

调结构、增协同，维持行业高景气度

上半年成本压力较大

原材料价格上涨对家电企业的毛利率带来负面影响。前 9 个月中国大宗商品铜和铝的平均价格指数分别同比上涨了 27.4% 和 26.2%，而且由于海外疫情导致港口拥堵和船期延误，期内海运费价格飙涨，以 CCFI（中国出口集装箱运价指数）为例，今年前 9 个月平均综合指数同比上涨了 167%。其中，美东航线和欧洲航线上涨了 93% 和 275%。原材料成本和运输成本上升侵蚀家电企业的毛利率。主要制造工序在国内而海外业务占比较大的企业 JS 环球生活（1691 HK）和 Vesync（2148 HK）1H21 的毛利率分别下跌了 3.1 和 3.4 个百分点。其中海运费对 Vesync 上半年收入的占比从 1H20 的 2.9% 提升到 1H21 的 7%。

提升高端产品占比，增强协同效应成为盈利增长的基石

海尔智家以聚焦高端、成套、智能产品为策略，扩大全球市场份额。上半年卡萨帝收入同比增长 74.4%，进一步夯实冰洗领域的龙头定位。主攻小家电领域的 JS 环球生活（1691 HK）也致力于丰富产品线，提升平均售价，例如推出鸿蒙智联免手洗破壁机，智能碳釜电饭煲等高端产品，以及在海外推出 Foodi 智能烤箱和智能扫地机器人等爆款产品。Vesync 方面也正研发全新智能安保产品和新智能空气清洁产品等。同时，小家电企业正通过扩大销售渠道增加收入，JS 环球生活正将 SharkNinja 产品引入中国。Vesync 正在向线下渠道取得突破，进入美国主要线下零售商货架。家电企业正利用中国完善供应链、产品优势、零售优势加快全球化布局，增强海内外协同，突显制造成本优势。

家电行业基本面向好，现时估值吸引

我们认为优质家电行业有能力抵御成本上涨，并通过扩大销售渠道/市场保持盈利高速增长。我们预期海尔智家 / JS 环球生活 / Vesync FY21E-FY22E 的净利润增长分别为 29.4% - 38.0% / 20.7% - 32.5% / 27.4% - 38.5%。现在港股三家家电企业的市盈率均在其近 1-2 年平均估值负一个标准差附近。行业仍在高速增长阶段，现时估值吸引。未来原材料价格高位回落，成本压力有望边际改善，行业景气度将持续回升。我们维持对三家公司前景正面的看法，建议投资顺序：海尔智家 > JS 环球生活 > Vesync。

图表 1：家电公司估值和评级

公司	评级	目标价	潜在升幅	FY21E 净利润增长	FY22E 净利润增长	FY20 市盈率	FY21E 市盈率
海尔智家 (6690 HK)	买入	39.00 港元	46.3%	29.4%	38.0%	17.7 倍	19.0 倍
JS 环球生活 (1691HK)	买入	24.50 港元	38.4%	20.7%	32.5%	22.1 倍	19.1 倍
Vesync (2148 HK)	买入	16.10 港元	43.0%	27.4%	38.5%	21.5 倍	24.4 倍

来源：中泰国际研究部预测

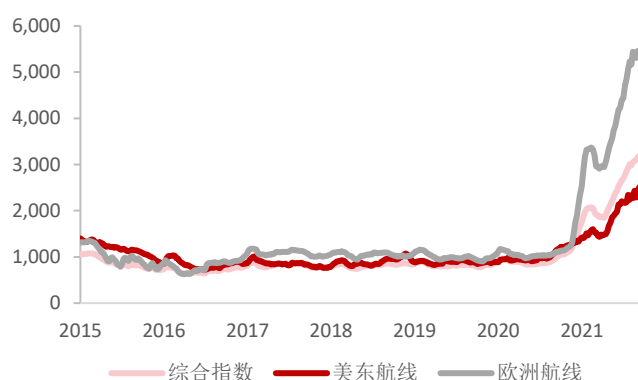
分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 2359 2941

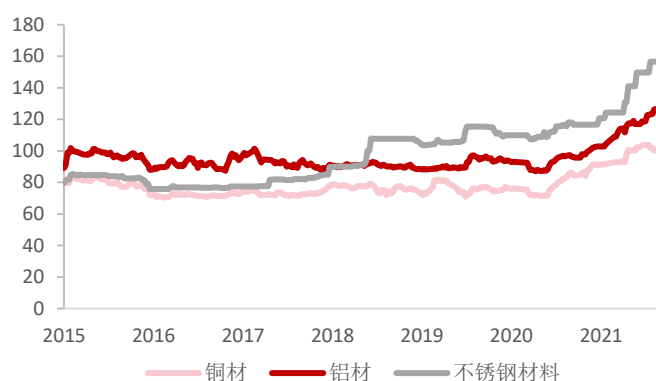
vivien.chan@ztsc.com.hk

图表 2: 中国出口集装箱运价指数



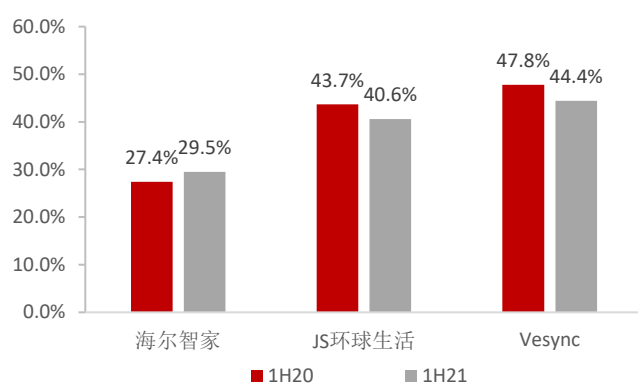
来源: 万得, 中泰国际研究部

图表 3: 中国五金材料价格指数



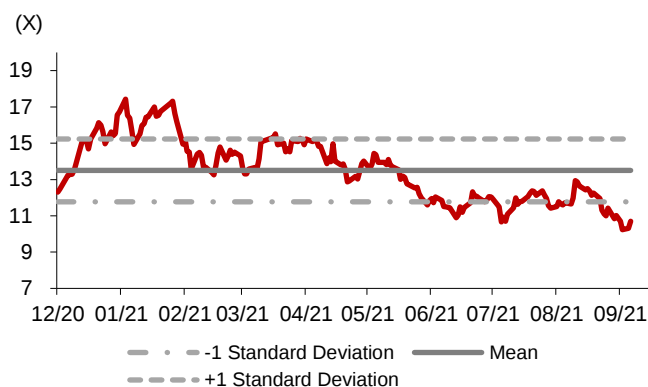
来源: 万得, 中泰国际研究部

图表 4: 家电公司 1H21 毛利率变化



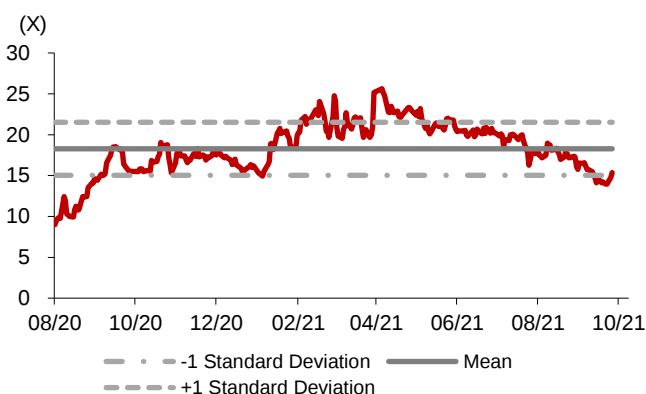
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 5: 海尔智家市盈率



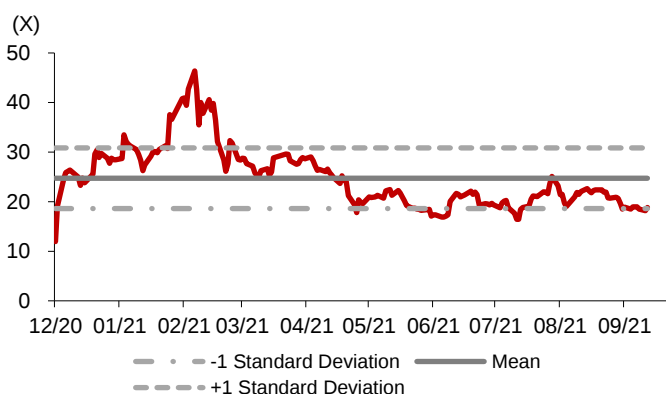
来源: 公司资料, 彭博, 中泰国际研究部

图表 6: JS 环球生活市盈率



来源: 公司资料, 彭博, 中泰国际研究部

图表 7: Vesync 市盈率



来源: 万得, 彭博, 中泰国际研究部

图表 8: 海尔智家主要财务数据 (人民币百万元)

年结:12 月 31 日	2019 年实际	2020 年实际	2021 年预测	2022 年预测	2023 年预测
收入	200,762	209,726	231,047	251,612	270,895
增长率 (%)	9.5	4.5	10.2	8.9	7.7
净利润	8,206	8,877	11,485	15,851	19,559
增长率 (%)	10.3	8.2	29.4	38.0	23.4
摊薄后每股盈利 (人民币)	1.212	1.306	1.223	1.687	2.082
净资产回报率 (%)	18.8	15.5	16.2	19.6	20.7
市盈率 (倍)	19.1	17.7	19.0	13.7	11.1
市净率 (倍)	3.1	3.1	2.8	2.4	2.1
股息率 (%)	1.6	1.6	1.7	2.3	2.9
每股股息 (港元)	0.375	0.366	0.394	0.544	0.671

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 9: JS 环球生活主要财务数据 (美元百万元)

年结:12 月 31 日	2019 年实际	2020 年实际	2021 年预测	2022 年预测	2023 年预测
收入	3,016	4,196	5,320	6,425	7,509
增长率 (%)	12.5	39.1	26.8	20.8	16.9
净利润	42	344	416	551	719
增长率 (%)	20.8	717.3	20.7	32.5	30.4
摊薄后每股盈利 (美元)	0.019	0.103	0.119	0.158	0.206
净资产回报率 (%)	7.1	25.5	23.6	26.0	27.6
市盈率 (倍)	122.5	22.1	19.1	14.4	11.1
市净率 (倍)	4.0	4.7	3.9	3.2	2.6
股息率 (%)	3.2	1.5	1.7	2.3	3.0
每股股息 (港元)	0.572	0.266	0.308	0.408	0.532

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 10: Vesynt 主要财务数据 (美元百万元)

年结:12 月 31 日	2019 年实际	2020 年实际	2021 年预测	2022 年预测	2023 年预测
收入	172	349	477	624	787
增长率 (%)	18.8	103.0	36.7	30.8	26.2
净利润	6	55	70	96	122
增长率 (%)	46.1	758.8	27.4	38.5	26.6
摊薄后每股盈利 (美元)	0.008	0.067	0.059	0.083	0.105
净资产回报率 (%)	51.5	39.6	24.0	27.2	28.0
市盈率 (倍)	181.7	21.5	24.4	17.5	13.8
市净率 (倍)	70.6	6.5	5.3	4.3	3.5
股息率 (%)	0.0	0.0	1.2	1.7	2.2
每股股息 (港元)	0.000	0.000	0.139	0.193	0.245

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 11: 小家电同业估值比较

公司	代码	股价(当地货币)	市值 (百万美元)	3 个月平均 成交量 (百万美元)	市盈率 FY0 (x)	市盈率 FY1 (x)	市盈率 FY2 (x)	每股盈利增 长 Y1(%)	每股盈利增 长 Y2(%)	历史股息率 (%)	市帐率 FY0 (x)	市帐率 FY1 (x)	ROE FY0 (%)	ROE FY1 (%)
海尔智家	6690 HK	26.65	35,128	39.1	17.7	19.0	13.7	(6.4)	38.0	1.6	3.1	2.8	15.5	16.2
JS 环球生活	1691 HK	17.70	7,948	22.3	22.1	19.1	14.4	15.8	32.5	1.5	4.7	3.9	25.5	23.6
Vesync	2148 HK	11.26	1,686	4.4	21.5	24.4	17.5	(11.9)	39.4	0.0	6.5	5.3	39.6	24.0
苏泊尔	002032 CH	47.53	5,949	15.1	21.1	18.9	16.5	11.7	14.2	2.7	5.7	4.6	31.6	24.9
安克创新	300866 CH	104.98	6,603	28.1	46.7	34.8	26.3	34.0	32.2	0.8	5.7	4.6	23.3	19.0
小熊电器	002959 CH	47.16	1,142	12.9	17.2	19.7	15.2	(12.6)	29.3	2.5	7.8	6.6	23.5	16.5
九阳股份	002242 CH	21.55	2,558	18.2	17.5	16.7	14.7	4.9	13.9	4.6	3.7	3.3	25.2	21.7
科沃斯	603486 CH	155.53	13,775	113.6	136.4	43.6	32.4	212.8	34.8	0.3	4.1	3.6	43.0	42.7
石头科技	688169 CH	725.00	7,494	102.4	33.8	28.2	21.6	19.9	30.5	0.3	23.3	17.9	31.9	19.8
飞科电器	603868 CH	39.95	2,693	3.2	27.2	24.3	21.7	11.8	11.9	2.5	6.9	5.6	25.6	22.5

来源: 彭博, 中泰国际研究部预测

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中号 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 2359 1800

传真： (852) 2511 1799