

11月线上：整体量价趋弱，龙头份额环比提升

——家电行业每周观点 20181209

行业周报

增持（维持）

分析师

金星（执业证书编号：S0930518030003）

021-52523878

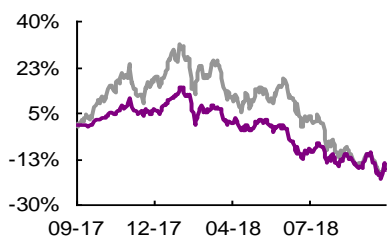
jinxing@ebscn.com

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

出口预期有望改善，弹坑逻辑精选优质资产——家电行业每周观点 20181202
 2018-12-02
 白电提价逻辑还会持续吗？——家电行业每周观点 20181125
 2018-11-25
 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

◆引言：家电11月淘系线上数据出炉。“双十一”作为全年最大规模的零售促销节点，其数据表现可以较好地反应零售市场的需求走向，所以市场对于11月的线上零售数据也较为关注。因而本周我们对淘系11月家电销售数据做了对应的总结和回顾。

◆需求表现：“双十一”促销对冰洗销量有小幅提振，生活电器需求增长稳定。整体看，在需求走弱+线上红利淡化的背景下，2018年“双十一”促销中家电零售表现较为平淡（根据中怡康统计，家电总零售额同比+2.4%），2018Q4零售维持弱市基本已成定局。

分品类看，受地产周期影响，2018年7月起空冰洗增速出现同步放缓，进入需求弱周期。11月空/冰/洗淘系线上销量分别同比-7%/+7%/+11%，其中冰洗在“双十一”的促销带动下需求增速出现一定的环比提升，但需求波动更大的空调销量表现则依旧较为疲弱。

油烟机板块由于大量中小品牌通过线上渠道进入，2018年以来拉动淘系线上销量一直保持快速增长，与线下和整体需求走势分化。

小家电需求各品类表现分化较大。整体看，生活电器增速表现更为良好，除空净单月需求出现-23%的同比下滑，其余主要品类均保持正增长，其中电动牙刷表现较为亮眼。

◆均价表现：龙头均价仍有正增长，厨电均价走势趋弱。整体来看，大部分品类单月均价表现为负增长。但考察主要品牌的均价，整体均价表现较为稳健，并未出现大幅下滑。我们判断线上整体均价的下滑主要系低价中小品牌的拖累和影响。

分品类看，冰洗主要品牌11月ASP同比增速依旧显著为正，但在整体需求趋弱的情况下，提价速度呈现逐步放缓的趋势。传统厨电在需求承压的同时，竞争也愈发激烈，所以均价表现较弱。2018年以来，主要品牌烟灶消套装ASP同比增速回落明显，甚至转负。

◆单月品牌集中度均环比上行，龙头线上份额提升尚有可为。

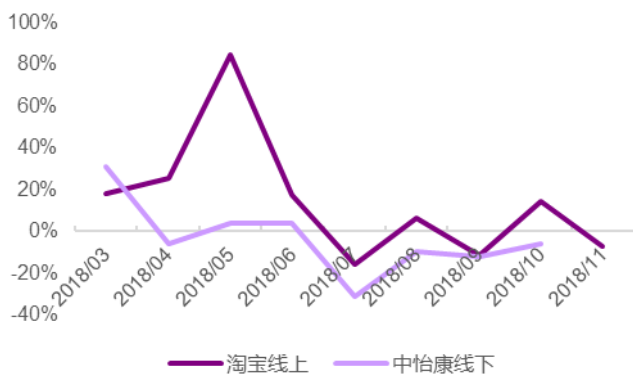
观察11月淘系数据，除了量价的变动外，最为显著的变化是11月单月各板块龙头销量份额均出现了较为显著的环比提升。在整体均价跑赢行业的前提下，各板块龙头仍然通过自身的适度降价促销获得了市占率的显著提升。这表明龙头的品牌和产品认知度具备显著优势，相比较中小品牌，可以以更小的价格让渡幅度获得更大的份额弹性。但从龙头线上的绝对份额水平来看，较线下集中度仍有显著落差。我们判断龙头线上份额集中度有进一步提升空间。

