



拥抱龙头，不变应变

——2020年家电行业年度策略

报告要点：

● 行业转型高质量发展，现金流大幅增长

2019年居民消费减速换挡，增速由2017年10%的波动区间转向8%的波动区间。家电行业受到空调库存、房地产周期、小电新品开发周期等因素影响，限额以上家电零售增速由2017年9%的波动区间降低至2019年5%左右的波动区间，平均增速低于社零增速近3pct。但家电行业上市公司营收继续维持高于行业增速的增长，经营现金流大幅提升。同时，行业资产质量也在持续提升。行业类货币占比从2014年Q3的29.3%提升7.6pct至2019年Q3的36.9%，总借款由2017年15.0%降低2.4pct至12.6%。

● 净利润增速分化，三大白持续领跑

2019年前三季度家电行业营收均出现不同程度的下滑，而净利润增速出现分化。白电行业受空调行业影响较大，2019年空调行业受到高基数以及龙头效率提升主动降价的影响，零售额同比降低3.7%，使得白电行业整体增速放缓；厨电销售受益于工程渠道大幅增长开始回暖；小电品类总体增速下滑但个别品类有亮点。行业龙头集聚现象持续，格力、美的、海尔三大龙头营收占白电比重提升至90.6%，较上年提升1.0pct；净利润比重提升至96.9%，较上年提升0.9pct。

● 2020年的变与不变

家电龙头的市场占有率呈现出波动上行趋势。我们认为随着行业龙头在产能、产品研发、品牌布局上不断地构筑行业壁垒，行业集中度将继续提升。2020年也会有新的变化，首先，我们认为电商渠道对于传统渠道的冲击将继续显现。到2021年，全国性家电连锁占比将较2018年提升5%，电商渠道占比将提升10%。其次，2019年10月房地产数据逐渐回暖，根据奥维云网推算，2019年精装修房将达到336.0万套，同比增长32.8%，2020年同比增长20.0%以上。最后，我们认为新的能效标准以及行业刺激政策会加速行业产品升级。能效标准变化使得行业产品结构发生变化。2020年5月空调新标准即将实施，我们认为此次调整将促进空调产品结构进一步优化。

投资建议

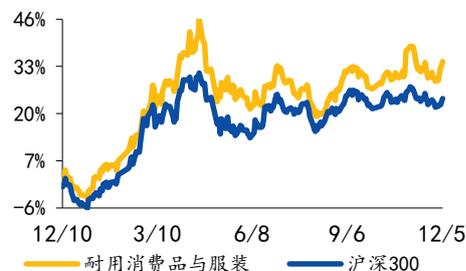
基于对2019年行业回溯以及对2020年的展望，我们认为有三条投资路径：1.行业龙头依然值得期待。行业龙头集中将持续，行业龙头将保持稳健增长。建议积极关注美的集团以及格力电器；2.关注精装房渠道快速增长对厨电板块的利好。建议关注老板电器、华帝股份以及浙江美大；3.线上渠道的爆款现象。我们建议关注拥有较强研发能力的苏泊尔、小熊电器、新宝股份。

风险提示

空调库存去化不及预期，房地产竣工回暖不及预期，出口业务大幅波动。

中性|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-家电行业点评报告：格力美的的纷纷发力双十一》2019.11.11

《国元证券行业研究-家电行业 2019 年半年报总结：营收放缓，毛利率提升，龙头集中延续》2019.09.11

报告作者

分析师 满在朋
 执业证书编号 S0020519070001
 电话 021-51097188-1851
 邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 邢瀚文
 电话 021-51097188-1833
 邮箱 xinghanwen@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
000333	美的集团	增持	56.81	3942	2.90	3.42	3.75	19.62	16.60	15.14
000651	格力电器	增持	62.15	3739	4.36	4.61	4.89	14.27	13.49	12.71
002508	老板电器	增持	31.70	301	1.55	1.68	1.77	20.42	18.90	17.91
002035	华帝股份	增持	12.28	107	0.77	0.86	0.95	15.99	14.27	12.97
002677	浙江美大	增持	13.26	86	0.58	0.70	0.80	22.69	18.95	16.48
002032	苏泊尔	增持	76.20	626	2.03	2.37	2.68	37.48	32.17	28.39
002959	小熊电器	增持	60.83	73	2.06	2.56	3.06	29.51	23.80	19.85
002705	新宝股份	增持	15.97	128	0.62	0.83	0.94	25.84	19.15	17.07

资料来源：Wind，国元证券研究中心，截至2019年12月09日收盘

目 录

1.行业转型高质量发展，现金流大幅增长	6
1.1 居民可支配收入稳健增长，家电增速低于社零	6
1.2 现金流亮眼，上市公司表现优于行业	8
1.3 行业整体涨幅靠前，强者恒强逻辑延续	11
2.净利润增速分化，三大白持续领跑	12
2.1 白电：空调低景气拖累增长，龙头集中度持续提升	13
2.1.1 空调：龙头效率提升，库存逐步出清	13
2.1.2 冰箱：销量由负转正，市场均价回升	15
2.1.3 洗衣机：销量平稳增长，龙头优势凸显	16
2.1.4 行业增速回落，龙头占比提升	17
2.2 厨电：销量回暖，盈利能力提升	19
2.3 小电：细分品类增速开始分化，关注爆款产品投资机会	22
3.2020 年的变与不变	24
3.1 行业集中度继续提升	24
3.2 线上冲击进一步显现	26
3.3 地产竣工回暖，厨电板块首先受益	29
3.4 节能促销政策导向利好结构升级	31
4.投资策略	32
5.重点公司评述	33
6.风险提示	35

图表目录

图 1：居民可支配收入保持稳健增长	6
图 2：居民消费减速换挡	6
图 3：限额以上家电增速低于社零增速	7
图 4：2019 年 1-10 月中国家电分品类零售额规模	7
图 5：净利润保持双位数增长	8
图 6：毛利率净利率稳中有升	8
图 7：总费用率微升	8
图 8：2019 年主要原材料相对 2018 年初降幅在 20%左右	9
图 9：经营活动现金流净额大幅提升	9
图 10：提供商品收到现金流增速高于购买支付现金流	9
图 11：家电上市公司资产质量持续提升	10
图 12：类货币资金同比提升 21.4%	10
图 13：货币资金及交易性金融资产大幅提升	10
图 14：总体借款保持稳定	11
图 15：长短期借款结构发生变化	11
图 16：年初至今中信家电指数涨幅排名全行业第四	11

图 17: 家电行业市盈率由年初 12.3 提升至 21.....	12
图 18: 家电龙头企业涨跌幅跑赢沪深 300	12
图 19: 行业营收增速放缓, 三大白增速领先	13
图 20: 行业净利润增速保持稳健.....	13
图 21: 空调行业 2019 年 1-10 月份增速同比降低 1.0%.....	13
图 22: 2019 年 9 月行业均价同比降低 6.8%	14
图 23: 2019 年 1-10 月空调零售额同比降低 3.7%	14
图 24: 空调库存逐步出清.....	15
图 25: 2019 年 1-10 月冰箱销售量同比提升 3.5%	15
图 26: 2019 年 1-9 月冰箱市场均价提升 1.4%.....	16
图 27: 2019 年 1-10 月洗衣机销售量同比提升 1.5%.....	16
图 28: 洗衣机市场均价同比提升 4.9%	17
图 29: 白电行业利润增速保持双位数	17
图 30: 白电行业毛利率持续修复.....	18
图 31: 白电行业总体费用率提升 0.6pct.....	18
图 32: 白电行业经营性现金流提升 59.4%.....	18
图 33: 白电行业资产质量继续提升	18
图 34: 白电行业应付票据占比提升	19
图 35: 白电行业借款降低 2.9%	19
图 36: 三大白占比逐渐提升	19
图 37: 2019 年 1-10 月油烟机销量同比增加 2.3%	20
图 38: 2019 年 1-10 月燃气灶销量同比增加 4.0%	20
图 39: 厨电零售渠道销售额降低 7.8%	20
图 40: 行业营收增速放缓, 业内公司增速分化.....	21
图 41: 厨电利润率水平大幅提升.....	21
图 42: 厨电行业费用率保持稳定.....	21
图 43: 经营活动产生现金流净额大幅提升	22
图 44: 购买商品支付现金降幅较大	22
图 45: 小电 2019 年 1-10 月份营收微增 1.1%.....	22
图 46: 小电营收利润增速放缓	23
图 47: 毛利率提升 0.7pct.....	23
图 48: 总费用率提升 0.6pct	23
图 49: 经营性现金流净额大幅提升	23
图 50: 货币类资金增速转正	23
图 51: 白电市场占有率持续提升.....	24
图 52: 龙头产能占比与行业占有率匹配.....	24
图 53: 龙头公司产能优势亦体现在上游零部件领域.....	25
图 54: 龙头公司形成专利壁垒	25
图 55: 格力通过品类多元化提供更多选择	26
图 56: 美的通过多品牌布局覆盖不同消费者	26
图 57: 网上零售额将进一步提升.....	27
图 58: 主要渠道未来发展趋势	27

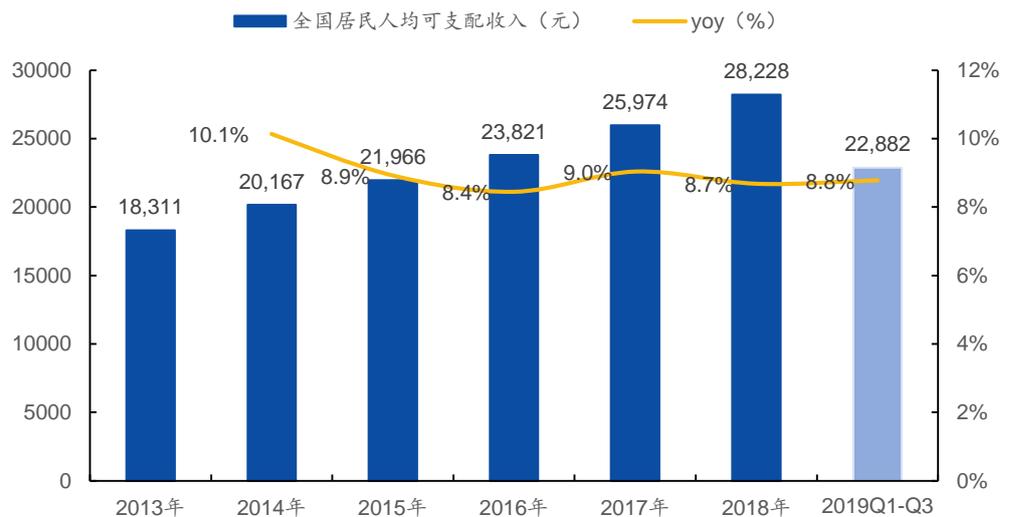
图 59: 2019 年大电和小电线上占有率分化	28
图 60: 东东反向定制	28
图 61: 德尔玛反向定制加湿器	29
图 62: 住宅竣工面积单月大幅回暖	29
图 63: 精装房市场依靠政策推动	30
图 64: 精装房渠道成为新的增长点	30
图 65: 精装房配套以厨电为主	31
图 66: 新能效标准实施推动行业产品升级	31
图 67: 新的行业刺激政策发布	32
表 1: 通过搜索词汇挖掘得到用户需求	28
表 2: 《关于加快发展流通促进商业消费的意见》发布	32

1.行业转型高质量发展，现金流大幅增长

1.1 居民可支配收入稳健增长，家电增速低于社零

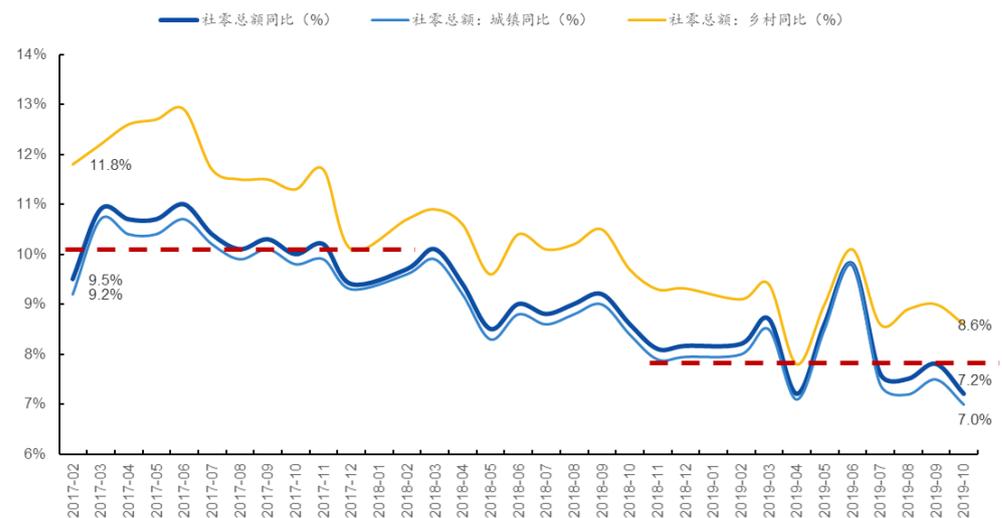
2019 年前三季度全国居民可支配收入保持稳健增长，人均可支配收入达到 22882 元，同比增长 8.8%，增速已累计五年保持 8.5% 左右区间波动。与此同时，居民消费减速换挡，增速由 2017 年 10% 的波动区间转向 8% 的波动区间。

图 1：居民可支配收入保持稳健增长



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究中心

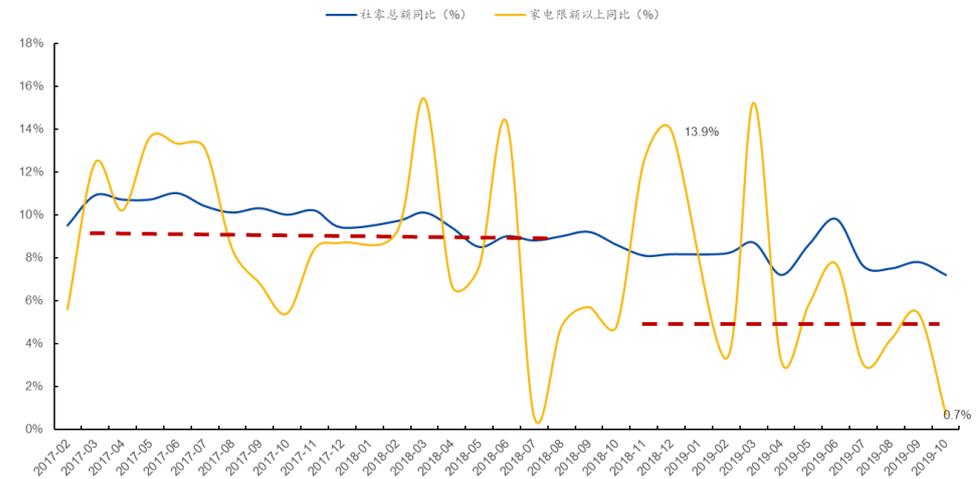
图 2：居民消费减速换挡



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究中心

而家电行业受到空调库存、房地产周期、小电新品开发周期等因素影响，限额以上家电零售增速由2017年9%左右波动区间降低至2019年5%左右波动区间，平均增速低于社零增速近3pct。

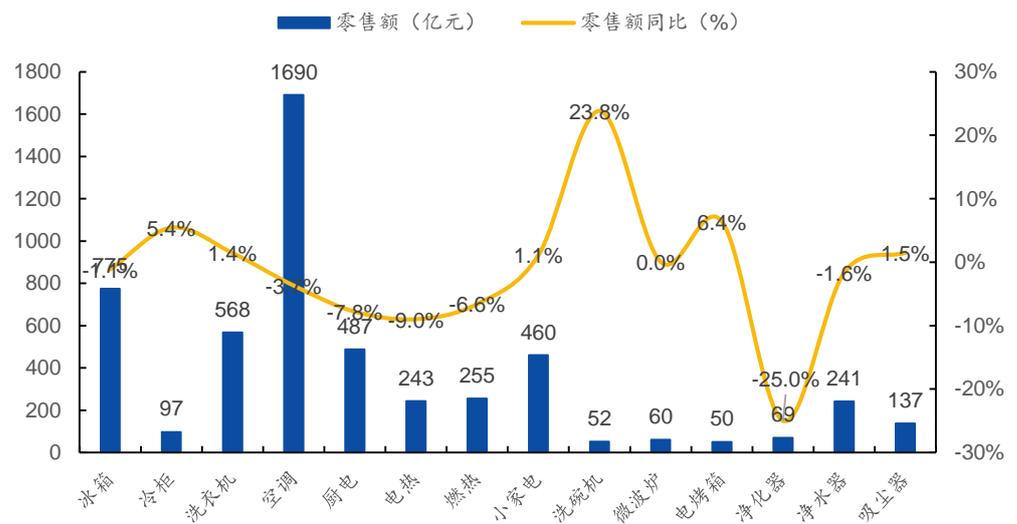
图3：限额以上家电增速低于社零增速



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究中心

分品类来看，2019年1-10月全行业增速较上年同期均有所下滑。根据奥维云网统计，2019年1-10月份空调销售额1690亿元，同比降低3.7%，冰箱销售额775亿元，同比降低7.7%，洗衣机销售额568亿元，同比增长1.4%，厨电销售额487亿元，同比降低7.8%，小家电销售额460亿元，同比增长1.1%。新品类中，洗碗机继续保持20%以上增长，增速达到23.8%。

图4：2019年1-10月中国家电分品类零售额规模

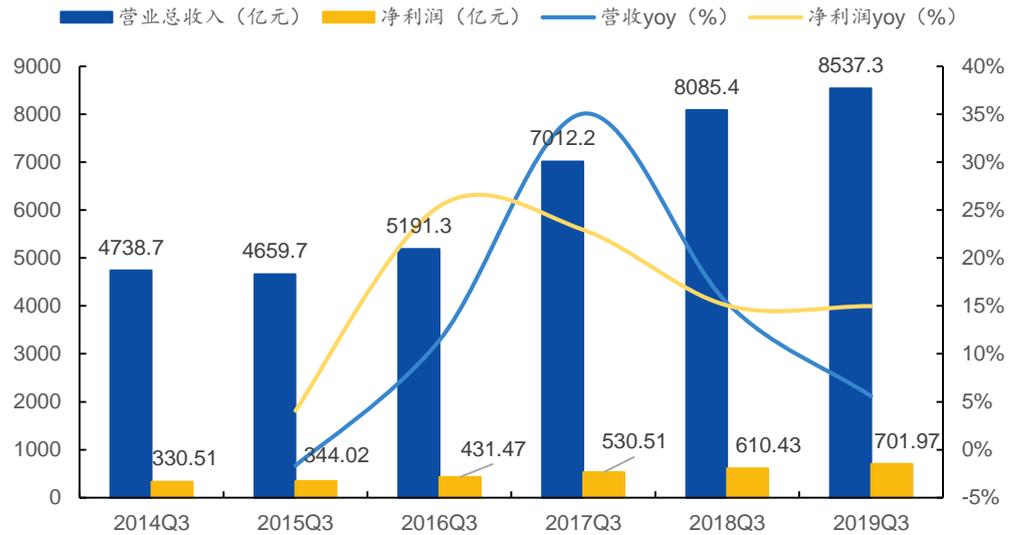


资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

1.2 现金流亮眼，上市公司表现优于行业

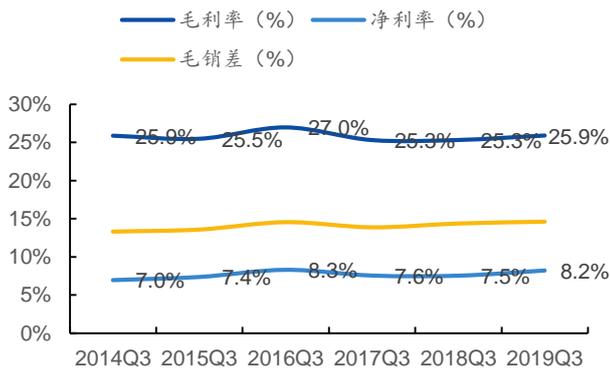
家电上市公司营收继续维持高于行业增速的增长。从2019年行业三季报情况来看，家电行业营收8537.3亿元，同比增长5.6%，净利润701.97亿元，同比增长15.0%。受益于原材料价格下降以及减税降费，行业毛利率同比提升0.6pct至25.9%，行业净利率提升0.7pct至8.2%。整体费用率受销售费用率提升0.4pct、管理+研发费用率提升0.2pct的影响，提升0.4pct达到17.0%。

图 5：净利润保持双位数增长



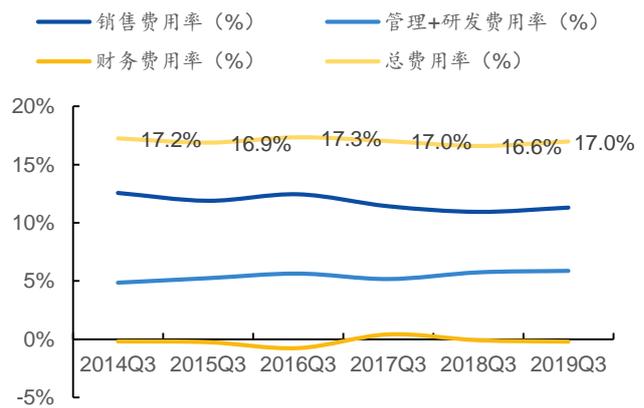
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 6：毛利率净利率稳中有升



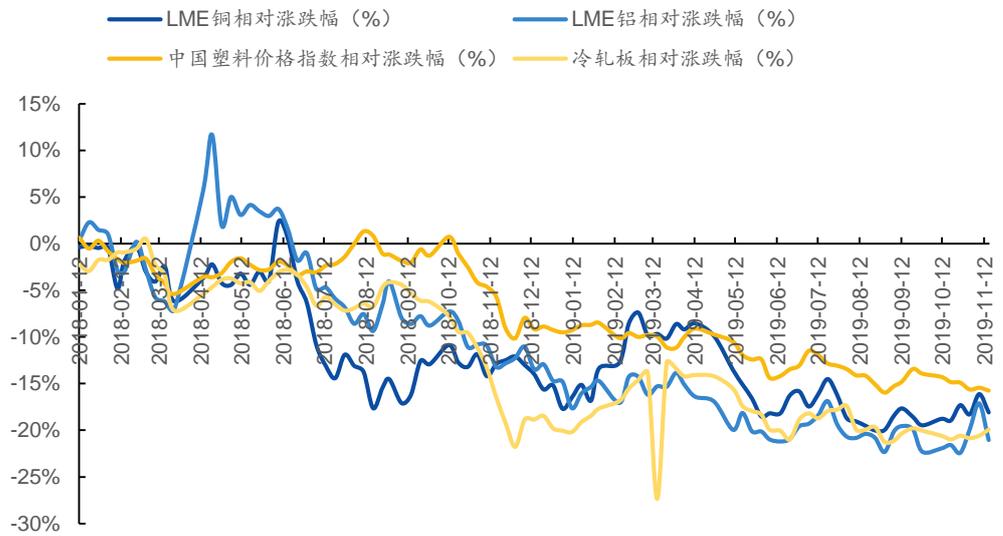
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 7：总费用率微升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 8：2019 年主要原材料相对 2018 年初降幅在 20%左右



资料来源：Wind，国元证券研究中心

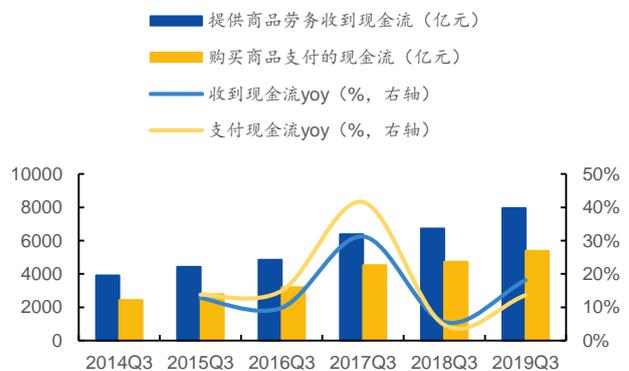
行业盈利能力保持稳健增长的同时，经营现金流大幅提升。2019 年前三季度，家电行业提供商品劳务收到现金流 7952.9 亿元，同比提升 18.1%；购买商品支付现金流 5375.7 亿元，同比提升 13.6%。这使得经营活动产生现金流净额大幅增长 65.4% 至 845.4 亿元。

图 9：经营活动现金流净额大幅提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

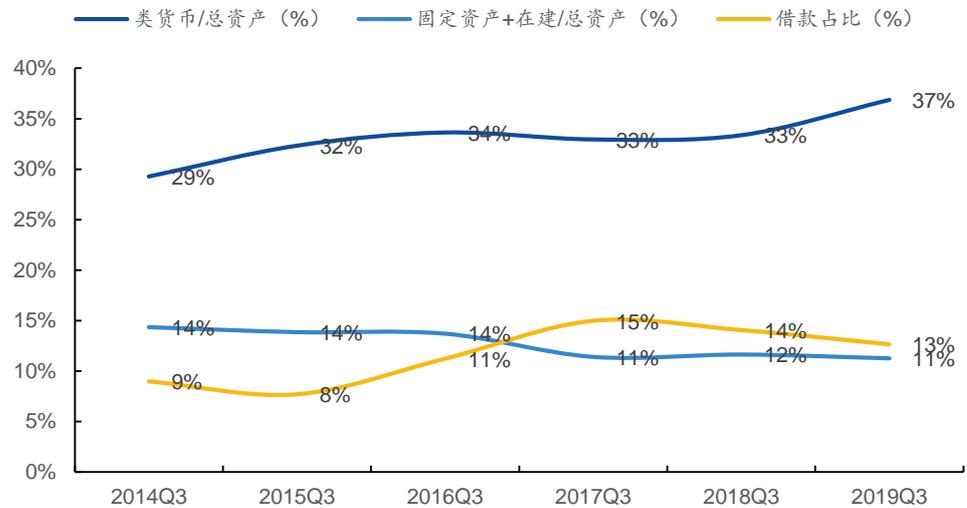
图 10：提供商品收到现金流增速高于购买支付现金流



资料来源：Wind，国元证券研究中心

行业资产质量也在持续提升。行业类货币占比从 2014 年 Q3 的 29.3%提升 7.6pct 至 2019 年 Q3 的 36.9%，总借款由 2017 年 15.0%降低 2.4pct 至 12.6%。随着行业格局逐渐稳定，行业固定资产+在建工程占比则持续走低，从 2014 年 Q3 的 14.4% 降低至 2019 年 Q3 的 11.3%。

图 11：家电上市公司资产质量持续提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

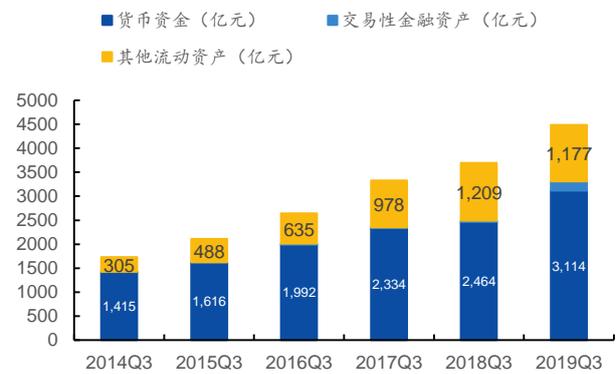
细分来看,2019年前三季度的类货币增量主要来自于货币资金以及交易性金融资产,分别同比提升 26.4%以及 723.3%。其他流动资产规模较去年同期减少 2.7%至 1176.7 亿元。行业借款自 2017 年大幅提升后保持稳定。2019 年 Q3,行业总体借款达到 1538.9 亿元,较去年同期降低 1.2%。但借款结构逐渐由短变长,长期借款占比由 2016 年 Q3 的 33.0%提升至 2019 年 Q3 的 42.6%。

