

弱化需求库存波动，重视格局渠道演变

——家电行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**2019H1 回顾：估值修复助力家电显著跑赢大盘，整体需求好于预期。**2019Q1 外资流入、地产预期修复推升家电估值系统性修复，2019Q2 投资逻辑回归基本面，个股出现分化。2019H1 家电基本面两大特征：(1) 行业整体需求好于年初悲观预期；(2) 白电龙头业绩增速快于行业。

◆**基本面展望：上修 19 年销量增速，三重红利保障龙头盈利，下半年关注点应放在空调巨头的经营策略变化。**“交房指标”模型显示，交房面积同比增速预计在 2019H2 回升至 10%(2018H2-2019H1 为低个位数下滑，2017 高点增速为 15%左右)，空调、油烟机等品类的需求表现有望随之回暖。截至 5 月空冰洗原材料综合成本同比下降 3-8%不等，再叠加汇率贬值和减税红利，家电龙头凭借较强产业链定价权，有望展现出较大利润弹性。此外，源于弱需求和渠道变革，2019 年格局变化远超往年，旺季后应密切跟踪渠道动向和龙头经营策略变化。

◆**成长空间再审视：低线需求将成为市场的结构性增量。**随着消费能力的提升，渠道下沉带来商品流通成本的下降，今年以来低线市场家电需求快速释放。县镇农村的空调/油烟机保有量提升空间充足，释放的需求将是市场重要结构增量，加速布局低线市场将成为提升份额的重要途径。

◆**重申产业思考：最大的变量仍是渠道，零售巨头下沉速度超预期，倒逼传统渠道加速变革。**渠道变化的大方向是高效化与扁平化，将深刻影响竞争格局和品牌制造商的话语权。2019 年零售巨头开始加速向线下(特别是低线市场)渗透，估计苏宁/京东/天猫线下网点数合计已过万。“网批”渠道高效与低加价率的特征带动低线市场需求爆发，并带来品牌格局变化。零售巨头的加速下沉将倒逼传统渠道的效率升级以及品牌商研发投入，美的是快速应对的典型案列。未来渠道变革的核心仍是信息化、管理下沉与门店形态升级。

◆**现在时点如何给家电龙头估值？**一方面，家电龙头逐渐从快速扩张期过渡到稳定增长、稳定分红时期，另一方面，长线投资者比例不断提升，逐步掌握板块定价权。过去基于短期业绩波动的估值逻辑也相应改变，我们尝试用远期利润空间、DCF 等方法对家电龙头进行估值，凭借良好的成长确定性和现金流，家电龙头当前潜在投资收益率较高。

◆**投资建议：寻找变化中的确定性，继续推荐家电龙头。**当前板块盈利预期仍在底部，后续年内需求将逐季改善，成本红利、汇率及减税带来利润潜在弹性，基本面存在一定预期差。风险偏好下行背景下，白电龙头潜在年化投资收益率有望超过 15%，防御属性凸显。长期来看，外资等长线资金占比提升将推升优质消费品公司的估值中枢，继续把握系统性回调带来的布局机会。**推荐：1) 护城河深厚，格局稳定的龙头公司：美的集团、格力电器、青岛海尔。2) 具备弱周期属性，自身经营周期向上的小家电公司：九阳股份、新宝股份、苏泊尔。3) 受益地产预期改善的海信家电、欧普照明、华帝股份、老板电器。**

◆**风险分析：宏观经济加速下行，地产销量大幅度萎缩，贸易争端事件进一步发酵，行业竞争格局进一步趋紧。**

增持 (维持)

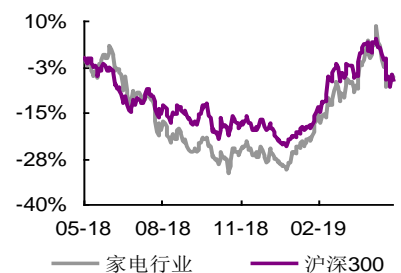
分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)
021-52523878
jinxing@ebsec.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)
021-52523877
ganjun@ebsec.com

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)
021-52523880
wangqq@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

从小天鹅成功案例看空调格局变动——家电行业每周观点 20190602

..... 2019-06-03

空调变局，奥克斯表现如何？——家电行业每周观点 20190526

..... 2019-05-26

从美的高歌猛进看空调行业的变化——空调行业专题思考

..... 2019-05-21

| 证券代码 | 公司名称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE (X) | | | 投资评级 |
|--------|------|--------|---------|------|------|--------|-----|-----|------|
| | | | 18A | 19E | 20E | 18A | 19E | 20E | |
| 000333 | 美的集团 | 49.76 | 3.06 | 3.54 | 3.97 | 16 | 14 | 13 | 买入 |
| 000651 | 格力电器 | 53.04 | 4.36 | 4.88 | 5.35 | 12 | 11 | 10 | 买入 |
| 600690 | 青岛海尔 | 15.97 | 1.17 | 1.30 | 1.43 | 14 | 12 | 11 | 买入 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价为 2019 年 6 月 10 日收盘价

投资聚焦

研究背景

投资逻辑将从估值修复回归基本面驱动。年初至今（截至2019年6月10日），家电板块累计涨幅达34%，同期沪深300涨幅为20%，板块涨幅排名第3，显著跑赢大盘。其中，2019Q1大盘表现强势，外资流入是最大的驱动力，板块估值得到系统性修复；2019Q2，受贸易争端等外部风险影响，板块出现较大回调，投资逻辑回归基本面，个股表现分化。

我们区别于市场的观点

第一，我们运用“交房指标”修正了短期需求展望，并提出三重红利下龙头盈利可控性强，所以，下半年关注重心仍是龙头经营策略变化带来的格局影响。“交房指标”模型显示，交房面积同比增速预计在2019H2回升至10%（2018H2-2019H1为低个位数下滑，2017高点增速为15%左右），空调、油烟机等品类的需求表现有望随之回暖。截至5月，空冰洗的原材料综合成本同比下降约3-8%，再叠加汇率贬值和减税红利，龙头拥有更强的产业链定价权，对盈利增长可控性强。我们重申在2019年度策略提到的看法，弱需求周期，企业会把保增长/保份额放在第一位，叠加跃跃欲试的各类零售渠道变化，今年格局变化远超往年，应密切跟踪渠道动向和龙头经营策略变化。

第二，抛弃家电过去固有研究框架，不应过度关注需求/库存小周期，中期产业最大的变量是渠道。我们在重点报告《家电家居的下一个十年：从深度分销走向高效零售》提出，渠道变化的大方向是高效化与扁平化，将深刻影响竞争格局和品牌制造商的话语权。最近半年的产业跟踪，增强了对产业趋势判断的信心。2019年零售巨头开始加速向线下（特别是低线市场）渗透，估计苏宁/京东/天猫线下网点数合计已过万。“网批”渠道高效与低加价率的特征带动低线市场需求爆发，并带来品牌格局变化。零售巨头的加速下沉将倒逼传统渠道的效率升级以及品牌商研发投入，美的是快速应对的典型案列。未来渠道变革的核心仍是信息化、管理下沉与门店形态升级，我们应当重点关注过程中带来的格局变化以及相关的投资机会。

投资观点：寻求变革中的确定性，继续推荐家电龙头

投资者结构变化有望推升优质消费品公司估值中枢。一方面，家电龙头逐渐从快速扩张期过渡到稳定增长、稳定分红时期，另一方面，长线投资者比例不断提升，逐步掌握板块定价权。过去基于短期业绩波动的估值逻辑相应改变，应从远期利润空间、DCF等中长期维度重申估值。

当前市场对板块盈利预期仍在底部，后续需求预计将逐季改善，利润潜在弹性较大。在风险偏好下行背景下，凭借良好的成长确定性和现金流情况，家电龙头潜在年化投资收益率超过15%，当前的防御属性凸显，长期来看，长线资金的比例上升有望推升优质消费品公司的估值中枢，继续推荐把握系统性回调带来的布局机会，个股推荐分为三条主线：

1) 具备产业链定价权，业绩确定性高、资产质量领先的龙头公司：美的集团、格力电器、青岛海尔。2) 具备弱周期属性，自身经营周期向上的小家电公司：九阳股份、新宝股份、苏泊尔。3) 受益地产预期改善的中央空调、厨电、照明等弹性板块：海信家电、欧普照明、华帝股份、老板电器。

目 录

| | |
|--|----|
| 1、 上半年回顾：估值修复主导年初行情，投资逻辑逐步回归基本面 | 4 |
| 1.1、 基本面回顾：多因素支撑需求表现略好于预期 | 5 |
| 1.2、 子板块业绩：分化显著，龙头优于行业 | 6 |
| 2、 基本面展望：关注交房拐点和格局变化，三重红利下利润或有弹性 | 7 |
| 2.1、 内销展望：交房改善逻辑带来需求预期差，下半年空调出货增速有望重回两位数 | 8 |
| 2.2、 出口预判：预计短期增速小幅放缓，贸易争端长期影响可控 | 12 |
| 2.3、 利润弹性可期：原材料红利贯穿全年，汇率贬值和降税利好不可忽视 | 15 |
| 2.4、 格局研判：弱需求下定价偏紧，格局变动来源新兴渠道 | 17 |
| 3、 成长空间再审视：低线需求崛起，人口禀赋不容忽视 | 20 |
| 3.1、 传统品类：低线市场需求空间广阔，新增需求逐步发生结构性变化 | 20 |
| 3.2、 新兴品类：厨电和小电仍有充足成长空间 | 26 |
| 4、 渠道变革是中期影响产业的最大变量 | 28 |
| 4.1、 电商下沉速度超预期，网批模式兴起 | 28 |
| 4.2、 零售巨头加速下沉倒逼品牌商自有渠道效率升级 | 32 |
| 4.3、 渠道效率升级的核心要素与当前进程 | 34 |
| 5、 投资建议：攻守兼备，继续推荐家电龙头 | 35 |
| 5.1、 板块&龙头估值：历史中低分位 | 35 |
| 5.2、 长期投资逻辑有望提升优质消费品公司估值中枢 | 36 |
| 5.3、 投资建议 | 38 |
| 6、 风险分析 | 38 |

1、上半年回顾：估值修复主导年初行情，投资逻辑逐步回归基本面

2019 年以来 A 股市场整体波动较大。1~3 月大盘表现强势，但 4 月后受业绩披露带来的市场风险偏好下行以及贸易争端等外部风险事件的影响，整体出现较大幅度的回调。1~5 月家电板块累计涨幅达 35%（同期沪深 300 涨幅为 20%），家电在所有板块中排名第 3，显著跑赢大盘。

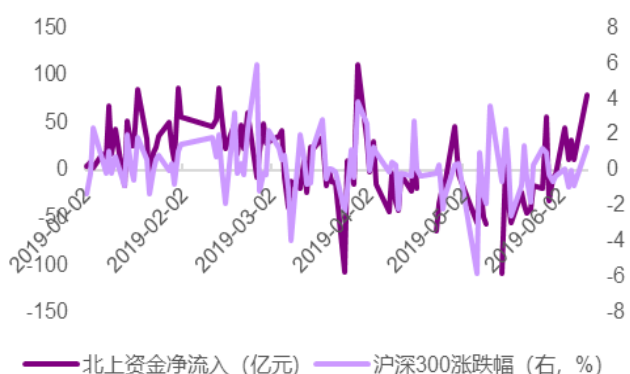
图 1：2019 年 1~5 月中信行业指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2019 年 6 月 10 日收盘

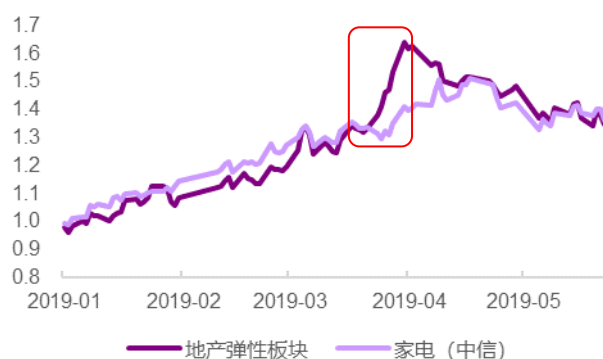
年初以来行情主要来自于悲观预期扭转带来的估值修复，外资持续流入是最大驱动力。2018 年底极度悲观的预期下，板块个股 PE_TTM 普遍跌至 2012 年以来底部，后续伴随宏观政策宽松与流动性改善，驱动估值大幅修复。而 A 股纳入 MSCI 以及美股溢出效应导致外资对 A 股的系统性配置是最大驱动力，大盘走势（沪深 300 为例）与北向资金净流入一致度较高。而 3 月地产数据超预期后又在 3~4 月带动一轮地产后周期产业链的贝塔行情。

图 2：北上资金净流入与板块表现相关度较高



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2019 年 6 月 10 日

图 3：地产相关标的与家电指数累计收益率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所测算，截止 2019 年 6 月 10 日，其中地产弹性板块包含老板、华帝、美大、欧普、欧派、索菲亚、志邦等个股

后续投资逻辑逐步从估值修复回归到基本面驱动。在年初板块轮动普涨带来的系统性估值修复后，随着年报和一季报的集中发布，各板块和公司的基本面分化，板块表现开始逐步出现落差。而考虑到中美贸易争端、货币政策边际偏紧等系统性风险，我们认为后续市场风险偏好将出现进一步下降，投资逻辑也将从年初单纯的资金驱动估值修复，回归到对于基本面的关注。

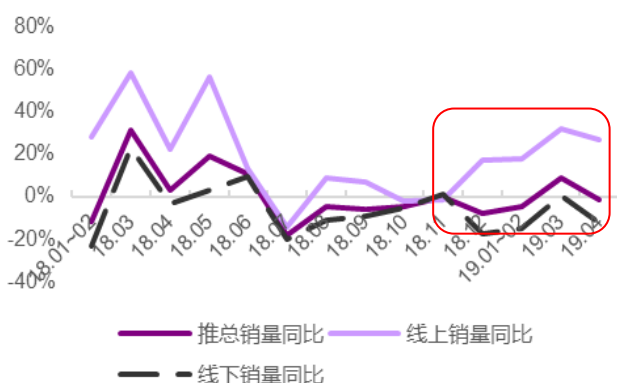
简单回顾家电基本面表现，我们概括出两点主要特征：（1）行业整体的需求表现好于年初悲观预期；（2）弱周期中板块龙头增长确定性领先。

1.1、基本面回顾：多因素支撑需求表现略好于预期

在地产销售指标继续低位波动，2019年商品房销量同比增速有转负压力的背景下，市场前期对家电板块中最重要的空调品类整体需求基调预判较为悲观：上半年同比下行，下半年高基数效应下增速有望恢复至同比持平。

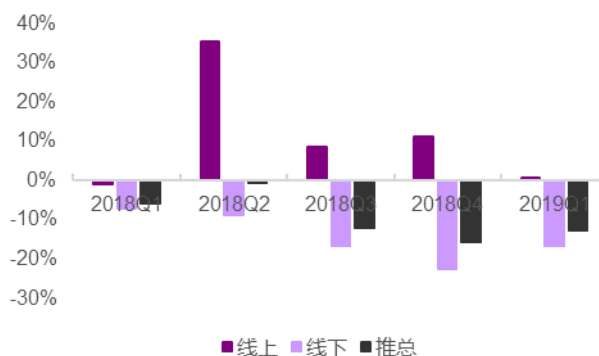
但是实际来看，需求表现好于预期。根据奥维推总数据，1~4月空调累计销量同比增长2.0%，其中3~4月销量增速环比提升至3.7%。需求表现较2018H2出现了小幅改善，好于预期。其余品类方面，更新需求为主的冰洗产品需求基本稳定，烟机销量增速虽未有显著回暖，但是也未进一步恶化。

图 4：奥维推总空调需求表现



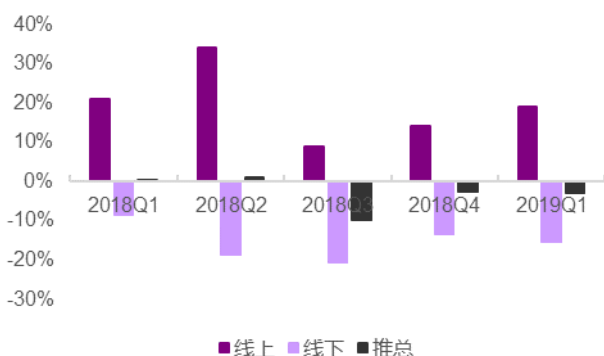
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 5：奥维推总油烟机销量同比增速



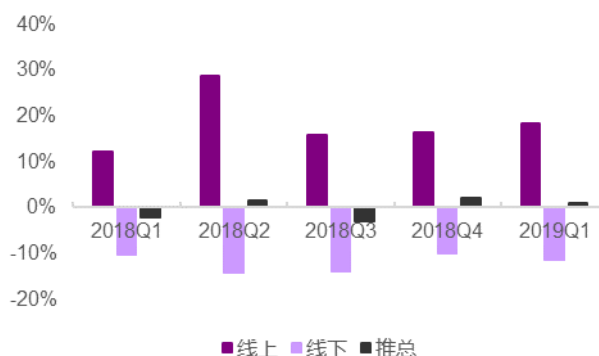
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 6：奥维推总冰箱销量同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 7：奥维推总洗衣机销量同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

整体需求情况未有进一步恶化，空调销量增速还有一定反弹，主要因为以下三点因素拉动：

(1) 交房底部改善，一二线城市地产销售回暖支撑地产后周期产业链需求。

(2) 在弱需求预期下，借助成本红利，品牌商积极促销，对需求表现有一定的提振。

(3) 渠道进一步下沉，低线市场需求逐步释放带来增量支撑。

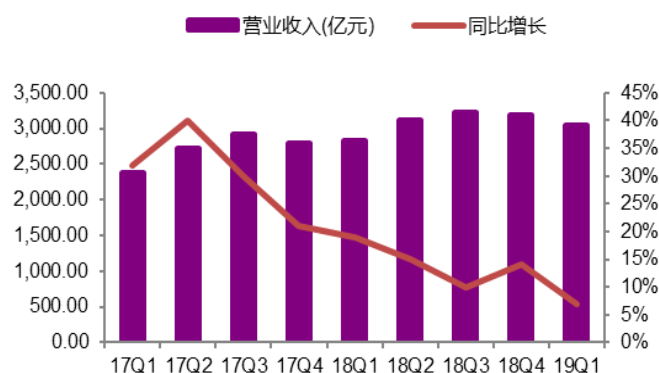
关于这三点因素我们将分别在后续章节进一步展开详细论述。

1.2、子板块业绩：分化显著，龙头优于行业

需求表现好于预期的情况下，板块基本面表现如何？我们在家电板块中选取 54 家公司：包括白电整机 9 家、黑电整机 6 家、大厨电 4 家、小家电 14 家、上游零部件 21 家，整体来看：

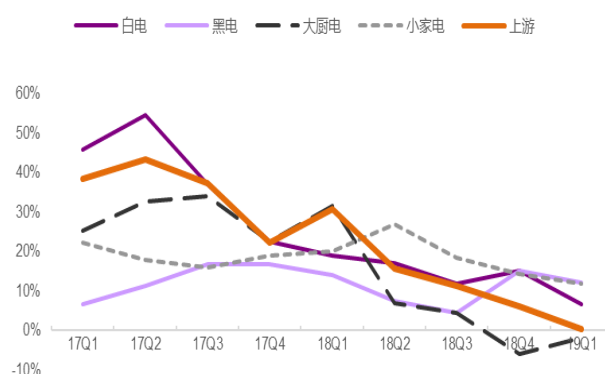
白电小家电收入增速表现较为稳定。家电板块 2018Q4~2019Q1 收入分别同比+14%/+7%，与 2018Q3 相比，需求韧性支撑下，增速并未出现进一步趋势性放缓。但宏观经济以及终端需求偏弱的背景下，板块间表现出现了较大分化。白电为代表的经营调整能力更强的板块，以及小家电等需求周期不显著的板块表现相对稳定，而中小企业为主的上游板块压力最为凸显。

图 8：家电行业上市公司营业收入及同比增长



资料来源：wind，光大证券研究所

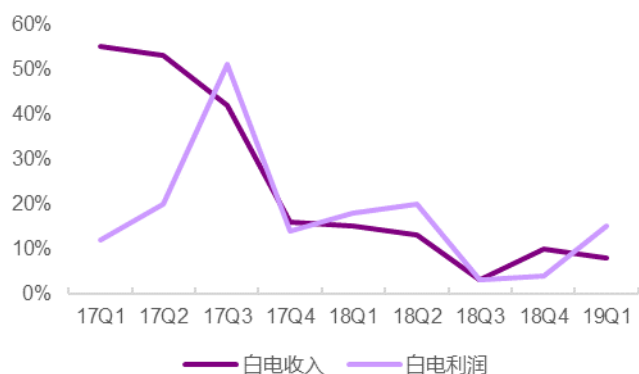
图 9：家电各子行业营业收入增速变化



资料来源：wind，光大证券研究所

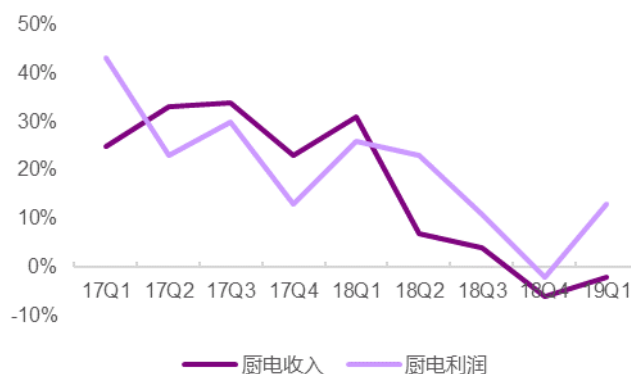
板块间利润表现落差较大。相比较收入端，板块利润端波动更大，部分板块和公司存在资产减值，增长压力下的毛利下滑、费用增多等因素影响下，单季利润出现了大幅的下跌。而在剔除存在会计政策调整、资产减值等一次性因素的公司后，白电/厨电板块整体利润率和利润增速均在 2019Q1 都出现了较为显著的提升，充分展现了原材料成本红利。

图 10: 19Q1 成本红利下白电利润增速超越收入增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算 (不含格力、奥马)

图 11: 19Q1 成本红利下厨电板块利润弹性



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

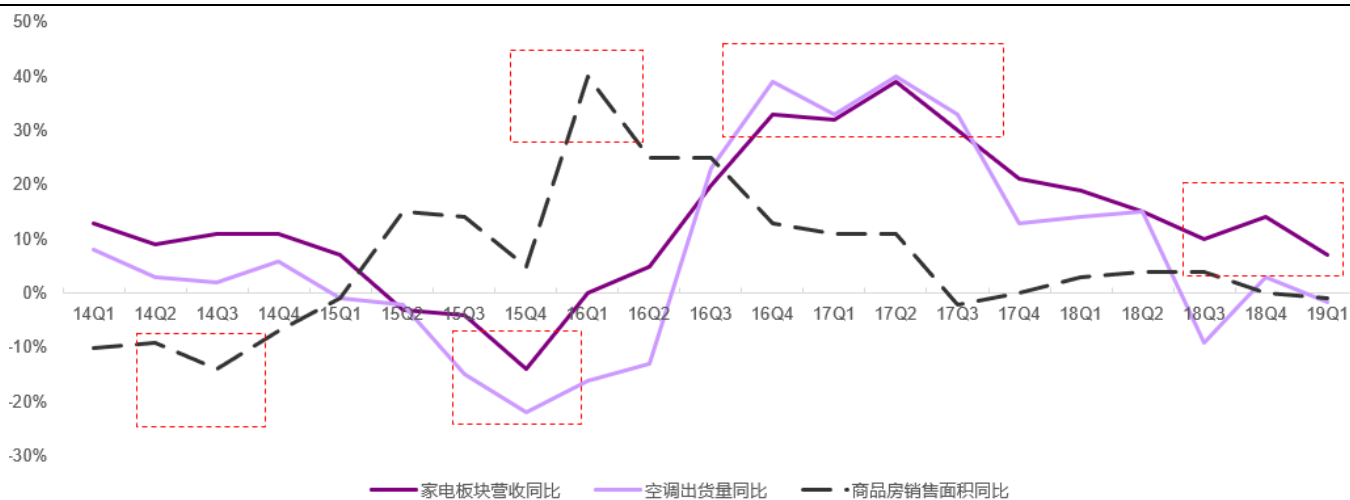
2、基本面展望：关注交房拐点和格局变化，三重红利下利润或有弹性

完成了对板块上半年表现的回顾后，板块后续投资逻辑首先面临的第一个问题就是：对后续基本面怎么看？

板块整体处于弱周期中。由于空调市场规模较大，需求周期性较强，所以板块整体表现主要受到空调周期影响。地产，天气、库存等多因素作用下，2017 年空调销售旺季板块增速达到阶段高点，在 2017H2 起温和回落。而由于地产拉动边际趋弱，2018H1 板块收入增速进一步从 17 年 30% 以上的水平降低到 15%~20% 区间。2018Q3 由于空调出货增速出现大幅回落，板块收入增速也进一步滑落到 10% 左右的水平，正式进入基本面弱周期。2018Q4~2019Q1 板块收入增速基本维持 10% 左右，仍处弱周期。

那么板块后续表现将何去何从，年内能否形成增速回暖，或存在基本面进一步放缓的风险，我们将分内外销分别进行考察。

图 12: 家电板块/空调/地产周期回顾



资料来源: Wind, 产业在线, 光大证券研究所测算

2.1、内销展望：交房改善逻辑带来需求预期差，下半年空调出货增速有望重回两位数

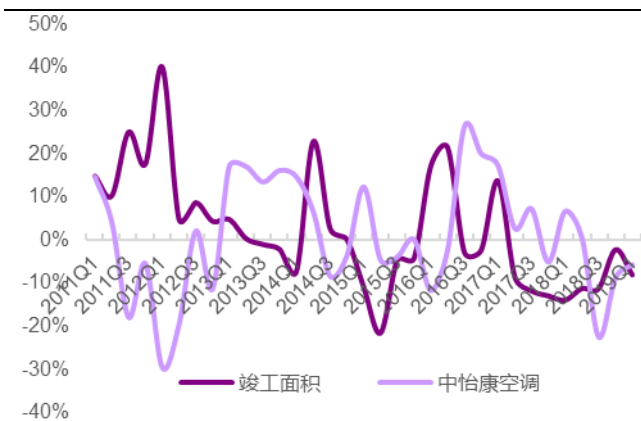
对于后续内销表现预判的核心还是在于对地产周期的分析。

2.1.1、家电需求周期传统模型：商品房销售指标的线性滞后

传统模型：以商品房销售面积增速滞后外推家电需求。作为典型的地产后周期产业链，商品房交房后就意味着家电需求的释放。所以理论上最为准确的前瞻指标是商品房的竣工数据，但是由于国家统计局统计的竣工面积取决于房企自行申报，有一定的口径误差，且波动较大，直接用于拟合实际空调/油烟机的需求周期效果一般。

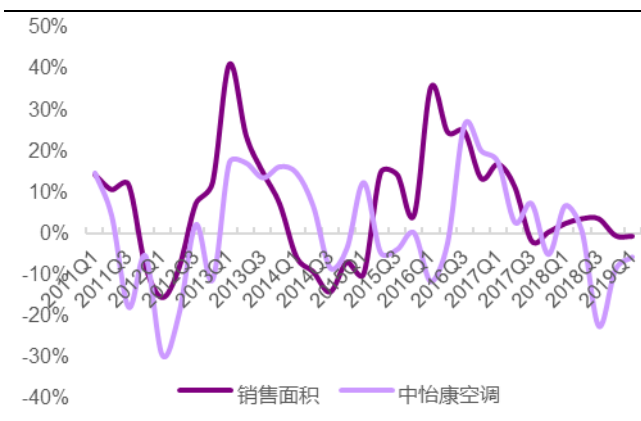
所以市场一般会退而求其次，采取数据误差较小的商品房销售面积同比增速作为家电需求的前瞻预测指标。从历史数据来看，整体拟合效果较好。

图 13：商品房竣工和空调销量同比增速走势



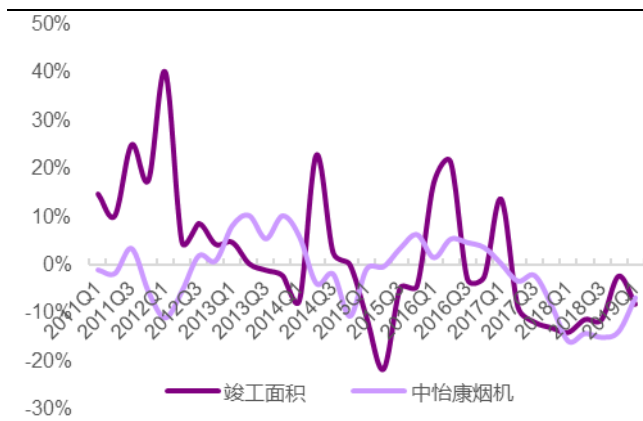
资料来源：中怡康，国家统计局，光大证券研究所，截止 2019Q1，下同

图 15：商品房销售和空调销量同比增速走势



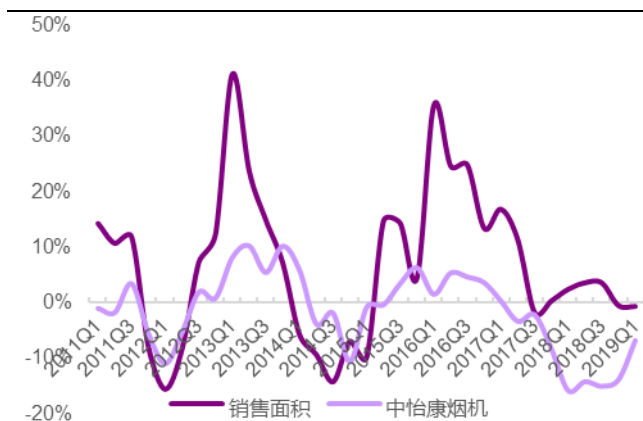
资料来源：中怡康，国家统计局，光大证券研究所

图 14：商品房竣工和油烟机销量同比增速走势



资料来源：中怡康，国家统计局，光大证券研究所

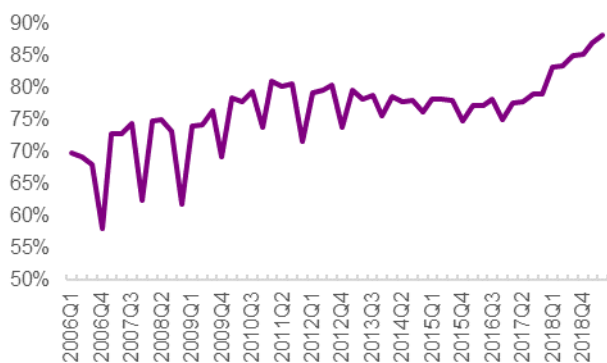
图 16：商品房销售和油烟机销量同比增速走势



资料来源：中怡康，国家统计局，光大证券研究所

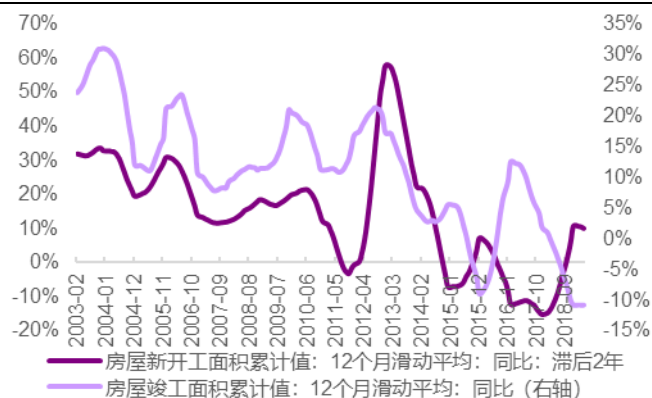
施工周期变长+期房比例提升，家电需求滞后商品房销售期拉长。空调/油烟机需求整体滞后地产销售指标，且可以观察到在 2014 年之后，该滞后期出现了显著延长。以空调为例，2011~14 年周期中，空调需求整体滞后了 2 个季度左右，但在 2014~17 年周期中这一滞后期逐步延长至 4 个季度左右。这个变化主要系商品住宅中期房比例的上升以及 2014 年之后商品房开发（开工-竣工）周期从 2 年逐步拉长至 3 年。

图 17：商品住宅销售面积中期房占比不断提升



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

图 18：14 年以来开工-竣工周期逐步拉长到 3 年



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算，截止 2018 年 12 月

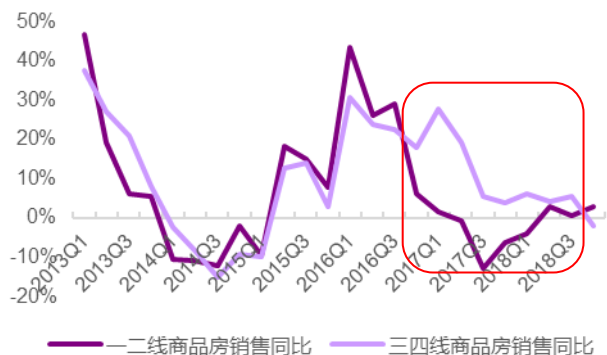
在这样的分析框架下，前期市场对 2019 年家电需求展望较为悲观：地产销售增速低位波动甚至在 2019 年还有边际放缓。所以如果将 2018Q3 空调/油烟机等产品的需求表现进行边际外推的话，预计 2019 年需求端会面临较大的增长压力。

2.1.2、如何理解本轮周期中的需求波动——销售与交房情况分化，2019 年交房改善确定性较高

本轮需求周期中商品住宅销量指标解释效果不佳。但是在本轮周期中，我们发现不应该简单的以销售模型线性滞后去外推家电需求：2018 年厨电、空调等需求增速均出现较大幅度下行，但是从前期地产销售来看，增速水平低位波动，并未有大幅下探，无法解释需求的大幅波动。

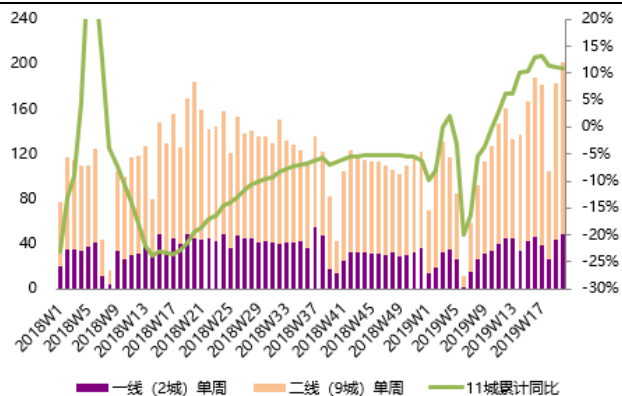
商品房销售指标的失效源于本轮地产周期的分化。本轮地产周期中最大的一点不同在于，各线级城市地产销量表现有较大分化。其中，一二线城市在 2016Q4 起商品房销量增速快速下行，但三四线仍保持较快增长。考虑到三四线城市预售条件较为宽松，故而从销售到竣工交房的滞后期较长。这就解释了 2018Q3 空调需求表现的低点：对应 2017Q3 左右一二线地产销售调控的底部。而后续需求有所回暖则来源于一二线地产销售的回暖以及 2017 年三四线商品房销售高峰带来的交房。

图 19：本轮地产调控中商品房销量表现有一定分化



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算，其中一二线城市为国家统计局的 40 大中城市口径，截止 2018Q4

图 20：11 城二手房成交及累计同比增速（万平方米）



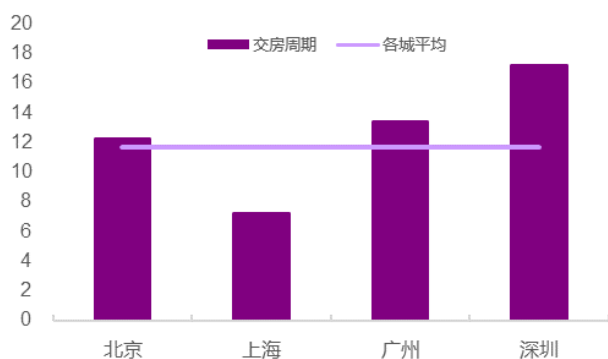
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2019 年 5 月 26 日

细化地产模型，构建交房指标预判家电需求周期。所以为了更好地对后续需求走势做出预判，我们分别整理出一/二/三四线城市各自的现房/期房/二手房销售情况，并设定不同滞后期以更好地推算当期交房数据。

为了相对准确地把握不同类型商品房销售的滞后期，我们对房天下网站上2018年11月到2019年5月各城市交房楼盘的信息进行了整理。发现一线、二线以及三四线城市的期房从开盘到交房的滞后期存在显著的差异。其中，一线城市滞后期为11~12月，二线城市在16~17个月，三四线城市则为18个月左右。

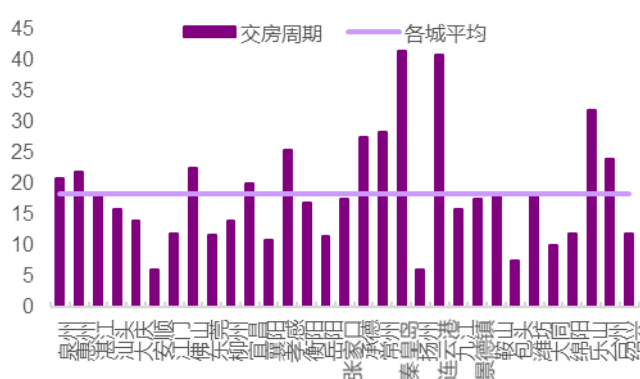
进一步的，我们剔除从开盘到销售清盘所需时间（预计三四线时间相对更长），再加上交房后购置家电的一定时间滞后，我们将一线、二线和三四线的商品房期房销售分别滞后4/5/6个季度，而将现房和二手房（二手房销售面积根据当期新房销售面积比例缩放）销售面积滞后1个季度，构建出“交房指标”，代表因为前期商品房销售带来的当期家电需求释放。

图 21：一线城市开盘-交房周期相对较短（月）



资料来源：房天下，光大证券研究所整理

图 22：三四线城市开盘-交房周期相对较长（月）



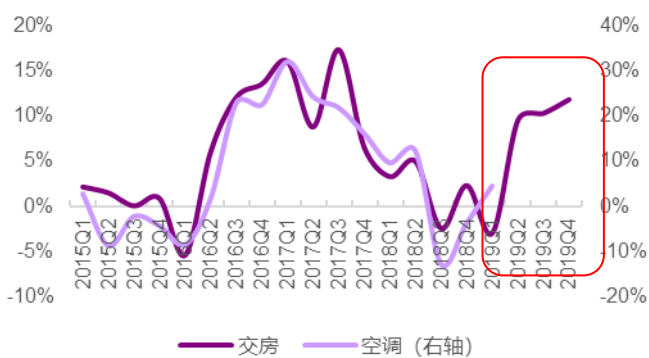
资料来源：房天下，光大证券研究所整理

2019年交房改善确定性较高，需求增速环比改善可期。从2015年以来模型拟合效果来看，“交房指标”对2015~18年空调和厨电需求周期解释良好。且从指标的后续走势来看，表现出显著向上的弹性。我们认为改善的弹性来源于两方面：一方面是期房交房滞后期较短、二手房占比更高的一二线城市在2018年底起商品房销售面积增速环比改善显著；另一方面2017年三四线住房销售仍有较快增长，这部分商品房也将在2019年迎来集中交付。

