

房地产竣工持续回暖改善家电需求

—十一月行业动态报告

家用电器行业

谨慎推荐 维持评级

核心观点

● 最新观点

1) **房地产数据持续回暖**。10月单月房屋竣工面积5389.85万平方米，同比大幅增长18.82%。房地产住宅竣工的持续回暖符合我们的预期，由于交房的强制性，商品房住宅竣工面积增速回暖趋势有望延续，开工竣工增幅的剪刀差有望继续收窄，房地产竣工带动的家电零售需求有望逐步实现，预计2020年家电行业受地产影响较大的白电和厨电将直接受益。

2) **“双十一”影响10月家电销售额**。2019年10月家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额678.10亿元，同比增长0.7%，增速环比大幅下滑，我们认为主要原因为京东、天猫等线上平台“双十一”预售提前，减弱了当月销售量，同时厂商为了市场份额积极促销，造成了终端产品价格下滑，影响销售额。

3) **10月空调内销维持正增长**。2019年10月家用空调销量722万台，同比增长3.06%，增速环比下降5.05PCT，其中内销507万台，同比增长1.38%，外销265万台，同比增长6.43%。我们认为空调内销销量在行业需求疲软，库存压力较大的背景下微涨主要是因为去年同期基数较低，增速环比下滑主要受“双十一”预售提前影响。空调外销在贸易摩擦未有大变动的情况下保持相对稳定。

4) **双十一空调销售火爆**。奥维数据显示，2019年“双11”促销，空调线上零售额规模100.2亿元，同比上升了62.6%，冰箱和洗衣机的销售额分别为54.8和59.3亿元，同比增速为24.6%和20.5%。我们认为空调销售火爆的主要原因为格力开启的“让利30亿”促销活动带动了行业整体跟进加大促销力度。相比空调，冰洗的增速更为稳健，主要原因为空调行业由于库存较高和新能效标准实行而进行减库存。

● 投资建议

家电行业整体景气度有所回落，行业面临下行压力。投资策略方面，我们看好两条主线：（1）业绩确定性较强的白电龙头企业美的集团（000333）、格力电器（000651）和海尔智家（600690）。（2）估值处于低位的厨电龙头企业老板电器（002508）。

● 核心组合（截至11.27）

证券代码	证券简称	年初至今涨幅	相对收益率	市盈率
002508.SZ	老板电器	52.81%	10.26%	19.10
000651.SZ	格力电器	68.46%	25.91%	12.95
600690.SH	海尔智家	27.96%	-14.59%	12.34
000333.SZ	美的集团	53.53%	10.98%	16.60

● 风险提示：

原材料价格变动的风险；房地产调控的风险；刺激消费政策不及预期的风险。

分析师

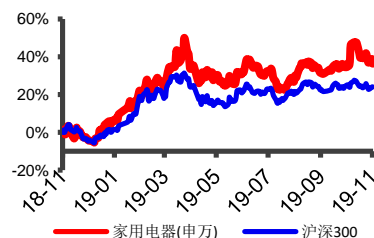
李冠华

☎：8610-66568238

✉：liguanhua_yj@chinastock.com.cn

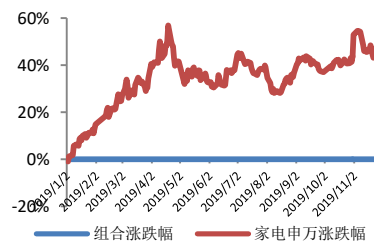
执业证书编号：S0130519110002

相对沪深300表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

正文目录

一、房产调控依旧，家电业景气度回落	2
(一) 家电行业国际影响力日增，国产品牌势头强盛	2
(二) 商品房住宅数据继续改善	2
(三) 政策标准支持，消费刺激政策出台	4
(四) 家电行业景气度回落	6
(五) 财务分析	7
二、家电业发展处于成熟期，技术催生新经营模式，马太效应愈加明显	9
(一) 行业成长空间有限，内部需按自身实况转型变革	9
(二) 产业发展环境变化，企业经营模式创新	11
(三) 技术创新问道行业新机遇，智能发展满足消费新需求	13
(四) 销售路径扩张，零售渠道融合，新模式重塑行业生态圈	13
(五) “马太效应”进一步激化，壁垒高筑促使小企业另辟蹊径.....	15
三、行业面临的问题及建议	16
(一) 现存问题	16
(二) 建议及对策	17
四、家电业在资本市场中的发展情况	18
(一) 家电企业整体上市时间较早，A股占比较少	18
(二) 年初至今板块表现较强，估值处于历史中等偏低位置	18
(三) 行业 Beta 表现.....	20
(四) 板块表现分化	21
五、投资建议	21
(一) 最新观点：家电行业营收稳中有升，估值处于低位	21
(二) 核心组合	22
六、风险提示	23
七、附录	24

一、房产调控依旧，家电业景气度回落

（一）家电行业国际影响力日增，国产品牌势头强盛

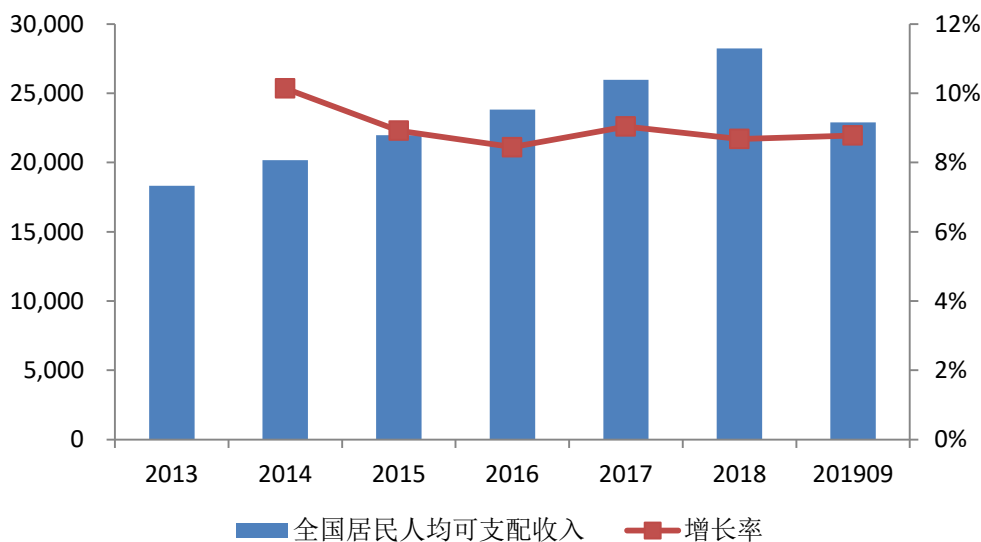
家用电器作为消费领域的重要组成部分，对我国经济增长有着十分关键的作用。我国家电行业经过四十年的发展，取得了卓越的成绩，在世界家电行业中占据着重要地位，已成为世界家电的最大制造基地和消费市场，在成本、质量方面领先国际同行，优势明显。产业在线数据显示，2019 冷年全球的空调产量规模是 1.87 亿台，中国的空调总产量是 1.49 亿台，占到全球 80% 的份额，冰箱、洗衣机、电视的产量占全球产量也超过 50%。出口量方面，目前我国彩电、家庭影院、微波炉等产品的出口量位居世界第一，小家电的生产规模和出口增长势头也十分明显。过去十年间，中国家电行业在稳固了世界家电最大制造地位的同时，也在消费升级的需求下完成了从价格、营销为主的初级竞争模式到技术、产品为主的高级竞争模式。

国内家电市场中，国产品牌表现出旺盛的生命力，市场份额快速提升。在传统大家电市场中，品牌集中度不断上升，其中 2018 年空调、冰箱、洗衣机市场的国产品牌份额分别达到 90.8%、76.8%、63.8%。新兴厨电和小家电市场中，以九阳、苏泊尔为代表的国内品牌力压国外品牌，深受消费者偏爱。

（二）商品房住宅数据继续改善

家用电器属于可选消费，受宏观经济形势影响较大，与人均可支配收入相关度较高。2013 年以来，我国人均可支配收入不断提高，2018 年达到 28228 元，保持上升趋势，但增速已有所放缓，由 2017 年 9.04% 下降到 2018 年 8.68%，2019 年前三季度人均可支配收入为 22882 元，同比增长 8.78%，增速相比上半年有所恢复。

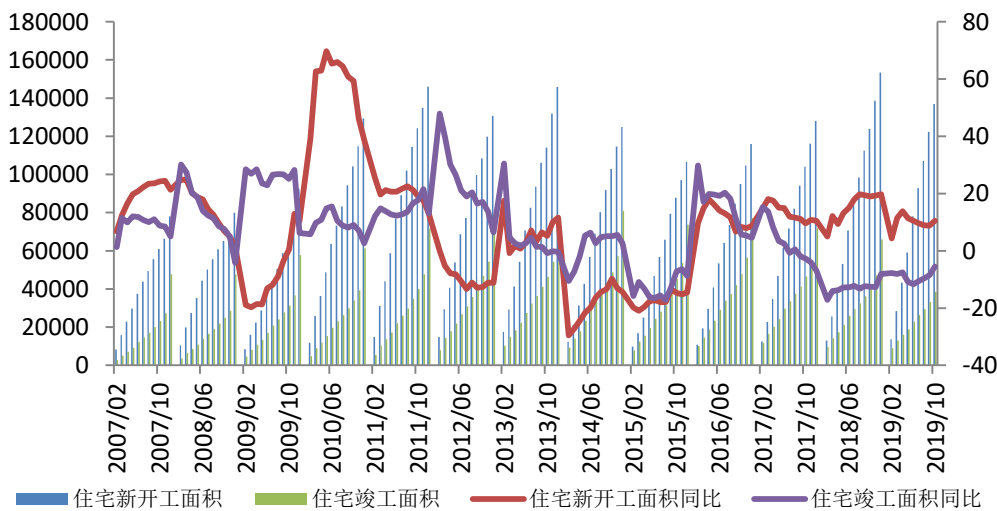
图 1：我国人均可支配收入（元）及增长率（%）



资料来源：wind、中国银河证券研究院

10月单月地房地产住宅竣工同比大幅增长。家电行业与房地产行业强相关，为房地产后周期行业，房地产行业对家电行业拉动作用较大。2019年1-10月，住宅新开工面积累计136936.72万平方米，同比增长10.50%，竣工面积38474.17万平方米，同比减少5.5%。10月单月房屋竣工面积5389.85万平方米，同比大幅增长18.82%。房地产住宅竣工的持续回暖符合我们的预期，由于交房的强制性，商品房住宅竣工面积增速回暖趋势有望延续，开竣工增幅的剪刀差有望继续收窄，房地产竣工带动的零售需求有望逐步实现，预计2020年家电行业受地产影响较大的白电和厨电将直接受益。

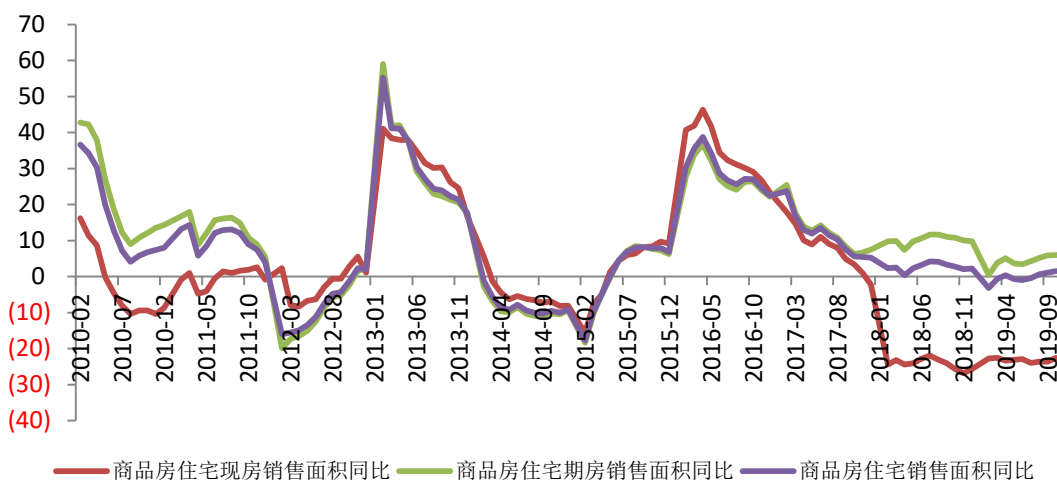
图 2：住宅新开工与竣工面积（万平方米）累计值及同比增长率（%）



资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究院

我国的商品房住宅销售面积增速从2017年下半年开始下降，下降趋势在2019年8月得到扭转且增幅逐步增大，1-10月累计增速1.50%。10月单月商品房住宅单月销售面积12482.79万平方米，同比增长4.43%。

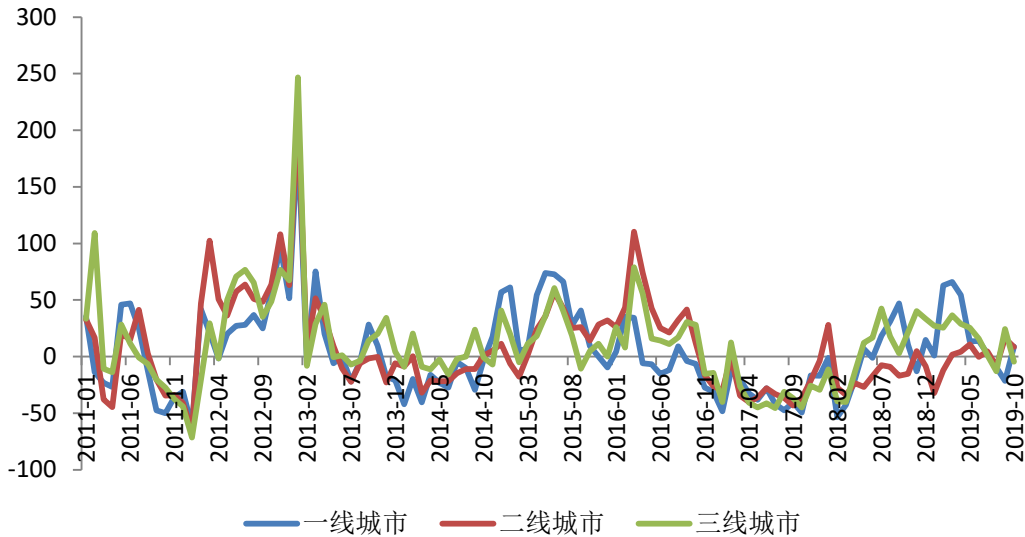
图 3：商品房住宅现房、期房销售面积同比增长率（%）



资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究院

从 30 大中城市商品房成交数据来看，2019 年 10 月份，一线城市商品当成交套数同比增速转正至 8.85%，二、三线城市增速有所下滑，分别为 8.57%和-4.49%。

图 4：30 大中城市商品房成交套数同比增长率（%）



资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究院

（三）政策标准支持，消费刺激政策出台

我国从 2012 年起出台了一系列文件促进智能家居发展，作为智能家居主要组成部分的家电也被频频提及。2018 年 10 月，《国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》中提出引领智能家居、智慧家庭等领域消费品标准制定，加大新技术新产品等创新成果的标准转化力度。该政策的提出引导家电未来向高质量、智能化方向发展，并促进智能化产品相应标准制定，方便技术对接，提升用户体验。

表 1：家电相关政策

时间	部门	文件	内容
2012 年 2 月	工信部	《物联网“十二五”发展规划》	智能家居作为物联网 9 大重点领域应用示范工程之一，包括家庭网络、家庭安防、家电智能控制、节能低碳等。
2012 年 12 月	住建部	《关于开展国家智慧城市试点工作的通知》	提出通过积极开展智慧城市建设，提升城市管理能力和服务水平。
2016 年 3 月	国务院	《2016 年国务院政府工作报告》	提出增强消费拉动经济增长的基础作用，顺应消费升级趋势，壮大智能家居等新兴消费。
2016 年 12 月	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	加快先进智能电视和智能家居系统、信息安全产品的创新与应用。
2017 年 1 月	工信部	《信息通信行业发展规划物联网分册》	作为物联网 6 大重点领域应用示范工程之一，规划提出打造生态系统、推广集成应用解决方案，重点支持其物联网操作系统研发。

2017年8月	国务院	《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	鼓励企业发展面向定制化应用场景的智能家居“产品+服务”模式，推广智能电视、智能音响、智能安防等新型数字家庭产品，积极推广通用的产品技术标准及应用规范。
2017年12月	工信部	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划》	支持物联网、机器学习等技术在智能家居产品中的应用，建设一批智能家居示范应用项目并推广。
2018年10月	国务院	《国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	引领智能家居、智慧家庭等领域消费品标准制定，加大新技术新产品等创新成果的标准转化力度。

资料来源：中国银河证券研究院整理

2019年，国家陆续出台了一些刺激家电消费的文件，如刺激消费政策落地，将有效带动家电行业需求的释放，从而提升家电企业盈利能力。

1月29日，发改委等十部门联合印发了《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，明确了2019年家电产品刺激消费政策，主要措施为支持绿色、智能家电销售，促进家电产品更新换代和积极开展消费扶贫带动贫困地区产品销售。此文件为纲领性文件，具体措施还要由地方政府根据实际情况推出，北京政府已推出相关促销文件，其他地方政府促销措施也已经陆续出台。政策整体有利于推动家电行业产业升级，促进冰箱、洗衣机、空调、电视机、热水器等家电产品更新换代。

2019年3月1日，工业和信息化部等三部门印发了《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》，将按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。此次政策的提出对于深陷价格战的彩电行业来说是一项重大利好消息，需求的提升可以缓解价格战对行业的冲击，黑电企业也可以通过向高清、大尺寸彩电转型提升公司盈利能力。

2019年4月17日，媒体报告国家发改委办公厅近日下发了关于征求对《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费及促进循环经济发展实施方案（2019-2020年）》（征求意见稿），该征求意见稿多数内容与前期纲领性政策相匹配，但在补贴资金方面有了较大变化。1月29日的实施方案中强调各地政府为刺激消费政策实施主体，提供补贴资金，本次征求意见稿中提出中央财政对购买国家能效2级以上、且获得3C认证的新型绿色、智能化产品给予不高于产品价格13%的补贴，单台上限800元。虽然文件为征求意见稿，但可以看出政府态度有所转变，家电刺激消费政策有望加快落地。

2019年6月13日，发改委等7部门印发了《绿色高效制冷行动方案》，要求严厉打击产品能效虚标、认证检测作假、虚假宣传等行为，增大制冷产品抽查力度。《方案》提出，到2022年，家用空调、多联机制冷产品的市场能效水平提升30%以上，绿色高效制冷产品市场占有率提高20%，实现年节约1000亿千瓦时。《方案》鼓励有条件的地方，通过实施“节能补贴”“以旧换绿”等措施，采用补贴、奖励等方式，支持居民购买绿色高效制冷产品、更新更换老旧低效制冷产品，进一步重申了家电促消费政策，各地方政府有望陆续推出家电促消费细则。

6月21日广西商务厅举行2019年广西家电以旧换新活动新闻吹风会，会上自治区市场

运行处和消费促进处处长何海玲表示,从6月下旬开始,自治区商务厅联合自治区财政厅、生态环境厅在全区6个重点消费城市开展家电以旧换新活动,对电视机、电冰箱、洗衣机、空调四类家电实行以旧换新,符合条件的补贴对象将旧家电送交中标销售企业并购买新家电时可享受不超过新家电销售价格的8%的补贴,最高不超过500元。

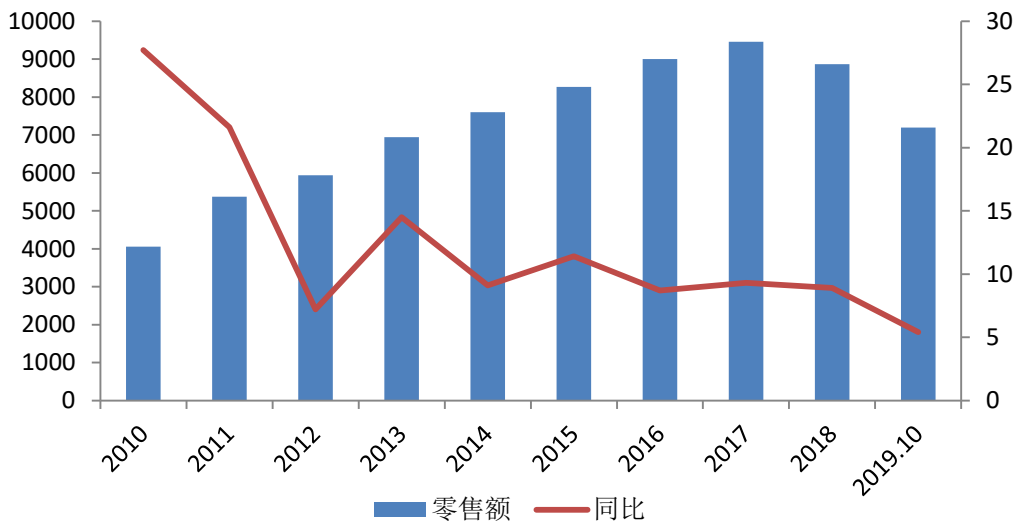
2019年8月27日,国务院办公厅发布了《关于加快发展流通促进商业消费的意见》,意见中再次提出支持绿色智能家电产品,鼓励具备条件的流通企业回收消费者淘汰的废旧电子产品,并鼓励金融机构创新消费信贷产品和服务,对居民购买新能源汽车、绿色智能家电、智能家居、节水器具等绿色智能产品提供信贷支持,加大对新消费领域金融支持力度。

(四) 家电行业景气度回落

1. 家电行业销售额增速放缓

根据国家统计局数字,2019年10月月家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额678.10亿元,同比增长0.7%,增速较上月大幅下滑,我们认为主要原因为京东、天猫等线上平台“双十一”预售提前,减弱了当月销售量,同时厂商为了市场份额积极促销,造成了终端产品价格下滑,影响销售额。总体来看,家电行业整体需求依旧偏弱,2019年1-10月,累计零售额增长5.40%,依然处于历史低位,行业整体景气度较低。

图 5: 家用电器和音像器材类零售额及增速

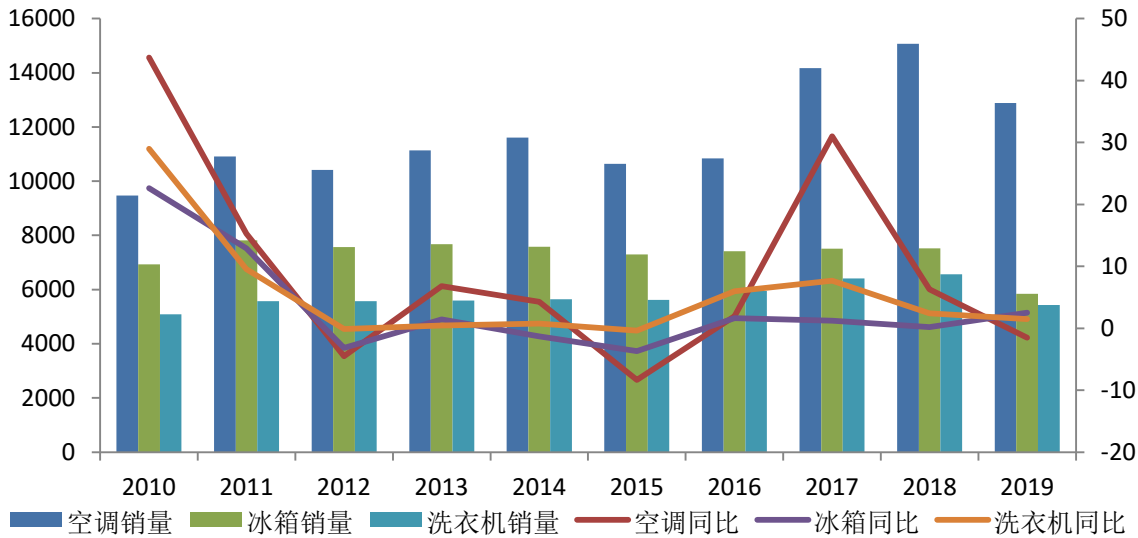


资料来源: 国际统计局、wind、中国银河证券研究院

2. 主要家电内销量增速放缓

根据产业在线数据,2019年10月家用空调出货量改善,销量722万台,同比增长3.06%,其中内销507万台,同比增长1.38%,外销265万台,同比增长6.43%。我们认为空调内销量在行业需求疲软,库存压力较大的背景下微涨主要是因为去年同期基数较低,空调外销在贸易摩擦未有大变动的情况下保持相对稳定。1-10月份,空调总销量12886.6万台,同比减少1.52%。洗衣机1-10月份累计销量5434.4万台,同比增速1.50%。总体来看,冰箱和洗衣机由于保有量趋于饱和,主要为更新需求,销量保持相对稳定。

图 6：我国白电主要销量（万台）及增速（%），截至 2019.10



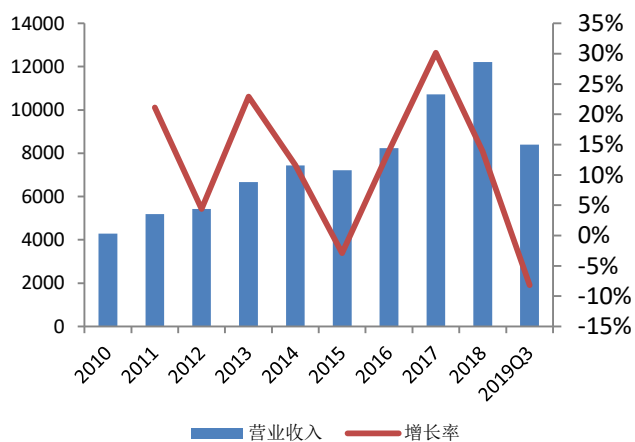
资料来源：产业在线、wind、中国银河证券研究院

（五）财务分析

1. 家电行业营收增长率和归母净利润增长率处于下降趋势

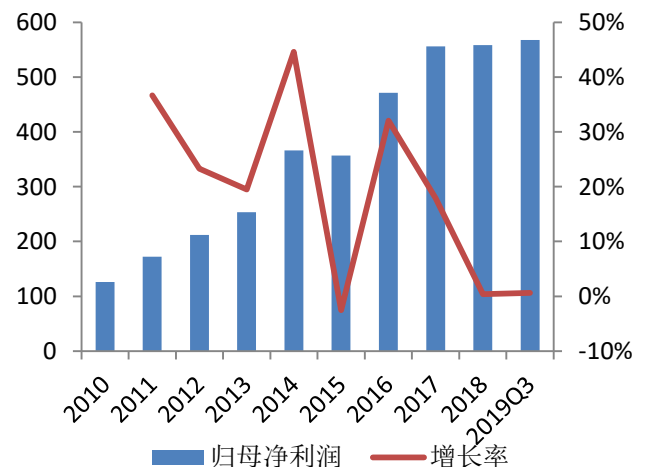
家电行业整体营业收入 2019 前三季度家电行业营业收入达到 8400.49 亿元，同比下降 8.19%。扣非归母净利润同比增长 0.59%。我们认为主要原因为经济下行、家电整体需求疲软。具体行业来看，三季度厨电和黑电营收下滑幅度较大。具体到公司层面，龙头公司由于规模优势明显、产业链议价能力加强，整体表现好于行业整体。由于 2018 年下半年基数较低，预计 2019 年全年营收下滑幅度会有所好转，盈利能力将会继续增强。

图 7：家电营业收入（亿元）及增长率（%）



资料来源：国家统计局，WIND，中国银河证券研究院

图 8：家电行业归母净利润（亿元）及增长率（%）

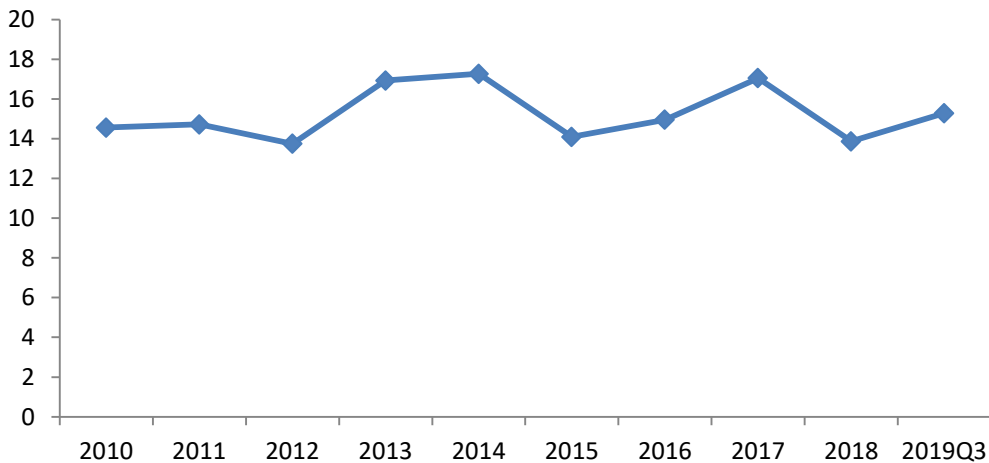


资料来源：国家统计局，WIND，中国银河证券研究院

2. 家电行业杜邦分析

家用电器行业净资产收益率整体呈波动上升趋势，从 2010 年的 14.56% 上升到 2017 年的 17.04%，2018 年行业 ROE 下降到 13.86%。2019 前三季度的 ROE 为 15.28%，相比去年同期的 13.29% 有所好转。

图 9：家电行业净资产收益率



资料来源：wind、中国银河证券研究院

根据杜邦分析法的分解，ROE 的变化主要受三个因素影响：权益乘数、资产周转率、销售净利率。从三个因素分开来看，家电行业 2018 年 ROE 收益率从 2017 年的 17.04 下滑至 13.86，主要为销售净利率下降所致，说明行业的盈利能力在 2018 年出现了下降。但 2019Q3 销售净利率从 2018Q3 的 7.15 上升到 8.25，主要因为原材料价格下降和减税带来的盈利能力增强。近年来行业的权益乘数相对稳定，表明了行业整体的负债率变动较小。总体来看，家电行业资产周转率呈现下滑趋势，我们认为主要因为行业景气度下滑造成的产能使用率不高所致。2019Q3 的资产周转率与去年同期相比下滑幅度减少，下滑趋势有所好转。

表 2：家电行业杜邦分析指标

	净资产收益率 ROE (%)	销售净利率 (%)	资产周转率	权益乘数
2010	14.56	4.15	1.21	2.89
2011	14.72	4.38	1.16	2.90
2012	13.75	4.80	1.05	2.73
2013	16.92	5.67	1.09	2.74
2014	17.26	6.25	1.05	2.63
2015	14.09	6.18	0.93	2.45
2016	14.95	7.05	0.81	2.61
2017	17.04	7.06	0.89	2.70
2018	13.86	5.64	0.92	2.66
2019Q3	15.28	8.25	0.71	2.62

资料来源：wind、中国银河证券研究院

3. 家电行业偿债能力与存货周转率处于较高水平

家电行业资产负债率变动较小，围绕 62% 上下波动，2019Q3 达到 61.89%，较 2019H1 的 62.69% 有小幅下滑。流动比率一直大于 1，且自 2016 年起大幅上涨，2018 年虽有小幅下降，但 2019Q3 已回升至 1.33。流动比率升高表明家电行业流动性充足，偿债能力较强，风险偏低。2012 年以来家电行业存货周转率不断提高，周转天数呈下降趋势，我们认为主要原因为家电企业推行以单定产带来的存货减少，但近年来由于线上销售比例上升造成了厂商库存小幅提升。

图 10：家电行业资产负债率（左轴，%）与流动比率（右轴，%）

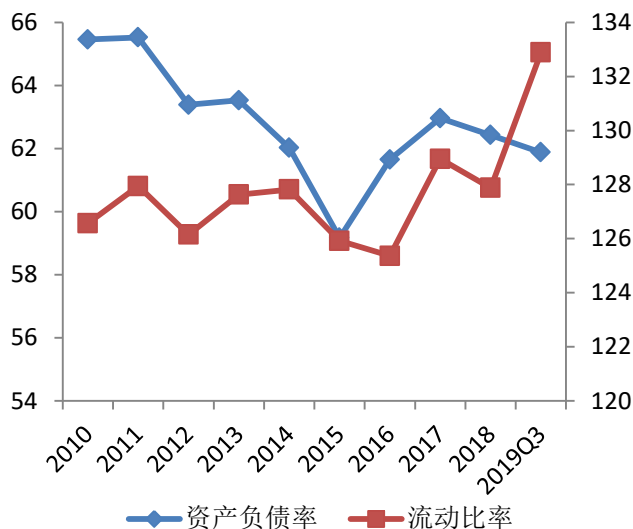
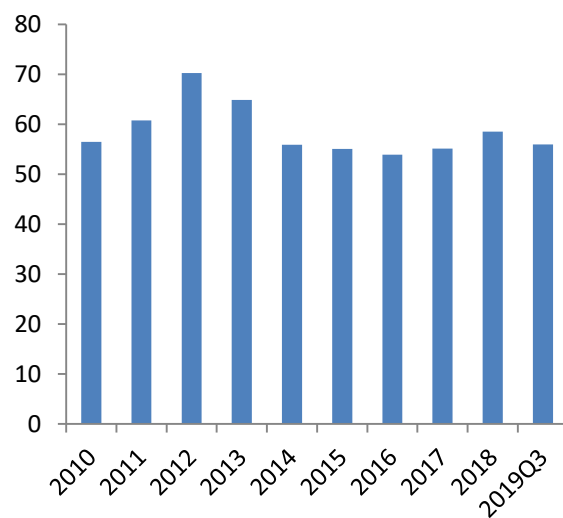


图 11：家电行业存货周转天数



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

二、家电业发展处于成熟期，技术催生新经营模式，马太效应愈加明显

（一）行业成长空间有限，内部需按自身实况转型变革

中国家电业近年来一直保持高速增长趋势，其中 2017 年更是取得了近 5 年来最好的增长业绩，厨电市场表现非常突出，市场规模超过千亿。但随着行业整体规模的提升，市场逐渐饱和，行业高速增长趋势较难持续，未来行业发展将主要转向高质量发展，高端、智能、健康等特点在家电产品上的显现将更加突出。

1. 白、黑电市场饱和度高，更新换代需求强烈，产品应向高质量方向发展

根据国家统计局数据，2018 年，我国城镇家庭的冰箱、洗衣机的百户拥有量达到 95.7 和 98，接近饱和水平，空调和彩色电视机的百户拥有量已达到 142.18 和 121.3，超过户均一台，虽与发达国家相比还有一定差距，但上升空间已较小。虽然农村家庭的彩色电视机、洗衣机和冰箱百户保有量不及城镇家庭，但也已处于较高水平，提升空间有限。农村家庭的空调百户拥有量还处于较低位置，不及城镇保有量的一半，未来发展空间较大。

总体来看，我国目前白电的市场饱和度较高，新增空间有限，但更新换代需求较强。我国从 2008 年开始逐步推出了家电下乡、以旧换新和节能补贴三大刺激家电消费政策，较好地带动了家电的销售和普及，按照白电大概十年的使用寿命计算，居民在上次刺激消费时购买的家电已逐步进入到更新期，白电的更新换代需求较为强烈。

图 12: 农村每百户耐用消费品拥有量

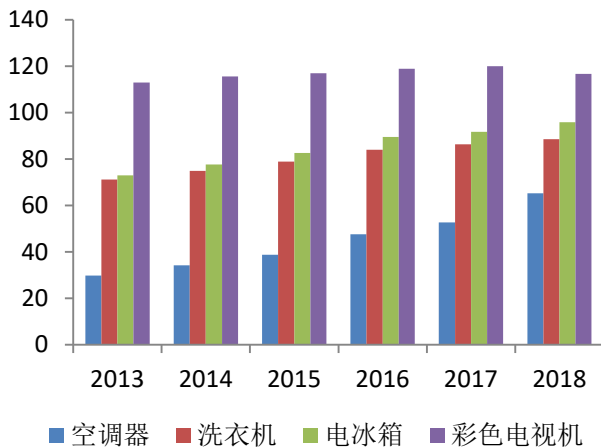
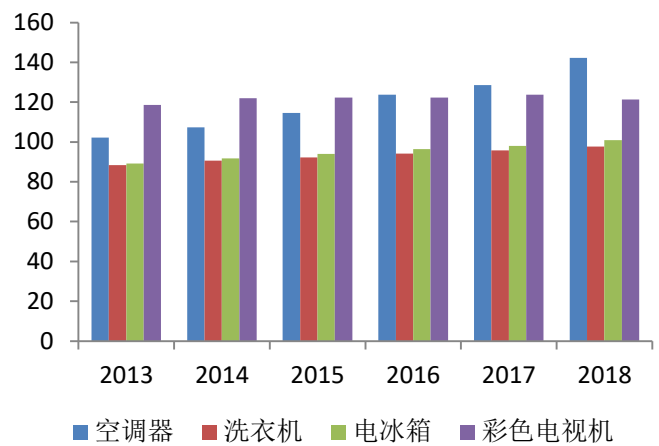


图 13: 城镇每百户耐用消费品拥有量



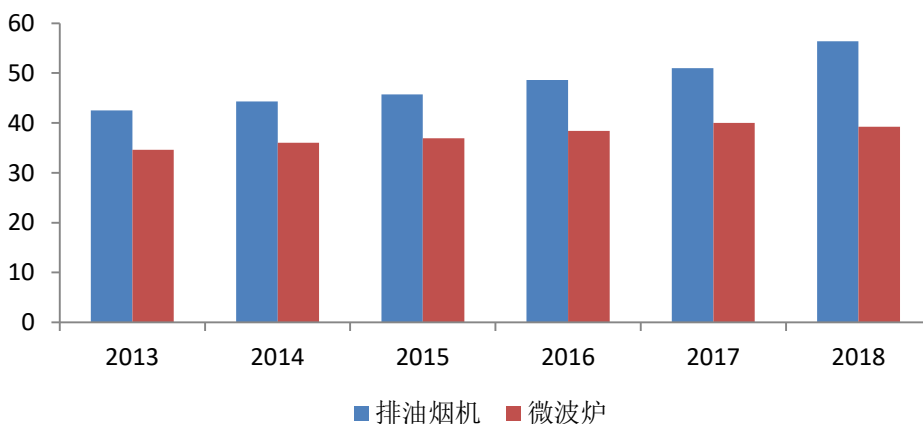
资料来源：国家统计局，WIND，中国银河证券研究院

资料来源：国家统计局，WIND，中国银河证券研究院

2. 厨电普及率低，新兴厨电市场空间较大

与发达国家相比，我国厨房电器的市场普及率较低，仍处于起步成长阶段，特别是一些新兴厨电差别更大。根据国家统计局数字，2017 年底，排油烟机和微波炉的全国居民年末拥有量为 51 和 40，按照油烟机户均一台的属性来看，依然具有较大提升空间。相比排油烟机，我国新兴厨电普及率更低，可提升空间更大。根据前瞻产业研究院数据，我国 2018 年中大城市家庭洗碗机的普及率不到 1%，而美、德、法等国家的洗碗机普及率已达 70%。

图 14: 全国居民年末耐用消费品拥有量



资料来源：国家统计局，WIND，中国银河证券研究院

3. 小家电渗透率有待提高，提升农村小家电保有量势在必行

我国小家电市场仍处在发展的初期阶段，普及水平与西方发达国家有着较大差距。欧美发达国家市场上小家电品类约为 200 种，我国仅有不到 100 种；我国家庭平均拥有小家电数量不到 10 件，远低于欧美国家每户 20-30 件的水平。

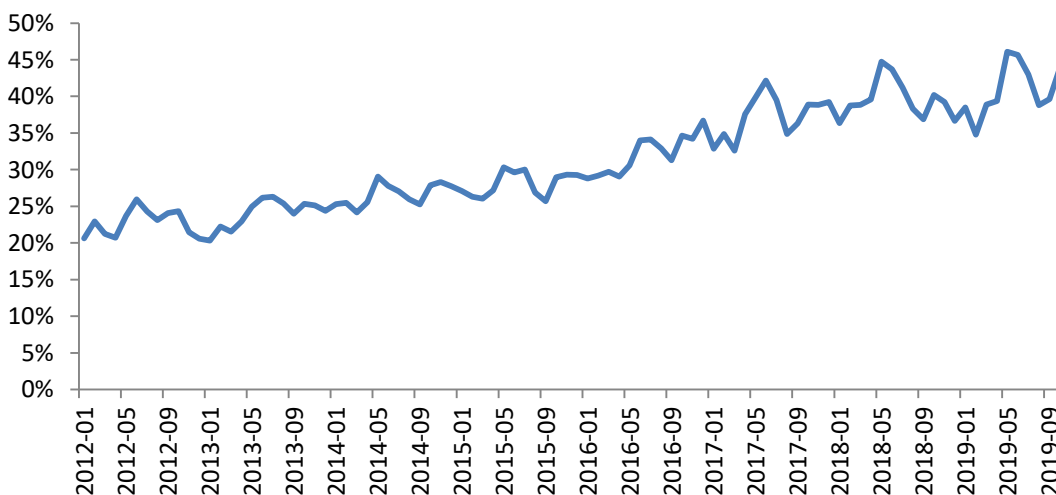
我国家庭拥有的小家电不但种类较少，而且主要集中在厨房小家电，比如豆浆机，热水壶、电磁炉等，其他种类小家电渗透率较低，刚性需求较高，未来发展前景较为广阔。中怡康数据显示，我国吸尘器产品的普及率约为 12%，而日本在 1994 年时每百户吸尘器保有量已达到 140 台。

(二) 产业发展环境变化，企业经营模式创新

近些年，大数据、人工智能、物联网等技术迅速崛起，家电企业顺应时代潮流，将产品与技术不断融合，创新出一系列新型产品。如搭载 4K、OLED、量子点、人工智能等功能的彩电，能够识别上千种米并根据其特点自动选择模式的电饭煲，九阳推出的免清洗、无噪音、无渣的高颜值豆浆机 K 系列。

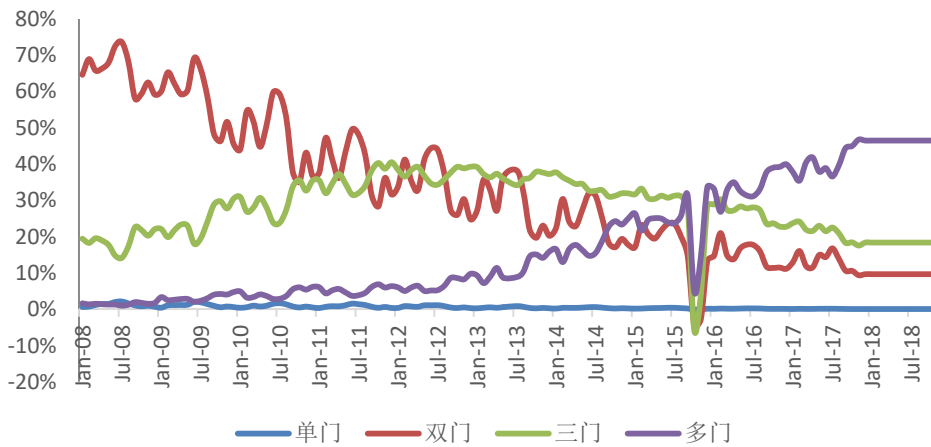
中怡康有关消费者家电购买调查发现，随着年轻消费群体的崛起，人们对于高端品质家电的选择排序发生了变化，其中技术含量高占比 61%、智能化操控占比 51%、产品品质精良占比 57%、品牌智能度占比 55%。消费者的消费理念不断转变，从平价消费过渡到品质消费，从基本功能诉求转向情感诉求，从盲目选择转向体验消费，品质、体验、服务成为消费者选择的关键。洗衣机选择方面，相比波轮洗衣机，滚筒洗衣机的洗涤方式使得衣物间及衣物与筒壁间摩擦减小，衣物不易产生缠绕，磨损减小，因此从 12 年起滚筒洗衣机销售量占比不断增加，2019 年 5 月达到 46%。冰箱选择方面，相较于容积较小的单门和双门冰箱，三门和多门冰箱销售占比更多，且多门冰箱销量增长迅速。产品功能的增加带动产品价格的提升，冰洗空三大件的均价也在高质量高价格产品的带动下不断上升，且仍有上涨趋势。

图 15：滚筒洗衣机销售量占比



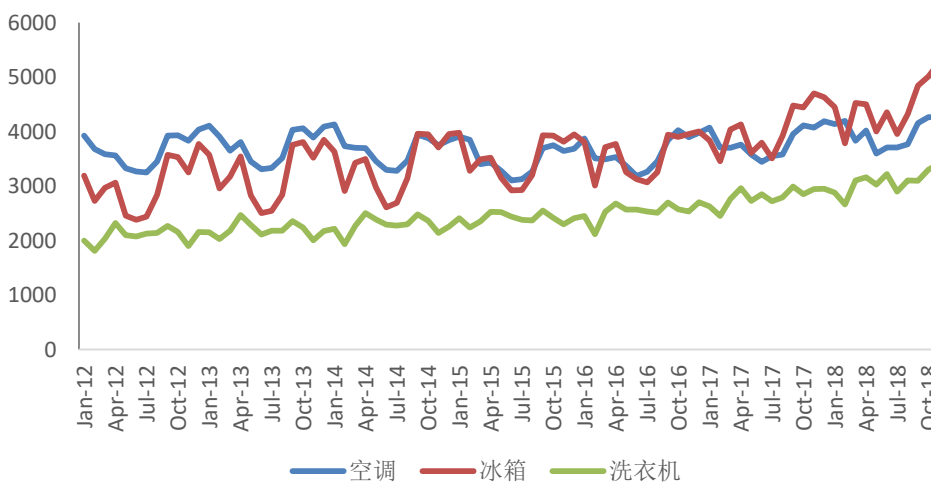
资料来源：产业在线，WIND，中国银河证券研究院

图 16: 单门、双门、三门及多门冰箱销售额占比



资料来源: 中怡康, WIND, 中国银河证券研究院

图 17: 空调、冰箱、洗衣机市场均价



资料来源: 中怡康, WIND, 中国银河证券研究院

产业环境的变化进一步带动企业经营模式不断创新。在产品方面, 出现更多满足个性化、定制化、多元化需求的 C2B 大数据定制产品, 并应用到长租公寓、精装修住宅、机场、军警系统等领域。营销方面, 利用大数据技术进行精准营销、饥饿营销, 使用精准数据锁定标签人群, 对其进行不同触点的沟通, 极大提升信息转化率。用户体验方面, 力推线上线下融合的新兴零售方式, 如天猫在各大城市开设新零售智慧门店, 京东家电推行双门头实体店形式。在服务方面, 由传统的售后服务转变为售前、售中、售后全流程服务, 京东家电 2017 年发力家电回收业务, 苏宁易购旗下苏宁帮客也推出以旧换新服务, 既规范家电回收市场, 又创造了与家电需求者接触的机会, 是多赢的正向循环。

（三）技术创新问道行业新机遇，智能发展满足消费新需求

在制造业与互联网融合时代下的转型浪潮中，“智能”成为家电企业无法绕开的话题。智能化包括 3 个方面，一是机器能够自我检测，将数据传递给用户；二是机器之间互联互通，同时与客户端连接起来；三是人机对话，比如语音控制、面部识别等。家电供给侧不断改革，使得智能家电迎来黄金时代，目前搭载 APP、远程调控、智能云菜单的嵌入式厨电零售额份额占比 32.9%，白电和小家电智能化产品渗透率也在逐步提高，海尔推出 COSMOPlat 平台，将用户需求与整个智能制造体系连接起来，让用户可以全流程参与产品设计研发、生产制造、物流配送、迭代升级等环节，以“用户驱动”作为企业创新的源动力，提高用户体验感，充分满足客户需求，创造用户终身价值。随着虚拟现实 VR 产业链的发展，智能产品还将呈现爆发式增长，根据家电工业信息中心测算，到 2020 年，白色家电、生活电器、厨电的智能化率将分别达到 45%、28%和 25%，保守预计智能家电未来 3 年将累积带来 1.2 万亿元的市场需求。

人工智能推动智能家居产品突破。AWE2019 年展会的主题是“AI 上.智慧生活”，各大厂商契合主题纷纷推出带有 AI 基数的智能家电产品。美的推出的 COLMO 品牌主打人工智能，推出了客厅、厨房和浴室三大场景产品。京东、华为和一些家电企业都推出了 IoT 生态平台，开放入口，整合全屋智能家电，实现不同品牌智能设备的互联互通。人工智能技术的发展使得智能家电的功能性更加强大，互联互通也容易实现。

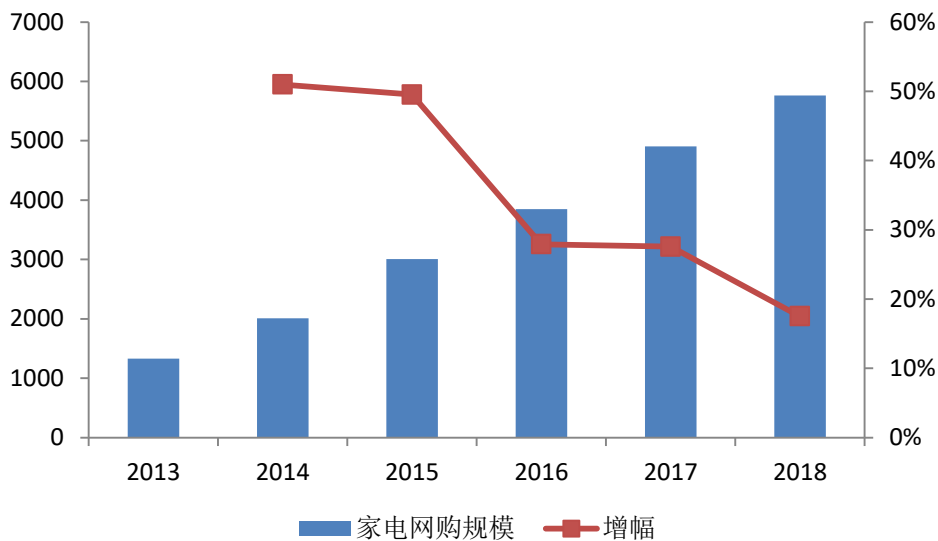
绿色健康家电异军突起。由于近些年我国空气质量有所下降，水污染问题日渐严重，人们对健康生活的追求日益明显，健康、绿色、高效成为家电产品研发推广的关键点，饮食保健、家居环境、个人护理等领域的家电产品也成为消费热点。空调市场健康化功能中的自清洁系统逐渐得到消费者认可，燃气灶产品向高效方面发展，一级能效产品比重线下市场达到 58.9%，同比上升约 5%，线上市场份额达到 34%，增加约 16%。洗衣机整机企业蓄势待发，纷纷推出健康、智能、大容量产品，加速产品结构升级，其中高温杀菌功能更是被消费者日益推崇。预期未来绿色健康家电比例将快速上升，以满足人们品质化的市场需求。

（四）销售路径扩张，零售渠道融合，新模式重塑行业生态圈

1. 网购市场规模扩张，家电零售进入电商时代

根据工业和信息化部赛迪研究院数据，我国 B2C 家电网购（含移动端）规模从 2013 年起快速增长，从 2013 年的 1332 亿元上涨到 2018 年的 5765 亿元，年复合增长率为 34.14%。虽然网购规模保持较快增长速度，但增速已有所放缓，2018 年网购规模同比增长 17.51%，相比 2017 年的 27.90%下滑 10.05PCT，为 2014 年以来首次低于 20%。其中电视、空调、冰箱和洗衣机四大传统大家电的同比增长率为 19.42%，小家电的同比增长率为 39.47%。

图 18：我国 B2C 家电网购及增速



资料来源：赛迪研究院，中国银河证券研究院

由于赛迪研究院的网购数据包括手机和平板电脑等个人移动类产品，扣除手机和平板电脑产品销售额外，我国纯家庭用电子电器产品线上销售额为 3145 亿元，以国家统计局公布 2018 年我国家用电器和音像器材类产品零售总额为我国家电市场规模测算，线上纯家电零售规模占比 35.48%，超过 1/3，家电零售进入电商时代。

2. “线上+线下+物流+服务”模式对商品流通过程进行升级改造

近年来，电商企业以互联网为依托，加快线下渠道建设，力图打通线上线下渠道，提供线上销售、线下融合的销售新模式。在大城市，天猫开设新零售智慧门店，京东与家电零售商合作开设双门头实体店，与家电企业合作开设“品牌体验店”。电商企业除了在城市布局线下渠道，在农村市场也加快开设实体店节奏，将网购方式和家电产品带到四六级农村市场。其中淘宝在农村已经拥有 3 万个网点，京东在四六级市场拥有 1 万多家家电专卖店。

在线下服务方面，电商企业已不仅仅局限在提供快速的物流服务，而是上升到售前、售中、售后的全流程服务。京东家电在 2018 年提出从“买家电上京东”进化到“好服务上京东”，并发布多项服务承诺，开启家电行业服务升级之路。

受需求和供给双重影响，家电网购逐步发生改变，消费者在购买家电时不仅仅看中家电产品自身，对服务也越来越看重。电商企业也积极推动线上线下渠道融合，提升服务，对商品的流通过程进行升级改造，进而重塑生态结构。

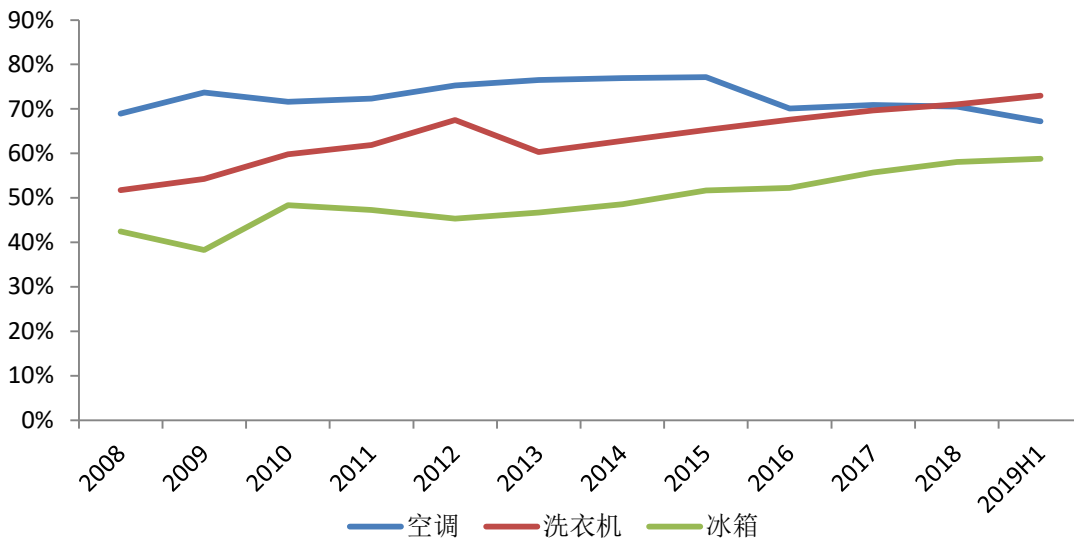
（五）“马太效应”进一步激化，壁垒高筑促使小企业另辟蹊

径

1. 龙头企业优势明显

我家电行业集中度处于较高水平，除了个别小家电产品外，多数产品都处于高寡占型，规模效应较为明显。产业在线数据显示，空调、冰箱和洗衣机的内销 CR3 从 2008 年起，多数情况下均超过 50%，其中空调最高超过 70%。作为厨电主要种类的油烟机和煤气灶的 CR3 相比白电较少，但也超过 40%。

图 19：家电细分产品 CR3



资料来源：中怡康，中国银河证券研究院

2. 行业集中度高，龙头企业议价能力强。

家电行业市场集中度高且还在逐步提升。在原材料价格上涨时，龙头企业由于规模大，具有较强的成本议价能力，相比中小型企业，可以取得一定的成本优势。龙头企业也可以通过直接提价和间接提价的方式将原材料成本上升的压力转接到消费者身上，从而保持稳定的毛利率和净利率。

3. 中小企业细分市场，差异化精品与服务提升市占率

相比于美的、格力等大市值龙头企业，中小企业根据市场需求和自身优势专注个别细分市场，将细节做全做精，提升售前体验和售后服务质量，从而占据市场份额。如科沃斯发觉消费者对自动清扫地面的需求，从而专攻扫地机器人一个方向，通过一类产品做出名气，占领新兴市场，逐步提升盈利能力，将公司做大做强并于 18 年上市。

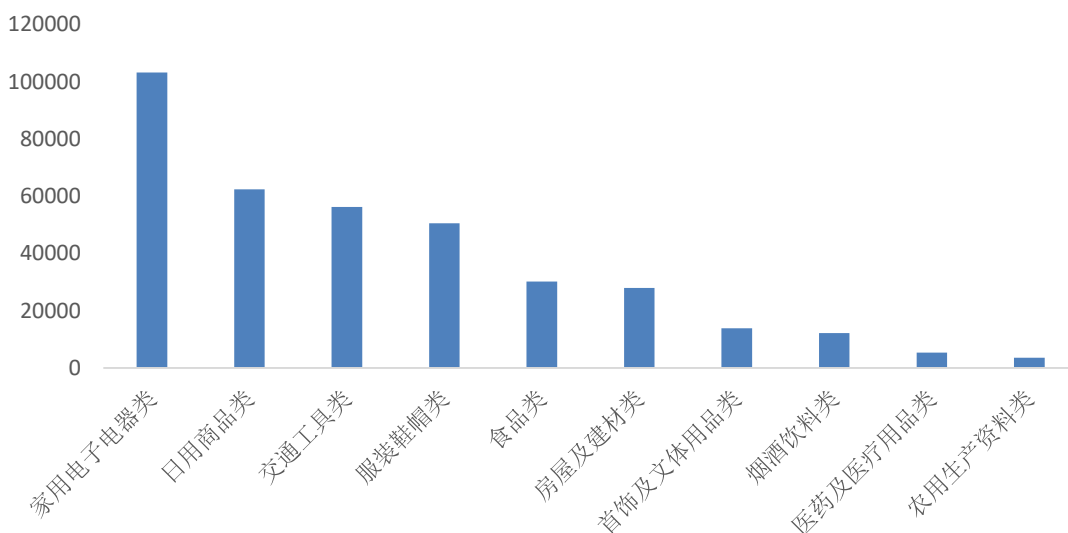
三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 售后服务差，行业投诉率居高不下

根据中消协数据，2018 年共受理家用电子电器类投诉 103213 件，占商品投诉总量的 28.26%，位居商品类投诉第一位，投诉比重较 2017 年上升 0.4%。消费者反映了诸多问题类别，其中以产品质量和售后服务为主。如售后服务方面存在家电售后不及时、不到位，部分厂商服务意识淡薄，对消费者投诉情况不重视，边远地区售后服务缺失，部分售后人员技术水平不足等现象，并且随着互联网的普及，网上山寨售后，小区“游击队”维修等乱象依然屡禁不止，其他方面也存在部分厂家零配件以次充好、价格不透明等问题。同时，厂商也面临消费者无病假修、小病大修的不文明现象。

图 20: 2018 年商品大类投诉数量对比



资料来源：中国消费者协会、中国银河证券研究院

表 3: 家用电子电器受理投诉统计

类别	质量	安全	价格	计量	假冒	合同	虚假宣传	人格尊严	售后服务	其他	合计
投诉数量	38581	1942	2752	111	3360	10479	5452	368	37307	2861	103213

资料来源：中国消费者协会、中国银河证券研究院

2. 海外自主品牌影响力弱

我国家电企业出口产品多停留在制造加工阶段，以代工为主，自主品牌影响力弱。虽然许多企业都有自己的海外阵地，销售量也有大幅增长，但整体销售量和销售额仍然较小，与当地龙头企业相比占比较低。同时由于地理位置的区别，当地企业更加熟悉本国消费需求，生产产品更加符合当地购买预期，我国企业很难面对客户精准研发，如新出的 8K 电视，我国企业产

品多集中在 65 英寸左右，而海外厂商对于 82 英寸及 85 英寸等超大尺寸的规划更加积极。

3. 智能家居发展缺乏相应的标准

智能家居市场虽然已小有规模，但各产品之间不对外开放接口，或者限制条件开放接口，使得各系统之间无法同时联动，如果出现任何损坏或是更新都只能购买原厂设备，使得用户体验急剧下降，严重影响产品销量。它的主要原因不是技术上面临的挑战，而是国家还没有形成一个完整的体系标准和协议，各公司基本上都是靠自己设计控制系统、部件和零件，因此产品采用的技术标准和布线标准存在一定的差异，形成各自为政的局面，使得智能家居产业一直没有重大的突破。

4. 一些核心零部件需要进口

虽然我国家电行业总产值在全球的占比已经达到 60%，但在核心零部件及材料研发上与发达国家仍有差距，部分零部件仍需进口。以芯片为例，虽然它在整个家电产业产值占比中只有 2%，但由于我国家电企业“做不如买”的安逸心态，一直未能真正研发出所需种类的芯片。近些年来，国外断货、供货周期长导致的缺货以及对高新技术封锁都对我国家电产业经营带来隐性风险，后端的产品研发、制造端由于核心元器件供应跟不上，使企业很难发挥出市场优势。

(二) 建议及对策

1. 培养专业人才，提升从业人员素质，解决售后服务难题

家电行业存在较高的投诉率，且主要集中在质量和售后方面，主要是由于专业人才的缺失和没有形成一个综合性的服务体系。维修电器工作环境较差，加上现在电器形式多样，功能更加复杂，维修变得十分困难，人才断层比较严重。企业应该提升维修人员的专业水平，如学习欧洲成立家电维修工程师职业，能够解决多类电器的维修保养问题，使得行业更加有序，节省更多社会资源，同时为家电维修工程师建立清晰的职业规划，从而培养其职业自豪感，吸引更多人才加入。

2. 收购海外品牌，提升品牌影响力

相比于我国家电企业，外国本土企业更加了解当地居民的消费需求，通过对海外品牌的收购可以快速占领国外市场，提升销售量。例如美的集团收购东芝白电从而进入日本市场，收购开利的空调业务，迅速增加巴西、阿根廷地区产品销量，通过收购、合资等方式，公司多品牌运营战略稳步推进，自主品牌影响力日益增强。

3. 国家制定相应标准，推动行业健康发展

目前智能家居还没能形成一个完整的体系，不同环节都存在多标准共存。国家虽然在 2012 年初就确定将智能家居列入十二五规划的九大产业之一，但并未制定统一标准。近年来，国家对智能家居产业的重视程度有所提高，《信息产业科技发展十一五规划及 2020 年中长期规划纲要》中指出，基于构建先进的国家信息基础设施和推进三网融合的需求，家庭网络研发及产业化进化、家庭网络的研发于产业化工作是信息产业十三个重大项目之一，预计 2020 年左右将出台相应标准。

4. 加大研发力度

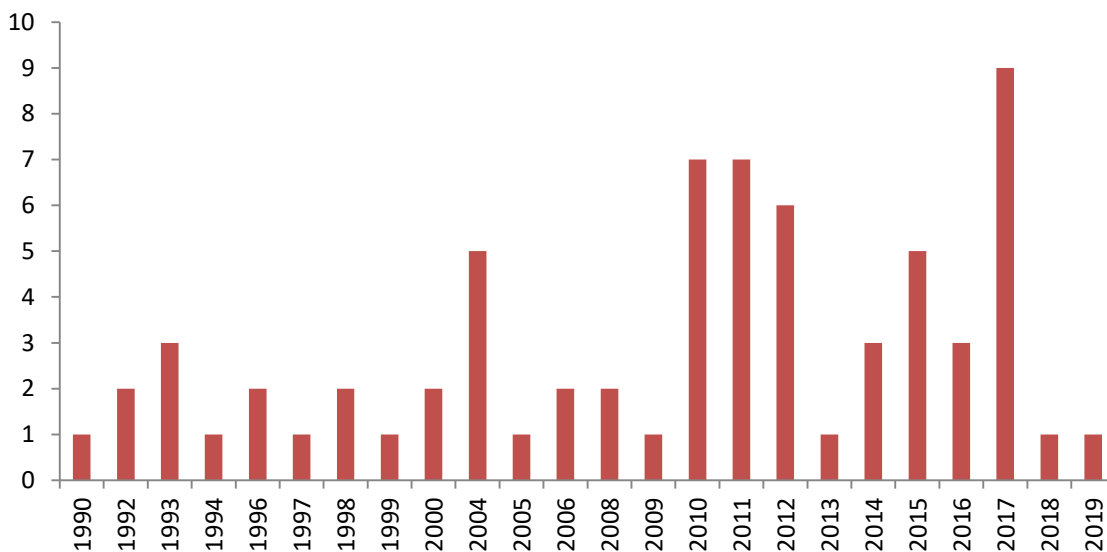
核心元器件已经不再是简单的市场行为，而是行业话语权、技术发展水准的体现。国家应该在顶层设计层面给予制度保障，由国家保障、公司实施，共同加大研发力度，培养研究人才，粘合上下游产业链，减少对国外产品的依赖。

四、家电业在资本市场中的发展情况

(一) 家电企业整体上市时间较早，A股占比较少

目前我国家用电器行业上市公司共有 69 家，约占 A 股整体数量的 2%。根据前瞻产业研究院数据，2017 年我国家电行业规模以上企业数量为 2700 家，大家电生产规模为 3.75 亿台，而小家电生产规模高达 26 亿台。以此数据为基础，我国家电企业上市企业占比约为 2.55%。家电行业总市值占 A 股市值比例与数量占比接近，按照 2019 年 11 月 26 日市值计算为 2.37%。大部分公司上市时间较早，处于 2013 年之前，上市时间最早的是飞乐音响，于 1990 年上市，最晚的是小熊电器，于 2019 年上市。在上市公司中，白电企业占据着主要位置，以 11 月 26 日市值为基准，白电上市公司市值占据家电上市公司比例为 65.36%。

图 21：家电企业上市时间统计



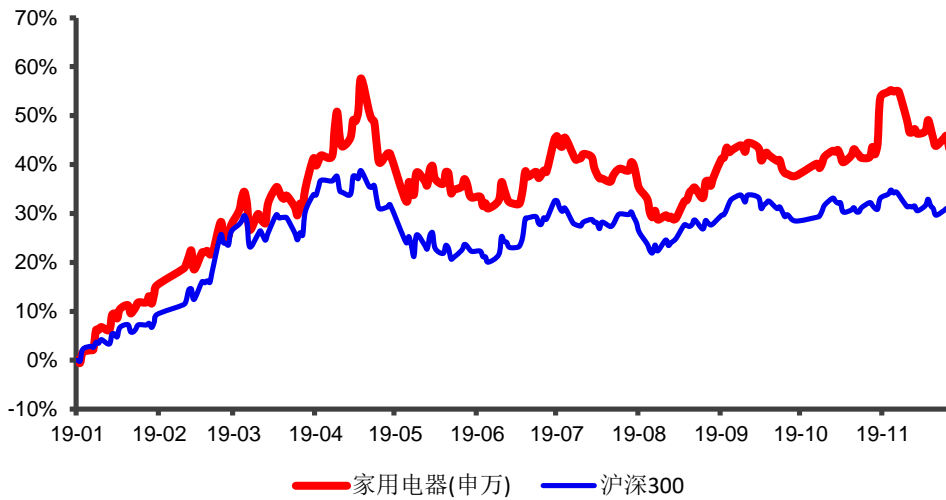
资料来源：wind、中国银河证券研究院

(二) 年初至今板块表现较强，估值处于历史中等偏低位置

1. 家电板块估值处于历史中等偏低位置

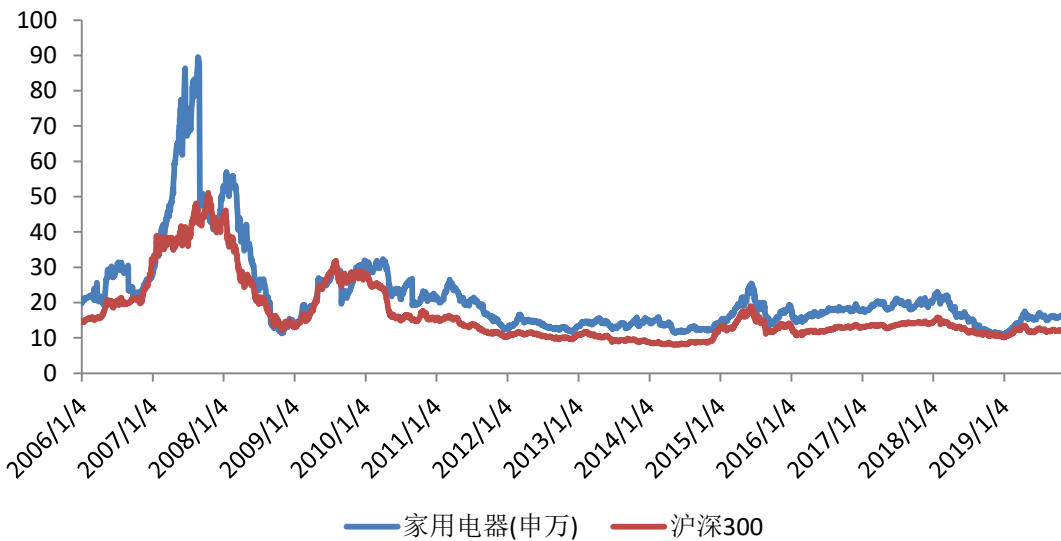
年初至今家电板块整体上涨 43.26%，高于沪深 300 指数 31.05% 水平。截至 2019 年 11 月 26 日，家电行业市盈率（TTM）为 15.83，低于 2006 年至今历史平均水平 21.76，处于中等偏低位置。

图 22: 申万家电指数与沪深 300 年初以来表现



资料来源: wind、中国银河证券研究院

图 23: 2005 年至今家电板块估值水平变化

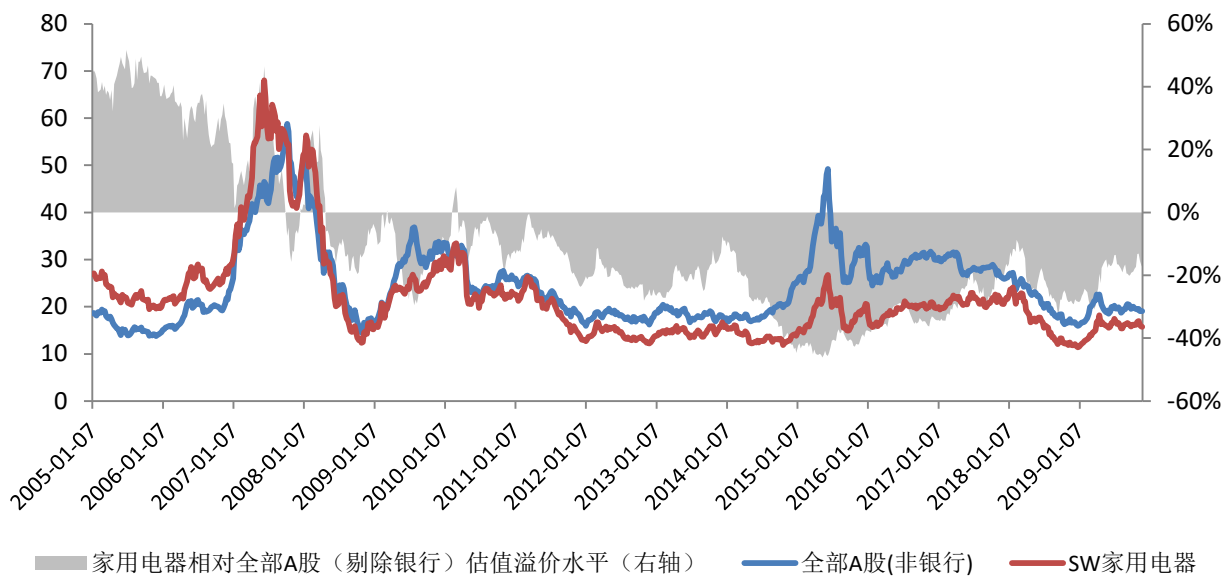


资料来源: wind、中国银河证券研究院

2. 家电板块估值溢价率位于较低位置

截至 2019 年 11 月 26 日, 家用电器行业一年滚动市盈率 15.75 倍 (TTM 整体法, 剔除负值), 较 2005 年以来的历史均值低 6.01 个单位。家电股估值溢价率 (A 股剔除银行股后) 为 -17.43%, 历史均值为 -10.91%, 行业估值溢价率较 2005 年以来的平均值下降 6.52PCT, 位于相对较低位置。

图 24：家用电器股票估值溢价情况-剔除银行股

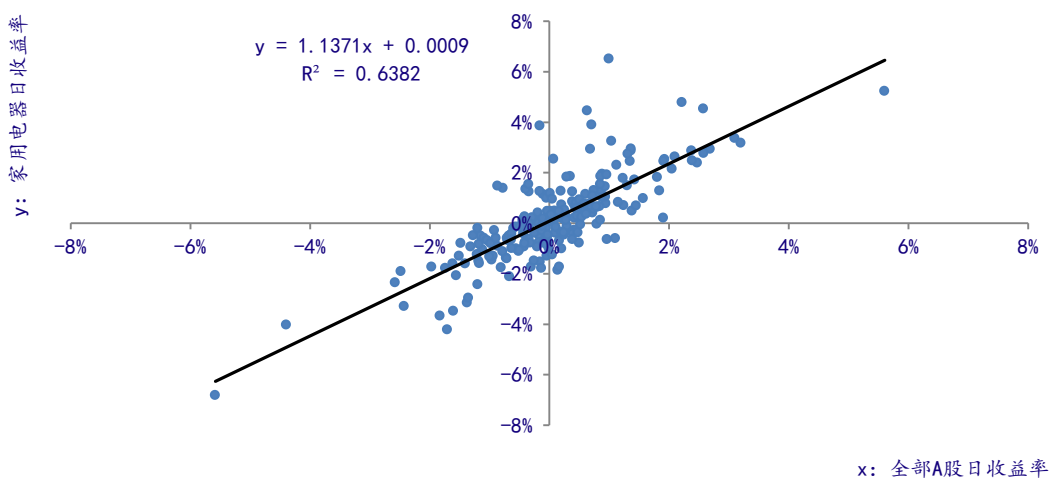


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

（三）行业 Beta 表现

年初至今，家用电器行业相对全部 A 股的 β 值为 1.1371，大于 1，表明家电行业对于全部 A 股的波动性越大，风险和收益均高于 A 股市场。在牛市或整个 A 股市场处于上涨时，行业表现领先于整个市场；但当熊市或整个 A 股市场处于下降时，可抵御市场风险，避免更多的额外损失。具体到实际情况，年初至今，家用电器行业和全部 A 股均实现上涨，但家电行业的表现要领先于全部 A 股。

图 25：年初至今家用电器板块相对全部 A 股 Beta 表现

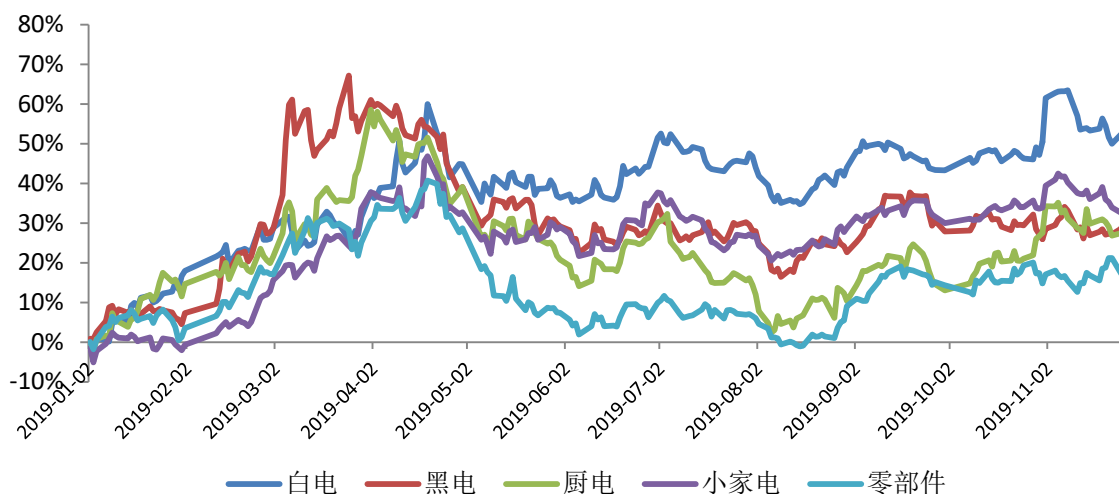


资料来源：wind、中国银河证券研究院

(四) 板块表现分化

年初至今，家电行业子板块收盘价均成上升趋势，其中白电板块较为稳定，上涨幅度为49.91%，黑电板块自四月份月份开始回调，上涨幅度由最高点60.98%下滑到30.79%，零部件板块上涨幅度一直较低。长期来看，小家电在消费升级的大趋势下，受消费新政推动，不断推出绿色、智能高质量产品，符合市场需求，且农村小家电渗透率低，加上线上渠道不断扩张，预计未来小家电行业上升空间较大。

图 26：家用电器子行业年初以来市场表现



资料来源：wind、中国银河证券研究院

五、投资建议

(一) 最新观点：家电行业营收稳中有升，估值处于低位

受房地产和人均可支配收入影响，家电行业暂时景气度有所回落，但国家已出台家电行业刺激政策，具体细则也在逐步研究推出中。家电企业积极投入研发，根据技术进步和消费者需求变化不断变革，推出满足消费者需求和行业发展趋势的绿色、智能家电产品。家电企业还创新经营模式，拓展渠道布局，提升消费者购买产品的便捷性。总体来看，家电行业虽然短期景气度回落，但更新需求较为稳定和消费升级趋势明显，未来整体营收和利润稳中有升。从估值来看，家电板块估值处于偏低位置，具有配置机会。

分行业来看：

白电：2018年空调内销量在2017年的高基数下再创新高，但受地产调控和库存等方面影响，不考虑家电行业政策支持的因素，19年空调行业内销保持增长的压力较大。对比空调行业，冰洗内销量有望保持平稳。总体来看，白电行业销量承压，但产品结构有望提升，从而带动价格上涨。从具体企业来看，白电龙头企业规模较大、现金流充分，在消费市场整体羸弱和房地产市场调控的背景下，企业抗风险能力较强。同时白电龙头企业在行业低迷时，通过自身

优势，抢夺中小企业市场份额，提升市占率，业绩确定性较强。

厨电：厨电为家电行业中与房地产关联度最高的子行业，受房地产调控影响最大。短期来看，厨电受地产增速放缓带来的压力还将持续，但地产增速放缓幅度已有所降低，厨电行业面临的压力将有所缓解。与此同时，为缓解外部环境压力，厨电龙头企业在布局烟灶传统厨电产品外，也积极加大洗碗机、消毒柜等嵌入式厨电新品的推广力度，寻找新的盈利增长点。厨电龙头企业借助其品牌优势开拓工程渠道，随着我国精装房占比的逐步提升，厨电龙头企业的优势将会更加明显。

黑电：随着电视面板产量的增加，黑电企业的原材料压力将有所缓和，但由于黑电行业竞争激烈，黑电价格会伴随面板价格下降而下降，黑电行业整体业绩改善空间有限。在消费升级的大背景下，电视将向更大尺寸、更高分辨率和更加智能的方向发展，从而进一步提升电视领域高端产品占比。龙头企业在高端产品竞争方面具有一定的优势，且高端产品受价格因素影响较小，因此龙头企业有望通过高端产品提升盈利能力。

小家电：相比其他家电子行业，小家电与地产相关性最低，受房地产调控影响最小。小家电的消费属性较强，且多数产品在国内市场普及率较低，因此销量有望伴随居民可支配收入的增加而稳步增长。在行业消费升级的大背景下，小家电可以依托线上渠道快速扩大市场，提高普及率，从而带动行业快速发展。

(二) 核心组合

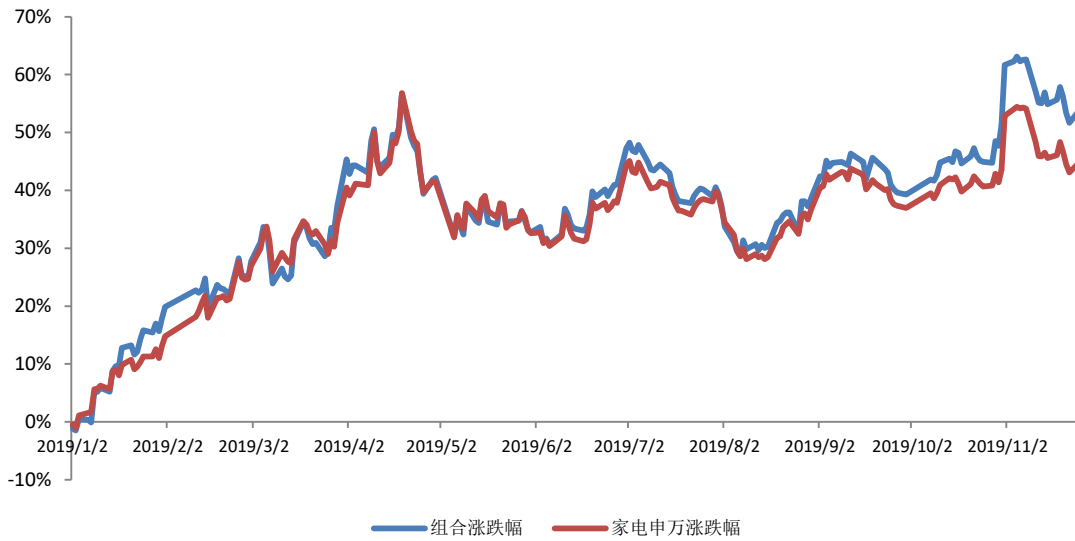
在家电行业的股票中，我们根据盈利质量、ROE、EPS、研发投入比、上市时间等指标筛选出8只股票，并根据业绩确定性和估值两条主线筛选出4只在智能、绿色家电布局较早，具有较强技术储备的家电龙头企业：**美的集团（000333）、海尔智家（600690）、格力电器（000651）和老板电器（002508）**构建投资组合。截至2019年11月27日，该投资组合自年初以来累计收益50.69%，跑赢SW家用电器指数8.14PCT；组合夏普比率为4.01，高于SW家用电器的夏普比率3.67。

表 4：核心组合及推荐理由， 20191127

证券代码	证券简称	推荐理由	累计涨幅 年初至今	相对收益率 年初至今
002508.SZ	老板电器	厨电行业龙头之一，布局高端厨电，享受厨电消费高端化趋势带来的业绩增长。	52.81%	10.26%
000651.SZ	格力电器	公司为国内空调行业的标杆企业，具有强大的品牌优势。空调行业的高毛利特性也使公司具有较强的盈利能力。	68.46%	25.91%
600690.SH	海尔智家	白电行业三龙头之一，布局国际化和智能家居较早，海外营收稳步增长。	27.96%	-14.59%
000333.SZ	美的集团	产品覆盖面广，有利于其布局一站式智能家居解决方案。市场占有率高，冰洗空市占率均为行业第二位。采用T+3模式有效提升运营效率。	53.53%	10.98%

资料来源：wind、中国银河证券研究院

图 27: 核心组合年初至今收益率变动, 20191127



资料来源: wind、中国银河证券研究院

六、风险提示

原材料价格变动的风险；房地产调控的风险；刺激消费政策不及预期的风险。

七、附录

一、港股公司估值及对比

港股市场，我们列示了家用电器行业所有的家电上市公司如下表。从过去五年收入的CAGR来看，平均为8.53%，中位数为3.02%；其所对应估值PE平均数为29.98倍，PE中位数为13.83倍。

表 5：港股家电行业公司业绩及估值（市值单位：亿元；截至 2019.11.27）

股票代码	股票简称	CAGR (过去五年)		净利润同比增速		收入同比增速		市盈率	市值 (亿元)
		收入增速	利润增速	19H1	Y18	19H1	Y18		
0229.HK	利民实业	1.72	9.76	-75.44	36.03	-9.72	28.89	14.14	4.60
0449.HK	志高控股	-0.08	20.10	-28573.71	-234.23	-58.53	-14.59	-0.33	4.30
0464.HK	建福集团	-7.35	-22.40	0.00	-32.44	0.00	-3.33	-16.57	9.00
0599.HK	怡邦行控股	3.02	10.84	-0.82	-58.47	1.43	-7.69	21.99	2.52
0669.HK	创科实业	10.30	17.16	11.87	17.00	8.67	15.79	24.31	1107.14
0684.HK	亚伦国际	-9.65	-19.55	0.00	-121.43	0.00	-7.35	18.13	5.10
0833.HK	华讯	10.74	17.97	124.82	-45.62	4.88	0.75	7.99	4.16
0921.HK	海信科龙	8.04	2.53	12.39	21.00	-6.98	7.68	5.59	98.25
0943.HK	意科控股	12.51	20.23	78.89	59.40	-14.72	50.15	276.11	13.29
1169.HK	海尔电器	6.49	13.22	4.43	5.56	-2.68	8.27	13.83	617.19
1280.HK	汇银智慧社区	-20.10	-1.51	81.71	75.98	-59.69	-31.66	-1.91	2.26
1746.HK	万顺集团控股	0.00	0.00	-92.04	1.69	-52.17	30.02	98.57	4.40
2014.HK	浩泽净水	32.85	-5.88	-12.38	66.03	8.13	6.19	16.66	24.52
2222.HK	雷士照明	5.37	5.99	-326.14	-48.12	36.63	20.72	-17.37	8.92
8118.HK	濠亮环球	0.00	0.00	0.00	125.15	0.00	7.15	7.17	1.93
8151.HK	宝申控股	0.00	0.00	-114.16	58.76	-18.73	-5.09	41.60	0.64
8192.HK	环球能源资源	91.10	49.09	38.12	-186.58	-2.96	-6.53	-0.25	0.32
	均值	8.53	6.91	-1,696.62	-15.31	-9.79	5.84	29.98	112.27
	中位数	3.02	5.99	0.00	5.56	-2.68	6.19	13.83	4.60
	最大值	91.10	49.09	124.82	125.15	36.63	50.15	276.11	1,107.14
	最小值	-20.10	-22.40	-28573.71	-234.23	-59.69	-31.66	-17.37	0.32

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

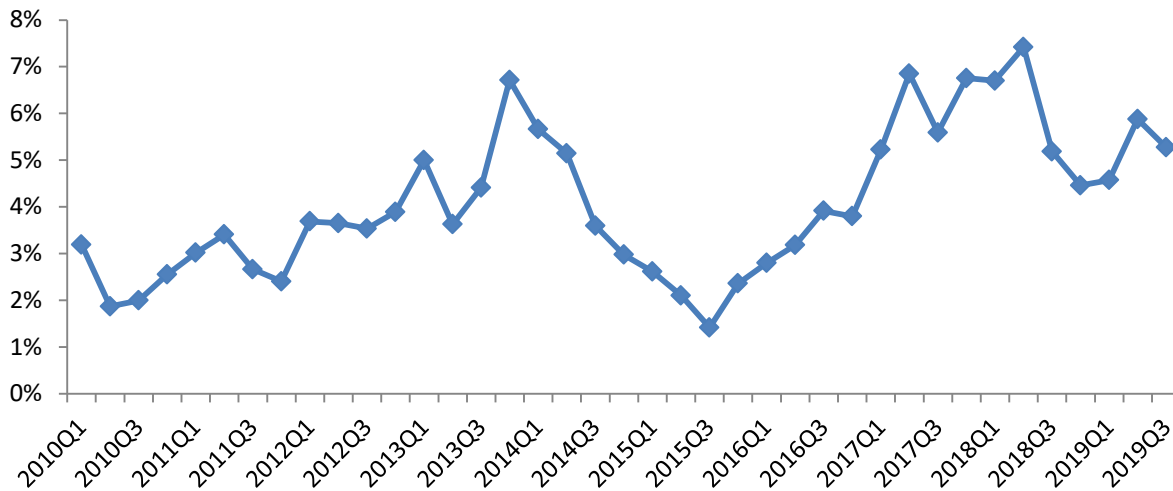
二、行业数据跟踪

(一) 基金增持家电股趋势明显

2019Q3 基金持家电重仓股比例为 5.27%，较 2019Q2 的 5.88%下降了 0.61pct，仍处于历史相对高位。我们认为主要原因为三季度家电消费整体偏弱，基金重仓家电龙头意愿下降。长远来看，基金持家电重仓股比例自 2015Q3 到 2018Q2 震荡上升，在 2018Q2 达到最高点 7.42%。

之后公募基金配置家电行业意愿持续减弱,持有家电股票市值总和占基金持股总市值比不断下降,2018Q3 时期降幅达到 30%。2019Q1 以来家电板块行情得以改善,基金家电行业重仓持股比例下跌趋势开始扭转,预计随着家电促消费新政细则逐步落地,基金家电重仓持股比例有望保持稳定。

图 28: 家电行业基金持股市值占基金股票投资市值比(%)

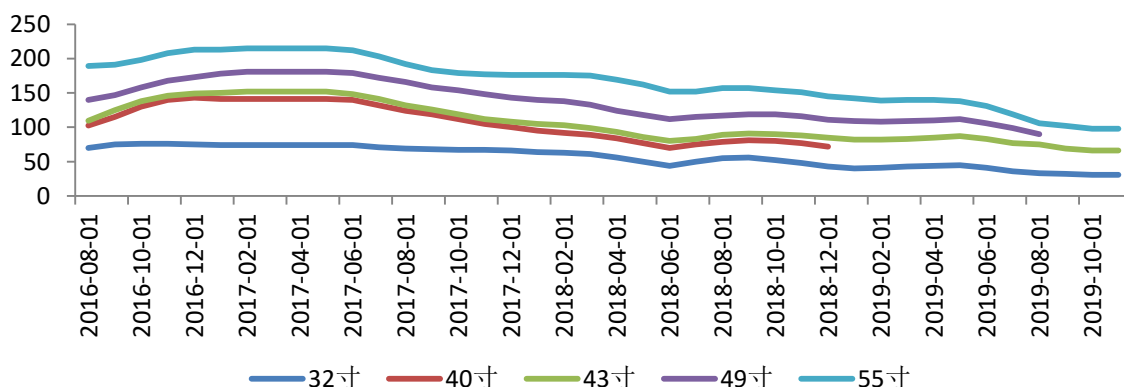


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 面板价格

不同尺寸的面板价格走势基本相同,在 2017 年 6 月时达到最高点,之后受我国产能的逐渐释放,面板价格逐步回落。2018 年 6 月份起,价格有所回升。2019 年 11 月,32 寸、43 寸、55 寸面板的最新价格为 31、61 和 98 美元,和上月持平。

图 29: 面板价格 (美元)

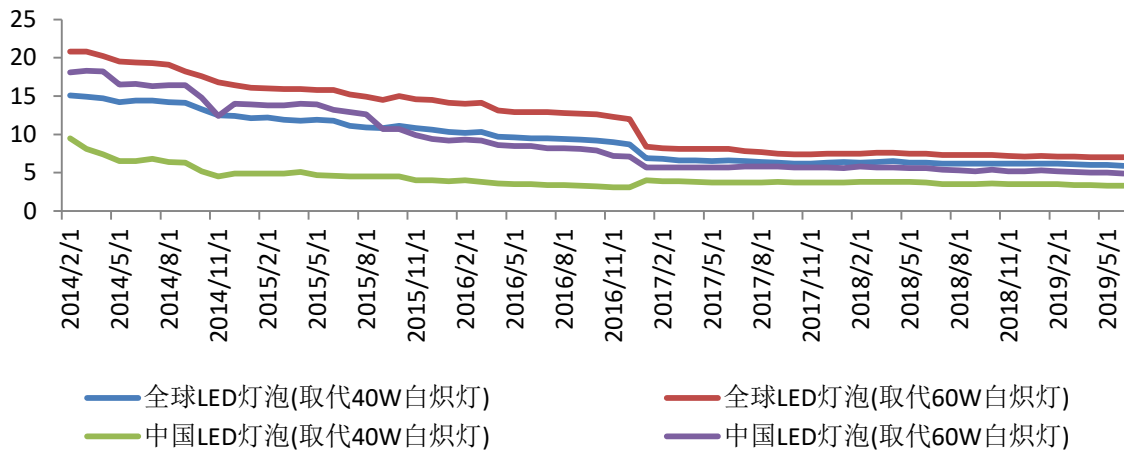


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

3. LED 灯价格

我国 led 灯泡价格整体低于全球价格，从 2016 年 12 月起，整体价格趋于稳定。2019 年 7 月价格与上月基本持平。

图 30: LED 灯平均价格



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 我国人均可支配收入 (元) 及增长率 (%)	2
图 2: 住宅新开工与竣工面积 (万平方米) 累计值及同比增长率 (%)	3
图 3: 商品房住宅现房、期房销售面积同比增长率 (%)	3
图 4: 30 大中城市商品房成交套数同比增长率 (%)	4
图 5: 家用电器和音像器材类零售额及增速	6
图 6: 我国白电主要销量 (万台) 及增速 (%), 截至 2019.10	7
图 7: 家电营业收入 (亿元) 及增长率 (%)	7
图 8: 家电行业归母净利润 (亿元) 及增长率 (%)	7
图 9: 家电行业净资产收益率	8
图 10: 家电行业资产负债率 (左轴, %) 与流动比率 (右轴, %)	9
图 11: 家电行业存货周转天数	9
图 12: 农村每百户耐用品拥有量	10
图 13: 城镇每百户耐用品拥有量	10
图 14: 全国居民年末耐用消费品拥有量	10
图 15: 滚筒洗衣机销售量占比	11
图 16: 单门、双门、三门及多门冰箱销售额占比	12
图 17: 空调、冰箱、洗衣机市场均价	12
图 18: 我国 B2C 家电网购及增速	14
图 19: 家电细分产品 CR3	15
图 20: 2018 年商品大类投诉数量对比	16
图 21: 家电企业上市时间统计	18
图 22: 申万家电指数与沪深 300 年初以来表现	19
图 23: 2005 年至今家电板块估值水平变化	19
图 24: 家用电器股票估值溢价情况-剔除银行股	20
图 25: 年初至今家用电器板块相对全部 A 股 Beta 表现	20
图 26: 家用电器子行业年初以来市场表现	21
图 27: 核心组合年初至今收益率变动, 20191127	23
图 28: 家电行业基金持股市值占基金股票投资市值比 (%)	25
图 29: 面板价格 (美元)	25
图 30: LED 灯平均价格	26

表格目录

表 1: 家电相关政策	4
表 2: 家电行业杜邦分析指标	8
表 3: 家用电子电器受理投诉统计	16
表 4: 核心组合及推荐理由, 20191127	22
表 5: 港股家电行业公司业绩及估值 (市值单位: 亿元; 截至 2019.11.27)	24

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李冠华，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn