

# 家用电器行业

## 家电牛股复盘：探过去牛股，寻未来方向

分析师：曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE.no: BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001

SFC CE.no: BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 核心观点：

- **投资故事：**2016年初，受益于地产及消费升级等因素拉动，北上资金不断流入，家电板块业绩、估值双提升，开始走出独立行情。2016-19年间苏泊尔、格力电器、美的集团分别以40%、37%、31%的年化收益率处于板块前三；股价增长均由业绩、估值双轮驱动，三家公司业绩累计增长113%、97%、91%，估值提升81%、77%、57%（考虑前复权影响，下同）。本文探寻三家公司过去四年领涨板块的原因所在，并对未来寻找牛股提供方向。
- **复盘历史：（1）苏泊尔：**2015-19年，内外销带动业绩增长良好，内销中传统品类份额提升，产品升级带动均价提升；大厨电及环境电器等新品拓展顺利；外销SEB订单持续转移。PE从21倍提升至35倍，相对PE从溢价60%提升至溢价180%（绝对PE为TTM，相对PE为相对沪深300，下同）。（2）**格力电器：**2016-17年空调行业在地产、库存、天气等因素共同作用下高速增长，公司虽然份额略有下滑但受益行业增长仍有良好的业绩表现。PE从9倍提升至15倍，相对PE从折价30%提升至溢价20%，高ROE高分红受长线资金青睐，股改后估值进一步提升。（3）**美的集团：**“产品领先，效率驱动，全球经营”战略转型，不断增强产品力，2015年-19年核心品类量价齐升；数字化转型提升全流程运营效率；业绩增长稳健，盈利能力持续上行，经营表现持续优于行业。2015-19年，PE从11倍上升至17倍，相对PE从折价20%提升至溢价40%，公司治理优秀获外资青睐，业绩稳定，享受估值溢价。（4）**总结：**三家公司受益行业增长、通过自身竞争力获得业绩良好增长，且盈利能力和ROE处于较高水平，带动估值稳步提升。
- **展望未来：从行业角度出发：**大部分传统大家电保有量较高，行业进入成熟期；小家电市场整体保有量相对较低，未来有望持续增长。**从消费趋势出发：**产品高端、智能、健康、细分化；人群年轻化；渠道中线上占比持续提升，部分产品工程渠道成新的赛道。**从公司角度出发：**小家电行业成长性最好，其中小熊、新宝、九阳有望依托小家电行业的东风，针对现在主力消费人群通过线上销售创新型产品实现份额提升。白电中，龙头企业美的、海尔、格力凭借综合竞争优势维持行业领先地位。厨电面临精装房渗透率快速提升的趋势，老板电器借助工程渠道的优势有望实现整体份额的快速提升。
- **投资建议：**基于此，我们建议重点关注受益消费升级和品类扩张带来成长空间的小家电龙头：**小熊电器、新宝股份、九阳股份、苏泊尔**；继续推荐业绩稳健、长期竞争力显著的白电龙头：**美的集团、海尔智家、格力电器**；关注受益工程渠道红利的厨电龙头：**老板电器**。
- **风险提示：**需求持续低迷、渠道大变革带来行业格局变化、原材料和汇率风险。

### 相关研究：

家用电器行业:我国空调行业格局变迁史：四十年回顾，现强者恒强	2020-05-05
家用电器行业:行业景气底部，静待春暖花开	2020-05-01
家用电器行业:家电补贴政策专题：复盘上轮三大补贴政策，此次重启效果有待观察	2020-04-28

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：高润鑫 gaorunxin@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
小熊电器	002959.SZ	人民币	130.00	2020/4/29	买入	117.20	2.93	3.70	44.34	35.16	32.85	25.69	17.45	18.04
新宝股份	002705.SZ	人民币	34.98	2020/4/28	增持	26.00	1.04	1.21	33.56	28.93	18.60	16.44	16.12	15.75
九阳股份	002242.SZ	人民币	32.39	2020/4/30	买入	37.42	1.17	1.30	27.70	24.83	26.25	23.52	22.92	24.32
苏泊尔	002032.SZ	人民币	67.70	2020/4/29	买入	78.40	2.48	3.02	27.35	22.43	21.04	18.15	24.91	24.35
美的集团	000333.SZ	人民币	59.02	2020/4/30	买入	60.89	3.58	4.05	16.48	14.56	11.53	9.49	21.09	21.06
海尔智家	600690.SH	人民币	16.55	2020/4/30	买入	16.95	1.13	1.27	14.71	13.04	8.02	5.85	13.60	13.30
格力电器	000651.SZ	人民币	56.94	2020/4/30	买入	57.30	3.82	4.38	14.90	12.99	9.31	7.67	19.55	19.75
老板电器	002508.SZ	人民币	34.03	2020/5/25	买入	36.32	1.82	2.05	18.70	16.60	15.29	12.96	20.00	18.40

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中收盘价为 2020/5/29 收盘价。所有公司 2020 年、2021 年预测数据与广发外发报告一致。

## 目录索引

一、投资故事	7
二、复盘历史	9
(一) 苏泊尔：内外销表现靓丽，推动业绩良好增长和估值提升	9
(二) 格力电器：龙头受益空调行业增长，白马估值修复	14
(三) 美的集团：经营表现持续优于行业，良好的公司治理享受估值溢价	19
(四) 总结：加强自身竞争力，获得良好增长和盈利水平	23
三、展望未来：小家电行业机会更多	26
(一) 未来五年小家电行业有望持续增长	26
(二) 国内消费趋势变化分析：产品高端、智能、健康、细分化；人群年轻化；渠道重心继续向线上转移，工程渠道成部分品类的新渠道	28
(三) 寻找未来五年可能的家电牛股	36
四、投资建议	46
五、风险提示	47

## 图表索引

图 1: 2016 年初家电板块逐渐走出独立行情.....	7
图 2: 截至 2019 年 12 月 31 日各板块外资持股市值 (亿元): 家用电器板块排名第三.....	7
图 3: 2016-2019 年家电板块营业总收入及归母净利润增速.....	7
图 4: 2016 年住宅销售面积同比增长 22% .....	8
图 5: 2016 年住宅竣工面积同比增长 4.6% .....	8
图 6: 2016-2019 年各公司股价累计涨幅: 苏泊尔、格力、美的分别为 286%、248%、199%.....	8
图 7: 2016-2019 年各公司年化收益率: 苏泊尔、格力、美的分别为 40%、37%、31%.....	8
图 8: 2015-2019 年小家电市场规模从 456 亿元提升至 571 亿元, 年复合增长 5.8%, 家电市场规模年复合增长 3.4%.....	9
图 9: 各品类 2015、2019 年零售均价 (元) 及累计均价涨幅 .....	9
图 10: 吸尘器、净水机、挂烫机等新品类高速增长 .....	10
图 11: 2019 年苏泊尔家用电器内销中各子品类收入占比 .....	10
图 12: 苏泊尔部分产品 2015-2019 年份额变动: 电磁炉、电饭煲、压力锅分别提升 8pct、2pct、4pct.....	11
图 13: 苏泊尔部分产品 2015-2019 年累计均价涨幅与行业对比: 电饭煲、电热水壶电压力锅涨幅高于行业.....	11
图 14: 2019 年苏泊尔挂烫机线上销量份额 34.4%, 销额份额 36% .....	11
图 15: 2019 年苏泊尔燃气灶线上销量份额 14.3%, 销额份额 10.7% .....	11
图 16: 大股东 SEB 为苏泊尔持续贡献订单.....	12
图 17: 2015-2019 年苏泊尔营业收入从 109.1 亿元提升至 198.5 亿元, 年复合增速 16%.....	12
图 18: 2015-2019 年苏泊尔的归母净利润从 8.9 亿元增长至 19.2 亿万元, 年复合增速 21%.....	12
图 19: 2015-2019 年苏泊尔毛利率由 29%提升至 31%, 归母净利率由 8%提升至 10%.....	13
图 20: 2015-2019 年苏泊尔 ROE 从 22%提升至 30% .....	13
图 21: 苏泊尔绝对 PE 及相对 PE (右轴) 变化 .....	13
图 22: 2015-2018 年城镇、农村空调每百户保有量分别从 114 台、39 台提升至 142 台、65 台 .....	14
图 23: 2015-2019 年空调内销量从 6288 万台提升至 9216 万台, 年复合增速 10% .....	15
图 24: 2015-2019 年空调外销量从 4772 万台提升至 5846 万台, 年复合增速 7% .....	15
图 25: 2015-2019 年格力内销出货份额略有下滑, 从 43%下降至 37%.....	15
图 26: 2015-2019 年格力外销出货份额基本稳定在 22%水平左右 .....	15
图 27: 格力内销趋势与行业相同, 但增速低于行业 .....	16

图 28: 格力外销增速基本与行业相同 .....	16
图 29: 格力空调均价高于行业平均 (单位: 元) .....	16
图 30: 2015-2019 年格力电器收入从 1005.6 亿元增长 2005.1 亿元, 年复合增长率 19% .....	17
图 31: 2015-2019 年格力电器归母净利润从 125.3 亿元提升至 247 亿元, 年复合增长率 18% .....	17
图 32: 格力电器盈利能力 2015 年-2017 年趋于稳定, 2017 年后有所下滑 .....	17
图 33: 2016-2018 年格力 ROE 高达 30% 以上, 2019 年下滑至 24% .....	17
图 34: 格力其他流动负债-返利 600 余亿, 利润蓄水池充足 .....	18
图 35: 2015-2019 年格力绝对 PE 及相对 PE 变化 .....	18
图 36: 冰洗保有量趋于饱和: 2018 年城镇冰箱、洗衣机每百户保有量 101 台、97 台, 农村冰箱、洗衣机每百户保有量 95 台、88 台。 .....	19
图 37: 2015-2019 年冰箱内、外销年复合增速-3%、9%, 洗衣机内、外销年复合增速 4%、6% .....	20
图 38: 2015-2019 年冰箱、洗衣机零售均价累计增长 34%、33% .....	20
图 39: 美的集团主要家电品类收入占比 (2019 年) .....	20
图 40: 2015-2019 年美的集团营业总收入从 1393 亿元提升至 2794 亿元, 年复合增速 19% .....	22
图 41: 2015-2019 年美的集团归母净利润从 127 亿元提升至 242 亿元, 年复合增速 17% .....	22
图 42: 2017 年起美的集团毛利率、归母净利率 (右轴) 持续提升 .....	22
图 43: 2016-2019 年美的绝对 PE 及相对 PE 变化 .....	23
图 44: 我国小家电人均零售额 (美元) 与美国相差较大 .....	24
图 45: 我国空调每百户保有量 (台) 日本仍有差距 .....	24
图 46: 2015-2019 年部分品类行业整体量增及价增 .....	24
图 47: 细分品类小家电保有量 (台/百户) .....	28
图 48: 高端价位各品类 2019 年销量同比增长 .....	29
图 49: 中国家电行业分品类智能零售额占比 (线上+线下) .....	30
图 50: 2014-19 年健康电器在家电中的销额占比 .....	30
图 51: 2020Q1 环境健康品类线上均价及同比 .....	30
图 52: 2019 年家电消费量各年龄段占比 .....	31
图 53: 产品中更易引起 00 后注意的元素 .....	32
图 54: 家电线上零售额规模连年增长, 占比快速提升 .....	33
图 55: 2019 年各子品类线上零售量、零售额占比: 小家电>大家电 .....	33
图 56: 2020 年至今各品类线上线下销售额同比增速 .....	34
图 57: 小家电线上销售量及占比 .....	34
图 58: 我国商品房销售中精装修占比 .....	35
图 59: 我国厨电行业工程渠道占比与发达国家还有较大差距 .....	35
图 60: 小熊电器线上销售模式分类 .....	37
图 61: 小熊线上不同模式价值分配拆解示意 .....	37
图 62: 小熊电器产品矩阵丰富 .....	38
图 63: 小熊电器主力产品: 养生壶取代酸奶机成为公司拳头商品 .....	39
图 64: 摩飞的产品系列: 无线榨汁杯、多功能锅最为火爆, 其他品类持续推出 .....	40

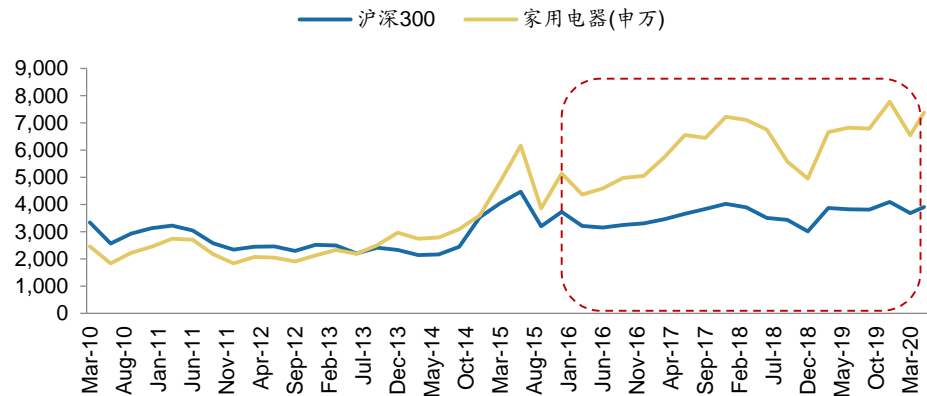
图 65: 九阳与 Line Friends 跨界 IP 合作 .....	41
图 66: 公司打造“萌潮厨房”新概念 .....	41
图 67: 头部主播李佳琦力推九阳 Onecup 智能豆浆机 .....	42
图 68: 全域直播带给用户线下购物体验 .....	42
图 69: 2019 年美的主要产品线上市场份额及排名 .....	43
图 70: 海尔全球品牌布局, 全面覆盖高中低端 .....	44
图 71: 1961-2018 年日本家用空调渗透率、保有量 .....	45
图 72: 老板在精装修市场份额领先优势逐年扩大 .....	46

表 1: 2016 年-2019 年苏泊尔、格力、美的股价变化由估值与业绩驱动拆分 .....	9
表 2: 美的线下、线上主要品类份额变动及均价变动 .....	21
表 3: 美的新兴品类表现良好 (2019 年) .....	21
表 4: 产品研发不断创新 .....	25
表 5: 渠道端网点布局密集 .....	25
表 6: 2016-2019 年各公司 ROE 及拆分 .....	26
表 7: 2018 年我国家电保有量与发达国家对比 (单位: 台/百户) .....	27
表 8: 细分家电品类消费群体 .....	31
表 9: 各品类企业对应消费趋势下的布局情况 .....	36
表 10: 小熊电器主要品类在天猫商城热销品牌榜分月排名情况 .....	38
表 11: 公司发力线上渠道, 电商收入逐年上升 .....	41

## 一、投资故事

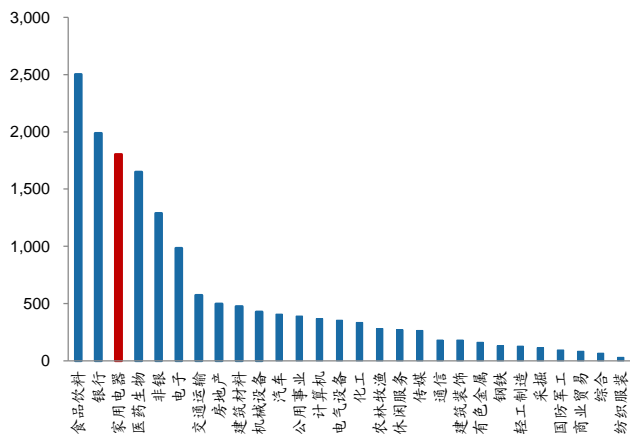
家电板块自2016年初开始走出独立行情，与沪深300逐渐分化。一方面，随着北上资金持续流入，以家电、食品饮料为代表的白马股不断受到资本市场青睐，整体估值提升。另一方面，得益于地产以及消费升级，家电公司业绩表现亮眼。

图 1：2016年初家电板块逐渐走出独立行情



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

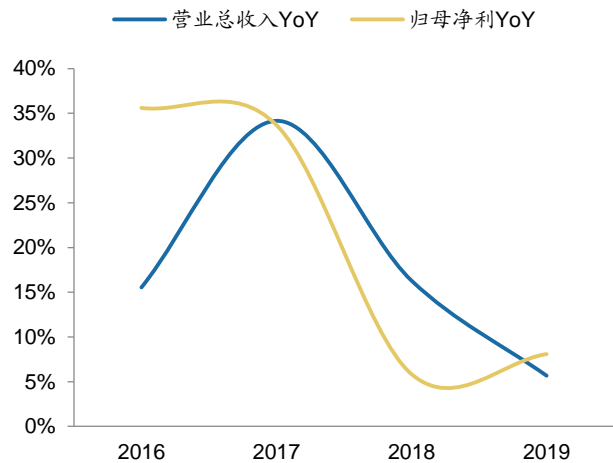
图 2：截至2019年12月31日各板块外资持股市值（亿元）：家用电器板块排名第三



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：外资持股为陆股通及QFII 加总数据

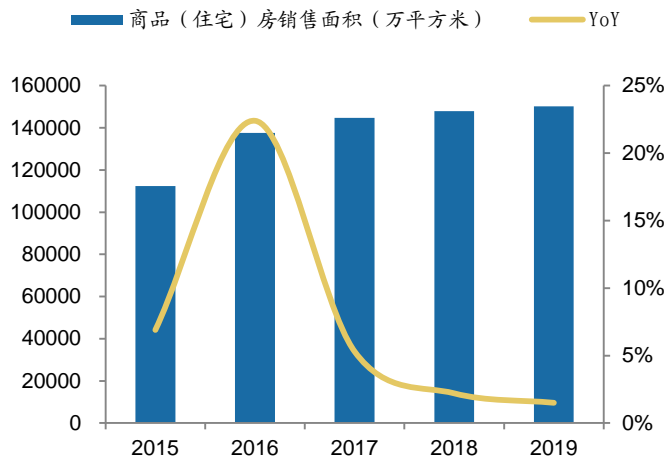
图 3：2016-2019年家电板块营业总收入及归母净利润增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

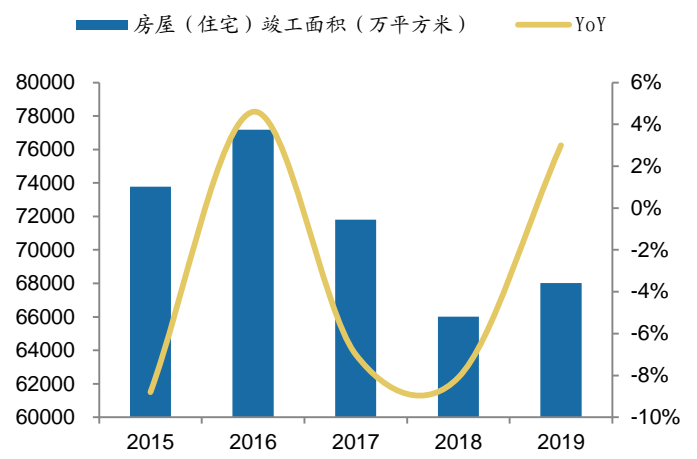
注：选取 53 家家电重点公司。其中归母净利润采用修正后数据，剔除奥马电器、TCL 集团、康盛股份等因经营因素计提减值导致 2018 年业绩大幅亏损的异常公司

图 4: 2016年住宅销售面积同比增长22%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 2016年住宅竣工面积同比增长4.6%

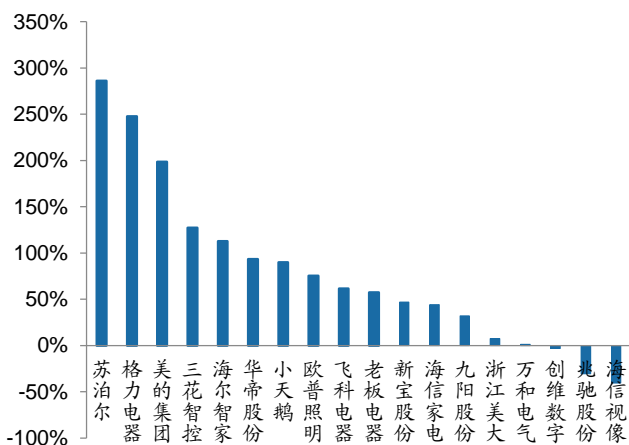


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

板块整体表现亮眼下，家电行业涌现出一批优秀的牛股。我们在此将板块过去4年间（2016.1.1-2019.12.31）股价涨幅领先的核心公司进行重点分析，拆分其股价由业绩和估值驱动的贡献，通过详细复盘，探寻过去4年跑赢板块的原因所在。并对未来牛股寻找提供指引和方向。

将18家重点家电公司过去4年的股价涨幅进行年化处理后进行排序，其中苏泊尔、格力电器、美的集团分别以40%、37%、31%的年化收益率处于板块前三。

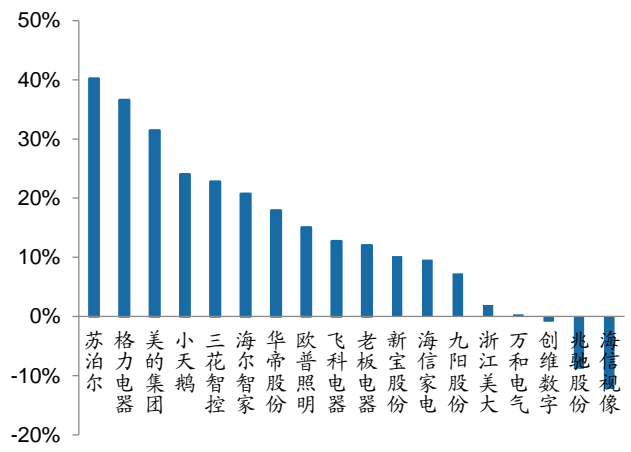
图 6: 2016-2019年各公司股份累计涨幅: 苏泊尔、格力、美的分别为286%、248%、199%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 选取 2016.1.1-2019.12.31 数据, 其中小天鹅为 2016.1.1-2018.12.31, 下同

图 7: 2016-2019年各公司年化收益率: 苏泊尔、格力、美的分别为40%、37%、31%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

将以上三家公司股价驱动因素进行拆分，三家公司均由业绩和估值双重驱动，2016-2019年苏泊尔、格力、美的业绩增长113%、97%、91%，估值提升81%、77%、



57%。

表 1: 2016 年-2019 年苏泊尔、格力、美的股价变化由估值与业绩驱动拆分

	股价变化	估值变化	业绩变化	归母净利润年化增长率
苏泊尔	286%	81%	113%	21%
格力	248%	77%	97%	18%
美的	199%	57%	91%	17%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 指2016.1.1-2019.12.31

## 二、复盘历史

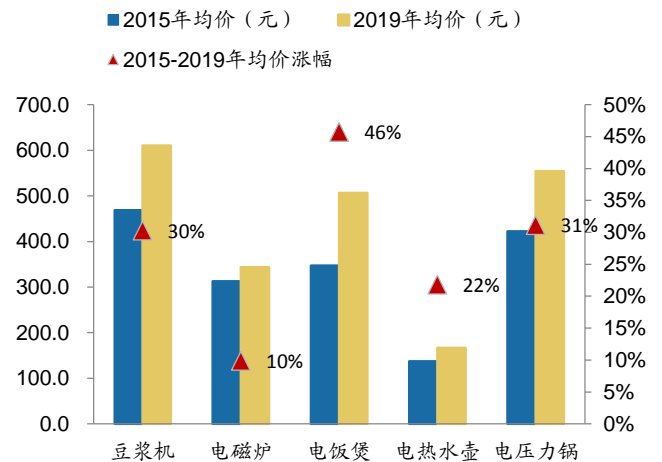
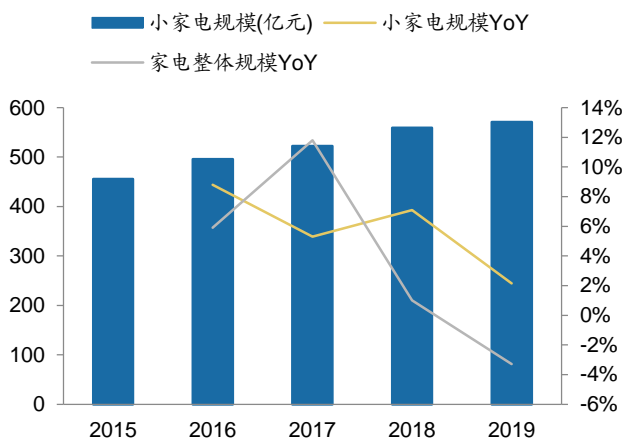
### (一) 苏泊尔: 内外销表现靓丽, 推动业绩良好增长和估值提升

#### 1. 行业层面: 核心品类均价提升, 新兴品类延伸行业边界

过去几年小家电市场主要有两个方向的增长路径: (1) 消费升级大环境下, 传统品类产品升级带动均价上涨, 如电饭煲、电压力锅等五大传统品类过去4年均价提升幅度在10%-46%之间; (2) 随着生活水平提高, 更多的小家电产品兴起, 如空气净化器、净水器、吸尘器等。不同产品所处生命周期不同, 交替驱动行业整体增长, 不断延伸行业边界。

图 8: 2015-2019年小家电市场规模从456亿元提升至571亿元, 年复合增长5.8%, 家电市场规模年复合增长3.4%

图 9: 各品类2015、2019年零售均价(元)及累计均价涨幅

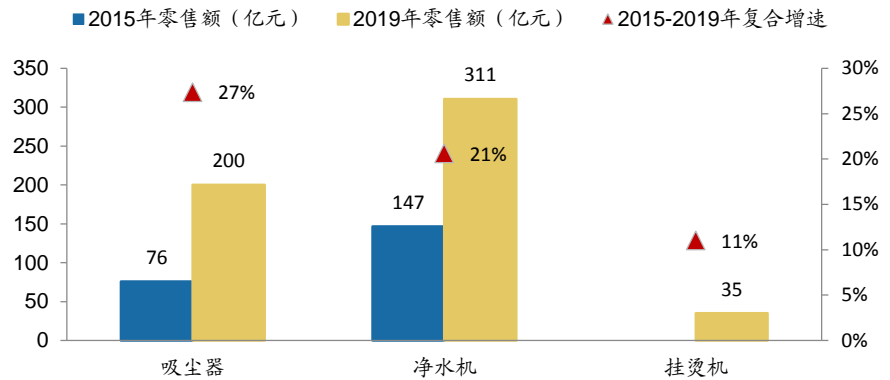


数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

注: 小家电统计中包括电饭煲、电磁炉、电压力锅、电水壶、豆浆机、料理机、榨汁机七大品类

数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 10: 吸尘器、净水机、挂烫机等新品类高速增长



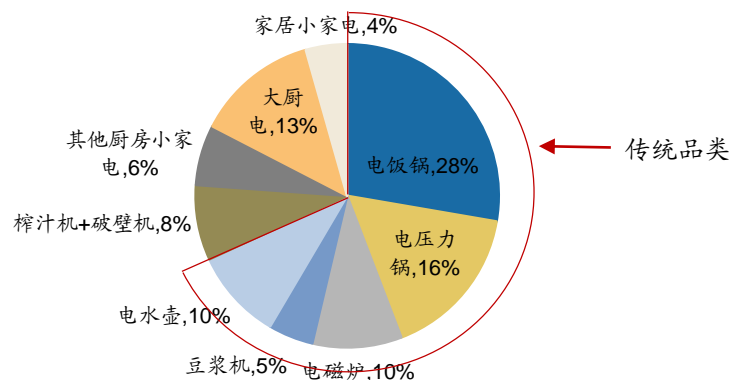
数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

注: 挂烫机2015年数据缺失, 增速为2019年当年增速

## 2. 公司层面: 内销份额提升、新品拓展顺利, 外销SEB协同

传统品类份额持续增长, 且均价不断提升。根据中怡康数据, 在份额层面, 苏泊尔电磁炉、电饭煲和电压力锅零售量份额分别上升8pct、2pct、4pct。均价层面, 通过不断升级IH电饭煲等推动产品均价提升, 其中电饭煲、电热水壶、电压力锅2015-2019年累计均价涨幅56%、37%、34%, 高于行业平均10pct、15pct、3pct。

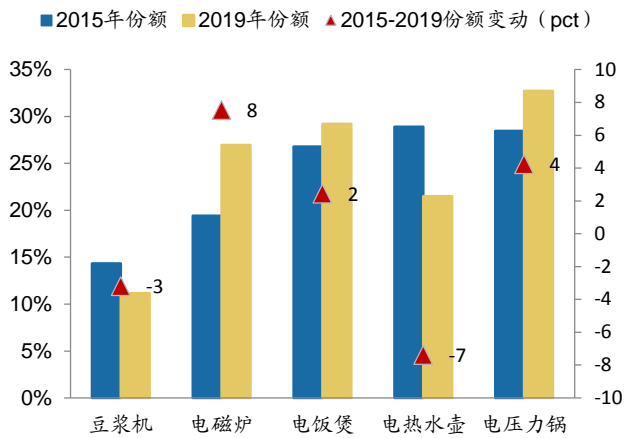
图 11: 2019年苏泊尔家用电器内销中各子品类收入占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

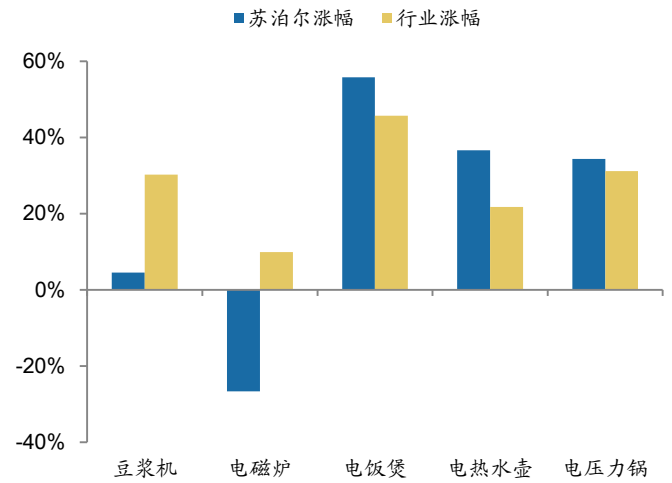
注: 其中各品类销售收入为广发证券研究所根据第三方数据各品类规模、份额及增速预测

图 12: 苏泊尔部分产品2015-2019年份额变动: 电磁炉、电饭煲、压力锅分别提升8pct、2pct、4pct



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

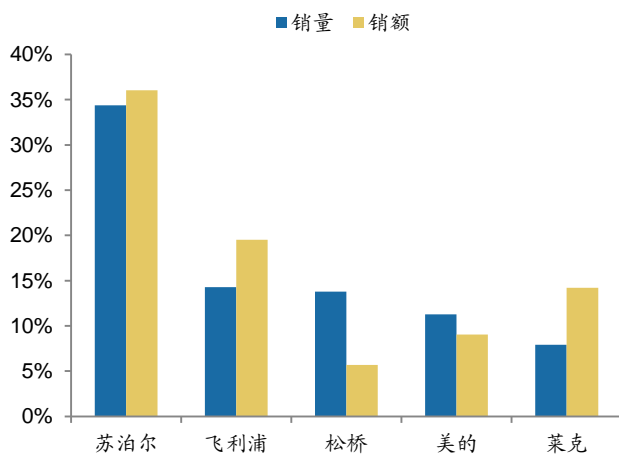
图 13: 苏泊尔部分产品2015-2019年累计均价涨幅与行业对比: 电饭煲、电热水壶电压力锅涨幅高于行业



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

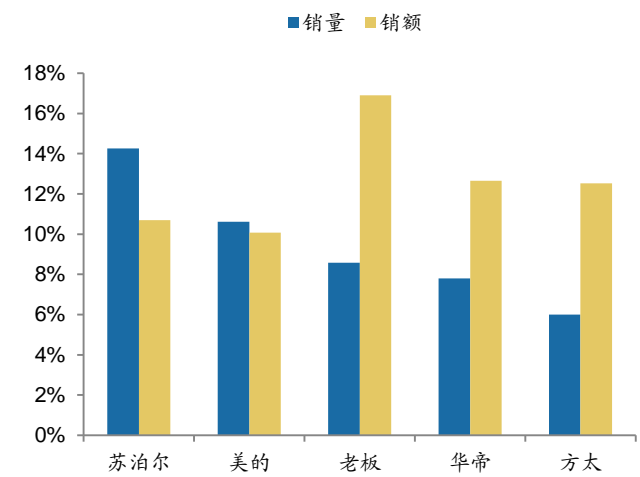
新品类拓展顺利, 环境电器、大厨电等贡献增量。公司2014年开拓环境家居电器业务, 推出空气净化器、挂烫机、电熨斗、吸尘器四类产品, 根据奥维数据, 2019年挂烫机销量份额34.4%, 销额份额36%, 均位于行业第一。2015年差异化进军大厨电领域, 根据奥维数据, 2019年苏泊尔燃气灶线上销量份额为14.3%, 销额份额为10.7%, 新品拓展效果良好。

图 14: 2019年苏泊尔挂烫机线上销量份额34.4%, 销额份额36%



数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

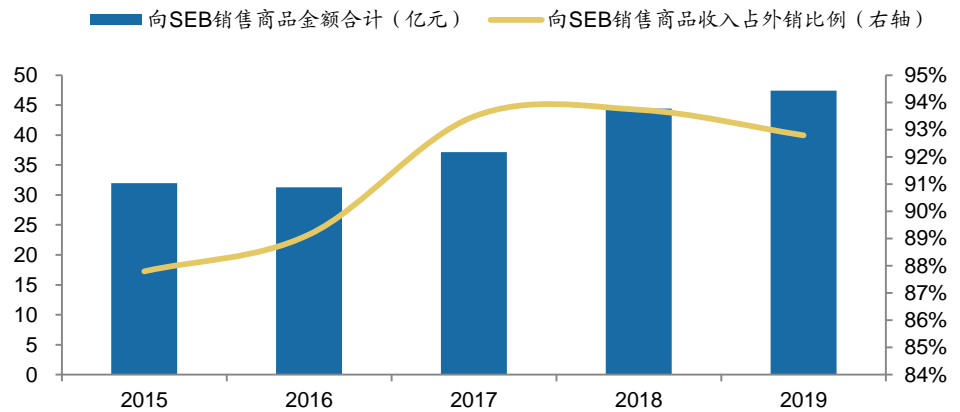
图 15: 2019年苏泊尔燃气灶线上销量份额14.3%, 销额份额10.7%



数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

大股东SEB订单不断转移, 贡献主要外销收入。大股东SEB外销订单不断转移, 根据年报披露, 公司向SEB销售商品收入由2015年的32亿元提升至2019年47.4亿元, 年复合增速10%。SEB订单转移占外销收入近93%。

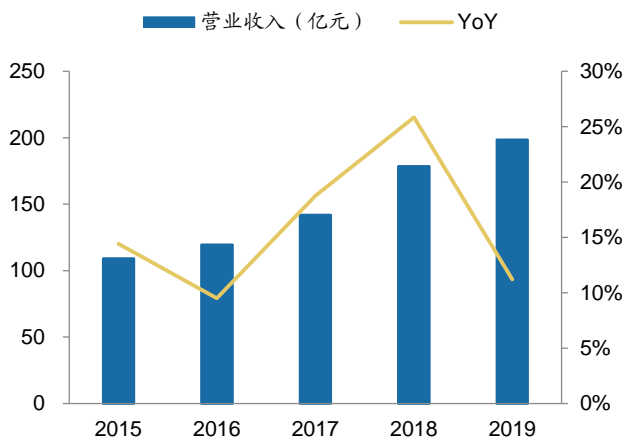
图 16: 大股东SEB为苏泊尔持续贡献订单



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

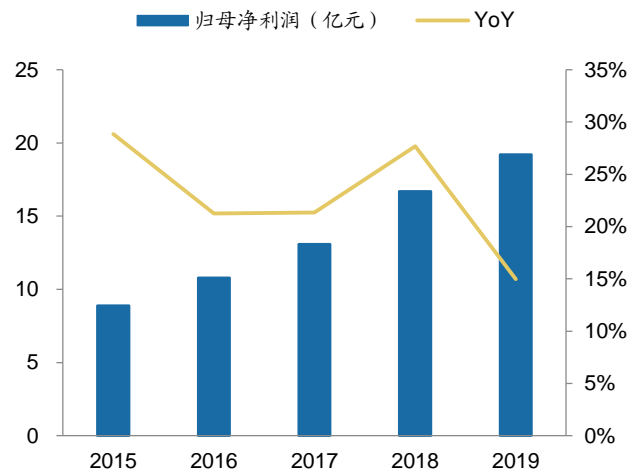
**营业收入及归母净利润双位数增长, 盈利能力及ROE持续提升。**2015-2019年苏泊尔营业收入从109.1亿元增长到198.5亿元, 年复合增长率为16%, 2015-2019年归母净利润从8.9亿元提升至19.2亿元, 年复合增长率高达21%。产品结构升级、外销增长带来的规模效应, 以及运营效率提升带动公司盈利能力及ROE不断提升。2015-2019年毛利率从29%提升2pct至31%, 归母净利率从8%提升2pct至10%, ROE从22%提升至30%。

图 17: 2015-2019年苏泊尔营业收入从109.1亿元提升至198.5亿元, 年复合增速16%



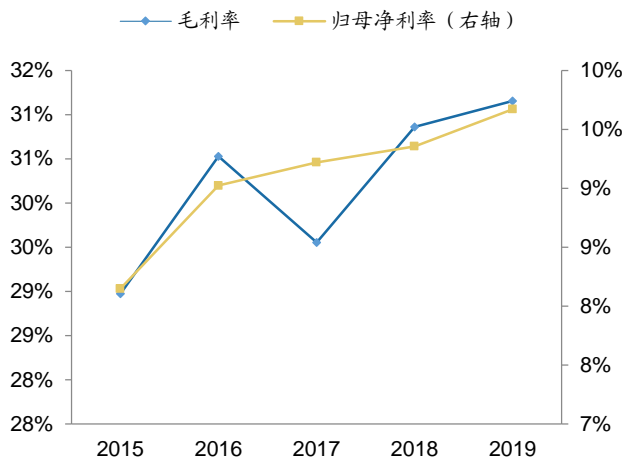
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 2015-2019年苏泊尔的归母净利润从8.9亿元增长至19.2亿元, 年复合增速21%



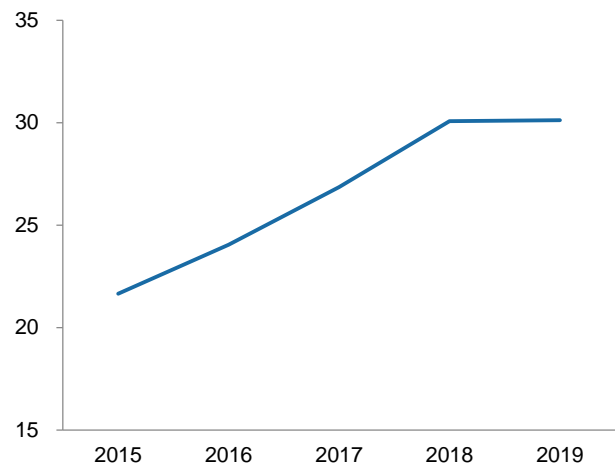
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 2015-2019年苏泊尔毛利率由29%提升至31%，归母净利率由8%提升至10%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 2015-2019年苏泊尔ROE从22%提升至30%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

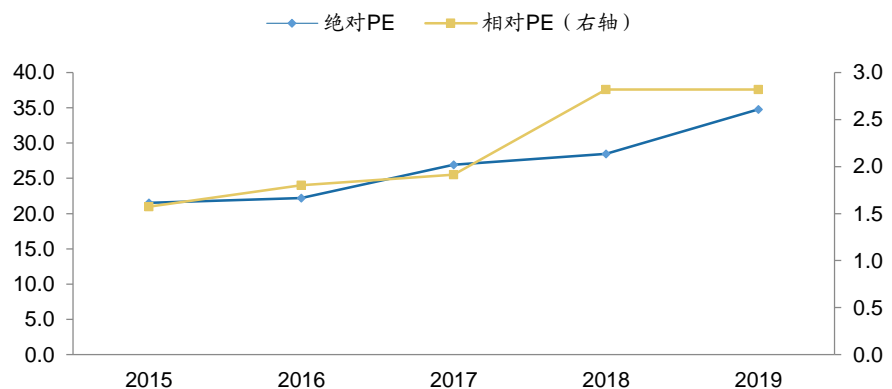
### 3. 估值层面: 业绩稳定增长, 估值持续提升

2015-2019年, 绝对PE从21倍提升至35倍, 相对PE从溢价60%提升至溢价180%, 且期间逐年递增(注: 本文所有N年绝对PE为N年最后一个交易日PE-TTM, 相对PE为绝对PE/沪深300 PE-TTM)。分阶段来看:

**2015年-2017年, 绝对PE从21倍提升至27倍, 相对PE从溢价60%提升至溢价90%。** 2016年初市场风格偏好消费白马股, 2016-2017年为白马股估值普遍快速提升的年份, 小家电被认为是消费升级的优质标的, 带动公司估值持续提升。

**2017年-2019年, 绝对PE从27倍提升至35倍, 相对PE从溢价90%提升至溢价180%。** 进入2018年, 地产下滑等因素导致市场一定程度上对空调转为悲观态度, 而苏泊尔内销靓丽、外销稳健从而获得业绩的持续良好增长, 是家电板块中消费属性较强且受周期影响较小的优质标的。

图 21: 苏泊尔绝对PE及相对PE (右轴) 变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

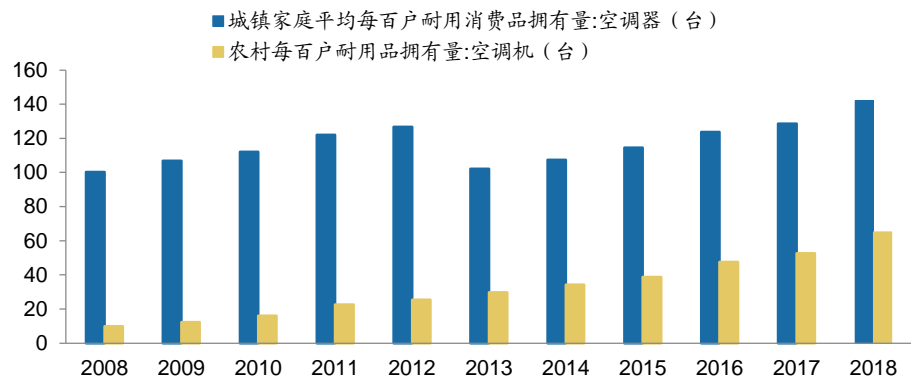
注: 绝对PE为PE-TTM, 相对PE为相对沪深300

## (二) 格力电器：龙头受益空调行业增长，白马估值修复

### 1. 行业层面：空调保有量提升空间大，地产+天气催化下行业增速良好

城镇保有量在一户多机属性带动下持续提升，农村保有量低基数下快速增长。根据国家统计局数据，城镇空调保有量自2015年的114台/百户上升至2018年的142台/百户，一户多机属性带动城镇保有量在较高基数上依然保持稳步增长。农村空调保有量由2015年的39台/百户上升至65台/百户，随着农村地区经济水平提升，空调逐渐普及。

图 22：2015-2018年城镇、农村空调每百户保有量分别从114台、39台提升至142台、65台

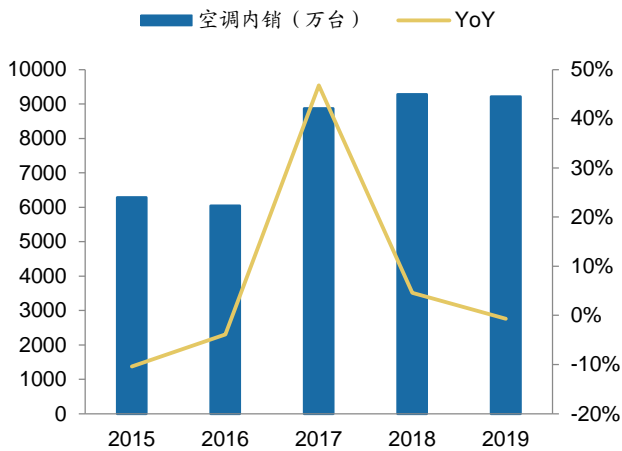


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**内销方面，消费、地产、天气等因素催化，增长强劲。**根据产业在线数据，空调行业内销量自2015年的6288万台增长到2019年的9216万台，年复合增长10%。分阶段来看：（1）2016年-2017年：行业高速增长，其中2017年内销量增速高达47%。这一阶段主要受益于房地产带动、天气炎热、新一轮补库周期等因素。（2）2018年-2019年：空调内销增速放缓，同比增速分别为5%、-1%，主要系地产景气度下行影响。

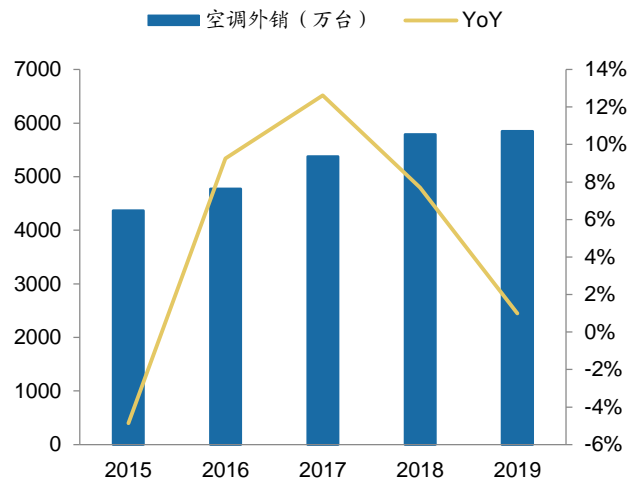
**外销稳定增长。**根据产业在线数据，2015-2019年空调行业外销量从4772万台提升至5846万台，年复合增速7%。

图 23: 2015-2019年空调内销量从6288万台提升至9216万台, 年复合增速10%



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 24: 2015-2019空调外销量从4772万台提升至5846万台, 年复合增速7%

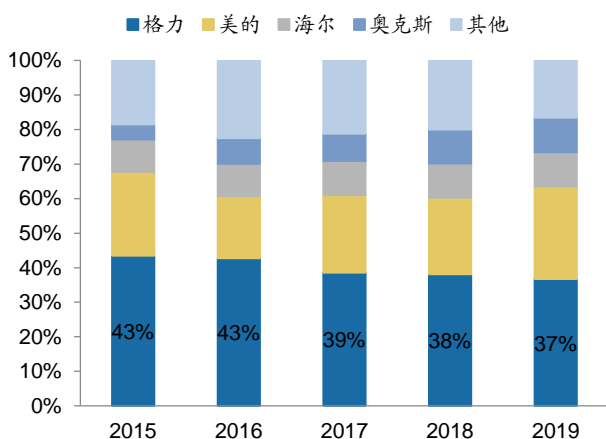


数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

## 2. 公司层面: 内销受益行业增长, 品牌溢价彰显龙头地位

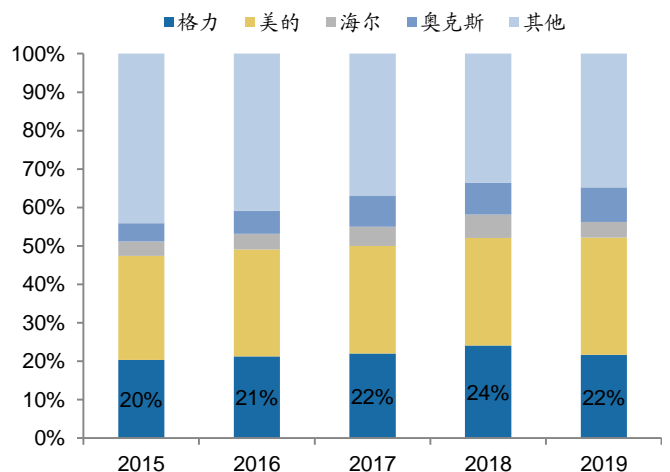
奥克斯等线上冲击下格力内销份额略有下滑, 但龙头地位依然稳固。2015年至2019年格力空调内销份额从43%降至37%, 主要系战略性弱化线上渠道所致, 但占市率依然稳居第一。外销份额维持在22%水平左右, 仅次于美的。

图 25: 2015-2019年格力内销出货份额略有下滑, 从43%下降至37%



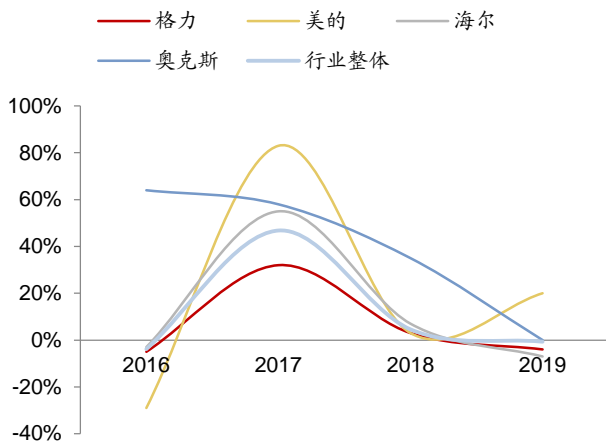
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 26: 2015-2019年格力外销出货份额基本稳定在22%水平左右



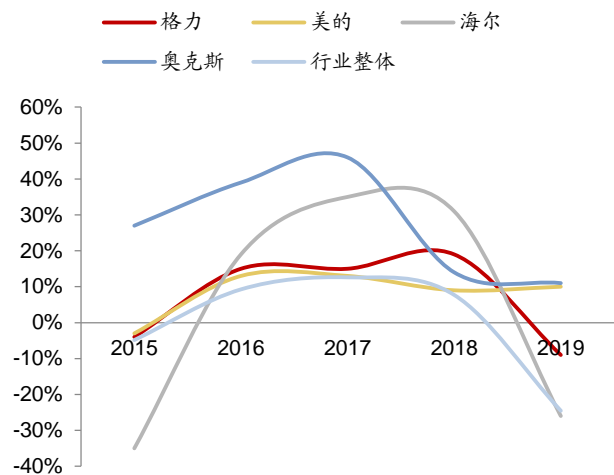
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 27: 格力内销趋势与行业相同, 但增速低于行业



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

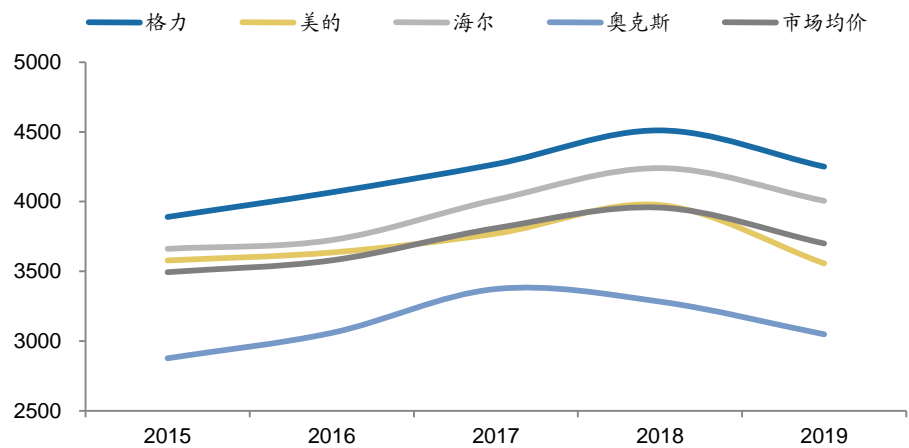
图 28: 格力外销增速基本与行业相同



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

均价高于行业平均水平, 品牌溢价明显。虽然份额上有所下滑, 但格力始终保持行业内较高均价水平, 与市场均价差保持在500元左右, 前期积淀的良好口碑使得其品牌溢价明显, 在空调领域的龙头地位稳固。2015-2019年格力均价从3890元提升至4250元, 年复合增速2.2%, 不考虑2019年价格战影响前三年均价年复合增速5.1%。

图 29: 格力空调均价高于行业平均 (单位: 元)

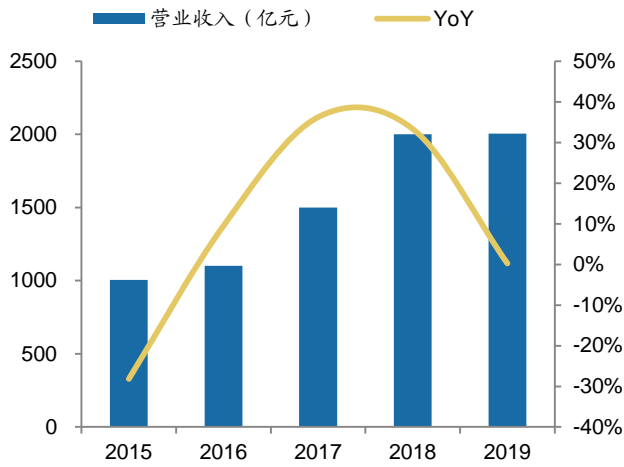


数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

空调行业增长大环境下公司收入和归母净利润双位数增长。总的来说, 公司收入与归母净利润增长基本与空调行业整体增长趋势相同。2015-2019年营业收入从1005.6亿元增长至2005.1亿元, 年复合增速19%; 归母净利润从125.3亿元增长至247亿元, 年复合增速18%。其中2019年因美的的降价竞争、自身库存高企及行业景气度下行等原因, 收入和归母净利润增速回落。

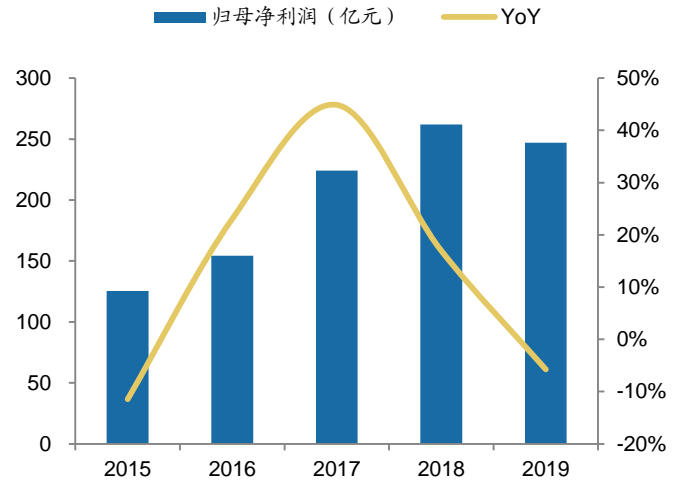


图 30: 2015-2019年格力电器收入从1005.6亿元增长2005.1亿元, 年复合增长率19%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

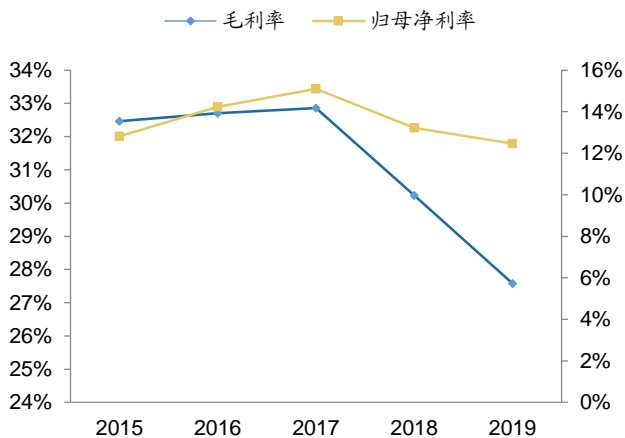
图 31: 2015-2019年格力电器归母净利润从125.3亿元提升至247亿元, 年复合增长率18%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

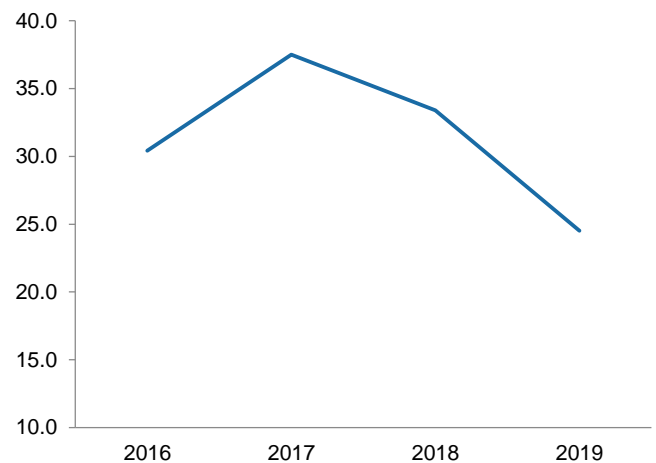
盈利略有下滑, 但依然可观。2015-2017年格力电器盈利能力较为稳定, 毛利率、归母净利率分别保持在32%、15%较高水平。2019年竞争环境加剧, 且双十一开始公司大幅促销, 当年盈利能力下滑, 毛利率、归母净利率分别为28%和13%, 依然可观。ROE平均高达30%以上, 2017年后下滑主要受净利率影响, 2019年下滑至24%。但与此同时, 格力账上依然有高达600多亿返利, 蓄水池充足。

图 32: 格力电器盈利能力2015年-2017年趋于稳定, 2017年后有所下滑



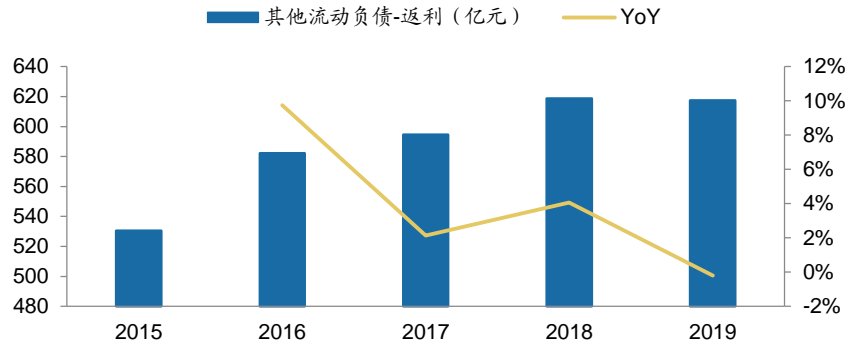
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 2016-2018年格力ROE高达30%以上, 2019年下滑至24%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 34: 格力其他流动负债-返利600余亿, 利润蓄水池充足



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 3. 估值层面: 股改带动估值中枢进入新阶段

2015-2019年格力绝对PE从9倍提升至15倍, 相对PE从折价30%提升至溢价20%。估值提升对股价亦有较大贡献, 在此我们逐年对估值变化进行分析。

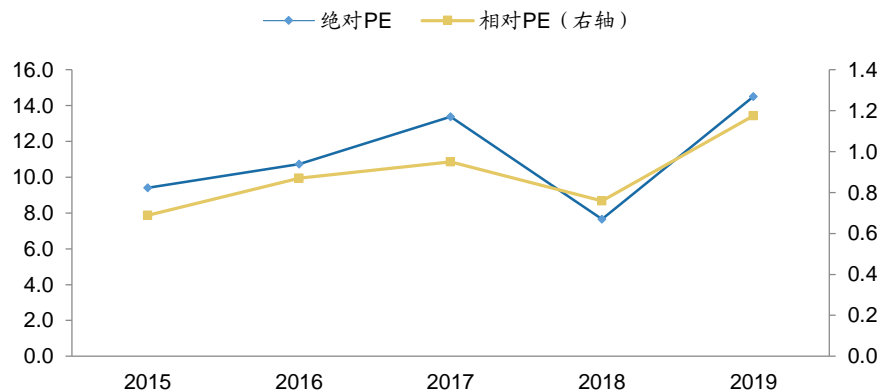
**2015年-2016年, 格力电器的绝对PE从9倍提升到11倍, 相对PE在折价30%提升到折价10%, 估值逐渐回升。**该阶段经济增速趋于稳定, 空调在天气原因、三四线消费升级、房地产带动等因素的刺激下, 需求回暖。叠加格力在上一阶段主动去库之后轻装上阵, 渠道库存处于较低水平弹性较大, PE上升。

**2017年格力绝对PE提升至13倍, 相对PE提升至1, 估值进一步回升。**该阶段市场整体风格青睐价值白马股, 格力跟随市场风格切换估值有所提升。

**2018年格力绝对PE下降至8倍, 相对PE降至折价20%。**当年行业景气度下行, 公司收入增速放缓, 且2017年公司未进行分红也导致估值大幅度下跌。

**2019年格力绝对PE提升至15倍, 相对PE提升至溢价20%。**格力2019年股权改革提升公司治理想象空间。2019年12月混改顺利落地, 管理层深度参与, 50%分红承诺可观。此外, 高瓴资本入驻有望助力格力进行数字化改造及渠道变革。

图 35: 2015-2019年格力绝对PE及相对PE变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

绝对PE选取PE-TTM, 相对PE选取绝对PE/沪深300 PE-TTM。

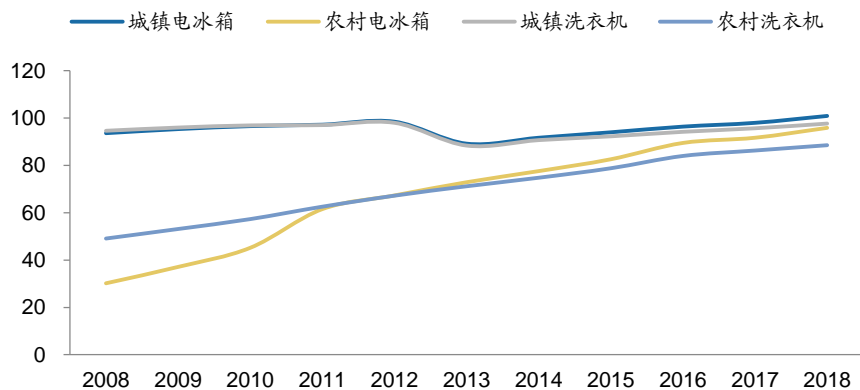
(三) 美的集团：经营表现持续优于行业，良好的公司治理享受估值溢价

1. 行业层面：冰洗、小家电消费升级，空调内销强劲

美的集团整体上市后，业务涉及空冰洗烟、小家电等全线家电品类（具体收入构成拆分见下文公司部分），由于上文中对空调及小家电行业已进行阐述，本部分主要对占公司收入比例较高的冰洗行业进行复盘。

**冰洗行业增长平淡，产品升级带动均价提升。**我国冰洗行业城镇及农村保有量基本趋于饱和，量增空间不大。根据产业在线数据，2015-2019年冰洗内销年复合增长分别为-3%、4%。但是行业内部产品结构升级趋势明显，如洗衣机的滚筒占比提升、冰箱的大容量、多开门等，带动均价提升。根据中怡康数据，2015-2019年冰箱零售均价从3286元提升至4405元，累计增长34%，洗衣机零售均价从2333元提升至3108元，累计增长33%。

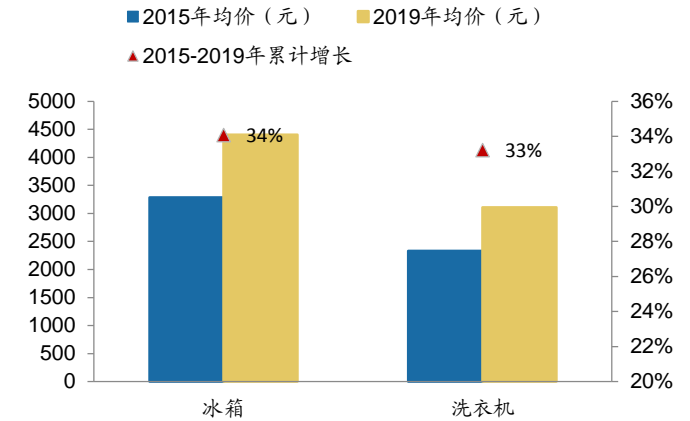
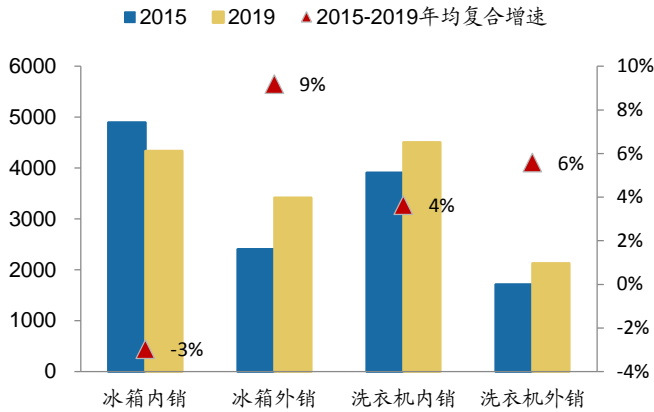
图 36: 冰洗保有量趋于饱和：2018年城镇冰箱、洗衣机每百户保有量101台、97台，农村冰箱、洗衣机每百户保有量95台、88台。



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 37: 2015-2019年冰箱内、外销年复合增速-3%、9%，洗衣机内、外销年复合增速4%、6%

图 38: 2015-2019年冰箱、洗衣机零售均价累计增长34%、33%



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

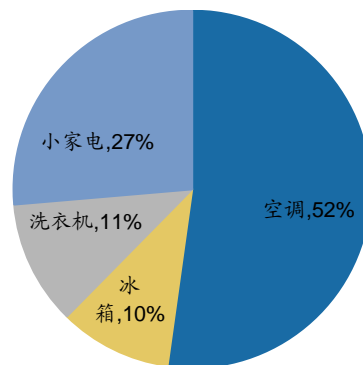
## 2. 公司层面：优化产品结构，提升经营效率，盈利能力持续上行

“产品领先”战略下份额、均价持续提升。集团整体上市后提出战略转型目标，不断强化产品研发创新能力，优化产品结构，公司核心品类份额和零售均价持续提升。

(1) 份额层面：根据美的年报披露，2015-2019年，空调、洗衣机、冰箱线下零售额份额分别提升3.7、6.1、3.0pct，线上零售额提升6.0、2.2、2.7pct。小家电中核心品类市占率领先，电水壶、电饭煲线下份额提升6.4、1.6pct，线上在互联网品牌冲击下略有下滑。新兴品类中吸尘器、洗碗机、净水器等表现较好。

(2) 均价层面：空调受价格战及公司主动降价影响，2019年价格回落至4年前水平，其余核心品类均价全线提升。根据中怡康数据，2016-2019年美的洗衣机、冰箱、电饭煲线下零售价年复合增长10%、13%、11%。同时公司小家电均价高于行业平均。

图 39: 美的集团主要家电品类收入占比 (2019年)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：各品类收入拆分系广发证券研究所根据第三方数据各品类美的品牌增速预测

表 2: 美的线下、线上主要品类份额变动及均价变动

	线下					线上		
	2015 年份额	2019 年份额	份额变动 (pct)	均价 CAGR	相对价格	2017 年份额	2019 年份额	份额变动 (pct)
空调	25.2%	28.9%	3.7	0%	96%	24.0%	30.0%	6.0
洗衣机	21.3%	27.4%	6.1	10%/12%	71%/110%	29.0%	31.2%	2.2
冰箱	9.6%	12.6%	3.0	13%	94%	15.0%	17.7%	2.7
电饭煲	42.3%	43.9%	1.6	11%	107%	33.0%	29.6%	-3.4
电磁炉	48.6%	48.5%	-0.1	2%	104%	42.0%	39.0%	-3.0
电水壶	32.2%	38.6%	6.4	6%	111%	25.0%	23.0%	-2.0
油烟机	8.8%	8.7%	0	-6%	51%	/	/	/
电热水器	19.6%	20.7%	1.1	/	/	34.0%	30.6%	-3.4
燃气热水器	11.4%	11.6%	0.2	/	/	21.0%	18.0%	-3.0

数据来源: 美的年报, 中怡康, 广发证券发展研究中心

注: 表格中份额为美的年报中披露, 价格为根据中怡康计算。2015 年线下电热、燃热份额为 2017 年数据; 线下均价相对价格选取 2019 年美的各品类零售均价/市场零售均价, 其中洗衣机均价及相对价格分别为美的品牌/小天鹅品牌

表 3: 美的新兴品类表现良好 (2019 年)

	线下		线上	
	份额	排名	份额	排名
电暖器	43%	1	17%	1
破壁机	38%	1	/	/
台式电烤箱	36%	2	23%	1
净水器	22%	2	13%	2
洗碗机	9%	3	25%	2
清洁吸尘器	5%/3%	4	10%	2

数据来源: 美的年报, 广发证券发展研究中心

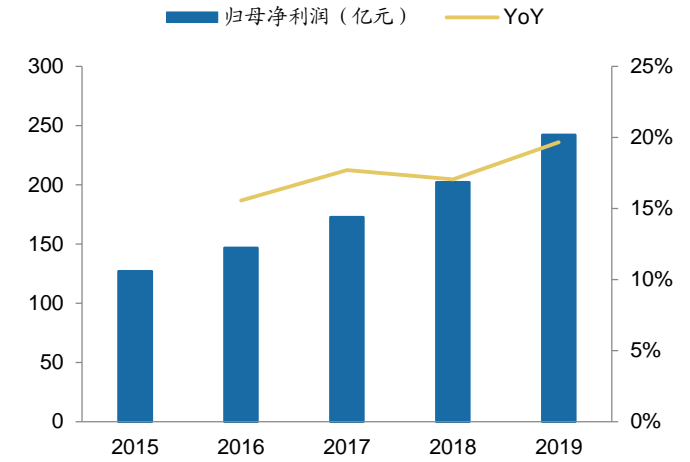
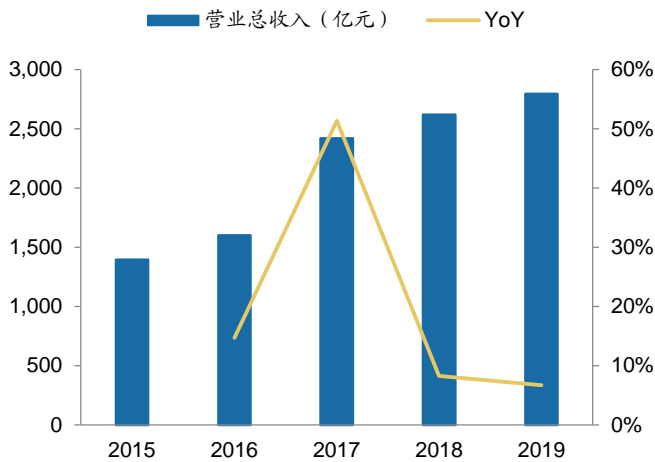
注: 线下清洁吸尘器分别为清洁机器人/推杆式吸尘器

**“效率驱动”下提升全产业链运营效率。** (1) 2016年起“T+3”模式从小天鹅向集团全面推广, 打造以销定产的柔性供应链, (2) 削减渠道层级, 推行“美云销”系统, 减少渠道环节加价, 增强渠道透明度, 加强库存管理, (3) 推动“一盘货”, 加强物流平台建设。在安得物流配合下将仓储、物流功能收归公司, 提升整装一体化效率。

**收入利润双位数稳健增长, 盈利能力持续提升。** 受益于产品升级带动量价齐升, 及空调行业增长带来的机会, 美的收入利润保持高速增长。2015-2019年营业总收入从1393亿元提升至2794亿元, 年复合增速19%, 归母净利润从127亿元提升至242亿元, 年复合增速17%。产品升级、效率优化下, 2017年起公司盈利能力持续提升, 2017-2019年毛利率从25%提升4pct至29%, 归母净利率从7%提升2pct至9%。ROE较为稳定, 保持在26%水平。

