

证券研究报告

2020年06月25日

行业报告 | 行业投资策略

家用电器

# 后疫情时代，迎接更多变革的到来 ——家电行业2020年中期投资策略报告

作者：

分析师 蔡雯娟 SAC执业证书编号：S1110516100008

联系人 卢璐



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 目录

复盘20H1：疫情是企业基本能力的放大器

2020H2家电行业展望

投资建议

风险提示：房地产市场、汇率、原材料价格波动风险；疫情持续时间超预期；竣工回暖低于预期。



1

# 复盘20H1：疫情是企业基本能力的放大器

# 20H1行情回顾：板块表现处于中间位置，小家电电子板块领跑

- 年初以来，家电板块整体+2.5%，处于中间位置。
- 20Q1公募基金在家电行业的配置占比有所下降，主要三家白电龙头的配置比例减少，而新宝股份、九阳股份以及三花智控的配置比例有所提升。
- 外资配置家电的比例同样在20Q1有所下滑，但下滑幅度明显小于公募基金。

图 年初以来各板块涨跌幅（截至6月22日，单位：%）

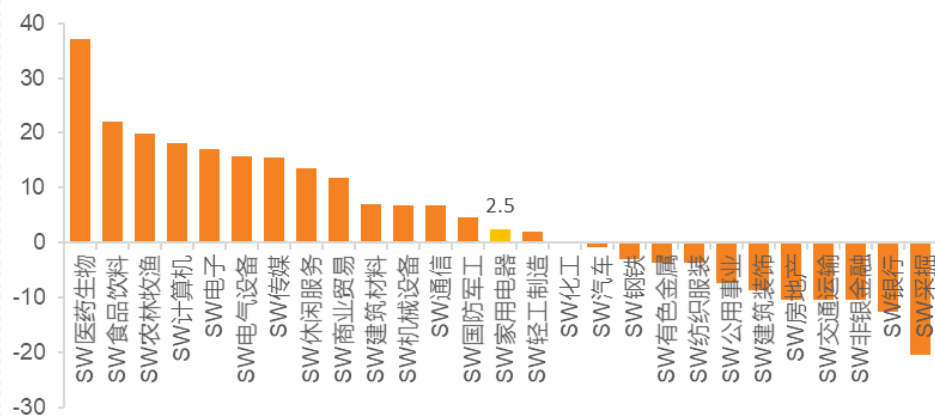


图 公募基金重仓股行业配置占比

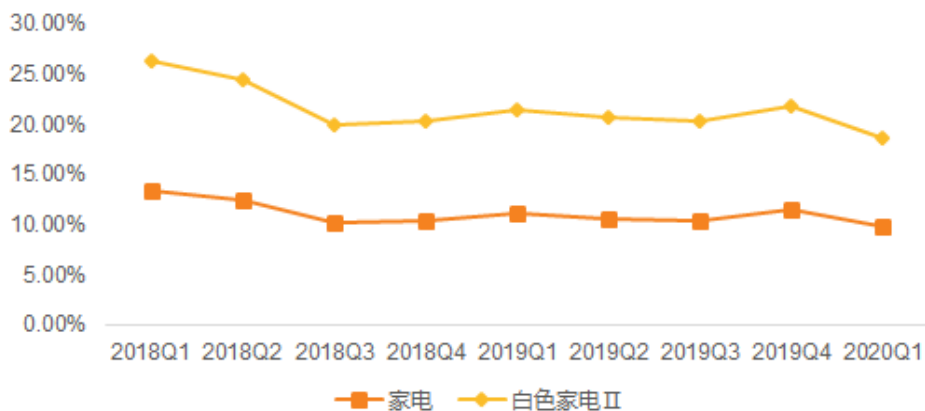
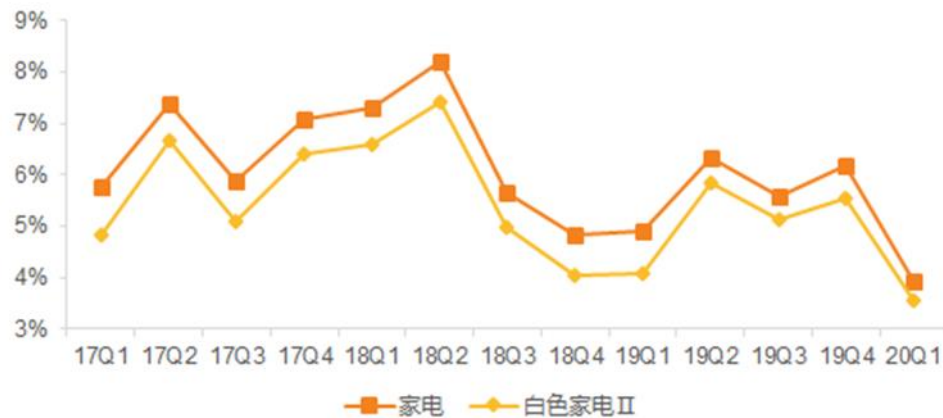


图 外资持股占比



# 20H1行情回顾：板块表现处于中间位置，小家电电子板块领跑

- ✓ Q1疫情对家电线下销售影响较大，公司业绩承压，股价走势疲软。
- ✓ Q2开始，随着疫情可控性加强，市场情绪回暖，家电板块表现有所回暖。
- ✓ 线上占比较高、受疫情影响较小的小家电板块表现亮眼，其中，新宝股份和小熊电器涨势位居前列。

