

以高端化迎接消费升级，以渠道下沉应对消费降级

家用电器行业 2020 年度策略

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

► 行业营收增速放缓，龙头盈利能力仍强。

2019年中国家电市场零售额规模同比下降4.2%，是自2012年以来的新低点。受到需求下降、库存高企、渠道下沉等多重因素影响，价格战更为激烈，行业竞争加剧，冰洗空行业集中度持续提升、厨电集中度下降，互联网公司进入家电行业分流用户。由于房地产市场继续承压，传统家电的拥有率也已较高，如冰洗行业渗透率已达97%，而海外市场贸易摩擦加剧，故预计未来家电市场将难以出现规模增长，而以存量竞争市场为主，龙头企业通过挤压中小企业的份额或能维持低速增长，而大量中小企业的生存更为艰难。

► 以高端化迎接消费升级，以产品多层次化及渠道下沉应对消费降级。

我国是一个地区差异、阶层差异特别大的国家，消费升级与消费降级同时并存。随着城镇化进程的推进和居民生活水平的提升，一部分居民可支配收入不断提升，普及型消费业已满足，品质而不是低价正成为消费决策的出发点，品质需求逐步成为消费的主流，并引发了国内消费升级的大趋势。而另一部分收入下行的居民则消费更低劣的商品、保证生存型消费，形成消费降级。消费升级属于长期大趋势，其表现是高端消费占比上升；消费降级属于短期趋势，随着近几年经济增速放缓，收入增长预期不再，而房价与猪肉价格大幅上升，部分居民大幅降低消费层次以应付房贷及生存支出。因此，地区之间、高低收入人群之间出现消费分化，家电企业对此既要从供给端发力，打造高端品牌，提升中高端产品的供给，以迎接消费升级；又要从产品多层次化和渠道入手，以渠道下沉应对消费降级。

► 投资策略

基于行业竞争格局的寡头效应，投资机会来自于寡头的份额与净利润率双提升，寡头垄断时代将会导致赢家的价值更为提高，故策略之一就是投资行业寡头；行业新市场的不断开拓与强大的盈利能力是家电股走牛的原动力，品类创新是家电业长期内不断突破行业天花板的终极武器，牛股则在其中孕育壮大，故策略之二是投资品类创新能力与渠道能力强的企业。组合推荐：1) 寡头垄断带来的市场溢价机会，推荐美的集团(000333.sz)，格力电器(000651.sz)，海尔智家(600690.sh)；2) 消费升级带来的档次提升机会，推荐老板电器(002508.sz)、苏泊尔(002032.sz)；3) 消费升级带来的新品类导入机会，推荐莱克电气(603355.sh)。

► 风险提示

房地产失速拖累，国内经济低迷致消费不振，出口遇阻。

一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

相关报告

1、《家电业发展之路在创新》

《家用电器》

2、《人民币贬值对家电出口的刺激有限》

《家用电器》

3、《创新的燃气热水器仍有增长空间》

《家用电器》

正文目录

| | | |
|-----|---------------------------|----|
| 1 | 宏观增速走缓与房产热退潮拖累家电 | 4 |
| 1.1 | 社会消费品零售总额增速放缓是预估家电业增速的大背景 | 4 |
| 1.2 | 房产热退潮是制约家电业国内市场增速的第二大背景 | 4 |
| 2 | 传统大家电增长停滞 新兴小家电略有增长 | 6 |
| 2.1 | 空调业出现价格战征兆 | 6 |
| 2.2 | 洗衣机保持稳定, 告别高增长 | 9 |
| 2.3 | 冰箱业借高端化突围 | 12 |
| 2.4 | 彩电业量价双跌 | 13 |
| 2.5 | 厨电继续下滑 | 15 |
| 2.6 | 小家电稳定增长 | 16 |
| 3 | 依赖并购与出口开拓境外大市场 | 18 |
| 4 | 品类创新是家电业扩张边界的主要途径 | 22 |
| 5 | 以高端化应对消费升级, 以渠道下沉应对消费降级 | 23 |
| 6 | 行业低迷下企业成长之道? 寡头化! | 25 |
| 7 | 2019年1-9月上市公司业绩分析 | 27 |
| 7.1 | 营收增速放缓 利润增速回升 | 27 |
| 7.2 | 盈利能力创新高 子行业盈利能力差异大 | 28 |
| 7.3 | 行业经营分化 龙头一枝独秀 | 28 |
| 8 | 重点公司述评 | 29 |
| 9 | 市场回顾与投资策略 | 34 |
| 10 | 风险提示: | 36 |

图表目录

| | | |
|--------|-----------------------------|----|
| 图表 1: | GDP 增速预测值季度变动% | 4 |
| 图表 2: | 社会零售总额增速变动% | 4 |
| 图表 3: | 房屋竣工面积增速显著下台阶% | 6 |
| 图表 4: | 住宅销售面积同比增速趋于零% | 6 |
| 图表 5: | 2019年1-9月主要品类零售额同比增速 | 6 |
| 图表 6: | 空调销量季度变动(万台, %) | 7 |
| 图表 7: | 家用空调线下均价变化 | 8 |
| 图表 8: | 空调业内销市占率 | 8 |
| 图表 9: | 2019年1-9月各企业内销量与同比增速(万台, %) | 9 |
| 图表 10: | 洗衣机国内市场零售额 | 10 |
| 图表 11: | 洗衣机产品结构(2019年9月线上数据) | 10 |
| 图表 12: | 2019年1-8月国内市场出货量企业对比图*100% | 11 |
| 图表 13: | 国内冰箱市场零售额变动图 | 12 |
| 图表 14: | 2019年9月最畅销50机型中品牌占比 | 13 |
| 图表 15: | 2019年9月线下各价格区间零售占比 | 13 |
| 图表 16: | 2013年以来国内彩电市场量价变化情况 | 15 |
| 图表 17: | 厨电三大件今年国内零售额变化(亿元) | 16 |
| 图表 18: | 小家电行业规模(亿元) | 18 |
| 图表 19: | 部分小家电年出口量 | 18 |
| 图表 20: | 2019年1-9月主要家电内外销增速 | 19 |
| 图表 21: | 2019年空调出口金额增幅持续为负 | 19 |
| 图表 22: | 冰箱出口额增速走低% | 20 |

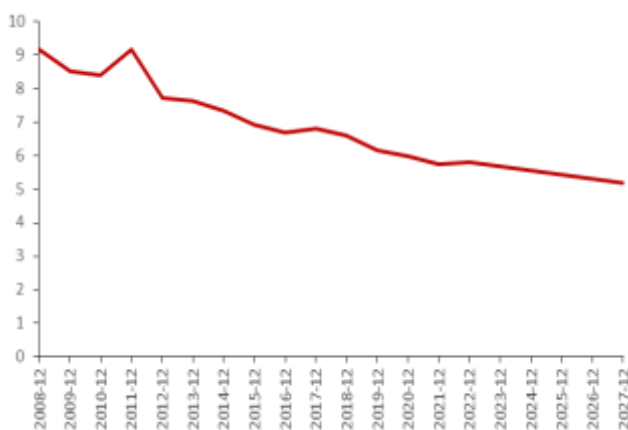
| | |
|---------------------------------|----|
| 图表 23: 洗衣机出口额增速稳定% | 20 |
| 图表 24: 彩电出口量增价跌% | 20 |
| 图表 25: 微波炉出口额增速下降 | 20 |
| 图表 26: 中国家电出口国家分布 | 22 |
| 图表 27: 部分公司境外收入及占比 | 22 |
| 图表 28: 2019 年 1-9 月空调出货总量市占率 | 26 |
| 图表 29: 2019 年 1-9 月洗衣机出货量市占率 | 26 |
| 图表 30: 国内零售额占比第一的首位企业市占率 | 27 |
| 图表 31: 3 巨头 2019 年 1-3 季度收入比较 | 27 |
| 图表 32: 家电收入增速持续放缓 | 27 |
| 图表 33: 家电利润增速回升 | 27 |
| 图表 34: 盈利能力创新高 | 28 |
| 图表 35: 子行业盈利能力差异大 | 28 |
| 图表 36: 子行业收入成长差异显著 | 28 |
| 图表 37: 子行业利润规模相差巨大 | 28 |
| 图表 38: 3 巨头收入占比 | 29 |
| 图表 39: 3 巨头利润占比 | 29 |
| 图表 40: 净利前 20 大企业及其利润增长率 | 34 |
| 图表 41: 盈利能力前 20 大企业及其收入增长率 | 34 |
| 图表 42: 近 1 年各行业指数涨跌幅对比图 (*100%) | 34 |
| 图表 43: 各行业估值水平市盈率对比 (倍) | 35 |
| 图表 44: 近 1 年行业涨幅前 15 名 (倍) | 35 |
| 图表 45: 家电业总市值百亿以上企业的估值比较 (倍) | 35 |

1 宏观增速走缓与房产热退潮拖累家电

1.1 社会消费品零售总额增速放缓是预估家电业增速的大背景

据国家统计局消息,2019年前三季度国内生产总值697798亿元,同比增长6.2%。分季度看,一季度增长6.4%,二季度增长6.2%,三季度增长6.0%,经济增速呈逐级下行态势。社会消费品零售总额296674亿元,同比名义增长8.2%,扣除价格因素实际增长6.4%,其中,除汽车以外的消费品零售额268146亿元,增长9.1%。9月份,社会消费品零售总额34495亿元,同比增长7.8%。其中,除汽车以外的消费品零售额31097亿元,增长9.0%。按经营单位所在地分,前三季度城镇消费品零售额253524亿元,同比增长8.0%;乡村消费品零售额43150亿元,增长9.0%。其中,9月份城镇消费品零售额29112亿元,同比增长7.5%;乡村消费品零售额5382亿元,增长9.0%。按消费类型分,前三季度餐饮收入32565亿元,同比增长9.4%;商品零售264109亿元,增长8.0%。按零售业态分,前三季度限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长7.0%、1.5%、3.8%和1.4%。前三季度,全国网上零售额73237亿元,同比增长16.8%。其中,实物商品网上零售额57777亿元,增长20.5%,占社会消费品零售总额的比重为19.5%;在实物商品网上零售额中,吃、穿和用类商品分别增长28.9%、18.6%和20.3%。综合以上数据可以看出,社会消费品零售额实际增速已极为接近GDP增速,在宏观经济增速逐渐下台阶的大背景下,社会消费品零售额的增速大趋势是日渐走缓,低增速将是常态,在这一大背景下,家电产业作为成熟产业的长期增速应当不过分背离这一速度区间。

图表 1: GDP 年度增速预测值 (%)



来源: Wind,国联证券研究所

图表 2: 社会零售总额增速变动 (%)



来源: Wind,国联证券研究所

1.2 房产热退潮是制约家电业国内市场增速的第二大背景

由于中国出售的商品房中毛坯房居于主导地位,厨卫电器、空调等属于强装修属性的家电多在装修时一次购买安装到位,彩电、冰箱、洗衣机等非装修属性的家电也有相当部分随之更新添置,最近十几年的家电牛市就更多的由房地产发展周期所主宰。按大约滞后1年左右的时间周期,家电消费与房地产销售亦步亦趋。以空调为例,在住宅年度销售面积从2002年的2.3亿平方米增加到2018年的14.7亿平方米、增加近7

倍期间，据产业在线数据，空调总销量也从 2002 年的年销售 806 万台，增加到 2018 年 15069 万台，增长 18.6 倍；其中内销量从 2005 年的 2634 万台增长到 2018 年的 9280 万台。

而今年住宅销售面积同比增速一直徘徊在 0 附近，房地产热明显退潮，则家电消费就会随之滑落。2019 年 1—10 月份，全国房地产开发投资 109603 亿元，同比增长 10.3%，增速比 1—9 月份回落 0.2 个百分点。其中，住宅投资 80666 亿元，增长 14.6%，增速回落 0.3 个百分点。1—10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 854882 万平方米，同比增长 9.0%，增速比 1—9 月份加快 0.3 个百分点。其中，住宅施工面积 598802 万平方米，增长 10.4%。房屋新开工面积 185634 万平方米，增长 10.0%，增速加快 1.4 个百分点。其中，住宅新开工面积 136937 万平方米，增长 10.5%。房屋竣工面积 54211 万平方米，下降 5.5%，降幅收窄 3.1 个百分点。其中，住宅竣工面积 38474 万平方米，下降 5.5%。但 1—10 月份房地产开发企业土地购置面积同比下降 16.3%，降幅比 1—9 月份收窄 3.9 个百分点。商品房销售面积 133251 万平方米，增速今年以来首次由负转正，同比增长 0.1%，1—9 月份为下降 0.1%。其中，住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 11.9%，商业营业用房销售面积下降 14.0%。其中商品房销售面积增速初显止跌迹象，后期可观察其稳定性；竣工面积降幅收窄也是可喜迹象，后期也需观察其持续性。

当然，另一方面也要看到房产销售量只是速度的回落，绝对量仍处于历史较高水平。如近几年内新开工面积仍高居不下，2019 年 1-10 月新开工面积 18.5 亿平米；加之巨大的存量商品房交易带来的部分二次改造装修，全国二手房交易面积 2018 年高达 3.95 亿平方米，交易量 420 万套。两者相加近 1800 万套的年交易量，如此规模的房地产的发展仍将是推动家电消费的一大力量。

房产销售增速下降对家电销售的影响较大，据奥维云网(AVC)数据显示，2019 年 1~9 月中国家电市场全品类零售额与去年相比下滑了 4.3%，成为自 2012 年以来的新低点。而去年国内家电市场零售规模达到 8204 亿元，同比增速就已经降低到 1%；去年的出口市场则达到 686.3 亿美元，同比增长 9.9%，占行业销售额的 31%，很大程度上是出口弥补了国内市场增速的滑坡。从行业均价趋势看，2019 年中线下市场冰洗行业均价分别同比增长 4.7%、5.0%；空调线下市场均价下跌 1.7%；厨电、热水器线下市场均价都出现 2% 的下跌。

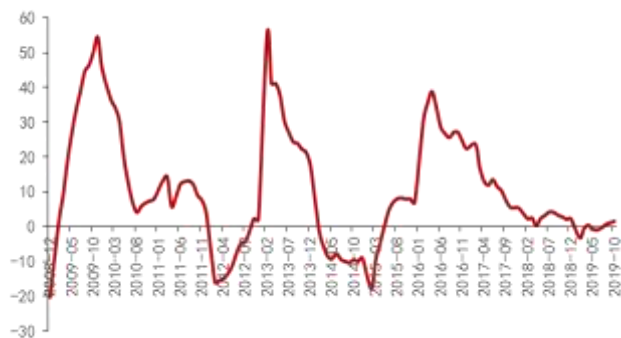
据产业在线统计，2019 年 1-9 月空调行业企业出货端内销出货量下滑 0.7%；冰箱内销出货下滑 17%；洗衣机内销出货下滑 0.5%；彩电内销出货同比下滑 3.1%。奥维云网的数据显示，今年 1-9 月国内空调市场零售额 1596 亿元，同比下跌 4%；国内冰箱的零售额为 692 亿元，同比下跌 1.2%；洗衣机的零售额为 489 亿元，同比微增 1.8%；大厨电（烟机、灶具和消毒柜）的零售额为 430 亿元，同比下跌 7.6%；电热水器、燃气热水器的零售额分别为 215 亿元、227 亿元，依次同比下跌 8.6%、5.9%。总体看家电业自 2018 年以来增速逐步放缓的态势在 2019 年进一步确认，尤其是主要家电品类的国内市场已经呈现全线下挫的局面。

图表 3: 住宅竣工面积增速 (%)



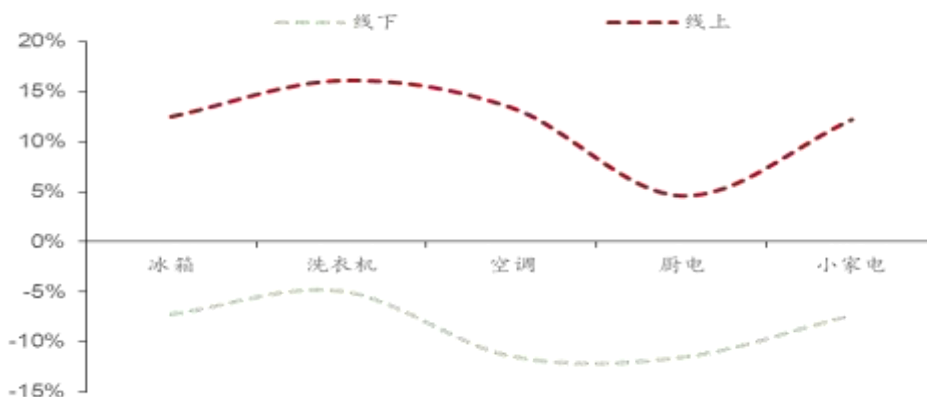
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 住宅销售面积增速 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: 2019 年 1-9 月主要品类零售额同比增速



来源: 奥维, 产业在线, 国联证券研究所

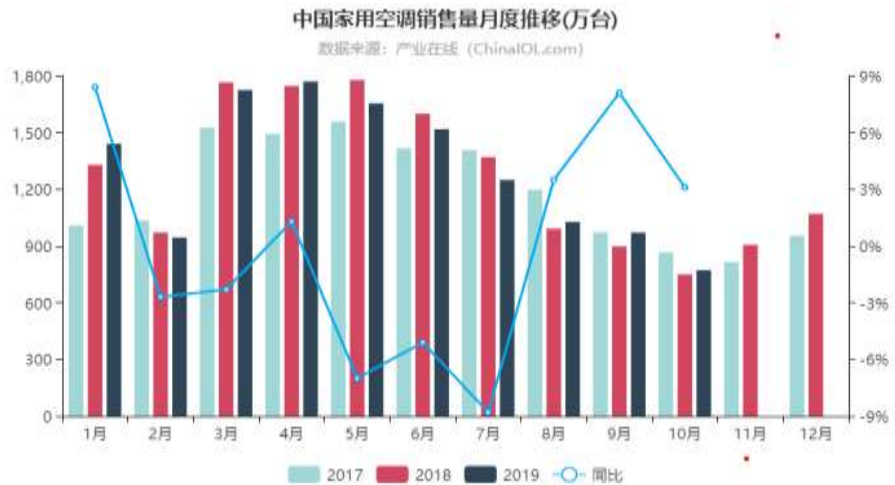
2 传统大家电增长停滞 新兴小家电略有增长

2.1 空调业已现价格大战

➤ 国内外空调市场规模出现下降。

据中怡康推总数据, 2019 冷年空调市场零售量和零售额规模分别达到 5605 万台和 1926 亿元, 同比下滑 7.0%和 9.0%。其中线上空调市场零售量和零售额规模分别为 2175 万台和 620 亿元, 分别同比增长-1.6%和-5.1%; 线下空调市场零售量和零售额规模分别为 3430 万台和 1306 亿元, 分别同比增长-10.1%和-10.7%。据奥维云网 (AVC) 的数据, 今年 1-9 月, 国内空调市场零售额 1596 亿元, 同比下跌 4%。出口方面, 据产业在线数据, 1-9 月份企业出货外销量 4749 万台, 同比下滑 1.9%。总体看, 空调业的国内外销售均出现下滑。中怡康因此预测 2020 冷年空调市场的零售量和零售额规模分别为 5424 万台和 1792 亿元, 分别同比下降 3.2%和 7.0%。

图表 6: 空调月度销量与同比增速 (万台, 右轴增速)

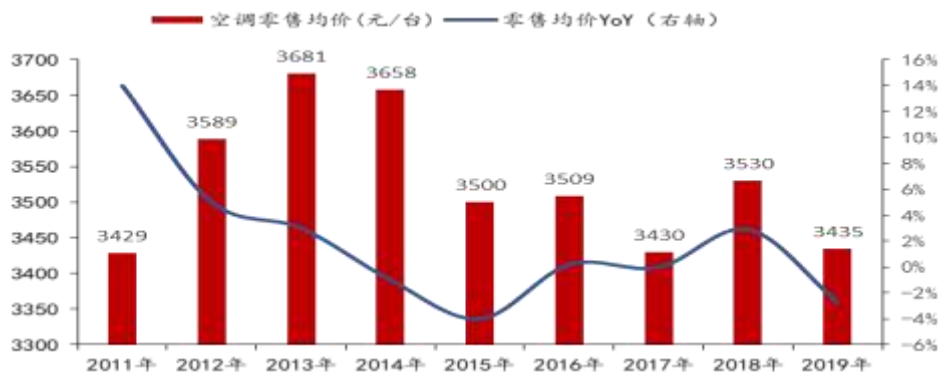


来源: 产业在线

➤ 行业已现价格大战

从最近的9月份数据看,空调线下市场零售量规模为181.3万套,同比下降6.3%;而零售额规模为71.8亿元,同比下降11.2%。可见,即使线下价格下滑幅度也已很可观。据中怡康推总数据,2019冷年整体空调市场均价为3435元,同比增长-2.1%;其中线上市场均价为2852元,同比增长-3.6%;线下市场均价为3806元,同比增长-0.6%。其中跌幅较大的线下APF三级挂机,均价为2750元,同比下跌8.5%。今年美的空调率先降价抢占销量,而格力空调上半年价格相对保持稳定,下半年格力也加大促销力度,9月下旬起举行工厂巡展活动,奥克斯等企业则一直奉行电商价格竞争策略,加上行业库存已达4000万,库存压力叠加行业整体销量下滑促使行业价格战更趋激烈。11月10日,格力电器官微公告,格力电器“11.11”期间让利30亿元,打击低质伪劣产品,变频空调、定频空调最低价分别至1599、1399元;美的空调立即应战,“双十一”期间对省电星、冷静星、智行、御行四个系列进行全线让利,壁挂式空调价格低至1249元,小1.5匹空调价格最低至1399元,御行系列最大让利达800元;海尔空调1.5匹空调价格最低至1699元,1匹空调最低价格最低至1499元,3匹柜机最大让利达800元;海信空调大1匹变频空调价格降至1499元,让利900元;2匹变频柜式空调售价3599元,降价1400元,创历史新低;奥克斯空调大1匹空调活动期间售价1199元,降幅700元;1.5匹变频空调活动期间售价1599元,降幅高达900元。以双11促销为借口,空调业价格大战更趋激烈,估计行业利润会因此受到不利影响。

图表 7: 家用空调线下均价变化



来源: 中怡康, 国联证券研究所

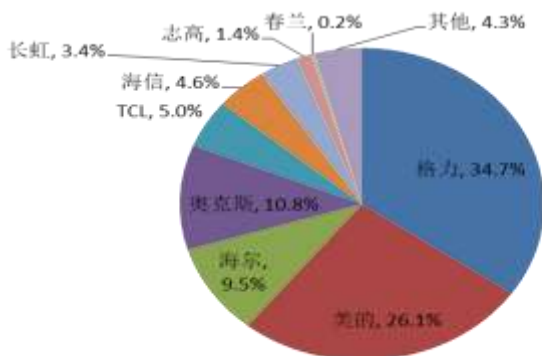
➤ 空调销售渠道快速电商化。

2019 年空调线上的销售比例已占三分之一左右, 销售额同比增幅也大大高于线下市场增速, 而三级以下市场是主要的增长动力。空调销售渠道的日渐电商化对已建立起全国性线下连锁专卖店模式的公司构成挑战, 一些企业通过组织工厂团购直销日的活动予以应对。由于空调的强安装性特征, 线下渠道将难以被彻底取代, 预计未来空调销售渠道还是线上线下一体化, 线上销售, 线下策划、送货与安装的模式会逐渐形成。

➤ 空调业双寡头格局的稳定正受到挑战

据产业在线 2019 年 1-9 月企业出货端数据, 格力内外销总出货量市占率仍以 29.9% 居于第一, 美的以 27.7% 居于第二, 奥克斯以 10.1% 居第三。三甲中美的今年的市占率提升了 3.9%, 格力下滑 1.4% 主因为出口下滑 8.2%, 奥克斯微增 0.7%, 可见今年美的发起的价格竞争取得了显著效果, 对格力形成很大的市场压力, 未来的双寡头格局或存在变化可能。而奥克斯自从近几年渠道转型以来, 推行“网批”模式, 主推低价电商, 占据空调线上销售前列的位置。面对美的、奥克斯、小米空调等在线上发起的夹击, 以线下销售渠道取胜的格力今年也与天猫展开合作, 以适应渠道变革。

图表 8: 空调业内销市占率



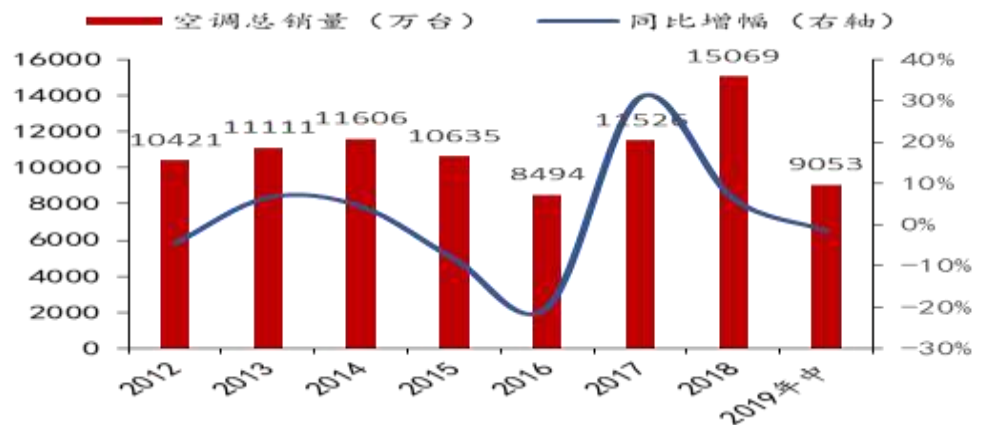
来源: 产业在线, 国联证券研究所

➤ 产品创新引导空调消费潮流

今年国内空调市场在产品结构方面，变频、节能和智能产品渗透率进一步提升，同比分别增长 2.1%、3.9%和 10.8%。一级能效的挂机和柜机销售额占比均提升至 23%以上；无风感舒适空调零售额市场份额占比已从 2017 年的 6.6%提升至如今的 10.9%；以多联机为代表的家用中央空调市场有望进一步增长至总量的 20%左右，智能空调在整体空调市场中的占比逐年提升到总量的五分之一；专注于空气净化化的产品如空气净化器、新风系统等新品推出，空调市场的高端化产品创新有所推进。行业未来取向高效能、舒适化、智能化的趋势已经形成，这部分供给端的变革会带来一部分更新换代型的消费市场。

尽管从当前行业库存规模看，处于历史上的较高水准，根据以往的空调业库存调整节奏，我们推测行业调整期将延续 2 年左右，总体降幅在 10%左右。但目前空调在农村的每百户家电拥有量还只有 52.6 台，城镇有 128.6 台，与日本的 281 台还是有相当大的差距的，相较于其他家电品类，空调作为一户多机的品类，无论是北方及农村的空白市场，还是南方及城市市场的更新换代市场，潜力都仍然很大。所以，我们认为当前空调业的调整是阶段性的，未来仍有望恢复，特别是行业的龙头企业采取了得力的应对措施确保了收入或利润的增长，并不惧怕行业的调整压力，如美的以主动的价格调整策略出击市场逆势增长、格力主打品质制胜确保利润。

图表 9：空调年度销量与同比增速（万台，%）



来源：产业在线，国联证券研究所

2.2 洗衣机保持稳定，告别高增长

➤ 行业增长平缓

据中怡康推总数据，2019 年 1-8 月国内洗衣机零售市场整体规模为零销量 2305 万台，同比增长 1.1%；零售额 431 亿元，同比增长 0.8%。其中，线上市场零销量 1257 万台，同比增长 9.2%；零售额 171 亿元，同比增长 3.5%。线下市场零销量 1048 万台，同比下滑 8.8%；零售额 260 亿元，同比下滑 3.4%。奥维的数据则是 1-9 月洗衣机的零售额为 489 亿元，同比微增 1.8%；据产业在线数据，1-9 月出口洗衣

机量为 1398 万台，增长 7.5%。与其他大家电相比，作为不太受房地产兴衰影响的成熟产品，洗衣机是今年少有的没有下滑的品类。原因主要是品类升级及家电下乡十年后的更新换代需求，行业驱动力由规模扩张转向结构升级，消费靠更新换代需求拉动，市场细分化、产品高端化是这一阶段推动增长的主要措施。

图表 10: 洗衣机国内市场零售额及增幅

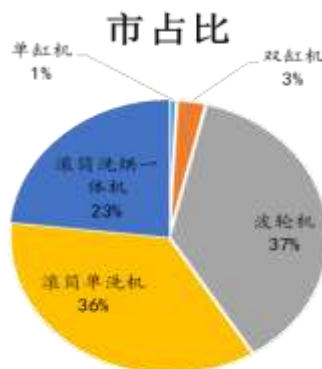


来源：奥维云网，国联证券研究所

➤ 产品结构升级体现为智能化叠加 “大容量+洗烘一体” 和 “大容量+变频”

洗衣机行业的产品结构升级继滚筒化、变频化后，正走向多重创新因素的叠加，主要是以智能化为基础，在滚筒机方面叠加 8KG 级以上的和洗烘一体化，在波轮机方面叠加大容积及变频，这些功能创新对提升单价和诱导换机有很大作用，推动了新品高端机的销售。据中怡康数据，2018 年洗烘一体的市场零售量、额份额为 32.5%、41.7%（滚筒内部），与去年同期相比分别增长 29.5%、36.8%。而大容量也渐成趋势，滚筒洗衣机方面 10KG 级的零售量、额份额已达 38.7%、42.0%；波轮洗衣机 8KG 级及以上零售额份额也达 62%。到 2019 年 9 月份，据奥维云网线上数据，滚筒机的份额占 59%，洗烘一体机已占 23%。

图表 11: 洗衣机产品结构 (2019 年 9 月线上数据)



来源：奥维云网，国联证券研究所

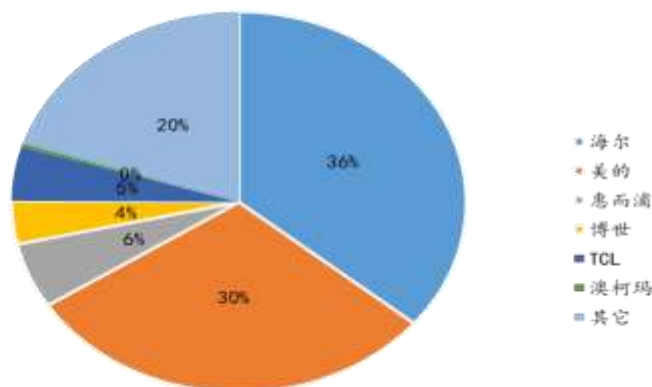
➤ 线上渠道占比过半

从洗衣机的销售渠道看，由于不需专门安装，其线上销售份额快速提高。2018年全年洗衣机线上市场零售规模达到1963万台、291亿元，分别同比增长3.5%、9.8%；从量的角度看，线上渠道占比已经超过53.2%，是大白电中线上占比最高的品类。奥维云网线上推总数据显示，2019年9月线上洗衣机市场零售量为155.8万台，零售额为19.9亿元，分别同比增长20.4%和12.1%；线下洗衣机市场零售额38.0亿元，同比下降11.2%，零售量139.1万台，同比下降15.6%。线上销量超过线下12%，但因售价低，金额仍相当于线下一半。

➤ 行业格局双寡头稳定

从行业格局看，据奥维云网数据，2018年洗衣机市场线下品牌中，海尔零售量占31%、小天鹅占17.5%，美的占10.5%，西门子占7.8%，松下占6.9%。线上份额方面，美的系占27.5%，海尔占26.17%。总体竞争格局相当稳定，海尔与美的平分秋色。根据产业在线数据，2019年1-8月国内市场出货量对比中，海尔占36%，美的系占30%，其它品牌与它们差距较大，行业格局较为稳定。

图表 12: 2019 年 1-8 月国内市场出货量企业对比图



来源：产业在线，国联证券研究所

➤ 售价线下上升、线上下降

据奥维云网（AVC）线下、线上监测数据显示，2019年9月线上均价同比下降4.6%，其中洗烘一体均价降幅达18.3%，以统帅和米家为首的2000元以下洗烘一体产品在线上呈增长态势，销量占线上洗衣烘一体全部的13.6%，同比增长12.9个百分点。9月线下洗衣机市场均价同比增长4.2%，高端市场表现依旧突出，6000元以上高端洗衣机产品零售量和零售额分别同比增长33.5和33.3%，零售额占比提升至28.7%，同比增长9.1个百分点。洗衣机行业在线下零售量下滑的背景下，借助涨价力保零售额的稳定。

➤ 结论

因此，预计未来洗衣机市场整体零售量将会进入零增长阶段，但销售额因线下均价持续走高的因素仍有望保持5%左右的增幅，其中的龙头企业因品牌力和市场资源

优势更有可能获得 10%左右的增长。在行业结构上大容量、智能化、健康化、洗烘一体、干衣机等将有更快的发展，行业的发展趋势是滚筒化、大容量化、洗烘一体化。

2.3 冰箱业借高端化突围

➤ 国内市场停滞

据产业在线，2019年1-8月国内冰箱出货量2839万台，下滑1.8%；而同期出口2631万台，增长8.9%，总体出货量借出口微增2.8%。奥维云网（AVC）推总数据也显示，1-9月国内冰箱的零售额为692亿元，同比下跌1.2%。可以说，冰箱在国内市场上延续了2013年以来的萎靡不振，但借助出口增长，大体在销售量上保持了微幅增长。

图表 13: 国内冰箱市场零售额变动图



来源：奥维云网，国联证券研究所

➤ 冰箱业试图借高端化突围

冰箱业的发展趋势是功能区分进一步细化、高端产品更为精致化。在产品功能区分上，针对不同消费档次的家庭，都有不同功能的冰箱，如最简单的直冷两三门冰箱满足低端用户，大型对开门冰箱满足高端用户。在高端产品上，十字门、对开门、T型门等大容量冰箱占据主流，并在门板的精致化、食物的电脑屏显示化、保鲜技术的优化等方面更进一步。冰箱的保鲜技术进步和智能化管理始终是行业发展的大方向，分区储鲜逐渐成为消费者选购冰箱产品的重要决策因素，同时也将成为中高端冰箱产品的标配性技术功能。智能冰箱让用户不用打开冰箱就能了解冰箱中食材的情况，哪些食材即将过期需要及时食用等信息，避免用户遗忘食材而造成浪费。从行业趋向看，风冷冰箱正快速替代直冷冰箱，2000-3000元的两门冰箱市场中，风冷冰箱零售额占比超过80.0%。门体结构上据奥维云网（AVC）线下监测数据显示，五门、四门为销路较佳的两类冰箱。但由于冰箱作为成熟产品其市场保有率已极高，产品在没有颠覆性技术的情况下，需求严重依赖更新换代，而更新需求释放过程相对缓慢，故冰箱的

产品创新尚未转化为大规模的消费升级需求。

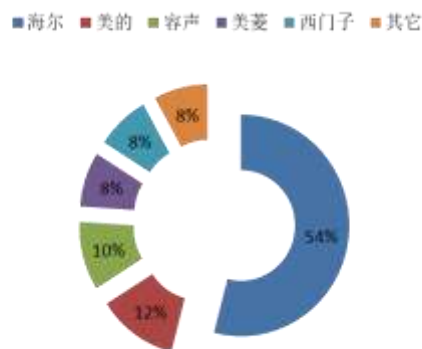
➤ 竞争格局海尔优势明显

从竞争格局看，奥维云网线下监测数据显示，海尔在零售额和零售量方面都居首位，占比在 30.0% 以上，且增长态势也很明显。海尔与其它内资品牌美的、美菱、容声、卡萨帝和海信加起来的零售额份额占据全部的近 70.0%，三星、西门子、博世和松下冰箱零售额份额均下滑。

➤ 价格线下涨线上跌

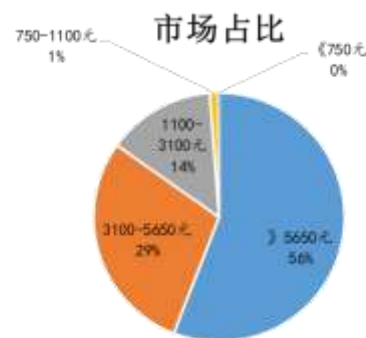
冰箱业借产品结构调整推动售价上调实现了零售额的稳定。针对冰箱用户开始换购及升级的消费特征，龙头企业转型高端，推动价格不断上涨。据奥维云网（AVC）线下监测数据显示，2017 年 1 月份冰箱均价为 3630 元，2018 年 6 月涨到 4244 元，2019 年 9 月达 4718 元，但线上均价则为 1956 元，主要因线上线下销售结构有差异。

图表 14: 2019 年 9 月最畅销 50 机型中品牌占比



来源：奥维云网，国联证券研究所

图表 15: 2019 年 9 月线下各价格区间零售占比



来源：奥维云网，国联证券研究所

总之，当前冰箱家庭保有量饱和，未来消费需求将以更新需求为主，企业主动转型高端，以价格增长带动零售额增长，奥维云网（AVC）则预测 2019 年冰箱市场零售量为 3164 万台，同比下降 3.3%，零售额规模达 954 亿元，同比下降 0.4%，我们预计冰箱行业 2020 年总体仍处于零增长阶段。

2.4 彩电业量价双跌

据奥维云网(AVC)全渠道推总数据，2019 年上半年中国彩电市场零售量规模为 2200 万台，同比下降 2.7%；零售额规模为 640 亿元，同比下降 11.8%；彩电均价同比下降 9.4%。3 季度中国彩电市场零售量 1034 万台，同比-3.6%；零售额 277 亿元，同比-10.4%。国内彩电市场自 2018 年 4 季度以来，已经连续四个季度量价双跌，国内彩电市场进入深度萧条状态。好在出口量今年仍保持正增长，据产业在线数据，

今年 1-9 月出口 6111 万台,同比增长 4.5%,从而在总销量上维系了 1.4%的弱增长,但由于售价大跌 10%左右,总体销售额还是呈下跌态势。

彩电行业最大的问题是平均一年半一次的价格战,致使全行业没有赢家、利润微薄。据奥维云网(AVC)全渠道推总数据,2019 年三季度彩电线上均价 1926 元,创历史新高,线下市场均价 3593 元,整体均价 2678 元,同比下降 10%。价格战频发的原因在于:一是行业竞争格局不佳,未能形成寡头垄断格局;二是彩电制造技术扩散、面板等主要配件制造能力规模化过剩;三是手机对彩电的替代影响明显,成为用户使用时间最长的影音设备,电视机的需求减少。

大尺寸、高分辨率是行业主要发展趋势。2019 年三季度在尺寸价格战的刺激下,彩电市场尺寸结构不断优化升级,市场整体突破 50 寸,中小尺寸市场萎缩。据奥维云网(AVC)全渠道推总数据,65 寸及以上的大屏机型份额对比同期线上增长 5.2%,线下增长 7.3%,而 50 寸以下中小屏机型线上下降 5.5%,线下下降 7.1%。OLED 电视因其更高的分辨率将会成为中高端消费者的选择,据 IHS 的数据显示,在全球 2500 美元以上的高端电视市场中,OLED 电视占据了 70.7%的份额。8K 电视涌现,三星、LG、TCL 等电视厂商都推出了 8K 电视,相应芯片及 5G 的推出也为 8K 提供了条件。

目前国内彩电市场仍处于困境中,根本原因在于时代的变化,传统电视不再是家庭最重要的娱乐中心,随着移动互联网的发展和智能手机的普及,大量社交 APP 和移动游戏占据娱乐时间,导致家庭娱乐对电视的依赖性下降。智能手机已经对传统的电视形成全面的挤压,电视已经很大程度上沦为客厅的摆设。彩电业未来能否凭借内容优势、智能优势在家居智能物联化趋势中占据主导地位,还取决于内容行业的对外对内开放与政策许可空间。目前来看,在内容方面无突破进展的背景下,彩电需求难以迎来量的突破;同时行业竞争格局仍处困局,从 CRT 到液晶再到 OLED、量子点,多次重大技术变革均未提升彩电业盈利水平,受限于行业价格战剧烈的困扰,全行业净利润率过低的状况难以根本扭转。

智慧屏概念预计将成为彩电行业未来热点。华为荣耀进军彩电业,将智慧屏定义为大屏设备在全场景智慧化时代的全新升级,将智慧交互中心、跨屏体验中心、IOT 控制中心、影音娱乐中心四合一,成为家庭智慧助手、超大屏手机、HiLink 生态管家、超级家庭影院。荣耀智慧屏的出现,能否带领中国电视行业摆脱传统价格竞争的困境,并依托华为的整体平台,将中国电视行业的发展方向带到一个新的全新的阶段呢?这对产业协同和技术创新的要求都很高,从公司产品推向市场的反响看,消费者反馈不错,但销售量还较低,对整个行业大局还不具备多大影响力。

但是,荣耀智慧屏不仅仅是电视,它突破了大屏的传统定义,充当了家庭 IoT 关键入口和家庭互联网终端关键控制器角色,并因此开创智能家居时代,为用户全场景下的智慧生活体验提供服务。

图表 16: 2013 年以来国内彩电市场量价变化情况 %



来源: 奥维云网

2.5 厨电继续下滑

随着住房市场的快速发展, 大厨电作为装修必需品, 一直高速发展。且由于此领域的中国厨房特色, 外资品牌参与较少, 故也一直是本土品牌的天下。但随着 2017 年以来房地产市场的政策调控打压及市场竞争加剧, 厨电市场增速显著下滑。据奥维云网 (AVC) 全渠道推总数据显示, 1-9 月大厨电 (烟机、灶具和消毒柜) 的零售额为 430 亿元, 同比下跌 7.6%; 电热水器、燃气热水器的零售额分别为 215 亿元、227 亿元, 依次同比下跌 8.6%、5.9%。其中吸油烟机零售量为 1776 万台, 同比下跌 6.2%; 燃气灶的零售量为 2165 万台, 同比下跌 3.0%。吸油烟机市场零售额与去年同期相比下降了 8.3%, 燃气灶全渠道零售额同比下降 5.3%, 零售额的降幅超过其零售量的降幅。

从销售数据看, 大厨电市场需求整体进入放缓期, 由新房装修带动的新增需求增速降低, 替换需求逐步提高。据测算, 油烟机市场规模在 2600 万左右、销售额约 400 亿元左右, 新增需求占三分之二。新增需求主要对应 1 年前的现房销售, 而 17 年到 18 年现房销售面积的同比下滑预示着今明两年大厨电市场的继续衰退。奥维云网 (AVC) 因此预测, 2019 年油烟机整体市场油烟机的零售额为 323.8 亿元, 同比下滑 15.0%, 零售量为 2288.1 万台, 同比下滑 11.6%; 燃气灶零售额为 189.0 亿元, 同比下滑 9.5%, 零售量为 2839.6 万台, 同比下滑 8.1%; 消毒柜零售额为 42.4 亿元, 同比下滑 14.9%, 零售量为 523.7 万台, 同比下滑 5.0%。不过, 今年厨电行业发力出口, 据产业在线数据显示, 2019 上半年厨电行业出口同比增长 7.0%, 其中油烟机出口同比增长 7.5%, 燃气灶同比增长 5.8%。由于油烟机整体市场内销占 62.7%、燃气灶出口市场占比 75%, 所以出口市场对各自行业拉动的力度不一。

厨电市场面临着较大的增长压力, 未来价格在市场竞争力下预计将理性回归, 传统厨电业很可能面临量价双跌的局面。从奥维云网 (AVC) 线上监测数据来看, 4000 元以上高端油烟机向 3000-3999 中高端渗透; 2500-2999 元价格段油烟机作

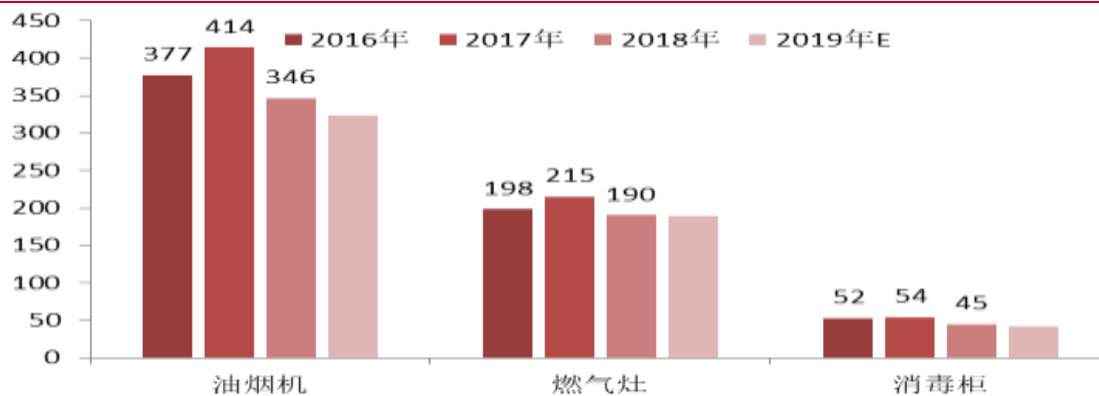
为占比最高的主销价格段量跌额跌，占比滑落到第二；500-999元价格段占比大幅提升。

从产品结构看，虽然整体厨电市场下滑，但消费者对新兴厨电品类的消费认知不断扩散，新兴厨电市场的区域与品类不断加大，厨电行业也迎来了新的增量市场。当烟灶传统厨电品类下滑时，洗碗机、嵌入式一体机、集成灶等新兴厨电品类保持着强劲的增长态势，为身处困境的厨电行业提供了新的增长动力。产业在线监测数据显示，2019年上半年洗碗机销量288.9万台，同比增长11.9%；集成灶销量83.7万台，同比增长14.0%；嵌入式烤箱销量46.1万台，同比增长17.6%。洗碗机和集成灶被视为最具增长潜力的厨电品类，市场的不断火爆促使企业大量涌入，如今年老板、方太都进入了集成灶行业。

从品牌结构看，行业形成专业化龙头为主，大型综合家电巨头为辅的格局。消费者对于厨电品牌的选择更集中，套系化购买比例上升。市场对于精装房的要求为能提供套系化解决方案的厨电厂商提供了机遇。大型综合型家电企业的优势体现在品牌影响力大、研发能力强；专业厨电企业优势体现在历史积淀深厚及细分市场的消费者认知度高。

从行业发展方向看，随着消费水平的提升，厨房电器延续消费升级趋势。一是烟灶等传统厨电产品日益注重智能化，高技术、高质量的新产品涌现；二是饮食多样化、健康化等需求催化了新型厨电品类的兴起；三是高端厨电越来越被消费者所接受。

图表 17：厨电三大件年国内零售额变化（亿元）



来源：奥维云网，国联证券研究所

2.6 小家电稳定增长

小家电指除了大功率输出的电器以外的家电，一般占用比较小的电力资源或机身体积比较小。随着居民生活水平的提高，小家电品类的队伍日益扩容，可以预期的是随着科技发展，小家电领域的产品创新将是最多的。在这个领域，产品创新能力与品牌力具有决定性影响。

在全部小家电品类中，目前厨卫小家电市场份额达 76.0%，家居类占 13.0%，个人护理类占 11.0%。具体到各品类，表现有差异，电动剃须刀等传统小家电增速放缓，加湿器等新兴小家电增速较快，一些新品如新型破壁机、无线手持吸尘器、高端美发仪等大量进入市场。小家电市场的快速增长还来自于电商的助力。由于小家电的小体积与自安装，天然适合电商渠道推广，这为大量无力自建渠道的小家电提供了市场推广的捷径。随着电商的渗透，许多小家电借此走向大发展。长远看，小家电将持续受益于居民收入增长和生活品质提升，那些降低劳动强度、提高生活品质的小家电空间无限。如中国家庭的吸尘器保有量仅为 20.0%，远远不及美国家庭（120.0%）和日本家庭（146.0%）。在消费升级的推动下，吸尘器的单价也在提升，这吸引国内外行业巨头入场竞争，如戴森、松下、LG 等国际品牌与莱克、美的、小狗等本土品牌激烈竞争。这说明在小家电领域，尽管市场前景看好，但产品创新与技术创新层出不穷，市场格局远未到稳定之时。

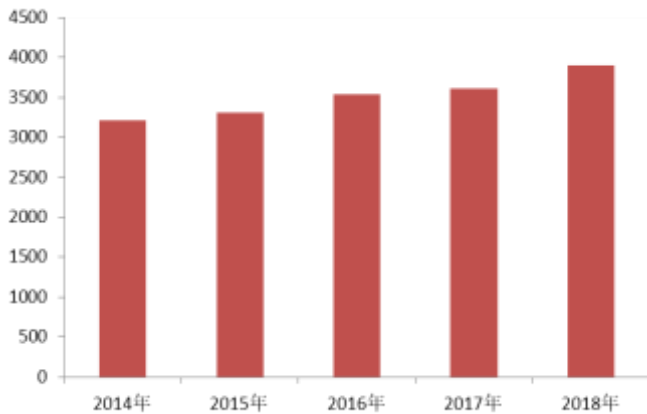
中国小家电行业规模估计 3000 亿元左右，此前 5 年的年均复合增长率为 13.5%，但自 2018 年起增速明显放缓，进入 2019 年后，行业整体除新兴小家电外，大多销售下滑。据中怡康数据推算 2019 年国内小家电零售额在 1200 亿元左右。尽管行业处于快速发展时期，但目前我国小家电产品平均每户保有量不足 10 件，而综合日本、韩国和台湾地区的家电消费变迁历史来看，当人均 GNI（国民总收入）达到 8000 国际元左右，家电消费从功能消费阶段开始进入品质消费阶段，家电消费将逐步从高刚需的功能家电（以大家电为主）向非必需的品质家电（以小家电为主）延伸，随着 2016 年我国 GNI 超越这一标准，国内小家电消费升级周期即将到来。

出口方面，2002-2018 年间，中国小家电出口额从 50 亿美元上升至 299 亿美元，年平均增速达 16%；同时，在全球出口市场中的比重呈上升趋势，由 2002 年的 25%提升至 40%以上。从各国来看，美、日市场中，中国占其进口额的 70%-80%；欧洲市场中，中国占其进口额的 40%-45%。具体到莱克电气所在子行业，2018 年环境小家电出口额同比增长 12.2%，两净产品出口继 2017 年后保持高速增长，空气净化器产品出口量 1763.5 万台，同比增长 45.9%；净水器产品出口量为 2803.5 万台，同比增长 9.3%。而电风扇和加湿器的出口量分别保持 5%和 6%的增长。2018 年吸尘器出口 1.3 亿台，同比增长 6.8%，出口额为 46.7 亿美元，同比增长 16.9%，但吸尘器产品出口受中美经贸摩擦影响较大，未来出口形势较为严峻。个人护理等生活小家电出口有明显增长，2018 年电吹风出口 1.1 亿台，同比增长 7.2%；电熨斗产品出口 1.1 亿台，同比增长 11%。

从行业竞争格局看，小家电整体在销品牌共有 2388 家，但 2%在销数量的品牌占据市场 80%的销额，寡头效应的强度还高于大家电，这反应品牌力在小家电领域的高价值，任何一个想在小家电领域有所作为的自有品牌企业都必须正视行业的这一特点，以相当的资源投入对品牌的塑造，才能在快速迭代的小家电领域保持优势地位。掌握小家电市场 80%销额的核心品牌中有 21 家涉入领域超过 10 个品类，其中美的涉入小家电品类最多，达到 20 种；有 8 家品牌涉入品类超过 5 个。除了多元化经营外，也有一些品牌专注于小家电某细分市场，如飞科电器深耕于电吹风市场，但单一化经营易受大环境意外变动冲击，如国家对雾霾天气的治理与管控使 2018 年空净市

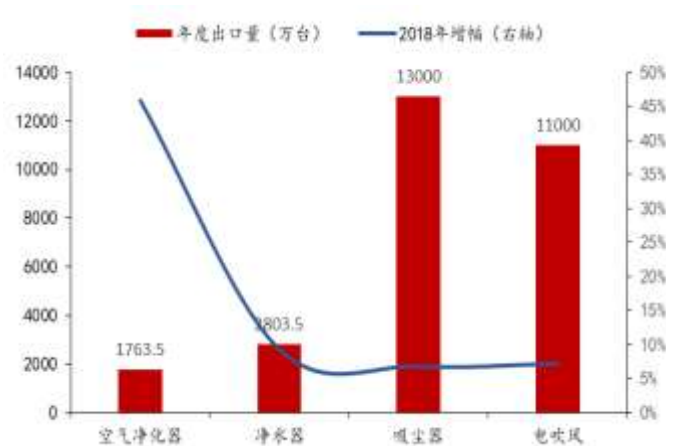
市场规模同比下降 30.8%。因此，在小家电领域的多元化战略是企业预防市场风险的必须措施，同时也可适应行业不断涌现新品而市场周期又短暂的特点。并且由于小家电新品推广时的热潮效应，往往社会各消费阶层会在同时期关注某些品类，如过去几年对空气净化器、净水器的关注与购买欲是遍及社会各消费阶层的，这就要求小家电企业在产品定价策略与品类推广上要兼顾产品层次的丰富化，小家电企业更适合同时推出多层次价格定位的产品系列梯队，以快速攫取瞬间大增的全层次市场。

图表 18: 小家电行业规模 (亿元)



来源：公开资料整理，国联证券研究所

图表 19: 部分小家电年出口量



来源：国联证券研究所

3 依赖并购与出口开拓境外大市场

我国家电市场进入成熟期，电视、冰箱、空调、洗衣机等市场都已饱和，原有品类和区域不足以推动家电公司继续成长，通过收购引进成熟的产品和技术从而提升产品竞争力，因此通过并购方式探索转型成为家电企业的生存与发展之道，

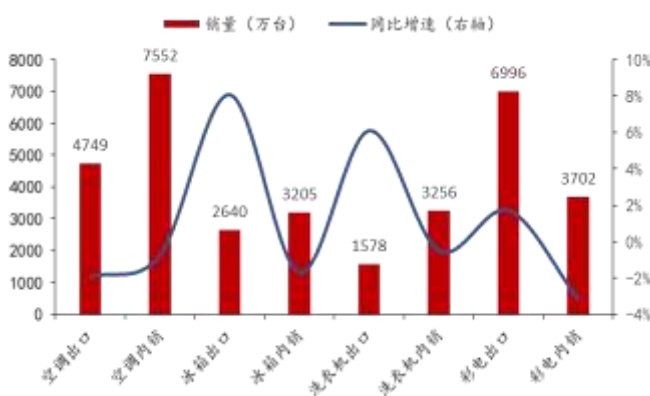
继海尔先后收购完成日本三洋白电业、美国 GE 家电业务、新西兰 Fisher&Paykel 业务，持股墨西哥 MABE48.41%股权、收购意大利 Candy 公司，美的集团以 40 亿欧元总价要约收购德国工业机器人公司库卡后，近年发生的行业并购就有美的集团收购意大利著名中央空调企业 Clivet、美的 143 亿元换股吸收合并小天鹅、海信集团以 2.9 亿欧元竞购位于中欧的斯洛文尼亚家电制造商 Gorenje，格力电器拿下晶弘电器的全数股权，TCL 以现金收购总值人民币 7.93 亿的商用信息科技 100%股份等，海信收购 Gorenje 95.42%的股份等，可以看出近年来家电业并购仍处于高峰。当然，具体到国内企业海外并购的内部原因还是国内家电市场的天花板已逐渐可见，这推动家电厂商加速国际化步伐，向海外市场要增量，尤其是试图通过并购国外品牌以打入欧美家电主流。目前全球超过 1/3 的家电产品都由中国制造，包括 60%的彩电、手机，70%的空调以及几乎 100%的微波炉。中国经济的结构性问题是市场饱和与产能过剩，这在家电行业尤为突出。家电下乡、以旧换新等政策透支了市场需求，而扶持政策带来的市场假象又促使家电企业大规模投资，导致家电产能过剩。面对国内需求降低、企业产能过剩这一现实难题，转向海

外成为企业必然的选择，而国产品牌家电在完成了国内市场从“中国制造”到“中国创造”的跨越后，也开始进军海外市场。

梳理这些并购，一类是继续在传统业务领域的市场区域拓展，如海尔收购欧洲企业，看重的是对方的区域品牌与销售渠道，可以说面向未来的战略前瞻性略缺；一类是探索在新兴业务的品类拓展，如美的并购机器人业务，看重的是对方的新兴业务与技术，更着眼于未来。相对而言，前一类并购当前安全性略高，但缺乏想象空间；后一类并购当前安全性略差，但未来想象空间大，更受资本市场欢迎。从上市公司角度看，对外并购应该在两类间恰当组合、取得平衡。而基于提高效率的内部吸收合并则是市场欢迎的。但我们还是建议白电巨头要吸取黑电领域当年的并购失败教训，切忌高价吃下技术上即将过时的资产。中国家电企业力图借并购打开国际市场，获得新发展的初衷是好的，但也要看到家电业总体上作为一个成熟行业，在国际市场上的饱和度已高、销量增幅和盈利率高度都有限，因此国际巨头趁其还有价值时高价出售给中国，正如前几年国外钢铁巨头、黑电巨头甩卖给中国一样，所以，我们也不宜对海外并购的效益过于乐观，特别是品牌塑造和技术创新都很难单纯通过并购提高，对此要有清醒认识。所以，我们更看好一些巨头对新兴行业的跨行业并购。

面对中美贸易争端，作为出口比重超过 30% 的家电行业将面临较大的冲击。为此，家电业需要实现优势资源的全球化配置，整合不同国家的优质资源以提升企业的竞争优势，如研发在欧美及大陆、品牌运营在中国香港、制造在东南亚及大陆，而最重要的是中国家电在产业链上是否握有核心竞争优势而不惧美国甚至整个西方世界的技术与市场封锁。据海关统计，2018 年我国家用电器产品（含零件）出口 751.2 亿美元，约占中国家电业年销售额的 40% 左右，同比增长 9.6%，但进入 2019 年后，受贸易环境变化影响，部分家电品类出口金额下降。

图表 20: 2019 年 1-9 月主要家电内外销增速



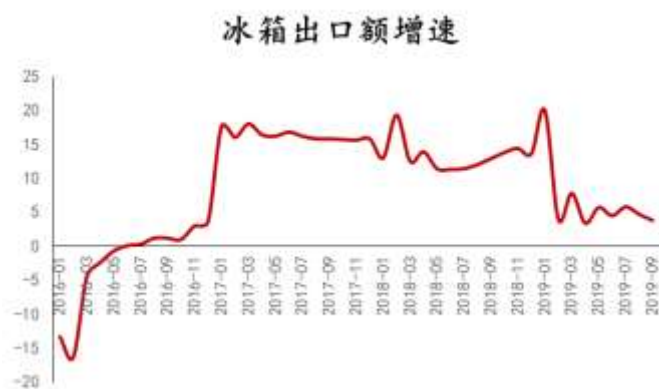
来源：产业在线，国联证券研究所

图表 21: 2019 年空调出口金额增幅持续为负



来源：Wind，国联证券研究所

图表 22: 冰箱出口额增速走低%



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 23: 洗衣机出口额增速稳定%



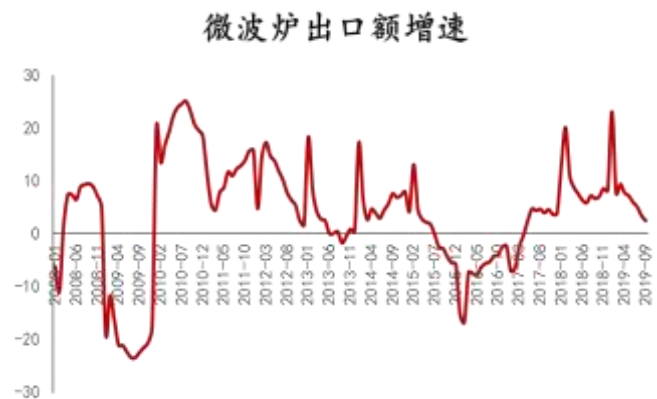
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 24: 彩电出口量增价跌%



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 25: 微波炉出口额增速下降%



来源: Wind, 国联证券研究所

据产业在线数据, 2019 年 1-9 月中国家电业主要产品中空调出口量高达 4749 万台, 占行业总销量的 31%, 同比增速为 -1.9%, 较上年的 5.2% 有明显下降; 冰箱出口 2640 万台, 同比增速 8.4%, 较上年同期的 3.6% 有明显增加, 出口比重扩大到 45%; 洗衣机出口 1578 万台, 增长 6.1%, 较上年同期增速 1.8% 也增加显著, 出口比重 32%; 彩电出口量 6996 万台, 同比增速 1.7%, 较上年同期的 20% 明显下降, 出口比重高达 65%。但从出口金额看, 几乎大多产品的出口增速都有下降, 反映即使出口量增速为正的产品, 多数也迫于贸易战压力而采取降价出口的方式出口。当然, 从出口比重看, 主要产品仍维持了较高的出口比, 反映了中国家电业作为全球性家电市场主要生产者的产业定位。

美国市场占中国家电出口额 23%, 仍是最大的单一市场。美国家电市场约占到全球家电市场的 18%, 仅次于中国的 30%, 但产量仅约占到全球家电产量的 2%, 因此其家电消费的 88% 须依赖进口, 其中中国是美国在厨电、电视、吸尘器、按摩器具类别中的第一大进口国; 空调、冰箱为第二大进口国 (美国进口的空调和冰箱中来自墨西哥的则为 43.55% 和 48.98%)。从金额看, 美国从中国进口家电 169.7 亿美

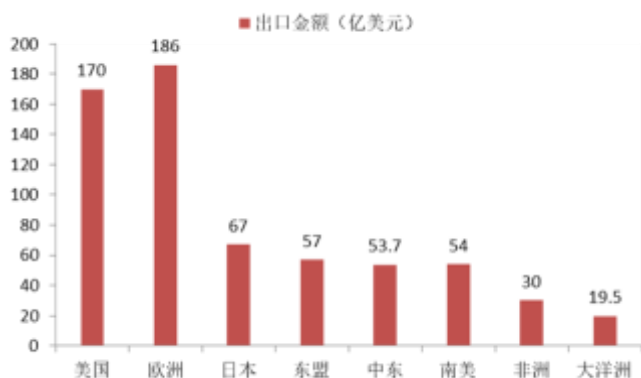
元，占总进口额的 40.3%。第二大进口国为墨西哥，2015-2017 年的进口额维持在 115 亿美元左右，占比约 30%；第三大进口国为韩国，2015-2017 年规模在 25 亿美元左右，占比约 6%。如此之高的出口比例表明美国市场对中国家电业非常重要，如果中美贸易冲突持续激化下去，则家电业受冲击会很大。实际上，去年中国国内家电市场仅增长 1%，而出口则增长 9.9%，未来家电业的增长几乎主要依赖于出口。

但积极的影响是，本次经贸摩擦也倒逼中国企业提升了全球化的速度和质量。一方面自主品牌建设进入快车道，另一方面，国际产能布局也在不断加速。目前空调产能转移以东南亚为主，如印度、越南、海尔印度工业园、奥克斯空调泰国基地，以避免高关税。在质量方面，主要体现在走出去的理性和精准度在不断提高，从盲目的建厂和并购走向更加本地化的经营策略，在欧美通过并购，在新兴市场投资建厂，而在东南亚等地缘区域加大电商等创新渠道建设，同时海外公司的建设和数量突飞猛进也体现了企业本地化经营意识的不断提高。值得关注的是，国际产能的布局应有的放矢，盲目地和单纯追求数量的举措，不但会导致国内产业的空心化，也很难取得既定的目标。

以产业比较优势及对新兴市场的拓展应对中美贸易战。中国家电业形成的国际比较优势是出口的最大依仗。一在于强大的集中配套优势。中国形成了珠三角、合肥、青岛三大家电生产基地，围绕这些基地形成了完善的上下游产业配套，任何一个基地的生产能力都堪比他国一国的产能。其上下游资源获取的便利性使得中国家电业具有显著的成本优势。二在于强大的技术优势。格力、美的、海尔等在各自的技术领域已经确立起世界性的地位，许多新产品都由这些企业率先创造，因此最近格力、美的被树为全球 500 强中的白电标杆企业。三在于强大的寡头垄断优势。中国家电业经过多年的激烈竞争，形成了寡头垄断的竞争格局，各个产品领域都出现了高市场份额占比的寡头企业，如格力空调占据行业三分之一以上的市场份额；海尔冰箱占冰箱行业 29% 的市场份额；海尔洗衣机占国内 33% 的市场份额；TCL 占据 17% 的份额。这些优势不是一天形成的，是中国 30 年经济改革发展的成果，不是他国所能轻易打败的。而中国家电业的这一优势将继续帮助行业巨头在国际市场攻城略地，最终成为全球家电市场的主要供应者。同时，各行业龙头企业积极拓展新兴市场，出口区域多元化有所进展，如我国对拉美和非洲的家电出口合计 250 亿元，增幅也在 10% 以上。但同时也要看到，拉美加非洲的市场总规模也远低于美国市场，因此还是要高度关注美中贸易冲突的进展。

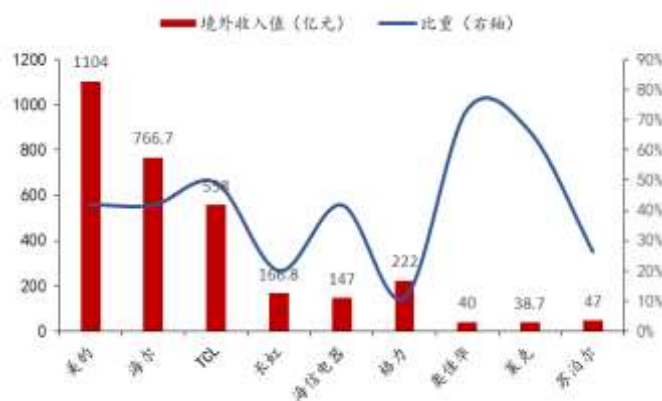
为对冲贸易冲突的影响，回避关税壁垒，中国家电企业将被迫转移产能至其它国家，这将增大国内家电企业的运作成本，并极大影响国内就业及当地经济；另外可行的应对途径是摒弃低价放量的竞争方式，走品牌与技术的竞争路径。如海尔近年通过海外并购，境外收入大幅增长，今年 1-9 月海尔海外市场收入增长 25%，占比 47%，且全部是自有品牌收入，其中北美、欧洲、南亚、东南亚、日本、澳新、中东非分别增长 11.6%、224.5%、14.1%、22.4%、9.7%、3.2%、9.2%，海尔的海外布局较好的弥补了国内市场的暂时下滑。

图表 26: 中国家电出口国家分布



来源: 海关, 国联证券研究所

图表 27: 部分公司境外收入及占比



来源: 公司年报, 国联证券研究所

4 品类创新是家电业扩张边界的主要途径

家电业随着时代发展, 因应技术变革, 不断推陈出新, 以品类创新不断创造新的消费市场。如电视机由黑白机到彩电、由小尺寸到大尺寸; 空调由一体制冷机到分体冷暖双用机、多联机; 洗衣机由双桶机到波轮机、滚筒机; 电动牙刷、扫地机器人等各种小家电更是全新创造的新品类。在这些创新中, 企业从消费者立场出发, 在更方便、更愉悦、更健康、更智能等方面进行持续创新, 最终获得了消费市场的认可。在品类的创新与扩张中, 家电业的边界无限伸展, 龙头企业规模与盈利持续扩张, 各种行业寡头因此诞生成长, 牛股则在其中孕育壮大。因此, 创新乃是家电业做大做强的根本之道。

创新迈向新阶段。第一阶段是学习模仿欧美日企业成熟技术的应用追赶类小创新; 第二阶段是对美模仿加本土经验的基于互联网的商业模式创新; 第三阶段是对基础技术和核心技术的补课攻关式创新。中国企业的创新多落在家电产品的应用层次, 对底层的基础科技创新则无力涉足。当前来看, 中国企业既要补上基础核心技术积累不足的创新课, 还要面对当前新技术如人工智能、物联网、大数据等的挑战创新。

家电业在产品创新方面主要方向在新品类导入和产品的智能化。在新品类导入方面, 以小家电的品类扩张与消费升级效应最为显著, 向着更多功能、更高价格的方向发展, 越来越多像美容电器、料理机、洗碗机、咖啡机等全球流行的小电产品, 会逐步走进中国市场, 带来很大一部分增量需求。如集成灶市场同比增长超 40%, 是今年增幅最大的家电品类。在智能化方向方面, 家电逐步推动智能化升级。消费者对智能家电的要求日益提高, 智能化、云端融合、人机交互已成行业发展趋势。未来, 融合了网络技术、IT 技术, 涵盖智能控制、红外线感应、定位系统、自动识别、自动扫描等一系列新技术手段的智能家电将会成为高端家电的主流。总之, 创新是家电业长期内不断突破行业天花板的终极武器, “华为事件”“中美贸易战”让各个产业链都重

新审视本产业是否具备可持续核心竞争力，国内企业普遍认识到创新才是企业的根本竞争力，不断引进新的思想和技术，才能保证产业的持续竞争优势。

从企业层面看，各企业着力于产品创新，大多取得可喜成绩。如美的过去 5 年研发投入超过 300 亿元，研发人员超过 10,000 人，目前累计专利申请量已突破 10 万件，授权维持量超过 5.2 万件，连续四年家电行业全球第一。作为技术研发成果之一的美的“东风”系列无风感空调上市后深受好评。该机器搭载了源自航空涡轮 Dual Flow 对旋气流科技，是美的空调在无风感技术领域的又一次重大创新突破，并荣获 2019 年 AWE 艾普兰金奖，结合应用对旋风轮多矢量柔化扰动、双层远近循环气流、整流增压三项独创技术，实现无风感区域自由调节、远近同时降温、全屋均匀凉意；美的旗下小天鹅推出水魔方二代滚筒/波轮洗衣机，采用行业独有的“超微净泡”技术，通过独创的超微净泡发生器，将水和空气转化为亿万级微纳米气泡，渗透衣物纤维，释放巨大能量将污渍剥离，通过物理洁净力作用减少化学洗涤剂用量，高效快速去污，经国家权威检测机构认证，同样洗净节约 50% 洗涤剂；格力 2019 年则启动“高性能小型化机器人专用伺服系统关键技术研究”、“模具及装备制造业智能制造系统集成技术研究与示范应用”、“全自主可控的变频空调专用驱动控制芯片和智能功率模块的研发及产业化”三大项目，继续在高端装备制造、空调核心芯片、控制系统的开发及产业的升级改造等方面加强部署，以自主创新精神钻研核心关键科技，引领行业发展。海尔在全球累计专利申请 4.8 万余项，发明专利海尔占比超 60%，海外发明专利数量 1 万余项，覆盖 28 个国家，是中国在海外布局发明专利最多的家电企业。今年前三季度，海尔白电智能产品的激活率增长 92%，语音交互入口涵盖 60 多类、3000 多款智能产品，其大规模定制工业互联网 COSMPlat 平台前三季度收入增长 55% 至 80.6 亿元。

从品类对比角度看，在 2019 年家电业整体经营不佳的背景下，冰箱、洗衣机、空调国内零售额上半年同比分别下降 2.3%、3.9%、8.2%，厨电、热水器零售额分别下降 2.9%、1.0%，而洗碗机、净水机及集成灶等新品类的零售额分别增长 24.4%、5.9% 和 42%，这一对比说明新品类可以创造增长的新市场，为企业带来新的增长。

5 以高端化应对消费升级，以渠道下沉应对消费降级

我国是一个地区差异、阶层差异特别大的国家，消费升级与消费降级同时并存。随着城镇化进程的推进和居民生活水平的提升，一部分居民可支配消费收入不断提升，普及型消费业已满足，品质而不是低价正成为消费决策的出发点，品质需求逐步成为消费的主流，并引发了国内消费升级的大趋势。而另一部分收入下行的居民则消费低端商品、保证生存型消费，形成消费降级。消费升级属于长期大趋势，其表现是高端消费与服务消费占比上升；消费降级属于短期趋势，随着近几年经济增速放缓，收入增长预期不再，而房价与猪肉价格大幅上升，部分居民大幅降低消费档次以应付房贷及生存支出。因此，地区之间、高低收入人群之间的消费分化，奢侈品消费全球第一大国与拼多多盛行于三四线及以下城市并存，一线城市豪车豪宅消费高增长与低线城市及农村低档车负增长并存。面对这样的消费分化，家电企业既要从供给端发力，打

造高端品牌，提升中高端产品的供给，以应对消费升级；又要从渠道入手，以渠道下沉应对消费降级。

从消费升级角度看，家电消费者不再只关注价格，而是更加注重家居生活电器的高端、智能与健康环保属性，促使家电市场呈现出高端化趋势。高端化主要体现在产品具备更好的品质、更高的价格、更优质的使用体验。针对家电市场需求的这一变化，家电厂商纷纷推行以产品创新及智能化为方向的高端化竞争战略，但高端品牌的创建需要时间积累，目前即使是中国最具竞争力的家电领域，高端品牌的外资挤压现象仍然常见，如飞科电器在剃须刀领域面临飞利浦的挤压，莱克电气面临来自戴森的竞争，西门子对高端白电的把控，欧洲家电品牌 Gorenje 宣布面向中国消费者推出多款高端家电新品，英国家电轻奢品牌 IAM、德国高端厨电品牌 AEG 等国外品牌也纷纷宣布进入中国，国产品牌一时仍难以全面撼动外资品牌的高端市场。从全球家电市场来看，高端市场的主角一直是日系、韩系和欧系，本土企业正在努力追赶的进程中。

以海尔为代表，国内企业在主品牌之外另行创建新品牌走高端路线。由于国产大众化品牌长期以来给消费者留下了廉价、中低端的历史印象，故国内企业要么收购洋品牌反攻国内，要么另行创建新品牌。如海尔公司成功打造了卡萨帝的高端品牌，卡萨帝通过个性化的外观、原创的技术创新、极致的产品工艺、到位的材料选择等以行业平均价格 3-4 倍的产品定位初获成功，2019 年前三季度卡萨帝在高端市场实现持续领跑，1-9 月卡萨帝品牌收入增长 25%，冰箱、洗衣机在万元以上市场份额分别为 40.6%、76.8%。公司推进向高端智慧成套产品的转型，发布包括冰箱、酒柜、洗衣机、空调、厨电等 21 款新品组成的“指挥家”套系，拓展产品阵容，以高品质实现高端主流价位段的份额突破，在 1.5 万元以上份额达到 41.26%。卡萨帝的成功，起到了行业示范效应，业内纷纷另行创建新品牌，走高端路线。不过，卡萨帝是海尔花了 13 年时间培育的，所以国内效仿企业对高端品牌的创建恐怕要见到成效还需加以时日，高端化不是靠营销包装出的，是靠科技实力、产品创新、全面服务形成的，只有耐心的厂商舍得持续投入资源才能真正打造成功高端品牌。

而以美的为代表，则在应对消费分级时代方面有更完善的计划，美的推出 PRO 高端套系、青选套系以及房地产前装套系产品，形成家族化、套系化产品矩阵。美的 PRO 高端套系专为中高端人群设计，具有健康舒适、智能交互、高品质等特点；青选套系，主打年轻化禅意设计、智能家电便捷操作，并以高颜值、简洁作为该套系突出特点；房地产前装套系则是主要面向房地产前装市场的地产开发商和长租公寓运营商而开发的定制化产品，并已于 2018 年底开始陆续上市。这种品牌的层次化定位有助于公司应对一个更为分化的消费时代。

另一方面，厂商则以渠道下沉到三四线甚至乡镇市场及渠道的电商化来应对消费降级。推动渠道下沉，降低价格，抢占低端市场成为行业面对消费降级和行业低迷后的新打法。由于三四线城市不仅房价低且对房地产发展的政策调控力度低于一二线城市，因此，家电行业的渠道下沉也是随着房产市场走的必然，目前市场的主要增长就来自于下沉市场的低端产品发力。家电行业要么跟随电商平台或者国美、苏宁等连锁卖场下沉渠道，要么自建渠道转向三四线及乡镇市场。这导致中低端市场竞争激烈，头部品牌市场份额下降。

渠道的电商化是消费分级时代另一大应对利器，目前国内形成了线下主推高端新品、线上主打低价普货的渠道分化，较好的适应了消费的分级趋势。虽然整体上线下市场仍然占据较大市场份额，但是线下的占比在进一步下降，2018年线下渠道占比为63.7%，线下市场全年零售额同比增长率为-4.4%。据奥维数据，到2019年9月，冰箱线上零售额占比为28.7%，洗衣机线上占比为34%，空调线上占比20%，油烟机线上占比25%，且主要品类线上增速全部为正，而当月线下增速多为负。由于电商竞争的主要手段是低价格，因此，渠道的电商化也是渠道下沉的主要途径。如今年逆势增长的美的集团就较好的借助了电商的助力，进行了有效的渠道下沉，全国乡镇48小时配送覆盖率可达87.6%，2019年上半年美的全网销售超过320亿元，同比增幅达到30%以上，在京东、天猫、苏宁易购等主流电商平台继续保持家电全品类第一的行业地位。

随着消费分级时代的到来，用户消费圈层化、传播碎片化的特征日益凸显，家电企业在产品定价策略与品类推广上要兼顾产品层次的丰富化与消费者需求的分层化，家电企业更适合同时推出多层次价格定位的产品系列梯队，以适应中国这样的复杂多层次市场。

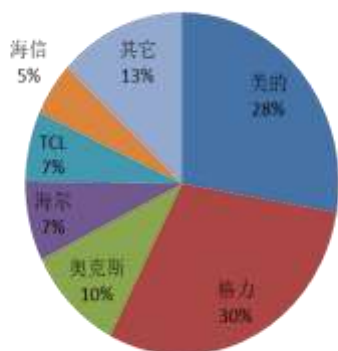
6 行业低迷下企业成长之道？寡头化！

从国内外经济现实看，寡头垄断的形成既避免了完全垄断的低效率，使行业发展具有竞争的动力和潜力；又可以避免无序竞争，减少资源浪费。从社会整体看，寡头垄断的市场结构总体存在更优化的经济效率。家电业存在较明显的规模经济性，如果要容纳大量企业，则每家企业都将因生产规模过小而造成很高的平均成本。而规模经济性使得大规模生产占有强大的优势，大公司不断壮大，小公司无法生存，最终形成少数企业寡头竞争的格局。对试图进入这些行业的企业来说，除非一开始就能形成较大的生产规模，并能占据比较可观的市场份额，否则过高的平均成本将使其无法与原有的企业相匹敌。寡头垄断是现代社会大规模生产的客观需要，寡头企业总体风险较小，可在各种业务间平衡盈亏，因而具有较强的应变能力和生存能力。在技术进步和创新方面，由于有强大的财力支持，可以投入大量研究和开发费用，因而更有可能不断推出新产品。由于寡头垄断企业并非一家独占市场，迫使寡头垄断企业不得不持续追求更高效率，从而使其也保有持久的竞争力。经过多年来的市场竞争，中国家电业在全行业及多个产品领域形成寡头垄断的市场结构，龙头企业因此坐享产业集中度提升的益处，增长速度往往超越行业均速，经营效率也往往超过行业平均水平。在行业低迷时期，往往也是寡头企业展开价格竞争、打压竞争对手、迫使其它企业退出市场的时期，因此，行业低迷期更容易推动行业寡头的形成与发展。

家电全行业形成三大巨头格局。格力美的是空调市场的寡头企业，最近五年市场份额多维持在60%左右，其它企业的差距较大。冰洗领域市场海尔仍占据较大优势，但美的追赶甚快。今年空冰洗行业集中度持续提升、厨电集中度下降，互联网公司如小米等进入家电行业分流用户，但总体格局是寡头效应进一步加强，如海尔在冰箱、洗衣机持续扩大行业领先优势，线下市场份额分别是第二名的3.1、2.0倍，线上市

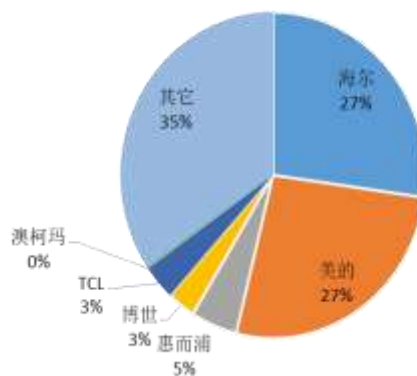
场份额分别是第二名的 2.0、2.1 倍。根据中怡康数据显示，在线下市场，冰箱、洗衣机、空调 TOP3 零售额份额合计分别为 58.57%、63.24%、74.61%，同比提升 2.34、1.57、0.53 个百分点，三巨头美的、格力、海尔的优势进一步加强，在产品份额、收入占比、利润占比等指标方面更为突出。三家巨头的收入占比达到 61%，较上年提升近 8 个点；净利润占比达到 72%，较上年提升 4 个多点。在如此高的龙头集中度下，中小企业基本失去了在家电业腾挪的空间，投资机会多体现在龙头企业上

图表 28：2019 年 1-9 月空调出货总量市占率



来源：产业在线，国联证券研究所

图表 29：2019 年 1-9 月洗衣机出货量市占率



来源：产业在线，国联证券研究所

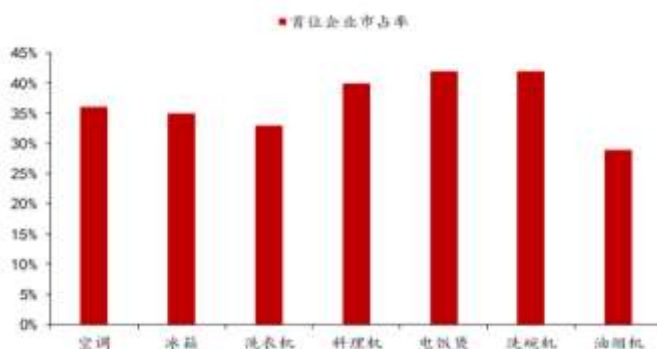
厨电小家电及白电寡头垄断竞争格局的形成是市场化竞争的结果，并且这种竞争由国内扩展到国外，由网下到网上，全球市场一体化的推进和线上线下一体化的竞争态势，使得家电这样的成熟行业的小企业的生存难度更大而被淘汰，同时效率更高的企业却能在更广阔的市场充分发挥优势，这正是美的这样效率优先的企业在电商时代份额加速提高的原因。因此，寡头垄断时代将会导致赢家的价值更为提高。我们对该领域的投资策略将不再是“小而美”，而是投资于效率最佳的寡头，它们将席卷一切。特别是寡头垄断时代的剩者为王将会令龙头企业收获显著的品牌溢价，净利率持续提升，如格力电器净利率由 10 年前的 2.7% 提高至目前的 14.0%，故我们建议的家电业投资策略是投资于少数剩下来的家电寡头，分享它们的品牌溢价、份额溢价带来的持续净利率提升给股东的回报。

相反，在黑电领域由于首位企业份额不够高，多家企业旗鼓相当，竞争格局高度不稳定，加之外部企业侵入，导致行业盈利率极低且不稳定，故整体上不具备投资价值。小家电市场整体增长潜力大，但目前看竞争格局也尚不稳定，除美的外，其它企业的产业地位仍有待观察。厨电领域则已形成老板、方太为主的寡头格局。所以，从产业竞争格局角度看，投资顺序是厨电、白电、小家电、照明、黑电。

从市场理论和中国家电业实际来看，寡头垄断的市场结构下，优势企业具有最佳的经济效率，具备持久的综合产业竞争优势，故具备长期稳定的投资价值，这也是近

年来多个行业巨头估值不断提升的理论与实践基础。我们认为，寡头企业无论在经营业绩上还是在市值上进一步与非寡头企业拉开差距的趋势在未来仍将延续。

图表 30: 国内零售额占比第一的首位企业市占率



来源: 国联证券研究所

图表 31: 2019 年 1-44 周产业份额比较



来源: 中怡康

7 2019 年 1-9 月上市公司业绩分析

7.1 营收增速放缓 利润增速回升

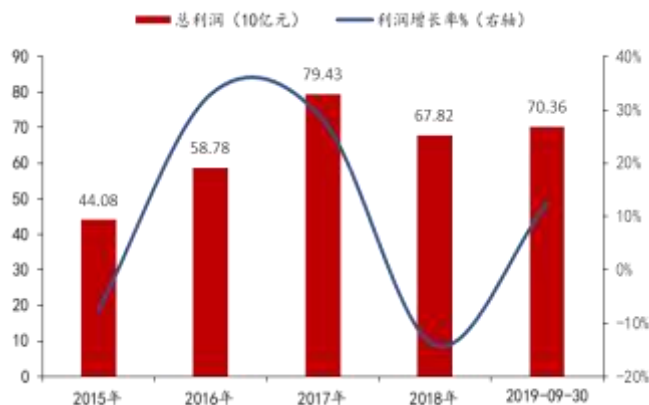
根据万得统计,按中信行业分类标准划分的家电板块 2019 年 1-9 月营业总收入达 8612 亿元,较上年同期增长 4%,增速持续放缓;净利润 703.6 亿元,较上年同期增长 13%,利润增速回升。尽管利润增幅表现好于行业收入表现,但考虑到 3 季报海尔有一笔 14.4 亿元的非经常性收益入账,利润的实际增幅没有那么可观。不过,上市公司的总体财务表现明显好于行业大盘,反映上市公司尤其是行业龙头表现明显好于行业整体。

图表 32: 家电收入增速持续放缓



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 33: 家电利润增速回升

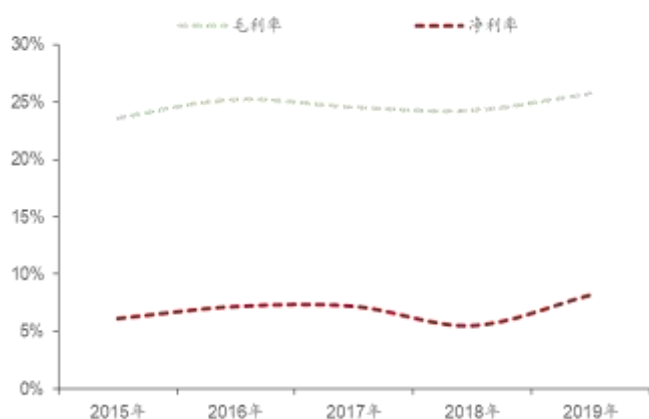


来源: Wind, 国联证券研究所

7.2 盈利能力创新高 子行业盈利能力差异大

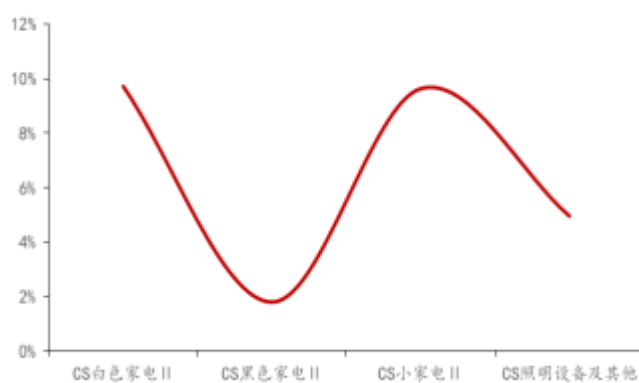
今年的一大突出现象是龙头企业的营业收入增幅显著高于营业成本增幅，毛利率得以显著提高，从行业整体看，家电业毛利率 26%，较上年提高 2 个百分点，其主要原因是钢材等原材料价格的下跌，而年内线下市场冰洗均价却增长了 4.7%、5.0%，销售净利率也因此提升至 8%，是近 5 年的高点。但各子行业盈利能力差异较大，白电与小家电的盈利能力显著高于黑电及照明业。

图表 34：盈利能力创新高



来源：Wind, 国联证券研究所

图表 35：子行业销售净利润率差异大

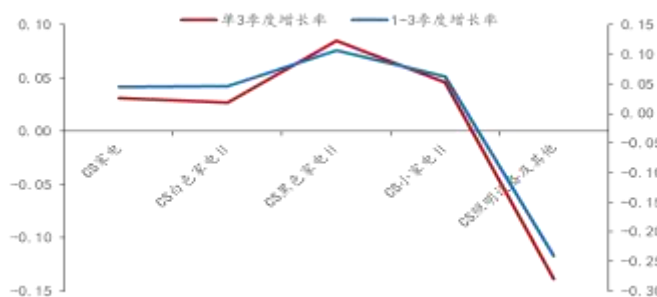


来源：Wind, 国联证券研究所

7.3 行业经营分化 龙头一枝独秀

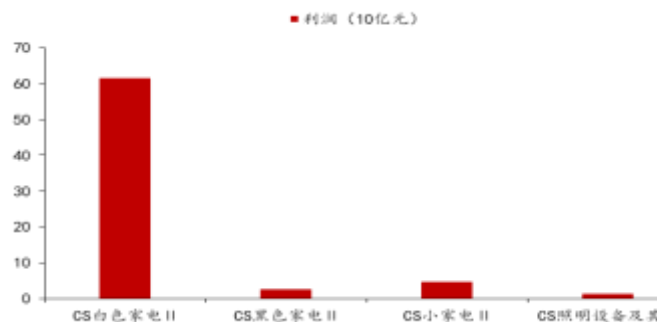
家电各子行业的经营分化明显，白电增速明显放缓，黑电增收不增利，经营更为困难，厨电下滑态势未改。从增长率对比看，今年黑电营收增幅第一，而照明出现大幅下滑。但就利润指标看，家电整体增长情况显著好于整体市场。从收入和净利润规模的对比看，白电遥遥领先，占据绝对优势地位，利润是黑电的 23 倍之多。从盈利能力的行业分化看，白电毛利率高达 28.4%、黑电仅 11.4%；销售净利润率方面白电 9.71%、黑电仅 1.79%。不同的行业竞争格局和技术进步频率导致了行业间的巨大差异。这种差异主要是白电的售价大体稳定，而黑电连年降价导致。

图表 36：子行业收入成长差异显著 (%)



来源：Wind, 国联证券研究所

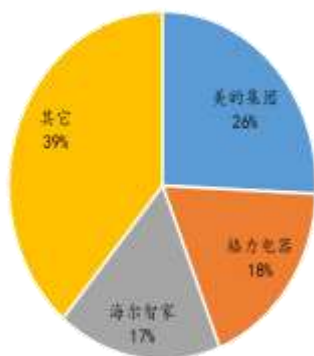
图表 37：子行业利润规模相差巨大



来源：Wind, 国联证券研究所

今年行业集中度发生新的变化，空冰洗行业集中度持续提升、厨电集中度下降，互联网公司如小米等进入家电行业分流用户，但总体格局是寡头效应进一步加强，如海尔在冰箱、洗衣机持续扩大行业领先优势，线下市场份额分别是第二名的 3.1、2.0 倍，线上市场份额分别是第二名的 2.0、2.1 倍。根据中怡康数据显示，在线下市场，冰箱、洗衣机、空调 TOP3 零售额份额合计分别为 58.57%、63.24%、74.61%，同比提升 2.34、1.57、0.53 个百分点，三巨头美的、格力、海尔的优势进一步加强，在产品份额、收入占比、利润占比等指标方面更为突出。三家巨头的收入占比达到 61%，较上年提升近 8 个点；净利润占比达到 72%，较上年提升 4 个多点。在如此高的龙头集中度下，中小企业基本失去了在家电业腾挪的空间，投资机会多体现在龙头企业上。

图表 38: 3 巨头收入占比



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 39: 3 巨头利润占比



来源: Wind, 国联证券研究所

8 重点公司述评

1)、美的集团

2019 年 1-9 月实现营业收入 2209.18 亿元，同比增长 7.37%；净利润 213.16 亿元，同比增长 19.08%，基本每股收益 3.2 元。其中第三季度净利润 61.29 亿元，同比增长 23.48%。据奥维云网 (AVC) 的数据，2019 年 1~9 月中国家电市场全品类零售额与去年相比下滑了 4.3%，成为自 2012 年以来的新低点，其中国内空调市场零售额 1596 亿元，同比下跌 4%。出口方面，据产业在线数据，1-9 月份企业出货外销量 4749 万台，同比下滑 1.9%。总体看，空调业的国内外销售均出现下滑。而公司面对市场变化，积极应变，年初以来采取了主动的价格调整策略，抢占市场，取得了空调业的市场优势，从而打下了业绩逆势增长的基础。

美的空调的突出成绩还来自于公司的技术创新，无风感技术空调荣获 2019 年 AWE 艾普兰金奖，该机器搭载了源自航空涡轮 Dual Flow 对旋气流科技，实现无风感区域自由调节、远近同时降温、全屋均匀凉意；美的旗下小天鹅推出水魔方二代滚

筒/波轮洗衣机，采用行业独有的“超微净泡”技术，高效快速去污。公司加大 IoT 基础技术研发投入，通过外部合作推动智慧家居物联网模块性能的持续优化，为用户提供智能生活体验，推动线下终端门店的智能产品普及，以俘获未来的年轻消费人群。公司还推出高端品牌 COLMO，涵盖客厅、厨房、卫浴、洗护四大场景，全套产品均获得德国 iF 设计奖，洗衣机产品还获得红点奖，这表明公司在品牌建设方面有了更多的梯队选择。这两大举措是公司面向未来的布局，将会在未来带给公司新的市场。类似的产品创新结合价格调整为公司产品扩大市场提供了前提。同时，公司适应家电渠道电商化及下沉的形势，电商投入力度大、渠道下沉更广泛，在京东、天猫、苏宁易购等主流电商平台继续保持家电全品类第一的行业地位。

公司当前销售毛利率达 29.09%，较去年底有所增长；期间费用率 17.56%，较去年底略低；销售净利润率达 10.12%，较去年底显著增加；净资产收益率达 23.5%，反映公司的盈利能力并未因市场竞争激烈而受到不利影响，成本和费用控制力强。同时，从扣非净利成长率看，3 季度还加速成长，大超预期。基于公司强大的市场应变能力，我们预计全年营收增长 7.5%、利润增长 19%、EPS 为 3.32 元、动态 PE16 倍，维持推荐评级。

2)、格力电器

2019 年 1-9 月实现营业收入 1550.39 亿元，同比增长 4.26%；归属于上市公司股东的净利润 221.17 亿元，同比增长 4.73%。其中第三季度净利润 83.67 亿元，同比增长 0.66%。据奥维云网数据，今年 1-9 月国内空调市场零售额 1596 亿元，同比下跌 4%。出口方面 1-9 月份企业出货外销量 4749 万台，同比下滑 1.9%。总体看，空调业的国内外销售均出现下滑。在此行业下滑背景下，作为行业销量最大的公司实现了收入与利润的双增长是超预期的。但从竞争对手的策略看，奥克斯在线上发力，美的主动调整营销策略，也对公司造成很大竞争压力，以致公司第 3 季度营收仅增长 0.5%。从行业格局看，据产业在线数据，格力内外销总出货量市占率仍以 29.9% 居于第一，美的以 27.7% 居于第二，奥克斯以 10.1% 居第三。三甲中美的今年的市占率提升了 3.9%，格力下滑 1.4%，主因为出口下滑 8.2%，故未来新的大股东进入后能否帮助公司进一步打开国际市场、助力公司出口收入的上升是各方对混改成果的预期之一。

从 3 季报看，格力单季度毛利率为 28.7%，与上年同期比略有下降，但净利率仍达 14.55%，仍显著高于主要竞争对手，反映公司品牌效应与市场定位仍处于优势地位，同时也表明公司今年没有采取太大的价格竞争手段，而顺应行业调整态势同步调整。我们预计，如公司 4 季度继续采取保价策略，则可能会延续 3 季度的弱势状态。另一方面，格力也迫切需要在空调之外开辟新的增长点，而这个新产业正等待着新股东的支持预期。根据行业情况及 3 季报，我们预测公司今年收入及利润仍可维持低速增长，EPS 为 4.67 元，PE 为 12.3 倍，基于混改成果预期予以推荐评级。

3) 海尔智家

2019 年 1-9 月实现营业收入 1489 亿元，同比增长 7.72%；归属于上市公司股东的净利润 77.7 亿元，同比增长 26.16%；基本每股收益 1.22 元。奥维云网的数据显

示,公司主营的冰洗行业今年1-9月国内冰箱的零售额为692亿元,同比下跌1.2%;洗衣机的零售额为489亿元,同比微增1.8%;电热水器零售额215亿元,下跌8.6%。同期海尔冰箱、洗衣机线下零售额份额分别提升1.4、2.7个百分点,反映在行业弱势下,龙头企业通过挤占同业份额提升了业绩。

公司主要借助于高端化和全球化推动成长。1-9月旗下高端品牌卡萨帝收入增长25%,其中7-9月增长42%;卡萨帝冰箱、洗衣机在万元以上市场份额高居40.6%、76.8%。境外市场海尔海外市场收入增长25%,占比47%。

海尔构建1(主平台)+7(模块)+N(行业)平台架构体系,可实现工业互联网的跨行业、跨领域应用,可为建陶、房车、农业等15大行业企业提供软硬一体的综合解决方案,大规模定制工业互联网COSMOS平台前三季收入增长55%至80.6亿元,面向未来的工业互联网产业初步成型。

公司3季报利润增长26%的主因是处置物流股权贡献的一次性利润14.4亿元,扣非后则仅增长5.65%,我们认为随着行业走弱,竞争更趋激烈,公司整体上将进入低速增长阶段,预测今年因处置股权的利润会增长25%左右,预测每股收益1.32元,动态估值11.5倍,予以推荐评级。

4)、苏泊尔

2019年前三季度实现营业收入148.96亿元,同比增长11.22%;实现归母净利润12.48亿元,同比增长13.04%;扣非归母净利润为12.22亿元,同比增长16.18%;基本每股收益1.53元。而今年国内厨电及小家电市场并不乐观,但苏泊尔通过出色的经营管理,在下滑的厨电业和增速显著降低的小家电业实现了稳健增长,其超越行业的经营态势显著。

公司以品类扩张推动了收入增长,从早期的明火炊具,扩张到厨房小家电、环境家居电器、厨卫大家电、厨房工具、水杯等领域,近几年来尤其在环境家居类电器方面的扩张成效显著,挂烫机、净水器、吸尘器等都取得不小份额。公司近年来出口收入多占25%左右,相对于大家电企业来说,这一出口比例并不高,而公司作为外资控股企业,提高出口比例仍有空间。

公司在过往以20%以上的成长率发展时可以维持30倍左右的估值水平,但从今年开始的行业增速下行背景及公司增速同步下行来看,未来增速将显著放缓,故估值水平理应同步下行,预计2019年EPS在2.4左右,给予“谨慎推荐”评级。

5)、九阳股份

2019年前三季度公司实现营业总收入62.55亿元,同比增长15.02%;实现归属于上市公司股东的净利润6.18亿元,同比增长8.54%,扣非净利润增长25.2%。

公司注重产品的原创性创新,今年发布了不用手洗破壁豆浆机K1S、K迷你、Ksolo三款全新豆浆机,可做咖啡、泡茶、冲奶用,还推出了全球第一台不用手洗破壁机Y88等。走精品之路、突出原创创新的产品战略让公司产品更有价值感和设计感,这一战略切合当前消费升级的潮流,未来前景看好。

公司在原有的全国 4 万多个销售终端的基础上，积极探索新零售业务，新开 Shopping Mall “九阳之家” 门店、品牌旗舰店、品牌体验店、品牌专卖店等各类门店，组建专门团队研究新零售、新媒体、大数据和无线应用，保证了产品在各种渠道的可见可交易，促进了公司市场占有率的稳步提升。

公司发布了全新品牌主张——悦享健康，通过 20 余个品类 300 多个型号的多样化产品结构，传递轻巧、时尚、智能、便捷的品牌体验，实现了品牌的全新升级，这将有助于公司保护其行业三强的品牌地位。

预测公司全年收入 93 亿元，净利润 7.1 亿元，每股收益 0.93 元，动态估值 22 倍，维持“推荐”评级。

6)、老板电器

2019 年前三季度实现营收 56.25 亿元，同比增长 4.29%；净利润 10.86 亿元，同比增长 7.31%。其中第三季度净利润 4.15 亿元，同比增长 18.2%。公司通过渠道扩展和品类扩张弥补了烟灶的下滑，如首次纳入的集成灶半年就销售超过 8000 万元，洗碗机销额半年也达到 6132 万元、增长 21%。由于房地产低潮期的来临，烟灶业也进入下滑阶段，公司的发展之路显然在于进一步的品类扩张，当前围绕厨房所做的品类扩张战略是成功的。

面对行业低迷，公司积极深耕渠道，优化专卖店渠道和电商渠道的线上线下一体化运营；以差异化产品和优质品牌服务加深与恒大、万科、碧桂园、融创等地产商的合作，在工程渠道的吸油烟机市场份额为 37.8%，稳居行业第一；与欧派、司米等橱柜公司以及爱空间、金螳螂、东易日盛等家装公司合作开拓创新渠道网点。通过多渠道的创新，积极挖掘了新的渠道增长点，有力的配合了产品的扩张，烟灶份额仍居第一。

公司整体毛利率 55%，增长近 2 个百分点，其中油烟机毛利率 58.5%，增长 3 个百分点；燃气灶毛利率 55.88%，增长 2 个百分点，表明在行业下滑背景下，公司主要产品及整体的盈利能力未受冲击，由品牌优势和强大的运营能力铸就的盈利能力仍然强劲，公司着力塑造的强科技、高端化、专业化、年轻化的品牌形象得到市场认可。

根据行业下滑背景及公司 3 季报收入回升的背景，我们预测公司可望回到中低速增长阶段，给予谨慎推荐评级。

7)、浙江美大

2019 年前三季度实现营业收入 11.42 亿元，同比增长 22.38%，归母净利润 3.05 亿元，同比增长 23.12%，扣非归母净利润 2.99 亿元，同比增长 24.31%；其中 Q3 实现营业收入 4.38 亿元，同比增长 18%，Q3 归母净利润 1.22 亿元，同比增长 20%。

公司开发了多款更具高端化、人性化和智能化的集成灶，以产品创新强化产品定位的高端化，同时以多样化的厨房配套产品推动协同销售。这一发展战略在行业整体竞争加剧的背景下是值得肯定的，可以找准公司的定位，实现错位竞争，不再在低端

的量上与新进入者直接竞争。

公司推进渠道下沉和终端网点拓展，新增一级经销商 70 家，终端门店 300 个；在红星美凯龙等 KA 渠道开店达 100 个；建立专业电商团队，加大电商平台旗舰店的建设。这些措施为未来营销发力打下基础，下一步期待着公司在电商渠道和 KA 渠道的布局真正见效。

当前多家厂商进入集成灶领域，火星人、YUKIDA、海尔、森歌等品牌纷纷发力，行业竞争加剧，公司为维护行业地位，持续在央视和高铁、新媒体、大型专业展览会等加大品牌宣传和广告的投入力度，以确保行业领军品牌的地位。

我们预测公司全年收入增长 25%，利润增长 20%，EPS0.7 元，动态估值 18 倍，予以推荐评级。

8)、莱克电气

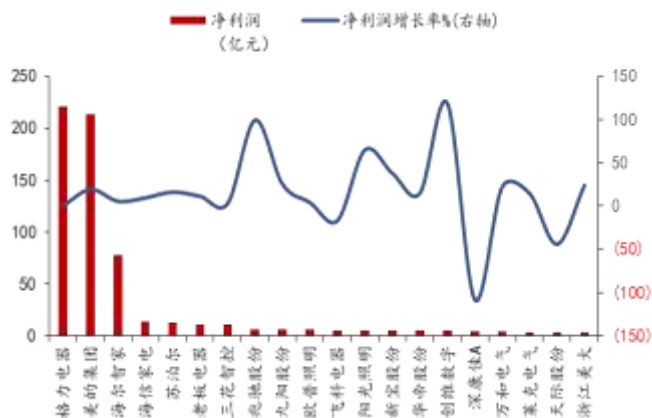
2019 年前三季度营业收入 42 亿元，同比减少 1.19%，归属上市公司股东的净利润 3.8 亿元，同比增加 12.98%。分季度看，一季度公司收入减少 6.71%，二季度增长 5.61%，3 季度减少 1.6%，公司经营处于触底阶段。

公司主营业务收入中外销收入占 63%，其中有相当比例出口美国，美国对中国 500 亿+2000 亿出口产品征收 10%~25%的关税、又对 3000 亿出口产品征收 10%的关税后，公司通过在越南和泰国投资建厂，有利于进一步扩大出口业务并对冲贸易环境风险。

尽管公司主营的吸尘器处于产品生命周期的成熟期，但近年来随着技术的发展和龙头企业的带动，出现了扫地机器人、除螨仪、立式无线吸尘器、手持推杆吸尘器、微型吸尘器、桶式家用吸尘器等产品，形成了单价从 60 元到 6000 元不等的庞大产品阵列，满足了消费者多样化的细分需求，吸尘器市场因此焕发生机，公司作为该行业的龙头企业将因此受益。

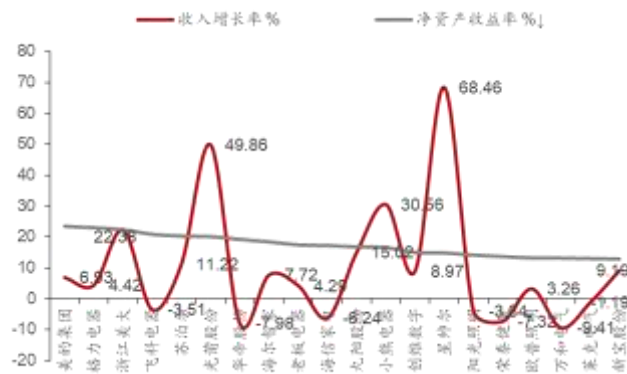
公司拥有高速微电机的核心技术，专注于电机及以电机为核心部件的家用电器的技术研究，在无刷数码电机方面积累了雄厚的技术基础，并成功应用于下游环境清洁电器、园林工具及智能厨房电器，奠定了公司在产品性能、品质和效率等方面的行业领先地位，形成了核心部件研发与自制、产品开发与设计、模具设计与制造、精密压铸与精密加工和整机组装等完整的业务体系。公司一贯坚持自主研发和生产核心部件的原则，牢牢掌握无刷数码电机和家用电器生产中的核心技术和关键环节。电机产品的可靠质量是公司家居清洁健康系列产品的性能保证，保证公司产品在技术水平和质量上处于业内领先水平。公司品类创新能力强，围绕家居环境清洁产品、空气净化空气舒适产品、水净化及健康饮水产品、智能厨房小家电产品、个人护理产品、园林工具、电机等，每年推出超过 100 款新产品，有力地提高了产品的市场竞争力。公司是一家有核心技术竞争力且深谙消费市场变化趋势的外向型企业，值得长期关注。

图表 40: 前 20 大企业净利(亿元)及利润增长率(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 41: 盈利能力前 20 大企业及其收入增长率 (%)



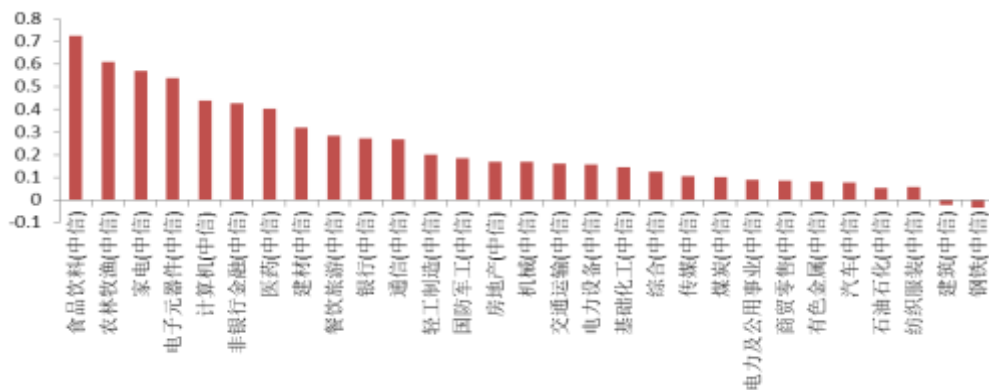
来源: Wind, 国联证券研究所

9 市场回顾与投资策略

家电板块年初至今(2019年11月11日)上涨49%，涨幅位居全市场29个行业的第4位，表现突出的个股如格力电器年内涨幅超过87%。从估值对比看，家电板块当前市净率3.24倍，是万得全A市净率水平的近1倍；行业整体市盈率估值21.7倍，高于万得全A目前的估值水平17.1倍，各子板块中目前小家电、白电估值合理，而照明与黑电估值稍高。

2019年中国家电市场零售额规模同比下降4.2%，是自2012年以来的新低点。受到需求下降、库存高企、渠道下沉等多重因素影响，价格战更为激烈，行业竞争加剧，渠道业态、产品技术、消费趋势等不断变化。市场格局上，冰洗空行业集中度持续提升、厨电集中度下降，互联网公司进入家电行业分流用户。由于房地产市场继续承压，传统家电的拥有率也已较高，如冰洗行业渗透率已达97%，而海外市场贸易摩擦加剧，故预计未来家电市场将难以出现规模增长，而以存量竞争市场为主，龙头企业通过挤压中小企业的份额或能维持低速增长，而大量中小企业的生存更为艰难。

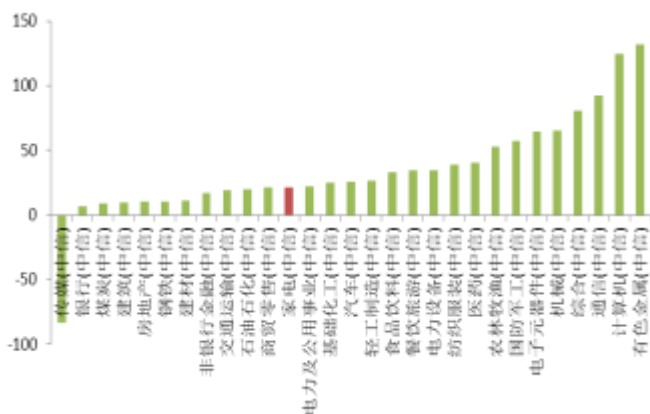
图表 42: 近 1 年各行业指数涨跌幅对比图 (*100%)



来源: Wind,国联证券研究所

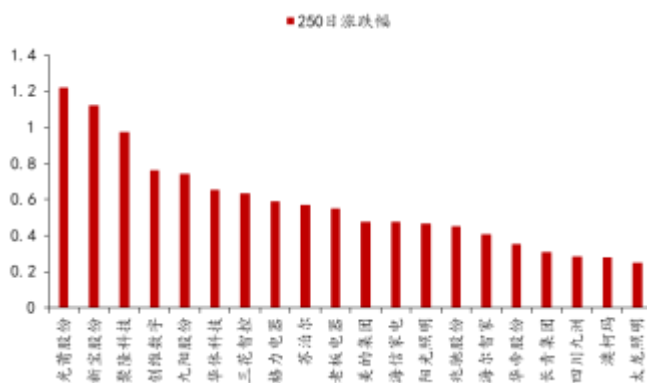
故在投资策略上,着眼于当前的家电行业投资策略根基于行业竞争格局的寡头效应,投资机会来自于寡头的份额与净利润率双提升:三大白电领域与厨电小家电领域寡头垄断竞争格局的形成是市场化竞争的结果,并且这种竞争由国内扩展到国外,由网下到网上,全球市场一体化的推进和线上线下一体化的竞争态势,使得家电这样的成熟行业的小企业的生存难度更大而被淘汰,同时效率更高的企业却能在更广阔的市场充分发优势,这正是美的这样效率优先的企业在电商时代份额加速提高的原因。因此,寡头垄断时代将会导致赢家的价值更为提高。

图表 43: 各行业估值水平市盈率对比 (倍)



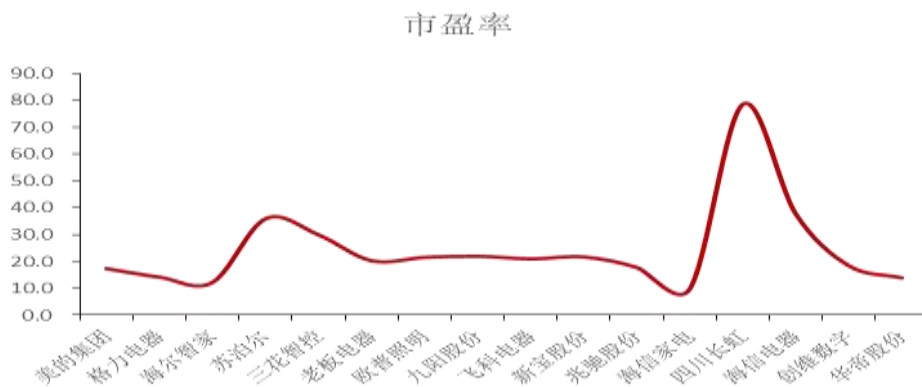
来源: Wind,国联证券研究所

图表 44: 近 1 年行业内个股涨幅前 20 名 (倍)



来源: Wind,国联证券研究所

图表 45: 家电业总市值百亿以上企业的估值比较 (倍)



来源: Wind,国联证券研究所

着眼于未来的家电行业投资机会来自于品质提升与品类创新。在品质提升方面，随着城镇化进程的推进和居民生活水平的提升，居民可支配消费收入不断提升，普及型消费业已满足，品质而不是低价正成为消费决策的出发点，品质需求逐步成为消费的主流，这促使家电市场呈现出高端化趋势。高端化主要体现在产品具备更好的品质、更高的价格、更优质的使用体验。针对家电市场需求的这一变化，家电厂商纷纷推行以产品创新及智能化为方向的高端化竞争战略，并在厨电和白电领域取得初步成功。在品类创新方面，以小家电的品类扩张与消费升级效应最为显著，融合了网络技术、IT 技术，涵盖智能控制、红外线感应、定位系统、自动识别、自动扫描等一系列新技术手段的智能家电将会越来越多地出现在人们的日常生活中，创造新的规模化市场。这两者共同创造了新的行业空间，而面向未来的行业机会就孕育于此。从值得投资的新兴细分行业看，根据今年中期各产品的销售差异，新兴家电中集成灶、洗碗机、新型吸尘器等销售增长仍然突出，是值得投资的细分行业。

总之，行业新市场的不断开拓与强大的盈利能力是家电股走牛的原动力，品类创新是家电业长期内不断突破行业天花板的终极武器。家电业随着时代发展，因应技术变革，不断推陈出新，以品类创新不断创造新的消费市场。在品类的创新与扩张中，家电业的边界无限伸展，龙头企业规模与盈利持续扩张，各种行业寡头因此诞生成长，牛股则在其中孕育壮大。

行业组合建议：1) 白电业寡头垄断带来的市场溢价机会，推荐美的集团(000333.sz)，格力电器(000651.sz)，海尔智家(600690.sh)；2) 消费升级带来的档次提升机会，推荐老板电器(002508.sz)、苏泊尔(002032.sz)；3) 消费升级带来的新品类导入机会，推荐莱克电气(603355.SH)、浙江美大(002677.sz)。

10 风险提示：

房地产失速、国内销售剧烈下滑、国外市场出口受阻、行业价格战导致盈利能力下滑、过去几年股价涨幅较大。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
|----|----|-------------|
| 北京 | 张媛 | 15810039831 |
| 北京 | 管峰 | 18611960610 |
| 上海 | 刘莉 | 18217012856 |