图 12：类货币资金同比提升 21.4%



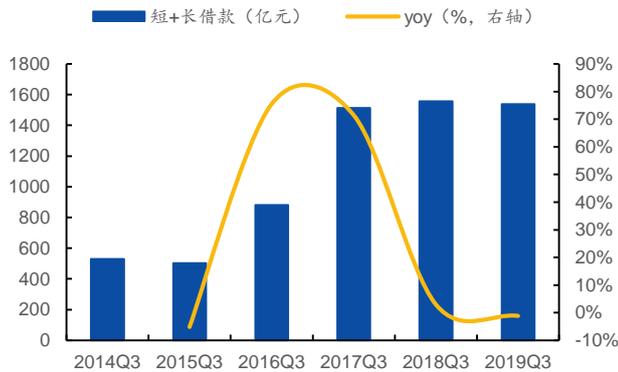
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 13：货币资金及交易性金融资产大幅提升



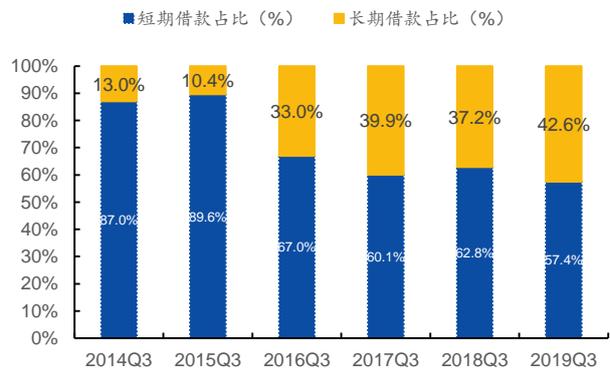
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 14: 总体借款保持稳定



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 15: 长短期借款结构发生变化

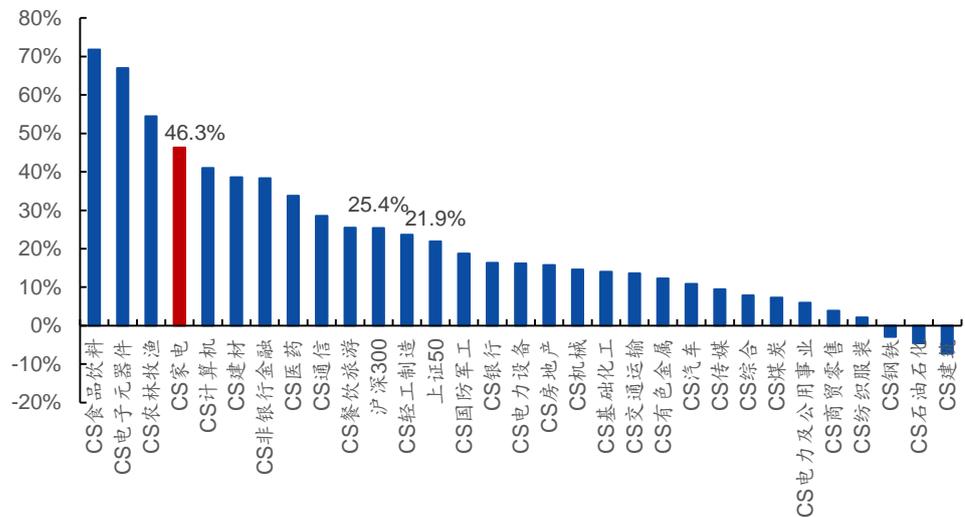


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

1.3 行业整体涨幅靠前，强者恒强逻辑延续

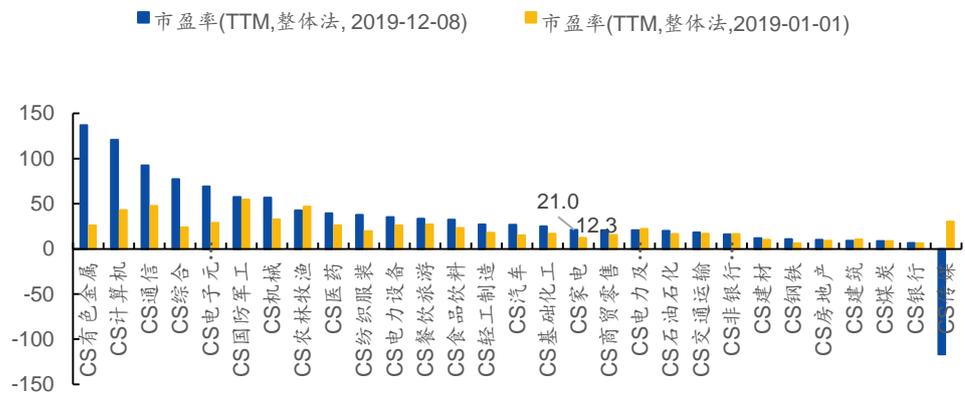
家电行业结束了 2018 年全年 36.2% 的跌幅，截止 2019 年 12 月 06 日涨幅达到 46.3%，位列全行业涨幅第四。行业市盈率 (TTM，整体法) 由年初的 12.3 增长至 2019 年 12 月 06 日的 21.0。

图 16: 年初至今中信家电指数涨幅排名全行业第四



资料来源: Wind, 国元证券研究中心, 截至 2019 年 12 月 06 日收盘

图 17：家电行业市盈率由年初 12.3 提升至 21



资料来源：Wind，国元证券研究中心，截至 2019 年 12 月 06 日收盘

2019 年行业强者恒强逻辑延续。从个股涨跌幅来看，家电龙头均跑赢沪深 300 指数，其中格力电器 (+81.8%)、美的集团 (+58.3%)、老板电器 (+58.2%) 等优质公司跑赢家电行业指数。

图 18：家电龙头企业涨跌幅跑赢沪深 300

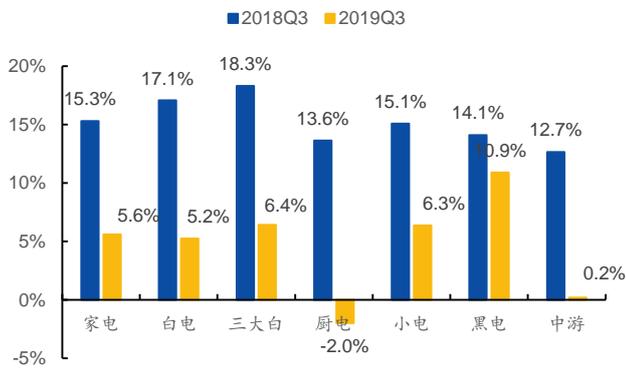


资料来源：Wind，国元证券研究中心，截至 2019 年 12 月 06 日收盘

2. 净利润增速分化，三大白持续领跑

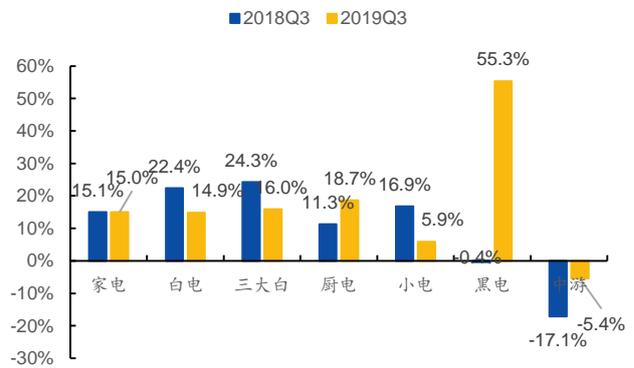
分行业来看，2019 年前三季度家电子行业营收均出现不同程度的下滑，而净利润增速出现分化。白电营收增速由 17.1% 下滑至 5.2%，净利润增速由 22.4% 下滑至 14.9%；厨电营收增速由 13.6% 下滑至 -2.0%，净利润增速提升至 18.7%；小电营收增速由 15.1% 下滑至 6.3%，净利润增速降低至 5.9%；黑电营收增速由 14.1% 降低至 10.9%，净利润增速由 -0.4% 提升至 55.3%；中游行业营收增速由 12.7% 降低至 0.2%，净利润增速由 -17.1% 放缓至 -5.4%。

图 19：行业营收增速放缓，三大白增速领先



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 20：行业净利润增速保持稳健



资料来源：Wind，国元证券研究中心

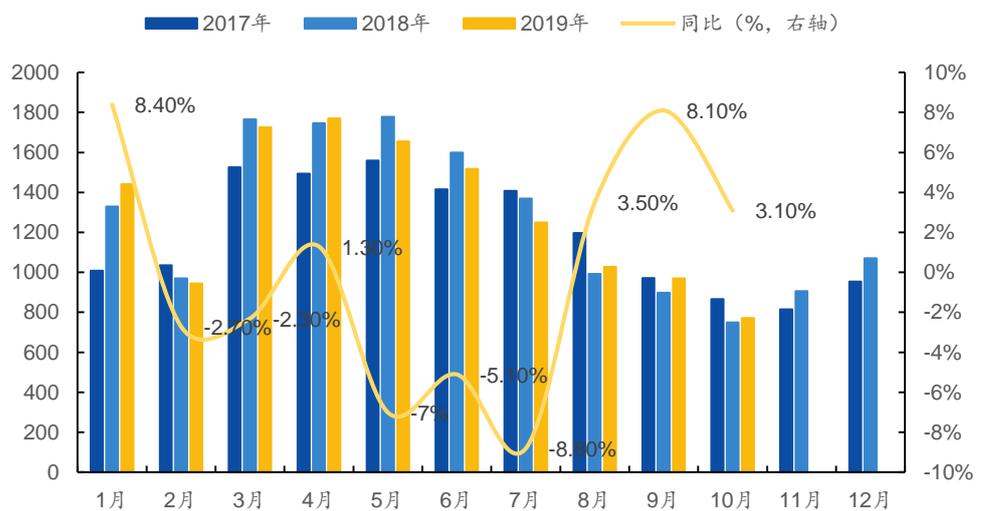
2.1 白电：空调低景气拖累增长，龙头集中度持续提升

白电行业受空调行业影响较大，从奥维云网 2019 年 1-10 月家电零售额推总数据来看，空调占空冰洗零售额比例达到 55.7%。2019 年空调行业受到高基数以及龙头效率提升主动降价的影响，零售额同比降低 3.7%，这使得白电行业整体增速放缓。

2.1.1 空调：龙头效率提升，库存逐步出清

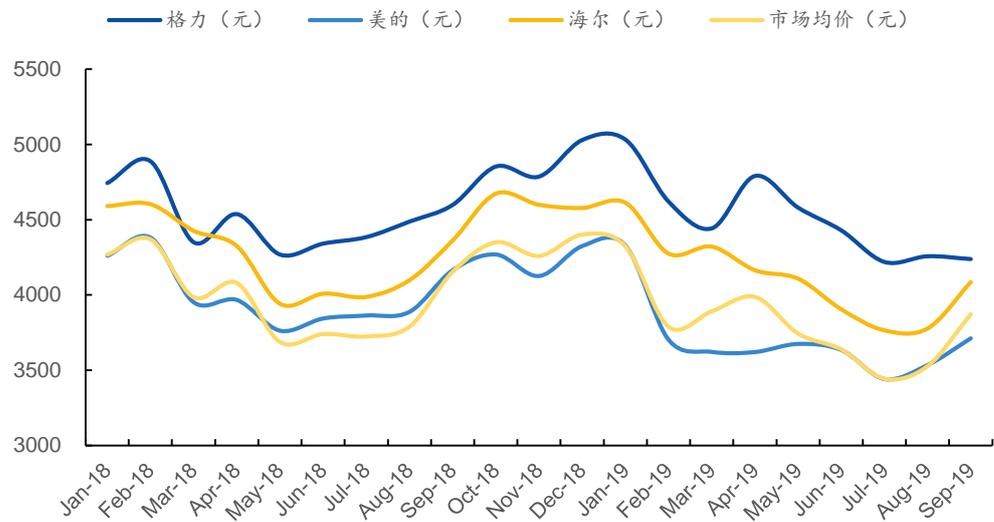
2019 年 1-10 月，空调行业销量 1.31 亿台，同比降低 1.0%，其中内销 8059 万台，同比降低 0.6%，外销 5014 万台，同比降低 1.5%。此外，受原材料价格降低和龙头企业效率提升影响，空调产品均价同比降低 6.8%。

图 21：空调行业 2019 年 1-10 月份增速同比降低 1.0%



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

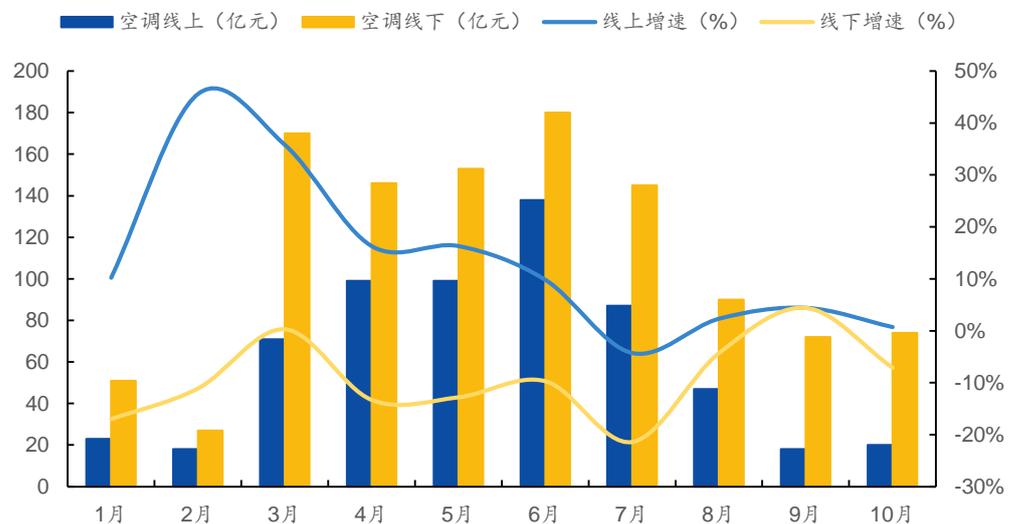
图 22：2019 年 9 月行业均价同比降低 6.8%



资料来源：中怡康，国元证券研究中心

根据奥维云网推总数据，2019 年 1-10 月空调零售额为 1690 亿元，其中 2019 年 1-10 月线上增速为 11.6%，线下增速为 -10.0%。线上份额占比由 2018 年 31.1% 提升至 2019 年 35.9%。

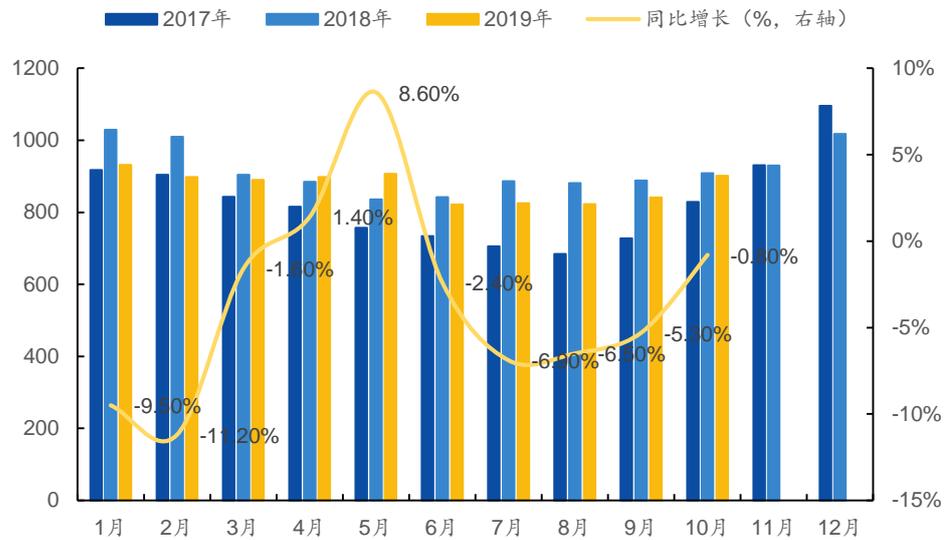
图 23：2019 年 1-10 月空调零售额同比降低 3.7%



资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

行业高库存现象也在 2019 年出现缓解。根据产业在线统计，6-10 月空调库存同比分别降低 2.4%、6.9%、6.5%、5.3%以及 0.8%。行业库存水平逐渐回归合理。

图 24：空调库存逐步出清

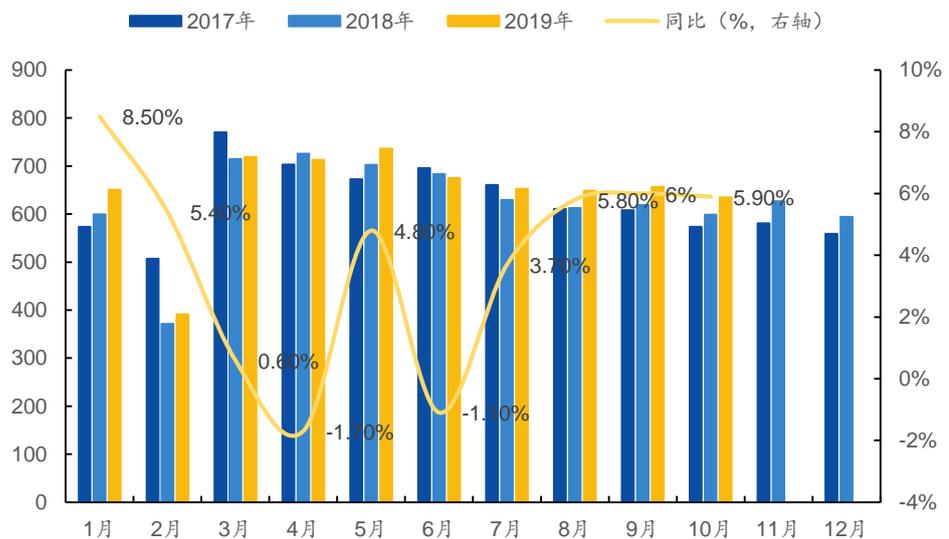


资料来源：产业在线，国元证券研究中心

2.1.2 冰箱：销量由负转正，市场均价回升

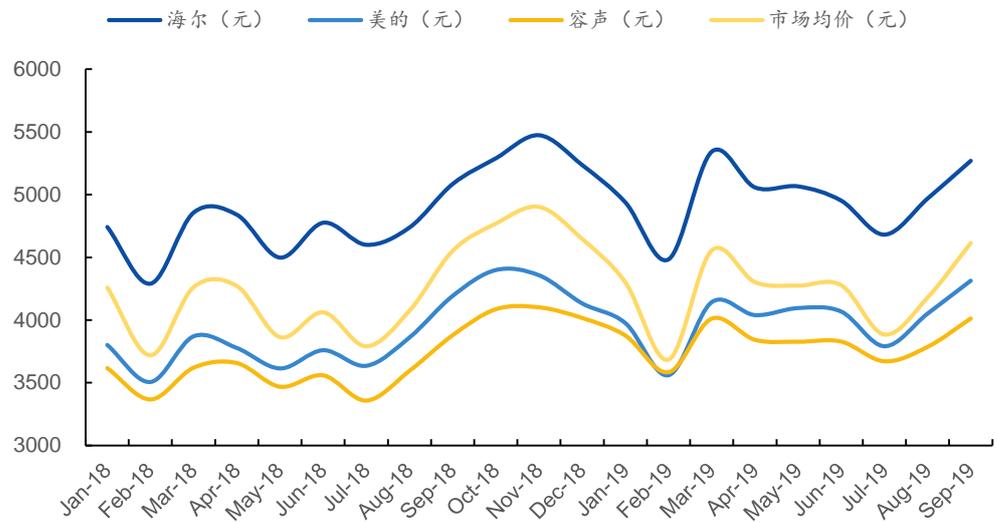
冰箱行业结束去年的销量负增长，在 2019 年 1-10 月份同比提升 3.5%。目前冰箱行业靠外销拉动的趋势仍在延续。2019 年 1-10 月份冰箱外销同比增长 7.8%，内销同比降低 1.1%。根据中怡康统计，2019 年 1-9 月冰箱市场价格同比提升 1.4%，产品提价延续。行业龙头海尔、美的分别提价 3.6%以及 2.9%。

图 25：2019 年 1-10 月冰箱销售量同比提升 3.5%



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

图 26: 2019 年 1-9 月冰箱市场均价提升 1.4%

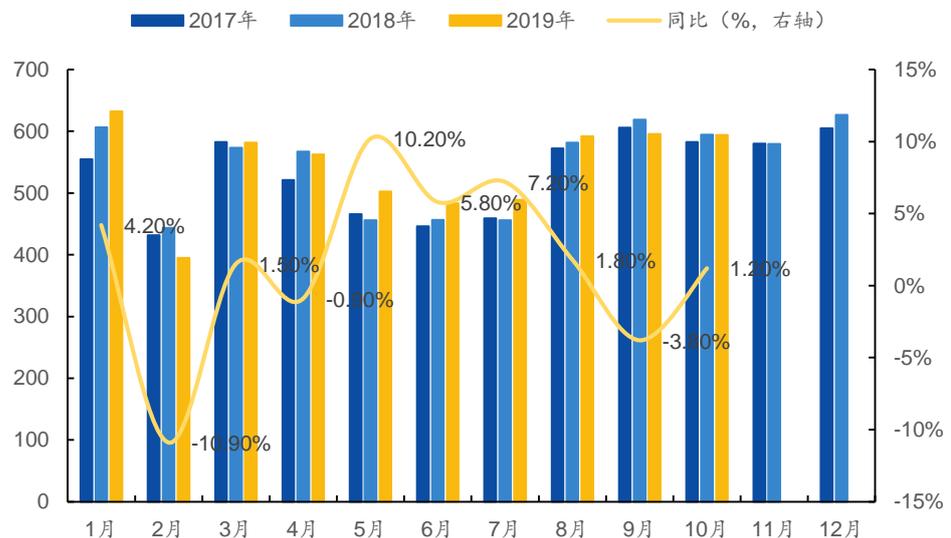


资料来源：中怡康，国元证券研究中心

2.1.3 洗衣机：销量平稳增长，龙头优势凸显

2019 年洗衣机市场销量增速则较 2018 年略微放缓。2019 年 1-10 月份，行业销量同比增加 1.5%，增速较 2018 年同期降低 1pct。拆分来看，增速主要由外销拉动。2019 年 1-10 月份，内销同比降低 0.8%，外销同比提升 6.7%。

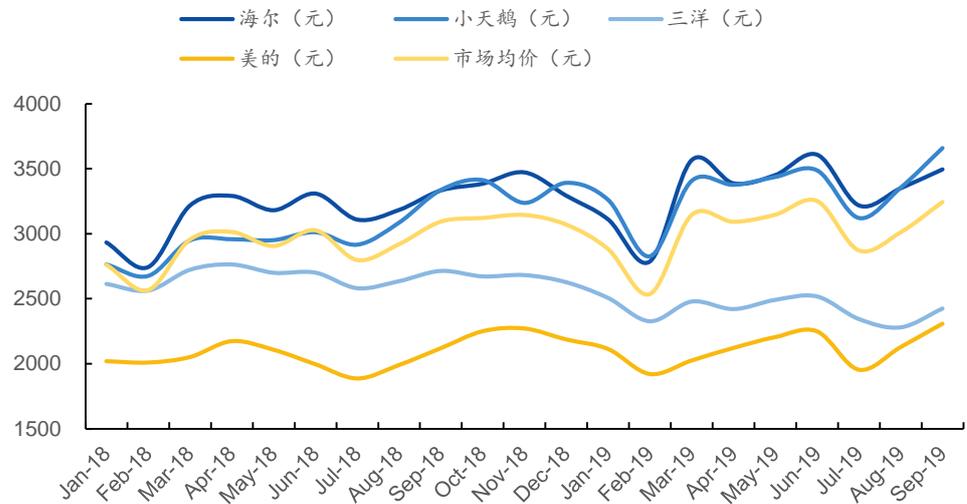
图 27: 2019 年 1-10 月洗衣机销售量同比提升 1.5%



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

虽然销量略有下滑，但龙头产品价格有较大提升。从中怡康数据来看，2019 年 9 月海尔均价同比提升 4.9%，美的旗下小天鹅以及美的品牌均价分别提升 9.7% 以及 8.9%。

图 28：洗衣机市场均价同比提升 4.9%

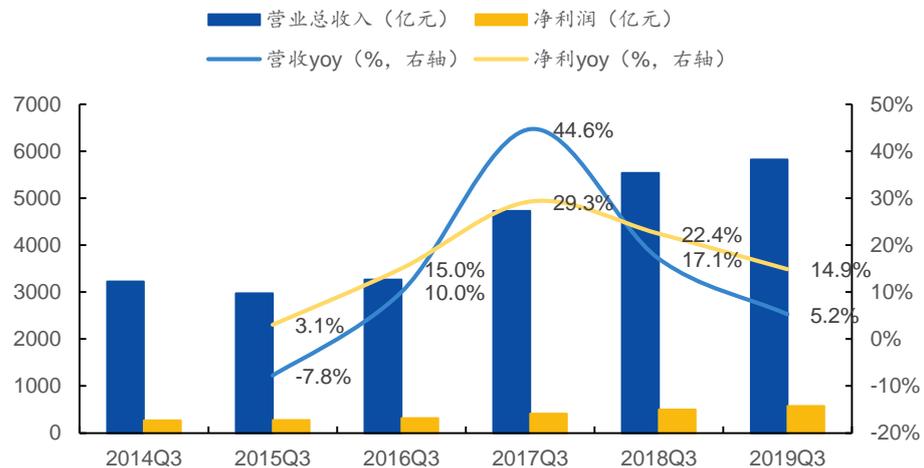


资料来源：中怡康，国元证券研究中心

2.1.4 行业增速回落，龙头占比提升

行业增速放缓使得白电上市公司营收增速回落。2019 年前三季度白电营收 5823.3 亿元，增速 5.2%，较 2018 年同期降低 11.8pct。2019 年前三季度行业净利润 576.6 亿元，同比提升 14.9%，较去年同期降低 7.6pct。

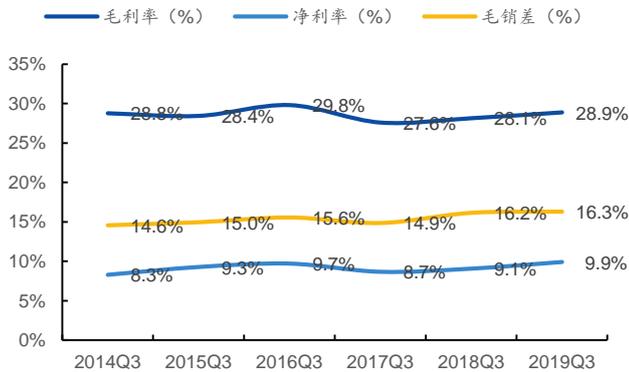
图 29：白电行业利润增速保持双位数



资料来源：Wind，国元证券研究中心

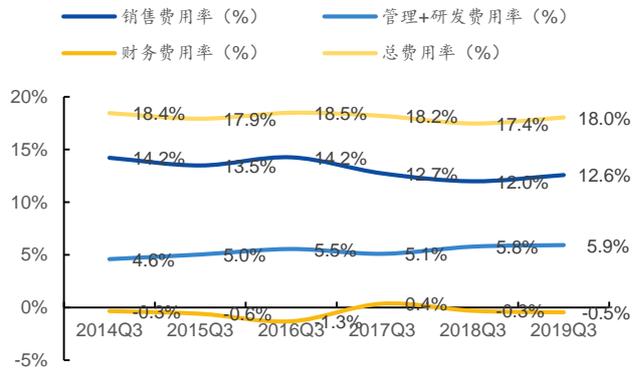
拆分来看，行业毛利率较去年同期提升 0.8pct 至 28.9%，行业净利率提升 0.8pct 至 9.9%。总体费用率受销售费用率提升 0.6pct、管理+研发费用率提升 0.1pct 以及财务费用率降低 0.2pct 的影响，提升至 18.0%。

图 30: 白电行业毛利率持续修复



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 31: 白电行业总体费用率提升 0.6pct



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

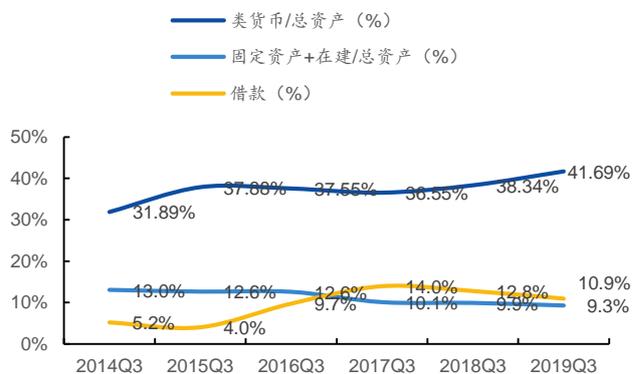
行业资产质量以及现金流情况进一步提升。2019Q3 行业经营活动产生现金流净额 758.0 亿元, 同比提升 59.4%。行业类货币占比提升至 41.7%, 较 2018Q3 提升 3.4pct, 借款占比降低 1.9pct 至 10.9%。但值得注意的是, 行业应收应付款质量略有下降, 应收票据占比由 2014Q3 的 80.6% 降低至 2019Q3 的 60.1%, 应付票据占比由 2014Q3 的 31.9% 提升至 2019Q3 的 43.6%。

图 32: 白电行业经营性现金流提升 59.4%



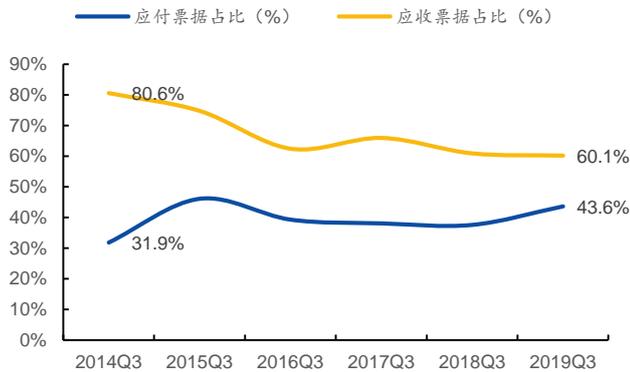
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 33: 白电行业资产质量继续提升



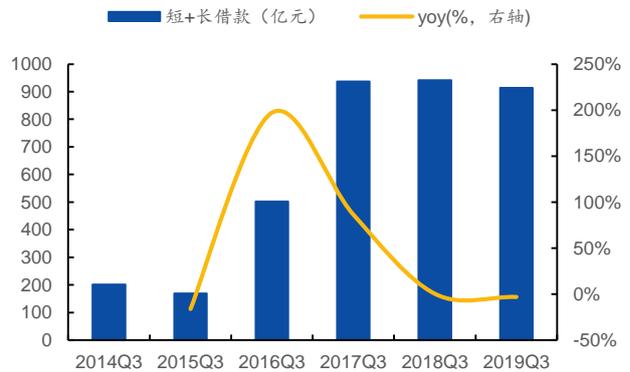
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 34：白电行业应付票据占比提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

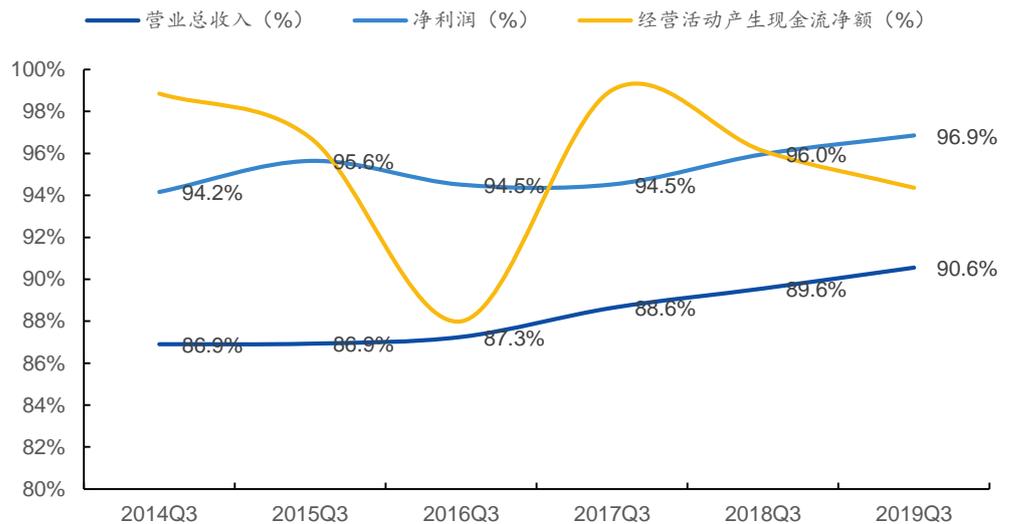
图 35：白电行业借款降低 2.9%



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2019 年前三季度，行业强者恒强趋势延续。格力、美的、海尔三大龙头营收比重提升至 90.6%，较上年提升 1.0pct；净利润比重提升至 96.9%，较上年提升 0.9pct。

图 36：三大白占比逐渐提升

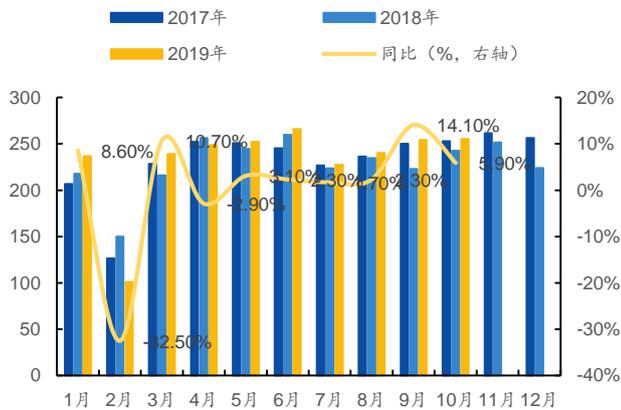


资料来源：Wind，国元证券研究中心

2.2 厨电：销量回暖，盈利能力提升

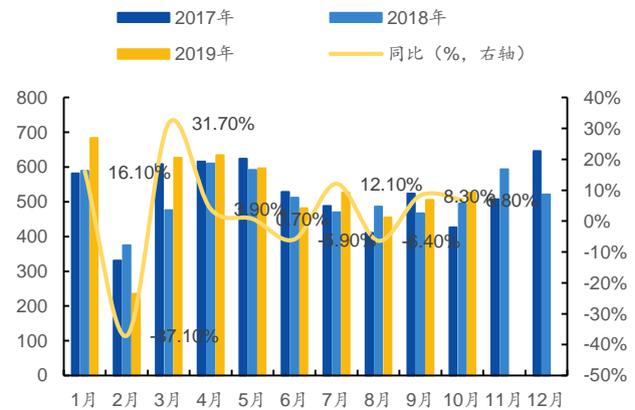
受益于工程渠道大幅增长，厨电销售回暖。2019 年 1-10 月份，行业油烟机销量 2321.0 万台，同比增长 2.3%，较去年同期提升 2.6pct；燃气灶销量 5271.1 万台，同比增长 4.0%，较去年同期提升 5.3pct。工程渠道的迅速扩张对传统零售渠道产生挤压。根据奥维云网统计，2019 年 1-10 月厨电零售额 487 亿元，同比降低 7.8%。

图 37: 2019 年 1-10 月油烟机销量同比增加 2.3%



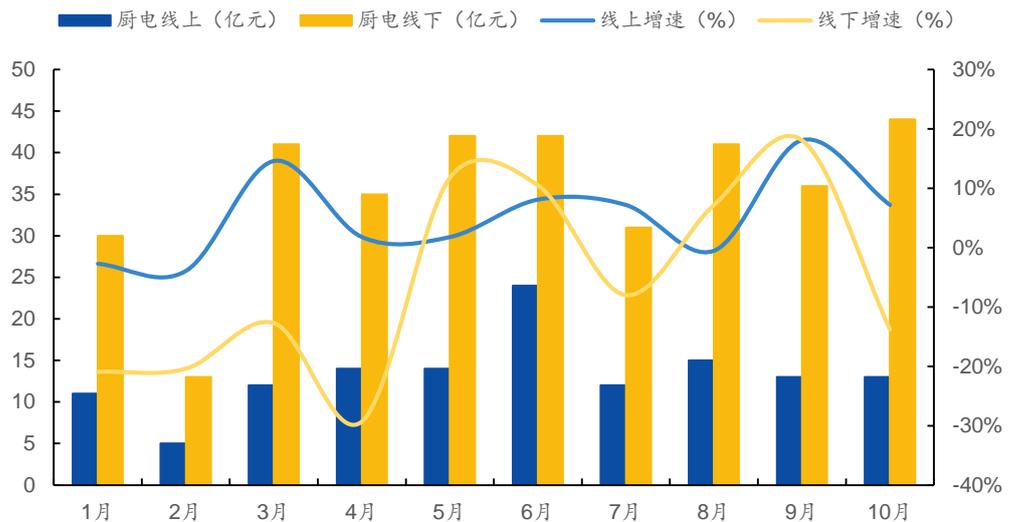
资料来源：产业在线，国元证券研究中心

图 38: 2019 年 1-10 月燃气灶销量同比增加 4.0%



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

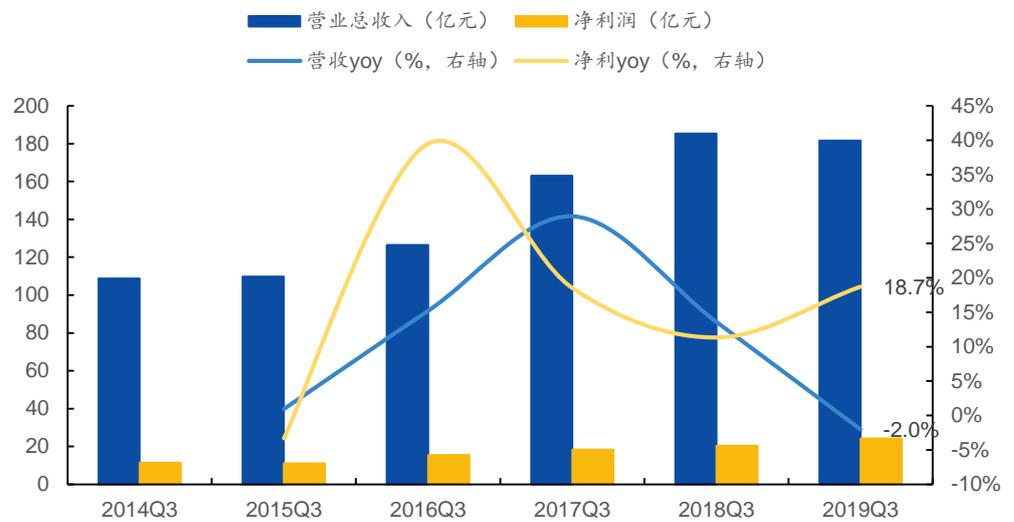
图 39: 厨电零售渠道销售额降低 7.8%



资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

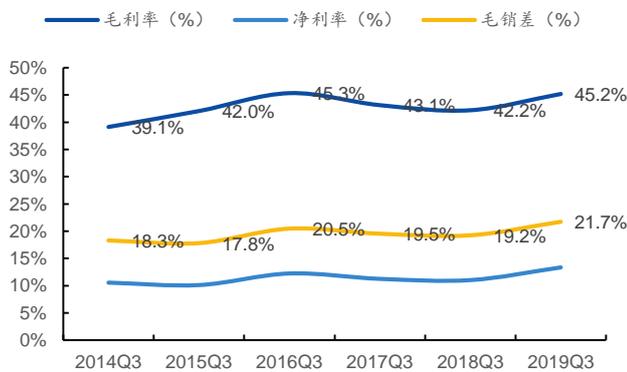
受华帝、万和营收放缓影响，2019 年 1-9 月行业营收增速降低 2.0%，净利润受益于原材料价格下跌以及减税降幅影响，增速回暖，同比提升 18.7%。受原材料价格降低影响，行业毛利率同比提升 3.0pct 至 45.2%，净利率提升 2.5pct 至 21.7%。行业费用率保持总体稳定，总费用率较去年同期提升 0.6pct，维持在 30% 的区间。其中，销售费用率同比提升 0.6pct 至 23.5%，管理+研发费用率同比提升 0.1pct 至 7.0%。由于购买商品支付的现金流同比降低 12.8%，降幅高于提供商品劳务收到现金流的降幅 10.5pct，行业经营活动产生现金流同比提升 60.9%。

图 40：行业营收增速放缓，业内公司增速分化



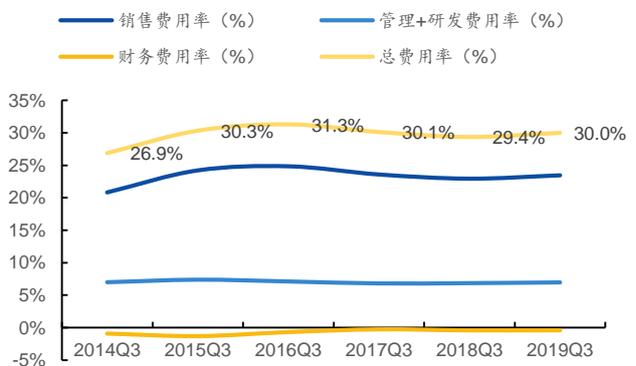
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 41：厨电利润率水平大幅提升



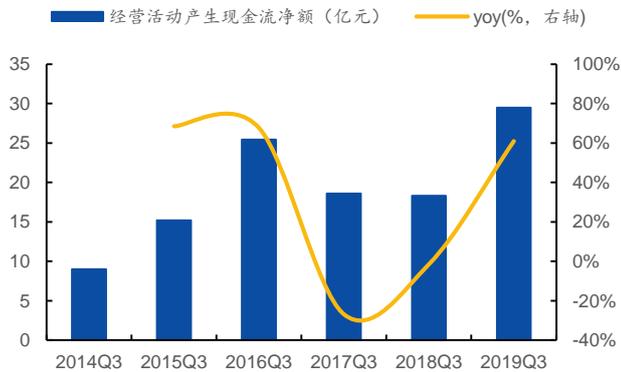
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 42：厨电行业费用率保持稳定



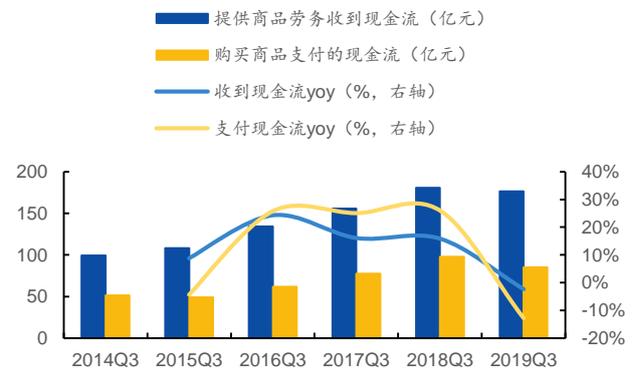
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 43：经营活动产生现金流净额大幅提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 44：购买商品支付现金降幅较大

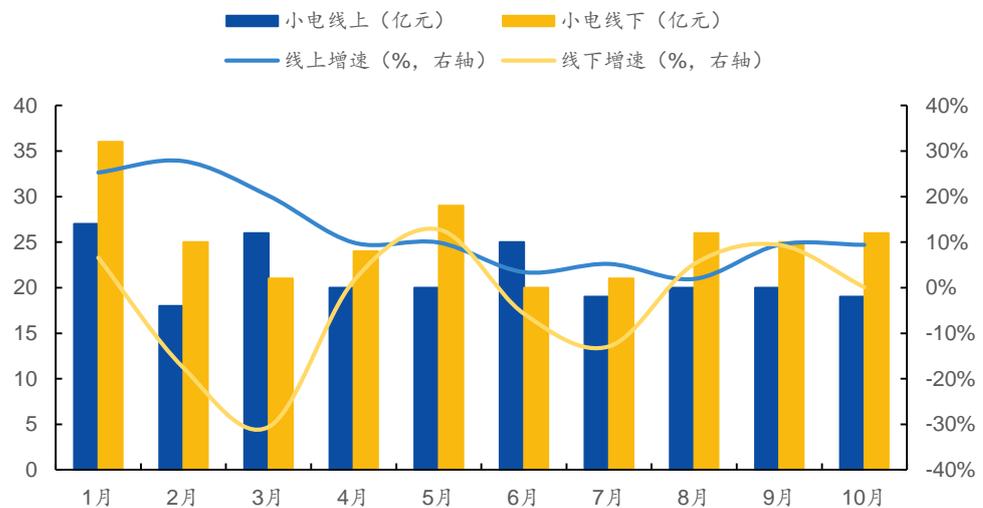


资料来源：Wind，国元证券研究中心

2.3 小电：细分品类增速开始分化，关注爆款产品投资机会

2019 年小电品类增速出现分化。根据奥维云网推总数据，2019 年 1-10 月小电（电饭煲、电磁炉、电压力锅、豆浆机、料理机、榨汁机、电水壶）零售额为 460 亿元，同比增长 1.1%；微波炉零售额 60 亿元，同比持平；电烤箱零售额 50 亿元，同比提升 6.4%；净化器营收 69 亿元，同比降低 25.0%。

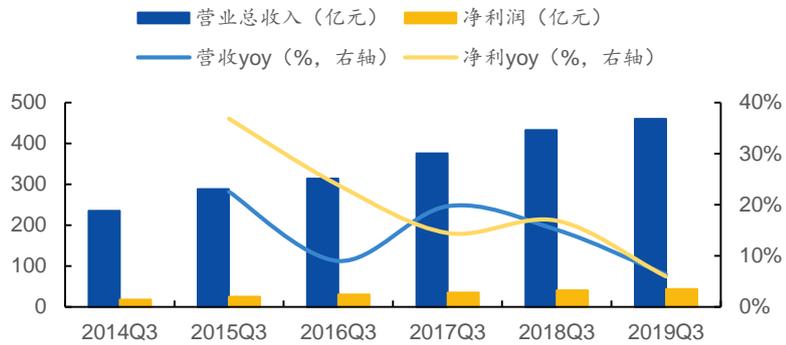
图 45：小电 2019 年 1-10 月份营收微增 1.1%



资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

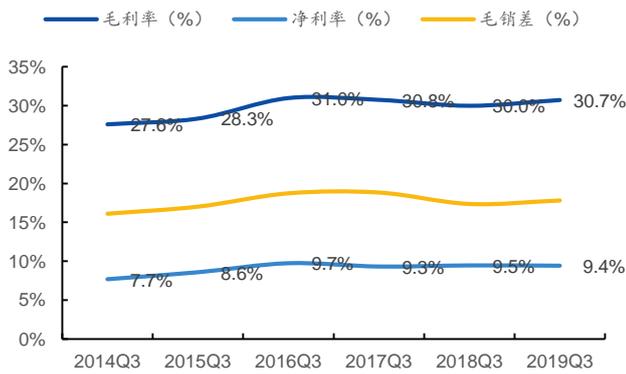
小电上市公司营收增速亦出现分化。2019 年 1-9 月行业营收同比增长 6.3%，较去年降低 8.7pct，净利润同比增长 5.9%，较去年降低 10.9pct。而苏泊尔、新宝股份、九阳股份、爱仕达营收增速分别高于行业增速 4.9pct、2.9pct、8.7pct 以及 4.5pct。行业毛利率温和增长，较去年提升 0.7pct 至 30.7%；总费用率较去年提升 0.6pct 至 19.9%；行业净利率较去年降低 0.1pct 至 9.4%。

图 46: 小电营收利润增速放缓



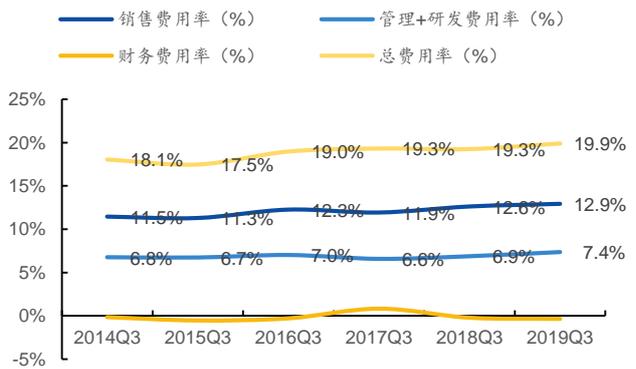
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 47: 毛利率提升 0.7pct



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 48: 总费用率提升 0.6pct



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 49: 经营性现金流净额大幅提升



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 50: 货币类资金增速转正



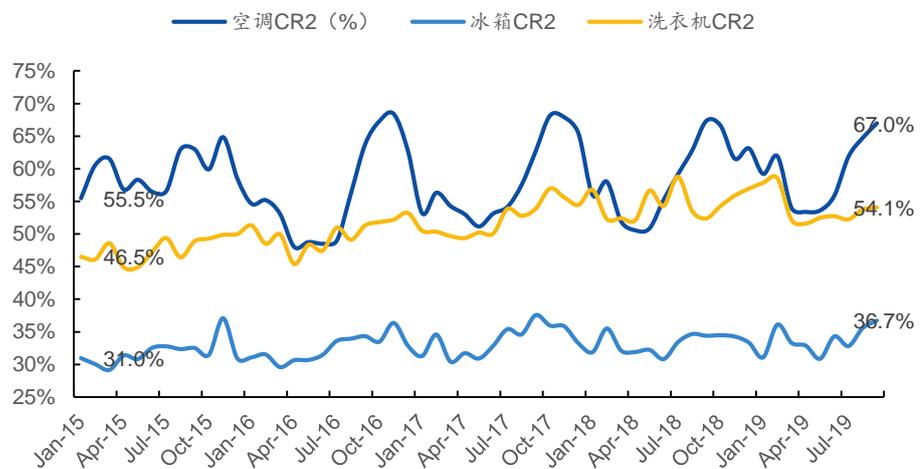
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3.2020 年的变与不变

3.1 行业集中度继续提升

家电龙头的市场占有率呈现出波动上行趋势。空调 CR2 由 2015 年 9 月的 63.0% 提升至 2019 年 9 月 67.0%，冰箱 CR2 由 2015 年 9 月的 32.5% 提升至 2019 年 9 月 37.7%，洗衣机 CR2 由 2015 年 9 月的 48.9% 提升至 2019 年 9 月 54.1%。我们认为随着行业龙头在产能、产品研发、品牌布局上不断地构筑行业壁垒，行业集中度将继续提升。

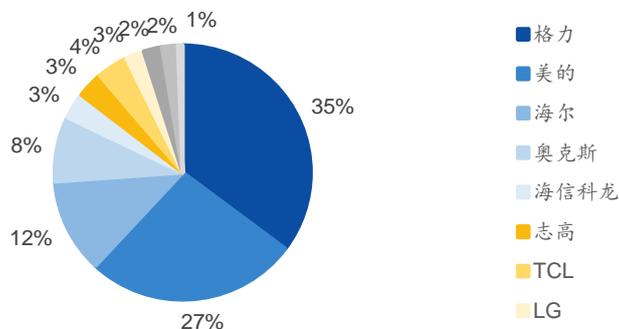
图 51：白电市场占有率持续提升



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

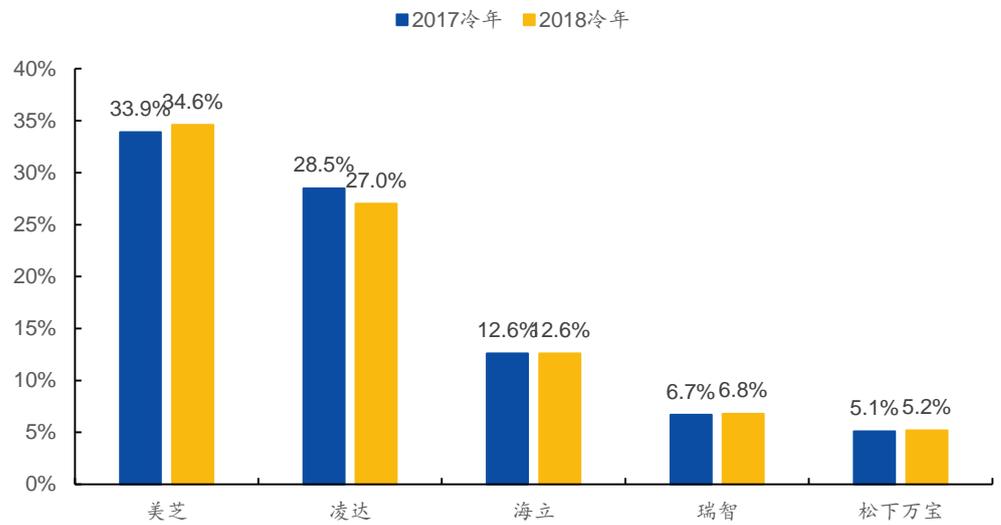
1. 产能优势构筑成本优势。行业龙头产能优势体现在两方面：家电产品产能远超行业平均水平。根据 2016 年朗迪集团招股说明书所示，空调龙头格力美的的产能占其客户总数的 35% 以及 27%，两者相较于其他空调公司有超过 2000 万的产能优势；纵向一体化、核心零部件亦实现行业高集中度。根据产业在线统计，2018 冷年美芝以及凌达压缩机占比分别为 34.6% 以及 27.0%

图 52：龙头产能占比与行业占有率匹配



资料来源：朗迪集团招股说明书，国元证券研究中心

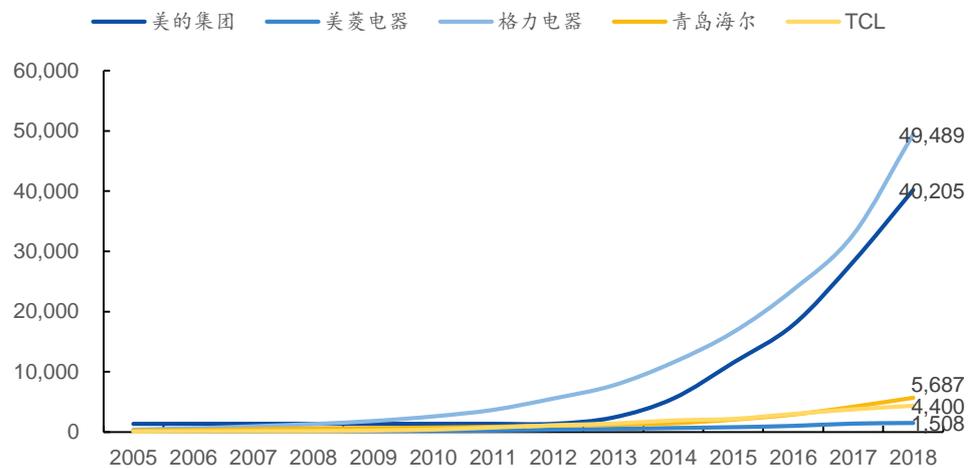
图 53：龙头公司产能优势亦体现在上游零部件领域



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

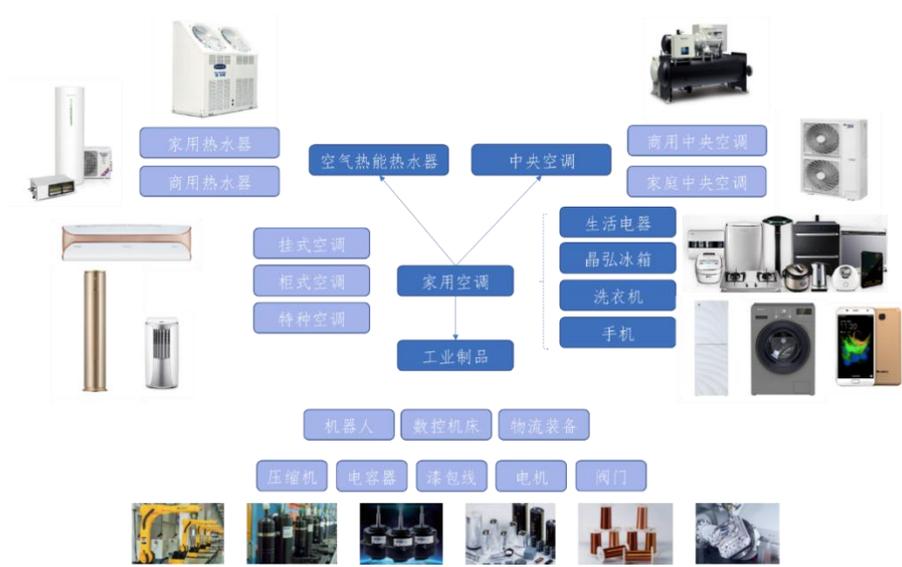
2.多品牌、多品类满足消费者需求。消费者需求的个性化以及对产品品质的要求，使得行业龙头凭借可以其研发能力以及多品牌多品类的布局覆盖更广的消费人群。

图 54：龙头公司形成专利壁垒



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 55：格力通过品类多元化提供更多选择



资料来源：国元证券研究中心

图 56：美的通过多品牌布局覆盖不同消费者

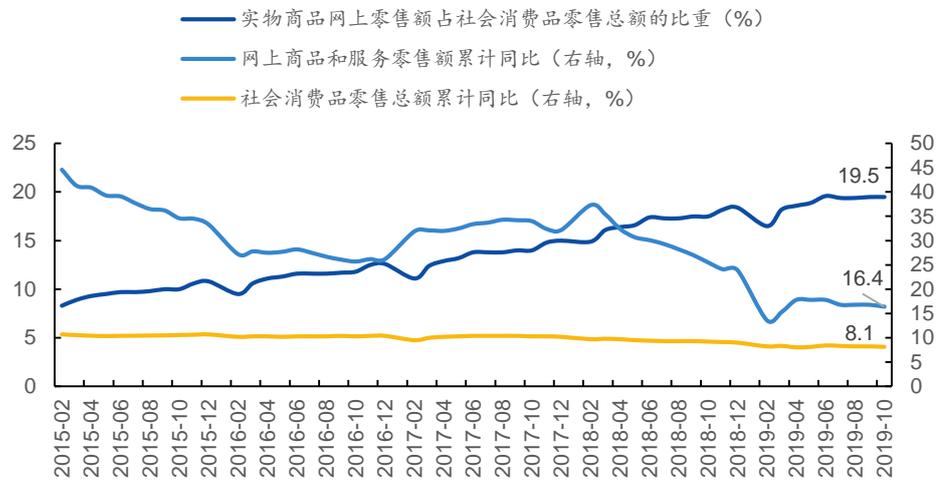
核心品牌	专业品牌	互联网品牌
COLMO AI科技 生而非凡	BEVERLY 比佛利	极致
Midea 人性科技 更懂生活	TOSHIBA	匠心
WAHIN 年轻科技 时尚生活	LittleSwan	专业
		bugu 用户共创 智趣生活

资料来源：国元证券研究中心

3.2 线上冲击进一步显现

我们认为电商渠道对于传统渠道的冲击将继续显现。根据国家统计局数据，2019年10月，我国社会消费品零售额累计同比增长8.1%，而网上商品和服务零售额累计同比增长达到16.4%，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重已从2015年2月的8.3%提升至2019年10月的19.5%。

图 57：网上零售额将进一步提升



资料来源：国元证券研究中心

随着线上零售额的进一步提升以及线上渠道下沉，线上对于零售渠道的冲击将继续显现。根据中国家用电器协会预测，到 2021 年，全国性家电连锁占比将较 2018 年提升 5%，电商渠道占比将提升 10%，而专卖店渠道受到冲击，其占比将下降 8-10%。

图 58：主要渠道未来发展趋势

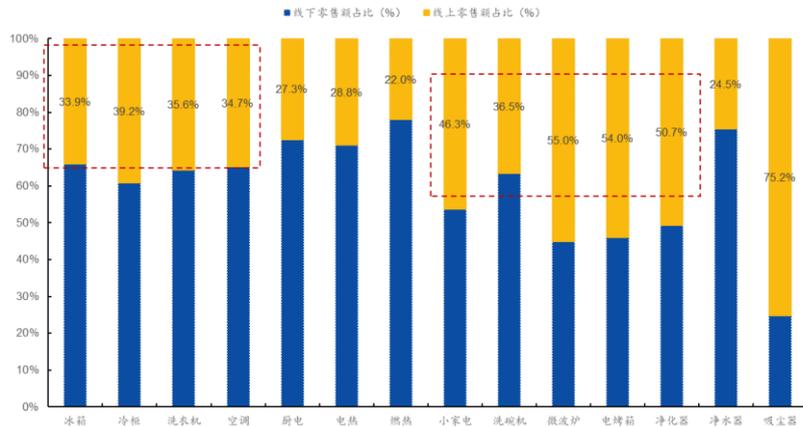
渠道	2018 占比	2021 占比	变化原因	
全国性家电连锁	15-20%	20-25%	• 一二线受电商冲击较大，但三四线市场快速扩张	
KA 渠道	地方性家电连锁	8-10%	4-5%	• 受电商和其他业态冲击较大 • 但立足当地的资源和个性化服务仍有一定优势
	家居连锁	1-3%	3-5%	• 装修环节前端零售渠道，方便配套购买 • 费用相对较低，经销商愿意开
百货	4-5%	5-6%	• 体验好，高端人群聚集，但入驻成本高	
商超	3-4%	1-2%	• 购物环境没有改善，服务下降，受电商影响和冲击大	
专卖店	30-35%	22-25%	• 受平台型企业的影响，市场份额被挤压 • 品牌企业的主要利润来源，所以品牌商会不断创新，力求稳定	
电商渠道	25-30%	35-40%	• 价格优势明显、购物便捷度高，在一二三线市场增速高，同时物流的完善和网批模式的推出，会快速提升在低线市场的份额	
家装渠道	1-2%	6-8%	• 装修环节前端渠道，较早获得用户 • 一二线城市全包装修比例增加	
工程渠道	2-4%	5-6%	• 一二线市场精装修政策普及 • 大型房地产商乐于提升住宅档次和品位，从而提升溢价	

资料来源：《中国家电新零售发展研究白皮书》，国元证券研究中心

由于品类更新周期的不同，目前大电小电线上占有率出现分化现象。空冰洗等大电由于更新周期较长，线上占有率在 30-40%之间，而带有家装属性的厨电产品则在

30%以下，更新周期较短的小家电普遍占比在 40-50%之间，吸尘器品类线上占比已达到 75%。我们认为，随着产品在线上占比的进一步提升，传统门店将出现功能分化，部分门店将从商品销售转向服务运营。

图 59：2019 年大电和小电线上占有率分化



资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

线上相较于传统零售渠道最大的特点在于其掌握客户数据，通过对于客户需求的挖掘，可以进行反向定制，更贴合消费者需求，进而提升厂商的生产效率。

图 60：京东反向定制



资料来源：《中国家电创新零售发展研究白皮书》，国元证券研究中心

表 1：通过搜索词汇挖掘得到用户需求

价格	高搜高转小词	高搜低转小词
0-100	便携式、矿泉水瓶、水瓶、寝室、彩光、宿舍、可充电、仙人球	车载、三合一、萌猫、瓶盖、面部、太阳能、萌宠、感温
100-200	家用、卧室、婴儿、小型、办公室、空调房、卡通、大雾	桌面、室内、创意、手持、汽车、脸部、易拉罐、风扇
200-300	大容量、落地式、恒湿、杀菌、立式、抑菌、母婴、wifi	多功能、智能、热雾、超静音、雾化、白色、蓝牙、除甲醛
300-500	蒸发、滤网、大型、蒸汽、大功率、消毒、超大、冷雾	无雾、滤芯、过滤网、火山、音乐、抗菌、热水、无雾恒湿
500-1000	工业、商用、湿膜、商用、紫外线、工厂	空气净化、超声波、德国、韩国、美国、工业级
1000 以上	蔬菜、机房、50 度、别墅、高级	进口、一体、车内、助眠、二合一

资料来源：《中国家电创新零售发展研究白皮书》，国元证券研究中心

图 61：德尔玛反向定制加湿器

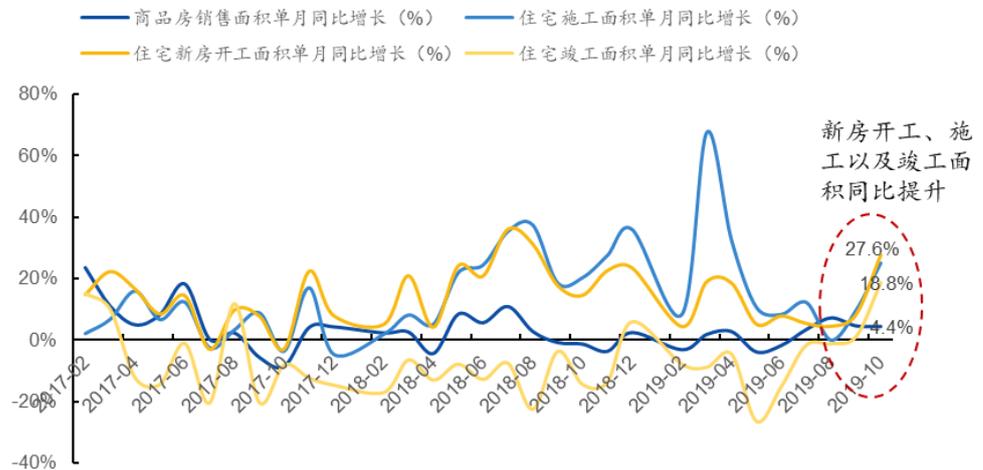


资料来源：《中国家电创新零售发展研究白皮书》，国元证券研究中心

3.3 地产竣工回暖，厨电板块首先受益

房地产数据回暖。2019 年 10 月，住宅竣工面积单月同比增长 18.8%，住宅施工面积单月同比增长 25.0%，住宅新房开工面积单月同比增长 27.6%。

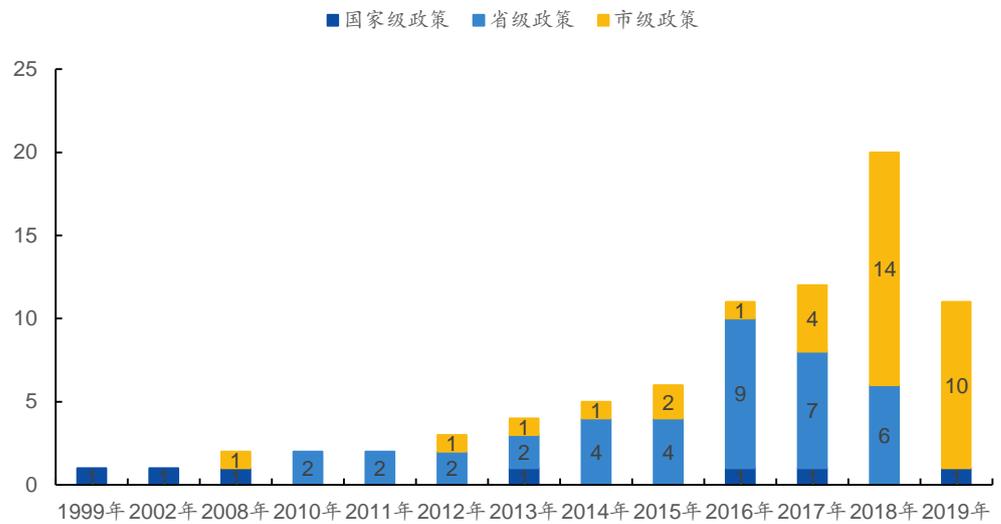
图 62：住宅竣工面积单月大幅回暖



资料来源：Wind，国元证券研究中心

受益于政策推动，精装房由 2014 年 100.7 万套增长至 2018 年 253.0 万套。根据奥维云网推算，2019 年精装修房将达到 336.0 万套，同比增长 32.8%，2020 年同比增长 20.0% 以上。

图 63：精装房市场依靠政策推动



资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

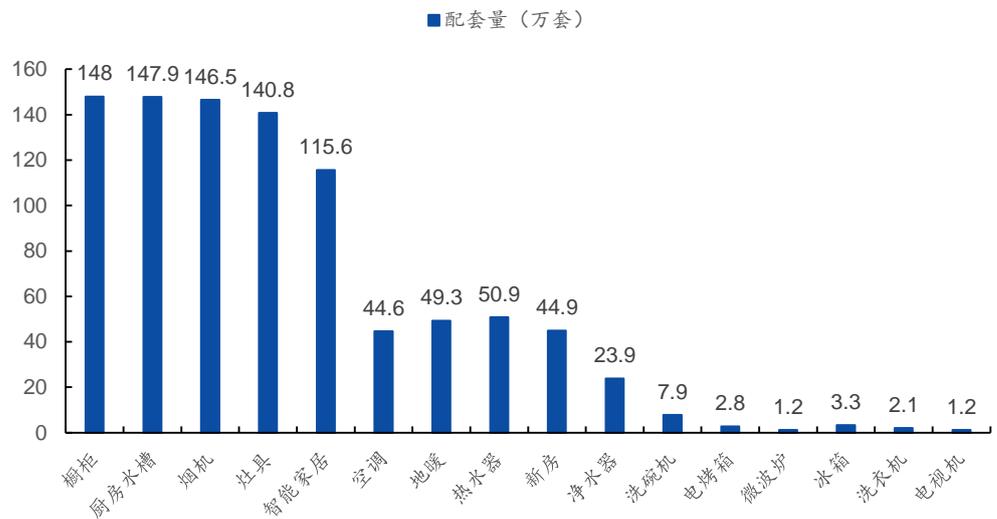
图 64：精装房渠道成为新的增长点



资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

精装房的快速增长为厨电市场带来新的渠道增量。根据奥维云网统计，2019年，精装房烟机灶具配套率在90%以上，2019年1-9月份配套量分别达到146.9万套以及140.8万套，而传统白电空调、冰箱、洗衣机配套量仅为44.6、3.3以及2.1万套。厨电行业将成为地产竣工回暖的首要受益板块。

图 65：精装房配套以厨电为主

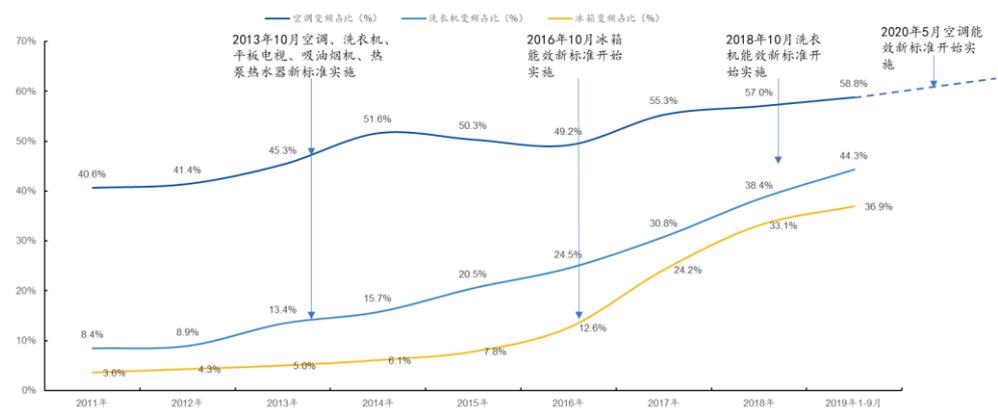


资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

3.4 节能促销政策导向利好结构升级

我们认为新的能效标准以及行业刺激政策会加速行业产品升级。能效标准变化使得行业产品结构发生变化。根据产业在线统计，2013年10月空调、洗衣机新标准实施后，变频空调占比由2013年45.3%提升至2014年51.6%，变频洗衣机占比由13.4%提升至15.7%；2016年10月冰箱新标准实施后，变频冰箱占比由12.6%提升至24.2%；2018年10月洗衣机能效新标准实施后，变频洗衣机占比由38.4%提升至44.3%。2020年5月空调新标准即将实施，我们认为此次调整将促进空调产品结构进一步优化。

图 66：新能效标准实施推动行业产品升级

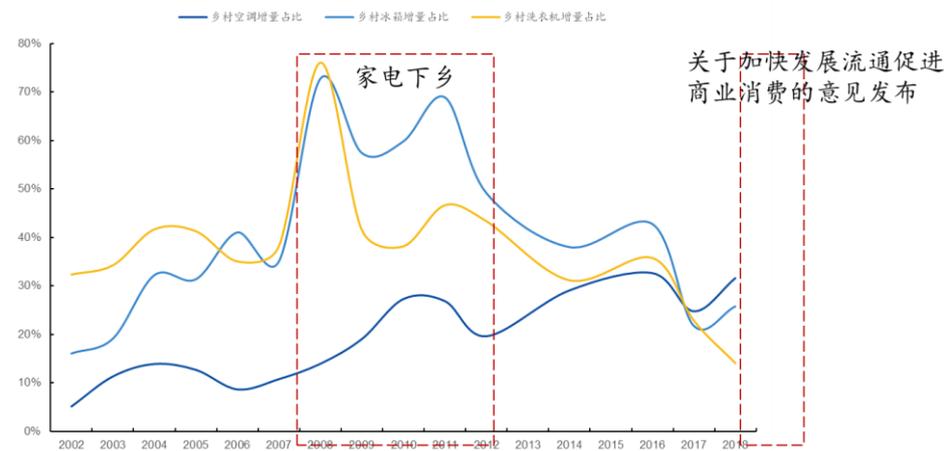


资料来源：产业在线，国元证券研究中心

国家级产业政策会对行业不同产品、不同渠道的增速产生影响。上轮家电下乡政策对于乡村渠道市场产生较大刺激，根据统计局数据推算，2008年增量市场中，乡村

渠道冰箱占比达到 72.7%、洗衣机占比达到 76.1%，在政策周期内乡村增量占比较平常高出近 10pct。2019 年 8 月，国务院办公厅发布《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，《意见》中强调通过支持绿色智能商品以旧换新、加大金融支持力度以及优化市场流通环境支持绿色智能消费。我们预计，此次政策也将进一步利好家电行业结构升级。

图 67：新的行业刺激政策发布



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究中心

表 2：《关于加快发展流通促进商业消费的意见》发布

序号	条例	详情
1	支持绿色智能商品以旧换新	鼓励具备条件的流通企业回收消费者淘汰的废旧电子电器产品，折价置换超高清电视、节能冰箱、洗衣机、空调、智能手机等绿色、节能、智能电子电器产品，扩大绿色智能消费。
2	加大金融支持力度	鼓励金融机构创新消费信贷产品和服务，推动专业化消费金融组织发展。鼓励金融机构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。
3	优化市场流通环境	严厉打击线上线下销售侵权假冒商品、发布虚假广告等违法行为，针对食品、药品、汽车配件、小家电等消费品，加大农村和城乡结合部市场治理力度。

资料来源：国务院办公厅，国元证券研究中心

4. 投资策略

基于我们对 2019 年行业回溯以及对 2020 年的展望，我们认为有三条投资路径：

一、行业龙头依然值得期待。行业龙头集中现象将持续，行业龙头将保持稳健增长。同时，行业龙头通过切入新兴领域寻找新的增长点。从短期来看，地产竣工回暖以及线上渠道对居民消费需求的挖掘，为行业龙头提供较为坚实的业绩基础；从长期

来看，行业龙头从家电巨擘成长为综合科技集团的过程会带来估值、业绩的双重增长。建议积极关注美的集团以及格力电器。

二、关注精装房渠道快速增长对厨电板块的利好。根据奥维云网预测，2020年精装修房开盘增速仍在20%以上，市场空间或将在400万套以上。精装房90%以上的灶具配套率，将利好拥有品牌优势的厨电企业，建议关注老板电器、华帝股份以及浙江美大。

三、线上渠道的爆款现象。由于线上占比逐渐提升、线上渠道对于用户的连接以及对信息的快速传递，小电产品成熟周期缩短，行业将进入爆款时代。我们建议关注拥有较强研发能力的苏泊尔、小熊电器、新宝股份。

5.重点公司评述

1) 美的集团

前三季度公司营收2209.18亿元，同比增长7.37%；归母净利润213.16亿元，同比增长19.08%。受销售费用率提升0.72pct、管理费用率提升0.10pct以及研发费用率提升0.09pct的影响，期间费用率同比提升0.79pct至17.49%。公司毛利率提升1.83pct至29.09%，净利率提升0.84pct至10.12%。

截至2019年9月30日，公司在全球共有28家研发中心。通过创新驱动，公司产品力持续提升。在2019年IFA展上，COLMO图灵微气候挂机获IFA室内空气技术创新金奖；COLMO相变储能热水器获IFA相变储能技术创新金奖，公司产品力稳步提升。

在业绩保持稳健增长的同时，公司也通过新业务股权结构变革为未来谋篇布局。公司发布公告称，拟在符合公司“智慧家居+智能制造”或属于公司拟重点培育且相对独立的产业平台，包括但不限于人工智能、芯片、传感器、精密控制及驱动、工业仿真系统、大数据、云计算等新兴技术领域的下属子公司试行多元化的员工持股计划。该计划将覆盖美的集团全球合伙人与事业合伙人、子公司核心经营管理及技术团队以及子公司核心骨干。除非公司董事会审议终止，该计划在公司股东大会审议通过后长期持续有效。

我们认为公司在保持原有业务行业龙头地位的同时，通过对股权结构变革激发新兴业务发展潜力，这将为公司长期发展带来稳定动力。我们预计公司2019-2021年公司EPS分别为3.43、3.77以及4.14元/股，维持公司“增持”的投资评级。

2) 格力电器

公司前三季度营收增速保持稳定。前三季度公司营收1550.39亿元，同比增长4.26%；归母净利润221.17亿元，同比增长4.73%。受销售费用率提升1.09pct、研发费用率降低0.33pct以及财务费用率降低0.54pct的影响，期间费用率同比提升0.22pct至13.49%。公司毛利率维持稳定，微增0.01pct至30.16%，净利率微增0.05pct至14.33%。

从Q3情况来看，公司营收增速略有放缓。第三季度公司营收577.42亿元，较2018年Q3增加0.19亿元。公司净利润84.02亿元，同比增长0.06%。单三季度研发费

用率同比降低 0.88pct、销售费用率同比降低 0.24pct，这使得期间费用率同比降低 1.21pct 至 11.90%。单三季度公司毛利率同比降低 1.64pct 至 28.71%，净利率同比提升 0.07pct 至 14.55%。

公司于 2019 年 10 月 29 日公布控股股东拟协议转让公司部分股份公开征集受让方的结果。珠海明骏成为最终受让方，并且珠海明骏已通过受让意向书书面邀请的形式向格力电器管理层提出合作邀请。我们认为此次股改有利于双方资源整合以提升上市公司质量，并为格力未来发展带来新的动能。

我们认为此次股改在格力已有的优秀管理能力的基础上，增加了高瓴对于产业整合的能力，双方的结合将为格力未来发展提供新的动能。我们预计公司 2019-2021 年公司 EPS 分别为 4.61、4.89 以及 5.41 元/股，维持公司“增持”的投资评级。

3) 老板电器

前三季度公司工程渠道超过 100%增长，受益于此，公司前三季度营收重回 2019 年一季度水平，同比增长 4.29%。销售费用率 (-0.04pct)、管理费用率 (-0.4pct) 以及研发费用率 (-0.09pct) 的降低对冲财务费用率 (+0.40pct) 的提升，期间费用率同比提升 0.03pct 至 33.15%。由于原材料价格大幅下降，公司毛利率较去年同期提升 1.74pct 至 55.04%，净利率提升 0.72pct 至 19.56%。

由于工程渠道增长加速 (H1 增速为 80%，Q3 超过 100%)，三季度公司重新回归双位数增长。2019 年 Q3 公司营收 20.98 亿元，同比增长 10.56%，增速较 Q2 提升 12.54pct；归母净利润 4.15 亿元，同比增长 18.20%，增速较 Q2 提升 20.31pct。

公司核心品类依旧维持领先地位。根据中怡康统计，截止 2019 年 9 月 30 日，公司烟灶以及嵌入式微波炉保持行业第一，市占率分别为 25.22%、23.07% 以及 36.17%；嵌入式消毒柜、蒸箱、烤箱维持行业第二，市占率分别为 26.42%、31.85% 以及 25.76%。

受益于工程渠道的高速增长以及原材料价格的下降，公司经营或将持续改善。我们预计公司 2019-2021 年公司 EPS 分别为 1.68、1.77 以及 1.90 元/股，维持公司“增持”的投资评级。

4) 苏泊尔

前三季度公司维持稳健增长。前三季度公司营收 148.96 亿元，同比增长 11.22%，而期间费用率由于销售费用率提升 1.89pct、研发费用率提升 1.03pct 以及财务费用率降低 0.57pct 的影响，同比提升 2.27pct 至 28.45%。公司毛利率提升 0.46pct 至 30.67%，净利率提升 0.12pct 至 8.36%。

由于绍兴厂区工程以及玉环福腾宝厂区工程陆续开工，公司在建工程前三季度同比增长 255% 至 1.42 亿元。根据搜狐新闻以及绍兴 e 网报道，绍兴工厂将年产 400 万台灶具以及 150 万台净水器；玉环工厂一期工厂或将于 2019 年竣工，预计五年内销售突破 10 亿元。我们认为新厂竣工或将带动公司业绩进一步提升。

我们认为随着公司新建产能的陆续运行，公司营收或将继续保持稳健增长。我们预计公司 2019-2021 年公司 EPS 分别为 2.37、2.68 以及 3.03 元/股，维持公司“增持”的投资评级。

5) 华帝股份

我们认为，随着公司高端战略的推进以及降本增效、渠道扁平化等变革效果逐渐显现，公司业绩或将出现反转。我们预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.86、0.95 以及 1.04 元，首次覆盖给予公司“增持”的投资评级。

6) 浙江美大

我们认为，随着集成灶产品市占率进一步提升，公司或将保持双位数增长。我们预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.70、0.80 以及 0.93 元，首次覆盖给予公司“增持”的投资评级。

7) 小熊电器

我们认为，随着公司新品类的开发以及电商渠道的进一步发展，公司仍将保持较高增速。我们预计 2019-2020 年 EPS 分别为 2.56、3.06 以及 3.65 元，首次覆盖给予公司“增持”的投资评级。

8) 新宝股份

我们认为，随着公司自主品牌规模增大，公司产品结构以及营收增速或将继续改善。我们预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.83、0.94 以及 1.05 元，首次覆盖给予公司“增持”的投资评级。

6. 风险提示

空调库存去化不及预期的风险，房地产竣工回暖不及预期的风险，出口业务大幅波动的风险。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188