图 年初以来家电板块走势

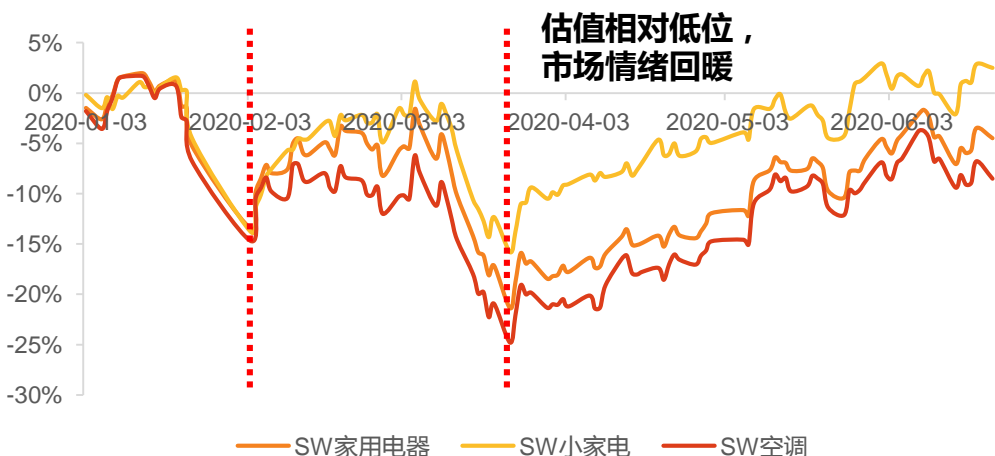
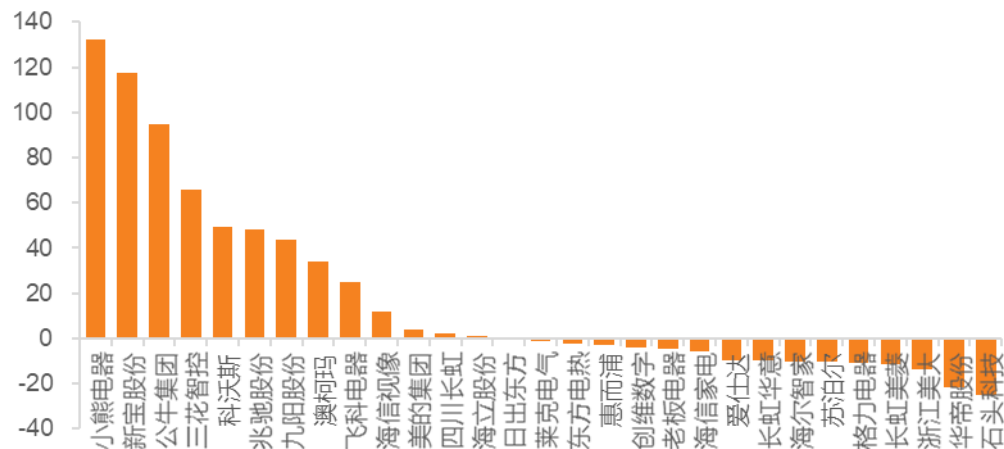


图 年初以来家电板块中涨幅居前的公司（截至6月22日，单位：%）





# 上半年我们观察到企业有哪些变化？

**核心观点：**疫情只是基本能力的放大器，企业也在迅速调整，进入二季度，明显看到有部分企业开始在各个方  
面尝试调整与改变。

1) **渠道：**尤其是一些依赖传统线下渠道，不敢去做渠道改革的公司，疫情加速了变化，例如格力电器自4月底  
开始尝试直播以来，目前已举办多场成绩亮眼的董明珠直播活动。

直播战报超预期的背后还需关注以下几点：包含线上线下所有的销售、部分经销商刷单（占比较小）、前期宣  
传蓄客（例如膨胀金的玩法等），因此需要明确的是65.4+100亿元  $\neq$  直播带货的总量。

图 格力20年6月1日及6月18日战报

图 格力19年线上双十一战报



## 上半年我们观察到企业有哪些变化？

2) 营销方式：表象上的直播带货，实际上的精准营销，如老板电器。公司线上发布会与直播结合，流量转化为销量最大化，且在线上付定金后可线下体验再进行购买，线上为线下带来精准流量的同时，解决消费者未见实物的后顾之忧。

图 老板电器3月18日举办线上新品发布会后，举办第二场“向往厨房直购节”，进一步促使流量转化为销量



图 老板电器3月6日举办了一场2小时的“向往厨房直购节”直播活动



# 上半年我们观察到企业有哪些变化?

3) 产品力：无论是产品设计、工业设计，公司都进一步加速创新与自我颠覆，例如飞科电器等。逐渐崛起的年轻消费群体对产品的设计和外观的重视程度逐渐提升，意味着剃须刀产品拥有从工业品往消费品转型的价值。

图 飞科电器新品和原有产品对比图





# 上半年我们观察到企业有哪些变化？

4) 数字化转型：年报中被提到的概率显著提升，例如美的集团、海尔智家等。

经过疫情的考验，表象上的问题觉得是线下没有需求所以有所拖累，但实质其实是加速企业要去做削减层级，削减库存。往后推导就是需要的是企业的数字化转型。

图 企业的数字化转型

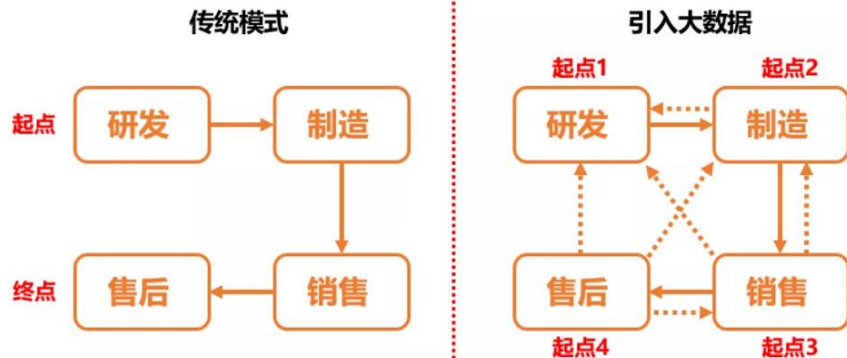
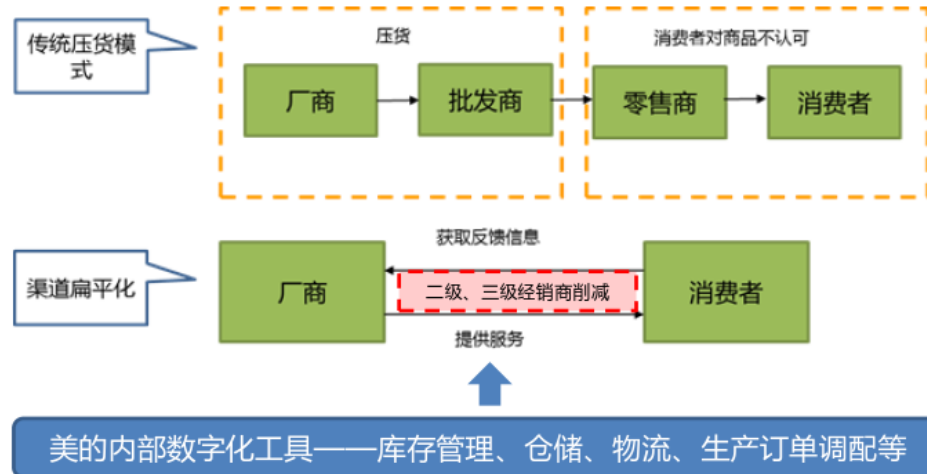


图 海尔的大数据分析



图 美的内部数字化工具





2

## 2020H2家电行业展望

# 小家电成长逻辑持续兑现，业绩增速有望优于行业

发展较快的九阳、小熊、摩飞的共性之处在于，最近几年都做了较多的组织架构变化，用更加数据化的方式分析对应客群的需求，调动产品研发与制造的时效性，用更新颖和有效的营销方式推广产品。



# 小家电成长逻辑持续兑现，业绩增速有望优于行业

- ✓ 疫情加速线上购买占比，其中线上占比高、方便快捷、免安装的小家电产品受益。
- ✓ 核心品类除榨汁机外其余销额增速仍保持良好。环境电器方面在疫情过后仍保持一定正增长。

表 大家电&小家电特性对比

项目	大家电	小家电
客单价	较高	较低
家庭占用面积	较大	较小
安装服务	需要	不需要
对运力的要求	较高	较低
直播演示效果	较差	较好

表 小家电各品类销售额同比

	品类	2020-03	2020-04	2020-05		品类	2020-03	2020-04	2020-05
核心品类	电饭煲	22.5%	29.5%	30.9%	个人护理	电动牙刷	2.0%	-0.1%	-11.8%
	豆浆机	24.5%	97.3%	37.1%		剃须刀	23.1%	29.7%	26.9%
	榨汁机	24.8%	-0.3%	-6.0%		吹风机	2.4%	186.3%	66.8%
	破壁机	89.6%	91.9%	60.4%		电烤箱	215.5%	184.8%	94.9%
	电磁炉	5.5%	6.5%	0.4%		多士炉	16.0%	57.8%	24.1%
环境电器	吸尘器	21.7%	18.6%	22.7%	长尾品类	养生壶	-8.5%	11.9%	22.2%
	扫地机器人	-7.4%	45.6%	14.1%		电热火锅	48.4%	70.8%	36.6%
	净水器	19.7%	20.3%	18.4%		煮粥锅	-24.9%	-8.9%	-8.5%
	空净器	-8.6%	8.3%	1.0%		煮蛋器	6.1%	12.2%	22.1%

# 竣工产业链的复苏，将提振行业整体的增速

围绕竣工产业链复苏的逻辑，厨电滞后地产销售大约为3个月，空调滞后期3-6月到1年不等，从复苏节奏来看，可以新增重点关注厨电行业，而后白电需求也将逐步复苏，股价表现优于基本面。

图 19年末销售增速及竣工增速“剪刀差”出现收窄 (单位：%)

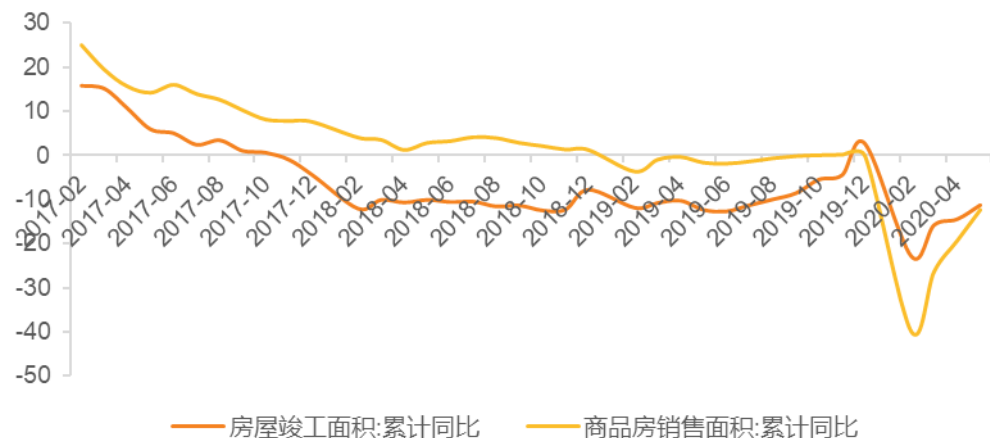


图 2020年地产精装修商品住宅新开盘规模月度预测

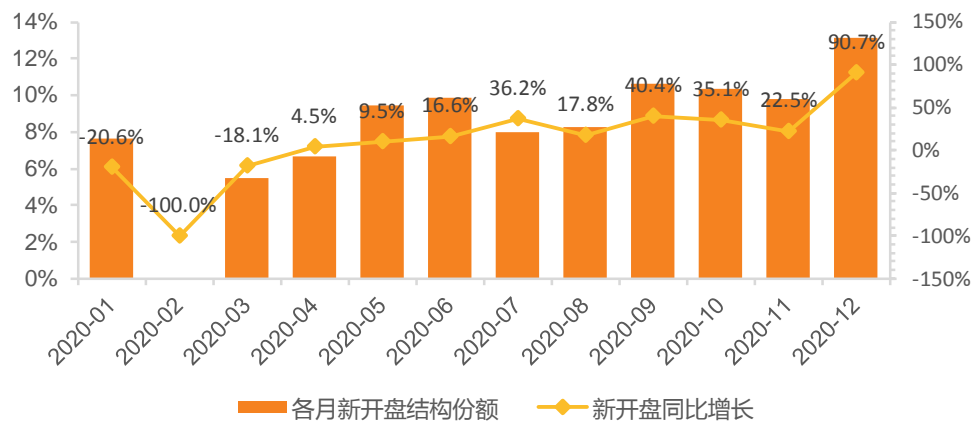
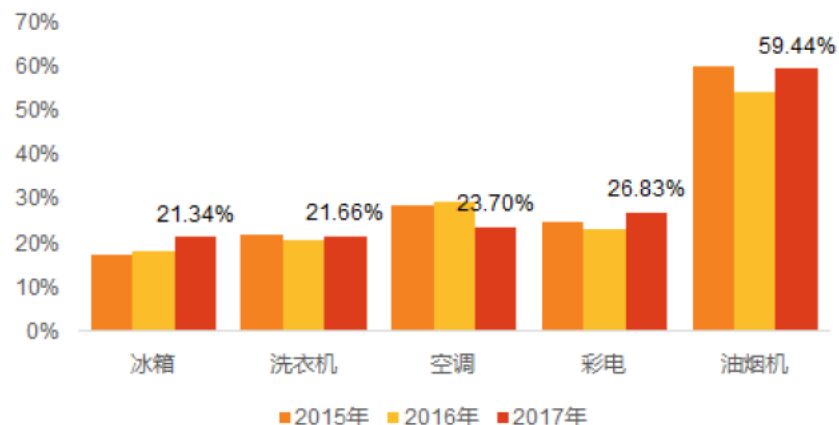


图 商品房销售拉动家电销售比例





# 大家电疫情过后销量回暖，滞后性需求释放

- ✓ 疫情过后3月开始白电零售量增速有所好转，前期被压制的需求逐步释放，预计5月数据在假期促销的带动下进一步回升。
- ✓ 空冰洗三大品类在四月的内外销增速显著提升，考虑到海外销售的提前备货，海外疫情或预期转好。

图 空冰洗线下零售量增速

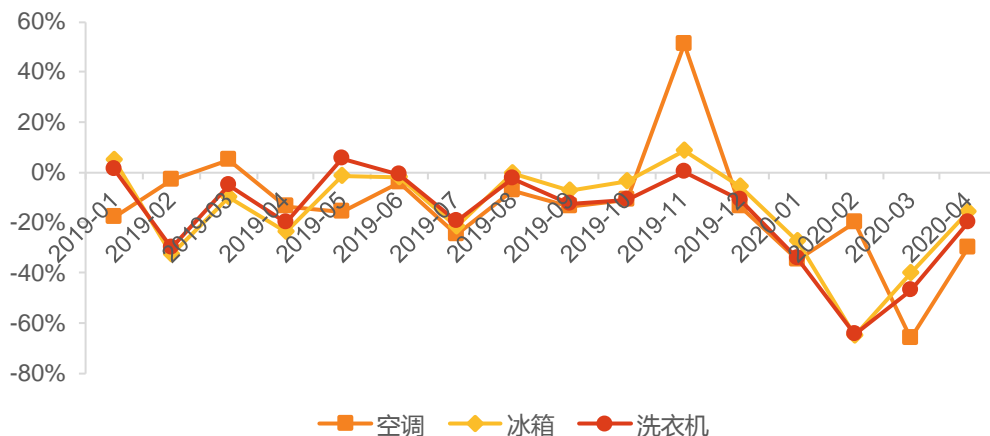


图 出厂端空冰洗内销增速

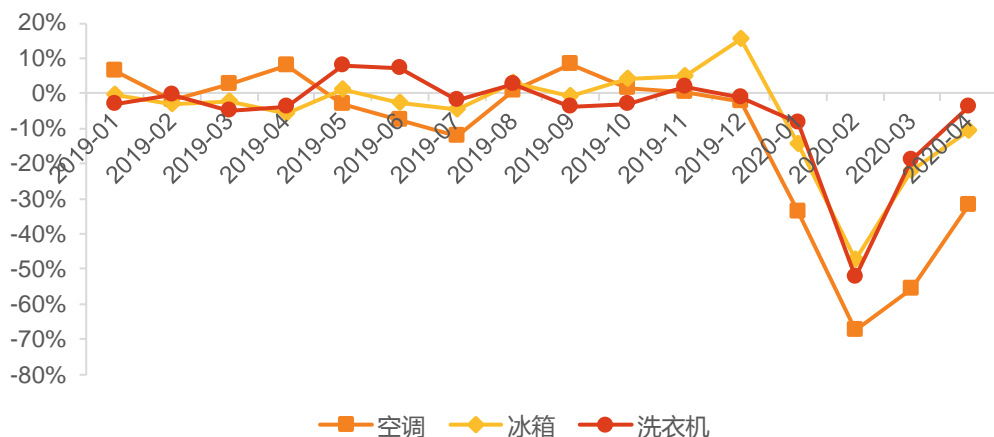
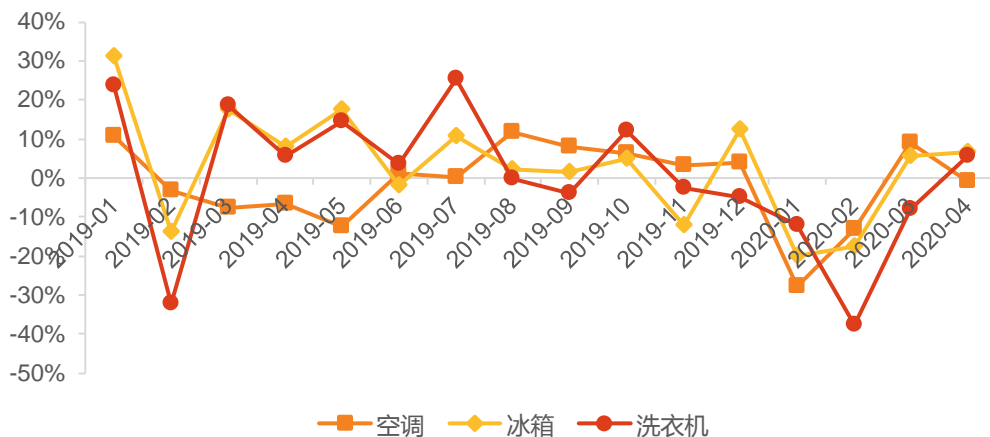


图 出厂端空冰洗外销情况增速



# 白电龙头短期业绩受困，长期估值有望提升

从基本面的角度看，疫情加剧行业竞争，其中最有优势的白电龙头的份额会进一步提升，因此，对于长期具有竞争力的公司来说长期估值有望提升。

我们基于以下几点假设对公司旗下空冰洗业务进行简单测算：在经历了20年的洗牌后，格力、美的在各自现有市占率水平上有一定提升；基于疫情、地产后周期等因素的滞后影响，假设21年空冰洗行业总量相较于19年略有增长；ASP略有增长。我们跳过20年对21年的收入进行测算，结合净利率略有提升的假设，我们大概框算出21年公司业绩。在21年PE回到估值中枢15x的情况下，最终得到相应的目标市值。

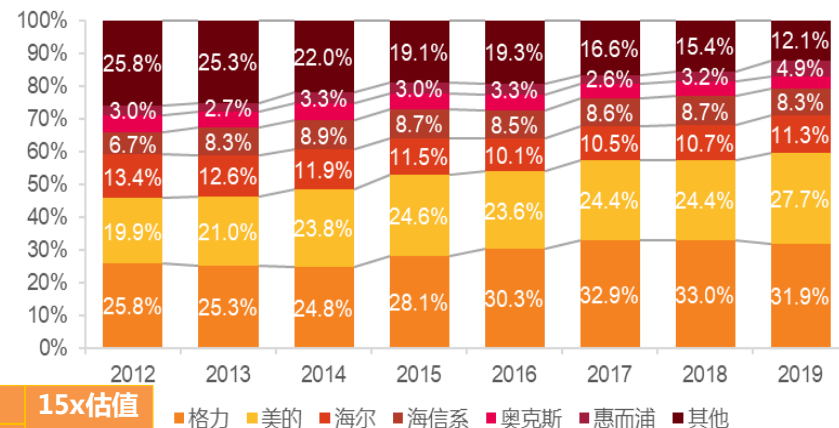
表 21年白电收入测算（单位：万台）

时间	项目	空调				冰箱			洗衣机		
		行业	格力	美的	海尔	行业	海尔	美的	行业	海尔	美的
2019年	内销量	9216.7	3381.9	2466.8	854.5	4338.2	1378.4	613.6	4504.2	1587.7	1396.8
	市占率	-	36.7%	26.8%	9.3%	-	31.8%	14.1%	-	35.2%	31.0%
2021年	内销量	9493.2	3797.3	2753.0	949.3	4468.3	1563.9	714.9	4639.3	1762.9	1531.0
	市占率	-	40.0%	29.0%	10.0%	-	35.0%	16.0%	-	38.0%	33.0%
	销量增速	3.0%	12.3%	11.6%	11.1%	3.0%	13.5%	16.5%	3.0%	11.0%	9.6%
	ASP增速	-	3.0%	2.0%	2.0%	-	3.0%	2.0%	-	3.0%	2.0%
	收入增速	-	15.7%	13.8%	13.3%	-	16.9%	18.9%	-	14.4%	11.8%

表 21年白电业绩测算（单位：亿元）

公司	2019年			2021年				15x估值下的市值
	收入	业绩	净利率	收入增速	净利率假设	21年业绩	业绩增速	
格力	2005	247.0	12.32%	13.0%	13.50%	305.9	23.8%	4587.8
美的	2794	242.1	8.67%	12.0%	9.70%	303.4	25.3%	4551.1
海尔	2008	82.1	4.09%	11.2%	4.90%	109.4	33.3%	1640.3

图 龙头企业在空调零售市场的占有率优势明显



# 白电龙头短期业绩受困，长期估值有望提升

从配置角度看，全球性资金面的宽裕叠加A股对外开放力度加大，且在疫情防控方面，中国已成为目前疫情可控性最清晰可见的国家，从全球配置角度会加大对中国资产的配置，后续加大流入的前景可以想象。此外，海外资金偏好长期持有高股息率的个股，白电企业公司分红金额逐年攀升，且从长期角度看，未来分红水平大概率维持较高水平。

图 白电龙头公司的现金分红率常年保持在30%以上（单位：%）

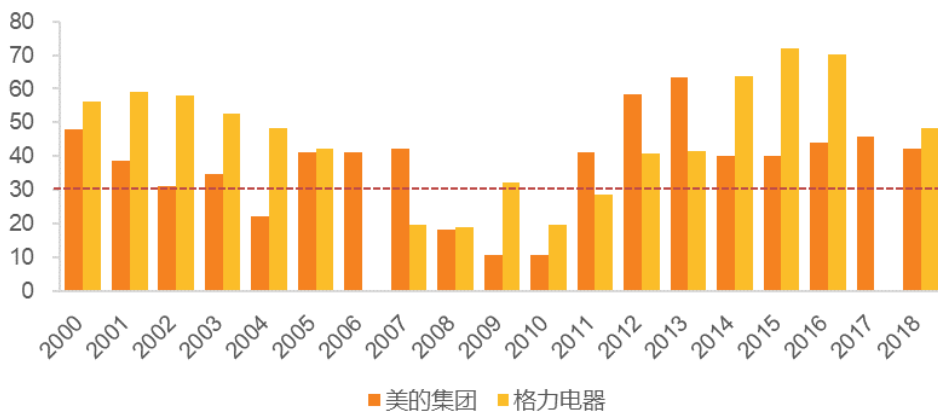


图 自2018年以来北向资金不断净买入

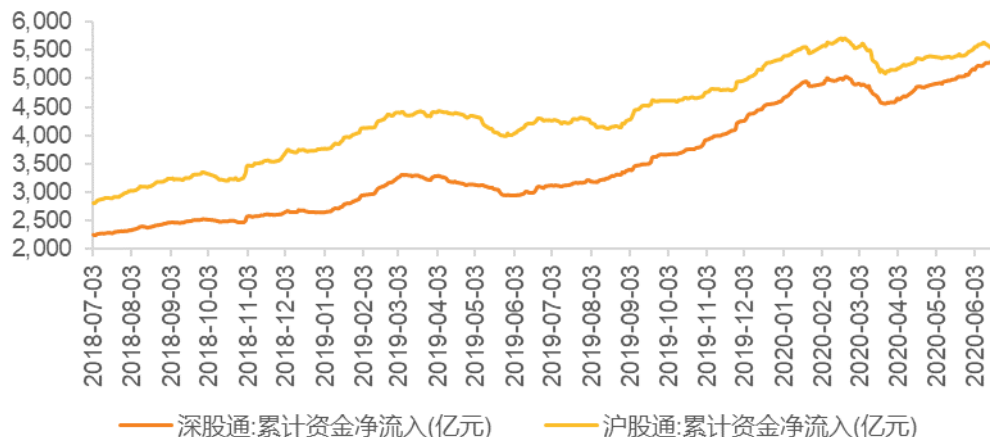


图 美的外资持股比例4月初持续增加（单位：%）



## 主题性机会：国企改革有望加速落地

- ✓ 2019年政府工作报告中明确指出要加快国资国企改革。
- ✓ 家电板块仍存有部分国企，随着19年格力的混改落地，预计会有示范效应，家电板块属于充分竞争的市场，国企改革的阻力会下降，未来改革将会带来经营效率的提升和改善。其中，格力电器混改成功落地或将引领国企混改的新一轮风向。
- ✓ 除格力以外，海信也于近期出台相关混改方案，年内有望落地。

图 海信视像混改进程



A photograph of several business professionals in a meeting, clapping their hands. The image is partially obscured by an orange overlay at the bottom.

3

## 投资建议



# 老板电器：竣工数据好转带动的需求逐步恢复

## 推荐逻辑：

- 1) 疫情带来的房屋装修停滞的情况已经基本恢复，前期竣工数据好转带来的需求逐步体现；
- 2) 基于品牌自身认知、产品高品质，工程渠道高速发展；
- 3) 洗碗机、蒸烤一体机潜力较大，产品结构不断优化；
- 3) 渠道改革不断推进，未来公司有望进一步提高信息化水平及削减渠道等级。

图 2019年精装修市场厨电细分产品规模（单位：万台）

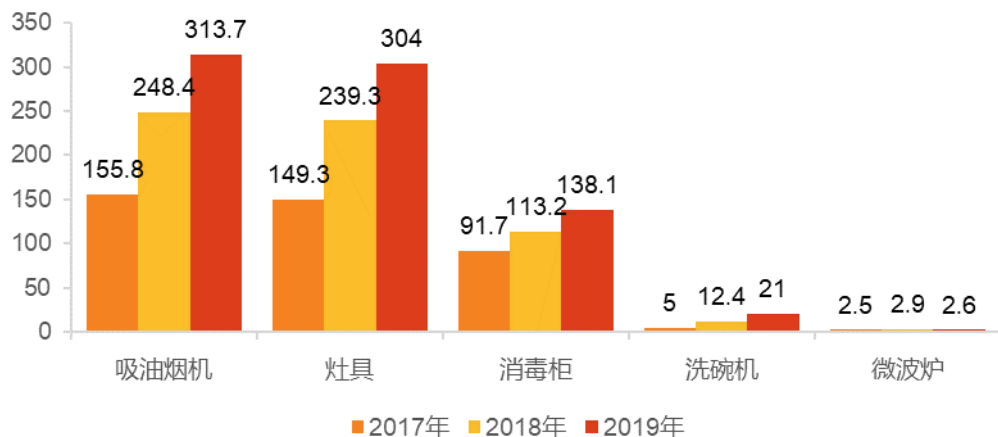
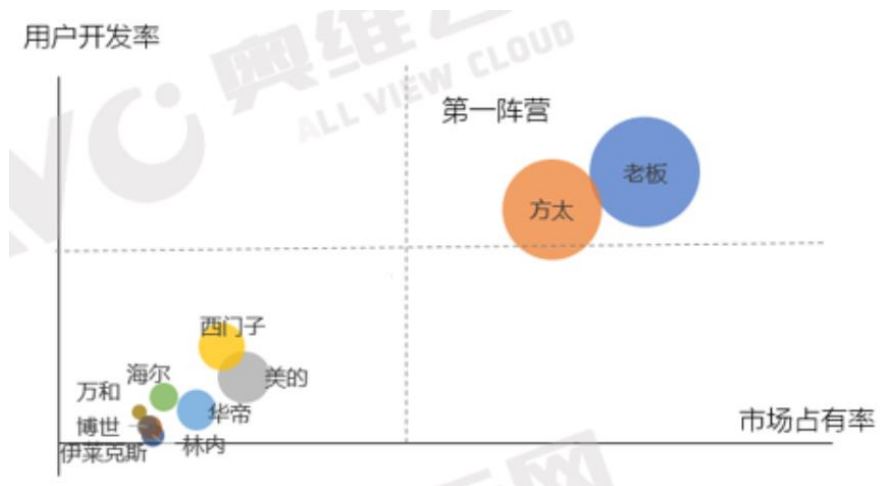


图 2019年精装修市场Top10烟机品牌格局



# 海信视像：东芝扭亏提升业绩，混改进一步激发公司活力

## 推荐逻辑：

- 1) 全球电视行业进入存量竞争时代，市场集中度提升，龙头市占率不断提升；
- 2) 激光电视市场快速发展，公司掌握核心技术，作为激光电视龙头集中受益；
- 3) 东芝扭亏，海信+东芝品牌在海外市场收入规模不断上升；
- 4) 混改进展迅速，混改后公司将由国资控股变为无实控人，公司经营效率和企业活力将被进一步激发。

图 混改后海信电子控股股权架构

股东名称	持股比例
海信集团有限公司	26.79%
青岛新丰信息技术有限公司	7.16%
上海海丰航运有限公司	2.64%
青岛员利信息咨询股份有限公司及控制合伙企业	9.43%
青岛恒信创势信息技术有限公司	3.06%
170名自然人	33.71%
本次征集战略投资者	17.20%
合计	100%

图 公司新的产业布局



# 新宝股份：成功打造自主品牌，发挥制造的价值

## 推荐逻辑：

- 1) 过去以为海外品牌代工为主，且代工品类繁多，包括咖啡机、搅拌机、多士炉等西式小家电，18年出口占比85%，自身OEM能力极强。
- 2) 组织架构的变化带来极快的响应市场速度，在爆款初期快速上量决定了先期超额利润和后续规模效应，有足够的成本优势来应对后续模仿者。
- 3) 借助新营销方式成功建立自主品牌&打造网红产品，对消费者需求的挖掘能力强。

图 摩飞品牌在淘宝系品牌上的月销量（第三方数据抓取）

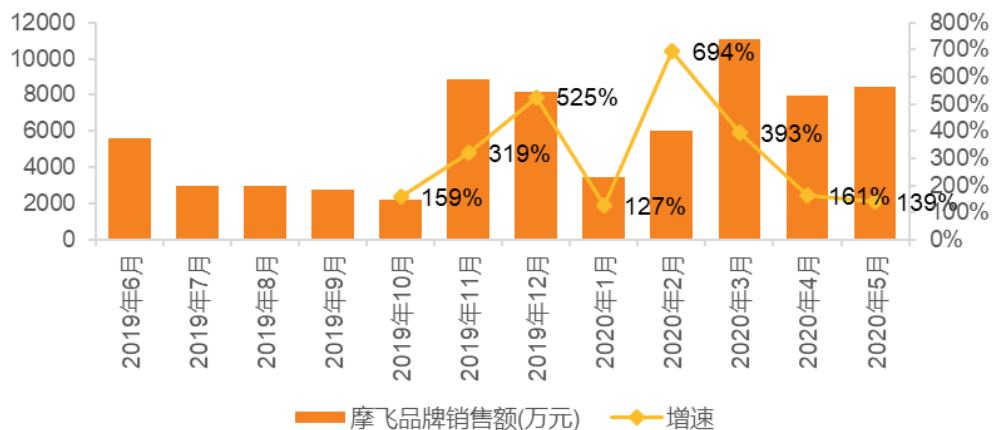
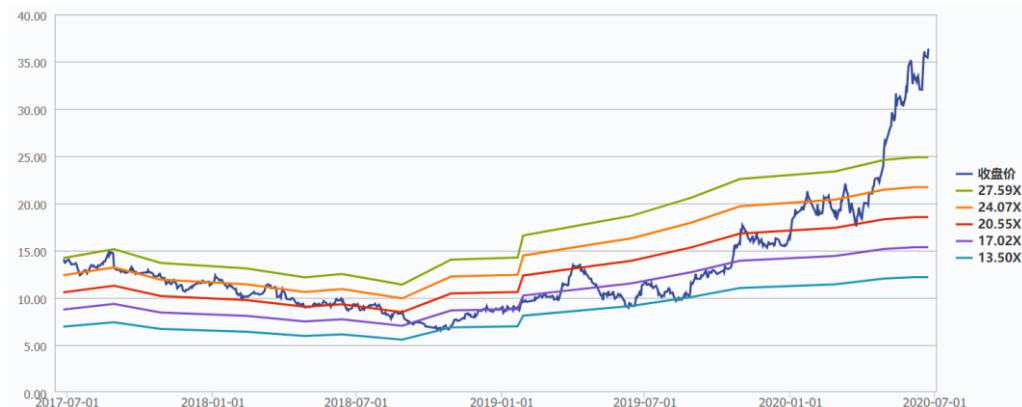


图 PE/PB-Band



# 九阳股份：快速转变思路，开启新一轮增长

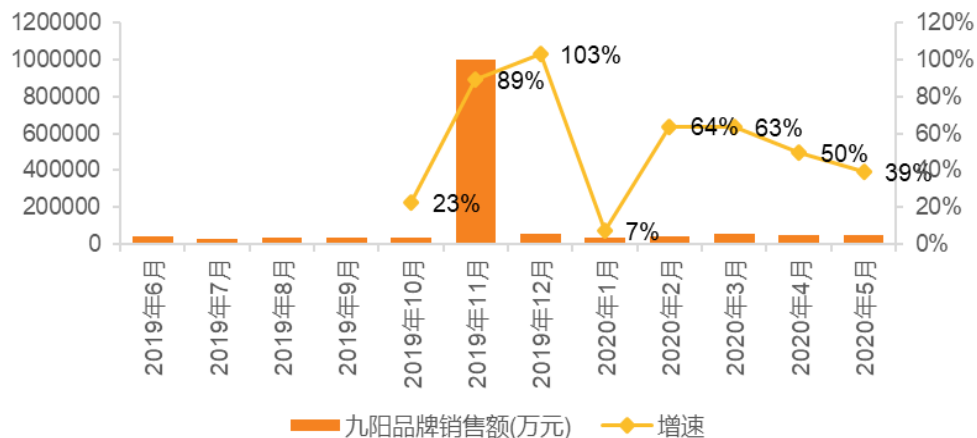
## 推荐逻辑：

- 1) 成功推出直击消费者痛点的SKY系列，包括免洗豆浆机、免洗破壁机等，并通过技术升级，创新产品进入主销价位，空间进一步打开。
- 2) 收购SharkNinja，利用自身渠道布局的优势快速进入清洁小家电新领域。
- 3) 与高流量萌潮品牌IP跨界合作，推出潮萌单品吸引更多年轻用户。

图 19年大卖的SKY系列



图 九阳品牌在淘宝系品牌上的销售额（第三方数据抓取）



# 九阳股份：快速转变思路，开启新一轮增长

- 5) 搭建系统化的直播营销体系：搭建完成了由明星网红、KOL、KOC组成的系统化的公司直播体系。
- 6) 线下积极布局新零售渠道，推进以Shopping Mall为代表的高端品牌门店建设。2019年公司新开品牌店数十家，专卖店数百家。

图 PE/PB-Band

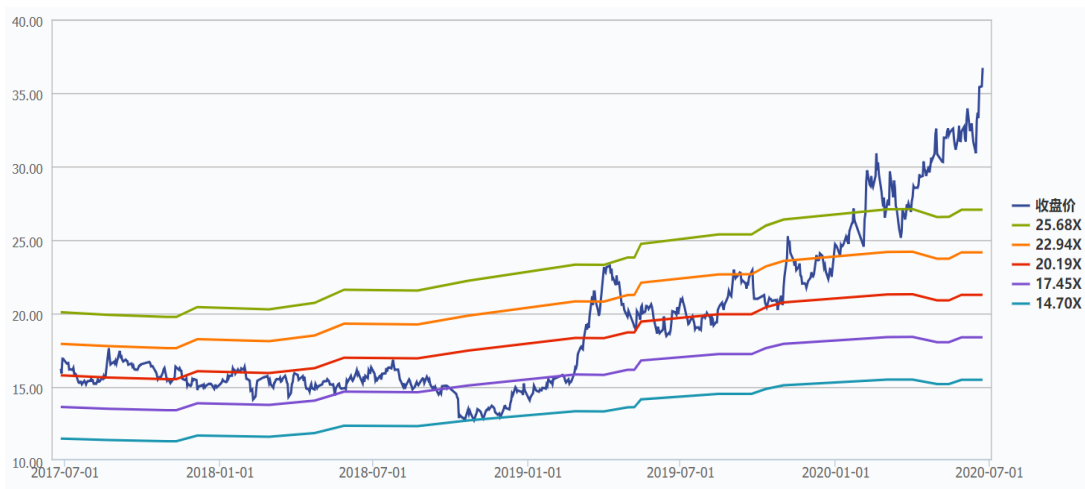


图 公司直播营销体系



李佳琦直播推荐  
LINE FRIENDS系列产品

薇娅直播推荐  
Shark高温蒸汽拖把

线下门店导购  
全员直播



# 小熊电器：全面拥抱互联网的萌系小家电

## 推荐逻辑：

- 1) 公司是淘宝最早实践“网络授权”销售模式的小家电厂商之一，目前电商销售渠道收入占比为90%，线上营销玩法熟悉，紧跟直播等新潮流。
- 2) 公司产品线丰富，围绕着产品多元化发展的核心战略，共拥有厨房小家电、生活小家电以及其他小家电三大类产品，满足细分小需求，如酸奶机、煮蛋器等。

图 各品牌电饭煲外观对比



图 小熊在天猫平台拥有最多的粉丝数量

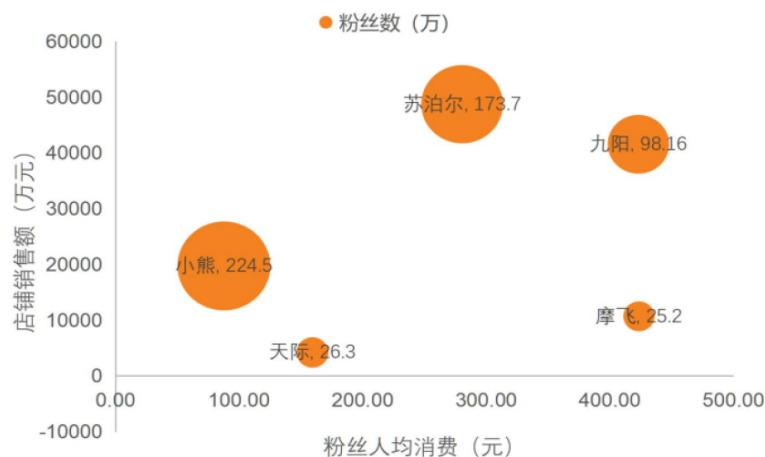
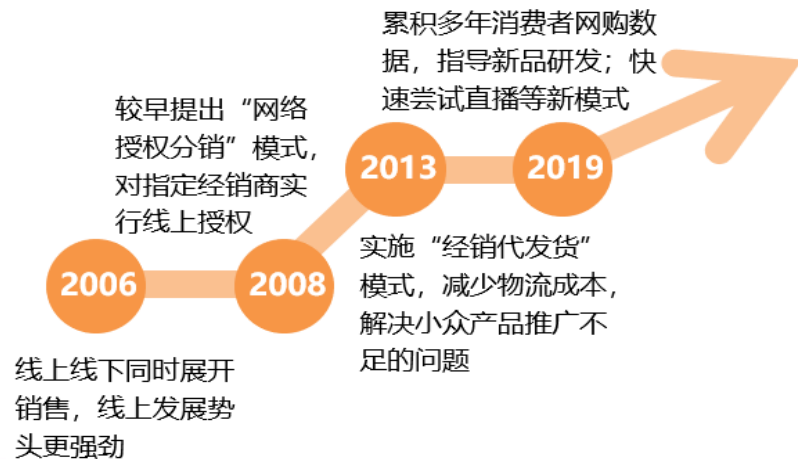


图 全面拥抱互联网的发展路径



# 小熊电器：全面拥抱互联网的萌系小家电

## 推荐逻辑：

- 3) 小熊的产品多元化体现在对细分市场的挖掘，使得公司得以避开传统小家电的竞争红海，获取长尾增量需求。横向扩张——酸奶机、煮蛋器到另辟蹊径的创造了早餐小家电这样的全新品类，再拓展至母婴护理、西式烘焙、家居个护等产品线；纵向扩张——单品类都衍生出多个SKU。
- 4) 公司在工业设计、产品配色以及宣传广告等方面独树一帜，线上渠道为主的销售模式，直面消费者促使公司能够及时获取客户反馈以及进行产品改良。

图 PE/PB-Band

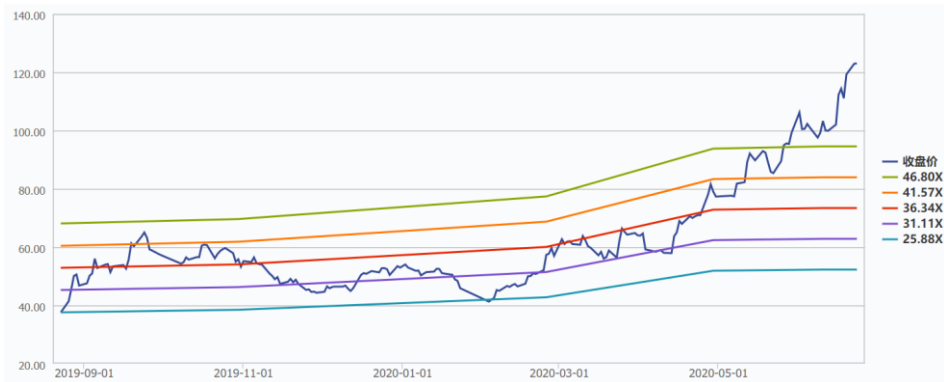
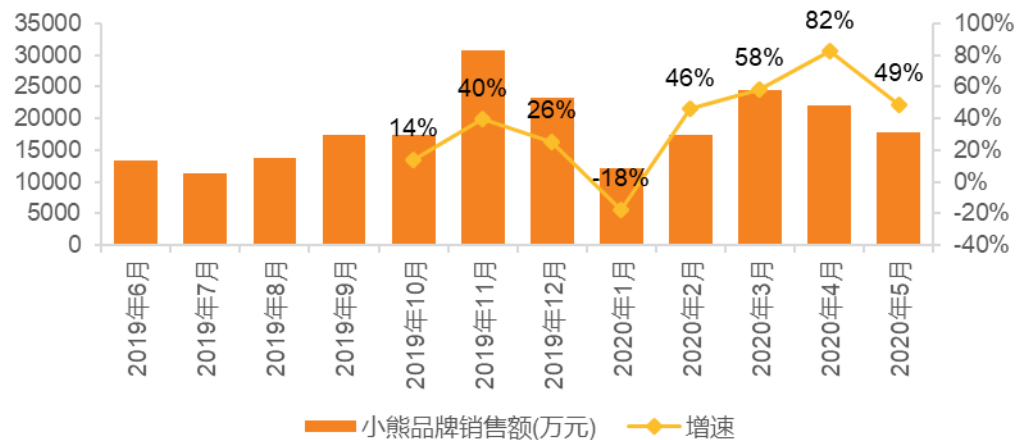


图 小熊品牌在淘宝系品牌上的月销量（第三方数据抓取）



# 飞科电器：多点开花重塑品牌活力

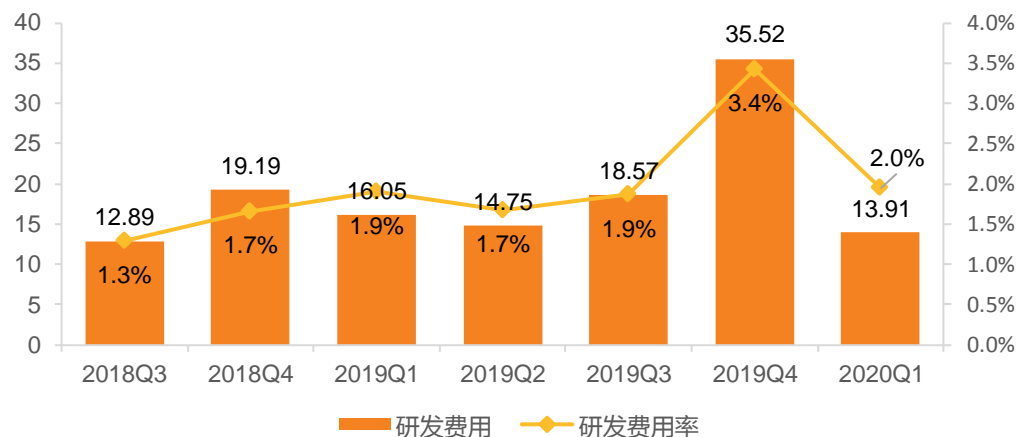
## 推荐逻辑：

- 1) 产品方面，新品价格段有所提升，带动公司整体毛利率的同时打开更多市场空间；在设计方面，新品注重科技感和时尚感，力求吸引更多的年轻消费群体。
- 2) 公司与纯米合作涉足热门厨小电赛道，有的放矢扩张品类为公司赋能。
- 3) 渠道方面，公司增加直营比重，线上方面尝试新兴销售渠道，与快手辛巴合作单场卖出3000万+好成绩。
- 4) 制造方面，公司积极扩建个护产品产能，强化自产能力。
- 5) 管理方面，飞科加码人才和研发投入，探索行业新机会。

图 官方商城直播及抖音产品测评，飞科独家冠名综艺节目，快手直播带货



图 研发投入逐渐增大（单位：百万元）



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS