

2019年12月22日

家电

“价格战”历史重演，看需求逐渐回暖

——家电行业 2020 年度策略

■“价格战”的发生有其必然性：对于家电这样一个步入成长后期、龙头优势非常明显的行业，“价格战”可视为周期性发生的优胜劣汰机制，今年亦如是。在终端需求走弱、渠道库存承压的背景下，家电行业又恰逢成本下降、增值税率下调、汇兑收益等三大红利，局部的“价格战”自 2019 年初陆续出现，进入“11.11”，处于龙头地位的格力高调让利促销，使得“价格战”成为行业全面现象。

■相比过往，本轮“价格战”又有其特殊性：1) 格力将降价时点选在了“11.11”，也就将主战场选在了电商渠道，线上线下同步推进，明显强化电商渠道的地位。2) 有别于以往追求一招致胜的促销活动，这次格力打出了“组合拳”，赚足眼球，竞争对手疲于跟进。3) 往年的促销活动，格力只管控出厂价，不管控终端价；而此次“价格战”，格力对终端价也严加管控。

■“价格战”优化竞争格局，龙头业绩压力亦可控：本轮空调“价格战”，不会在短时间内结束，可能持续 1 年以上，直到龙头达成去化自身库存、打击对手等多重目的。以“2014 价格战”为例，降价行为自 2014 年 9 月开始，到 2016Q1 才逐渐结束。由于行业景气上行，本轮“价格战”的力度可能会在 2020Q2 有所缓和。至于“百亿让利”的宣传，虽然令资本市场紧张，但以前早有先例，格力在“2014 价格战”就有“斥资百亿”的说法。我们评估，特价机所带来的实际业绩压力可控，无需过分担忧。

■需求端，地产竣工将进一步提振家电需求：近期，地产竣工进入正增长阶段，家电需求开始获得提振，尤其体现为高端厨电的工程机订单高速增长。我们判断，2020 年家电需求还将进一步受益于此，零售、电商渠道的需求将有明显提升。

■黑电机会出现，重点关注机顶盒、面板：黑电板块的机会容易被投资者忽视。机顶盒行业将受益超高清视频产业政策的推进，而且在超高清产业链条中，其集中度最高。电视面板价格或将迎来上行周期，值得关注。

■投资建议：展望 2020 年，家电的需求端、供给端都存在改善的趋势。随着国内长线资金、外资的持续进入，家电板块的估值有望进一步提升。推荐三大投资主线：1) 竣工红利，标的包括格力电器、美的集团、海尔智家、老板电器、华帝股份、浙江美大、欧普照明；2) 政策红利，创维数字（超高清视频产业政策）、三花智控（空调新能效标准）；3) 渠道红利，苏泊尔、九阳股份、新宝股份、小熊电器。另外，我们看好 TCL 集团和其他重点个股，详见我们的相关报告。

■风险提示：地产销售下滑超预期，竣工不及预期；外贸环境恶化。

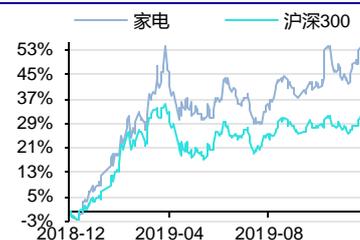
行业年度策略

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	评级
000651 格力电器	买入-A
000333 美的集团	买入-A
600690 海尔智家	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.79	-3.38	-31.14
绝对收益	3.55	-1.31	1.47

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

王修宝

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090003
wangxb1@essence.com.cn

李奕臻

报告联系人

liyz4@essence.com.cn
0755-82825392

相关报告

竣工回暖趋势不变——家电行业 2019 年 11 月房地产开发投资和销售数据点评 2019-12-17

竞争格局良好，板块盈利继续改善——

三季报回顾与行业前瞻 2019-11-04

受分流效应影响，Q3 基金重仓家电比例

小幅回落 2019-10-27

从“卖什么”到“卖给谁”——复盘日

本家电渠道兴衰历程 2019-10-07

内容目录

1. 投资概要.....	4
2. “价格战”将使家电格局恶化，还是优化？.....	5
2.1. 意料之外的“价格战”：格力选择“11.11”发力.....	5
2.2. 情理之中的“价格战”：龙头应对压力的占优策略.....	8
2.3. “价格战”会带来多大的业绩压力？.....	11
2.4. 本轮空调“价格战”打到何时？.....	12
2.5. 发展工程渠道，另一种形式的“价格战”.....	13
3. 子行业前瞻.....	16
3.1. 白电：空调“价格战”，冰洗相对平稳.....	16
3.2. 黑电：关注面板、超高清视频产业链.....	18
3.3. 厨电：预计龙头公司零售业务回暖.....	19
3.4. 小家电：关注新兴营销渠道.....	20
4. 个股推荐.....	22
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1：格力 11 月 9 日推出“11.11”30 亿让利活动.....	5
图 2：格力 11 月 11 日发布补贴公告.....	5
图 3：格力 11 月 26 日“再掀 11.11 百亿大让利”公告.....	5
图 4：格力 12 月 12 日发布新的让利活动，扩展降价品类.....	5
图 5：美的、海尔、海信等“11.11”空调促销活动.....	6
图 6：烟机分品牌零售价 YoY.....	8
图 7：烟机分品牌零售价对比（2019 年 1-10 月累计）.....	8
图 8：烟机单月零售均价 YoY.....	8
图 9：苏泊尔线上&法迪欧线下烟机市占率.....	8
图 10：格力在 2014“价格战”前后的股价表现.....	8
图 11：SHFE 铜和钢的收盘价同比（月度）.....	10
图 12：空调原材料成本指数与售价 YoY.....	10
图 13：格力单季度收入和净利率表现.....	10
图 14：主要企业空调业务收入 YoY.....	10
图 15：主要企业空调业务毛利率.....	10
图 16：主要企业空调业务毛利率-销售费用率.....	10
图 17：空调线上零售均价 YoY.....	11
图 18：空调线下零售均价 YoY.....	11
图 19：家电行业经营现金净流入.....	11
图 20：行业对上游占款.....	11
图 21：以原价 2400 元的空调为例，测算特价政策下的利润变化.....	11
图 22：格力 2014 年通过纸媒发起降价通知.....	12
图 23：2014 年 9 月 29 日，长虹表示不卖淘汰库存机.....	12
图 24：房地产竣工面积单月同比.....	12
图 25：空调内销量增速 VS 竣工增速（3 个月移动平均）.....	12
图 26：空调渠道库存量推算.....	13
图 27：“618”和“11.11”空调品牌格局对比.....	13

图 28: 格力商城.....	13
图 29: 董明珠的店.....	13
图 30: 精装修房销售套数增速高于行业整体.....	14
图 31: 新开盘项目中精装修的渗透率.....	14
图 32: 2018 年精装修商品住宅家电产品的配套率.....	14
图 33: 2018 年精装修新开盘项目烟机品牌格局.....	14
图 34: 2018 年线下零售渠道烟机零售量品牌格局.....	14
图 35: 老板电器工程渠道收入增速.....	15
图 36: 空调内外销增速.....	16
图 37: 空调内销量市占率.....	16
图 38: 冰箱内外销增速.....	17
图 39: 冰箱均价 YoY 和多门冰箱占比.....	17
图 40: 洗衣机内外销增速.....	17
图 41: 洗衣机均价 YoY 和滚筒占比.....	17
图 42: 2019H1 干衣机销售量 YoY+95%、销售额 YoY+80%.....	17
图 43: 面板企业毛利率已处于低位.....	18
图 44: 近期, 电视面板出货量有所下滑.....	18
图 45: 主流电视品牌均有开机广告.....	18
图 46: 住宅竣工与烟机内销量增速 (3 个月移动平均).....	19
图 47: 2019Q1~Q3 老板电器工程渠道业务已放量增长, 明年零售业务或回暖.....	19
图 48: 百得、名气品牌推出集成灶.....	20
图 49: 2019 年 1~10 月, 集成灶内销量 YoY+15.9%.....	20
图 50: 苏泊尔推出 SP815S 静音破壁机.....	20
图 51: 摩飞推出亲肤冷暖风机.....	20
图 52: 近期扫地机器人线上销量增速下滑.....	20
图 53: 李佳琦、薇娅直播九阳产品.....	21
图 54: 某网红直播时, 某款不粘锅出现糊锅问题.....	21
表 1: 格力“11.11”空调促销主力机型统计.....	6
表 2: 美的“11.11”空调促销主力机型统计.....	7
表 3: 2014/2019 年空调“价格战”对比.....	9
表 4: 重点个股盈利预测与估值.....	22

1. 投资概要

2020 年家电的投资机会，主要来自三个方面：

- 需求端，地产竣工趋势上行，带来家电需求回暖；
- 供给端，“价格战”加速优胜劣汰，市场份额向优势企业集中；
- 估值，国内长线资金、外资的持续进入，有望进一步推动本土家电龙头估值向国际市场靠拢。

其中，“价格战”究竟会产生怎样的影响，是当前资本市场有争议的话题。

有别于很多行业，家电行业的“价格战”打响之际，胜负已定。行业所处的生命周期不同，“价格战”所发挥的作用亦不同。对于家电这样一个步入成长后期、龙头优势非常明显的行业，“价格战”可视为周期性发生的优胜劣汰机制。在行业景气偏低的年份，龙头企业发挥价格优势，以价换量；尾部企业迫于现金流、利润压力，被迫出局。在一轮又一轮的“价格战”过程中，龙头企业增强竞争力，而最终获益的，是消费者。

