

后“地产红利”时代，重新定义产业研究框架

——家电行业 2018 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**地产红利时代结束，家电产业环境有何变化？**一方面，大家电规模将从快速扩张期步入平稳增长期，更新需求平均占比已达 70%，将接棒地产成为支撑销量并驱动产品升级的核心要素。另一方面，与美日宏观对比，城镇化率与居民收入水平，城乡巨大的经济差异决定国内家电消费仍有成长空间，天花板论仍言之过早。

◆**企业战略分水岭：从规模扩张到产品与效率至上。**行业步入成熟期，需求增长放缓；电商等高效新零售渠道崛起，不断冲击传统渠道与价格体系，支撑家电过去十年发展的规模红利、渠道红利已近尾声。新周期企业战略必然面临转型，核心围绕产品与效率两端：一方面加大研发投入，持续推出功能、品质领先的产品，方可抓住以更新换代为主的需求；另一方面通过信息流、供应链的打通与优化，全面提升传统渠道流通效率，从而实现渠道层级的减少与加价率的降低，最终实现消费者剩余的增加。即使是成熟市场，在这两端做到极致的公司依然可通过份额的提升实现快速增长，典型案例包括小天鹅与小米生态链。

◆**新周期的行业研究框架：寻找企业战略与产业环境深度契合的龙头。**1) 白电：仍是龙头壁垒最为深厚、竞争格局最优的行业，优选效率转型领先，持续提升产品与渠道效率的公司。2) 厨电：行业空间广阔，短期竞争加剧进入洗牌期，渠道下沉与品类扩张能力是未来实现规模领先的核心因素，同时关注渠道体系改革与效率升级。3) 小家电：产品创新与渠道运营是核心能力，低 PE 法投资核心能力领先的综合性龙头，细分领域寻找阶段性成长并关注壁垒深度与竞争格局边际变化。4) 黑电：弱化国内逻辑，放眼全球拓展，并重视具备产业链一体化优势的龙头。

◆**基本面跟踪：短期重点跟踪零售增速，需求无需过忧，成本红利再现。**2017 年基本面核心驱动力是空调产业链爆发带来的收入高成长。2018 年，短期依靠补库存驱动收入端，中期核心观察变量为零售增速，预计整体需求稳定，销量仍有增长，地产影响随更新需求崛起逐步下降。随着成本压力逐季回落，叠加产品升级与提价的效应显现，龙头有望重新享受成本红利，实现利润率上行，业绩确定性仍有保障。

◆**投资建议：**结合框架优选战略与产业周期深度契合的优质龙头，重点推荐：1) 壁垒深厚，业绩确定性强的白电龙头青岛海尔、美的集团、格力电器、小天鹅 A；2) 成长逻辑清晰的细分领域龙头欧普照明、苏泊尔、华帝股份、老板电器。3) 经营底部静待拐点确认的九阳股份、TCL 集团。

◆**风险分析：**成本大幅上行；行业竞争恶化；海外整合不达预期。

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
000333	美的集团	51.94	2.62	3.26	3.90	20	16	13	买入
600690	青岛海尔	18.73	1.14	1.34	1.55	16	14	12	买入
000651	格力电器	46.63	3.72	4.40	5.13	13	11	9	买入
603515	欧普照明	54.22	1.18	1.54	1.99	46	35	27	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 5 月 28 日

增持（首次）

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-22169123

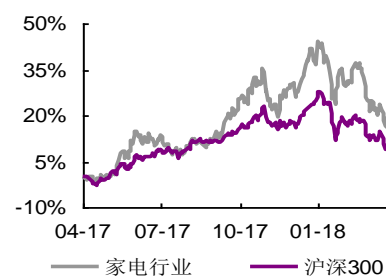
jinxing@ebsec.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-22169171

ganjun@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

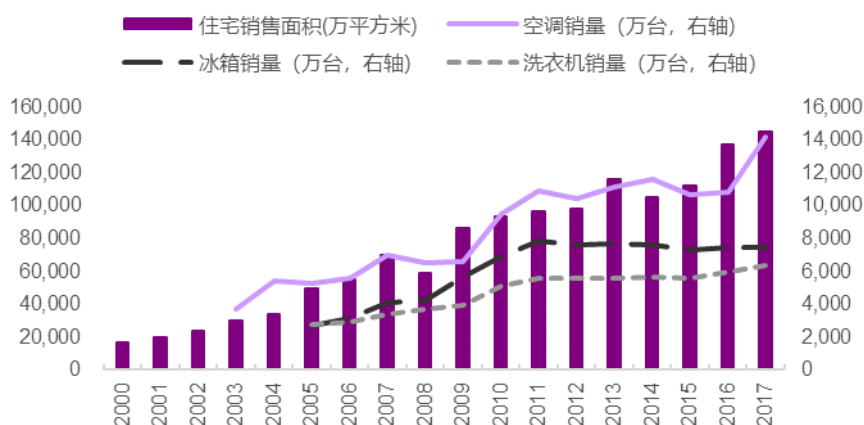
1、 地产红利结束，家电产业环境有何变化？	3
1.1、 更新需求崛起，接棒地产周期	3
1.2、 宏观环境决定家电消费仍有成长空间.....	5
1.3、 城乡差异显著：普及与升级红利叠加.....	6
2、 产业逻辑变迁：从规模扩张到产品与效率至上.....	8
2.1、 内部环境演变：前期红利不再，规模扩张逻辑失效.....	8
2.2、 外部变化冲击：新零售渠道崛起，传统渠道待变革.....	9
2.3、 新周期企业战略更需聚焦产品与运营效率	10
3、 新周期下的子行业研究框架	12
3.1、 产品渗透率与竞争格局决定产业阶段.....	12
3.2、 寻找企业战略与产业阶段深度契合的公司	16
3.3、 白电：竞争壁垒最深厚，产品与效率是未来核心	17
3.4、 厨电：成长犹在，格局尚有变数，规模仍是核心	18
3.5、 小家电：产品与效率至上，优选低估值综合性龙头.....	19
3.6、 黑电：聚焦海外市场拓展与上游产业链优势.....	21
4、 基本面跟踪：需求无需过忧，成本红利再现	22
4.1、 2017 年行业回顾：全球库存周期推动基本面小阳春.....	22
4.2、 销量预判：需求有望平稳，补库存驱动空调增长	24
4.3、 盈利展望：成本红利再现，定价权驱动利润率上升.....	28
5、 投资策略和公司推荐	30
5.1、 估值分析：打开全球视野，估值仍有折价	30
5.2、 家电板块重点公司推荐	33
5.3、 首次覆盖公司分析.....	34
6、 风险因素	36

1、地产红利结束，家电产业环境有何变化？

1.1、更新需求崛起，接棒地产周期

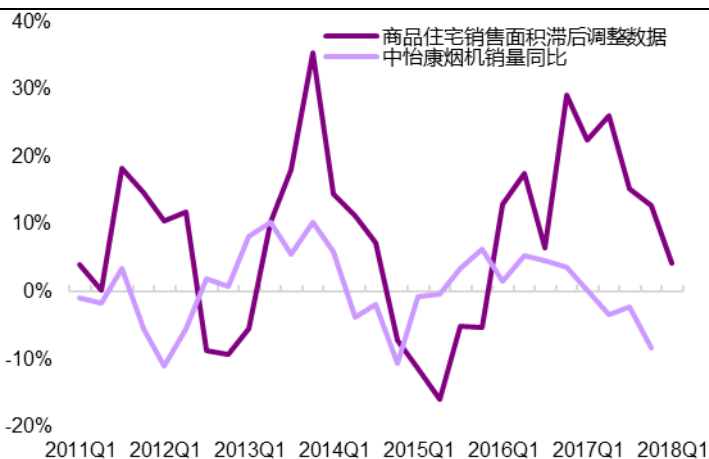
房地产销量的大幅增长的确是 2000 年以来大家电销量增长的重要驱动力之一。在行业成长初期，需求主要来自于新增购买，房地产销售直接带来家电需求，带动了冰箱、洗衣机、电视、空调销量的快速增长。目前仍属成长期的厨电，我们也可以从数据中观察到其终端需求与房地产销量的关联性。

图 1：2000~2017 商品住宅销售面积与大家电内销量变化



资料来源：国家统计局、产业在线、光大证券研究所

图 2：油烟机零售量增速与房地产销量滞后数据的关系



资料来源：国家统计局、中怡康、光大证券研究所

单品最终稳定状态下的销量规模取决于户均拥有量、家庭户数（也即人口）、更换频次等长期因素。随着产品渗透率与销售规模的提升，更新换代需求的占比将逐步提升，地产销售带来的新增需求占总需求的比重会不断降低。我们以大家电为例，目前空调/冰箱/洗衣机/电视由地产带动的新增需求占比已经下降至总需求的 30% 以下。

表 1：商品房销售对家电需求影响比例测算

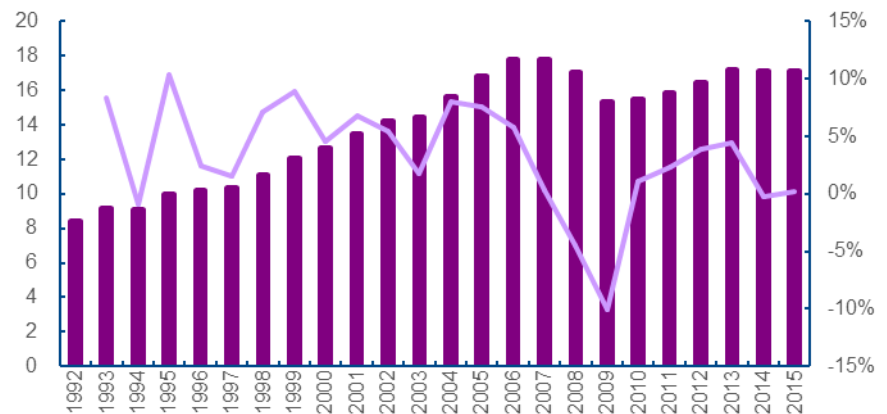
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
滞后 6 个月住宅现房销售套数 (万套)	204	236	242	229	274	311
滞后 15 个月住宅期房销售套数 (万套)	739	696	832	801	807	947

合计套数 (万套)	942	931	1074	1030	1081	1258
二手房套数 (万套)	314	310	358	343	360	419
商品房销售带动的新增需求 (空置率 20%) (万台)						
洗衣机 (每户 1 台)	1005	994	1146	1099	1153	1342
电冰箱 (每户 1 台)	1005	994	1146	1099	1153	1342
空调器 (每户 2 台)	2010	1987	2292	2197	2306	2683
彩电 (每户 1.2 台)	1206	1192	1375	1318	1384	1610
油烟机 (每户 1 台)	1005	994	1146	1099	1153	1342
内销总出货量 (产业在线) (万台)						
洗衣机	3482	3769	3763	3905	4128	4414
电冰箱	5590	5602	5299	4916	4763	4469
空调器	5727	6234	7017	6288	6049	8857
彩电	5101	5371	5041	5127	5615	5345
油烟机 (国统局数据)	1347	1777	2169	2121	2250	2300
房地产拉动需求占总出货量比例						
洗衣机	29%	26%	30%	28%	28%	30%
电冰箱	18%	18%	22%	22%	24%	30%
空调器	35%	32%	33%	35%	38%	30%
彩电	24%	22%	27%	26%	25%	30%
油烟机	75%	56%	53%	52%	51%	58%

资料来源：国家统计局、产业在线，光大证券研究所测算

因此，投资者无需对地产高速增长周期结束后的家电销量产生过度悲观。我们对美国市场数据也进行了统计，可以看到进入成熟期后，家电产品的销售额保持了稳定小幅的增长，也只有经济危机阶段行业增速出现了一定下滑。

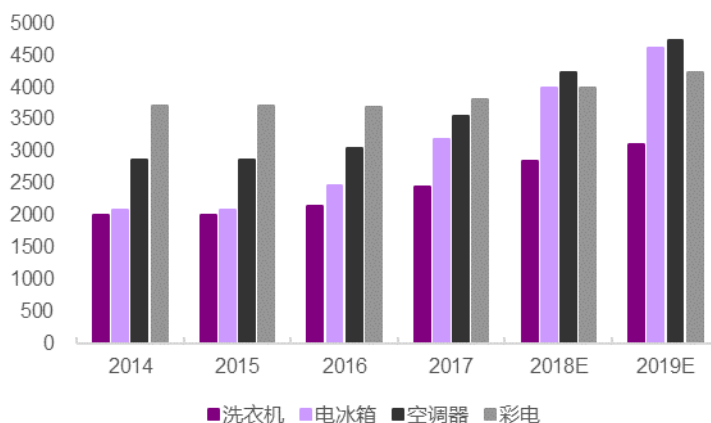
图 3：美国家电零售店销售额 (十亿美元) 及增速 (右轴)



资料来源：美国国家统计局，光大证券研究所整理

事实上，大家电的更新需求在近些年反而会进入加速增长的阶段，将成为下一阶段需求的重要支撑。2007~2011年，伴随经济的高速增长、“家电下乡”、“以旧换新”等产业政策的支持，大家电销量获得了极其快速的增长。而这一阶段销售的产品，普遍将在未来几年进入 8~10 年的更换周期，支撑行业整体销量保持稳定增长。

图 4：2014~2019 大家电更新需求估计（万台）



资料来源：国家统计局、产业在线，光大证券研究所预测。注：更新需求测算方式为过去 7~11 年的年销量平均

1.2、宏观环境决定家电消费仍有成长空间

即便大家电需求的增速放缓，但家电消费的整体市场空间还远未到天花板。消费品的长期空间取决于经济发展水平（人均可支配收入）、产品渗透率、人口数量等长期因素，地产只是偏短周期的影响因子。对比美、日成熟市场，以中国现在 57% 的城镇化率、远低于发达国家的人均可支配收入水平，家电消费需求还远未到天花板。其中城镇地区平均可支配收入仅达到美日第二消费阶段水平、农村地区还处在第一阶段（不同消费阶段根据经济发展与不同家电品类普及程度划分）。

表 2：美国、日本、中国家电不同消费阶段对比（根据经济发展与不同家电品类普及程度划分）

国家	指标名称	第一阶段	第二阶段	第三阶段	
美国	对应年份	1900 年~1949 年	1950 年~1989 年	1990 年至今	
	人口数量 CAGR (%)	1.40%	1.30%	1.00%	
	家庭数量 (户)	不到 6000 万	6000 万~9300 万	9400 万~1.3 亿	
	城镇化率 (%)	40%~64%	64%~78%	78%~81%	
	GDP CAGR (%)	4.90%	7.80%	4.50%	
	人均可支配收入 (USD)	<1500	1500~16000	17000~43000	
	GNI (USD)	<1500	1500~24000	24000~56000	
日本	对应年份	1955 年~1974 年	1975 年~1995 年	1996 年至今	
	人口数量 CAGR (%)	1.10%	0.60%	0.10%	
	家庭数量 (户)	2200 万~3400 万	3400 万~4400 万	4400 万~5400 万	
	城镇化率 (%)	56%~76%	76%~78%	79%~91%	
	GDP CAGR (%)	15.70%	6.40%	0.10%	
	人均可支配收入 (USD)	<5000	6000~15000	13000~15000	
	GNI (USD)	<5000	5000~40000	30000~50000	
中国	整体	对应年份	1985 年~2005 年	2006 年至今	
		人口数量-CAGR (%)	1.10%	0.50%	
		家庭数量 (户)	2.4 亿~3.8 亿	3.8 亿~4.5 亿	
		城镇化率 (%)	23%~43%	44%~57%	
		GDP CAGR (%)	16.30%	13.00%	
		GNI (USD)	<1800	2000~8000	
	城镇	对应年份	1985 年~2005 年	2006 年至今	

		人口数量-CAGR (%)	4.10%	3.10%
		家庭数量 (户)	5000 万~1.9 亿	1.9 亿~2.3 亿
		人均可支配收入 (USD)	<1500	1700~5000
	农村	对应年份	1985 年至今	
		人口数量-CAGR (%)	-1.00%	
		家庭数量 (户)	1.9 亿~2.2 亿	
		人均可支配收入 (USD)	<1800	

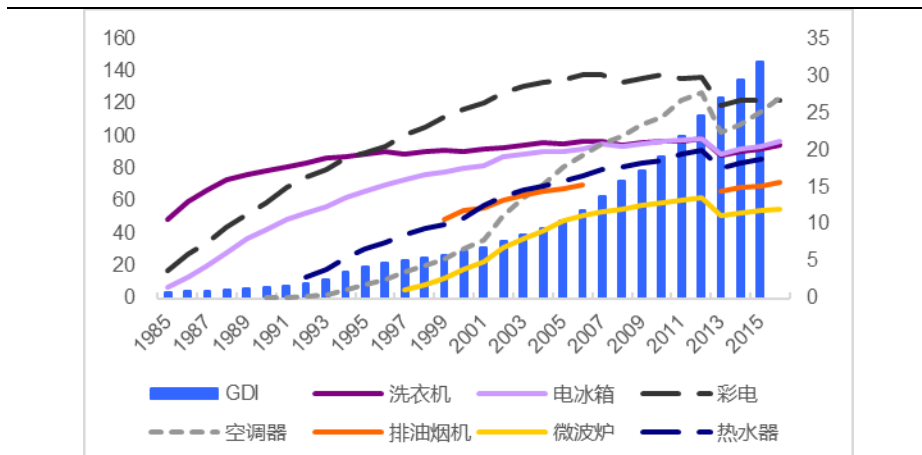
资料来源：美国国家统计局，日本国家统计局，中国国家统计局，光大证券研究所整理

1.3、城乡差异显著：普及与升级红利叠加

中国广袤的地域结构造成了城乡巨大的经济差异，不能简单地看作一个整体，不同区域的发展阶段不同决定了同时有产品普及与消费升级的红利叠加。分地域看，城镇、农村二元经济结构特征明显，分地区家电处于不同的消费阶段。城镇处于第二阶段中位，农村处于第一跨越第二阶段的拐点。

城镇地区处于第二消费阶段中位，传统大家电基本完成普及，改善型品类开始快速增长。1) 1985~2005 年之间完成了城镇地区大家电的普及，这一阶段对应人均可支配收入低于 1500 美元，洗衣机、冰箱户均保有量分别超过 90、80 台/每百户。2) 2005 年之后，人均可支配收入超过 1500 美元，城镇地区厨电/小家电才开始普及，主要品类包括烟机、灶具、热水器、微波炉等厨房电器，消毒柜等品类则是 2010 年后才开始普及。3) 现阶段，蒸烤箱、洗碗机等新兴厨电品类，吸尘器、扫地机器人等家居电器开始在城镇地区加速普及。

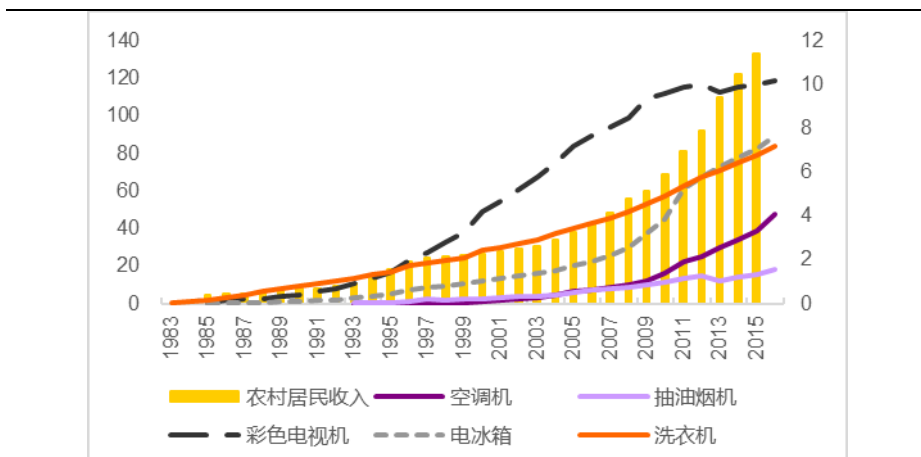
图 5：城镇家庭平均每百户拥有量及人均可支配收入（千元，右轴）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

农村地区处于第一向第二消费阶段迈进的拐点，空调/烟灶仍有较大增长空间，后续新兴品类也将陆续普及。2015 年，农村可支配收入刚刚迈过 1500 美元的门槛，农村地区的洗衣机、冰箱等大家电普及基本完成，参照城镇居民的消费水平，估计 2010 年后厨电/小家电在农村地区才开始普及。结合国家统计局数据和我们估计，城镇地区彩电、空调、冰洗、厨电渗透率分别为 117%、39%、80%、15%。可以看到仅空调/厨电仍具备较大普及与增长空间。

图 6：农村家庭平均每百户拥有量及人均收入（千元，右轴）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

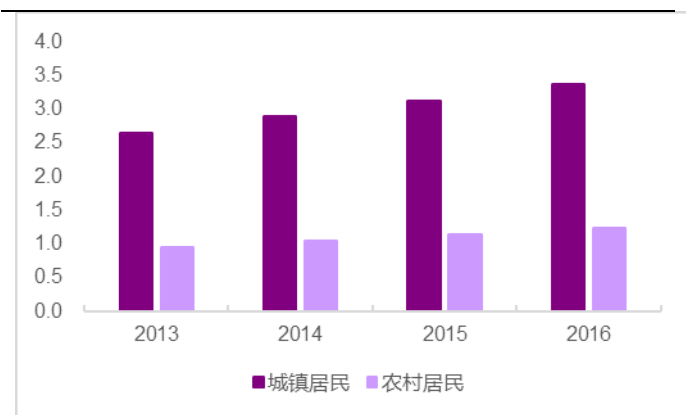
注：人均收入 1985~2012 采用农村居民家庭平均每人纯收入，2013~2015 采用农村居民人均可支配收入

结合经济发展阶段与保有量情况，未来一二级市场与三四级市场的家电消费特征差异明显：

- 1) 在一二级市场以更新需求为主，新兴品类带来亮点。传统白电、厨电将进入以更新需求为主的消费阶段，未来厨电、家居、个护等家电品类扩张&升级是亮点，吸尘器、干衣机、洗碗机、空气净化器、净水器等品类快速普及。
- 2) 在三四级市场家电，空调、厨电仍有很大普及空间，增速快于一二级市场。受益城镇化率持续提升+电商打破传统渠道壁垒，未来产品普及速度会加快。此外，前期家电下乡的更新换代潮即将到来，拉动白电/黑电等传统品类消费升级。

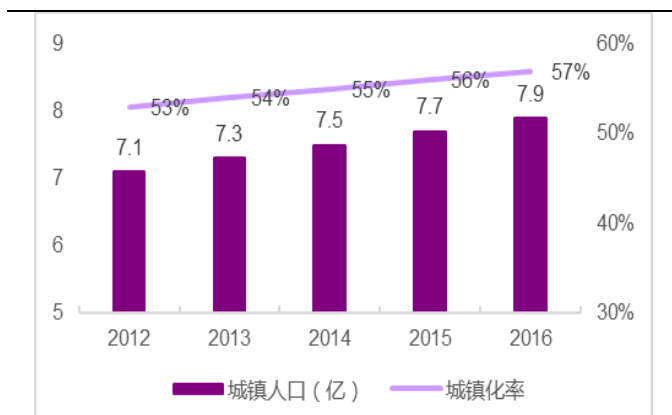
展望未来，中国消费升级空间更大，且仍有长远道路可走。中国人均收入仍处在增长通道，且城镇化率水平绝对值距离发达国家仍有空间。未来即便产品渗透率到达较高水平，我们认为会更加接近美国的第三家电消费时代，通过消费升级迎来量价齐升。

图 7：城镇、农村居民可支配收入（万元/人）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 8：城镇人口规模及城镇化率



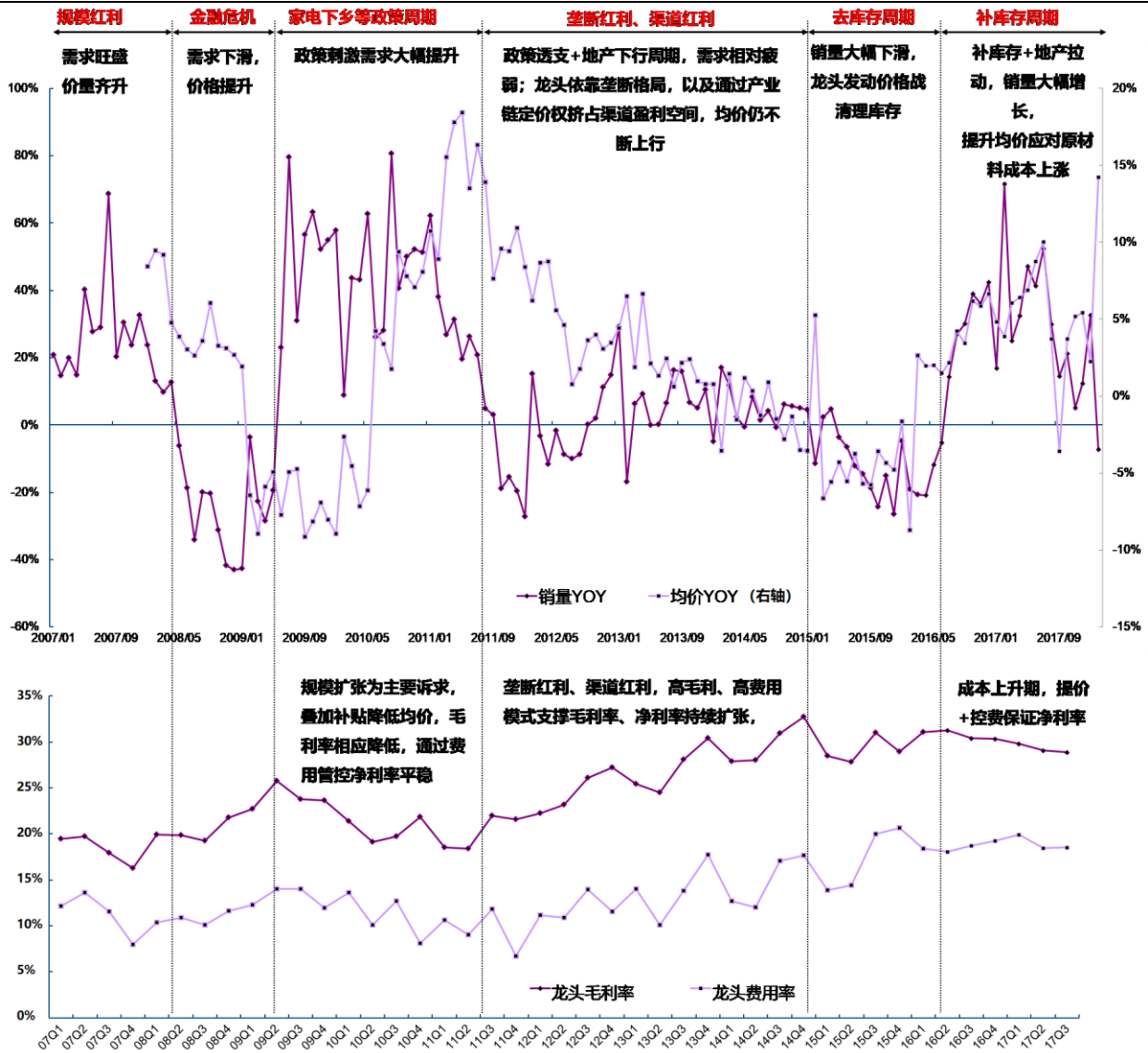
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

2、产业逻辑变迁：从规模扩张到产品与效率至上

2.1、内部环境演变：前期红利不再，规模扩张逻辑失效

家电（特别是空调产业）过去十余年赚的是多少钱？我们理解本质上是一轮规模红利、垄断红利与渠道红利，下面这张图，通过对空调产业过去十年的销量、ASP 以及龙头公司毛利率、净利率的变化揭示了这一阶段产业的发展变化。

图 9：2007~2017 年空调行业销量、均价、毛利率、费用率变化



资料来源：Wind，产业在线，光大证券研究所绘制。龙头毛利率、费用率取自格力电器、美的集团、青岛海尔数据均值。

但站在今天这个时点，我们认为家电产业（特别是空调等白电品种）历经十余年发展，支撑前期成长的规模红利、渠道红利已逐渐进入尾声。

- 1) 需求步入成熟期，规模红利减弱：以空调为例，2011 年以前，除了经济危机阶段，在渗透率提升、地产高增长、政策刺激带动下，需求持续扩张。规模红利主导时代，“大规模制造+大规模分销”模式应运而生，规模壁垒、渠道下沉、专卖店扩张满足企业增长诉求

求，规模扩张投资逻辑行之有效。经过5年消化后，2017年在补库存与地产周期带动下，规模再度大幅增长。然而随着空调内销接近9000万套/年，行业进入成熟期，后续规模增长将相对放缓。

- 2) **产业链利润分配转移已达顶点，压货模式下的渠道红利不可持续。**白电龙头依靠规模壁垒和渠道壁垒穿越行业周期，确立垄断地位后，凭借强大的“产业链定价权+渠道控制力”坐享渠道模式红利，通过压货模式不断放大经销商杠杆，通过高毛利高费用率模式控制产业链利润分配。这一模式在需求扩张期有效享受了行业高速发展的红利，加快了公司的发展。

然而，随着后续终端需求增长放缓，支撑传统渠道继续扩张的基础不复存在。渠道库存高企+存货周转率低+资金成本上升制约渠道压货，经销商经营杠杆被放大到极致，**产业链利润分配转移已到达顶点，高毛利、高费用的模式出现拐点，压货模式不可持续。**

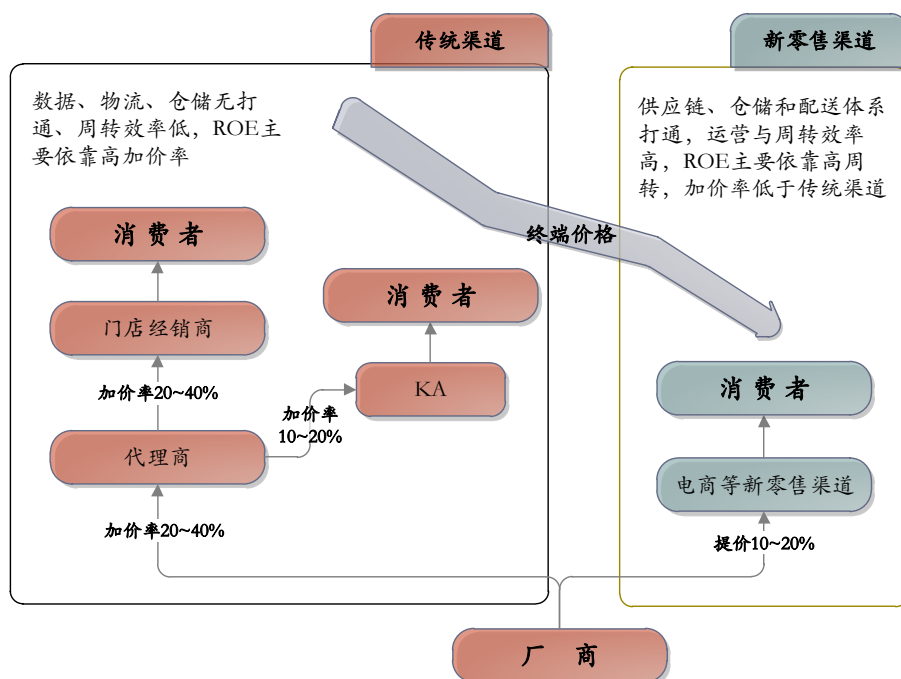
2.2、外部变化冲击：新零售渠道崛起，传统渠道待变革

自上世纪90年代末以来，家电龙头依靠自建渠道的层层分销模式，实现了规模扩张，并获取了产业链定价权。一方面，在互联网及物流尚不发达，缺少现代商业零售体系的阶段，层层分销、分布广泛的渠道网点是龙头公司的核心优势，在家电下乡、三四级市场普及的阶段帮助龙头公司将产品送达消费者，迅速做大做强，提升市场份额。另一方面，自建渠道与KA渠道（苏宁、国美）分庭抗礼，帮助品牌公司牢牢掌控对渠道的话语权（当年格力退出KA渠道的资本即来自于此），这也是除竞争格局外，龙头产业链定价权的另一个核心来源。

但电商等高效率新零售渠道的崛起正在冲击传统渠道体系的价值。电商对传统渠道最大的打击在于打破其依靠地域区隔的价格管控体系，信息透明化、渠道效率高。

- 1) 一方面，电商打破线下渠道壁垒保护，对厂商产品力与品牌力提出更高要求。其他行业新进入者打造爆款单品即可通过电商渠道放量，对品牌商的产品力提出了更高要求，因此我们可以看到一些产品差异化相对较低、品牌壁垒不够深的行业，线上集中度明显低于线下，如近年来的黑电、厨电。
- 2) 另一方面，因为扁平的层级与极高的运营效率，同等ROE水平的情况下加价率远低于传统渠道。同等品质的产品，消费者自然有意愿选择价格更低的，势必挤压线下渠道的生存空间，压制传统渠道盈利。

图 10：新零售渠道对传统渠道的冲击与替代



资料来源：光大证券研究所绘制

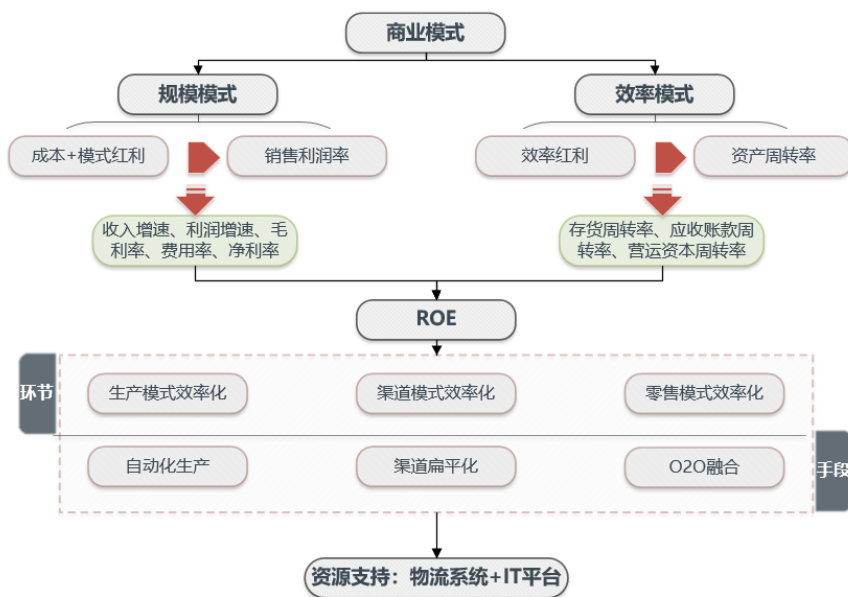
不仅仅是电商，围绕效率至上的渠道变革是所有耐用消费品的发展方向。我们预计2017年整体家电电商/内销占比将超过20%，在厨电领域已经达到30%左右，小家电领域接近40%。同时，苏宁、国美等KA渠道的新零售变革、小米之家等新型高效率线下渠道的崛起，都标志着渠道变革的拐点已经到来。

2.3、新周期企业战略更需聚焦产品与运营效率

未来企业战略的第一个核心一定是产品力。对产品力的要求一方面来自于需求端：行业步入成熟期，需求逐步从新增走向更新，先发优势不再重要，消费者对产品品质、功能升级的要求只会越来越高。另一方面来自渠道端：随着电商等高效率渠道的崛起，产品触达消费者的方式更加便捷，竞争的本质从传统渠道时代，谁能够有效的将产品送达消费者（比拼渠道能力），转变为：任何品牌都可以直面消费者的情况下，谁的产品更好（产品力的直接竞争）。

第二个战略核心一定是运营效率的提升。内部层面，运营效率优化对企业成本控制、费用管控都有最直接的提升。渠道层面，只有从从生产制造一直到终端门店甚至是消费者端的供应链体系、配送体系全面打通，并实现信息化、数字化，才能全面提升传统渠道的运营效率，最终实现渠道层级的减少与加价率的降低。一方面减少线上对线下的持续冲击，保障品牌商对渠道与产业链的话语权；另一方面减少流通环节加价率，实现消费者剩余的增加。

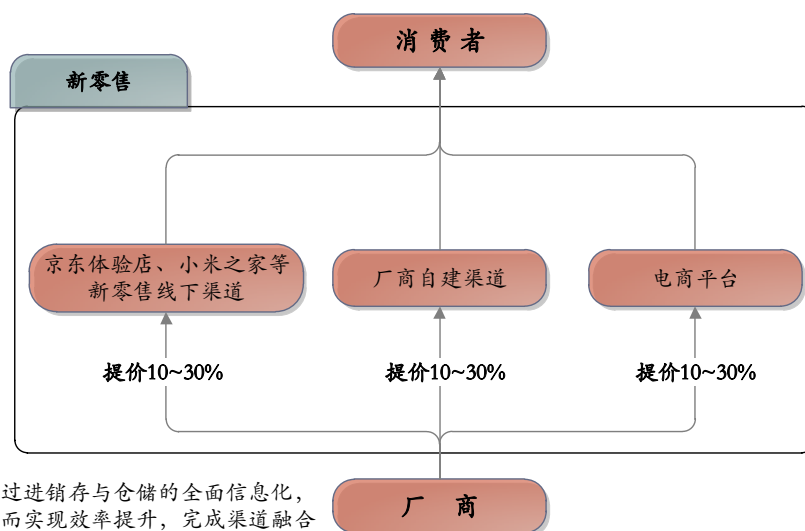
图 11：商业模式向效率模式转化，三环节+三手段



资料来源：光大证券研究所

渠道变革的最终态：消费者在不同渠道体验到同等水平的产品、价格与服务。渠道融合过程中，电商会首先冲击那些运营效率较低（规模小、层级多、周转慢）的终端网点。伴随电商渠道的扩张，其零售均价会趋于上行，因为：1. 电商烧钱模式不可持续，未来盈利仍是核心诉求，经营将回归常态化；2. 渠道扩张使得物流、营销与管理费用上升。与此同时，传统线下渠道的优胜劣汰将带来渠道效率的优化（体现为周转的提升与加价率的降低）。**电商与传统渠道的平衡状态取决于线上/线下渠道供应链效率的PK，当各个渠道的运营效率相当时，渠道间从挤压走向共生，产业链整体效率得到提升。**

图 12：新零售变革的理想最终状态：渠道效率的统一与融合



资料来源：光大证券研究所绘制

从市场竞争层面，率先完成战略变革的公司也会因为增加了消费者剩余，从而对落后品牌形成极大的优势，实现市场份额的提升与自身的快速增

长。小天鹅、小米生态链分别作为传统企业和互联网企业的代表，却殊途同归，取得了一样的成功。他们的共性是：

- 1) 所处的往往是一个存量市场，并不是需求高速增长的市场，传统的扩张式投资逻辑并不适用。例如洗衣机行业已经连续数年小个位数增长；小米进入的很多细分领域（电视、插线板）都是已经步入需求成熟期的存量市场。
- 2) 产品力领先是核心。小天鹅秉承美的集团战略转型的核心“产品领先、效率驱动”，研发持续投入，产品从外观设计、质量与稳定性、材质与功能持续提升。小米则通过最好的工业设计、材料选择、优质的代工厂，往往不计成本地致力于提供高品质的产品。（注：小米模式也会受制于制造端，对于具备一定研发基础，或供应链体系复杂、代工的品或产能不足以满足要求的细分领域，相对较难突破，例如大家电。）
- 3) 利用高效的运营效率提升了渠道 ROE 水平，实现低加价率和产业链共赢，从而扩大对竞争对手的优势。在 T+3 变革下，伴随供应链与物流效率的提升，小天鹅渠道经销商的周转效率从前期的 3~4 次提升至后期的 7~8 次，意味着渠道 ROE 水平相较前期翻倍。一方面大幅提升经销商盈利与积极性，另一方面得以缩短渠道层级与加价率，将更多价值赋予消费者，实现份额扩张。小米则更加便于理解，小米商城本就是高效扁平的电商渠道，小米之家则是依靠极致的坪效与运营效率，保证了低加价率下的渠道 ROE 水平，实现对传统渠道的冲击与替代。

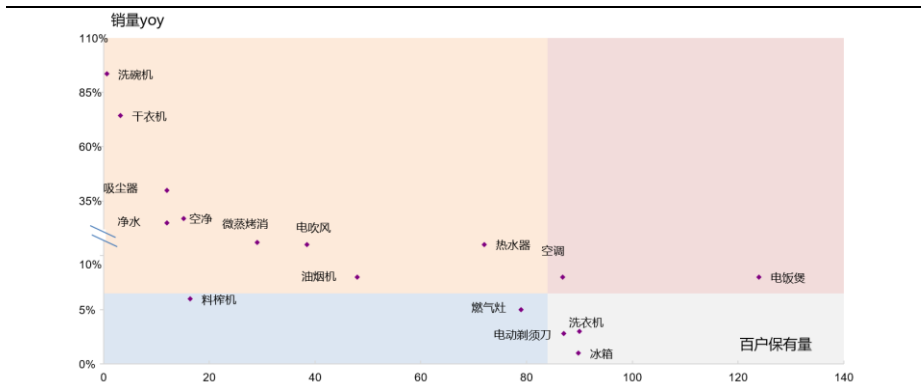
3、新周期下的子行业研究框架

3.1、产品渗透率与竞争格局决定产业阶段

3.1.1、产品渗透率差异导致产业发展阶段分化

产品渗透率同时决定行业发展空间与所处阶段。短期来看，当前该品类市场规模与产品渗透率直接相关。长期来看，渗透率的天花板则决定了行业最终可以达到的稳态规模。而渗透率天花板则取决于品类特征，以及其是否具备必需属性。

图 13：中国家电各品类每百户保有量（横轴）、销量增速（纵轴）散点图



资料来源：中怡康，奥维云网，国家统计局，光大证券研究所估算

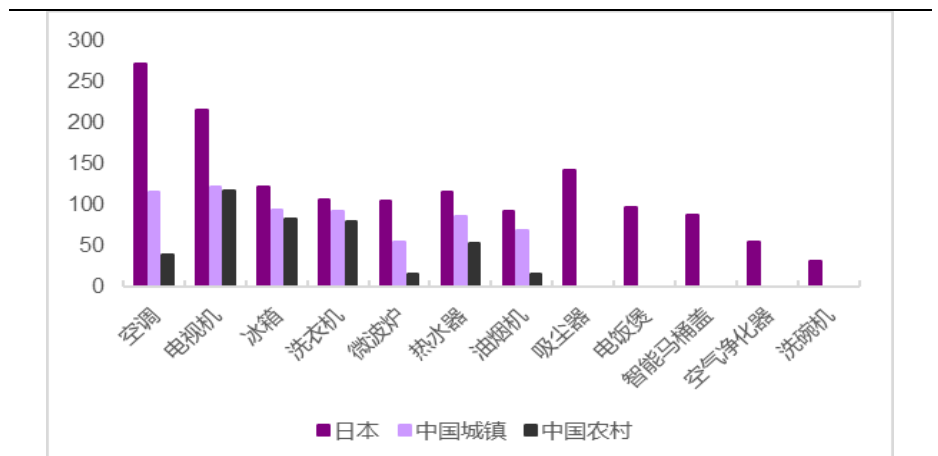
1) 在家电领域，通常大家电（使用年限 7~10 年）通常为家庭必需品，最终的渗透率较高，如冰箱、洗衣机等传统白电。而部分小家电（使用年限 3~5 年）通常为可选品，其最终渗透率相对较低，如料理机等厨房小家电。

2) 空调是具备一户多机属性的必需品，品类保有量仍有翻番空间，后续销量仍可以稳定增长。2014 年日本空调、电视每百户保有量分别为 272、216 台，市场容量较大。对比中国 2015 年每百户（城镇/农村加权平均）空调、电视保有量为 87、120 台，保有量提升空间依然存在。其中电视受娱乐屏幕多元化（手机、PAD 等）影响上限有所降低，空调的上升潜力则相对较大。

3) 烟灶等必需类厨电、吸尘器等必需类生活电器处在相对较快的增长阶段。2014 年日本冰箱、洗衣机、微波炉、烟机、灶具、电饭煲等每百户保有量基本为 100 台。对比中国，冰洗保有量接近 90 台，品类渗透基本完成。但油烟机户均保有量不到 50 台，品类渗透仍有较大空间。2014 年日本吸尘器每百户保有量为 142 台，对比中国吸尘器保有量仅有 12 台，未来行业成长空间巨大。

3) 洗碗机、干衣机、空气净化器等可选消费品最终渗透率相对较低，但仍有大空间，目前处于高速普及阶段。不同国家略有差异，以洗碗机为例，美国/日本每百户保有量分别为 60/31 台，日本空气净化器每百户保有量为 55 台，美国干衣机每百户保有量近 80 台。这些品类中国在刚刚开始普及，处于保有量基数低，销量增速快的普及阶段。

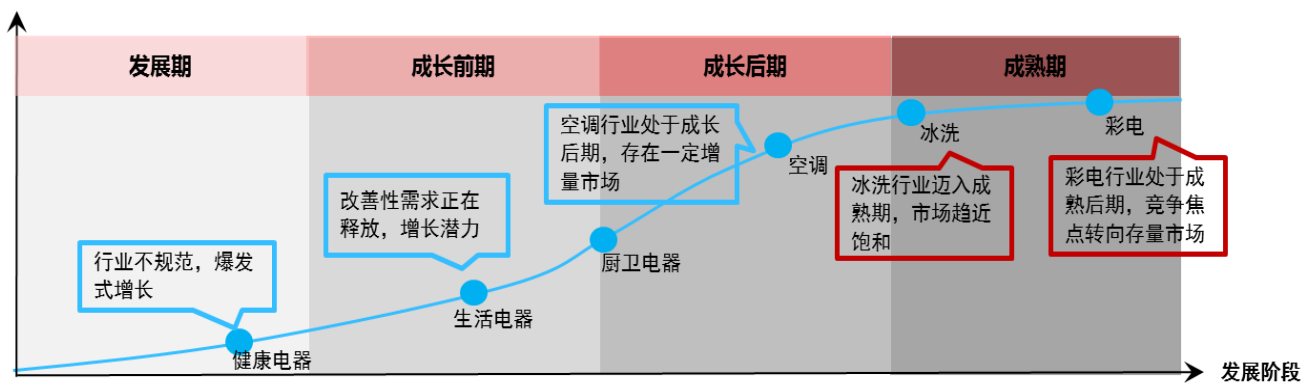
图 14：每百户保有量对比：2014 日本 VS 2015 中国



资料来源：日本国家统计局，Wind，奥维云网，光大证券研究所

结合渗透率数据，我们得到家电品类的盖特纳曲线，代表细分品类所处的不同发展阶段：冰洗处于成熟期，更新需求占主导，销量基本保持平稳。空调处于成长后期，保有量提升仍有空间，销量每年个位数增长。厨电仍处于成长中期，保有量仍有翻倍空间，龙头集中度也在加速提升中。生活、健康等新兴小家电仍处于成长前期，销量处于爆发式增长期，龙头格局尚未确立。

图 15：中国家电品类的盖特纳曲线



资料来源：奥维云网、光大证券研究所绘制

表 3：中国各家电品类市场容量测算

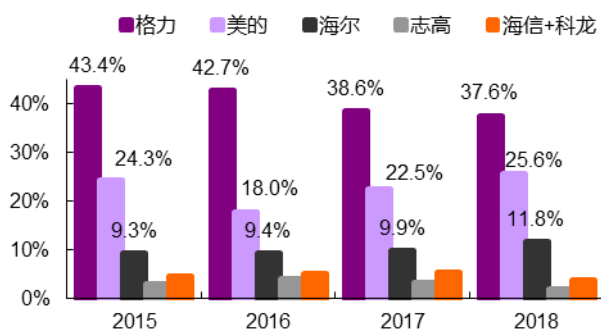
		城镇渗透率	农村渗透率	总渗透率	单位	户均购买量	更新周期(年)	平均价格/元	年销量/万件	市场规模/亿元	2016 规模/亿元	增长空间
白电	空调	95%	80%	88%	户	2	10	3500	8080	2739	1456	88%
	冰箱	99%	90%	95%	户	1	10	3000	4356	1266	829	53%
	洗衣机	99%	90%	95%	户	1	10	2000	4356	844	600	41%
厨卫	油烟机	95%	50%	73%	户	1	9	2500	3756	909	384	137%
	燃气灶	95%	50%	73%	户	1	9	1600	3756	582	236	147%
	微蒸烤	80%	50%	66%	户	2	9	500	6711	325	144	125%
	洗碗机	30%	10%	20%	户	1	9	3000	1044	303	20	1433%
	消毒柜	30%	10%	20%	户	1	9	1200	1044	121	61	98%
厨房小电	热水器	95%	70%	83%	户	1.2	9	2000	5093	987	600	64%
	电饭煲	95%	80%	88%	户	1	4	400	10100	391	240	63%
生活电器	料榨汁机	50%	20%	36%	户	1.5	4	300	6150	179	83	115%
	吸尘器	80%	50%	66%	户	1.2	5	800	7248	562	106	430%
	空气净化器	50%	10%	31%	户	1	5	2000	2840	550	145	279%
	净水器	50%	10%	31%	户	1	5	2200	2840	605	285	112%
个护电器	干衣机	30%	10%	20%	户	1	7	1000	1343	130	2	7550%
	剃须刀	80%	50%	68%	人	1	3	100	15950	159	110	44%
	电吹风	50%	20%	38%	人	1	3	80	17215	138	33	317%
	电动牙刷	50%	10%	33%	人	1	3	200	9950	199	15	1227%

资料来源：中怡康，奥维云网，光大证券研究所估算。注：2017 年数据尚未统计完全，故以 2016 年数据作参考

3.1.2、竞争格局反映龙头壁垒深度与经营环境

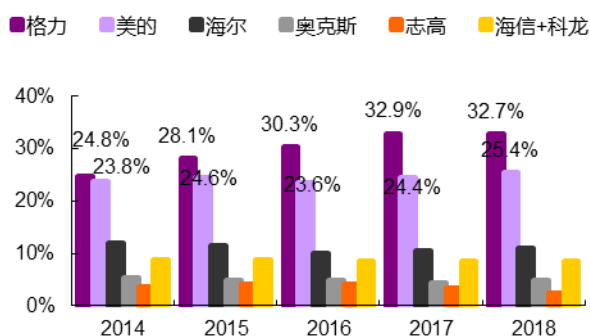
- 1) 空调：当前仍是竞争格局最好的子行业。格力内销市场份额近 40%，格力+美的的市场份额合计超 60%，构成了极其强大的品牌+规模壁垒，成为空调龙头定价权的核心来源。在规模优势、品牌地位以及强渠道控制力的帮助下，龙头公司实现远超行业平均的毛利率/净利率水平，并可根据短期规模/盈利诉求，游刃有余地调节产业链价值分配，实现利益最大化。

图 16: 空调内销企业出货市场份额



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所。2018 年为 Q1 数据。

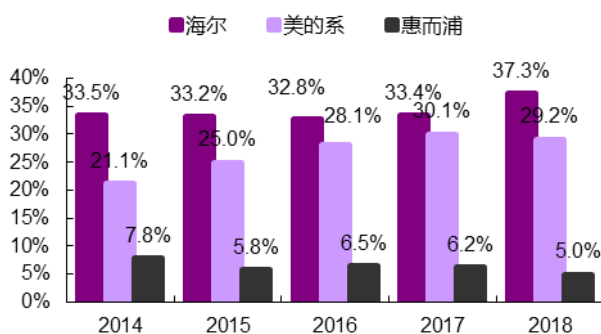
图 17: 空调国内终端零售量份额



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所。2018 年为 Q1 数据。

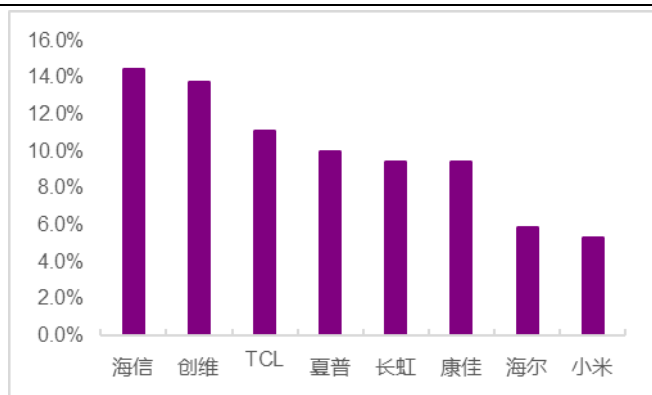
2) 冰洗: 洗衣机双寡头格局明确, 冰箱集中度仍有提升空间。近两年, 洗衣机行业龙头海尔、小天鹅在产品力、渠道效率持续提升带动下, 领先优势愈发显著, 市场份额不断上升, 双寡头的格局已经非常牢固。冰箱领域市场集中度则相对较弱, 仅海尔具备较大领先优势, 未来集中度仍有提升空间。

图 18: 洗衣机内销企业出货市场份额



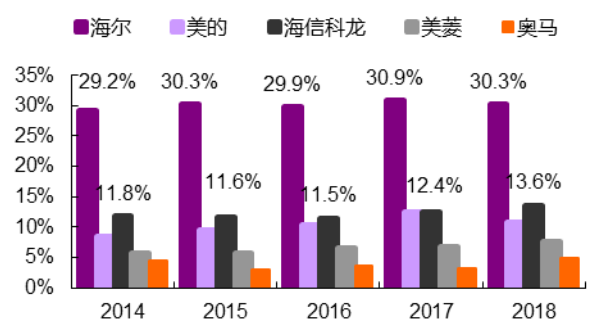
资料来源: 产业在线, 光大证券研究所。2018 年为 Q1 数据。

图 20: 2017 年全渠道电视零售量份额



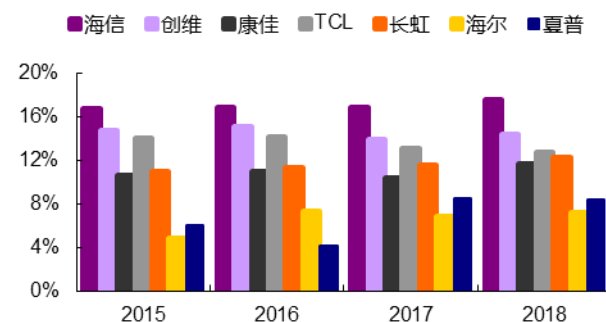
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所。

图 19: 冰箱内销企业出货市场份额



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所。2018 年为 Q1 数据。

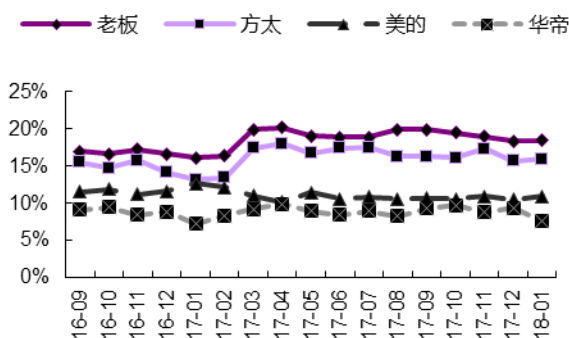
图 21: 电视线下零售网点零售量份额



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所。2018 年为 Q1 数据。

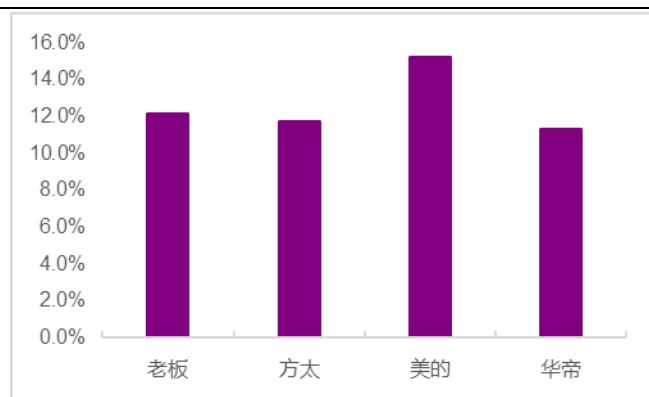
- 3) **电视：集中度相对较低，终端竞争激烈。**由于黑电产品技术迭代快、产业链核心价值集中在上游等特性，导致整机制造环节市场集中度较低，终端竞争更加激烈。
- 4) **厨电：龙头领先优势尚不明显，集中度仍有大幅提升空间。**厨电行业因为国内特殊的烹饪习惯，外资品牌并没有站稳脚跟，形成了比较稀缺的高端双寡头格局。在老板、方太持续提价的带动下，行业经历了一段竞争温和、持续增长的蜜月期。目前，TOP4 企业逐步接近百亿收入，但 CR4 合计不及 40%，未来行业可能会迎来一段洗牌和集中度加速提升的过程。

图 22：油烟机线下零售网点零售量份额



资料来源：中怡康，光大证券研究所。

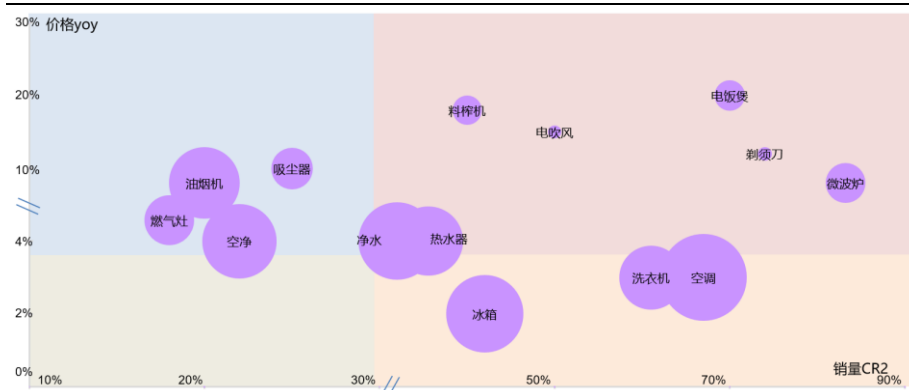
图 23：油烟机 2017 年全市场销量份额估算



资料来源：国家统计局，光大证券研究所估算。

- 5) **小家电：传统品类集中度较高，新兴品类百花齐放。**厨房小家电领域较为特殊，传统品类如电饭煲、电磁炉、电压力锅等核心 5~6 个品类已形成较高的市场集中度，主要为苏泊尔、美的、九阳所占据。近年来一些新的厨房、家居类小家电品种则涌现了一些新的细分行业龙头，如飞科电器、莱克电气等。

图 24：中国家电各品类 CR2（横轴）、均价增速（纵轴）散点图



资料来源：中怡康，奥维云网，光大证券研究所估算

3.2、寻找企业战略与产业阶段深度契合的公司

产业发展阶段与竞争格局的分化意味着企业战略也必定不同。不同的发展阶段面临着不同的行业规模、需求增速、渠道形态，而不同的竞争格局又意味着产业的经营环境与企业的战略目标各有差异。因此，我们认为未来家

电领域的投资框架也必然从前期简单的寻找扩张型行业的思路走向更加分化、更加细致的思路。

下表统一阐述了我们对于下一阶段家电子行业投资框架表的看法，即根据不同的产业环境与发展阶段，寻找企业战略与其深度契合的龙头公司。

表 4：家电子行业产业环境特征及战略重心

产品品类		冰洗	空调	厨房大电器	小家电
产业阶段		成熟期	成熟期	成长中期	多品类成长阶段分化
需求特征		基本平稳	小幅增长、波动加大	较快增长	传统品类稳定增长，新兴品类快速爆发
竞争格局		龙头领先但仍有提升空间	寡头垄断，但份额仍有提升空间	龙头具备一定优势，但集中度较低	传统品类集中度较高，新兴品类较为分散
渠道加价率		适中	低（通过返利调节）	高	适中
渠道周转		6~8 次	3~7 次（视旺季需求，波动较大）	3~5 次	3~5 次
战略方向	规模权重	★	★	★★★★★	★★★（根据品类决定）
	效率权重	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★

资料来源：光大证券研究所编制

3.3、白电：竞争壁垒最深厚，产品与效率是未来核心

从销量规模来看，白电行业整体步入成熟期，投资告别前期规模扩张逻辑。其中，冰洗渗透率的提升已经完成，进入成熟期，销量基本稳定，未来依靠产品升级，收入端有望保持个位数增长；空调处于成长后期，收入弹性大于冰洗，但经历今年大幅增长后续销量增速回归平稳。因此，成熟阶段白电已告别前期规模扩张（对应的渠道压货、放大杠杆的商业模式）的逻辑。

最深厚的竞争壁垒与优良竞争格局仍是现阶段白电投资逻辑的核心。横向比较所有家电子行业，甚至扩大到所有消费品领域，白电龙头所具备的竞争壁垒与护城河无疑也是最优秀的。深厚的竞争壁垒与极强的产业链定价权一方面能够确定性地获取稳定增长的红利，另一方面，能够通过终端提价、降本提效逐步提升利润率，获取垄断红利。2017 年的产业环境是个很好的案例，在成本大涨的情况下，白电龙头毛利率仅出现 1~2 个季度的下降，净利率很可能不降反升，而 2018 年很可能又再度进入享受成本红利的阶段。

中长期来看，行业必将从粗放式的规模扩张进入精细化的效率提升时代，效率优先将成为投资逻辑的核心因素。过去 10 年，行业规模扩张+龙头垄断竞争带来的“规模红利+竞争红利”是家电产业扩张与投资的核心逻辑。未来随着城镇化放缓、地产周期走弱、规模红利淡化，旧的投资逻辑逐步失效，量价、份额的细微变化已经不再是判断行业发展的主要逻辑。行业运营模式进入新周期，商业模式到达分水岭，从“规模扩张”向“效率转型”过渡，从“行业规模增长带来的企业收入与利润增长”逐步走向“效率驱动带来的全产业链 ROE 水平提升”。小天鹅在洗衣机这个成熟行业里变革带来的收入利润扩张以及股价十倍涨幅即是效率逻辑的淋漓展现。

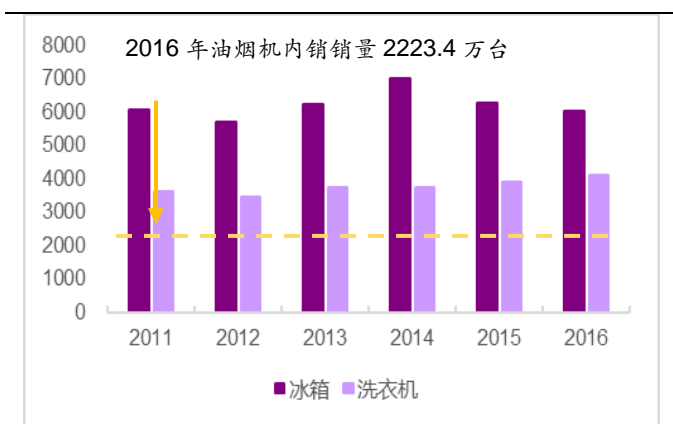
综上所述，我们筛选白电优质资产的标准是：具备极强竞争壁垒与垄断地位的产业龙头，同时在产品升级、效率提升角度能够持续做到极致的公司。销量增速趋缓的成熟行业并非没有超额收益，小天鹅、美的集团近些年的股价表现即是明证。

3.4、厨电：成长犹在，格局尚有变数，规模仍是核心

从品类客单价来看，厨电仍是市场空间广阔的子行业。从行业未来空间来看，根据厨电整体购买客单价，烟灶套装平均价格在 3000~5000 左右，如果加上蒸箱烤箱洗碗机等品类，客单价接近 10000。因此，厨电整体的市场空间未来是有望超越冰洗的。

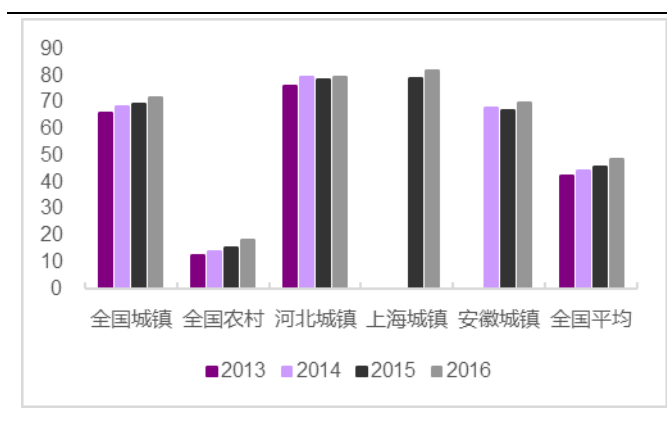
从当前行业渗透率及规模来看：未来成长空间主要来自于传统品类增长及品类扩张。1) 传统烟灶产品仍有渗透率提升的空间。截至 2015 年，油烟机城镇家庭每百户保有量为 69 台，农村家庭为 15 台，与冰洗保有量有较大差距。随着居民生活水平的不断提升，烟灶产品必需性将不断提升，保有量长期提升空间大。

图 25：油烟机内销量与冰洗比较



资料来源：Wind，国家统计局，产业在线，光大证券研究所

图 26：油烟机每百户保有量水平（单位：台/每百户）

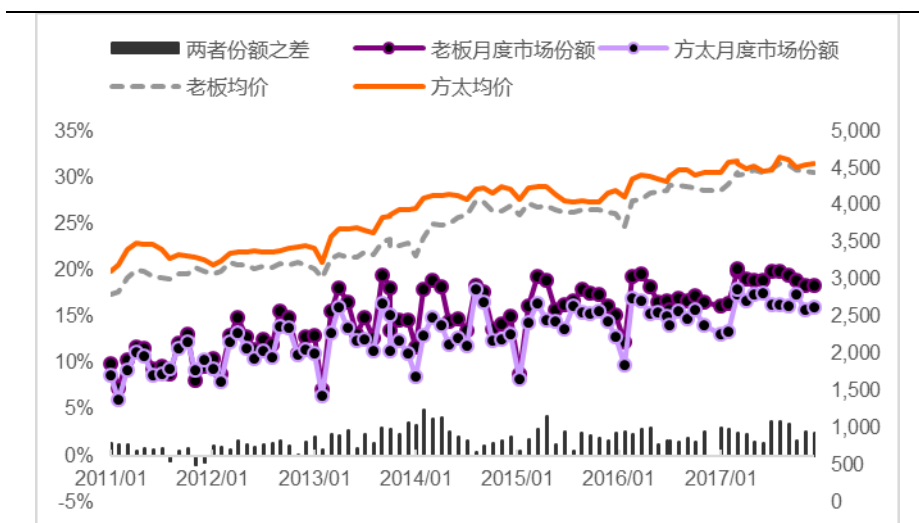


资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所

2) 新品扩张的增量红利：嵌入式厨电、洗碗机等新兴品类步入高速增长长期。随着中国家庭厨房面积加大、精装修占比提升，厨电与橱柜一体化程度越来越高，“整体厨房”的概念盛行。嵌入式厨电（具体包括嵌入式微波炉、嵌入式蒸汽炉、嵌入式烤箱）、洗碗机等逐渐成为消费者必选产品，2016 年微蒸烤、洗碗机零售额分别为 144、20 亿元。根据我们测算，未来微蒸烤、洗碗机市场规模均有望达到 300 亿元以上，带来新的增量空间。（可参考表 3：中国家电各品类市场容量测算）

竞争格局：TOP4 公司规模差距尚不明显，格局仍未落定。如前文所述，目前行业前四家龙头公司烟机销量普遍在 260~350 万台之间，整体收入也均在 60~80 亿（剔除直营、经销模式差异）之间，尚未有显著差距。以白电龙头千万台以上规模来看，行业仍处扩张期，未来格局仍未有定数。

图 27：2011 年以来老板、方太市场零售量份额、零售均价变动情况



资料来源：中怡康，光大证券研究所

短期竞争有所加剧，行业进入新一轮洗牌期。单纯烟灶技术壁垒和产品差异化较弱，经历过去相对宽松的竞争格局与提价周期，目前行业整体成本加价率达 6 倍，龙头为 7~8 倍，丰厚利润逐步吸引外部竞争者进入。并且随着电商渠道崛起，线下渠道壁垒与价格保护受到冲击，苏泊尔/好太太等低价品牌从线上进行突破，竞争格局趋于激烈。同时线上线下价差过大的现象也逐步影响线下渠道加价体系，行业短期进入新一轮洗牌期。

企业战略：短期仍以规模为重，同时也应兼顾效率提升。厨电行业龙头的份额领先优势尚不明显，因此当前最核心的战略目标仍应是收入增长和份额的扩张，从而构建较强的规模优势。依靠规模的提升，才能确保成本端的规模效应、产品研发投入的保证，以及多元产品带来的终端坪效/客单价的提升，完善竞争壁垒。同时，我们也看到，在电商等新零售渠道崛起的趋势下，行业也有一些潜在的问题，如产品差异化相对较弱，渠道加价率高而周转效率相对较低，未来的企业战略也需要兼顾效率提升，才能保障渠道 ROE 与品牌地位的稳定。

如何选择公司：优选品牌地位占优，规模扩张能力强的龙头公司。品牌优势一方面带来更高的产品溢价，另一方面也意味着更高的渠道盈利空间与竞争力，是持续扩张的驱动力之一。规模扩张能力则源于两个方面：**1) 新品类拓展的能力。**通过研发能力不断丰富产品品类，行成多元化的产品矩阵，保证收入规模的增长与品牌地位的提升。**2) 对渠道的掌控力，持续扩张与下沉的能力。**当前龙头公司在三四线及乡镇网点的布局仍有欠缺，参考白电龙头的发展历程，以及三四级市场加速普及的态势，未来渠道进一步下沉与扩张的能力也是规模增长的核心要素之一。

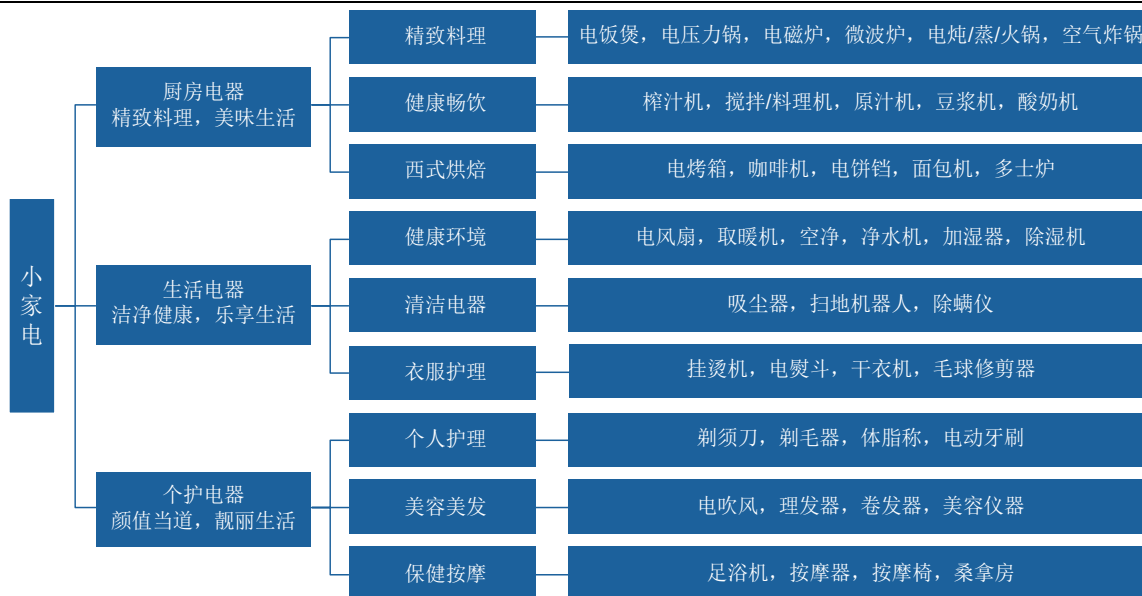
3.5、小家电：产品与效率至上，优选低估值综合性龙头

小家电行业特征：受益品类扩张与消费升级，整体空间广阔；更换频次高因而周期性弱、增速稳定。

1) 小家电品类数量多，整体市场空间超千亿。小家电各子品类中数量繁多，可分为三类，分别代表不同的消费升级方向：（1）厨房电器代表“精致料理、美味生活”；（2）生活电器则是“洁净健康，乐享生活”；（3）个护

电器为“颜值当道，靓丽生活”。中国小家电常见品类约有 30~40 种，而欧美发达国家小家电品类则多达 100 种。根据 Euromonitor 数据，2016 年小家电行业整体市场规模达 1375 亿，同比增长 9%，预计未来 5 年行业 CAGR 为 5~10%。

图 28：小家电品类划分



资料来源：光大证券研究所整理

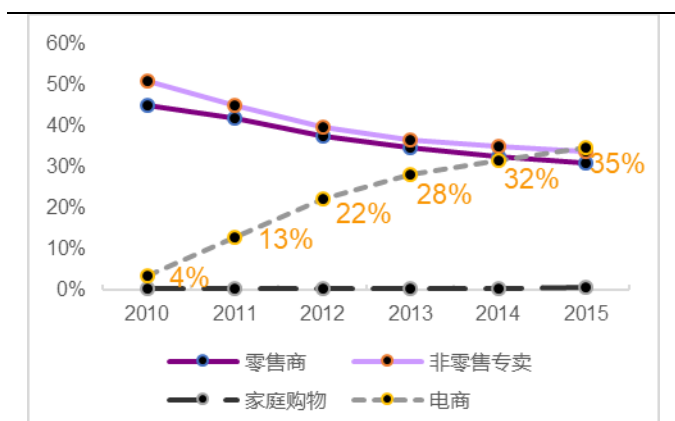
2) 消费频率高，地产周期影响小，整体增速相对稳定。相较大家电，小家电增速较为平稳、波动较小。从消费频率的角度分析，小家电相对于大家电而言，使用频率更高，更接近快消品属性，受地产周期影响较低，行业增速周期波动较小。因单品规模小、生命周期短、更新速度快，品类间更迭带来此消彼长，小家电行业整体增速更为稳定，且成长周期长于大家电。

品类和渠道特征导致小家电行业竞争对产品创新与运营效率有更高要求。一方面因技术壁垒相对较低、代工产能富余；另一方面因购买频次高且无需安装，线上销售占比高，造成外部玩家容易从细分领域进入市场。

1) 技术壁垒相对较低，代工产能富余。目前全球大部分小家电产能都集中在中国，因此供应链相对成熟，代工产能充沛，其中也不乏新宝股份这样极其优秀的具备成熟 ODM 能力的代工厂商。因此小家电领域易出现以品牌与营销为切入点，进入这一领域的新玩家。以豆浆机起家的九阳股份、现阶段的小米生态链等即是案例。因此，结合品类消费频次高的特征，只有持续的产品创新与多元化，才能构建起一定的产品组合壁垒。

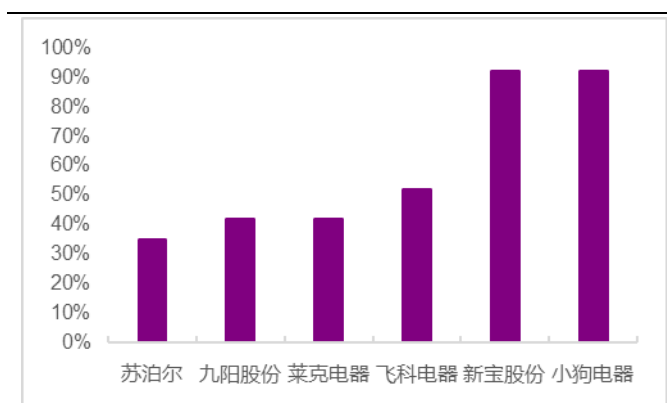
2) 品类特征导致小家电电商占比较高，对运营效率提出了更高要求。小家电体积小、单价低、无需安装，相对大家电更加适合线上销售，近几年电商销售占比持续提升。据 Euromonitor 数据统计，截至 2015 年，线上占比超过 40%。此外，还涌现出一批专门做线上渠道的互联网小家电公司，如小狗、小熊、SKG 等。电商渠道打破了线下的渠道保护与信息不透明，倒逼企业强化渠道管理与运营效率，以更好地实现线上线下融合，从而保障线下渠道的稳定。

图 29：小家电行业渠道结构变化



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 30：小家电公司 2017 年电商收入占比

资料来源：公司公告，公司调研，光大证券研究所
注：莱克电气、新宝股份均为自主品牌的电商占比

竞争层面：综合性小家电龙头在产品创新与渠道层面的综合壁垒相对较强。电商渠道的崛起打破了一定线下渠道保护，使得部分公司可以依靠爆款单品快速突破，因此，能够持续进行产品创新（背后需要完善的产品研发体系与经验）、多元化布局较好的综合性小家电龙头在产品与品牌上更具优势。另一方面，因为其品类多样与综合品牌优势，更能够保障线下渠道的坪效与运营效率，形成一定的渠道优势。由于周期性很弱，属于稳定消费品范畴，估值区间与个股业绩增速挂钩，往往对应 PE 区间 15~25x，波动较大，在低 PE 区间买入，可以赚取稳定收益+估值提升的双重收益。

细分领域：寻找阶段性成长，跟踪竞争壁垒与格局变化。传统小家电市场已经形成高度的垄断，但是随着中国消费升级进程，会有越来越多的新品小家电逐步成长为足够大的细分市场，带来阶段性成长的机会。例如早年依靠豆浆机成长起来的九阳股份，以及近年来涌现的剃须刀、吸尘器等领域。在投资此类领域公司的阶段性成长时，也需时刻跟踪其竞争壁垒的提升，以及竞争格局的边际变化。

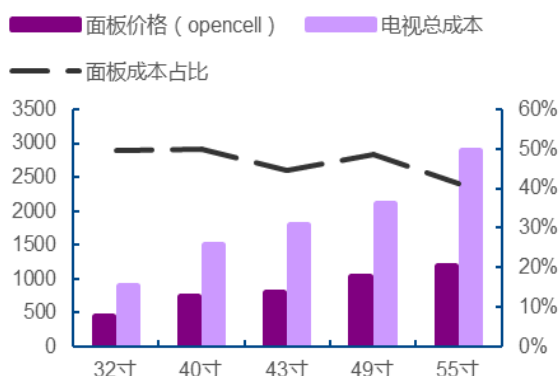
3.6、黑电：聚焦海外市场拓展与上游产业链优势

国内市场投资逻辑相对较弱，中长期黑电的成长逻辑来自海外市场。电视整体进入成熟期，国内需求相对稳定，但由于竞争格局相对分散，相较于白电而言，产业链定价权较弱，盈利能力波动较大。但另一面是，电视是目前出口占比最低的大家电品类，韩企三星、LG 全球份额分别 21%、13%，国内 TCL、海信仅 7%、6%，全球市场 2016 年电视销量近 2.2 亿台，是国内市场的 4 倍以上。展望未来 3~5 年甚至更长时间，一方面日本企业的持续退出仍是大趋势（除夏普已被收购外，其余品牌均在寻找买家）；另一方面，面板制造带动整条电视产业链持续向大陆转移，国内供应链体系逐步超越韩国，中国企业在全球站稳脚跟是大概率事件。

同时，无论是产业发展趋势的变化，还是投资逻辑的演变，都开始围绕产业链价值主体——液晶面板展开。作为占电视成本超过 60% 的液晶面板环节，一方面面临的是显示需求的持续扩张（包括手机全面屏化、电视大屏化，以及其他新屏幕的显示需求）；另一方面，依靠本土强大的消费电子需求以及国家资源的投入，国内面板双雄京东方、华星光电逐步赶超台湾地区、韩国面板厂商，实现产能与份额的集中，并带动整个电视制造产业链持续向中

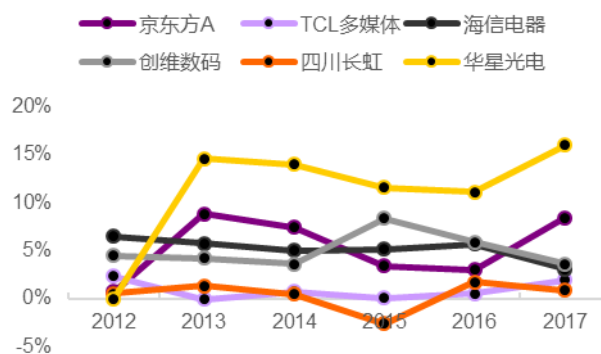
国转移。供需两层面转好的结果即是液晶面板目前处在最好的盈利周期，企业净利率可达10%以上。

图 31：电视面板成本占比（元）



资料来源：HIS，奥维云网，光大证券研究所

图 32：主要面板及电视厂商净利率差异



资料来源：公司公告，光大证券研究所

面对不确定性更高的海外市场以及显示技术的潜在变革，未来需要更加关注具备产业链一体化优势的电视厂商。产业链一体化在全球并非孤例，无论当前全球巨头三星、LG 还是最新收购夏普的富士康，均是产业链一体化的典型案例。一方面，海外市场需求波动较大，稳定的面板供应与采购/库存管理更加重要，绑定面板出海更有利于海外市场的拓展。另一方面，目前京东方/华星光电在前沿显示技术的研发投入持续领先，无论在 OLED、印刷显示等领域均有一定布局，未来显示技术的变革很可能由上游环节驱动，并转化为终端产品的市场优势。

从竞争策略而言，产业链一体化厂商未来可以结合上游面板与整机环节，综合考虑产业链价值的分配，实现竞争优势。一方面，现阶段整机环节竞争激烈，厂商净利率普遍在盈亏平衡点大幅波动，若考虑整条产业链价值分配，有可能以整机环节负利润率的形式在价格竞争中占据优势，最终实现集中度的提升（夏普目前即是采用此策略，但未来效果还需跟踪观察）。另一方面，当前电视尺寸与 SKU 繁杂，实际影响了整机环节的规模效应，若从面板——整机环节进行整体尺寸的规划与精简，未来有望提升整条产业链效率，从而逐步建立规模与成本壁垒。

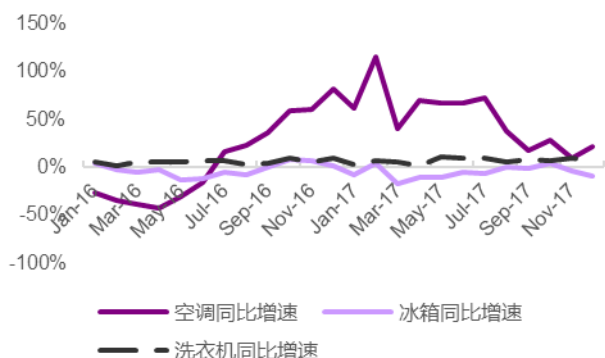
4、基本面跟踪：需求无需过忧，成本红利再现

4.1、2017 年行业回顾：全球库存周期推动基本面小阳春

16Q1~17Q4 家电行业收入增速分别为-0.1%、+5%、+20%、+34%、+32%、+39%、+29%、+23%。2017 年家电基本面迎来小阳春，空调产业链高增长是主因，出口较快增长是其次，可以说，内外销补库存周期共同推动了 2017 年家电行业的收入增速达到近几年新高。

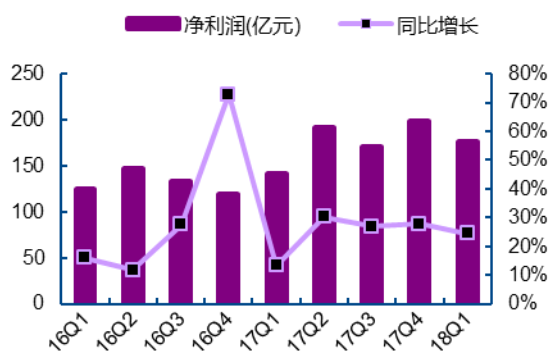
- 内销方面，一方面，空调产业链的高增长是销量爆发的主要原因，同时，前期地产旺销对各个终端品类的带动也有一定贡献。
- 出口方面，继美国之后，欧洲也迎来了补库存周期，带动空调、冰箱、洗衣机乃至小家电产品的出口都实现了不错的增长。

图 33: 主要白电 2016 年以来内销同比增速



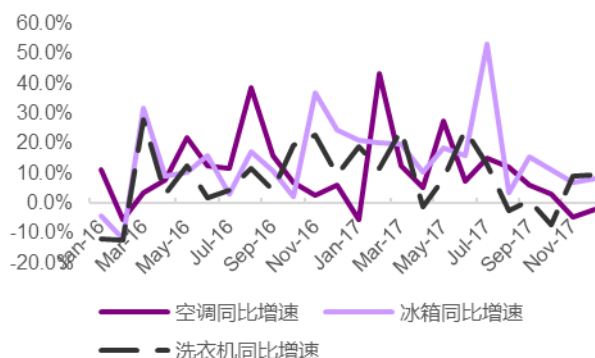
资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

图 35: 家电行业上市公司净利润及同比增长



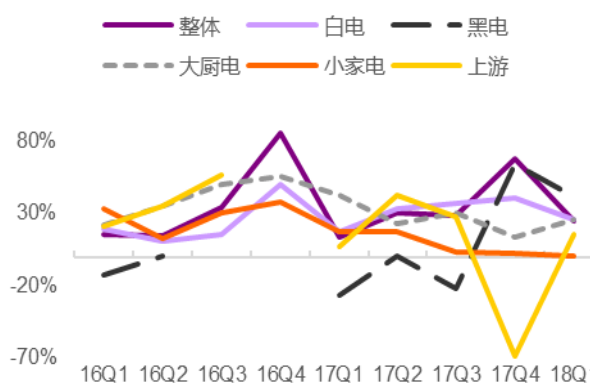
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 34: 主要白电 2016 年以来出口同比增速



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

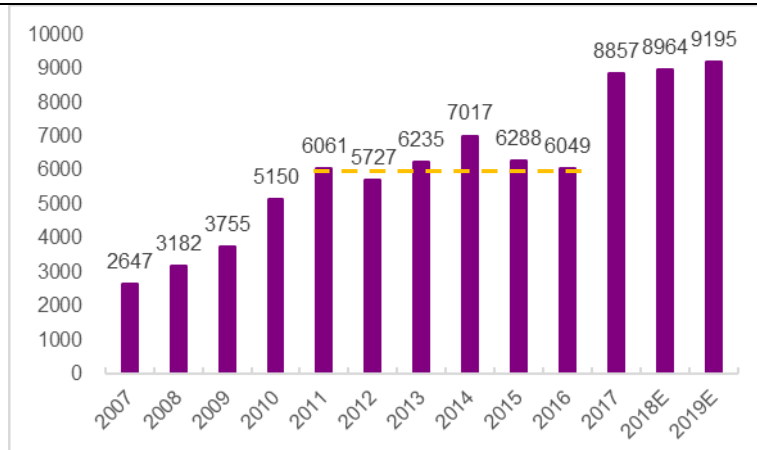
图 36: 家电各板块净利润增长变化



资料来源: wind, 光大证券研究所

空调板块无疑是 2017 年基本面最大的亮点, 全年内销超 8800 万台, 创历史新高。在此之前, 空调内销量已经在 6000 万台的位置徘徊了 6 年, 任何单一因素都解释不了空调的热销, 我们理解, 在前期地产旺销、更新需求释放以及炎热天气的共同催化下, 空调内销量完成了新一次飞跃。2017 年, 空调安装卡增速估计达到近 30%, 全年空调内销超 8800 万台, 创历史新高。

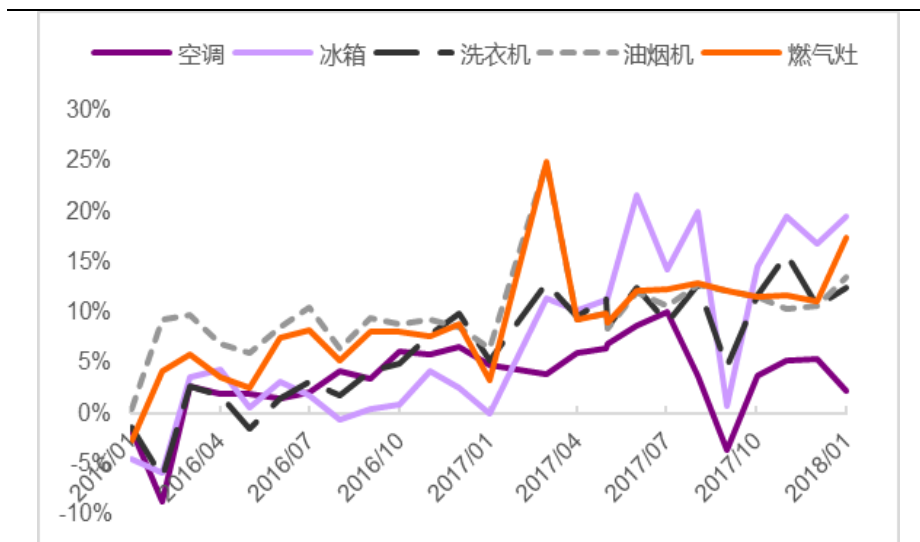
图 37: 2007 年至今空调行业内销量变化 (万台)



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所预测

成本大幅上行是 2017 年的核心考验，龙头公司再次展示了极强的成本转移能力。1) 如何转嫁成本？作为竞争格局良好的终端消费品，家电龙头公司应对成本上涨的主要方式便是提价。常规情况下，产品升级与推出新品是提价的主要形式。2017 因原材料价格上涨幅度较大，老产品也普遍进行提价，下图展示了家电细分品类涨价情况，主要的家电产品 ASP 提升都在 10% 以上，观察下表列出的各细分板块的毛利率，也基本保持稳定。2) 除了提价之外，龙头公司具有较强的规模效应和费用管控能力，也使得其净利率保持在极其稳定的水平。

图 38：家电细分品类终端 ASP 月同比涨幅



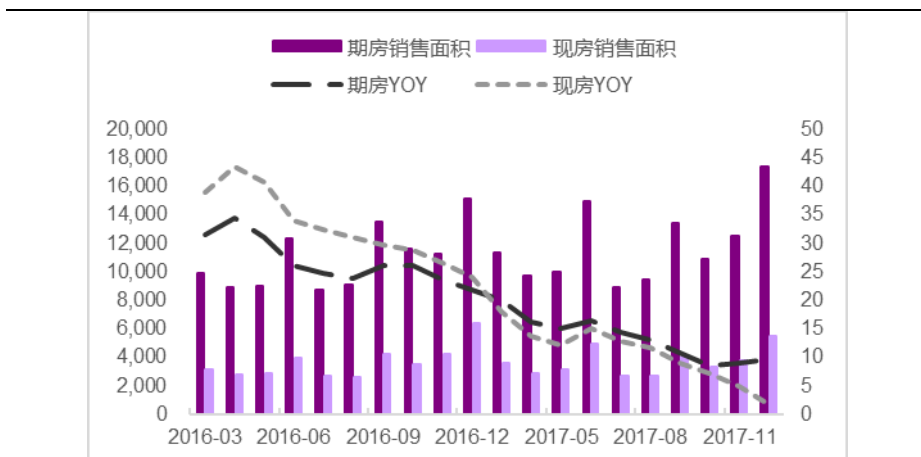
资料来源：中怡康，光大证券研究所

4.2、销量预判：需求有望平稳，补库存驱动空调增长

4.2.1、地产影响无需过忧，更新需求逐步接棒

2017 年地产销量仍小幅增长，对 2018 年需求仍是正贡献。根据国家统计局数据，2017 年上半年商品房现房、期房销售面积累计同比分别达到 +11.0%、+14.2%，下半年增速有所放缓，现房、期房全年销售面积累计同比分别为 -2.2%、+7.5%。而考虑 3-4 个季度的滞后期，2018 年地产对家电需求的增长依然是正贡献。此外，年内三四线地产销量实现了大幅增长，而三四线家电保有量相对较低，对新增需求的贡献弹性更大。

图 39：2016 年初至今商品房销售面积（万平方米）及增速（右轴，%）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

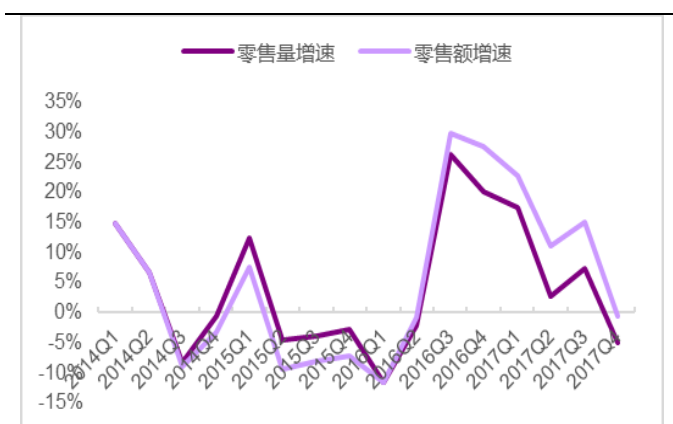
同时中长期来看，参考第一章结论，随着更新需求崛起，地产对家电需求的影响将逐步降低。2007~2011 年期间由“家电下乡”、“以旧换新”等产业政策支持带来的国内的大家电销量的快速增长，将会在未来几年内进入更新周期。同时伴随着消费升级和产品换代的需求愈发显著，地产销售给行业带来的新增需求比重正逐步降低。

因此，在相对悲观的假设下，如果 2018 年地产销量下滑 10%，对后续家电各品类增速的影响也仅在 2~5% 之间，考虑到更新需求规模的提升，以及龙头市场份额的进一步集中，地产销量波动对龙头公司销量的边际影响相对有限。

4.2.2、空调：从高增长回归平稳，补库存保障企业内销增长

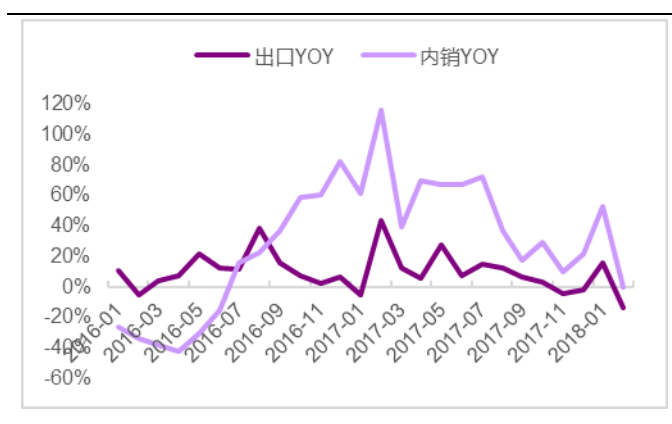
2018 年，预计空调终端需求从高增长回归平稳，中长期仍有成长空间。正向因素包括 2017 年地产销量的正增长，特别是三四线旺销带来的新装需求，以及十年前家电下乡阶段大规模销量带来的更新需求释放。中长期来看，空调保有量的进一步提升是行业中长期空间的保障，根据我们前期报告测算，参考日本保有量水平，空调内销天花板可达 1 亿台以上。

图 40：近四年空调终端零售增速



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 41：近两年空调企业出货增速

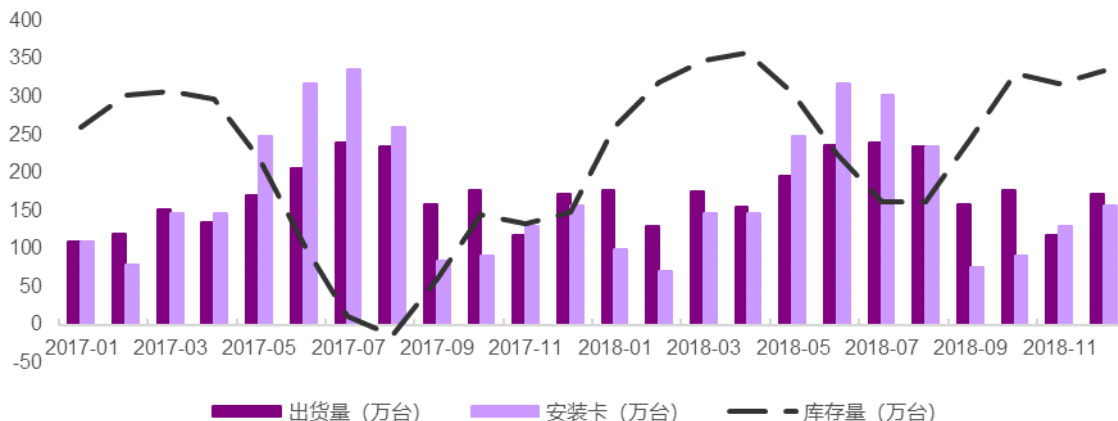


资料来源：产业在线，光大证券研究所

补库存驱动短期收入增长，后续零售需求为核心变量。2017 年夏季，由于出现极端持续高温天气，空调终端需求旺盛，市场处于供不应求的状态，

渠道库存被基本清空。从2017年9月开始，空调进入新一轮补库存周期，根据产业在线统计，2018年Q1国内空调内销累计同比增长达到20%以上。综合考虑渠道库存水平、经销商信心和企业经营目标，我们预计18H1依靠补库存内销仍可保持20%左右的增长。中期核心变量是对零售需求的跟踪，我们判断有望保持温和增长，即使2018夏天空调需求增速放缓或出现负增长，全年内销估计仍可保持10%左右增长。

图 42：美的集团空调渠道库存与出货量测算

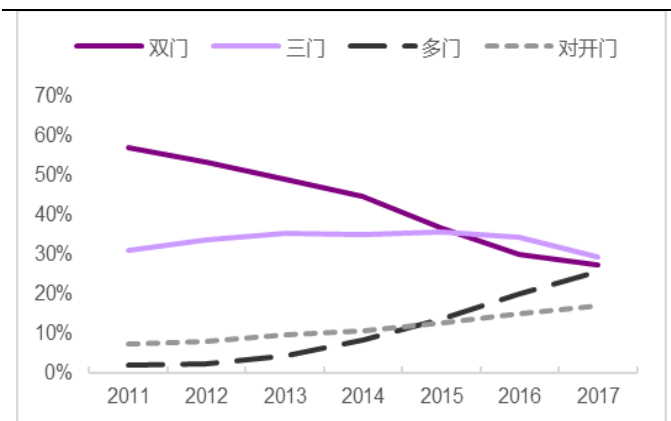


资料来源：产业在线，光大证券研究所测算，安装卡数据为估算数据，2018年3月及以后的出货数据为预测数据

4.2.3、冰洗：产品升级为核心驱动力，冰箱需求有望复苏

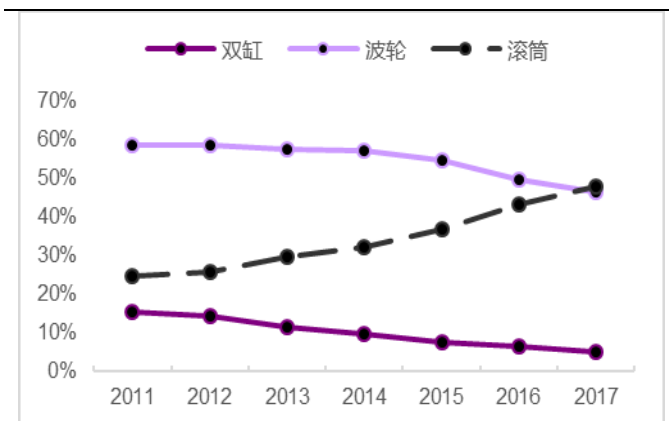
冰洗步入成熟期，需求以更新换代为主，产品升级是销量的主要驱动力。洗衣机的产品升级方向主要是滚筒对波轮的替代，目前滚筒行业销量占比为40~50%，后续仍有进一步提升空间，同时干衣机等关联品类的增长也对行业规模有一定贡献。冰箱产品升级方向为多门、对开门以及变频化，产品升级力度要稍弱于洗衣机。

图 43：冰箱零售量产品结构变化



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 44：洗衣机零售量产品结构变化

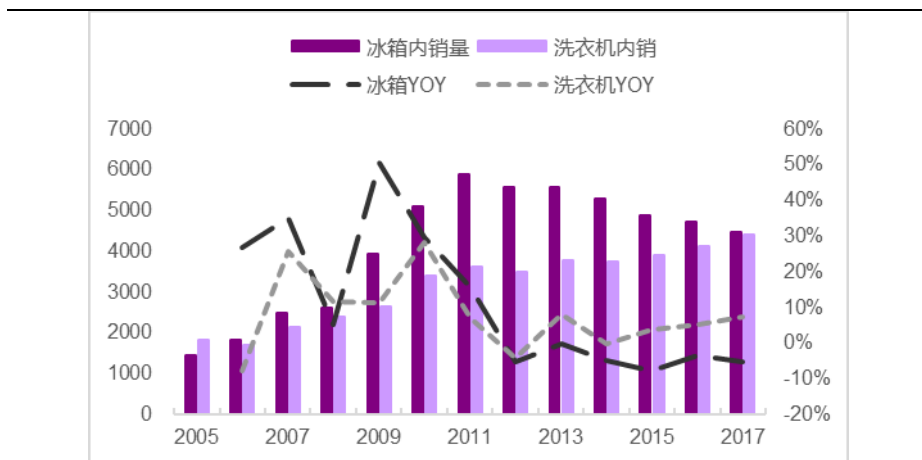


资料来源：中怡康，光大证券研究所

家电下乡时期销售的冰洗产品即将迎来更新换代，有望驱动冰箱需求复苏。根据产业在线销量统计，2007~2011年，伴随家电下乡等一系列刺激政策，冰箱销量大幅增长，顶峰期行业内销量接近6000万台，但是接着经历了5~6年内的销量持续下行。根据产业在线统计数据，2017年冰箱内销、洗衣机内销量分别为4468.8万台和4413.6万台，同比变动分别为-6.2%和

+6.9%。行业发展较为平稳。而后续随着前期存量产品陆续进行更新换代，需求具备一定的复苏动能。

图 45：2005 年至今冰箱、洗衣机内销量（万台）及增速（右轴）

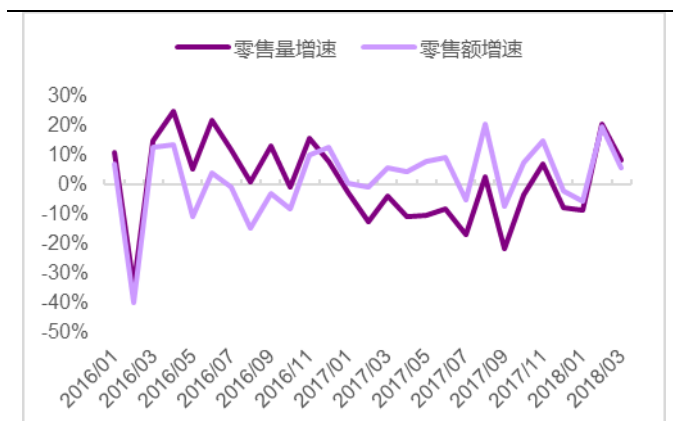


资料来源：产业在线，光大证券研究所

4.2.4、电视：国内需求有望迎来复苏，成长空间看海外

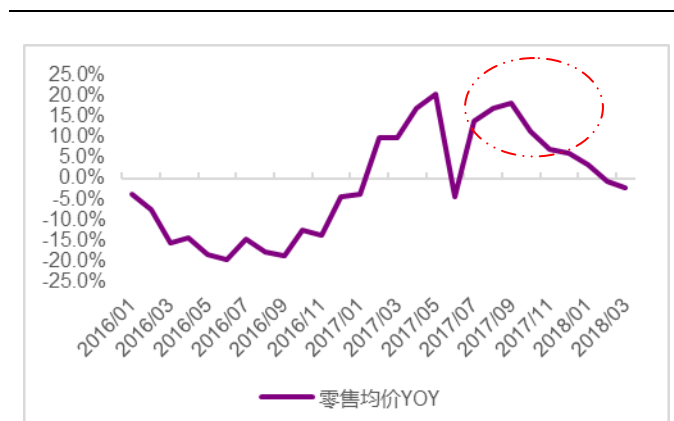
2018 年电视国内需求有望在低基数下实现恢复性增长。根据奥维云网数据，2017 年国内电视零售量同比下降 6.6%，零售额同比增长 4.5%。需求的下降一方面由于 2016 年互联网企业低价促销较多，透支部分需求，另一方面由于面板价格大涨，带动电视终端产品涨价 20~30% 以上，抑制了消费者短期的购买意愿。考虑到电视作为成熟消费品相对稳定的需求，以及自 2017H2 开始电视 ASP 的逐步降低，我们预计 2018 年国内需求将在低基数下实现恢复性增长。

图 46：2016 年至今液晶电视零售量、零售额增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

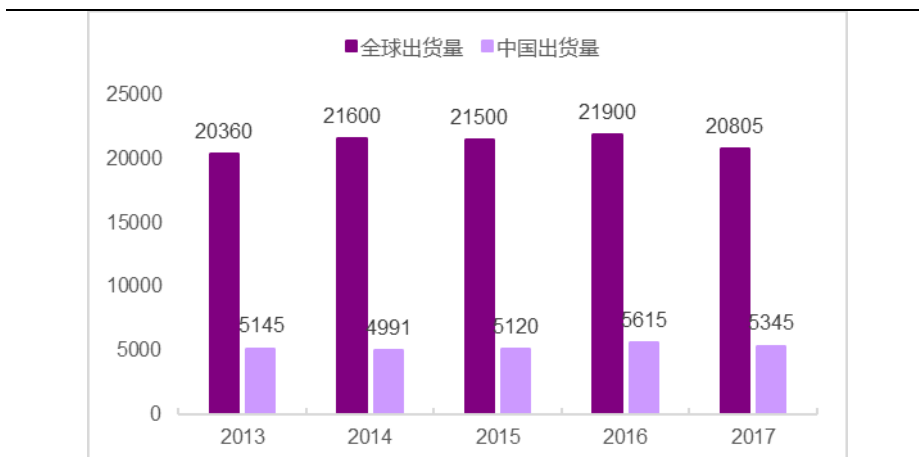
图 47：彩电零售均价变动走势



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

中长期黑电销量的成长空间在海外市场。黑电是目前出口占比最低的大家电品类，韩企三星、LG 全球份额分别 21%、13%，国内 TCL、海信仅 7%、6%，全球市场 2017 年电视销量约 2.1 亿台，是国内市场的 4 倍以上。展望未来 3~5 年甚至更长时间，一方面日本企业的持续退出仍是大趋势；另一方面，面板制造带动整条电视产业链持续向大陆转移，国内供应链体系逐步超越韩国，中国企业在全球站稳脚跟是大概率事件。

图 48: 2013 年至今全球及中国液晶电视出货量 (万台)



资料来源: Witsview, 产业在线, 光大证券研究所

结合以上分析, 后期核心观察变量为各板块的零售端增速情况, 决定了对板块需求及后续基本面表现的预期。我们对 2018 年四大家电销量增长预测如下表, 综合来看预计 2018 年家电整体需求将保持平稳增长。但行业也告别了 2017 年规模大幅扩张的逻辑, 步入稳定增长周期

表 5: 四大家电 2018 年销量增长预测

年份	空调			冰箱			洗衣机			电视		
	销量	内销	出口	销量	内销	出口	销量	内销	出口	销量	内销	出口
2016	2%	-4%	10%	2%	-3%	12%	6%	6%	7%	11%	10%	12%
2017	31%	46%	10%	1%	-6%	17%	7%	7%	9%	-2%	-5%	1%
2018E	5%	4%	6%	7%	5%	11%	5%	5%	3%	7%	5%	8%

资料来源: 产业在线, 光大证券研究所预测

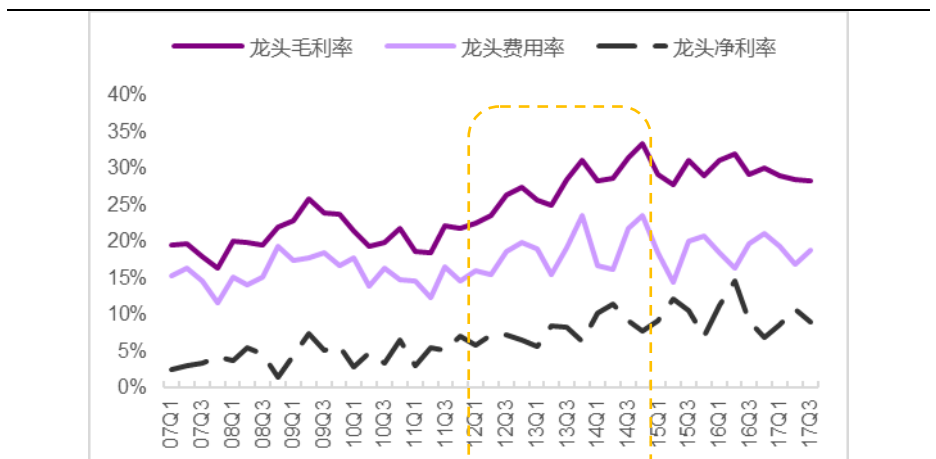
4.3、盈利展望: 成本红利再现, 定价权驱动利润率上升

2017 年的产业环境与 2010~11 的成本上升期有些相似。可以看到, 在 2010~11 的大宗商品价格上涨期, 龙头的毛利率出现了小幅的下降, 但通过费用的管控与收缩, 利润率保持平稳。期间产业环境的共性是:

- 1) **需求高速扩张:** 2010~11 年, 前期一系列政策的刺激效应仍在, 需求仍处扩张期, 增长快速; 2017 年在空调新一轮周期的带动下, 行业需求也属上行期。
- 2) **垄断格局已成:** 两轮周期行业竞争格局均已稳定, 龙头通过产业链控制力转嫁成本, 通过费用收缩保证盈利水平。

2012~13 年, 随着成本下降, 龙头毛利率与盈利水平开始持续上升。从 2012 年开始, 经济增速放缓, 大宗商品价格也从持续 2 年的上涨趋势转为下降。接下来的 2~3 年内, 在需求稳定增长 (新一轮节能补贴政策推动下)、竞争格局稳定的条件下, 一方面终端产品的价格每年通过产品升级仍有提升, 另一方面成本同比在持续下降, 在均价-成本剪刀差下, 家电龙头的毛利率开始出现一轮快速的上升, 利润率也更上台阶。

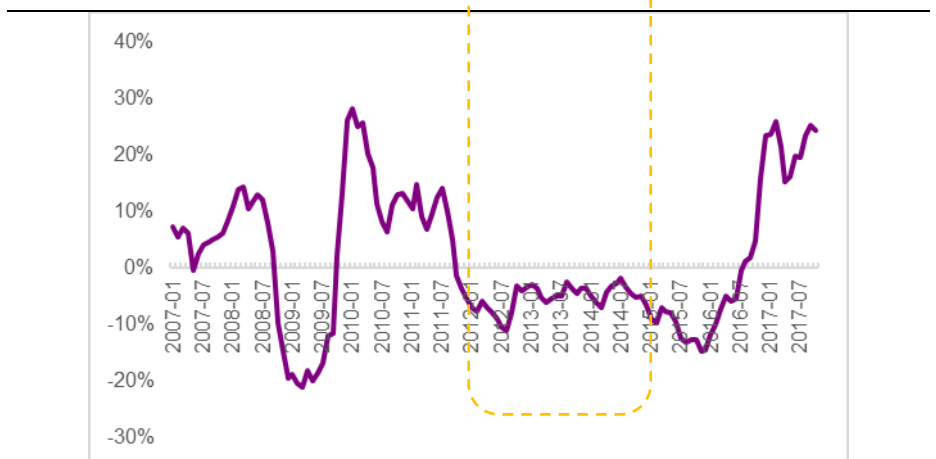
图 49：成本红利期空调龙头毛利率、净利率、销售费用率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：空调龙头包括格力电器、美的集团、青岛海尔

图 50：原材料价格指数变化

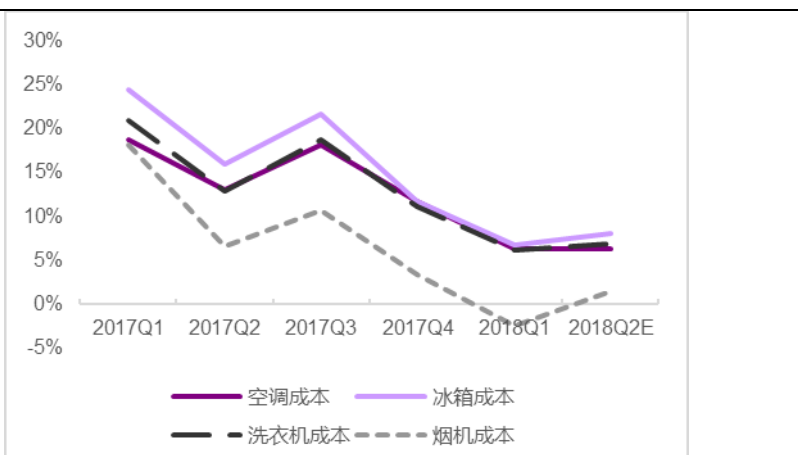


资料来源：Wind，光大证券研究所

2018 年的成本下行可能再度重演：通过静态测算我们可以看出，家电成本压力从 17Q4 起大幅下降，2018 年综合成本很可能小幅向下。我们的模型暂不考虑终端提价，单纯测算原材料价格上涨对家电成本及毛利率的同比影响。其中毛利率的影响测算时我们假设 30% 的毛利率（若毛利率更高，受影响幅度会更小）。假设原材料价格自 2017 年 Q1 后不再上涨，17Q4 起空、冰、洗、烟机的成本同比涨幅将显著下降。而 2018 年，我们预计大宗商品价格有望进一步下降，综合成本有望同比下降。

依靠超强的产业链定价权，龙头公司 2018 年有望再度享受成本下行带来的利润率水平提升。家电龙头公司在产业链的定价权源于对全产业链的控制以及终端极其集中的市场格局。2017 年，在原材料成本大幅上涨的情况下，龙头公司通过产品提价逐季消化了成本上涨，全年各大白电龙头公司甚至实现了毛利率的逆势提升。随着 2018 年初进一步的结构性提价与产品升级，以及出口提价效应的滞后体现，我们预计 2018 年龙头公司的毛利率/净利率水平有望重回上升通道。

图 51：原材料成本同比涨幅逐季下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

5、投资策略和公司推荐

5.1、估值分析：打开全球视野，估值仍有折价

5.1.1、静态：成长性/盈利质量全球领先，估值仍有折价

即使 2017 年以来估值大幅提升，目前国内家电龙头估值仍处于全球偏低位置。从我们统计的全球主流家电公司的估值比较来看，目前国内三大龙头公司 2017PE 为 13~20X，整体处于全球偏低位置，格力电器估值甚至全球最低的估值水平之一，仅增长停滞的美国 Whirlpool、土耳其 Arcelik 估值小于格力电器。

国内龙头在规模、成长性、盈利能力、现金流等指标上大幅领先全球。当前国内三大龙头已成为全球收入、利润体量最高的家电公司，并且过去三年收入、利润都实现了 20% 左右的复合增速，远远超越全球家电公司平均水平。从盈利质量来看，国内公司 ROE 为全球最高，并且现金流、现金资产规模远超海外公司，真实 ROE 更加惊人。如果结合这些指标，从全球视野来看，当前国内龙头公司估值依旧存在明显折价。

表 6：家电行业国际估值比较

公司	上市地点	收入 (百万美元)				净利润 (百万美元)				ROE (%)			PE (倍)
		2016	2017	2018E	CAGR	2016	2017	2018E	CAGR	2016	2017	2018E	2018E
美的集团	深交所	23042	37023	41835	25%	2117	2645	3174	17%	25%	24%	25%	16
格力电器	深交所	15873	22959	28239	22%	2223	3428	4285	30%	29%	34%	34%	11
青岛海尔	上交所	17164	24372	25280	22%	726	1059	1239	23%	19%	21%	21%	14
Whirlpool	纽交所	20718	21253	22117	2%	1061	625	1071	3%	19%	8%	23%	10
A.O.Smith	纽交所	2686	2996	3267	9%	329	380	444	17%	22%	19%	24%	25
IROBOT	纳斯达克	661	884	1067	20%	45	55	75	19%	11%	12%	14%	23
Electrolux	斯德哥尔摩证券交易所、伦敦证券交易所	14167	14307	14862	0%	530	615	688	18%	27%	30%	25%	12
SEB	巴黎证券交易所、伦敦证券交易所	5534	7326	8290	16%	317	456	535	30%	15%	23%	21%	18
Arcelik	伊斯坦布尔	5341	5722	6030	5%	321	231	296	-3%	25%	13%	16%	11

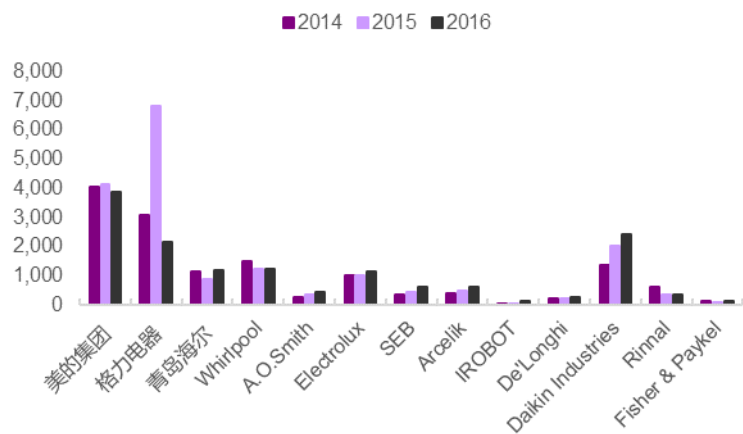
	证券交易所												
De'Longhi	意大利证券交易所	2042	2229	2571	7%	175	196	231	11%	18%	18%	17%	19
Daikin Industries	东京证券交易所	17038	18908	21418	7%	1161	1427	1681	15%	13%	14%	15%	19
Rinnal	东京证券交易所	2667	3055	3192	6%	190	211	213	4%	9%	8%	8%	23

资料来源：Wind, Bloomberg, 光大证券研究所整理，股价时间为 2018 年 5 月 28 日

注：为便于比较，收入利润均以当年末汇率换算成美元；盈利预测国内公司为光大证券研究所预测，海外公司均为 Bloomberg 一致预期。其中 Daikin Industries、Rinnal 和 Fisher & Paykel 财务年度截止次年 3 月 31 日，下同。

图 52：全球家电重点公司 2014-2016 经营活动净现金流量

(单位：百万美元)



资料来源：Wind, Bloomberg, 光大证券研究所

注：为便于比较，均以当年末汇率换算成美元。

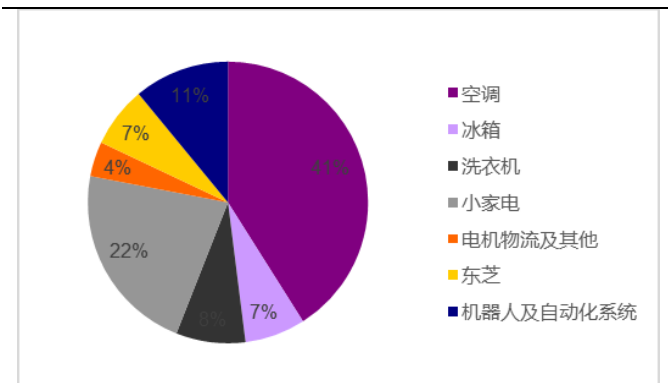
5.1.2、动态：多元化与全球拓展打开空间，效率至上时代 ROE 仍 可看高

持续且成功的多元化是打开中长期空间的保证。纵观全球家电巨头的成长历史，天花板的打破总是伴随着持续多元化的进程：

1) **家电领域的多元化**：从单一的家电品类向多元的产品品类拓展，全球巨头惠而浦、伊莱克斯，GE 家电无一不是遵循这一思路进行发展。国内公司中美的集团无疑是最成功的代表，美的现在的成长，离不开过去十年乃至二十年对小家电、洗衣机（对小天鹅的收购与成功整合）、冰箱等多元产品线的持续布局。展望未来 3~5 年，国内龙头公司在暖通空调、冰洗、新兴小家电领域的多元化成长依然会带来收入、利润规模的持续扩张。

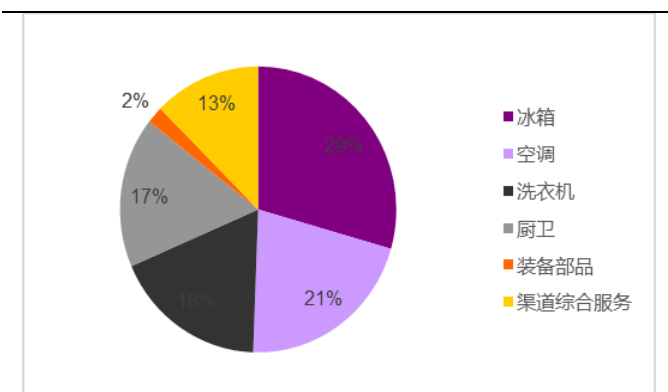
2) **由家电公司向多领域集团的发展**：当家电业务体量到达一定规模后，海外公司的成长路径出现分化。一类以惠而浦、伊莱克斯为主，依旧聚焦在家电领域，成为全球经营、多品牌多品类的家电巨头。一类则以 GE、西门子、飞利浦等为主，从原先的家电产业，扩张到其他技术密集或具备发展前景的新兴科技领域。国内典型公司即美的集团，公司 3~5 年之后的最大看点，即是目前在机器人、自动化与人工智能领域的培育和投入，逐步开花结果，成长为全球性的科技企业集团。

图 53: 美的集团 2017 年收入结构



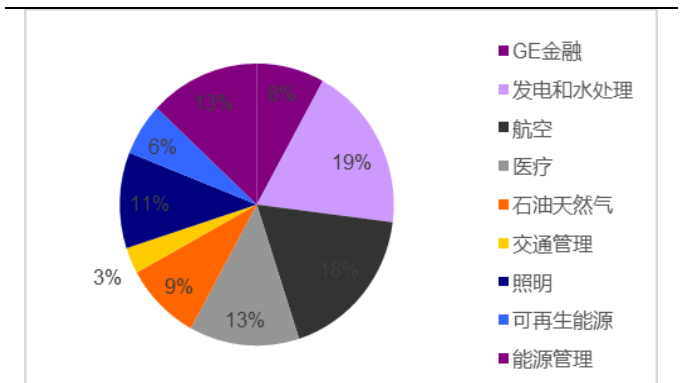
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

图 55: 青岛海尔 2017 年收入结构 (含 GEA)



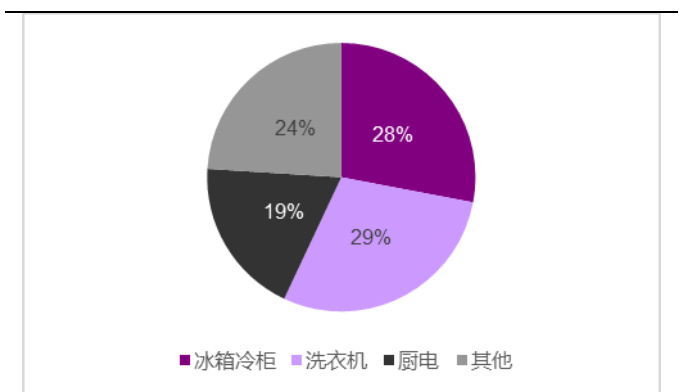
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

图 54: GE2017 年收入结构



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 56: 惠而浦 2017 年收入结构



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

剑指海外, 全球化打开增长空间: 结合行业发展现状, 参考美、日家电行业发展历程, 国际化是中国家电产业进一步发展的必然路径。从国情角度考虑, 有庞大的本土市场提供支撑、增量空间来自于品牌输出而非规模增长, 将是中国家电产业国际化的主要特征。而从全球格局以及行业趋势看, 海外收购可能成为国内龙头国际化的主要方式。目前海外地区性品牌普遍经营困难多寻求转型或出售, 给中国企业带来收购机会, 其品牌与渠道关系的收购价值突出。新兴市场发展潜力巨大, 产业链制造与本土化管理能力是经营核心要素, 预计合资或收购模式对中国品牌跨越新兴市场更具优势。美的前期与国际巨头的合资公司尝试, 海尔、美的相继收购 GE 家电、东芝白电即是典型案例。

以惠而浦为例, 从本土市场走向国际化为惠而浦提供了二次增长动力。由于美国市场早早进入成熟期, 销售规模增长缓慢, 惠而浦从 20 世纪 80 年代末便开始了国际化扩张进程, 主要方式均为收购兼并。公司通过收购, 成功地扩大了欧美等成熟市场的销售规模, 在新兴市场则通过收购享受了高增长红利, 收入也从国际化之前的 50 亿美元左右的规模发展至 180 亿美元以上。

表 7: 惠而浦成立以来的投资/收购活动一览

时间	投资/收购事项	被收购方相关信息	备注
第一阶段: 耕耘北美市场			
1911	Upton 公司成立		发明了世界上第一台电动式洗衣机

1929	与宾汉姆顿 1900 洗衣机公司合并，成立 1900 洗衣机公司	主营洗衣机	利用十年时间成为美国洗衣机制造行业的领头羊
1950s	收购印第安那州一家零部件生产商，埃斯维拉的一家冰箱工厂和俄亥俄州马利安市的脱水机工厂	主营脱水机、冰箱	利用并购进入了其他家电领域
1950s	与美国 Porcelain 钢铁公司合并	建立洗衣机生产基地	这个基地后来成为世界最大的洗衣机工厂
1957	小比例入股巴西 Brasmotor 公司	拥有巴西两大著名家电品牌	间接试水巴西家电市场
1970s	加拿大家电生产商英格里斯公司的股权		加快全球扩张步伐
第二阶段：开启国际化进程，广撒网的异地扩张			
1986	收购霍巴特公司的“厨房帮手”(KitchenAid) 分公司	主营厨房电器	
1987	与印度桑德拉姆-克莱顿公司成立 TVS 惠而浦公司	生产小型洗衣机	1994 年取得合资公司的绝对所有权
1989	在荷兰与飞利浦成立大型家用电器公司，惠而浦持股 53%	主营白电、厨电业务	进入欧洲市场
1989	收购 Roper 品牌		建立起多层次品牌体系
1991	收购与飞利浦合资公司的剩余股权		进一步加强在欧洲的市场地位
1994	以 1.2 亿美元现金获得印度最大的洗衣机制造商 Kelvinator 的控股权，同时取得 TVS 的所有权。		在印度市场获得成功，收入迅速提升
1995	总投资超过 2 亿元，分别与中国上海水仙、北京雪花、深圳石化、顺德蚬华成立合资公司	分别经营洗衣机、冰箱、空调、微波炉	进入中国市场，但经营遭遇挫折，发展并不顺利
1997	增资 2.17 亿美元将在 Brasmotor 所占股权比例提升至 66%，获得控股权	主营白电、厨电业务	将巴西公司并入合并报表，获得新增增长动力
第三阶段：目标明确，战略精准			
2002	收购墨西哥 Vitromatic 公司和波兰 polar 公司		
2005	收购 Maytag (Maytag)	主营白电、厨电、以真空吸尘器著称	成为全球最具规模的大型白色家电制造商
2014	收购中国家电企业合肥三洋	主营洗衣机、微波炉、冰箱	拓展中国市场、打造亚洲制造中心
2014	宣布收购欧洲家电企业意黛喜	主营白电、厨电	市场互补，进一步加强欧洲市场地位

资料来源：光大证券研究所根据公司年报及官方网站等信息整理

未来十年，行业将从粗放式的规模扩张进入精细化的效率提升时代。过去 10 年，行业规模扩张+龙头垄断竞争带来的“规模红利+竞争红利”是家电产业扩张与投资的核心逻辑。未来随着城镇化放缓、地产周期走弱、规模红利淡化，旧的投资逻辑逐步失效，量价、份额的细微变化已经不再是判断行业发展的主要逻辑。行业运营模式进入新周期，商业模式到达分水岭从“规模扩张”向“效率转型”过渡，增长点从“销量驱动带来的收入与利润增长”逐步走向“效率驱动带来的 ROE 水平提升”。我们上文已对这一问题有过详细论述。

持续运营模式转型带来的红利将是全产业链运营效率的提升，并进一步带来制造成本的下降、产业链价值分配的优化以及全渠道周转率的提升，最终驱动龙头盈利能力/ROE 再上台阶。

5.2、家电板块重点公司推荐

后地产周期的家电产业，虽然增速有所放缓，但与美日宏观对比，城镇化率与居民收入水平，城乡巨大的经济差异决定国内家电消费仍有成长空

间。新产业周期下，企业战略与投资逻辑逐步从单一的规模扩张，转变为产品、效率两端能力的持续提升，领先的龙头公司仍有望持续提升份额，实现业绩的稳定增长。并且随着国际化扩张打开空间，效率变革推升 ROE，以及全球资本的加速配置，估值有望从前期折价进一步走向溢价。板块的配置价值依旧突出，我们首次给予板块“增持”评级。

参考正文投资框架，结合子行业发展阶段与竞争格局，优选现阶段企业治理、战略与产业环境深度契合的龙头公司。当前重点推荐：1) 壁垒深厚，业绩确定性强的白电龙头青岛海尔、美的集团、格力电器、小天鹅 A；2) 成长逻辑清晰的细分领域龙头欧普照明、苏泊尔、华帝股份、老板电器。3) 经营底部静待拐点确认的九阳股份、TCL 集团。

5.3、首次覆盖公司分析

TCL 集团：战略日渐清晰，盈利反转可期（首次覆盖）

战略转向聚焦，重塑经营逻辑。公司前期业务板块较为繁杂，影响战略清晰度与经营质量。自 2014 年以来，公司聚焦以液晶面板为核心的显示技术上游元器件、以电视/手机为核心的智能终端业务，逐步剥离非核心及亏损业务来改善业务架构。随着华星光电股权增持完成，TCL 通讯的持股比例降低，集团战略和业务架构调整日渐清晰，业绩改善明显、降本提效效果显著。公司 2017 年收入 1117.27 亿元，同比+4.8%，归母净利 26.64 亿，同比+66%，18Q1 收入、归母净利分别同比+1%/+63%。

华星光电：国家战略支持与一体化优势驱动华星崛起。依靠本土强大的消费电子需求以及政策和政府的支持，国内液晶面板行业迅速崛起，2017 年大陆面板厂商的全球供货率达到 36%，首次超越韩国位居第一，其中京东方和华星的全球市占率分别达到 17%/15%，成为国产面板双雄。华星光电坐拥集团一体化优势，在终端业务支持下持续保持满产满销，良率、盈利能力等经营效率指标全球领先（2017EBITDA Margin 高出同行 10pct 以上）。长期来看，随着 11 代线、OLED 产线陆续投产，在显示技术领域的布局与优势将持续提升。短期来看，18 年在产能提升及成本下降驱动下，净利润仍可保持 45~50 亿元左右水准。参考其当前 262 亿净资产，以及未来集团持股比例进一步提升预期，资产低估显著。

TCL 多媒体：产业链一体化优势逐步显现，全球拓展加速。电视产业链已经基本完成从整机到面板全面向中国的转移，未来中国企业走向全球份额提升，赶超韩企是大概率事件，这一过程中具备产业链一体化优势的厂商在产能规划、上下游协同及产品力上会具备持续的优势。短期而言，18 年海外销量增长预计继续贡献收入增量，产品结构优化和面板价格下行保障毛利率的稳定，结合持续的人员精简和费用管控预计净利润仍有提升。此外未来白电资产的大概率注入有望进一步增厚公司利润。

TCL 通讯：减持并引入战投，贡献业绩弹性。2017 年 TCL 集团减持通讯业务 49% 的股份，并通过股权的转让引入了三家具备移动通讯产业链背景或业务资源的战略投资者，预计未来在减少通讯业务亏损对集团整体业绩的影响的同时，有望通过经营改善贡献业绩弹性，18 年预计同比减亏 10 亿元以上，贡献集团利润增量。

公司治理优化护航战略执行。2018 年伊始，TCL 集团推出“双计划”分别针对 TOP400 和核心骨干、中层、基层管理和技术人员进行广泛激励，其持有的公司股票占股本比例分别为 0.57%/0.29%，业绩考核基准 2018/2019 年公司归母净利润较 2017 年分别增长 10%/20%。激励的实施有利于绑定各级管理者的利益，加码战略落地和业绩兑现。

投资建议：随着集团战略和业务架构的日渐清晰，公司经营渐入正轨，利润反转可期。我们预计公司 2018~20 年 EPS 为 0.29/0.33/0.38 元，对应 PE 为 11/10/9 倍，2018 年 PB 仅为 1.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

分部估值与目标价：由于公司业务板块存在一定差异，故采用分部估值方式，其中：1) 面板业务为重资产业务，且利润波动较大，适宜采用 PB 估值，华星光电可参考京东方 A 估值，目前京东方 A 的 PB 估值为 1.75 倍，给予一定折价按 1.5 倍 PB，华星股价价值 390 亿元。2) TCL 多媒体参考 A 股海信 2017 年 20 倍 PE 估值，对应股权价值 73 亿元。3) 公司金融板块年利润规模近 10 亿元，参考金融股整体情况给予 5~6 倍 PE 估值价值 50 亿市值左右。综上：在不考虑手机业务、渠道业务估值的情况下，公司合理市值达到 513 亿元，当前存在明显低估，按分部估值结果给予目标价 3.76 元。

风险提示：面板价格超预期下行；通讯扭亏低于预期；海外需求波动。

表 8：公司盈利预测及估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	106,618	111,727	119,873	131,780	141,316
营业收入增长率	1.66%	4.79%	7.29%	9.93%	7.24%
净利润 (百万元)	1,602	2,664	3,929	4,443	5,087
净利润增长率	-37.59%	66.30%	47.48%	13.07%	14.50%
EPS (元)	0.12	0.20	0.29	0.33	0.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.04%	8.96%	12.24%	12.85%	13.57%
P/E	27	16	11	10	9
P/B	1.9	1.5	1.3	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 5 月 28 日

表 9：公司营收预测核心指标

主营业务收入 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E
合计	11,051,090	11,856,733	13,034,476	13,977,695
多媒体	3,530,464	3,987,035	4,305,788	4,540,561
物流与服务	2,238,826	2,328,379	2,421,515	2,518,375
通讯	1,497,475	1,423,645	1,407,565	1,394,701
家电	1,589,053	1,668,505	1,751,931	1,839,527
部品及材料	213,944	213,944	213,944	213,944
华星光电	3,047,510	3,250,683	3,893,396	4,399,561
通力电子 (AV)	507,240	557,964	613,760	644,448
主营业务收入增长率	2017	2018E	2019E	2020E
合计	6.7%	7.3%	9.9%	7.2%
多媒体	23.5%	12.9%	8.0%	5.5%
销售及物流服务	-0.1%	4.0%	4.0%	4.0%
通讯	-26.5%	-4.9%	-1.1%	-0.9%
家电	31.6%	5.0%	5.0%	5.0%
部品及材料	-64.5%	0.0%	0.0%	0.0%

华星光电	36.6%	6.7%	19.8%	13.0%
通力电子 (AV)	39.4%	10.0%	10.0%	5.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所预测

6、风险因素

原材料价格大幅上涨: 2017 年原材料价格大幅上涨, 对行业整体毛利率带来一些负面影响, 后龙头公司通过提价逐步消化。若后续原材料价格仍有大幅提升, 可能会再度影响行业毛利率水平与业绩表现。

地产销量大幅下滑: 作为地产后周期行业, 若地产销量出现超预期下滑, 会影响后续家电需求, 并压制市场对板块的业绩预期。

竞争格局恶化: 部分子行业现在竞争较为激烈, 若竞争格局继续恶化, 可能会影响相关公司利润率水平

海外整合不达预期: 过去两年, 龙头公司普遍进行了较多海外收购, 若资产整合不利, 可能会影响短期合并报表业绩表现。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	目标价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
000333	美的集团	51.94	63.73	2.63	3.26	3.90	20	16	13	4.6	3.9	3.3	买入	维持
600690	青岛海尔	18.73	20.00	1.14	1.34	1.55	16	14	12	3.5	3.0	2.5	买入	维持
000651	格力电器	46.63	57.60	3.72	4.40	5.13	13	11	9	4.3	3.1	2.7	买入	维持
000418	小天鹅A	64.50	88.00	2.38	3.00	3.63	27	21	18	5.8	4.9	4.2	买入	维持
603515	欧普照明	54.22	61.50	1.18	1.54	1.99	46	35	27	8.6	7.3	6.1	买入	维持
002032	苏泊尔	52.19	51.00	1.59	2.05	2.52	30	24	19	7.6	6.3	5.2	买入	维持
002035	华帝股份	28.70	32.25	0.88	1.27	1.62	33	23	18	7.6	6.0	4.8	买入	维持
002508	老板电器	34.63	42.15	1.54	1.89	2.28	22	18	15	6.2	5.2	4.2	买入	维持
002242	九阳股份	16.15	19.00	0.90	1.03	1.19	18	16	14	3.5	3.2	3.0	增持	维持
000100	TCL集团	3.20	3.76	0.20	0.29	0.33	16	11	10	1.5	1.3	1.3	增持	首次
002050	三花智控	17.50	19.00	0.58	0.74	0.92	30	24	19	4.7	4.1	3.5	增持	维持
603868	飞科电器	51.03	65.70	1.92	2.19	2.69	27	23	19	9.2	8.2	7.1	增持	维持
600060	海信电器	14.12	17.30	0.72	0.97	1.13	20	14	12	1.4	1.3	1.2	增持	维持
000921	海信科龙	11.03	14.00	1.47	1.06	1.21	8	10	9	2.3	2.1	1.8	增持	维持
000521	美菱电器	4.21	4.60	0.03	0.28	0.31	135	15	14	0.9	0.8	0.8	增持	维持
002705	新宝股份	9.98	11.00	0.50	0.68	0.87	20	15	11	2.2	2.0	1.8	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 5 月 28 日

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		