

## 逆水行舟，扬帆起航

2019年12月06日

## 【投资要点】

- ◆ **行业复盘：公募外资跑步入场，利润收入走势分化。**Q3公募进一步增配家电，北上资金持仓家电市值占比超10%。需求疲软、出口环境恶化、宏观经济波动等因素导致2019年前三季度家电板块收入增速持续放缓，但利润却走出与收入相悖的趋势持续改善，外部成本端红利的释放以及内部企业结构改善等多重因素驱动板块盈利能力提升。
- ◆ **弱需求背景下产业变迁与企业转型共舞。**1) 基于行业弱需求前提下的消费分级变化：家电消费结构两极分化，高端需求稳健，低线需求爆发，中端需求萎缩。2) 谋求转型变革或将成为龙头新常态：家电行业现已进入产业发展成熟后期，产业经营模式基本固定，龙头一方面具备应对外部干扰的抗风险能力，另一方面也能够能够在行业逆周期时通过变革或转型向中小品牌转嫁风险，从而达到加固护城河的目的。未来，企业变革转型或将成为家电产业变迁常态，龙头企业将在转型变革的过程中持续深化其竞争优势，有望在保持成长的同时推动马太效应的显现。
- ◆ **展望2020年：黎明已至，扬帆起航正当时。**放眼2020年，竣工回暖带动下的交付周期来临将成为驱动需求改善的最主要因素。住宅竣工增速于9月回正，10月住宅竣工增速同比增长18.83%环比大幅提升17.7pct，当前竣工增速向好趋势明显，有望带动后周期板块景气度回升。1) 空调方面，价格竞争促使龙头在逆周期时收割份额，长期来看行业马太效应凸显，龙头有望受益于2020年空调能效新国标出台带来的行业结构升级机遇。2) 冰洗的更新置换需求的释放是一个较为长期的过程，但从边际需求的改善来看，考虑到今年同期低基数的影响，2020年上半年冰洗行业内销增速或将小幅改善。3) 近年来精装修占比的提升使厨电前装需求进一步前置，目前精装修中烟灶配套率均超过95%，已实现较高的配套率，伴随精装修政策未来在全国范围的进一步推进，厨电的工程渠道订单将持续放量增长。

## 【配置建议】

- ◆ **家电进入周期上行阶段，龙头开启估值向上行情。**我们认为未来很长一段时间内，家电企业的主要课题将是如何在存量市场中挖掘新的增长点，或者是新的商业模式。目前我们看到的是龙头企业已经开始探索，包括美的的T+3，老板的工程渠道，格力的产业链整合和股权改革等，并取得了部分成功，此前被市场所担忧的逻辑经由业绩的体现终于被确认为家电企业经营拐点以及行业周期的开始，在产业成熟领域，龙头企业势必率先受益，我们认为明年龙头企业估值中枢进一步提升，股价新高可期。展望2020年，我们的投资主线聚焦短期驱动业绩改善标的+高确定性核心资产。看好老板电器(002508)，谨慎看好格力电器(000651)、美的集团(000333)、苏泊尔(002032)。

## 【风险提示】

- ◆ 宏观经济和外部风险扰动；房地产景气度进一步下行；行业竞争加剧；汇率波动风险。

## 强于大市 (维持)

## 东方财富证券研究所

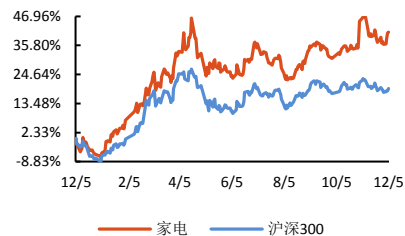
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：黄滢

电话：021-23586480

## 相对指数表现



## 相关研究

《黄金周白电市场遇冷，期待双十一需求释放》

2019.10.10

《6月白电数据解读：空调旺季不旺，洗衣机延续高排产》

2019.08.05

《2019Q2 家电基金持仓分析：家电超配比例上升，白电龙头获加仓》

2019.07.23

《5月白电数据解读：空调内销显拐点，冰洗内销改善显著》

2019.07.02

《618 白电和厨电数据解读：低价促销背后折射出的低线需求的爆发》

2019.06.28

## 正文目录

1. 板块回顾 .....	5
1.1. 行情复盘：家电板块年初至今涨幅位列第三 .....	5
1.2. 财务复盘：利润与收入分化，多重因素驱动盈利能力提升 .....	9
1.2.1. 收入：延续回落态势但仍较稳健 .....	9
1.2.2. 利润：背离收入走势的逆势改善 .....	11
1.2.3. 盈利能力：外部红利释放和内部结构性改善带来的必然提升 .....	12
2. 弱需求背景下产业变迁与企业转型共舞 .....	15
2.1. 基于行业弱需求前提下的消费分级变化 .....	15
2.2. 谋求转型变革或将成为龙头新常态 .....	17
3. 展望 2020 年：黎明已至，扬帆起航正当时 .....	19
3.1. 竣工将成为行业拐点驱动力 .....	19
3.2. 空调：龙头内销表现分化，价格竞争激化凸显龙头马太效应 .....	21
3.3. 冰洗：行业格局稳固 .....	24
3.4. 厨电：竣工回暖+精装修走强为行业需求加码 .....	27
3.5. 小家电：周期思维看待行业发展 .....	31
3.6. 2020 年家电行业细分板块盈利预测展望 .....	33
4. 投资建议：行业进入周期上行阶段，拥抱核心资产 .....	34
5. 风险提示 .....	35

## 图表目录

图表 1: 家电板块年初至今涨幅位居第三 .....	5
图表 2: 家电板块涨幅稳中有升 .....	5
图表 3: 申万家电三级子行业累计涨跌幅走势 .....	6
图表 4: 估值修复与预期提升带动家电板块上涨。 .....	6
图表 5: 公募对家电板块配置比例以及超配情况 .....	7
图表 6: 个股基金重仓市值占行业基金重仓市值比重 .....	7
图表 7: 北上资金持有家电板块市值占家电板块总市值比重 .....	8
图表 8: 北上资金持有个股市值占个股 A 股流通市值比重 .....	8
图表 9: 家电行业重点关注公司 2018Q1-Q3 及 2019Q1-Q3 主要财务情况 ...	9
图表 10: 2019 年前三季度家电板块营收及同比 .....	10
图表 11: 17Q1 以来家电行业及各子板块收入增速一览 .....	10
图表 12: 18Q1 以来家电板块龙头收入增速一览 .....	10
图表 13: 2019 年前三季度家电板块净利润及同比 .....	11
图表 14: 17Q1 以来家电行业及各子板块净利润增速一览 .....	11
图表 15: 17Q1 以来家电及子行业毛利率 .....	12
图表 16: 17Q1 以来家电及子行业净利率 .....	12
图表 17: 铜现货价格 (截止 2019.09.30) .....	13
图表 18: 铝现货价格 (截止 2019.09.30) .....	13
图表 19: 螺纹钢现货价格 (截止 2019.09.30) .....	14
图表 20: 冷热轧板价格指数 (截止 2019.11.22) .....	14
图表 21: 塑料 ABS 市场价 (截止 2019.11.25) .....	14
图表 22: 液晶面板价格 (截止 2019.11.25) .....	14
图表 23: 美元对人民币中间价 (截止 2019.11.25) .....	14
图表 24: 17Q1 以来龙头净利率 .....	14
图表 25: 变频空调渗透率稳步提升 .....	15
图表 26: 洗衣机滚筒和洗烘一体占主导 .....	15
图表 27: IH 电饭煲渗透率 .....	16
图表 28: 破壁机在料理机中的渗透率 .....	16
图表 29: 分品类线下累计高端品零售额占比及同比增幅 .....	16
图表 30: 分品类线上均价及同比增幅 .....	17
图表 31: 新兴渠道冲击传统渠道结构体系 .....	19
图表 32: 美的 T+3 模式 .....	19
图表 33: 海尔人单合一模式探索 .....	19
图表 34: 地产对家电各品类新增需求的拉动效应 .....	20
图表 35: 新开工和竣工剪刀差趋于收窄 .....	20
图表 36: 2019.1-2019.10 空调内销出货情况 .....	21
图表 37: 2019.1-2019.10 空调外销出货情况 .....	21
图表 38: 龙头内销出货情况 .....	22
图表 39: 2019.1-2019.10 空调线上均价 .....	22
图表 40: 2019.1-2019.10 空调线下均价 .....	22
图表 41: 空调代表企业累计内销出货市占率 .....	23
图表 42: 空调内销出货 TOP4 集中度提升 .....	23
图表 43: 新版空调能效标准 .....	24
图表 44: 2019.1-2019.10 冰箱内销出货情况 .....	24
图表 45: 2019.1-2019.10 冰箱外销出货情况 .....	24
图表 46: 2019.1-2019.10 洗衣机内销出货情况 .....	25
图表 47: 2019.1-2019.10 洗衣机外销出货情况 .....	25
图表 48: 2019.1-2019.10 冰箱线上线下均价 .....	25
图表 49: 2019.1-2019.10 洗衣机线上线下均价 .....	25

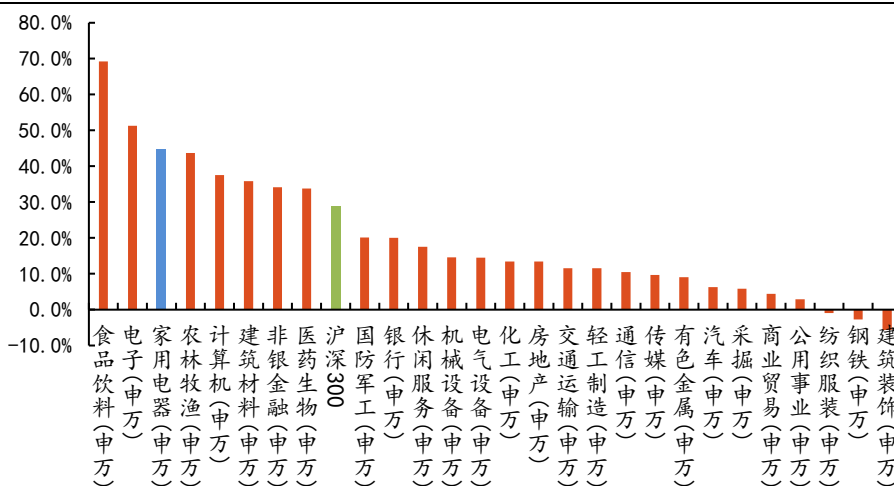
图表 50: 冰箱代表企业累计内销出货市占率 .....	26
图表 51: 冰箱内销出货 TOP5 集中度持平 .....	26
图表 52: 洗衣机代表企业累计内销出货市占率 .....	26
图表 53: 洗衣机内销出货 TOP3 集中度微增 .....	26
图表 54: 2019. 1-2019. 10 油烟机内销出货情况 .....	27
图表 55: 2019. 1-2019. 10 油烟机外销出货情况 .....	27
图表 56: 2019. 1-10 油烟机零售量及均价情况 .....	27
图表 57: 油烟机品牌线上市占率情况 .....	28
图表 58: 油烟机品牌线下市占率情况 .....	28
图表 59: 2016-2019. 1-7 精装修增长情况 .....	29
图表 60: 2019 年 1-6 月精/全装修商品住宅配套部品配套规模及变化 .....	29
图表 61: 各品牌工程渠道市占率情况 .....	30
图表 62: 小家电零售额变化情况 .....	31
图表 63: 小家电线上市场份额变化 .....	31
图表 64: 小家电企业营收增速 .....	32
图表 65: 摩飞爆款随身杯和多功能锅 .....	33
图表 66: 戴森爆款卷发棒和空气净化器 .....	33
图表 67: 2020 年家电行业细分板块 Choice 一致盈利预测 .....	33
图表 68: 家电行业 2020 年度重点推荐公司 .....	35

## 1. 板块回顾

### 1.1. 行情复盘：家电板块年初至今涨幅位列第三

截止 2019 年 11 月 25 日，申万家用电器行业指数年初至今上涨 44.65%，在 27 个申万一级行业指数中排行第 3 位，与 2019 年年中（截止 2019 年 6 月 30 日）排名保持一致；同期上证指数上涨 16.53%，沪深 300 指数上涨 28.82%，家电板块实现上证指数和沪深 300 指数的相对收益分别为 28.12/15.83pct。尽管下半年国际经济风险仍有扰动，国内需求也未见明显提振，但家电板块伴随着竣工数据的好转以及资金的持续加码仍然延续了上半年的优异表现，带动板块景气度稳步上行。

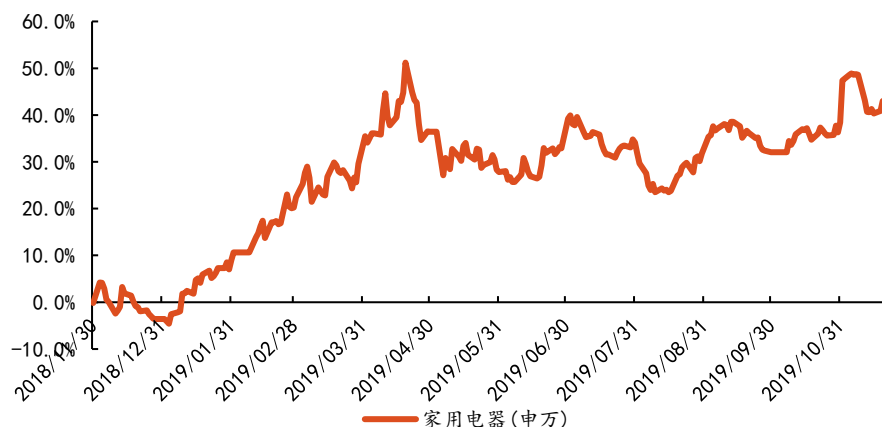
图表 1：家电板块年初至今涨幅位居第三



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：数据更新截止日期为 2019 年 11 月 25 日

图表 2：家电板块涨幅稳中有升

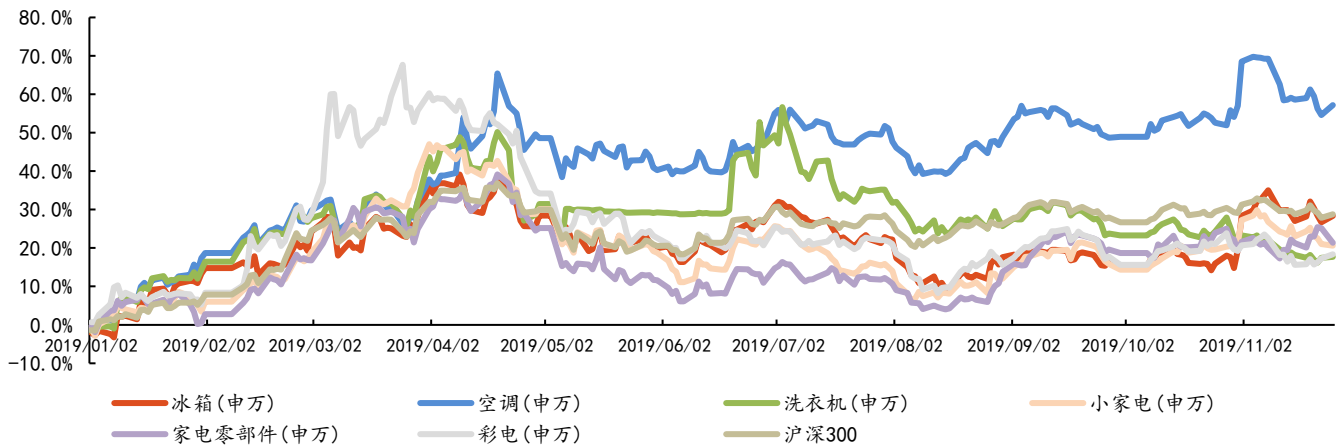


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：数据更新截止日期为 2019 年 11 月 25 日

分板块来看，截止 11 月 25 日，申万家电指数中空调、冰箱、洗衣机、小家电、家电零部件、彩电六个子行业年初至今涨幅分别为 57.21%/28.34%/17.68%/20.61%/21.37%/18.33%，相比上半年大幅提升。各子板块在经历了上半年的快速上涨后，于下半年进入巩固阶段，总体来看白电板块表现更佳：得益于行业内龙头企业的有力拉动，空调板块的股价表现优于沪深 300 指数及其他子板块；冰箱板块在上游成本下降与下游市场更新需求释放的双重驱动下也录得相对较高的涨幅；洗衣机板块则在电商高速增长的带动下实现逆势增长。

图表 3：申万家电三级子行业累计涨跌幅走势

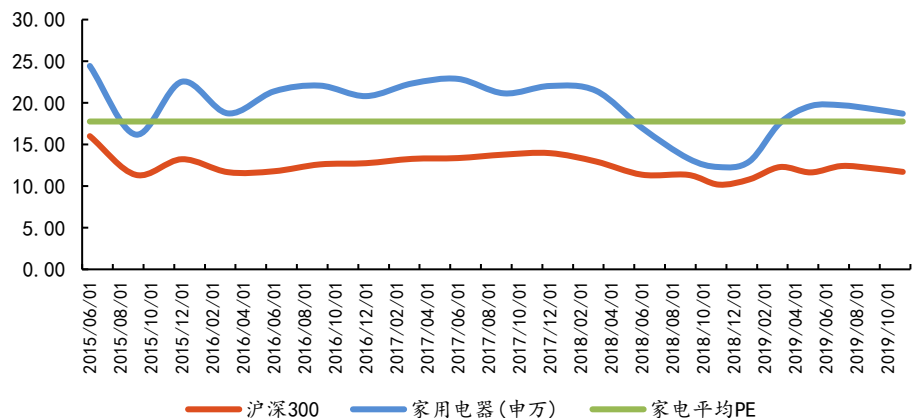


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：数据更新截止日期为 2019 年 11 月 25 日

**估值修复以及预期提升带动板块上涨。**家电板块涨幅从 2019 年初触底回升，进入下半年后逐步企稳，我们认为本轮板块上涨主要分为两个阶段：第一阶段，2018 年末资本市场已对外部风险加剧、国内消费意愿下行、地产竣工尚未改善等悲观预期基本消化和兑现，家电板块估值已处于历史相对底部区间，因而 2019 年初在外资加码下板块进入估值修复通道；第二阶段，2019 年下半年伴随地产销售稳健、竣工数据由负转正以及龙头企业改革红利释放，市场对地产后周期产业链风险偏好有所提高，带动板块预期同步提升。

图表 4：估值修复与预期提升带动家电板块上涨。

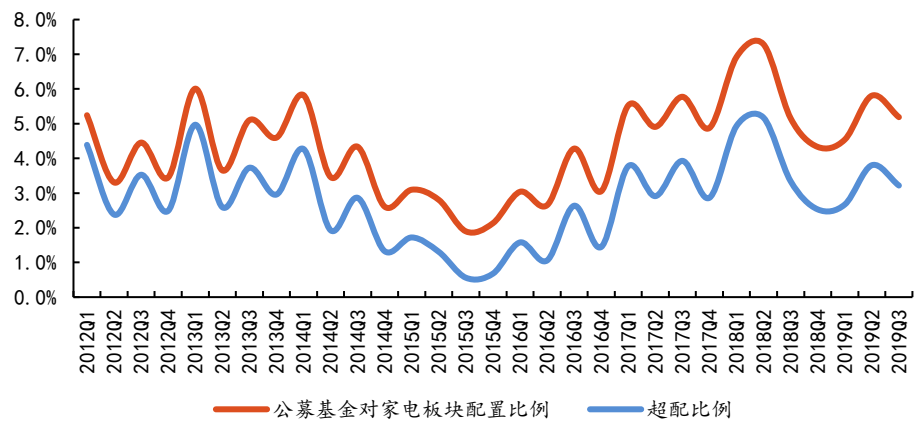


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：数据更新截止日期为 2019 年 11 月 25 日

公募基金进一步增配家电彰显板块配置价值。以申万家电指数成分作为计算标准，截止 2019 年 9 月 30 日，公募基金持有家电板块市值达 599.30 亿元，家电板块公募基金配置比例约为 5.19%，环比 19Q2 小幅下滑 0.62pct，同比小幅提升 0.04pct。公募基金超配家电比例达 3.22%，同比下滑 0.12pc。进入二季度后，公募基金基于板块悲观预期充分释放、地产竣工数据改善趋势明朗以及龙头企业改革红利释放对下游需求提振等方面的判断，增配家电的积极性环比一季度明显提高，Q2 公募对家电板块配置比例修复至 5.81%，为最近一年的次高点。但三季度后国际经济环境震荡加剧，终端需求仍然孱弱，叠加对于空调渠道库存承压的担忧等因素，公募基金配置家电比例有所回落。但总体来看，二季度后公募基金对家电板块超配比例处于提升态势，仍体现出家电板块稳健优良的配置价值。

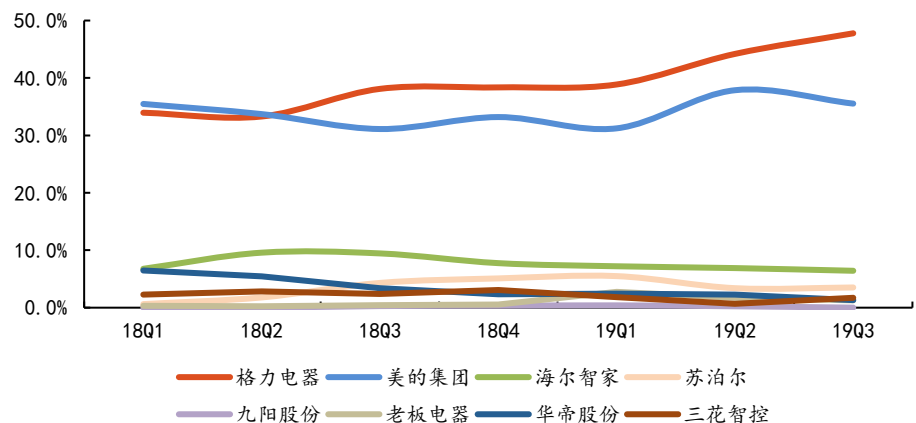
图表 5：公募对家电板块配置比例以及超配情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

白电龙头更受公募基金青睐。19Q3 白电龙头受公募基金积极增配，其中格力电器的公募基金重仓比例由 18Q4 的 38.36% 提升至 19Q3 的 47.78%，美的集团公募基金重仓比例也达到 35.53%，环比 19Q2 有所下滑，两大白电龙头的公募基金重仓市值占比行业基金重仓市值比例合计超过 80%，足见龙头企业在家电板块基金配置中的重要程度。

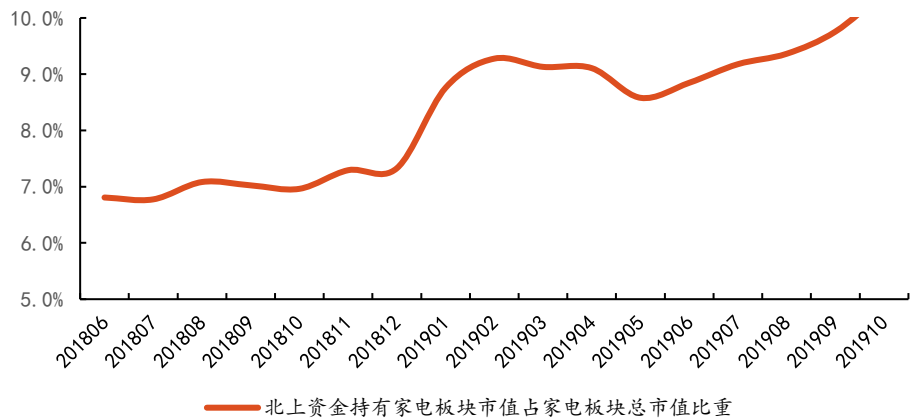
图表 6：个股基金重仓市值占行业基金重仓市值比重



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**外资提前增配家电板块：黎明破晓前入场。**家电板块在经过 2018 年的深度调整后在历史估值底部徘徊，2019 年初板块低估值+稳健业绩预期+高股息率的配置性价比突出。相比公募基金，今年以来外资布局 A 股时间节点更为前置，尤其是年初 A 股经历流动性边际修复后热钱效应更加明显，2019 年 1 月陆股通净买入规模便创下开通以来历史新高，随之开启家电板块估值修复行情，3 月后 MSCI 扩容进一步带动南水流入继续拉升板块估值。尽管 4-6 月受贸易摩擦带来的不确定性以及汇率波动影响导致外资持仓占比出现短暂回落，但三季度后外资对家电板块的增配延续坚挺走势，截止 2019 年 10 月 30 日，北上资金持有家电板块市值占家电板块总市值比重高达 10%，同比提升 3.5pct，体现出外资积极拥抱核心优质资产的坚定信心。

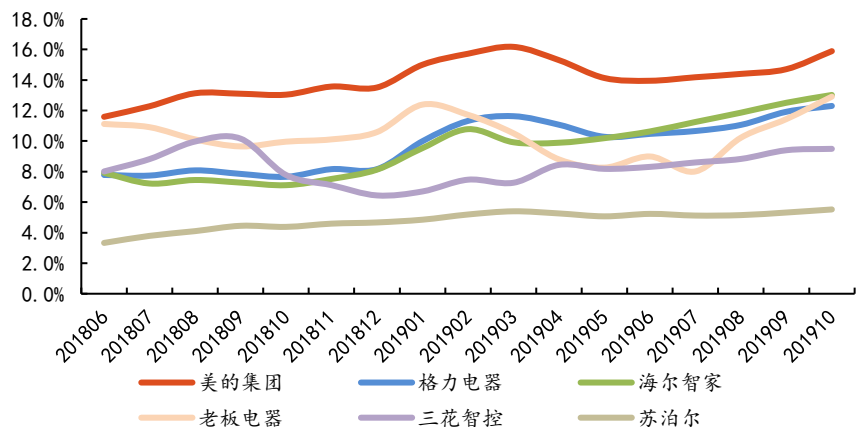
图表 7：北上资金持有家电板块市值占家电板块总市值比重



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

分个股来看，美的集团外资持股市值占流通市值比重达 16%为板块内最高，格力电器和海尔智家次之，老板电器受 7 月以后竣工数据显著改善以及连续三个季度工程渠道增长提速影响预期提升，外资持仓在经历了上半年的回落调整后，从三季度开始恢复上行。总体来看，外资的配置重心仍主要集中在龙头公司上。

图表 8：北上资金持有个股市值占个股 A 股流通市值比重



资料来源：Choice，东方财富证券研究所



## 1.2. 财务复盘：利润与收入分化，多重因素驱动盈利能力提升

需求疲软、出口环境恶化、宏观经济波动等因素导致 2019 年前三季度家电板块收入增速持续放缓，但利润却走出与收入相悖的趋势持续改善，外部成本端红利的释放以及内部企业结构改善等多重因素驱动板块盈利能力提升。

图表 9：家电行业重点关注公司 2018Q1-Q3 及 2019Q1-Q3 主要财务情况

证券代码	证券简称	2018Q1-Q3			2019Q1-Q3			所属子行业
		营业收入 (亿元)	净利润(亿 元)	毛利率(%)	营业收入 (亿元)	净利润(亿 元)	毛利率(%)	
000651	格力电器	1500.50	212.41	30.15	1566.76	222.18	30.16	白电
000333	美的集团	2074.05	190.90	27.26	2217.74	223.60	29.09	白电
600690	海尔智家	1381.39	78.31	28.93	1488.96	112.68	29.09	白电
000921	海信家电	288.08	11.82	18.87	270.10	13.80	20.41	白电
600060	海信电器	243.53	3.66	15.04	236.44	3.40	16.79	黑电
002848	高斯贝尔	6.25	-0.29	14.92	4.13	-0.28	12.29	黑电
603486	科沃斯	37.51	2.87	36.97	34.45	1.01	37.23	小家电
002032	苏泊尔	133.94	11.03	30.21	148.96	12.45	30.67	小家电
002242	九阳股份	54.38	5.65	32.39	62.55	6.08	32.34	小家电
002705	新宝股份	62.52	3.59	19.71	68.27	5.20	23.11	小家电
002244	小熊电器	13.18	1.19	33.20	17.21	1.68	35.29	小家电
002614	奥佳华	37.78	3.14	36.16	38.10	2.07	37.36	小家电
603355	莱克电气	42.62	3.38	24.28	42.12	3.82	26.33	小家电
603868	飞科电器	28.19	6.20	39.60	27.20	5.29	38.97	小家电
603579	荣泰健康	17.58	1.90	33.34	16.29	2.07	29.42	小家电
002677	浙江美大	9.33	2.47	51.33	11.42	3.05	52.46	厨电
002035	华帝股份	46.46	4.53	46.43	42.75	5.26	48.90	厨电
002508	老板电器	53.94	10.16	53.30	56.25	11.00	55.04	厨电
002543	万和电气	52.92	3.76	28.61	47.94	4.54	33.94	厨电
603515	欧普照明	55.87	5.71	36.96	57.70	6.02	36.41	照明设备
300650	太龙照明	3.35	0.47	34.17	3.88	0.42	34.35	照明设备
603677	奇精机械	9.63	0.52	17.75	11.65	0.56	15.36	上游零部件
002050	三花智控	82.65	10.38	27.94	86.21	10.57	28.74	上游零部件
002860	星帅尔	3.06	0.81	39.52	5.15	1.66	32.98	上游零部件

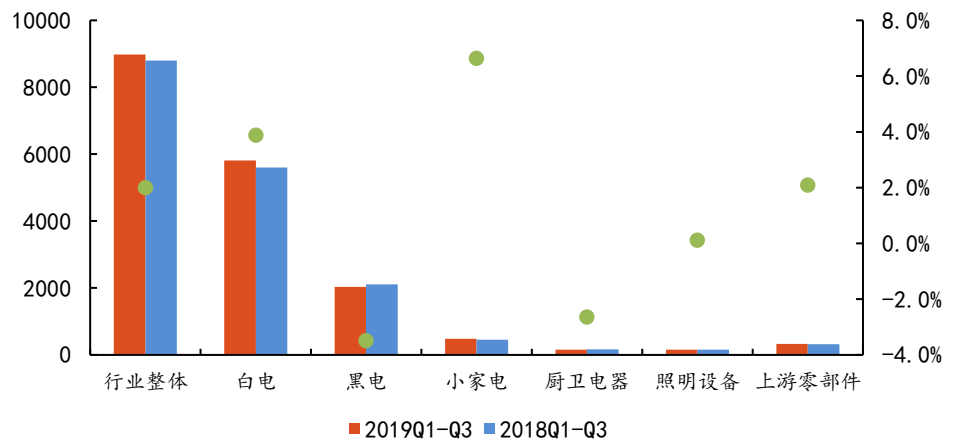
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 1.2.1. 收入：延续回落态势但仍较稳健

2019 年前三季度家电板块上市公司整体实现营业收入 8975.79 亿元，同比增长 2.0%，分季度来看，Q1、Q2 和 Q3 行业收入增速分别为 7.52%、1.76%、-2.79%；分板块来看，白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件六个子行业 2019 年前三季度营收增速分别为 3.88%/-3.49%/6.64%/-2.64%/0.12%/2.10%。整体来看，2019 年前三季度家电板块整体收入增速连续三个季度回落，

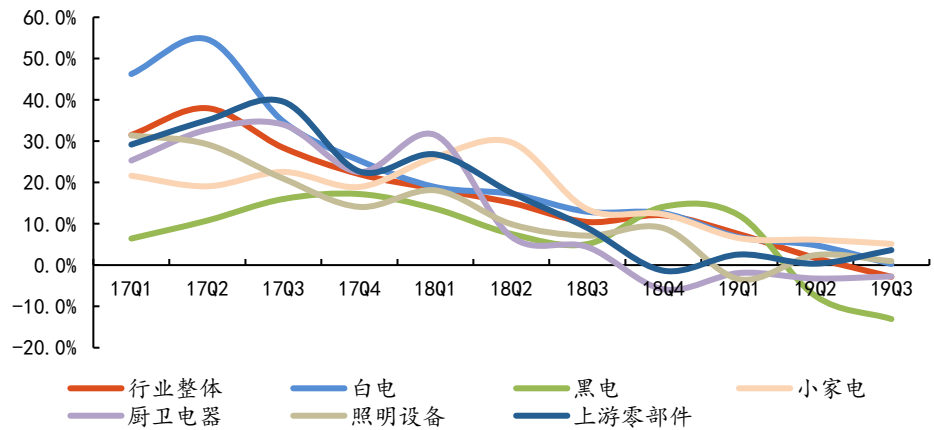
承压态势明显，下游需求疲软以及出口环境恶化料为收入增速下行的主因。尽管收入表现不尽如人意，但龙头收入仍表现出稳健的确定性。

图表 10：2019 年前三季度家电板块营收及同比



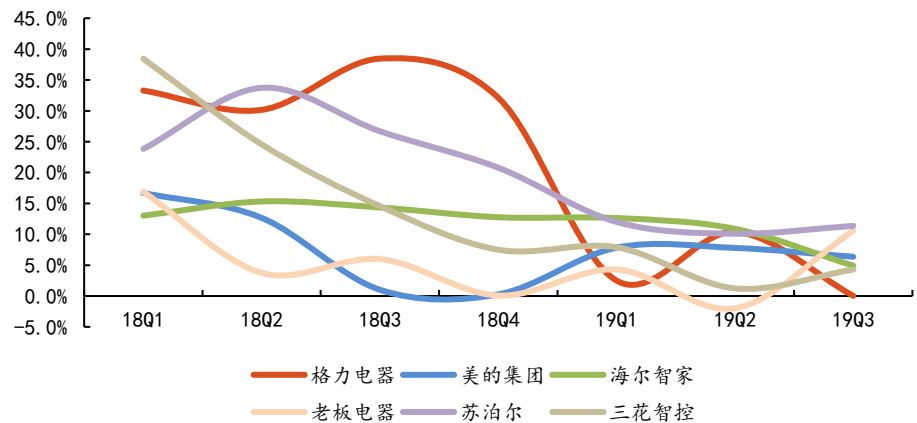
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 11：17Q1 以来家电行业及各子板块收入增速一览



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 12：18Q1 以来家电板块龙头收入增速一览



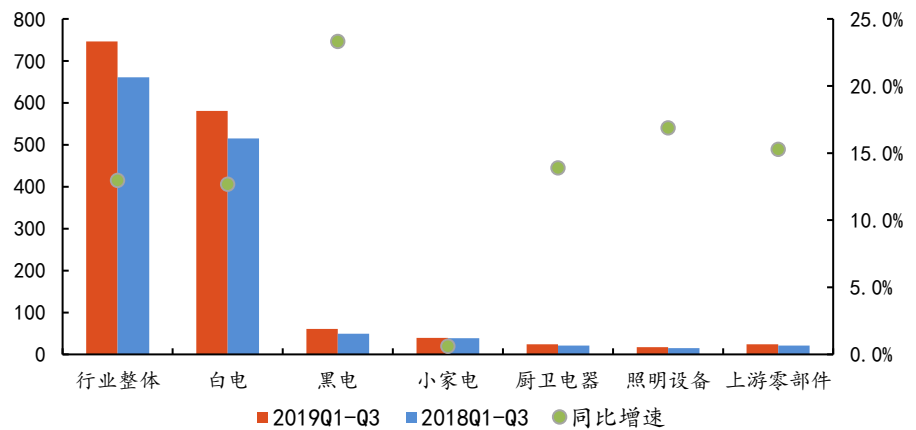
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 1.2.2. 利润：背离收入走势的逆势改善

2019 年前三季度家电板块上市公司整体实现净利润 747.76 亿元，同比增长 13.02%，远高于收入增速；分季度来看，Q1、Q2 和 Q3 行业净利润增速分别为 9.96%、11.02%、18.10%；分板块来看，白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件六个子行业 2019 年前三季度净利润增速分别为 12.67%/23.33%/1.79%/13.90%/16.87%/15.28%。

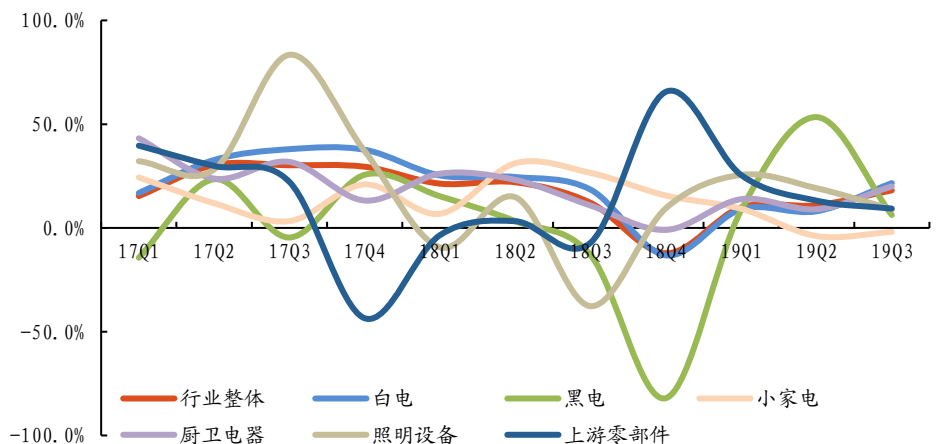
整体来看，从 19Q1 开始，家电板块及各子行业的利润增速呈现明显的持续改善态势。其中白电和厨电净利润改善最为明显，19Q3 白电和厨电净利润增速分别达 21.62%、19.97%，环比 19Q2 分别提升 13.6/10.96pct，我们认为一方面可能与去年同期净利润基数较低有关，另一方面原材料价格下行和减税降费等政策推行也给企业带来较大的利润增厚空间，多重因素驱动家电企业净利润实现与下滑的收入增速背离的向好态势，盈利表现超出市场预期。

图表 13：2019 年前三季度家电板块净利润及同比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 14：17Q1 以来家电行业及各子板块净利润增速一览



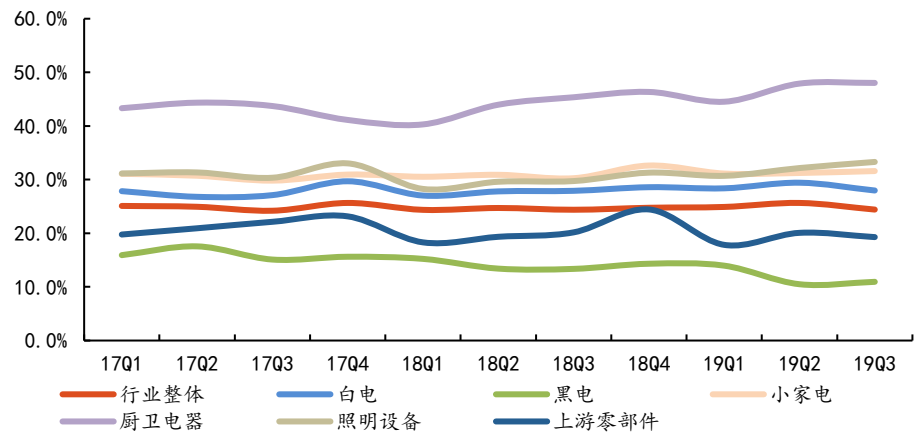
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 1.2.3. 盈利能力：外部红利释放和内部结构性改善带来的必然提升

2019 年前三季度家电板块上市公司整体实现毛利率 25.00%，同比提升 0.51pct；分季度来看，Q1、Q2 和 Q3 行业毛利率分别为 24.90%、25.65%、24.42%，二季度板块毛利率提升尤为显著，为 18 年以来单季度最高；分板块来看，白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件六个子行业 2019 年前三季度毛利率分别为 28.61%/11.89%/31.33%/46.81%/32.13%/19.08%，除黑电和上游零部件板块毛利率有所下滑外，其他板块的毛利率均有不同程度的提升，最为明显的是厨电板块，Q1-Q3 毛利率提升 3.62pct。

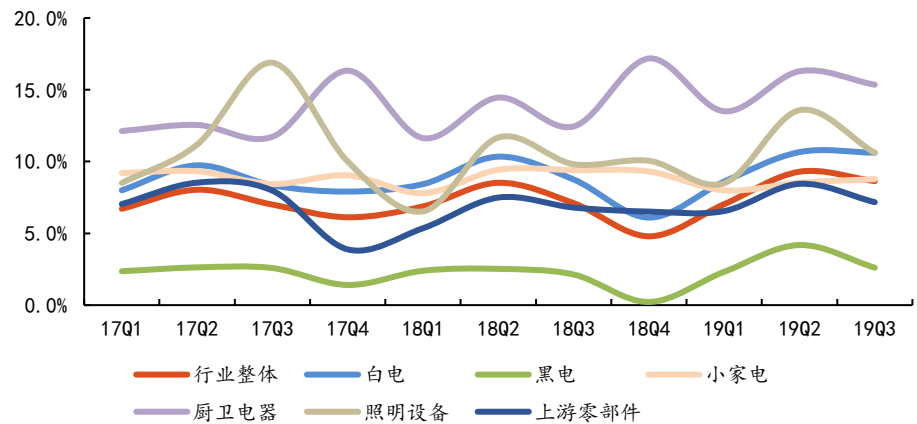
2019 年前三季度家电板块上市公司整体实现净利率 8.33%，同比提升 0.81pct；分季度来看，Q1、Q2 和 Q3 行业净利率分别为 7.03%、9.30%、8.64%，其中二季度板块净利率在去年同期基数较高（18Q2 板块净利率为 8.52%为近年来次高点）的基础上仍有明显提升实属难得；分板块来看，白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件六个子行业 2019 年前三季度净利率分别为 9.98%/2.99%/8.48%/15.05%/11.03%/7.42%，其中厨电板块净利率同比提升 2.18pct，在子行业中提升最为显著。

图表 15：17Q1 以来家电及子行业毛利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 16：17Q1 以来家电及子行业净利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

外部红利释放以及内部结构性改善是家电板块盈利能力逆势提升的两大条件。2019 年前三季度家电板块盈利与收入表现分化，在利润逆势增长的拉动下板块盈利能力表现超预期。我们认为主要得益于外部成本端、汇率端等红利的释放以及企业内部经营效率、渠道层级等结构性的改善：

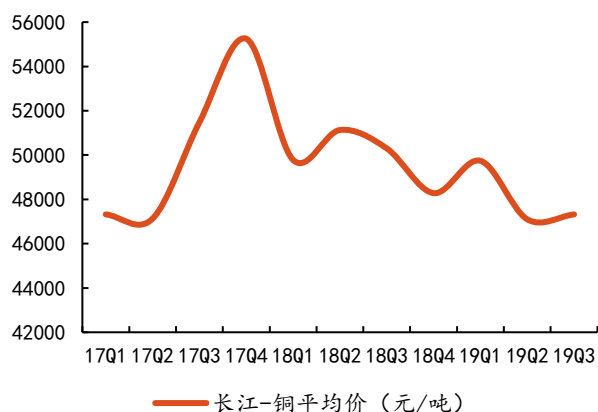
1) 原材料价格下行以及增值税税率下调为成本“降压”。2018 年二季度以后铜、铝、螺纹钢、塑料等家电大宗原材料价格持续回落，大幅释放成本端压力，考虑到家电企业对原材料的储备可能会有 6-9 个月的滞后，我们预测大部分企业的成本端红利大概在 19Q1 开始释放，对应板块净利率走势来看也基本符合。此外 2019 年 4 月以后制造业企业增值税税率下调也给予生产端减负。

2) 汇率贬值利好出口企业。今年以来美元对人民币中间价从 6.8 升至超过 7，贬值幅度超过 3%，对于出口型企业而言也获得较大的汇兑收益。

3) 企业结构性调整带来利润端改善。今年以来家电企业尤其是龙头从内部组织架构到渠道调整等多个方面均进行了积极尝试，企业通过缩短流通通路以及线下渠道层级实现渠道节点效率提升，一方面节省了物流成本，加快存货出清，另一方面推动传统渠道结构层级转型实现效率提升，节省了中间环节的运营、销售等费用投入，增厚利润空间的基础上还可让利消费者，实现厂商和消费者利益双赢。

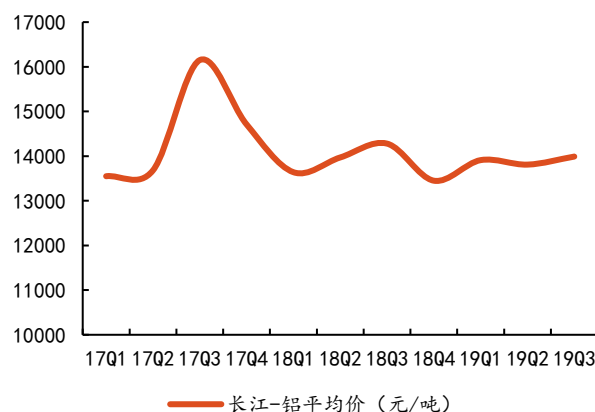
龙头表现出较高的利润韧性。尽管今年以来家电企业在价格策略和市场竞争等方面积极拥抱低线需求，导致产品均价下行压力较大，但在上述多重因素的推动下，龙头企业仍表现出较高的利润韧性，净利率稳中有升。当前家电下游市场需求孱弱，行业竞争格局也伴随着有限的市场份额争夺而呈现新的变化，龙头企业在面临激烈的价格竞争的同时，凭借规模效应以及较高的产业链地位夺得先发优势，在外部红利出现的时候能够以更快的速度兑现，也因此能够更加灵活地调整经营策略、推动管理架构和渠道层级加快转型，巩固其在产业竞争中的主动权，也体现出龙头坚实的利润底蕴。

图表 17：铜现货价格（截止 2019.09.30）



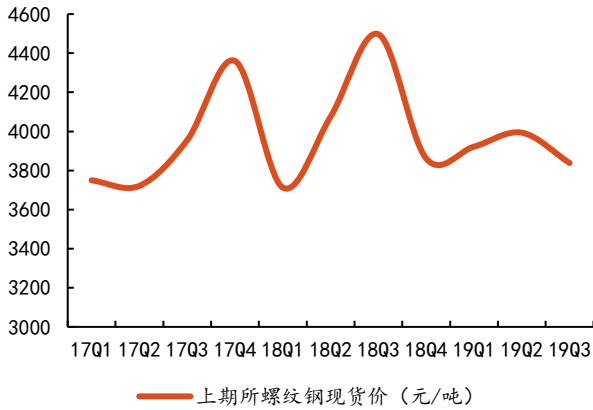
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 18：铝现货价格（截止 2019.09.30）



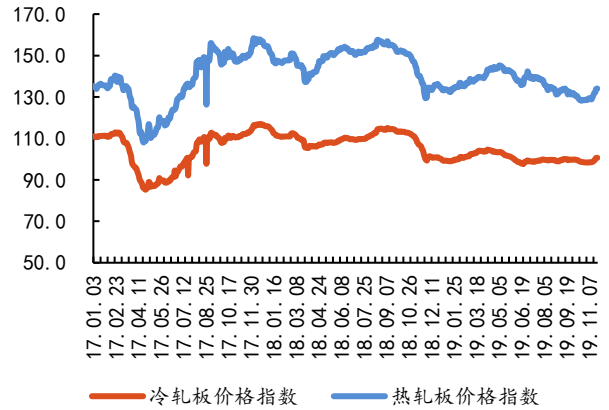
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 19: 螺纹钢现货价格 (截止 2019.09.30)



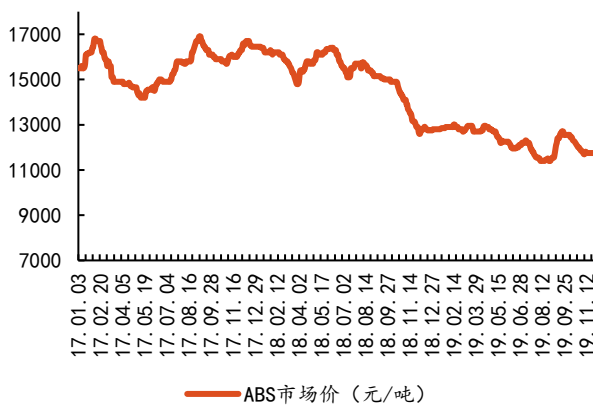
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 20: 冷轧板价格指数 (截止 2019.11.22)



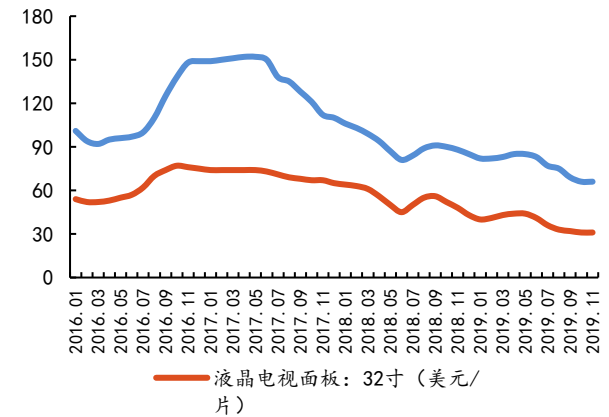
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 21: 塑料 ABS 市场价 (截止 2019.11.25)



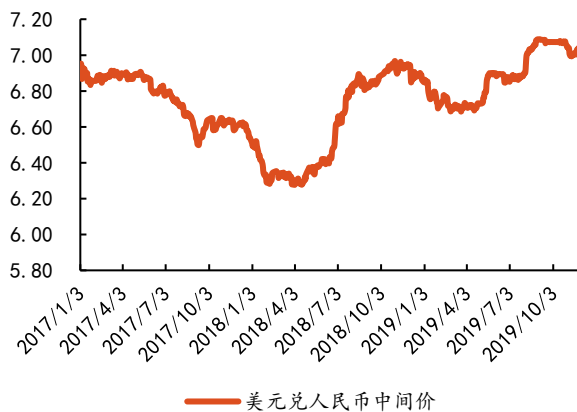
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 22: 液晶面板价格 (截止 2019.11.25)



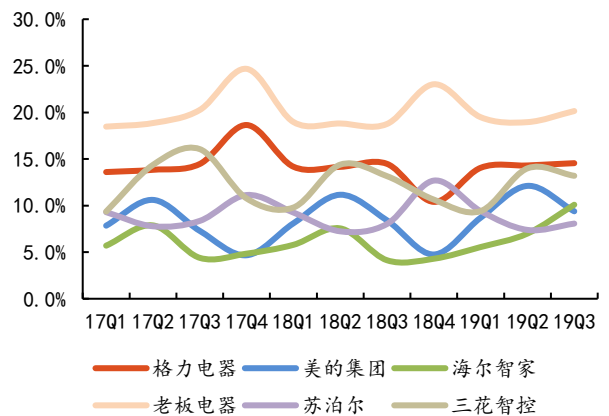
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 23: 美元对人民币中间价 (截止 2019.11.25)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 24: 17Q1 以来龙头净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 2. 弱需求背景下产业变迁与企业转型共舞

家电行业经历了前几年的高速扩张后，伴随刚需型产品（空调、冰箱、洗衣机、电视等）保有量以及城镇化率的逐步提高，家电行业规模从高速增长时期步入平稳增长期，人口红利的消退以及上层对房地产“房住不炒”的定调带来的增长瓶颈标志着家电行业进入存量竞争时代。如何激活现有存量市场、获得高质量增长已成为业内共识。

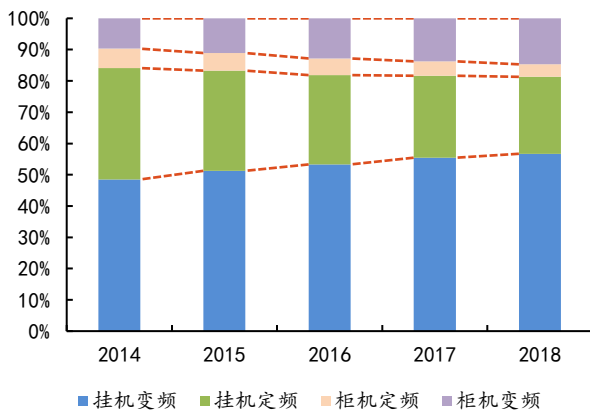
我们在 2019 年半年度策略报告中围绕家电终端需求的存量挖掘进行探讨，而下半年我们看到家电行业发生了更大的变局，包括消费结构的分层更加明晰、行业竞争格局稳态被打破、企业在运营效率、组织架构、经营策略等方面寻求创新与突破。对于家电行业，2019 年是极具挑战的一年，因此当下我们更希望从产业和企业的角度聚焦家电行业的变化发展。

### 2.1. 基于行业弱需求前提下的消费分级变化

过去几年来家电行业在“消费升级”趋势的推动下实现了传统品类的结构升级以及新品类的快速渗透，然而需意识到，家电行业的崛起主要得益于大众消费需求的普及，人均消费水平的提升以及 GDP 的快速增长为家电终端需求培育出肥沃的土壤，城镇化进程的加速以及家电下乡政策的推动使刚需家电产品普及提前完成。

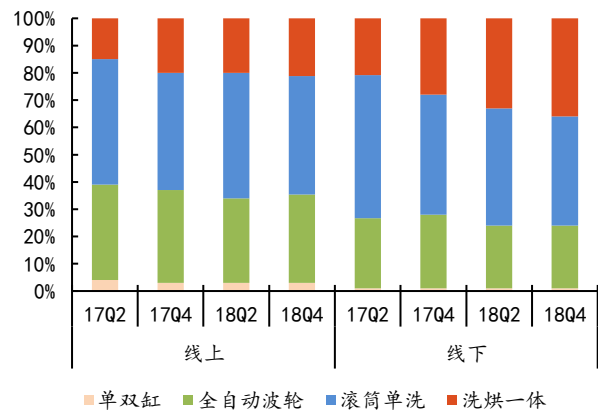
通常在产业发展的前期，消费者的使用习惯和理念仍处于培育初期，尤其是标准品行业，受限于技术水平以及渠道渗透不充分等因素，生产厂商作为供给方拥有更大的话语权以及市场定价权。但在满足了大众标准化需求后，消费者从习惯培育进入到反馈阶段，加上互联网传播技术的进步，消费者所掌握的产品和价格信息越来越充分，对产品的个性化、多样化、品质化等“硬件”方面提出更高的诉求，同时消费场景、用户体验等“软服务”也逐渐成为影响选购的因素，主导行业发展的核心从产业角度逐步转移至消费者角度，单纯的“消费升级”所带动的量价齐升逻辑已无法简单套用到行业增长当中，此时“消费分级”现象受到市场从业者更多的关注。

图表 25: 变频空调渗透率稳步提升



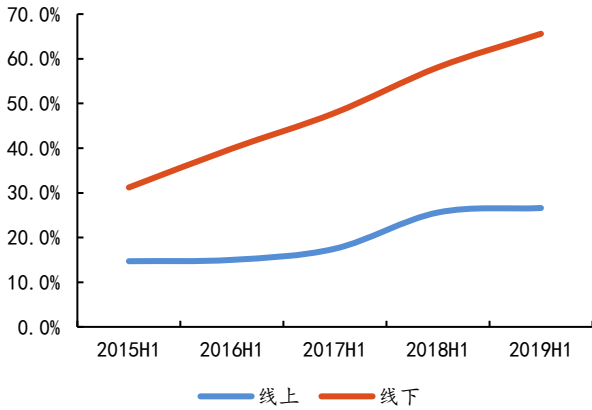
资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

图表 26: 洗衣机滚筒和洗烘一体占主导



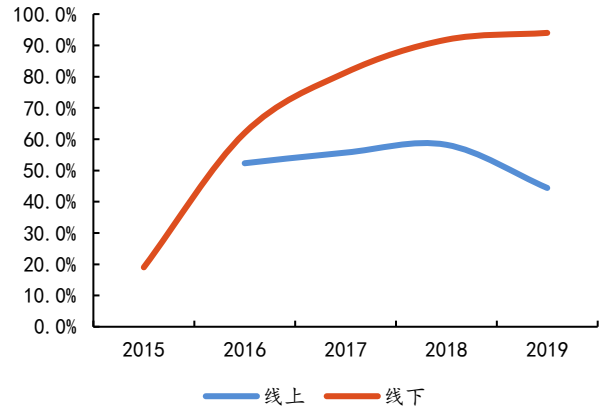
资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

图表 27: IH 电饭煲渗透率



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

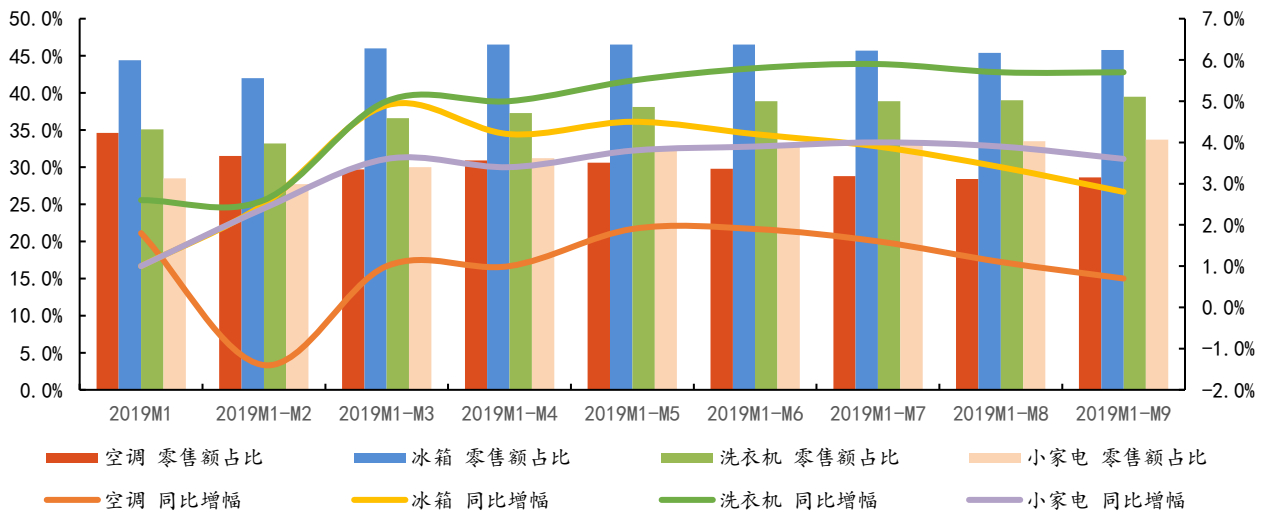
图表 28: 破壁机在料理机中的渗透率



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

**家电消费分级: 消费结构两极分化, 高端需求稳健, 低线需求爆发, 中端需求萎缩。**2019 年以来家电不再延续 2018 年以消费升级为主导的消费趋势, 消费结构呈现两极分化: 一方面高端需求增长仍然稳健, 主要体现在线下, 空调、冰箱、洗衣机、小家电线下高端品月度零售额连续 8 个月实现同比正增长, 其中洗衣机和小家电的高端品零售额比重分别从年初的 35.10%、28.50% 提升至 10 月的 40%、34.19%, 提升近 5 个点; 另一方面线上均价今年以来持续下探, 各品牌依靠电商网批、价格竞争等方式积极拥抱低线需求, 其中冰箱已连续 10 个月线上均价同比负增长, 空调线上均价降幅从 4 月以来持续扩大。

图表 29: 分品类线下累计高端品零售额占比及同比增幅



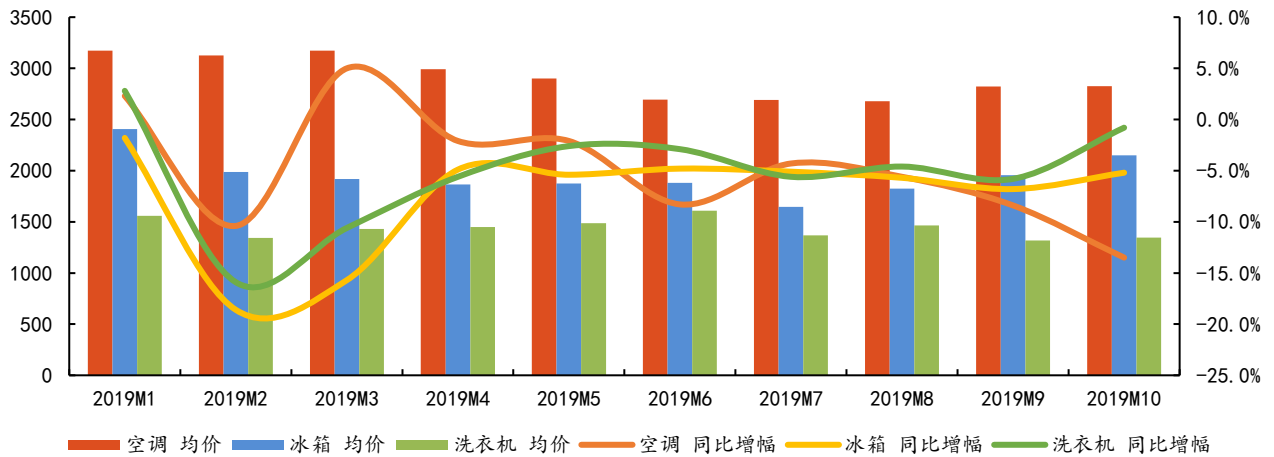
资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

**需求向高低两端转移挤压定位中端的产品市场空间, 在终端需求和社会财富效应持续收缩的行业背景下, 消费者对产品的价格敏感度取决于财富分层:** 1) 对于定位高端的产品而言其消费者黏性相比其他价格带更高, 因为较高的产品质量以及品牌溢价带来的身份彰显是这部分消费人群的主要诉求, 因而价格敏感度较低, 2017 年以来高端产品的消费者教育已取得较好的效果, 得以支撑 2019 年高端需求的稳健增长; 2) 过去两年中端需求的崛起得益于社会财富效应的释放, 当改善型需求受到来自可支配收入端的压力时, 消费者价格敏感



度提升，刚需型的低线需求将作为替代得到消费者的重视，这也是为什么我们能看到 2018 年末以来小米的米家空调、冰箱，苏宁推出的法迪欧和苏泊尔的烟灶产品以及拼多多打破当下电商三巨头的壁垒迅速获得市场认可的原因。

图表 30：分品类线上均价及同比增幅



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

## 2.2. 谋求转型变革或将成为龙头新常态

### 国产替代下半场：龙头规模化后如何巩固护城河？

回顾过去家电行业发展历程，国产品牌顺应国家大兴工业化的时代潮流，凭借低廉的劳动力、土地等成本红利以及政策优惠等优势实现产业规模的快速扩张，一方面通过为国际家电企业贴牌代工完成了原始资本和技术的积累，另一方面在代工经验的基础上积极尝试建立自主品牌和渠道，开启国产替代的序幕。产业扩张中期，城镇化进程的加快带来的房地产繁荣使家电迎来长达十年的黄金时期，龙头企业在这一过程中逐步构筑自身的渠道、品牌、生产规模等的护城河，奠定并夯实了其行业地位，从而形成了良性稳态的行业竞争格局。

**护城河并非一成不变，变革转型是延续护城河优势的唯一选择。**龙头实现规模化后，连同行业在内家电企业增长瓶颈逐步凸显，增速放缓乃至下滑的背后是龙头迎来经营拐点。2018 年以来空调渠道库存高累、电商品牌份额快速提升、新商业模式的兴起等多重因素正挑战龙头过去经年所构筑的护城河。我们认为龙头的核心竞争优势仍然难以动摇，根本原因在于家电产业链稳定，定价权基本集中在负责产品整合和输出的龙头处，对比成长初期品牌，龙头的相对优势在于：

- 1) 生产端：基于规模效应的成本优势以及产业链一体化带来的议价权；
- 2) 产品端：不断创新的技术进步带来的迭代先发优势以及高质量产品的市场认可度；
- 3) 品牌端：基于高营销投入打造的品牌形象的溢价能力以及丰富的品牌矩阵；
- 3) 渠道端：健全完善的渠道体系有利于产品迅速下渗抢占市场。

新兴品牌虽然有相对更高的成长性和增速，但在产品力、品牌力、成本以及渠道布局方面无法与龙头抗衡，短期内或许在市场份额方面弯道超车（如奥克斯），但长期来看龙头通过在薄弱方面寻求变革转型仍能维持其核心竞争力。

变革的核心在于对传统模式的创新。总体来看，2019 年龙头在渠道方面的探索和尝试更为积极，这主要受到新商业模式兴起的影响。在上一节中我们讨论家电需求结构分化，这一现象的直接影响是渠道伴随需求分化逐渐碎片化，尤其是今年以来直播带货、网批模式等新兴渠道和商业模式的传播愈演愈烈，推动传统制造业渠道向多样化、扁平化变革。另一方面家电需求的产生不再仅限于 C 端消费者，受政策的影响 B 端需求市场也正形成一定规模。企业的变革内容也不仅限于产品和技术的创新，而是更多的聚焦到生产、物流、运营、管理等方面的效率提升上。

因此 2019 年以来，我们看到以白电龙头为代表的家电企业在渠道、管理体系、经营效率等方面进行了积极探索，具体来看：

#### 1) 格力电器：混改助力改善治理结构，尝试自建电商探索新商业模式。

截止 2019 年 12 月 3 日，格力与珠海明骏的股权转让事宜尘埃落定，珠海明骏作价 417 亿元受让格力集团持有格力电器 15% 股权，同时同意推进给予管理层等不超过 4% 公司股份的股权激励计划。珠海明骏由高瓴资本牵头成立，高瓴的入主有望为正处于收入增速放缓、行业挑战更加激烈的格力而言带来新的机遇，过去高瓴资本曾给其他消费领域的企业带来新商业模式和经营理念的改革，有望改善格力过度依赖单一线下渠道、管理层激励程度有限等问题，从而推动格力经营效益以及估值中枢的提升。双十一格力推出补贴让利活动，通过对两款三级能效产品让利促销实现其新自建电商平台“董明珠的店”的初期引流，并取得了不错的成绩，在线上营销大行其道的今天，格力的积极尝试也预示其未来的市场竞争策略将更加灵活。

