

投资评级：推荐（维持）

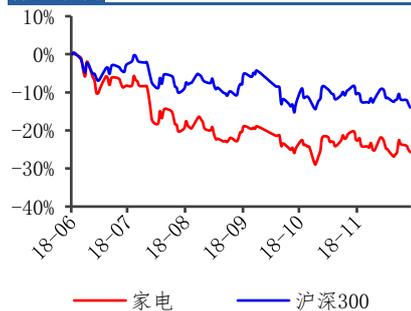
报告日期：2018年12月20日

分析师

分析师：蔡维 S1070517050001

☎ 021-31829695

✉ caiwei@cgws.com

行业表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<布局优质龙头，关注细分市场>> 2018-11-12

关注行业龙头，大型厨电持续看好

——家电行业深度报告

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	18E	19E	18E	19E
美的集团	3.09	3.54	12	11
老板电器	1.64	1.85	13	12
浙江美大	0.64	0.85	16	12
青岛海尔	0.79	1.00	12	9
苏泊尔	1.97	2.40	27	22

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 处于高速增长期，大型厨电持续看好：**厨电行业长期来看具备较大增长空间。传统大型厨电油烟机、燃气灶家庭渗透率仍未饱和，相比已经进入成熟期的白电行业，厨房电器正处于成长期并将保持相当一段时间。大型厨房电器市场虽然不是家电规模最大，或者增长最快的市场。但从市场规模、增长潜力、集中度提升三个角度看，大型厨房电器市场是一个具有吸引力的市场。从保有量来看，2016年城镇油烟机保有量72台/百户，农村18台/百户，28%的城镇家庭没有安装油烟机。随着城镇化率不断提高，未来油烟机、燃气灶会成为必需品，达到每户一台的保有量水平。2016年中国油烟机出货量2,223万台，预计未来油烟机市场规模在4,000万台以上，市场规模超过2000亿元。同时大型厨电行业新兴品类增长迅速，集成灶、洗碗机等处于市场导入期，我们相信大型厨电行业在未来一段时间之内，将会替代白电市场，成为中国家电市场最主要的增长驱动力。
- 烟灶消竞争有所加剧，集中度逐年提高：**厨电行业短期内因受地产后周期以及宏观经济影响，大型厨电市场2018年表现较为一般。据奥维云网（AVC）全渠道推总大数据显示，厨电（烟灶消）的销售规模自2006年的225亿元到2017年的689亿元，每年均呈现出不同幅度的涨幅，稳定发展，自2016年开始陆续实施最严限购令以来，厨电行业影响颇深，2018年1-9月销售额为465亿元，同比下降了4.2%，使厨电行业面临整体“失速”危机。但与18年大型厨电整体销量下滑相对应的是厨电品牌集中度进一步提升，2017年油烟机线下零售额前十品牌占比85.1%，今年一季度达到86.4%，增长1.3pct。主要品牌方面，老板和方太共占近50%的市场份额，行业龙头地位十分稳固，华帝股份市场表现稳定，美的、海尔与苏泊尔等品牌也在积极抢占市场份额。
- 新品市场导入加速，看好行业未来增长：**除了传统烟灶消大型厨电之外，我们也要看到将三者结合的新品种集成灶近年来出现市场爆发，与传统燃气灶相比，集成灶拥有抽油烟效果相对较好，同时将吸油烟机、燃气灶、消毒柜融为一体，节省厨房空间，造型美观，各部分拆卸简单，易于清洁维护等优势。集成灶近年来销售额节节攀升，2016年销售额已超过30亿

元，据中怡康数据预测，2018年集成灶零售额预计同比增长43.9%。除了集成灶之外，洗碗机与诸多嵌入式产品是另外需要关注的新兴品类。消费升级与80、90后逐渐成家立业带来的消费能力上升，使得改善生活质量的厨电市场迅猛增长。符合“懒人经济”的洗碗机普及加速，2016年洗碗机市场销量19.8亿元，2017年即达到43.7亿元，增速近130%。相关新兴品类值得持续关注。

- **投资建议：**大型厨电行业具有较高的地产相关性，我们预计大型厨电19年相比18年销量将有所回暖，但短期之内影响仍未消除。主要龙头企业近年来大力进行渠道下沉，今后一段时间大型厨电主要竞争焦点将在三四线城市，厨电龙头企业以及部分传统家电企业值得关注，推荐标的老板电器、华帝股份、青岛海尔。集成灶行业当前正处于快速增长的增量市场当中，由于其体量仍然较小以及新增销量主要来自三四线城市等原因，受地产周期影响较小，行业增长的主要驱动因素来自于渗透率的提升，提升空间巨大，值得关注，推荐集成灶龙头标的浙江美大。
- **风险提示：**地产大幅下滑；行业竞争环境加剧；市场需求不及预期；主要原材料价格大幅波动

目录

1. 厨电行业概况.....	5
1.1 厨电行业分类广泛，发展情况各异.....	5
1.2 大型厨电处于高速增长期，市场前景持续看好.....	6
2. 行业集中度提升，细分行业高速增长.....	7
2.1 大型厨电销量有所放缓，竞争加剧集中度提高.....	7
2.2 细分领域快速增长，行业潜力巨大.....	9
3. 渠道下沉扩大市场，龙头企业无惧周期.....	12
3.1 渠道不断下沉，三四线城市市场巨大.....	12
3.2 个税改革刺激消费，厨电行业受益.....	13
3.3 地产因素影响有限，龙头增长无惧周期.....	14
4. 投资建议与风险提示.....	16
4.1 投资建议.....	16
4.2 风险提示.....	16
5. 标的推荐.....	17
5.1 老板电器：中国大型厨电领导品牌.....	17
5.2 浙江美大：集成灶领域龙头，市场前景广阔.....	18
5.3 华帝股份：均价提升渠道拓展，燃热接棒快速增长.....	19
5.4 青岛海尔：厨电增长迅速，长远布局迎来收获期.....	20

图表目录

图 1:	2017 中国主要厨电产品销量情况 (万台)	5
图 2:	2017 中国主要厨电产品销售额情况 (亿元)	5
图 3:	中国家电市场产品生命周期图	6
图 4:	大型厨电 (烟灶消) 产品销售规模情况 (2017)	7
图 5:	大型厨电 (烟灶消) 销售额变化情况及同比	7
图 6:	老板电器营收及扣非归母净利润变化情况	8
图 7:	华帝股份营收及扣非归母净利润变化情况	8
图 8:	主要油烟机品牌线下零售额市场占有率 (%)	8
图 9:	主要燃气灶品牌线下零售额市场占有率 (%)	8
图 10:	油烟机燃气灶套餐产品线下零售均价	9
图 11:	油烟机燃气灶套餐产品线上零售均价	9
图 12:	集成灶产品图	9
图 13:	集成灶行业市场规模变化情况 (2016-2020)	9
图 14:	集成灶对油烟机渗透率变化	10
图 15:	2016 年各国洗碗机零售量及同比	10
图 16:	2017 年我国嵌入式产品销量及同比变化	10
图 17:	我国一线至五线以下城市人口占比	12
图 18:	家电行业一级至四级市场份额占比格局	12
图 19:	线下烟灶消各级市场零售额规模同比变化情况	12
图 20:	中国城镇化率变化情况	12
图 21:	华帝股份主要渠道铺设情况	13
图 22:	浙江美大主要省份线下门店数量情况 (2017)	13
图 23:	2016-2017 居民人均可支配收入变化情况 (元)	13
图 24:	2016-2017 居民人均消费支出变化情况 (元)	13
图 25:	商品房住宅销售面积现房、期房与总面积月度及同比变化图	14
图 26:	格力、美的线下空调市场占有率变化情况	15
图 27:	老板电器县城专卖店展示	15
图 28:	老板+方太油烟机、燃气灶零售额市场份额变化	17
图 29:	老板电器营收与毛利率净利率季度变化图	17
图 30:	2017 集成灶不同品牌市场份额对比	18
图 31:	浙江美大集成灶与整体毛利率、净利率变化情况	18
图 32:	华帝股份部分主营产品营收变化情况	19
图 33:	华帝股份营收与毛利率、净利率变化情况	19
图 34:	海尔厨卫产品营收增长情况	20
图 35:	海尔营收与主要产品毛利率变化情况 (亿元)	20
表 1:	厨电产品主要分类及代表产品	5
表 2:	2018 年天猫 618 厨电销售额 Top5 品牌排名情况	8
表 3:	税改前后收入及减税额对比	14

1. 厨电行业概况

1.1 厨电行业分类广泛，发展情况各异

厨电是厨房电器的简称，是专供家庭厨房使用的一类家用电器，按具体用途划分，厨电可分为食物准备、制备、烹饪、储藏和厨房卫生五大类产品，在居民日常生活中扮演者不可或缺的角色。如从产品占用面积对厨电产品加以区分，厨电又可以分为大型厨卫电器与厨房小家电两大类。大型厨电产品即油烟机、燃气灶、消毒柜、集成灶以及嵌入式烤箱等大型产品，厨房小家电则产品品类众多，常见的产品就有 30 种以上，主要有电饭煲、豆浆机、破壁机、料理机等，涉及食物的准备、制备以及烹饪各方面。

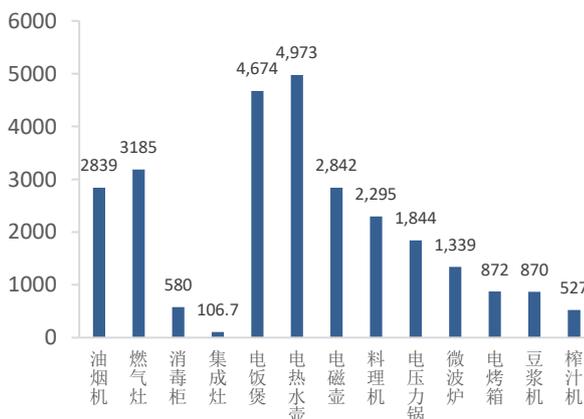
表 1：厨电产品主要分类及代表产品

厨电产品分类	代表产品
食物准备	洗菜机、和面机、打蛋器、破壁机、料理机等
制备	挤汁器、酸奶生成器、刨冰器、豆浆机等
烹饪	燃气灶、集成灶、微波炉、电磁炉、电烤箱、电饭煲、烤面包机
储藏	消毒柜、酒柜
厨房卫生	油烟机、洗碗机、电热水器等

资料来源：长城证券研究所

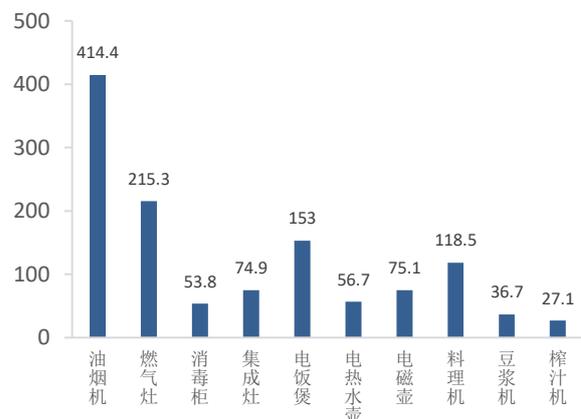
厨电行业在国内发展已有超过 30 年时间，较长的时间跨度也使不同品类的厨电产品发展情况大有不同。大型厨电油烟机、燃气灶产品发展稳健，2017 年油烟机销售量达到 2800 万台左右，燃气灶超过 3100 万台，近十年来销量一直处于上升趋势；厨房小家电中电饭煲、电水壶销量上虽十分可观，奥维云网数据显示 2017 年电饭煲、电水壶销量分别超过 4600 万台与 4900 万台，但线下零售额同比已处于负增长状态；也有产品正处于导入期，销量较低处于消费者普及阶段，代表性产品如集成灶、嵌入式洗碗机等，中怡康数据显示 2017 年集成灶销量第一次突破 100 万台。

图 1：2017 中国主要厨电产品销量情况（万台）



资料来源：奥维云网，长城证券研究所

图 2：2017 中国主要厨电产品销售额情况（亿元）

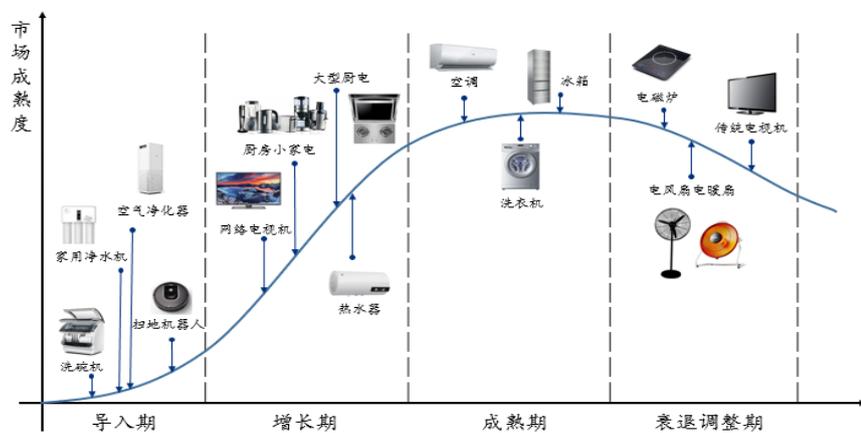


资料来源：奥维云网，长城证券研究所

1.2 大型厨电处于高速增长期，市场前景持续看好

家电行业经过几十年的发展，从早期的电风扇、电视机普及；到电冰箱，洗衣机走进千家万户；进入新世纪之后借助房地产行业起飞，油烟机、燃气灶等大型厨电快速增长；近年来，扫地机器人、空气净化器、洗碗机等改善生活家电也出现井喷式发展，家电行业处在一个新旧交替、此起彼伏的形势当中。具体到各个家电产品，较早发展的电视机、电磁炉等，行业增长红利逐步消失，进入行业发展的衰退期；以冰箱、洗衣机、空调为代表的白电行业逐渐经过大规模产品普及，进入行业成熟期，市场已逐步趋向饱和，增量较为有限，更新换代需求将会占据越来越大的比例；而大型厨电如烟灶消产品，以及智能网络电视等产品虽已有一定体量，但长期看来仍有较大增长空间，正处在行业快速发展的增长阶段；近年来逐步为更多人所知的洗碗机、集成灶等由于其体量较小，还处在产品的导入期。

图 3：中国家电市场产品生命周期图



资料来源：长城证券研究所

国家统计局数据显示，2016 年油烟机保有量达到城镇 72 台/百户，农村 18 台/百户。白电产品中，2016 年冰箱保有量城镇 96 台/百户，农村 90 台/百户；洗衣机保有量城镇 94 台/百户，农村 84 台/百户；空调保有量城镇 124 台/百户，农村 48 台/百户，油烟机保有量与白电产品依然有较大差距，随着城镇化率的提高以及棚改的推进，油烟机保有量将会逐步靠近每户一台的保有量水平，大型厨房电器正处于成长期并将保持相当一段时间。2016 年中国油烟机出货量 2,223 万台，我们预计未来油烟机市场规模在 4,000 万台以上，市场规模超过 2000 亿元。从市场规模、增长潜力与集中度提升几个角度看，大型厨电行业有望替代白电，成为中国家电市场最主要的增长驱动力。

2. 行业集中度提升，细分行业高速增长

2.1 大型厨电销量有所放缓，竞争加剧集中度提高

厨电行业经过近十年高速增长，已经具有相当规模，大型厨电代表产品烟灶消销售规模从2006年的225亿元，上升至2017年的689亿元，年均复合增长率达到10.71%。但进入2018之后，行业增速大幅放缓，奥维云网数据显示，大型厨电行业2018年1-9月销售额为465亿元，同比下降4.2%，而2017年大型厨电销售额同比上升9%，二者差距明显。我们认为，大型厨电行业与房地产行业具有较强的相关性，而房地产周期一般滞后一年左右对厨电行业造成影响，此番厨电行业增速放缓与17年以来的大规模房地产调控政策存在关联，另外还叠加宏观经济下行等因素，多种原因共同作用使厨电行业面临整体“失速”危机。

图4：大型厨电（烟灶消）产品销售规模情况（2017）



资料来源：奥维云网，长城证券研究所

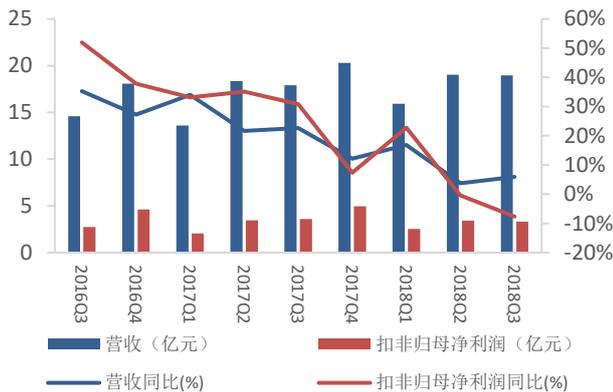
图5：大型厨电（烟灶消）销售额变化情况及同比



资料来源：奥维云网，长城证券研究所

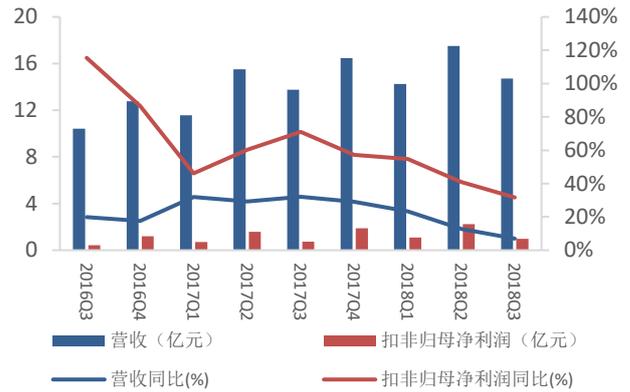
大型烟灶行业增速放缓同样也反应在厨电行业上市公司财报上，如主营业务为油烟机、燃气灶等大型厨电的龙头企业老板电器，2018年Q1季度后业绩增速放缓明显，2018Q2老板电器营收同比增长仅为3.75%，Q3季度同比增长5.98%；扣非归母净利润在2018年Q2季度出现公司上市以来首次同比下降，同比降低0.41%。另一厨电行业上市公司华帝股份由于主营业务较为分散，油烟机、燃气灶与热水器均占有相当比例，受单一产品销量变化影响较小，但在2018年下半年同样受到冲击，2018年Q3季度营收同比增长下降至6.98%，扣非归母净利润从2018年Q1季度同比增长54.84%回落至2018Q3季度同比增长31.69%，相比营收变化，利润率表现更为稳健，是公司近年来凭借产品结构调整以及均价提升策略，使利润率增速虽有所下降但仍相对可观。

图 6: 老板电器营收及扣非归母净利润变化情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 7: 华帝股份营收及扣非归母净利润变化情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

虽然 2018 年大型厨电整体表现不佳,但相比已经进入成熟期的白电产品,大型厨电行业仍有较大成长空间,近年来许多传统白电或小家电品牌如海尔、苏泊尔等也在大力布局推广厨电产品,在大型厨电市场规模增长放缓的背景下,行业参与者却呈逐渐增多趋势。从 2018 年天猫 618 厨电销售额 Top5 品牌来看,苏泊尔与海尔上升趋势十分明显:

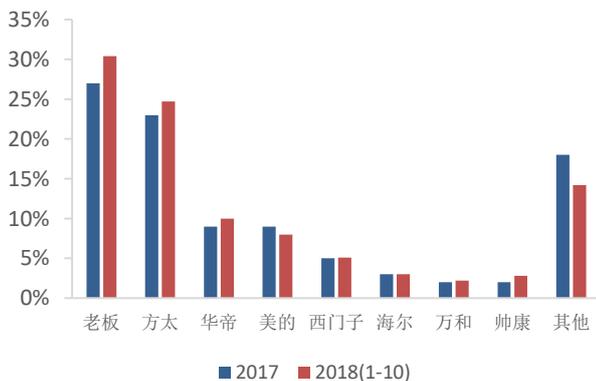
表 2: 2018 年天猫 618 厨电销售额 Top5 品牌排名情况

排名	油烟机单品 Top5	燃气灶单品 Top5	厨电套餐品牌 Top5
1	老板	美的	老板
2	美的	苏泊尔	方太
3	方太	华帝	华帝
4	海尔	方太	美的
5	华帝	老板	苏泊尔

资料来源: 天猫, 长城证券研究所

中怡康数据显示,线下市场前五大品牌零售额市场占有率从 2017 年的 73%增长至 2018 年 10 月的 78.2%,提高 5.2pct。考虑到今年大型厨电整体销量放缓以及集成灶等新品类的爆发对传统厨电行业造成的一定分流,目前厨电行业竞争有所加剧。主要品牌占有率方面,油烟机与燃气灶线下市场老板和方太零售额市场占有率超过 50%,行业龙头地位十分稳固,华帝股份线下零售额市场占有率在 10%左右,表现稳定,其他品牌诸如美的、海尔与苏泊尔等也在积极抢占市场份额。

图 8: 主要油烟机品牌线下零售额市场占有率(%)



资料来源: 中怡康, 长城证券研究所

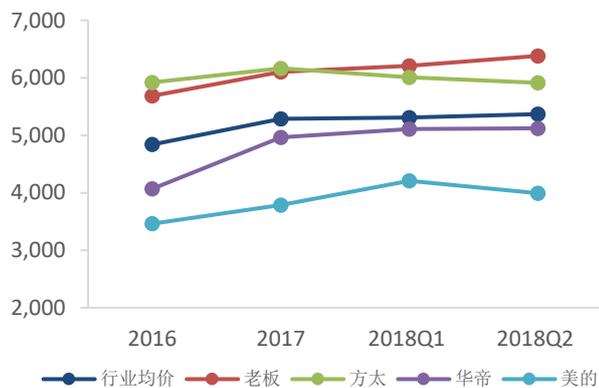
图 9: 主要燃气灶品牌线下零售额市场占有率(%)



资料来源: 中怡康, 长城证券研究所

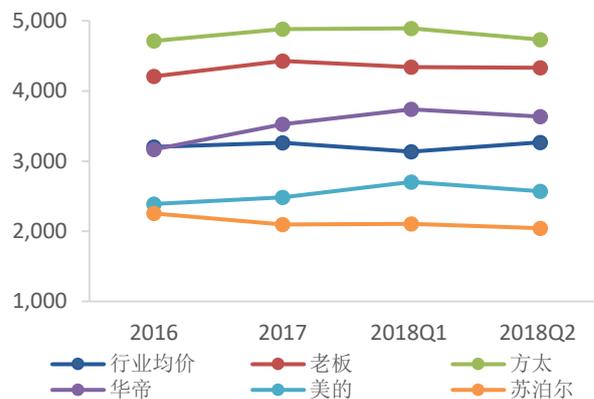
各个企业在产品的定位与定价上也是有所不同，龙头企业老板与方太属于第一梯队，奥维云网数据显示，油烟机+燃气灶套餐线下零售价格，老板与方太保持在 6000 元左右；华帝股份近年来依靠自身产品结构调整，逐渐向着高端化迈进，均价保持较快增长，从 2016 年的均价 4000 元左右已上探至 5000 元附近，苏泊尔、美的等品牌依靠自身渠道以及性价比优势，将产品价格维持在 4000 元附近。

图 10: 油烟机燃气灶套餐产品线下零售均价



资料来源: 奥维云网, 长城证券研究所

图 11: 油烟机燃气灶套餐产品线上零售均价



资料来源: 奥维云网, 长城证券研究所

2.2 细分领域快速增长，行业潜力巨大

除了传统烟灶消大型厨电外，部分厨电行业细分领域的新品种如集成灶近年来市场规模快速增长，表现亮眼。集成灶，又叫集成环保灶，或一体集成灶，它是将厨房中最常用的吸油烟机、燃气灶及消毒柜三种家电集成于一体设计，包括灶具、除油烟和消毒三大系统。相比传统烟灶，集成灶核心优势在于吸油烟率大幅提升，通过采用侧吸下排技术，运用微空气动力学原理，缩短了烟路距离，让油烟往下吸走，大大的提升了吸油烟效率。技术优势又带来了优秀的用户体验，集成灶在噪音处理、安全性以及清洁性等产品使用体验方面相比传统烟灶也有极大改善。

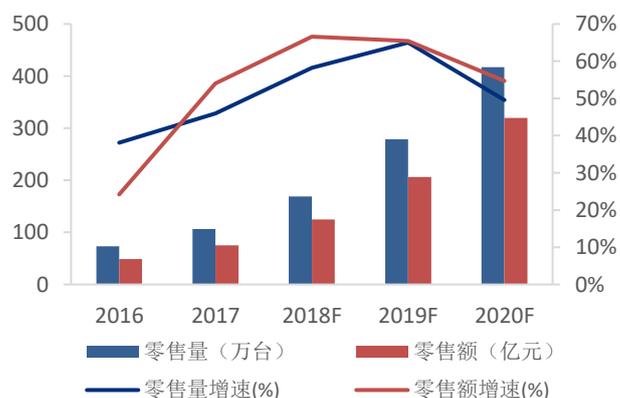
中怡康数据显示，2016-2017 年集成灶行业零售量分别为 73.1 万台、106.7 万台，对应零售额为 48.7 与 74.9 亿元，增速同比超过 30%，为传统厨电行业增速两倍以上——集成灶行业逐渐成为厨电行业增长新引擎。预计市场将在 2018 年实现销量 170 万台左右，销售额破百亿，成为厨电行业第四个过百亿的厨电产品。

图 12: 集成灶产品图



资料来源: 浙江美大公司官网, 长城证券研究所

图 13: 集成灶行业市场规模变化情况 (2016-2020)

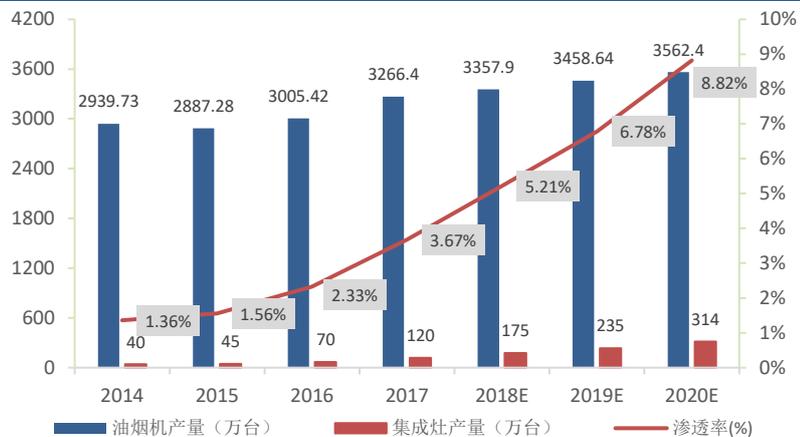


资料来源: 中怡康, 长城证券研究所

中怡康数据显示，2018年集成灶线上市场共监测到销售品牌112个，相较去年同期品牌数量增加20个，部分传统家电企业也陆续进入集成灶市场。继海尔、美的之后，老板电器宣布与金帝开展合作、奥克斯集成灶单品进入线上市场前十、万丰集团推出“北斗星集成灶”、欧琳厨具推出“欧琳集成灶”等，集成灶行业竞争有所加剧。

市场普遍认为，地产因素对厨电行业有着显著影响影响，但我们认为对于一些渗透率较低，正处于快速增长阶段的细分行业，更主要的影响因素来自渗透率的提高。目前集成灶行业体量仍然较小，渗透率不高，另外集成灶主要新增销量来自三四线城市，在地产调控中并未受到很大影响。集成灶行业当前正处于行业快速增长的增量市场当中，结合集成灶产品的不断迭代以及其相比传统厨电的技术优势，我们认为集成灶行业对传统油烟机的渗透趋势不会改变并有逐步加速趋势，中商产业研究院数据显示，当前集成灶对传统油烟机渗透率不足5%，2020年预计将达到9%左右。

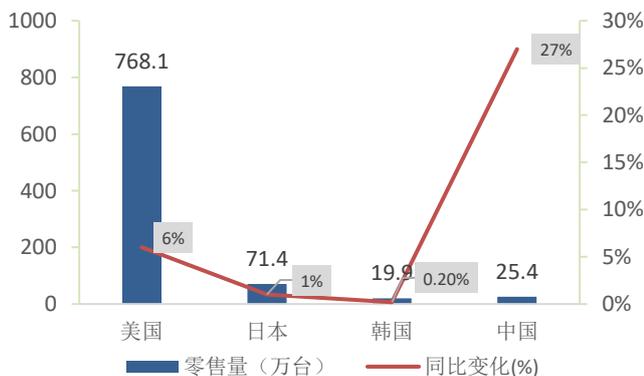
图 14：集成灶对油烟机渗透率变化



资料来源：中商产业研究院，长城证券研究所

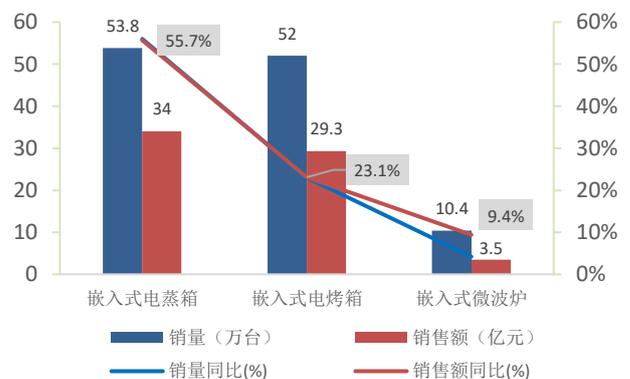
除了集成灶之外，洗碗机与诸多嵌入式产品也是另外需要关注的大型厨电新品类。消费升级与80、90后逐渐成家立业带来的消费能力上升，使得改善生活质量的厨电市场迅猛增长。符合“懒人经济”的洗碗机普及加速，2016年洗碗机市场销量19.8亿元，2017年即达到43.7亿元，增速近130%。且我国此类产品与发达国家市场相比差距巨大，以洗碗机为例。2016年中国市场洗碗机零售量25.4万台；2016年美国洗碗机零售量分别为768.1万台，日本为71.4万台。

图 15：2016 年各国洗碗机零售量及同比



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

图 16：2017 年我国嵌入式产品销量及同比变化



资料来源：奥维云网，长城证券研究所

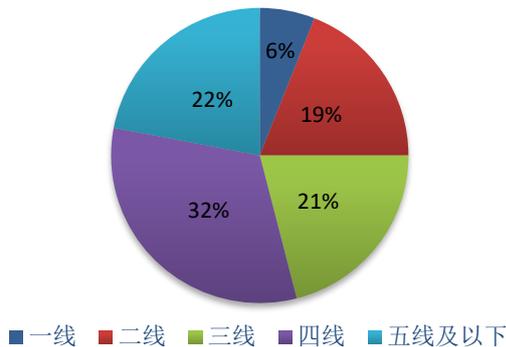
与往年销售额增速相比，2018 年大型厨电市场表现较为一般，销售额大幅放缓甚至可能出现同比下降，而且行业竞争有所加剧。但龙头企业相比行业整体依然保持了较快的增长，市场占有率与产品均价双双保持上涨，与此同时部分厨电行业新兴品类增长迅速，集成灶、洗碗机成绩亮眼。我们认为随着地产周期影响逐渐消退与龙头马太效应的增强，厨电龙头企业行业地位将会逐渐向白电龙头靠拢，依靠自身优势，在未来一段时间之内实现量价齐升，保持较快增长。

3. 渠道下沉扩大市场，龙头企业无惧周期

3.1 渠道不断下沉，三四线城市市场巨大

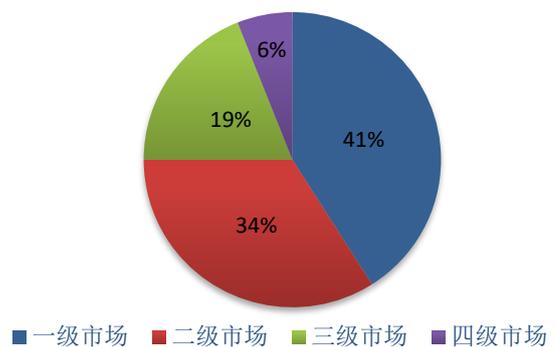
在我国家电行业市场格局当中，一二线城市开发较早，贡献了多达 75% 的市场份额，但我国一二线城市人口占总人口数仅为 25% 左右，三四线城市人口占比分别达到 21% 与 32%，巨大的人口体量与所占市场份额并不匹配，广大三四线城市及农村地区仅占家电市场份额的 25%，分布极不平均，中国厨电行业有巨大的市场份额等待开发。

图 17: 我国一线至五线以下城市人口占比



资料来源: 长城证券研究所

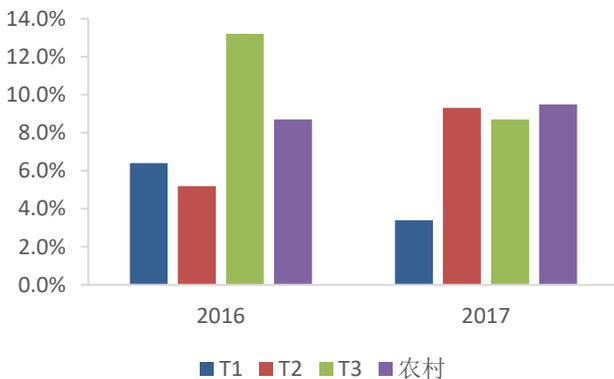
图 18: 家电行业一级至四级市场份额占比格局



资料来源: 奥维云网, 长城证券研究所

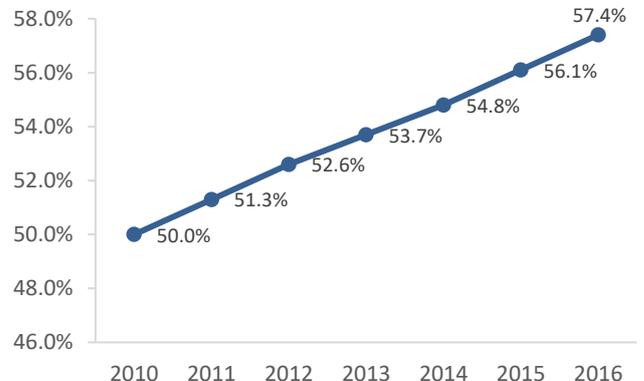
我们认为大型厨电行业的未来增长重点将在三四线城市，理由如下：1) 中国分布最广、数量最多的城市为三四线城市，且三四线城市人口总量为一二线两倍左右，总的消费体量与市场潜力远大于一二线城市；2) 随着收入的不断增长以及人均 GDP 的提高，我国目前三四线城市人均 GDP 已经达到 9000 美元与 6000 美元，逐渐达到消费升级与爆发的临界点，三四线城市消费者的购买力将被不断释放，奥维云网数据显示，目前烟灶市场的主要增量来源已经是三四级市场的新增需求；3) 三四线城市受地产因素影响有限，在房地产调控的背景下，三四线城市房地产销售好于一二线城市，且随着中国城镇化水平的不断提高，大量民众进入城市，将会进一步拉动厨电行业消费与发展。

图 19: 线下烟灶消各级市场零售额规模同比变化情况



资料来源: 长城证券研究所

图 20: 中国城镇化率变化情况

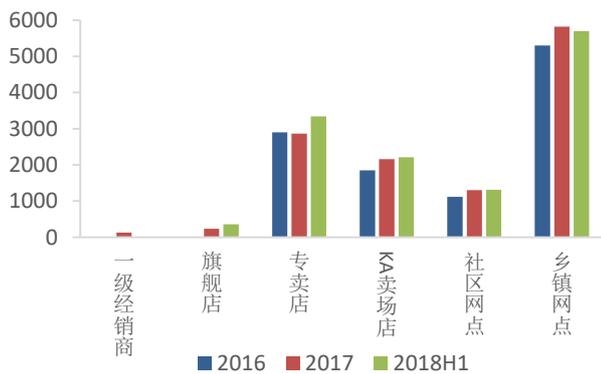


资料来源: 长城证券研究所

从目前各大主要厨电品牌布局来看，各品牌也都在大力进行渠道下沉，扩大营销投入，积极抢夺三四线城市市场。老板电器在三四线城市就实行“老板”与“名气”双品牌战略，

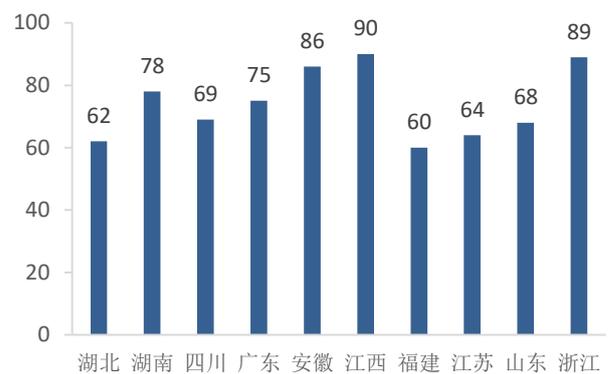
“老板”品牌定位高端，“名气”品牌则面向大众定位，快速铺设渠道扩大市场，截至 2017 年 6 月，“名气”已经拥有 88 家代理商，2467 家专卖店与 2727 个乡镇网点。另一家厨电行业上市公司华帝股份也一直在深耕渠道不断发展，截至 2018 年 6 月 30 日，华帝拥有品牌旗舰店 358 家，专卖店 3346 家，其中新形象专卖店 2169 家，占比 65%，社区网点 1314 家，乡镇专柜 5700 家，KA 店 2210 家，其中新形象 KA 店 901 家，占比 41%；百得拥有专卖店 1279 家，乡镇网点 3549 家，KA 店 135 家。其他细分领域如集成灶龙头浙江美大也在大力进行渠道拓展，2018 年 Q3 新增门店 259 家，已超过上半年新增 200 家门店的拓展速度。截止今年 11 月，浙江美大全国已拥有 1300 余家一级经销商和 2000 多个营销终端，三四线城市覆盖率达到 80% 以上。

图 21: 华帝股份主要渠道铺设情况



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 22: 浙江美大主要省份线下门店数量情况 (2017)

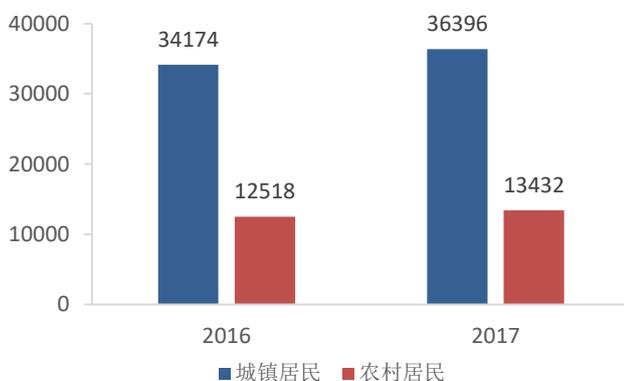


资料来源: 长城证券研究所

3.2 个税改革刺激消费，厨电行业受益

家电产品的销量变化和居民的人均可支配收入紧密相关，根据国家统计局数据，2017 年，城镇居民人均可支配收入为 36396 元，比上年实际增长 6.5%；农村居民人均可支配收入 13432 元，实际增长 7.3%。居民可支配收入的增加，有望直接提升家电中可选消费品的比例，促进居民在厨电产品选购的中高端产品的意愿。国家统计局居民消费支出数据显示，2017 年城镇居民人均消费支出 24445 元，增长 5.9%；农村居民人均消费支出 10955 元，增长 8.1%。

图 23: 2016-2017 居民人均可支配收入变化情况 (元)



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

图 24: 2016-2017 居民人均消费支出变化情况 (元)



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

而从 2018 年个税改革减免幅度来看，月入 2 万以下减税幅度为 70%，月入 1 万减税幅度为 100%。**2018 税收改革主要惠及中低收入群体，将刺激更多消费。**

表 3：税改前后收入及减税额对比

单位：元	原税制（免征额 3500/月）		现税制（免征额 5000 元/月，无专项附加扣除）			2019 年税制（免征额 5000 元/月，有专项附加扣除）		
月收入	个税	税后收入	个税	税后收入	减税额	个税	税后收入	与原税制比减税额
10000	323	7457	83	7697	-240	0	7780	-323
20000	2010	13550	846	14714	-1164	566	14994	-1444
30000	4210	20151	2462	21899	-1748	1902	22459	-2308
40000	6710	27651	4680	29681	-2030	3980	30381	-2730
50000	9503	34858	7398	36963	-2105	6558	37803	-2945

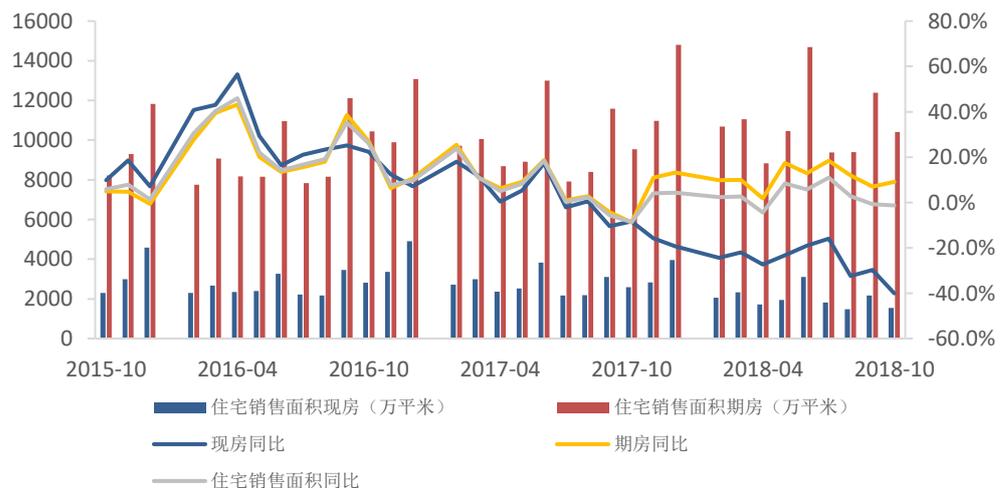
资料来源：长城证券研究所

对于收入逐级递增的人群来说，减税幅度逐渐递减，尤其对于人均月收入 10000-30000 的家庭而言，收入改善明显，对于家庭的可支配年收入有了较大幅度提升。我们认为，降税是对消费领域的利好，将在一定程度上刺激家电中可选消费属性较强品类的需求，2019 年后家电行业的销量有望保持平稳增长，看好可选消费属性较强的厨电行业。

3.3 地产因素影响有限，龙头增长无惧周期

家电行业一般被认为易受到房地产周期影响，而厨电行业与房地产市场波动更是关系紧密，房地产周期变化会增加投资人对厨电市场风险的担忧。但我们认为，厨电行业可能受房地产周期的实际影响会低于市场预期，且厨电行业龙头企业随着行业集中度提升以及不断进行的渠道下沉，部分龙头企业将会享受到行业变化的超额利润，市场地位逐渐向白电龙头靠拢，房地产市场周期影响有限。

图 25：商品房住宅销售面积现房、期房与总面积月度及同比变化图



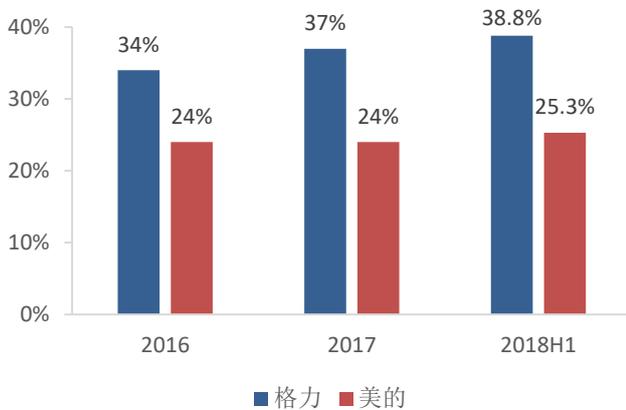
资料来源：wind，国家统计局，长城证券研究所

房地产周期影响有限：从中国住宅商品房现房与期房月度变化图可以明显看出，国内目前住宅销售主力为现房，在房地产调控政策最严厉的 2017 年，住宅销售总量受到一定程度抑制，而一般来说房地产行业变化会滞后一年左右传导到家电行业，故我们判断今年以来厨电行业增速放缓主要原因为 17 年房地产政策调控所致。进入 2018 年之后，

虽现房销售继续下滑，甚至 2018 年 10 月现房销售面积同比下降达到 40%，但由于其占比较小，且期房销售量保持平稳，甚至有小幅上涨，房地产住宅整体销售面积已经处在缓慢的上行区间，我们对今后一年的厨电行业发展持较为乐观态度。

龙头增长无惧周期：我们通过观察美的、格力以及海尔等白电行业龙头在市场周期中的表现可知，越是在市场情况较为不佳，增长有所停滞的时候，相关行业的龙头企业反而能依靠其品牌以及渠道优势，全方位超越对手，在行业增长放缓的时段做到逆势上升。从具体数据来看，虽然空调行业 2018 年下半年后销量下滑增速放缓，但空调行业两大巨头格力与美的三季报依然表现优秀，格力电器前三季度实现营业收入 1500.50 亿元，同比增长 33.94%，实现归母净利润 211.18 亿元，同比增长 36.59%；美的集团前三季度公司实现营业收入 2057.57 亿元，同比增长 10.06%；实现归母净利润 179 亿元，同比增长 19.35%。

图 26：格力、美的线下空调市场占有率变化情况



资料来源：中怡康，长城证券研究所

图 27：老板电器县城专卖店展示



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

当前厨电行业虽仍处于行业增长期，但在一二线城市已经有比较大的保有量，后面的行业增长重点将在三四线城市，随着三四线城市的渠道下沉与市场开拓，厨电龙头企业如老板电器、华帝股份等可以凭借其品牌优势与强大的营销推广能力更快建立市场优势与占领消费者内心。而在行业逐步进入成熟期之后，龙头企业依然可以凭借其全方位的优势，获取超额利润。我们认为在厨电行业依然有较大成长空间，且尚未步入市场成熟期的时候，需要关注行业以及细分领域龙头企业，厨电行业有机会诞生类似美的、格力的超大型垄断龙头。

4. 投资建议与风险提示

4.1 投资建议

地产周期未消除,看好行业长期增长:进入2018年之后,房地产市场总体企稳回升,现房销售虽继续下滑,但由于其占比较小,期房销售量保持平稳,甚至有小幅上涨,房地产住宅市场整体销售面积已经处在缓慢的上行区间。对于厨电行业来说,由于其较高的地产相关性,以及地产周期一般滞后一年左右传导至厨电行业的特点,预计厨电行业2019年销量相比2018年将有所回暖,但短期之内影响仍未消除,需要关注地产行业进一步发展情况。长期来看,随着城镇化的推进以及居民消费能力提高,大型厨电烟灶消产品保有量依然具有较大提升空间。

关注三四线城市,渠道下沉赋能龙头业绩增长:当前三四线城市巨大的人口体量与其所占的市场份额并不匹配,有巨大的市场空间等待开发,伴随着一二线城市市场逐渐饱和以及受房地产调控政策影响较大等原因,三四线城市市场也已经成为厨电行业主要销量增长来源。近年来厨电行业龙头企业如老板、华帝等也在大力进行渠道下沉,积极拓展三四线市场,预计今后一段时间厨电行业主要竞争焦点将在三四线城市。在这一过程中,随着三四线城市需求被持续开发,龙头企业依靠其品牌优势以及渠道覆盖面,更容易抢占市场份额,获取超额利润,主要厨电龙头企业以及部分传统家电企业值得关注。

关注细分领域渗透率,相关行业潜力巨大:相比已经有较大保有量的大型厨电行业,新兴厨电行业如集成灶同样值得关注。中怡康数据显示,集成灶在2017年销量首次超过100万台,但对比油烟机2800余万台的销售量,渗透率仍不足5%,到2020年渗透率预计将达9%左右。集成灶行业近两年来增长率超过30%,为大型厨电两倍以上,集成灶行业当前正处于行业快速增长的增量市场当中。且由于目前行业体量仍然较小与新增销量来自三四线城市等原因,在地产调控中并未受到很大影响,行业增长的主要驱动因素来自于渗透率的提升,提升空间巨大。相关领域细分龙头值得关注。

4.2 风险提示

- 地产大幅下滑
- 行业竞争环境加剧
- 市场需求不及预期
- 主要原材料价格大幅波动

5. 标的推荐

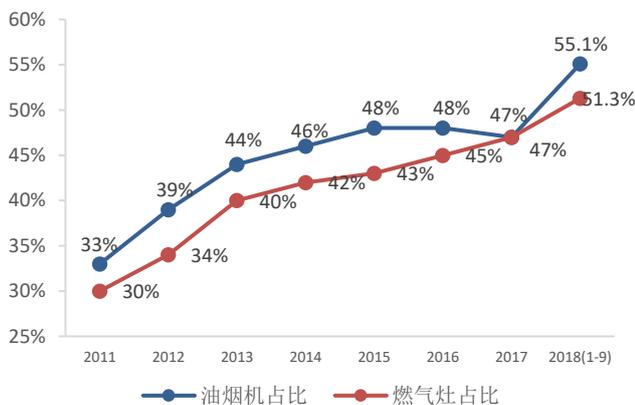
5.1 老板电器：中国大型厨电领导品牌

厨电行业尚处于成长期，发展前景广阔：中国大型厨电行业长期来看具备较大增长空间市场，2016年市场规模847亿元，预计到2026年可达2000亿元。传统大型厨电油烟机、燃气灶家庭渗透率仍未饱和，2016年城镇油烟机保有量72台/百户，农村18台/百户，28%的城镇家庭没有安装油烟机。相比已经进入成熟期的白电行业，厨房电器正处于高速增长的成长期，而市场在逐渐成熟的过程中将会诞生行业龙头，公司具有较有利的竞争格局与先发优势。

产品定位高端，市场份额有望进一步提升：大型厨电市场，老板和方太目前已经在高端市场形成双寡头垄断格局，线下油烟机市占率合计超过50%，对外资品牌有压倒性优势，且公司的市场定位也处于第一梯队，以油烟机为例，产品均价超过4000元，常年保持毛利率超过50%，净利率达到20%。在市场进入平稳增长后期后，市场集中度逐渐增大，2017年油烟机线下零售额前十品牌占比85.1%，今年一季度达到86.4%，公司市场份额有望进一步提高。

销售渠道下沉，品牌优势助力公司未来发展：近年来公司大力进行销售渠道下沉，拓展三四线城市市场，预计三、四线专卖店会保持每年400-500家的增速，而老板电器依靠其品牌与产品优势，营收增长值得期待，同时三四线城市的销量增长也会对地产周期具有抵消作用，使地产后周期影响有限，今明两年将持续因此受益。

图 28：老板+方太油烟机、燃气灶零售额市场份额变化



资料来源：中怡康，长城证券研究所

图 29：老板电器营收与毛利率净利率季度变化图



资料来源：公司公告，长城证券研究所

- **投资建议：**厨电市场长远来看有望替代白电，成为中国家电市场最主要的增长驱动力。大型厨房电器从市场规模、集中度提升与增长潜力等几个角度看，市场前景广阔；公司2018-2020年EPS为1.64元、1.85元与2.12元；对应当前股价PE（2018年12月19日周三）为13.45X、11.92X与10.41X，推荐关注。

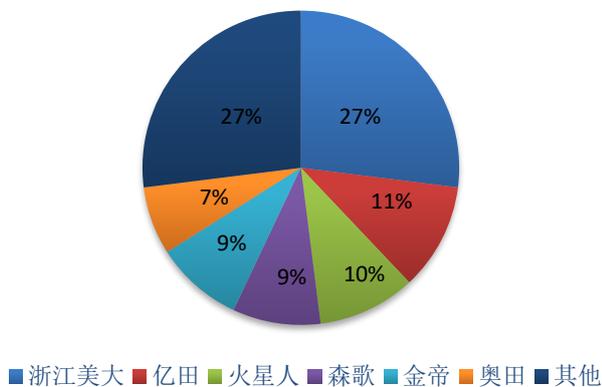
5.2 浙江美大：集成灶领域龙头，市场前景广阔

集成灶行业处于导入期，产品渗透率不断提高：近年来厨电行业细分领域集成灶快速发展，受益于集成灶产品不断迭代以及其相比传统厨电的产品优势，自 2015 年以来，集成灶行业进入加速发展期，2015 至 2017 年复合增速超过 50%。但目前集成灶产品渗透率仍不足 5%，2020 年预计将达到 8%，随着集成灶前期消费者口碑的积累以及生产厂商营销与市场教育力度的加大，我们预计未来三年集成灶行业仍将可以保持 40%-50% 甚至更高的行业增速。

细分领域开创者，全方位领先竞争对手：公司是集成灶领域的开创者，自 2003 年起就开始深耕市场，具有明显的先发优势。公司目前是日前整个集成灶细分领域中销售规模最大、渠道铺设最广的厂商，2017 年公司净利润率为 29.7%，远高于厨电行业其他竞争公司。同时公司在产品研发、制造能力上也具备一定优势，技术积累深厚，预收款占营收比重逐年增长，这些都将进一步提高其产品竞争力。

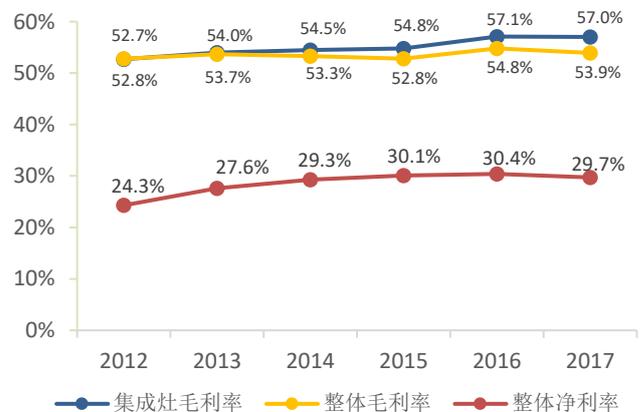
加大营销深耕渠道，市占率有望进一步提高：公司作为集成灶行业龙头，当前市场份额超过 25%，远超其他竞争对手。截至 2017 年公司拥有一级经销商超过 1200 家，终端网点超 2000 家，且 2017Q3 管理层新老交接以来，新管理层对公司的营销、产能等方面制订了更主动的发展策略，18 年以来公司不断提高销售费用，完善经销商网络、启动扩产计划、加大广告投入、拓展终端网点，多种措施并举，市场占有率有望进一步提高。

图 30：2017 集成灶不同品牌市场份额对比



资料来源：长城证券研究所

图 31：浙江美大集成灶与整体毛利率、净利率变化情况



资料来源：长城证券研究所

- **投资建议：**公司作为集成灶行业龙头，竞争优势明显，有望充分受益行业渗透率提升，预计公司市场占有率进一步提升。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.64 元、0.85 元、1.11 元，对应 PE 分别为 15.61X、11.86X、9.01X，“推荐”评级。

5.3 华帝股份：均价提升渠道拓展，燃热接棒快速增长

品牌定位准确，产品均价提升明显：公司品牌定位准确，从当前厨电行业竞争格局来看，老板、方太为代表的第一梯队定位高端，油烟机线下零售均价超过 4000 元；华帝定位中高端，油烟机线下零售均价在 3000-4000 元之间；美的、苏泊尔中低端产品线下零售均价 2000 元左右。近年来，随着公司高端化的推进，公司产品均价有明显提升，2016-2017 年公司烟机零售均价上涨超过 16%，油烟机+燃气灶线下套餐价格已从 2016 年均价 4000 元上探至 2018 年 5000 元附近，上浮明显，但相比老板、方太仍有 1000 元左右差距，仍有较大提升空间。

三四线城市布局完善，电商渠道增长迅速：公司很早就进行了三四线城市渠道布局，拥有更完善的经销网络，在厨电行业新增市场主要来自三四线城市大背景下，公司先发优势明显。截至 2018 年 6 月 30 日，公司拥有品牌旗舰店 358 家，专卖店 3346 家，社区网点 1314 家，乡镇专柜 5700 家，KA 店 2210 家。公司销售渠道实现全国一二三四级市场乃至乡镇市场的全覆盖，行业覆盖率第一。从电商渠道来看，2018H1 公司电商渠道实现营收 7.98 亿元，同比增长 59.65%，占营收比例 25.1%。对比老板电器 36% 的线上营收占比，公司电商渠道潜力巨大。同时公司线上渠道毛利率达 61%，随着线上收入占比提升，公司整体毛利率有望进一步提高。

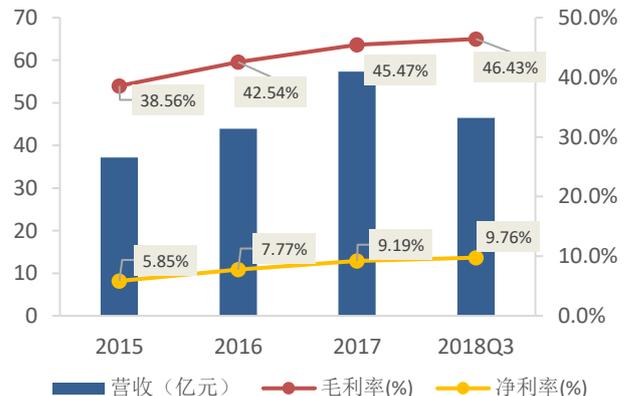
燃热增长强劲，接棒公司多品类发展：公司 2002 年成立燃热事业部，2016 年成立热水器专业团队，从外观设计产品功能等全面向高端转型。近年来受益于燃气热水器行业增长以及自身产品优势，2018 年上半年公司热水器收入 7.1 亿元，同比增长 37%，毛利率 47.8%，同比提高 4.1pct。公司热水器产品均价稳定在 2000-4000 之间，此价格段竞争对手较少，有利于公司的快速发展扩大市场份额。

图 32：华帝股份部分主营产品营收变化情况



资料来源：中商产业研究院，长城证券研究所

图 33：华帝股份营收与毛利率、净利率变化情况



资料来源：长城证券研究所

- **投资建议：**厨电市场长远来看有望替代白电，成为中国家电市场最主要的增长驱动力。大型厨房电器从市场规模、集中度提升与增长潜力等几个角度看，市场前景广阔；公司渠道优势明显，产品均价有进一步提升空间。公司 2018-2020 年 EPS 为 0.79 元、1.00 元与 1.25 元；对应当前股价 PE (2018 年 12 月 19 日周三) 为 11.78X、9.25X 与 7.45X，推荐关注。

5.4 青岛海尔：厨电增长迅速，长远布局迎来收获期

厨电收入快速增长，毛利率超过其他产品：厨卫产品 2014 年第一次出现在海尔财务报表当中，与传统厨电企业相比起步虽稍晚但依靠海尔品牌优势增长迅速，青岛海尔 2017 年财报显示，2017 年总营收 1592.54 亿元，厨卫产品营收达到 285.6 亿元，占比已经达到 17.9%，成为海尔新的重要业务增长点。且与其他主营业务相比，厨卫产品毛利率较高，达到 40% 左右，高于白电产品 30% 左右毛利率，在白电行业已经进入成熟期，主要为存量竞争的大背景下，厨电行业的高速增长对海尔显得更为重要。

消费升级叠加换代周期，长远布局迎来收获期：中国家电市场正处于第二次家电普及浪潮中，以家电下乡为标志的第一次家电普及主要产品冰洗空进入更新换代周期，消费升级叠加更新换代周期产生了市场集中度提升、产品价格上升等种多行业变化。而海尔前期并购三洋，费雪派克和 GEA 为公司积累了品牌与技术资源，同时卡萨帝品牌已经形成壁垒，逐渐将优势扩大独享高端市场。在消费升级预期下，家电高端需求被持续释放，公司迎来中高端市场收获期。

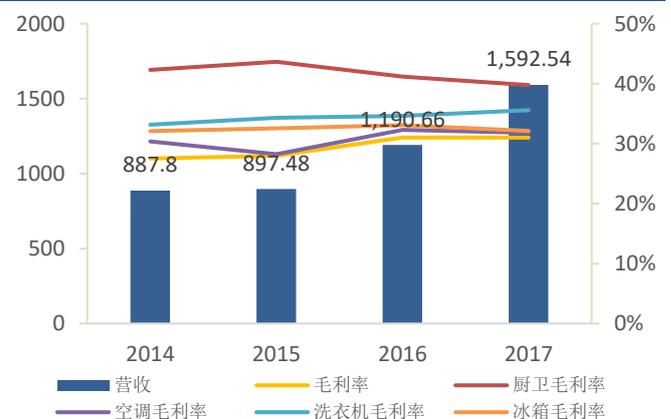
内部改革提高员工积极性，渠道理顺释放品牌优势：近几年来海尔持续进行内部改革，2015 年末，公司变革调整了中国区的销售与渠道体系，以 690 为主体的产品团队和 1169 为主体的渠道团队合二为一由李华刚总管理，考核指标以终端零售为导向，激励机制正面调动员工积极性。渠道的理顺优化使得海尔领先的产品和品牌力优势得以体现。

图 34：海尔厨卫产品营收增长情况



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 35：海尔营收与主要产品毛利率变化情况（亿元）



资料来源：wind，长城证券研究所

- **投资建议：**自 2016 年四季度以来，公司白电主业已经连续 6 个季度实现 20% 以上增长。目前公司产品和渠道良性互动，冰洗产品虽步入成熟期，但积极布局的高质量产品和高端品牌，顺应消费升级逐渐迎来收获；公司 2018-2020 年 EPS 为 1.23 元、1.41 元与 1.58 元；对应当前股价（2018 年 12 月 19 日周三）PE 为 11.46X、10.03X 与 8.93X，推荐关注。

研究员承诺

分析师简介:

蔡维: 复旦大学飞行器设计硕士; 曾就职于中国航天科工集团第十研究院, 2015年2月始从事军工行业研究, 3年军工行业研究经验; 2016年加入长城证券, 从事家电行业研究。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引(试行)》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容, 仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者, 请取消阅读, 请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置, 若给您造成不便, 烦请见谅! 感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户(以下统称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级:**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级:

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>