从投资的角度，坚定选择“价格战”的优胜方，是简单而有效的策略。

此外，2020 年的家电板块，其他投资机会也值得关注：

- 空调新能效标准推出，带动产业升级；
- 超高清视频产业政策，催生 4K、8K 投资机会；
- 电视面板价格将进入上行周期；
- 渠道红利。

有别于市场的观点

1) “价格战”将使家电格局优化，而不是恶化。一些行业发生“价格战”之后，陷入多年的“混战”状态；而家电的竞争格局一直清晰、有序。在 2000 年前后的“价格战”中，空调双寡头格局形成。近年来，奥克斯借助电商崛起，小米也推出空调，但仍不足以挑战现有格局。今年格力在“11.11”之前设立独立的电商子公司，“11.11”期间线上线下同时大促，迅速补上电商短板，可见龙头企业的竞争力并未退化。本轮“价格战”，龙头攫取市场份额，维持发展；份额被抢的弱势企业则有可能进入亏损状态。

2) “价格战”持续的时间，将比资本市场预期的更长。部分投资者认为“价格战”只在短时间内发生，明年空调需求改善即告终止。但我们认为，龙头一旦启动较大力度的促销，必然想达成去化自身库存、打击对手、抢占市场份额等多重目的，否则不会轻易收手。以“2014 价格战”为例，降价行为自 2014 年 9 月开始，到 2016Q1 才逐渐结束。我们预判，“价格战”不会在短时间内休止，时间上可能贯穿 2020 全年。

3) “价格战”对龙头业绩的压力可控。格力本轮“价格战”持续造势，“百亿让利”等宣传，让一些资本市场的朋友紧张。但实际上，特价机对工厂来说也有一定的利润，我们评估工厂补贴支出在可控范围之内。

4) 我们将工程机的占比提升，也视为一种“价格战”。工程机的两大特点：客户只选少数品牌；出厂价明显低于零售机。对家电厂商而言，提高工程机占比，效果类似“价格战”。

5) 部分投资者长期看空黑电板块，而我们判断在机顶盒、面板两个领域存在投资机会，不应忽视。机顶盒行业将受益超高清视频产业政策，而且在超高清产业链条中，其集中度最高。电视面板行业触底，面板价格或将迎来上行周期，值得关注。

2. “价格战”将使家电格局恶化，还是优化？

2.1. 意料之外的“价格战”：格力选择“11.11”发力

“价格战”，是今年家电行业的关键词之一。家电的价格在连续几年走高后，今年的提升略显吃力，尤其体现在空调和厨电领域。局部的“价格战”自2019年初陆续出现。进入“11.11”，处于龙头地位的格力高调让利促销，使得“价格战”成为行业全面现象。

图 1：格力 11 月 9 日推出“11.11”30 亿让利活动

关于“11.11”让利 30 亿元打击低质伪劣产品的公告

致广大消费者：

为了让消费者免受低质伪劣产品之害，享受高质量的生活，建立诚信、公平的市场环境，我司作为荣获“中国质量奖”的企业，有义不容辞的责任和担当。为此，我司将拿出精品机型和最优价格回馈消费者，变频空调最低 1599 元，定频空调最低 1399 元，总让利高达 30 亿元。此次活动将在各大授权电商平台以及线下 3 万多家格力专卖店同步展开，统一价格，活动仅限“11.11”期间，活动结束后即回归原价。活动机型数量有限，欢迎广大消费者选购，体验格力高品质的产品和服务。



资料来源：格力电器官方微博

图 3：格力 11 月 26 日“再掀 11.11 百亿大让利”公告

格力“再掀 11.11 百亿大让利”公告

致广大消费者：

今年“11.11”期间，我司开展“30 亿大让利”活动，总销售额突破 100 亿，不仅打击了低质伪劣产品，更让广大消费者得到了价格优惠和品质享受。

由于“11.11”只有一天时间短暂，大量用户都在电商平台集中选购，许多消费者都想买而没有买到。应广大消费者的诉求，现组织开展“再掀 11.11 百亿大让利”活动，使更多消费者充分享受到格力优质产品带来的生活改变，进一步打击低质伪劣产品，具体如下：

时间：2019 年 11 月 27 日开始

销售渠道：格力网“董明珠的店”及全国各地授权专卖店

活动机型：“11.11”同类机型，“俊越”“T 爽”系列空调。

价格政策：“11.11”同等价格，变频空调最低 1599 元，定频空调最低 1399 元。

希望此次活动给广大消费者带来美好享受！



资料来源：格力电器官方微博

图 2：格力 11 月 11 日发布补贴公告

格力补贴公告

致广大消费者：

11.11 活动之前已经有上百万消费者购买了“俊越”、“T 爽”系列产品，他们没有享受到 11.11 活动的优惠，为了让这些消费者感受到企业的公平，我司决定进行补贴。

凡在 2019 年 1 月 1 日至 11 月 10 日购买上述产品的消费者，请于 2019 年 11 月 18 日至 30 日，进入格力网“董明珠的店”，凭有效购买凭证进行申报，经总部核实后给予补贴，详情见格力网“董明珠的店”相关细则。

我们愿意和所有企业携手，用高质量发展服务消费者，让消费者享受更美好的生活。



资料来源：格力电器官方微博

图 4：格力 12 月 12 日发布新的让利活动，扩展降价品类

格力让利活动公告

致广大消费者：

感谢大家对格力一直以来的支持！

格力在 11 月份两次启动让利活动，“俊越”、“T 爽”系列产品在线上线下订单突破了 620 万套，现“俊越”、“T 爽”已经在满负荷生产，仍无法满足市场需求。鉴于再下单的消费者预计要到 2020 年 4 月份才具备安装条件，为了满足有紧急安装需求的消费者，公司决定，再拿出“品悦”、“悦风 II”系列产品进行让利活动，让利幅度高达 800-1000 元/套。详情可登录“董明珠的店”查询，或就近前往当地格力授权专卖店选购。



资料来源：格力商城

图 5：美的、海尔、海信等“11.11”空调促销活动

美的空调提醒您
拒绝老库存 空调要新鲜

空调存一年·谨防有风险

- 风险 1 电脑板老化 易故障、易打火
- 风险 2 截止阀老化 冷媒泄漏,性能下降
- 风险 3 线路老化 漏电风险隐患大
- 风险 4 零部件发霉 易引发呼吸道疾病

新鲜好空调·只需要三招

- Step 1: 验货看包装
包装崭新又完整,积灰变形不能要
- Step 2: 开箱查铭牌
日期临近半年内,出厂一年不能要
- Step 3: 开机闻气味
机舱内外无异味,异味难闻不能要

美的空调保鲜行动
(山东全省率先打响)

海尔空调官宣
“淘汰低能效 换新暖中国”

本着以用户体验为中心的核心价值观,海尔空调于 11 月 11 日至 18 日开展“淘汰低能效,换新暖中国”活动,用户选购新氧吧系列、多风感全系列型号,可享受免费拆旧机、换新机一站式服务。

裸价都是浮云,体验才是王道。作为有责任有担当有诚信的企业,我们始终认为给消费者创造意料之外的惊喜体验是初心是诚信。

最新的产品,最佳的体验。选购空调时,请认准三点:

- 1 生产日期,拒绝库存机;
- 2 智慧健康,拒绝不舒适;
- 3 一级能效,拒绝低能效。

海信空调补贴公告

致广大经销商:

“双十一”期间,空调行业陷入价格战,面对经销商利益严重受损的情况,海信始终坚持诚信立企,和经销商不离不弃,生死相依,共同应对恶劣的竞争环境,构建厂商命运共同体。为最大化地保障经销商的切身利益,经海信空调公司研究决定,即日起对经销商相应受影响的产品给予 300 元补贴,同时诚邀高度认同海信价值观的经销商鼎力加盟!

