

量价底部复苏在即，立足长期拥抱变革

——家电行业 2020 年下半年投资策略

行业中期报告

◆板块回顾：疫情冲击强化竞争，景气周期底部，小家电为结构亮点。

疫情打断了 2019Q4 以来家电需求的弱复苏，2020Q1 板块收入同比 -24%。利润端，竞争接近极致，龙头外的企业已基本无法盈利。基本面探底叠加外资流动性压力下的净流出，板块 1~5 月累计下跌 3.5%，排名中游。但疫情也催化了线上购买比例的提升，社交电商模式的深化。小家电板块收入同比-14%，好于整体。新宝、小熊、九阳等小家电企业更是由于自己独立成长逻辑，1~5 月股价涨幅分别为 112%/87%/31%。

◆基本面展望：量价周期见底，行业复苏在即。

需求递延释放，趋势改善：疫情冲击下一季度行业零售规模下滑 30-40%。4 月起随着地产销售竣工、线下商业活动的恢复，销量出现趋势性回暖。虽然宏观经济压力对消费需求复苏力度存在压制，但考虑家电需求不会消失，后续将有递延释放的红利，同时全年也仍为竣工回暖的大周期，未来一年需求边际改善的趋势依旧明确。若不再“凉夏”，叠加积极促销，空调旺季需求或还有一定的增长弹性。

价格底部回暖，拐点临近：一季度在动销压力下，空调价格竞争更趋激烈，均价下行 20%以上。但 4 月起均价环比企稳，同比降幅收窄。预计格力旺季可以完成库存去化，去除包袱后，应对竞争将能够更加主动。届时伴随着新能效标准 7 月施行，同时随经济复苏与 PPI 反弹，有望迎来价格上行。

◆变革展望：本轮变局逐步收尾，立足长期拥抱变革。

行业的复苏的大前提下，各细分板块近年来的投资逻辑也显著受到渠道变迁的影响。**1) 白电：**随着格力库存的去化，本轮价格战将逐步收尾，在成本优势和品牌溢价支撑下，利润中枢也将逐步回归。中长期竞争平衡取决于格力渠道改革的推进与效果。**2) 厨电：**竣工回暖+精装修渗透率提升驱动下，龙头仍将继续受益 2B 渠道放量；但零售竞争仍有压力，品牌商需要尽快扩充产品矩阵，并提升传统渠道效率。**3) 小家电：**行业整体仍处在新流量红利期，但随着渠道迁移放缓，供给侧品牌越来越多，需要瞄准在组织模式、研发能力与供应链体系层面建立长期竞争力的优质公司。

◆投资建议：基本面回暖驱动资金配置迁移，板块估值有望系统提升。

疫情的冲击叠加宽松资金面，导致今年以来投资分化明显。家电作为典型的可选消费板块，当前与必选消费板块的估值差已达到历史高点。在低利率，优质资产稀缺的环境下，板块基本面的复苏将逐步驱动资金配置迁移，估值水平有望系统提升。投资逻辑分为两条主线：**1) 价值主线：**护城河深厚，业绩增长稳定的低估值龙头：推荐美的集团、格力电器、海尔智家。**2) 成长主线：**渠道模式变革带来的结构性成长红利：九阳股份、新宝股份，关注苏泊尔；产品普及尚有空间，地产竣工改善下较大弹性的标的：海信家电、老板电器、华帝股份、欧普照明。

◆风险分析：宏观经济衰退，内外销需求受损；商品房销售/竣工表现低于预期；去库存进度低于预期，行业价格战进一步延长。

增持（维持）

分析师

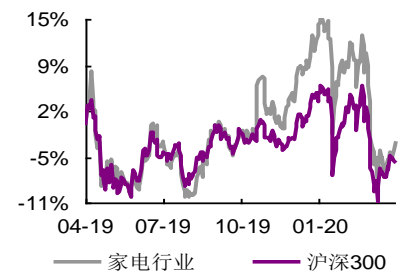
金星 (执业证书编号：S0930518030003)
021-52523878
jinxing@ebsec.com

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

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

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

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

复苏起波澜，黎明在眼前——家电行业 2019 年报&2020 年一季报总结
.....2020-05-05

投资聚焦

研究背景

2020年策略报告中我们提出温和复苏的行业需求中，竞争+变革+估值是三条主线。一季度突如其来的疫情打断了需求底部回暖的节奏，强化了龙头的竞争主线，倒逼了行业的变革趋势。展望下半年，一方面行业将迎来量价周期的底部复苏，特别是空调板块在“炎夏”带动下，需求存在超预期弹性。另一方面，渠道变迁对细分行业商业模式、竞争格局的影响仍在继续，一季度的疫情更是大幅加剧了这一进程。在新的渠道结构之下，如何去寻找细分龙头长期的竞争力，将是未来研究框架中最为重要的环节。

我们区别于市场的观点

渠道变迁对细分行业商业模式的影响比预期还要剧烈。在前期多篇报告中，我们一直在强调渠道变迁是消费品行业近年来发生的最大变化，随着封闭的渠道体系被打开，家电行业商业模式将从过去的“大规模制造+大规模分销”变为“品牌制造+高效零售”。

2019年以来，我们看到了美的高歌猛进，稳定多年的空调格局发生剧变；看到了摩飞的热销，被“美苏九”垄断的小家电领域走出了新宝这样的新贵。渠道变迁对细分行业商业模式、竞争格局的影响似乎比我们想象中来得更快、更凶猛。

渠道变迁的冲击集中体现后，短期变局将步入尾声。渠道变迁的过程中，空调这样一个教科书般的寡头垄断格局竟然也爆发了“惨烈”的价格竞争，曾经看起来地位牢固的格力净利连续两个季度大幅下滑。引发了市场对行业中长期商业逻辑的担忧，龙头是否具备足够的护城河维持一直以来的高ROE、高利润率？小家电行业商业模式在新消费时代发生巨变，如何寻找新阶段龙头公司的核心竞争力？随着电商占比在疫情之下进一步大幅提升，我们认为渠道结构的变化大概率已经渐入尾声，如何去寻找细分龙头长期的竞争力，将是未来研究框架中最为重要的环节。

渠道变革下的产业逻辑。1) 立足长期，坚守依旧存在的竞争优势与护城河：美的2019年的靓丽表现给出了最好样本，虽然渠道壁垒被打破，但面对新工具、新玩法，龙头做好应对后，制造端的规模成本优势和品牌号召力仍是长期不变的护城河，以及自身盈利能力的最重要保障。**2) 拥抱变革：**渠道变化是所有消费品都面对的既定事实，品牌商如果做好战略升级，用全新的组织模式、高效的运营效率去面对新渠道，依然可以在新的时代立足。以空调为例，多层级深度分销的体系为上轮周期龙头靓丽表现锦上添花，但随着新周期来临，信息系统和仓储物流的底层建设，新零售能力和思维的系统转变升级将是决定下个周期龙头表现的重要因素；而小家电这轮新需求和新流量红利也将进入下半场，供给侧品牌越来越多，需要瞄准在组织模式、研发能力与供应链体系层面建立长期竞争力的优质公司。

投资观点

基本面：量价周期见底，行业复苏在即。需求回暖趋势明显，递延需求逐步释放；且价格也出现了企稳回暖的迹象。随着格力旺季完成库存去化，行业价格战会逐步收尾。2020H2板块有望出现基本面复苏。**估值面：可选与必选消费估值差历史高位。**疫情的冲击叠加宽松资金面，导致今年以来投资赛道“拥挤”明显。后续家电板块基本面的回暖有望带来资金配置的迁移，估值水平将系统提升。

投资逻辑分为两条主线：**1) 价值主线：**低估值优质资产：**美的集团、格力电器、海尔智家。****2) 成长主线：**新需求和新流量红利带来成长红利：**九阳股份、新宝股份**，关注**苏泊尔**；产品普及尚有空间，地产竣工改善下较大弹性的标的：**海信家电、老板电器、华帝股份、欧普照明。**

目 录

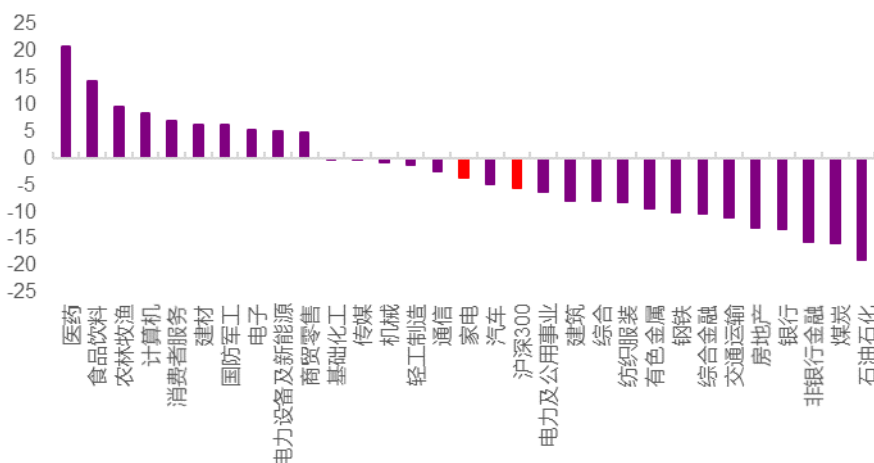
1、 板块回顾：疫情打乱基本面复苏节奏；小家电表现亮眼	4
1.1、 行情回顾：板块表现中游，小家电走出独立行情	4
1.2、 基本面回顾：需求底部复苏的节奏被疫情打乱	5
2、 基本面展望：量价周期底部，基本面拐点有望在 2020H2 出现	7
2.1、 需求展望：需求回暖趋势明确，弹性大小取决于宏观经济和夏季天气	7
2.2、 价格展望：二季度已现底部回暖，旺季后有望迎来拐点	10
2.3、 出口展望：疫情对出口影响将分步体现，但预计全年影响幅度较小	12
3、 战略变革：短期冲击逐步收尾，立足长期拥抱变化	14
3.1、 白电：空调变局接近尾声，护城河依然清晰	15
3.2、 厨电：渠道碎片化下的机遇和挑战	17
3.3、 小家电：新消费进入下半场，供给侧格局判断将更为重要	19
4、 估值：低估值性价比已凸显，基本面回暖有望带动估值修复	24
4.1、 疫情冲击压制板块估值，低估值带来性价比优势	24
4.2、 基本面复苏有望带动资金迁移，外资或是催化	25
5、 投资建议	26
6、 风险分析	26

1、板块回顾：疫情打乱基本面复苏节奏；小家电表现亮眼

1.1、行情回顾：板块表现中游，小家电走出独立行情

截至 2020 年 5 月 31 日收盘，家电板块年度累计跌幅为 3.5%；同期沪深 300 下跌 5.6%，板块涨幅排名中游，小幅跑赢大盘。

图 1：2020 年 1~5 月板块涨跌幅排名 (%)

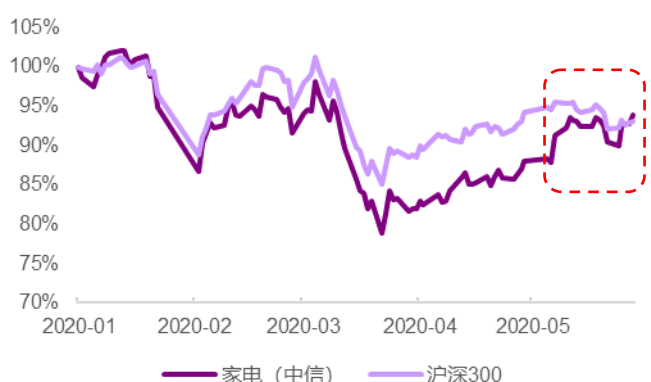


资料来源：Wind，光大证券研究所，为中信行业分类，下同

从“香饽饽”到“吊车尾”：疫情对短期基本面的集中压制是板块一季度大幅跑输的重要原因。

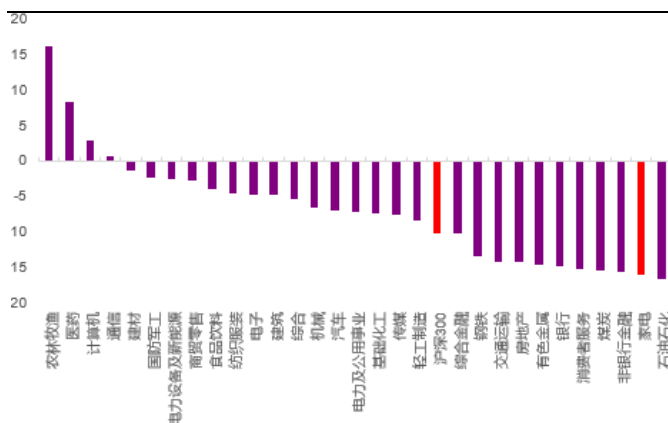
回顾板块 2020 年以来表现，2 月开始，新冠疫情对国内家电市场开始形成冲击，随后疫情又在海外开始扩散（板块海外业务有相当占比），双重压力下，市场预期一季度的基本面将深度向下探底。2020Q1 单季板块涨跌幅排在所有板块倒数第二位，一季度末公募基金重仓配置中家电占比 3.9%，较 2019 年末 5.7%有明显的环比降低。

