

家用电器

深度思考：中小市值企业的价值？

最近我们发现，相较于以往，产业资本惯于从一级市场并购标的实现成长，行业内开始频繁出现，产业资本直接通过二级市场，或大宗收购，或直接购买等方式，来实现兼并、收购，以扩展产业。这也意味着，春江水暖鸭先知，众多次的市场周期表明，当产业资本开始愿意增持之际，也就意味着资产的价值在底部区域。本篇报告希望从这个角度，帮助二级市场掘金。

行业复盘：产业资本有望开启增持之路

我们对家电行业各个子板块进行了复盘，发现 2020 年受到疫情的影响，不少公司陷入经营困局，其中中小企业受到的影响更大，复苏节奏慢于龙头企业。同时我们看到，随着新股发行节奏加快，优质公司不断进入二级市场，从市值与估值表现来看，部分新上市公司已经超越之前的中小市值公司的表现。但是从产业资本的角度看，可以通过并购完成业务布局取得业务协同、将较高的管理水平输出等等，因此，不少中小市值公司仍具有价值。我们预计，在接下去的一段时期，由于优质的龙头企业拥有的融资能力更强，不排除将会进一步通过并购的方式去获得增长，且并购主体也不拘泥于国内市场。例如近期美的收购万东医疗，TCL 举牌奥马电器。

从三个逻辑看产业资本的选择

我们从家电行业的角度梳理了从产业资本角度可以进行价值挖掘的个股公司，主要基于以下三个逻辑。**逻辑基础一：家电企业集团化趋势明确，从补缺角度完成品类布局。**例如格力可以通过并购的方式扩张除空调以外的家电业务，TCL 在拥有智能家居入口之一电视机的产业优势下，或可以采取产业并购、入股等方式进行企业集团化布局，考虑进入厨电行业。**逻辑基础二：资产具有重估价值，或体现在资产负债表的重估。**例如长虹系从业务布局来看，已经转向越来越多的代工业务，自主品牌业务规模在缩减。如果长虹系的公司未来变成家电行业的富士康，那参考代工行业的利润率，长虹系的业绩有望恢复。**逻辑基础三：产业已过大规模投资阶段，细分市场龙头的价值。**例如像海立股份这样的核心零部件公司对于不少企业仍有较高的价值，但由于所处的产业价值链，过去多年，利润率较低。目前公司已展开新的业务布局，通过收购马瑞利香港意欲进军新能源车零部件领域，参考三花智控的发展路程，海立股份也有望从新能源的大潮中分一杯羹。

投资建议

基于以上对于中小市值企业价值的思考，我们列举了三个基础逻辑进行筛选，虽然从短期业绩改善角度，尚未出现显著的业绩拐点，但从产业资本角度来看，仍具备一定的价值。建议关注国企改革落地的海信系公司**海信视像**、**海信家电**，产品不断改善的**飞科电器**，炊具及小家电的制造商**爱仕达**，以及从产业地位看有价值的**海立股份**、**长虹美菱**、**长虹华意**等。

风险提示：宏观环境波动风险；原材料涨价风险；疫情下企业恢复情况不及预期等。

证券研究报告

2021 年 02 月 22 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

卢璐 联系人
llu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:中小市值企业价值有望提升，铜、铝原材料价格上涨——2021W8 周观点》 2021-02-22
- 2 《家用电器-行业研究周报:春节信息速递：线上线下折扣补贴促进消费，原地过年使家电需求保持旺盛》 2021-02-18
- 3 《家用电器-行业研究周报:节前家电市场需求旺盛，产品升级带动均价上涨——2021W6 周观点》 2021-02-07

内容目录

1. 前言	3
2. 行业复盘：产业资本有望开启增持之路	3
2.1. 中小企业复苏节奏慢于龙头企业	3
2.2. 新股发行节奏加快	7
2.3. 近期产业资本收购增持案例	8
3. 从三个逻辑看产业资本的选择	9
3.1. 逻辑基础一：家电企业集团化趋势明确，从补缺角度完成品类布局	9
3.2. 逻辑基础二：资产具有重估价值，或体现在资产负债表的重估	10
3.3. 逻辑基础三：产业已过大规模投资阶段，细分市场龙头的价值	10
4. 投资建议	11
5. 风险提示	11