青岛海信空调营销股份有限公司
二〇一九年十一月十四日

资料来源:美的、海尔、海信空调官方微博

格力的行动,有几点“意料之外”:

- 格力将降价时点选在了“11.11”,也就将主战场选在了电商渠道。过往格力对电商不够重视,历次大促活动也主要在线下进行,线上一般采用跟随策略。今年格力在“11.11”之前设立独立的电商子公司,“11.11”期间线上线下同时大促,明显强化电商渠道的地位。
- 有别于以往追求一招致胜的促销活动,这次格力打出了“组合拳”。“11.11”之后,格力还推出了全年补差、延续促销等后手措施。格力 11 月 11 日发通知,对 2019 年 1 月 1 日到 11 月 10 日期间,购买格力“俊越”、“T 爽”系列产品的消费者在核实之后给予“11.11”优惠的补贴,这种往前追溯长达 11 个月的“保价”补贴,实属罕见。大部分竞争对手无力跟进。11 月 27 日,格力“再掀 11.11 百亿大让利”活动,相当于提前截流“12.12”的订单。“12.12”当日,格力又拿出 2 个系列机型参与特价,赚足眼球。
- 此次格力直接制定终端价,展现出更强的管控力。往年的促销活动,格力只管控出厂价,不管控终端价;而此次“价格战”,格力对终端价也严加管控。

表 1: 格力“11.11”空调促销主力机型统计

型号	日常价 (元/台)	活动价 (元/台)	活动 折扣	经销商 提货价	经销商 毛利率	制冷量 (GW)	定频/ 变频	能效 等级	上市时间
“俊越”系列挂机									
KFR-23GW/(23559)NhAb-3	2007	1349	67%			23	定频	3	
KFR-26GW/(26559)NhAb-3	2179	1399	64%	1199	14%	26	定频	3	2019 年 5 月
KFR-32GW/(32559)NhAb-3	2542	1499	59%			32	定频	3	
KFR-35GW/(35559)NhAb-3	2419	1599	66%	1399	13%	35	定频	3	2019 年 5 月
KFR-26GW/(26559)FNhAb-A3	2266	1599	71%	1399	13%	26	变频	3	2019 年 5 月
KFR-32GW/(32559)FNhAb-A3	2506	1699	68%			32	变频	3	
KFR-35GW/(35559)FNhAb-A3	2654	1799	68%	1599	11%	35	变频	3	2019 年 5 月
“T 爽”系列柜机									
KFR-50LW/(50532)NhAa-3	4477	2899	65%			50	定频	3	
KFR-72LW/(72532)NhAa-3	5694	3899	68%			72	定频	3	
KFR-50LW/(50532)FNhAa-A3		3999		3699	8%	50	变频	3	
KFR-72LW/(72532)FNhAa-A3	6542	4999	76%	4599	8%	72	变频	3	

资料来源:格力官方微博、中怡康、安信证券研究中心 说明:日常价为中怡康 9 月监测的零售均价,上市时间为中怡康或京东等监测的新上市时间。

表 2: 美的“11.11”空调促销主力机型统计

型号	日常价 (元/台)	活动价 (元/台)	活动 折扣	经销商 提货价	经销商 毛利率	制冷量	定频/ 变频	能效 等级	上市时间
“省电星”系列挂机									
KFR-23GW/DY-DH400(D3)	1699	1249	74%	1149	8%	23	定频	3	
KFR-26GW/DY-DH400(D3)	1799	1299	72%	1199	8%	26	定频	3	
KFR-32GW/DY-DH400(D3)	1999	1399	70%	1299	7%	32	定频	3	
KFR-35GW/DY-DH400(D3)	1999	1499	75%	1399	7%	35	定频	3	
“冷静星”系列挂机									
26PH400(B3)	1999	1499	75%	1399	7%	26	变频	3	
26PH200(B1)	2499	2099	84%	1949	7%	26	变频	1	
35PH200(B1)	2799	2399	86%	2249	6%	35	变频	1	
“小白鲨/冷静星”挂机									
35AG400(B3)/35PH400(B3)	2099	1699	81%	1599	6%	35	变频	3	
“极光先锋”挂机									
35MHA		2299		2199	4%	35	变频	1	2019年4月
“冷静星”系列柜机									
51PA400(D3)	3599	2699	75%	2499	7%	51	定频	3	
72PA400(D3)	3699	3699	100%	3499	5%	72	定频	3	
51DA400(B3)	5199	3799	73%	3599	5%	51	变频	3	
72DA400(B3)	6299	4799	76%	4599	4%	72	变频	3	
“智行”系列柜机									
51YA400(D3)	2999	2999	100%	2769	8%	51	定频	3	2015年3月
72YA400(D3)	3999	3999	100%	3769	6%	72	定频	3	2015年3月
51YH200(B1)	6999	4999	71%	4699	6%	51	变频	1	
72YH200(B1)A	7999	5999	75%	5699	5%	72	变频	1	
“御行”系列柜机									
51YC300(B1)		5999		5199	13%	51	变频	1	
72YC300(B1)		6999		6199	11%	72	变频	1	

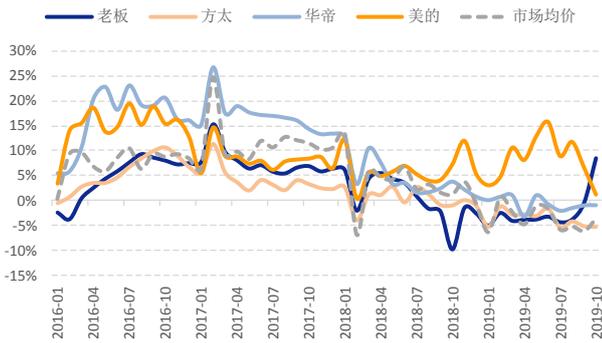
资料来源:美的活动公告、京东、淘宝、安信证券研究中心 说明:日常价为京东/天猫日常标价。

比较几个家电行业 2019 年的“价格战”，空调比厨电更为激烈，这一点也出乎很多投资者在去年底的意料。

厨电市场的“价格战”较为温和，均价下降主要以结构性变化的形式体现，如电商占比提升、中低端品牌份额提升等。究其原因，主要有以下几点：

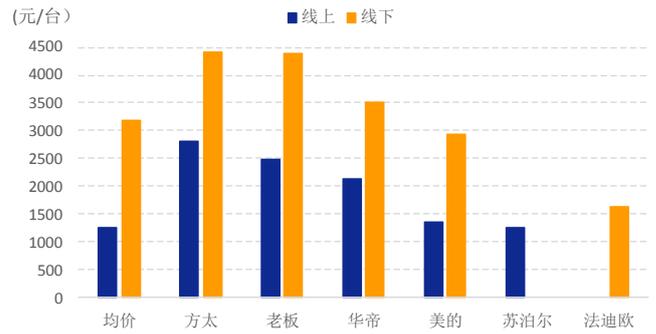
- 厨电缺少“价格战”的传统。空调可以“一户多台”，厨电只能“一户一台”，“价格战”对厨电企业难以带来增量需求，只有抢存量市场份额的意义，故厨电行业过往的“价格战”较少。
- 厨电标杆企业方太未上市，对财务压力的容忍度高。
- 工程渠道的放量，对高端厨电需求形成拉动，缓解了方太、老板等厨电龙头品牌的压力。

图 6：烟机分品牌零售价 YoY



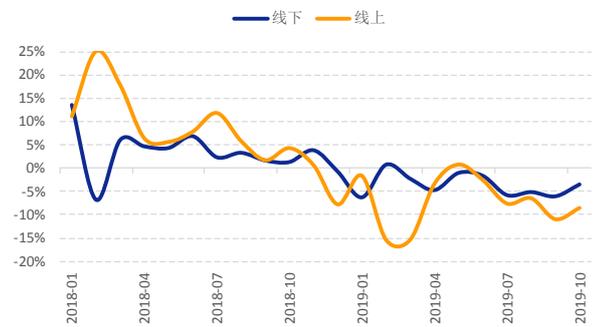
资料来源：中怡康、安信证券研究中心

图 7：烟机分品牌零售价对比（2019 年 1-10 月累计）



资料来源：中怡康、奥维云网、安信证券研究中心

图 8：烟机单月零售均价 YoY



资料来源：中怡康、奥维云网、安信证券研究中心

图 9：苏泊尔线上&法迪欧线下烟机市占率



资料来源：中怡康、奥维云网、安信证券研究中心

2.2. 情理之中的“价格战”：龙头应对压力的占优策略

太阳底下没有新鲜事，本轮“价格战”，是行业发展必经的阶段。家电是充分竞争的行业。在景气低迷的年份，龙头公司通过“价格战”攫取市场份额，维持发展，是常态现象。历史上，家电行业也经历过几轮较大规模的“价格战”，最近的一次从 2014 年 9 月开始，到 2016Q1 结束。“价格战”结果对龙头有利，投资者不必过分担忧。

图 10：格力在 2014“价格战”前后的股价表现



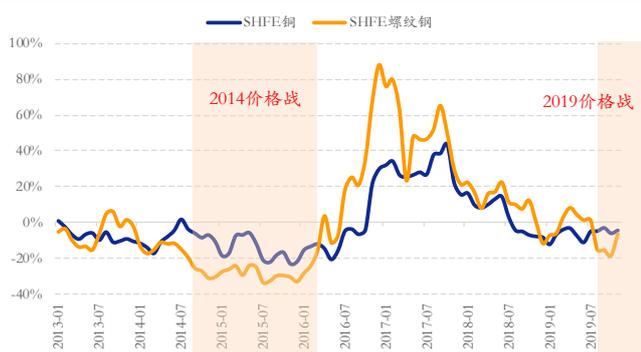
资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 3：2014/2019 年空调“价格战”对比

