

# 家用电器行业

## 家电海外专题（10）：东南亚市场：冰洗普及进行时，家电市场成长可期

分析师：曾婵  SAC 执业证号：S0260517050002  SFC CE.no: BNV293  0755-82771936  zengchan@gf.com.cn	分析师：袁雨辰  SAC 执业证号：S0260517110001  SFC CE.no: BNV055  021-60750604  yuanyuchen@gf.com.cn	分析师：王朝宁  SAC 执业证号：S0260518100001  SFC CE.no: BNV055  021-60750604  wangchaoning@gf.com.cn
---	---	---

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 核心观点：

#### ● 东南亚地区概况：人口稠密、经济增长迅速，是全球最具发展潜力的地区之一

东南亚位于亚洲东南部，由中南半岛和马来群岛两大部分组成，包括柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国、越南、文莱、东帝汶 11 个国家，地处热带，气候湿热。根据世界银行数据，东南亚地区 2018 年总人口数约 6.6 亿，人均 GDP 为 4536 美元，2008-2018 年 GDP 复合增速超过 6.6%。人口基数稳步提升、城镇化率不断提高、经济快速增长使东南亚地区已成为全球最具发展潜力的地区之一。

#### ● 东南亚家电渗透率、市场规模、均价：市场规模较小，冰洗正在普及，印尼与菲律宾最具潜力

根据 Gfk 数据，东南亚整体电视、冰箱、洗衣机、空调渗透率为：89%、54%、35%、19%；除电视外，空冰洗渗透率均有较大提升空间，目前多数国家处于冰洗普及期。从市场规模来看，2018 年东南亚地区整体家电（包含电视）销售量 1.5 亿台，CAGR（2008-2018 年，下同）为 6.1%；总销售额 235 亿美元，CAGR 为 6.0%。分品类：电视规模最大（2018 年 74.2 亿美元），空气处理设备与洗衣机销售额 CAGR 最快（分别为 7.5%、7.4%）。分地区：印尼市场规模最大（2018 年 60.6 亿美元），越南销售额 CAGR 最快（12.6%）。根据人口数量、当下各国普及率与中国普及率之差对比测算，结果显示，人口基数大、家电普及率较低、人均 GDP 已迈入 3000 美元大关的印尼、菲律宾在大家电新增需求端最具潜力。均价端，2018 年东南亚冰洗均价分别为中国的 69%、77%、94%，参考新加坡目前的高产品均价，长期来看东南亚地区家电均价在产品结构升级与通胀驱动下，未来仍有提升空间。

#### ● 东南亚较低竞争格局：大家电集中度有提升空间，中国企业通过收购在冰洗品类已占据领先

从整体集中度来看：大家电 2018 年销售量 CR3 在 37%-48%（中国 52%），CR10 在 71%~85%（中国 72%），大家电集中度仍有提升空间，腰部品牌竞争更为激烈。小家电 CR3 在 26%-42%（中国 32%），CR3 在 47%-64%（中国 56%），因子品类较多，集中度低于大家电。从分品类来看：中日韩品牌目前在东南亚大家电市场优势显著，三国品牌在冰箱、洗衣机、电视的合计市占率都在 80% 以上。中国企业旗下品牌在多数国家的冰洗市场已占据领先地位，电视市场韩国品牌领先，空气处理设备格局分散，当地品牌占据优势。

#### ● 中国企业在东南亚：“自主品牌+收购品牌”双轮驱动；产能布局聚焦越南，短期大范围转移可能性较小

东南亚对于中国家电企业有两重意义：（1）市场本身具备光明前景；（2）具备承接家电产能转移潜力。以美的集团、海尔智家为代表的中国家电龙头，基于“自主品牌+收购品牌”双轮驱动策略，已经在东南亚冰洗市场占据领先地位，未来有望依托继续前端的品牌优势、运营经验结合后端的生产、产品优势持续提升市占率从而最大程度获益东南亚市场增长。产能布局上，目前各企业虽有布局但都较为有限并且主要布局在越南。通过敏感性分析可知，由于东南亚地区产业链配套尚未完善，运输成本提升对冲人工成本降低使得产能短期内大规模转移可能性较小。

#### ● 投资建议

东南亚家电市场蓄势待发，中国家电企业在此已取得一定成果。放眼全球，多数地区尚未实现家电普及，全球视角下的家电市场仍有广阔空间，中国的白电龙头无论从产品、生产、品牌、资金实力等层面均已具备全球竞争力，基于此，在全球化拓张以及全球竞争力视角下，继续推荐三大白电龙头：**美的集团、格力电器、海尔智家。**

#### ● 风险提示：原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；东南亚市场需求不及预期。

### 相关研究：

家电海外专题（9）：从日本空调 50 年发展史来看中国市场	2019-07-09
家电海外专题（8）：印度市场：前景广阔，中国企业发力在即	2019-07-28

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：黄涛 0755-82771936 szhuangtao@gf.com.cn

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
美的集团	000333.SZ	人民币	52.75	2019/4/30	买入	64.79	3.41	3.81	15.47	13.85	11.49	9.57	23.23	22.95
格力电器	000651.SZ	人民币	53.43	2019/4/30	买入	61.22	4.71	5.27	11.35	10.14	5.95	4.90	26.03	24.80
海尔智家	600690.SH	人民币	16.18	2019/4/30	买入	19.35	1.29	1.44	12.57	11.25	6.21	4.42	17.50	16.36

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

1. 东南亚市场基本概况 .....	6
2. 东南亚家电普及情况 .....	8
3. 东南亚家电市场规模及展望 .....	9
4. 东南亚家电市场均价特征 .....	11
5. 东南亚家电市场渠道结构 .....	13
6. 东南亚家电市场竞争格局 .....	14
7. 中国家电企业在东南亚 .....	17
7.1 中国企业在东南亚的布局意义 .....	17
7.2 中国企业在东南亚布局 .....	18
8. 投资建议 .....	23
风险提示 .....	23

## 图表索引

图 1: 东南亚地理位置及主要国家.....	6
图 2: 东南亚国家人口数量: 印尼、菲律宾、越南人口基数较大 (2018 年) .....	7
图 3: 东南亚国家人均 GDP: 除新加坡与马来西亚之外, 都落后于中国 (2018 年) .....	7
图 4: 东南亚主要国家近 10 年 GDP (美元现价计) 同比增速.....	7
图 5: 东南亚各国 2009-2018 年 GDP 复合增速.....	7
图 6: 东南亚各国 2009-2018 年人口复合增速.....	7
图 7: 东南亚各国 2009、2018 年城镇化率 .....	8
图 8: 东南亚国家主要大家电普及情况: 电视基本已经完成普及, 空调普及率仍然较低.....	9
图 9: 东南亚家电总销量 (包含电视) 稳定增长.....	9
图 10: 2018 年东南亚家电总销售额 (包含电视) 突破 235 亿美元.....	9
图 11: 2018 年东南亚地区分品类销售额市场规模.....	10
图 12: 2018 年东南亚地区分国家销售额市场规模 (包含电视) .....	10
图 13: 东南亚地区冰箱、洗衣机、电视行业均价 (美元/台) 变化 .....	12
图 14: 东南亚国家及中国 2004、2018 年冰箱销售均价 (美元/台) 对比 .....	12
图 15: 东南亚国家及中国 2004、2018 年洗衣机销售均价 (美元/台) 对比.....	12
图 16: 东南亚国家及中国 2004、2012、2018 年电视销售均价 (美元/台) 对比 .....	13
图 17: 东南亚主要国家大家电销售渠道分布 .....	14
图 18: 东南亚主要国家小家电销售渠道分布 .....	14
图 19: 2018 年东南亚地区分国家大家电、小家电分品牌销售量 CR3 (%) .....	15
图 20: 2018 年东南亚地区冰箱市场中日韩品牌销售量份额 .....	15
图 21: 2018 年东南亚地区洗衣机市场中日韩品牌销售量份额.....	16
图 22: 2018 年东南亚地区电视机市场中日韩品牌销售量份额.....	16
图 23: 2018 年东南亚地区分国家空气处理设备销售量市占率前三品牌.....	17
图 24: 东南亚与中国人口、GDP、家电市场规模对比.....	17
图 25: 2018-2023 年东南亚、中国、全球家电市场零售额复合增速对比 .....	17
图 26: 中国企业旗下品牌冰箱历年销售量市占率变化: 收购加速市占率提升 ....	19
图 27: 中国企业旗下品牌洗衣机历年销售量市占率变化: 收购加速市占率提升	19
图 28: 2018 年美的主品牌与收购品牌冰箱市占率 (%) 及合计市占率排名 .....	19
图 29: 2018 年海尔主品牌与收购品牌冰箱市占率 (%) 及合计市占率排名 .....	19
图 30: 2018 年美的主品牌与收购品牌洗衣机市占率 (%) 及合计市占率排名...	20
图 31: 2018 年海尔主品牌与收购品牌洗衣机市占率 (%) 及合计市占率排名...	20
图 32: 美的集团在东南亚有泰国、越南两大生产基地 .....	22