多维度数据支持交房改善结论：1) 2015年起，竣工情况基本滞后开工3年左右，所以我们将开工面积指标滞后3年进行趋势预判，同样可以看出2019H2起竣工交房指标可能有显著回暖。2) 根据主要地产企业在年报中所披露的2019年目标竣工面积，全年交房同比增长确定性较高。

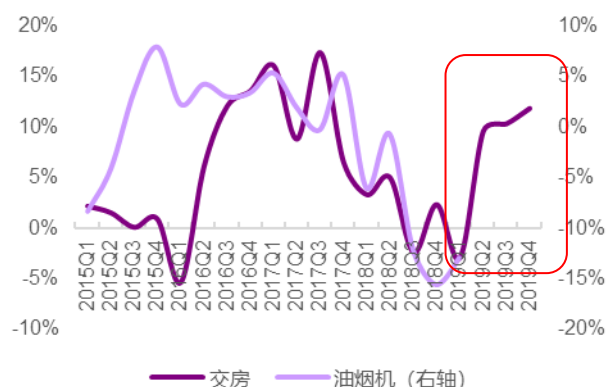
所以综合来看，我们认为**2019年商品房交房改善的确定性较强**，作为地产后周期产业链的典型代表，预计空调、厨电等品类的需求会表现出好于预期的增长弹性。空调需求增速的显著回暖预计将在2019H2开始显现。销量同比增速有望回暖至15%~20%（1~4月为低个位数增长）。对应出货方面，由于目前行业整体库存基本处于中性水平，所以预计伴随着需求增速的回暖，行业整体内销出货增速亦可达**15%左右**。

图 23：奥维空调销量同比与交房指标同比拟合



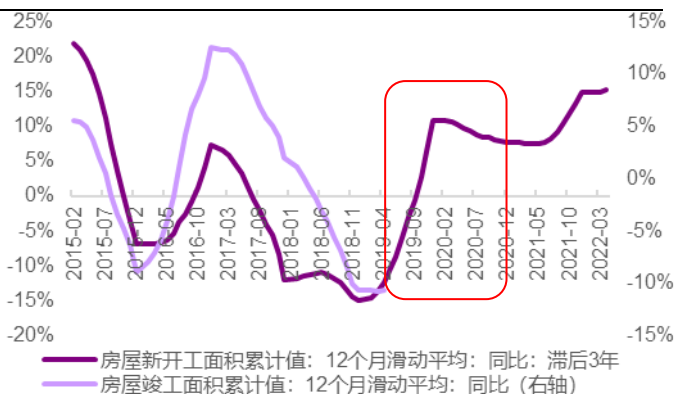
资料来源：奥维云网，国家统计局，光大证券研究所测算

图 24：奥维油烟机销量同比与交房指标同比拟合



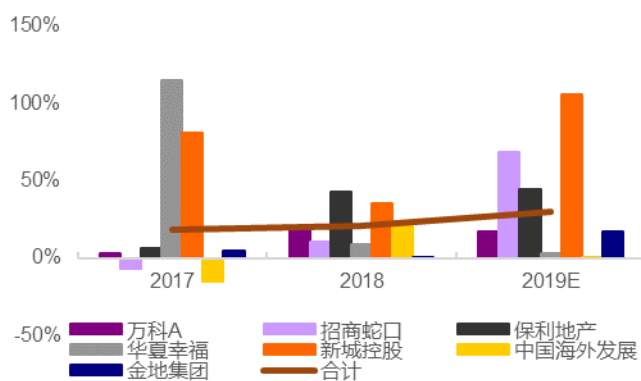
资料来源：奥维云网，国家统计局，光大证券研究所测算

图 25：开工滞后三年推算，19 年交房改善确定性较强



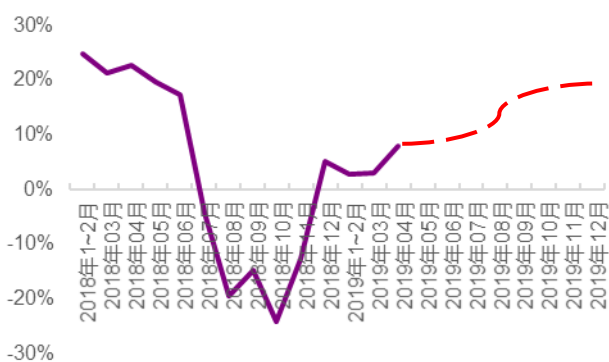
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 26：部分地产企业竣工面积同比增速



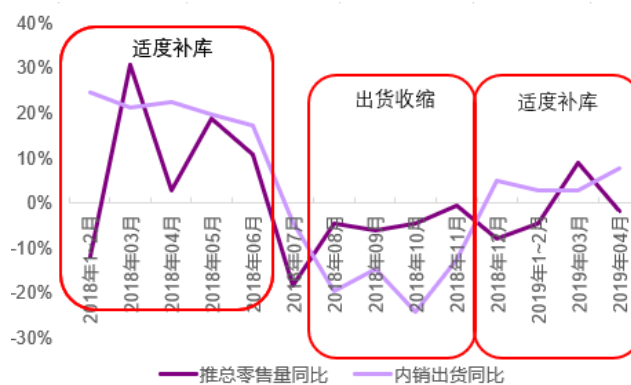
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，其中 2019 年增速为 19 年竣工目标较 18 年竣工目标增速

图 27：空调内销出货量同比增速



资料来源：产业在线，光大证券研究所预测

图 28：空调内销出货量和零售量同比增速

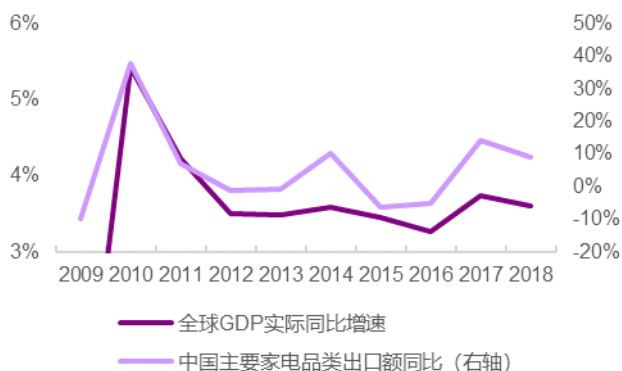


资料来源：产业在线，奥维云网，光大证券研究所

2.2、出口预判：预计短期增速小幅放缓，贸易争端长期影响可控

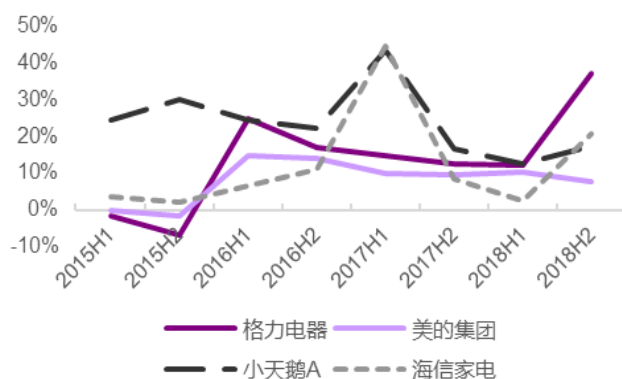
补库存周期结束+2018H2 订单抢跑，海外需求增速预计温和回落。随着全球经济增长趋缓，2016 年开始的全球家电补库存周期预计将告一段落。贸易关税事件影响下，2018H2 部分品类出现了订单抢跑，对 2019 年的订单需求亦有一定的透支，整体看预计主要品类订单增速将出现温和回落。

图 29：GDP 增速与主要家电品类出口关系



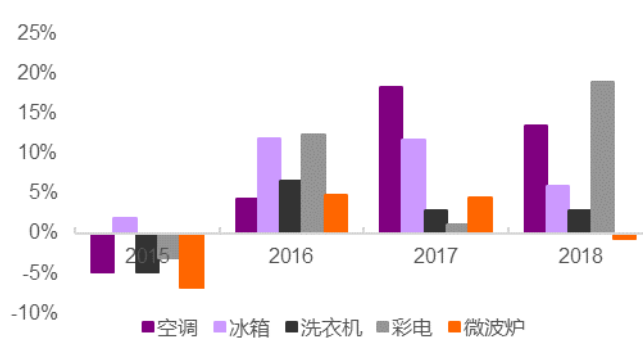
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 31：部分公司出口收入同比增速



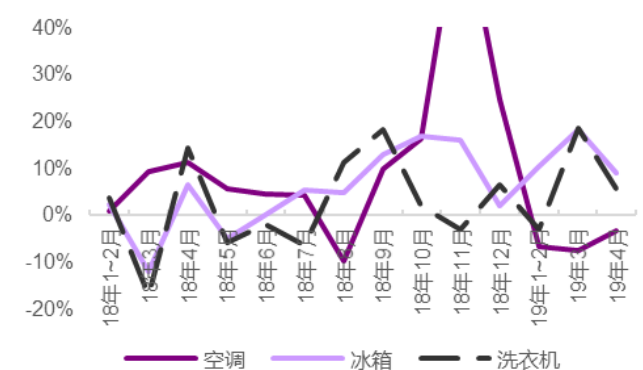
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 30：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 32：产业在线外销量出货增速情况



资料来源：产业在线，光大证券研究所，截止 2019 年 4 月

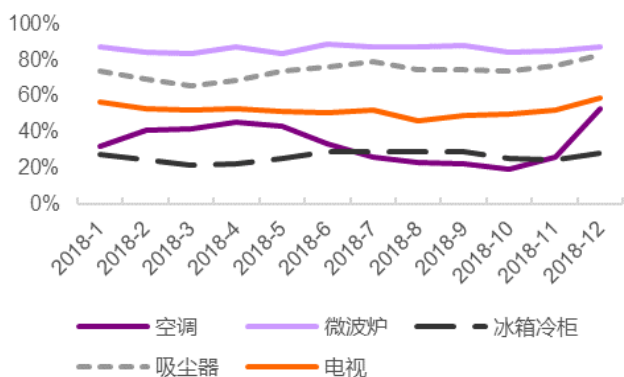
除了海外需求周期外，市场对板块出口业务核心担心点是贸易争端。从 2018 年 9 月发布的 2000 亿美元的产品清单来看，主要涉及的家电品类包括：空调、冰箱、吸尘器、黑电、微波炉以及相关产品零部件。

美国家电制造早已中空，中国为全球家电产能中心，短期预期双方共同承担关税。美国的家电产业基本已经中空，生产环节长期以来一直依赖于海外，而中国全球家电产能中心地位短期无法撼动。相比较其余部分行业，家电的产业链更长更复杂，在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，尤其微波炉、吸尘器、电视等品类，中国更是集中了全球超过半数的产能。所以总体看，预计中国厂商在谈判过程中有一定的议价能力，关税大概率由双方协商后共同承担。

中短期：整体收入占比不高，短期整体影响可控。我们大致测算对美出口收入占板块主要公司整体收入的比重。整体来看，除了部分小家电公司对

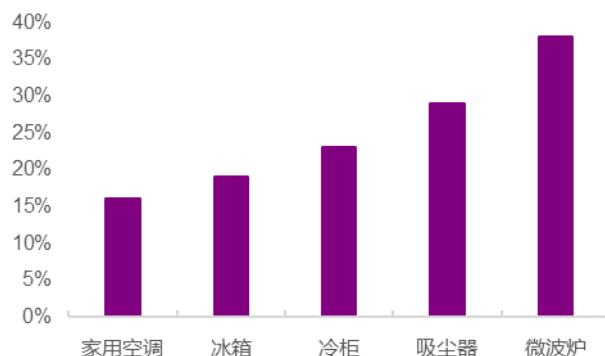
美出口收入占比较高，其余公司大多为个位数水平。进一步考虑部分品类不在清单之中等原因后，预计对整体收入影响幅度较小。

图 33：美国进口家电中中国产品占比（2018 年）



资料来源：comtrade，光大证券研究所

图 34：中国对美出口占整体外销产品比例（2018 年）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

表 1：2018 年 9 月中美贸易争端最终征税清单中家电相关产品名录

| 类别 | 编号 | 产品明细 |
|------------|-------------------------|-----------------------------|
| 白电 | 8414.80 等 | 空气压缩机、气体泵、风扇等 |
| | 8415.10 等 | 窗式或壁挂式空调机 |
| | 8415.20.00 | 车载空调 |
| | 8415.81.01 | 有冷却/热循环的制冷装置和阀门的空调 |
| | 8415.82.01 | 装有制冷装置的空调 |
| | 8415.83.00 | 没有制冷装置的空调 |
| | 8418.10.00 | 配有独立外门的组合式冷藏柜 |
| | 8418.21.00 | 压缩式家用冰箱 |
| | 8418.29.10 | 吸收式家用冰箱 |
| | 8418.29.20 | 家用型冰箱 |
| | 8418.30.00 | 容量不超过 800 升的冷藏柜 |
| | 8418.40.00 | 立式冷藏柜，容量不超过 900 升 |
| | 8418.50.00 | 冷藏柜，冷冻展示柜、橱柜、陈列柜和类似的冷藏或冷冻家具 |
| | 8418.61.01 | 空调的热泵（除 8415 外） |
| | 8418.91.00 | 用于接收冷藏或冷冻设备的装备 |
| | 8418.99.40 | 用于冰箱，冰柜和其他冷藏或冷冻设备的某些门组件 |
| 8418.99.80 | 冰箱，冰柜和其他冷藏或冷冻设备零件以及热泵零件 | |
| 小家电 | 8508 等 | 各类型真空吸尘器及零部件 |
| | 8510.90.10 | 剃须刀刀片及切削头 |
| | 8516.21.00 | 电存储式取暖器 |
| 厨电 | 8422.90.04 | 洗碗机的门组件 |
| | 8509.80.20 | 家用厨房垃圾处理器（内含电机） |
| | 8514.20.40 | 工业、实验室用微波炉 |
| | 8516.60.40 | 家用电热灶具、灶具和烤箱（不包括微波炉） |
| | 8516.90 等 | 微波炉、灶具、烤箱、烤面包机等组件 |
| 黑电 | 8528.72 等 | 各类彩电接收设备 |
| | 8528.73.00 | 黑白电视接收设备 |
| | 8529.90 等 | 彩电主要构成部件 |
| | 8540 等 | 阴极射线电视及主要构成部件 |
| 照明 | 8513.90.40 | 除了手电筒之外，有自己的能量源的便携式电灯 |
| | 9405.20.40 | 电动桌、书桌、床头柜或落地灯 |
| | 9405.30.00 | 用于圣诞树的照明设备 |
| | 9405.40.84 | 电灯和照明灯具 |
| | 9405.91.60 | 玻璃灯具、照明装置、照明标志等部件 |
| | 8536.61.00 | 电压不超过 1000V 的灯座 |

| 类别 | 编号 | 产品明细 |
|-----|------------|-----------------------------------|
| | 8539.10.00 | 密封射束灯装置 |
| | 8539.21.20 | 电压不超过 100V 电压的卤钨电灯丝灯 |
| | 8539.21.40 | 电压超过 100V 的卤钨电灯丝灯 |
| | 8539.31.00 | 荧光灯, 热阴极放电灯, 非紫外灯 |
| | 8539.32.00 | 汞或钠蒸气, 或金属卤化物放电灯 (紫外线灯除外) |
| | 8539.39.10 | 用于平板显示器背光的冷阴极荧光灯; |
| | 8539.39.90 | 其他放电灯 (除荧光灯, 汞或钠蒸气, 金属卤化物灯或紫外灯之外) |
| 零部件 | 8539.49.00 | 紫外线或红外线灯 |
| | 8509.90.25 | 机电家用地板抛光机、外壳零件 |
| | 8509.90.45 | 机电家用电器零件 |
| | 8516.80.80 | 电加热电阻器 |
| | 8501.40 等 | 各种功率单向交流电机 |

资料来源: USTR, 光大证券研究所整理

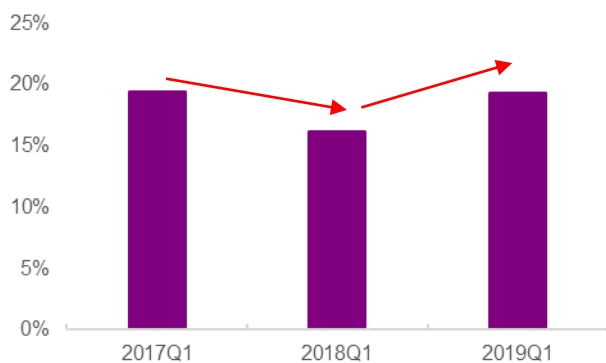
表 2: 主要家电公司出口美国业务收入占比

| | 重点公司 | 出口收入占比 (2018 年) | 主要涉及品类 | 出口美国占比 | 出口美国总收入比例 |
|-----|----------------|-----------------|------------------|----------------------------------|------------------------|
| 白电 | 格力电器 | 11% | 空调 | 约 10%~15% | 1%~2% |
| | 美的集团 (不含东芝、库卡) | 26% | 空调、冰箱、洗衣机、厨电、小家电 | 约 20~25% | 5%~7% (剔除在美合资公司后 5%以下) |
| | 小天鹅 A | 21% | 洗衣机 | - | 0% |
| | 青岛海尔 (不含 GEA) | 14% | 空调、冰箱、洗衣机 | 约 15%~20% | 2%~3% |
| | 海信家电 | 30% | 空调、冰箱 | 约 10%~20% | 3%~5% |
| 黑电 | 海信电器 | 45% | 黑电 | 约 30%~35% | 约 10%~15% |
| 照明 | 欧普照明 | 11% | 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% | 主要通过墨西哥产能, 预计受影响较小 |
| 小家电 | 苏泊尔 | 27% | - | 出口订单主要来源于大股东 SEB | |
| | 九阳股份 | 4% | 厨房小电 | - | 0% |
| | 新宝股份 | 85% | 小家电 | 约 30% | 25%~30% |
| | 莱克电气 | 66% | 吸尘器、割草机 | 约 40% | 25%~30% |
| | 飞科电器 | 1% | - | - | 0% |
| 厨电 | 老板电器 | 0% | - | - | 0% |
| | 华帝股份 | 2% | - | - | 0% |
| | 浙江美大 | 0% | - | - | 0% |

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

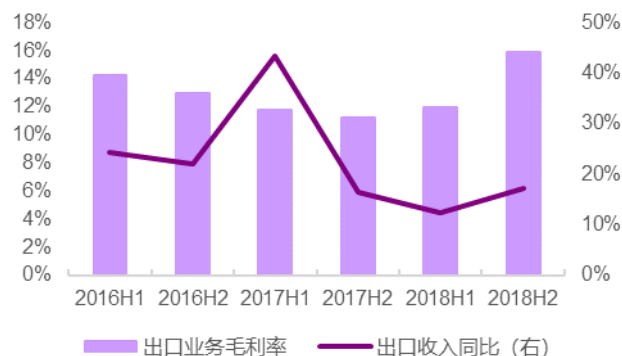
长期看: 龙头订单调整能力强, 全球化产能转移能力。作为全球产能中心, 国内家电龙头具备较强的订单主动调整能力。举例来讲, 在原材料成本压力下, 小天鹅在 2018Q1 主动对盈利能力较差的出口订单进行了结构调整, 单季出口业务收入受到一定影响, 但订单结构调整很快顺利完成, 外销业务收入增速和出货份额逐步恢复, 出口业务利润率亦有显著提升。