	2014 年	2019 年
促销概况		
格力发起时间	2014 年 9 月 26 日 (10.1 线下大促前夕)	2019 年 11 月 9 日 (11.11 线上大促前夕)
官宣渠道	9 月 26 日, 格力山东销售公司在报纸上刊登了一则写给家电同行的敬告, 称:“格力电器 20 年首次将发动价格战, 斥资百亿回馈广大消费者。国庆期间优惠力度空前。如因此触及到您的利益, 我们深表歉意!” 其后, 各地的宣传也多见地方报纸和门店宣传。	11 月 9 日, 格力官方微博发出“30 亿大让利”活动公告, 随后董明珠自媒体等新媒体开始对活动宣传。 11 月 26 日, 格力宣布“再掀 11.11 百亿大让利”活动, 主要在线下渠道和董明珠的店开展。
优惠渠道	线下。	线上、线下同步推出。
优惠力度	每台降价约 300 元。 以某大 1P、变频、三级能效、冷暖挂机为例, 2014 年 7-9 月售价在 3200-3400 元左右, 到当年 12 月售价 2600 元, 折扣幅度 20%。	促销型号每台降价约 600 元。 变频最低 1599 元, 定频最低 1399 元, 促销型号与 2019 年的日常价相比折扣多在 6-7 折。
控价方式	格力只控出厂价, 终端售价由渠道决定	格力既控制出厂价, 也控制终端售价
发起背景		
库存情况	预计渠道库存 3500-3600 万套左右, 相当于 6-7 个月的终端销量 (2014/2015 年, 国内空调出货量 7016/6269 万套)。	预计渠道库存 3600-3800 万套左右, 相当于 5 个月的终端销量 (2018 年国内出货量 9281 万套)
终端销售	2014 年的“凉夏”、楼市景气低迷, 导致需求下滑。	2019 年新房交付不及预期, 夏季慢热, 导致终端销售下滑。
成本变化	从 2012 年开始, 原材料价格处于下行阶段, 综合成本指数降幅比今次大 (见图 11、图 12)。	原材料价格下行阶段, 2018Q3 后开始下行, 综合成本指数降幅不及 2014 年 (见图 11、图 12)。
政策背景	2013 年 10 月 1 日我国开始实施新的变频空调能效标准 APF, 并且给予旧能效等级的变频空调 1 年的过渡期, 即 2014 年 10 月 1 日起强制实施。	空调能效标准即将升级。2020 年 5 月 1 日起, 单元式空调新能效标准将实施。
市场表现		
主要竞争对手反应	美的、海尔、长虹、格兰仕、奥克斯、志高等空调企业迎战, 跟随降价策略。美的回应“从不惧怕价格战!”, 启动了 9 月 22 日~10 月 8 日期间的“美的狂飙”促销计划; 长虹则宣称“血战到底, 让价格战来得更猛烈些吧”; 奥克斯空调打出“一价回到十年前”的标语; 志高空调则宣传“裸价豪礼, 心花怒放”。	今年初美的已经率先降价促销, 在格力促销公告发布后, 美的、海尔在同期以相近型号应对, 且价格比格力低 100 元, 奥克斯部分型号跟进, 海信、长虹等也有部分型号跟进应对促销。
首期活动销售情况	格力空调 2014 年国庆期间七天销量倍增。 根据奥维数据, 2014Q4 线上格力的市场份额从前三季度的 8.4% 猛增至 22.7%, 由第 6 位上升到第 1 位。	格力称“双 11”全渠道销售过 100 亿, 其中线上渠道全品类销售额超 41 亿, YoY+200%。空调品类第三方平台销售额突破 36.4 亿元, YoY+178%, 全网销售额第一。自有平台董明珠的店全品类销售额 3.6 亿元, YoY+4800%。
市占率变化	短期格力市占率提升, 尾部品牌被挤出。2014 年 10 月市占率同比格力+5.7pct, 海信-0.8pct、志高-0.7pct、长虹-0.4pct; 到 2015 年 12 月, 市占率同比格力+1.3pct, 海信-0.7pct、惠而浦-0.9pct。	市占率提升, 特别是线上对奥克斯的挤出效果明显。
结束标志	无标志性事件。2015 年格力减少出货, 库存走低; 2016 年夏季天气助力, 渠道库存逐步出清, 2016Q1 终端零售均价不再下滑, 此后逐步转为同比增长。	
财务表现		
收入	对收入的影响主要体现在 2015 年, 因减少出货强力去库导致龙头收入端大幅下滑 (格力 2014Q4-2016Q1 单季度收入增速分别为 27.8%、0.3%、-21.8%、-22.0%、-57.8%、0.0%), 二线品牌份额被挤出同样导致收入的下滑 (见图 14)。	
毛利率	2015H1 格力空调业务毛利率同比下滑 4.3pct, 但这与格力的返利政策也有关, 2015H2 即恢复。春兰、长虹、志高等毛利率从 2014H2 开始即出现下滑。	
毛利率-销售费用率	用空调毛利率-公司整体销售费用率, 格力该指标不降反升, 海尔、海信科龙、长虹、春兰、志高等在 2014H2 开始下滑, 直到 2016 年才开始恢复。春兰在 2015H1 空调业务亏损。	
股价表现		
1 周相对大盘涨跌	-3.3%	-5.1%
1 月相对大盘涨跌	-2.1%	-0.7%
3 月相对大盘涨跌	-0.8%	-
“价格战”后股价表现	2016 年库存清理后, 空调行业进入补库周期, 景气上行。加之市场资金偏好, 大蓝筹受青睐, 以及外资增持, 家电在 2016、2017 相对上证综指涨幅 10.4%、36.5%, 格力相对上证综指涨幅 31.8%、79.3%。	

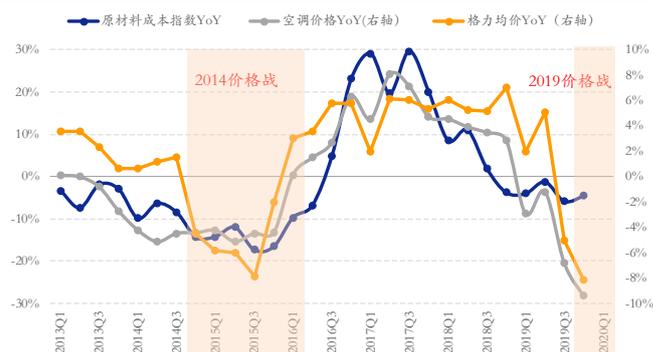
资料来源:《济南日报》、微博、中怡康、奥维云网、产业在线、《中国企业家》、各公司公告、安信证券研究中心

图 11: SHFE 铜和钢的收盘价同比 (月度)



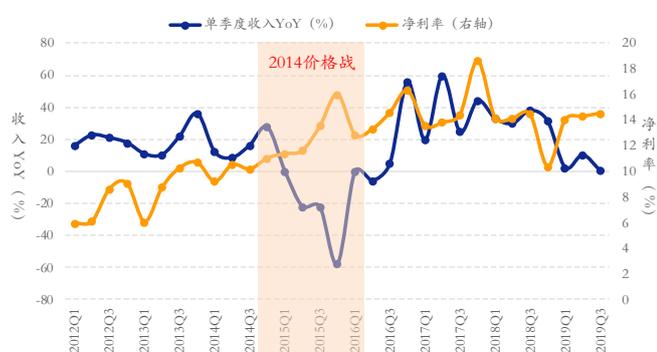
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 12: 空调原材料成本指数与售价 YoY



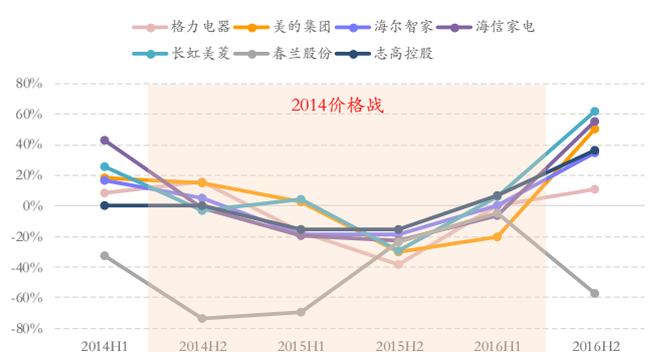
资料来源: Wind、安信证券研究中心 注: 2019Q4 原材料成本根据 10-11 月数据测算, 均价为 10 月单月数据。

图 13: 格力单季度收入和净利率表现



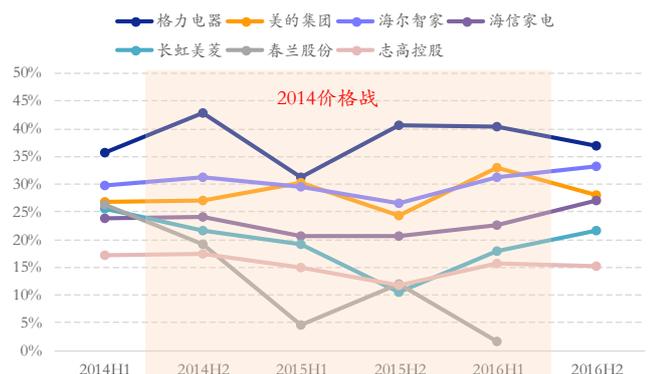
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 14: 主要企业空调业务收入 YoY



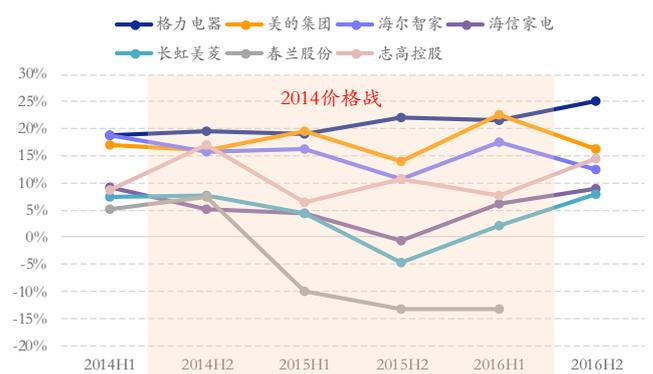
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 15: 主要企业空调业务毛利率



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 16: 主要企业空调业务毛利率-销售费用率

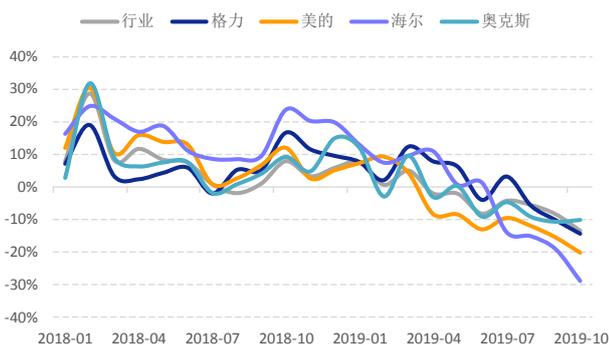


资料来源: Wind、安信证券研究中心 注: 假定销售费用在空调及其他业务上平均分担。

另外, 2019 年行业运营环境的有利变化, 也为降价提供了空间。这些变化包括:

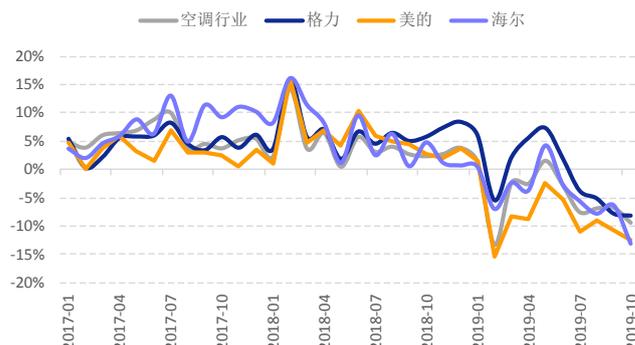
- 龙头公司借助产业链优势地位, 增加应付, 现金流改善。
- 原材料成本价格同比走低。在家电原材料成本中占比高的钢、铜、塑料等原材料价格不同程度走低, 我们测算空调的综合制造成本同比下降 5% 左右。
- 增值税税率下调。从 2019 年 4 月 1 日起, 家电行业增值税率由 16% 调整为 13%。家电品牌商相对上下游有较强的议价能力, 减征的部分税收优惠转化成了公司的让利空间。

图 17：空调线上零售均价 YoY



资料来源：奥维、安信证券研究中心

图 18：空调线下零售均价 YoY



资料来源：中怡康、安信证券研究中心

图 19：家电行业经营现金净流入



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 20：行业对上游占款



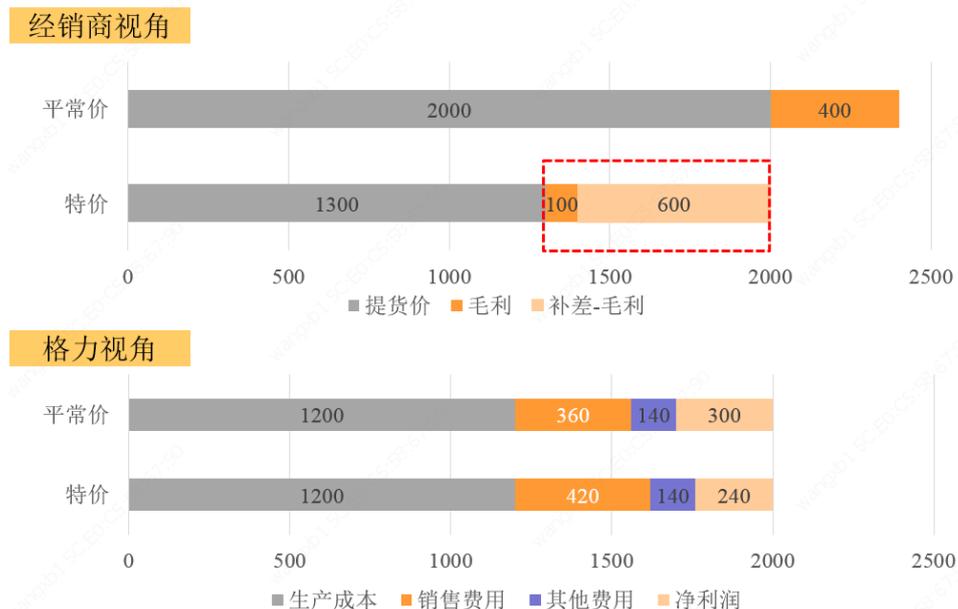
资料来源：Wind、安信证券研究中心 注：包含应付账款、应付票据

2.3. “价格战”会带来多大的业绩压力？

特价机需要格力工厂补贴费用，但仍可盈利。格力本轮“价格战”持续造势，“百亿让利”等提法令一些资本市场的朋友紧张，但这其实也不是新鲜事。格力在“2014 价格战”就有“斥资百亿”的说法。我们评估，格力本轮推出的特价机仍有一定的利润。

值得注意的是，份额被抢的竞争对手有可能进入亏损状态。

图 21：以原价 2400 元的空调为例，测算特价政策下的利润变化



资料来源：安信证券研究中心

图 22：格力 2014 年通过纸媒发起降价通知



资料来源：《济南日报》、安信证券研究中心

图 23：2014 年 9 月 29 日，长虹表示不卖淘汰库存机



资料来源：长虹空调微博、安信证券研究中心

2.4. 本轮空调“价格战”打到何时？

我们预判，本轮空调“价格战”，时间有可能持续 1 年以上，力度有望从 2020Q2 开始缓和：

- “价格战”一旦开启，不会在短时间内结束。龙头一旦启动较大力度的促销，必然想达成去化自身库存、打击对手、抢占市场份额等多重目的，否则不会轻易收手。以“2014 价格战”为例，降价行为自 2014 年 9 月开始，到 2016Q1 才逐渐结束。
- “价格战”的力度有望在 2020Q2 之后缓和。新房交付对空调的需求产生刺激，竣工数据领先于空调内销约 2~3 个季度（见图 25）。因此 2019Q4 开始出现的竣工显著改善，预计将在半年后对空调需求产生拉动，即大约发生在 2020Q2。
- “315”的销售情况将对之后的空调价格策略有重要影响。一般而言，“315”促销是春节后的第一波大型促销活动，3 月的销售状况将影响经销商的进货意愿。在“315”之后，“格力红 4 月”、“418 购物节”、“5.1”促销等将相继展开。终端需求好转，渠道库存压力减小之后，工厂的出货才会好转，届时工厂才会考虑放松降价力度。
- 值得注意的是，由于 Q2 空调销售走势受天气影响较大，行业景气仍存在一定变数。

图 24：房地产竣工面积单月同比



资料来源：统计局、安信证券研究中心

图 25：空调内销量增速 VS 竣工增速（3 个月移动平均）



资料来源：产业在线、统计局、安信证券研究中心

我们对于本轮“价格战”结果的预判：

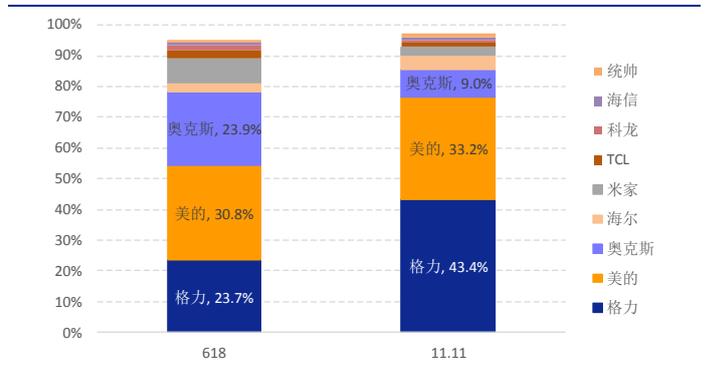
- 市场份额向龙头集中。自“11.11”以来，格力几款促销机型的降价幅度之大实为近年罕见，行业里只有美的等实力雄厚的企业能持续跟进。奥克斯、志高以及其他弱势地位的品牌，利润空间不大，现金流偏紧，面临亏损压力。格力的市场份额将有明显回升。

图 26：空调渠道库存推算



资料来源：产业在线、安信证券研究中心

图 27：“618”和“11.11”空调品牌格局对比



资料来源：天猫、安信证券研究中心

- 格力在电商渠道的份额将持续上升。此前，格力的电商业务发展较慢。在“2014 价格战”之后，奥克斯借助电商崛起。长期来看，消费者正在向线上迁移，格力不能丢掉线上市场。本次“价格战”从线上开始打起，格力为此正式设立了电商公司，借“价格战”发展了电商渠道。我们预计今后公司层面会对电商渠道作资源倾斜。格力的品牌优势、产品优势，将帮助其获得更多电商市场份额。

图 28：格力商城



资料来源：格力官网

图 29：董明珠的店



资料来源：格力分销商城

2.5. 发展工程渠道，另一种形式的“价格战”

近几年，精装修房的销量增速明显高过毛坯房。精装修房的占比提升，是政府政策要求和开发商积极参与共同推动的成果。根据奥维云网的统计数据，2018 年我国新开盘项目精装修渗透率已达到 27.5%，但与建筑业发展“十三五”规划的目标还有提升的空间（政策目标：2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%）。

从家电配置率来看，厨电配置率高于大家电，因此精装修的发展对厨电影响会更显著。

图 30: 精装修房销售套数增速高于行业整体



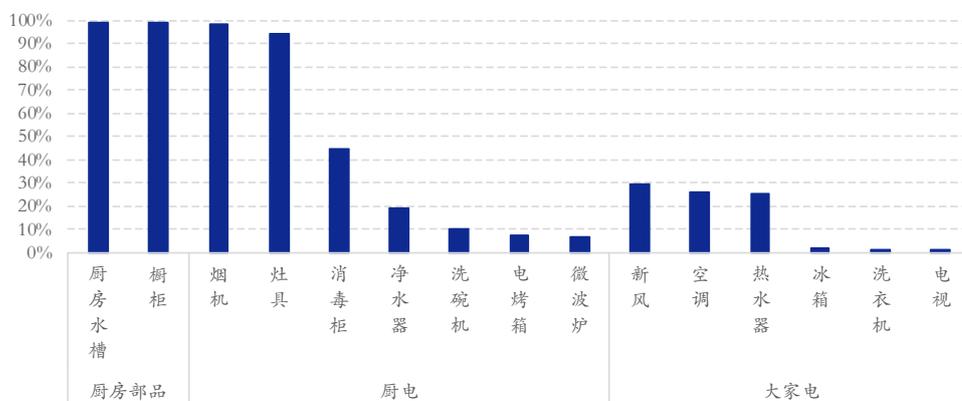
资料来源: 奥维云网、国家统计局、安信证券研究中心

图 31: 新开盘项目中精装修的渗透率



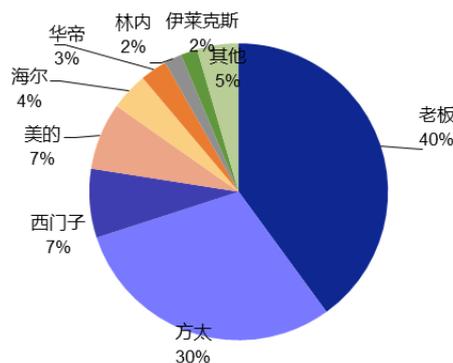
资料来源: 奥维云网、安信证券研究中心

图 32: 2018 年精装修商品住宅家电产品的配套率



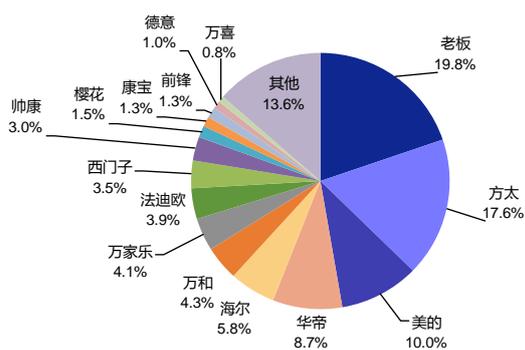
资料来源: 奥维云网、安信证券研究中心

图 33: 2018 年精装修新开盘项目烟机品牌格局



资料来源: 奥维云网、安信证券研究中心

图 34: 2018 年线下零售渠道烟机零售量品牌格局



资料来源: 中怡康、安信证券研究中心

从效果上看, 发展工程渠道与“价格战”相似。工程机出厂价明显低于零售机。以我们调研了解的某高端厨电品牌为例: 工程渠道一套烟灶的出厂价相当于市场零售价的 2~4 折; 工程渠道业务的毛利率 40%左右, 低于零售和电商 50%+ 的毛利率。另外, 家电企业发展工程渠道, 主要依赖品牌的溢价、地方经销商的项目资源, 市场份额向龙头集中, 也与“价格战”相似。

图 35：老板电器工程渠道收入增速



资料来源：老板电器公告、公司交流、安信证券研究中心

3. 子行业前瞻

3.1. 白电：空调“价格战”，冰洗相对平稳

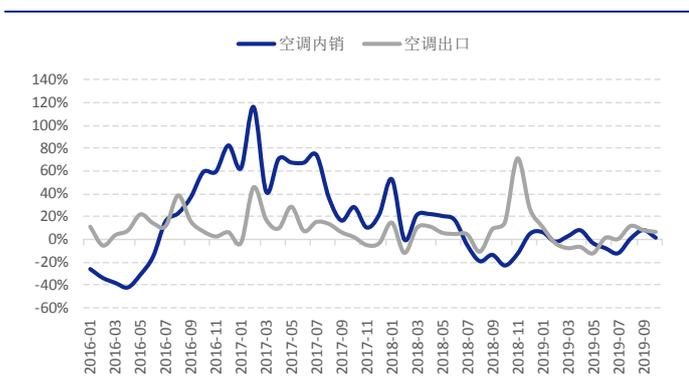
2019 年虽是空调小年，但实际内销量的降幅小于上年底资本市场的悲观预期，1-11 月内销量 YoY-0.6%。

目前空调库存压力相对而言轻于“2014 价格战”的时候。从总量角度看，虽然推算的渠道库存绝对量略高于 2014 年同期，但由于终端需求量的增长，以销量月数来计算的渠道库存周期低于上轮“价格战”时期；从库存的结构来看，龙头企业只有格力的库存压力比较大，预计在 5 个月左右，美的、海尔则控制在 2 个月左右的合理库存水平。因此，“2019 年价格战”过程中，空调企业不必像 2015 年那样以大规模减产的方式应对库存压力。

我们判断，2020 年空调行业整体的出货规模将呈现整体稳健、趋势向上的态势，而龙头企业因为价格优势抢夺二三线品牌及杂牌的市场份额，预计收入表现会继续好于行业整体。

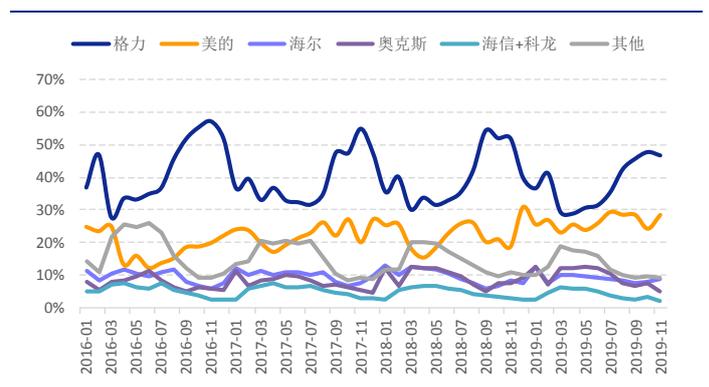
空调出口恢复平稳。受加税影响，2018Q4 空调出现抢出口高峰，此后整体相对平稳。

图 36：空调内外销增速



资料来源：产业在线、安信证券研究中心

图 37：空调内销量市占率



资料来源：产业在线、安信证券研究中心

冰箱从“家电下乡”的需求透支中缓慢恢复，量、价表现有起色。2016 年以来，冰箱内销量出货仍小幅下滑，但降幅呈收窄趋势，2019 年前 10 月内销出货量降幅收窄至-1.1%。在零售端，冰箱消费升级明显，大容量冰箱占比稳定提升，拉动行业均价走高。我们判断，冰箱以更新需求为主（特别是“家电下乡”政策已十年），冰箱的消费升级还有进一步提升的动力，行业销量预计呈微增长之势，价格稳中有升。

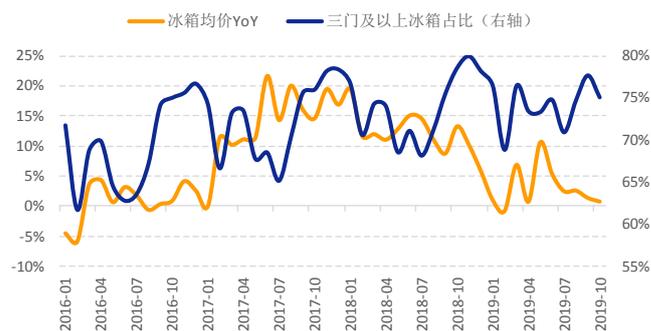
近几年冰箱出口增长好于内销。相比内销量的下滑，冰箱出口在最近几年保持了持续、较快的增长，2018-2019 年在贸易摩擦背景下依然实现相对平稳的增长。

图 38：冰箱内外销增速



资料来源：产业在线、安信证券研究中心

图 39：冰箱均价 YoY 和多门冰箱占比

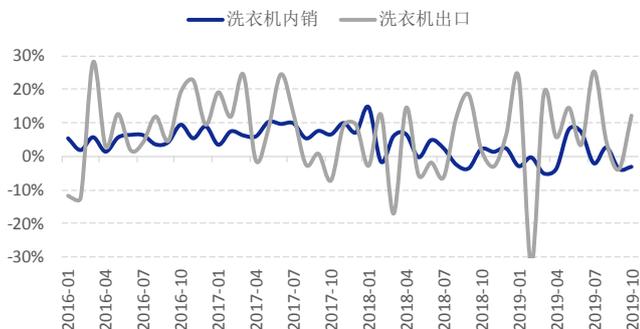


资料来源：中怡康、安信证券研究中心

洗衣机销量平稳，消费升级继续。洗衣机内销出货量近几年保持了一贯的平稳态势，2019 年内销量略有下滑，但基本维持稳定。滚筒洗衣机相对波轮洗衣机的升级替代在继续，行业均价平稳走高。与此同时，干衣机、洗干一体机等新品开始放量，正在提升洗衣机的客单价。

