

“后疫情”专题之家电行业：世界家电工厂的“湿雪”和“长坡”

2020年04月01日

看好 / 维持

家电 | 行业报告

分析师	闵繁皓	电话：010-66554036	邮箱：mfh83330700@sina.com	执业证书编号：S1480519070005
-----	-----	-----------------	-------------------------	-----------------------

投资摘要：

短期冷静看待外销承压，长期不改全球家电制造大国地位。中国是世界主要的家电出口国，疫情影响海外需求波动传导到中国难以避免。上市公司方面，除外向型企业外，家电整体海外业务占比相对合理，影响相对有限。

中国国内家电产业链完整、零部件品类齐全，新冠疫情对世界制造业的冲击，更加凸显了中国家电产业自给自足的生产可控性和自主性。家电龙头企业，一方面可以通过接受国际订单转移来对冲外需减少，另一方面，可以进一步提高全球市场占有率。

刺激政策只是消费需求的“调度员”，市场的真实需求才是“湿雪、长坡”。消费刺激政策可以做到削峰填谷的作用，难免透支需求。在行业竞争格局稳固、品类迭代发展平稳的情况下，行业长期逻辑不变。城镇化率稳步提升带动新房配置，城、乡家电产品渗透率提升提高保有量，产品迭代、高端化推动均价提高不受短期扰动影响。

政策落地尚存在不确定性，不影响长期资本市场信心和消费者购买力。消费者购买力来自消费者信心，是对未来收入预期的判断，消费刺激政策的宗旨是为了刺激需求。进而使经济体健康运营，提高收入预期和优惠补贴都会提升消费者的信心和收入预期，进而对实际需求的释放有着正积极地作用。政策出台与否，家电需求的释放都会多少受益于宏观政策对消费的积极引导。

横纵比较，家电板块已颇具吸引力。中国家电企业，是具有世界竞争力的优质资产。高分红比率搭配高ROE将带来外资的持续青睐。对比过去五年的家电龙头标的已经接近估值底部，投资价值显现。

投资策略：

短期疫情对家电行业海外需求冲击明显。国外疫情逐步得到重视并控制，疫情达到峰值是市场对海外需求信心转变的节点。

国内需求受之前隔离的影响正逐步得到缓解，随着产销正常化以后，二季度将对一季度需求延迟的进行满足，预计基本面拐点也将在第二季度出现。

家电后期或有消费刺激政策，强力的消费政策对短线需求尤其更新需求提振明显。促销时点叠加或有政策，是需求集中兑现并托底今年基本面的重要事件。

目前家电板块外资持股已经进入回升阶段，估值已进入历史估值的低位，投资价值显现。

风险提示：行业政策出现重大变化、疫情发展成果、复工复产不及预期等。

目 录

1. 短期冷静看待外销承压，长期不改全球家电制造大国地位	4
1.1 中国是世界家电工厂，疫情带来行业短期外需承压难以避免	4
1.2 中国家电产业链完备，疫情或强化中国制造业全球地位	5
2. 客观看待“后疫情”时代，长期确定性不变	6
2.1 刺激政策只是消费需求的“调度员”，市场的真实需求才是“湿雪、长坡”	6
2.2 真实需求稳定客观，长期行业确定性依旧	8
3. 投资价值如故，周期循环往复	11
3.1 政策落地尚存在不确定性，不影响长期消费者购买力和资本市场信心	11
3.2 横纵比较，家电板块估值已具有吸引力	12
4. 风险提示	12
相关报告汇总	13

表格目录

表 1: 新冠疫情过后各地消费券政策	7
表 2: 中国家电保有量对标日本	9
表 3: 中国与海外标的对比，中古俄标的盈利能力更强，分红比例更高	12

插图目录

图 1: 中国家电主要出口至美、日、英	4
图 4: 我国国内市场规模较大	4
图 5: 中国大白电国内市场规模大，占全球总销量比例高	4
图 2: 2019 年中报披露海外收入占比	5
图 4: 龙头厂商供应、排产体系完备	5
图 5: 中国大白电国内市场规模大，占全球总销量比例高	5
图 2: 各品类家电全球出口格局	6
图 8: 洗衣机城乡差距快速缩小	7
图 9: 冰箱城乡差距快速缩小	7
图 10: 彩电城乡差距微乎其微	7
图 11: 空调处于成长期，农村渗透率快速提升但仍有差距	7
图 12: 冰洗产品的快速普及催化行业进入更新时代	8
图 13: 冰洗前期透支的需求已经在 15-18 年逐步消化	8
图 14: 家电需求	8
图 15: 市占率（量）波动长期存在，但总体格局从未改变	9

