

渠道格局因势而变，行业龙头借势起舞

2019年12月23日

评级 **同步大市**

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
家用电器	7.89	10.22	51.76
沪深300	4.34	3.25	32.61

黄红卫

执业证书编号：S0530519010001  
huanghw@cfzq.com

彭敏

pengmin2@cfzq.com

分析师

0731-89955704

研究助理

0731-84779517

相关报告

- 《家用电器：家用电器行业2019年11月跟踪：行业竞争加剧，看好板块龙头》 2019-12-12
- 《家用电器：家用电器行业点评：地产竣工持续回暖，家电零售端需求有望提振》 2019-11-18
- 《家用电器：家用电器行业2019年10月跟踪：龙头地位稳固，关注子板块业绩拐点》 2019-11-14

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
美的集团	2.92	19.79	3.33	17.36	3.75	15.41	推荐
格力电器	4.36	14.80	4.67	13.81	5.20	12.41	谨慎推荐
海尔智家	1.17	16.08	1.30	14.47	1.44	13.06	谨慎推荐
老板电器	1.55	20.96	1.67	19.46	1.82	17.85	谨慎推荐
华帝股份	0.78	15.76	0.90	13.66	1.00	12.29	推荐
苏泊尔	2.03	37.27	2.33	32.47	2.79	27.11	谨慎推荐
九阳股份	0.98	23.76	1.08	21.56	1.26	18.48	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 渠道多元化发展。**家电行业仍以线下渠道为主，但电商渠道及工程渠道发展迅速，占比不断提升。分板块来看，白电及厨电以线下渠道占比最高，厨电板块工程渠道占比提升迅速，小家电线上渠道发展迅速，近年来不断涌现凭借电商渠道快速发展的企业。龙头企业为应对市场的变化，不断进行渠道改革，以期抢占更多市场份额。
- 工程渠道崛起，厨电迎来发展新机。**随着精装修政策的持续推动，我国精装修比例不断提升，根据奥维云网数据，2018年精装修渗透率已达到27.5%，配套厨电的项目数同比增长了73%，厨电龙头老板电器提前布局工程渠道，市占率已达到40%，工程渠道对收入贡献不断上升。随着精装修比例的不不断提升，厨电行业迎来新的发展动力。
- 电商风头正劲，小家电乘风而起。**随着互联网的发展，以及我国物流体系和基础设施建设的完善，电商覆盖范围逐渐扩大，不断涌现出的新兴渠道，如网红直播、小红书测评等进一步加深电商覆盖范围。小家电企业抓住电商发展机遇，不断推出爆款产品，线上渠道已成为小家电主导渠道。
- 投资建议：**家电龙头面临不断变化的市场，积极完善内部治理，加快渠道变革进程，提高效率，抢占市场。2020年在地产竣工好转，行业出现边际改善的预期下建议从以下三条主线进行布局：一是高壁垒、低估值、不断进行渠道改革后未来发展值得期待的白电龙头，建议关注美的集团、格力电器以及海尔智家；二是竣工改善叠加工程渠道红利的厨电龙头，建议关注老板电器、华帝股份、浙江美大；三是抗周期性强、市场空间大的小家电企业，建议关注苏泊尔、九阳股份、小熊电器。整体来看，龙头集中度不断提升，强者恒强格局加剧，看好行业中长期配置价值，维持行业“同步大市”评级。
- 风险提示：**地产竣工不及预期；行业需求不振；白电龙头持续进行价格促销引发恶性竞争；厨电工程渠道竞争加剧，存在价格战风险。

## 内容目录

<b>1 2019 年行业回顾</b> .....	<b>5</b>
1.1 行情回顾.....	5
1.2 估值情况.....	6
1.3 业绩回顾.....	6
<b>2 渠道多元化发展，龙头拥抱变革</b> .....	<b>7</b>
2.1 渠道向多元化演变，子分板块渠道有所差异.....	7
2.2 渠道改革加速，追求效率升级.....	8
2.3 地产竣工数据回暖，行业迎来边际改善.....	11
<b>3 工程渠道崛起，厨电迎来发展新机</b> .....	<b>13</b>
3.1 欧美日精装修渗透率高，我国精装修比例不断提升.....	13
3.2 工程渠道崛起，厨电受益明显.....	14
3.3 工程渠道格局已定，老板龙头地位稳固.....	18
3.4 工程端厨电空间测算.....	21
<b>4 电商风头正劲，小家电乘风而起</b> .....	<b>22</b>
4.1 互联网不断发展，电商渠道逐渐下沉.....	22
4.2 小熊、摩飞乘风而起，苏美九加快布局.....	24
<b>5 重点标的介绍</b> .....	<b>25</b>
5.1 格力电器（000651.SZ）：混改后治理结构有望改善，把握估值提升机会.....	25
5.2 美的集团（000333.SZ）：空调份额高增长，盈利能力持续提升.....	26
5.3 海尔智家（600690.SH）：全球化布局深化，冰洗龙头地位稳固.....	27
5.4 老板电器（002508.SZ）：地产复苏预期，需求有望好转.....	27
5.5 华帝股份（002035.SZ）：品牌渠道齐发力，盈利能力改善明显.....	28
5.6 浙江美大（002035.SZ）：业绩稳定增长，集成灶行业龙头地位稳固.....	28
5.7 苏泊尔（002035.SZ）：内外销齐发力，业绩保持平稳.....	29
5.8 小熊电器（002035.SZ）：乘电商之风快速发展.....	30
<b>6 投资建议</b> .....	<b>30</b>
<b>7 风险提示</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

图 1：2019 年初至 2019 年 12 月 13 日申万一级子行业涨跌幅.....	5
图 2：2019 年初至 2019 年 12 月 13 日子行业涨跌幅.....	5
图 3：家电行业、全部 A 股、沪深 300 历史估值情况.....	6
图 4：家电对全部 A 股、沪深 300 的溢价率.....	6
图 5：家用电器板块估值情况.....	6
图 6：申万家用电器板块营业收入及同比增速.....	7
图 7：申万家用电器板块归母净利润及同比增速.....	7
图 8：家电行业不同渠道收入占比.....	7
图 9：传统渠道与新零售渠道模式对比.....	9
图 10：不同城市消费增速.....	9
图 11：不同城市青年人平均月开支水平.....	10
图 12：美的渠道扁平化改革.....	10

图 13: 全国商品房住宅销售面积及同比增速.....	11
图 14: 房屋新开工面积同比增速与房屋竣工面积同比增速.....	12
图 15: 我国精装修商品住宅开盘量及同比增速.....	14
图 16: 我国精装修渗透率.....	14
图 17: 精装修厨电项目个数及同比增速.....	15
图 18: 精装修厨电项目套数及同比增速.....	15
图 19: 精装修产品配置率.....	15
图 20: 2016-2018 年精装修厨电产品配置率.....	16
图 21: 老板电器各渠道占比.....	16
图 22: 老板电器 2019 年前三季度各渠道收入占比.....	17
图 23: 华帝股份各渠道收入占比.....	17
图 24: 华帝股份 2019 年前三季度各渠道同比增速.....	18
图 25: 2018 年各国厨房电器各渠道占比结构对比 (按销量).....	18
图 26: 2016-2018 年工程渠道市占率情况.....	19
图 27: 2018 年厨电品牌工程渠道市占率.....	19
图 28: 2018 年精装房售价分布情况.....	20
图 29: 不同楼盘厨电品牌市占率情况.....	21
图 30: 小镇青年通过网购购买家电家具厨具等物品.....	22
图 31: 小镇青年选择线上购物的原因.....	23
图 32: 2016~2020 年中国在线直播市场规模及预测.....	23
图 33: 2018 年网红各领域收入占比.....	24
图 34: 2010~2018 年国内小型烹饪电器 (Small Cooking Appliance) 零售渠道分布变化.....	24
图 35: 摩飞在小红书上的推广.....	25
图 36: 小熊电器在小红书上的推广.....	25
图 37: 新宝股份的摩飞品牌收入增长迅速.....	25
图 38: 小熊电器营业收入及归母净利润.....	25
图 39: 格力电器营业总收入及同比增速.....	26
图 40: 格力电器归母净利润及同比增速.....	26
图 41: 美的集团营业总收入及同比增速.....	26
图 42: 美的集团归母净利润及同比增速.....	26
图 43: 海尔智家营业总收入及同比增速.....	27
图 44: 海尔智家归母净利润及同比增速.....	27
图 45: 老板电器营业总收入及同比增速.....	28
图 46: 老板电器归母净利润及同比增速.....	28
图 47: 华帝股份营业总收入及同比增速.....	28
图 48: 华帝股份归母净利润及同比增速.....	28
图 49: 浙江美大营业总收入及同比增速.....	29
图 50: 浙江美大归母净利润及同比增速.....	29
图 51: 苏泊尔营业总收入及同比增速.....	29
图 52: 苏泊尔归母净利润及同比增速.....	29
图 53: 小熊电器营业总收入及同比增速.....	30
图 54: 小熊电器归母净利润及同比增速.....	30

表 1: 家电企业不同渠道收入占比.....	8
------------------------	---

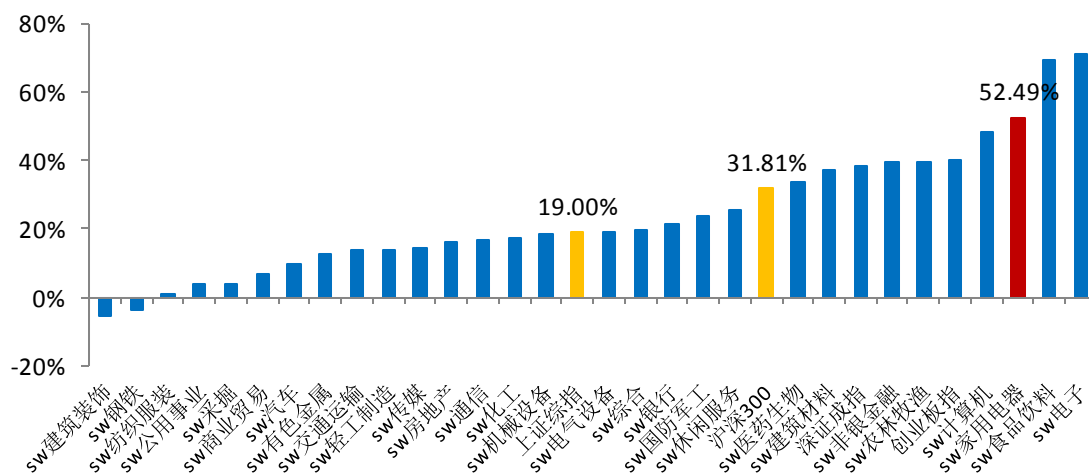
表 2: 2020 年房屋竣工面积测算 .....	12
表 3: 2020 年竣工拉动家电需求增长率测算 .....	12
表 4: 精装修相关政策 .....	13
表 5: 老板电器工程渠道收入测算 .....	21

## 1 2019 年行业回顾

### 1.1 行情回顾

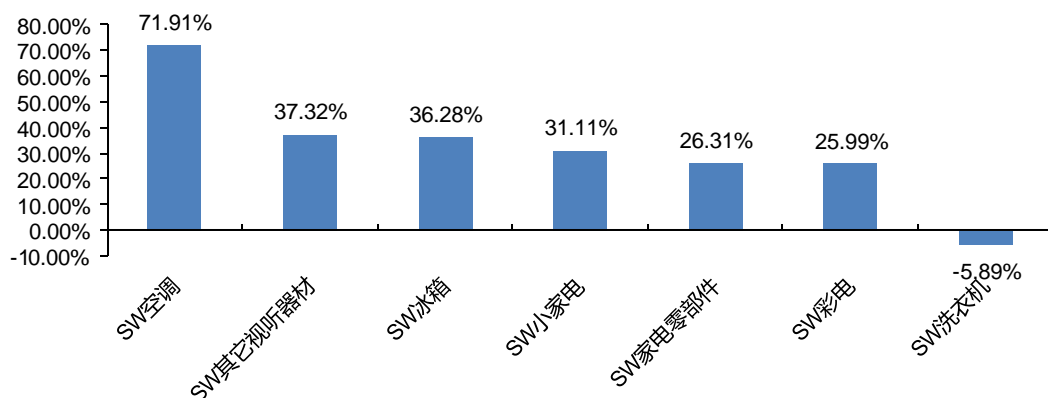
2019年初至12月13日,家用电器(申万)指数、沪深300、上证综指分别上涨52.49%、31.81%、19.00%,家用电器指数跑赢沪深300指数20.68个百分点,跑赢上证综指33.49个百分点,在申万28个一级子行业中排名第3位。子板块中空调、其他视听器材、冰箱、小家电、家电零部件、彩电、洗衣机涨跌幅分别为71.91%、37.32%、36.28%、31.11%、26.31%、25.99%、-5.89%。空调板块表现亮眼,涨幅位居子板块第一位,主要是因为受格力电器股权转让消息的刺激,白马龙头带动板块上涨,另外地产竣工数据自2019年9月以来持续回暖,家电需求有望迎来边际改善。

