

渠道变革进行时

——家电行业每周观点 20181111

行业周报

增持（维持）

分析师

金星（执业证书编号：S0930518030003）

021-52523878

jinxing@ebscn.com

甘骏（执业证书编号：S0930518030002）

021-52523877

ganjun@ebscn.com

◆本周核心观点：

上周（11月6日~9日）我们在西安组织了家电/照明/家居/零售行业的渠道联合调研，广泛走访了海尔/方太/欧派/欧普/九阳等品牌商区域销售负责团队、经销商门店、国美/红星美凯龙等零售卖场以及苏宁/京东帮等各类三四级市场渠道业态。

我们年初至今已经组织过四场大型渠道调研，走访了江西（华东）、河南（华中）、四川（西南）和陕西（西北），除了跟踪终端需求景气度之外，我们在渠道调研中关注的重点还包括：

1) 三四线市场渠道形态的变化，以及零售商与品牌商竞相下沉的趋势。

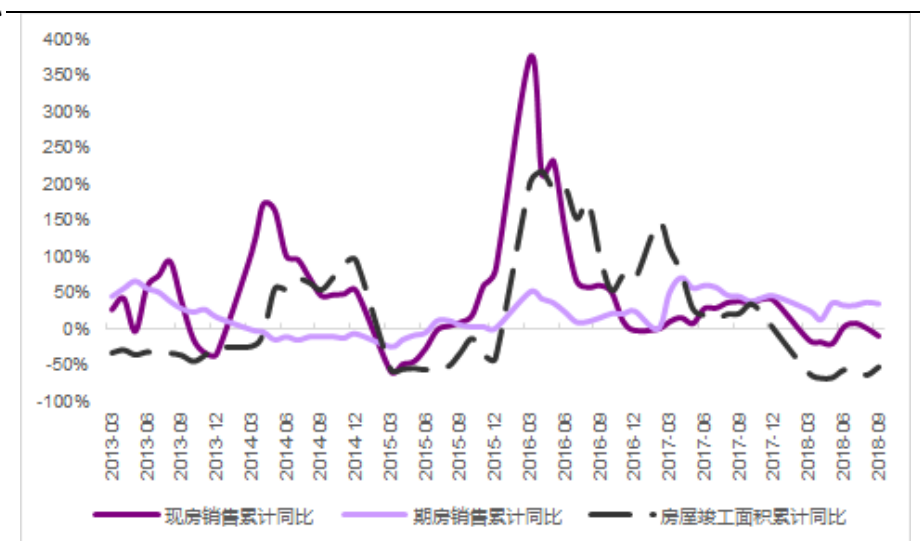
2) 家电作为消费品中发展历史较为完善、品牌龙头壁垒深厚的特殊产业案例，其发展的历史与渠道业态的演变，以及对家居行业未来发展的参考意义。

我们年初在策略报告中提出，后“地产红利”时代企业面临转型，核心围绕产品和效率两端。随着对公司和渠道的走访，我们对行业变革逐渐有了更多认识和思考，后续我们会陆续通过报告系统地呈现我们的研究思考与观点，本篇报告我们会初步谈一谈我们的调研感受。

首先，从需求层面来看，区域的零售增速放缓是普遍现象，但随着2016~17销售的期房后续逐步交房，经销商/零售商普遍感知2019年需求可能也会出现复苏和改善。

以西安市场为例：西安房屋竣工面积自17H2开始大幅放缓，18年进入大幅负增长区间（下滑50%以上），体现的是现房/二手房销售的放缓，以及14~15年期房销售较差的滞后效应。我们调研的品牌经销商与零售商普遍反映2018年卖场与专卖店客流量下降、销售增速放缓，未完成年初制定的目标。但2016~17西安房地产期房增速表现较好，随着后续逐步进入交房周期，调研对象普遍认为2019年需求可能会出现一定程度改善。

图1：西安住宅现房、期房销售与房屋竣工面积增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

弱周期下业绩分化，弹坑逻辑还看龙头——

家电行业2018年三季报总结

..... 2018-11-04

家电企业进一步提升的空间在哪里？——

家电行业每周观点 20181028

..... 2018-10-28

空调需求延续8月趋势，企业经营策略分化

——家电行业每周观点 20181021

..... 2018-10-21

第二个核心的问题是，如何看待目前三四线地区零售商与品牌商的渠道下沉之争？苏宁/国美/京东等零售商正在尝试大/中/小等多种渠道形态进行区域下沉，从调研情况来看，我们有以下几个核心的感受：

1) 基于中国特殊的经济环境与区域差异，三四线地区零售商的大店模式可能目前仍不可行。与零售商上一轮下沉相比，这几年随着物流成本有所下降，部分零售商开始重启三四线大店战略。但我们调研了部分零售商在县级市场开的大店(普遍面积 1000~2000 平左右)，运营三年左右坪效在 1~1.5 万左右，从坪效和盈利来说还是要比市区门店低很多，也落后于龙头经销商门店，投资回报率较低。我们认为本质原因可能是因为人口密度和客流量的差异，中国的渠道业态相比城镇化率较高、人口密度平均的发达国家更为复杂。

2) 零售商中型门店可能有一定立足之地，并逐步收编坪效与集中度较低的子行业品牌专卖店。县级市场的苏宁服务站、京东帮(面积 60~100 平)因为展示面积较小，单个品牌的产品曝光较低，呈现效果相对较差，待开店扩张潮结束后可持续性有待观察。我们认为零售商 300~500 平的中型门店，可能能够兼顾坪效与展示能力，逐步收编部分坪效或集中度较低的子行业品牌专卖店，过去三四级市场每个行业、每个品牌粗放开店扩张的时代可能走入尾声。

3) 具有产品/品牌号召力的龙头公司专卖店体系依旧强大，但也需要面向消费者做高效零售转型。从我们本次调研来看，格力因为在空调单品领域极强的品牌地位，以及特殊的渠道模式(工程机等)，经销商体系坪效与盈利依旧强大；海尔在冰洗领域中高端产品、品牌的差异化，以及这些年渠道转型带来的体系化做零售的能力、品类协同优势使得其能够更加坦然的面对渠道变化(例如海尔既在 KA 门店可以做到 30% 的零售额占比，也可以直接在 KA 附近开设专卖店)。我们认为本质上是龙头公司在各自领域的高份额，带来的品牌号召力，但背后少不了高效零售转型带来的体系化零售能力、运营效率提升、加价率减少的支撑。

第三个感受是，无论家电/家居，从过去的粗放开店扩张的分销模式走向高效零售模式应该是大势所趋。中国过去二十年的历史，是各个品牌公司借助需求红利，利用分销网络进行渠道扩张，发展成为细分行业龙头的过程。未来行业的增量贝塔逻辑逐步减弱，存量市场下，各个参与方自身的阿尔法与竞争格局逻辑将更加重要，跨界的竞争与融合也会更加常见。

以家电为例，品牌商需要更加接近终端(背后需要渠道体系的改造和信息链条的打通)，提升体系化协同零售能力，减少经销商的职能(或将投资、经营管理、分销职能做进一步区分)。我们以方太为例，方太的代理商已经逐步转变成投资商的角色，由分公司全权负责渠道和门店的经营管理，公司对终端强掌控并且能第一时间拿到消费者端的数据，海尔/美的的渠道体系也在逐步往这个方向转变。对于人工/服务属性较强或当前单品坪效较低的家居等各个品类(包括成品家居、定制家居、照明等)而言，以供应链管理、渠道管理为核心的品类扩张能力可能是未来发展核心。

◆投资建议：

我们认为当前估值基本反映了对需求的悲观预期，基于政策暖风的反弹主要还是看弹坑逻辑。

从三季报来看，前期地产滞后效应对行业需求形成一定压制，叠加部分公司经营周期调整导致的业绩波动，整体板块基本面承压。但经过前期的大幅回调，市场对后续家电零售和公司业绩增速放缓的悲观预期已经充分反映。

和前两轮需求弱周期不同，本轮周期中多数企业采取低库存、高周转的零售策略，由于18Q3单季业绩已完全反应实际需求的放缓，所以我们预计18Q4~19Q1板块会基本维持18Q3的增速水平，基本面将表现平稳，预计无需下修。

我们认为下一个重要观察节点可能在2019年春季零售开启的3~4月，届时空调等核心品类的需求状况和地产政策的边际变化方向，将决定板块龙头明年的经营策略是否会出现重要变化。

在当前市场风险偏好持续下行背景下，建议遵循弹坑逻辑选股：1) 短期业绩平稳，不存在业绩预期需要大幅修正的可能性；2) 资产运营高效，在手现金资产充沛，潜在的分红股息率较高，能够提供足够的安全边际。

结合三季报总结，我们建议关注：

1) 增速虽有放缓，但仍有确定性增长的白电板块，龙头估值均处于或接近历史底部，仍是配置首选：美的集团/小天鹅（中长期公司治理最优）、格力电器（估值最低）、青岛海尔（三大白中经营周期更优）。

2) 弱周期下业绩维持较高增长，公司战略布局前瞻：苏泊尔、欧普照明。

◆本周市场回顾

市场表现回顾：整体表现优于大盘。本周沪深300指数下跌3.73%，家电板块整体下跌2.74%，行业表现优于大盘。其中白电整机(-3.51%)、黑电整机(-1.01%)、厨电与小家电(-1.30%)、照明(-2.50%)、家电零部件(-1.99%)板块有所下降。

1) 本周板块表现

表1：家电行业及子板块市场表现

	家电板块	沪深300	白电整机	黑电整机	厨电与小家电	照明	家电零部件
本周表现	-2.74%	-3.73%	-3.51%	-1.01%	-1.30%	-2.50%	-1.99%
年度至今	-31.68%	-21.42%	-27.17%	-38.65%	-37.44%	-33.36%	-38.19%

资料来源：Wind，光大证券研究所

2) 本周个股表现

表2：家电行业个股表现

	上涨前五		下跌前五	
第一名	日出东方	30.00%	天银机电	-29.64%

第二名	毅昌股份	24.18%	奥马电器	-19.12%
第三名	厦华电子	19.33%	和晶科技	-16.85%
第四名	顺威股份	10.00%	华帝股份	-8.00%
第五名	德奥通航	9.75%	老板电器	-6.41%

资料来源：Wind，光大证券研究所

◆ 风险因素

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
- 2.地产销量出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升，毛利率下滑

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	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com	
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com	
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com	
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com	
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com	
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	苏一耘		13828709460	suy1@ebsecn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com	
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com	
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com	
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com	
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com	
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com	
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com	
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com	
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com	
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com	
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com	
		王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebsecn.com