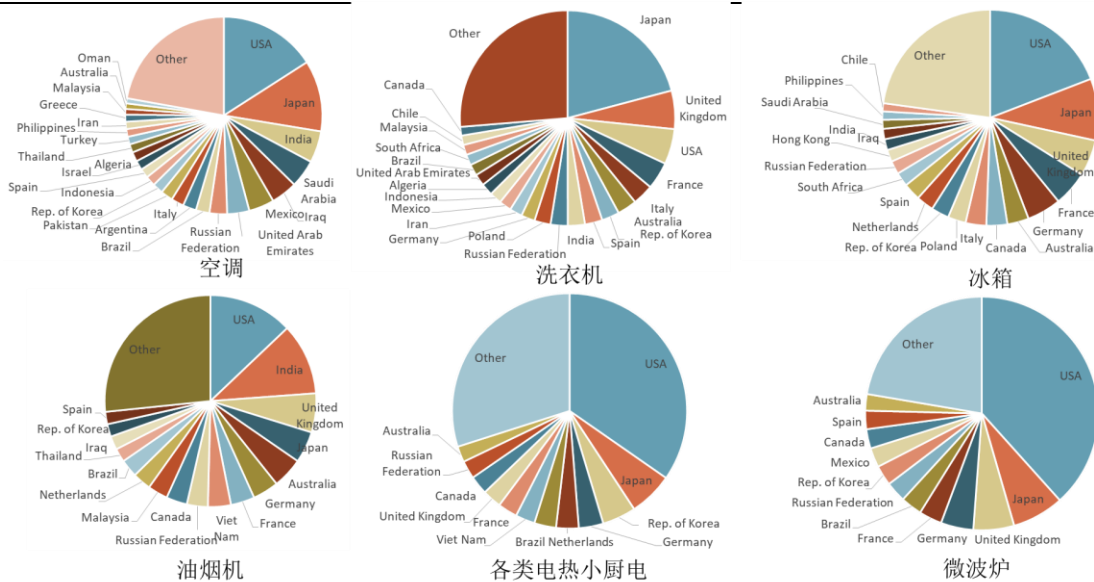
图 16：我国空调市场竞争格局自 2007 年就已经形成（量）	9
图 17：中国品牌力指数 SM（C-BPI®）空调品牌	9
图 18：空调行业市占率变化	9
图 19：空调业务毛利率结构化明显	10
图 20：净利率差距明显	10
图 21：应付账款来看龙头公司上游占款明显优于行业	10
图 22：资金的占用能力及各品牌资产的营运能力格局稳定	10
图 23：美国个人消费和 GDP 增长齐头并进.....	11
图 24：日本自广场协定之后，国内经济和内需横盘停滞至今	11
图 25：强力政策刺激下家电板块持续跑赢大盘	11
图 26：2009-2013 年家电政策刺激时期，家电板块表现较好	11
图 27：目前家电龙头企业估值正处于过去五年的低位	12
图 28：白电板块价值凸显	12

1. 短期冷静看待外销承压，长期不改全球家电制造大国地位

1.1 中国是世界家电工厂，疫情带来行业短期外需承压难以避免

中国是世界家电生产基地，也是世界最主要的家电出口国。中国是全球最大的家电产品出口国，家电出口占全球家电产品出口总额的1/4以上。单个品类来看，中国空调出口额占世界出口总额的56.93%。洗衣机、油烟机、冰箱及冰柜的出口额，均在全球出口总额的1/4左右。美、日、英是中国家电的主要进口国，对比多个品类可以看出，各品类产品进口额占中国总出口的3成以上。受疫情影响，全球家电产品短期外购需求波动传导到中国难以避免。

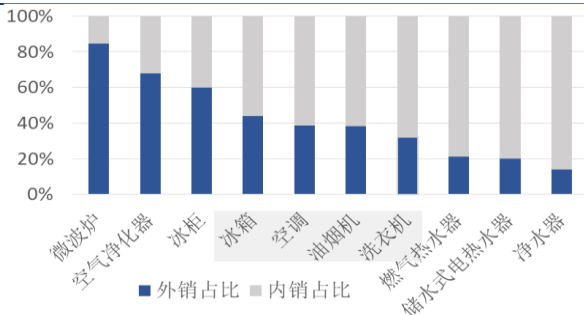
图 1：中国家电主要出口至美、日、英



资料来源：Comtrade，东兴证券研究所

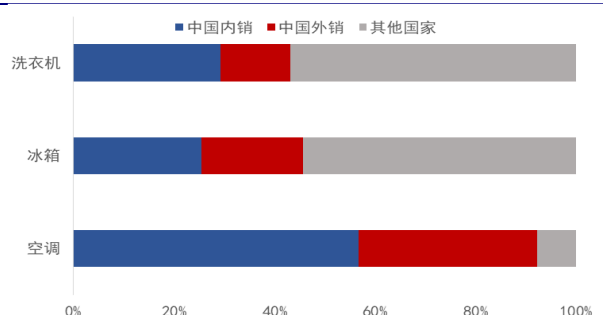
中国国内市场体量大，出口波动对行业总体需求影响相对有限。中国国内市场是家电行业尤其大家电行业主要的需求来源，空调、冰箱、洗衣机等白电产品内需比例占比均在60%左右。小家电产品由于品类成熟度和国内、外市场需求存在差异，表现较为分化。

图 2：我国国内市场规模较大



资料来源：wind，产业在线，网络资料整理，东兴证券研究所

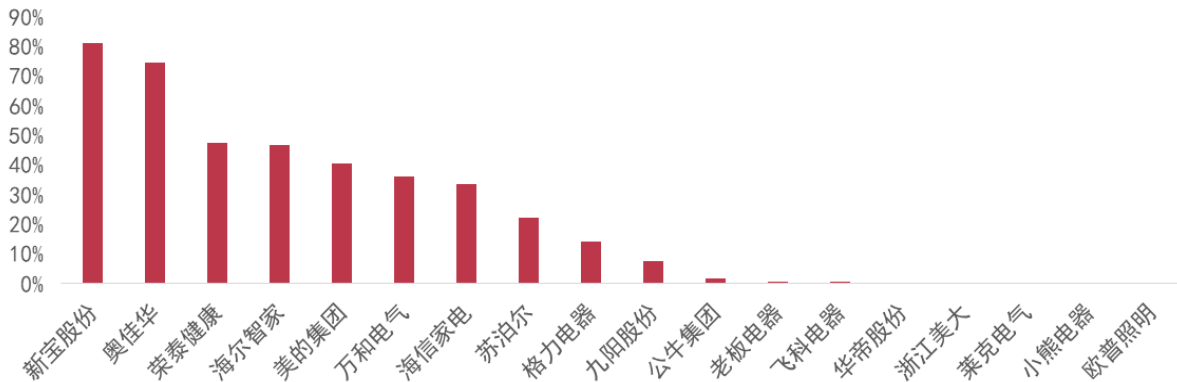
图 3：中国大白电国内市场规模大，占全球总销量比例高



资料来源：产业在线，网络资料整理，东兴证券研究所

除外向型企业外，中国家电上市公司整体海外业务占比相对合理。外向型企业出口比例基本在70%-80%之间，预计受海外需求波动影响程度相对较高。综合型企业以白电龙头美的集团和海尔智家为代表，出口比例在40%-50%之间，相对合理。内向型企业多以国内市场为主，部分家电品类，例如厨电，出口主要由非上市代工生产企业为主导。

图 4：2019 年中报披露海外收入占比



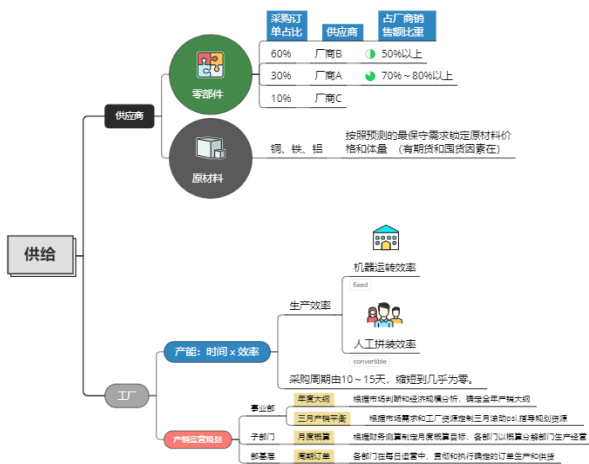
资料来源：wind, 东兴证券研究所

1.2 中国家电产业链完备，疫情或强化中国制造业全球地位

中国国内家电产业链完整、零部件品类齐全，生产制造对国外供给依赖程度小。中国拥有全球最丰富最复杂的产业链条是联合国唯一拥有全部工业门类的国家，拥有联合国产业分类规定的 39 个大类、191 个中类、525 个小类全品类。

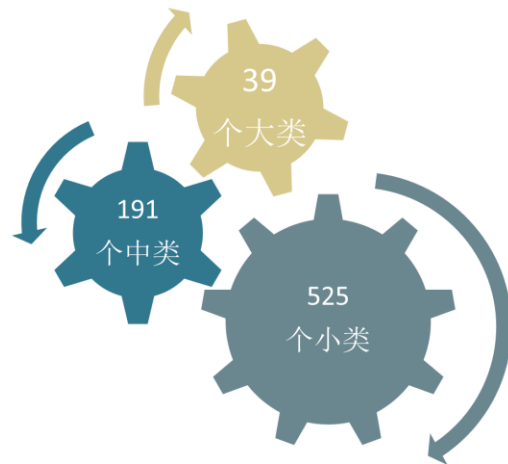
目前中国家电企业的原材料基本可从国内采购，龙头公司具有完备的产业纵深布局，大多数零部件自给自足，生产经营对零部件外部采购依赖较小，仅有部分电子元器件或根据客户指定从以日、韩为主的国外采购，主要为高端型号所需。完善的产业链配套和零部件供给是中国作为家电业制造基地核心优势。

图 5：龙头厂商供应、排产体系完备



资料来源：东兴证券研究所

图 6：中国工业基础牢固，供应链完善



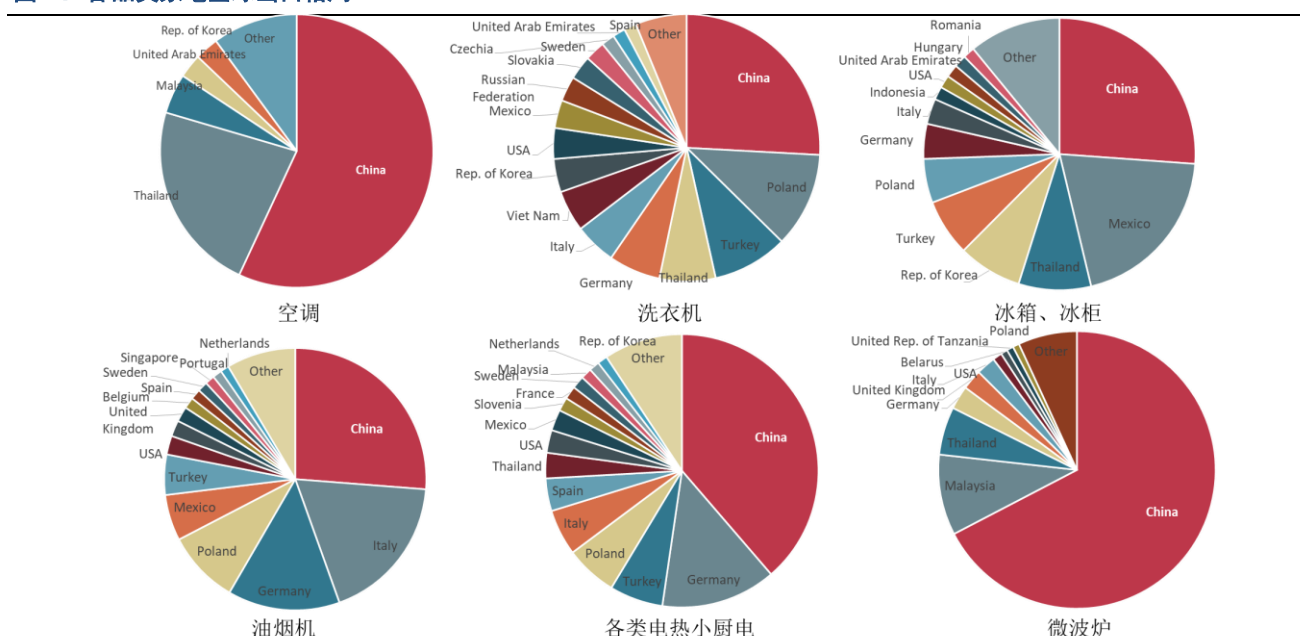
资料来源：东兴证券研究所

中国家电输出国地位或进一步强化。从全球家电出口市场格局可以看出，部分品类如空调、微波炉等，中国已占据绝对优势。从洗衣机、冰箱、以及油烟机等产品来看，仍具备较大提升空间。

新冠疫情对世界制造业的冲击，更加凸显了中国家电产业自给自足的生产可控性和自主性。率先复工复产的中国家电产业链也将在未来一段时间作为填补世界产能缺口的重要力量，国际订单的逐步转移或将进一步强化中国作为世界家电产品输出国的地位。

原材料和零部件自供比例较高的家电龙头企业，一方面可以通过接受国际订单转移来对冲外需减少，另一方面，可以进一步提高全球市场占有率。

图 7：各品类家电全球出口格局



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 客观看待“后疫情”时代，长期确定性不变

2.1 刺激政策只是消费需求的“调度员”，市场的真实需求才是“湿雪、长坡”

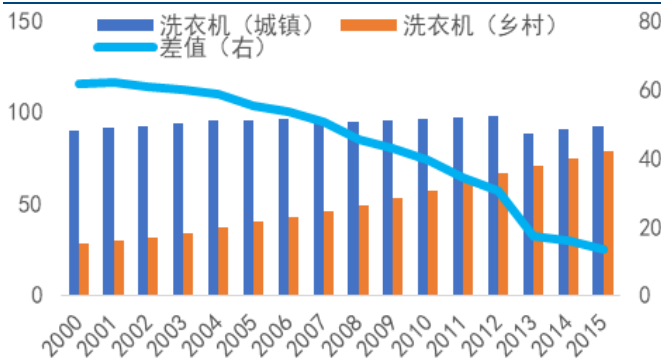
积极的消费政策是政府调节宏观经济的看得见的手。疫情高峰过去，各部委及时表态，积极预热。3月26日，工业和信息化部办公厅发布《关于开展产业链固链行动 推动产业链协同复工复产的通知》，通知意指以龙头企业带动上下游配套企业协同复工复产，决定开展产业链固链行动。与此同时各地也出台多种消费券激发市场消费潜力。

表 1: 新冠疫情过后各地消费券政策

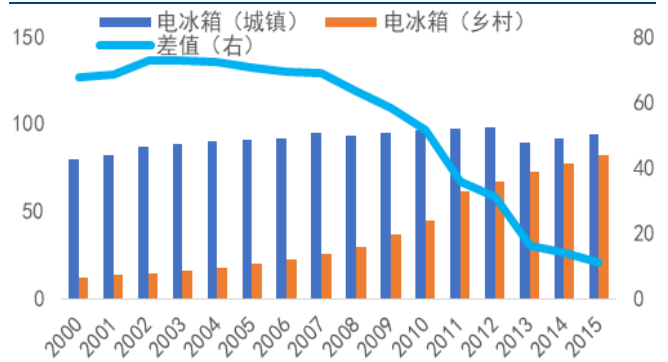
地区	金额	内容
南京	3.18 亿元	餐饮消费券、体育消费券、图书消费券、乡村旅游消费券等
浙江	10 亿	文旅消费券
四川	-	支持各地通过推出文旅消费券惠民卡等措施，释放消费潜力
济南	2000 万元	面向留有景区、旅行社、影剧院、演艺场所等文旅企业推出惠民消费券
广州	3 亿元	财政资金用于文旅产业复苏
宁波	约 200 亿元	以企业联合或者独立发放消费券、代金券、优惠券等让利模式
...		

资料来源：新闻整理、东兴证券研究所

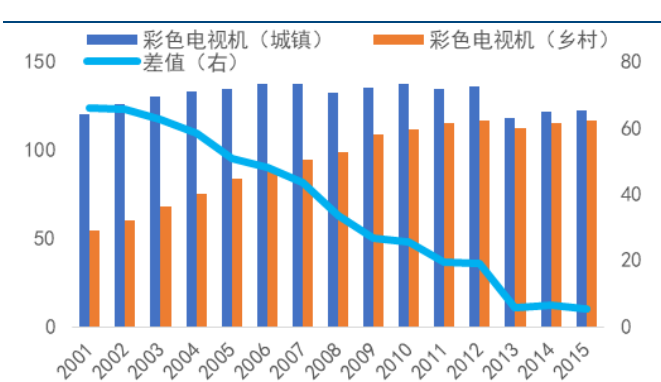
有力度的消费政策立竿见影。回顾 2008-2013 家电下乡给予产品销售价格 13% 的财政资金直补、以旧换新 10% 的补贴额度 2011-2012 年家电均价为 2631.66 元，相当于机每台机子财政直补 250-350 元不等，节能补贴 150-400 不等，力度较大。较高高强度补贴之下，我国城乡家电保有量差距快速缩小。成熟品类如洗衣机、冰箱、彩电，城乡保有量差距大幅缩减。处于成长阶段的空调城乡差距虽仍在扩大，但农村地区保有量快速提升。

