

未有评级

家用电器行业中报总结

沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春

上半年总结

20 年上半年的家电行业因为疫情而面临复杂多变的外部环境，对于家电行业中各公司的经营能力提出了较强的考验。在渠道端，疫情限制了传统线下渠道的经营活动；在需求端，疫情打断了 19 年下半年开启的竣工周期；在上游，原材料价格亦伴随疫情修复而逐渐上涨。在此环境下，家电行业各子板块和所属公司的上半年经营结果出现分化。

- 由于疫情影响，20H1 家电行业在经营端出现多种分化，如线上/线下渠道的分化，必选/可选家电需求的分化，消费诉求分化等现象，对家电企业经营能力提出更高要求。
- 收入端：行业韧性较强，小家电/按摩椅表现出色。家电行业收入端，20Q1/Q2 下滑 0.55%/25%，二季度营收修复明显。小家电/按摩椅表现较好，Q1/Q2 收入分别同比-21%/-20%，+15%/+24%。白电 Q1 下滑 25%，Q2 基本收至持平。
- 业绩端：二季度收入迅速改善，费用端有一定正贡献。单 Q2 按摩椅/黑电/小家电板块录得业绩增速+79%/+85%/+19%，领跑家电子板块；白电行业在量价回升带动下单季度业绩下滑收窄至 22%，环比收窄约 30pcts。
- 经营质量：二季度经营性现金流改善明显。20H1 白电、零部件、厨电和照明板块经营性净现金流同比均下滑，其中白电板块下滑幅度达 67%。二季度随着终端回暖，所有子板块经营性净现金流均同比回正，经营质量明显改善。

下半年展望

我们认为下半年家电行业主要有两重利好，第一是被疫情打断的竣工逻辑回归，从量上体现为新增需求提升，从价上体现为消费需求向大容量、健康等概念产品的升级。第二是经济从疫情影响中逐步恢复后，消费力的回升，主要体现在必选家电消费完成后，长周期内对多元化家电的购置需求上升。我们认为，下半年对于家电行业和对其中公司的投资，应该关注两条较为清晰地主线：

- 第一条主线是关注由于疫情消退、竣工回升带来的疫情“顺周期”类子板块需求基础回升，其中在子板块上主要为白电板块、厨电板块、照明板块，建议关注公司为老板电器、格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、浙江美大、华帝股份等。
- 第二条主线是消费者多元化需求的长期提升，子板块上主要为可选类家电行业，例如小家电、按摩椅等，建议关注公司为石头科技、科沃斯、小熊电器、新宝股份、九阳电器、苏泊尔、奥佳华等。

风险提示

- 1) 宏观经济不及预期；2) 新冠疫情重新加重；3) 家电行业价格战加剧；4) 天气因素对家电特别是空调产生的影响等。

相关研究报告

《家用电器行业周报》20200824

《家用电器行业周报》20200817

《家用电器行业周报》20200810

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

家用电器

证券分析师：孙谦

(8621)20328348

qian.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520070001

目录

1. 20 年上半年家电行业面临复杂多变的环境.....	5
1.1 新冠疫情使得家电子板块景气度分化	5
1.2 地产竣工与销售阶段回暖趋势被疫情打断	6
1.3 汇率与原材料变动可能更有利于龙头企业	7
2. 20 年上半年行业表现在外部环境影响下出现分化	9
3. 上半年中报总结：二季度步入复苏.....	12
3.1 收入端表现：行业韧性较强，小家电/按摩椅表现出色	12
3.2 业绩端表现：二季度迅速改善，费用端有一定正贡献	14
3.3 经营质量表现：二季度经营性现金流改善明显	16
4. 下半年行业展望：关注竣工逻辑回归及多元化消费需求.....	17
4.1 内销市场：竣工向上，消费力逐步回归	17
4.2 外销市场：海外长期需求走势尚不确定，关注疫情走势	19
4.3 投资建议	20
4.4 家电核心标的估值水平	20
5. 风险提示.....	23

图表目录

图表 1. 国内新冠疫情在 4 月后基本的得到控制	5
图表 2. 海外新冠疫情拐点仍不明确	5
图表 3 实物商品通过线上渠道销售占比明显走高	5
图表 4. 家电零售自 3 月起触底反弹	5
图表 5. 长周期看 16 年后住宅施工与竣工出现背离	6
图表 6. 18 年二季度以来，住宅施工带动竣工回升	6
图表 7. 18 年以来商品房销售数据逐渐回升	6
图表 8. 疫情后，商品房销售数据在 6 月单月开始翻正	6
图表 9. 疫情以来人民币对美元走势先弱后强	7
图表 10. 近期主要家电相关塑料品种价格指数上升	7
图表 11. 近期 LME 有色金属价格走高	8
图表 12. 20 年 5 月后液晶面板价格亦逐渐走高	8
图表 13. 产业在线空冰洗内销增速	9
图表 14. 中怡康空冰洗线下增速	9
图表 15. 奥维云网空冰洗线上增速	9
图表 16. 4 月后格力举行多场大型直播带货活动	9
图表 17. 奥维云网厨房小家电增速	10
图表 18. 奥维云网清洁小家电增速	10
图表 19. 全国人均可支配收入逐年走高	10
图表 20. 美的集团以 CDOC 方法论为核心的反向价值链	10
图表 21. 单二季度家电行业营收增速基本已收至持平	12
图表 22. 从 20 年上半年来看，小家电和按摩椅板块领跑家电行业	13
图表 23. 二季度大部核心公司收入修复强劲，浙江美大领跑二季度收入修复差 ...	13
图表 24. 二季度家电各板块业绩改善明显，按摩椅、黑电、小家电领跑子行业 ...	14
图表 25. 20 年上半年业绩下滑幅度超过收入下滑，按摩椅板块与小家电板块表现较好	14
图表 26. Q2 行业销售费用率仍普遍同比降低	15
图表 27. 20H1 行业销售费用率稳中有降	15
图表 28. 二季度 27 家核心公司中有 18 家相对上半年业绩增速差提升在 10pcts 以上	15
图表 29. 20Q2 经营性净现金流全面好转	16
图表 30. 20Q2 各板块应收账款增幅均小于小半年	16
图表 31. 20H1 部分子板块经营性净现金流受影响	16

图表 32.20H1 家电行业应收账款适度增长.....	16
图表 33. 空调终端增速逐步恢复.....	17
图表 34. 冰箱线上稳定正增长，线下逐步恢复.....	17
图表 35. 洗衣机终端呈现向上趋势.....	17
图表 36. 油烟机线下正增长周数变多.....	17
图表 37. 20 年上半年大容量冰箱市场份额提升.....	18
图表 38. 洗碗机线上线下均保持较快增长.....	19
图表 39. 扫地机器人线上渠道增长较好.....	19
图表 40. 空调、冰箱出口自疫情以来基本恢复，洗衣机出口恢复较弱.....	19
图表 41. 疫情前后的德国耐用品零售市场.....	20
图表 42. 疫情前后的意大利耐用品零售市场.....	20
图表 43. 美的集团 19 年估值底部对应股价区间-14X PE.....	21
图表 44. 格力电器 19 年估值底部对应股价区间-11X PE.....	21
图表 45. 苏泊尔 19 年估值底部对应股价区间-26X PE.....	21
图表 46. 华帝股份 19 年估值底部对应股价区间-12X PE.....	21
图表 47. 三花智控 19 年估值底部对应股价区间-21X PE.....	21
图表 48. 九阳股份 19 年估值底部对应股价区间-20X PE.....	21
图表 49. 老板电器 19 年估值底部对应股价区间-15X PE.....	22
图表 50. 新宝股份 19 年估值底部对应股价区间-20X PE.....	22
图表 51. 小熊电器 19 年估值底部对应股价区间-35X PE.....	22
图表 52. 海尔智家 19 年估值底部对应股价区间-13X PE.....	22
图表 53. 石头科技 19 年估值底部对应股价区间-27X PE.....	22
图表 54. 科沃斯 19 年估值底部对应股价区间-33X PE.....	22
附录图表 55. 报告中提及上市公司估值表.....	24

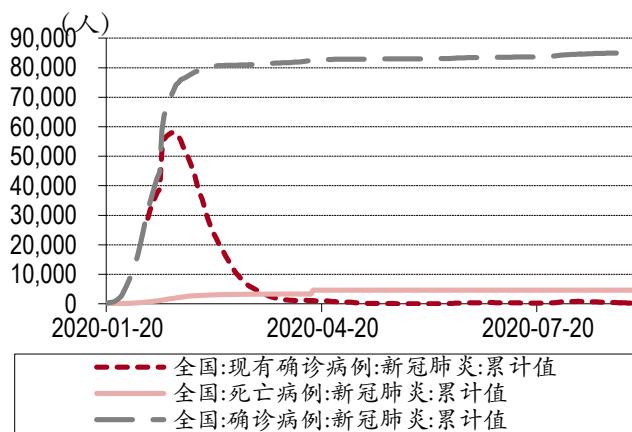


1.20年上半年家电行业面临复杂多变的环境

1.1 新冠疫情使得家电子板块景气度分化

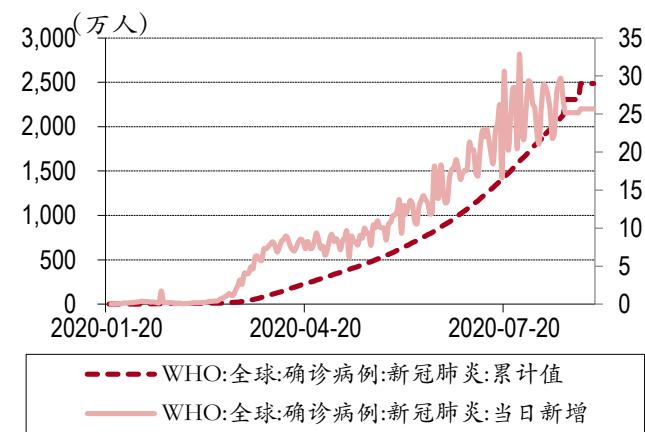
20年初爆发的新冠疫情，由于其较强的传染属性，一定的致死率对国内和海外的各类经济活动先后产生重大影响。从国内新冠疫情发展情况来看，在1月23日武汉封城后，确诊病倒迅速走高，但由于较为坚决的控制措施（封城、隔离等），现有确诊人数在2月中旬到达高峰后快速回落，并于4月中旬基本实现清零。反观海外国家和地区，疫情于3月初期开始逐步蔓延，但由于控制手段较弱，从WHO公布的每日新增确诊人数来看，目前海外疫情整体仍处于震荡上行的阶段。

图表 1. 国内新冠疫情在4月后基本的得到控制



资料来源：万得，中银证券

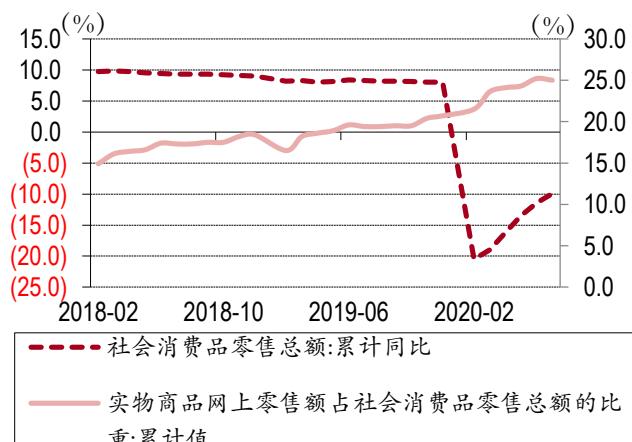
图表 2. 海外新冠疫情拐点仍不明确



资料来源：万得，中银证券

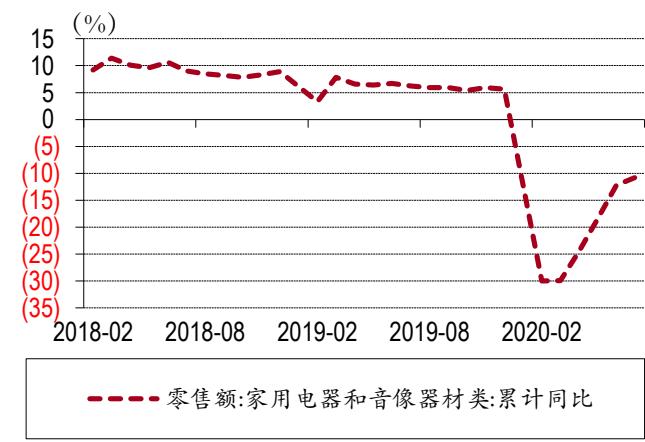
对于家电行业来说，为控制疫情而对人们的交互活动加以限制的举措，例如关闭线下商场，限制大型促销活动开展，封闭管理住宅小区等，使得行业内部子板块由于其购买渠道差异、安装配送属性差异，出现较为明显且分化的影响。一方面，大白电、大厨电以及按摩椅等，由于其较强的配送/安装属性，受疫情抑制较为明显，成为疫情“顺周期”行业；另一方面，众多小家电产品，特别是前期渗透率较低的可选类厨房小家电，受益于居家时间增长带来的需求，且无需上门安装，受疫情利好亦较为明显，成为疫情“逆周期”行业。因此，从景气度来说，上半年家电中疫情“顺周期”类标的景气度呈现前低后高，但整体受到抑制的状态，而疫情“逆周期”类标的整体景气度较高。

图表 3 实物商品通过线上渠道销售占比明显走高



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 家电零售自3月起触底反弹



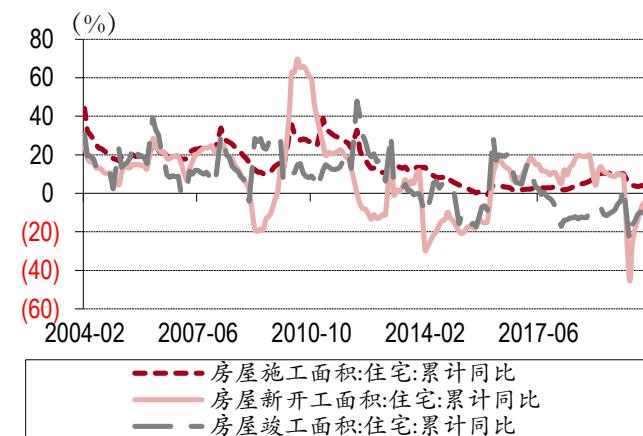
资料来源：万得，中银证券



1.2 地产竣工与销售阶段回暖趋势被疫情打断

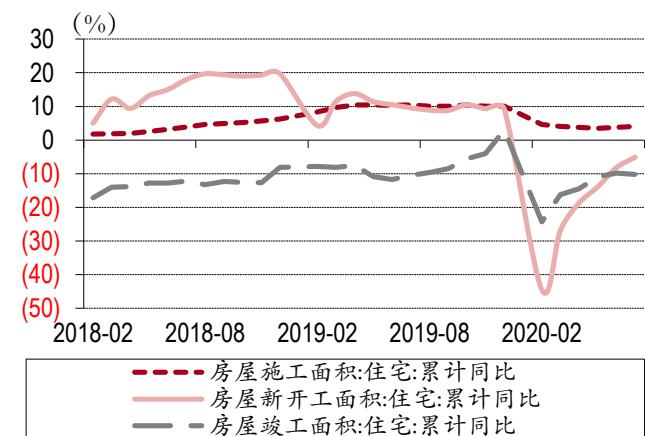
从地产周期属性上来看，传统大家电（三大白电与大厨电）由于其在家电中必选属性较高，其新增需求往往与房地产的竣工与交房关联度较高（通常滞后竣工周期在一年左右）。尽管随着历史发展，我国传统大家电的保有量已经处于相对较高水平（以城镇居民为例，2018年空调/冰箱/洗衣机百户保有量分别为142/101/98台），但交房带来的新增需求仍然对行业销售规模至关重要。特别是空调行业，由于百户保有量的理论上限较高（日本当前空调保护保有量约在250台），交房回升对于其行业规模有更为明显的乘数效应。

图表 5. 长周期看 16 年后住宅施工与竣工出现背离



资料来源：万得，中银证券

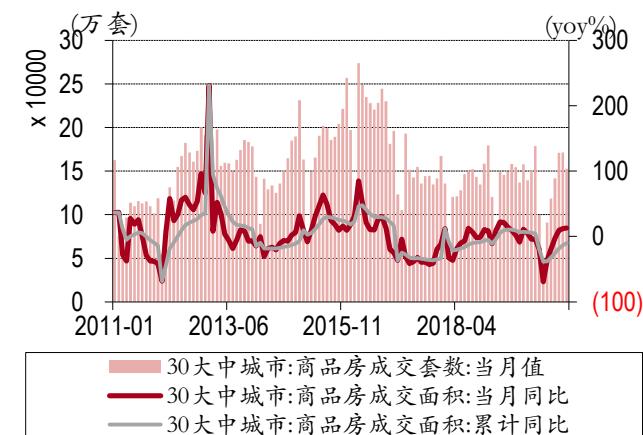
图表 6. 18 年二季度以来，住宅施工带动竣工回升



资料来源：万得，中银证券

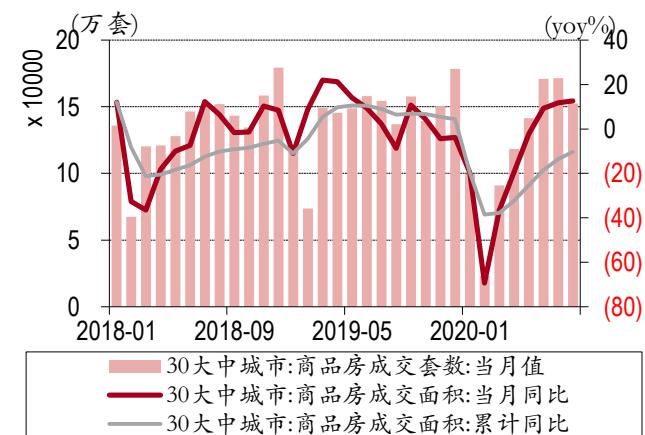
从04年至今的长周期来看，居民住宅行业在16年初新开工增速达到阶段内高点后，并未在随后的2-3年时间内在竣工增速上见到高点，而是出现了比较明显的缺口和背离，住宅竣工增速持续处于较低水平。从整体经济层面来看，这种背离或与房地产公司的融资周期有关，其在16年四季度至18年一季度受政策调控经历了较为明显的货币紧周期，从而导致项目施工进度明显放缓。受到竣工交付较低影响，传统大家电的需求基础亦在18年开始受到负向影响。

图表 7. 18 年以来商品房销售数据逐渐回升



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 疫情后，商品房销售数据在 6 月单月开始翻正



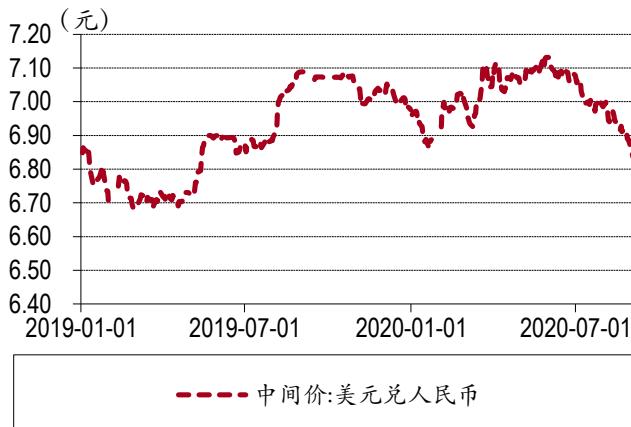
资料来源：万得，中银证券

18年以来，一方面，随着地产行业融资政策从去杠杆逐步转向为稳杠杆；另一方面，30大中城市商品房销售数据亦在18年2月后触底回升，住宅施工增速在18年二季度开始逐步回升，从而带动竣工增速逐步走向回升，并在19年12月达到3年内的高位。受此利好，19年下半年传统大家电需求亦开始回暖。然而，这一回暖趋势被20年初以来的新冠疫情打断，地产竣工增速再度回落，并于2月降至3年内底部。3月以来，随着疫情在国内得到控制，竣工增速再度回升。同时，商品房成交数据亦在1月触底后快速回升，并于20年6翻正，当月同比增速接近10%。因此，从20年上半年来看，传统大家电行业在来自地产的需求端上亦受到疫情带来的不利影响，但我们认为如上所述的历史前期造成的销售与竣工的缺口仍未完全弥补，竣工逻辑将在疫情缓和后的下半年再度回归并使得传统大家电需求基础进一步改善，利于行业中公司收入与业绩改善。

1.3 汇率与原材料变动可能更有利于龙头企业

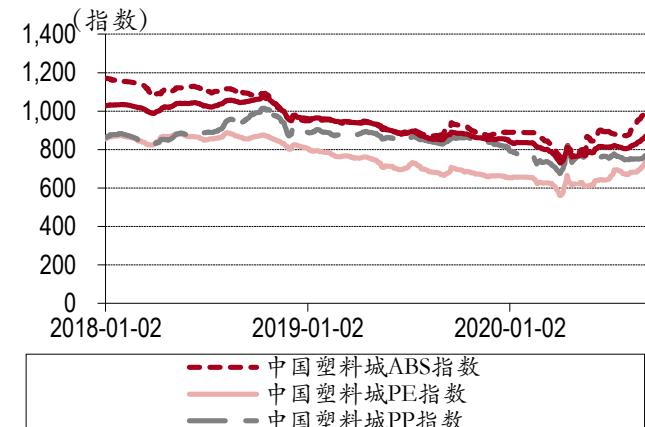
从上半年来看，由于国内对疫情较好的控制，我国经济在一季度触底后快速回升。相应地，人民币相对美元汇率也在上半年走弱后，从6月开始快速走强，但目前仍旧处于三年来较低位置。相对较弱的人民币对美元汇率有利于出口，叠加中国在疫情后复产较快，龙头企业产业链布局完善，疫情后出口回弹迅速。其中，美的集团作为家电外销龙头企业之一，在空调出口方面于9月3日即达成2000万台水平，同比19年提前120天完成；新宝股份作为小家电外销龙头企业，一季度因为产能原因出口收入同比下滑8%左右，但单二季度出口收入已大幅回弹至同比增长25%，与中报或年报数据对比处于17年中报以来最高增速。

图表9. 疫情以来人民币对美元走势先弱后强



资料来源：万得，中银证券

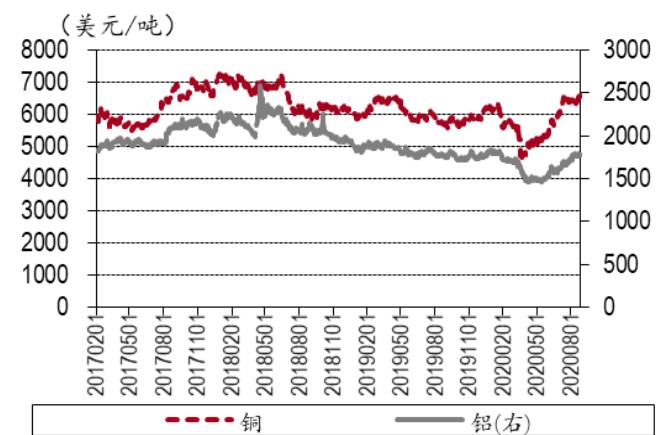
图表10. 近期主要家电相关塑料品种价格指数上升



资料来源：万得，中银证券

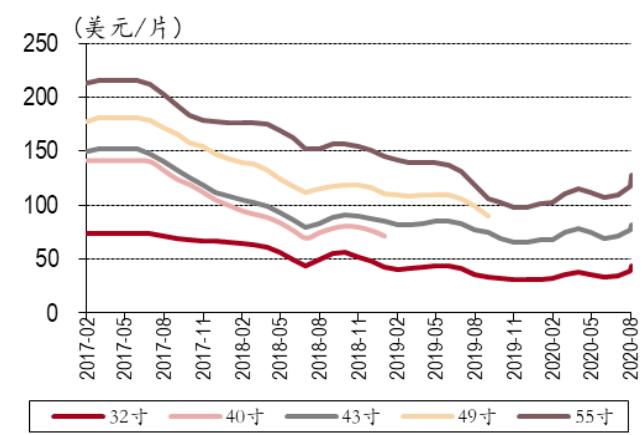
另一方面，由于全球在疫情后开始持续宽松货币政策以期较快修复经济，叠加美元走弱，家电产品的主要上游原材料在今年二季度开始抬头向上。塑料中家电最常使用之一的ABS增长最快，已升至18年末水平；以铜铝为代表的有色金属价格基本回升至19年初。黑电方面，三星在3月30日对外宣布将于年底前结束其在中国和韩国的所有LCD面板生产工作，而随后另一韩国面板厂商LG亦宣布将于今年底退出LCD市场竞争，关闭工厂。随着海外巨头退出LCD面板市场，黑电上游的面板行业进一步集中，从面板价格来看，目前主流的55寸面板价格升高最为明显，其余43寸、32寸面板亦有所升高。

图表 11. 近期 LME 有色金属价格走高



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 20 年 5 月后液晶面板价格亦逐渐走高



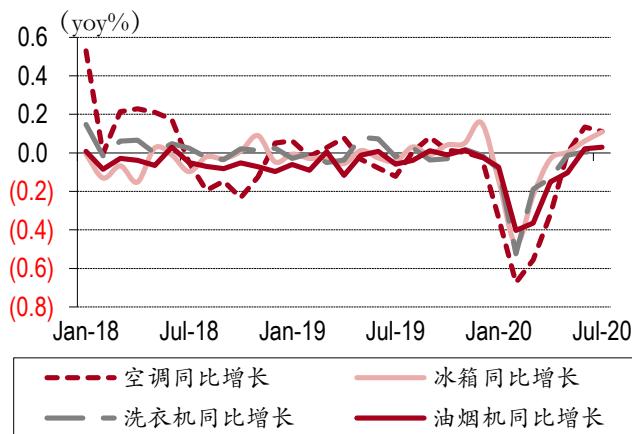
资料来源：万得，中银证券

逐步走高的原材料价格对于家电企业在成本端有一定压力，进而影响到业绩表现。在此情况下，相对中小厂商，龙头公司一方面资金、仓储能力均较好，可以利用套期保值、提前备料等方式消化一部分原材料价格波动的影响；另一方面，龙头公司产品品牌力较强，在成本上升的情况下，向下游分销渠道及终端消费者的转嫁能力亦更强。成本导致的盈利能力差异可能将使得家电行业集中度进一步升高。因此，我们认为，整体来看汇率及原材料的波动影响对于龙头更为有利。

2. 20年上半年行业表现在外部环境影响下出现分化

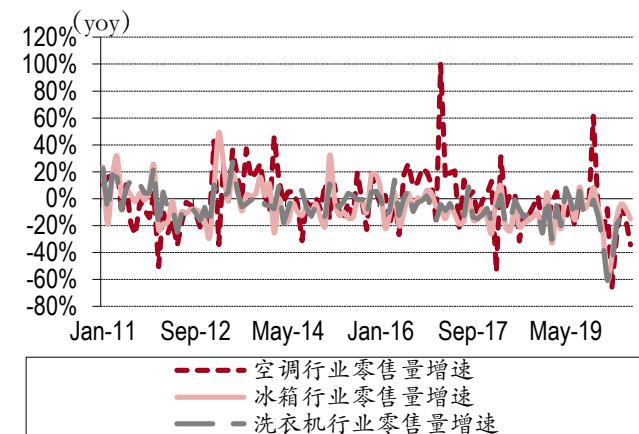
基于上文中提及的新冠疫情、房地产、汇率与原材料等因素的影响，上半年家电行业在子板块的表现上整体呈现分化态势，“逆周期”的小家电行业在终端动销表现上显著好于“顺周期”的传统大家电行业。细分来看，除了子板块的景气度分化，我们在 20年上半年的家电行业还可以观察到如：1) 线上、线下渠道表现的分化；2) 必选、可选家电需求的分化；3) 消费诉求更多元化等较为显著的趋势。

图表 13. 产业在线空冰洗内销增速



资料来源：产业在线，中银证券

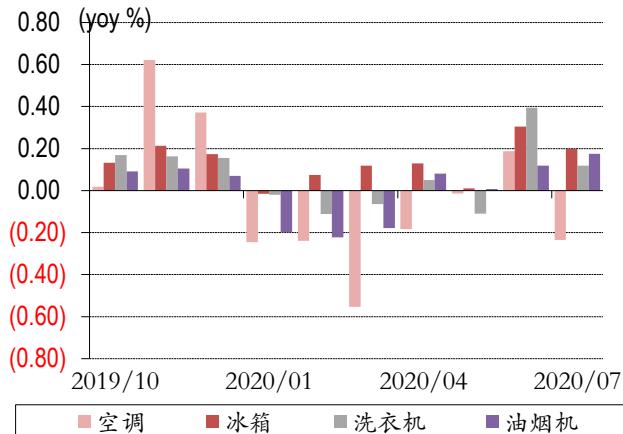
图表 14. 中怡康空冰洗线下增速



资料来源：中怡康，中银证券

1) 从渠道上来看，由于疫情限制了线下传统家电经营场所的经营活动，线上渠道在疫情以来代替线下渠道成为家电销售的主要渠道。从中怡康空冰洗的线下数据对比奥维云网的线上数据来看，截止7月空冰洗在线下渠道 (KA为主) 仍未翻正，而线上渠道中冰箱的增速在2月即已翻正，4月则空冰洗/油烟机均基本翻正。同时，由于单一的电商购物缺乏体验感，而大家电相对小家电更新时间更长，单价更高，试错成本更高，如何更好地在线上向消费者传递使用感受成为转化和刺激消费者购买的关键。为解决这一问题，以直播带货，网红种草为代表的私域流量营销在疫情期间开始为家电企业广泛采用。以格力为例，在4月首次试水直播带货后，至8月间共举行大型直播活动8场，直播带货总金额约182亿元，以20年上半年约706亿元营收计算，直播带货收入占比约25%，远高于其往年10%左右的电商收入占比。因此，在后疫情时代，灵活的渠道运营能力对家电企业来说至关重要。

图表 15. 奥维云网空冰洗线上增速



资料来源：奥维云网，中银证券

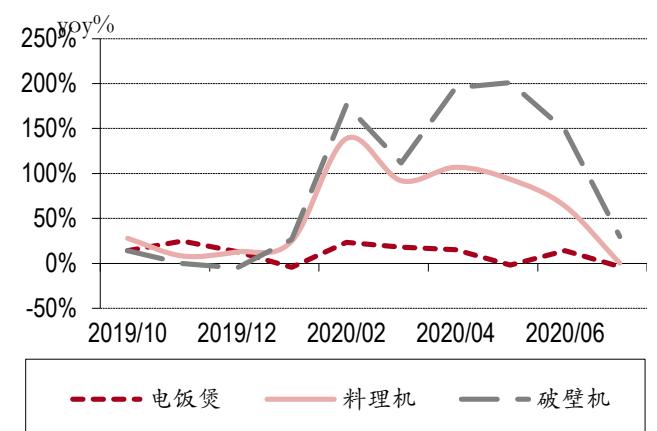
图表 16. 4月后格力举行多场大型直播带货活动



资料来源：格力官方公众号，中银证券

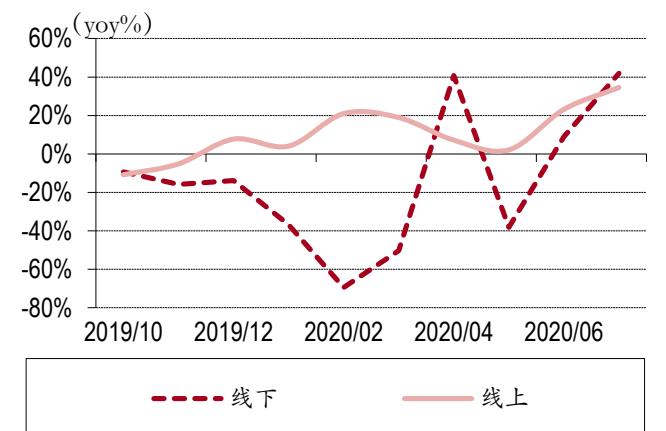
2) 从可选与必选属性来看，尽管疫情期间“逆周期”的小家电行业整体受到利好，但需求真正大量得到提升的是“补充类”的可选小家电，而并非必选小家电。可选小家电需求的上升，从宏观因素上说，是源于消费者从可支配收入角度，对空调、冰箱、洗衣机、电饭煲等居家必须类家电的投资基本已经完成（百户保有量接近 100 或超过 100），腾出的购置预算可以开始逐步满足个性化的使用场景需求。从微观上来说，疫情使得大部消费者居家时间明显变长，社会餐饮服务减少也使得消费者有需求自己在家中完成更复杂和多元的烹饪。从下图中可以清晰地看到，料理机、破壁机作为可选类小家电的代表产品，其线上渠道（主要渠道）的销售额增速在疫情的催化下明显升高。

图表 17. 奥维云网厨房小家电增速



资料来源：奥维云网，中银证券

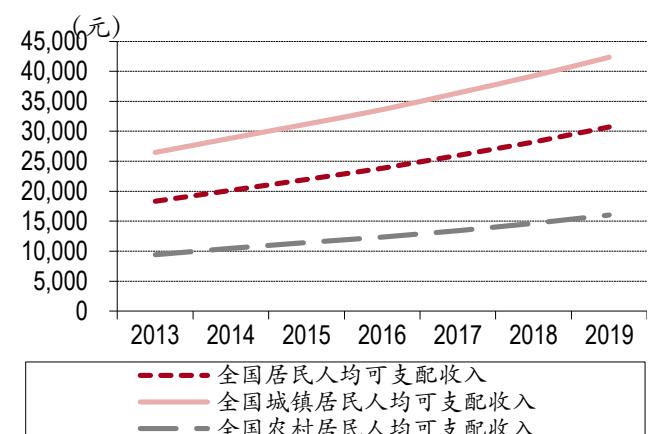
图表 18. 奥维云网清洁小家电增速



资料来源：奥维云网，中银证券

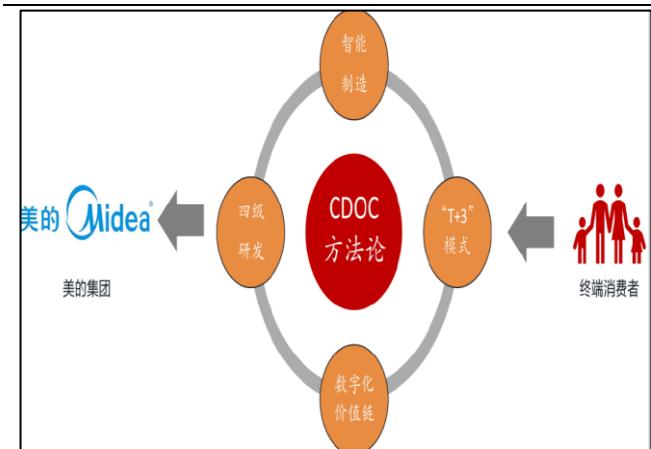
3) 从 20 年上半年来看，消费者对于家电的消费需求更加多元化。我们在上述可选/必选家电消费之外，再次强调家电消费的多元化，是因为其背后隐含的因素并非如上述两点，更多地由疫情带来的短周期影响驱动，而是基于更长周期人均可支配收入的上升及互联网渠道发展、物流体系完善、柔性化生产能力提升等因素而驱动的。以美的为例，其 20H1 中报中表示，旗下互联网品牌布谷，通过与消费者共建“布谷研究所”，在三个周期内有近 300 名消费者深度参与，提出近千条建议。由于广泛采用消费者建议开发产品，布谷首批产品上市后仅一年，终端用户已超 100 万人，20 年 1-5 月销售即超越 19 年全年。无独有偶，海尔智家亦在其 20H1 中报中 11 次提及“定制”，并强调报告期内“聚焦数字化变革”是中国区的重点工作，通过反向定制爆品、天网云 TOC 模式实现精准化提供产品目的，将其有效型号占总型号比例从 40% 左右提升至 97%。

图表 19. 全国人均可支配收入逐年走高



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 美的集团以 CDOC 方法论为核心的反向价值链



资料来源：公司公告，中银证券

我们认为，在未来，电商、私域流量平台、甚至线下渠道，除零售以外，将更多扮演消费者信息收集平台的角色，是汇集消费者各类个性化需求的“订单系统”，而厂商对于该“订单系统”上反馈上来的订单需求的处理能力的分化，将决定更长周期内，家电行业的集中程度以及企业的收入与业绩。

3. 上半年中报总结：二季度步入复苏

本次 20 年中报总结，我们选取了家电板块 48 家公司，其中黑电板块 5 家，白电板块 10 家，厨电板块 4 家，小家电板块 11 家，按摩椅板块 3 家，照明板块 2 家，上游零部件板块 13 家。细分如下：

黑电板块：深康佳 A、创维数字、海信视像、四川长虹、TCL 电子；

白电板块：美的集团、长虹美菱、格力电器、奥马电器、海信家电、澳柯玛、海尔智家、春兰股份、惠而浦、海容冷链；

厨电板块：老板电器、华帝股份、浙江美大、万和电气；

小家电板块：苏泊尔、九阳股份、爱仕达、新宝股份、小熊电器、莱克电气、飞科电器、ST 圣莱、天际股份、科沃斯、北鼎股份；

按摩椅板块：奥佳华、荣泰健康、融捷健康；

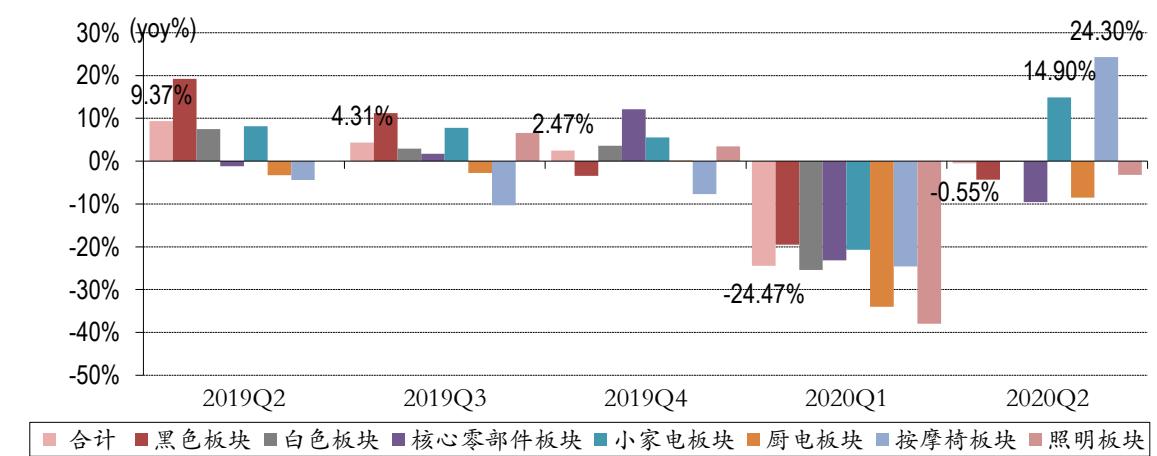
照明板块：欧普照明、公牛集团；

上游零部件板块：三花智控、长虹华意、盾安环境、*ST 康盛、顺威股份、星帅尔、东方电热、天银机电、汉宇集团、聚隆科技、海立股份、奇精机械、朗迪集团。

3.1 收入端表现：行业韧性较强，小家电/按摩椅表现出色

从家电行业上半年的表现来看，行业在疫情直接或间接的冲击下仍然保持了较好的经营韧性，从收入端来看，20Q2 行业整体下滑 0.55%，降幅已从 Q1 约下滑 25%，大幅度收窄至几乎持平。从细分行业表现来看，一季度受损比较严重的子行业主要是与装修关联度较高，安装配送属性较强的疫情“顺周期”行业，如白色家电 (Q1-25.4%)、厨房家电 (Q1-34.03%)、照明行业 (Q1-38.0%)；小家电板块和黑电板块表现较好，Q1 收入分别下滑 20.66% 与 19.52%。

图表 21. 单二季度家电行业营收增速基本已收至持平

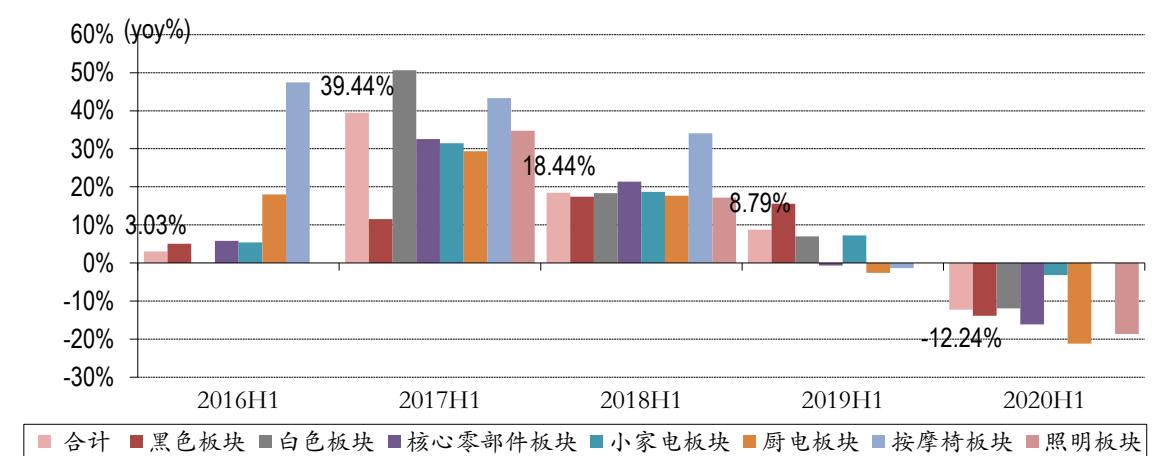


资料来源：万得，中银证券

注：19Q2 中剔除照明板块，因 18Q2 公牛集团无相应财务数据

二季度家电各个板块公司，一方面加强防疫工作，积极恢复生产，另一方面采用多种终端促销活动，如直播带货，使得整体产业周转恢复，带动收入端快速恢复。其中，从细分板块来看，按摩椅与小家电板块收入强力翻正，单季度收入增速分别达到 24.30% 和 14.90%。白电板块作为一季度受损较严重板块，单二季度在强力促销活动带动下收入增速恢复至持平。

图表 22. 从 20 年上半年来看，小家电和按摩椅板块领跑家电行业

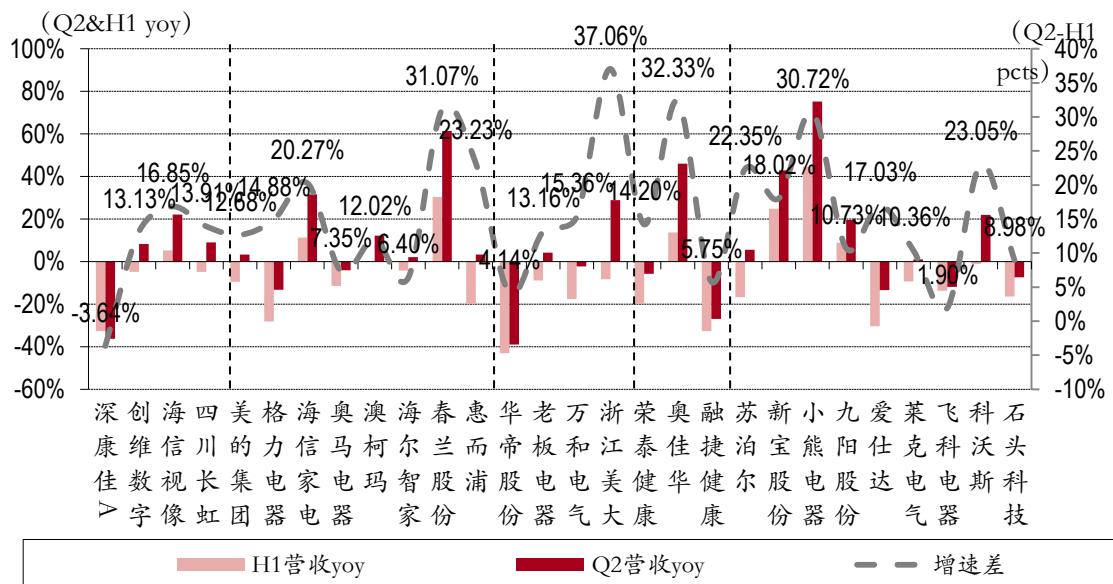


资料来源：万得，中银证券

注：16H1&19H1 中剔除照明板块，因公牛集团无相应财务数据

从核心公司上半年与二季度表现来看，大体来说上半年两个季度表现均较好的是小家电公司，尤其是小熊电器与新宝股份，其上半年营收增速分别为 24.78% 和 44.51%。我们用灰色的虚线来标出单二季度与上半年各家核心公司的营收增速差异，提示各家公司二季度收入的恢复情况（下同），从差异数据来看，浙江美大、奥佳华、春兰股份、小熊电器、惠而浦分别以 37.06pcts、32.33pcts、31.07pcts、30.72pcts、23.23pcts 排名前五。单二季度收入增速已经回正的核心公司有：创维数字、海信视像、四川长虹、美的集团、海信家电、澳柯玛、海尔智家、惠而浦、老板电器、浙江美大、奥佳华、苏泊尔、新宝股份、小熊电器、九阳股份、科沃斯。

图表 23. 二季度大部核心公司收入修复强劲，浙江美大领跑二季度收入修复差

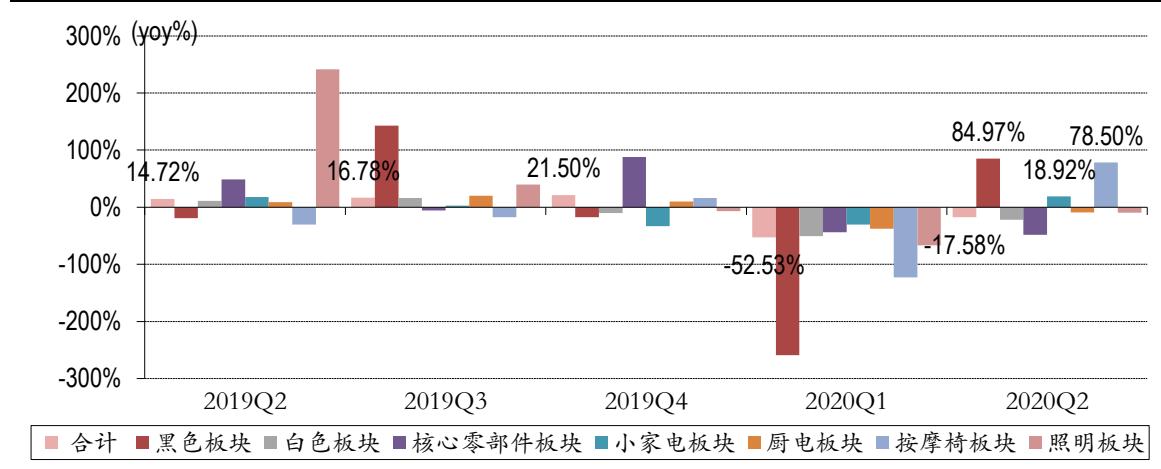


资料来源：万得，中银证券

3.2 业绩端表现：二季度迅速改善，费用端有一定正贡献

从归母净利润变动情况来看，受到产能缩减、原材料成本上升、促销力度加强等因素影响，业绩下滑程度大于收入下滑程度，上半年家电板块业绩同比下滑 32.57%。从子行业排序上来看，从强到弱分别为：按摩椅板块 (+9.37%) > 小家电板块 (-4.68%) > 厨电板块 (-21.93%) > 照明板块 (-28.39%) > 白电板块 (-33.73%) > 核心零部件板块 (-46.64%) > 黑电板块 (-54.66%)。

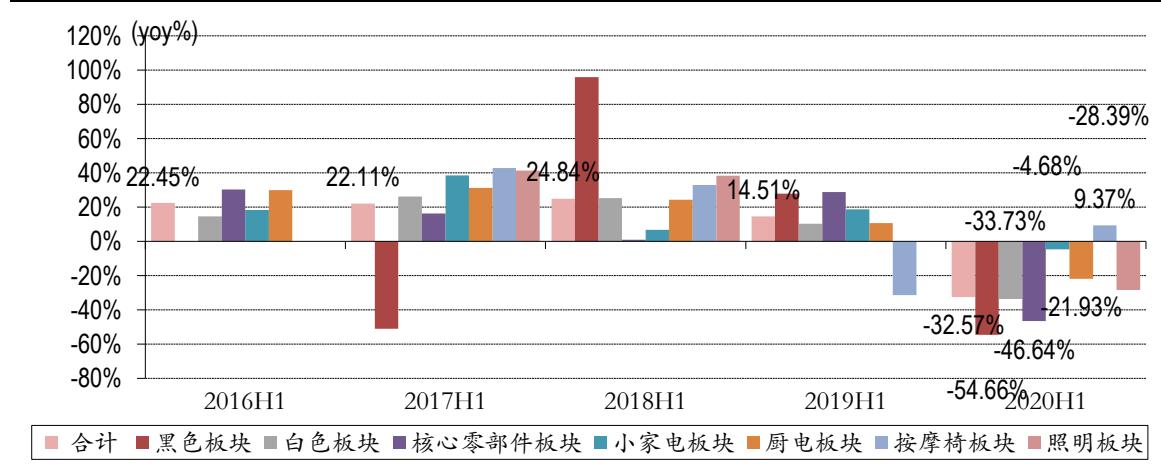
图表 24. 二季度家电各板块业绩改善明显，按摩椅、黑电、小家电领跑子行业



资料来源：万得，中银证券

20 年 Q2 各个细分子板块业绩增速与收入一致回升明显，其中按摩椅板块单季度录的业绩增速 78.50%，黑电板块单季度业绩增速达 84.97%，小家电板块单季度业绩增速 18.92%，领跑家电行业。业绩在家电板块中权重较高的白电板块，单二季度业绩增速修复至下滑 21.93%，环比收窄近 30pcts。

图表 25. 20 年上半年业绩下滑幅度超过收入下滑，按摩椅板块与小家电板块表现较好

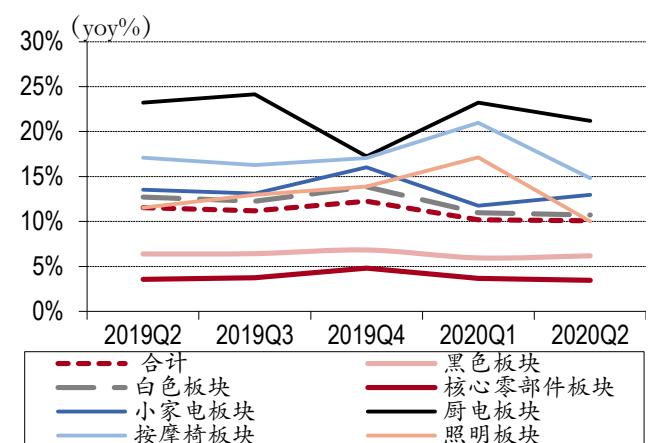


资料来源：万得，中银证券



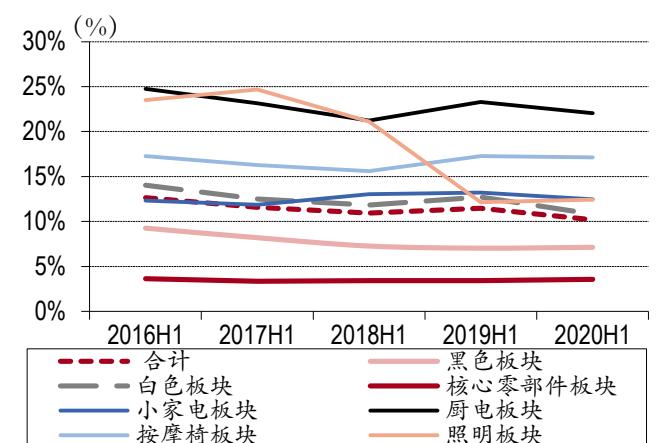
从销售费用的角度来看，由于线下促销活动基本停滞，部分产品线上自然流量增多，尽管开展较多直播带货等活动，20年上半年行业销售费用率稳中有降，对业绩端形成正贡献。从细分板块的情况来看，销售费用率降低较多的是白色家电板块、厨电板块和小家电板块，其19H1销售费用率分别为12.71%、23.29%、13.21%，20H1分别下降至10.84%、22.04%、12.47%，降幅分别为1.87pcts、1.24pcts、0.74pcts。白电和厨电主要由于传统渠道中线下占比高，活动较多，上半年受疫情基本取消；小家电板块渠道集中于线上，但受到疫情利好，自然搜索流量增多，销售费用率下行。我们预估，从下半年来看，随着疫情的恢复，线下市场逐步回归正常，而小家电线上自然流量可能下行，家电各子板块销售费用率将逐步回归正常。

图表 26. Q2 行业销售费用率仍普遍同比降低



资料来源：万得，中银证券

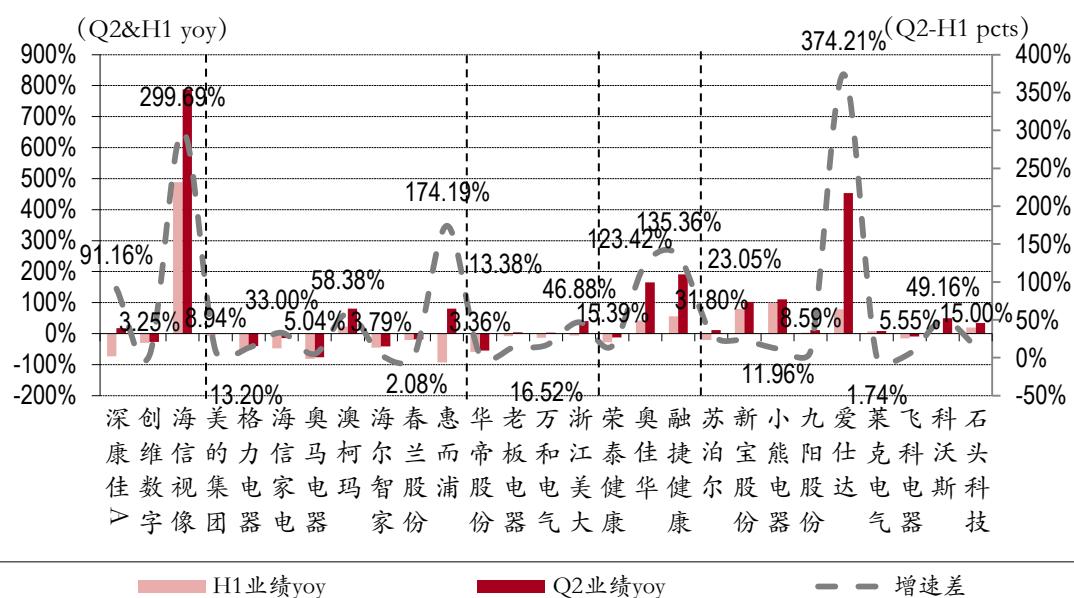
图表 27. 20H1 行业销售费用率稳中有降



资料来源：万得，中银证券

核心公司上，单二季度和上半年业绩均为正的公司有爱仕达、海信视像、融捷健康、奥佳华、澳柯玛、科沃斯、新宝股份、石头科技、小熊电器、九阳股份、莱克电气。从二季度相比上半年的业绩修复情况来看（单二季度业绩相对上半年业绩增速差），排名前五的公司分别为爱仕达（+374.21pcts）、海信视像（+299.69pcts）、惠而浦（+174.19pcts）、融捷健康（+135.36pcts）、奥佳华（+123.42pcts）。

图表 28. 二季度 27 家核心公司中有 18 家相对上半年业绩增速差提升在 10pcts 以上



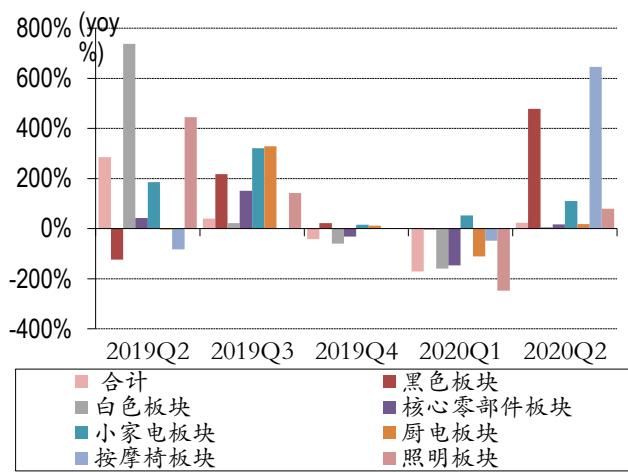
资料来源：万得，中银证券

3.3 经营质量表现：二季度经营性现金流改善明显

我们用经营性现金流的变动和应收账款的变动作为代表来衡量家电行业上半年的经营质量。从数据上来看，上半年由于受到疫情影响，家电整体产业链均承受压力，特别是下游分销渠道，经销商因为自身规模较小，且经营时惯用部分杠杆来加强资金使用效率，又承担一部分库存压力，在疫情影响下经营压力较大。我们认为，在这种情况下，家电公司可能对于其分销渠道给予更加宽松的回款政策，“授信”提货的比例上升，但横向对比历史仍然较为合理。

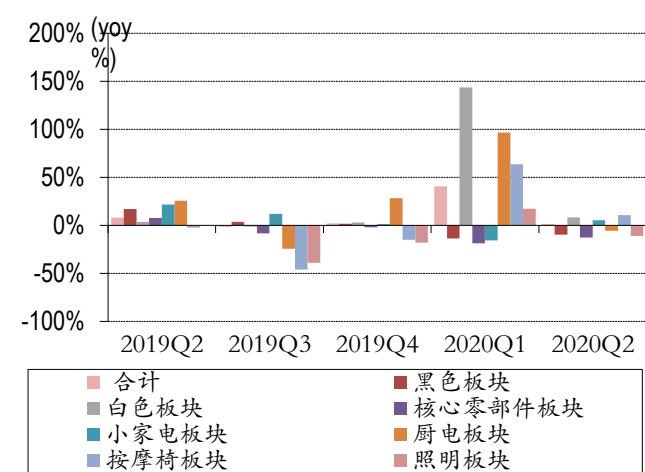
因此，从上半年的经营性现金流来看，行业整体、白电板块、核心零部件板块、厨电板块和照明板块均出现了经营性净现金流同比下滑的情况，其中白电板块下滑最多，达到 67.11%，幅度明显大约其上半年约 12% 的收入下滑水平。从应收账款来看，行业上半年同比小幅增加 1.2%，其中按摩椅板块、白电板块和小家电板块同比分别增加 10.7%、8.4% 和 5.1%。

图表 29. 20Q2 经营性净现金流全面好转



资料来源：万得，中银证券

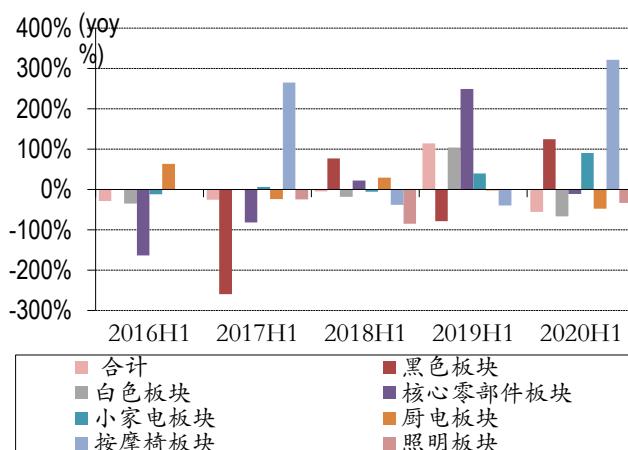
图表 30. 20Q2 各板块应收账款增幅均小于小半年



资料来源：万得，中银证券

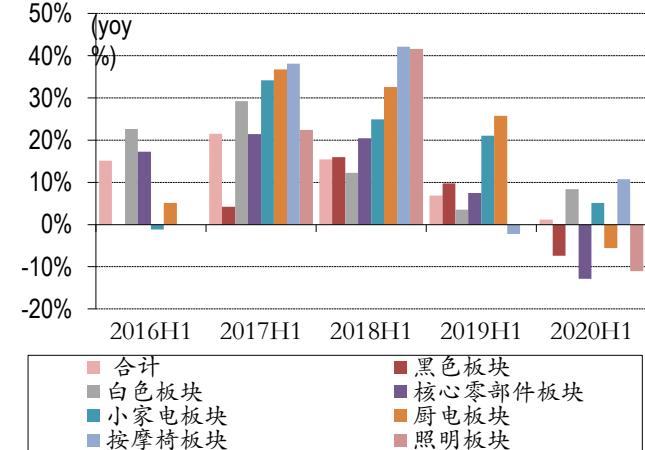
进入二季度后，家电行业经营质量明显好转，应与家电公司较强的上下游议价能力有关，一季度给予经销商的“授信”提货额度可能在二季度经销商现金流改善之后收回。因此，从单二季度来看，所有家电子板块的经营性净现金流均为正增长；从应收账款单季度增幅来看，半年度应收账款增长较多的按摩椅、白电和小家电板块在单二季度中增幅均小于上半年。

图表 31. 20H1 部分子板块经营性净现金流受影响



资料来源：万得，中银证券

图表 32. 20H1 家电行业应收账款适度增长



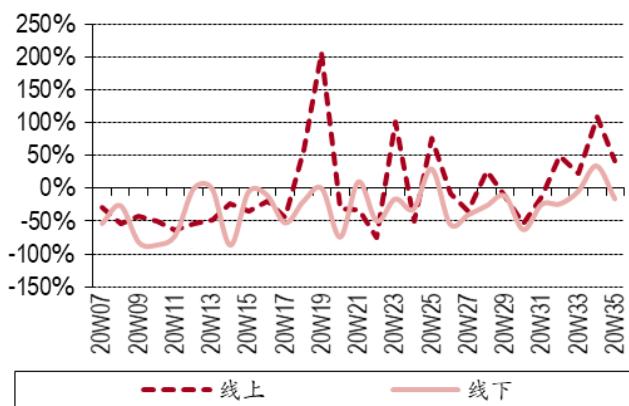
资料来源：万得，中银证券

4. 下半年行业展望：关注竣工逻辑回归及多元化消费需求

4.1 内销市场：竣工向上，消费力逐步回归

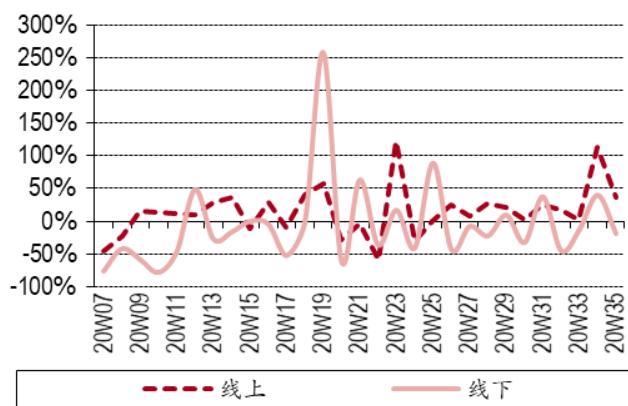
展望下半年，我们认为内销市场度家电行业有两重利好，第一是竣工逻辑的重新回归，第二是经济从疫情的影响中逐步恢复后，消费力的回升。竣工逻辑方面，如我们在本文的第一章中所述，16年开始新开工和竣工就产生缺口，在19年地产资金面改善后竣工于19年下半年开始回升并于19年12月达到阶段内高点，带动传统地产后周期产品需求改善。我们认为，疫情只会打断竣工逻辑，但不会消失，随着国内疫情进一步减缓，竣工逻辑将在下半年回归。

图表 33. 空调终端增速逐步恢复



资料来源：奥维云网，中银证券

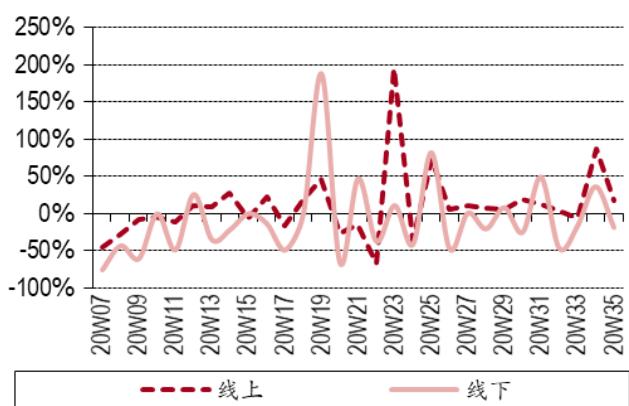
图表 34. 冰箱线上稳定正增长，线下逐步恢复



资料来源：奥维云网，中银证券

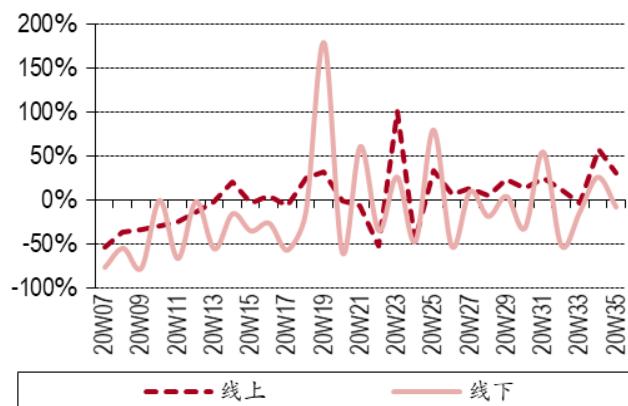
从20年以来的奥维云网的周度高频数据来看，以空调、冰箱、洗衣机、油烟机为代表的地产后周期家电产品，终端零售增速无论线上还是线下均走在回升的趋势中。尽管7月因为长江流域普遍降水较多，发生局部洪涝灾害，导致趋势有一定波动，但8月以来（31周起）又回归恢复趋势。

图表 35. 洗衣机终端呈现向上趋势



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 36. 油烟机线下正增长周数变多

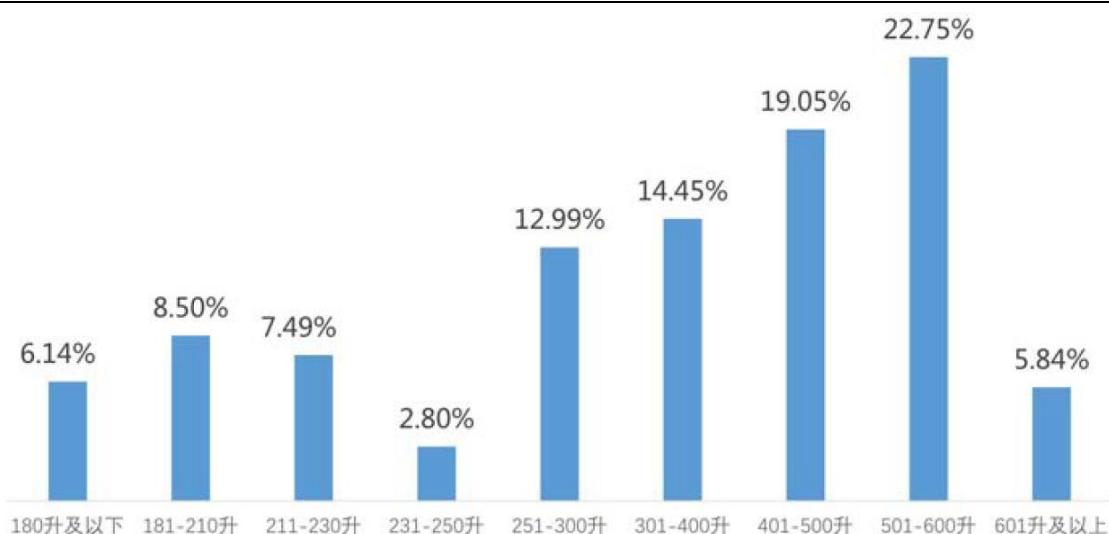


资料来源：奥维云网，中银证券

在竣工恢复带来的量增基础以外，我们认为，下半年后周期子行业价格走势也将向上。一方面，从行业库存层面，空调行业的库存风险已基本消解，奥维云网数据显示，行业均价从2月以来开始回升至7月已接近持平。另一方面，我们认为疫情导致的居家时间增长，将在未来长期改变消费者的消费习惯：存储食物需求上升导致冰箱向大容量升级，更频繁的清洁衣物使得大容量，带烘干功能的洗衣机消费增多。中国电子信息产业发展研究院发布的《2020上半年中国家电市场报告》中指出，上半年受益于居民囤积食物需求提升，501-600L及600L以上大容量冰箱的销售量占比上升约3%，其中501-600L的冰箱成为主力容量段，零售量和零售额占比分别达到22.75%和33.13%。全国家用电器工业信息中心发布的《2020年家电行业半年报告》中指出，疫情使得消费者健康理念增强，洗烘一体洗衣机、干衣机由于可以快速烘干衣物，有效降低病菌在衣物上的存活而受到更多关注。洗烘一体机线下销售额占比从去年同期37.2%大幅提升至45.9%，带动线下10kg滚筒销售占比达到53.7%（洗烘一体机在大容量下效果更好）。

因此，我们认为，在后疫情时代，疫情催生出的附加功能需求，将使得家电产品将拥有更多的价格提升空间，有利于未来行业市场规模的提升。从家电公司的角度来看，龙头公司拥有更强的产品研发能力，将更好地享受产品升级的红利。

图表 37. 20 年上半年大容量冰箱市场份额提升

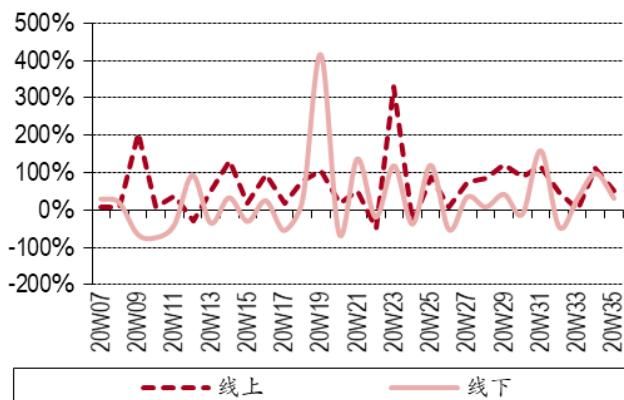


资料来源：全国家用电器工业信息中心，中银证券

第二，我们认为对于下半年的家电市场，消费力回归有望带动个性化需求的提升。如前文所述，随着我国居民人均可支配收入的提升，必选家电产品保有量已达较高水平。因此，对于已经完成了必选家电产品（例如空冰洗、油烟机等）投资的消费者，其消费力将转移至更多的家电消费场景，满足其个性化需求。因此，如洗碗机、扫地机器人、多功能锅等多元化消费品的需求基础将走好，利好相关公司。

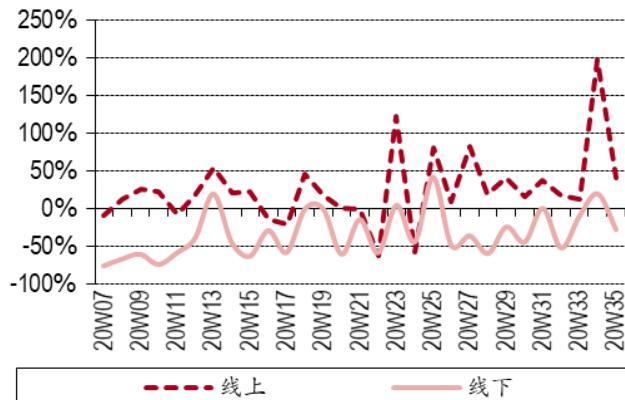


图表 38. 洗碗机线上线下均保持较快增长



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 39. 扫地机器人线上渠道增长较好

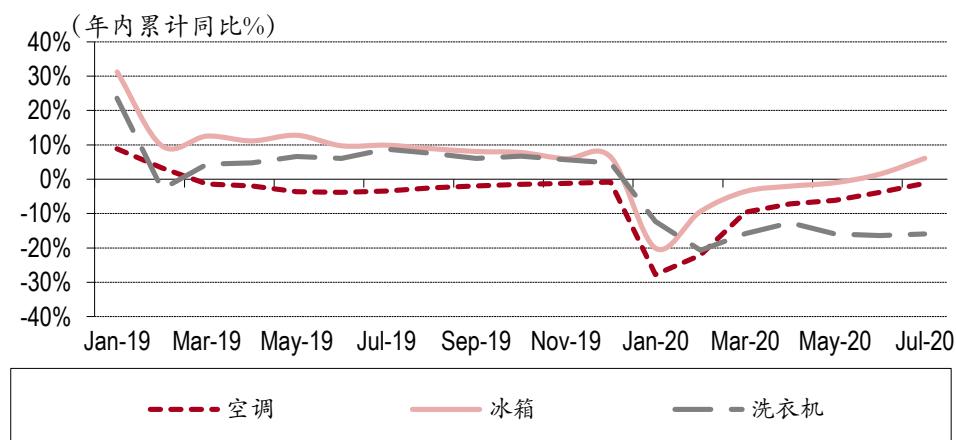


资料来源：奥维云网，中银证券

4.2 外销市场：海外长期需求走势尚不确定，关注疫情走势

外销市场方便，疫情在欧美国家主要的影响基本从第 12 周左右体现（3月），但对我国家电的出口影响主要始于在 1 月，主要是受到产能的限制，后续恢复较快。从 GfK 的全球家电监测数据来看，发达国家（下图以德国和意大利为例）各类家电零售亦受到负面影响，但我们推测，由于全球范围内中国最先走出疫情影响，家电产能恢复最快，全球产能需求向中国集中可能抵消了这部分影响。因此，出口拐点于上半年迅速出现，但后续走势更多将于海外疫情走势相关联。由于海外疫情明显较国内严重，对经济的影响将传递至消费者，家电终端需求能否复苏，进而支撑国内家电出口仍旧需要观察。

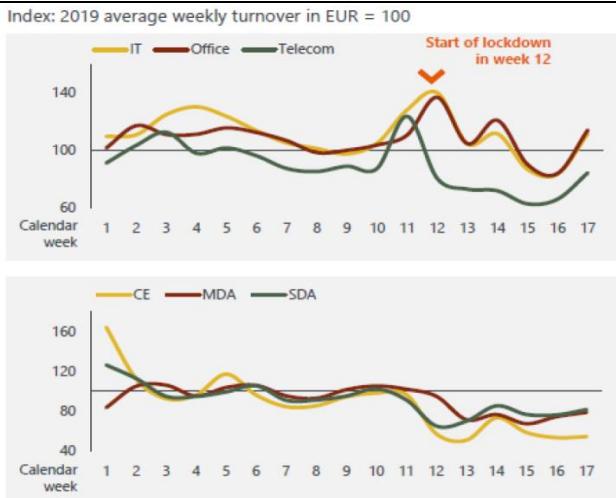
图表 40. 空调、冰箱出口自疫情以来基本恢复，洗衣机出口恢复较弱



资料来源：全国家用电器工业信息中心，中银证券

从品类上来说，居家市场增长也使得海外消费者对于小家电的需求增强。GfK 家电监测数据显示，17 周食物料理机在德国销售额几乎翻倍，在英国市场同比增长 117%，在意大利也保持双位数增长。因此，我们认为，在海外疫情拐点仍然不明朗的情况下，小家电在海外市场的景气度将持续较长时间，对国内小家电市场出口将有较好支撑，利于相关公司。

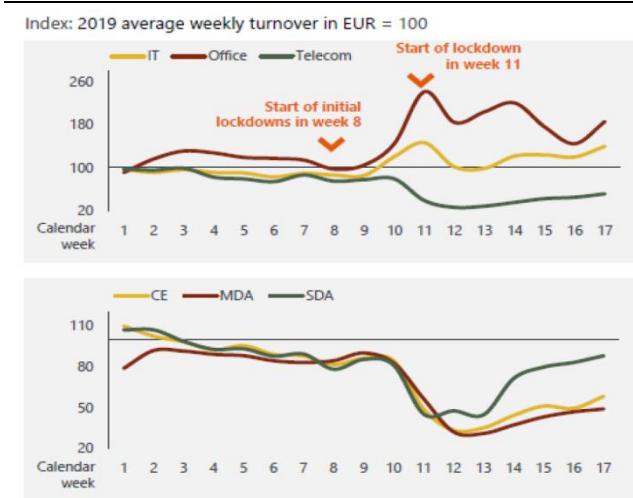
图表 41. 疫情前后的德国耐用品零售市场



资料来源: GfK, 中银证券

注: CE=黑电, MDA=大家电, SDA=小家电

图表 42. 疫情前后的意大利耐用品零售市场



资料来源: GfK, 中银证券

4.3 投资建议

基于上述回顾和分析,我们认为,下半年对于家电行业和对其中公司的投资,建议关注两条较为清晰地主线:

第一条主线是关注由于疫情消退、竣工回升带来的疫情“顺周期”类子板块需求基础回升,其中在子板块上主要为白电板块、厨电板块、照明板块,建议关注公司为老板电器、格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、浙江美大、华帝股份等。

第二条主线是消费者多元化需求的长期提升,子板块上主要为可选类家电行业,例如小家电、按摩椅等,建议关注公司为石头科技、科沃斯、小熊电器、新宝股份、九阳电器、苏泊尔、奥佳华等。

4.4 家电核心标的估值水平

从核心标的估值水平来看,依据各标的19年以来底部估值水平及当前各标的至22年的归母净利Wind一致预期,大部核心标的目前股价在保守估值体系下,基本已隐含或反馈至22年业绩,估值处于较高水平,提示公司后续业绩增长将较估值提升更为重要。核心标的中,当前股价及19年底部估值结合,尚未反馈至22年Wind归母净利一致预期的有华帝股份、小熊电器、石头科技(注:Wind一致预期调整可能并不及时)。



图表 43. 美的集团 19 年估值底部对应股价区间-14X PE



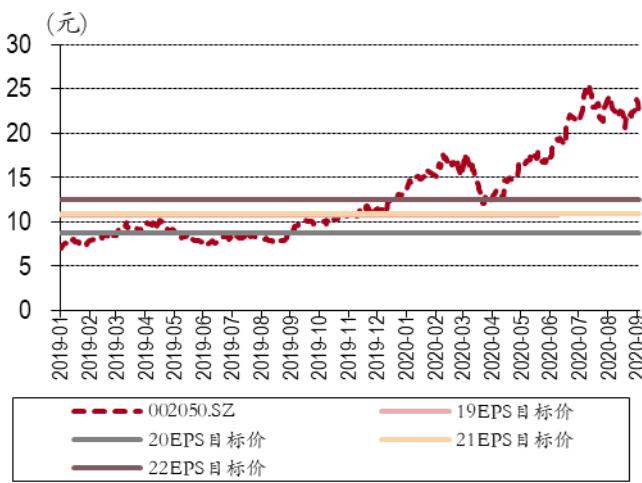
资料来源：万得，中银证券

图表 45. 苏泊尔 19 年估值底部对应股价区间-26X PE



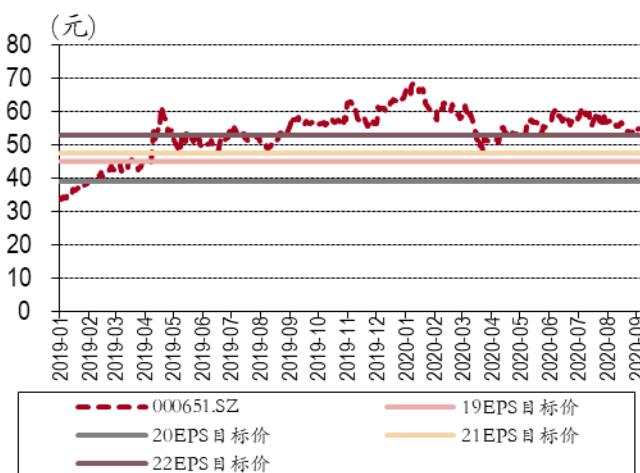
资料来源：万得，中银证券

图表 47. 三花智控 19 年估值底部对应股价区间-21X PE



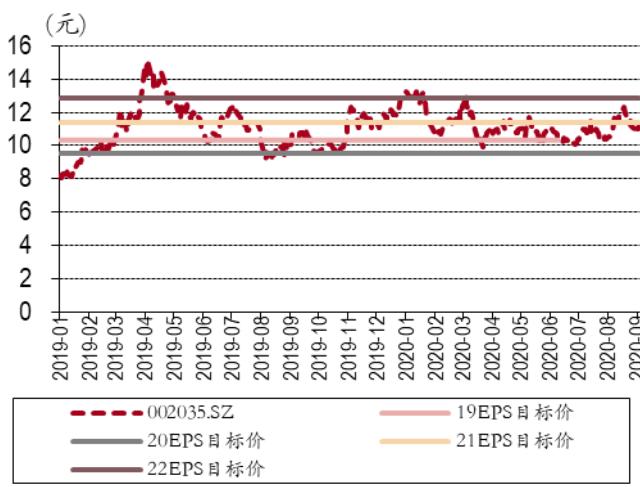
资料来源：万得，中银证券

图表 44. 格力电器 19 年估值底部对应股价区间-11X PE



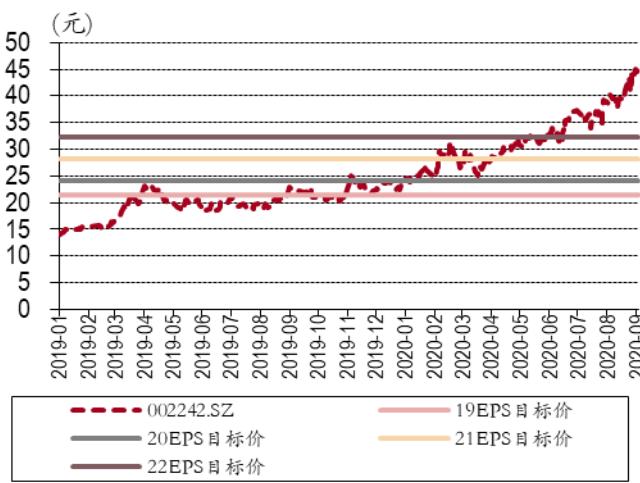
资料来源：万得，中银证券

图表 46. 华帝股份 19 年估值底部对应股价区间-12X PE



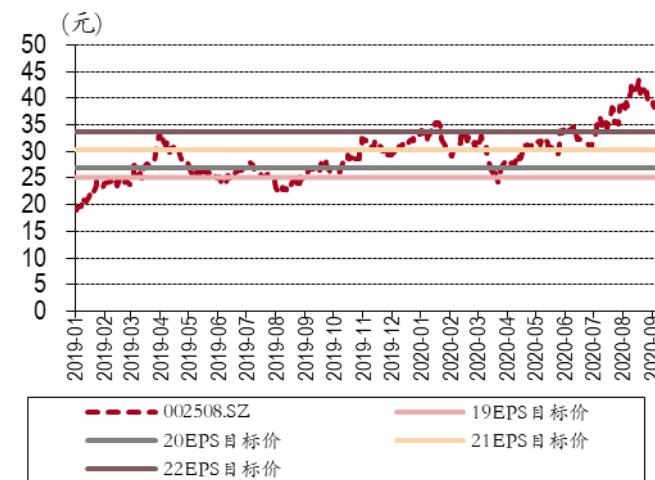
资料来源：万得，中银证券

图表 48. 九阳股份 19 年估值底部对应股价区间-20X PE



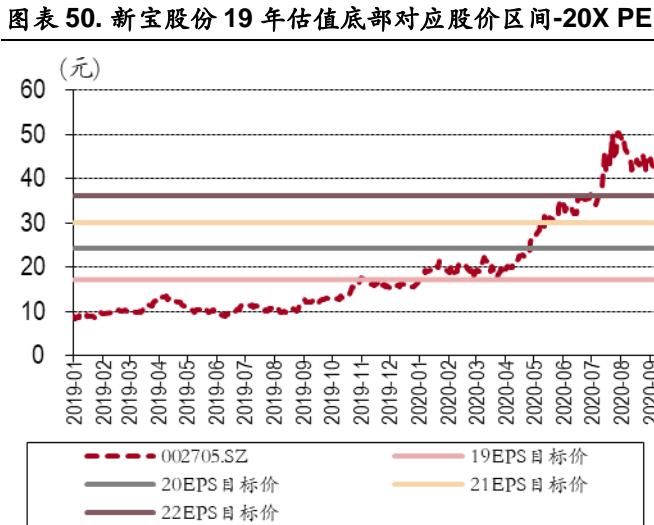
资料来源：万得，中银证券

图表 49. 老板电器 19 年估值底部对应股价区间-15X PE



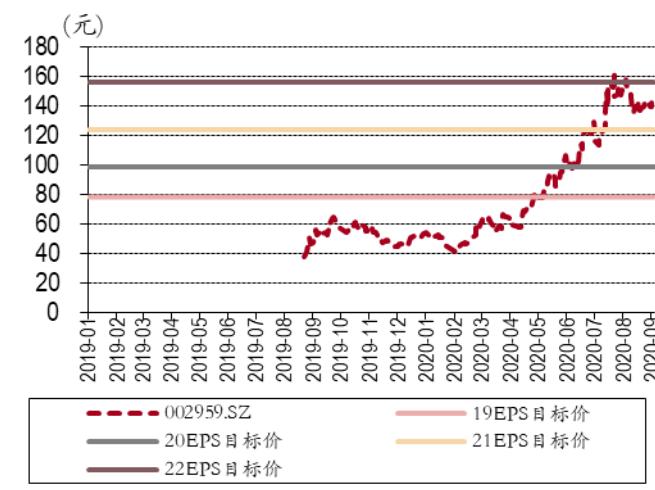
资料来源：万得，中银证券

图表 50. 新宝股份 19 年估值底部对应股价区间-20X PE



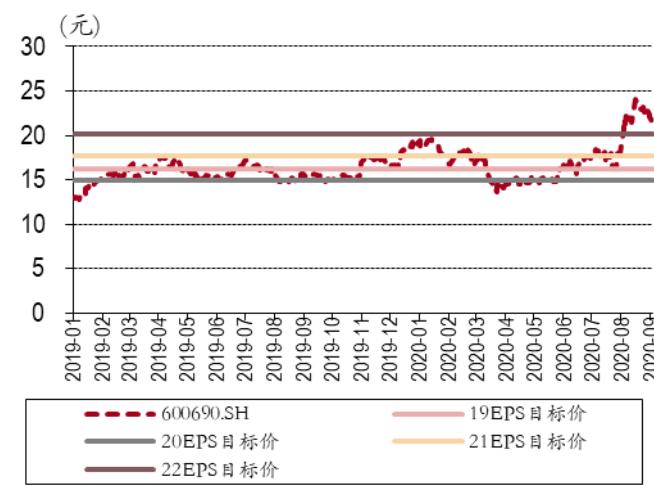
资料来源：万得，中银证券

图表 51. 小熊电器 19 年估值底部对应股价区间-35X PE



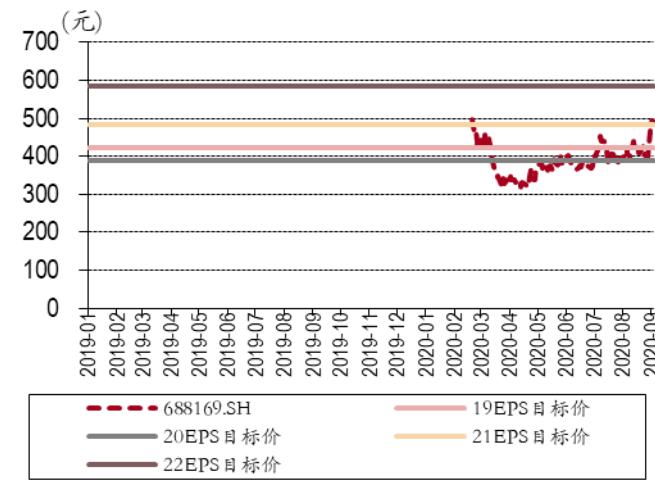
资料来源：万得，中银证券

图表 52. 海尔智家 19 年估值底部对应股价区间-13X PE



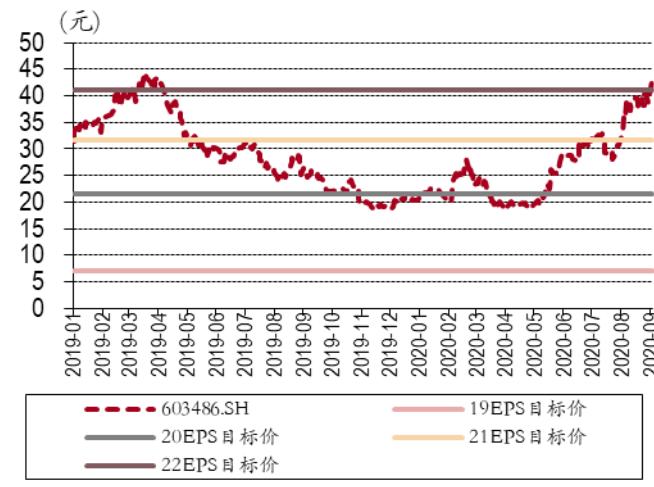
资料来源：万得，中银证券

图表 53. 石头科技 19 年估值底部对应股价区间-27X PE



资料来源：万得，中银证券

图表 54. 科沃斯 19 年估值底部对应股价区间-33X PE



资料来源：万得，中银证券

5. 风险提示

- 1) 宏观经济不及预期；
- 2) 新冠疫情重新加重；
- 3) 家电行业价格战加剧；
- 4) 天气因素对家电特别是空调产生的影响等。

附录图表 55. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2019A	2020E	2019A	2020E	
000333.SZ	美的集团	未有评级	68.8	4830.3	3.5	3.5	20.0	19.5	16.8
000651.SZ	格力电器	未有评级	54.8	3298.4	4.1	3.6	15.1	15.4	20.5
600690.SH	海尔智家	未有评级	21.3	1401.4	1.2	1.2	17.2	18.5	8.0
000921.SZ	海信家电	未有评级	14.2	192.8	1.3	1.0	12.2	13.6	7.4
002508.SZ	老板电器	未有评级	38.2	362.9	1.7	1.8	21.8	21.3	8.6
002035.SZ	华帝股份	未有评级	11.2	97.4	0.9	0.8	17.3	14.1	4.2
002677.SZ	浙江美大	未有评级	20.9	135.0	0.7	0.8	22.9	26.4	2.7
002032.SZ	苏泊尔	未有评级	83.3	683.9	2.3	2.4	37.8	34.5	9.7
002242.SZ	九阳股份	未有评级	45.8	351.4	1.1	1.2	25.6	37.9	5.4
002959.SZ	小熊电器	未有评级	136.0	212.2	2.2	2.8	44.9	48.2	12.7
002705.SZ	新宝股份	未有评级	42.8	343.2	0.9	1.2	26.3	35.2	6.2
603868.SH	飞科电器	未有评级	55.1	240.1	1.6	1.6	19.4	34.6	6.5
688169.SH	石头科技	未有评级	491.7	327.8	15.7	14.4		34.2	73.0
603486.SH	科沃斯	未有评级	42.9	241.5	0.2	0.6	23.6	66.0	5.0
603355.SH	莱克电气	未有评级	30.4	121.9	1.3	1.3	22.4	22.9	9.0
603579.SH	荣泰健康	未有评级	38.5	53.9	2.1	2.0	17.5	19.4	13.1
002614.SZ	奥佳华	未有评级	17.3	97.0	0.5	0.7	13.5	25.2	6.8
600060.SH	海信视像	未有评级	14.9	194.8	0.4	0.6	36.2	24.6	11.7
600839.SH	四川长虹	未有评级	3.1	142.2	0.0		41.6		
000810.SZ	创维数字	未有评级	11.0	117.0	0.6	0.6	38.7	17.3	4.0
002429.SZ	兆驰股份	未有评级	7.2	325.5	0.3	0.3	35.4	21.5	2.5

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2020/09/06，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增 持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中 性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
减 持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中 性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371