

家用电器行业

2020 年投资策略：迎风而起，逐浪而行

核心观点：

● 回顾 2019：基本面平淡，龙头逆势稳行，外资进场加速估值修复

回顾基本面，受短期经济、地产、消费者信心等因素压制，2019 年是家电行业倍感压力的一年，行业增速放缓、部分产品均价面临下滑压力。但充分受益原材料、增值税、汇率三重成本红利，龙头业绩大幅好于年初悲观预期。年初估值接近底部的龙头在弱市下竞争优势凸显，随外资配置 A 股权重提升带动了家电龙头估值的快速修复。

● 展望 2020：亟待乘风而起，空调与厨电龙头受益最显著

竣工交付周期预期将至，宏观经济和消费意愿有望向好，需求回升将成全年主线，空调和厨电的景气度回暖或最显著。空调行业库存温和去化，新能效政策加速产品升级利好龙头表现；冰洗产品升级依然是主旋律，拉动均价的稳步上涨；厨电行业随精装修市场崛起，工程渠道放量龙头提供确定增量，零售端也会滞后发力；小家电周期性偏弱，随着经济和消费的好转会有改善。我们预期，2020 年行业收入增速将好于今年，盈利能力仍有提升但幅度小于今年。

● 竞争力再思考：龙头仍存三重低估，ROE 与分红率将成为未来估值锚

家电行业进入稳步增长期，存量时代竞争成为更重要的主题。我们认为龙头存在三重低估导致其长期价值偏离市场认知：（1）护城河：规模与产业链一体化的成本优势，多年铸就的品牌壁垒，竞争者难以企及；（2）变革能力：2019 年龙头自上而下从股权结构与效率提升的变革虽已见成效但仍被低估；（3）开拓能力：高端化、全球化、智能化、多元化为龙头开辟新的可能。随着行业增长放缓，龙头的盈利、现金流趋于稳定，参考国际消费龙头估值体系，未来家电龙头的估值或将更多的取决于 ROE 与分红率。基于龙头丰富的现金类资产储备，其在估值端的潜力仍有挖掘空间。

● 投资建议

2020 年我们的投资主线聚焦于龙头的价值提升和景气的拐点回升。基于长期竞争力、盈利稳定性以及被低估的内在价值，我们推荐白电龙头：**美的集团、格力电器、海尔智家**。基于地产竣工改善带来的景气度回升以及精装渠道带来的行业格局再洗牌，我们推荐厨电龙头：**老板电器、华帝股份**。同时建议关注受益消费升级的小家电龙头：**九阳股份、苏泊尔、新宝股份**，受益产业政策推动的空调零部件龙头：**三花智控**。

● 风险提示

原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；地产竣工不及预期；市场竞争环境恶化。

行业评级

持有

前次评级

持有

报告日期

2019-11-12

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001



SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



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。

相关研究：

家用电器行业：双十一空调促 2019-11-10

销点评：龙头竞争策略更加

积极，短期价格竞争不改长

期价值

家用电器行业：家电双十一预 2019-11-10

售增长良好，继续推荐白

电、厨电龙头

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 |
| 格力电器 | 000651.SZ | 人民币 | 61.17 | 2019/10/30 | 买入 | 72.58 | 4.70 | 5.18 | 13.03 | 11.80 | 7.81 | 6.64 | 25.97 | 24.46 |
| 海尔智家 | 600690.SH | 人民币 | 17.85 | 2019/10/30 | 买入 | 19.84 | 1.47 | 1.24 | 12.13 | 14.45 | 8.39 | 6.48 | 19.52 | 14.08 |
| 美的集团 | 000333.SZ | 人民币 | 57.20 | 2019/10/30 | 买入 | 73.17 | 3.44 | 3.85 | 16.63 | 14.85 | 13.29 | 11.15 | 24.37 | 23.82 |
| 老板电器 | 002508.SZ | 人民币 | 31.14 | 2019/10/28 | 买入 | 34.56 | 1.69 | 1.92 | 18.46 | 16.19 | 16.12 | 13.57 | 20.93 | 19.26 |
| 华帝股份 | 002035.SZ | 人民币 | 11.85 | 2019/11/10 | 买入 | 13.91 | 0.90 | 1.07 | 13.39 | 11.76 | 9.49 | 7.38 | 24.10 | 22.20 |
| 九阳股份 | 002242.SZ | 人民币 | 24.17 | 2019/10/30 | 买入 | 24.60 | 1.07 | 1.23 | 22.69 | 19.68 | 21.82 | 18.90 | 20.82 | 23.16 |
| 苏泊尔 | 002032.SZ | 人民币 | 78.20 | 2019/10/30 | 买入 | 78.40 | 2.34 | 2.66 | 33.46 | 29.45 | 26.51 | 23.34 | 26.95 | 25.80 |
| 新宝股份 | 002705.SZ | 人民币 | 16.19 | 2019/10/29 | 增持 | 18.81 | 0.85 | 0.99 | 19.08 | 16.43 | 9.20 | 7.99 | 14.89 | 14.74 |
| 三花智控 | 002050.SZ | 人民币 | 13.88 | 2019/10/24 | 买入 | 16.80 | 0.50 | 0.56 | 27.96 | 24.60 | 25.00 | 22.12 | 14.41 | 14.88 |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中收盘价为 2019/11/11 收盘价

目录索引

| | |
|--|----|
| 一、回顾 2019：龙头逆势稳行..... | 7 |
| 1.1 基本面回顾：从成长期过渡至成熟期的需求波谷之年..... | 7 |
| 1.2 板块财务表现回顾：龙头定价权主导收入、利润的分化表现..... | 9 |
| 1.3 板块行情回顾：极致悲观预期修复下的回归 | 11 |
| 二、展望 2020：亟待乘风而起..... | 14 |
| 2.1 基本面：竣工带动需求反转将成全年主线，空调厨电受益最大并有增量利好 .. | 14 |
| 2.2 资金与估值：外资将进一步主导定价，多维度对比估值仍有性价比..... | 20 |
| 三、龙头竞争力再思考：被低估的护城河、变革与开拓能力，未充分的价值认知..... | 24 |
| 3.1 被低估的护城河：规模与产业链一体化铸就的成本优势，深入人心的品牌价值 | 24 |
| 3.2 被低估的变革能力：自上而下从股权结构到运营效率提升的变革 | 25 |
| 3.3 被低估的开拓能力：高端化、全球化、智能化、多元化，龙头为行业开辟新的可能 | 28 |
| 3.4 价值再认知：定价核心聚焦 ROE 与分红率，价值有待更充分的认知 | 29 |
| 四、投资建议：聚焦长期竞争力与短期经营拐点..... | 32 |
| 风险提示 | 33 |

图表索引

| | |
|---|----|
| 图 1: 季度 GDP 同比增速: 增速持续放缓 | 7 |
| 图 2: 季度住宅新开工、销售、竣工面积同比增速: 2017 年起竣工持续羸弱 | 7 |
| 图 3: 月度社零同比增速: 2017 年起开始放缓 | 7 |
| 图 4: 月度家电社零同比增速: 中枢下行, 波动频繁 | 7 |
| 图 5: 空冰洗烟内外销出货累计同比增速 | 8 |
| 图 6: 空冰洗烟线上线下累计零售量同比增速 | 8 |
| 图 7: 空冰洗烟 M1-M9 内销出货量单月同比增速 | 8 |
| 图 8: 空冰洗烟 M1-M9 外销出货量单月同比增速 | 8 |
| 图 9: 空冰洗烟 M1-M9 线上零售量单月同比增速 | 8 |
| 图 10: 空冰洗烟 M1-M9 线下零售量单月同比增速 | 8 |
| 图 11: 主要大家电日本、中国城镇、农村每百户保有量对比 | 9 |
| 图 12: 家电行业各板块营业总收入年度 YoY | 9 |
| 图 13: 家电行业各板块归母净利润年度 YoY | 9 |
| 图 14: 家电行业各板块年度及 2019 前三季度毛利率 | 10 |
| 图 15: 家电行业各板块年度及 2019 前三季度净利率 | 10 |
| 图 16: 2019 年 1-10 月主要品类家电均价同比变化: 部分品类有提升, 空调降幅不及原材料成本降幅 | 11 |
| 图 17: 2019 年 1-10 月主要原材料均价同比下降幅度 | 11 |
| 图 18: 中信一级行业指数年初至今收益率: 家电行业排名第三 | 11 |
| 图 19: 2019 年与 2017 年板块涨幅驱动要素不同 | 12 |
| 图 20: 2009 年以来中信家电板块绝对估值 | 12 |
| 图 21: 2009 年以来中信家电板块相对估值 | 12 |
| 图 22: 北上资金持有 A 股家电板块市值占家电板块总市值比例: 2019 年起占比迅速提升 | 13 |
| 图 23: 北上资金持有 A 股家电主要个股市值占家电公司总市值比例: 2019 年起加速增配 | 13 |
| 图 24: 住宅新开工同比增速与竣工同比增速 2017 年以来持续背离, 2019Q3 收敛 | 14 |
| 图 25: 2017、2018 年住宅竣工面积/住宅新开工面积比值严重偏离历史均值, 竣工缺口有望释放 | 14 |
| 图 26: 主流上市房企 2019 年计划竣工面积同比增速均有提升 | 15 |
| 图 27: 竣工对空调与油烟机的拉动效应更为明显 | 15 |
| 图 28: 2014 年以来出货量与零售量增速对比: 经历从加库存、去库存、补库存、加库存、去库存的周期 | 16 |
| 图 29: 2018 年 10 月到 2019 年 9 月, 行业处于温和去库存状态, 目前渠道库存压力小于 2018 年同期 | 16 |
| 图 30: 核心城市夏季气温呈现周期性波动 | 16 |
| 图 31: 2018 年定频空调与变频空调各能效等级零售量占总零售量比例 | 17 |
| 图 32: 2018 年定频空调与变频空调各能效等级零售均价 (元) | 17 |

| | |
|--|----|
| 图 33: 政策驱动下, 精装修房开盘量近年来保持高增速..... | 18 |
| 图 34: 2018 年主要国家精装房渗透率: 中国相比发达地区仍有较大提升空间 .. | 18 |
| 图 35: 2018 年各品类精装修配套率, 烟灶接均超过 95%..... | 18 |
| 图 36: 2018 年不同渠道零售量市占率: 老板电器工程渠道优势显著..... | 19 |
| 图 37: 老板电器工程渠道收入同比增速及占比: 2019 年加速放量 | 19 |
| 图 38: 家电相比其他消费品板块 PE 估值最低..... | 21 |
| 图 39: 家电龙头相比其他消费品龙头 PE 估值并不高..... | 21 |
| 图 40: 2009 年以来中信家电板块绝对估值 PE (TTM) | 21 |
| 图 41: 家电板块及龙头绝对估值 (PE) (TTM) 历史分位点..... | 21 |
| 图 42: 全球主要家电龙头绝对估值 PE (TTM) | 22 |
| 图 43: 主要家电个股近十年收入 CAGR 横向对比 | 22 |
| 图 44: 主要家电个股近十年净利润 CAGR 横向对比..... | 22 |
| 图 45: 主要家电个股毛利率横向对比 | 23 |
| 图 46: 主要家电个股净利率横向对比 | 23 |
| 图 47: 主要家电个股 ROE 横向对比 | 23 |
| 图 48: 主要家电个股 ROIC 横向对比 | 23 |
| 图 49: 2019 年迄今为止, 行业龙头内销出货量市占率均有不同程度提升..... | 24 |
| 图 50: 规模效应分摊生产成本、费用支出, 支撑自建渠道网点深度下沉 | 25 |
| 图 51: 2018 年进入最具价值中国品牌 100 强的家电品牌 | 25 |
| 图 52: 海尔智家人单合一双赢模式下的组织创新, 具备超时代的前瞻性 | 26 |
| 图 53: 美的集团三大主轴驱动持续变革 | 26 |
| 图 54: 龙头的渠道改革聚焦于压缩层级, 降低定倍率, 实现价值向厂商及消费者转移..... | 26 |
| 图 55: 国外成熟消费龙头 PE (TTM) 估值不低..... | 30 |
| 图 56: 国外成熟消费龙头近三年归母净利润 CAGR (%) | 30 |
| 图 57: 国外成熟消费龙头近年 ROE (%) | 30 |
| 图 58: 国外成熟消费龙头近年分红率 (%) | 30 |
| 图 59: 我国家电龙头 ROE (%) 持续领先于全球家电龙头 | 31 |
| 图 60: 杜邦三因子拆分: 净利率 (%) 对比..... | 31 |
| 图 61: 杜邦三因子拆分: 权益乘数对比 | 31 |
| 图 62: 杜邦三因子拆分: 总资产周转率 (次) 对比 | 31 |
| 图 63: 龙头基于较高的产业链地位, 净营业周期 (天) 为较小, 甚至为负..... | 32 |
| 图 64: 龙头经营性现金流净额与资本性支出 (亿元), 资本支出需求下降, 现金流充沛 | 32 |
| 图 65: 龙头 2019H 货币资金+票据+理财: 储备充沛, 一定程度影响了 ROE..... | 32 |
| 图 66: 龙头近三年平均分红率 (%) 相对较低, 基于丰厚的现金类资产, 未来有充足的提升空间 | 32 |
| | |
| 表 1: 原材料价格下降对空调产品成本端影响测算 | 11 |
| 表 2: 最新空调能效标准征求意见稿中的空调 (定频和变频) 能效标准划分 | 17 |
| 表 3: 2019 年 MSCI 扩容、富时罗素、标普道琼斯纳入 A 股计划与进程以及其他外资相关政策..... | 20 |

| | |
|---|----|
| 表 4: 高瓴资本在消费领域的投资赋能案例 | 27 |
| 表 5: 高端化、全球化、智能化、多元化的意义、所需素质及潜在风险 | 28 |
| 表 6: 龙头在高端化、全球化、智能化、多元化的布局现状概览 | 29 |
| 表 7: 参考国际经验, 发展阶段与成熟阶段, 消费股的估值关键要素存在差异 .. | 30 |