图 1: 2019 年初至 2019 年 12 月 13 日申万一级子行业涨跌幅



资料来源: wind, 财富证券

图 2: 2019 年初至 2019 年 12 月 13 日子行业涨跌幅

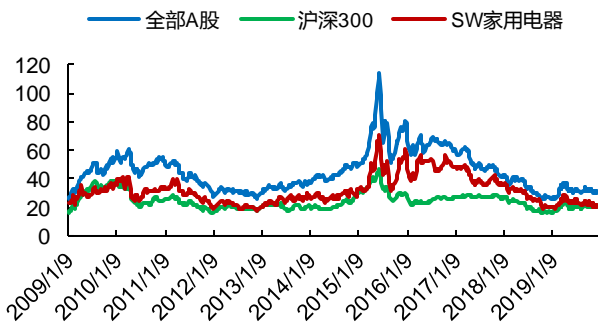


资料来源: wind, 财富证券

## 1.2 估值情况

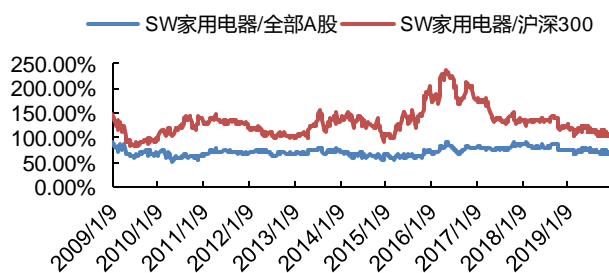
截至 2019 年 12 月 13 日申万家用电器板块市盈率为 21.97 倍（中值，历史 TTM，剔除负值，下同），全部 A 股的市盈率为 31.39 倍，申万家用电器板块相较全部 A 股折价 30.02%。沪深 300 市盈率中位数为 21.41 倍，申万家用电器板块相较沪深 300 溢价 2.62%。

图 3：家电行业、全部 A 股、沪深 300 历史估值情况



资料来源：wind，财富证券

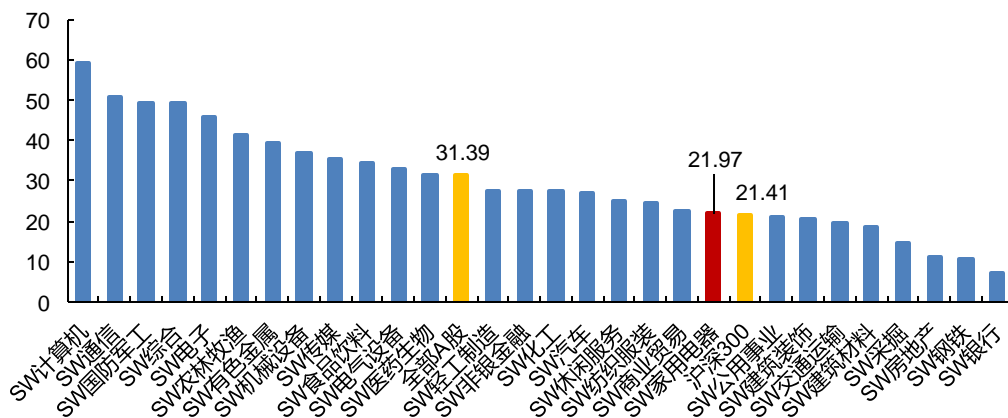
图 4：家电对全部 A 股、沪深 300 的溢价率



资料来源：wind，财富证券

从中位数看，2019 年 12 月 13 日家电板块市盈率中位数（TTM，剔除负值）为 21.97 倍，位列申万 28 个一级行业的第 20 位，估值仍处于相对较低位。

图 5：家用电器板块估值情况

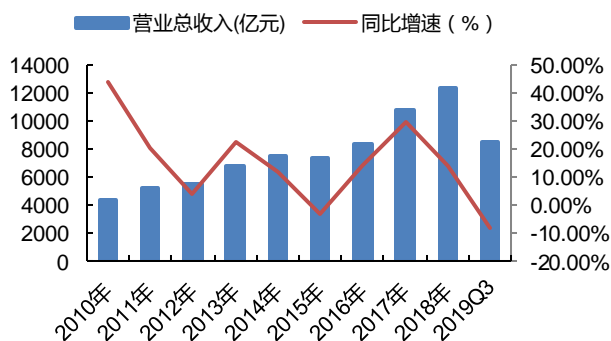


资料来源：wind，财富证券

## 1.3 业绩回顾

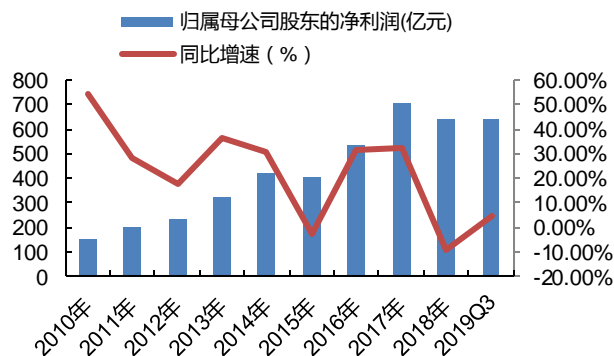
申万家用电器板块 2019 年前三季度营收延续 2017 年以来同比下滑态势，同比增速为 -8.07%，2019 年前三季度归母净利润同比增长 4.70%，利润端有所改善。2019 年受益于原材料价格下降、汇兑收益以及企业增值税改革等利好因素，申万家用电器板块盈利能力改善，利润端增速高于收入端。

图 6：申万家用电器板块营业收入及同比增速



资料来源：wind，财富证券

图 7：申万家用电器板块归母净利润及同比增速



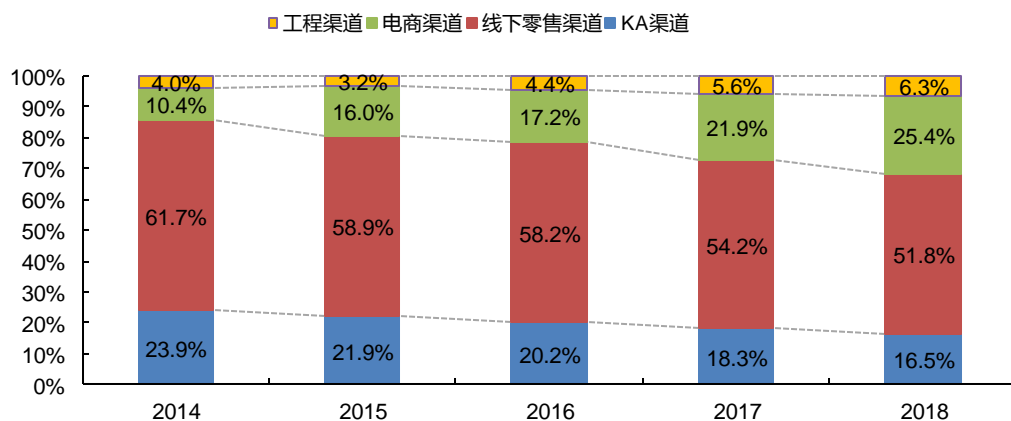
资料来源：wind，财富证券

## 2 渠道多元化发展，龙头拥抱变革

### 2.1 渠道向多元化演变，子分板块渠道有所差异

家电行业的主要渠道分为线下零售渠道、电商渠道、工程渠道及 KA 渠道，根据奥维云网数据，其中线下零售渠道主要包括品牌地标店、建材家居市场店等，KA 渠道主要包括大型连锁超市店。2014 年至 2018 年，我国家用电器行业渠道在不断的发生变化，其中，线下零售渠道为主要渠道，但随着其他渠道的发展，线下零售渠道占比从 2014 年的 61.7% 逐渐下降至 2018 年的 51.8%，KA 渠道占比从 2014 年的 23.9% 下降至 2018 年的 16.5%，电商渠道占比从 2014 年的 10.4% 提升至 2018 年的 25.4%，工程渠道占比从 2014 年的 4.0% 提升至 2018 年的 6.3%，电商及工程渠道占比不断提升，线下渠道及 KA 渠道占比不断下降。

图 8：家电行业不同渠道收入占比



资料来源：奥维云网，财富证券

通过家电企业不同渠道收入占比来看，三大白电仍以线下渠道为主，其中格力电器线下零售占比超过 80%，美的集团线下渠道收入占比约为 60%，线上渠道收入占比约为 30%，其他渠道收入占比 10%。



厨电板块,龙头企业老板电器线下零售收入占比为 44.50%,线上收入占比为 32.00%,工程渠道收入占比 18.50%,其他渠道收入占比 5.00%,老板电器工程渠道收入排在全行业第一;华帝股份主要以线下渠道为主,收入占比为 53.94%,公司不断进行渠道下沉及工程渠道加码,未来有望得到提升。厨电板块与地产关联度大,在地产不景气的背景下,板块需求不振,板块龙头根据政策变化及房地产发展趋势提前布局工程渠道,未来工程渠道将成为厨电板块的一大看点。

小家电板块,苏泊尔线上线下相结合,收入占比分别为 47.10%、30%,另外公司依靠大股东 SEB 的订单,海外业务收入每年保持 20% 以上的增速;九阳股份经历过渠道调整后,线上线下占比势均力衡;小熊电器作为小家电新秀,乘电商东风快速崛起,线上收入占比达 89.81%。由于小家电具有较强的消费品特性,因此对渠道的考验较强,小家电企业利用电商渠道快速让客户接触、认识、获得商品,电商渠道已是小家电企业必争之地。

表 1: 家电企业不同渠道收入占比

公司	线下零售	线上渠道	工程渠道	其他渠道	备注	
白电	格力电器	预计 80% 以上	-			
	美的集团	约 60%	约 30%	-	约 10%	
	海尔智家		53.22%		46.78% ↑	其他渠道 主要指海外渠道
厨电	老板电器	44.50%	32.00%	18.50% ↑	5.00%	
	华帝股份	53.94%	30.70%	5.24%	10.12%	
小家电	苏泊尔	47.10%	30%	-	22.90%	其他渠道 主要指海外渠道
	九阳股份	预计 50%	预计 50%	-	-	
	小熊电器	10.19%	89.81% ↑	-	-	

资料来源:公司公告,财富证券

## 2.2 渠道改革加速,追求效率升级

渠道作为产品触达消费者的媒介,其竞争的核心在于价格和效率。而本质上效率影响着价格的高低,高效渠道的加价率少,消费者和企业都将受益。因此,渠道改革的本质是对效率的提升。

家电企业需要依靠渠道去触达消费者,而在传统的线下分销体系下,经过层层结构,家电公司很难及时了解客户的真实需求以及客户对产品的反馈,另一方面,随着电商崛起、苏宁零售云、京东小店等以网批的模式不断进行线下渠道下沉,家电企业传统的渠道体系由于层级过多,导致加价率过高,家电企业对渠道的改革势在必行。

