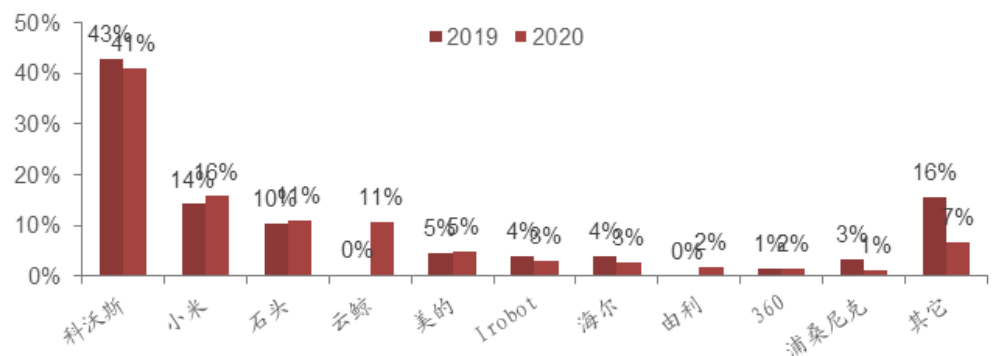
图 82: 2015-2019 年中国扫地机器人渗透率 (%)



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

市场格局端, 目前扫地机器人行业集中度较高, 龙头优势显著, 市占率大幅领先。2020 年国内扫地机器人线上销售额 CR4 接近 80%, 行业市场高度集中。科沃斯凭借技术与多年品牌持续领跑行业, 线上线下都以绝对优势领先, 根据中怡康数据, 2020 年线上市占率 43.8%, 线下市占率高达 78.2%。未来科沃斯、石头、云鲸等专业扫地机器人公司有望以研发技术作为核心优势, 稳固自身市场份额, 并通过产品迭代升级向中高端化发展, 以高价格获利。

图 83: 2019-2020 年 Top 品牌线上销售额占比 (%)



资料来源: 奥维云网、招商证券

### (3) 洗地机: 供给驱动需求, 下一个扫地机?

2020 年, 科沃斯子品牌添可基于自研电机及智能感应技术, 推出新品“芙万”智能洗地机, 成功引爆市场。洗地机相较于手持吸尘器, 具有干湿垃圾均能处理、吸拖同步省时省力、拖布自清洁免手洗等优势, 且契合中国消费者擦地需求。《中国家庭擦地需求与专用擦地机器人技术趋势》显示, 我国家庭地面中仅 1%为地毯材质, 91.2%的调查者认为扫地后必须擦地, 69.7%的调查者每周要进行至少 1 次的擦地工作。



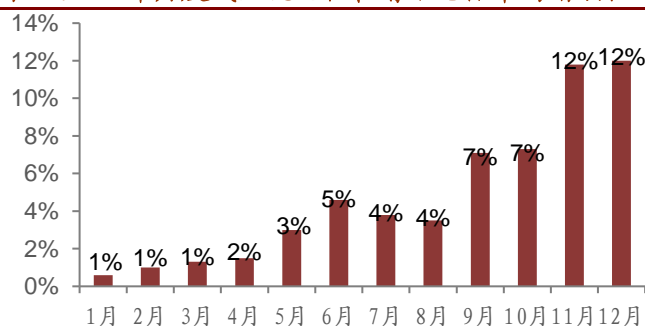
图 84：添可智能洗地机核心优势



资料来源：淘宝旗舰店、招商证券

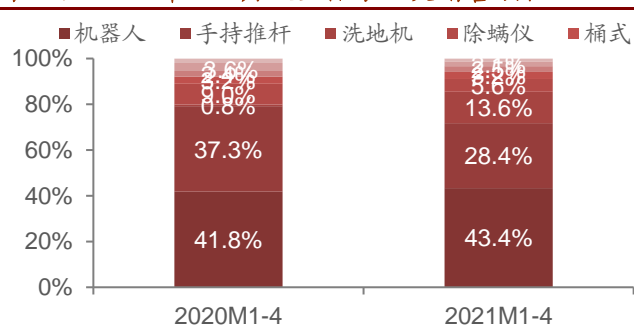
需求推动下，洗地机销售规模迅速扩大，销售额占清洁电器比重持续增加。据奥维云网统计，2020 年线上洗地机占清洁电器销售额比重从 1 月份的 0.6% 迅速提升至 12 月份的 12.0%。2021 年，洗地机延续 20 年高景气度，销售额持续增加，据中怡康，21 年 1-4 月洗地机线上销售额同比增长 2143%，占吸尘器销售额比例为 13.6%，同比提升 12.8 Pct。洗地机的爆发也有效拉动吸尘器市场的快速增长，据中怡康推总数据，21 年前四月吸尘器市场规模达 72 亿，同比增长 27%。市场高景气下，市场竞争激烈程度有所增加，莱克、Bobot 等品牌纷纷加入，洗地机品牌数量也从 20 年底的 15 个快速增加至 21 年 4 月底的 22 个，但目前竞争仍呈现有序状态，市场均价稳中有升，据中怡康，21 年 1-4 月洗地机均价同比提升 12.4%。洗地机契合我国消费者需求，且目前渗透率仍较低，市场空间广阔，有望实现快速增长，奥维云网预计我国洗地机市场 23 年销售规模将超百亿元。