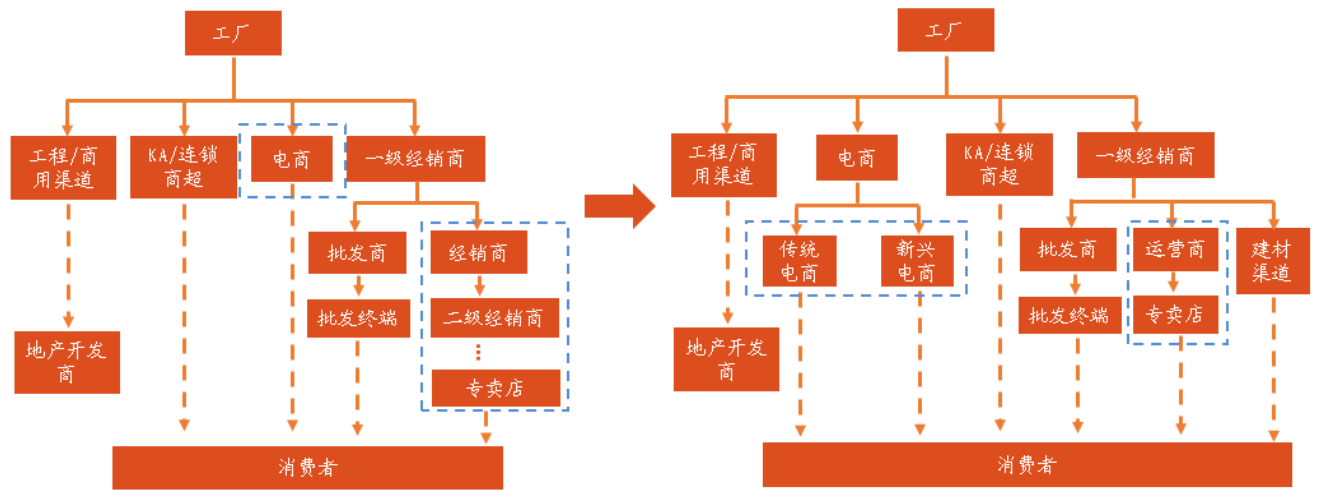
2) 美的集团：生产效率提升+渠道模式改革双管齐下。今年以来美的凭借“T+3”模式将小天鹅在洗衣机市场上取得的成功复制到空调行业，叠加上半年原材料价格下行，充分享受到成本红利的时候提高了生产效率。此外美的敏锐意识到低线需求市场的增长潜力，通过将分销商转型运营商削减线下渠道层级，降低产品流通过程中的加价环节，推动渠道扁平化，从而节省渠道利润空间减轻渠道库存压力，将生产端和渠道端的利润让利给消费者，推动产品市场份额迅速攀升。

3) 海尔智家：人单合一模式与渠道改革同步深化。海尔坚持以智慧家庭为战略引领方向，在人单合一模式的驱动下推进建立链群自驱体系，加速“5+7+N”智慧全场景定制化成套方案的全流程落地，推动单品销售向全屋解决方案转型，通过四网融合与统仓统配建立起高效的零售体系，从而推进从分销模式向零售模式的转型，实现了利润的逆势增长以及市占率的提高。

4) 老板电器：工程渠道高速增长带领公司穿越周期。在当前厨电行业零售端需求孱弱的环境下，精装修占比的提升使工程渠道市场成为短期内厨电的增长新动能，老板凭借其强大的品牌力以及完备的配套服务能力形成先发优势，也获得房地产企业的认可，实现了工厂渠道市场份额的大幅提升，从一季度开始老板的工程渠道收入连续三个季度提速，带动公司业绩向上修复。

根据产业周期理论，家电行业现已进入产业发展成熟后期，产业经营模式基本固定，剔除外部系统性风险因素，内部变量可能会对行业格局或商业模式产生一定影响，但不会出现颠覆性的变化，龙头一方面具备应对外部干扰的抗风险能力，另一方面也能够能够在行业逆周期时通过变革或转型向中小品牌转嫁风险，从而达到加固护城河的目的。未来，企业变革转型或将成为家电产业变迁常态，龙头企业将在转型变革的过程中持续深化其竞争优势，有望在保持成长的同时推动马太效应的显现。

图表 31：新兴渠道冲击传统渠道结构体系



资料来源：东方财富证券研究所

图表 32：美的 T+3 模式



资料来源：美的集团官方微信公众号，东方财富证券研究所

图表 33：海尔人单合一模式探索



资料来源：海尔集团微信公众号，东方财富证券研究所

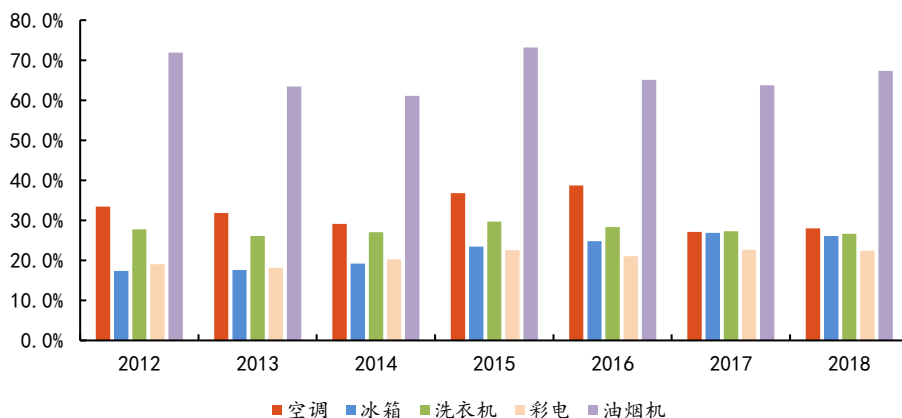
### 3. 展望 2020 年：黎明已至，扬帆起航正当时

#### 3.1. 竣工将成为行业拐点驱动力

近两年来家电下游需求提振不足，地产销售增速与竣工增速的下滑是导致主要因素之一。我们曾在 2019 年半年度策略中针对主要家电品类新增需求的地产拉动效应进行测算，空调和油烟机相对其他品类受地产的影响更加明显。

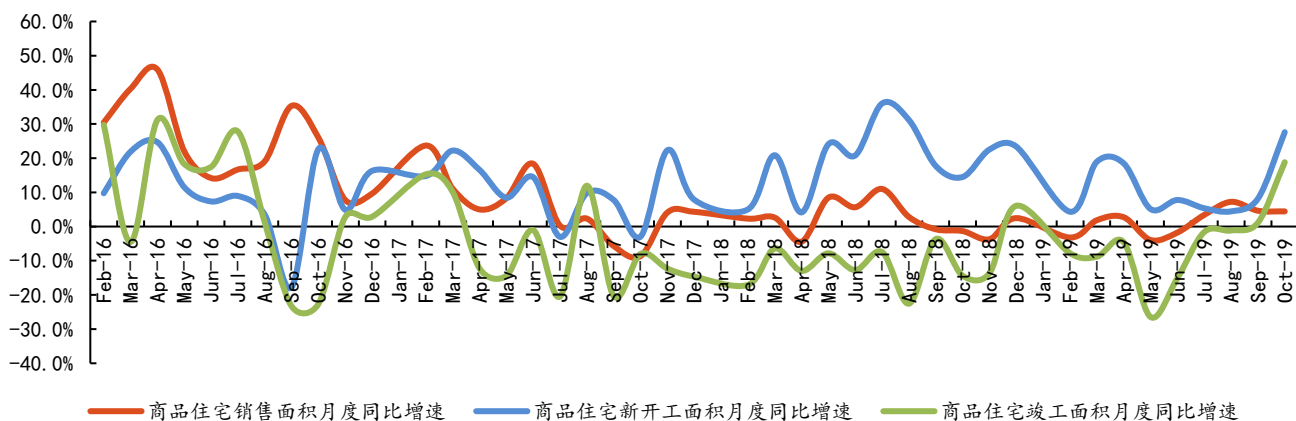
2017 年以来，新开工面积增速与竣工增速持续背离，竣工缺口的扩大使家电新增需求逐步收缩，这与房企资金链紧张导致施工和竣工动力不足、三线及以下城市房地产项目停工、缓建等因素有关，竣工交付周期被动延长。2019 年以后，新开工增速放缓叠加竣工降幅收窄，一方面今年以来全国商品住宅销售面积处于低增长状态，为降低成本投入，房企新开工面积增速同步放缓，另一方面在合同约束以及房企利润增长压力下，竣工交付受驱动实现增速上行，带动商品住宅开竣工增速从背离走向收敛。

图表 34：地产对家电各品类新增需求的拉动效应



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 35：新开工和竣工剪刀差趋于收窄



资料来源：国家统计局，Choice，东方财富证券研究所

**竣工改善已至，需求回暖可期。**尽管我们一直强调伴随更新换代需求的增长地产对家电的影响将趋于减弱，但短期来看，地产的影响仍将通过宏观经济环境、消费者信心以及社会财富分配等方面的传导综合作用于家电板块，从而对家电边际消费需求形成影响。因此放眼 2020 年，竣工回暖带动下的交付周期来临将成为驱动需求改善的最主要因素。据统计局数据，商品房竣工增速已于 8 月回正，住宅竣工增速于 9 月回正，10 月住宅竣工增速同比增长 18.83% 环比大幅提升 17.7pct，从交付结构来看，我们认为主要受到 2017 年在三四线市场集中释放的房屋销售将从 2019 年下半年开始有节奏的交付的影响。当前竣工增速向好趋势明显，有望带动后周期板块景气度回升，空调、厨电等受地产影响程度较大的板块受益弹性将更加明显。

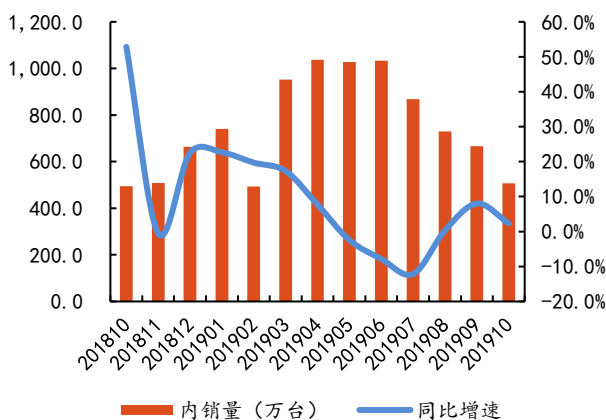
### 3.2. 空调：龙头内销表现分化，价格竞争激化凸显龙头马太效应

2019 年 1-10 月家用空调销量累计出货突破一亿台达 1.31 亿台，同比下滑 1.0%，其中内销累计出货量 8058.5 万台，同比下滑 0.6%，外销累计出货量 5014.0 万台，同比下滑 1.5%。

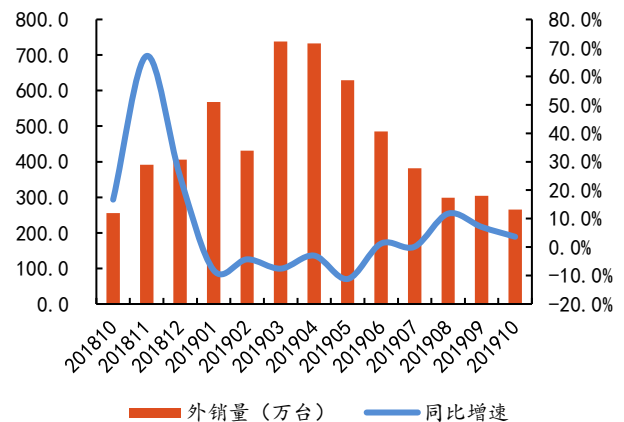
**内销方面：**受渠道库存承压以及终端需求表现不佳的影响，2019 年上半年空调内销整体延续下探趋势，进入三季度后，在龙头采取积极的价格竞争策略的推动下终端需求得到有效提振，叠加去年同期基数较低，8 月开始内销增速触底回升并连续三个月实现正增长。

**外销方面：**受 2018 年企业抢出口带来需求的提前透支的影响，2019 年空调外销增速基本维持平稳较低态势。

图表 36：2019.1-2019.10 空调内销出货情况



图表 37：2019.1-2019.10 空调外销出货情况



资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

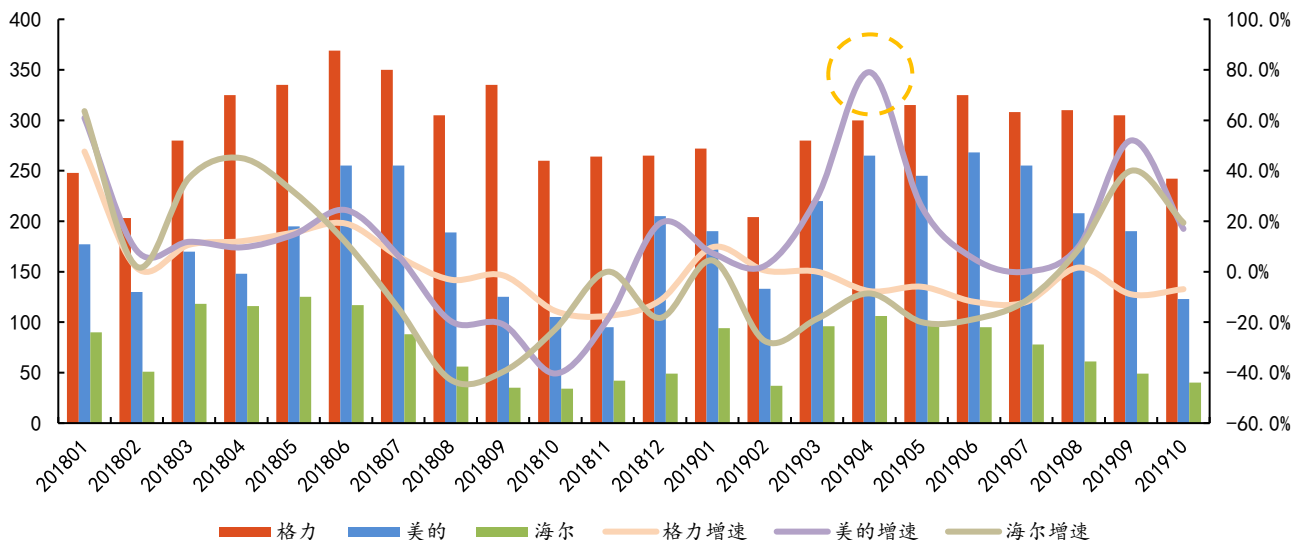
**龙头内销表现分化：三季度美的、海尔受益去年同期低基数影响内销出货提速，格力受限于渠道库存出货增速收缩。**

2019 年 1-10 月格力内销出货 2861 万台，同比下滑 5.0%；美的内销出货 2096.8 万台，同比提升 19.9%；海尔内销出货 755.5 万台，同比下滑 8.9%，总体来看美的内销表现最优异。

2019 年美的将 T+3 模式复制到空调领域提升生产端效率，同时对线下渠道进行扁平化梳理调整削减渠道层级转变经销商职能提升渠道运营效率、节省运营成本，从而在保证利润的情况下降低空调渠道加价率，在终端进行利润输出实现让利，积极拥抱低线需求，推动终端销售提速以及渠道库存出清。2019 年 3 月美的开展“火三月”促销活动推出特价机型带动 3、4 连续两个月内销出货增速大幅攀升。

海尔从三季度开始释放渠道改革红利，叠加促销政策的跟进以及去年同期低基数的影响，8 月起内销出货恢复正增长。格力则由于 2018 年同期基数较高以及渠道库存高位挤压渠道提货空间，导致 2018 年末以来内销出货增速持续低位徘徊。

图表 38：龙头内销出货情况

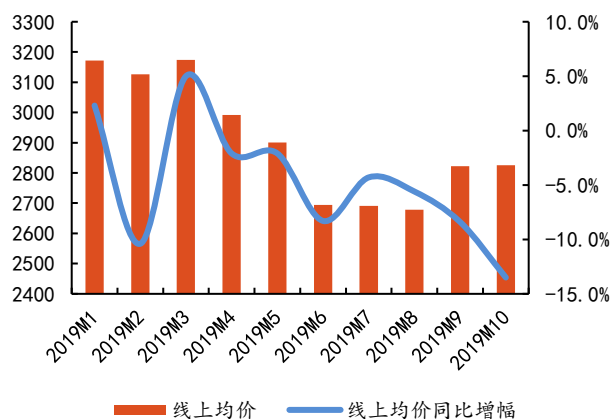


资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

龙头采取激进的价格竞争策略应对需求和库存挑战。2019 年空调行业最受市场关注的莫过于价格竞争，如果说 3 月美的推出特价机型抢占低线需求市场份额只是预热，那么到 11 月空调行业价格战已进入白热化阶段。格力先于双 11 推出 30 亿让利活动，针对“T 爽”和“俊越”两款三级能效机型进行降价促销，再于月末追加百亿让利活动延续促销力度，我们认为此次促销一方面是格力为夺回低端市场份额、针对低线品牌采取的价格降维打击，另一方面也是为了在 2020 年空调新能效标准出台前加快旧能效产品的库存出清。美的、海尔、海信等在格力之后也采取跟进策略进行降价促销，特别是在格力百亿让利活动后将战线扩大至一级能效机型，行业价格战激化。

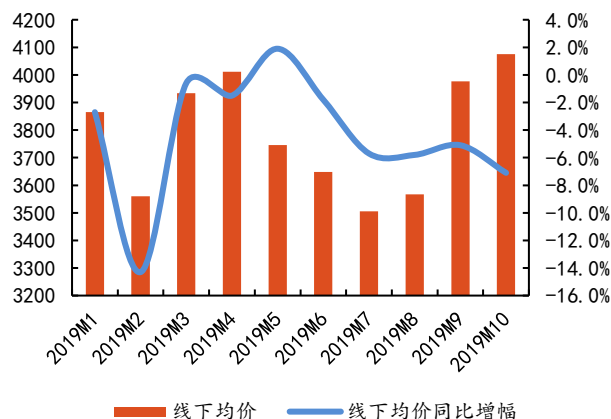
我们认为 2020 新冷年空调内销的去库存任务仍较为艰巨，龙头采取较为激进的价格竞争策略一方面有利于提振低线终端需求保证全年收入的稳健增长，另一方面也有利于减轻渠道库存压力、缓解渠道资金流动性，为明年新能效产品的产能和库存释放腾出空间。在价格战的影响下，全年空调线上、线下行业均价降幅持续向下。

图表 39：2019.1-2019.10 空调线上均价



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

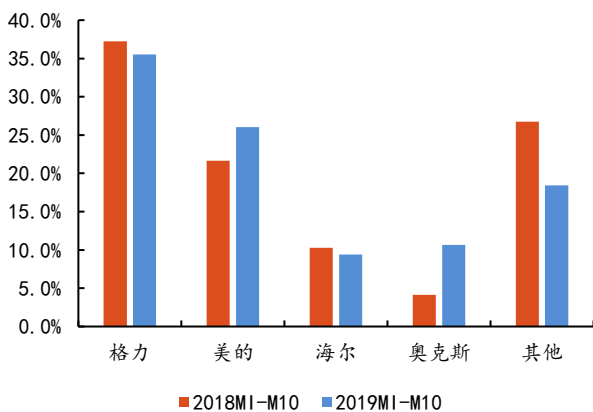
图表 40：2019.1-2019.10 空调线下均价



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

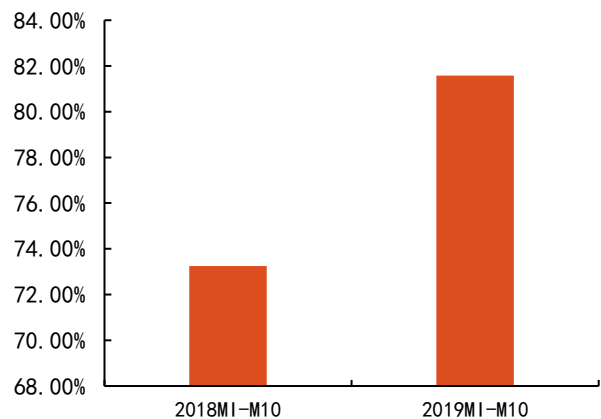
价格竞争促使龙头在逆周期时收割份额，长期来看行业马太效应凸显。截止 2019 年 10 月空调内销累计出货 TOP4 集中度由 2018 年同期的 73.24% 提升至 81.58%，同比提升 8.34pct，其中格力、海尔略有下滑，美的和奥克斯分别同比提升 4.4pct、6.51pct。市场份额的争夺往往发生在行业景气和需求下行期间，龙头作为行业定价权拥有者率先降价先发制人，中小品牌无论是采取跟随策略还是维持现状，在巨额的营销投入面前都只能望而却步。尽管价格竞争会对所有参与者的盈利能力产生必然影响，但龙头凭借成本规模优势以及渠道周转效率的提升仍有保证利润稳健增长的余地，短期表现为龙头份额以及市场集中度的明显提升，长期来看龙头的品牌号召力和产品认可度都将得到进一步提升，为迎接行业景气上行后的需求反弹做好准备，行业马太效应持续显现。

图表 41：空调代表企业累计内销出货市占率



资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

图表 42：空调内销出货 TOP4 集中度提升



资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

**关注 2020 年空调能效新国标出台带来的行业结构升级机遇。**2019 年 3 月最新的《房间空气调节器能效限定值及能效等级》即新版空调能效标准征求意见稿发布，新版能效标准将定频、变频合二为一，能效指标进一步提升，对一级能效产品提出了更高的节能要求，这标志着我国空调产品未来将朝高端化、节能化方向发展，落后的低端和高能耗产品势必被淘汰，产业结构将进一步优化。具体来看，除了调整了能效等级和能效指标、提升能效限定指标值以外，新标准扩大了适用产品范围，去掉了节能评价值，以附录形式给出空调器季节能源消耗效率和全年能源消耗效率的计算方法等。新标准将于 2020 年实施。

**能效指标值的提升对定频空调形成巨大挑战。**新版能效标准对定频空调的各等级对应指标值均有提升，若根据新标准要求，原能效等级为 2、3 级的定频空调将不再符合新标准要求，而如果改进设计提高能效水平，成本将大幅提升，定频空调的价格优势将不复存在，即目前市占率达 30% 的定频产品将从 2020 年起陆续被淘汰。而对于变频空调来说，原有的 3 级能效产品将被淘汰，原有的部分 1 级能效产品将降至 2 级水平，1 级能效市占率将有所降低。我们认为新版能效标准的实施有望加快行业老旧能效产品的肃清、带动行业产品结构优化升级以及均价的提升，行业未来高端化趋势将更加显著，龙头公司具备变频空调的生产技术优势，横向具备丰富的变频产品矩阵加快结构升级节奏获得先发优势，纵向具备产业链一体化发挥规模优势，有望率先把握行业结构升级机遇。

图表 43: 新版空调能效标准

标准	额定制冷量 (CC) W	单冷型能效等级 (SEER) W·h/(W·h)				
		1 级	2 级	3 级	4 级	5 级
新版能效标准	CC ≤ 4500	5.80	5.40	5.00	3.90	3.70
	4500 < CC ≤ 7100	5.50	5.10	4.40	3.80	3.60
	7100 < CC ≤ 14000	5.20	4.70	4.00	3.70	3.50

标准	额定制冷量 (CC) W	冷暖型能效等级 (APF) W·h/(W·h)				
		1 级	2 级	3 级	4 级	5 级
新版能效标准	CC ≤ 4500	5.00	4.50	4.00	3.50	3.30
	4500 < CC ≤ 7100	4.50	4.00	3.50	3.30	3.20
	7100 < CC ≤ 14000	4.20	3.70	3.30	3.20	3.10

资料来源: 中国国家标准化管理委员会, 东方财富证券研究所

### 3.3. 冰洗: 行业格局稳固

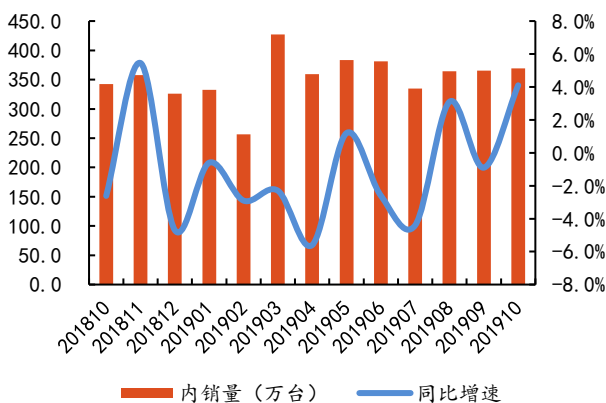
2019 年 1-10 月冰箱累计生产 6478.9 万台, 同比增长 3.5%; 销量累计出货 6486.2 万台, 同比增长 2.7%; 其中内销累计出货量 3573.7 万台, 同比下滑 1.1%; 外销累计出货量 2912.5 万台, 同比增长 7.8%。

同期洗衣机累计生产 5412.5 万台, 同比增长 2.8%; 销量累计出货达 5434.5 万台, 同比增长 1.5%; 其中内销累计出货量 3676.8 万台, 同比下滑 0.8%; 外销累计出货量 1757.7 万台, 同比增长 6.7%。

**内销方面:** 冰洗整体在 2019 全年表现均较弱, 分板块来看冰箱和洗衣机内销趋势分化, 冰箱主要是上半年各月度内销持续负增长拖累全年出货增速, 但从三季度以后内销增速已有边际改善迹象, 洗衣机则是走出月度增速由高至低的趋势。

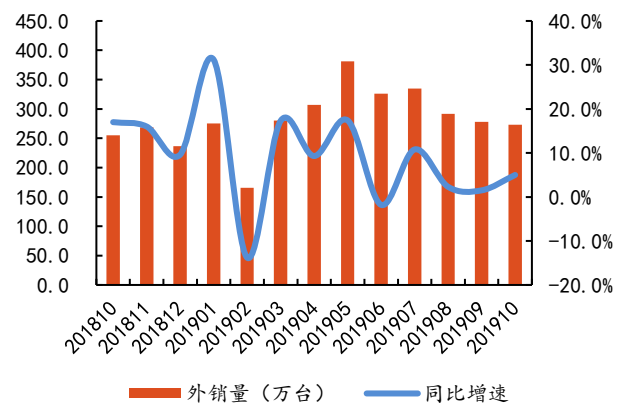
**外销方面:** 临近年末, 冰箱和洗衣机的月度出口增速均呈现翘尾趋势, 我们认为主要是海外市场需求稳健支撑冰洗外销规模稳健增长。

图表 44: 2019.1-2019.10 冰箱内销出货情况



资料来源: 产业在线, 东方财富证券研究所

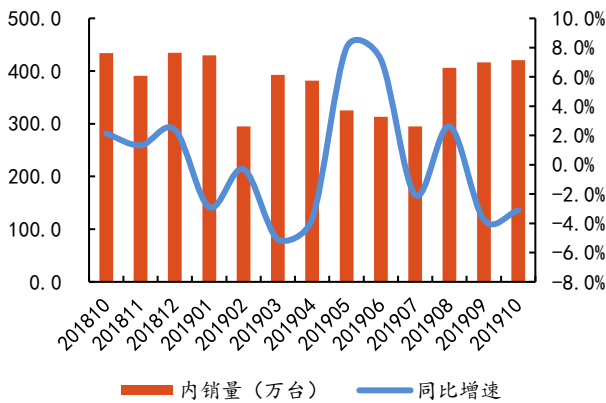
图表 45: 2019.1-2019.10 冰箱外销出货情况



资料来源: 产业在线, 东方财富证券研究所

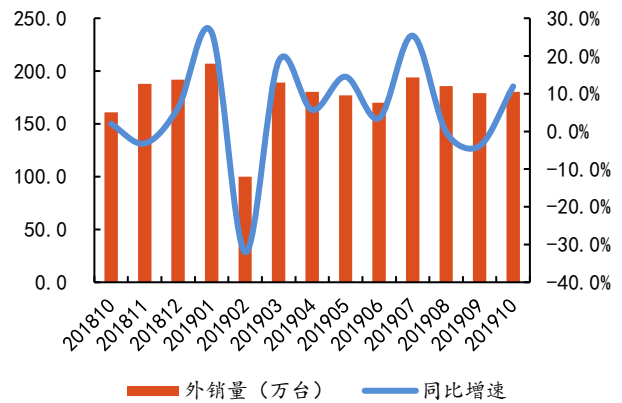


图表 46: 2019.1-2019.10 洗衣机内销出货情况



资料来源: 产业在线, 东方财富证券研究所

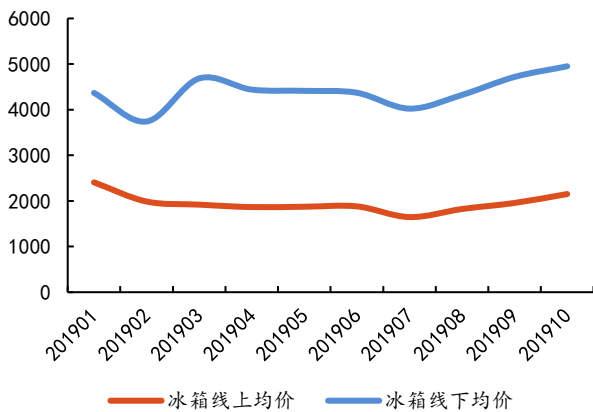
图表 47: 2019.1-2019.10 洗衣机外销出货情况



资料来源: 产业在线, 东方财富证券研究所

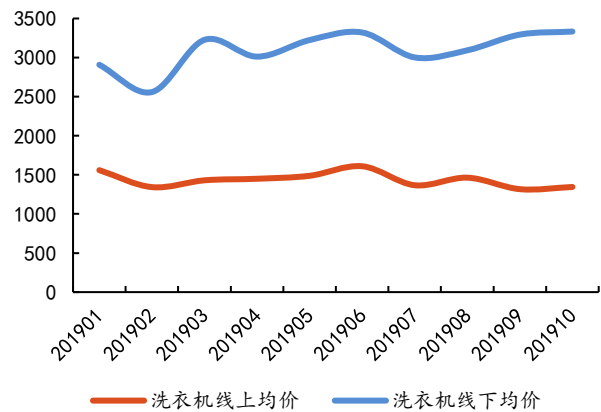
**结构升级引领线下冰洗高端化, 线上提价不及预期。**根据奥维云网, 2019 年 8/9/10 月冰箱线下均价涨幅分别为 1.6%/-0.1%/0.0%, 洗衣机线下均价涨幅分别为 5.10%/4.20%/4.20%。冰箱线下提价表现不及洗衣机。洗衣机线下实现连续三个月提价, 主要得益于新品培育和上市的节奏加快带动行业结构升级, 高端化趋势明显, 滚筒烘干和滚筒单洗已成为支撑行业发展的主要技术驱动, 二者零售额占比分别达到 44.39%、34.5%, 但需要注意的是各类型产品均价仍是同比下降态势, 行业线下完全依赖于结构性增长。从线上看, 冰洗的均价均维持在较低水平, 电商促销未能有效提振线上需求, 行业或回归价格竞争状态。

图表 48: 2019.1-2019.10 冰箱线上线下均价



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

图表 49: 2019.1-2019.10 洗衣机线上线下均价



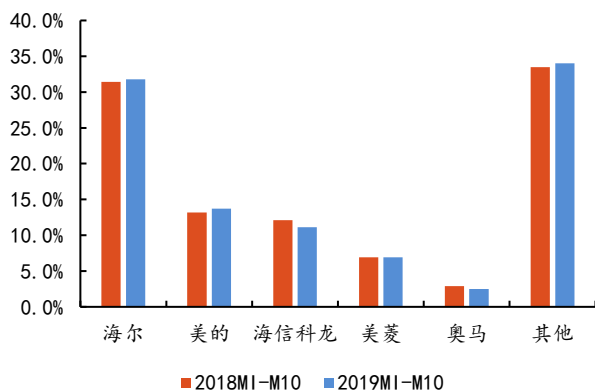
资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

**冰箱: 行业格局稳固, 龙头领先优势明显。**2019 年 1-10 月冰箱 TOP5 行业集中度为 66%, 同比微降 0.5pct 基本持平, 其中海尔、美的、海信科龙、美菱、奥马累计出货市占率分别为 31.80%、13.70%、11.10%、6.90%、2.50%, 头部品牌的市场份额优势显著领先二线品牌。

**洗衣机: 海尔、美的系话语权增强。**2019 年 1-10 月洗衣机 TOP3 行业集中度为 71.30%, 同比提升 0.8pct, 其中海尔、美的系、惠而浦系累计出货市占率分别为 35.0%、30.60%、5.70%, 海尔和美的系合计份额达到 65.6%, 话语权进一步提升。

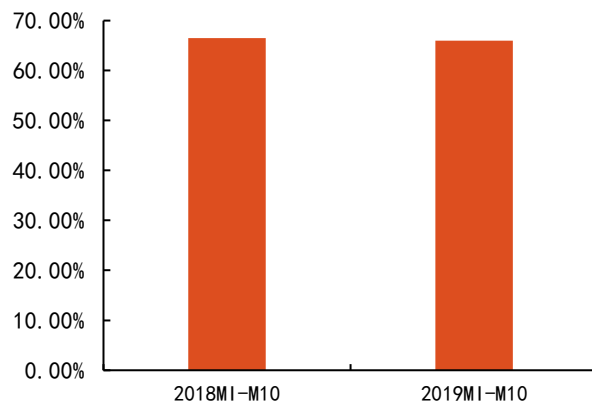
整体来看，冰箱和洗衣机行业均已表现出稳定的市场格局，这主要是因为行业长期以来产品成熟度高、技术迭代较慢，行业缺乏其他弯道超车的途径，但是从集中度绝对值来看，对比空调行业仍有可提升的空间。当前冰洗行业内龙头品牌的相对优势已十分明显，地位稳固。

图表 50：冰箱代表企业累计内销出货市占率



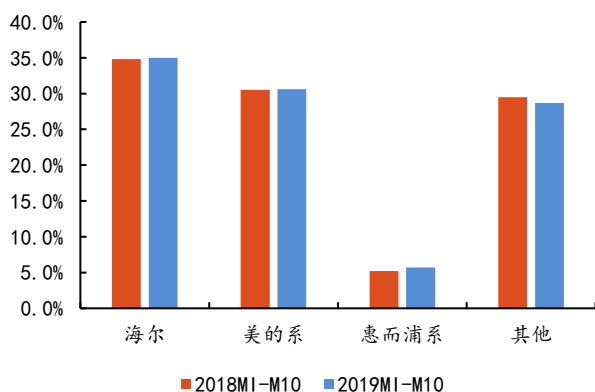
资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

图表 51：冰箱内销出货 TOP5 集中度持平



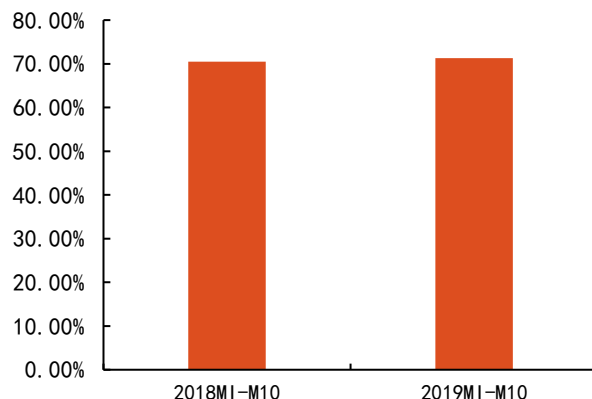
资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

图表 52：洗衣机代表企业累计内销出货市占率



资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

图表 53：洗衣机内销出货 TOP3 集中度微增



资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

**2020 年上半年内销或存短期边际改善的可能。**由于没有空调一户多机的属性加持，以及当下技术更新步伐放缓，对于已进入存量为主导的冰洗行业而言，更新换代需求的释放显得相对缓慢。但长期来看，技术升级和产品创新所形成的内生增长动力才是冰洗行业赖以发展的基石。我们此前在半年度策略报告中提示过，在短期内冰洗行业内未出现突破性革新技术的情况下，头部品牌仍将以市场份额的进一步提升作为未来收入增长的筹码，冰洗的行业集中度将进一步提升。当前这一观点已被行业数据证实，接下来企业的重点将放在存量需求的挖掘以及市占率的巩固上。我们认为更新置换需求的释放是一个较为长期的过程，但从边际需求的改善来看，考虑到今年同期低基数的影响，2020 年上半年冰洗行业内销增速或将小幅改善。

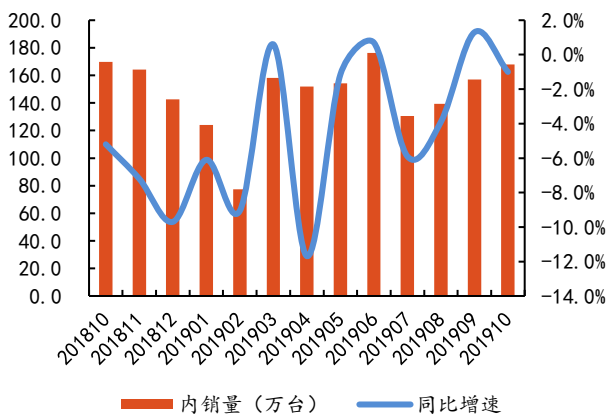
### 3.4. 厨电：竣工回暖+精装修走强为行业需求加码

2019 年 1-10 月油烟机累计生产 2320.3 万台，同比增长 2.48%；销量累计出货 2318.5 万台，同比增长 2.70%；其中内销累计出货量 1436.80 万台，同比下滑 1.85%；外销累计出货量 881.70 万台，同比增长 11.10%。

**内销方面：**2019 年以来油烟机各月度内销增速基本处于负增长态势，从三季度末开始内销降幅有所收窄，给四季度一个较好的开端，我们判断油烟机 7 月以来内销增速的改善主要受益于竣工回暖带来的工程渠道订单增长。

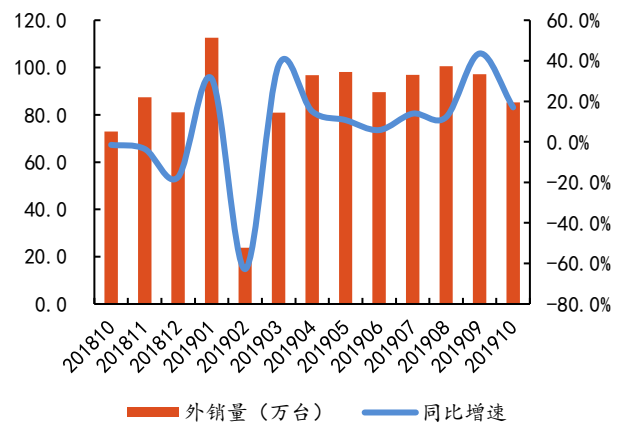
**外销方面：**除 2 月因春节停工因素导致增速下跌以外，2019 年以来油烟机行业外销市场高歌猛进，月度增速基本保持在 10%以上的高增长态势。

图表 54：2019.1-2019.10 油烟机内销出货情况



资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

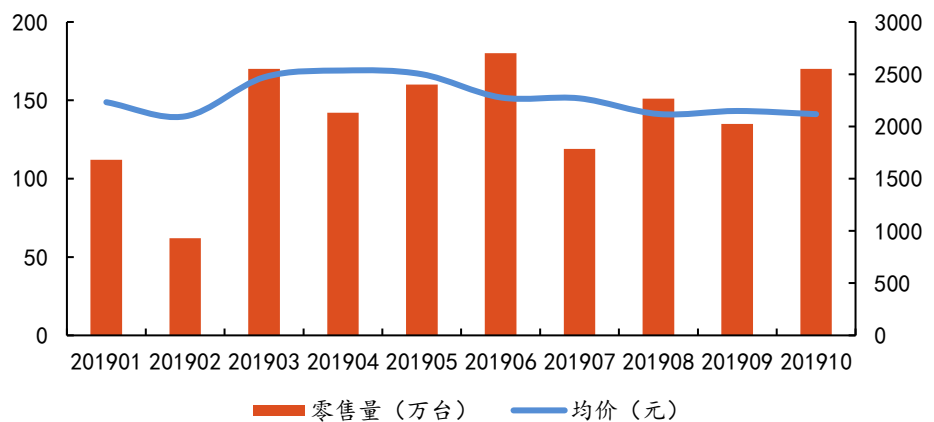
图表 55：2019.1-2019.10 油烟机外销出货情况



资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

**油烟机量额双降，均价平稳下滑。**地产疲软带动厨电行业景气度下行，2019 年以来以油烟机为代表的厨电行业表现疲软，量额均实现负增长，零售额降幅超过零售量降幅带动行业均价平稳下行。

图表 56：2019.1-10 油烟机零售量及均价情况

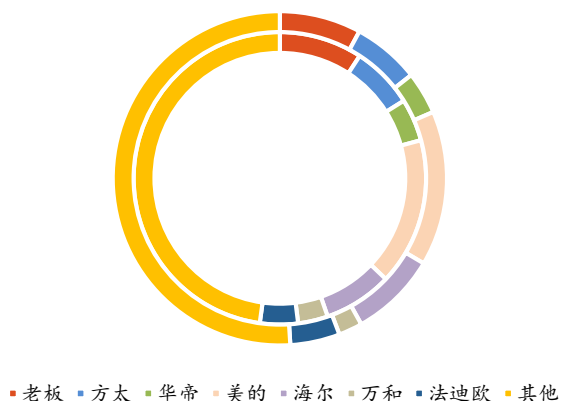


资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

龙头线上线下份额均有失守，法迪欧线下异军突起。2019 年 1-10 月油烟机线上品牌份额以美的为首，达 15%，老板、方太、华帝、海尔、万和、法迪欧分别为 7.9%、6.5%、4.1%、8.4%、2.3%、4.2%，高端品牌老板、方太份额均有小幅流失，海尔、法迪欧通过推出低价机型抢占线上市场份额。同期线下老板、方太、华帝、美的、海尔、万和、法迪欧市占率分别为 21.1%、18%、8.3%、9.1%、4.5%、4.7%、9.1%，可见线下市场是头部品牌的主要阵地。

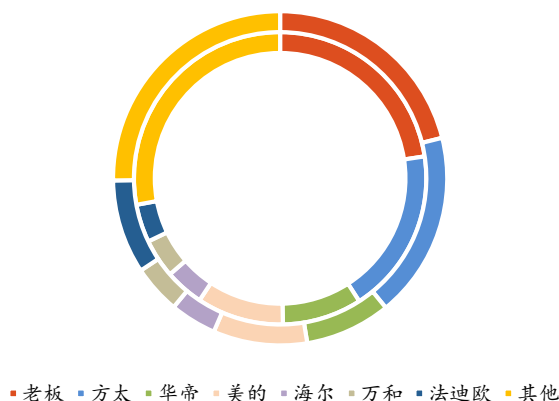
老板和方太线上、线下合计份额分别同比下滑 1.7/1.8pct，而低端品牌法迪欧异军突起，线下份额快速增长。厨电行业并未形成类似白电行业稳固的竞争格局，龙头虽有一定的议价权也未能完全对抗行业下滑的风险，因此尽管龙头仍坚守品牌的高端定位，但份额也因低端品牌的崛起而有所流失。

图表 57：油烟机品牌线上市占率情况



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

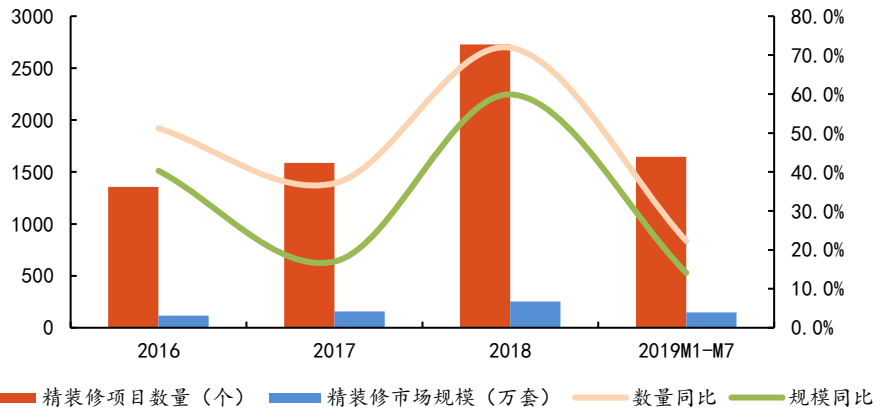
图表 58：油烟机品牌线下市占率情况



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

竣工增速回暖激活终端需求，精装修大势所趋带来工程渠道放量。受前期地产竣工交付周期延长的影响，厨电终端需求难再延续过去的高增长神话，在厨电行业发展初期，我们主要聚焦于终端需求的变化，从而对厨电的前装属性有所忽视。尤其是油烟机，其前装属性的存在决定市场需求不仅来自于零售渠道的消费者，还有商业工程渠道市场待开发和挖掘。因此我们看到，在近年来房地产精装修占比不断提高的趋势下，工程市场成为厨电的又一片蓝海。2016年起精装修市场规模快速增长，2016-2018 年精装修市场规模和精装修项目数量 CAGR+48.07%/41.84%。2019 年 1-7 月精装修规模及项目数量同比增速虽然有所放缓，但仍实现了 14.10%和 22.30%的增长。

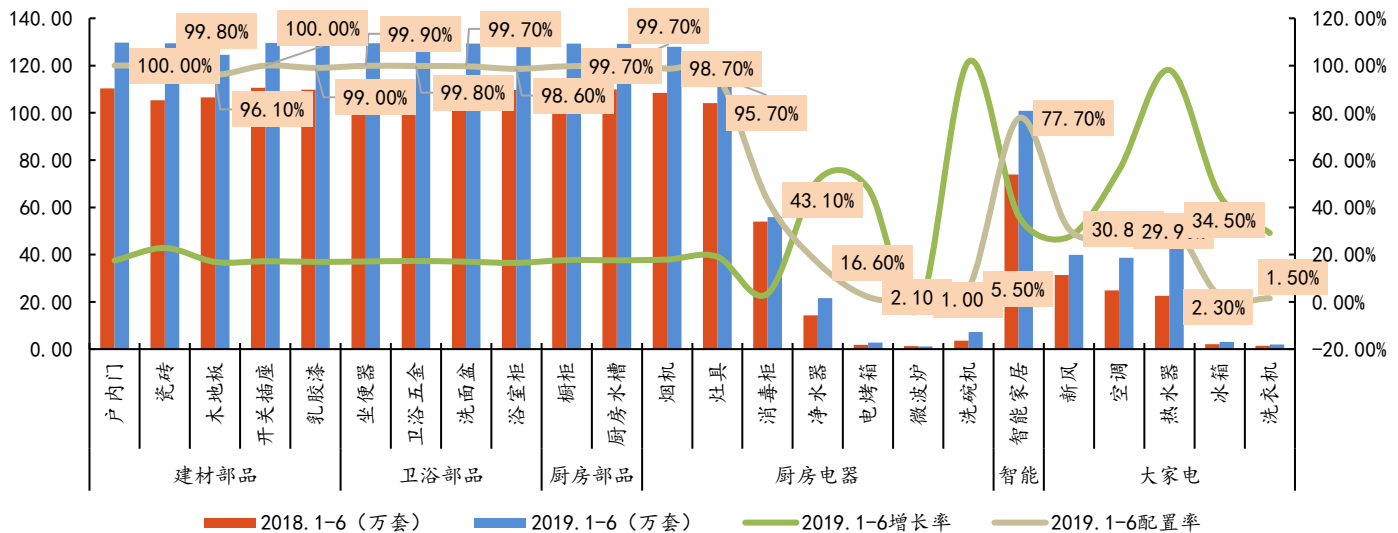
图表 59: 2016-2019.1-7 精装修增长情况



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

**工程渠道有望带领厨电穿越周期。**近年来精装修占比的提升使厨电前装需求进一步前置, 厨电需求从零售端向竣工端转移, 目前精装修中烟灶配套率均超过 95%, 已实现较高的配套率。因此我们认为, 伴随精装修政策未来在全国范围的进一步推进, 厨电的工程渠道订单将持续放量增长, 工程渠道市场大有可为。

图表 60: 2019 年 1-6 月精/全装修商品住宅配套部品配套规模及变化



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

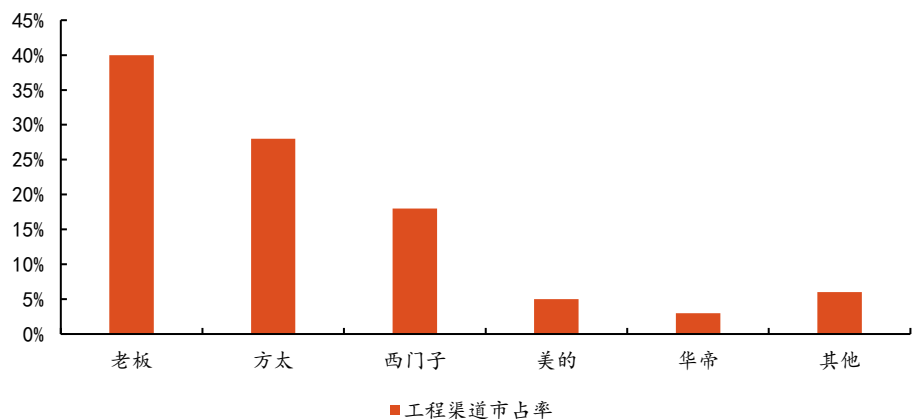
**龙头在工程渠道端具备绝对优势。**2019 年前三季度老板电器作为厨电行业龙头通过工程渠道获得高速增长, 带动业绩同步修复, Q1-Q3 老板的工程渠道收入增速超过 100%, 彰显龙头的绝对实力。当渠道重心的转移使消费者结构发生变化时, 我们首先明确精装修中配套厨电的意义在于为地产商的商品 (即房屋住宅) 增加附加价值以获取更高的收益, 因此地产商作为工程渠道的消费方, 不仅与终端个人消费者一样重视厨电厂商的品牌价值与产品质量, 还需要考虑厂商在合作过程中所体现的配套服务能力以及资金实力。龙头企业在工程渠道的优势在于:

1) 品牌附加价值高符合精装修产品定位。通常精装修的地产定位中高端,

为此其需要能与自身品牌价值相匹配的配套产品，因此品牌形象在大部分精装修地产商的选择中是一个关键因素，而龙头本身具备较高的品牌号召力，因此地产商更愿意选择溢价更高的品牌。目前厨电行业中已形成老板、方太两大定位中高端的品牌格局，尽管地产商为压缩成本在采购端会进行预算压缩，导致工程渠道的毛利率相比零售渠道较低，但如果考虑了所节省的渠道销售费用，实际净利率仍能维持与零售端相当的水平。

**2) 龙头具有完备的综合配套服务以及响应能力。**较大地产商的工程渠道订单一般是由厨电公司总部与地产商总部统一签订，再根据具体楼盘的需要分配订单进行交付安装。由于楼盘繁多对接过程复杂，因此极大考验厨电企业的服务对接能力，同时在安装和售后过程中还需考验厨电企业对客户的响应能力，而小企业难以达到完备的服务。因此配套服务造就了工程渠道市场较高的门槛，龙头企业经验丰富，具备先发优势。