图 35：小天鹅洗衣机外销出货份额变动



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 36：小天鹅出口业务财报表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

同时，中国家电企业在进一步谋求海外市场开拓战略驱动下，早年间已纷纷进行了海外工厂、海外办事处等布局。接下去视贸易争端的恶劣程度，预计龙头有能力通过一定程度的海外生产\转口贸易来降低贸易争端带来的关税影响。

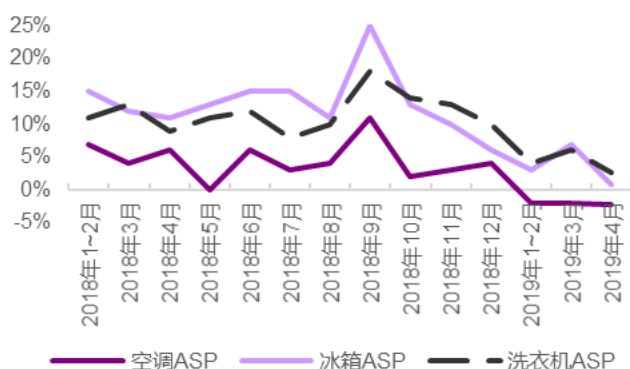
出口业务预判：需求放缓+贸易争端背景下，主要公司出口销量增速预计会有一定放缓，但幅度可控。且在汇率环境改善情况下，有望形成一定正向对冲。预计白电龙头出口收入增速从过去双位数增长回落至个位数水平。

2.3、利润弹性可期：原材料红利贯穿全年，汇率改善和降税利好不可忽视

收入表现的潜在预期差来源于交房逻辑的支撑，而贯穿 2019 年利润端表现的三个红利包含三方面：原材料价格红利、增值税率调整红利以及汇率同比改善红利，分别来看：

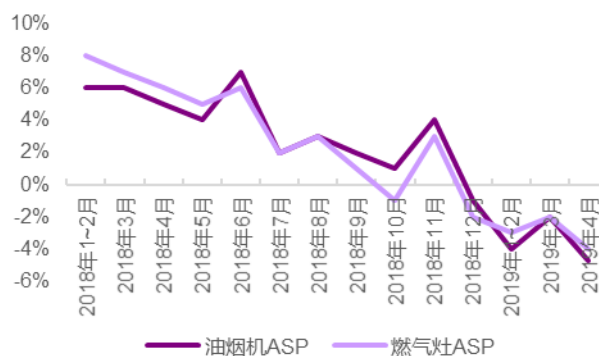
产品均价增速走弱主要系原材料价格重回弱周期，成本红利有望逐步显露。18 年以来主要产品均价增速逐步收窄，背后最根本的原因在于大宗原材料价格重新进入弱周期。根据我们的测算，19Q1 空冰洗的原材料综合成本分别同比下降 5%/8%/3%。所以虽然产品均价增速回落甚至转负，但是由于成本端红利逐步释放，白电、厨电板块龙头公司利润率出现同比走强。而从 4~5 月的原材料价格走势来看，空冰洗综合成本系数继续走弱，分别同比下降 3%/5%/2%，维持弱周期，预计板块盈利能力会保持稳中有升，而龙头由于更强的产业定价能力，有望更好地享受成本红利。

图 37：中怡康空冰洗均价同比增速



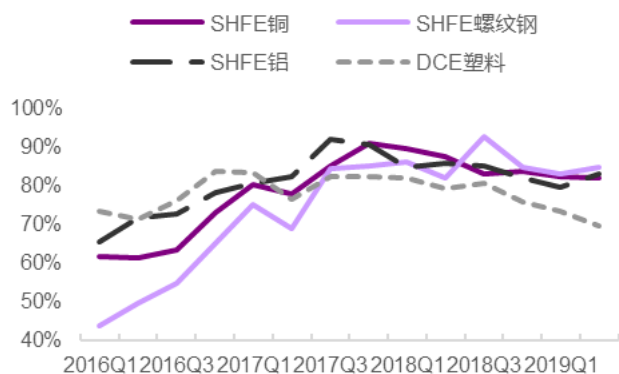
资料来源：中怡康，光大证券研究所，截止 2019 年 4 月

图 38：中怡康厨电均价同比增速



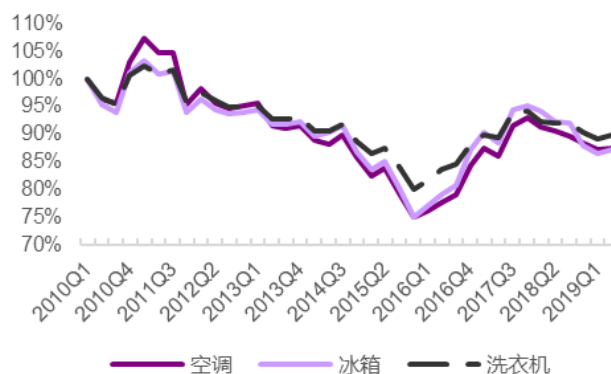
资料来源：中怡康，光大证券研究所，截止 2019 年 4 月

图 39：大宗商品原材料价格整体走弱



资料来源：Wind，光大证券研究所，2019Q2 数据为 4~5 月累计

图 40：空冰洗原材料成本指数走势



资料来源：Wind，光大证券研究所测算，2019Q2 数据为 4~5 月累计

增值税调整红利有望在二季度后逐步展露。 增值税税率调整在 2019Q2 起正式开始执行，对利润层面的最大利好来自于产业链定价权更强的公司有望通过合同价格的重新谈判获得上下游的定价价差，直接提升毛利率水平。我们假定重新拟定合同过程中成本保持不变，收入则通过重新定价获得 50% 的降税红利，以 2018 年财务数据为基础对部分公司利润弹性情况进行了计算，带来的利润增长红利不容忽视。（详细论述可参见前期报告《降税率刺激需求，定价权决定利润——增值税率降低对家电行业的影响》）

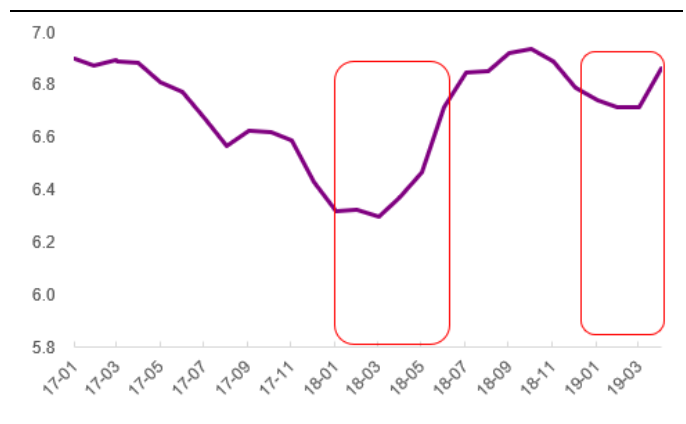
汇率环境同比改善有望一定程度对冲关税不利影响。 出口业务面临的贸易关税是对板块利润表现可能产生影响的一个重要因素。如我们在上一部分的分析中所指出的，短期产生的关税成本大概率会由双方共同承担，这会一定程度上影响出口利润率。但目前来看，19 年汇率环境同比改善较为显著，对出口业务的盈利能力有望形成较好支撑，一定程度对冲关税的潜在影响。以出口业务较多的美的为例，公司 19Q1 单季外销毛利估计同比提升 6pct 以上，其中汇率因素贡献约在 3pct 左右。

图 41：增值税率下降重新定价利润率弹性测算（亿元）

| 股票名称 | 18年净利润 | 收入增加 | 附加税费减少 | 利润提升 | 利润弹性 |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 格力电器 | 284.86 | 12.36 | 1.80 | 11.94 | 4.19% |
| 美的集团 | 205.56 | 13.76 | 1.43 | 12.76 | 6.21% |
| 青岛海尔 | 78.52 | 9.62 | 1.05 | 8.96 | 11.41% |
| 小天鹅A | 18.20 | 1.51 | 0.17 | 1.44 | 7.94% |
| 海信家电 | 13.61 | 2.13 | 0.18 | 2.10 | 15.46% |
| 长虹美菱 | 1.43 | 1.33 | 0.08 | 1.43 | 99.47% |
| 老板电器 | 15.57 | 0.44 | 0.13 | 0.50 | 3.20% |
| 华帝股份 | 6.93 | 0.42 | 0.10 | 0.44 | 6.34% |
| 欧普照明 | 8.72 | 0.59 | 0.09 | 0.59 | 6.73% |
| 苏泊尔 | 16.18 | 1.12 | 0.15 | 1.07 | 6.63% |
| 九阳股份 | 7.53 | 0.70 | 0.08 | 0.67 | 8.87% |
| 新宝股份 | 4.93 | 0.77 | 0.04 | 0.70 | 14.12% |
| 飞科电器 | 9.02 | 0.32 | 0.05 | 0.28 | 3.08% |
| 三花智控 | 14.01 | 0.56 | 0.05 | 0.52 | 3.73% |

资料来源：Wind，光大证券研究所测算，测算前提为上游成本完全弹性调整，下游合同重新定价让利 50%

图 42：人民币兑美元汇率走势



资料来源：OANDA，光大证券研究所，截止 2019 年 4 月

需密切跟踪龙头竞争策略演变。综合来看，三重成本红利下，龙头凭借强大的产业链定价权，对盈利增长和利润弹性的控制力强，但如我们在 2019 年度策略报告中所提到的，弱需求周期中，企业会将保增长/保份额放在第一位，叠加零售渠道的快速变化，今年行业变数远超往年，后续龙头竞争策略的演变为影响竞争格局走势和板块盈利情况的最重要因素。

2.4、格局研判：弱需求下定价偏紧，格局变动来源新兴渠道

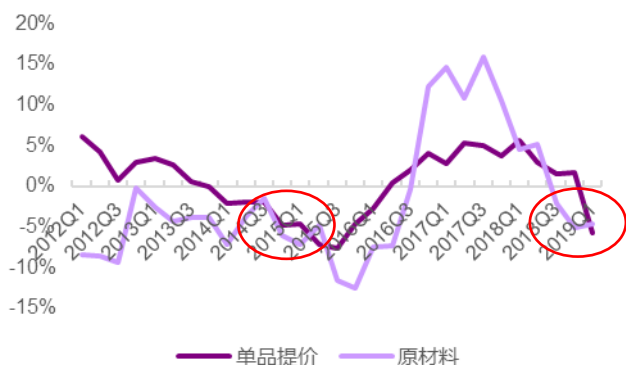
2.4.1、如何看待 2019 年以来空调格局的变动？

大背景：需求压力下，保份额/增长为上，空调行业格局趋紧。

从我们对原材料成本以及产品提价走势的拟合来看，2019Q1 以来，空调行业整体均价出现了较快收缩，单季产品价格降幅（剔除定频到变频的结构升级带来的均价提升）已经超过原材料价格降幅。2012 年以来，由于龙头普遍实施适度规模增长下利润率提升，定价策略普遍较为宽松，弱成本周期下的收缩定价仅在 2014~15 年空调价格战去库存周期出现过。

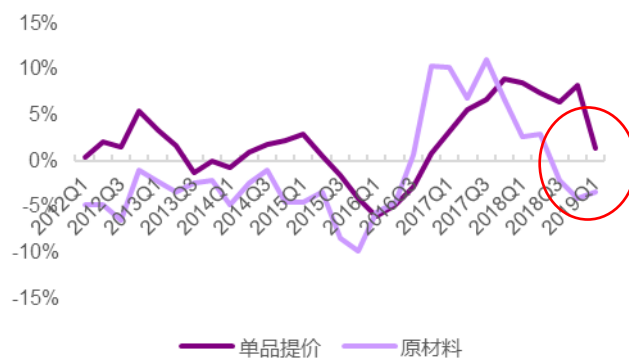
这一现象与我们前期策略报告判断是一致的，在空调需求走弱预期下，企业对销量和份额增长的追求会凌驾于提价之上，自然也就告别“量价齐升”的宽松格局，整体定价会随之收紧。与之对应的是，需求相对稳定的洗衣机 ASP 增幅（剔除滚筒的结构升级）同样放缓，但整体仍保持一定的原材料溢价。

图 43：空调原材料成本同比与单品提价走势



资料来源：Wind，中怡康，光大证券研究所测算，截止 2019Q1

图 44：洗衣机原材料成本同比与单品提价走势

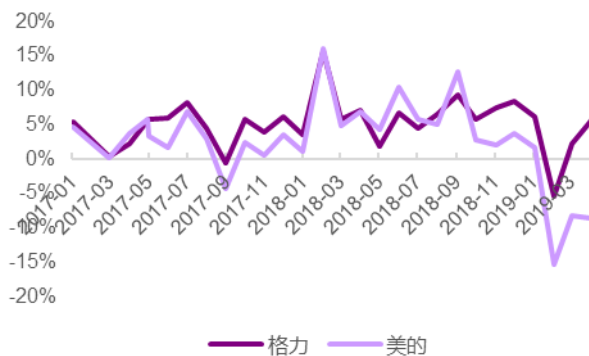


资料来源：Wind，中怡康，光大证券研究所测算，截止 2019Q1

品牌份额的变动来源于定价策略的分化与渠道的变化。

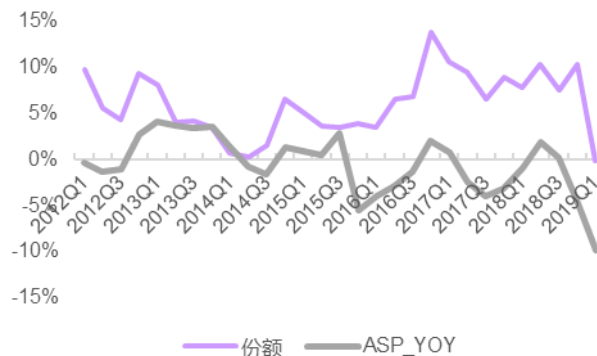
空调行业整体仍是稳固的双寡头格局，2019 年以来两者定价策略分化。整体看，12 年以来空调行业一直是双寡头默契提价的一种经营环境。而无序的行业“价格战”往往伴随着产能供给过剩，行业进行洗牌带来份额巨大变动。但观察格力、美的两者中怡康空调均价和销量份额相对走势，不难看出，两者份额差距的走势与两者定价策略一致度较高。双方谁的价格让利更大，往往就会表现出更强的份额走势。这也在一定程度上表明，即使行业看上去发生“价格战”，其本质上是为了追求业绩增长，由双寡头主导的价格策略而已。而 2019 年三四线市场需求更强的局面也使得美的价格策略效果更佳。

图 45：格力/美的空调 ASP 同比增速对比



资料来源：中怡康，光大证券研究所，截止 2019 年 4 月

图 46：格力/美的的份额走势与两者定价策略相关度较高



资料来源：中怡康，光大证券研究所测算，截止 2019Q1
注：份额指标为格力销量份额-美的销量份额；ASP_YOY 指标为美的 ASP 同比增速-格力 ASP 同比增速

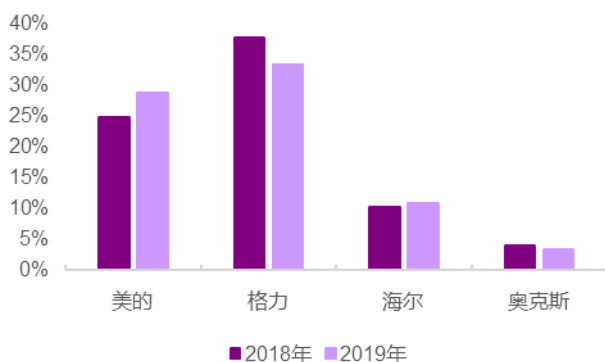
渠道结构变动同样对格局影响较大。但是从格力、美的 2012 年以来的份额演变历史中我们也不难发现，2019 年以来两者份额的变动速度超出过往历史。稳定的空调格局似乎出现了多年未见的快速变动，这样的变动幅度显然不是两者定价策略分化这一个因素所能解释的。

我们认为背后的另一个重要驱动因素是低线新零售渠道的崛起。我们观察到 2018~19 年以来空调行业最大的结构性变化为流通效率更高的县镇、农村市场网批渠道正在高速增长：主打县镇的苏宁云加盟店从 2017 年的 39

家快速提升至 2018 年的 2071 家，并仍在快速扩张，而 2018 年 10 月营业的天猫优品店铺（定位农村淘宝的线上线下联动平台）在经过几个月的发展后，整体规模快速提升。所以在新渠道中份额表现好的品牌商在整体市场份额中也会表现更佳，美的为代表的品牌正是通过这样的增量取得了份额高增长。所以，格局的变化并非是美的品牌抢了其余品牌的份额，而依旧是新零售渠道在挤占传统低效渠道的份额。

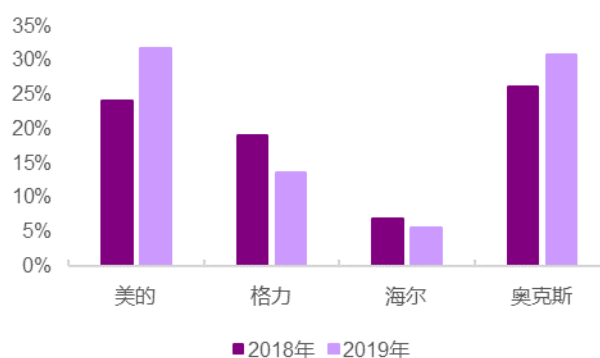
（关于 2019 年以来空调行业格局变动的详细论述可以参考我们前期报告《从美的的高歌猛进看空调行业的变化——空调行业专题思考》。）

图 47：中怡康主要空调品牌销量份额（1~4 月累计）



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 48：淘数据主要空调品牌销量份额（1~4 月累计）



资料来源：淘数据，光大证券研究所

2.4.2、中短期看，格力会采取什么样的竞争策略——一看混改，二看旺季需求

如何理解现阶段格力的按兵不动。如上文所说，目前阶段的空调行业格局依旧为格力、美的双寡头所决定。在美的积极拥抱渠道，借助成本红利降价促销的策略已经明了的情况下，后续格局的走势取决于格力的回应。

然而，面对美的的“来势汹汹”，格力却一直按兵不动，现阶段两者竞争策略的分化存在多方面的原因。1) 淡季本就是格力生产压货，为旺季做准备的阶段，历史来看，格力也不太会在旺季来临前提前做大规模促销；2) 格力一直以来最为依赖的是线下经销商体系，囿于渠道间可能的利益掣肘，对于电商渠道的经营没有进行着重发力。而美的、奥克斯等品牌通过天猫优品等平台获得增量份额，拉大了与格力的线上份额差距；3) 对于格力而言，前期管理层连任事件落定后，短期业绩压力相对较小，当前阶段公司管理层重心为股权转让事项，经营节奏较为平稳。

格力后续经营策略与旺季需求和混改落地息息相关。

如何判断格力后续策略——从库存说起。由于 2018H2 格力出货节奏相对较为激进，市场对于其渠道的库存的问题有一定担忧。但是 1) 格力 2018H2 空调业务收入同比+16%，且其中出口业务同比+30%以上，进一步考虑预收确认节奏以及 ASP 提升等因素，实际内销出货节奏快于行业但仍亦有适度收缩；2) 得益于行业规模的扩张，渠道资金周转能力显著提升。格力目前库存水平估计为 4~5 个月，离历史高点（超过半年）尚有距离，运营无忧。但旺季对库存的消化程度较为关键。

若旺季需求如期回暖，预计格力适度积极，整体格局波澜不惊。一般来讲，在旺季中，格力经销商的积极性会全面上升，进行一定的价格促销与让利。所以如果在进入夏季空调销售旺季后，需求增速如我们所分析的出现环比回暖，叠加格力适度积极的经营，份额温和回升，预计旺季后公司库存水平会逐步降低至正常水平，公司不会进行大的经营调整，行业格局预期短期维持较为稳定的状态。

若需求表现低于预期，混改完成后格力可能全渠道发力，行业格局将进一步趋紧。但是反之，如果旺季需求表现不佳，低于预期，那么格力将存在一定的库存压力。若届时股权转让事项完成，公司管理层和渠道利益与上市公司成功实现高度统一，那么预计格力在库存高位和业绩增长的压力下，会采取相对激进的定价策略，在传统线下渠道和新零售渠道进行全面发力。

考虑到格力在品牌和口碑上具备显著的领先优势，全面发力后预计可以带来份额的快速提升，但随之而来的是行业格局的快速收紧，蜜月期结束，板块整体利润率预计会产生一定的波动。

3、成长空间再审视：低线需求崛起，人口禀赋不容忽视

3.1、传统品类：低线市场需求空间广阔，新增需求逐步发生结构性变化

如我们一直所说，随着板块长期投资者越来越多，我们需要更多地跳出短期基本面波动，关注产业的长期逻辑。在这一部分，我们将对行业的需求空间和结构性变化进行定量的阐述。

3.1.1、空调行业规模：尚有空间但增速放缓，需求结构将逐步变化

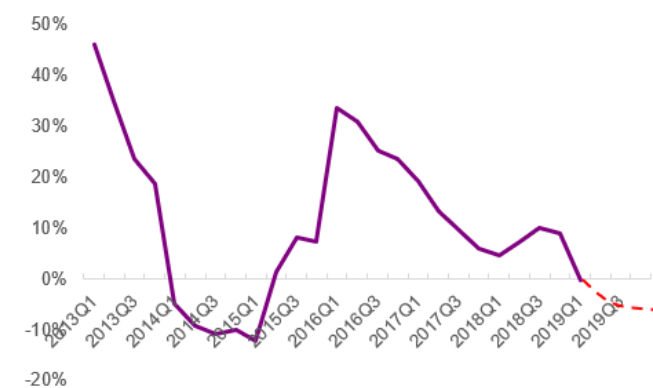
总量测算：国内空调内销天花板预计约为 1.05 亿台左右。

(1) 根据日本统计局数据，2014 年，日本空调的户均保有量大约是冰洗的 2.3~2.4 倍，而根据日本电机工业会的统计，空调出货量为冰洗出货量的 2.3 倍左右。如果将 4600 万台作为中国冰洗内销需求的天花板（2018 年冰洗内销出货分别为 4310/4532 万台），空调内销的潜在空间约为 1.06 亿台（2.3X）。(2) 按照日本冷冻工业协会统计，2016 年日本空调总需求为 915 万台，对应国内人口为 1.27 亿，按照中国稳态人口规模为 14.5 亿测算，空调总需求约为 1.04 亿台。

动态测算：人口经济增速回落，告别地产大周期，行业增速预计回落至中低个位数水平。

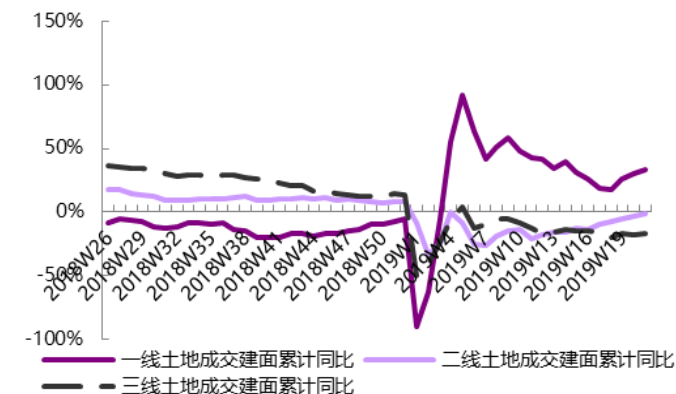
预计 2019 全年商品房销售面积增速低个位数下滑。受到三四线棚改量逐步回缩（全国 2019 年计划棚改工程为 460 万套，较 2018 年棚改计划 580 万套同比-21%），地产销售增速下行的拖累，2019 全年商品房销量增速温和回落转负是客观趋势。

图 49：商品住宅销售面积同比增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所预测

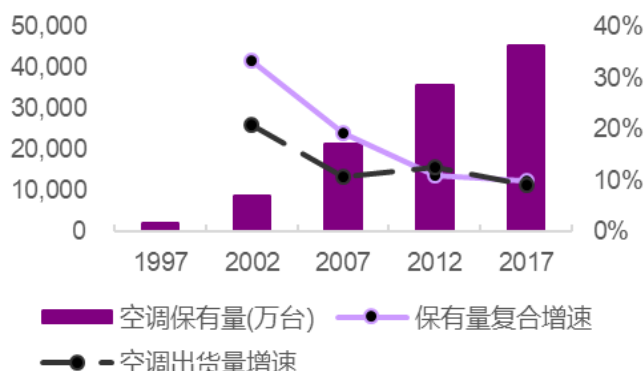
图 50：三四线商品土地成交面积增速继续走弱



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，截止 2019 年 5 月

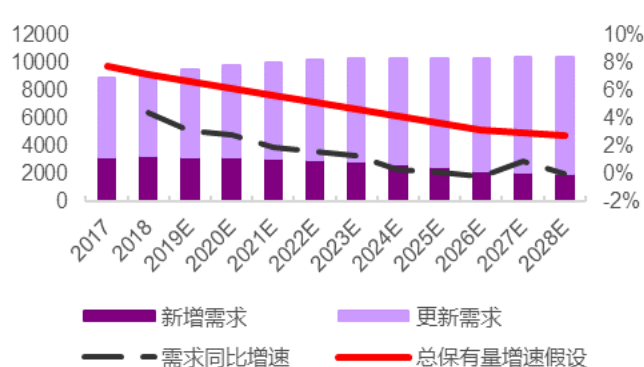
地产高速增长周期见顶，增速中枢将逐步回落。从 2019 年向后展望，整体地产销售大周期已经逐步见顶。考虑到人口规模也接近高点，我们预计空调总保有量增速将逐步从高个位数下滑至低个位数水平。对应的出货规模的增速水平也将逐步回落。按照新增需求和更新需求动态推算，行业规模触及 1.05 亿台左右的天花板后，更新需求占比也将达到目前冰洗的水平（75~80%）。

图 51：空调总保有量及内销出货同比增速



资料来源：国家统计局，产业在线，光大证券研究所

图 52：空调内销规模动态推算（万台）



资料来源：国家统计局，产业在线，光大证券研究所测算

结构变化：低线市场逐步成为新增增长主要引擎。

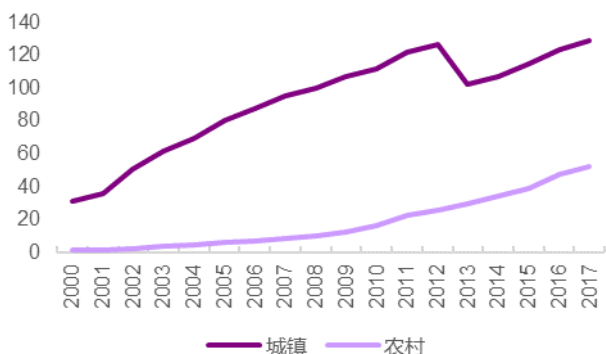
结合我们对行业规模和增速的静态/动态测算，2019 年整体空调内销出货规模约为 0.9 亿台，离潜在行业天花仍有一定空间，但地产大周期见顶背景下，行业增速中枢势必会较过去逐步放缓。所以相比较对总量的增速，我们认为更大的变化来源于行业增长动力和需求结构的变迁：**县镇、农村等低线消费市场的崛起。**而这一崛起来源于消费需求和产品供给两个维度。

3.1.2、低线市场实际消费能力提升，产品普及提上议程

空调等品类在低线级市场保有量仍然处于低位。与冰洗等城镇、农村市场基本完成全面普及的产品相比，空调、烟机等品类在不同市场中的保有量水平落差较大。截至国家统计局 2017 年统计数据，空调城镇百户保有量水平为 128.6 台，农村百户保有量仅为 52.6 台。而农村和城镇市场内部结构性落差同样巨大。经济发展水平相对领先的城镇地区百户保有量基本达 200 台/百户左右的水平；而农村地区虽然平均保有量低，但分化更加明显，相对

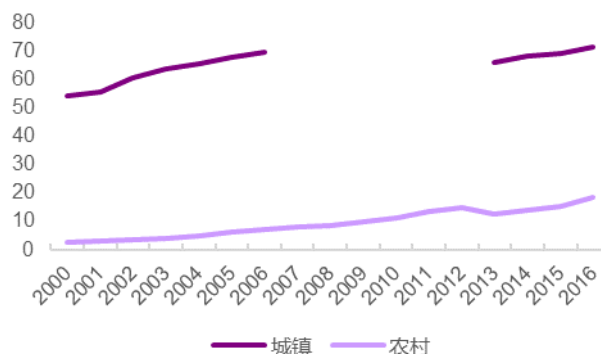
发达地区在 12 年左右就以达到 100 台/百户左右的水平，同期市场整体的保有量仅为 25 台/百户，广大农村市场保有量空间充足。

图 53：空调城镇农村保有量水平落差较大（台/百户）



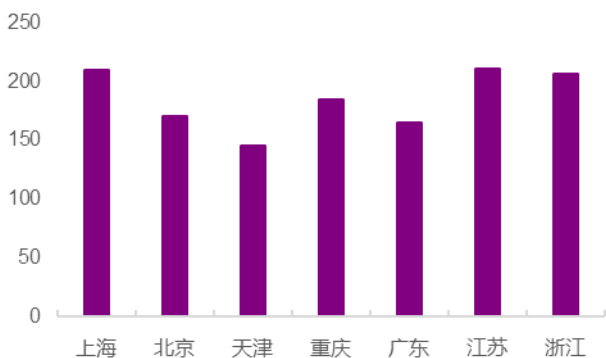
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 54：油烟机城镇农村保有量水平落差较大（台/百户）



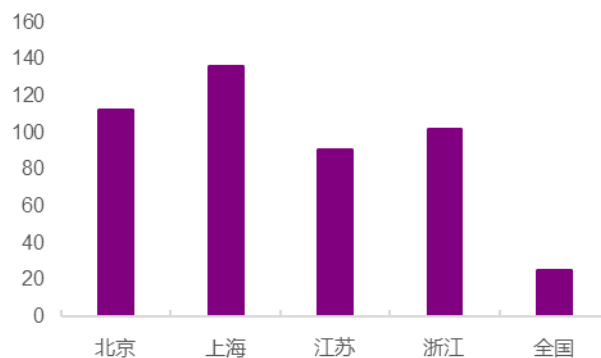
资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

图 55：较发达地区空调保有量水平已经较高（台/百户）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，数据为 2017 年口径，图中地区城镇百户保有数量

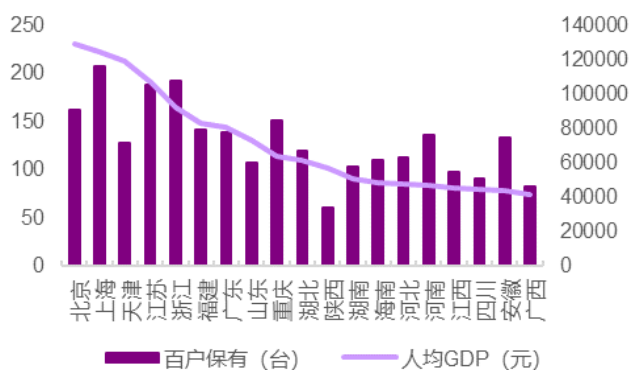
图 56：农村地区空调保有量落差较大（台/百户）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，数据为 2012 年口径，后期明细数据不再更新

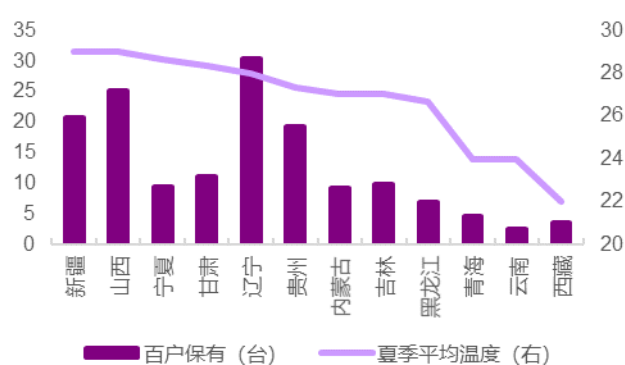
经济发展与收入水平为制约需求的重要因素。中国绝大部分区域夏季均较为炎热（7~9 月平均最高温度在 30 度以上），空调属于刚需产品，居民收入水平是阻碍产品普及的重要因素。从数据来看，炎热地区间的保有量高低与当地人均 GDP 水平相关度较高。对于较为发达的一二线地区，空调保有基本达到 2 台/户的水平，逐步进入一户多机升级阶段的中后期，需求提升空间较小；而相对欠发达的三四线市场，估计保有量在 1 台/户左右，产品初步普及，一户多机升级为主旋律，需求提升仍有空间；而保有水平最低的大部分农村市场还处在初期的产品渗透普及阶段，需求增长的空间最大。

图 57：空调百户保有量与经济发展水平一致度较高



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算，2017 年口径

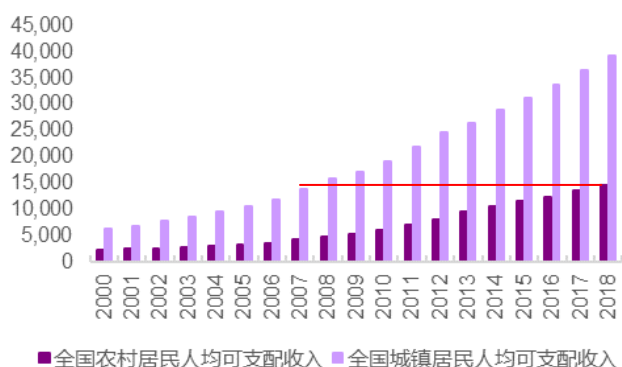
图 58：夏季较为凉爽地区保有量主要与温度相关



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算，2017 年口径

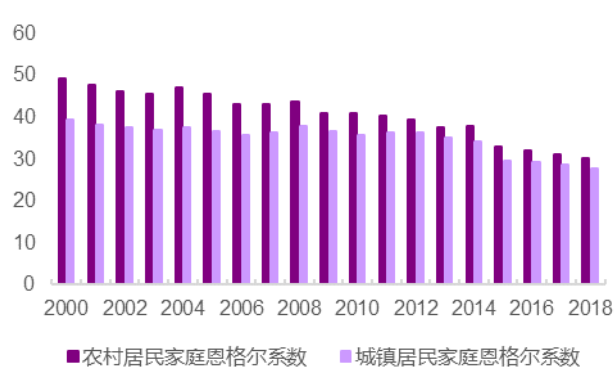
消费水平的提升将支撑需求的渐次释放。结合各自层级市场的所处空调普及阶段来看，随着近年来县镇、农村等低层级市场居民收入水平的快速提升，对应的消费市场增长速度也显著更快。而由于空调等必需品的购买优先级较高，预计“0 到 1”、“1 到 n”的大量新增需求将会逐步释放，成为潜在成长性和成长空间最大的市场层级。

图 59：城镇农村居民人均可支配收入对比（元/年）



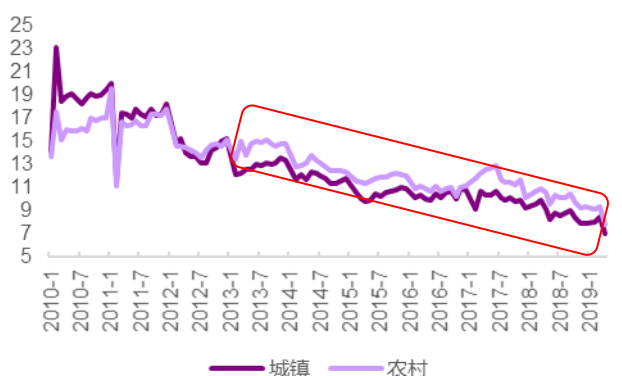
资料来源：国家统计局，光大证券研究所，其中 2013 年前农村数据口径为居民人均纯收入

图 60：城镇农村居民恩格尔系数对比



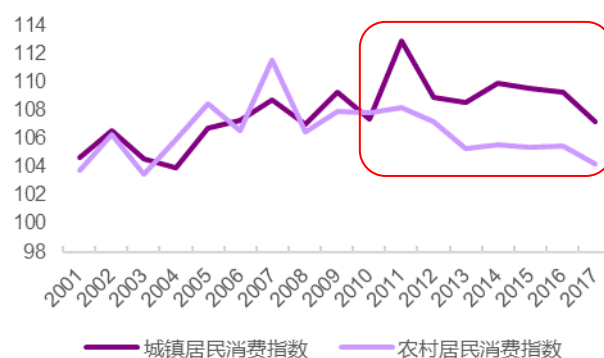
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 61：农村城镇商品零售总额单月同比增速对比 (%)



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，截止 2019 年 4 月

图 62：农村城镇居民消费指数对比（上一年为基期）



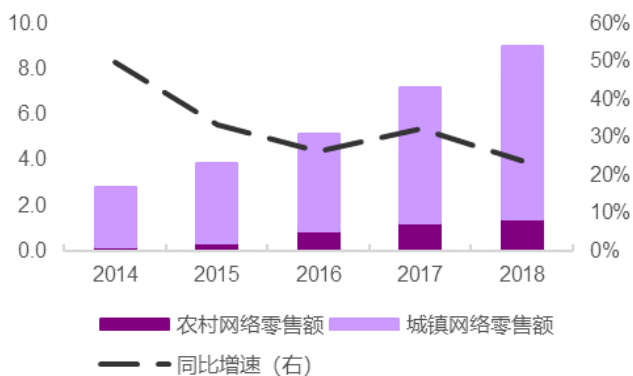
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

3.1.3、低线渠道供给效率升级，驱动需求释放

渠道触达阻碍与高流通成本拖累了需求的有效释放。除了收入和消费水平对低线需求的限制外，产品触达是另一个重要的阻碍因素。由于国内二元化经济显著，城乡差异巨大，虽然传统家电零售渠道已经经过多年的深耕与发展，但是在分散的农村市场往往还是缺乏布局。所以，一方面，对于传统农村家庭来讲，购置家电往往都需要去附近的城镇进行购买，导致消费者的购买困难与认知落后。另一方面，在传统的层层加价分销的渠道体系下，由于商品流通成本高，低线市场往往面临层层周转加价后的终端“高价”。

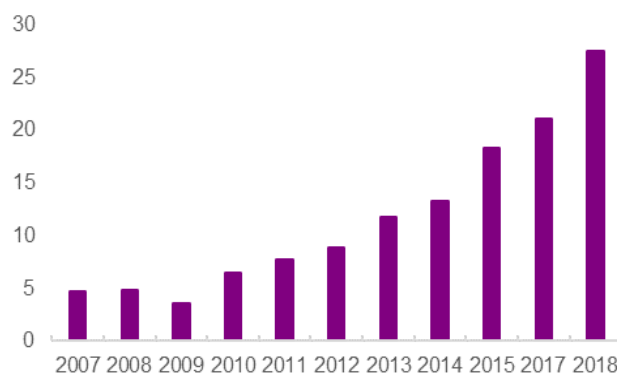
各大零售渠道加紧三四线渠道的开拓，产品供给障碍逐步消除。在社会基础设施建设日趋完善以及互联网、物流体系不断发展的背景下，京东苏宁淘宝等零售平台纷纷加紧下沉布局三四线及农村市场渠道。按照天猫 2018 年财报披露，阿里电商过去一年新增用户超过 1 亿，其中 77% 来自市场下沉；而主打县镇市场的苏宁云加盟店快速扩张，从 2017 年的 39 家快速提升至 2018 年 2071 家的水平。

图 63：全国网上零售交易额（万亿元）



资料来源：商务部，光大证券研究所

图 64：全国快递营业网点数目（万家）



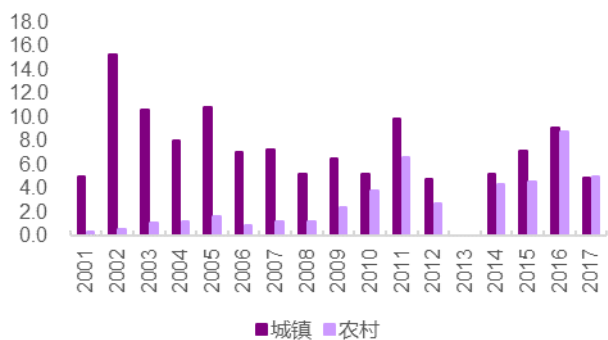
资料来源：国家邮政局，光大证券研究所

新兴的县镇、农村渠道基本采取类似“网批”的高效运转模式，实体零售门店直接与工厂对接，借助自建或社会的物流和仓储能力，实现公司工厂直接发货，避免了传统模式下的层层运转与加价，流通环节成本大大降低，低线消费者无需再为低效冗余的渠道环节买单，产品“实惠”程度提升，也进一步促进了需求的释放。

3.1.4、需求的结构性变动：县镇、低线市场新增需求逐步成为主要增长动力

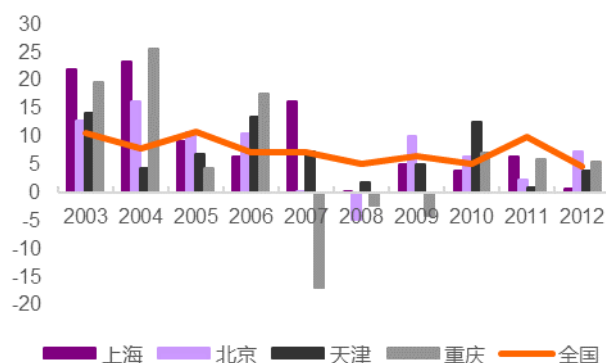
低线市场新增需求逐步崛起。2010 年前，城镇百户空调保有量的提升速度显著高于农村。但在 2014 年之后，农村空调保有量的提升速度逐步提升，已经接近甚至超过城镇。而细化城镇市场内部结构来看，以北京、上海、天津、重庆四个城市作为一二线城市代表，其保有量提升速度在 2003-2005 年间最快，且显著高于全国整体（2005 年除外）。但 2007 年之后，整体保有量提升节奏逐步趋缓，低于平均水平，也就表明三四线城市开始逐步成为空调新增需求的主要贡献区域。

图 65：农村城镇空调保有量提升速度（台/百户）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，其中 2013 年统计口径变更，数据波动较大不纳入考察，下同

图 66：直辖市/全国空调保有量提升速度（台/百户）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

需求的结构性变化：低线市场需求成为重要的增长引擎。我们将直辖市、江苏、浙江、广东等发达地区的城镇空调保有量作为一二线城市保有水平的估计，设定为 200 台/百户。由此推算，三四线城镇的百户保有量水平仅为 94 台，而同期农村市场保有量则为 53 台。

剔除城镇率提升等因素，我们依照 2017 年口径的数据对后续需求结构进行简单的静态测算。参考日本相关数据，在空调保有量水平达到 2 台/户左右后，保有量提升的速度会显著放缓至 2~3 台/百户每年。所以我们以此设定一二线城市的保有量提升速度。城镇整体 2012-2017 年每年空调保有量提升 6.2 台/百户，考虑到后续地产增长的放缓，我们假定未来 5~10 年每年提升速度为 5 台/百户，则对应三四线城市保有量每年提升 6 台/百户。而在消费水平和渠道下沉支撑下，农村市场保有量提升速度预计逐步提升。

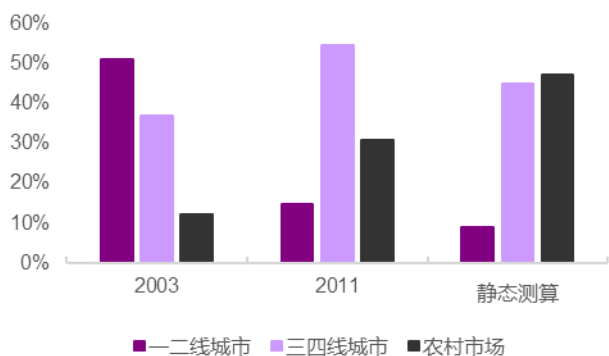
对比静态测算和 2003 和 2011 年的截面数据测算，不难发现新增需求将逐步产生较为显著的结构变化：但在新的普及周期中，新增需求中农村和低线城市市场占比均为 40% 以上，而一二线城市占比降低到各位数水平。**新增需求逐步向县镇、农村市场集中的趋势十分明显。**

表 3：空调新增需求结构的静态测算

| | 项目 | 总户数 (亿) | 保有量增速 (台/百户·年) | 保有量提升绝对值 (万台/年) | 新增需求市场占比 |
|--------|-------|---------|----------------|-----------------|----------|
| 2003 年 | 一二线城市 | 0.56 | 17 | 958 | 46% |
| | 三四线城市 | 1.18 | 8 | 903 | 43% |
| | 农村市场 | 1.87 | 1 | 225 | 11% |
| 2011 年 | 一二线城市 | 0.78 | 5 | 390 | 11% |
| | 三四线城市 | 1.63 | 12 | 2017 | 57% |
| | 农村市场 | 1.68 | 7 | 1111 | 32% |
| 静态测算 | 一二线城市 | 0.94 | 3 | 235 | 9% |
| | 三四线城市 | 1.85 | 6 | 1179 | 45% |
| | 农村市场 | 0.81 | 8 | 1230 | 47% |

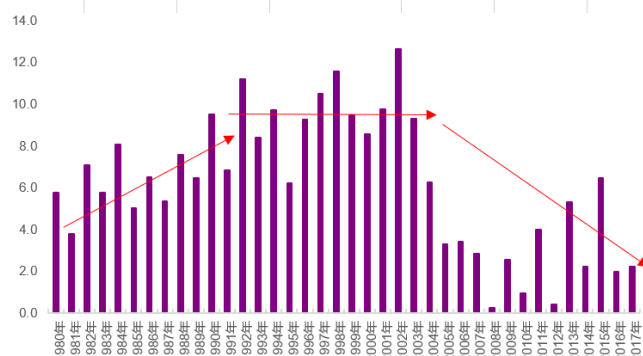
资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算，静态测算使用 2017 年统计口径外推

图 67：空调新增需求结构对比



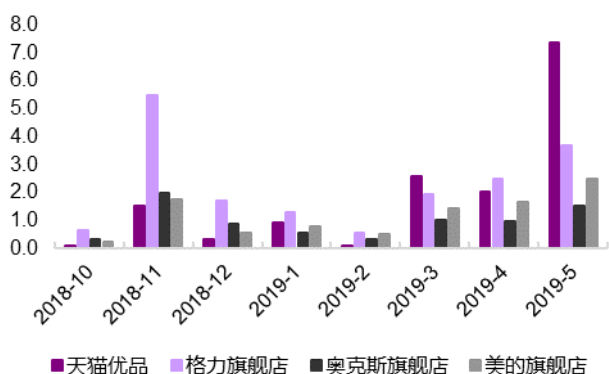
资料来源：国家统计局，光大证券研究所估算

图 68：日本空调户均保有量提升速度（台/百户）



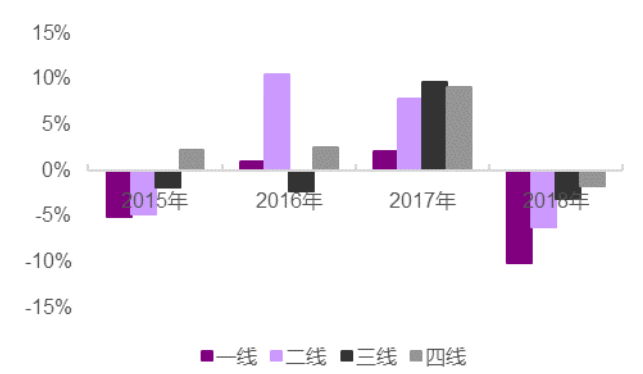
资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 69：主要店铺空调销售规模对比（亿元）



资料来源：淘数据，光大证券研究所

图 70：中怡康分线级空调销量同比增速



资料来源：中怡康，光大证券研究所

不少第三方监测数据也已经验证了这一判断。中怡康分线市场统计中，15 年以来三四线市场需求表现更强（也叠加了棚改等地产因素）。而 19 年以来，定位农村市场的官方直采直销店铺“天猫优品”也有快速放量的表现，店铺以空调品类为主，空调的月销售金额已经超过大部分品牌的空调旗舰店。在地产周期整体增速放缓的背景下，高线市场需求增速预计会进一步趋缓，转为存量经营，新增需求会进一步下沉，深挖低线市场需求已经成为获得市场增量，提升自身份额的重要途径。

3.2、新兴品类：厨电和小电仍有充足成长空间

3.2.1、厨电：烟灶普及+新品扩张双轮驱动，行业成长性依旧领先

厨电中的烟灶等传统品类正处在快速普及阶段，而嵌入式蒸箱、烤箱、洗碗机等西式厨房中重要组成成分则正处在发展培育期。

洗碗机二次开发迎合中国消费者需求，未来有望逐渐成为厨房标配。相较而言，传统欧美洗碗机因体积过大、对于重油污清洗不净等痛点，导致产品认识度较低，在国内推广效果一般。但随着国内厂商针对中国消费者需求进行的二次开发以及新品消费需求的逐步崛起，国内的洗碗机市场呈现出了高速发展态势。根据奥维云网统计，18 年洗碗机市场规模超过 50 亿元。

微蒸烤成厨电新贵，多元化烹饪模式待科普。中国传统家庭厨房烹饪的标配是灶具，但欧美国家的厨房标配是微蒸烤。随着近年来的消费升级和品牌商对产品的二次开发，微蒸烤的相关产品功能和形态均已发生较大“中式化”的改变和创新，市场正逐步打开小众产品限制，实现高速增长。根据奥维云网统计，18年蒸烤箱市场规模接近100亿元。

从中长期来看，相较于冰洗等成熟品类，烟灶普及程度尚且较低(截止2016年，城镇油烟机普及率72%，而农村地区的普及率尚不足20%)。同时洗碗机、嵌入式微蒸烤等厨房家电处于快速成长期，空间充足。所以综合来看，厨电行业的成长性依旧领先家电各个子板块，潜在行业空间可与空调媲美。

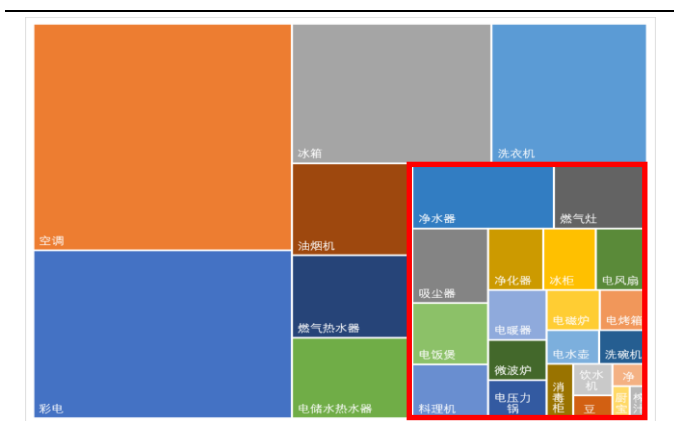
3.2.2、小家电：空间依旧充足，成长周期较长

相比较必选消费属性更强的大家电，小家电消费品属性更强，更新周期较短，需求弹性更大。一方面，产品的单价相对较低，消费者更容易受到技术升级、产品宣传等外部催化剂影响，形成“冲动型”消费；另一方面，产品形态功能多变，升级点更多且迭代周期较短。

(1) 品类升级带来价的提升：传统品类的电饭煲、榨汁机能衍生出“IH”、“破壁”等升级方向，并带来ASP提升；(2) 纵向渗透带来量的增长：吸尘器、净水器等新式品类也随着消费者生活质量的提升和产品使用体验不断成熟，渗透率稳步增长；(3) 品类横向扩张：扫地机为代表的新型品类还在不断的推出和发展。所以虽然小家电的单品规模并不大，但根据奥维统计数据，2018年主要品类的市场规模合计已超过1500亿元。

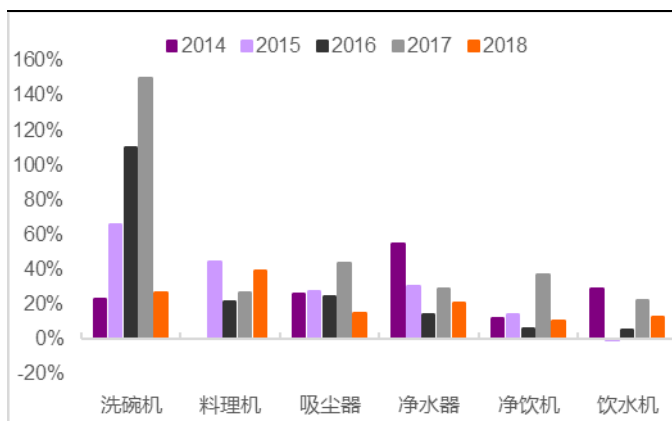
小家电的成长周期更长，预计呈现中长期稳定增长态势。由于单品规模小，品类多，产品的更迭带来一定的此消彼长，所以即使部分品类的快速增长和放量也很难带动行业整体规模的快速增长。结合美国市场规模增速表现来看，小家电整体将以相对温和的增速水平实现稳定增长。

图 71：新兴品类单品规模不大，但整体空间不小



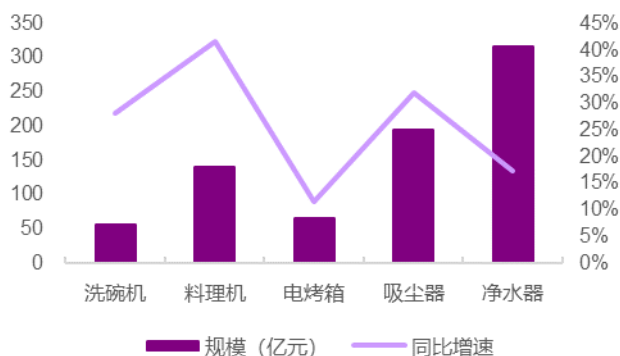
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 72：部分新兴品类销量同比增速



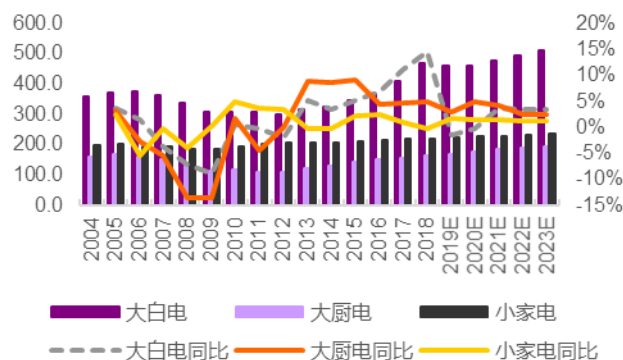
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 73：部分新兴品类 2018 年销售额规模（亿元）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 74：美国各品类市场规模及同比增速（亿美元）



资料来源：欧睿咨询预测，光大证券研究所整理

4、渠道变革是中期影响产业的最大变量

随着地产周期接近尾声、行业规模步入成熟期，旧的地产/需求周期等投资框架将会逐步失效。我们在年初的报告《家电家居的下一个十年，从深度分销走向高效零售》中提到，伴随着家电过去二十年黄金成长期的几大红利步入尾声，旧的产业逻辑已经逐步失效，行业增速、需求/库存周期的传统框架，已远远不能解释消费行业中长期正在发生的变化。

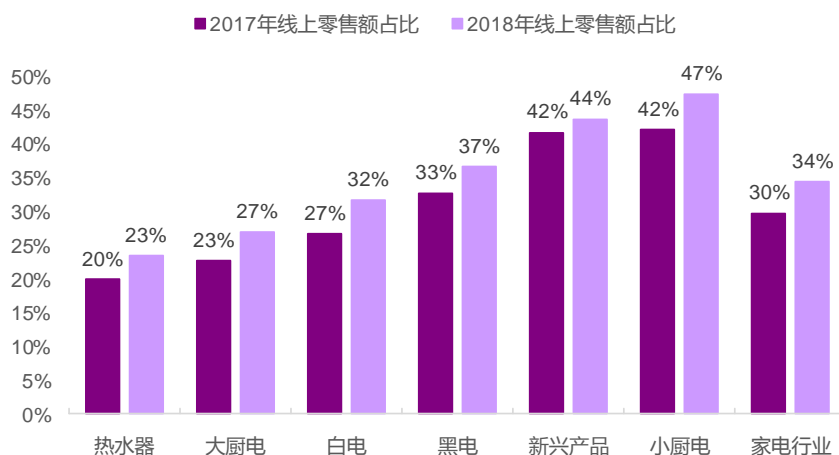
中期影响产业的**最大变量是消费品渠道的变化**。在家电前二十年的发展历程中，线下渠道是商品得以触达各级消费者的核心环节，一个利益分配均衡、网点广阔密集的渠道体系是龙头公司最核心的能力与经营壁垒。但随着最近几年互联网的发展以及社会化物流能力的提升，商品流通环节的成本开始大幅下降，渠道分散化、扁平化成为最显著的产业趋势。

近两年来，我们一直在深入研究家电行业的渠道变革，目睹了小米的崛起、黑电的竞争格局巨变、空调黑马奥克斯的快速扩张，种种产业案例都在告诉我们，渠道变革已经是目前消费品行业最重要的产业趋势，将深刻影响竞争格局和品牌制造商的话语权。今年以来，这一变化比我们想象中来得更快、更凶猛。

4.1、电商下沉速度超预期，网批模式兴起

电商增速虽然已明显放缓，但占比仍在逐步提升。渠道变化的核心是由于基础设施建设的发达以及互联网的普及，使得商品触达消费者的方式更加便捷，并且流通成本下降。近些年家电渠道格局最大的变化即是电商渠道的快速崛起，这一趋势仍在延续，虽然速度有所放缓。

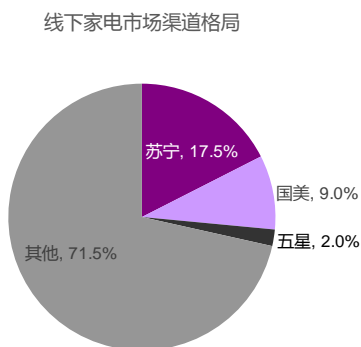
图 75：电商渠道的占比仍在提升，虽然速度有所放缓



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

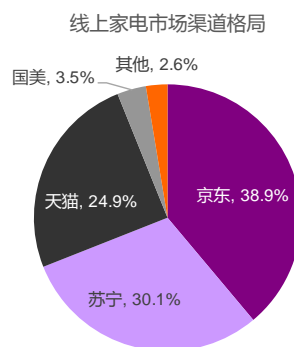
和线下渠道的分散不同，线上家电销售通路几乎被零售巨头垄断。过去格力/美的等家电龙头通过在线下自建渠道体系，获得了对下游环节极强的定价权，即使是苏宁、国美和五星三家全国最大的家电连锁卖场，在线下家电销售中占比不到 30%（2018 年）。但在线上渠道，销售通路基本掌控在几家零售巨头手中，京东、苏宁、天猫和国美垄断了线上家电销售额的 97%。

图 76：线下家电销售通路较为分散（2018 年）



资料来源：中国家用电器研究院，光大证券研究所

图 77：线上家电销售基本被零售巨头垄断（2018 年）



资料来源：中国家用电器研究院，光大证券研究所

2019 年电商向线下低线市场下沉的速度明显超预期。当电商红利逐渐减弱，零售巨头们开始加速向线下渗透，尤其是仅靠电商难以触达的低线市场。最近两年零售巨头在家电领域动作不断，苏宁零售云门店截止 2019 年 5 月底已达到 3000 家，京东宣称京东家电专卖店 2018 年底已超过一万家，并通过 1700 家左右的京东帮服务站，完成最后一公里的配送、安装和服务职能，而阿里则借助农村淘宝（现已升级为天猫优品）+投资汇通达积极布局农村市场。目前零售巨头三四线低线网点数量累计已超万家。

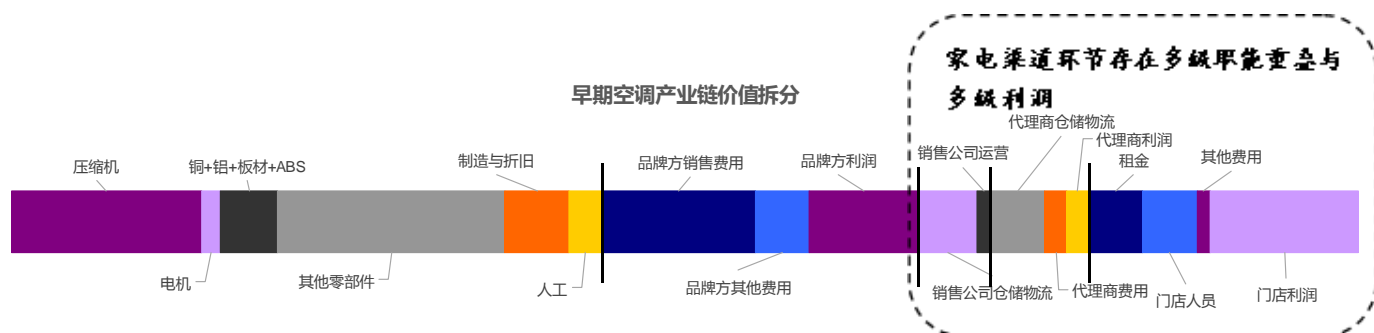
图 78：零售巨头们开始加速向低线市场渗透



资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

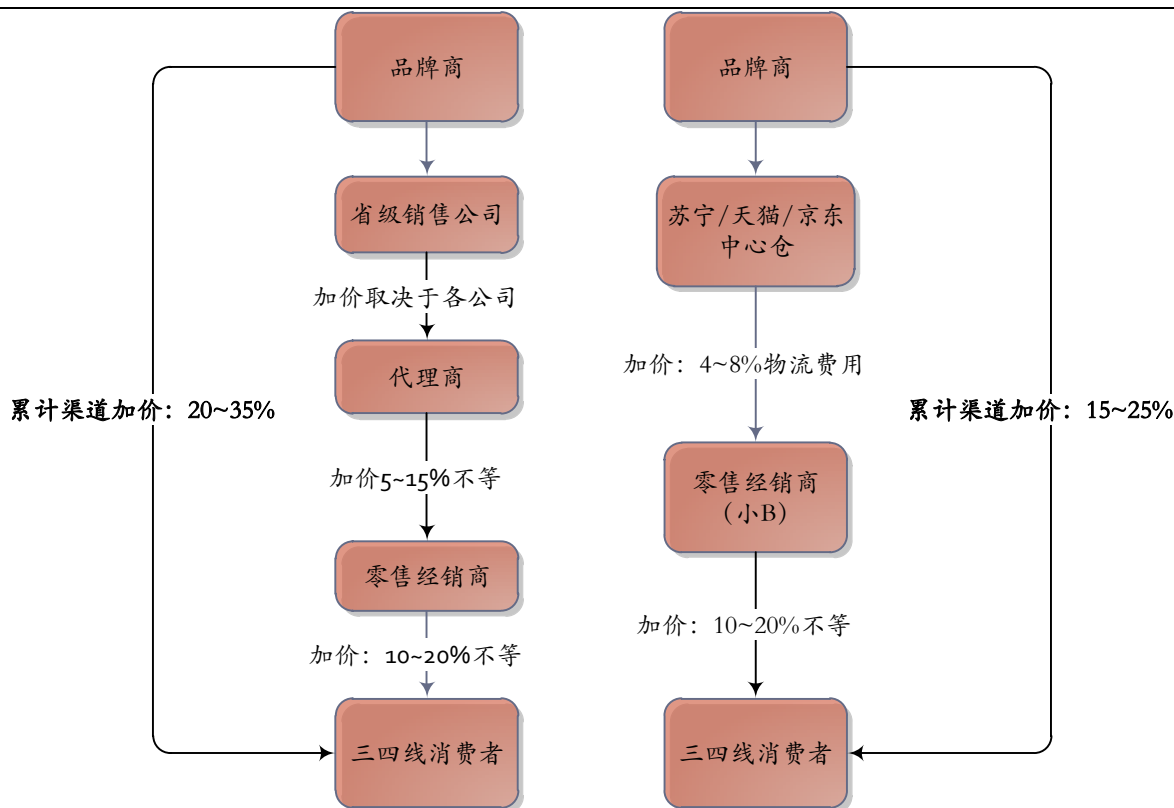
借助供应链与物流优势，电商“网批”模式具备较强的渠道成本优势。传统的分销网络因为数据不打通、效率低下、价值链冗长，消费者为流通环节支付了过多的成本。而零售巨头纷纷力推的“网批”模式，往往从企业出厂端仅增加 4~8% 的物流成本（以家电为例），便送达三四线的零售经销商（后统称小 B）网点。由于渠道加价率明显下降，产品往往具备极高的性价比优势，使得低线消费者的需求得到充分满足，带动“网批”渠道的销量快速增长。

图 79：早期空调产业链价值拆分



资料来源：中怡康，产业在线，wind，光大证券研究所。

图 80：网批模式与传统白电线下渠道模式对比

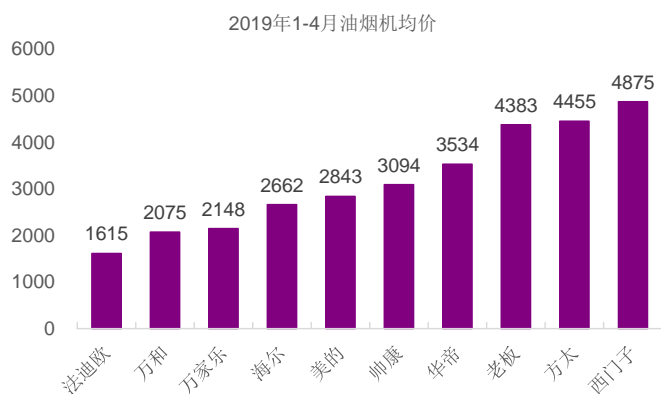


资料来源：光大证券研究所绘制。

通过压缩渠道层级，零售平台能够为低线市场提供性价比更高的产品，刚好迎合了低线市场的主流需求，这一变化在家电领域已经有不少案例：

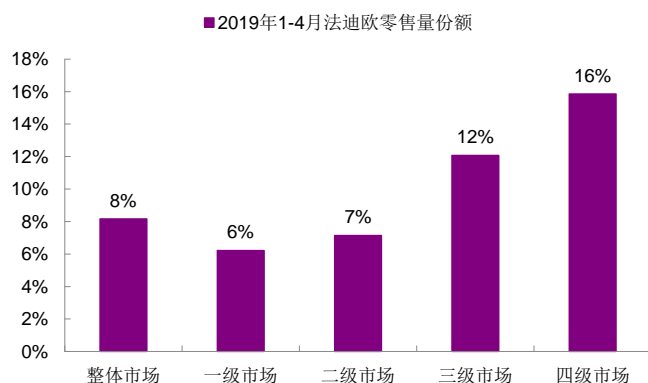
- 1) 苏宁自有品牌法迪欧油烟机三四线零售量份额冲进前三。苏宁旗下法迪欧品牌，油烟机均价为 1600 元左右，远低于原先线下主流品牌的定价，随着苏宁零售云的快速扩张，法迪欧的线下零售量份额立即蹿升至第五（2019 年 1~4 月累计），尤其是三四级市场的零售量份额上升至前三。

图 81：苏宁法迪欧油烟机均价远低于主流品牌（元）



资料来源：中怡康线下监测数据，光大证券研究所

图 82：苏宁法迪欧油烟机三四线零售量份额冲进前三

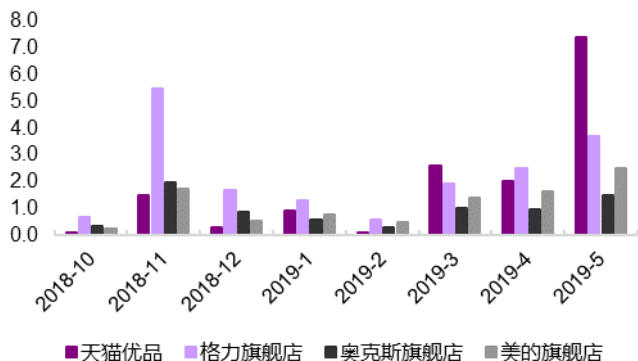


资料来源：中怡康线下监测数据，光大证券研究所

- 2) 天猫优品门店销售额的快速蹿升。电商渠道当前均价仍然远低于线下，随着低线市场网批渠道的快速发展，天猫优品作为阿里巴巴面

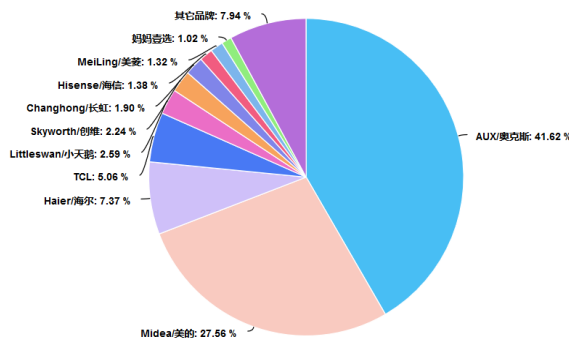
向农村市场的官方直采直销店，从2018年10月开始快速增长，单店销售额已经不逊于家电大品牌旗舰店，而在此过程中，能够提供高性价比产品的奥克斯和美的最为受益。

图 83：天猫优品单店销售额追上大品牌旗舰店（亿元）



资料来源：淘数据，光大证券研究所

图 84：美的、奥克斯在天猫优品销售额占比领先（3月）

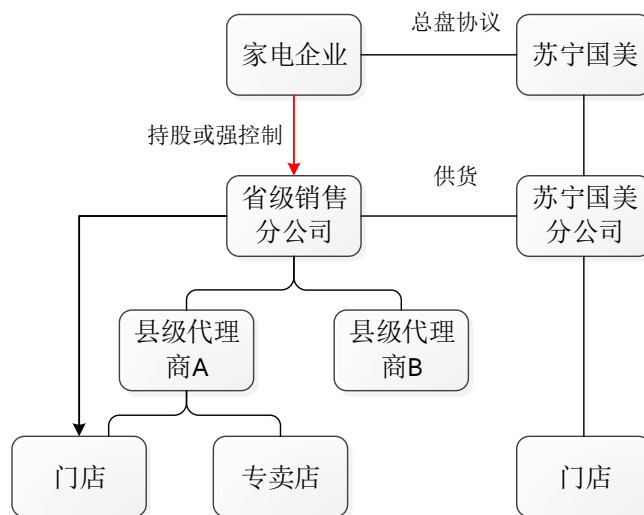


资料来源：淘数据，光大证券研究所

4.2、零售巨头加速下沉倒逼品牌商自有渠道效率升级

过去由于三四级市场的市场特点和基础设施的不完善（人群密度、物流成本、渠道坪效等不足以支撑连锁大卖场式的业态），导致连锁卖场在低线城市并没有体现出效率提升，下沉受限。而格力/美的/海尔等龙头厂商，多年来建立起了全国深度分销体系，实现了全国性的专卖店覆盖，逐步形成了城市地区以KA渠道为主，郊县与乡镇以龙头品牌专卖店为主的渠道格局。

图 85：家电连锁兴起后典型的家电企业渠道模式



资料来源：光大证券研究所绘制

电商的兴起，以及如今零售巨头的加速下沉，正在倒逼传统家电渠道的效率升级。传统渠道层层加价的低效模式不改变，就会遭遇新零售渠道的冲击，同时品牌格局也会受到影响。有些企业已经早就预料到这一天的到来，并提前对传统渠道进行重新定位，并升级信息系统和物流等基础设施，本轮美的空调的效率升级与份额提升（“网批”渠道放量）就是典型的案例。

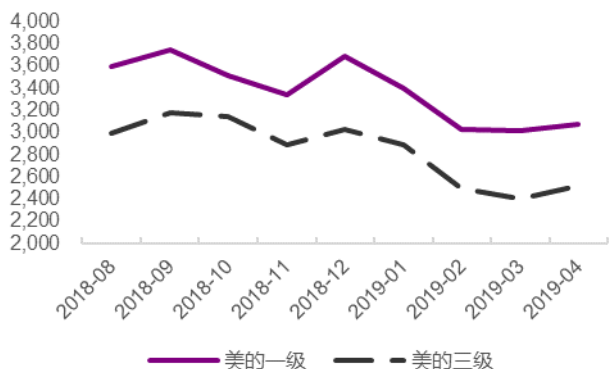
2016 年以来，小天鹅成功经验在前，美的进一步启动了空调事业部的“T+3”变革，经过两年调整，当前空调事业部的 T+3 变革已经初见成效：

1) 信息化。13~20 年累计规划投入约 80 亿元，实现了从生产端到消费者端的全面打通，从而实现以预测订单驱动生产、对渠道库存全面掌控。

2) 安得物流发展迅速。基本收编渠道仓储物流职能，实现工厂到经销商仓库的直配。在这一转型效果之下，实现了渠道层级的缩短，与渠道成本的下降(美的在 2014~15 年逐步完成销售公司仓储物流职能的取消与费用的下降，本轮进一步将代理商转为运营商，不再加价，仓储物流及库存成本全面降低)。

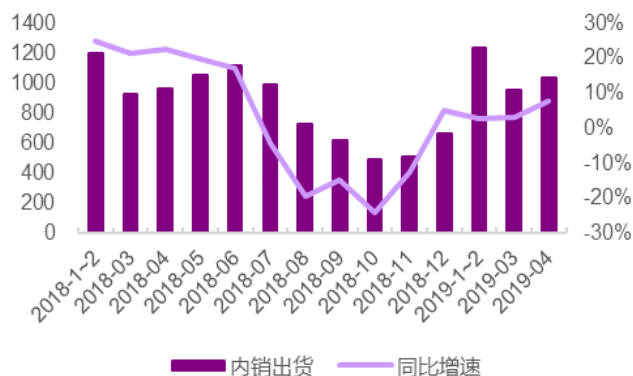
借助电商渠道与“网批”渠道的快速发展，美的空调 2019 年以来空调份额大幅提升。美的对线下渠道的改造，使得线下渠道成本快速下降，可以在零售定价上和线上基本实现一致，也使得线上线下的渠道关系从相互挤压和掣肘，变为新周期下的融合与协同，正是因为线下渠道也实现了高效分销，美的才能够放手拥抱各类新零售平台（电商、网批等），实现多渠道全面放量。2019 年 3 月以来，公司空调份额从去年同期的 20~25%提升至 30%左右，零售/出货增速均显著高于行业。

图 86: 中怡康美的畅销分能效 1.5 匹变频挂机均价(元)



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 88: 产业在线空调内销出货量同比增速(万台)



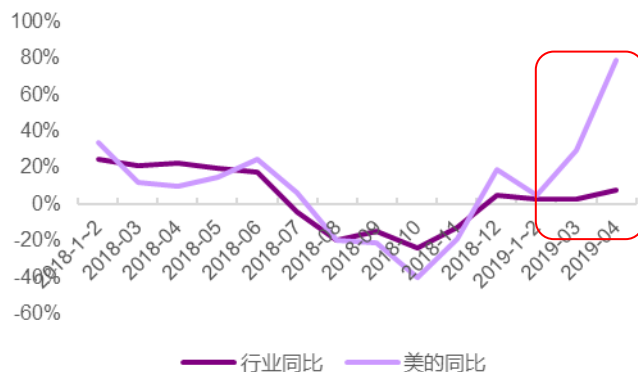
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 87: 淘数据 4 月空调主要品牌均价情况(元)

| ASP | 格力 | 美的 | 奥克斯 | 海尔 |
|---------|-------|--------|-------|-------|
| 2019年4月 | 3,913 | 2,635 | 2,645 | 3,402 |
| 均价yoy | | | | |
| 19年4月 | 4.7% | -10.5% | -5.2% | 5.2% |
| 19Q1 | 7.3% | -8.4% | 0.4% | 0.6% |
| 18Q4 | 15.2% | 5.1% | 6.0% | 21.9% |
| 18Q3 | -4.6% | -5.8% | -2.2% | -1.9% |

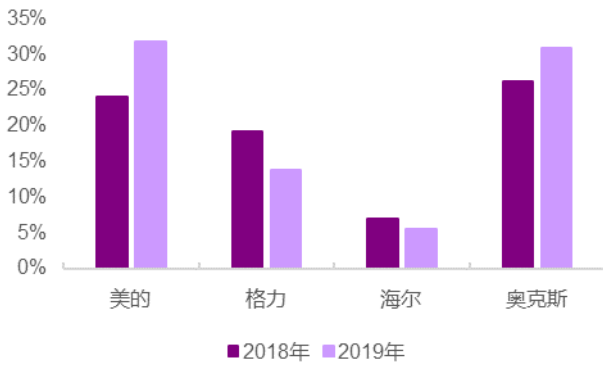
资料来源：淘数据，光大证券研究所

图 89: 美的空调内销出货量及同比增速



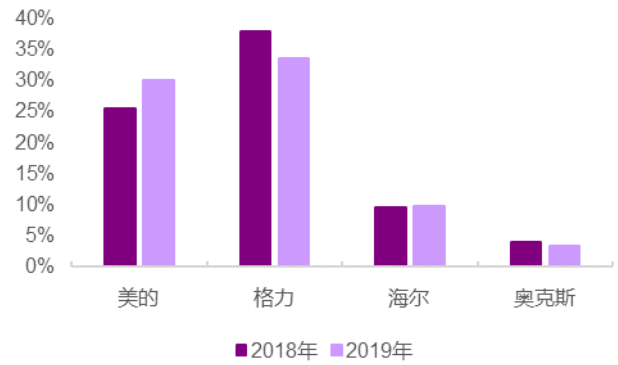
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 90：奥维云网线上空调品牌销量份额（1~4 月累计）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 91：奥维云网线下空调品牌销量份额（1~4 月累计）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

4.3、渠道效率升级的核心要素与当前进程

我们在《家电家居的下一个十年，从深度分销走向高效零售》中提到，家电渠道走向高效零售有三个核心要素。1) 打通消费者端数据，实现全产业链信息化；2) 强化品类协同，降低单位渠道成本；3) 供应链打通、管理下沉，实现“类直营”。这一过程也伴随着组织架构的变革与精细化管理能力的提升，意味着品牌商将深度介入零售。渠道变革的本质目的是以更低的流通成本将优质的产品有效地送达消费者，同时保证流通环节的基本投资回报率。

表 4：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% |

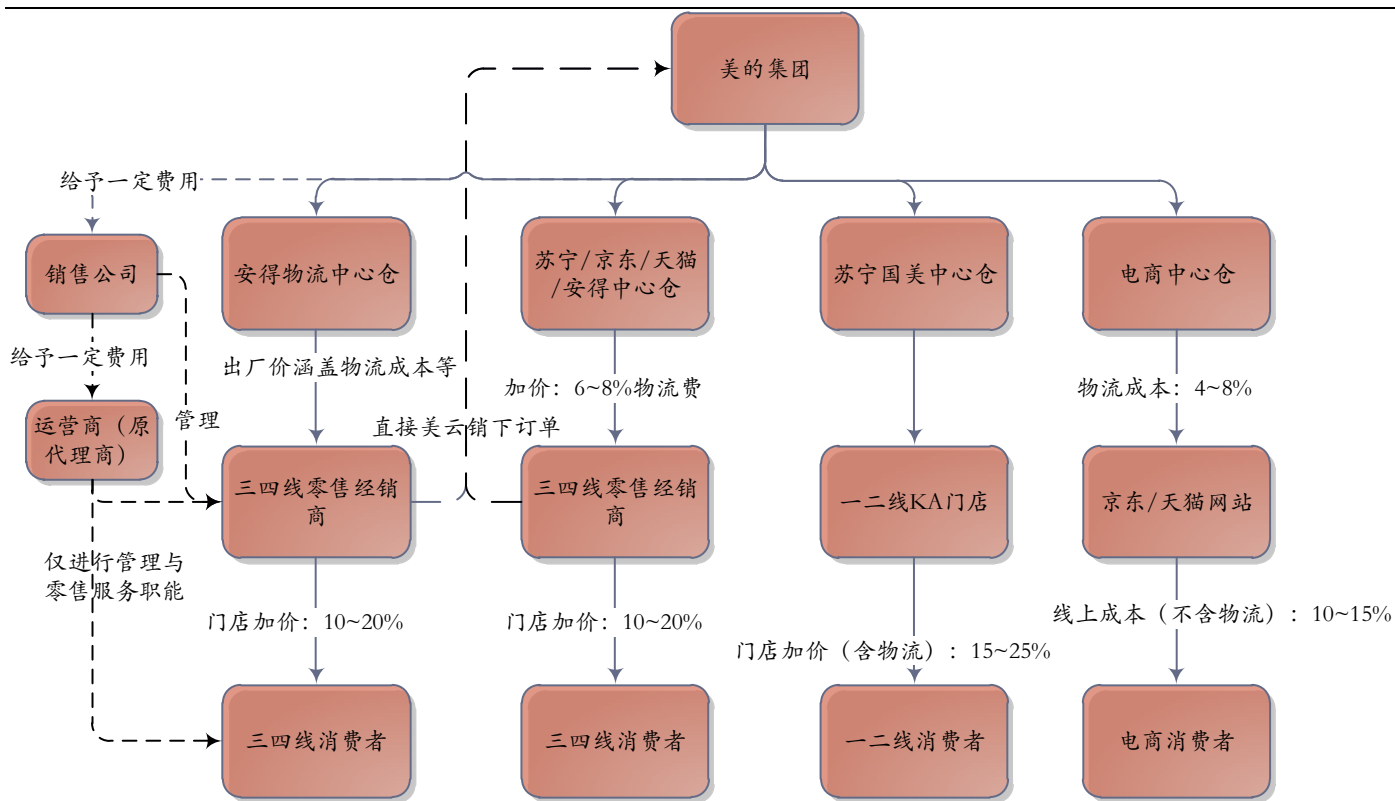
资料来源：光大证券研究所估算

行业大部分公司目前均处于推进信息化这个阶段，这也是渠道变革的最核心要素。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，以需求驱动研发、生产。这样带来的好处显而易见，不仅能够更加敏锐地把握需求变化，了解消费者，生产出击中消费痛点的优质产品，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。

变革成功与否均取决于以下核心要素：1) 从核心管理层到中层是否有明确且统一的战略认识，并且有充分的执行力推动变革；2) 原有的利益阶层是否会反对和阻碍：因为渠道变革和扁平化的过程中必然原有渠道体系的人员和团体利益会受损；3) 能否平衡好短期 KPI 与长期战略的冲突与取舍。

我们仍以美的空调为例：2017~18 的改革，美的是通过信息化与物流的投入完成了第一步的效率升级。通过信息化系统“美云销”的强制推广，实现以销定产，并降低管理成本，提升全产业链经营效率。通过安得物流的建设，打通了从工厂到终端门店的仓储物流体系，减少了各级仓储职能，大幅降低渠道成本，最终使得传统渠道效率大幅提升，加价率明显减少。

图 92：美的集团当前渠道模式一览



资料来源：公司调研，光大证券研究所绘制。

接下来，美的仍然需要进一步推动管理下沉与门店形态的升级。从依靠代理商（各地的独家代理）管理下级渠道，逐步转变为取消中间层级，直接管理终端经销商，意味着对公司零售管理能力的要求大幅提升，虽然有信息化与供应链系统大幅简化管理成本，但未来还需要经历行业波动与抗风险能力的考验。

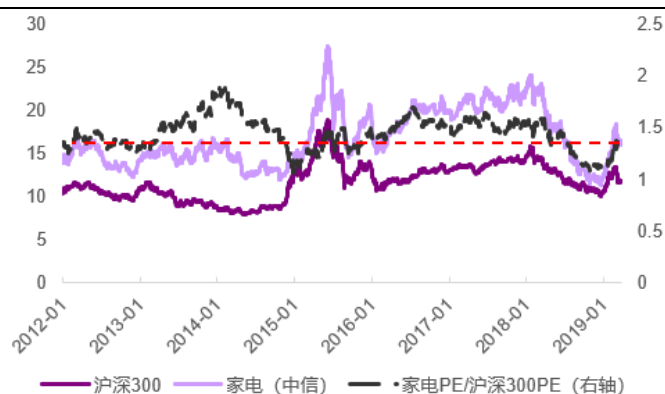
此外，即便在成本和加价率上做到与电商等渠道一致，但渠道的本质是满足消费者的需求与体验的要求。在电商便捷、快速的体验冲击下，线下门店要想留住消费者，仍然需要进一步提升零售和服务的能力，这意味着门店形态的进一步升级，多品类、多品牌的融合以及更加精细化的零售管理。

5、投资建议：攻守兼备，继续推荐家电龙头

5.1、板块&龙头估值：历史中低分位

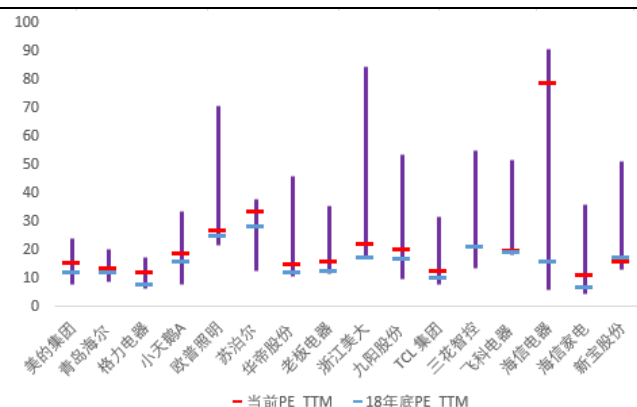
家电板块和大部分龙头估值处于历史中低分位。年初以来家电板块估值得到系统性的修复，近期因中美贸易争端、货币政策边际偏紧的系统性因素回调，目前相对沪深 300 的估值处于 2012 年以来的平均水平，大部分龙头公司的 PE_TTM 水平处于历史中低分位。

图 93：家电板块 PE_TTM 历史分位 (2012 年至今)



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2019 年 6 月 10 日

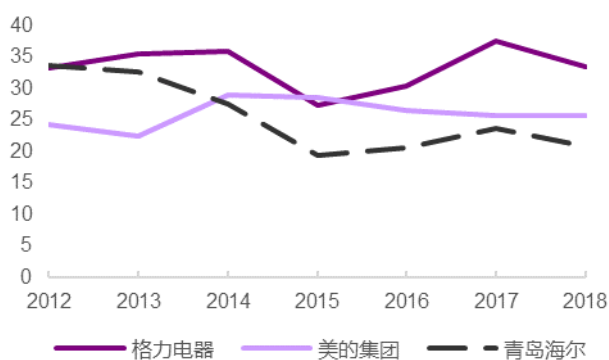
图 94：家电公司 PE_TTM 历史分位 (2012 年至今)



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2019 年 6 月 10 日

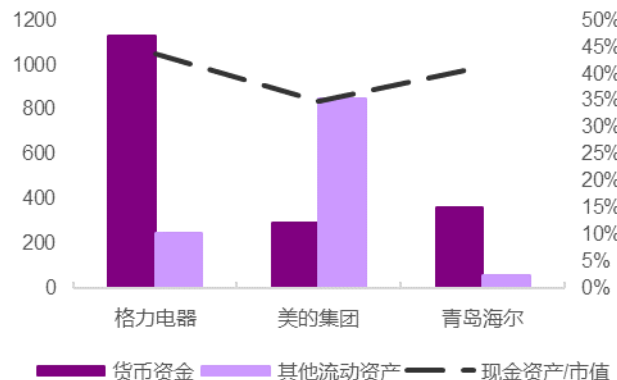
风险偏好降低，白电龙头防御属性凸显。在需求弱周期的背景下，家电龙头业绩依旧稳健，三大白电龙头 ROE 均在 30% 左右，现金流状况良好，账面现金资产充沛。市场风险偏好在持续降低，家电龙头业绩确定性高且估值合理，防御属性凸显，短期有望继续跑赢大盘。

图 95：三大白电近十年 ROE 均保持较高水平 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 96：三大白电现金资产充沛 (亿元)



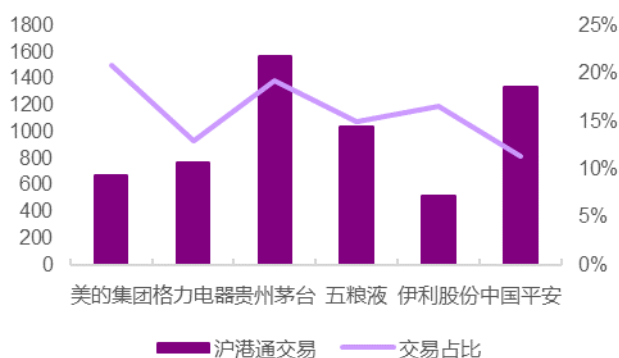
资料来源：Wind，光大证券研究所，资产数据截止 19 年一季报，市值数据截止 2019 年 5 月底

5.2、长期投资逻辑有望提升优质消费品公司估值中枢

长线资金持续增加，优质消费品公司估值中枢有望提升。近年来，投资者结构的趋势性变化明显：A 股投资者的国际化、国内投资者的机构化，三大白电公司的陆股通持股比例已经达到 15% 及以上，美的集团外资持股比例一度逼近 30% 的上限。长线资金逐步成为优质消费品公司的主要定价者，随着长线资金持续增加，优质消费品的估值中枢有望持续提升，不要忽视长期的力量。

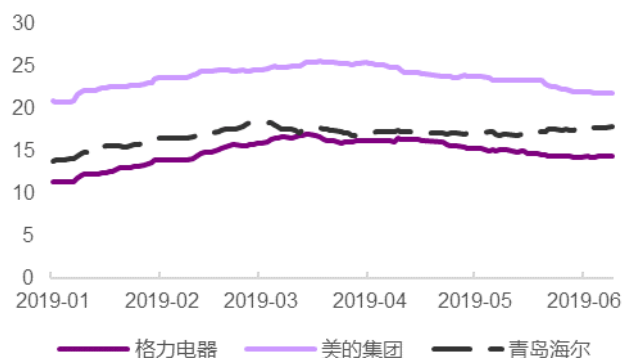
在这一过程中，过往关注短期基本面波动的投资逻辑将逐步淡化，市场将更加关注具备护城河的优质公司的长期定价。我们尝试以格力电器和美的集团为例，探讨一下家电龙头当下的估值方法和投资价值。

图 97：部分股票陆股通成交情况（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计区间为 2019 年 1 月 2 日至 2019 年 6 月 10 日

图 98：白电龙头的陆股通持股比例 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计区间为 2019 年 1 月 2 日至 2019 年 6 月 10 日

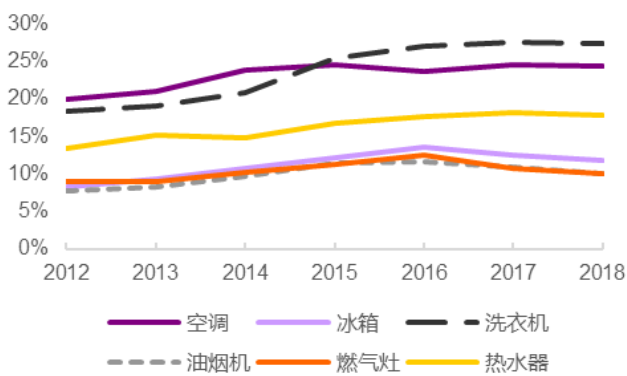
多品类龙头，产品、渠道壁垒持续提升，份额稳步向上，美的集团的估值方式更看重业绩的确定性成长。从 2013 年集团整体上市以来，美的通过不断的自我进化和改革，在各个业务线取得了快速增长，公司 2013-2018 年，归母净利润从 53 亿提升至 202 亿，货币资金+理财产品从 160 亿提升至 1000 亿以上，其他流动负债从 126 亿提升至 313 亿。超越行业的增长来源于公司产品份额以及盈利能力的提升（最典型案例就是洗衣机行业中的小天鹅）。公司产品和渠道仍在继续发力，2019 年在空调领域的高歌猛进也充分验证了公司进一步增长的能力。

结合公司 2018 年年报来看，美的集团全年归母净利为 202 亿元，但经营活动净现金流已达 279 亿元，其他流动负债为 313 亿元（主要为预提费用）。考虑公司在产品、渠道层面的壁垒仍在进一步提升，各项业务份额也均有上升空间，带来盈利的进一步增长，我们认为 2021 年后公司利润达 300 亿左右规模确定性较强（对应年化复合增长率 15% 左右）。即使在此之后业绩增速逐步放缓，但考虑其领先的资产质量、运营能力，给予远期 15 倍 PE，并考虑期间分红与回购（假定 50~70% 分红回购比例），公司股票的期间复合收益率达到 18~20% 左右。

业务稳定，现金充沛，格力电器可以采用 DCF 估值。相比较美的集团的多元化发展不断进步，格力是在空调这一条优良赛道上建立深厚护城河的典型代表。所以不同于美的的各品类份额向上支撑业绩成长的估值思路，通过深厚的产业壁垒获得的稳定充沛的自由现金流是格力最为突出的能力。

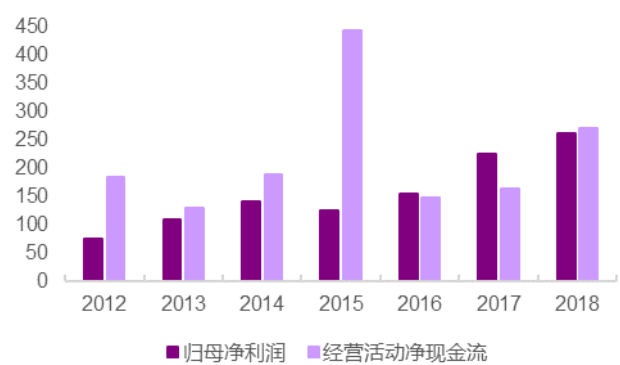
通过 2014-2018 年公司股价走势与上证综指的拟合，我们计算出格力股价的贝塔值为 0.92。将市场无风险收益设定为 3.3%（参考十年期国债收益率），市场超额收益设定为 7%（美股过去 200 年复合收益接近 7%，十年期国债收益较中国低 1% 左右），考虑到公司基本无有息负债，所以不对财务杠杆进行调整，最终计算出现金流 WACC 为 9.7%。公司混改顺利落地后，大幅增加资本开支的可能性较低，深厚的护城河、稳定的盈利能力、充足的账面现金使得股东回报也将得到更好保障。采取 FCFF 估值方法后，公司估值结果为 80 元，敏感性分析区间为 70~97 元（折现率 ± 1%，长期增长率 ± 1%）。

图 99：美的部分产品销量份额走势（中怡康口径）



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 100：格力经营活动金净现金流与归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

5.3、投资建议

当前市场对板块盈利预期仍在底部，后续需求预计将逐季改善，利润潜在弹性较大。在风险偏好下行背景下，家电龙头潜在年化投资收益率超过10%，当前的防御属性凸显，长期来看，长线资金的比例上升有望推升优质消费品公司的估值中枢。

我们继续推荐把握系统性回调带来的布局机会，个股推荐分为三条主线：

- 1) 具备产业链定价权，业绩确定性高、资产质量领先的龙头公司：美的集团、格力电器、青岛海尔。
- 2) 具备弱周期属性，自身经营周期向上的小家电公司：九阳股份、新宝股份、苏泊尔。
- 3) 受益一二线地产销量回暖与三四线交房改善的中央空调、厨电、照明等弹性板块：海信家电、欧普照明、华帝股份、老板电器。

6、风险分析

1. 宏观经济不景气或增速加速下行给行业带来的系统性风险；
2. 地产销量出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
3. 家电行业竞争格局进一步趋紧，板块利润水平受到冲击；
4. 贸易摩擦进一步激化，对板块出口业务产生较大冲击。

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 | 流通A股 (百万) | 当前 股价(元) | EPS(元) | | | | P/E(x) | | | | 投资 评级 |
|--------|------|--------------|-------------|--------|------|------|------|--------|-----|-----|-----|----------|
| | | | | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | 20E | 21E | |
| 000333 | 美的集团 | 6,463 | 49.76 | 3.08 | 3.54 | 3.97 | 4.42 | 16 | 14 | 13 | 11 | 买入 |
| 000651 | 格力电器 | 5,971 | 53.95 | 4.36 | 4.88 | 5.35 | 5.94 | 12 | 11 | 10 | 9 | 买入 |
| 600690 | 青岛海尔 | 6,097 | 16.42 | 1.21 | 1.30 | 1.43 | 1.58 | 14 | 13 | 11 | 10 | 买入 |
| 002032 | 苏泊尔 | 821 | 69.82 | 2.04 | 2.36 | 2.81 | 3.36 | 34 | 30 | 25 | 21 | 买入 |
| 603515 | 欧普照明 | 128 | 33.96 | 1.19 | 1.40 | 1.74 | 2.01 | 29 | 24 | 20 | 17 | 买入 |
| 002508 | 老板电器 | 935 | 25.91 | 1.55 | 1.75 | 1.95 | 2.12 | 17 | 15 | 13 | 12 | 买入 |
| 002035 | 华帝股份 | 783 | 11.40 | 0.77 | 0.90 | 1.07 | 1.25 | 15 | 13 | 11 | 9 | 买入 |
| 002242 | 九阳股份 | 762 | 20.63 | 0.99 | 1.07 | 1.24 | 1.41 | 21 | 19 | 17 | 15 | 买入 |
| 000921 | 海信家电 | 902 | 12.57 | 1.01 | 1.21 | 1.38 | 1.50 | 12 | 10 | 9 | 8 | 增持 |
| 002705 | 新宝股份 | 813 | 9.38 | 0.62 | 0.72 | 0.78 | 0.88 | 15 | 13 | 12 | 11 | 增持 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 10 日

注: 公司对美出口业务占比较高, 由于中美贸易争端的影响, 该部分业务可能将受到一定程度冲击, 对新宝股份下调 2019-20 年 EPS 至 0.72/0.78 元 (原为 0.73/0.86 元), 新增 2021 年 EPS 预测为 0.88 元。

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中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, 本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, 本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。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。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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|------------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |