

疫情影响渐消，复苏拐点确立

——家电行业 2020 年中报总结

行业动态

◆收入端：小家电景气度再提升，白电、厨电显著复苏

随着疫情影响进入尾声，20Q2 板块收入增速快速修复。20Q2 家电行业零售额同比下滑 7%（奥维监测数据），降幅环比 Q1（-37%）大幅收窄，而中报板块收入同比增速回升至+6%（剔除格力），环比 Q1（收入同比下滑 20%左右）快速修复。从各板块 Q2 收入增速回升情况来看：小家电（+27%）>黑电（+16%）>白电（+0.5%）>上游（-4%）>大厨电（-9%，剔除华帝同比+4%），小家电受益线上化趋势，景气度超出市场预期。

◆盈利端：回升明显，小家电盈利能力最突出

20Q1/Q2 家电板块净利率同比分别-2.3/-1.5pct，盈利能力降幅收窄。分板块来看，Q2 在收入高增长的带动下，小家电净利率同比提升+2.9pct，厨电净利率基本同比持平（-0.1pct），白电净利率因价格战去库存原因，同比依旧承压（-3pct），但环比 Q1（-3.9pct）降幅收窄。

◆经营质量：经营净现金流大幅回升且超过净利润

20Q2 逐渐恢复正常经营活动，加快销售回款，行业整体经营净现金流大幅回升且超过净利润。分板块来看，白电、小家电板块现金回流最为明显。20Q2 各子板块存货同比温和上升。

◆集中度：收入端集中度稳定，白电竞争基本出清

2019 年以来，竞争成为白电行业最大的不确定性，尤其是空调。2020 年以来零售份额向三大白电加速集中，激烈价格竞争下市场基本出清。伴随行业需求步入复苏周期，二线企业盈利能力略有恢复，但收入集中度依然稳定保持在 70%左右。

◆基本面展望：白电、厨电需求逐步复苏，集中度提升，弱周期下更考验数字化精细化运营能力

需求层面：未来 2-3 个季度需求和价格向上趋势明朗。2020-21 年商品房竣工交付趋势性改善，叠加经济复苏，将继续带动白电、厨电板块需求回暖。由于疫情导致的低基数效应，复苏将至少持续至 21H1。同时考虑到库存周期见底、PPI 上行，行业有望在 Q3 见到均价同比向上拐点。

竞争层面：经过 2 年下行周期与渠道模式转型，龙头公司强化竞争，行业格局更加集中。后续行业景气度虽有复苏，但由于地产销售难见弹性、经济复苏节奏偏弱，预计复苏幅度有限。后续竞争更考量在新渠道、新零售背景下，企业在数字化、信息化基础上的精细运营能力，预计龙头份额仍将稳中有升，盈利能力逐步改善。

◆投资建议

继一季报业绩受疫情冲击后，家电板块二季度收入/利润同比增速分别回升至+6%/-15%，经营拐点已现。展望后续，随着经济复苏与地产竣工改善，未来 2-3 个季度的白电、厨电需求复苏趋势明朗，同时库存周期见底、PPI 上行，均价将迎来向上拐点。基于景气趋势研判，我们推荐：

1) 复苏拐点确立，中长期增长确定性高或存在改善弹性的白电龙头：**美的集团、海尔智家、格力电器**。

2) 小家电经营模式的改变将打开优质产品型公司的持续成长空间，继续推荐具备底层竞争要素的优质公司：**新宝股份、九阳股份、苏泊尔、小熊电器**。

3) 地产产业链零售回暖迹象明确，关注各家公司下半年业绩弹性：**海信家电、老板电器、华帝股份、欧普照明**。

◆**风险分析：**疫情对经济活动的冲击出现反复；地产竣工进度不及预期。

增持（维持）

分析师

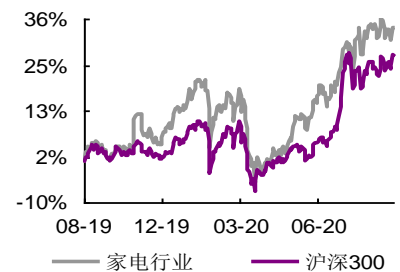
金星 (执业证书编号：S0930518030003)
021-52523878
jinxing@ebsecn.com

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

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

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

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 财报总结：疫情影响渐消，复苏拐点确立	3
1.1、 收入端：20Q2 板块收入恢复同比个位数增长	3
1.2、 盈利端：回升明显，小家电盈利能力最突出	4
1.3、 经营质量：回款加快，经营现金流恢复正常水平	4
1.4、 集中度：收入集中度仍高，利润集中度下降	6
2、 收入端：20Q2 板块收入恢复个位数增长	7
2.1、 20Q2 家电板块需求与收入增速恢复正常	7
2.2、 白电、厨电需求快速恢复，小家电持续高景气	7
3、 盈利端：回升明显，小家电盈利能力最突出	9
3.1、 外部环境利好企业盈利修复	9
3.2、 盈利能力普遍回升，小家电表现最佳	10
4、 经营质量：现金流显著改善，库存温和上升	14
4.1、 现金流：Q2 经营净现金流明显改善	14
4.2、 存货：20Q2 存货温和上升	14
5、 集中度：收入端集中度稳定，利润集中度下降	15
5.1、 零售集中度稳定，竞争基本出清	15
5.2、 复苏背景下，二线企业利润率得到修复	15
6、 基本面展望：步入量价复苏周期，竞争回归经营能力比拼	16
7、 投资建议：	18
8、 风险分析：	18

本次 2020Q2 财报总结，我们选取了家电板块 44 家公司（白电整机 7 家、黑电 4 家、大厨电 4 家、小家电 12 家、上游零部件 17 家）：

白电：格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、长虹美菱、惠而浦、奥马电器。

黑电：海信视像、四川长虹、兆驰股份、创维数字。

厨电：老板电器、华帝股份、万和电气、浙江美大。

小家电：九阳股份、苏泊尔、莱克电气、飞科电器、新宝股份、科沃斯、石头科技、小熊电器、爱仕达、荣泰健康、奥佳华、哈尔斯。

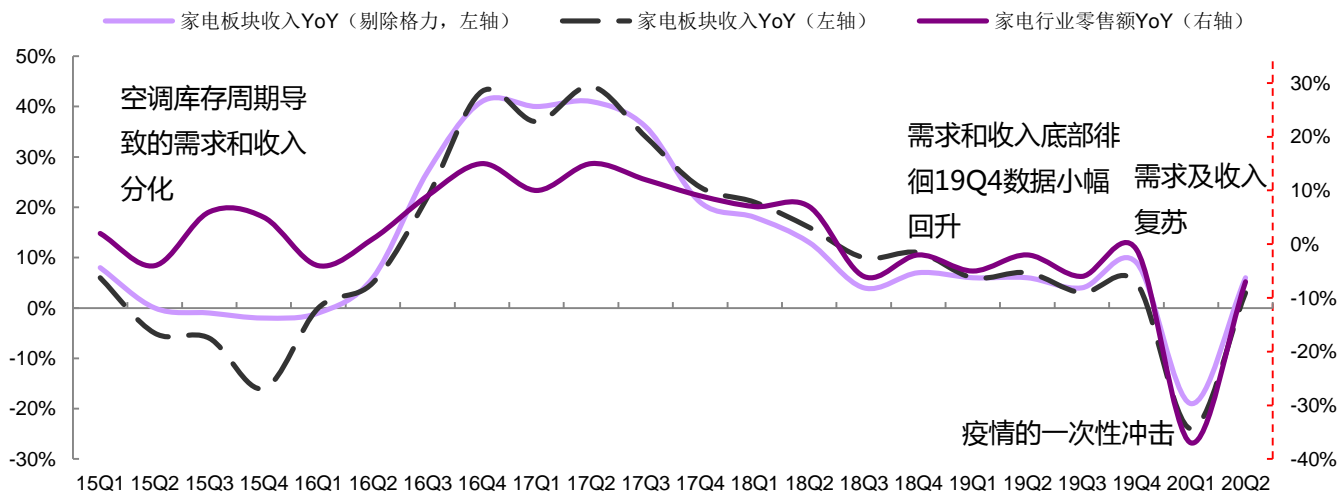
上游零部件：三花智控、长虹华意、海立股份、拓邦股份、和而泰、英唐智控、东方电热、顺威股份、秀强股份、亿利达、盾安环境、和晶科技、汉宇集团、聚隆科技、*ST 中科、*ST 康盛、*ST 毅昌。

1、财报总结：疫情影响渐消，复苏拐点确立

1.1、收入端：20Q2 板块收入恢复同比个位数增长

疫情冲击后，20Q2 板块收入增速快速修复。20Q2 家电行业零售额同比下滑 7%，降幅环比 Q1 (-37%) 大幅收窄，终端需求逐步回暖，家电板块收入同比增速回升至+6%（剔除格力）/+3%（包含格力），环比 Q1（收入同比下滑 20%左右）快速修复。