图 85：20 年月度线上洗地机在清洁电器中的销额占比



资料来源：奥维云网、招商证券

图 86：2021 年 1-4 月吸尘器子品类销售额占比



资料来源：中怡康、招商证券

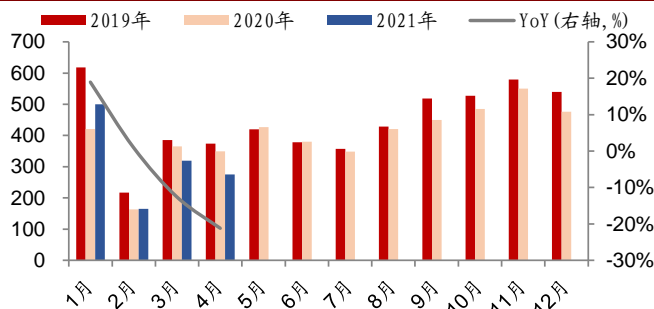
#### 4、黑电：体育赛事主题性机会+激光电视细分市场机会

黑电板块，国内市场渗透率目前已基本饱和，行业步入成熟期，出货量趋于稳定，然而黑电产业受制于上游面板行业以及下游电视 ODM/OEM 的高同质性带来的激烈竞争，硬件部分盈利能力微薄。2021 年上半年，面板行业延续 20 年末的涨价周期，目前均价已逼近行业高点，以 32 寸面板为例，据 IHC，21 年 5 月均价为 88 美元，同比增长 175%，居于 13 年至今月均价的 83 分位，为 16 年至今的新高，并有进一步涨价趋势。



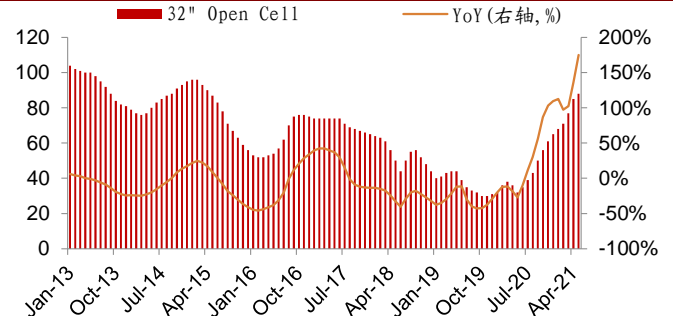
**需求端。**内销市场出货量持续下滑，据产业在线，1-4 月内销市场出货量同比下滑 3%，月度同比数据持续下滑。外销市场，过去一年美国区域的旺销是全球黑电市场需求的重要支撑力，但目前支撑力度正持续走弱。据洛图科技，美国市场电视销量 4、5 月均出现较大的环比下降，销售量分别为 293/255 万台，环比-25.1%/-13.0%，6 月份预计将进一步下滑至 230 万台，但一季度美国市场电视零售量及渠道进货量存在 96 万台缺口，补货需求或对二、三季度出货量形成支撑。

图 87: 19-21 液晶电视月度内销出货量及同比(万台,%)



资料来源：产业在线、招商证券

图 88: 面板价格快速上行



资料来源：IHC、招商证券

黑电市场整体景气度趋稳，但可能存在部分主题性机会；同时，作为新品类的激光电视在技术的驱动下快速崛起，有望带来长期机会。

**体育赛事主题性机会。**2021-22 年是体育赛事大年，特别是部分体育赛事在 2020 年因疫情取消，近期重启，短期欧洲杯正赛于 6 月 11 日开赛，历时 1 月；东京奥运于 7 月举行；2022 北京冬奥会也将于 2022 年 2 月开幕。体育大赛叠加新冠疫情对现场观赛需求的抑制有望提振全球黑电市场需求，特别是超高清产品的需求，对下半年以及 2022 年黑电市场景气度有一定支撑。

**激光电视行业蕴藏较大机会。**激光电视是采用激光光源，一般配备专业抗光增益屏，是利用超短焦特性在短距离投射出大幅画面，可以收看电视节目及点播互联网内容的新一代电视品类，主要有沉浸感强、健康护眼、节能省电等优势。激光电视一般在 80-120 寸左右，对比液晶大屏电视具有显著性价比优势，相较 UPH、LED 等其他光源，激光光源具有色域广、亮度高、节能、寿命长等特点。

图 89: 激光电视及液晶电视对比

| 技术性能比较 | 激光电视   |           |             |          | 液晶电视   |              |          |              |
|--------|--|-----------|-------------|----------|--|--------------|----------|--------------|
| 售价     | 大尺寸（80 英寸以上）的激光电视售价优势明显，比相近尺寸的液晶电视售价低万元乃至十万元以上 |           |             |          | 70 英寸以下的液晶电视与激光电视价格相近；但大尺寸尤其是 100 英寸以上的液晶电视成本过高（目前在 10 万元以上），不具备规模化推向消费市场的条件 |              |          |              |
| 画面尺寸   | 大屏是激光电视的主要特点之一，一般都在 80 英寸以上，目前可达 100 英寸及以上     |           |             |          | 目前 70 英寸以下是制造和消费市场的主力尺寸，更大尺寸的液晶电视虽技术上可实现，但成本过高，超过 100 英寸的很少                  |              |          |              |
| 亮度     | 激光光源发射出更纯净的光线，色域更加宽广                           |           |             |          | 略逊于激光电视  |              |          |              |
| 价格     | 光峰 Wemax one pro                               | 峰米 4K MAX | 峰米 Cinema 2 | 海信 75L9D | 索尼 KD-85X85J   | 小米 Redmi Max | 创维 75H80 | TCL 100X6C   |
|        | 100 寸激光电视                                      | 100 寸激光电视 | 100 寸激光电视   | 75 寸激光电视 | 85 寸 4K HDR  | 86 寸 4K HDR  | 75 寸 4K  | 100 寸 4K 超高清 |
|        | 26999  | 26999     | 11999       | 10999    | 18399  | 9999         | 12999    | 79999        |
| 光线     | 分辨率水平基本一致                                      |           |             |          |  |              |          |              |
| 体积与重量  | 可采用超短焦技术实现大屏投影，自身体积较小且轻便                       |           |             |          | 随尺寸扩大体积和重量大幅增加，搬运不便  |              |          |              |

敬请阅读末页的重要说明

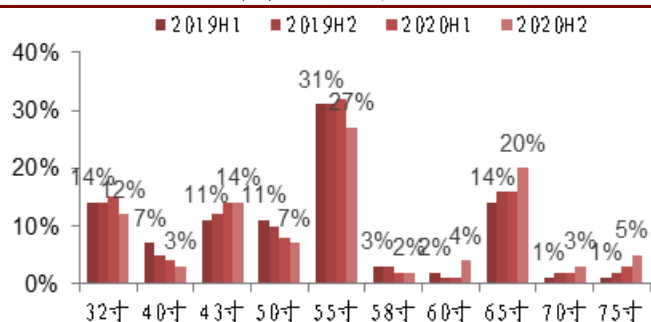
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：京东、招商证券；备注：所有激光电视价格均附带对应尺寸菲涅尔屏

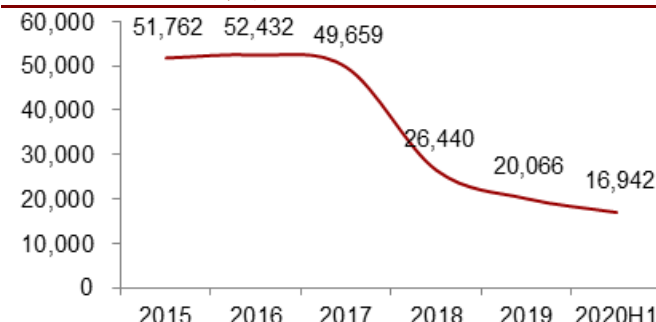
**激光电视目前渗透率持续走高。**我国消费者消费升级趋势显著，彩电尺寸结构持续升级，据奥维云网，2019H1至2020H2，40寸电视销售量占比从7%下滑至3%，同期65寸/70寸/75寸产品销售量占比分别提升6 Pct/ 2 Pct/ 4 Pct。在电视消费尺寸持续提升、面板持续涨价及光机、激光器价格稳步下跌的环境下，激光电视终端售价持续下行，性价比优势有望逐渐显现，叠加市场教育度逐渐提升，使得激光电视市场规模持续上升，据智研咨询，2016至2020年，激光电视销售量由2.18万台提升至20.19万台，相对于当前液晶电视出货量4500-5000万台/年仍有较大差距。当前激光电视主流价位仍偏高，基本在15000-20000元/台区间，对激光电视的更大范围推广产生较大的限制，但激光电视价格下降趋势明显，激光电视行业龙头企业海信视像、光峰科技近期陆续推出定价为1万元附近的新品（包含对应尺寸菲涅尔屏），1万元的定价有效增强激光电视产品市场竞争力，促进消费者对激光电视的接受度提升。未来龙头企业及产业链企业的持续技术创新和降本的效果，将是激光电视领域最值得关注的地方，在供给和需求的共振下，叠加价格持续下降到某个临界点后，行业可能迎来爆发性机会。

