

## 为什么长线投资者偏好家电？

【家电先生史鉴】复盘日本、美国经济换挡期的家电股

■ **经济换挡期，家电机会大：**近期，部分投资者对家电行业的长期空间存在疑虑。以史为鉴，我们选取了日本、美国历史上的可比阶段（日本1975~1984年GDP增速换挡期、美国1971~1983年“滞胀”期），以十年的时间尺度，研究两国家电公司基本面、股价的表现。我们发现，家电消费升级基本不受经济换挡的影响。换挡期，两国本土的家电市场规模稳健增长（日本复合增速5.0%、美国复合增速8.1%），家电企业增收又增益，尤其日本家电公司明显跑赢大盘。一些外部因素，比如房地产调整、贸易限制等，短期内对家电市场有一定影响，但不改变行业长期增长的趋势。

■ **经济增速换挡，家电消费不换挡：**在可比阶段，日本和美国宏观经济增速虽然放缓，但家电市场规模保持增长，消费持续升级。消费持续升级的典型表现是“反超”现象：换挡期，日本作为后发国家，一些家电产品的普及比美国更快，如洗衣机、彩电、微波炉等。

■ **地产对家电有影响，但长期来看，消费能力增长才是最重要的：**新房成交量的减少在短期内会影响到家电市场，但消费升级（产品升级+新品类扩张）对市场的拉动力更强。1975~1984年，日本新屋开工套数年均复合增速-1.5%，同期家电市场复合增速5.0%；1971~1983年，美国新建房屋销量复合增速-0.4%，同期常规家电总体规模复合增速6.4%；到了2006~2010年“次贷危机”阶段，由于主要家电基本以更新需求为主，新房市场的扰动对家电几无影响。

■ **日本经验表明，即使进入换挡期，本土市场依然有客观的成长空间：**1977年，美国也开始限制进口日本电视，相关多元化和国际化战略成为日本家电企业的选择。从结果来看，在日本市场进行相关多元化的效果更好。夏普侧重相关多元化，在日本本土推广新式家电、商用电器，其业绩、股价表现明显好于国际化为主的索尼。在1975年两者市值相当，到1984年夏普市值是索尼的2.7倍。这说明，即使宏观经济降速，本土市场仍有足够的成长空间，比存在较大不确定性的海外市场更有吸引力。

■ **市值是业绩增长的反映，不轻言天花板：**在我们观察的区间，大部分家电股跑赢了指数，股价上涨驱动力主要来自业绩增长。以夏普为例，1975年初，夏普的市值为27.9亿美元，已是当时日本股市的大市值公司；到1984年末，夏普的市值上涨4.2倍，而同期日经225指数涨幅2.0倍。基本面上看，从1976到1986财年，夏普收入增长5.0倍、业绩增长12.2倍。

■ **中国家电行业仍在快速增长通道：**中国经济发展有韧性，消费有惯性，我们认为中国家电市场长期增长趋势不会改变。参考美国和日本，中国主要家电品类的普及率仍有提升空间，家电消费升级方兴未艾，且由于技术进步带来的后发优势，新兴部分品类还有可能出现“反超”增长。

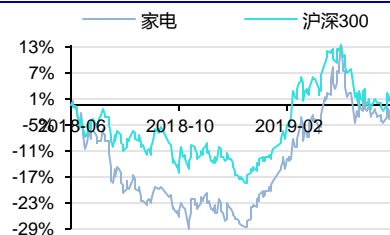
■ **投资建议：**从长线投资的角度，结合当前估值，我们建议投资者重点关注格力电器、美的集团、青岛海尔、三花智控、老板电器、华帝股份、浙江美大、奥佳华、荣泰健康、苏泊尔、创维数字。相关公司的具体分析，可参见我们的个股报告。

■ **风险提示：**地产下行超预期，外贸环境恶化，借鉴历史的局限性。

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

首选股票		评级
000651	格力电器	买入-A
000333	美的集团	买入-A
600690	青岛海尔	买入-A

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.29	-4.56	-7.20
绝对收益	-3.67	-6.97	-9.83

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005  
zhanglc@essence.com.cn

王修宝

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090003  
wangxb1@essence.com.cn

### 相关报告

Q1 白电重仓持平，厨电重回超配  
2019-05-15

小米如何打动中年男？【家电先生  
草根系列】卷四：小米之家草根调研  
2019-02-01

集成灶发源地230个家庭的入户调研—  
【家电先生厨艺】卷四：多少人会用  
集成灶？2018-09-02

在空调市场，小米为何不做“价格屠夫”？——【算账卷六】小米再入空调  
对行业有何影响？2018-08-01

## 内容目录

<b>1. 投资概要</b> .....	<b>4</b>
1.1. 核心观点.....	4
1.2. 有别于市场的观点.....	4
<b>2. 日本 1975~1984: 家电多牛股</b> .....	<b>5</b>
2.1. 日本经济增速换挡, 从 70 年代中期开始.....	5
2.2. 日本家电不换挡, 规模持续增长, 产品继续升级.....	7
2.3. 日本家电企业的战略: 相关多元化+国际化.....	10
2.4. 日本家电股: 既有绝对收益, 又有相对收益.....	13
<b>3. 美国 1971~1983: “滞胀” 期的波段机会</b> .....	<b>16</b>
3.1. 走出滞胀.....	16
3.2. 美国新兴家电迅速普及.....	18
3.3. 面临日本挑战, 美国家电企业稳健增长.....	21
3.4. 美国家电股: 波段机会.....	22
<b>4. 启示与投资建议</b> .....	<b>23</b>
4.1. 美日经济危机期家电市场仍继续增长.....	23
4.2. 家电牛股何出? .....	25
4.3. 以史为鉴, 中国家电仍在较快增长通道.....	27
4.4. 投资建议.....	30
4.5. 风险提示.....	31

## 图表目录

图 1: 19 世纪 70 年代, 日本进入中速增长阶段.....	5
图 2: 日本 CPI/PPI .....	5
图 3: 日本人口增速在 1972 年见顶回落, 1975-1984 年人口数复合增速 0.8%.....	6
图 4: 日本新屋开工套数.....	6
图 5: 1984 年相比 1975 年, 日本全国平均地价指数上涨 44.6%.....	6
图 6: 60-70 年代, 日本“三大神器”基本普及, “3C”接力.....	7
图 7: 70 年代后, 日本新家电兴起.....	7
图 8: 70 年代大家电产品升级单价提升.....	8
图 9: 经济中速发展阶段, 冰箱的消费升级并未止步.....	8
图 10: 日本 70 年代电视剧展现的生活家电.....	8
图 11: 日本家居耐用品市场规模.....	9
图 12: 日本家庭年消费支出中, 家居耐用品占比从 1975 年的 2%下降到 1984 年的 1.6%.....	9
图 13: 夏普收入.....	10
图 14: 夏普净利润.....	10
图 15: FY1976~FY1985, 夏普收入 CAGR 内销 16.8%、出口 26.3%, 较 60 年代略有下滑.....	10
图 16: 夏普 70~80 年代的创新方向在于新式家电、商用电器.....	11
图 17: 索尼收入.....	12
图 18: 索尼净利润.....	12
图 19: 索尼分产品收入.....	12
图 20: 索尼日本以外收入增速远超日本本土.....	12
图 21: 日本经济增速换挡期, 索尼日本以外收入高速增长拉动整体收入上台阶.....	12
图 22: 富士通、夏普、松下跑赢日经 225 指数.....	13

图 23: 大金工业、三菱电机、东芝跑赢日经 225 指数.....	14
图 24: 索尼在 1981 年之前跑赢日经 225 指数, 1981 年之后跑输.....	14
图 25: 日本市盈率.....	15
图 26: 中国市盈率.....	15
图 27: 日本家电企业市盈率.....	15
图 28: 格力、美的市盈率.....	15
图 29: 19 世纪 70 年代, 美国进入“滞胀”阶段.....	16
图 30: 19 世纪 70 年代, 美国面临高通胀, 1983 年后基本恢复.....	16
图 31: 1971~1983 年, 美国人口数复合增速小幅下降至 1.0%.....	17
图 32: “滞胀”期, 美国新建房屋销售套数先涨后跌.....	17
图 33: 美国新建房屋销售中位价.....	18
图 34: 美国主要家电产品普及率.....	18
图 35: 70 年代美国富裕家庭的厨房, 小家电种类很多.....	19
图 36: 70 年代美国穷人家庭里的电视.....	19
图 37: 1971~1983 年, 美国家电总消费支出复合增速 8.1%.....	19
图 38: 1971-1983 年, 美国常规家电消费支出表现相对平稳, 黑电增长更快.....	20
图 39: 美国家庭年消费支出构成中, 家具和其他耐用家用设备占比下降.....	20
图 40: 美国家庭年消费支出构成中, 家电占比从 1971 年的 2.3% 下降到 1983 年的 1.8%....	20
图 41: 惠而浦 1970~1983 年净销售额复合增速 6.3%.....	21
图 42: 惠而浦 1976~1983 年净利润复合增速 11.8%.....	21
图 43: 惠而浦 (1984 年) 的业务集中在常规家电品类.....	21
图 44: 1971-1983 年, 美国惠而浦股价与标普指数.....	22
图 45: 1974~1985 年相比 1963~1969 年, 日本家庭消费支出中家居耐用品增速降幅好于服装、 住居, 而增长较快的则是教育、交通通信、医疗保健等.....	23
图 46: 1971~1983 年相比 1960s, 美国家电支出增速低于其他主要消费品和服务支出.....	23
图 47: 1970-1985 年, 日本大部分家电普及率提升的速度快于美国.....	24
图 48: 日本 2007~2010 年家电消费受新房影响小.....	25
图 49: 美国 2007~2010 年家电消费受次贷危机影响不大.....	25
图 50: 1974.12.31~1984.12.31 东证指数分板块涨跌幅 (月度数据).....	26
图 51: 中国人均 GDP (现价) 与美国 70 年代末、日本 80 年代初相近.....	27
图 52: 中国人均 GDP (基于购买力平价指标计算) 与美国 80 年代初、日本 80 年代末相近.....	27
图 53: 中国空调普及程度高于同等 GDP 时期的美日.....	28
图 54: 中国冰箱普及率程度大致接近同等 GDP 时期的美日.....	28
图 55: 中国洗衣机普及率程度大致接近同等 GDP 时期的美日.....	28
图 56: 中国城镇居民人均年度消费支出构成.....	29
图 57: 中国 2013 年城乡一体化调查全国居民人均年度消费支出构成.....	29
图 58: 中国生活用品及服务市场 2013-2018 年复合增速 9.2%.....	30
图 59: 中国生活用品及服务市场 2013-2018 年复合增速高于消费市场整体.....	30
表 1: 日本家电上市公司 1974.12.31 到 1984.12.31 股价表现 (按月统计) 和主要业务情况.....	13
表 2: 美国主要家电企业经营数据对比.....	21
表 3: 日本主要家电企业经营数据对比.....	26
表 4: 重点个股盈利预测与估值.....	31

## 1. 投资概要

### 1.1. 核心观点

一些投资者担忧宏观经济增速换挡影响家电消费，而另外一些秉承长线投资理念的机构（包括境外投资者）却愿意持续投资家电，甚至在景气低迷阶段加仓。我们分别研究了日美与中国当前经济发展阶段可比时期——日本 1975~1984 年 GDP 增速换挡期、美国 1971~1983 年“滞胀”期——两国家电市场和家电股的表现，史实为鉴，宏观经济增速换挡期家电市场仍在增长，家电股大部分跑赢指数，秉承长线价值的投资者最终能获取超额收益。

- 1) 可比阶段，大部分家电公司跑赢了指数，尤其日本的夏普、松下、大金工业、三菱电机等相对日经 225 指数有 >60pct 的超额收益。
- 2) 宏观经济增速虽然换挡，但本土市场仍有巨大空间，吸引力仍大于不确定性较高的海外市场。比较可比时期的夏普与索尼，前者的业绩、股价表现明显好于后者，与前者更加重视相关多元化战略，推出新式家电、商用电器有关。索尼更加倚重海外扩张，并对影视娱乐产业进行了非相关多元化，也有增长，但收效不及夏普。1974 年，夏普与索尼市值相仿；到 1984 年，前者市值是后者的 2.7 倍。
- 3) 房地产不景气、贸易限制等外部因素对股价有影响，但不大。1975~1984 年，日本新屋开工套数年均复合增速-1.5%，同期家电市场复合增速 5.0%；1971~1983 年，美国新建房屋销量复合增速-0.4%，同期常规家电市场规模复合增速 6.4%。70 年代开始，美国对日本出口的电视反倾销，但日本夏普、索尼等企业的出口收入仍保持了快速增长。
- 4) 借鉴历史，有几类特征的家电股更加值得重视：赛道大的；有相关多元化能力的；能够拓展商用业务的。简而言之，具备上述特征的企业，能够将其在某类产品的成功经验复制到下一个，为成长找到接力点。

当前中国与美日可比阶段也有一些新的特征：①从人均 GDP 角度来看，中国当前阶段相当于日本 80 年代初、美国 70 年代，但作为后发国家，中国家电消费升级的速度快于日本、美国，比如空调在中国的普及率超过在同期的美、日。②相对日美可比阶段，中国家电消费在家庭支出构成中仍有提升空间。由于中国城镇化率偏低，不同层级的城市之间、城乡之间经济发展水平差距大，一些传统家电的普及率仍有提升空间，消费升级方兴未艾。

### 1.2. 有别于市场的观点

经济换挡并不必然会导致消费“降级”。2018 年，市场担心经济增速换挡会带来消费“降级”，从而对家电前景预期悲观。以美国和日本为例：在经济增速换挡阶段，居民收入还有增长，家电升级依然继续。传统家电中的冰箱、洗衣机由于高端化、大容量化，价格提升明显；一些新兴家电加速普及，比如当时新兴的空调、微波炉、影碟机等；高价的新产品替代旧产品，如彩电替代黑白电视、电暖炉替代煤油取暖炉。

市值是业绩增长的反映，不轻言天花板。部分投资者担心家电龙头市值太大，股价上涨空间有限，日本的案例否定了这样的质疑。日本家电公司股价上涨主要驱动力来自业绩：1975 年初，夏普和松下的市值已经分别达到 27.9、23.7 亿美元，这样的规模在当时市场名列前茅，到 1984 年，两者市值分别上涨 4.2 倍、2.9 倍，同期日经 225 指数涨幅 2.0 倍。对于长线投资者来说，白马龙头业绩稳健，长期投资的收益将会颇丰。

技术优势可能让后发国家在某些品类上的增长超过先行国家，甚至形成反向带动。这是我们看好新兴成长品类的原因，比如集成灶、按摩椅。

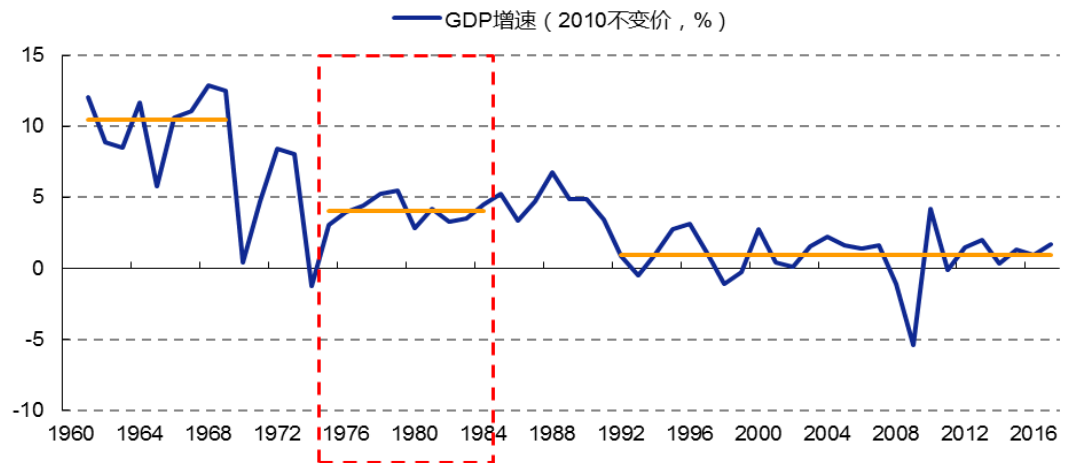


## 2. 日本 1975~1984：家电多牛股

### 2.1. 日本经济增速换挡，从 70 年代中期开始

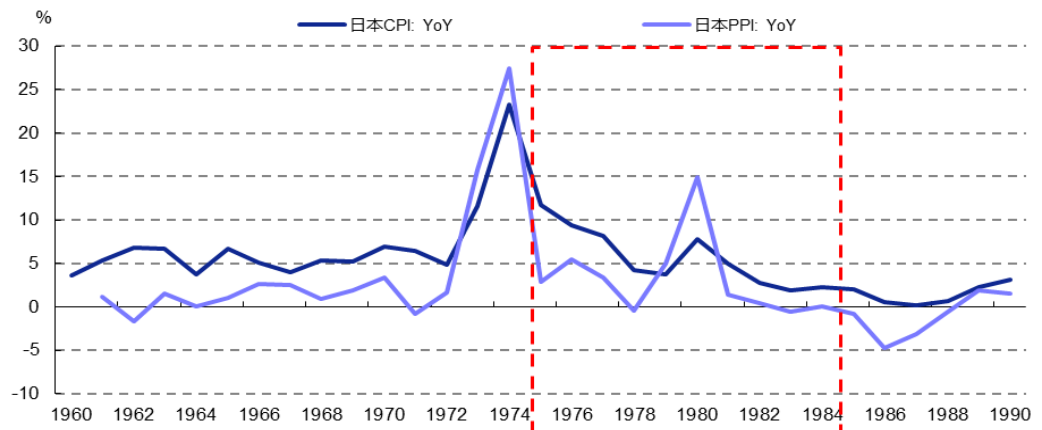
1975~1984 年，日本处于中速发展阶段。经历过 60 年代“国民收入倍增计划”的高增长繁荣后，日本经济增速在 70 年代换挡，GDP 增速（2010 不变价）从 60 年代的平均 10.4% 下降至 1975~1984 年的平均 4.1%。在此之后，日本经历了“广场协议”之后的泡沫期，以及“失去的十年”。我们认为，“广场协议”之前的十年有较好的可比性。

图 1：19 世纪 70 年代，日本进入中速增长阶段



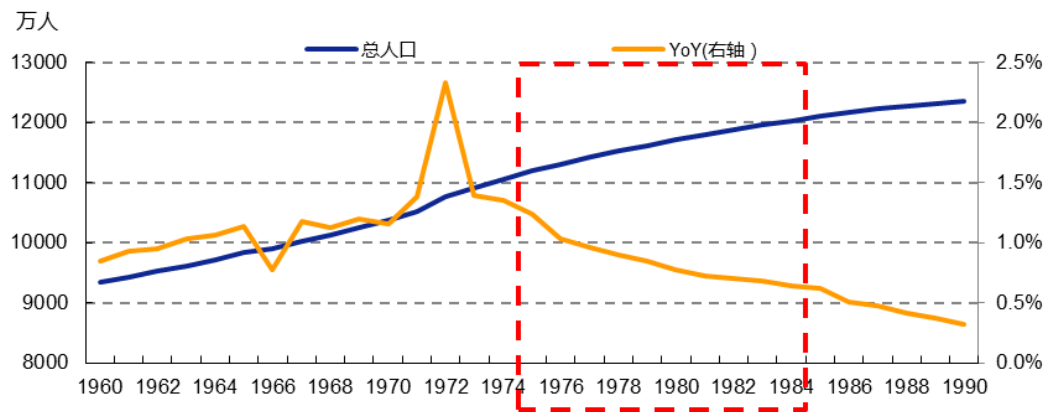
资料来源：CEIC、安信证券研究中心

图 2：日本 CPI/PPI



资料来源：CEIC、安信证券研究中心

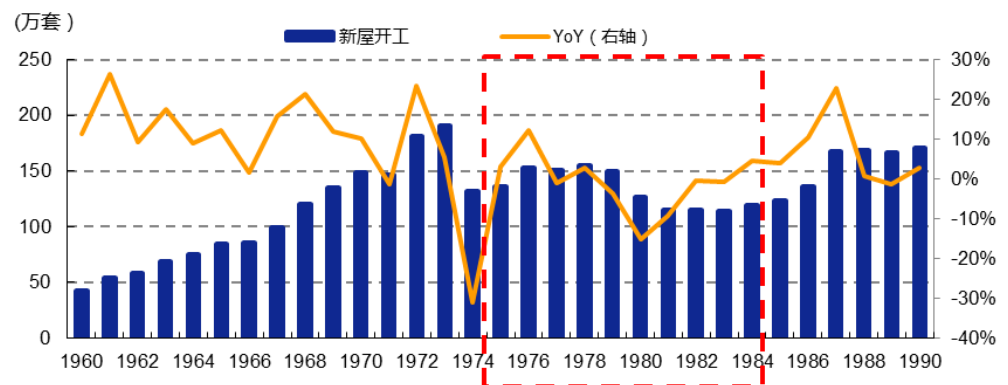
图 3：日本人口增速在 1972 年见顶回落，1975-1984 年人口数复合增速 0.8%



资料来源：日本内政部、安信证券研究中心

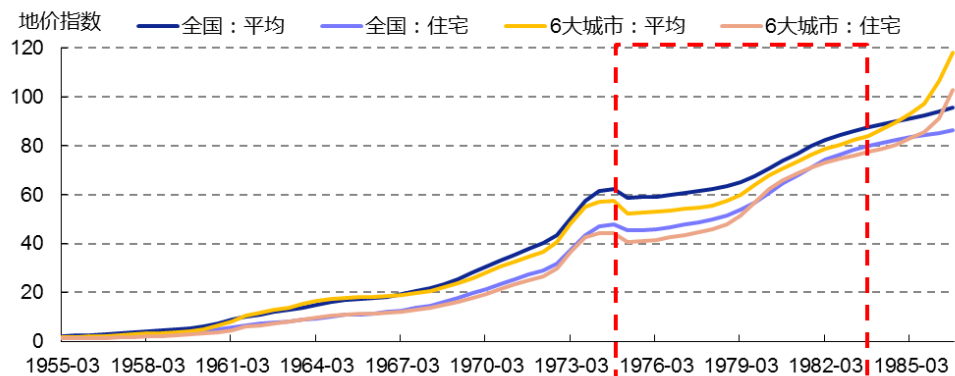
经济增速换挡期，日本房地产市场量跌价涨。受日本经济调整影响，日本新建房屋开工量在 1975~1984 年间相对低迷，年均复合增速-1.5%，其中 1980、1981 年下滑幅度较大，到 1984 年，日本年新开工套数比 1975 年下降 12.5%。与新开工量有别的是，日本的房价调整周期相对更短，期间仅 1975 年短暂下跌，到 1976 年即重新恢复了上涨，1984 年相比 1975 年，日本全国平均地价指数上涨 44.6%，年复合涨幅 4.2%。

图 4：日本新屋开工套数



资料来源：日本国土交通省、安信证券研究中心

图 5：1984 年相比 1975 年，日本全国平均地价指数上涨 44.6%

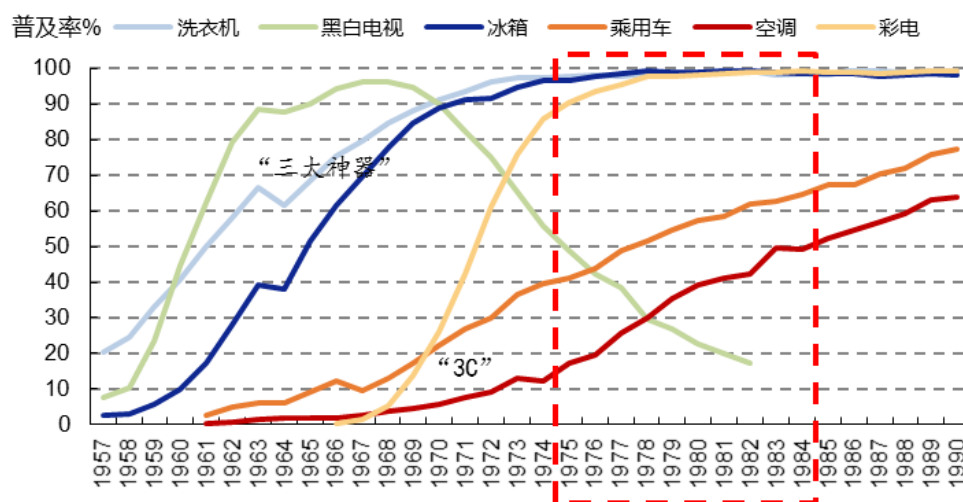


资料来源：日本不动产研究所、安信证券研究中心

## 2.2. 日本家电不换挡，规模持续增长，产品继续升级

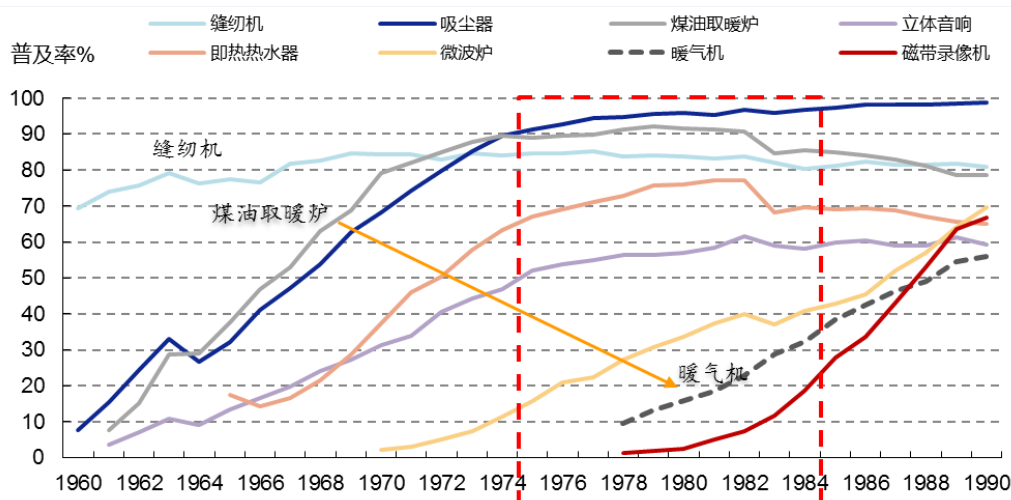
经济中速发展阶段，日本家电消费势头未停歇。日本经济增速换挡并未打消日本民众的家电消费积极性：其一，以黑白电视机、洗衣机和电冰箱“三大神器”为代表的耐用消费品基本完成大普及后，“3C”成为社会流行的“新三大神器”<sup>1</sup>，彩电迅速完成对黑白电视的替代；其二，继大家电之后，部分厨电、小家电和影音产品亦逐步兴起，比如微波炉、暖气机、磁带录像机、音响等；其三，冰洗产品向着大容量、高端化的方向演进，价格提升明显。1975~1984年，日本彩电、吸尘器等产品普及率基础上继续提升，处于成长期的空调、微波炉、暖气机、磁带录像机等产品普及率提升趋势不变甚至有所加速；同时，随着技术进步，黑白电视、煤油取暖炉等则逐步被新兴产品所替代。

图 6：60-70 年代，日本“三大神器”基本普及，“3C”接力



资料来源：日本统计局、安信证券研究中心

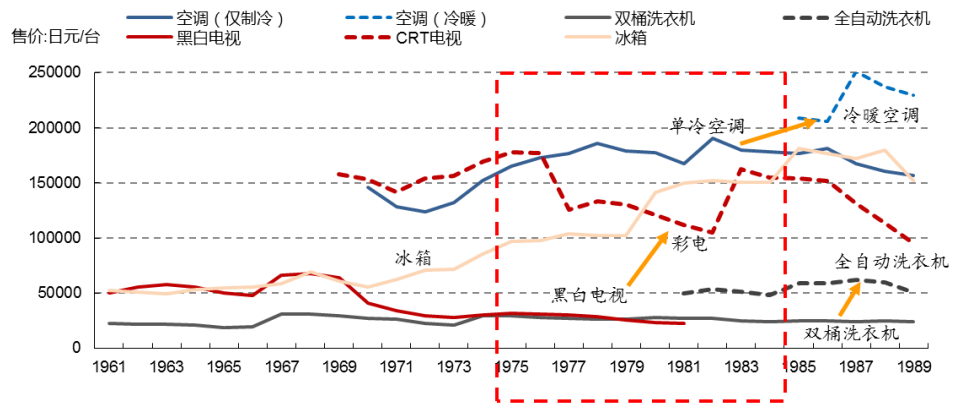
图 7：70 年代后，日本新家电兴起



资料来源：日本统计局、安信证券研究中心

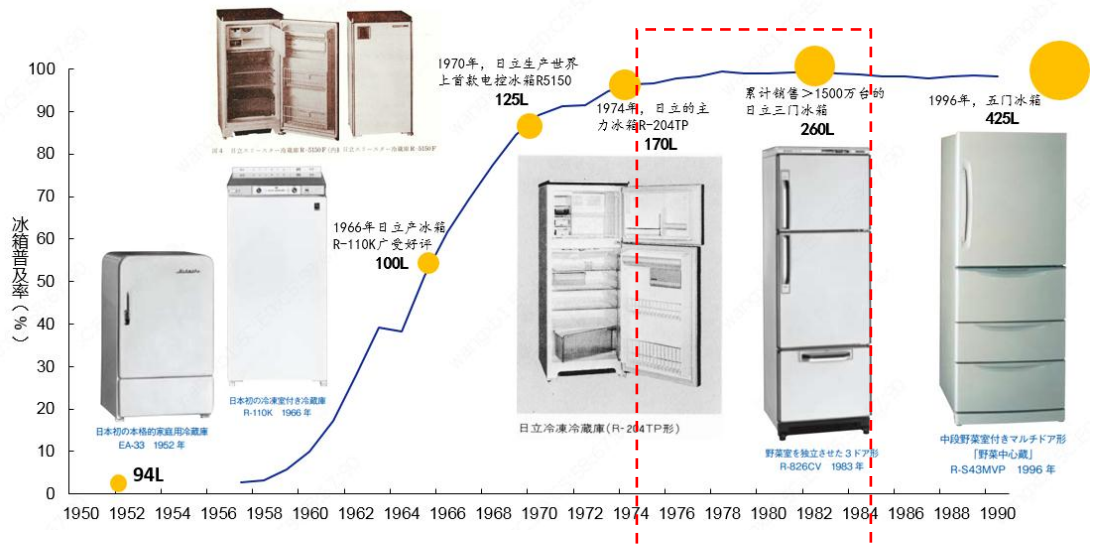
<sup>1</sup> “3C”指的是空调 Cooler、彩电 Color TV、小轿车 Car，被称为日本“新三大神器”。

图 8：70 年代大家电产品升级单价提升



资料来源：日本统计局、安信证券研究中心 注：所统计价格为东京都地区家电零售均价

图 9：经济中速发展阶段，冰箱的消费升级并未止步



资料来源：日本统计局、《日立评论》、安信证券研究中心

图 10：日本 70 年代电视剧展现的生活家电

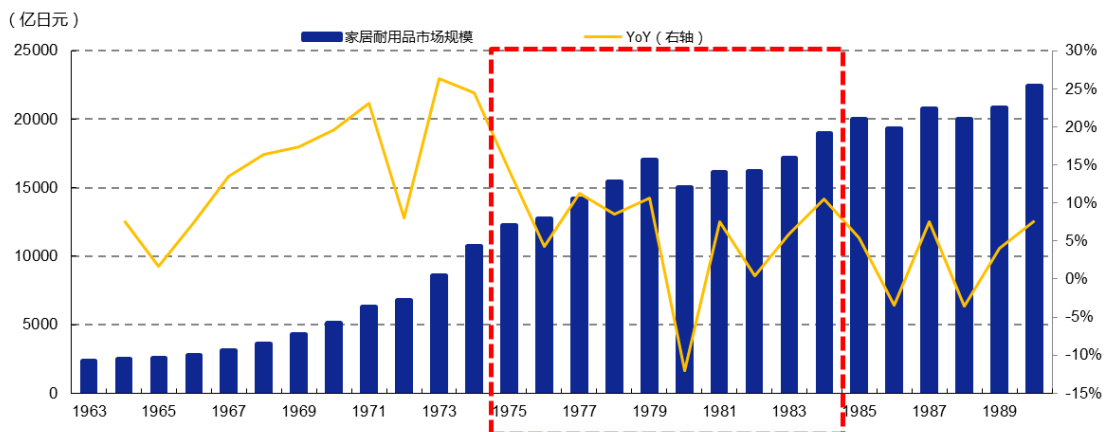


资料来源：《血疑》剧照



日本家电市场总规模保持增长。经我们测算，在 1975~1984 年的中速发展阶段，日本家居耐用品市场规模复合增速为 5.0%，相比 60 年代 10.5% 的复合增速（1963~1969 年），虽然增速下滑，但仍然保持增长，且增速高于同期 GDP 增速中枢（参见图 1）。期间，1980 年日本耐用品市场规模出现了下滑，我们认为与当时的楼市低迷有一定关系（参见图 4）。

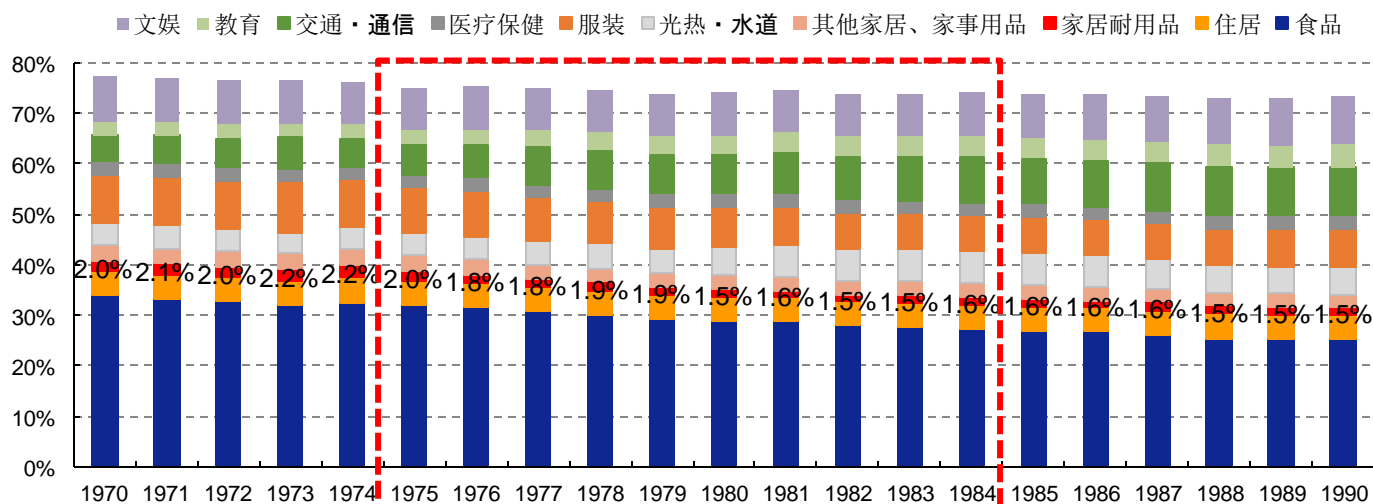
图 11：日本家居耐用品市场规模



资料来源：日本统计局、安信证券研究中心

看单个家庭，家电消费支出保持增长，占家庭总体消费支出的比例略有下降。在日本家庭消费调查中，家电归类在家居耐用品之中。在家庭消费支出中，家居耐用品占比从 1975 年的 2.0% 下降到 1984 年的 1.6%，但家居耐用品支出绝对额仍保持增长。其他大类支出中，食品、服装的占比下降较多，占比增长较快的则是交通通讯、教育、文娱等代表新生活方式所需的产品<sup>2</sup>。

图 12：日本家庭年消费支出中，家居耐用品占比从 1975 年的 2% 下降到 1984 年的 1.6%



资料来源：日本统计局、安信证券研究中心

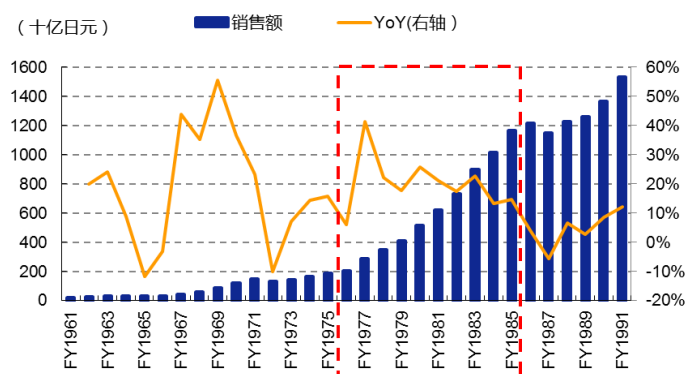
<sup>2</sup>注：此处统计的是两人及以上家庭，不包括农、林、渔业家庭。家庭耐用品分类，主要包含空调、洗衣机、冰箱、微波炉、电饭煲、燃气灶、吸尘器、照明器具等家电，也有一些室内家具、装饰用品，如餐桌、毛布。

### 2.3. 日本家电企业的战略：相关多元化+国际化

日本家电需求的高速增长，催生了一批全球知名的家电企业，比如夏普、索尼、松下等等。经济中速发展，日本的家电企业本土收入增长虽减速但仍保持快于行业的增长，相关多元化和国际化则是那个时代的显著特征。

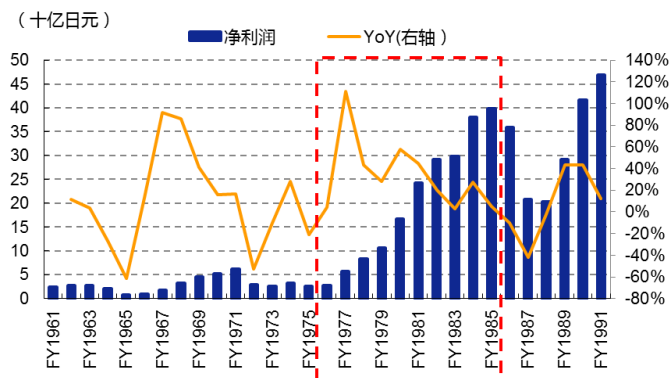
夏普以相关多元化为主，国际化为辅，收效显著。FY1976~FY1985，夏普收入复合增速21.5%；净利润复合增速34.7%，净利润增速远高于FY1961~FY1970期间8.9%的复合增速<sup>3</sup>。分地域来看，FY1976~FY1985，夏普在日本本土收入复合增速16.8%，增速仅较FY1961~FY1970下滑0.6pct；期间出口复合增速26.3%，较60年代下滑7.6pct。

图 13：夏普收入



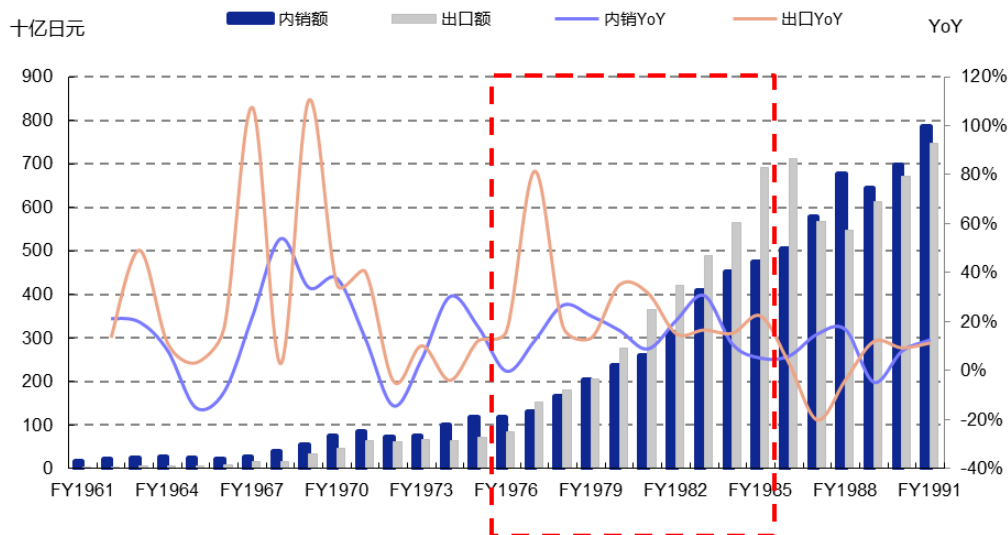
资料来源：夏普公告、安信证券研究中心

图 14：夏普净利润



数据来源：夏普公告、安信证券研究中心

图 15：FY1976~FY1985，夏普收入 CAGR 内销 16.8%、出口 26.3%，较 60 年代略有下滑



资料来源：夏普公告、安信证券研究中心

夏普的相关多元化方向包括新式家电、商用电器。

夏普在国内的高增长首先得益于其在家电领域“新生活产品战略”的成功。夏普在 1976 年推出了“新生活产品战略”，将营销目标定位在新家庭（New Family）、战后出生的年轻阶层的新生活方式，开发满足新生活方式价值观的“NL 新生活产品”。首件 NL 产品——1976 年

3注：FY1975 统计区间 1974.4.01~1975.3.31，其他年份以此类推。

4月发售的彩电成功后，夏普相继推出冰箱、吸尘器、影碟机、收录机等产品，依靠功能创新、高性价比实现热卖。

新式家电之外，夏普的商用电器拓展亦取得成效。从计算器起步，夏普推出了“元器件产业”和“信息通信设备”领域的产品，在1970~1984年间相继推出了新型计算器（液晶显示计算器、太阳能电池计算器）、计算机（办公用电脑、个人电脑、袖珍电脑）、收音机、复印机、电子翻译机、文字处理机、传真机等产品，倡导“工作中的新商务样式”。

图 16：夏普 70~80 年代的创新方向在于新式家电、商用电器

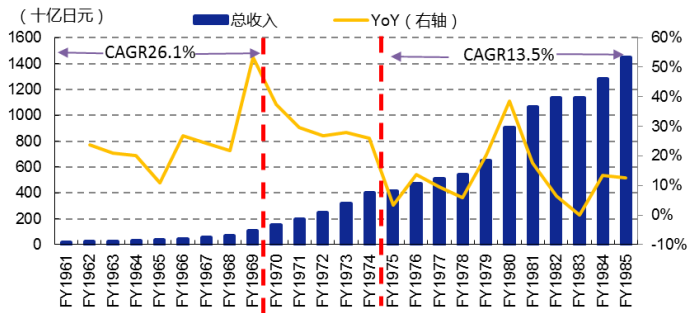


资料来源：夏普官网

索尼的战略以国际化为主，相关多元化为辅。FY1975~FY1984，索尼总收入复合增速13.5%，业绩复合增速17.4%，分别较60年代下滑11.3pct、18.7pct<sup>4</sup>。分地域来看，期间索尼在日本本土收入复合增速7.1%、日本以外的地区收入复合增速高达16.9%；FY1984相比FY1975，索尼在美国、欧洲的收入分别增长3.1倍、2.8倍。分产品看，十年之间，索尼增速最快的是影碟机，FY1984比FY1975增长了15.7倍，而同期音响和电视分别增长0.7、1.0倍，这也佐证了当时社会消费对新家电产品的需求。FY1980，日本宏观经济承压导致索尼在日本本土收入增速下滑，但索尼在日本以外的收入保持了快速增长，且规模超过日本本土，使得索尼在此期间得以“逆市”增长。

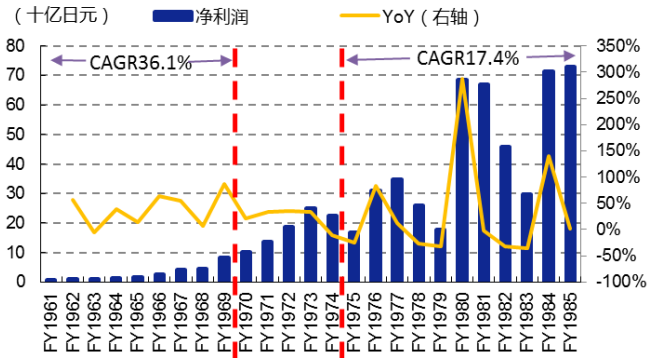
4注：FY1975 统计区间 1974.11.01~1975.10.31，其他年份以此类推。

图 17: 索尼收入



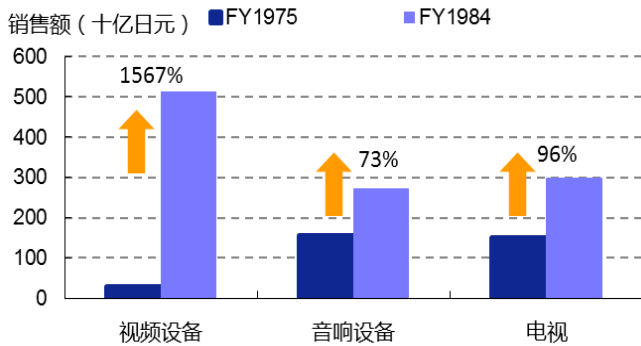
资料来源: 索尼公告、安信证券研究中心

图 18: 索尼净利润



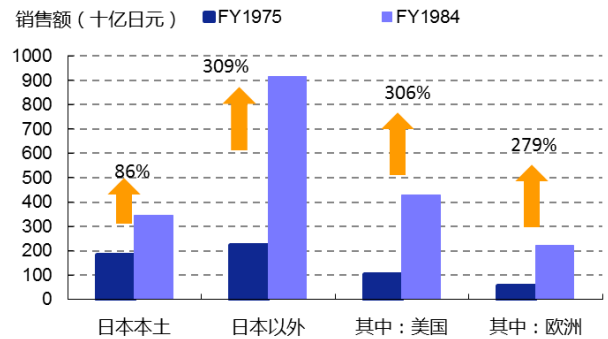
数据来源: 索尼公告、安信证券研究中心

图 19: 索尼分产品收入



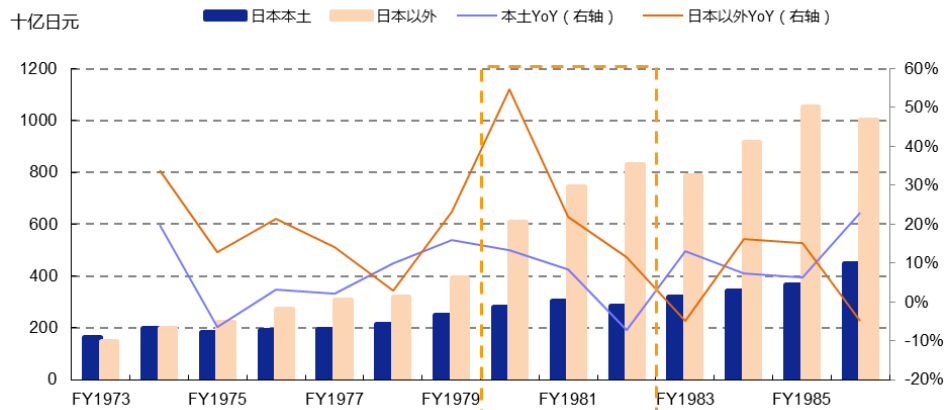
资料来源: 索尼公告、安信证券研究中心

图 20: 索尼日本以外收入增速远超日本本土



数据来源: 索尼公告、安信证券研究中心

图 21: 日本经济增速换挡期, 索尼日本以外收入高增长拉动整体收入上台阶



资料来源: 索尼公告、安信证券研究中心



## 2.4. 日本家电股：既有绝对收益，又有相对收益

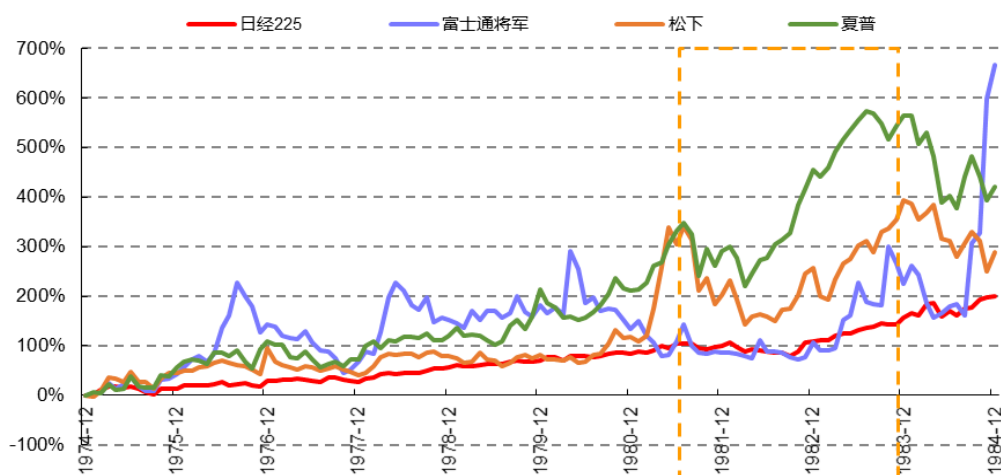
中速发展阶段的日本家电股，既有绝对收益，又有相对收益。从 1975~1984 年，我们所取 7 家在 70~80 年代以家电产品为主的日本企业，其中 6 家公司股价涨幅超过日经 225 指数。涨幅居前的个股中，即使不考虑富士通将军在 1984 年底的短期内较大涨幅，经营大家电的企业——夏普、松下、大金工业、三菱电机、东芝相对日经 225 指数都有 60pct 以上的超额收益。在 1980~1982 年日本经济受冲击增速下滑期间，家电上市企业股价受产业景气影响回调，但除索尼以外的公司股价都在经济恢复后得以修复。

表 1：日本家电上市公司 1974.12.31 到 1984.12.31 股价表现（按月统计）和主要业务情况

公司	日经 225	夏普	索尼	松下	东芝	三菱电机	大金工业	富士通将军
市值 (1974 年末, 十亿日元)	-	841	770	714	486	158	27	11
市值 (折算亿美元)	-	27.9	25.6	23.7	16.1	5.2	0.9	0.4
区间涨跌幅	200.8%	421.3%	107.6%	289.0%	259.0%	272.6%	288.0%	666.7%
区间最高涨幅	200.8%	573.0%	221.0%	393.8%	305.1%	315.4%	297.6%	666.7%
区间最大跌幅	1.3%	3.3%	-19.9%	-3.5%	-18.8%	-17.3%	-5.6%	3.3%
80 年代主要产品	-	家电(冰箱、电视、微波炉)、音像设备 (VCR、录音机)、商用电器 (计算器、打字机等)	电视、音像设备、通讯设备等	家电 (洗衣机、电视、冰箱、空调、电饭煲)、音像(收音机、唱片机、摄像机)、电元等	家电 (洗衣机、冰箱、电视机、广播机、微波炉)、发电机、变电站、雷达、电脑、超导磁体等	家电(电视、冰箱、风扇)、音像 (收音机)、电机、列车单元、通讯、半导体等	家电(空调、空净、暖气机、冰箱)、工业制冷设备、化工(氟化物)	空调、冰箱、通信设备等

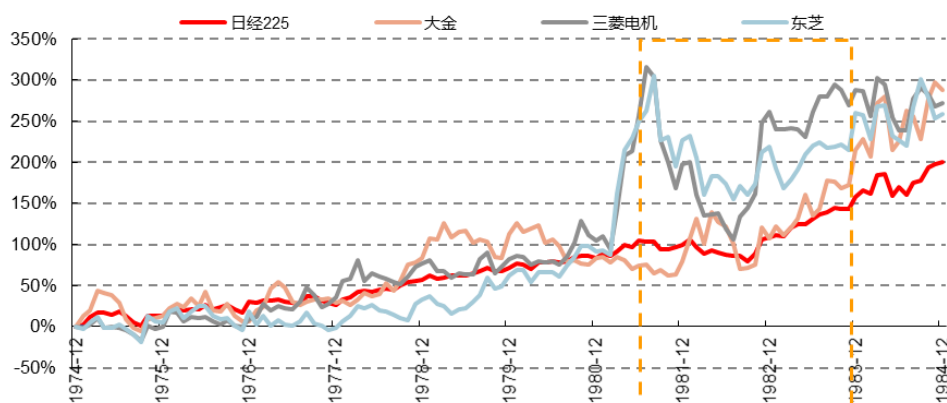
资料来源：彭博、上述各企业官网、安信证券研究中心

图 22：富士通、夏普、松下跑赢日经 225 指数



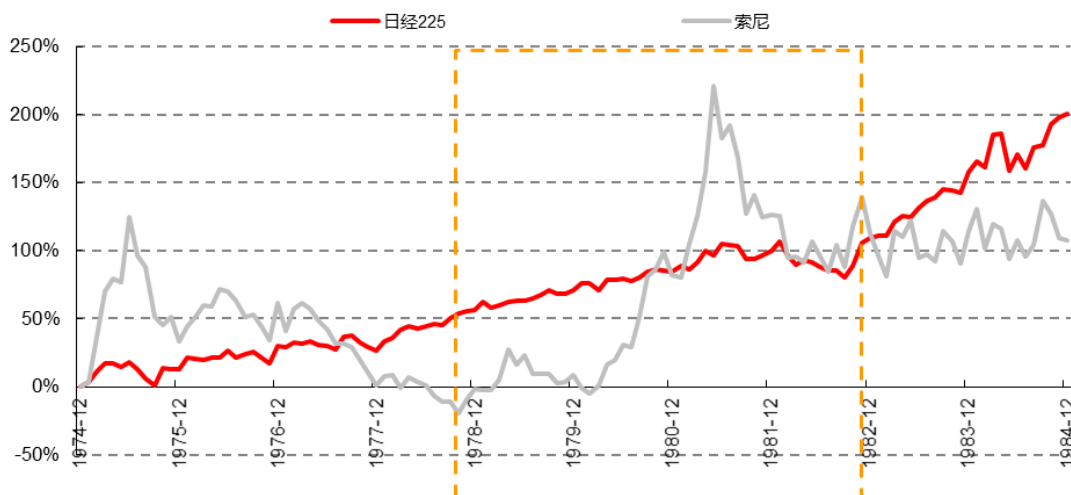
资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 23：大金工业、三菱电机、东芝跑赢日经 225 指数



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 24：索尼在 1981 年之前跑赢日经 225 指数，1981 年之后跑输



资料来源：彭博、安信证券研究中心

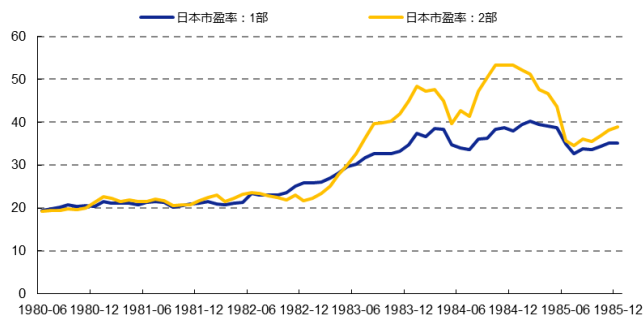
日本 80 年代初的股市整体估值水平与当前中国 A 股在可比区间。参照 PE 来看，日本 80 年代初的市场估值水平整体略高于当前中国 A 股：1980~1984 年，日本东证 1 部上市公司平均市盈率在 20~40 倍之间；2011 年至今，中国全部 A 股市盈率（整体法）大致在 14~25 倍之间，如剔除权重大、估值偏低的银行股，同期 A 股市盈率大致也在 17~40 倍之间。

日本家电股中，索尼、松下的估值水平也与中国当前家电股大致可比。参照 PE 估值：1980~1984 年，索尼市盈率 20~55 倍，1983、1984 年，松下的市盈率分别为 15、11 倍；2011 年至今，中国申万家电行业市盈率在 15~25 倍，龙头市盈率格力 7~14 倍、美的 10~20 倍。

优秀的公司能够享受估值溢价。夏普的估值有别于当时的日本传统家电企业，1980~1984 年，夏普的 PE 超过 100 倍。夏普获得了远超市场平均的估值溢价，与夏普在 60~80 年代初经营表现优异有关，其在家电相关多元化、向商用电器上的拓展上成效显著。

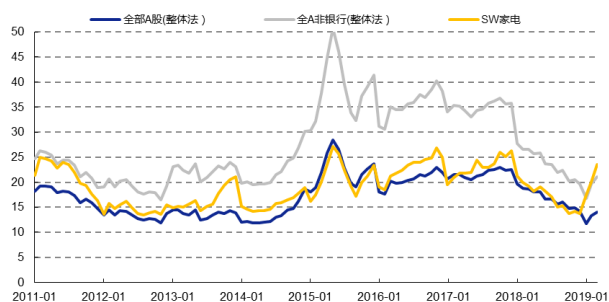
综合来看，家电企业的股价上涨主要驱动力还是来自业绩。1985 年底相比 1975 年初，市值涨幅夏普 421%、索尼 108%；净利润增幅，FY1986/FY1976，夏普 1219%、索尼 332%。

图 25: 日本市盈率



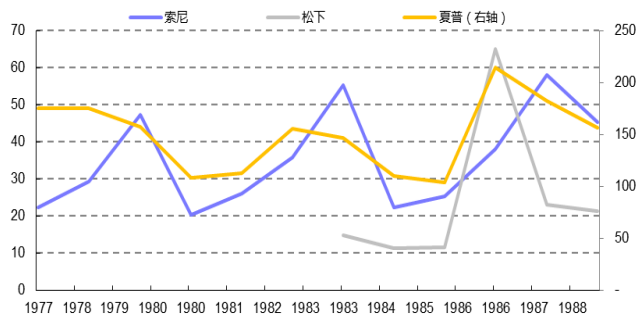
资料来源: CEIC、安信证券研究中心

图 26: 中国市盈率



数据来源: Wind、安信证券研究中心

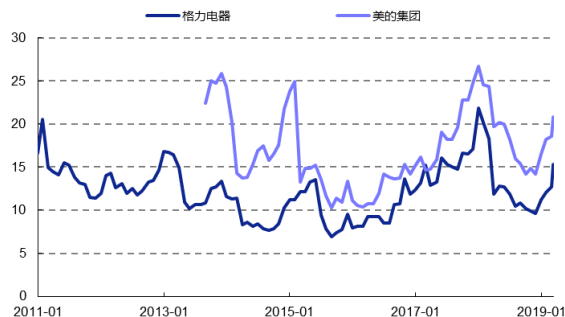
图 27: 日本家电企业市盈率



资料来源: 各企业公告、彭博、安信证券研究中心

注: 此处 PE=年末市值/所处财年净利润。

图 28: 格力、美的市盈率



数据来源: Wind、安信证券研究中心

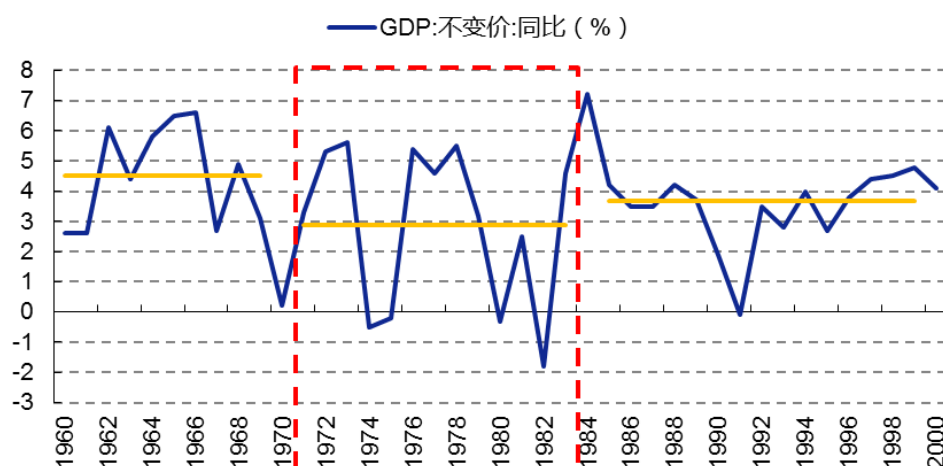
注: 此处 PE=月末市值/最新财年净利润。

### 3. 美国 1971~1983: “滞胀” 期的波段机会

#### 3.1. 走出滞胀

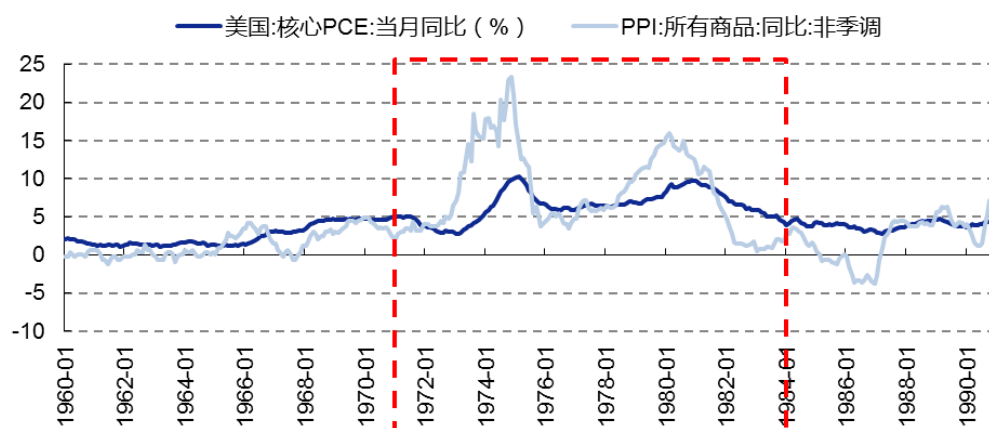
美国在 20 世纪 70 年代经历了典型的“滞胀”期。1969 年尼克松总统上台，初期为了抑制通胀危机，实施了紧缩性的财政政策，由于 1969~1971 年经济增速下滑，从 1971 年开始尼克松政府转向积极的通胀推动政策。70 年代，美国处在高通胀、真实 GDP 低增长阶段，被经济学家称为“滞胀”期，直到 1983 年在里根政府治理下美国经济走出“滞胀”，恢复正常增长。1971~1983 年，美国 GDP 增速（2012 不变价）从 60 年代的平均 4.5% 下降至 1971~1983 年的平均 2.9%。

图 29：19 世纪 70 年代，美国进入“滞胀”阶段



资料来源：wind、安信证券研究中心

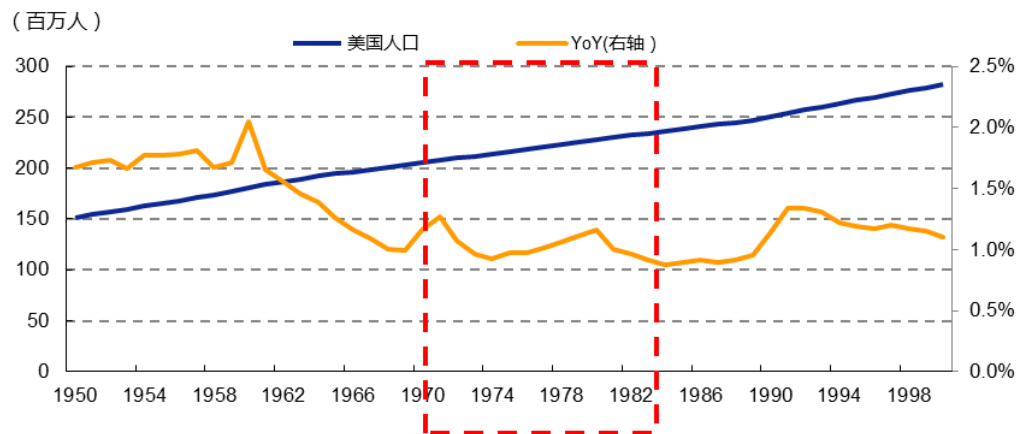
图 30：19 世纪 70 年代，美国面临高通胀，1983 年后基本恢复



资料来源：wind、安信证券研究中心



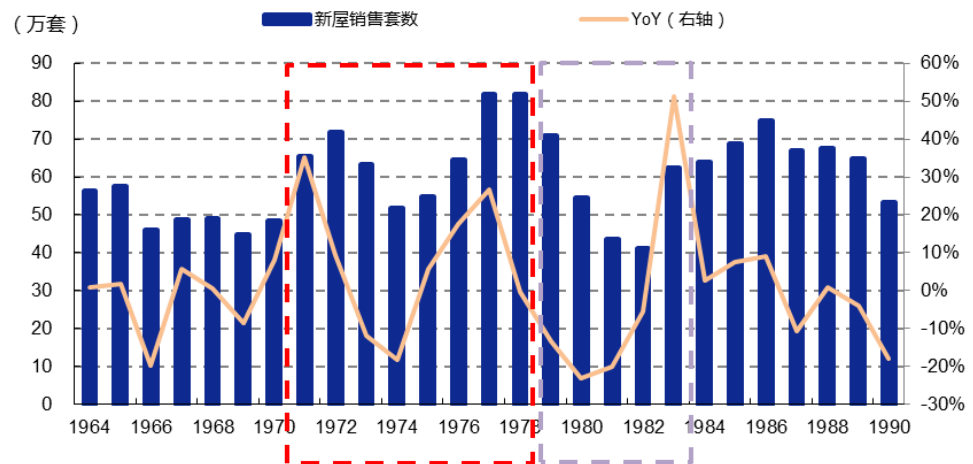
图 31：1971~1983 年，美国人口数复合增速小幅下降至 1.0%



资料来源：wind、安信证券研究中心

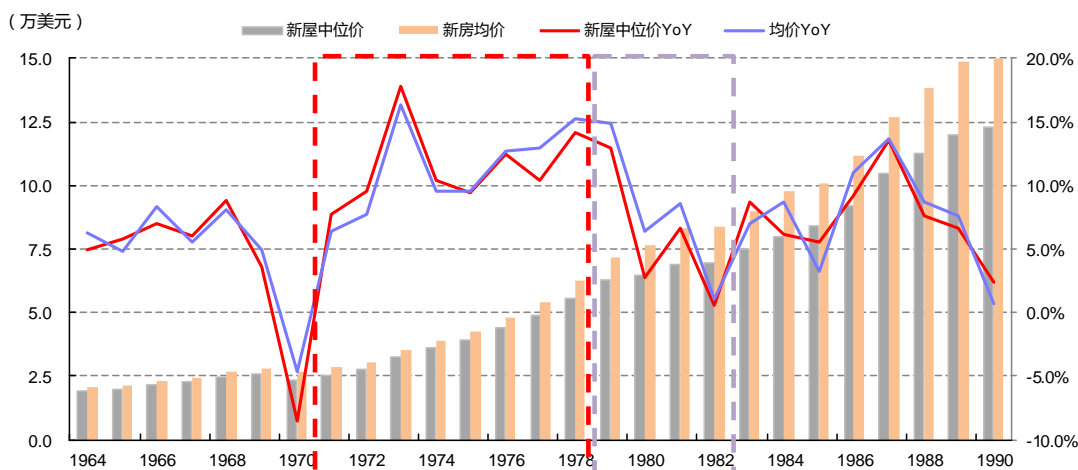
美国新房成交量调整，但房价持续走高。美国新建房屋销量在 1971~1983 年间复合增速为 -0.4%，其中 1978~1982 年成交套数连续下跌，1982 年的新屋成交套数比 1977 年的量下降 49.7%；到 1983 年新屋成交恢复，1983 年美国新屋成交套数 YoY+51.2%，比 1971 年的量下降 5%。在美国新屋成交量调整期间，美国房价仍延续了上涨趋势，美国 1983 年新屋成交价中位数较 1971 年上涨了 198.8%，年复合涨幅 9.6%；同期新房成交均价上涨 217.3%，年复合涨幅 10.1%。

图 32：“滞胀”期，美国新建房屋销售套数先涨后跌



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 33: 美国新建房屋销售中位价

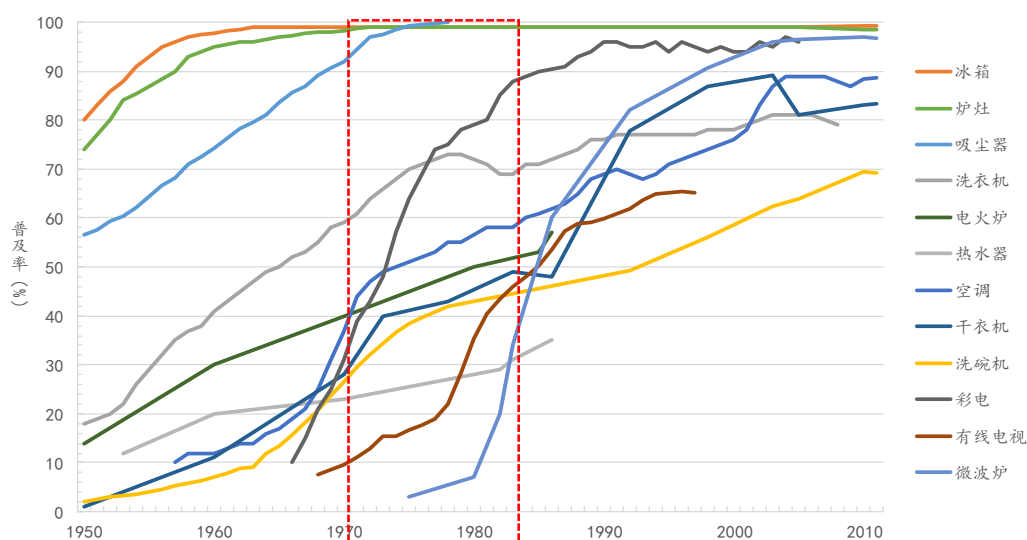


资料来源: wind、安信证券研究中心

### 3.2. 美国新兴家电迅速普及

经济“滞胀”阶段，美国家电普及率提升进程基本不受影响。到 19 世纪 70 年代，美国已经先于日本基本实现了冰箱、吸尘器等家电的普及；“滞胀”阶段，美国彩电、有线电视、微波炉等新兴家电的普及率迅速提升；期间，普及率已经在 50%~70% 的空调、洗衣机产品受经济影响提升趋势略有放缓，但很快在经济恢复增长后得到快速提升。我们认为 80 年代初美国家电需求的不振部分受到当时房地产市场不景气的拖累（参见图 32）。

图 34: 美国主要家电产品普及率



资料来源: Census data、安信证券研究中心

图 35：70 年代美国富裕家庭的厨房，小家电种类很多



资料来源：《Rich And Poor》©Jim Goldberg

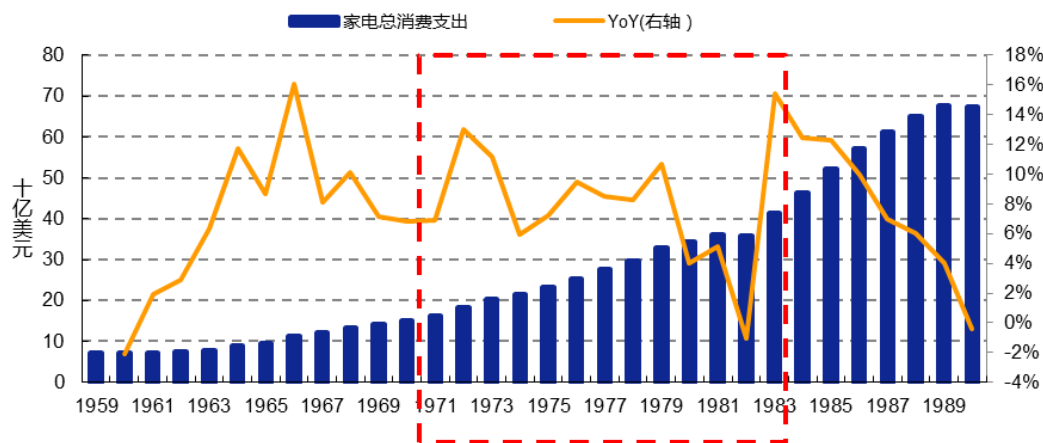
图 36：70 年代美国穷人家里的电视



资料来源：《Rich And Poor》©Jim Goldberg

“滞胀”期间，美国家电消费支出保持增长，在家庭消费中的占比略有下降<sup>5</sup>。在美国家庭消费支出中，从1971年到1983年，家电支出占总体消费支出的比例从2.3%下降到1.8%，但支出绝对额复合增速达8.1%，其中，黑电复合增速为9.4%，高于常规家电品类6.4%的增速。纵向比较，1971~1983年的家电市场规模复合增速，与60年代相仿，如果考虑到70年代的美国通胀水平高于60年代，美国家电市场的实际增速较60年代预计略有下滑，但整体仍高于同期GDP增长中枢。

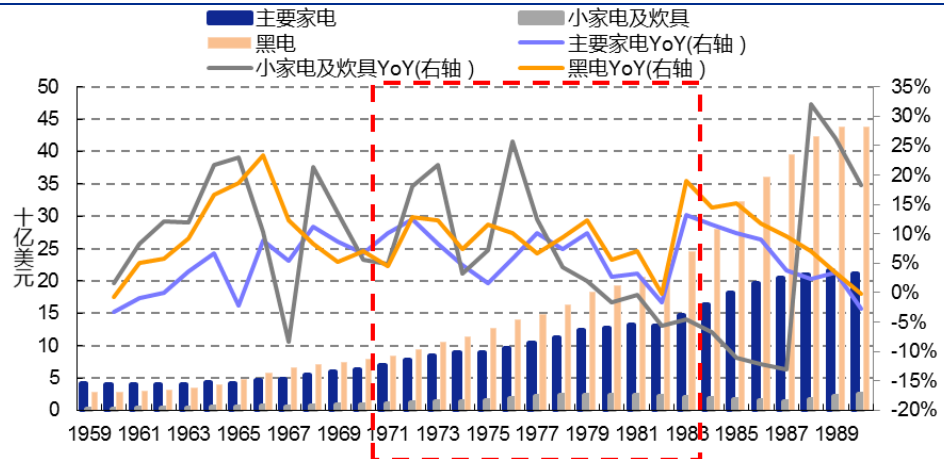
图 37：1971~1983 年，美国家电总消费支出复合增速 8.1%



资料来源：美国统计局、安信证券研究中心

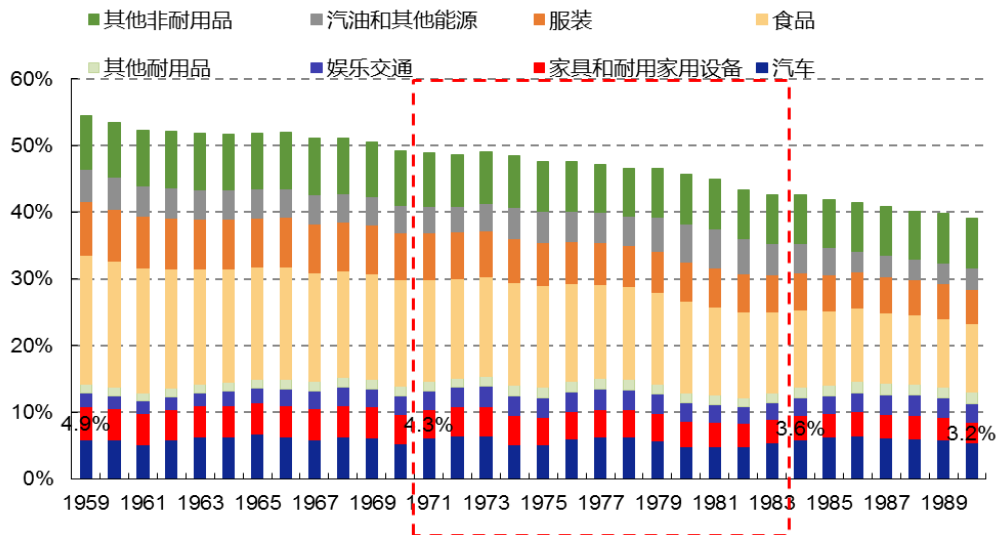
5 根据美国统计局资料，家电包含三类：1) 常规家电，所含家电品类包括冰箱、冷柜、洗衣机（含干衣机）、空调、洗碗机、厨余垃圾处理器、暖炉、烤箱、吸尘器、微波炉、缝纫机、地板清洗设备；2) 小家电及炊具，包括个护电器以外的厨房小家电、便携式加热和冷却设备、瓷器，其他餐具（含玻璃、银制的、塑料的等）、不带电的炊具等等。3) 黑电，包括电视、影碟机、音响等。

图 38：1971-1983 年，美国常规家电消费支出表现相对平稳，黑电增长更快



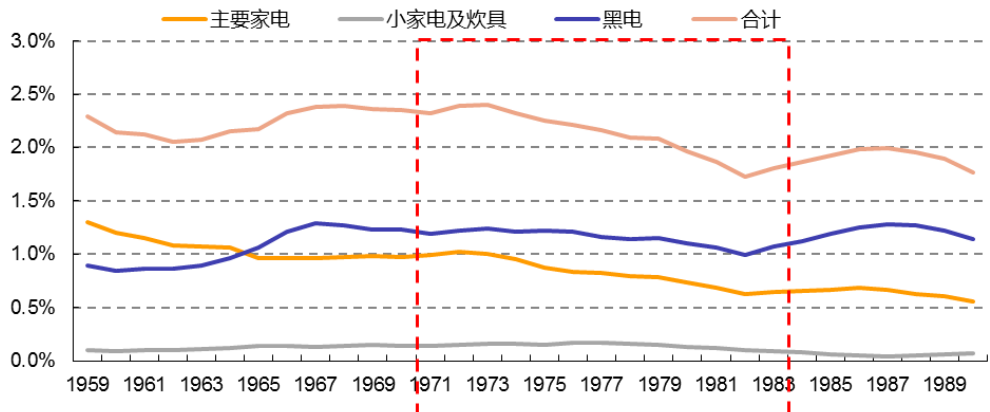
资料来源：美国统计局、安信证券研究中心

图 39：美国家庭年消费支出构成中，家具和其他耐用家用设备占比下降



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 40：美国家庭年消费支出构成中，家电占比从 1971 年的 2.3% 下降到 1983 年的 1.8%



资料来源：wind、安信证券研究中心



### 3.3. 面临日本挑战，美国家电企业稳健增长

美国经济“滞胀”期间，美国的家电企业维持了稳健的收入增长。

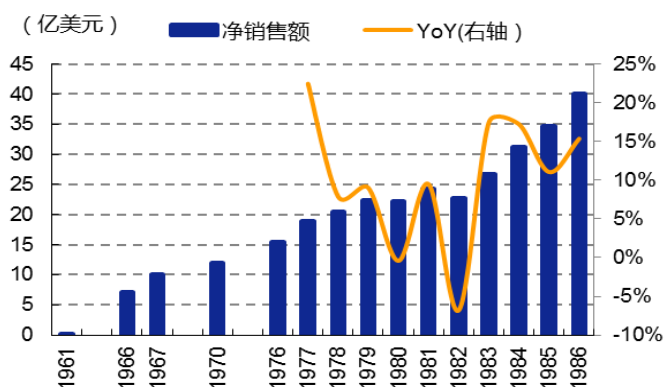
表 2：美国主要家电企业经营数据对比

	GE (消费者产品部门)	惠而浦	美泰克
1973 年收入 (亿美元)	31.0	12.0 (1970 年)	2.3
1983 年收入 (亿美元)	65.2	26.7	6.0
期间复合增速	7.7%	6.3%	10.2%

资料来源：各企业公告、官网，安信证券研究中心

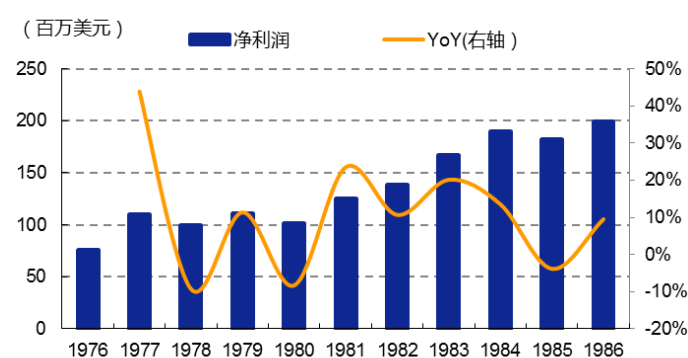
以大家电为主的惠而浦在 70 年代收入增速相对放缓。惠而浦是美国家电企业的代表，其 1970 年净销售额达到 12.0 亿美元，到 1983 年净销售额增长到 26.7 亿美元，1970 年~1983 年净销售额复合增速为 6.3%，略低于家电市场整体表现；公司 60 年代收入从百万美元到 10 亿美元，70 年代的增速有所放缓<sup>6</sup>。惠而浦的经营表现不及日本公司的快速增长，也反应出那个时代美国家电业的窘境：国内增速虽然放缓，但对美国本土家电公司来说，来自日本同行的竞争才是最大的威胁，惠而浦被迫出售电视业务就是很好的例子（惠而浦参与又退出电视机的案例，参见脚注）。

图 41：惠而浦 1970~1983 年净销售额复合增速 6.3%



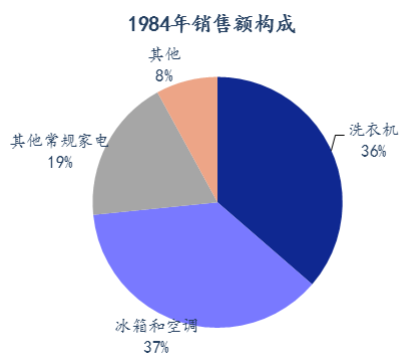
资料来源：惠而浦年报、安信证券研究中心

图 42：惠而浦 1976~1983 年净利润复合增速 11.8%



资料来源：惠而浦年报、安信证券研究中心

图 43：惠而浦（1984 年）的业务集中在常规家电品类



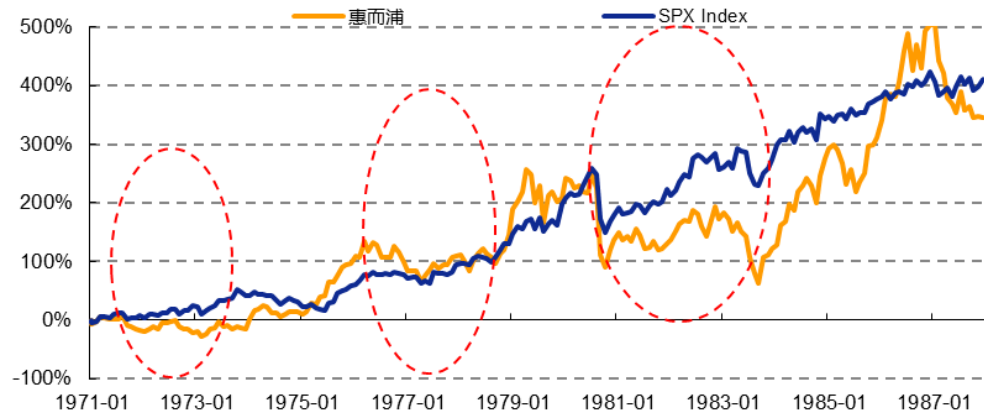
资料来源：惠而浦年报、安信证券研究中心

<sup>6</sup> 期间，惠而浦有多次并购，比如：1966 年，惠而浦收购了电视机生产企业 Warwick Electronics；1977 年，惠而浦收购了空调企业 Heil-Quaker；1976 年，因日本企业竞争激烈，惠而浦向日本三洋出售了 Warwick Electronics 的股权。我们认为这些都是企业发展过程中正常的经营行为，因而不做具体拆分。

### 3.4. 美国家电股：波段机会

1971~1983年，惠而浦的股价表现大体与大盘相近。在经济遭遇危机的前期（下图时段：1972年~1974年，1976~1977年，1980~1983年），惠而浦的股价调整幅度大于大盘，但随后在修复阶段，其股价又总能跑赢大盘，并不断跟随大盘创新高。相比经济增速换挡后的日本企业，惠而浦跑赢大盘的幅度并不明显，与当时日系家电在美国市场展开竞争，瓜分市场份额有关。

图 44：1971-1983 年，美国惠而浦股价与标普指数



资料来源：彭博、安信证券研究中心

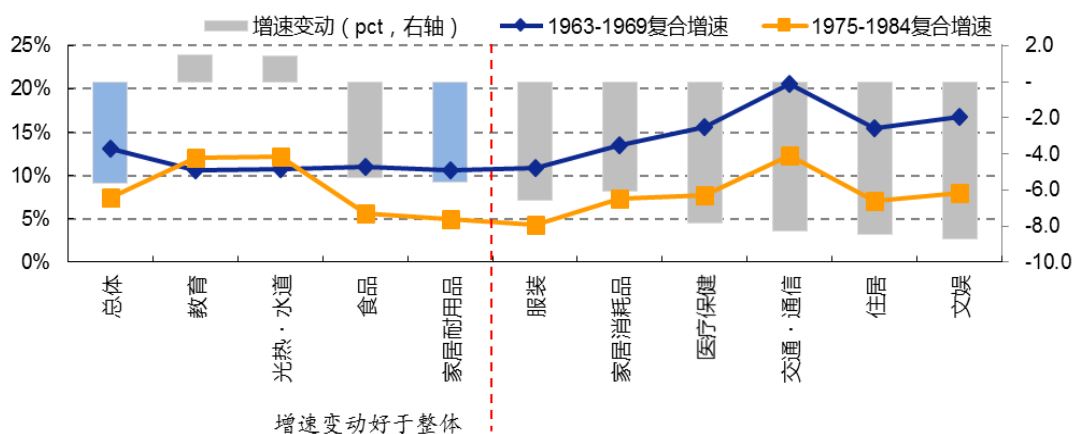
## 4. 启示与投资建议

### 4.1. 美日经济危机期家电市场仍继续增长

以日本、美国 70~80 年代为例,在经济由高速转向中低速发展阶段,家电市场呈现如下特征:

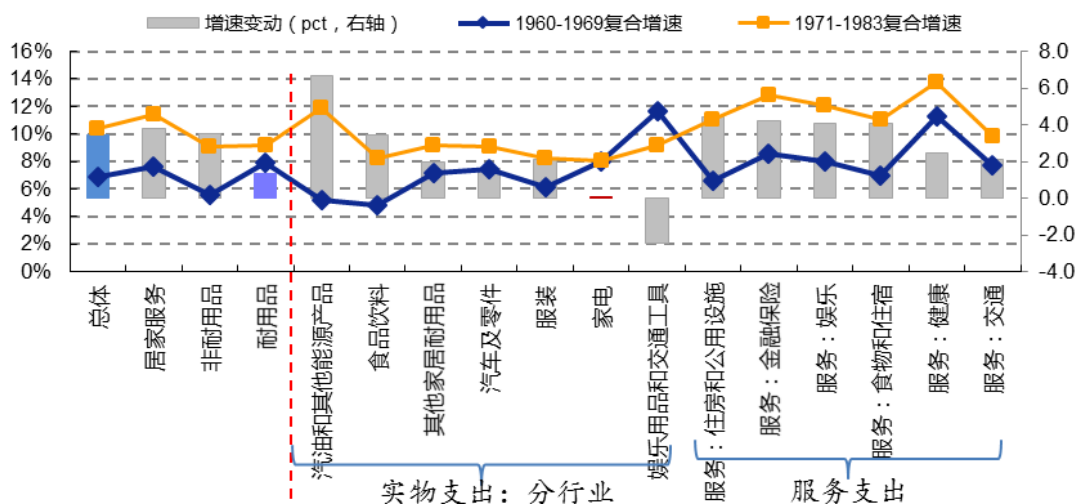
- 本土家电市场的规模增长依然继续。虽然家电市场的增速会随着宏观经济增速换挡而放缓,但增速仍高于同期 GDP 中枢。在此期间,一些扰动因素的出现(比如石油危机、房地产景气下行)会在短期内形成负面影响,甚至个别年份造成家电市场规模下滑,但不会改变长期增长的趋势,最终家电市场都会重新恢复增长且超越前期的规模。
- 家电支出保持增长,在家庭支出中的占比有所下降。在不同行业间横向比较,居民家庭家电支出的增长相对平稳,增速高于服装,慢于食品。

图 45: 1974~1985 年相比 1963~1969 年,日本家庭消费支出中家居耐用品增速降幅好于服装、住居,而增长较快的则是教育、交通通信、医疗保健等



资料来源: 日本统计局、安信证券研究中心

图 46: 1971~1983 年相比 1960s, 美国家电支出增速低于其他主要消费品和服务支出



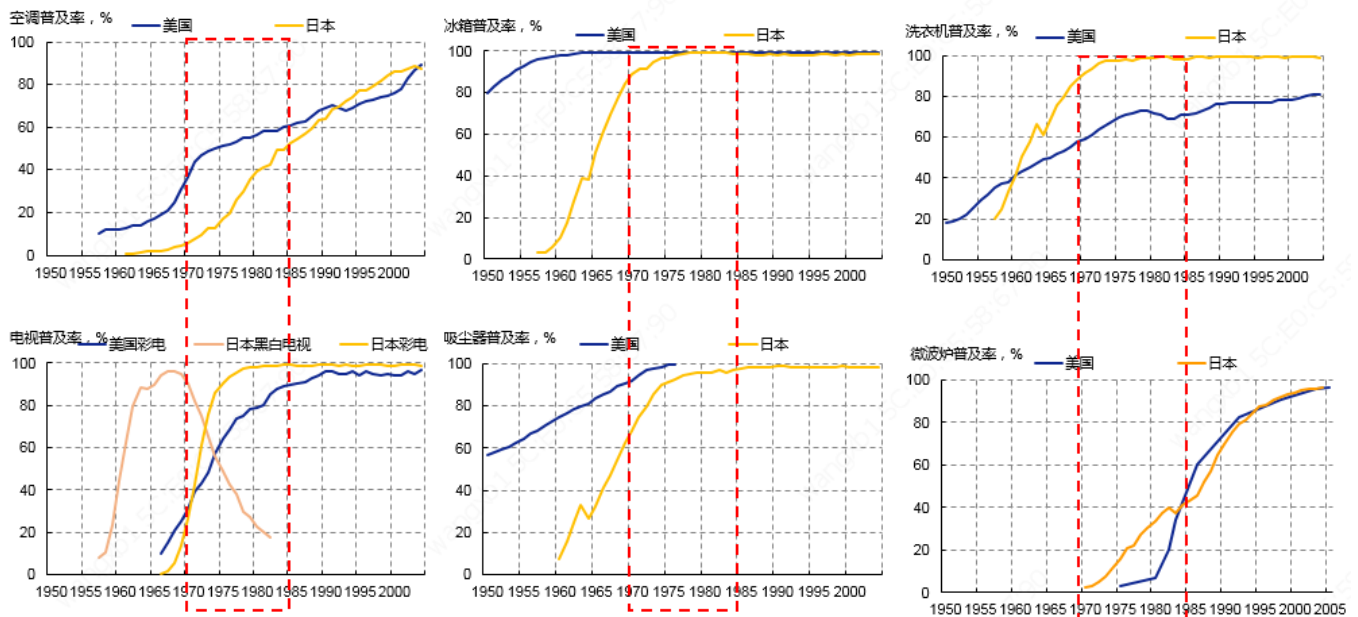
资料来源: CEIC、安信证券研究中心

- 技术进步对家电消费的增长起重要作用,表现在:
  - 新兴家电产品涌现后迅速流行,比如 70~80 年代的微波炉。
  - 传统家电产品升级换代,且技术革新明显的新品增速会显著提速。比如美国和日本

彩电迅速替代黑白电视，全自动洗衣机替代半自动洗衣机。

- 基础型的消费品，如冰箱、洗衣机等，在经济换挡期之前已经实现普及，进入换挡期之后增长较慢。
- 技术优势可能让后发国家在某些品类上的增长超过先行国家，甚至形成反向带动。就美国和日本而言，美国家电市场整体比日本起步更早，传统家电品类在 70-80 年代的普及率超过日本，但日本家电市场具有后发优势，在大部分品类上的普及率提升速度快于美国。在经济换挡期，日本的洗衣机、彩电、微波炉普及程度反而超过美国。

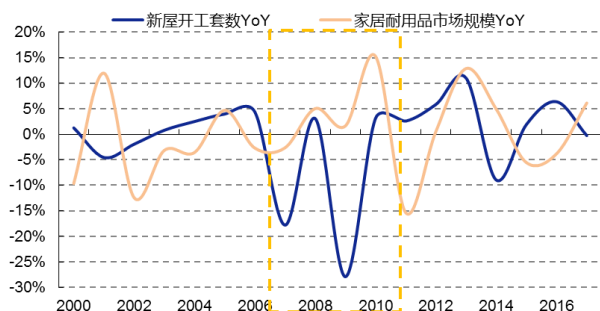
图 47：1970-1985 年，日本大部分家电普及率提升的速度快于美国



资料来源：日本统计局、美国 CENSUS DATA、安信证券研究中心

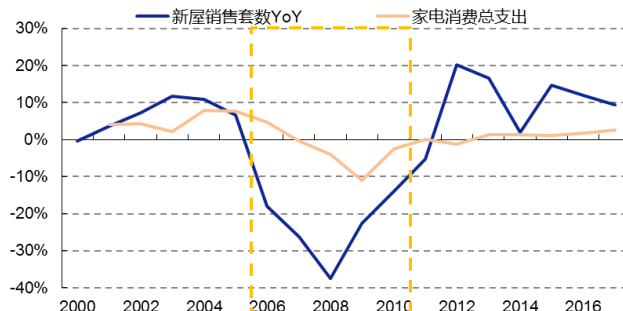
- 房地产对家电市场起到一定影响，但扰动作用会趋向弱化。
  - 美国和日本在 80 年代初家电市场规模的下滑都与房地产市场的不景气有一定关系。从量级上看，我们判断房地产对美国家电的影响要大于日本 80 年代初期（调整期：美国 1982 年的新屋成交套数比 1977 年的量下降 49.7%；日本 1983 年新开工套数比 1978 年下降 26.6%）。
  - 当家电市场日趋成熟，以更新需求为主时，房地产市场的扰动对家电需求的影响会弱化。2006 年开始的次贷危机对美国和日本房地产市场造成大的打击，但对家电市场影响较小。我们选取次贷危机开始的 2006 年到危机接近尾声开始恢复的 2010 年：美国房地产市场新屋成交量下滑 69.3%，年均复合增速-25.5%；同期家居耐用品市场规模增长-16.9%，年均复合增速-4.5%。日本新屋开工套数下滑 37.0%，年均复合增速-10.9%；同期家居耐用品市场规模增长 19.8%，年均复合增速 4.6%。

图 48: 日本 2007~2010 年家电消费受新房影响小



资料来源: 日本统计局、安信证券研究中心

图 49: 美国 2007~2010 年家电消费受次贷危机影响不大



数据来源: wind、安信证券研究中心

## 4.2. 家电牛股何出?

从前文部分我们看到,无论是在美国还是日本,宏观经济中速发展阶段的家电股绝对收益和相对收益兼具。我们再对几个家电企业股价表现作进一步分析:

- 市值是业绩增长的反映,不轻言天花板。1975 年初,夏普的市值已经达到 27.9 亿美元,在当时日本上市公司中名列前茅,到 1984 年末,市值上涨了 4.2 倍,同期日经 225 指数涨幅 2.0 倍。按财年计算, FY1986/FY1976, 夏普收入增长 5.0 倍、业绩增长 12.2 倍, 股价上涨的主要驱动力来自业绩。
- 赛道有别,整体看白电的表现优于黑电。日本家电企业基本上会同时涉足白电和黑电,股价表现上看白电为主的夏普、松下要优于黑电为主的索尼。我们认为可能的原因: 1) 白电客单价高(参见图 8), 市场空间大; 2) 当时空调开始进入消费者家庭, 大幅拓展了白电的市场空间。
- 相关多元化战略优于国际化战略。相关多元化是指围绕主业, 进行有关联的多元化。从日本经验来看, 在经济增速换挡之后, 主要家电企业都同时进行以上两种战略, 但侧重点有所不同。比较这一时期的夏普与索尼, 前者的业绩、股价表现明显好于后者, 与前者更加重视相关多元化战略, 推出新式家电、商用电器有关。索尼更加倚重海外扩张, 并对影视娱乐产业进行了非相关多元化, 也有增长, 但收效不及夏普。1974 年, 夏普与索尼市值相仿; 到 1984 年, 前者市值已是后者的 2.7 倍。这说明, 即使宏观经济降速, 本土市场仍有足够的成长空间, 相对陌生的海外市场更有优势。
- 从家用电器向商用电器延展, 是成长的机会。以夏普为例, 公司在日本经济换挡后, 先后开发了太阳能计算器、电子翻译机、日语文字处理机、袖珍电脑、PPC 复印机、清洁计算机等产品(参见图 16)。在商用领域的拓展, 一方面带来收入增长, 另一方面为夏普在电子领域的拓展埋下伏笔。
- 外贸限制会对出口带来影响, 但不致命。1960~1980 年代, 日本电视机企业凭借产品和价格优势, 迅速抢占美国市场挤出美国本土企业, 随之遭遇美国多次反倾销反制。以夏普为例, 1977 年, 美国限制日本电视出口, 对夏普短期打击不小。但此后, 夏普更多出口电视以外的产品、在日本以外建厂生产以规避出口限制, 夏普出口的小型复印机、微波炉等在美国市场份额可占到第一; 在美国之外, 夏普也拓展了欧洲、亚洲市场。最终, 夏普在日本以外的收入增速仍超过日本本土。

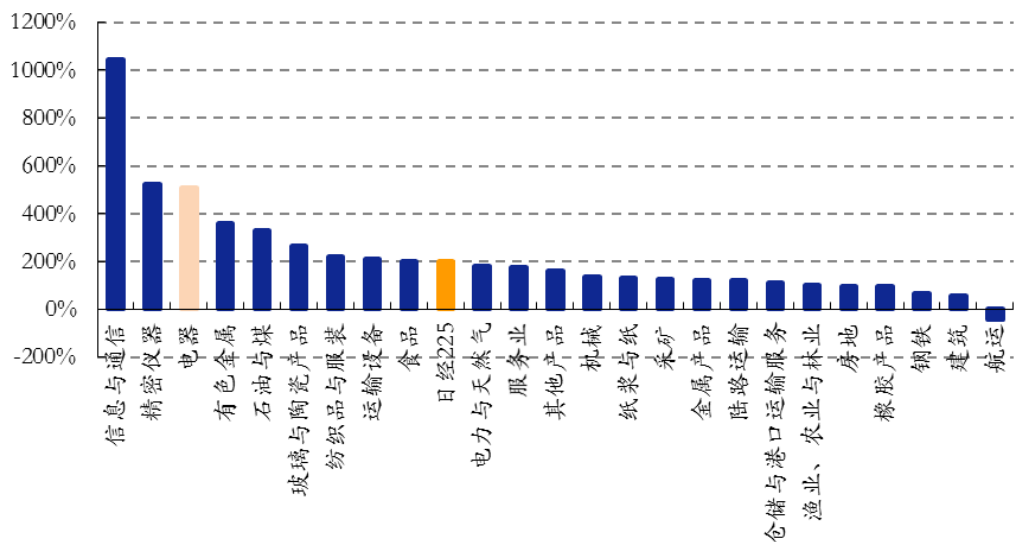


表 3：日本主要家电企业经营数据对比

		夏普	索尼	松下	
收入 (十亿日元)	FY1976	201.8	411.8	FY1975	1065.9
	FY1985	1166.7	1284.9	FY1983	2718.8
业绩 (十亿日元)	FY1976	2.7	16.9		
	FY1985	39.9	71.4		
整体收入 CAGR	FY1975-FY1984	21.5%	13.5%	FY1975-FY1983	12.4%
净利润 CAGR	FY1975-FY1984	34.7%	17.4%		
日本以外收入占比	FY1976	41.8%	55.0%	FY1975	22.9%
	FY1985	59.2%	73.1%	FY1983	34.1%
日本本土	FY 1962~1970 收入	16.9%	19.0%	FY 1963~1969	15.3%
日本以外	CAGR	36.8%	31.2%	收入 CAGR	30.5%
日本本土	FY1976~1985 收入	16.8%	7.1%	FY 1975~1983	10.2%
日本以外	CAGR	26.3%	16.9%	收入 CAGR	18.1%

资料来源：各企业公告、官网、安信证券研究中心

图 50：1974.12.31~1984.12.31 东证指数分板块涨跌幅（月度数据）

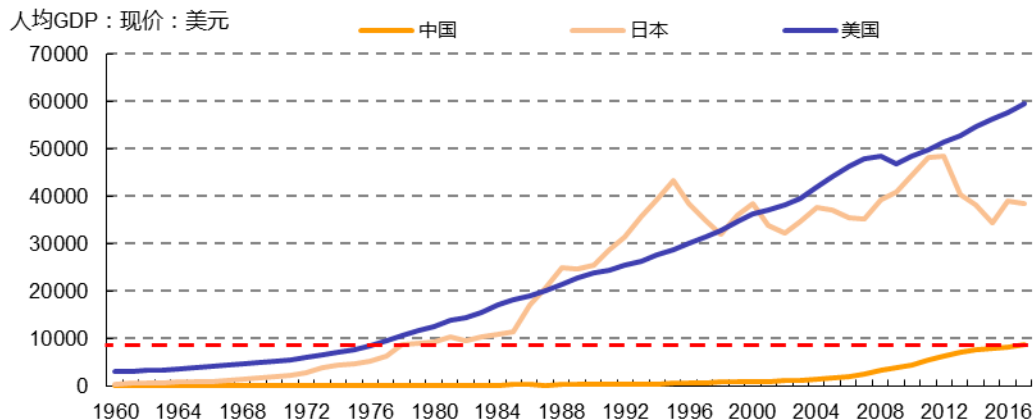


资料来源：彭博、安信证券研究中心

### 4.3. 以史为鉴，中国家电仍在较快增长通道

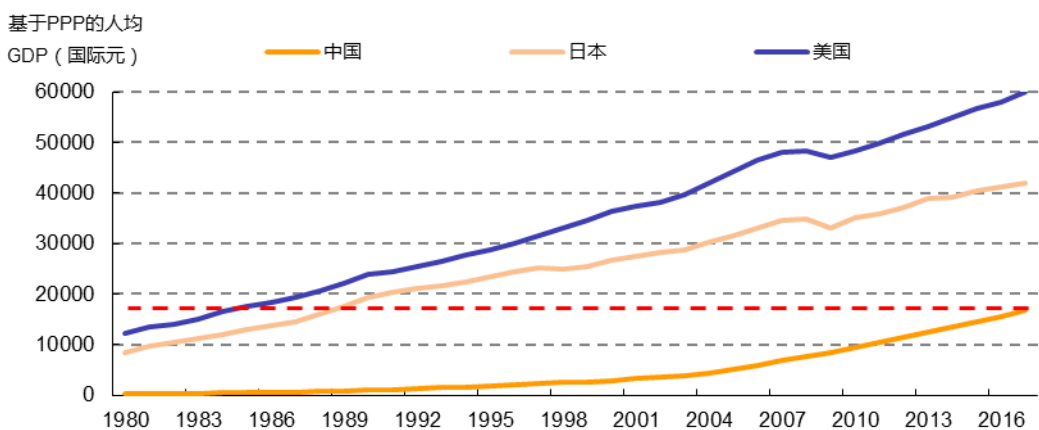
以人均 GDP 衡量，中国当前的经济发展阶段与美国 70 年代、日本 80 年代初期较为相近。

图 51：中国人均 GDP（现价）与美国 70 年代末、日本 80 年代初相近



资料来源：世界银行、安信证券研究中心

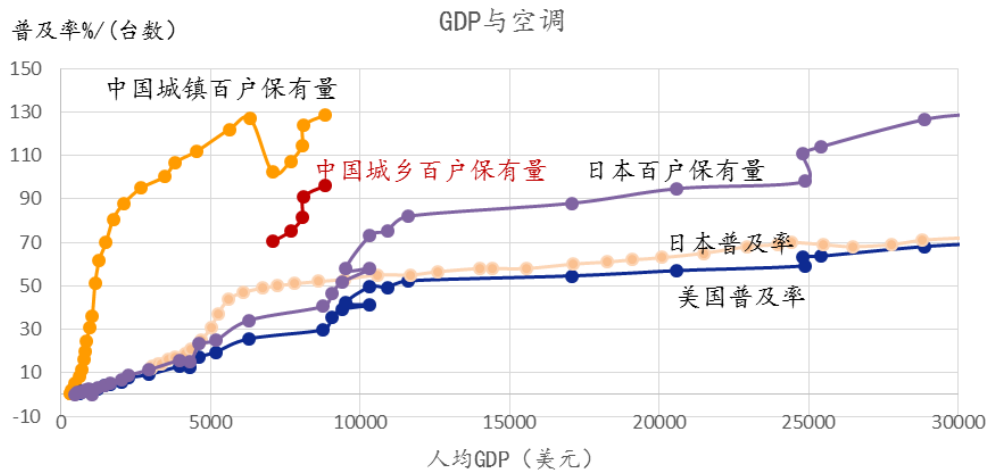
图 52：中国人均 GDP（基于购买力平价指标计算）与美国 80 年代初、日本 80 年代末相近



资料来源：世界银行、安信证券研究中心

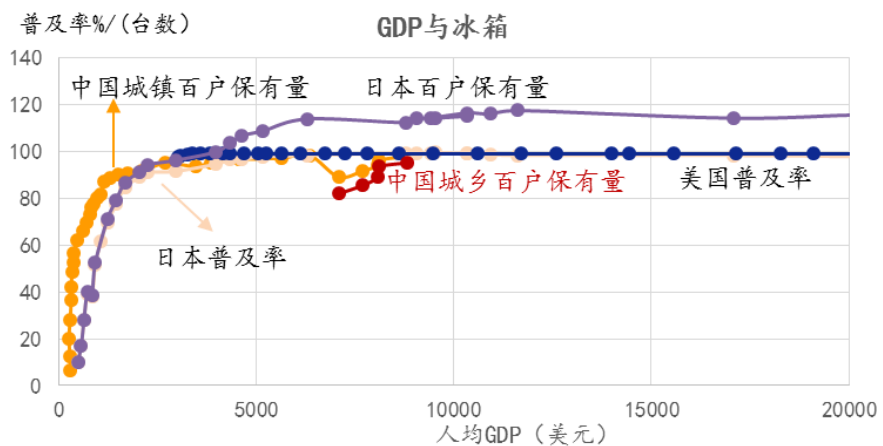
中国的家电消费水平，与历史上可比阶段的美日相当，但一些品类超过当时的美日。与美国、日本的同等人均 GDP 条件相比，中国冰箱、洗衣机的普及程度与之大致相当，但中国空调的普及程度高于美国和日本当年，我们认为这是技术进步加速了空调在中国的普及。美国和日本在 70-80 年代的城镇化率已经超过 80%，而中国当前城镇化率才 58.5%（2017 年），鉴于中国不同能级城市之间的经济差距、城乡分化，中国家电的普及率和消费升级仍有很大提升空间。

图 53: 中国空调普及程度高于同等 GDP 时期的美日



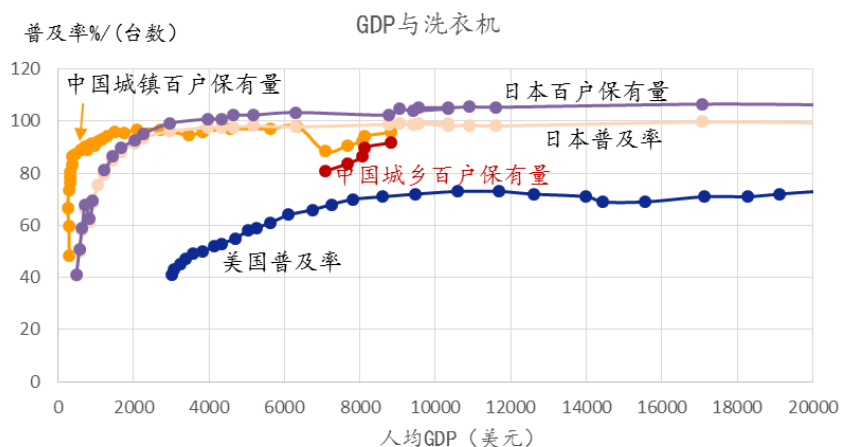
资料来源：日本统计局、美国 CENSUS DATA、中国统计局、安信证券研究中心 注：城乡百户保有量是统计局发布的城乡一体化调查数据。

图 54: 中国冰箱普及率程度大致接近同等 GDP 时期的美日



资料来源：日本统计局、美国 CENSUS DATA、中国统计局、安信证券研究中心

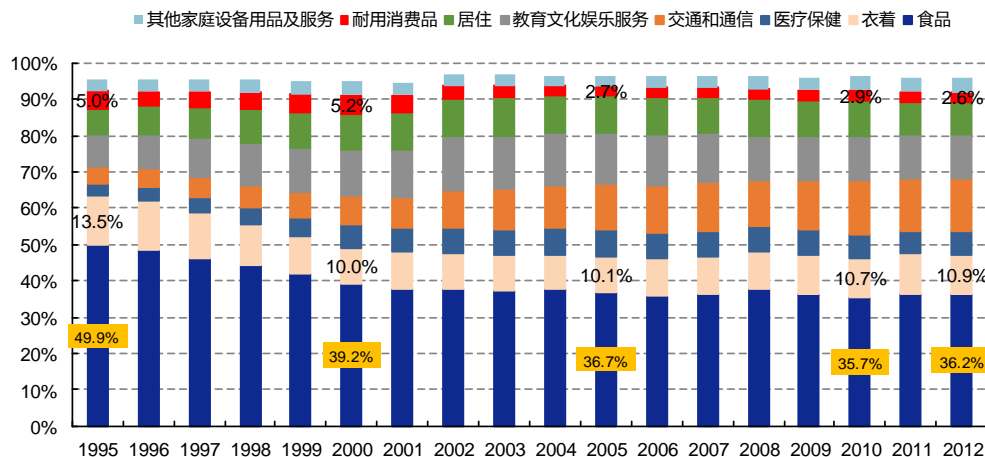
图 55: 中国洗衣机普及率程度大致接近同等 GDP 时期的美日



资料来源：日本统计局、美国 CENSUS DATA、中国统计局、安信证券研究中心

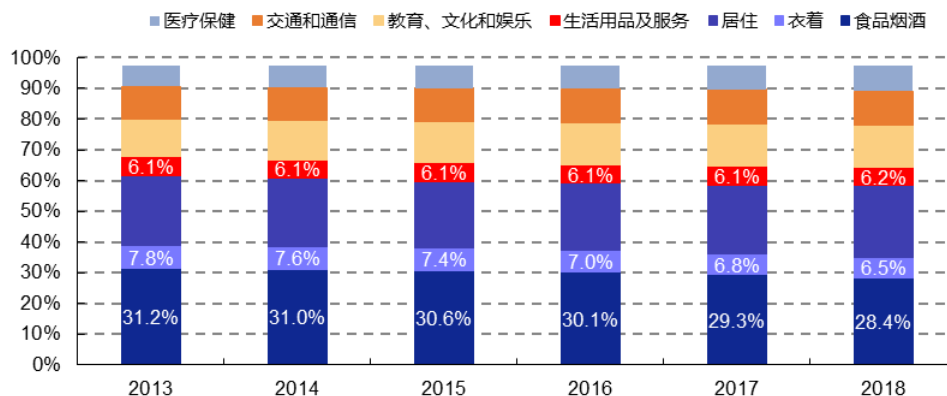
中国家庭家电支出占比还有提升空间。中国城镇 2012 年人均年度消费支出构成中，耐用消费品占比 2.6%，与 19 世纪 70~80 年代的美国和日本可比口径作比，中国耐用消费品支出占比比美国低、比日本略高（可能存口径细项的差异，但影响不大）。用 2013 年以来统计局公布的中国城乡一体化调查数据，全国居民人均消费支出构成能同样得出上述结论。如果我们以食品占比作为参考基准，中国当前食品在消费支出中的占比要高于美日可比时期。这说明，中国经济仍处在相对不发达的阶段，食品等必选品的占比仍较高，家电消费还有提升空间。

图 56：中国城镇居民人均年度消费支出构成



资料来源：wind、安信证券研究中心

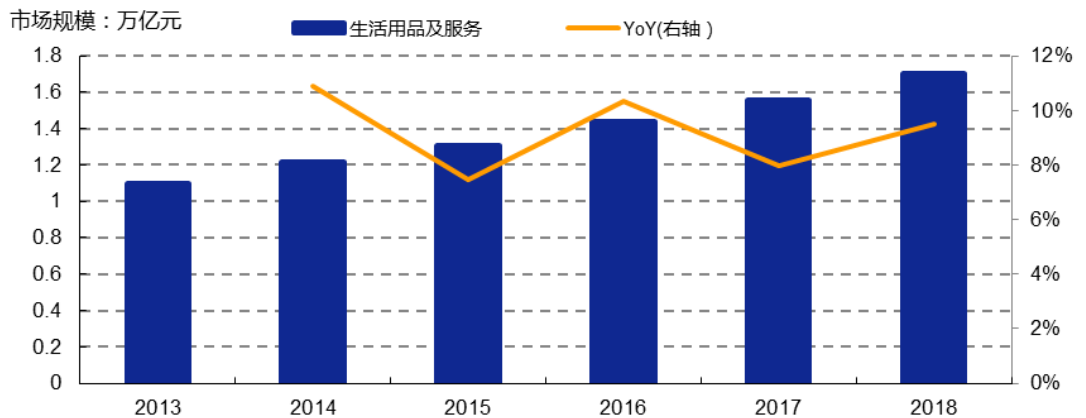
图 57：中国 2013 年城乡一体化调查全国居民人均年度消费支出构成



资料来源：wind、安信证券研究中心

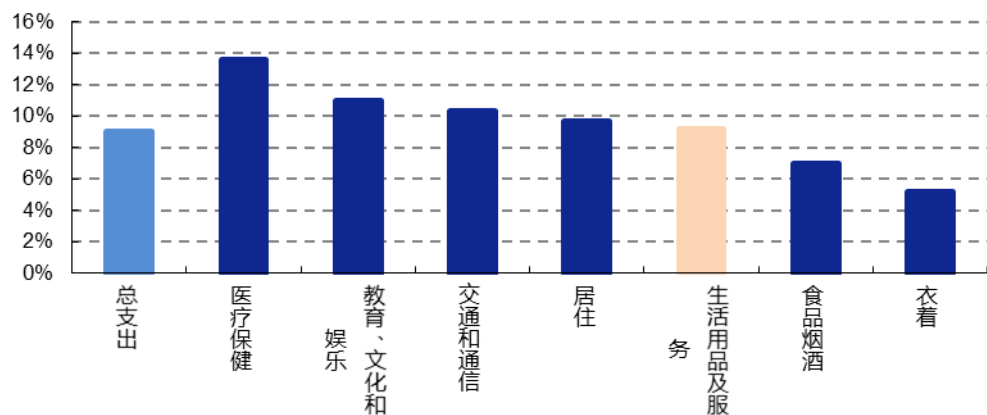
2013 到 2018 年，中国生活用品及服务市场规模复合增速 9.2%，高于总体市场增速，而美国、日本可比阶段的耐用品增速低于市场整体，可见中国生活用品及服务市场仍处在高速增长阶段。

图 58：中国生活用品及服务市场 2013-2018 年复合增速 9.2%



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 59：中国生活用品及服务市场 2013-2018 年复合增速高于消费市场整体



资料来源：wind、安信证券研究中心

#### 4.4. 投资建议

结合前文日本、美国的历史经验，我们认为：

**首先，即使在经济换挡期，家电股仍有很好的投资机会。**在日本和美国 70~80 年代经济增速换挡期，两国本土的家电市场规模仍保持增长趋势，家电产品的普及进程基本不受影响，细分品类的消费升级反而在加速（比如冰洗的高端化，比如当时空调、微波炉的快速流行）。此外，两国都遭遇了本土房地产市场的调整，日本还面临来自美国的贸易摩擦，而美国企业面临日本同行的竞争，但最终我们看到，这些考验都不会改变家电企业稳健成长的事实。

**其次，有几类特征的家电股更加值得重视：**

- **赛道大的。**长周期来看，大赛道才能够承载大企业的成长。大赛道来自于客单价高、需求广。在当下的中国，空调、厨电套装等是目前可见的大赛道，一些新兴品类如空气净化器、安防门禁系统等也有可能成长为大赛道。未来，伴随智能家居的推广，还可能出现更多的智能化组合。
- **有相关多元化能力的。**产品有其生命周期。具备相关多元化能力的企业，能够将其在一类产品的成功经验复制到下一个，为自己的成长找到接力点，有时可以找到赛道更好的产品，避



免自己因原产品的成熟、衰退而失去成长动力。

- **能够拓展商用业务的。**经济换挡期，在各种先进工具的辅助下提升运营效率，是企业界的普遍需求。家电企业开发商用电器，有潜在市场需求，亦在自己的能力圈之内。由于商用电器产品的技术要求更高，成功推出商用电器的企业亦将获得估值溢价。

综上，从长线投资的角度，结合当前估值，我们建议投资者重点关注格力电器、美的集团、青岛海尔、三花智控、老板电器、华帝股份、浙江美大、奥佳华、荣泰健康、苏泊尔、创维数字。相关公司的具体分析，可参见我们的个股报告。

**表 4：重点个股盈利预测与估值**

证券简称	板块	EPS			PE			评级	净利润 (亿元)			股本 (亿)	股价 (元)
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		2018	2019E	2020E		
格力电器	白电	4.36	4.58	5.28	11.7	11.2	9.7	买入-A	262.3	275.5	317.6	60.2	51.2
美的集团	白电	3.07	3.44	3.87	16.5	14.7	13.1	买入-A	202.8	227.2	255.6	66.1	50.6
青岛海尔	白电	1.17	1.28	1.40	14.0	12.8	11.7	买入-A	74.5	81.5	89.2	63.7	16.3
三花智控	白电上游	0.47	0.52	0.60	21.5	19.4	16.7	买入-A	12.9	14.3	16.6	27.7	10.0
老板电器	厨电	1.55	1.63	1.78	16.4	15.6	14.3	买入-A	14.7	15.5	16.9	9.5	25.4
华帝股份	厨电	0.77	0.85	1.02	14.7	13.3	11.0	买入-A	6.8	7.5	9.0	8.8	11.3
浙江美大	厨电	0.58	0.73	0.95	21.0	16.7	12.8	买入-A	3.7	4.7	6.1	6.5	12.2
奥佳华	小家电	0.78	1.02	1.34	20.3	15.5	11.8	买入-A	4.4	5.7	7.5	5.6	15.8
荣泰健康	小家电	1.78	2.00	2.34	15.7	14.0	12.0	买入-A	2.5	2.8	3.3	1.4	28.0
苏泊尔	小家电	2.03	2.32	2.64	35.7	31.2	27.5	买入-A	16.7	19.1	21.7	8.2	72.5
创维数字	黑电	0.31	0.43	0.59	28.8	20.8	15.2	买入-A	3.3	4.6	6.3	10.7	8.9

资料来源：wind、安信证券研究中心 注：收盘价取 2019.06.14。

#### 4.5. 风险提示

- 1、美国、日本 70~80 年代消费市场变迁有其特定的历史背景，在中国市场的表现不会简单重复，因此历史借鉴有一定局限性。
- 2、限于数据可得性，可能存在样本偏差。
- 3、中国当前房地产市场交易仍以新房为主，房地产市场景气度在短期内如果出现大幅下滑，可能会对家电消费形成较大影响。
- 4、中国与某些国家的贸易摩擦可能导致中国企业出口贸易环境的恶化，短期内影响到家电企业的出口。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张立聪、王修宝声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034