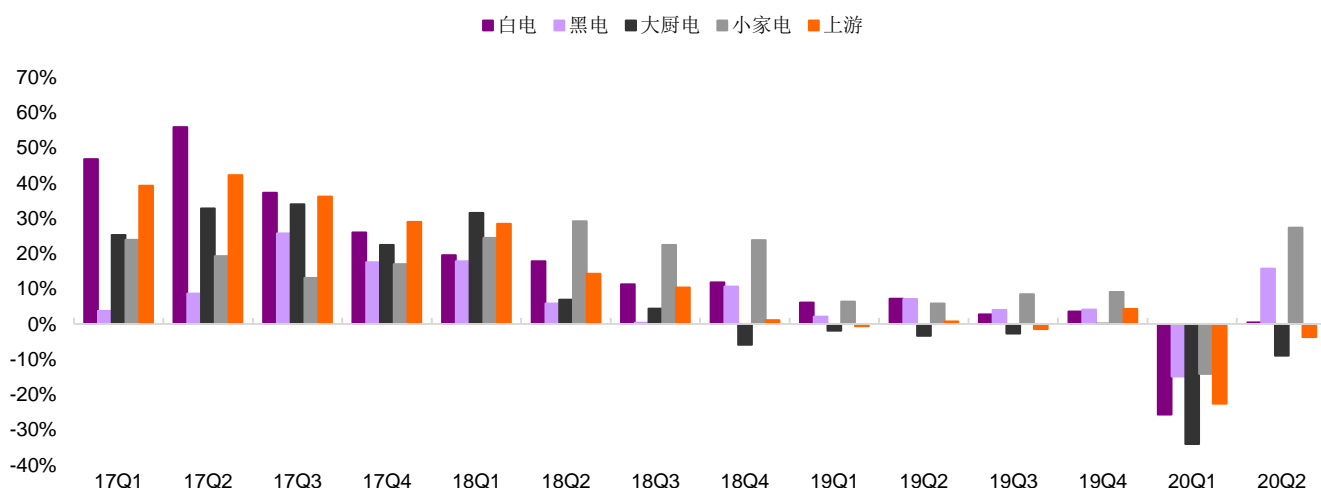
图 1：家电行业收入增速与零售需求表现



资料来源：Wind，奥维云网，光大证券研究所测算

从各板块 Q2 收入增速回升情况来看：小家电 (+27%) > 黑电 (+16%) > 白电 (+0.5%) > 上游 (-4%) > 大厨电 (-9%)。小家电线上渠道表现亮眼，加之疫情催化新兴小家电品类渗透率提升，Q2 收入同比增速达到 27%（Q1 下滑 14%），Q2 需求显著受益于疫情期间居家时间增加。白电板块收入同比增速快速恢复至持平左右，厨电板块收入仍同比下滑，主要受华帝股份拖累（华帝 Q2 单季收入下滑近 40%），剔除华帝后板块收入同比提升 4%。

图 2：家电各子板块单季收入增速一览



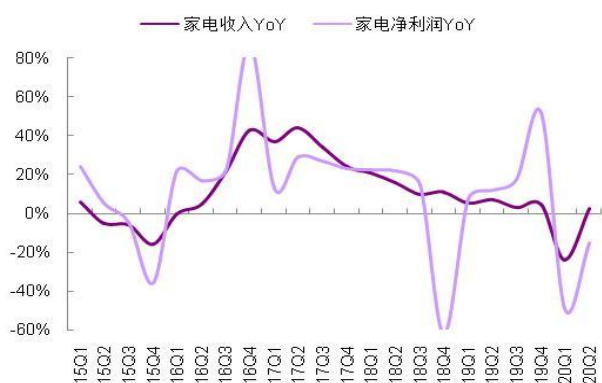
资料来源：Wind，奥维云网，光大证券研究所测算

1.2、盈利端：回升明显，小家电盈利能力最突出

从净利率来看，家电板块 20Q1/Q2 整体净利率分别同比-2.3/-1.5pct，各板块净利率变动分别为：小家电 (+2.9pct) >黑电 (+1.3pct) >大厨电 (-0.1pct) >上游 (-2.1pct) >白电 (-3.0pct)。

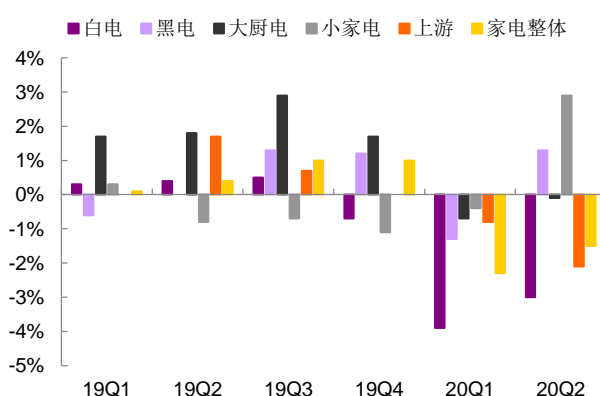
20Q2 各板块盈利能力回升明显，小家电盈利能力提升最突出。从宏观环境来看，20Q2 家电主要原材料价格继续下降、人民币兑美元汇率有所贬值，有利于板块盈利能力修复。20Q2 伴随需求回暖、收入回升，小家电、黑电板块盈利能力提升最显著，厨电盈利能力环比亦有恢复，白电板块盈利能力依然承压，主要系格力和海尔盈利能力恢复相对较慢，美的已经基本修复。

图 3：家电板块收入和净利润增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 4：家电各子板块单季净利率同比变动幅度



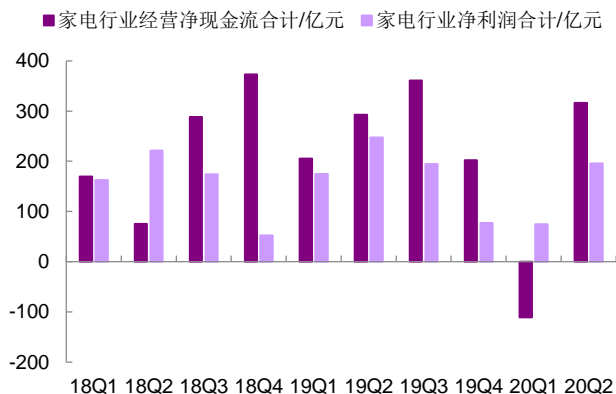
资料来源：Wind，光大证券研究所测算

1.3、经营质量：回款加快，经营现金流恢复正常水平

20Q2 伴随公司经营逐步恢复正常，经营净现金流回升，经营质量明显改善。20Q1 因疫情冲击，行业内各公司现金流较为紧张，Q2 随着正常经营

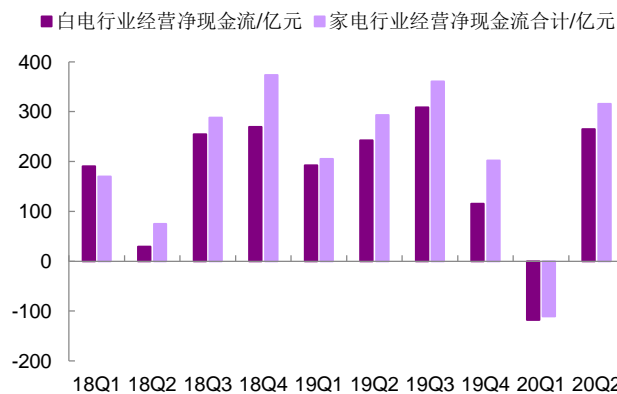
活动逐渐恢复，销售回款加快，行业整体经营净现金流大幅回升且超过净利润，经营质量恢复至较为健康的水平。各子板块中白电、小家电板块现金流恢复最为明显。

图 5：20Q2 家电行业经营净现金流明显回升



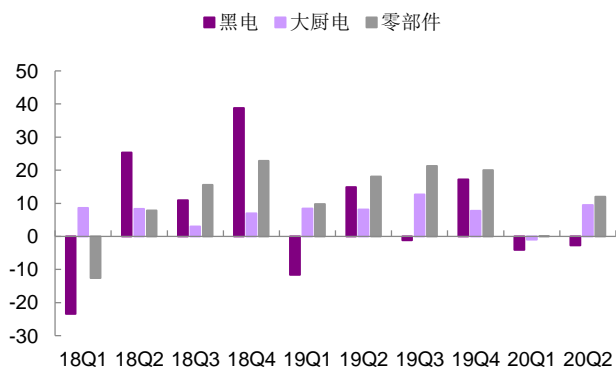
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：20Q2 白电行业经营净现金流回升



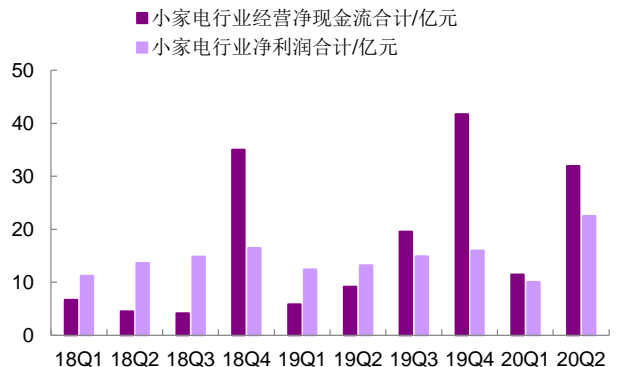
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：20Q2 厨电和零部件板块经营净现金流转正(亿元)