图表目录

图 1：白电板块各公司 20Q1-Q3 单季度收入增速变化情况（单位：%）	3
图 2：出厂端空调内销增速	4
图 3：出厂端空调外销增速	4
图 4：出厂端冰箱内销增速	4
图 5：出厂端冰箱外销增速	4
图 6：出厂端洗衣机内销增速	5
图 7：出厂端洗衣机外销增速	5
图 8：厨电板块各公司 20Q1-Q3 单季度收入增速变化情况（单位：%）	5
图 9：厨电板块各公司 20Q1-Q3 单季度业绩增速变化情况（单位：%）	6
图 10：小家电板块各公司 20Q1-Q3 单季度收入增速变化情况（单位：%）	6
图 11：小家电板块各公司 20Q1-Q3 单季度业绩增速变化情况（单位：%）	7
图 12：格力电器业务结构（单位：亿元）	9
图 13：TCL 家电业务收入情况（单位：亿元）	10
图 14：TCL 家电业务毛利率情况（单位：%）	10
表 1：白电板块各公司 20 年以来股价表现（单位：亿元，%）	3
表 2：白电板块各公司 20Q1-Q3 单季度业绩增速变化情况（单位：%）	4
表 3：厨电板块各公司 20 年以来股价表现（单位：亿元，%）	5
表 4：小家电板块各公司 20 年以来股价表现（单位：亿元，%）	6
表 5：20 年以来新上市公司与同一板块下的中小市值公司交易情况对比（单位：亿元，亿股，%）	7
表 6：近年家电行业公司对外并购、入股等案例	9
表 7：白电板块公司的最新 PB 及 PS(TTM)情况（单位：亿元）	10
表 8：家电零部件板块公司的最新 PB 及 PS(TTM)情况（单位：亿元）	11
表 9：海立股份历史大事件	11

1. 前言

最近我们发现，相较于以往，产业资本惯于从一级市场并购标的实现成长，行业内开始频繁出现，产业资本直接通过二级市场，或大宗收购，或直接购买等方式，来实现兼并、收购，以扩展产业。这也意味着，春江水暖鸭先知，众多次的市场周期表明，当产业资本开始愿意增持之际，也就意味着资产的价值在底部区域。本篇报告希望从这个角度，帮助二级市场掘金。

2. 行业复盘：产业资本有望开启增持之路

2.1. 中小企业复苏节奏慢于龙头企业

2020 年受到疫情的影响，不少公司陷入经营困局，导致股价经历戴维斯双杀，但需要注意的是，区别于龙头企业的快速复苏，中小企业并未在业绩改善上出现明显的曙光。

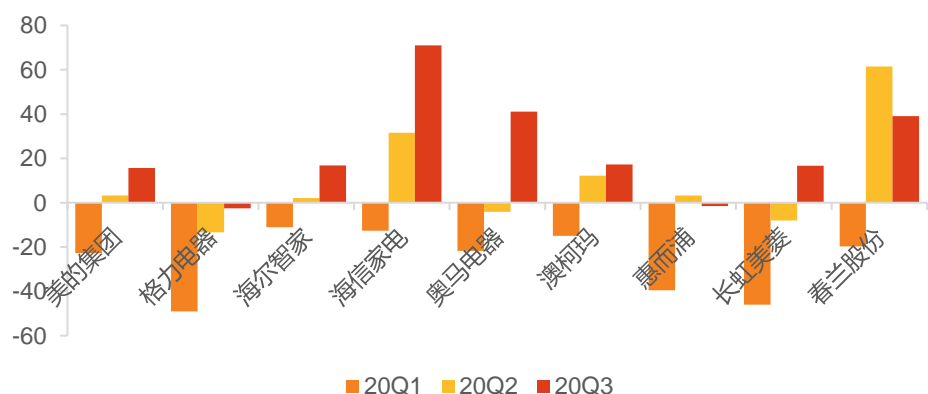
白电板块：本身由于受制于线下安装、体积大不方便配送等因素，在疫情的影响下，收入业绩均在 20Q1 受到较大影响，对应到股价表现，包括一线白电龙头在内的大部分公司跌幅较大，而后随着内外销的强劲复苏，从行业数据及公司本身的收入表现看，龙头公司快速抓住机会并优先获益。规模偏小公司业绩基数低，一旦经营产生波动则会出现极高或极低的业绩增速幅度，因此，收入端的复苏更能代表环比改善的进度。从主业上看，仍是龙头公司具备更为迅速的恢复速度及更强的抗风险能力。部分公司股价表现弹性较大则更多在于偏主题性机会，如澳柯玛及长虹美菱涉及到冷链物流相关业务，以及长虹美菱回购 B 股动作的带动，如惠而浦年初 C2M 概念及格兰仕要约收购等事件。

表 1：白电板块各公司 20 年以来股价表现（单位：亿元，%）

公司	总市值	19年收入	19年业绩	20Q1涨跌幅	20Q2涨跌幅	20Q3涨跌幅	20Q4涨跌幅	21年至今涨跌幅
美的集团	6898	2794	242	-17	27	21	36	0
格力电器	3671	2005	247	-20	11	-6	18	-1
海尔智家	2943	2008	82	-26	23	26	34	12
海信家电	206	375	18	-23	28	5	16	5
奥马电器	66	74	1	-21	2	1	-14	54
澳柯玛	58	64	2	9	29	14	44	-27
惠而浦	50	53	-3	28	-24	55	-10	0
长虹美菱	39	166	1	-6	-8	4	98	-38
春兰股份	17	2	0	0	5	4	-8	-12

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 1：白电板块各公司 20Q1-Q3 单季度收入增速变化情况（单位：%）



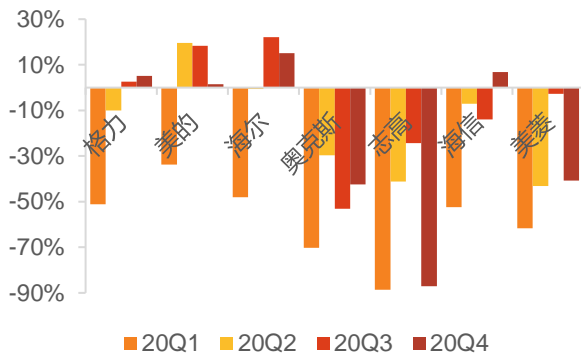
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2: 白电板块各公司 20Q1-Q3 单季度业绩增速变化情况 (单位: %)

公司	20Q1	20Q2	20Q3
美的集团	-22	1	32
格力电器	-73	-41	-12
海尔智家	-50	-41	38
海信家电	-90	-15	28
奥马电器	-93	-77	9570
澳柯玛	-44	81	53
惠而浦	-603	81	122
长虹美菱	-546	1067	228
春兰股份	-6	-19	168

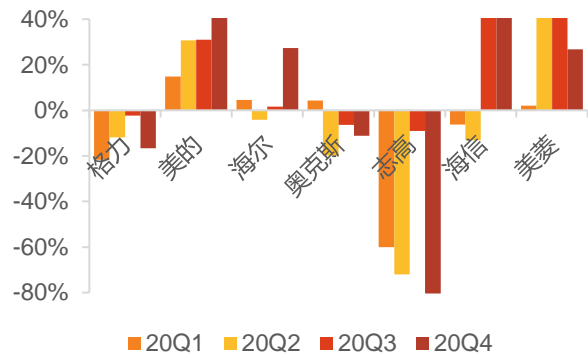
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 出厂端空调内销增速