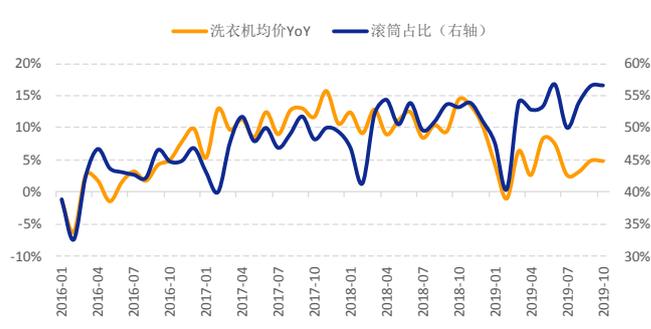
洗衣机出口几乎没有受到外贸环境变化的影响。因中国对美洗衣机出口量本就不多（根据产业在线数据，2017 年对美出口额占中国洗衣机出口的比例不到 3%），2018 年美国针对中国大型洗衣机的出口限制、2018-2019 年对洗衣机行业加征关税，对国内洗衣机行业的出口增长影响不大。

图 40：洗衣机内外销增速



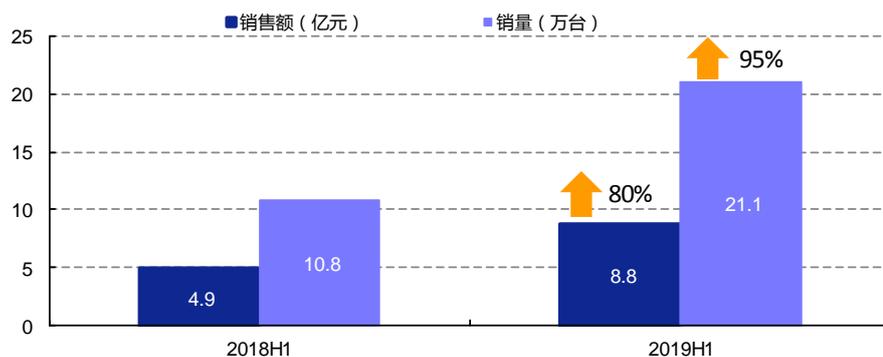
资料来源：产业在线、安信证券研究中心

图 41：洗衣机均价 YoY 和滚筒占比



资料来源：中怡康、安信证券研究中心

图 42：2019H1 干衣机销售量 YoY+95%、销售额 YoY+80%



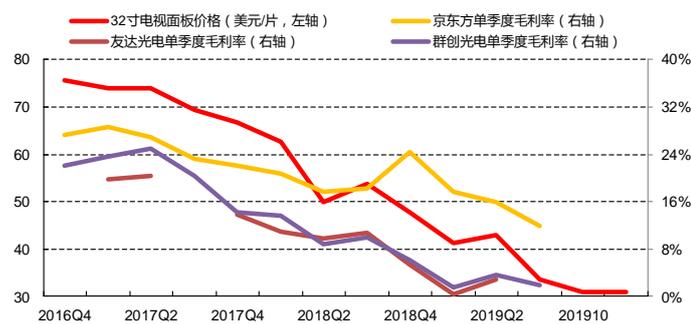
资料来源：奥维云网、安信证券研究中心

3.2. 黑电：关注面板、超高清视频产业链

电视面板价格将进入上升通道。2017H2 开始，电视面板价格回落，2019 年 11 月，32 吋面板价格已跌至 31 美元/片，较 2017 年峰值回落近 60%，面板厂商的毛利率水平亦降至低位。结合面板产业的需求变化和产能调整周期，我们判断，2020 年，电视面板行业部分产能将退出，市场由供过于求走向供需平衡，甚至供不应求。电视面板价格或步入上行阶段，利好面板企业盈利能力修复。

面板为电视整机最主要的成本项，占比约 70%。考虑到电视行业竞争激烈，整机涨价有难度，这意味着，在面板价格上涨阶段，整机企业的利润被压缩。

图 43：面板企业毛利率已处于低位



资料来源：Wind、安信证券研究中心（注：取一个季度中，三个月的面板价格均价为季度价）

图 44：近期，电视面板出货量有所下滑

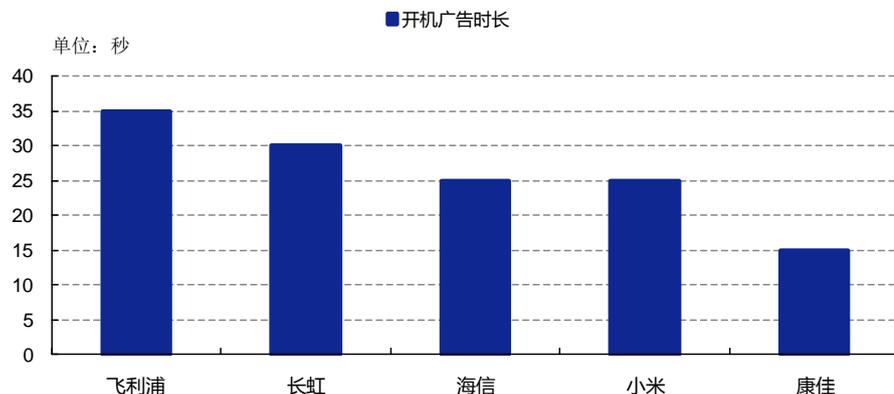


资料来源：Wind、安信证券研究中心

2020 年，4K/8K 机顶盒有望逐步放量。根据今年颁布的《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，到 2022 年，超高清视频用户数将达到 2 亿户。根据格兰研究数据，截至 2019H1，国内有线超高清电视用户总量仅为 1610 万户。提升超高清用户数，将产生大量的 4K、8K 机顶盒订单。创维作为机顶盒行业的领军企业，将是业内最大的受益者（参见深度报告《创维数字：4K/8K 时代，家庭终端的制高点》）。

需要注意的是，2020 年，电视开机广告或将减少、消失，影响整机企业运营收入。近几年，开机广告已成行业惯例，为电视企业带来运营收入。但今年华为电视推出后，强调无开机广告，触发消协的关注，当前已有省份整顿开机广告。江苏消保委称，销售时未告知开机广告等一系列行为涉嫌侵权，约谈涉事企业，所列涉事企业包括了各大主流电视品牌。夏普明确表示，2019 年 11 月 1 日起将研发新机型，导入广告可关闭功能后，再投入生产。

图 45：主流电视品牌均有开机广告

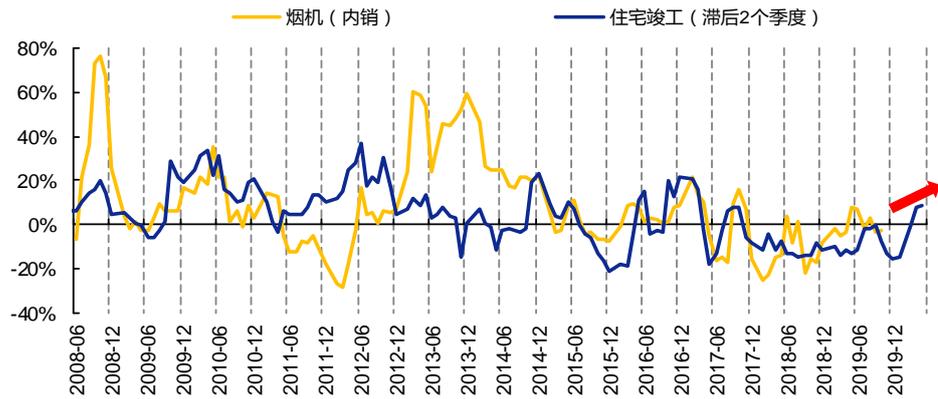


资料来源：ZNDS 咨询、安信证券研究中心

3.3. 厨电：预计龙头公司零售业务回暖

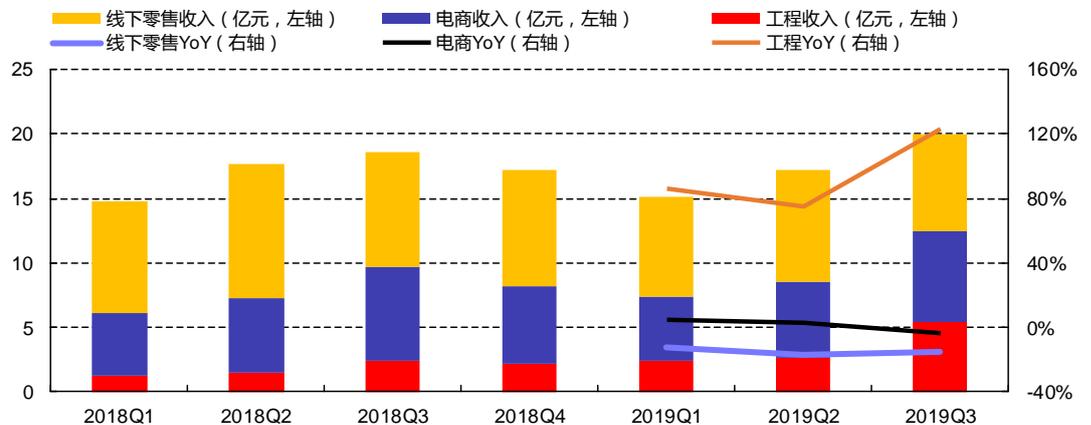
地产竣工数据向好，厨电龙头公司弹性大。我们看到，2019H2 竣工红利初见，主要体现为精装修房的需求增加，拉动龙头公司工程业务高速增长。我们判断，新房的结构中，虽然精装修房的比例上升，但目前仍以毛坯房为主。毛坯房从竣工到产生家电需求，时间间隔 2 个季度。我们判断，2019 年 8 月份以来的地产竣工回暖，除了拉动精装修房的需求，还将拉动 2020H1 厨电的 C 端需求，后者对行业的整体销量、客单价贡献更大。

图 46：住宅竣工与烟机内销量增速（3 个月移动平均）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 47：2019Q1~Q3 老板电器工程渠道业务已放量增长，明年零售业务或回暖



资料来源：公司公告、公司调研、安信证券研究中心

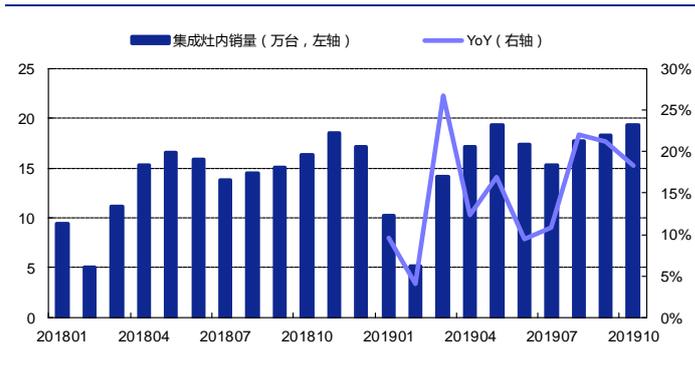
集成灶是值得重点关注的成长品类。根据产业在线，2019 年 1~10 月，集成灶行业渗透率为 10.7%，同比+1.8pct。虽有地产景气压力，但集成灶渗透率仍在稳定提升，说明产品正在赢得消费者的认可。传统厨电公司对集成灶也开始重视，今年二季度，老板旗下“名气”、华帝旗下“百得”均推出集成灶。帅丰电器、亿田股份也于今年提交 IPO 申请，这两家企业如能成功登陆资本市场，对集成灶行业亦将有推动作用。我们预计，2020 年，集成灶行业仍将保持快速增长势头，将有更多的企业推出集成产品。

图 48：百得、名气品牌推出集成灶



资料来源：京东

图 49：2019 年 1~10 月，集成灶内销量 YoY+15.9%



资料来源：产业在线、安信证券研究中心

3.4. 小家电：关注新兴营销渠道

小家电产品的发展机遇在于升级换代。今年 9 月,苏泊尔推出了静音系列破壁机等三款新品,摩飞于 10 月推出了亲肤冷暖风机。我们预计,各小家电公司 2020 年还将推出更多款创新型产品,优化品类结构,企业盈利能力或继续提升。

图 50：苏泊尔推出 SP815S 静音破壁机



资料来源：天猫

图 51：摩飞推出亲肤冷暖风机



资料来源：天猫

高端小家电行业的景气度尚需观察。受宏观经济下行影响,今年,一些定价较高的小家电品类销售增速放缓,例如扫地机器人、按摩椅等。我们认为,消费者当前更加关注小家电品类的性价比,2020 年,高端品类的销售情况值得跟踪。

图 52：近期扫地机器人线上销量增速下滑



资料来源：奥维云网、安信证券研究中心

社交电商开始成为新品冲量的方式。九阳、新宝等小家电公司凭借“网红”流量推广新品，取得一定销售业绩。我们预计，2020年，行业中会有更多小家电企业利用社交平台进行营销，这主要因为：

- 社交平台拥有较多的年轻粉丝，而这些人也是小家电的目标消费人群。
- 网红通过直播进行实物演示，有利于消费者直观了解产品。

需要注意的是，一些品牌的产品存在质量问题，这会影响直播效果、网红可信度。我们认为，未来社交电商对宣传产品的质量要求将会提高。

图 53：李佳琦、薇娅直播九阳产品



资料来源：新浪网

图 54：某网红直播时，某款不粘锅出现糊锅问题



资料来源：天猫

4. 个股推荐

展望 2020 年，家电的需求端、供给端都存在改善的趋势。我们预期地产销售在一定时期内保持相对平稳，竣工的好转有望继续得到数据验证。在此背景下，家电市场的整体需求端将获得提振。个别子行业还将受益于对应的政策红利。与此同时，在“价格战”、渠道结构变化的助推下，供给端的集中度提高，龙头获得更多的市场份额，是未来长足发展的基础。

家电板块的估值还将继续提升。中国家电产业具备全球竞争力，但龙头估值低于海外同业，长期来看有明显的估值提升空间。2019 年，随着国内长线资金、外资的进入，家电板块的估值已有所提升，我们判断这一趋势仍将延续。

2020 年，家电板块有三大投资主线：

- 竣工红利，标的包括格力电器（空调龙头，份额提升，混改改善治理）、美的集团（白电龙头，激励明确，渠道调整）、海尔智家（白电龙头，运营效率提升，拟私有化港股公司）、老板电器（高端厨电龙头，工程机已加速增长）、华帝股份（厨电龙头，运营改善）、浙江美大（集成灶龙头，渗透率提升），欧普照明（照明龙头，深耕消费品牌）；
- 政策红利，创维数字（机顶盒龙头，受益超高清视频产业政策）、三花智控（空调上游龙头，受益空调新能效标准，汽车零部件业务持续推进）；
- 渠道红利，苏泊尔（小家电龙头，渠道下沉）、九阳股份（小家电龙头，持续拓展新品类、新渠道）、新宝股份（西式小家电龙头，自主品牌发展迅速）、小熊电器（淘品牌，深耕电商）。

另外，我们看好 TCL 集团（面板价格或将迎来上行周期）和其他重点个股，详见我们的相关报告。

表 4：重点个股盈利预测与估值

证券简称	板块	EPS			PE			评级	净利润（亿元）			股本（亿）	股价（元）
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		2019E	2020E	2021E		
格力电器	白电	4.63	5.00	5.46	13.9	12.9	11.8	买入-A	278.8	300.5	328.7	60.2	64.5
美的集团	白电	3.44	3.72	4.06	16.8	15.5	14.2	买入-A	238.6	258.2	281.7	69.4	57.8
青岛海尔	白电	1.39	1.29	1.41	13.6	14.5	13.3	买入-A	91.3	85.2	93.0	65.8	18.8
三花智控	白电上游	0.49	0.57	0.67	33.6	28.9	24.6	买入-A	13.5	15.7	18.4	27.7	16.4
老板电器	厨电	1.69	1.85	1.99	19.3	17.5	16.3	买入-A	16.0	17.6	18.9	9.5	32.5
华帝股份	厨电	0.88	1.00	1.10	13.9	12.3	11.2	买入-A	7.7	8.7	9.6	8.7	12.3
浙江美大	厨电	0.70	0.85	1.04	19.2	15.7	12.9	买入-A	4.5	5.5	6.7	6.5	13.3
欧普照明	照明	1.23	1.35	1.48	22.2	20.3	18.5	增持-A	9.3	10.2	11.2	7.6	27.4
苏泊尔	小家电	2.30	2.68	3.04	32.9	28.2	24.8	买入-A	18.9	22.0	25.0	8.2	75.7
九阳股份	小家电	1.08	1.21	1.32	21.5	19.2	17.7	买入-A	8.3	9.3	10.1	7.7	23.3
新宝股份	小家电	0.86	0.95	1.09	18.3	16.6	14.5	买入-A	6.9	7.6	8.7	8.0	15.7
小熊电器	小家电	2.00	2.33	2.67	33.9	29.1	25.4	增持-A	2.4	2.8	3.2	1.2	67.8
创维数字	黑电	0.61	0.74	0.87	19.7	16.4	13.9	买入-A	6.5	7.8	9.2	10.6	12.1
TCL 集团	黑电	0.27	0.29	0.34	16.1	14.9	12.7	增持-A	36.6	39.6	46.4	135.3	4.4

资料来源：Wind、安信证券研究中心 注：收盘价取 2019.12.20。

5. 风险提示

- 1) 从当前主要原材料价格走势来看，不排除个别阶段，铜、钢等原材料的价格可能上升，对家电行业带来成本压力。
- 2) 汇率走势存不确定性，不排除人民币升值的可能。
- 3) 房地产 2020 年若销售下行超预期，可能导致家电估值的变化。
- 4) 外部贸易环境的变化存不确定性。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张立聪、王修宝声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034