表 1: 世界银行对东南亚国家的收入水平定义.....	6
表 2: 东南亚地区空冰洗潜在新增量测算.....	11
表 3: 主要家电厂商在东南亚的品牌收购情况简介.....	18
表 4: 主要家电厂商在东南亚的产能布局情况简介.....	21
表 5: 家电产品（出厂价 1500 元）产能转移至东南亚成本敏感性分析.....	23

## 1. 东南亚市场基本概况

东南亚位于亚洲东南部，由中南半岛和马来群岛两大部分组成，包括柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国、越南、文莱、东帝汶11个国家。东南亚地区总面积约为457万平方千米（中国约为960万平方千米），作为亚洲纬度最低的地区，地处热带，气候湿热。

根据世界银行数据，东南亚地区2018年总人口数约6.6亿（中国约13.9亿），是世界上人口最为稠密的地区之一。东南亚地区目前人均GDP约为4536美元（美元现价计，与中国2010年时相当，2018年中国约为9971美元），其中新加坡与文莱是高收入水平国家，泰国与马来西亚收入水平为中高等，其余国家收入水平仍为中低等，中低等国家2018年人均GDP约为3164美元，与中国2007-2008年平均水平相当。近10年来，（2008-2018年），东南亚主要国家人口基数稳步提升，城镇化率不断提高，GDP复合增速均超过6.6%。因此东南亚地区也是当今世界经济发展最有活力和潜力的地区之一。

图1：东南亚地理位置及主要国家



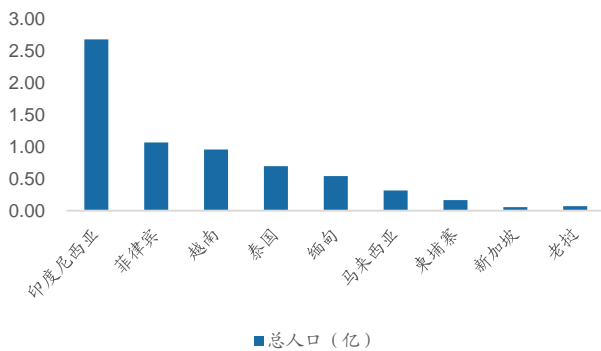
数据来源：百度百科，广发证券发展研究中心

表 1：世界银行对东南亚国家的收入水平定义

国家	印度尼西亚	菲律宾	越南	泰国	缅甸	马来西亚	柬埔寨	新加坡	老挝	文莱	东帝汶
世界银行定义收入水平	中低等	中低等	中低等	中高等	中低等	中高等	中低等	高	中低等	高	中低等

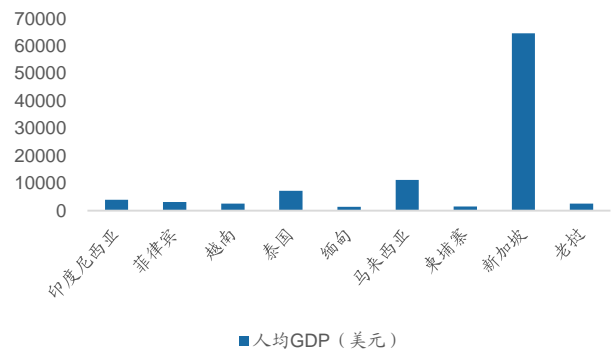
数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

图2: 东南亚国家人口数量: 印尼、菲律宾、越南人口基数较大 (2018年)



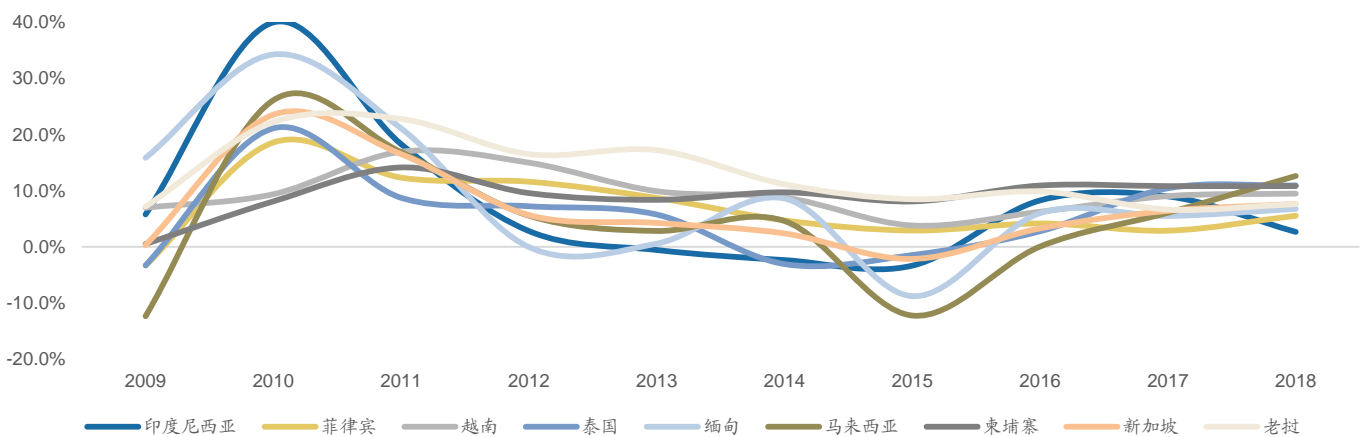
数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

图3: 东南亚国家人均GDP: 除新加坡与马来西亚之外, 都落后于中国 (2018年)



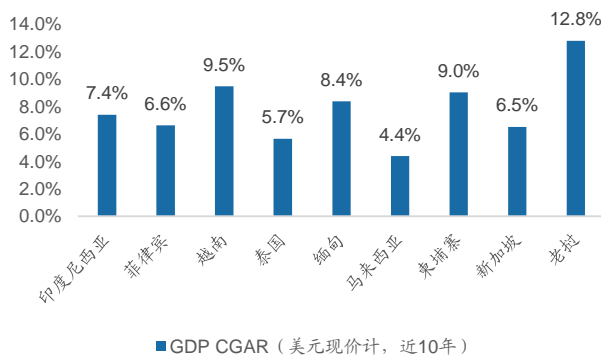
数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

图4: 东南亚主要国家近10年GDP (美元现价计) 同比增速



数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

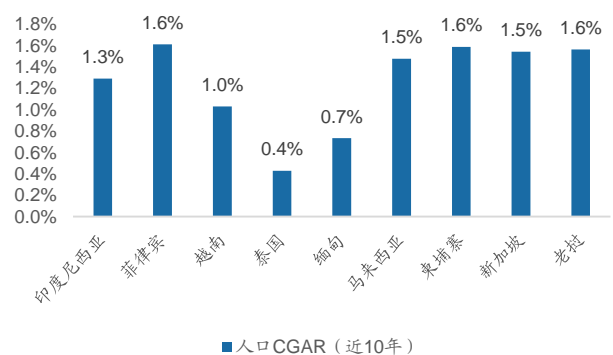
图5: 东南亚各国2008-2018年GDP复合增速



数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

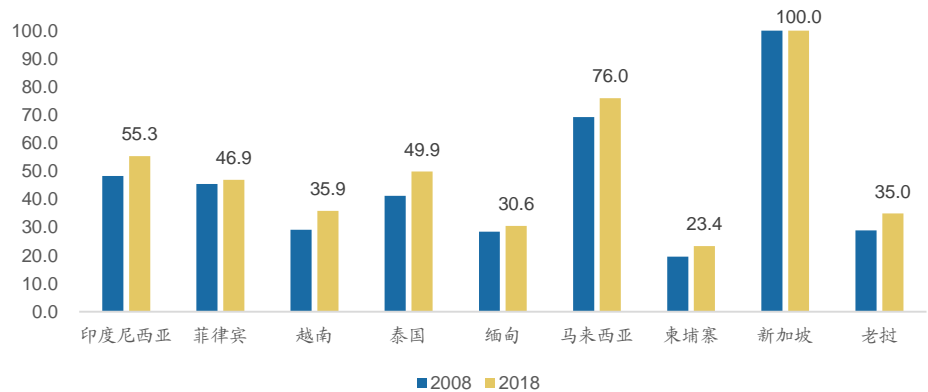
注: 近10年均指2008-2018年, 下同

图6: 东南亚各国2008-2018年人口复合增速



数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

图7：东南亚各国2008、2018年城镇化率（%）



数据来源：Gfk，广发证券发展研究中心

## 2. 东南亚家电普及情况

根据Gfk数据，东南亚国家整体大家电即**电视、冰箱、洗衣机、空调**的普及率分别为：**89%、54%、35%、19%**；普及先后顺序为电视、冰箱、洗衣机、空调。电视已经基本完成普及，普及率最低的缅甸都已经达到**63%**；由于东南亚天气较热、食物不易长久留存使得冰箱在在多数国家的刚需程度强于洗衣机，因此普及更为优先；虽然东南亚地区气候炎热，空调消费长期来看具备强刚需性，但由于更偏向享受型需求，故刚需程度不及冰洗电，因此空调在东南亚地区普及程度尚处初级阶段。

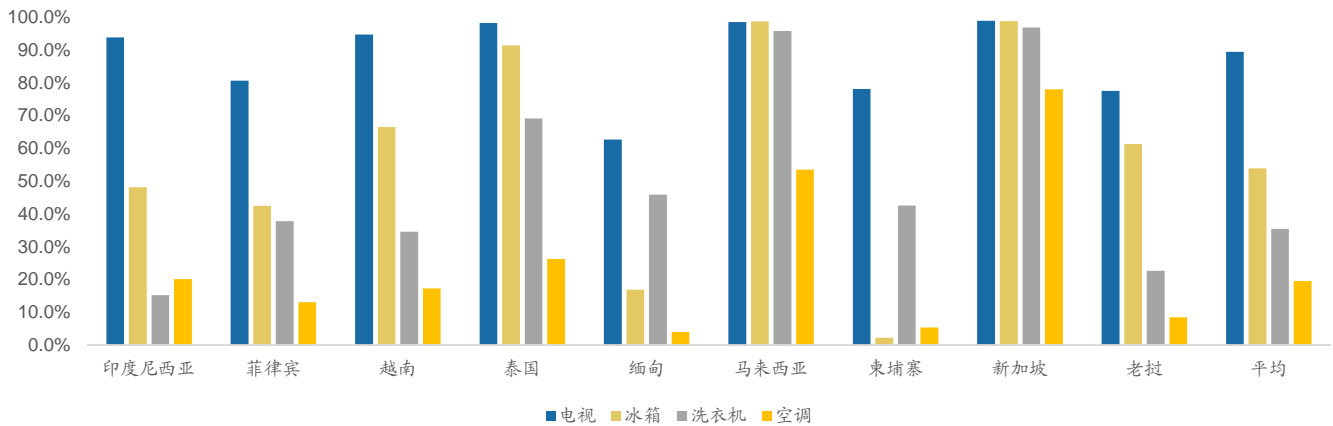
分国家来看，家电产品普及率与当地经济发展关系密切，具体来看：

- **经济较发达国家：新加坡、马来西亚、泰国**冰洗电均已完成普及（普及率超过95%），但在炎热的气候条件下，**空调普及率（78%、53%、26%）**，尤其是泰国尚有较大提升空间；
- **经济发展水平相对一般国家：印尼、菲律宾、越南、老挝**等国家目前正处于冰洗的普及期，**冰箱渗透率在40%-60%，洗衣机渗透率在30%-40%**；
- **经济落后国家：缅甸、柬埔寨**地区整体经济水平较为落后，因而大家电普及率相对较低。值得一提的是，与东南亚多数国家不同，缅甸、柬埔寨的洗衣机普及优先于冰箱，**两国家洗衣机的普及率均已超过40%，但冰箱普及率仅为17%、2%**。

值得注意的是，若与中国历史进行对比，冰箱的普及率仅相当于中国城镇90年代初的水平，洗衣机的普及率更仅有中国城镇80年代的水平。前文已述及，东南亚目前人均GDP水平已经达到中国2010年左右的水平，因此我们认为东南亚家电普及进程所带来的新增需求潜力并未得到充分释放。



图8: 东南亚国家主要大家电普及情况: 电视基本已经完成普及, 空调普及率仍然较低



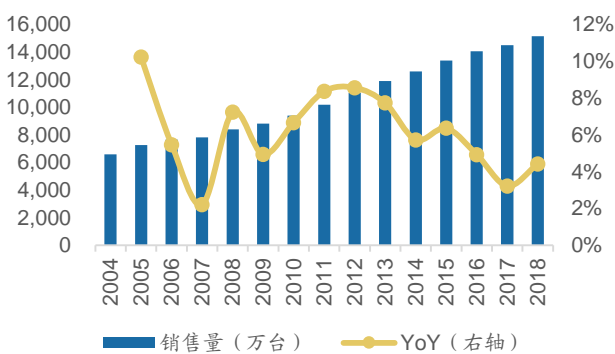
数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

注: 平均渗透率以2018年各国人口数量加权计算得到

### 3. 东南亚家电市场规模及展望

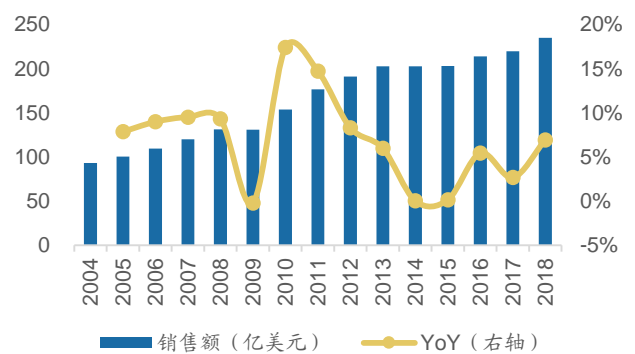
根据Gfk数据, 2018年东南亚地区整体家电(包含电视)销售量合计达到1.5亿台, 2008-2018年CAGR为6.1%; 总销售额达到235亿美元, 2008-2018年CAGR为6.0%。销售量增速始终保持在2%以上, 更为稳定; 销售额增速波动更为明显, 其中2009年受全球经济危机影响, 导致当年销售额增速小幅下滑0.2%。

图9: 东南亚家电总销量(包含电视)稳定增长



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

图10: 2018年东南亚家电总销售额(包含电视)突破235亿美元

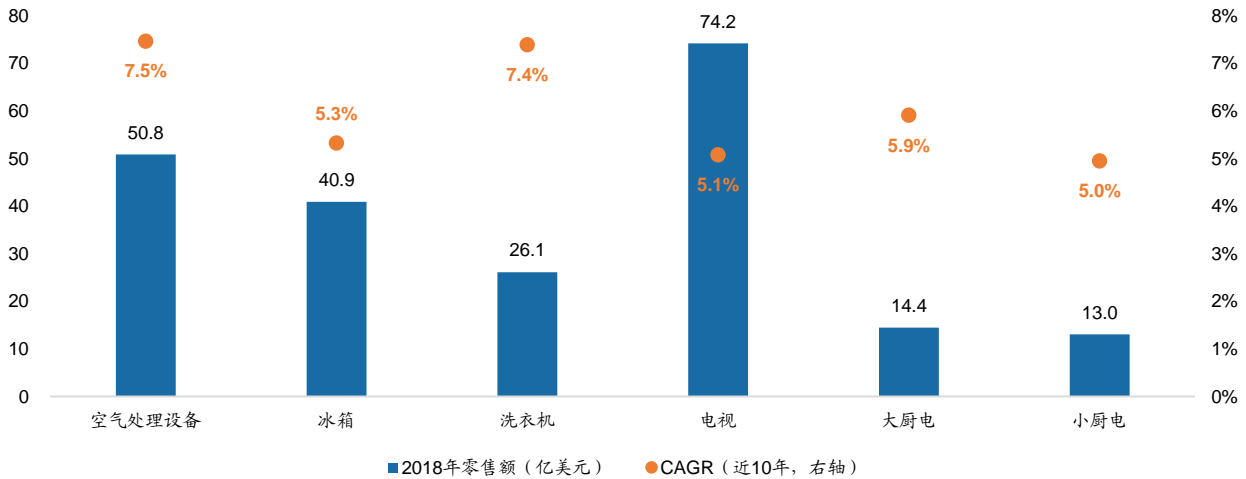


数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

分品类来看, 主要子品类中, 电视在普及率最高的同时, 也是市场规模最大的品类, 2018年销售额市场规模达到74.2亿美元, 空气处理设备(包括电风扇、空调、空气处理器等)规模达50.8亿美元位居第二, 同时也是过去10年复合增速最快的品类(根据Jarja数据, 空气处理设备中的子品类空调2017年销量为808万台,

2012-2017年复合增速为6.6%)；冰箱与洗衣机也分别有40.9亿美元与26.1亿美元的规模。大厨电（包括油烟机、燃气灶、烤箱等）和小厨电（包括电热水壶、电烤炉、咖啡机、面包机等）发展期更为前置，市场规模相对较小。主要子品类过去10年间的复合增速都在5.0%-7.5%之间，差距并不显著。