图 8: 洗衣机城乡差距快速缩小


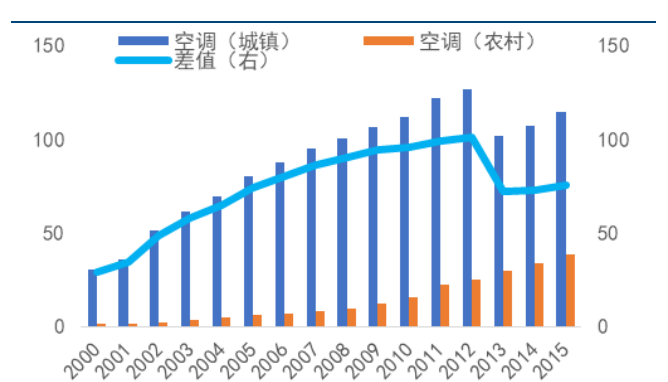
资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 9: 冰箱城乡差距快速缩小


资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 10: 彩电城乡差距微乎其微


资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

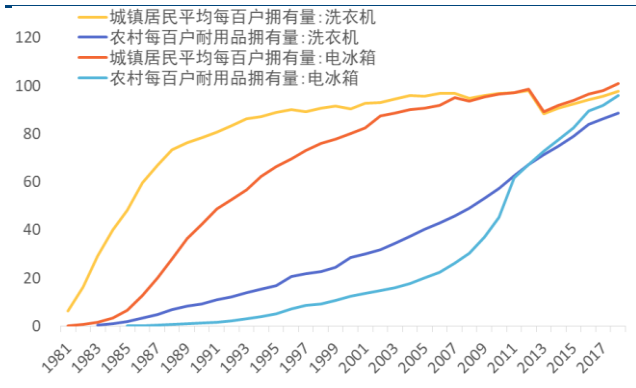
图 11: 空调处于成长期，农村渗透率快速提升但仍有差距


资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

消费刺激政策难免“寅食卯粮”。冰箱和洗衣机行业的成长过程切实反映了产业政策对行业真实需求的调节。冰箱渗透率的快速提升使其透支了之后三年的部分需求，政策褪去之后，冰箱被透支的需求便显现出来。

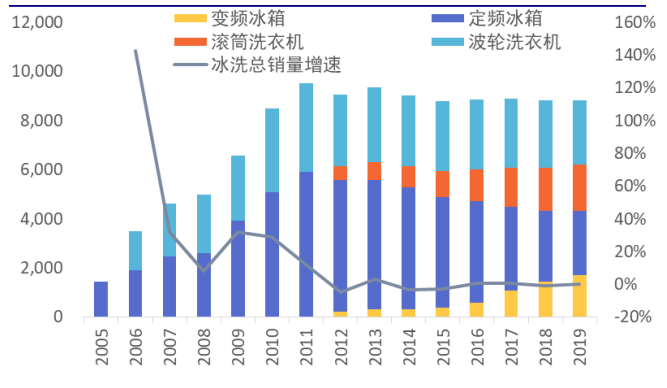
市场的真实需求是长期行业确定性的根基所在，不受短期疫情或政策的影响。冰箱、洗衣机为一户一机型家电产品，2015年之后可以看到冰箱、洗衣机销量合计增速围绕0%上下波动。从历史数据的波动可看出，冰箱在政策刺激期间透支了后几年的需求，洗衣机需求稳步释放。到2019年城、乡保有量都趋近长期合理保有量百户百台，冰、洗内销量基本持平。行业销售最终向市场的真实需求靠拢。

图 12：冰洗产品的快速普及催化行业进入更新时代



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 13：冰洗前期透支的需求已经在 15-18 年逐步消化



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

2.2 真实需求稳定客观，长期行业确定性依旧

短期需求波动无论内需还是外需都无可避免，长期行业运转仍将回归原有秩序。行业长期逻辑不变，城镇化率稳步提升带动新房配置，城、乡家电产品渗透率提升提高保有量；产品迭代、高端化推动均价提高。量与价的稳定增长趋势逻辑将会持续得到验证。

图 14：家电需求



资料来源：东兴证券研究所

中国家电保有量仍有提升空间。乐观来看，空调还有约一倍以上的保有量提升空间，冰箱、洗衣机分别有 20%和 15%以上的需求潜力。

表 2: 中国家电保有量对标日本

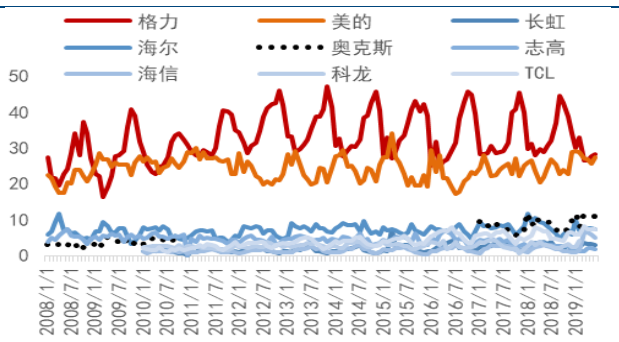
	日本每百户保有	中国城镇保有量	中国乡村保有量	中国城镇提升空间	中国乡村提升空间
空调	281.3	142.18	65.25	49%	77%
彩电	210.4	121.26	116.58	42%	45%
冰箱	125.6	100.92	95.87	20%	24%
洗衣机	109.1	97.69	88.55	10%	19%

资料来源：日本总务省、国家统计局东兴证券研究所

竞争格局稳固是家电行业平稳运行的保障。家电行业尤其白电行业，龙头企业长期经营形成的品牌优势、产业链议价能力以及规模优势难以撼动。我们在之前的“见微知著”系列报告《水大鱼大，空调行业格局稳固》里，以空调行业为例，论述了相关观点：

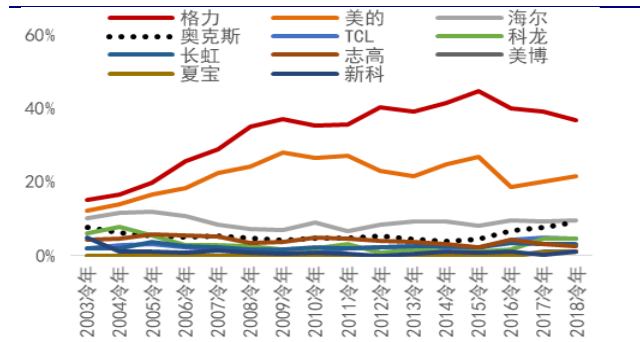
市占率是波动一直存在，空调格局依旧稳定。复盘空调行业市场格局的变化可以看出，行业中市占率的一直处于变化之中，但空调行业始终是以格力、美的两大厂商长期保持 20% 以上的市场份额。从冷年销量来看，我们认为我国空调行业内销的竞争格局大约在 2007 冷年前后形成，2007 年之后格力和美的在市场整体份额上总和超过 50%，双寡头格局正式确立。

图 15: 市占率 (量) 波动长期存在, 但总体格局从未改变



资料来源：产业在线、东兴证券研究所

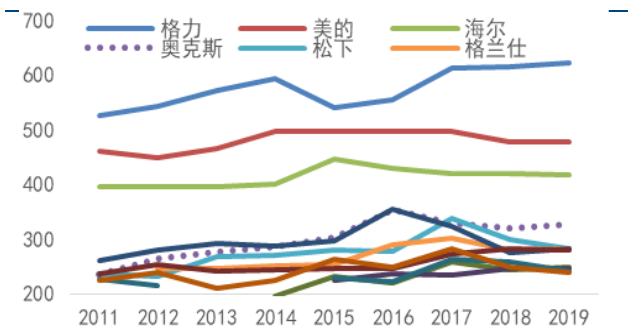
图 16: 我国空调市场竞争格局自 2007 年就已经形成 (量)



资料来源：艾肯、东兴证券研究所

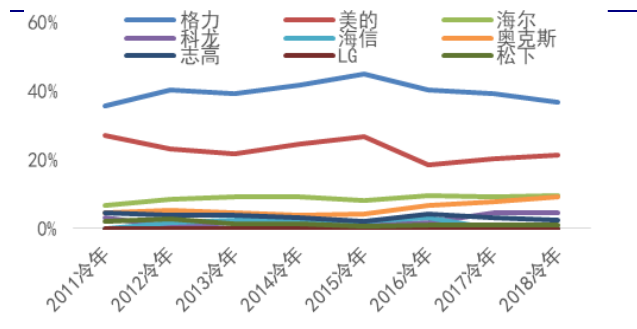
消费者的心智格局是市场格局的实质。比起客观事实消费者更加相信自己的心智判断，稳固的消费者心智格局带来的是稳固的行业市场格局。中国品牌力指数印证了艾，里斯关于心智格局的稳中趋集的理论，空调行业得市场占有率格局也证明消费者心智是市场终端需求格局的反应。

图 17: 中国品牌力指数 SM (C-BPI®) 空调品牌



资料来源：Chnbrand 中国品牌力指数 SM (C-BPI®)、东兴证券研究所

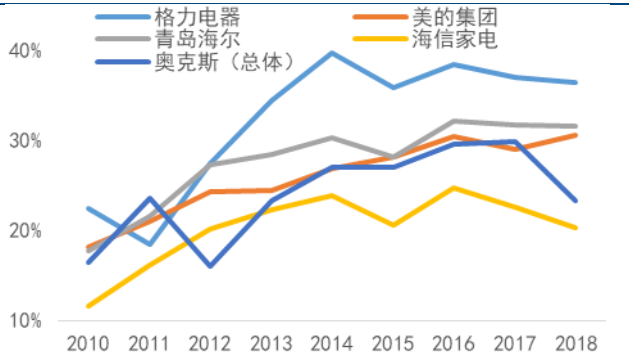
图 18: 空调行业市场格局变化



资料来源：艾肯、东兴证券研究所

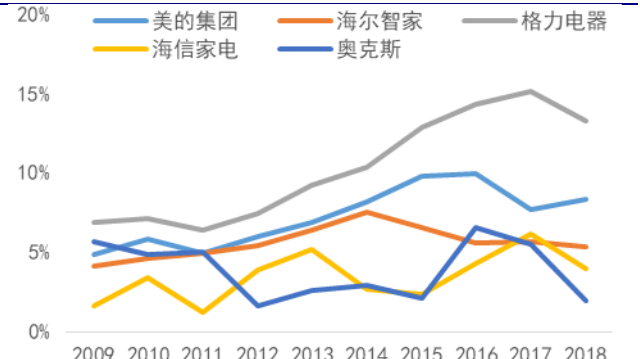
竞争格局中的优势方更容易获得超额收益。盈利能力是上下游议价能力的直观表现，即对于其上游的供应商存在规模采购的低价优势，以及对下游渠道的品牌溢价的定价优势。竞争格局带来的议价优势会进一步加强格局的稳定性。