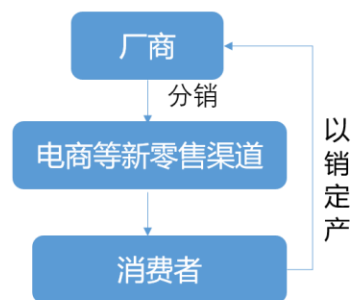


图 9：传统渠道与新零售渠道模式对比

传统渠道模式：层级多，加价率高



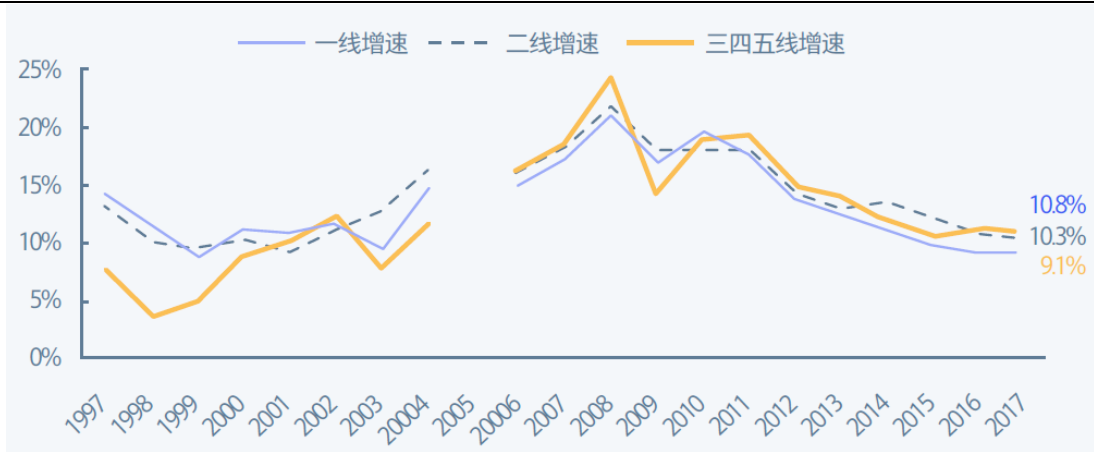
新零售渠道模式：层级少，加价率低



资料来源：财富证券

在渠道改革的过程中，越来越多的企业开始重视渠道下沉，开始重视三四五六线城市的消费能力。为什么要进行渠道下沉？根据国家统计局数据，自 2016 年以来，三、四、五线城市的消费增速开始反超一、二线城市，伴随着人均收入水平的持续提升，底线城市将不断释放出更多的消费潜力。

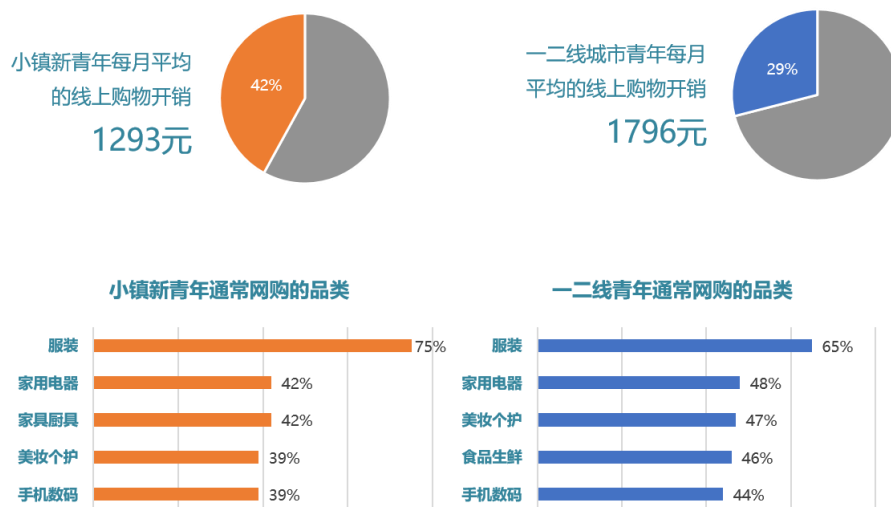
图 10：不同城市消费增速



资料来源：国家统计局，《正在消失的壁垒——腾讯 2019 小镇新青年研究报告》，财富证券

根据《正在消失的壁垒——腾讯 2019 小镇新青年研究报告》所统计，三、四、五线城市青年每月平均的线上购物开销为 1293 元，而一、二线城市青年每月平均的线上购物开销为 1796 元，二者差距不大。服装、家用电器、家居厨具是小镇青年经常网购的东西，由此可见，三、四、五线城市的购买力正在崛起，家电企业要不断进行改革，提升效率，建立现代化的物流和零售体系，让产品快速的到达消费者手中。

图 11：不同城市青年人平均月开支水平

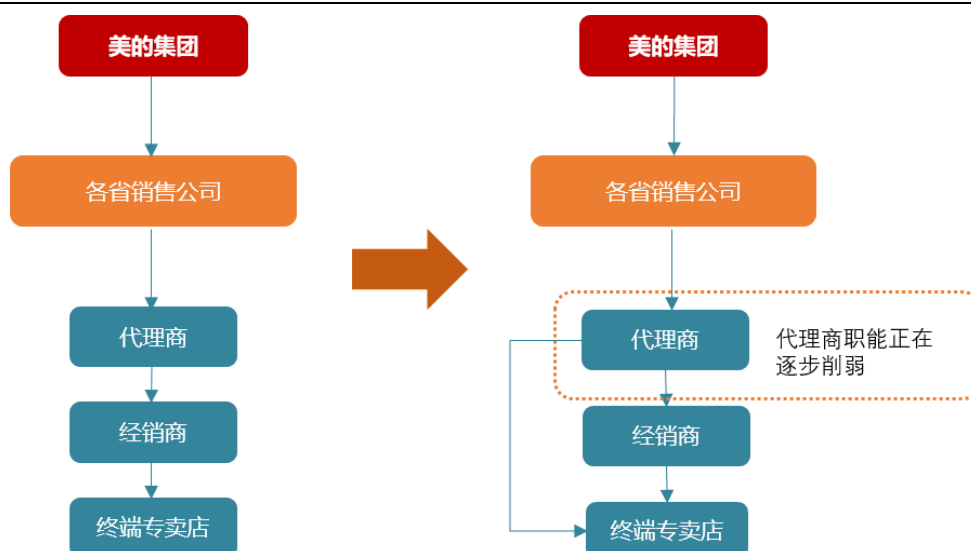


资料来源：《正在消失的壁垒——腾讯 2019 小镇新青年研究报告》，财富证券

以美的为例，2005 年以前，美的集团采取“美的→一级代理商→二级代理商→零售商”的渠道模式，美的集团仅与一级代理商存在经销关系，对渠道管理的半径较小。近几年，美的加快渠道变革，将原有的层层深度分销转变为扁平化，将以往的代理商转变为运营商，加大对终端门店的掌握，提高周转效率。

美的采取“以销定产”，加快物流仓储体系支撑和数字营销体系建立，无论是线上还是线下，都由“安得物流”统一配送安装，安得物流深入覆盖全国乡镇，借助数字化体系的改造，能够实现全程可视、智能订单拆单，精细化仓库管理，大大提升了作业效率。

图 12：美的渠道扁平化改革



资料来源：公司官网，财富证券

格力以线下渠道为主，线下深度绑定经销商利益，保障线下渠道优势。格力经销商管理模式是经过格力长时期的实践摸索总结出的，在不同的发展时期，格力采取了不同

的策略。借助资本的纽带，格力将自身与经销商的利益更为紧密地融合在一起，形成了相互依存的利益共同体。随着格力经销商管理模式的形成，“淡季返利”、“先款后货”为格力的发展带来了活力。但也正是因为格力电器过渡依赖线下经销商，公司在其他渠道的发展相对滞后。

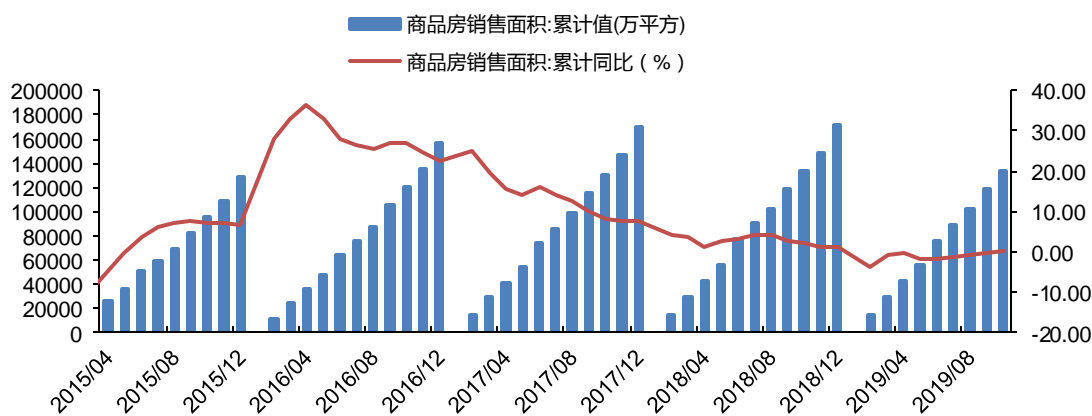
格力通过引入高瓴资本，未来将不断进行渠道的布局和完善，高瓴资本拥有丰富的互联网资源，具备助力传统零售转型的成功经验，其投资了很多互联网企业，参与了包括腾讯、京东、携程、滴滴、美团、百丽国际等众多优秀企业的投资，与互联网巨头关系密切，这些都是未来家电零售变革的主导力量和参与者，高瓴有能力引入这些力量来帮助格力电器进行改革，在完善格力现有商业模式的同时，弥补网络渠道的短板。

### 2.3 地产竣工数据回暖，行业迎来边际改善

国家统计局发布 2019 年 1-11 月房地产行业数据，2019 年 1-11 月，全国房地产开发投资 121265 亿元，同比增长 10.2%；1-11 月商品房销售面积同比增长 0.2%，增速今年以来持续为正；11 月单月商品房销售面积 15654 万平方米，同比增长 1.08%。

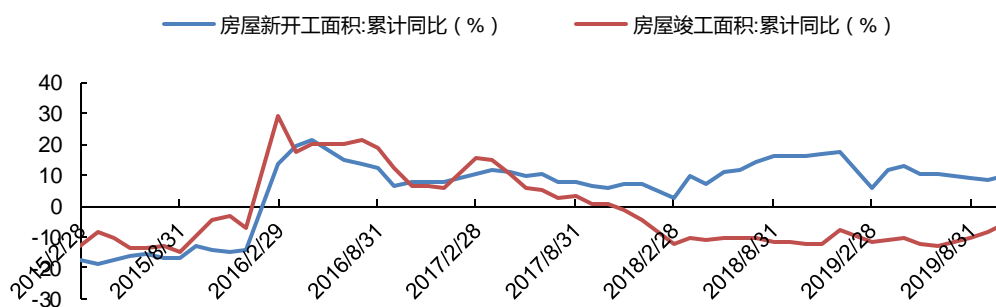
2019 年 1-11 月，房屋竣工面积 63846.00 万平方米，同比下降 4.50%，降幅持续收窄，年初以来，竣工的下滑幅度由 11.90% 逐渐缩小至 4.50%，11 月单月商品房竣工同比增长 1.8%，增速环比回落 17.4 个百分点，平滑看 10-11 月 2 个月累计增速约为 8.7%，较三季度仍明显回升。

图 13：全国商品房住宅销售面积及同比增速



资料来源：国家统计局，财富证券

图 14：房屋新开工面积同比增速与房屋竣工面积同比增速



资料来源：国家统计局，财富证券

我们预计 2019 年房屋竣工面积同比下滑 2%，2020 年房屋竣工面积同比增长 7%，2020 年由新房拉动的家电需求同比增长 7%。

表 2：2020 年房屋竣工面积测算

	测算结果	备注
2018 年房屋竣工面积（万平方米）	93550.11	
2019 年房屋竣工面积（万平方米）	91679.11	预计 2019 年竣工面积同比下滑 2%
2020 年房屋竣工面积（万平方米）	98096.65	预计 2020 年竣工面积同比增长 7%
假设每套房屋面积（平方米）	100	
2019 年房屋竣工套数（万套）	916.79	
2020 年房屋竣工套数（万套）	980.97	
假设 2019/2020 装修比例	50%	
2019 年房屋新增装修套数（万套）	509.33	
2020 年房屋新增装修套数（万套）	555.88	
2020 年房屋新增装修套数同比增长率	7%	

资料来源：财富证券

根据我们的测算（可参考报告《家用电器行业 2019 年中期策略报告：行业机会犹在，推荐白电、小家电及厨电》），新房对空调、冰箱、洗衣机、厨电的拉动占比分别为 23%、35%、34%、40%，假设其他需求变量维持不变的情况下，如果 2020 年房屋竣工同比增长 7%，房屋竣工对空调、冰箱、洗衣机、厨电的拉动比例分别为 1.61%、2.45%、2.38%、2.80%。