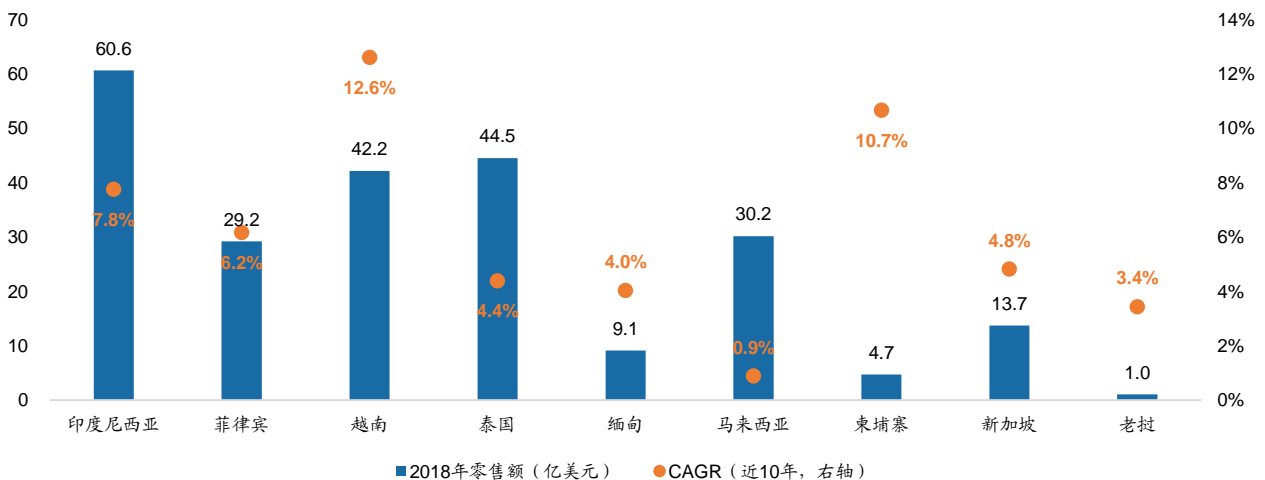
图11：2018年东南亚地区分品类销售额市场规模



数据来源：Gfk，广发证券发展研究中心

分国家来看，印尼基于人口基数优势以及相对较为发达的经济水平，目前市场规模最大，2018年销售额市场规模达到60.6亿美元，并且过去10年保持7.8%的较高复合增速。人口基数同样较大的菲律宾、越南、泰国以及人口较少但人均GDP水平较高（仅次于新加坡）的马来西亚销售额规模位居前列，分别为29.2亿、42.2亿、44.5亿、30.2亿。值得一提的是，越南近10年的销售额复合增速高达12.6%，相比其他国家增速优势明显（市场规模相近的泰国过去10年复合增速仅为4.4%）。

图12：2018年东南亚地区分国家销售额市场规模（包含电视）



数据来源：Gfk，广发证券发展研究中心

我们基于东南亚主要国家当下的人口数量以及与中国的渗透率差对东南亚地区空冰洗的潜在新增需求进行测算，假设东南亚地区未来空冰洗的渗透率能达到中国的水平，则冰箱、洗衣机、空调的潜在新增存量空间分别为0.84、1.16、1.47亿台，考虑到空调的一户多机属性以及中国的渗透率（尤其是农村地区）尚有较大提升空间，因此在天气更为炎热、需求理论上更为刚性的东南亚地区，空调的潜在新增需求实际上应高于我们的测算。从区域结构来看，人口基数较大，大家电渗透率相对有限，且人均GDP已经迈过3000美元大关（大家电具备加速普及条件）的印尼、菲律宾最具增长潜力。

表 2: 东南亚地区空冰洗潜在新增量测算

国家	人口 (亿人)	家庭 (亿户)	冰箱	洗衣机	空调	冰箱潜在新增量 (万台)	洗衣机潜在新增量 (万台)	空调潜在新增量 (万台)
中国	13.95	4.65	92%	88%	87%	以中国为参考		
印度尼西亚	2.68	0.89	48%	15%	20%	3917	6495	5969
菲律宾	1.07	0.36	42%	38%	13%	1763	1788	2631
越南	0.96	0.32	66%	35%	17%	815	1704	2223
泰国	0.69	0.23	91%	69%	26%	16	437	1407
缅甸	0.54	0.18	17%	46%	4%	1345	755	1486
马来西亚	0.32	0.11	99%	96%	53%	/	/	353
柬埔寨	0.16	0.05	2%	43%	5%	486	246	443
新加坡	0.06	0.02	99%	97%	78%	/	/	17
老挝	0.07	0.02	61%	23%	9%	72	154	185
合计	/	/	/	/	/	8415	11581	14713

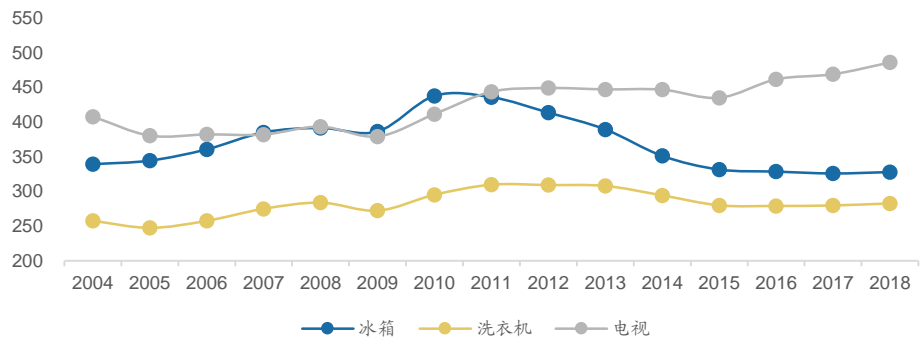
数据来源: Gfk, PWC, 广发证券发展研究中心

## 4. 东南亚家电市场均价特征

以品类划分较为清晰的冰箱、洗衣机、电视为例，东南亚地区家电均价呈现以下特点：

- **区域整体来看：**2004年至今，洗衣机与电视的均价略有提升，而冰箱均价以2010年为分界点经历了先升后降；

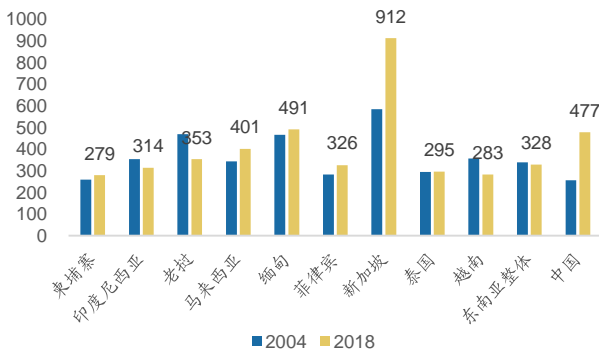
图13: 东南亚地区冰箱、洗衣机、电视行业均价(美元/台)变化



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

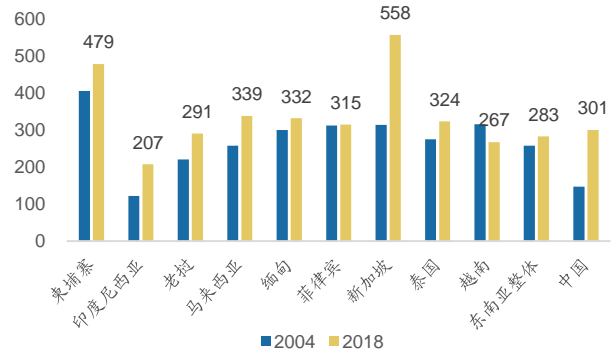
- **分国家来看:** 对比2004年与2018年的均价, 洗衣机除了越南之外, 各国均价均有不同程度提升; 冰箱表现出现分化, 其中经济较为发达的马来西亚、新加坡受益消费升级均价有不同程度提升; 电视由于经历了CRT到液晶的技术变革, 体验大幅提升, 因而多数国家均价均有提升(仅泰国和马来西亚下降);

图14: 东南亚国家及中国2004、2018年冰箱销售均价(美元/台)对比



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

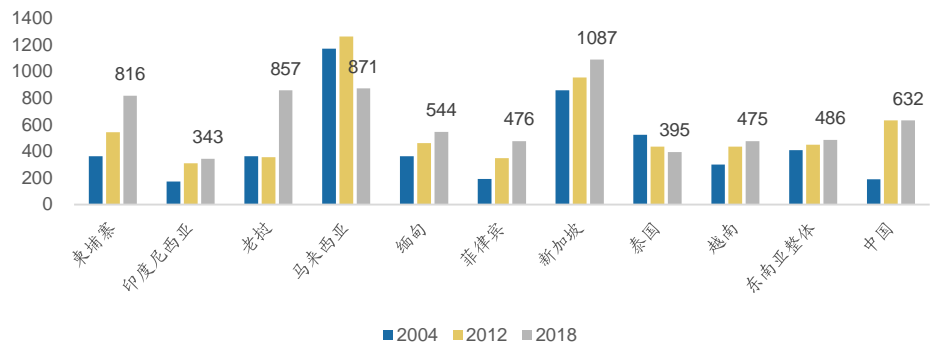
图15: 东南亚国家及中国2004、2018年洗衣机销售均价(美元/台)对比



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

- **与中国对比:** 基于经济发展水平不同及购买力差异, 2018年东南亚主要大家电均价水平低于中国: 冰箱差异最为显著, 仅为中国均价的69%; 电视为77%; 洗衣机差距最小, 为94%; 但值得注意的是, 经济最为发达的新加坡, 冰洗电的均价分别是中国均价的1.91、1.86、1.72倍。因此从产品升级及经济发展(通胀)视角下, 东南亚部分家电品类均价尚有较大提升空间。

图16: 东南亚国家及中国2004、2012、2018年电视销售均价(美元/台)对比



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

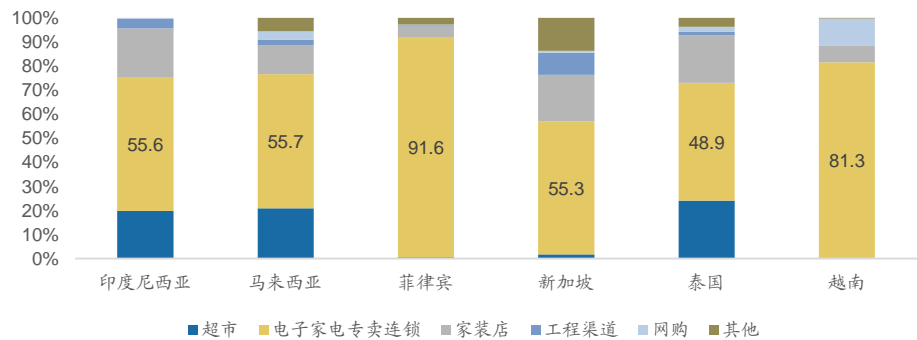
注: 电视在期间经历了从CRT到液晶电视的跨越式技术变革

## 5. 东南亚家电市场渠道结构

从渠道结构分布来看, 东南亚国家呈现以下几个特点:

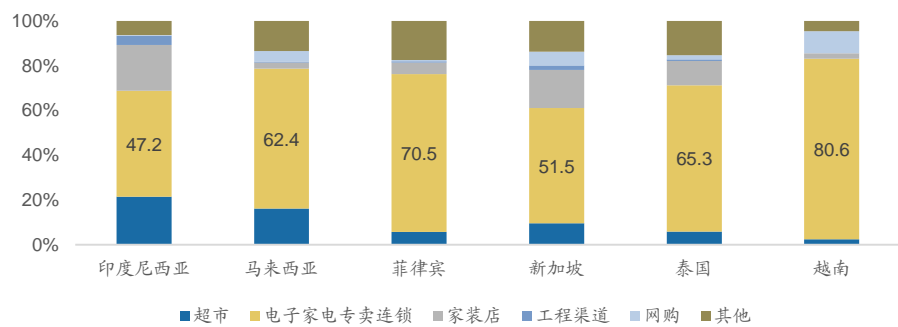
- **电子家电零售专卖店(包含品牌专卖店以及专业家电连锁商店)都是占比最高的销售渠道。**大家电中, 菲律宾有9成以上家电通过电子家电专卖连锁进行销售, 占比最低的泰国也有接近5成; 小家电中, 占比最高的是越南(超过8成), 占比最低的印尼也接近5成;
- **超市与家装渠道是除了电子家电专卖店之外较为重要的渠道, 但占比远不及电子家电零售渠道且各国分化较为明显。**以大家电为例, 印尼、马来西亚、泰国的超市渠道占比均接近或超过20%, 但在菲律宾、新加坡、越南的占比几乎可以忽略不提; 家装店占比较高的国家包括印尼、新加坡、泰国(均接近20%);
- **电商渠道占比均较低。**占比最高的越南大家电、小家电的电商渠道占比也仅在10%左右。我们认为与当地民众的购买习惯以及东南亚各国家规模效应有限、物流体系尚未完善有关;
- **各国家的渠道结构存在一定差异。**总的来说, 印尼、马来西亚、泰国、新加坡的渠道结构更为多样化(电子家电专卖店+超市+家装电), 其中小家电的销售渠道相比大家电更为分散(表现为其他渠道占比更高); 越南、菲律宾的渠道更为集中。

图17: 东南亚主要国家大家电销售渠道分布



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

图18: 东南亚主要国家小家电销售渠道分布



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

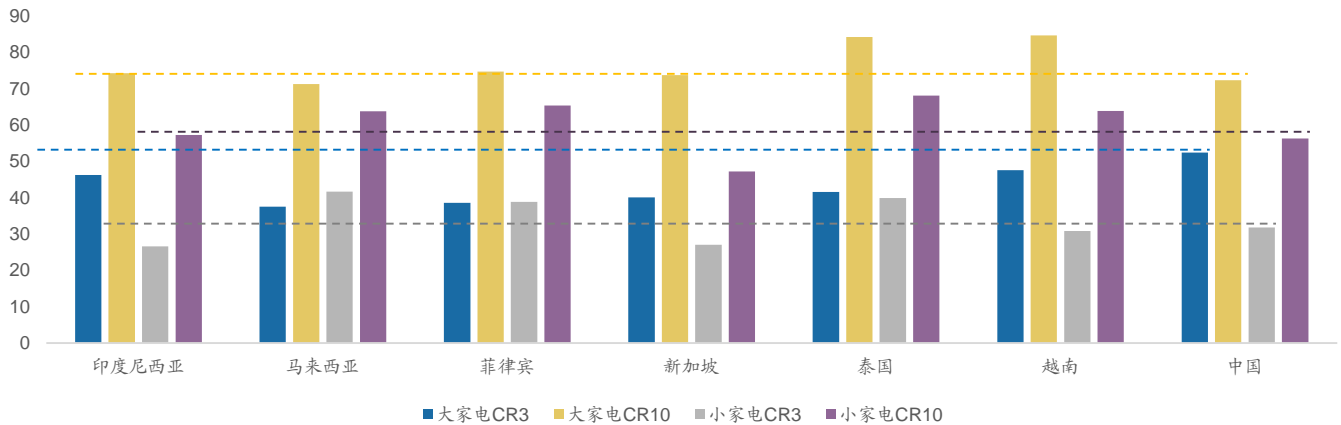
## 6. 东南亚家电市场竞争格局

自上而下从销售量集中度(2018年)分析东南亚家电竞争格局:

- **大家电:** 销售量CR3在37%~48%之间, 与中国的52%还有一定差距, 集中度尚有提升空间; 进一步分析大家电销售量CR10, 东南亚各国家在71%~85%, 多数国家都高于中国的72%, 由此可以判定东南亚国家大家电的腰部品牌仍具备较强的竞争力, 市场整体竞争激烈程度高于中国。
- **小家电:** 东南亚国家销售量CR3在26%~42%之间(中国为32%), CR10在47%~64%之间(中国为56%)。

总的来说, 东南亚国家大家电、小家电销售量集中度水平较高, 若以中国为参照, 东南亚地区大家电龙头品牌与腰部品牌尚未拉开差距, 集中度及竞争格局仍有优化空间。小家电由于子品类较多, 因此集中度预计将维持现有水平, 但品牌间的竞争有可能使内部结构产生调整。

图19: 2018年东南亚地区分国家大家电、小家电分品牌销售量CR3 (%)

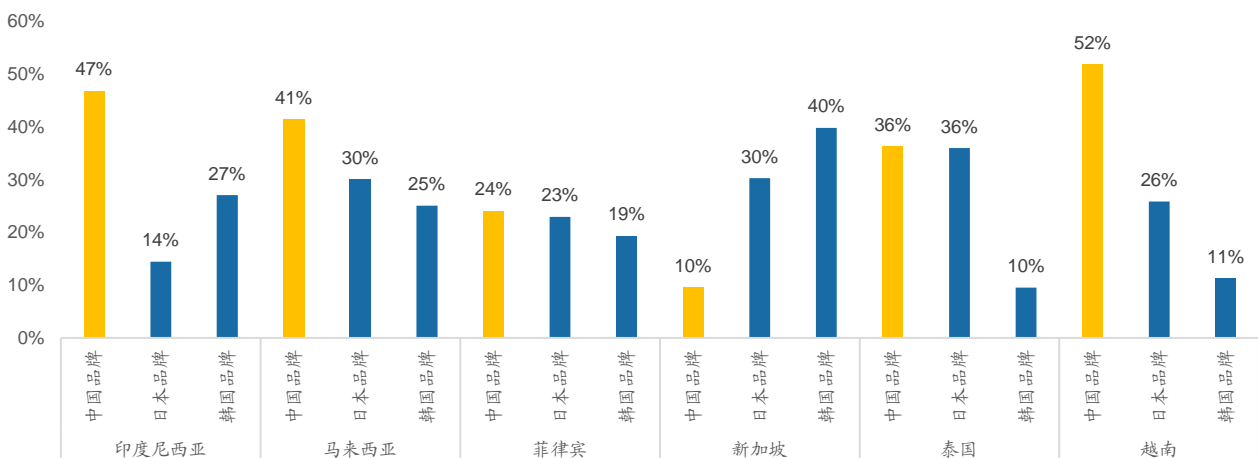


数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

从分国家品牌的视角再看竞争格局, 中日韩品牌目前在东南亚国家的大家电市场占据绝对优势, 三国品牌在冰箱、洗衣机、电视的合计市占率多数都在80%以上(冰箱最低的菲律宾为66%、洗衣机最低的印尼为67%、电视最低的菲律宾为63%)。中国品牌主要包括鸿海集团旗下的夏普、美的(以及收购的东芝品牌)、海尔(以及收购的Aqua)。日本品牌主要包括索尼、松下、三菱、日立等。韩国品牌主要是两大巨头三星、LG。分产品来看:

**冰箱市场:** 中国厂商优势最为显著的品类, 旗下品牌在新加坡以外的主要东南亚国家均有强势表现: 夏普领衔印尼、马来西亚、菲律宾, 东芝领衔泰国, Aqua领衔越南; 新加坡市场韩国两大品牌、LG优势明显。

图20: 2018年东南亚地区冰箱市场中日韩品牌销售量份额

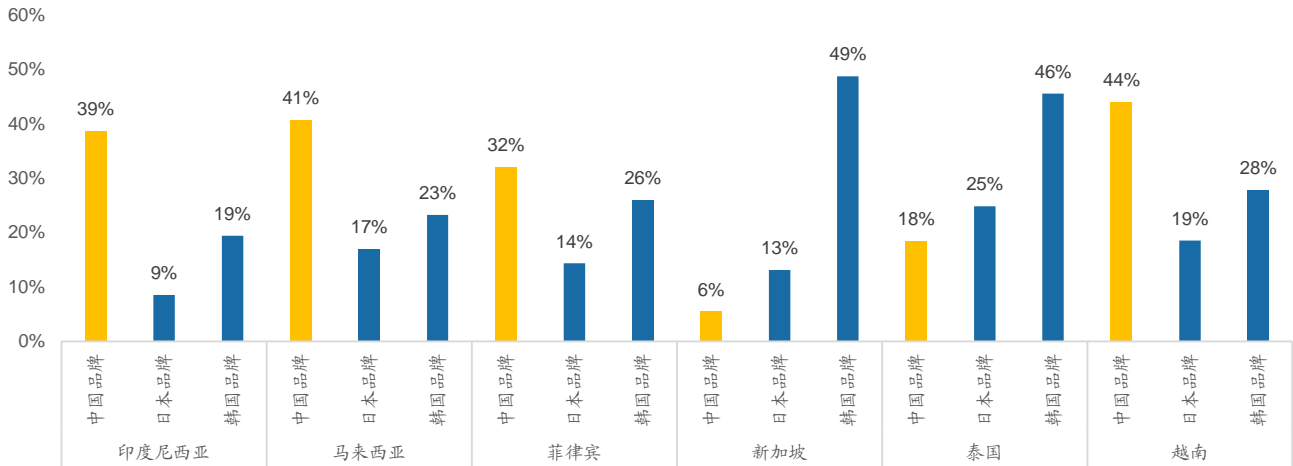


数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

**洗衣机市场:** 中国厂商旗下品牌整体市占率领先, 除新加坡与泰国(韩国两大

品牌之外均保持第一，但总体而言优势不及冰箱。具体来看，夏普在印尼与菲律宾领先，Aqua和东芝在越南保持强势地位，市占率均超20%。马来西亚市场虽然索尼和三星占据前两位，中国厂商旗下品牌汇聚腰部使得合计市占率高于日韩品牌。

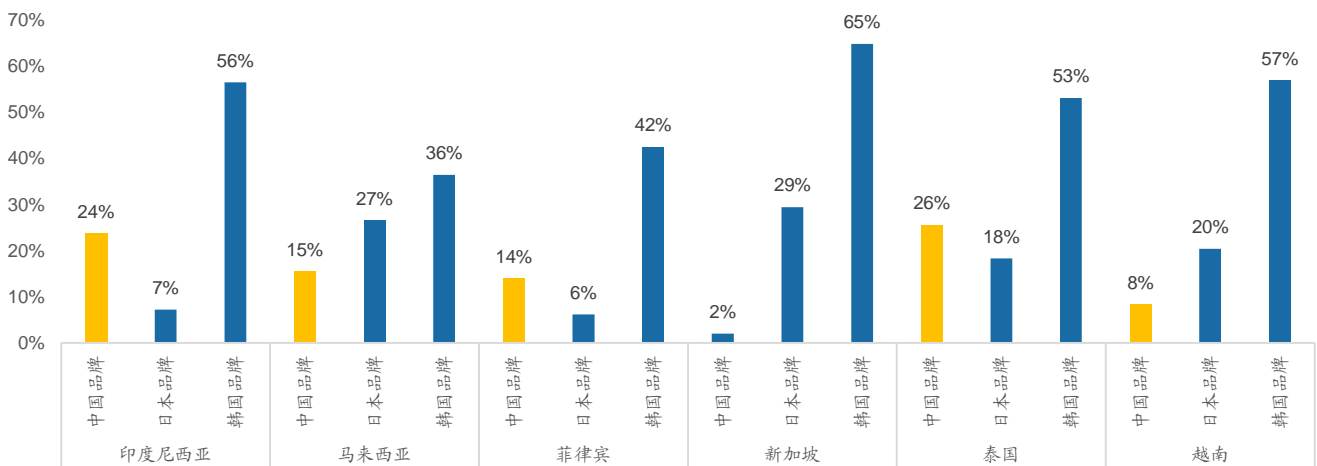
图21：2018年东南亚地区洗衣机市场中日韩品牌销售量份额



数据来源：Gfk，广发证券发展研究中心

**电视市场：**韩国两大龙头品牌三星、LG在各国家均占据绝对优势，多国家合计市占率超过50%。中国厂商旗下品牌与日本品牌平分秋色，其中夏普在印度、马来西亚，TCL在菲律宾、泰国表现较好（份额接近或超过10%）。

图22：2018年东南亚地区电视机市场中日韩品牌销售量份额

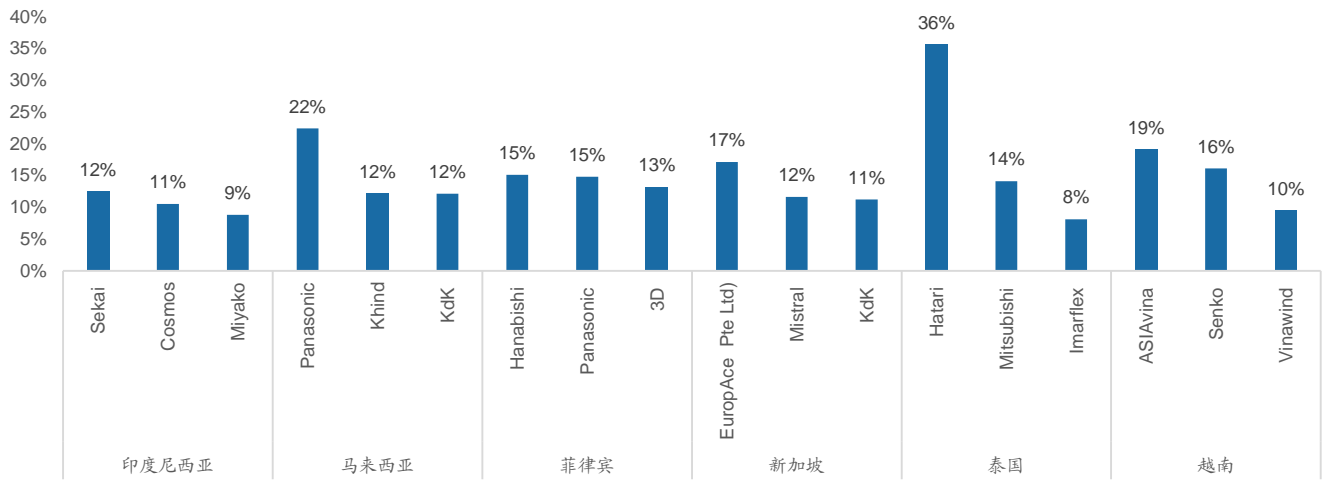


数据来源：Gfk，广发证券发展研究中心

**空气处理设备：**由于东南亚空调普及率相对较低，单位价值量小、生产壁垒较低的风扇贡献了较大销量占比，因此各国竞争格局较为分散，当地品牌占据优势，中国厂商市占率较低。



图23: 2018年东南亚地区分国家空气处理设备销售量市占率前三品牌



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

总的来说, 对于东南亚市场, 中国企业旗下品牌在冰洗领域已经占据领先地位, 电视也占据了一定市场份额, 空气处理设备市占率较低。

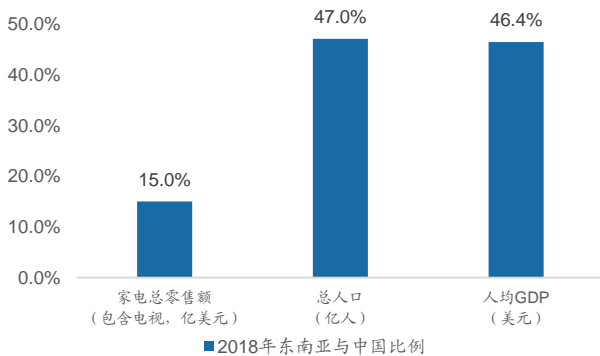
## 7. 中国家电企业在东南亚

### 7.1 中国企业在东南亚的布局意义

我们认为布局东南亚市场对于中国企业有两重意义:

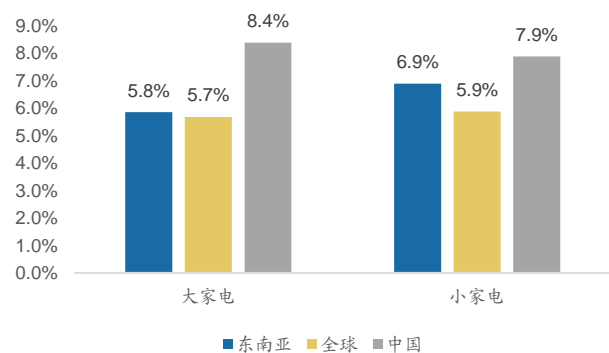
- **东南亚市场本身具备光明的前景:** 东南亚市场人口基数较大, 经济处于高速发展, 多数地区家电尚处普及阶段, 新增需求潜力巨大 (前文有详述)。东南亚市场可以为家电龙头在收入与业绩上贡献新的增量;

图24: 东南亚与中国人口、GDP、家电市场规模对比



数据来源: Gfk, 世界银行, 广发证券发展研究中心

图25: 2018-2023年东南亚、中国、全球家电市场零售额复合增速对比



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

- **东南亚部分地区具备承接家电产能转移的潜力：**东南亚地区拥有更廉价的劳动力，日趋成熟的产业链配套，以及更好的外贸关税环境（尤其是在当下中美贸易摩擦升级的背景下）。

## 7.2 中国企业在东南亚布局

国内家电企业进军东南亚市场除了最原始方式即替知名品牌代工生产外，早期还是以产品出口为先，与当地经销商合作建立渠道网络，通过销售来逐步了解当地的市场、经营法规及环境，发展步伐较为缓慢。基于7.1所述两重意义，中国家电企业尤其是龙头已经对东南亚市场的重要性有了更深层次的认知，以美的集团、青岛海尔为代表，已经加速布局东南亚，主要通过两种方式：**（1）品牌收购；（2）当地建厂。**

### 7.2.1 品牌收购：加速当地市占率市占率提升

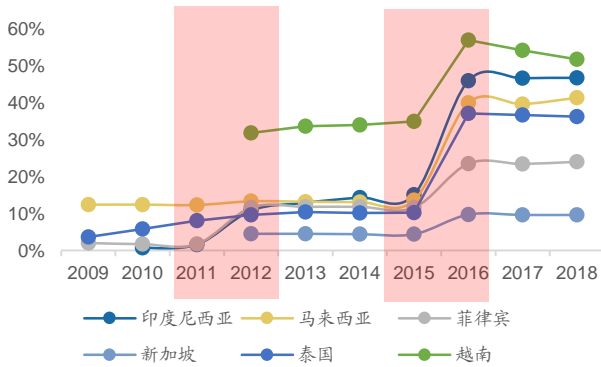
以2011年海尔智家收购三洋电机、美的集团收购东芝家电业务、富士康收购夏普为代表，收购在东南亚地区深耕多年的日本强势品牌家电业务使中国企业在东南亚国家的市占率快速提升，相比于通过自主品牌开拓市场的效率大幅提升。

表 3：主要家电厂商在东南亚的品牌收购情况简介

收购事件	时间	收购价	标的相关情况
海尔智家收购三洋电机	2011年	100 亿日元（约合 8 亿元人民币）	（1）标的资产：日本本土的洗衣机和家用冰箱业务；东南亚 4 国（越南、印尼、菲律宾、马来西亚）的白色家电业务； （2）业务情况：2011 财年(2010 年 4 月-2011 年 3 月)，三洋洗衣机和冰箱业务收入总计 856 亿日元（约合 68 亿元人民币）。收购后将在日本及东南亚形成两个研发中心、四个制造基地和六个区域的本土化市场营销架构。
美的集团收购东芝家电业务	2016年	514 亿日元（约合 31 亿元人民币）	（1）标的资产：东芝生活电器株式会社 80.1%的股权，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； （2）债务情况：承接东芝家电约 250 亿日元（约合 63 亿人民币）的对东芝的债务，并需在交割时偿还该等债务。 （3）业务情况：东芝家电业务主要包含洗衣机、吸尘器、家用空调、冰箱和厨电产品等五大业务板块，东芝家电拥有超过 5 千名员工，在日本、中国和泰国拥有 9 个配套设施完善、生产技术先进、管理模式领先的生产基地。
富士康收购夏普	2016年	3888 亿日元（约合 225 亿元人民币）	（1）标的资产：夏普公司 66%普通股股权以及 1000 亿日元特别股；业务包含家用电器（液晶电视、空调等）、手机等； （2）业务情况：2015 财年（2015 年 4 月-2016 年 3 月），销售收入为 24615 亿日元（约合 1461 亿人民币），净利润-2560 亿日元（约合 152 亿人民币）；消费电子（电视、空调、冰箱、洗衣机、手机等）收入占比 31%。

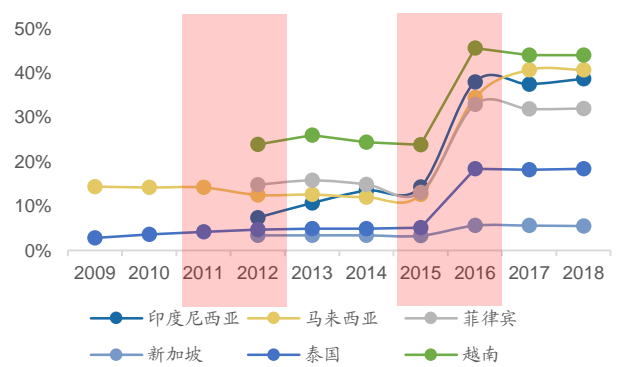
数据来源：美的集团官网，海尔智家官网，广发证券发展研究中心

图26: 中国企业旗下品牌冰箱历年销售量市占率变化: 收购加速市占率提升



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

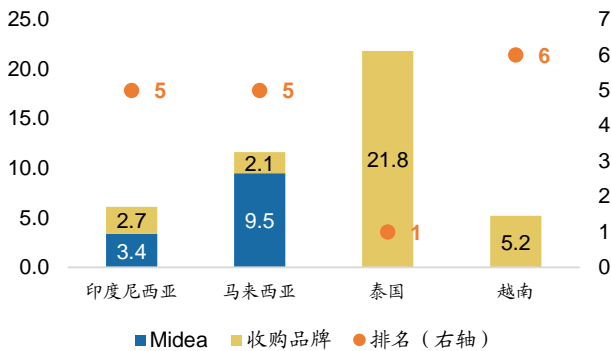
图27: 中国企业旗下品牌洗衣机历年销售量市占率变化: 收购加速市占率提升



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

目前以美的集团、海尔智家为代表的龙头企业多采用“自主+收购品牌”双轮驱动的策略开拓东南亚市场。从2018年的情况来看,收购品牌仍然承担了两大龙头在东南亚地区的主要销售,自主品牌目前在马来西亚、菲律宾、泰国等地也已具备一定影响力。

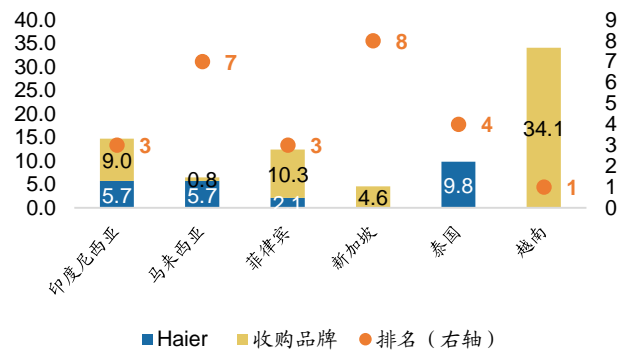
图28: 2018年美的主品牌与收购品牌冰箱市占率(%)及合计市占率排名



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

注: 美的收购品牌为东芝, 排名均为合计市场份额排名下同

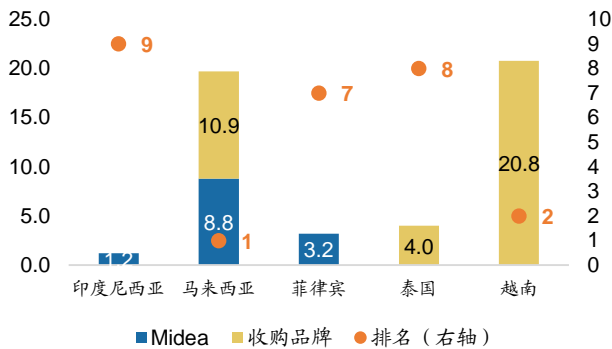
图29: 2018年海尔主品牌与收购品牌冰箱市占率(%)及合计市占率排名



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

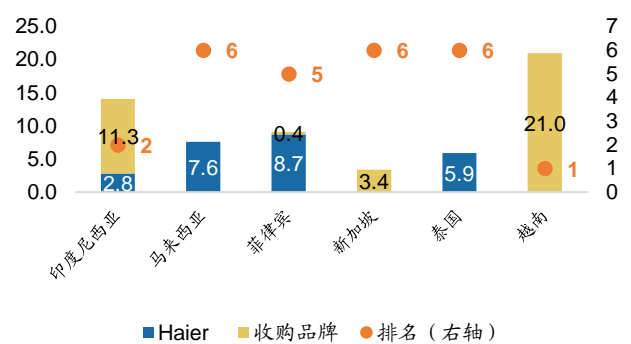
注: 海尔收购品牌包括费雪派克、Aqua, Elba 等

图30: 2018年美的主品牌与收购品牌洗衣机市占率 (%) 及合计市占率排名



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

图31: 2018年海尔主品牌与收购品牌洗衣机市占率 (%) 及合计市占率排名



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

我们认为通过收购成熟品牌的方式进入新兴市场可以充分借助成熟品牌本身在区域内良好的渠道、口碑资源, 在本土化运营层面也会减少更多阻碍。成熟品牌当地团队所积累的运营经验, 也有助于提升自主品牌进入区域后的运营效率提升。长期来看, 我们认为前端的品牌优势、运营经验与家电龙头后端的生产、产品优势相结合, 有望使中国企业旗下品牌在东南亚地区的市占率进一步提升。

