

行业研究/深度研究

2020年05月08日

行业评级:

家用电器 增持(维持)
白色家电 II 增持(维持)

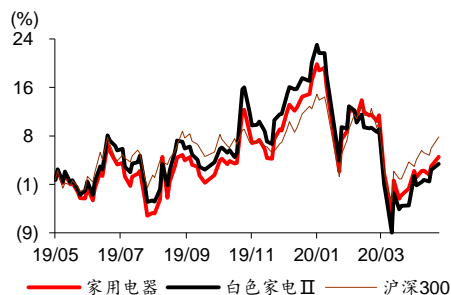
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1 《格力电器(000651 SZ,买入): 调整元年, 涅槃之路》2020.04
- 2 《美的集团(000333 SZ,买入): 以长期视角看阶段低点》2020.04
- 3 《海尔智家(600690 SH,买入): 全球协同发展, 平滑冲击影响》2020.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind



重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价区间(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000651.CH	格力电器	54.10	买入	62.78-66.83	4.11	4.05	4.42	5.25	13.16	13.36	12.24	10.30
000333.CH	美的集团	54.00	买入	64.94-72.58	3.46	3.82	4.25	4.68	15.61	14.14	12.71	11.54
002508.CH	老板电器	31.70	买入	35.10-38.70	1.68	1.80	2.11	2.41	18.87	17.61	15.02	13.15
002705.CH	新宝股份	28.51	买入	28.05-29.15	0.86	1.10	1.31	1.48	33.15	25.92	21.76	19.26
002959.CH	小熊电器	101.39	增持	121.26-127.56	2.23	3.15	3.71	4.15	45.47	32.19	27.33	24.43

资料来源: 华泰证券研究所

逆境中寻价值, 把握防御性龙头

2020年中国市场前瞻—新冠病毒“危”与“机”

行业格局稳定, 继续以长期视角看投资价值, 维持增持评级

家电板块地产后周期属性凸显, 2019年地产数据偏弱的环境下, 行业营收增速在28个申万板块中表现并不突出, 但行业格局稳定、更能分享成本红利, 盈利能力持续上行, 净利增速明显优于营收。2020Q1疫情冲击下, 收入及净利润出现明显下滑, 我们认为家电行业成熟, 竞争环境依然有利于龙头企业, 我们维持低估值、稳增长的投资主线, 建议以长期视角替代短期博弈: 1) 家电龙头产业链地位稳固、应对经济周期波动能力更优, 短期下滑不影响中长期价值; 2) 把握疫情影响下具备防御性和成长性的细分板块龙头, 优选白电、小家电、厨电龙头。

行业景气度依然偏低, 2019/2020Q1收入增速继续回落

市场聚焦于家电行业后续基本面边际变化, 2020年地产需求预期回暖, 滞后影响有望缓慢体现到家电零售端, 但在海外疫情蔓延影响下, 板块海外收入增长依然存在压力。Wind数据显示, 2019年申万家电板块实现营业收入11143.19亿元, YOY+4.29%, 2020Q1实现营业收入2005.32亿元, YOY-24.13%。国内家电保有量已经处于高位, 新增需求受地产周期影响, 从2017Q2以来, 整体板块分季度营业收入增速持续趋势下行, 而外销订单受到贸易摩擦、疫情等外部因素影响扰动加大, 未来依然需要关注地产及海外疫情变化。

净利润弹性更大, 2020Q1归母净利润下滑幅度大于收入

2019年成本下降、增值税减税、汇率呈现有利波动, 家电板块归母净利润增速表现大幅优于收入。Wind数据显示, 2019年申万家电板块共实现归母净利润692.41亿元, YOY+15.92%, 而疫情冲击下, 经营活动受到限制, 但部分成本支出较为固定, 2020Q1板块实现归母净利润84.84亿元, YOY-51.91%, 利润下滑幅度大于收入。

成本或依然保持低位, 随着收入筑底, 后续净利润增速或好于收入

2019年原材料价格下降、增值税减税等多重红利下, 家电行业各个子板块均获得毛利率提升。2020年以来, 原材料价格依然维持低位区间, 全年成本红利或依然存在, 收入增速回升的预期下, 我们依然看好未来家电板块净利润增速或好于收入增速。但在疫情影响下, 需求端偏弱, 家电销售价格也面临下滑压力, 成本红利或逐步收窄。

2020年家电投资建议关注格局稳定白电、新品领先小家电、订单稳定厨电

2020年疫情后行业收入增速大概率筑底回升, 行业格局稳定、净利润弹性较大, 我们认为家电板块长期投资价值未发生变化, 维持行业增持评级。细分板块中, 我们更为看好竞争格局稳定、中长期增长稳定性领先的白电板块, 线上流量聚集效应明显、新品不断创造长尾需求的小家电板块, 以及工程订单稳定、高端产品领先的高端厨电板块, 建议关注格力电器、美的集团、老板电器、新宝股份、小熊电器。

风险提示: 疫情冲击及经济下行; 地产销售下滑; 原材料及汇率不利波动。

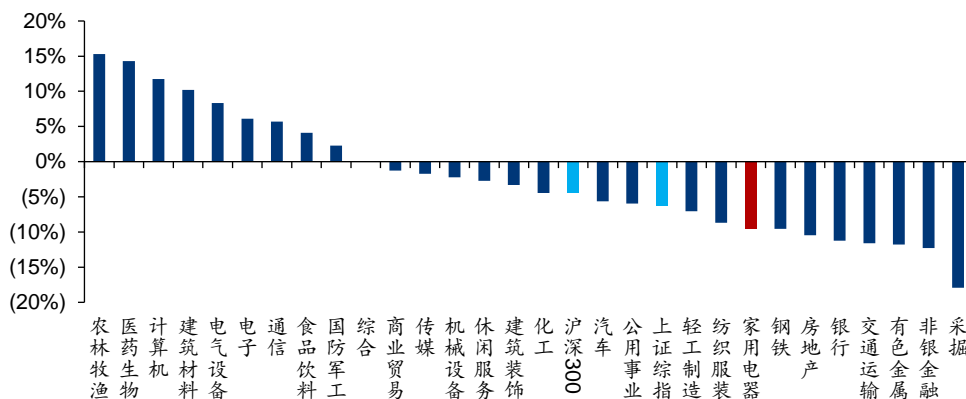
正文目录

需求筑底，以恒心应对外部冲击	3
收入筑底预期增强	5
2019 年行业整体收入增速下降，2020Q1 线上消费引领市场	6
2019 年净利润弹性大于收入	7
2019 年归母净利润均有提升，2020Q1 短期冲击考验行业韧性	7
2019 年各细分行业盈利能力均提升，2020Q1 固定成本影响下毛利率承压	8
成本红利依然存在，2020 年净利润增速或依然好于收入增速	9
外贸环境、汇率不确定性或仍将延续	10
费用率水平稍有提升，促销活动频次提升带动销售费用率上行	11
2019 年现金流回升明显，2020Q1 疫情冲击下，大幅回落	13
2020Q1 存货占比提升明显，关注后续存货减值变化	14
2019 年白电龙头收入及净利润表现稳健	15
2019 年大多数家电龙头企业净利润增速好于收入增速	15
2019 年家电龙头企业毛利率及净利润率均有所提升	15
2019 年家电龙头企业中小家电及黑电 ROE 提升较为明显	16
2020Q1 疫情冲击下，小家电结构性增长显著	17
2020Q1 家电龙头企业中，小家电及黑电收入及净利润表现领先	17
2020Q1 大多数家电龙头企业毛利率及净利润率下滑	17
2020Q1 仅少数家电龙头企业实现 ROE 提升	18
家电市场展望：内销冲击已过去，外销需警惕	19
后续家电展望，看好内销占比较高企业加速恢复	19
白电：内销加速恢复，海外市场面临压力	20
小家电：更适合线上销售，疫情下更具优势	20
厨电：地产正面影响加强，销售及竣工数据回暖或继续带动厨电增速上行	20
黑电：价格竞争激烈，外销拉动作用减弱	20
重点公司观点	21
格力电器 (000651 CH, 买入, 62.78~66.83 元)：长期看好公司市占率提升	21
美的集团 (000333 CH, 买入, 64.94~72.58 元)：以长期视角看阶段低点	21
老板电器 (002508 CH, 买入, 35.10~38.70 元)：工程优势凸显，估值或率先修复	21
新宝股份 (002705 CH, 买入, 28.05~29.15 元)：内销表现出色，归母净利持续高增	22
小熊电器 (002959 CH, 增持, 121.26~127.56 元)：流量聚集线上，净利润高速增长	22
附：海外可比公司估值表	23
风险提示	23

需求筑底，以恒心应对外部冲击

2020年初以来，家电板块(申万)股价表现落后，截止2020年4月30日，家电板块2020年累计下跌9.50%，在28个申万子行业中排名第21。板块营收及净利润增速表现均不突出，且行情受到贸易环境、疫情等外部因素影响，可选耐用品需求偏弱、消费延后，整体股价出现较大降幅。

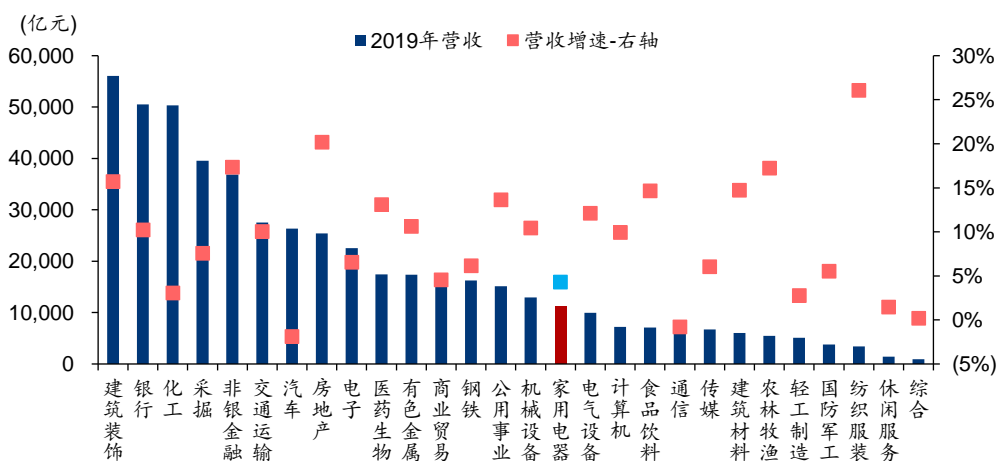
图表1：2020年以来(2020年1月1日至4月30日)，家电板块(申万)跌幅居于市场前列



资料来源：Wind、华泰证券研究所

依据申万一级行业分类，2019年家电行业营业总收入同比增速为+4.29%，在消费行业中(家电、食品饮料、轻工、农林牧渔、纺织服装、社服零售、汽车)，家电行业受到地产后周期影响较为明显，且部分产品(空调)基于天气因素(降雨天气不利于销售)，收入增速并不突出。

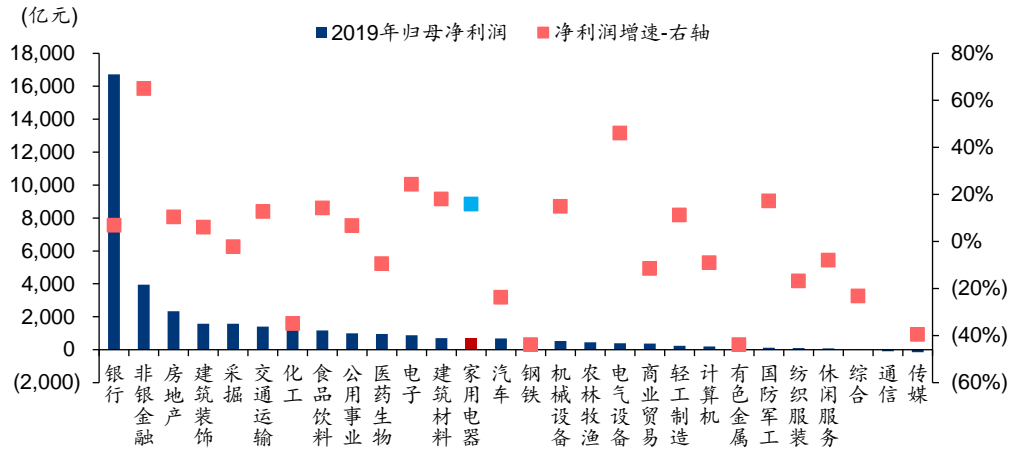
图表2：2019年申万行业板块收入增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

依据申万一级行业分类，对比28个申万行业，2019年家电行业归母净利润同比增速为+15.92%，在28个行业中位列7位。原材料成本的下降，带来消费品盈利能力的提升，各个消费行业均呈现出净利润增速高于收入增速的特点。

图表3： 2019年申万行业板块归母净利润增速



注：图中剔除极值，农林牧渔、通信板块归母净利润同比增速分别为 195.1%、-248.3%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

基于申万家电板块指数成分股，我们将其中 58 家上市公司分为白电（9 家）、厨电（5 家）、黑电（10 家，主要包括电视机、机顶盒厂商）、小家电（13 家）、上游（21 家，主要包括家电零部件企业）。

图表4： 申万家电板块上市公司行业分类表

行业	代码	公司	行业	代码	公司
白电	000333.CH	美的集团	黑电	000016.CH	深康佳 A
白电	000521.CH	长虹美菱	黑电	000801.CH	四川九洲
白电	000651.CH	格力电器	黑电	000810.CH	创维数字
白电	000921.CH	海信家电	黑电	002052.CH	同洲电子
白电	002668.CH	奥马电器	黑电	002429.CH	兆驰股份
白电	600336.CH	澳柯玛	黑电	002519.CH	银河电子
白电	600690.CH	海尔智家	黑电	002848.CH	高斯贝尔
白电	600854.CH	春兰股份	黑电	600060.CH	海信视像
白电	600983.CH	惠而浦	黑电	600839.CH	四川长虹
厨电	002035.CH	华帝股份	黑电	603996.CH	ST 中新
厨电	002508.CH	老板电器	上游	000404.CH	长虹华意
厨电	002543.CH	万和电气	上游	002011.CH	盾安环境
厨电	002677.CH	浙江美大	上游	002050.CH	三花智控
厨电	603366.CH	日出东方	上游	002290.CH	*ST 中科
小家电	002032.CH	苏泊尔	上游	002418.CH	康盛股份
小家电	002242.CH	九阳股份	上游	002420.CH	*ST 毅昌
小家电	002403.CH	爱仕达	上游	002676.CH	顺威股份
小家电	002473.CH	圣莱达	上游	002860.CH	星帅尔
小家电	002614.CH	奥佳华	上游	300160.CH	秀强股份
小家电	002705.CH	新宝股份	上游	300217.CH	东方电热
小家电	002723.CH	金莱特	上游	300249.CH	依米康
小家电	002759.CH	天际股份	上游	300342.CH	天银机电
小家电	002959.CH	小熊电器	上游	300403.CH	汉宇集团
小家电	300247.CH	融捷健康	上游	300475.CH	聚隆科技
小家电	603355.CH	莱克电气	上游	600619.CH	海立股份
小家电	603579.CH	荣泰健康	上游	603519.CH	立霸股份
小家电	603868.CH	飞科电器	上游	603578.CH	三星新材
			上游	603657.CH	春光科技
			上游	603677.CH	奇精机械
			上游	603726.CH	朗迪集团
			上游	300272.CH	开能健康

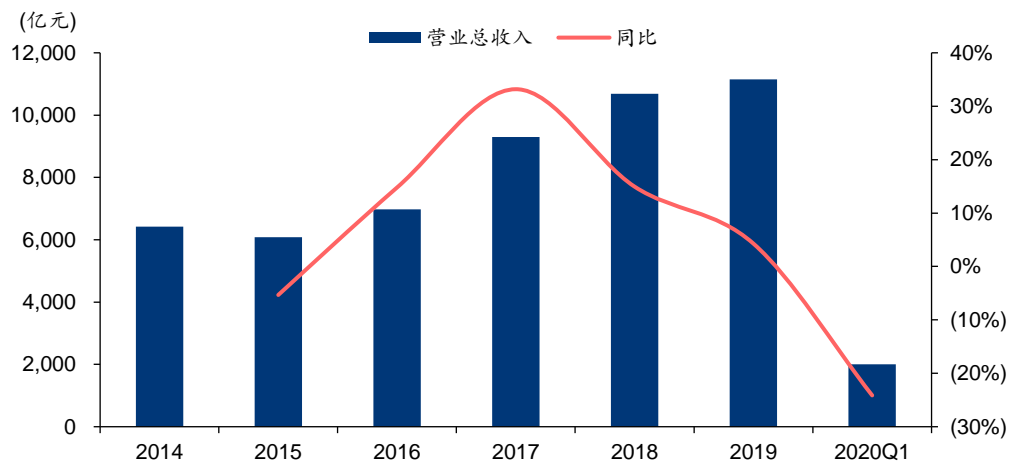
资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

2020年Q1疫情影响下，家电线下零售受到明显冲击，随着国内疫情逐步受到控制，我们预计2020年Q2开始线下消费缓速恢复，而家电消费流量向线上聚集，具备线上优势的企业，有望维持更高速增长。随着国内疫情得到控制，家电内销筑底预期增强，板块内部来看，我们预计内销占比较高的企业，未来收入或更早恢复，考虑到疫情海外疫情依然有蔓延风险，海外收入或成为后续关注重点。

收入筑底预期增强

家电上市公司2019年年报数据呈现出收入增速回落，2020Q1疫情冲击下，居家隔离导致家电需求下滑（尤其是大家电需求大幅回落，而小家电由于线上渠道在疫情期间保持运行，依然有较好表现），导致行业整体增速环比继续下行。Wind数据显示，2019年申万家电板块实现营业总收入11143.19亿元，YOY+4.29%，2020Q1实现营业总收入2005.32亿元，YOY-24.13%。

图表5：疫情冲击下，2020Q1家电板块营业总收入增速继续回落

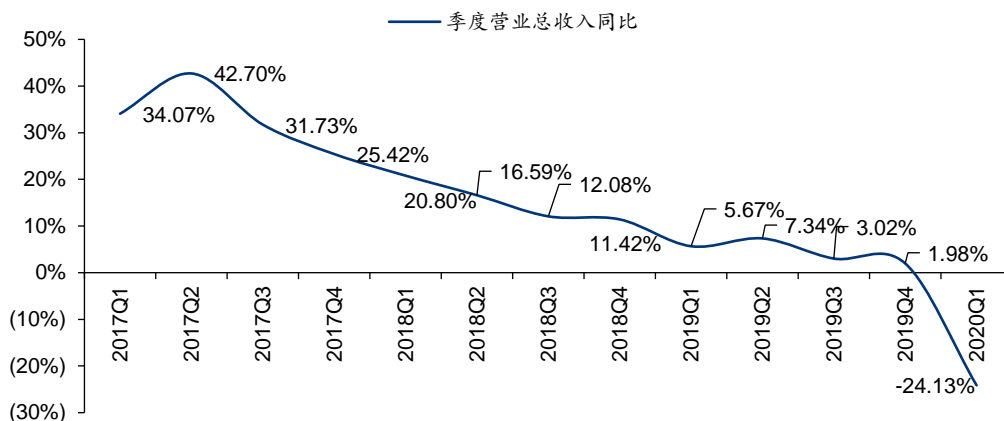


资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1单季家电板块收入YOY-24.13%，从2017Q2以来，整体板块分季度营业总收入增速持续趋势下降，家电行业内销需求景气度依然偏弱，而外销订单受到贸易摩擦影响扰动加大，人民币贬值一定程度弥补贸易摩擦对外销竞争力的影响，维持了外销较稳定的规模。

产业在线数据显示，2020年3月，空调、冰箱、洗衣机产品出口同比增速分别为+8.92%、+5.64%、-8.18%（同期内销同比增速分别为-55.59%、-22.08%、-18.84%），家电外销复苏早于内销，但是由于海外疫情影响下，未来外销订单（尤其是大家电订单）或有下滑压力，且由于海外家电消费以下半年为主，若疫情更早得到控制，家电订单依然有望快速恢复。

图表6： 家电行业季度收入增速尚未回升



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019年行业整体收入增速下降，2020Q1线上消费引领市场

分拆各子板块来看，Wind数据显示，2019年：

白电行业实现营业收入 7539.63 亿元，同比+4.85%，白电行业成熟度高，需求释放较为稳健，增幅在家电领域各子板块中居前；

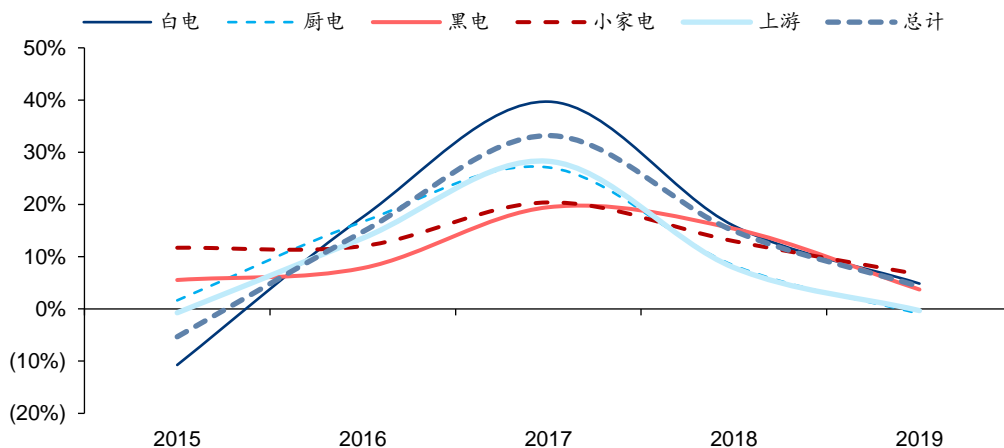
厨电行业受到地产后周期影响，增速下滑，厨电实现营业收入 247.79 亿元，同比-0.93%；

小家电受益于线上高速增长，实现营收 642.21 亿元，同比+6.59%；

黑电行业中上市公司多元化经营较多，实现营收 2063.05 亿元，同比+3.72%。

上游行业需求跟随其下游整机制造企业需求变化，且规模偏小、议价能力较弱，实现营收 650.52 亿元，同比-0.32%。

图表7： 2019 家电板块各子行业营收及增长



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8： 家电行业各子板块年度营收及增速

(单位: 亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2019 YOY
白电	3775.84	4440.30	6202.87	7190.63	7539.63	4.85%
厨电	155.67	181.67	230.90	250.11	247.79	-0.93%
黑电	1338.33	1443.05	1724.10	1989.05	2063.05	3.72%
小家电	395.33	442.90	533.25	602.48	642.21	6.59%
上游	415.16	471.39	604.69	652.61	650.52	-0.32%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1 由于疫情影响，家电各个细分板块收入均出现不同程度下滑，而居家隔离导致电视及厨房小家电使用需求增长，线上消费占比提升，家电板块中，黑电、小家电营收表现相对领先，分别 YOY-18.71%、-21.24%。随着国内疫情得到控制，线下门店恢复营业，居民家电消费需求回升，我们预计 Q2 家电行业营收将出现环比较大改善，但同比依然可能出现小幅下滑。

图表9：家电行业各子板块季度营收增速

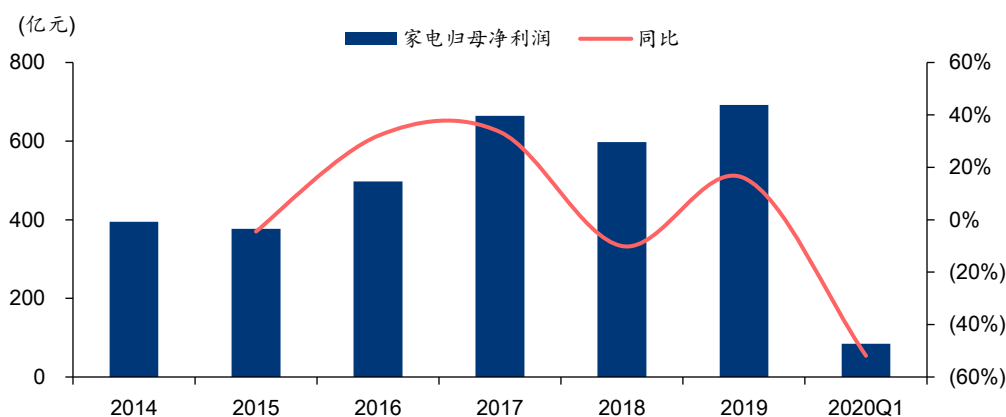
(单位：%)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
白电	6.44%	7.53%	2.87%	3.57%	-25.45%
厨电	-1.27%	-1.36%	-3.33%	2.09%	-33.66%
黑电	5.82%	12.41%	4.70%	-4.74%	-18.71%
小家电	6.73%	6.94%	7.08%	5.75%	-21.24%
上游	-1.17%	-3.77%	-2.21%	7.74%	-23.52%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019 年净利润弹性大于收入

2019 年家电板块（申万）归母净利润表现大幅优于收入，成本下降、增值税减税、汇率优化有较大贡献。Wind 数据显示，2019 年申万家电板块共实现归母净利润 692.41 亿元，YOY+15.92%，而疫情冲击下，经营活动受到限制，但部分成本支出较为固定，利润下滑大于收入 2020Q1 实现归母净利润 84.84 亿元，YOY-51.91%。

图表10：2019 年，受益于原材料成本、汇率及增值税减税因素，归母净利润增长好于收入



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019 年归母净利润均有提升，2020Q1 短期冲击考验行业韧性

分拆各子板块来看，Wind 数据显示，2019 年：

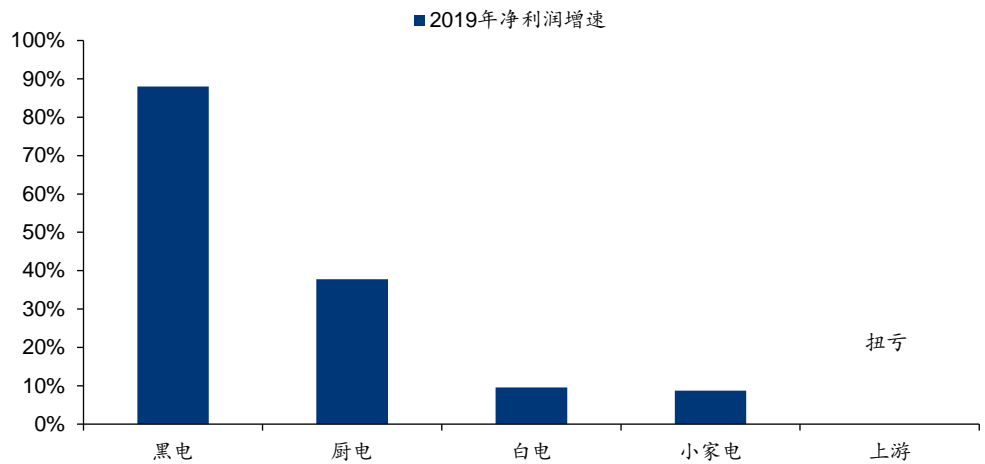
白电行业竞争格局稳定，实现归母净利润 589.15 亿元，同比+9.59%

厨电行业盈利改善明显，且部分企业扭亏，实现归母净利润 34.78 亿元，同比+37.74%；

小家电行业实现归母净利润 48.27 亿元，同比+8.70%；

黑电行业净利润率较低，盈利能力小幅提升及费用率小幅下降对净利润均有较大影响，2019 年由于面板价格处于低位，盈利能力有较大改善，实现归母净利润 6.36 亿元，同比+87.97%；

上游行业中部分企业大幅扭亏，带来行业性归母净利润明显改善。

图表11： 2019年家电行业各子板块归母净利润及增长


资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表12： 家电行业各子板块年度归母净利润及增速

(单位: 亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2019 YOY
白电	308.11	370.74	489.96	537.60	589.15	9.59%
厨电	17.82	24.12	27.44	25.25	34.78	37.74%
黑电	-3.13	33.38	74.42	3.39	6.36	87.97%
小家电	32.96	41.12	45.27	44.41	48.27	8.70%
上游	20.97	27.98	26.85	-13.35	13.85	扭亏

资料来源：Wind、华泰证券研究所

分季度来看，2020Q1 疫情下，由于部分成本与费用的相对刚性，归母净利润弹性更大，增速普遍表现弱于收入。

且疫情影响下，2020Q1 消费流量加速向线上聚集，由于小家电产品天然更适合在线上销售（单价低、体积小），小家电板块归母净利润下滑幅度最低，而黑电行业收入虽然下滑幅度较低，但净利润率偏低，受固定成本影响明显，净利润依然受到疫情冲击。

图表13： 家电行业各子板块季度归母净利润增速

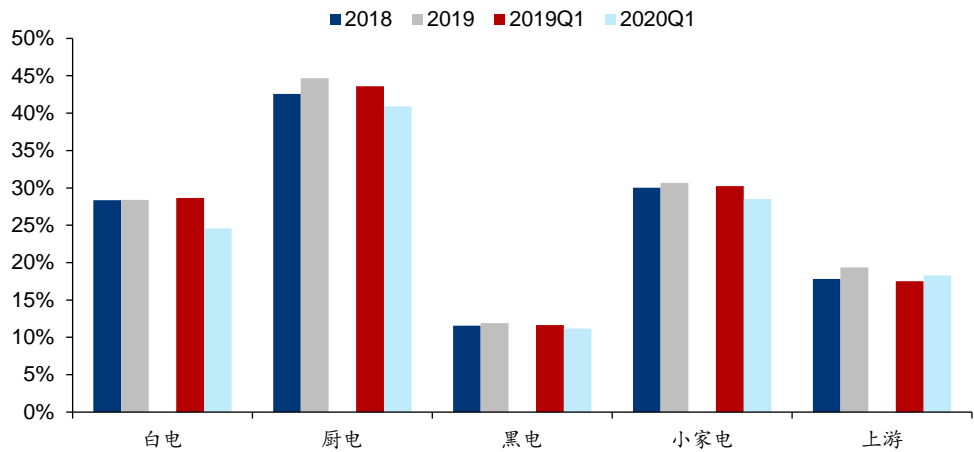
(单位: %)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
白电	8.71%	11.31%	16.42%	-10.64%	-50.94%
厨电	12.29%	13.56%	30.17%	117.18%	-40.31%
黑电	-31.23%	-6.09%	75.35%	-13.27%	-159.01%
小家电	20.95%	15.14%	8.50%	-24.83%	-37.32%
上游	-27.67%	32.64%	28.09%	-72.54%	-42.87%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019年各细分行业盈利能力均提升，2020Q1 固定成本影响下毛利率承压

2019年以来，原材料价格下降、增值税减税等多重红利下，家电行业各个子板块均获得毛利率提升（白电/厨电/黑电/小家电/上游毛利率分别同比+0.02pct/+2.13pct/+0.33pct/+0.66pct/1.57pct），而其中部分厨电企业产品定位中高端、产品价格弹性更小，使得厨电板块更受益于成本优化及税率变化。

图表14: 家电板块各子行业毛利率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表15: 家电行业各子板块年度毛利率

(单位: %)	2015	2016	2017	2018	2019	2019 YOY
白电	28.45%	29.64%	28.25%	28.35%	28.38%	0.02pct
厨电	42.68%	44.69%	42.29%	42.56%	44.69%	2.13pct
黑电	14.91%	15.48%	12.80%	11.57%	11.90%	0.33pct
小家电	28.58%	30.56%	30.04%	30.02%	30.68%	0.66pct
上游	20.21%	20.05%	19.59%	17.81%	19.38%	1.57pct

资料来源: Wind、华泰证券研究所

2020Q1 疫情影响下收入下滑, 固定成本导致终端厂商毛利率均同比下降, 仅上游板块毛利率获得提升, 同比+0.79pct。

图表16: 家电行业各子板块季度毛利率及变化

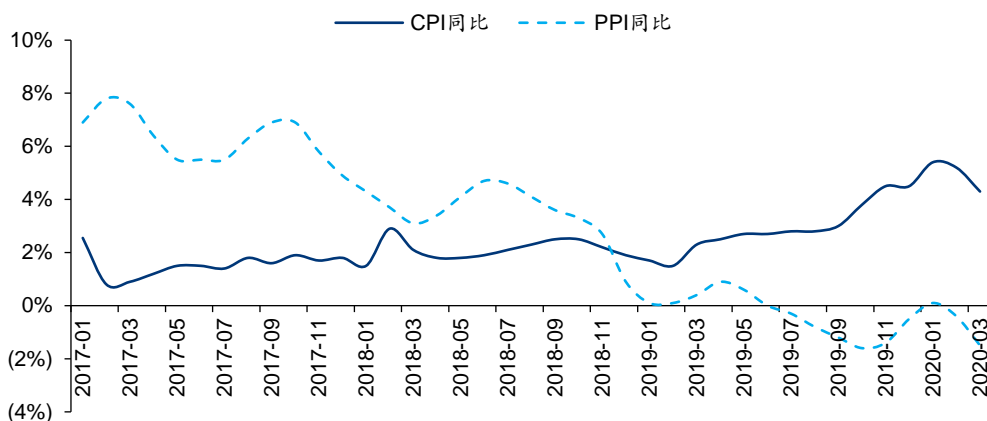
(单位: %)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q1 YOY
白电	28.67%	29.66%	28.22%	26.69%	24.58%	-4.09pct
厨电	43.62%	45.60%	46.32%	43.34%	40.90%	-2.72pct
黑电	11.63%	11.01%	11.87%	12.88%	11.16%	-0.47pct
小家电	30.26%	30.18%	30.71%	31.42%	28.53%	-1.73pct
上游	17.51%	19.60%	19.32%	21.02%	18.30%	0.79pct

资料来源: Wind、华泰证券研究所

成本红利依然存在, 2020年净利润增速或依然好于收入增速

在 2019 年成本红利带动下, 家电各个子板块净利润增速均好于收入, 而展望 2020 年成本红利或依然存在, 我们预计未来家电板块净利润增速或依然好于收入增速。在疫情影响下, 后续成本或维持较低水平, 但需求端偏弱, 销售价格或也面临下滑压力, 成本红利或逐步收窄。2019 年, CPI-PPI 剪刀差持续存在, 各月份 PPI 同比均值为-0.3%, 2020 年 3 月 CPI 同比 4.3% (前值 5.2%)、PPI 同比-1.5% (前值-0.4%), 其中 PPI 依然下跌。

图表17: CPI PPI剪刀差在2019年持续存在, 2020年PPI依然回落

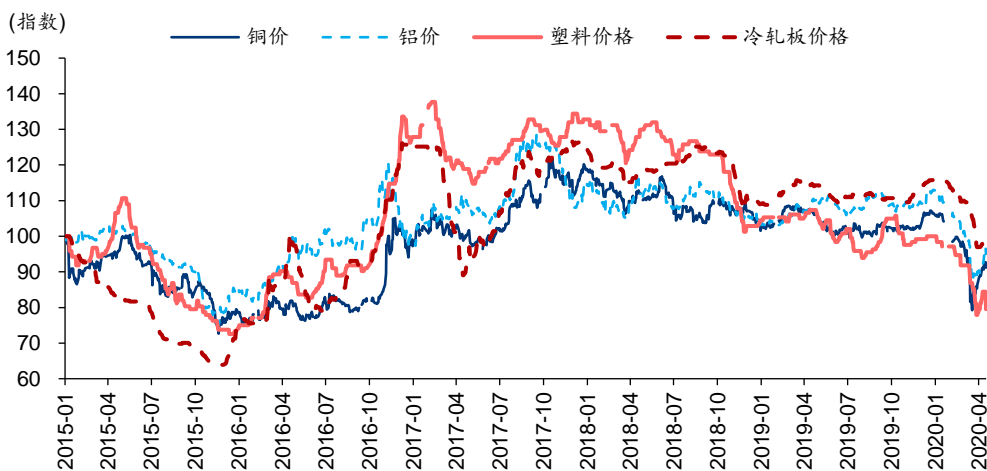


资料来源: Wind、华泰证券研究所

而家电主要原材料(铜、铝、塑料、冷轧板等)价格在2019年全面回落, 家电企业成本端压力不断缓解(2019年, 铜均价、铝均价、塑料ABS、冷轧板均价分别同比-5.3%、-1.4%、-17.1%、-6.2%), 也为家电企业推出部分低价中低端抢占市场份额提供了契机。

2020年Q1原材料价格依然维持低位区间, 2020年1-3月, 铜均价、铝均价、塑料ABS、冷轧板均价依然分别同比-13.9%、-8.4%、-10.4%、+0.1%。

图表18: 主要原材料价格于2019年同比继续下降



注: 以2015年1月为基期情况下, 各个价格均做调整

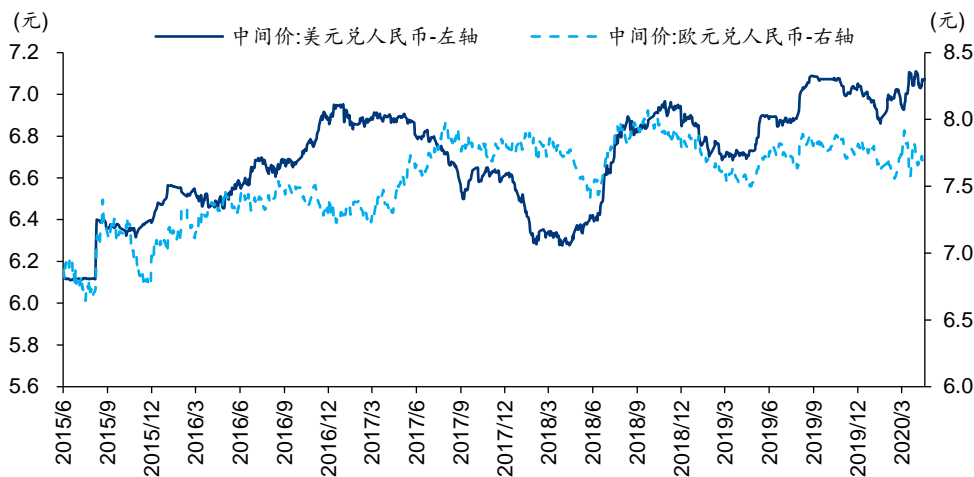
资料来源: Wind、华泰证券研究所

外贸环境、汇率不确定性或仍将延续

2019年, 美元兑人民币汇率和欧元兑人民币汇率均价分别为6.899元(人民币同比贬值4.25%)和7.726元(人民币同比升值0.97%)。中美贸易摩擦对家电外销的并未产生较大影响, 且在家电出口以美元结算居多的情况下, 人民币贬值周期中, 家电产品保持了较强的出口竞争力。2020年Q1汇率波动依然呈现出有利于家电出口的局面, 2020年以来(2020年1月1日至4月21日), 人民币相对美元汇率同比贬值3.80%和人民币相对欧元汇率同比贬值0.74%。

展望 2020 年，华泰证券宏观团队预计，人民币汇率将稳中有升，2020 年不存在大幅度的贬值或者升值基础。（《美元的近况与未来》，2020.4.9）因此，我们认为人民币汇率在 2020 年以稳定为主的情况下，家电企业外销毛利率或难有趋势性变化，而如果人民币汇率（兑美元）出现升值，对于家电行业外销毛利率及汇兑损益科目或有一定的负面影响。

图表19： 2019 年以来人民币汇率双向波动加大，整体以兑美元贬值为主

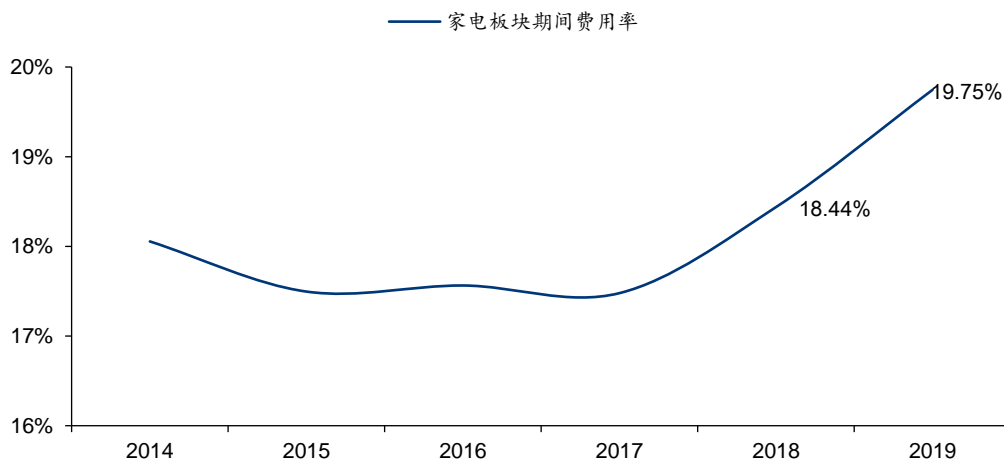


资料来源：Wind、华泰证券研究所

费用率水平稍有提升，促销活动频次提升带动销售费用率上行

2019 年家电板块（申万）期间费用率为 19.75%，同比提升 1.31pct，其中销售费用率提升的贡献最大，其次为研发费用，财务费用率由于利息收入、汇率变化（汇兑损失相对减少）出现下降。

图表20： 2019 年家电板块期间费用率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

销售费用率分拆各子板块来看，2019 年：

白电行业中龙头企业主动进行价格调整，销售费用率有明显增长，同比+0.53pct。

厨电行业线下零售偏弱，主要以工程渠道收入增长为主，销售费用率提升较小，同比+0.03pct；

小家电行业收入增速较快，且各企业加大在线上渠道资源投入，销售费用率同比+0.59pct；

黑电行业以多元化收入增长为主，在销售渠道投放资源较少，销售费用率基本持平；

上游行业销售费用率同比+0.17pct。

图表21: 家电行业各子板块年度销售费用率变化

(单位: %)	2015	2016	2017	2018	2019	2019 YOY
白电	13.66%	14.51%	13.12%	12.34%	12.86%	0.53pct
厨电	23.32%	22.77%	21.62%	21.91%	21.94%	0.03pct
黑电	8.31%	7.76%	6.75%	6.32%	6.33%	0.01pct
小家电	11.58%	12.65%	12.13%	12.81%	13.41%	0.59pct
上游	3.70%	3.76%	3.73%	3.93%	4.10%	0.17pct

资料来源: Wind、华泰证券研究所

2020Q1 疫情影响及零售门店关闭, 终端产品销售费用中促销、推广等支出均有所下降, 以零售为主企业销售费用率均有下降。但是上游板块受零售影响较小, 以销售员工固定薪酬为主, 收入下滑导致销售费用率提升较为明显, 同比+0.53pct。

图表22: 家电行业各子板块季度销售费用率变化

(单位: %)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q1 YOY
白电	12.70%	12.73%	12.26%	13.87%	10.99%	-1.71pct
厨电	23.96%	22.51%	23.99%	17.76%	23.70%	-0.26pct
黑电	6.20%	6.11%	6.27%	6.65%	5.73%	-0.47pct
小家电	13.03%	13.25%	12.45%	14.72%	12.00%	-1.03pct
上游	3.45%	3.82%	4.09%	5.02%	3.98%	0.53pct

资料来源: Wind、华泰证券研究所

管理及研发费用率分拆各子板块来看, 2019年:

白电、小家电、上游行业受龙头企业加大研发投入影响, 管理及研发费用率分别同比+0.13、+0.38、+0.37pct。

厨电、黑电行业管理及研发费用率波动较小, 分别同比+0.04、+0.02pct。

图表23: 家电行业各子板块管理及研发费用率

(单位: %)	2015	2016	2017	2018	2019	2019 YOY
白电	5.74%	5.82%	5.49%	6.16%	6.29%	0.13pct
厨电	5.68%	5.88%	5.61%	6.43%	6.47%	0.04pct
黑电	7.74%	7.42%	7.05%	7.34%	7.36%	0.02pct
小家电	4.23%	4.22%	3.69%	4.00%	4.38%	0.38pct
上游	7.02%	6.74%	6.49%	7.03%	7.40%	0.37pct

资料来源: Wind、华泰证券研究所

2020Q1 疫情影响收入下降, 管理及研发费用以员工固定薪酬、管理相关固定资产折旧摊销为主, 收入下滑导致管理及研发费用率提升较为明显。

图表24: 家电行业各子板块季度管理费用率变化

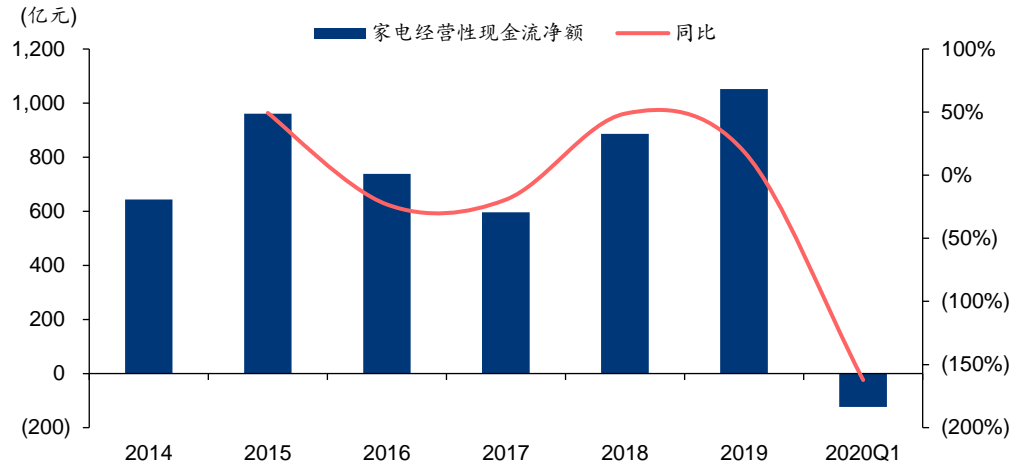
(单位: %)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q1 YOY
白电	5.75%	5.73%	6.28%	8.34%	7.41%	1.66pct
厨电	6.39%	7.01%	7.47%	8.46%	8.00%	1.61pct
黑电	4.18%	4.05%	4.12%	5.04%	5.62%	1.44pct
小家电	6.51%	7.44%	7.51%	8.01%	7.76%	1.25pct
上游	7.59%	8.38%	8.57%	10.22%	9.40%	1.82pct

资料来源: Wind、华泰证券研究所

2019年现金流回升明显，2020Q1疫情冲击下，大幅回落

2019年家电板块（申万）盈利能力提升，带来经营性现金流净额有明显提升。Wind数据显示，2019年申万家电板块共实现经营性现金流净额1052.19亿元，YOY+18.69%，而疫情冲击下，经营活动停滞，同时依然保持员工薪酬及费用支出，2020Q1实现经营性现金流净额-122.83亿元，YOY-162.25%。

图表25：2019年，家电板块经营性活动现金流净额表现出色



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019年，除黑电行业外，经营性现金流净额均有明显提升。

图表26：家电行业各子板块年度经营性现金流净额及增速

(单位：亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2019 YOY
白电	791.64	553.64	567.69	745.07	865.54	16.17%
厨电	27.27	37.14	30.45	26.51	40.66	53.34%
黑电	64.93	75.85	-32.76	26.50	12.90	-51.32%
小家电	41.47	55.12	35.60	52.38	72.51	38.43%
上游	35.33	16.45	-5.24	36.04	60.58	68.08%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

经营活动现金流净额与净利润匹配度较高，其中，白电、厨电比例变化更为稳定。

图表27：家电行业各子板块经营性现金流净额占净利润比例

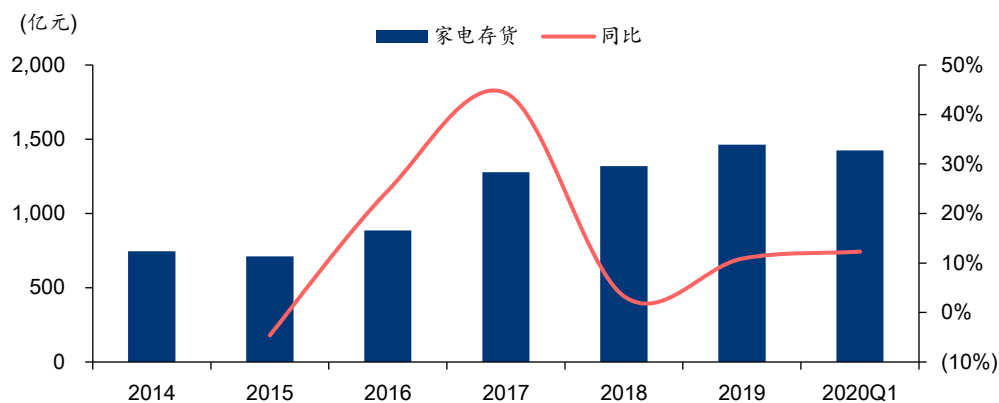
(单位：%)	2015	2016	2017	2018	2019
白电	256.94%	149.33%	115.86%	138.59%	146.91%
厨电	153.01%	153.98%	110.97%	104.99%	116.89%
黑电	-2073.69%	227.23%	-44.02%	782.51%	202.67%
小家电	125.82%	134.02%	78.65%	117.96%	150.22%
上游	168.53%	58.80%	-19.52%	-270.02%	437.35%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1 存货占比提升明显，关注后续存货减值变化

2019 年家电板块（申万）存货变化与营业收入变化匹配度较高。Wind 数据显示，2019 年申万家电板块存货为 1463.41 亿元，YOY+10.88%，占营业总收入比例为 13.13%，较 2018 年同期提升 0.78pct。而疫情冲击下，2020Q1 存货占营业总收入比例达到 71.06%，同比+ 23.06pct，提升幅度较为明显，需关注后续存货减值变化。

图表28： 家电板块存货变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表29： 家电行业各子板块存货占营收比例

(单位：%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1 (年化)
白电	9.39%	10.74%	12.38%	11.12%	12.31%	16.28%
厨电	13.47%	13.66%	15.39%	15.49%	15.33%	21.43%
黑电	15.89%	16.87%	16.71%	14.25%	14.29%	22.06%
小家电	12.61%	13.45%	13.87%	13.87%	14.42%	16.19%
上游	17.43%	17.09%	18.58%	17.49%	16.85%	21.76%

注：2020Q1 季度数据经过年化处理（2020Q1 存货/2020Q1 营收）/4

资料来源：Wind、华泰证券研究所

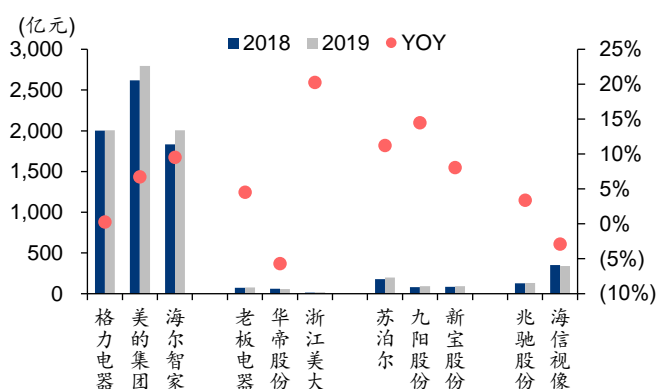
2019年白电龙头收入及净利润表现稳健

2019年大多数家电龙头企业净利润增速好于收入增速

分拆个股表现来看，个股表现有所分化，白电及厨房小家电龙头表现领先。据Wind数据，2019年格力电器实现营业总收入2005.08亿元，同比+0.24%，归母净利润246.97亿元，同比-5.75%。美的集团实现营业总收入2793.81亿元，同比+6.71%，归母净利润242.11亿元，同比+19.68%。海尔智家实现营收2007.62亿元，同比+9.52%，归母净利润82.06亿元，同比+10.30%。美的集团及海尔智家在家电多元产业及全球市场均衡发展，收入及净利润增速均较为稳健，表现优异。

其余子板块龙头中，厨电行业受制于地产后周期影响，传统烟灶行业需求不佳拖累，增速表现疲软，集成灶行业龙头则凭借集成灶产品渗透率较低、行业快速增长红利实现20%以上收入增长。

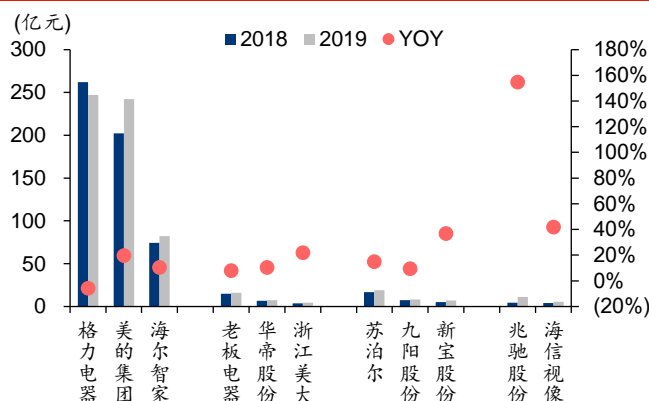
图表30：家电部分龙头营业总收入及增长



注：海尔智家（600690 CH 买入 17.03~19.65元）；华帝股份（002035 CH 买入 13.20~15.02元）；浙江美大（002677 CH 增持 13.66~15.02元）；苏泊尔（002032 CH 买入 79.50~84.80元）；九阳股份（002242 CH 买入 32.00~33.28元）；兆驰股份（002429 CH 买入 5.54~6.08元）；海信视像（600060 CH 增持 13.50~14.40元）

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

图表31：家电龙头归母净利润及增长

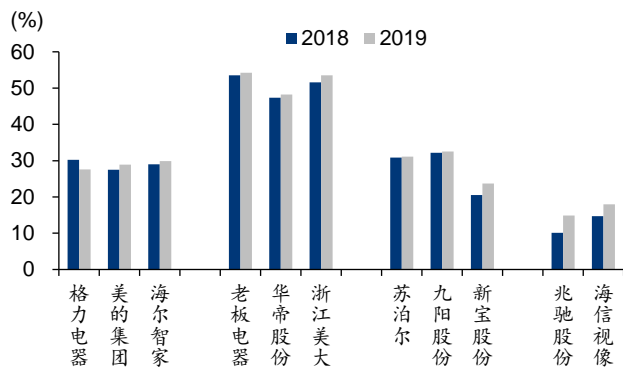


资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019年家电龙头企业毛利率及净利润率均有所提升

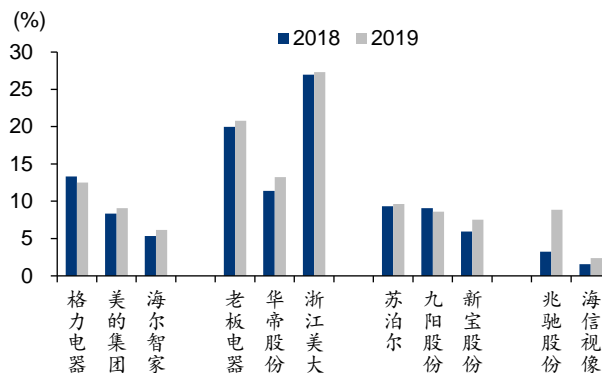
除去原材料价格变动因素，家电龙头多受益于产品结构优化，毛利率水平提升。其中，白电板块中，格力电器主动进行价格调整，导致毛利率同比-2.65pct，美的集团毛利率同比+1.33pct；厨电板块中，浙江美大毛利率同比+1.98pct，提升幅度高于老板、华帝；小家电板块中，新宝股份毛利率同比+3.11pct，公司内销（尤其是旗下摩飞品牌，未上市）高速增长，大幅增厚毛利；黑电板块中，兆驰及海信视像毛利率分别同比+4.81、+3.27pct，电视面板价格的有利变化带来更高的毛利率水平。

图表32: 家电龙头毛利率水平变动



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表33: 家电龙头净利率水平变动

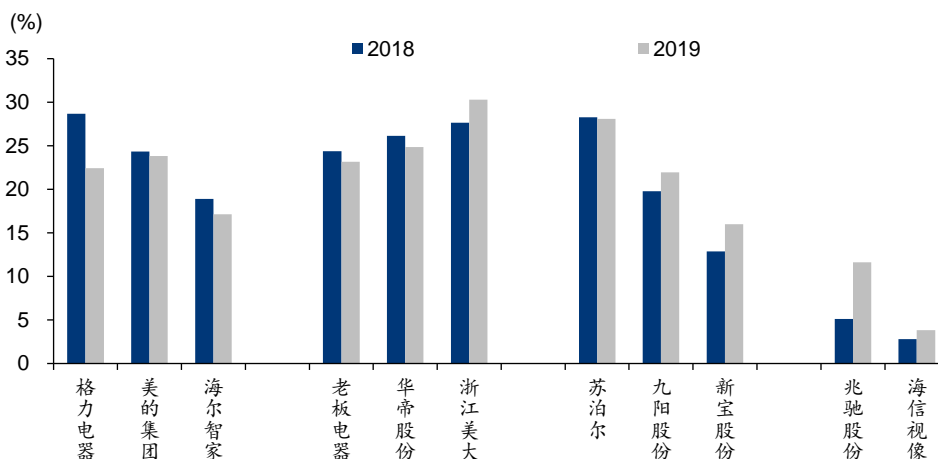


资料来源: Wind、华泰证券研究所

2019年家电龙头企业中小家电及黑电 ROE 提升较为明显

从家电龙头 ROE 水平来看, Wind 数据显示板块分化较为显著, 其中, 白电板块中, 受制于更低的资产周转率与权益乘数, 格力、美的、海尔均有所下滑; 厨电板块 ROE 领跑家电行业, 浙江美大 ROE 提升较为多, 同比+2.62pct; 小家电板块中, 新宝、九阳分别同比+3.11、2.16pct; 黑电板块中, 兆驰及海信视像虽均有明显提升, 但 ROE 水平依然偏低。

图表34: 2019年白电龙头 ROE 水平有所回落



资料来源: Wind、华泰证券研究所

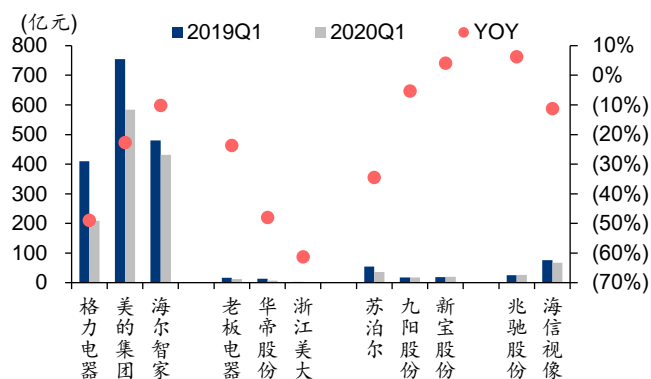
2020Q1 疫情冲击下，小家电结构性增长显著

2020Q1 家电龙头企业中，小家电及黑电收入及净利润表现领先

分拆个股表现来看，个股表现有所分化，白电及厨房小家电龙头表现领先。据 Wind 数据，2020Q1 格力电器实现营业总收入 209.09 亿元，同比-49.01%，归母净利润 15.58 亿元，同比-72.53%。美的集团实现营业总收入 583.56 亿元，同比-22.71%，归母净利润 48.11 亿元，同比-21.51%。海尔智家实现营业总收入 431.41 亿元，同比-10.20%，归母净利润 10.70 亿元，同比-49.90%。

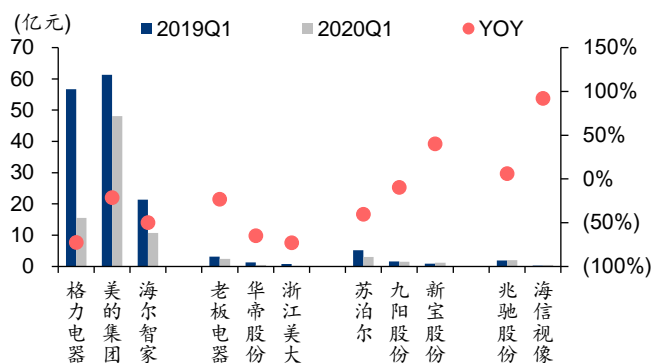
其余子板块龙头中，小家电行业受益于流量向线上聚集，增速表现更为领先，其中，新宝股份实现营业总收入 19.56 亿元，同比+4.05%，归母净利润 1.24 亿元，同比+39.92%。黑电企业净利润弹性较大，增速表现领先其他各个子板块。

图表35： 家电龙头营业收入及增长



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表36： 家电龙头归母净利润及增长

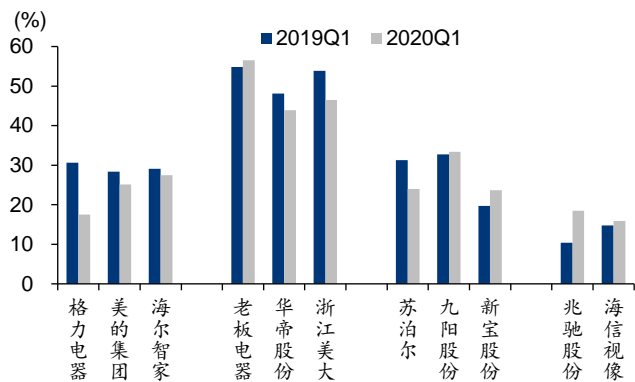


资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1 大多数家电龙头企业毛利率及净利润率下滑

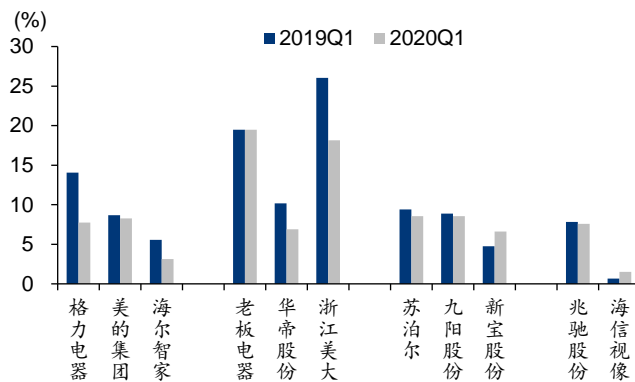
小家电企业线上销售占比提升，产品结构优化带来毛利率提升。其中，新宝股份毛利率同比+3.97pct 至 23.67%。黑电企业依然受益于较低的面板成本，毛利率均有回升。

图表37: 家电龙头毛利率水平变动



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表38: 家电龙头净利率水平变动

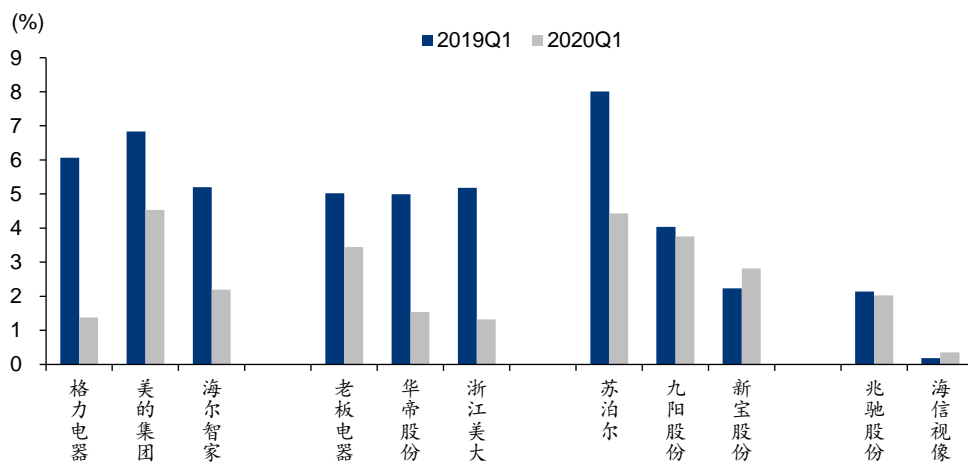


资料来源: Wind、华泰证券研究所

2020Q1 仅少数家电龙头企业实现 ROE 提升

仅盈利提升龙头 ROE 水平获提升, Wind 数据显示, 2020Q1 新宝股份 ROE 达到 2.81%, 同比+0.58pct, ROE 提升水平领跑家电行业。

图表39: 2020Q1 家电行业龙头 ROE 水平变动



资料来源: Wind、华泰证券研究所

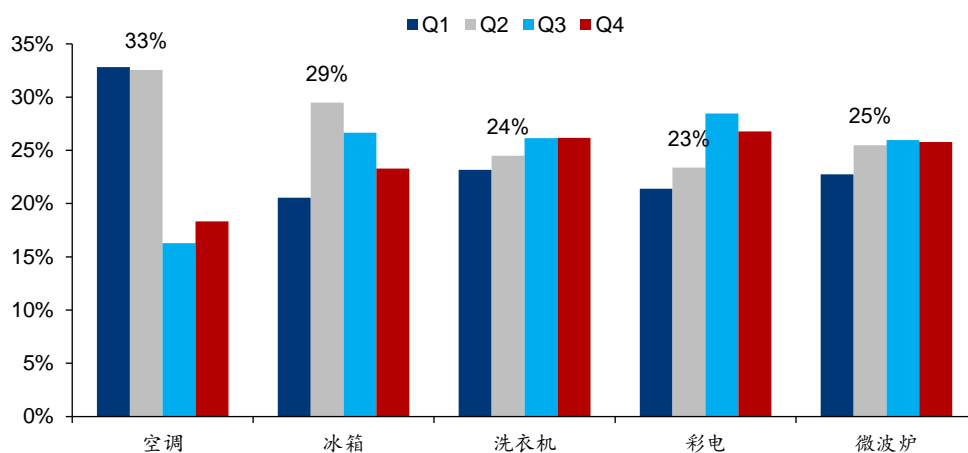
家电市场展望：内销冲击已过去，外销需警惕

受到疫情影响，2020年Q1家电消费存在明显波动，但我们对家电全年需求依然保持谨慎乐观。2020Q1家电等耐用品内销出货大幅回落，消费或有明显延后，同时春节假期延长以及部分省份进一步推迟复工时间，1-2月外销订单存在积压情况，并随着复产复工在3月开始集中交付，产业在线数据显示，2020年3月，空调、冰箱、洗衣机产品出口同比增速分别为+8.92%、+5.64%、-8.18%（同期内销同比增速分别为-55.59%、-22.08%、-18.84%），外销出货复苏早于内销。

展望后续家电消费，一方面家电内销虽有延后，但居民收入及消费能力并未发生显著变化，同时在2019年下半年以来地产销售及竣工持续回暖的滞后拉动下，我们认为2020年全年家电终端需求无需过多担忧，同时2019年地产开工面积增速持续高于竣工面积增速，2020Q1虽有疫情冲击影响，但华泰证券地产团队认为2020年4月起地产行业销售和施工有望加速迎接修复（《修复如期而至，政策延续改善》，2020.4.19），未来地产回暖的趋势或将持续，有望带动家电需求逐步回升。

另一方面，家电外销订单扰动加大，海外疫情尚未得到控制，部分国家与城市已经出现封城及关店情况，海外以家电线下销售为主，关店导致家电零售受阻，外销订单或面临下滑压力。根据产业在线数据，按照2018和2019年出口量平均，Q2出口量占全年出口量比例较大的产品为空调、冰箱。

图表40：家电产品出口节奏（2018-2019年出口量数据平均）



资料来源：产业在线、Wind、华泰证券研究所

后续家电展望，看好内销占比较高企业加速恢复

从目前时点往后看，国内疫情已经得到控制，家电零售景气度有望逐步回升。但是海外依然有比较大的影响，海外家电零售或出现明显回落。

- 1、**疫情下，现金流紧张或成为普遍现象，优势企业更能逆势出击。**短期来看，需求偏弱或导致产业链企业销售不畅、存货积压，面临现金流紧张局面，且疫情对同质化较高的产品销售影响更为明显，部分企业面临加速淘汰压力。相对而言，产业链中的优势企业有望借疫情，提升行业集中度，强化竞争格局。
- 2、**流量或向线上进一步集中，疫情或成为家电企业调整线下渠道的契机。**在家电线下需求缓慢恢复的背景下，龙头企业更为积极主动的拥抱线上渠道，在品牌影响力领先的情况下，高性价比成为最直接的引流方式，多层级的线下渠道价格优势不明显，面临更强的转型压力。

- 3、**短期原材料成本红利或依然存在。**下游需求偏弱，原材料供给侧逐步推动减产，但短期内原材料价格或依然保持低位区间，成本红利或依然存在。
- 4、**大家电外销压力或逐步加大，但类似国内疫情期间居家隔离需求增长，海外小家电或表现依然较好。**国内家电企业复工以来，优先保证海外订单交付，出口增速恢复快于内销，但考虑到疫情导致海外渠道库存增长，后续订单增长需求或有所减弱。海外收入占比比较大的大家电企业可能会有更大的压力，而小家电企业可能由于海外部分地区也实施居家隔离，厨房类小家电有需求提升的可能。
- 5、**海外工厂停工更可能导致短期全球产业链向中国集中。**海外面临工厂停工压力，供给不足，可能会加剧订单向中国转移的趋势。

白电：内销加速恢复，海外市场面临压力

空调：内需销售有望好转，海外旺季需求或受明显影响。国内市场龙头加大价格优惠促销，并缩小与二三线品牌价差，在龙头企业保持品牌力、产品力领先的情况下，有望加速市场出清、巩固弱周期市场份额。海外疫情如果在空调销售旺季依然未得到有效控制，海外空调零售或受到明显影响，且疫情后海外渠道库存增加，后续出口订单或面临下滑风险。

冰洗：内销线上渠道率先回暖、线下渠道有望逐步恢复，但海外销售或面临短期冲击，对比空调，各个季度冰洗需求释放更为平滑，我们预计疫情结束后大部分海外地区冰洗需求有望快速恢复。

小家电：更适合线上销售，疫情下更具优势

对比其他家电产品，小家电产品更适合线上销售（体积小、单价低），疫情更深化了线上渠道影响力。线上渠道大幅扩张了小家电行业的客户覆盖面，且疫情期间居家隔离，线上产品流量获得较大幅度增长，同时在短时间内向意向消费者快速传播。

我们认为海外虽有疫情影响，且部分小家电产品出口占比较高，但居家隔离导致部分厨房小家电订单增长，我们更为看好以厨房小家电为主的出口型小家电企业。

厨电：地产正面影响加强，销售及竣工数据回暖或继续带动厨电增速上行

厨电板块上市公司海外收入占比较低，而内销需求与地产相关性较高，受到地产销售与竣工数据回暖影响，工程及零售渠道或有明显改善。国家统计局数据显示，2020Q1住宅房屋竣工面积同比-16.2%，其中1-2月-24.25%，3月份+1.2%，住宅商品房销售面积同比-25.9%，其中1-2月-39.2%，3月份-13.85%，3月均呈现出明显的环比改善。

黑电：价格竞争激烈，外销拉动作用减弱

电视出口销量占比较高，但全球主要产能集中在中国，短期海外零售或受阻，但后续回补的可能性较高。电视内销市场需求动力依然不足，价格竞争态势依然激烈；疫情影响下，外销市场受到汇率影响减弱，出口增速或出现明显回落。

重点公司观点

格力电器 (000651 CH, 买入, 62.78~66.83 元): 长期看好公司市占率提升

2019 年公司营收 2005 亿元, 同比+0.24%, 主要系市场竞争加剧; 2019Q4 行业库存整体偏高销售承压, 收入 438.3 亿, 同比-12.8%; 2019 年归母净利 246.97 亿元, 同比-5.75%, 2019Q4 归母净利同比-49.3%。2020Q1 营收同比-49.01%; 归母净利同比-72.53%, 主要系疫情导致空调无法上门安装影响。我们预计疫情后期随着国家消费刺激政策及公司主动销售策略, 收入端下滑幅度将逐步收窄, 新能耗等级的提升有助于公司产品结构的优化, 预计公司 2020-2022 的 EPS 为 4.05、4.42、5.25 元, 维持“买入”评级。

采用可比公司估值, 参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE11x。公司加速线下/线上渠道调整, 依托“格力董明珠店”在全国推广新零售模式, 融合渠道优势, 有望穿越低景气周期。同时公司拟回购用于股权激励, 激励及治理机制有望改善。同时随着国内疫情好转, 公司内销占比较高, 我们看好公司在旺季销售快速恢复, 且宽松资金对估值正向边际影响或加大。认可给予公司 2020 年 15.5~16.5xPE 估值, 对应目标价 62.78~66.83 元/股。风险提示: 疫情冲击及宏观经济下行。地产影响或超出预期。

美的集团 (000333 CH, 买入, 64.94~72.58 元): 以长期视角看阶段低点

公司 2019 年实现营收 2782.16 亿元, 同比+7.14%, 归母净利 242.11 亿元, 同比+19.68%, 年报拟每股分红 1.6 元; 2020Q1 营收同比-22.86%、归母净利同比-21.51%。虽有疫情冲击, 但我们认为公司家电主业领导地位难以动摇, 机器人业务呈现积极态势, 疫情后有望快速扭转颓势, 且公司再次推出系列股权激励计划, 继续完善及健全激励与治理机制, 以长期视角看公司处于阶段性低点, 投资价值依然突出。我们预测 2020-2022 年 EPS 为 3.82、4.25、4.68 元, 维持公司“买入”评级。

采用可比行业估值, 参考可比行业 (申万家电行业) 2020 年 Wind 一致预期 PE 为 16x, 公司具备长期战略定力与执行力, 产品领先、效率驱动战略继续深化, 稳步推进全球布局与渠道变革, 提升整体效率, 我们认为公司依然有望保持净利润增长好于收入增长。考虑到公司具有机器人、家电龙头的复合属性, 且维持 ROE 及净利润增长优势, 认可给予公司 2020 年 17-19x PE, 对应目标价格 64.94~72.58 元。风险提示: 疫情冲击。家电行业竞争加剧。原材料等价格不利波动。

老板电器 (002508 CH, 买入, 35.10~38.70 元): 工程优势凸显, 估值或率先修复

公司 2019 年实现营收 77.61 亿元, 同比+4.52%, 归母净利 15.90 亿元, 同比+7.89%, 2020Q1 营收同比-23.77%、归母净利同比-23.35%, 年报拟每股分红 0.5 元。2019 年厨电零售有明显压力, 同时 2020Q1 疫情冲击下零售门店关闭与上门配送困难, 导致收入出现下滑。但我们看好 2020 年地产后周期影响逐步转正, 或逐步改善零售需求, 同时公司维持工程渠道优势, 有望率先受益于地产环境改善。我们预计 2020-2022 年 EPS 为 1.80、2.11、2.41 元, 维持“买入”评级。

采用可比公司估值, 参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE 为 15x。我们看好城镇化、旧改提速及厨房新品潜力, 公司品牌力领先, 未来厨电存量博弈中有望保持优势。同时, 考虑到公司工程渠道优势突出, 在地产需求有望改善的情况下, 公司或能率先受益, 估值修复或先于业绩改善, 认可给予公司 2020 年 19.5-21.5x PE, 对应目标价格 35.10~38.70 元。风险提示: 厨电市场竞争加剧。原材料等价格不利波动。地产周期影响大于预期。

新宝股份 (002705 CH, 买入, 28.05~29.15 元): 内销表现出色, 归母净利持续高增

公司 2019 年实现营收 91.25 亿元, 同比+8.06%, 归母净利 6.87 亿元, 同比+36.73%, 年报拟每股分红 0.4 元, 2020Q1 营收同比+4.05%、归母净利同比+39.92%。一方面, 公司内销线上表现积极, 不惧疫情冲击, 摩飞 (非上市) 收入维持高增, 另一方面, 产品创新及自动化改造并举, 外销竞争力提升, 整体盈利能力改善。我们认为公司内销品牌战略已有收效, 爆款创新迭代速度领先, 同时降本增效优化整体盈利能力。我们预期公司 2020-22 年 EPS 为 1.10、1.31、1.48 元, 维持“买入”评级。

采用可比公司估值, 参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE 为 20.5x, 疫情冲击下, 公司保持较强韧性, 且保持销售与研发投入, 内销线上爆款销售有望维持高增速, 外销代工效率领先、有望小幅增长, 且内销高毛利产品占比提升、外销盈利能力继续优化, 公司业绩增长有望继续领先。认可给予公司 2020 年 25.5-26.5x PE, 对应目标价格 28.05~29.15 元。风险提示: 海外需求下滑; 国内市场开拓受阻; 行业竞争加剧。

小熊电器 (002959 CH, 增持, 121.26~127.56 元): 流量聚集线上, 净利润高速增长

公司 2019 年实现营收 26.88 亿元, 同比+31.70%, 归母净利 2.68 亿元, 同比+44.57%, 2020Q1 营收同比+17.32%、归母净利同比+83.66%, 年报拟每股分红 1 元, 并以资本公积每 10 股转增 3 股。公司根植电商渠道, 在多元渠道、新兴电商平台进行广泛布局, 维持产品创新投入, 在疫情影响下, 依然维持收入及净利润高速增长。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 3.15、3.71、4.15 元, 维持“增持”评级。

采用可比公司估值, 参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE 为 28.5x, 公司自主品牌影响力加强, 维持较高产品创新投入, 有望继续享受多元化新品提速红利。考虑到公司聚焦线上小家电, 疫情影响下流量加速向线上聚集, 公司或享受较为明显的估值溢价, 我们认为公司 2020 年合理 PE 估值为 38.5-40.5x PE, 对应目标价格 121.26~127.56 元。风险提示: 电商渠道波动及需求下滑; 国内市场开拓受阻; 行业竞争加剧。

图表41: 家电重点公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)		目标价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2020-05-07				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000651.CH	格力电器	买入	54.10		62.78~66.83	3,255	4.11	4.05	4.42	5.25	13.18	13.36	12.24	10.30
000333.CH	美的集团	买入	54.00		64.94~72.58	3,780	3.46	3.82	4.25	4.68	15.61	14.14	12.71	11.54
002508.CH	老板电器	买入	31.70		35.10~38.70	301	1.68	1.80	2.11	2.41	18.92	17.61	15.02	13.15
002705.CH	新宝股份	买入	28.51		28.05~29.15	228	0.86	1.10	1.31	1.48	33.24	25.92	21.76	19.26
002959.CH	小熊电器	增持	101.39		121.26~127.56	122	2.23	3.15	3.71	4.15	45.37	32.19	27.33	24.43

注: EPS 为华泰证券家电团队预测数据

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

附：海外可比公司估值表

图表42：海外可比家电上市公司估值表

上市地	公司代码	公司简称	股价(本币,元)		股本 (亿股)	市值		人民币汇率 2020-05-07	PE(倍) PE TTM
			货币	2020-05-07		(本币,亿元)	(人民币,亿元)		
日本	6367 JP	大金工业	JPY	13,690.00	2.93	40,127	2674	6.66	21.23
日本	7965 JP	象印 Zojirushi	JPY	1,535.00	0.73	1,114	74	6.66	25.13
日本	5947 JP	林内 Rinnai	JPY	8,090.00	0.52	4,176	278	6.66	20.39
日本	5943 JP	能率 Noritz	JPY	1,239.00	0.51	629	42	6.66	41.63
日本	6753 JP	夏普	JPY	1,147.00	5.33	6,116	408	6.66	8.24
日本	6752 JP	松下电器	JPY	781.00	24.53	19,160	1277	6.66	8.12
美国	WHR US	惠而浦	USD	106.90	0.62	66	471	7.09	7.68
美国	IRBT US	iRobot	USD	61.91	0.28	17	122	7.09	20.24
美国	AOS US	A.O.史密斯	USD	43.31	1.61	70	495	7.09	21.00
欧洲	DLG IM	De'longhi	EU	16.49	1.50	25	189	7.66	13.35
欧洲	SK FP	SEB	EU	107.60	0.50	54	415	7.66	12.92
欧洲	ELUXB SS	伊莱克斯	SEK	133.40	3.09	415	299	1.39	16.42
韩国	005930 KS	三星电子	KSE	48,800.00	64.19	3,132,630	18134	172.75	7.14
韩国	066570 KS	LG 电子	KSE	54,700.00	1.64	89,515	523	171.15	5.19
韩国	021240 KS	Coway	KSE	60,800.00	0.74	44,870	262	171.15	12.81
中国香港	1169 HK	海尔电器	HKD	21.20	28.17	597	545	0.91	7.28
中国香港	751 HK	创维集团	HKD	1.77	30.61	54	49	0.91	6.63
中国香港	1070 HK	TCL 电子	HKD	3.18	23.71	75	69	0.91	3.31
中国香港	921 HK	海信家电	HKD	7.43	13.63	131	120	0.91	5.06
中国香港	1691 HK	JS 环球生活	HKD	8.95	34.07	305	278	0.91	92.93

注：日元汇率为 100 日元兑人民币，韩元汇率为 1 人民币兑韩元，瑞典克朗汇率为 1 人民币兑瑞典克朗，其他为 1 海外本币对人民币

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

风险提示

(1) 疫情冲击及经济下行。

如果疫情冲击下，国内宏观经济增速大幅低于预期，居民人均可支配收入将受到大幅冲击，行业可能出现供大求的局面，可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑，影响家电企业收入及盈利增长。

(2) 地产销售下滑。

如果地产销售持续趋弱及价格出现不利波动，可能导致居民财富杠杆的反转，进而导致居民消费能力和消费意愿的下降，导致家电需求持续低于预期、行业增速低于预期。

(3) 原材料及人民币汇率不利波动。

家电产品原材料占比较大，终端价格传导机制依托新产品的更新换代，因此原材料涨价速度过快或幅度过大时，成本提速高于价格提速，整体毛利率出现下滑，进而可能导致企业业绩增长受到明显影响。

龙头企业均开始拓展海外市场，海外资产逐步增多，面临的国际市场不可控因素也增多，可能出现复杂的市场和运营风险，同时受到人民币汇率影响，在汇兑损益、投资收益、公允价值变动损益科目出现较大的不利波动，或将导致企业业绩不及预期。

免责声明

分析师声明

本人，林寰宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林寰宇、王森泉本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司