表 3：2020 年竣工拉动家电需求增长率测算

	新房拉动需求占比	2020 年新房拉动需求同比增长率	2020 年其他需求不变情况下，竣工拉动家电增长率
空调	23%	7%	1.61%
冰箱	35%	7%	2.45%
洗衣机	34%	7%	2.38%
厨电	40%	7%	2.80%

资料来源：财富证券

我们认为，2020 年竣工回暖趋势已确定，由于家电对地产有一定的滞后周期，房屋竣工回暖后家电需求虽然不会迎来爆发式增长，但仍会迎来边际改善，叠加第一次“家电下乡”时所销售的家电已达到更新周期，预计 2020 年家电基本面将触底回升。龙头企业加快渠道改革，在行业景气度回升的过程中以期抢占更多市场。

### 3 工程渠道崛起，厨电迎来发展新机

#### 3.1 欧美日精装修渗透率高，我国精装修比例不断提升

从全球范围来看，最早推行精装修的是瑞典，随后，欧美日韩等国纷纷加入这种模式，目前欧美国家已经形成了十分成熟完善的精装修理念及体系，当前，美国和日本等国的精装修渗透率已超过 80%。

20 世纪末，精装修的概念首次进入我国大众视野，1999 年，国务院办公厅下发《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见》，提出要加强对住宅装修的管理，积极推广一次性装修或菜单式装修模式。2017 年，住建部发布《建筑业“十三五”规划》，明确规定到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积达到 30%。

表 4：精装修相关政策

时间	部门	政策	政策意义
1999	国务院办公厅	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见》	加强对住宅装修的管理，积极推广一次性装修或菜单式装修模式
2002	住建部	《商品住宅装修一次到位实施细则》	加强住宅装修的管理，推行一次装修模式，规范住宅装修市场行为，提高住宅装修集约化水平，加快推进住宅产业化进程，引导住宅建设健康发展
2008	住建部	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	各地要制定出台相关扶持政策，逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标
2010	住建部	《建筑业“十二五规划”》	鼓励全国各地推行精装房
2013	国务院	《关于转发发展改革委、住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	国务院层面的行动指引，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修
2016	住房城乡建设部	《住宅室内装饰装修工程质量验收规范》	完善工程质量验收标准，让全装修有“标”可循
2016	住建部	《关于推进住宅全装修工作的意见》	明确全装修范围、工作目标，具体工作内容
2017	住建部	《建筑业发展十三五规划》	到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新

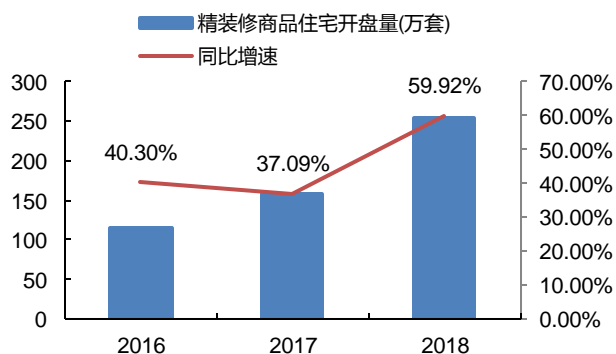
			开工全装修成品住宅面积达到 30%
2017	住建部	《装配式建筑评价标准》	要求装配式建筑必须采用全装修
2019	住建部	《住宅项目规范（征求意见稿）》	城镇新建住宅建筑应全装修交付，户内和公共部位所有功能空间的固定面和管线应全部辅装或粉刷完成

资料来源：政府网站，财富证券

随着精装修政策的持续推动，全国各地精装修政策频出，2018 年精装修市场增长迅猛，全国精装修商品住宅开盘规模 253 万套，规模同比增长 59.9%，市场渗透率达 27.5%。

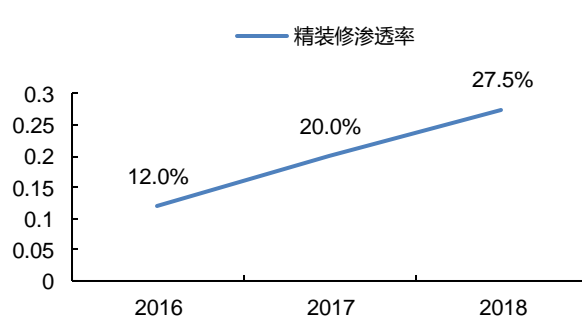
根据奥维云网数据，精装修成为开发商在低迷市场中的重要竞争手段，2018 年有 885 家开发商推出 2728 个精装修/全装修商品住宅项目，开发商数量新增 79.5%。

图 15：我国精装修商品住宅开盘量及同比增速



资料来源：奥维云网，财富证券

图 16：我国精装修渗透率



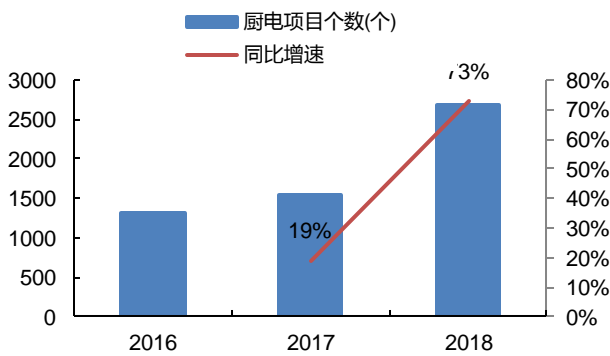
资料来源：奥维云网，财富证券

### 3.2 工程渠道崛起，厨电受益明显

根据国家制定的《商品住宅装修一次到位实施导则》要求，精装修住宅在交房屋钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备需全部安装完成。据奥维云网监测数据，2018 年精装修市场配套厨电产品的项目个数为 2679 个，同比增长 73%，工程项目数 248.6 万套，同比增长 60%。受精装修市场提升影响，精装修厨电项目高速增长。

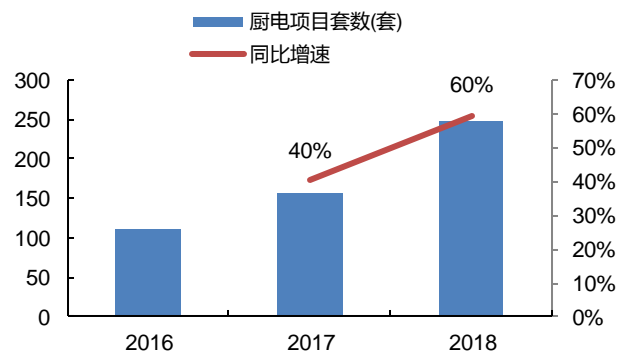


图 17：精装修厨电项目个数及同比增速



资料来源：奥维云网，财富证券

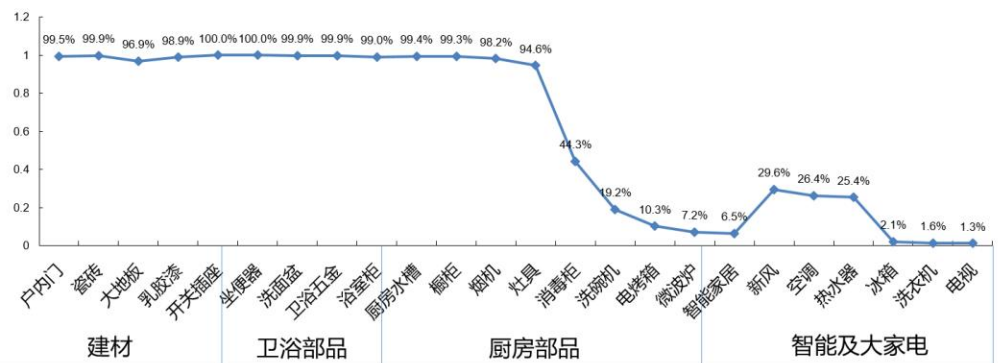
图 18：精装修厨电项目套数及同比增速



资料来源：奥维云网，财富证券

家电是典型的地产后周期行业，空调、冰箱、洗衣机等都具有装修属性，特别是厨电产品具备较强的前装修属性，也是我国精装修房中的主要配套品类之一。根据奥维云网数据，现阶段建材、卫浴、厨电等产品在精装修中的配置率较高，而空调、冰箱、洗衣机等大家电在精装修中的配套率较低。

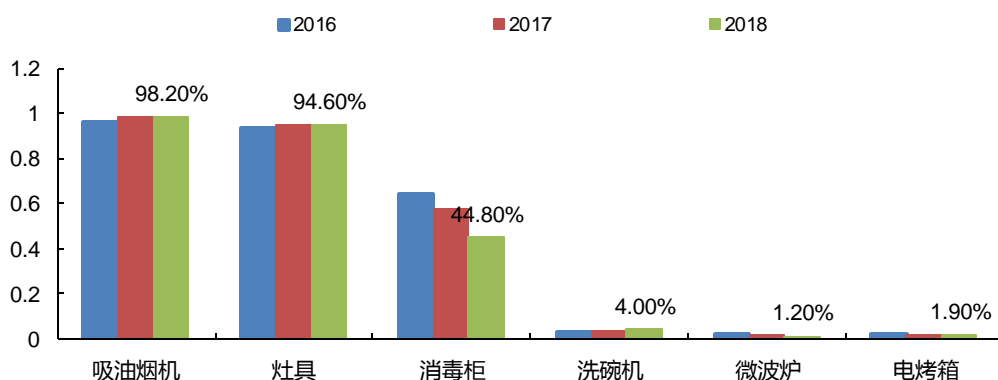
图 19：精装修产品配置率



资料来源：奥维云网，财富证券

根据奥维云网数据，2018年，新风、空调及热水器在精装修中的配置率分别为29.6%、26.4%、25.4%，而冰箱、洗衣机、电视的配置率仅为2.1%、1.6%、1.3%。传统的烟灶两件套在精装房中的配置率已经达到90%以上，抽油烟机、灶具在精装修的配套率分别为98.20%、94.60%，消毒柜、洗碗机、微波炉及电烤箱的配套率分别为44.80%，4.00%、1.20%及1.90%，消毒柜为配套率第三的品类，其他嵌入式产品配套率较低，未来具有一定的提升空间。精装修市场的崛起以及厨电高配置率，为厨电行业带来新的增长动力。

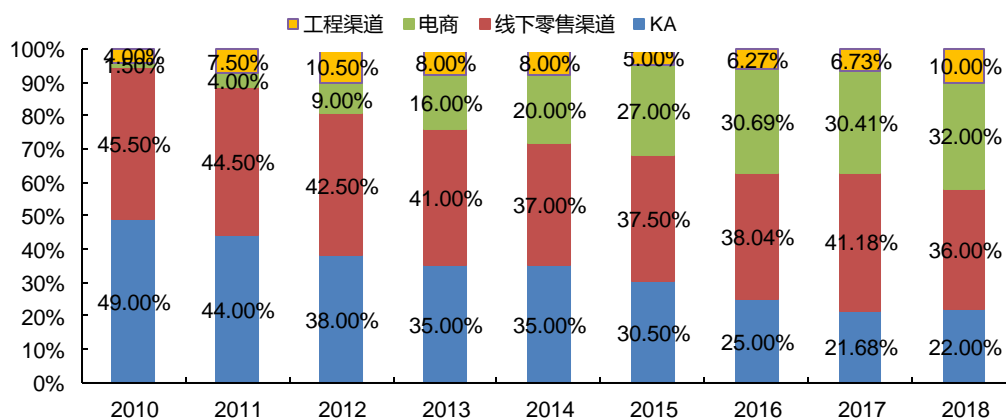
图 20：2016-2018 年精装修厨电产品配置率



资料来源：奥维云网，财富证券

随着我国精装修市场快速发展，厨电龙头以老板电器为代表，为顺应市场发展迅速调整渠道策略，围绕客户需求进行创新，多渠道齐头并进，线上线下协同发展，积极布局地产渠道，经过积累，工程渠道占比从 2010 年的 4.00% 快速提升至 2018 年的 10.00%。

