

拨云见日，前路光明

2019年06月03日

【投资要点】

- ◆ **行业变革进行时：地产红利时代渐行渐远，需求结构重塑时点已至：**
 - 1) **地产拉动红利趋弱。**过去十年中，家电行业受益于地产和政策红利实现快速增长以及产业周期转换。主要家电产品如空调、冰箱、洗衣机等大型耐用消费品步入以更新换代需求为主的成熟期，完成产业周期的转换。地产红利削弱直观体现在地产对家电销量的拉动效应趋于下滑。至2018年，地产对空调、冰箱、洗衣机、彩电和油烟机的新增需求拉动效应分别为26%/28%/27%/22%/67%，整体来看白电的地产拉动效应处于相对较低水平并逐年减弱，厨电的地产拉动效应在70%左右，由于其具备更强的前装属性，与地产的相关性更高。
 - 2) **城乡二元结构驱动需求分化。**由于历史发展轨迹以及经济发展水平等方面存在差异，城镇与农村的家电行业发展也分化出两条路径：城镇地区已基本完成大型家电产品的普及，改善升级红利开始释放；乡村地区大型家电产品的普及需求程度相对较低，目前仍以刚性需求为主，但大型家电产品保有量仍有提升空间。
 - 3) **新常态下的行业发展趋势：激活存量市场，挖掘增量市场。**存量市场方面，成熟品类迎来“规模+性能”双更新换代周期，技术迭代加快将推动成熟品类进入性能升级换代周期；增量市场方面，一二级市场聚焦新品渗透率，三四级市场成熟品类保有量仍有提升空间。
- ◆ **子行业展望：白电龙头优势突出，地产改善预期增强有望利好厨电。**空调方面，龙头将长期享受渠道变革红利，短期有望享受成本下行和减税降费双重利好。冰洗的产品结构升级驱动逻辑未变，但更新需求释放或相对缓慢。厨电格局未企稳，但地产边际改善行情下有望出现机会。小家电一季度表现略显平淡，年内仍有望实现低双位数增长。

【配置建议】

- ◆ **“稳健+成长”双线龙头仍是我们推荐的配置思路：**一方面，成熟子行业中的龙头公司具备风险防御以及高投资回报价值；另一方面，新兴子行业中的龙头公司将率先享受新兴赛道发展初期带来的高增长红利，业绩增速有望长期处于上升通道，从而使市场赋予其高估值。
- ◆ **继续重申三大主线投资逻辑：基本面筑底+短期驱动业绩改善+高景气小龙头：**
 - 1) 基本面筑底：稳健现金流与高股息率匹配龙头高质量增长。看好老板电器（002508），谨慎看好龙头格力电器（000651）、美的集团（000333），谨慎看好苏泊尔（002032）。
 - 2) 短期驱动：业绩边际改善确定性大的个股。谨慎看好飞科电器（603868）。
 - 3) 高景气小龙头：享受新兴赛道带来的高景气增长。谨慎看好浙江美大（002677），建议关注科沃斯（603486）。

【风险提示】

- ◆ 政策实施不及预期；房地产景气度进一步下行；行业竞争加剧；宏观经济进一步下行的系统性风险。

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

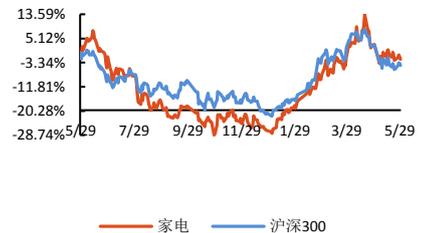
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：黄滢

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《2018年报及2019年一季报分析：利润拐点已显，基金超配比例回升》
2019.05.09
- 《2018Q4家电基金持仓分析：配置比例继续回落，小家电关注度提升》
2019.01.30
- 《鉴史观今，新政风口应关注哪些方向？》
2019.01.14
- 《价值问道，贵在等待》
2018.12.06
- 《双十一家电销售：小家电增速领跑，龙头强者恒强》
2018.11.26

正文目录

1. 板块回顾	4
1.1. 行情复盘: 年初至今家电板块跑赢沪深 300 指数	4
1.2. 18 全年压力仍显, 19Q1 改善如期而至	7
1.2.1. 收入: 18Q4 收入端短暂改善, 19Q1 继续承压	7
1.2.2. 利润: 原材料继续回落, 19Q1 净利润改善显著	9
1.2.3. 盈利能力: 18Q4-19Q1 厨电毛利率连续两季度改善显著	11
2. 行业变革进行时: 地产红利时代渐行渐远, 需求结构重塑时点已至 ...	12
2.1. 地产拉动红利趋弱	13
2.2. 城乡二元结构驱动需求分化	15
2.3. 新常态下的行业发展趋势: 激活存量市场, 挖掘增量市场	17
3. 新零售渠道对传统渠道体系的冲击	21
4. 子行业展望: 白电龙头优势突出, 地产改善预期增强有望利好厨电 ...	22
4.1. 白电: 竞争格局稳定, 龙头优势凸显	22
4.1.1. 空调: 龙头长期享受渠道变革红利, 短期有望享受成本下行和减税降费双重利好	22
4.1.2. 冰洗: 产品结构升级驱动逻辑未变, 更新需求释放或相对缓慢 ...	25
4.2. 厨电: 格局未企稳, 地产边际改善行情下有望出现机会	27
4.3. 小家电: 表现略显平淡, 年内仍有望实现低双位数增长	30
5. 投资建议	31
6. 风险提示	32

图表目录

图表 1: 家电行业整体跑赢市场	4
图表 2: 家电板块指数触底回升	4
图表 3: 申万家电三级子行业累计涨跌幅走势	5
图表 4: 家电板块估值中枢下行	5
图表 5: 公募对家电板块配置比例以及超配情况	6
图表 6: 19Q1 龙头基金重仓持股占行业整体比重有所上升	6
图表 7: 家电行业重点关注公司 2018 全年及 2019Q1 主要财务情况	7
图表 8: 18 年行业及子板块营收增速一览	8
图表 9: 17Q1 以来各子板块收入增速一览	8
图表 10: 18 年行业及子板块净利润增速一览	9
图表 11: 17Q1 以来各子板块净利润增速一览	10
图表 12: 铜现货价格 (截止 2019.03.31)	10
图表 13: 铝现货价格 (截止 2019.03.31)	10
图表 14: 螺纹钢现货价格 (截止 2019.03.31)	10
图表 15: 冷热轧板价格指数 (截止 2019.03.31)	10
图表 16: 塑料 ABS 市场价 (截止 2019.03.31)	11
图表 17: 液晶面板价格 (截止 2019.03.31)	11
图表 18: 行业整体与各子板块毛利率水平	11
图表 19: 行业整体与各子板块净利率水平	12
图表 20: 地产对家电行业的综合影响传导机制示意图	13
图表 21: 期房和现房销售面积与主要家电产品内销量	13

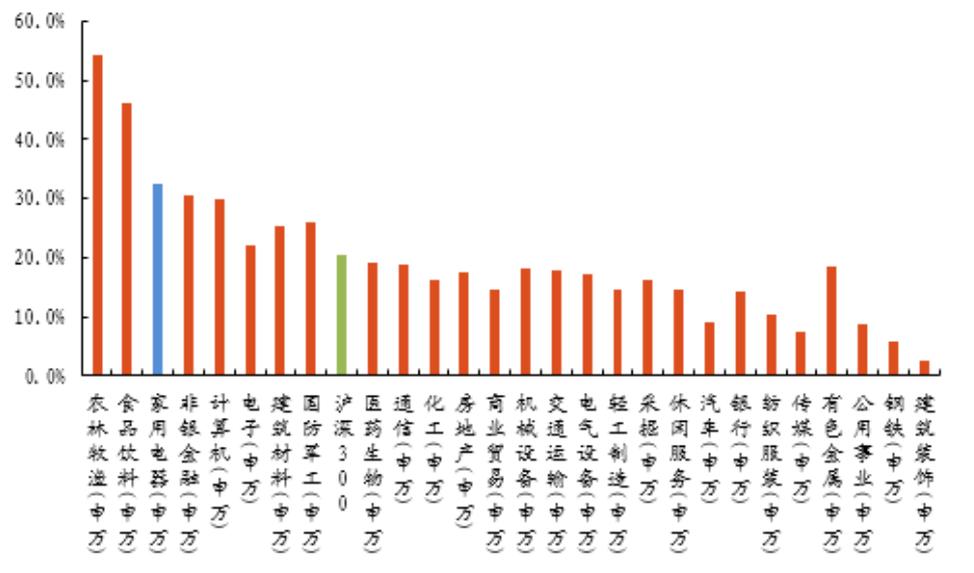
图表 22: 2000 年后我国城镇化率提速.....	14
图表 23: 地产对家电细分品类新增需求的拉动效应	14
图表 24: 城镇家庭每百户家电耐用品保有量 (台/百户)	15
图表 25: 城镇居民人均可支配收入及每百户家电耐用品保有量增速	16
图表 26: 农村家庭每百户家电耐用品保有量 (台/百户)	16
图表 27: 农村居民人均可支配收入及每百户家电耐用品保有量增速	17
图表 28: 家电产品需求趋势的演变	17
图表 29: 空调更新需求测算	18
图表 30: 主要家电产品更新换代需求测算	19
图表 31: 主要家电产品更新需求占比或将逐步上升	19
图表 32: 以洗碗机为例, 国内新兴家电产品未来成长空间很大	20
图表 33: 家电经销体系趋势的演变	21
图表 34: 奥克斯渠道链条	22
图表 35: 2018.1-2019.3 空调内销出货情况.....	23
图表 36: 2018.1-2019.3 空调外销出货情况.....	23
图表 37: 2019Q1 空调终端销售情况.....	23
图表 38: 19Q1 空调线下均价微降.....	23
图表 39: 19Q1 空调市场份额.....	24
图表 40: 2018.1-2019.3 冰箱内销出货情况.....	25
图表 41: 2018.1-2019.3 冰箱外销出货情况.....	25
图表 42: 2018.1-2019.3 洗衣机内销出货情况.....	25
图表 43: 2018.1-2019.3 洗衣机外销出货情况.....	25
图表 44: 冰箱技术渗透率提升进入瓶颈期	26
图表 45: 冰箱龙头加速收割份额	26
图表 46: 线上均价降幅收窄	26
图表 47: 冰箱龙头加速收割份额	26
图表 48: 2018.1-2019.3 油烟机内销情况.....	27
图表 49: 19Q1 后地产销售回暖.....	27
图表 50: 厨电线上份额变化情况	28
图表 51: 厨电线下份额变化情况	28
图表 52: 集成灶行业逆势增长	28
图表 53: 一线城市商品房销售率先回暖	29
图表 54: 二线城市商品房销售快速升温	29
图表 55: 小家电零售额变化情况	30
图表 56: 2019 年分品类小家电品类零售额规模.....	31
图表 57: 家电行业 2019 年度重点推荐公司	32

1. 板块回顾

1.1. 行情复盘：年初至今家电板块跑赢沪深 300 指数

截止 2019 年 5 月 31 日，申万家用电器行业指数年初至今上涨 32.56%，在 27 个申万一级行业指数中排行第 3 位，与 2018 年底(截止 2018 年 12 月 31 日)相比上升 14 位；同期上证指数上涨 16.23%，沪深 300 指数上涨 20.56%，家电板块分别跑赢上证指数和沪深 300 指数 16.33/12.00pct。随着国内市场经济环境逐步向好叠加外部干扰有所减弱，各行业 2019 年初至今涨幅相比 2018 年均实现由负转正，涨幅显著提高。家电板块受到外资和南水等资金的增持，板块预期先于基本面改善，指数反弹并触底回升。

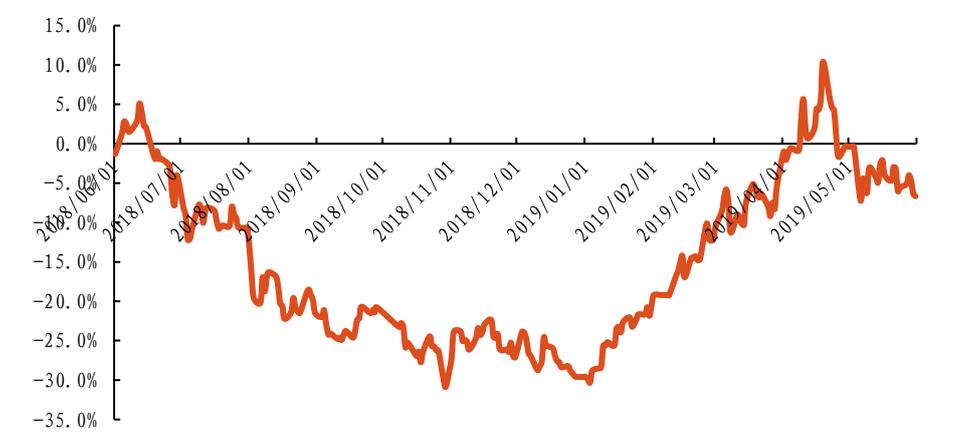
图表 1：家电行业整体跑赢市场



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：数据更新截止日期为 2019 年 5 月 31 日

图表 2：家电板块指数触底回升

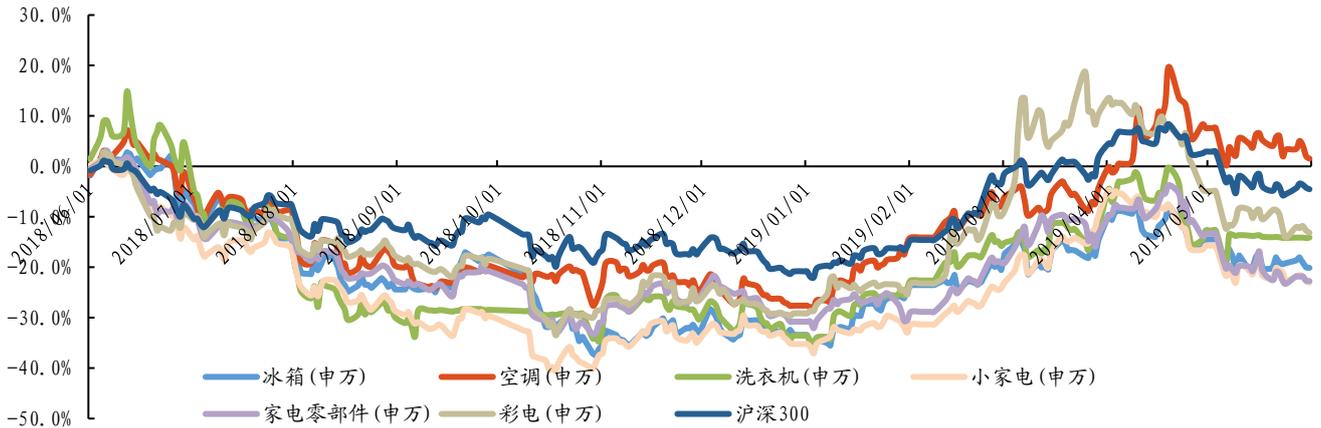


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：数据更新截止日期为 2019 年 5 月 31 日

分板块来看，截止 5 月 31 日，申万空调、冰箱、洗衣机、小家电、家电零部件、彩电六个子板块近一年累计涨跌幅分别为 1.53%/-20.10%/-14.12%/-23.05%/-22.73%/-13.16%。年初以来申万家电各三级子行业的累计涨跌幅与板块整体基本同步，于年初开始逐步回暖，六个子板块中表现最好的是空调板块，2018 年 6 月至 2019 年 5 月累计涨跌幅为正且大于沪深 300 指数，并从 4 月中旬以后反超大盘；3-4 月彩电板块受益于《超高清视频产业发展行动计划》政策的发布，预期提振明显；其余子板块表现则略弱于大盘。

图表 3：申万家电三级子行业累计涨跌幅走势

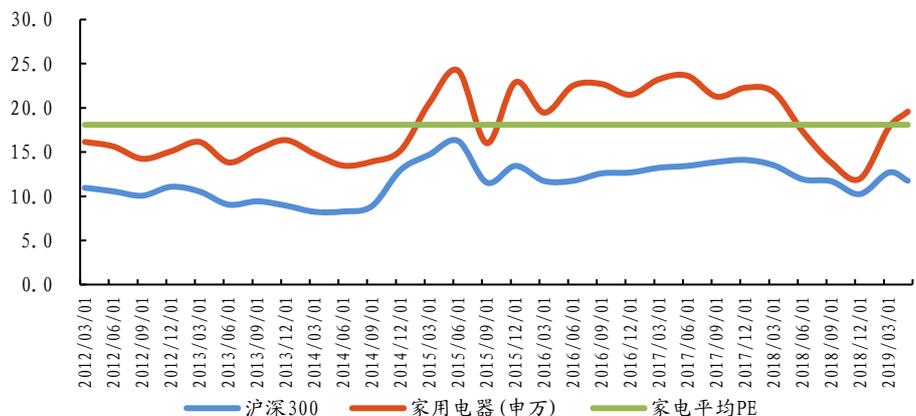


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：数据更新截止日期为 2019 年 5 月 31 日

年初至今板块估值强势反弹。在经历了近一年的估值回调后，家电行业 PE 从 2012 年以来的历史底部开始触底反弹，截止 5 月 31 日申万家电板块市盈率 (TTM) 为 19.57。年初至今申万家电指数估值走势快速回升并超过历史平均水平，外部性因素给板块带来的负面影响有所降低，18H2 开始人民币汇率也进入贬值通道，叠加年初以来多项家电补贴政策的刺激，市场对家电板块的预期先于基本面数据改善，并呈进一步上升的趋势。家电板块估值得到有效修复，与沪深 300 指数 PE (TTM) 逐渐走出“剪刀差”形态。

图表 4：家电板块估值中枢下行

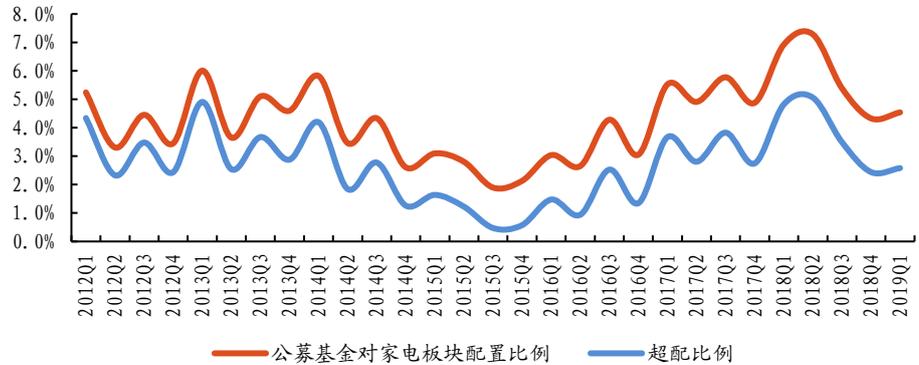


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：数据更新截止日期为 2019 年 5 月 31 日

19Q1 公募家电板块配置比例止跌回升，板块公募基金超配比例回调。截止 2019 年 3 月 31 日，家电板块公募基金配置比例约为 4.54%，环比 18Q4 上升 0.21pct，结束了自 18Q2 以来的下跌趋势。家电公募基金超配比例从 2016Q1 开始呈上升态势，至 18Q2 达到接近 8%的历史高点，随后连续两个季度快速回落至 2.44%，进入 19Q1 后板块超配比例回升至 2.58%，环比上升 0.14pct。

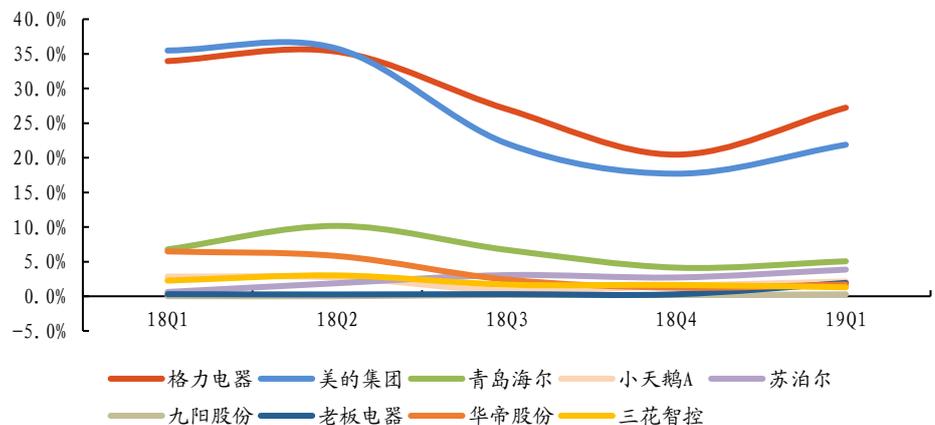
图表 5：公募对家电板块配置比例以及超配情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

从个股占比行业重仓市值情况来看，白电、厨电和小家电龙头基金重仓比例均有所上升。拆分板块来看，19Q1 白电板块中格力电器、美的集团、青岛海尔和小天鹅 A 重仓比例分别为 27.23%/21.88%/5.05%/2.14%，环比提升 6.78/4.18/0.92/0.63pct，小家电板块中苏泊尔、九阳股份重仓比例分别为 3.85%/0.28%，环比提升 1.13/0.10pct，厨电板块中老板电器、华帝股份重仓比例分别为 1.93%/1.70%，环比提升 1.64/0.47pct，上游零部件板块中三花智控重仓比例为 1.30%，环比小幅下滑 0.34pct。年初以来，受南水大举增持以及家电补贴政策预期刺激等的影响，白电龙头估值得到较大程度的修复，此外地产预期边际改善也为厨电龙头估值带来一定的修复空间，小家电由于业绩稳健穿越周期的特性也颇受公募基金青睐。我们认为，目前家电龙头估值在经历了 19Q1 的估值修复阶段后或将进入短暂的调整时期，未来随着地产竣工数据逐步回暖、终端需求在政策刺激下有所提振，家电龙头估值有望伴随业绩释放走出新一轮弹性向上趋势。

图表 6：19Q1 龙头基金重仓持股占行业整体比重有所上升



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.2. 18 全年压力仍显，19Q1 改善如期而至

在宏观经济景气下行、地产调控进一步收紧以及外部扰动带来的不稳定性的影响下，2018 全年家电行业整体仍承压。但进入 19Q1 后，随着地产预期边际改善以及消费者信心有所回暖，行业进入业绩和估值双修复通道。

图表 7：家电行业重点关注公司 2018 全年及 2019Q1 主要财务情况

证券代码	证券简称	2018			2019Q1			所属子行业
		营业收入 (亿元)	净利润(亿 元)	毛利率(%)	营业收入 (亿元)	净利润(亿 元)	毛利率(%)	
000651	格力电器	2000.24	263.79	30.23	405.48	56.98	30.59	白电
000333	美的集团	2618.20	216.50	27.54	752.06	65.41	28.36	白电
600690	青岛海尔	1833.17	97.71	29.00	480.43	26.66	29.12	白电
000418	小天鹅 A	236.37	21.31	26.20	73.60	6.88	28.96	白电
000921	海信家电	360.20	14.23	19.01	86.87	4.33	19.79	白电
600060	海信电器	351.28	5.47	14.69	76.22	0.50	14.75	黑电
002848	高斯贝尔	7.91	-0.74	13.79	1.22	-0.28	5.25	黑电
603486	科沃斯	56.94	4.85	37.84	12.48	0.70	36.60	小家电
002032	苏泊尔	178.51	16.69	30.86	54.74	5.15	31.28	小家电
002242	九阳股份	81.69	7.42	32.13	17.99	1.60	32.73	小家电
002614	奥佳华	54.47	4.43	36.26	12.43	0.36	36.72	小家电
603355	莱克电气	58.64	4.23	25.05	14.05	0.86	24.72	小家电
603868	飞科电器	39.77	8.44	39.09	8.46	1.63	38.51	小家电
603579	荣泰健康	22.96	2.50	34.07	5.11	0.54	29.05	小家电
002677	浙江美大	14.01	3.78	51.54	2.90	0.75	53.84	厨电
002035	华帝股份	60.95	6.94	47.34	13.31	1.36	48.13	厨电
002508	老板电器	74.25	14.84	53.52	16.60	3.24	54.79	厨电
603515	欧普照明	80.04	9.00	36.46	16.63	0.86	36.26	照明设备
300650	太龙照明	4.87	0.60	33.32	0.96	0.07	32.16	照明设备
603677	奇精机械	13.81	0.78	17.44	3.69	0.19	16.23	上游零部件
002050	三花智控	108.36	13.11	28.59	27.81	2.62	25.24	上游零部件
002860	星帅尔	4.09	1.01	39.68	1.56	0.29	33.33	上游零部件

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

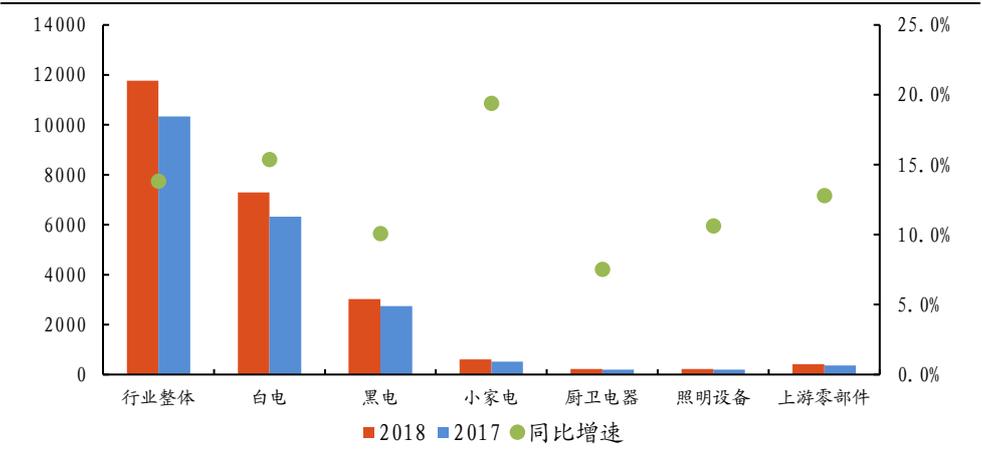
1.2.1. 收入：18Q4 收入端短暂改善，19Q1 继续承压

2018 年家电行业上市公司整体实现营业收入 11766.19 亿元，同比增长 13.83%，其中 18Q4 板块内上市公司实现收入 2979.58 亿元，同比增长 12.05%。分板块来看，白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件六个子行业 2018 年营收增速分别为 15.37%/10.07%/19.40%/7.53%/10.63%/12.78%。

白电 2018 全年收入规模达 7288.77 亿元，占行业整体收入规模比重约 62%，在行业整体承压的情况下，白电厂商仍能凭借其强有力的渠道优势实现 16% 的收入规模增长，小家电则受到高景气度的拉动效应，18 全年实现将近 20% 的增幅，增速领跑其他子板块。白电和小家电合计收入规模占比行业整体约 70%，

二者的稳健增长推动板块整体水平小幅提升。

图表 8: 18 年行业及子板块营收增速一览

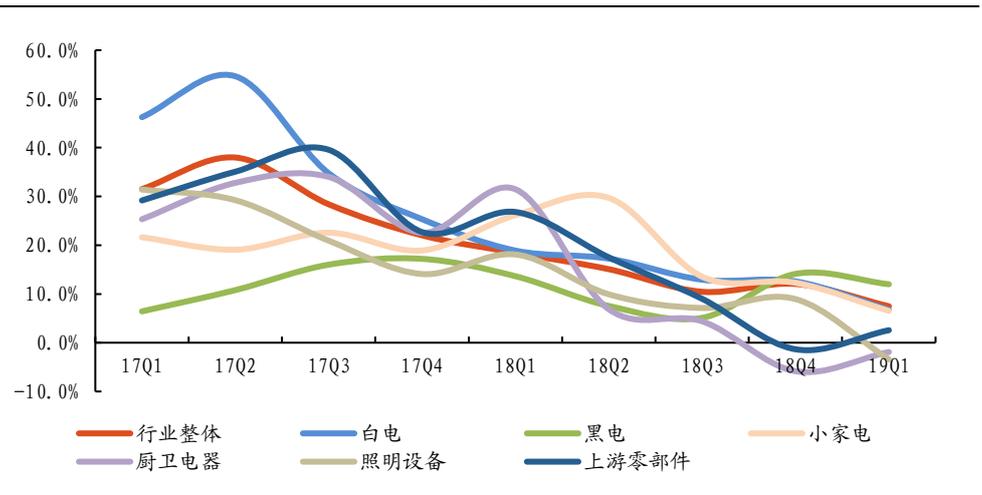


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

18Q4 和 19Q1 行业整体收入增速分别为 12.05% 和 7.47%，由于四季度家电出口集中释放，环比 Q3 改善 1.6pct，其中 18Q4 白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件的营收增速分别为 12.57%/14.12%/12.29%/-5.86%/8.95%/-1.35%，19Q1 各子板块收入增速分别为 6.75%/11.99%/6.52%/-1.90%/-3.43%/2.57%，总体来看行业收入端在 18Q4 出现短暂的改善后，19Q1 整体仍延续承压态势。

进入 19Q1 后，主要产品抢出口现象明显减少，其中空调出口下滑最为显著，主要还是内销增长的贡献，但从终端数据来看内销需求改善有限，导致 19Q1 增速环比放缓，白电和小家电板块增速环比均有小幅下滑；但受益于地产预期的边际改善，厨电板块增速下滑幅度有所收窄；同时受益于空调厂商年初高排产，上游零部件企业收入增速环比由负转正。

图表 9: 17Q1 以来各子板块收入增速一览

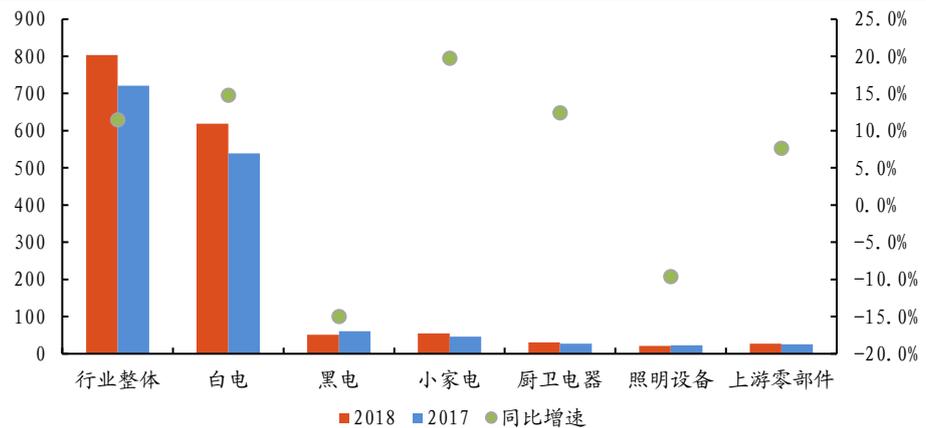


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2.2. 利润：原材料继续回落，19Q1 净利润改善显著

2018 年家电行业上市公司整体实现净利润 803.22 亿元，同比增长 11.45%，其中 18Q4 板块内上市公司实现净利润 142.81 亿元，同比下滑 12.33%。分板块来看，白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件六个子行业 2018 年净利润增速分别为 14.75%/-14.97%/19.74%/12.41%/-9.63%/7.62%。行业整体净利润增速略低于收入增速，小家电板块实现收入和净利润双领跑，白电利润增速也较为稳健，黑电表现低于预期。

图表 10：18 年行业及子板块净利润增速一览

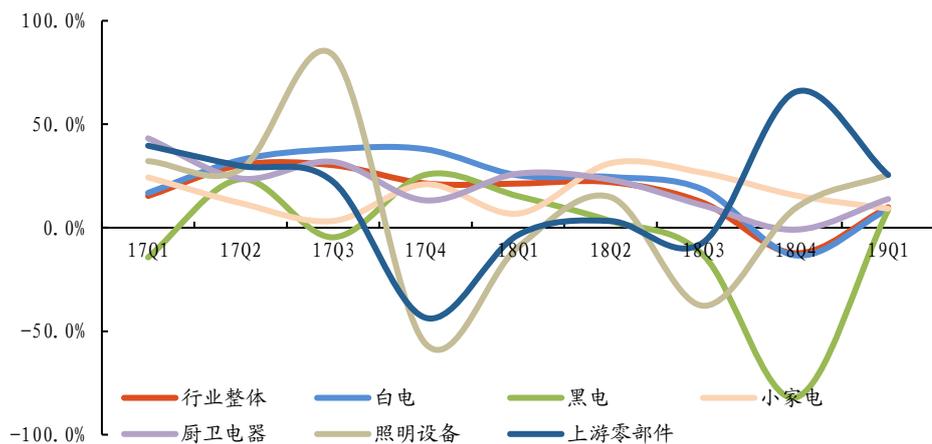


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

18Q4 和 19Q1 行业整体净利润增速分别为-12.33%和 9.91%，18Q4 板块净利润环比进一步恶化，其中白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件的净利润增速分别为-13.36%/-82.02%/15.61%/-0.96%/9.47%/65.61%，板块内仅小家电、照明设备和上游零部件实现净利润正增长，其中上游零部件改善最为显著，进入 19Q1 后行业整体净利润增速实现触底回升，为 9.91%，同时除上游零部件板块外，其余各子板块净利润增速均有明显的回暖，分别为 8.99%/8.61%/9.23%/13.86%/25.56%/25.47%，行业整体和各子板块的净利润增速拐点已经显现，我们判断 19Q1 利润端的回暖主要来自于原材料价格的回落以及汇率端的改善。

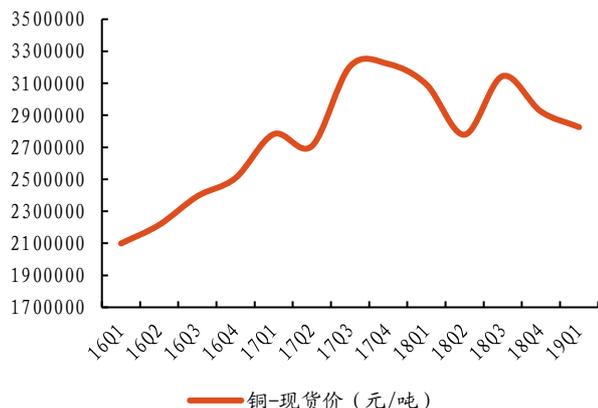
原材料回落释放成本端压力。从铜、铝、螺纹钢以及塑料等原材料产品的价格走势来看，从 18Q3 开始主要原材料价格从相对高位逐步回落，至 19Q1 后原材料价格进一步下跌，为 17 年以来成本端的压力带来较大幅度的释放，在利润端则主要体现在 19Q1 行业整体和各个子板块净利润增速的改善，其中黑电板块改善最为明显。

图表 11: 17Q1 以来各子板块净利润增速一览



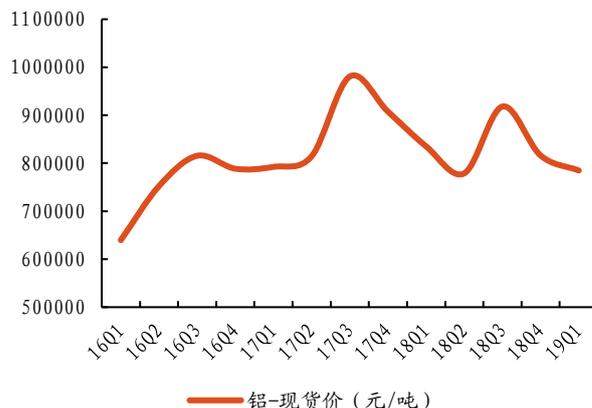
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 12: 铜现货价格 (截止 2019. 03. 31)



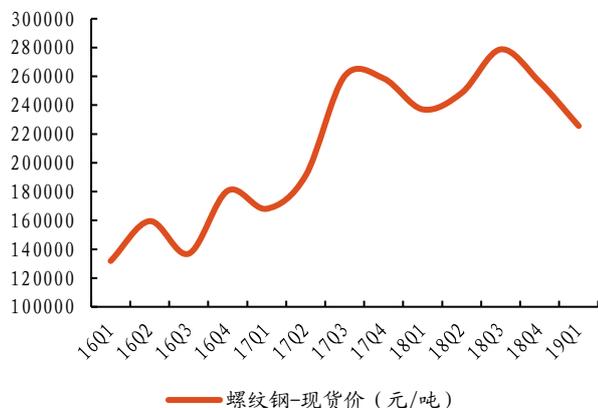
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 13: 铝现货价格 (截止 2019. 03. 31)



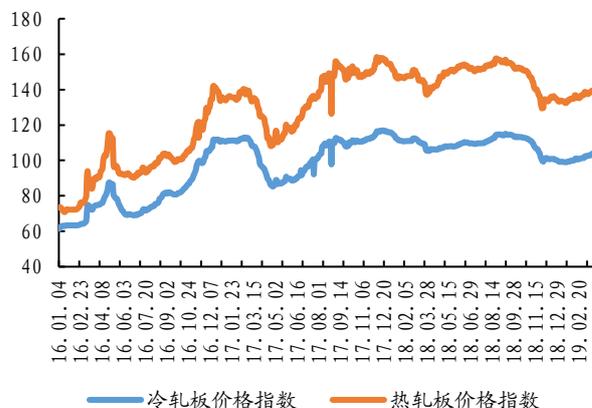
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 14: 螺纹钢现货价格 (截止 2019. 03. 31)



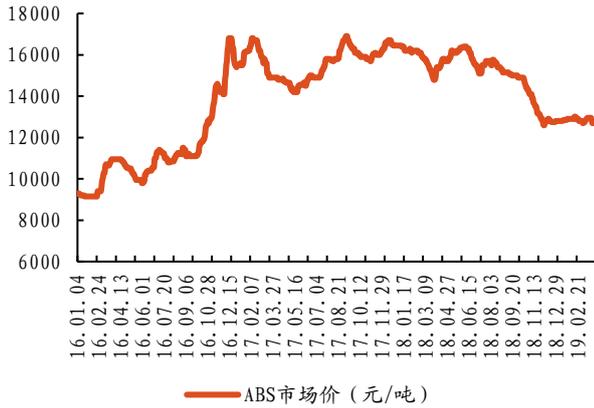
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 冷热轧板价格指数 (截止 2019. 03. 31)



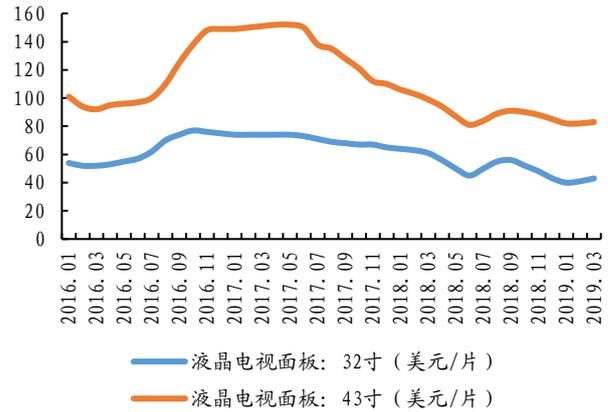
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 16: 塑料 ABS 市场价 (截止 2019.03.31)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 17: 液晶面板价格 (截止 2019.03.31)



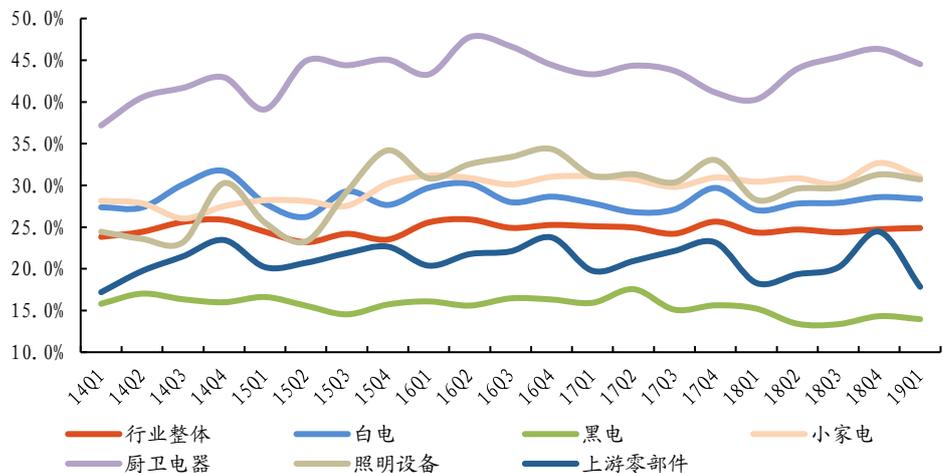
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2.3. 盈利能力: 18Q4-19Q1 厨电毛利率连续两季度改善显著

2018 年行业整体毛利率为 24.54%，同比下滑 0.42pct，分板块来看，18 全年白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块毛利率分别为 27.83%/14.06%/31.10%/44.00%/29.80%/20.40%，同比提升 0.02/-1.92/0.47/0.95/-1.71/-1.12pct。

18Q4 家电行业整体毛利率为 24.74%，同比下滑 0.91pct，环比提升 0.37pct，从 18 年各季度毛利率水平来看行业整体基本保持在 24%左右较为稳定。分板块来看，18Q4 白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块毛利率分别同比增长-1.10/-1.30/1.74/5.23/-1.73/1.29pct，除白电、黑电和照明设备三个板块以外，其余板块的毛利率均有一定程度的改善，其中厨电同比改善最为显著。19Q1 行业整体毛利率为 24.88%，同比提升 0.53pct，环比提升 0.14pct，改善程度较为明显，其中白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块毛利率分别同比增长 1.35/-1.26/0.57/4.23/2.45/-0.46pct，受 18Q1 低基数以及 19Q1 终端需求增长有所恢复的影响，厨卫电器毛利率同比改善较大。

图表 18: 行业整体与各子板块毛利率水平



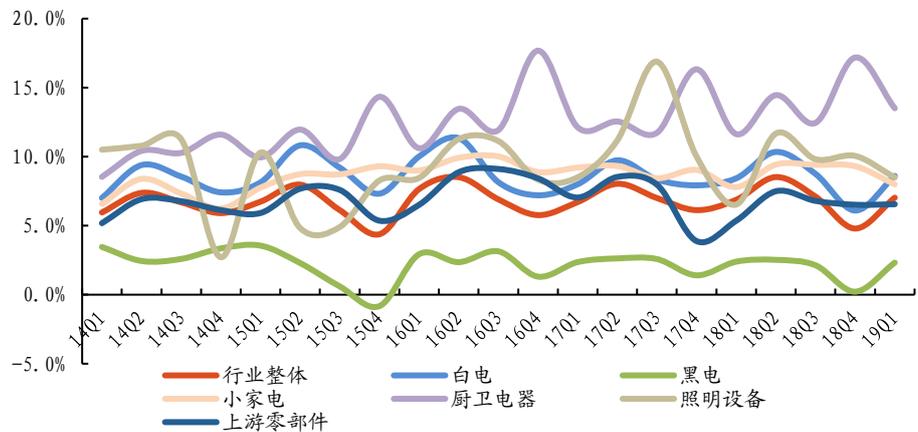
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2018 年行业整体净利率为 6.83%，同比下滑 0.15pct，分板块来看，18 全年白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块净利率分别为 8.48%/1.70%/9.00%/13.97%/9.62%/6.56%，同比提升-0.05/-0.50/0.03/0.61/-2.16/-0.31pct。厨卫电器依旧保持较高的净利率水平，照明设备净利率下滑较为明显。

18Q4 家电行业整体净利率为 4.79%，同比下滑 1.33pct，环比下滑 2.32pct。分板块来看，18Q4 白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块净利率分别同比增长-1.82/-1.18/0.27/0.85/0.05/2.63pct。除白电和黑电以外，其余板块净利率同比均有小幅提升。

19Q1 行业整体净利率为 7.03%，同比提升 0.16pct，环比大幅提升 2.24pct，其中白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块净利率分别同比增长 0.18/-0.07/0.20/1.87/1.96/1.20pct，厨电板块实现毛利率及净利率双改善。

图表 19：行业整体与各子板块净利率水平



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 行业变革进行时：地产红利时代渐行渐远，需求结构重塑时点已至

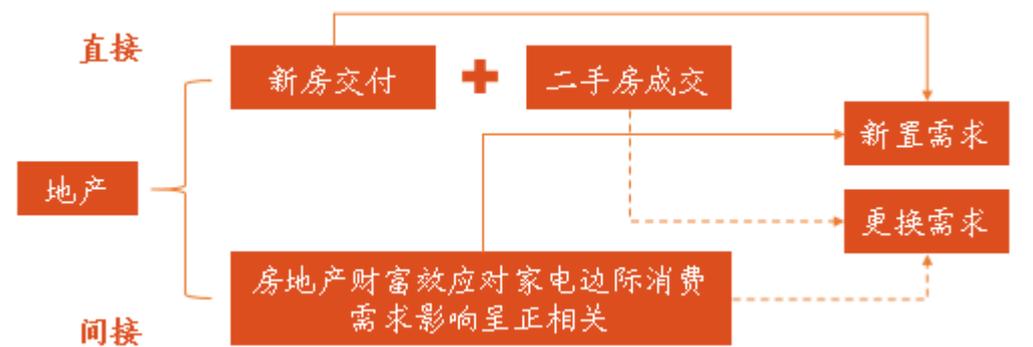
在对家电行业历史的复盘过程中，我们发现家电行业也正伴随着大环境的变化而同步变革，影响因子的此消彼长使得一方面影响家电需求的上游地产因子的作用性正在逐步削弱，过去被我们放在次要位置的其他因素的作用性正渐渐凸显，另一方面伴随着经济社会的发展，不同地域的家电需求出现分化，同时也催生出不同的机遇。

伴随宏观环境的变化，家电行业已迎来新一轮变革，我们尝试重塑家电行业需求结构，从更微观的角度去看家电的变化发展。

2.1. 地产拉动红利趋弱

2017 年地产进入持续调控阶段，作为地产后周期产业链之一的家电行业也势必受到影响，2018 年家电零售规模增速的下滑也让我们意识到地产红利非持续可依。过去地产的高增长使我们过于放大地产的拉动作用，但其实地产对宏观经济环境、消费者信心以及社会财富效应的影响才是综合传导至家电行业的完整机制。家电行业增长驱动因素正在发生转变，这是我们所能明显感受到家电行业正在发生的变革之一。

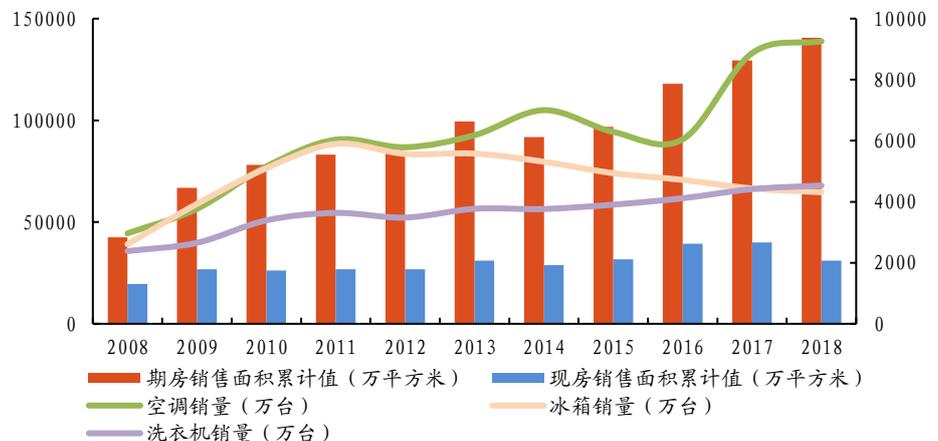
图表 20: 地产对家电行业的综合影响传导机制示意图



资料来源：东方财富证券研究所绘制

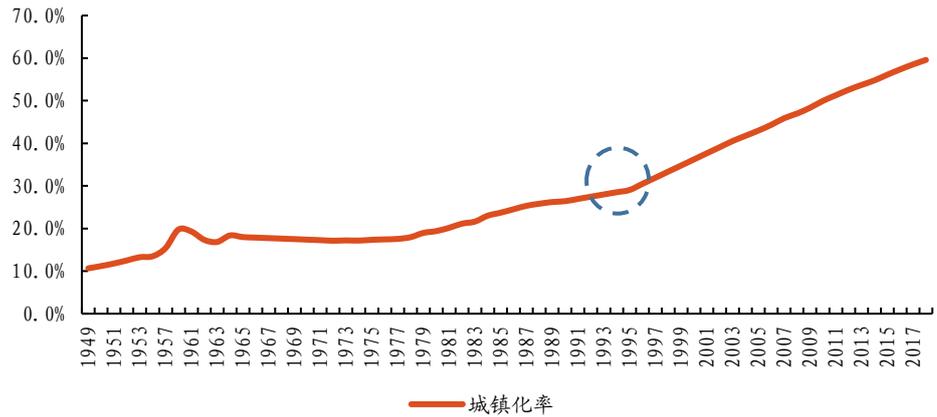
过去十年中，家电行业受益于地产和政策红利实现快速增长以及产业周期转换。改革开放以来，我国城乡二元经济结构逐渐松动，主要体现在城镇化进程加快推进，城镇化率从 2000 年的 36.22% 提升至 2018 年的 59.58%，与之相伴的则是地产销量的快速增长，新房大量交付直接拉动家电产品销量攀升。此外，在 2008-2013 年期间，家电下乡、以旧换新以及节能惠民等政策的陆续出台极大刺激了农村家电产品的普及需求以及部分城镇家电产品的升级需求。主要家电产品如空调、冰箱、洗衣机等大型耐用消费品在地产和政策红利驱动下走过普及型需求为主的成长阶段，步入以更新换代需求为主的成熟期，完成产业周期的转换。

图表 21: 期房和现房销售面积与主要家电产品内销量



资料来源：Choice，国家统计局，产业在线，东方财富证券研究所

图表 22: 2000 年后我国城镇化率提速



资料来源: Choice, 国家统计局, 产业在线, 东方财富证券研究所

地产红利削弱直观体现在地产对家电销量的拉动效应趋于下滑。以五大家电产品为例, 至 2018 年, 地产对空调、冰箱、洗衣机、彩电和油烟机的新增需求拉动效应分别为 26%/28%/27%/22%/67%, 尽管近年来冰箱的地产拉动效应呈现平稳上升趋势, 但仍维持在 30%以下, 整体来看白电的地产拉动效应处于相对较低水平并逐年减弱, 厨电的地产拉动效应在 70%左右, 由于其具备更强的前装属性, 与地产的相关性更高。

图表 23: 地产对家电细分品类新增需求的拉动效应

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
商品房销售套数							
滞后 14 个月期房销售套数 (万套)	665	677	708	874	792	762	843
滞后 6 个月现房销售套数 (万套)	255	240	225	248	314	329	251
二手房销售套数 (万套)	289	312	340	325	356	412	415
合计套数 (万套)	1209	1229	1273	1447	1462	1503	1509
地产拉动新增需求 (新置率 80%) (万台)							
空调 (2 台/户)	1934	1966	2037	2315	2339	2405	2414
冰箱 (1 台/户)	967	983	1018	1158	1170	1202	1207
洗衣机 (1 台/户)	967	983	1018	1158	1170	1202	1207
彩电 (1 台/户)	967	983	1018	1158	1170	1202	1207
油烟机 (1 台/户)	967	983	1018	1158	1170	1202	1207
内销出货量 (万台)							
空调	5785	6180	7001	6288	6046	8868	9258
冰箱	5567	5577	5310	4936	4716	4480	4311
洗衣机	3481	3769	3763	3905	4128	4414	4532
彩电	5078	5407	5039	5127	5568	5311	5387
油烟机	1346	1550	1668	1582	1796	1887	1793
地产对新增需求的拉动效应							
空调	33.44%	31.82%	29.09%	36.82%	38.69%	27.12%	26.08%
冰箱	17.37%	17.63%	19.18%	23.45%	24.80%	26.84%	28.00%
洗衣机	27.79%	26.09%	27.06%	29.64%	28.33%	27.24%	26.64%

彩电	19.05%	18.18%	20.21%	22.58%	21.01%	22.64%	22.41%
油烟机	71.86%	63.43%	61.06%	73.17%	65.12%	63.72%	67.33%

资料来源：国家统计局，Choice，东方财富证券研究所

2.2. 城乡二元结构驱动需求分化

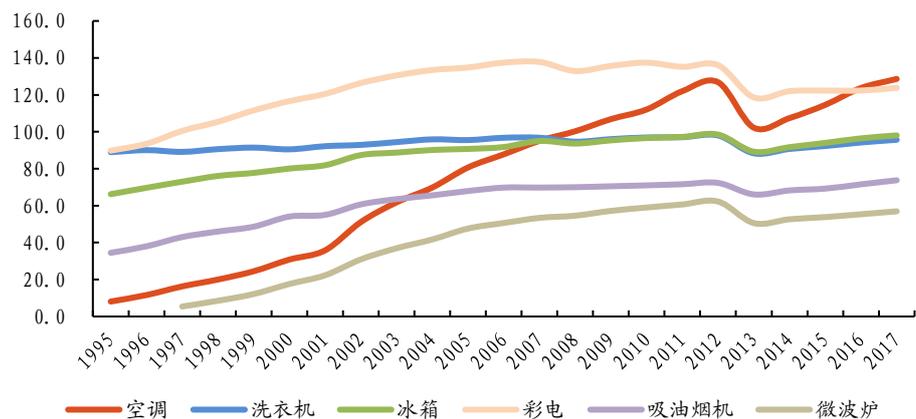
城乡二元结构的存​​在使家电城乡需求出现分化。由于历史发展轨迹以及经济发展水平等方面存在差异，城镇与农村的家电行业发展也分化出两条路径：城镇地区在高经济增长、高人均收入以及高消费意识的推动下已基本完成大型家电产品的普及，并迈入从刚性需求向享受、改善需求过度的阶段；乡村地区由于早期住宅建设和基础设施等方面仍处于相对粗放的状态，大型家电产品的普及需求程度相对较低，目前仍以刚性需求为主。

城镇：大家电普及需求基本完成，改善升级红利开始释放。得益于城镇地区良好的经济基础和早期政策支持，城镇地区的大型家电产品的普及起步早且起点高，其中彩电在城镇的普及要早于白电，1995 年彩电每百户保有量已接近 90 台，但从 2000 年以后空调的保有量快速攀升，主要是空调一户多机的属性逐渐体现，冰洗的保有量变化则相对平稳。

2006 年大型家电产品普及基本完成，对应空调保有量增速降至 10%以下，城镇人均可支配收入也突破万元。2006 年以后，油烟机、燃气灶、消毒柜和微波炉等厨房电器规模增长开始提速，但由于厨电发展较晚，目前普及度相对白电和黑电仍有一定距离。

2012 年以来，伴随年轻消费群体逐步成长为消费主力以及品质消费意识渗透率的提升，家电改善和升级红利开始释放：1) 大型家电产品进行结构升级，产品体验更侧重功能性，聚焦节能高效，刺激了部分家电更新换代需求的产生；2) 新兴品类方兴未艾，消费者对提高生活品质的诉求催生出改善型家电消费需求，电动牙刷、扫地机器人、洗碗机等新兴品类迎来蓬勃生长期。

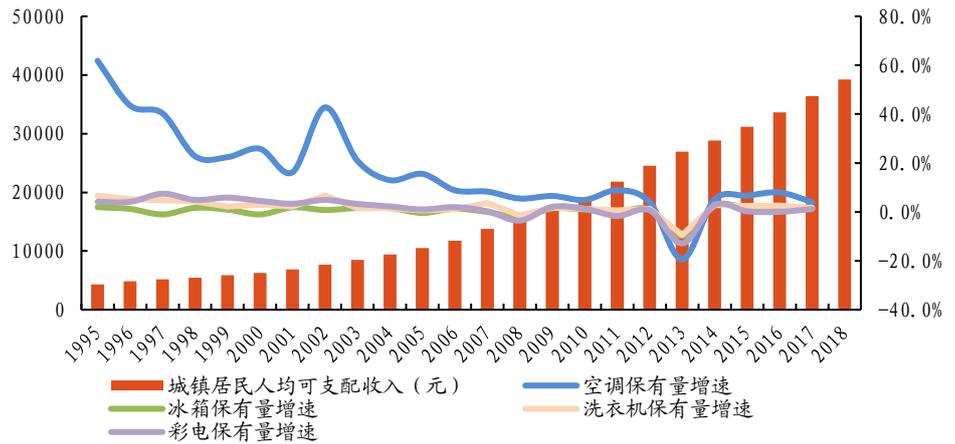
图表 24：城镇家庭每百户家电耐用品保有量（台/百户）



资料来源：Choice，国家统计局，东方财富证券研究所

注：2012 年国家统计局对原来分开组织实施的城镇住户调查和农村住户调查实施一体化改革，统一了抽样方法和指标口径等，2013 年及以后年份的数据采用的是新口径数据。

图表 25: 城镇居民人均可支配收入及每百户家电耐用品保有量增速



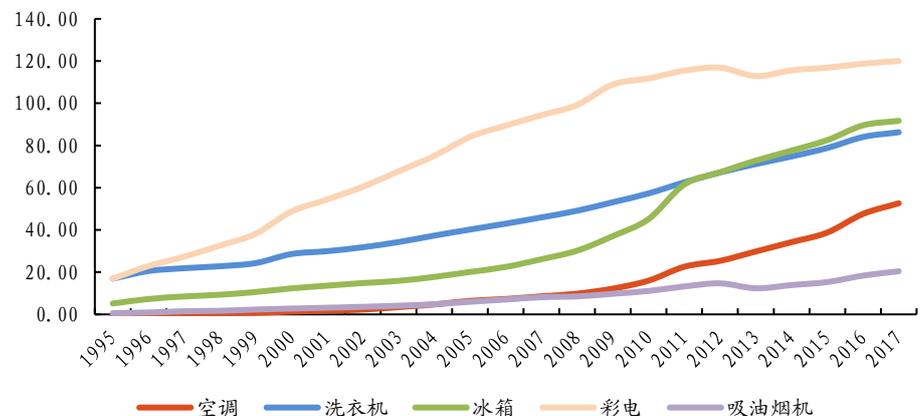
资料来源: Choice, 国家统计局, 东方财富证券研究所

注: 2012 年国家统计局对原来分开组织实施的城镇住户调查和农村住户调查实施一体化改革, 统一了抽样方法和指标口径等, 2013 年及以后年份的数据采用的是新口径数据。

农村: 刚性需求占主导, 大型家电产品保有量仍有提升空间。农村地区当前正处于收入与消费的拐点: 1) 一方面农村居民人均收入水平从 2015 年起进入个位数增长通道并连续 4 年维持在 8% 左右, 农民收入结构转型以及过去所积累的高基数导致收入增速有所放缓; 2) 另一方面收入水平的提高叠加“家电下乡”等政策红利支持为农村家电消费培育出需求的沃土, 2008-2012 年农村地区大家电产品普及需求基本满足, 需求规模在经历快速增长后逐渐放缓, 对应 2012 年后空调和洗衣机保有量增速分别降至 10% 左右。

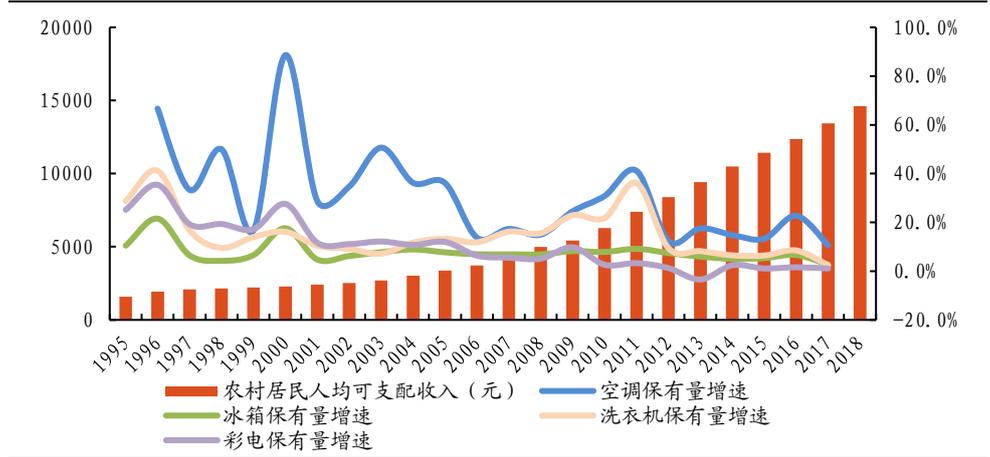
按人均可支配收入水平来看, 农村居民 2017 年收入水平相当于城镇居民 2007 年的收入水平, 但从保有量上来看, 2017 年农村地区空调、冰箱、洗衣机、彩电和油烟机保有量分别为 52.63/91.70/86.28/120.03/20.42 台/百户, 仅相当于城镇地区 2002 年左右保有量水平, 除冰箱基本持平以外, 其他品类与同等收入条件下的城镇保有量水平仍存在一定的差距, 我们认为这或许与农村地区的房屋住宅特色、生活习惯以及消费意识等因素有关。未来随着农村人均收入水平增长以及住宅改善需求释放, 农村大家电的保有量仍有提升空间。

图表 26: 农村家庭每百户家电耐用品保有量 (台/百户)



资料来源: Choice, 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 27: 农村居民人均可支配收入及每百户家电耐用品保有量增速

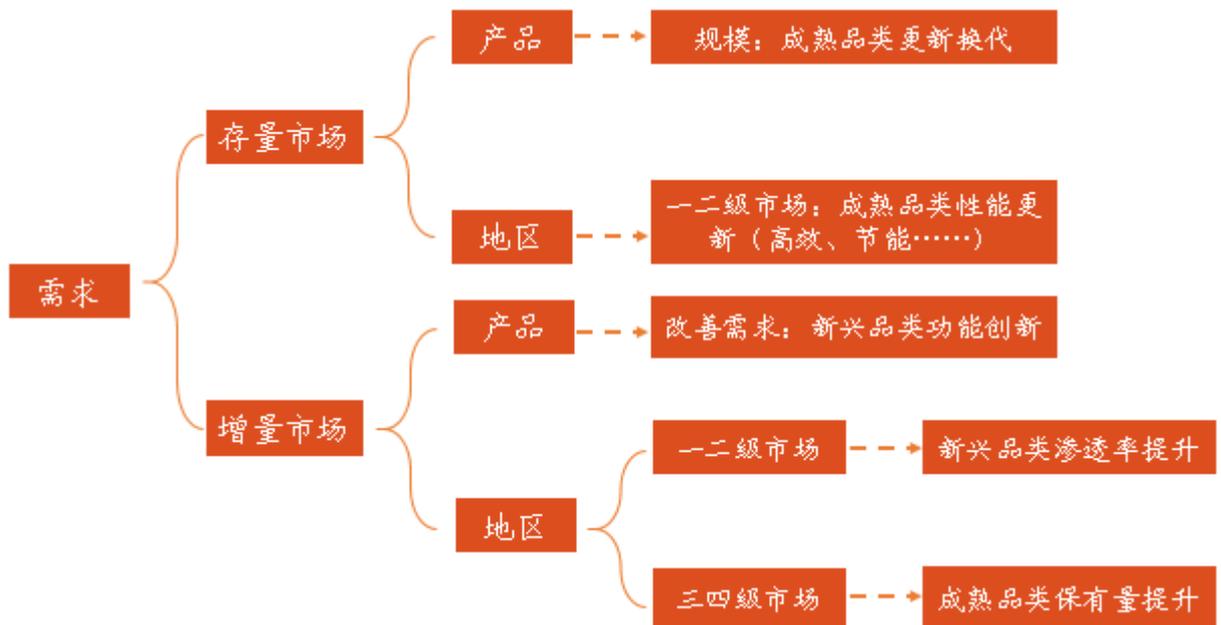


资料来源: Choice, 国家统计局, 东方财富证券研究所

2.3. 新常态下的行业发展趋势: 激活存量市场, 挖掘增量市场

我们认为, 地产繁荣渐远或将成为中长期影响后周期产业景气度的新常态, 而城乡二元经济结构导致家电需求不断演变, 在两大因素综合推动下, 进入新阶段, 家电行业将演绎新的发展趋势: 存量市场有待激活, 增量市场亟待挖掘。下面我们将从产品和地区两个维度对存量市场和增量市场需求趋势进行详细解读。

图表 28: 家电产品需求趋势的演变



资料来源: 东方财富证券研究所绘制

存量市场: 成熟品类迎来“规模+性能”双更新换代周期。

1) 成熟品类进入更新换代周期。任何家电产品在使用过程中均会对使用寿命产生不可逆的损耗, 从产品更新换代周期来看, 根据 2018 年 10 月颁布的《房间空气调节器安全使用年限》联盟标准, 空调器的安全使用年限为 10 年, 超过一定年限后的家电产品所面临的安全隐患概率将增大,

而参考大金、日立等日本家电企业所披露的家电产品使用年限来看，空调、洗衣机和电视等的安全使用年限也在 8-10 年左右。如果以 10 年作为家电成熟品类平均更换年限，则 2008-2013 年期间通过在全国范围内推行的三大家电补贴政策而实现销量规模大幅增长的空调、冰箱、洗衣机和彩电等产品也基本经历了一个较为完整的使用周期，随着使用年限临近，这几类产品预计在 2019-2020 年步入更新换代周期。

2) 技术迭代加快，成熟品类进入性能升级换代周期。回溯几大家电产品的技术发展历程可以发现，包括空调的定频向变频的演化、洗衣机的滚筒对波轮的替代、冰箱的智能与保鲜技术应用层面的结合、彩电从 4K 向 8K 的升级等，近年来家电产品的性能和技术正向更高效节能的方向发展，大家电逐步从过去单纯的规模增长发展为技术升级与规模增长并举。对于已实现产品普及的一二线城市消费者而言，出于对更高的使用和体验感的追求，技术升级和新品迭代对消费者的置换需求会产生一定的影响，甚至会导致产品更换周期的缩短。

不考虑气候、库存以及地产等短期因素的影响，我们以空调为例，对家电更新需求进行测算。

图表 29: 空调更新需求测算

	城镇人口(万人)	城镇户数(万户)	城镇保有量(台/每百户)	农村人口(万人)	农村户数(万户)	农村保有量(台/每百户)	总保有量(万台)	内销量(万台)	新增需求(万台)	更新需求(万台)
2003	52376	17755	62	76851	24397	3	11812	-	-	-
2004	54283	18401	70	75705	24033	5	13975	2834	2163	671
2005	56212	19055	81	74544	23665	6	16886	2634	2911	-277
2006	58288	19759	88	73160	23225	7	19037	2647	2151	496
2007	60633	20554	95	71496	22697	9	21481	3193	2444	749
2008	62403	21154	100	70399	22349	10	23407	2965	1927	1038
2009	64512	21868	107	68938	21885	12	26041	3767	2633	1133
2010	66978	22704	112	67113	21306	16	28854	5157	2813	2344
2011	69079	23417	122	65656	20843	23	33275	6035	4421	1614
2012	71182	24129	127	64222	20388	25	35769	5785	2495	3290
2013	73111	24783	102	62961	19988	30	31286	6180	-	-
2014	74916	25395	107	61866	19640	34	34000	7001	2714	4287
2015	77116	26141	115	60346	19157	39	37380	6288	3380	2908
2016	79298	26881	124	58973	18722	48	42159	6046	4780	1266
2017	81347	27575	129	57661	18305	53	45098	8868	2939	5929
2018	83137	28182	135	56401	17905	58	48423	9258	3324	5934
2019E	85132	28858	140	55273	17547	64	51805	9351	3382	5969
2020E	87175	29551	145	54168	17196	72	55331	9444	3526	5919
2021E	89268	30260	150	53084	16852	81	58889	9633	3558	6075

资料来源：国家统计局，Choice，东方财富证券研究所

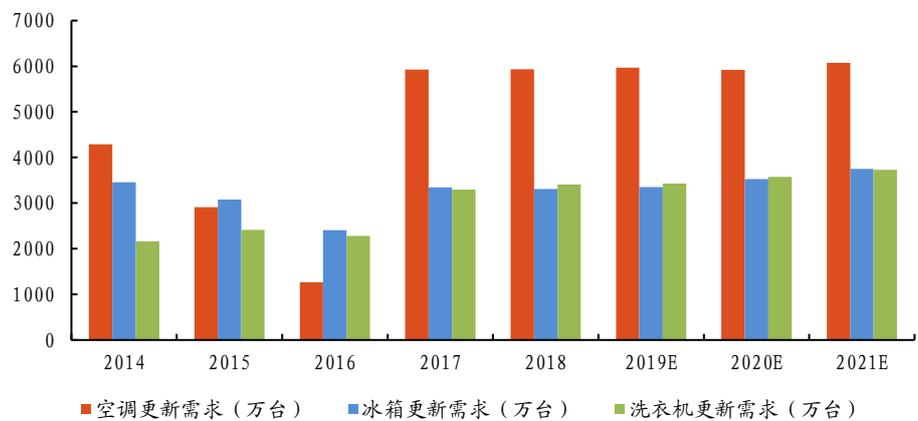
注：2013 年存在统计口径调整

我们将测算得到的更新需求数据与历史内销量进行对比发现，2014 年以前空调的更新周期大约在 10-11 年，且波动较大；从 2015 年后更新周期则缩短

至 7-9 年，且从 2017 年开始空调更新需求规模趋于稳定。利用同样的方法对冰箱和洗衣机进行测算同样可得出这两个品类的更新周期大约在 8-9 年左右。同时与 2017 年以前年份相比，2017 年后三大品类的更新需求规模均呈现出更新周期缩短、更新规模稳定的特征，表明家电产品的更换周期并不仅受单一使用年限的影响，我们认为技术迭代和消费者对节能环保等性能的更高诉求同样导致更新周期的缩短。同时也反映出从 2017 年开始主要家电产品已陆续进入更新换代阶段，尤其是在 2008-2013 年期间受益于政策和地产双轮驱动实现快速增长的主要家电产品内销规模将在 2019-2020 年集中释放更新红利。

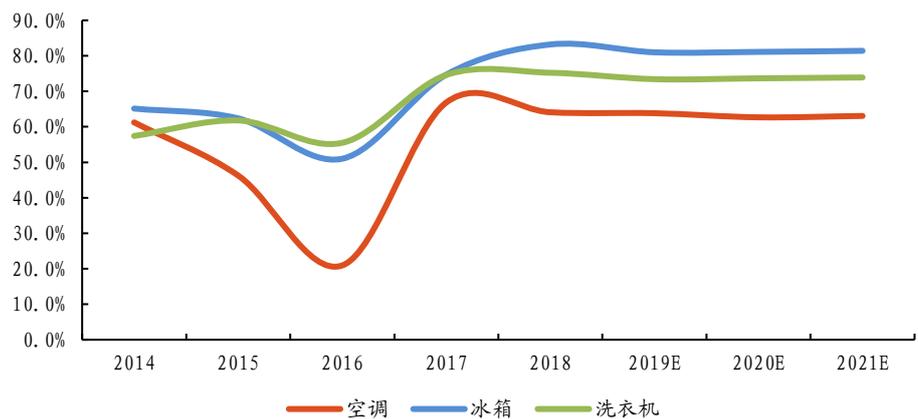
我们测算得出 2018 年以后大家电更新换代需求比例将提高并在高位企稳，随着总保有量提升空间压缩，大家电将逐步进入以更新需求为主导的阶段，并成为内销增长的有力稳定支撑。

图表 30: 主要家电产品更新换代需求测算



资料来源: Choice, 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 31: 主要家电产品更新需求占比或将逐步上升



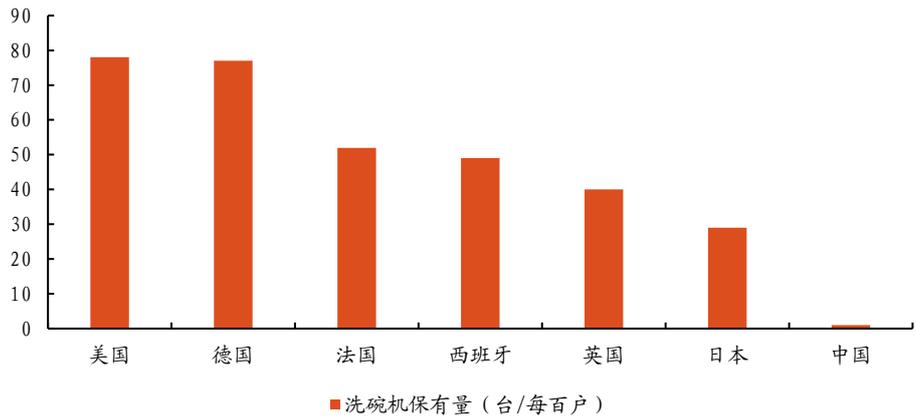
资料来源: Choice, 国家统计局, 东方财富证券研究所

增量市场：一二级市场聚焦新品渗透率，三四级市场成熟品类保有量仍有提升空间。

1) 从存量市场中挖掘“增量”：新兴品类方兴未艾。城镇地区主要家电保有量高于农村地区表明城镇地区已成为存量市场的主阵地，大家电产品销量增速也有所放缓并逐步企稳。就我国目前的家电产品发展形态来看，空调、洗衣机、冰箱、彩电等大家电产品渗透率已达到一个较高的水平，对于一二级家庭

来说属于必选消费品。但近年来家电改善需求也伴随消费主义抬头，最直接的体现是近年来国内家电新兴品类蓬勃发展，如洗碗机、扫地机器人、烤箱、蒸箱、空气净化器、智能音箱、按摩椅、美发造型机等。这些品类目前处于起步阶段，渗透率相对较低，使用年限也相对更短，因此属于可选消费品。以洗碗机为例，2016 年我国洗碗机渗透率不足 1%，而欧美等发达国家渗透率已接近 80%，对标邻国日本，其每百户保有量也接近 30 台，表明新兴品类在国内仍有很大的增长空间。

图表 32：以洗碗机为例，国内新兴家电产品未来成长空间很大



资料来源：中商产业研究院，东方财富证券研究所

2) 三四级增量市场大有可为。我们在前文的分析中提出大家电的农村家庭保有量相比城镇仍有很大的提升空间，一方面从城镇化角度来看，对标发达国家，未来城镇化水平提高是不可逆的趋势，落后的农村基建和电力建设等基础设施也会跟随改善，近年来渠道物流也快速下渗，给农村家庭新置大家电培育了需求的土壤，另一方面伴随城镇化提升而来的是农村人均消费水平的提高、消费意识的觉醒以及消费习惯的改变，根据马斯洛需求层次理论，消费者的需求变化是从低到高逐步演变的过程，当底层的基本生存需求（对应刚需型家电消费）得到满足后，消费者对产品的质量和品质提出更高的要求，进一步向更高层次需求迈进（对应改善型家电消费），新兴家电的需求在未来也将渗透到农村市场。

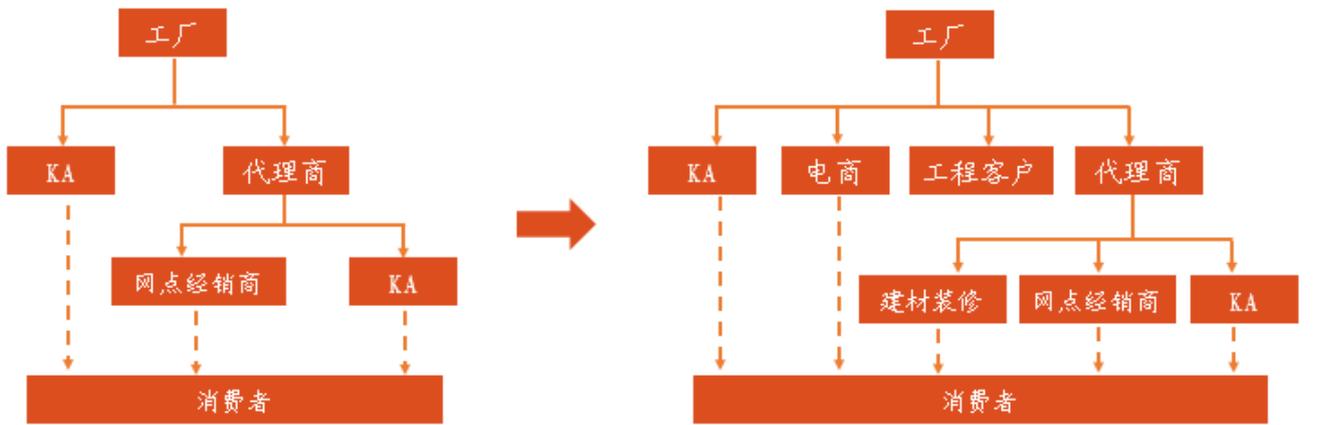
我们认为三四级增量市场的两条逻辑：成熟品类家电保有量提升以及新兴品类渗透率提升，是长期稳定的，相对城镇市场而言，农村市场具备极大的家电价值洼地。

3. 新零售渠道对传统渠道体系的冲击

近年来电商等新兴渠道的崛起给家电传统渠道体系带来较大的冲击，新旧渠道模式的对彼此的冲击进入白热化阶段，带给行业内各个环节的参与者相对以往更严峻的挑战。

过去家电经销结构普遍较为简单，家电龙头凭借充沛的资金实力较早开始布局其销售网络，横向扩大覆盖省区，纵向穿透到乡、镇、村等不同层级市场，通过层层分销实现全国散点式覆盖。彼时由于信息传播仍存在滞后与隔阂，同时消费者对于大家电的购买习惯仍停留在实地体验并购买的阶段，这样的销售网络一方面满足了家电龙头近距离的面向消费者的诉求，有利于维护品牌形象，快速抢占市场份额，增强终端消费者粘性，另一方面企业通过不同的方式对各级经销商进行利益绑定，强化总部对各个层级经销商的控制，稳定可控的经销体系也有利于提升企业的议价能力。

图表 33: 家电经销体系趋势的演变



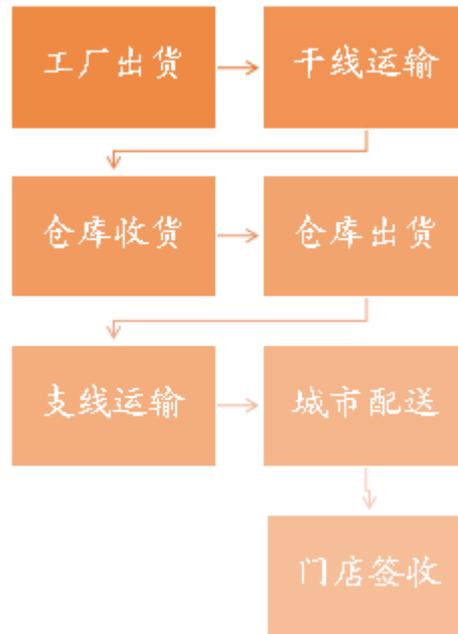
资料来源：东方财富证券研究所绘制

但近年来电商等新零售渠道的兴起使产品和品牌信息传播更加快捷，互联网的普及也逐步改变了消费者的购物习惯，各个地区间的价格体系屏障也被打破，各渠道层级价格更加透明。

1) 一方面，对于没有足够资金实力打造自有渠道的企业而言，电商渠道能够帮助其快速打开市场。由于互联网的受众面更广，产品信息传播相比线下更加快捷，更容易打造爆款产品。尤其是对于新兴品类来说，正出于产品生命周期的导入期和成长期，电商利用信息优势将消费者教育成本摊薄，使品牌能够快速进入消费者视野并建立品牌形象。

2) 另一方面，电商渠道跳过了以往层层分销的经销模式，分销体系的存在依赖于各级渠道的加价，而电商直面终端消费者，因此加价层级也大幅减少，体现在终端价格上是“高性价比”，也更能吸引消费者。同时由于较为典型的是积极拥抱电商、依靠网批模式实现快速增长的奥克斯。

图表 34: 奥克斯渠道链条



资料来源: 东方财富证券研究所绘制

此外, 近年来精装修渗透率的不断提高也使渠道体系中的工程渠道占比逐渐提升, 由于厨电、中央空调等品类的装修具有前置性, 且资源配置权掌握在地产商手中, 相比直接对标终端个人消费者的传统渠道和电商渠道, 企业在工程渠道中的话语权偏弱, 由此带来的应收账款拉长等问题也给家电企业带来更大的挑战。

但我们认为, 电商和工程渠道等新兴渠道虽然都对传统渠道体系带来冲击, 也对以往家电企业在产业链中的话语权优势带来一定的影响, 但长期来看, 新旧渠道的竞争和冲击将倒逼家电企业自身进行渠道调整, 通过主动变革寻找新的增长空间; 在当前企业信息化程度提高、供应链体系更加完善的基础上, 传统渠道也有望向更高效率的方向转变。当传统渠道和新兴渠道的融合度越来越高的时候, 各个层级各个渠道间信息、产品互通, 运营效率相当, 家电产业渠道体系也将迎来新的稳态。

4. 子行业展望: 白电龙头优势突出, 地产改善预期增强有望利好厨电

4.1. 白电: 竞争格局稳定, 龙头优势凸显

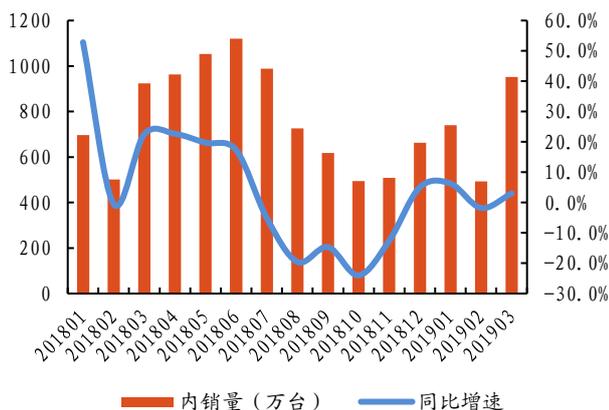
4.1.1. 空调: 龙头长期享受渠道变革红利, 短期有望享受成本下行和减税降费双重利好

2019 年一季度家用空调销量累计出货达 3922.50 万台, 同比下滑 1.69%, 其中内销累计出货量 2185.70 万台, 同比增长 2.95%, 外销累计出货量 1736.80

万台，同比下滑 6.98%。

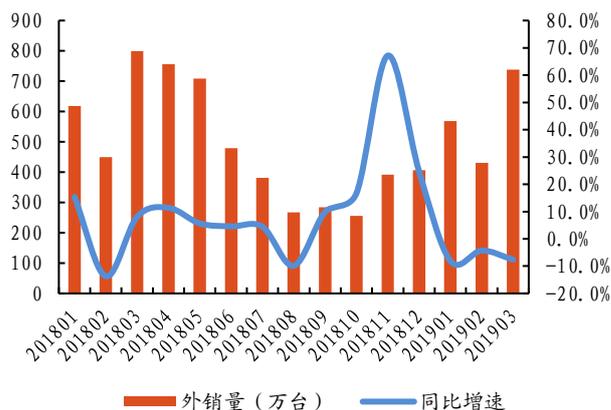
2018 年 10 月起家用空调内销增速结束了将近一年的下跌趋势实现触底回升，在行业景气整体仍较为低迷、去年同期基数较高的情况下，2019 年一季度空调内销仍实现了小幅增长，19 年 3 月内销增速回升至 3%。但出口方面，为了减少海外市场的风险波动叠加四季度出口旺季，家用空调出口在 2018 年四季度集中释放，并从 18 年 12 月起持续 4 个月回落。由于对 18 年底空调行业高渠道库存的担忧以及四季度企业为抢出口外贸过早释放，市场普遍预期 19Q1 空调行业整体增长承压较大，或将前低后高，目前来看内销的增长还是略超市场预期。

图表 35: 2018.1-2019.3 空调内销出货情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

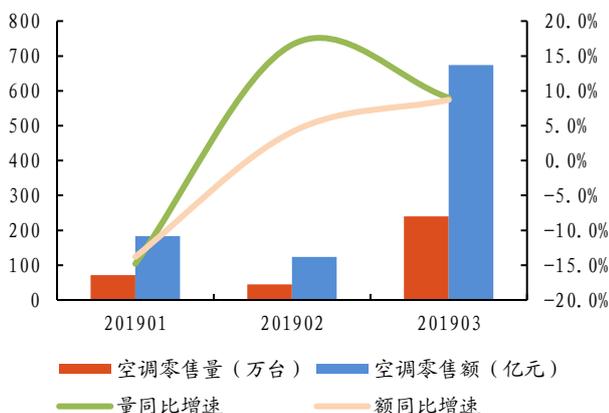
图表 36: 2018.1-2019.3 空调外销出货情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

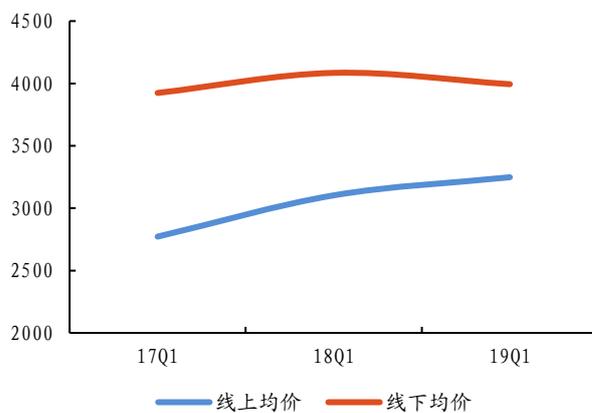
终端需求有所回暖，促销或成常态化。2019 年一季度行业累计实现零售量 980 万台，同比增长 4.4%，实现零售额 356 亿元，同比增长 2.8%，行业增长主要依靠销量带动。电商渠道仍是主要增长贡献的力量，线上零售量和零售额分别同比增长 26.4%/30.9%，开年来各企业调整电商渠道产品结构，带动线上整体均价同比微增 4.67%；线下则因终端促销活动力度较大，整体均价同比略降 2.23%。终端销售情况略微好于出货端，我们认为这可能与厂家促销积极叠加消费者信心回升有关。目前行业总库存约为 3800 万台左右，而年初至今空调厂商维持高排产，库存仍处于一个相对高水位，我们判断促销或延续至旺季。

图表 37: 2019Q1 空调终端销售情况



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

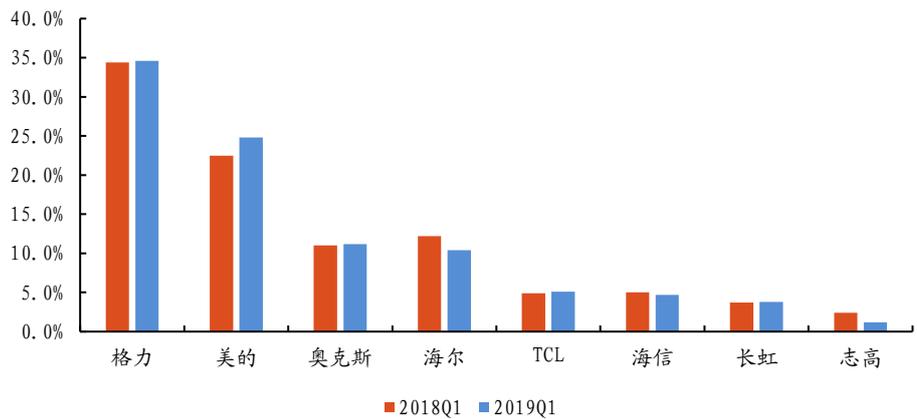
图表 38: 19Q1 空调线下均价微降



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

行业竞争格局异动。行业 TOP3 市场份额合计 70.60%，其中格力份额基本持平，美的份额同比提升 2.3pct，奥克斯超越海尔进入 TOP3，份额达 11.2%，海尔份额则同比下滑 1.8pct 位列第四。龙头企业依靠规模优势、完善的供应链体系以及强大的渠道控制力巩固其议价能力，格力在均价未下调且略微提升的基础上仍能实现份额持平侧面验证了这一观点，美的则受益于“T+3”战略的实施加快终端动销。但奥克斯的反超也让我们看到凭借新零售渠道迅速将库存转化为销售的品牌也能够实现强势突围，表明 19 年一季度空调低线需求成为带动行业增长的有力支撑。

图表 39: 19Q1 空调市场份额



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

从产业生命周期来看，空调行业已进入成长中后期，整个产业已构筑出较为完整的生态链，保有量的提升速度趋缓反映出空调终端销量将趋于稳态，未来行业长期的主要增长逻辑将围绕挖掘“存量”市场中的“新增”需求，即产品结构的优化升级驱动更新换代需求。

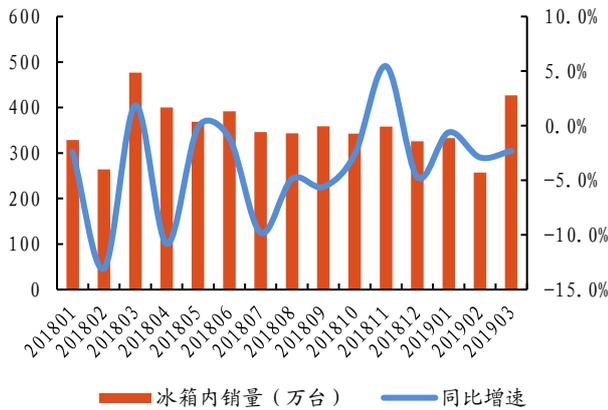
从 TOP3 集中度可以看到，空调龙头已形成家电行业中相对深厚的渠道护城河和相对稳定的竞争格局，一方面强大的渠道优势赋予龙头企业在产业链中高议价权从而获得影响产业定价的实力，同时使龙头形成对渠道的强势管控，成为调节收入和利润的“蓄水池”平滑行业周期波动，另一方面再稳固的竞争格局也存在“破局者”，从近年来奥克斯的崛起我们发现，当行业发展进入相对稳定的状态后，在类垄断格局下，行业剩余资源空间被龙头挤压，在这种情况下龙头以外的企业很难复制前期的规模优势扩张路径，此时依靠资源优化配置提升渠道效率所形成的新发展思路成为“破局之道”，并导致市场份额的转移，而这将倒逼依赖于传统渠道的龙头企业进行自我升级和优化，从而推动行业从粗放扩张向精细提效转变，例如一季度表现超出市场预期的美的。

我们认为空调行业渠道变革将是一个长期的过程，龙头通过变革将大大提升渠道周转效率，实现营运资源进一步优化，加快库存和终端动销，从而推动收入端更加稳健增长。短期来看，原材料价格有望从 18Q3 持续回落至 19 年下半年，成本红利大概率延续，此外增值税率的下调也有望给利润端带来利好。综合来看，19 年下半年空调行业将受益于降本与减税双重红利。

4.1.2. 冰洗：产品结构升级驱动逻辑未变，更新需求释放或相对缓慢

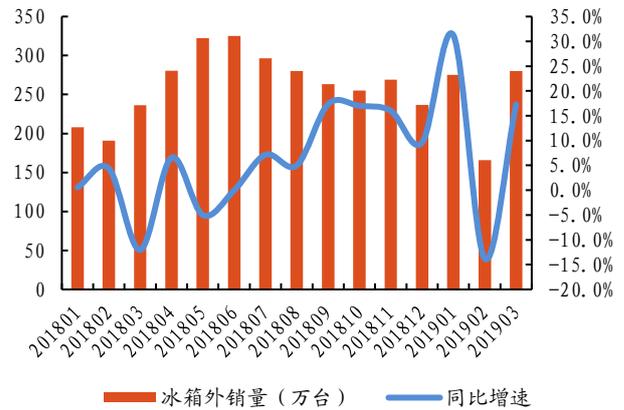
2019 年一季度冰箱销量累计出货达 1737.25 万台，同比增长 1.91%，其中内销累计出货量 1016.35 万台，同比下滑 4.99%，外销累计出货量 720.90 万台，同比增长 13.53%。同期洗衣机销量累计出货达 1613.40 万台，同比微降 0.60%，其中内销累计出货量 1117.50 万台，同比下滑 3.05%，外销累计出货量 495.90 万台，同比增长 5.42%。一季度冰洗内销均有小个位数的下滑，出口由于去年同期基数较低，增速改善较为明显，成为拉动总销量的主要动力，其中冰箱出口单价相比 18 年同期降幅较大，有力刺激了冰箱出口的增长。

图表 40：2018.1-2019.3 冰箱内销出货情况



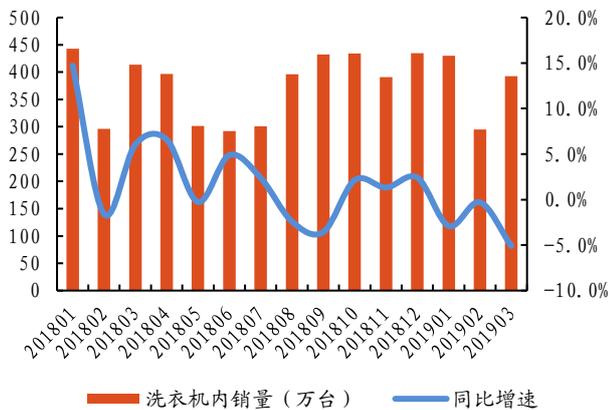
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 41：2018.1-2019.3 冰箱外销出货情况



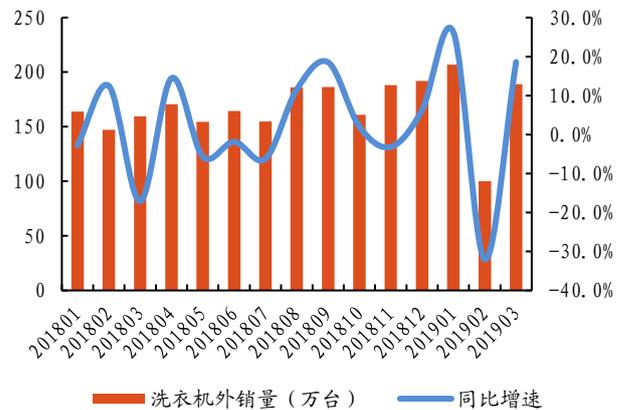
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 42：2018.1-2019.3 洗衣机内销出货情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

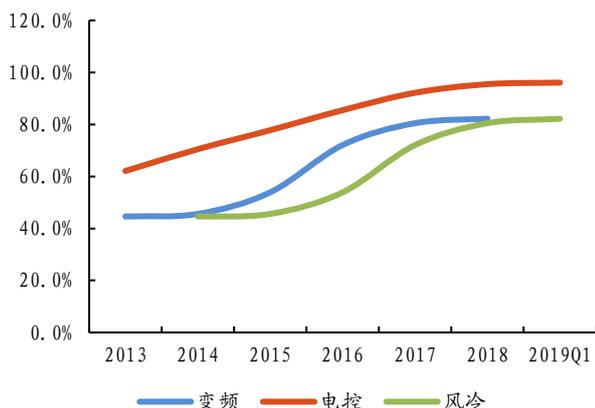
图表 43：2018.1-2019.3 洗衣机外销出货情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

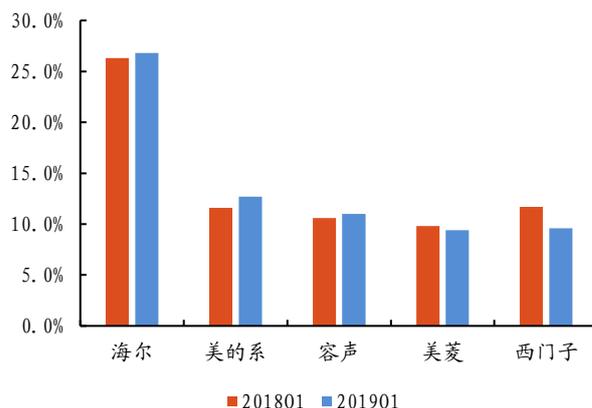
冰箱：技术迭代进入瓶颈期，弱周期下龙头收割份额。冰箱在过去几年内迅速完成了新技术对旧产品的迭代，截止 2019Q1 线下风冷渗透率已达到 82.2%，基本完成了对直冷的替代，电控和变频的渗透率也分别接近 100%和 90%，而目前存在更具革新性的技术缺口，使得冰箱的技术升级进入瓶颈期；线上方面选购直冷的消费者占比仍然较高，经济低迷的环境下催生大量低线需求，多重因素影响下导致 19Q1 冰箱均价有所下滑。内需疲软叠加提价瓶颈使行业进入弱周期，低价竞争加速行业洗牌，龙头马太效应显现，加速收割市场份额。

图表 44: 冰箱技术渗透率提升进入瓶颈期



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

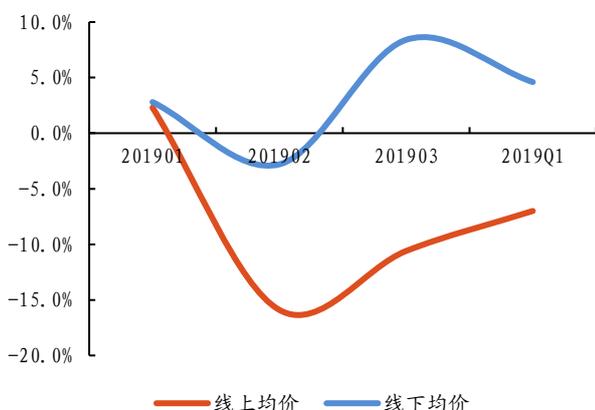
图表 45: 冰箱龙头加速收割份额



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

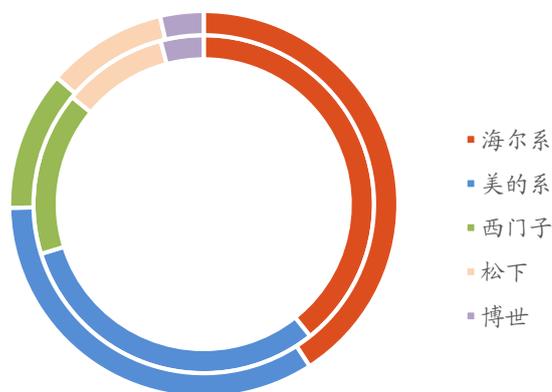
洗衣机: 线上均价降幅收窄, 行业集中度进一步提高。洗衣机一季度内销的表现也不尽如人意, 与冰箱类似, 洗衣机前期的技术升级也已暂告一段落, 细分赛道增速趋缓, 厂商意欲通过低价进行规模扩张, 但效果并不理想。当前行业收入端提振不及预期, 低价促销使得行业竞争加剧, 此时龙头凭借其完备的品牌矩阵迅速抢占市场份额, 在中高端产品线发力, 19Q1 海尔系和美的系合计市场份额达 62%, 同比提升 5.1pct, 行业集中度进一步提高。

图表 46: 线上均价降幅收窄



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

图表 47: 冰箱龙头加速收割份额



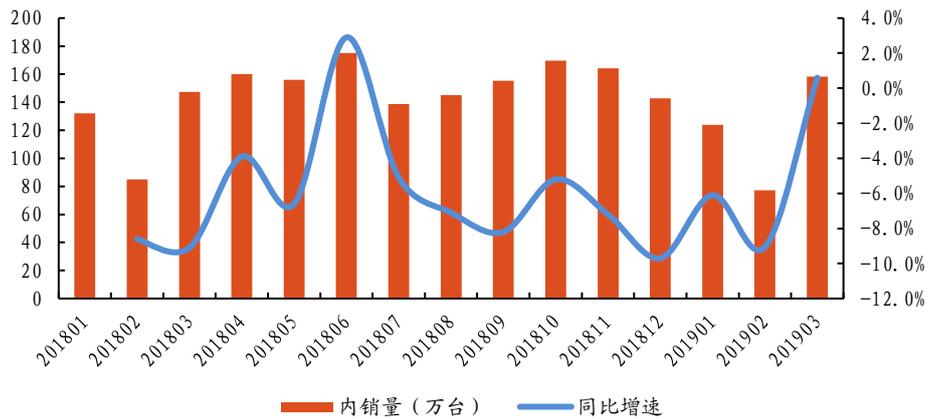
资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

由于没有空调一户多机的属性加持, 以及当下技术更新步伐放缓, 对于业已进入存量为主导的冰洗行业而言, 更新换代需求的释放显得相对缓慢。但长期来看, 技术升级和产品创新所形成的内生增长动力才是冰洗行业赖以发展的基石。我们此前在年度策略报告中提示过, 未来冰洗产品的同质化程度将持续提高, 在这样的预期下, 企业将面临价格、品牌等一系列的竞争和对抗, 在短期内冰洗行业内未出现突破性革新技术的情况下, 头部品牌仍将以市场份额的进一步提升作为未来收入增长的筹码, 冰洗的市场份额将进一步提升。从一季度的数据来看, 我们的观点也得到了佐证。我们认为更新置换需求的释放是一个较为长期的过程, 19 年下半年冰洗行业大概率会延续低迷态势, 内销增速短期仍将维持低个位数的下滑。

4.2. 厨电：格局未企稳，地产边际改善行情下有望出现机会

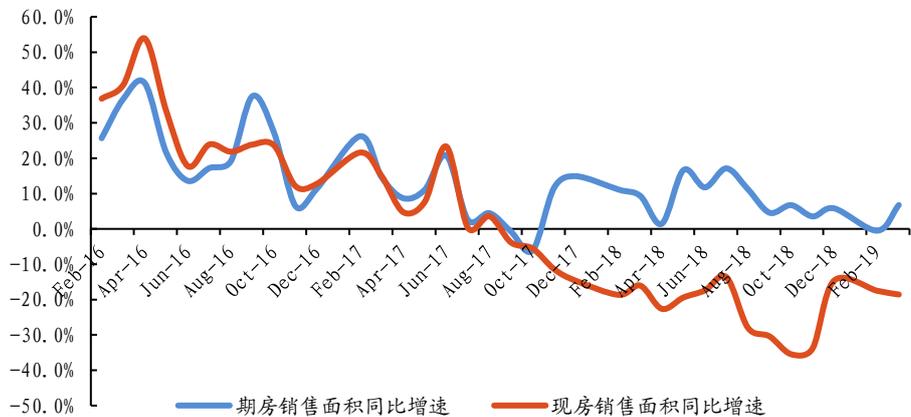
2019 年一季度油烟机销量累计出货达 576.80 万台,同比小幅增长 0.69%,其中内销累计出货量 359.50 万台,同比下滑 1.33%,外销累计出货量 217.30 万台,同比增长 4.21%。从一季度来看厨电整体仍略显疲态,尤其是内销市场仍然比较低迷,但进入 19Q1 末后油烟机内销呈现出升温迹象,受地产回暖影响,3 月内销增速回升至 0.6%,环比提升 9.66pct;外销 3 月同比大幅增长,主要是因为厨电行业备库较少,春节断档后进行补订从而实现了大幅增长。

图表 48: 2018.1-2019.3 油烟机内销情况



资料来源: 产业在线, 东方财富证券研究所

图表 49: 19Q1 后地产销售回暖



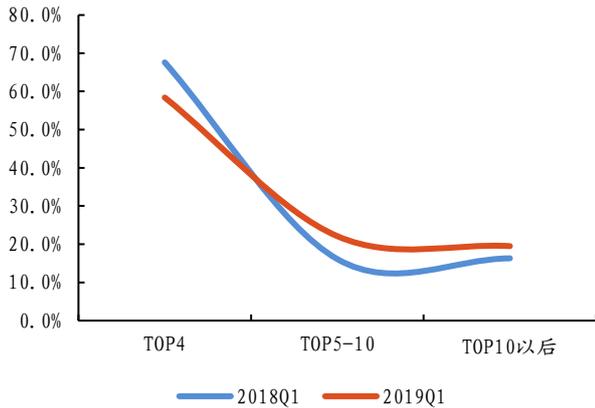
资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

降价趋势明显, 产品高低端分化态势显现。2019Q1 油烟机线上和线下均价分别同比下滑 5.7%/1.6%, 燃气灶线上和线下均价分别同比增长-2.2%/0.7%, 整体来看线上降价幅度较大, 但从零售量来看, 油烟机和燃气灶线上分别同比增长 0.6%/23%, 均实现了正增长, 我们认为这与线上低线需求占比较高有关, 降价卓有成效; 但线下零售量分别同比下滑 16.6%/16.8%, 降价并未达到预期效果。事实上我们可以看到, 烟机产品开始出现分化, 19Q1 塔形和近吸式不论是线上还是线下的价位段份额占比均有不同程度的提升, 而 T 形则有向低价位段集中的趋势。这不仅与产品迭代有关, 还与行业定位发生变化有关, 此前

厨电价格体系一直由老板和方太两家引领维持着高价位、高利润的定位，而从 17 年开始行业吸引了许多新参与者分食市场份额，在两大巨头牢牢把持高端市场的情况下，新玩家转向低端市场寻求突破。

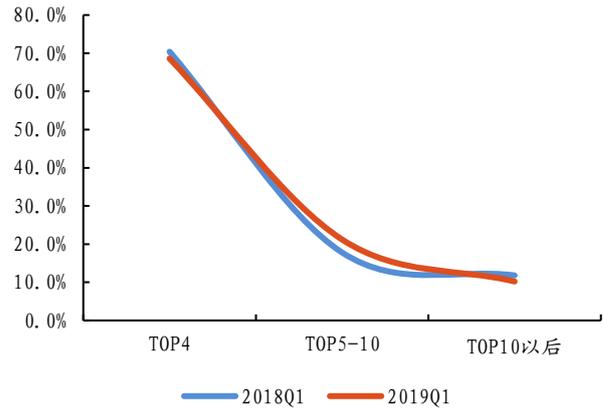
头部企业份额收缩，行业集中度扩散。19Q1 厨电 TOP4 线上和线下份额分别同比下滑 9.2/1.8pct，头部企业整体呈现出份额收缩的态势，其中线上份额下滑幅度较大，我们判断这与行业新玩家线上面对终端增长压力采取低价促销抢占份额有关，中低端品牌份额占比扩大。低端品牌对高端品牌份额的撼动也让我们看到厨电市场仍在扩张，格局未企稳。

图表 50: 厨电线上份额变化情况



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

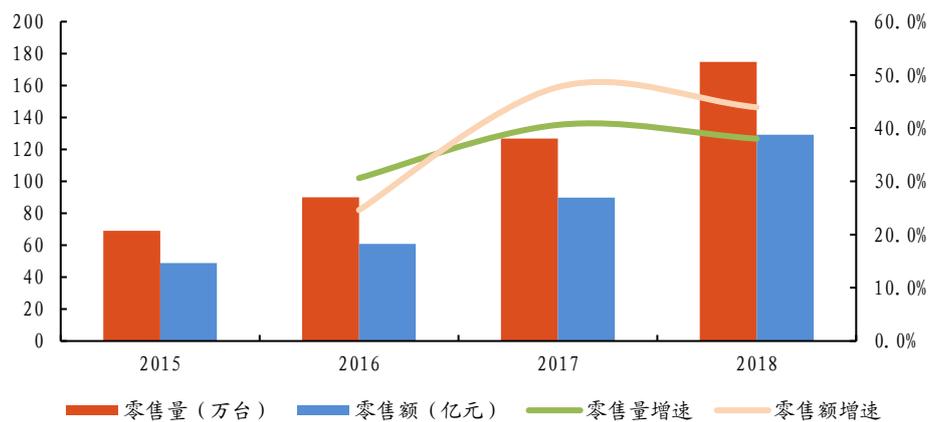
图表 51: 厨电线下份额变化情况



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

集成灶逆势增长，新兴赛道方兴未艾。与传统厨电行业低迷态势相反，集成灶行业从传统烟灶中脱颖而出，即便在地产下行周期也实现了逆势增长，2018 年集成灶零售量/额分别同比增长 38%/43.9%，远领先传统厨电，尽管有行业基数较低的原因，但同时也显示出新兴赛道的高成长潜力。

图表 52: 集成灶行业逆势增长

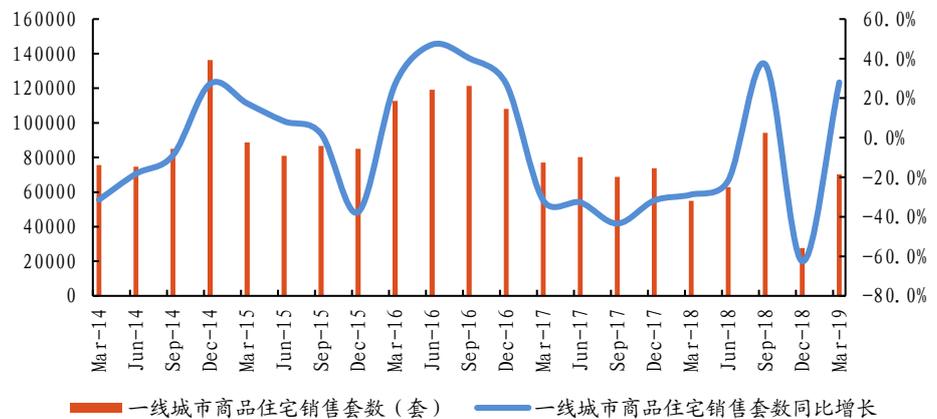


资料来源: 中怡康, 东方财富证券研究所

一二线地产率先回暖，地产边际改善行情或将驱动厨电业绩修复。我们在此前的年度策略中分析认为，不同地区地产行情分化是必然的，从调控政策发布时间、调控力度等方面来看，本轮地产下行周期中承压最大的地区为一二线城市，作为调控重点地区，19 年一二线城市的边际环境或比三四线更早出现改

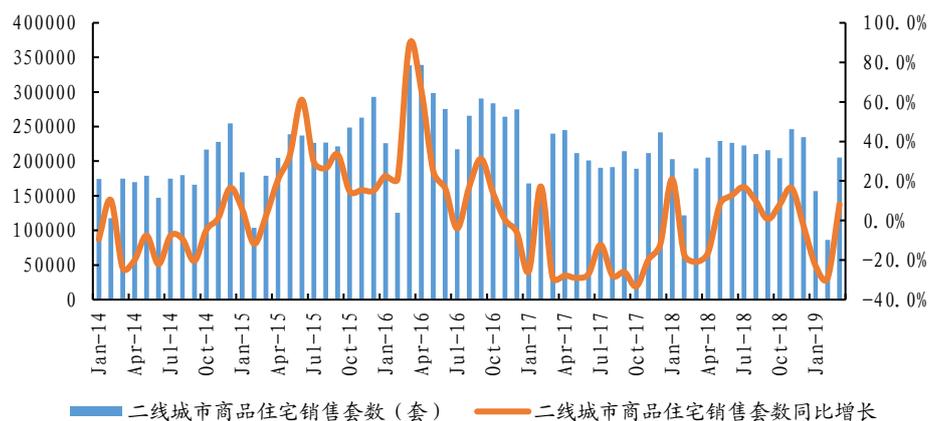
善行情。从 19Q1 房地产销售增速回暖也可看到，主要是一二线地产的贡献。随着前几年大量开发的房屋将在 19-20 年集中进入竣工期，未来新房交付有望改善，叠加部分城市地产政策已出现适当宽松的迹象，我们认为下半年地产边际改善行情将更加明确，有望驱动厨电企业实现业绩修复。

图表 53: 一线城市商品房销售率先回暖



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 54: 二线城市商品房销售快速升温



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

从前文的测算来看，厨电与地产的相关度仍然较高，伴随着精装修趋势的增强，受地产的拉动影响程度或将提高，但我们认为厨电仍具备很大的增长潜力：

1) 从保有量来看，传统烟灶的渗透率仍有提升空间，截止 2017 年油烟机城镇每百户保有量为 73.74 台，农村每百户保有量为 20.42 台，如果按户均一台来测算，那么城镇保有量距离理论饱和值仍有一定提升空间，农村市场则前景广阔，长期来看厨电的增长空间值得期待；

2) 从品类来看，新品持续扩张趋势不可逆，嵌入式厨电、洗碗机等新品在一二线城市仍处于起步阶段，对标发达国家的新兴厨电渗透率来看仍有很大的增量空间。

4.3. 小家电：表现略显平淡，年内仍有望实现低双位数增长

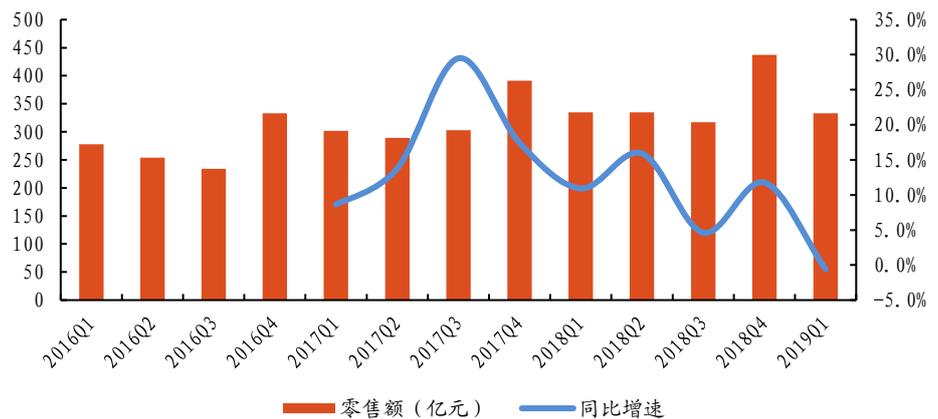
2019 年一季度小家电内销零售规模达 333 亿元，同比下滑 0.5%，与去年同期基本持平。一季度小家电零售额增速为近两年低点，相比 18 年超越其他子板块的表现来看，小家电一季度未能延续 18 年的辉煌，但整体仍保持了较为稳健的增长。

我们认为一季度小家电零售表现相比 18 年略显弱势的原因有两方面：

1) 电商红利衰退，线上渠道增速放缓，2019Q1 小家电电商渠道零售额仅同比增长 11%，而 2018Q1 小家电的线上增幅达 24.6%，同比下滑 13.6pct，随着获客成本的上升，传统电商红利逐渐消退，小家电在电商渠道上的优势被削弱；

2) 前期消费升级意识驱动因素弱化，产品升级节奏放缓，一方面 17-18 年小家电受益于消费升级驱动初期，消费者经过市场教育后能够快速转化为需求从而快速实现产品变现，但进入 19 年后在经济景气度持续下行叠加渗透率提升进入瓶颈期，小家电内需方面提振不足，另一方面从当前市面上的小家电产品来看，并没有具备足够创新性的产品面市，产品更新换代节奏放缓，未能有效刺激到消费者的购买欲望。

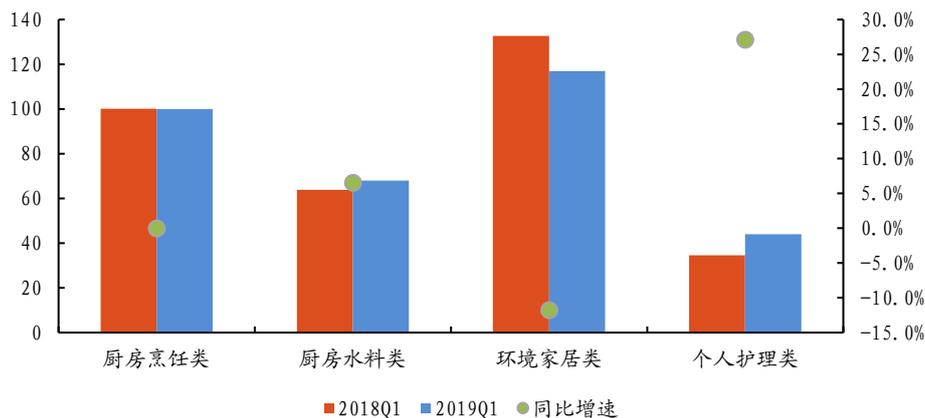
图表 55：小家电零售额变化情况



资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

“颜值经济”成电商黑马。拆分品类来看，个人护理类小家电增速领先，总体增长约 27%，其中线上增速高达 40%，主要得益于电动剃须刀和美发系列电器的增长，二者分别同比增长 32.1%/49.3%。我们认为一方面个护电器的增长得益于网红爆款经济的营销模式，小家电在本身商品属性的基础上叠加了社交属性，从而能够实现线上的快速引流，另一方面技术和功能的突破性革新才是美发产品得到大众消费者追捧的主要原因。

图表 56: 2019 年分品类小家电品类零售额规模



资料来源: 中怡康, 东方财富证券研究所

我们维持此前对小家电行业增长的判断, 即刚需型品类将维持稳健的个位数增速; 智能劳动解放型品类将在 18 年的基础上进一步提速; 功能集成改善型品类经过前期的高速增长后将趋于稳定, 19 年增速相比 18 年或有所放缓, 但仍将维持低双位数增长。总体来看, 小家电行业零售额年内仍有望实现高个位数至低双位数的增长, 但需警惕出口风险以及汇率波动。

5. 投资建议

“稳健+成长” 双线龙头仍是我们推荐的配置思路:

1) 一方面, 成熟子行业中的龙头公司所处竞争格局稳固, 虽然短期内受行业影响业绩承压, 但其拥有渠道、产业链、品牌和现金流等聚合起来的护城河优势, 在低谷期以盈利空间换取的市场份额收割将逐步兑现到未来的业绩增量中, 同时抗系统性风险能力强于其他中小企业, 叠加高分红、高股息率等内在价值因素, 具备风险防御以及高投资回报价值;

2) 另一方面, 新兴子行业中的龙头公司所处竞争格局较为分散, 但其优势在于领先行业的创新与研发实力, 以及品牌之于消费者形成的先发优势, 最重要的是成长类公司龙头将率先享受新兴赛道发展初期带来的高增长红利, 业绩增速有望长期处于上升通道, 从而使市场赋予其高估值。

继续重申三大主线投资逻辑: 基本面筑底+短期驱动业绩改善+高景气小龙头。从以上分析来看, 国内家电行业基本面并未发生太大的变化, 但随着各地陆续出台地产相关的宽松政策, 下半年地产边际改善行情进一步明朗, 同时宏观层面 19 年一季度信贷宽松、流动性增强, 消费基本企稳, 下半年消费行业复苏值得期待:

1) **基本面筑底: 稳健现金流与高股息率匹配龙头高质量增长。**考虑到 19 年竣工小周期有望提升房屋交付量以及目前部分地区地产相关政策层面出现适度“宽松”, 我们认为 19 年地产边际改善预期兑现的概率较大, 看好与地产相关度更高的厨电龙头老板电器 (002508), 空调旺季即将到来, 谨慎看好龙头格力电器 (000651) 与享受渠道变革转型红利的美的集团 (000333), 下半年消费者信心回升有望再度推动品质消费回暖, 谨慎看好小家电龙头苏泊尔 (002032)。

2) **短期驱动: 业绩边际改善确定性大的个股。**去年同期低基数有望带来

反弹行情，谨慎看好个护龙头飞科电器（603868）。

3) 高景气小龙头：享受新兴赛道带来的高景气增长。集成灶渗透率仍较低，同时在三四线渠道布局完善，叠加城镇化提速，行业高增长红利短期内有望持续，谨慎看好集成灶龙头浙江美大（002677），品质消费方兴未艾，建议关注扫地机器人龙头科沃斯（603486）。

图表 57：家电行业 2019 年度重点推荐公司

证券代码	证券简称	总市值（亿元） 2019/05/31	股价（元/股） 2019/05/31	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
000651.SZ	格力电器	3146.83	52.31	4.91	5.54	5.75	10.78	9.55	9.20	增持
000333.SZ	美的集团	3276.50	49.60	3.51	3.92	4.28	14.10	12.61	11.55	增持
002508.SZ	老板电器	240.77	25.37	1.71	1.92	2.15	14.93	13.27	11.85	买入
603868.SH	飞科电器	163.61	37.56	2.11	2.38	2.6	17.71	15.70	14.37	增持
002032.SZ	苏泊尔	584.32	71.15	2.42	2.87	3.39	28.81	24.35	20.60	增持
002677.SZ	浙江美大	86.70	13.42	0.72	0.85	0.97	18.98	15.95	13.98	增持
603486.SH	科沃斯	171.44	42.85	1.56	2.03	2.50	27.36	21.13	17.12	未评级

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（除科沃斯采用 Choice 一致预期，其余仅为东方财富研究所预测）

注：数据更新日期截止 2019 年 05 月 31 日

6. 风险提示

政策实施不及预期；
 房地产景气度进一步下行；
 行业竞争加剧；
 宏观经济进一步下行的系统性风险。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。