

华西证券2020年资本市场峰会——分论坛行业策略报告

守望价值，拥抱成长

家电行业首席分析师：汪玲

SAC NO: S1120519100002

2019年11月28日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

- 前三季度业绩回顾
 - 白电表现稳健，行业需求好于预期
 - 成本下行&汇兑优势带来行业盈利弹性
- 行业景气度分析：为什么我们对家电需求充满信心
 - 解析居民消费力和消费特征
 - 成长性和更新周期带来长期增量
 - 近期视角：政策提振需求，地产周期改善
- 板块分析：行业成长性仍高
 - 白电：存量市场下不同的竞争策略
 - 厨电：底部向上趋势进一步确认
 - 小家电：挖掘需求痛点，新品迭代成长

白电表现稳健，行业需求好于预期

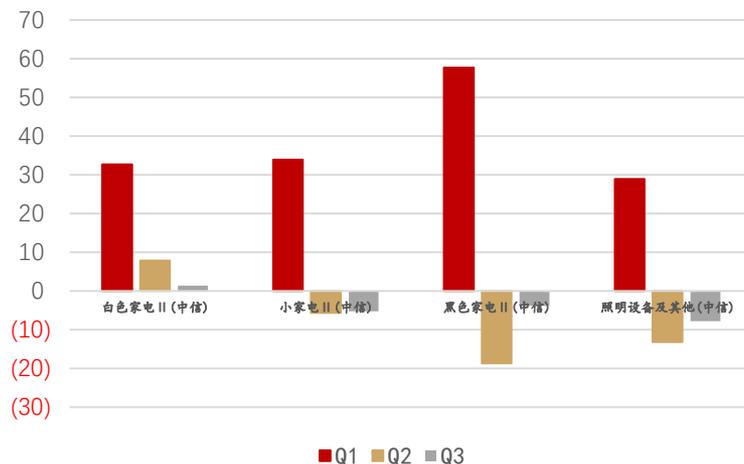
- 2019年1-10月，家电行业指数涨幅44.27%，相较沪深300指数跑赢13.38pct。
- 家用电器板块二季度跑赢沪深300指数幅度较大，11月以来因家电三季报核心企业的业绩表现较好导致整体板块走势较好。
- 年初至今家用电器板块中白电、小家电涨幅靠前，白电尤以空调表现出色。

