

复苏起波澜，黎明在眼前

——家电行业 2019 年报&2020 年一季报总结

行业动态

◆收入端：疫情扰乱复苏节奏，压力下亦有亮点

若没有 20Q1 的疫情冲击，考虑到地产竣工带动需求的回暖预期，19Q3 基本可确认为本轮需求周期板块收入增速的最低点，增速开始环比回升。由于疫情对安装属性较强的白电和大厨电需求冲击较大，20Q1 家电板块收入同比增速降至-19%（剔除格力）/-24%（包含格力），复苏节奏被疫情打乱。但压力下亦有亮点，小家电和黑电因线上占比高，需求结构性收益，整体受影响相对较小，20Q1 收入分别同比-14%/-15%。

◆盈利端：疫情下短期承压，竞争成为主导因素

外部宏观环境对盈利能力始终较为有利，因此 2019 年前三季度板块净利率分别+0.1/+0.4/+1.0pct。进入 19Q4，白电行业因为竞争因素导致毛利率和净利率分别同比-2.4/-0.7pct，20Q1 因疫情冲击，各子板块盈利能力均承压，影响程度主要取决于：1) 收入下滑幅度，2) 行业竞争强度。从结果来看，白电净利率下滑最明显（-3.9pct），小家电（-0.4pct）和大厨电（-0.7pct）受影响最小。

◆经营质量：现金流和库存压力有所上升

20Q1 产业链上下游资金均较为紧张，公司大多选择和产业链共患难，现金流短期承压，仅有小家电经营现金流维持净流入。疫情导致终端动销和渠道库存压力相对较大，上市公司库存普遍有所上升。

◆集中度：零售集中度提升，利润集中度更高

2019 年以来，竞争成为白电行业的关键词，而在疫情下，竞争发力成为共识。白电行业线上零售量集中度持续提升，空调线上零售量 CR4 已经突破 90%，主动出击抢份额的现象也开始扩散到大厨电、小家电等领域。随着龙头全面强化竞争，二线企业招架乏力，19Q4 已基本微利或不盈利，龙头组合 19Q4 和 20Q1 净利润占比分别高达 101%和 96%。

◆基本面展望：白电、厨电需求逐步复苏，竞争有望回归理性

需求层面，随着国内疫情防控接近尾声，经济活动逐渐恢复，地产竣工也将逐步回暖，有望带动白电、厨电需求复苏。竞争层面，价格战的结束信号一看需求，二看格力库存何时见底，4 月格力在全国陆续开启促销后份额弹性好于预期，格力将渠道库存降至较低水平将是价格战收尾的重要信号。我们预计 2020H2 可能见到空调竞争逐步趋缓，同时随着需求的复苏，价格见底回升，将迎来板块基本面的向上拐点。

◆投资建议

家电作为典型的可选消费行业，一季报受疫情影响较大，收入/利润分别同比-24%/-49%，其中，偏必选且线上占比较高的小家电行业表现最好。展望后续，随着经济活动与竣工装修逐步恢复，预计需求逐季改善，激烈的价格竞争也将随着库存周期见底而逐步收尾，板块基本面改善趋势明确，并有望在 20H2 迎来向上拐点。同时，当前可选与必选的估值差达到历史高位，疫情结束也有望迎来资金配置的逐步迁移。

结合细分板块情况，我们推荐：1) 流动性宽松背景下，建议左侧估值底部布局白电龙头，长视角有望获得更高预期收益率：**美的集团、格力电器、海尔智家**；2) 短期疫情受益逻辑虽告一段落，但后续继续看好新消费背景下具备独立成长逻辑的小家电个股：**新宝股份、九阳股份**；3) 装修相关需求有望加速释放，同时若地产政策放松具备较大弹性的标的：**海信家电、老板电器、华帝股份、欧普照明**。

◆风险分析：疫情对出口需求的冲击超预期；地产竣工恢复进度不及预期。

增持（维持）

分析师

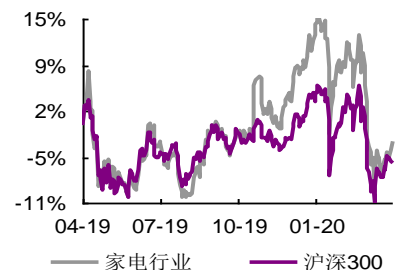
金星 (执业证书编号：S0930518030003)
021-52523878
jinxing@ebsecn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)
021-52523877
ganjun@ebsecn.com

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)
021-52523880
wangqq@ebsecn.com

王彦玮 (执业证书编号：S0930519100001)
021-52523879
wangyw@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 财报总结：复苏起波澜，黎明在眼前	3
1.1、 收入端：19Q4 增速底部回升，20Q1 复苏节奏被疫情打乱	3
1.2、 盈利端：竞争和疫情双重冲击，盈利能力短期承压	4
1.3、 经营质量：现金流和库存压力有所上升	5
1.4、 集中度：龙头贡献板块净利润的 95%以上	7
2、 收入端：疫情打乱复苏节奏，压力下亦有亮点	8
2.1、 基本面底部确认，疫情打乱复苏节奏	8
2.2、 疫情下亦有亮点，新兴品类/线上渠道表现更佳	8
3、 盈利端：疫情下短期承压，竞争成为主导因素	10
3.1、 成本等外部宏观变量依然利好企业盈利	10
3.2、 竞争+疫情，19Q4 起盈利能力承压	11
4、 经营质量：现金流和库存压力有所上升	15
4.1、 现金流：仅小家电行业经营净现金流持续流入	15
4.2、 存货：存货压力有小幅上升	15
5、 集中度：零售集中度提升，利润集中度更高	16
5.1、 白电线上零售量集中度创新高	16
5.2、 利润高度集中，二线企业普遍微利或不盈利	17
6、 基本面展望：白电、厨电需求逐步复苏，竞争有望回归理性	17
7、 投资建议：	19
8、 风险分析	20

本次 2019Q4 和 2020Q1 财报总结，我们选取了家电板块 44 家公司（白电整机 7 家、黑电 4 家、大厨电 4 家、小家电 12 家、上游零部件 17 家）：

白电：格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、长虹美菱、惠而浦、奥马电器。

黑电：海信视像、四川长虹、兆驰股份、创维数字。

厨电：老板电器、华帝股份、万和电气、浙江美大。

小家电：九阳股份、苏泊尔、莱克电气、飞科电器、新宝股份、科沃斯、石头科技、小熊电器、爱仕达、荣泰健康、奥佳华、哈尔斯。

上游零部件：三花智控、长虹华意、海立股份、拓邦股份、和而泰、英唐智控、东方电热、顺威股份、秀强股份、亿利达、盾安环境、和晶科技、汉宇集团、聚隆科技、*ST 中科、*ST 康盛、*ST 毅昌。

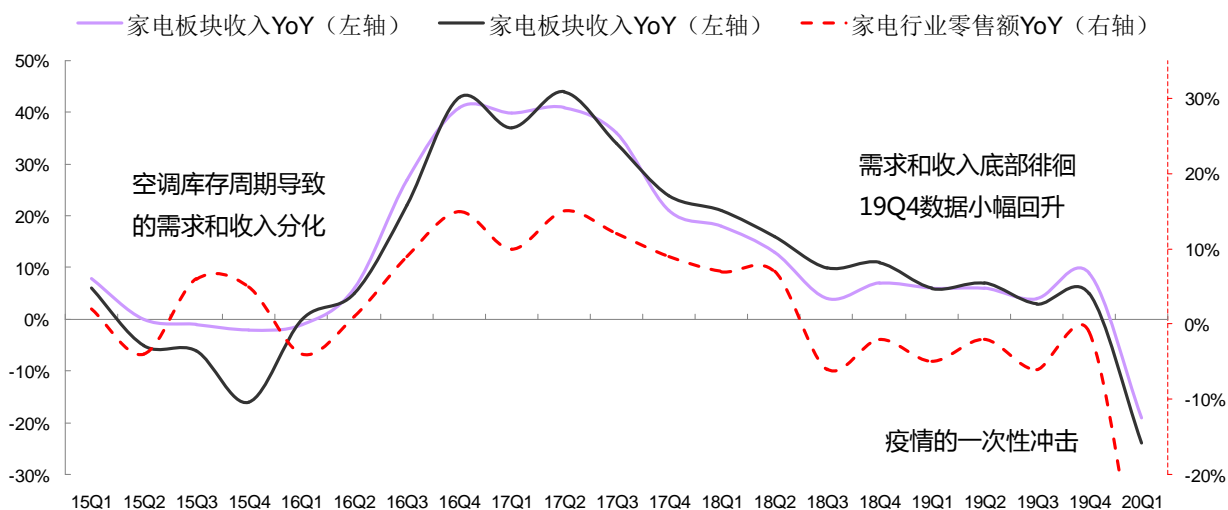
1、财报总结：复苏起波澜，黎明在眼前

1.1、收入端：19Q4 增速底部回升，20Q1 复苏节奏被疫情打乱

若没有 20Q1 的疫情冲击，19Q4 原可确认本轮需求周期从底部复苏。从 18Q3 以来，家电板块收入同比增速在 0~10% 区间底部徘徊，19Q4 家电行业零售额同比增速回升至 -1%（19Q3 零售额增速为 -6%），同时家电板块收入同比增速从 19Q3 的 +4% 环比提升至 +9%（剔除格力），若没有 20Q1 的疫情冲击，考虑到地产竣工带动需求的回暖预期，19Q3 基本可确认为本轮需求周期板块收入同比增速的最低点，同比增速开始环比回升。

复苏节奏被疫情打乱，20Q1 板块收入同比下滑 20% 左右。由于疫情对安装属性较强的白电和大厨电需求冲击较大，20Q1 家电行业零售额同比 -37%，家电板块收入同比增速降至 -19%（剔除格力）/-24%（包含格力），板块收入同比降幅超过 15Q4（空调休克式去库存）。

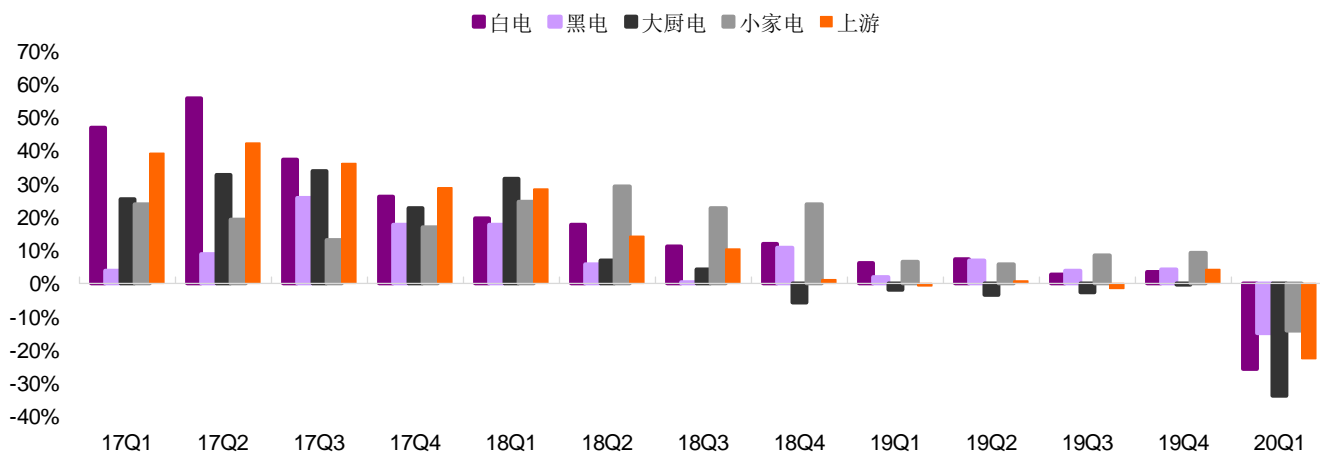
图 1：家电行业收入增速与零售需求表现



资料来源：Wind，奥维云网，光大证券研究所测算

疫情影响排序：大厨电>白电>上游零部件>黑电>小家电。从20Q1疫情影响下各子行业的收入下滑幅度来看，大厨电(-34%)>白电(-26%)>上游零部件(-23%)>黑电(-15%)>小家电(-14%)，总体而言，安装属性强、线上销售占比低的品类受影响更大，小家电和黑电因线上占比高，需求结构性收益，整体受影响相对较小，20Q1收入分别同比-14%/-15%。

图2：家电各子板块单季收入增速一览

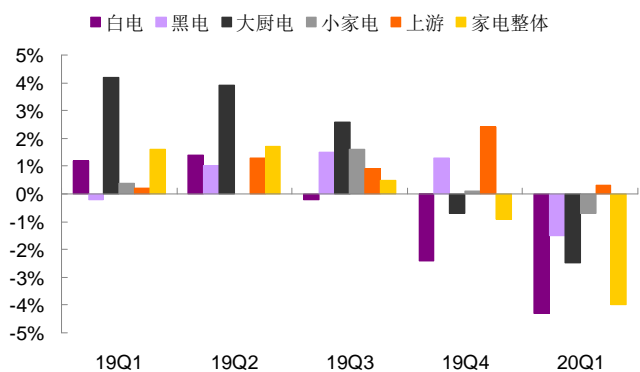


资料来源：Wind，奥维云网，光大证券研究所测算

1.2、盈利端：竞争和疫情双重冲击，盈利能力短期承压

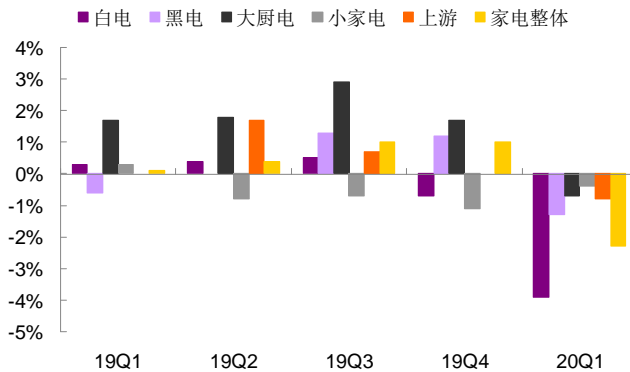
19Q4起竞争和疫情渐次导致盈利能力承压。2019年，无论是大宗原材料价格、人民币汇率还是增值税减税，外部宏观环境对板块盈利能力都较为有利，因此2019年前三季度各板块盈利能力均呈现提升趋势。进入19Q4，白电行业因为竞争因素导致毛利率和净利率同比下降，20Q1因疫情冲击，各子板块盈利能力均承压。

图3：家电各子板块单季毛利率同比变动幅度



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图4：家电各子板块单季净利率同比变动幅度

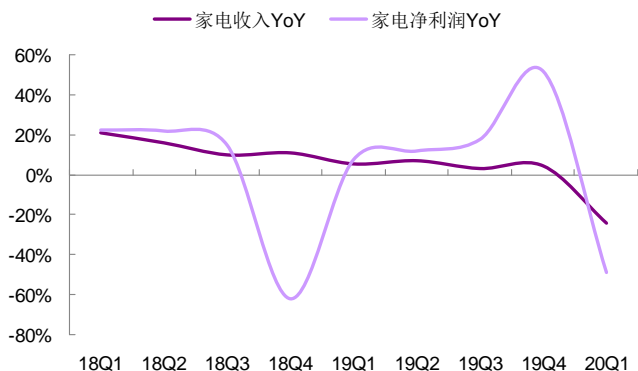


资料来源：Wind，光大证券研究所测算

盈利能力下滑排序：白电>黑电>上游零部件>大厨电>小家电。疫情期间收入规模下滑，叠加渠道结构性向竞争更激烈的线上迁移，导致20Q1各子板块盈利能力均有所受损，从结果来看，白电盈利能力下滑最明显，小家电和大厨电受影响最小。

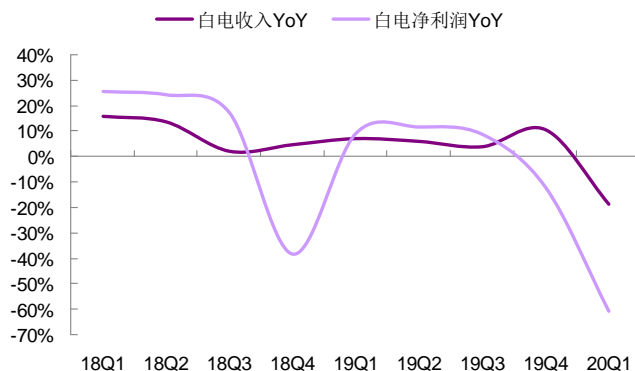
盈利能力的下滑幅度主要取决于：**1) 收入下滑幅度**，影响固定成本/费用摊薄；**2) 行业竞争强度**，竞争越激烈，板块盈利能力压力越大。白电盈利能力同时受到两项负面挤压，大厨电虽然收入受损明显，但竞争依然较为温和，而小家电需求受影响程度相对较小。

图 5：家电板块整体收入和净利润增速对比



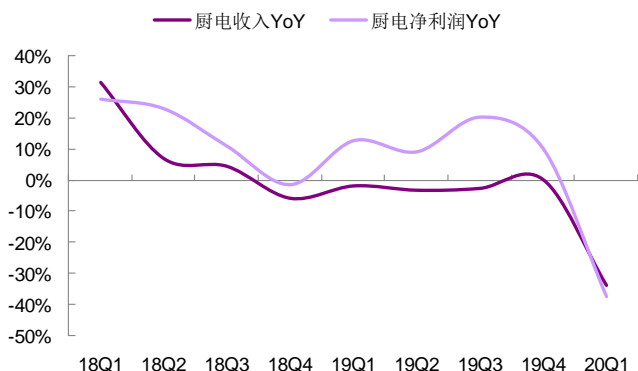
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：白电板块收入和净利润增速对比



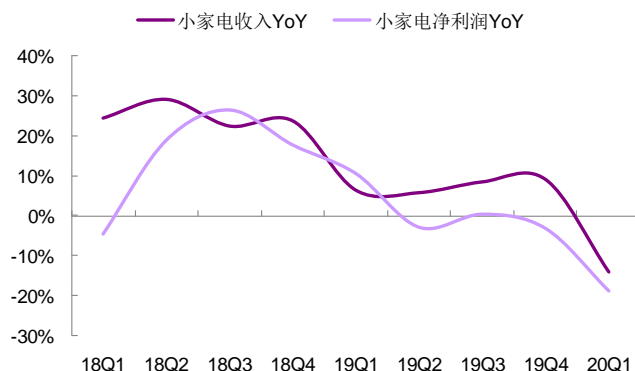
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：厨电板块收入和净利润增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：小家电板块收入和净利润增速对比

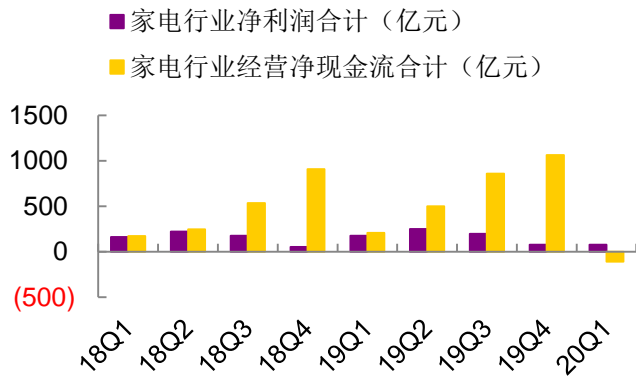


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、经营质量：现金流和库存压力有所上升

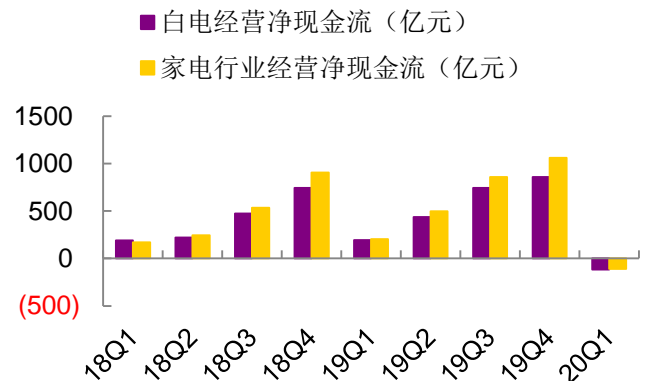
在新冠疫情冲击下，20Q1 产业链上下游资金均较为紧张，因此上市公司大多选择和产业链共患难，经营净现金流多少受到影响，20Q1 家电行业整体净利润依然为正，但现金流短期承压。从子板块来看，大部分子板块现金流承压，仅有小家电现金流为正。

图 9：20Q1 家电行业经营净现金流承压



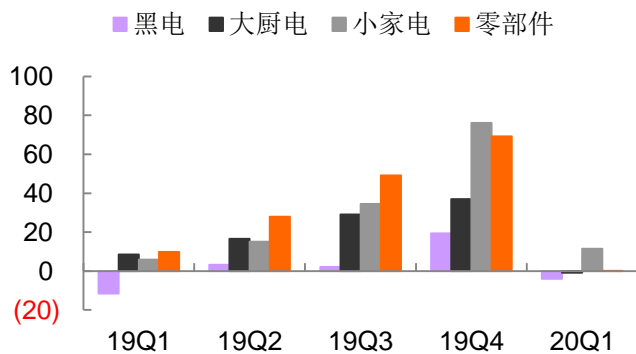
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：20Q1 白电行业经营净现金流承压



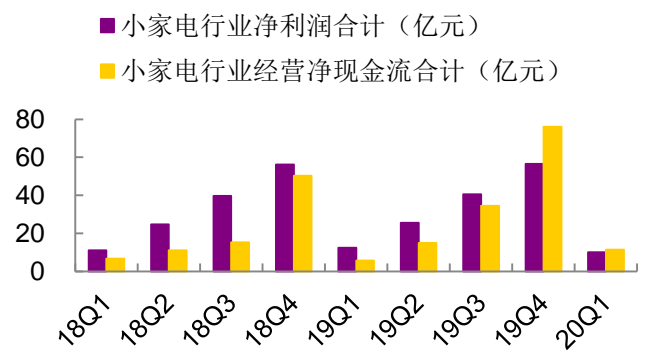
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：20Q1 仅小家电板块经营净现金流为正 (亿元)



资料来源：Wind，光大证券研究所

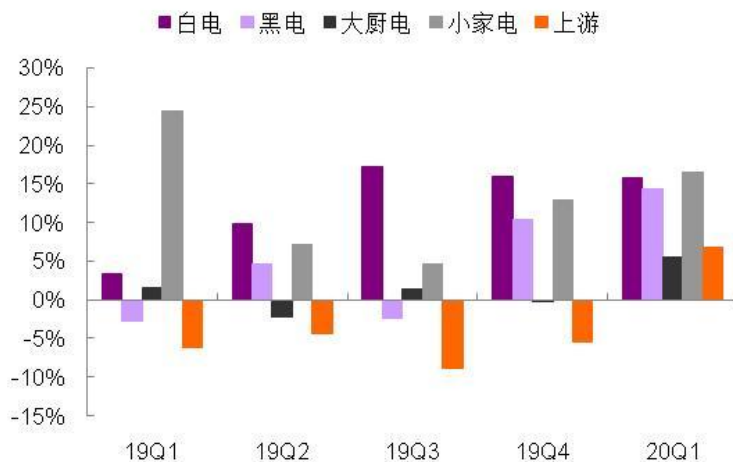
图 12：小家电行业经营净现金流最健康



资料来源：Wind，光大证券研究所

白电动销和库存压力上升，小家电积极进取。2019 年以来，白电板块的存货同比上升，同时上游零部件行业的存货有所下降，可见零售底部徘徊的同时，终端动销和渠道库存压力相对较大，备货减少的同时，白电企业的当务之急在于去化库存。小家电板块存货也有所上升，主要因为九阳股份、苏泊尔、飞科电器等企业积极扩张品类，同时行业增加小熊电器、石头科技等新上市公司。

图 13：家电各子板块存货同比变动幅度

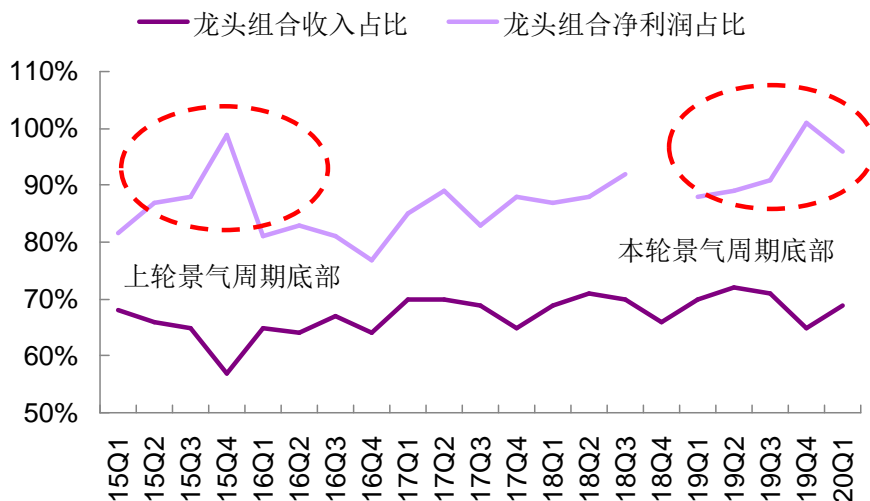


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.4、集中度：龙头贡献板块净利润的 95%以上

随着龙头全面强化竞争，二三线企业招架乏力，19Q4 已基本微利或不盈利。我们选取家电各子板块的龙头企业组成龙头组合，计算龙头组合在板块中的收入和净利润占比，在行业景气周期底部，龙头组合收入占比接近 70% 的情况下，19Q4 和 20Q1 净利润占比分别高达 101% 和 96%。

图 14：19Q4 和 20Q1 家电板块除龙头外已基本微利或不盈利



资料来源：wind、光大证券研究所，龙头组合包括格力电器、美的集团、海尔智家、老板电器、华帝股份、苏泊尔、九阳股份、新宝股份、三花智控

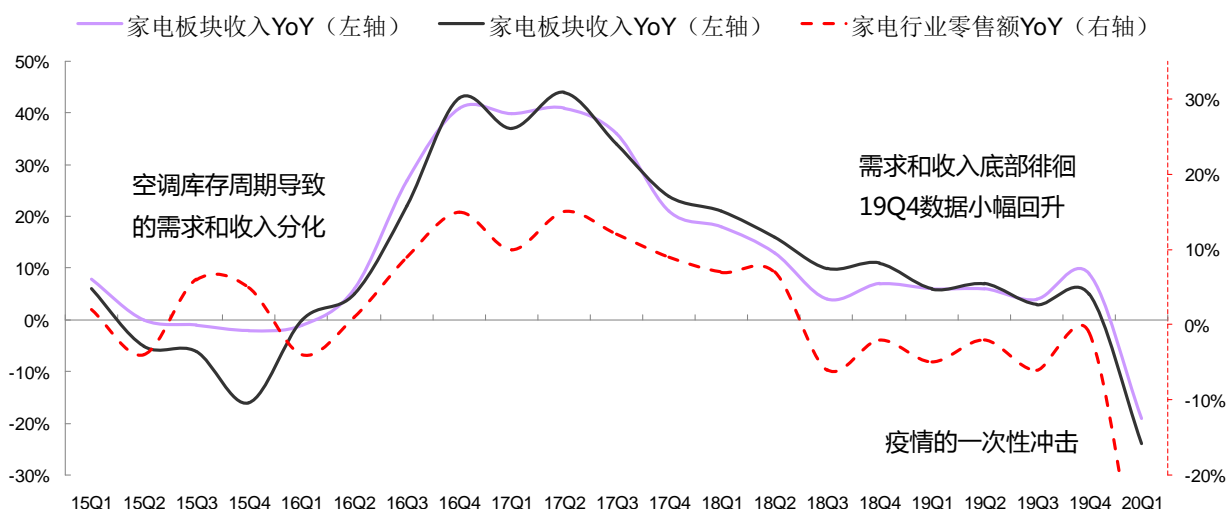
2、收入端：疫情打乱复苏节奏，压力下亦有亮点

2.1、基本面底部确认，疫情打乱复苏节奏

若没有 20Q1 的疫情冲击，19Q4 可确认本轮需求周期从底部复苏。从 18Q3 以来，家电板块收入同比增速在 0~10% 区间底部徘徊，19Q4 家电行业零售额同比增速回升至 -1%（19Q3 零售额增速为 -6%），同时家电板块收入同比增速从 19Q3 的 +4% 提升至 +9%（剔除格力），若没有 20Q1 的疫情冲击，考虑到地产竣工带动需求的回暖预期，19Q3 基本可确认为本轮需求周期板块收入同比增速的最低点，同比增速开始回升。

复苏节奏被疫情打乱，20Q1 板块收入同比下滑 20% 左右。由于疫情对安装属性较强的白电和大厨电需求冲击较大，20Q1 家电行业零售额同比 -37%，家电板块收入同比增速降至 -19%（剔除格力）/-24%（包含格力），板块收入同比降幅超过 15Q4（空调休克式去库存）。

图 15：家电行业收入增速与零售需求表现

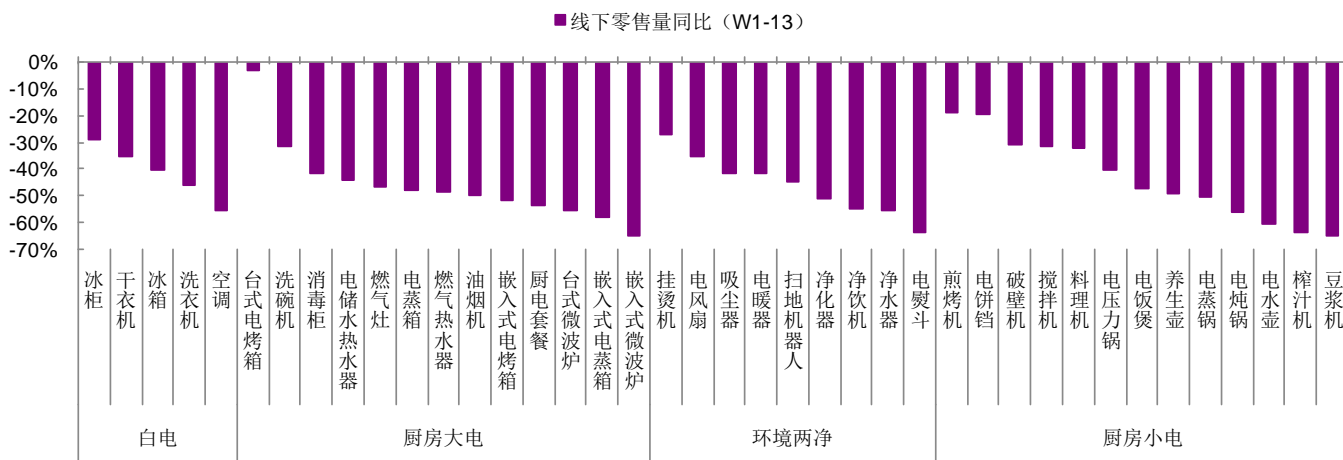


资料来源：Wind，奥维云网，光大证券研究所测算

2.2、疫情下亦有亮点，新兴品类/线上渠道表现更佳

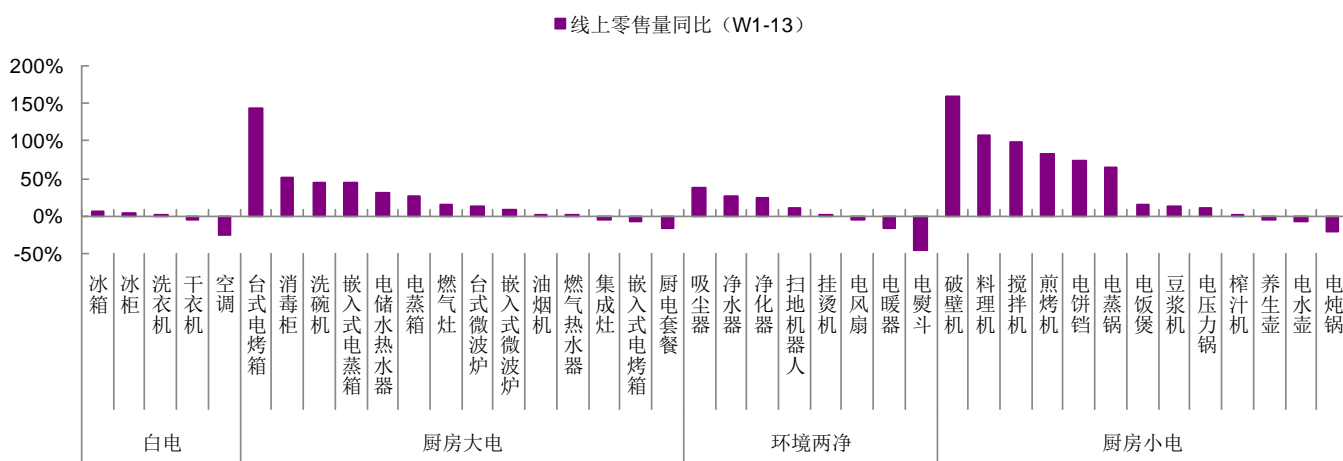
2020Q1 国内家电零售端呈现出几个明显的特征：1) 安装服务属性强的品类受影响最大，无论是线上还是线下，安装服务属性强的品类零售下滑幅度最大，比如空调、嵌入式厨电。2) 需求向线上的迁移非常明显，2020Q1 虽然线下零售同比下滑 50% 左右，但大部分品类线上零售有较好增长，增速环比提升，说明部分线下需求线上化。3) 新兴品类加速渗透，刚需品类更新需求延后。疫情宅家时间变长，零售端增长最好的是新兴厨房电器和清洁电器等新品类，而很多成熟品类零售表现较差，说明刚需品类的更新需求被延后。

图 16: 2020 年 1~13 周家电各品类线下零售量累计同比



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

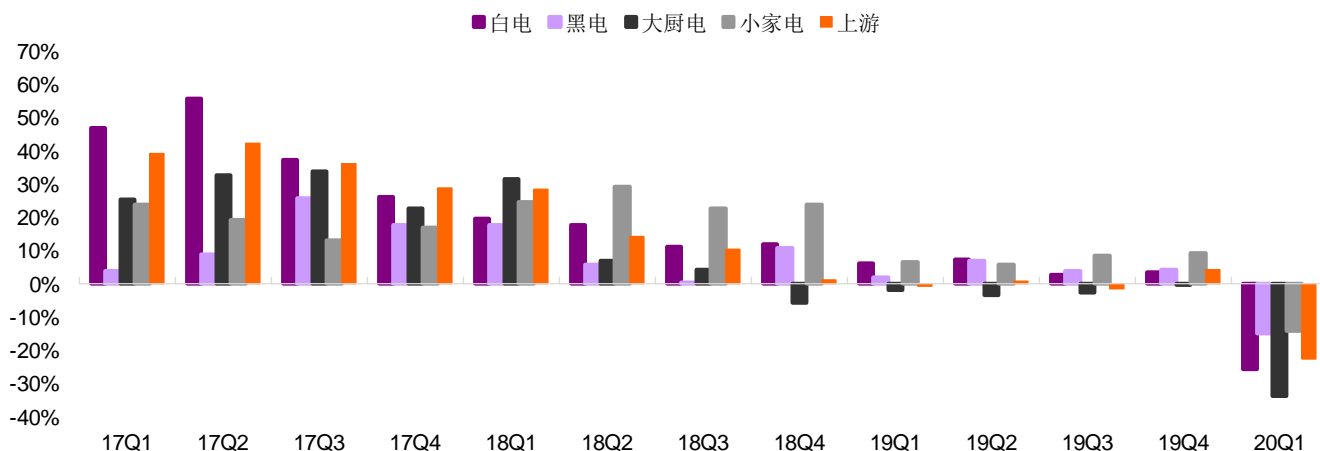
图 17: 2020 年 1~13 周家电各品类线上零售量累计同比



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

疫情对子板块收入端负面影响排序: 大厨电>白电>上游零部件>黑电>小家电。从 20Q1 疫情影响下各子行业的收入下滑幅度来看, 大厨电(-34%)>白电 (-26%) >上游零部件 (-23%) >黑电 (-15%) >小家电 (-14%), 总体而言收入端表现和零售端一致, 安装属性强、线上销售占比低的品类受影响更大, 小家电和黑电因线上占比高, 需求结构性收益, 整体受影响相对较小, 20Q1 收入分别同比-14%/-15%。

图 18：家电各子板块单季收入增速一览



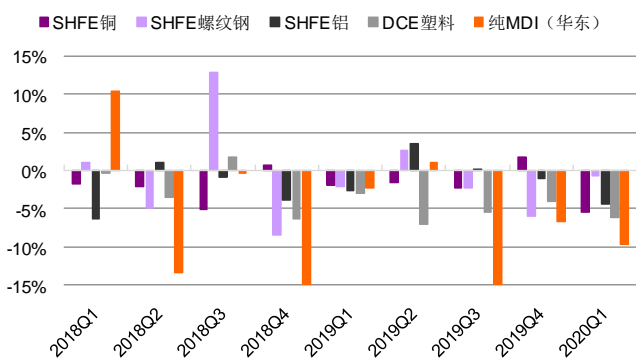
资料来源：Wind，奥维云网，光大证券研究所测算

3、盈利端：疫情下短期承压，竞争成为主导因素

3.1、成本等外部宏观变量依然利好企业盈利

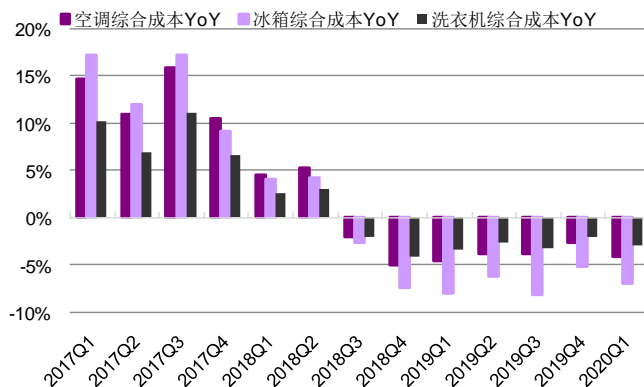
2020Q1 铜、铝、塑料等主要原材料价格下降 5%左右。2020Q1 原材料价格继续走弱，其中铜、铝、塑料、MDI 价格分别环比-5%/-4%/-6%/-10%，经测算，对应空调/冰箱/洗衣机综合成本分别同比-4%/-7%/-3%，主要原材料成本依然处于下行通道。

图 19：家电主要原材料依然呈环比下降趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

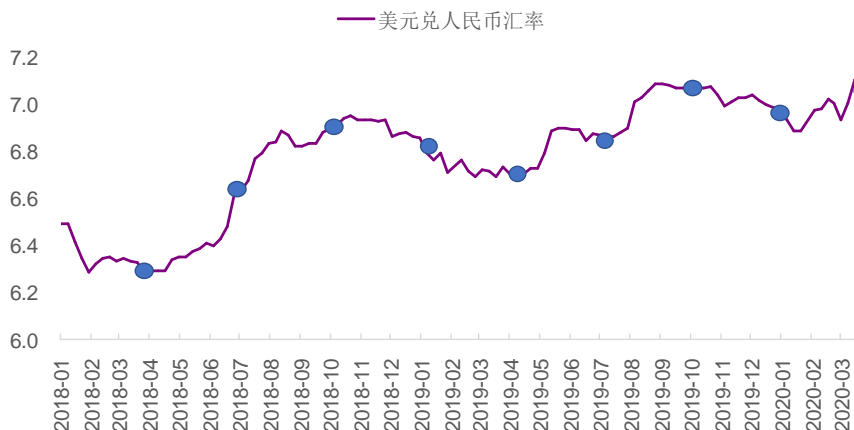
图 20：空调/冰箱/洗衣机综合成本同比下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

2020Q1 人民币兑美元汇率小幅贬值。2020Q1 人民币兑美元汇率小幅贬值 0.8%，2019Q1 人民币兑美元汇率升值 1.9%左右，人民币相对美元贬值理论上对出口订单的盈利能力有正向作用。

图 21：2020Q1 人民币兑美元汇率小幅贬值



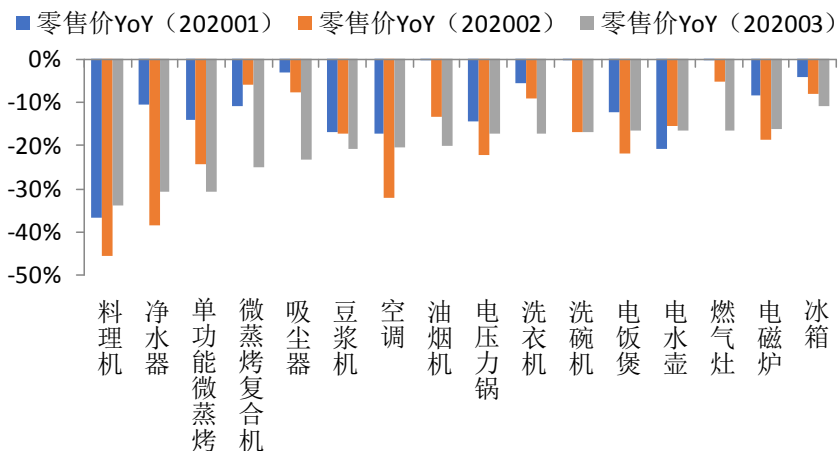
资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、竞争+疫情，19Q4 起盈利能力承压

因为疫情的影响，2020Q1 家电需求受到抑制，尤其是线下渠道被迫暂停营业，而春节复工后人流并未快速恢复。所有企业一方面加大在线上渠道的资源投放力度，争夺有限的需求，另一方面线下经销商现金流压力变大，被迫加大促销力度加快回款。

因此，不同家电子行业的竞争强度都在加大，在零售数据上反映为价格促销力度的普遍加大，2020 年 1~3 月家电各品类零售价普遍同比下降，2 月降幅较 1 月扩大，而 3 月多数品类价格降幅已有所收窄，但微蒸烤、烟灶价格降幅扩大，吸尘器价格也出现较大幅度下滑。

图 22：2020 年 1~3 月家电各品类零售价 YoY 一览

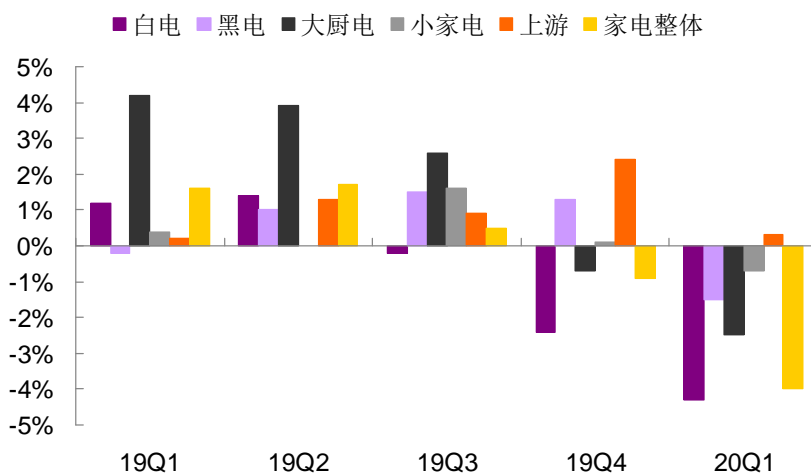


资料来源：Wind，光大证券研究所

19Q4 起竞争和疫情渐次导致毛利率承压。外部宏观环境对板块盈利能力都较为有利，因此 2019 年前三季度各板块毛利率均呈现提升趋势。进入

19Q4，白电行业因为竞争因素导致毛利率同比下降，20Q1 因疫情冲击，竞争加剧，各子板块毛利率均承压。

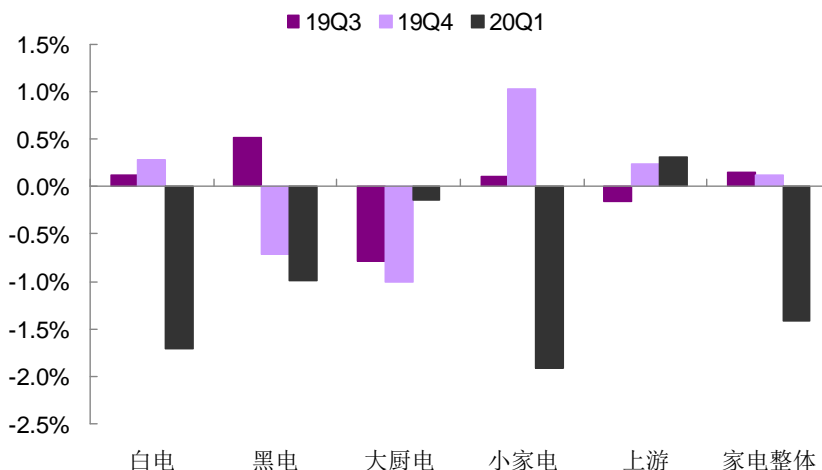
图 23：家电各子板块单季毛利率同比变动幅度



资料来源：Wind，光大证券研究所

19Q4 白电和小家电增加促销费用，20Q1 疫情期间销售费用率收缩。行业需求底部徘徊，大部分子行业费用投放较为保守，19Q4 白电和小家电电子板块促销费用投放较多，导致销售费用率同比小幅上升，尤其是厨房小家电龙头 19Q4 销售费用率均有所上升。20Q1 疫情期间因为部分投放延后，同时费用率相对较低的线上渠道占比上升，各子板块销售费用率均有所收缩。

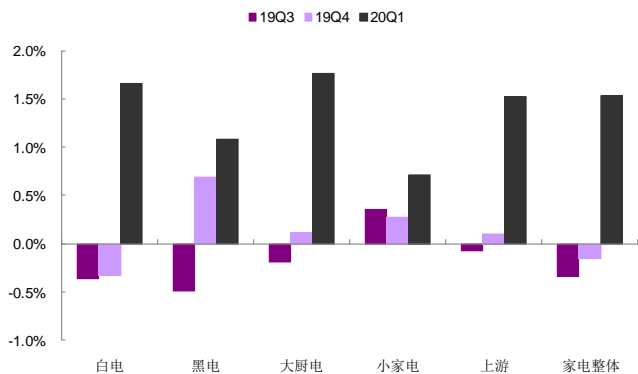
图 24：20Q1 家电各子板块销售费用率有所收缩



资料来源：Wind，光大证券研究所

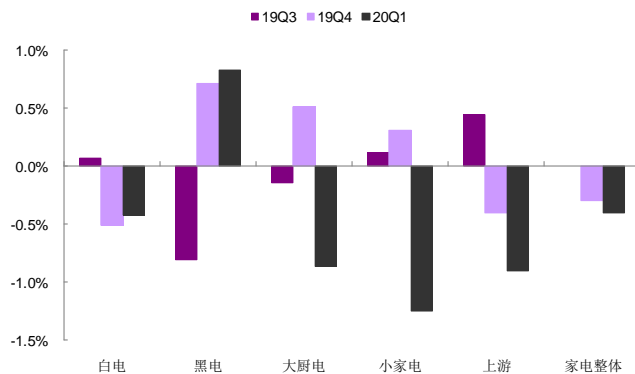
管理、研发费用率普遍上升，财务费用贡献稳定。管理费用和研发费用中大部分较为刚性，因此疫情导致规模下降的同时，20Q1 家电各子板块管理费用率+研发费用率普遍也有所上升。除了黑电，大部分子板块龙头账上有富余的类现金资产，贡献稳定财务收益。

图 25：20Q1 家电各子板块管理+研发费用率上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

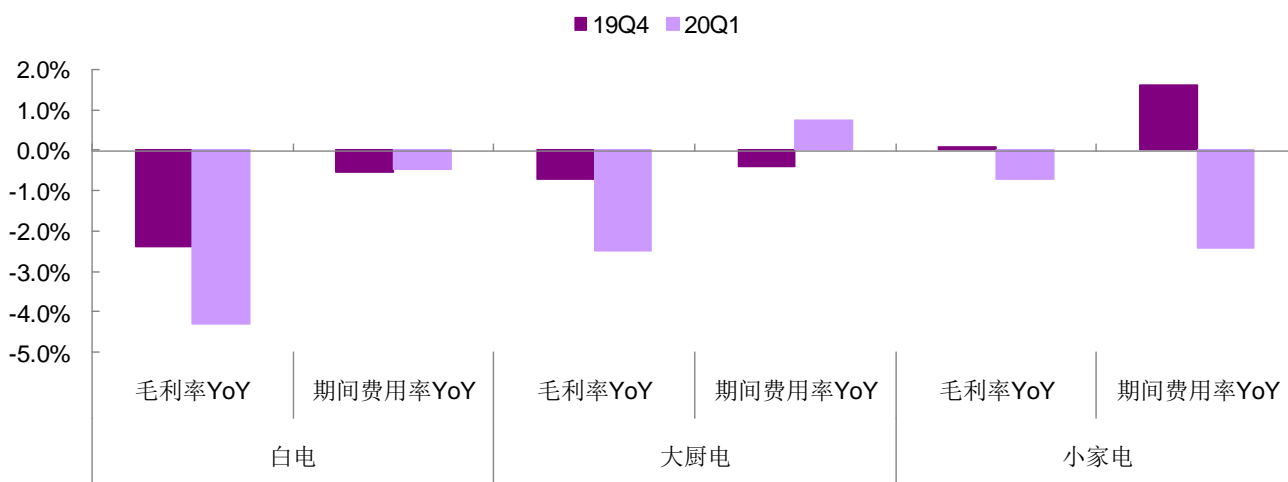
图 26：大部分家电子板块财务费用贡献稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所

综合 19Q4 和 20Q1 毛利率和期间费用率来看，白电板块最近 2 个季度毛利率下滑幅度较大，费用率小幅下降，经营利润率下降较多。大厨电最近 2 个季度毛利率较稳定，费用率一降一升，19Q4 经营利润率稳定，20Q1 略有受损。小家电板块 19Q4 因促销季费用率上升较多，经营利润率下降，而 20Q1 疫情期间盈利能力提升，毛利率小幅下降的同时，期间费用率大幅下降。

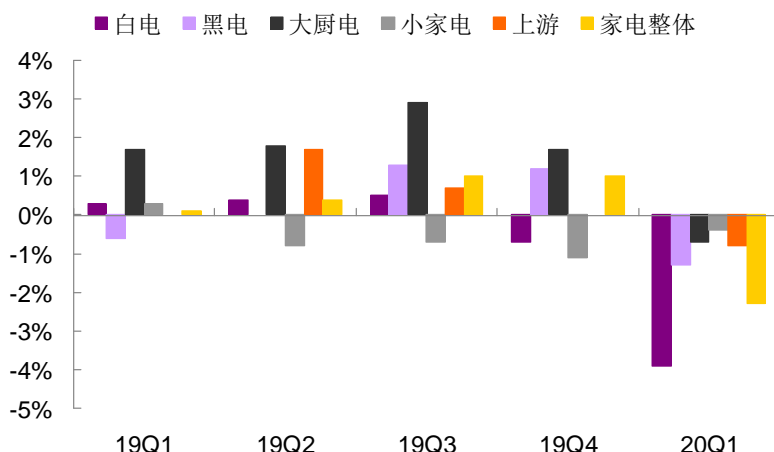
图 27：家电各子板块单季毛利率和期间费用率变动



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

20Q1 盈利能力下滑排序：白电>黑电>上游零部件>大厨电>小家电。疫情期间收入规模下滑，叠加渠道结构性向竞争更激烈的线上迁移，导致 20Q1 各子板块盈利能力均有所受损，从结果来看，白电盈利能力下滑最明显，小家电和大厨电受影响最小。

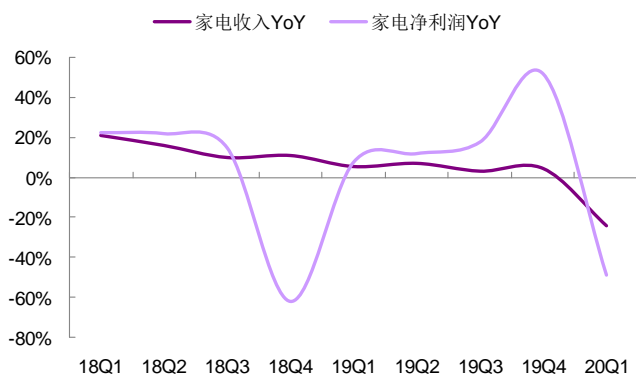
图 28：家电各子板块单季净利率同比变动幅度



资料来源：Wind，光大证券研究所

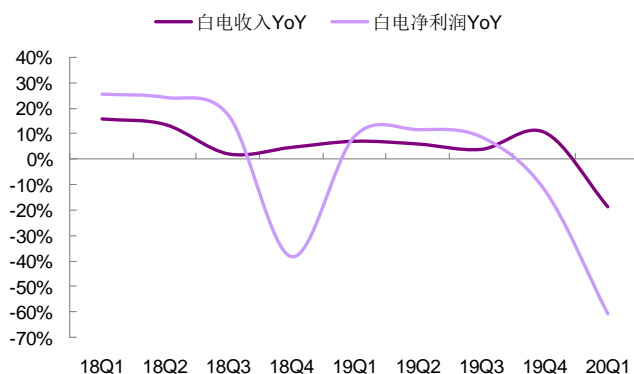
盈利能力的下滑幅度主要取决于：**1) 收入下滑幅度**，影响固定成本/费用摊薄；**2) 行业竞争强度**，竞争越激烈，板块盈利能力压力越大。白电盈利能力同时受到两项负面挤压，大厨电虽然收入受损明显，但竞争依然较为温和，而小家电需求受影响程度相对较小。

图 29：家电板块整体收入和净利润增速对比



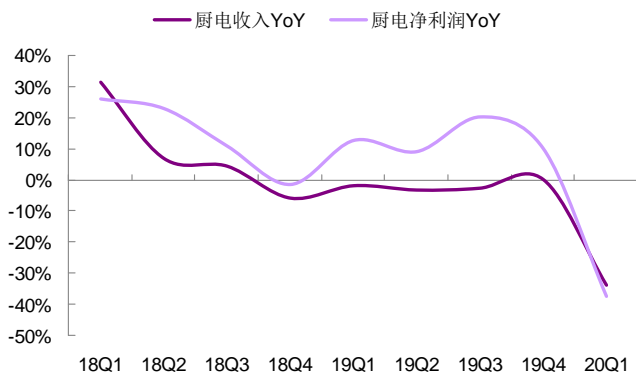
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 30：白电板块收入和净利润增速对比



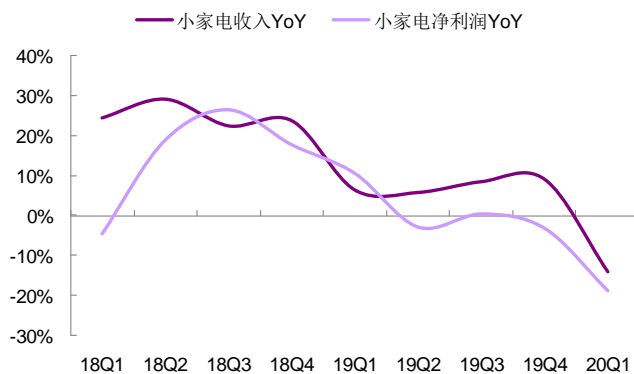
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 31：厨电板块收入和净利润增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 32：小家电板块收入和净利润增速对比



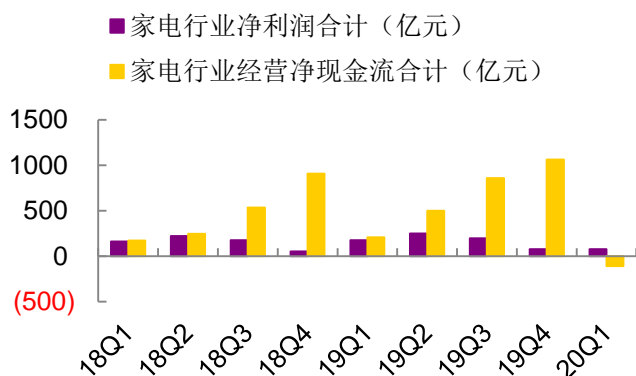
资料来源：Wind，光大证券研究所

4、经营质量：现金流和库存压力有所上升

4.1、现金流：仅小家电行业经营净现金流持续流入

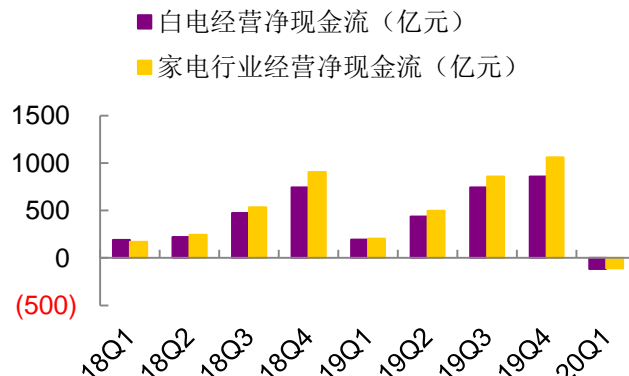
家电行业的经营净现金流一直较为健康，尤其是头部品牌企业的经营净现金流始终高于净利润，上下游占款能力较强。在新冠疫情冲击下，20Q1 产业链上下游资金均较为紧张，因此上市公司大多选择和产业链共患难，经营净现金流多少受到影响，20Q1 家电行业整体净利润依然为正，但现金流短期承压。

图 33：20Q1 家电行业经营净现金流承压



资料来源：Wind，光大证券研究所

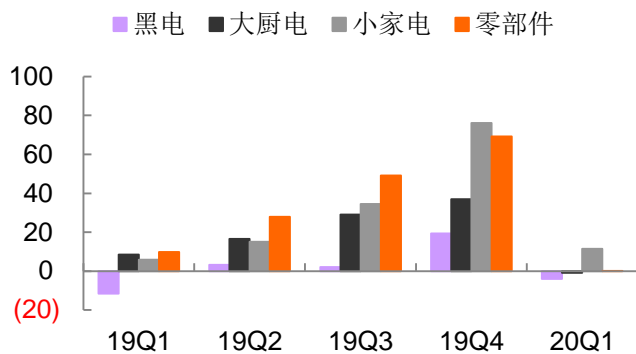
图 34：20Q1 白电行业经营净现金流承压



资料来源：Wind，光大证券研究所

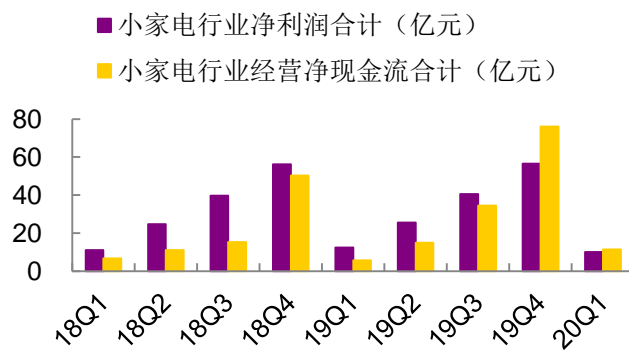
从子板块来看，大部分子板块现金流承压，仅小家电现金流为正，无论是收入、盈利能力还是现金流，20Q1 小家电的表现都可圈可点。

图 35：20Q1 仅小家电板块经营净现金流为正（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 36：小家电行业经营净现金流最健康



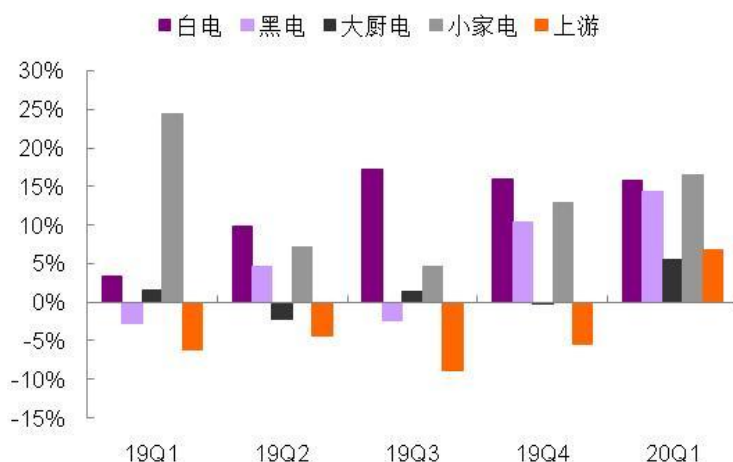
资料来源：Wind，光大证券研究所

4.2、存货：存货压力有小幅上升

白电动销和库存压力上升，小家电积极进展。2019 年以来，白电板块的存货同比上升，同时上游零部件行业的存货有所下降，可见零售底部徘徊的同时，终端动销和渠道库存压力相对较大，备货减少的同时，白电企业的当务之急在于去化库存。小家电板块存货也有所上升，主要因为九阳股份、

苏泊尔、飞科电器等企业积极扩张品类，同时行业增加小熊电器、石头科技等新上市公司。

图 37：家电各子板块存货同比变动幅度



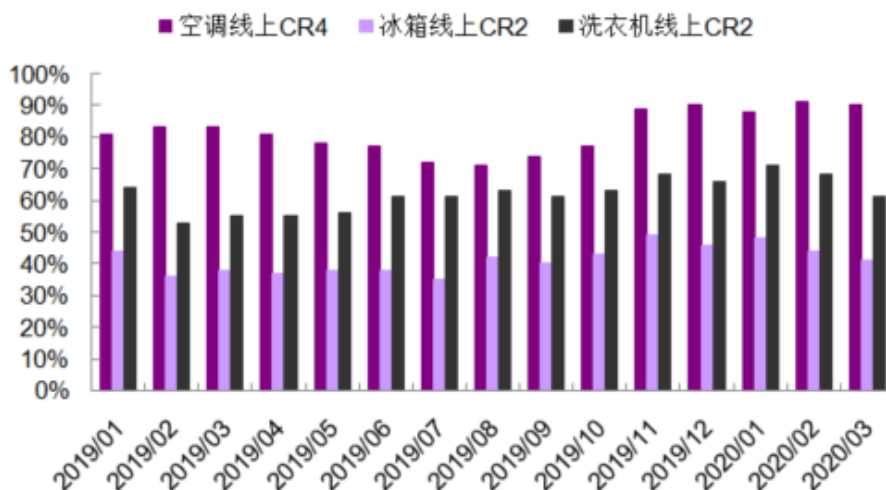
资料来源：Wind，光大证券研究所

5、集中度：零售集中度提升，利润集中度更高

5.1、白电线上零售量集中度创新高

2019 年以来，竞争成为白电行业的关键词，而在疫情下，发力线上渠道成为共识，从结果来看，白电行业线上零售量集中度持续提升，空调线上零售量 CR4 已经突破 90%，2019H2 以来冰箱和空调线上零售量集中度也呈现提升趋势。

图 38：白电线上零售量集中度持续提升



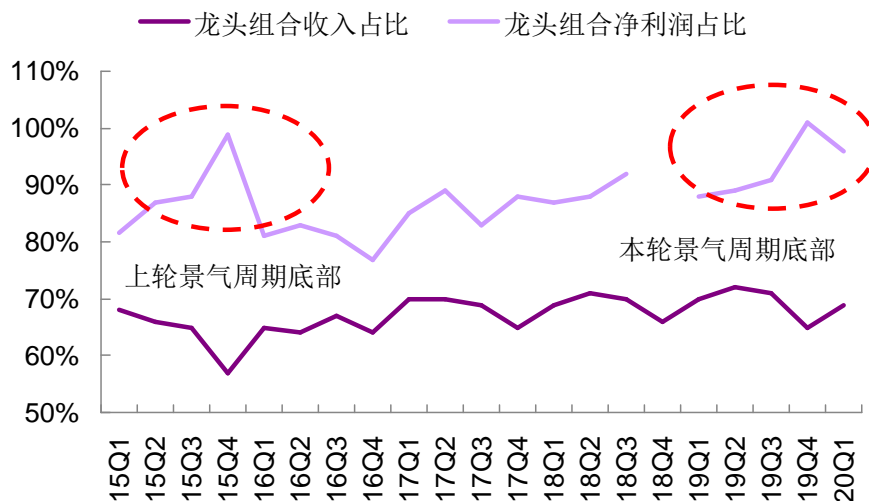
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

白电行业龙头主动出击抢份额的现象也开始扩散到大厨电、小家电等领域，预计行业零售大幅回暖之前，零售集中度也将出现持续提升。

5.2、利润高度集中，二线企业普遍微利或不盈利

随着龙头全面强化竞争，二线企业招架乏力，19Q4 已基本微利或不盈利。我们选取家电各子板块的龙头企业组成龙头组合，计算龙头组合在板块中的收入和净利润占比，在行业景气周期底部，龙头组合收入占比接近 70% 的情况下，19Q4 和 20Q1 净利润占比分别高达 101% 和 96%。

图 39：19Q4 和 20Q1 家电板块除龙头外已基本微利或不盈利

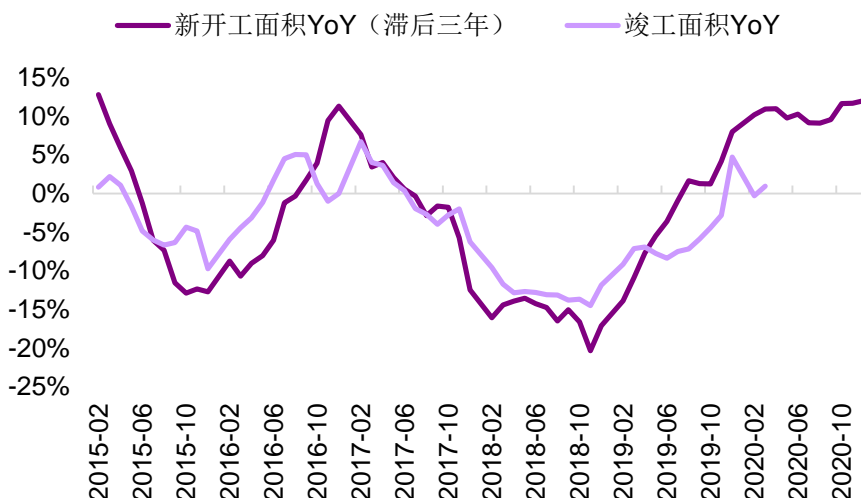


资料来源：wind、光大证券研究所，龙头组合包括格力电器、美的集团、海尔智家、老板电器、华帝股份、苏泊尔、九阳股份、新宝股份、三花智控

6、基本面展望：白电、厨电需求逐步复苏，竞争有望回归理性

需求层面：经济活动恢复，竣工相关需求也将逐步回暖。随着国内疫情防控接近尾声，经济活动逐渐恢复。2019 年 12 月竣工面积同比增速开始环比改善，但因疫情又被打乱，不过从新开工面积滞后 3 年数据来看，竣工面积同比增速从 2020 年开始或将出现 1 年以上的双位数增长，有望带动竣工相关的白电、厨电需求回暖。

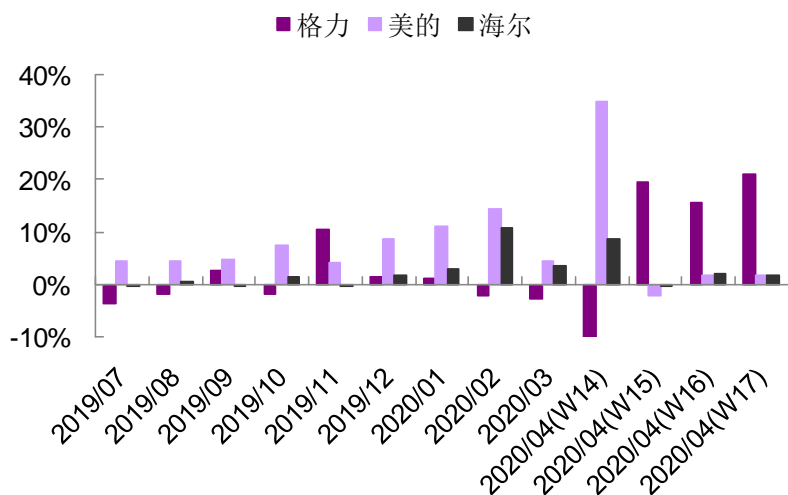
图 40：2020 年竣工相关的空调、厨电需求回暖趋势不变



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

格力 4 月开启全面促销去化渠道库存。价格战的结束信号一看需求，二看格力库存何时见底，4 月格力在全国陆续开启全方位促销，4 月后三周份额弹性好于预期，从终端表现来看，格力有望在线下需求持续回暖的同时，通过较大力度的促销较快降低渠道库存水平。

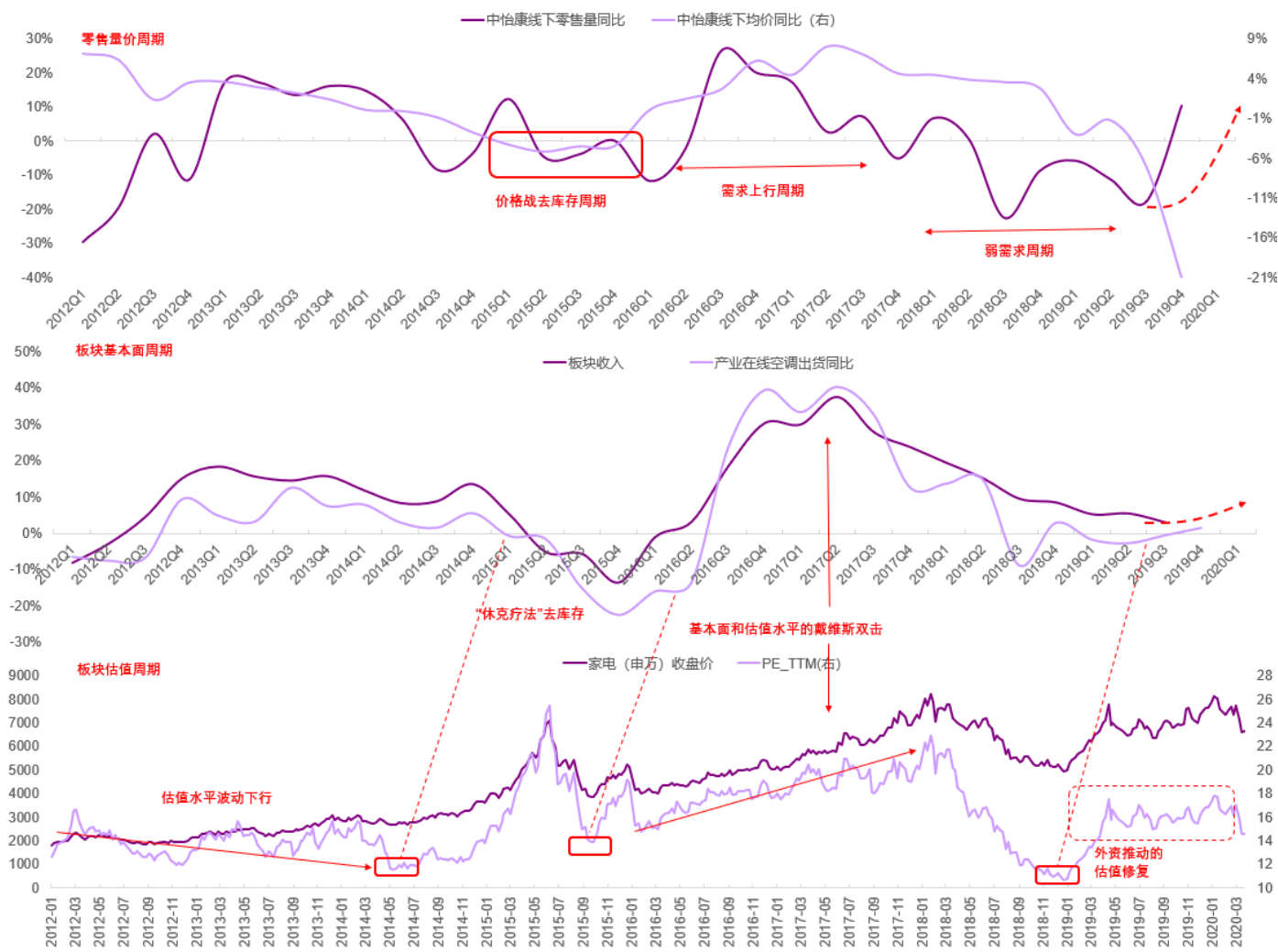
图 41：格力开启全面促销，份额弹性好于预期（零售量份额 YoY）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

竞争层面：若格力成功将渠道库存降至较低水平，将是价格战收尾的重要信号。双寡头格力和美的将逐步在盈利能力和份额之间达到动态平衡，而达成这一结果的时点可能是在旺季后，我们预计 2020H2 可能见到空调库存的底部，竞争逐步趋缓，同时随着地产竣工相关需求的释放，价格见底回升，将迎来板块基本面的向上拐点。

图 42：回顾板块历史表现：估值周期与基本面周期的共振



资料来源：产业在线，中怡康，Wind，光大证券研究所绘制。销量同比为虚线箭头表示无疫情影响市场对板块周期的预期

7、投资建议：

家电作为典型的可选消费行业，一季报受疫情影响较大，收入/利润分别同比-24%/-49%，其中，偏必选且线上占比较高的小家电行业表现最好。展望后续，随着经济活动与竣工装修逐步恢复，预计需求逐季改善，激烈的价格竞争也将随着库存周期见底而逐步收尾，板块基本面改善趋势明确，并有望在 20H2 迎来向上拐点。同时，当前可选与必选的估值差达到历史高位，疫情结束也有望迎来资金配置的逐步迁移。

结合细分板块情况，我们推荐：

- 1) 流动性宽松背景下，建议左侧估值底部布局白电龙头，有望获得更高预期收益率：**美的集团、格力电器、海尔智家**；
- 2) 短期疫情受益逻辑虽告一段落，但后续继续看好新消费背景下具备独立成长逻辑的小家电个股：**新宝股份、九阳股份**；
- 3) 装修相关需求有望加速释放，同时若地产政策放松具备较大弹性：

海信家电、老板电器、华帝股份、欧普照明。

8、风险分析

疫情对家电出口需求的冲击超预期。20Q2 开始疫情对海外需求及国内出口订单的影响将开始显现，目前看来龙头公司订单受损较小，但后续出口需求因疫情防控、经济衰退等变量尚存在不确定性，受到的冲击可能超预期；

地产竣工恢复进度不及预期。地产竣工的恢复进度取决于地产商的资金状况以及意愿，虽然加快竣工的方向较为明确，但短期竣工节奏和进度存在不确定性。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	净利润(亿元)			EPS(元)			P/E(x)			评级 本次
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
000333	美的集团	53.75	202	266	301	3.60	3.80	4.30	15	14	13	买入
000651	格力电器	54.77	262	249	281	4.11	4.14	4.67	13	13	12	买入
600690	海尔智家	15.46	74	75	86	1.29	1.14	1.30	12	14	12	买入
002705	新宝股份	26.68	5	9	11	0.86	1.08	1.31	31	25	20	买入
002242	九阳股份	31.40	8	10	11	1.07	1.26	1.45	29	25	22	买入
000921	海信家电	9.57	14	15	16	1.32	1.07	1.21	7	9	8	增持
002508	老板电器	31.88	15	17	19	1.68	1.82	2.04	19	18	16	买入
002035	华帝股份	11.34	7	8	9	0.85	0.93	1.05	13	12	11	买入
603515	欧普照明	23.87	9	10	11	1.18	1.26	1.45	20	19	16	买入

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 4 月 30 日

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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，本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，本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。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。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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