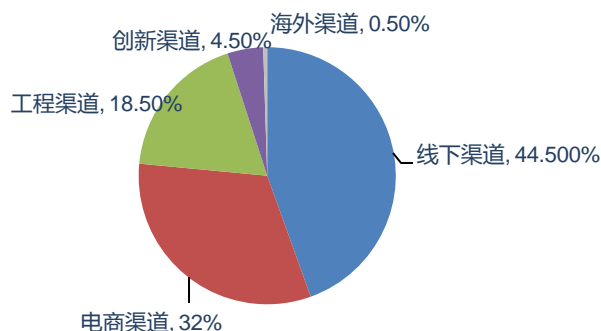
图 21：老板电器各渠道占比



资料来源：奥维云网，财富证券

截至 2019 年三季度，从销售收入来看，老板电器工程渠道收入增长 100%，营收占比提升至 18.5%，电商渠道收入增长 1%，营收占比提升至 32%，创新渠道收入增长 50%，营收占比为 4.5%，海外渠道收入增长 30%，营收占比为 0.5%，线下零售渠道前三季度整体下降 15%，营收占比为 44.50%。

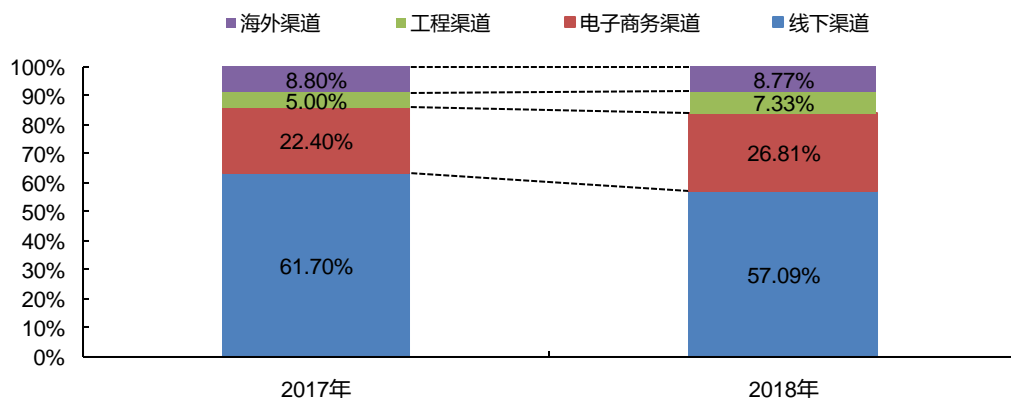
图 22：老板电器 2019 年前三季度各渠道收入占比



资料来源：公司公告，财富证券

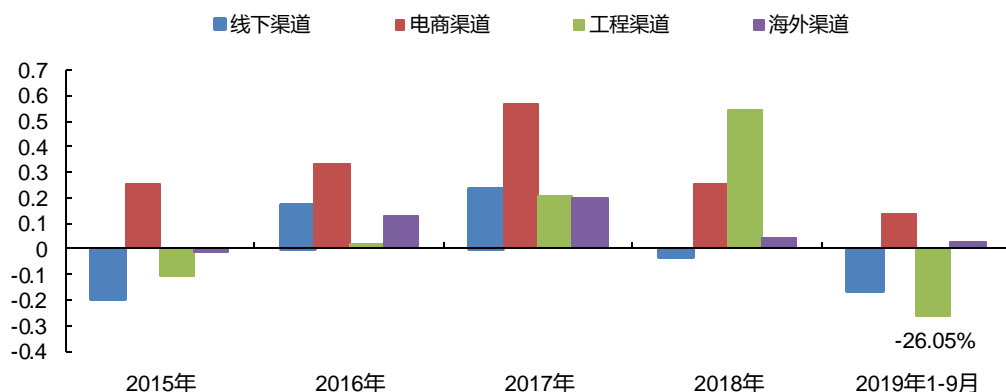
华帝股份工程渠道占比从 2017 年的 5.00% 提升至 2018 年的 7.33%，2019 年前三季度，由于收入确认时点等原因，工程渠道销售额同比下降 26.05%，营收占比为 5.24%，与同行业其他企业相比，下滑明显。工程渠道的建设需要时间的积累，并且考验公司的品牌与知名度，现阶段华帝股份与融创地产、恒大地产等取得了合作，未来随着华帝品牌力的提升以及投入的加大，工程渠道改善可期。

图 23：华帝股份各渠道收入占比



资料来源：公司公告，财富证券

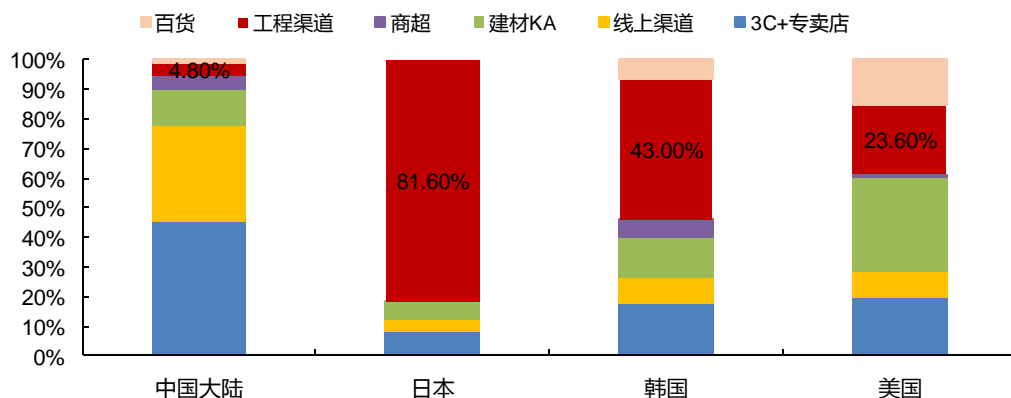
图 24：华帝股份 2019 年前三季度各渠道同比增速



资料来源：公司公告，财富证券

根据 Euromonitor 数据显示，2018 年中国大陆工程渠道销量占比为 4.8%，而日本、韩国、美国工程渠道分别达到 81.6%、43.0%、23.6%，对比其他国家和地区，我国工程渠道正处于起步阶段，未来发展前景广阔。

图 25：2018 年各国厨房电器各渠道占比结构对比（按销量）

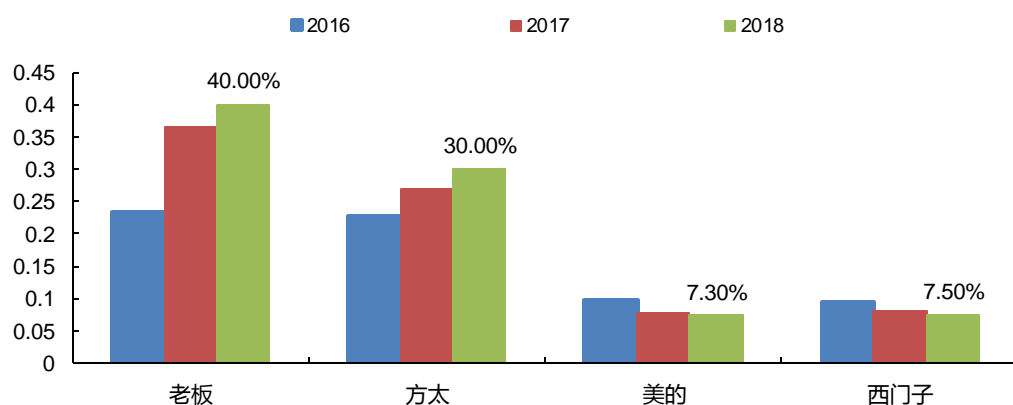


资料来源：Euromonitor，财富证券

### 3.3 工程渠道格局已定，老板龙头地位稳固

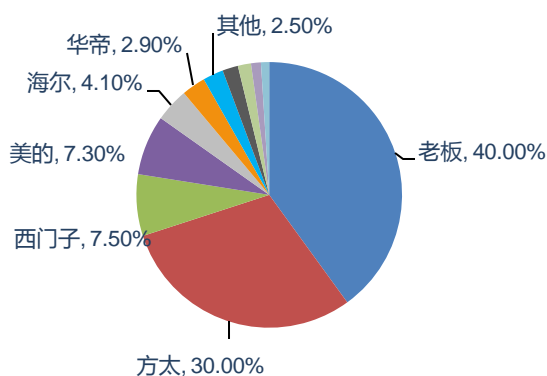
工程渠道中，龙头品牌优势突出，根据奥维云网数据，CR4 集中度超过 80%，一线品牌占据绝对龙头地位。老板电器工程渠道市占率保持绝对领先地位，2016 年至 2018 年老板电器市占率从 23.30% 快速提升至 40.00%，方太工程渠道市占率从 22.90% 提升至 30.00%，老板与方太作为传统厨电高端品牌，较早布局工程渠道，并且具有品牌优势，二者占据了工程渠道 70% 以上的份额，未来随着精装修渗透率不断提升，龙头市占率有望进一步提升。

图 26：2016-2018 年工程渠道市占率情况



资料来源：奥维云网，财富证券

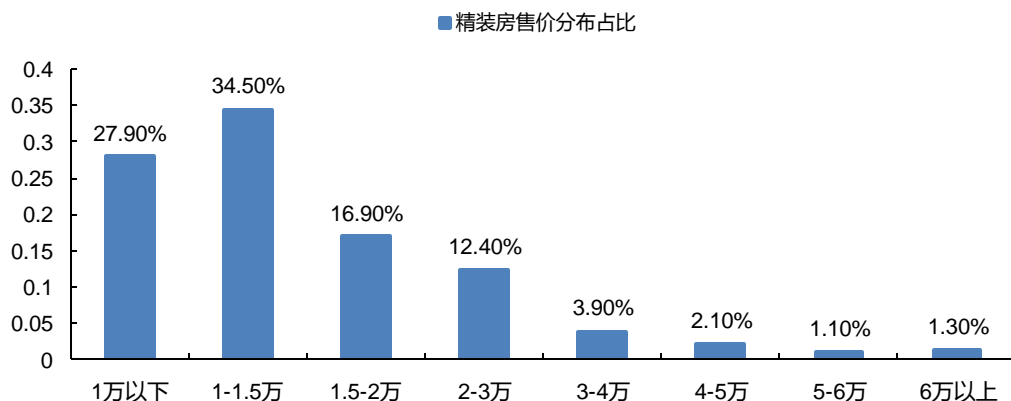
图 27：2018 年厨电品牌工程渠道市占率



资料来源：奥维云网，财富证券

从精装房售价来看，2018 年占比最高的售价区间为 1 万元至 1.5 万元之间，占比为 34.50%，其次是售价 1 万元以下的精装房，占比达 27.90%，售价在 2 万元以内的精装房共计占比 79.30%，售价 2 万元以上的精装房占比仅 20.80%。售价 2 万元以内的楼盘仍然是主导。

图 28：2018 年精装房售价分布情况



资料来源：奥维云网，财富证券

在国家政策积极推动精装修发展的趋势下，以及国家“房住不炒”的政策要求下，地产商一方面注重品牌的选择，以提高楼盘整体档次，另一方面也不断压缩成本以寻求利润。因此在对厨电品牌的选择上，注重公司的资质、产品质量、服务能力、响应速度、供货价格、公司实力、账期能力等维度，综合这些维度考虑，地产商更倾向于选择具有品牌优势、产品规模优势的厨电龙头企业。

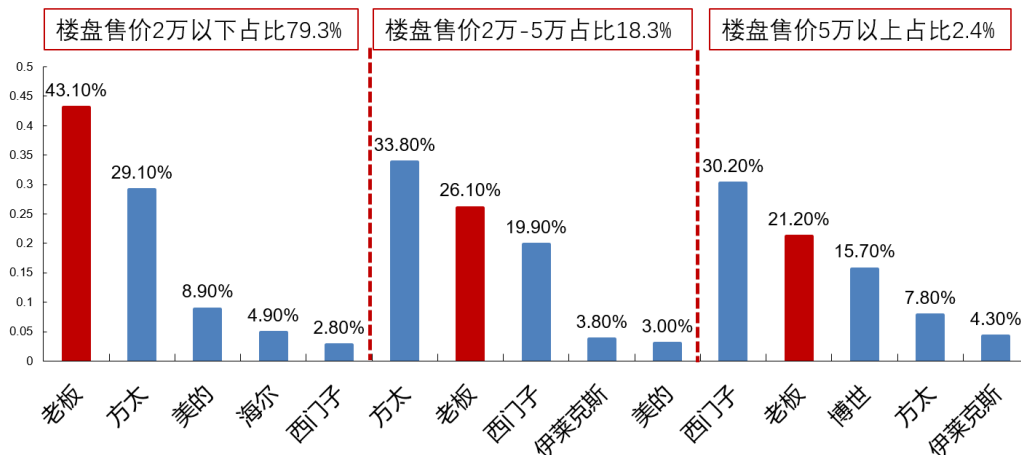
不同价位阶段的精装修房对厨电品牌的选择有所不同。在精装修房售价 5 万元/平米以上的楼盘中，外资品牌西门子市场份额为 30.20%，位居第一位，国内高端品牌代表老板、方太分别位居第二、第四位，市场份额分别为 21.20%、7.80%，位列第三位的是外资品牌博世，市场份额为 15.70%。在价位高端的楼盘中，地产商倾向于选择如西门子等高端外资品牌来彰显楼盘的档次，国内厨电企业份额较少。