图 40: 2015-2019年美的集团营业总收入从1393亿元提升至2794亿元, 年复合增速19%

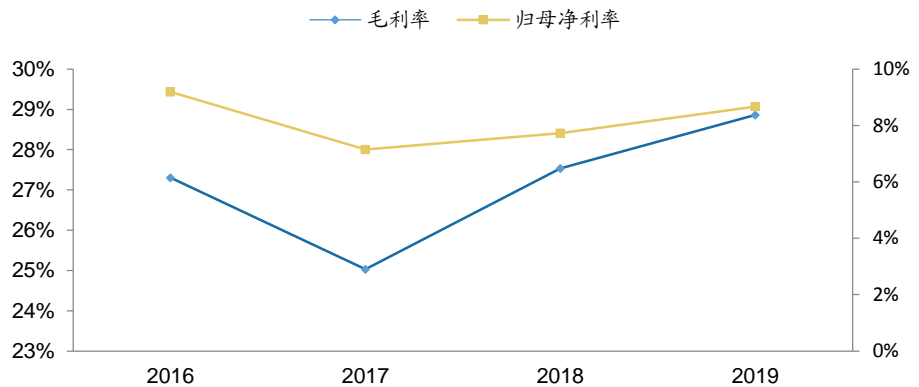
图 41: 2015-2019年美的集团归母净利润从127亿元提升至242亿元, 年复合增速17%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 42: 2017年起美的集团毛利率、归母净利率（右轴）持续提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 3. 估值层面: 公司治理优秀, 业绩增长稳健, 享受估值溢价

2015-2019年, 美的集团绝对PE从11倍提升至17倍, 相对PE从折价20%提升至溢价40%, 是三大白电龙头中估值最高的公司。分阶段来看:

**2015-2017年, 绝对PE从11倍提升至21倍, 相对PE从折价20%提升至溢价50%。**

2016年初, 市场风格开始偏好白马股, 而美的集团优秀的公司治理、滚动长效的激励机制等现代化企业特征尤其受外资偏好。同时地产、天气等因素催化下空调行业高增。推动美的估值持续提升。

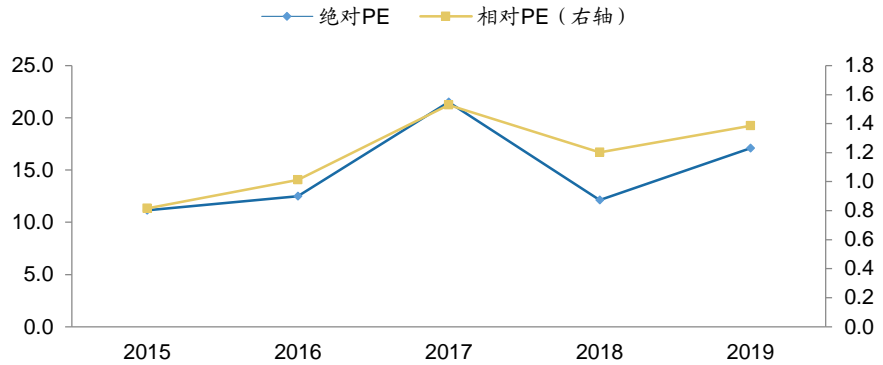
**2017-2018年, 绝对PE从21倍下降至12倍, 相对PE从溢价50%下降至溢价20%。**

2018年地产下行周期等因素空调行业整体经营压力较大, 美的估值有所回落。

**2018-2019年, 绝对PE从12倍提升至17倍, 相对PE从溢价20%提升至溢价40%。**

2019年，美的在空调领域改革效果渐显，“T+3”模式叠加原材料成本下行周期，给终端较为积极的价格策略提供空间，年初以来份额大幅提升。且公司业绩在整体下行环境下逆势增长，归母净利保持双位数稳健增长、现金流水平优秀，估值持续提升。

图 43: 2016-2019年美的绝对PE及相对PE变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

#### (四) 总结: 加强自身竞争力, 获得良好增长和盈利水平

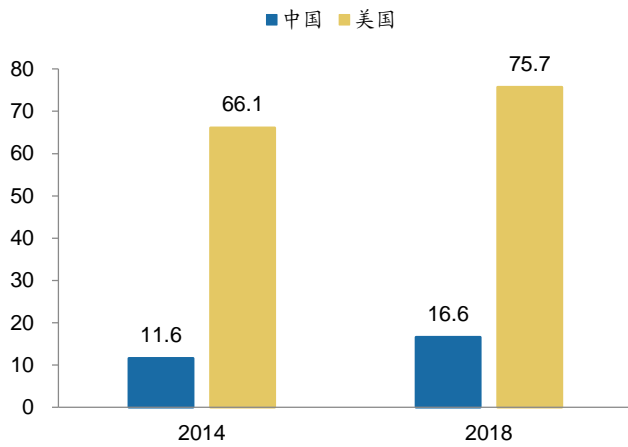
总结以上三家公司过去几年的优异表现, 我们发现其共同特点有: (1) 行业有增长或结构性机会, (2) 公司自身竞争力强能够分享行业增长红利或优于行业增长, (3) 三家公司都有着高于行业的ROE水平, 享受估值提升或估值溢价。

##### 1. 行业机会: 空间有成长空间, 销量增长或消费升级下均价提升

与成熟市场相比, 我国家电各领域均存在着较大空间。从保有量角度, 根据JS环球数据, 2018年我国小家电人均零售额仅为美国1/5, 仍有较大提升空间。空调领域城镇和农村保有量与日本相比, 仍有约一倍的提升空间。

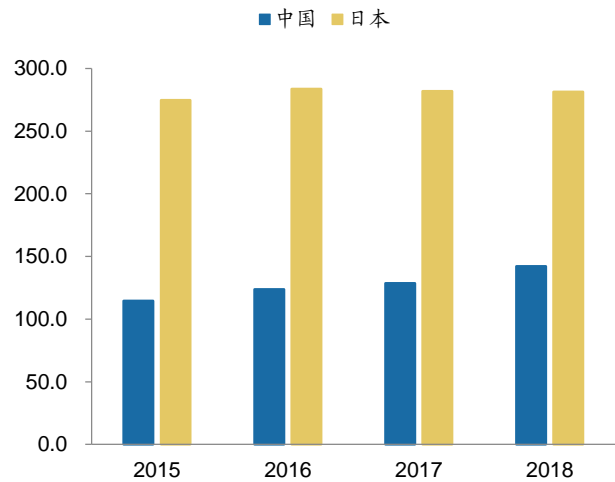
无论是空调行业在地产周期及库存周期共振下的增长、小家电在消费升级及品类拓展大背景下的量价齐升, 抑或在看似平淡的冰洗行业结构升级带来的均价提升, 过去四年各个子行业均在量或价的层面上存在着孕育公司增长的机会。选取产业在线内销及中怡康均价分别作为量、价口径, 2015-2019年间, 电饭煲、冰箱、空调、洗衣机内销增长分别为-8%、-11%、47%、15%, 零售均价增长分别为46%、34%、6%、33%。

图 44: 我国小家电人均零售额 (美元) 与美国相差较大



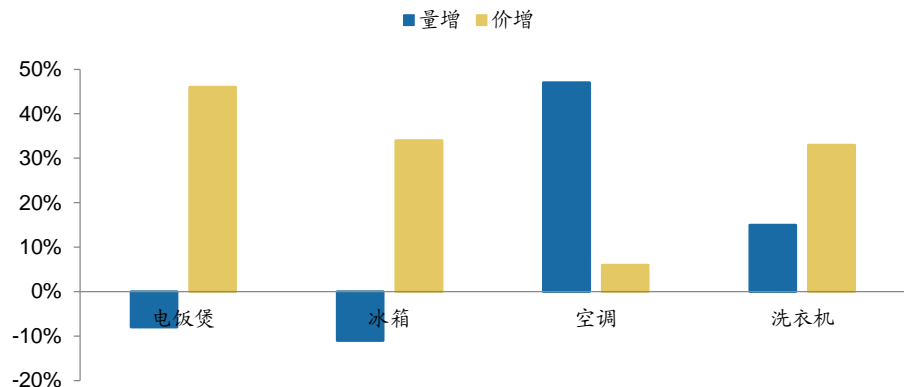
数据来源: JS 环球招股书, 广发证券发展研究中心  
注: 人口数据统一采用 UNCTAD 统计口径数据

图 45: 我国空调每百户保有量 (台) 日本仍有差距



数据来源: Wind, 日本统计局, 广发证券研究所  
注: 其中中国选取城镇空调每百户保有量

图 46: 2015-2019年部分品类行业整体量增及价增



数据来源: 中怡康, 产业在线, 广发证券发展研究中心  
注: 量增取产业在线内销口径, 电饭煲为2015-2018年增幅; 价增取中怡康均价口径

## 2. 公司表现: 通过产品研发+渠道广泛, 实现同于行业或优于行业的增长

**注重产品研发与品质升级。**三家公司在产品端不断提升研发创新能力, 提升产品品质。苏泊尔的本釜电饭煲、格力的新风空调、美的“无风感”以及旗下品牌小天鹅的水魔方洗衣机等均为明星产品, 在消费升级背景下带动公司提升产品均价, 强化市场地位。



表 4: 产品研发不断创新

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
苏泊尔	鲜呼吸 100 电压力锅、真磨醇浆豆浆机	真空破壁料理机和珐琅铸铁锅获得 CMF 设计大奖	革新电饭煲内胆技术推出本釜电饭煲, 显影电水壶获得德国 CMF 设计大奖, 真空保鲜随行杯获得金点设计大奖, 静音破壁料理机、微压平板挂烫机、精钢球釜鲜呼吸电压力锅、	行业首款可拆破壁料理机和低糖电饭煲, 可拆静音破壁机、
格力	玫瑰 II 代, I 酷、T 爽、金贝柜机, 变频空调品悦、变频金刚等多个变频新型节能智能空调	润慧、润铂、I 铂、I 享等一批高颜值、高性能、高质量的明星产品。分布式送风热泵空调通过气流组织效率优化可实现节能 19.8% 以上	格力·舒御、悦风 II、冷静王 III、家用光伏直驱绿色空调等高端产品	新风空调、AI 语音空调、恒温除霜空调、高端艺术空调等新品
美的	“智能王”系列空调获得“金选奖”最佳产品奖, 小天鹅洗衣机获“水魔方高效节能”技术认证和“BLDC 电机 20 年使用寿命”品质认证	真空变压 IH 电饭煲、高端破壁机“钢铁侠”和“小钢炮”独创偏心扰流技术。比佛利净水器荣获“艾普兰”产品奖	“无风感”送风技术升级, 实现基于人体冷热感的一键自动舒适控制。免熨干衣机产品, 首创“冷水洗涤”水魔方洗衣机, 推出世界首个转筒洗衣机	“东风”系列空调荣获 AWE 艾普兰金奖, 冰箱领域发布微晶系列、果净系列、超级净味系列

数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

**渠道端深化网络布局。**苏泊尔、格力、美的自有网点布局较为密集, 实现三四线城市深度下沉。广袤的低线市场是行业增速放缓后量增的主要区域, 渠道深度布局助力公司进一步收割份额。

表 5: 渠道端网点布局密集

公司名称	渠道布局
苏泊尔	三四线市场渠道布局基本完成, 近千家生活馆下沉至县市, 终端网点密集。
格力	2018 年拥有 26 家区域性销售公司, 网点 4 万多家, 自有渠道控制力强
美的	多品类协同。缩减渠道层级推行渠道扁平化, “美云销”模式进行网批。不断深入拓展旗舰店、KA、NKA、乡镇专卖店。

数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

### 3. 高 ROE 水平背后映射出经营效率和产业链强势地位

财务角度, 三家公司均有着较高的 ROE 水平。进一步拆分, 格力主要靠盈利能力及负债杠杆驱动, 美的同样有着较高的权益乘数, 苏泊尔主要靠周转驱动, 经营效率较高。值得一提的是, 格力无息负债占总资产比例近一半, 相对产业链上下游地位强势。

表 6: 2016-2019 年各公司 ROE 及拆分

公司名称	ROE (%)		归母净利率 (%)		总资产周转率		权益乘数	
	2016	2019	2016	2019	2016	2019	2016	2019
苏泊尔	24.0	30.1	9.0	9.7	1.6	1.8	1.7	1.8
格力	30.4	24.5	14.0	12.3	0.6	0.8	3.4	2.7
美的	26.6	26.2	9.2	8.7	1.1	1.0	2.7	3.1

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、展望未来：小家电行业机会更多

家电行业高速成长的时代已经过去，多数产品基本完成普及，单纯依靠分享行业增长红利将比过去更加艰难。行业增速平稳、竞争环境加剧的背景下，企业需要更加精细化管理、同时寻求不断提高效率的方式来保持自身竞争力，从而获取稳定的增长、保持良好的ROE。同时，按照过去四年牛股复盘的经验，我们希望在未来四五年中找寻有增长空间的行业、同时挑选有望超越行业增速且获得较高ROE的企业，它们也有可能成为未来四五年的牛股。

#### （一）未来五年小家电行业有望持续增长

##### 1. 大部分传统大家电保有量较高，行业整体进入成熟期

彩电、冰箱、洗衣机等大家电保有量普遍较高。其中冰箱、洗衣机、电视需求接近饱和，未来五年内将保持稳定或略有提升，新增需求不强，预计未来五年内行业主要以换新和产品升级换代为主。

空调、油烟保有量仍有提升空间，尤其是在农村地区等下沉市场还存在较大的市场空间。空调相较日本，保有量还有较大提升空间，另外，相较于城镇，农村地区目前保有量相对较低，均不足城镇保有量的50%。预计未来五年空调和油烟机市场会进一步下沉。

**表 7：2018 年我国家电保有量与发达国家对比（单位：台/百户）**

	城镇	农村	日本
电视	121	117	283
洗衣机	99	89	109
冰箱	101	96	126
空调	142	65	283
油烟机	79	26	不可比
干衣机	每百户平均 2 台		每百户平均 39 台
洗烘一体机	每百户平均 1 台		每百户平均 17.5 台
洗碗机	户均 10 件		户均超过 20 件

数据来源：中国、日本统计局，广发证券发展研究中心

在传统大家电增长空间相对较小的情况下，新兴品类凭借自身较大的市场空间和针对消费痛点的功能升级有望快速渗透。

干衣机、洗烘一体机作为洗衣机市场的拓展和升级品类，能够实现衣物快速清洁和干燥，有效解决双职工家庭白天没时间洗衣，夜晚难以晾干衣物的问题。目前保有量相对较低，未来随着消费升级，有望进一步普及。

洗碗机作为新兴热门品类，功能契合市场需求，减少人们工作强度，提高碗碟清洁效率，渗透率有望进一步提升。

## 2. 小家电市场整体保有量较低，未来有望持续增长

从保有量的角度出发，我们认为小家电，尤其是西式厨房小家电、健康家居、个人护理类小家电市场增长空间较大，在未来五年内有望持续增长。

**（1）小家电整体保有量较低，品类丰富，提升空间较大。**对比白电、厨电等传统大家电，我国小家电保有量较低，与发达国家存在较大差距。长期来看，消费升级趋势下，差异化、个性化的小家电产品将满足消费者日益增长的品质生活需求，小家电渗透率有望持续提升。

**（2）西式厨房小家电、健康家居、个人护理类小家电产品处于导入阶段，将长期受益于人们健康意识和消费水平的提高。**

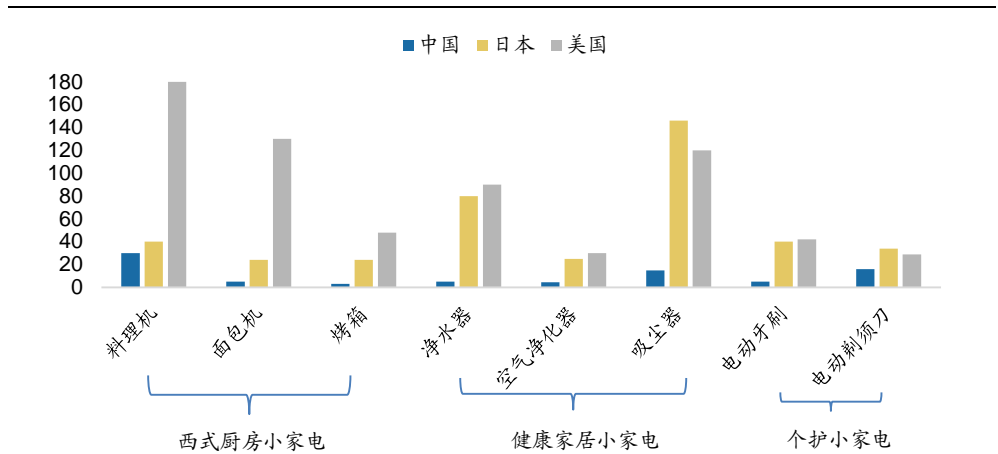
西式厨房小家电随着人们消费和做饭习惯的改变将快速渗透，发展空间较大。具体来看，料理机、面包机、烤箱等西式厨房小家电保有量显著低于发达国家，将受益于人们居家DIY烘焙和烹饪的需求上升，考虑到疫情影响和“宅经济”的推动，这些品类未来普及速度有望得到进一步提升。电饭煲、电压力锅等中式厨房小家电目前保有量相对较高，市场空间相对较小，未来发展主要以升级换代为主。

健康家居小家电具备健康卫生、品质生活的属性和较低的保有率，未来同样前景广阔。其中，净水器、吸尘器等使用频次高，保有量显著低于发达国家，随着消费者

意识提升上述品类将持续普及。空气净化器、消毒柜使用场景偏少，替代品（如洗碗机之于消毒柜）更为强势，从保有量的角度来看，发达国家对应品类保有量也相对较低，未来发展可能会受到替代品的限制。

个人护理类小家电凭借实用、方便、小巧等特点和相对较低的保有量，有望成为热门品类。个护类小家电目前类型丰富，电动牙刷、电动剃须刀等产品功能性明显，且保有量显著低于发达国家。随着人们对生活品质越来越重视，日常生活中将更加注重个人护理需求，部分个护类小家电有望成为生活中的必需品。

图 47：细分品类小家电保有量（台/百户）



数据来源：中国产业信息网，Gfk，广发证券发展研究中心

注：截止至2018年。

## （二）国内消费趋势变化分析：产品高端、智能、健康、细分化；人群年轻化；渠道重心继续向线上转移，工程渠道成部分品类的新渠道

未来五年内，消费群体年轻化将成为必然趋势，线上、工程渠道占比将进一步提升。

产品方面将更加高端智能，带有健康属性的产品会受到更多关注：

大家电产品消费趋于高端、智能化、健康化。带有消毒功能的干衣机、洗烘一体机有望迎来快速增长；

厨电产品有进一步升级趋势，套系化、集成化时尚高端厨电产品将受到越来越多的关注；

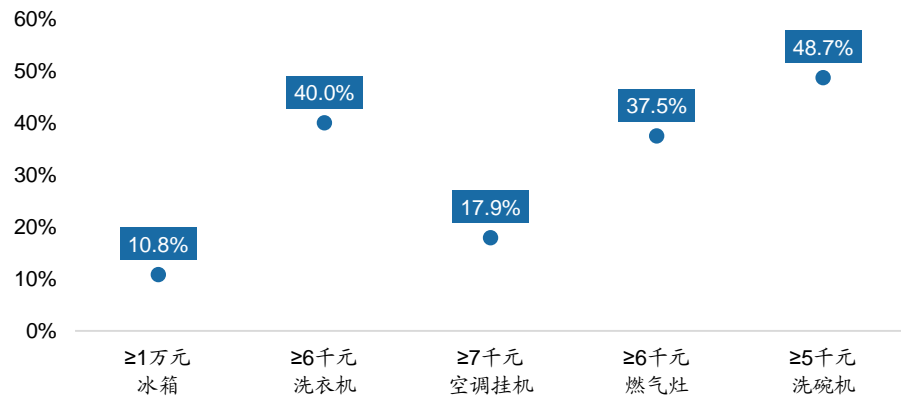
小家电市场存在两种趋势：（1）刚需产品高端化；（2）细分品类市场将进一步完善，高性价比且能有效解决消费者需求痛点的产品更易成为爆款。在健康意识变强、消费者年轻化的趋势下，电动牙刷、美容仪等个人护理类以及净水器、西式厨房小家电等厨房类小家电有望快速普及。

### 1. 产品消费趋势：高端化、智能化、健康化、细分产品性价比化

（1）中高端家电产品规模迅速上升，消费升级下高端家电将成为更多人的选择

2019年,我国家电消费进入存量升级时代。随着生活水平的提升和消费观念的转变,越来越多的人选择高端家电。

图 48: 高端价位各品类2019年销量同比增长



数据来源: 商务部研究院《2020家电消费趋势报告》, 广发证券发展研究中心

对于此,定位高端产品品牌在未来将持续从消费高端化趋势中收益。为了能在高端化趋势中占得优势地位,企业需要根据消费者需求,有针对性的对产品进行更新换代,从外观、设计、功能、材料、适用性等多方面进行品质升级。

## (2) 传统家电智能化有望成为对应品类市场拉升动力

随着人们对于便捷、高效生活诉求的提升,智能化家电产品的推出为消费者带来了解决方案。据中怡康数据统计,2019年中国智能家电市场总规模超过1937亿元。市场均价2771元,同比去年下降12%。

智能化产品正逐步代替传统家电产品,产品均价的下降同样加速了智能家电的普及。随着技术不断成熟和人们消费水平的提升,未来智能化将成为部分传统家电主要的增长动力。

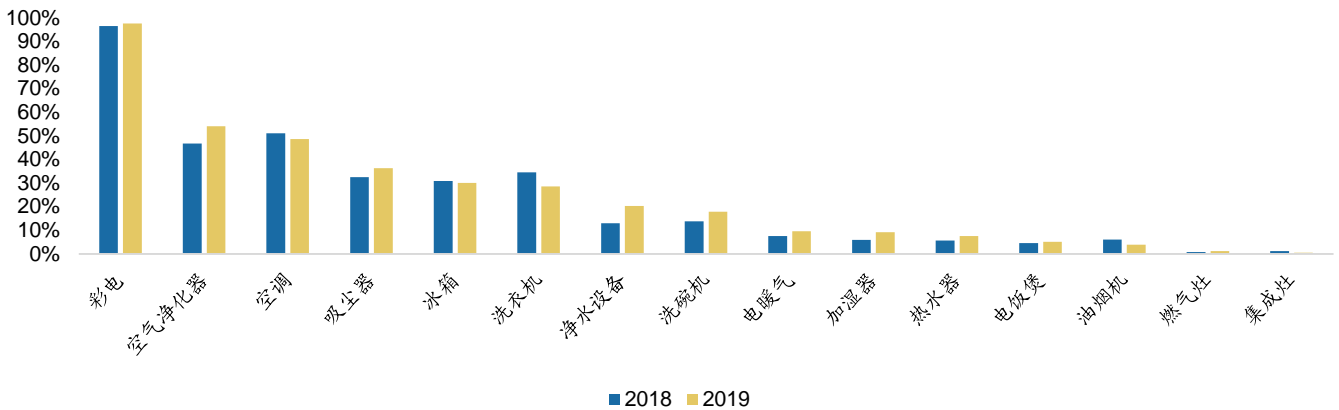
分品类来看,传统黑、白大家电智能化占比较高,厨电智能化占比较低:

**智能化程度提升以及技术升级成为未来黑电企业发展关键。**智能彩电零售额份额达到98%,几乎实现全智能产品覆盖;在5G技术升级、显示应用场景不断扩大的背景下,融合AI技术、物联网技术的显示产品,将催生出新的市场空间,企业需紧抓风口,迎接挑战。

**空冰洗产品智能化未来有望稳步提升。**目前,智能冰箱、智能洗衣机、智能空调在冰箱、洗衣机、空调市场零售额占比分别为30%、29%、49%。白电产品主要的智能改进体现在智能控制和后台联网两个方面,创新、研发能力强的企业未来有望在智能化转型过程中占得优势地位。

**厨房家电、大部分小家电产品智能化程度较低。**智能油烟机、燃气灶、集成灶占比不足5%,智能化程度较低。小家电中,空气净化器、吸尘器等家居小家电智能化程度相对较高。

图 49: 中国家电行业分品类智能零售额占比 (线上+线下)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

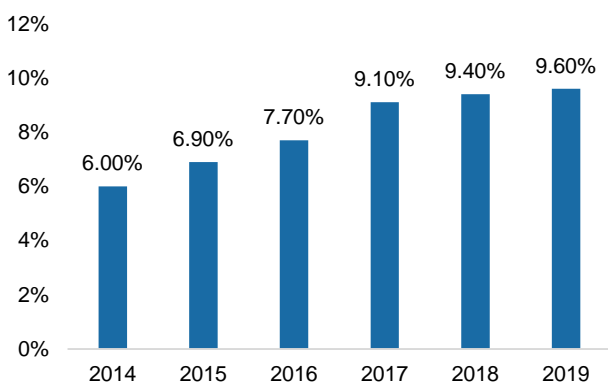
(3) 消费者对生活品质的追求提升, 健康功能的家电有望持续受益

近年来, 健康功能家电随着人们健康意识的提升和对于品质生活的追求而得到长足的发展。据奥维云网统计, 2014年以来, 健康家电占比逐年提升, 2019年健康电器在家电品类中的销额占比达到9.6%。近期受到疫情的影响, 消费者对于健康家电关注度进一步提升, 健康家电迎来新一轮快速增长, 我们预测未来五年内, 健康家电将持续从消费者健康意识的提高中收益。

随着健康家电市场的不断成熟和发展, 产品均价在激烈竞争中不断下滑。健康家电需求并非刚性, 产品定位为满足特定人群的生活改善需求。越来越多的品牌注重健康功能的家电产品, 进入者增加, 竞争加剧。

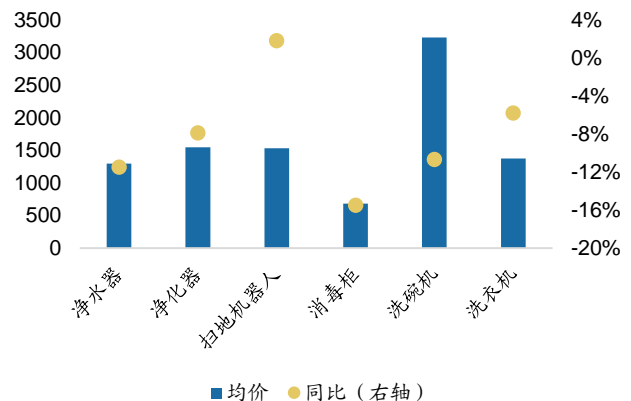
综上, 企业不仅需要紧抓行业风口, 合理布局健康家电市场, 同时还要思考如何进行技术创新, 保证质量的同时压缩成本, 不断创造出高配低价的好产品。

图 50: 2014-19年健康电器在家电中的销额占比



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 51: 2020Q1环境健康品类线上均价及同比



数据来源: 奥维云网, 广发证券研究所

**(4) 消费者需求细分化，高性价比小家电市场有望持续火热**

随着消费者群体生活水平的提高以及对于高品质生活的追求提升，对于能够节省时间和精力家电更加热衷。小家电凭借品类众多、应用场景广泛，加上较低的商品单价快速发展。

针对这一趋势，相关企业未来需要积极合理布局，既要不断丰富产品品类矩阵，又要基于不同人群、不同需求进行关联品类布局，从而形成套系化；同时，在主销产品之外，要积极探索小家电爆款，寻求突破点。

**2. 消费人群年轻化，萌潮设计提升年轻群体品牌好感度**

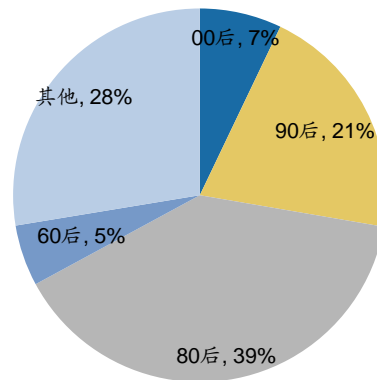
**(1) 家电市场消费圈层年轻化趋势明显，80后、90后为家电消费市场主要人群**

从消费群体年龄结构来看，80后、90后是目前家电消费的主力军，分别占家电消费量比重的39.4%、20.6%。从细分品类主要消费群体来看：

黑电、白电、生活电器、影音品类的消费群体都为新一代年轻群体，且目标受众大多处在人生重要转折点，例如初入职场或新婚阶段。

伴随着互联网成长起来的80后和90后更加追求时尚、注重个性，同时处于人生重要阶段的他们对于家电使用的便捷、高效有更强的诉求。

**图 52: 2019年家电消费量各年龄段占比**



数据来源：苏宁易购，广发证券发展研究中心

**表 8: 细分家电品类消费群体**

细分品类	消费群体
黑电	家庭用户是黑电的首要目标受众，占比超过 50%，其次为占比 37%的职场新人
白电	新婚人群占比 56%、家装人群为 51%，迈入新生活阶段的消费者对白电的需求较大
厨电	厨房电器目标受众处于 25-40 岁，且正步入亲子阶段，近三成的厨电目标受众拥有厚实的消费实力
生活电器	高达 79%的生活电器目标受众处在 18~35 岁
影音	46%的影音目标受众年龄在 24 岁以下，是最为年轻的家电消费群体

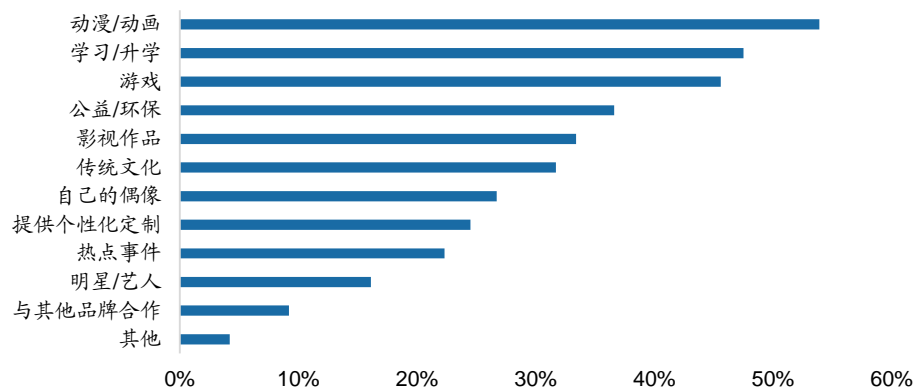
数据来源：腾讯实验室《2018家电行业人群洞察报告》，广发证券发展研究中心

## （2）未来五年内00后有望成为新的家电市场消费主力军

未来五年内，部分00后人群将迎来人生重要的拐点，根据前面提到的细分家的品类消费群体特征，00后有望成为家电市场新的主力军。

00后与其他年龄段的消费者相比更愿意为自身的兴趣付费，融合动漫/动画元素的产品更易引起00后注意。

图 53：产品中更易引起00后注意的元素



数据来源：2019腾讯00后研究报告，广发证券发展研究中心

注：研究报告调查人数N=4109。

## （3）结合萌潮元素的年轻化家电产品设计有利于提升年轻用户的认可度

未来家电产品年轻化可根据用户群体的消费习惯和消费导向进行相应的产品设计：

针对90、00后用户群体的个性、时尚追求，企业未来可以更多的和时下潮流品牌和IP进行联动，通过与时尚结合，在潮流艺术中重新定义科技与个性。

针对90、00后群体对于动漫等“萌”元素的喜爱，企业可以通过与动漫/动画公司进行合作，推出趣味性十足的萌系产品，从而通过差异化的产品增加品牌粘性。

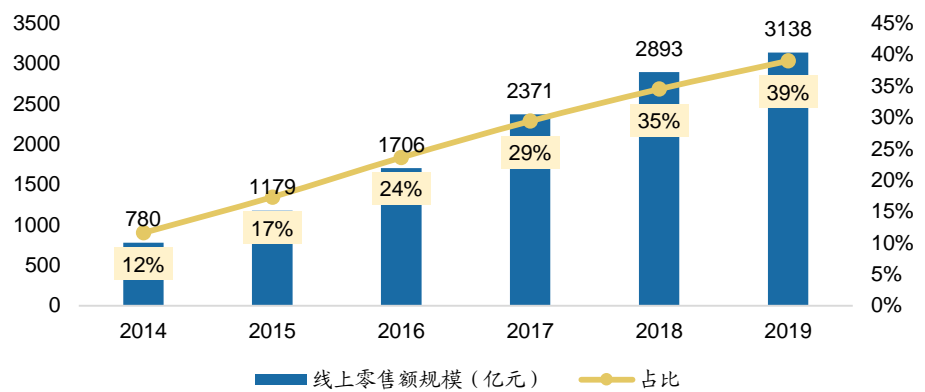
## 3. 消费渠道向线上转移，电商占比提升，直播渠道成为行业风口；房地产精装修政策快速落地，工程渠道红利未来有望随着房地产下沉进一步显现

### （1）线上渠道销售占比快速提升

近年来随着互联网的普及和电商平台的发展，家电市场线上渠道销售占比快速提升。据奥维云网数据统计，2019年线上零售额为3138亿元，占全渠道销售的39.0%。其中，小家电线上金额占比都在50%以上，销量占比则更高。



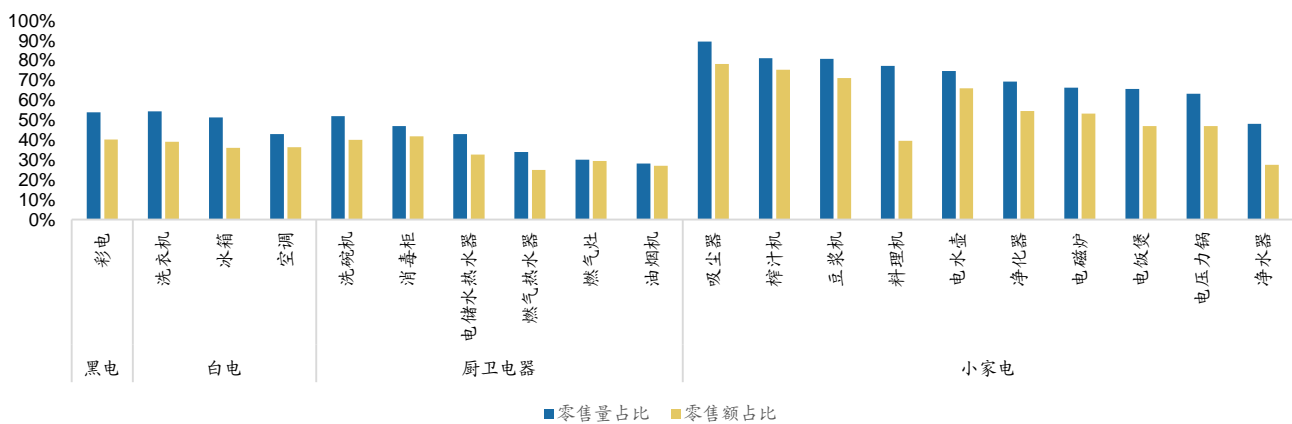
图 54: 家电线上零售额规模连年增长, 占比快速提升



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

注: 市场规模统计口径为黑电、白电、热水器、厨房大家电、家居小家电供给29个品类。

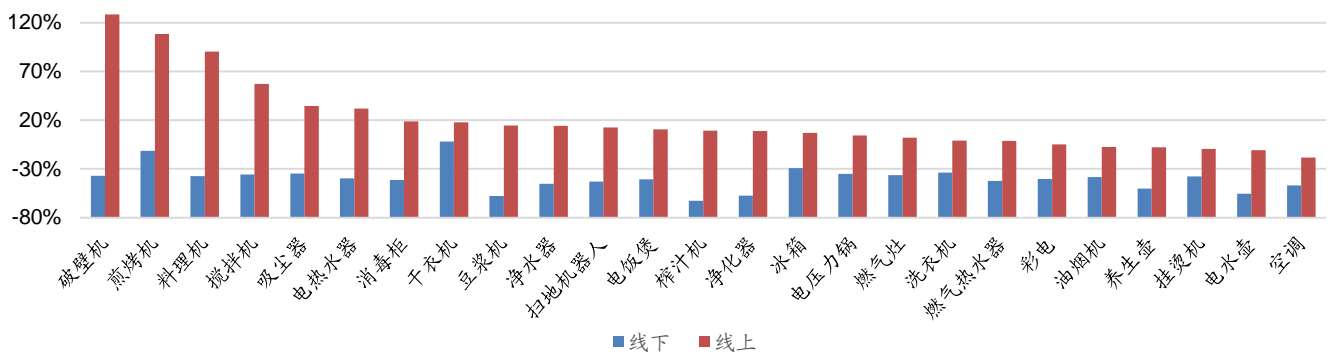
图 55: 2019年各子品类线上零售量、零售额占比: 小家电>大家电



数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

2020年以来, 疫情的高传染性与所实施的居家封闭等处理措施大幅增加了消费者在“家庭”场景中所逗留的时间, 对线下渠道销售造成巨大冲击, 线下渠道份额进一步向线上转移。

图 56: 2020 年至今各品类线上线下销售额同比增速



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

注：数据来源于奥维云网周度监测数据，上图时间为 2020.1.1-2020.5.17

### (2) 直播渠道成为行业风口

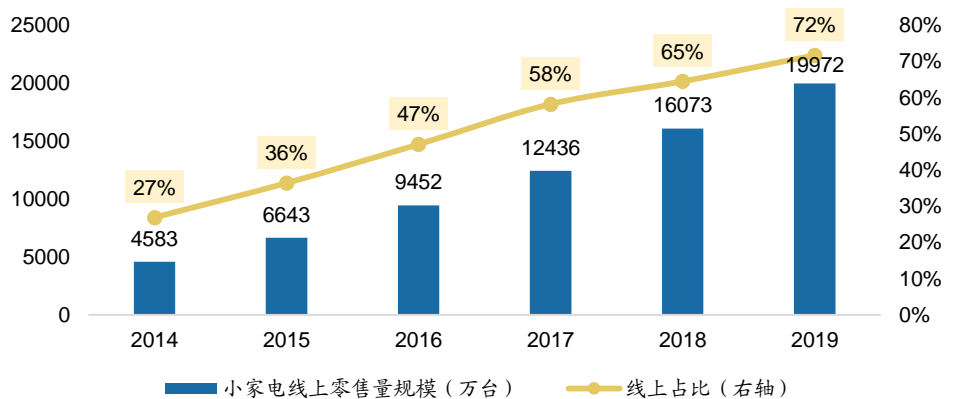
电商直播成为家电企业最重要的渠道之一。近年来随着智能手机与互联网的普及和用户消费习惯的改变，电商渠道的重要性与日俱增。直播电商作为内容类社交电商的一种，在传统电商流量面临枯竭的情况下迅速崛起。

据新浪科技报道，阿里巴巴集团公布的截至 2019 年 12 月 31 日季度业绩报告显示，2019 年 12 月淘宝直播的月活跃用户以及其带动的 GMV 同比增长都超过一倍，淘宝直播已经成为淘宝天猫商家最为快速及有效的销售模式之一。

### (3) 小家电行业契合电商销售和直播带货模式，未来有望持续从中获益

小家电行业以线上销售为主，2019 线上销量占比高达 71.7%。随着未来线上渠道的进一步发展，小家电行业有望继续依托渠道东风，快速发展。

图 57: 小家电线上销售量及占比



数据来源：奥维云网，广发证券研究所

合直播带货模式，直播带货模式对于小家电行业有着显著的促进作用：

**用户人群：**下沉市场、年轻化、女性消费者为主。目前，小家电市场渗透的空间较大，女性用户更愿意动手下厨、承担家务，对厨电和小家电产品的需求更强。

**消费行为：**KOL引导下的冲动消费。渗透率低的、具有新功能小家电产品更需要动态展示，使消费者了解其功能，更易促成冲动型消费。

**产品特点：**以高性价比的快消品为主。成为新型快消品的小家电产品需求价格弹性高、客单价低等特征使得其促销效果最好。

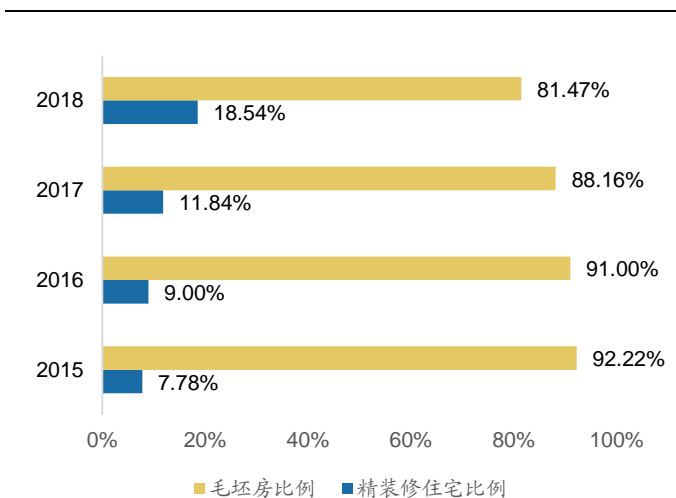
综上，未来五年内小家电企业借助渠道端优势将实现快速发展。相关企业应积极合理布局线上渠道，紧抓电商直播风口。

**(4) 精装修房屋占比快速增加，地产下沉趋势明显，工程渠道快速增长，厨电市场有望凭借渠道红利迎来新一轮发展**

随着国家房地产精装修政策的快速实施，我国商品房中精装修占比快速提升。据产业信息网数据显示，2018年精装修住房占比已经接近20%，同时住建部在2017年发布的《建筑业发展十三五规划》中明确提出2020年新开工住房全装修占比达30%。因此，我们预计未来精装修住房比例有望进一步提升，在此背景下，与地产商紧密联系的工程渠道红利凸显，

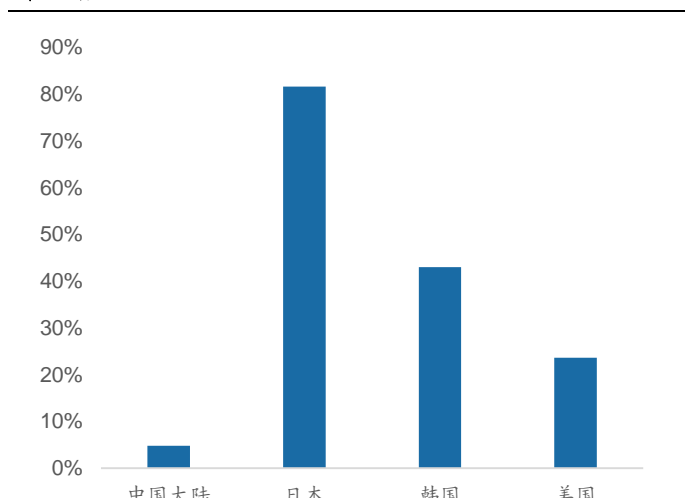
城镇化进程加快，低线城市消费水平提升加速地产下沉。目前，越来越多的房地产企业进军三四线及以下城市，市场下沉将进一步推动工程渠道的拓宽。

图 58: 我国商品房销售中精装修占比



数据来源：产业信息网，广发证券发展研究中心

图 59: 我国厨电行业工程渠道占比与发达国家还有较大差距



数据来源：产业信息网，广发证券研究所

注：均为 2018 年数据

目前我国厨电行业工程渠道占比与发达国家存在较大差距，发展空间较大。据产业信息网数据显示，目前我国厨电市场工程渠道占比相对较低，考虑到未来工程渠道的快速发展趋势，我们认为厨电市场将迎来新一轮的增长。

### （三）寻找未来五年可能的家电牛股

按照以上关于家电品类、消费趋势、渠道变化的分析，对应到具体的公司如下：

表 9：各品类企业对应消费趋势下的布局情况

消费趋势	小家电	白电/干衣机	厨电/洗碗机	其他
高端	新宝股份（摩飞）、苏泊尔、莱克电气	海尔智家（卡萨帝）	老板电器	
智能	科沃斯、石头科技	云米科技、海尔智家、美的集团	/	/
年轻	小熊电器、九阳股份	海尔智家（统帅）、美的集团（华凌）	/	/
线上	小熊电器、石头科技、新宝股份（摩飞）、九阳股份、苏泊尔、飞科电器	美的集团	/	
工程	/	海信家电（海信日立）、格力电器、美的集团	老板电器	/
行业集中度提升				欧普照明、公牛集团（LED 业务）

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

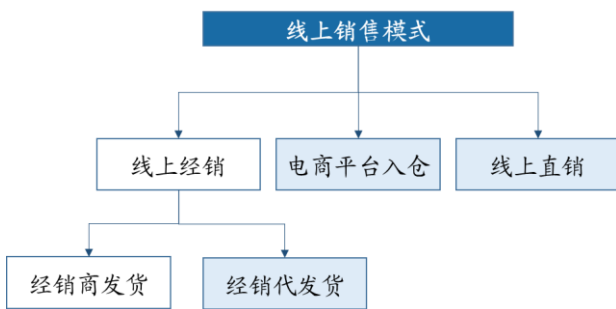
从公司的角度分析，小家电行业是子行业中成长性最好的子版块，也更容易产生持续增长的公司，其中新宝、九阳、小熊有望依托小家电行业发展的东风和公司自身产品、渠道端的优势实现份额提升，有望成为家电板块下一阶段的新牛股；

**1. 小熊电器：**凭借敏锐市场洞察力和产品创新力，快速品类扩张带动业绩快速增长在线上渠道快速发展，以及消费者需求不断细致化的环境之下，公司作为创意小家电龙头，极具潜力，在细分市场的市场份额有望持续提升，奠定强有力的龙头地位。

**（1）渠道端依托电商公司快速发展，坚守线上渠道，未来将进一步受益于行业重心的线上转移。**线上渠道的建设和创新举措使得公司能够充分享受电商红利。随着淘宝、京东等主要电商渠道增速逐步放缓，公司迎合市场趋势做出了相应改变：

公司开始拓展更多的电商渠道，如拼多多等平台，针对消费者的需求投放不同定位的产品；重视电商直播模式，让更多消费者了解产品；公司通过规范品牌标志、品牌名、吉祥物，打造“萌”系家电形象优化升级品牌。这些改变都进一步巩固了公司线上市场的地位，随着行业重心向线上转移有望成为公司未来发展的有力支撑点。

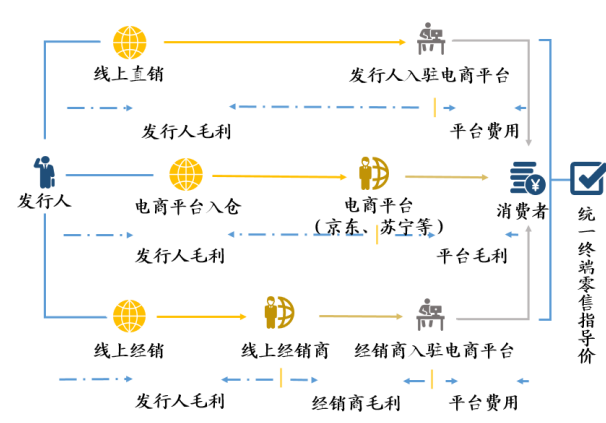
图 60：小熊电器线上销售模式分类



数据来源：中国家电网，广发证券发展研究中心

注：标蓝色为毛利率相对较高的销售模式。其中，电商平台入仓（与京东等大平台合作模式）与线上直销因直接销售给客户；经销代发模式因公司承担仓储与运费。

图 61：小熊线上不同模式价值分配拆解示意



数据来源：小熊电器招股说明书，广发证券发展研究中心

**（2）公司能够敏锐洞察用户需求，产品矩阵丰富，满足消费者对于细致功能和极致性价比的追求。**公司快速发展的背后是其产品力在做支撑，产品端公司具有良好的市场感知能力，能够随时关注用户需求变化，快速推进新产品跟随市场潮流：

公司旗下产品众多，可分为厨房、生活及其他小家电三大类别，包括养生壶、加湿器等20多个细分产品。同时，各个细分产品市场份额较高，多品类占据天猫商城热销品牌榜第一的位置。

图 62: 小熊电器产品矩阵丰富



数据来源: 小熊电器招股说明书, 广发证券发展研究中心

表 10: 小熊电器主要品类在天猫商城热销品牌榜分月排名情况

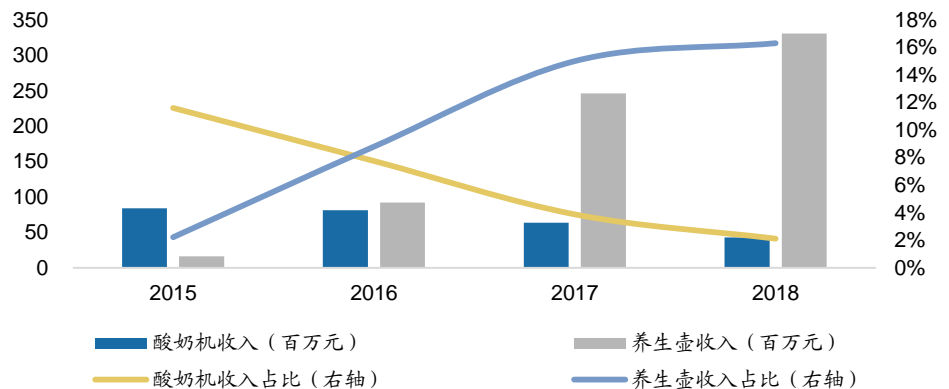
产品名称	2017 年度	2018 年度
电热饭盒	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
酸奶机	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
煮蛋器/蒸蛋器	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
多士炉	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
电动打蛋器	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
加湿器	全年各月均排名第一	1-3 月排名第一、4 月排名第二、5-6 月排名第一、7-8 月排名第二、9-11 月排名第一、12 月排名第二
电炖/煮粥锅	1-7 月排名第二、8 月排名第一、9-12 月排名第二	1 月排名第二、2-12 月排名第一
养生/煎药壶	1-10 月排名第一、11 月排名第二、12 月排名第一	全年各月均排名第一
绞肉/碎肉机	1-2 月排名第三、3-6 月排名第二、7-12 月排名第一	1-7 月排名第一、8 月排名第二、9-12 月排名第一

数据来源: 小熊电器招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司紧跟用户需求变化，积极拥抱新兴产品市场：公司创立之初主营酸奶机，但随着市场变化，公司并未墨守成规，而是以市场为导向，与时俱进。这种敏锐的市场洞察力和产品创新能力保证了公司在消费升级背景下细分市场的强大竞争能力。

准确把握市场风向，迈步个护、母婴市场：公司目前的用户群体主要为20-40岁的女性，与母婴、个护市场的消费者重合度高，叠加公司品牌的高亲和力和强延伸性，能有效助推公司的转型。

图 63：小熊电器主力产品：养生壶取代酸奶机成为公司拳头商品



数据来源：小熊电器招股说明书，广发证券发展研究中心

## 2. 新宝股份：深耕小家电出口多年，大力发展国内自有品牌，摩飞已初获成功

作为出口代工小家电龙头，出口业务稳定增长，凭借多年小家电产品研发和制造经验，通过国内新渠道打造自有品牌，目前摩飞通过社交电商模式已初获成功，逐步建立品质生活小家电的销售通路和品牌形象，未来有望复制摩飞经验打造多品牌运营平台，从而内销获得快速成长。

**(1) 出口稳定增长。**作为全球西式小家电制造龙头，多个品类全球产能第一，未来随着产品扩张和份额提升，外销有望实现稳定增长。

**(2) 大力发展国内自有品牌，摩飞已初获成功。**凭借公司海外代工的产品经验，覆盖100多个客户，且客户遍布全球，对全球消费者需求颇为了解，我们认为，公司能够一定程度把握国内市场需求和发展方向，在未来激烈竞争中具有很大优势。未来公司有望通过海外市场产品的代工生产和销售积累经验，结合国内用户习惯对海外爆款品类进行选择后引入国内，同时利用摩飞品牌对产品进行积极推广，精准触及国内消费者需求，持续从小家电产品的普及中受益。

图 64: 摩飞的产品系列: 无线榨汁杯、多功能锅最为火爆, 其他品类持续推出



数据来源: 淘宝, 广发证券发展研究中心

**(3) 利用摩飞品牌运营经验, 打造品牌矩阵, 有望更好地满足消费者个性化需求。**

公司坚持实施“一个平台, 专业产品、专业品牌”策略, 目前除了摩飞外, 运作的品牌主要为东菱和歌岚等。其中, 东菱主要提供大众化、性价比高的生活电器产品; 歌岚尚处于初创阶段, 定位个护美容电器。

公司在摩飞品牌业务取得亮眼表现的基础上, 有望通过拓展摩飞成功的运营经验, 推进专业品牌运作策略, 大力发展国内东菱、歌岚等自主品牌业务, 通过产品、渠道、营销方式等创新, 不断提高国内市场销售份额。

**3. 九阳股份: 积极拥抱渠道变化和消费者需求变化的传统小家电龙头**

作为小家电行业传统龙头, 公司未来有望持续受益于行业变化, 通过线上渠道的进一步发力、迎合年轻人市场特色化产品的推出、直播渠道的深入推广稳步提升自身的市场份额:

**(1) 受益于线上渠道的持续建设, 渠道端优势将成为公司进一步发展的支撑点。**近年来, 公司逐渐加大对电商渠道的投入, 通过制造互联网话题运营粉丝经济以及开设自营官方旗舰店等方式不断提高线上收入占比, 同时配合线下渠道形成覆盖不同圈层市场的立体渠道网络。小家电行业重心未来将向线上渠道转移, 占据线上渠道优势的九阳股份有望受益于此。



表 11: 公司发力线上渠道, 电商收入逐年上升

	2016	2017	2018	2019
线上渠道建设	通过互联网话题制造与讨论, 与用户、消费者和粉丝产生直接互动维护和运营数千万粉丝, 积极探索互联网下的粉丝经济。			开设自营官方旗舰店; 大力投入电商直播
线上收入占比	30%以上	约 40%	约 45%	55%
双十一表现	全网销售收入 3.5 亿以上, 100 分钟全淘销售额破 1 亿, 豆浆机夺小家电领域单品冠军。	全网销售收入 4 亿以上, 25 分钟全网销售额破 1 亿, 豆浆机、破壁机、面条机等品类销量全网第一。	全网销售收入 5 亿以上, 13 分钟全网销售额破 1 亿, 1 个小时全网销售额破 2 亿, 6 个品类销量第一。	全网销售额达到 7 亿元, 同比实现 40% 增长。

数据来源: 中国新闻网, 慧聪家电网, 公司公告, 广发证券发展研究中心

(2) 公司产品迎合市场年轻化趋势, 有望在 95 后、00 后消费者中树立较强品牌力。公司觉察消费圈层年轻化趋势, 积极推动跨界 IP 合作, 通过高颜值设计与趣味功能提升产品附加值, 进而提高合作款产品溢价。受益于产品创新与特色化, 公司有望获得更多消费者的认可, 提升市场占有率。

图 65: 九阳与 Line Friends 跨界 IP 合作



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 66: 公司打造“萌潮厨房”新概念



数据来源: 淘宝, 广发证券发展研究中心

(3) 公司紧抓行业风口, 发力直播带货, 为接下来的发展奠定优势。近年来随着智能手机与互联网的普及和用户消费习惯的改变, 电商直播成为家电企业最重要的渠道之一。行业渠道变换下, 公司积极拥抱电商直播, 品牌数字化转型进展顺利。与一般品牌不同, 公司注重直播团队培养, 打造线下导购 IP, 形成了“全员+全域直播”的独特模式。

图 67: 头部主播李佳琦力推九阳OneCup智能豆浆机

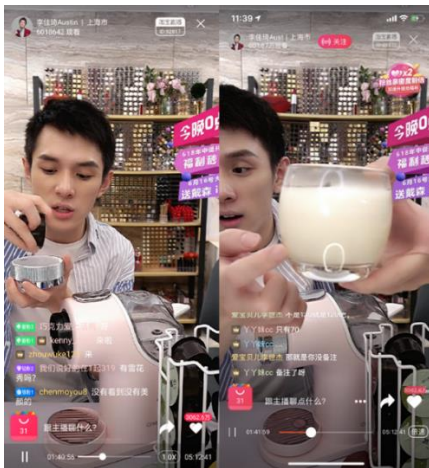


图 68: 全域直播带给用户线下购物体验



数据来源: 新浪新疆, 广发证券发展研究中心

数据来源: 中国经济网, 广发证券发展研究中心

小家电行业的优秀公司保持良好成长性,但是目前来看估值提升空间有限。白电中,我们认为,美的、格力、海尔作为龙头企业,能够把握产品高端、智能化,渠道线上化以及消费群体年轻化的趋势。考虑到空调产品尤其是在农村地区还有较大的成长空间,冰、洗产品消费升级趋势显著,我们认为上述公司将继续维持行业领先地位。

#### 4. 美的集团: 优秀的公司治理和快速的反应力执行力, 保障行业龙头地位

公司凭借完善的治理机制培养优秀管理人才,精准把握企业运营方向,同时依靠快速反应和执行能力抓住行业渠道变换机遇,积极布局电商渠道,奠定渠道领先优势,保障行业龙头地位。

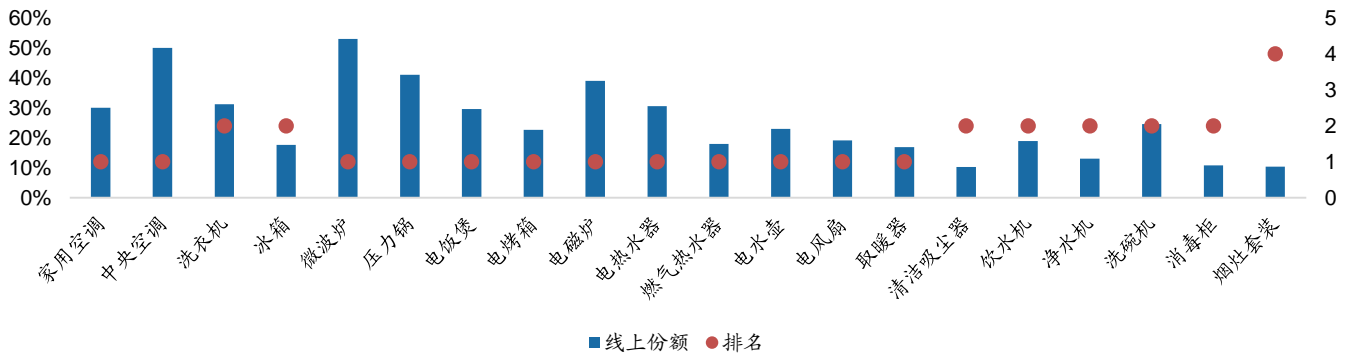
##### (1) 完善的公司治理机制与有效的激励机制奠定了公司持续稳定发展的坚实基础

公司拥有成熟的职业经理人管理体制、以充分放权与业绩为导向的事业部考核机制,执行力行业领先。同时,根据《美的集团: 发行股份吸收合并广东美的电器股份有限公司上市公告书》等公告,集团整体上市时深度绑定核心管理层利益,后续持续推出长效、滚动、多层次的激励计划,为公司发展奠定基础。

##### (2) 依托快速的反应力和执行力, 公司把握渠道变换机遇, 奠定线上渠道领先地位

公司依托多品类协同优势,准确把握行业渠道变换机遇,发力社交电商,总体保持高增长。据公司年报,2019年,美的全网销售规模接近700亿,同比增幅达到30%以上,在京东、天猫、苏宁易购等主流电商平台继续保持家电全品类第一的行业地位。线上渠道的领先地位将为公司在线渠道线上化的趋势下奠定领先优势。

图 69：2019 年美的主要产品线上市场份额及排名



数据来源：美的 2019 年报，广发证券发展研究中心

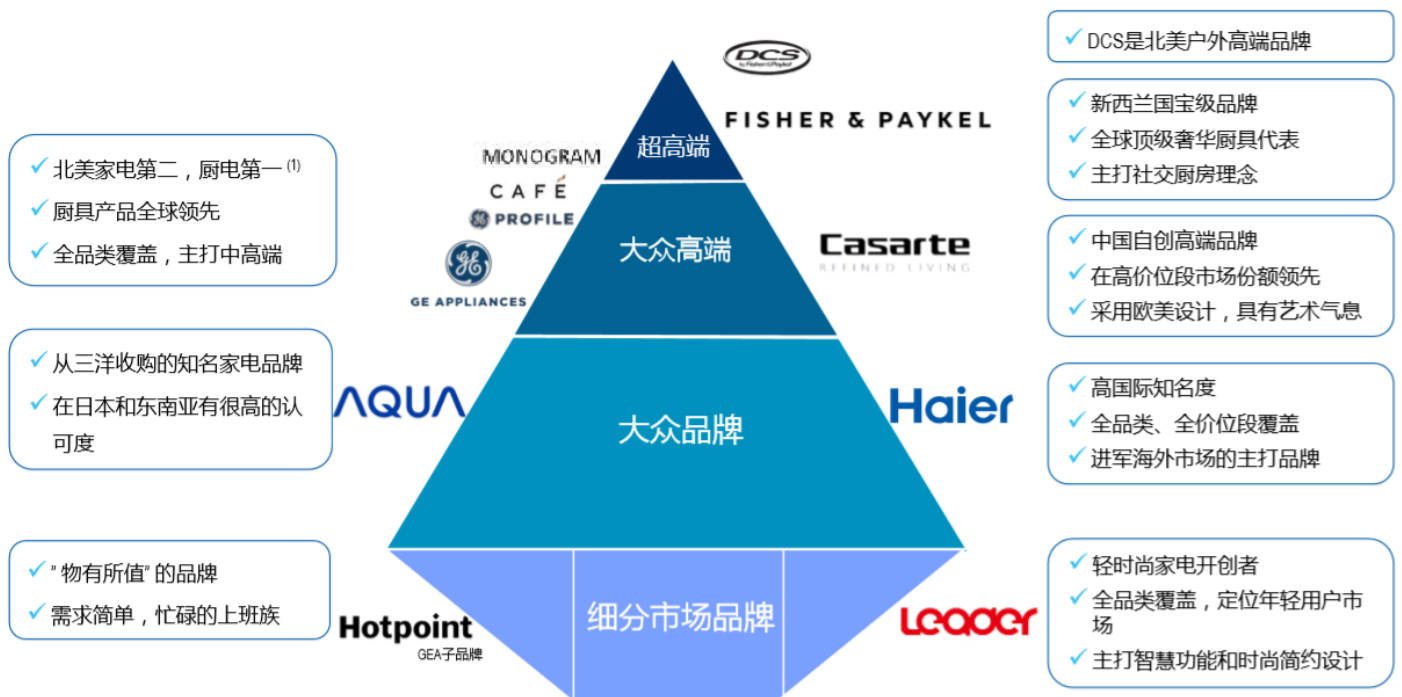
### (3) 国际化、多元化空间依然较大

目前公司约有一半的收入来自海外，包括原有出口业务、库卡、东芝等，在全球均有布局，未来有望享受成长性市场的红利、也有望在成熟市场获得更高份额。公司从2017年收购库卡后进入机器人领域，“科技集团”目前依然是公司的发展方向，未来多元化有望为公司带来新的成长空间。

### 5. 海尔智家：全球品牌布局完善，全面覆盖高中低端市场，看好卡萨帝发展前景

海尔全球品牌布局完善，全面覆盖高中低端。国内主要以“卡萨帝”“海尔”“统帅”三个品牌覆盖高、中、低端。

图 70: 海尔全球品牌布局, 全面覆盖高中低端



数据来源: 海尔官网, 广发证券发展研究中心

**(1) 通过高端品牌引领, 高端市场地位稳固, 为公司发展持续注入活力。**

海尔卡萨帝品牌规模持续扩大, 在冰箱、洗衣机、空调等白电市场实现持续增长, 不断丰富产品矩阵; 在厨电市场强化对智能、家电家居一体化产品的投入, 落地智慧厨房解决方案。同时, 公司推出干衣机、洗干一体机等消费升级产品, 利用对应品类行业成长性推动公司发展。

长期视角卡萨帝收入规模成长空间较大。根据测算, 长期来看高端家电市场零售规模有望达到1262 - 2361亿元左右, 对应371% - 781%成长空间, 卡萨帝收入规模有望成长至221 - 674亿元, 相比于2018年收入规模拥有接近269% - 1024%的成长空间。

具体可参考我们外发的报告《广发证券-家电商业模式专题(2): 卡萨帝, 高端家电领军者-20200308》。

**(2) 通过年轻品牌引导, 增加年轻用户体验触点, 提升品牌认知度和用户黏度。**

海尔Leader(统帅) 强化“简约、时尚、智慧”的品牌形象, 与无印良品跨界合作推出联名产品, 增加品牌在年轻人群中的曝光度, 帮助公司在消费群体年轻化的趋势中占得优势地位。

**6. 格力电器: 空调龙头受益行业增长, 混改后期待治理改善带来新成长**

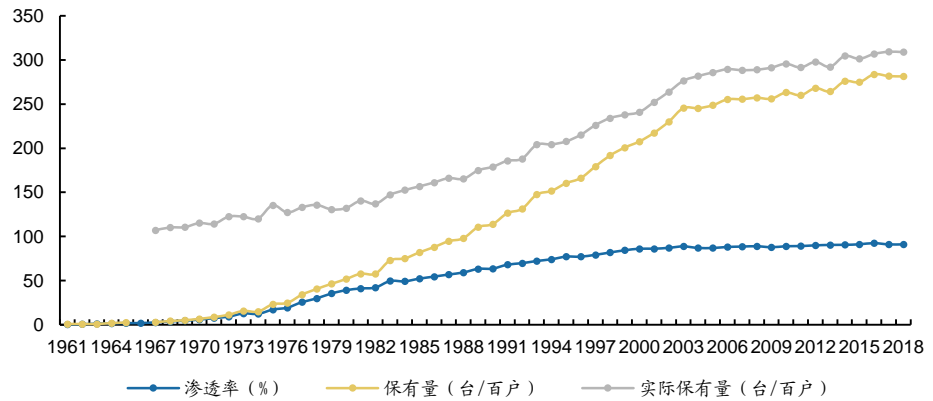
公司作为空调龙头, 有望持续受益于空调行业的进一步发展。同时, 随着混改完成, 期待公司治理结构优化、稳定分红预期带来的业绩增长与估值恢复。

**(1) 国内空调行业增长空间较大，公司作为空调龙头将持续受益。**

按照日本经验对我国空调保有量和内销量进行测算，2030年我国城镇保有量将达到250台/百户、农村150台/百户，内销量增长空间在50-66%。格力作为空调行业龙头企业有望借助行业增长的东风实现进一步发展。

具体可参考我们外发的报告《广发证券-空调内销的需求动力与空间测算-20200220》。

**图71：1961-2018年日本家用空调渗透率、保有量**



数据来源：日本统计局，广发证券发展研究中心

**(2) 公司混改顺利落地，治理结构改善可期**

2019年12月混改完成后，既有管理结构维持稳定不变且与上市公司利益绑定更为紧密，分红承诺也有助于提振市场对于公司的信心，公司长期以来压制估值的因素有望消除。同时，高瓴入局有望助力格力电器渠道端进行数字化、新零售变革，释放更大的经营潜力。

**7. 老板电器：高端厨电受益消费升级，精装房渗透率提升带来工程渠道快速增长红利**

厨电的市场集中度相对于白电和小家电来说更低，龙头市场份额约10%，仍处于洗牌期，未来情况尚不明朗。考虑到地产原因和工程渠道未来发展趋势，我们认为在此方面布局较为深入的龙头企业老板电器更有希望能够进一步提升自身市场份额。在产品消费高端化以及工程渠道拓宽的大背景下，公司将从自身高端定位和工程渠道优势中享受红利：

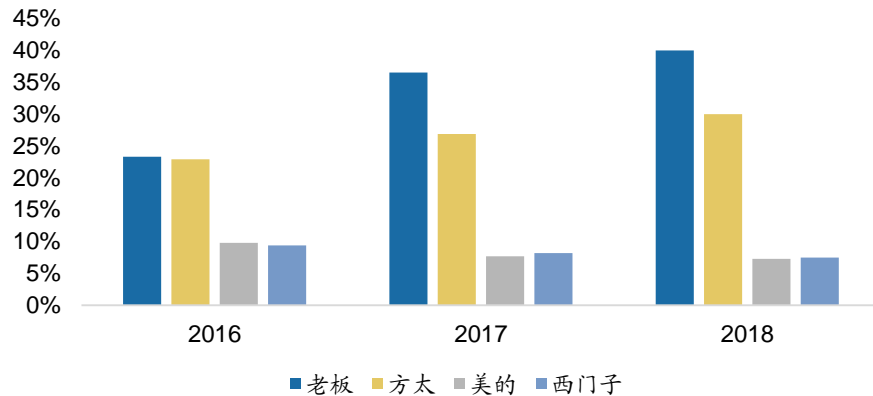
**(1) 品牌定位高端，持续从消费升级和产品消费高端化趋势中受益。**

公司坚守高端定位，目前茅山智能制造科创园项目建设顺利进行，建成后推动公司智能化、集成化等高端厨电产品迭代，智能制造升级，夯实公司长期发展基础。

**(2) 公司工程渠道占比稳居第一的，从工程渠道拓宽趋势中获取利润。**

2019年，“老板品牌”在精装修渠道市场份额为36.3%，持续多年稳居行业第一，销售额同比增长90%，竞争优势明显。在KA渠道整体低迷的情况下，未来公司可凭借工程渠道红利得到进一步发展。

图 72: 老板在精装修市场份额领先优势逐年扩大



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

## 四、投资建议

通过复盘过去四年收益率领跑板块的三家公司, 其均由业绩与估值双轮驱动。业绩层面: 所处行业有增长或存在结构性机会, 公司通过产品端研发能力进行产品升级、渠道端深化网络布局不断提升自身竞争力以获得业绩良好增长。估值层面: 有较好的盈利能力与较高的ROE水平、公司治理优秀或有边际改善, 带动估值稳步提升。

家电行业高速成长的时代已经过去, 多数产品基本完成普及。从保有量角度看, 彩电、冰箱、洗衣机等大家电保有量普遍较高; 空调、油烟保有量仍有提升空间, 尤其是三四线及农村市场。在传统大家电增长空间相对较小的情况下, 新兴品类凭借自身较大的市场空间和针对消费痛点的功能升级有望快速渗透, 如干衣机、洗烘一体机、洗碗机。小家电保有量还较低, 尤其是西式厨房小家电、健康家居、个人护理类小家电市场增长空间较大, 在未来五年内有望持续增长。

从目前国内消费趋势来看, 产品端的需求将更加多元, 包括高端、智能、健康、细分化; 消费人群将更加年轻化; 渠道重心继续向线上转移, 工程渠道成部分品类的新渠道

基于此, 我们建议重点关注受益消费升级和品类扩张带来成长空间的小家电龙头: 小熊电器、新宝股份、九阳股份、苏泊尔; 继续推荐业绩稳健、长期竞争力显著的白电龙头: 美的集团、海尔智家、格力电器; 关注受益消费升级和工程渠道红利的厨电龙头: 老板电器。

## 五、风险提示

### 续期持续低迷

受地产、经济影响，空调行业增速放缓；去年中美贸易战也增加了关税，现又面临国内外疫情影响，均对空调出口、内需产生影响。

### 行业竞争格局恶化

若渠道发生大变革可能会对传统龙头中短期产生转型压力，也可能给新进入者提供机会。行业内竞争格局将影响公司的盈利能力，竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

### 原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

### 汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损，影响公司利润

## 广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，带领团队荣获 2019 年新财富家电行业第三名、II China 第一名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名、II China 第一名团队成员。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名、II China 第一名团队成员。
- 高 润 鑫 联系人，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。



## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。