图 90：2019-2020 年中国彩电市场重点尺寸结构



资料来源：奥维云网、招商证券=

图 91：激光电视均价快速下行



资料来源：奥维云网、招商证券

### 三、 投资建议：静待价值回归，积极把握高成长机会

**（1）静待价值回归：**上半年部分家电价值白马的行业景气度和企业盈利受到压制，下半年有望改善，迎来估值修复的可能。

行业景气度、企业盈利、格局是我们对家电板块进行观察的重要主线。景气度端，上半年在地产竣工不及预期、消费恢复有所滞后等外部影响下，传统的白电、厨电等行业终端需求景气度受限；盈利端，上半年原材料成本上涨迅猛，白电等在需求未有明显改善的背景下提价较节制，盈利能力受损；格局端，龙头展现出较好的经营稳定性，格局进一步优化。

当前白电龙头的估值已经回到历史较低水平，且和预期收益率有较高性价比的匹配，我们认为估值向下空间不大。长期维度看，白电厨电等保有量仍有向上空间，叠加产品持续更新迭代及价格有望进入长期提升周期，长逻辑依旧清晰；下半年随着竣工及消费信心的恢复，白电厨电等终端内销需求有望边际向上，外销层面在海外供应链仍存不确定性及海外补库存的双重叠加下有望保持高景气度；短期宏观流动性未有明显变化，中

报节点成长风格可能延续，但随着行业景气度和企业盈利的边际改善，估值修复将有望出现。

重点推荐：1) 老板电器：传统厨电业务景气度恢复，公司经营周期向上：积极推进渠道效率提升，第二第三类新品类的扩展得到持续验证；2) 海信家电：中央空调行业景气度保持较高水平，公司龙头地位突出，盈利能力有保障；冰箱外销优于行业，下半年预期持续向好，当年 PE 估值约 10 倍，具有较高安全边际；3) 美的集团：龙头经营稳定性高，B 端业务有望持续兑现，当前估值已回调至较有安全边际水平；4) 格力电器：渠道改革持续推进，库存问题得到较好解决，下半年有望迎来空调市场需求及价格的改善，当前估值水平具有较高安全边际。

**(2) 拥抱高成长：当前市场对风格有一定分歧，我们认为当前可拥抱有底层逻辑支撑的真正高成长细分板块及优质企业。**何为真正的高成长，我们认为需要从三方面进行判断：

- 产业长逻辑：包括供给和需求端在内的行业的内在驱动是否足够坚实和持久，国内及海外行业空间是否足够大，这决定了行业的天花板；
- 爆发力：当前渗透率是否较低，是否处于在疫情及企业端主动性的共同催化下消费者教育和接受度快速提升的持续爆发期，决定了行业及企业的动能；
- 格局：从产品属性上看，在消费及科技端具有如何的门槛，是否可以带来格局的沉淀。整体而言，我们看好家用投影仪、集成灶、清洁电器等细分板块。

重点推荐：投影仪龙头极米科技，集成灶龙头火星人、浙江美大，积极关注：激光电视领先企业海信视像、光峰科技，清洁电器龙头科沃斯、石头科技。

## 四、 风险提示

- 1、宏观经济不景气，拖累消费信心，家电需求弱化；
- 2、地产景气恢复不及预期；
- 3、原材料价格持续上涨，成本压力继续增大；
- 4、行业格局恶化，竞争加剧。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 招商家电研究组：

陈东飞 美国莱斯大学统计学硕士，中国人民大学环境经济学学士。2017 年入职招商证券，任环保与公用事业行业分析师，2020 年任家电行业分析师。

彭子豪 北京大学光华管理学院硕士，英国华威大学统计学本科，曾就职于中证信用增进股份有限公司，2020 年加入招商证券家电研究团队。

### 团队荣誉：

金牛奖：2018&2019 最佳行业金牛分析师

新财富：2017-第 4 名 2016-第 3 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 5 名

金牛奖：2017-第 2 名 2016-第 4 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 4 名

水晶球：2018-第 4 名 2017-第 2 名 2016-第 5 名 2015-第 4 名 2014-第 4 名 2013-第 5 名

保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2018-第 3 名 2017-第 2 名 2016-第 3 名 2014-第 3 名

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>