沪深300指数与申万家电指数走势



资料来源: wind, 华西证券

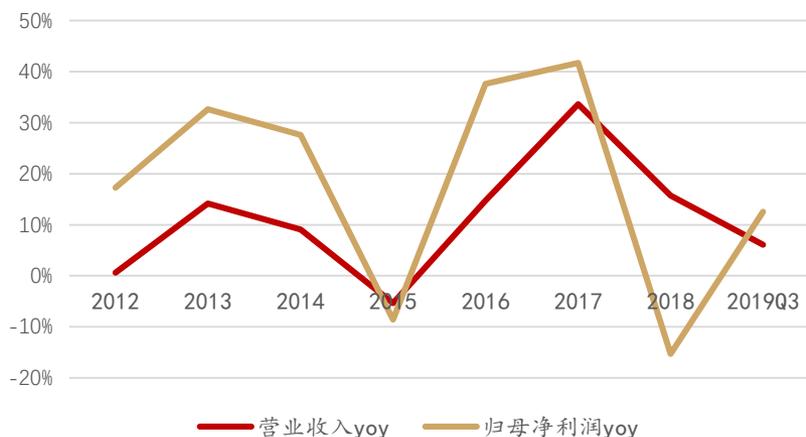
2019Q1-Q3子板块涨跌幅



资料来源: wind, 华西证券

成本下行&汇兑优势带来行业盈利弹性

申万家电板块收入增速企稳，利润改善



资料来源: wind, 华西证券

铝、铜等原材料成本红利+汇兑优势助力盈利能力提升



资料来源: wind, 华西证券

		收入增速		毛利率		净利率	
		2019Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3	2018Q1-3
白电	格力电器	4.4%	33.9%	30.2%	30.2%	14.3%	14.3%
	美的集团	6.9%	10.5%	29.1%	27.3%	10.1%	9.3%
	海尔智家	7.7%	12.8%	29.1%	28.9%	7.6%	5.7%
	海信家电	-6.2%	9.1%	20.4%	18.9%	5.1%	4.1%
厨电	老板电器	4.3%	8.1%	55.0%	53.3%	19.6%	18.8%
	华帝股份	-8.0%	13.8%	48.9%	46.4%	12.3%	9.8%
	浙江美大	22.4%	42.5%	52.5%	51.3%	26.7%	26.5%
小家电	苏泊尔	11.2%	24.7%	30.7%	30.2%	8.4%	8.2%
	九阳股份	15.0%	7.3%	32.3%	32.4%	9.7%	10.4%
	新宝股份	9.2%	1.2%	23.1%	19.7%	7.6%	5.7%
	莱克电气	-1.2%	5.9%	26.3%	24.3%	9.1%	7.9%
	飞科电器	-3.5%	5.8%	39.0%	39.6%	19.5%	22.0%

资料来源: wind, 华西证券

解析居民消费力与消费特征

- 消费升级体现在：1) 产品性能的升级和产品结构的升级，从中低端产品转向高端产品需求；2) 产品品类的扩充，从空调、冰箱等传统家电扩充到净水机、吸尘器、洗碗机等新品类。
- 在人口结构变化与收入增长的情况下，我国消费市场愈加细分。高净值人群收入增速的领先促进了高端消费的崛起，同时价格敏感型消费者也驱动了低价格带产品的增长，低线城市的消费普及仍在进行。

我国消费群体与收入情况



资料来源：BCG，麦肯锡财富调查报告，华西证券

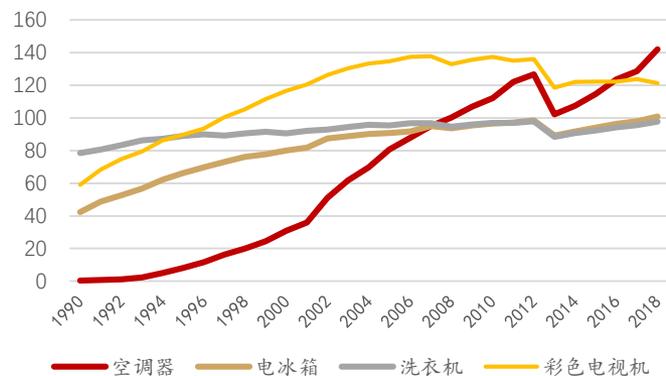
消费态势发展阶段



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所整理

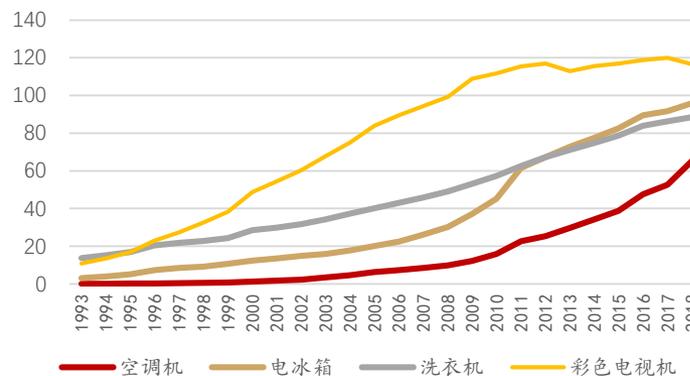
成长性和更新周期带来的长期增量

城镇家庭平均每百户耐用消费品拥有量 (台)



