

行业研究/年度策略

2019年11月22日

行业评级:

家用电器 增持(维持)
白色家电 II 增持(维持)

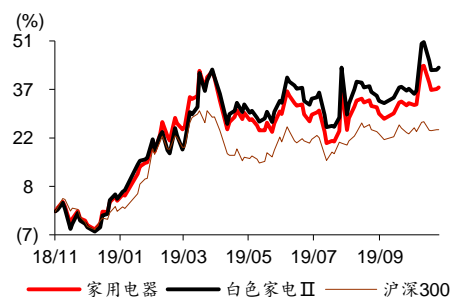
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1 《家用电器: 新冷年开盘后提货仍积极, 内销 YOY+1.4%》2019.11
- 2 《家用电器: 行业周报(第四十五周)》2019.11
- 3 《家用电器: 行业周报(第四十四周)》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

消费有常态, 静候春暖花开

家电行业 2020 年策略

长期视角替代短期博弈, 家电板块基本面表现稳定, 维持增持评级

驱动家电板块股价上涨的核心依然为表现稳定的业绩, 2019 年以来行业盈利能力持续上行, 净利增速明显优于营收, 伴随着海外资金对板块估值的边际影响加强, 家电白马涨幅居前。我们维持低估值、稳增长的投资主线, 建议以长期视角替代短期博弈: 1) 国内市场大消费板块 2000 年以来投资表现优异, 家电板块获得相对收益排名领先, 凸显消费长期价值。2) 家电行业消费特性强, 龙头产业链地位稳固、应对经济波动周期能力更优, 具备低估值与业绩支撑的龙头企业有望对标海外估值, 具备中长期配置意义。3) 把握具备防御性和成长性的细分板块龙头, 优选白电、小家电龙头。

对 2020 年家电消费不悲观

短期社零数据显示家电需求端仍有压力, 地产短期回暖滞后效应尚未体现到家电需求中, 同时 10 月单月数据受电商节扰动影响, 但我们认为后续地产表现对家电需求的影响并不悲观。展望未来, 地产开工面积增速持续高于竣工面积增速, 在开工面积增速维持较高水平的情况下, 未来地产竣工回暖的趋势或将持续, 因此带动的家电需求或逐步回升。

行业具备抵御风险特性, 报表现金占比高

家电行业消费品属性强于制造业属性, 且相对成熟的产业环境下, 使得家电龙头企业不再需要大规模的资本投入, 净利润受到资本折旧、财务费用的蚕食较少, 在经济波动周期中, 更低的固定成本使得盈利能力并不会大幅波动。且在行业需求景气度较低背景下, 更大比例的货币资金为公司的流动性提供了重要保障, 同时也为公司未来扩张提供充足的资金弹药, 随着未来全球化发展继续深化, 持有更多货币资金的公司有望在全球产业链拓展中保持更大的优势。

格局不变, 看好空调、厨电、小家电电子板块

从行业空间及竞争格局动态看家电板块, 空调、厨电成长性优于冰洗, 保有量及渗透率逻辑不变, 空调、厨电仍将是优势赛道。小家电受益于线上新兴渠道, 带来更多产品曝光及流量导入, 提升爆款机会。行业竞争格局稳固, 空调子板块虽有波动, 龙头公司积极拥抱电商, 引导市场出清, 份额或进一步集中。展望 2020 年, 把握优势赛道成长机会, 供给侧增值税减税减负、原材料价格影响减弱, 净利润增速或与收入增速趋同。

2020 年家电投资建议关注格局稳定白电、新品领先小家电及渠道优势厨电

2020 年行业收入增速大概率筑底回升, 基于行业依然具备增长空间以及相对不高的估值水平, 我们认为家电板块长期投资价值未发生变化, 维持行业增持评级。细分板块中, 我们更为看好竞争格局稳定、中长期增长稳定性领先的白电板块, 以及新品迭代领先、不断创造长尾需求的小家电板块。同时, 厨电工程渠道的结构性发展或带来行业龙头份额提升的机遇。建议关注美的集团、九阳股份、新宝股份、老板电器、华帝股份。

风险提示: 经济下行; 地产影响超出预期; 原材料价格及汇率不利波动。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
000333.sz	美的集团	56.20	买入	2.91	3.45	4.04	4.57	19.31	16.29	13.91	12.30
002242.sz	九阳股份	22.93	买入	0.98	1.12	1.30	1.50	23.40	20.47	17.64	15.29
002705.sz	新宝股份	16.45	买入	0.63	0.86	1.10	1.31	26.11	19.13	14.95	12.56
002508.sz	老板电器	30.83	买入	1.55	1.72	2.04	2.37	19.89	17.92	15.11	13.01
002035.sz	华帝股份	12.03	买入	0.78	0.87	1.03	1.24	15.42	13.83	11.68	9.70

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

投资要点	3
海外资金偏好行业标杆标的，家电长期投资价值凸显	3
基于长期投资视角，看家电板块	3
地产需求短期回暖、社零尚未明显提升，家电后续需求逐步筑底	4
消费品属性下，如何平抑经济周期对于利润表的影响？	4
家电行业成本端优势，出口信心恢复，2020 年出口表现或好于 2019 年	4
回顾 2019 前三季度家电板块表现，业绩逐步筑底	5
2019 前三季度收入端表现白电、小家电韧性更强	6
关注收入企稳回升子板块，白电、小家电板块表现稳健	6
收入端分化，白电、小家电收入增长韧性较强	7
2019 前三季度多重红利支撑净利润高增长	7
净利润快速回升，多重红利支撑盈利向上	8
毛利率季度波动较大，季度净利润率趋势回升	9
白电板块净利润率季度波动性较低，白电龙头抵御市场风险能力居前列	10
费用率稍有提升，促销活动频次提升带动销售费用率上行	11
积极拥抱电商节，空调龙头主动价格让利幅度大，或引发行业出清	12
线上流量集中，家电线上流量同步成长	12
线下市场下滑、线上市场表现更佳，白电龙头具备稳定性优势	14
白电：行业竞争格局稳定性高，市场弱势更有利于龙头带动市场出清	14
小家电：社交电商及爆款经济为小家电提供新成长路径	17
厨电：地产正面影响加强，销售及竣工数据回暖继续带动厨电增速上行	18
黑电：价格竞争激烈，外销拉动作用减弱	19
2020 年家电：需求筑底，行业防御性大于周期性	21
需求：社零增速依然存压，地产回暖或逐步巩固家电需求	21
如何看地产对家电后续需求影响？	21
家电消费品属性强于制造业属性，盈利稳定性突出	24
家电企业属于轻资产运营，为盈利能力稳定及现金留存奠定基础	24
产业链一体化程度高，对上游供应商议价及占款能力强	26
与产业链下游渠道相互扶持	27
原材料红利或减弱，人民币汇率不确定性依然存在	28
成本红利或减弱，未来净利润增速或与收入增速趋同	28
外贸环境、汇率不确定性或仍将延续	29
估值角度看板块，资金偏好影响短期波动	30
目前时点家电板块估值并不高	31
风险提示	32

投资要点

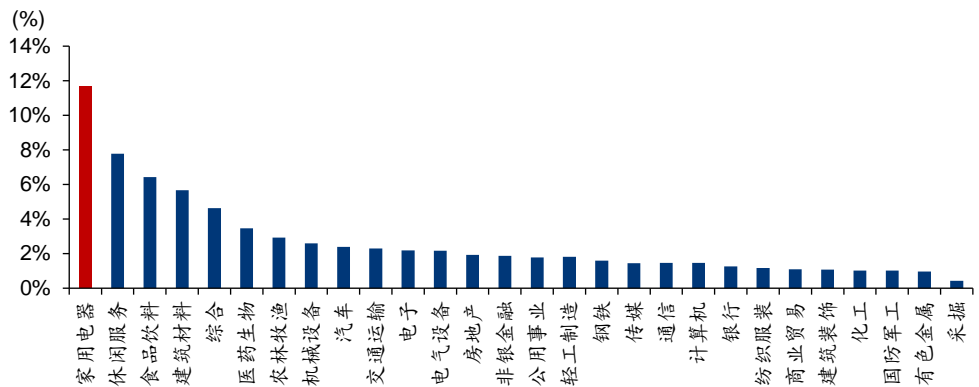
海外资金偏好行业标杆标的，家电长期投资价值凸显

市场风险偏好下降，具有更强基本面保证、较低估值及稳健分红预期的家电行业个股依然具备配置价值，外资加大家电板块买入，海外资金对消费（尤其是家电行业）估值边际影响越发明显，基于国内龙头的规模化优势及成长性优势，我们依然维持**稳健大消费类资产估值中枢向上修正的预期**。

家电板块外资占比不断提升，陆股通依旧青睐家电白马，今年以来家电板块持股占比稳定上行，短期陆股通边际影响加大，股东风格结构趋于机构化。龙头家电股业绩稳定、基本面良好，不论从分红还是资产配置角度，均具备长期的投资价值。

截止 2019 年 11 月 21 日，从陆股通大类板块持仓市值来看，大消费板块家电、休闲服务、食品饮料分列第一、二、三位，陆股通持有家电、休闲服务、食品饮料等的股票市值占对应板块市值比重为 11.68%（较年初提升 3.99pct）、7.79%、6.42%。

图表1：截止 2019 年 11 月 21 日，陆股通持股市值占 A 股各行业股通市值比重



资料来源：Wind、华泰证券研究所

基于长期投资视角，看家电板块

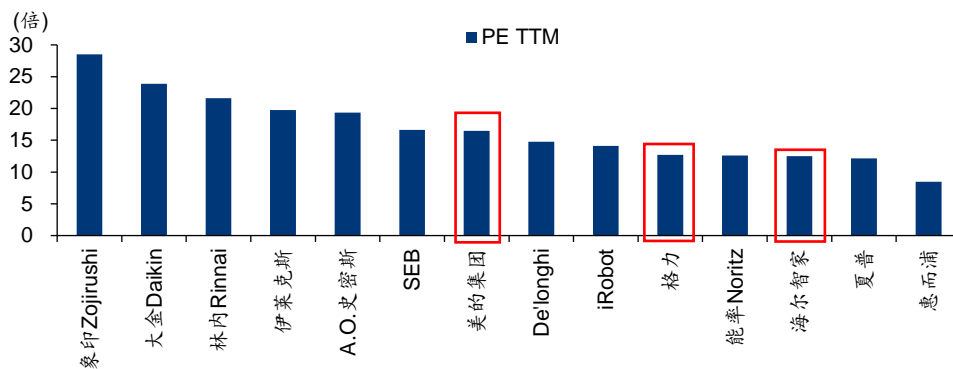
回顾家电指数，家电指数长期趋势向上，业绩提升是驱动家电板块股价提升的核心。2000 年-2018 年之间，中国 A 股市场上，消费领域整体相对表现领先（食品饮料、家电板块分别跑赢上证指数 13 次、11 次）。消费板块顺经济周期波动，直接面对终端消费者，在中国庞大的终端市场支撑下，容易成长出大规模的优质公司。

图表2：2000-2018 年之间 A 股市场，跑赢上证指数次数最多的前十大板块（单位：次）

	食品饮料	家用电器	房地产	商业贸易	休闲服务	国防军工	银行	有色金属	医药生物	公用事业
2014-2018	4	3	2	1	2	2	3	2	1	2
2009-2018	8	8	5	4	6	5	6	5	5	5
2004-2018	12	10	9	9	8	8	9	7	7	7
2000-2018	13	11	10	10	10	10	10	9	9	9

资料来源：Wind、华泰证券研究所

家电龙头个股有较稳定业绩表现，对标海外家电个股，家电龙头 PE 估值或有提升空间。目前时点，我们预计 2020 年外资仍将从市场资金面对板块产生重要影响，纳入三大指数（MSCI、富时罗素、标普道琼斯）吸引的海外跟踪资金持续流入，简单对标截止 2019 年 11 月 21 日的 PE TTM 估值情况，海外家电股（见图表 3）平均 PE TTM 估值为 17.4 倍，而国内龙头个股估值处于相对较低水平（美的、格力、海尔 PE TTM 估值分别为 16.5、12.7、12.5 倍）。

图表3： 截止 2019 年 11 月 21 日， 国内及海外家电个股 PE TTM 估值对比


资料来源：Yahoo Finance、Wind、华泰证券研究所

地产需求短期回暖、社零尚未明显提升，家电后续需求逐步筑底

社零数据显示家电需求端仍有压力，一方面，地产短期回暖，但由于滞后效应尚未明显体现到家电需求中，而厨电与地产相关性更强，工程渠道需求或有较大的优化空间。另一方面，家电作为可选消费品，10月单月零售数据受电商节扰动，居民消费有所延后，基于双十一销售数据的高增长以及后续双12、春节、618电商节增长预期，2019Q4及2020H1家电需求仍有望保持较稳定提升态势。展望未来，地产开工面积增速持续高于竣工面积增速，在开工面积增速维持较高水平的情况下，未来地产竣工回暖的趋势或将持续，因此带动的家电需求或逐步回升。

消费品属性下，如何平抑经济周期对于利润表的影响？

家电行业上市公司消费属性强于制造业属性，固定资产占比较小、固定成本低（2019Q3家电行业固定资产占总资产比例为9.4%，大幅低于A股整体剔除金融企业的19.9%），具备相对成熟的产业环境，使得家电龙头企业不再需要大规模的资本投入，净利润受到资本折旧、财务费用的蚕食较少，上市公司利润表受到的经济周期性波动影响更小。且龙头企业产业链上下游地位稳固，对上游有强议价能力，与下游渠道利益关系紧密，主导了产业链利益分配，在弱市环境下经营稳定性更高。

同时，家电上市公司流动资产占比高，保有大量货币资金（2019Q3家电行业货币资金占总资产比例为25.9%，居28个申万行业第二位）。在行业需求景气度较低背景下，更大比例的货币资金为公司的流动性提供了重要保障，同时也为公司未来扩张提供充足的资金弹药，随着未来全球化发展继续深化，持有更多货币资金的公司有望在全球产业链拓展中保持更大的优势。

家电行业成本端优势，出口信心恢复，2020年出口表现或好于2019年

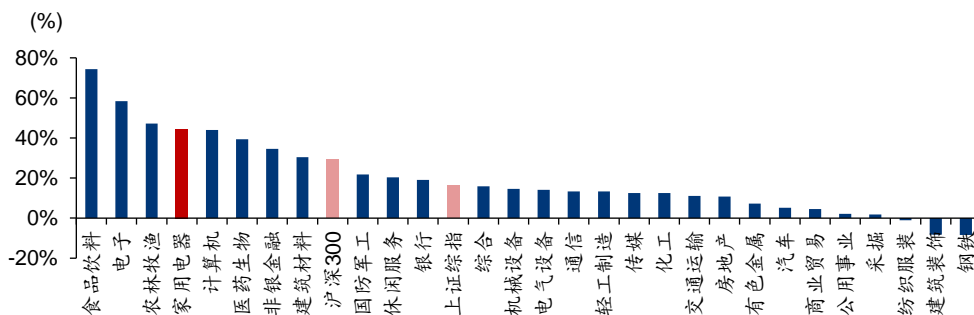
原材料价格及汇率的短期正向影响减弱，成本红利逐步减少，价格竞争/促销活动或更趋谨慎，竞争向更多维度拓展，渠道引流、销售服务、产品品质、产业链提效等，未来家电板块净利润增速或与收入增速趋同。

外销环境改善，未来美国再度加增关税的概率在下降，有望稳定外销订单与恢复出口型家电企业信心，2020年出口形势或好于2019年。

回顾 2019 前三季度家电板块表现，业绩逐步筑底

2019年初以来，家电行业股价表现领先，截止2019年11月21日，家电板块2019年累计上涨44.5%，在28个申万子行业中排名第四。分时段来看，板块性行情主要集中在年报、季报披露前期，业绩披露验证了家电白马在内生需求依然偏弱情况下竞争格局及盈利能力稳定性，更凸显了市场对于消费价值蓝筹的认可。2019H2以来地产销售及竣工、海外贸易摩擦影响有所缓和，且我们认为以空调、小家电为主的细分子领域行业仍具备成长空间，叠加稳定的竞争格局，2020年家电板块业绩增长不必过于担忧。

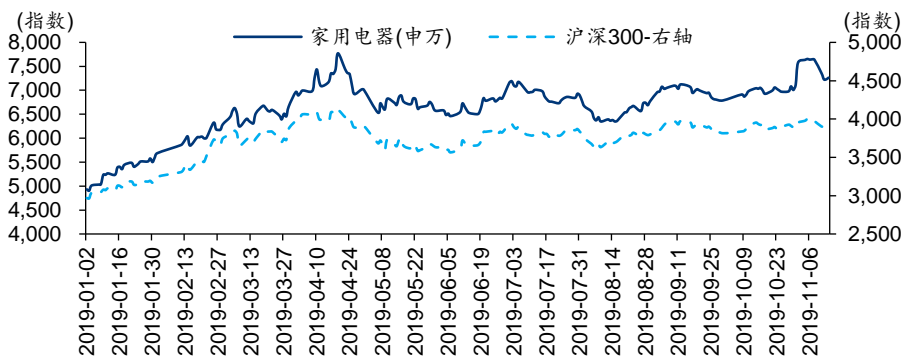
图表4：2019年以来（截止2019年11月21日），家电板块涨跌幅居于市场前列



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019年以来(截止2019年11月21日),沪深300指数上涨29.2%,上证综指上涨16.4%,家电板块分别跑赢沪深300指数、上证指数15.3PCT、28.1PCT。

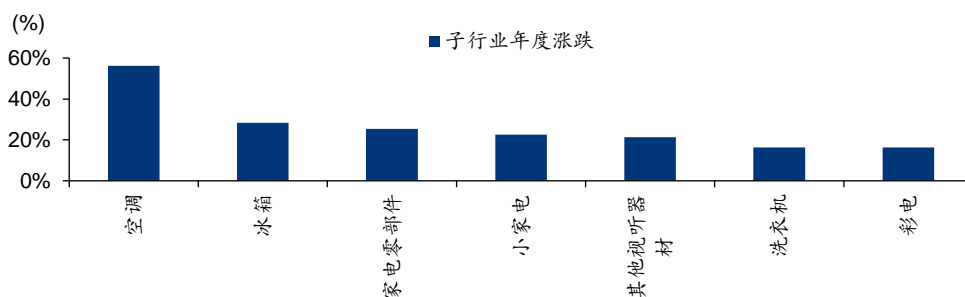
图表5：2019年以来（截止2019年11月21日），家电板块涨幅领先沪深300指数15.3pct



资料来源：Wind、华泰证券研究所

板块内部来看，竞争格局较为稳定、业绩增速波动较小的细分子行业股价表现居于前列，其中，2019年以来（截止2019年11月21日），空调稳健价值优势明显，+56.3%领跑，而彩电依然面临较为激烈的价格竞争，涨幅仅为+16.2%。

图表6：2019年以来（截止2019年11月21日），家电板块（申万）子行业空调涨幅居首位



资料来源：Wind、华泰证券研究所

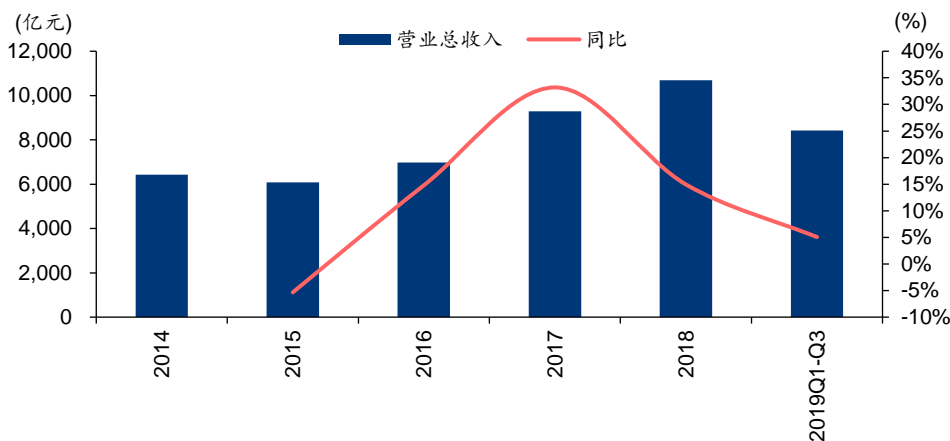
考虑到目前需求景气度偏低，大盘或维持震荡表现，且增量资金以海外资金占主导的情况下，市场风险偏好或难有提升，且基于短期家电需求存量博弈为主、市场竞争格局稳定性白电领先的情况下，后续海外资金流入或更为关注低估值、成长预期波动较小的家电白马。

2019 前三季度收入端表现白电、小家电韧性更强

市场聚焦于家电行业后续基本面边际变化，地产需求短期回暖，但滞后影响尚未大幅度体现到零售端，2019年Q1-Q3板块收入增长依然存在压力，但受成本、汇率及增值税的多重因素影响，净利润增长明显优于收入增长。我们跟踪申万家电板块业绩表现（依据板块截止20190930的成分股），2019年Q1-Q3家电板块实现营收8425.4亿元，YOY+5.1%（2018年同期为YOY+16.4%），实现归母净利润639.2亿元，YOY+12.4%（2018年同期为YOY+19.8%）。

短期家电板块收入增速尚未回升，但在住宅地产销售面积连续3个月正增长，且住宅竣工面积增速提升、增长达到双位数的情况下，我们认为后续家电需求有望企稳回升，且龙头企业具备竞争主导权，更为积极的拥抱电商，更优惠的价格，配合更好的产品和品牌口碑，有望带来市场份额集中，2019Q4及2020H1龙头公司经营情况或进一步好转。

图表7：家电板块收入增速继续回落

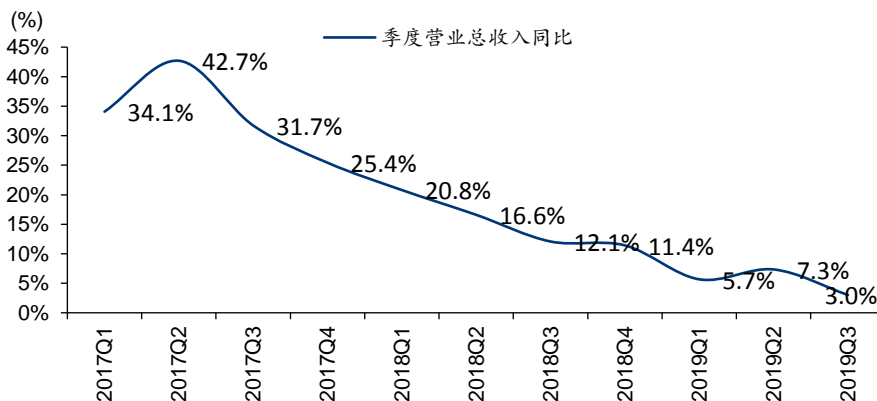


资料来源：Wind、华泰证券研究所

关注收入企稳回升子板块，白电、小家电板块表现稳健

2019Q3单季家电板块收入YOY+3.0%，从2017Q2以来，整体板块分季度收入增速持续下降，家电行业内销需求景气度依然偏弱，而外销订单扰动加大，人民币贬值一定程度弥补贸易摩擦对外销竞争力的影响，维持了外销较稳定的规模。

图表8：家电行业季度收入增速尚未回升

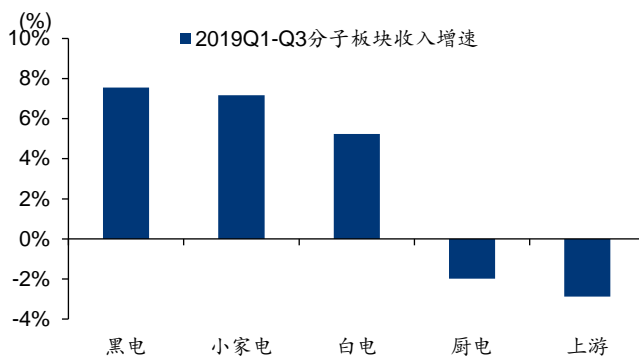


资料来源：Wind、华泰证券研究所

收入端分化，白电、小家电收入增长韧性较强

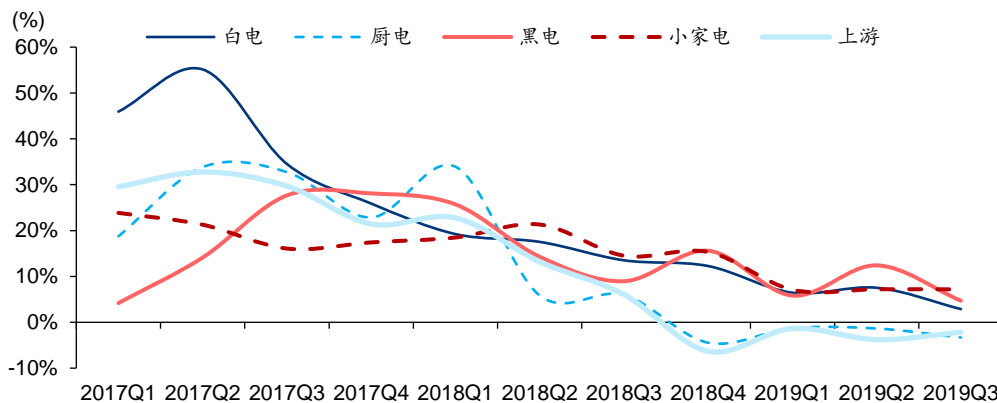
细分行业上白电、小家电分别受益于更优格局与更小周期性，收入增速韧性较强。2019 年各季度家电各个子板块收入增速分化明显，其中厨电（零售需求偏弱）面临的更大增长压力、上游（受到产业链订单向上传导影响，放大了收入增长压力）板块收入同比依然下行，黑电内生增长依然偏弱，收入增速更多受外延扩张和低基数影响，而白电、小家电在弱市环境下，依然实现收入增长，表现出较大韧性。且空调行业格局变化较小，8-10 月行业出货量回升，后续零售需求回暖有望推动渠道库存提升，收入增速回升值得期待。

图表9： 2019Q1-Q3 分板块营收增速前三为黑电、小家电、白电



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10： 单季度收入同比尚未明显改善，白电与小家电表现出更大韧性

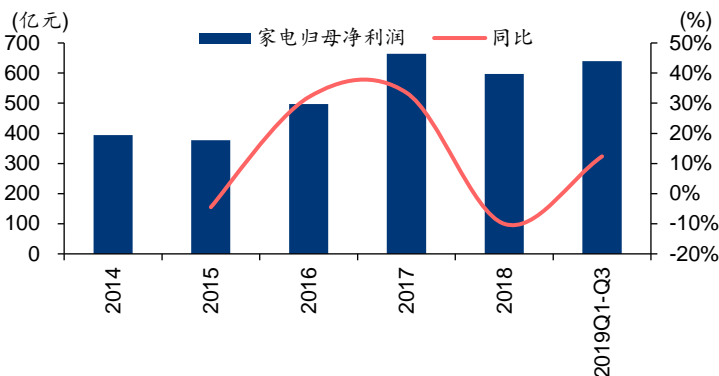


资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019 前三季度多重红利支撑净利润高增长

家电板块盈利增长受多因素支撑，保持较高增速，产业链地位及格局优势决定白电及厨电板块盈利稳定性领先。2019Q1-Q3，家电行业实现归母净利润 639.2 亿元，YOY+12.4%（2018 年同期为 YOY+19.8%）。

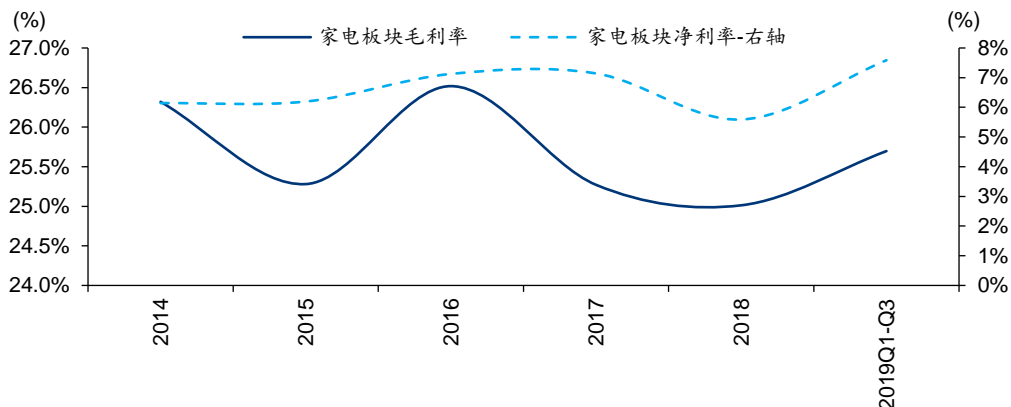
图表11： 2019Q1-Q3，原材料成本、汇率及减税因素影响下，净利润增长好于收入



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019 年 Q1-Q3 家电板块整体毛利率为 25.7%，同比提升 1.0 个百分点，净利率为 8.8%，同比提升 0.8 个百分点。

图表12： 2019Q1-Q3，板块毛利率及净利率率均有明显回升

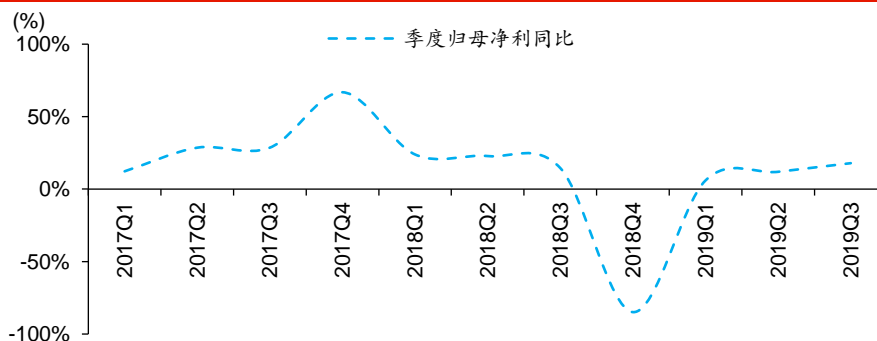


资料来源：Wind、华泰证券研究所

净利润快速回升，多重红利支撑盈利向上

2019Q3 家电板块归母净利润 YOY+17.9%，增速环比提升 5.9PCT。整体板块受益于盈利能力的改善（原材料成本、汇率贬值、减税红利等），净利润增速有明显提升。

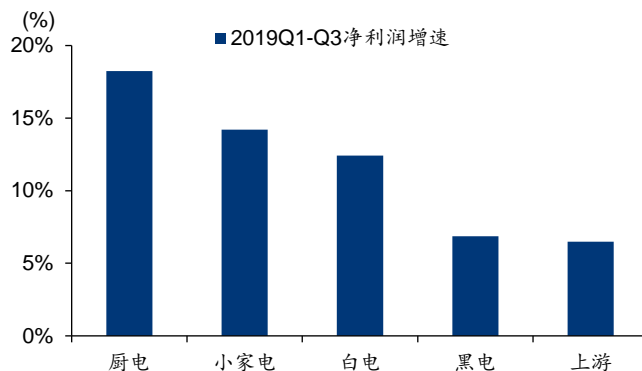
图表13： 单季度行业收入增速依然下行，而净利润增速已经明显回升



资料来源：Wind、华泰证券研究所

分板块来看，2019 年 Q1-Q3 净利润增速的前三子板块分别是：厨电、小家电、白电。

图表14： 2019Q1-Q3 分板块归母净利润增速前三为厨电、小家电、白电

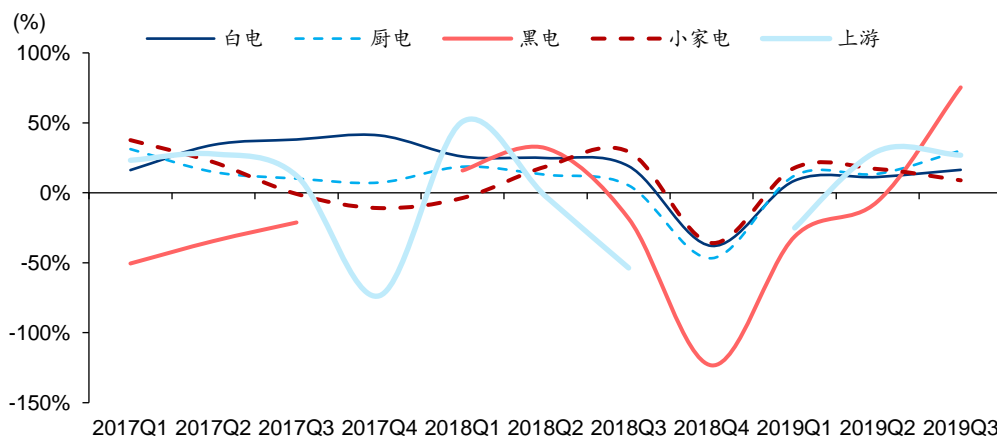


资料来源：Wind、华泰证券研究所

其中，分季度来看，黑电、上游板块在 2018 年同期低基数以及原材料价格持续下行的影响下，2019Q3 实现了较高的净利润增长。厨电行业龙头企业维持了高端定位，且行业竞争依然较为温和，因此老板、华帝等行业龙头更能分享到成本下降的红利。

而在白电竞争格局更为稳定的情况下，白电企业盈利依然有保障，整体净利润增速白电电子板块波动性最小。

图表15： 单季度净利润增速稳定性白电领先



注：剔除 2 个极值，2017Q4 黑电极值，数据为+648%；2018Q4 上游增速极值，数据为-1833%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

毛利率季度波动较大，季度净利润率趋势回升

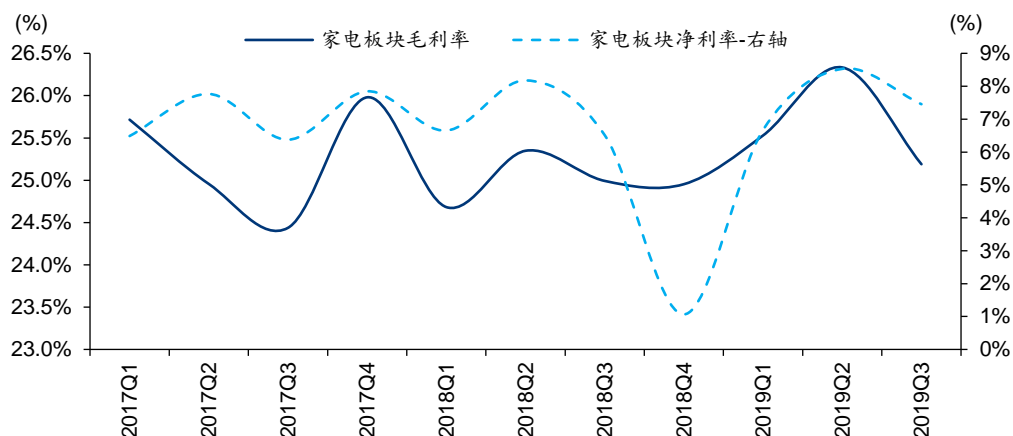
家电行业 2019 年前三季度中，Q1-Q2 毛利率较 2018 年有明显回升，而随着 Q3 单季度成本红利及减税作用减弱，毛利率环比下滑、同比提升态势减缓，但依然实现净利润率较稳定水平。

主要的影响来自于：

1) 原材料价格的持续下降与增值税减税影响下，产业链地位较强的企业（尤其以大白电企业为主，三大白电在占板块 61%收入的情况下，贡献了 76%的利润）更多分享了成本及减税红利，主导了板块毛利率及净利润率的同比表现。

2) 人民币汇率的变化，改善了海外收入毛利率水平，同时也使得部分外销占比较高企业实现汇兑正收益，拉低财务费用率水平，进一步提升净利润水平。

图表16： Q3 季度毛利率增速有所放缓

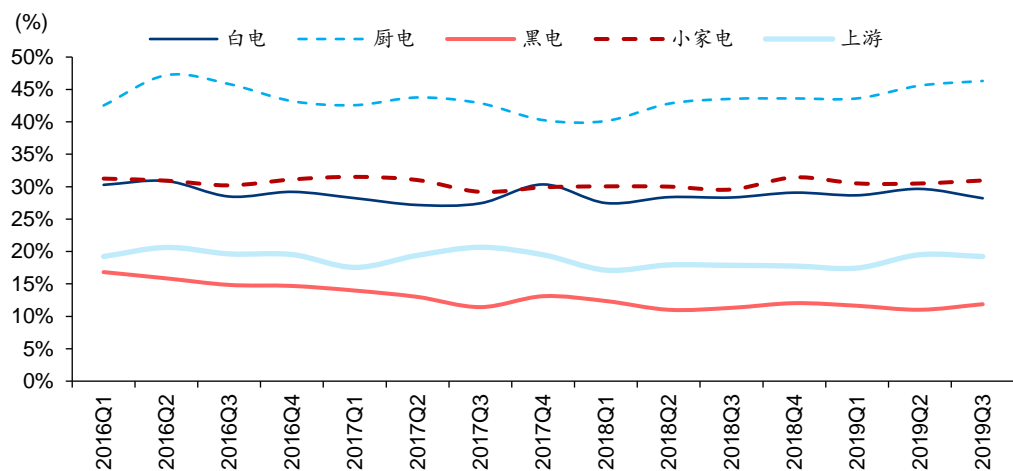


资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019 年 Q1-Q3 毛利率回升前三子板块分别是：厨电、上游、白电。

厨电龙头企业偏高端的市场定位，在成本下降的过程中，价格下降幅度小于成本下降幅度，剪刀差加大对于毛利率水平拉动作用更为明显，而上游成本中原材料占比较高，原材料价格持续下降的背景下，毛利率也有明显回升。白电龙头企业产业链地位稳固，分享产业链整体毛利率优化红利。

图表17： 单季度毛利率厨电板块提升最为明显

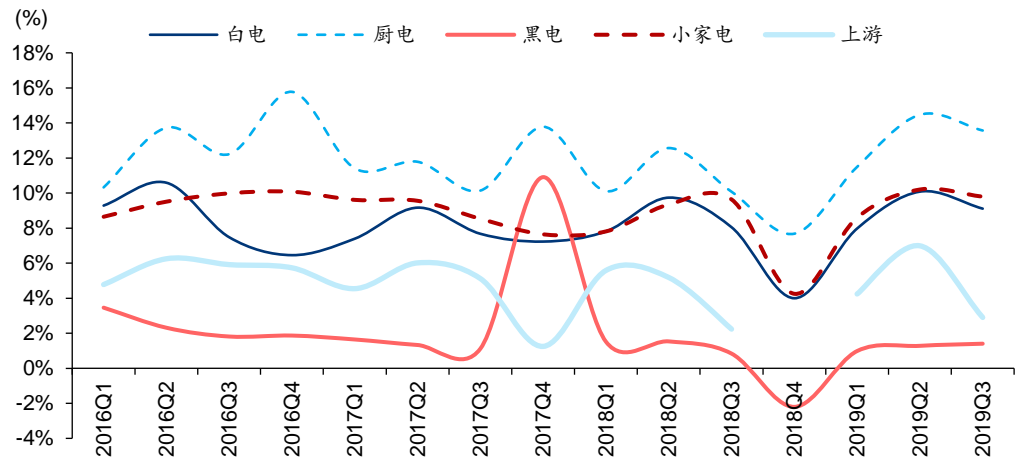


资料来源：Wind、华泰证券研究所

白电板块净利润率季度波动性较低，白电龙头抵御市场风险能力居前列

2019 年 Q1-Q3 家电板块净利率为 8.80%，较 2018 年同期提升 0.77PCT，各个子板块净利润率均有提升。分季度来看，白电、小家电板块周期性更弱，盈利能力波动最小。

图表18： 单季度净利润稳定性白电、小家电领先



注：剔除了1个极值，2018Q4 上游净利润率 (-23.1%)

资料来源：Wind、华泰证券研究所

费用率稍有提升，促销活动频次提升带动销售费用率上行

2019 年 Q1-Q3 家电板块（申万）期间费用率为 16.83%，同比提升 0.47PCT，其中销售费用率提升的贡献最大，其次为研发费用，财务费用率由于汇率变化（汇兑损失相对减少）出现下降。

2019 年 Q1-Q3 家电板块（申万）销售费用率为 11.20%，较 2018 年同期提升 0.45PCT，在需求景气度偏低的情况下，ToC 家电产品价格竞争及促销活动均有所增加，终端产品为主的白电、厨电、黑电、小家电销售费用率均有所提升，提升前三的子板块分别为白电、厨电、小家电。

图表19： 销售费用率提升更多反映出 2019 年行业竞争加剧与促销活动的增加

板块分类	2019 年 Q1-Q3 销售费用率	2018 年 Q1-Q3 销售费用率	变化 (PCT)
家电板块	11.20%	10.76%	0.45pct
白电	12.57%	11.98%	0.59pct
厨电	23.47%	22.95%	0.52pct
黑电	6.20%	6.18%	0.02pct
小家电	13.07%	12.74%	0.33pct
上游	3.76%	3.61%	0.15pct

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019 年 Q1-Q3 家电板块管理及研发费用率为 5.82%，较 2018 年同期提升 0.16PCT，管理费用率整体波动较小，白电龙头海外并购后整合费用增长为管理费用提升的主要原因。而在存量市场产品差异化竞争加剧，尤其在产品迭代周期更短的小家电板块，研发费用率增长更为明显。

图表20： 各板块管理及研发费用率波动较小

板块分类	2019 年 Q1-Q3 管理及研发费用率	2018 年 Q1-Q3 管理及研发费用率	变化 (PCT)
家电板块	5.82%	5.66%	0.16pct
白电	5.92%	5.77%	0.14pct
厨电	6.96%	6.84%	0.12pct
黑电	4.11%	4.00%	0.11pct
小家电	7.07%	6.57%	0.49pct
上游	8.25%	7.71%	0.54pct

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019 年 Q1-Q3 家电板块财务费用率为-0.20%，较 2018 年同期下降 0.14PCT，在人民币汇率趋于变化的期间，家电板块内出口占比较高的子板块财务费用率同比有所下降。

图表21： 黑电、小家电板块研发费用提升更多

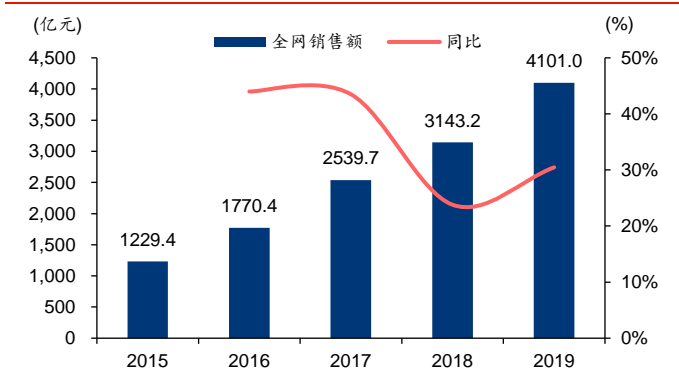
板块分类	2019 年 Q1-Q3 财务费用率	2018 年 Q1-Q3 财务费用率	变化 (PCT)
家电板块	-0.20%	-0.06%	-0.14pct
白电	-0.46%	-0.31%	-0.15pct
厨电	-0.42%	-0.43%	0.01pct
黑电	0.57%	0.81%	-0.24pct
小家电	-0.41%	-0.24%	-0.17pct
上游	0.84%	0.66%	0.18pct

资料来源：Wind、华泰证券研究所

积极拥抱电商节，空调龙头主动价格让利幅度大，或引发行业出清

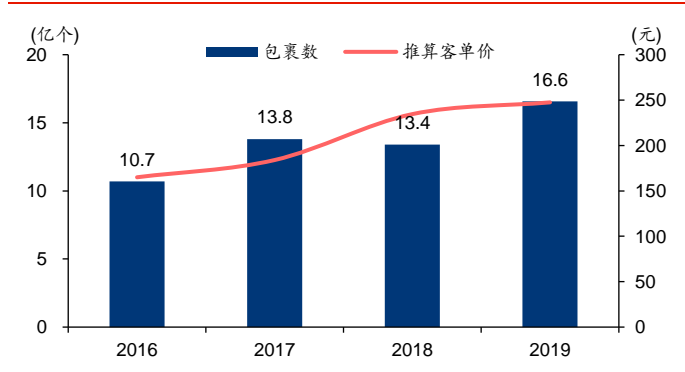
双十一全网销售额继续创新高，快递数量及客单价均获提升。2019 年双十一当天（2019.11.11），根据星图数据全网销售额为 4101 亿元，2018、2017、2016 年双十一当天全网销售额分别为 3143.2、2539.7、1770.4 亿元。2019 年双十一，全网包裹数 16.6 亿个，推算客单价为 247 元，均超过 2018 年同期。同时，国家邮政局官方微信公众号数据显示，2019 年双十一当天，全天各邮政、快递企业共处理 5.35 亿快件，是二季度以来日常处理量的 3 倍，同比增长 28.6%。

图表22： 2019 年双十一当天全网销售额达到 4101 亿元



资料来源：星图数据、华泰证券研究所

图表23： 2019 年双十一包裹数量及客单价均有提升



资料来源：星图数据、华泰证券研究所

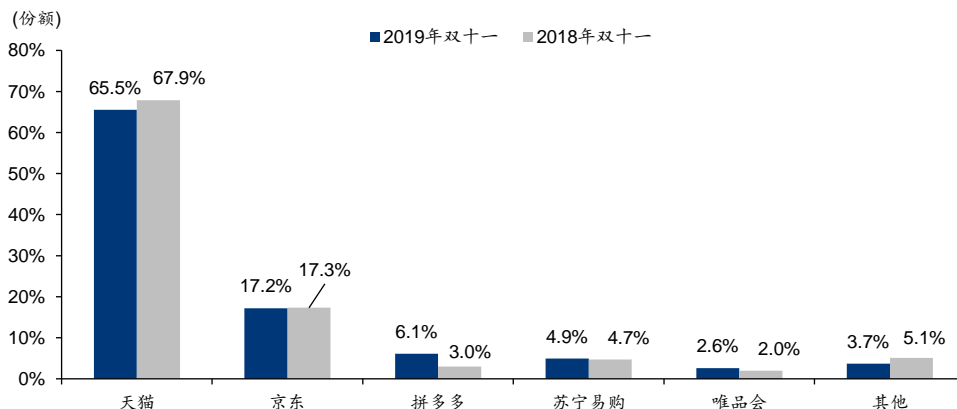
家电品牌全力拥抱电商节，空调龙头带头价格让利，价格成为需求偏弱背景下撬动更大市场份额的重要力量。龙头企业更为主动的调整价格策略，短期的价格竞争加剧反而有利于龙头企业发挥规模效应及品牌影响力，压缩市场利润空间，引导市场出清、重塑市场格局，同时缩小低端产品价差、提升低端产品吸引力，也更有望把握下沉市场的新增量需求，做大市场蛋糕。

线上流量集中，家电线上流量同步成长

双十一数据反映电商平台依然维持高增速，京东及苏宁易购预热提前，流量入口的竞争更趋激烈，天猫平台维持份额第一，而拼多多份额已经进入前三。下沉市场成为最强驱动力，新华网报道，天猫及淘宝总裁蒋凡表示 2019 年天猫双十一淘宝的 DAU(日活跃用户)将超过 5 亿，较去年增长 1 亿。

全网平台流量依然呈现集中态势，天猫、京东合计销售额占比达到 82.7%，拼多多平台份额快速提升，已经超过 6%。

图表24： 双十一渠道销售额占比仍以天猫为主，拼多多快速提升



资料来源：星图数据、华泰证券研究所

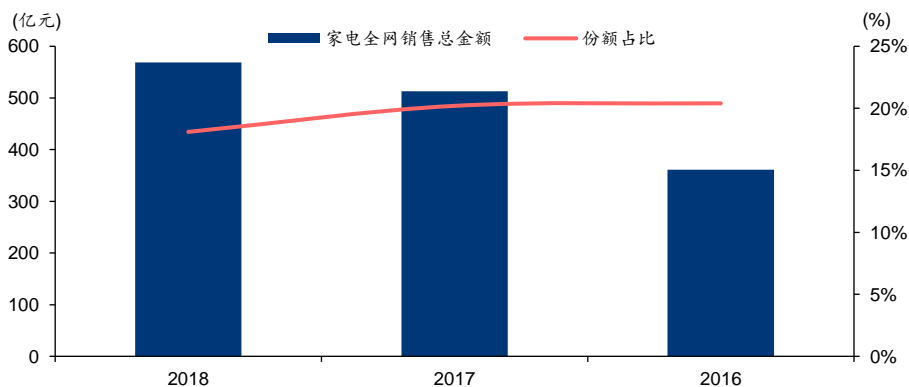
家电行业销售额稳居全行业第二，家电厂商积极拥抱电商节，线上竞争更趋激烈。回顾过去三年数据，2018、2017、2016 年双十一当天，家电销售额分别为 568.9、513.0、361.2 亿元（全网占比分别为 18.1%、20.2%、20.4%），虽然未披露 2019 年双十一家电消费具体数据，按照 2019 年双十一当天全网销售额达到 4101 亿元、家电销售额占比 18%~20% 进行简单线性外推，2019 年双十一家电行业销售额有望达到 700 亿元以上。

图表25： 双十一全网销售额排名前五行业，家电稳居第二

	第一	第二	第三	第四	第五
2019 年双十一	手机数码	家用电器	个护美妆	服装	鞋/包
2018 年双十一	手机数码	家用电器	个护美妆	食品饮料	母婴

资料来源：星图数据、华泰证券研究所

图表26： 过去三年家电销售全网占比较为稳定，在 18%~20% 区间

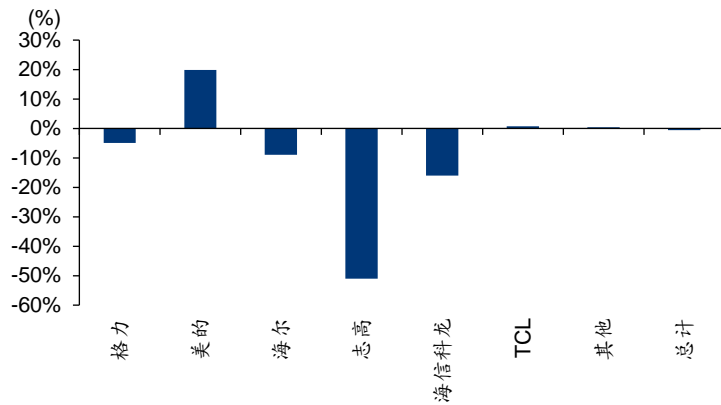


资料来源：星图数据、华泰证券研究所

空调龙头促销力度加大，价格成为最具吸引力手段。在 2019 年双十一预售期间，各大平台主要以预售优惠价、付定金立减方式提供家电产品优惠，综合天猫、京东、苏宁易购预售优惠，电视产品优惠活动最为丰富。

而随着龙头企业在双十一前开始空调产品大幅价格让利促销，空调产品后来居上，成为优惠力度最大的品类。在家电需求偏弱的背景下，龙头企业更为积极主动的拥抱电商节，我们认为一方面，前期市场零售价格下行，企业更为重视市场份额的稳定，价格策略也更为积极，在品牌影响力领先的情况下，价格成为最直接的引流方式。另一方面，1-10 月空调内销出货偏弱，虽然新冷年开盘以来，空调行业内销出货量同比稍有提升（产业在线数据，8、9、10 月空调内销同比+0.6%、+8.1%、+1.4%），但企业间差异较大，龙头企业通过价格让利，支持渠道经销商实现更快的库存周转，改善目前渠道提货动力不足的局面。

图表27：各品牌2019年1-10月空调产品内销量累计同比



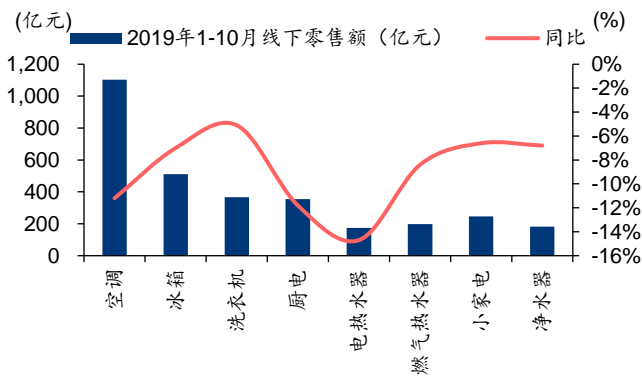
资料来源：产业在线、华泰证券研究所

短期来看，家电行业预期需求大幅提升的可能性偏弱，以双十一为起点的龙头策略调整，也一定程度上意味着在存量竞争局面中，龙头企业竞争策略将更为重视市场份额、产品利润率水平、产品竞争力、渠道支持力度等方面的再平衡。2016年以来龙头企业引导了空调产品价格提升，更多二三线品牌在低端产品市场获得了更为充足的市场空间，而在2018年以来的原材料价格下降过程中，低端产品也能维持一定的盈利水平，而一旦龙头企业更为重视低端产品线，减少低端产品价差、以价格撬动更大的市场份额，二三线品牌将面临更大的份额及盈利压力。

线下市场下滑、线上市场表现更佳，白电龙头具备稳定性优势

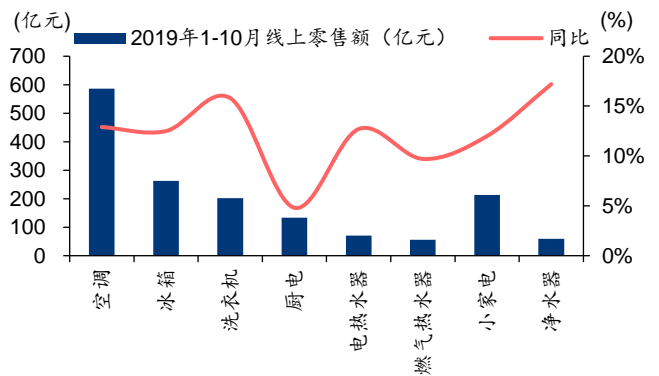
家电细分板块来看，线下市场持续承压，线上市场表现更佳，白电需求稳定性领先。奥维云网统计数据显示，2019年1-10月空调线上零售额586亿元（同比+13%）、冰箱线上零售额263亿元（同比+13%）、洗衣机线上零售额202亿元（同比+16%）。

图表28：2019年1-10月，家电线下市场不同程度下滑



资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

图表29：2019年1-10月，家电线上市场依然有所增长



资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

白电：行业竞争格局稳定性高，市场弱势更有利于龙头带动市场出清

白电市场，空调销售好转，而冰洗依然依赖出口拉动。2019年1-10月，空、冰、洗出货量分别同比-1.0%、+2.5%（1-9月，10月数据尚未披露）、+3.0%（1-9月，10月数据尚未披露），尤其以空调龙头公司，全力拥抱双十一电商节，加大价格优惠促销带动行业整体销量大幅增长，减价并缩小与二三线品牌价差，在龙头企业保持品牌力、产品力领先的情况下，有望加速市场出清、巩固弱周期市场份额。

乐观因素：我们认为短期行业需求边际变化较小，且白电行业龙头开始逐步加大竞争力度，加大中低端产品布局，深化稳态竞争格局，内销份额集中有望成为龙头企业实现收入及净利润增长领先的重要推动力。

悲观因素：弱需求压力下，部分厂商促销力度和频率均有所提高，短期产品均价难以获得提升，随着原材料价格红利减弱，净利润增速或有所减缓。

(1) 白电行业需求表现偏弱，但冷年推盘出货继续回暖

产业在线数据显示，2019年1-10月累计家用空调整体销售13072.5万台，YOY-1.0%。其中，内销8058.5万台，YOY-0.6%；出口5014.0万台，YOY-1.5%。在终端需求依然偏弱的情况下，经过8-9月新冷年开盘经销商集中提货后，10月内销延续回升态势，凸显了经销商对于后续市场需求较高的信心，双十一期间龙头加大电商促销力度拉动零售、降低库存，后续或继续迎来内销增长。

图表30：空调总销量月度同比数据（单位：万台，%）

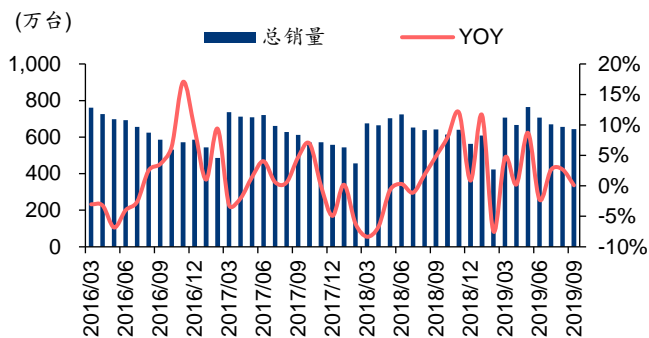


资料来源：产业在线、华泰证券研究所

产业在线数据显示，2019年1-9月冰箱整体销售5844.2万台，YOY+2.5%；内销3204.7万台，YOY-1.7%；出口2639.5万台，YOY+8.1%。其中2019年9月单月冰箱整体出货643.4万台，YOY+0.1%；内销365.3万台，YOY-0.9%；出口278.0万台，YOY+1.5%。9月冰箱市场内销受8月促销影响出货下滑，发达国家市场需求短期波动明显，外销增速出现明显回落，冰箱市场整体出货量保持微增。

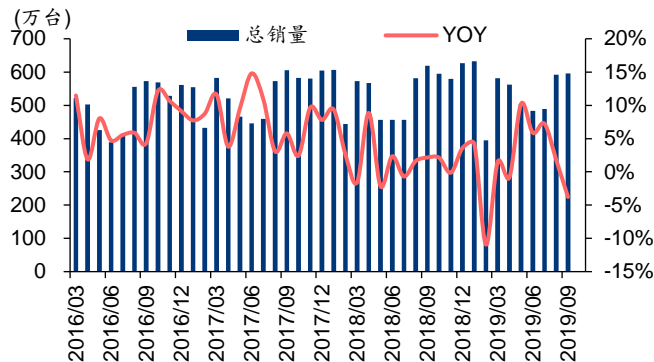
产业在线数据显示，2019年1-9月洗衣机整体销售量4833.7万台，YOY+3.0%；内销3256.2万台，YOY-0.5%；出口1577.5万台，YOY+6.1%。其中9月单月总销量595.6万台，YOY-3.8%；内销416.5万台，YOY-3.7%；出口179.1万台，YOY-3.9%。洗衣机市场9月内销外销竞争压力均有所加大，虽然1-9月累计出货依然保持增长态势，但后续需求或面临压力；外销方面，9月同比下滑，亚洲及非洲市场偏弱。内销市场更新需求为主的情况下，中高端升级与低端价格竞争同时存在，全年内销总出货量大概率持平。

图表31: 冰箱总销量月度同比数据 (单位: 万台, %)



资料来源: 产业在线、华泰证券研究所

图表32: 洗衣机总销量月度同比数据 (单位: 万台, %)



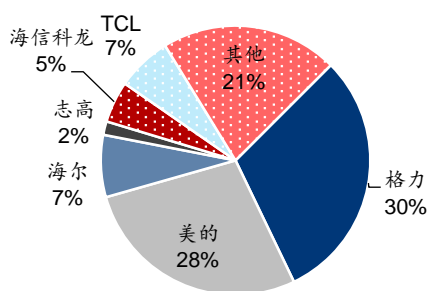
资料来源: 产业在线、华泰证券研究所

(2) 弱周期看多龙头, 提升中低端产品布局、份额集中态势或出现

短期来看, 家电行业需求大幅提升的预期依然偏弱, 以双十一为起点的龙头策略调整, 一定程度上意味着在存量竞争局面中, **龙头企业竞争策略将更为重视市场份额、产品利润率水平、产品竞争力、渠道支持力度等方面的再平衡**。2016 年以来龙头企业引导了空调产品价格提升, 更多二三线品牌在低端产品市场获得了更为充足的市场空间, 而在 2018 年以来的原材料价格下降过程中, 低端产品也能维持一定的盈利水平, 而一旦龙头企业更为重视低端产品线, 减少低端产品价差、以价格撬动更大的市场份额, 二三线品牌将面临更大的份额及盈利压力。

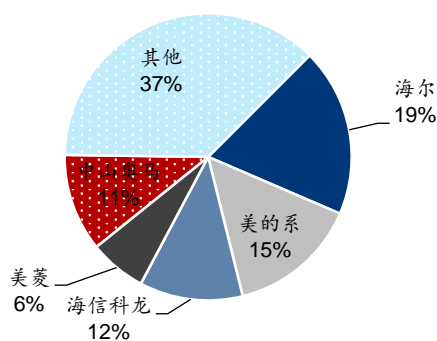
2019 年 1-10 月份空调行业总出货份额变化, 美的总销量同比 +15.1% (内销同比 +19.9%、外销同比 +9.0%), 市占率同比 +3.9PCT; 海尔总销量同比 -14.7% (内销同比 -8.9%、外销同比 -29.9%), 市占率同比 -1.2PCT。

图表33: 2019 年 1-10 月空调分品牌总销量占比 (单位: %)



资料来源: 产业在线、华泰证券研究所

图表34: 2019 年 1-9 月冰箱分品牌总销量占比 (单位: %)

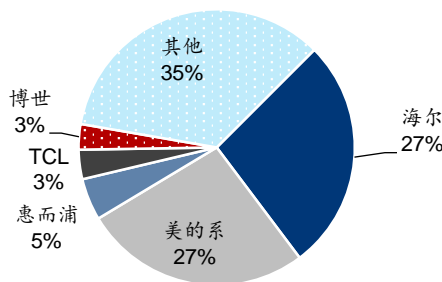


资料来源: 产业在线、华泰证券研究所

2019 年 1-9 月冰箱行业总出货份额变化, 海尔总销量 YOY+0.8% (内销 YOY-0.2%、外销 YOY+15.8%), 市占率 YOY-0.3PCT; 美的销量 YOY+8.1% (内销 YOY+1.4%、外销 YOY+15.8%), 市占率 YOY+0.8PCT; 海信科龙销量 YOY-4.6% (内销 YOY-10.2%、外销 YOY+2.1%), 市占率 YOY-0.9PCT。

2019 年 1-9 月洗衣机行业总出货份额变化, 海尔销量 YOY-0.7% (内销 YOY+0.1%、外销 YOY-6.0%), 市占率 YOY-0.6PCT; 美的销量 YOY+3.3% (内销 YOY+0.1%、外销 YOY+15.3%), 市占率+0.5PCT。

图表35： 2019 年 1-9 月洗衣机分品牌总销量占比（单位：%）



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

小家电：社交电商及爆款经济为小家电提供新成长路径

小家电产品线上消费居于前列，同一品类下面不同型号较多，个性化及差异化的需求较多，产品长尾分布、天生适合进行线上销售，而社交电商的崛起助力小家电“爆款经济”，未来继续深化建立标签化品牌，拓展线上影响力。线上渠道扩张了小家电行业的客户覆盖面，依托社交传播模式，爆款产品流量成本获得较大幅度降低，同时在短时间内意向消费者快速传播。

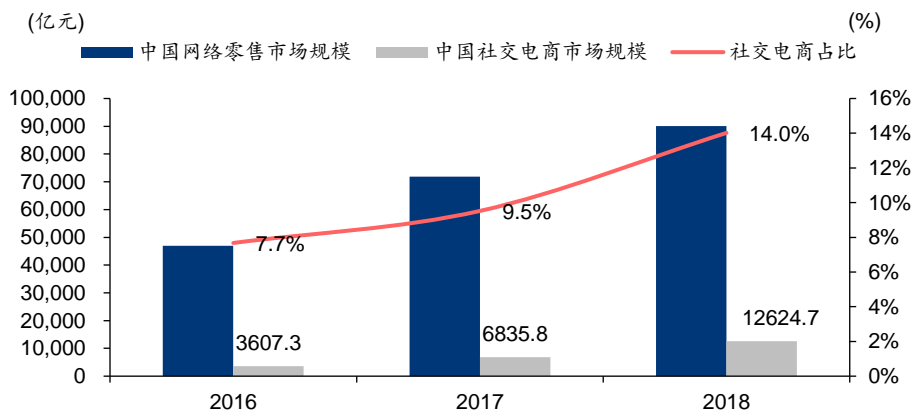
乐观因素：小家电个性化需求逐步释放，长尾新品类具备蓝海成长空间，而社交电商的兴起弥补了电商流量成本高企的问题，同时消费者相互种草传播的方式加快了市场教育，各个细分品类中爆款迭代加快。

悲观因素：小家电产品差异化需求多，并不适合大规模批量化生产，爆款经济下产品迭代周期加快，研发需要投入的资源提高才能在激烈的竞争中获得增长红利。海外需求依然存在不确定性影响，贸易政策与人民币汇率的扰动持续存在。

(1) 社交电商兴起，带来小家电爆款产品传播加速

线上渠道传统电商用户红利缓慢消失、获客成本高企，社交电商有望成为小家电的新增长平台。根据国家统计局数据统计，2018 年国内网上零售额为 9.01 万亿元，同比增长 23.8%，增速已经趋势性下行。而创奇社交电商研究中心数据显示，2018 年社交电商规模达到 1.26 万亿元，同比增长 84.7%，占网上零售的 14.0%。

图表36： 社交电商是传统电商增速下降、获客成本高企下的新机遇



资料来源：国家统计局、创奇社交电商研究中心、华泰证券研究所

社交电商将不仅仅是的流量增量的竞争，同时更为完善、成熟化的社交电商模式下，未来全产业链的系统运营与升级将引导产业进入新的竞争阶段，先入者更早的进行以社交电商为基础的组织架构、数字化升级建设，有望在未来的竞争中建立起资源禀赋的护城河，把握更大的竞争主动权。

图表37： 社交电商模式逐步清晰，需要更多资源投入才能继续把握成长机会

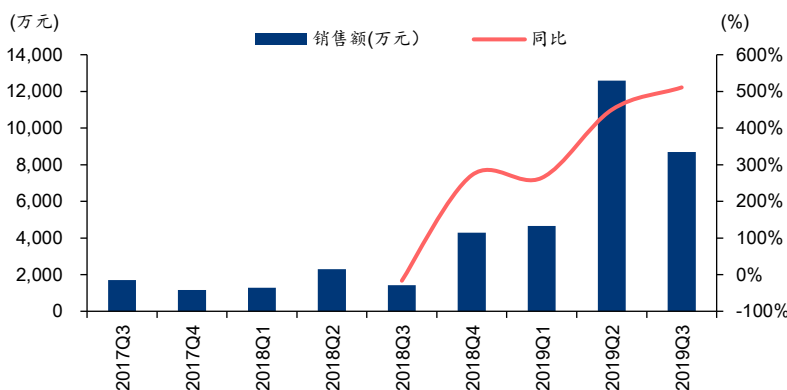


资料来源：创奇社交电商研究中心、华泰证券研究所

(2) 爆款效应带来销售增速提升

具备网红爆款能力品牌快速放量，实现网红产品到网红品牌再到新产品的正向迭代。以摩飞品牌为例，淘宝及天猫平台摩飞销售量、额快速提升。天猫淘宝平台数据监测显示，2019Q3，摩飞品牌销售量与销售额分别同比+729.7%、+510.7%，增速环比继续提升，爆款实力继续获得市场认可，同时随着 Q4 公司暖风机等新品迭代，我们依然看好摩飞品牌全年内销增长。

图表38： 天猫淘宝监测摩飞品牌在淘宝及天猫平台销销售额保持快速提升

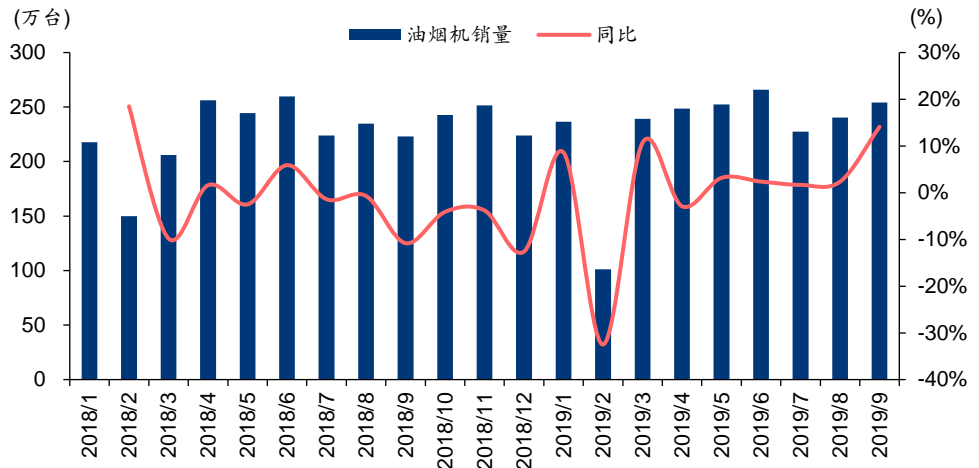


资料来源：天猫淘宝监测数据、华泰证券研究所

厨电：地产正面影响加强，销售及竣工数据回暖继续带动厨电增速上行
大厨电市场受到地产销售与竣工数据回暖影响，工程渠道或有明显改善，2019Q3 油烟机销量增速企稳回升。产业在线数据显示，2019Q3，油烟机出货 722 万台（同比+6.0%），其中 Q1-Q3 月销售量同比增速分别为+0.5%、+0.8%、+6.0%。

但我们也应该关注到厨电零售市场依然承压，中怡康时代公众号数据显示，2019 年 9 月油烟机、燃气灶市场零售额分别同比-12.8%和-11.2%。

图表39： 2019Q3 油烟机销量增速有所企稳回升

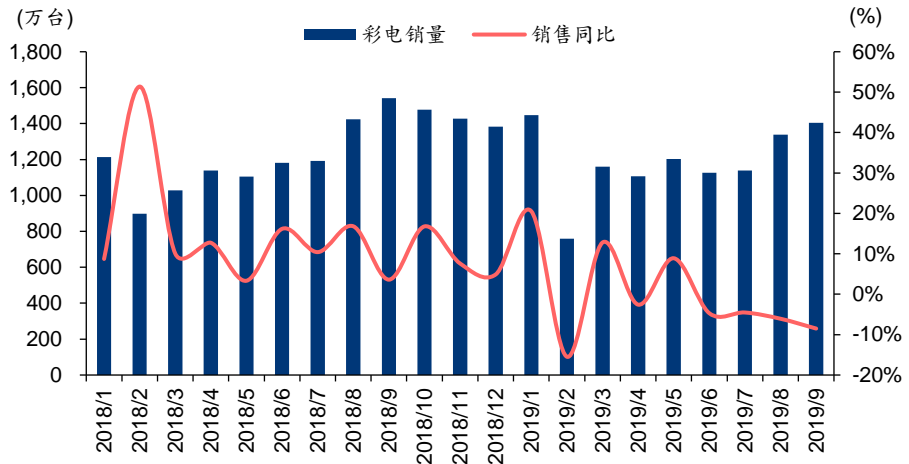


资料来源：产业在线、华泰证券研究所

黑电：价格竞争激烈，外销拉动作用减弱

电视内销市场需求动力依然不足，价格竞争态势依然激烈，外销市场受到汇率影响减弱，出口增速或仅维持小幅增长。产业在线数据显示，2019Q3，电视整体出货 3880 万台（同比-6.7%），其中内销 1304 万台（同比-2.8%），外销 2575 万台（同比-8.5%）。

图表40： 电视销售量在外销增速转弱，整体出货增速难实现增长

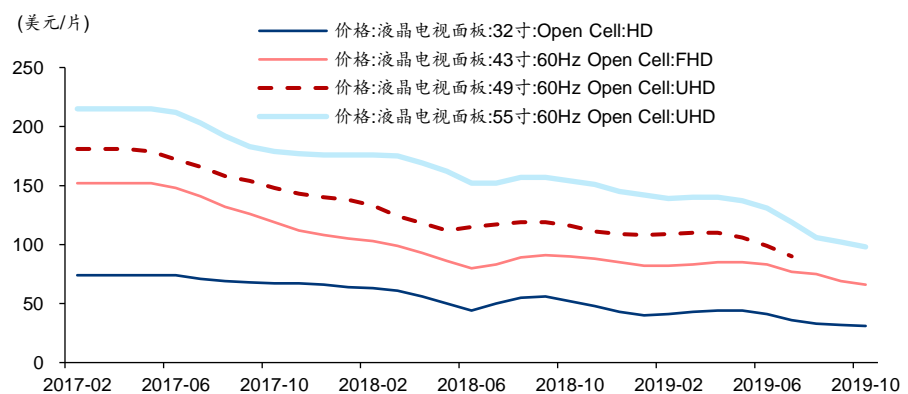


资料来源：产业在线、华泰证券研究所

内销市场依然面临着价格竞争影响，奥维云网数据显示 2019 年 9 月，电视整体均价 2800 元左右，同比-8.8%。华为进入彩电市场，推出智慧屏产品并采取高定价，或为彩电市场带来一定正向影响，跟随企业均采用更高的定价策略或能推动行业改变硬件低价同质竞争的模式。短期来看，在显示面板价格持续下滑的影响下，电视行业或难以摆脱低价竞争困境，我们应该理性看待华为产品带来的影响。

面板供给依然存在短期过剩，各尺寸面板价格保持低位。电视面板需求依然偏弱，叠加国内电视面板厂产能持续释放，整体呈现出供大于求，短期来看，面板价格环比继续下行，整体上全球 LCD TV 面板价格同比继续保持下滑态势，面板价格下行有利于黑电企业成本端改善，但也带来了电视产品价格竞争继续加剧的风险。2019 年 10 月，32/43/55 寸面板价格分别为 31.00、66.00、98.00 美元/片，同比-40.38%、-26.67%、-36.36%，各个尺寸面板价格环比 9 月价格分别下降 1、3、4 美元。

图表41： 2019 年电视面板价格依然走弱



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020年家电：需求筑底，行业防御性大于周期性

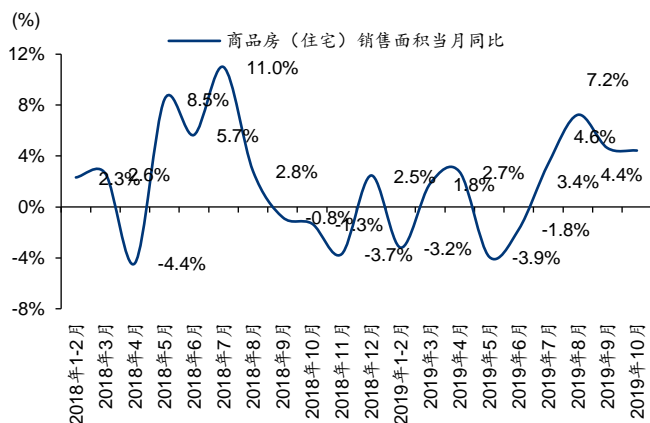
需求：社零增速依然存压，地产回暖或逐步巩固家电需求

社零显示家电需求端仍有压力，地产短期回暖滞后效应尚未体现到家电需求中，同时10月单月数据受电商节扰动影响，但我们认为后续地产表现对家电需求的影响并不悲观。新增地产消费对于家电的直接需求拉动虽然存在一定的滞后性，但市场对未来需求预期的调整已经开始对家电板块估值有一定修复及支撑作用，相对而言，厨电与地产相关性更强，工程渠道需求或有较大的优化空间。展望未来，地产开工面积增速持续高于竣工面积增速，在开工面积增速维持较高水平的情况下，未来地产竣工回暖的趋势或将持续，因此带动的家电需求或逐步回升。

如何看地产对家电后续需求影响？

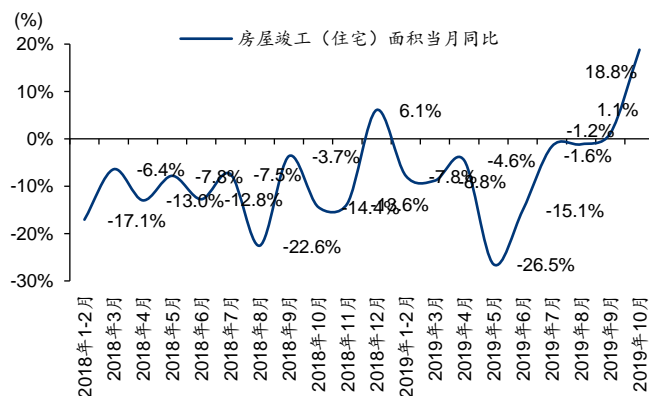
短期地产销售及竣工的滞后性影响或拖累家电新增需求，月度地产销售及竣工数据的改善更多影响家电行业估值表现，而2018年下半年以来地产销售及竣工的低速还将对2019Q4及2020H1带来压力，但竣工数据的持续优化，对地产后周期产业链景气度的影响将偏正面。2019年1-10月住宅地产竣工/销售面积同比-5.5%/+1.5%（10月单月分别同比+18.8%/+4.4%）。

图表42：2019年10月商品房(住宅)销售面积同比+4.4%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

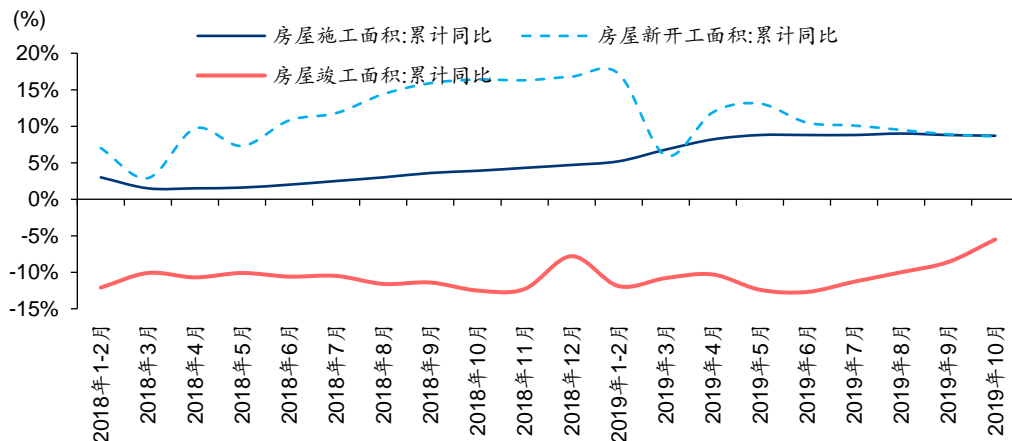
图表43：2019年10月房屋竣工(住宅)面积同比+18.8%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

竣工回暖或将延续。地产开工面积增速持续高于竣工面积增速，在开工面积增速维持较高水平的情况下，地产竣工面积增速也已经连续出现环比改善，华泰证券宏观团队预计地产企业在2017-2018年集中拿地有可能在2020年形成集中竣工，后续竣工增速或持续回升。

图表44：房地产新开工面积、施工面积、竣工面积增速差或收敛



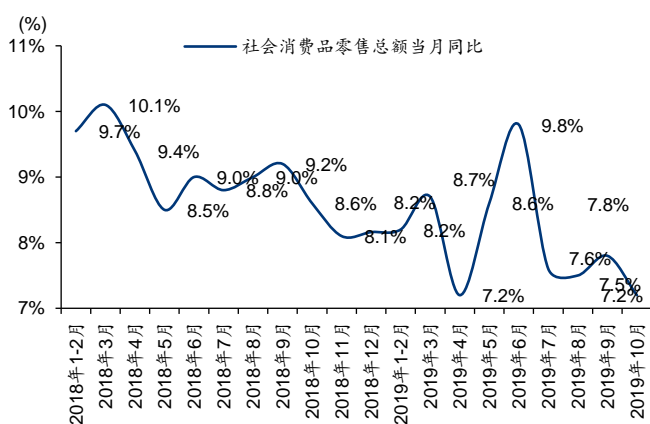
资料来源：Wind、华泰证券研究所

地产短期回暖滞后效应尚未体现到家电需求中，而地产好转传导至终端需求进而带来的估值提升或快于业绩释放，未来市场需求的好转或首先影响具备工程渠道优势的厨电龙头企业，并逐步向二三线企业传导。

2019年1-10月社会消费品零售总额同比+8.1%（10月单月同比+7.2%），其中限额以上家用电器和音像器材类零售额同比+5.4%（10月单月同比+0.7%），家电社零10月增速回落在预期之中，各大平台双11提前至10月开启预售，且家电优惠以预付定金抵减为主，预计消费者延后至11月兑现预售订单。

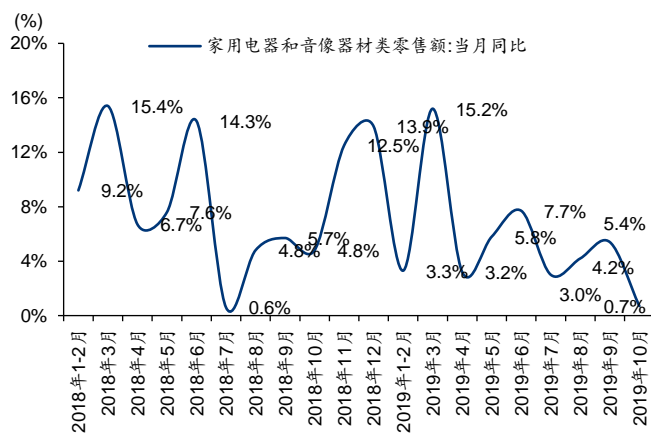
我们认为电商节加剧了短期家电需求的波动，其中618、双11等短期影响明显，展望2020年表现，单月家电社零数据或继续呈现较大的波动性，而拉长到季度或年度数据，基于地产产业链拉动，家电需求或逐步回升。

图表45：2019年10月社零同比+7.2%，1-10月累计同比+8.1%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表46：2019年10月限额以上企业家电及音像器材同比+0.7%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

地产对各个家电板块拉动作用有明显差异，厨电影响更为明显。短期视角下，地产销售驱动新房装修需求，进而影响家电新增需求，且在期房占比逐步提升的过程中，对家电需求影响更为滞后，我们根据住宅销售数据及主要家电产品测算地产对家电需求的拉动作用。

图表47：期房住宅销售面积占比提升，套均面积变化不大

	住宅商品房销售面积		住宅商品房销售套数	
	(万平方米)	期房占比	(万套)	套均面积(平方米)
2008	59,280.35	66.00%	556.58	106.51
2009	86,184.89	72.12%	804.05	107.19
2010	93,376.60	76.45%	881.75	105.90
2011	97,030.26	77.48%	913.97	106.16
2012	98,467.51	77.57%	944.64	104.24
2013	115,722.69	77.71%	1104.63	104.76
2014	105,181.79	77.46%	1010.44	104.10
2015	112,405.68	76.96%	1057.89	106.25
2016	137,539.93	76.78%	1282.26	107.26
2017	144,788.77	78.42%	1336.14	108.36
2018	147,929.42	84.31%	1329.84	111.24

资料来源：国家统计局、Wind、华泰证券研究所

图表48： 城镇主要家电产品百户保有量（台/百户）

	城镇空调保有量	城镇冰箱保有量	城镇洗衣机保有量	城镇油烟机保有量
2018	142.18	100.92	97.69	79.09

资料来源：Wind、华泰证券研究所

测算假设条件如下：

- 1) 仅考虑一手房地产销售对家电的拉动作用，一方面，二手房成交数据并没有权威统计数据支撑，另一方面，二手房交易带来的家电需求已经反映在保有量提升中，不再需要重复计算其影响。
- 2) 根据期房占比数据变化，我们假设当年现房和上一年度期房对当期家电需求影响。
- 3) 假设新购置的房产，按照2018年保有量数据配置相应的家电，例如每户配置空调1.42台、冰箱1.0台。

图表49： 推算地产销售对家电产品内销拉动占比

	推算地产拉动套数				
	(万套)	占空调内销比例	占冰箱内销比例	占洗衣机内销比例	占油烟机内销比例
2014	1086	17%	19%	26%	44%
2015	1026	19%	19%	24%	45%
2016	1112	23%	23%	25%	44%
2017	1273	18%	28%	28%	50%
2018	1256	19%	29%	27%	55%

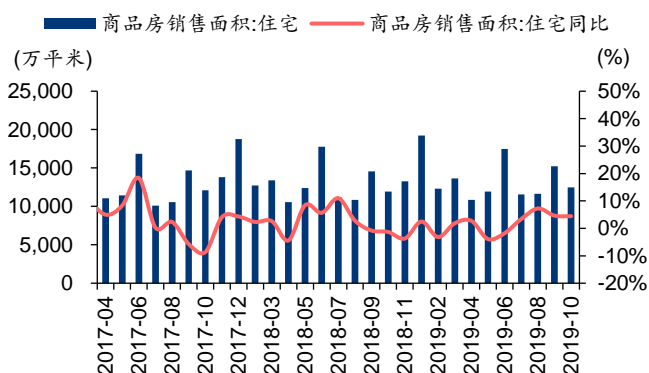
资料来源：产业在线、华泰证券研究所

根据测算结果，地产需求对主要家电产品内销拉动幅度中，相对最大的为厨电油烟机，而白电产品中空调的影响占比相对更少。但我们也应该注意到，由于我们仅使用历史保有量数据推算，而居民进行家电消费时可能每户配置的家电产品高于历史保有量水平。

区域性表现，西部、中部更佳，10月全国住宅商品销售面积提升。国家统计局数据显示，2019年1-10月，全国商品房住宅销售面积11.7亿平方米，同比+1.5%，其中10月同比+4.4%。

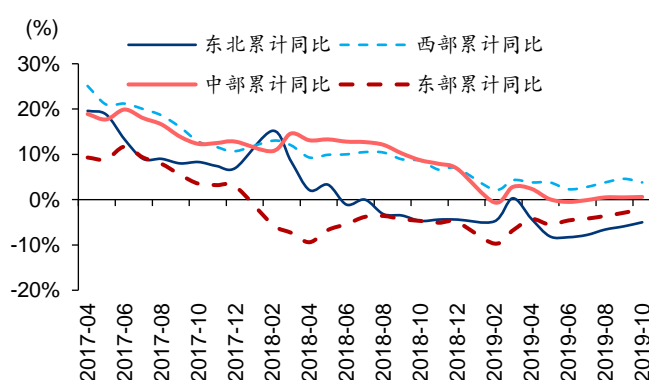
分区域销售面积来看：1-10月，东部地区同比-5.0%、中部地区同比+0.6%、西部地区同比+3.8%、东北地区同比-2.1%。

图表50： 全国商品住宅销售面积10月单月同比+4.4%



资料来源：Wind、国家统计局、华泰证券研究所

图表51： 区域增速中部、西部领先



资料来源：Wind、国家统计局、华泰证券研究所

中部及西部地区地产市场保持相对热度，因此我们认为在东部地区家电存量市场为主，新增需求为辅，地产新增需求的影响较小，而具备品牌优势的家电企业或更为受益。在中部、西部等市场，家电保有量提升需求依然存在，地产销售的稳定增长有望巩固家电需求，对于渠道下沉具备比较优势的家电龙头企业，或更能获取增量市场份额。

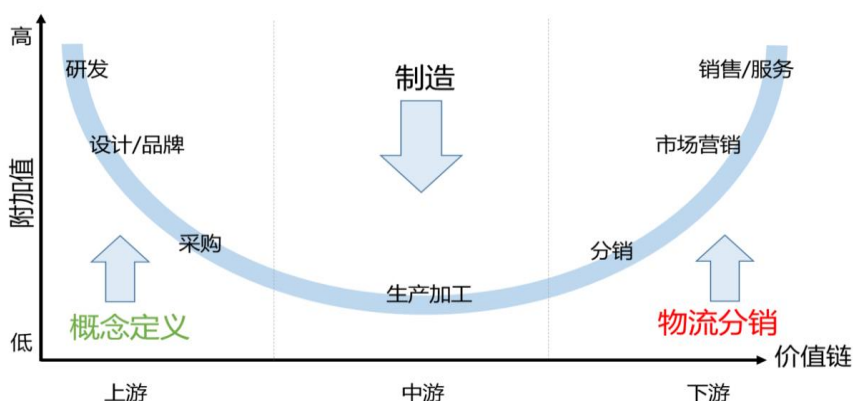
家电消费品属性强于制造业属性，盈利稳定性突出

家电行业（申万行业分类）上市公司表现出明显的轻资产特点，主要资产类别中固定资产和存货占比较低，且持续下降，相对成熟的产业环境下，使得家电龙头企业不再需要大规模的资本投入，净利润受到资本折旧、财务费用的蚕食较少，存货较少，更快的周转到渠道或终端消费者手中。因此在经济波动周期中，更低的固定成本使得盈利能力并不会大幅波动。而货币资金、应收款项（包括应收账款及应收票据、应收款项融资）占比较高，为公司的流动性提供了重要保障，货币资金占总资产比重长期高于 20%，应收账款及票据占总资产比重在 14% 以上，也为公司未来扩张提供充足的资金弹药，随着未来全球化发展继续深化，持有更多货币资金的公司有望在全球产业链拓展中保持更大的优势。

家电企业属于轻资产运营，为盈利能力稳定及现金留存奠定基础

家电行业消费品属性强于制造业属性，经济周期性波动影响较小。家电行业固定资产占比低、轻资产运营，生产以变动成本为主，截止 2018 年底及 2019Q3，家电行业固定资产占比（即固定资产占总资产比重）分别为 11.3%、9.4%（大幅低于 A 股整体剔除金融企业，同期分别为 21.0%、19.9%），且由于家电龙头企业产业链一体化程度高（尤其以白电企业为主），在产业链中竞争力及议价权明显高于传统制造企业，同时与下游渠道有较强的利益绑定关系，合资/合作紧密，相互扶持进一步平抑需求波动。

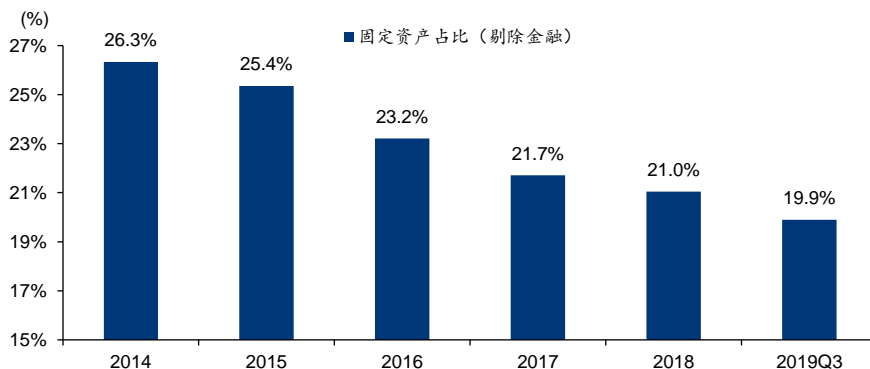
图表52： 家电龙头产业链一体化程度高，进入产业链附加值较高的领域



资料来源：华泰证券研究所

A 股上市公司（剔除银行与非银金融）中，2014 ~ 2019Q3 固定资产占比呈现持续下降趋势，由 2014 年末的 26.3% 降低至 2019Q3 的 19.9%，但仍显著高于家电行业。

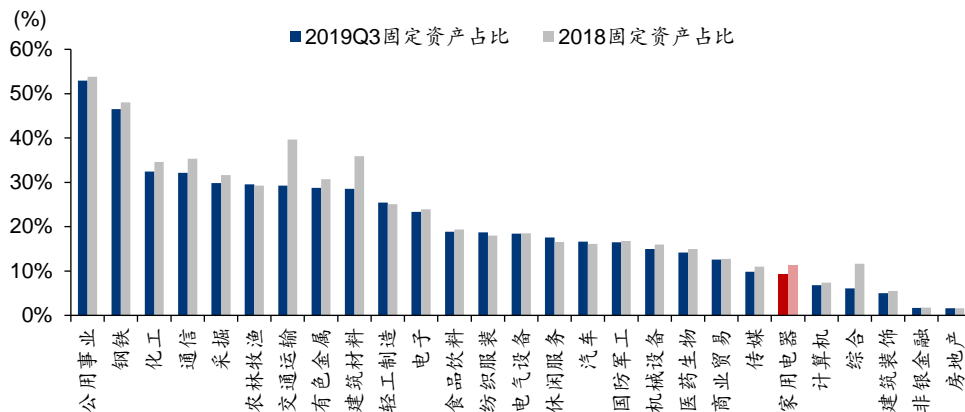
图表53： 2019Q3，A 股上市公司（剔除金融）固定资产占比为 19.9%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

分行业来看(申万行业分类),公用事业行业固定资产占比最高,截止 2019Q3 高达 53%;其次为钢铁行业和化工行业。家电行业 2019Q3 固定资产占比为 9.4%,大幅低于 A 股整体剔除金融企业的水平,且较 2018 年末 11.3%有明显下降,因此家电行业受到资本性支出的影响较小,为货币资金的留存奠定基础

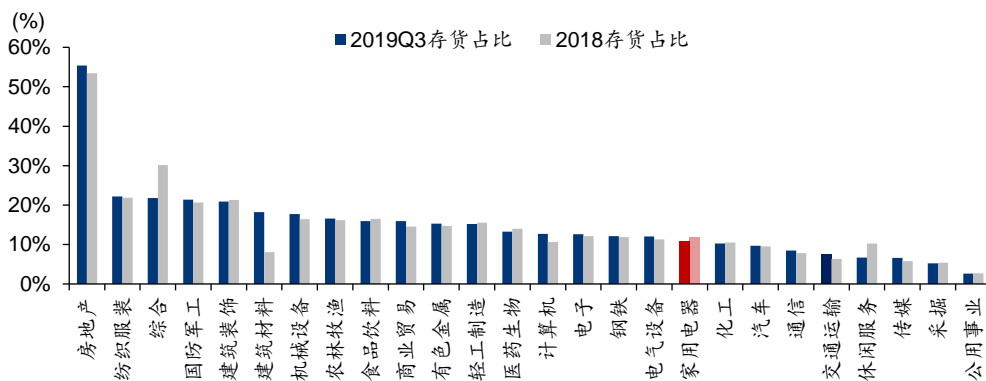
图表54: 家电行业 2019Q3 固定资产占比为 9.4%, 大幅低于 A 股整体水平



资料来源: Wind、华泰证券研究所

家电企业以经营驱动为主导,维持较低固定资产比例,同时提升经营效率、降低存货占比,加快存货向渠道及终端的流转,减少对于流动资金的占用。截止 2018 年底及 2019Q3,家电行业存货占比(即存货占总资产比重)分别为 11.8%、10.7%(大幅低于 A 股整体剔除金融企业,同期分别为 19.6%、19.0%)。

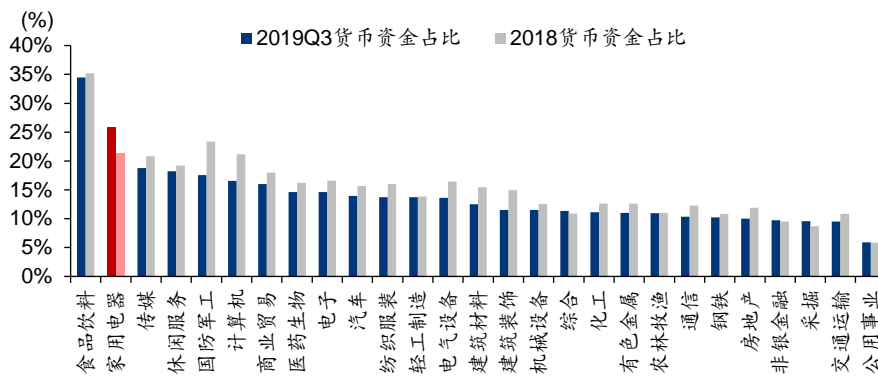
图表55: 家电行业 2019Q3 存货占比为 10.7%, 同样大幅低于 A 股整体水平



资料来源: Wind、华泰证券研究所

因此家电企业得以持续积累货币资金,为产业链整合拓张提供了充足的资金弹药。依据申万一级行业分类(剔除银行及非银金融),2019Q3 货币资金占比最高的五个行业分别为食品饮料、家电、传媒、国防军工、休闲服务,其中,食品饮料行业库存现金占比以 34.5%保持领先地位(食品饮料由于高端白酒公司利润率较高,同时行业资本性支出相对较小,货币资金得到大量留存),家电行业货币资金占比为 25.9%,位居次席。2018 年末货币资金占比最高的行业为食品饮料行业,占比高达 35.2%;其次为国防军工和家电行业,占比分别为 23.4%和 21.4%,均大幅高于 A 股整体水平。

图表56： 家电行业 2019Q3 货币资金占比为 25.9%，居于 A 股剔除银行及非银金融行业的第二位



资料来源：Wind、华泰证券研究所

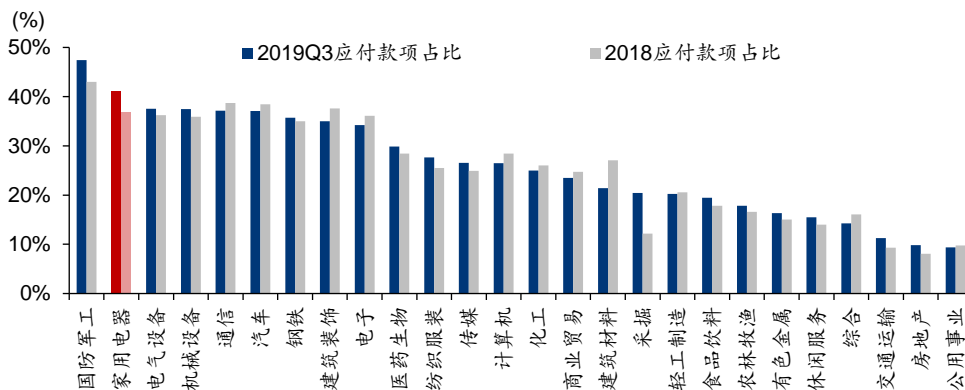
产业链一体化程度高，对上游供应商议价及占款能力强

龙头企业产业链一体化程度高、制造规模优势领先，因此在外采原料中，龙头企业通过规模化采购，保持了对产业链上游的强议价能力，财务报表中，表现为家电行业应付账款占总负债比例居于全行业高位(截止 2018 年底和截止 2019Q3, 比例分别为 41.0%、36.9%，居全行业第二位)，且龙头企业对上游占款、获取经营杠杆，既减少自身对经营现金的需要、降低资金成本，同时也能最大程度减少大宗原材料成本支出，这也是龙头长期竞争力的重要构成。

A 股上市公司（剔除银行与非银金融），应付款项（包括应付账款与应付票据）占总负债比例高于 20%，但近五年呈现逐步下降趋势，2014~2019Q3 应付款项占比分别为 25.3%、24.6%、24.2%、23.8%、22.7%和 23.2%。

依据申万一级行业分类（剔除银行及非银金融），2019Q3 应付账款占比最高的五个行业分别为国防军工、家电、汽车、电气设备、机械设备，其中国防军工和家电行业应付账款占比超过 40%，大幅高于 A 股平均水平。

图表57： 家电行业应付账款占比较高，2019Q3 仅次于国防军工行业



资料来源：Wind、华泰证券研究所

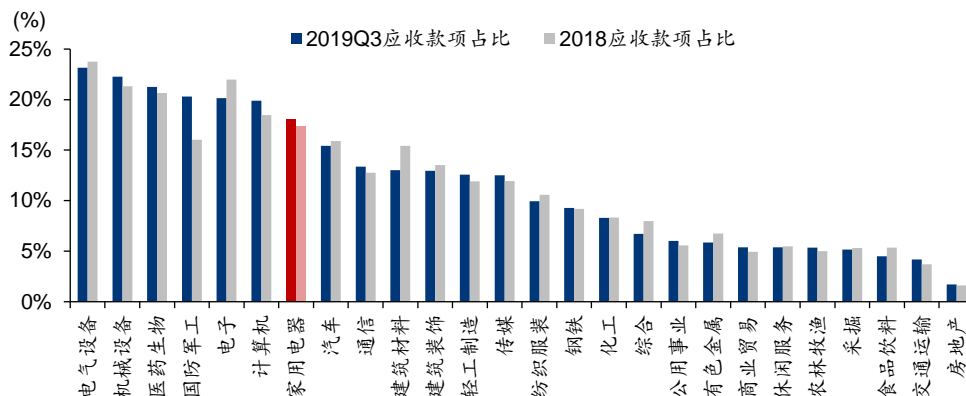
与产业链下游渠道相互扶持

家电与渠道之间相互利益关系紧密，形成相互扶持、利益共赢的合作模式。尤其是空调需求季度波动性较大的子行业中，渠道经销商淡季打款提货，为家电企业熨平了生产周期性波动，生产产能能维持较高的利用率，也减少存货备货比例。同时，家电企业为渠道经销商提供淡季返利政策，以及结合需求及经济周期变化，放宽经销商票据支付的比例限制，减小经销商短期资金压力，维持销售渠道的通畅。

财务表现上，家电企业表现为应收款项占总资产比例较高(截止 2018 年底和截止 2019Q3，比例分别为 18.1%、17.3%，远高于同期 A 股剔除金融 9.9%和 9.8%的比例)。同时家电企业接受渠道经销商支付的银行承兑汇票，并可以背书转让给上游供应商，用以支付货款、冲抵应付账款，减少对于上市公司资金的占用。同时，但会一定程度上导致现金流量表中经营活动现金流入低于主营收入或经营活动现金流出低于营业成本。

A 股上市公司（剔除银行与非银金融）中，2014~2019Q3 应收款项（应收账款和应收票据）占总资产比例分别为 10.4%、9.7%、9.7%、10.2%、9.9%和 9.8%。分行业来看，2019Q3 电气设备、机械设备、医药生物、电子等行业应收款项占比最高，超过 20%；家电行业应收款项占比略高于 A 股整体水平，达到 18.1%。

图表58： 家电行业应收款项占比高于 A 股整体水平，处于所有行业中上游水平



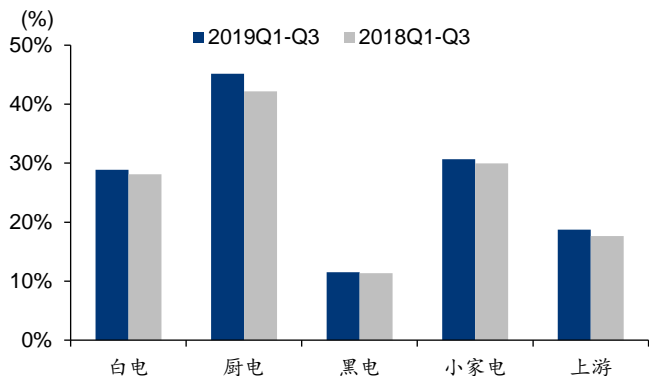
注：由于格力电器 2019 年应收票据科目数调整到应收款项融资，行业数据重新调回相应科目数

资料来源：Wind、华泰证券研究所

原材料红利或减弱，人民币汇率不确定性依然存在

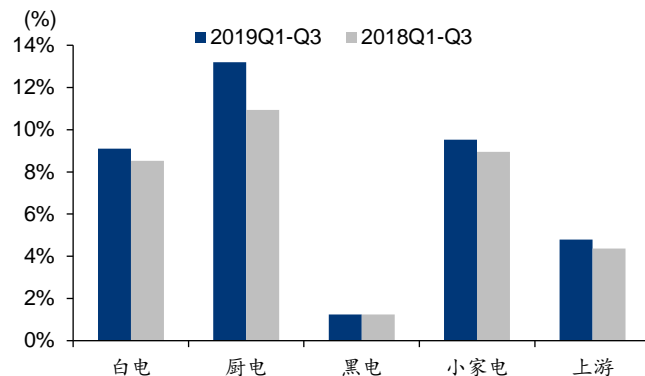
2019 年以来，原材料价格下降、增值税减税等多重红利下，家电行业各个子板块均获得毛利率提升，而其中产品定位中高端、产品价格弹性更小的厨电板块更受益于成本优化及税率变化。2019Q1-Q3，厨电板块毛利率、净利润率分别同比+3.00PCT、+2.26PCT。

图表59： 2019Q1-Q3 分板块毛利率差异



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表60： 2019Q1-Q3 分板块净利润率差异

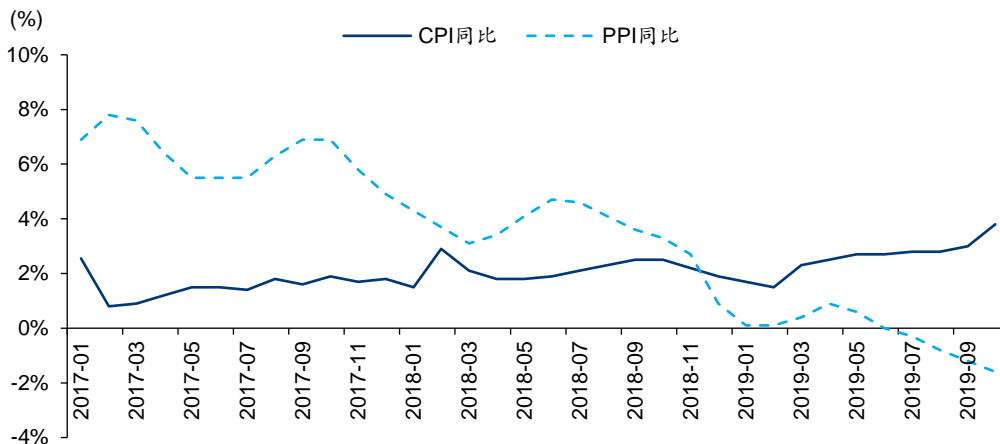


资料来源：Wind、华泰证券研究所

成本红利或减弱，未来净利润增速或与收入增速趋同

在 2019 年成本红利带动下，家电各个子板块净利润增速均好于收入，而展望 2020 年成本继续下降的红利或逐步减弱，未来家电板块净利润增速或与收入增速趋同。2019 年 1-10 月，各月份 PPI 环比均值为-0.2%，而家电主要原材料（铜、铝、塑料、冷轧板等）价格的移，家电企业成本端压力不断缓解（2019 年 1-11 月（截止 11 月 21 日），铜均价、铝均价、塑料 ABS、冷轧板均价分别同比-6.1%、-2.5%、-18.5%、-7.3%），也为家电企业推出部分低价中低端抢占市场份额提供了契机。

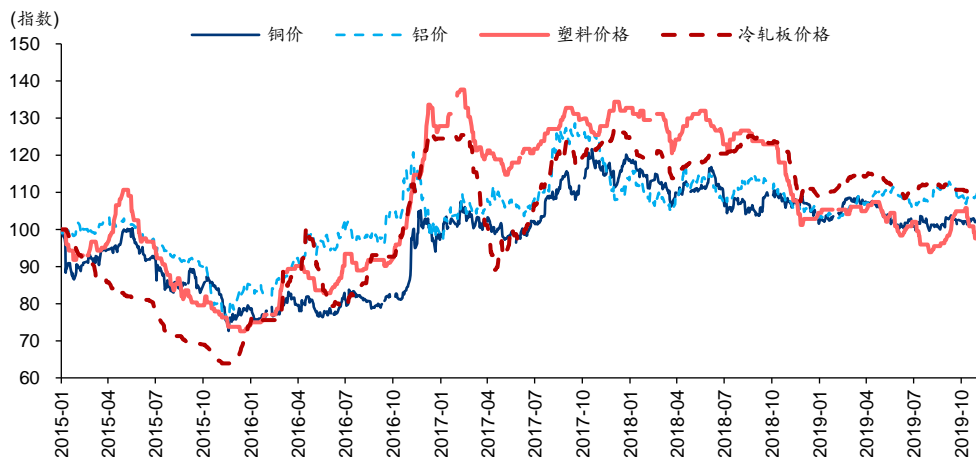
图表61： CPI PPI 剪刀差在 2019 年持续存在



资料来源：Wind、华泰证券研究所

后续成本继续下行的概率降低，成本红利或逐步减弱。根据华泰证券宏观团队预计 2020 年各月份 PPI 环比均值有望略高于 0，对于家电企业而言直接来源于原材料成本的毛利率继续改善或告一段落，我们认为竞争环境与成长空间将影响毛利率预期，展望 2020 年，白电（竞争格局稳定，空调产品保有量提升仍有较充足空间）、厨电小家电（具备结构性成长空间）企业未来盈利能力或保持相对领先，而黑电（面临激烈竞争）和上游（成长空间受到下游需求抑制）依然面临毛利率下滑的风险。

图表62： 主要原材料价格于 2019 年同比继续下降



注：以 2015 年 1 月为基期情况下，各个价格均做调整

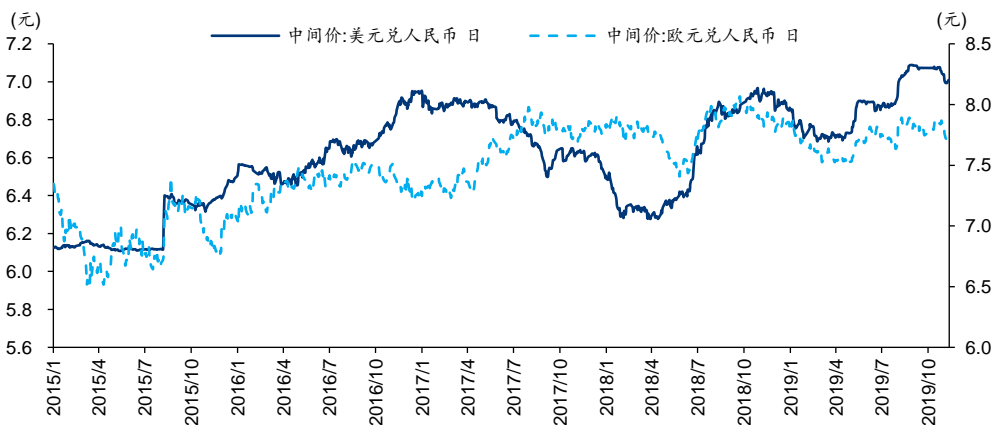
资料来源：Wind、华泰证券研究所

外贸环境、汇率不确定性或仍将延续

2019 年 1-11 月（截止 11 月 21 日），美元兑人民币汇率和欧元兑人民币汇率平均价分别为 6.88 元（同比贬值 4.6%）和 7.72 元（同比升值 1.0%）。中美贸易摩擦对家电外销的并未产生较大影响，且在家电出口以美元结算居多的情况下，人民币贬值周期中，家电产品保持了较强的出口竞争力，且外销毛利率提升及汇兑损失减少对家电企业有较明显的正面影响。

展望 2020 年，华泰证券宏观团队预计人民币汇率短期受事件性因素扰动大，主要受中美贸易摩擦形势影响，仍将有所反复，预计 2020 年人民币兑美元汇率中枢 7.0，年内存在升值回复 7 以内的可能性。因此，我们认为人民币汇率在 2020 年以波动为主的情况下，家电企业外销毛利率或难有趋势性变化，而如果人民币汇率（兑美元）继续出现贬值，家电行业外销毛利率及汇兑损益科目或有继续改善的可能性。同时，华泰证券宏观团队预计未来美国再度加增关税的概率在下降，有望稳定外销订单与恢复出口型家电企业信心，2020 年出口形势或好于 2019 年。

图表63： 2019 年以来人民币汇率双向波动加大，整体以兑美元贬值为主

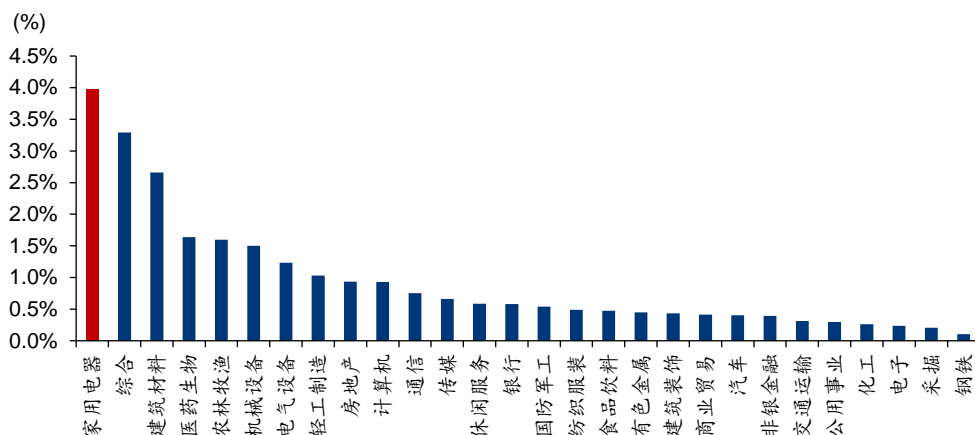


资料来源：Wind、华泰证券研究所

估值角度看板块，资金偏好影响短期波动

2019年以来（截止2019年11月21日），相比2018年12月31日陆股通持股市值比例提升最大的分别为家电、综合、建筑材料，分别提升3.98/3.29/2.66pct。

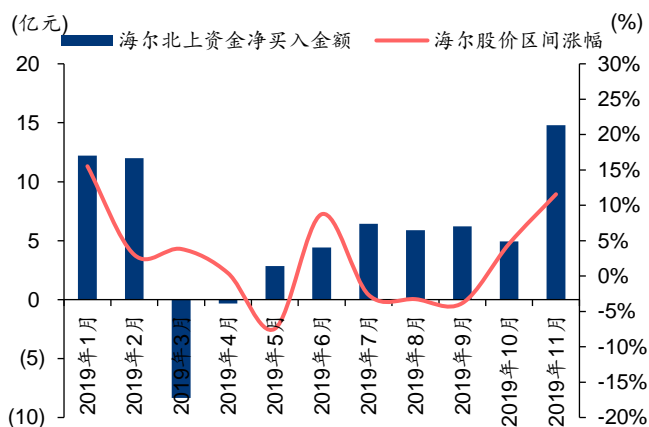
图表64：2019年以来（截止2019年11月21日），家电板块加仓比例较大



资料来源：Wind、华泰证券研究所

今年以来(截止2019年11月21日)家电板块北上资金净流入领先的个股包括:美的集团、海尔智家,流入金额分别约为111.7、61.1亿元。3-5月部分月份北上资金有所流出,更多受到大陆和香港两地协同监管资金绕道香港加杠杆进入A股市场等行为、美元指数上行以及部分获利盘获利了结等影响,但白电龙头作为大消费板块标杆,持续享受海外资金流入,且海外资金流入体量的边际影响不断增强,各个月股价表现与北上资金流入状况有较明显的同步性。

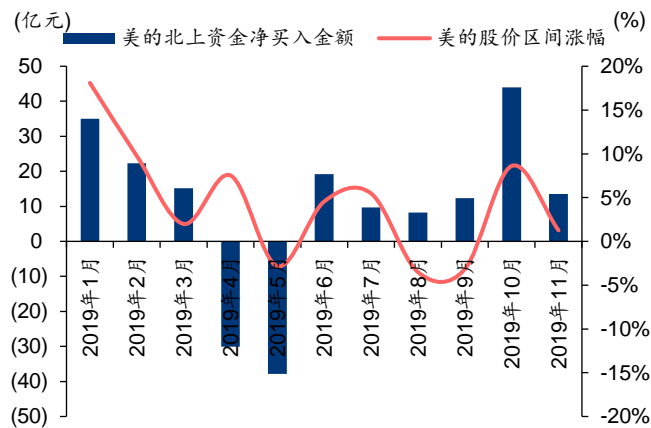
图表65：海尔智家北上资金净买入（2019年1-11月）



注：2019年11月为11月1日至11月21日数据

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表66：美的集团北上资金净买入（2019年1-11月）



注：2019年11月为11月1日至11月21日数据

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019年11月26日，MSCI将A股纳入因子提升。2019年MSCI扩容成为外资继续购入各个板块龙头的重要驱动因素，MSCI分别在2019年5月、8月、11月依次增加中国A股在MSCI指数中的权重，最后一次将在2019年11月26日，中国A股的纳入因子将增加至20%。

图表67: MSCI 纳入时间表

时间	具体安排
2019 年 5 月	MSCI 会把指数中的现有的中国大盘 A 股纳入因子从 5% 增加至 10%，同时以 10% 的纳入因子纳入中国创业板大盘 A 股。
2019 年 8 月	MSCI 会把指数中的所有中国大盘 A 股纳入因子从 10% 增加至 15%
2019 年 11 月	MSCI 会把指数中的所有中国大盘 A 股纳入因子从 15% 增加至 20%，同时将中国中盘 A 股（包括符合条件的创业板股票）以 20% 的纳入因子纳入 MSCI 指数。

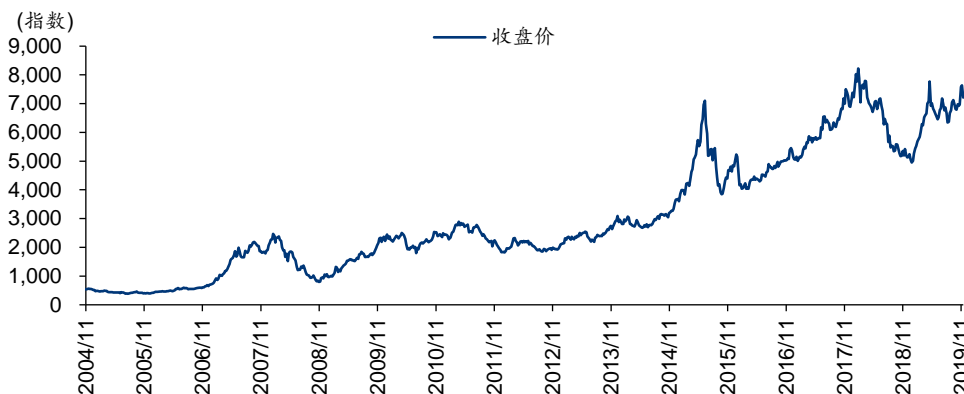
资料来源：MSCI 公告、华泰证券研究所

目前时点家电板块估值并不高

目前时间点往后看，家电板块的市盈率（PE TTM）是否还处于合理性区间？2004 年 11 月-2019 年 11 月各年的指数估值区间来看，10 倍左右市盈率（PE TTM）基本上代表了行业的估值下限，如果剔除 2007-2008 年（整体市场大幅偏离）、2009-2011 年（家电下乡刺激政策）的情形，过去 10 年的板块估值上限在 25 倍左右。

基于历史运行情况，10-25 倍 PE TTM 区间代表板块合理估值区间，截止 2019 年 11 月 21 日，家电板块 PE TTM 为 15.75 倍，在家电行业成熟度较高、大家电板块竞争格局相对稳定的情况下，我们依然看好家电龙头通过市场份额的提升，在未来实现稳健的收入及净利润增长。

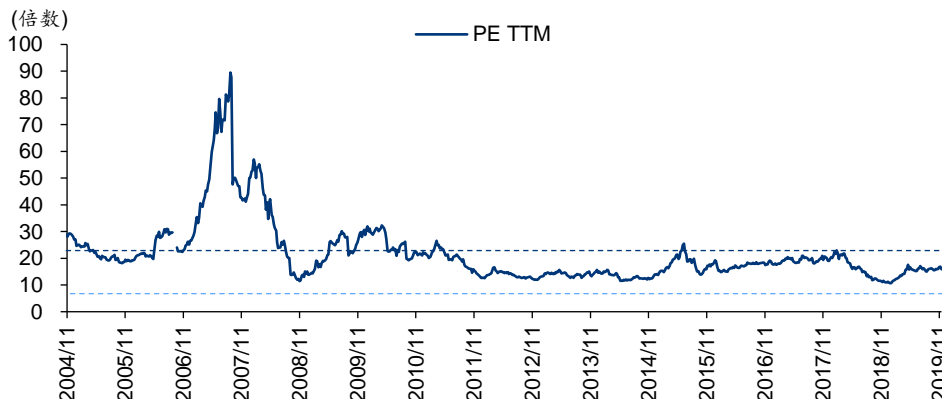
图表68: 申万家电板块指数长期趋势向上



资料来源：Wind、华泰证券研究所

目前整个市场的预期收益率下行，我们预计较低的风险偏好还将延续，同时海外资金流入还将强化低风险偏好，对比海外家电企业估值，我国白电企业经营优势明显，但估值水平偏低，长期来看白电龙头或存在较强的向国际对标公司趋同的预期。

图表69: 申万家电板块市盈率波动区间以 10-25 倍之间为主



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

(1) 经济下行。

如果国内宏观经济增速大幅低于预期，居民人均可支配收入将受到大幅冲击，行业可能出现供大求的局面，可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑，影响家电企业收入及盈利增长。

(2) 地产影响超出预期。

如果地产销售持续趋弱及价格出现不利波动，可能导致居民财富杠杆的反转，进而导致居民消费能力和消费意愿的下降，导致家电需求持续低于预期、行业增速低于预期。

(3) 原材料价格及汇率不利波动。

家电产品原材料占比较大，终端价格传导机制依托新产品的更新换代，因此原材料涨价速度过快或幅度过大时，成本提速高于价格提速，整体毛利率出现下滑，进而可能导致企业业绩增长受到明显影响。

龙头企业均开始拓展海外市场，海外资产逐步增多，面临的国际市场不可控因素也增多，可能出现复杂的市场和运营风险，同时受到人民币汇率影响，在汇兑损益、投资收益、公允价值变动损益科目出现较大的不利波动，或将导致企业业绩不及预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com