图表 61: 各品牌工程渠道市占率情况



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

根据老板电器工程渠道收入提速趋势，我们认为今年以来工程渠道订单的增长主要对应 2016-2017 年期间新开工楼盘，与行业内竣工交付周期从 2 年延长至 3 年的趋势也相匹配。因此 2019 年是工程渠道放量的第一年，伴随竣工增速的改善预期，2020 年工程渠道红利仍可期待。

**工程渠道增长是短期内厨电板块确定性来源。**地产“房住不炒”政策的确立标志着地产繁荣时代的结束，也意味着厨电行也将告别野蛮高速增长时代进入平稳增长期。过去竣工周期的波动阻断了厨电企业的业绩持续性，当前厨电板块已从景气筑底阶段向上爬升，未来 1-2 年内有望受益于竣工交付改善实现阶段性的反弹，因此短期我们更建议关注在工程渠道具备较大确定性的、能够走出业绩和估值中枢双修复行情的龙头标的。

### 3.5. 小家电：周期思维看待行业发展

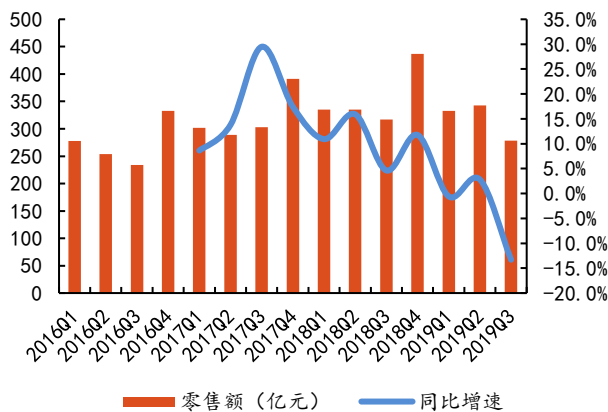
2019 年前三季度小家电内销零售规模达 954 亿元，同比下滑 3.5%，表现并不理想。分季度来看，从 2017 年第三季度起小家电零售额增速便呈现持续下降趋势，至 2019Q3 达到近三年来单季度增速最低点-13.30%。

我们认为 2019 年前三季度小家电零售表现不及预期的原因有两方面：

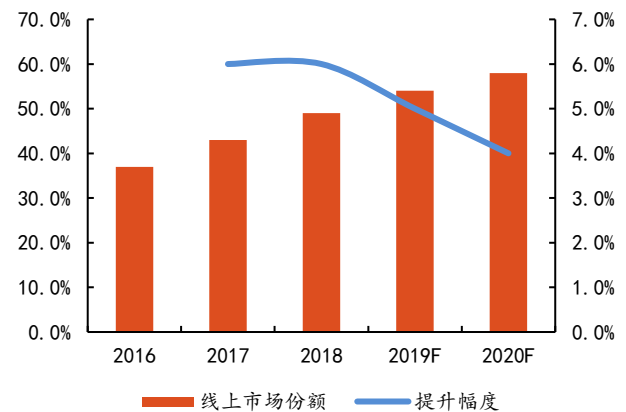
1) **电商红利衰退，线上渠道增速放缓。**2019Q1-Q3 小家电电商渠道零售额仅同比增长 2.4%，未能延续双位数增长。经过多年电商渠道的深耕，目前小家电线上市场份额已达到 54%，线上增长也陷入瓶颈。随着近年来电商获客成本的上升，传统电商红利逐渐消退，小家电在电商渠道上的优势被削弱。

2) **行业竞争加剧导致支柱品类量额双降。**2019Q1-Q3 厨房烹饪类、水料类、环境家居类小家电零售额分别同比增长-5.6%、-5.5%、-7.6%，零售量分别同比增长-2.5%、-6.3%、-16.8%，行业竞争加剧趋势下为抢占份额各品类均采取降价促销策略，然而终端需求无法通过降价得到有效提振，导致支柱品类均量额双降。

图表 62：小家电零售额变化情况



图表 63：小家电线上市场份额变化



资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

从家电发展历史来看，在行业周期下行阶段，小家电由于基本不受地产的影响，抗周期的能力相比其他品类更高。但我们也需意识到，任何一个事物都逃不开周期，如果地产周期是一个外部扰动因素，那么产业生命周期则是行业自身决定未来变化趋势的关键因素。

过去几年间小家电迎来发展的黄金时期，以下三点是我们认为是带领小家电行业成功穿越外部周期的主要原因：

1) **传统支柱类产品增长稳健。**小家电虽然种类繁多，但从市场份额角度来看，占比最高的是厨房类和家居类小家电，合计份额接近 90%，诸如电饭煲、电风扇、微波炉、加湿器等传统支柱产品虽然面市较早，但在形态设计更新、技术功能改进等因素的驱动下，仍能实现稳健的增长。

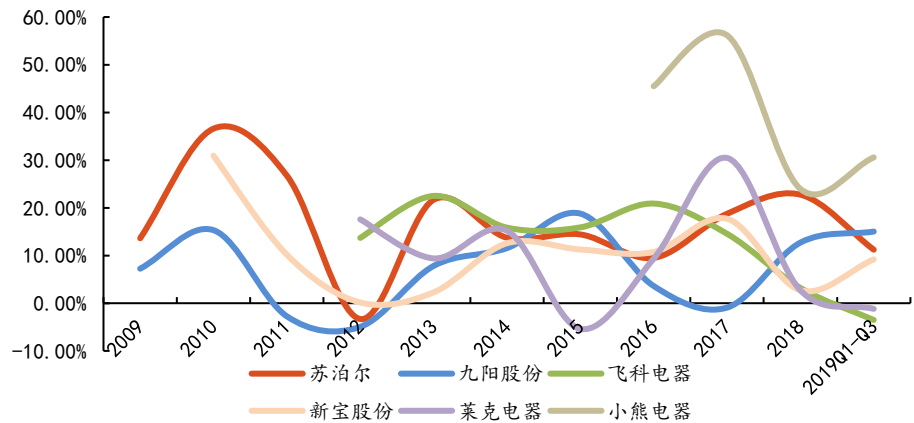
2) **消费升级趋势带动品类扩张。**消费升级趋势是导致消费者品质消费意识觉醒的主要原因，正是在个性化、品质化需求的驱动下，厂商才有动力去挖掘细分领域的需求，因为这类改善型产品的大众消费品属性和标准品属性相比刚需型产品更低，产品溢价也更高，因此我们看到煮水系列、咖啡机、扫地机器人、电动牙刷等产品如雨后春笋般诞生，新兴品类的上市与消费主义热潮在

那一历史阶段相契合，“蓝海”市场为小家电行业带来高成长红利。2013 年前后，多数小家电企业或在坚守核心品类的基础上横向拓展产品线，或选择跨领域寻求多元化的可能。

**3) 电商渠道高速增长加快行业周转和推陈出新。**我们认为这个是驱动小家电快速发展的最主要因素。2003 年淘宝的成立是中国电商发展的里程碑，2006-2008 年间，淘宝获得了国内 C2C 市场 80% 的份额，而对于品牌而言更重要的 B2C 市场也在当当、卓越和京东的推动下疯狂扩张，而彼时小家电企业与线下百货商超等渠道方对于话语权的争夺激化，已培育完善的电商 B2C 市场和渠道成本更低的电商无疑更适合单价低、配送方便、更新换代快的小家电产品，高效率的电商渠道也助推小家电实现周转率的提升。结合小家电企业的营收增长走势我们也可以看到，除 2012 年受宏观经济下行行业收入表现均不景气外，2013-2017 年期间小家电企业均较大程度享受到电商渠道增长的红利。

这一阶段，小家电行业产业周期的优势因素所带来的增长空间足以抵御外部周期带来的风险波动，因此我们所感受到的小家电行业抗周期风险的能力，其实是产业周期处于上行阶段时赋予的相对优势。

图表 64：小家电企业营收增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**产业周期下行：电商渠道红利消退、支柱品类进入成熟后期是导致近两年小家电行业下滑的内生因素。**在宏观系统性因素无法避免的情况下，我们更多聚焦于行业内生变量的影响。当下小家电线上份额增速放缓，支柱品类进入成熟后期保有量提升有限，且并未出现颠覆性的技术突破，对应改善型消费需求的新兴品类则因为社会财富效应减弱、非刚性需求收缩而无法继续贡献高增速，综合影响下小家电行业零售规模连续多季度下滑。前期带领行业实现高增长的两大因素均难再延续，产业周期的相对优势被削弱，造成行业增速放缓甚至下滑。

**挖掘周期下行中萌生的产业新机遇：关注新商业模式的探索。**社交电商等新商业模式的兴起有望为行业带来新的流量。过去行业依靠电商渠道实现产品与消费者之间的充分信息化，节省了渠道流通成本在终端价格上让利消费者，从而实现流量的导入和重复性购买。现下网红经济的崛起导致在电商渠道的基础上诞生了新的商业模式，即基于社交属性构建的电商平台，例如小红书、微商、淘宝直播等模式，这类商业模式的特点在于根据年轻消费群体对社交需求的高度依赖，将平台流量入口从传统电商平台转移到社交平台，使产品展示更加高频，宣传方式也更易于被接受，区别于传统电商的地方在于社交电商更注



**重打造内容。**这类模式最早应用于化妆品领域，在 KOL 的流量轰炸和引导下，品牌价值与单品价值得到共同认可，而通过内容打造突出产品特色更容易塑造“爆款”，因此我们看到摩飞、戴森等品牌从 2018 年开始迅速崛起，随身杯、卷发棒等产品受到追捧，“爆款”的诞生反过来推动品牌认知度的提升。

图表 65：摩飞爆款随身杯和多功能锅



资料来源：京东，东方财富证券研究所

图表 66：戴森爆款卷发棒和空气净化器



资料来源：京东，东方财富证券研究所

### 3.6. 2020 年家电行业细分板块盈利预测展望

图表 67：2020 年家电行业细分板块 Choice 一致盈利预测

细分板块	净利润增速		PE	
	2019E	2020E	2019E	2020E
白电	14.03%	11.27%	14.06	12.63
黑电	13.26%	14.47%	18.60	16.25
小家电	8.25%	15.80%	22.44	19.38
厨卫电器	13.58%	13.05%	15.83	14.00
照明设备	14.20%	19.92%	22.11	18.44
上游零部件	8.19%	15.93%	26.04	22.46

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：截止 2019 年 12 月 5 日

## 4. 投资建议：行业进入周期上行阶段，拥抱核心资产

**行业：家电进入周期上行阶段，龙头开启估值向上行情。**近一年以来白电、厨电、小家电都面临着需求不振、终端疲软的局面，行业增速也逐步下滑，我们认为随着各家电产品保有量陆续提升到一定的高度，家电内销市场已从增量扩张转入存量博弈，海外市场的扩张由于地域和品牌区隔非一蹴而就之事，因此未来很长一段时间内，家电企业的主要课题将是如何在存量市场中挖掘新的增长点，或者是新的商业模式。目前我们看到的是龙头企业已经开始探索，包括美的的 T+3，老板的工程渠道，格力的产业链整合和股权改革等，并取得了部分成功，主要体现在本次季报的业绩上。此前被市场所担忧的逻辑经由业绩的体现终于被确认为家电企业经营拐点以及行业周期的开始，在产业成熟领域，龙头企业势必率先受益，我们认为明年龙头企业估值中枢进一步提升，股价新高可期。

**个股：短期聚焦拐点向上标的，长期重视龙头价值。**

1) 关注竣工改善带来的行业经营拐点。2019 年末竣工数据企稳回正为 2020 年的家电行业带来需求拐点上行的预期，受地产压制的行业景气度也有望于今年末触底回升，竣工交付周期如约而至有望给受地产影响最大的厨电和空调板块带来较大程度的需求反弹。当前竣工回暖带来的订单增长已在厨电领域有所体现，我们预计未来 1-2 年仍可持续，厨电行业业绩改善确定性得到验证，2020 年有望走出戴维斯双击行情。

2) 关注产业政策带来的发展机遇。精装修政策在全国范围的逐步推进将使精装修占比进一步提升，从而推动工程渠道市场规模扩容，为厨电带来新的增长动力，在工程渠道已具备先发布局优势以及品牌溢价价值的龙头企业将率先受益。2020 年初即将实行的空调能效新标准也将加速空调全行业产品结构升级，老旧能效产品库存出清将为更高能效产品腾出增量空间，带动行业竞争格局的优化，在变频技术领域已有丰富技术和产品储备的空调龙头以及核心零部件厂商将充分受益。

3) 关注渠道变革为供应链赋能。2019 年从空调到厨电、小家电均出现渠道模式的变革，目的是进一步提高渠道运营效率、获取新的增量市场。当前品牌价值已成为市场共识，在需求端未能充分激活的情况下，供应链完备程度将在供给端为企业增厚利润空间。提前布局产业链一体化和垂直供应链体系完备的企业将率先受益于渠道变革红利，供应链的优化有望提升企业运营效率、节省流通成本，赋能企业实现高质量增长。

4) 在行业周期下行阶段，业绩确定性是重中之重。2019 年以来龙头企业一方面凭借规模优势把握了原材料、汇率、减税带来的成本端利好，另一方面积极推动企业变革实现创新驱动，体现在报表段是单季度业绩的改善以及盈利能力的提升。龙头企业能够通过治理体系、渠道、价格策略等方面的积极尝试和灵活调节保证业绩稳健增长，是市场对龙头认可的一面。此外龙头在面对行业竞争激化时能够主动进行变革转型，牺牲短期利益谋求长期份额的提升，维持公司竞争优势。基于稳健经营、竞争优势延续以及高股息率的预期，我们认为龙头的估值中枢仍有提升空间。

展望 2020 年，我们的投资主线聚焦短期驱动业绩改善标的+高确定性核心资产。看好老板电器(002508)，谨慎看好格力电器(000651)、美的集团(000333)、苏泊尔(002032)。

**格力电器(000651)：**结构层面，公司大股东格力集团于 2019 年底完成股

权转让，公司变更为无实控人状态，相比国企性质新的股权结构赋予公司更加灵活的管理体系，管理层股权激励如期落地，给予较高的预期分红率下限，未来公司有望实行更加积极的渠道变革、推进多元化产业协同；经营层面，公司于 2019 年底通过大额让利补贴活动狙击竞品，实现库存加速出清以及市场份额回升，为明年业绩留存空间，预计 2020 年在低基数预期下公司收入和业绩有更好的表现。

**美的集团 (000333)**：公司今年初主要受益于渠道改革红利的释放以及原材料价格下降、减税降费等带来的成本端利好，尽管在四季度公司跟随格力进行了降价促销，或对当期利润产生一定影响，但从长远来看，却是一次立竿见影的品牌价值输出以及行之有效的广告宣传，同时进一步巩固今年以来快速提升的市场份额。随着竣工数据向好趋势愈发显著，我们认为短期地产景气度将出现拐点，家电需求有望在明年触底回升，公司作为家电龙头在产业链、渠道、品牌以及治理结构上均具备较高的护城河，当下时点，核心资产的配置性价比更加突出。

**老板电器 (002508)**：三季度工程渠道增速超预期彰显公司在工程渠道的极高客户认可度以及工程配套服务能力，9 月住宅竣工增速回正进一步支撑四季度交付改善带来的需求回暖。截止三季度经销商库存水位仍处在较低水平，展望 2020 年经销商补库存红利仍可期待。当前公司估值中枢已有所提升，但工程端发力以及零售端改善的预期都有望支撑估值中枢上升的空间，公司 2020 年业绩和估值双轮驱动带来的戴维斯双击行情确定性进一步加大。

**苏泊尔 (002032)**：2020 年公司将继续受益于产品结构优化带来的毛利率提升，内销低基数也有望为明年增长带来较高期待。中长期来看，高端品牌的导入将成为公司增长的主要驱动力，今年以来公司围绕环境家居电器加快布局，未来 WMF 订单和环境电器的订单将加快向公司转移，未来有较大的增长空间，有望进一步扩大公司的出海业务。

图表 68：家电行业 2020 年度重点推荐公司

证券代码	证券简称	总市值 (亿元) 2019/12/5	股价 (元/股) 2019/12/5	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
000651.SZ	格力电器	3746.00	62.27	4.8	5.21	5.74	13.04	12.01	10.90	增持
000333.SZ	美的集团	3853.17	55.53	3.4	3.79	4.14	16.29	14.62	13.39	增持
002508.SZ	老板电器	288.69	30.42	1.68	1.86	2.08	18.09	16.34	14.58	买入
002032.SZ	苏泊尔	601.47	73.25	2.37	2.71	3.09	30.45	26.65	23.35	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：数据更新日期截止 2019 年 12 月 5 日

## 5. 风险提示

宏观经济和外部风险扰动；  
 房地产景气度进一步下行；  
 行业竞争加剧；  
 汇率波动风险。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### **投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### **股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### **行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### **免责声明：**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。