在精装修房售价 2 万元/平米至 5 万元/平米的楼盘中，国内厨电龙头方太、老板市场份额分别位居第一、二位，市占率分别为 33.80%、26.10%，其次是西门子及伊莱克斯，市场份额分别为 19.90%、3.80%。

我国精装房主要的售价区间集中在 2 万元/平米以下，占比 79.30%。在售价 2 万元/平米以下的楼盘中，老板电器市占率达 43.10%，处于绝对领先地位，高出第二位方太 14 个百分点。综合来看，经过提前布局以及多年的积累，老板电器在工程渠道市占率处于领先地位，且作为行业龙头定位高端，是地产商性价比较高的选择，工程渠道的绝对领先地位稳固，其他中小品牌很难抢夺份额，未来市占率有进一步提升的空间。



图 29：不同楼盘厨电品牌市占率情况



资料来源：奥维云网，财富证券

### 3.4 工程端厨电空间测算

根据住建部发布的《建筑业“十三五”规划》，明确规定到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，我们以此为测算的基础，预计 2020 年精装修渗透率为 30%，往后每年提升 5 个百分点，假设老板电器市占率维持 40%，油烟机配套率维持 98.20%，燃气灶配套率维持 94.6%，消毒柜市占率维持 35%，预计老板电器 2019 及 2020 年工程渠道收入分别为 15.58 亿元、20.26 亿元，分别同比增长 49.95%、30.05%。

厨电品牌在工程渠道集中度高，老板及方太占据主要的市场份额，未来在精装修不断提升的趋势下，龙头企业在工程渠道的收入也将持续增长。

表 5：老板电器工程渠道收入测算

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
住宅销售套数合计(万套)	1,336.14	1,329.84	1289.95	1251.25	1213.71	1177.30
同比增速	4.20%	-0.47%	-3.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
精装修商品住宅开盘量(万套)	158.2	253	322.49	375.37	424.80	470.92
同比增速	37.09%	59.92%	27%	16%	13%	11%
老板电器市占率	36.50%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
油烟机配套率	98.50%	98.20%	98.20%	98.20%	98.20%	98.20%
油烟机配套数量(万台)	155.83	248.45	316.68	368.62	417.15	462.44
老板电器工程渠道油烟机销量理论值测算(万台)	56.88	99.38	126.67	147.45	166.86	184.98
老板电器工程渠道油烟机销量合理值测算(万台)	41.36	60.70	94.31	124.50	146.99	166.43
老板电器工程渠道油烟机出厂价(元)	1000	1000	1000	1000	1000	1000
老板电器工程渠道油烟机收入(亿元)	4.14	6.07	9.43	12.45	14.70	16.64
燃气灶配套率	94.60%	94.60%	94.60%	94.60%	94.60%	94.60%
燃气灶配套数量(万台)	149.66	239.34	305.07	355.10	401.86	445.49
老板电器工程渠道燃气灶销量理论值测算(万台)	54.62	95.74	122.03	142.04	160.74	178.20

老板电器工程渠道油烟机销量合理值测算(万台)	40.03	58.60	90.80	119.94	141.60	160.33
老板电器工程渠道燃气灶出厂价(元)	500	500	500	500	500	500
老板电器工程渠道燃气灶收入(亿元)	2.00	2.93	4.54	6.00	7.08	8.02
消毒柜配套率	44.80%	44.80%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
消毒柜配套数量(万台)	70.87	113.34	112.87	131.38	148.68	164.82
老板电器工程渠道消毒柜销量理论值测算(万台)	25.87	45.34	45.15	52.55	59.47	65.93
老板电器工程渠道消毒柜销量合理值测算(万台)	18.96	27.75	32.10	36.19	40.07	43.76
老板电器工程渠道消毒柜出厂价(元)	500	500	500	500	500	500
老板电器工程渠道消毒柜收入(亿元)	0.95	1.39	1.61	1.81	2.00	2.19
老板电器工程渠道收入	7.09	10.39	15.58	20.26	23.78	26.85
工程渠道收入增速	58.93%	46.61%	49.95%	30.05%	17.41%	12.88%

资料来源：奥维云网，公司公告，财富证券

## 4 电商风头正劲，小家电乘风而起

### 4.1 互联网不断发展，电商渠道逐渐下沉

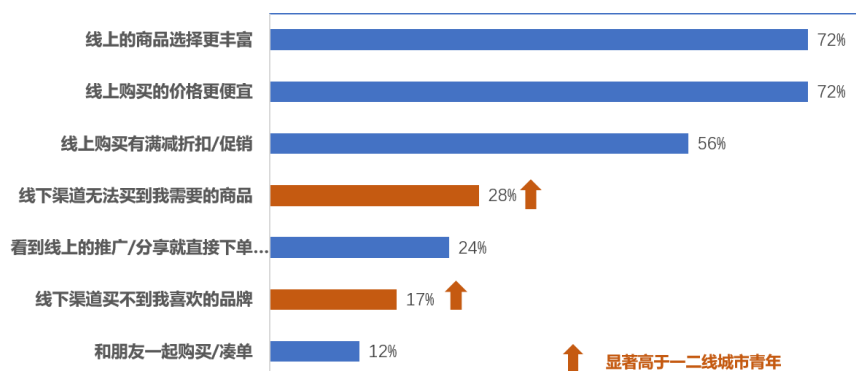
互联网不仅解决了信息不透明的问题，同时打破了地域限制，极大的提升了商品触达消费者的效率，由于渠道层级短，可以不需要实体店，店租、人员成本等大幅降低，效率高于传统渠道。根据《正在消失的壁垒——腾讯 2019 小镇新青年研究报告》数据统计，小镇新青年 54% 以上的线上活动为购物，有 75% 的青年会选择在线上购买服装，有 42% 的青年会选择线上购买家电。随着我国物流体系的发展，基础设施建设的完善，电商发展的核心问题得以解决，电商覆盖的范围逐步向县城小镇拓展，人群越来越广。

图 30：小镇青年通过网购购买家电家具厨具等物品



资料来源：《正在消失的壁垒——腾讯 2019 小镇新青年研究报告》，财富证券

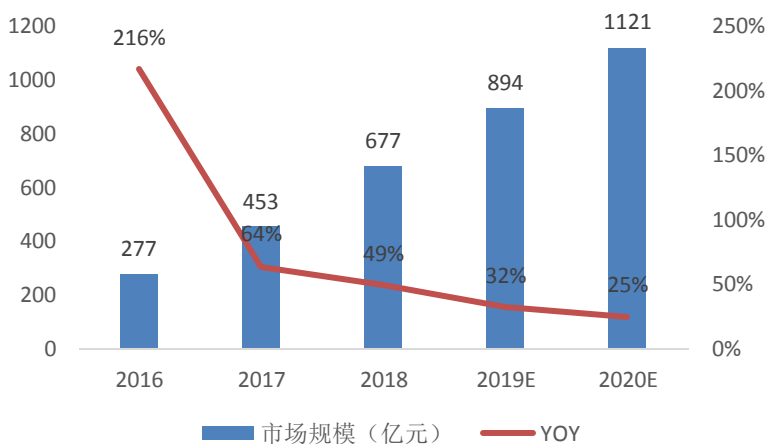
图 31：小镇青年选择线上购物的原因



资料来源：《正在消失的壁垒——腾讯 2019 小镇新青年研究报告》，财富证券

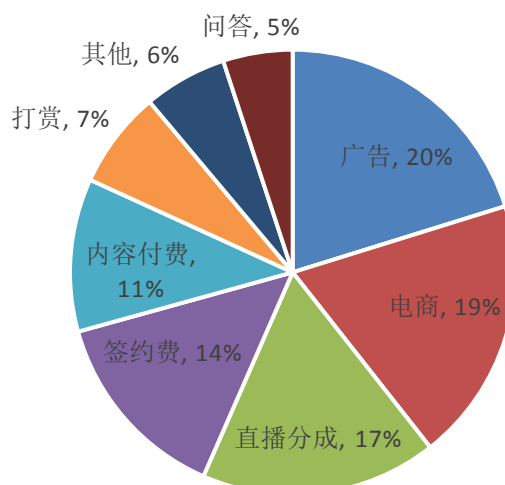
新兴流量渠道，比如网红直播、微信公众号推荐、小红书测评、微博打卡等众多新兴渠道给市场带来了巨大的流量。根据艾瑞咨询，2018 年直播市场规模达到了 677 亿元，同比增加 49%，预计 2019 年、2020 年增速均超过 25%。以网红直播为例，网红带货已形成了完整的产业链，团队化运作效率高，让消费者快速获知产品，并有效刺激消费，2018 年网红约 20% 的收入来源于电商带货。不同的线上运营模型，在互联网不断成熟的趋势下，带来了巨大的流量。

图 32：2016~2020 年中国在线直播市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询（含预测），财富证券

图 33：2018 年网红各领域收入占比

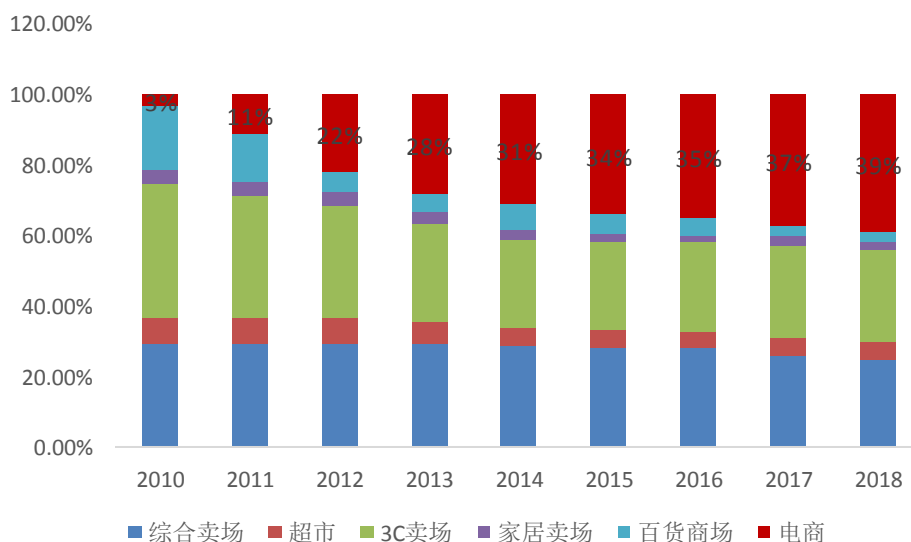


资料来源：艾瑞咨询，财富证券

#### 4.2 小熊、摩飞乘风而起，苏美九加快布局

根据中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心联合发布的《2018 年中国家电行业年度报告》显示，2018 年家电各主要品类中，小家电线上渠道零售额占比 59.1%，远超白电及厨电品类，线上渠道已成为小家电主导渠道，因此对小家电收入贡献较高的公司来说，完善线上布局尤为重要。

图 34：2010~2018 年国内小型烹饪电器（Small Cooking Appliance）零售渠道分布变化



资料来源：Euromonitor，财富证券

新兴流量渠道以受众面广，参与度高的特点在消费者中较为流行，以家电界的“大众点评”小红书为例，摩飞和小熊电器在小红书上长期保持高热度，经常被拿来测评与对比。小家电经常与网红合作，网红直播带货可以直接与粉丝互动，在线答疑叠加高额