### 7.2.2 当地建厂: 聚焦越南, 略有布局, 但未见大范围投资

国内企业在东南亚布局产能最早可以追溯至1996年, 中国家电自主品牌全球化的领导者海尔集团在印尼雅加达建立了海尔莎保罗有限公司, 迈出海外建厂第一步。此后美的集团、格力电器(后关闭)、苏泊尔等也有一定布局。纵观国内家电企业在东南亚的产能布局情况, 呈现两大特征:

- **聚焦越南:** 越南优越的地理位置(狭长的海岸线)、年轻的人口结构(2018年70%人口处于15-64岁之间)、低廉的劳动成本(2018年河内、胡志明市最低工资标准398万越南盾/月(折合人民币1190元/月, 其他省会城市更低)、大量贸易出口协定、优惠的税收政策创造的优越出口环境使得越南成为众多国内制造企业海外建厂的首选, 家电也不例外;

表 4：主要家电厂商在东南亚的产能布局情况简介

企业	时间	国家	产品产能	情况简介
美的集团	2007	越南	产能 500~800 万台，产值约 1 亿美元，空调 3500 万美元、小家电 6500 万美元（2014 年数据）	设厂初衷是为了满足阿根廷和土耳其的贸易政策条件，由越南工厂出口空调产品至这两个国家。后续共投资 2500 万元占地约 5 万平方米。主要产品有电磁炉、电热水壶、电饭煲等小家电。现在在越南，美的只有位于平阳省“新加坡工业园”中的一处生产基地。
	2018	泰国	冰箱、洗衣机、电饭煲、微波炉	拆分原 TPT（东芝家用电器泰国有限公司）相关职能成为洗衣机事业部的第一个海外工厂。
海尔智家	1996	印度尼西亚	冰箱	在印尼雅加达建立海尔莎保罗有限公司，海尔占 51% 股份，生产冰箱。
	1997	马来西亚	冰箱、洗衣机	成立马来西亚海尔工业（亚细亚）有限公司，占领马来西亚 17% 的家用电器市场。
	2007	泰国	总产能 157 万台，冰箱、洗衣机、冷柜年产能分别为 120、15、2 万台，空调每年约 20 万套	收购日本三洋泰国冰箱制造厂（东南亚最大的冰箱制造厂之一）成为泰国冰箱第二大制造商，2008、2009 年建立洗衣机、空调工厂。工厂位于泰国甲寅武里工业园，占地 27.8 万平米，有员工约 2500 人。产品除供应东盟外，还远销日本、中东及非洲、欧洲、南美等地。
	2012	越南	年总产能 180 万台，冰箱、洗衣机年产能分别为 100 万台、80 万台	海尔越南电器有限公司（简称 HEV）：2012 年收购三洋电机取得越南工厂，占地面积 7.7 万平方米，员工 2705 人，产品为迎合当地需求，以中小型冰洗为主，不仅供应越南，还出口至泰国、印尼、中东等地
	2012	印度尼西亚	冰箱、洗衣机年产能分别为 60、15 万台	2012 年收购取得，前身为三洋印尼电器有限公司，工厂占地 8.1 万平米，员工 724 人；产品供应东盟、中东及非洲、南亚、日本等地。
	2018	越南	预计 50 万台洗衣机产能	在越南同奈省边和市第二工业园建立工厂生产 AUQA 中高端滚筒洗衣机，2019 年已经投产。
格力电器	2008	越南	年产 10 万台空调	2008 年在越南胡志明市的新加坡工业园区内建立空调生产基地，总占地面积约 1.1 万平方米，全部生产“格力”品牌的家用空调产品，但 2013 年工厂关闭撤出。
TCL	1999	越南	2 条 CTV 生产线、2 条 SKD 生产线	TCL 越南工厂占地面积 31000 平方米，员工总数约 165 人（2015 年），经销商 200+，销售网点 3000+（2017 年）。
苏泊尔	2008	越南	产值 1.6 亿美元	在越南投资 1500 万美元建立生产基地，主要生产厨电、炊具，还有一研发基地
三花智控	2018	越南		在越南建厂，面积约为 200 亩，2019 年已经开始生产
莱克电气	2018	越南		拟在越南投资 2000 万美元建设生产基地

数据来源：美的集团官网，海尔智家官网，《中国家电企业在东南亚的跨国经营战略》，广发证券发展研究中心

图32: 美的集团在东南亚有泰国、越南两大生产基地



数据来源: 美的集团公司官网, 广发证券发展研究中心

➤ **布局力度有限:** 纵观各家电厂商, 虽然在东南亚已有布局, 但布局产能占自身总产能的比例极低。布局相对较多的海尔和美的, 有很大部分源于收购承接资产而并非自主建设。我们认为相较于服装等行业, 家电行业尚未出现大规模产能转移的原因在于:

(1) **人工成本占比低:** 家电产业成本以原材料为主, 人工成本占比较低(大家电企业占比约5%, 纺织服装行业占比在15%-30%左右), 产能转移至越南后成本集约相对有限;

(2) **供应链不完善:** 产能若转移至越南, 多数零部件还需运输到东南亚进行组装, 且家电零部件相对体积较大, 需承担额外运费导致成本负担加重。

虽然近期美国加征关税使得产能转移再度受到关注, 但对于出口美国收入占比有限的白电龙头, 东南亚既有产能已经可以满足规避关税需求, 而对于出口美国占比较大的一些小家电产品(例如吸尘器等等), 我们认为将部分产能转移至东南亚地区具备性价比。

短期来看, 是否会有大规模产能转移的核心要素仍然是成本, 其本质在于人工成本(工人工资)与运输成本(产业链配套是否完备)的平衡。假设单台产品出厂价1500元, 10%为综合人工成本。敏感性测算分析显示, 目前人工成本节省与因供应链不完善导致的运输成本提升大致相当, 综合考虑既有产能布局, 以及东南亚当地政策的不确定性, 因此短期发生大规模产能转移的概率较低。长期来看, 随着国内人工成本的继续提升以及东南亚地区产业链配套逐步完善, 我们预计会有一部分产能转移至以越南为代表的东南亚国家。

表 5: 家电产品（出厂价1500元）产能转移至东南亚成本敏感性分析

单台成本 增长幅度		人工成本节省幅度			
		10%	20%	30%	40%
运输成本 增加（元/台）	30	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
	50	2.3%	1.3%	0.3%	-0.7%
	70	3.7%	2.7%	1.7%	0.7%
	90	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%

数据来源：广发证券发展研究中心

## 8. 投资建议

东南亚地区作为全球人口最为密集，经济发展最具潜力的地区之一，目前家电市场规模尚可，多数家电尚处普及进程之中，长期潜力可期。以美的集团、海尔智家为代表的中国家电龙头企业通过自主品牌拓展+收购，目前在东南亚地区已占据相当的市场份额，未来依托前端的品牌优势、运营经验结合后端的生产、产品优势，我们认为中国家电龙头在东南亚的市占率有望进一步提高，从而最大程度获益东南亚整体市场的增长红利。

总的来说，东南亚作为中国家电企业全球化的前哨战，目前已成果突出。放眼全球，多数地区尚未实现家电普及，全球视角下的家电市场仍有广阔空间，中国的白电龙头无论从产品、生产、品牌、资金实力等层面均已具备全球竞争力，基于此，在全球化拓张以及全球竞争力的视角下，继续推荐三大白电龙头：美的集团、格力电器、海尔智家。

## 风险提示

### 原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩；

### 汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损，影响公司利润；

### 东南亚市场需求不及预期

东南亚市场发展尚不成熟，市场需求不足会影响产品销售，进而影响公司收入及利润。

## 广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 黄 涛：研究助理，同济大学工学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。



## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。