

白电提价逻辑还会持续吗？

——家电行业每周观点 20181125

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

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

双 11 家电销售增速放缓，四季度平淡“弹坑逻辑”选股——家电行业每周观点 20181118

..... 2018-11-18

冰洗龙头 ASP 持续提升，厨电格局尚未明朗——家电行业 10 月淘宝数据跟踪与解读（更正）

..... 2018-11-13

渠道变革进行时——家电行业每周观点 20181111

..... 2018-11-11

◆引言：

白电产品在 2017 年以来，ASP 进入快速提升区间，空调同比增速达 6%左右，而冰洗产品同比增速更是达 10%以上。市场普遍认为，产品升级是这轮 ASP 提升的核心驱动力。但是，我们一直反对简单的将 ASP 提升和产品升级画上等号。所以，本文核心探究 2 个问题：（1）2017 年 ASP 增长提速的驱动力；（2）基于这样的提价逻辑，对后续 ASP 增速进行展望。

◆首先明确大前提：产品升级只是催化剂，行业供需关系良好+内部竞争温和+外部产业链价值分配=产品提价的保障。

最典型的反面案例为黑电产业：

在家电主要品类中，电视的产品升级趋势是很显著的，如大面板、高清、超薄、智能化等等。但与升级趋势相背离的是电视整机均价一路下行。

横向格局来看，整机厂商由于缺乏技术和规模门槛，竞争格局较差，价格战频发。由于整机厂商的产品差异度较低，行业格局一直较差，为了抢夺份额，竞争较为激烈。而由于缺乏技术和规模门槛，小米等外部竞争者又得以凭借自身高效渠道实现快速切入，导致整机产能的供过于求现象，进一步加剧价格战，行业环境进一步恶化。

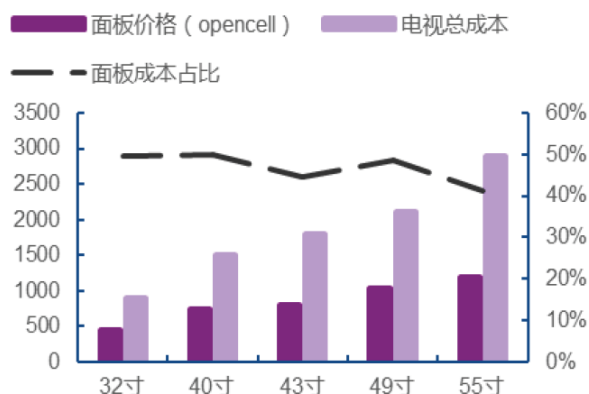
产业链纵向来看，黑电厂商主要工作为整机组装，附加值低，对上下游缺乏掌控力。黑电的成本中占比最高的为上游面板（占比达到 40%~50%），但是面板为全球范围内的公开市场定价，完全开放，所以黑电整机厂商对于上游缺乏定价和掌控权。另一方面，对于渠道端，黑电销售主要通过 KA 渠道和电商渠道，面对渠道商，同样缺乏议价能力。

反观白电产业：

横向格局来看：技术和规模优势显著，寡头垄断格局稳定。对于内部竞争者来讲，一线龙头的规模成本和技术优势较为显著，拥有行业内定价的主动权，故而份额集中且较为稳固。对于外部竞争者来讲，由于行业进入壁垒较高，无法像进入黑电行业一样快速建立生产能力，实现快速切入并进行价格冲击。

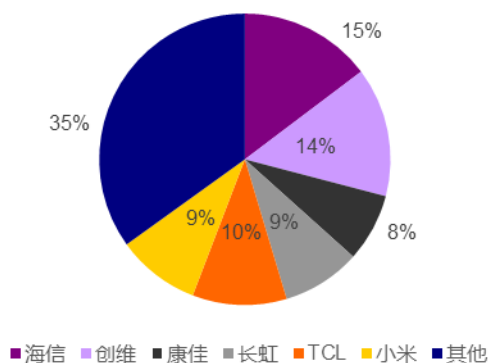
产业链纵向来看：白电龙头对上游掌控了核心零部件的生产资源，对下游通过自建渠道实现对 KA 和电商渠道的抗衡能力。同时由于自身具备的规模和品牌优势，在和 KA 等外部渠道合作中议价权较强。所以在整体产业链利益分配中处于强势地位。

图 1：2017 年电视面板成本占比测算



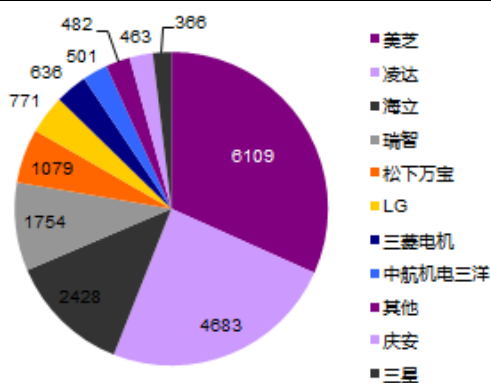
资料来源：HIS，奥维云网，光大证券研究所

图 2：2018Q1~Q3 电视累积销量竞争格局



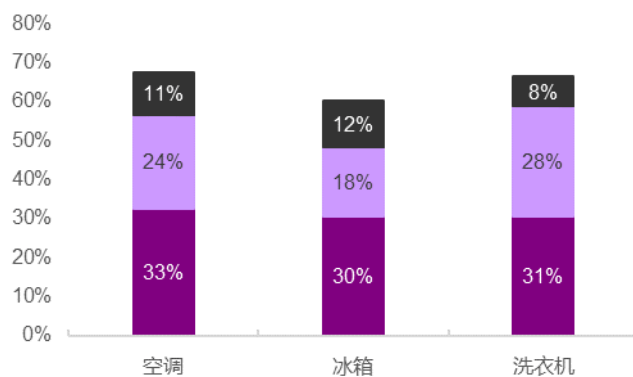
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 3：2017 年压缩机销量份额（万套）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 4：2018 年 1~10 月白电龙头销售量份额



资料来源：中怡康，光大证券研究所

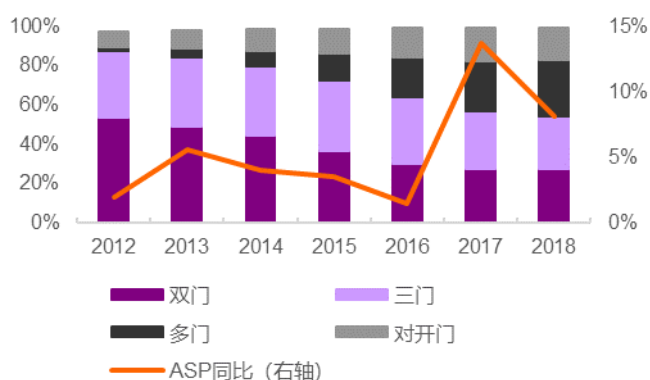
所以总结来看，行业供需关系良好+内部竞争温和+外部产业链价值分配才是提价逻辑实现的根本所在，产品升级仅仅是外部催化剂而已。

◆ 拆分来看：2017 年原材料价格的上涨和企业的经营战略为 ASP 增速提升的主要驱动因素。

洗衣机滚筒化、冰箱多开门大容量的升级从 2017 年之前就持续，但是 2012-2016 年整体 ASP 提升速度并不显著（仅保持在 0%~5%左右）。我们对产品结构拆分来看，发现 12-16 年期间，各类产品各自的 ASP 均为小幅下滑的态势，所以该阶段，整体 ASP 的提升则主要依靠品类结构的升级（滚筒，对开门等高 ASP 产品占比提升），观察整体 ASP 增速与分品类增速的差值，品类结构升级大约贡献同比 5%的 ASP 增长。

反观 2017 年，由于各品类自身 ASP 增速达 5%左右，叠加产品结构升级对整体 ASP 的驱动，整体 ASP 增速达 10%左右。所以 2017 年冰洗 ASP 增速突然出现显著提升的主要原因为原材料成本转嫁带来的单品提价而非产品结构的升级，结构升级对冰洗产品 ASP 的贡献依旧维持在 5%左右。

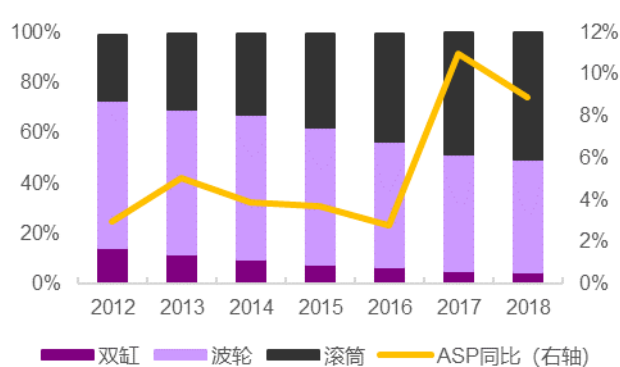
图 5：冰箱产品销量结构及整体 ASP 同比变动



资料来源：中怡康，光大证券研究所

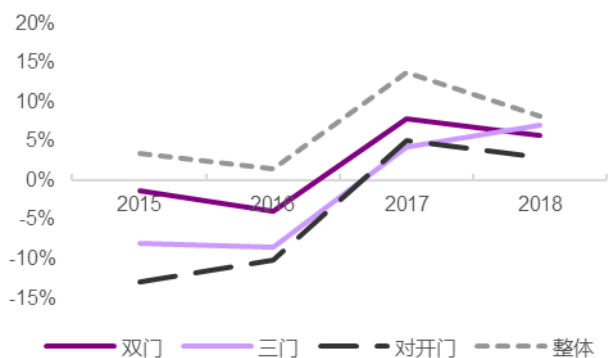
注：2018 年中怡康均价为 1~10 月累计均价，下同

图 6：洗衣机产品销量结构及整体 ASP 同比变动



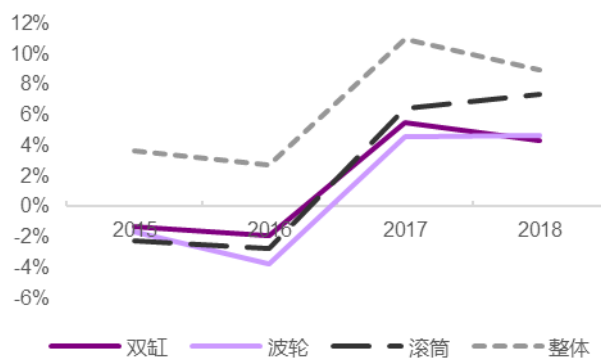
资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 7：冰箱分产品类型 ASP 同比增速



资料来源：中怡康，光大证券研究所

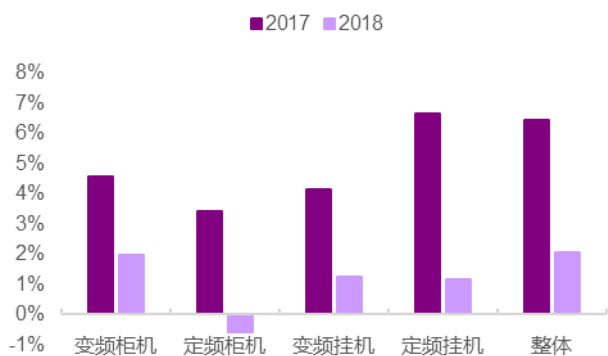
图 8：洗衣机分产品类型 ASP 同比增速



资料来源：中怡康，光大证券研究所

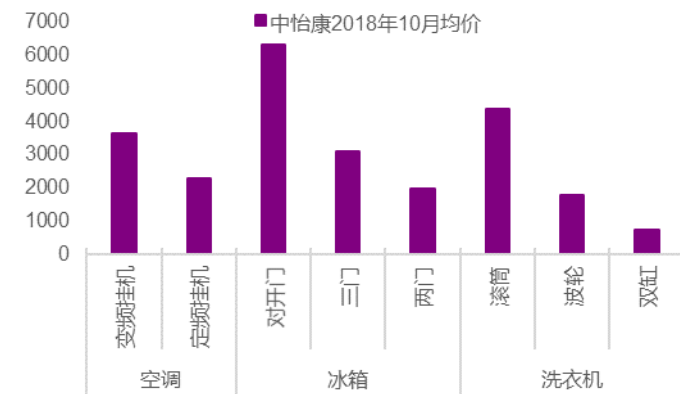
这一结论同样适用于空调的 ASP 表现。相比较冰洗产品，空调的结构升级趋势主要体现在定频到变频。但是定频到变频的均价提升幅度较冰洗小，所以结构升级对整体 ASP 的驱动能力较弱。但由于 2017 年空调定频/变频的挂机/柜机产品均价均分别出现了 5% 左右的同比提升，所以空调的整体均价也实现了约 6% 的增长。

图 9：空调分产品类型 ASP 同比增速



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 10：冰洗产品结构价差更为显著

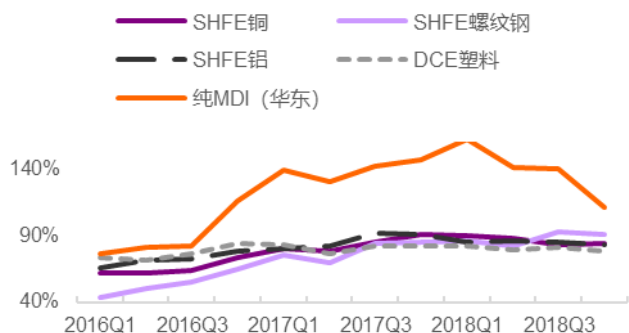


资料来源：中怡康，光大证券研究所

综合来看，我们认为 2017 年分品类 ASP 增速的加快则主要来源于以下两点：

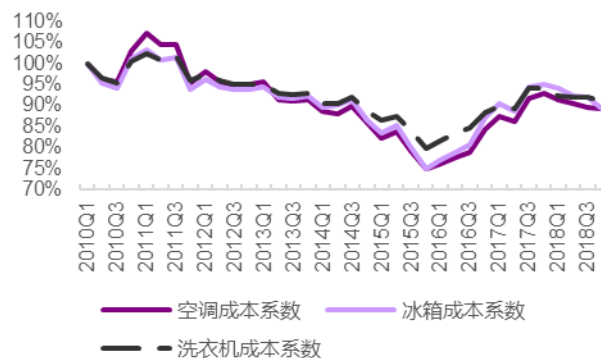
(1) **大宗商品原材料价格上涨压力下的单品提价。**2016 年之后，大宗商品原材料价格进入一轮的上涨周期。根据我们测算，2017 年原材料价格对空冰洗毛利率的影响可达 6~9pct（不考虑提价）。所以高成本压力下，行业各产品线不得不进行了一定幅度的提价对冲成本影响，这也导致了各品类 ASP 的增长。

图 11：家电大宗原材料价格走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：空冰洗原材料综合成本走势



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

(2) **企业战略定位为适度规模下的利润率提升，提价相对激进。**由于 2012 年以来，行业格局相对稳定，且综合来看整体需求尚有稳定增长，所以过去五年，行业龙头的经营策略为适度规模下的利润率提升。在保持自身份额基本稳定的前提下，通过实施自身在产业链中的垄断定价权，默契提价，保持利润率的稳中有升。所以在成本上涨背景下，龙头提价较为充分，基本实现成本端压力的完全转移。

◆**后续展望：需求弱市+原材料价格走弱，预计 ASP 提升趋缓。**

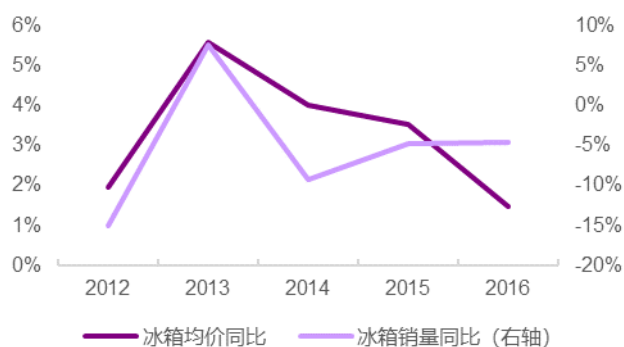
预计整体需求较为疲软。2018Q3 以来，受地产和宏观因素压制，白电整体需求走弱。空调零售量同比增速从 2018H1 的 15% 左右，下滑至 2018Q3 的 -10% 左右。更新需求为主的冰洗产品表现相对稳定，但同比增速也出现一定程度放缓。在宏观和地产压制因素边际改善前，预计后续需求依旧较为疲弱。

我们判断：企业经营重心将从利润到规模。

短期视角下：

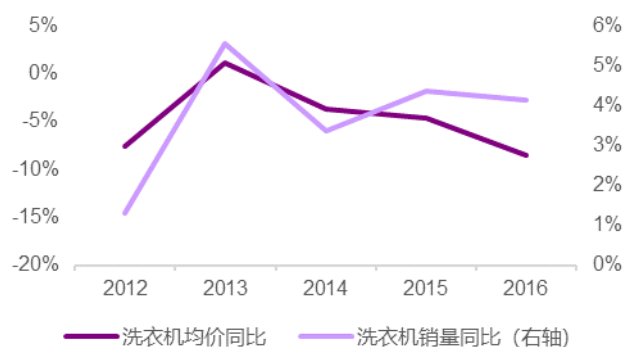
利润增长是建立在收入的基础上。所以在需求走弱的情况下，企业的经营重心往往会从利润率提升切换到份额和收入的提升。过去坚持的适度规模下的利润率提升战略会逐步转变，整体提价幅度预计有所放缓，甚至出于追求收入端的增长，不排除出现一定的降价促销行为。

图 13：冰箱销量及均价同比变动



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 14：洗衣机销量及均价同比变动



资料来源：中怡康，光大证券研究所

原材料价格有望进入弱周期。如我们在前一小节分析的，2017 年冰洗 ASP 实现同比+10%+，空调 ASP 同比实现+6%的一个重要支撑力为原材料价格上涨带来的刚性提价。但 2018 年以来大宗商品价格基本企稳，且部分品类出现小幅下降。预计后续原材料价格有望逐步进入弱周期，成本红利下，ASP 增速将重新回归依靠结构升级带来的小幅增长。

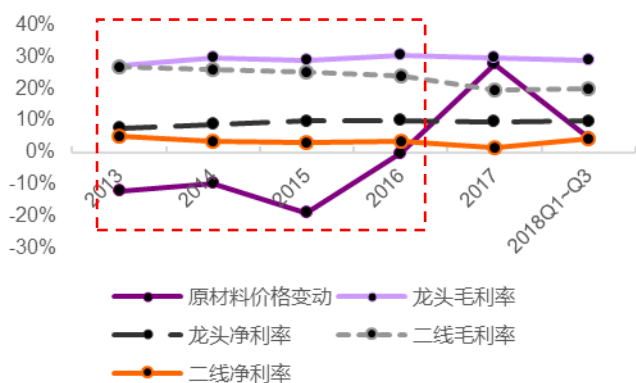
中长期视角下：

在 2012-2016 年的成本弱周期中，龙头定价策略相对宽松，得以充分享受成本红利。但本轮周期下，我们判断企业定价策略大概率随成本一同收缩，主要由于两点：（1）地产快速扩张期结束，规模红利逐步淡化；（2）龙头利润率提升或已到达高位。

规模红利有所淡化，追求存量市场份额提升：空调厨电等品类人均保有水平虽然还有充足空间，但地产快速扩张周期结束，城镇化改造、人口扩张等驱动因素也有所放缓，所以规模扩张速度也会对应降档，规模虽仍有确定性增长，但增速逐步降档，企业的提升更依赖于对存量市场份额的提升。

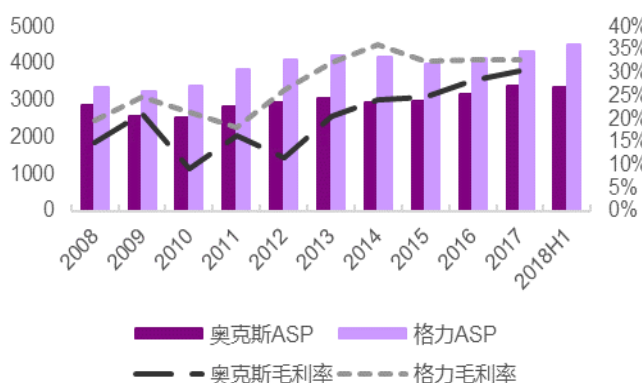
持续提价营造宽松竞争格局，新渠道崛起隐忧浮现：2012 年以来龙头行使垄断定价权，ASP 持续提升，叠加 2012 年以来大宗商品价格下跌带来的成本红利，龙头毛利率一路上行，但营造出了相对宽松的行业环境。而叠加低门槛的电商渠道崛起，奥克斯等品牌迅速成长，近年龙头的份额未见进一步的提升。行业格局隐忧浮现的情况下，龙头的利润率或已达到高位。

图 15：弱成本周期下龙头的持续提价



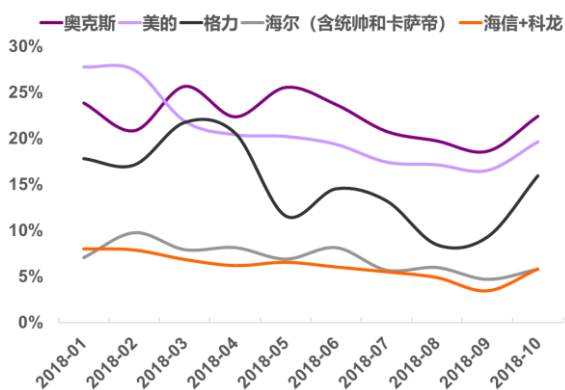
资料来源：产业在线，光大证券研究所
注：2018 年为 1~10 月累计数据

图 16：奥克斯与格力经营数据情况对比



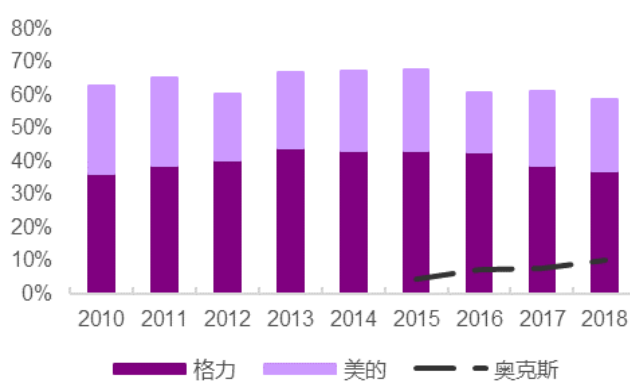
资料来源：公司公告，中怡康

图 17：淘宝网空调销量格局



资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

图 18：空调龙头内销出货量份额未见进一步提升



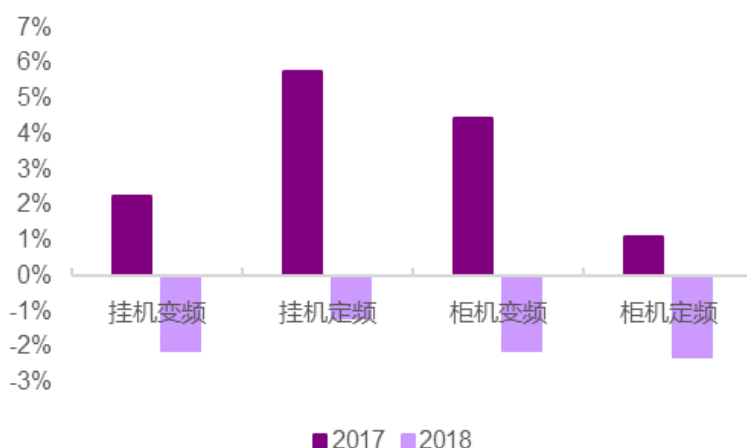
资料来源：产业在线，光大证券研究所
注：2018 年为 1~10 月累计数据

所以总体来看，在需求弱市和原材料价格走弱的大环境下，预计龙头企业将在 2019 年春季零售开启后，逐步调整经营策略，届时各品类的 ASP 提升速度将预计出现一定的放缓。

其中冰洗产品由于结构升级带来的 ASP 提升更显著，预计依旧可以维持 5% 左右的增长，空调则由于需求放缓更为显著且结构升级对 ASP 驱动较弱，预计均价走平或小幅下降。但考虑原材料价格的回落可能性，预计白电龙头利润率可以做到基本维稳，其余板块和公司毛利率则可能因竞争格局变化而产生一定波动。

而这一现象在今年双十一已经得到了一定程度的验证，相比较 2017 年，2018 年空冰洗的产品升级趋势还在持续，但分品类的产品均价则出现了小幅的同比下滑。

图 19：双十一空调分品类 ASP 同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

◆投资建议

从三季报和对零售数据的跟踪来看，行业已进入弱需求周期。但由于 18Q3 负面因素已基本得到完全反应，所以至明年春季零售开启前，基本面应无需进一步下修。但地产调控的持续可能带来明年三四线地产销量的回落（今年依旧为正贡献），宏观经济层面压力依旧，叠加 18H1 的高基数效应，所以 19 年春季零售为重要观测点，届时量价增速存在进一步收缩的可能。

从配置逻辑来看，虽然板块短期基本面承压，但是龙头估值水平已接近历史低位，资产和运营依旧优质，拥有高安全边际和高股息率，在各个板块基本面都下行压力的情况下，遵循弹坑逻辑选股，白电龙头在整体 A 股中仍可以作为底仓配置盘。中短期看，由于 2019 年宏观经济和消费增速有可能进一步放缓，届时宏观层面的政策松动和刺激有望带来短期的政策性行情。

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。

周市场回顾

市场表现回顾：整体表现逊于大盘。本周沪深 300 指数-3.5%，家电板块整体-4.1%，行业表现逊于大盘。其中白电整机（-3.7%）、黑电整机（-6.8%）、

厨电与小家电 (-3.7%)、照明 (-5.6%)、家电零部件 (-3.9%) 板块有所下跌。

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	-4.1%	-3.5%	-3.7%	-6.8%	-3.7%	-5.6%	-3.9%
年度至今	-31.1%	-24.0%	-27.4%	-37.8%	-36.3%	-31.3%	-35.2%

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	顺威股份	8.5%	日出东方	-18.8%
第二名	中科新材	6.3%	德奥通航	-14.5%
第三名	爱仕达	4.9%	和晶科技	-12.6%
第四名	厦华电子	1.7%	浙江美大	-12.3%
第五名	苏泊尔	1.1%	德豪润达	-10.2%

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@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com	
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@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	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@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	
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
梁超		021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com	
金英光			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	
周梦颖		021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
私募业务部		戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
		安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
		张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
		吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com	
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com	
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com	
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	