折扣，显著增强消费者的参与感和体验感，与小家电生命周期短、冲动型消费占比属性吻合度高。

图 35：摩飞在小红书上的推广



资料来源：小红书，财富证券

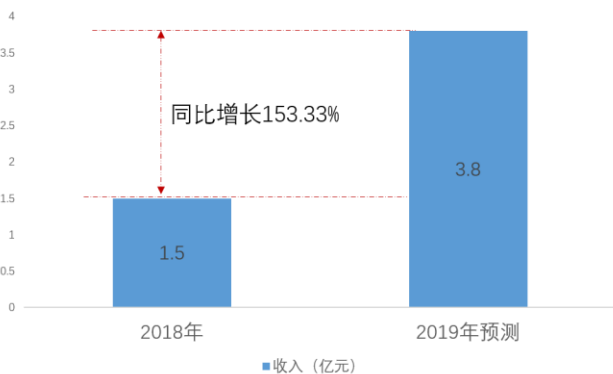
图 36：小熊电器在小红书上的推广



资料来源：小红书，财富证券

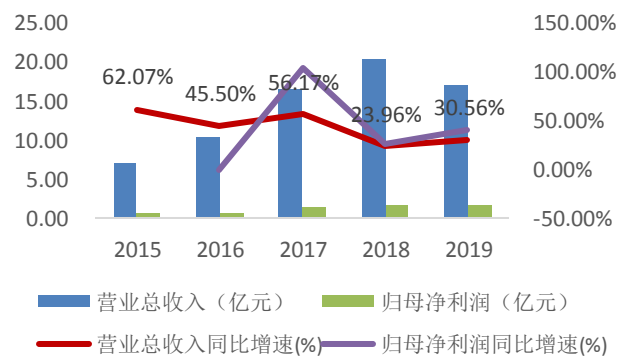
小家电品类众多，消费品属性强，如小熊电器、摩飞等优秀的小家电品牌具备大规模生产能力、优秀供应链配套能力、快速感知消费者需求变化的反应能力等，因此在激烈的电商竞争中乘风而起。

图 37：新宝股份的摩飞品牌收入增长迅速



资料来源：公司公告，财富证券

图 38：小熊电器营业收入及归母净利润



资料来源：公司公告，财富证券

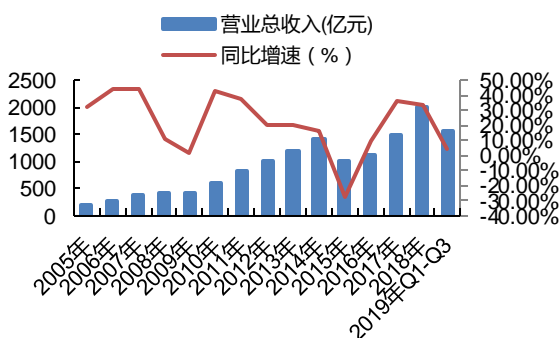
而拥有品牌力优势、且深耕小家电行业多年的传统品牌，如苏泊尔、美的集团、九阳股份等，在新兴流量的带动下更容易实现广泛传播。面对小熊电器及摩飞等网红品牌的崛起，传统品牌不断跟进市场的变换，加大研发和创新的投入，积极抢占新产品市场份额。

## 5 重点标的介绍

### 5.1 格力电器 (000651.SZ)：混改后治理结构有望改善，把握估值提升机会

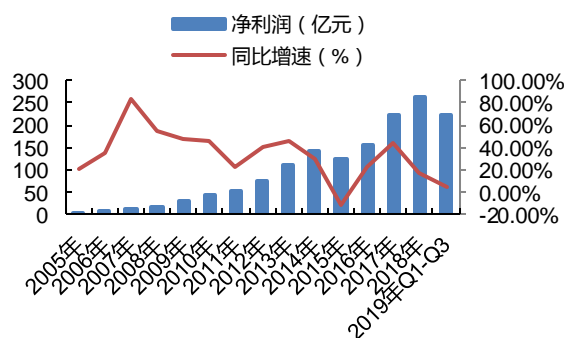
公司立足空调主业，空调产销量已连续 23 年领跑国内市场，连续 13 年领跑全球市场。股权转让事件的落地让公司工作重心重回业务方面，短期公司将面临空调行业需求下滑、竞争加剧的风险，长期来看，高瓴入主格力或将加速推进变革，格力有望开启新的发展篇章。预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 281.10 亿元、313.02 亿元、344.31 亿元，对应 EPS 为 4.67 元、5.20 元、5.72 元，看好公司长期发展潜力，给予“谨慎推荐”评级。

图 39：格力电器营业总收入及同比增速



资料来源：公司年报，财富证券

图 40：格力电器归母净利润及同比增速

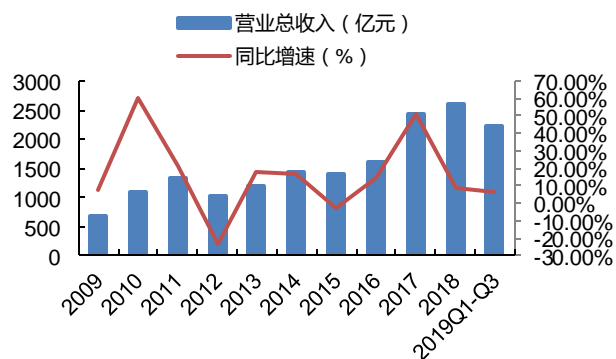


资料来源：公司年报，财富证券

## 5.2 美的集团 (000333.SZ)：空调份额高增长，盈利能力持续提升

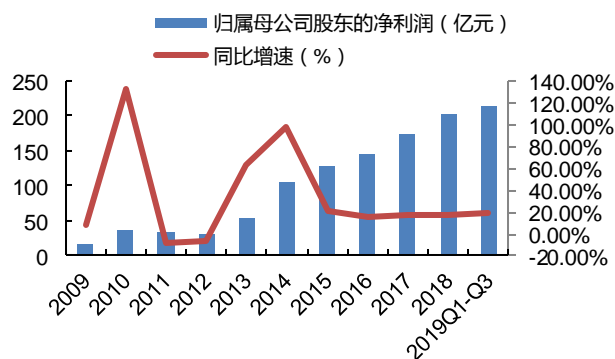
2018 年公司主要业务为暖通空调、消费电器、机器人及自动化系统，公司 2018 年四季度空调内销景气度承压，收入增速放缓，拖累全年营收增速。自 2019 年一季度公司在空调淡季进行了大规模的降价促销，空调销售取得了较好的效果。公司已完成收购吸收合并小天鹅，预期进一步在研发、销售等方面实现资源整合与利用，提升公司整体竞争力。公司作为家电行业全品类、全产业链的龙头公司，协同优势明显，经营效率不断提升，业绩确定性较高。我们预计 2019-2021 年公司实现归母净利润 230.81 亿元、260.03 亿元、291.18 亿元，对应 EPS 3.33 元、3.75 元、4.20 元，给予“推荐”评级。

图 41：美的集团营业总收入及同比增速



资料来源：公司年报，财富证券

图 42：美的集团归母净利润及同比增速



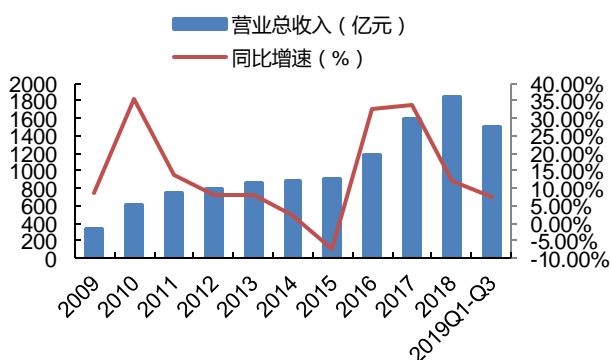
资料来源：公司年报，财富证券



### 5.3 海尔智家 (600690.SH): 全球化布局深化, 冰洗龙头地位稳固

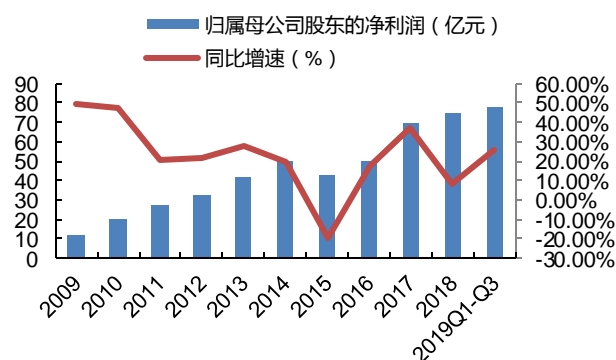
公司作为全球化品牌发展龙头, 2019 年前三季度实现营业收入 1488.96 亿元, 同比增长 7.72%, 归母净利润 77.73 亿元, 同比增长 26.16%, 业绩表现优秀。分品类来看, 公司 2019 上半年冰箱收入同比增长 9.33%、洗衣机收入同比增长 22.92%、空调收入同比下滑-6.55%、厨电收入同比增长 23.59%、热水器收入同比增长 5.89%, 公司冰洗业务稳定, 空调业务受行业下行及国内竞争加剧影响有所下滑。分地区看, 国内市场上半年收入同比下降 1.01%, 主要是空调等薄弱品类拖累, 海外市场继续保持高增长 25.91%, 收入占比提升至 47%。冰箱、洗衣机保持行业第一并持续扩大领先优势, 零售额份额达到 36.1%、35.3%, 分别是第二名品牌的 3.1 倍、1.9 倍。卡萨帝收入保持快速增长, 市场份额亦显著提升, 套系销售、全屋定制将是今年战略方向。海外市场增长显著, 公司推进全球运营体系协同, 深化“三位一体”全球化布局。我们预计 2019-2021 年净利润分别为 83.03 亿元、91.53 亿元、103.95 亿元, 对应 EPS 为 1.30 元、1.44 元、1.63 元。给予“谨慎推荐”评级。

图 43: 海尔智家营业总收入及同比增速



资料来源: 公司年报, 财富证券

图 44: 海尔智家归母净利润及同比增速

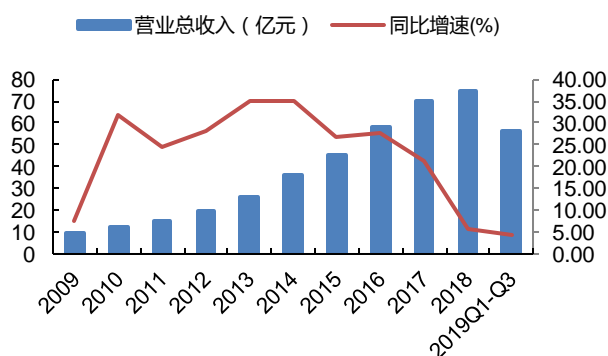


资料来源: 公司年报, 财富证券

### 5.4 老板电器 (002508.SZ): 地产复苏预期, 需求有望好转

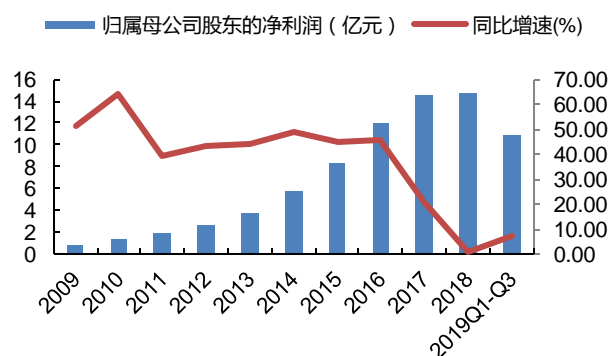
公司是厨电行业的龙头, 公司 2019 年前三季度实现营业总收入 56.25 亿元(+4.29%), 归母净利润 16.05 亿元(+8.90%)。2018 年在地产调控和经济增速放缓的背景下, 整个厨电行业发展较为低迷, 公司业绩增速有所承压, 2019 年下半年以来由于地产竣工数据回暖, 公司业绩有所改善。根据中怡康统计显示, 截至 2019 年 9 月, 老板油烟机、灶具、微波炉零售额市场份额分别为 25.22%、23.07%、36.17%, 位居行业第一。渠道层面, 公司围绕客户需求进行创新, 多渠道齐头并进, 线上线下协同发展, 其中工程渠道表现最为亮眼。根据公司披露, 受益于房地产精装修政策, 前三季度老板电器工程渠道收入同比增长突破 100%, 预计未来工程渠道仍将是公司增长最快的渠道之一。我们预计公司 2019-2021 年实现净利润分别为 15.86 亿元、17.28 亿元、19.53 亿元, 对应 EPS 1.67 元、1.82 元、2.06 元, 给予“谨慎推荐”评级。

图 45：老板电器营业总收入及同比增速



资料来源：公司年报，财富证券

图 46：老板电器归母净利润及同比增速

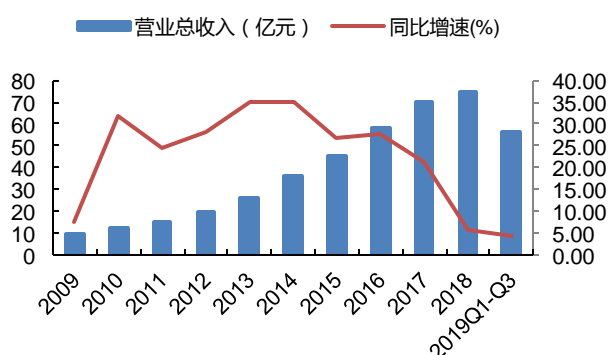


资料来源：公司年报，财富证券

### 5.5 华帝股份 (002035.SZ)：品牌渠道齐发力，盈利能力改善明显

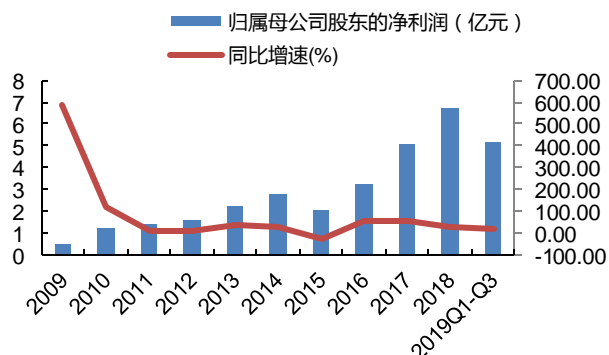
公司建立了“华帝厨电”、“百得厨卫”、“华帝家居”三品牌协作运营战略。在华帝厨电建设方面，公司持续深化品牌升级战略，产品均价稳步提升，根据奥维云网监测数据，2018年度公司线下市场油烟机、燃气灶、燃气热水器均价分别同比上升2.7%、6.9%、10.8%，高于行业平均增幅。公司进行了多渠道建设，现阶段渠道覆盖率行业第一。新一轮家电补贴政策将油烟机、灶具等厨电产品纳入政策范围，公司作为行业龙头将更为受益。加之在房地产市场改善带动厨电板块需求复苏的逻辑下，公司业绩有望保持稳定增长。我们预计公司2019-2021年实现净利润分别为7.84亿元、8.72亿元、10.31亿元，对应EPS分别为0.90元、1.00元、1.18元，给予“推荐”评级。

图 47：华帝股份营业总收入及同比增速



资料来源：公司年报，财富证券

图 48：华帝股份归母净利润及同比增速



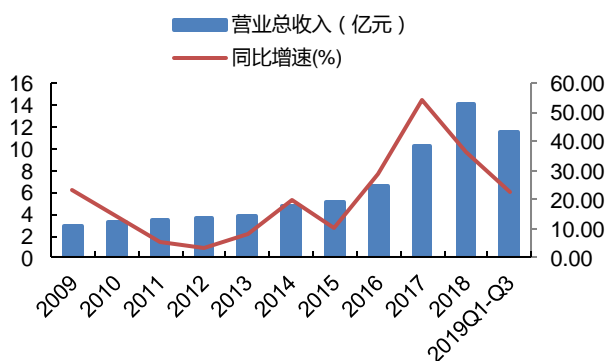
资料来源：公司年报，财富证券

### 5.6 浙江美大 (002035.SZ)：业绩稳定增长，集成灶行业龙头地位稳固

厨电市场相对低集中度的市场格局为集成灶等功能替代品带来发展机会。中怡康监测数据显示，2018年集成灶市场零售量为174.8万台，零售额为129.2亿元，分别同比增长38.0%和43.9%，面对集成灶产品渗透率不断提升的市场机遇，公司作为行业龙头业绩受益明显。公司2019前三季度实现营收11.42亿元(+22.38%)，归母净利润3.05亿元

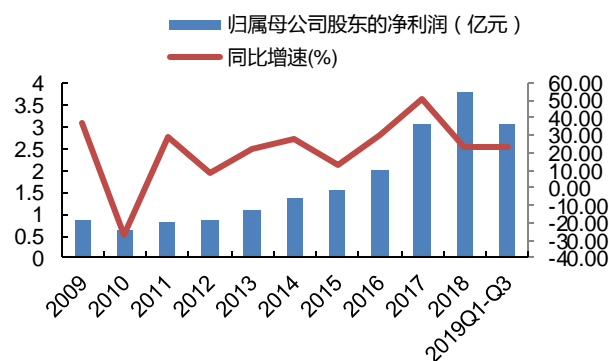
(+23.12%)，业绩表现稳定。公司重视渠道建设，线下渠道以建材市场以及大型家电卖场为主，2018年公司共开发一级经销商近200家，终端门店400多家，线上渠道建立官方网上商城，并在天猫、京东、苏宁等平台开设旗舰店，2019年前三季度，电商渠道收入增长60%以上，占比突破两位数，但总体来看线上收入占比与竞争对手存在一定的差距。我们预计公司2019-2021年实现净利润4.59亿元、5.49亿元、6.21亿元，对应EPS分别为0.71元、0.85元、0.96元，给予“谨慎推荐”评级。

图 49：浙江美大营业总收入及同比增速



资料来源：公司年报，财富证券

图 50：浙江美大归母净利润及同比增速

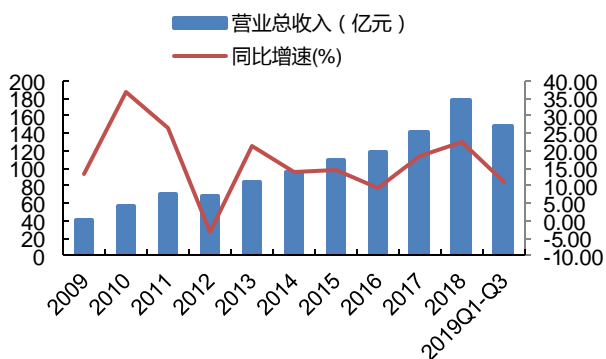


资料来源：公司年报，财富证券

### 5.7 苏泊尔 (002035.SZ)：内外销齐发力，业绩保持平稳

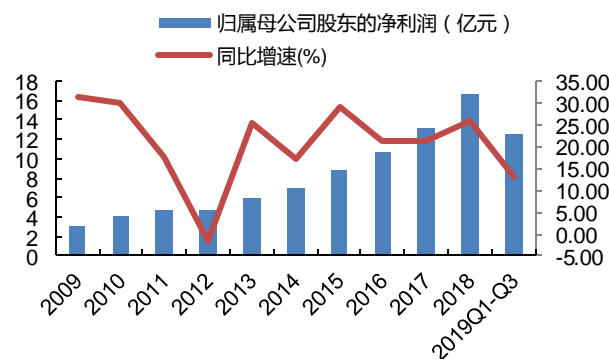
公司是小家电龙头企业，公司在做好炊具、生活电器业务的同时，加快布局环境家居以及厨卫电器，产品结构的不断优化，带来毛利率稳步提升。渠道方面，公司深化三四线城市发展战略，线下拥有5万多个零售终端，全国县级以上城市实现100%覆盖。外销通过SEB，将产品销往日本、欧美、东南亚等50多个国家和地区，线上不断加大电子商务渠道建设。小家电市场竞争格局相对分散，渠道建设完整有望抢占更多的市场份额，龙头地位逐步巩固。我们预计公司2019-2021年实现净利润分别为19.16亿元、22.92亿元、24.69亿元，对应EPS分别为2.33元、2.79元、3.01元，给予“谨慎推荐”评级。

图 51：苏泊尔营业总收入及同比增速



资料来源：公司年报，财富证券

图 52：苏泊尔归母净利润及同比增速

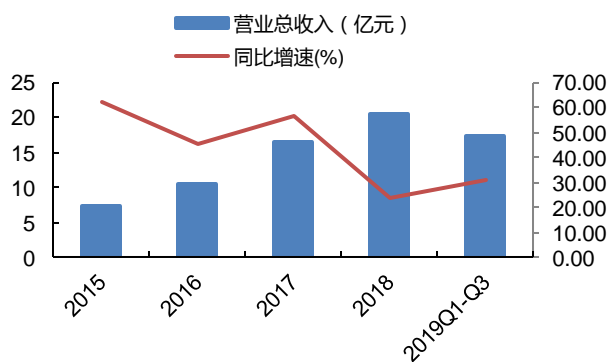


资料来源：公司年报，财富证券

## 5.8 小熊电器 (002035.SZ): 乘电商之风快速发展

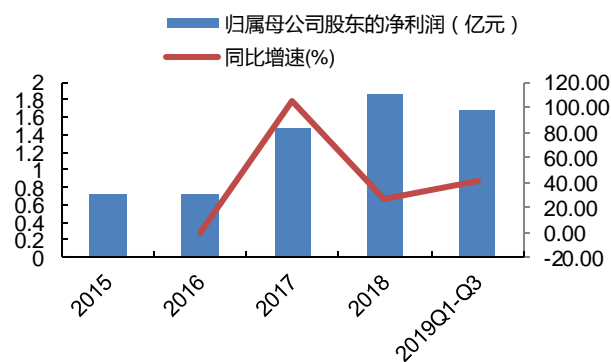
公司是国内小家电行业佼佼者, 依靠“创意小家电+互联网”模式快速发展。2015年至2018年营业收入由7.25亿元增至20.41亿元, CAGR41.23%, 归母净利润由0.72亿元增长至1.86亿元, CAGR37.25%。2019年前三季度实现营业收入17.21亿元, 同比增长30.56%, 归母净利润1.68亿元, 同比增长40.52%。公司主要依靠线上渠道快速发展, 线上渠道分为三种模式, 分别是公司直营(占比9%)、电商平台入仓(占比33%)、线上经销(占比49%), 多款产品居电商销售榜首。小家电市场竞争格局相对分散, 公司深耕个性化需求品类产品, 加强研发创意, 打造多款爆品。我们预计公司2019-2021年实现净利润分别为2.42亿元、3.04亿元、3.70亿元, 对应EPS2.02元、2.53元、3.08元, 给予“谨慎推荐”评级。

图 53: 小熊电器营业总收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 财富证券

图 54: 小熊电器归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 财富证券

## 6 投资建议

2019年家电行业面临地产疲软、需求下滑, 渠道库存高、旺季不旺、行业竞争加剧等问题, 导致行业营收端持续下滑, 而受益于原材料价格下降、汇兑收益以及企业增值税改革等利好因素, 行业盈利能力改善, 利润端增速高于收入端。龙头企业面临不断变化的市场, 积极完善内部治理, 加快渠道变革进程, 提高效率, 抢占市场。整体来看, 行业竞争加剧, 龙头企业集中度不断提升, 强者恒强格局加剧, 看好行业中长期配置价值, 维持行业“同步大市”评级。

2020年建议从以下三条主线进行布局:

一是高壁垒、低估值、不断进行渠道改革后未来发展值得期待的白电龙头。白电板块制造属性强, 产业链封闭且稳定, 规模优势突出, 经过多年发展后形成了寡头垄断格局。龙头企业拥有传统渠道的同时, 不断进行渠道改革, 进行渠道扩张及渠道下沉, 板块壁垒高。建议关注渠道改革完善后的美的集团、股改落地未来可期的格力电器以及全球化布局的海尔智家。

二是竣工改善叠加工程渠道红利的厨电龙头。地产竣工数据从2019年9月开始持续

回暖，竣工好转的判断基本得到验证。厨电作为新房拉动最相关的板块，业绩有望首先得到边际改善。加之我国精装修市场的蓬勃发展，龙头企业提前布局，充分抢占市场份额。建议关注工程渠道表现亮眼的老板电器、渠道覆盖率行业第一的华帝股份、优质赛道的集成灶龙头浙江美大。

三是抗周期性强、市场空间大的小家电企业。小家电具有产品单价低、更新周期较短、产品品类丰富，市场空间大等特点，是家电行业中抗周期性较强的品种。小家电消费属性强，线上销售占比更大，建议关注产品品类丰富的龙头苏泊尔、渠道改革阵痛已过的九阳股份及借电商之风发展迅速的小熊电器。

## 7 风险提示

- (1) 地产竣工不及预期，房地产持续低迷；
- (2) 行业景气度不达预期，需求持续下滑；
- (3) 白电龙头企业持续进行降价促销，引发行业恶性竞争；
- (4) 厨电板块工程渠道竞争加剧，存在价格战风险。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438