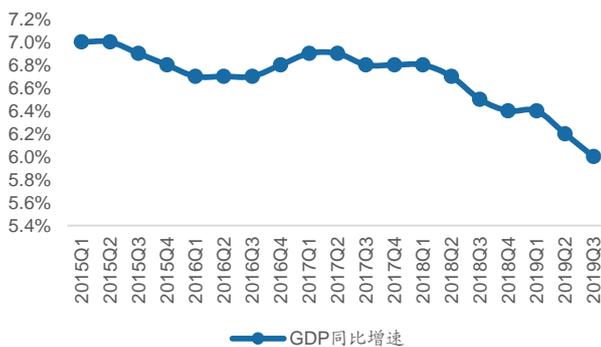
一、回顾 2019：龙头逆势稳行

1.1 基本面回顾：从成长期过渡至成熟期的需求波谷之年

2019年迄今，家电行业在宏观层面经济波动、中观层面地产景气下行（尤其竣工上半年低迷仍旧对后周期商品继续形成负贡献）、整体消费意愿羸弱、微观层面行业部分企业库存高企（空调、厨电）、促销竞争加剧的情况下，从出货、零售呈现特征为：

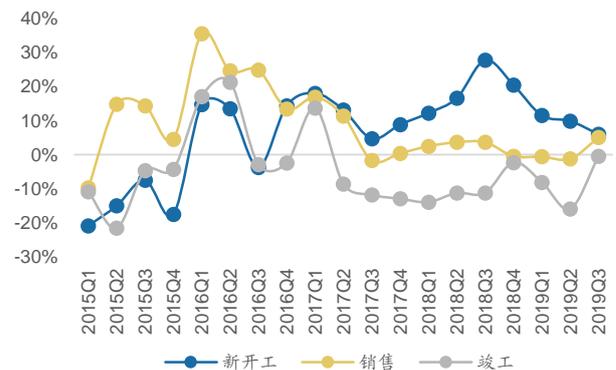
- (1) 销量小幅下行——体现整体需求偏弱；
- (2) 月度间波动频繁——消费者价格敏感性边际提升，促销影响变大；
- (3) 线上优于线下——电商红利收窄但尚有余温，性价比渠道更受青睐。

图1：季度GDP同比增速：增速持续放缓



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图2：季度住宅新开工、销售、竣工面积同比增速：2017年起竣工持续羸弱



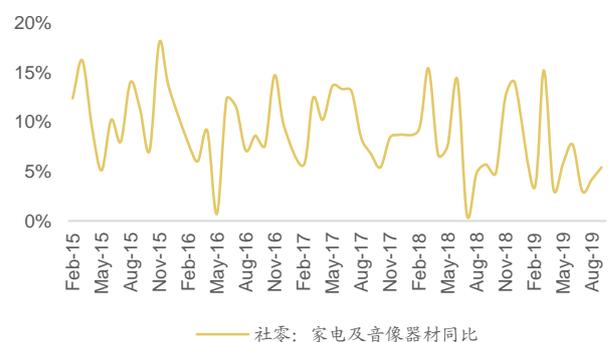
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图3：月度社零同比增速：2017年起开始放缓



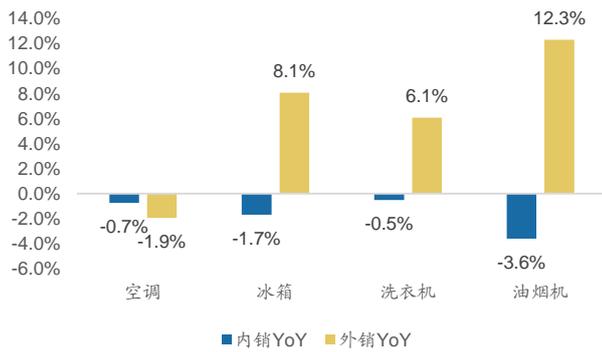
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图4：月度家电社零同比增速：中枢下行，波动频繁



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

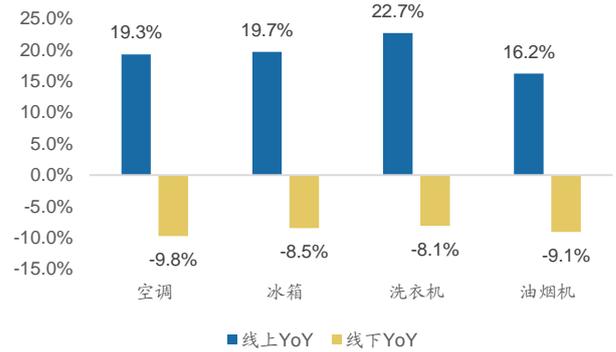
图5: 空冰洗烟内外销出货累计同比增速



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

注: 指 2019 年 1 月-9 月

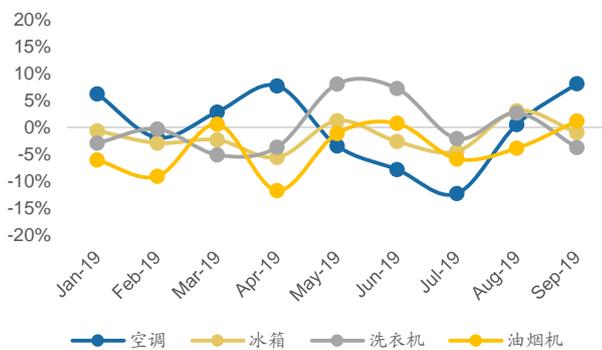
图6: 空冰洗烟线上线下累计零售量同比增速



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

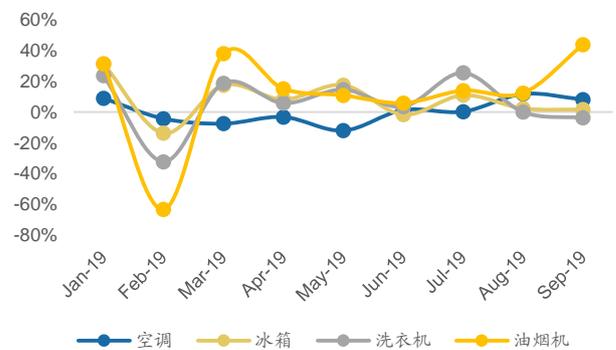
注: 指 2019 年 1 月-9 月

图7: 空冰洗烟M1-M9内销出货量单月同比增速



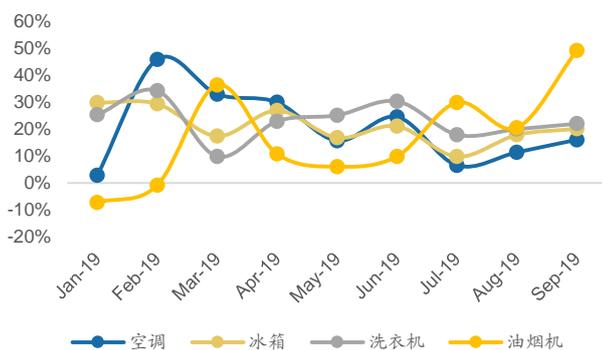
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图8: 空冰洗烟M1-M9外销出货量单月同比增速



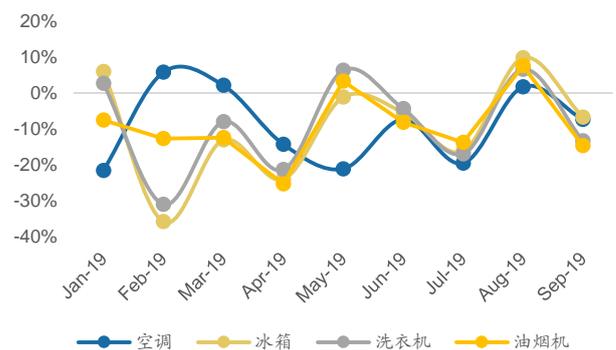
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图9: 空冰洗烟M1-M9线上零售量单月同比增速



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图10: 空冰洗烟M1-M9线下零售量单月同比增速

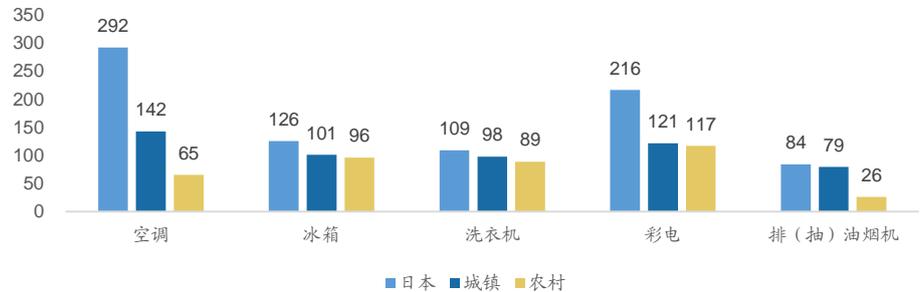


数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

行业景气较弱,除了短期经济、地产、消费者信心的因素压制外,从长期视角来看,主要大家电城镇渗透率都已触及高位,行业已告别高速发展期,增速回归平稳,在短期外部压力加剧的情况下增速放缓更加明显。但对比近邻日本,城镇与农

村的保有量均有提升空间，叠加更新换代需求逐步释放推升需求中枢，因此行业整体向上空间仍存。

图11: 主要大家电日本、中国城镇、农村每百户保有量对比



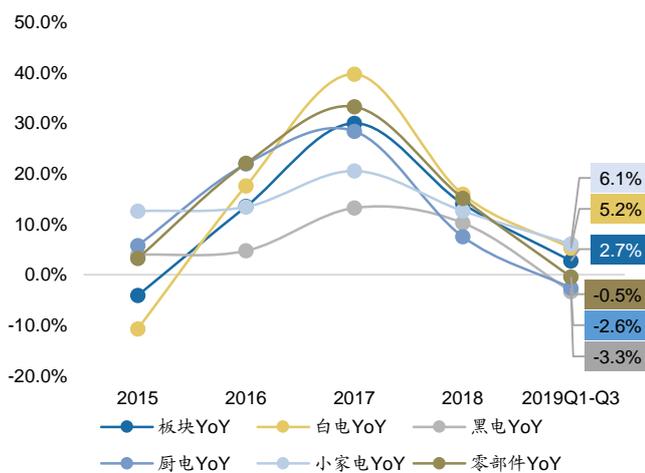
数据来源: 日本内阁府, 国家统计局, Gfk, 广发证券发展研究中心

注: 日本空调、彩电保有量为内阁府 2019 年 3 月最新数据, 冰箱洗衣机为 2004 年数据(之后未公布, 但预计差异不大); 油烟机数据为 Gfk2018 年数据; 中国城镇、农村保有量均为 2018 年数据。

1.2 板块财务表现回顾: 龙头定价权主导收入、利润的分化表现

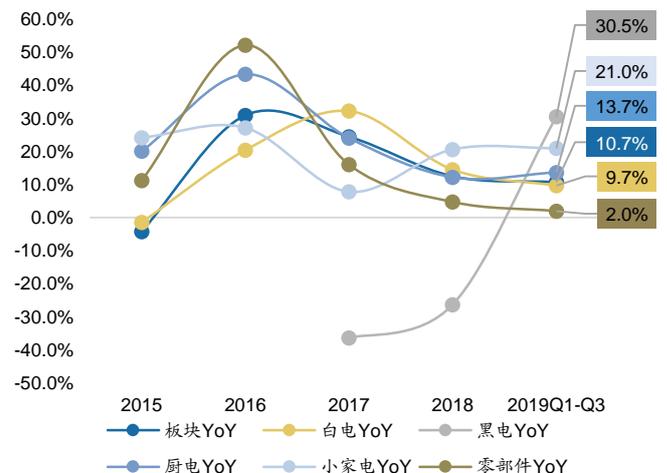
与行业基本面运行一致, A股家电板块收入同比增速表现自2017年起连续2年回落, 但与收入趋势相反的是, 2019年板块整体净利润增速已企稳, 盈利能力(尤其是厨电、小家电、白电子板块)逆势提升, 表现远超年初市场悲观预期。

图12: 家电行业各板块营业总收入年度YoY



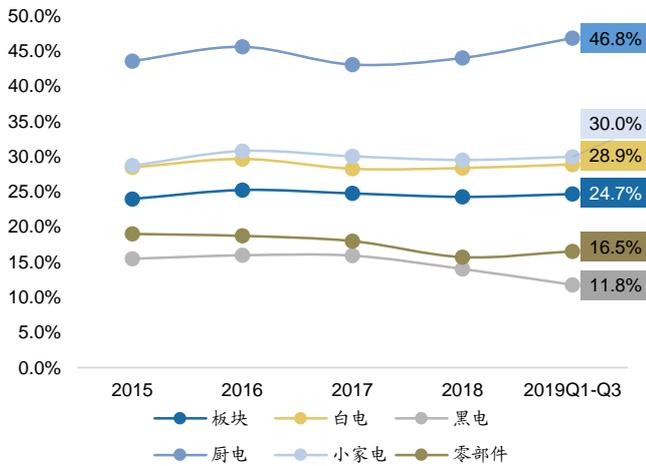
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 家电行业各板块归母净利润年度YoY



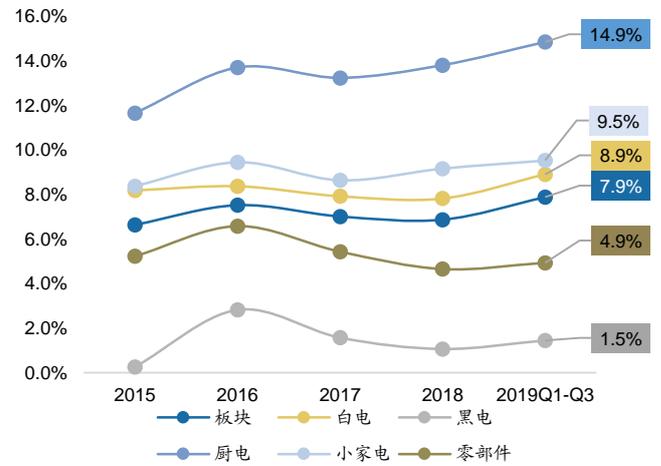
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 家电行业各板块年度及2019前三季度毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 家电行业各板块年度及2019前三季度净利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

盈利与收入表现分化的基础源于成本端的三重利好: 大宗原材料价格下行、增值税减税、汇率贬值, 但最终得以兑现的本质在于行业优异的竞争格局、厂商突出的产业链地位使其主导定价权, 从而较大程度的享受了成本端红利。虽然行业在弱需求背景下, 发生了一定程度上的价格竞争, 但我们可以看到:

(1) 消费升级仍在持续, 以冰洗线下市场为代表, 产品结构升级 (双门->多门, 波轮->滚筒) 对冲产品单价下行最终推升整体均价继续上行;

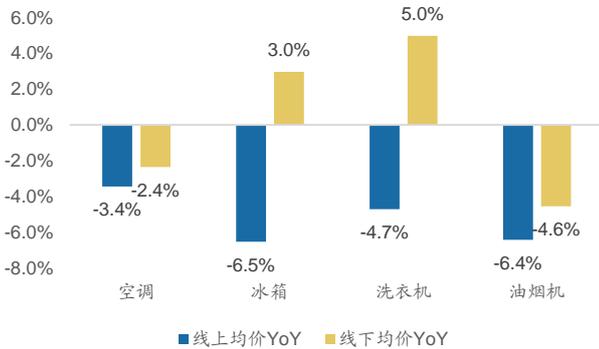
(2) 空调线上低端品类虽然发生了一定程度价格竞争, 但核心源于:

1) 竞争端: 龙头在逆势中加速优化竞争格局的积极策略;

2) 成本端: 龙头依靠生产升级、组织效率改革, 更快且更大程度的获益成本红利, 为其提供了更灵活的竞争策略与更厚实的竞争筹码。

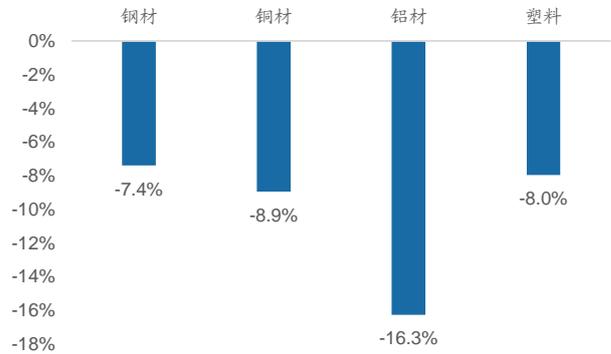
简而言之, 2019年行业并未发生例如20世纪初的“恶价格战”, 其本质是龙头基于盈利最大化 (平稳甚至稍有提升的盈利与更大的量) 所做出的积极竞争策略。

图16: 2019年1-10月主要品类家电均价同比变化: 部分品类有提升, 空调降幅不及原材料成本降幅



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图17: 2019年1-10月主要原材料均价同比下降幅度



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 钢材、铜材、铝材、塑料价格分别参考冷轧板卷:0.5mm、LME 铜、LME 铝现价, 以及中国塑料价格指数。

表1: 原材料价格下降对空调产品成本端影响测算

| | 钢材均价下降 | 铜材均价下降 | 铝材均价下降 | ABS 均价下降 | 营业成本下降幅度 |
|----|--------|--------|--------|----------|----------|
| 空调 | -7.4% | -8.9% | -16.3% | -8.0% | -6.0% |

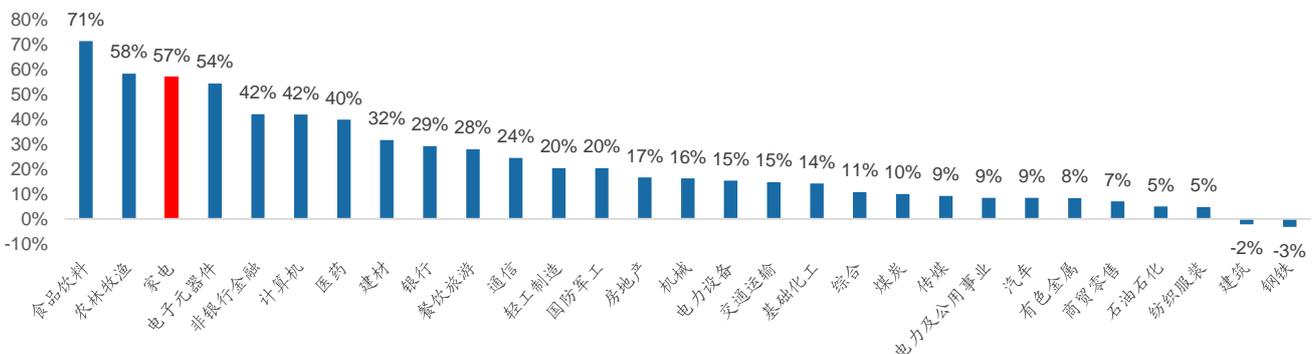
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 根据格力电器2007年增发说明书以及美的电器2009年增发说明书, 钢材、铜材、铝材、ABS占比分别约为40%、20%、5%、5%。

1.3 板块行情回顾: 极致悲观预期修复下的回归

家电板块2019年至今(截止到2019年11月8日收盘)涨幅57%, 位居所有行业第三, 同时实现相对收益25% (以沪深300为基准), 继2017年之后再次录得高收益以及优异的排名。

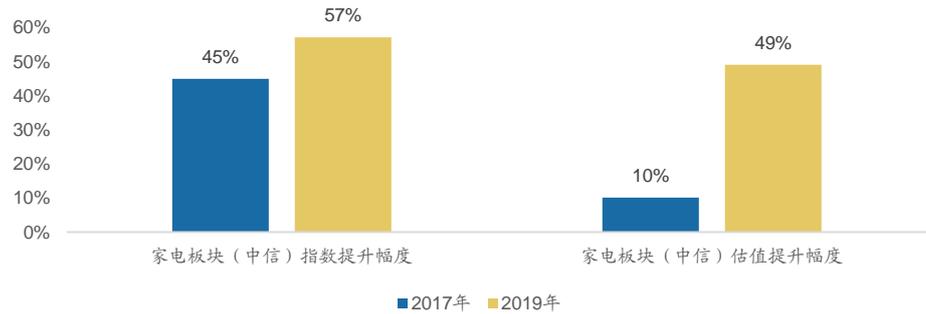
图18: 中信一级行业指数年初至今收益率: 家电行业排名第三



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2019 年均指截至 2019 年 11 月 8 日收盘价, 下文如无特殊说明, 均相同

图19: 2019年与2017年板块涨幅驱动要素不同



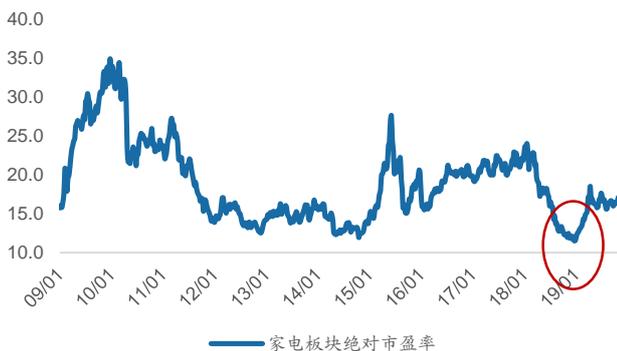
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

与2017年的涨幅主要由业绩驱动不同, 主导2019年板块上涨的是估值修复。2018年末在宏观经济波动、居民消费意愿持续下行、空调渠道库存高企的背景下, 市场预期极度悲观使得2018年末家电板块无论是绝对估值还是相对估值均已接近历史底部, 但行业基本面实际运行情况优于上一轮的底部(2014年底)。

在此背景下, 外资基于龙头长期竞争优势开始配置估值接近底部的家电龙头, 成为2019年估值修复行情始发驱动。公募基金在2019Q1实际终端需求好于悲观预期、一二线地产短期升温、全年地产竣工预期、龙头企业改革(格力电器混改, 美的集团积极拥抱新渠道)等多重因素驱动下也积极增配家电龙头使得板块估值从年初至4月中旬迅速修复至历史50分位水平。

但在4月之后, 随着中美贸易摩擦再度升温、宏观经济不确定性增加、地产竣工尚未兑现、终端需求虽然好于年初预期但整体依旧羸弱的情况下, 缺乏基本面进一步支撑的情况下, 股价与估值整体处于震荡态势。

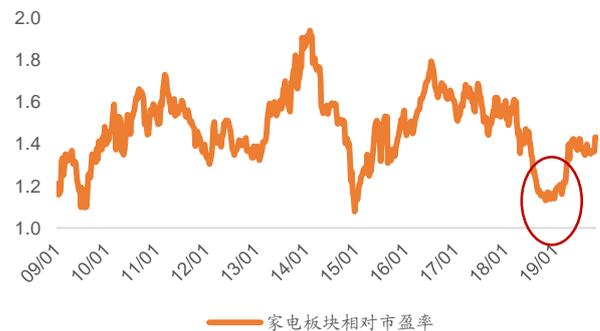
图20: 2009年以来中信家电板块绝对估值PE (倍)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: PE (TTM) 均采用整体法, 剔除负值, 下文如无特殊说明均相同

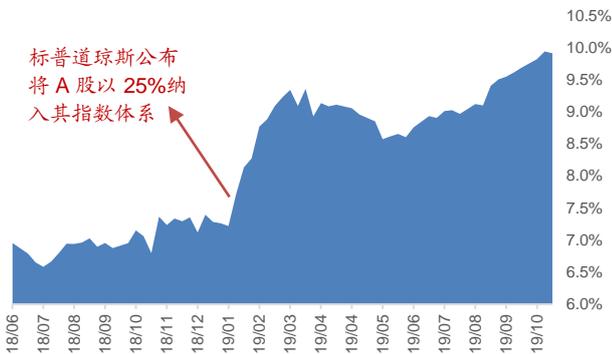
图21: 2009年以来中信家电板块相对估值PE (倍)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 相对沪深300估值

图22: 北上资金持有A股家电板块市值占家电板块总市值比例: 2019年起占比迅速提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 北上资金持有A股家电主要个股市值占家电公司总市值比例: 2019年起加速增配



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

总体而言, 2019年的家电行业, 在年初极端悲观的预期下, 需求端确实因外部因素承压而表现平淡, 但好于年初预期。盈利端依靠龙头的竞争优势与产业链地位造就的定价权充分获益了原材料、减税、汇率三重成本红利, 使市场重塑对于龙头业绩稳健性的认知, 并一定程度摆脱对于地产后周期波动的担忧。家电板块也随之在外资的始发驱动下实现估值端的快速修复, 最终造就基本面平淡、盈利提升、股价表现亮眼的一年。

二、展望 2020：亟待乘风而起

2.1 基本面：竣工带动需求反转将成全年主线，空调厨电受益最大并有增量利好

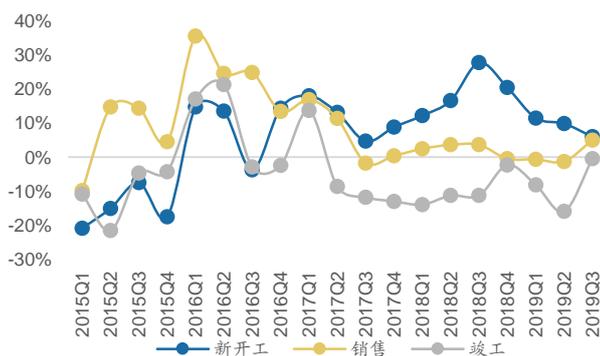
2019年家电需求整体表现平淡，与过去一年半时间地产竣工一直下滑有较大关系，上半年竣工数据恶化使得市场对于竣工面积在近期回升的确定性多有质疑，但我们认为：

- 1) 结构层面：预售标准更低，施工、交房周期更长的三四线期房占比提升；
- 2) 企业层面：外部环境承压，因现金流问题，即延迟竣工和延迟支付工程款，导致其主观上缺乏竣工动力。

以上两因素共同导致施工周期延长从而使本应在当年竣工的房屋延迟竣工（数据上表现为近两年住宅竣工面积与住宅新开工面积之比明显偏离历史均值），导致2017年以来的地产三四线城市销售高峰尚未能在竣工端体现。但进入2020年乃至2021年，基于以下两因素，我们认为竣工交付周期虽有延迟，但终将到来：

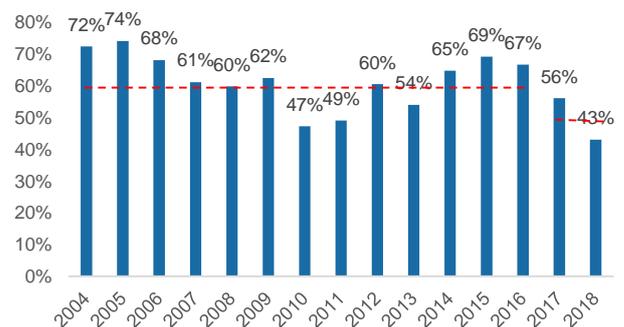
- 1) 从销售到竣工交房，普遍存在合同刚性约束，否则会面临赔偿，合同的上限多为3年左右；
- 2) 企业在业绩增长压力下，也有动力一定程度加速结算以确保报表端收入、利润稳定增长；
- 3) 从统计局的月度竣工数据、地产后周期相关行业平板玻璃、电梯等的微观观察来看，Q3已经逐渐观察到竣工开始改善的迹象。

图24：住宅新开工同比增速与竣工同比增速2017年以来持续背离，2019Q3收敛



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图25：2017、2018年住宅竣工面积/住宅新开工面积比值严重偏离历史均值，竣工缺口有望释放



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

注：统计口径不同导致住宅竣工面积远小于住宅新开工面积

图26: 主流上市房企2019年计划竣工面积同比增速均有提升



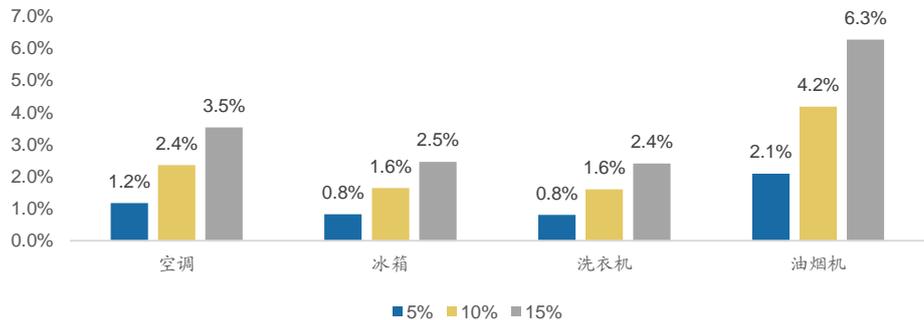
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2017、2018年列示上市公司实际竣工面积/计划竣工面积分别为100.3%、101.9%。

因此可认为计划竣工面积增长趋势基本可表征房企实际竣工面积增长趋势。

我们进一步对竣工面积提升对需求拉动效应进行测算: 假设竣工后每套住宅面积为100平方米、空置率为20%、装修新房配空调3台、冰箱、洗衣机、油烟机1台的情况下, 结果显示, 竣工对空调与油烟机的拉动效应更为明显。

图27: 竣工对空调与油烟机的拉动效应更为明显



数据来源: 国家统计局, 产业在线, 广发证券发展研究中心

注: (1) 考虑竣工面积与销售面积因统计口径差异导致竣工面积偏小的问题, 参考历史数据(近15年住宅销售面积/住宅竣工面积平均值为1.51), 保守给予修正系数1.4, 修正推导获得当年实际竣工面积; (2) 以2019年内销出货作为基数, 2019年内销出货量根据累计增速推算获得。

除了地产以外, 从消费景气角度: 宏观层面, 根据广发宏观团队判断, 2019Q4及2020Q1有望迎来名义GDP反弹。微观层面, P2P清理已至尾声(前期低门槛借贷诱发非理性消费推升基数, 后期暴雷影响居民财富降低消费意愿), 负面因素消除后, 居民的消费意愿有望平稳回归。

根据竣工测算结果, 竣工对空调与油烟机(厨电)的拉动效应最为显著。两个受益最高的子行业, 尚有额外增量逻辑助力行业与龙头在2020年有更好的发展。

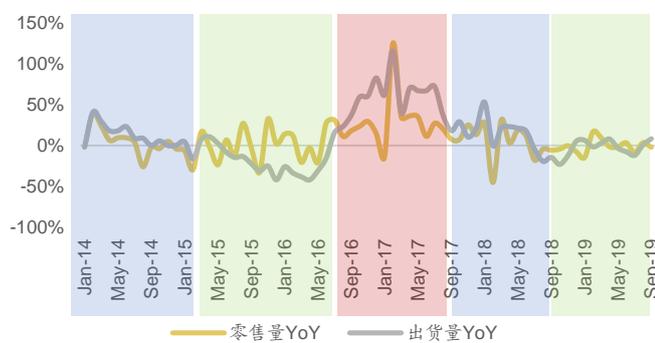
2.1.1 空调: 2019负面因素均有边际利好, 新能效标准实施加速行业升级

空调行业的长期发展空间源自于保有量及消费者的收入水平, 短期景气度则取

决于地产、天气、经济景气（消费动力）、库存（工厂+渠道）及政策。长期来看，上一轮政策补贴期所销售空调的更新换代需求正在孕育，内销中枢已经上升至新台阶；短期来看，除了上文提及地产竣工带来的正向拉动以及消费动力方面负面因素正在逐步消除外，在库存及天气方面也有边际利好出现：

(1) 库存：深化执行“T+3”及订单制美的集团、海尔智家的渠道库存2018年以来始终维持良性水平；目前仍坚守“淡季压货，旺季出货”传统模式的格力电器在新冷年的出货政策也更为温和，行业当下整体渠道库存压力对比2018年同期有所释放，虽然较之正常年份的库存水位仍略高一筹，但整体可控。

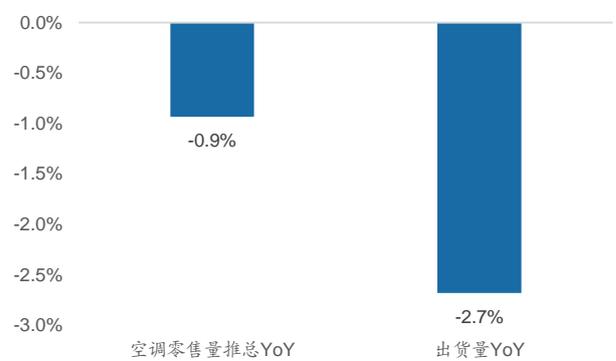
图28：2014年以来出货量与零售量增速对比：经历从加库存、去库存、补库存、加库存、去库存的周期



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

注：蓝色代表加库存，绿色代表去库存，红色代表补库存

图29：2018年10月到2019年9月，行业处于温和去库存状态，目前渠道库存压力小于2018年同期



数据来源：奥维云，产业在线，广发证券发展研究中心

(2) 天气：虽然来年夏季天气难以准确预判，但2018/2019年因台风、厄尔尼诺效应等影响已经连续两年经历凉夏或多雨等负面气候，从概率视角判断，我们认为在2020连续第三年经历负面天气的可能性较低。若遇到炎夏利好，则过去两年积聚的需求有望一次性爆发，从而推升空调内销量再上一个台阶。

图30：核心城市夏季气温呈现周期性波动



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(3) 政策: 根据全国能源基础与管理标准化技术委员会公告, 最新《房间空气调节器能效限定值及能效等级》已通过审查, 正在报批国家标准化管理委员, 有望在2019年底或2020年初正式发布实施。新标准征求意见稿对空调能效标准有显著提升。若按照新标准要求, 目前零售占比合计接近30%的二三级定频空调将全部被淘汰, 一级定频与三级变频也是潜在淘汰对象。政策加速淘汰行业低价产品, 高效能高价格产品占比提升, 将有效助力行业整体均价水平提升。在新能效的竞争中, 龙头基于规模制造、成本优势及产业链纵向一体化, 优势将更加突出。

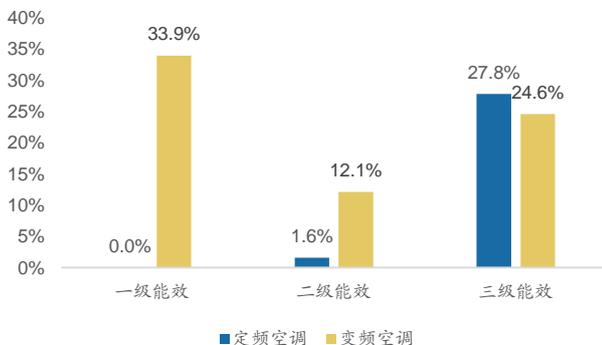
表 2: 最新空调能效标准征求意见稿中的空调(定频和变频)能效标准划分

| 单冷式空调能效等级/SEER | | | | | |
|-----------------------|-----|-----|-----|-----|-----|
| 额定制冷量 (CC) (单位: W) | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| CC ≤ 4500 | 5.8 | 5.4 | 5 | 3.9 | 3.7 |
| 4500 < CC ≤ 7100 | 5.5 | 5.1 | 4.4 | 3.8 | 3.6 |
| 7100 < CC ≤ 14000 | 5.2 | 4.7 | 4 | 3.7 | 3.5 |
| 热泵型空调能效等级/APF | | | | | |
| 额定制冷量 (CC) (单位: W) | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| CC ≤ 4500 | 5 | 4.5 | 4 | 3.5 | 3.3 |
| 4500 < CC ≤ 7100 | 4.5 | 4 | 3.5 | 3.3 | 3.2 |
| 7100 < CC ≤ 14000 | 4.2 | 3.7 | 3.3 | 3.2 | 3.1 |

数据来源: 中国国家标准化管理委员会, 广发证券发展研究中心

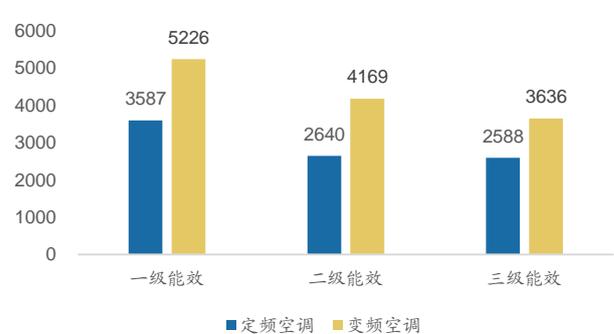
注: 标准正式执行后, 定频空调的能效值必须大于等于5级指标, 变频空调则必须大于等于3级指标; 自2022年起, 定频空调能效值也必须大于等于3级指标。

图31: 2018年定频空调与变频空调各能效等级零售量占总零售量比例



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图32: 2018年定频空调与变频空调各能效等级零售均价(元)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

2.1.2 厨电：精装修市场崛起，工程渠道放量为龙头提供确定增量

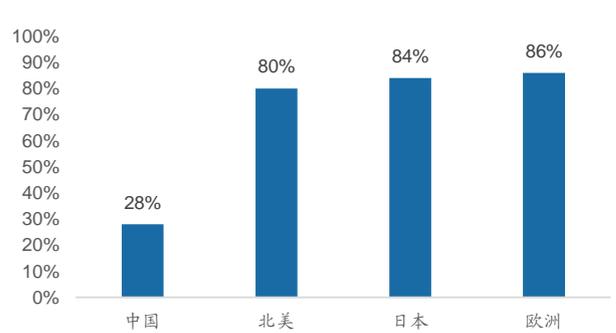
2015年以来，在国家及各地方精装修政策陆续出台、房企在限价背景下期望依托精装修实现溢价并优化盈利能力这两大核心因素的驱动下，2016年起精装修项目进入快速发展期（2016-2018年精装修开盘项目数量CAGR=46%）。

图33：政策驱动下，精装修房开盘量近年来保持高速增长



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图34：2018年主要国家精装房渗透率：中国相比发达地区仍有较大提升空间



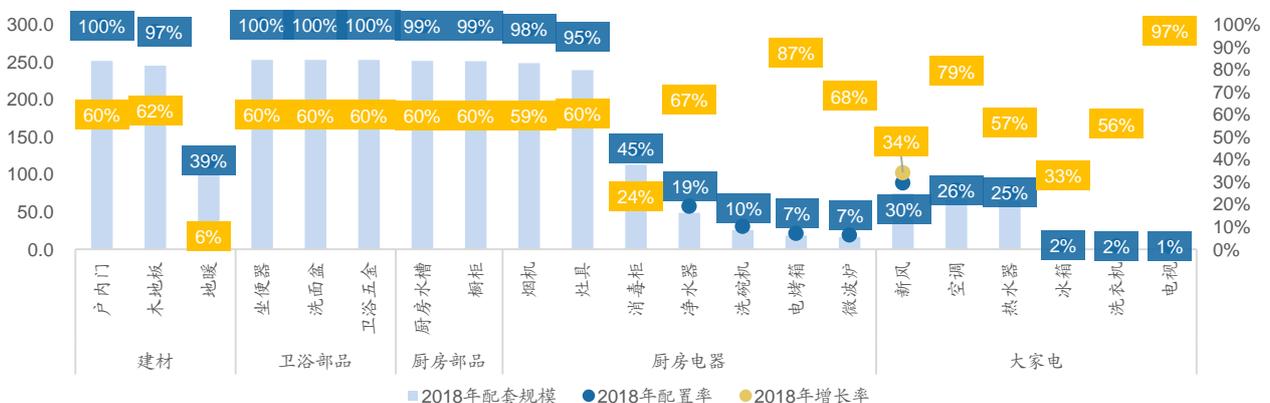
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

厨电作为家电子行业中最具家装属性、与地产相关性最明显的后周期商品，烟灶的精装房配套率均超过95%。因此精装房崛起、工程渠道占比提升将主导现阶段行业变革。诚然，由于B端客户的需求导向与议价能力与C端客户迥异，使得生产、分销过程皆有高溢价的厨电行业的整体价值因以下两因素被压缩：

- 1) 基于理性消费及成本控制，倾向选择中低端低价产品；
- 2) 依托议价权压低厂商盈利空间。

我们认为，对于高端品牌格局已定型的厨电行业，第二点的负面效应相比品牌格局尚未定型的家具、家居行业会最大程度弱化。对于第一点，厂商也可通过积极的消费者教育，提高新产品的配套率（增加消毒柜、洗碗机、蒸烤箱等）实现价值量提升。

图35：2018年各品类精装修配套率，烟灶接均超过95%



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

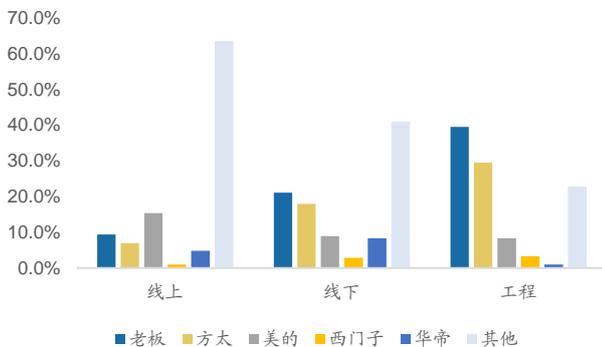
工程渠道占比提升对行业、尤其是对龙头的正面意义在于加速优化行业竞争格局。2018年老板电器在工程渠道的市占率接近40%，远高于线下零售及线上渠道。我们认为该市占率在后续具备高持续性，源于地产商对于后周期产品供应商的诉求在于：

(1) 增配产品带来的引客及溢价放大效应。通俗来讲即花小钱（支出较少的成本）办大事（吸引更多的购买者或实现更高的溢价），因此品牌力是其中关键。厨电产品在成本端差异相对有限而品牌端的大众认知差异巨大（表现为龙头老板、方太中高端品牌定位已经形成），因此厂商愿意为头部品牌支付一定溢价以实现终端的引客与溢价。也正是基于此，厨电龙头在工程渠道的盈利能力远好于市场前期悲观预期（表现为毛利率偏低，但综合考虑低费用投入，实际净利率与线下零售差异不大）。

(2) 配套服务能力及稳定性。由于地产商服务客户众多，上下游对接任务均较为繁重，因此售后团队完善，且与B端对接经验丰富的企业更受青睐。龙头自身就具备较强的售后服务能力，早期前瞻性的布局工程渠道也使其具备了先发优势。

(3) 资金实力。地产商账期通常偏长（3个月到1年不等），因此仅有现金储备充分、经营良性的龙头企业能承受较长的账期压力，小厂商在过程中已被动被淘汰。

图36：2018年不同渠道零售量市占率：老板电器工程渠道优势显著



数据来源：中怡康，奥维云网，广发证券发展研究中心

图37：老板电器工程渠道收入同比增速及占比：2019年加速放量



数据来源：老板电器年报，广发证券发展研究中心

结合精装修流程中厨电安装节点：新开工——（3-9个月）——预售——（18-27个月，竣工前1-3个月左右安装厨电）——精装交房，并对比老板电器工程渠道收入放量节奏与精装房开盘楼盘数量大幅提升的时点，我们判断目前形成收入的楼盘多为2016-2017年精装修项目，因此来自工程渠道的增长红利仍可维持至少2-3年。前文已述及老板电器基于自身的品牌、服务、资金优势在工程渠道的高市占率具备可持续性，盈利能力仍可维持良性。因此，渠道高增长叠加稳定高市占，将有望为老板电器未来2-3年收入、业绩增长提供增量。

值得一提的是，由于厨电的安装及收入确认到精装修房竣工交付尚存在1-3个月时滞，从老板电器工程渠道收入在Q3进一步放量上行，我们认为这同样可以作为一个前瞻性指标，预示着2019Q4乃至2020年的竣工交付周期即将来临。

总结来看，竣工交付周期预期将至，宏观经济和消费意愿有望向好，需求回升将成全年主线，空调和厨电的景气度回暖或最显著。空调行业库存温和去化，新能效政策加速产品升级利好龙头表现；冰洗产品升级依然是主旋律，拉动均价的稳步上涨；厨电行业随精装修市场崛起，工程渠道放量为龙头提供确定增量，零售端也会滞后发力；小家电周期性偏弱，随着经济和消费的好转会有改善。我们预期，2020年行业收入增速将好于今年，盈利能力仍有提升但幅度小于2019年。

2.2 资金与估值：外资将进一步主导定价，多维度对比估值仍有性价比

2019年以来，MSCI扩容、富时罗素、标普道琼斯纳入A股的进程稳步推进。最近公布的MSCI第三次扩容将是年初至今最大的一次扩容，将带来约400亿人民币的被动增量资金。随着中国市场日益受到全球资金关注，且市场自身的开放程度也日趋提高，外资对A股定价机制的影响在未来将进一步深化。

表3：2019年MSCI扩容、富时罗素、标普道琼斯纳入A股计划与进程以及其他外资相关政策

| 指标名称 | 公布时间 | 生效时间 | 内容 |
|-------|-------------|-------------|---|
| MSCI | 2019年3月1日 | | 分三步增加A股在MSCI指数中的权重，分别在5月、8月和11月逐步提升 |
| | 2019年5月14日 | 2019年5月28日 | 将纳入因子从5%提升至10% |
| | 2019年8月8日 | 2019年8月27日 | 将纳入因子从10%提升至15% |
| | 2019年11月8日 | 2019年11月26日 | 将指数中所有大盘A股的纳入因子从15%增加至20%，同时将中盘股以20%比例纳入 |
| 富时罗素 | 2019年5月26日 | 2019年6月24日 | 第一阶段第一步，A股以5%的纳入因子首次纳入富时罗素指数 |
| | 2019年8月25日 | 2019年9月23日 | 第一阶段第二步，A股纳入因子提升至15% |
| | 2020年2月21日 | 2020年3月 | 第一阶段第三步，A股纳入因子提升至25% |
| 标普道琼斯 | 2018年12月31日 | 2019年9月23日 | 公布初步入选的1241只A股上市公司 |
| | 2019年9月8日 | | 最终名单1099只A股以25%的纳入因子纳入标普道琼斯指数体系 |
| 其他政策 | 2019年9月10日 | | 取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制，同时RQFII试点国家和地区限制也一并取消 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

家电板块因龙头突出的竞争优势，与白酒等板块在过去受到外资较多青睐。从当下时点，基于行业横向对比、纵向历史对比以及全球对比视角，家电龙头依然是外资可配置的性价比之选，未来外资的持续流入配置，将有望持续推升家电板块及龙头的估值中枢，具体来看：

（1）与其他消费品板块及龙头相比，具备较高性价比。从板块层面看，家电板块与商贸零售板块估值相当（苏宁易购短期非经常性损益拉低板块估值）、低于轻工制造、食品饮料、纺织服装。从核心公司来看，家电龙头相比其他消费品板块龙头估值并不高。

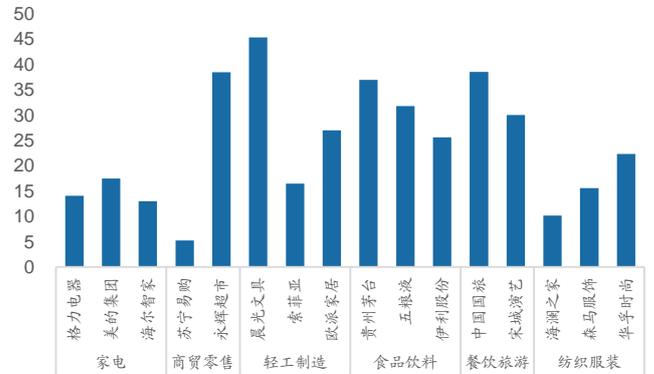
图 38: 家电相比其他消费品板块 PE (倍) 估值最低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: (1) 中信行业指数, 根据2019年11月9日收盘价, 下同。
(2) 商贸零售板块最新PE较低主要受成分占比较高的苏宁易购短期PE波动拖累。

图 39: 家电龙头相比其他消费品龙头 PE (倍) 估值并不高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 苏宁最近报告期非经常损益波动较大导致PE (TTM) 较低, 根据Wind一致预测PE (20E) 为29.1倍。

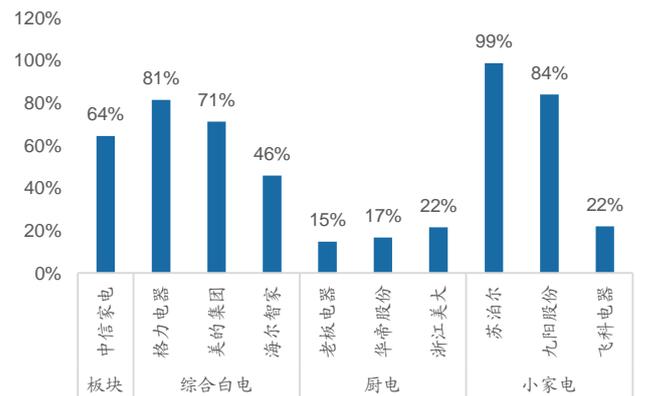
(2) 与历史相比, 未达高点。从板块层面看, 当下家电板块估值仅略高于历史中位值。从龙头层面看, 部分白电、小家电龙头处于较高水平, 厨电相对较低。

图 40: 2009 年以来中信家电板块绝对估值 PE (倍)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 41: 家电板块及龙头绝对估值 PE (倍) 历史分位点

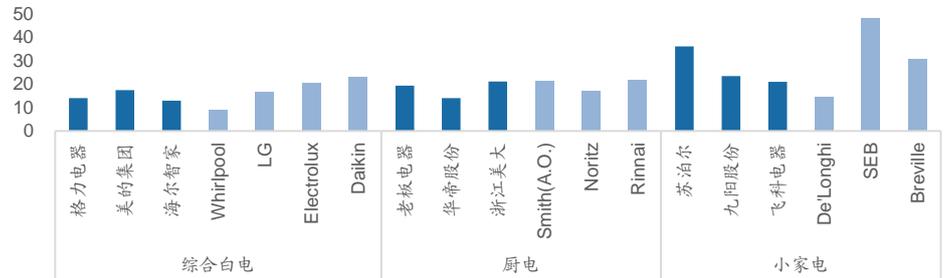


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 美的集团PE历史分位点计入美的电器历史PE。

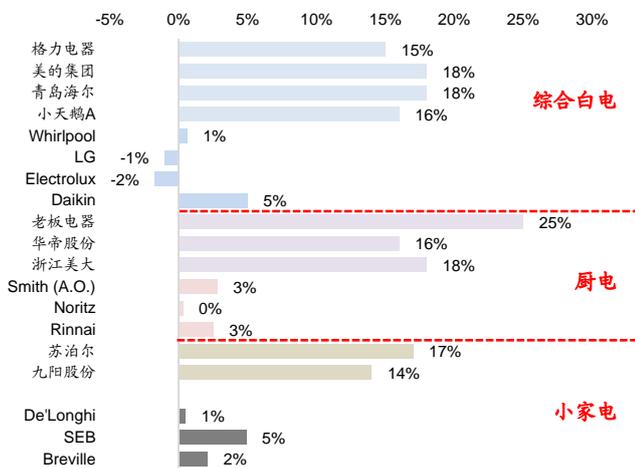
(3) 与全球相比, 优质资产应有溢价。对标全球家电龙头, 我国家电龙头无论从收入和利润增速、盈利能力还是投资回报率都具有显著的优势, 理应有所溢价, 但当下估值仅与国际龙头相当。

图42: 全球主要家电龙头绝对估值PE (倍)



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

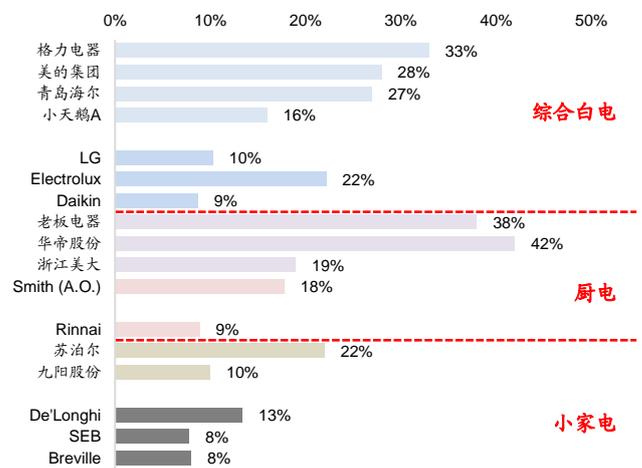
图43: 主要家电个股近十年收入 CAGR 横向对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 其中由于浙江美大上市时间的原因, 使用2008-2017年计算9年CAGR; 由于海外公司财务报表日不尽相同, 因此在计算时统一使用2008-2018FY的十年CAGR

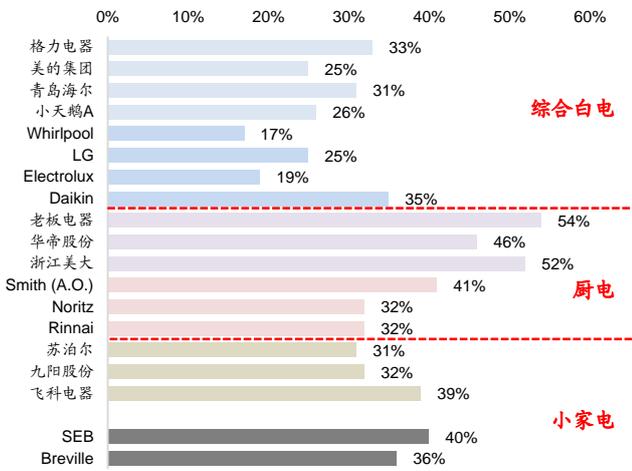
图44: 主要家电个股近十年净利润 CAGR 横向对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 其中由于浙江美大上市时间的原因, 使用2008-2017年计算9年CAGR; 由于海外公司财务报表日不尽相同, 因此在计算时统一使用2008-2018FY的十年CAGR

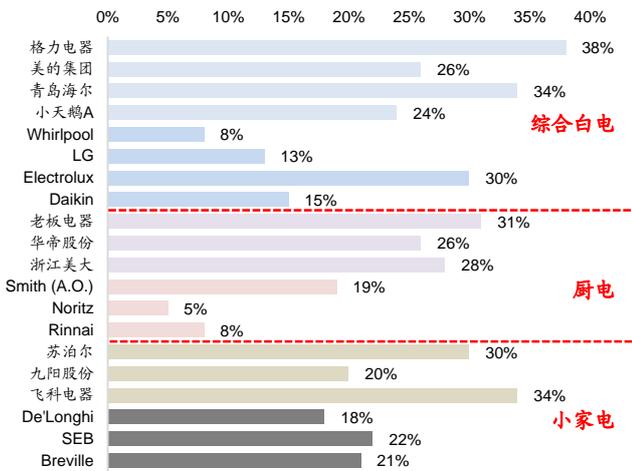
图 45: 主要家电个股毛利率横向对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

*采用2018年年报数据

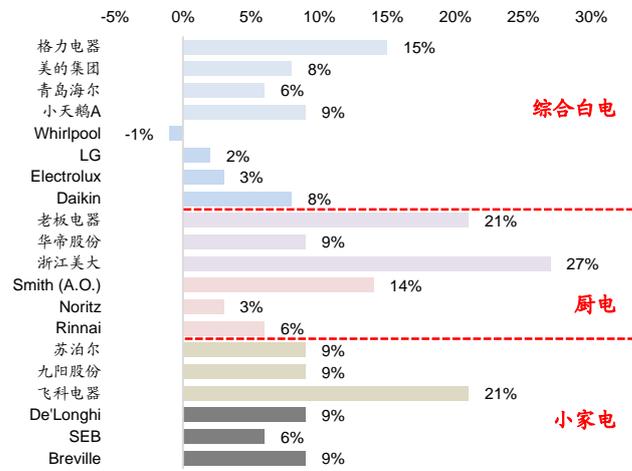
图 47: 主要家电个股 ROE 横向对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

*采用2018年年报数据

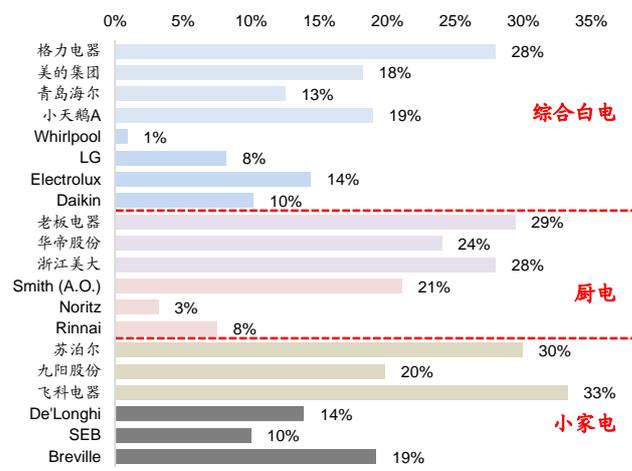
图 46: 主要家电个股净利润率横向对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

*采用2018年年报数据

图 48: 主要家电个股 ROIC 横向对比



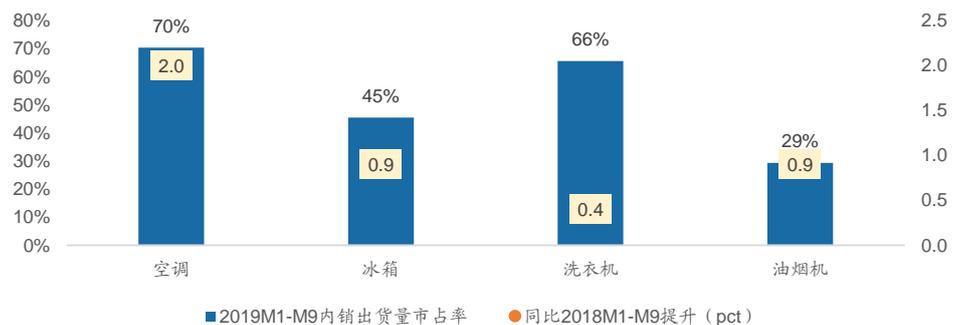
数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

*采用2018年年报数据

三、龙头竞争力再思考：被低估的护城河、变革与开拓能力，未充分的价值认知

虽然短期家电行业有望迎来景气反转，但作为一个逐步迈入成熟期的行业而言，行业层面的高增长已成为过去。存量时代，竞争成为比增长更重要的主题，近几年，奥克斯依托电商红利、辅以高性价比策略在空调行业迅速崛起；小米以及以云米、智米等为代表的生态链公司全面进入家电行业；线上苏泊尔、线下法迪欧以绝对低价冲击厨电行业的既有价值分配体系。除了横向竞争以外，在产业链纵向维度，下游苏宁、京东等大平台依托小店形式强势布局下沉渠道，规模可能引发的议价权转移使得市场重启渠道厂商之争可能侵蚀厂商盈利能力的担忧。看似纷繁的家电行业，不变的仍然是：持续优化的竞争格局，以及依旧稳健的盈利能力。我们认为对于家电龙头，市场存在三重低估使得其长期价值始终无法被正确认知。

图49：2019年迄今为止，行业龙头内销出货量市占率均有不同程度提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：空调龙头品牌为格力、美的、海尔。冰箱、洗衣机龙头品牌为美的、海尔。油烟机龙头品牌为老板、方太。

3.1 被低估的护城河：规模与产业链一体化铸就的成本优势，深入人心的品牌价值

家电行业作为兼具制造业与消费业双重属性的行业，其核心特点在于：

(1) 需求刚性程度高——市场空间大；

(2) 产业经营模式稳定（原材料—零部件—整机生产—渠道—零售），产品缺乏变革式技术——行业变化慢，弯道超车难，在研发、营销、品牌上的先发优势可持续积累。

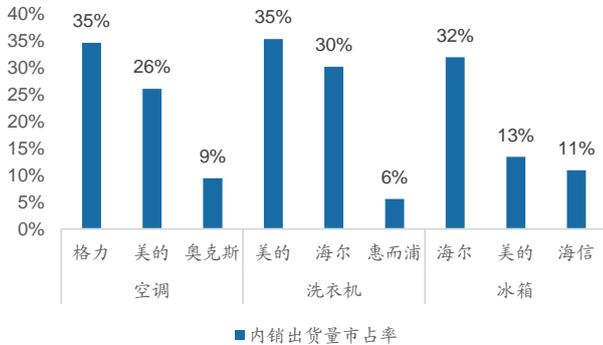
在此背景下，家电龙头的可持续护城河在于：

(1) 基于规模效应（涵盖采购、生产、渠道下沉）、向上游核心零部件延伸的产业链一体化所形成的成本优势；

(2) 深入人心的品牌价值，实现低成本引流（基于既有品牌力，节省常规营

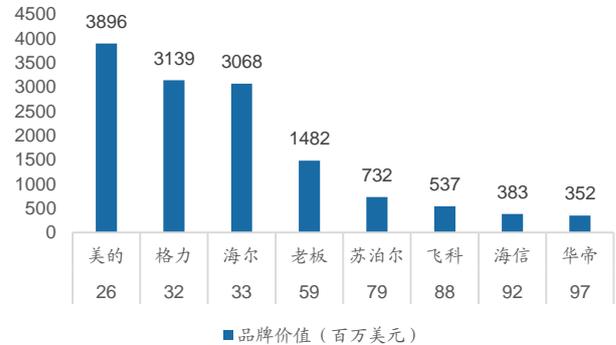
销费用)、议价及溢价(对下游渠道乃至终端消费者)。

图50: 规模效应分摊生产成本、费用支出, 支撑自建渠道网点深度下沉



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图51: 2018年进入最具价值中国品牌100强的家电品牌



数据来源: BrandZ, 广发证券发展研究中心

注: 横坐标轴数字为排名

虽然两大竞争优势看似显而易见, 但市场对于家电龙头成本优势及品牌护城河的低估之处通常在于:

(1) 过分看重制造端进入时壁垒较低, 而忽视了新进入者因规模较小、缺乏产业链资源导致的生产成本高企, 其竞争力与盈利能力均面临缺失;

(2) 过分低估家电龙头基于多年产品品质铸就的品牌引流能力, 过分关注新兴品牌的早期快速成长, 忽视其达到一定规模后面临与龙头正面竞争时在产品品质、渠道布局的完善度及掌控能力等各方面均存在不足。

我们认为龙头基于当下的竞争格局与其构筑的护城河, 有能力实现盈利的最优化(量价平衡)与增长的稳定性(年份间平衡), 具体表现为: 行业在逆周期的时, 诉求倾向于份额, 可通过一定程度的价格竞争提升市占率, 实现格局优化并维持增长; 行业在顺周期时, 诉求倾向于盈利, 实现量价齐升。因此新兴力量得以阶段性崛起的背后(例如奥克斯), 某种程度也是龙头基于市场环境主动选择的结果。

3.2 被低估的变革能力: 自上而下从股权结构到运营效率提升的变革

立足于传统制造业的龙头, 常会被认为固守既有优势领域而会新生事物反应迟钝。2019年家电龙头自上而下从股权结构、管理架构、渠道结构、以及效率提升上均获一定成效, 具体来看:

(1) **海尔智家:** 组织观念、管理概念始终超前于时代。2019年海尔智家重点推进四网合一、统仓统配, 用数据打通并赋能渠道及零售, 进一步深化了2015年以来持续进行的渠道改革。

(2) **美的集团:** 乐于接受新生, 以“变”为其最不变特质。2019年除了继续贯彻T+3改革(尤其是空调)以提高生产效率外, 美的集团聚焦渠道变革, 包括层

级压缩、分销转服务、积极拥抱新零售与家装建材渠道，试水网批等多种手段实现触点密集化，利润汇集化，从而带来收入、利润的双增长。

(3) 格力电器：此前相对固化治理结构市场多有担忧；但在主业成长中枢进一步放缓，外部零售环境与模式已经发生变化的2019年，格力电器有望完成了治理结构中最重要改革，即股权转让。截至2019年11月11日，珠海明骏（高瓴资本）和格力集团正在继续协商股份转让具体事宜，有望成为新控股股东的高瓴资本作为国内最成功的投资机构之一，过去以战略投资者身份在消费领域拥有众多成功投资案例。

图52: 海尔智家人单合一双赢模式下的组织创新, 具备超时代的前瞻性



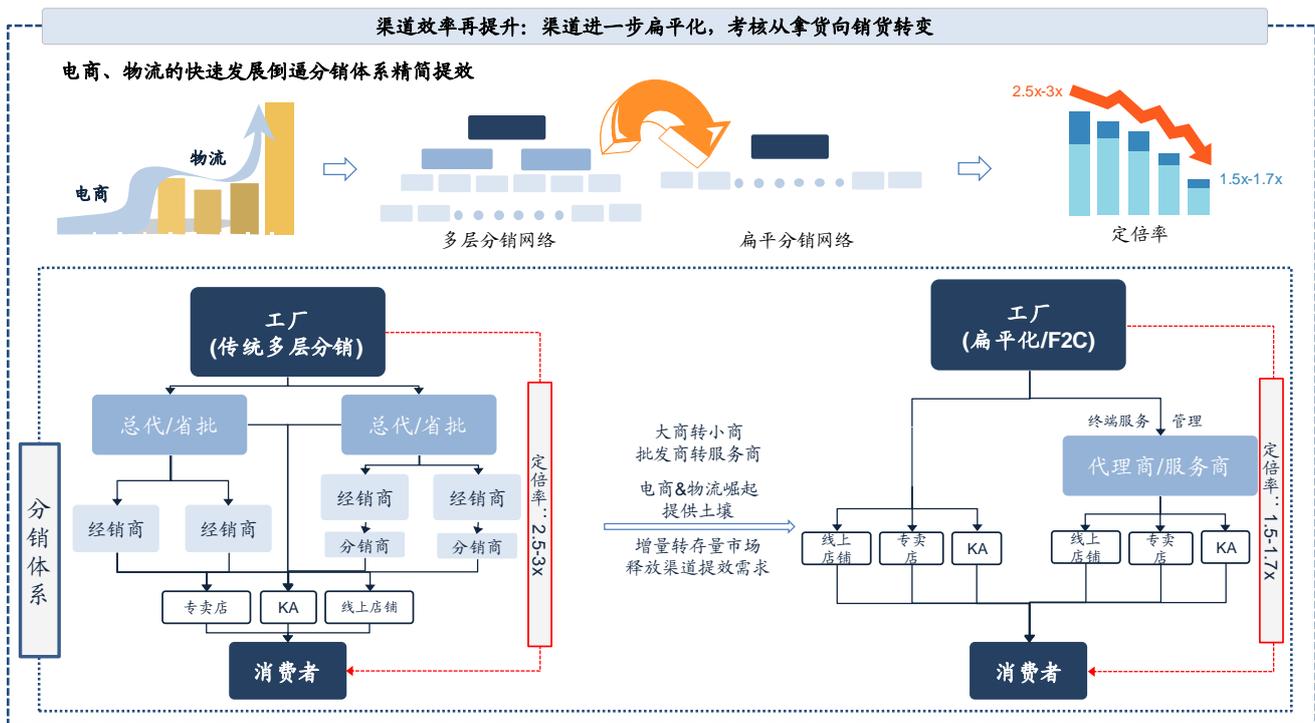
数据来源：海尔官网，广发证券发展研究中心

图53: 美的集团三大主轴驱动持续变革



数据来源：美的官网，广发证券发展研究中心

图54: 龙头的渠道改革聚焦于压缩层级，降低定倍率，实现价值向厂商及消费者转移



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

虽然市场对龙头的变革给予了部分程度认可，但是其变革能力以及背后所反映的核心价值仍然因一些质疑而受到低估，具体来看：

(1) 海尔智家：1) 相对复杂的股权结构；2) 超时代理念的落地性；3) 多年以来相对较高的费用率。我们认为，海尔经过多年积累，已经构建了相关完善股权激励，目前管理层与企业的利益已经充分协同。海尔智家乃至其背后的海尔集团目前生态初成，正是其超时代管理理念逐步落地的表现；相对较高且近年并未随变革而下降的费用率，我们认为与其承担了部分渠道职能，不断的收购整合短期被收购资产拖累有关。

(2) 美的集团：中长期的战略定力与品牌塑造。我们认为，美的集团“因势而动”的快速变革即为其中长期最核心的战略，其管理层和组织结构带来的执行力在，其战略定力就在；对于品牌塑造，短期价格波动为“表”，产品品质为“里”，多年来在研发、技术、可靠性等方面持续投入下推升的产品品质，将是美的品牌在新一代消费者当中积聚新口碑的最大保证。

(3) 格力电器：对高瓴入主之后的改革及协同效应存疑。我们认为，从格力电器的角度而言，管理层激励不充分、渠道相对单一的问题都有望随之改善。对高瓴资本来说，其在腾讯、京东、美团点评、百丽、蓝月亮等一系列成功的投资经历证明了其慧眼，介时雄厚的渠道资源叠加更为先进的经营理念有望让格力电器释放出更大的经营潜力。

表 4：高瓴资本在消费领域的投资赋能案例

| 投资对象 | 改造及成果 |
|------|--|
| 百丽 | 2017 年，高瓴资本联手鼎晖投资及百丽国际部分管理层出资 531 亿港元实现百丽私有化，高瓴资本持有百丽国际超过 40% 的股权。高瓴资本利用百丽顶级规模的零售网络 and 上亿级别的消费者基础，把握线下流量入口，帮助百丽建立强大的数据中台，全面信息化升级，利用技术手段为零售员工赋能，打造 C2M 型公司，打开新零售渠道，推动公司转型。2019 年，百丽国际旗下滔博在港交所上市。 |
| 京东 | 2010 年，高瓴出资 3 亿美金元协助京东自建物流平台，协助京东迅速确立了在 B2C 电子商务领域的领先地位，推动京东供应链再造及物流渠道优化。高瓴推动京东与腾讯合作也是京东发展史上重要的一笔。 |
| 蓝月亮 | 鼓励蓝月亮进行从洗衣粉到洗衣液的产品创新，使蓝月亮的营业收入 6 年增长 10 倍。高瓴入股京东后牵线搭桥，让蓝月亮高管与京东接洽，在品牌宣传和销售提升方面实现双方共赢。 |
| 孩子王 | 2014 年投资后，帮助孩子王重新梳理了战略规划和实施路径，在垂直电商为补贴厮杀时，高瓴将企业的核心资源全部投入到线下渠道基础的夯实和全渠道平台的开发和迭代，为后来的 O2O 战略快速实施奠定了基础。 |
| 公牛集团 | 与公牛集团一起从战略、市场、研发及生产制造，进行全价值链的精益转型。公牛集团已递交招股说明书，有望上市 |
| 良品铺子 | 2017 年投资后，高瓴利用其大数据团队，专门为良品铺子研发了一套门店选址系统，预测门店亏损情况，现在预测准确率在不断提升。高瓴还通过数据驱动为良品铺子搭建了全渠道会员体系，目前，良品铺子递交招股书。 |
| 百济神州 | 2017 年，高瓴推动百济神州与美国新基公司在肿瘤领域的全球战略性合作，开展针对中国高发癌种的注册型临床实验。合作后百济神州全面接手新基公司在中国的商业团队，并承担相关产品的销售和商业化。 |

数据来源：36kr，广发证券发展研究中心

3.3 被低估的开拓能力：高端化、全球化、智能化、多元化，龙头为行业开辟新的可能

市场对于家电行业的主要担忧在于行业，收入天花板已至，行业整体已进入成熟期；龙头市占率已经达到较高水平，未来成长空间有限。我们认为市场的担忧不无道理，传统家电行业整体增长中枢确实在放缓，但并不意味着龙头的增长也将随行业发展面临失速的风险。首先，前文已述及龙头通过不断的改革实现，力图实现降本增效，产业价值占比最大化，其对于盈利能力的优化仍可带来可观的业绩增量；其次，龙头在“四化”即高端化、全球化、智能化、多元化上的积极探索，在于打开成长空间天花板的同时，收入的增长，盈利能力的稳定性与盈利方式的多样性都在有望在探索过程中得到巩固与提升。

表5：高端化、全球化、智能化、多元化的意义、所需素质及潜在风险

| | 意义 | 所需素质 | 潜在风险 |
|-----|--|--|---|
| 高端化 | 提升单品收入及盈利能力 | 高研发投入提升产品素质，高营销投入塑造品牌以及长周期的品牌打造策略。 | 高营销投入后品牌价值不被市场认可，影响整体盈利能力。 |
| 全球化 | 提升整体收入，打开单一区域收入天花板，降低单一区域收入波动对企业的影响 | 若以自主品牌拓展，需要较强的新兴市场运营能力； 若通过收并购方式拓展，则需要资金及资本运作能力、对既有资源的协同整合能力。 | 所开拓区域市场成长性不及预期或竞争格局激烈导致大投入小收益； 收购后资源、管理无法协同，区域发展停滞甚至拖累原有业务。收购的商誉也面临减值风险影响当期业绩。 |
| 智能化 | 行业未来发展方向，一方面提升单品收入，另一方面在生态形成后创造出新的盈利模式 | 前瞻性的战略眼光，高研发投入，以及多品类协同运作能力。 | 概念不被认可，单品体验提升有限；面临来自科互联网技领域的竞争导致主动权丧失。 |
| 多元化 | 提升整体收入，打开单一业务收入天花板，降低单一业务收入波动对企业的影响 | 接受与原有业务差异化的经营思路，对新业务须有较大的资源投入，在管理上既要有区隔，也要寻求可能的协同 | 所进军行业发展空间有限或竞争格局激烈导致导致大投入小收益； 收购后资源、管理无法协同，业务发展停滞甚至拖累原有业务。收购的商誉也面临减值风险影响当期业绩。 |

数据来源：美的集团、海尔智家官方网站，广发证券发展研究中心

总结龙头目前在“四化”上的布局现状，可认为是谨慎、稳健而不失亮点。诚然也遇到了格力电器的多元化、美的集团整合库卡等在目前看来不及预期，但我们认为探索过程中遇到阶段性困难在所难免，尤其是外部环境承压情况下更容易放大问题以及对于问题的担忧。长期来看，龙头所积累的管理能力与丰厚的现金、资源储备背后所蕴含的价值仍旧有所低估。我们认为龙头在过去30年扮演着行业整合者的角色，最大程度获益了行业成长的红利。未来30年，龙头将作为行业的引领者，将引导产业升级，模式变革，为行业创造更多可能。

表6: 龙头在高端化、全球化、智能化、多元化的布局现状概览

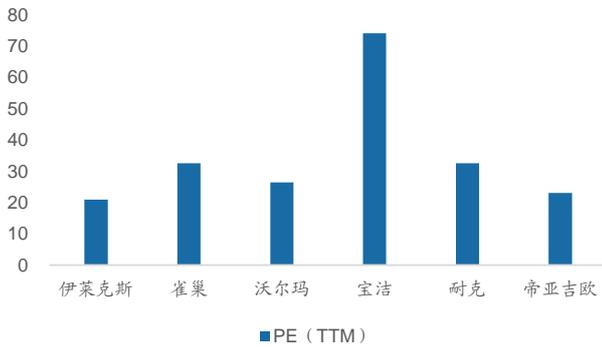
| | 格力电器 | 美的集团 | 海尔智家 |
|-------------|--|--|---|
| 高 端 化 | 均价持续提升，与行业均价价差也持续拉大。目前牢牢占据中高端市场领先地位，并积极向高端延伸。 | 推出超高端品牌 COLMO，定位 AI 科技家电，冰箱、洗衣机、立式空调、洗碗机、烟灶套装天猫售价分别达到 59999、45999、39999、33999、33999 的超高售价。 | 高端品牌卡萨帝十年孕育后，已持续多年收入高速增长。目前在高端空调、冰箱、洗衣机市场份额分别达到 36.5%、39.5%、78.8%，已取代外资成为决定高端第一品牌。 |
| 全 球 化 | 海外收入占比仅略超一成，自主品牌占其中 4 成，远销 160 多个国家，未来发展空间较大。大型中央空调已连续中标美国亚利桑那州凤凰世贸中心光伏空调等重量级项目有望成为未来海外市场突破口。 | 海外收入占比超过 4 成，主要为 OEM 及 OBM，30% 为自主品牌，业务涉及 200+ 国家，海外员工约 33000 人（占比近 3 成）。目前在海外布局有 15 个生产基地、12 个研发中心。与 MIT、UC Berkeley 等世界知名科研机构均建立了联合实验室构建全球化的研发体系。 | 海外收入占比接近一半，且全为自主品牌。2019Q1-Q3 海外收入大幅增长 25%。目前在全球布局有 10 个研发基地（海外 8 个），24 个工业园、108 个制造中心、66 个营销中心，全球范围内已实现了设计、制造、营销“三位一体”的网络布局。 |
| 智 能 化 | 产品上，智能家居系统已实现从 AI 语音空调到各生活电器的全品类接入及联动；系统上，已实现与华为 HiLink 云云互联；专利上，在 2019 上半年全球智能家居发明专利排行榜上，格力以 219 件专利数位列全球第二，中国第一。 | 2019 前三季度，美的在全球已销售超过 6500 万件智能产品，智能用户数量超过 3600 万，智能设备连接台数超过 1200 万台，每个月智能交互次数达到 2 亿次。公司旗下的 IOT 公司，对云平台、美居 APP、智能连接板块、大数据和售后服务等方面持续优化，目前已经华为 HiLink、Vivo 等平台实现云云互联；最新研发的 IOT 智能连接芯片已能够兼容全品类家电连接与操控。 | 2019 年上半年，海尔智慧家庭成套销售占比达到 28.3%，同比提升 2.7pct。海尔以 U+ 开放物联网平台为载体，打造“5+7+N”智慧家庭解决方案，2019 年以来重点推进云脑、云芯、UhomeOS 操作系统和小优助手构建的智家云以及体验店建设。公司在 2019 年改名为海尔智家，彰显其在深入贯彻智能化的决心。 |
| 多 元 化 | 家电多元化：加速布局冰洗、烟灶、电饭煲等各类生活电器；运营格力、晶弘、大松三大品牌。 家电以外的多元化：储能、半导体芯片、高端制造机器人等业务，多项业务均处于探索期，以自主研发为主，合作投资为辅。 | 家电多元化：除黑电以外全面布局且在各品类中多处于行业前三；运营美的、华凌、东芝、COLMO、布谷、AEG 等多个品牌。 家电以外的多元化：收购机器人四大家族之一的“库卡”，目前已成功整合其中国业务。在物流、工业物联网领域布局也有布局。 | 家电多元化：覆盖白电、黑电、厨电、环境小家电等；全球运营海尔、卡萨帝、统帅、费雪派克、GEA、CANDY、AQUA 等多个品牌。 家电以外的多元化：电脑业务，在物流、工业物联网领域也有布局。 |

数据来源：格力电器、美的集团、海尔智家官方网站、年报，广发证券发展研究中心

3.4 价值再认知：定价核心聚焦 ROE 与分红率，价值有待更充分的认知

前文已述及，龙头的估值水平目前已基本回到历史中位数甚至更高水平。但我们认为外资仍将继续在短期内加大对于 A 股家电龙头的配置，原因在于，外资对于正在过渡至成熟阶段的家电龙头，会逐渐降低对公司短期业绩增速的要求，更侧重资本回报率高、分红率高、现金流优质、业绩稳健的考核标准，定价模式也理应向国外成熟消费股看齐，ROE 与分红率将成为估值的关键要素。

图55: 国外成熟消费龙头PE (倍) 估值不低



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2019年11月9日数据。

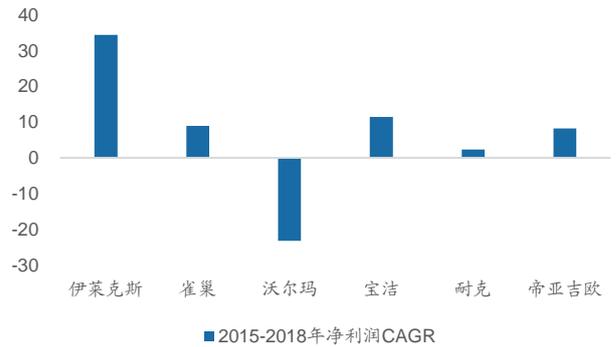
图57: 国外成熟消费龙头近年ROE (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: ROE为摊薄ROE

图56: 国外成熟消费龙头近三年归母净利润CAGR (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图58: 国外成熟消费龙头近年分红率 (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

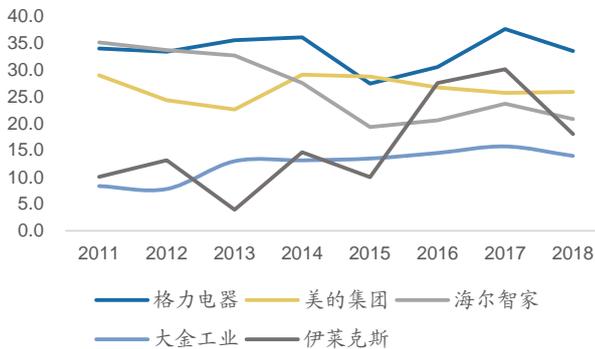
表7: 参考国际经验, 发展阶段与成熟阶段, 消费股的估值关键要素存在差异

| | 成长股 | 价值股 |
|------------|--|---------------------------------------|
| 行业特点, 成长驱动 | 行业处于发展期, 基于行业增长实现快速增长 | 行业进入成熟期, 基于竞争优势稳健增长 |
| 财务特点 | 业绩增速高, 但波动性强; 现金流波动大, 潜在资本支出大, | 业绩增速低, 但波动性小; 现金流稳定, 潜在资本支出少, 分红率高 |
| 定价方法 | PE 或 PEG | 以 DDM 为代表的现金流贴现估值方法 |
| 定价核心 | 增长率 | ROE、分红率、无风险收益率 |
| 对家电龙头的适用阶段 | (1) 历史上, 家电尚处普及阶段的家电龙头 (2) 加大资本投入至国际化、多元化业务中的家电龙头 | 家电行业迈入成熟期, 盈利、分红稳定的家电龙头 |

数据来源: 广发证券发展研究中心

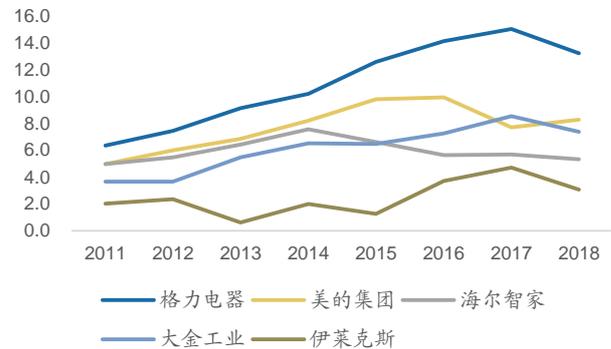
我国家电龙头ROE始终保持领先。通过杜邦三因子拆分, 较高的净利率水平是过去支撑我国家电龙头维持高ROE水平核心原因, 而净利率正是家电龙头竞争优势的体现, 基于前文述及的护城河与自我变革能力, 我们认为净利率有望长期维持甚至提升。

图59: 我国家电龙头ROE (%)持续领先于全球家电龙头



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

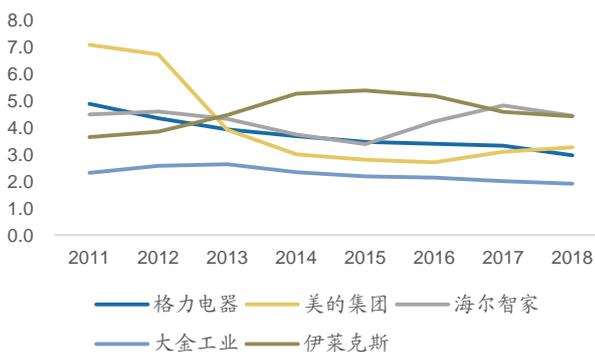
图60: 杜邦三因子拆分: 净利率 (%)对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

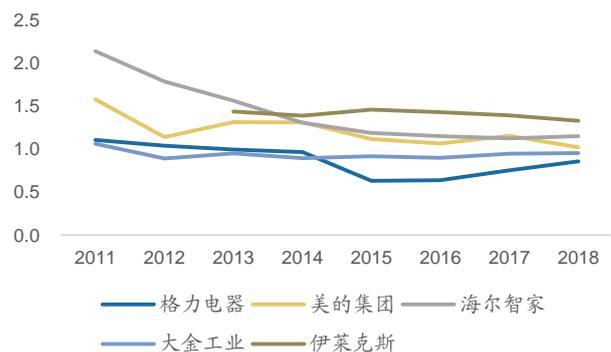
另一方面, 家电龙头的周转率、分红率目前与国外成熟消费股相比偏低。目前看来, 我国家电龙头丰厚的类现金资产储备一定程度拖累了ROE。在实际运营中, 基于强势的产业链地位, 龙头净营业周期较小甚至为负, 流动资金需求并不高。若龙头未来在国际化、多元化方面继续维持相对谨慎, 则资本性支出长期来看仍将远小于经营性净额, 在此情况下, 龙头的分红、回购比例势必将提高。因此, 龙头现阶段丰厚的现金储备为未来ROE、分红率双升奠定了坚实的基础。从这个视角来看, 我们认为基于国际成熟消费股的估值体系, 家电龙头的估值仍有充足的提升潜力, 其真正的价值有待市场进一步认知。

图61: 杜邦三因子拆分: 权益乘数对比



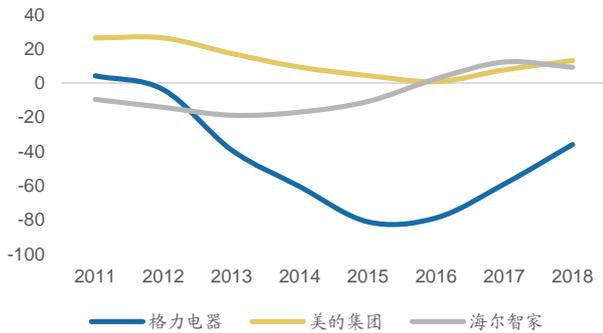
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图62: 杜邦三因子拆分: 总资产周转率 (次)对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

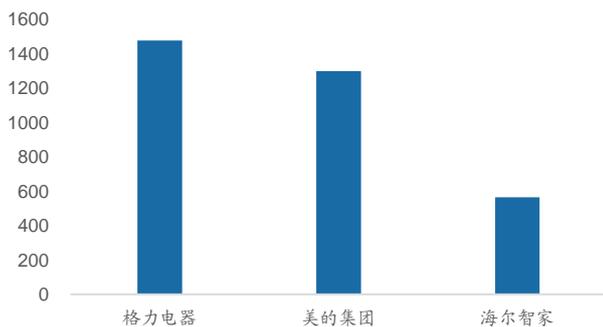
图63: 龙头基于较高的产业链地位, 净营业周期(天)为较小, 甚至为负



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

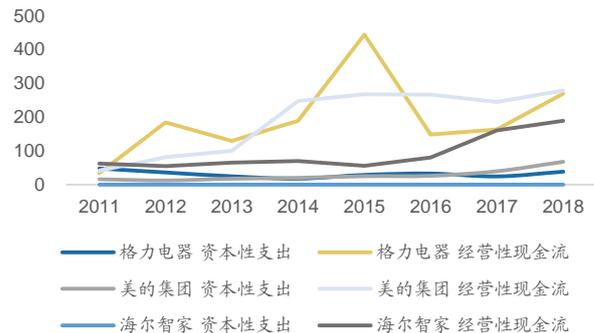
注: 净营业周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数, 体现公司的产业链地位。

图65: 龙头2019H(货币资金+票据+理财)(亿元): 储备充沛, 一定程度影响了ROE



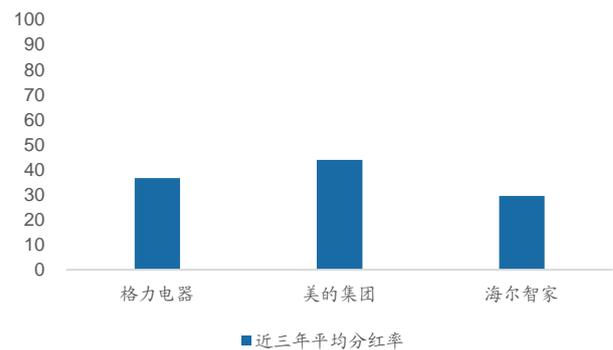
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图64: 龙头经营性现金流净额与资本性支出(亿元), 资本支出需求下降, 现金流充沛



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图66: 龙头近三年平均分红率(%)相对较低, 基于丰厚的现金类资产, 未来有充足的提升空间



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四. 投资建议: 聚焦长期竞争力与短期经营拐点

2019年迄今, 在宏观经济波动、地产景气度下行、消费羸弱的背景下, 家电行业倍感压力, 行业增速放缓、部分产品均价面临下滑压力。家电板块营业收入同比增速也从2017年的高位回落, 但依旧维持正增长。随着Q3竣工企稳, 久违的竣工周期即将到来, 叠加需求端宏观经济阶段下行、贸易摩擦, P2P清理等影响消费景气的负面因素逐个消除, 我们认为在2020年乃至2021年, 家电消费需求景气有望触底回升, 在此过程中, 与地产相关度最大且尚处于成长期中期的厨电及空调行业, 在连续两年经营承压的背景下, 预计将表现出更大的需求弹性。此外, 厨电行业因精装修房崛起、工程渠道占比提升导致的结构性变化也将加速竞争格局优化, 有望为龙头带来更多增量。空调因新能效标准的出台, 有望加速产品升级至高能效变频空调并促进行业均价提升, 在此过程中, 变频空调的核心零部件供应商将成为

新政策的最大受益者。

2019年迄今，与需求景气相反的是家电龙头的盈利能力在成功把握了原材料、减税、汇率三重利好的情况下逆势提升，其本质上反应的是家电龙头基于竞争优势，拥有主导产业链的定价能力。2019年的家电板块得以获得较大涨幅，也是在年初极度悲观的预期下，基于龙头在弱市环境下经营的灵活性与稳健性，重塑对家电龙头的竞争优势与经营稳健的认知，从而带来估值修复行情。但在当下时点，无论是横向对比其它消费行业龙头，还是国际家电巨头，还是纵向对比历史，作为核心资产的家电龙头，我们认为其估值仍未反映其合理价值。对家电龙头的竞争力深度进行思考，我们认为其在行业当中的既有护城河与主动变革能力，以及践行高端化、国际化、智能化、多元化的开拓能力，都依旧不同程度的被低估。我们对于家电龙头的价值通过预设情境的方式进行再认知，基于DDM进行估值，ROE和分红率有望成为家电龙头长期价值的定价之锚驱动家电龙头的估值再上行。

因此，对于2020年，我们的投资主线聚焦于价值的再认知与行业需求拐点的弹性期待：

基于长期竞争力、盈利稳定性以及被低估的内在价值，我们推荐白电龙头：**美的集团、格力电器、海尔智家**。

基于地产竣工改善带来的景气度回升以及精装渠道带来的行业格局再洗牌，我们推荐厨电龙头：**老板电器、华帝股份**。

同时建议关注受益消费升级的小家电龙头：**九阳股份、苏泊尔、新宝股份**；受益产业政策推动的空调零部件龙头：**三花智控**。

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

汇率波动会影响出口型企业的营业收入、毛利率及财务费用，从而影响公司盈利能力稳定性。

地产竣工不及预期

竣工不及预期会导致家电、家居等后周期行业整体需求趋弱，进而影响公司收入与业绩。

市场竞争环境恶化

行业竞争格局决定公司定价空间，竞争环境恶化会导致公司盈利能力弱化。

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。