资料来源：Wind，光大证券研究所

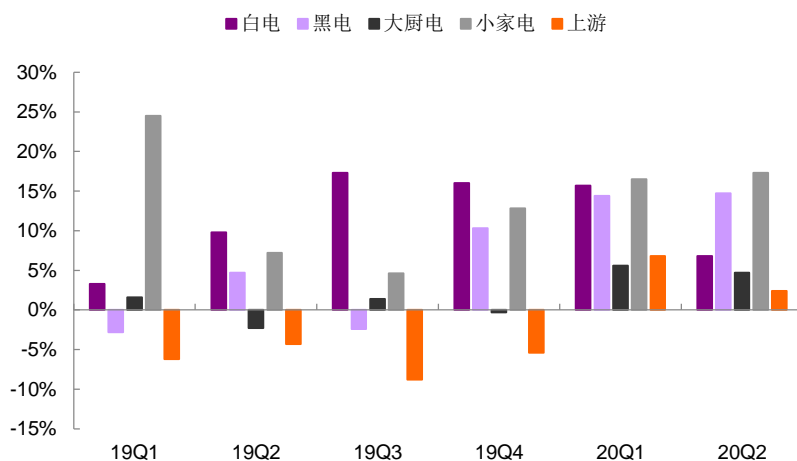
图 8：20Q2 小家电行业经营净现金流较为健康



资料来源：Wind，光大证券研究所

20Q2 家电板块存货同比温和上升。2020Q1 疫情导致动销不畅，对库存消化造成一定压力。20Q2 各子板块均积极备货，存货同比温和上升，尤其是小家电存货同比上升较多，为后续销售做好库存准备。

图 9：家电各子板块存货同比变动幅度

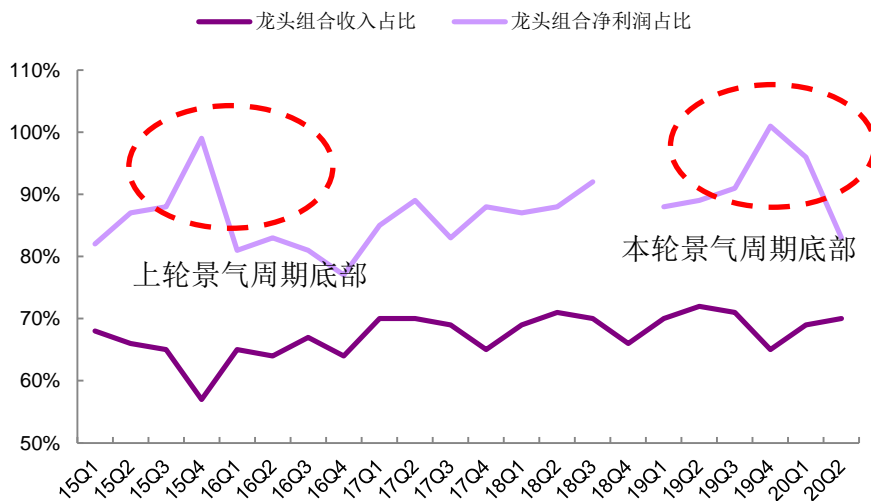


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.4、集中度：收入集中度仍高，利润集中度下降

伴随行业步入复苏周期，二线企业盈利能力恢复。我们选取家电各子板块的龙头企业组成龙头组合，计算龙头组合在板块中的收入和净利润占比，20Q1 和 Q2 龙头组合收入占比稳定在 70%左右，但龙头组合净利润占比从 20Q1 的 96%下降至 20Q2 的 83%，二线企业利润率明显恢复。

图 10：20Q2 家电板块龙头组合利润占比有所降低



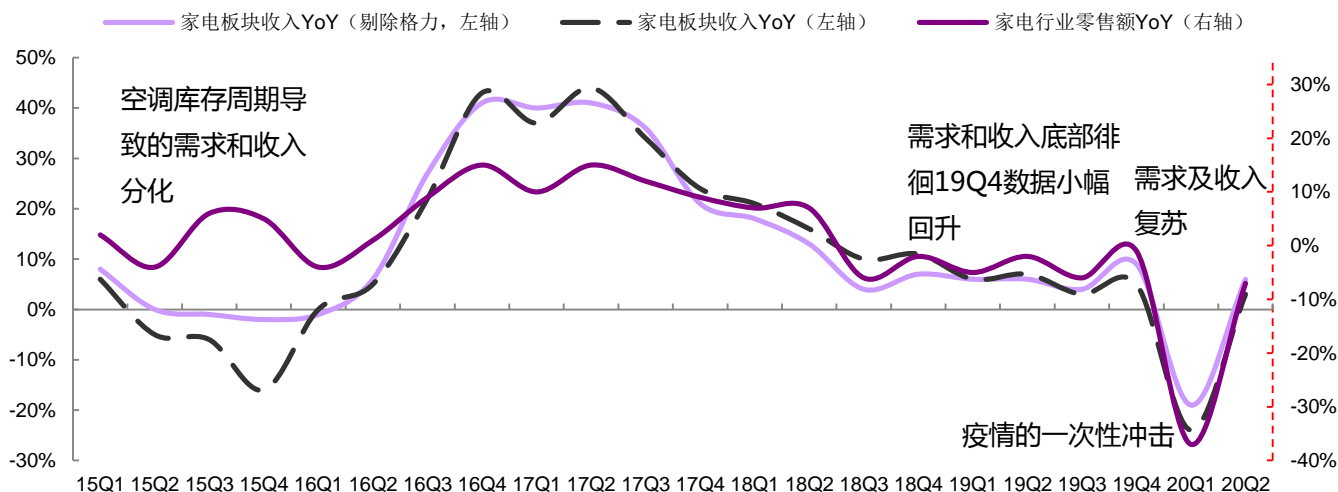
资料来源：Wind、光大证券研究所，龙头组合包括格力电器、美的集团、海尔智家、老板电器、华帝股份、苏泊尔、九阳股份、新宝股份、三花智控，2018Q4 利润波动较大，故剔除 2018Q4 的利润占比数值。

2、收入端：20Q2 板块收入恢复个位数增长

2.1、20Q2 家电板块需求与收入增速恢复正常

疫情冲击后，20Q2 板块收入增速快速修复。20Q2 家电行业零售额同比下滑 7%，降幅环比 Q1 (-37%) 大幅收窄，终端需求逐步回暖，家电板块收入同比增速回升至+6%（剔除格力）/+3%（包含格力），环比 Q1（收入同比下滑 20%左右）快速修复。

图 11：家电行业收入增速与零售需求表现

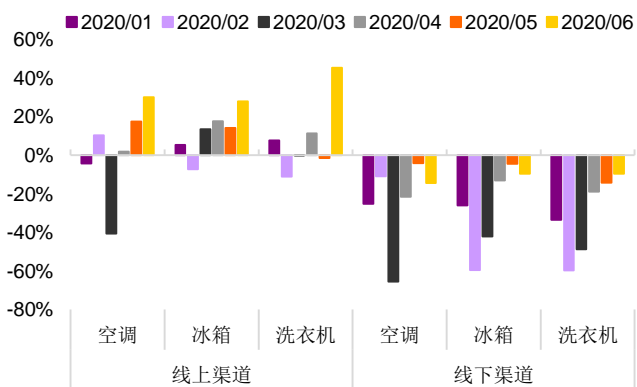


资料来源：Wind，奥维云网，光大证券研究所测算

2.2、白电、厨电需求快速恢复，小家电持续高景气

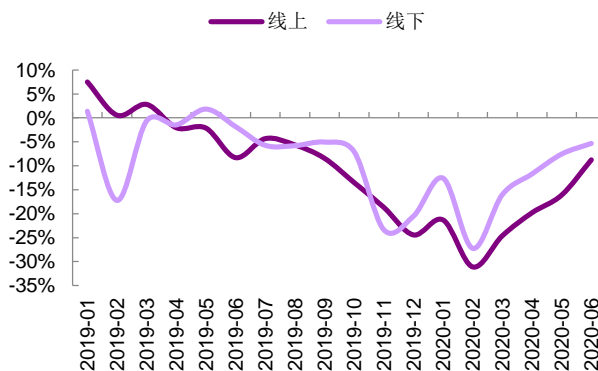
白电、厨电需求快速恢复，小家电持续高景气。从 20Q2 零售端表现来看，国内疫情稳定后白电需求迅速释放，行业价格竞争接近尾声，线上、线下渠道均价降幅持续收窄。厨电因装修需求反弹、工程项目复工，需求也有所恢复。小家电在疫情期期间加速渗透，Q2 高景气度延续，需求进一步向线上迁移，特别是新兴厨房小家电品类高速增长。

图 12：白电线上零售量恢复正增长，线下降幅收窄



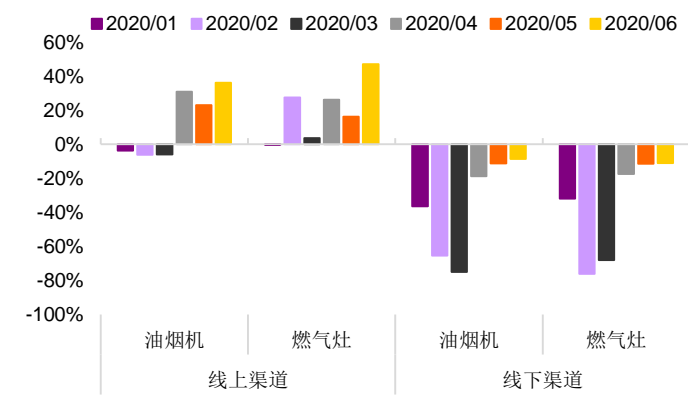
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 13：空调线上、线下渠道均价同比降幅收窄



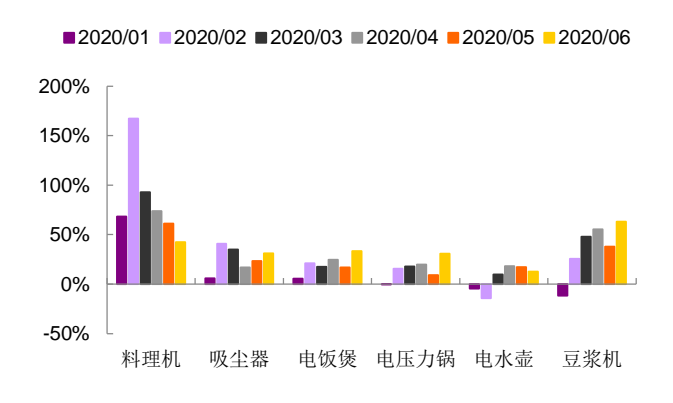
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 14：大厨电线上零售恢复增长，线下降幅收窄



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

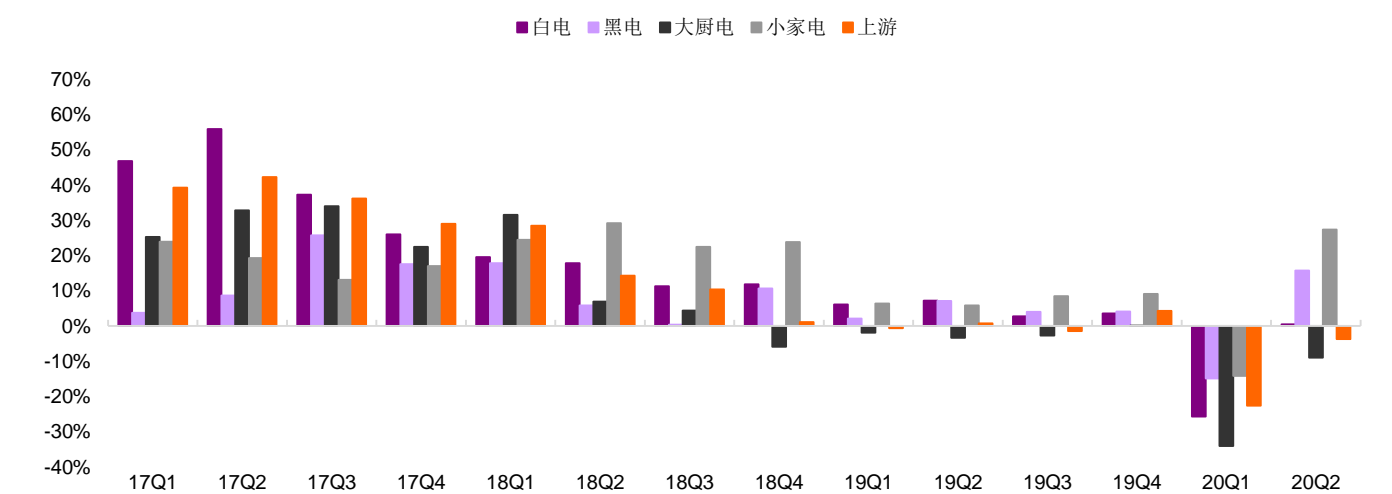
图 15：小家电线上零售量维持较高增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

从各板块 Q2 收入增速回升情况来看：小家电 (+27%) > 黑电 (+16%) > 白电 (+0.5%) > 上游 (-4%) > 大厨电 (-9%)。小家电线上渠道表现亮眼，加之疫情催化新兴小家电品类渗透率提升，Q2 收入同比增速达到 27% (Q1 下滑 14%)，Q2 需求显著受益于疫情期间居家时间增加。白电板块收入同步增速快速恢复至持平左右，厨电板块收入仍同比下滑，主要受华帝股份拖累 (华帝 Q2 单季收入下滑近 40%)，剔除华帝后板块收入同比提升 4%。

图 16：家电各子板块单季收入增速一览



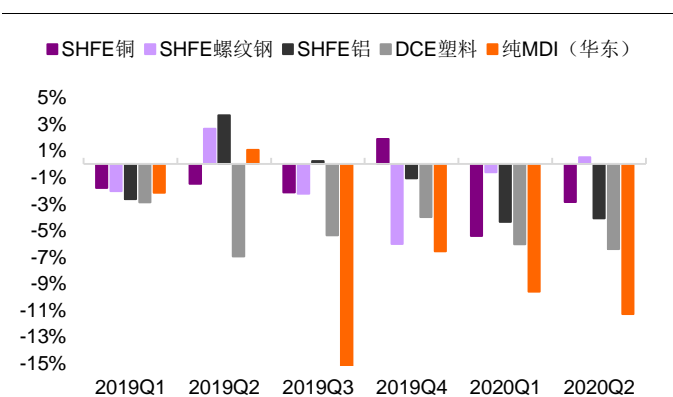
资料来源：Wind，奥维云网，光大证券研究所测算

3、盈利端：回升明显，小家电盈利能力最突出

3.1、外部环境利好企业盈利修复

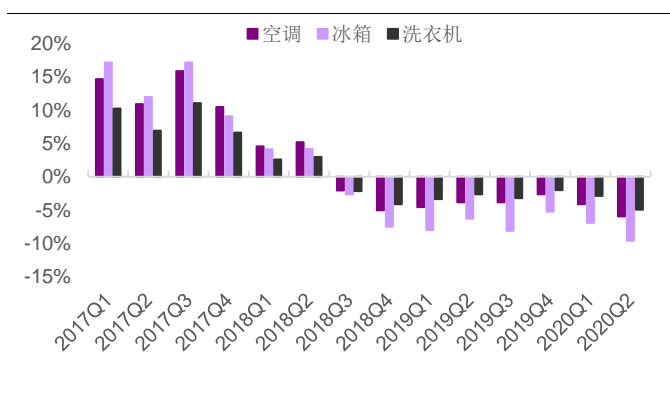
20Q2 主要原材料价格继续下降，空调/冰箱/洗衣机综合成本分别同比-6%/-10%/-5%，依旧存在较为明显的成本红利。2020Q2 原材料价格继续走弱，其中铜、铝、塑料、MDI 价格分别环比-3%/-4%/-6%/-11%，经测算，对应空调/冰箱/洗衣机综合成本分别同比-6%/-10%/-5%。

图 17：家电主要原材料依然呈环比下降趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

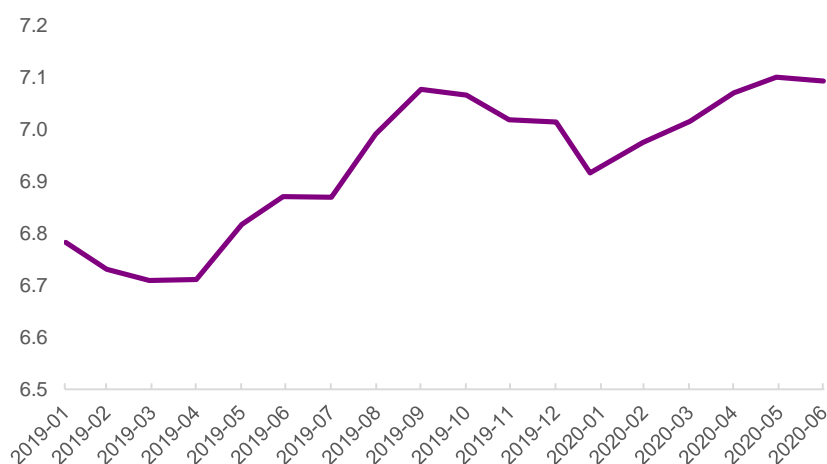
图 18：空调/冰箱/洗衣机综合成本同比下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

2020Q2 人民币兑美元汇率继续有所贬值。2020H1 人民币兑美元汇率小幅贬值 0.97%，其中 Q1、Q2 分别贬值 0.78%、0.18%，人民币相对美元贬值，理论上对出口订单的盈利能力有正向作用，但 19Q2 人民币汇率大幅贬值，20Q2 的盈利基数相对较高。

图 19：2020H1 人民币兑美元汇率有一定的贬值

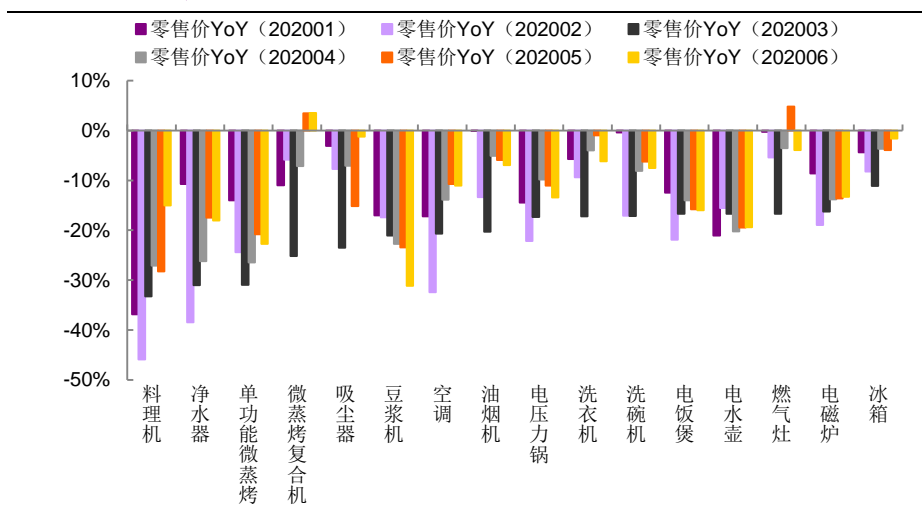


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、盈利能力普遍回升，小家电表现最佳

2020Q1 家电需求因疫情影响受到抑制，尤其是线下渠道受到很大冲击。企业一方面加大在线上渠道的资源投放力度，争夺有限需求，另一方面线下经销商现金流压力变大，被迫加大促销力度加快回款，终端零售价格同比呈现较大下滑。**20Q2 需求逐渐释放，线上渠道高景气度延续，线下渠道亦有所回暖，整体零售价格降幅有所收窄。**

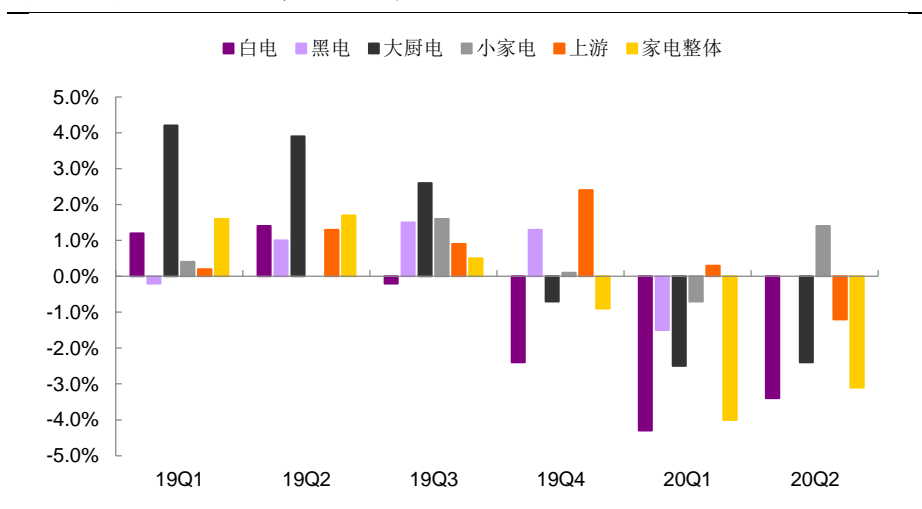
图 20：2020 年 1-6 月家电各品类零售价 YoY 一览（全渠道）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

小家电毛利率同比提升，其他子板块毛利率降幅普遍收窄。Q2 小家电因收入快速提升以及成本摊薄的规模效应，盈利能力显著恢复。白电依旧受空调价格战影响，同时线上渠道占比提升导致产品结构有所变化，中低端产品比重上升，对冲原材料价格走低等外部环境红利，毛利率依旧承压，但降幅环比 Q1 收窄。黑电板块毛利率恢复至同比持平。厨电板块受华帝股份盈利拖累（Q2 毛利率同比下滑近 6pct），以及线上降价促销、利润率较低的工程渠道占比提升等因素影响，板块毛利率降幅与 Q1 接近。

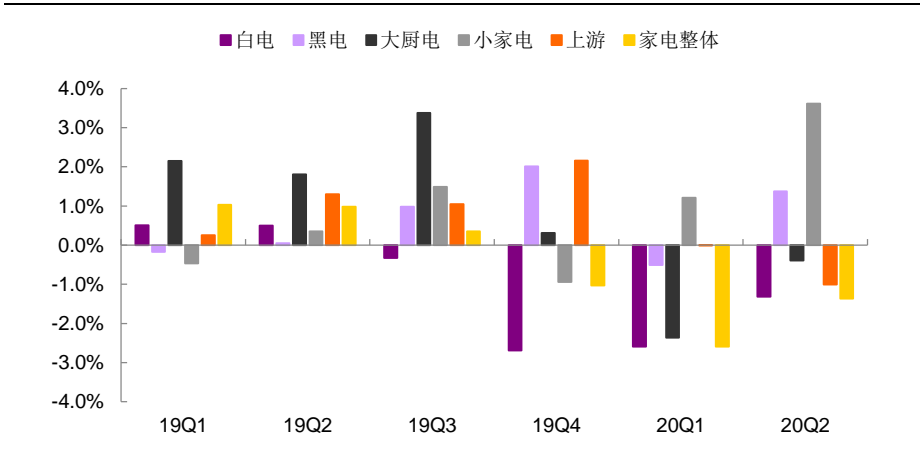
图 21：家电各子板块单季毛利率同比变动幅度



资料来源：Wind，光大证券研究所

若以**毛利率-销售费用率**来考察盈利能力，20Q2 白电板块的该指标依旧同比下降，但降幅收窄，大厨电板块该数据基本持平，盈利能力较 Q1 明显回升，小家电板块 Q2 盈利能力环比 Q1 大幅提升。

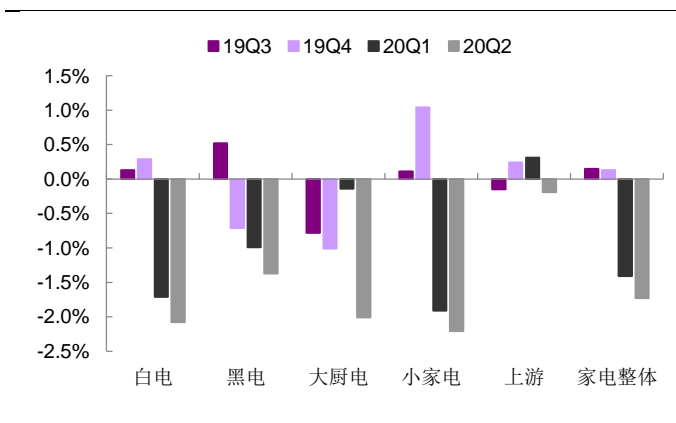
图 22：家电各子板块毛利率-销售费用率后的同比变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

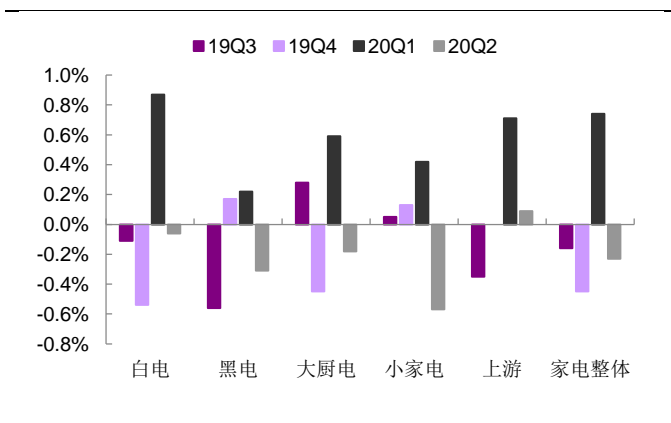
20Q2 销售费用率继续下降，管理及研发费用率有所下降。疫情期间销售费用率相对较低的线上渠道占比上升，同时随着收入规模加速回升，各子板块 Q2 销售费用率继续下降。管理费用和研发费用相对较为刚性，伴随 Q2 收入规模回升，费用率持平或小幅下降。

图 23：20Q2 家电各子板块销售费用率下降



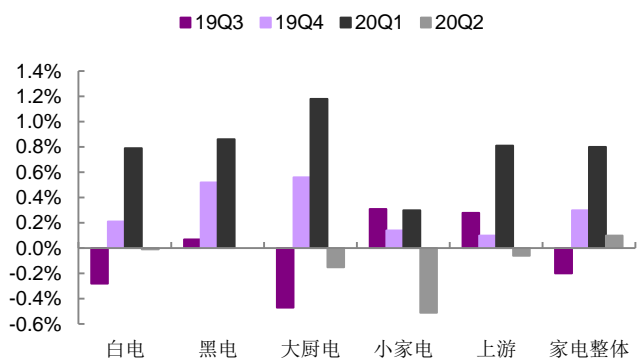
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 24：20Q2 家电多数子板块管理费用率有所下降



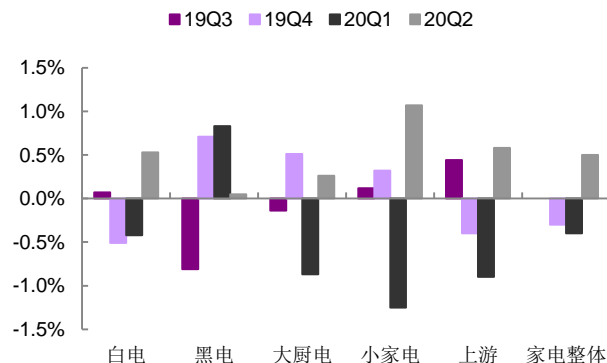
资料来源：Wind，光大证券研究所，管理费用不含研发费用

图 25：20Q2 家电各子板块研发费用率有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

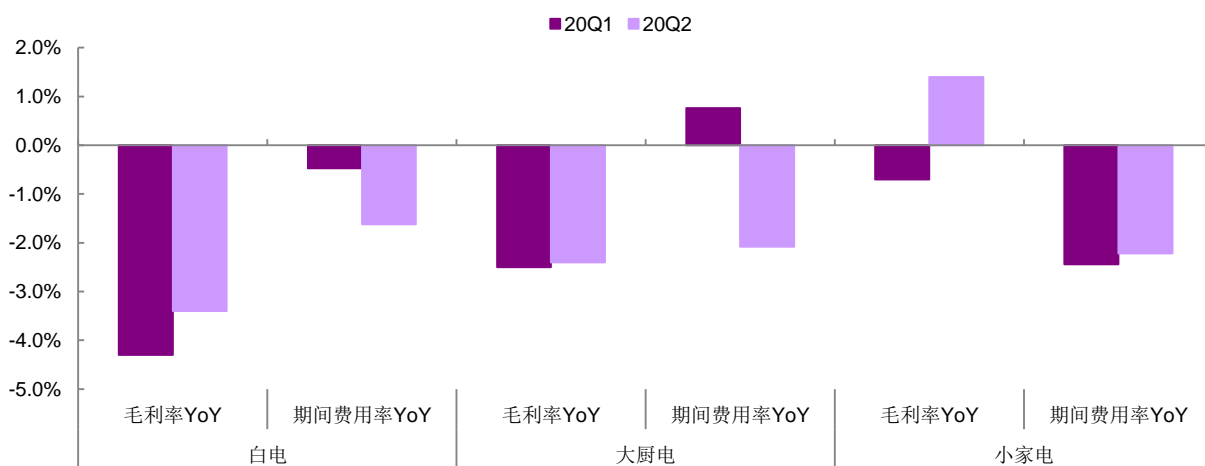
图 26：20Q2 大部分家电子板块财务费用率有所提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

小家电盈利能力继续大幅提升，厨电环比明显恢复，白电板块盈利能力小幅回升。综合毛利率和期间费用率来看，白电板块 20 年上半年毛利率下滑幅度较大，同时费用率也有所下降，经营利润率 Q1/Q2 均出现一定下滑。厨电 Q1 经营利润率受损严重，Q2 毛利率同比下降的同时，费用率亦有较大幅度下降，经营利润率明显恢复。小家电 Q2 在毛利率迅速回升的同时，费用率继续大幅下降，经营利润率大幅提升。

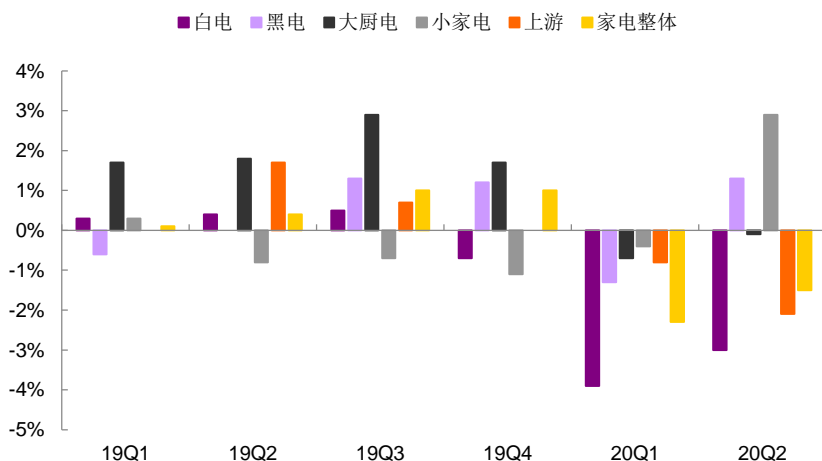
图 27：家电各子板块单季毛利率和期间费用率变动



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

从净利率来看，家电板块 20Q1/Q2 整体净利率分别同比-2.3/-1.5pct，各板块净利率变动分别为：小家电 (+2.9pct) >黑电 (+1.3pct) >大厨电 (-0.1pct) >上游 (-2.1pct) >白电 (-3.0pct)。Q2 小家电净利率同比呈现较大幅度提升，黑电净利率亦明显回升，厨电净利率恢复至基本持平，白电净利率同比依旧承压，但环比 Q1 降幅收窄，盈利能力有小幅回升。

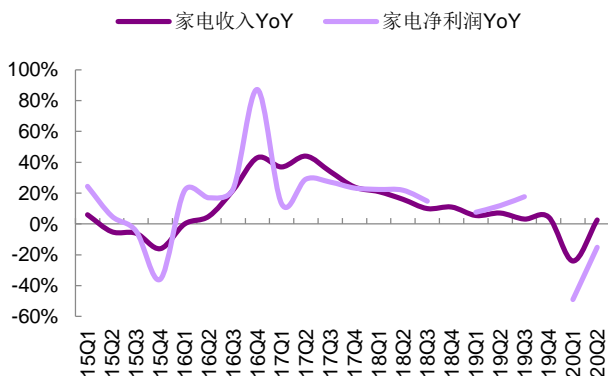
图 28：家电各子板块单季净利率同比变动幅度



资料来源：Wind，光大证券研究所

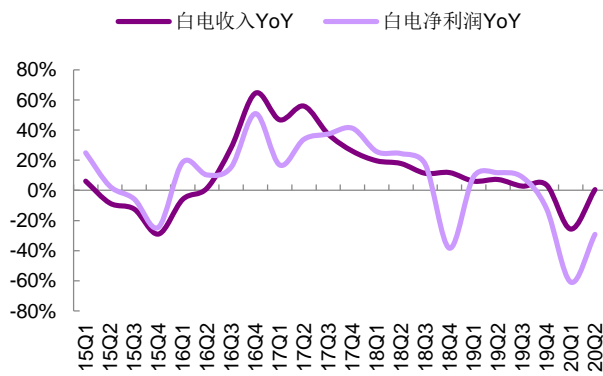
对比各板块收入及利润增速，白电板块 20Q1/Q2 利润增速分别为 -49%/-15%，低于收入增速 (-24%/+3%)，厨电板块 20Q1/Q2 利润增速分别为 -38%/-9%，与收入增速 (-34%/-9%) 基本一致，小家电 Q2 利润增速达到 70%，显著优于收入增速 (+27%)。

图 29：家电板块整体收入和净利润增速对比



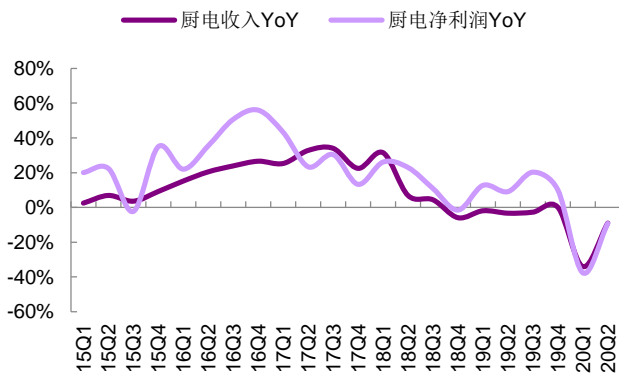
资料来源：Wind，光大证券研究所，2018Q4 利润波动较大，故剔除 2018Q4 和 2019Q4 的利润同比增速数值。

图 30：白电板块收入和净利润增速对比



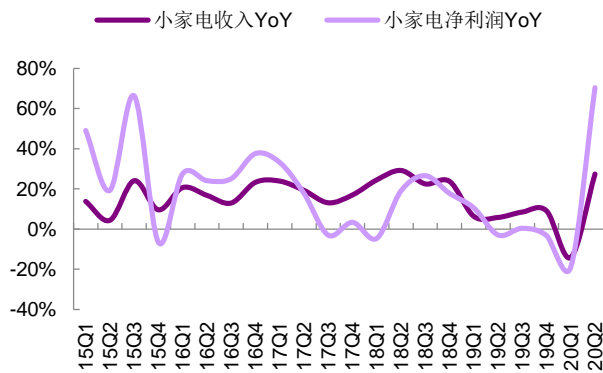
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 31：厨电板块收入和净利润增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 32：小家电板块收入和净利润增速对比



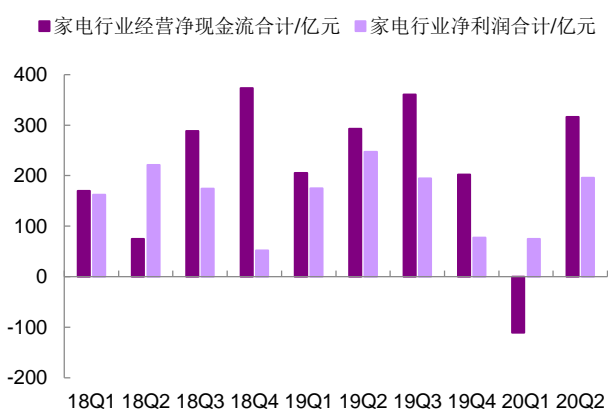
资料来源：Wind，光大证券研究所

4、经营质量：现金流显著改善，库存温和上升

4.1、现金流：Q2 经营净现金流明显改善

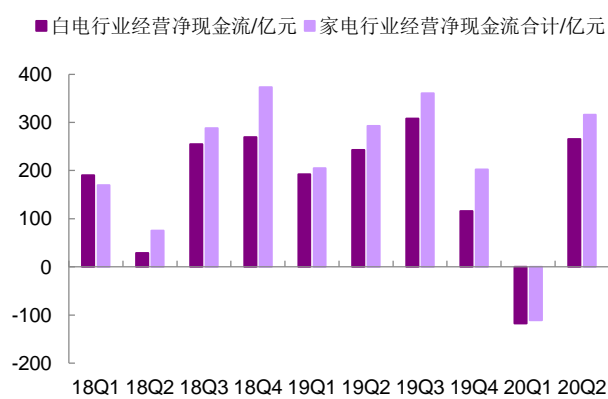
20Q2 以来，伴随公司经营逐步恢复正常，经营净现金流回升，经营质量明显改善。20Q1 因疫情冲击，行业内各公司现金流较为紧张。Q2 公司逐渐恢复正常经营活动，加快销售回款，行业整体经营净现金流大幅回升且超过净利润，经营质量恢复至较为健康的水平。分板块来看，白电、小家电板块现金回流最为明显。

图 33：20Q2 家电行业经营净现金流显著回升



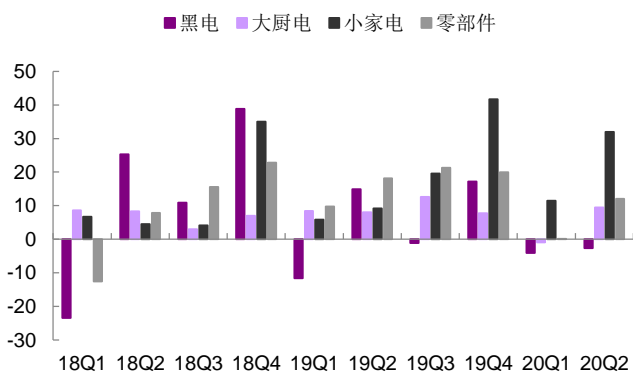
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 34：20Q2 白电行业经营净现金流回升



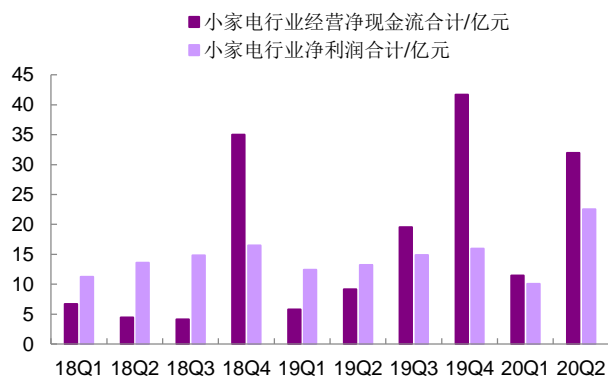
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 35：20Q2 大部分板块经营净现金流为正（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 36：小家电行业经营净现金流较为健康

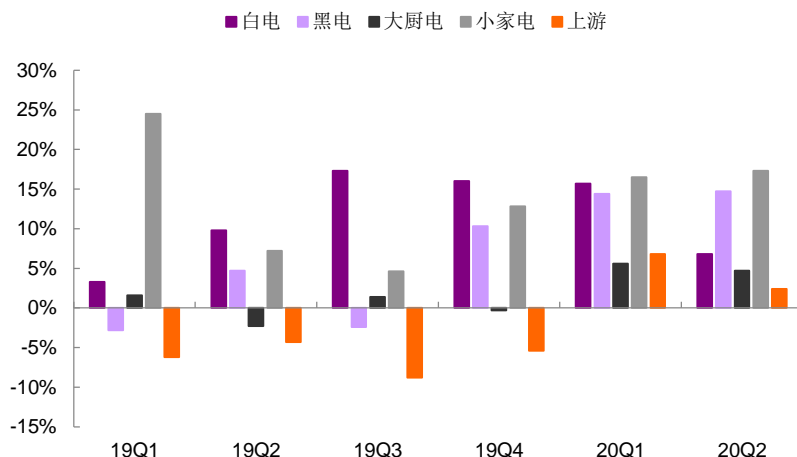


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.2、存货：20Q2 存货温和上升

20Q2 家电板块存货同比温和上升。2020Q1 疫情导致动销不畅，对库存消化造成一定压力。20Q2 各子板块均积极备货，存货同比温和上升，尤其是小家电存货同比上升较多，为后续销售做好库存准备。

图 37：家电各子板块存货同比变动幅度



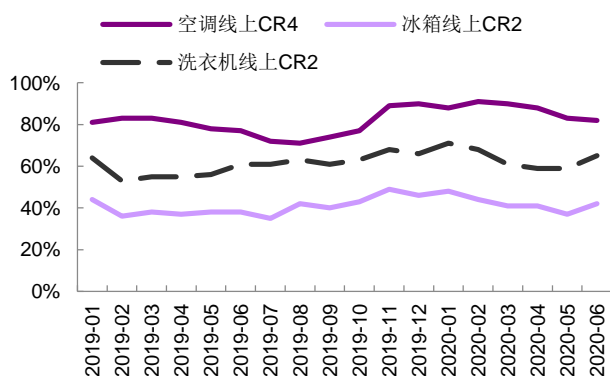
资料来源：Wind，光大证券研究所

5、集中度：收入端集中度稳定，利润集中度下降

5.1、零售集中度稳定，竞争基本出清

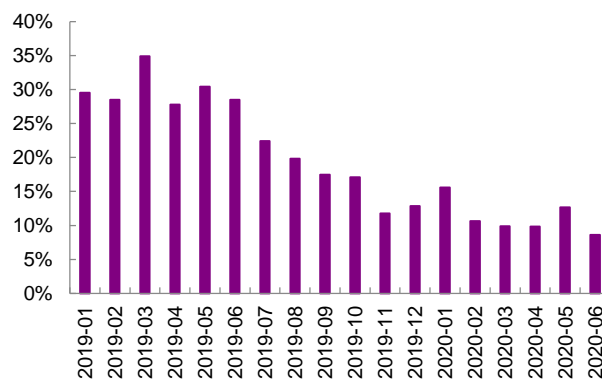
从零售端来看，20Q2 空调行业线上零售量集中度相对稳定，CR4（格力、美的、海尔、奥克斯）在 85%左右。另外，此前伴随美的等龙头发起价格竞争，凭借线上渠道起家的奥克斯份额逐渐落后，未来空调大部分零售份额预计将稳定集中在三大白电企业手中。冰箱 CR2（海尔、美的）和洗衣机 CR2（海尔、美的系）分别维持在 40%/60%左右，格局较为稳定。

图 38：20Q2 白电线上零售量集中度相对稳定



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 39：奥克斯空调线上销售量份额逐渐落后



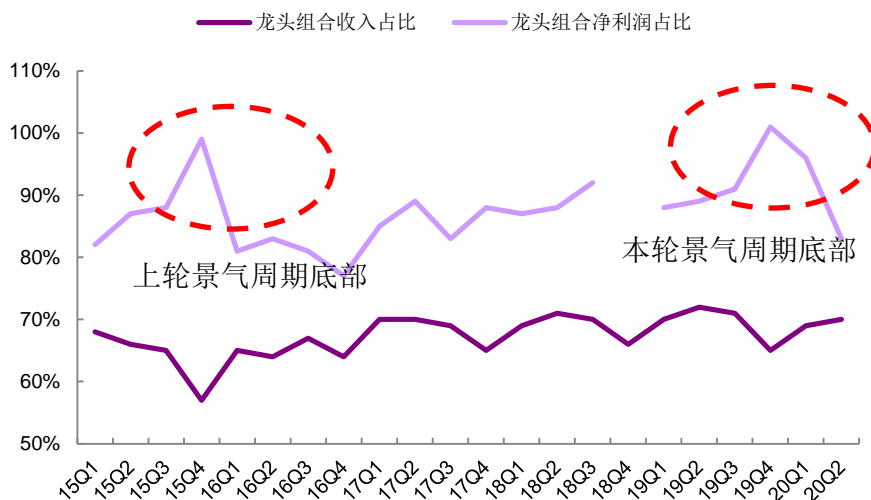
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

5.2、复苏背景下，二线企业利润率得到修复

伴随行业需求步入复苏周期，二线企业盈利能力恢复。我们选取家电各子板块的龙头企业组成龙头组合，计算龙头组合在板块中的收入和净利润占

比，20Q1 和 Q2 龙头组合收入占比稳定在 70%左右，但龙头组合净利润占比从 20Q1 的 96%下降至 20Q2 的 83%，二线企业利润率明显恢复。

图 40：20Q2 家电板块龙头组合利润占比有所降低

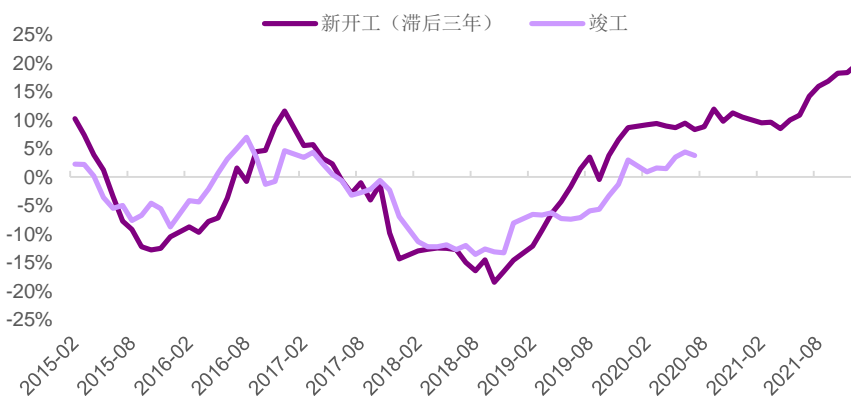


资料来源：Wind，光大证券研究所，龙头组合包括格力电器、美的集团、海尔智家、老板电器、华帝股份、苏泊尔、九阳股份、新宝股份、三花智控，2018Q4 利润波动较大，故剔除 2018Q4 的利润占比数值。

6、基本面展望：步入量价复苏周期，竞争回归经营能力比拼

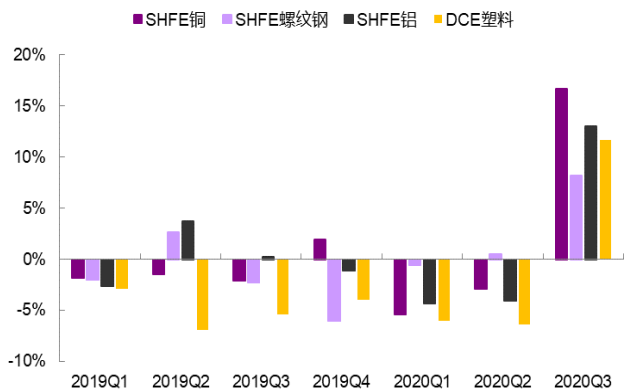
需求层面：未来 2-3 个季度需求和价格向上趋势明朗。伴随国内疫情防控接近尾声，经济活动逐渐恢复，Q2 竣工面积同比持续回暖。从新开工面积滞后 3 年数据来看，2020-21 年商品房竣工交付趋势性改善，将继续带动白电、厨电板块需求回暖。由于 20Q1 疫情影响的低基数效应，未来 2-3 个季度的需求复苏趋势明朗，同时在原材料价格回升态势下，均价提升趋势已现。

图 41：2020H2 竣工面积同比回暖趋势较为明确



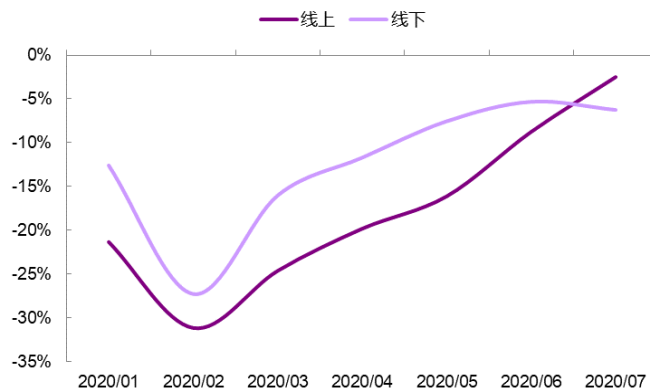
资料来源：国家统计局，光大证券研究所，数据截止 2020 年 7 月

图 42：进入 Q3 以来大宗原材料价格环比明显上升



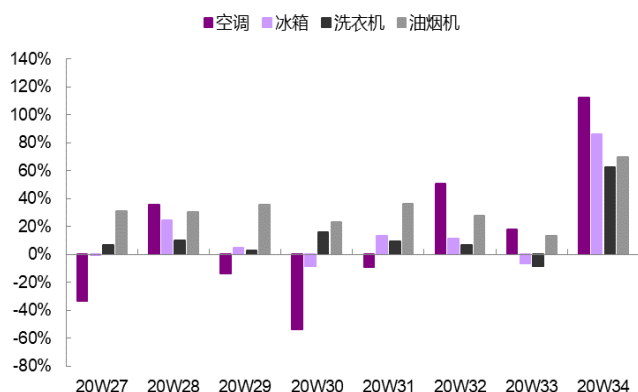
资料来源：Wind，光大证券研究所，Q3 数据截止 2020 年 8 月

图 43：空调零售均价降幅继续收窄



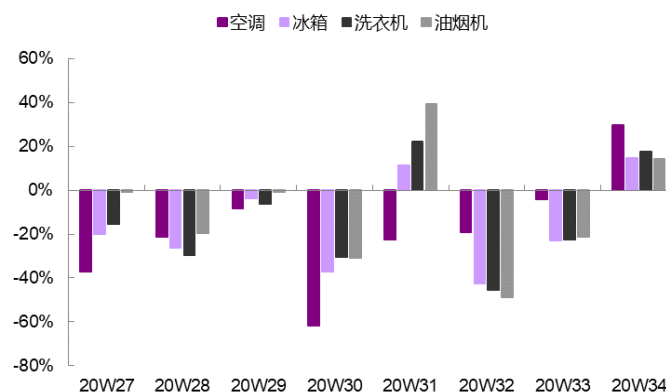
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 44：大家电 7 月以来线上零售量呈同比增长



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据为 2020 年 6 月 29 日至 8 月 23 日的周度数据，下同

图 45：大家电线下零售量逐渐恢复同比正增长



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

竞争层面：白电板块因竞争出清。过去一年多家电行业激烈的价格竞争由美的凭借渠道效率和高周转优势挑起，格力因渠道库存压力跟进参战，而二线品牌从 2019H2 起就因竞争压力过大导致空调业务普遍亏损，20Q1 在疫情影响下雪上加霜。20Q2 因竞争出清非常明显，份额向三大白电集中的趋势明朗。

随着库存压力下降，由去库存压力导致的烈度过高的竞争已经趋近尾声，在二线品牌普遍接近盈亏平衡点的情况下，没有竞争壁垒支撑的超额利润已经基本被竞争挤出。未来价格竞争依然存在，但将基于全产业链经营能力的升级比拼。

7、投资建议：

继一季报业绩受疫情冲击后，家电板块二季度收入/利润同比增速分别回升至+6%/-15%，经营拐点已现。展望后续，随着经济复苏与地产竣工改善，未来 2-3 个季度的白电、厨电需求复苏趋势明朗，同时库存周期见底、PPI 上行，均价将迎来向上拐点。基于景气趋势研判，我们推荐：

1) 复苏拐点确立，中长期增长确定性高或存在改善弹性的白电龙头：**美的集团、海尔智家、格力电器**。

2) 小家电经营模式的改变将打开优质产品型公司的持续成长空间，继续推荐具备底层竞争要素的优质公司：**新宝股份、九阳股份、苏泊尔、小熊电器**。

3) 地产产业链零售回暖迹象明确，关注各家公司下半年业绩弹性：**海信家电、老板电器、华帝股份、欧普照明**。

8、风险分析：

疫情对经济活动的冲击出现反复。疫情对海外需求及国内出口订单的影响从 20Q2 来看不是太明显，但后续出口需求因疫情防控、经济衰退等变量尚存在不确定性；

地产竣工恢复进度不及预期。地产竣工的恢复进度取决于地产商的资金状况以及意愿，虽然加快竣工的方向较为明确，但短期竣工节奏和进度存在不确定性。

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)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
000333	美的集团	70.93	3.47	3.46	4.04	20	21	18	买入	维持
600690	海尔智家	21.90	1.25	1.16	1.30	18	19	17	买入	维持
000651	格力电器	54.53	4.11	3.35	4.34	13	16	13	买入	维持
002242	九阳股份	44.52	1.07	1.26	1.45	42	35	31	买入	维持
002705	新宝股份	44.15	0.86	1.27	1.56	51	35	28	买入	维持
002032	苏泊尔	82.72	2.34	2.38	2.63	35	35	31	买入	维持
002959	小熊电器	137.72	2.23	3.26	3.68	62	42	37	增持	维持
000921	海信家电	14.58	1.32	1.07	1.21	11	14	12	增持	维持
002508	老板电器	39.28	1.68	1.82	2.04	23	22	19	买入	维持
002035	华帝股份	11.16	0.86	0.93	1.05	13	12	11	买入	维持
603515	欧普照明	29.45	1.18	1.26	1.45	25	23	20	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年9月2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曾与, 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见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