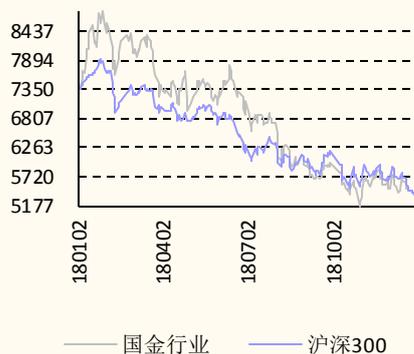


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金家电指数	5391.19
沪深300指数	3010.65
上证指数	2493.90
深证成指	7239.79
中小板综指	7336.11



## 相关报告

1. 《空调8月内销量骤降，2019冷年开盘不利-《2018-09-...》》，2018.9.25
2. 《检验龙头成色，在于能否抵御行业波动-《2018-08-26行...》》，2018.8.27
3. 《内销量有所下滑，龙头表现好于行业整体-产业在线7月空调数据点...》》，2018.8.21
4. 《浅析空调行业的周期属性-《2018-08-12行业周报》》，2018.8.13
5. 《家电行业-行业专题研究报告-家电行业2018上半年销售数据总...》》，2018.8.3

**楼枫烨** 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005  
(8621)60933978  
loufy@gjzq.com.cn

**卞丽娟** 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001  
bianlijuan@gjzq.com.cn

## 白电强者恒强，小家电穿越周期

## 投资逻辑

- 2018年至今家电板块跌幅达到-31.4%，各个细分板块的跌幅均较大，受地产下行和国内经济疲软等影响家电板块表现较弱。对应个股表现进一步分化，小家电领域的个股走出独立行情，业绩确定性为主因。家电板块18年的表现受到房地产疲软影响，与地产相关的多个家电板块处在估值调整的阶段，小家电作为消费属性较强的板块相对表现优异受到地产影响较小。
- 白电强者恒强，盈利能力稳健但增速放缓，市场份额和均价提升，头部品牌集中度持续提升，关注护城河较强、盈利能力稳定、资金偏好和估值合理的行业龙头。厨电受地产滞后影响大，竞争格局向下，处于低谷期。黑电均价随着面板价格下行而降低，业绩改善空间有限。小家电行业延续新品类带动结构性市场增长和均价提升，关注具备研发能力和品牌影响力的企业。
- 小家电在政策、地产和消费三大驱动因素中受政策和地产的影响因素最小，又因市场渗透率低、更换周期短、品类更新快，借助消费升级和人口红利获得最强劲的需求端的消费支撑。同时，小家电企业在应对消费趋势变化上也能及时通过技术创新推出新品类，针对新零售趋势布局多元化渠道，因此在地产周期走弱叠加经济趋缓的情况下，小家电具备营收表现稳健、穿越周期的特征。
- 小家电供给端的驱动因素：1) 技术更新和优势——技术创新是小家电的核心竞争力推动产品结构升级；2) 产品能力——单一产品向多品类扩张，并向多场景应用延伸；3) 品牌影响力——多品牌的扩张和阶梯跨度依赖各公司自主开发或收购国外品牌布局高端市场提升品牌跨度。
- 小家电需求端的变迁特征：1) 线上化购买比例较高，信息化和线上化带动了新兴小家电的发展；2) 为懒和便利买单，解放自己的双手和时间；3) 为健康型小家电消费的意识 and 需求变强；4) 细分品类中一人份家电关注度提升，单身新贵崛起；5) 颜值经济下为颜值买单，极简风格受追捧。

## 推荐标的

- 苏泊尔：1) 作为 SEB 打开中国市场的渠道而大放异彩，与 SEB 本土化战略息息相关；2) 市占率来看，公司炊具领域拥有绝对先发优势，小家电领域稳居第二；3) 稳步渠道和服务网络布局、产品品类与时俱进、低毛利运营形成产品高性价比；4) 从 SEB 集团引入 WMF，结合 KRUPS 和 LAGOSTINA 品牌布局高端业务板块。预计 18-20E 实现净利润 16.13/19.44/22.98 亿元，增速为 23.4%/20.5%/18.23%。对应 EPS 1.97/2.37/2.8 元，PE 25/21/18X，大股东回购价格不超过 45.46 元，安全边际较高。
- 格力电器：空调龙头企业保持行业专注，规模优势与行业护城河明显，盈利能力更强。外部影响因素如原材料成本和人民币汇率波动呈优化趋势，公司产品毛利率及汇兑损益大幅改善，业绩增长预期提升。继续保持家用及商用空调市场占有率稳步提升，围绕市场渠道领先及技术领先持续提升竞争力。
- 青岛海尔：随着消费升级推进，青岛海尔注重高价值产品经营，前三季度卡萨帝收入增长 49%，冰洗空持续引领高端市场份额。不断推进物联网时代智慧家电品牌的创建，物联网收入实现大幅增长。

## 风险提示

- 地产大幅下滑；原材料价格大幅上涨；人民币大幅升值；贸易战加剧

## 内容目录

一、行情回顾——板块受地产影响，小家电消费属性增强.....	4
1.1 2018 年家电板块的表现情况.....	4
1.2 板块估值触及底部，小家电估值较高.....	5
二、2019 年投资策略——持续关注小家电板块，品类扩张逻辑依旧.....	8
三、小家电行业是否穿越周期？.....	10
议题 1：小家电企业的收入曲线是否穿越周期平稳上升？.....	10
议题 2：小家电企业的盈利能力是否上升？.....	11
议题 3：消费动能哪里来？.....	12
四、小家电供给端的驱动因素.....	15
五、需求端的变迁特征——居家与懒人经济结合，催生品类多样懒家电.....	19
特征一：线上化购买比例较高，信息化和线上化带动了新兴小家电的发展.....	19
特征二：为懒和便利买单，解放自己的双手和时间.....	20
特征三：为健康型小家电消费的意识 and 需求变强.....	21
特征四：细分品类中一人份家电关注度提升，单身新贵崛起.....	22
特征五：颜值经济下为颜值买单，极简风格受追捧.....	22
六、推荐标的及风险提示.....	24
6.1 推荐标的.....	24
6.2 风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1：2018 年至今（截止 2018 年 12 月 31 日）家电板块的涨跌幅情况.....	4
图表 2：2018 年至今（截止 2018 年 12 月 31 日）家用电器板块细分领域行情.....	4
图表 3：截止 2018 年 12 月 31 日的家电板块的个股表现情况.....	5
图表 4：2013-2018 年申万家用电器板块与全部 A 股的 PE 走势图.....	6
图表 5：2013-2018 年空调板块（申万）PE（TTM）走势.....	6
图表 6：2013-2018 年冰箱板块（申万）PE（TTM）走势.....	6
图表 7：13-18 年洗衣机板块（申万）PE（TTM）走势.....	7
图表 8：13-18 年彩电板块（申万）PE（TTM）走势.....	7
图表 9：13-18 年小家电板块（申万）PE（TTM）走势.....	7
图表 10：13-18 年家电零部件板块（申万）PE（TTM）.....	7
图表 11：家电细分领域收入和盈利影响因素.....	9
图表 12：小家电公司收入增速（2009-2018Q3）.....	10
图表 13：白电空冰洗内销量增速（2007-2017）.....	10
图表 14：厨电烟灶销售量增速（2001-2017）.....	10
图表 15：铜、铝及不锈钢的价格变化情况.....	11
图表 16：16-18 年塑料价格指数情况.....	11

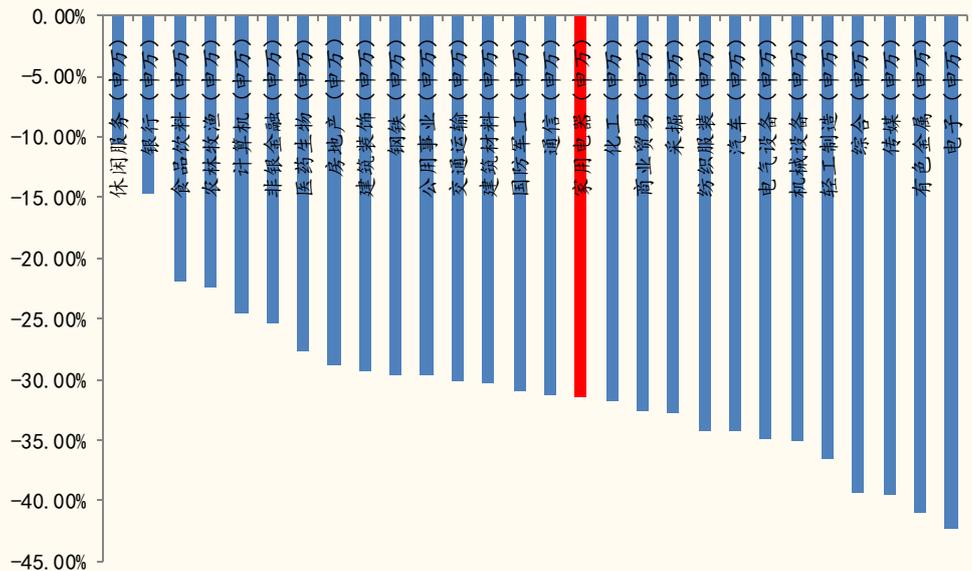
图表 17: 2018 年中国家电行业三季度市场规模.....	12
图表 18: 2016-2018 年生活家电分季度规模变化.....	12
图表 19: 2017 生活电器各产品增速.....	13
图表 20: 2017 生活电器产品零售额占比变化.....	13
图表 21: 2018 年 1-9 月生活家电各产品均价及零售量变化.....	13
图表 22: 2017 年生活电器各产品分渠道增速对比.....	14
图表 23: 2018 年 1-9 月生活家电各产品分渠道增速对比.....	14
图表 24: 各个小家电企业的技术更新和优势分析.....	15
图表 25: 九阳的发展历程.....	16
图表 26: 2001-2006 年 苏泊尔炊具的收入及增速表现.....	17
图表 27: 2001-2006 年苏泊尔电器品类的收入及增速.....	17
图表 28: 苏泊尔公司组织架构中的 4 大事业部领域.....	18
图表 29: 2016 年炊具市场的低中高端产品占比情况.....	18
图表 30: 一个三房两厅的空间能够包含的懒人家电清单.....	19
图表 31: 2017 年小家电市场各个品类市场变化 (亿元).....	19
图表 32: 问卷中线上体验线上购买的消费者比例较高.....	19
图表 33: 线上线下融合带来消费升级体验式消费.....	20
图表 34: 1980-2015 年中国经济和教育发展趋势.....	20
图表 35: 新一代消费者购买提升生活品质小家电意愿强.....	21
图表 36: 新一代消费者为父母购买家电的需求胜过自用.....	21
图表 37: 我们所观察的 85-95 后的租房比例较高, 对大家电需求已被满足.....	21
图表 38: 户外运动及健身房运动成为 85-95 后的首选.....	22
图表 39: 26-30 岁年龄段的健身比例较高.....	22
图表 40: 洗衣机市场中功能集成及一人份迷你家电的关注度增长较快.....	22
图表 41: 由 Muji 打造、小米催热的家电极简风.....	23
图表 42: 日本各类美容小家电销量逐年增长 (万台).....	23

## 一、行情回顾——板块受地产影响，小家电消费属性增强

### 1.1 2018 年家电板块的表现情况

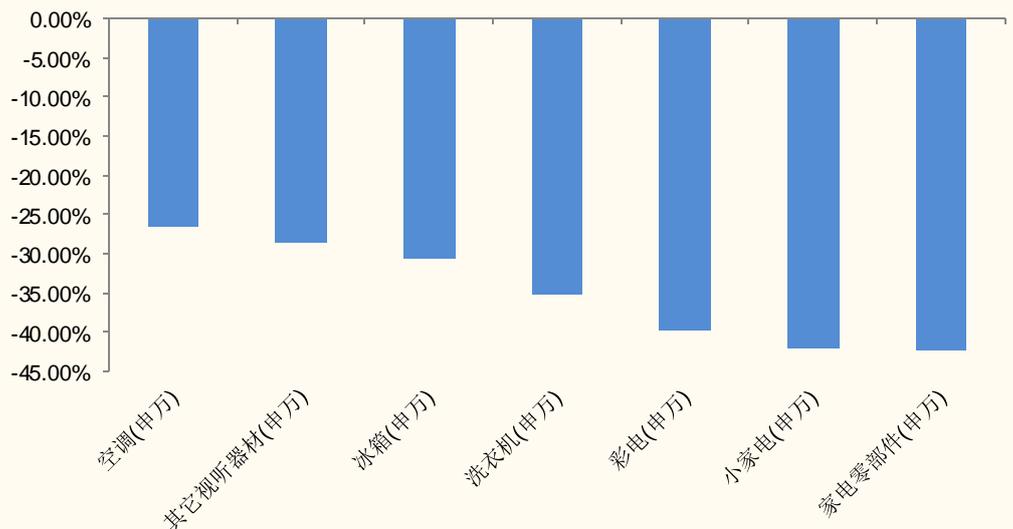
- 2018 年至今（截止 2018 年 12 月 31 日）家电板块跌幅达到-31.4%，各个细分板块的跌幅均较大：截止 12 月 31 日以来家电行业表现较弱，板块跌幅-31.4%，在申万行业板块中排名第第十六名，跑输沪深 300 指数 6.09%。从细分板块来看受地产下行影响各个领域表现较弱，按照申万行业划分来看板块涨跌幅顺序分别为空调（-26.62%）>其它视听器材（-28.53%）>冰箱（-30.66%）>洗衣机（-35.3%）>彩电（-39.85%）>小家电（-42.17%）>家电零部件（-42.45%）。受地产下行和国内经济疲软等影响家电板块表现较弱。

图表 1：2018 年至今（截止 2018 年 12 月 31 日）家电板块的涨跌幅情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：2018 年至今（截止 2018 年 12 月 31 日）家用电器板块细分领域行情

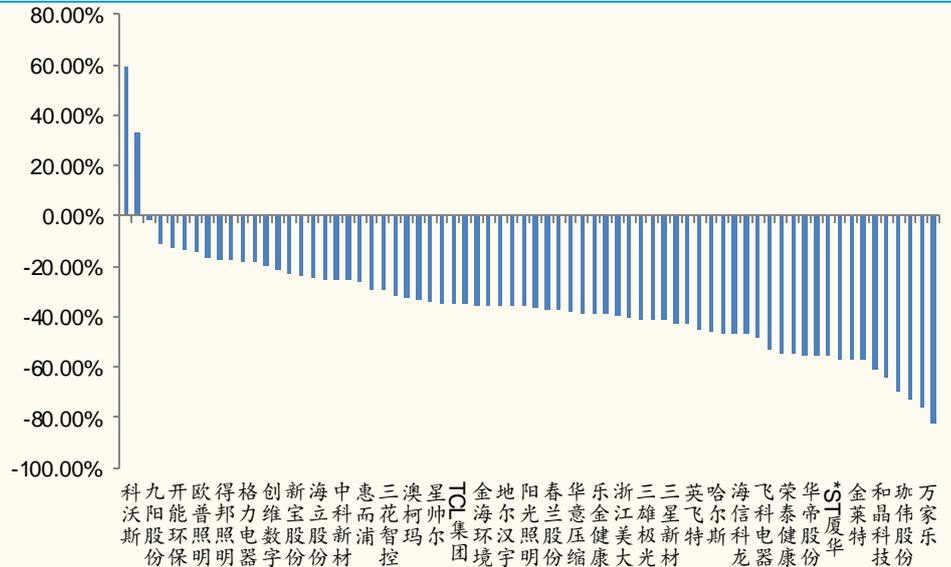


来源：wind，国金证券研究所

- 对应个股表现进一步分化，小家电领域的个股走出独立行情，业绩确定性为主因：从个股角度来看，收益率相对较高的标的主要集中在小家电板块，其中苏泊尔为家电领域唯一一家涨幅为正的标的，2018 年苏泊尔涨跌幅为

33.15%，九阳股份全年股价涨跌幅为-1.56%；厨电板块中老板电器跌幅57.18%、华帝股份跌幅55.31%；白电板块的格力电器跌幅18.33%、美的集团跌幅31.97%、青岛海尔跌幅25.26%；黑电板块的海信电器跌幅41.23%、创维数字跌幅20%、TCL集团跌幅35.11%；新兴家电板块中浙江美大跌幅39.62%、万和电气跌幅25.09%、荣泰健康跌幅54.34%。家电板块18年的表现受到房地产疲软影响，与地产相关的多个家电板块处在估值调整的阶段，小家电作为消费属性较强的板块相对表现优异受到地产影响较小。

图表 3：截止 2018 年 12 月 31 日的家电板块的个股表现情况

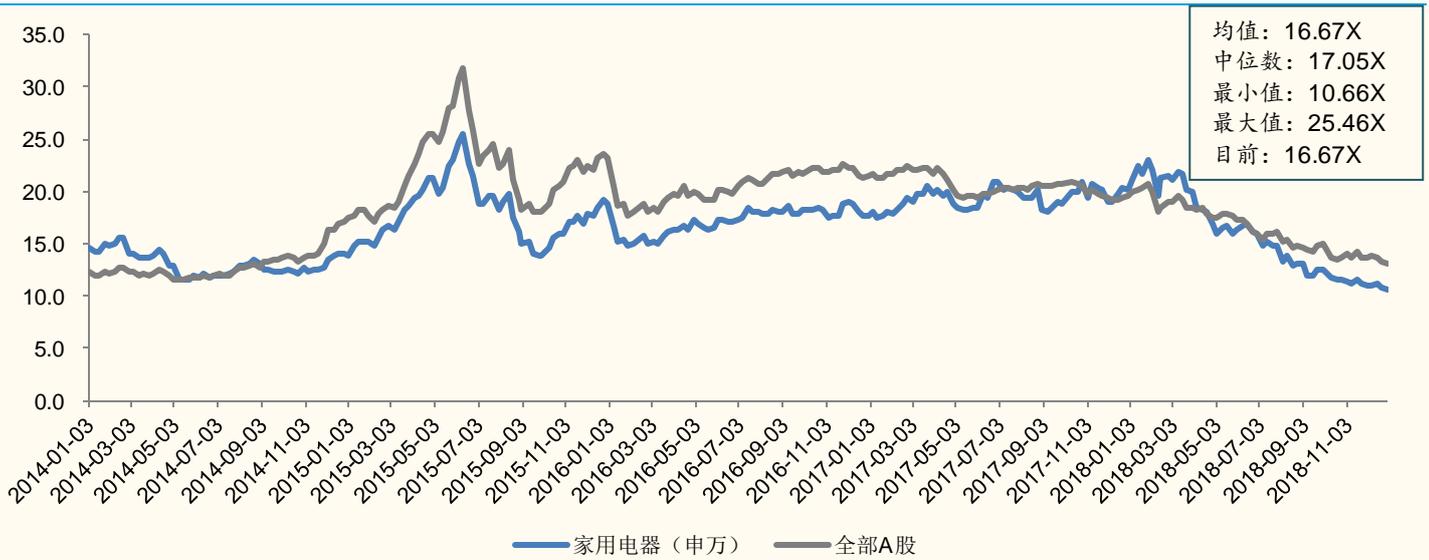


来源：wind，国金证券研究所

### 1.2 板块估值触及底部，小家电估值较高

- **家电板块 18 年为估值调整期，多个细分板块估值低于中位数水平：**回顾 2013-2018 年的申万家电估值走势，PE 平均值及中位数分别为 16.67/17.05X，最高值和最低值分别为 25.46/10.66X，家电板块 18 年估值有所调整，目前的估值水平属于 14 年以来历史最低值。目前家电板块的估值为 10.66X，远低于中位数和均值水平，估值水平达到底部。现今的 PE 水平处在历史底部，相较于中位数和均值水平来看家电板块的整体估值水平存在被低估的情形。按照目前的 PE 水平来排序细分板块估值顺序为**家电零部件（申万）>小家电（申万）>彩电（申万）>洗衣机（申万）>冰箱（申万）>空调（申万）**，各个细分板块估值均在中位数和均值以下。从细分板块来看除了家电零部件外小家电板块估值超过其他家电领域，小家电享受消费品的估值体系，而其他白电及厨电等领域由于受到地产影响估值调整在 18 年表现明显，从平均值及中位数的角度小家电的估值水平也高于其他家电品类。

图表 4：2013-2018 年申万家用电器板块与全部 A 股的 PE 走势图



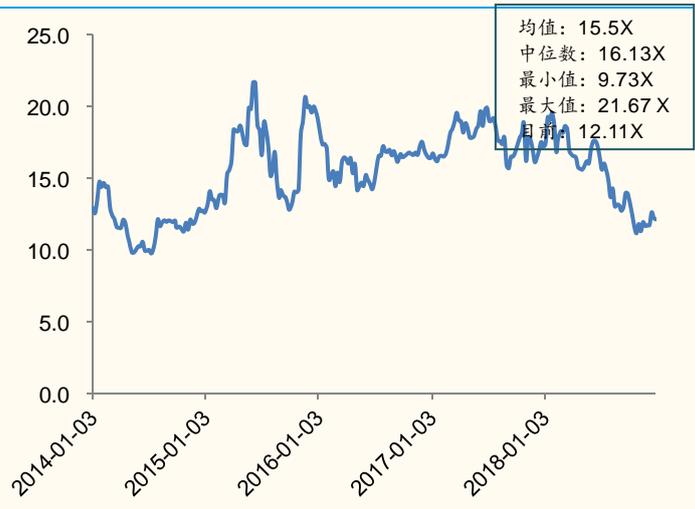
来源: wind, 国金证券研究所

图表 5：2013-2018 年空调板块 (申万) PE (TTM) 走势



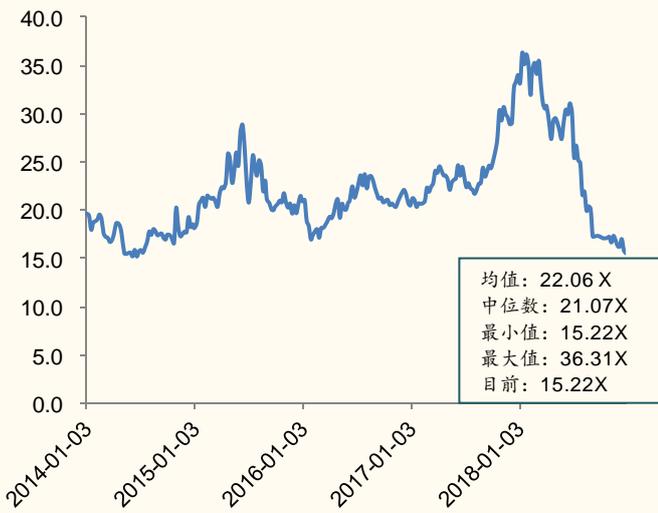
来源: wind, 国金证券研究所

图表 6：2013-2018 年冰箱板块 (申万) PE (TTM) 走势



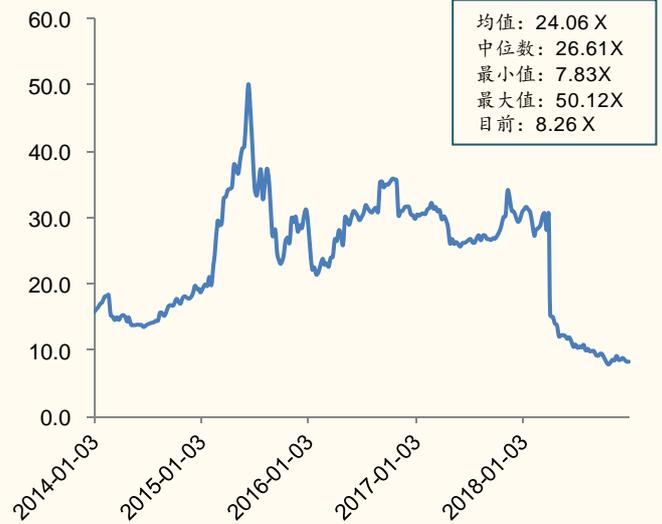
来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 13-18 年洗衣机板块 (申万) PE (TTM) 走势



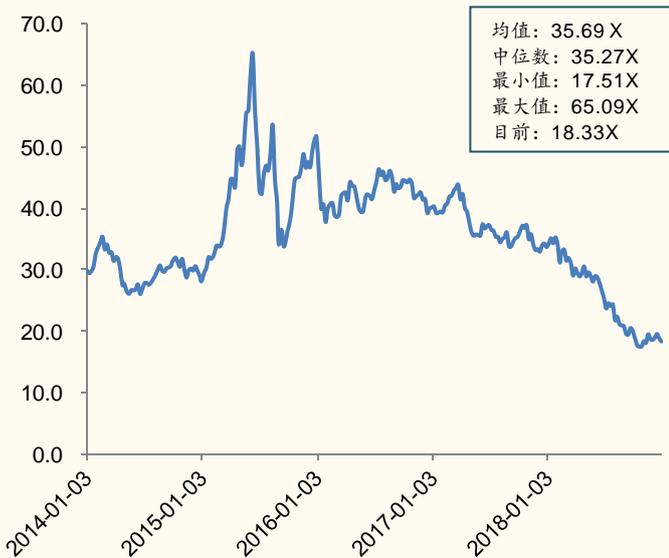
来源: wind, 国金证券研究所

图表 8: 13-18 年彩电板块 (申万) PE (TTM) 走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 13-18 年小家电板块 (申万) PE (TTM) 走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 13-18 年家电零部件板块 (申万) PE (TTM) 走势



来源: wind, 国金证券研究所

## 二、2019 年投资策略——持续关注小家电板块，品类扩张逻辑依旧

**白电强者恒强，盈利能力稳健但增速放缓，市场份额和均价提升，头部品牌集中度持续提升，关注护城河较强、盈利能力稳定、资金偏好和估值合理的行业龙头。厨电受地产滞后影响大，竞争格局向下，处于低谷期。黑电均价随着面板价格下行而降低，业绩改善空间有限。小家电行业延续新品类带动结构性市场增长和均价提升，关注研发能力和品牌影响力强的企业。**

18 年在经济环境趋缓、消费需求放缓、中美贸易摩擦和地产后周期等内外部环境的作用下，白电企业的终端收入增速呈现先高后低并逐步放缓，同时库存在下半年进入上升区间，白电行业的销量增速下滑，企业的收入增速有所缓和。对白电企业来说，行业龙头护城河较强、盈利能力稳定、资金偏好和估值合理是强者恒强的立足点。

从行业数据来看，2018 年空调行业进入三季度后增速明显走低，白电板块有所回落。据中怡康数据显示，零售端 2018 年 1-9 月白家行业共实现营收 3047.9 亿元，同比增长 5.9%。但空调行业自 Q3 季度增速出现拐点，2018Q3 零售量和零售额规模为 1354 万台和 459 亿元，分别同比-20.1%、-18.9%。其中，线上线下增速均出现同步回落，线上空调市场零售量和零售额规模分别为 517 万台和 149 亿元，分别同比-19.2%和-19.3%；线下空调市场零售量和零售额规模分别为 837 万台和 310 亿元，分别同比增长-20.7%和-18.7%。产业在线的数据显示出货端 2018Q3 空调内销下滑 12%。

白电企业盈利能力稳健但增速放缓，市场份额和均价提升，呈头部品牌集中趋势。白电 2018Q1-Q3 收入和净利润分别同比+17.2%/+26.0%，增速依然好于小家电、厨电和黑电板块。龙头企业市场份额和均价均获得提升，主要是因为消费者偏好向优势品牌转化且产品结构提升。2018 年 1-9 月，产业在线数据显示空调、冰箱洗衣机的龙头份额均有提升，其中，空调前三（格力、美的、海尔）累计市占率达 68.3%，YOY+0.7PCT；冰箱前三（海尔、美的和海信科龙）累计市场占有率达 56.1%，YOY+3.0PCT；洗衣机前二（海尔、美的）市场占有率达到 65.3%，YOY+3.5PCT。2018 年 1-9 月洗衣机产业在线内销同比微增 2.95%，但以海尔为代表的龙头公司前三季度增速为 8.75%，市场集中度进一步提升；综合来说，白电龙头企业在规模、现金流、品牌、渠道等方面拥有明显优势，更能够抵御需求低迷，同时自身在渠道、品牌以及资金上优势，在行业增速稳定甚至下行的情况下能够挤占更多份额，扩大领先优势。

估值角度看，接近历史相对底部，稳健价值凸显，安全性较强。三大白电目前都已调整到近几年历史相对底部的估值区间。青岛海尔处于近 4 年相对低位，对比之前公司在产品结构和渠道销售效率上已明显改观，高端品牌卡萨帝带动盈利优化；格力电器处于近 3 年相对低位，空调龙头地位巩固，产业定价权依旧；美的集团处于近 2 年相对低位，高端品类虽还在调整中但白电小家电龙头价值依旧，换股吸纳小天鹅后产业拼图战略整合。三家白电龙头目前的估值水平有望支撑中长期的收益。

受地产调控政策和销售数据下行影响，厨电的销量和提价空间承压。据中怡康数据统计，2018 年 1-9 月厨卫家电实现零售额 1472.7 亿元，同比增长 0.4%，在销量方面，厨卫家电的细分品类油烟机（-14.8%）、燃气灶（-13.5%）和热水器（-12.4%）均出现两位数的下滑。

盈利能力来看，若地产政策没有提振的边际改善，在厨电领域竞争加剧且新品类如集成灶爆发增长的情况下，厨电烟消灶的竞争格局将进一步加剧。老板 2018Q3 的毛利率和净利率分别为 53.3%和 18.5%，毛利率下滑至近六年最低。从区域上看，农村乡镇市场成长空间大于城市市场，支撑起厨电中长期需求，但也需要厨电企业有更强的渠道下沉和产品覆盖能力。

小家电行业延续结构性市场增长，关注具备研发能力和品牌影响力的企业。线上渠道拓张客户覆盖面，具备新兴产品研发力且消费者教育成熟度高的公司增长弹性领先。

**图表 11: 家电细分领域收入和盈利影响因素**

		收入影响因素			盈利影响因素		
		经济/地产政策	消费/需求趋势	基数和库存周期	竞争格局和提价空间	成本端	费用端
白电	空调	<ul style="list-style-type: none"> <li>GDP增速放缓</li> <li>地产政策限价求稳</li> <li>竣工面积和销售面积下滑</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>户均拥有量：城镇1.29/农村0.92，日本2.8，保有量还有一倍空间</li> <li>内销：社零总额增速放缓影响终端需求。</li> <li>外销：受贸易战影响，预计外销增速将有所减缓</li> </ul>	2018年内销基数前高后低，库存压力大，2019年冷年去库存最后阶段	<ul style="list-style-type: none"> <li>高端产品和更新带动提价空间，约5-10%（中央空调、变频空调）</li> <li>CR3达到68.3%</li> </ul>	原材料价格回落到17年上半年水平，因17年毛利率水平呈现前高后底，18年维持原材料高位依然保持较低的毛利率，所以在原材料价格大幅善的趋势下，2019年的原材料价格将对标16年下半年的原材料价格，即对标17年上半年公司毛利率水平。	人民币贬值，出口企业盈利改善
	冰洗		<ul style="list-style-type: none"> <li>冰箱户均拥有量：城镇0.98/农村0.92，日本1.2，保有量20-30%的空间</li> <li>洗衣机户均拥有量：城镇0.96/农村0.86，保有量1.06，保有量20-30%的空间</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>高端产品和更新带动提价空间，约5-10%（多门冰箱、滚筒洗衣机、干洗一体机）</li> <li>冰箱CR3达到56.1%，洗衣机CR2达到65.3%</li> </ul>		
厨电	烟灶	装修属性和地产关联度最高	<ul style="list-style-type: none"> <li>油烟机户均拥有量：城镇0.72/农村0.18</li> <li>保有量提升空间依然存在，但需求被地产抑制</li> </ul>	一二线基数高渗透率高，三四线城市持续渠道下沉	<ul style="list-style-type: none"> <li>终端竞争加剧，提价空间有限</li> <li>收入渠道变化，三四线城市和工程比例拖累毛利率</li> </ul>		
小家电		与地产关联度弱，消费属性强	<ul style="list-style-type: none"> <li>我国户均不足10件，日本户均超过20件，渗透率较低，需求端还有很大提升空间</li> </ul>		技术迭代推动产品更新何均价提升，盈利能力较好的新品类不断普及。如洗碗机、吸尘器、扫地机器人、料理机等维持高增长		
黑电			<ul style="list-style-type: none"> <li>户均拥有量：城镇1.22/农村1.2，普及率基本完成</li> <li>内外销预计保持平稳</li> </ul>		行业竞争格局较差，终端价格随着面板价格下滑而向下	面板价格下行，但企业端均价下行，盈利改善空间有限	

来源：国金证券研究所

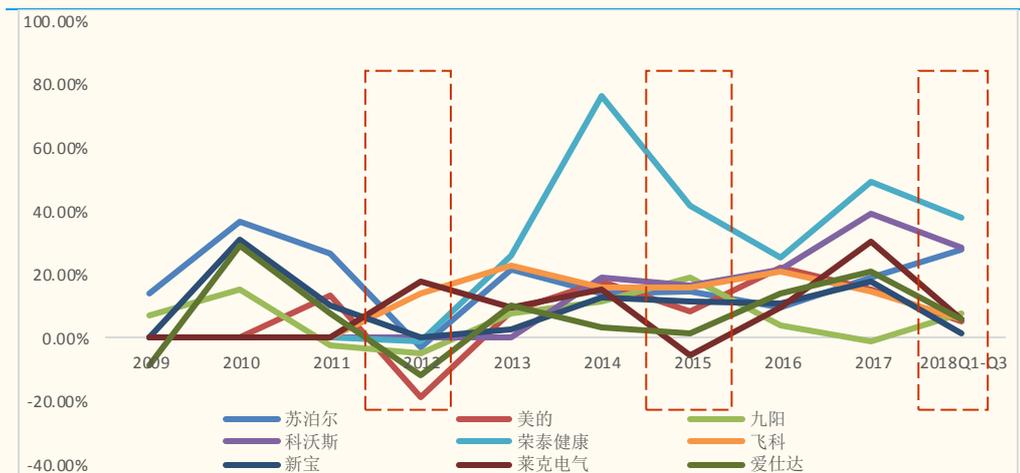
### 三、小家电行业是否穿越周期？

小家电在政策、地产和消费三大驱动因素中受政策和地产的影响因素最小，又因市场渗透率低、更换周期短、品类更新快，借助消费升级和人口红利获得最强劲的需求端消费支撑。同时，小家电企业在应对消费趋势变化上也能及时通过技术创新推出新品类，针对新零售趋势布局多元化渠道，因此在地产周期走弱叠加经济趋缓的情况下，小家电具备营收表现稳健、穿越周期的特征。

#### 议题 1：小家电企业的收入曲线是否穿越周期平稳上升？

小家电行业能够依靠市场培育提升渗透率和新品类推陈出新带动收入增速平滑，周期性相较白电和厨电会弱化，下行区间时跌幅小于后两者的周期影响。在回顾小家电公司收入曲线的过程中，我们发现了几个佐证的时间节点。

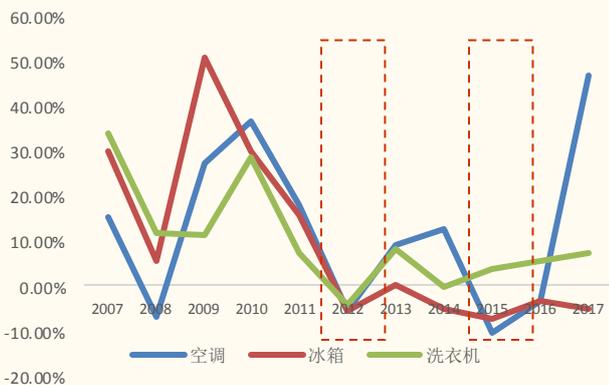
图表 12：小家电公司收入增速（2009-2018Q3）



来源：wind，国金证券研究所

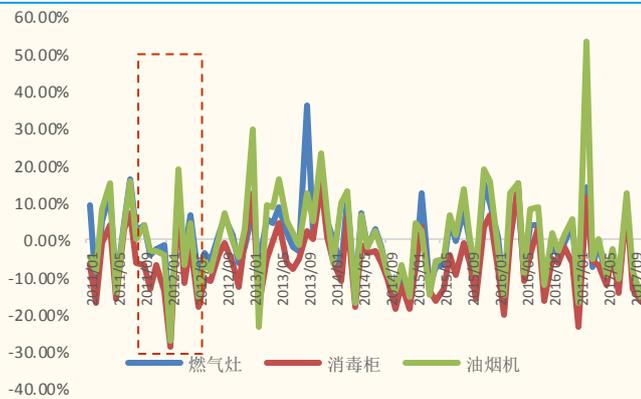
- 1) 2012 年小家电企业出现分化，传统龙头企业的收入增速纷纷下滑甚至出现负增长，美的小家电-19%，苏泊尔-3%，爱仕达-12%，九阳-5%。以飞科和莱克为代表的新型小家电公司则保持快速增长。究其原因，当年不仅仅是小家电的行业销量增速放缓，白电和厨电板块亦受到影响。在政策+经济环境+地产周期的时代大背景下，2012 年空调内销量增速-5.68%，冰箱增速-5.59%，洗衣机-4.25%。经济因素是 2010 年底四万亿政策退出 2011 年经济下行，政策因素是 2013 年 1 月第三批下乡结束，“节能惠民”和“以旧换新”接近尾声，白电的保有量和渗透率已大幅提升，且地产自 2011 年四季度起呈景气度下行趋势。除掉家电的共性因素外，当然还有小家电领域自身的因素，2011 年爆发苏泊尔不锈钢炊具的质量门事件，后续发酵影响大。

图表 13：白电空冰洗内销量增速（2007-2017）



来源：产业在线，国金证券研究所

图表 14：厨电烟消灶销售量增速（2001-2017）



来源：产业在线，国金证券研究所

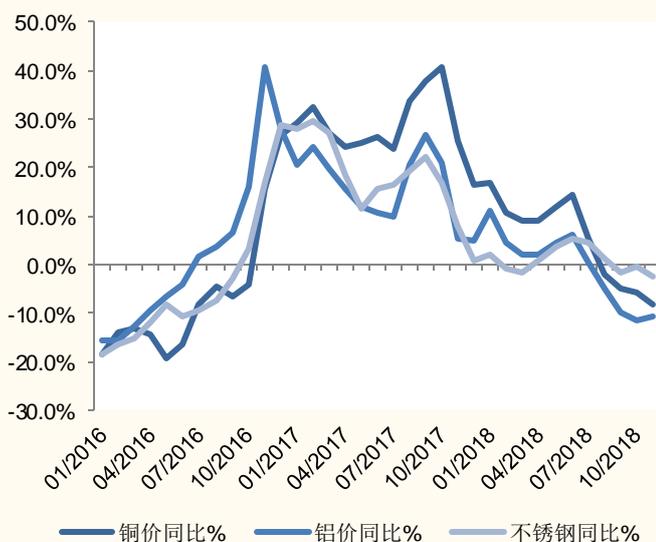
- 2) 2015 年受到 2014 年地产下行周期影响，白电和厨电内销量数据再次下行，空调和冰箱内销量增速分别为-10.6%和-7.3%，空调的月度跌幅甚至高达 40%，疲软的态势一直延续到 2016 年结束。小家电在这一轮下行周期中收入数据虽有放缓但整体平稳过渡。
- 3) 2018 年前三季度小家电龙头公司收入增速呈下行拐点，主要还是经济+地产周期双重作用的影响，同时 2017 年高速增长奠定了高基数。2018 年小家电前三季度总营收为 406.9 亿元，仍保持两位数增长+13.9%。因消费属性强，社零增速放缓是重要的催化剂，2019 年除地产因素外更重要的社零数据增速下行对于消费特别是可选高端消费的制约作用。

## 议题 2：小家电企业的盈利能力是否上升？

小家电的盈利能力主要看毛利、费用、汇兑损益三方面，毛利率的提升看产品升级驱动价格提升和渠道优化，同时成本端受到原材料成本价格的约束，2019 有望恢复到 2017 年上半年的毛利率水平；费用端取决于销售渠道、品牌投放和技术研发的变化，基本维持稳定；汇兑损益取决于人民币的贬值幅度。

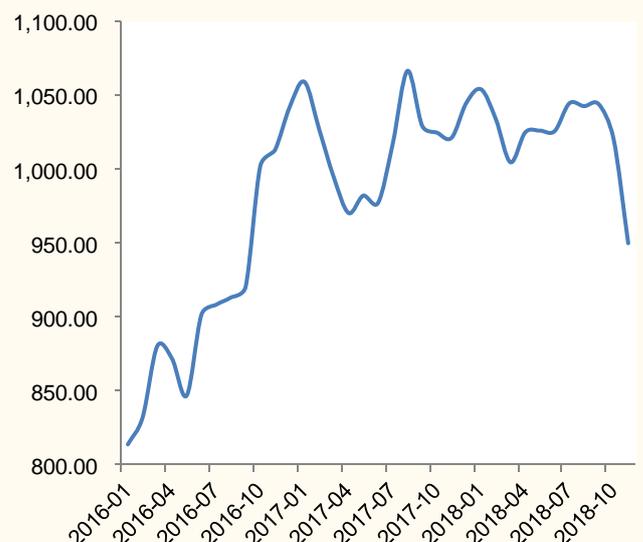
- 1) **客单价提升靠技术创新和品牌影响力**：小家电的品类毛利率水平不一，在新品类更迭的情况下不一定能确保原有毛利率提升。小狗的除螨仪和吸尘器系列毛利率能达到 46%，新宝股份因高达七成为外销，电动和电热类小家电毛利率维持在 20%，家居电器维持在约 15%，新品不一定是高毛利产品的代表。同时，在调研过程中，多家公司都表示原有品类在未做技术更新和更新换代的情况下，提价逻辑较难落地，可见产品单价提升主要看技术变革或品牌加持的情况下单价的提升。技术创新和品牌影响力是决定小家电的核心生命力。
- 2) **成本端来看，家电原材料成本压力目前正逐步释放，盈利能力有望不断提高**。小家电铜、铝、钢及塑料成本占比较白电低，约 20-30%，18 年 5 月份原材料期货结算价格有所回落。不同于黑电的竞争格局，白电和小家电原材料成本压力的释放将直接作用于毛利率的改善，进而提升整体盈利能力。目前原材料价格回落到 17 年上半年水平，因 17 年毛利率水平呈现前高后底，18 年维持原材料高位依然保持较低的毛利率，所以在原材料价格大幅善趋势下，2019 年的原材料价格有望对标 16 年下半年的原材料价格，即对标 17 年上半年公司毛利率水平。

图表 15：铜、铝及不锈钢的价格变化情况



来源：wind, 国金证券研究所

图表 16：16-18 年塑料价格指数情况



来源：wind, 国金证券研究所

### 议题 3：消费动能哪里来？

2018 年经济趋缓，消费领域社零数据增速下行，引发市场对于可选高端消费的受到抑制的担忧。从家电板块来看，小家电逆势而上，依然维持两位数增速。

从行业数据角度来看，2018 三季度生活电器品类出现逆势增长，同比增速达到 14.8%。《2018 年中国家电行业三季度报告》显示，2018 年三季度中国家电市场整体规模为 1821 亿元，同比下降 5.6%。其中，黑白电、厨卫等大家电均出现不同程度的下滑，空调市场零售额同比下跌 8.7%，冰洗合计下跌 2.2%，厨卫电器同比下跌 4.9%，彩电同比下跌 18.3%。仅生活电器品类出现较高幅度的逆势增长，同比增速达到 14.8%。据中怡康统计数据，2018 年 1-9 月生活类小家电共实现零售额 984.7 亿元，同比增长 10.0%，依然保持两位数增速。

图表 17：2018 年中国家电行业三季度市场规模



来源：中怡康，国金证券研究所

图表 18：2016-2018 年生活家电分季度规模变化



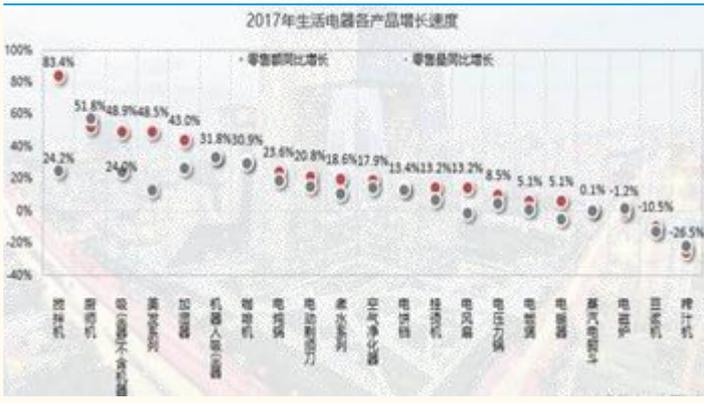
来源：中怡康，国金证券研究所

同时，受到经济趋缓趋势和对品质生活理性消费追求的双重影响，消费品类中的可选消费在 2018 年的下半年表现出一定程度的疲软，这个趋势在 2019 年恐还要持续。可选消费占比业务细分品类高的公司对宏观经济景气度以及产品生命周期的影响要略敏感。如九阳公司电动类产品占比最高超过四成，可选消费属性较强，定价相对苏泊尔和美的要高，这也意味着相较于其他综合型小家电可比公司要更容易受到经济周期的影响，苏泊尔其炊具、电热类产品占主导，必选消费属性强，美的的品类单价还在调整中，目前依然主打性价比路线。

小家电的市场规模增长主要来自于三个方面：

- 1) **产品通过技术更新迭代，智能化、多功能、高端化的产品占比逐步提升，客单价提升**，如搅拌机、美发系列等。一方面表现在产品结构的优化，其中具有代表性的如搅拌机市场破壁产品类型渗透率加强，使得搅拌机均价提升明显从而拉动额增速大于量增速，吸尘器市场中手持推杆式产品类型线下市场占比与 2016 年相比增加了 11 个百分点；另一方面因高端品牌竞争力加强也拉动了零售额的增长，如美发市场外资高端品牌占比明显提升，2017 年美发市场零售额增长为 48.5%，同样远高于零售量的增速。小家电市场竞争本质归位，不再主打价格战，而是用品质、功效及品牌影响户选择。
- 2) **新品类市场渗透率不断提升，新兴产品逐步打开市场，带动行业整体规模扩大**，如电饼铛、咖啡机等迎来快速增长。IH 电饭煲、破壁料理机、超声波型加湿器、全自动模式咖啡机、大 CADR 值空净等产品线上线下渠道渗透率进一步加强。

图表 19: 2017 生活电器各产品增速



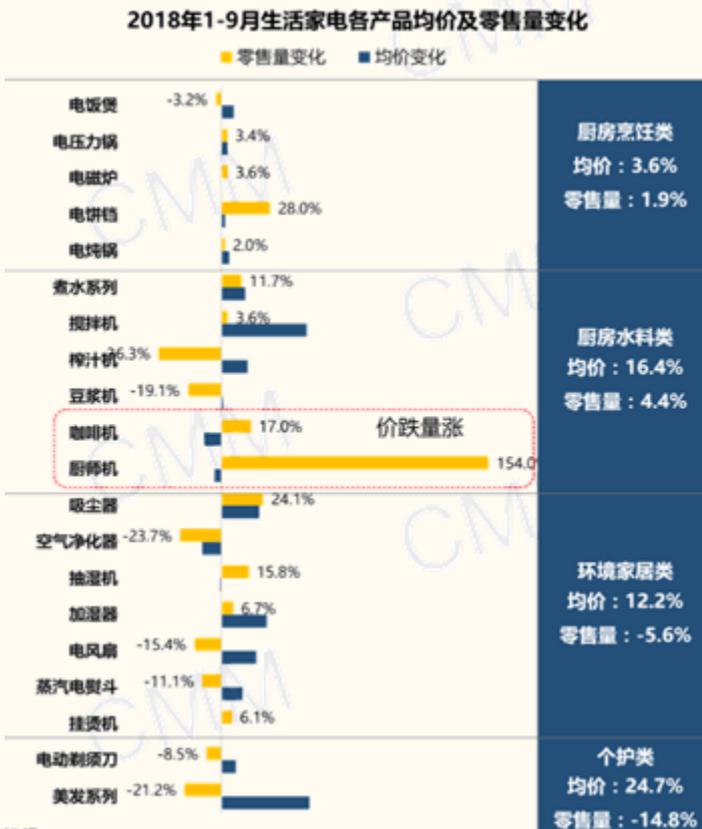
来源：中怡康，国金证券研究所

图表 20: 2017 生活电器产品零售额占比变化



来源：中怡康，国金证券研究所

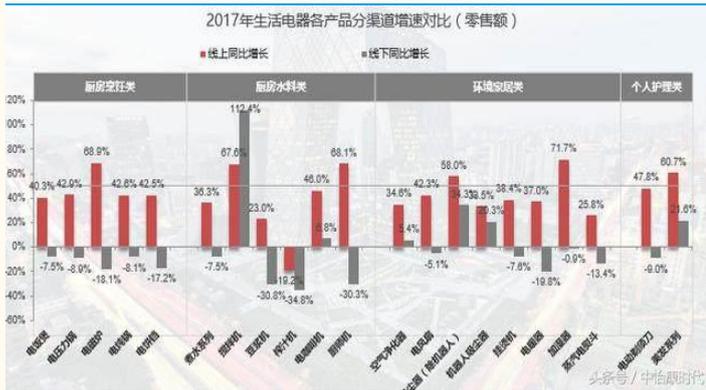
图表 21: 2018 年 1-9 月生活家电各产品均价及零售量变化



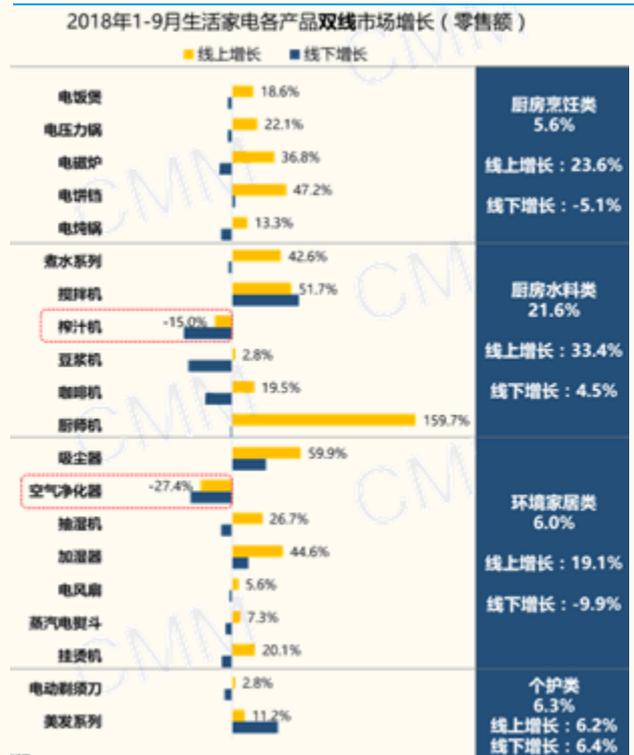
来源：中怡康，国金证券研究所

3) 线上增速整体超过线下增速，线上渠道红利进一步渗透。线上渠道因基数低、红利尚存，2018年1-9月除搅拌机和美发系列外几乎所有品类的小家电线上增长都超越线下增速，这也基本延续了2017年的线上线下发展趋势。但线上增速相对2017年有所放缓。连续两年维持线上增速在40%以上的品类有厨师机、加湿器、搅拌机和吸尘器。整体来看，线上和线下的渠道分化将更加细致，线上市场的快速发展削弱了线下渠道的高资金、长周期投资壁垒，凭借线上流量红利和差异化的产品策略使得新兴的小家电品牌在市场中获得一席之地，例如小米、小熊、小狗、北鼎等。但线下市场依然是消费者极为重要的购买渠道，未来实体店的转型方向将是更加注重用户体验，加强互动，提供精细化、个性化的服务。

图表 22: 2017 年生活电器各产品分渠道增速对比



图表 23: 2018 年 1-9 月生活家电各产品分渠道增速对比



来源: 中怡康, 国金证券研究所

来源: 中怡康, 国金证券研究所

#### 四、小家电供给端的驱动因素

1. **小家电快消品的本质：**小家电的研究逻辑首先要明确其和白电的不同消费属性，小家电产品渗透率低、生命周期较短、客单价较低、消费频次高、替换更迭速度快，快速消费品的属性更强。这些特性都决定了小家电公司的发展历程、行业规模 and 市场竞争格局有着与大家电公司不同的研究脉络。

快消品的消费属性决定了小家电行业在**技术更新、产品能力、渠道铺陈和品牌形象**四个维度上有其特性。

1) **技术更新和优势——技术创新是小家电的核心竞争力：**虽然小家电的技术门槛不高，但在互联网和渠道红利铺陈之前，品质依然是最重要的维度。技术领先和品牌沉淀是打造产品品质的先后顺序。从海外经验看，发达国家的小家电发展史本质上是技术发展史，外资企业纷纷构建相对壁垒极高的技术创新体系，然后按市场需求有节奏地推出新产品，在全球范围内圈占市场。

图表 24：各个小家电企业的技术更新和优势分析

	技术创新和布局	研发费用占营收占比
美的	<ul style="list-style-type: none"> <li>对单品产品加强智能化，推出“智慧家庭”、“智慧厨房”；</li> <li>布局产业链相关的工业机器人（库卡）和智能仓储物流（安得智联），在机器人硬件技术、软件算法等领域技术领先</li> <li>布局 LOT 人工智能下的家电互联互通</li> </ul>	3.53%
苏泊尔	<ul style="list-style-type: none"> <li>从农机配件跨界进入压力锅行业；</li> <li>凭借技术优势，从 OEM 转型到 OBM</li> <li>获取 SEB 授权专利，研发出火红点炒锅、空气油炸锅、空气净化器等</li> </ul>	2.71%，除掉不占用研发费用的外销部分为 3.01%
九阳	<ul style="list-style-type: none"> <li>管理层技术团队出身，不断在技术和创新层面精益求精</li> <li>豆浆机技术实现数次突破：外部加豆技术；智能不粘技术；浓香技术；自清洁技术</li> <li>公司共拥有 115 项专利，其中 6 项为发明专利，38 项为实际应用型专利，71 项为外观设计专利，专利申请权 53 项。核心技术涵盖了九阳的主要产品。</li> </ul>	3.68%
飞科	有四款剃须刀的专利来自于日本株式会社泉精器制作所，专利实施许可合同授权剃须刀技术授权，授权仅限于国内	1.41%
荣泰	<ul style="list-style-type: none"> <li>技术研发费用不断提升</li> <li>最早开发 L 型按摩椅，首创将语音控制及 VR 眼镜集成至按摩椅中；最早开发出按摩椅一体机，共享按摩服务行业先驱，移动支付和商用按摩椅结合</li> </ul>	5.27%
科沃斯	产品和技术资源完全倾斜于机器人产品的研发 掌握室内全局规划的解决方案：视觉导航技术和 LDS 技术	2.79%
莱克电气	<ul style="list-style-type: none"> <li>专注于核心部件电机研发的先行者</li> <li>2017 年推出第三代 10 万转 450W 超级无刷数码电机</li> </ul>	4.05%
新宝股份	<ul style="list-style-type: none"> <li>凭借技术优势，从 OEM 转型到 OBM</li> </ul>	3.28%
奥佳华	<ul style="list-style-type: none"> <li>2013 年成立“健康产业研究院”，着眼于大健康领域技术研究，目前拥有保健按摩器具行业最大规模的技术研发团队</li> <li>研发出业内领先的“4D 温感按摩机芯”及智能酸痛检测技术，按摩椅技术进入精准按摩时代。</li> <li>沿着中医理疗及按摩康复服务机器人的技术方向加大投入，加速在智能健康管理、智能酸痛检测、智能人机交互、云服务、人工智能等关键技术上的研究和应用</li> </ul>	3.13%

来源：wind，国金证券研究所

2) **产品能力——单一产品向多品类扩张，并向多场景应用延伸：**相对白电，小家电的技术门槛相对较低，市场格局分散，容易形成较激烈的市场竞争

格局，同时功能和产品迭代过快，产品性能容易被新事物取代，消费风险性很大，最终消费风险和行业竞争格局会体现在量和价两方面。量的角度，以豆浆机为例，2017年和2018的豆浆机和榨汁机负增长，原因即是搅拌机、料理机的推出抢占了原有豆浆机、榨汁机的市场份额。同时，价的角度，在没有新技术推动的情况下产品的均价较难有大的提升。单一品类或单一场景的小家电产品容易抓住消费者痛点打造爆品，但初始消费渗透的阶段过完以后，高增长难以维系后必须要寻找新的产品滚动收入和业绩增速。同理，单一场景产品系列向多场景产品系列的渗透也是下一步必经之路。

以九阳为例，我们来盘点一下小家电企业的产品发展路径。九阳的产品战略发展分为三个重要的节点。

第一个节点是2005-2008年的高速发展期，2008年之前豆浆机的市场规模小，渗透率低，05-08年公司营收复合增长率达179%。2008年三聚氰胺事件促成豆浆机被消费者认可，豆浆机家用渗透率提升。公司发挥“一心一意做豆浆机”的战略，将专业化道路走到极致，2008年公司在国内豆浆机市场的市场占有率高达86%。

第二个节点是2010-2012，08年后巨头杀入小家电豆浆机市场进行格战厮杀，10年行业增速达到顶峰，使得2009年四季度公司营收同比下降20%，首次出现季度业绩下降的局面，当年公司实现营业收入46.3亿，同比增长7.24%，扣除非经常性损益后净利润同比增长6.23%。2011、2012年其营业额和净利润双双下滑。2011年营业额51.99亿元，同比下滑2.75%，净利润5.01亿元，同比下滑15.16%。2012年营业额49.39亿元，同比下滑5.01%，净利润4.50亿元，同比下滑10.29%，毛利率也进一步下滑。同时，2010年豆浆机在食品料理机的零售量占比为75.2%，2011年下降至72.2%，2012年上半年下滑至66.4%。单一品类战略遭遇行业竞争和市场瓶颈的风险。所以2010年起公司提出“豆电双赢”的战略，在专注豆浆机主业的同时，并举推进榨汁机、料理机、电压力煲、紫砂煲等小家电的发展。2011年九阳再度加码多元化路径，介入净水领域，打造九阳豆坊，布局抽油烟机、无烟锅、热水器等大厨电产品线。但九阳的大厨电布局，无论从资金、品牌、技术、人才、渠道、物流等都存在较大的挑战。2012年，除九阳豆料收入4900万，占营收1%以外，净水、大厨电、地产等占比不足0.4%。

第三个节点是2016年，在消费升级和经济复苏背景下，公司因战略调整渠道布局而收缩线下，错过了一波小家电消费升级和品质追求的行业发展红利。

图表 25：九阳的发展历程

公司战略和发展史	
2002	2002年7月，九阳公司成立
2005-2008	2005年至2008年营业收入复合年均增长率高达179%
2008	2008年三聚氰胺事件促成豆浆机被消费者认可，家用渗透率提升。2008年九阳股份上市，营业收入达到43亿元，其中豆浆机营收超过30亿元。公司在国内豆浆机市场的市场占有率高达86%。
2008-2010	2008年豆浆机的零售额和零售量增速均实现翻番，2010年达到行业巅峰。
2010-2012	美的、苏泊尔、海尔等品牌杀入小家电豆浆机市场。遭遇竞争对手猛攻和红海市场价格战，
2009-2011	九阳在2002年底就开始向其他小家电产品渗透，希望通过多元化发展规避单一市场风险。2009年年报中首次提到将“积极探索并购式的发展思路，以豆浆机系列为核心产品，逐步实现健康饮食小家电的多元化经营”。 2010年开始，九阳提出“豆电双赢”的战略，在专注豆浆机主业的同时，并举推进榨汁机、料理机、电压力煲、紫砂煲等小家电的发展。 2011年九阳再度加码多元化路径，介入净水领域，打造九阳豆坊，布局抽油烟机、无烟锅、热水器等大厨电产品线。
2012	2012年，公司进入抽油烟机和热水器等大厨卫家电领域。但因渠道、物流和品牌影响力不足，吸油烟机、燃气灶2013年营收总计722.5万元，同比上一年下滑63.6%，业务收入占公司总收入比例依然过低。

2015	2015年起九阳通过并购补偿其他小家电领域的短板，寻求“豆”、“电”均衡发展。 2015年销售大幅提升，主要是因为铁釜电饭煲和西式电器、灶具类产品的推出。
2016	战略性渠道调整
2018	公司收购了 Shark 公司所持有的尚科宁家（中国）科技有限公司 51% 股权议案，正式进军吸尘器市场。

来源：公司年报，财经新闻，国金证券研究所

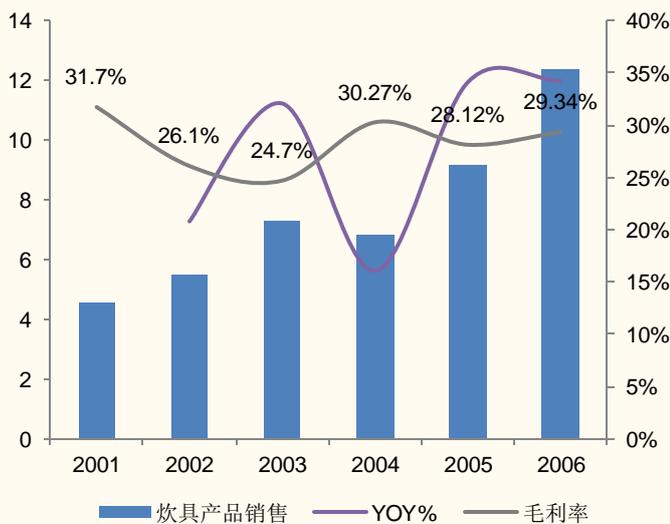
3) **品牌影响力——多品牌的扩张和阶梯跨度依赖各公司自主开发或收购国外品牌布局高端市场提升品牌跨度**

小家电公司的战略发展从用户消费需求和升级的演进来看，第一步是单品类发展，以渠道扩张抢占市场占有率，实现单一品类的用户普及和收入体量的规模效应；第二步随着用户消费升级需求，发展多品类产品顺应需求变化；第三步是个性化需求进一步细分，公司需进行多品牌的扩张和阶梯跨度，各公司自主开发或收购国外品牌布局高端市场，其中成熟的外资品牌在用户培育、技术成熟度和品牌体系等方面具备更快的红利渗透捷径。

苏泊尔以炊具起家，历经从品类扩张再到品牌扩张的路径，目前已成为生活家电龙头企业。2010年公司的炊具和电器领域收入均等约各为17亿，自2011年起，电器收入的增速和绝对值均超过炊具的发展规模。至2017年，公司电器收入为90亿，几乎是炊具领域的两倍（约50亿规模）。自2007年后，背靠大股东实现产品品类和品牌双扩张，一方面依赖SEB海外订单布局国际化，另一方面引入德国高端品牌WMF提升品牌跨度。

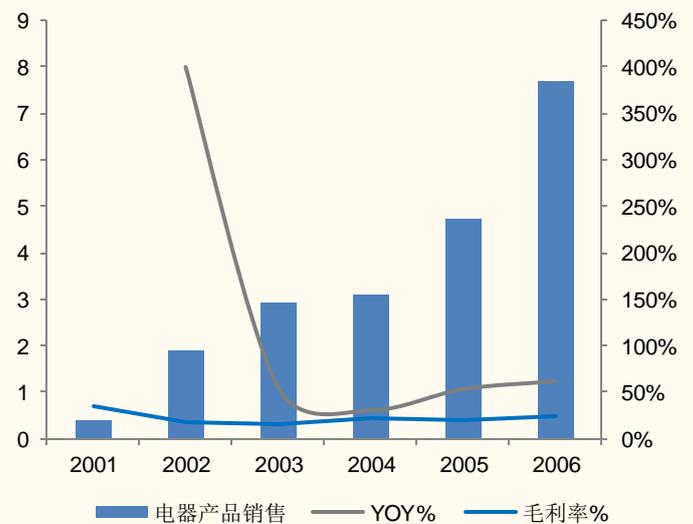
- **苏泊尔炊具领域自身能力较强，在外资企业大举进驻中国市场背景下被收购：**苏泊尔兴起于1994年，过去主要为双喜厂提供贴牌生产，随着压力锅的新标准出台后公司创立自主品牌“苏泊尔”，凭借新产品研发和“以旧换新”策略实现压力锅市占率第一，2001年苏泊尔压力锅的市场占有率达到53.11%。同时1999年组建电器企业，跨入厨房小家电领域，从过去单一的压力锅推广到炊具、小家电等产品领域。2006年由于市场环境已经发生一定的改变，国内及国际品牌竞争明显，SEB考虑到人工成本和西欧市场增长乏力等影响布局中国市场，苏泊尔作为市占率第二的品牌同时承接SEB的OEM订单为重点考虑对象。总体来看公司04年上市以来至06年被并购前的内生经营表现龙头地位明显，2001-2006年炊具收入复合增速达到20%以上，毛利率接近30%；小家电领域从1999年布局实现复合增长80%以上，自身经营能力优异。

图表 26：2001-2006 年苏泊尔炊具的收入及增速表现



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 27：2001-2006 年苏泊尔电器品类的收入及增速



来源：公司年报，国金证券研究所

- **公司从炊具行业首家上市公司到小家电领域的龙头品牌，品类丰富和技术优势明显，多个生产基地实现多品类的专业化分工：**公司目前的产品线包

括炊具、厨房小家电、厨电和环境家居电器，从过去炊具产业向厨房区域再到客厅环境的家电品类拓展，公司产品品类逐年丰富。2006 年开始公司与法国 SEB 集团开始战略合作；2010 年公司推出首台一级能效电磁炉；2012 年推出双层全钢无缝电水壶；2014 年环境家具电器领域，从 SEB 引进的专利技术进行改进推出空净器、吸尘器、电熨斗和挂烫机等；2015 年推出空气炸锅、面条机等；2016 年推出双面大风除甲醛空气净化器。公司目前在国内有杭州、武汉、绍兴、玉环四大生产基地，同时在胡志明市拥有海外生产基地。武汉基地为全球单体产能最大的炊具研发、制造基地，绍兴基地小家电制造能力较强；公司杭州、玉环基地合计产值约为 30 亿元，越南基地产值约为 3 亿元。

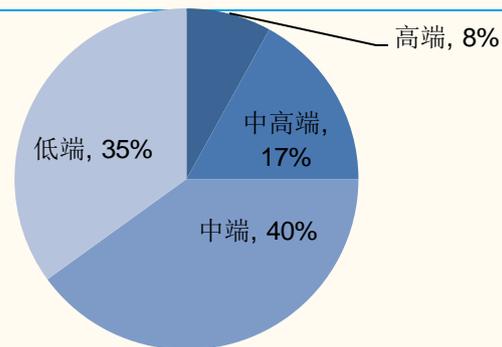
图表 28: 苏泊尔公司组织架构中的 4 大事业部领域

分类	具体产品
炊具	压力锅、炒锅、煎锅、汤锅、奶锅、蒸锅、陶瓷煲、水壶、刀具、铲勺、保温提锅、水杯、厨房工具、保鲜盒
厨房小家电	电饭煲、电压力锅、电磁炉、豆浆机、榨汁机、电水壶、电炖锅、电蒸锅、电火锅、料理机、煎烤机、面包机、面条机、电炸锅
环境家居电器	空气净化器、挂烫机、吸尘器、电熨斗
厨卫电器	油烟机、燃气灶、消毒柜、净水器、蒸汽炉、电烤箱

来源：公司官网，国金证券研究所

- **借助东风 SEB 实现苏泊尔从炊具细分向大品类过渡，在技术和生产能力上得到大股东支持：** 2007 年 SEB 通过“协议股权转让”、“定向增发”和“部分要约”持有苏泊尔 52.7% 股权，之后多次收购苏泊尔集团股权，达到目前持股比例 81.18%。苏泊尔作为 SEB 进驻中国市场的桥梁，收购后将小家电多品类技术输出。2017 年公司从 SEB 集团引入 WMF，结合 KRUPS 和 LAGOSTINA 品牌布局高端业务板块。WMF 在 2005 年设立中国子公司，进入中国时间较晚，2017 年 WMF（全球范围）实现收入 11.48 亿欧元（约 92 亿元），其中中国区的营业收入约为 3.19 亿元，利润亏损-0.36 亿元，18 年实现并表。收购 WMF 中国区业务后，100 家门店将同步展示 WMF、LAGOSTINA、KRUPS 三大高端品牌，来 WMF 中国区业务将受益于渠道整合和内地市场消费升级。

图表 29: 2016 年炊具市场的低中高端产品占比情况



来源：产业信息网，国金证券研究所

### 五、需求端的变迁特征——居家与懒人经济结合，催生品类多样懒家电

图表 30：一个三房两厅的空间能够包含的懒人家电清单



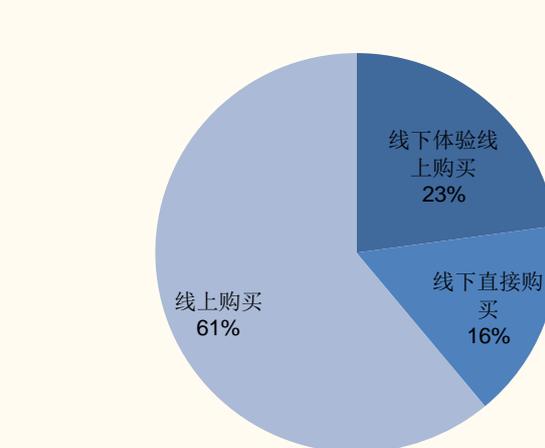
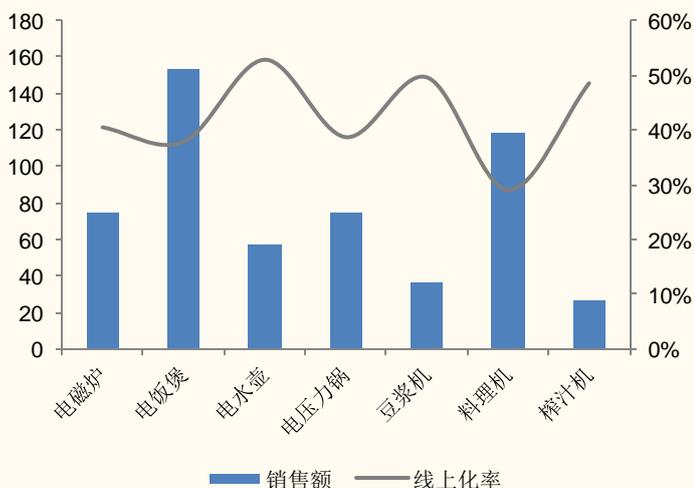
来源：公司官网，国金证券研究所

#### 特征一：线上化购买比例较高，信息化和线上化带动了新兴小家电的发展

- 指尖精享家电时代——线上购买小家电的比例较高，体积小易安装等属性使得线上购买更为便捷，小家电线上化率从 15 年 26% 提升 40%，线下体验线上购买的比例提高：线上化对消费市场的影响大家都是局中人，网购平台实现了消费者对于产品的快速购买和“冲动消费”，小家电品类与其他的传统消费品类类似，线上全品类和便捷性较强。新一代消费者在线上购物存在独有的一些特征：①愿意为新奇和体验买单，对于新功能小家电的尝鲜意愿性较强；②精明消费，这一点简单理解即为消费升级与消费降级通存，为某一功能买单，但品牌高溢价的意愿将降低，这也就是小米/小狗等重视性价比的品牌出现的原因。③在问卷中有一组数据反映了另外一个家电零售趋势：线上及线下的融合趋势，线下体验线上购买的消费者比例相对于线下直接购买比例要高，线下线上融合趋势增强，体验式消费受到消费者欢迎，同时小家电企业积极布局线下体验门店，美的九阳小米等均在线下开设体验店迎合消费变化趋势。

图表 31：2017 年小家电市场各个品类市场变化（亿元）

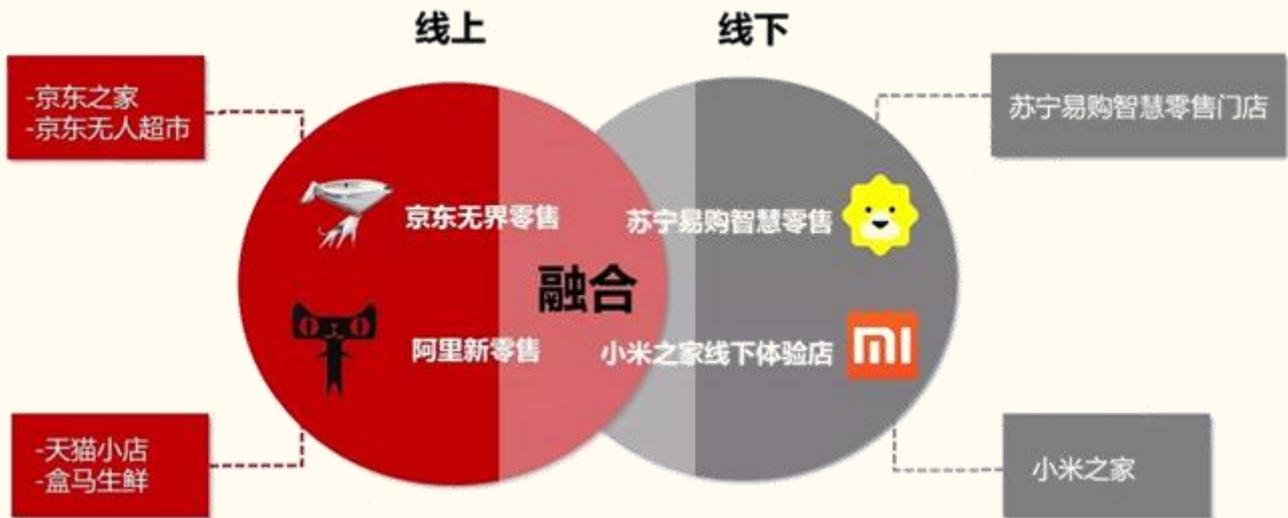
图表 32：问卷中线上体验线上购买的消费者比例较高



来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：国金证券研究所

图表 33: 线上线下融合带来消费升级体验式消费

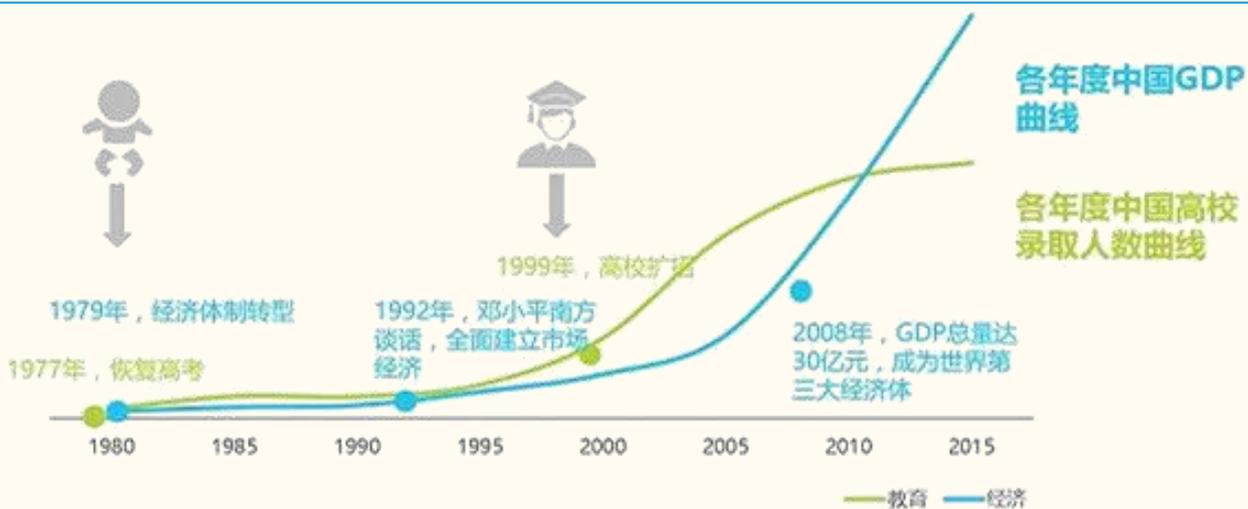


来源: 奥维云网, 国金证券研究所

特征二: 为懒和便利买单, 解放自己的双手和时间

- 懒家电时代——新一代消费者的家电购买习惯从过去传统大家电满足必需的家电需求向多功能一键式的小家电领域延伸: 85-95 后出生在空调、洗衣机、冰箱等普及较为完善的年代, 对于大家电的必需属性和较早的普及导致大家电的市场需求较为成熟, 更新及复购需求较高。智能化、多功能一键式的小家电成为新一代消费者的新宠, 有别于老一代消费者注重性价比, 新一代消费者为便利买单的意愿性增强。从问卷调研数据来看在自用家电需求基本满足的情况下 (由于租房比例较高, 租房情况下家电的配置较全), 为父母购置家电的需求较强, 但品类上仍以传统或新式小家电为主。由于调研数据中一线比例较高, 传统大家电的市场增长空间较为有限, 三四线的大家电需求在新增需求的带动下能够有超过一二线城市的优异表现。

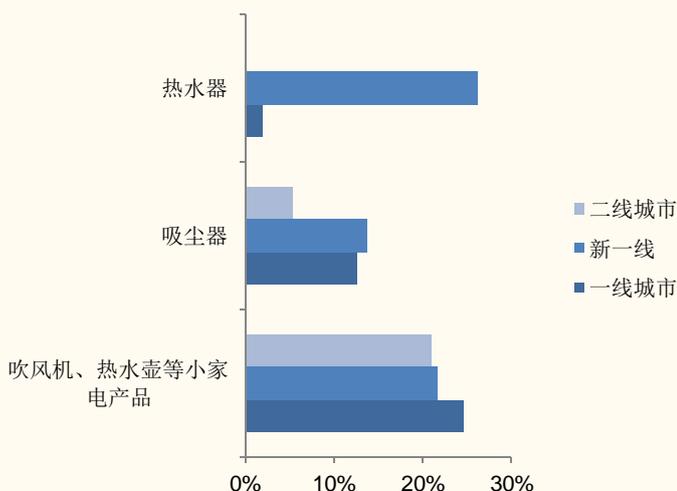
图表 34: 1980-2015 年中国经济和教育发展趋势



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 35: 新一代消费者购买提升生活品质小家电意愿强

图表 36: 新一代消费者为父母购买家电的需求胜过自用

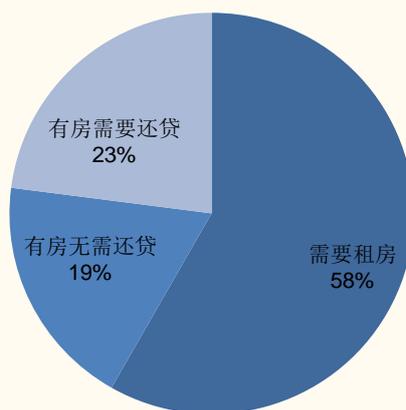


来源: 国金证券研究所



来源: 国金证券研究所

图表 37: 我们所观察的 85-95 后的租房比例较高, 对家电需求已被满足

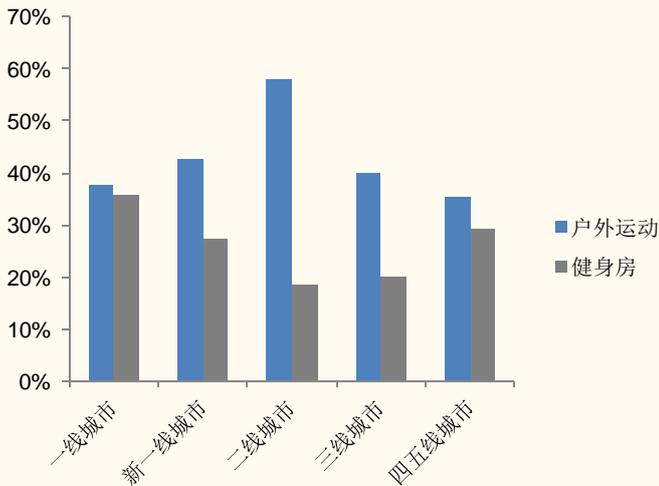


来源: 国金证券研究所

### 特征三: 为健康型小家电消费的意识 and 需求变强

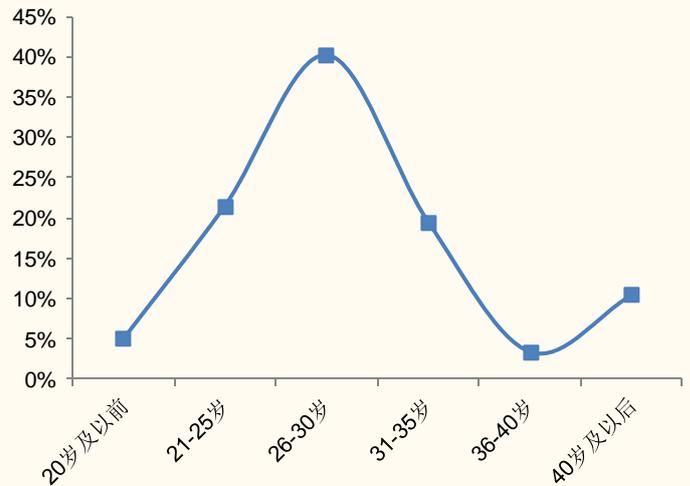
- 健康型家电时代——85-95 后新一代消费者对于健康的重视意识远早于前几个年龄段消费者, 对于健康类的家电品类购买意愿增强:** 随着生活水平的提高和环境污染问题频出, 环境及食品安全类家电契合新一代消费者对于健康的重视, 85-95 后的健身意识较强, 对于健康和肥胖问题的关注度较强。净水器、加湿器、原汁机等小家电走红正是消费者对于健康需求的体现, 净水设备在国内从过去 5% 不到的市场普及率发展到现在 12% 的市场普及率, 17 年以 70% 的速度市场扩张。目前市场上的健康型家电分为原有家电功能基础上的健康功能叠加和改善环境和饮食而专门研发的家电新品类, 前者为原有传统品类增加 SKU, 提升客单价, 后者则将带动整体家电市场的规模提升, 新品类的导入期能够实现较高的规模增长。

图表 38: 户外运动及健身房运动成为 85-95 后的首选



来源: 国金证券研究所

图表 39: 26-30 岁年龄段的健身比例较高

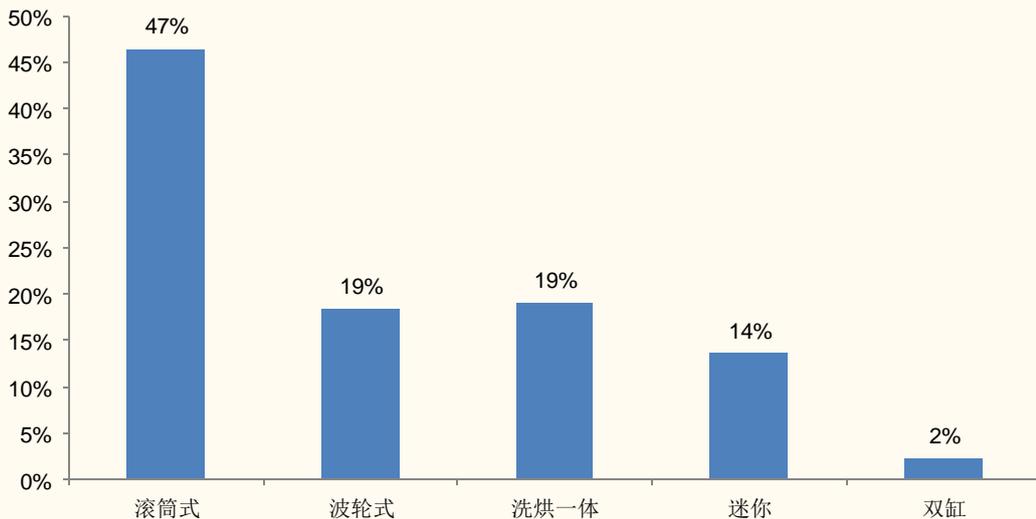


来源: 百度知道大数据, 国金证券研究所

特征四: 细分品类中一人份家电关注度提升, 单身新贵崛起

- 一人份“小”家电时代——节约空间的家电解决了单身购买家电和空间有限的痛点: 淘宝在 2017 年发布的单身社会趋势数据显示, 在中国, 一个人吃饭、一个人睡觉、一个人看电影的单身群体已超过 5000 万, 其中 90 后占比超过 6 成。天猫榜单发布报告称, 天猫“双 11”十年单品销售增长数据显示, “一人量”正在消费市场悄然走红, 其中迷你微波炉和迷你洗衣机的购买人数增长最快, 仅过去一年就分别增长 973%和 630%, 迷你洗衣机的销售增速超过普通洗衣机高出 15 个百分点。在洗衣机领域 18 年上半年迷你型洗衣机产品的关注度出现爆发成长, 细分化趋势明显, 但针对单身族设计的针对性产品品类较少, 未来将出现更多的一人份家电品类和品牌形成小而美业态。

图表 40: 洗衣机市场中功能集成及一人份迷你家电的关注度增长较快



来源: 中关村在线, 国金证券研究所

特征五: 颜值经济下为颜值买单, 极简风格受追捧

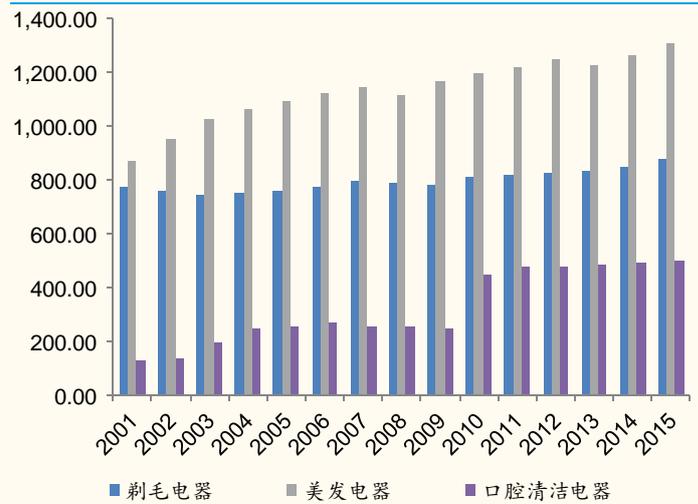
- **颜值加分家电时代——从过去高端化买单向颜值买单的转变是随着文化水平和生活水平的提高后对于配套的审美变化：**颜值经济下为颜值买单蕴含了两个行业趋势，首先家电设计的极简风或工业化设计受到中国消费者的追捧，Muji 引领的极简风格更为容易搭配家居环境，减少视觉或空间的负担；另外美容小家电也是颜值经济下对于小家电市场的新机会，日韩市场较为热门的美容小家电受到国内网络达人或博主的推荐带动国内女性的消费需求。新一代消费者在选择家电过程中除了功能之外，高颜值也成为消费者挑选家电的核心要素。无论是单个产品的美观，还是整体家居空间的和谐，单个家电产品消费已经不满足于功能诉求，是整体家居空间视觉效果的一部分。对于新一代消费者的家电消费将从单一产品销售向全屋家电解决方案升级，欧普照明、老板电器均往全屋或者部分房屋解决方案业务延伸。

图表 41：由 Muji 打造、小米催热的家电极简风



来源：中国网，金证券研究所

图表 42：日本各类美容小家电销量逐年增长（万台）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

## 六、推荐标的及风险提示

### 6.1 推荐标的

- **苏泊尔**：1) 作为 SEB 打开中国市场的渠道而大放异彩，与 SEB 本土化战略息息相关；2) 市占率来看，公司炊具领域拥有绝对先发优势，小家电领域稳居第二；3) 稳步渠道和服务网络布局、产品品类与时俱进、低毛利运营形成产品高性价比；4) 从 SEB 集团引入 WMF，结合 KRUPS 和 LAGOSTINA 品牌布局高端业务板块。预计 18-20E 实现净利润 16.13/19.44/22.98 亿元，增速为 23.4%/20.5%/18.23%。对应 EPS 1.97/2.37/2.8 元，PE 27/22/19X，大股东回购价格不超过 45.46 元，安全边际较高。
- **格力电器**：空调龙头企业保持行业专注，规模优势与行业护城河明显，盈利能力更强。外部影响因素如原材料成本和人民币汇率波动呈优化趋势，公司产品毛利率及汇兑损益大幅改善，业绩增长预期提升。继续保持家用及商用空调市场占有率稳步提升，围绕市场渠道领先及技术领先持续提升竞争力。
- **青岛海尔**：随着消费升级推进，青岛海尔注重高价值产品经营，前三季度卡萨帝收入增长 49%，冰洗空持续引领高端市场份额。不断推进物联网时代智慧家电品牌的创建，物联网收入实现大幅增长。

### 6.2 风险提示

- **地产大幅下滑**：大家电的内销市场通常与地产相关度较高，其中厨电安装属性更是强于其他产品，受地产的拉动更大。因此若地产销量、竣工量大幅下行，大家电的内销量或将承受一定压力。
- **原材料价格大幅上涨**：家电制造成本中原材料占比较高，其中大宗原材料部分主要包括铜、铝、钢、塑料等。因此大宗原材料的价格大幅上涨将会对家电公司的盈利能力产生一定的负面影响。
- **人民币大幅升值**：家电出口型企业通常采用美元作为结算货币，因此在人民币大幅升值的周期中，会在收入确认、毛利率、汇兑损益、汇率衍生品公允价值变动、投资收益等方面产生影响。
- **贸易战加剧**：部分家电出口型企业产品在美有销售同时已进入关税加征目录。目前中美贸易战存在较大的不确定性，若贸易战加剧，加征关税会提升在美客户的采购成本，或对订单产生一定负面影响。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH