

证券研究报告

2018.12.18

放下短期焦虑，让我们看一看远方

——家电行业2019年度策略报告

分析师 蔡雯娟 SAC执业证书编号：S1110516100008

分析师 马王杰 SAC执业证书编号：S1110518080001

风险提示：地产周期下行导致家电需求下滑、数字化投入导致费用增加；商誉减值带来利润下滑



行业评级：强于大市

目录

1、家电企业数字化转型	4 页
2、2019年家电子行业展望	27 页
3、投资建议	50 页

引言：当下的焦虑并不仅仅只是短期需求放缓

- **短期需求放缓下，家电企业还能做什么？**

- 进入内销存量竞争时代，如何才能快速应对市场需求，获得更多份额？
- 外部环境变化之际，该稳住不变，还是趁机推动变革？变革的方向又是哪里？

- **互联网企业带来的外部动力**

- 2016年，阿里提出“新零售”之后，传统企业的渠道模式近期面临变革与创新。
- 2018年，阿里提出“新制造”，这是否意味着传统制造企业的新一轮变革？

- **“新制造”与家电龙头推行的“T+3”与智能制造等，背后究竟意味着什么？**

- 有远见的家电龙头已经在布局

图：马云新制造演讲



资料来源：和讯网，天风证券研究所

图：美的、海尔的数字化布局

MeiCloud
美云智数



资料来源：官网，天风证券研究所



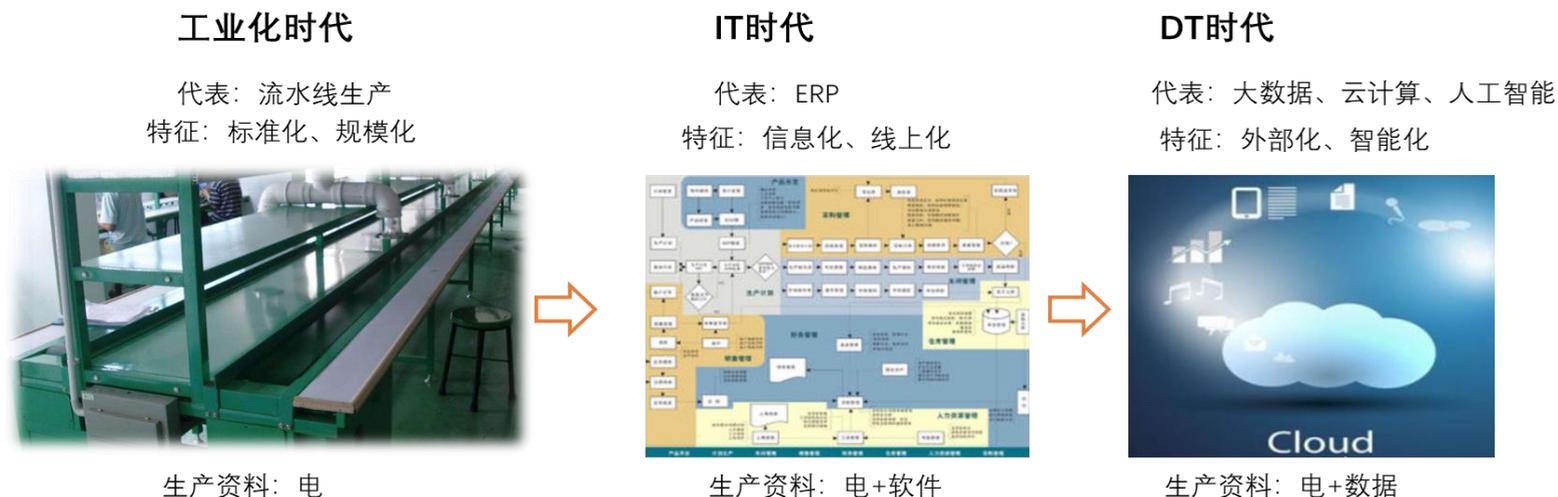
1

家电企业数字化转型

1.1 大数据应用是新的生产力革命

- 公司的本质是组织和运用资源进行产品生产或服务提供，以获取盈利的组织
- **大数据的应用将从某种意义上改变组织和运用资源的方式**
 - 数字化是时代趋势，经济发展规律，从工业革命时代的流水线生产，IT时代的信息化生产，DT时代的数据驱动
- 为了适应大数据应用，传统企业或将**需要重新调整组织架构，以适应数字化时代的生产方式**
- 而这种为了适应技术应用而体现出来的变革，我们认为，这是“**数字化转型**”的核心。

图：三阶段生产方式划分



资料来源：和讯网，天风证券研究所

1.2短期家电行业面临内销存量竞争时代

- **部分品类内销市场面临存量竞争，这意味着：**
 - 销量增速下降，取而代之的是如何有效获得均价上升？市占率的提升？
 - 更快：**快速响应需求** → 更高效的供应链、制造与物流环节
 - 更好：**针对细分市场需求** → 更详细的用户需求分析
 - 更强：**比竞争对手横向比较** → 更为彻底的市场分析
 - 规模效应之下，赢家通吃的概率也越大

图：消费偏好分层



资料来源：虎嗅网，天风证券研究所

1.3如何去用大数据改造传统家电企业？

- **数字化改造的核心在于数据的获取、处理和应用**
- **大数据从哪里来？**大数据来自业务的全流程环节
 - 生产：绝大多数制造企业通过ERP实施，已经完成内部资源的数字化改造，但需要与销售全环节打通
 - 销售：不仅仅获取销售数据，更需要销售过程中产生的行为数据
 - 物流：与生产数据联动，加强经销商的管控，体现出更高效的内部管理效率
 - 售后：未来家电类产品IOT化将加速，售出之后的实际应用过程将产生更多的数据
- **研发、制造、营销、售后各环节的组织架构均需要变化适应、甚至是重构**

图：数据产生的四大环节

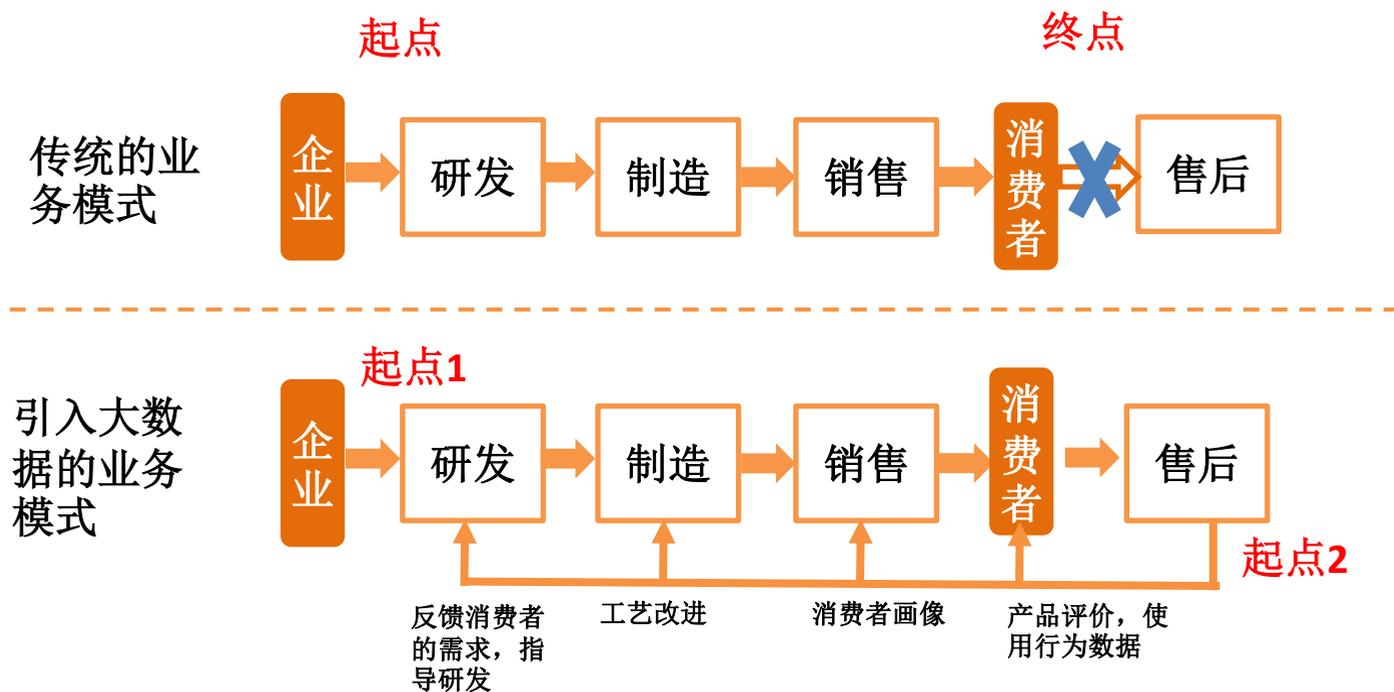


资料来源：天风证券研究所

1.3.1 大数据应用：以终为始，从售后环节的数字化说起

- 传统模式下，产品卖给消费者之后，除非是质量问题的维修，否则就和家电厂家之间不再有互动；在大数据的应用下，卖给消费者后仅仅是开始和消费者互动的开始
- 数据的传导形成闭环，售后变成另一个起点，模式重构

图：业务驱动方式改变



资料来源：比特网，天风证券研究所

1.3.1从格力中央空调看售后大数据如何降低成本、吸引客户

案例：格力中央空调的实时监控降低维护成本

- 格力引入中央空调远程监控系统，对每台机组实时监控
- 效果：成本节约（人工费等）；能够更好改进产品，受客户信赖，增加市占率

有远程监控之前

- 1、开机时工作人员到现场进行设置管理；
- 2、出现故障时要到现场检查才能知道原因，检修花费时间较多
- 3、不知道客户的使用数据，无法为下一个客户服务时提供改进措施

有远程监控之后

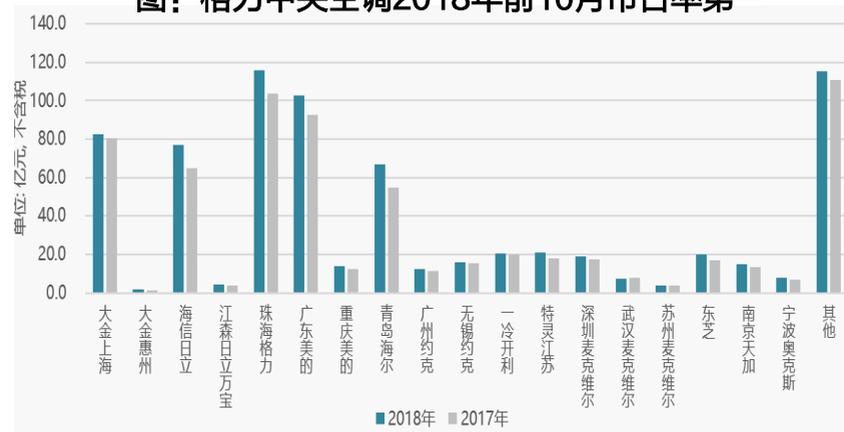
- 1、无需亲临现场对每台机组都进行设置管理，远程即可以对楼宇空调系统进行运行状态查看、机组开停、温度设置等操作管理
- 2、故障可远程知道原因，提高现场检修效率
- 3、通过数据分析优化产品设计

图：格力中央空调远程监控系统



资料来源：格力电器官网，天风证券研究所

图：格力中央空调2018年前10月市占率第一



资料来源：产业在线，天风证券研究所

1.3.2 研发环节，如何应用售后大数据

- **互联网企业已经有了很多研发数字化的案例**
 - 小米产品迭代、Netflix大数据分析制作电视剧
- **传统制造企业的销售部门和研发部门的互动合作一直存在，但问题在于缺乏效率**
 - 常用的方式有内部的定期产品会，售后回访外部的焦点小组等；
 - 原因在于：1) 销售部分和研发部门的KPI考核不同，诉求可能存在差异；2) 反馈的信息可能失真，消费者在接受需求调查时可能有意或者无意隐藏真实的需求
- **数字化是怎么改造家电企业研发体系的？**
 - 数据来源：1) 抓取电商中的评价，大数据分析反馈（例如格力该款空调11万评价中的偏好、问题）；2) 用户行为数据分析（用户使用习惯等）
 - KPI考核：销售部门的KPI设置包含与研发部门的数据互动

图：研发数字化改造



资料来源：天风证券研究所

1.3.2案例：大数据，科沃斯产品成功的秘密

- **线下店反馈路径不畅通**：科沃斯起初在线下开店，消费者对产品的意见反馈途径仅为商场营业员，而营业员到研发之间的消息传导途径不畅
- **线上渠道获取客观评价数据**：数据显示科沃斯年轻女性消费者占比超过60%，她们注重产品外观设计，而当时市面上的国产品牌，款式老旧且调性不高——**2012年8月，科沃斯首个大卖型号诞生。产品外观小巧，颜色为苹果白，符合互联网上年轻女性的审美**
- **数据发掘用户痛点，针对特定用户研发细分产品**：家有宠物的消费者普遍抱怨吸力不足，科沃斯深入挖掘，解决无法清扫细微毛发的痛点，通过天猫对宠物一族做定向内容推送，成功将该细分群体转换为用户

