

家电企业进一步提升的空间在哪里？

——家电行业每周观点 20181028

行业简报

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

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

国庆促销季零售增速和 8 月基本持平——
家电行业每周观点 20181014

.....2018-10-14

如何看待零售的放缓与企业的分化？——
家电行业 2018 年三季报预览

.....2018-10-09

◆引言：

2018H2 以来，地产调控的滞后效应显现，家电行业整体需求增速出现回落，也进一步引发了市场对板块后续成长性的担忧，市场表现较为疲软。

我们认为，一方面空调、厨电等品类保有量尚有空间，成长性依旧；另一方面更为重要的是，规模红利淡化的背景下，板块龙头可以通过对存量市场的经营和挖掘，带来自身市场份额的进一步提升。所以本文就将试图回答这样一个问题：**家电企业进一步提升的空间来自哪里？**

◆电商渠道：行业线上渠道集中度提升大有可为。

电商渠道占比高企，线上线下载集中度差异明显。随着电商平台的迅速发展，线上渠道在家电整体销量中占比已超 30%，成为零售市场举足轻重的构成部分。但目前对零售端品牌份额的统计主要针对线下渠道，以空调为例，根据中怡康统计，截止 2018Q3，格力/美的的线下销量累计市占率分别为 32.5%/24.1%。

而根据对淘宝平台家电销量的统计，我们发现，格力/美的的销量占比仅分别为 19.5%/14.0%，集中度显著低于线下渠道。总结来看，造成这一现象的原因主要为以下三点：

(1) 线上渠道门槛较低，龙头失去渠道端优势。在传统线下渠道中，中小品牌由于线下专卖店渠道布局较弱，面临 KA 渠道扣点较高等因素，所以在渠道禀赋方面与一线龙头存在显著落差。而在 KA 渠道难以下沉的三四线渠道，其劣势更为显著。

但随着电商平台逐步崛起，低渠道费用和门槛给中小品牌提供了一个快速扩张的机会，并且电商渠道可以快速覆盖长尾客户，一线品牌在低线市场的渠道布局优势不复存在。故而在更为开放的电商渠道中，由于失去了渠道端的优势，龙头集中度显著低于线下。

(2) 二线品牌顾虑较小，线上拓展决心更为坚定。对于二三线品牌，由于自身在线下渠道的劣势显著，故而纷纷加大在线上渠道的布局来提升自身销量，较为典型的快速成长的奥克斯。根据产业在线统计，奥克斯 2018 年空调内销出货量占比已经超过 10%。与之相反的，一线龙头由于面临一定的线上平台和线下经销商的利益冲突，所以在发展电商渠道的过程中表现的更为谨慎。

(3) 线上平台价格敏感度更高，中低端产品占比较高。相比较线下，电商渠道消费者对于价格的敏感度更高。从中怡康口径的线下洗衣机产品结构和淘宝的线上洗衣机产品结构对比可以很显著的看出，线上的消费标中有很大一部分的廉价低端产品，也导致了整体竞争格局趋于分散。

分析出导致线上格局较为分散的因素，我们判断龙头线上集中度存在进一步提升的空间：

(1) 线上线下达成渠道协同，线下渠道优势得以发挥。在电商等高效率新零售渠道崛起的背景下，海尔/美的等龙头公司均在通过对渠道扁平化、信息流的打通，全面提升自有渠道效率。而线下渠道效率的提升将降低渠道加价率，最终线上线下的价格将逐步达到一致，实现渠道的协同而非挤占。

一方面，不同渠道间的利益博弈不再存在，另一方面，线下渠道良好的体验感和服务将和线上渠道形成联动，龙头渠道优势将重新建立。

(2) 线上 ASP 提升趋势显著，低质低价产品逐步退出。电商平台发展的前期，“低价”几乎为其最重要的标签。但随着电商平台价格战偃旗息鼓，从不计成本对规模的追求转向追求适当盈利的平衡。随着费用逐步回归正常，市场竞争也回归理性，低价低质的产品逐步退出市场，领先的产品力和品牌力将逐步带来市场集中。举例来看，2017 年以来洗衣机线上 ASP 呈现出稳定提升的趋势。

图 1：空调线上销量品牌集中度（淘宝系）

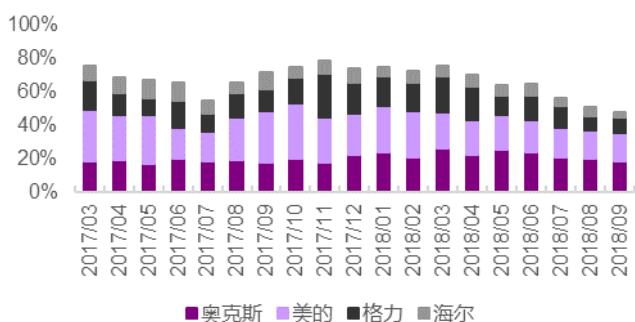
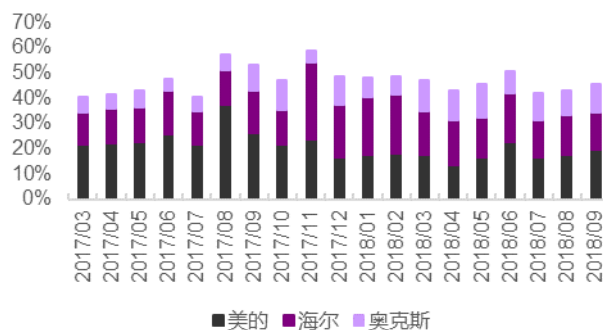


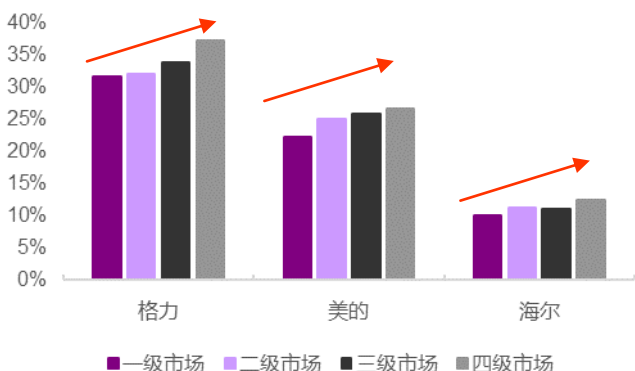
图 2：洗衣机线上销量品牌集中度（淘宝系）



资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

注：统计时间为 2018 年前三季度

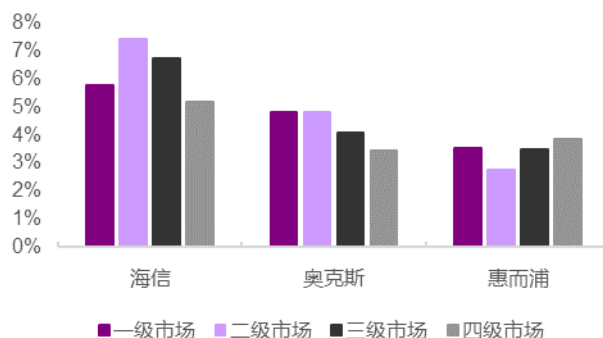
图 3：一线空调品牌分市场销量份额



资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

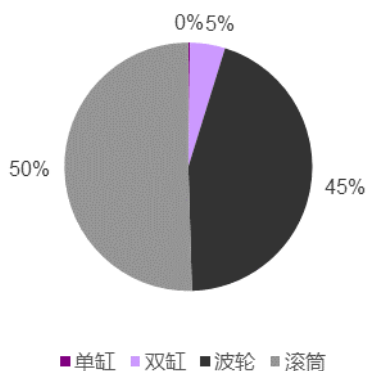
注：统计时间为 2018 年前三季度

图 4：二线空调品牌分市场销量份额



资料来源：中怡康，光大证券研究所，统计区间为 2018Q1~Q3

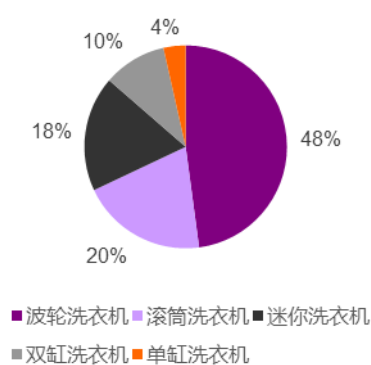
图 5：2018Q1~Q3 洗衣机线下销量结构（中怡康）



资料来源：中怡康，光大证券研究所

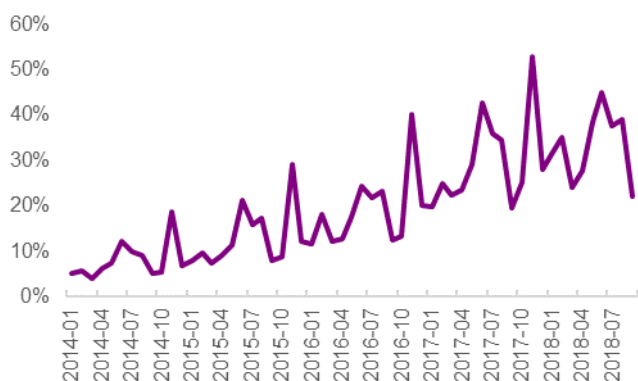
资料来源：中怡康，光大证券研究所，统计区间为 2018Q1~Q3

图 6：2018Q1~Q3 洗衣机线上销量结构（淘宝）



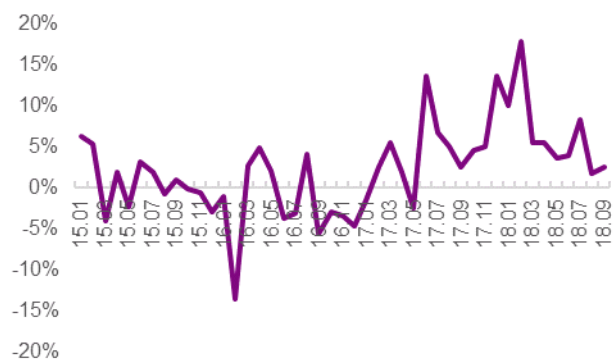
资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

图 7：洗衣机线上销量占比提升逐步趋缓



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，截止 2018 年 9 月

图 8：洗衣机线上 ASP 同比变动情况

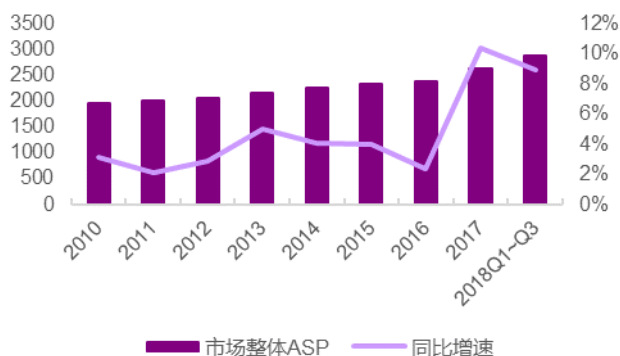


资料来源：奥维云网，光大证券研究所，截止 2018 年 9 月

◆ 产品升级大趋势：高端产品力撬动需求，消费升级更加利好龙头。

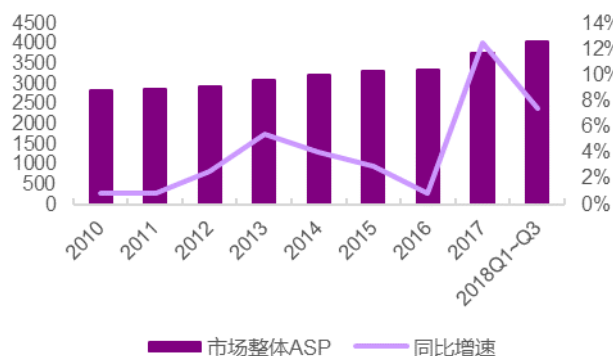
在更新需求占比不断提升，多元化渠道不断兴起的背景下，高端产品力已逐步成为撬动需求的关键因素。以冰洗产品为代表，我们看到 2017 年以来，产品结构升级并带动 ASP 提升的趋势逐步凸显。

图 9：洗衣机 ASP 及同比变动 (元)



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 10：冰箱 ASP 及同比变动 (元)

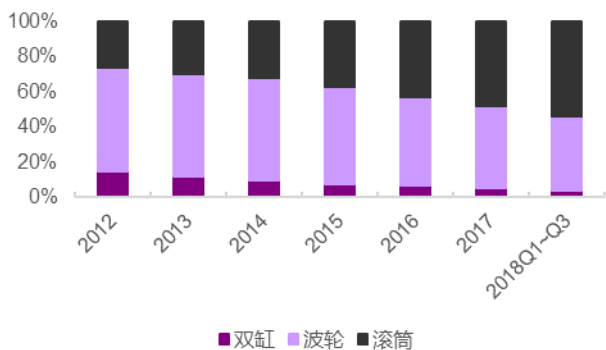


资料来源：中怡康，光大证券研究所

产品升级的动力一方面来源于产品结构化的升级，如变频、大容量等。洗衣机的滚筒化升级、冰箱的多开门升级是近年来重要的产品结构化升级。由于此类功能性升级对产线的投资和技术的要求更高，众多资金和技术较弱的中小品牌会逐步掉队，龙头市场份额会进一步获得提升。

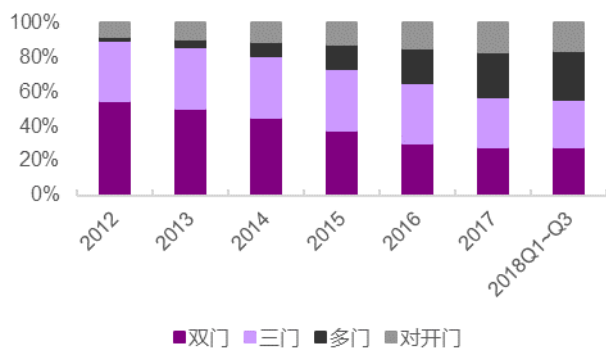
以滚筒洗衣机为例，目前内资品牌中具备滚筒自产能力的仅有海尔与小天鹅。根据中怡康统计，无论是格力美的的还是海尔，各自在变频空调和多开门冰箱产品线都表现出了对二三线品牌的显著优势，随着行业结构化升级的持续，龙头占有率有望进一步提升。

图 11: 洗衣机分产品零售量占比



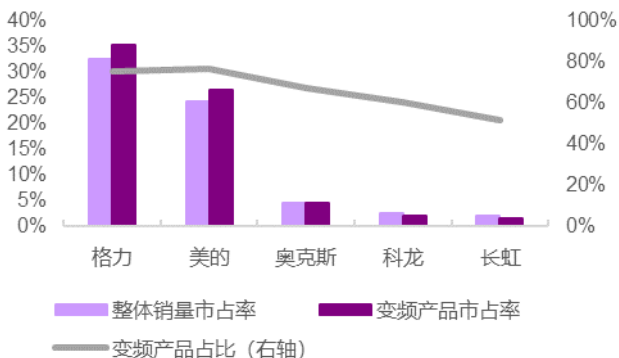
资料来源: 中怡康, 光大证券研究所

图 12: 冰箱分产品零售量占比



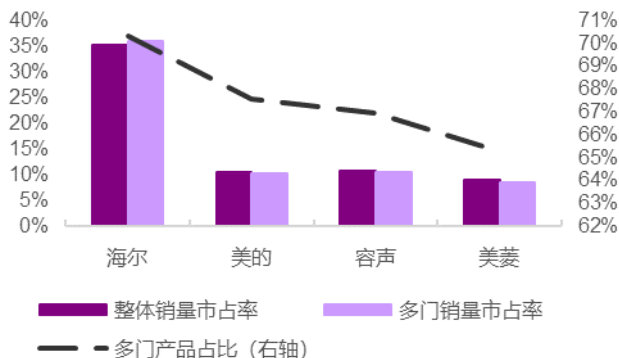
资料来源: 中怡康, 光大证券研究所

图 13: 空调分品类品牌销量占有率情况



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所
注: 统计时间为 2018 年前三季度

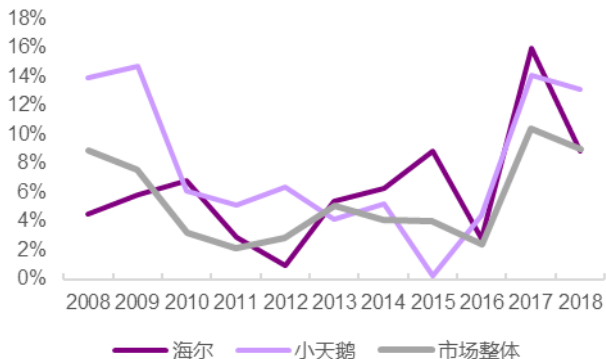
图 14: 冰箱分品类品牌销量占有率情况



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所
注: 统计时间为 2018 年前三季度

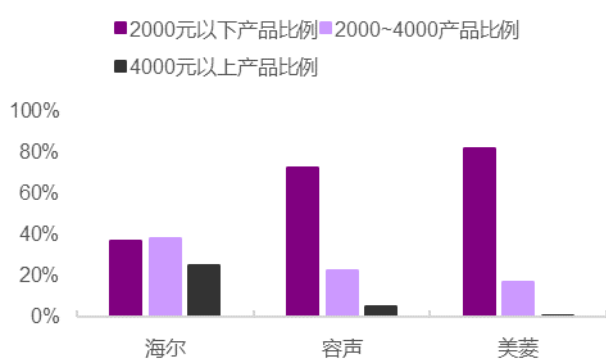
除产品结构的调整外, 另一方面的升级趋势来源于产品的高端化升级。家电总体表现为功能性产品, 但随着整体消费水平的提升, 消费者对于家电品牌、质量和高端化的追求会愈发显著。这一现象在更新需求为主的冰洗产品领域体现的较为显著。一线品牌的技术研发能力和品牌力相对领先, 同时通过拓展自身品牌矩阵, 塑造高端品牌来实现消费者分层, 充分挖掘价值。

图 15: 行业龙头凭借产品力, ASP 提升幅度领先



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所, 截止 2018 年 9 月

图 16: 龙头在中高端产品领域布局更多



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所, 统计区间为 2018Q1-Q3

无疑, 海尔的卡萨帝品牌正是高端化布局最成功的案例。截止 2018H1, 卡萨帝在海尔洗衣机内销收入中占比已超 10%, 且仍旧保持 50% 以上高速

增长。根据中怡康统计，在 10000 元以上价位段中，卡萨帝洗衣机市占率达 70%以上，遥遥领先。

◆ 龙头份额的进一步提升依赖产品+渠道。

综合来看，随着行业规模红利的淡去，以及多元化新零售渠道对传统家电线下渠道壁垒的冲击。龙头要想在下一阶段继续稳步获取市占率的提升，还是需要依靠在产品与渠道两端发力：1) 持续推出功能、品质领先的产品是终端竞争力的核心，产品升级趋势下，产品力的领先将加快龙头对二三线品牌份额的抢占；2) 在电商等高效率新零售渠道崛起的背景下，对传统渠道的效率变革是决定品牌未来发展的重要因素。通过实现渠道扁平化、周转效率的提升，降低渠道加价，将线上线下的关系从挤压变为协同共生，取得线上份额的提升和集中化。

投资建议

地产滞后效应的显现使得短期来看，行业呈现弱需求，板块公司的基本面也均存在压制因素。但中长期看，虽然规模红利逐步淡化，但龙头在产品与渠道端的升级也能带来自身市场份额的进一步提升。所以进入新周期，自下而上优选业绩确定性领先、长期战略布局领先的个股是更好的选择。

同时，市场风险偏好持续下行背景下，资金依旧偏好稳增长、高确定性的资产，所以增长确定性和资产质量领先的白电龙头的配置价值依旧。我们建议关注：

- 1) 增速虽有放缓，但依旧保证确定性增长的白电板块，结合深厚的产业壁垒与稳定的竞争格局，仍是配置首选：格力电器、青岛海尔、美的集团（10月29日复牌）、小天鹅A（10月29日复牌）；
- 2) 2018Q3 基本面景气度稳定或环比提升的：苏泊尔，欧普照明；
- 3) 估值已经反映悲观预期，中长期成长逻辑依旧清晰：老板电器、华帝股份。

周市场回顾

市场表现回顾：整体表现逊于大盘。本周沪深 300 指数上涨 1.23%，家电板块整体上涨 0.11%，行业表现逊于大盘。其中黑电整机（+3.78%）、照明（+4.54%）、家电零部件（+2.33%）板块表现较好，白电整机（-0.46%）、厨电与小家电（-2.20%）板块表现相对疲软。

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
上周表现	0.11%	1.23%	-0.46%	3.78%	-2.20%	4.54%	2.33%
年度至今	-32.34%	-23.32%	-26.72%	-40.25%	-39.97%	-34.79%	-40.10%

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	雪莱特	33.86%	浙江美大	-9.49%
第二名	厦华电子	23.73%	飞科电器	-9.44%
第三名	德奥通航	17.83%	荣泰健康	-7.79%
第四名	*ST 圣莱	17.76%	海立股份	-6.60%
第五名	顺威股份	16.73%	苏泊尔	-6.49%

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, 毛利率下降;
4. 中美贸易争端带来的出口订单及利润下滑。

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见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	
	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	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	深圳	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	
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	
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	
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@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	
	安玲娴	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	