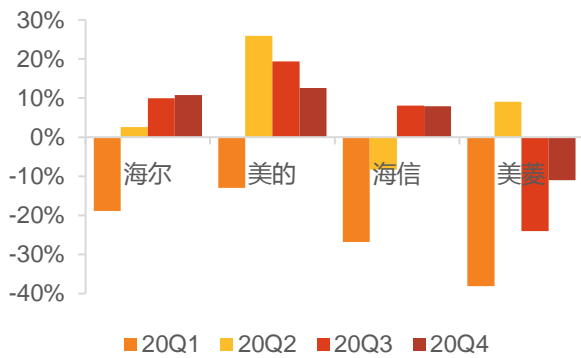
资料来源: 产业在线, 天风证券研究所

图 3: 出厂端空调外销增速



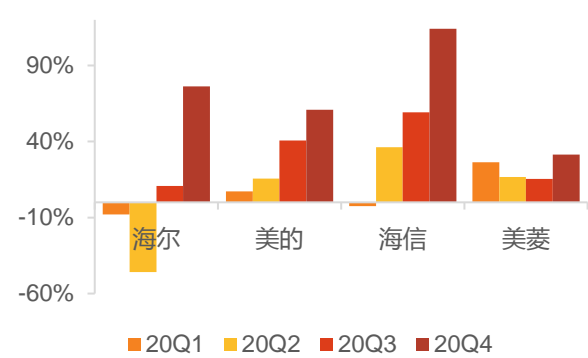
资料来源: 产业在线, 天风证券研究所

图 4: 出厂端冰箱内销增速



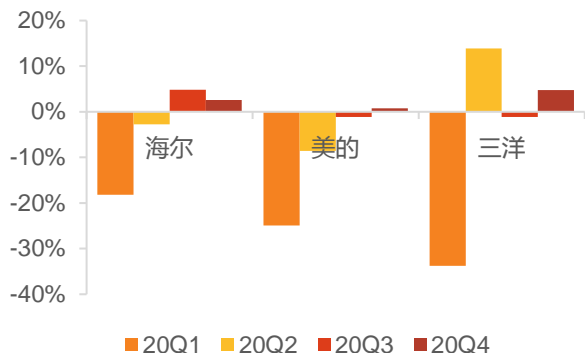
资料来源: 产业在线, 天风证券研究所

图 5: 出厂端冰箱外销增速



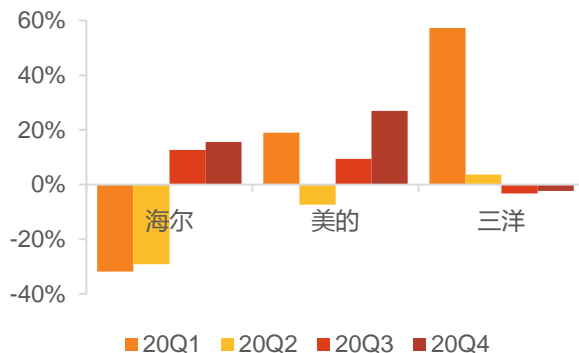
资料来源: 产业在线, 天风证券研究所

图 6：出厂端洗衣机内销增速



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 7：出厂端洗衣机外销增速



资料来源：产业在线，天风证券研究所

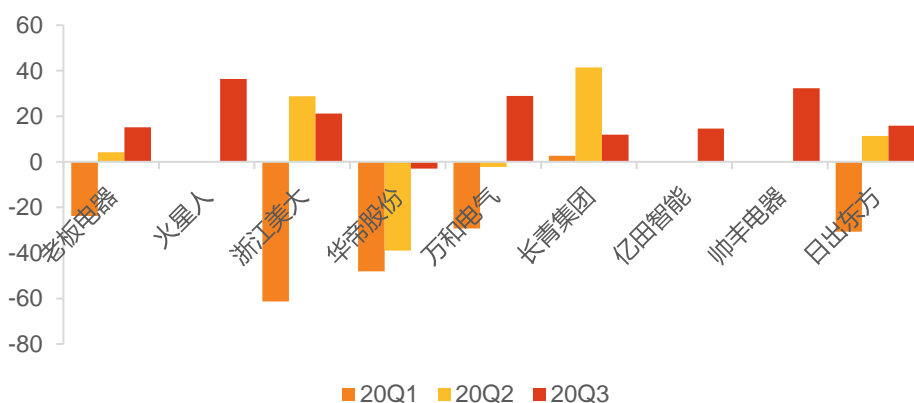
厨电板块：与白电品类类似，厨电同样也涉及到线下安装、运输等问题，因此疫情期间收入业绩及股价表现均受到较大影响。从公司收入及业绩表现看，在 20Q3 地产竣工延后兑现的情况下，传统烟灶品类中的一线龙头公司老板电器表现优于华帝股份。另外，今年多家集成灶公司上市，表现不一，市值上也有较大差异。

表 3：厨电板块各公司 20 年以来股价表现（单位：亿元，%）

公司	总市值	19年收入	19年业绩	20Q1涨跌幅	20Q2涨跌幅	20Q3涨跌幅	20Q4涨跌幅	21年至今涨跌幅
老板电器	376	78	16	-16	11	5	25	-3
火星人	258	13	2	-	-	-	-	30
浙江美大	121	17	5	-14	3	62	-13	18
华帝股份	70	57	7	-17	-6	-5	-9	-8
万和电气	60	62	6	-18	4	2	4	-3
亿田智能	51	7	1	-	-	-	-35	14
帅丰电器	39	7	2	-	-	-	-19	-2
日出东方	37	34	1	-9	9	-10	2	-10

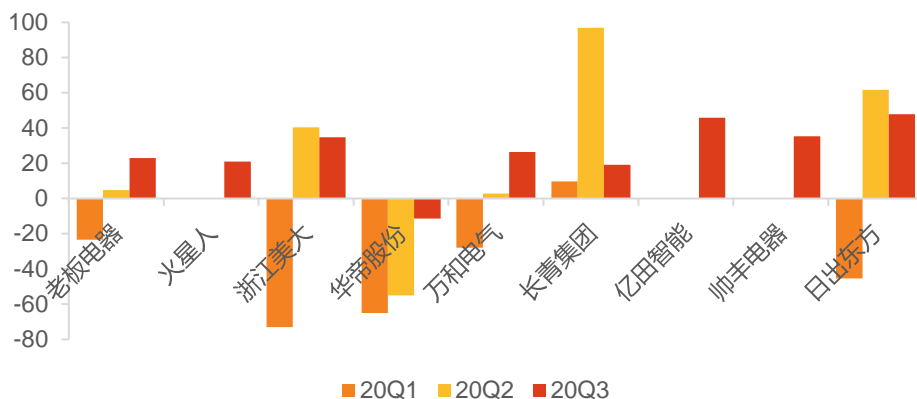
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：厨电板块各公司 20Q1-Q3 单季度收入增速变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：厨电板块各公司 20Q1-Q3 单季度业绩增速变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

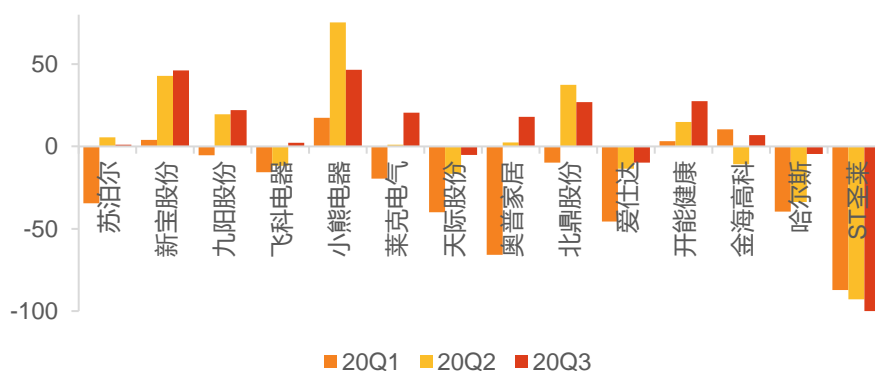
小家电板块：品类本身易于运输和使用，与直播等新营销模式匹配度高，在居家时间增多的情况下需求提升明显，且海外疫情同样逻辑的演绎带来部分公司外销业务的大幅增长。由于小家电品类众多，虽同处于一个行业，但表现分化明显，20 年全年新兴类小家电表现优于传统类小家电。但需要关注的是，同样由于品类的丰富，行业内存在大量的市值较低但在细分行业有一定竞争力的公司。

