

# 怀抱确定，博弈成长

## ——家电行业 2019 年投资策略

行业年度报告

◆**需求展望：内外销增速放缓，企业谨慎经营应对。**地产/宏观影响下，2018 年家电零售逐季放缓，18Q1~Q3 板块整体收入同比分别增长 19%/15%/10%。但板块公司经营调整及时，研发有增无减，库存/现金均管理优良，龙头业绩强者恒强。展望 2019 年，春节后随着高基数效应显现，需求增速可能较 2018H2 进一步收缩，下半年低基数下增速则有望环比恢复。内销通过推演宏观/地产因素对新增和更新需求的影响，**空调叠加库存周期测算，预计内销出货量同比-8%左右，冰洗品类需求小个位数下滑，厨电需求底部徘徊。**出口在全球经济增速放缓中美产生贸易争端的大背景下，**龙头出口增速预计放缓至个位数。**

◆**行业判断：从量价齐升到保增长，从定价红利到成本红利。**回溯 2012-2018 年，家电行业以产品升级为抓手，在供给偏紧/格局稳定/产业链价值分配良好的前提下，实现量价齐升，宽松定价红利支撑利润率走高。展望 2019 年，**需求/格局压制下，企业经营策略将会转向紧缩定价确保增长。**（1）**白电：**2019 年提价虽受压制，**但成本红利将接棒定价红利，对冲盈利压力，龙头高利润率有望保持稳定。**（2）**厨电：**长期空间依旧充足，但短期行业逻辑承压，企业变革重心围绕产品能力和渠道模式升级。（3）**小家电：**板块逆周期属性较强，应自下而上选股，配置自身的品类扩张与经营周期上升的细分龙头。

◆**产业变迁：跳出短期需求周期视角，拥抱新周期下渠道变革。**过去家电投资主要围绕规模扩张逻辑，近年最大变化来自于新零售对传统分销模式的冲击。打破了线下渠道的信息不透明与排他壁垒，并依靠更高的效率冲击线下价格体系，倒逼传统家电渠道从粗放分销向高效零售进化。家电投资逻辑将从规模优先转变为效率至上。而渠道变革的抓手则是渠道扁平和高周转，通过打通产业链及多品类协同销售建立 2C 端高效零售能力。

◆**低估值优质资产安全边际高，投资者结构变化配置价值凸显。**a) 基本面虽有压力，但板块估值 (PE\_TTM) 接近 12/15 年底部、龙头可持续的高 ROE (2017 年三大白 ROE 均超 20%)、稳定的现金创造能力、较高的隐含股息率 (格力达 9% 以上)，均保障了足够的安全边际；b) 国内外长线资金不断增加的背景下，对低风险资产配置需求不断增加，而经济下行期中低估值优质资产“稀缺性”愈发凸显，家电龙头的配置价值高企。

◆**投资建议：二元化：怀抱确定，博弈成长。**2019 年家电基本面依旧处在寻底过程中，龙头业绩强者恒强。预计企业经营策略从量价齐升转向保增长，弱需求下板块估值历史低位。2019 年家电板块投资驱动力不仅在于分子端 (业绩边际变化)，更在于不同资金对分母 (政策宽松) 的预期，投资机会将呈现“二元化”：（1）**中长线低风险偏好资金可拥抱确定性资产，推荐格力电器、小天鹅 A、美的集团、青岛海尔；**（2）**高风险偏好资金可博弈政策弹性，短期调整不改长期成长性的细分龙头弹性更大，推荐老板电器、华帝股份、欧普照明、三花智控、九阳股份、新宝股份。**

◆**风险分析：**经济不景气，地产销量下滑，贸易争端扩大，原材料成本上涨，行业竞争加剧。

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
000651	格力电器	36.65	3.72	4.82	5.11	10	8	7	买入
000418	小天鹅 A	42.99	2.38	2.74	3.14	18	16	14	买入
000333	美的集团	36.99	2.61	3.06	3.4	14	12	11	买入
600690	青岛海尔	13.59	1.09	1.21	1.35	12	11	10	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价为 2019 年 1 月 4 日收盘价

## 增持 (维持)

### 分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

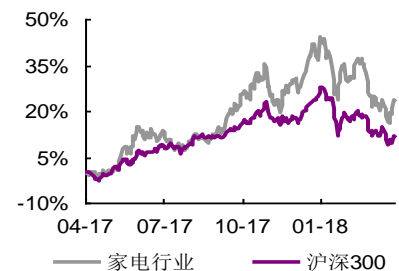
[jinxing@ebscn.com](mailto:jinxing@ebscn.com)

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

[ganjun@ebscn.com](mailto:ganjun@ebscn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

从米家空调到洗烘一体机，产业变革正滚滚而来——小米生态链系列研究之二

..... 2019-01-01  
短期地产因素仍有压制，博弈弹性优选厨电照明——家电行业每周观点 20181223

..... 2018-12-23  
家电投资“二元化”，结合 PB-ROE 精选个股——家电行业每周观点 20181216

..... 2018-12-16

## 投资聚焦

### 研究背景：

2016Q2 起，前期地产小阳春拉动叠加空调补库存周期，家电行业收入步入高速增长区间（2017Q2 同比增速达到峰值 39%）。然后，伴随地产拉动效应趋弱，空调增长降档，行业收入逐季放缓，2017H2、2018H1、2018Q3 行业收入分别同比为 25%、17%、10%。但弱周期中，企业在经营层面及时收缩，自身和渠道经营状况保持良好，龙头业绩增长的稳定性领跑板块。

基本面走弱压制下，板块跑输大盘。截至 2018 年底，家电板块整体 PE 约为 11.5 倍，相对沪深 300 的估值水平已经基本接近 2012/2015 年底部。

### 我们区别于市场的观点：

**市场 2019 年对于板块的核心关注点在于需求表现。**我们认为，2019 年春节后随着高基数效应显现，需求增速可能较 2018H2 进一步收缩，下半年低基数下增速有望环比恢复。内销方面，通过对新增/更新需求以及空调库存周期的推演：空调全年出货预计同比-8%，冰洗小个位数下滑，厨电底部波动，小电需求则相对稳定；外销方面，在全球经济增速放缓和贸易争端的大背景下，龙头增速预计回落至个位数水平。

**在需求走弱的大判断下，我们另一个重要判断是 2019 年企业经营策略的转变。**回溯和分析 2012-2018 年各品类的提价以及利润端表现，我们认为供给偏紧、格局稳固、产业链价值分配良好的三大前提下，企业以产品升级为抓手，实现“量价齐升”的宽松定价策略，推动利润率的稳步提升。

但 2019 年，需求和格局制约之下，企业策略将从“量价齐升”转向“定价趋紧保增长”，ASP 表现趋弱。但我们对利润端表现相对乐观：新一轮大宗商品成本弱周期将接棒定价红利，有效支撑龙头高利润率。

**虽然基本面还在寻底中，但我们对于板块估值走势较为乐观。**来源于两点支撑：1) 静态看，板块估值接近 12/15 年底部，高 ROE 水平，良好现金流，高隐含股息率指标提供足够安全边际；2) 动态看国内外长线资金还在不断增加，所以对低风险资产配置需求不断增加。而在经济下行期中更显低估值优质资产的稀缺性。

### 投资观点：

2016-2017 年，基本面上行+资金面一致认同，共同铸就了龙头股票的靓丽表现。2019 年相对寻找基本面的拐点，国内宏观政策的拐点更加清晰，所以家电投资将呈现“二元化”结构：**(1) 中长线低风险偏好资金可拥抱确定性资产：**格力电器、小天鹅 A、美的集团、青岛海尔；**(2) 高风险偏好资金可博弈政策弹性，短期调整不改长期成长性的细分龙头弹性更大：**老板电器、华帝股份、欧普照明、三花智控、九阳股份、新宝股份。

# 目 录

<b>一、2018 回溯：显而易见的零售放缓，不尽相同的财报表现</b> .....	8
1.1、终端需求：整体增速降档，龙头稳定性强.....	8
1.2、财报特征：经营侧重防御，研发有增无减，资产质量上佳.....	12
<b>二、2019 年需求：内外销增速放缓，低库存谨慎经营</b> .....	14
2.1、地产影响：短期地产影响依旧负面，长靠更新上升平滑波动.....	15
2.2、宏观影响：居民收入增速承压，新增/更新边际趋弱.....	17
2.3、内销预判：零售放缓+低库存组合，上半年下行+下半年企稳.....	20
2.4、出口预判：全球补库告一段落，出口增速温和回落.....	23
<b>三、行业判断：从量价齐升到保增长，从定价红利到成本红利</b> .....	26
3.1、白电：需求走弱制约提价，成本红利支撑盈利.....	27
3.2、厨电：行业空间没有分歧，经营模式需要升级.....	35
3.3、黑电：上游面板为产业链价值主体，考虑上下游一体化获取利润.....	37
3.4、小家电：收入逆周期属性强，自下而上抓个股逻辑.....	39
<b>四、长期展望：新周期来临，拥抱渠道变革</b> .....	41
4.1、如何理解新零售渠道对传统渠道的冲击.....	41
4.2、家电渠道变革方向：从粗放分销到高效零售.....	43
<b>五、投资建议</b> .....	45
5.1、板块/重点个股涨跌幅回顾：表现弱于大盘，估值重回底部.....	45
5.2、ROE 水平遥遥领先，后续有望保持高位.....	46
5.3、安全边际：资产上乘，现金充沛，股息可期.....	48
5.4、投资建议：拥抱龙头确定性，布局成长弹性.....	49
<b>七、风险提示</b> .....	49

## 图表目录

图 1：2014 年至今家电行业周期回顾（商品住宅成交面积、家电行业收入、空调内销量）	8
图 2：终端零售量分品类同比增速情况	8
图 3：家电各子板块收入增速变化（白电弹性显著）	8
图 4：空调内销量（万台）及同比	9
图 5：空调零售量（万台）及同比	9
图 6：冰箱内销出货（万台）及同比增速	10
图 7：洗衣机内销出货（万台）及同比增速	10
图 8：冰箱零售量及同比增速	10
图 9：洗衣机零售量及同比增速	10
图 10：空冰洗 ASP 同比增速	10
图 11：冰洗产品的结构升级趋势还在持续	10
图 12：油烟机销量增速与地产滞后调整系数的关系	11
图 13：烟机推总零售量（万台）及同比增速	11
图 14：2018 年油烟机/燃气灶 ASP 提升幅度放缓	11
图 15：2018 年淘系主要品牌烟灶套餐均价走势较弱	11
图 16：厨房小电零售量和零售额同比增速情况	11
图 17：新兴品类销量保持较快同比增速	11
图 18：板块研发费用率及同比变动情况	13
图 19：三大白研发费用规模优势显著	13
图 20：线上增速逐步回归常态化	13
图 21：线上销量占比逐步达到高位	13
图 22：三大白电单季收入增速出现一定的分化	14
图 23：格力美的空调内销出货量同比增速	14
图 24：家电各子行业单季度存货周转率	14
图 25：家电各子行业存货同比增长率	14
图 26：空调销量与地产滞后调整系数	15
图 27：油烟机销量与地产滞后调整系数	15
图 28：中国城镇主要家电保有量水平（台/百户）	15
图 29：中国农村主要家电保有量水平（台/百户）	16
图 30：本轮地产周期中一二线和三四线销量同比	17
图 31：商品房销售面积同比	17
图 32：保有量提升带动更新需求占比提升	17
图 33：主要家电品类需求结构（2015~2017 年均值）	17
图 34：城镇人均可支配收入与洗衣机保有量增长走势	18
图 35：农村人均可支配收入与洗衣机保有量增长走势	18
图 36：国内空调保有量与收入水平一致性较高（台/百户，元）	18

图 37：2014-2015 周期下降价对空调销量提振效果不佳.....	18
图 38：家电保有量总规模增长情况（万台）.....	19
图 39：2017 年国内家电保有量总规模估算（万台）.....	19
图 40：日本 GDP 增速与耐用消费品购买意愿走势.....	19
图 41：日本冰洗产品销量同比增速情况.....	19
图 42：家电下乡期间空调内销量及同比增速.....	20
图 43：家电下乡期间冰箱内销量及同比增速.....	20
图 44：2018 年以来商品零售总额同比增速放缓（%）.....	20
图 45：家电品类的结构化升级趋势.....	20
图 46：空调/油烟机季度销量同比增速.....	21
图 47：冰洗季度销量同比增速.....	21
图 48：格力收入表现与产业在线数据有一定落差.....	21
图 49：还原预收扰动后，财报表现与出货增速较为一致.....	21
图 50：空调分季度内销同比增速预测.....	23
图 51：中性假设下（表 5）渠道库存水平走势（月）.....	23
图 52：美国和欧盟消费者信心指数.....	24
图 53：全球 GDP 增速与中国家电出口额同比增速.....	24
图 54：主要品类出口销量同比增速.....	24
图 55：部分公司出口收入同比增速.....	24
图 56：部分美国进口家电品类中国产品占比.....	25
图 57：主要品类出口销量占总销量比例.....	25
图 58：主要家电品类均价同比增速情况.....	27
图 59：板块收入和利润同比增速情况.....	27
图 60：洗衣机分品类 ASP 同比增速.....	28
图 61：冰箱分品类 ASP 同比增速.....	28
图 62：空调结构升级速度及对均价提升贡献走势.....	28
图 63：冰箱结构升级速度及对均价提升贡献走势.....	28
图 64：洗衣机结构升级速度及对均价贡献走势.....	28
图 65：空冰洗分品类均价对比（元）.....	28
图 66：洗衣机单品提价与原材料成本走势.....	29
图 67：冰箱单品提价与原材料成本走势.....	29
图 68：各板块主要公司毛利率变动情况.....	29
图 69：青岛海尔各业务毛利率变动情况（%）.....	29
图 70：空调行业“剪刀差”情况.....	30
图 71：洗衣机行业“剪刀差”情况.....	30
图 72：冰箱行业“剪刀差”情况.....	30
图 73：板块公司利润率走势对比.....	30
图 74：2012 年以来洗衣机内销需求一直温和回落.....	31



图 75：日本冰洗平均使用寿命情况（年）	31
图 76：家电分品类出口销量占比情况	31
图 77：2018 年 1~11 月空调累计销量格局	31
图 78：2018 年 1~11 月洗衣机累计销量格局	31
图 79：2018 年 1~11 月冰箱累计销量格局	31
图 80：奥克斯和格力营业数据对比	32
图 81：奥克斯空调出货份额已达到 10% 以上	32
图 82：主要空调品牌线上线下销量份额对比	33
图 83：各品类线上渠道销量占比	33
图 84：原材料价格变动情况	34
图 85：空冰洗成本系数走势	34
图 86：2017 年主要原材料价格环比涨幅较大	34
图 87：2018 年主要原材料价格环比逐步走弱	34
图 88：2017 年前主要家电产品中厨电 ASP 提升速度相对平稳且领先	35
图 89：白电厨电龙头销售费用率对比（%）	36
图 90：老板电器北京上海销售公司净利润率情况	36
图 91：2018 年以来油烟机销量走势较弱	37
图 92：2018 年以来油烟机均价走势较弱	37
图 93：淘宝系线上油烟机销量份额较为分散（含套餐）	37
图 94：淘宝线上主要品牌烟灶套餐 ASP 同比增速	37
图 95：2017 年电视面板成本占比测算（元）	38
图 96：电视和面板厂商利润率走势情况（%）	38
图 97：智能电视零售量份额表现（%）	38
图 98：小米智能电视线上零售量份额表现（%）	38
图 99：上游面板均价进入下行期（美元）	39
图 100：智能电视均价走势（元）	39
图 101：全球电视产能还在持续向国内转移（亿台）	39
图 102：2017 年全球 TV 品牌份额情况（%）	39
图 103：小家电板块收入增速逆周期属性强	40
图 104：老品类升级拉动厨房小家电需求低速增长	40
图 105：新品类规模快速增长成为需求新动能（亿元）	40
图 106：空调产业链价值拆分（核心零部件占成本比重较大）	42
图 107：电视机线上线下品牌份额对比	42
图 108：燃气灶线上线下品牌份额对比	42
图 109：新零售渠道对传统渠道的冲击与替代	43
图 110：美的集团管理架构图表（不涉及财务结算关系）	44
图 111：青岛海尔管理架构图表（不涉及财务结算关系）	44
图 112：2018 年初以来板块涨跌幅对比	46

图 113：行业相对估值走势 .....	46
图 114：主要家电公司 PE 估值处于 2014 年以来底部 .....	46
图 115：主要家电公司 PB 估值处于 2014 年以来底部 .....	46
图 116：板块 PB/ROE 分布 .....	47
图 117：三大白电近十年 ROE 均保持较高水平 .....	47
图 118：三大白电近十年利润率走势 .....	47
图 119：白电板块经营活动现金流（亿元） .....	48
图 120：白电龙头现金资产充沛（亿元） .....	48
表 1：家电行业各子板块收入增速变化 .....	12
表 2：家电行业各子板块利润增速变化 .....	12
表 3：地产销量对家电需求拉动测算 .....	16
表 4：主要家电品类内销需求增长预测（万台） .....	22
表 5：空调需求-出货-库存递推模型 .....	22
表 6：空调分季度出货同比增速 .....	23
表 7：重点家电公司出口美国收入占比测算 .....	25
表 8：主要家电品类内外销增长预测 .....	26
表 9：原材料价格对成本和毛利率的影响敏感性测算 .....	34
表 10：空冰洗 2019 年均价增速拆分预测 .....	35
表 11：目前重点龙头公司的数据化系统一览 .....	43
表 12：大家电细分品类渠道成本构成 .....	44
表 13：家电板块部分公司 2018 年报股息率情况测算 .....	48

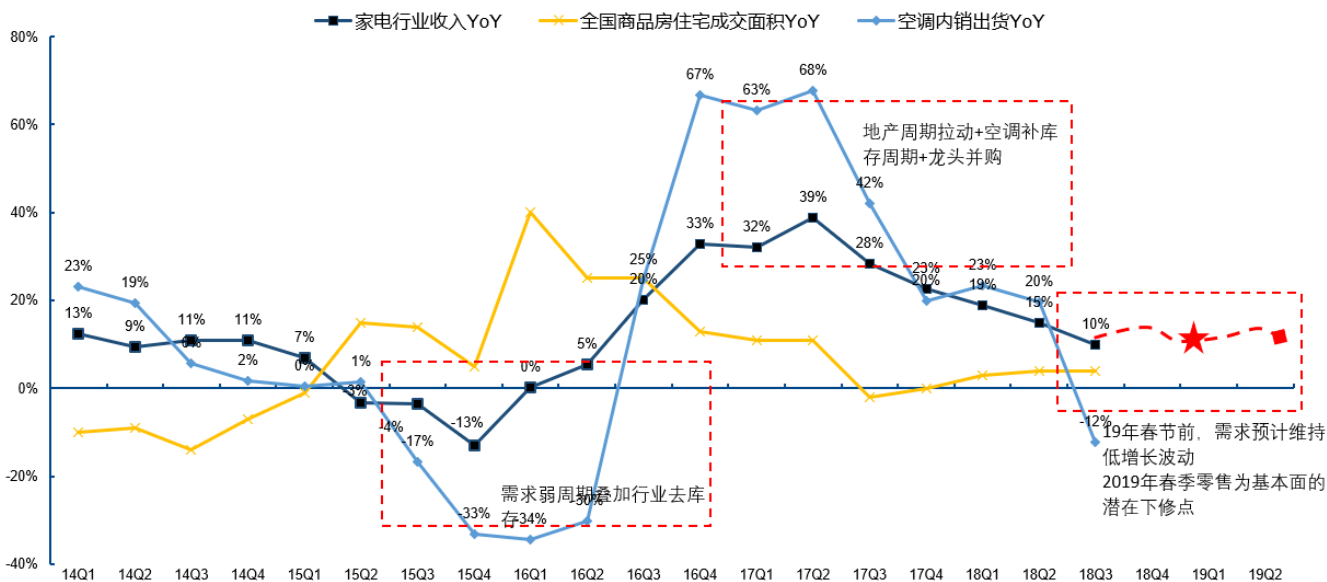
## 一、2018 回溯：显而易见的零售放缓，不尽相同的财报表现

### 1.1、终端需求：整体增速降档，龙头稳定性强

#### 1.1.1、拉长视角：当前家电板块处于什么需求周期

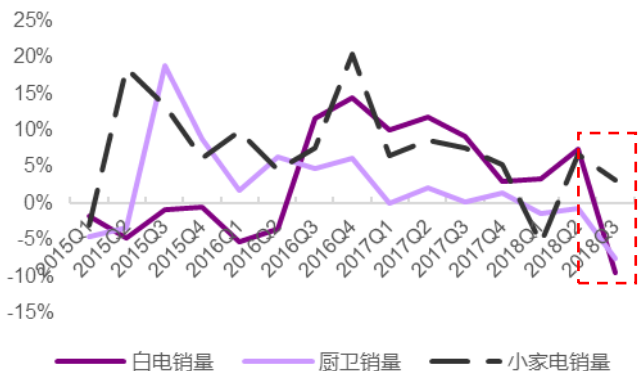
回溯 2016-2018 年行业增速表现，现阶段家电处于产业周期什么位置？本轮家电板块的高增长周期可追溯至 2016Q2，其中空调行业的收入弹性较高。a、随着 2015Q2 起地产小阳春拉动，以及 2016Q2 空调渠道去库存完成，家电行业收入步入高速增长区间，在 2017Q2 达到峰值 39%（图 1）。b、然后，伴随地产拉动效应趋于结束，空调内销量增长降档，行业收入逐季放缓，进入低增长区间，2017H2、2018H1、2018Q3 行业收入分别同比增长 25%、17%、10%

图 1：2014 年至今家电行业周期回顾（商品住宅成交面积、家电行业收入、空调内销量）



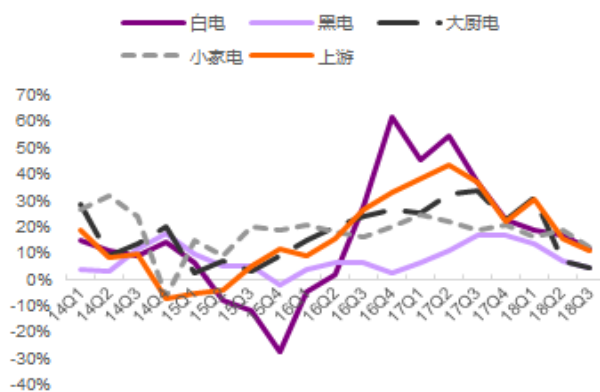
资料来源：Wind，产业在线，光大证券研究所绘制

图 2：终端零售量分品类同比增速情况



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 3：家电各子板块收入增速变化（白电弹性显著）



资料来源：Wind，光大证券研究所



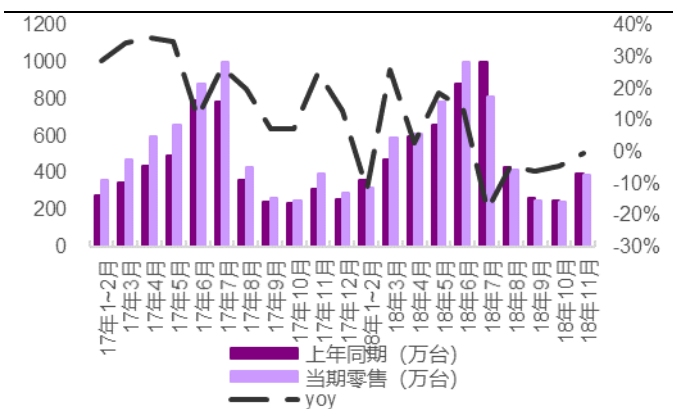
### 1.1.2、需求回顾：空调/厨电放缓显著，小电/冰洗相对稳定

#### 空调需求：内销逐季放缓，绕不开的需求&库存周期

先从市场最为关心的空调来看，2017H1 销量创下阶段高位后，销量增速逐级放缓，2018H1 虽好于市场预期，2018Q3 出货量/零售量增速再次降档；背后是绕不开的需求和库存周期的共振。