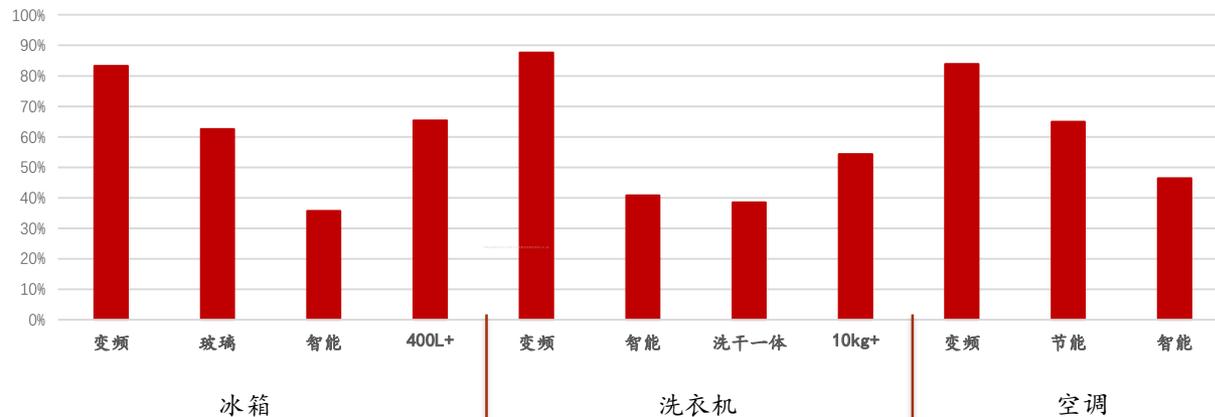
资料来源：国家统计局，华西证券

农村家庭平均每百户耐用消费品拥有量 (台)



资料来源：国家统计局，华西证券

2019年1-9月线下市场分品类重点技术渗透率



资料来源：奥维云网，华西证券

近期视角：政策提振需求，地产周期改善

- 家电补贴政策提振需求，政策刺激引导需求向绿色化、智能化方向发展。
- 与上一轮国家财政直补不同，这一轮刺激措施是鼓励和引导地方政府来给予补贴。
- 从地产周期来看，聚焦2019年，下半年地产需求出现改善；展望2020年，地产回暖有望从一二线延续到三四线。

空调内销量增速在行业成熟期亦受消费刺激政策表现有所不同



资料来源：产业在线，华西证券

地产后周期影响



资料来源：华西证券研究所整理

近期视角：政策提振需求，地产周期改善

住宅竣工面积和销售面积（亿平方米）



资料来源：国家统计局，华西证券

40大中城市住宅商品房销售面积累计同比（%）



资料来源：国家统计局，华西证券

40大中城市二线城市商品房销售面积现房和期房累计同比（%）



资料来源：国家统计局，华西证券

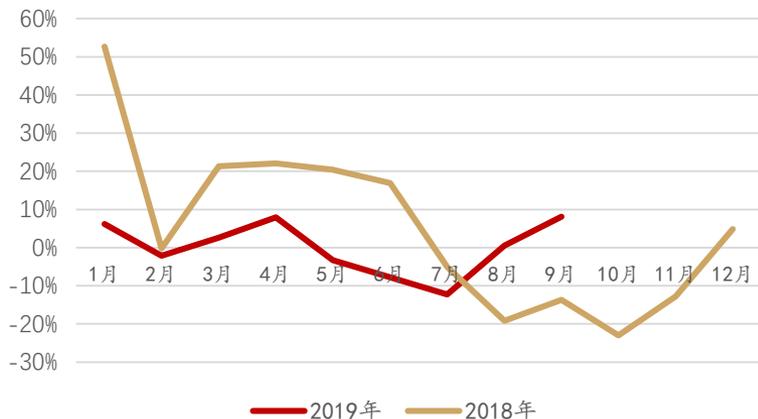
40大中城市三线城市商品房销售面积现房和期房累计同比（%）



资料来源：国家统计局，华西证券

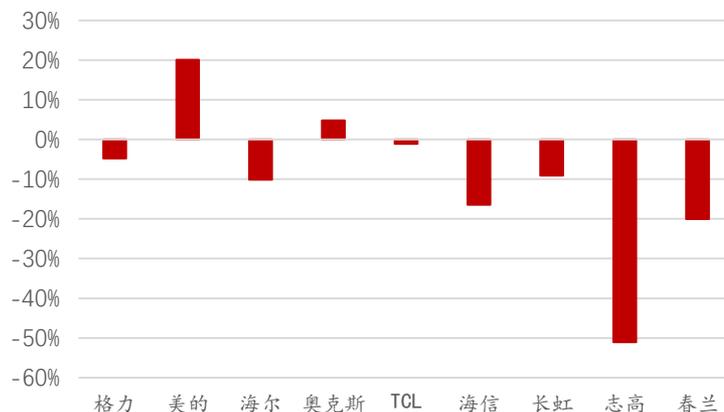
白电：存量市场下不同的竞争策略

2018-2019年家用空调月度内销增速



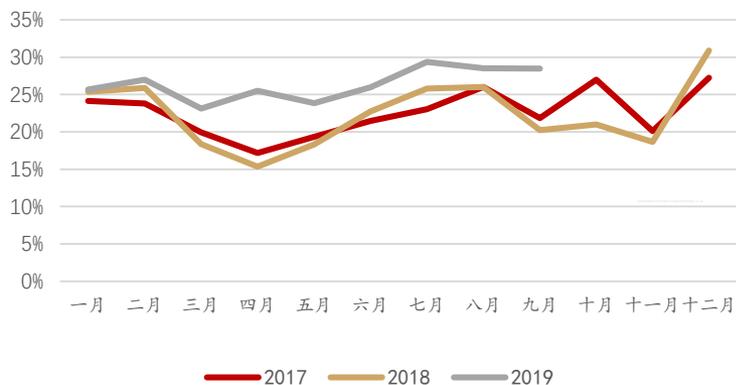
资料来源：产业在线，华西证券

2019年1-9月公司家用空调内销量增速



资料来源：产业在线，华西证券

美的空调内销量市占率



资料来源：产业在线，华西证券

格力空调内销量市占率



资料来源：产业在线，华西证券

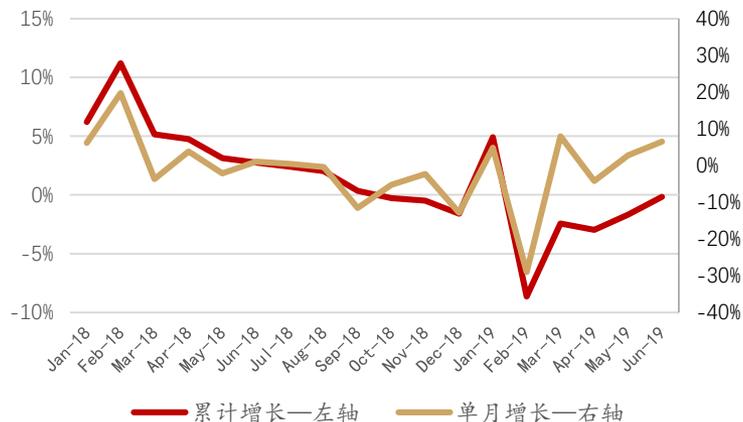
厨电：底部向上趋势进一步确认

厨电行业重点公司收入增速 (%)