表 4：小家电板块各公司 20 年以来股价表现（单位：亿元，%）

公司	总市值	19年收入	19年业绩	20Q1涨跌幅	20Q2涨跌幅	20Q3涨跌幅	20Q4涨跌幅	21年至今涨跌幅
苏泊尔	649	199	19	-10	5	11	-1	1
新宝股份	396	91	7	13	99	13	2	14
九阳股份	248	94	8	12	35	9	-21	1
飞科电器	218	38	7	-5	41	-2	-3	7
小熊电器	137	27	3	21	92	1	-9	-22
莱克电气	123	57	5	-14	23	41	-14	-1
天际股份	74	8	0	-20	-12	66	56	11
奥普家居	49	16	3	-19	-7	-3	-5	-19
北鼎股份	47	6	1	0	61	105	0	-22
爱仕达	26	35	1	-1	-4	6	-9	-3
开能健康	26	11	1	-10	14	11	-7	-11
金海高科	24	6	1	2	3	38	-29	1
哈尔斯	17	18	1	-12	0	12	-15	-11
ST圣莱	8	1	-1	-16	6	-30	11	-22

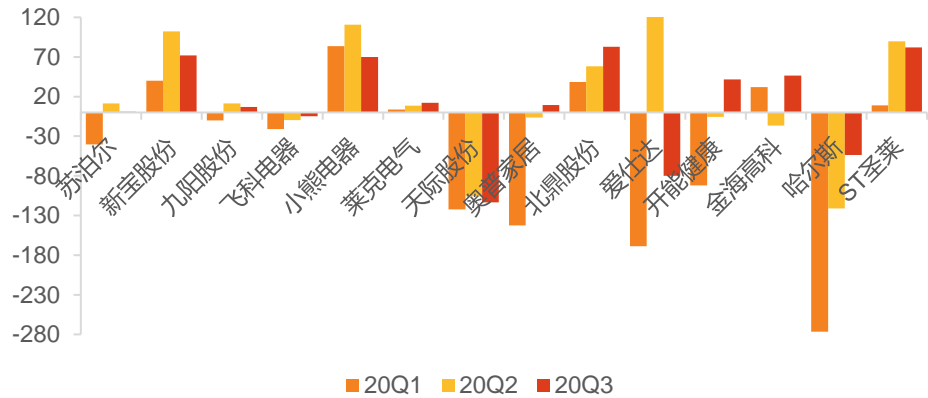
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：小家电板块各公司 20Q1-Q3 单季度收入增速变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11: 小家电板块各公司 20Q1-Q3 单季度业绩增速变化情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 新股发行节奏加快

随着注册制的出台, 新股发行节奏加快, 优质公司不断进入二级市场投资者的视野中, 只要公司本身质地优秀, 从市值与估值表现来看, 部分新上市公司已经超越之前的中小市值公司的表现。从而出现部分市值与行业地位倒挂的现象, 典型的即为集成灶行业的几家上市公司, 火星人与浙江美大线下市占率相差不大, 但火星人的市值是浙江美大的一倍有余。类似逻辑, 同样作为炊具&小家电的制造商爱仕达、保温杯的龙头制造商哈尔斯, PS 估值角度显著低于同行。

表 5: 20 年以来新上市公司与同一板块下的中小市值公司交易情况对比 (单位: 亿元, 亿股, %)

板块	公司	总市值	PS(TTM)	上市时间	21年成交量	21年换手率	20Q4重仓基金个数	20H1持仓基金个数
厨电	老板电器	376	4.8	2010-11-23	3.0	31.8	25	388
	火星人	258	17.2	2020-12-31	3.1	811.2	1	0
	浙江美大	121	7.1	2012-05-25	3.2	115.7	11	72
	华帝股份	70	1.6	2004-09-01	4.2	53.7	10	133
	万和电气	60	1.0	2011-01-28	1.0	16.0	0	15
	长青集团	52	1.8	2011-09-20	1.2	24.5	1	53
	亿田智能	51	7.4	2020-12-03	1.3	524.2	0	0
	帅丰电器	39	5.6	2020-10-19	0.6	182.1	1	0
日出东方	37	1.1	2012-05-21	7.6	94.8	2	5	
小家电	苏泊尔	649	3.6	2004-08-17	0.6	10.6	25	267
	新宝股份	396	3.5	2014-01-21	2.2	27.6	22	238
	九阳股份	248	2.4	2008-05-28	1.9	24.6	6	287
	飞科电器	218	6.2	2016-04-18	0.3	6.1	3	76
	小熊电器	137	4.0	2019-08-23	0.9	119.0	7	125
	莱克电气	123	2.1	2015-05-13	0.3	8.5	1	66
	天际股份	74	11.3	2015-05-28	6.3	156.2	2	8
	奥普家居	49	3.3	2020-01-15	0.3	54.2	0	44
	北鼎股份	47	7.7	2020-06-19	0.8	142.9	0	1562
	爱仕达	26	0.9	2010-05-11	0.4	13.0	0	4
	开能健康	26	2.2	2011-11-02	1.3	32.0	0	7
	金海高科	24	3.7	2015-05-18	0.7	34.0	0	8
哈尔斯	17	1.1	2011-09-09	0.9	42.7	0	3	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

然而, 我们认为, 任何产业都需要产业基础、准入门槛, 以及长期经营的 know-how 累积, 这并不是投资同样的金额就能获得的。例如, 2015 年格力电器的市值曾低于 1000 亿市值, 但这并不意味着, 在当时的环境之下用 1000 亿就能再造一家格力出来。我们曾在《思考: 这一轮是否会看到 20 倍的白电龙头?》的报告中指出, 一个公司的价值是来源于品牌+渠道+产能的总和, 国民性的品牌+先发优势不断累积下的渠道护城河+产能而非简单的产量。

对于中小市值公司来说，目前的二级市场价值可以被解读为，在永续经营的假设下，较难获得较好的增长。而从产业资本的角度看，通过并购完成业务布局取得业务协同、将较高的管理水平输出等等，因此，不少中小市值公司仍具有价值。尤其在新股上市难度降低的阶段，这意味着优质的产业会寻求自我独立上市，而非卖给产业资本，与此同时，小市值公司的壳价值大幅降低，一来一去，不难理解，为何在 2021 年初，我们便已经看到本行业有产业资本进行并购的案例。

追溯到前两年，产业资本其实已经有多行动，只是较多是以小股东的形式出现，进入 2021 年，谋求上市公司控股权的并购开始出现，我们预计，在接下去的一段时期，由于优质的龙头企业拥有的融资能力更强，不排除将会进一步通过并购的方式去获得增长，且并购主体也不拘泥于国内市场。与此同时，叠加后续疫苗普及所带来的全球经济恢复的背景，不少公司从疫情影响逐渐走出，全球化从停摆到恢复，则判断经营进入谷底回升的难度也会下降，不失为并购成长的好机会。

2.3. 近期产业资本收购增持案例

美的收购万东医疗：2021 年 2 月 2 日，万东医疗控股股东鱼跃科技、公司实际控制人吴光明先生与美的集团共同签署了《股份转让协议》。万东医疗于 1955 年创立，1997 年在上交所上市，公司是我国医用 X 射线机行业龙头企业、医学影像设备行业领先企业、医学影像服务行业创新企业，主营业务主要涵盖医学影像设备制造与销售及医学影像诊断服务。

美的集团将以 14.60 元/股的转让价格（共计 23 亿元）获得万东医疗 24.09%的股份，相较于其 90 日均价 11.57 元/股，转让价格溢价 26%，考虑到在转让完成后美的集团将成为其控股股东，何享健先生将成为公司的实际控制人，因此我们认为支付一定溢价存在合理性。

TCL 举牌奥马电器：奥马电器控股股东融通众金未按照合同约定向厦门信托及时履行给付义务，其质押给厦门信托的 67,457,290 股及 67,457,294 股（合计占总股本 12.4447%）公司股份将分别于 21 年 1 月 11 日、21 年 1 月 13 日进行司法拍卖。而在 21 年 1 月 14 日竞价结果中，用户姓名惠州 TCL 家电集团有限公司分别以 6046 万元获得公司 13,491,458 股股票、6246 万元获得公司 13,491,458 股股票、6346 万元获得公司 13,491,458 股股票。随后奥马电器发布两份简式权益变动报告书，1）截至 21 年 1 月 27 日，TCL 家电集团及中新融泽持股比例由 0%、0%分别变更为 2.87%、2.13%；2）截至 21 年 2 月 4 日，TCL 家电集团持股比例由 2.87%变更为 7.87%。

21 年 2 月 19 日公告，TCL 家电集团及一致行动人中新融泽合计持有奥马电器 108,411,075 股股份，占上市公司总股本 10%，并以控股股东身份提出，“本公司作为持有公司 10%以上股份的股东，特向公司董事会提议进一步增补 2 名非独立董事，并提名徐萃萃先生和胡殿谦先生为 2 名非独立董事候选人”。

最终，由于 TCL 家电集团在其单方盖章并提交的《提请函》中提及的其与一致行动人的股东权利行使，与此前所提交的其与中新融泽之间的《一致行动协议》载明的股东权利行使方式不相符。在此情形下，提案股东系 TCL 家电集团单独持有公司 7.87%股份，持股比例不足 10%。因此，奥马电器认定 TCL 家电集团不具备向公司董事会请求召开临时股东大会的主体资格。该议案并未通过。

21 年 2 月 20 日公告，TCL 家电集团通过大宗交易方式增持奥马电器 19,300,072 股，占公司总股本的 1.78%。本次增持后，TCL 家电集团及其一致行动人中新融泽合计持有公司股份 12,771.1147 股，占公司总股本的 11.78%。

表 6：近年家电行业公司对外并购、入股等案例

公司名称	公告日期	主要内容
格力电器	2018/12/1	闻泰科技拟通过发行股份及支付现金的方式实现对安世集团的间接控制，本公司拟合计出资30亿元分别增资合肥中闻金泰以及珠海融林。
	2019/7/9	公司拟以自有资金2亿元，按照每股人民币 4.36 元的价格认购新疆众和非公开发行的 A 股股票4587万股。
	2019/11/12	公司拟使用自有资金20亿元认购三安光电非公开发行 A 股股票。
美的集团	2020/3/26	美的子公司美的暖通收购合康新能控股权，本次收购完成后，美的暖通自身持有及通过上丰集团及叶进吾委托的股份表决权合计约占合康新能总股本的23.73%，美的暖通变更为合康新能控股股东，公司变更为合康新能间接控股股东，何享健先生变更为合康新能实际控制人。
	2021/2/5	美的集团将以14.60元/股的转让价格（共计23亿元）获得万东医疗24.09%的股份，何享健先生将成为公司的实际控制人。
飞科电器	2020/1/21	飞科电器与纯米科技及其股东于2020年3月20日签署《股权转让协议》和《增资协议》。本次交易完成后，飞科电器合计取得纯米科技15%的股权。
九阳股份	2021/2/6	公司控股孙公司珠海横琴玖玖时光股权投资基金合伙企业拟与公司监事朱泽春先生及其他投资方共同签署《股权转让协议》及《增资协议》，交易完成后横琴玖玖持有乐秀科技1.4239%股权。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 从三个逻辑看产业资本的选择

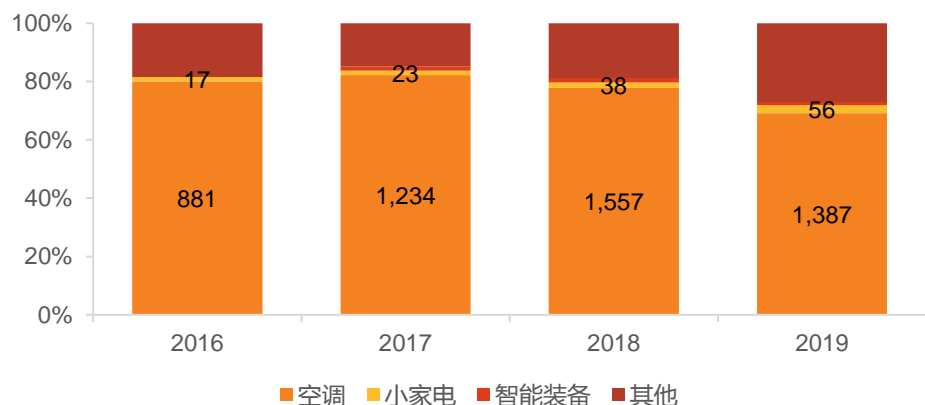
基于复盘中小市值的维度，我们对于产业进行了重新的梳理，从二级市场投资的角度，上市公司市值重估或需要一定的事件性催化剂，因此难度会较大。我们更希望能给予产业资本一定的启发，通过新一轮的投资，整合市场，获得更好的资产配置。

当然，本文仍是从家电行业的角度出发，跨行业并购暂不作梳理。重点关注细分行业中，是否存在绝对的价值低估（或体现在 PB 低，资产负债表重估价值高）等等，从产业资本角度，可以进行价值挖掘的个股公司。

3.1. 逻辑基础一：家电企业集团化趋势明确，从补缺角度完成品类布局

格力：空调行业的龙头公司，空调收入占整体收入的 70%以上，通过收购晶弘进入冰箱业务，并以自有品牌模式尝试切入小家电行业，但本身基因及优势相对缺乏，如果公司要补充短板，以应对未来的智能家居的布局，预计从并购角度做尝试，也不失为一种选择。

图 12：格力电器业务结构（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

TCL：黑电领域的优势公司，从上游半导体到面板制造，直到终端产品以及视频内容等环节皆有布局。但考虑到未来智能家居的布局，TCL 在白电领域的品类尽管有产业，但品类能力仍属薄弱。随着各白电龙头对于智能家居重视程度提升，公司在拥有被大家所看好的智能家居入口之一电视机的产业优势下，或可以采取产业并购、入股等方式进行企业集团化布局，我们认为，公司对于奥马电器的入股也是基于此番考虑。从品类角度进行筛选，

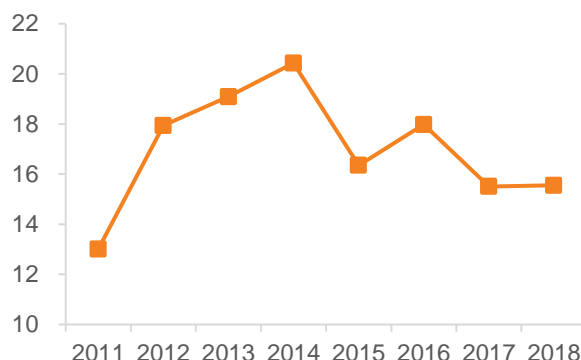
公司对于厨电品类布局有待加强，厨电本身在装修较早阶段打入消费者选择范围，对于后面家电品类的筛选有较好的引流作用。

图 13: TCL 家电业务收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: TCL 家电业务毛利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 逻辑基础二：资产具有重估价值，或体现在资产负债表的重估

以白电板块为例，重点关注 PB 低的公司，如长虹美菱。长虹系从业务布局来看，已经转向越来越多的代工业务，自主品牌业务规模在缩减。14 年小米和美的签署战略合作协议，在 15 年曾联手推出一款空调产品，可实现“一步快连”、“一键操作”以及“一手控制”的功能，售价为 3099 元，销量则表现平平，而后美的小米并未合作推出新的产品，二者在产品上仍属于竞争状态。

17 年小米开始与长虹合作，18 年长虹代工的米家互联网空调以高性价比切入市场，并在第一个冷年（2018 年 8 月到 2019 年 7 月）销量突破 100 万台，线上销量稳坐行业第六。因此，如果长虹系的公司未来变成家电行业的富士康，那参考代工行业的利润率，长虹系的业绩有望恢复，则低 PB 的估值也有望恢复。

表 7: 白电板块公司的最新 PB 及 PS(TTM)情况 (单位: 亿元)

公司	总市值	19年收入	19年业绩	净现金	PB	PS(TTM)
美的集团	6898	2794	242	1067	6.1	2.5
格力电器	3671	2005	247	1175	3.2	2.2
海尔智家	2943	2008	82	257	5.9	1.4
海信家电	206	375	18	129	2.2	0.5
奥马电器	66	74	1	22	2.3	0.9
澳柯玛	58	64	2	5	2.8	0.9
惠而浦	50	53	-3	21	1.4	1.1
长虹美菱	39	166	1	35	0.8	0.3
春兰股份	17	2	0	5	0.8	6.9

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 逻辑基础三：产业已过大规模投资阶段，细分市场龙头的价值

尤其是零部件公司，核心零部件公司对于不少企业仍有较高的价值，但由于所处的产业链位置，过去多年，利润率较低，例如海立股份、长虹华意。海立股份主营产品空调压缩机作为核心部件，过去也曾引发过股权争夺，18 年格力两度举牌，最终合计持有公司 10.2% 的股份。目前公司的市值低于当时的市值，且公司已展开新的业务布局，通过收购马瑞利香港意欲进军新能源车零部件领域，参考三花智控的发展路程，海立股份也有望从新能源的大潮中分一杯羹。

表 8：家电零部件板块公司的最新 PB 及 PS(TTM)情况（单位：亿元）

公司	总市值	19年收入	19年业绩	净现金	PB	PS(TTM)
三花智控	947	112.9	14.2	20	6.1	8.4
海立股份	66	121.4	2.9	-9	3.2	0.6
天银机电	47	9.5	1.4	1	5.9	5.3
东方电热	40	22.3	-1.0	2	2.2	1.8
汉宇集团	38	8.6	1.6	3	2.3	4.2
星帅尔	30	7.1	1.3	4	2.8	3.5
长虹华意	30	95.9	0.3	16	1.4	0.3
和晶科技	23	14.6	0.1	-4	0.8	1.4
春光科技	22	5.6	1.1	4	0.8	3.1
顺威股份	22	16.8	0.1	-2	1.8	1.3
奇精机械	22	16.7	0.8	2	2.8	1.4
三星新材	18	3.4	0.6	2	3.8	4.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 9：海立股份历史大事件

时间	内容
2020年	公司拟以支付现金的方式收购马瑞利汽车空调压缩机和汽车空调系统相关的资产和业务。
2018年	全球首创 16HP 双支撑滚动转子式支流变频压缩机。
2016年	设立上海海立新能源技术有限公司。新公司总投资额 2.73 亿元，注册资本为 1.34 亿元。新合资公司主要经营范围为新能源汽车及其它商用或专用车辆、轨道交通车厢用环保型、节能型压缩机的开发、制造和销售。
2014年	海立与宇通集团郑州科林车用空调有限公司签订了战略合作协议。
2013年	首家海外企业--海立印度电器有限公司建成投产。
2012年	国际领先的新能源汽车电动涡旋压缩机成功下线。
2009年	全球率先创新研发热泵专用压缩机。
1992年	与株式会社日立制作所签订空调压缩机技术合作合同，标志海立进入空调压缩机产业。
1984年	与日本三菱电机株式会社签订旋转式冰箱压缩机技术合作合同，标志海立进入制冷行业。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

基于以上对于中小市值企业价值的思考，我们列举了三个基础逻辑进行筛选，虽然从短期业绩改善角度，尚未出现显著的业绩拐点，但从产业资本角度来看，仍具备一定的价值。建议关注国企改革落地的海信系公司**海信视像**、**海信家电**，产品不断改善的**飞科电器**，炊具及小家电的制造商**爱仕达**，以及从产业地位看有价值的**海立股份**、**长虹美菱**、**长虹华意**等。

5. 风险提示

宏观环境波动风险：家电产品的市场需求受经济形势和宏观调控的影响较大，如果全球经济出现重大波动，国内宏观经济或消费者需求增长出现放缓趋势，则家电市场增长也将随之减速，从而对于产品销售造成影响

原材料涨价风险：家电产品的主要原材料为各种等级的铜材、钢材、铝材和塑料等，且家电制造属于劳动密集型行业，若原材料价格出现较大增长，终端产品的整体销售价格的提升不能够完全消化成本波动影响，将会对行业内公司的经营业绩产生一定影响。

疫情下企业恢复情况不及预期：在疫情恢复的不确定影响下，海内外市场消费及生产在短期内受到一定影响，若持续时间较长的话，对企业业绩恢复带来挑战。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com