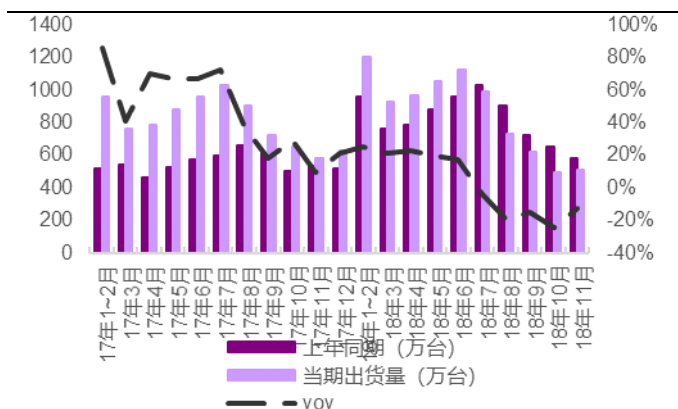
- 2017H1，旺需求+补库存+热天气，合力驱动销量大幅增长。受地产周期影响，叠加 2016H1 去库存带来的低基数，外加夏季炎热，出货量同比增速达 60%~80%；
- 2017H2，补库存+温和需求，内销增速开始放缓。夏季库存清理彻底，重新进入新冷年备货期，产业在线显示，2017H2 内销量增速放缓至 32%；
- 2018H1，地产仍有正向拉动+温和补库存+企业积极促销，2018H1 销量表现好于市场预期。产业在线数据显示，空调销量同比仍有 21%增长，龙头公司安装卡同比较快增长（15-20%）；
- 2018Q3，零售增速回落+渠道备货谨慎，销量增速再次降档。重点企业安装卡同比增速也随之转负，而根据奥维推总数据，高基数下，2018Q3 空调零售量同比增速放缓至-13%。

图 4：空调内销量（万台）及同比



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 5：空调零售量（万台）及同比

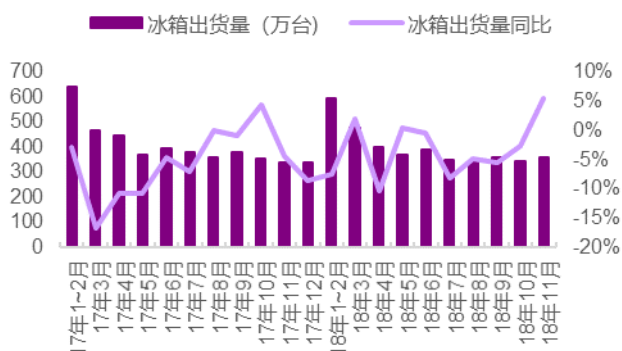


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

#### 冰洗需求：需求相对稳定，结构升级和均价提升趋势持续

产业在线数据显示，2018Q3 冰、洗内销量分别-6%、-2%，环比 18Q2 小幅放缓 2pct、5pct。同时，在前期成本高位和产品升级的共同驱动下，2018Q3 冰洗 ASP 提升幅度均超 10%。

图 6：冰箱内销出货（万台）及同比增速



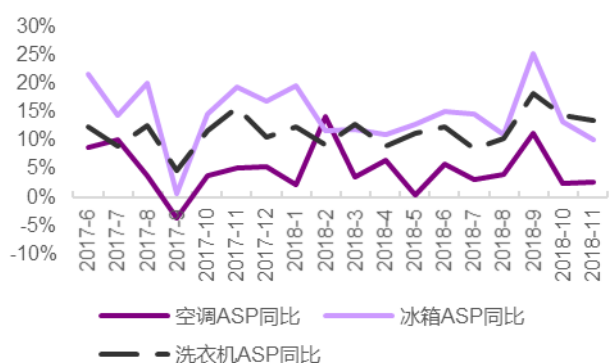
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 8：冰箱零售量及同比增速



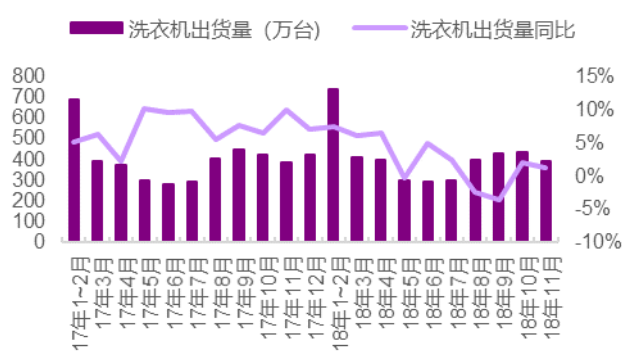
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 10：空冰洗 ASP 同比增速



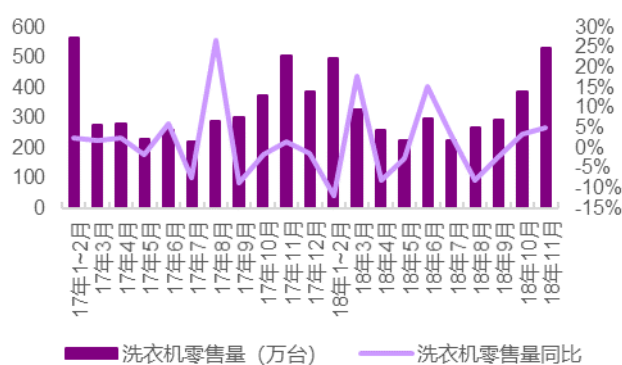
资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 7：洗衣机内销出货（万台）及同比增速



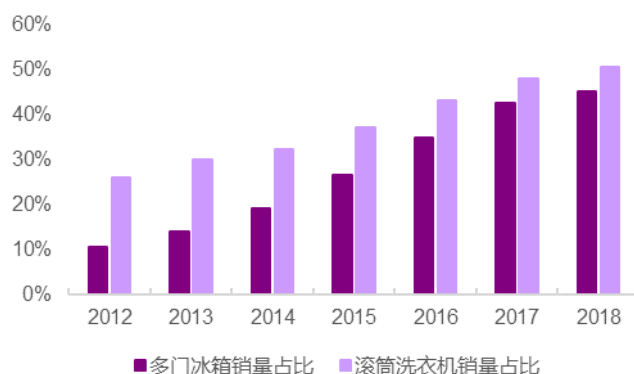
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 9：洗衣机零售量及同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 11：冰洗产品的结构升级趋势还在持续



资料来源：中怡康，光大证券研究所  
注：2018 年为 1-11 月累计数据

**厨电需求：地产滞后效应最先显现，均价出现松动，量价齐升逻辑打破**

在主要家电品类中，厨电滞后商品房销售的周期最短，零售放缓在 2018Q1 已现端倪。根据奥维云网推总数据，2018 年 1-11 月油烟机累计销量同比-7.2%。

除需求外，ASP 大幅增长也是支撑厨电企业利润的另一来源。2018 年以来，一方面，终端需求较为疲弱；另一方面，苏泊尔等新进入者对行业格

局有一定冲击，线上线下均价提升速度明显放缓。奥维云网数据显示，2018年1~11月线上、线下累计均价分别同比-4.4%、+2.3%。

图 12：油烟机销量增速与地产滞后调整系数的关系

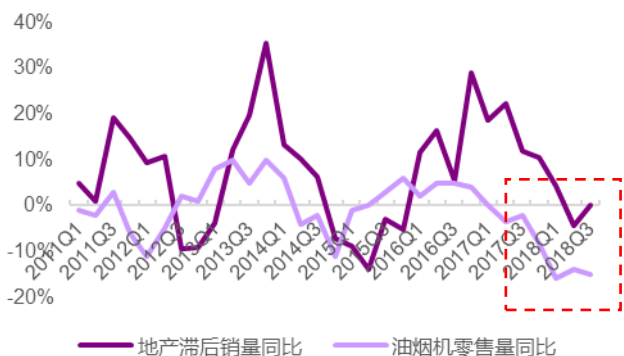
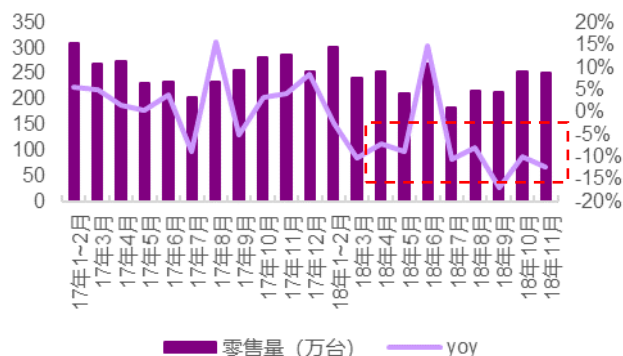


图 13：烟机推总零售量（万台）及同比增速



资料来源：国家统计局，中怡康，光大证券研究所测算  
注：地产滞后销量为现房滞后一个季度，期房滞后三个季度的商品房销售面积和

资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 14：2018 年油烟机/燃气灶 ASP 提升幅度放缓

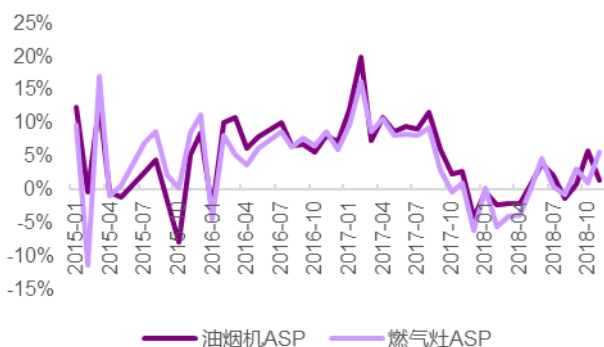
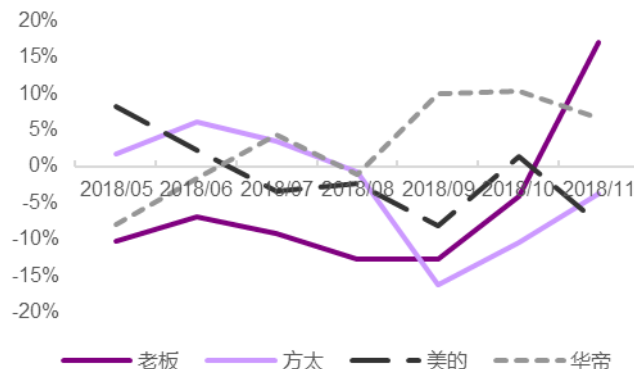


图 15：2018 年淘系主要品牌烟灶套餐均价走势较弱



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截止 2018 年 11 月

资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

**小家电需求：整体量价表现稳健，新兴品类增速眼前一亮**

小家电与地产关联度较低，表现出较强的逆周期属性，量价表现稳定；其中，洗碗机、干衣机等新兴生活电器品类销量增速更为领先。

图 16：厨房小电零售量和零售额同比增速情况

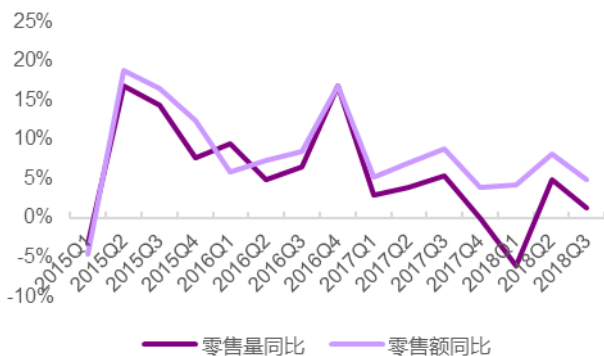
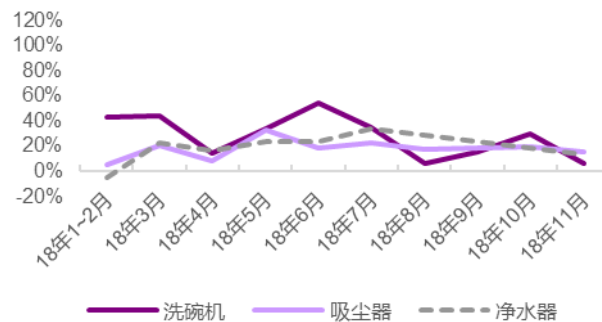


图 17：新兴品类销量保持较快同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

资料来源：奥维云网，光大证券研究所

### 1.1.3、业绩回顾：子板块业绩分化，龙头确定性强

整体业绩增速放缓，各板块表现不尽相同。终端需求放缓（空调和厨电最为显著）导致收入增速回落，利润增速也随之降档。但各子板块表现分化：竞争格局偏紧导致黑电和上游盈利能力继续承压；而受益汇率贬值对出口业务利润率的提振以及产生的汇兑收益，小家电利润增速领跑行业，逆周期属性显现。

需求走弱叠加成本压力，龙头增长确定性更强。行业下行期，同行业不同公司的业绩分化也较为显著，二三线公司除收入增速下滑幅度更大以外（空调内销量普遍同比下降20%以上），成本转嫁和费用管控能力较龙头公司也有一定差距，毛利率表现不佳。而龙头凭借较强的产业链定价权，在弱市中的业绩稳定性较强，增速领跑行业。

表 1：家电行业各子板块收入增速变化

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
整体	32.2%	39.0%	30.0%	20.8%	18.7%	14.6%	10.0%
整体（剔除格力）	34.1%	35.8%	30.8%	17.7%	16.6%	11.9%	5.3%
白电	45.8%	54.6%	37.2%	22.7%	19.0%	17.0%	12.0%
黑电	6.7%	11.3%	16.7%	16.9%	14.0%	7.5%	4.8%
大厨电	25.3%	32.8%	34.0%	22.5%	31.5%	6.9%	4.4%
小家电	25.0%	22.0%	18.9%	20.8%	16.3%	18.8%	12.2%
上游	38.6%	43.5%	37.3%	22.3%	30.8%	15.7%	11.4%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

表 2：家电行业各子板块利润增速变化

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
整体	13.6%	30.6%	26.2%	67.3%	24.1%	23.9%	12.8%
整体（剔除格力康佳）	8.9%	20.3%	25.2%	7.2%	18.0%	18.4%	-0.9%
白电	17.1%	33.4%	36.9%	41.7%	26.1%	24.7%	18.6%
黑电（剔除康佳）	-26.8%	0.5%	-23.5%	67.3%	41.9%	14.5%	-6.6%
大厨电	43.2%	23.4%	30.4%	13.3%	26.1%	23.0%	10.9%
小家电	19.4%	18.9%	-0.3%	-1.3%	-1.7%	20.8%	21.7%
上游	14.4%	48.3%	16.9%	-71.4%	8.0%	2.1%	-50.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算，其中康佳因为存在大额非经常性损益，故剔除。

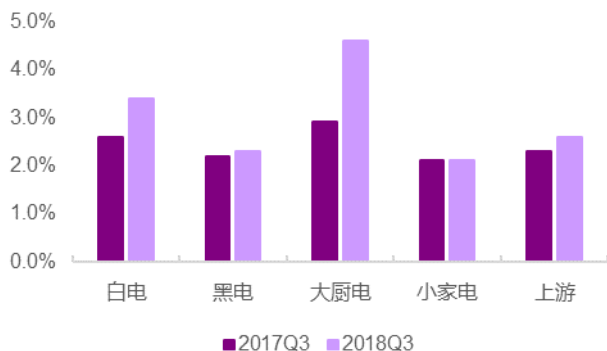
## 1.2、财报特征：经营侧重防御，研发有增无减，资产质量上佳

除了在需求走弱的大背景下，板块业绩增速整体放缓之外，进一步分析2018年以来上市公司财报，我们不难发现以下一系列特点。

### 1.2.1、特点 1：首次披露研发费用，研发投入差距进一步拉开

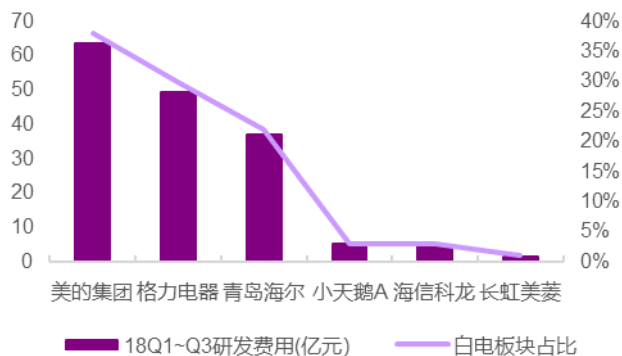
白电/厨电研发费用提升显著，分别同比+0.8/1.7pct。2018Q3 新会计准则下，公司首次披露研发费用数据，其中白电/大厨电板块研发费用率分别同比+0.8/1.7pct，增长显著。尤其对于厨电龙头来讲，竞争格局尚未落定，单品壁垒和差异化较低，提高研发投入、加快新品迭代、构建完善的产品矩阵是当前的着力点。

图 18: 板块研发费用率及同比变动情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

图 19: 三大白研发费用规模优势显著



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

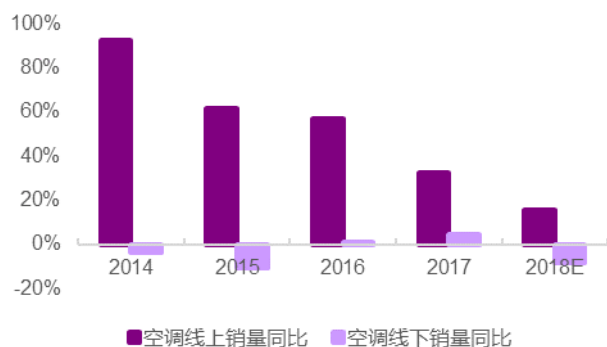
注: 白电板块占比为各自研发费用占白电板块整体研发费用比例

**研发费用马太效应显著, 龙头产品端优势较难颠覆。**从横截面的维度考察, 三大白电龙头的研发费用规模占据绝对的领先地位, 格力/美的/海尔 2018Q1~Q3 累计研发费用分别为 49/63/37 亿元。一方面, 对于外部竞争者, 树立了较高的进入壁垒; 另一方面, 会不断加大自身相对于二线品牌的产品力领先, 在产品结构化升级的大趋势下, 行业的马太效应有望进一步凸显。

### 1.2.2、特点 2: 电商渠道红利淡化, 增速回归常态化

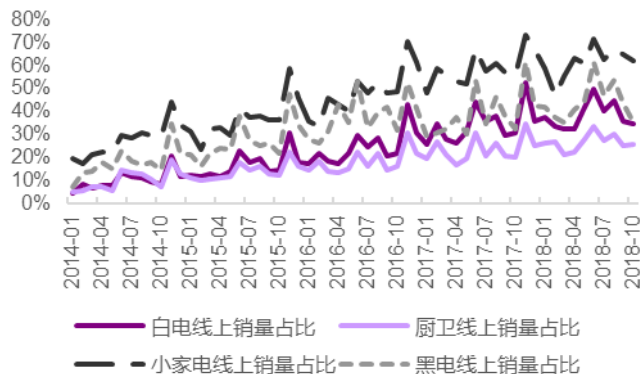
**线上增速依旧领先, 但差距正逐步缩小。**得益于互联网红利和电商渠道的价格优势, 无论行业整体还是板块上市公司来看, 过去几年电商渠道一直是各个渠道中增长最快的部分。从 2018 年来看, 线上增速依旧显著高于线下, 但是由于线上红利淡化, 线下效率提升, 两者的增速差距不断收窄。以空调为例, 根据奥维云网预测, 空调 2018 年全年线上/线下同比增速分别为 +16%/-8%, 增速落差进一步缩窄。

图 20: 线上增速逐步回归常态化



资料来源: 奥维云网预测, 光大证券研究所

图 21: 线上销量占比逐步达到高位



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 数据截止 2018 年 11 月

### 1.2.3、特点 3: 不约而同关注经营风险, 龙头经营策略有所分化

**随着 2018Q3 空调需求的走弱, 库存、现金等指标反映各企业经营一致地谨慎, 三大白电龙头收入增速出现显著差异。**



2018Q3 格力收入维持大幅增长（同比 38%）。一方面存在预收款波动带来的基期扰动（还原后实际增速约为 12%），另一方面则反映完成全年 2000 亿收入规模仍是核心目标。

对比而言，美的、海尔单三季度空调收入分别呈个位数增长、个位数负增长。背后是美的、海尔弱化淡季渠道压货策略，兼顾渠道库存管控，关注点从出货转向零售。

放眼到更多的家电企业，其都对后续零售持谨慎态度，且关注库存、现金、预收款等指标，应变速度明显强于上一轮周期。

总结来说，我们认为本轮业绩的分化，短期体现的是各公司 2018 年年内经营目标的差异，而中长期则反映了龙头对后续行业需求走势和产业逻辑变革的不同判断。

图 22：三大白电单季收入增速出现一定的分化

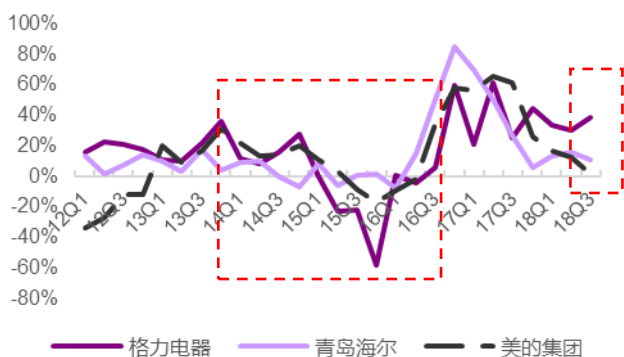
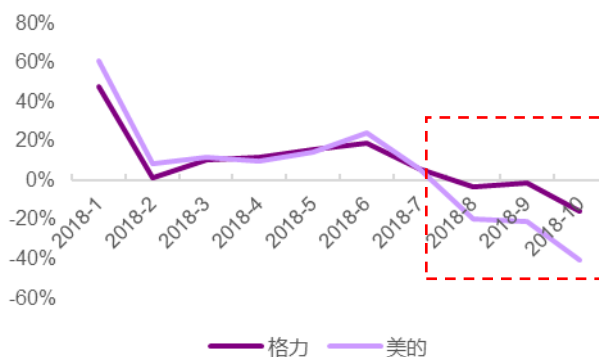


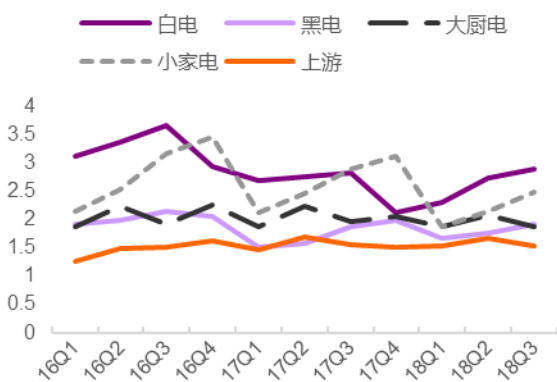
图 23：格力美的空调内销出货量同比增长速



资料来源：Wind，光大证券研究所

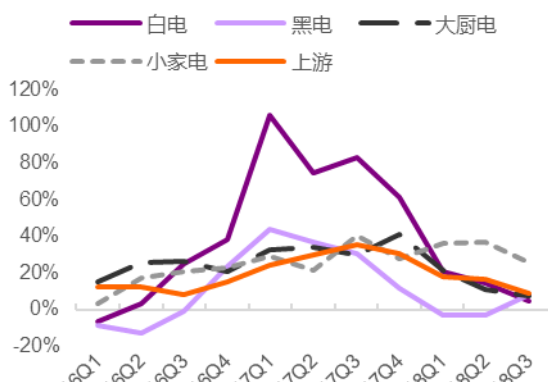
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 24：家电各子行业单季度存货周转率



资料来源：wind，光大证券研究所

图 25：家电各子行业存货同比增长率



资料来源：wind，光大证券研究所

## 二、2019 年需求：内外销增速放缓，低库存谨慎经营

市场中短期关注点全部集中在，“作为典型的地产后周期品种，2019 年家电的需求将受到多大的影响”，我们将从地产和宏观两个角度分别展开论述。

## 2.1、地产影响：短期地产影响依旧负面，长靠更新上升平滑波动

地产销量仍是家电需求最重要的前瞻指标。从滞后期来看，厨电整体滞后地产销量约 2-3 个季度，白电滞后地产销量约 4 个季度。

以本轮周期为例，2017Q3 起地产拉动效应逐季减弱，厨电需求在 2018Q1 已经率先表露出所受影响，而白电需求端从 2018Q3 开始反应地产效应拖累。

图 26：空调销量与地产滞后调整系数

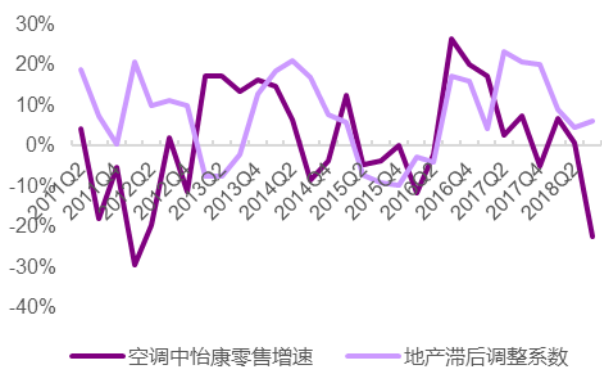
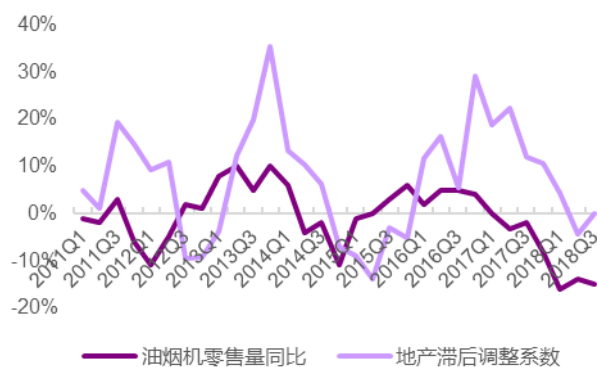


图 27：油烟机销量与地产滞后调整系数

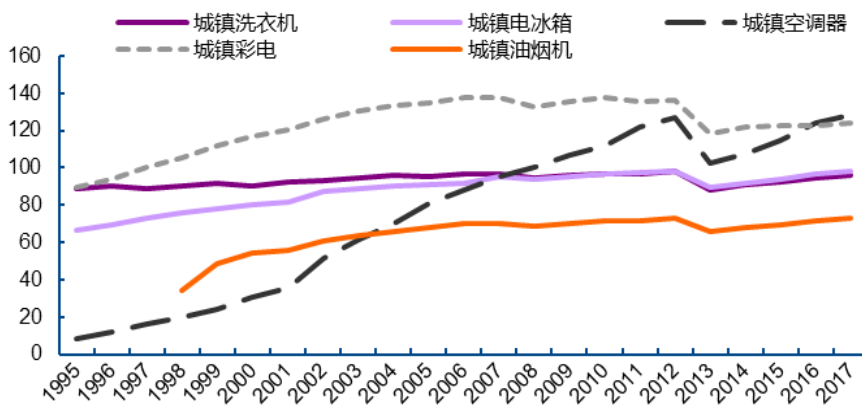


资料来源：国家统计局，中怡康，光大证券研究所测算  
注：按照现房销量 2 个季度，期房滞后 5 个季度计算销量同比，数据截止 2018Q3，下同

资料来源：国家统计局，中怡康，光大证券研究所测算  
注：按照现房销量 1 个季度，期房滞后 3 个季度计算销量同比

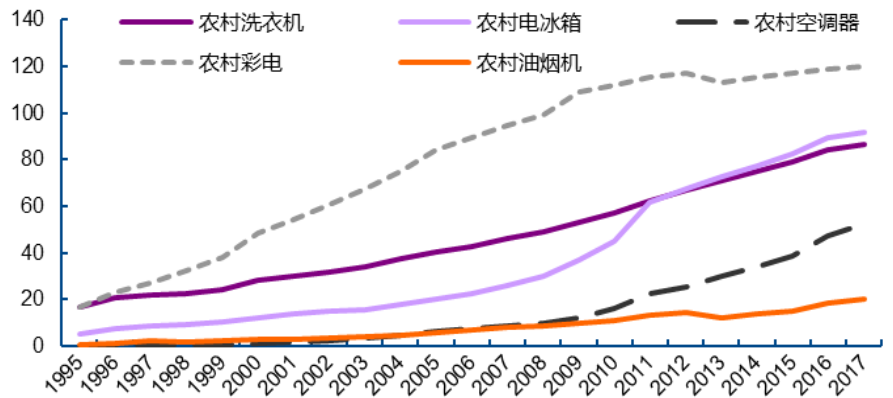
地产影响幅度上看，空调厨电需求受影响较大，冰洗需求更为稳定。参考各产品保有量水平，相比较冰洗等成熟品类，空调和厨电尚处在快速普及期，受地产周期影响幅度更大。

图 28：中国城镇主要家电保有量水平（台/百户）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 29：中国农村主要家电保有量水平（台/百户）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

我们通过国家统计局数据计算出全国总保有量（总户数 x 户均保有水平），将总保有量提升定义为总新增需求。同时假设现房销售带动白电/厨电需求分别滞后 2/1 个季度，期房销售带动需求分别滞后 5/3 个季度，计算出各品类需求中由地产拉动的部分。定量测算结果显示，空调和厨电受地产拉动比例最高，分别为 38% 和 54%。

表 3：地产销量对家电需求拉动测算

	空调	冰箱	洗衣机	彩电	油烟机
商品房拉动	38%	26%	30%	23%	54%
其余新增需求	20%	16%	12%	0%	7%
新增需求占比	58%	42%	42%	23%	61%
更需需求合计	42%	58%	58%	77%	39%

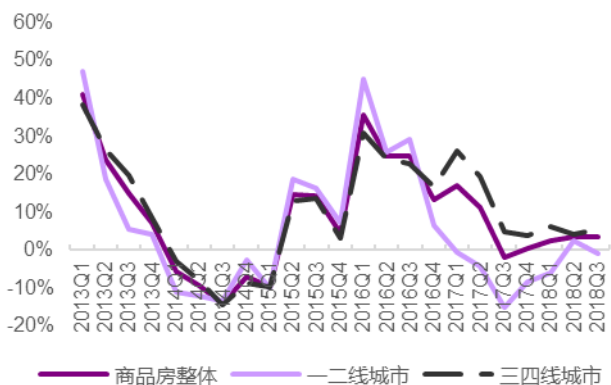
资料来源：国家统计局，产业在线，光大证券研究所测算

注：为了一定程度上减小数据误差，测算结果采取 2015~2017 年均值

短期看地产销量的负面影响仍将持续，长期靠更新需求上升平滑需求波动。

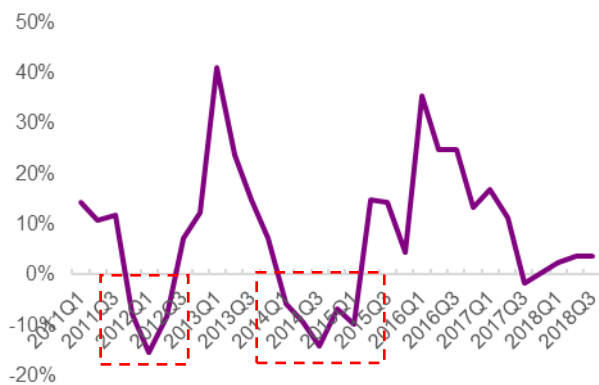
据光大地产组的观点，2019 年地产政策在十九大“房住不炒，健康发展”的大前提下，会在相对狭窄的政策通道内，视经济走势进行相机会决策，预计销售面积同比-8%。而供给侧房企“重销售、拖竣工”的经营策略短期无法完全转变，但资金面的边际改善将带来竣工面积跌幅收窄，预计同比增速-5%左右。

图 30：本轮地产周期中一二线和三四线城市销量同比



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

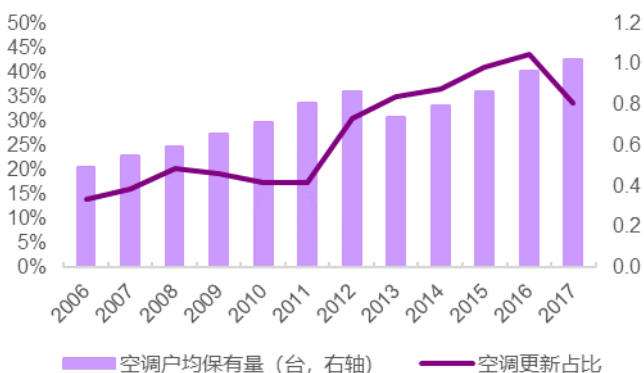
图 31：商品房销售面积同比



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

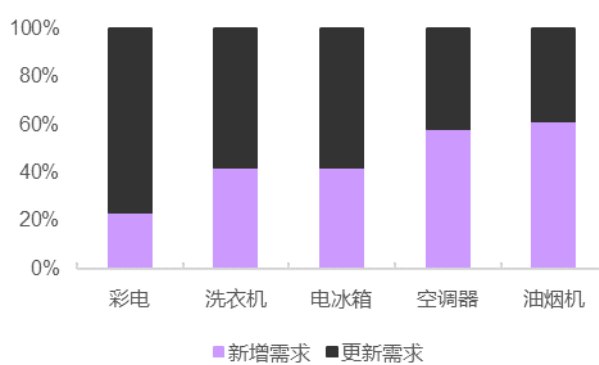
**中长期看：更新需求占比提升，需求波动性减弱。**伴随着商品房销售的大周期逐步见顶，一方面，家电需求增长中枢的会下移，另一方面，家电需求的周期性波动性也会减弱。对比空调、冰箱、洗衣机、电视机内销增速，2008-2012 年复合增速分别为 18%/21%/10%/6%，2013-2017 年复合增速分别为 9%/-4%/5%/1%，冰洗电视波动更为平缓（冰箱需扣除补贴影响）。

图 32：保有量提升带动更新需求占比提升



资料来源：产业在线，国家统计局，光大证券研究所测算  
注：2013 年统计局口径变更导致保有量数据波动

图 33：主要家电品类需求结构（2015~2017 年均值）



资料来源：产业在线，国家统计局，光大证券研究所测算

## 2.2、宏观影响：居民收入增速承压，新增/更新边际趋弱

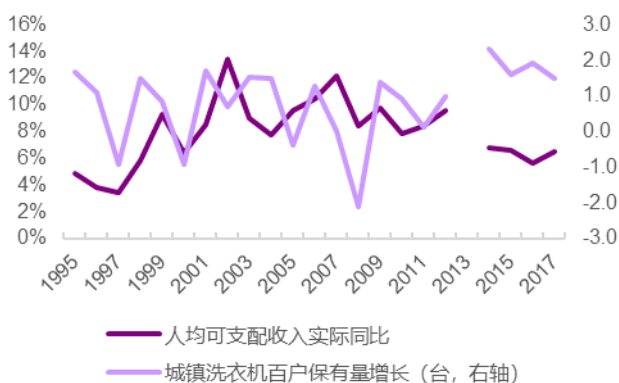
我们曾经使用过初婚人数、棚改数量、产品更新周期、高温天数量等指标来推演家电需求，都面临指标可解释度低、重复解释等问题。

那么是不是可以化繁为简，如果把地产作为预判浪头大小的前瞻指标（带来需求周期波动），那么，用居民可支配收入变化来判断涨潮退潮（需求变动的大趋势）。

### 2.2.1、新增需求：居民收入增速与保有量提升速度相关性较强

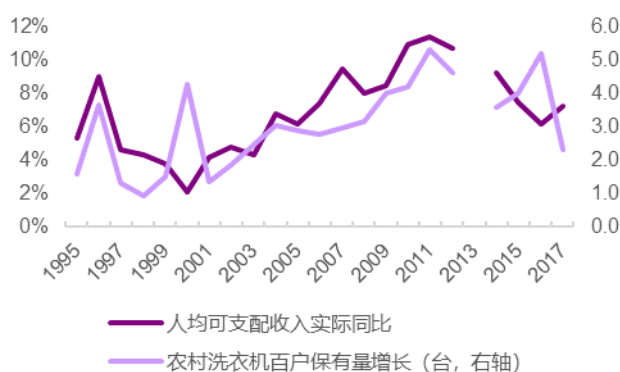
从各指标间的相关关系来看，空调等白电单价的波动对其零售总量的影响并不显著，居民收入水平变化是驱动产品普及的核心动力。

图 34：城镇人均可支配收入与洗衣机保有量增长走势



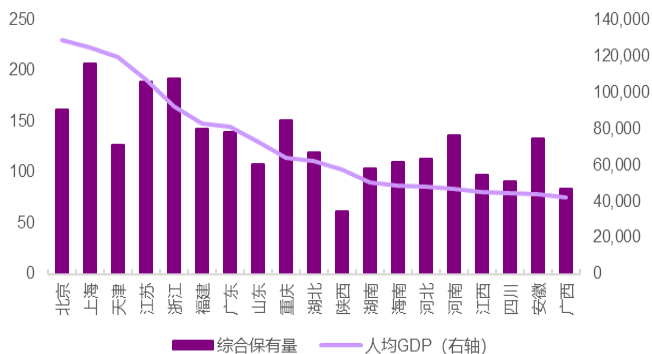
资料来源：国家统计局，光大证券所  
注：2013 年保有量统计口径变更

图 35：农村人均可支配收入与洗衣机保有量增长走势



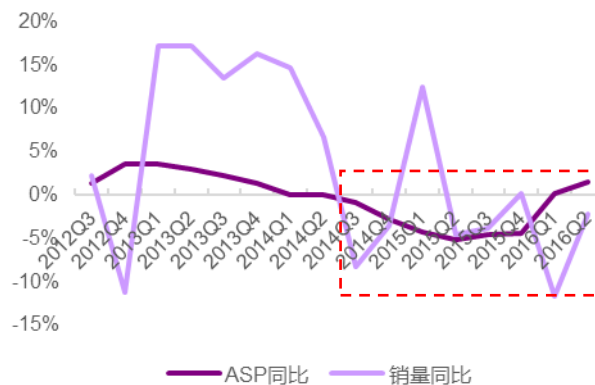
资料来源：国家统计局，光大证券所  
注：2013 年保有量统计口径变更

图 36：国内空调保有量与收入水平一致性较高（台/百户，元）



资料来源：天气网，国家统计局，光大证券研究所测算  
注 1：综合保有量数据为城镇和农村数据加权平均所得，由于分地区数据仅分别截止到 2016 年和 2012 年，根据保有量的增速进行了估算，统一口径为 2017 年。  
注 2：仅包含夏季平局温度高于 28 度的省份，不含港澳台。

图 37：2014-2015 周期下降价对空调销量提振效果不佳



资料来源：中怡康，光大证券研究所

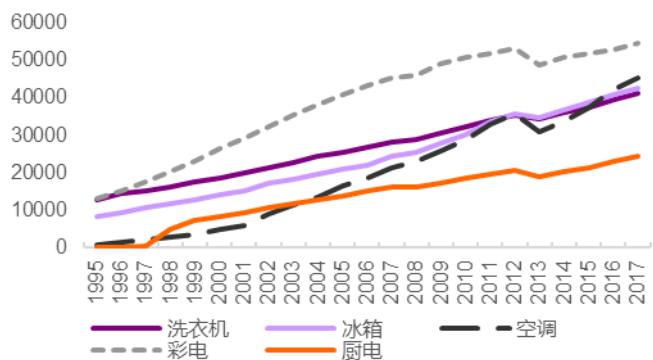
观察过往洗衣机普及率提升速度和城镇居民可支配收入的增速，两者一致程度较高；而这一结论对于空调来讲同样适用（空调因为受到地产因素扰动明显，时间序列数据波动较大，所以采用横截面数据进行分析）。而另一方面，2014-2015 年库存压力下空调进入降价周期，对整体零售量的刺激确实并不显著。

### 2.2.2、更新需求：家电下乡产品理论更新潮来临，但实际更换意愿面临压力

白电各品类存量市场均突破 4 亿台，更新需求的储备充足。根据我们测算，截至 2017 年，国内冰洗的存量市场规模已超过 4 亿台，空调存量规模约为 4.6 亿台，普及最早的彩电存量规模则已突破 5 亿台。

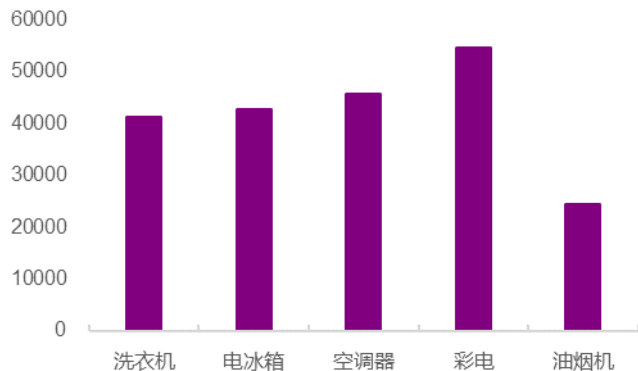


图 38：家电保有量总规模增长情况（万台）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

图 39：2017 年国内家电保有量总规模估算（万台）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

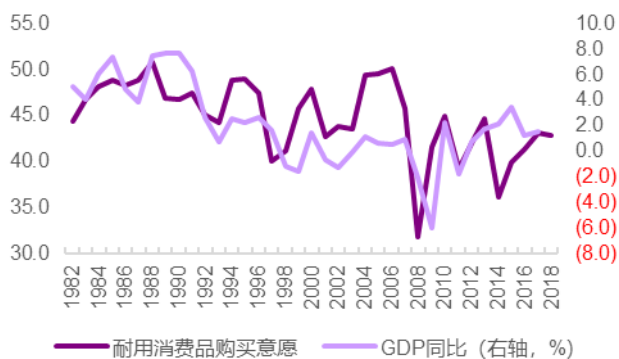
定义“更新需求指数”表征更新频率及意愿。a、我们以 8~10 年设定为各个品类的常规更新年限，可以通过历史数据推算出当期理论更新需求数量。b、通过当年内销出货量-新增需求可以推算出实际更新需求数量。c、定义更新需求指数=实际更新需求数量/理论更新需求数量。可见更新需求指数反应的是当期潜在更新需求的有效释放程度。

我们认为这一指标主要受到两个因素的影响：

(1) 产品的结构化升级会促进需求的释放。产品的技术升级会带来产品的更新换代，在一定程度上促进需求的充分甚至提前释放。以白电为例，空调的变频化升级、洗衣机的滚筒化升级、冰箱的大容量升级均会在一定程度上导致更新周期的缩短。

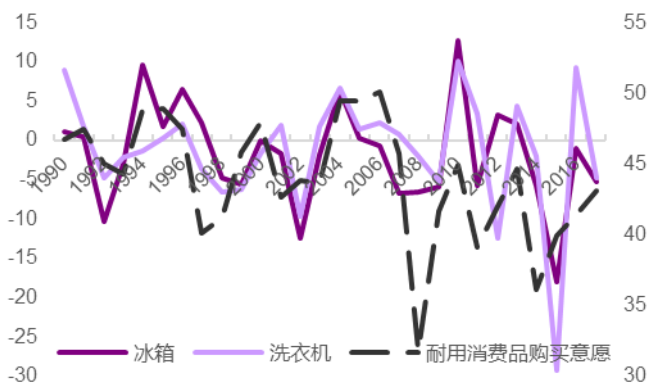
(2) 产品更新需求会受到居民消费能力和支出意愿的影响。以成熟市场日本为例，日本在上个世纪 70 年代即完成了冰洗的普及，所以需求波动主要受更新需求影响。而数据显示，经济增速与消费者的耐用消费品购买意愿一致性较高，而耐用消费品的购买意愿的高低则会影响当期更新需求的释放，当经济较弱的时候，产品更新需求会受到一定抑制，产生一定的超龄服役情况，反之则会促进产品的提前更换。

图 40：日本 GDP 增速与耐用消费品购买意愿走势



资料来源：日本内阁府，光大证券研究所

图 41：日本冰洗产品销量同比增速情况

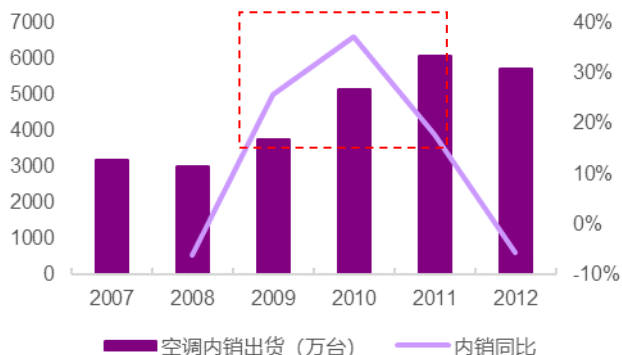


资料来源：日本内阁府，JEMA，光大证券研究所

更新需求展望：家电下乡产品更新潮逐步到来，但需求更新系数预计小幅走弱。2009-2011 年，由于家电下乡的政策刺激，家电需求出现了较大幅

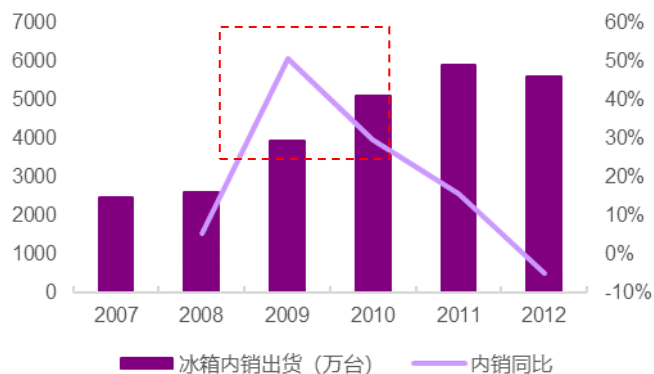
度的增长，此间购买的家电产品也将渐次迎来更新换代，储备库足够充沛。但从更新系数来讲，2018 年以来社会商品零售总额同比增速有所放缓，居民消费能力和意愿趋弱，预计更新系数会走弱。

图 42: 家电下乡期间空调内销量及同比增速



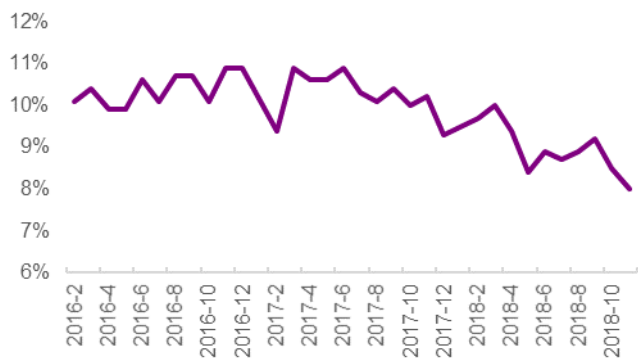
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 43: 家电下乡期间冰箱内销量及同比增速



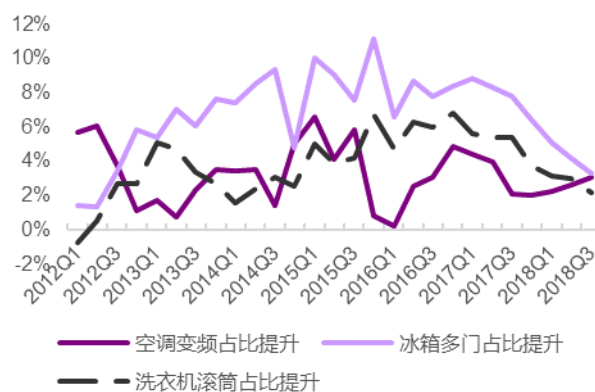
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 44: 2018 年以来商品零售总额同比增速放缓 (%)



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，数据截止 2018 年 11 月

图 45: 家电品类的结构化升级趋势



资料来源：中怡康，光大证券研究所

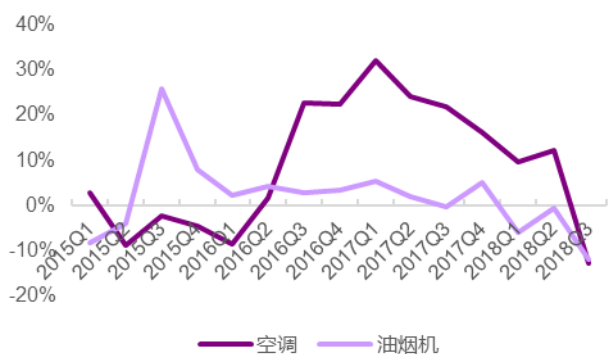
## 2.3、内销预判：零售放缓+低库存组合，上半年下行+下半年企稳

### 2019 年春节作为分水岭：

**春节前：**由于家电产业链上下游的预期都偏谨慎，以致于很多上市公司从 2018Q3 就采取保守经营思路（重零售、重现金、轻库存），所以，18Q4 销售收入增速大概率会和 18Q3 相差不多，甚至空调公司还会在春节前再补一些库存。

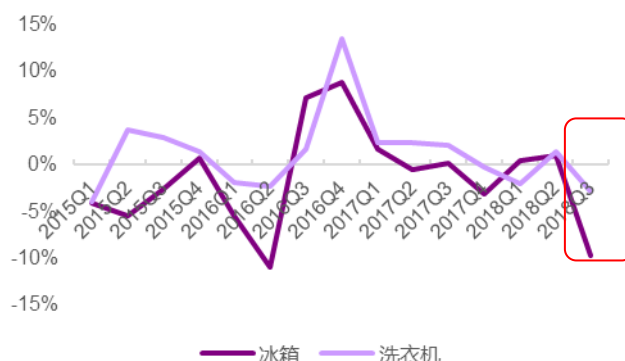
**春节后：**宏观压力和高基数影响下，预计零售仍有进一步放缓，企业的经营策略也会“从温和竞争、量价齐升”转向“保份额、保增长”。

图 46：空调/油烟机季度销量同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 47：冰洗季度销量同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

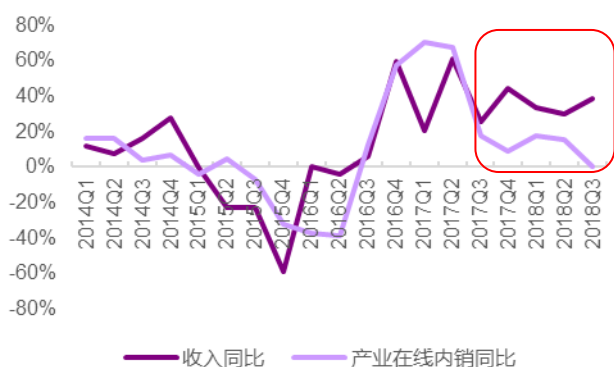
我们结合 2.1~2.2 章节中对各品类新增和更新需求的走势判断，对 18~19 年主要品类内销需求进行定量测算。

整体来看，地产和宏观因素压制下，零售仍处于放缓趋势中，考虑基数效应，需求同比增速预计前低后高，我们结合产业在线和国家统计局数据，对各品类的新增需求和更新需求分别做了定量判断。

其中，空调由于存在一定的库存周期，所以基于表 4 对零售端的整体判断，我们利用产业在线出货端数据和奥维云网的零售数据进一步模拟出空调的“出货-需求-库存”模型。（2018 年产业在线格力出货数据和公司收入增速数据有一定的背离，我们结合中怡康均价走势并考虑公司预收环比变动的的影响后，数据走势较为一致，所以我们的出货数据依旧采用产业在线口径）。

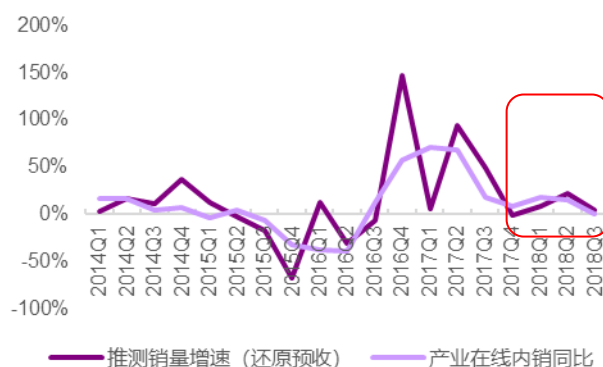
在维持渠道库存水平基本保持稳定的前提下，我们对 2019 年空调实际出货端水平做了定量测算。在前期库存历史低位的支撑下，19 年出货端整体增速（-8%）与需求端增速（-7%）基本一致。

图 48：格力收入表现与产业在线数据有一定落差



资料来源：Wind，产业在线，中怡康，光大证券研究所

图 49：还原预收扰动后，财报表现与出货增速较为一致



资料来源：Wind，产业在线，中怡康，光大证券研究所  
注：推算销量增速=（收入+预收环比变动）的同比增速-中怡康品牌单季 ASP 同比增速

表 4: 主要家电品类内销需求增长预测 (万台)

		2008	2009	2010	2011	2012	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
新增需求	洗衣机	605	1,711	1,646	1,622	1,624	1,690	1,741	2,027	1,424	1,249	1,050
	冰箱	944	2,332	2,437	3,608	1,897	1,922	2,093	2,439	1,446	1,284	1,060
	空调	1,902	2,734	2,826	4,381	2,590	2,765	3,641	4,955	3,144	2,795	2,357
	彩电	462	3,234	1,805	1,012	1,248	1,973	1,147	1,162	1,426	911	644
更新需求	洗衣机	1,775	936	1,751	2,014	1,857	2,073	2,164	2,101	2,990	3,273	3,386
	冰箱	1,664	1,598	2,659	2,290	3,693	3,377	2,823	2,324	3,023	3,002	3,217
	空调	1,084	1,021	2,324	1,681	3,137	4,252	2,646	1,093	5,713	6,451	6,203
	彩电	3,609	340	2,218	3,479	3,853	3,068	3,979	4,453	3,919	4,529	4,556
隐含更新系数	洗衣机	89%	45%	80%	88%	69%	61%	65%	66%	92%	96%	88%
	冰箱	86%	82%	118%	100%	145%	114%	82%	68%	80%	76%	65%
	空调	119%	94%	125%	71%	110%	145%	83%	37%	171%	171%	122%
	彩电	113%	10%	58%	90%	93%	60%	69%	75%	66%	91%	85%
需求合计	洗衣机	2,380	2,646	3,398	3,636	3,482	3,763	3,905	4,128	4,414	4,522	4,436
	冰箱	2,608	3,930	5,096	5,898	5,590	5,299	4,916	4,763	4,469	4,286	4,277
	空调	2,986	3,755	5,150	6,061	5,727	7,017	6,288	6,049	8,857	9,264	8,560
	彩电	4,072	3,574	4,023	4,491	5,101	5,041	5,127	5,615	5,345	5,440	5,200
需求 yoy	洗衣机	12%	11%	28%	7%	-4%	0%	4%	6%	7%	2%	-2%
	冰箱	5%	51%	30%	16%	-5%	-5%	-7%	-3%	-6%	-4%	-0%
	空调	-6%	26%	37%	18%	-6%	13%	-10%	-4%	46%	3%	-7%
	彩电	8%	-12%	13%	12%	14%	-6%	2%	10%	-5%	2%	-4%

资料来源: 国家统计局, 产业在线, 光大证券研究所预测

注 1: 由于 2013 年统计局保有量口径调整, 故 2013 年数据不进行列示

注 2: 冰箱前期较高的更新系数对后续需求存在一定的透支

注 3: 空调更新系数波动较大, 主要系地产和行业库存周期导致出货数据波动较大

表 5: 空调需求-出货-库存递推模型

	产业在线出货 (万台)	yoy	终端需求数量 (万台)	yoy	库存数量 (万台)	库存水平 (月)
2017-7	1031	72%	1560	27%	50	0.1
2017-8	903	37%	678	20%	276	0.4
2017-9	724	18%	413	7%	586	0.8
2017-10	652	29%	393	7%	845	1.1
2017-11	582	10%	615	25%	812	1.1
2017-12	631	21%	452	13%	992	1.3
2018-1	697	53%	335	27%	1354	1.8
2018-2	502	0%	165	-45%	1691	2.3
2018-3	924	21%	927	26%	1688	2.2
2018-4	963	23%	960	3%	1691	2.2
2018-5	1053	20%	1228	19%	1516	2.0
2018-6	1121	17%	1567	14%	1070	1.3
2018-7	988	-4%	1276	-18%	782	0.9
2018-8	727	-20%	647	-4%	862	1.0
2018-9	618	-15%	388	-6%	1091	1.3
2018-10	495	-24%	375	-5%	1211	1.5
2018-11	509	-13%	612	0%	1108	1.3
2018-12E	650	3%	406	-10%	1351	1.6
2019-1E	613	-12%	301	-10%	1664	2.1

2019-2E	442	-12%	149	-10%	1957	2.5
2019-3E	813	-12%	834	-10%	1935	2.4
2019-4E	847	-12%	864	-10%	1919	2.4
2019-5E	926	-12%	1105	-10%	1740	2.1
2019-6E	986	-12%	1410	-10%	1316	1.5
2019-7E	889	-10%	1174	-8%	1032	1.1
2019-8E	727	0%	647	0%	1112	1.2
2019-9E	618	0%	388	0%	1341	1.5
2019-10E	495	0%	375	0%	1461	1.7
2019-11E	509	0%	612	0%	1358	1.5
2019-12E	650	0%	406	0%	1601	1.8

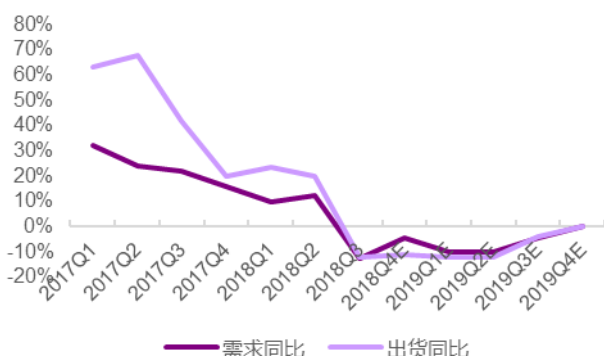
资料来源：产业在线，奥维云网，光大证券研究所预测，其中月度数据为奥维云网推总零售量乘以固定修正系数所得（奥维云网推总数据整体偏小）

表 6：空调分季度出货同比增速

	Q1	Q2	Q3	Q4	FY
2017	63%	68%	42%	20%	47%
2018	23%	20%	-12%	-11%*	4%*
2019	-12%*	-12%*	-4%*	0%*	-8%*

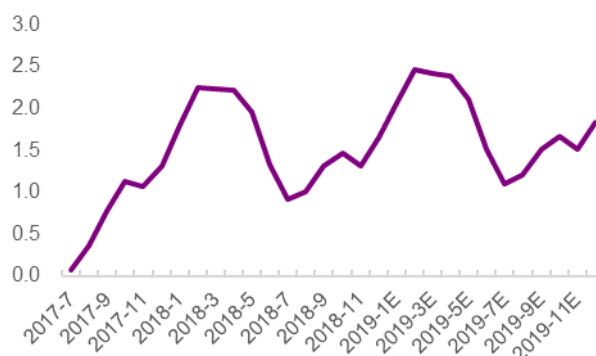
资料来源：产业在线，光大证券研究所预测；注：其中\*数值为预测数据

图 50：空调分季度内销同比增速预测



资料来源：Wind，产业在线，中怡康，光大证券研究所预测

图 51：中性假设下（表 5）渠道库存水平走势（月）



资料来源：Wind，产业在线，中怡康，光大证券研究所推算

综合考察，预计 2019 年全年空调、冰箱、洗衣机、电视机内销出货量分别同比-8%/-2%/0%/-4%。

## 2.4、出口预判：全球补库告一段落，出口增速温和回落

2016~2018 年，全球复苏带来白电龙头出口收入长期保持同比两位数增长。

第一，2016 以后欧美渐次复苏带动了海外家电需求增长。根据中国海关统计，2016 年起至 2018 年主要家电品类均取得了稳定增长（2017 年美国对大容量洗衣机反倾销，国内部分产能进行了转移，洗衣机出口增速小幅放缓；2018 年微波炉品类外销量同比小幅下滑）。

第二，2018 年 Q2~Q3 人民币汇率的快速贬值，对出口订单也有一定的提振作用。

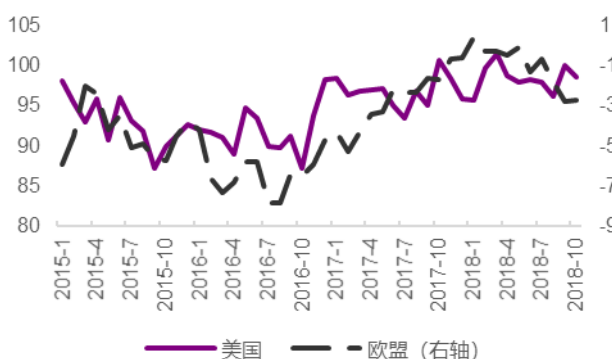


第三，贸易争端对2018年出口业务未产生实质影响。一方面，2018年执行的订单大部分为前期已经签订的；另一方面，考虑到后续国际贸易和关税税率进一步提升的不确定性，国内家电企业纷纷加紧出货节奏，存在“抢出口”效应。

附：2017年6月15日和7月10日，美国先后宣布对共计2500亿美元的中国进口商品加征关税，其中涉及到的家电出口产品为：

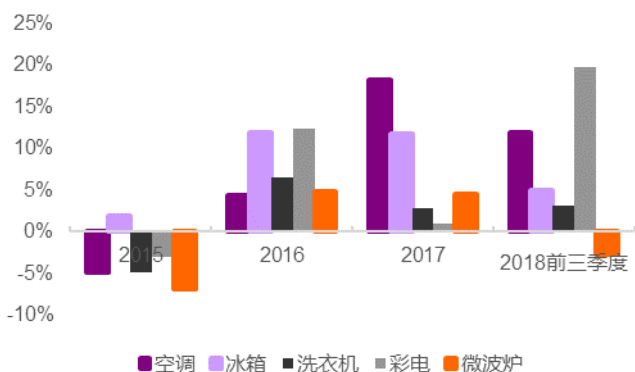
- 1) 白电：空调、冰箱、冰柜、干衣机；
- 2) 小家电：吸尘器、净水器；
- 3) 厨电：洗碗机、垃圾处理器、灶具、烤面包机；
- 4) 黑电：黑白电视、电视接收设备；
- 5) 照明：便携式灯具、家用灯具、荧光灯等；
- 6) 电机：单相交流电机。

图 52：美国和欧盟消费者信心指数



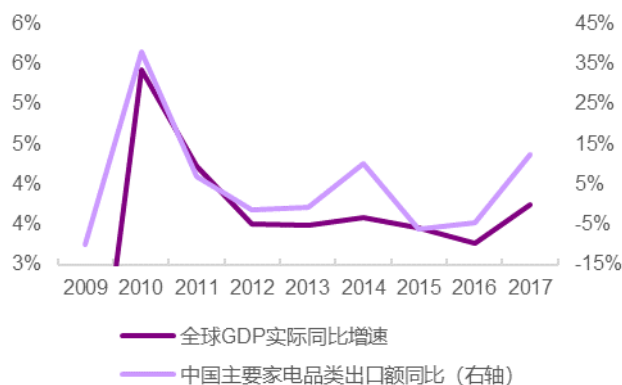
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 54：主要品类出口销量同比增速



资料来源：海关总署，光大证券研究所

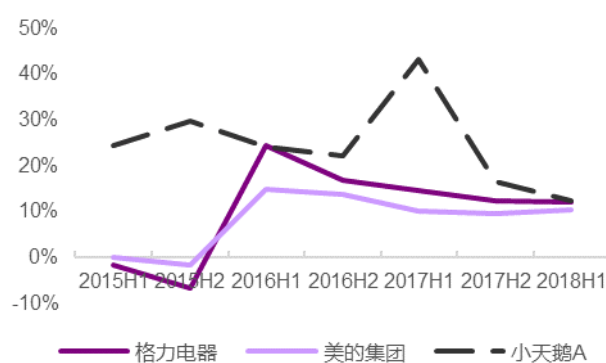
图 53：全球 GDP 增速与中国家电出口额同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：家电出口额包含电视、空冰洗和微波炉品类

图 55：部分公司出口收入同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：美的剔除 kuka 和东芝收入

2019 年起，全球经济扩张放缓，家电补库存需求减弱；大宗商品价格下行，压缩了价格上行的空间。贸易紧张局势升级和新兴市场增长承压下，全球经济 2016 年以来的扩张逐步放缓，IMF 也在 2018 年 10 月下调了对

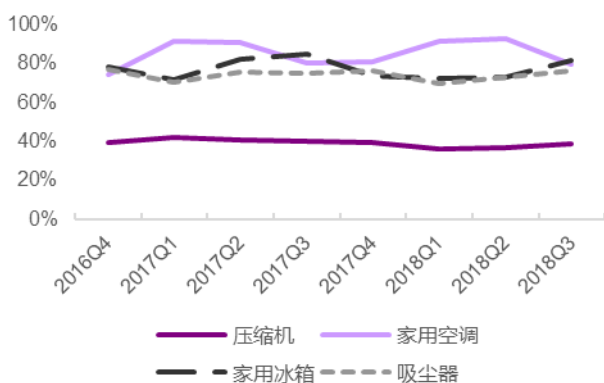
2019 年世界经济和全球贸易增速的预估。同时，出口业务多以 OEM/ODM 为主，大宗商品价格下跌，约束了 2019 年的单价谈判空间。

基于中美家电制造产业链现状和主要上市公司对美出口业务占比情况的分析，我们认为贸易争端对 2019 年家电出口业务的影响将在 2019Q2 开始显现，但影响可控，无需过分担忧。

**原因 1，美国家电制造能力已经中空，中国全球家电产能中心地位短期无法撼动。**美国家电品牌的产能外移由来已久，而近年来对家电品牌的出售（GEA、开利等），更意味着美国家电品牌在逐渐放弃最后的品牌运营价值。

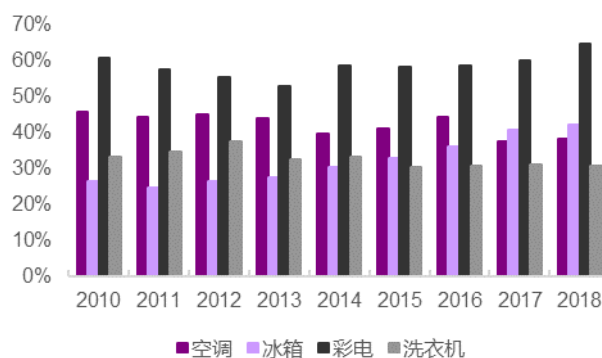
而反观中国，家电产能占到全球 50% 以上，部分品类更是达到 80%。同时，伴随着家电产能在中国的聚集，上游供应链配套体系也形成了聚集。而相比较其余部分行业，家电的产业链更长更复杂，在中国已经形成显著的配套优势和规模优势的情况下，美国短时间不可能在第三国找到替代产能。最为典型的如吸尘器、空调等产品，美国进口中源于中国的比重达到 80% 左右。所以，中美订单谈判确实存在一定的不确定性，但预计波动相对可控，而产生的关税大概率由双方协商后共同承担。

图 56：部分美国进口家电品类中国产品占比



资料来源：美国商务部，光大证券研究所

图 57：主要品类出口销量占总销量比例



资料来源：产业在线，光大证券研究所，2018 年为 1~11 月累计数据

**原因 2，除部分小家电企业，行业整体出口美国业务收入占比较小。**我们根据上市公司各自出口收入占比和出口中对美出口占比来大致测算对美出口收入占公司整体收入的比重。整体来看，出口为主的莱克和新宝，出口收入占比高，且美国是其主要的出口国，对美出口收入占比高于 25%。其余公司均因为出口收入占比低、拥有海外产能布局、部分品类不在清单之中等原因，预计对整体收入影响幅度可控。

表 7：重点家电公司出口美国收入占比测算

	重点公司	出口占比 (2018H1)	主要涉及品类	出口美国占总出口比例	出口美国占总收入比例
白电	格力电器	15%	空调	约 10%~15%	1%~2%
	美的集团 (不含东芝、库卡)	27%	空调、冰箱、厨电、电	约 20~25%	5%~7% (剔除在美合资公司后预计 5%以下)
	小天鹅 A	20%	-	-	0%
	青岛海尔 (不含 GEA)	14%	空调、冰箱	约 15%~20%	2%~3%

黑电	TCL 集团	46%	黑电、空调、冰箱	公司公告对出口业务无影响	
	海信电器	42%	黑电	约 30%~35%	主要通过墨西哥产能，预计受影响较小
照明	欧普照明	10%	光源、灯具	约 10%~20%	1%~2%
零部件	三花智控	46%	制冷配件、微通道	出口美国占总收入约 15%左右，但受清单影响金额预计小于 5%	
小家电	苏泊尔	22%	-	出口订单主要来源于大股东 SEB	
	九阳股份	1%	厨房小电	-	0%
	新宝股份	83%	小家电	约 30%	25%~30%
	莱克电气	67%	吸尘器、割草机	约 40%	25%~30%
	飞科电器	0%	-	-	0%
厨电	老板电器	0%	-	-	0%
	华帝股份	0%	-	-	0%
	浙江美大	0%	-	-	0%

资料来源：Wind，产业在线，海关总署，光大证券研究所测算

出口业务预判：需求放缓+贸易争端背景下，出口销量增速开始放缓，白电龙头收入/利润增速从过去双位数增长回落至个位数增长。

表 8：主要家电品类内外销增长预测

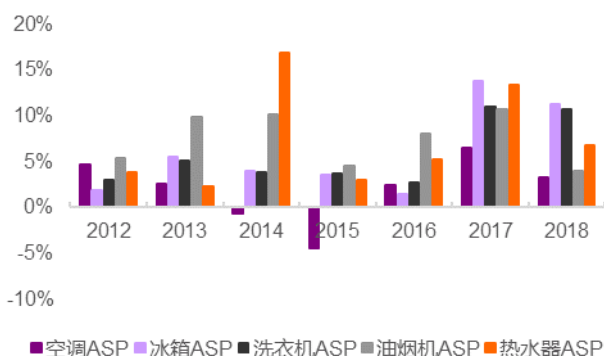
年份	空调			冰箱			洗衣机			彩电		
	销量	内销	出口	销量	内销	出口	销量	内销	出口	销量	内销	出口
2015	-8%	-10%	-5%	-4%	-7%	5%	0%	4%	-9%	1%	2%	1%
2016	2%	-4%	10%	2%	-3%	12%	6%	6%	7%	11%	10%	12%
2017	31%	46%	10%	1%	-6%	13%	7%	7%	9%	-1%	-5%	1%
2018E	4%	3%	5%	-2%	-4%	2%	2%	2%	2%	13%	2%	20%
2019E	-7%	-8%	-5%	-1%	-0%	-2%	-2%	-2%	-4%	-2%	-4%	1%

资料来源：国家统计局，产业在线，光大证券研究所预测

### 三、行业判断：从量价齐升到保增长，从定价红利到成本红利

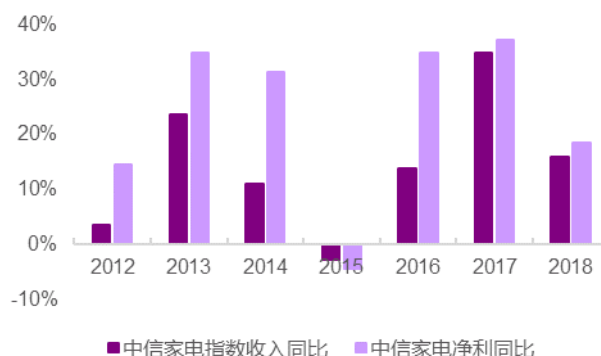
**2012-2018：量价齐升，利润率稳步增长。**回顾 2012-2018 年家电周期，除子品类各自需求周期的波动外，我们不难观察到另外两个显著特征：a) 主要品类的均价保持稳步提升（除 14-15 年空调去库存价格战），进而对公司收入增长有一定的支撑作用；b) 板块利润率持续改善，带来利润端增速超过收入端（即使 17-18 年原材料成本压力下，利润表现也较为良好）。

图 58：主要家电品类均价同比增速情况



资料来源：中怡康，光大证券研究所测算，2018 为 1~11 月累计数据

图 59：板块收入和利润同比增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，2018 年为 Q1~Q3 的累计同比增速

### 2019：价格增长+利润率提升趋势能否持续？

那么展望 2019 年，产品均价持续提升的趋势能否持续，又能否支撑企业利润端表现稳中有升？这就需要我们分析保障均价提升的前提条件以及 ASP 提升带动利润率提升的传导机制。

市场普遍认为，这轮周期中产品 ASP 提升背后的核心驱动力是产品结构升级，而 ASP 的提升自然而然带动利润率的改善。但是，我们一直反对简单的将 ASP 提升和产品升级划上等号。产品升级只是催化剂，行业供需关系良好+内部竞争温和+外部产业链价值分配，这三者才是产品提价的保障。

所以我们将这一框架下，对后续行业走势进行展望。考虑到各子板块因为各自产业链、需求特性和竞争格局的不同，我们从白电开始分板块进行分析和探讨。

## 3.1、白电：需求走弱制约提价，成本红利支撑盈利

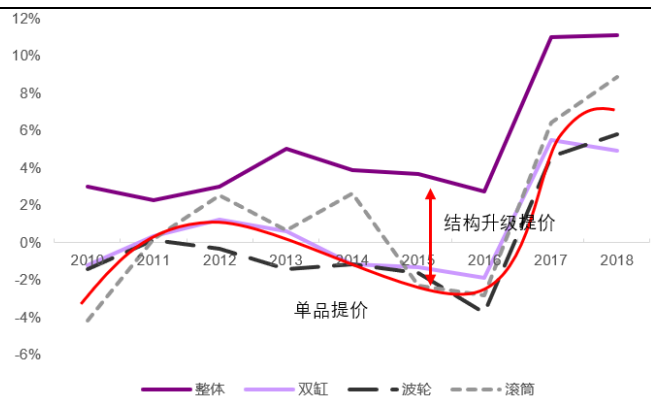
针对白电板块，我们先来看两个小问题：a) 产品升级趋势基本稳定，为何 2017 年空冰洗提价幅度提升显著？b) 冰箱提价幅度并不弱于洗衣机，为何板块公司利润率提升表现却有一定落差？

### 3.1.1、品类整体提价=结构升级提价+单品自身提价

**第一个问题是：为何 2017 年空冰洗 ASP 增速提升显著？** 根据中怡康统计，2017 年以来空调 ASP 同比增速达 5% 左右，而冰洗产品同比增速更是达 10% 以上，均较前期有显著提升。但 2017-2018 年产品结构升级速度相对稳定，并未有显著提升。为了解答这一问题，我们首先定量拆分空冰洗 ASP 变动的构成因素。分别考察空冰洗整体和分品类的 ASP 同比表现，不难看出，品类整体 ASP 的表现是由两个维度构成：

一个维度是结构升级（如单价更高的滚筒产品占比提升）带来的整体均价提升，另一个维度则是滚筒、波轮、双缸等各自单品的提价；为了方便表述，我们定义：**结构升级提价+单品自身提价=品类整体提价。**

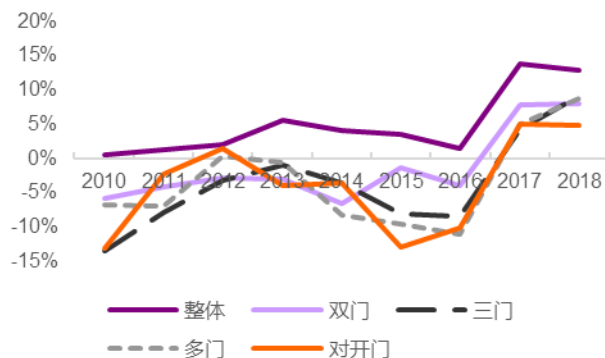
图 60: 洗衣机分品类 ASP 同比增速



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所

注: 2018 年数据为 1~11 月累计均价较 2017 年同期增速, 下同

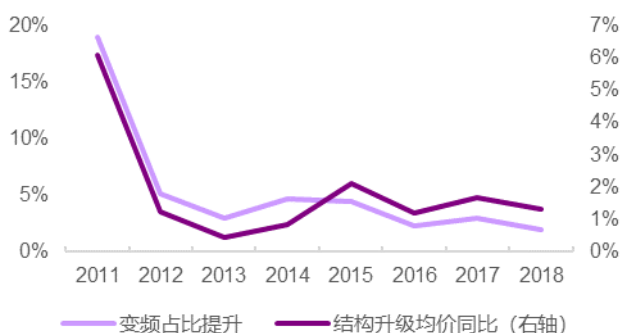
图 61: 冰箱分品类 ASP 同比增速



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所

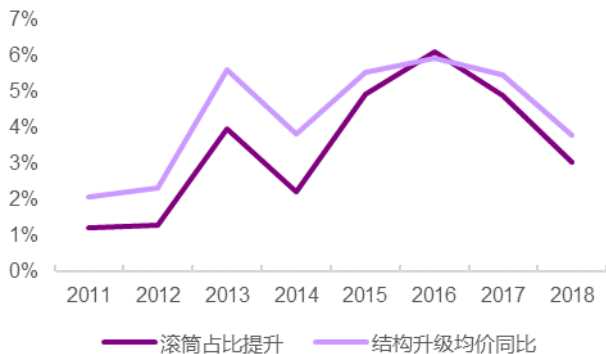
分别考察结构升级提价和单品提价两个维度。不难发现结构升级提价与结构升级速度一致性很高。而单品提价幅度则主要取决于原材料成本走势。所以, 2017 年以来 ASP 增速的提升本质上为成本压力下的单品提价。在这个拆分基础上, 我们来看提出的第二个问题, 冰箱板块 ASP 提升与利润率表现分化的内在原因是什么?

图 62: 空调结构升级速度及对均价提升贡献走势



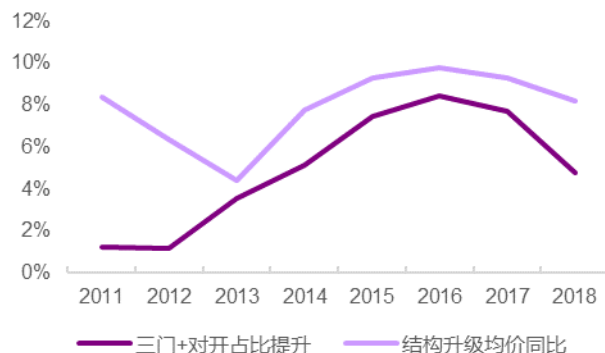
资料来源: 中怡康, 光大证券研究所测算, 2018 年为 1~11 月累计数据, 下同

图 64: 洗衣机结构升级速度及对均价贡献走势



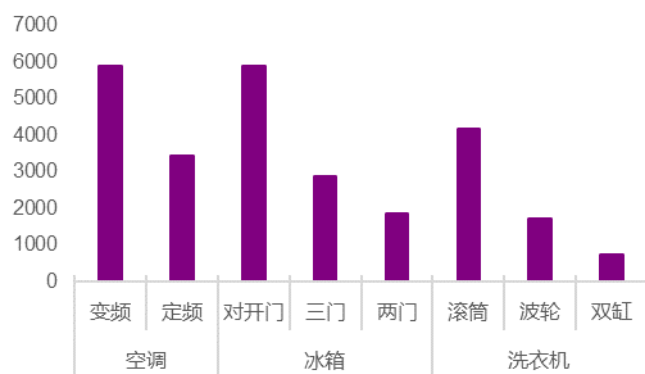
资料来源: 中怡康, 光大证券研究所测算

图 63: 冰箱结构升级速度及对均价提升贡献走势



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所测算

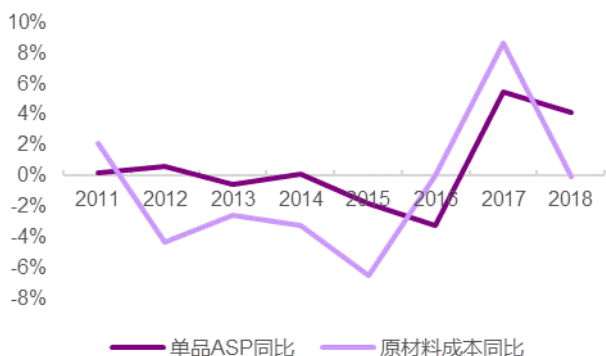
图 65: 空冰洗分品类均价对比 (元)



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所测算, 为 2018 年 1~11 月累计数据

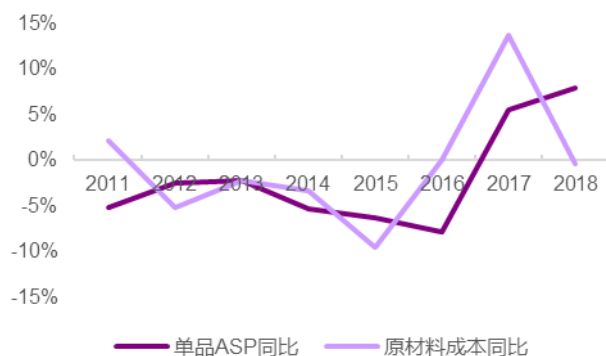


图 66：洗衣机单品提价与原材料成本走势



资料来源：中怡康，光大证券研究所测算，均价为 2018 年 1~11 月累计数据

图 67：冰箱单品提价与原材料成本走势

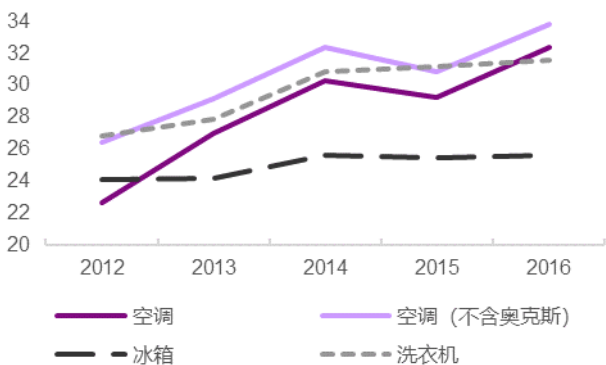


资料来源：中怡康，光大证券研究所测算，均价为 2018 年 1~11 月累计数据

### 3.1.2、需求+格局制约冰箱板块的“剪刀差”红利

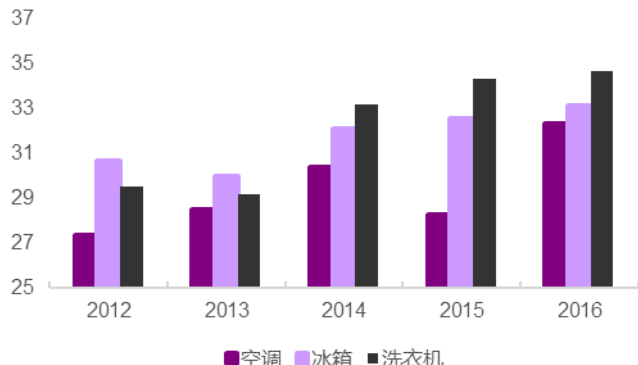
空冰洗中，冰箱板块公司毛利率提升幅度相对落后。空调和洗衣机板块平均毛利率的均值在 2012-2016 年期间呈现出显著上行趋势（2015 年空调板块出现下行主要因行业去库存引发的价格战），而冰箱毛利率的提升幅度则相对较弱。即使对于冰箱领域的龙头海尔来讲，2012-2016 年间其冰箱毛利率提升幅度也显著弱于自身的空调和洗衣机业务。

图 68：各板块主要公司毛利率变动情况



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 69：青岛海尔各业务毛利率变动情况 (%)

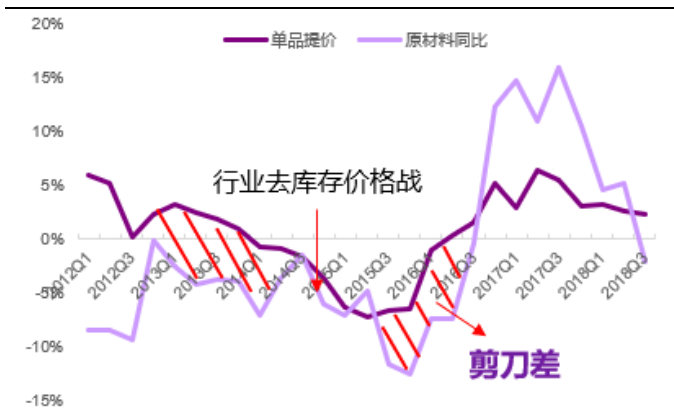


资料来源：Wind，光大证券研究所

然而单纯从冰箱的提价幅度来看，其并不弱于洗衣机和空调。所以，相较于简单考察 ASP 提升的绝对幅度，我们认为：单品自身提价刨除成本因素后才能更好的展现出“量价齐升”的真实含义：即企业在弱成本周期下能否享有宽松的定价环境。

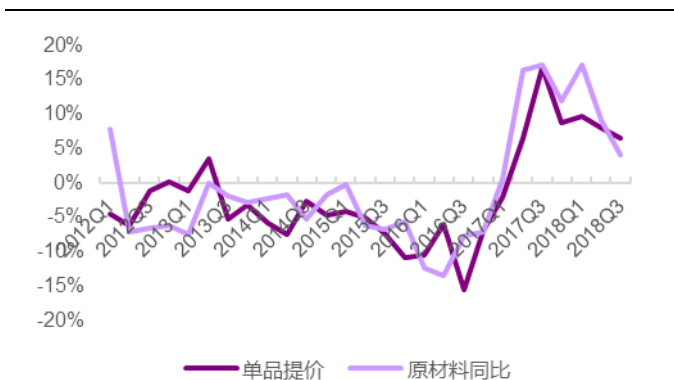
所以第二个问题的答案是：“剪刀差”红利才是利润表现的重要推手。观察单品提价幅度和原材料成本走势，可以明显看出 2012-2016 年期间，空调和洗衣机的单品提价幅度是显著高于其原材料成本走势的。我们将两者的差值定义为弱成本周期下温和提价的“剪刀差”红利。正是得益于 2012-2016 年间的“剪刀差”红利，龙头才能推动自身利润率不断提升，并与二线品牌逐步拉开差距。但是冰箱单品提价却和原材料成本增速走势基本趋同，所以利润表现较弱。

图 70: 空调行业“剪刀差”情况



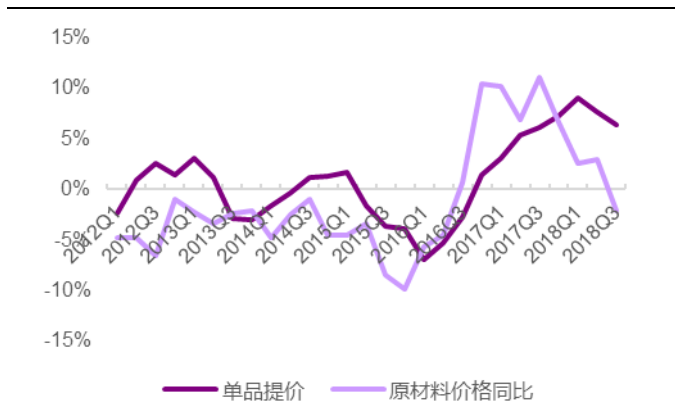
资料来源：中怡康，Wind，光大证券研究所测算

图 72: 冰箱行业“剪刀差”情况



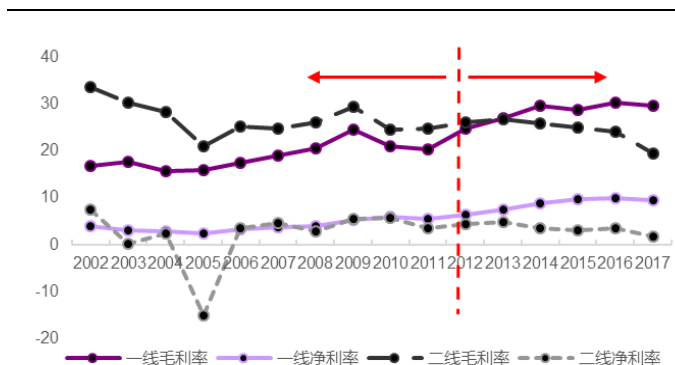
资料来源：Wind，中怡康，光大证券研究所测算

图 71: 洗衣机行业“剪刀差”情况



资料来源：中怡康，Wind，光大证券研究所测算

图 73: 板块公司利润率走势对比



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

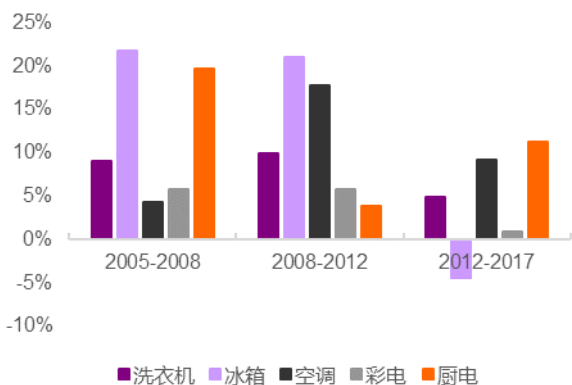
注：其中一线龙头包括格力美的海尔小天鹅，二线包括惠而浦、海信家电和长虹美菱

但是新的问题来了：同样的产品升级趋势下，冰箱行业为何无法以此为抓手，实现“剪刀差”红利呢？回顾我们章节开头提出的三要素（行业供需、竞争格局、产业链价值分配），我们认为一是冰箱需求偏弱，二是竞争格局相对差。

**需求：冰箱内销需求走弱，供需格局较差。**（1）2005-2012 冰箱内销一直维持 20% 以上同比增速，前期过高的增速对后续整体的需求（新增和更新）产生了一定的透支。（2）从日本数据来看，冰箱整体使用年限高于洗衣机，可能导致整体更新需求相对较弱。所以 2012 年后，空调洗衣机均继续保持稳步增长，而冰箱需求一直小幅同比下滑。

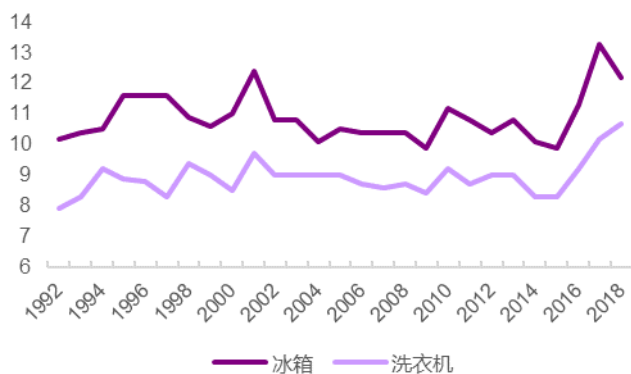
在需求不断下滑，但没有多余产能退出的情况下，行业供需格局较差。这一点从冰箱外销占比的不断提升可以看出，在内销供过于求，产能难以出清的背景下，富余产能不得已逐步转向海外市场（2008 年左右空调产能急速扩张，供需失衡后同样出现过类似的现象）。

图 74：2012 年以来洗衣机内销需求一直温和回落



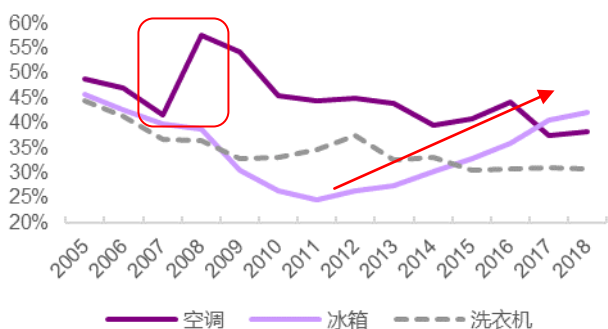
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 75：日本冰洗平均使用寿命情况（年）



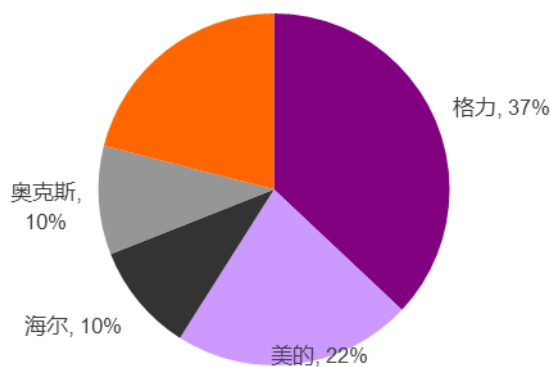
资料来源：日本内阁府，光大证券研究所

图 76：家电分品类出口销量占比情况



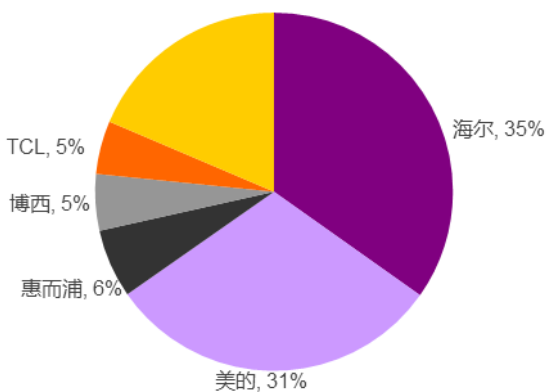
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 77：2018 年 1~11 月空调累计销量格局



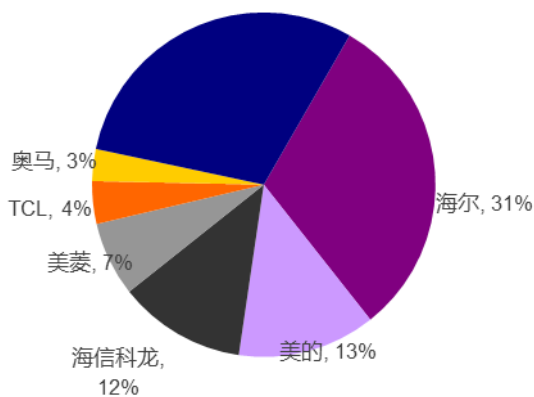
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 78：2018 年 1~11 月洗衣机累计销量格局



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 79：2018 年 1~11 月冰箱累计销量格局



资料来源：产业在线，光大证券研究所

**格局：行业格局尚未落定，第二梯队竞争激烈。**从竞争格局来看，冰箱也是三大白中格局相对最差的。空调制造的标准化程度最高，格力美的通过垄断压缩机产能和自身规模扩大形成显著的成本优势，推动份额集中。洗衣机的滚筒化升级提高了行业门槛，硬性技术壁垒造就了海尔小天鹅的双寡头格局。目前空调和洗衣机行业的 CR2 水平均可达 60%左右。

但冰箱产品由于多产线，多模具，标准化程度低，难以像空调一样快速形成规模优势；而大容量多开门的升级也只是带来龙头和二线之间产品力落差的扩大而非硬性的技术准入门槛，所以也未能形成快速洗牌。目前除海尔在产品和技术方面处于绝对领先，第二梯队的美的、科龙和美菱三个品牌竞争依旧较为激烈，份额尚未落定，竞争格局偏紧。

### 3.1.3、2019 年经营判断：需求/竞争制约，企业经营策略转向追求份额提升

在回答完上文提出的两个问题后，我们对白电行业 2019 年经营走势判断的思路已经逐步明晰。

作为抓手的产品升级趋势依旧还在，所以问题落在行业供需、竞争格局、产业链价值分配三个维度上。

首先来看需求，短期需求走弱，中长期增速中枢下移，企业对份额诉求提升。短期视角来看：在需求表现较弱的情况下，企业出于对增长的需求，对量的追求就会凌驾到价格维度之上（2014 年短期需求走弱的情况下，洗衣机的定价“剪刀差”就出现了一定的收窄）。

而从中长期视角来看：2012-2016 周期需求虽有波动，但整体新增需求红利仍在（冰箱除外），龙头产能投放谨慎，整体表现为供给紧平衡。但目前节点下，部分品类渗透率基本饱和，地产快速扩张期已过，行业需求的规模红利逐步淡化。

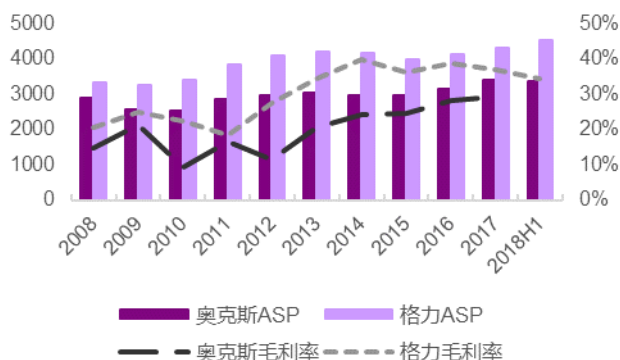
再来看竞争格局的维度，宽松定价+新零售渠道崛起，龙头垄断格局隐忧浮现。

龙头通过 2012 年以来的不断提价，获得了利润率的稳步提升。但是我们也看到，奥克斯等品牌的快速崛起以及小米等新玩家的跃跃欲试暗示着竞争格局最为良好的白电领域已经出现一丝松动的迹象。

而我们认为，行业格局出现松动主要由于以下两点原因：

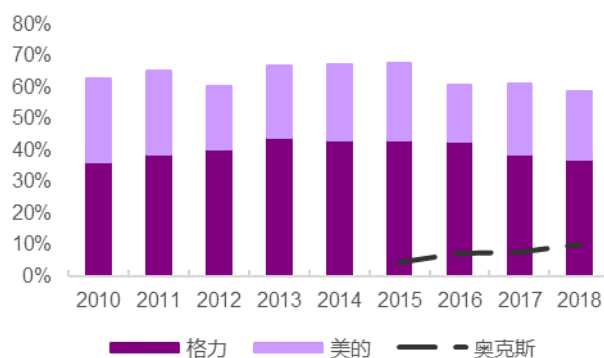
(1) 龙头不断提价营造出过于宽松的竞争环境。龙头量价齐增的经营策略使得二三线品牌利润虽然低于龙头，但也保持稳步提升的状态。所以在中小品牌能够实现良好利润的情况下，行业缺乏进一步集中的推动力。

图 80：奥克斯和格力营业数据对比（元）



资料来源：公司公告，产业在线，光大证券研究所

图 81：奥克斯空调出货份额已达到 10% 以上

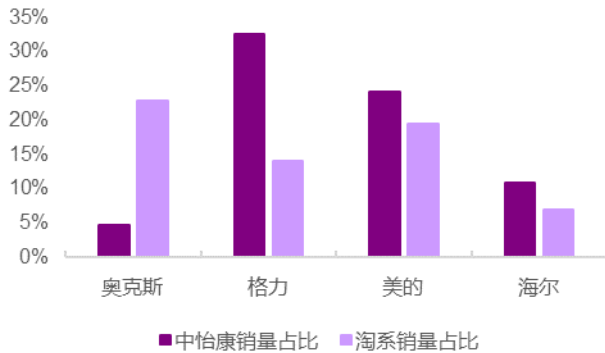


资料来源：产业在线，光大证券研究所

注：2018 年数据为 1-11 月累计

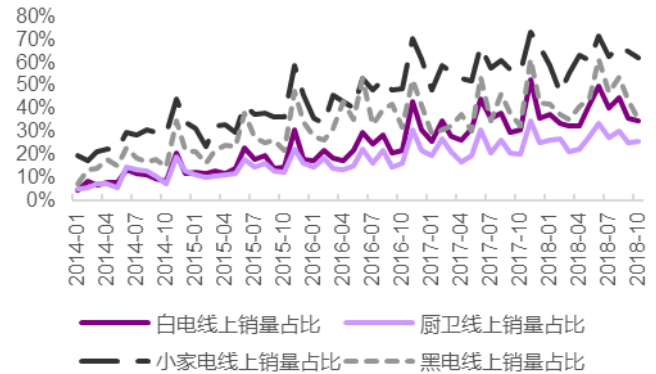
(2) 电商为代表的新零售渠道崛起，传统龙头自建渠道取得的渠道壁垒有所松动。近年来线上增速显著高于线下，整体占比水平不断提升。奥克斯等二线品牌通过低成本的线上渠道快速切入，凭借低价抢占市场份额。从淘宝系销量格局来看，龙头在线上的份额集中度显著低于线下。

图 82：主要空调品牌线上线下销量份额对比



资料来源：中怡康，淘宝网，光大证券研究所整理  
注：为 2018 年 1-11 月累计数据

图 83：各品类线上渠道销量占比



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截止 2018 年 11 月

而渠道端变革带来的格局变动从中长期看也会带来产业链价值分配的变化，这一话题我们将在下一小节做详细探讨。

所以，总结来看，在需求增长停滞或放缓的背景下，企业会寻求存量市场份额的提升，而竞争格局的松动也使得企业的提价策略逐步趋于谨慎。所以，我们判断，2012 年以来企业的“量价齐升”和“适度规模增长下的利润率提升”思路将在 2019 年迎来转折点，企业策略将转向“定价趋紧保份额保增长”，而如果没有强政策干预带来零售和预期的转向，这一转变将大概率发生在 2019 年春季零售开启后。

那么在定价趋紧的背景下，企业的利润表现是否会受到影响呢？我们对龙头利润表现相对乐观，维持高利润率的来源将从宽松定价转向成本红利。

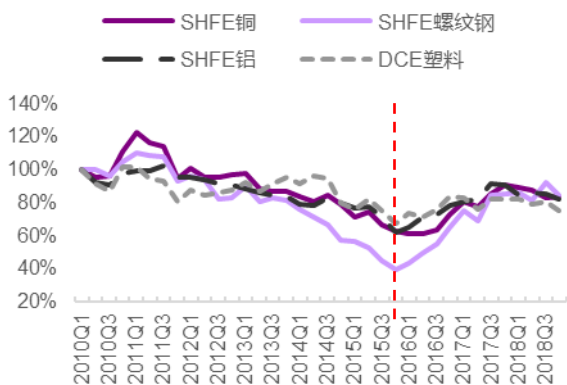
### 3.1.4、原材料价格弱周期中，从定价红利到成本红利

**原材料价格：有望进入新一轮的弱周期。**2016 年起，原材料价格进入一轮迅速的上涨周期，并于 2017 年到达高位，导致企业成本端压力凸显。但在 2017-2018 年的持续产品提价后，整体成本端压力已经基本完成消化。而 2018 年以来，主要原材料价格开始呈现环比走弱的趋势。

而在短期地产+宏观经济压制下，下游需求端走弱，而上游的环保政策边际放松，叠加美元走势较强，根据光大钢铁和有色团队的分析，大宗商品原材料价格仍将整体处于相对弱周期。

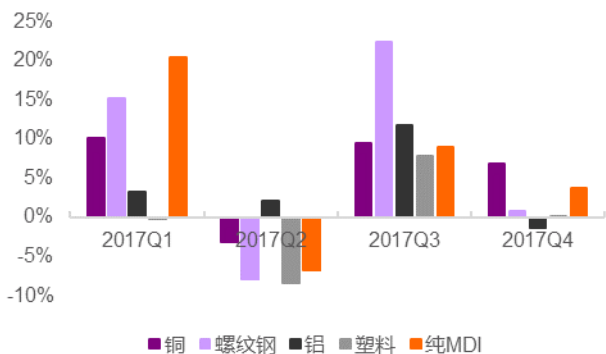


图 84：原材料价格变动情况



资料来源：Wind，光大证券研究所  
注：数据截止 2018 年 Q4，下同。

图 86：2017 年主要原材料价格环比涨幅较大



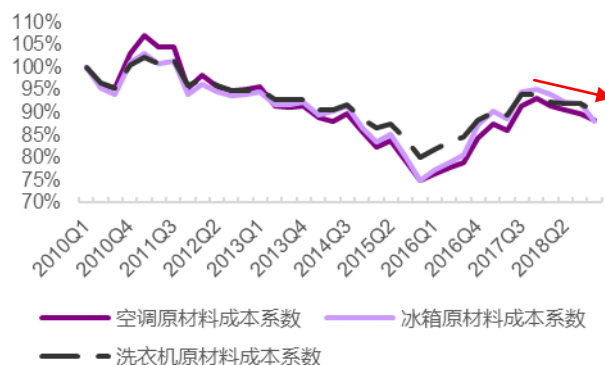
资料来源：Wind，光大证券研究所测算

表 9：原材料价格对成本和毛利率的影响敏感性测算

	17 年均价同比	18 年均价同比	2019 季度环比	空调毛利变动	冰箱毛利变动	洗衣机毛利变动
铜价增速	29%	3%	0%	0.4pct	0.2pct	0.1pct
			-2%	1.4pct	0.5pct	0.4pct
			-4%	2.3pct	0.9pct	0.6pct
钢价增速	47%	12%	0%	-0.4pct	-0.5pct	-0.5pct
			-2%	0.3pct	0.4pct	0.4pct
			-4%	1pct	1.4pct	1.4pct
铝价增速	20%	-2%	0%	0.1pct	0pct	0.1pct
			-2%	0.2pct	0.1pct	0.2pct
			-4%	0.3pct	0.2pct	0.3pct
塑料增速	7%	-1%	0%	0.2pct	0.3pct	0.2pct
			-1%	0.3pct	0.6pct	0.3pct
			-2%	0.4pct	0.9pct	0.5pct

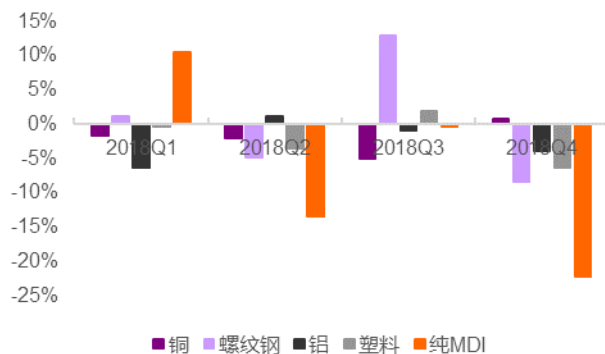
资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 85：空冰洗成本系数走势



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 87：2018 年主要原材料价格环比逐步走弱



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

**从定价红利到成本红利，2019 年龙头高利润率水平将继续维持。**2019 年对家电企业来讲，原材料成本的走弱一方面将给企业定价的收缩提供更大的幅度弹性；另一方面，虽然随着定价趋紧，2012 年以来的以产品升级为

抓手的宽松定价红利逐步消失，但大宗商品价格弱周期下的成本红利将接棒支撑龙头保持利润率水平的基本持平。

表 10：空冰洗 2019 年均价增速拆分预测

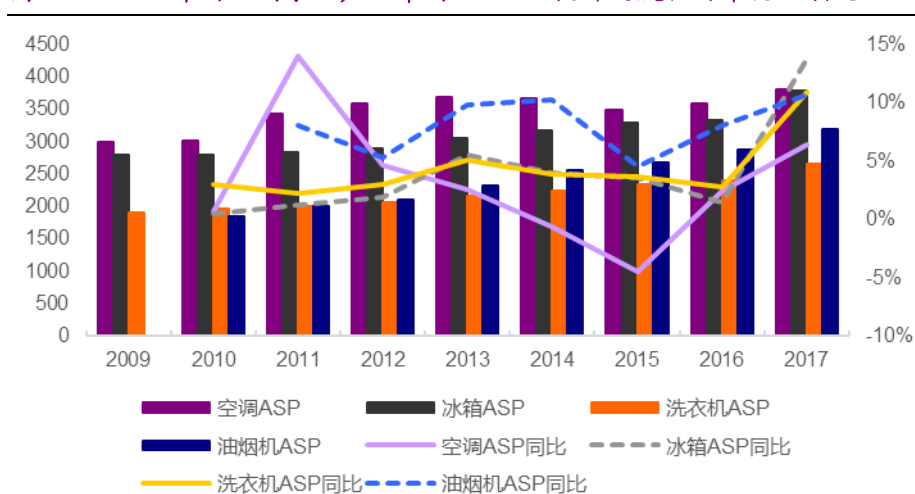
	原材料成本同比	单品定价剪刀差	结构升级提升	均价同比区间
空调	-3%	0%左右	1%	-3%~-1%
冰箱	-3%	0%左右	5%~7%	3%~4%
洗衣机	-3%	0%左右	3%~4%	1%~2%

资料来源：光大证券研究所预测

### 3.2、厨电：行业空间没有分歧，经营模式需要升级

2012-2017 年，厨电行业一直依靠量价齐升的经营思维。在没用显著结构升级的前提下，厨电 ASP 提升领跑家电背后的三板斧是什么？

图 88：2017 年前主要家电产品中厨电 ASP 提升速度相对平稳且领先



资料来源：中怡康，光大证券研究所

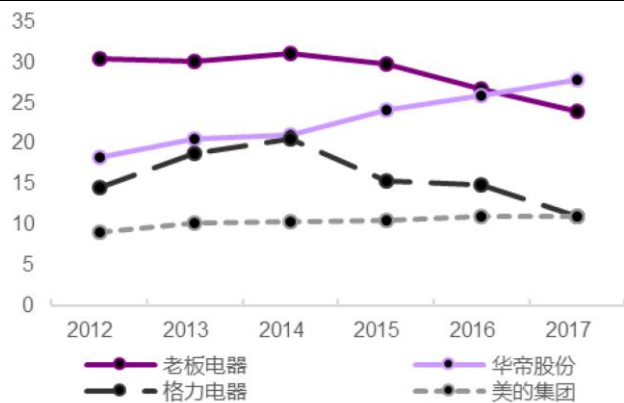
**需求与格局红利：竞争格局宽松，需求向上周期中龙头默契提价。**国外高端厨电品牌进入中国市场后没有抓住消费者对吸力需求大的痛点，导致始终没有占据主流地位，无法起到一个价格标杆的作用。而初期国内的竞争者也多为地方性企业，参与者体量都较小。所以相对优质的品牌企业得以迅速跑出，并根据自身的品牌定位，形成了较为稳定的品牌格局。在地产大周期向上带动需求规模快速成长的周期中，各公司默契提价共同分享行业蛋糕。

**渠道红利：高举高打塑造品牌形象，建立 KA 渠道壁垒。**一二线城市的 KA 卖场是厨电销售的重要渠道，更是产品形象和实力展示的重要途径，导致竞争十分激烈。以老板电器北京和上海的销售子公司为例，这两块市场由公司直接经营而非通过代理商，理论上其毛利率应该较公司总体毛利率更高。但是由于对北上市场的覆盖以 KA 为主，且为各品牌大力争夺的核心市场，销售公司的实际净利率水平仅在低个位数波动，远远低于公司总体净利率。可以看出，核心市场 KA 渠道的高昂费用率直接阻断了诸多盈利能力较弱的二三线品牌在核心市场的竞争能力。为行业龙头提供了线下渠道的保护。

此外，厨电产品特性也较为特殊。由于具备强装修属性，在房价的财富效应下，消费者的价格敏感度相对较低。厨电具备两个重要特征：1) 与房屋配套消费；2) 重置成本较高且具备外观属性。所以在住房购置高成本的

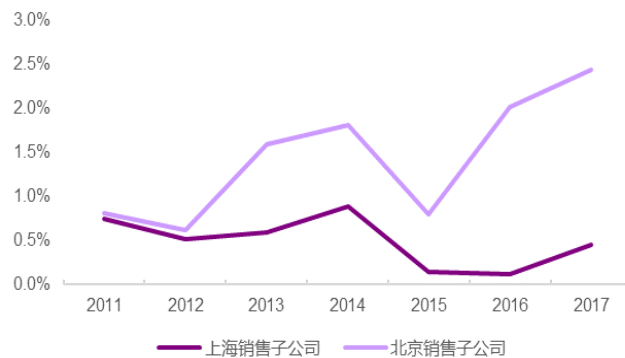
前提下，消费者进行相关配套消费的价格敏感度相对较低。同时，2008-2018年间居民收入的快速增长以及房屋价格的不断上涨带来的财富效应进一步的强化了这一结论。

图 89：白电厨电龙头销售费用率对比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 90：老板电器北京上海销售公司净利润率情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

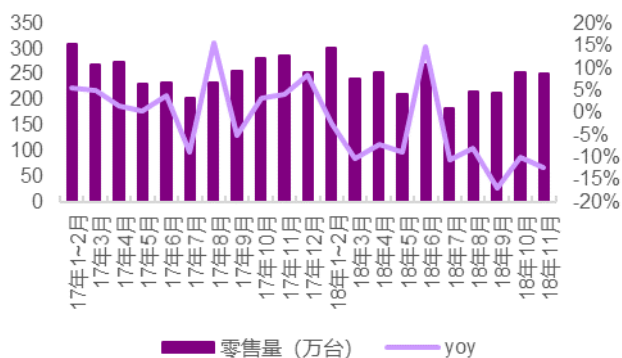
从 2018 年开始，厨电行业过去的成长逻辑有所变化。。这些变化主要体现在以下几个方面。

**第一个短期变化来自于需求周期的变化。**在所有品类中，油烟机/灶具由于更新频率较低，主要和装修挂钩，受地产周期的波动影响是最显著的，随着地产销量前期转负（特别是一二线地区销量的大幅下滑），厨电需求短期转向负增长。同时，由于中国地产快速扩张大周期逐步步入尾声，对于未来厨电行业规模的拉动效应也将边际趋弱。

**第二个中期的变化来自于渠道碎片化带来的竞争格局的松动。**一方面，在过去几年的发展过程中，伴随需求/格局红利，厨电行业 ASP 持续提升，产业链盈利较为丰厚。此外，过去的销售渠道集中在线下，无论是 KA 还是专卖店渠道都存在排他性和保护性，除美的、海尔等渠道禀赋强大的企业之外，外部竞争者要进入行业分得红利存在一定的阻碍。

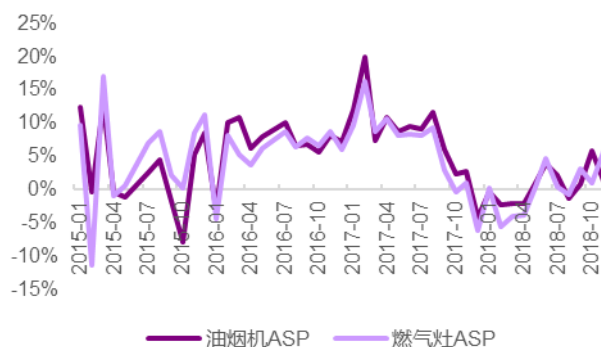
**但电商占比的持续提升以及橱柜等新兴渠道的崛起分流了传统渠道的流量，从而影响了原先相对稳定的竞争格局。**同时，电商等新渠道效率较高，流通成本较低，使得竞争者可以快速绕开传统线下渠道的高成本和渠道保护特性，将产品以低价直达消费者，进而直接冲击现有格局。根据我们对淘宝线上数据的整理，格局出现了一定的收紧，龙头份额下滑，均价增长进入弱周期。

图 91：2018 年以来油烟机销量走势较弱



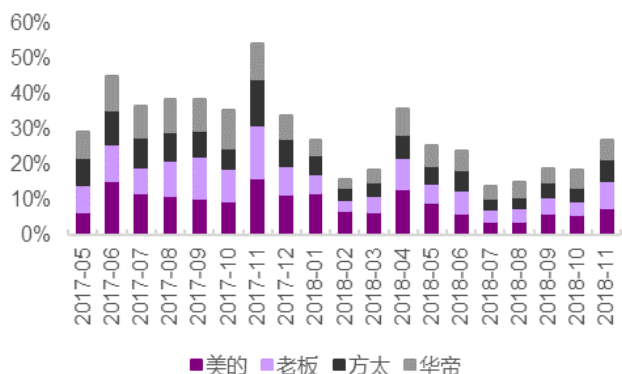
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 92：2018 年以来油烟机均价走势较弱



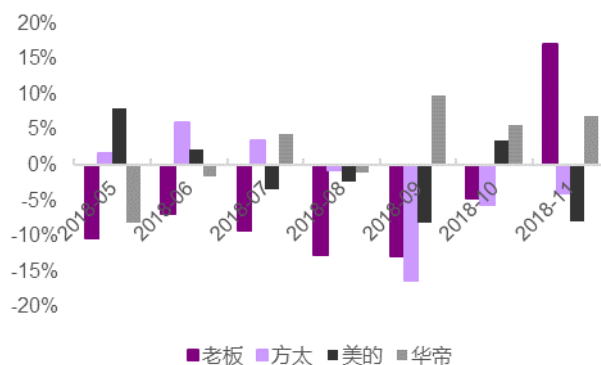
资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截止 2018 年 11 月

图 93：淘宝系线上油烟机销量份额较为分散（含套餐）



资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

图 94：淘宝线上主要品牌烟灶套餐 ASP 同比增速



资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

行业需求走弱，只是竞争偏紧的导火索，下一阶段厨电公司的战略需要升级，产品能力的提升+渠道模式的升级。一方面，从原先的单品类逐步扩张到嵌入式产品、热水器等新兴品类，寻找新的增长点，并提升产品迭代创新能力，持续推出符合消费者痛点，与消费升级趋势的优质产品。另一方面，改革原先粗放的分销式销售模式，逐步走向零售导向，提升渠道效率，从而有效地解决各个渠道的利益冲突，实现多渠道的融合管理。

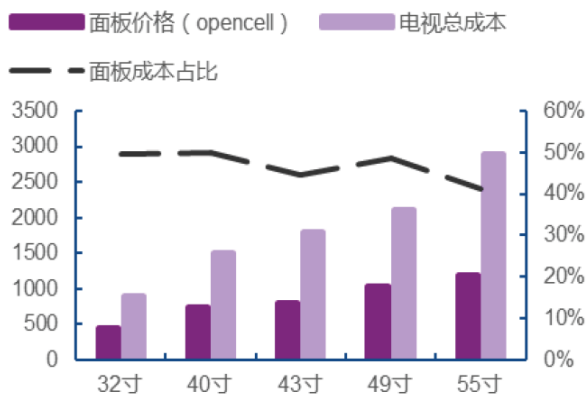
厨电行业的规模与成长空间仍毋庸置疑。从客单价与品类延展的空间而言，厨电市场完全可媲美空调行业。虽然现阶段行业逻辑有所承压，企业进入战略调整与改革期，但长期来看，围绕厨房全生态，一定仍会诞生品类齐全，具备专业品牌口碑的优秀厨电企业。

### 3.3、黑电：上游面板为产业链价值主体，考虑上下游一体化获取利润

近年来黑电公司财务与股价表现较弱的原因主要由于产业链的定价权相对较弱。黑电厂商上游的主要价值集中在面板环节（成本占比达 40%~50%），而上游面板又是全球开放的统一价格体系。所以对于黑电整机厂商来讲，无法像白电产商一样掌控上游核心制造环节形成壁垒或规模势；下游方面则主要通过第三渠道进行销售。

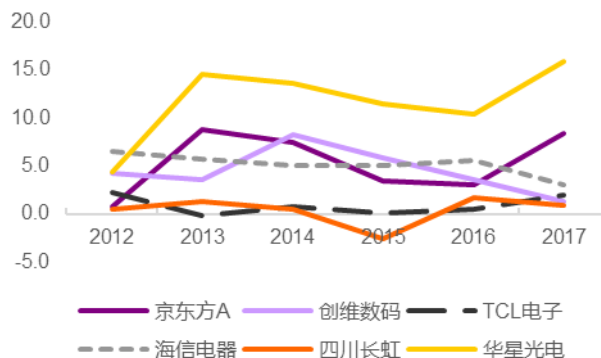
所以从产业链价值分配的视角来看，上下游完全开放，而组装环节差异化又较低，故整机厂商无法驱动品牌份额的集中，且产业链定价权较弱，自身盈利稳定性无法得到保障。

图 95: 2017 年电视面板成本占比测算 (元)



资料来源: HIS, 奥维云网, 光大证券研究所

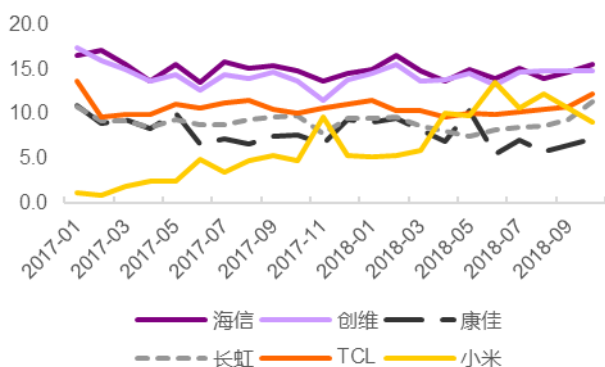
图 96: 电视和面板厂商利润率走势情况 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

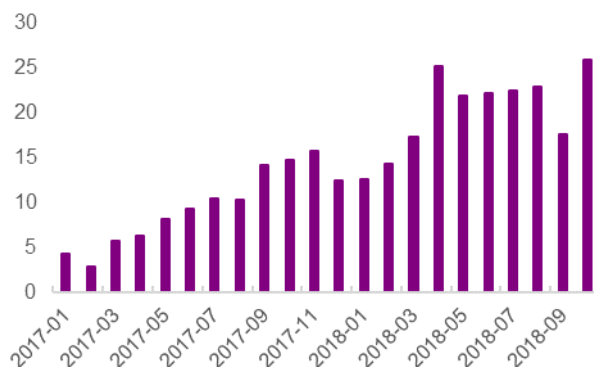
近年来小米等互联网企业通过 OEM 代工，并依靠自身高效零售能力进行价格战，取得了份额的快速增长，行业竞争格局进一步趋紧，整机厂商利润空间被进一步挤压。

图 97: 智能电视零售量份额表现 (%)



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 截止 2018 年 10 月

图 98: 小米智能电视线上零售量份额表现 (%)

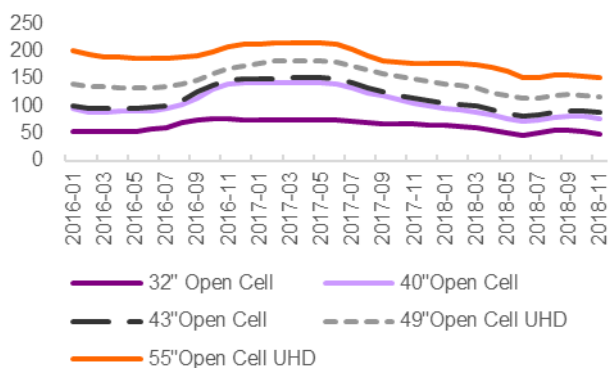


资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 截止 2018 年 10 月

总体来看，国内电视已经进入成熟期，需求相对稳定，且竞争激烈，格局趋紧，投资逻辑较弱。我们认为，黑电的增长逻辑来自于海外市场和产业链一体化整合。

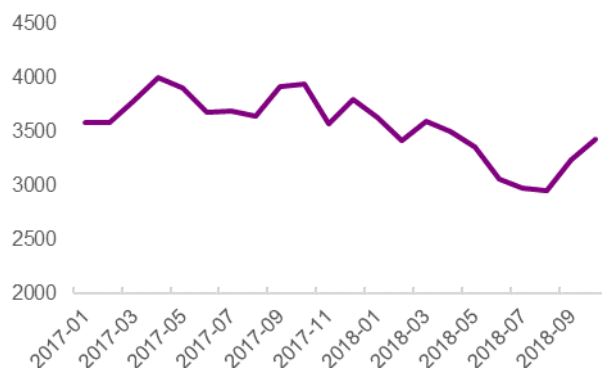


图 99：上游面板均价进入下行期（美元）



资料来源：pricewise，光大证券研究所，截止 2018 年 11 月

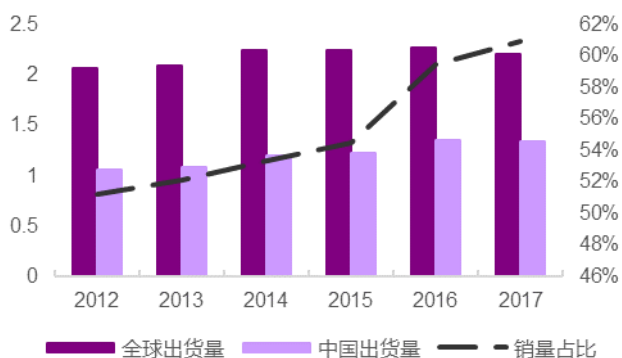
图 100：智能电视均价走势（元）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，截止 2018 年 10 月

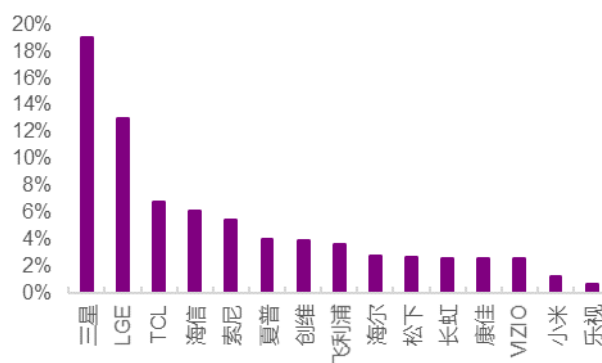
产业链转移大势所趋，中长期黑电的成长逻辑来自海外市场。2017 年全球黑电出货规模达到 2.2 亿台，是国内需求规模的 4 倍，从全球范围内看，一方面日本企业的持续退出仍是大趋势；另一方面，面板制造带动整条电视产业链持续向大陆转移，国内供应链体系逐步超越韩国，中国企业在全球站稳脚跟是大概率事件。随着产业链的持续转移，市场还有充足的增长空间。

图 101：全球电视产能还在持续向国内转移（亿台）



资料来源：奥维云网，产业在线，光大证券研究所

图 102：2017 年全球 TV 品牌份额情况（%）



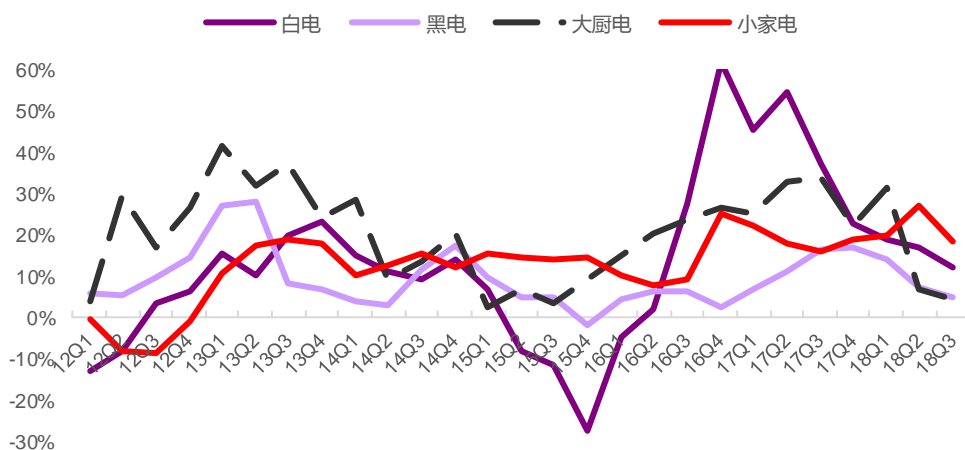
资料来源：WitsView，光大证券研究所

产业链一体化厂商未来可以结合上游面板与整机环节，综合考虑产业链价值的分配，实现竞争优势。一方面，现阶段整机环节竞争激烈，厂商净利率普遍在盈亏平衡点大幅波动，若考虑整条产业链价值分配，有可能以整机环节负利润率的形式在价格竞争中占据优势，最终实现集中度的提升。另一方面，当前电视尺寸与 SKU 繁杂，实际影响了整机环节的规模效应，若从面板——整机环节进行整体尺寸的规划与精简，未来有望提升整条产业链效率，从而逐步建立规模与成本壁垒。

### 3.4、小家电：收入逆周期属性强，自下而上抓个股逻辑

回顾 2013 年以来家电各子板块的收入增速，小家电板块的收入增速基本维持在 10~30%之间，18Q3 以来白电、黑电和大厨电板块收入增速均出现明显下行，但小家电板块收入依然保持较好增长，收入增速的逆周期属性彰显。

图 103：小家电板块收入增速逆周期属性强



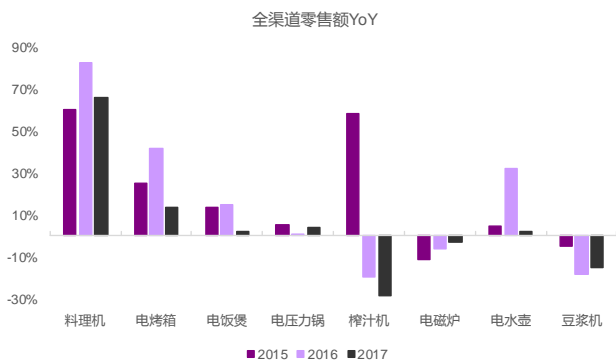
资料来源：Wind，光大证券研究所

小家电板块收入增长的动力主要来自于：（1）厨房小家电需求成熟，部分品类升级拉动需求低速增长；（2）新品类普及的市场红利。

受益于老品类升级，厨房小家电需求低速增长。普及较早的厨房小家电品类，如电饭煲、电水壶，需求较为刚性，存量更新需求占比高，因此基本不受地产周期影响，过去几年在消费升级趋势下，国内掀起 IH 电饭煲、破壁料理机等老品升级的潮流，带动厨房小家电整体需求稳中有升。

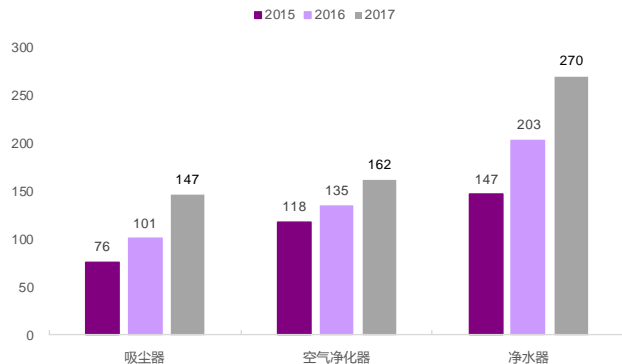
新品类规模快速增长，普及红利成为需求新动能。除了厨房小家电，家居生活电器和个护电器中有不少新品类开始进入普及期，并且零售规模快速增长，据奥维云网统计，2017 年吸尘器、净化器和净水器三大品类零售额已经分别超过 147/162/270 亿元，新品类普及红利成为小家电行业需求增长的新动能。

图 104：老品类升级拉动厨房小家电需求低速增长



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 105：新品类规模快速增长成为需求新动能 (亿元)



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

综合性小家电龙头壁垒较高，持续成长能力强。小家电单品规模相对较小，突破增长瓶颈需要依靠持续的品类扩张，成功的品类扩张离不开成熟高效的产品研发体系的支撑。与此同时，由于小家电适合线上渠道销售，线上渠道对线下渠道的冲击较大，只有通过产品组合和渠道提效才能保障线下渠道的生存能力，形成渠道纵深优势。综合性小家电龙头在研发体系和渠道运营上壁垒较高，持续成长能力更强。

把握品类红利，寻找具备长期竞争力的细分品类龙头。小家电细分品类较多，随着消费能力的溢出，许多新品市场规模快速增长，比如无线吸尘器、扫地机器人、净水器等，为在该品类具备先发优势的公司带来阶段性快速成长的机会，但在品类红利之外，需关注细分龙头的竞争壁垒，警惕因新进入者快速增加，而导致竞争格局的恶化，寻找具备长期竞争力的细分品类龙头。

## 四、长期展望：新周期来临，拥抱渠道变革

我们多次指出，站在当前这个时点下，随着家电规模扩张红利的淡化，新零售渠道快速崛起，传统家电行业粗放式渠道模式受冲击日益明显，家电需要怀抱新零售思维，积极变革渠道，乃至变革组织。

所以，在做好需求周期、量价表现的跟踪之外，更应该将视野提升到更高的产业变革层面，理解并拥抱渠道变革。

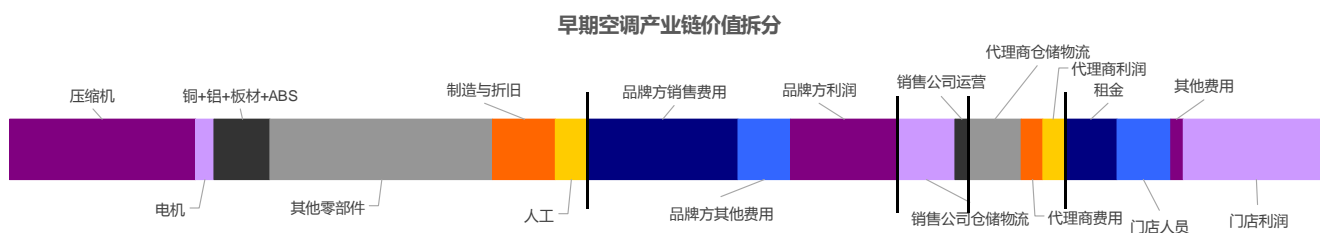
### 4.1、如何理解新零售渠道对传统渠道的冲击

我们以早年空调的产业链价值拆分来观察传统分销模式的低效之处。这一传统的分销模式在2012年以前尤为典型，彼时在需求的高速增长环境下，品牌商的诉求是迅速地将产品卖给消费者，渠道只是一个触达消费者的途径。叠加当时相对不便的交通与较高的渠道成本，形成了一个层层分销、相对低效的渠道体系。这一体系的典型特征包括：

- 1) 厂商并不直接面对消费者，与C端割裂，无法感知需求变化。品牌商本质上只是一个制造商，与消费者之间隔着一级又一级分销渠道，真正面对消费者承担销售职能的是一个一个门店装修、销售能力参差不齐的专卖店老板，零售能力差。在早年需求持续增长、供不应求的时代，也并不是主要矛盾；但随着需求转向更新换代，竞争从增量转向存量，以及消费者需求的更加碎片化、多样化，要求厂商更多的直接接触用户，感知消费者需求。
- 2) 各级之间数据不透明，由生产驱动销售，库存水平高导致仓储物流、资金成本高企。由于缺乏有效的互联网工具和信息化系统，分销体系之间也是相对割裂的，厂商无法了解渠道数据与终端需求，由生产端按计划生产并向渠道分销，库存水平无法监控，因为需求的周期性波动而产生库存周期，带来较高的仓储物流与资金成本。
- 3) 渠道层级多，各级均有较多的人员、费用及相应利润。例如上市公司、销售公司、代理商/经销商公司所需的销售人员相关费用；各级均需要保留仓储物流职能；各级渠道均需要一定的合理利润。

因此，传统分销模式的低效导致了早期家电过高的流通成本，我们从下图可以看出，制造端成本仅占商品价值的40%左右，消费者为渠道支付了相对较高的成本。

图 106：空调产业链价值拆分（核心零部件占成本比重较大）

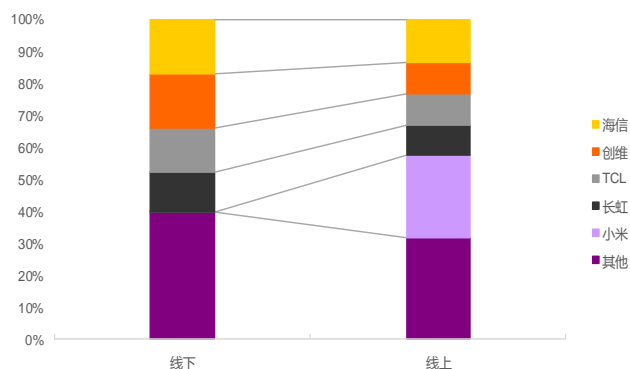


资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算

那么渠道更迭对竞争格局的影响就显而易见了：即通过打破原有产业链的价值分配，给新品牌突破的空间与机会。近年来家电行业各子行业，均出现了因电商崛起导致的品牌格局变化，即使是制造与产业链壁垒相对强势的白电产业，也出现了奥克斯这样的黑马。举例而言：

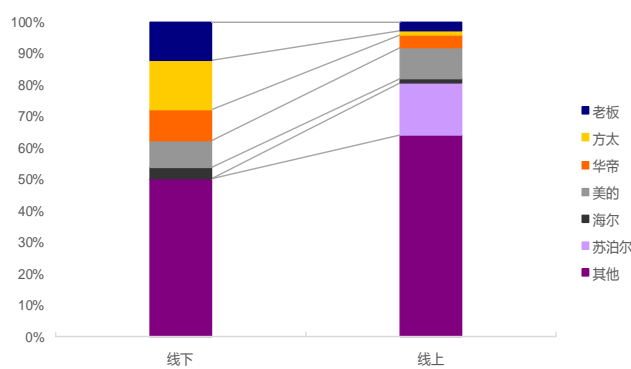
1) 电商打破了线下渠道的信息不透明与投入壁垒。等于绕过了传统厂商的先发优势，其他行业新进入者打造爆款单品即可通过电商渠道放量，因此我们可以看到一些产品差异化相对较低，品牌集中度还不够高的行业，线上集中度明显低于线下，新品牌普遍从线上开始突破，如近年来的黑电、厨电。

图 107：电视机线上线下品牌份额对比



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，为 2018 年 1~10 月累计数据

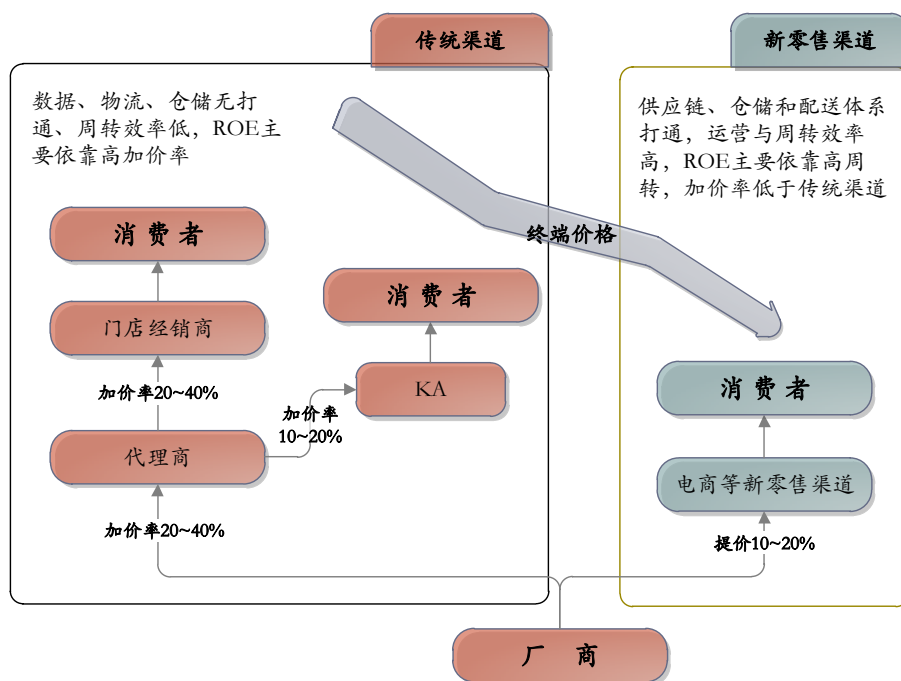
图 108：燃气灶线上线下品牌份额对比



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，为 2018 年 1~10 月累计数据

2) 电商的扁平层级与极高的运营效率，在同等 ROE 的情况下，加价率远低于传统渠道，带来产业链效率的优化。新品牌可以借助电商渠道在价格上产生显著优势，同时对于传统品牌来说，也面临线上线下渠道冲突的核心问题。

图 109：新零售渠道对传统渠道的冲击与替代



资料来源：光大证券研究所绘制

## 4.2、家电渠道变革方向：从粗放分销到高效零售

### 4.2.1、打通渠道信息流，直面消费者

既然计划从分销转向零售，第一件事就是要打通从生产端到消费者这一整条渠道的信息流。通过互联网的工具与信息系统的建立，全面了解终端零售情况以及产业链库存水平，以需求驱动生产。这样带来的好处显而易见，不仅能够更加敏锐的把握需求变化，生产出击中消费者痛点的优质产品，同时能够降低整条产业链上的库存水平，减少冗余的仓储、运营费用，提升周转效率，驱动全产业链 ROE 的提升。

近年来，领先的龙头公司已经在持续改造传统分销产业链，建立打通到消费者端的数据系统。但对渠道信息流的掌控要求厂商对 IT 系统持续投入，并要对经销商有较强的控制力，并非一日之功。目前各上市公司在推进信息化时遇到的典型问题是：1) 经销商并不愿意让厂商知晓自身的经营与盈利情况，因此对信息流的打通存在抗拒心理；2) 一些低线城市的乡镇网点受制于区域经济发展水平与日常使用习惯，并不按照系统要求进行操作。因此并非启用数据系统就能实现完全的信息流打通，过程中不仅需要厂商对渠道体系有较强的掌控能力，同时系统不断迭代更新、简化操作，最终真正实现有效打通。

表 11：目前重点龙头公司的数据化系统一览

公司	代理商进销存系统	二级客户进销存系统
美的集团	美云销	美云销
青岛海尔	巨商汇、E-store 等	易理货
欧普照明	A8 等	欧管家、欧立方等

资料来源：公司公告，光大证券研究所



### 4.2.2、强化品类扩张与协同，降低单位渠道成本

根据上文的产业链拆分测算，大家电单位渠道成本中，人员及营销费用、仓储物流、租金占比达到70%以上。其中人员及营销费用指的是上市公司及各级渠道为提供销售支持所支付的人员工资以及相关的营销引流成本；仓储物流费用指的是从工厂到各地销售公司/代理商仓储、销司/代理商配送至经销商、经销商最后一公里的各级仓库以及配送费用。渠道效率的提升离不开这些主要渠道成本的下降。

表 12：大家电细分品类渠道成本构成

细分品类	人员费用占比	仓储物流及安装占比	租金占比
空调	25~30%	25~30%	10~15%
冰洗	25~30%	20~25%	15~20%

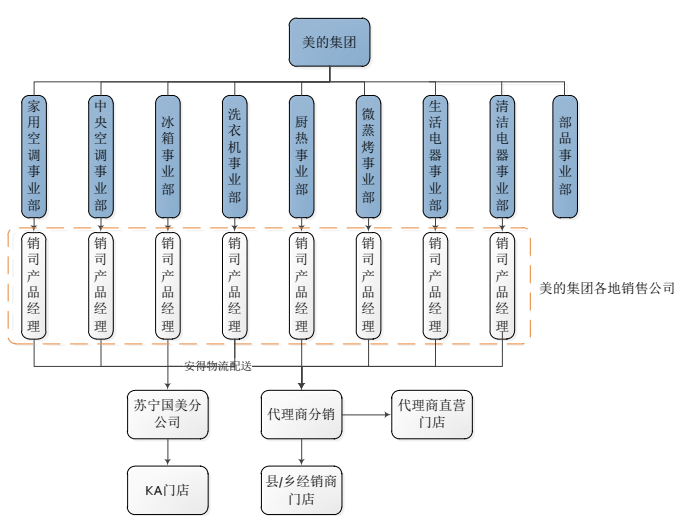
资料来源：光大证券研究所估算

多品类、多品牌融合能够有效提高坪效，并降低人员费用（包括营销引流成本）、租金这类单位渠道成本，以及最终的加价率。在行业粗放发展的时代，家电公司普遍以单品扩张为主，未来要想实现渠道效率的革命性提升，品类协同是最为重要的抓手。

我们以目前大家电里品类/品牌融合做的相对最好的海尔为例，在我们2018年调研的中西部典型地区，海尔市区大店（苏宁国美等KA店）坪效可以达到5~8万，远超行业平均，三四线地区（包括县级城市）的专卖店也普遍可以做到2~3万甚至更高。品类充分融合后，销售管理人员的配置上也可以做到更高效率。因此，海尔的直营经销商（由销售公司对接，只做门店零售）加价率无论和KA或线上相比均已较为接近。

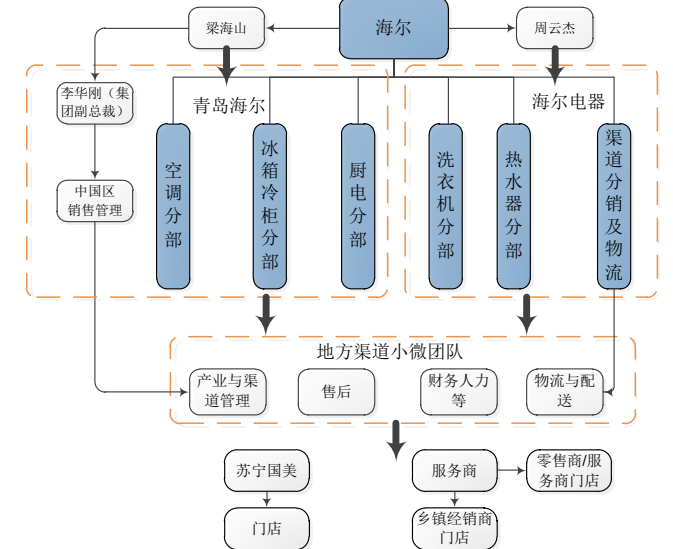
但品类的持续扩张与融合绝非易事，清晰的战略、合适的组织架构与优秀的管理能力缺一不可。过去二十年是各品类家电需求高速扩张的时代，为了快速灵活的做大单品规模，家电公司普遍是单品事业部的架构，各品类独立考核、独立发展渠道。而未来围绕品类协同的组织架构变革将是家电公司最重要的战略方向之一。

图 110：美的集团管理架构图表（不涉及财务结算关系）



资料来源：光大证券研究所根据公司公告，调研信息绘制

图 111：青岛海尔管理架构图表（不涉及财务结算关系）



资料来源：光大证券研究所根据公司公告，调研信息绘制

### 4.2.3、打通供应链，管理下沉，走向“类直营”

我们从空调早期的产业链价值拆分可以看出，渠道的各类职能分别由不同的渠道层级来承担。其中，销售公司承担着从工厂到省级区域的干线仓储物流，以及各地的经营管理职能；代理商承担从省级仓储到地县市的二级仓储物流，以及部分分销职能；经销商则负责终端的门店经营与零售职能。同时各级渠道也同时承担着各自的资金投入与现金流任务。

多级渠道存在大量冗余费用与不合理利润，渠道层级存在大幅整合简化空间。前期我们提到，家电分销模式的低效原因之一便是层级过多，各级之间费用投放冗余不高效，并且都需要有一定合理利润。如果将很多职能与投入进行统一的统筹和管理，势必带来渠道层级的减少和产业链效率的大幅提升。事实上，最能够全面管控渠道，实现渠道价值最优解的模式便是直营模式。服装领域的 ZARA、优衣库，家居领域的宜家，包括现阶段一二线城市的小米之家，均是通过直营模式实现渠道统一高效管理的典型案例。

中国复杂的地理环境与人口密度、局域经济发展不均衡的特征决定了纯直营模式无法全面复制，“类直营”模式应该是未来的发展方向。“类直营”的定义是，本质上仍是经销商模式，但是产业链特征与管理方式与直营接近。例如：

- 1) 打通供应链：将需求反馈与订单、生产制造、仓储物流配送（从工厂到门店）一整条供应链全面打通。这样不仅减少了费用多级投放，并且以需求驱动生产，降低了库存及仓储费用，提升了整条产业链的效率。背后当然也需要前文提到的信息流打通作为基础。
- 2) 管理进一步下沉，经销商职能弱化，厂商指导零售。如果我们将渠道代理商/经销商的职能分为投资、分销（即仓储物流）、门店经营管理这三类，随着企业自身物流体系或供应链的能力与覆盖面逐步加强，代理商的分销职能将逐步弱化甚至消失。此外，为了进一步强化终端零售能力，而不仅是依靠经销商个体做零售，意味着厂商的销售人员将直接参与到终端门店的经营管理上去。

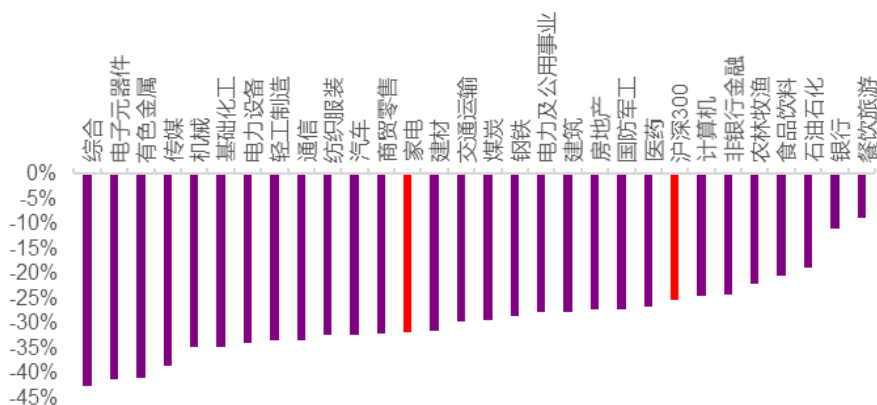
## 五、投资建议

### 5.1、板块/重点个股涨跌幅回顾：表现弱于大盘，估值重回底部

2018 年，地产和宏观因素压制之下，家电板块的业绩增速明显放缓。交易情绪方面，2018H1 高度一致的优质蓝筹思路，2018H2 国内机构开始减配，代表性公司股价大幅回调。

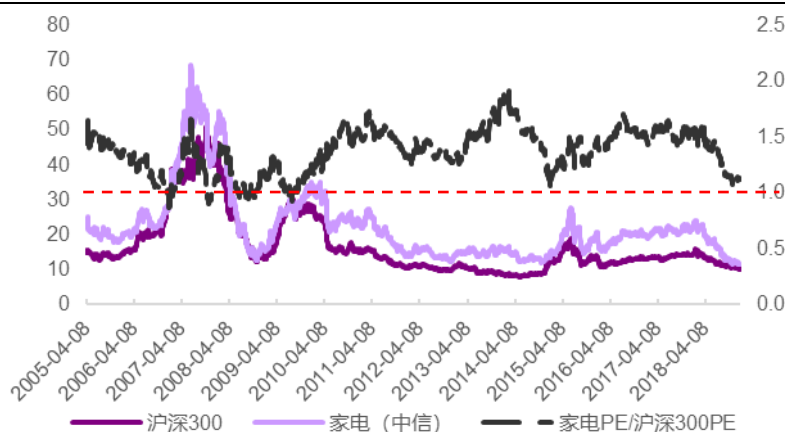
截至 2018 年底，板块整体 PE 约为 11.5 倍，相对沪深 300 的估值水平已经基本接近 2012/2015 年底部，而板块各重点公司的 PE 估值水平也基本处于 2014 年以来的底部。

图 112: 2018 年初以来板块涨跌幅对比



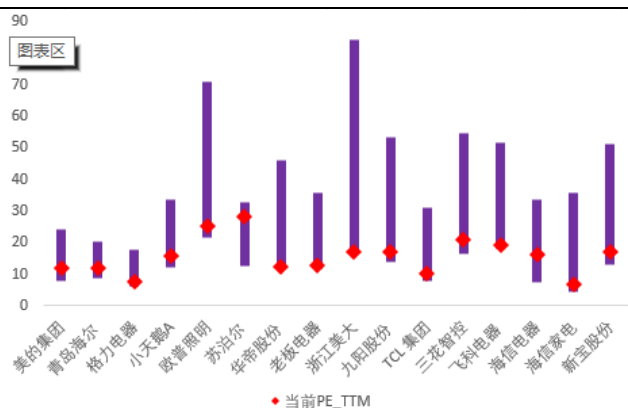
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 统计时间截止 2018 年 12 月 28 日

图 113: 行业相对估值走势



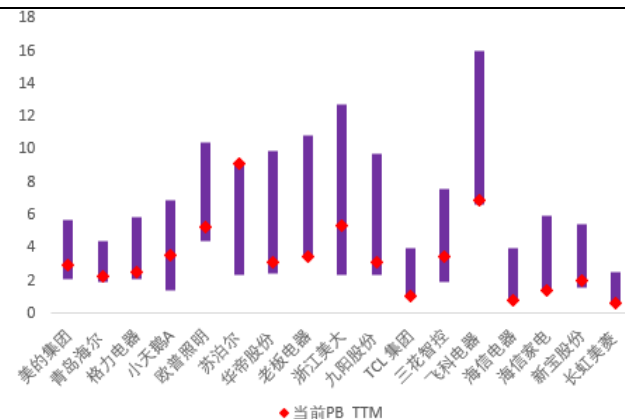
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 统计时间截止 2018 年 12 月 28 日

图 114: 主要家电公司 PE 估值处于 2014 年以来底部



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据区间为 2014-2018 年, 下同

图 115: 主要家电公司 PB 估值处于 2014 年以来底部

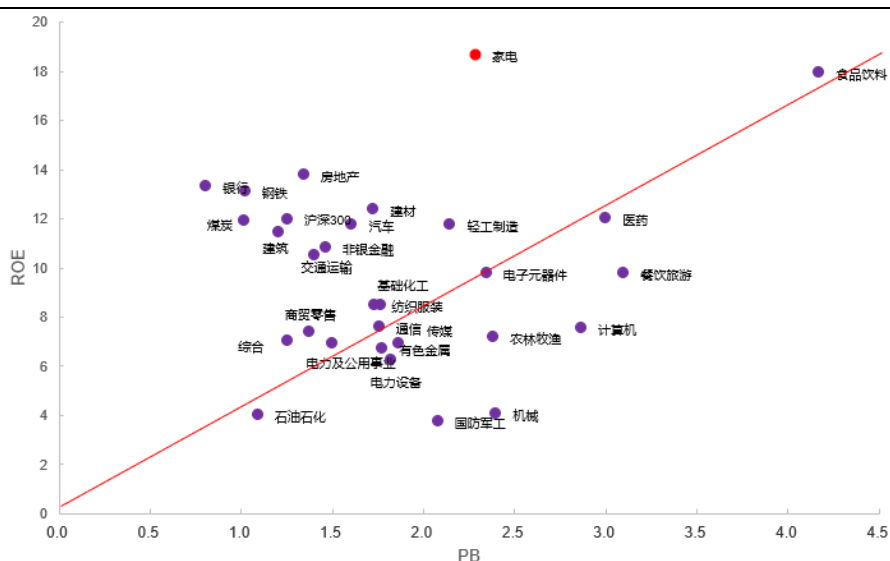


资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据区间为 2014-2018 年, 下同

## 5.2、ROE 水平遥遥领先，后续有望保持高位

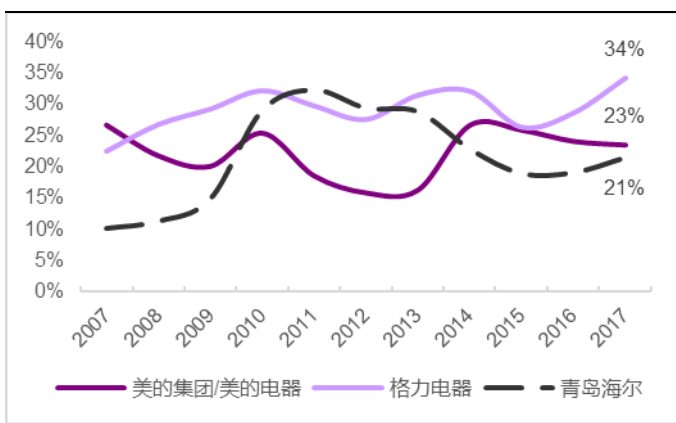
在 A 股所有板块中，家电板块 ROE 水平处于领跑位置，2010 年以来白电龙头的 ROE 基本保持在 20~30% 的区间。但与之对应的，板块 PB 水平仅处于 A 股中游水平，估值水平的相对低位反应了市场对于家电板块后续 ROE 保持高位相对悲观。

图 116: 板块 PB (X) /ROE (%) 分布



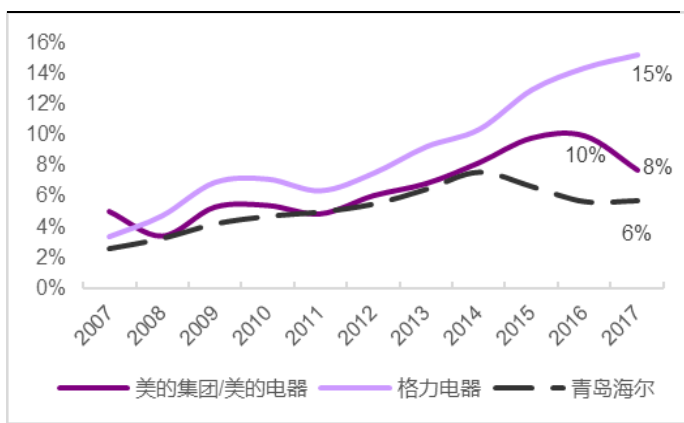
资料来源: Wind, 光大证券研究所, PB 数据截止 2018-12-28, ROE 为 2017 年完整年度数据

图 117: 三大白电近十年 ROE 均保持较高水平



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 118: 三大白电近十年利润率走势



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

我们认为, 未来 ROE 能否继续保持在高位, 一方面取决于龙头的竞争壁垒是否足够深厚, 另一方面取决于龙头公司还有什么增量红利可挖。

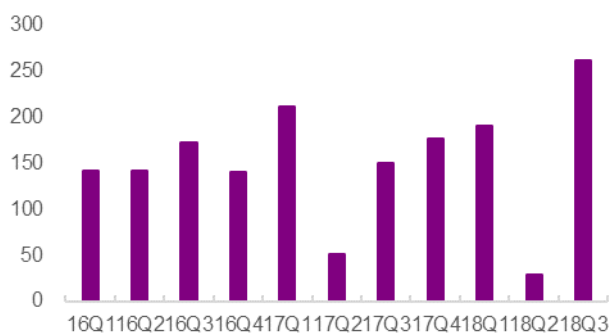
**从现有格局来看: 优质制造壁垒短期难被颠覆。** 经过价格战等残酷竞争的洗礼, 龙头多年来对产业链上游的掌控以及对核心技术研发的积累, 使得自身积累了深厚的技术壁垒与规模成本壁垒。同时, 耐用消费品较低的购买频次也使得代际间建立的品牌壁垒短期难以撼动。这些因素共同决定了白电龙头的优质制造力依旧为企业利润率与 ROE 水平的最大保障。

**放眼未来: 效率升级会带来竞争优势的进一步扩大。** 渠道效率升级需要 IT、物流体系的系统投入以及建立 2C 端的指导和管理能力, 背后支撑的是厂家对渠道端的掌控力以及足够的资金支撑, 龙头公司具备明确优势。同时, 产品力在未来的竞争要素中将变得更加重要。具备研发优势、产品明显领先的龙头将出现更明显的弹性, 有望带来市场份额的提升与新一轮增长红利。

### 5.3、安全边际：资产上乘，现金充沛，股息可期

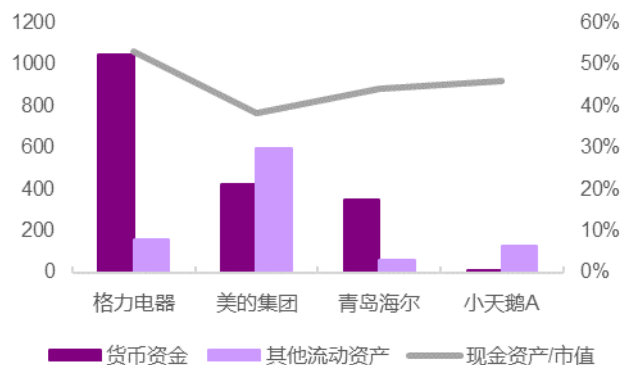
**白电龙头：现金流状况良好，现金资产充沛。**在需求走弱的背景下，家电板块基本面增速确有放缓。但凭借产业链强势地位，板块现金流状况依旧良好，与利润增速基本匹配。同时，账面现金资产充沛，白电龙头现金资产占总市值比例接近 50%。资产质量优质，在弱市环境中提供足够的安全边际。

图 119：白电板块经营活动现金流（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 120：白电龙头现金资产充沛（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所  
注：计算报告期为 2018 年三季度末

**全市场投资回报率预期走低，有望强化股息率逻辑。**在 2019 年整体基本面走弱，但在全市场投资回报率预期走低背景下，预计股息率逻辑会得到一定强化。部分重点家电公司低估值、高股息率（背后支撑的是良好的现金流情况）的特征使得自身的隐含股息率可达到 4% 以上（格力电器可达 9% 以上），自身配置价值得到进一步提升。

表 13：家电板块部分公司 2018 年报股息率情况测算

	总市值（百万元）	预计股息支付率	隐含股息率
格力电器	220,477	70%	9.2%
美的集团	246,439	55%	4.5%
小天鹅 A	27,191	实施特殊分红	
青岛海尔	86,547	30%	2.6%
海信家电	9,703	35%	5.2%
长虹美菱	3,176	25%	0.7%
华帝股份	7,697	35%	3.1%
老板电器	19,332	40%	3.3%
浙江美大	6,557	99%	6.3%
欧普照明	19,803	35%	1.5%
苏泊尔	41,120	40%	1.6%
三花智控	26,846	25%	1.5%
九阳股份	11,896	86%	5.3%
飞科电器	15,786	80%	4.5%
新宝股份	7,305	55%	3.4%
海信电器	10,913	30%	3.5%
TCL 集团	34,823	55%	5.7%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测  
注：股价数据截止 2019 年 1 月 4 日



## 5.4、投资建议：拥抱龙头确定性，布局成长弹性

2018年下半年，行业呈现两个显著的特征：a) 2018Q3零售量增速进一步放缓；b) 企业经营谨慎，现金、库存、研发收放有度。2019年基本面展望也有两条清晰的脉络：a) 2019年春节后零售量增速可能进一步放缓；b) 企业经营策略从量价齐升转向保份额保增长，而企业的利润贡献从产品升级转向成本红利。

整体看，市场对家电行业短期的关注点依然围绕着是零售需求/库存周期，而长期基本面则一定要关注渠道变化、产业模式升级。

**投资建议：**过去两年，基本面上行+资金面一致认同，共同铸就了龙头股票的靓丽表现。2019年家电需求放缓趋势还在延续，基本面也依旧处在寻底的过程中，投资驱动力不是业绩的分歧，而是不同资金对分母的预期，家电投资呈现“二元化”结构：

一方面，国内投资者机构化、海外机构配置中国有增无减，长线资金比例增加，使得经济低增长环境下的“资产荒问题”更为突出，优质资产的弹坑逻辑依旧成立；另一方面，在宏观政策宽松的预期下，部分短线高风险偏好资金会顺政策变化布局成长品种。

**(1) 拥抱龙头确定性：**龙头由于良好竞争格局和稳固的行业地位，在弱需求下，业绩依旧可以保障有确定性增长，且股息率、现金流、ROE等经营指标领先，估值均处于或接近历史底部，安全边际高，配置价值领先。推荐：格力电器、小天鹅A、美的集团、青岛海尔。

**(2) 布局成长弹性：**部分公司短期业绩下修不改其长期成长性，且战略布局和行业地位依旧领先，在2019年宏观政策宽松的预期下，有望迎来市场对其增长预期和估值情绪的修复，推荐：老板电器、华帝股份、欧普照明、三花智控、九阳股份、新宝股份。

## 七、风险提示

- 1、宏观经济不景气或加速下行将会给行业需求带来系统性风险；
- 2、若地产销量出现大幅度萎缩，家电作为地产后周期产业，行业新增需求会受到较大影响，造成需求快速下滑；
- 3、贸易争端进一步扩大化，会导致家电公司出口业务收入和利润率表现下滑幅度超预期；
- 4、家电行业铜、钢、铝、塑料等原材料价格大幅度上涨，会造成企业成本压力上升，进而影响利润端表现；
- 5、部分子行业竞争加剧速度超预期，行业格局快速恶化。

## 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)			P/B(x)			投资评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
000333	美的集团	36.99	2.61	3.06	3.4	14	12	11	3.4	2.9	2.5	买入	维持
000418	小天鹅 A	42.99	2.38	2.74	3.14	18	16	14	3.9	3.3	2.9	买入	维持
000651	格力电器	36.65	3.72	4.82	5.11	10	8	7	3.3	2.4	2.5	买入	维持
600690	青岛海尔	13.59	1.09	1.21	1.35	12	11	10	2.6	2.3	2.0	买入	维持
002032	苏泊尔	50.07	1.62	2.08	2.55	31	24	20	7.8	6.4	5.3	买入	维持
603515	欧普照明	26.19	0.9	1.14	1.35	29	23	19	5.4	4.6	4.0	买入	维持
002050	三花智控	12.60	0.58	0.63	0.80	22	20	16	3.4	3.0	2.6	增持	维持
002242	九阳股份	15.50	0.9	1.02	1.15	17	15	13	3.4	3.1	3.0	增持	维持
002508	老板电器	20.37	1.54	1.66	1.84	13	12	11	3.7	3.1	2.7	买入	维持
002035	华帝股份	8.73	0.58	0.79	0.98	15	11	9	3.5	2.8	2.3	买入	维持
002705	新宝股份	8.98	0.5	0.55	0.8	18	16	11	1.9	1.8	1.7	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 1 月 4 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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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，光大证券股份有限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，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。

本证券研究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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达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达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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门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，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com	
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com	
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com	
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com	
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com	
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	苏一耘		13828709460	suy1@ebsecn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com	
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebsecn.com
梁超		021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com	
金英光			13311088991	jinyg@ebsecn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com	
周梦颖		021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com	
私募业务部		戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
		安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
		张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
		吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com	
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com	
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com	
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com	
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebsecn.com	