图 19：空调业务毛利率结构化明显



资料来源：wind、东兴证券研究所

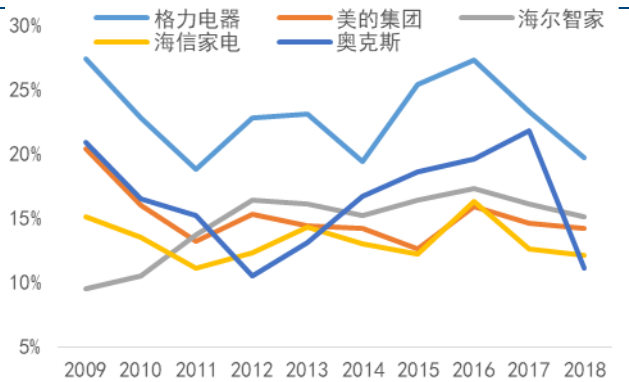
图 20：净利率差距明显



资料来源：wind、东兴证券研究所

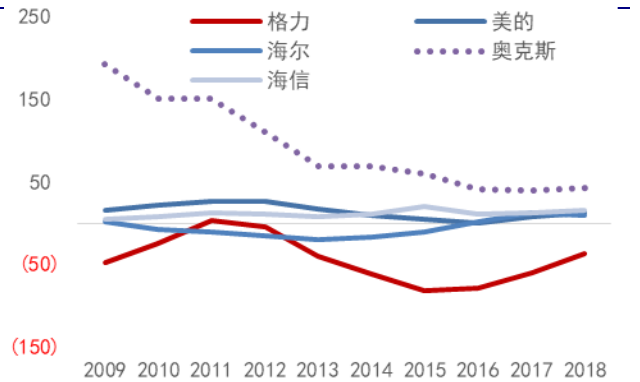
对上下游往来资金的把控力进一步加强了公司的资金链强度。净营业周期用来衡量研产销一体化的企业的营运能力，净营业周期越短，公司的资产运营效率就越高，企业对上下游资金的占用能力及自身资产的营运能力就越强。体现的是一家企业从采购原材料进行生产、到销售产品、到最后收回现金的整个过程所需要的天数。龙头企业通过上下游议价优势形成了较低的净营业周期，这一点又会反过来强化公司经营和公司的行业地位。

图 21：应付账款来看龙头公司上游占款明显优于行业



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 22：资金的占用能力及各品牌资产的营运能力格局稳定



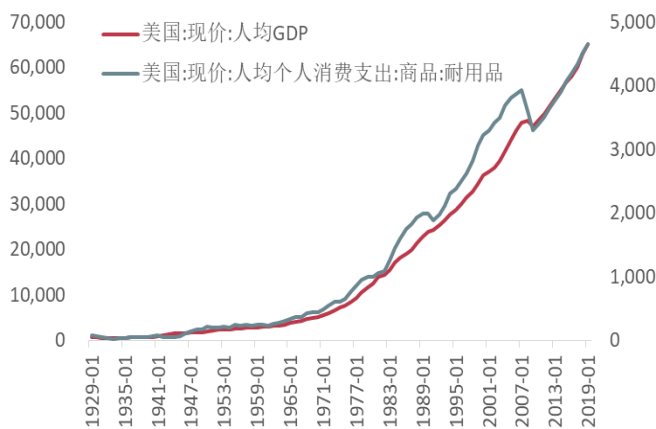
资料来源：wind、东兴证券研究所

净营业周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数

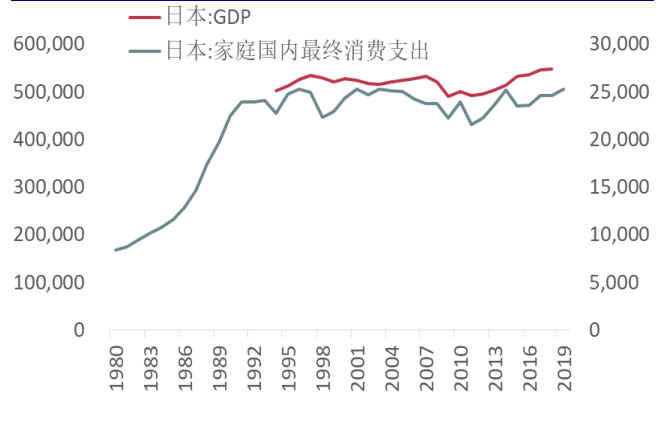
3. 投资价值如故，周期循环往复

3.1 政策落地尚存在不确定性，不影响长期消费者购买力和资本市场信心

政策还在“喊话”阶段，时间、强度、补贴、方向来源都有较大不确定性。消费者购买力来自消费者信心，是对未来收入预期的判断，消费刺激政策的宗旨是为了刺激需求。进而使经济体健康运营，提高收入预期和优惠补贴都会提升消费者的信心和收入预期，进而对实际需求的释放有着正积极地作用。政策出台是否着重针对家电，家电需求的释放都会多少受益于宏观政策对消费的积极引导。

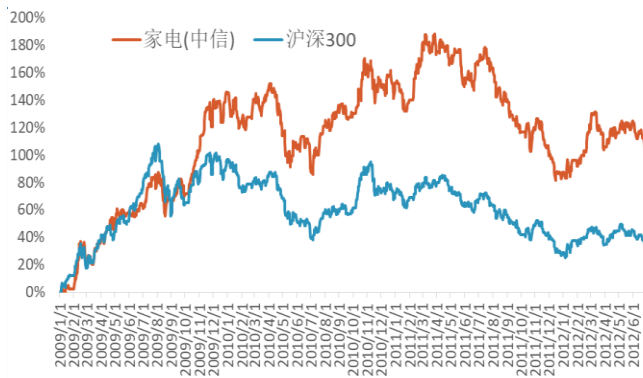
图 23：美国个人消费和 GDP 增长齐头并进


资料来源：wind、东兴证券研究所

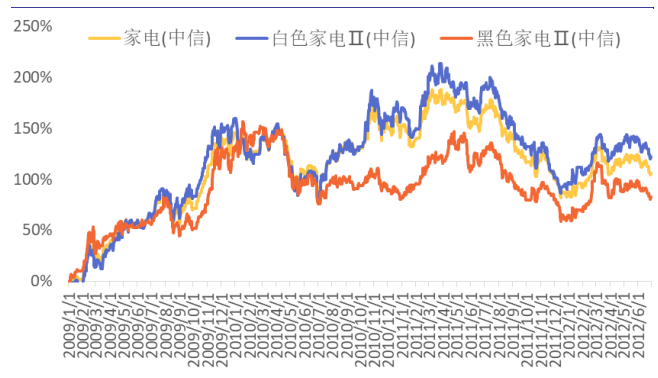
图 24：日本自广场协定之后，国内经济和内需横盘停滞至今


资料来源：wind、东兴证券研究所

政策的强度大小对重塑市场信心有着重大意义。消费刺激政策对短期克服需求低迷，也为上市公司业绩起到了一定程度上的支撑。回顾 2009-2013 政策周期，家电板块表现突出，板块指数大幅跑赢大盘。由于白电在家电下乡、以旧换新和节能补贴过程中品类更多，上市公司竞争格局更为集中，进而有更好的市场表现。

图 25：强力政策刺激下家电板块持续跑赢大盘


资料来源：wind、东兴证券研究所

图 26：2009-2013 年家电政策刺激时期，家电板块表现较好


资料来源：wind、东兴证券研究所

3.2 横纵比较，家电板块估值已具有吸引力

中国家电企业，是具有世界竞争力的优质资产。外资是 2019 年家电板块标的价值发掘的主要推手，高峰时期格力、美的以及海尔北上资金持有持股比例分别是 22.80%、26.64%以及 25.27%，目前（3 月 30 日）北上资金自由流通股持有 21.27%、23.25%以及 23.26%，较前期的下跌已有所回升。中国家电板块标的的比较优势，高的分红比率搭配高 ROE 将带来外资的持续青睐。

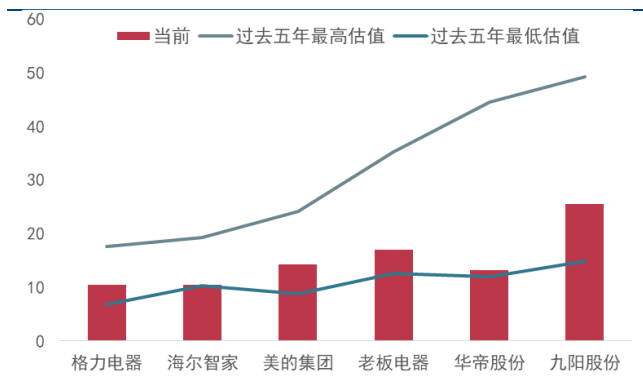
表 3: 中国与海外标的对比，中国标的盈利能力更强，分红比例更高

(亿人民币)		当前市值	净利润 (亿人民币)			PE			股利支付率
ROE			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2019
格力电器	26%	3133.00	262.02	281.38	312.11	8.19	11.13	10.04	50%
美的集团	24%	3359.00	202.31	237.53	266.09	12.11	14.14	12.62	40%
海尔智家	19%	941.00	74.40	89.88	93.45	11.85	10.47	10.07	30%
(百万美元)		当前市值	净利润			PE			股利支付率
ROE			2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2019
A.O.史密斯	26%	6274.50	444.20	370.00	365.30	14.13	16.96	17.18	40%
赛博	20%	5621.80	494.90	425.10	482.20	11.36	13.22	11.66	26%
德龙	17%	1911.10	218.20	180.20	182.30	8.76	10.61	10.48	31%
伊莱克斯	18%	4921.10	438.40	265.50	431.40	11.23	18.54	11.41	166%
大金	15%	32826.60	1706.30	1705.30	1868.60	19.24	19.25	17.57	25%
林内	7%	3142.80	191.30	184.70	194.80	16.43	17.02	16.13	23%
惠而浦	-8%	6442.60	-183.00	1184.00	1039.60	-35.21	5.44	6.20	27%

资料来源：彭博、wind、国家统计局东兴证券研究所

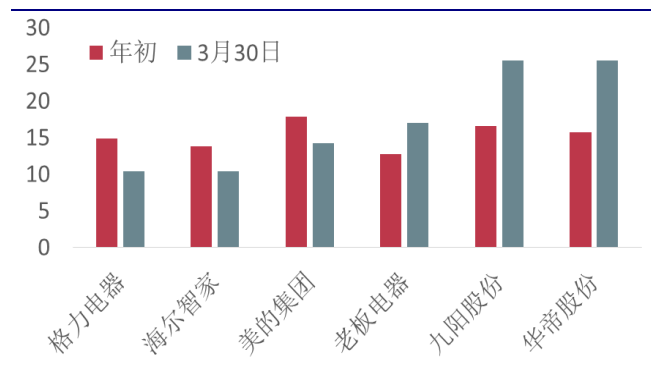
对比过去五年的家电龙头标的已经接近估值底部。年初至今，受出口订单影响较小或受益于房地产竣工面积提升的厨电以及小家电有较好表现，老板电器、九阳股份、华帝股份都较 2020 年初保持增长。相比之下白电板块受海外订单以及海外资金流动性收缩影响，估值接近过去 5 年估值底部，投资价值显现。

图 27：目前家电龙头企业估值正处于过去五年的低位



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 28：白电板块价值凸显



资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 风险提示

行业政策出现重大变化、疫情发展成果、复工复产不及预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	“见微知著”系列报告：水大鱼大，空调行业格局稳固	2019-08-28
行业	东兴家电专题：低线市场二三事	2019-07-03
行业	政策刺激更新需求，利好多品类龙头	2019-06-11
行业	东兴家电专题：关于多品牌布局的一些思考	2019-06-03
行业	LED照明产业：在集约中走向繁荣	2019-05-13
行业	家电行业事件点评：关于政策刺激家电更新需求的一些讨论	2019-04-18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：闵繁皓

金融硕士研究生，2017年5月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。