

家用电器

Q2 经营趋势向上，期待下半年加速回暖

2020 年上半年经营整体承压，Q2 恢复迅速。收入端：受疫情影响，2020H1 家电行业收入下滑严重；2020 年 Q2 被抑制的消费需求得到释放，各行业收入加速恢复。**利润端：**2020H1 整体行业利润端下滑幅度大于收入端；2020 Q2 各行业加速恢复，小家电利润恢复速度最快。**毛利率端：**2020H1 全行业毛利率同比存在一定下滑，其中白电下滑幅度最大；2020 年 Q2 多个子板块毛利率同比增长。**期间费率：**2020 年上半年各家电企业控制费用支出，销售、管理、研发有不同程度的波动。

细分板块：大家电受影响，小家电高景气。**1) 白电：Q2 边际改善显著。**收入及利润端，受到疫情影响，各白电企业 Q1 收入及利润下滑较大，但 Q2 加速恢复，其中海尔智家与美的集团收入端表现突出，美的集团 Q2 净利润增速转正。**盈利能力上，**各白电企业由于促销活动力度较大，因此 Q2 毛利率仍旧下滑。**未来展望：**地产竣工及销售回暖驱动白电企业下半年回暖；从预收款角度分析，预计白电企业也将迎来收入的反弹。**2) 厨电：地产竣工带动恢复。**收入及利润端，上半年疫情导致收入及净利润下滑严重，但得益于地产竣工于 Q2 逐步恢复，收入降幅同期收窄，其中老板电器得益于工程渠道率先恢复，拉动 Q2 的收入及净利润改善。**盈利能力上，**2020H1 整体板块毛利率下滑，Q2 下滑幅度收窄。由于低毛利率的工程渠道率先恢复，导致各企业产品结构变动进一步将其毛利率下滑。**未来展望：**传统厨电方面，竣工拉动销量回升，工程端持续向好；集成灶企业，多渠道布局强化，不断渗透市场。**3) 照明及民用电工：Q2 市场逐步复苏。**收入及利润端：2020H1 板块收入下滑较大，Q2 加速改善。其中，欧普照明及公牛集团 2020Q2 迎来显著回暖。**盈利能力上，**2020H1 及 Q2 板块整体毛利率提升，其中欧普照明 Q2 毛利率提升得益于原材料价格下滑带来的成本红利。**未来展望：**随着疫情得到控制，线下零售加速恢复，照明及民用电工板块企业将加速恢复。**4) 小家电：持续高景气度。**收入及利润端，2020 年上半年小家电销售情况较好，且行业整体恢复较快，Q2 加速提升，其中长尾品类品牌表现突出。**盈利能力上，**小家电行业毛利率略有下滑，Q2 提速明显。2020 年上半年，小家电公司除苏泊尔外毛利率均同比上升。**后续展望：**小家电行业线上渠道比例将进一步提升，营销策略愈加年轻化；此外小家电龙头开始顺应时代潮流发展，小单品投入加大。

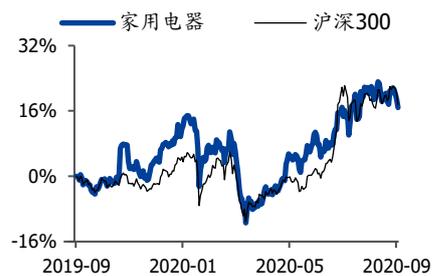
关注变革的企业。各家电企业主要从渠道和数字化转型进行变革。**1) 渠道方面：**美的集团进行了层级削减的改革；海尔智家进行全流程改革以及利益理顺；格力电器在渠道上进行改革，实现线上线下协同发展。**2) 数字化转型：**美的集团采用全面数字化及全面智能化转型；海尔智家进行数字变革，进一步提效增速。

投资建议。我们建议重视白电中的**海尔智家、美的集团和格力电器**（开启渠道改革的新篇章），小家电中的**九阳股份和苏泊尔**以及厨电、电工和照明板块的**老板电器、浙江美大、公牛集团和欧普照明**的投资价值。

风险提示：疫情影响家电出口；汇率波动风险；原材料价格波动风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

研究助理 郑紫舟

邮箱：zhengzizhou@gszq.com

相关研究

- 1、《家用电器：7月空调数据：冷年收官，等待行业改善》2020-08-19
- 2、《家用电器：寻找变革的企业，期待景气回升——2020年中期策略》2020-08-02
- 3、《家用电器：业绩前瞻：走出低谷，环比大幅改善》2020-07-06



内容目录

1.数据扫描：家电 2020H1 经营概览.....	5
2. 细分板块：大家电与小家电分化.....	9
2.1 白电：Q2 边际改善显著.....	9
2.2 厨电：地产竣工带动恢复.....	15
2.3 照明及民用电工：Q2 市场逐步复苏.....	23
2.4 小家电：持续高景气度.....	27
3 关注变革的企业.....	33
3.1 积极的渠道变革.....	33
3.2 紧跟时代的数字化转型.....	35
4 投资建议.....	36
风险提示.....	36

图表目录

图表 1: 半年度家电行业收入情况 (亿元).....	5
图表 2: 半年度子行业收入增速情况.....	5
图表 3: 2019Q1 Vs. 2020Q1 家电行业收入增速情况.....	5
图表 4: 2019Q2 Vs. 2020Q2 家电行业收入增速情况.....	5
图表 5: 半年度家电行业净利润情况 (亿元).....	6
图表 6: 半年度子行业净利润同比变动情况.....	6
图表 7: 2019Q1 Vs. 2020Q1 家电行业利润增速情况.....	6
图表 8: 2019Q2 Vs. 2020Q2 家电行业利润增速情况.....	6
图表 9: 各行业半年度毛利率情况.....	7
图表 10: 2019 VS 2020 年一季度毛利率情况.....	7
图表 11: 2019 VS 2020 年二季度毛利率情况.....	7
图表 12: 半年度销售费率水平.....	8
图表 13: 半年度管理费率 (含研发) 水平.....	8
图表 14: 半年度财务费率水平.....	8
图表 15: 单季度销售费率水平.....	9
图表 16: 单季度管理费率水平.....	9
图表 17: 单季度研发费率水平.....	9
图表 18: 单季度财务费率水平.....	9
图表 19: 半年度白电行业收入情况 (亿元).....	10
图表 20: 单季度白电行业收入同比增速.....	10
图表 21: 2020 年 1-6 月空调内销 (万台) 及增速 (%).....	10
图表 22: 2020 年 1-6 月空调外销 (万台) 及增速 (%).....	10
图表 23: 白电公司收入增速情况 (亿元).....	10
图表 24: 半年度白电行业毛利率情况.....	11
图表 25: 分季度白电行业毛利率情况.....	11
图表 26: 三大白电公司毛利率情况.....	11
图表 27: 半年度白电板块费率情况.....	12
图表 28: 分季度白电板块费率情况.....	12
图表 29: 白电公司期间费率情况.....	12
图表 30: 半年度白电板块净利润 (亿元).....	13
图表 31: 单季度白电板块净利润同比.....	13

图表 32: 各白电企业净利润情况 (亿元)	13
图表 33: 半年度白电板块现金流净额及销售商品收到的现金 (亿元)	14
图表 34: 单季度白电板块现金流净额及销售商品收到的现金 (亿元)	14
图表 35: 白电企业现金流及销售商品收到现金情况 (亿元)	14
图表 36: 2020 年冰、洗、空线下销售额同比情况	15
图表 37: 2020 年冰、洗、空线上销售额同比情况	15
图表 38: 白电企业预收款情况 (亿元)	15
图表 39: 半年度厨电板块收入情况 (亿元)	16
图表 40: 单季度厨电板块收入同比增速	16
图表 41: 2020 年单月精装开盘项目规模中, 住宅及公寓规模同比	16
图表 42: 2019 年精装厨电部品配置率	16
图表 43: 厨电公司收入增速情况 (亿元)	17
图表 44: 半年度厨电板块毛利率情况	17
图表 45: 分季度厨电板块毛利率情况	17
图表 46: 厨电公司毛利率情况	18
图表 47: 半年度厨电板块费率情况	18
图表 48: 分季度厨电板块费率情况	18
图表 49: 厨电公司期间费率情况	19
图表 50: 半年度厨电板块净利润 (亿元)	20
图表 51: 单季度厨电板块净利润同比	20
图表 52: 各厨电企业净利润情况 (亿元)	20
图表 53: 半年度厨电板块现金流净额及销售商品收到现金 (亿元)	21
图表 54: 单季度厨电板块现金流净额及销售商品收到的现金 (亿元)	21
图表 55: 厨电企业现金流及销售商品收到现金情况 (亿元)	21
图表 56: 油烟机增速和地产销售拟合图	22
图表 57: 老板电器收入及增速 (亿元, %)	22
图表 58: 集成灶渠道布局情况 (销售额占比)	22
图表 59: 集成灶市场销售情况及预计情况	23
图表 60: 半年度照明板块收入情况 (亿元)	23
图表 61: 单季度照明板块收入同比增速	23
图表 62: 照明企业营收情况 (亿元)	24
图表 63: 半年度照明板块毛利率情况	24
图表 64: 分季度照明板块毛利率情况	24
图表 65: 公牛集团及欧普照明公司毛利率情况	24
图表 66: 半年度照明板块费率情况	25
图表 67: 分季度照明板块费率情况	25
图表 68: 照明及民用电工公司期间费率情况	25
图表 69: 半年度照明板块净利润 (亿元)	26
图表 70: 单季度照明板块净利润同比	26
图表 71: 各企业净利润情况 (亿元)	26
图表 72: 半年度照明板块现金流净额及销售商品收到现金 (亿元)	27
图表 73: 单季度照明板块现金流净额及销售商品收到的现金 (亿元)	27
图表 74: 照明及民用电工企业现金流及销售商品收到现金情况 (亿元)	27
图表 75: 半年度小家电行业收入情况 (亿元)	28
图表 76: 单季度小家电行业收入同比增速 (%)	28
图表 77: 小家电公司收入增速情况 (亿元)	28

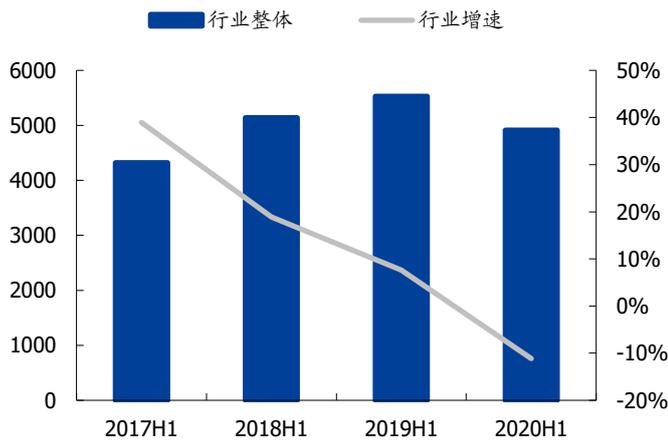
图表 78: 半年度小家电行业毛利率情况 (%)	29
图表 79: 分季度小家电行业毛利率情况 (%)	29
图表 80: 小家电公司毛利率情况 (%)	29
图表 81: 半年度小家电期间费率率情况.....	29
图表 82: 分季度小家电行业期间费率情况	29
图表 83: 小家电公司期间费率情况 (%)	30
图表 84: 半年度小家电行业净利润情况 (亿元)	31
图表 85: 分季度小家电行业净利润情况 (%)	31
图表 86: 小家电公司净利润情况 (亿元)	31
图表 87: 半年度小家电行业现金流情况 (%)	32
图表 88: 分季度小家电行业现金流情况 (%)	32
图表 89: 小家电公司经营性现金流情况 (亿元)	32
图表 90: 美的线下渠道体现变化.....	33
图表 91: 海尔的统仓统配改革和美的驱动层级削减的比较.....	34
图表 92: 2020 年格力电器直播销售情况 (亿元)	34
图表 93: 格力电器渠道情况	35

1.数据扫描：家电 2020H1 经营概览

收入及利润：2020年Q1 下滑严重，Q2 改善显著

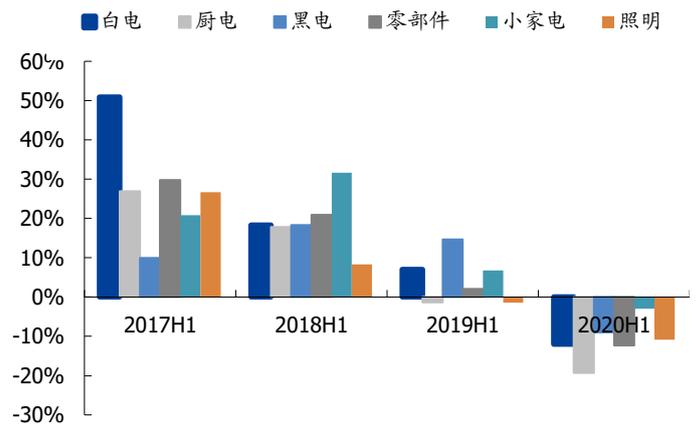
受疫情影响，2020H1 家电行业收入下滑严重。2020H1 家电行业整体收入同比下滑 11.14%。分子行业看，厨电收入下滑幅度最大 (-19.3%)，小家电下滑幅度相对较小。2020年Q2 被抑制的消费需求得到释放，各行业收入加速恢复。家电全行业收入同比上升 0.24%，较 Q1 有显著改善 (Q1 下滑 23.88%)。子板块中，小家电恢复速度较快。

图表 1：半年度家电行业收入情况 (亿元)



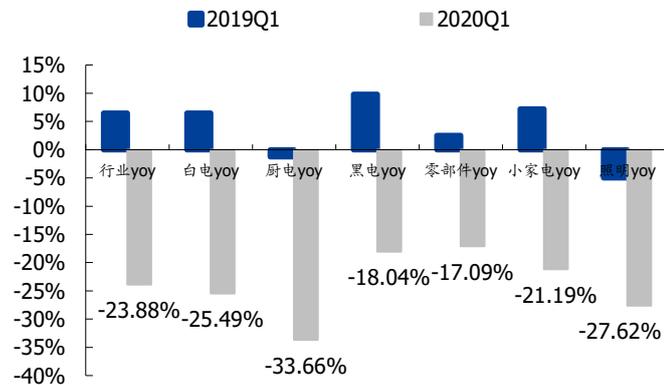
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：半年度子行业收入增速情况



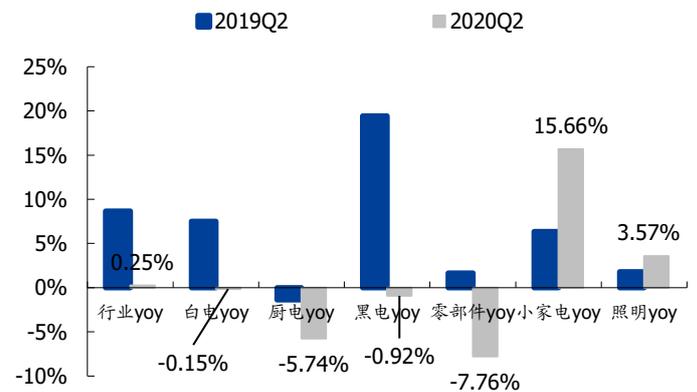
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3：2019Q1 Vs. 2020Q1 家电行业收入增速情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

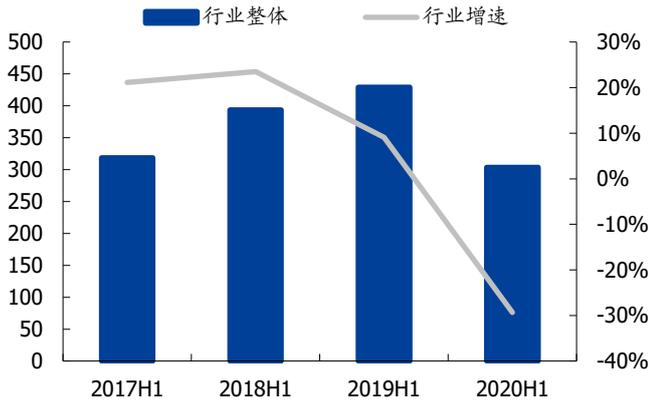
图表 4：2019Q2 Vs. 2020Q2 家电行业收入增速情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

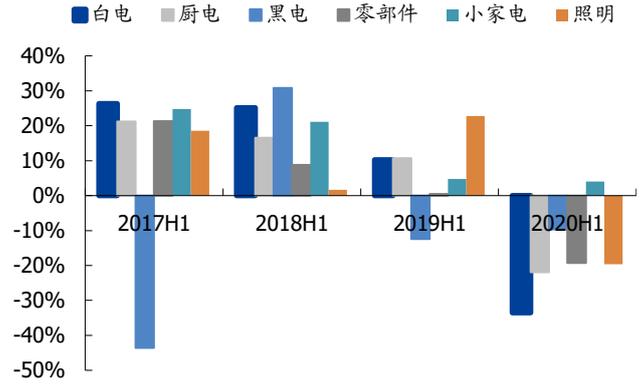
2020H1 整体行业利润端下滑幅度大于收入端。2020H1 家电行业净利润 303.3 亿元，同比下滑 29.34%。子板块中，仅小家电在增速为正，为 4.02%。2020 Q2 各行业加速恢复，小家电利润恢复速度最快。从全行业看，2020Q2 净利润降幅相比 Q1 大幅收窄，同比变动为-13.95%。子板块中，小家电同比增速最高，为 37.62%。

图表 5: 半年度家电行业净利润情况 (亿元)



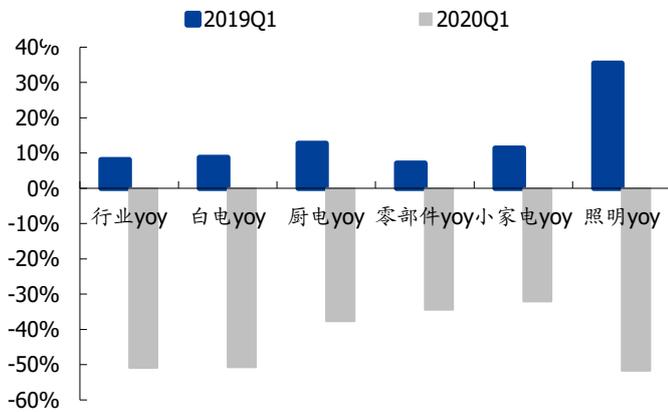
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 半年度子行业净利润同比变动情况



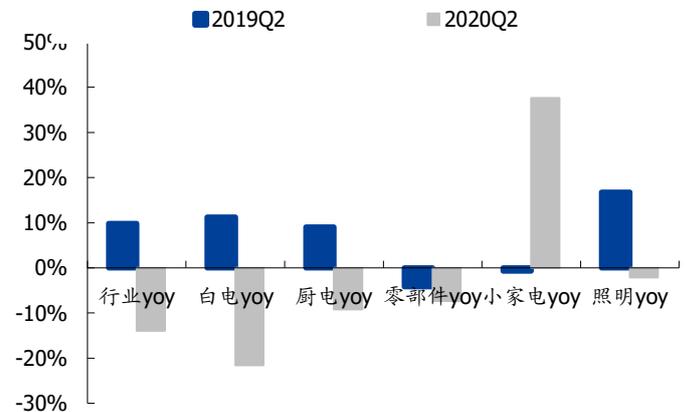
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2019Q1 Vs. 2020Q1 家电行业利润增速情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2019Q2 Vs. 2020Q2 家电行业利润增速情况



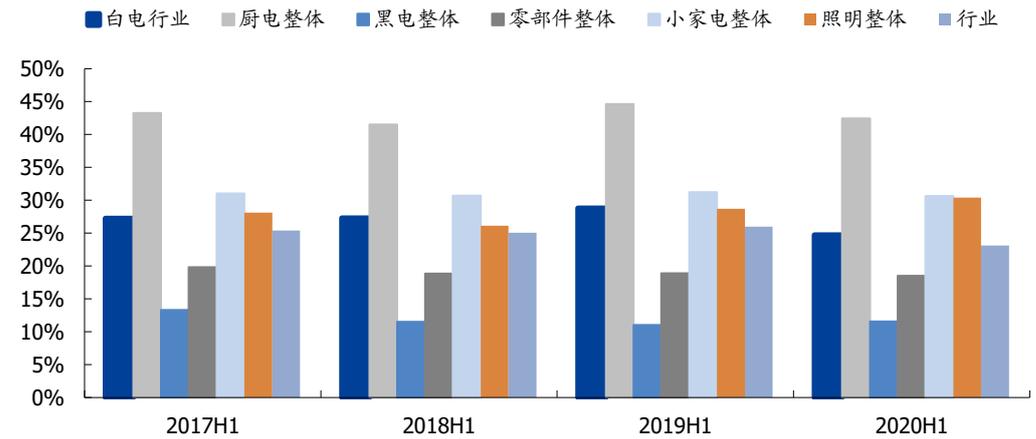
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 毛利率及费用率:

1) 规模效应降低导致毛利率承压

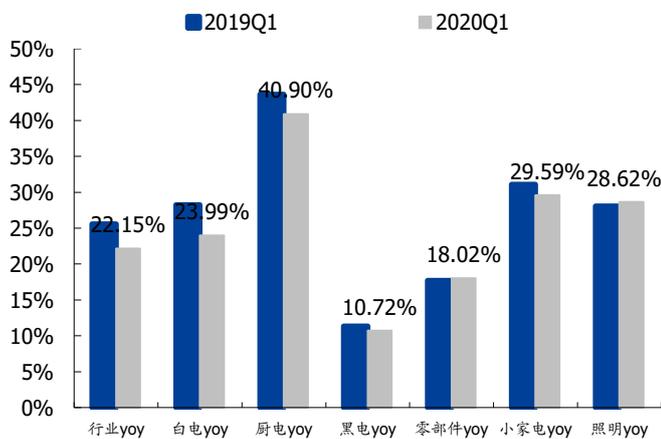
2020H1 全行业毛利率同比存在一定下滑, 其中白电下滑幅度最大。2020H1 全行业毛利率为 23.11%, 同比下滑 2.87pct。分子板块看, 白电下滑 4.07pct 至 24.74%, 降幅最大。**2020年Q2** 多个子板块毛利率同比增长。2020Q2 全行业毛利率为 23.77%、同比降幅为 2.6pct, 相比于 Q1 降幅收窄 (Q1 降幅为 3.4pct)。子板块中, Q2 黑电、零部件、小家电和照明的毛利率相较于一季度毛利率出现显著改善。

图表 9: 各行业半年度毛利率情况



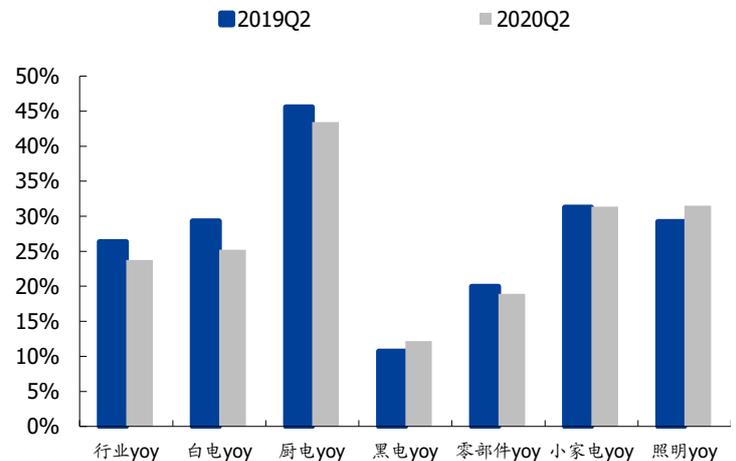
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2019 VS 2020 年一季度毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2019 VS 2020 年二季度毛利率情况

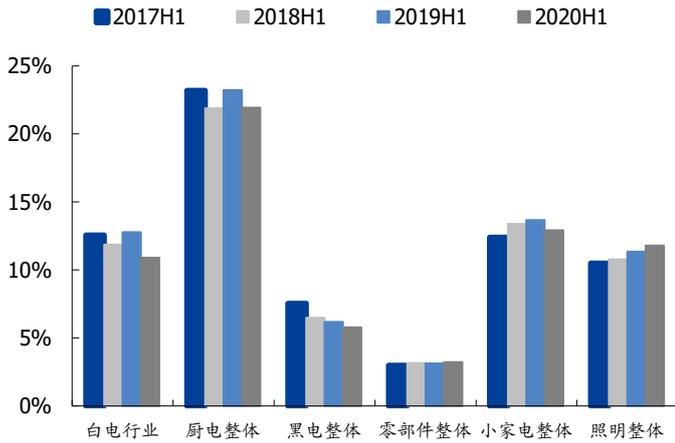


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 期间费用率: 控制支出

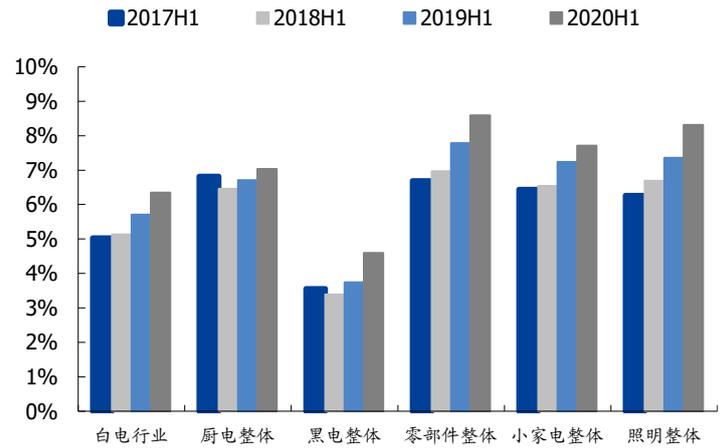
2020 上半年: 销售费率: 全行业费率下滑, 子行业中白电的下滑幅度最大, 主要系销售规模下滑带来的销售费用减少。**管理费率(含研发费):** 全行业费率上升, 子行业中照明行业的管理费率上升最多。**财务费率:** 2020 年上半年行业上升了 0.1pct 至 -0.17%, 但各子行业财务费率波动不一。

图表 12: 半年度销售费率水平



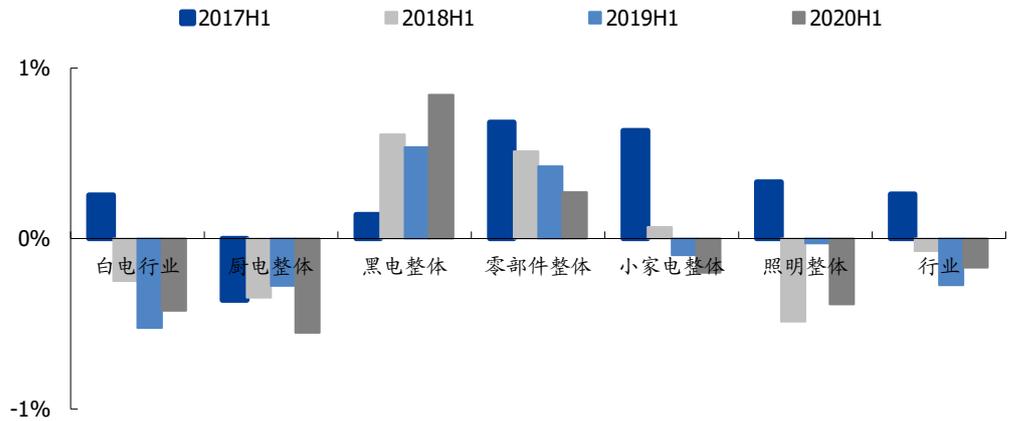
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 半年度管理费率(含研发)水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 半年度财务费率水平

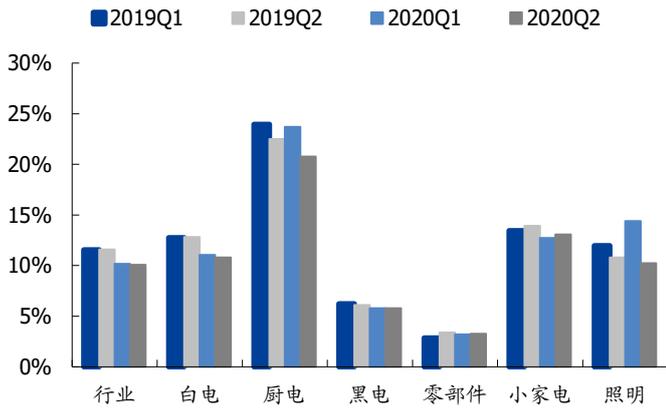


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分季度看:

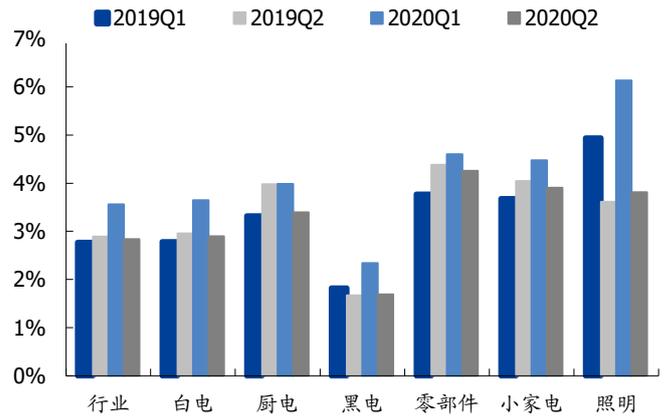
销售费率: Q2 全行业费率下滑幅度增大, 其中 2020Q1 下滑 1.38pct 至 10.18%, Q2 下滑 1.53pct 至 10.06%。子行业中照明行业销售费率变动由正转负。**管理费率:** 全行业 Q2 费率小幅下滑, 子行业中白电、厨电、零部件和小家电 Q2 为负增长。**研发费率:** Q2 全行业费率上升, 其中厨电和小家电出现研发费率下滑。**财务费率:** Q2 行业整体财务费率为负, Q2 子行业中仅零部件出现下滑。

图表 15: 单季度销售费率水平



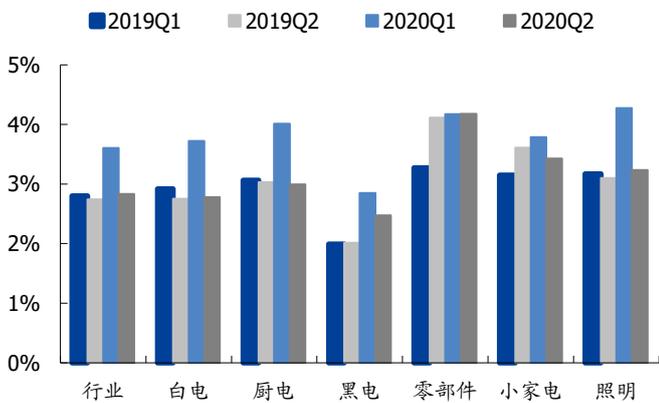
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 单季度管理费率水平



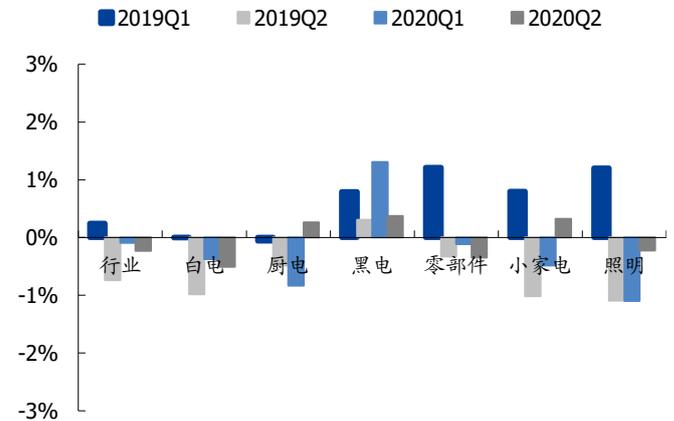
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 单季度研发费率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 单季度财务费率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

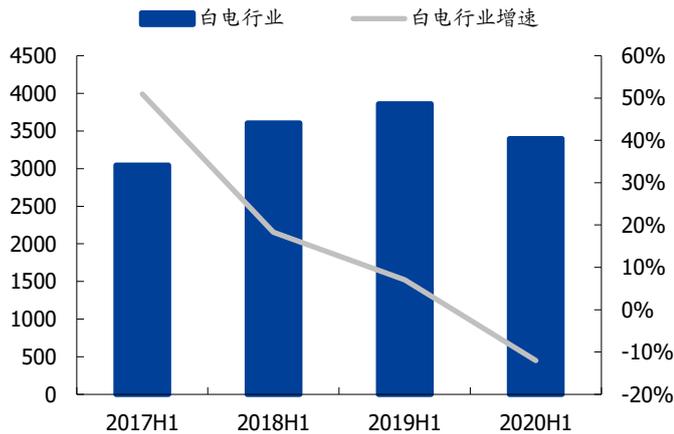
2. 细分板块: 大家电与小家电分化

2.1 白电: Q2 边际改善显著

➤ 收入端:

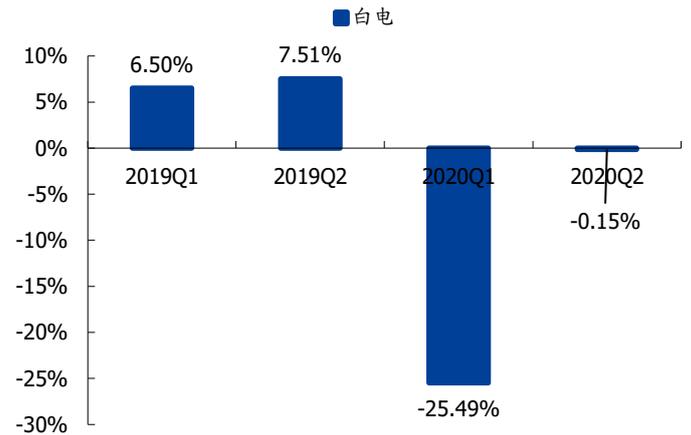
2020年Q1白电销售受疫情影响严重, Q2加速恢复。截至2020H1, 白电收入同比下滑12%。分单季度看, Q1下滑25.49%、Q2下滑0.15%, 降幅明显收窄。根据产业在线数据, 空调行业在Q2加速恢复: 内销层面, Q2的销量降幅逐步收窄, 6月同比增速转正, 为13.46%; 外销层面, 5月为其销售拐点, 6月同比增速转正为12.37%。

图表 19: 半年度白电行业收入情况 (亿元)



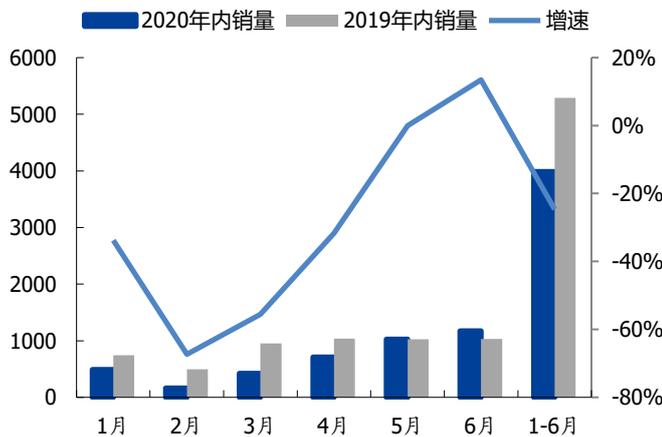
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 单季度白电行业收入同比增速



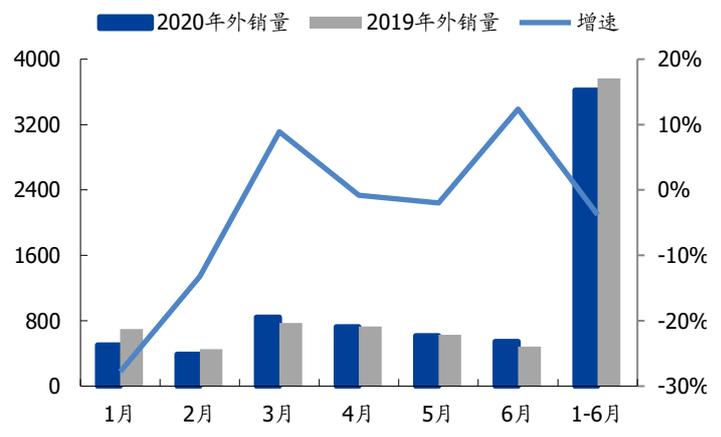
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 2020年1-6月空调内销(万台)及增速(%)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

图表 22: 2020年1-6月空调外销(万台)及增速(%)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

三大白电中, 海尔智家与美的集团 Q2 表现突出, 收入增速转正, 优于行业表现。海尔智家: Q2 收入增速为 3.24%, 收入在 5 月迎来拐点, 6 月增速达到了 20.6%。Q2 收入环比改善主要系高端品牌卡萨帝表现亮眼, 其中 Q2 收入增长 21%; 此外公司海外恢复较快, 6 月单月增速恢复至 20%。美的集团: Q2 收入为 813.63 亿元, 同比增长 3.21%。公司空调业务表现远超行业竞争对手。格力电器由于疫情影响叠加渠道改革, 导致公司收入和利润出现较大幅度下滑。

图表 23: 白电公司收入增速情况 (亿元)

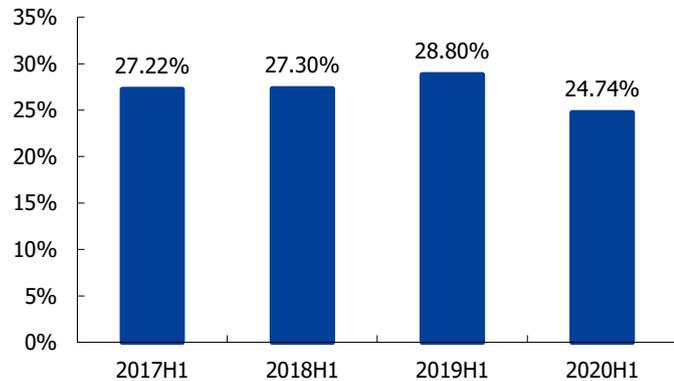
	2020Q1	2020Q2	2020H1
美的集团	583.56	813.63	1397.19
yoy	-22.71%	3.21%	-9.47%
格力电器	209.09	496.93	706.02
yoy	-49.01%	-13.33%	-28.21%
海尔智家	431.41	525.87	957.28
yoy	-10.20%	3.24%	-3.29%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 毛利率端:

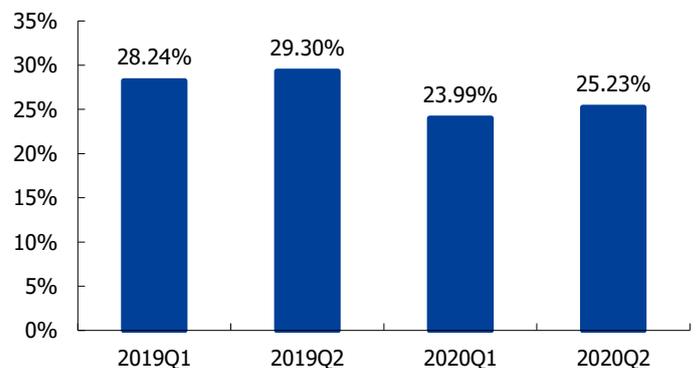
2020年上半年白电行业毛利率出现大幅下滑,随着销售逐步恢复,Q2下滑幅度收窄。2020H1白电行业毛利率为24.74%、同比下滑4.07%,单季度看,Q2毛利率为25.23%、同比下滑4.07pct,下滑幅度有所收窄(Q1同比下滑4.25pct)。

图表 24: 半年度白电行业毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 分季度白电行业毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

由于各白电企业促销力度较大,疫情后 Q2 毛利率仍旧下滑。2020 年上半年,美的集团、格力电器和海尔智家毛利率均出现下滑。单季度看 Q1 下滑主要系疫情影响全行业的白电需求; Q2 三大白电毛利率依旧处于下滑中,尽管存在原材料价格下滑带来的成本红利,但由于白电行业促销力度加大,各产品单价降低,抵消了部分成本红利,因此 Q2 毛利率依旧下滑。

图表 26: 三大白电公司毛利率情况

	2020Q1	2020Q2	2020H1
美的集团	24.99%	25.76%	25.44%
yoy	-3.26%	-4.69%	-3.93%
格力电器	17.06%	22.35%	20.79%
yoy	-13.19%	-8.66%	-9.91%
海尔智家	27.44%	28.44%	27.99%
yoy	-1.68%	-0.65%	-1.11%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 期间费率:

1) 从整体板块角度:

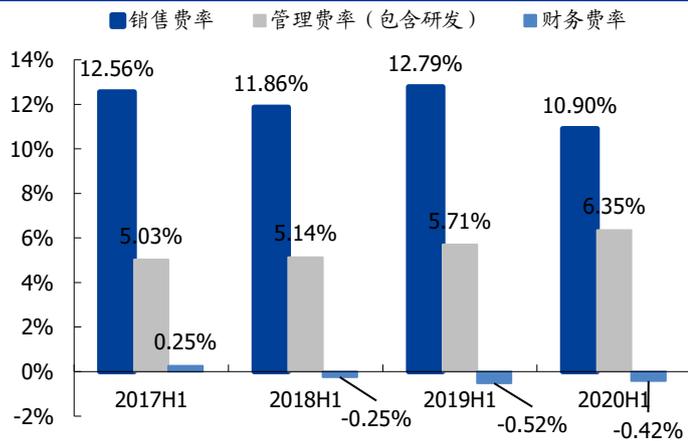
销售费率: 2020 年上半年白电板块销售费率下滑,其中 Q2 下滑幅度增加。截至 2020H1 白电板块销售费率下滑 1.88pct 至 10.9%,其中 Q2 下滑 2pct 至 10.81%,相比 Q1 下滑幅度加大(Q1 下滑了 1.71pct)。

管理费率(包含研发): 2020H1 白电板块管理费率同比上升,但 Q2 出现同比下滑。截至 2020H1 白电板块管理费率上升 0.64pct 至 6.35%,其中 Q2 下滑 0.03pct 至 5.68%,而 Q1 的管理费率同比增加了 1.66pct。

财务费率: 2020H1 白电板块财务费率同比小幅上升,主要系 Q2 的费率提升。截至 2020H1 白电板块财务费率上升 0.1pct 至 -0.42%,其中 Q2 上升 0.48pct 至 -0.5%,而

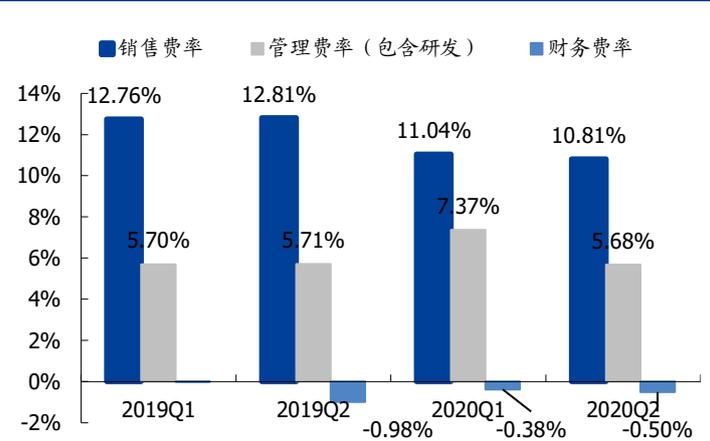
Q1 的财务费率处于下滑。

图表 27: 半年度白电板块费率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 分季度白电板块费率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 白电公司期间费率情况

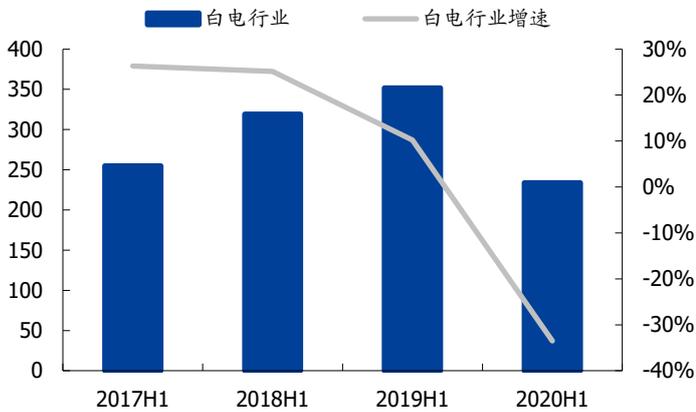
公司	2020Q1	2020Q2	2020H1	
销售费率	美的集团	9.69%	8.57%	9.04%
	yoy	-2.91%	-4.13%	-3.61%
	格力电器	4.34%	8.74%	7.44%
	yoy	-5.83%	-2.14%	-3.15%
	海尔智家	15.03%	15.30%	15.18%
	yoy	0.08%	0.74%	0.43%
管理费率	美的集团	3.44%	2.57%	2.94%
	yoy	0.82%	-0.13%	0.27%
	格力电器	3.08%	1.77%	2.16%
	yoy	0.92%	0.06%	0.26%
	海尔智家	4.49%	5.08%	4.81%
	yoy	0.60%	-0.13%	0.24%
研发费率	美的集团	3.56%	2.87%	3.16%
	yoy	0.64%	-0.09%	0.22%
	格力电器	4.34%	3.16%	3.51%
	yoy	1.33%	0.04%	0.44%
	海尔智家	3.71%	2.55%	3.07%
	yoy	0.51%	0.18%	0.30%
财务费率	美的集团	-0.46%	-0.72%	-0.61%
	yoy	0.18%	0.49%	0.32%
	格力电器	-2.38%	-1.37%	-1.67%
	yoy	-2.32%	0.53%	-0.54%
	海尔智家	0.76%	0.71%	0.73%
	yoy	-0.16%	0.58%	0.22%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 净利润:

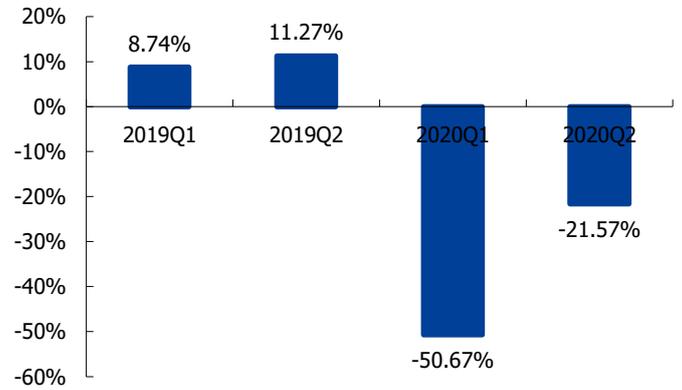
2020Q1 白电板块净利润出现断崖式下滑，Q2 降幅收窄。截至 2020H1，白电板块净利润为 233.9 亿元、同比下滑 33.5%。分单季度看，Q1 下滑 50.67%、Q2 下滑 21.57%，降幅收窄主要系二季度各白电企业加速恢复。

图表 30: 半年度白电板块净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 单季度白电板块净利润同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

白电企业中，美的集团 Q2 净利润增速转正。2020H1 美的集团、格力电器和海尔智家净利润出现不同程度的下滑，Q2 仅美的集团的净利润增速为正 (0.65%)，而海尔智家与格力电器净利润增速为负 (前者同比变化为-43.26%，后者为-40.53%)。其中海尔智家净利润的下滑主要由于计提存货减值损失和应收账款坏账损失增加导致的资产减值损失和信用减值损失。

图表 32: 各白电企业净利润情况 (亿元)

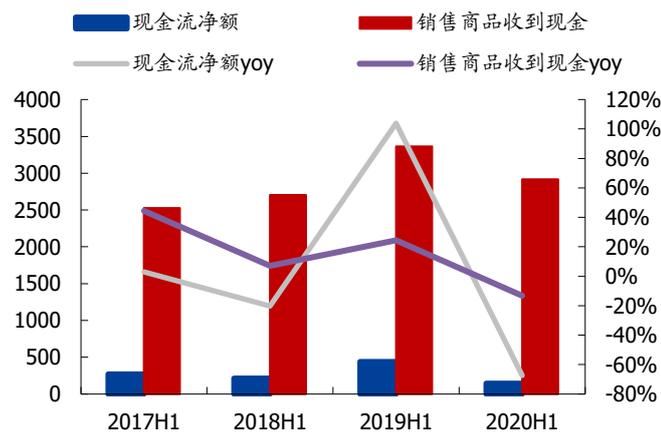
	2020Q1	2020Q2	2020H1
美的集团	48.11	91.17	139.28
yoy	-21.51%	0.65%	-8.29%
格力电器	15.58	48.04	63.62
yoy	-72.53%	-40.53%	-53.73%
海尔智家	10.70	17.10	27.81
yoy	-49.90%	-43.26%	-46.01%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 经营活动现金流情况

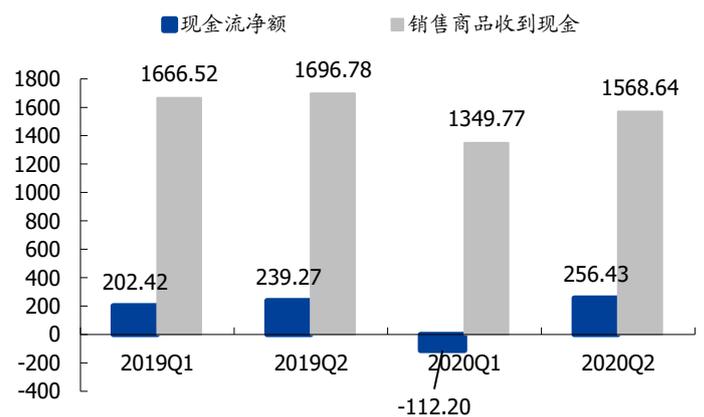
白电板块 2020Q1 现金流大幅下滑，Q2 迅速回正。截至 2020H1，白电板块现金流为 114.23 亿元、同比下滑了 67.35%，主要系疫情影响下，销售商品收到现金流下滑了 13.23%。但二季度产品销售出现显著好转，销售商品收到现金降幅收窄至 7.56% (Q1 降幅为 19%)，现金流净额由负转正至 256.43 亿元 (Q1 为-112 亿元)

图表 33: 半年度白电板块现金流净额及销售商品收到的现金 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 单季度白电板块现金流净额及销售商品收到的现金 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

白电板块中, 仅美的集团的经营性现金流净额上半年下滑幅度较小, Q2 同比增长为正。截至 2020H1, 美的集团的现金流销售额为 184.05 亿元、同比增速为-15.52%, 其中 Q2 同比增长为 7.96%, 主要系其销售商品收到的现金下滑幅度收窄 (Q2 下滑 2.91%、Q1 下滑 11%)。

图表 35: 白电企业现金流及销售商品收到现金情况 (亿元)

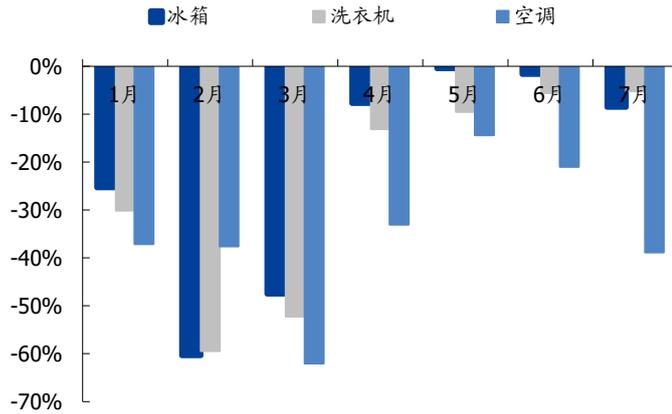
	2020Q1	2020Q2	2020H1	
现金流净额	美的集团	76.69	107.37	184.05
	yoy	-35.25%	7.96%	-15.52%
	格力电器	-117.73	72.55	-45.18
	yoy	-252.24%	-16.83%	-127.45%
	海尔智家	-57.88	52.45	-5.43
	yoy	-537.29%	127.01%	-114.94%
销售商品收到现金	美的集团	544.94	630.35	1,175.28
	yoy	-11.00%	-2.91%	-6.84%
	格力电器	259.95	297.14	557.09
	yoy	-40.17%	-30.29%	-35.28%
	海尔智家	421.36	476.10	897.46
	yoy	-14.74%	1.63%	-6.77%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 下半年表现展望:

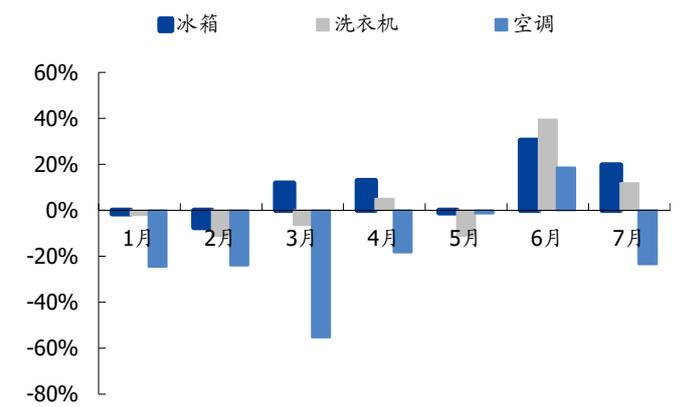
地产竣工及销售回暖驱动白电企业下半年回暖。由于疫情影响, 白电的销售前期受到抑制。根据奥维云数据, 线下, 二季度冰箱、洗衣机和空调销售额开始出现显著好转; 线上, 冰箱、洗衣机销售额 6、7 月同比呈现正增长, 表现强于 5 月 (以冰箱为例, 5 月同比为-1.04%, 而 6、7 月同比分别为 30.43%和 19.71%)。前期地产竣工速度被疫情打乱, 随着后期的疫情控制, 地产竣工恢复正常, 抑制的需求逐步释放, 预计带来下半年白电销售的回暖。

图表 36: 2020 年冰、洗、空线下销售额同比情况



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

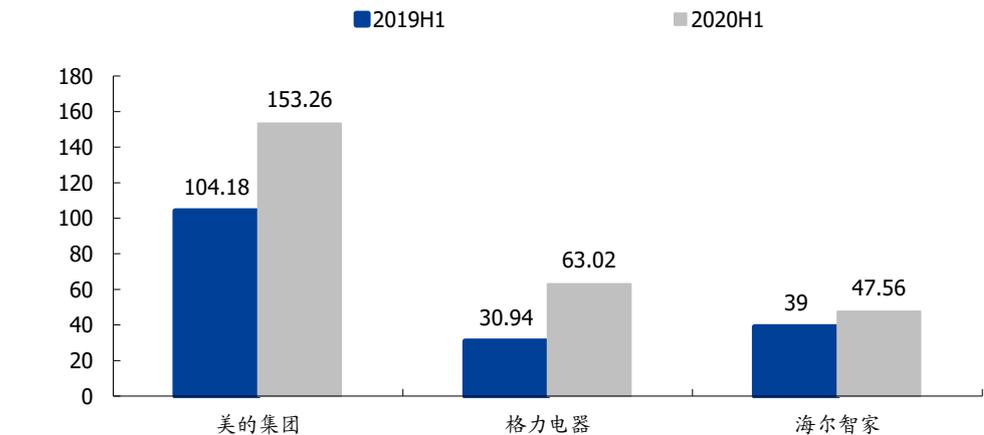
图表 37: 2020 年冰、洗、空线上销售额同比情况



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

从预收款角度分析, 预计白电企业也将迎来收入的反弹。截至 2020 年 6 月底, 美的集团、格力电器和海尔智家的预收款相比于去年同期存在显著提升, 增速分别为 47.11%/103.68%/21.95%, 体现了经销商打款的积极性较强。随着新冷年的开始, 预计下半年将进入收入反弹。

图表 38: 白电企业预收款情况 (亿元)



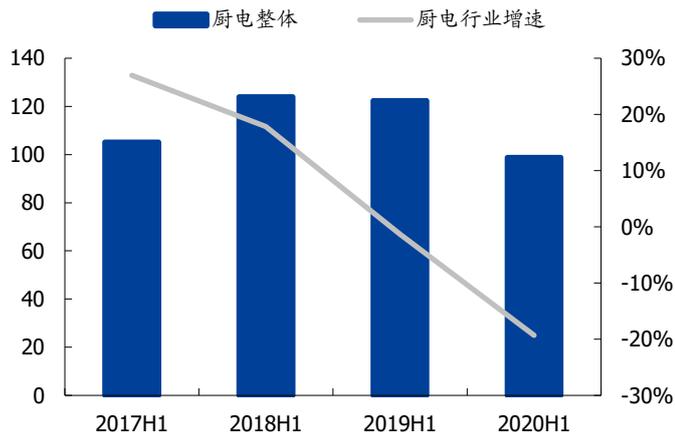
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 厨电: 地产竣工带动恢复

➤ 收入端:

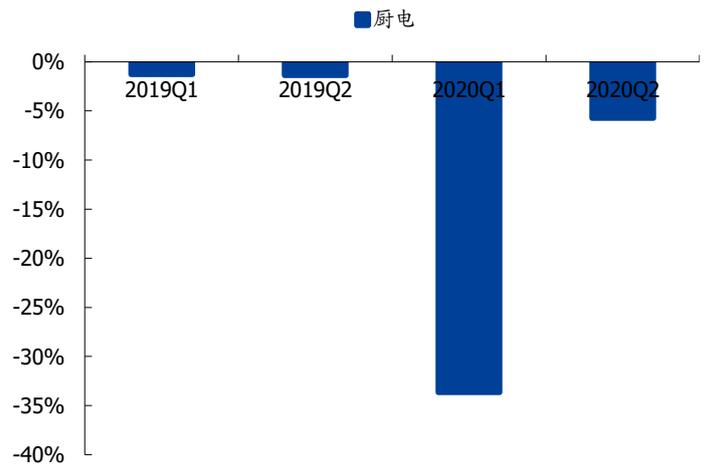
2020 上半年厨电板块公司收入下滑严重, Q2 随着地产竣工节奏恢复, 收入降幅收窄。截至 2020H1, 厨电收入为 98.73 亿元、同比下滑 19.3%, 相比去年同期降幅显著。分单季度看, Q2 降幅收窄, 主要系二季度工程端率先恢复: 疫情得到控制后, 精装修市场回暖, 2020Q2 开始, 开盘项目中的住宅及公寓规模同比降幅收窄, 其中 6 月住宅规模出现了同比 16.8% 的增长。作为精装市场中配置率较高的厨电产品, 工程端得到了较快恢复, 拉动整体厨电市场收入。

图表 39: 半年度厨电板块收入情况 (亿元)



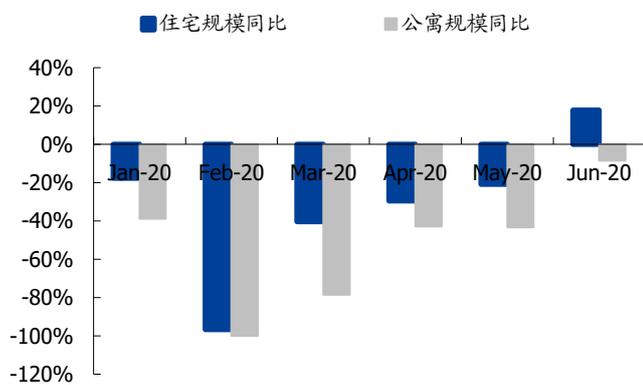
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 单季度厨电板块收入同比增速



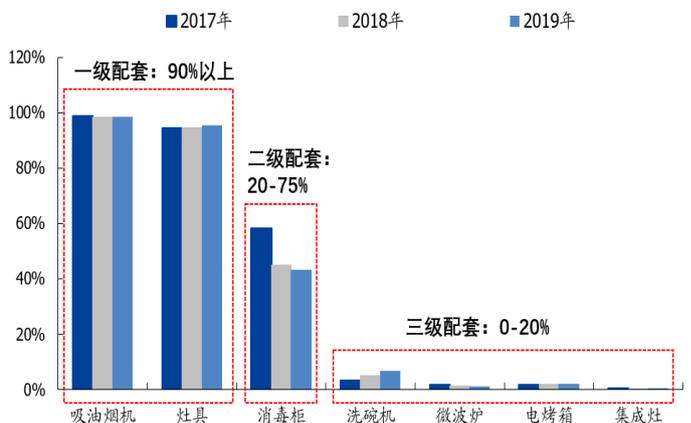
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 2020 年单月精装开盘项目规模中, 住宅及公寓规模同比



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 42: 2019 年精装厨电部品配置率



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

传统厨电企业: 得益于工程端渠道率先恢复, 老板电器收入在 Q2 显著改善。2020H1 厨电企业出现不同程度的收入下滑: 华帝股份下滑 43.09%、老板电器下滑 8.97%。分季度看, 老板电器 Q2 收入增速转正, 主要系其 2020 年工程端占比达 24%, 疫情后工程端恢复驱动公司收入显著改善; 而华帝股份主要收入在线下渠道 (2020 年上半年占比为 48%), 但线下零售渠道恢复较慢, 因此 Q2 收入增速尚未转正。

集成灶企业: 得益于行业的快速渗透, Q2 浙江美大逆势增长。当前集成灶处于较快速发展时期, 各企业加速线上线下布局, 作为集成灶行业的龙头企业, 2020Q2 浙江美大实现了 5.34 亿元的收入、同比增速为 28.81%。

图表 43: 厨电公司收入增速情况 (亿元)

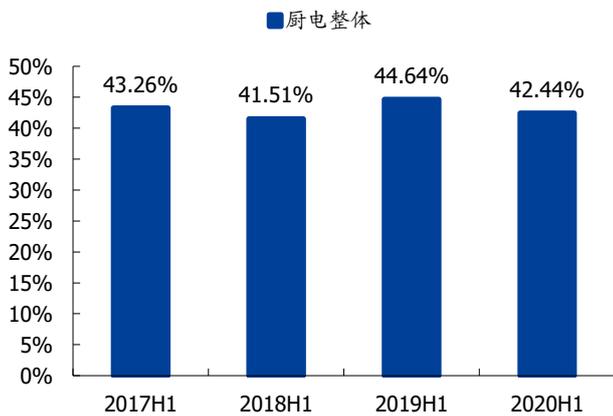
	2020Q1	2020Q2	2020H1
华帝股份	6.91	9.76	16.68
yoy	-48.07%	-38.95%	-43.09%
老板电器	12.66	19.45	32.11
yoy	-23.77%	4.20%	-8.97%
浙江美大	1.12	5.34	6.46
yoy	-61.35%	28.81%	-8.26%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 毛利率端:

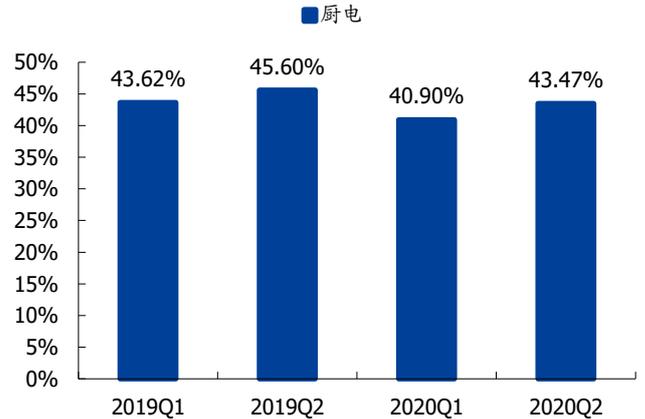
2020年上半年,厨电板块毛利率出现下滑,Q2下滑幅度收窄。2020H1厨电行业毛利率为42.44%、同比下滑了2.2pct。单季度看,Q2毛利率为43.47%、同比下滑2.13pct,下滑幅度有所收窄。

图表 44: 半年度厨电板块毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 分季度厨电板块毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Q2 各公司毛利率略有下滑。传统厨电: 2020H1 华帝股份和老板电器毛利率变动不一。单季度看, 2020Q2 华帝股份和老板电器毛利率同比均有下滑, 主要系工程端毛利率较低, 而工程端的率先恢复使得各公司对应产品结构发生变动, 最终导致整体毛利率下滑。
集成灶: 浙江美大得益于行业发展, Q2 毛利率降幅收窄。2020H1 的毛利率为 51.33%、同比变动-2.14pct, 其中 Q2 公司毛利率同比变动为-0.87pct, 降幅相比 Q1 收窄(Q1 下滑 7.32pct)。

图表 46: 厨电公司毛利率情况

	2020Q1	2020Q2	2020H1
华帝股份	43.93%	45.85%	45.05%
yoy	-4.19%	-5.57%	-4.87%
老板电器	56.52%	53.72%	54.82%
yoy	1.73%	-0.82%	0.16%
浙江美大	46.52%	52.34%	51.33%
yoy	-7.32%	-0.87%	-2.14%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

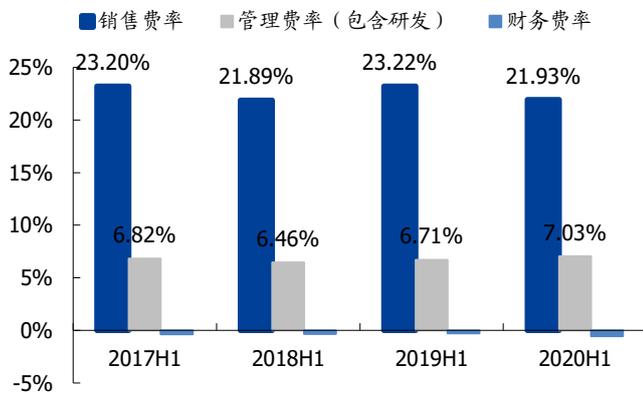
➤ 期间费率:

销售费率: 2020 年上半年厨电板块销售费率下滑, 其中 Q2 下滑幅度增加。截至 2020H1 厨电板块销售费率下滑 1.29pct 至 21.93%, 其中 Q2 下滑 1.76pct 至 20.75%, 相比 Q1 下滑幅度加大 (Q1 下滑了 0.26pct)。

管理费率 (包含研发): 2020H1 厨电板块管理费率同比上升, 但 Q2 出现同比下滑。截至 2020H1 厨电板块管理费率上升 0.32pct 至 7.03%, 其中 Q2 下滑 0.62pct 至 6.39%, 而 Q1 的管理费率同比增加了 1.61pct。

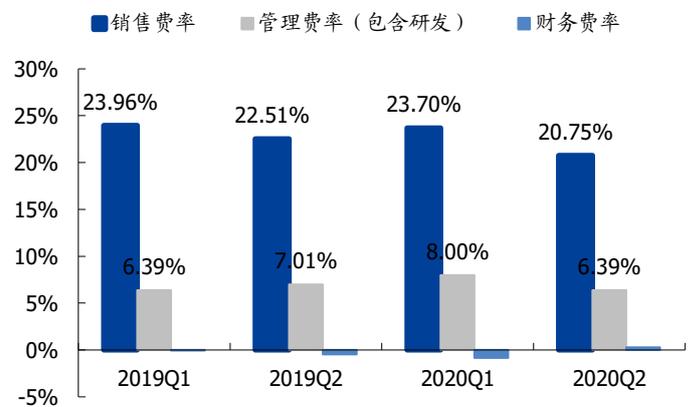
财务费率: 2020H1 厨电板块财务费率同比下滑, 而 Q2 的费率出现提升。截至 2020H1 厨电板块财务费率下滑 0.28pct 至 -0.55%, 其中 Q2 上升 0.75pct 至 0.26%, 而 Q1 的财务费率处于下滑。

图表 47: 半年度厨电板块费率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 分季度厨电板块费率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 厨电公司期间费率情况

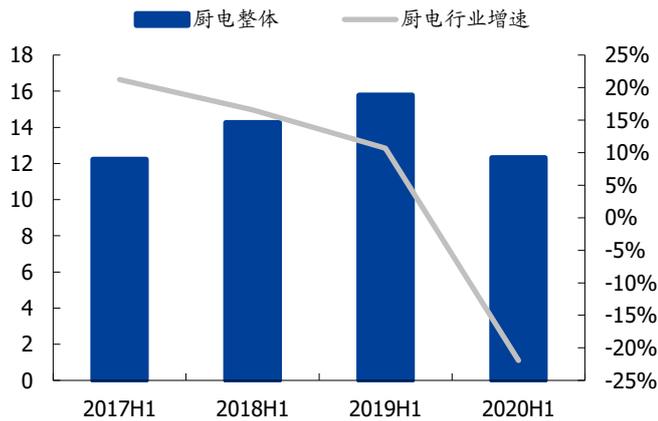
	公司	2020Q1	2020Q2	2020H1
销售费率	华帝股份	27.15%	23.16%	24.82%
	YOY	-1.24%	-3.46%	-2.61%
	老板电器	32.55%	24.71%	27.80%
	YOY	1.72%	-0.90%	-0.27%
	浙江美大	12.97%	14.89%	14.56%
	YOY	-2.53%	-2.26%	-1.91%
管理费率	华帝股份	5.34%	4.66%	4.94%
	YOY	1.47%	1.42%	1.42%
	老板电器	3.99%	3.37%	3.62%
	YOY	0.94%	-0.14%	0.32%
	浙江美大	10.94%	2.73%	4.15%
	YOY	5.24%	-0.78%	-0.25%
研发费率	华帝股份	6.41%	4.72%	5.42%
	YOY	2.84%	0.91%	1.72%
	老板电器	3.61%	3.71%	3.67%
	YOY	1.14%	0.14%	0.62%
	浙江美大	4.95%	2.53%	2.95%
	YOY	1.74%	-1.10%	-0.51%
财务费率	华帝股份	-0.41%	-0.20%	-0.29%
	YOY	0.25%	0.91%	0.62%
	老板电器	-1.91%	-1.22%	-1.49%
	YOY	-0.87%	-0.55%	-0.65%
	浙江美大	-4.14%	-1.00%	-1.54%
	YOY	-3.62%	-0.42%	-0.99%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 净利润:

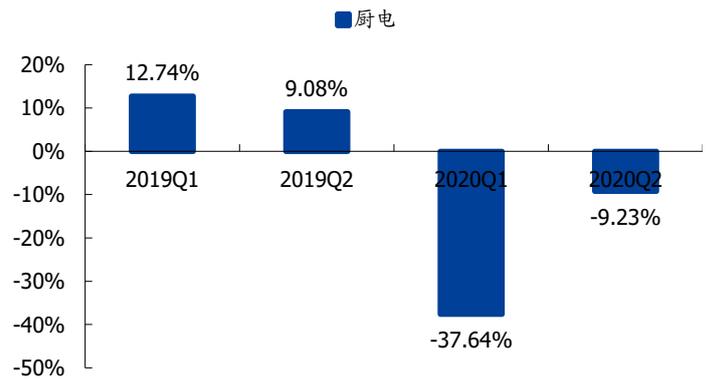
2020H1 厨电板块净利润大幅下滑, Q2 降幅收窄。截至 2020H1, 白电板块净利润为 12.32 亿元、同比下滑 21.93%。分单季度看, Q2 下滑 9.23%, 降幅收窄主要系二季度工程端销售加快和零售端逐步好转。

图表 50: 半年度厨电板块净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 单季度厨电板块净利润同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

传统厨电: Q2 老板电器净利润增速转正。2020H1 老板电器净利润 6.12 亿元、同比增速为-8.66%，Q2 老板电器净利润增速为正 (4.72%)，老板电器净利润增速快于其收入增速 (4.2%) 主要系原材料成本下滑带来的成本红利。**集成灶: 浙江美大 Q2 净利润增速迅猛。**2020H1 浙江美大的净利润分别为 1.7 亿元、同比增速-6.49%，其中 Q2 的净利润为 1.5 亿元、同比增速达到 40.4%。

图表 52: 各厨电企业净利润情况 (亿元)

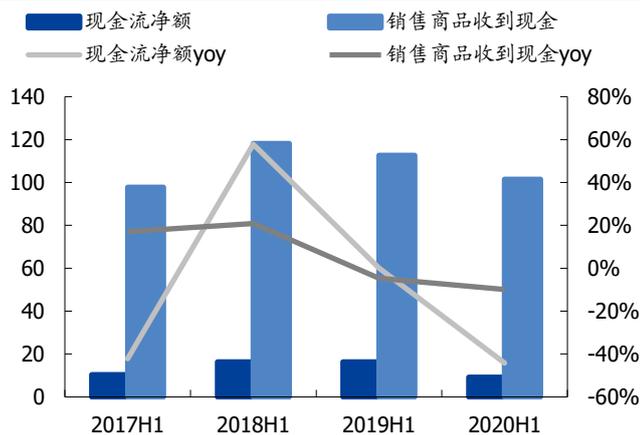
	2020Q1	2020Q2	2020H1
华帝股份	0.46	1.18	1.65
yoy	-65.01%	-55.00%	-58.36%
老板电器	2.45	3.67	6.12
yoy	-23.35%	4.72%	-8.66%
浙江美大	0.20	1.50	1.70
yoy	-73.03%	40.40%	-6.49%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 经营活动现金流情况

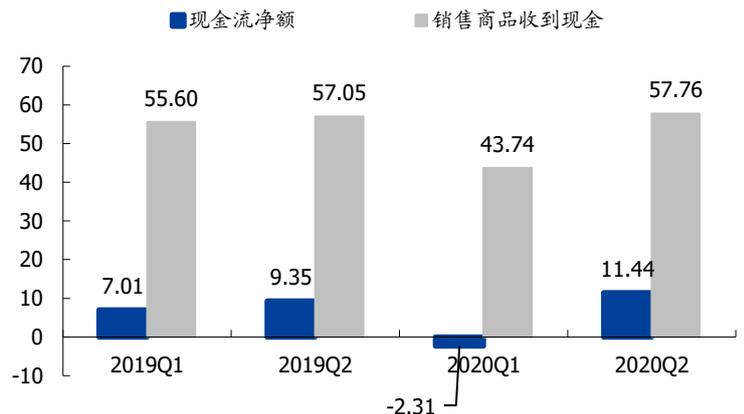
厨电板块现金流 Q2 回正。截至 2020H1，厨电板块现金流为 9.13 亿元、同比下滑了 44.2%，主要系疫情影响下，销售商品收到现金流下滑了 9.9%。但二季度产品销售出现显著好转，销售商品收到现金流呈现正增长 (增速为 1.23%)，带来现金流净额的迅速回升，Q2 增速为 22.36%。

图表 53: 半年度厨电板块现金流净额及销售商品收到现金(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 54: 单季度厨电板块现金流净额及销售商品收到的现金(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

传统厨电板块中: 老板电器 Q2 经营性现金流由负转正。截至 2020H1, 老板电器的现金销售额为 4.08 亿元、同比增速为-38.11%, 其中 Q2 现金流转正至 6.52 亿元, 主要系其 Q2 产品快速恢复, 销售商品现金增速转负为正(Q2 同比上升 5.17%、Q1 下滑 29.62%)。
集成灶板块中: 浙江美大 Q2 销售情况好转, 带来同期现金流回正。截至 2020H1, 浙江美大的现金流销售额为 1.66 亿元、同比增速为-5.25%, Q2 转正至 2.8 亿元, 主要系其销售商品收到的现金实现正增长(Q2 同比上升 25.86%、Q1 下滑 73.36%)。

图表 55: 厨电企业现金流及销售商品收到现金情况(亿元)

	2020Q1	2020Q2	2020H1	
经营性现金流净额	华帝股份	-2.41	-1.56	-3.97
	yoy	-225.53%	-315.20%	-250.07%
	老板电器	-2.45	6.52	4.08
	yoy	-244.03%	33.47%	-38.11%
	浙江美大	-1.14	2.80	1.66
	yoy	-372.95%	109.61%	-5.25%
销售商品收到现金	华帝股份	9.11	9.16	18.28
	yoy	-16.49%	-24.58%	-20.75%
	老板电器	11.73	20.42	32.15
	yoy	-29.62%	5.17%	-10.90%
	浙江美大	0.84	6.13	6.96
	yoy	-73.36%	25.86%	-13.03%

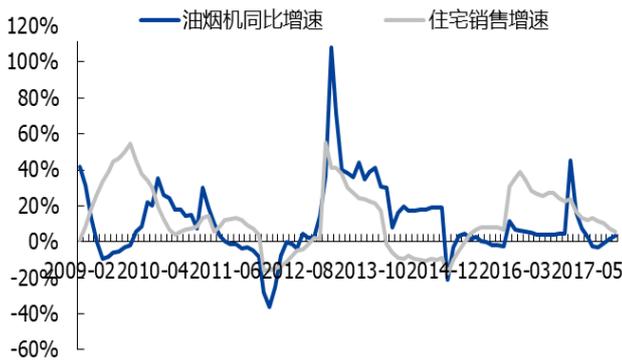
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 下半年表现展望:

1) 传统厨电: 竣工拉动销量回升, 工程端持续向好

地产周期拉动厨电行业需求。厨电是典型的地产后周期消费品, 地产销售/竣工将影响行业的需求。以厨电龙头老板电器看, 受地产周期影响较大, 经历了三年的收入增速放缓时期。随着 2020 年疫情控制后的竣工回暖逐步兑现, 厨电将受到一定拉动。

图表 56: 油烟机增速和地产销售拟合图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 57: 老板电器收入及增速 (亿元, %)



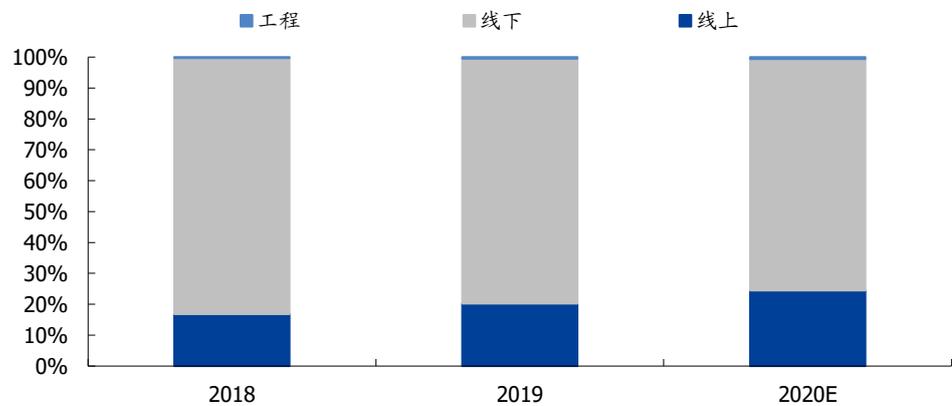
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

工程端持续向好, 线下零售端加速恢复, 厨电改善显著。随着疫情影响逐步减小, 2020年1-7月, 住宅精装新开盘项目累计数量1592个, 同比降幅缩减至23.1%; 开盘房间累计数量134.2万套, 同比降幅缩减至27.1%, 精装房项目稳步推动传统厨电工程端向好发展。此外, 上半年线下零售端恢复速度尚缓, 随着下半年的线下零售端的正常复苏, 传统厨电板块将出现显著改善。

2) 集成灶: 多渠道布局强化, 不断渗透市场

各企业在线上渠道积极布局, 线下不断强化。线上: 集成灶行业销售线上比例不断攀升, 从2018年的16.8%上升至2019年的20.2%, 据奥维云网, 预计2020年线上销售占比将达到24.5%。同时疫情影响下, 各集成灶公司加速线上营销, 例如浙江美大和火星人等通过直播方式进行营销; 此外, 各集成灶企业也在电商运营上不断强化, 例如浙江美大今年专门聘请了第三方电商平台, 强化线上经营。线下: 据奥维云网预测, 2020年线下渠道占比将由2019年的79.3%下滑至74.9%, 但线下依旧占有大比重, 不少集成灶企业开始强化线下布局, 其中浙江美大2019年开拓了200家KA渠道、目标在2020年将进一步加大一二线KA渠道布局。

图表 58: 集成灶渠道布局情况 (销售额占比)

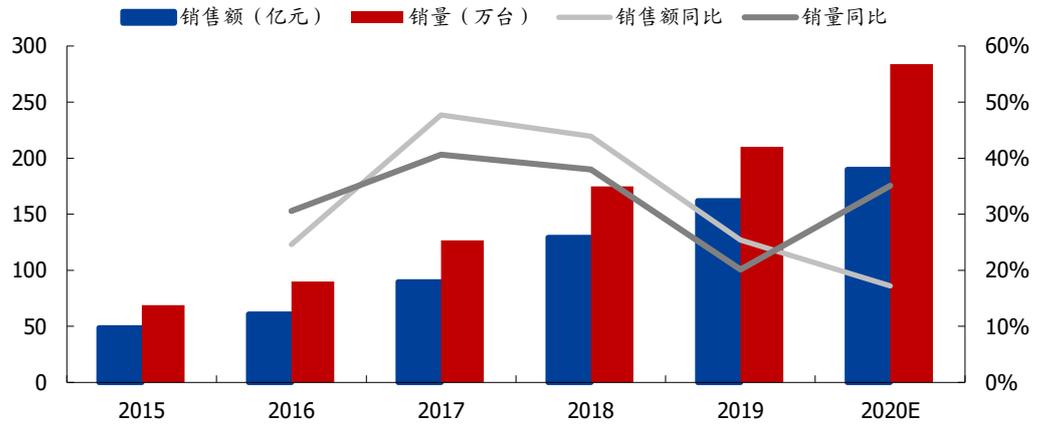


资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

多元化布局, 有望更进一步推动销售。随着线上营销和线下加速布局, 集成灶行业处于快速扩容和快速增长, 据奥维云数据, 预计2020年行业销售额达到189.9亿元、同比

增长17%，销量达到283.7万台、同比增长32%。

图表 59: 集成灶市场销售情况及预计情况



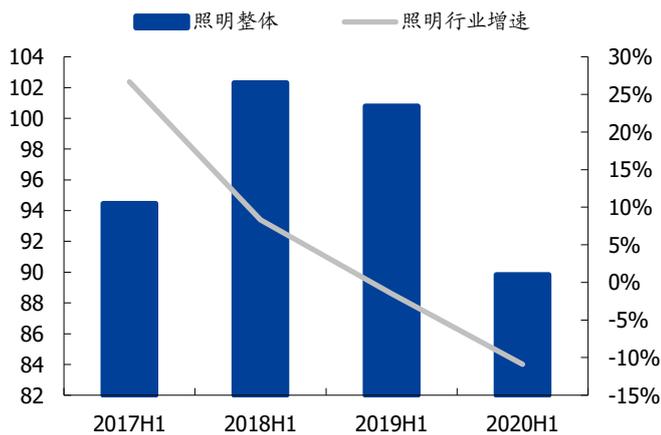
资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

2.3 照明及民用电工: Q2 市场逐步复苏

➤ 收入端:

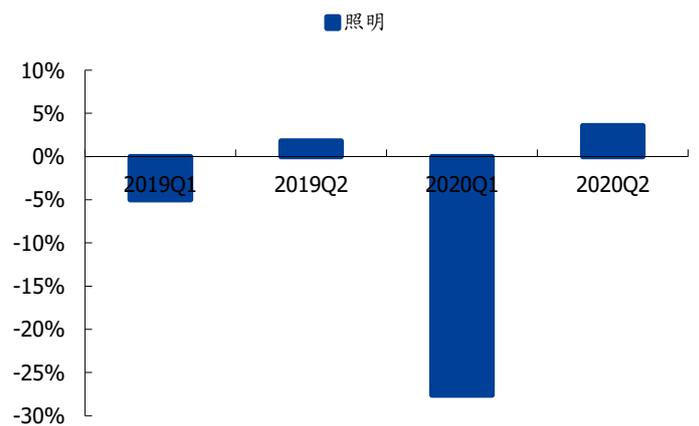
2020 上半年照明板块公司收入下滑较大, Q2 增速转正。截至 2020H1, 照明板块收入为 89.82 亿元、同比下滑 10.89%。分单季度看, Q1 下滑 27.62%、Q2 上升 3.57%, 主要系地产竣工带动地产后周期业务的复苏。

图表 60: 半年度照明板块收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 61: 单季度照明板块收入同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

欧普照明及公牛集团 2020Q2 迎来显著回暖。照明企业: 2020H1 欧普照明实现收入 30.09 亿元、同比下滑了 20.35%, 其中 2020Q2 公司营收为 19.79 亿元、同比变动-6.44%。民用电工: 公牛集团 2020H1 实现收入 41.09 亿元、同比下滑了 17.35%, 其中 2020Q2 公司营收为 27.29 亿元、同比变动-0.67%。照明及民用电工 Q2 收入降幅收窄主要系地产竣工带动地产后周期业务的复苏, 此外疫情后产品小时加速恢复所致。

图表 62: 照明企业营收情况 (亿元)

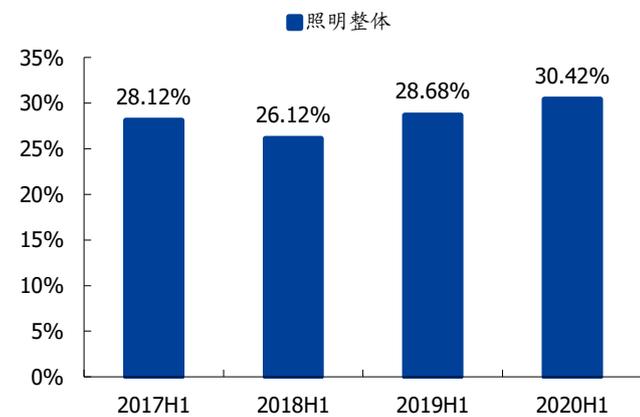
	2020Q1	2020Q2	2020H1
欧普照明	10.30	19.79	30.09
yoy	-38.05%	-6.44%	-20.35%
公牛集团	13.80	27.29	41.09
yoy	-37.96%	-0.67%	-17.35%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 毛利率端:

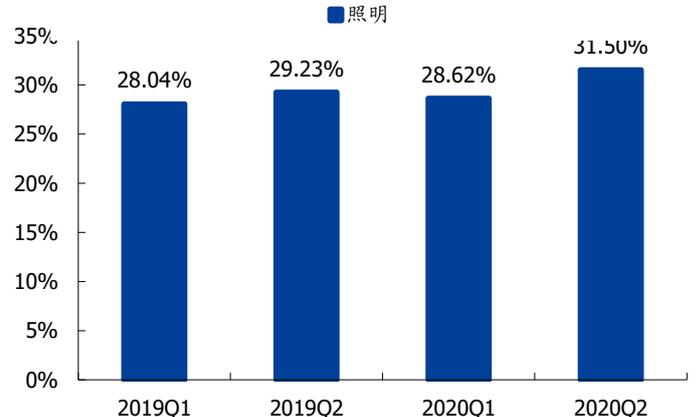
2020 年上半年, 照明板块毛利率提升, 成本红利带来 Q2 毛利率的大幅提升。2020H1 照明行业毛利率为 30.42%、同比上升 1.74pct, 单季度看, Q1 毛利率为 28.6%、同比上升 0.58pct, Q2 毛利率为 31.5%、同比上升了 2.28pct, 上升幅度加大主要系原材料价格下滑带来的 成本红利。

图表 63: 半年度照明板块毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 64: 分季度照明板块毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

照明企业: 欧普照明 Q2 毛利率提升。2020H1 欧普照明毛利率提升了 0.43pct 至 36.51%, 单季度看, 2020Q2 提升 1.76pct 至 37.7% (而 Q1 下滑了 2.02pct)。**民用电工: 公牛集团 Q2 毛利率下滑。**2020H1 公牛集团毛利率下滑了 2.65pct 至 37.64%, Q2 下滑了 5.43pct 至 37.99%。公牛集团毛利率的下滑主要系产品结构波动 (其中墙壁开关为高毛利率业务恢复状况略差于相对毛利率更低的转换器业务), 此外运输费用从销售费用调整至成本项也导致毛利率降低。

图表 65: 公牛集团及欧普照明公司毛利率情况

	2020Q1	2020Q2	2020H1
欧普照明	34.24%	37.70%	36.51%
yoy	-2.02%	1.76%	0.43%
公牛集团	36.95%	37.99%	37.64%
yoy	0.53%	-5.43%	-2.65%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 期间费率:

1) 从整体板块角度:

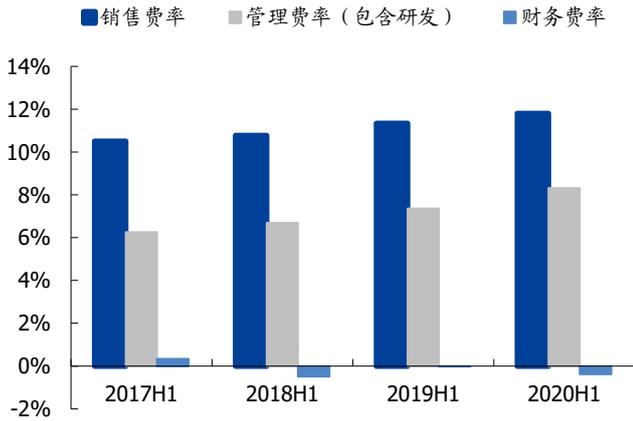
销售费率: 2020年上半年照明板块销售费率上升, 其中Q2存在一定幅度下滑。截至2020H1照明板块销售费率上升0.46pct至11.8%, 其中Q2下滑0.57pct至10.23%, 而Q1同比正增长, 增幅为2.43pct。

管理费率(包含研发): 2020H1照明板块管理费率同比上升, 但Q2出现同比下滑。

截至2020H1照明板块管理费率上升0.95pct至8.31%, 其中Q1、Q2管理费率均上升,

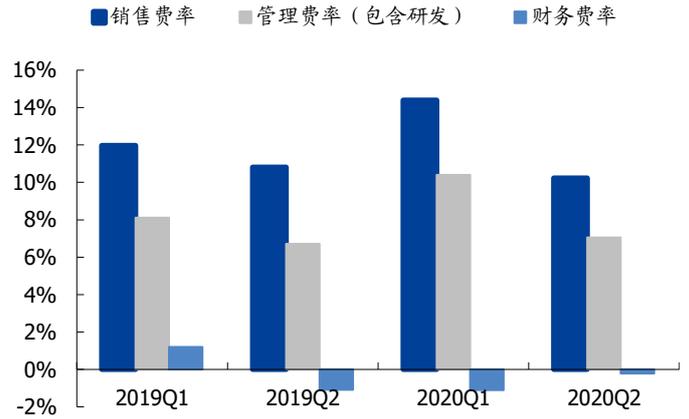
财务费率: 2020H1照明板块财务费率同比下滑, 而Q2的费率出现提升。截至2020H1照明板块财务费率下滑0.28pct至-0.55%, 其中Q2上升0.75pct至0.26%, 而Q1的财务费率处于下滑。

图表 66: 半年度照明板块费率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 67: 分季度照明板块费率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 68: 照明及民用电工公司期间费率情况

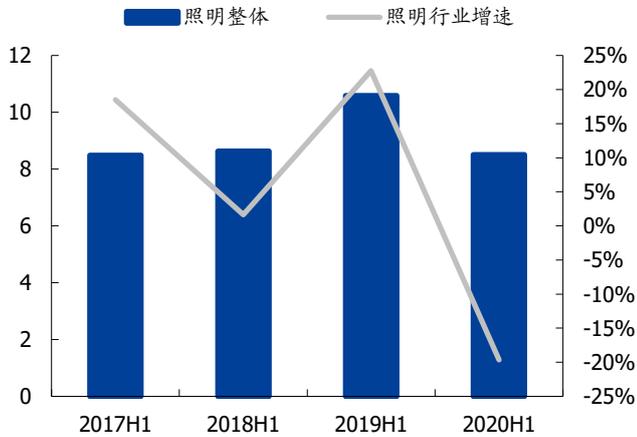
公司	2020Q1	2020Q2	2020H1	
销售费率	欧普照明	30.00%	17.74%	21.94%
	yoy	8.19%	0.28%	2.56%
	公牛集团	7.52%	4.39%	5.44%
	yoy	1.33%	-2.59%	-1.19%
管理费率	欧普照明	5.92%	3.27%	4.18%
	yoy	1.31%	0.71%	0.71%
	公牛集团	5.29%	4.46%	4.67%
	yoy	1.11%	0.50%	0.64%
研发费率	欧普照明	5.26%	3.10%	3.84%
	yoy	1.31%	0.18%	0.47%
	公牛集团	5.87%	4.21%	4.63%
	yoy	1.62%	0.35%	0.65%
财务费率	欧普照明	0.61%	0.23%	0.36%
	yoy	-0.10%	0.54%	0.22%
	公牛集团	-0.64%	-0.52%	-0.56%
	yoy	-0.72%	-0.43%	-0.55%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 净利润:

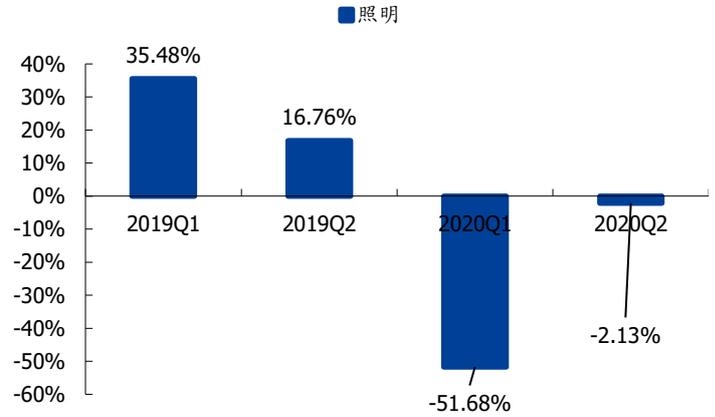
照明板块净利润 Q2 降幅收窄。截至 2020H1，照明板块净利润为 8.51 亿元，同比下滑 19.64%。分单季度看，Q1 下滑 51.68%，Q2 下滑 2.13%。

图表 69: 半年度照明板块净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 70: 单季度照明板块净利润同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

照明和电工企业: Q2 业绩仍有所下滑。2020H1 欧普照明净利润为 2.49 亿元、同比增速为-38.43%，主要系 Q1 受疫情影响较大，Q2 逐步回暖业绩降幅同比收窄。民用电工: 公牛集团上半年业绩同样受到影响，Q2 业绩降幅收窄至 4.55%。

图表 71: 各企业净利润情况 (亿元)

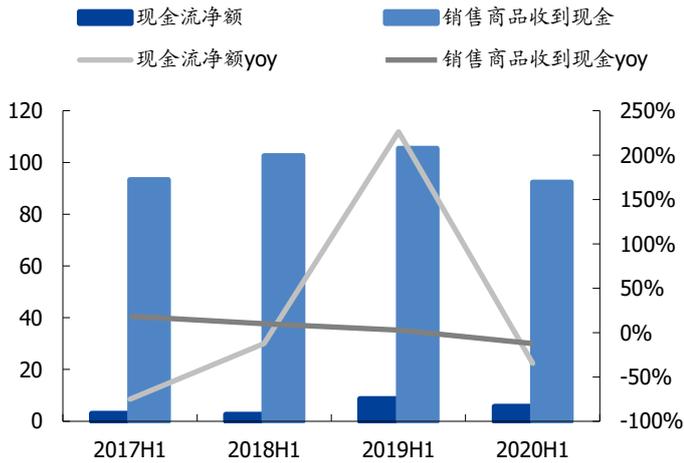
	2020Q1	2020Q2	2020H1
欧普照明	-0.07	2.57	2.49
yoy	-108.67%	-19.48%	-38.43%
公牛集团	1.70	6.33	8.04
yoy	-57.58%	-4.55%	-24.62%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 经营活动现金流情况

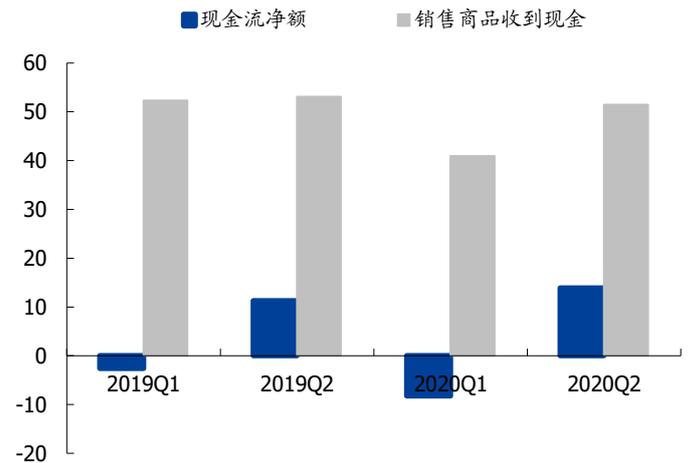
照明板块 2020H1 现金流下滑，但在 Q2 回正。截至 2020H1，厨电板块现金流为 5.69 亿元、同比下滑了 34.6%，主要系销售商品收到现金流下滑了 12.37%。但二季度产品销售出现显著好转，销售商品收到现金流降幅显著收窄 (Q1 下滑 21.75%，Q2 下滑 3.13%)，带来现金流净额的迅速回升，Q2 增速为 23.33%。

图表 72: 半年度照明板块现金流净额及销售商品收到现金 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 73: 单季度照明板块现金流净额及销售商品收到的现金 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

照明企业: 欧普照明 2020H1 现金流为负, 但在 Q2 大幅回正。截至 2020H1, 欧普照明的现金流销售额为-0.64 亿元、同比下滑为 130.35%。其中 Q2 同比增长为 63.40%, 主要系二季度地产竣工拉动销售。**民用电工板块中: 公牛集团 2020H1 现金流净额大幅回暖。**截至 2020H1, 公牛集团的现金流销售额为 14.70 亿元, 同比增速为-23.09%, 主要受疫情影响, Q1 商品销售收入下滑 43.44%。但第二季度产品销售回暖, Q2 现金流净额增幅为 88.27%。

图表 74: 照明及民用电工企业现金流及销售商品收到现金情况 (亿元)

	2020Q1	2020Q2	2020H1
欧普照明	-8.98	8.33	-0.64
经营性现金流净额 YOY	-201.00%	63.40%	-130.35%
公牛集团	-1.84	16.54	14.70
YOY	-117.78%	88.27%	-23.09%
欧普照明	11.79	21.59	33.38
YOY	-39.24%	-2.11%	-19.49%
公牛集团	18.71	31.13	49.84
YOY	-43.44%	-1.90%	-23.10%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

预计下半年, 随着疫情得到控制, 线下零售加速恢复, 照明及民用电工板块企业将加速恢复。

2.4 小家电: 持续高景气度

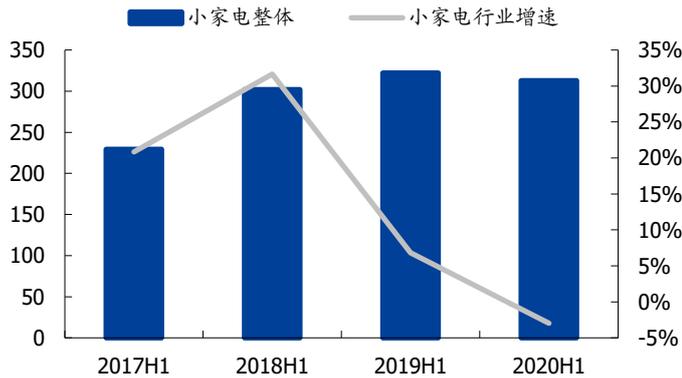
以新宝股份、小熊电器、九阳股份为代表的小家电公司, 业绩逆势走强, 超越市场预期。一方面, 小家电免安装、体积小、单价低的特性适合线上销售, 在疫情催化用户购物习惯向线上迁移的情况下, 小家电公司顺势而上, 实现销售放量。另一方面, 疫情期间健

康类、除菌类产品得到重视，同时烘焙料理类等彰显品质的西式小家电持续走强，增速高于中式小家电。

➤ 收入端：

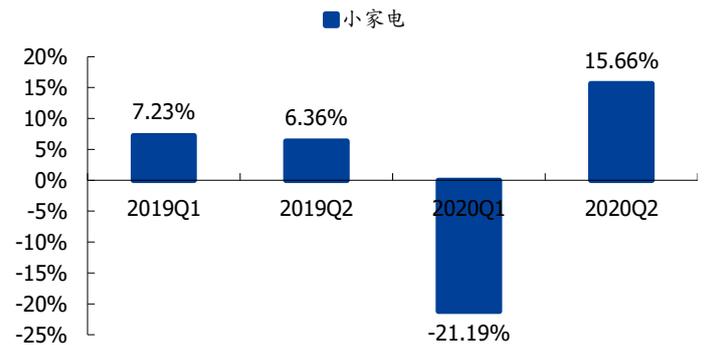
2020上半年小家电销售情况较好，且行业整体恢复较快，Q2加速提升。2020H1小家电行业收入为312.64亿元，同比下滑2.97%。分季度看，Q1收入同比下滑21.19%，Q2收入同比增长15.66%，较Q1提升明显。

图表 75：半年度小家电行业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 76：单季度小家电行业收入同比增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

小家电中，长尾品类表现突出。疫情加速用户购物习惯向线上转移，尤其利好以线上渠道销售为主的小家电公司，小熊电器和新宝股份2020H1收入均实现两位数增长。

图表 77：小家电公司收入增速情况（亿元）

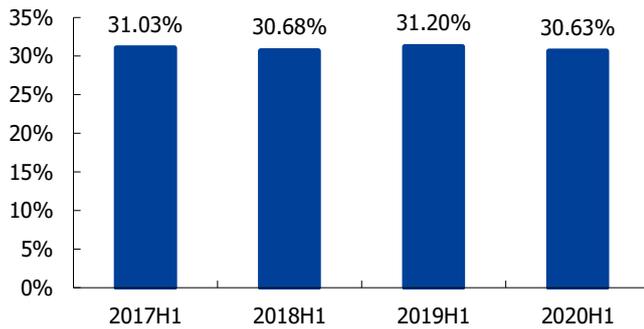
	2020Q1	2020Q2	2020H1
苏泊尔	35.81	46.06	81.87
yoy	-34.57%	5.59%	-16.76%
九阳股份	17.02	28.56	45.59
yoy	-5.37%	19.60%	8.87%
新宝股份	19.56	30.89	50.45
yoy	4.05%	42.79%	24.78%
小熊电器	7.40	9.78	17.17
yoy	17.32%	75.23%	44.51%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

➤ 毛利率端：

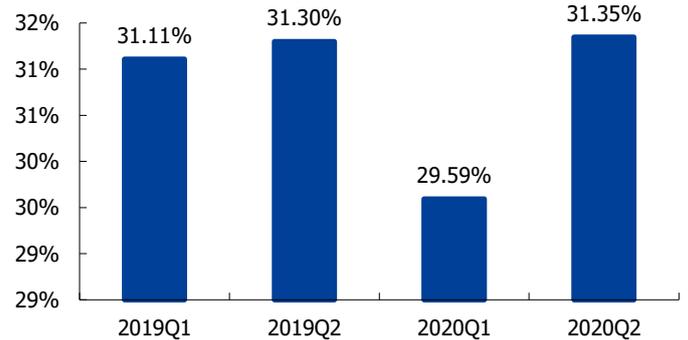
2020年上半年，小家电行业毛利率略有下滑，Q2提速明显。2020H1小家电板块毛利率为30.63%，同比下滑0.58%。分季度看，Q1毛利率为29.59%，同比下滑1.52pct，Q2毛利率为31.35%，同比上升2.28pct，增速转负为正。

图表 78: 半年度小家电行业毛利率情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 79: 分季度小家电行业毛利率情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020 年上半年, 小家电公司除苏泊尔外毛利率均同比上升。苏泊尔 2020H1 毛利率同比降幅为 5.66pct, 主要系其毛利较高的炊具和电器业务销售下滑。

图表 80: 小家电公司毛利率情况 (%)

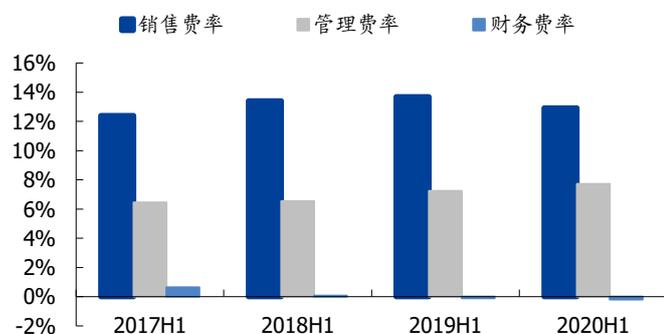
	2020Q1	2020Q2	2020H1
苏泊尔	23.97%	26.01%	25.12%
yoy	-7.31%	-4.14%	-5.66%
九阳股份	33.34%	32.18%	32.62%
yoy	0.62%	0.14%	0.28%
新宝股份	23.67%	27.40%	25.96%
yoy	3.97%	4.58%	4.58%
小熊电器	35.64%	37.14%	36.50%
yoy	1.35%	-0.79%	0.49%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

期间费率

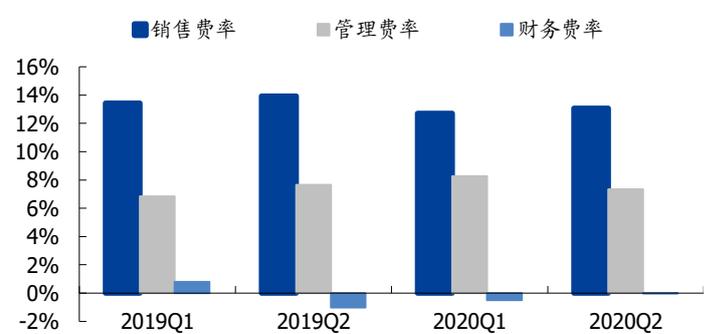
2020 年上半年, 小家电期间费率基本平稳。

图表 81: 半年度小家电期间费率率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 82: 分季度小家电行业期间费率率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 83: 小家电公司期间费率情况 (%)

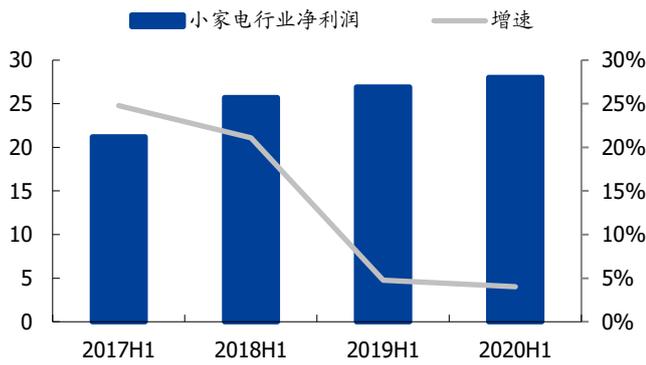
		2020Q1	2020Q2	2020H1
销售费率	苏泊尔	10.60%	12.90%	11.89%
	yoy	-5.08%	-3.10%	-3.93%
	九阳股份	13.92%	16.16%	15.32%
	yoy	0.68%	0.17%	0.51%
	新宝股份	5.43%	5.84%	5.68%
	yoy	0.94%	0.63%	0.81%
管理费率	小熊电器	11.37%	12.78%	12.17%
	yoy	-2.49%	-2.69%	-2.44%
	苏泊尔	1.98%	1.70%	1.82%
	yoy	0.45%	-0.14%	0.16%
	九阳股份	3.54%	3.09%	3.26%
	yoy	0.14%	-1.03%	-0.55%
研发费率	新宝股份	5.52%	5.20%	5.33%
	yoy	-0.37%	0.24%	-0.07%
	小熊电器	2.65%	2.95%	2.82%
	yoy	-0.52%	0.00%	-0.24%
	苏泊尔	2.24%	2.27%	2.26%
	yoy	0.81%	-0.12%	0.40%
财务费率	九阳股份	4.49%	2.50%	3.25%
	yoy	0.29%	-0.33%	-0.17%
	新宝股份	2.85%	3.35%	3.15%
	yoy	-0.65%	-0.54%	-0.55%
	小熊电器	2.62%	2.14%	2.35%
	yoy	0.04%	-0.92%	-0.46%
财务费率	苏泊尔	-0.51%	-0.05%	-0.25%
	yoy	-0.30%	0.59%	0.15%
	九阳股份	-0.36%	-0.31%	-0.33%
	yoy	-0.72%	0.15%	-0.22%
	新宝股份	-0.37%	-0.05%	-0.17%
	yoy	-1.76%	0.73%	-0.40%
财务费率	小熊电器	-0.75%	-0.32%	-0.50%
	yoy	-0.79%	-0.25%	-0.49%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 净利润端

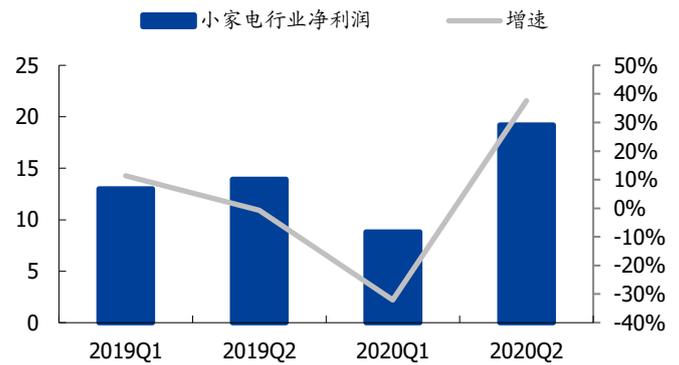
2020年Q2净利润提升明显。2020H1小家电行业净利润为28.0亿元,同比增长4.02%。分季度看, Q1净利润为8.82亿元,同比大幅下滑32.05%; Q2因销售回暖,行业净利润提升至19.18亿元,同比增长37.62%,较Q1提升明显。

图表 84: 半年度小家电行业净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 85: 分季度小家电行业净利润情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020 年上半年, 小家电公司除苏泊尔外净利润均同比增长。其中, 新宝股份和小熊电器受益于线上渠道流量红利, 净利润提升明显。

图表 86: 小家电公司净利润情况 (亿元)

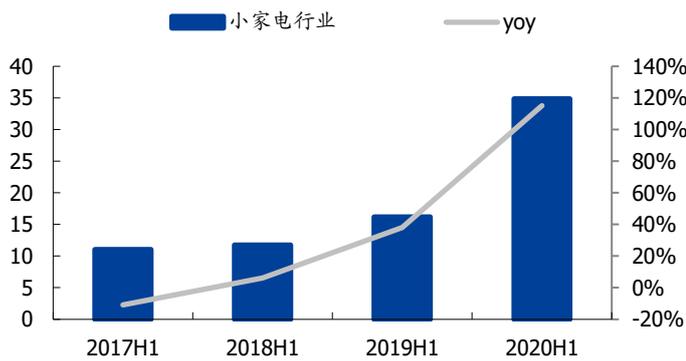
	2020Q1	2020Q2	2020H1
苏泊尔	3.07	3.60	6.66
yoy	-40.44%	11.32%	-20.48%
九阳股份	1.47	2.71	4.18
yoy	-9.91%	11.49%	2.90%
新宝股份	1.24	3.06	4.31
yoy	39.92%	102.23%	79.19%
小熊电器	1.03	1.51	2.54
yoy	83.66%	110.89%	98.93%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 经营性现金流

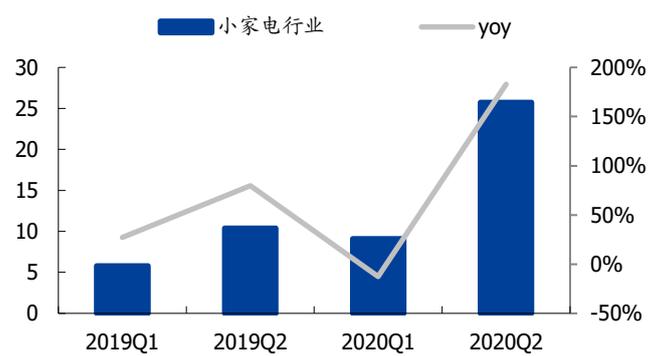
2020 年上半年, 小家电行业现金流水平显著提升。小家电 Q2 现金流增速较高, 主要系收入规模扩大, 销售商品收到的现金相应增加。

图表 87: 半年度小家电行业现金流情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 88: 分季度小家电行业现金流情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020 年上半年, 小家电公司除苏泊尔外经营性现金流均增长显著。主要原因是公司收入规模扩大, 经营性现金流相应增加。

图表 89: 小家电公司经营性现金流情况 (亿元)

	2020Q1	2020Q2	2020H1
苏泊尔	1.03	-1.81	-0.78
yoy	-186.83%	-298.29%	182.42%
九阳股份	1.43	3.84	5.27
yoy	-19.37%	-46225.67%	198.24%
新宝股份	1.02	5.79	6.81
yoy	-29.01%	60.26%	34.76%
小熊电器	1.83	2.33	4.17
yoy	-5110.42%	90.76%	250.94%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 后续展望

渠道端: 目前因疫情影响, 小家电行业销售渠道高度集中于线上, 未来线上渠道比例将进一步提升。同时, 小家电龙头开始布局线下, 将线下门店打造成体验式入口, 为线上渠道导流, 未来行业将出现线上线下融合发展的趋势。

营销端: 传统小家电公司九阳、苏泊尔开始顺应潮流趋势, 主动调整销售策略, 如开始大力推动年轻化营销, 通过 IP 联名、跨界营销等手段不断推出新品, 迎合当下年轻人的生活态度, 助推消费新趋势。

品类端: 小家电龙头在小单品等长尾产品领域投入加大。苏泊尔 2019 年年底开始布局母婴品类, 目前已有近 10 个细分品类产品, 规模逐渐上升; 九阳股份也在 19 年开始通过 IP 联名的方式, 如与 LINE FRIENDS 合作, 推出便携果汁杯、随身杯等创新小单品, 顺应时代潮流发展。

总结: 小家电行业线上渠道比例将进一步提升, 营销策略愈加年轻化; 此外小家电龙头开始顺应时代潮流发展, 小单品投入加大。

3 关注变革的企业

随着当家电行业逐步进入存量竞争的阶段,大规模、低成本的制造业传统打法已经失效,更高效的公司经营运转显得尤为重要;此外随着信息技术的发展、新销售模式的高涨,销售渠道的高效与契合时代消费需求也成为了各企业的关注重点。当前不少家电企业已开始了渠道的变革和数字化的转型。

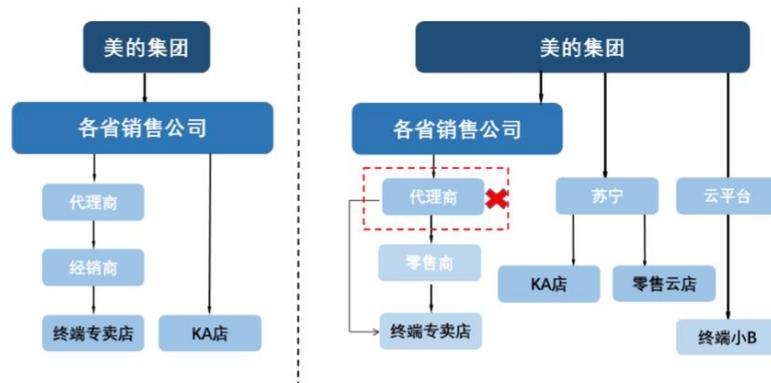
3.1 积极的渠道变革

➤ 美的集团：层级削减

传统层层分销体系下,家电公司难以真正了解客户的真实需求以及对产品的反馈。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进行线下渠道下沉,家电企业传统的渠道体系由于层级较多,导致加价率过高,渠道费用率有压缩空间。

美的及时进行线下渠道层级削减,扁平化管理。近年来美的开始对渠道进行改革,从原来的层层分销转向扁平化,砍掉二级代理商并转为运营商,同时加大对终端门店的对接比例,并由总部直接对接 KA,由“高渠道空间、低周转”转向“低渠道空间、高周转”。由此更直接高效获取消费者的需求并予以反馈。

图表 90: 美的线下渠道体现变化



资料来源: 腾讯家居, 国盛证券研究所

➤ 海尔智家：全流程改革，利益理顺

公司早已在渠道推行统仓统配的改革,推进业务零售转型,有望在中国市场渠道端持续提升零售竞争力。以统仓统配的全落地及统一配送模式的样板复制切入,推进零售体系及分销体系的转型落地;建立透明化、数据化、统一化的高效客户服务平台,提升用户体验与客户体验;推进产品、营销、服务、工程等策略的转型;加速家装、建材等前置类渠道布局与能力构建;加速以智家 APP 为核心的线上渠道建设与营销方式转型。海尔的这轮渠道改革,与美的一直以来推行快周转模式下对渠道层级的削减十分类似,都是通过信息化系统和物流体系的下沉,掌握更多的零售服务能力,推动分销模式向零售转型。家电巨头在不断重视渠道效率的提升。

图表 91: 海尔的统仓统配改革和美的驱动层级削减的比较

	海尔智家	美的集团
渠道信息反馈	原来的信息只能看到县一级，终端并不能及时反馈，现在数据进一步下沉到终端门店	推进营销体系数字化改革，能够反馈终端门店动销
物流配送	日日顺物流：统仓统配，将货物放在中心仓，不再需要经销商储备库存和承担配送职能	安得物流：区域中心仓，形成了贴近客户、快速反应的全国直配网络布局
渠道效率优化	降低县一级经销商不合理的加价率；要求更加重视对终端门店的指导	渠道层级削减，代理商转运营商，降低代理费用

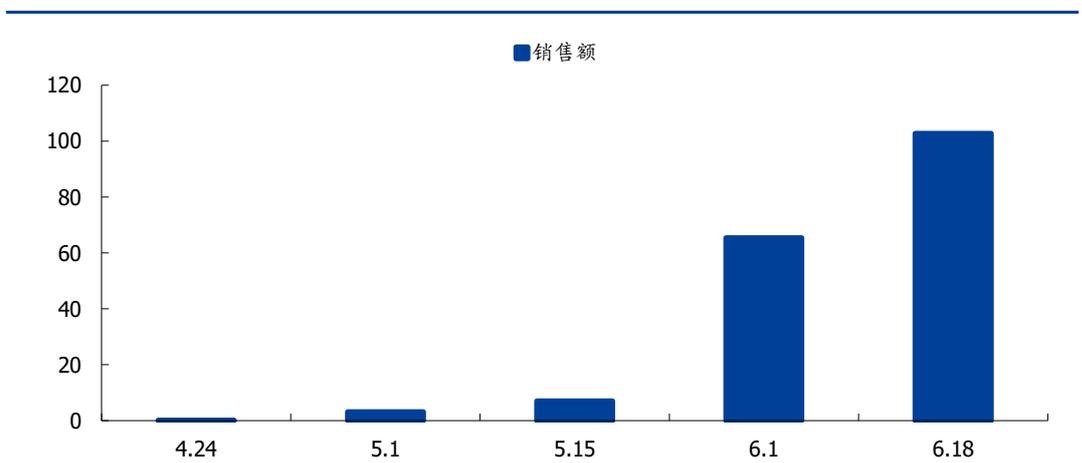
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

此外，2020年的私有化进程稳步推动，有助于提升渠道的效率和管理的有效性。2020年7月31日，海尔智家和海尔电器发布联合公告称，海尔智家拟以协议安排的方式私有化海尔电器。随着交易的完成，双平台带来的渠道的交错和管理、沟通的低效性将得到解决。

➤ 格力电器：渠道改革，线上线下协同发展

格力电器遵循行业趋势，发力电商与直播带货模式，带动线上线下发展。当前公司要由“董明珠的店”、阿里和京东构成公司三大电商模式，其中阿里和京东的电商模式开始较早，在2016年618的空调销售活动中就已突破3.8亿元。而“董明珠的店”在2019年成立，主要是通过线上直播和社交传播的方式运营，一定程度上带动线上销量，但更重要的是线下的引流，带动线下经销商进行卖货，在2020年的5场直播中累计销售额达到178亿元，战绩累累。

图表 92: 2020年格力电器直播销售情况(亿元)

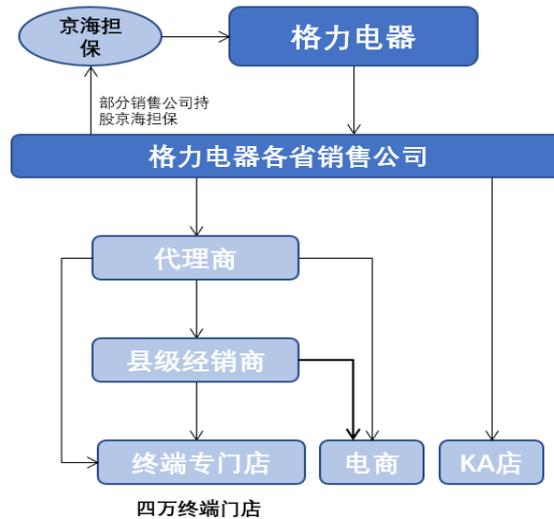


资料来源：格力公众号，国盛证券研究所

公司发展直播背后更是公司渠道运营模式的转变

公司此前的渠道中，省级销售公司扮演了重要角色，承担打款压货、渠道管理等职能，省级销售公司也获取了丰厚的回报。格力的渠道层级通过省级销售公司、代理商、经销商等层层体系分销，建立了庞大的蓄水池。

图表 93: 格力电器渠道情况



资料来源：年报，国盛证券研究所

如果公司要发展线上，势必需要解决的是如何平衡线上和线下的价格差，线下渠道加价率降低以及渠道层级的削减便成了改革的核心。

3.2 紧跟时代的数字化转型

➤ 美的集团：全面数字化、全面智能化

2020年初美的提出第二次重要转型，即“全面数字化、全面智能化”，欲改变业务方法，推动研产销变革，用互联网思维和工具颠覆原有商业模式。当前已自主研发数字化企划系统（PRM）、研发项目管理软件（GPM）、研发全生命周期管理软件（MPLM）、测试管理平台（LIMS）、数字化工艺软件（DPM）以及工艺仿真平台（MIoT.VC）等多个系统；在供应链环节，公司通过引入智能算法、数据驱动等技术，提升采购的执行效率和快速响应能力，并推出美的公有云平台，助力上游供应商数字化转型，促进价值链的数据信息更加透明、高效，优化供方库存管理。此外，公司结合自身产业优势，加速推进5G基础设施部署，加速探索5G+工业互联网应用，助力集团“两个全面”战略落地。同时深入推动人工智能（AI）的业务应用和云计算应用，最终提升全价值链运营效率。

➤ 海尔智家：数字变革，提效增速

公司以数字化切入，通过客户端、用户端、员工端的数字化工具应用，提升全流程效率。持续扩大统仓统配覆盖范围，全面提升平台效率。通过海尔智家APP实现家电销售的场景直播，实现线上向线下引流、赋能线下店，实现线上线下一体化运营。通过反向定制爆品抢单、天网云TOC模式，实现SKU聚焦，提升产品效率、供应链效率、仓储效率。2020H1，有效运转型号数量与总型号数量的占比由40%提升至97%，物流配送及时率提升至99.5%，流程系统使用效率提升至83%，不良品率下降94%。

4 投资建议

企业保持基业长青的秘诀是不断根据时代的变化，积极变革。家电公司经过此前的快速发展步入成熟期，而消费者的需求和外部的营销、渠道、物流和技术等在不断变化，如何不断进化，保持年轻是在存量市场中持续获得增量的唯一途径。

结合下半年的景气周期，我们建议重视白电中的**海尔智家**（私有化落地有望理顺公司利益；公司前期前瞻的战略布局将与时代的要求越来越匹配，看好公司后续利润释放的潜力）、**美的集团**（公司不断变革，与时俱进，数字化赋能为下一阶段打下更加扎实的基础）和**格力电器**（开启渠道改革的新篇章），小家电中的**九阳股份**（年轻化转型成功，组织富有活力）和**苏泊尔**（产品和渠道转型中，未来多品牌和多品类发力）以及受益于下半年竣工改善的地产产业链中的厨电、电工和照明板块的**老板电器**、**浙江美大**、**公牛集团**和**欧普照明**的投资价值。

风险提示

疫情影响家电出口：国外疫情持续影响家电出口，作为出口比重较大的行业，家电将会受到影响。

汇率波动风险：汇率波动对产品的出口和财务费用均会产生影响，进而对家电类企业的业绩产生一定影响。

原材料价格波动风险：原材料价格波动影响产品成本，进而对企业业绩产生较大影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com