

家用电器

证券研究报告
2019年01月16日

下一个中国，到底是印度还是越南？

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516100008

caiwenjuan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:发改委促家电消费，投资者预期提升——2019W2 周观点》 2019-01-14
- 2 《家用电器-行业投资策略:2019 年度策略报告：放下短期焦虑，让我们看一看远方》 2019-01-13
- 3 《家用电器-行业研究周报:12 月天猫线上数据增速亮眼——2019W1 周观点》 2019-01-07

2017 年的夏天我们有机会曾去过印度调研，站在 2019 年初，又增加了在越南胡志明市的经历。本文将从各国差异化的角度来分享我们对于印度和越南两国的观点，也欢迎探讨两国未来的可投资性。

核心观点一：内需角度，印度更为接近中国，而越南的发展路线更接近于下一个韩国？

核心观点二：对于制造业而言，越南比印度更易达到预期产出

核心观点三：投资角度，是否泡沫已高？

在此也给大家分享一下，我们对于这两个国家的细节观察。

细节一：空调的普及；经济发展受限部分

细节二：出门通勤全靠摩托车？

细节三：Coffee or Tea？

在中期维度来看，无论是印度还是越南，都无法替代掉中国。印度的大国崛起是必然，但其进程应该是无法复制中国速度。而越南更适合发展成为下一个韩国，成为中国部分制造业的 B 角，作为对于全球产业链的补充。对于下一个中国，我们的回答是暂时看不到。而作为家电行业分析师，也希望投资者对于国内的优秀制造业龙头，少一点挑剔，多一点宽容与乐观，毕竟整体产业仍然有非常强的竞争优势，且也已经通过前瞻性布局做好了规避规划。

风险提示：全球宏观经济风险；调研信息不具代表性风险。



内容目录

前言.....	4
核心观点一：内需角度，印度更为接近中国，而越南的发展路线更接近于下一个韩国？	4
核心观点二：对于制造业而言，越南比印度更易达到预期产出.....	7
核心观点三：投资角度，是否泡沫已高？.....	10
细节一：空调的普及；经济发展受限部分.....	11
细节二：出门通勤全靠摩托车？.....	12
细节三：Coffee or Tea?	13
附录.....	15
越南家电行业概况.....	15
家电企业越南投资概况.....	17

图表目录

图 1：中印越人均 GDP（单位：美元）.....	4
图 2：印度全景鸟瞰.....	5
图 3：印度街景.....	5
图 4：越南街景.....	5
图 5：越南夜景摄于胡志明市金融塔 BITECO Financial Tower 53 楼.....	6
图 6：越南工业园区路况.....	6
图 7：制造业人工成本（单位：美元/小时）.....	8
图 8：中印越人口金字塔.....	8
图 9：2015 年 15 岁及以上成人识字率.....	8
图 10：2017 年 15 岁以上男性和女性劳动参与率.....	9
图 11：胡志明市某楼盘售楼处街景，位于规划中的胡志明市“浦东新区”的“世纪公园”的位置，目前楼盘价格已达 3000 美金/平方米.....	10
图 12：胡志明市行政区域地图.....	11
图 13：胡志明市富美兴区域街景，马路宽敞，非常现代化.....	11
图 14：2016 年亚洲部分国家家电保有量情况（单位：台/百户）.....	11
图 15：中印越三国城镇化率对比（单位：%）.....	12
图 16：印度上班高峰 Vs.越南下班高峰.....	12
图 17：胡志明市市内知名的咖啡公寓.....	13
图 18：上楼坐电梯需要征收 3000 越南盾(合 1 元人民币)的“买路钱”.....	13
图 19：印度星巴克价目表，1 元人民币约合 10.5 元印度卢布，一杯大杯美式咖啡约为 15.7 元人民币.....	14
图 20：越南 Highlands Cafe 价目表，1 元人民币约合 3400 元越南盾，一杯大杯美式咖啡，约为 11.5 元人民币.....	14
图 21：胡志明街头小店鲜芋仙.....	14
图 22：胡志明街头小店“鹿角巷”.....	14
图 23：洗衣机、电风扇、空调、电视机以及冰箱产量情况（单位：万台）.....	15
图 24：中越家电保有量情况对比（单位：台/百户）.....	16

图 25: 2017 年越南家电市场份额.....	16
图 26: 2017 年越南市场家电渠道分布	17
图 27: 家电生产基地位置	17
表 1: 2018 年越南数千类进出口商品关税将降为零	7
表 2: 中越印近年法定最低工资标准 (单位: 元)	7
表 3: 中越印义务教育政策	9
表 4: 中越印房价最新情况 (单位: 元/平方米)	10
表 5: 国内家电企业越南建厂情况 (单位: 亿元)	18

前言

作为家电分析师，是最能感受到低廉的劳动力成本对于制造产业格局的影响，去印度还是去越南建厂，甚至是去墨西哥建厂，业内不少企业早已讨论多年。而最近半年，由于贸易战因素的催化，所带来的制造业焦虑症加深得更为严重。许多上市公司都在考虑搬迁产能去东南亚，而具有前瞻性眼光的龙头企业们，国际化布局得则更早。

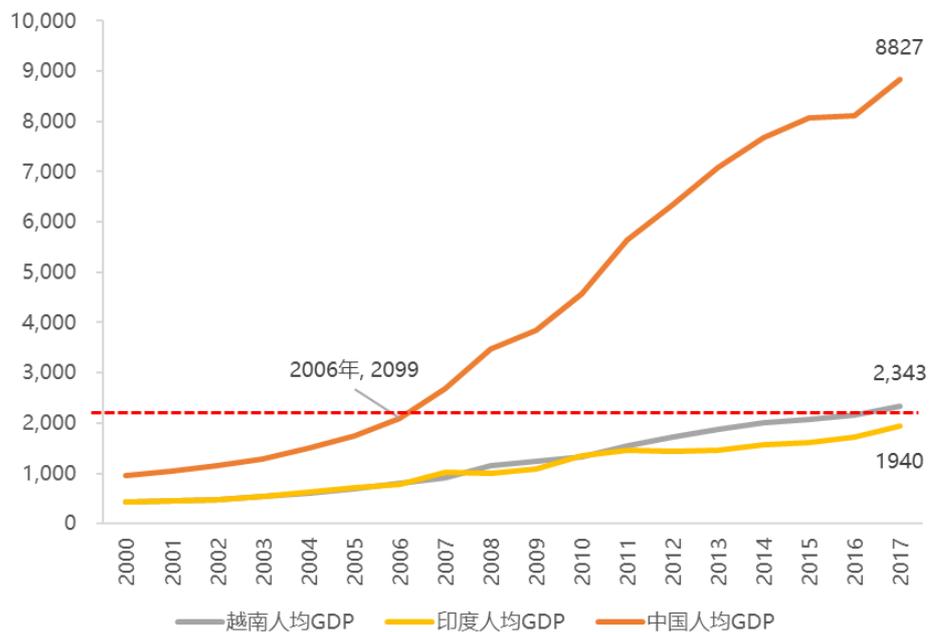
企业经营不是会计账本上的数字计算，**劳动力成本优势通常不是建厂的唯一决策要点，还要兼顾考量潜在内需市场发展、产业链配套、经商环境与政府支持政策，以及更为隐形的文化因素——管理文化是否可以得到有效输出。**因此不难理解，为何近期同属亚洲的印度与越南，很容易成为讨论焦点。

很有幸，2017 年的夏天我们有机会曾去过印度调研，站在 2019 年初，又增加了在越南胡志明市的经历。本文将从各国差异化的角度来分享我们对于印度和越南两国的观点，也欢迎探讨两国未来的可投资性。

核心观点一：内需角度，印度更为接近中国，而越南的发展路线更接近于下一个韩国？

消费品的潜在增长空间主要来自于人口基数规模与收入水平。从人口绝对总量角度来看，显然，只有印度符合“下一个中国”，而越南的发展路径更适合成为下一个韩国。从收入水平来看，在没有同比口径的人均可支配收入数据之下，我们先参考人均 GDP 这个数值。

图 1：中印越人均 GDP（单位：美元）



资料来源：世界银行，天风证券研究所

从人均 GDP 数据上来看，越南接近于 2006 年时候的中国，印度则接近于 2005 年的中国，但这仅仅 20% 的数值差异似乎并不能反映出人们对这两个国家的感知上的巨大差异。

首先，我们认为，**印度内需市场更接近于欧盟，属于看似统一的却实质是由差异型子市场组成的联合体**。由于印度的联邦制度，印度各邦会说不一样的语言，而语言造成的文化差异，造成企业的管理难度，这一点上与欧盟类似。反过来看，秦始皇统一语言统一度量衡，新中国成立之后的普及普通话这一基本国策，为创造统一大市场作出巨大贡献！

（注释：印度有 14 种官方语言，分别是：印地语、旁遮普语、古吉拉特语、迈蒂利语、孟加拉语、英语、乌尔都语、信德语、泰米尔语、卡纳达语、梵语、泰卢固语、马拉雅拉

姆语、印度斯坦语。这些语言分属不同种语系，对于当地人来说，跨邦甚至类似于出国，语言不通！一般印度受教育程度较高的人群才会说英语。）

其次，由于基础设施的不甚完善，即使我们主要调研的区域是诸如古尔冈（距离印度首都德里约 30 公里的新城区，印度第三大资本流入城市）和班加罗尔（印度南部城市，印度的硅谷）这样的经济发展水平较高的新城，印度城市风貌更像是 90 年代末的中国，有些地区更接近于中国较为偏远的四线乡镇地区。印度道路边的植被覆盖率不高，导致尘土飞扬，甚至空气中有雾霾感，七月夏天也依然感到污染严重，等等这些都容易让人联想到国内追求绿水青山之前的风貌。

图 2：印度全景鸟瞰



资料来源：天风证券研究所

图 3：印度街景



资料来源：天风证券研究所

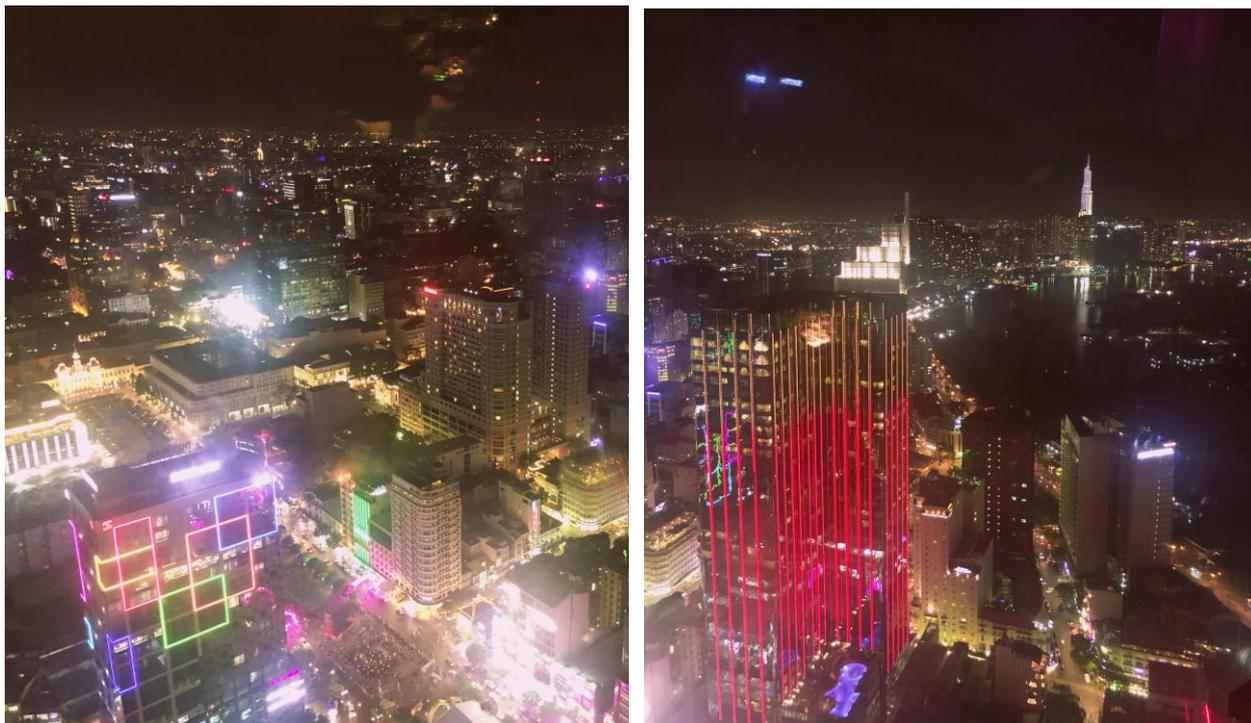
而越南的胡志明市，从城市发展角度来看，整体素质更接近于 21 世纪初的中国。在胡志明市的中心城区，道路干净整洁。虽然入夜之后的胡志明市中心区域的街道上会出现小商小贩，这也会直接导致路边垃圾堆积所带来的脏乱差，但一早醒来，道路基本会被打扫得很干净，我们估计政府在公共支出管理上做得还比较到位。

图 4：越南街景



资料来源：天风证券研究所

图 5：越南夜景摄于胡志明市金融塔 BITEXCO Financial Tower 53 楼



资料来源：天风证券研究所

这次我们调研了国内某白电龙头企业在越南生产基地，位于平阳省新加坡 1 工业区，距离越南南部最大的城市胡志明市北部大约 20 公里，算是越南最好的工业区。由于道路的拥挤，我们在工作日的上午大约花费了 1.5 小时左右，从胡志明市中心到达。

进入工业园区可以看到，整体规划非常有序，街区道路很干净，作为分析师去过各种工业园区调研，该工业园区的整洁程度可以类比位于苏州的工业园区。园区内不乏西门子这样的欧美企业，也有不少日韩系的药企等。

图 6：越南工业园区路况



资料来源：天风证券研究所

总结：两国人均 GDP 虽然很接近，但体现在城市风貌上的经济发展程度相差应该在 10 年以上。

核心观点二：对于制造业而言，越南比印度更易达到预期产出

2017年，印度属于大热之年，经历过轰轰烈烈的2016年11月废钞运动之后，又在2017年7月1日开始正式实施GST税改，旨在简化税制，推动统一的国内市场以及降低跨邦运输的成本。几乎所有媒体都将印度总理莫迪称之为印度的邓小平，废钞与GST税改意味着印度的改革开放正式拉开序幕，预期印度也将复制中国改革开放之后的快速增长期。

而越南热的兴起，则更多是由于中越之间的劳动力成本差异，以及2018年突然兴起的中美贸易战，不少企业开始考虑用产能搬迁的方式来规避关税的提升以及近几年劳动力成本的上升。

表 1：2018 年越南数千类进出口商品关税将降为零

文件	2018年越南关税情况
越南-韩国自贸区协定	2018年对纺织原辅料、鞋类、家用电器、机械设备、电子产品和零配件、电线、电缆线、汽车、汽车配件等产品实现关税自由化。
越南-日本自贸区协定	2018年共有456项税目实施零关税，集中于脂肪、糖、机械设备等。
东盟-中国自贸区协定	2018年从5%与10%减为零关税的包括：鸡肉、咖啡、原料茶、食品加工、纺织品服装、电器与电子设备等。
亚欧经济同盟自贸区协定	至2018年有5535项税目实施零关税，同时2018年年内有3720项税目降为零关税，如：乳及乳制品、汽车及其零配件、钢铁及其制品。
东盟经济共同体	越南基本完成2015年东盟关税消减，到2018年剩余7%的税目商品将采用具有灵活性的税率，上述商品主要集中于汽车摩托车及其零配件、植物油、热带水果、冰箱、空调、乳品与乳制品等。
区域全面经济伙伴关系协定	2017年谈判完成度80%。
越南-欧盟自贸区协定	将于2019年启动，欧盟将对越南取消99%的关税，越南承诺保护169种欧洲食品和饮料产品只从欧盟进口。

资料来源：越南通讯社，天风证券研究所

当然，劳动力价差的存在，导致人力密集型加工业近几年在加速转移，参考下法定最低工资要求，越南的薪酬水平还是有显著优势。

表 2：中越印近年法定最低工资标准（单位：元）

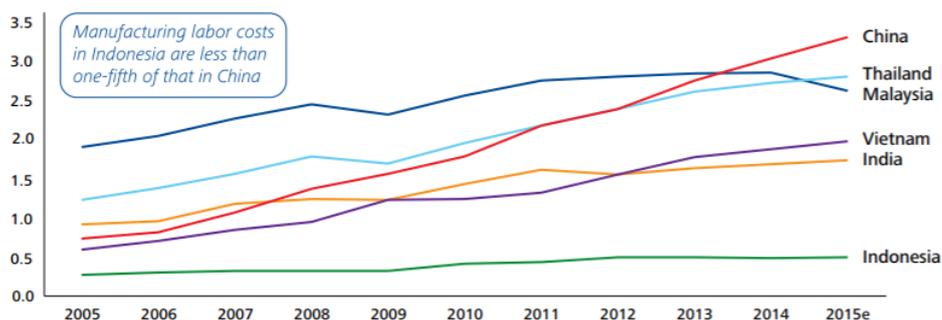
城市	上海	越南	印度
2013	1620	684	932
2014	1820	786	996
2015	2020	903	1060
2016	2190	1019	1124
2017	2300	1092	1538
2018	2420	1159	1612

资料来源：Wind，越南经济时报，印度德里地方政府官网，天风证券研究所

注：越南最低工资选取的是第一地区包括：河内市、海防市、胡志明市、边和市里的部分县；印度选取的是德里；越南、印度工资标准以最新汇率进行换算。

图 7：制造业人工成本（单位：美元/小时）

Manufacturing labor costs (US dollars) per hour, South-East Asia

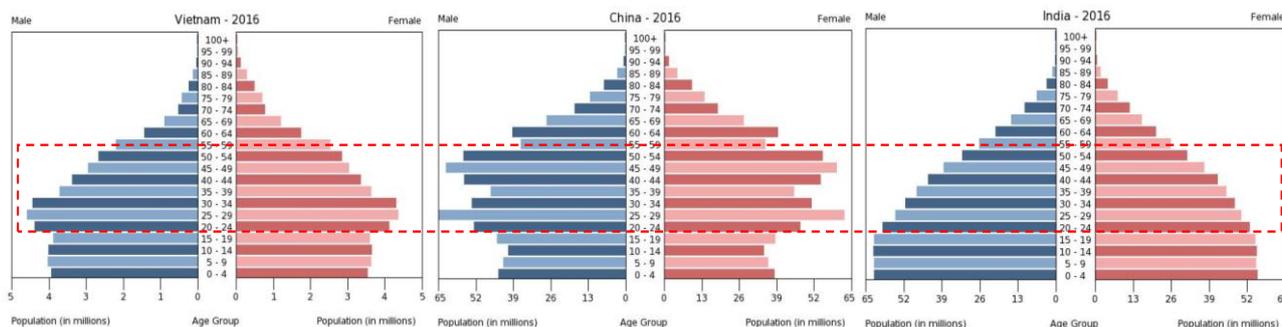


Note: e means estimate

资料来源：德勤，天风证券研究所

从人口金字塔来看，印度是最为完美的三角形，截至 2015 年，中印越全国年龄中位数分别是 37 岁、30.4 岁、26.7 岁

图 8：中印越人口金字塔

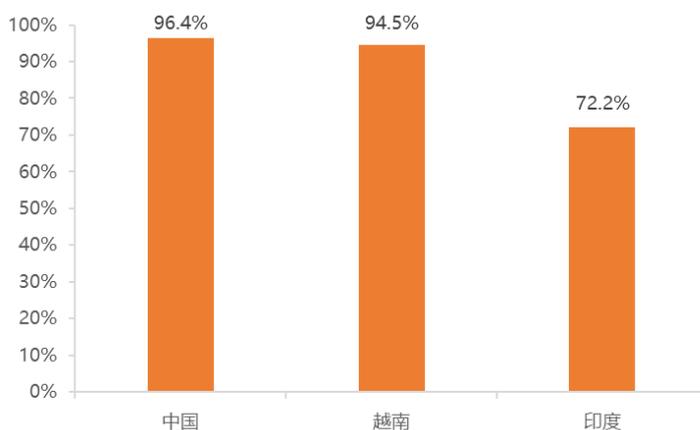


资料来源：CIA，天风证券研究所

但从有效的劳动力素质对应的潜在劳动效率来看，越南可能更接近中国，比较直观的理由主要是两点：**基础教育水平与男女平等程度**。

2017 年去过印度之后，对于中国自身强大的竞争优势，尤其是要感谢政府制定的九年制义务教育和解放后的男女平等国策，这直接导致在改革开放之后，我国有充足的经过中等教育的有效劳动力，以及大学普及率提升之后所带来的“工程师红利”。

图 9：2015 年 15 岁及以上成人识字率



资料来源：Statistic，世界银行，天风证券研究所

表 3：中越印义务教育政策

	义务教育	开始时间	免费阶段	普通教育体系	公共教育支出/GDP
中国	9年	1986年	6-15岁	6年小学、3年初中、3年高中	-
越南	9年	2001年	6-15岁	5年小学、4年初中、3年高中	5.65%
印度	8年	2009年	6-14岁	5年小学、3年中学、2年初高等学校、2年上级高等学校	3.84%

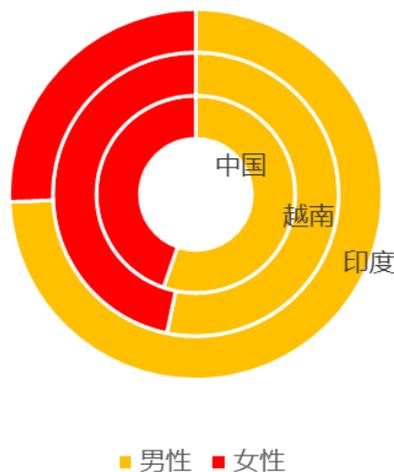
资料来源：《各国教育行政组织与学制》，世界银行，天风证券研究所

注：公共教育支出/GDP 为 2013 年数据

此外，越南的官方语言是越南语。目前英语为必修第一外语，俄罗斯语和中文等 4 个外国语被列为第二外语。越南教育部 2016 年提出外语教学提案，2020 年拟将俄罗斯语和中文纳入 12 年国民基本教育课程，成为第一外语。从这一点上，中国企业搬迁至越南，从语言沟通与文化管理上也将更有优势。中国企业在招工时会更偏好招收中文学校毕业的越南当地人，方便交流和管理。此外，越南文化本身也与华人文化更为接近，我们认为文化相近有助于在管理输出与企业文化营造方面复制国内工厂的生产效率。

另一个佐证有效劳动力的数据角度就是女性劳动参与率，印度显著低于中越两国。据我们调研反馈，印度妇女，即使是受过高等教育，大学毕业后有一份不错的工作，也通常会选择在婚后生育子女之后当全职妈妈，尽管没有法律规定，但约定的社会风俗如此。在调研过程中，我们也能感受到，在最能感受到劳动力人口的餐饮与零售等服务型行业，较少看到印度妇女，而越南的女性的比例与中国街头极为类似。

图 10：2017 年 15 岁以上男性和女性劳动参与率



资料来源：世界银行，天风证券研究所

此外，越南人民整体对于追求幸福生活的渴望程度，高于大部分东南亚地区，也显著高于印度。且在社会文化中，多劳多得的思想观念较为普遍，越南工厂工人的加班意愿接近于国内工人，也愿意提升工作效率以获得更高的薪酬。

劳动力综合素质方面，越南目前可以说是完败印度，但仍有一些因素需要在建厂时考虑。例如，在印度建立工厂只需考虑印度内销市场是否能支撑产能，但越南市场则必须综合考虑内销与出口需求之后再考虑建厂投产。

并且由于目前越南的制造业纵深不足，产业配套能力仍有受限。越南政府规定，在越自制比例需要达到 40% 以上才可以颁发产地证明。就家电行业而言，五金件、钣金、注塑件和

包装件等在越南当地已能完成自制，电机、电控类产品还很缺乏，还需要上游配套企业的搬迁，因此诸如家电控制件类的产品还需要在国内购买。此外，由于越南本身不是资源产出国，因此大部分原材料需要国内统一采购（更有利于降低综合成本），例如家电上游配套的铜管厂在越南这边有厂，但还需要从国内进口铜，等越南实现拉管工艺之后再做配套。

总结：综合劳动力供给的数量与质量，从中期角度来看，越南是比印度更为合适的转嫁制造产能目的地，且生产效率也更高。短期受制于产业配套能力，制造产能搬迁仍有限制。

核心观点三：投资角度，是否泡沫已高？

如何衡量泡沫？无非是投资品的估值，诸如房价、股票估值。

表 4：中越印房价最新情况（单位：元/平方米）

	上海	胡志明	孟买
平均房价	98005	15376	46824
房价范围	79970~119955	10188~23287	25565~81809
税后平均工资	8195	2437	3932
20年房贷平均贷款利率	5.07%	9.07%	9.22%

资料来源：Numbeo，天风证券研究所

注：调查对象有限，仅作参考；胡志明市、孟买房价就及工资以最新汇率换算。

比较了中越印三大城市的房价，只能说，房产从来不是由拿着平均工资的大众去购买的，通常都是由最有购买力的人群所决定的。

图 11：胡志明市某楼盘售楼处街景，位于规划中的胡志明市“浦东新区”的“世纪公园”的位置，目前楼盘价格已达 3000 美金/平方米



资料来源：天风证券研究所

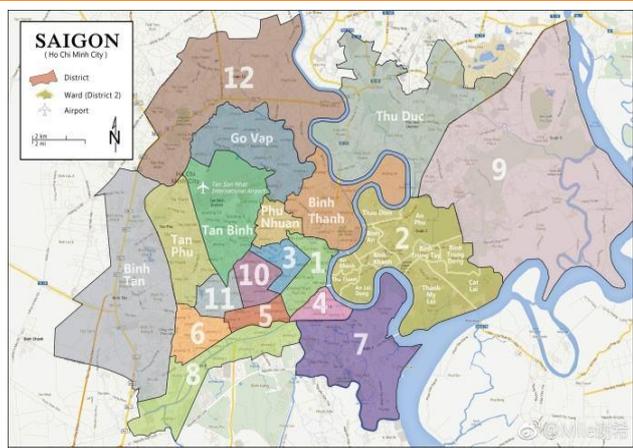
由于胡志明市的地图太像上海了，对于一些主要区域的楼盘价格，我们做了以下记录，仅供参考：

1) District 2 是规划中的“浦东新区”——守添新区(Thu Thiem)，虽然仍是一片荒地，但能看出地块规划，主干道的建设十分清晰，目前“陆家嘴”区域的房价已从 2016 年的 2600 美金/平方米，涨到最近 7000 美金/平方米，区域内最低价的楼盘也至少要 4000 美金/平方米。“世纪公园”与“张江”之间的楼盘，不少定价约为 3000 美金/平方米。

2) District 1 是胡志明市的浦西，北外滩地区的豪宅项目已达到 10000 美金/平方米，其余部分较高质量的楼盘价格也达到了 7000 美金/平方米以上。但 District 1 整体道路较为狭窄，堵车情况很严重，这一点与上海浦西也极为类似。

3) District7 地址位置上类似于徐汇滨江区域，但由于日韩和台湾人较多，台商也参与发展的富美兴区域，整体发展也不错，更类似于上海的“古北新区”。

图 12：胡志明市行政区域地图



资料来源：腾讯新闻，天风证券研究所

图 13：胡志明市富美兴区域街景，马路宽敞，非常现代化



资料来源：天风证券研究所

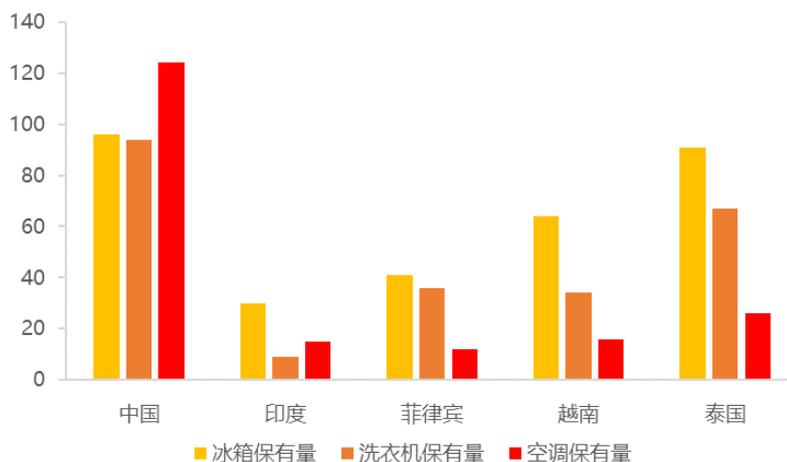
总结：日韩台中都看好的区域，又在投资热潮的高峰，短期的泡沫肯定是有的，但考虑越南取消户籍制度，胡志明市与河内市势必将成为类似于首尔这样的超级大都市，长期潜力很大。

都说魔鬼都在细节里，而作为消费品分析师尤其喜欢观察细节，在此也给大家分享一下，我们对于这两个国家的细节观察。

细节一：空调的普及：经济发展受限部分

新加坡国父李光耀曾经把新加坡的成功归根于空调的普及，认为空调的出现让热带的发展成为了可能，改变了文明的本质。印越两国的所处地理位置，更意味着需要更多的空调以协助其发展。

图 14：2016 年亚洲部分国家家电保有量情况（单位：台/百户）

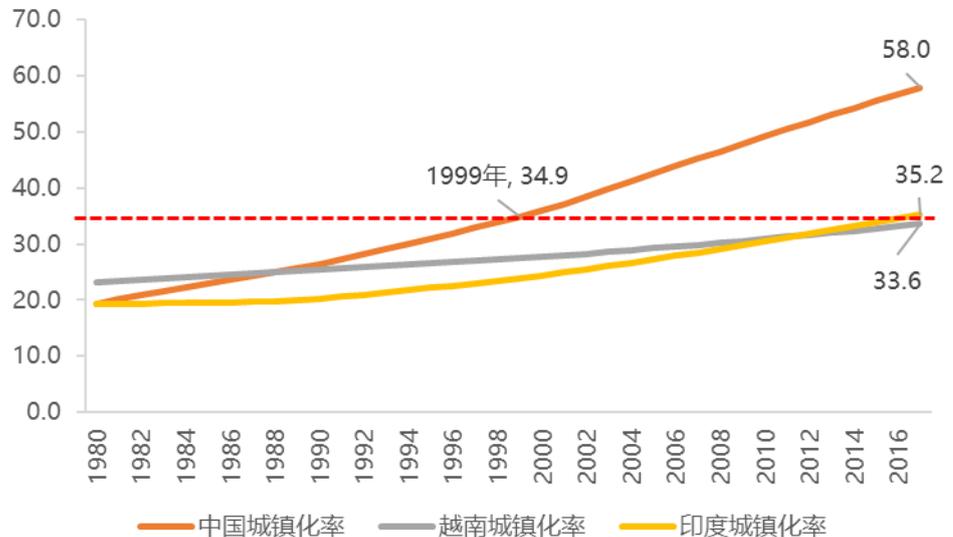


资料来源：世界银行，欧睿国际，天风证券研究所

但很不幸的是，在越南，空调被认为是奢侈品，购买时需要缴纳额外的 10%作为特别消费税，理由是空调在越南还不普及，属于高收入人群才有能力购买的产品。

而在印度，困扰空调普及率提升的核心原因，除了还未达到空调普及所需的人均可支配收入这一因素外（在中国，达到 8000 元时，空调保有量进入快速普及期），**电力供应方面的基建落后也是一大制约因素**。中国农村地区也经历过类似的阶段，随着城镇化率的不断提升，以及农村电力体制改革的推进，空调保有量也有了较为显著的提升。

图 15：中印越三国城镇化率对比（单位：%）



资料来源：世界银行，天风证券研究所

细节二：出门通勤全靠摩托车？

由于越南警方强制规定骑摩托车必须戴头盔，加之胡志明市中心区域马路两侧商业发达，仿佛身处台北街头。说来惊人，越南居然是世界第四大摩托车市场，越南各类摩托车保有量超过 4500 万辆，相当于每两个越南人就拥有一辆。对比着来看，这几年由于地铁网络不断发展，类似的摩托车大军在上下班高峰出现的比例越来越少。

图 16：印度上班高峰 Vs.越南下班高峰



资料来源：天风证券研究所

而说起摩托车，不得不提重庆摩托车产业在越南的失败案例，大举进入并用低价竞争抢夺市场，但最终却因为质量问题丧失市场，导致越南人对于中国品牌的好感丧失，尽管日本

品牌的摩托车售价高昂，但越南人认为一分价钱一分货，更愿意花高价购买质量更为上乘的日本品牌。走在越南街头，的确满眼可见诸如 Honda、Suzuki 等品牌更为普遍。

对比着来看，作为较易观察到品牌的家电品类空调来看，也能感受到类似的情况，即大金品牌在越南的市占率较高。同样地，在印度当地，除了日资品牌之外，韩系品牌诸如 LG 也较为常见，偶见美的格力等国内品牌。这么看来，能在国内证明自身质量优势的三大白电龙头，假以时日，在东南亚当地的未来发展潜力仍有较大空间。

细节三：Coffee or Tea?

作为曾是英国殖民地的印度，每到一处调研企业，相关的工作人员都会殷勤地询问是否需要来一杯茶？阿萨姆红茶与大吉岭红茶都位列世界四大名茶。

但由于印度基建的不发达，跨邦税收所导致的连锁化经营型的商业较少，在印度的街头巷尾较为常见的仍是古老的夫妻老婆店，整体商业文化并不发达。以及对于当地饮用水的担忧，我们并未在印度街头购买小吃与茶饮。

作为曾是法国殖民地的越南，街头巷尾则到处可见咖啡馆，而越式咖啡也拥有其独特的风味，越南也是罗布斯塔咖啡豆重要的生产国。

图 17：胡志明市市内知名的咖啡公寓



资料来源：天风证券研究所

图 18：上楼坐电梯需要征收 3000 越南盾(合 1 元人民币)的“买路钱”



资料来源：天风证券研究所

对比下印度的星巴克咖啡售价，与越南当地的咖啡连锁 Highlands Coffee 的售价，可能是咖啡生产地的关系，越南的咖啡价格更为亲民。

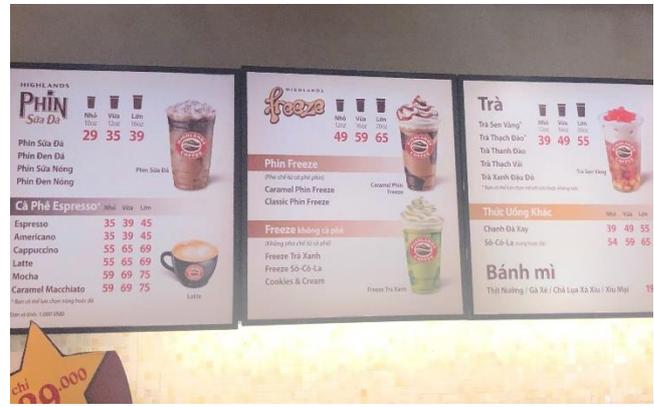
图 19：印度星巴克价目表，1 元人民币约合 10.5 元印度卢布，一杯大杯美式咖啡约为 15.7 元人民币



Item	Tall (32oz)	Grande (20oz)	Short (16oz)
Java Chip	329	279	260
Caramel Java Chip	310	259	245
White Mocha	250	219	205
Coffee	215	184	170
Espresso	180	150	135
Season's Specials	215	184	170
Popzai			
Irish Cream	295	250	230
Coffee-Free	275	230	210
Vanilla Cream	200	175	165
Double Chocolate Chip	235	200	190
Strawberries & Crème	200	175	165
Green Tea Cream	200	175	165
Cold Coffee	200	175	165
Iced Coffee			
Iced Americano	165	140	130
Iced Latte	180	155	145
Make it yours			
Add extra Espresso shot or Tea bag	₹ 50		
Add syrup - Caramel, Hazelnut, Vanilla	₹ 40		
Add Java chips or Whipped Cream	₹ 25		
Choose your milk - Regular, Nonfat			

资料来源：天风证券研究所

图 20：越南 Highlands Cafe 价目表，1 元人民币约合 3400 元越南盾，一杯大杯美式咖啡，约为 11.5 元人民币



Item	Small (15oz)	Medium (20oz)	Large (25oz)
Phin Sữa Đá	29,000	35,000	39,000
Phin Đen Đá			
Phin Sữa Nóng			
Phin Đen Nóng			
Cà Phê Espresso	Small	Medium	Large
Espresso	35	39	45
Americano	35	39	45
Cappuccino	55	65	69
Latte	55	65	69
Mocha	59	69	75
Caramel Macchiato	59	69	75
Espresso / Espresso Macchiato			Small: 140, Grande: 155
Season's Special			250, 275, 300
Chocolate			155, 180, 205

资料来源：天风证券研究所

但有趣的是，走在胡志明市街头，随处可见各类的奶茶铺与甜品铺，包括国内知名的贡茶、鹿角巷（分辨不清是否冒牌）、鲜芋仙，饮食口味上与中国更为接近。

图 21：胡志明街头小店鲜芋仙



资料来源：天风证券研究所

图 22：胡志明街头小店“鹿角巷”



资料来源：天风证券研究所

印象中印度与越南的饮食品种还是较为单一，印度每日必备的咖喱鸡与越南每日必备的河粉 Pho，也难怪越南开发商喜欢打造开放式厨房，这也就意味着主打大吸力的吸油烟机在越南的市场空间相对有限。

最终总结，从宏观数据到微观细节，相信印越两国的对比已十分清晰，在中期维度来看，无论是印度还是越南，都无法替代掉中国。印度的大国崛起是必然，但其进程应该是无法复制中国速度。而越南更适合发展成为下一个韩国，成为中国部分制造业的 B 角，作为对于全球产业链的补充。对于下一个中国，我们的回答是暂时看不到。而作为家电行业分析师，也希望投资者对于国内的优秀制造业龙头，少一点挑剔，多一点宽容与乐观，毕竟整体产业仍然有非常强的竞争优势，且也已经通过前瞻性布局做好了规避规划。

附录

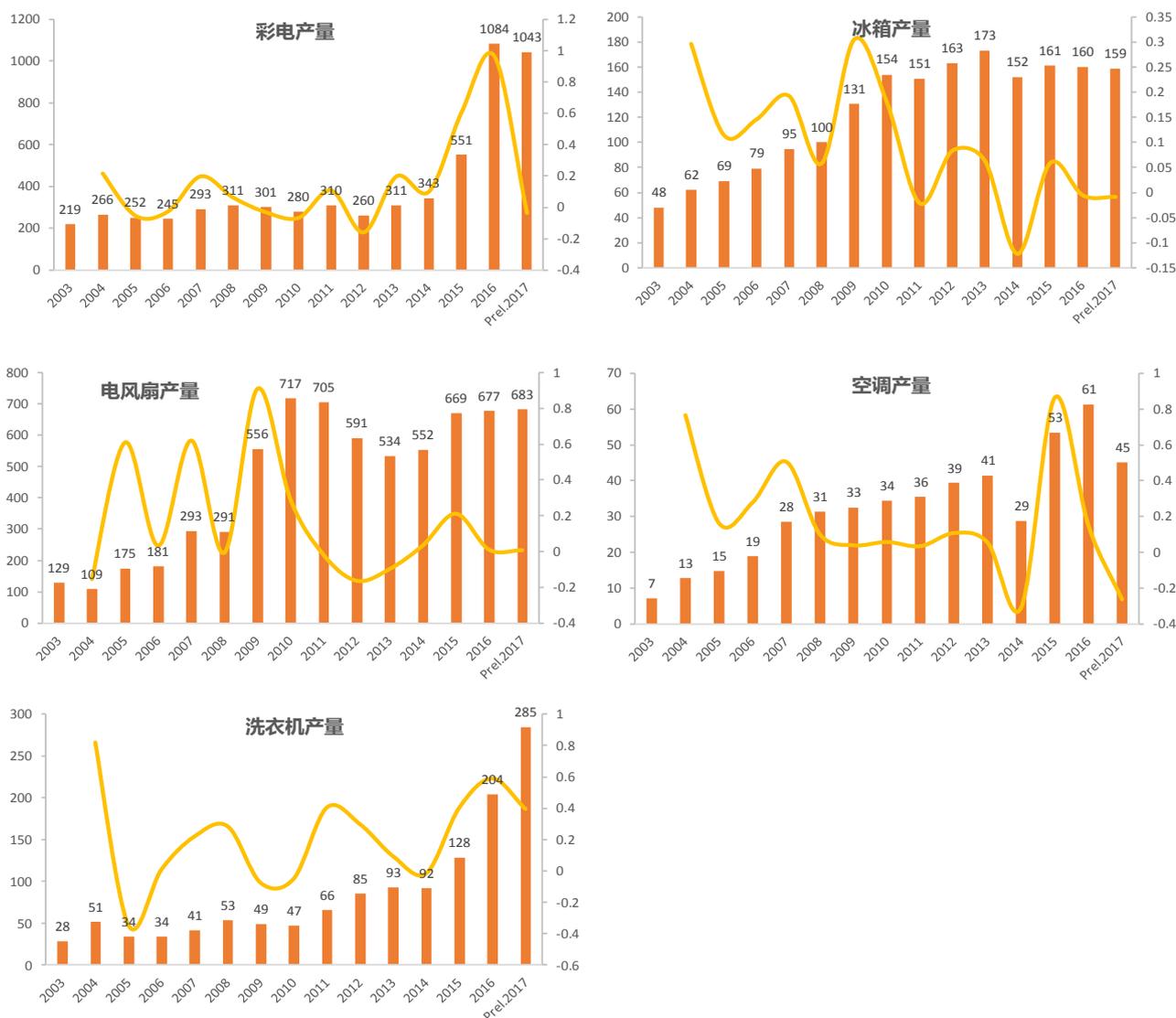
越南家电行业概况

近年来，伴随着越南经济高速增长，家电产品市场需求亦在不断增长。越南居民消费意识强，除日常用品外，普通居民花费较高的产品主要集中在摩托车、家电及消费类电子产品上。

销量方面，根据德系调查公司 GFK 亚洲近期发布的 2018Q3 家电·电子产品销售动态报告显示，2018Q3 家电及电子产品销售总额为 506,360 亿越南盾（约合 149.7 亿人民币），其中，大家电销售额为 87,010 亿越南盾（约合 25.7 亿人民币），小家电销售额为 18,460 亿越南盾（约合 5.5 亿人民币），消费电子产品销售额为 95,450 亿越南盾（约合 28.2 亿人民币），手机等通信类产品 237,730 亿越南盾（约合 70.3 亿人民币）。家电、消费电子产品、手机等通信类产品销售额与去年同期相比增速分别为 5%、6%、0%。

产量方面，2003-2017 年越南电视机、冰箱、洗衣机、空调等主要家用电器的产量均出现了较大幅度增长。其中，洗衣机、电风扇、空调以及电视机产量的增长较为突出。2017 年洗衣机、电风扇、空调以及电视机的产量分别为 285 万台、683 万台、45 万台和 1043 万台。

图 23：洗衣机、电风扇、空调、电视机以及冰箱产量情况（单位：万台）

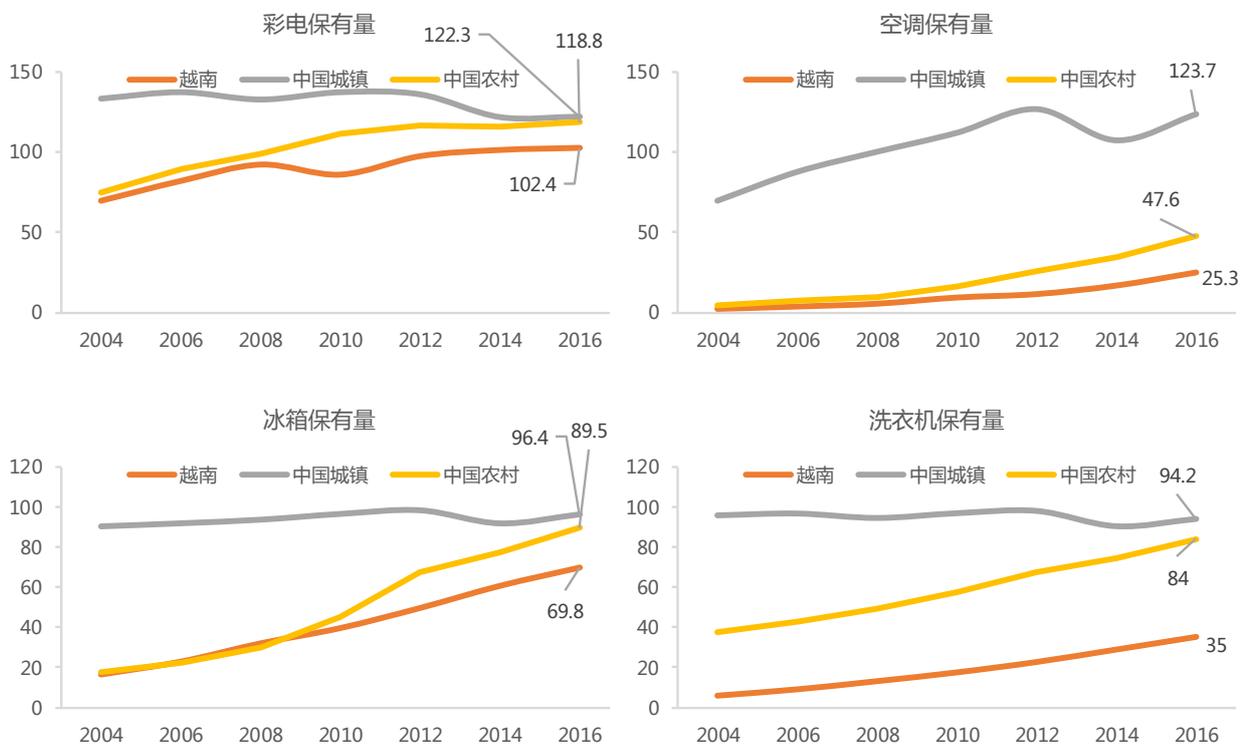


资料来源：越南统计局，天风证券研究所

注：2017 年为统计局初步预估值

保有量方面，越南的家电普及率相对中国处于较低水平，增长趋势与中国农村类似。2016 年，越南冰箱每百户保有量为 70 台，相当于中国城镇 1996 年的水平；空调每百户保有量 25.3 台，相当于中国城镇 1999 年水平。

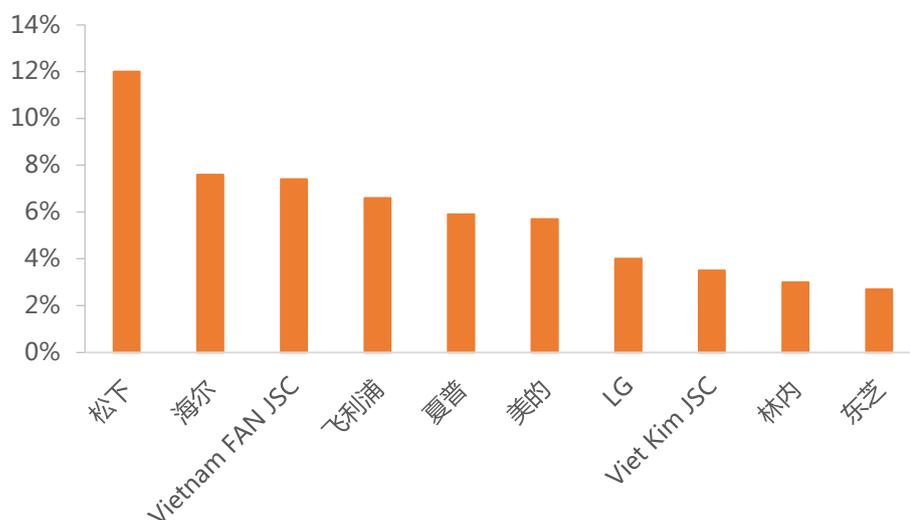
图 24：中越家电保有量情况对比（单位：台/百户）



资料来源：CEIC, Wind, 天风证券研究所

品牌商方面，目前越南市场仍较为分散。

图 25：2017 年越南家电市场份额

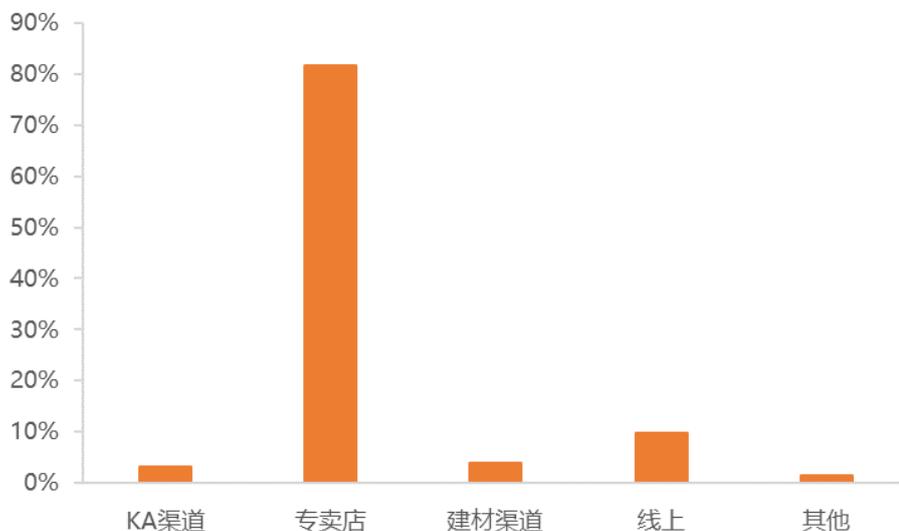


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

渠道方面，越南目前以专卖店代理渠道为主，大型家电卖场逐步开始布局。就美的集团在

越南布局情况来看，截至 2016 年 3 月，美的集团在越南的零售商店有 2100 多家，同时也在和 KA 连锁进行合作。

图 26：2017 年越南市场家电渠道分布



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

家电企业越南投资概况

自 90 年代以来，许多日韩企业便开始在越南建立生产基地，例如东芝、松下、夏普、三星、LG 等。他们利用当地相对廉价的劳动力，进一步提高自身毛利率。

图 27：家电生产基地位置



资料来源：公司公告，中国地图出版社，天风证券研究所

进入 21 世纪，中资企业开始发力，例如 TCL、美的、格力、海尔、苏泊尔等，纷纷前往越南建厂。

表 5：国内家电企业越南建厂情况（单位：亿元）

公司	建厂时间	净资产	收入	净利润	布局
TCL	1999年	541.4	1115.8	35.4	TCL越南工厂成立于1999年11月，占地面积31000平方米，CTV生产线数量2条，SKD生产线数量2条，员工总数165人（2015年数据）。截至2017年，TCL在越南有200多个经销商、3000多个销售网点。
格力电器	2007年	668.3	1482.9	225.1	1999年以出口方式进入越南市场，进而以合资的方式提供技术支持。2008年生产基地投产，年产10万台，主要生产空调。2013年工厂撤出。
美的集团	2007年 2008年	829.3	2407.1	186.1	投资2500万元设立美的越南工业园，占地5万平方米，主要生产电饭煲、电磁炉、电水壶等小家电，年产500至800万台，形成1亿美元的产值规模。美的全资子公司美的电器有限公司在越南投资设立了美的制冷设备厂，全部投产达到150万台（空调100万台+冰箱50万台）的产能。
苏泊尔	2008年	52.0	141.9	13.1	总投资1500万美金，生产基地主要是以炊具、厨卫家电为主的生产线，全部投产后产值达到1.6亿美金。
青岛海尔	2012年 2018年	467.5	1592.5	90.5	通过收购三洋电机进入越南市场，工厂占地面积7.7万平方米，生产产品以冰箱、洗衣机为主，冰箱年生产100万台，洗衣机80万台。
莱克电气	2018年	32.4	57.1	3.7	拟在越南同奈省边和市第二工业园内建设年产 50 万台滚筒洗衣机新工厂。
三花智控	2018年	79.3	95.8	12.5	计划以自有资金投资2000万美元在越南建设生产基地。
					在越南拿下200多亩地准备建厂。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：财务数据是 2017 年度的数据。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995

邮箱: research@tfzq.com

邮箱: research@tfzq.com

邮箱: research@tfzq.com
