

家电

2019 年中期策略

维持评级

报告原因：中期策略

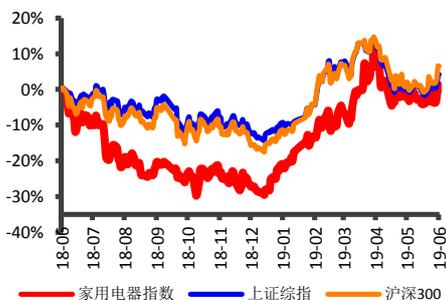
负重前行 从行业渗透率及增量空间聚焦白电和小家电

看好

2019 年 6 月 21 日

行业研究/深度报告

家电行业近一年市场表现



相关报告：

行业研究：家电行业 2019 年 5 月报：企业以价换量提振市场需求

分析师：石晋 CFA

执业证书编号：S0760514050003

电话：0351-8686645

E-mail: shijin@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

投资要点

➤ 回顾 2019H1：市场零售规模表现疲弱，但国产均价基本趋势向上。

2019 年一季度行业总体运行状况延续 18 年下半年以来的低迷态势，市场零售额规模同比下降 3.1%，出口面临地缘政治风险，家电行业的内生需求不断被消耗。从线下产品端来看，冰箱、空调市场份额继续向头部企业集中；烘洗一体洗衣机均价提升带动中高端市场回暖；烟机产品结构显示高端市场份额面临中低端产品冲击。线上市场零售额份额较去年同期上升近 4 个百分点，达到 34.9%，同比增长率为 8.6%，小家电产品对线上渠道的依赖度明显增加。5 年来中国品牌与国际品牌（尤其在“高端”“智能”方面）差距不断缩小，外资品牌份额不断被蚕食，国产品牌市场份额和竞争力迅速提升，品牌结构调整与淘汰的进程加快，整体上产品均价走高。

➤ 白电行业展望：头部企业运行质效稳步提升，估值水平仍有提升空间

1) 18 年家电市场受国内外环境影响，市场容量增长放缓，但白电头部企业顶住压力积极应对，通过自身成本优势、技术优势抢占中小企业的市场份额，TOP3 占据行业六成以上份额。2) 当前市场需求正在从消费端向生产端进行逆向传导，头部家电企业通过搭建智能制造系统大幅提升产品创新能力、快速交货能力以及连续补货能力实现消费者对产品的个性化、定制化需求，加深行业护城河。3) 随着 5G 和 AI 的到来，在万物互联时代，用户对家庭成套智慧解决方案要求不断提升，家电头部企业具有从制造销售向智慧家庭生活服务商转换的先天优势。

➤ 黑电行业展望：OLED 电视需求提速 有望带动产品均价上扬

对比欧美国家 OLED 电视的渗透率超过 30%，我国万元以上高端市场渗透率仅为 11%。我们认为从中期来看，随着上游面板技术的不断成熟，良率不断提升，OLED 显示、物联网、8K 生态链的拓展以及 5G 技术的升级将给彩电企业带来转型升级的机遇。凭借国产 TOP6 纷纷入局 OLED 电视，OLED 电视的市场规模将继续保持稳定增长，同时带动彩电产品均价的提升。预计到 2020 年，国产 OLED 在全球市场份额占比将由 2018 年的不足 10%，逐步提升至 15%。

➤ 厨电市场展望：深挖渠道下沉红利，提升三四线市场渗透率



一二线城市基本完成厨电品类的普及、逐渐进入以更新需求为主的消费阶段，三四线地区厨电保有量低、目前全国两千多县城中品牌商覆盖率不足 50%，农村的油烟机渗透率不足 25%。受益于乡村振兴战略实施，农村消费习惯逐渐向城市消费模仿，整体呈现出从低档次、无品牌的商品消费转向知名品牌消费倾斜，带动农村灶具市场的需求红利释放。

➤ 小家电市场展望：多因素为新型小家电带来市场机遇

当前中国的 80、90 后约占总人口的 1/3，随着平均年收入从 2014 年的 5900 美元增长至 2024 年的 1.3 万美元，他们将主导未来 10 年的消费格局。中国老年人则以平均 1200 万/年的速度增加，“懒人经济+养老经济”推动小家电智能升级。养生、美容概念近几年市场火爆，破壁机、养生壶和按摩器械定位人群广泛，仍然处于成长阶段，维持双位数增长态势是大概率事件。美容仪器从功能、适用部位、外观等诸多方面精细化，目标群体涵盖广大女性及爱美男性，市场需求持续加速。预计到 2020 年美容类家电规模将达到 180 亿美元，未来 3 年的 CAGR 为 11%。整体来看，小家电市场仍处蓝海阶段。

投资建议

➤ 近年来我国社会消费品零售总额增速趋缓，但品质消费却逆势飘红，以消费者需求为导向推动家电消费市场向高端化、生态化发展。从消费者购买品类来看，由必需类大家电向非必需的生活类小家电延伸；从使用体验角度来看，消费者逐渐由功能消费阶段进入到品质消费阶段。家电作为防御性较强的板块，我们认为可从三条主线寻找投资机会。主线一：对业绩稳健增长、市场占有率高、具有明显技术优势、海外市场拓展良好以及横向对比估值仍处合理区间的白电头部企业可继续关注，推荐：**美的集团、青岛海尔**。主线二：一二线市场厨电渗透率接近饱和，但三四级市场仍具挖掘潜力，新型城镇化政策有望推动渠道重心向三四线市场持续倾斜以提升烟灶保有量，我们认为可关注在三四线城市渠道覆盖率高、具有高性价比的公司，推荐：**浙江美大、华帝股份**。主线三：从中长期角度来看，小家电具有由消费属性由可选消费向必需消费转换的机会，处于上升成长期的小家电产业值得看好，建议关注品类发展处于导入期、智能化程度高、未来 3-5 年市场规模增速确定性高的细分龙头企业。推荐：**九阳股份、奥佳华、苏泊尔**。

风险提示

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；中美贸易摩擦；原材料价格上涨等。

目录

1.行业回顾	6
1.1 19 年上半年家电市场零售规模表现疲弱	6
1.2 营收、净利双向下滑，期间费率低位运行	6
1.3 国内外品牌差距缩小，国产均价走势基本向上	8
2. 2019 年下半年展望	9
2.1 白电：头部企业运行质效稳步提升，估值水平仍有提升空间	9
2.1.1 头部企业领跑优势不断扩大	9
2.1.2 海外布局+产能转移弱化贸易政策风险	10
2.1.3 家电智能化步伐继续加快	12
2.2 黑电：新型显示技术有望带动产品均价提升	15
2.2.1 OLED 电视需求提速 消费者接受度提高	15
2.2.2 产业政策推动 OLED 快速发展	15
2.2.3 OLED 高端定位带动品类均价提升	16
2.3 厨电市场：深挖渠道下沉红利，提升三四线市场渗透率	17
2.3.1 地产精装大势所趋，把握工装渠道机会	17
2.3.2 三四线人口基数大但烟灶渗透率偏低	19
2.3.3 国产厨电产品竞争力提升	21
2.4 生活品类小家电由可选消费向必需品属性转换	21
2.4.1 人均居住面积正向影响小家电的购买数量	21
2.4.2 “懒人经济+养老经济”推动小家电产品升级	23
2.4.3 健康、美容类小家电带来市场机遇	24
3. 投资策略	26
4. 重点公司推荐	26
5. 风险提示	28

图表目录

图 1：社零总额及人均可支配收入增速持续放缓	6
图 2：制造业企业家信心指数	6
图 3：19 年一季度营收+5.3%，排第 22 位	7
图 4：19 年一季度归母净利润 191.06 亿元，增长 7.2%.....	7
图 5：19 年一季度毛利率 24.6%，出现回暖	7
图 6：19 年一季度期间费率整体维持低位运行	7
图 7：18 年家电主要品类均价及变动情况	8
图 8：19 年 4 月线上线下均价及变动表现	8
图 9：美的、HAIER、格力智能制造流程	9
图 10：美的全球布局生产基地	11
图 11： 海尔全球布局	11
图 12：华为 HILINK 平台合作企业.....	13
图 13：18 年智能家电参与家数及渗透率情况	13
图 14：智能家居中主要智能产品市占率（%）	13
图 15：2018 年 OLED 电视销售分布	15
图 16：OLED 电视联盟成员	15
图 17：历年电视均价走势	17
图 18：2019Q1 新品上市价格	17
图 19：国内精装市场开发商规模	18
图 20：精装市场洗碗机规模（万台）	19
图 21：三四级家电市场规模（亿元）	19
图 22：国家历年乡村振兴乡村战略	19

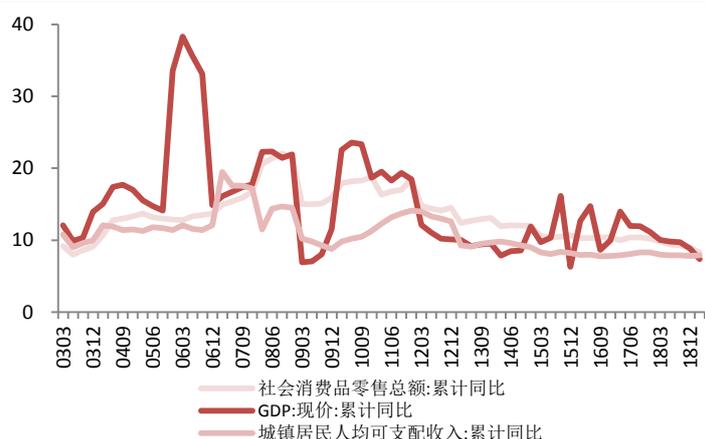
图 23: 各级市在岗职工平均薪酬（元）	20
图 24: 全国人口分布测算（万人）	20
图 25: 2019 年一季度线下品牌份额	21
图 26: 2019 年一季度线上品牌份额	21
图 27: 小家电国内占比 29%，国外占比 47%	22
图 28: 各洲消费家电的利润份额	22
图 30: 全球人均居住面积（m ² ）	22
图 30: 城市人均住宅建筑面积（m ² ）	22
图 31: 家电发展从渠道驱动向服务驱动转化	23
图 32: 新型智能生活小家电	23
图 33: 各类小家电产品发展阶段	24
图 34: 19Q1 破壁机线上线下零售额占比	24
图 35: 线上个护/保健按摩零售额（万元）	25
图 36: 线上美容仪器销售额（万元）	25
表 1: 2018 年白电 TOP 品牌零售额集中度	9
表 2: 家电企业海外收购项目	10
表 3: 智能家电扶持政策（2012-2019）	12
表 4: 最新智能家电国家标准	14
表 5: OLED 鼓励及扶持政策梳理	16
表 6: 国家级精装房鼓励及扶持政策梳理	17

1. 行业回顾

1.1 19 年上半年家电市场零售规模表现疲弱

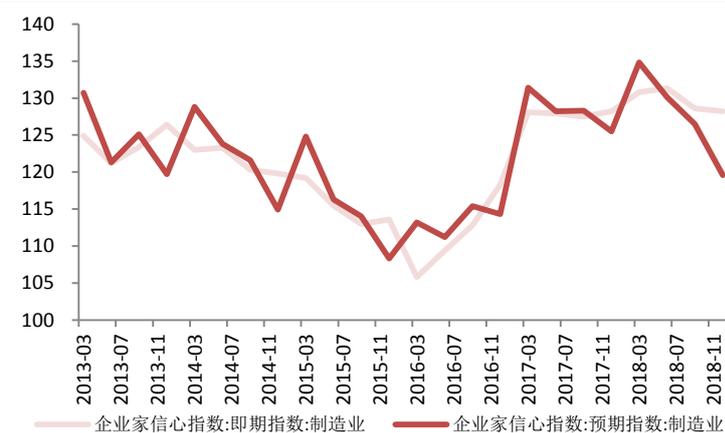
在房地产市场整体沉寂局部复苏拉动力减弱、结婚登记人数下降及居民可支配收入增速放缓的背景下，2019 年一季度行业总体运行状况延续了 18 年下半年以来的低迷态势，市场零售额规模达到 1834 亿元，同比下降 3.1%，家电行业的内生需求不断被消耗。主要品类中，白电销量疲弱、黑电以价换量、小家电销售额增速放缓、厨电维持低速增长，整体家电市场进入存量博弈阶段。如何在宏观环境趋弱、行业步入成熟阶段成为市场共识的情况下，我们认为，家电行业作为下游产业跟宏观经济和居民收入的增长呈明显的正相关关系，在市场份额扩容趋缓的情况下，具有市场份额提升明显、品类均价稳中有升的企业具备更好的投资机会。

图 1：社零总额及人均可支配收入增速持续放缓



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 2：制造业企业家信心指数



数据来源：奥维云网，山西证券研究所

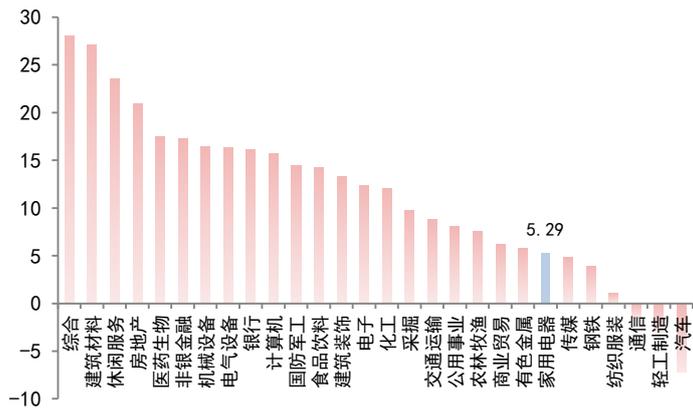
2019 年一季度线下市场规模持续萎缩，整体规模为 1195 亿元，同比增长率为-8.3%；从产品端来看，冰箱、空调市场份额继续向头部企业集中；烘洗一体洗衣机均价提升带动中高端市场回暖；烟机产品结构显示高端市场份额面临中低端产品冲击。线上市场零售额份额较去年同期上升近 4 个百分点，达到 34.9%，同比增长率为 8.6%。由于安装及售后的特殊性，四大家电和厨卫产品销售仍以线下市场为主兼有线上；小家电产品对线上的依赖度明显增加，其线上占比高达 57.1%。我们认为不能将线上渠道看做是对线下渠道的替代，线上消费由于具有便利性、及时性以及无地域局限性等特征增加了购买者的非理性消费及非必需消费，因此线上对线下是一种互补作用。

1.2 营收、净利双向下滑，期间费率低位运行

从盈利能力层面看，19 年一季度家电营收增长率+5.3%，按申万分类的 28 个一级行业，位列第 22 位，

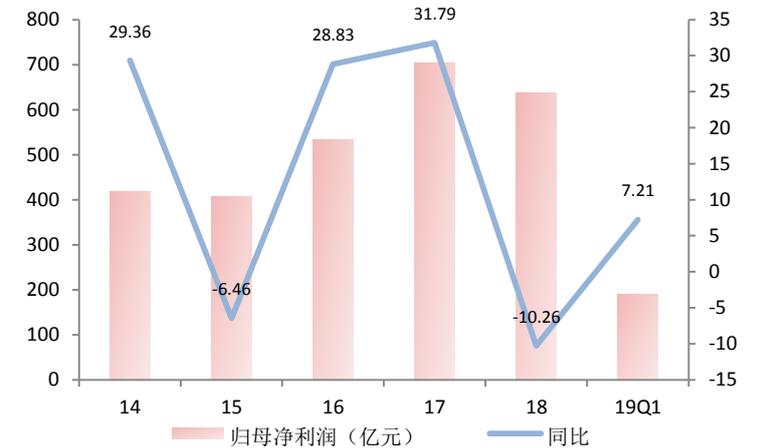
较去年同期下降 10 位，行业主营收入增速降至个位数增长，市场规模扩张脚步明显放缓；其中白电营收增长+4.3%，贡献最大的为冰箱+7.2%，内资企业抓住电商蓬勃发展机遇，市场份额提升显著；黑电增长 8.7%，TOP6 品牌集中度有所提升；家电零部件增长 1.78%；小家电-7.77%，主要是能够增厚行业利润空间的新兴品类上涨趋势放缓，传统品类更新需求不足，预计进入二季度之后局面将有所缓解。

图 3：19 年一季度营收+5.3%，排第 22 位



数据来源：wind，山西证券研究所

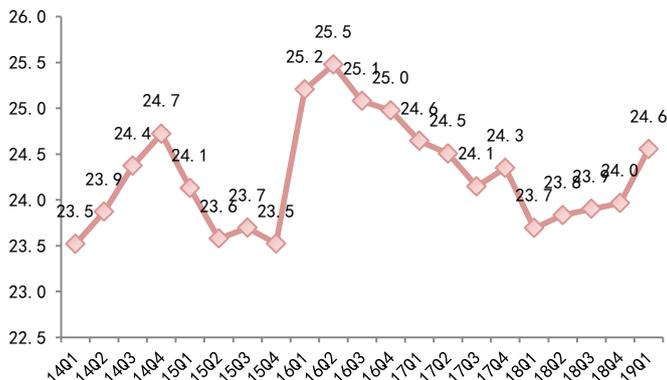
图 4：19 年一季度归母净利润 191.06 亿元，增长 7.2%



数据来源：wind，山西证券研究所

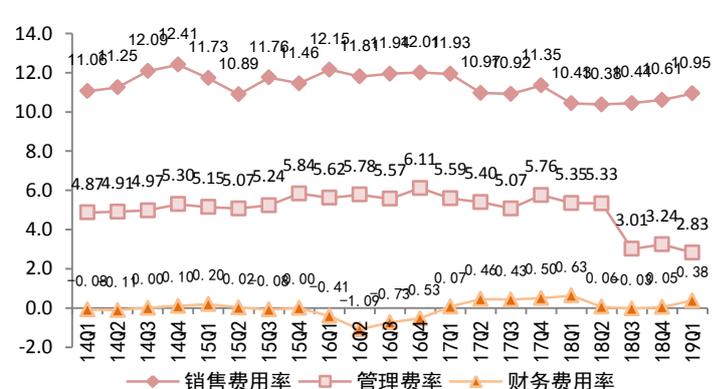
19 年一季度行业整体毛利率为 24.55%，较去年同期变动+0.86 个百分点；总体来看行业毛利率在 18 年下探到阶段性底部后出现明显回暖迹象，主要原因一方面在于报告期内主要原材料价格延续下行趋势助力毛利率提升，另一方面由于消费结构升级带动高毛利产品占比提升。费用方面，处于行业低位运行，19 年一季度销售费用率小幅上升到 10.95%；管理费率自 18 年 3 季度开始出现大比例下滑，19 年一季度继续下探到 2.83%；财务费率基本维持平稳，区间窄幅震荡。

图 5：19 年一季度毛利率 24.6%，出现回暖



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：19 年一季度期间费率整体维持低位运行



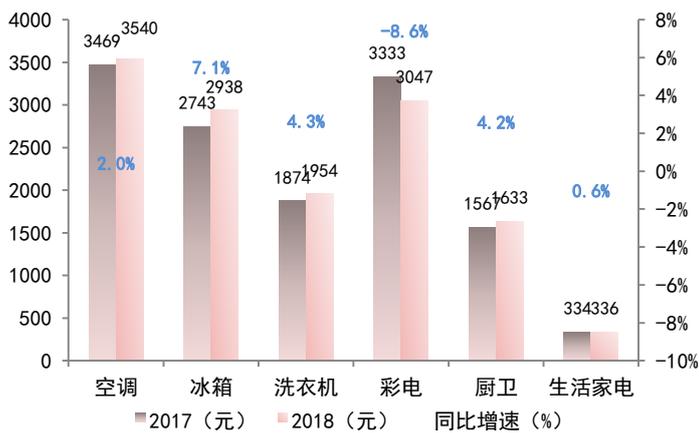
数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 国内外品牌差距缩小，国产均价走势基本向上

5年来中国品牌与国际品牌（尤其在“高端”“智能”方面）差距不断缩小，外资品牌份额不断被蚕食，国产品牌市场份额和竞争力迅速提升，品牌结构调整与淘汰的进程加快，整体上产品均价走高。细分来看，冰洗行业已经进入到存量博弈阶段，产品功能迭代和技术创新成为规模持续扩大的主要驱动因素；彩电均价同比受市场竞争激烈影响，大尺寸、高性能产品降价幅度大。

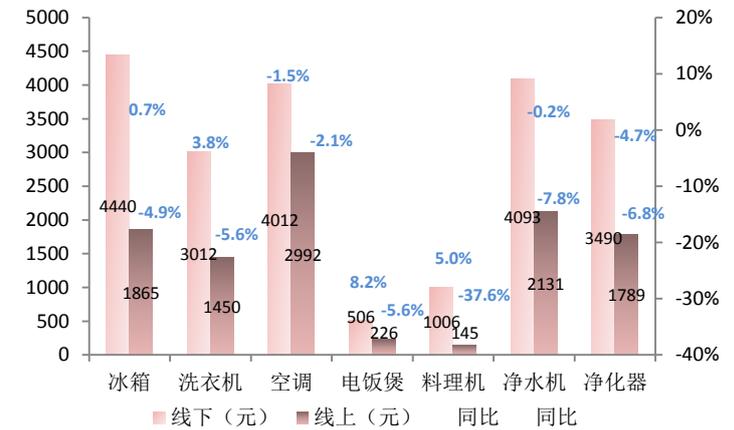
截至“五.一”，线下产品均价基本维持稳定。一季度空调库存在4700万台左右处于历史高位，品牌竞争出货导致价格下降；冰洗均价持续上涨但增速有所放缓；电饭煲、料理机均价上涨幅度>5%；净化类产品均价下降，主要是厂商参与经销商通过促销大幅走量，拉低产品均价。线上产品均价均处于均价下滑的态势，其中料理机单价降幅最大，主要是作为中高端产品的破壁机量价齐跌，短期拖累料理机的均价表现。

图 7：18 年家电主要品类均价及变动情况



数据来源：奥维云网，山西证券研究所

图 8：19 年 4 月线上线下均价及变动表现



数据来源：奥维云网，山西证券研究所

2. 2019 年下半年展望

2.1 白电：头部企业运行质效稳步提升，估值水平仍有提升空间

2.1.1 头部企业领跑优势不断扩大

白电行业明显呈现出寡头垄断之势，国产 TOP 品牌的市场份额在持续扩大。18 年家电市场受国内外环境影响，市场容量增长放缓，但白电头部企业顶住压力积极应对，通过自身成本优势、技术优势抢占中小企业的市场份额，TOP3 占据行业六成以上份额。去年仅上海，超 20 个空调品牌被淘汰出局，同时，松下、三菱、东芝、夏普、三洋、LG 等外资品牌的份额正在急剧缩减。据全国家用电器工业信息中心数据，18 年空调市场 TOP3 品牌的零售额市场份额由 17 年的 72.1% 扩大到 73.6%；冰箱市场，TOP3 品牌的零售额市场份额由 17 年的 55.8% 扩大到 58.7%。18 年空调、冰箱、洗衣机市场，国产品牌份额分别达到了 90.8%、76.8%、63.8%，三大头部品牌中海尔和美的的小天鹅在冰洗市场的领军之势进一步扩大，格力和美的在空调市场持续领先。

表 1：2018 年白电 TOP 品牌零售额集中度

品类	CR3	变动	CR5	变动	CR10	变动
空调	73.6%	1.5%	84%	1.4%	93.8%	0.8%
冰箱	59%	3%	79%	3%	94.4%	2.8%
洗衣机	75%	3%	85%	2%	93.4%	1.2%

资料来源：家电工信中心、山西证券研究所

龙头企业发力智能制造，加深行业护城河 当前市场需求正在从消费端向生产端进行逆向传导，头部企业通过搭建智能制造系统大幅提升产品创新能力、快速交货能力以及连续补货能力实现消费者对产品的个性化、定制化需求，以此提升品牌价值，增加用户粘性，加深行业护城河。例如，海尔建成 11 家全球引领的互联工厂样板，利用工业互联网平台 COSMOPlat 形成全流程互联互通的能力和生态体系，满足用户高端化、个性化的最佳体验。用户全流程参与的大规模定制占比达 19%，客户参与的大规模定制占比达 52%，驱动全流程的运营效率提升（新产品研发周期降低 50% 以上）。随着虚拟现实 VR 产业链的发展，智能产品还将呈现爆发式增长。美的则是通过美云智数集合智能制造、物联网、大数据、云计算等技术，推出工业互联网平台 MeiCloud，该协同云平台通过软件和硬件协同，联通七大环节，已经可以支持在全球 40 多个基地生产和运作 1 万多种产品。

图 9：美的、Haier、格力智能制造流程



数据来源：GFK，百度，山西证券研究所

2.1.2 海外布局+产能转移弱化贸易政策风险

海外并购一方面提高了品牌本土化的渗透速度，一方面并购国外知名品牌是本土企业节省研发成本提升技术实力更快的一种方式。国内家电企业借助海外并购，获得全球领先的生产经验、多样化的产品覆盖，通过设立海外生产基地有效推动海外品牌本土化构建，解决了企业研发周期长、设备成本投入高、用户认可时间长的缺点，让传统家电实现弯道超车。

表 2：家电企业海外收购项目

公司名称	时间	收购名称	并购内容&影响
海尔	2012	AQUA	2011年海尔并购日本三洋电机白色家电业务，2012年海尔正式发布新品牌“AQUA”全系列产品
	2012	新西兰 Fisher&Paykel Appliances	2012年9月海尔集团收购新西兰 Fisher& Paykel
	2017	美国 GE 家电业务	超 50 亿美元收购。GEA 在美国家电市场占有率接近 14%，海尔希望借助 GEA 的品牌、技术和渠道资源，提升其在美国乃至全球市场的竞争力和影响力。
	2018	收购意大利 Candy 公司 100% 股份	交易对价为 4.75 亿欧元，Candy 公司成立于 1945 年，旗下五大板块包括洗衣机、独立式嵌入式厨房电器、小家电、冰箱和售后服务与其他业务。洗衣机板块是 Candy 公司收入的最主要来源，约占整体收入的 49%。Candy 公司业务遍布欧洲、中东、亚洲及拉美等地区，拥有位于欧洲和亚洲的 6 大专业生产基地、超过 45 个子公司和代表处，以及 2,000 多个售后服务中心与 6,000 余名服务专员。
美的	2016	日本东芝家电	近 5 亿美元收购东芝家电 80.1% 的股权，东芝保留 19.9% 的股权，同时，美的将获得 40 年的东芝品牌的全球授权及超过 5 千项与白色家电相关的专利。收购东芝白色家电业务是美的集团落实全球经营战略的关键一步。整合后，美的将在包括日本、东南亚在内的重要市场取得显著的业务规模、强大的分销渠道以及专利技术支持
		德国工业机器人库卡	37 亿欧元，是美的集团推进“双智”战略、推进集团全球化发展、优化产业布局、深入全面布局机器人产业、拓展 B2B 空间的关键一步，具有重大战略意义

		意大利中央空调企业 Clivet	10月底完成收购 Clivet 80% 的股权，依托 Clivet 在欧洲中央空调市场的影响力，美的将进一步提升在欧洲及全球市场大型中央空调市场占有率，延展销售渠道，并获得完整的大型中央空调的生产线与技术协同，提升整体价值。
		伊莱克斯吸尘器品牌 Eureka	快速的提升美的品牌，在美国市场的销售与分销。
		以色列 Servotronic（高创）	旨在自动化和智能制造技术方面的投入
创维	2015.6	德国电视机制造商美兹 TV 业务	创维以自有资金收购 Metz 电视业务相关资产，具体包括电视业务相关的存货、应收贸易款、电视模具、电视相关专利和 Metz 品牌等。
	2015.8	夏普	收购夏普墨西哥彩电工厂和美洲除巴西地区
海信	2017	东芝全球电视	自有资金收购 Toshiba Visual Solutions Corporation 95% 股权，享有东芝电视产品、品牌、运营服务等一揽子业务，并将获得东芝电视 40 年全球品牌授权。
		斯洛文尼亚白电制造商 Gorenje	收购 1.831 亿欧元，有助于弥补海信在厨电领域的空白

资料来源：公司公告、山西证券研究所

在本次中美贸易摩擦中，首批 500 亿商品清单以及加增的 2000 亿清单中涉及到的家电占对美家电总出口额的 50% 左右，主要涉及空调、冰洗、吸尘器、微波炉、彩电和烤箱等。从长远来看，产能在全球的布局 and 转移能部分缓解贸易风险，拥有海外生产基地的企业有部分已将订单转移至海外生产，以避免高关税。例如，目前我国空调、洗衣机、冰雪产能转移以东南亚为主，如印度、越南等。

海尔冰箱采用“以全球化应对全球化”的本土化运营模式，在全球建立 10 大研发中心和 108 个制造中心，能够迅速获取全球用户需求并提出解决方案。17 年 11 月，印度海尔工业园扩建投产，从单一冰箱品类扩展到冰箱、洗衣机、空调、热水器、彩电 5 大类。美的自 2007 年陆续在美国、日本、意大利、德国、新加坡、奥地利、以色列等多个国家设立研发中心。18 年美的印度科技园正式奠基，未来五年计划投资 135 亿卢比，将其打造为消费电器、暖通空调和压缩机等产品的生产基地。迄今，美的海外生产基地遍布 15 个国家，海外员工约 33,000 人，全球设立销售运营机构 24 个，业务涉及 200 多个国家和地区。领先的生产规模让公司可以在全球市场中实现海外市场竞争对手难以媲美及难以复制的效率及成本优势。考虑到人力物力成本以及地缘因素，预计未来将有更多的家电企业向更低人力成本、更多的政策优惠的国家转移发展。

图 10：美的全球布局生产基地

图 11：海尔全球布局



数据来源：公司官网，山西证券研究所



数据来源：百度，山西证券研究所

2.1.3 家电智能化步伐继续加快

我国从 12 年起出台了一系列促进智能家居、智能家电发展的政策文件，有效促进了家电行业的消费升级。18 年 10 月，《国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》中提出引领智能家居、智慧家庭等领域消费品标准制定，加大新技术新产品等创新成果的标准转化力度。19 年 1 月发改委等十部门联合印发了《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案》，明确了 2019 年家电产品刺激消费政策，主要措施为支持绿色、智能家电销售，促进家电产品更新换代和积极带动贫困地区产品销售。北京政府已推出相关促销文件，其他地方政府促销措施也已经陆续出台。

表 3：智能家电扶持政策（2012-2019）

时间	部门	文件及内容
2012. 2	工信部	《物联网“十二五”发展规划》：智能家居作为物联网 9 大重点领域应用示范工程之一，包括家庭网络、家电智能控制、节能低碳等
2016. 3	国务院	《2016 年国务院政府工作报告》：促进制造业升级。深入推进“中国制造+互联网”，建设若干国家级制造业创新平台，实施一批智能制造示范项目，启动工业强基、绿色制造、高端装备等重大工程，组织实施重大技术改造升级工程。
2016. 12	国务院	《十三五国家战略性新兴产业发展规划》重点推进智能家居、智能汽车、智慧农业、智能安防、智慧健康、智能机器人、智能可穿戴设备等研发和产业化发展。鼓励各行业加强与人工智能融合，逐步实现智能化升级。利用人工智能创新城市管理，建设新型智慧城市。推动专业服务机器人和家用服务机器人应用，培育新型高端服务产业。
2017. 8	国务院	《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》升级智能化、高端化、融合化信息产品，重点发展面向消费升级的中高端移动通信终端、可穿戴设备、数字家庭产品等新型信息产品，以及虚拟现实、增强现实、智能网联汽车、智能服务机器人等前沿信息产品。
2018. 9	国务院	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》加快提升新型信息产品供给体系质量，积极拓展信息消费新产品、新业态、新模式。升级智能化、高端化、融合化信息产品，重点发展适应消费升级的中高端移动通信终端、可穿戴设备、超高清视频终端、智慧家庭产品等新型信息产品，

2019.1	发改委	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》支持绿色、智能家电销售。有条件的地方可对产业链条长、带动系数大、节能减排协同效应明显的新型绿色、智能化家电产品销售，给予消费者适当补贴。
--------	-----	---

资料来源：政府网站、山西证券研究所

智能平台搭建 产品无界限 2014 年是智能平台爆发的元年，Google 以 32 亿美元收购 Nest、苹果联合 Honeywell 推出 HomeKit、微软与 Insteon 达成战略合作、三星发布 Smart Home 智能平台，全球智能家居产业进入发展的快车道。在此背景下，无论垂直领域的独角兽企业，或是互联网、家电巨头公司纷纷跨界合作，积极布局开放式生态平台。随着万物互联的时代的到来，互联互通创造出全新的智慧便捷体验，对家庭成套智慧解决方案要求不断提升，而家电头部企业具有从制造销售向智慧家庭生活服务商转换的先天优势。18 年华为 HiLink 平台已经接入 50 多个品类、100 多个合作企业、覆盖产品 300 多款。互联互通的消费者可同时操控美的 M-Smart、海尔 U+、博西家电 Home Connect、海信聚好连、长虹 UP、TCL 大智和创维 V+ 等智慧平台。目前，阿里云智能 IoT 也已经拥有 16 万+开发者，10000+合作伙伴厂商，15000+应用以解决方案数，1300+对外开放的 API。我们预计智能家居 2019 年全球市场规模达到 680 亿美元，国内智能家居规模在 1450 亿左右，年增长率约为 15%。

图 12：华为 Hilink 平台合作企业



数据来源：公司官网、山西证券研究所

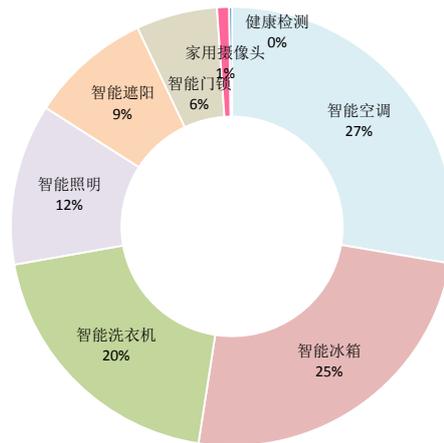
智能家居细分市场包括智能家电、智能影音、智能照明、家庭安防等多个方面，其中，智能家电占比最高。从市场占比来看，家电类产品在智能家居当中占比最高，智能空调、智能冰箱和智能洗衣机三者市场占比合计超过 70%。冰箱、空调和洗衣机 3 类年销售单品类达 400-900 万台，合计 200 亿以上，规模最大的智能空调市场 18 年零售量零售额增长分别为 0.3%和 6.1%，洗衣机智能市场 18 年零售量零售额分别变动-24%和-1%，冰箱增长最为明显 25.9%和 28.1%，智能大家电产品整体升级明显。

图 13：18 年智能家电参与家数及渗透率情况

图 14：智能家居中主要智能产品市占率（%）



数据来源：GFK，山西证券研究所



数据来源：中商产业研究院，山西证券研究所

积极完善智能家电国家标准 2016年国务院政府工作报告指出：提升消费品品质，加快质量安全标准与国际标准接轨，建立商品质量惩罚性赔偿制度。积极鼓励企业开展个性化定制、柔性化生产，培育精益求精的工匠精神。为加强消费品领域标准体系建设、推进消费品质量和标准提升，家电行业近两年就出台了多个修订计划及工作要点：17年10月30日，国家标准委下达了408项国家标准制修订计划，其中，家电领域有67项标准计划项目，而涉及到智能家电的有9个。18年6月26日，家电领域下达了包括《家用和类似用途电器噪声测试方法吸油烟机的特殊要求》等12项国家标准项目。19年全国标准化工作会议上提出要在数字经济、人工智能、量子计算、高端装备、智能制造、智慧城市、智能交通等重点领域，协同推进国际国内标准研制。

表 4：最新智能家电国家标准

序号	标准编号	标准名称	代替标准号	实施日期
1	GB/T 28219-2018	智能家用电器通用技术要求	GB/T 28219-2011	2019-1-1
2	GB/T 36423-2018	智能家用电器操作有效性通用要求		2019-1-1
3	GB/T 36424.1-2018	物联网家电接口规范第1部分：控制系统与通信模块间接口		2019-1-1
4	GB/T 36426-2018	智能家用电器服务平台通用要求		2019-1-1
5	GB/T 36427-2018	物联网家电一致性测试规范		2019-1-1
6	GB/T 36428-2018	物联网家电公共指令集		2019-1-1
7	GB/T 36429-2018	物联网家电系统结构及应用模型		2019-1-1
8	GB/T 36430-2018	物联网家电描述文件		2019-1-1
9	GB/T 36432-2018	智能家用电器系统架构和参考模型		2019-1-1

资料来源：中国家电标准网、山西证券研究所

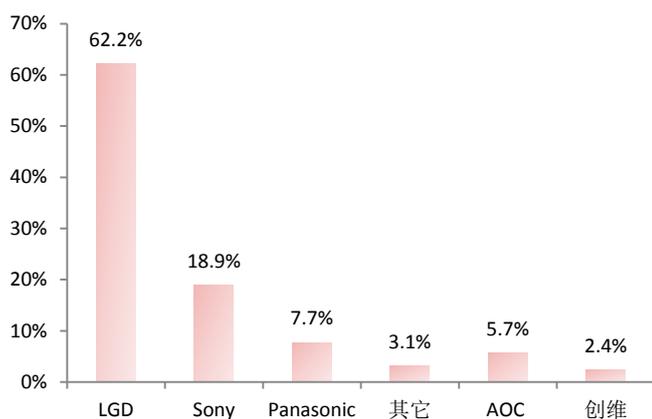
2.2 黑电：新型显示技术有望带动产品均价提升

2.2.1 OLED 电视需求提速 消费者接受度提高

目前 OLED 电视集团由包括 LG 电子和索尼在内的 15 家电视制造商组成。OLED 电视市场品牌集中度高，市场前五大品牌(LGE、Sony、Panasonic、Philips、创维)出货占比达 98%。目前，OLED 电视面板规格有 55 英寸、65 英寸、75 英寸以及 88 英寸 4 种，其中 55 英寸、65 英寸为主流尺寸，在中小尺寸明显缺失，因此 OLED 电视虽然保持着增长态势，但不超过 10%的销售占比依然属于小众产品。LGD 日前表示将在明年开始量产 48 英寸 4K OLED 电视面板，像素密度 91.8PPI 高于现在的 67.8PPI，48 英寸与主流尺寸液晶电视形成错位竞争，有助于提升 OLED 电视的市场占有率。从销售状况来看，OLED 电视表现最好的市场是欧洲，其次是美国、韩国、日本，均为发达国家。中国在 OLED 电视的销售尚处于初级阶段，其中创维电视占据国内 OLED 市场份额第一。预计未来三年中国 OLED 电视市场在全球的占比将由 2018 年的不足 10% 逐步提升至 2020 年的 15%-左右。

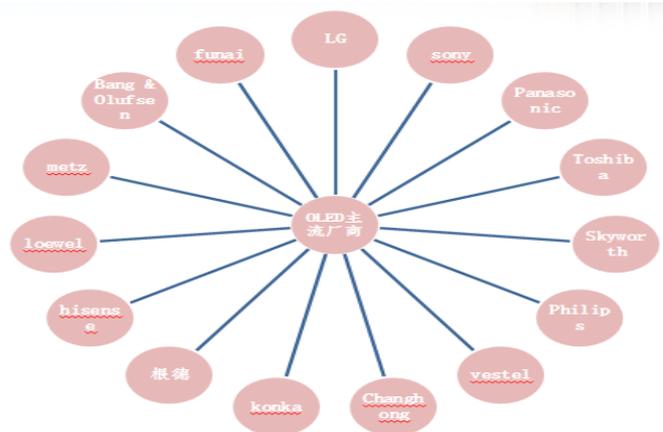
奥维云网《OLED 电视用户调研报告》显示：OLED 电视作为新一代显示技术的标杆，凭借画质、设计和健康护眼等优势成为用户认可度最大的高端产品。用户对 OLED 电视满意度高达 97%，94%的用户愿意推荐 OLED 电视。此外，随着使用年限增长，用户对 OLED 电视的推荐意愿还会升高。根据机构研究发现，高端人群购买电视的预算集中在 8000-20000 元之间，且消费用户大多为 31-45 岁之间，是社会的中坚力量，家庭月收入集中在 10000-30000 元之间，完全有能力支持他们购买 OLED 电视。

图 15：2018 年 OLED 电视销售分布



数据来源：中关村在线，BusinessKorea

图 16：OLED 电视联盟成员



数据来源：山西证券研究所，公开信息整理

2.2.2 产业政策推动 OLED 快速发展

从显示技术的发展方向看，显示行业正沿着 CRT→LCD→OLED 的轨道发展。在 CRT 时代，我国处于

落后的状态，LCD 时代我国逐渐跟上，而 OLED 时代，我国相关面板制造企业已经具备了 OLED 面板的生产能力，与日韩等公司的差距更小。2018 年我国新型显示产业超越发展三年行动计划，由工信部引导支持企业加快新型背板、超高清、柔性面板等量产技术研发，通过技术创新带动产品创新，实现产品结构调整；加快研究布局 AMOLED 微显示、量子点、印刷 OLED 显示、MicroLED 显示等前瞻性显示技术，加强技术储备，完成产业新技术路线的探索和布局。在这种政策利好形势下，国产面板商抓住机遇，在大尺寸 OLED 面板上加速拓进，有望迎头赶上韩企。中国电子视像行业协会表示，协会将制订国内 8K OLED 电视和柔性 OLED 显示的行业标准，推动 OLED 电视在中国市场的发展。

表 5：OLED 鼓励及扶持政策梳理

部门	时间	OLED 相关扶持政策
国务院	2012.5	“十二五”国家战略性新兴产业发展规划：加快推进有机发光二极管（OLED）、三维立体（3D）、激光显示等新一代显示技术研发和产业化。攻克发光二极管（LED）、OLED 产业共性关键技术和关键装备、材料，提高 LED、OLED 照明的经济性。
发改委	2014.1	《2014-2016 年新型显示产业创新发展行动计划》在全息、激光、柔性等显示技术，以及新型显示材料领域取得部分技术突破，实现 AMOLED 面板量产和柔性显示等新型应用。
发改委、工信部	2014.4	关于组织实施新型平板显示和宽带网络设备研发及产业化专项有关事项的通知》中涉及 OLED 的有：AMOLED 用高性能、长寿命有机蓝色电致发光、电子传输和空穴注入/传输材料研发和产业化；AMOLED 蒸镀设备研发及产业化
国务院	2016.5	《国家发展改革委工业和信息化部关于实施制造业升级改造重大工程包的通知》该通知表明 OLED 行业发展已经引起国家层面的重视，未来将受到国家的大力支持，发展速度有望超预期。
工信部	2018.4	《新型显示产业超越发展三年行动计划》引导支持企业加快新型背板、超高清、柔性面板等量产技术研发，通过技术创新带动产品创新，实现产品结构调整。
发改委	2019.6	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020 年)》方案提出，重点突破柔性 OLED 显示、激光投影显示、量子点背光、小间距 LED 背光等新型显示技术，逐步实现超高清、柔性面板和新型背板量产，加快超高清视频关键系统设备产业化。

资料来源：山西证券研究所、政府网站

3.2.3 OLED 高端定位带动品类均价提升

18 年前 10 月，OLED 电视销量为 12.7 万台，销售额 19.9 亿元，销量同比增长 60.2%，销售额同比增长 49.6%。每台 OLED 电视的均价达到 1.6 万元左右，是行业 3136 元均价的 5 倍以上。2019 年前 12 周，线下 65 寸彩电当中 OLED 零售量占比 2.6%，零售额占比 7.9%。65 寸液晶均价 6840 元，65 寸 OLED 均价 22304 元，OLED 单价远高于传统液晶电视价格。目前 OLED 市场份额几乎被 65 寸与 55 寸平分，2019 年 3 月海信发布 OLED 产品 A8 系列，其中 65 寸售价 22999 元，55 寸售价 11999 元。

在欧、美、日 2000 美元以上高端市场中，OLED 电视的渗透率超过 35%，中国万元以上高端市场渗透

率仅为 11%。但我们认为从中期来看，在消费升级、家电扶持政策 2.0 的带动下，随着上游面板技术的不断成熟，良率不断提升，OLED 显示、物联网、8K 生态链的拓展以及 5G 技术的升级将给彩电企业带来转型升级的机遇。凭借国产 TOP6 纷纷入局 OLED 电视，OLED 电视的市场规模将继续保持稳定增长，渗透率有望提速，同时带动彩电产品均价的提升。

图 17：历年电视均价走势



数据来源：中怡康

图 18：2019Q1 新品上市价格

	LG 65C9PCA	海信 HZ65A8V
平均价格:	24,150	20,900
上市时间:	2019年3月	2019年3月
产品特性	OLED全面屏 4K 人工智能	OLED电视 4K 人工智能

数据来源：中怡康

2.3 厨电市场：深挖渠道下沉红利，提升三四线市场渗透率

近几年房地产行业的暗淡在厨电行业开始逐渐发酵。18 年厨电行业首次出现负增长，据奥维云网数据显示，厨电零售额为 640 亿元，同比下滑了 6.4%，传统厨电市场受冲击较大。线上厨电市场份额仍然保持增长，同比上升 6.2%；整体线下零售终端出现不同程度的下滑，但是在精装修政策的全面推广的背景下，工程渠道的份额持续上涨。

2.3.1 地产精装大势所趋，把握工装渠道机会

随着房地产市场的不断深化，国家对房地产精装修的政策不断倾斜，房地产商为增厚利润空间也在积极响应，因此精装修比例得到较快提升，其配套率也显著增加。截止 2019 年 2 月，目前 31 个省份超过 120 个重点城市发布了与精装修商品住宅有关的文件，发文数量超过 240 个。在政策持续推动下，18 年全国精装修商品住宅规模大幅攀升，精装房渗透率约 30%，远低于欧美日等发达国家（约 80%），仍有大幅增长空间。

表 6：国家级精装房鼓励及扶持政策梳理

时间	政策	内容&目标
2002	《商品住宅装修一次到位实施细则》	规范住宅装修市场，鼓励住宅全装修业务

2008.7	《关于建议不加强住宅装饰装修管理的通知》	完善扶持政策，推广全装修住宅，逐步取消毛坯房
2011.8	《建筑业“十二五”规划》	鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。
2013.1	《关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
2016.9	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	力争用10年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。推进建筑全装修。实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。积极推广标准化、集成化、模块化的装修模式，倡导菜单式全装修，满足消费者个性化需求。
2017.5	《关于印发建筑业发展“十三五”规划的通知》	到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，绿色建材应用比例达到40%。装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%。

资料来源：山西证券研究所、政府网站

根据奥维云网地产大数据监测显示，18年全国精装修商品住宅开盘规模增幅近60%，达到253万套，市场渗透率达27.5%。开发商的参与程度也在提高，18年有885家开发商推出约2700个全装商品住宅项目，开发商增长近80%，大型开发商是精装修商品房的主力军。

图 19：国内精装市场开发商规模



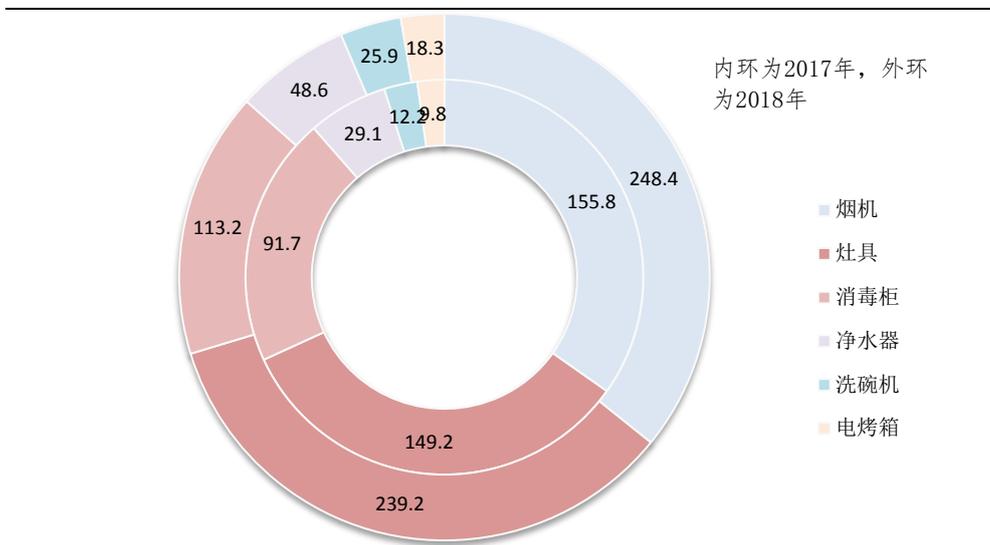
数据来源：奥维云网，山西证券研究所

根据部品企业的资质、产品质量、服务能力、供货价格、生产规模、公司实力等因素，主流开发商大多选择主流品牌企业进行合作，国产品牌的老板和方太占据市场的绝对优势，市占分别达到38%，30%。工程渠道目前毛利较低但规模较大，随着厨电在工装渠道品牌集中度提升，企业的议价能力有望改善产品毛利。

从精装修的内容上看，18年厨房电器中烟消灶具仍为主要配套产品，配置率在95%以上，增幅接近60%。随着消费者对居住空间利用的合理性、装修风格的协调一致性等方面的要求提高，新型家电也越来越多的被开发商考虑进来。其中洗碗机增长最快，18年增幅达113%，配套量约26万套。从品牌表现来看，头部品牌综合产品竞争力凸显，单品类强者恒强。去年前11个月TOP3品牌为方太、西门子、老板，其占比高达75.2%。内资品牌中方太表现最为强劲，份额占比达到55.8%，其次是老板跃居第三。从市场分布来看，

18年1-10月精装修洗碗机市场一、二线城市市场规模仍占主导地位，这也是方太、老板等中高端厨电企业的主要销售区域。我们认为洗碗机市场在一、二线城市将继续保持着良好的增长态势，同时向三、四线城市逐级渗透。

图 20：精装市场洗碗机规模（万台）



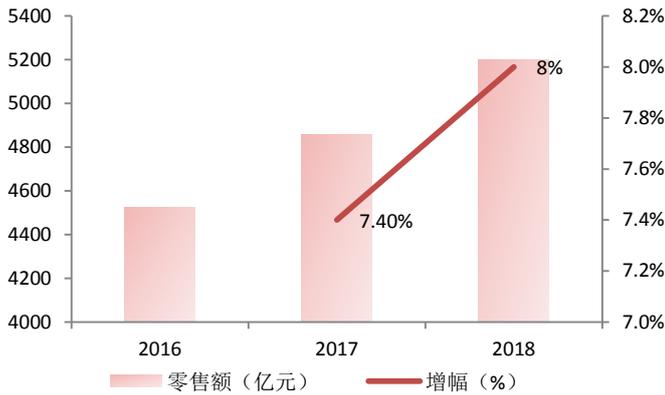
数据来源：奥维云网，山西证券研究所

2.3.2 三四线人口基数大但烟灶渗透率偏低

从供给层面来看，一二线城市基本完成家电品类的市场普及、逐渐进入以更新需求为主的消费阶段，三四线地区厨电保有量低、城市众多、购买力大，目前全国两千多县城中品牌商覆盖率不足 50%，乡镇和农村市场覆盖在 25%左右。在乡村振兴战略大力推动下，家电制造企业与零售企业纷纷渠道下沉到三四级地区，成为企业利润增长的主要来源。近几年各品牌纷纷布局三四级市场，有的品牌专门打造适合三四级市场销售的产品，例如老板电器采取了双品牌策略以“老板”作为高端母品牌依旧引领一二线市场，以“名气”定位相对中低端的子品牌攻打三四级市场；有的通过代理商、加盟等形式，快速切入三四级市场，提高网点覆盖；有的品牌选择跟传统渠道以及电商渠道合作，借力平台下探三四线市场。从品类上看，分体式厨电和集成式厨电也为消费者提供了更多选择。

图 21：三四级家电市场规模（亿元）

图 22：国家历年振兴乡村战略



数据来源：公开数据整理

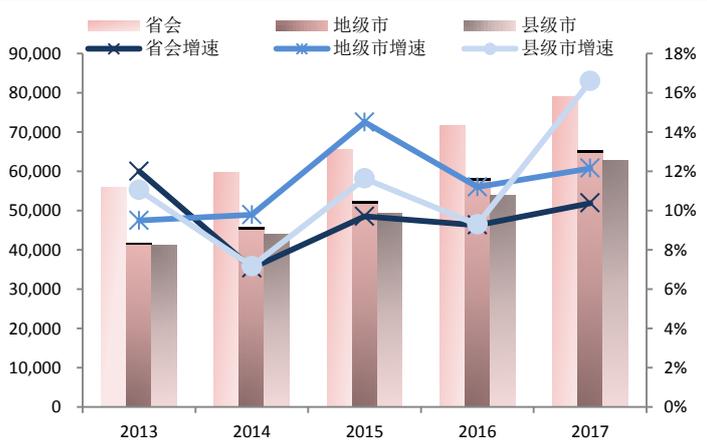


数据来源：山西证券研究所，政府网站

从消费层面来看，省会城市的在岗职工平均薪酬继续保持明显优势，17年接近8万元；地级市和县级地区则维持在6万元以上。从增速来看，省会城市的增速连续4年单位数运行，地、县级市的增速多保持双位数增长，且县级地区的增速在17年赶超地级市，其消费动能有望释放。根据我们对全国人口测算来看，一二线城市的人口增速高，而三四线城市（含农村地区）的人口基数明显更大，更具挖掘潜力。

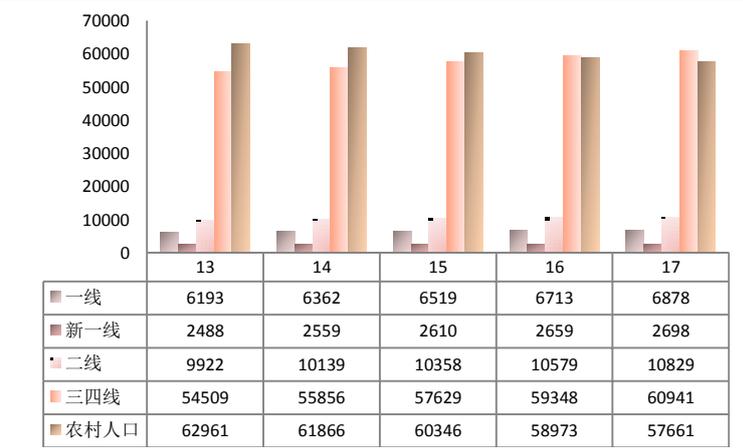
由于传统料理习惯的原因农村的油烟机渗透率不足25%，相关的灶具市场也同样表现出低渗透的特征；乡村教育的空心化导致了乡镇人口向县城、地级市转移，购房需求上涨引致厨电购买需求上涨；农村传统土灶、柴火灶因为油烟难排、清洗困难的特点逐渐步入进入淘汰周期；农村消费习惯逐渐向城市消费模仿，整体呈现出从低档次、无品牌的商品消费转向知名品牌消费；以上因素叠加将带动农村灶具市场的需求红利释放。

图 23：各级市在岗职工平均薪酬（元）



数据来源：中关村在线，BusinessKorea

图 24：全国人口分布测算（万人）

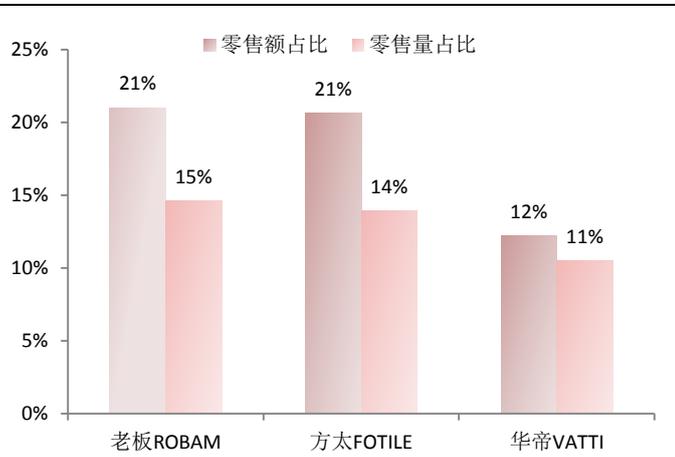


数据来源：山西证券研究所，公开信息整理

2.3.3 国产厨电产品竞争力提升

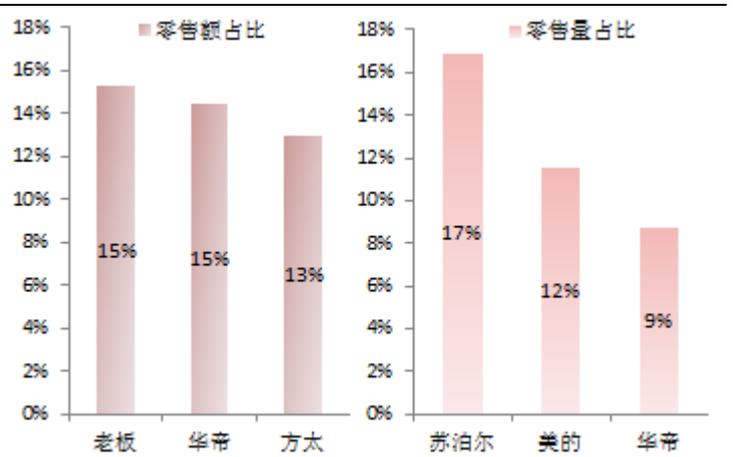
近 5 年国产油烟机价格指数走势基本与品类均价指数持平，而外资品牌的价格指数一路走低。2016 年国产品牌价格指数超过了外资品牌的价格指数，并在 2017 年持续扩大。整体来看，虽然国产油烟机的价格指数只是略高于外资品牌，但已经打破外资品牌在高端市场一枝独秀的格局，技术的进步和品牌定位带来的红利给整个家电市场注入了信心。而燃气灶的国产品牌价格指数稳中有升上涨了 2 个指数点到 99 点，而外资品牌下降了 21 个指数点到 109 点，两者差距明显缩小。从趋势上看，国产品牌与外资品牌的价格指数有望重合。从 19 年一季度零售额及零售量表现来看国产品牌具有明显优势，其中线下零售额占比明显高于零售量，线上零售额零售量份额较为凌乱。

图 25：2019 年一季度线下品牌份额



数据来源：中怡康，山西证券研究所

图 26：2019 年一季度线上品牌份额



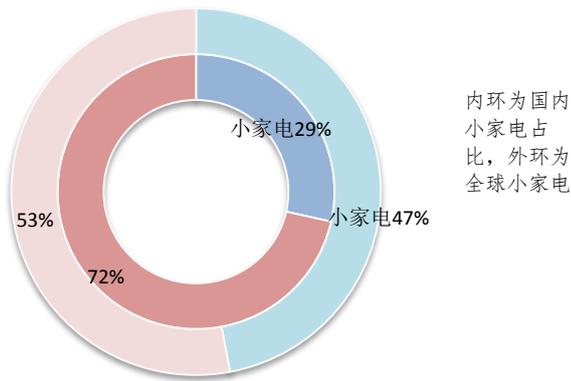
数据来源：中怡康，山西证券研究所

2.4 生活品类小家电由可选消费向必需品属性转换

2.4.1 人均居住面积正向影响小家电的购买数量

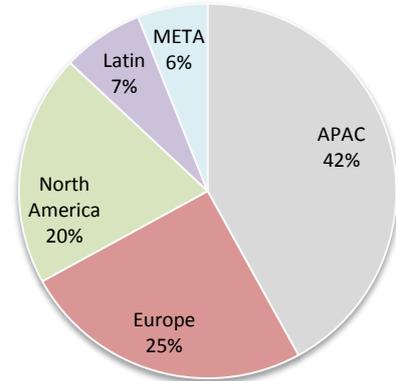
全球技术消费品市场在 2018 年首次突破一万亿欧元，比上一年的 9720 亿欧元增长了 4%，其中小家电增长 7%、大家电则小幅下降 1%。从利润分布来看，大家电销售额约 1770 亿欧元贡献了 17% 的利润，而小家电全球销售大约 860 亿欧元贡献了 8%。从地域分布来看，由于中国市场需求旺盛促使亚太地区的销售总体增长了 13%，亚太地区凭借 42% 的销售份额继续维持技术消费品市场上的领先地位。正好印证了随着大家电市场渐趋饱和，国内居民对于现代生活的基本需求得到满足，小家电消费开始从“可选”向“必需”转变，但对比全球来看仍处于较低水平，国内小家电零售额规模占大家电规模 28.5%，远低于国际平均水平的 50%。在城镇家庭大家电保有量增速下降明显的情况下，仍处于成长阶段的小家电市场空间将进一步扩张。

图 27：小家电国内占比 29%，国外占比 47%



数据来源：GFK，山西证券研究所

图 28：各洲消费家电的利润份额



数据来源：GFK，山西证券研究所

消费者居住环境的显著改善叠加可支配收入的稳定增长，这两大因素的叠加是推动消费升级的核心因素。在经济稳定增长的大前提下，我国经济大概率仍将延续 5% 以上的稳定增长。通常小家电的购买数量与居住面积呈正相关关系，目前我国人均居住面积已经提升到相对稳定阶段，对家电需求的数量、尺寸及容量将产生积极影响。

从居住环境来看，截至 2016 年中国城市人均居住面积达 36.6 平方米，在全球发达欧美国家的排名中居中位。欧美发达国家市场上小家电品类约为 200 种，但我国仅有不到 100 种；我国家庭平均拥有小家电数量不到 10 件，远低于欧美国家每户 20-30 件的水平，不及欧美家庭的 1/2，小家电市场的潜力有望释放。

从城乡对比来看，2016 年城镇居民人均住房建筑面积为 36.6 平方米，农村居民人均住房建筑面积为 45.8 平方米。其中，城镇、农村居民人均住房建筑面积分别比 2012 年增长了 11.1% 和 23.3%，年均增长分别为 2.7% 和 5.4%。从我国小家电普及进程看，一二线城市仍是小家电的主力城市，二、三线城市的小家电龙头公司市占率仅 20%，远不如一线城市 50% 的集中度，通常二三线城市的户均面积要高于一线城市，小家电市场向三四线城市渗透是必然趋势，小家电的市场发展还有较大的提升空间。

图 29：全球人均居住面积 (m²)

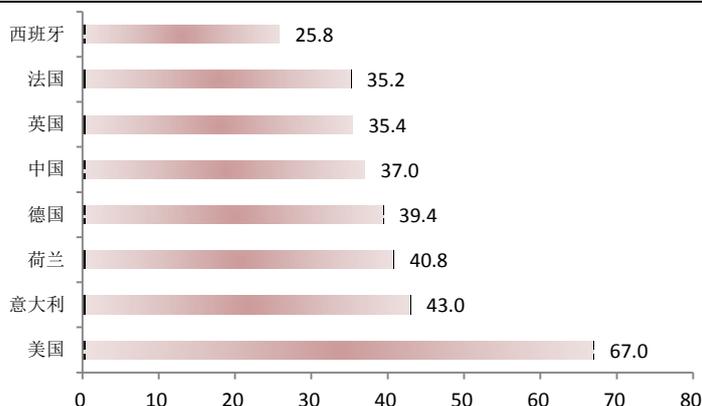
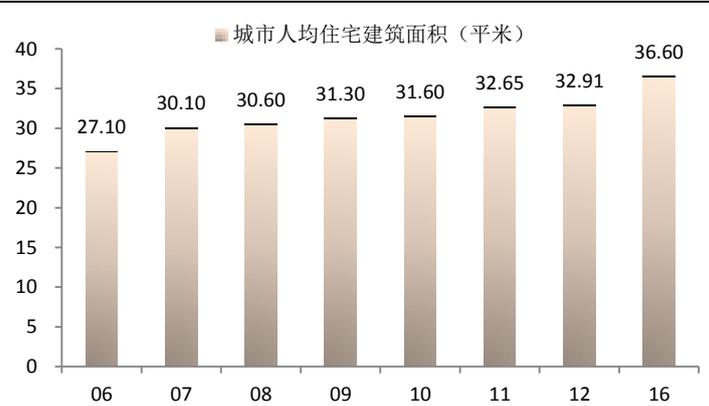


图 30：城市人均住宅建筑面积 (m²)



数据来源：公开信息山西证券研究所整理

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2.4.2 “懒人经济+养老经济”推动小家电产品升级

随着居民消费结构的变化，主流消费群体也呈现高端化和年轻化趋势。当前中国的 80、90 后约有 4.1 亿人，占总人口的 1/3，随着平均年收入从 2014 年的 5900 美元增长至 2024 年的 1.3 万美元，他们将主导未来 10 年的消费格局。80、90 后逐渐成家立业但会做或愿意做家务的人相较于上一代人明显减少，具有较明显的宅懒属性，对外卖、钟点工的依赖程度达到前所未有的高度；此外，中国逐渐进入老龄化社会，到 2020 年，中国 60 岁以上老年人口会达到 2.48 亿。并在未来 10 年内，继续以平均每年 1200 万的速度增加。老年人数量激增但照顾老人的配套设施和服务无法满足现有状况，因此，具有较好经济条件的老年人对于智能电器的需求与日俱增，到 2020 年，中国的 GDP 将达到 100 万亿元，如果养老产业按占比 10% 测算，届时养老产业规模将达到 10 万亿元，同样的潜在智能电器养老市场前景十分广阔。

未来家电发展将进入服务消费导向的时代，通过与消费者建立链接和信任达到向自身产品引流的目的。我国家用小家电目前主要集中在厨房小家电，比如电饭煲、豆浆机、电磁炉等，其他种类小家电特别是解放双手的类别渗透率较低。我国吸尘器产品的普及率约为 12%，而日本在 1994 年时每百户吸尘器保有量已达到 140 台，19 年 1 月国内吸尘器线下市场零售额规模为 4.8 亿元，同比上涨 26.4%，零售量规模为 27 万台，同比提升 34.8%。细分品类中仅机器人和推杆式份额，规模双提升。未来扫地机器人的市场释放空间大，将继续保持双位数增长。

图 31： 家电发展从渠道驱动向服务驱动转化



数据来源：公司官网，山西证券研究所

除了众所周知的扫地机器人、还有因为人们不愿擦窗而被发明的擦窗机器人、懒于做菜而出现的炒菜机器人等。以炒菜机器人为例，用户通过硬件+APP 的模式，一键下单后，食材配送到家，智能炒菜机器人以电脑程序来管理与监控出品质量，实现自动烹饪。据我们测算炒菜机器人的市场规模可达三百亿。“懒人经济+养老经济”推动小家电品类智能化。

图 32： 新型智能生活小家电



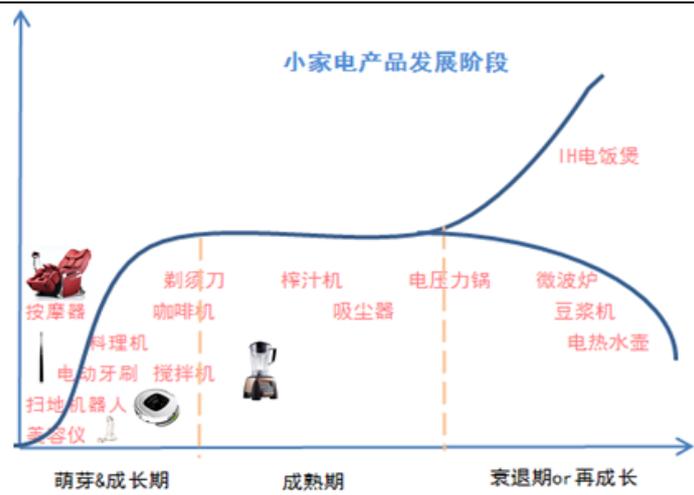
数据来源：公司官网，山西证券研究所

2.4.3 健康、美容类小家电带来市场机遇

人们健康养生观念的日益加强，养生壶、美容仪、破壁机等产品随之快速成长，成为行业发展的亮点和热点。从14年至今，破壁料理机因功能集成的特性逐渐受市场欢迎，产品技术也分别在加热功能、榨汁时延缓果蔬汁褐变、噪音等领域不断突破。18年破壁机从线上向线下快速蔓延，目前线上渗透率超过90%，线下渗透率接近80%，市场增速超过50%，零售额超过百

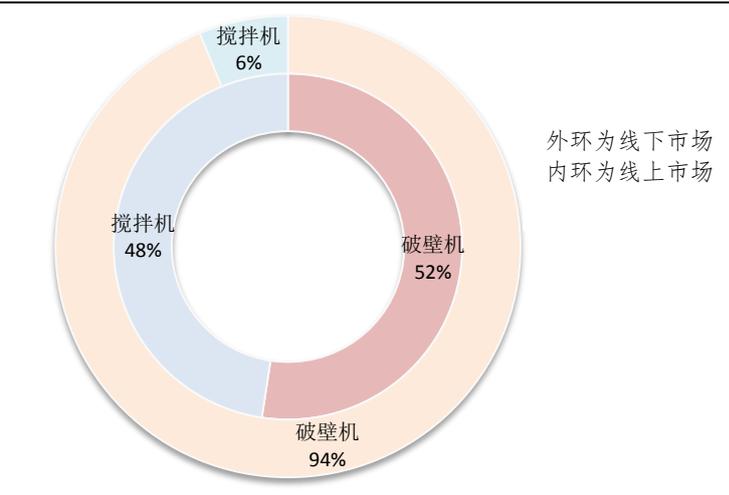
元。19年Q1电商平台破壁料理机零售量同比增长12.6%，而月度的零售量同比增长分别为1月份(-0.5%)、2月份(+33.4%)、3月份(+11.7%)，显示破壁机的普及范围在扩大；19年Q1破壁料理机均价为839元，同比下降14.5%，在整体市场平淡的情况下，破壁机的市场规模维持相对稳定。

图 33：各类小家电产品发展阶段



数据来源：山西证券研究所

图 34：19Q1 破壁机线上线下零售额占比



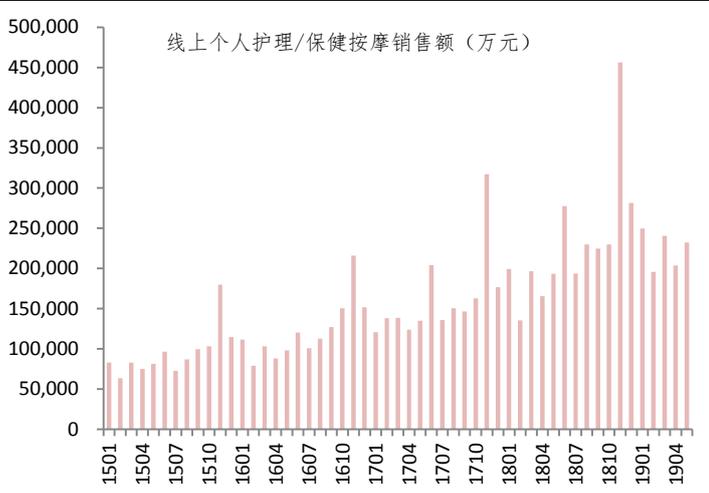
数据来源：wind，山西证券研究所

养生壶在厨房小家电中占据约5%的市场份额，定位人群较广泛，除了中老年人之外，养生趋势年轻化，办公室白领成为消费主力，在家电行业中处于成长期。从渠道来看，养生壶以线上为主，线上以小熊、荣

事达、北鼎为主且短期格局稳定，线下以美的、九阳、苏泊尔形成三足鼎立格局，线下渠道成本高，加上此三家线下渠道铺货率高，尤其是美的能够达到 90% 以上，其他品牌难切入。

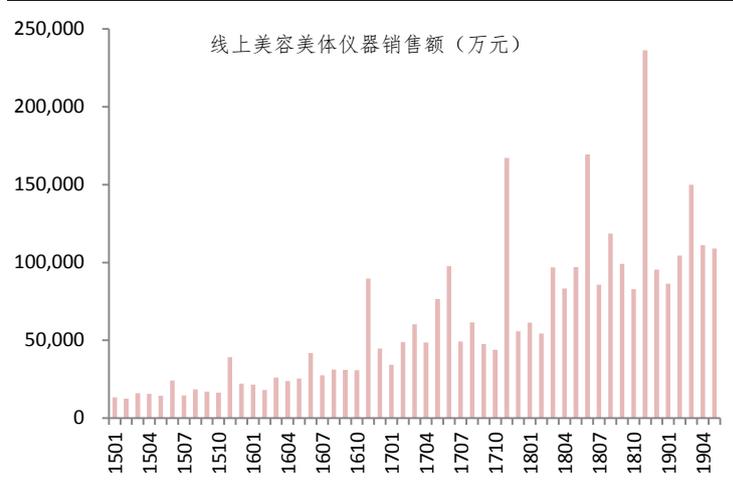
出口端：据中国海关统计，18 年中国保健按摩器械出口金额达 26.28 亿美元，同比增速达到 14.63%，出口数量增幅达 4.57%，出口价格增幅 9.62%，实现了出口金额、出口数量和出口价格的同步增长。按此出口增速计算，未来 3 年中国保健按摩器械年出口有望达到 40 亿美元。**内销端：**受消费者的消费能力与健康意识提升影响，中国是全球按摩保健产品市场需求增长最快的地区之一。18 年国内中等收入以上的家庭有 1.4 亿个，年收入在 10 万元-50 万元之间基本拥有按摩椅消费能力，以此基数测算，5 年内如其中 10% 家庭购买均价 5000 元按摩椅，国内市场规模将达到 700 亿元左右。

图 35：线上个护/保健按摩零售额（万元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：线上美容仪器销售额（万元）



数据来源：wind，山西证券研究所

传统美容电器产品形态主要是蒸脸仪、导入仪、电动洗脸刷等，用户多是美容达人和高端护肤品的使用者。近几年美容仪器从功能、适用部位、外观等诸多方面精细化，如，身体按摩仪、洗脸仪、眼部按摩仪、塑颜美容仪等，目标群体涵盖有各种美容需求的广大女性及爱美男性，市场需求持续加速。17 年中国美容类家电制造产业规模达到 102 亿美元，同比增长 6.9%。在过去 5 年间，该行业年均复合增长率达到 9.2%，内需增速 11.2%，预计到 2020 年美容类家电规模将达到 180 亿美元，未来 3 年的 CAGR 为 11%。行业的分销渠道也日益广泛，除了传统的百货公司，KA、超市和杂货店外，线上以及专卖店也成为其重要分销渠道。飞利浦、飞科、超人等大型制造商开始在具有较大增长潜力的三四级市场设立分销渠道。从品牌分布来看，国产品牌由于价格低廉，性价比高正在崛起，市场份额也在不断提升。

3. 投资策略

近年来我国社会消费品零售总额增速趋缓，但品质消费却逆势飘红，以消费者需求为导向推动家电消费市场向高端化、生态化发展。从消费者购买品类来看，由必需类大家电向非必需的生活类小家电延伸；从使用体验角度来看，消费者逐渐由功能消费阶段进入到品质消费阶段。家电作为防御性较强的板块，我们认为可从三条主线寻找投资机会。主线一：对业绩稳健增长、市场占有率高、具有明显技术优势、海外市场拓展良好以及横向对比估值仍处合理区间的白电头部企业可继续关注，推荐：**美的集团、青岛海尔**。主线二：一二线市场厨电渗透率接近饱和，但三四级市场仍具挖掘潜力，新型城镇化政策有望推动渠道重心向三四线市场持续倾斜以提升烟灶保有量，我们认为可关注在三四线城市渠道覆盖率高、具有高性价比的公司，推荐：**浙江美大、华帝股份**。主线三：从中长期角度来看，小家电具有由消费属性由可选消费向必需消费转换的机会，处于上升成长期的小家电产业值得看好，建议关注品类发展处于导入期、智能化程度高、未来 3-5 年市场规模增速确定性高的细分龙头企业。推荐：**九阳股份、奥佳华、苏泊尔**。

4. 重点公司推荐

美的集团（000333.sz）

公司目前已形成集消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、智能供应链（物流）为一体的科技集团。在传统业务方面，公司持续推动产品力稳步提升，产品品质与口碑持续改善，公司全品类及全球协同的市场竞争优势进一步稳固。在拓展业务方面，公司正加快库卡机器人中国业务整合，进一步推动工业机器人、医疗、仓储自动化三大领域的业务拓展，以期实现自动化业务板块的全面高速增长。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 3.7\4\4.5，PE 分别为 14.1\12.5\11.1，维持“买入”评级。

青岛海尔（600690.sh）

面对用户个性化、多样化的需求，公司通过丰富的产品与品牌组合为消费者提供成套智慧家庭解决方案。公司产品市占率多年稳居首位，高端产品份额增速亮眼，在市场环境相对低迷的情况下实现了营收的稳定增长。公司始终坚持海外自主创牌，先后收购完成三洋白电业、GE 家电业务、Candy 公司等品牌，打破家电行业全球技术互通的壁垒，实现全球化战略协同。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.6\1.74\1.9，PE 分别为 10.6\9.8\8.9，维持“买入”评级。

九阳股份（002242.sz）

公司继续专注于小家电行业，持续推进厨房业务多元化的战略发展布局，公司产品结构不断优化，对单一品类的依赖程度不断降低。公司在原有的全国 4 万余个销售终端的基础上，不断完善优化销售网络，积极探索新零售业务。线下布局 Shopping Mall 门店，协同旗舰店、体验店、专卖店以及电商等渠道推动新零售

售业务，以立体化销售实现对不同层级市场的覆盖，实现公司市场份额的不断提升，食品加工机系列长期居市场第一。

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.2\1.43\1.55，PE 为 10.2\14.1\13，维持“买入”评级。

浙江美大 (002677.sz)

公司是集成灶行业的首创者和领军企业，具有较强的研发实力和生产规模，市场占有率保持在细分行业的 30% 左右。公司通过加快新技术以及对智能厨电、智能厨房、智能家居开展前瞻性技术的研发和储备大力开展品牌建设，加快建立多元化营销渠道，实现了企业经营业务的快速增长和盈利能力的稳步提升。公司深挖三四线市场潜力，高性价比、吸油烟效果好、占地空间小、安全性有保证的优势使集成式的烹饪体验逐渐成为新的厨房消费需求所在，公司有望获得行业红利。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.73\0.88\1，PE 分别为 17.1/14.2\12.5，维持“买入”评级。

奥佳华 (002614.sz)

公司自主品牌与 ODM 发展良好，继续呈现双位数增长的势头。国内市场，奥佳华品牌双线作战、全渠道发力，线下“直营抓服务、提店效；经销做下沉、拓门店”、线上“打品牌、提份额”。目前公司拥有智能化按摩椅年生产能力 30 万台，全身各部位专项适用的专业按摩小电器年生产能力合计超 1700 万台，健康环境产品年生产能力近 400 万台，是目前全球最大的保健按摩器械专业生产基地。为了快速提升产能以满足市场的需求，公司将投资建设两个 4.0 产业园项目，两个项目的落成将极大地解决公司产能瓶颈。受居民收入提升、消费升级、人口老龄化、健康意识提升及商家引导等多重因素影响，国内消费者对保健按摩器械产品的认知和购买意愿正快速提升。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.04\1.43\1.87，PE 分别为 15.7\11.4\8.7，维持“买入”评级。

苏泊尔 (002032.sz)

公司实际控制人法国 SEB 集团拥有超过 150 年历史，其炊具和小家电品类市场份额全球领先，双方在研发、品质管控等方面协同效应明显。公司除 SUPOR 品牌外，还引入了 SEB 集团旗下 LAGOSTINA、KRUPS、WMF 等高端品牌，从而完成了在厨房领域对中高端品牌的全覆盖。公司在明火炊具和小家电业务上均位居全国前列，同时积极开拓厨卫电器、生活家居电器等领域，苏泊尔在厨房领域多品牌、多品类的布局形成独特的竞争优势。公司海外销售主要通过 SEB 集团获得稳定订单，销售范围覆盖日本、欧美、东南亚等 50 多个国家和地区。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.3\2.7\3.2，PE 分别为 32\27\23，维持“增持”评级。



5. 风险提示

宏观经济增长不及预期；

地产调控政策风险；

中美贸易摩擦；

原材料价格上涨等。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