资料来源: wind, 华西证券

油烟机行业内销量累计同比与当月同比



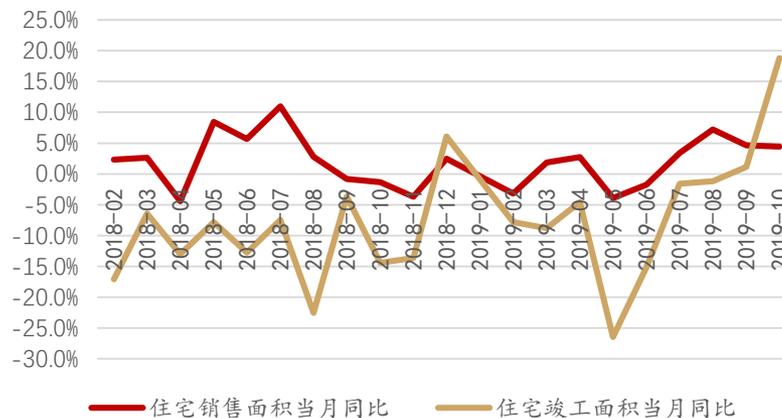
资料来源: 产业在线, 华西证券

房屋竣工面积与商品房销售面积的累计同比增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 华西证券

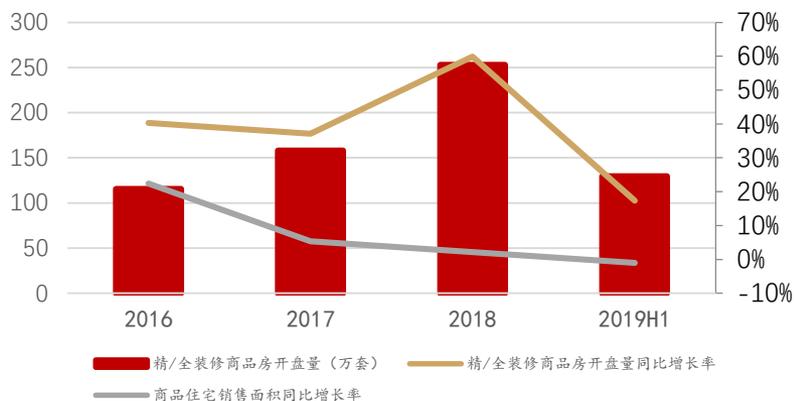
住宅竣工面积与住宅销售面积的当月同比增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 华西证券

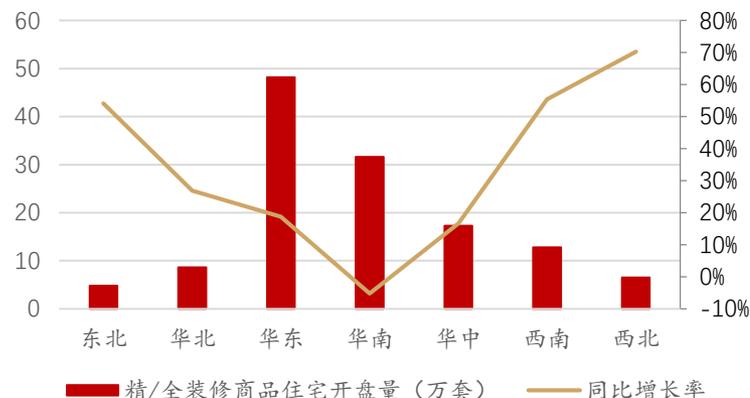
厨电：底部向上趋势进一步确认

精装修开盘量与渗透率逐渐提升



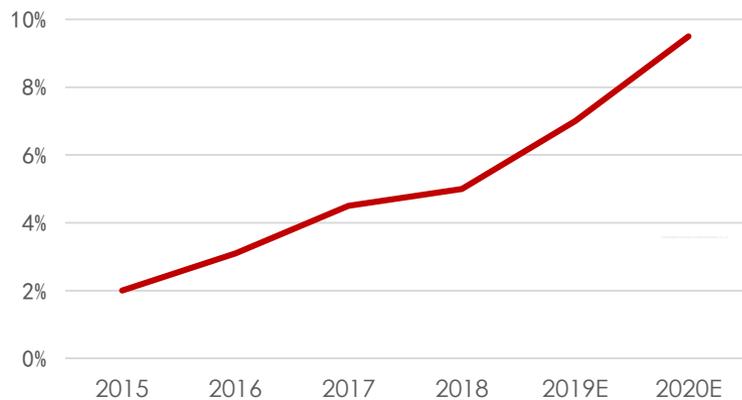
资料来源：奥维云网，华西证券

2019H1精装修各区域开盘量与同比增速



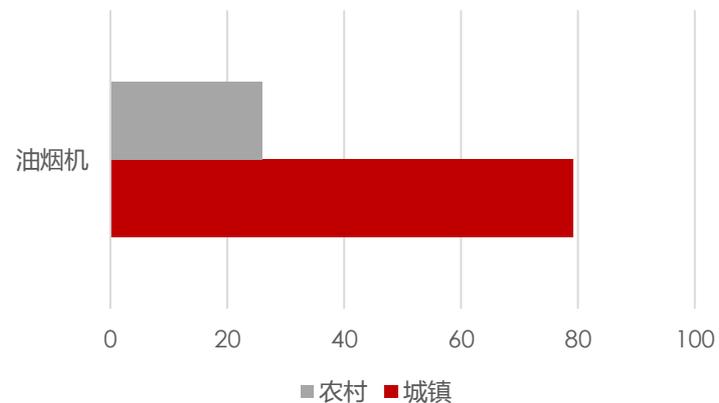
资料来源：奥维云网，华西证券

我国集成灶渗透率 (%)



资料来源：奥维云网，华西证券

2018年油烟机每百户居民保有量 (台)



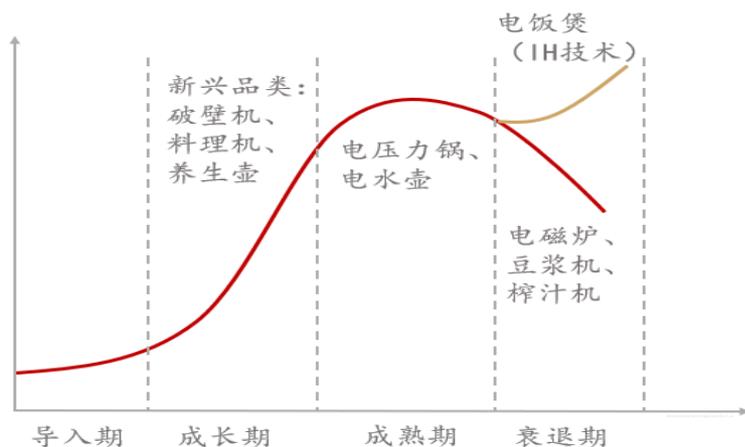
资料来源：国家统计局，华西证券

小家电：挖掘需求痛点，新品迭代成长

分类	具体小家电产品
厨房烹饪类	电饭煲、电磁炉、电压力锅、电炖锅、电饼铛
环境家居类	电风扇、电暖器、空气净化器、加湿器、除湿器、吸尘器、挂烫机、蒸汽电熨斗
厨房水料类	电水壶、养生壶、破壁料理机、搅拌机、豆浆机、榨汁机、厨师机、咖啡机
个人护理类	电动剃须刀、美发系列和电子坐便器