图 2：家电（中信）指数与沪深 300 涨跌幅对比



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020 年 5 月 31 日

图 3：截止 2020 年一季度，家电板块涨跌幅排名倒数



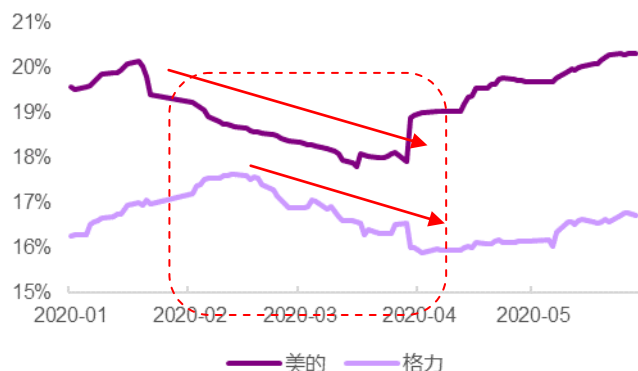
资料来源：Wind，光大证券研究所

海外流动性压力下的外资流出加剧了板块表现的低迷。

除了内资对于家电的减配外，海外资金的净流出亦是重要因素。海外市场在 2 月下旬开始出现资金流动性的系统性问题，外资纷纷流出“回援”。

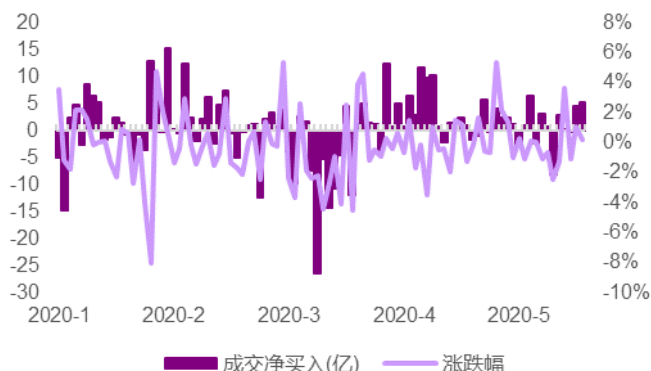
以格力为例，2月24~28日一周内，陆股通净流出规模接近19亿元。在外资集中流出的2~3月，格力/美的外资持股比例出现了非常明显的趋势下降。

图4：格力/美的陆股通持股比例：3月有明显降低



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止2020年5月

图5：格力北向资金净流入与股价涨跌幅相关性较高



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止2020年5月

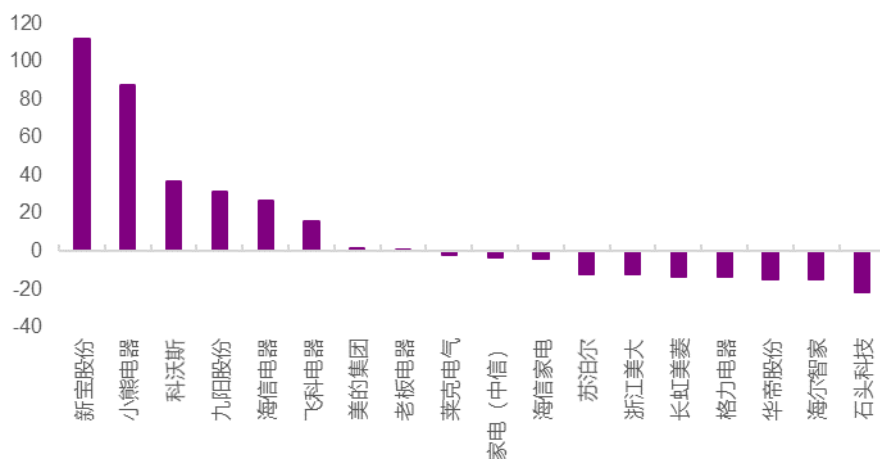
4~5月：疫情影响淡化+资金回流，4~5月板块跑赢大盘，跌幅收窄

但从4月往后，板块股价走势有了比较明显的回暖，一方面因为疫情对国内零售的冲击逐步减轻，另一方面因为国内外的资金面情绪有所回暖：1、海外资金逐步开始净流入；2、前期下跌后，板块龙头的估值低位，板块在消费行业的中相对配置优势开始逐步凸显。

板块分化：小家电板块逆势走强，新宝/小熊/九阳涨幅领跑，股价新高

从主要公司的股价表现看，受疫情冲击较小甚至部分受益的小家电龙头，叠加自身的商业模式红利和经营周期上行，基本面和股价表现良好。新宝/小熊/九阳1~5月股价分别上涨112%/87%/31%，表现领跑板块。

图6：2020年以来板块重点公司涨跌幅表现（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止2020年5月31日

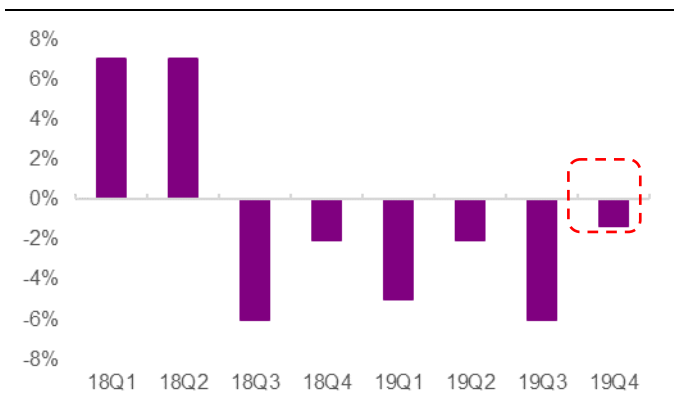
1.2、基本面回顾：需求底部复苏的节奏被疫情打乱

若无疫情，基本面处于什么周期？竣工支撑需求回暖，叠加企业库存周期反转，基本面本预计底部逐步温和复苏。

我们在年初的策略报告《竞争变革估值，三个维度看家电》中预判：1) 从竣工周期来看，2019H2 将进入竣工底部回暖的大周期中，并在 2020 年持续，住房集中交付有望带动家电需求温和回暖；2) 经过一年以上的弱周期徘徊，绝大部分企业的库存也基本处于周期底部；需求和库存周期的反转，2020 年板块基本面本该进入底部温和上行的周期。

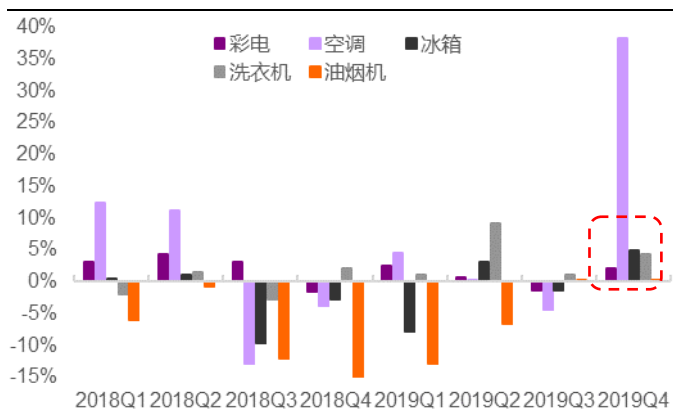
2019Q4 已有温和复苏的迹象。2019Q4 单季住宅竣工面积同比增长 17%。而伴随着竣工的改善，2019Q4 家电行业零售额同比下降 1%，下降幅度环比收窄（2019Q3 零售额同比下降 6%）。分品类看，空、冰、洗、彩电、油烟机单季销量增速全部转正，空调由于促销，单季销量同比+38%。

图 7：家电季度零售额同比增速：19Q4 下滑收窄



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 8：2019Q4 主要品类季度零售量同比增速回暖

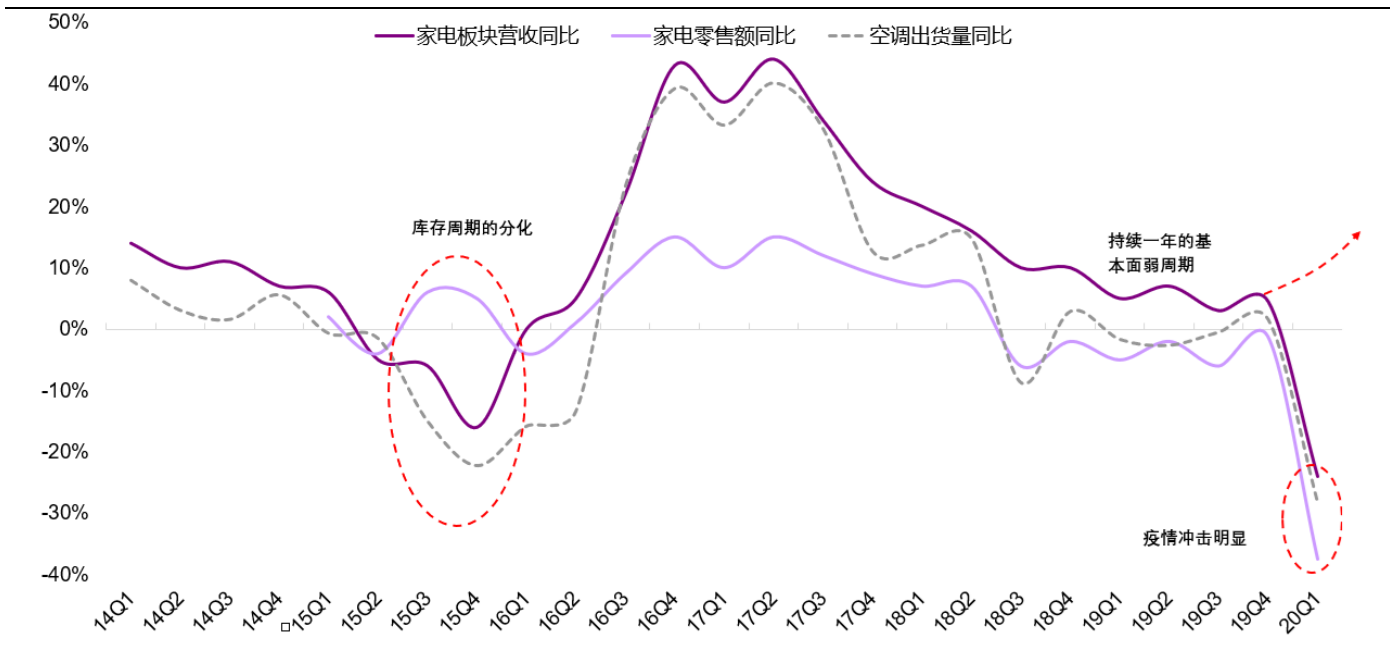


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

疫情冲击下，单季零售规模下滑 37%，板块收入下滑 24%

但疫情发生后，原先基本面复苏的趋势被打断。根据奥维零售推总数据，2020Q1 家电市场零售规模同比-37%，而板块单季营收增速从 18Q3 以来的个位数同比增长下降到同比-24%。

图 9：家电板块收入增速与零售需求表现：复苏节奏被打乱，2020Q1 受到明显冲击



资料来源：Wind，奥维云网，产业在线，光大证券研究所

一季度疫情对需求的冲击通过多方面体现：1) 疫情蔓延时，线下商业活动受到影响，零售场所人流下降；2) 部分有安装属性的产品需求递延；3) 商品房的交付装修活动被大幅抑制（2020Q1 商品住宅竣工面积同比下降16%，4月同比下降7%）。

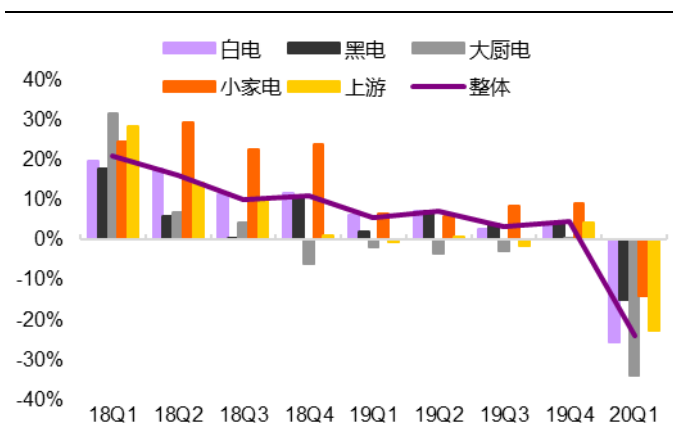
分板块疫情影响排序：大厨电>白电>上游零部件>黑电>小家电

从2020Q1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%)，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，需求还有一定的结构性受益，整体受影响相对较小。

行业景气周期底部，龙头全面强化竞争，二三线企业招架乏力

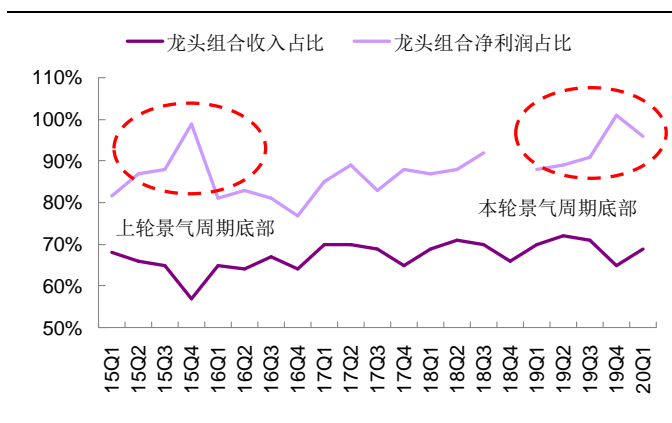
龙头组合（包括格力电器、美的集团、海尔智家、老板电器、华帝股份、苏泊尔、九阳股份、新宝股份、三花智控）收入占家电板块整体收入比重接近70%，但2019Q4和2020Q1净利润占比分别高达101%和96%。二三线品牌已经基本不盈利甚至亏损。企业分化明显，龙头盈利集中度提升。

图 10：分子板块营收同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：19Q4~20Q1 家电板块龙头外已基本不盈利



资料来源：wind、光大证券研究所

2、基本面展望：量价周期底部，基本面拐点有望在 2020H2 出现

2.1、需求展望：需求回暖趋势明确，弹性大小取决于宏观经济和夏季天气

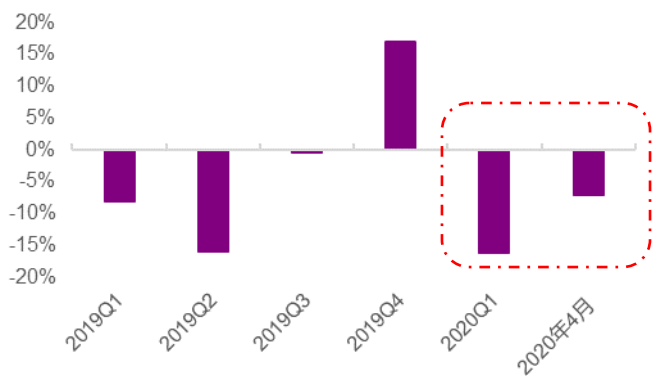
需求预判：地产竣工仍为正贡献，经济周期有压制，全年家电销量或小幅同比下滑

产品为刚需属性，全年需求表现取决于地产周期和宏观经济。展望后续，考虑产品为类刚需，所以虽然疫情期间销量有深度下探，但随着经济活动活动的回复，需求仍将逐步递延释放。从全年维度来考察，影响最终累计需求表现的主要为两个维度：1、商品房竣工、销售带动的相关需求；2、宏观经济周期对居民消费意愿的影响。分别来看：

地产相关需求：竣工进程将逐步恢复，全年预计仍为正向拉动。如果没有疫情的发生，按照新开工数据推算（滞后三年），2020年竣工面积有望保持10%左右同比增长（图13），并支撑空调、厨电等品类销量回暖。

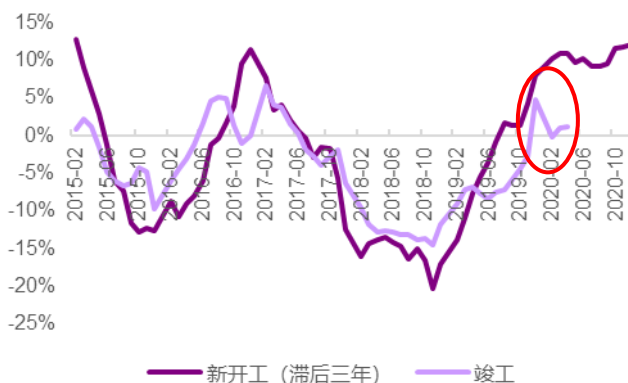
虽然疫情影响下，2020Q1到4月，商品房竣工面积一直同比下滑。但从大周期看，竣工与新开工（滞后三年）的走势一致性较高，我们预计竣工指标在短期偏离后，将重新向新开工面积指标（滞后三年）靠拢，全年预计仍有同比正增长（但低于10%）改善趋势不变，为正向贡献。

图 12：2020 年以来商品住宅竣工面积同比下滑



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 13：趋势看，竣工整体处在回暖大周期中

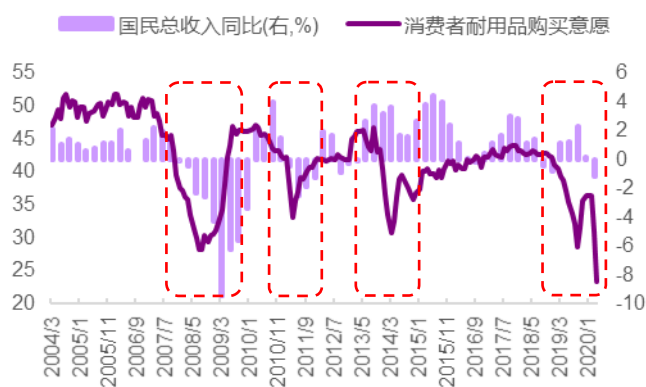


资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算，为12个月商品住宅新开工/竣工面积滑动平均，竣工该数据截止2020年4月

添置+更新需求：受到经济周期的影响。从日本数据看，居民对于耐用消费品的购买意愿显著受经济周期影响，且往往先于经济周期体现（图14）。而居民耐用消费品购买意愿的高低又会直接影响到产品的销量表现（图15）。

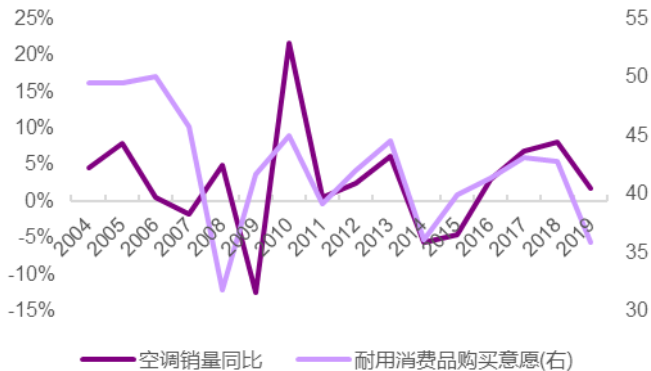
2008年金融危机发生，日本耐用消费品购买意愿出现较大幅度下行，当年日本国内空调销量对应同比下行13%（2009年同比增长20%）。而本次疫情中，日本消费者购买意愿指数再次下探（因为疫情的集中影响，短期下行幅度还要略高于2008年）。考虑日本2007~2010年间，家电购买行为中与地产相关的仅占10~20%（日本内阁府统计），所以需求下行主要是体现了消费者添置和更新需求的下降，所以我们类比测算国内家电对应需求。

图 14：日本耐用消费品购买意愿与宏观经济周期走势



资料来源：日本内阁府，光大证券研究所

图 15：日本居民购买意愿与空调销量增速走势



资料来源：日本内阁府，日本冷冻工业协会，光大证券研究所

空调由于一户多机的属性，弱经济周期中需求扩张压力更大，假设2020年这部分需求边际趋弱10%~15%（参考日本2008年数据）；冰洗、厨电边际趋弱5%~10%（日本2008-09年周期中冰洗销量个位数下滑）。

表1：主要品类2020年需求表现推算：竣工仍为支撑，预计全年下滑幅度可控

品类		空调	冰箱	洗衣机	烟灶
住宅购置相关需求	主要影响因素	地产竣工销售数据			
	竣工增速环比改善幅度	10~15pct			
	需求比例	35%	25%	27%	50%
	零售需求弹性	+3~+5%	+3~+4%	+3~+4%	+5~+8%
产品更新+添置需求	主要影响因素	宏观经济周期			
	边际变化	空调下降10%~15%，冰洗、烟灶下降5%~10%			
	需求比例	65%	75%	73%	50%
	需求弹性	-10%~-7%	-8%~-4%	-8%~-4%	-5%~-3%
整体需求增速环比变动		-7%~-2%	-5%~-1%	-5%~-1%	+0~+5%
2020E 预计销量增速		-7%~-2%	-5%~0%	-5%~0%	-5%~+3%

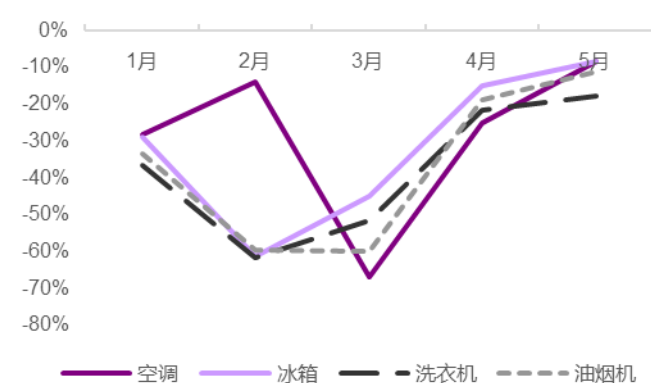
资料来源：奥维云网，国家统计局，产业在线，光大证券研究所测算

结合测算结果，我们预计2020全年空、冰、洗、烟机等品类全年销量或为小个位数同比下滑（年初预期销量有望个位数同比增长）。

递延需求释放，需求复苏趋势显现；天气或为旺季销量正贡献

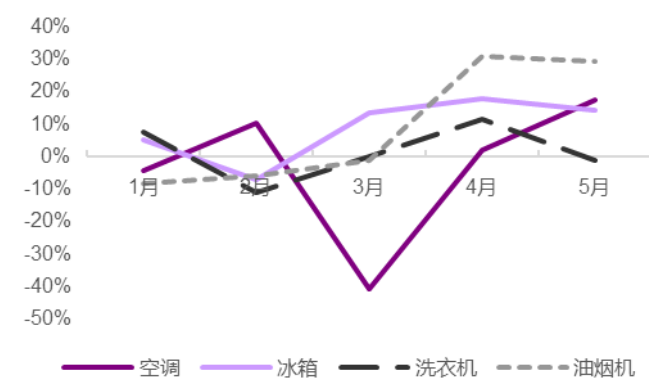
需求回暖趋势已经出现，5月销量增速逐步转正。从奥维零售监测数据看，随着商业活动的回暖，商品房销售交付的恢复，4月起需求开始出现边际改善，5月线下累计销量下滑幅度也基本收窄至10%左右，线上则继续保持较快增速。5月部分产品销量增速有转正迹象。

图16：2020年以来主要品类线下采样销量同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图17：2020年以来主要品类线上采样销量同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

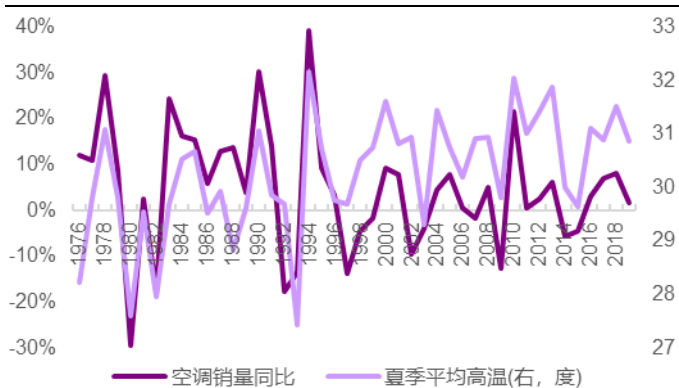
递延需求逐步释放，天气因素或影响空调需求恢复弹性。根据奥维推总数据，2020Q1空/冰/洗/烟机销量分别同比-51%/-23%/-27%/-46%。简单的进行静态测算，如果一季度受到冲击的需求在二三季度递延释放，那么后续部分月份有望有同比双位数增长的弹性。而对于空调品类来讲，实际需求增速的弹性大小或与夏季天气情况相关度较高。

2018~19两年“凉夏”后，2020年夏季温度能否更加“给力”？从日本数据看，空调需求与夏季炎热程度的一致性较高，为重要的影响因素。国

内在 2017 年后，2018-2019 年连续“凉夏”，需求主力的南方地区“多雨凉爽”，导致空调旺季销售未有明显增长（2019 年还略有下滑）。

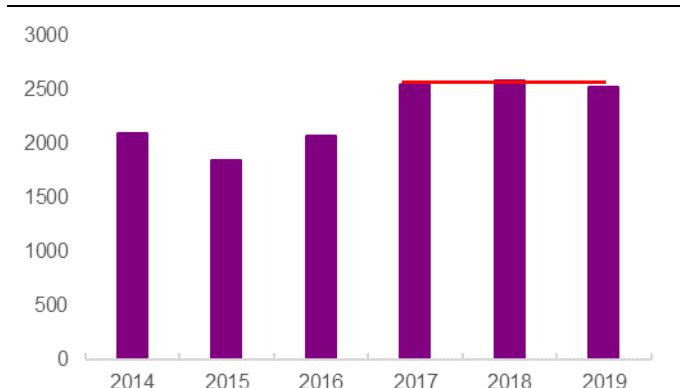
全球持续变暖的大背景下，经历了连续两年“凉夏”后，2020 年夏季温度再次低于预期可能性较小（5~6 月天气确实相对炎热），天气有望成为更为积极的需求驱动因子。如果夏季温度较高，结合品牌商的“618”大促引导，旺季月份的销量有望出现不错的同比增长弹性。

图 18：日本空调销量与夏季温度水平相关度高



资料来源：日本冷冻工业协会，日本气象局局，光大证券研究所测算，温度数据采取日本主要城市夏季日最高温度均值

图 19：2018~19 年南方多雨,旺季需求未有增长 (万台)



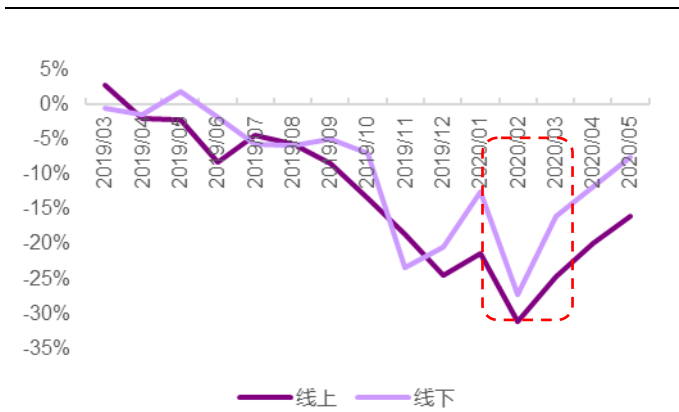
资料来源：奥维云网，光大证券研究所，包含 5~7 月的销量

2.2、价格展望：二季度已现底部回暖，旺季后有望迎来拐点

疫情导致龙头的去库进程被打断，强化了行业竞争主线。

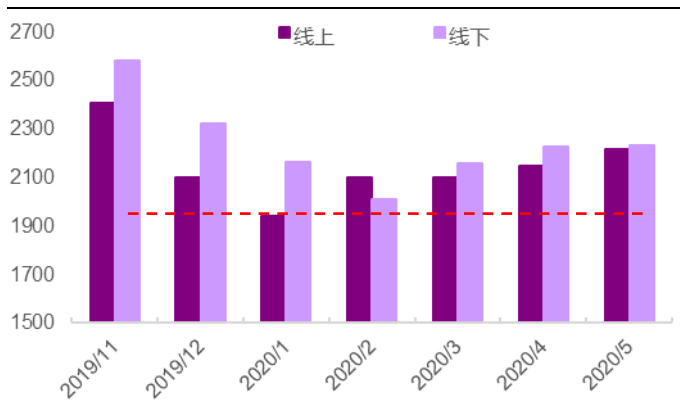
疫情的发生延缓了龙头的去库存进度，强化了一季度的竞争基调。若无疫情，格力库存随着春节后的“万人空巷抢格力”活动的开展或已逐步回归正常。但 2020Q1 疫情扰动下，需求快速收缩，格力渠道库存去化的进程被推后。而行业价格竞争的时长、强度和范围则在疫情中进一步强化。

图 20：空调线上线下零售均价继续同比下降



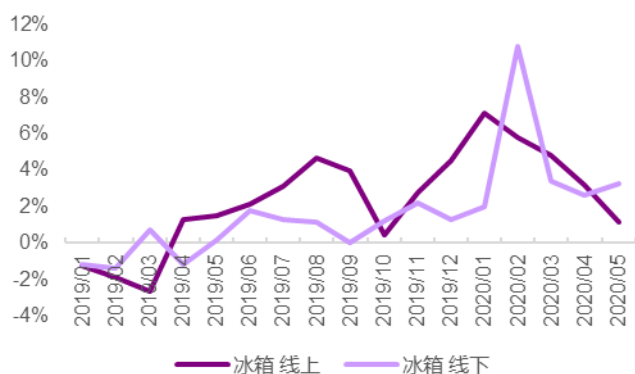
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 21：美的 1.5P 一级能效畅销挂机价格走势 (元)



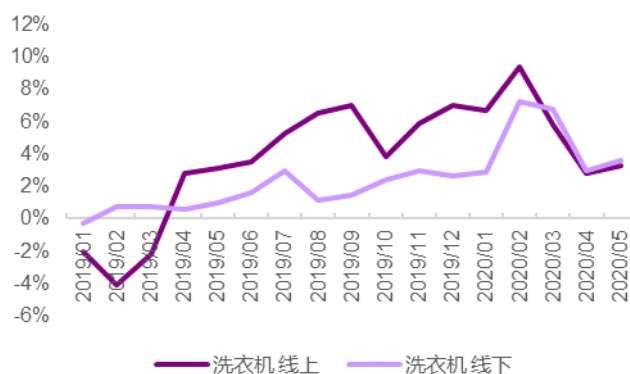
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 22：海尔冰箱零售量份额同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 23：海尔洗衣机零售量份额同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

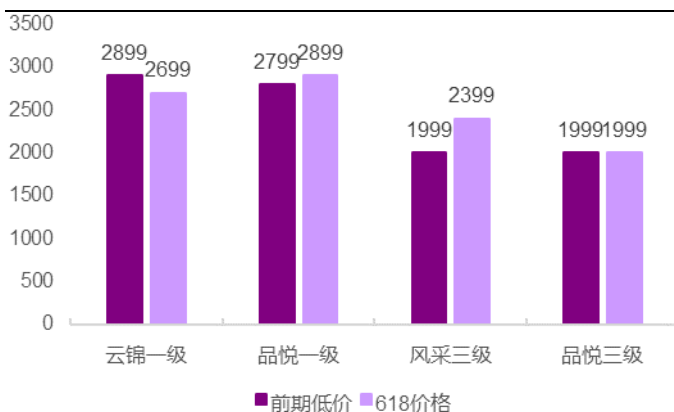
价格竞争最激烈的空调领域：根据奥维零售采样，空调行业 ASP 在 2020Q1 线上/线下价格分别同比-25%/-16%。美的主打的 1.5P（一级能效）产品价格进一步下探到 2000 元左右（基本相当于前期三级能效产品）。

需求下行带来的动销压力使得不仅仅在空调领域，冰洗、厨电等子行业也出现了降价促销抢份额的现象。而与之对应的，对应子行业的龙头份额在竞争基调下获得了同比走强（图 22-23）。

龙头理性竞争，4 月起价格底部企稳回升，“618”亦未突破前期低价。经过了一季度价格的再次下探后，4 月~5 月均价降幅持续收窄。空调代表性的特价机型价格也从底部有一定回升，即使“618”的促销价格也未再次突破前期低点；冰洗、烟机单月线下均价都获得了同比增长。

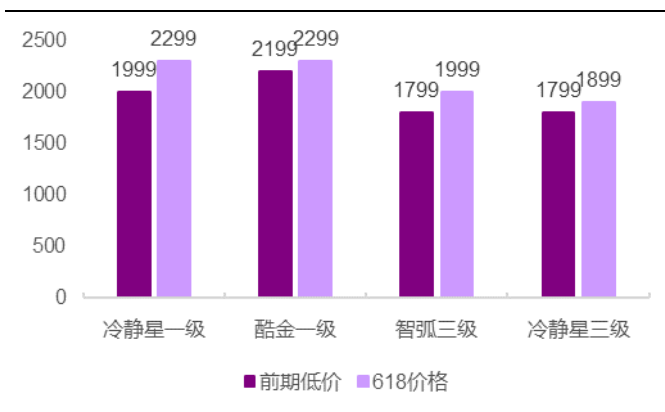
这表明行业的竞争仍是双寡头所主导的理性竞争。通过渠道效率提升，降价能力最大的美的，上市公司层面的利润规模最大化才是所要追求和保障的，不会单纯为了份额增长放弃利润率；而格力本身便有高库存压力，如果在相对温和且能承受的价格维度完成库存去化，也不必恶性低价。

图 24：格力“618”促销价格与前期最低价对比（元）



资料来源：淘宝网，购物党，光大证券研究所，为 1.5P 挂机

图 25：美的“618”促销价格与前期最低价对比（元）



资料来源：淘宝网，购物党，光大证券研究所，均为 1.5P 挂机

那么何时可以真正看到价格向上的拐点？预计在空调旺季库存见底后

为什么本轮价格战持续较长：龙头的战略和经营周期首次出现较长时间的分化。完成渠道提效和“T+3”升级的美的，在经营模式上和格力首次走向分化，并在 2019 年借助原材料价格下行，网批等新渠道扩张的红利，成

功抢夺份额，并拉进了与格力之间的差距。（空调价格战的详细论述可参见报告《空调的修昔底德陷阱》）而格力前期重心在于混改，后期开启去库存又遇到了疫情的冲击。导致前期的高价库存一直为自身经营的掣肘。

价格拐点的核心在于对双寡头的经营判断：2019年行业价格战是战略升级后的美的主动发起，2020年竞争基调的关键变量则在于格力，而格力的核心监测指标为渠道库存。

对于格力来讲，无论为了拿回零售端的主导权，还是消化渠道端的高价库存，都会对零售端保持较强的诉求。只要旺季空调需求没有大幅低于预期，旺季后格力的库存将基本获得消化。甩掉了“高价库存”这一沉重的包袱后，格力在价格竞争上将会恢复一定的主动性。

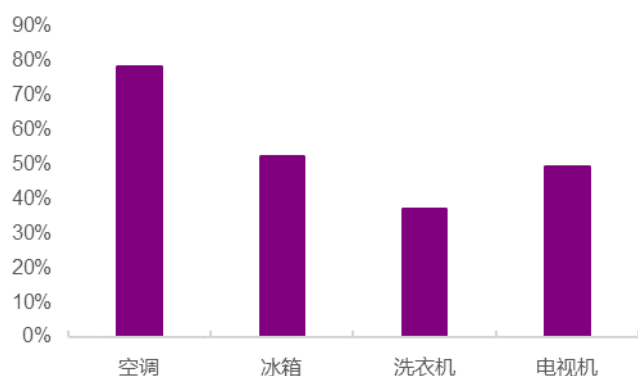
对于美的来讲，经过这轮价格战后，行业从单寡头逐步转向双寡头转变，CR2 已有 70%。奥克斯等二线品牌的也已经被明显挤压，但短期也难以完全出清（苏宁/天猫/京东等渠道也不希望行业参与者过少）。同时格力经营周期扭转后，在产品降价上灵活性更强，美的降价带来的份额弹性会趋弱。

所以，4~5月均价企稳回暖是价格战逐步接近尾声的积极信号。格力一旦在旺季后完成库存去化，结合新能效标准实施带来的产品升级，双寡头之间的价格战有望默契收尾，价格将迎来拐点。

2.3、出口展望：疫情对出口影响将分步体现，但预计全年影响幅度较小

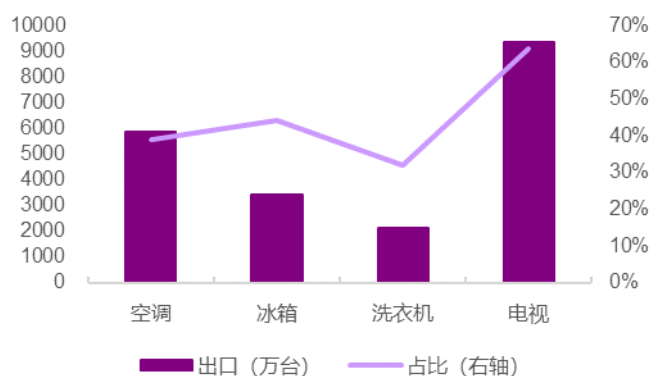
国内为全球家电产能中心，市场对家电板块的海外业务有一定担忧。根据产业在线统计，2017年中国空调/冰箱/洗衣机/电视机产能占全球比重分别为 78%/52%/37%/49%，而 2019年四个品类出口销量占内外销总量的比重分别为 39%/44%/32%/64%，海外业务的体量不可忽视。所以随着疫情在全球范围内的扩散和发展，市场对板块和公司海外业务潜在的下行风险担忧也油然而生。

图 26：主要品类中国产能占全球比重（2017年）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 27：2019年主要品类出口量占总销量比重



资料来源：产业在线，光大证券研究所

如何看待海外疫情对出口业务的影响，我们认为冲击分为三步体现。

第一阶段，疫情冲击国内生产活动，产能短缺影响出口。疫情主要冲击国内，海外受影响较小，出口业务下行主要为国内产能不足所拖累（主要在一季度体现），很典型的便是 OEM 模式为主的美的在一季度虽然在手订单

增长，但由于国内产能需慢慢恢复，单季出口收入同比下滑；而海外工厂为主的海尔在一季度海外业务收入仍有大个位数增长。

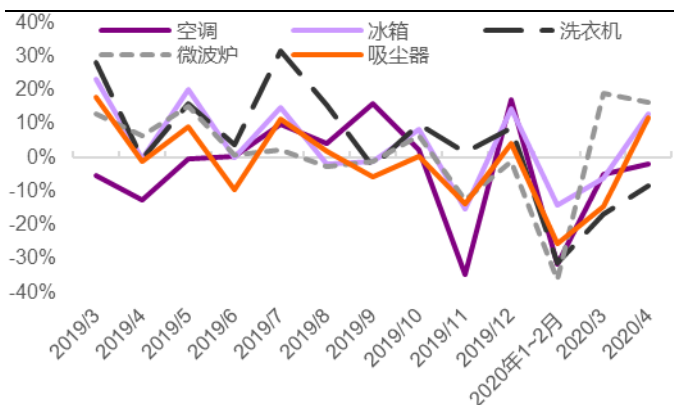
第二阶段，国内承接海外转移订单，龙头对冲不利影响。3月之后，国内生产活动基本恢复，但海外开始受到明显冲击。但是从美的、新宝等出口规模较大的公司经营反馈看，累计出口订单还有小幅增长。一方面海外工厂停产，国内产能率先恢复，龙头受益订单转移；另一方面，出于对后续缺货的潜在担忧，海外零售商进行了一定程度的囤货，支撑了短期订单的表现。

第三阶段：经济周期压力下，后续需求有回落预期。

但是展望后续，疫情冲击下，全球新一轮的需求收缩或难以避免。后续海外订单和需求仍将面临回落压力。我们参考2008-2009年金融危机中主要产品出口表现。其中空调品类波动最大，下行幅度接近30%（但2010年反弹幅度亦有50%左右），而其余品类的下跌幅度也仅为个位数水平。

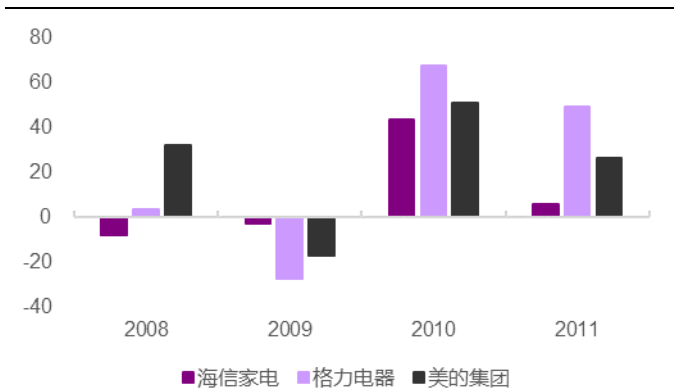
后续有订单回落压力，但龙头有能力对冲一定影响。全年看，出口业务或有同比下行的压力。但预计下滑幅度可控，且由于国内龙头产能恢复速度更快，订单集中度提升能对冲一部分行业压力。从利润结构来看，即使龙头整体出口同比下降10%（除空调外，该假设超出各品类的历史极值），大部分公司利润受冲击幅度也仅为低个位数，内销更是基本面表现的关键。

图 28：主要品类出口数量同比增速（月度）



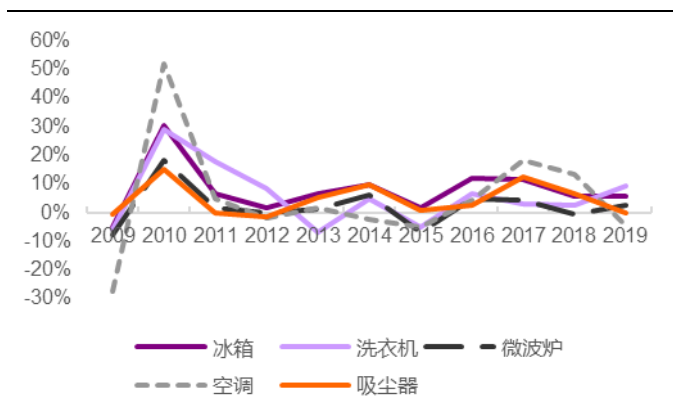
资料来源：海关总署，光大证券研究所

图 30：2009 年板块公司出口业务收入同比下降（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 29：主要品类出口数量同比增速（年度）



资料来源：海关总署，光大证券研究所

图 31：板块主要公司海外收入/利润占比推算（2019 年）

	海外收入占比	海外业务利润占比
格力电器	10%	估算2%~5%
美的集团	42%	估算30%左右
海尔智家	42%	估算25%~30%
海信家电	31%	估算10%~15%
老板电器	1%	极少
华帝股份	1%	极少
欧普照明	9%	估算5%~8%
新宝股份	79%	估算75%左右
九阳股份	6%	估算5%左右
苏泊尔	26%	估算30%左右

资料来源：Wind，光大证券研究所

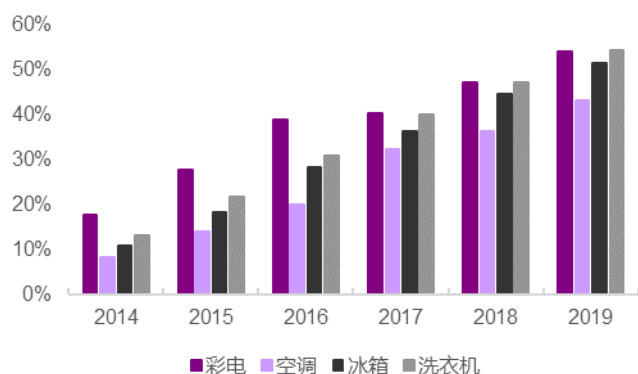
板块基本面展望总结：板块周期的核心决定因素还是在于内销表现。因为疫情带来的冲击，行业量价在 2020Q1 深度探底。但从 4~5 月的零售数据看，需求和价格均已经表现出底部回暖的迹象。而随着旺季后格力完成库存去化，行业价格战有望正式收尾，届时板块基本面将进入复苏周期（但向上弹性会受到经济周期的影响）。

3、战略变革：短期冲击逐步收尾，立足长期拥抱变化

渠道是近年来家电商业模式中最重要的变化因素。我们在《家电家居的下一个十年——从深度分销到高效零售》中系统梳理了家电渠道的前世今生，互联网的崛起不仅解决了信息不透明的问题，还打破了地域限制，提升了商品触达消费者的便利性，提升了购物体验。同时，借助社会化仓储物流效率的提升，渠道分销加价率大幅降低，效率远高于传统渠道。

根据奥维云网统计，2019 年彩电、空冰洗等品类线上销售量占比已经纷纷超过 40%。而根据全国家用电器工业信息中心统计，2019 年家电线上零售额规模 3108 亿元，整体占比达 38.7%。

图 32：主要家电品类线上销售量占比逐年提升



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

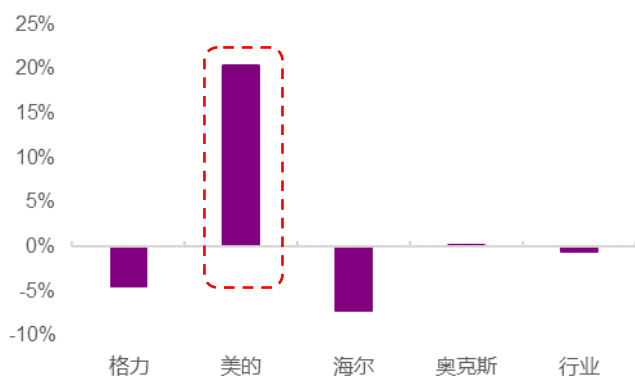
图 33：零售巨头还在加速在低线城市下沉布局



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

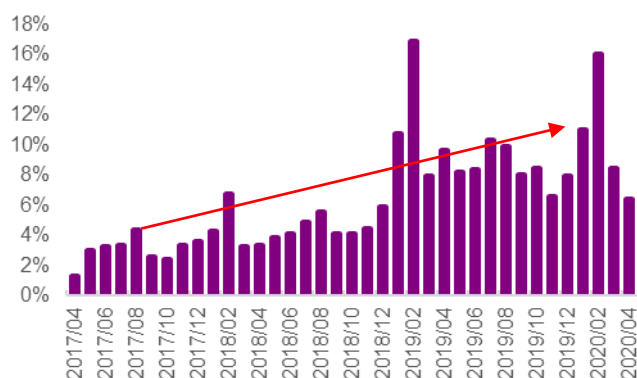
近年来，渠道变革带来的格局变动案例层出不穷。而渠道高效化、碎片化与开放化的更迭对竞争格局的影响也很显而易见：打破了原有产业链的价值分配，新品牌有了突破的空间。所以在这轮变革的浪潮中，我们看到了空调行业的变局：奥克斯借助初代电商红利实现崛起，美的 2019 年以来渠道升级后份额高歌猛进；目睹了小家电行业中万年不变的“美苏九”格局中走出了异军突起的“新消费”新宝；也看到了厨电行业中法迪欧、苏泊尔等新玩家借助渠道实现了快速崛起。

图 34：2019 年美的空调内销量逆势增长



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 35：法迪欧线下零售量份额提升到 10% 左右



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

近两年板块格局和龙头基本面的剧变，是因为短期战略和经营周期分化的集中体现。一方面，变化会带来新的商业逻辑和投资机会（比如新宝）；但另一方面，变化也会使得过去的商业模型发生改变，白电的板块格局，龙头基本面出现了调整。

我们认为，由于渠道端的变化比我们想象中来得更快、更凶猛。所以，经营和战略调整更快的企业在短期会凸显出巨大的领先优势，导致变革带来的冲击在竞争格局和基本面方面出现集中体现。

短期变局将逐步收尾，立足长期竞争优势，积极拥抱产业变革。我们认为渠道变革带来的冲击在集中体现后，将逐步收尾。龙头底层制造端和品牌端的优势仍是利润溢价的最底层逻辑，只要进行战略跟进，格局会逐步重新恢复到一个寡头集中度更高的稳态，龙头利润率也将回归之前的中枢。

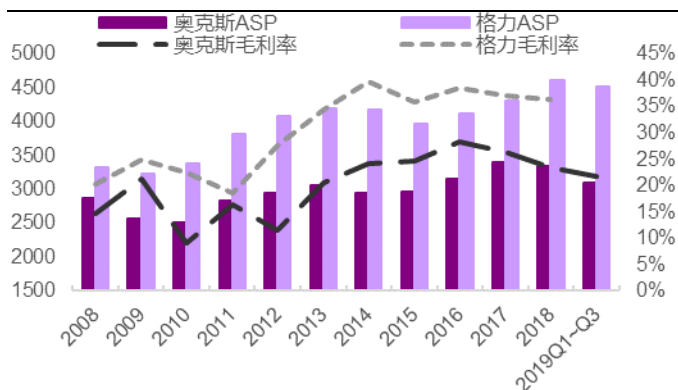
但短期基本面企稳后，对于公司的投资逻辑的观测将聚焦到更长维度的战略布局和升级上：诸如战略思路全面转向高效零售，数据化、仓储物流、新零售底层能力的升级。

3.1、白电：空调变局接近尾声，护城河依然清晰

格局的变动，引发市场对于家电龙头垄断力的担忧：龙头盈利中枢是否会趋势下行。过去的商业模型中，龙头的壁垒在于两端：规模制造+规模分销。而渠道变革的发生开始弱化龙头建立的深度分销壁垒。而在过去中美家电行业对比中，我们就提到过：国内家电形成垄断定价权的一个重要因素就是对上下游均保持强大的掌控力。那么，在“两条腿走路”变为“单轮驱动”后，板块龙头的盈利中枢预期是否真的需要下修？

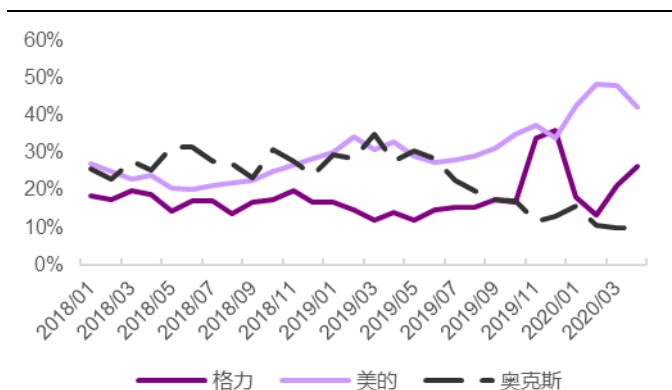
首先，渠道开放后，是否意味龙头无法维持对于二线品牌的超额盈利了？2012年后，龙头在弱成本周期中宽松提价，利润率稳步提升，但也留给了二线品牌充足的盈利空间。奥克斯借助电商顺利崛起。那在电商占比高企的背景下，为了维持自己的份额水平，是否意味着龙头必须挤出自己的超额盈利水平，来抑制二线品牌的不断成长？并非如此。

图 36：龙头宽松定价，奥克斯借助电商渠道崛起



资料来源：Wind，中怡康，光大证券研究所

图 37：龙头挤压下，奥克斯线上销量份额下降到 10%



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

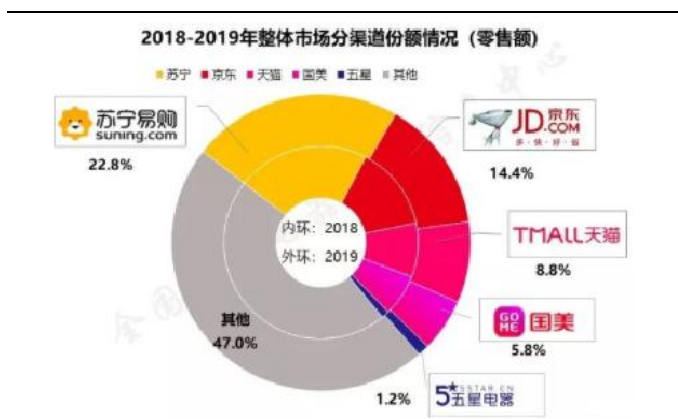
美的 2019 年表现证明，龙头可以很好的拥抱新渠道，无需牺牲利润率便可有效的压制住二线品牌。美的 2019 年靓丽的财务表现就已经是最好的案例：过去龙头因为兼顾线下而对新渠道有所保留，本质为电商渠道品牌的奥克斯得以快速增长。但美的完成了传统渠道的改革提效后，积极拥抱新渠道，缺乏品牌力支撑的奥克斯份额被快速挤占。且龙头利润率稳中，但二线品牌成本端的劣势也暴露，空调业务基本全面亏损。

所以，不难看出，制造端的成本优势和品牌端号召力才是龙头利润率优势的根本，分销环节只是锦上添花。拥抱新渠道这件事情，二线品牌有能力做，龙头可以做的更好（品牌越强，电商扣点越低，份额弹性越大）。所以或许利润率难以再上台阶，但对现有利润中枢却无需悲观。

进一步思考，家电从过去自建渠道到现在的外部渠道占比越来越高，会不会导致渠道商对上游家电利润的挤占？美国家电企业在自身竞争格局良好的情况下，利润率一直低位波动。很重要的原因便是其上下游（制造+销售）完全开放，整机企业只承担品牌运营的职能。

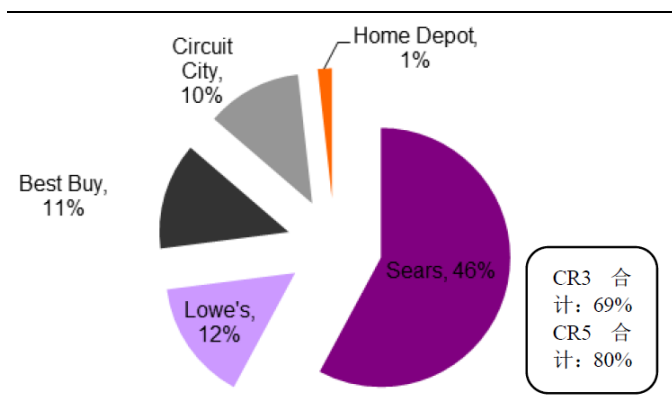
那么，国内家电企业现在不可避免的面临自建渠道向拥抱外部渠道的转换，会不会导致渠道龙头向上游挤占家电品牌的利润？

图 38：国内家电渠道格局还相对较为分散



资料来源：全国家用电器工业信息中心，光大证券研究所

图 39：美国渠道集中度已经很高（2010 年）



资料来源：欧睿咨询，光大证券研究所

目前来看，无需担忧。因为相比较寡头垄断的家电格局，下游零售渠道格局还相对分散。如阿里等零售巨头，也还面临这拼多多等新参与者的挑战

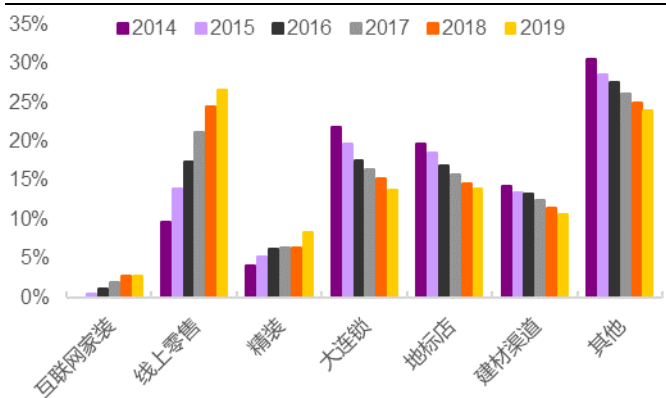
(拼多多和国美也达成了战略合作)。所以在自身格局集中度尚不及上游，渠道形态和模式也仍在演变的情况下，现阶段的零售巨头不会主动向一个格局如此好的上游行业去挤占利润，反而会倾向于与家电龙头更多的合作。(从海外零售行业的发展历程看，零售企业核心还是不断提升自身的效率)

虽然渠道变革使得龙头过去建立的深度分销壁垒被打破，倒逼龙头的渠道战略升级，但随着美的率先完成在渠道端的一系列自我变革，证明渠道这一外部变量无法撼动的是龙头在制造和品牌上的护城河(甚至进一步凸显)，白电龙头的优势地位依旧稳固，盈利中枢无需担忧。核心还是要关注各自在新周期中对战略思路的升级以及新零售能力的建立。

3.2、厨电：渠道碎片化下的机遇和挑战

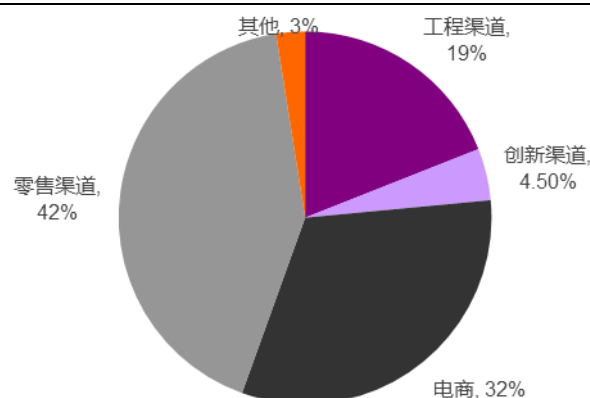
厨电渠道的结构性变化同样剧烈：线上渠道和精装渠道占比不断提升，创新渠道增加，渠道结构变得更为多元化。根据奥维统计，2014-2019年周期中，线上渠道、精装渠道销量占比分别从9.6%/4.0%提升到26.6%/8.4%。而传统的专卖店和KA渠道则在不断收缩。

图 40：厨电渠道分散化的趋势非常明显



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 41：老板电器收入结构拆分 (2019年)

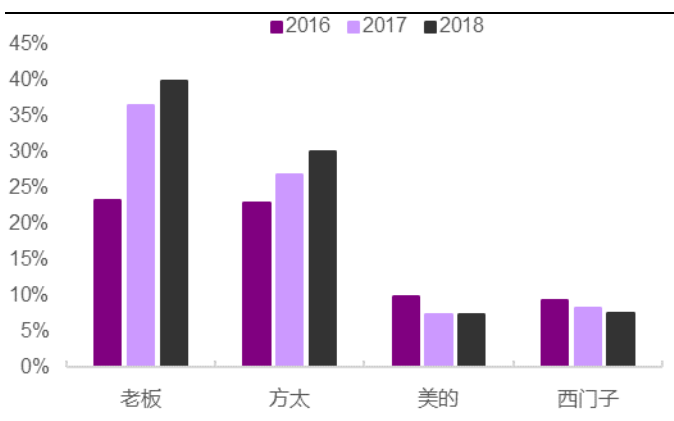


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

精装修渠道放量，龙头品牌优势明显，最为受益。在竣工交房周期向上、精装房渗透率提升的红利中，老板、方太等高端品牌凭借过去积累的品牌优势在精装修渠道占据比零售渠道更高的市场份额，因此2019年老板电器工程业务收入接近翻番增长，成为其最重要的收入增长点，2019年工程渠道收入占比已接近20%，出货量占比更高。

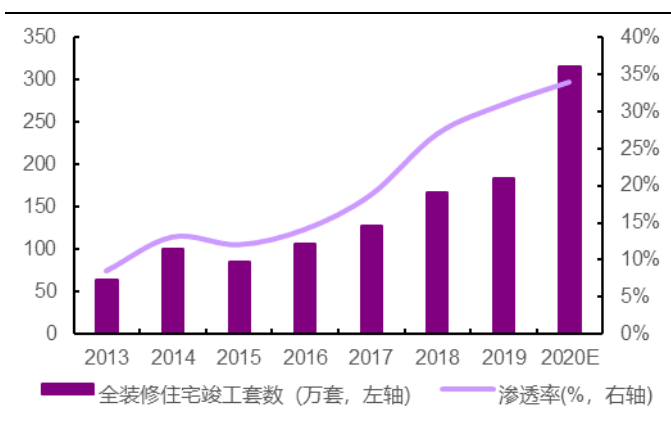
考虑2020-21年住宅竣工仍处在回暖周期，精装修渗透率继续提升，精装修渠道的需求红利仍将继续释放，而高端品牌仍将是精装修渠道增长最重要的受益者。

图 42：精装修渠道老板方太份额合计达 70%



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

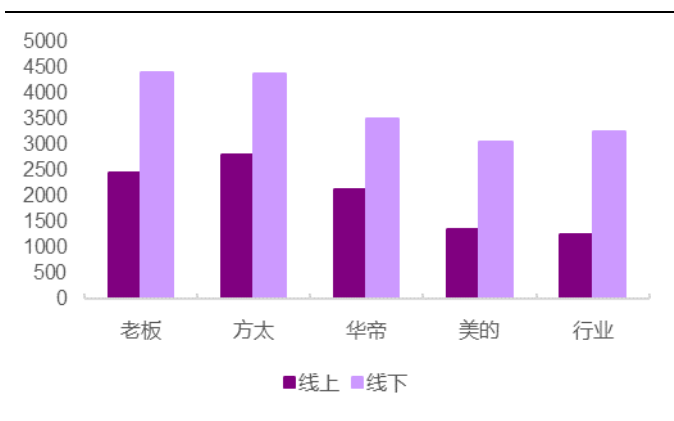
图 43：预计精装修渗透率持续提升



资料来源：奥维云网，光大证券研究所预测

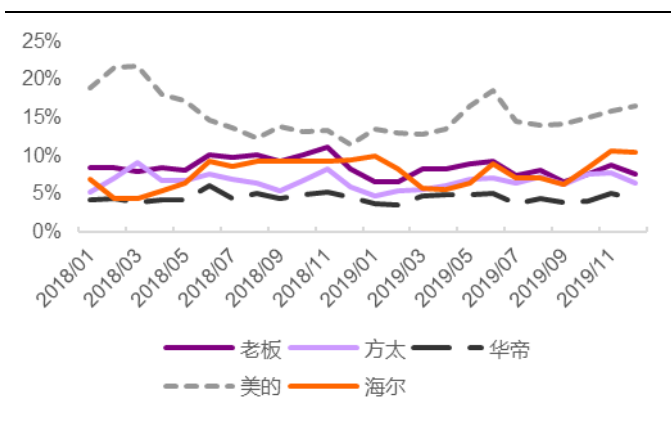
新品牌冲击力强，零售渠道品牌格局尚未稳定。无论是线上还是线下零售渠道，最近几年都涌现出一批新品牌，线上渠道，苏泊尔快速崛起后已站稳淘宝系燃气灶销量份额第一的位置，线下渠道，法迪欧在 KA 渠道的销量份额快速上升到 10% 左右。根据奥维统计，2019 年线上/线下厨电品牌数量分别达到 418/218 个，且仍在增长。

图 44：油烟机同品牌线上线下渠道价差较大 (2019 年)



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，单位：元

图 45：油烟机线上零售格局较为分散 (2018~2019 年)



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

除了品牌优势外，厨电龙头想要在新周期中进一步做大做强，需要在产品端和渠道端加快能力升级。

产品端：洗碗机、蒸烤箱为难得的新品机遇。烟灶产品由于结构简单产能成熟，制造门槛相对较低，因此产品端的差异主要通过设计创新体现，但随着洗碗机、蒸烤箱等新品类市场空间逐渐被打开，龙头若能够在新品类上强化研发，一方面能够打开品类扩张的空间，另一方面凭借技术优势，能够和竞品拉开差距，构筑较高的产品壁垒。

渠道端：主动提效，实现全渠道融合。无论是线上还是线下，过去传统品牌效率较低的渠道体系给了新品牌突围的机会。对于传统品牌而言，想要平衡当前不同渠道间的效率差异，首先，无疑需要通过扁平化、信息化等手

段推动低效渠道的效率提升，其次，如何发挥不同渠道的优势，多触点地服务好终端消费者也是值得思考的方向。

因此，当前的厨电行业机遇和挑战并存，除了抓住短期精装修渠道的需求红利外，能够在新品类上率先布局，在新渠道上实现高效融合的厨电企业，更有希望分享大厨电赛道长长的雪坡。

3.3、小家电：新消费进入下半场，供给侧格局判断将更为重要

我们之前已通过《新消费风来，寻找下一个小家电明星公司》、《“网红”品牌的秘密：为好产品加“新杠杆”》、《小家电新消费板块及明星标的下一步关注点》三篇小家电新消费系列研究报告，阐述了小家电行业正在发生的变化以及相应的投资机会，新宝、九阳、小熊等公司的股价表现表明市场对小家电新消费逻辑的认可度已经颇高。

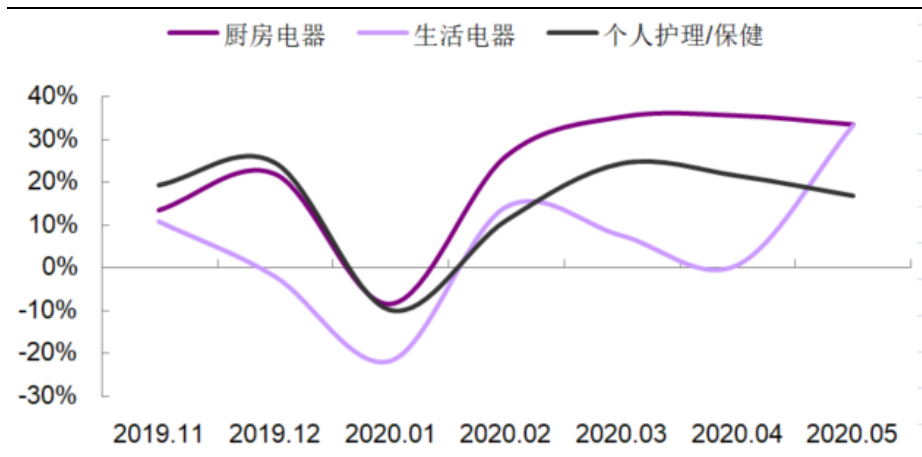
随着疫情接近尾声，小家电新消费的高景气度能否持续，竞争格局将如何演绎？对于小家电公司而言，今年股价的核心驱动因素是什么，进一步突破的方向和进展如何，未来的重要观察点是什么？

3.3.1、疫情加速消费线上化，小家电高景气度延续

这一轮小家电新消费机会出现的大背景是在中国城市消费者迎来第三消费时代之际，一批小家电品牌抓住新渠道和新营销的红利窗口，以差异化的产品为抓手，实现了一波高速增长。典型的代表为摩飞品牌，其率先采用内容/社交营销，打造了便携榨汁杯、多功能锅等网红爆品，收入从2018年不到2亿大幅增长到2019年的6.5亿元，2020年以来继续保持翻倍以上增长。

疫情成为加速线上化的催化剂，疫情后小家电高景气度延续。疫情期间小家电线下消费受抑制的同时，线上化迁移加速，2月起线上销售持续高增长，即使4月开始电器连锁等线下终端已经基本恢复正常营业，线上零售增速并未出现趋势性回落，考虑到618大促导致的需求后移，4-5月小家电线上增长强劲。

图 46：进入 20Q2 小家电线上零售额增速并未出现回落



资料来源：独道指数，光大证券研究所整理

根据对九阳、小熊、摩飞等新消费品牌线上零售的跟踪，各品牌线上零售的景气度也依然较高。根据淘数据监测，5月九阳、小熊、摩飞淘宝系零售额分别同比+52%、+60%、+121%，继续保持较快增长。

表 2：小家电新消费品牌淘宝系单月零售额增速

	九阳	小熊	摩飞
2020-01	14%	-12%	121%
2020-02	77%	60%	680%
2020-03	86%	70%	387%
2020-04	66%	94%	152%
2020-05	52%	60%	121%

资料来源：淘数据，光大证券研究所

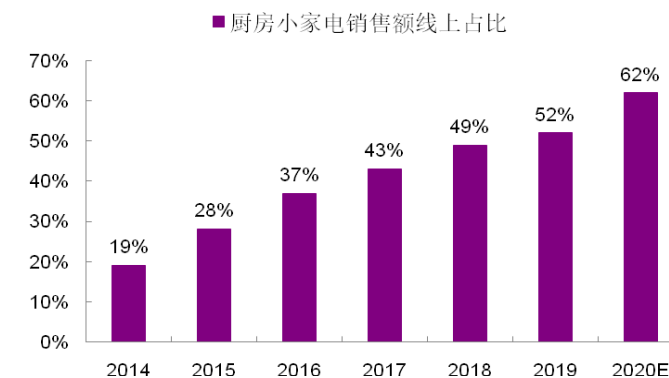
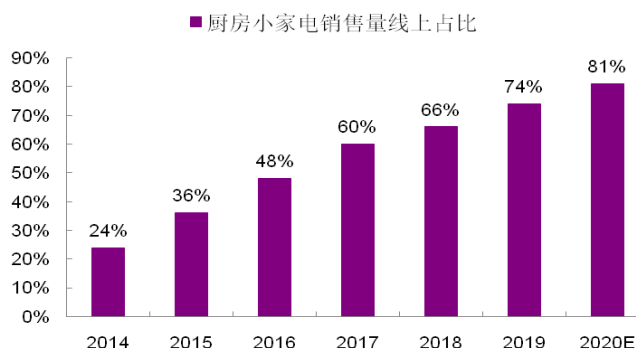
根据我们的观察，基于线上渠道对于消费者和品牌商的双重效率优势，小家电消费进一步线上化的趋势明确：

1、消费者选购效率：由于体积小、且无需安装，小家电天然适合电商渠道销售，疫情是一次全面的消费者教育，即使过去依赖线下渠道的消费者也体会到线上选购小家电的效率优势，使得线上化再次加速。

小家电产品的线上销售占比在持续上升，根据奥维云网推算，2020年小家电行业线上零售量占比可能超过80%。

图 47：2020 年厨房小家电销量线上占比预计达 81%

图 48：2020 年厨房小家电销售额线上占比预计达 62%

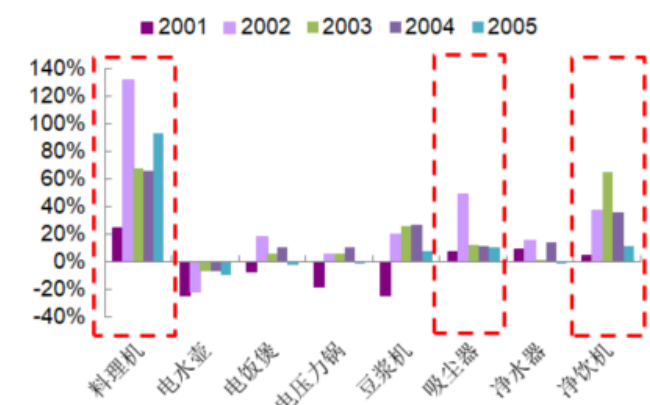


资料来源：奥维云网预测，光大证券研究所

资料来源：奥维云网预测，光大证券研究所

2、品牌商运营效率：过去传统电商（天猫、京东）的销售转化主要集中在高性价比定位的传统产品，2019年以来，由于内容/社交营销平台（小红书、抖音、快手等）和工具（直播、私域流量运营等）的兴起，我们看到品牌商积极拥抱新兴平台和工具，结果是多功能锅、三明治机等新兴可选品类快速渗透，直播等新兴营销方式成为标配，品牌触达/转化消费者的效率大幅提高。

图 49：2020 年以来部分新兴可选品类增长很好



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 50：小家电品牌已全面拥抱直播（618 小电直播榜单）

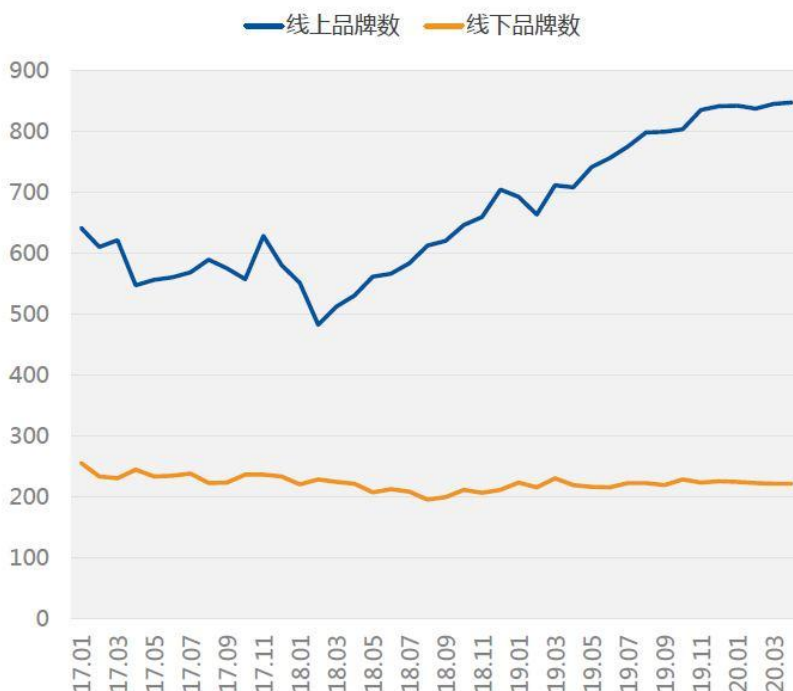


资料来源：淘宝直播，光大证券研究所

综合来看，在疫情的催化之下，小家电消费加速线上化：1) 在消费者心目中，线上渠道愈加成为小家电购物的第一选择。2) 在品牌商心目中，线上渠道突破卖货平台的单一作用，成为品牌商消费者洞察-新品开发-内容种草-社交转化-用户运营的全链路平台。

小家电消费的加速线上化也吸引了更多品牌的加入。根据奥维云网统计，厨房小家电线上品牌数从 2018 年初的 500 个快速上升到 2020 年 4 月的 850 个，两年间线上品牌数增加近 70%。

图 51：厨房小家电领域线上品牌数量快速增加



资料来源：奥维云网，光大证券研究所整理

作为典型的供给创造需求的行业，更多新老品牌有望借助线上零售基础设施在需求捕捉、营销转化、用户运营上的优势，进一步丰富供给侧的创新产品和营销方案，并刺激需求增长，小家电新消费的高景气度有望延续。

3.3.2、进入下半场，供给侧格局判断将更为重要

在新需求和新流量红利的叠加下，小家电行业整体仍处在新消费红利期，但如果流量迁移的速度放缓，而瞄准小家电新消费机会的公司越来越多，到底应该投资哪些公司，供给侧格局的判断将变得更为重要。

美的在 2020 年初的股东交流会中提到对于小家电业务管理层和战略的调整，我们将有望在 2020Q3 开始陆续看到美的新型小家电品类的上市，并成立新的西式小家电公司，探索西式产品的中国机会。小家电行业“巨无霸”的进场将会搅动哪些细分市场，冲击哪些公司，对于我们理解供给侧格局有很重要的意义。

我们在年初尝试总结过：新消费机遇下，小家电公司的经营能力和组织方式应符合“新组织方式下的三重合力”要求。经过这段时间的观察和思考，我们认为小家电新消费机会中的**关键成功要素是产品力**，但并非单一产品的成本优势或技术壁垒，而是构建**研发体系和供应链体系的系统性优势**。

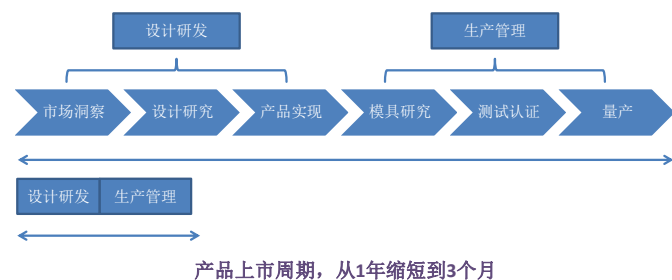
- 研发体系：1) 持续创新能力；2) 快速跟进能力。
- 供应链体系：1) 成本；2) 品控；3) 柔性能力。

图 52：小家电产品持续创新的难度较大



资料来源：光大证券研究所绘制

图 53：“爆品”对供应链的快速响应能力要求更高



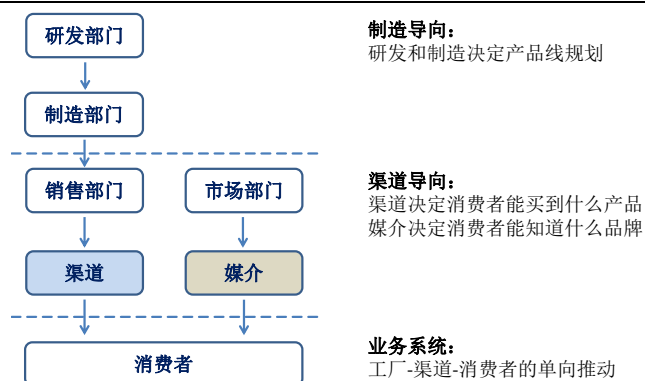
资料来源：光大证券研究所绘制

对于不同定位的企业而言，保持竞争优势对于研发体系和供应链体系的能力要求略有区别：

- 对于**创新驱动**的企业而言，研发体系的**持续创新能力**和供应链体系的**柔性能力**至关重要。
- 对于**跟随战略**的企业而言，研发体系的**快速跟进能力**和供应链体系的**成本优势**和**品控优势**更为重要。

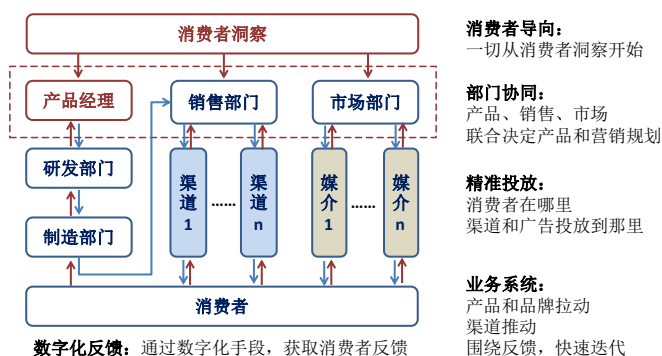
其次，因为渠道、营销端的红利变化很快，没有固定的套路和玩法，考验的是**新型组织架构下团队的积极性和灵活性**，快速学习、洞察消费者需求和注意力的变化，找到合适的“外部杠杆”，才能使得营销的投入产出比最大化。

图 54：过去是制造和渠道单向推动的 2B 架构



资料来源：光大证券研究所绘制

图 55：未来属于消费者导向的 2C 架构



资料来源：光大证券研究所绘制

最后，品牌对于用户心智的占领，将成为较难颠覆的护城河。消费者对品牌的诉求在发生巨大的变化，品牌竞争的维度变得更为多元，不同的品牌逐渐沉淀并体现出其独特的品牌调性，并在对应消费人群心智中产生潜移默化的作用。

不同时期诞生的小家电品牌表现出不同消费阶段对品牌的诉求：

- 1) **小家电品牌 1.0**：美的/苏泊尔/九阳多年累积的品牌影响力，即使渠道结构发生剧烈变化，但仍然具有强大的认知优势，并起到品质背书的作用；
- 2) **小家电品牌 2.0**：小熊也通过十多年来在淘宝等线上渠道的深耕，建立起作为年轻人的高性价比品牌的认知优势，体现为更高的线上营销效率；
- 3) **小家电品牌 3.0**：北鼎、摩飞等品牌已经部分体现出消费者对品牌的更高阶需求，满足第三消费时代下的自我认知需要和社交需要。

图 56：不同的品牌沉淀并体现出其独特的品牌调性



资料来源：光大证券研究所绘制

随着行业红利的消退和竞争的演进，供给侧格局的判断将越来越重要，真正能够把握住小家电行业发展脉搏，找准定位，并构筑其能力圈的小家电

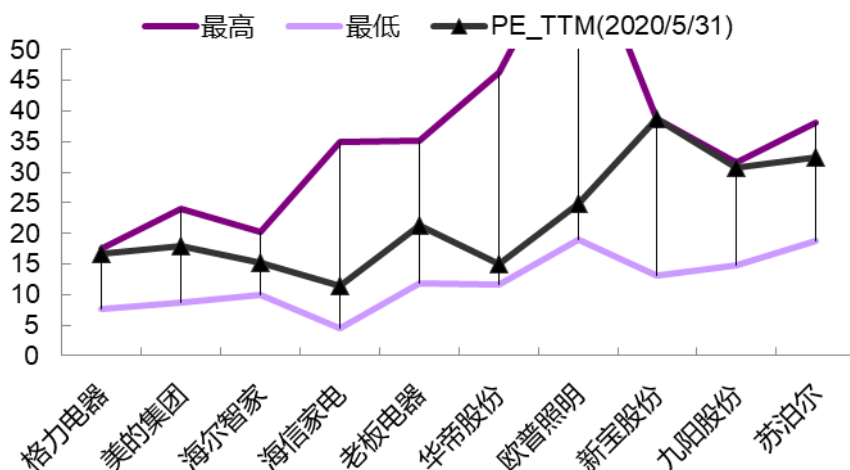
公司将体现出更强的长期确定性，这类企业正是我们寻找的有望实现持续增长，并保持较好盈利能力的小家电明星公司。

4、估值：低估值性价比已凸显，基本面回暖有望带动估值修复

4.1、疫情冲击压制板块估值，低估值带来性价比优势

疫情冲击下，板块整体估值受到压制。除疫情影响较小，拥有优质成长逻辑的小家电龙头 PE 估值接近区间上限外，白电龙头中美的和海尔位于区间中位数，格力由于连续两季度业绩不及预期，位于区间上限，大厨电、照明、中央空调等地产后周期个股普遍处于区间中低分位。（但考虑一季度疫情冲击导致的一次性冲击，白电龙头的实际估值水平也处于中低分位点）

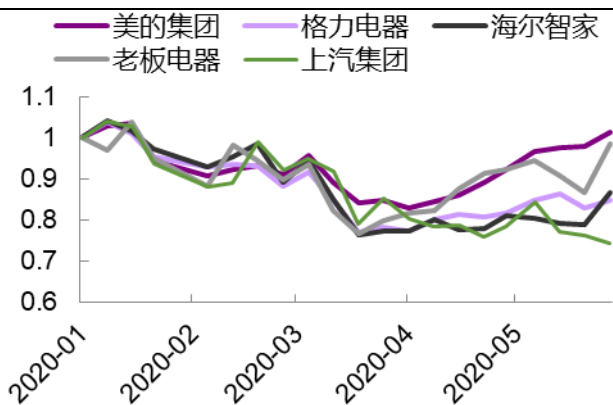
图 57：家电重点公司当前 PE_TTM 估值历史分位



资料来源：Wind，光大证券研究所，历史估值区间为 2016/1/1-2020/5/31

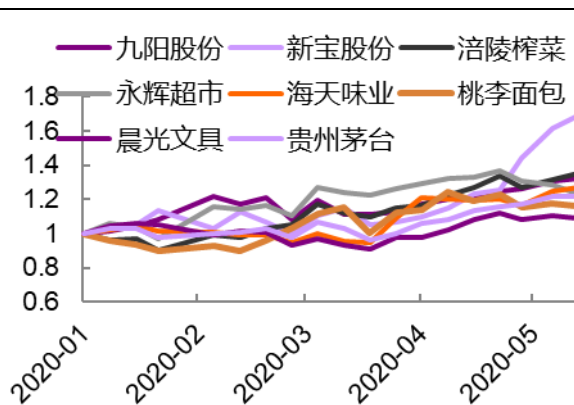
分化行情下，与必选消费估值落差加大。疫情的冲击叠加宽松资金面，导致 2020 年以来资本市场的投资“赛道”相对拥挤，受疫情影响不大的必选消费类标的在年初以来均有较大涨幅，估值也基本达到了历史中高位。而相比之下，家电作为可选消费龙头，疫情下受损明显，与必选消费龙头的估值差达到高点，当前的配置性价比凸显。

图 58：可选消费龙头 2020 年以来估值表现不佳



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020 年 5 月 31 日

图 59：必选类消费估值均有较明显的提升



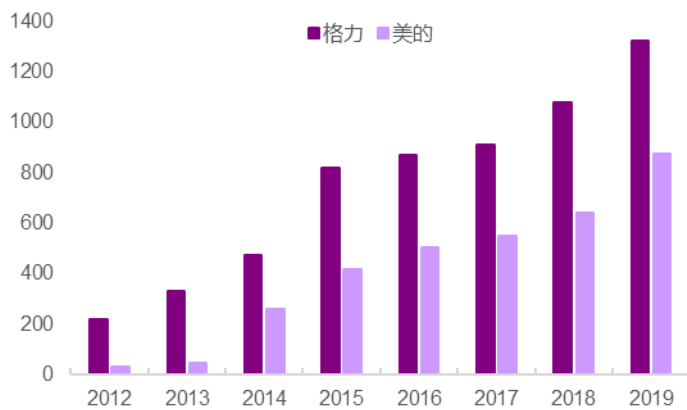
资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020 年 5 月 31 日

4.2、基本面复苏有望带动资金迁移，外资或是催化剂

长期看，家电板块资产优质，回报确定性高。

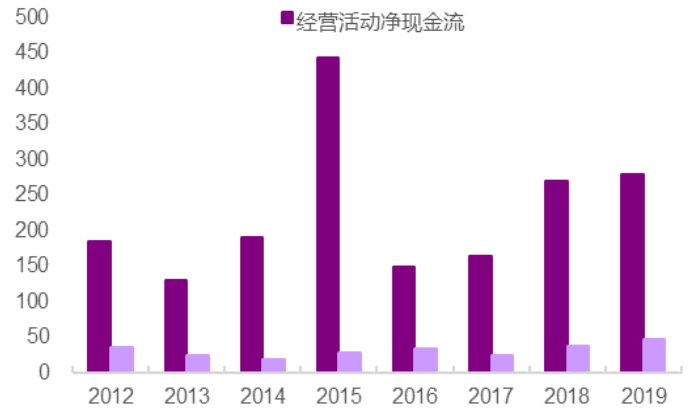
1、现金流优异，账面现金资产丰厚。 家电龙头账面经营净现金流远远超过资本开支现金资产充沛，基本无有息负债。按照 2019 年年报数据，格力/美的账面净现金资产分别达到 1325/875 亿元，且一直保持稳步增长趋势。2015-19 年格力/美的的累计财务费用分别为-97/-41 亿元。龙头经营现金流规模远高于资本开支，资产优质，为不折不扣的“现金牛”资产。

图 60：美的格力账面净现金规模（亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：净现金资产为货币+理财-有息负债和债券

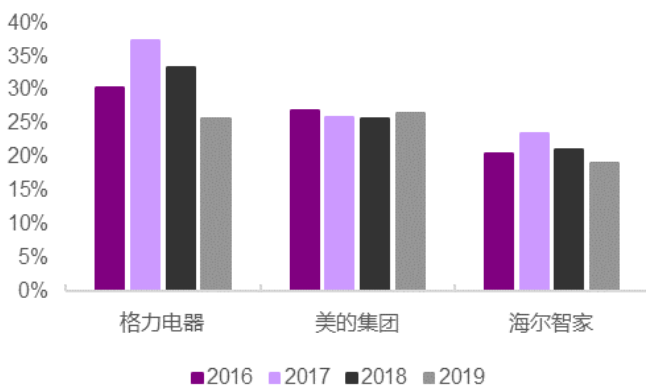
图 61：格力电器经营性现金流远高于资本开支（亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所

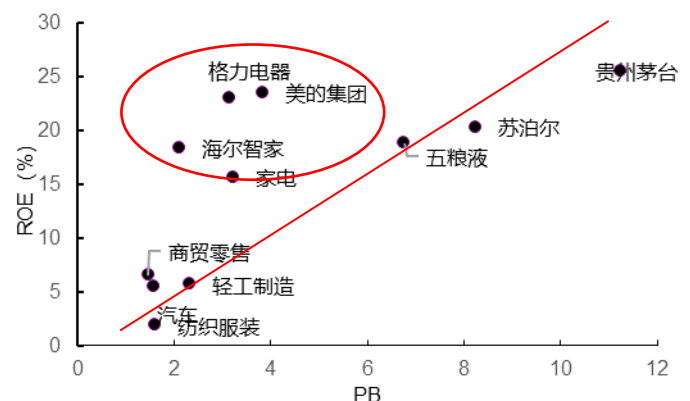
2、高 ROE，低估值的资产。 此外多年来家电龙头 ROE 基本保持 20% 以上的水平且相对稳定（若适当减少账面大量的现金资产，格力/美的的真实经营 ROE 水平可轻松达到 40% 以上）。而放到整个消费板块看，PB-ROE 框架下，家电龙头价值存在显著低估（2019 年年初主要龙头公司估值更是处于 2014 年以来底部）。低估值，高回报资金对于长期资金有较大的吸引力。

图 62：三大白 ROE 保持较高水平



资料来源：wind，光大证券研究所

图 63：PB-ROE 框架下，家电龙头估值偏低

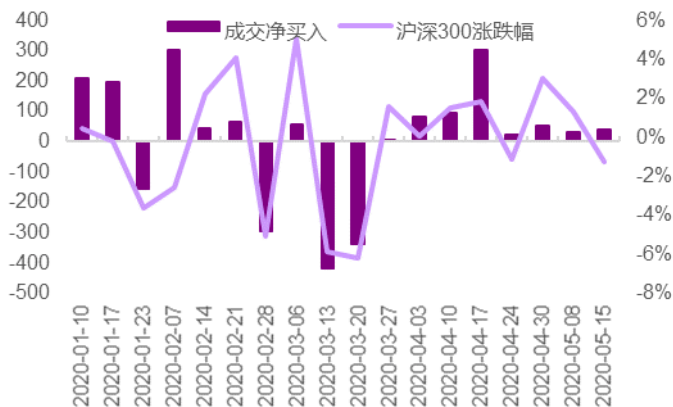


资料来源：wind，光大证券研究所，截止 5 月 31 日收盘

估值凸显性价比，估值拐点或随基本面回暖出现。从时间维度看，板块的估值底部已经基本探明，股价和估值具备足够的安全边际，但要股价和估

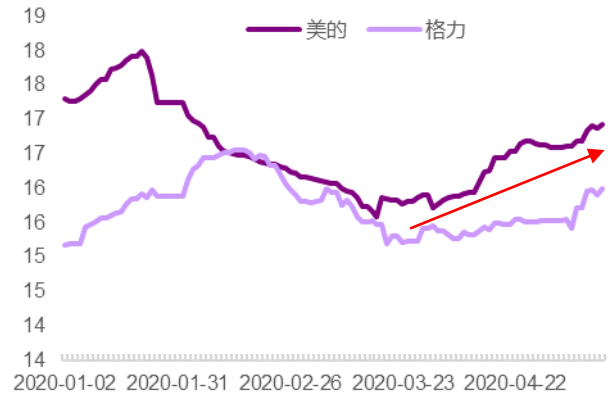
值出现向上的趋势，仍需增量资金趋势性增配。考虑到可选消费的估值基本处于高位，随着基本面的不断回暖，板块或迎来资金配置迁移。

图 64：北向资金净买入(亿元)与沪深 300 走势



资料来源：wind，光大证券研究所

图 65：4 月以来格力美的陆股通持股比例有显著提升



资料来源：wind，光大证券研究所

至暗时刻已经过去，外资逐步流入或为估值修复的催化剂。根据光大宏观和行业团队 5 月 29 日的联合报告《提前布局资本内流》，在中性假设下，2020 年下半年中国权益市场可能有约 2500 亿人民币的外资流入。考虑到家电是外资一直以来所偏好的资产，且持股比例较高，为重要的定价力量。板块基本面环比改善的趋势明显，但真正向上的拐点或在下半年出现，但外资的流入和提前左侧布局或成为估值切换的提前催化。

5、投资建议

量价周期见底，行业复苏在即。疫情冲击后，随着商业活动的恢复，需求回暖趋势明显，递延需求逐步释放；且价格也出现了底部企稳回暖的迹象。随着格力旺季完成库存去化，预计行业价格战会逐步收尾，2020H2 板块有望出现基本面复苏。

伴随基本面回暖，资金配置迁移修复估值。疫情的冲击叠加宽松资金面，导致今年以来投资赛道“拥挤”明显。家电作为可选消费代表，与必选消费的估值差达到历史高位。在资金低利率，优质资产稀缺的环境下，板块基本面的复苏有望驱动资金配置迁移，板块的估值水平有望系统提升。板块投资逻辑分为价值和成长两条主线：

- 1) 价值主线：护城河深厚，业绩增长稳定的低估值龙头：美的集团、格力电器、海尔智家。
- 2) 成长主线：新需求和新流量红利带来成长红利：九阳股份、新宝股份，关注苏泊尔；产品普及尚有空间，地产竣工改善下较大弹性的标的：海信家电、老板电器、华帝股份、欧普照明。

6、风险分析

- 1、疫情冲击下，全球经济进入衰退周期，后续家电国内需求和海外订单出现超预期下滑；

- 2、地产调控政策收紧，商品房销售下滑，竣工回暖低于预期，将影响家电对应部分需求；
- 3、若格力去库存进度不及预期，行业价格战的力度和持续时间将进一步拉长，拖累基本面节奏。

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)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
000333	美的集团	59.98	3.47	3.82	4.30	15	16	14	4.1	3.6	3.1	买入
000651	格力电器	58.92	4.11	4.14	4.67	13	14	13	3.2	2.8	2.6	买入
600690	海尔智家	16.59	1.29	1.14	1.3	12	15	13	2.3	2.1	1.8	买入
002705	新宝股份	32.04	0.86	1.08	1.31	31	30	24	6.0	5.3	4.7	买入
002242	九阳股份	31.64	1.07	1.26	1.45	29	25	22	6.5	5.7	5.3	买入
000921	海信家电	11.92	1.32	1.07	1.21	7	11	10	1.9	1.7	0.2	增持
002508	老板电器	34.15	1.68	1.82	2.04	19	19	17	4.7	4.0	3.5	买入
002035	华帝股份	10.61	0.85	0.93	1.05	13	11	10	3.1	2.5	2.1	买入
603515	欧普照明	27.77	1.18	1.26	1.45	20	22	19	4.2	3.8	3.3	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月12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見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