

小家电新股为什么容易出现“过山车”行情？

——家电行业每周观点 20190825

行业周报

增持（维持）

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebscn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

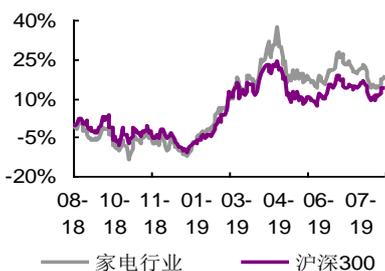
ganjun@ebscn.com

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)

021-52523880

wangqq@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

空调：19冷年变化收官，新冷年重点看什么？——家电行业每周观点 20190818

..... 2019-08-19
空调销量增速回落至个位数，格局仍是关注重点——家电行业 2019年7月淘宝宝数据跟踪与解读

..... 2019-08-14
结合 19Q2 数据解读，家电中报预览 2.0——家电行业每周观点 20190728

..... 2019-07-28

引言：

最近小家电上市公司队列喜添新丁小熊电器，关注的朋友不少，我们也学习了招股书，但因为还需要进一步研究，暂时没有覆盖公司。不过回首入行这几年覆盖跟踪的小家电公司，有些体会跟大家分享，希望对您的研究投资有帮助。

点评：

1、小家电新股容易出现“过山车”行情

最近三年上市的小家电明星公司不少，包括大家较为熟悉的莱克电气、飞科电器、科沃斯等等。一路跟踪、研究、分析推演，复盘时发现自己坐了很多趟“过山车”。

此处的“过山车”走势指的不是新股发行后通常出现的冲高回落，而是之后的新一轮快速上涨和回落。

图 1：飞科电器股价在上市后经历一轮快速上涨和回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、不合理的市场预期

“过山车”行情基本在一年之内完成，由估值而不是业绩驱动，因此市场对公司成长预期的波动远大于公司基本面的实际变化。

作为亲历者，我将试着解释一下投资者对于小家电新股不合理的预期具体有哪些，又是如何导致的？

“小家电行业空间大，处在黄金成长期”

“公司能够快速孵化新增长点”

.....

2.1、现实：小家电空间诱人，但成长期不易把握

大部分投资者都可以通过国内外保有量/渗透率对比研究，发现中国小家电诱人的发展空间，但相比“小家电行业未来5年CAGR预计将达到XX%”这样简单粗暴的表述，单个小家电品类实际的产品生命周期非常复杂，因此不易把握。

2.1.1、小家电的成长期偏短

相比大家电产品生命周期中长达数十年的快速成长期，大部分小家电品类因为市场空间上限仅在数百亿甚至一百多亿元，缺乏像大家电一样又长又陡的雪坡，看似成长空间巨大，但比较容易碰到增长瓶颈。

情形 1：渗透率在经历爆发期之后，不再加速上升，而是进入稳步提升阶段，那么年销量就此稳定，或者仅仅低速增长，比如大部分的厨房小家电品类。

情形 2：渗透率比预想的更快遇到瓶颈，甚至逐渐被其他新产品取代，比如空气净化器、原汁机等现象级产品。

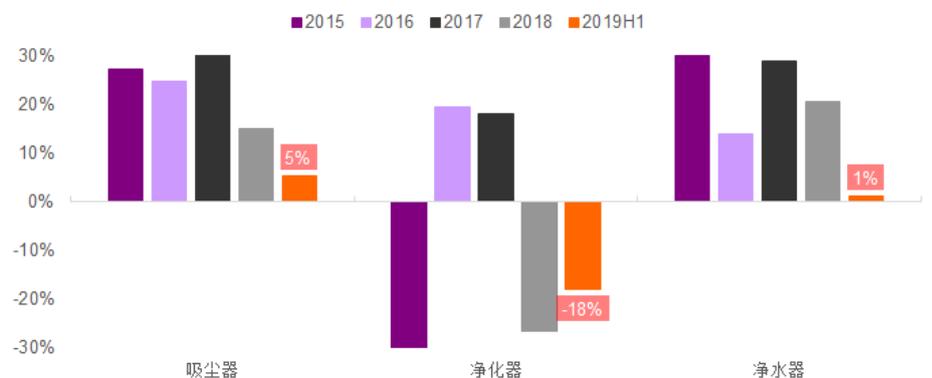
2.1.2、可选属性导致外部环境影响较大

除了成长期普遍较短令投资时点难以把握外，由于小家电新兴品类的可选属性较强，“消费升级”的过程往往会受到外部环境的影响，包括需求场景的变化和消费动能的强弱等。

空气净化器是受需求场景变化影响的典型案例。严重的雾霾是16-17年空气净化器爆发的主要原因，但随着秋冬季节北方雾霾天气的大幅减少，除雾霾需求大幅下降，2018年以来空净行业步入较为痛苦的下滑周期。

吸尘器和净水器也受到消费动能减弱的影响。虽然吸尘器和净水器有更明确的成长空间，并且已经持续多年保持两位数增长，但2019年上半年受低迷的消费环境影响，两者的零售额增速分别下降至5%和1%，这令市场始料未及。

图 2：小家电“消费升级”的过程往往会受到外部环境的影响



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

因此，小家电所谓的“逆周期”属性主要适用于成熟品类，对于可选属性更强的新兴品类，不可忽视外部环境的影响。

综上所述，对小家电新股的过高预期源于对单一品类成长性的预期过于乐观，如果只是相信需求的长期空间，而忽略了产品生命周期的不确定性和可选属性导致的周期性，就会在遇到需求波动的时候措手不及。

为了对小家电公司成长空间形成更准确的判断，需要从产品属性出发，做更为细致的需求分析，同时留出安全边际，做出不同的情景假设，通过紧密的跟踪及时发现不好的趋势和苗头。

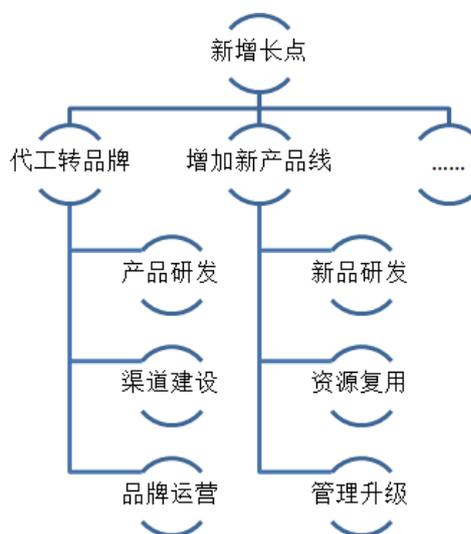
2.2、现实：新增长点对管理层能力提出新要求

能够上市的小家电公司必然在过去取得了一定的成绩，但对于成长期相对较短的小家电赛道而言，上市很可能伴随着公司过去成功业务的成熟，以及对未来新增长点的探索，管理层也会相应地将对新业务的美好愿景跟投资者充分阐述，比如代工转品牌，增加新产品线。

当新进入领域的竞争要素和过去有很大不同时，对管理层的能力也会提出新的要求，如果对管理层的能力理解不充分，也容易对新业务的进展过于乐观。比如代工和品牌所需的能力不同，单一产品和多产品线所需的能力也不同。

- **从代工转品牌**：需要构建完整的从产品研发、渠道建设、品牌运营的一系列新能力；
- **增加新产品线**：需要培育新产品线的研发能力，同时原有品牌和渠道并不一定能完美地复用，管理复杂性大大提升。

图 3：新增长点对管理层能力提出新要求



资料来源：光大证券研究所绘制

针对新的方向培养新的能力不仅需要新人才的引进和时间的积累，有时候还需要破除对过去成功路径的依赖。由于A股新上市公司的控制权和管理权通常集中在创始人手中，这些变化很难从外部推动，而需要创始人的自我成长。

为了更好地理解创始人和管理团队的意愿和能力，通过对管理层言行的持续跟踪，以及对公司内部人士的访谈，可以帮助我们更好地判断管理层培育新增长点的能力。

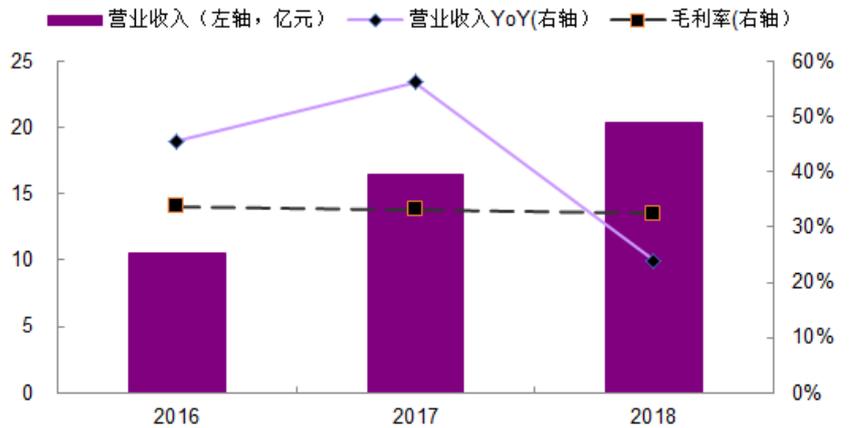
3、对小熊电器的投资如何不坐“过山车”？

小熊电器上市后面临的挑战和过去上市的小家电公司遇到的普遍情形相当类似，原有主业增速放缓，新增长点的孵化才刚刚起步。

如何避免再坐一回“过山车”？在此给出我们后续的研究方向，供各位参考。

首先，小熊电器依靠电商渠道实现了创意小家电业务的快速爆发，但其收入增速和盈利能力都已经开始下行，这块业务的商业模式是什么？还有多大成长空间？

图 4：小熊电器的收入增速和盈利能力开始下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

其次，小熊电器在努力扩展品类和渠道作为新的增长点，公司管理层是否已经具备或者能够快速培育相关能力，从而将战略落地？

最后，小熊电器募投 10 亿元用于产能建设，对于过去以产品研发和品牌运营见长的小熊来说，制造业务是否能够成为公司新的发力点？

4、小家电投资的两种思路

我们在 2016 年的策略报告中提出过小家电投资框架：

- 1) 优选具备持续品类扩张、全渠道管理能力的行业龙头进行长期配置；
- 2) 把握单品龙头在产品成长期业绩爆发的投资机会。

以后有机会再通过专题报告系统梳理我们对小家电投资的最新思考，此处不再展开。

5、家电行业投资建议

跳出需求周期，选股结合护城河和行业长期趋势。我们始终强调，随着地产大周期的结束以及消费品渠道的巨变，不应拘泥于短期的需求波动，而

应多关注竞争格局的边际变化，下半年最值得关注的是空调行业，核心要素是格力竞争策略的主动调整。考虑到 A 股资金结构的趋势性变化，我们建议家电选股侧重护城河，并结合行业长期趋势做判断。

结合短期业绩表现和长期竞争壁垒，个股推荐分为三条主线：

- 1、护城河最为深厚，短期竞争格局由龙头主导：**格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电（中央空调）**。
- 2、逆周期属性较强的小家电龙头：**九阳股份、新宝股份**。
- 3、下半年有边际改善预期的：**欧普照明、老板电器、华帝股份**。

周市场回顾

市场表现回顾：整体行业表现强于大盘，家电所有细分板块均有所上涨。上周沪深 300 指数+3.0%，家电板块整体+4.2%，行业表现强于大盘。其中白电整机（+4.8%）、黑电整机（+2.5%）、厨电与小家电（+1.8%）、照明（+4.9%）、家电零部件（+5.4%）。

上周板块表现

► 表 1：家电行业及子板块市场表现

	家电板块	沪深 300	白电整机	黑电整机	厨电与小家电	照明	家电零部件
上周表现	4.2%	3.0%	4.8%	2.5%	1.8%	4.9%	5.4%
年度至今	29.5%	25.9%	41.7%	25.5%	14.6%	3.1%	4.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所

上周个股表现

► 表 2：家电行业个股表现

	上涨前五		下跌前五	
第一名	和而泰	30.9%	飞科电器	-2.7%
第二名	飞乐音响	17.9%	康盛股份	-2.5%
第三名	深康佳 A	16.4%	TCL 集团	-1.8%
第四名	奥马电器	11.5%	厦华电子	-1.4%
第五名	拓邦股份	10.4%	天际股份	-1.4%

资料来源：Wind，光大证券研究所

6、风险提示

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
- 2.地产销售/竣工出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升，毛利率下降。

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	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E(x)	
			18A	19E	20E	18E	19E	20E
000333	美的集团	52.25	3.08	3.54	3.97	17.0	14.8	13.2
000651	格力电器	54.89	4.36	4.88	5.35	12.6	11.2	10.3
600690	海尔智家	15.24	1.21	1.30	1.43	12.6	11.7	10.7
603515	欧普照明	30.00	1.19	1.33	1.59	25.2	22.6	18.9
002032	苏泊尔	69.50	2.04	2.32	2.71	34.0	30.0	25.6
002035	华帝股份	10.18	0.77	0.90	1.07	13.1	11.3	9.5
002508	老板电器	24.74	1.55	1.75	1.95	16.0	14.1	12.7
002242	九阳股份	21.60	0.99	1.07	1.24	21.8	20.2	17.4
000921	海信家电	11.98	1.01	1.21	1.38	11.9	9.9	8.7
002705	新宝股份	10.50	0.62	0.72	0.78	16.9	14.6	13.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 25 日

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見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