图 1：2018 年 11 月淘系主要品类零售表现

	品类	销量(万台)	销量YoY	均价(元)	均价YoY	销售额(百万元)	销售额YoY
白电	空调	69	-7%	3208	6%	2204	-2%
	冰箱	70	7%	2579	-10%	1797	-3%
	洗衣机	85	11%	1395	-15%	2493	-6%
厨电	油烟机	43	170%	872	-30%	377	89%
	燃气灶	34	54%	528	-7%	181	44%
	烟灶消套餐	23	-20%	3164	-11%	720	-29%
	热水器	216	31%	717	1%	1548	14%
	集成灶	9	202%	4784	-13%	446	143%
	洗碗机	7	8%	3917	-20%	262	6%
	嵌入式电蒸箱	10983	-32%	5692	24%	63	-15%
	嵌入式电烤箱	14865	1%	4334	-9%	64	-8%
	小厨电	豆浆机	46	-4%	433	-6%	201
料理机		27	-49%	407	-51%	109	-75%
净水器		174	44%	619	-10%	1078	30%
电饭煲		190	26%	258	-22%	491	-2%
微波炉		70	-2%	532	6%	371	4%
生活电器	吸尘器	89	12%	880	3%	97631	15%
	空气净化	37	-23%	1493	-17%	77915	-36%
	扫地机器人	59	4%	1776	10%	104388	15%
	电动牙刷	329	169%	227	-21%	74684	113%
	电吹风	340	56%	165	28%	56068	99%
	剃须刀	357	29%	181	-3%	64465	25%

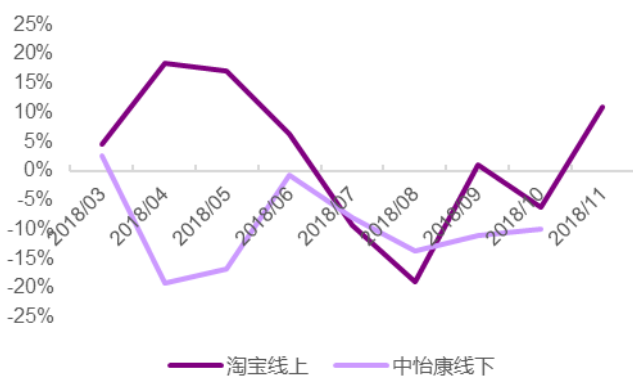
资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

图 2：空调线上线下销量同比增速



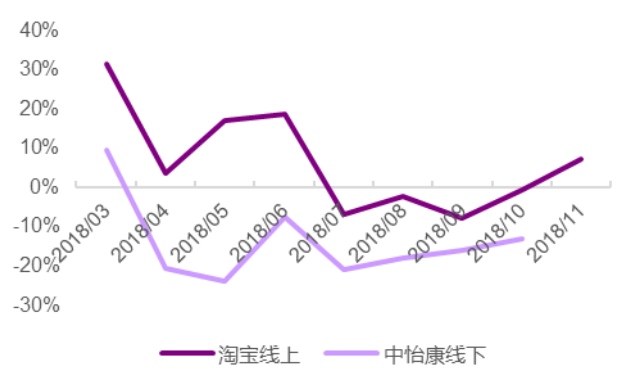
资料来源：中怡康，淘宝网，光大证券研究所整理

图 4：洗衣机线上线下销量同比增速



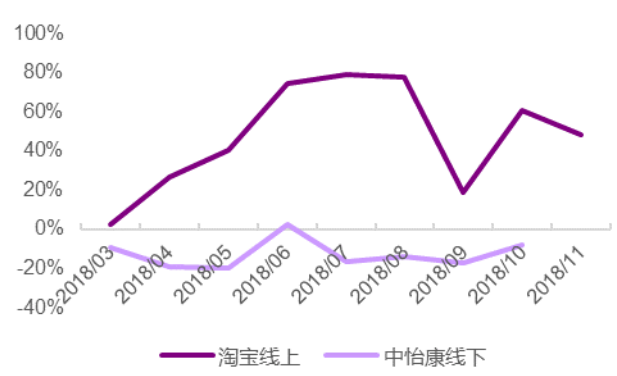
资料来源：中怡康，淘宝网，光大证券研究所整理

图 3：冰箱线上线下销量同比增速



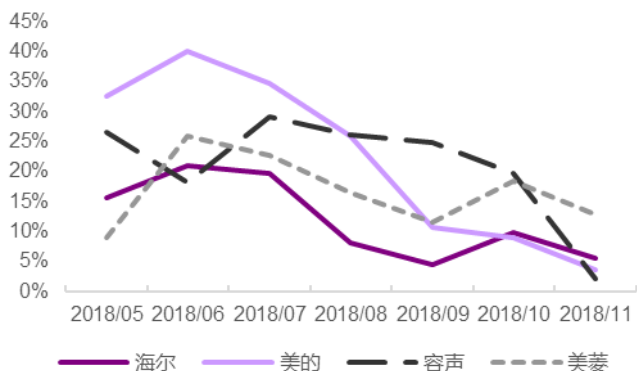
资料来源：中怡康，淘宝网，光大证券研究所整理

图 5：油烟机(含套餐)线上线下销量同比增速



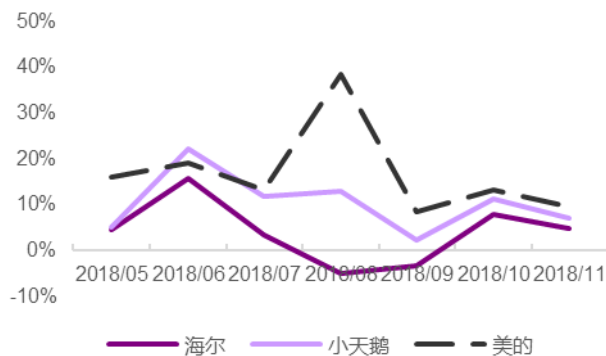
资料来源：中怡康，淘宝网，光大证券研究所整理

图 6：淘宝网冰箱主要品牌 ASP 同比变动



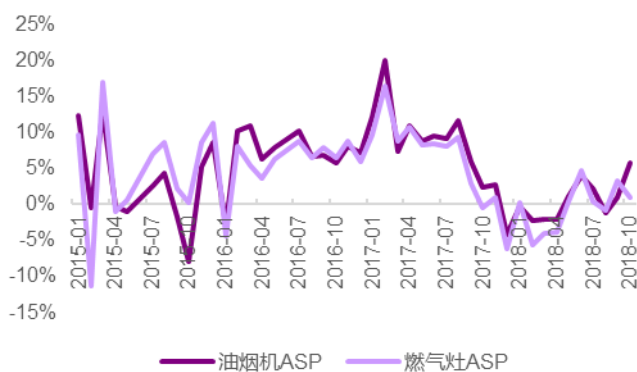
资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

图 7：淘宝网洗衣机主要品牌 ASP 同比变动



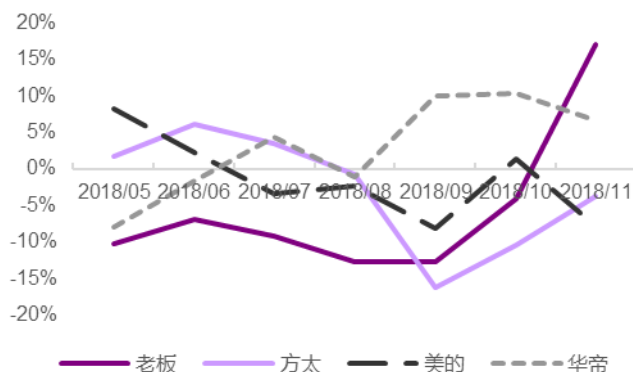
资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

图 8：烟灶全渠道均价同比变动情况



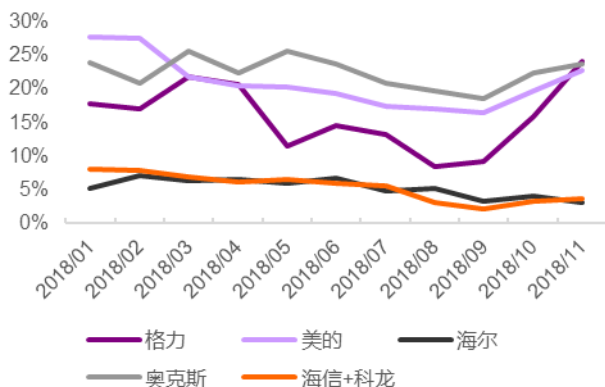
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 9：烟灶消套装淘系均价走势



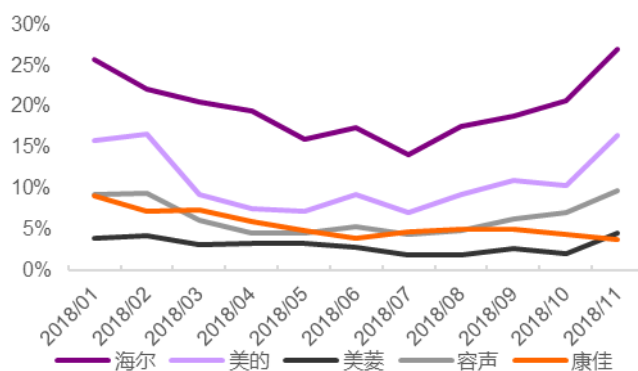
资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

图 10：淘宝网空调销量份额



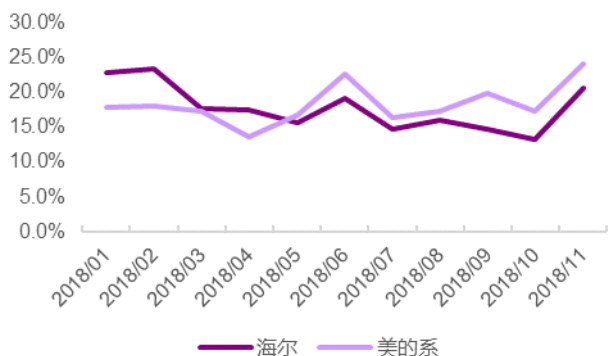
资料来源：淘宝网，光大证券研究所

图 11：淘宝网冰箱销量份额



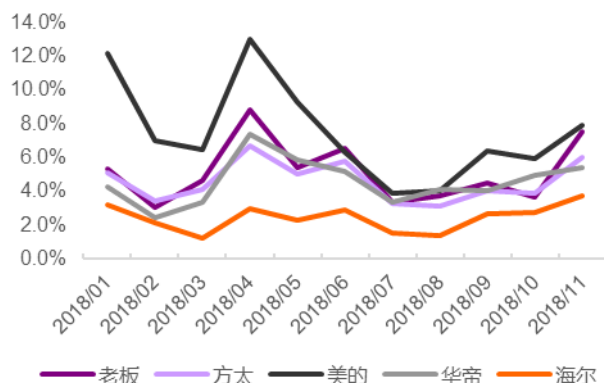
资料来源：淘宝网，光大证券研究所

图 12: 淘宝网洗衣机销量份额



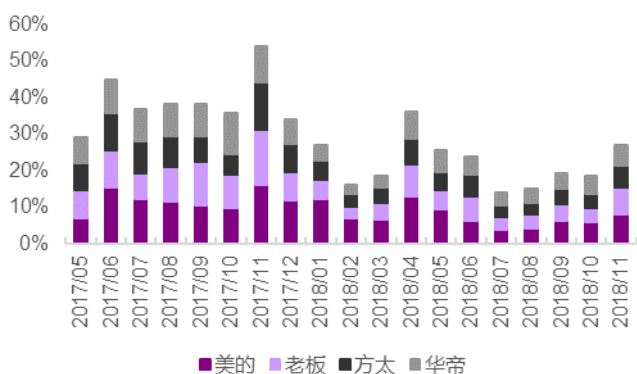
资料来源: 淘宝网, 光大证券研究所

图 13: 淘宝网油烟机销量份额



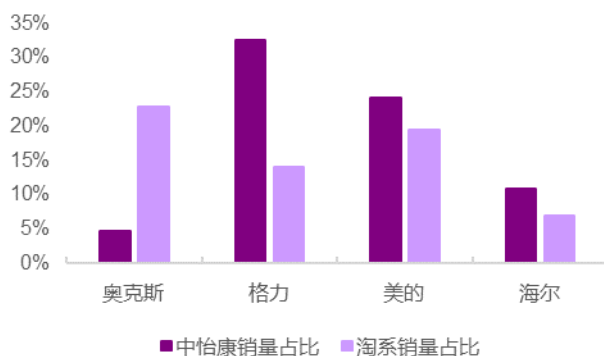
资料来源: 淘宝网, 光大证券研究所

图 14: 中小品牌众多, 油烟机线上销量格局较为分散



资料来源: 淘宝网, 光大证券研究所整理

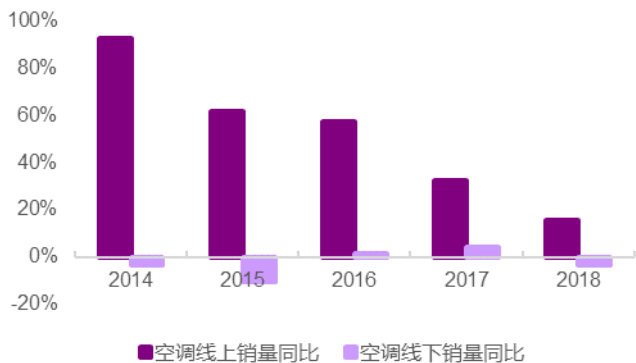
图 15: 空调线上线下格局差异依旧显著



资料来源: 中怡康, 淘宝网, 光大证券研究所整理
注: 为 2018 年 1~10 月累计数据

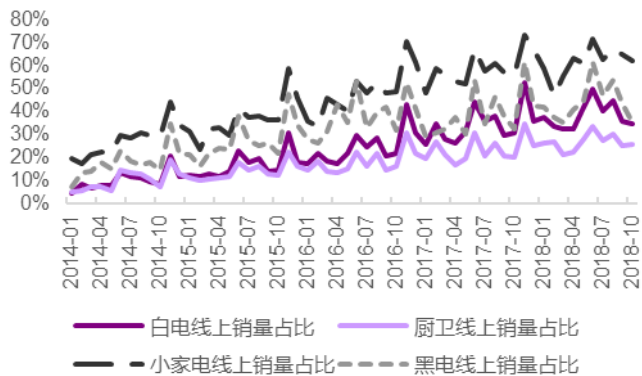
(1) 线上红利淡化, 增速回归常态, 竞争回归良性。互联网快速普及以及移动互联网的发展带来了前期电商渠道的快速增长, 在红利逐步淡化的背景下, 电商平台从追求规模逐步过渡到追求利润, 电商的标签逐步从“便宜”转变为“高效”和“高性价比”。这一转变将使得众多低价低质的小品牌逐步出局, 市场竞争回归良性。

图 16: 线上线下增速逐步收窄



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 17: 线上销量占比已经到达较高水平



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

(2) **规模红利淡化，量价齐增策略逐步转向。**2012 以来，龙头坚持适度规模下的利润率提升战略，定价策略较为宽松。产品性价比有所下降，使得众多中低价品牌通过线上渠道快速切入，取得了较高的市场份额。随着未来家电新增需求红利的淡化，企业对存量市场份额的诉诸意愿会更强烈，预计定价思路从过去的量价齐升逐步转变为保障合理利润，更多追求份额和收入增长。而从本次“双十一”淘系份额的变动我们看出，优质产品力和领先的品牌力使得龙头品牌单位降价幅度可以获得更显著的份额提升。

(3) **电商渠道占比高企，预计龙头逐步加大线上渠道竞争力度。**最后从电商渠道的重要性来看，增速虽有放缓，但渠道整体占比已经达到高位，成为龙头获取份额提升的重要驱动力。

同时，过去因为线下渠道和线上渠道可能存在的利益冲突，龙头对线上渠道的投入力度和决心不及中小品牌。在整体线下渠道效率升级的大背景下，其价格体系已逐步向线上靠拢。而所能提供的服务和体验优势将使得线下渠道将不再是品牌企业的掣肘而是协同助力。

◆投资建议：

我们认为，在地产和宏观压力下，市场目前的核心关注点仍是板块基本面走势。短期看，2018Q4 到 2019 年春节前，空调需求进入淡季，零售表现预计底部波动，企业经营策略也不会有大的调整，是基本面的空窗期。而在 2019 年春节后，春季零售开启，高基数效应显现，大概率会面临零售需求的下修和企业竞争策略的修正。

在家电需求放缓趋势延续，但存在宏观/政策宽松预期的大背景下，我们预计明年的家电投资会呈现“二元化”结构：一方面，长线资金增加+低风险偏好的趋势延续，优质资产的弹坑逻辑依旧成立；另一方面，短线+高风险偏好资金会顺政策变化提前布局成长品种。我们建议关注：

(1) **拥抱确定性：**龙头由于良好竞争格局和稳固的行业地位，在弱需求下业绩依旧可以保障有确定性增长，且股息率、现金流、ROE 等经营指标领先，估值均处于或接近历史底部，安全边际高，配置价值领先：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），苏泊尔（逆周期属性强，经营周期向上）。

(2) **博弈弹性：**部分公司短期业绩下修不改长期成长性，且战略布局和行业地位领先，在明年宏观/政策宽松的预期下，有望迎来市场对其增长预期和估值（降息）的修复，短期弹性更强：欧普照明、三花智控、老板电器、华帝股份、新宝股份。

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+0.3%，家电板块整体+0.4%，行业表现优于大盘。其中白电整机（-0.6%）板块有所下跌，黑电整机（+2.5%）、厨电与小家电（+1.3%）、照明（+0.6%）、家电零部件（+2.3%）板块有所上涨。

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	0.4%	0.3%	-0.6%	2.5%	1.3%	0.6%	2.3%
年度至今	-31.6%	-23.1%	-29.3%	-35.9%	-35.0%	-32.3%	-34.2%

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	德奥通航	12.9%	雪莱特
第二名	厦华电子	9.5%	日出东方	-6.1%
第三名	新宝股份	7.0%	美菱电器	-2.4%
第四名	开能环保	6.6%	海联金汇	-2.1%
第五名	长青集团	6.5%	奥马电器	-2.0%

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	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	suyy@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	