图：科沃斯机器人外形



资料来源：天猫、天风证券研究所

图：科沃斯机器人除宠物毛发功能

宠物毛发，缝隙灰尘，通通搞定

强劲吸力不缠毛发，强效聚拢，深层清洁地板缝隙微尘，让家更干净

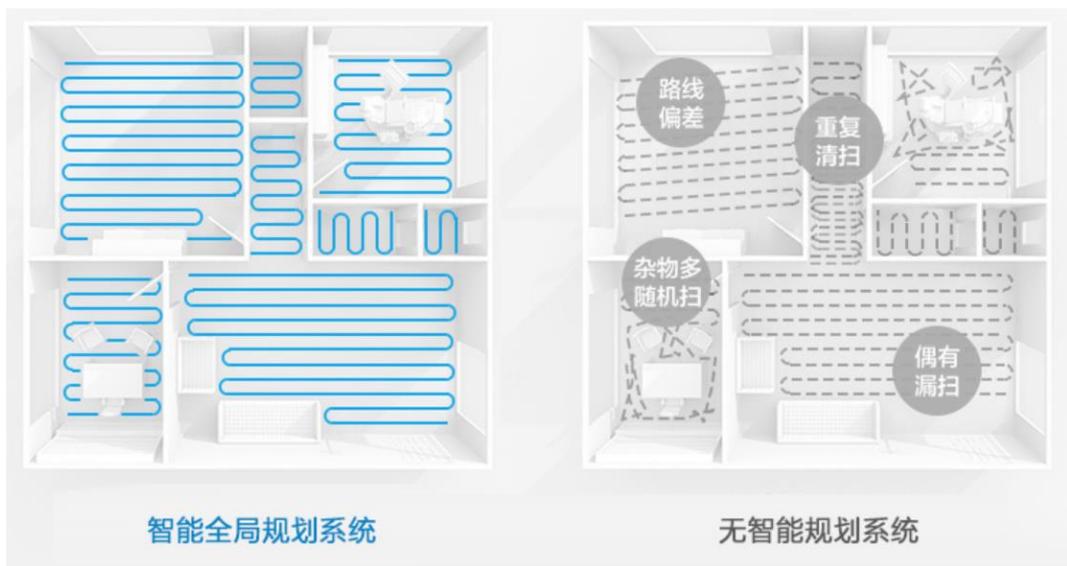


资料来源：天猫、天风证券研究所

1.3.2案例：大数据，科沃斯产品成功的秘密

- **扫地机器人的核心是路径规划系统，其实，路径规划系统的功能的提高离不开客户行为数据分析**
 - **人工智能的数据训练越多，准确性越高**，从这个意义上讲，科沃斯的产品和客户互动的越好，性能将越好，进入正向循环
 - 3D建模后面是数据库支撑，用户越多，背后的数据库将越丰富

图：科沃斯机器人智能路径规划



资料来源：天猫、天风证券研究所

图：科沃斯机器人数据远程监控及记录存档



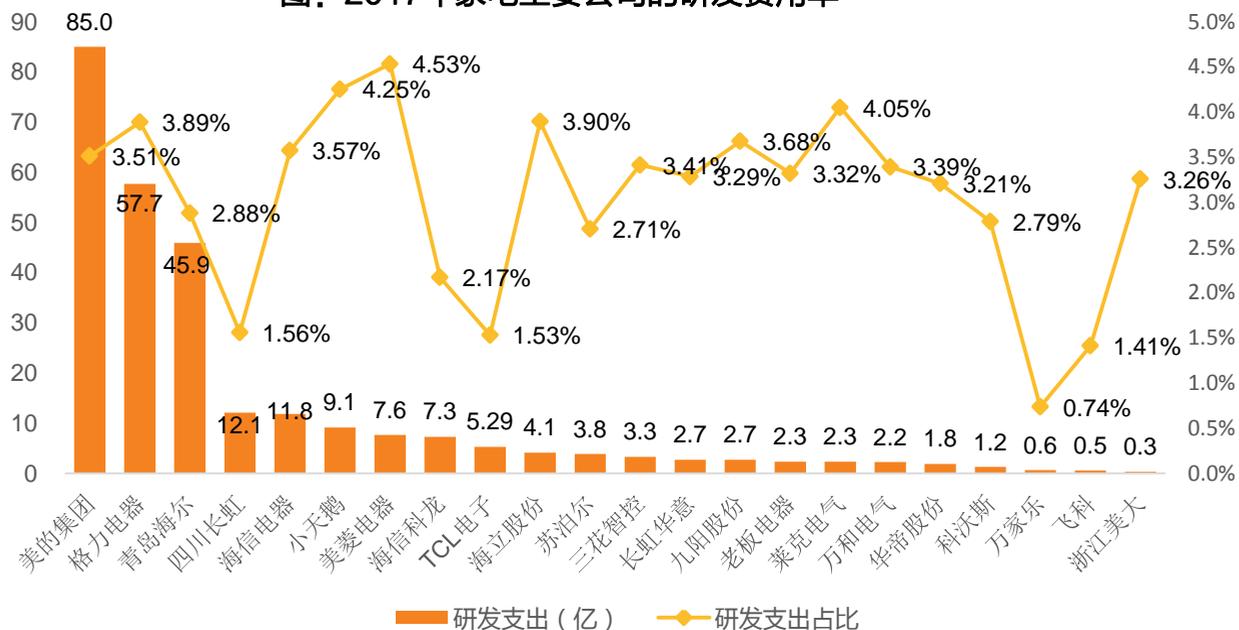
资料来源：公司官网、天风证券研究所

- ✓ **实时监控家电产品运行数据，主动推送售后服务。**
- ✓ **大数据分析机器的使用频次、时间以及功能偏好等，回向产品研发环节进行反馈。**

1.3.2思考：研发费用的投入是不是可以因为数字化改造更加高效？

- 研发投入的数字本身固然重要，然而其机制设计可能对研发产品的市场化也不容忽视？
- 苏泊尔VS九阳的研发费用率
 - 九阳研发费用率比苏泊尔更高，九阳做了大量的产品创新，但是从商业化的角度看，苏泊尔似乎更胜一筹，炊具到小家电，再到家居小家电均非常成功
- 知道了消费者真正要什么东西，研发更有针对性，研发资源更聚焦

图：2017年家电主要公司的研发费用率

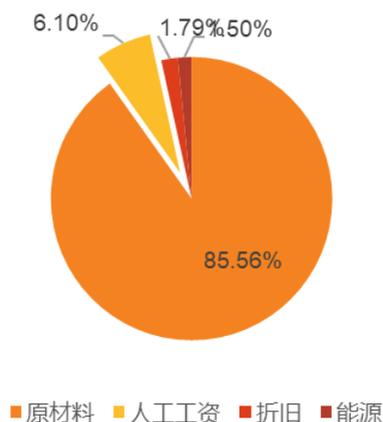


资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3.3制造环节数字化：提高效率、降低成本

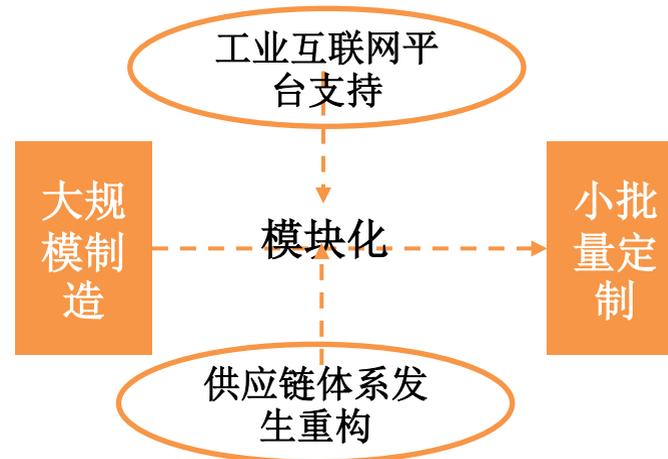
- 尽管家电企业成本结构中人工成本占比低，但是还要关注隐形的人工成本和管理成本（人工处理误差的浪费、人工效率、社会保障等）
 - 需要由企业主导的大规模制造逐渐向用户需求驱动下的大规模定制转型
- 数字化制造会有什么样的表现？
 - 制造成本的降低（自动化程度高），尤其是小批量个性化定制的成本
 - 供应链体系的重构，效率提升

图：美的2017年成本构成



资料来源：Wind,天风证券研究所

图：数字化制造演进方向



资料来源：工控网，天风证券研究所

1.3.3 海尔cosmoplat+ 互联工厂

- **通过独有互联工厂模式，完成工厂高精度下的高效率，通过全方位精益排程、工业设计云、工业大数据分析和COSMO-IM等智能制造套件，助力企业提质增效，完成智能制造转型**
 - 不是简单的机器换人，而是链接用户网络，实现产销合一，本质是连用户
 - 基于用户体验的大规模定制，在大数据基础上采用柔性定制
- **海尔中央空调产线升级**
 - 磁悬浮总装线，做到了6种产品的总装混产，工程不良减少了30%，效率提升了50%”

图：cosmoplat+互联工厂

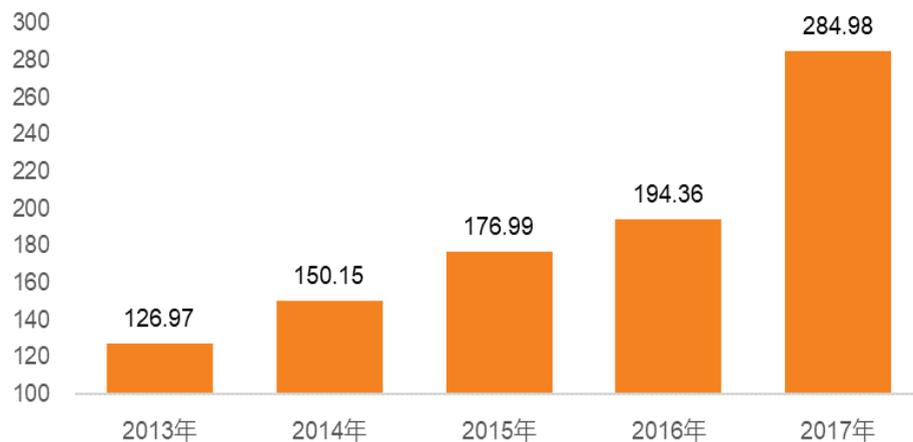


资料来源：海尔官网、天风证券研究所

1.3.3 数字化改造后生产效率的提升看得见么？

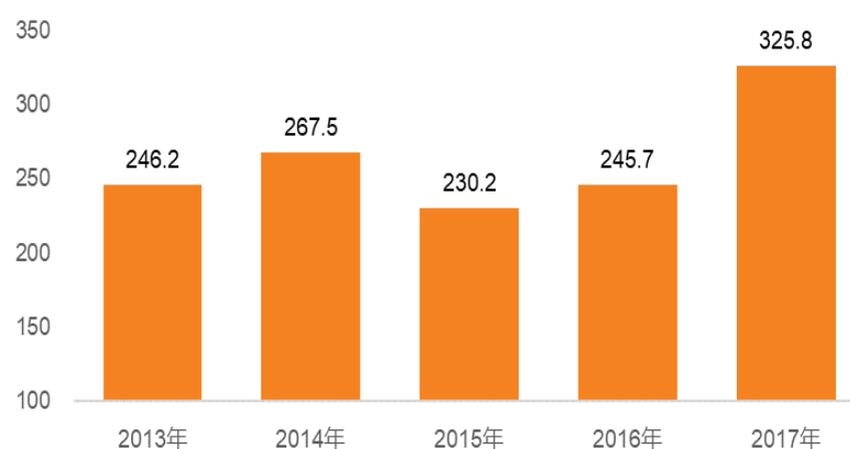
- **美的和海尔在制造环节的自动化改造能够看到显著成效**
 - 近三年的生产工人的人均产值不断提升
 - 由于两家公司都有较大规模的并购，生产工人的数量前后不可比，人均产值更能说明问题

图：美的生产员工人均产值（万元）



资料来源：Wind,天风证券研究所

图：海尔生产员工人均产值（万元）

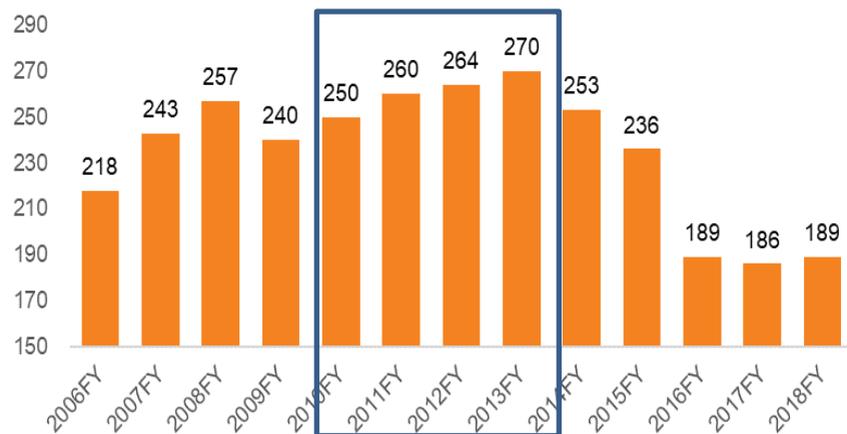


资料来源：Wind,天风证券研究所

1.3.3 研发制造的数字化改造要怎么去衡量成果？

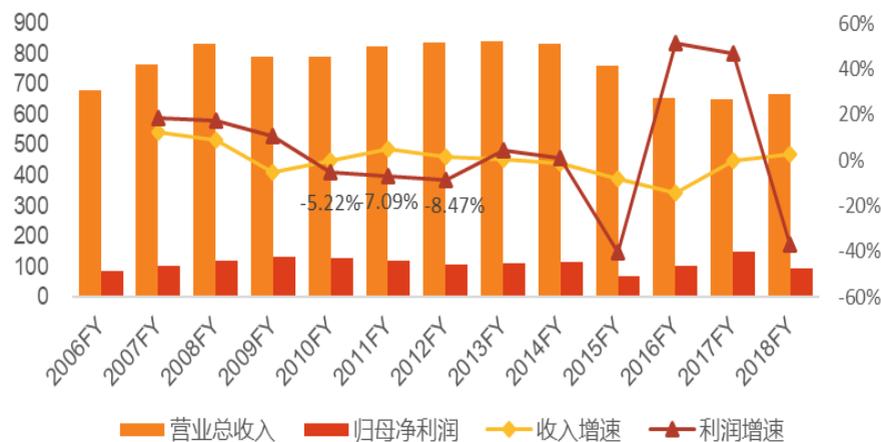
- **短期：财务绩效可能不太明显；甚至是副作用，投入资源导致费用率上升**
 - 宝洁的案例（前几年财务表现不太好，后来新CEO上台，叫停了数字化转型投入）
- **长期的力量——沃尔玛信息化投入拉开和竞争对手的差距，构筑很深的护城河**
 - 沃尔玛依重金信息资源投入（相当于是那个时代的数字化革命），构建强大高效的供应链管理体系，成为美国零售业霸主
 - 相比其他竞争对手，沃尔玛更是一家科技公司

图：宝洁营业开支变化（亿美元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图：宝洁收入和利润增速（亿美元，%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3.4渠道体系数字化会带来什么？

- 层级削减，成本节约、效率提升

从空调渠道的发展历程来看，以格力为例：

- 1) 最初厂商直接供货给经销商，之后的货物去向难以管控；
- 2) 后来公司设立区域经销商，划清界限易于管控，并在07年通过引入经销商战投的方式绑定双方利益；
- 3) 随着苏宁、国美平台扣点率提升，格力多次与其中止合作，开始大力发展自有渠道。
- 4) **天猫、京东等更加数字化的渠道平台兴起，使得传统经销模式必须积极向更高效率的形态转型。**

图：典型空调销售价值链示意图



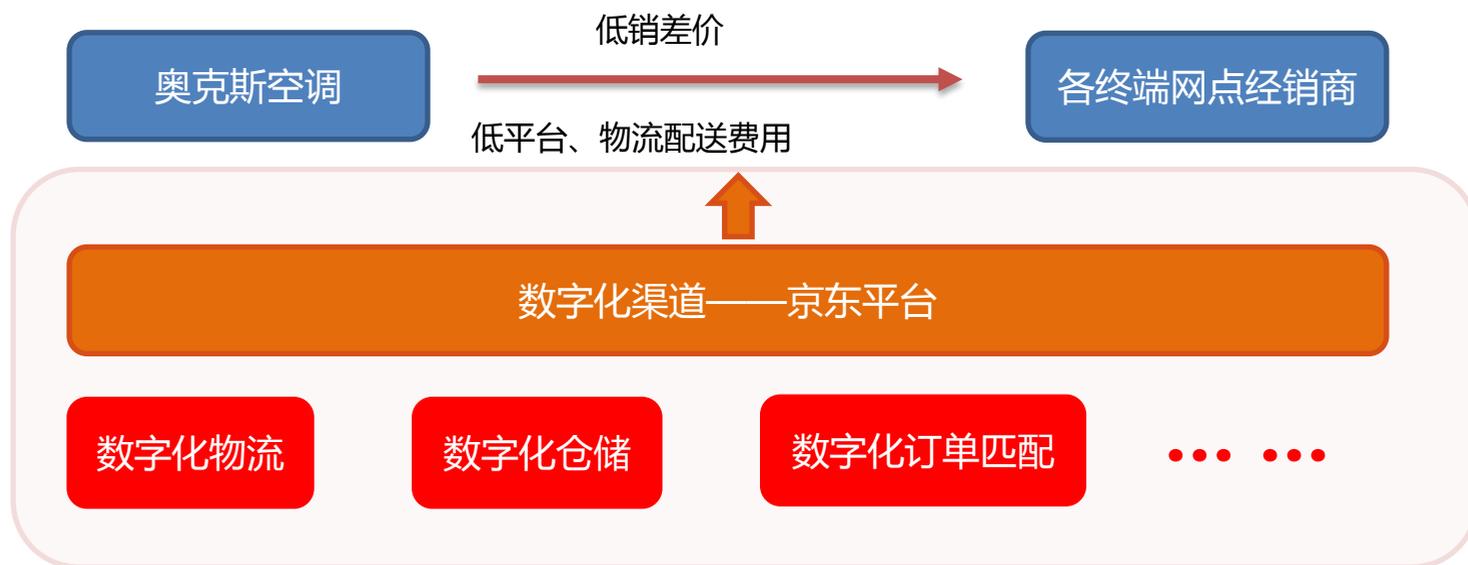
资料来源：天风证券研究所

1.3.4新零售倡导之下，渠道模式新变化：网批模式

- 层级削减，成本节约、效率提升

奥克斯与京东合作的“网批”模式，充分运用数字化工具，进行库存共享统一调配，最大程度实现供应链协同，大幅提升库存周转效率，降低物流成本。

图：奥克斯网批渠道



奥克斯依靠外部数字化渠道平台进行供应链优化

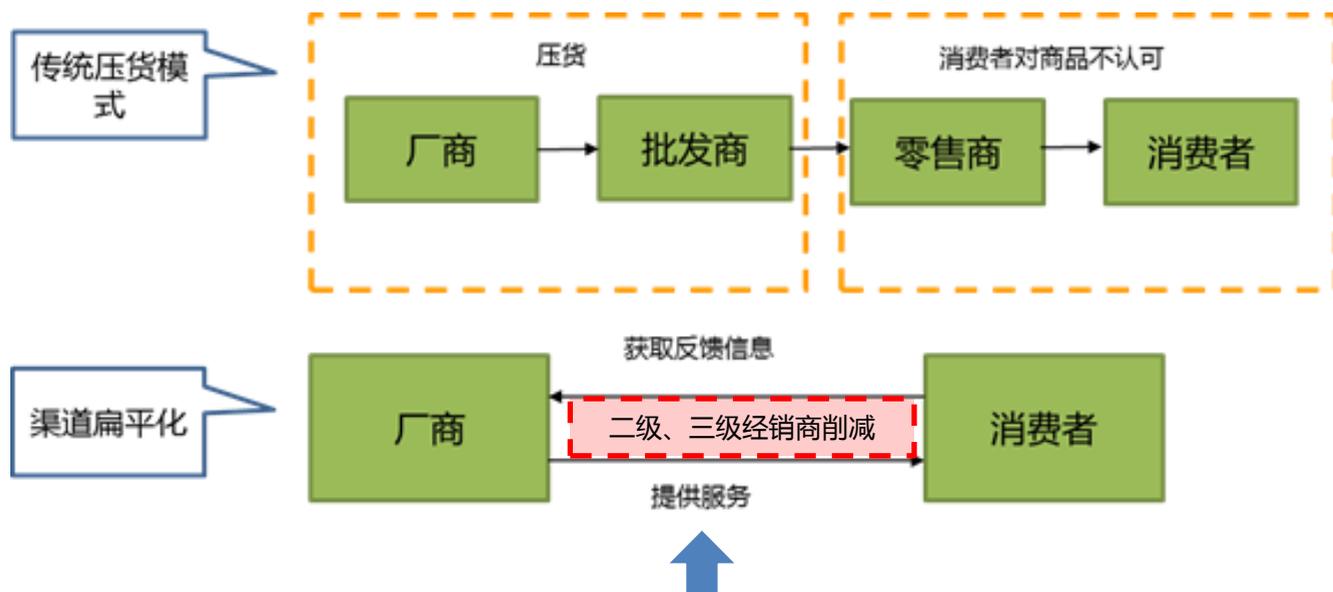
资料来源：家电圈，天风证券研究所

1.3.4渠道体系数字化会带来什么？

- 美的积极推行T+3模式

美的集团则率先在内部推“T+3”的管理模式，其本质同样是依靠数字化工具，加强库存等信息的共享和调配，提升周转效率，削减渠道成本。

图：家电渠道演进



美的内部数字化工具——库存管理、仓储、物流、生产订单调配等

资料来源：艾肯家电网，天风证券研究所

1.3.4渠道体系数字化会带来什么？

- 美的积极推行T+3模式

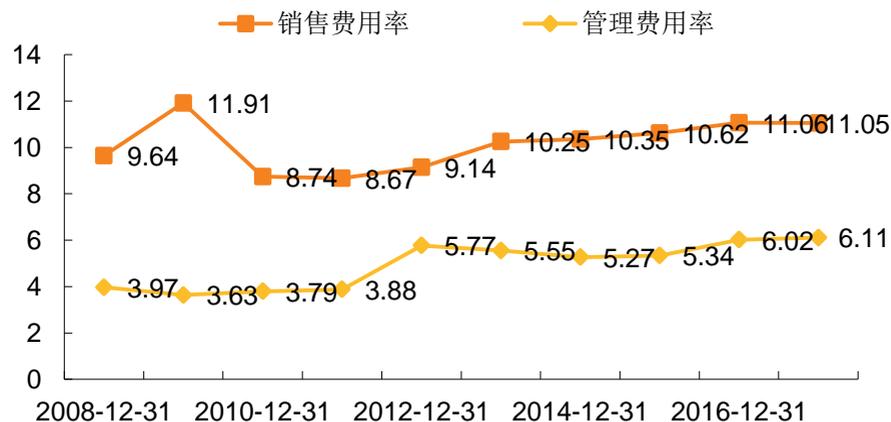
周转率：美的推行T+3后对于存货有着极其严格的管理，因此其存货周转率相应也出现了显著提升。

费用率：理论上说，渠道体系的数字化将会使得企业在研发、生产、仓储、物流等各方面费用投入效率提升，减少资源过度投入或投入不足的现象。而事实上，费用率的构成较为复杂，数字化对于费用率的改善可能短期无法在财务报表上迅速体现，但从中长期看，更高效率的运行模式将带来企业综合竞争实力的提升。

图：美的存货周转率明显提升（次）



图：美的费用率改善或许需要更长时间维度才能体现（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3.4渠道体系数字化会带来什么？

• 数据反馈

通过数字化营销工具，可以充分收集和了解热销动态，更加精确地把握需求变化，为生产、研发、售后等其他环节提供更加量化的建议。

图：美云销平台实现数字化营销



资料来源：美云销公司官网，天风证券研究所

1.3.4美的为全面数字化转型所做的准备

- 2012年开始主动提出战略转型，经历1.0、互联网+、2.0等阶段，经过五年以上对于数字化持续投入，2019年将全面推行全产业链数字化转型。

表：美的数字化转型发展历程

美的集团数字化阶段	发展
2012年数字化1.0阶段	PC端数据打通。全面确定了“632”战略，全面重构美的信息系统。实现九大事业部以及安得物流、客服中心等八大平台的ToB业务拉通与协同，建立了集团级企业标准和语言。
2015年提出“+互联网”	把数据从PC端转移到移动端，把机器设备和人连接起来
2016年数字化2.0阶段	企业所有的数据都可以24小时在线展示，供产业链上下游的合作伙伴共享。
2018年4月方洪波提出	2019年实现企业全面数字驱动的全价值链运营，用数据管理企业每天实时的运营。

资料来源：企业网D1net，天风证券研究所

1.3.4美的为全面数字化转型所做的准备

- 案例：美云智数——企业数字化转型的基础
- ✓ 美的集团内部孵化的云服务商“独角兽”，2016年12月注册成立
- ✓ 目前已有东方航空、比亚迪、永辉超市、上海电气等60多家客户

图：美云智数企业数字化运营方案



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图：家电企业改造案例——美的集团



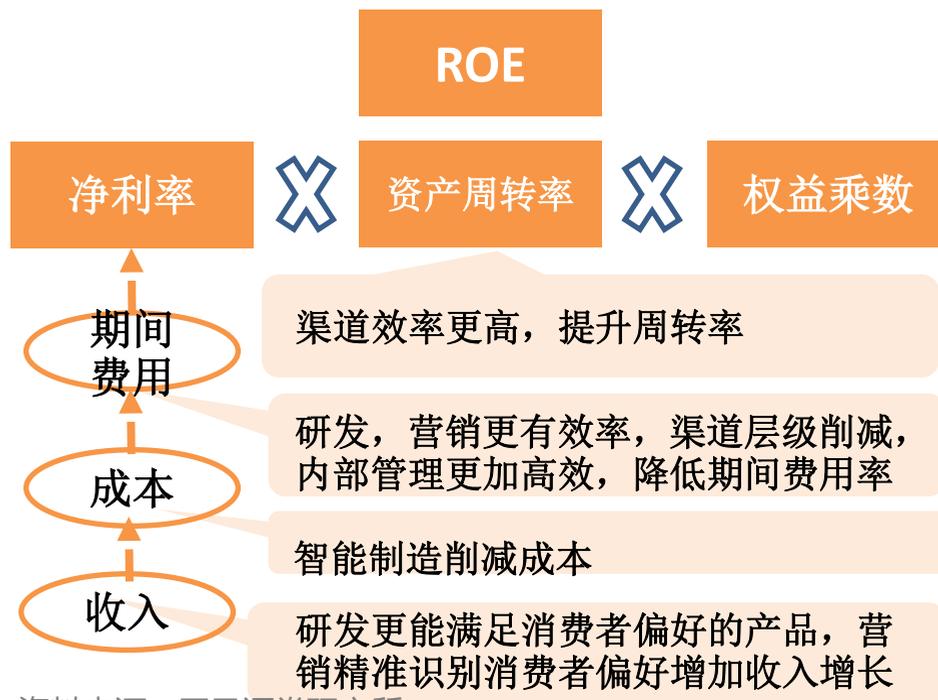
图：家电企业改造案例——康佳集团



1.3.5 数字化改造对企业的绩效体现在哪里？

- 杜邦分解看，主要通过提升净利率和资产周转率来提升ROE水平
- 短期看，前期数字化改造可能会加大资本开支，对利润率有一定波动
- 未来的格局中，抓住数字化发展的企业将拥有竞争“核武器”，没做好准备的将逐渐淘汰，事实上，最后这个关乎企业生死存亡的问题

图：从ROE分解看数字化改造的意义



资料来源：天风证券研究所

1.3.5 一张图看家电行业ROE水平及驱动因素的变迁：匹配商业模式

图：从ROE分解看家电行业驱动因素

2003-2007：
ROE实现了快速增长；这一快速增长主要为净利率、资产周转率和杠杆率提升三方面因素综合所致。

2007-2008：
ROE水平略有下降，主要因周转效率的下降所致。

2008-2010：
ROE水平企稳后回升，主要受益于杠杆率的提升。

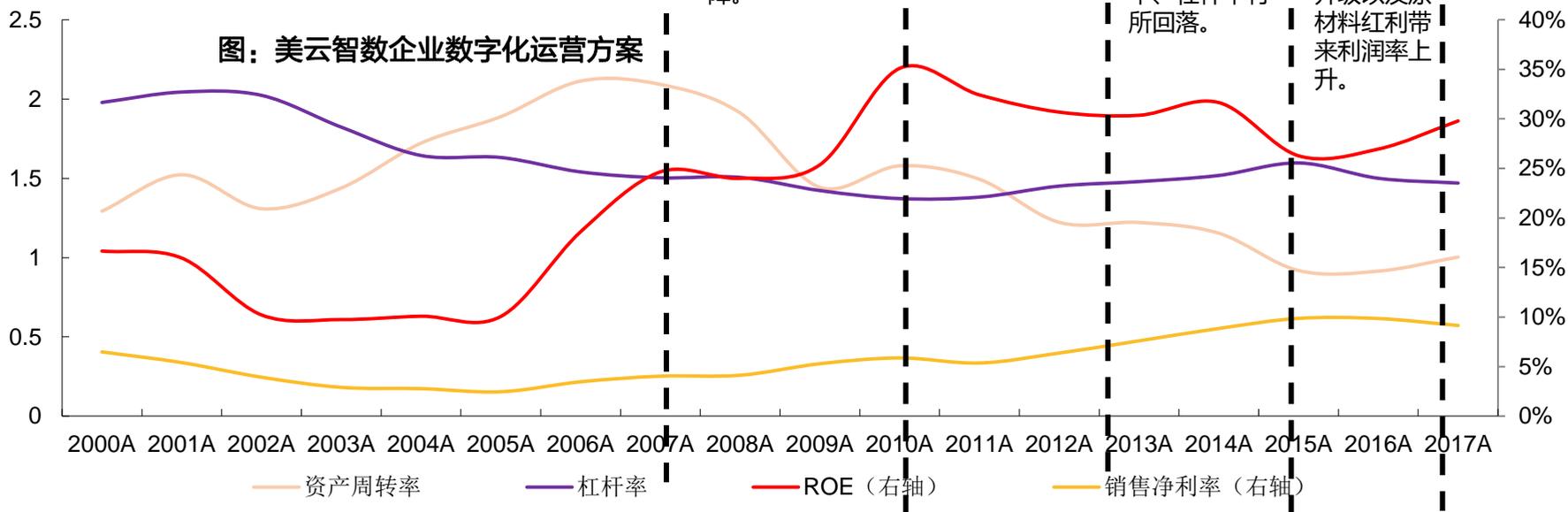
在这一期间资金周转效率仍在下降。

2010-2012：
ROE水平回落，是由杠杆率、资产周转效率的双重因素叠加所致。

2013-2014：
ROE水平回升，在这一期间产业升级、成本下降导致的净利率提升是核心驱动。但是资产周转率、杠杆率有所回落。

2015-2016：
ROE水平下滑，由于行业去库存导致杠杆率的快速下滑，企业主要依靠产品结构升级以及原材料红利带来利润率上升。

2017：
ROE上升，下游需求旺盛，周转率有所加快，消费升级带动利润率提升。



资料来源：wind 天风证券研究所



2

2019年家电子行业展望

2.1地产对家电的滞后影响:2020年或迎来拐点

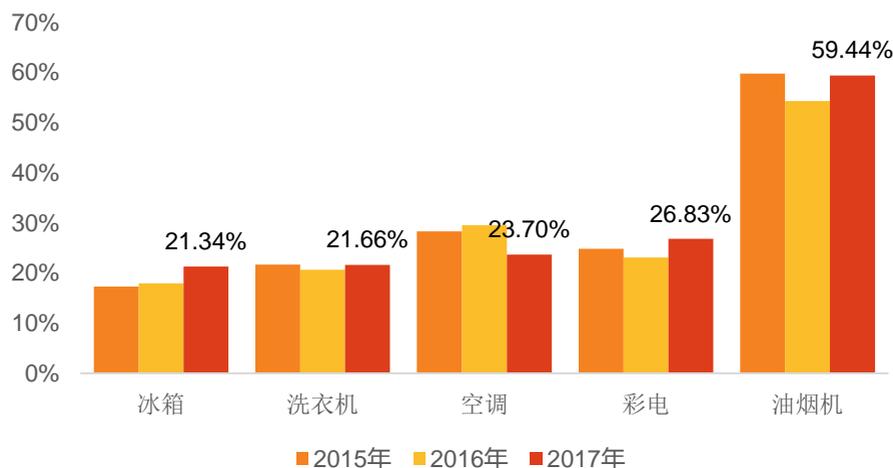
分品类看地产对家电影响

- 根据我们测算，厨电销量受地产波动影响最大，占比约60%；白电和黑电销量受商品房拉动占比不到30%

地产销售边际继续放缓

- 2018年地产整体增速环比2017年边际放缓，尤其是现房增速下滑幅度较大（截至2018年上半年数据）

图：商品房拉动家电销售比例



图：商品住宅销售面积增速



算法：商品房销售套数经过滞后和空置率调整得到当年能够带来的家电销售套数，再除以产业在线内销量

资料来源：Wind，地产统计年鉴，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

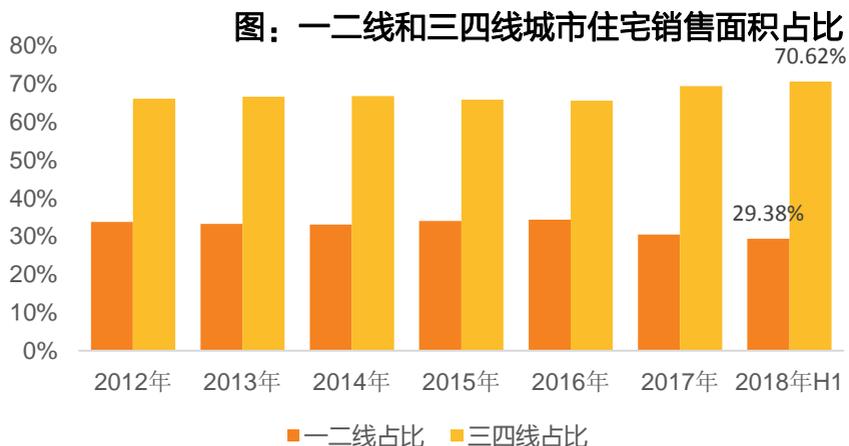
2.1 地产对家电的滞后影响:2020年或迎来拐点

• 地产结构性数据

- 期房是主流形态，占比超80%；三四线城市住宅销售面积占比超70%

• 增速分化

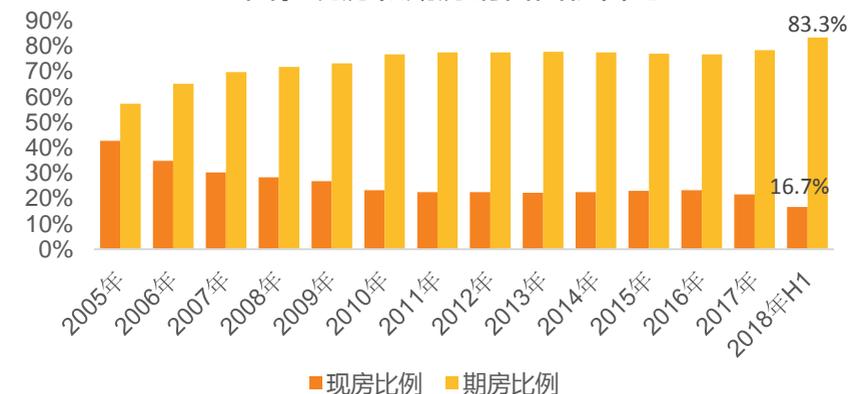
- 2017年开始，一二线和三四线地产销售增速产生分化，三四线增速显著优于一二线
- 2018年H1，现房和期房的销售增速分化，期房增速显著好于现房



一二线城市包括：北京/上海/深圳/成都/杭州/武汉/天津/重庆/西安/长沙/青岛/沈阳/大连/厦门/苏州/宁波/无锡/福州/合肥等40个城市

资料来源：Wind，天风证券研究所

图：现房和期房销售面积占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：商品房分城市和分现期房增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1地产对家电的滞后影响:2020年或迎来拐点

- 2019年地产对家电拉动增速将边际放缓,2020年需求迎来拐点
- 滞后地产周期的家电需求
 - 我们按照现房滞后6个月,期房滞后18个月测算家电需求
 - 18年全年按照18H1增速假设,19年现房增速分别为按照-10%、-5%和0%;一二线期房按照-2%、0%和2%;三四线期房按照5%、9%和13%进行假设;2020年现房假设为-5%、0%和5%增长三种情形进行假设分析

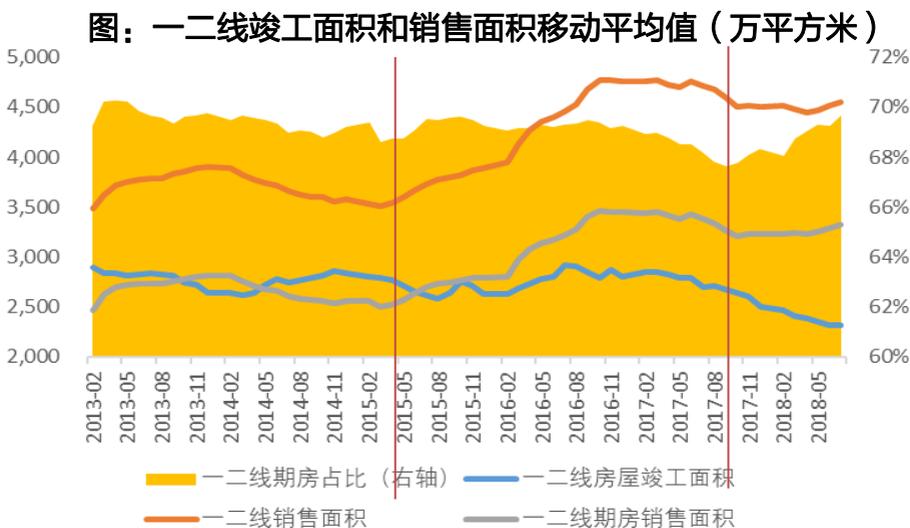
表：2018-2020年地产带动的家电需求增速预测

	2015年	2016年	2017年	2018年E	2019年E			2020年E		
					悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
一二线现房带来的销售增速	6835.3	8646.1	9122.9	7973.3	6903.9	7062.8	7221.6	6174.5	6860.6	7380.5
	-6.75%	26.49%	5.51%	-12.60%	-13.41%	-11.42%	-9.43%	-5.00%	-2.86%	2.20%
一二线期房带来的销售增速	29311.4	28993.7	34921.5	37701.6	36160.2	36160.2	36160.2	36087.6	36824.1	37162.9
	-2.39%	-1.08%	20.45%	7.96%	-4.09%	-4.09%	-4.09%	-2.00%	1.84%	2.77%
三四线现房带来的销售增速	17288.4	20581.2	24239.0	19985.8	16202.9	16575.7	16948.6	14491.1	16101.2	17321.5
	-3.58%	19.05%	17.77%	-17.55%	-18.93%	-17.06%	-15.20%	-5.00%	-2.86%	2.20%
三四线期房带来的销售增速	57549.0	53966.6	60961.3	74173.3	82730.6	82730.6	82730.6	93358.6	92353.9	93883.2
	5.48%	-6.22%	12.96%	21.67%	11.54%	11.54%	11.54%	5.00%	11.63%	13.48%
合计带来的销售增速	110984.1	112187.6	129244.7	139834	141997.6	142529.4	143061.1	148584.6	152139.7	155748.1
	1.03%	1.08%	15.20%	8.19%	1.55%	1.93%	2.31%	4.64%	6.74%	8.87%

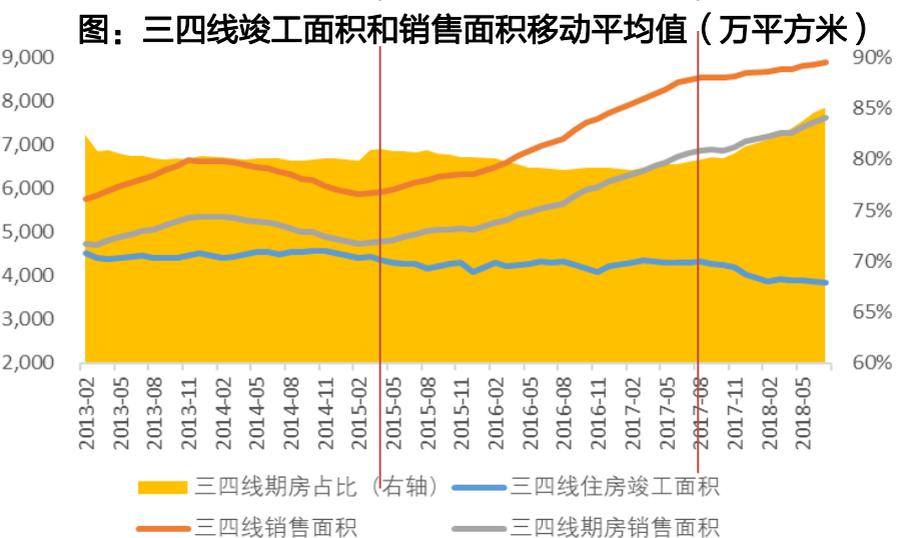
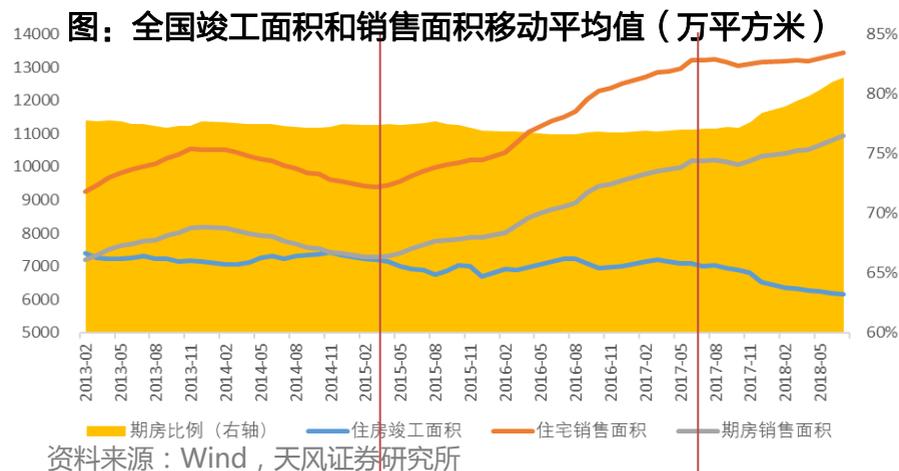
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1 地产可能超预期的因素：销售和竣工的背离，是否可能改变？

- **住宅商品房平均竣工面积和商品房销售面积之间的差值不断拉大**
 - 其中，一二线的差值拉大趋势相对较小，三四线差值趋势变化较大
- **除了期房占比有提升之外，预计主要原因在于期房的交房期限在变长**
 - 2017年10月之前全国期房占比整体并无明显提升，而竣工与销售面积差值已经产生较大涨幅



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1再测地产滞后效应

- 我们按照现房滞后6个月，一二线期房滞后18个月，三四线期房滞后24个月，重新测算地产对家电需求
- 2020年或将迎来需求拐点，2019年和2020年预计增速略好于此前的测算值

表：2018-2020年地产带动的家电需求增速预测

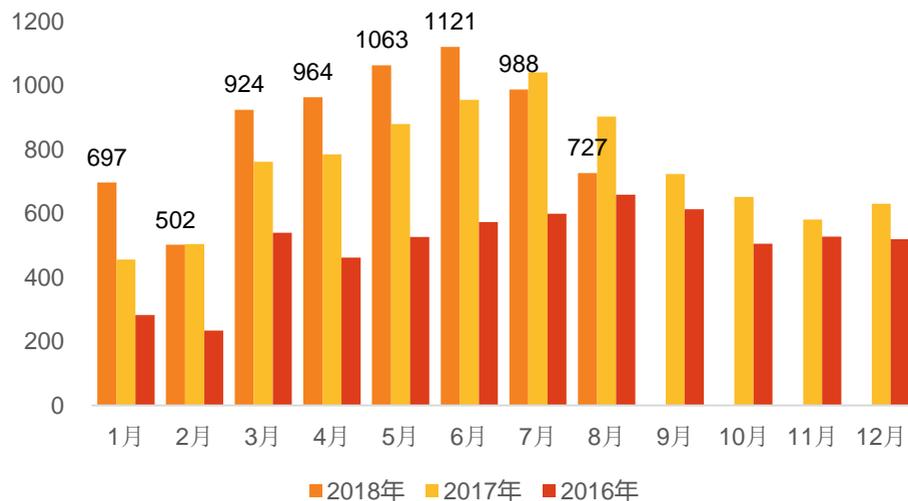
	2015年	2016年	2017年	2018年E	2019年E			2020年E		
					悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
一二线现房带来的销售增速	6835.3 -6.75%	8646.1 26.49%	9122.9 5.51%	7973.3 -12.60%	6903.9 -13.41%	7062.8 -11.42%	7221.6 -9.43%	6174.5 -5.00%	6860.6 -2.86%	7380.5 2.20%
一二线期房带来的销售增速	29311.4 8.33%	28993.7 -1.08%	34921.5 20.45%	37701.6 7.96%	36160.2 -4.09%	36160.2 -4.09%	36160.2 -4.09%	36087.6 -2.00%	36824.1 1.84%	37162.9 2.77%
三四线现房带来的销售增速	17288.4 -3.58%	20581.2 19.05%	24239.0 17.77%	19985.8 -17.55%	16202.9 -18.93%	16575.7 -17.06%	16948.6 -15.20%	14491.1 -5.00%	16101.2 -2.86%	17321.5 2.20%
三四线期房带来的销售增速	58935.5 19.49%	53317.8 -9.53%	55749.4 4.56%	67668.5 21.38%	77950.7 15.19%	77950.7 15.19%	88912.9 14.06%	88912.9 14.06%	88912.9 14.06%	88912.9 14.06%
合计带来的销售增速	112370.6 10.56%	111538.9 -0.74%	124032.8 11.20%	133329.2 7.50%	137217.7 2.92%	137749.4 3.32%	138281.2 3.71%	146672.9 6.89%	149037.6 8.19%	150777.8 9.04%

资料来源：Wind，天风证券研究所

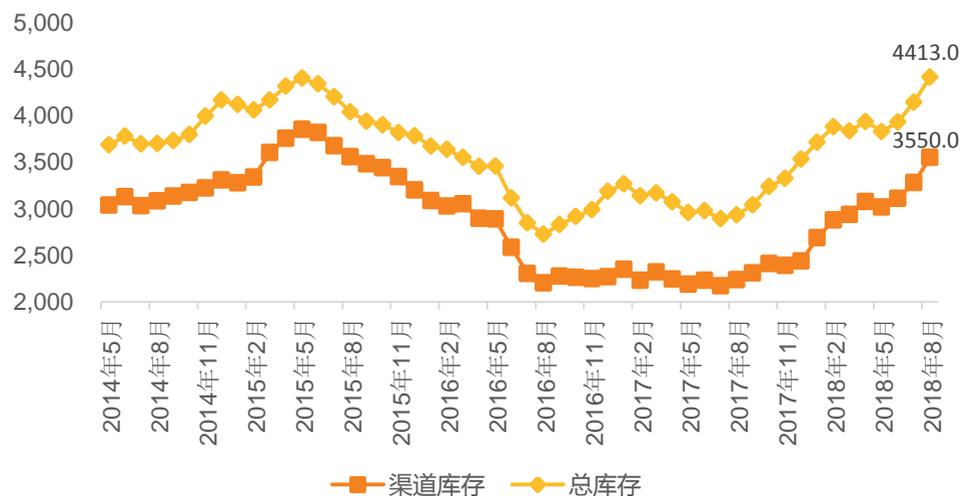
2.2空调：2018年大概率继续创新高，2019年增长或承压

- 2018年空调内销预计在9100-9300万台左右，同比去年8875万台的高基数，继续创新高
 - 假设2018年11月-12月增速为-10%
 - 2019年空调行业将面临同期高基数、地产边际拉动放缓、以及库存等三大因素影响，可能短期需求会有一些波动

图：2018年空调月度内销量（万台）



图：历年空调月度库存（万台）



资料来源：产业在线 天风证券研究所

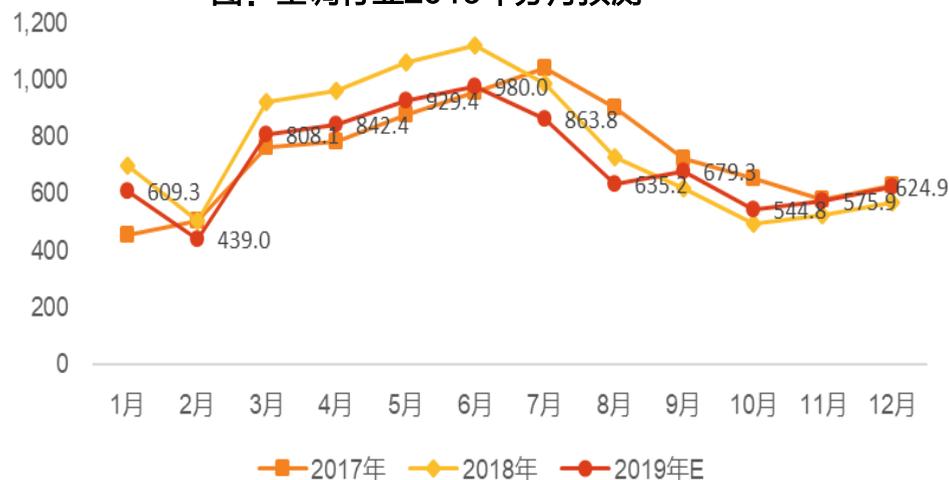
资料来源：产业在线 天风证券研究所

2.2 2019年行业空调行业预测：-10%以内的销量下滑

- **预计2019年整体内销出货量为8532万台，相比2018年增速为-7%**

- 截止2018年8月，空调渠道库存约3550万台（产业在线数据），16年和17年同期的渠道库存约2200万台左右，渠道库存大约多了1300万台左右的库存，18年9月10月相比去年同期出货量减少263万台，假设到2019年新冷年结束时，空调库存恢复至16/17年的正常水平，并且空调的终端需求和上一冷年保持一致，则需要企业在出货端减少1000万台左右
- 按照我们的预测，2018年内销出货量大约为9191万台，2018年11-12月相比2017年减少121万台左右（增速分别为-10%、-10%），2019年1-8月整体出货量比2018年少879万台，在8月份库存水平恢复至2200万台左右，9-12月开始新一轮补库存，增速大致为10%左右，**则2019年整体内销出货量为8532万台，相比2018年增速为-7%**

图：空调行业2019年分月预测

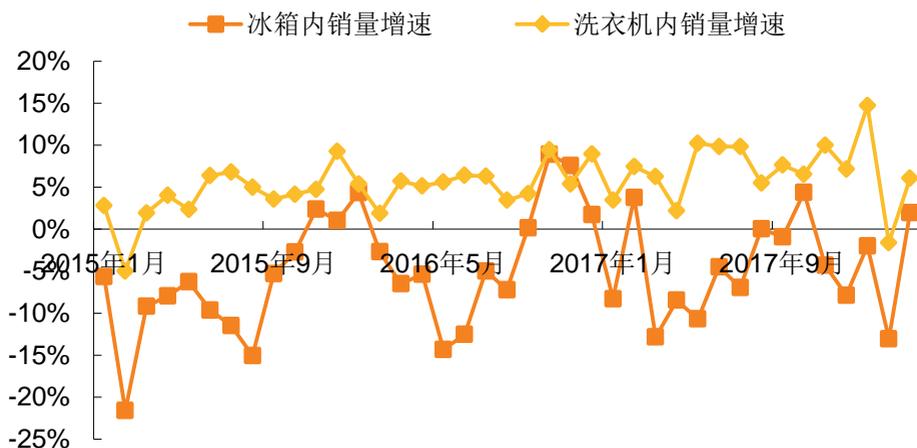


资料来源：产业在线，天风证券研究所

2.3冰洗：短期销量平稳 VS 长期消费升级结构优化

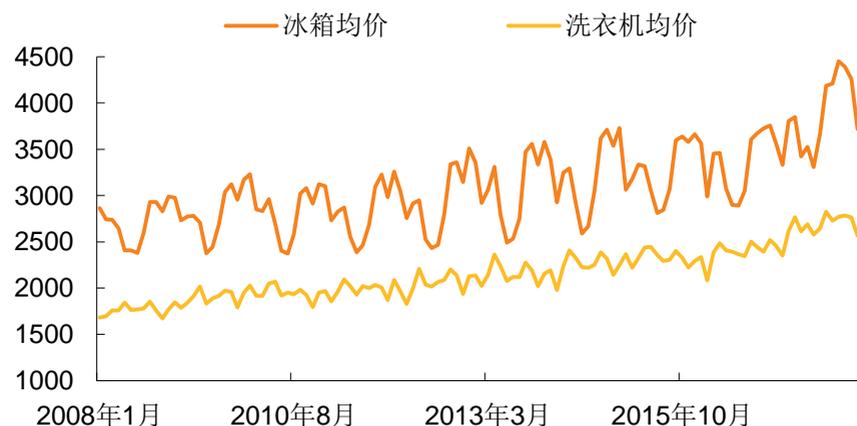
- 冰箱、洗衣机品类保有量高，需求以更新换代为主，短期销量难以出现明显增长。
- 但冰洗品类中长期看消费升级趋势明显，洗衣机由波轮转向滚筒，冰箱由单开门转向多开门、对开门，产品结构不断提升带动均价持续上行。

图：冰箱、洗衣机行业销量平稳



资料来源：产业在线 天风证券研究所

图：冰箱、洗衣机行业均价持续提升

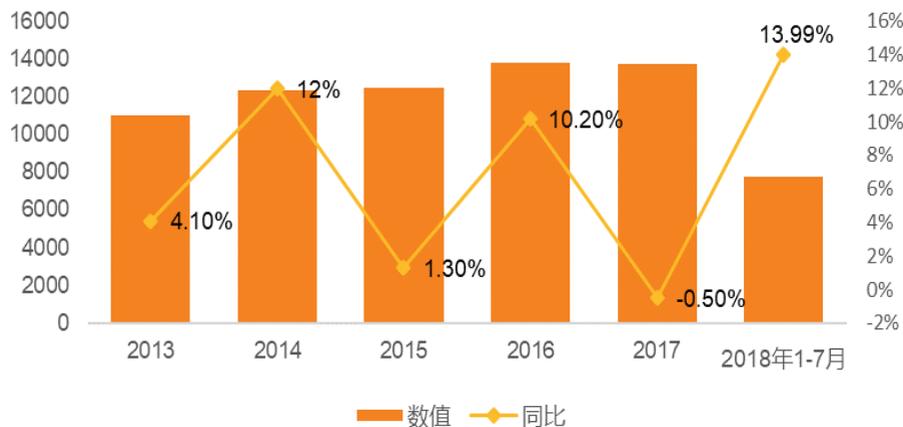


资料来源：中怡康 天风证券研究所

2.4黑电：2019需求进入小年

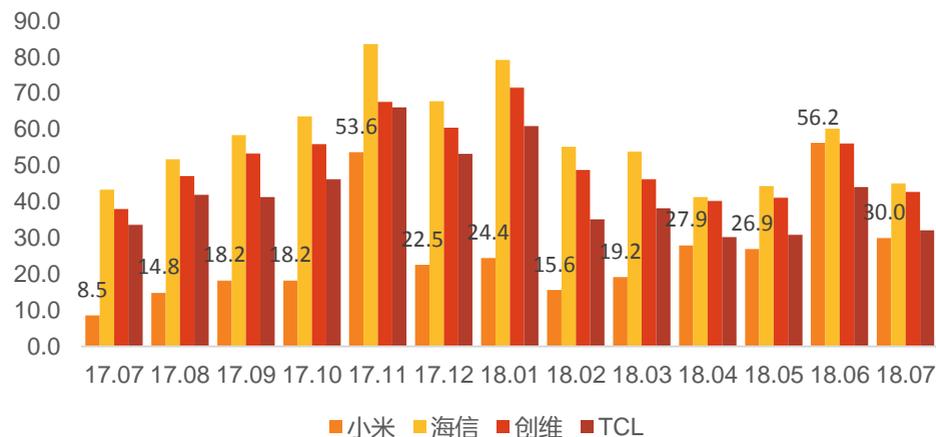
- **黑电销量增速具有明显的波动性，偶数年因为体育赛事等拉动，需求显著好于奇数年**
- **面板价格处于较低位置，成本端能得到较好控制**
根据WITSVIEW,2018年9月上旬，32寸面板价格为56美元，43寸为79美元，50寸为117美元，55寸为157美元，价格相比年初普遍有大幅下降
- **竞争格局仍存变数：小米电视保持快速增长，缩小与传统厂家的差距**

图：2013-2018年黑电销量（万台）



资料来源：产业在线 天风证券研究所

图：小米电视不断缩小与传统黑电企业差距（万台）

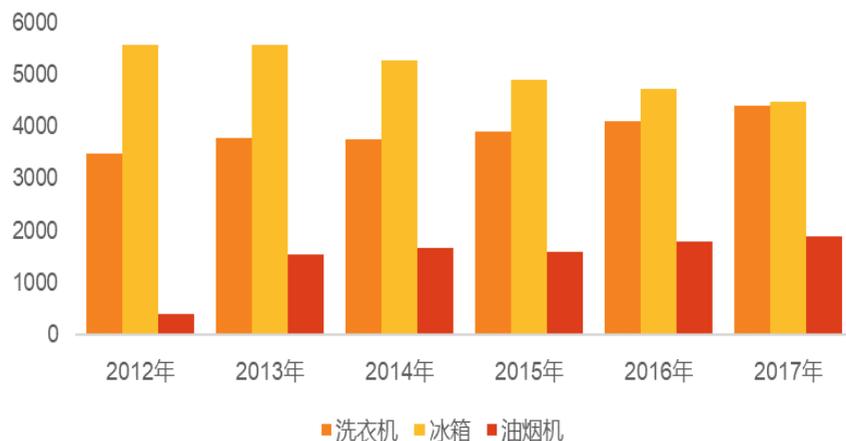


资料来源：奥维云网，天风证券研究所

2.5厨电：短期扰动VS长期空间

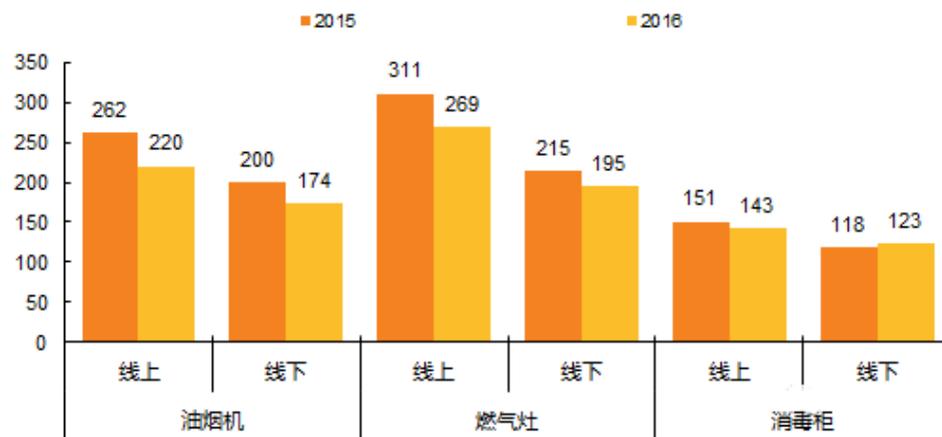
- 根据前面的测算，2019年厨电行业整体将比2018年面临更大的压力，行业拐点或将在2020年出现
 - **2019年行业整体增速预计在0-5%区间（地产拉动比例较高，根据地产拉动假设）**
- 厨电行业成长空间依旧，仍需关注2C业务逐渐向2B业务转型的风险
- 竞争格局：向龙头集中
 - 行业增速承压时，小品牌面临压力更大，有助于龙头加速整合

图：油烟机销量仅占冰洗一半（万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图：油烟机品牌数减少（个）



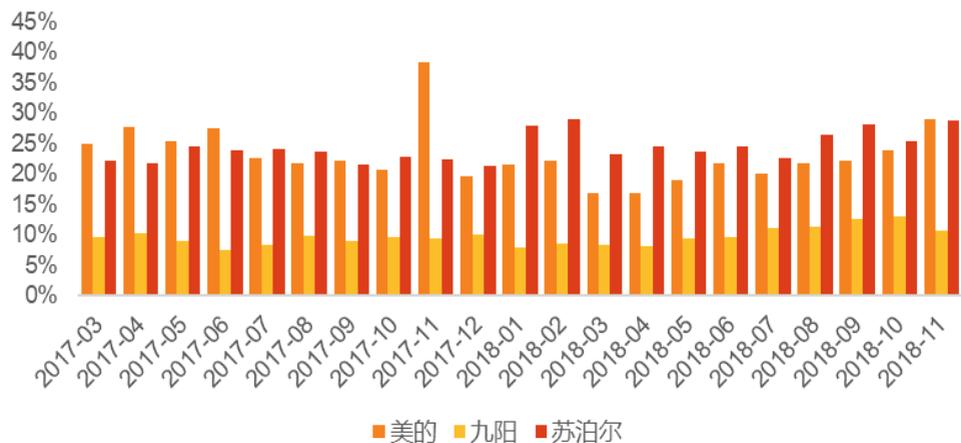
资料来源：中怡康，天风证券研究所

2.6厨房小家电：稳中有变

- **行业平稳增长**：品类众多，基本步入较为成熟的阶段，增速整体预计是个位数增长
- **美的、苏泊尔、九阳三足鼎立格局难更改**
 - 不同品类中或许排名各有强弱，整体看格局稳定
- **关注长尾市场的变化**
 - 小米的电水壶（高颜值）、摩飞的随心杯等，满足了很多细分市场的需求

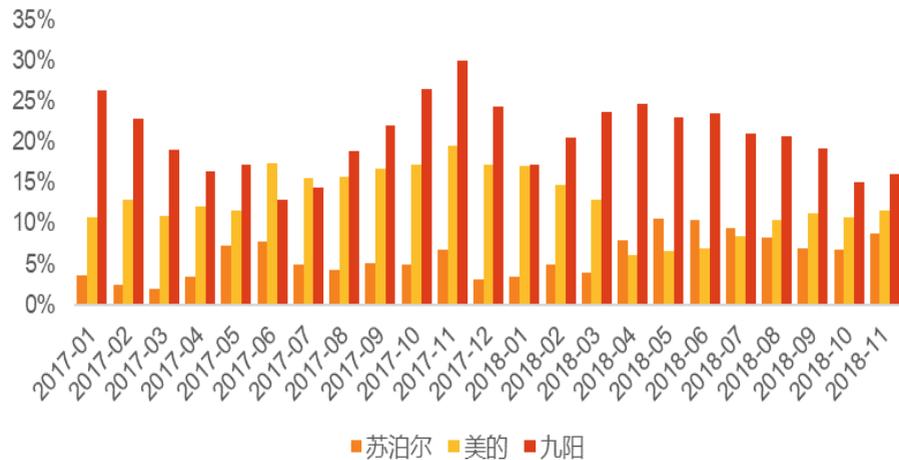


图：天猫电饭煲市占率



资料来源：淘数据，天风证券研究所

图：天猫榨汁机市占率



资料来源：淘数据，天风证券研究所

2.7生活小家电：渗透率提升之路

- **吸尘器、扫地机器人处于高速增长期**
 - 2018年天猫中扫地机器人增速仍超20%
 - 尽管吸尘器渗透率高于中国，美国IROBOT2017年增速超30%
- 中国公司在清洁电器领域初具国际竞争力

图：2018年天猫扫地机器人增速



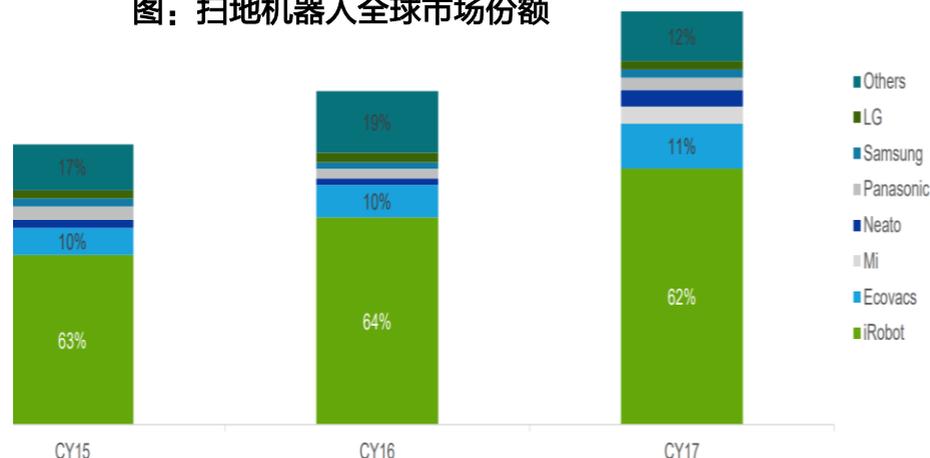
数据来源：淘数据，天风证券研究所

图：irobot收入增速（亿美元，%）



数据来源：Wind，天风证券研究所

图：扫地机器人全球市场份额



数据来源：irobot三季报，天风证券研究所

2.8 零部件：跟随下游需求波动

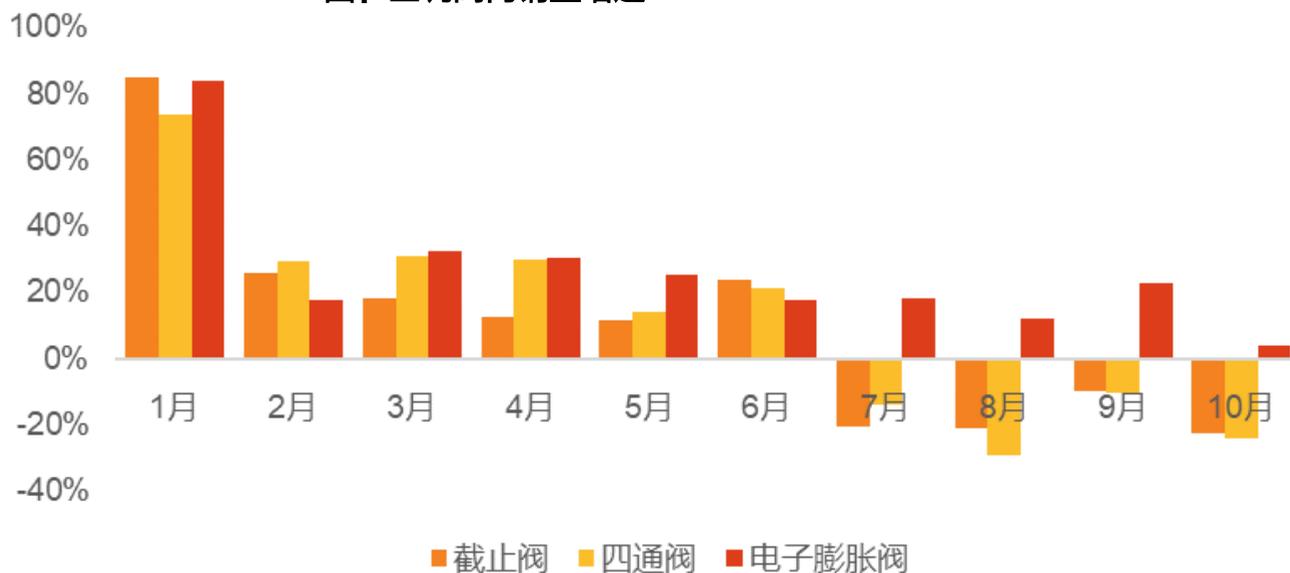
- **空调零部件短期跟随下游，需求承压**

- 截止阀、四通阀等跟随下游周期波动，电子膨胀阀渗透率提升增速稳定

- **穿越周期的法宝是努力拓展新应用**

- 三花公告三花汽零被确定为德国宝马新能源电动汽车平台热管理部件的供应商，意味着三花汽零的新能源汽车热管理部件已进入所有欧洲大型汽车厂商的新能源汽车平台

图：空调阀门销量增速



资料来源：产业在线，天风证券研究所

2.9 18-19年趋势渐起：出海设厂，布局东南亚

- **外部环境：中美贸易战，出于规避贸易战考虑**
- **自身经营战略：国际化打开成长空间，优化资源配置，更好服务海外的本土化战略**

表：18年家电公司海外布局

公司	18年海外布局	原因和影响
莱克电气	计划以自有资金投资2000万美元在越南建设生产基地	更好应对贸易战；有利于扩大公司海外生产能力，充分开拓国际市场，更好的满足国际市场需求
地尔汉宇	拟收购在泰国的工厂Seil Controls 100%股权，交易金额为330万美元	有利于优化公司整体资源配置，对公司未来业务规模扩大和业绩增长将产生积极作用
三花智控	在越南拿下200多亩地准备建厂	应对贸易战；均衡工厂配置
美的集团	美的集团印度工厂预计将于2018年底投入运营	发力海外市场
青岛海尔	新建印度北部工业园550万台/套家电产品项目	满足海尔产品在印度市场的增长需要，提升海尔品牌在当地市场竞争力，促进公司在印度市场的本土化

资料来源：Wind，虎嗅网，环球网，天风证券研究所

2.9出口:18年末增速翘尾，19年初或存压力

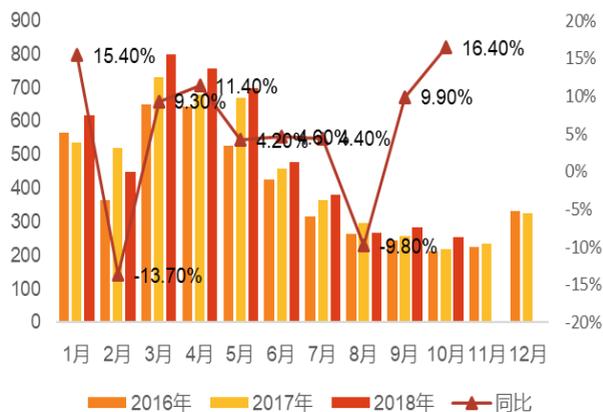
- **家电出口在2018年9月起增速有较大改善**
 - 可能的原因是部分公司因为贸易战预期，提前在2018年下订单
- **2019年中美贸易战影响下，年初的出口订单或因在18年末提前释放，有所下滑**

图：2018年人民币兑美元汇率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：2018年空调出口增速



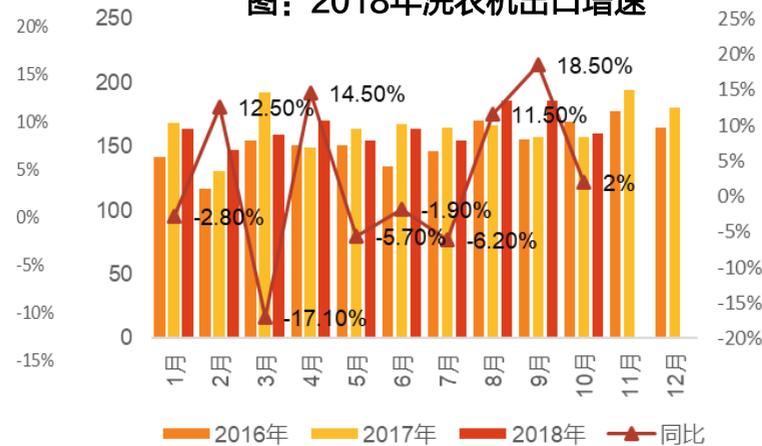
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图：2018年冰箱出口增速



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图：2018年洗衣机出口增速



资料来源：产业在线，天风证券研究所

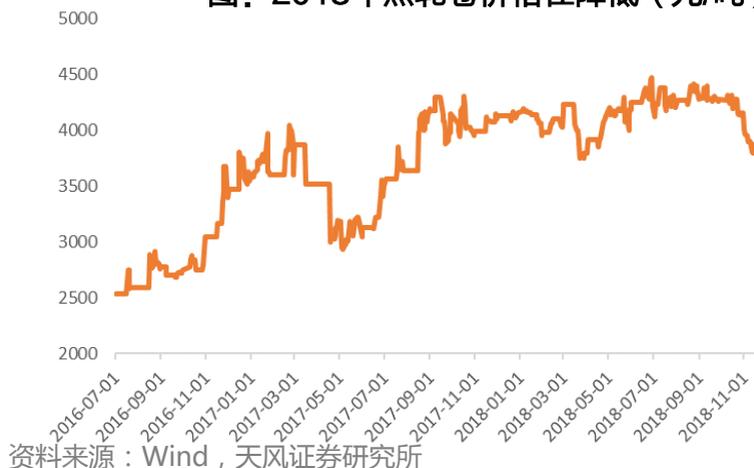
2.10短期值得关注的风险因素：大宗成本

- 家电上游大宗材料成本降低
- 成本是否会成为影响空调行业格局的重要因素？
 - 谁在原材料较高的时候生产的越多，谁的成本就处于劣势

图：2018年铜、铝价格在降低（元/吨）



图：2018年热轧卷价格在降低（元/吨）



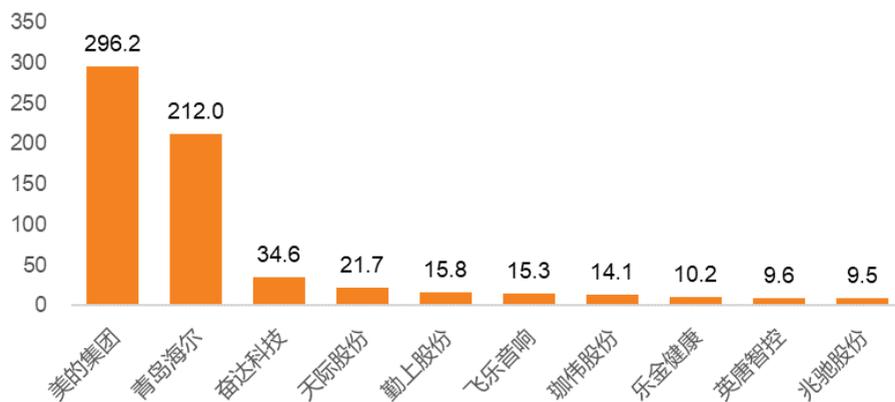
图：2018年注塑价格在降低（元/吨）



2.10短期值得关注的风险因素：商誉减值

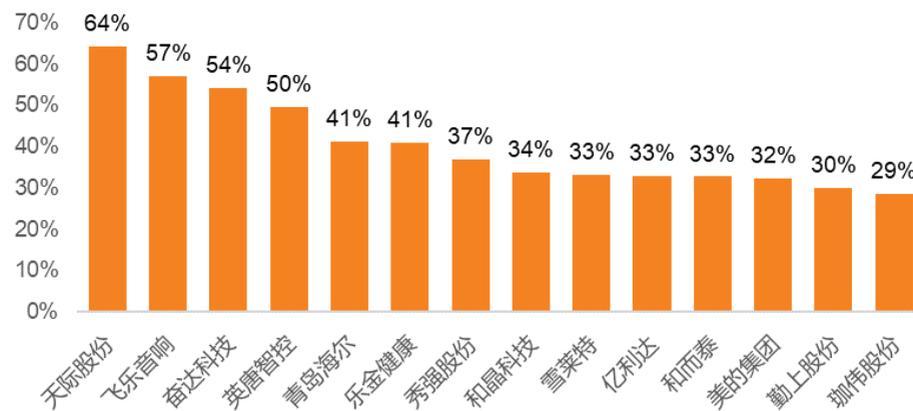
- **2018年11月，证监会发布《会计监督风险提示第8号——商誉减值》，意在加强商誉问题的风险监督**
 - 要求定期进行商誉减值测试，在财务报告中披露与商誉减值有关所有重要信息，对减值测试方法等详细规定，减少企业自主操作空间
- 家电行业中，美的、海尔海外并购留下大额商誉
 - 考虑到美的、海尔稳健的经营业绩，**预计商誉减值风险可控**
- 部分中小公司业绩承压，而商誉占净资产的比例较高，需防范可能的商誉减值风险

图：2018Q3家电板块商誉值前10名（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：2018Q3期末商誉/净资产占比20%以上的公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.11 估值探讨：外资会驱动驱动家电估值提升么？

- 自沪港通、深港通的正式开通至今，A股的投资者结构事实上已经在发生改变。而随着**MSCI、富时罗素、标普道琼斯**等先后决定将A股实现纳入，未来将持续带来资金结构的改变。中长期看，我们预计投资者结构的变化对于市场的影响或将持续2-3年。

表：MSCI纳入A股时间表

时间	事件
2017年12月1日	“MSCI中国A股国际大型股指数”将更名为“MSCI中国A股大型股指数”
2018年一季度	发布关于中国A股纳入的详细问答文件
2018年3月1日	将“MSCI中国A股指数”更名为“MSCI中国A股在岸指数”；发布新的“MSCI中国A股指数”，追踪的个股将限定在“沪股通”和“深股通”范围之内。
2018年6月1日	按照2.5%的比例将A股正式纳入
2018年9月3日	将A股的纳入比例提升至5%。

资料来源：凤凰财经、天风证券研究所

表：富时罗素纳入A股时间表

时间	事件
2018年9月	富时罗素宣布将A股纳入其全球指数体系
2019年6月	第一阶段：以富时中国A股互联互通全盘指数成分股为基准，按照25%的比例作为初始纳入因子，进入富时全球指数系列，纳入股票范围包括大盘股，中盘股和小盘股。
2019年6月	第一阶段：实现比例20%
2019年9月	第一阶段：实现比例40%
2020年3月	第一阶段：实现比例40%，完成第一阶段，预计A股占富时新兴市场指数的权重将达到5.5%。

资料来源：凤凰财经、天风证券研究所

表：标普道琼斯纳入A股时间表

时间	事件
2018年12月5日	标普道琼斯公布了2018年度市场分类评审结果，宣布将通过沪港通、深港通机制进行交易的合格A股纳入其全球指数体系，分类级别为新兴市场。
2018年12月31日	标普道琼斯将公布初步纳入的具体标的名单。
2019年9月6日	再次公布具体标的的调整名单。
2019年9月23日	正式生效，纳入因子为具体A股标的的可投资市值的25%。

资料来源：凤凰财经、天风证券研究所

2.11 估值探讨: 外资会驱动驱动家电估值提升么？

- 估值探讨：外资的进入是否能托底行业估值？
 - 白电龙头公司估值在2016年深港通开通后估值中枢上移



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.11估值探讨：定价权转换？

- 从沪港通、深港通北向资金情况看，2018年交易金额较2017年显著上升，这是一个交换战场的过程，而家电个股的定价权也随之发生变化。在A股市场整体处于存量博弈的背景下，作为边际增量的外资进入成为打破传统估值中枢框架的重要力量。

表：沪/深港通前十大活跃交易个股

沪/深港通前十大活跃交易个股	公司	2017	2018至今	YOY
买入金额（亿元）	格力电器	290.1	553.6	91%
	美的集团	415.9	587.8	41%
	青岛海尔	62.6	88.4	41%
	老板电器	36.7	22.1	-40%
	三花智控	5.4	14.2	163%
	苏泊尔	2.8	未进入前十大	-
	合计	813.5	1266.0	56%
卖出金额（亿元）	格力电器	164.1	565.3	245%
	美的集团	193.8	451.6	133%
	青岛海尔	51.8	102.7	98%
	老板电器	13.1	25.2	93%
	三花智控	0.5	8.5	1555%
	苏泊尔	0.9	未进入前十大	-
	合计	424.1	1153.4	172%
净买入金额（亿元）	格力电器	126.0	(11.8)	-109%
	美的集团	222.2	136.2	-39%
	青岛海尔	10.8	(14.3)	-233%
	老板电器	23.6	(3.2)	-113%
	三花智控	4.9	5.7	18%
	苏泊尔	1.9	未进入前十大	-
	合计	389.4	112.7	-71%

资料来源：Wind，天风证券研究所

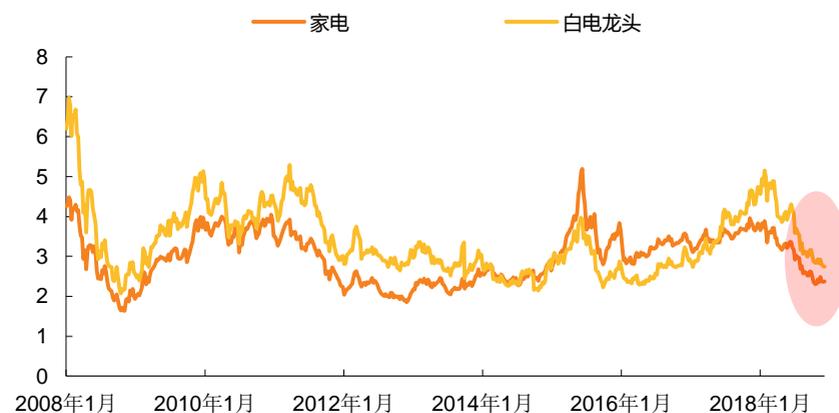
2.11 估值提升的逻辑：外资驱动

- 回顾板块历史估值水平可以发现，当前时点下家电板块和三大白电龙头的市盈率PE、市净率PB均处于历史底部水平。
- 尽管市场对于19年的基本面情况存在一定程度担忧，我们认为整体估值中枢的提升仍是大概率事件。

图：家电板块及三大白电龙头历史PE情况



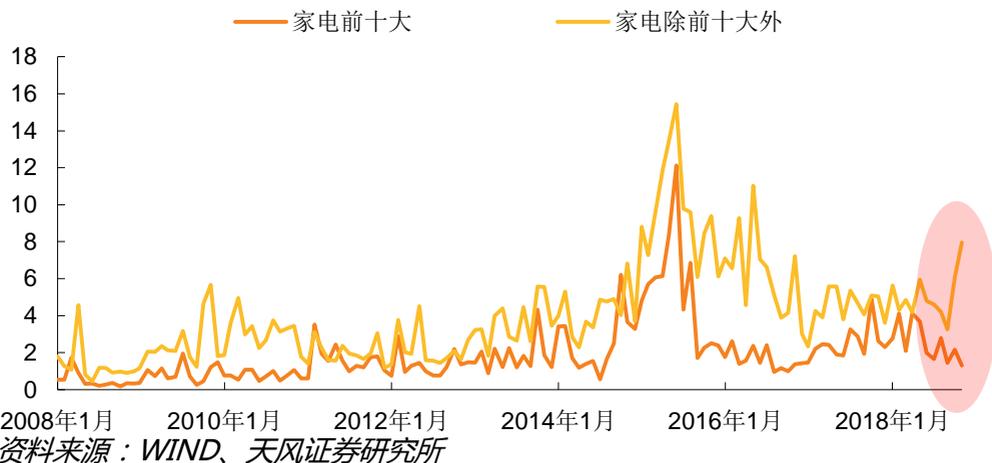
图：家电板块及三大白电龙头历史PB情况



2.11 估值提升的逻辑：外资驱动

- ✓ **从交易量看**：2018年以来，家电板块公司表现出明显分化，其中大市值公司交易量仍在放大，而小市值公司成交量萎缩明显。
- ✓ **从机构持股情况看**：2018年以来，家电板块大市值公司机构持股家数仍在增加，而小市值公司持股的机构家数明显下降。
- **展望2019年**：我们预计小票的估值可能存在进一步下降的风险，而白马等市值较大个股估值存在提升的空间。因此，我们认为，板块整体估值中枢水平很可能在19年逐渐提升，导致板块的整体股价表现相对稳健。

图：2018年家电板块市值前十大个股及其他股票交易量分化明显（亿股）



表：家电板块个股机构持股情况（个）

持股情况	平均持股机构家数			平均持股基金家数		
	2018Q3	2017Q3	YOY	2018Q3	2017Q3	YOY
板块市值前十大个股	116	104	12	108	97	11
其他个股	8	10	-2	3	5	-2

资料来源：WIND、天风证券研究所



3

投资建议

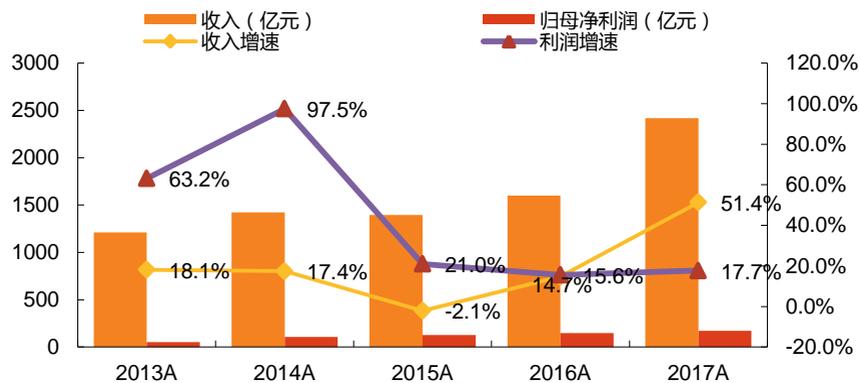
2019年投资建议:EPS与估值的平衡

- **基本面**
 - 短期看，内销基本面难言太多亮点
 - 地产周期叠加空调库存周期，大家电预计表现整体较为一般
 - 部分渗透率处于快速提升的小家电或带来投资机会
 - 出口整体可能受到贸易战的影响，但部分出口公司在其他领域可能存在机会
 - 此外，需要关注部分公司可能因为商誉减值带来的风险
- **估值：中国A股加入更多国际指数，带来估值提升**
- **长远看，建议布局拥抱数字化转型的公司，关注后续此类公司在研发、制造、售后等环节重构带来的ROE提升**
- **推荐标的：美的集团、三花智控、新宝股份、科沃斯**

美的集团——蓄势待发

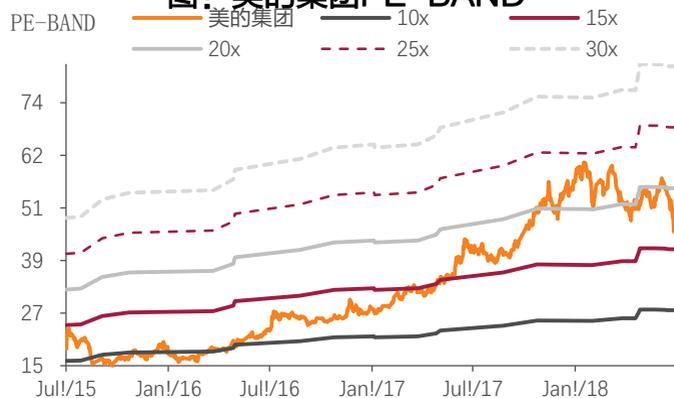
- 2018年为公司调整年，主动进行产品结构调整，舍弃部分盈利能力及均价较低的中低端产品，同时组织架构也有部分变动，短期营收放缓，中长期看将有利于公司提升品牌定位，增强产品竞争力和盈利能力。
- 公司拟换股合并小天鹅，将强内部协同，美的有望成长为新消费品平台型公司，公司通过持续的海外收购快速提升全球综合竞争力。合伙人持股计划、股票期权激励草案以及限制性股票激励计划，实现了各事业部核心团队、公司员工、管理层的利益绑定。美的数字化转型、渠道层级削减，均为后来的增长在蓄能
- 预计公司 18-20 年净利润为 205.1 亿、241.8、284.7 亿，净利润增速为 18.7%、17.9%、17.7%，2018 年 12 月 17 日股价对应 18-20 年约 12.78x、10.8x、9.2xPE，维持买入评级。
- 风险提示：地产不景气导致行业需求下滑；美的战略转型带来短期经营波动

图：美的集团收入和利润



资料来源：WIND、天风证券研究所

图：美的集团PE-BAND



资料来源：WIND、天风证券研究所

三花智控——制冷核心零部件龙头，强势切入热管理领域

- 排除汇兑损益影响，公司一季度实际经营业绩增长扎实。公司电子膨胀阀、变频控制器、压力传感器等节能环保新品将持续受益于消费升级，带动公司产品结构和毛利率的改善。
- 此前公司陆续公告了戴姆勒、沃尔沃、蔚来汽车的合作订单，19年为新能源新车型落地大年，长期成长性值得看好。
- 预计我们公司18-20年净利润增速为 4.1%、15.6%、18.1%，净利润为12.9、14.9、17.6 亿元，2018年12月17日股价对应18-20年22x、19x、16xPE，维持买入评级。
- 风险提示：地产不景气导致行业需求下滑；原材料成本上涨

图：三花汽零业务17-19年业绩承诺情况——三年CAGR达到22.3%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图：我国新能源汽车产销正在高速增长

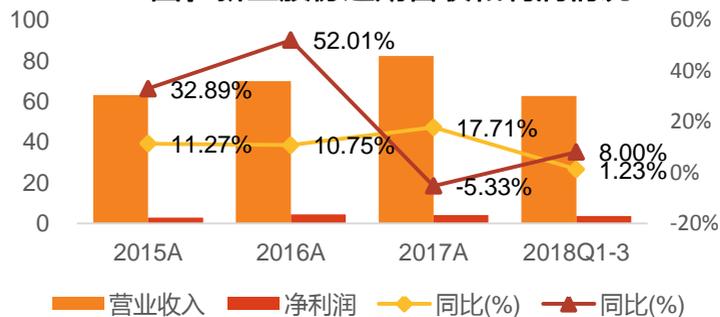


资料来源：公司公告，中国汽车工业协会，天风证券研究所

新宝股份——转型互联网品牌ODM龙头，主业进入恢复期

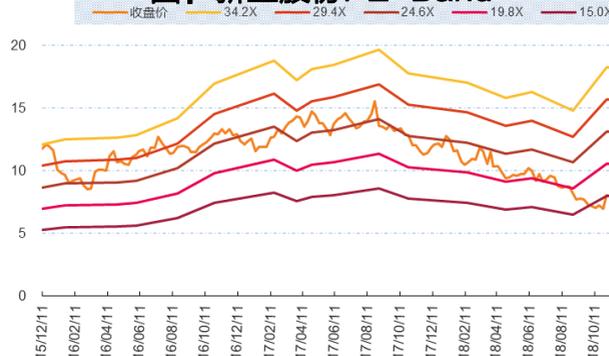
- **西式小家电出口龙头，主业进入恢复期**：公司小家电出口份额位居国内第一，2017年出口收入占比超过85%。公司积极开拓和研发新品，同时凭借自动化优势和规模优势，具备显著国际竞争力。
- **转型互联网品牌ODM龙头，积极拓展内销市场**：公司从16年开始与小米、名创优品等创新品牌积极合作，目前净水器、电动牙刷等品类已逐渐形成规模，凭借公司多年积累的强大制造研发能力，未来1-2年内将向更多品类和品牌横向快速复制。在自主品牌方面，公司代理英国高端品牌摩飞，同时积极拓展东菱品牌以及咖啡机品牌Barsetto，在专业化细分市场上积极着力，凭借差异化快速成长。
- **员工激励机制完备，夯实长期发展动力**：公司17年8月推出员工持股计划，对象包括公司董事、监事、高级管理人员和其他员工等合计不超过106人；实现公司、股东、员工利益的协调一致，夯实公司的长远发展动力。员工持股资管计划买入均价12.69元/股，当前股价与员工持股价格倒挂明显。
- **投资建议**：我们预计公司18-20年归母净利润为5.0、6.2、7.4亿元，同比增长长23.3%、22.4%、19.6%。2018年12月17日股价对应18-20年PE为15x、12x、10x，维持买入评级。
- **风险提示**：海外需求受贸易战影响；原材料成本上涨

图：新宝股份近期营收和利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：新宝股份PE-Band

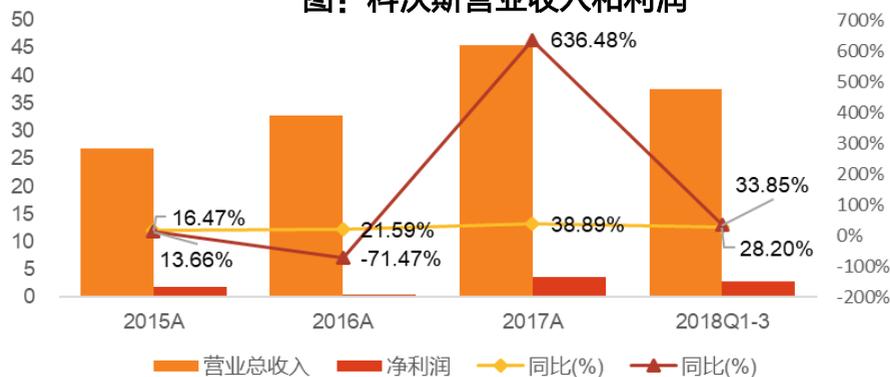


资料来源：Wind，天风证券研究所

科沃斯——行业景气高，龙头最为受益

- **行业渗透率不断提升。**国内扫地机器人市场渗透率低，根据德国 GFK统计数据，我国沿海城市的产品渗透率仅为5%，内地城市仅为0.4%，国内处于行业渗透率快速提升期
- 线下开设近千家门店注重市场培育，线上电商实现口碑销量双丰，2018“双11”单天全渠道销售额破7亿元，同比增长35%，预计四季度业绩有望超预期。
- **进军美国市场，开拓国际化。**公司在北美等线下渠道铺货，四季度美国市场的“黑色星期五”和圣诞节两个购物节预计将贡献较多收入。
- **看好公司的品类衍生性。**目前公司产品包括扫地机器人、擦窗机器人和空气净化器等，预计未来品类将进一步丰富，在IOT和5G逐渐成熟的背景下，品类拓展带来的协同效应更加明显。
- 预计公司18-20年净利润同比分别增长34.47%、35.42%、36.04%，对应EPS分别1.26、1.71、2.33元/股，2018年12月17日股价分别对应43x、32x、23xPE，维持增持评级。
- 风险提示：市场竞争激烈导致份额下滑；原材料成本上涨

图：科沃斯营业收入和利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：科沃斯PE-Band



资料来源：Wind，天风证券研究所

免责声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

THANKS