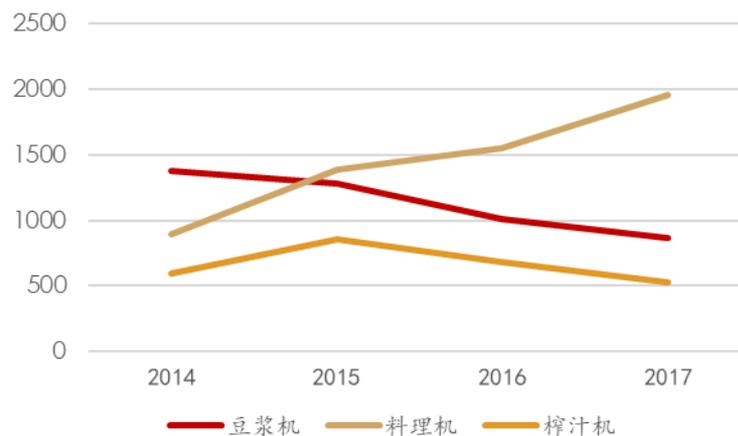
资料来源：中怡康，华西证券

厨房小家电细分品类生命周期



资料来源：奥维云网，华西证券

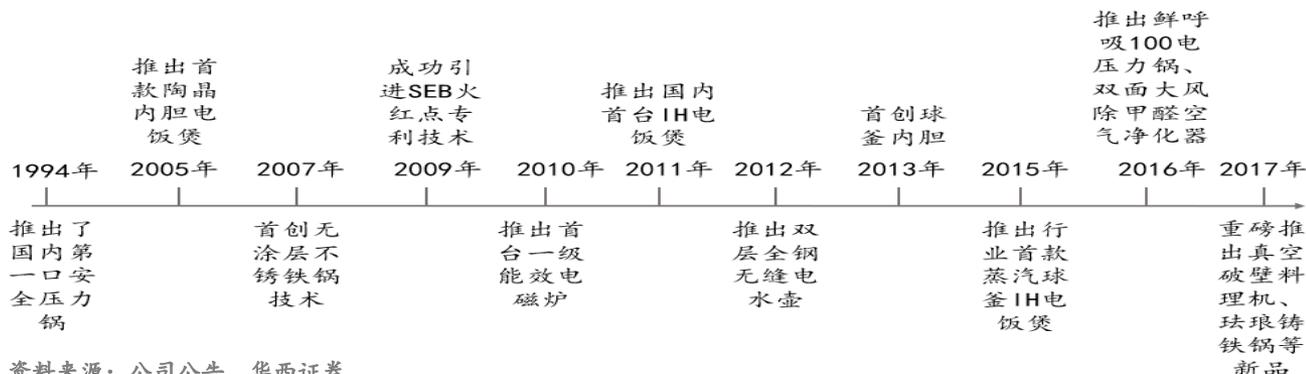
豆浆机、料理机、榨汁机销量（万台）



资料来源：奥维云网，华西证券

小家电：挖掘需求痛点，新品迭代成长

苏泊尔创新领先产品



摩飞爆款网红产品迭出



资料来源：公司公告，华西证券

投资建议

- 空调行业2019年是小年，龙头在小年进行降价促销挤压尾部企业实现市占率的集中是普遍行为，同时美的全产业链效率的提升和格力治理结构的改善增强对外竞争力，空调行业双寡头格局持续稳固，展望2020年龙头的投资价值仍高。厨电行业需求与地产的关联度较高，地产在三季度出现竣工面积持续改善的趋势有望延续，带来厨电需求端的改善。而精装房政策下，工程渠道占优的头部企业更能享受地产回暖和工程渠道进入壁垒带来的订单增长，业绩弹性较高。此外，新兴厨电产品亦带来厨电板块结构升级和品类成长空间。小家电品类成长性高，发展空间大，具有快消品性质，新品迭代能否契合消费者需求成为影响厂商成长性的主要因素。强大的市场洞察力、产品研发力、供应链响应率和社交内容电商的运营有助于小家电的新品迭代。
- 基于家电不同板块的判断，在白电领域我们推荐竞争格局稳固下内在经营效率不断提升且多品类具有竞争优势的美的集团、经营稳健下高瓴入股带来治理结构和激励政策改善预期，估值水平有望得到提升的格力电器。厨电板块推荐工程渠道占优、享受地产边际改善、业绩具有弹性的老板电器；小家电赛道推荐研发实力、综合运营能力强的苏泊尔、九阳股份和新宝股份。

风险提示

- 宏观经济下行风险、原材料价格变动风险、竞争格局变动风险。

分析师简介

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任食品饮料&农林牧渔行业首席分析师，具有多年投资及研究经验。

对大消费行业具有深刻理解，站在产业资本和投资的角度，重视战略研究和逻辑推演，善于从行业发展趋势规律、公司价值挖掘等维度出发，实现具有深度和前瞻性价值的特色研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

团队介绍（可选）

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任食品饮料&农林牧渔行业首席分析师，具有多年投资及研究经验。

对大消费行业具有深刻理解，站在产业资本和投资的角度，重视战略研究和逻辑推演，善于从行业发展趋势规律、公司价值挖掘等维度出发，实现具有深度和前瞻性价值的特色研究。

王映雪：现任华西证券研究所家电行业研究员，复旦大学金融硕士，两年大消费行业研究经验，曾就职于国联证券研究所。

段家琪：现任华西证券研究所家电行业研究员，北京大学西方经济学硕士，一年行业研究经验。