

## 需求温和复苏，看好Q4估值切换

洪吉然          分析师

SAC证书编号：S0160517120002

[hongjr@ctsec.com](mailto:hongjr@ctsec.com)



# 目录

- 投资策略：需求温和复苏，看好Q4估值切换
- 行情复盘：家电何时展现超额收益？
- 外部环境：地产严控，原材料有序上涨
- 白电基本面：需求周期弱化，空调去库仍在路上
- 厨小家电基本面：厨电内销回暖，小家电逆势生长
- 风险提示

# 投资策略：基本面温和复苏，看好四季度估值切换

- **投资思考：彼一时，此一时？** 宏观经济正经历“复苏”场景，实际GDP增速有望连续3-4个季度环比改善，经济快速反弹会抑制需求刺激的必要性，政策重点由宽货币转向信用直达实体，经济+利率边际上行利好低估值顺周期行业，预计下半年配置风格偏向均衡。历史上经济复苏+货币收紧利于家电走牛，这是因为过往经济转好伴随地产放松，后者是家电基本面向上的重要推手，但本轮逆周期调节着眼于供给端支持而在需求端十分克制，因此家电的需求复苏可能偏向温和与渐进。我们判断下半年的投资机会可能集中在第四季度，21H1低基数红利以及估值切换效应会让投资者更易参与家电板块，重点推荐美的集团（终端动销增长稳定），格力电器（股权+渠道改革生效），海尔智家（出口复苏+私有化红利），华帝股份（估值底部+竣工回暖），建议跟踪创意小家电板块的高景气持续性。
- **基本面：下半年需求弱复苏，利润率或有显著改善。地产：房住不炒+因城施策。** 预计下半年销售面积同比-4%，全年同比-6%，连续三年销售17亿平面临均值回复。预计20H2竣工同比+10%，全年同比+3%，竣工呈现2年趋势向好，但“竣工好转→家电复苏”逻辑或有一定脆弱性。**量价：弱化需求周期成为新常态。** 上半年空冰洗厨内销出货同比-25%/-12%/-15%/-16%，预计20H2白电内销恢复个位数增长，但地产严控下量价弱复苏是更可能的路径选择。以空调为例，伴随下半年动销复苏+21H1低基数效应，主动去库将向被动去库演进，但由于内生需求乏力，主动补库何时开启仍待跟踪。**利润率：20H2龙头同比或将明显改善。** 主因产品均价企稳回升+低价原材料前期储备。
- **估值：时间换空间，等待四季度估值切换。纵向历史比较，** 当前参与难度高于18Q4和20Q1，5年期PB-Band位于中枢上方，其中部分小家电公司PB位于历史最高水位，隐含比较乐观的增长预期。**横向行业比较，** 当前家电性价比并不突出，近10年PB-ROE (ttm) 历史分位数家电处于第二象限，PB分位=71%，ROE分位=2%。

# 投资策略：基本面温和复苏，看好四季度估值切换

图 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (08.04)	EPS (元)			PE			投资评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002242	九阳股份	304.34	39.67	1.07	1.18	1.36	37.07	33.62	29.17	买入
603868	飞科电器	274.30	62.97	1.57	1.67	1.83	40.11	37.71	34.41	买入
002677	浙江美大	91.67	14.19	0.71	0.64	0.78	19.99	22.17	18.19	买入
002508	老板电器	359.21	37.85	1.68	1.55	1.71	22.53	24.42	22.13	增持
002035	华帝股份	91.70	10.55	0.86	0.76	0.82	12.27	13.88	12.87	增持
600690	海尔智家	1,363.29	20.72	1.25	1.12	1.23	16.58	18.50	16.85	增持
000651	格力电器	3,439.19	57.17	4.11	3.52	4.26	13.91	16.24	13.42	买入
000333	美的集团	5,059.20	72.05	3.46	3.22	3.52	20.82	22.38	20.47	买入
603579	荣泰健康	60.66	43.33	2.11	1.80	1.97	20.54	24.07	21.99	增持
000921	海信家电	158.48	11.63	1.32	0.99	1.07	8.81	11.75	10.87	买入
603195	公牛集团	910.65	151.62	3.84	3.96	4.57	39.48	38.29	33.18	增持
002050	三花智控	861.01	23.97	0.51	0.47	0.53	47.00	51.00	45.23	增持
603515	欧普照明	230.15	30.44	1.18	1.00	1.12	25.80	30.44	27.18	增持

数据来源：Wind，财通证券研究所

# 估值纵向比较：当前参与难度高于18Q4和20Q1

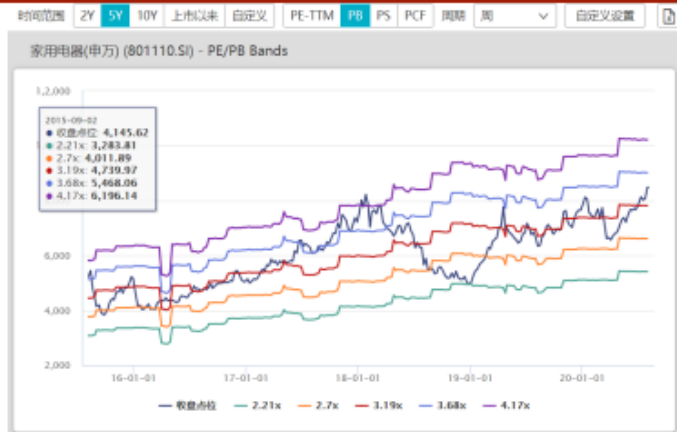
- **核心家电相对全部A股回归至均值+1标准差。**选取17个关注度较高的家电股，并以此计算其整体PE (ttm) 相对大盘的估值水平。当前相对PE水位1.16，在历史均值+1标准差 (1.1) 附近，近年的阶段高点出现在20年6月 (均值+2标准差)，19Q4/20Q1行业利润走低被动抬升相对市盈率。
- **PB-Band：当前参与难度高于18Q4和20Q1。**疫情影响下利润和市盈率有较大偏离，PB可能是今年更好的参照指标。5年动态PB-Band位于估值中枢上方，当前具备一定配置价值但参与难比18Q4以及20Q1，其中部分小家电公司PB位于历史最高水位，隐含十分乐观的增长预期。

图2：核心家电品种相对大盘 PE 位于均值+1 标准差水位



数据来源：Wind，财通证券研究所

图3：PB-Band：当前参与难度高于18Q4和20Q1

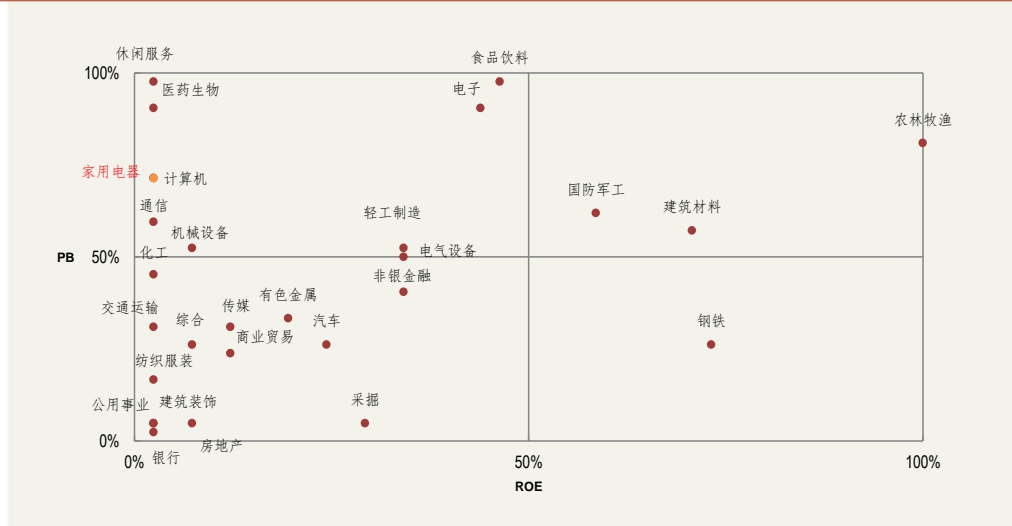


数据来源：Wind，财通证券研究所

# 估值横向比较：性价比并无明显优势

- 横向比较家电性价比并无显著优势。我们用各行业近10年PB-ROE (ttm) 的自身历史分位来衡量潜在投资机会。当前家电处于第二象限，PB分位=71%，ROE分位=2%，处于盈利低位+估值高位区间。相比之下，配置性价比更高的领域似乎来自：第三象限（盈利和估值都是历史低位）可能出现戴维斯双击，以及第四象限（盈利高位+估值低位）适合博弈估值反弹。

图 4：横向比较家电估值并无明显性价比优势



数据来源：Wind，财通证券研究所

# 目录

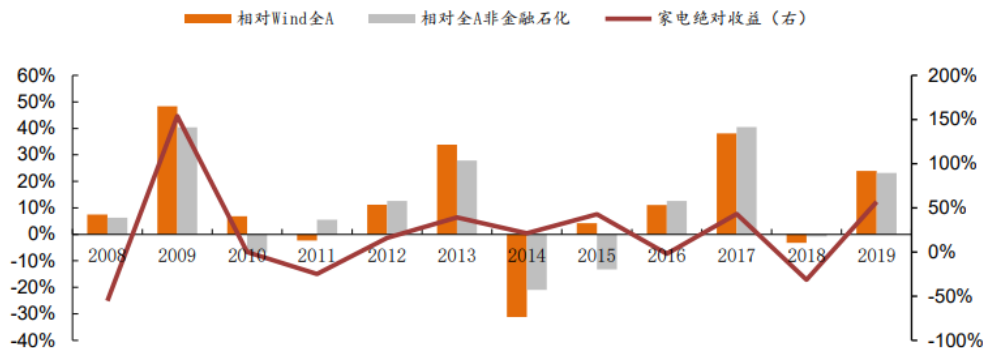
- 投资策略：需求温和复苏，看好Q4估值切换
- 行情复盘：家电何时展现超额收益？
- 外部环境：地产严控，原材料有序上涨
- 白电基本面：需求周期弱化，空调去库仍在路上
- 厨小家电基本面：厨电内销回暖，小家电逆势生长
- 风险提示

# 历史复盘：家电何时展现超额收益？【1】

年度视角：盈利上行期兼具绝对和相对收益，熊市防御价值来自超额盈利增长。

- 明显超额回报发生在绝对收益大年（盈利上升期）。2009年、12-13年、16-17年、19家电相对全A有显著超额利润增长，年均有超过10个点超额收益，其中13年和17年同为地产宽松的后周期兑现，家电利润和估值提升幅度均超全A。
- 家电仅在杠杆牛明显跑输，熊市有防御价值。14-15年家电相对全A指数（非金融石化）仍有超额利润增长，但杠杆资金对弹性品种的偏好拖累相对估值。家电在熊市里体现适度的防御属性，2008年和2011年跑赢全A（非金融石化），2018年仅略微跑输，防御价值来源于相对盈利增长。

图 5：家电超额收益：绝对收益大年走出，熊市具备防御价值



数据来源：Wind，财通证券研究所

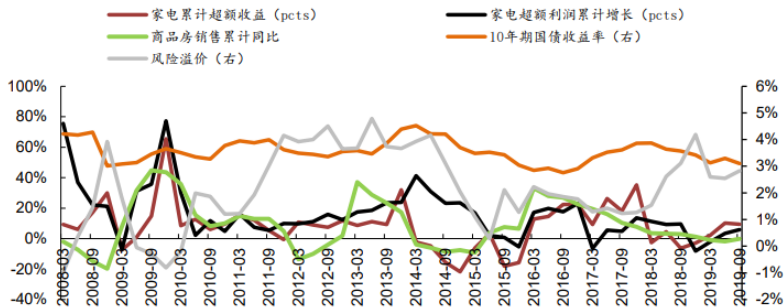


# 历史复盘：家电何时展现超额收益？【2】

季度视角：市场追逐相对景气，估值切换带来季节性特征显著。

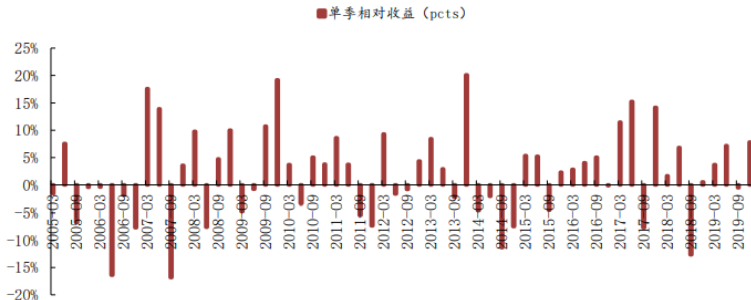
- 家电累计超额收益与季报超额利润增长具有较强的相关性，鉴于后者的公布时点后置，我们仍可感受到市场的领先性以及相对景气趋势的追逐。
- 无论是超额收益的概率或幅度，家电在Q1和Q4最为理想，而Q3相对较差，其原因在于家电盈利稳定，岁末年初估值切换，另一方面Q3是空调旺季，预期兑现或不达预期都易引起短暂抛售。

图 6：家电累计超额收益与超额利润增长具有较强相关性



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 7：家电行业相对 Wind 全 A 单季度超额回报



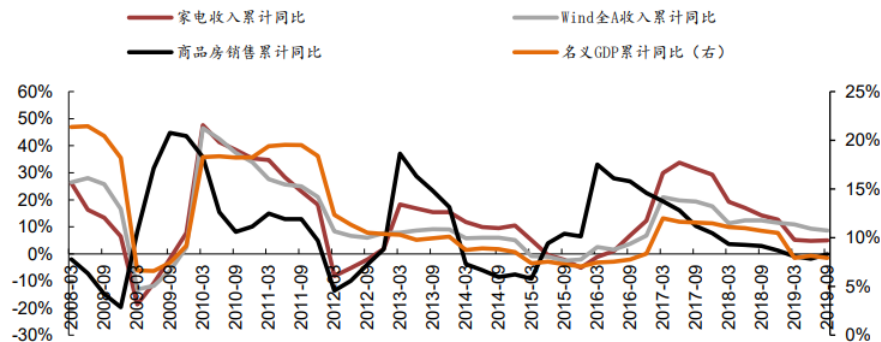
数据来源：Wind，财通证券研究所

# 历史复盘：家电何时展现超额收益？【3】

家电获得稳定超额回报的背后是什么？内因是稳定的超额利润增长，背后是顺周期+强壁垒的特点。

- **宏观层面决定收入弹性**。家电股强势与经济上行密切相关，由于地产对经济周期仍起决定作用，家电收入与名义GDP高度相关（格力和美的收入增速与名义GDP增长相关性接近80%），更重要的是家电在经济向上期的收入弹性高于Wind全A。
- **中观格局保证利润增长**。白电需求稳定+玩家固定的模式为其形成超高的进入壁垒和经济护城河，明晰的竞争格局拉动利润率趋势向上，相比之下Wind全A的利润率在过去12年几乎走平，这种差异导致家电即便在经济下行期仍有可能获得超越大盘的业绩增长。

图 8：名义 GDP 和家电板块收入为同步指标



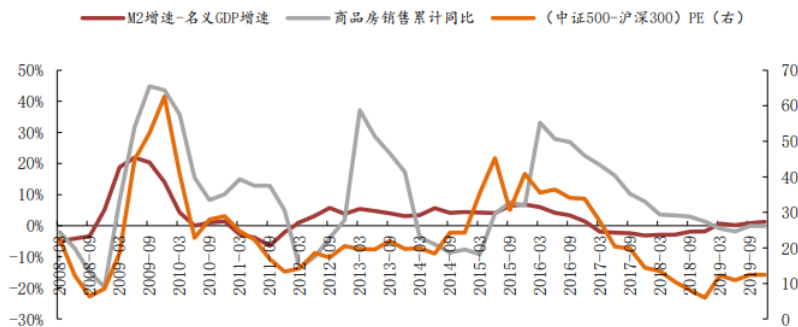
数据来源：Wind，财通证券研究所

# 历史复盘：家电何时展现超额收益？【4】

家电获得稳定超额回报的背后是什么？外因是地产和科技周期主导的蓝筹股和成长股的冷热交替。

- **地产周期**：M2和名义GDP增速差粗略地刻画“剩余流动性”，该差值与（中证500-沪深300）PE差呈现正相关。M2-名义GDP背后隐含着地产周期，地产上行期同时释放M2和名义GDP增速，后者向上更大（货币逐步紧缩+工业品价格弹性大）导致M2-名义GDP在地产上行的中后期逐步缩窄，这有利于价值股估值的相对抬升，由于家电业绩的后周期属性，地产向上0.5-1年后通常是家电投资的最佳舒适区。
- **科技周期**：3G-4G-5G信息技术浪潮对风格轮动构成助推，其向上周期往往和地产下行期重叠，新产品/应用渗透率提升+充裕的流动性催生了科技股相对强势。

图9：M2和名义GDP增速差粗略刻画风格转换



数据来源：Wind，财通证券研究所

# 上半年市场复盘：创意小家电如日中天

- 疫情冲击基本面，家电股步履蹒跚。20H1家电绝对收益-1.6%，位列28个行业中第18位，跑输Wind全A达8.6个点，疫情干扰之下弱周期行业受到热捧而顺周期行业暂时落后。节奏上，Q1家电连续3个月跑输（疫情冲击线下零售），白电复苏预期支撑4-5月行情，但6-7月出现了超额回报的如数退还。
- 创意小家电如日中天，传统电器受人冷落。疫情减少外出就餐频率，居家创意小家电享受高景气，绞肉机、多功能料理锅等持续热销，小熊电器和新宝股份业绩持续超预期，股价出现翻倍行情。与此相对，地产收紧和疫情突发利空白电基本面，上半年除美的集团以外，传统家电巨头都录得负收益。

表1：疫情冲击基本面，家电股步履蹒跚

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2005	1.5	-0.6	-2.5	5.3	5.0	-2.6	-3.5	-0.7	-2.1	-0.1	1.4	-1.7
2006	-1.0	2.2	-1.5	-11.0	-1.8	-0.8	2.2	-2.9	-1.4	-1.2	3.5	-8.7
2007	5.5	5.3	2.4	5.7	-0.5	6.0	-6.1	-10.1	2.2	-6.8	5.0	5.9
2008	12.3	0.2	-0.7	-1.2	-6.3	-2.1	3.0	-3.0	6.4	3.5	2.8	4.2
2009	-11.0	10.2	-2.7	11.3	-3.7	-7.8	-6.2	9.6	5.0	9.6	4.1	2.6
2010	-0.2	4.3	-0.1	-7.0	2.3	0.9	4.9	2.3	-2.2	1.3	-0.6	3.0
2011	-2.2	13.0	-1.4	0.2	0.4	3.4	-1.3	-4.0	-0.9	-4.0	-5.2	1.1
2012	1.1	6.7	1.4	-1.3	3.1	-3.2	-1.7	0.1	0.9	4.0	3.5	-4.1
2013	4.0	-0.9	5.1	6.3	-6.1	2.2	2.2	-3.7	-0.5	13.3	-0.5	6.2
2014	-1.2	-3.8	0.2	0.8	-0.6	-2.2	-1.6	-2.6	-6.1	0.7	-4.3	-3.1
2015	8.4	0.2	-4.7	-0.3	-2.5	6.2	-2.8	1.3	-4.7	-3.3	-0.7	5.6
2016	5.9	-1.1	-3.9	2.4	1.0	0.6	3.8	-5.1	6.1	-2.4	5.4	-2.7
2017	2.2	3.0	5.8	3.0	4.2	7.7	-5.6	-3.6	1.7	9.3	0.5	4.2
2018	8.5	-1.9	-4.2	-1.9	4.9	4.4	-7.3	-5.8	-0.4	-0.9	0.1	1.4
2019	10.3	-7.5	-0.2	6.7	0.1	0.6	1.0	-1.0	-0.5	4.0	0.2	3.8
2020	-2.4	-3.1	-4.3	2.4	5.6	-6.0	-2.2					

数据来源：Wind, 财通证券研究所

表2：创意小家电如日中天，传统电器受人冷落

证券简称	上半年涨跌幅	ROE分位数	PB分位数	PE	PB	3年净利润CAGR	PEG
小熊电器	132%	33%	58%	87.3	13.2	34.4%	2.5
新宝股份	124%	100%	100%	56.7	8.8	26.5%	2.1
公牛集团	92%	14%	60%	40.1	10.0	15.6%	2.6
三花智控	65%	48%	95%	61.2	9.1	14.2%	4.3
九阳股份	51%	86%	94%	35.9	7.6	14.2%	2.5
飞科电器	34%	5%	52%	38.4	9.5	7.1%	5.4
莱克电气	6%	57%	29%	21.5	3.3	9.1%	2.4
美的集团	5%	14%	87%	21.0	4.8	10.0%	2.1
海信家电	-1%	21%	34%	8.7	1.8	0.3%	24.9
欧普照明	-3%	17%	23%	26.2	4.8	9.8%	2.7
苏泊尔	-6%	62%	96%	36.3	10.1	10.0%	3.6
老板电器	-7%	21%	56%	23.3	5.2	10.1%	2.3
海尔智家	-9%	3%	41%	15.9	2.7	6.9%	2.3
荣泰健康	-9%	28%	49%	18.7	3.3	11.5%	1.6
浙江美大	-11%	76%	45%	19.4	5.8	14.7%	1.3
格力电器	-12%	3%	35%	14.0	3.1	6.4%	2.2
华帝股份	-22%	66%	25%	12.3	3.0	8.5%	1.4

数据来源：Wind, 财通证券研究所

# 目录

- 投资策略：需求温和复苏，看好Q4估值切换
- 行情复盘：家电何时展现超额收益？
- 外部环境：地产严控，原材料有序上涨
- 白电基本面：需求周期弱化，空调去库仍在路上
- 厨小家电基本面：厨电内销回暖，小家电逆势生长
- 风险提示

# 地产基调：房住不炒，因城施策

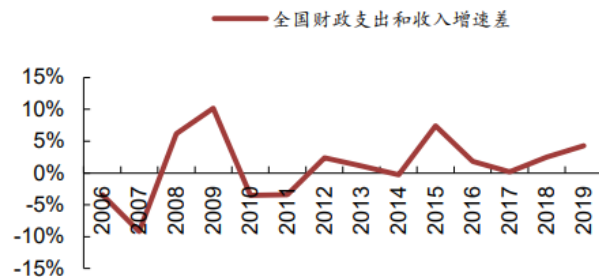
- 下半年宏观政策偏宽松。全年隐含经济增长目标3%-4%，20H2逆周期调节政策不可或缺，地产是经济稳定的压舱石，稳地价+稳房价+稳预期仍是大方向。
- 需求端坚持房住不炒+因城施策。下半年全面宽松（取消限购限贷等）几无可能，但地方上延续“因城施策”，部分地区将被允许有限度地支持需求（人才政策+落户放开等）。
- 供给端积极支持以稳定地产投资。行业政策仍将积极推出，包括增加土地供应、放宽预售条件+限价政策、合理信贷支持等。

表3：地产基调：房住不炒，因城施策

	类型	中央	地方
需求端	贷款额度	《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》等内容包括：督促11型大城市和中小城市，全面取消落户限制，进一步促进劳动力和人才社会性流动等。	兰州、驻马店等10城出台贷款相关政策，具体包括公积金贷款额度增加，首付比例降低等，其中大部分政策迅速被中央叫停。
	限购		厦门、青岛等8城开放限购政策，其中大部分政策被中央叫停。
	户籍		苏州、无锡、昆明、大连等20余城年内变更了落户政策，降低落户门槛要求。
	购房补助		2020年3月以来，南京、郑州等21地出台购房补贴政策，具体包括购房契税补贴，对高层次人才补贴一次性安家费等。
供给端	土地	《关于授权和委托用地审批权的决定》等内容包括：建立健全城乡统一的建设用地市场，全面推开农村土地征收制度改革，改革建设用地计划管理方式等。	嘉兴、中山等近20城提出土地支持，包括：缓缴或分期缴纳土地出让金、土地保证金比例降低等。
	其他		长春、武汉等提出降低预售门槛、预售资金监管放松等政策。

数据来源：相关法律文件，财通证券研究所

图10：财政收入支出差升高释放政策放松信号

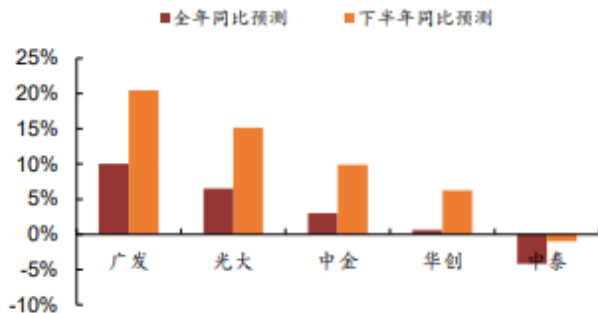


数据来源：Wind，财通证券研究所

# 地产销售：预计全年个位数下滑

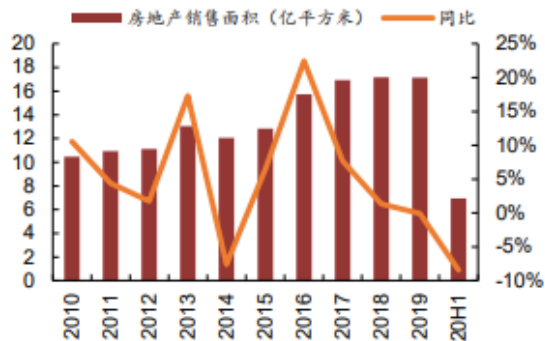
- 短期来看，下半年回归季节性波动，预计全年销售同比-6%。上半年商品房销售同比-8.4%，单月同比持续改善主因积压需求释放+推盘相当充分。结合7家机构预测，下半年销售面积同比中位数-4.1%，全年同比中位数-6%，预计销售将由复工带动的快速修复回归至正常的季节性波动。
- 中长期看，超长的地产景气周期面临均值回归压力。中国城镇化率迈过60%，人均居住面积越过40平方米，长期看地产销售增速应逐步下行，2017-19年销售面积连续三年突破17亿平（居民加杠杆+棚改货币化）存在均值回复压力，这一数据对应的容纳人口已大幅超过当前城镇人口增长。

图12：全年地产销售预计个位数下滑



数据来源：Wind，财通证券研究所

图11：上半年商品房销售同比-8.4%

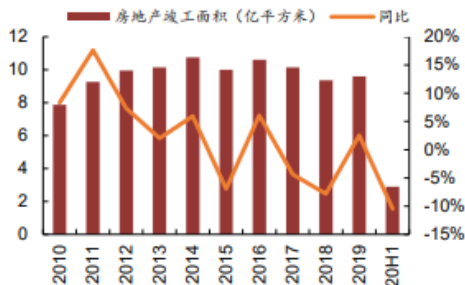


数据来源：Wind，财通证券研究所

# 地产竣工：两年左右趋势性向好

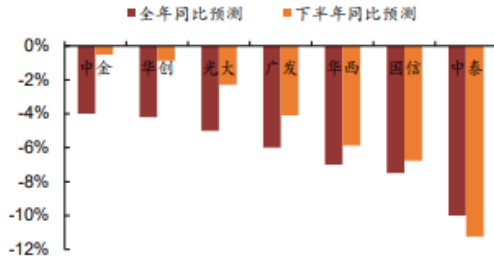
- 下半年竣工重回上升趋势，预计全年同比+3%。上半年竣工面积同比-11%，疫情打断交付节奏，竣工单月同比自2月见底后迅猛反弹，预计下半年开发商将加速竣工，结合多家机构预测，20H2竣工面积同比中位数+10%，全年同比中位数+3%。
- 开工和竣工背离将逐渐收敛，预计竣工呈现2年趋势性向好。历史上新开工领先竣工增速2-3年，但2017年以来新开工高增+竣工走低形成剪刀差，两者背离源自去杠杆造成的资金压力下，企业在开发链条上的行为扭曲（抢开工回笼资金+低竣工延缓支出）。随着去杠杆转向稳杠杆，叠加基本面下行催生的宽松融资环境，房企资金压力得到大幅缓解，预计竣工将呈现2年左右的趋势性向好。

图13：上半年竣工面积同比-11%



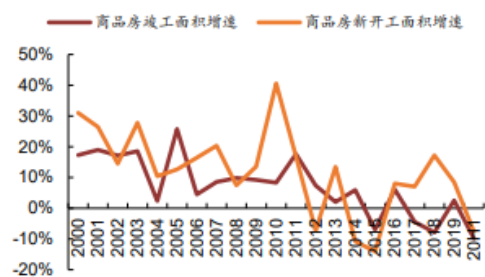
数据来源：Wind，财通证券研究所

图14：下半年竣工预计将重回上升趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

图15：开工和竣工背离将逐渐收敛



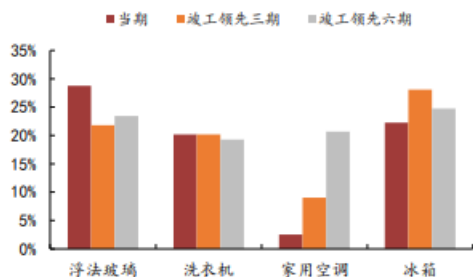
数据来源：Wind，财通证券研究所



# 竣工好转=家电复苏？

- **销售-家电的相关性明显高于竣工-家电相关性。**以地产领先家电3个月为例，2010-19年销售-家电相关系数达到30%-50%，而竣工-家电则为20%-30%，最直接的原因可能是竣工数据的质量问题，即部分房企会因为避税等原因存在竣工漏报和延报。考虑该现象长期存在，竣工规模可能存在低估，但增速一定程度上能反映竣工趋势。
- **地产的投资属性更影响“竣工好转→家电复苏”逻辑。**2016-17年三四线地产热销伴随了投资需求占比扩大，克尔瑞调研数据表明，两年间三四线首套房的刚性需求占比为39%，而三套以及四套以上的投资需求占比也接近30%。国家电网统计2017年大中城市房屋空置率12%，小城市房屋空置率14%，因此从房屋竣工到家电购置仍存在装修是否落地的困惑。
- **结论：一半清醒一半醉。**理论上竣工趋势好转可以顺利推演至家电需求复苏，但现实中该逻辑的强度可能受到房屋空置、数据质量的影响，即便竣工不打折扣地传导，在脉冲式行情过后家电还需面临2018年起地产销售增长乏力的负面冲击。

图16：销售-家电相关性明显高于竣工-家电



数据来源：Wind，财通证券研究所

表4：全国七大区域百城购房者拥有住宅情况（单位：%）

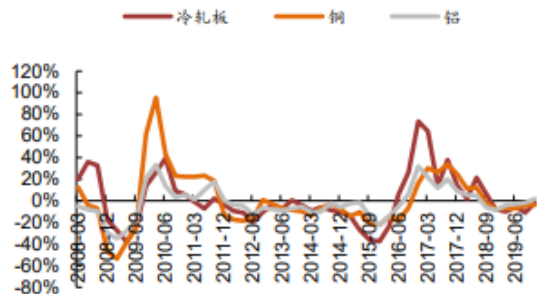
区域	一套	两套	三套	四套及以上
华东	40%	35%	18%	7%
西北	50%	31%	14%	6%
华中	43%	35%	16%	7%
华北	52%	28%	15%	5%
华南	29%	31%	26%	14%
西南	35%	38%	15%	12%
东北	21%	47%	23%	10%
平均值	39%	35%	18%	9%

数据来源：CRIC调研，财通证券研究所

# 原材料价格：有序复苏而非大级别上涨

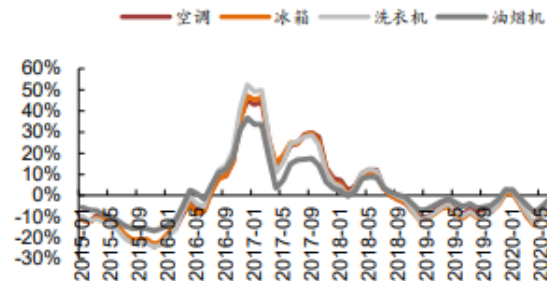
- 原材料价格同比有望近9个季度首次转正。伴随全球经济复苏，家电原材料铜、铝、冷轧板价格于5月起“深V反弹”，三者的7月均价都较4月的年内低点上涨了20%左右，原材料价格同比有望在经历连续8个季度负增长后于20Q3首次转正。与此对应，我们测算7月空调/洗衣机/冰箱/油烟机的成本同比+3% / +1% / +2% / +1%，为最近几个季度首次正增长。
- 原材料价格会否开启大级别上涨行情？我们更倾向于温和复苏而非迅猛上涨。全球贸易周期低位+中国经济底部有助于PPI重启向上通道，但当前环境很难支持大级别回升：1) 近年地产销售稳定在17亿平，政策严控下缺少弹性；2) 2009年和2015年的商品行情都有明确的政策支持（“四万亿”和“供给侧改革”），而当下很难再现强刺激。

图17：原材料价格同比有望首次转正



数据来源：Wind，财通证券研究所

图18：家电成本预计温和复苏

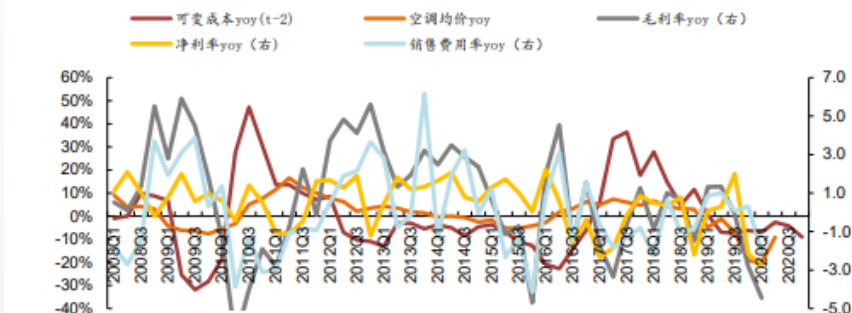


数据来源：Wind，财通证券研究所

## 下半年龙头利润率同比或将明显改善

- **家电成本和售价的锚是地产周期。** PPI和家电成本/售价的锚都是地产周期，即商品房销售上行→地产投资上行→生产资料涨价→家电成本上涨→出厂价/零售价向上，反之亦然。龙头上下游议价能力极强，导致成本转嫁顺畅，具体表现在：1) 成本见底回升迅速传导至零售价见底向上；2) 成本见顶向下甚至负增长后，终端售价仍能维持一段时间的温和扩张。
- **下半年龙头利润率同比或将明显改善。** 原材料成本(t-2)+当期空调均价较好解释白电三巨头整体毛利率变化。当库存成本陡峭向上并上穿均价曲线，厂商毛利率初期面临较大压力，而后压力随着均价抬升+基数效应逐步收窄，同期龙头净利率的向下压力相对可控，主因销售费用率紧跟毛利率变化。我们判断20H2龙头利润率同比或将出现明显的边际改善，主要由于产品均价企稳回升+低价原材料前期储备。

图 19：原材料成本(t-2)+当期空调均价较好解释白电三巨头整体毛利率变化



数据来源：Wind，财通证券研究所

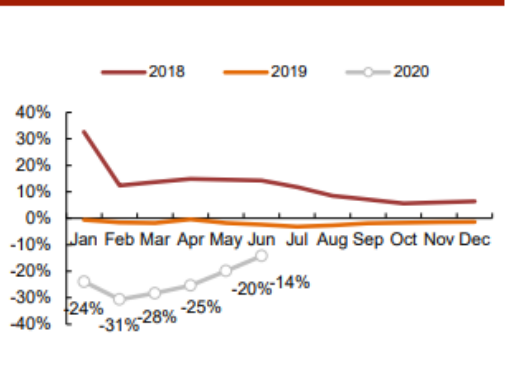
# 目录

- 投资策略：需求温和复苏，看好Q4估值切换
- 行情复盘：家电何时展现超额收益？
- 外部环境：地产严控，原材料有序上涨
- 白电基本面：需求周期弱化，空调去库仍在路上
- 厨小家电基本面：厨电内销回暖，小家电逆势生长
- 风险提示

# 空调：销量反弹，价格重塑

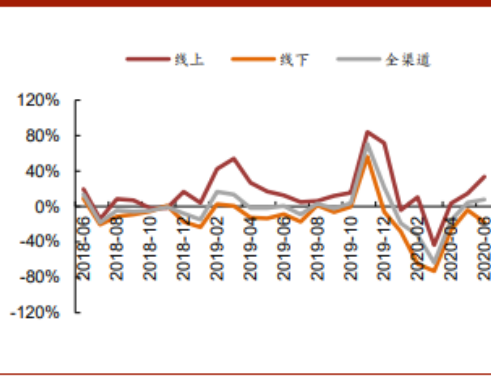
- **出货量：疫情重创Q1，Q2显著修复。**20H1空调总出货同比-14%，其中内销yoy-25%，出口yoy-4%。疫情致大家电销售一度停摆，20Q1空调内销同比-51%，随着疫情降级+间歇性炎热刺激，20Q2内销出货明显复苏（yoy-6%），但考虑到库存仍高+夏季凉爽+地产严控，内销复苏的级别和时长仍需观察。外销表现跌宕起伏但整体好于预期，Q2海外工厂停产促使国内厂商收到追加订单，Q2出口yoy+2%环比改善。
- **零售量：销量复苏，618推升行情。**上半年零售量同比-14%，其中线上同比+10%，线下同比-32%，受疫情影响线上占比提升。4月起疫情缓和+气温上升促使销量回暖，618促销进一步推升空调零售。
- **零售价：下半年重回增长通道。**需求不振+库存高企导致19Q4-20Q1价格竞争激烈，随着新国标临近20Q2竞争强度明显减缓，5-6月行业线下价格下滑缩窄至个位数，预计下半年产品升级+原材料涨价会使价格同比重回增长通道。

图20：家用空调销量累计同比



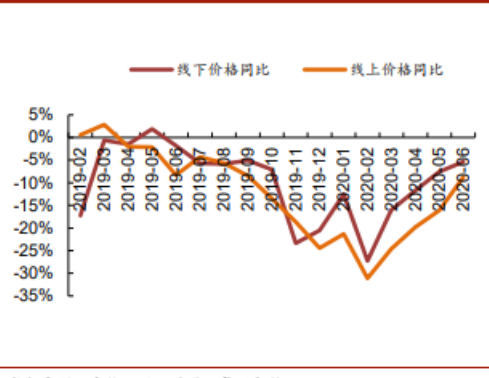
数据来源：Wind，财通证券研究所

图21：家用空调零售月度同比



数据来源：Wind，财通证券研究所

图22：家用空调价格月度同比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

# 空调：需求周期弱化，去库仍在路上

- **当前空调库存处于什么水位？** 本轮主动去库始于去年11月，高库存+新国标临近迫使格力加入价格战，春节前老能效库存得到下降，但疫情阻碍终端售卖，库存去化月数不降反升至4月。5-6月终端大促+间歇性高温驱动去化月数见顶向下，6月渠道库存对应4个多月消化时间，其中美的渠道库存处于1-2个月的较低水位。
- **库存周期未来如何演进？** 近期原材料涨价促使企业提前备货，7-8月空调排产增长都超过20%，但7月多雨使得终端销售并不顺畅，因此短期库存或有向上反复可能。我们判断，伴随下半年动销弱复苏以及明年上半年低基数带来的高增长，库存周期正从主动去库向被动去库演进，但在地产严控的背景下，空调内生需求仍然乏力，主动补库何时开启仍待观察。

图 23：主动补库何时开启仍待观察

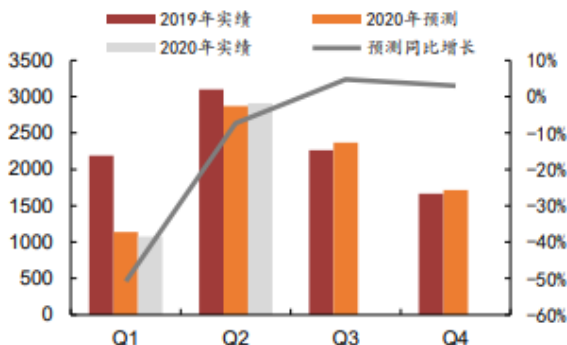


数据来源：产业在线，财通证券研究所

## 20H2空调预测：不确定性中的弱复苏

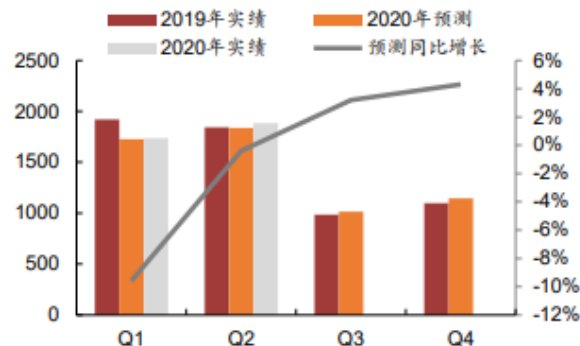
- 预计2020年内销8033万台（-13%），Q3/Q4同比+5%/+3%。展望下半年，积极因素在于：（1）旺季顺延，厂家积极排产冲刺冷年业绩，7月内销排产同比去年实绩+21%，但8月排产同比小幅下滑；（2）地产竣工+装修后移将带动部分内需。不利因素在于：（1）地产调控+夏季多雨，部分企业的渠道库存仍在较高水位；（2）19H2内销调整幅度缺乏深度导致去年基数偏高。
- 预计2020年外销5733万台（-2%），Q3/Q4同比+3%/+4%。20Q2外销同比基本持平，海外疫情肆虐的背景下超出预期，主因外国停产致订单回流+前期退单重新补单。展望下半年，全球疫情蔓延导致出口形势有较大不确定性，因此保守预计外销同比小个位数正增长。

图24：2020家用空调年内销预测



数据来源：产业在线，财通证券研究所

图25：2020年家用空调外销预测

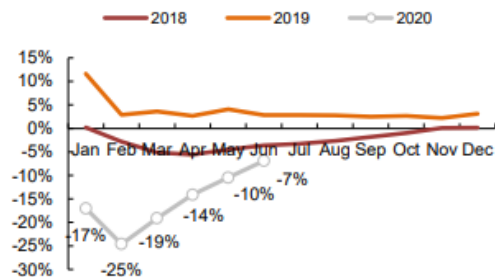


数据来源：产业在线，财通证券研究所

# 冰箱：内销复苏，出口坚挺

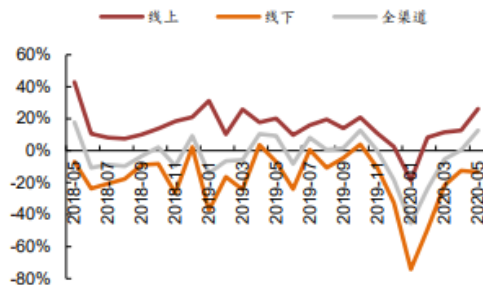
- **冰箱出货&零售**：内销走出困境，出口相当亮眼。上半年总出货同比-7%，其中内销同比-12%，出口同比-4%。20H1零售量同比-8%（线上yoy+13%，线下yoy-30%），零售额同比-15%。五一促销+6.18+以旧换新+疫情好转逐步将内销带出泥潭；出口表现亮眼主因海外停工+囤积食品+订单后移等刺激需求，由于贸易摩擦去年同期基数也偏低，其中出口至美洲的冰箱增长超过20%。
- **零售价格**：线上竞争激烈，线下价格坚挺。整体看终端促销频繁，线上竞争尤为激烈，大促期间产品结构向中低端倾斜（双门、小容积等），线上缺乏价格增长动力。相比之下线下价格坚挺，主因高端机型（法式、十字等）占比提升。

图26：冰箱销量累计同比



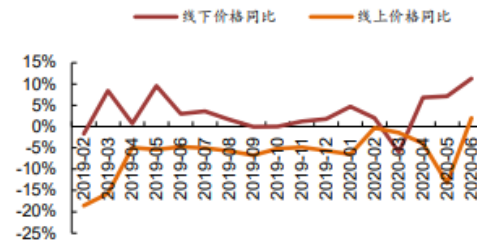
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图27：冰箱零售月度同比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

图28：冰箱价格月度同比



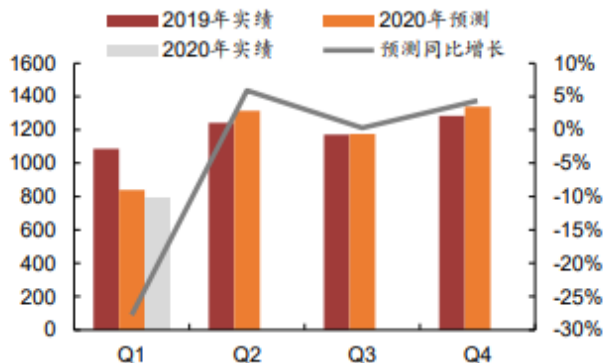
数据来源：奥维云网，财通证券研究所



## 20H2冰箱预测：出口或将高位回落

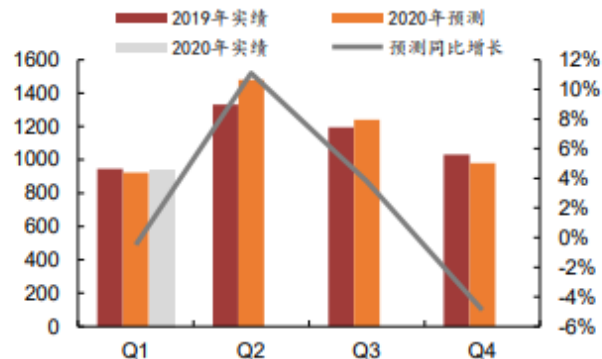
- 预计2020年家用冰箱冰柜内销4614万台（-4%），Q3/Q4同比+0%/+4%。20Q2大规模促销可能透支了国内需求，下半年冰箱厂家或将面临更大的压力，包括价格竞争和新兴渠道冲击等。
- 预计2020年家用冰箱冰柜出口4641万台（+3%），Q3/Q4同比+3%/-5%。Q2可能是出口增速最快的季度，往后看尽管7-8月订单较为饱和，但考虑到海外疫情加剧以及整机企业缩减预算，整体上下半年的出口需求仍需保持一定谨慎态度。

图29：2020年冰箱内销预测



数据来源：产业在线，财通证券研究所

图30：2020年冰箱外销预测

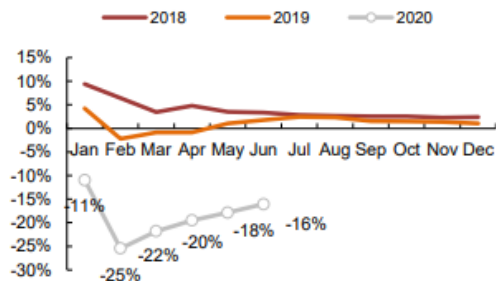


数据来源：产业在线，财通证券研究所

# 洗衣机：内销回暖，出口承压

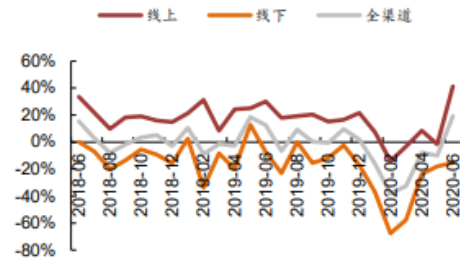
- **出货&零售量**：1-6月出货同比-16%，其中内销yoy-15%，外销yoy-19%。疫情是左右洗衣机内销的最大单一变量，复工复产引领内销同比降幅收窄，由Q1的-24%降至Q2的-5%。海外市场仍备受煎熬，许多厂商推迟或取消订单，Q2出口同比-20%更甚于Q1（-13%）。上半年零售量同比-12%，其中线上同比+10%，线下同比-36%，疫情影下洗衣机线下零售受到较大冲击。
- **零售价格**：线上竞争激烈，线下相对坚挺。终端促销频繁致竞争激烈，品牌商通过降价抢占线上份额，通过直播等活动刺激需求。与此相对线下价格坚挺，主要受洗烘一体机结构性增长拉动。

图31：洗衣机销量累计同比



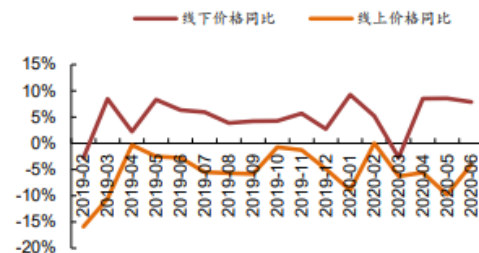
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图32：洗衣机零售月度同比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

图33：洗衣机价格月度同比

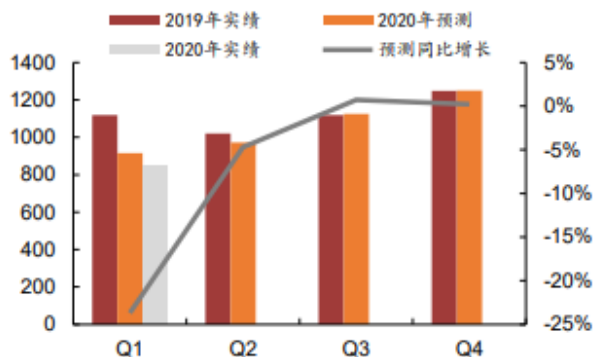


数据来源：奥维云网，财通证券研究所

## 20H2洗衣机预测：内外需求平淡，龙头逆流而上

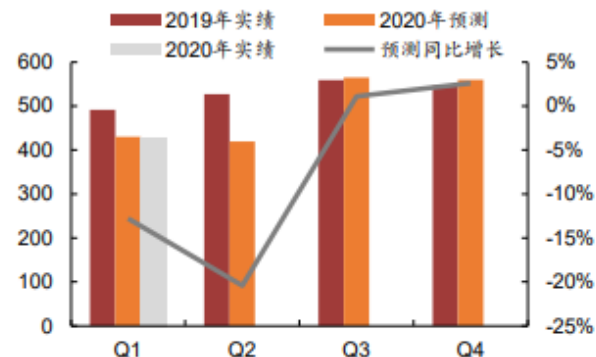
- 预计2020年洗衣机内销4200万台（-7%），Q3/Q4同比+1%/+0%。预期下半年内销有望恢复到去年同期水平，其中龙头企业信心较强，二三线品牌面临更大的竞争压力。
- 预计2020年洗衣机外销1973万台（-7%），Q3/Q4同比+1%/+3%。由于客户库存较高+资金紧张，预计下半年出口需求平淡且价格竞争激烈，其中龙头企业可通过自主品牌和订单增量对冲风险，中小企业的压力更为直接。

图34：2020年洗衣机内销预测



数据来源：产业在线，财通证券研究所

图35：2020年洗衣机外销预测



数据来源：产业在线，财通证券研究所

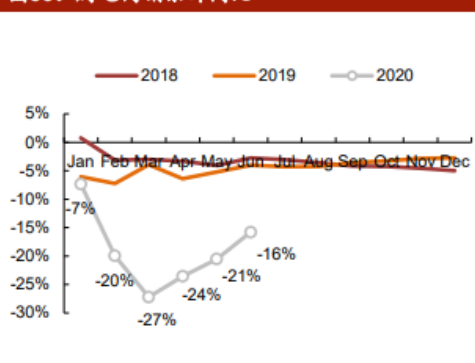
# 目录

- 投资策略：需求温和复苏，看好Q4估值切换
- 行情复盘：家电何时展现超额收益？
- 外部环境：地产严控，原材料有序上涨
- 白电基本面：需求周期弱化，空调去库仍在路上
- 厨小家电基本面：厨电内销回暖，小家电逆势生长
- 风险提示

# 厨电：Q2明显复苏，线上强势促销

- **出货&零售量：疫情好转+618备货带动Q2复苏。**20H1厨电全品类总出货同比-13%，内销yoy-16%，Q1内销yoy-26%主因终端门店关闭+工程项目中断，Q2内销yoy-4%明显复苏主因疫情好转+618备货。零售方面，油烟机上半年零售量累计同比-19%，其中线上同比+18%，线下同比-32%，线上依靠促销+线下转移受影响较小。Q2随着门店开放零售逐步好转，5-6月接近去年同期水平。
- **零售价：线上激进促销，线下坚定推高。**需求不振叠加疫情冲击，多数品牌在线上采用激进的价格策略，促销力度增大带动线上均价大幅下挫。与此相对地，Q2线下恢复正常后厂家推高路线坚定，5000+以上高端市场增长稳定，价格上浮趋势得以体现。
- **预计2020年厨电整体内销1.01亿台（-4%），Q3/Q4同比+8%/+4%。**疫情受控+竣工复苏，预计下半年大厨电内销回暖，企业也将加大工程渠道投入，而微波炉、电烤箱等小厨电需求或将回归理性。

图36：厨电内销累计同比



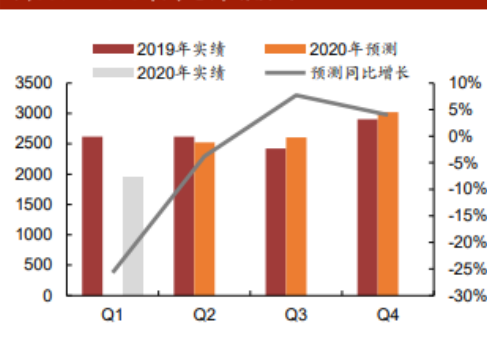
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图37：厨电价格月度同比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

图38：2020年厨电内销预测



数据来源：产业在线，财通证券研究所

注：厨电包含油烟机、燃气灶、集成灶、微波炉、电烤箱、电饭锅

# 小家电：疫情中逆生长

- **传统小家电：疫情影响较小，部分品类表现亮眼。**小家电适合线上销售，受疫情中影响较小，创意小家电需求被充分激发。上半年小家电零售额同比-14%（线上+15%，线下-40%）。分品类看，传统厨房小家电零售额yoy-22%，清洁类小家电零售额yoy-21%，食品料理机yoy+1%，新式生活厨房小家电yoy+13%，微蒸烤复合机yoy+49%。
- **新兴小家电：市场所望，未来可期。**九阳、小熊、新宝推动破壁机、多功能锅等引领消费潮流，这些产品外观设计良好，满足细分需求，享受线上红利，符合年轻化、女性为主的线上消费。本质上看，新兴小家电倾向于享受类消费，满足消费升级下个性化、差异化需求，未来增长潜力较大。

表5：小家电在疫情中逆势增长

	传统厨小家电	清洁类小家电	食品料理机	新式生活厨房小家电	料理机	吸尘器	微蒸烤复合机
2018	3%	8%	26%	443%	42%	32%	-
2019	1%	-4%	3%	5%	8%	3%	29%
2020H1	-22%	-21%	1%	13%	4%	8%	49%

数据来源：奥维云网，财通证券研究所

表6：小家电企业发展迅速

	苏泊尔	九阳	小熊	摩飞
2019	24%	31%	30%	390%
2020Q1	4%	48%	25%	249%
2020Q2	37%	78%	69%	105%
2020H1	20%	63%	46%	147%

数据来源：天猫，财通证券研究所

# 目录

- 投资策略：需求温和复苏，看好Q4估值切换
- 行情复盘：家电何时展现超额收益？
- 外部环境：地产严控，原材料有序上涨
- 白电基本面：需求周期弱化，空调去库仍在路上
- 厨小家电基本面：厨电内销回暖，小家电逆势生长
- 风险提示

# 风险提示

- 房地产市场长期低迷。
- 原材料大幅涨价，外汇剧烈波动。
- 细分行业竞争明显加剧。



# 信息披露

## 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

## 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

## 行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

# 信息披露

## 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。