

业绩修复确认、守望价值龙头

核心观点

● 白电：业绩温和修复，龙头优势明显。

白电产品安装属性较强，受疫情影响明显，出货量在一季度遭受重创。白电需求韧性较强，随着疫情影响的减弱，前期被疫情抑制的需求已逐步释放，出货端和零售端均逐步恢复，行业景气度回升趋势明显且有望在未来2到3个季度得到延续，预计4季度空调、冰箱、洗衣机出货量同比正增长，全年空调和洗衣机出货量同比降幅收窄至个位数，冰箱超去年同期。随着家电原材料价格的上涨、白电产品结构升级和行业景气度的回升，白电产品价格上行趋势将得到延续，四季度行业有望迎来量价齐升的局面。白电龙头企业由于产业链优势明显、业绩增长确定性强、资产收益率较高、分红稳定等优点，深受机构投资者青睐，在年底估值切换时配置价值较高，实现超额收益概率较大。

● 厨电：竣工回暖驱动景气复苏。

受三四线城市占比提升、精装修占商品房比例提升、资金环境紧缩等因素影响，2018-2019年市场本应迎来的竣工周期的高峰推迟至今年，地产竣工回暖的延续对厨电新增需求形成拉动，老旧小区改造进入加速阶段利好厨电更新市场，全年零售渠道值得期待。年初至今，我国住宅精装修开盘项目累计数量和住宅精装开盘项目房间规模均步入快速回暖期，由于厨电中油烟机和燃气灶在精装修房中配套率较高，厨电工程渠道收入将延续上涨通道，有利于品牌优势明显的厨电龙头。

● 小家电：最优赛道，长期空间较大。

小家电由于安装属性较低，今年景气度较高，多数厨房小家电和生活小家电销售量同比增幅较大，小家电龙头业绩和股价也均有所体现。由于我国小家电普及率相对较低，长期空间大，且小家电产品的免安装，体积小，单价低等属性适合直播销售等新渠道，行业有望伴随我国人均可支配收入的提升和直播电商的快速发展延续高增长态势。

● 投资建议

受疫情影响，家电行业业绩下滑较多，造成估值处于相对高位，但相比海外家电龙头企业依然处于较低位置。由于家电行业盈利稳定、高ROE、分红率稳定，在4季度估值切换时有望受海内外投资者青睐，实现超额收益。建议关注竞争力较强，业绩有望加速修复的白电龙头格力电器（000651）、美的集团（000333）、海尔智家（600690）；品牌优势明显，工程渠道收入快速增长的老板电器（002508）；有望实现高成长的小家电龙头新宝股份（002705）、小熊电器（002959）、九阳股份（002242）。

● 风险提示

原材料价格变动的风险；地产竣工回暖不及预期的风险；海外疫情影响超预期的风险。

家用电器行业

谨慎推荐 维持评级

分析师

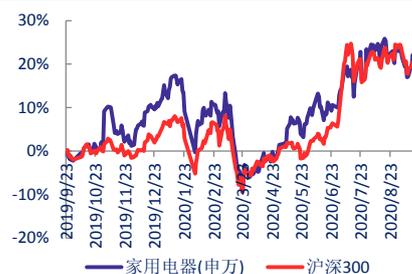
李冠华

☎：8610-66568238

✉：liguanhua_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130519110002

相对沪深300表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

正文目录

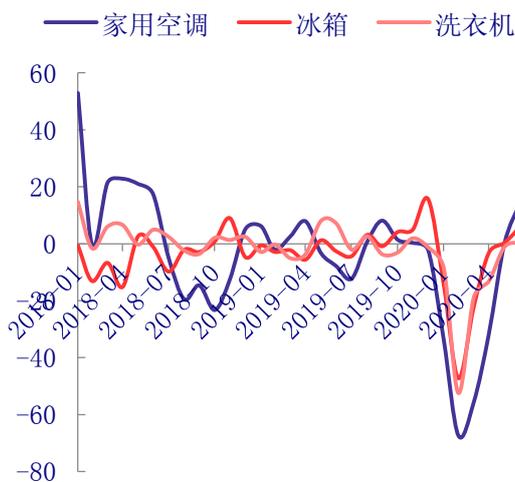
一、白电：业绩温和修复，龙头优势明显	3
(一) 白电出货端、零售端逐步恢复	3
(二) 原材料价格上涨、结构升级推动产品价格上涨	5
(三) 白电全年出货量下滑幅度有望收窄至个位数	9
(四) 白电龙头业绩领先行业、深受投资者青睐	11
(五) 四季度概率超额收益概率较大	13
二、厨电：竣工回暖驱动景气复苏	15
(一) 厨电零售回暖趋势明朗	15
(二) 房地产住宅竣工回暖趋势延续	16
(三) 工程渠道红利释放	18
三、小家电：最优赛道，长期空间较大	21
(一) 小家电市场空间大	21
(二) 小家电景气度较高	22
(三) 线上销售为小家电主要渠道	23
四、投资建议	24
五、风险提示	24

一、白电：业绩温和修复，龙头优势明显

(一) 白电出货端、零售端逐步恢复

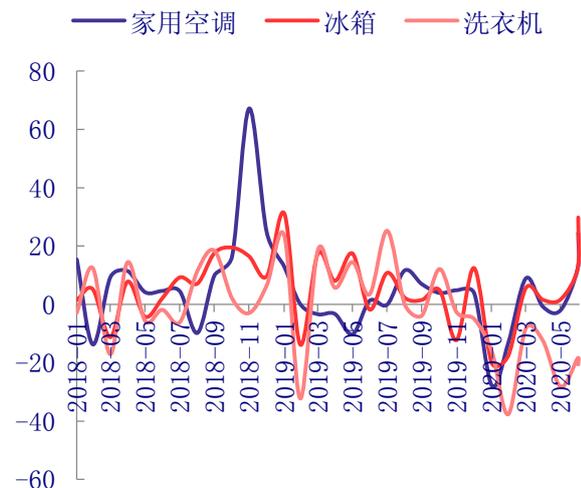
白电出货端内销逐月恢复，外销优于内销。由于白电产品安装属性较强，受疫情影响明显，出货量在一季度遭受重创，之后随着疫情影响的减弱逐步恢复。根据产业在线数据，2020年1-7月份空调、冰箱、洗衣机总销量为9045.7、4467和3134.2万台，下滑幅度为12.2%、1.7%和14.0%。从月度数据来看，空调和冰箱内销量同比增速从5月份转正后一直维持较高增速，7月份同比增长了11.1%和10.8%，洗衣机出货量也接近去年同期。外销量出货整体表现优于内销，在国内疫情爆发初期，受国内工厂停工影响，出口量下降较多，随着国内工厂逐步复工，海外疫情爆发造成工厂停产，部分海外订单转移到国内，白电外销受疫情影响相对较小。分种类来看，由于海外疫情影响，存储食物需求变多，冰箱出口表现较好，7月份出口同比增加了29.8%，洗衣机则下滑了20.6%。

图 1: 白电内销量同比增速 (%)



资料来源：产业在线，wind，中国银河证券研究院

图 2: 白电外销量同比增速 (%)



资料来源：产业在线，wind，中国银河证券研究院

白电零售端线上表现优于线下。从零售额角度来看，白电线下销售受疫情影响明显，奥维云网数据显示，2020年W1-W37空调、冰箱、洗衣机线下零售额分别下滑35.97%、23.29%、18.6%，虽然线下累计零售额不及去年同期，但下滑幅度已逐步收窄。线上表现优于线下，从18周起，除个别周度受“618”促销影响销售额同比下滑外，其他周度销售额同比均改善明显。空调、冰箱、洗衣机线上零售额累计分别变动-5.79%、+8.75%、+15.92%。

图 3: 白电线上销售额同比增速 (%)

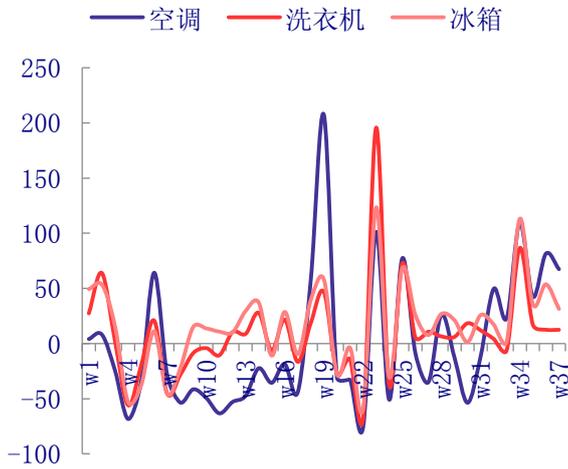
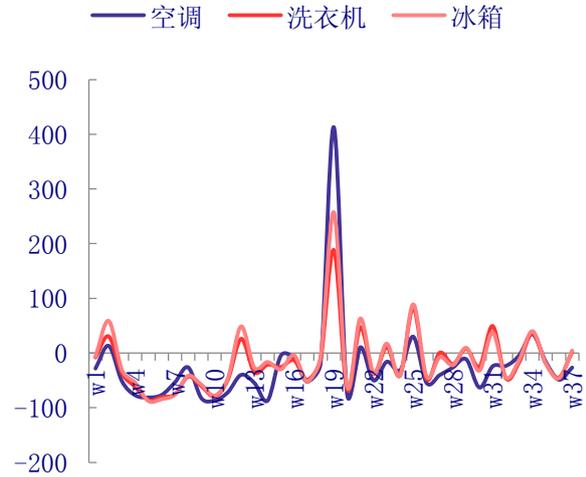


图 4: 白电线下销售额同比增速 (%)



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

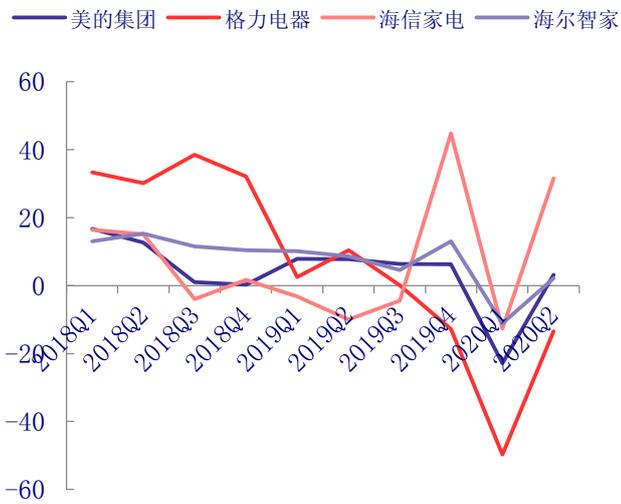
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

综合家电出货数据和零售数据来看, 由于白电需求韧性较强, 且随着居民生活水平的提升, 白电已具备部分必消费品属性, 前期被疫情抑制的需求已逐步释放, 行业景气度回升趋势也比较明显, 有望在未来两到三个季度得到延续。

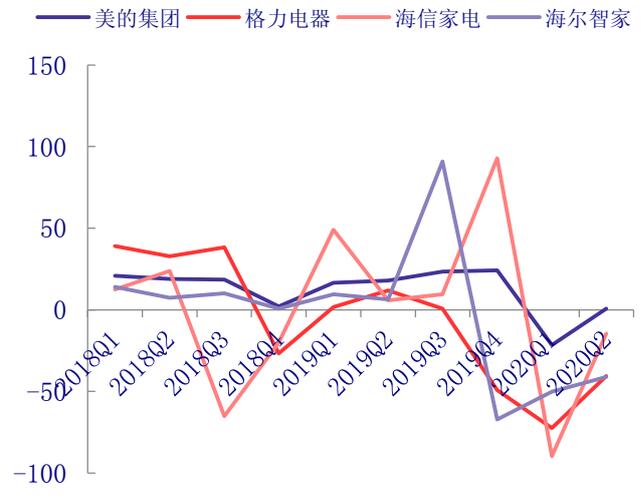
白电二季度业绩改善明显。白电业绩与产品出货量相关性较高, 一季度受疫情影响, 业绩下滑明显, 二季度随着疫情影响的减弱, 家电产品国内消费逐步恢复, 外销业务受海外产能转移至国内影响表现较好, 白电营收和归母净利润均呈现反弹态势, 其中美的集团二季度单季营收和归母均已转正。由于上半年行业需求下滑, 白电企业采取“以价换量”措施, 产品价格下滑明显, 企业盈利能力下降, 归母净利增幅不及营收增幅。

图 5: 白电营收季度同比增长率 (%)

图 6: 白电归母净利润季度同比增长率 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

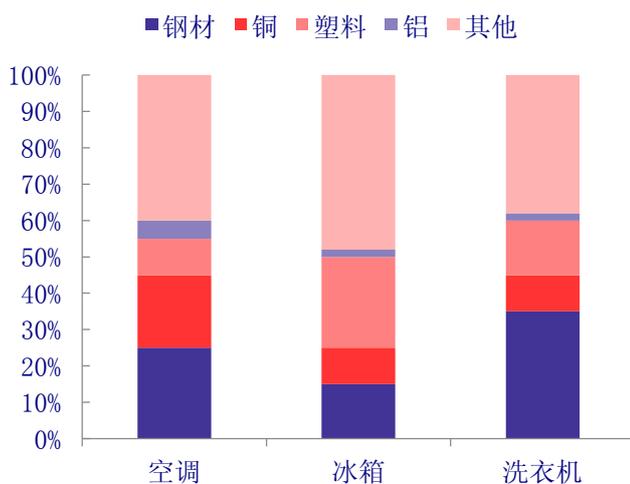


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 原材料价格上涨、结构升级推动产品价格上涨

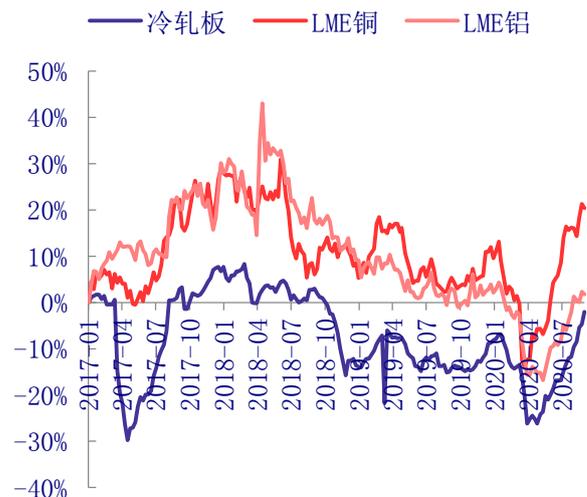
家电原材料价格上涨明显。家电行业中原材料成本占比高达 80% 以上，白电行业对铜、铝、钢材、塑料等大宗原材料需求量大，成本与原材料价格关联度较高。随着疫情影响减弱，铜、铝、冷轧板价格在 4 月份到达最低点后反弹明显，截至 9 月 18 日，冷轧板价格和铜的价格已经高于去年同期，铝的价格与去年同期接近。

图 7: 家电产品原材料占比 (%)



资料来源: 产业信息网, 中国银河证券研究院

图 8: 原材料价格变动 (%)

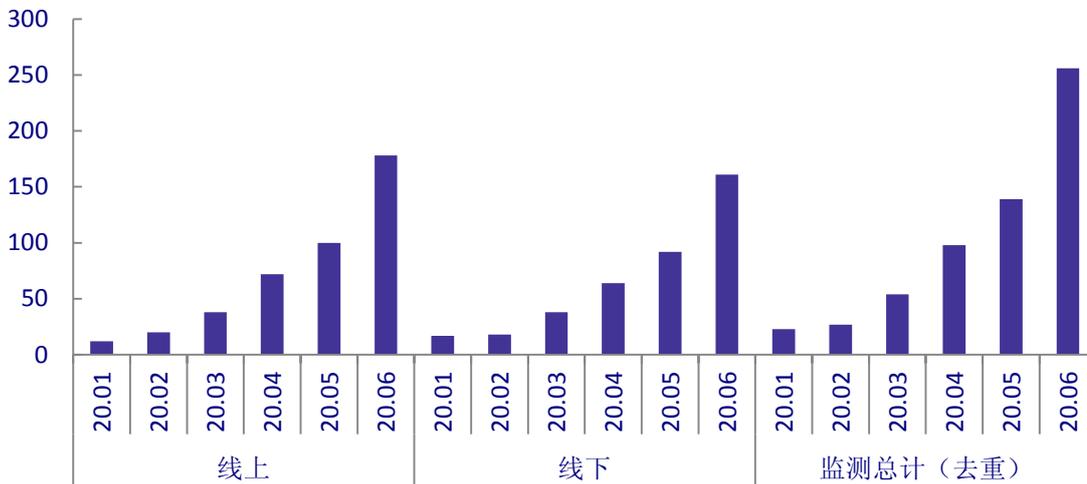


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

空调一级能效在售个数提升。随着空调新能效标准的实施，空调产品结构调整明显，新一

级能效空调机型线上、线下在售个数分别从1月的12个、17个增加到6月份的178个、161个，由于线上线下销售部分产品重复，去重在售个数从1月的23个增加到6月的256个。

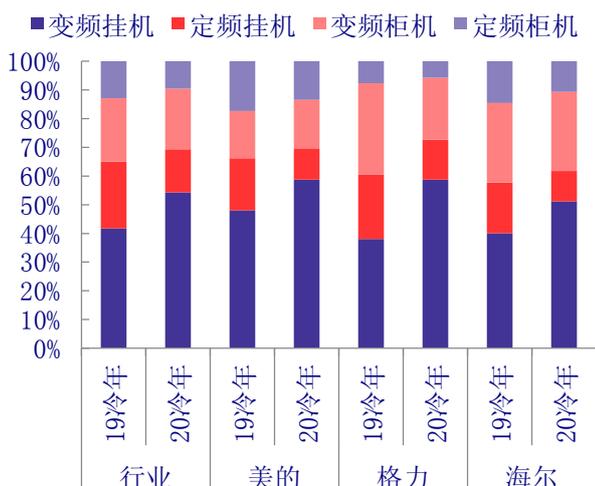
图 9: 2020 年新一级能效空调机型监测在售个数



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

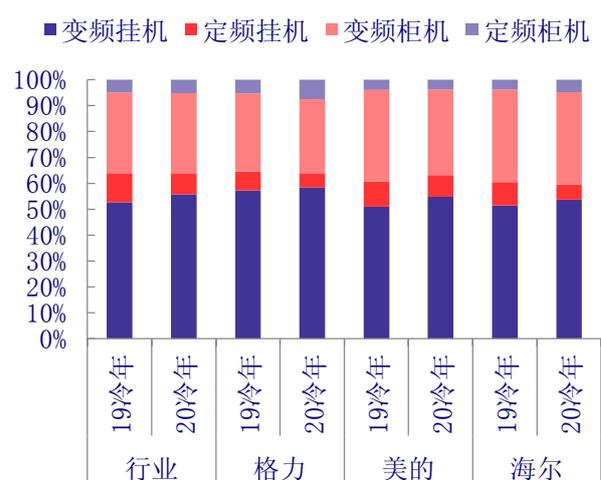
空调变频产品市场份额提升。2020 冷年线上变频产品的份额已增长至 75.4%，其中变频挂机产品零售额份额为 54.3%，同比去年提升了 12.6%，定频挂机产品份额下降至 15.0%，TOP 品牌变频占比趋势与行业基本一致，线下渠道由于销售产品以高档为主，变频占比已较高，提升幅度不及线上。

图 10: 空调 2020 年冷年线上市场及 TOP 品牌零售额结构



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 11: 空调 2020 年冷年线下市场及 TOP 品牌零售额结构

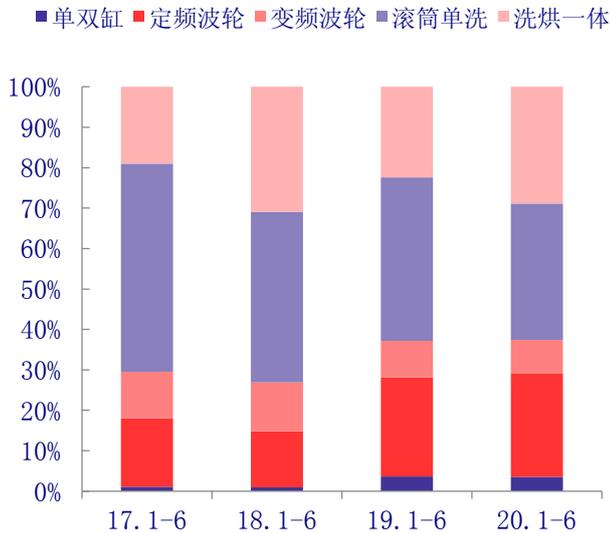


资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

洗衣机洗烘一体机占比提升。线下市场 2020 年 1-6 月份洗烘一体机占比达到 46.6%，线上升级步伐低于线下，零售额占比为 28.9%。洗烘一体机销售占比的提升空间主要来自于滚筒

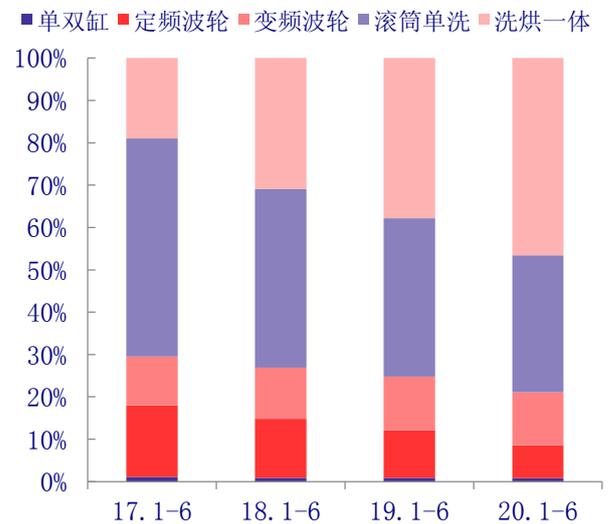
单洗比例下降，主要原因为洗烘一体机对滚筒单洗进行替代性较强。

图 12: 洗衣机线上产品零售额结构变化



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 13: 洗衣机线下产品零售额结构变化

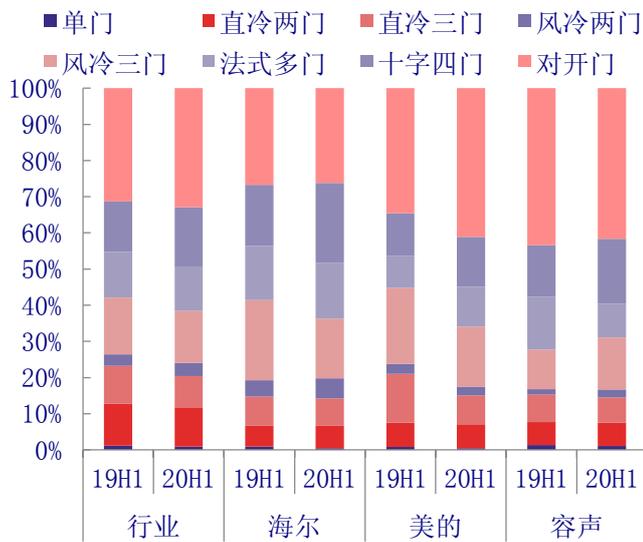


资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

冰箱十字四门双线增长，大容量占比提升。2020 年上半年十字四门线上线下均实现了增长，零售额占比由去年同期的 14%、23.6%提升到 16.6%和 28.5%，线上销售占比仅次于对开，而线下已超越对开成为第一大市场。从容积来看，冰箱向大容量转换趋势较为明显，2020H1 冰箱线下风冷两门市场 301-350L 市场占比达到 37.1%，同比上升了 12.6PCT，线下法式四门市场容积段中 401L-450L、451L-500L 和 501L-550L 占比均有所提升。

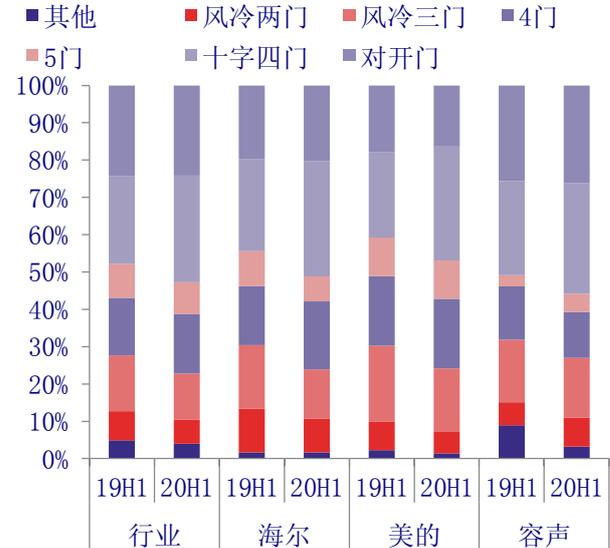
图 14: 冰箱 2020 年 H1 线上市场及 TOP 品牌零售额结构

图 15: 冰箱 2020 年 H1 线下市场及 TOP 品牌零售额结构



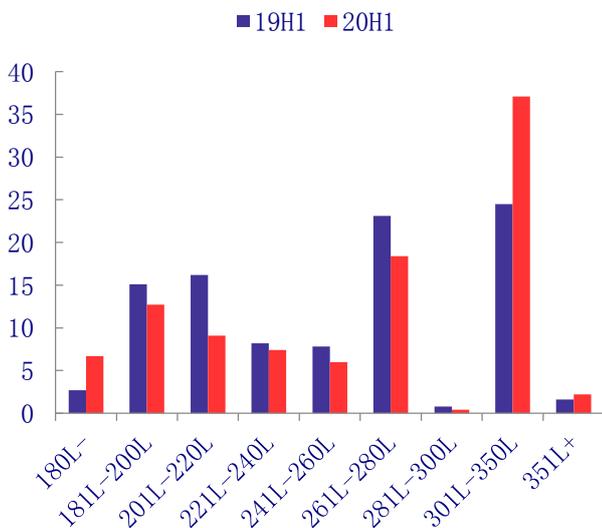
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图 16: 2020H1 冰箱线下风冷两门市场容积段结构变化

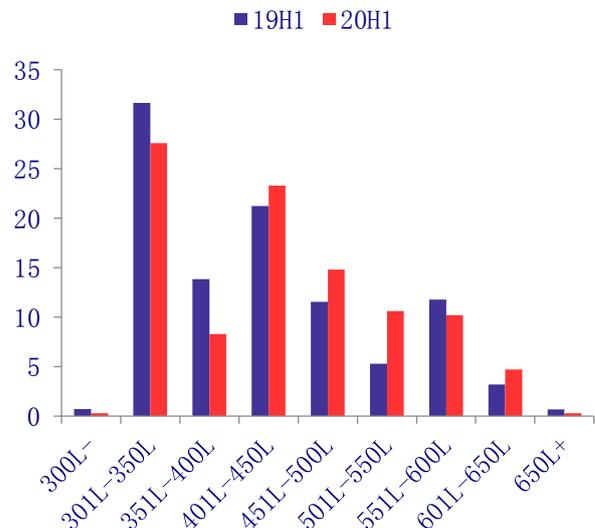


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图 17: 2020H1 冰箱线下法式四门市场容积段结构变化



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

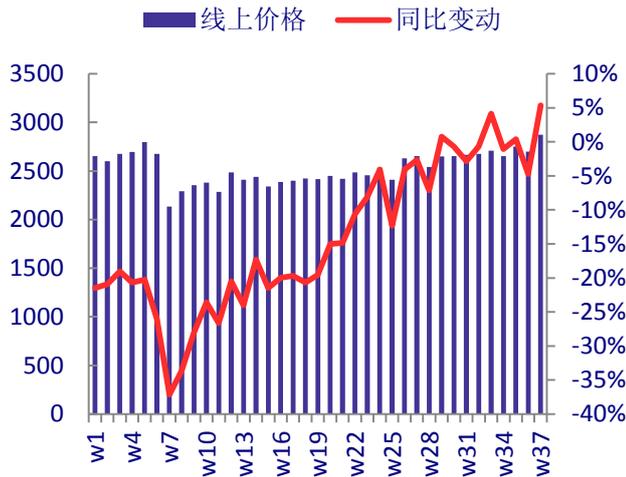


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

白电产品价格修复明显。奥维云网数据显示，2020年W1-W37空调、冰箱、洗衣机的线上均价为2495、1412、1897元，同比变动-358、-43、0元，线下均价为3407、3315、4599元，同比变动-292、277、309元，除了空调受价格竞争激烈影响下滑外，冰箱和洗衣机价格与去年同期相比变动较小。从空调高频价格数据来看，空调线上和线下均价从第7周起改善明显，第27周线上价格已超过去年同期，线下均价也与去年同期接近，冰箱和洗衣机价格走势

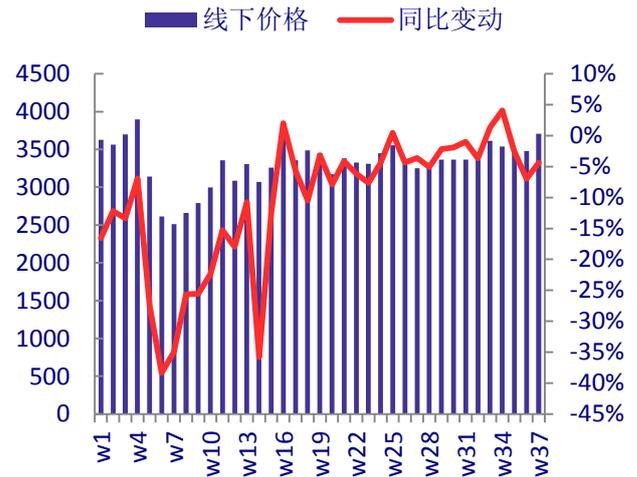
较为接近，线下价格除了3月份同比下降外，其他月份均有所提升，线上价格受促销力度较大影响在1-5月同比均有下滑，但之后已转为增长。随着原材料成本价格、白电产品结构升级等因素的逐步体现，价格同比增速大概率在四季度转正。

图 18: 空调线上均价及同比增速 (%)



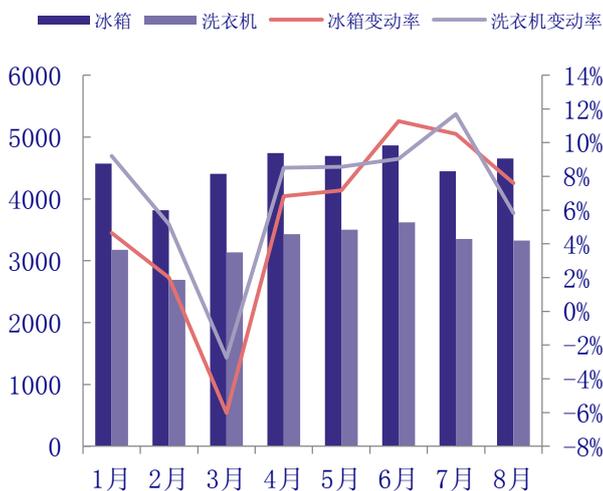
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 19: 空调线下均价及同比增速 (%)



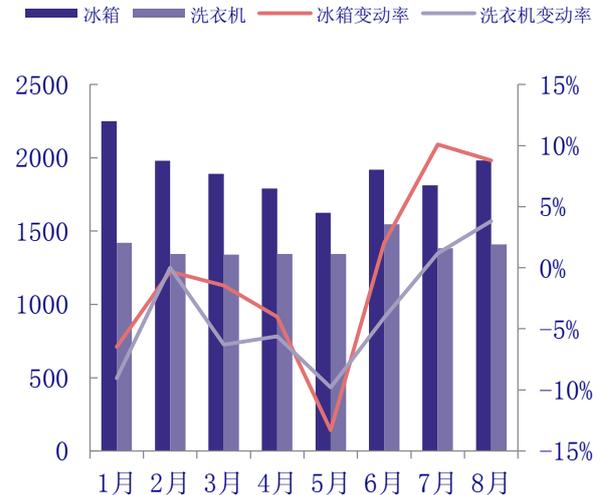
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 20: 洗衣机、冰箱线下均价及同比增速 (%)



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 21: 洗衣机、冰箱线上均价及同比增速 (%)

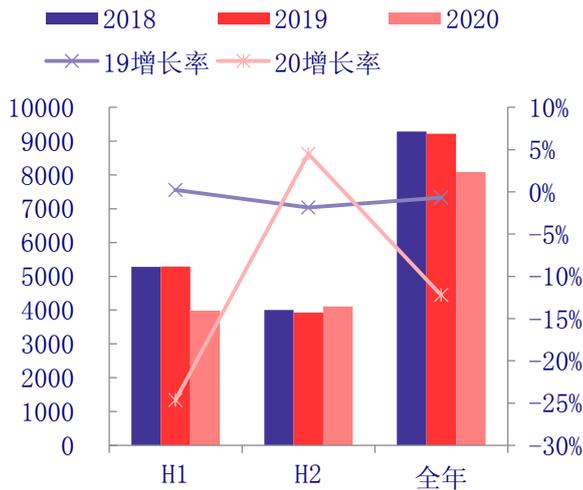


资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

(三) 白电全年出货量下滑幅度有望收窄至个位数

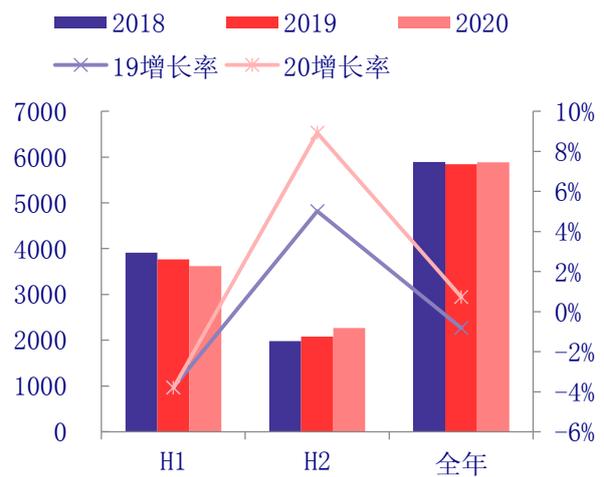
上半年空调内销和出口分别 1984、3622 万台，同比下滑了 24.65%、3.81%，预计下半年空调内销和出口均会同比增长，增幅为 4.49%和 8.93%，全年空调出货量为 13978 万台，相比去年同期下降 7.2%。

图 22: 空调内销量预测



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

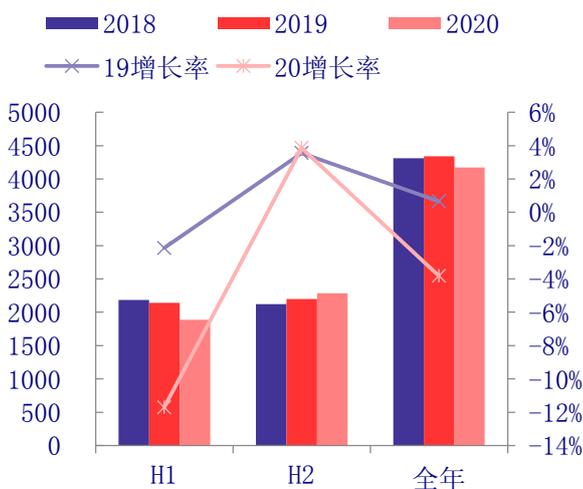
图 23: 空调出口预测



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

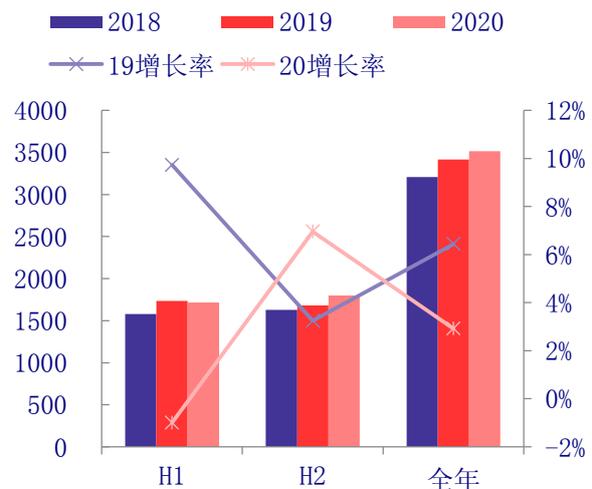
上半年冰箱内销和出口分别 1889、1717 万台，同比下滑了 11.71%、0.99%，预计下半年冰箱内销会小幅增长，出口受海外疫情影响储存食品需求增加及产能转移至国内影响，增幅有望高于内销，全年冰箱出货量为 7754 万台，与去年同期基本持平。

图 24: 冰箱内销量预测



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

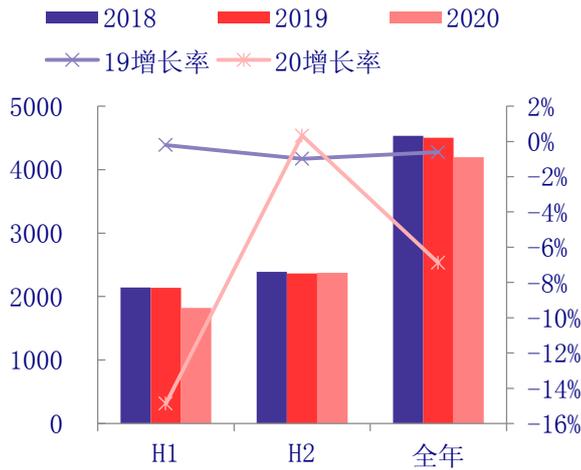
图 25: 冰箱出口预测



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

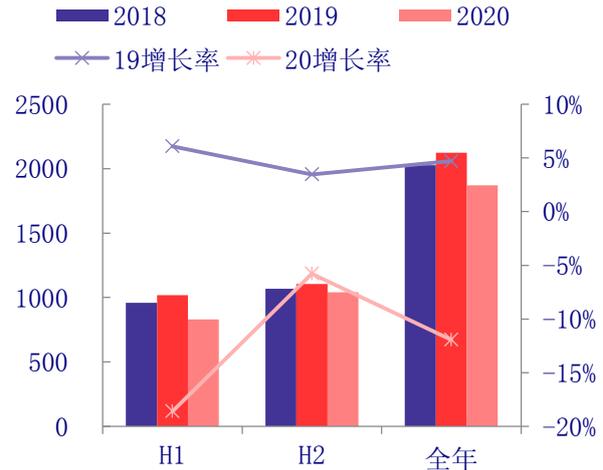
上半年洗衣机内销和出口分别 1821、829 万台，同比下滑了 15.87%、18.6%，预计下半年洗衣机内销与去年同期基本持平，出口受疫情影响继续下滑，但下滑幅度会有所收窄，全年洗衣机出货量为 6628 万台，相比去年同期下降 8.5%。

图 26: 洗衣机内销量预测



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图 27: 洗衣机出口预测



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

(四) 白电龙头业绩领先行业、深受投资者青睐

白电市场格局稳定，龙头市占率提升。从 2020 年空调零售额周度数据来看，空调零售额 CR3 处于高位，W37 线上线 CR3 分别为 71.71% 和 81.41%。2020 年 W1-W37，美的、格力、海尔的零售额线上线下市占率除格力线下小幅下降外均有所提升。由于龙头发力线上渠道，奥克斯线上市场份额下降较多，从去年同期的 25.69% 下降到 10.35%。

图 28: 2020 年空调零售额 CR3 线上线下周度变动

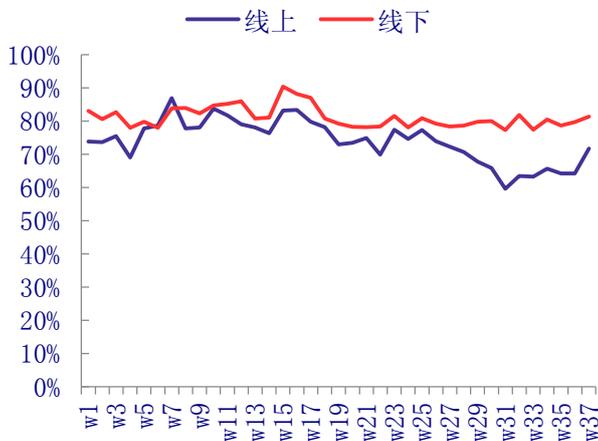
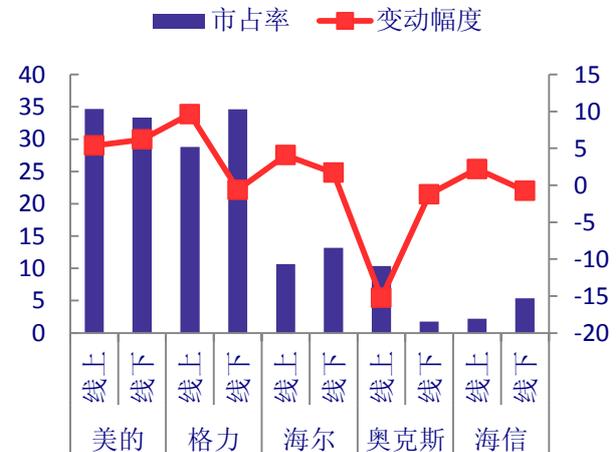


图 29: W1-W37 空调品牌市占率及变动幅度 (%)

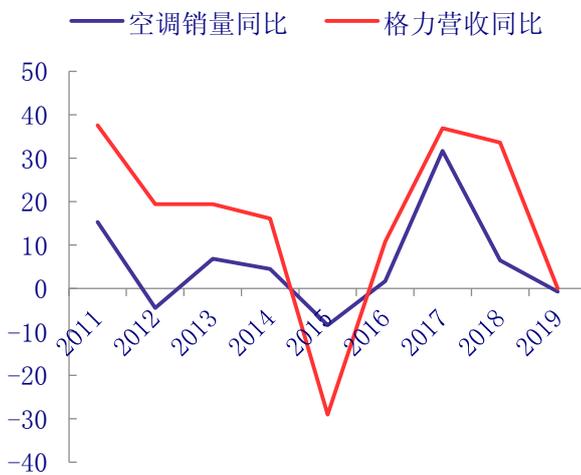


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

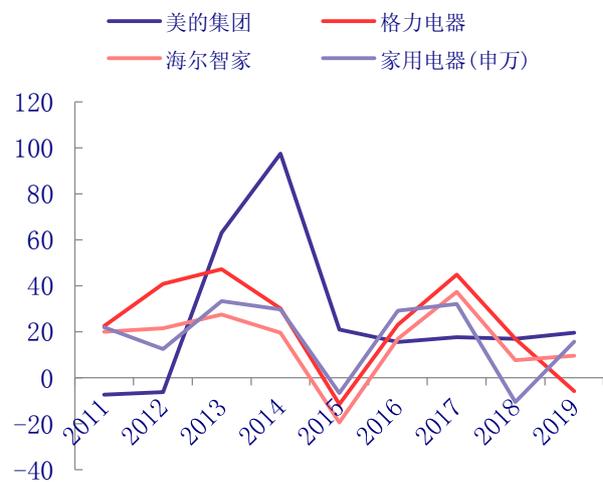
龙头企业业绩表现优于行业。龙头企业由于行业格局稳定、产业链优势明显，营收表现领先行业。从空调销售和格力营收同比增长情况来看，格力只有在 2015 年行业由于价格战激烈影响表现不及空调同比，其他年份均领先空调销量增速。从行业角度来看，龙头企业营收在多数情况也领先于行业。

图 30: 空调销量和格力营收同比 (%)



资料来源：产业在线，wind，中国银河证券研究院

图 31: 白电龙头和家电行业营收同比 (%)

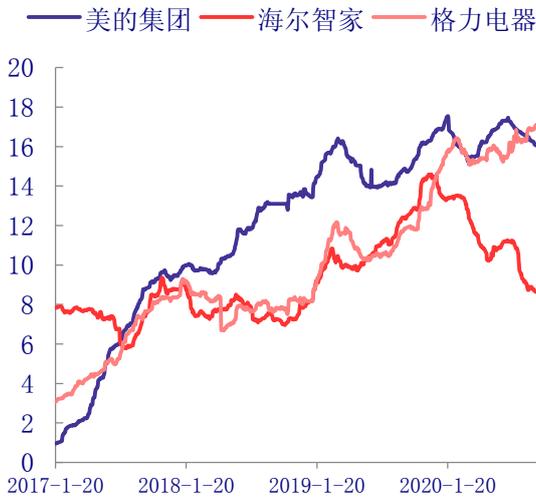


资料来源：wind，中国银河证券研究院

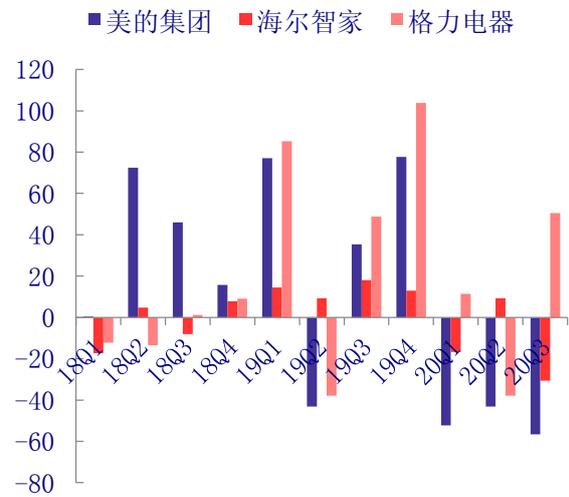
白电龙头深受海外资金青睐。由于白电龙头业绩增长确定性强、资产收益率较高、分红稳定，深受海外投资者青睐，陆股通对三大白电持股占比呈逐步上升趋势，上半年受疫情影响，陆股通持股比例有所下滑，随着疫情影响的减弱，陆股通对美的和格力的持股比例已逐步恢复。从资金流入角度可以看出，今年上半年北上资金流出较多，预计三四季度随着公司业绩改善资金流出状态会有所好转。

图 32: 三大白电陆股通持股占比 (%)

图 33: 北上资金季度流入三大白电季度数据 (亿元)



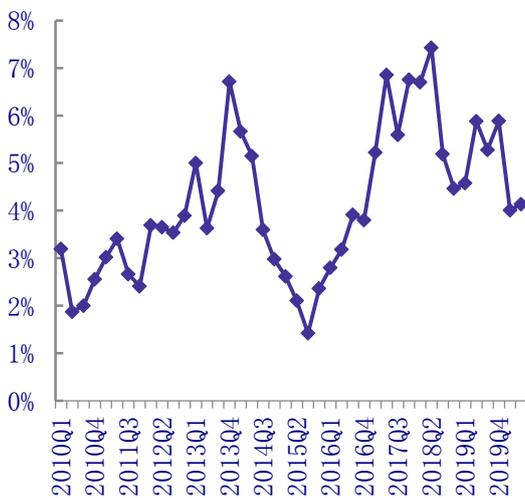
资料来源: wind, 中国银河证券研究院



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

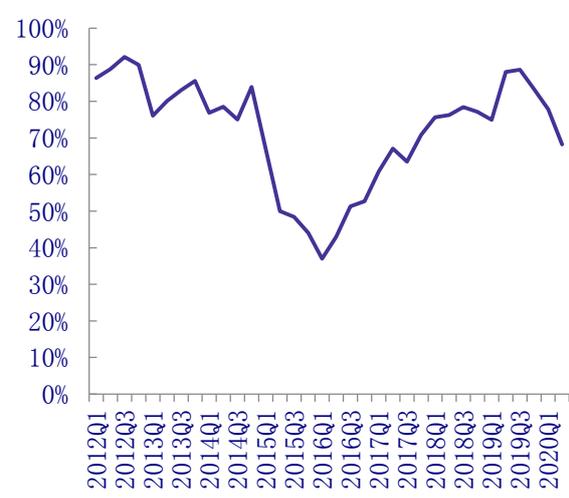
2020Q2 家电板块基金重仓持股市值比例为 4.14%，较 2020Q1 的 4.01% 上升了 0.13pct，依旧处于近几年的底部，后续随着行业基本面的改善，家电企业业绩也将随之改善，基金重仓家电板块市值比例有望继续提升。从持有股票来看，基金重仓持有三大白电占比较高，虽然上半年下滑明显，2 季度占比依然达到 68.26%。

图 34: 家电行业基金持股市值占基金股票投资市值比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 35: 基金重仓三大白电占重仓家电行业市值比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(五) 四季度概率超额收益概率较大

白电市盈率已处于高位。从三大白电市盈率来看，由于今年白电业绩下滑较多，PE 上涨较多，已达到相对高位。

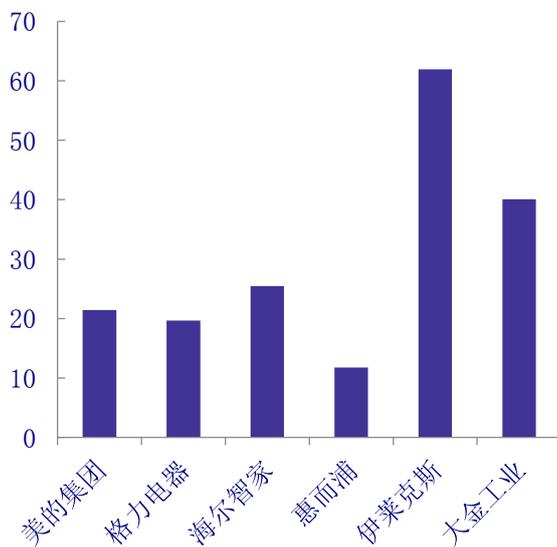
图 36: 三大白电市盈率 TTM



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

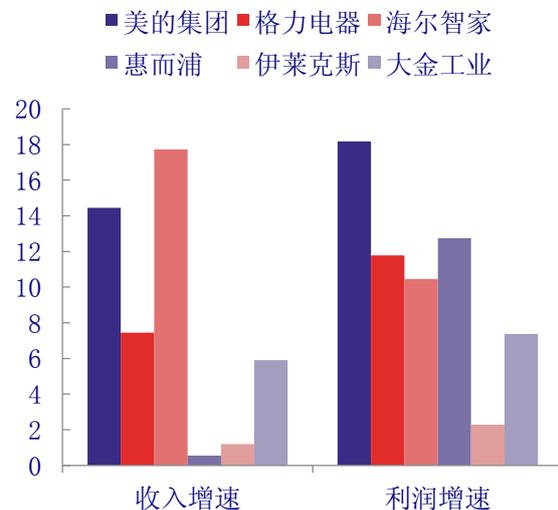
白电相比海外龙头估值具有较强竞争力。虽然白电龙头估值已处于高位,但相比海外龙头依然有一定的差距,2020年9月18日,伊莱克斯和大金的市盈率分别为61.95和40.07,均高于国内白电龙头。

图 37: 中外家电 PE 对比 (20200918)



资料来源: Bloomberg, wind, 中国银河证券研究院

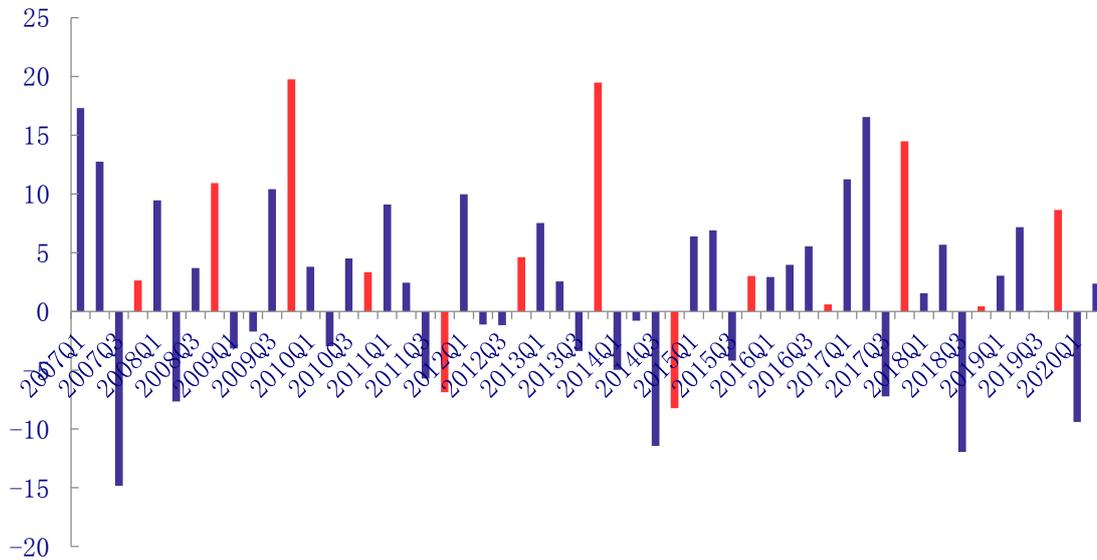
图 38: 中外白电 5 年营收净利增速对比 (%)



资料来源: Bloomberg, wind, 中国银河证券研究院

4 季度家电实现超额收益概率较大。从历史数据来看,家电行业相比 A 股超额收益率在 4 季度表现较好,实现超额收益最多的两次均出现在第 4 季度,主要原因为家电行业盈利比较稳定,在年底估值切换时配置价值较高。

图 39: 申万家电相对 A 股超额收益率 (%)



资料来源: wind、中国银河证券研究院

二、厨电：竣工回暖驱动景气复苏

(一) 厨电零售回暖趋势明朗

今年上半年受疫情影响，线下门店经营和上门安装受到限制，随着疫情影响的减弱，厨电回暖趋势已比较明朗，奥维云网数据显示油烟机和燃气灶的线上、线下零售额同比增速逐步恢复，其中线上零售额同比已从4月份开始转正后逐步增长，线下零售额虽还未转正，但下降幅度逐步收窄，随着地产竣工回暖的延续对厨电需求形成拉动，全年零售渠道值得期待。

图 40: 油烟机线上销售额 (亿元) 及增长率 (%)

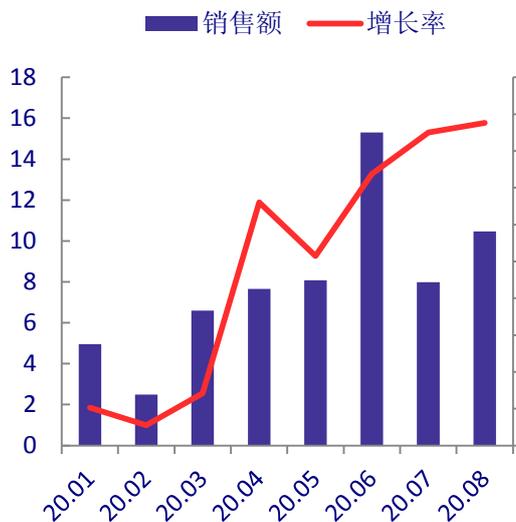
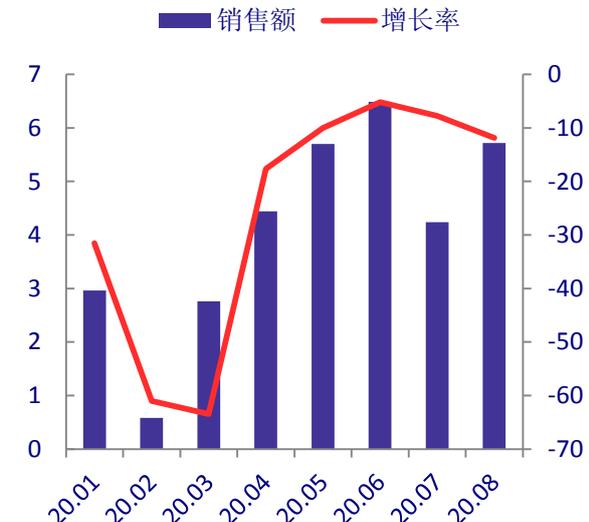
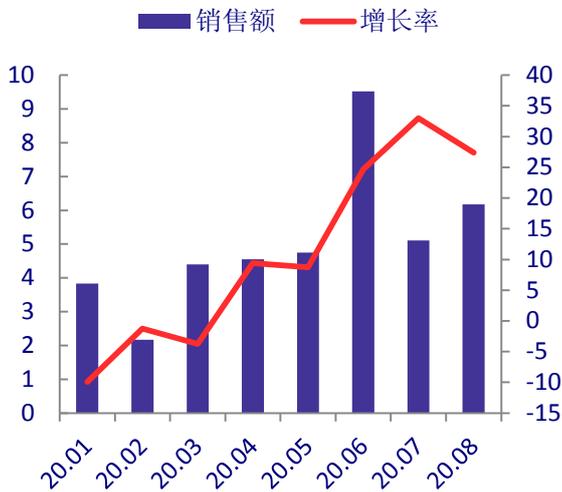


图 41: 油烟机线下销售额 (亿元) 及增长率 (%)



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

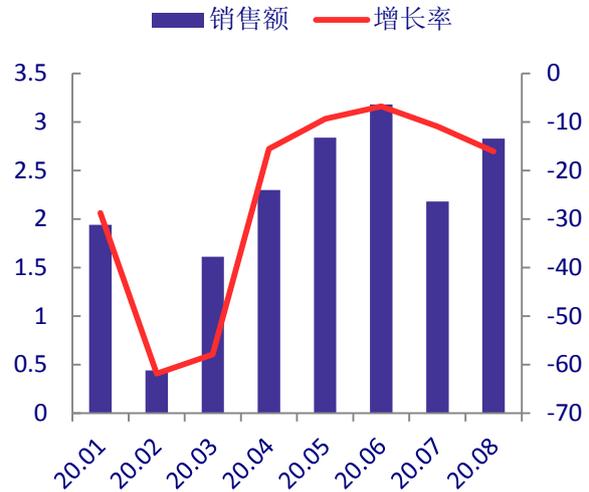
图 42: 燃气灶线上销售额 (亿元) 及增长率 (%)



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图 43: 燃气灶线下销售额 (亿元) 及增长率 (%)

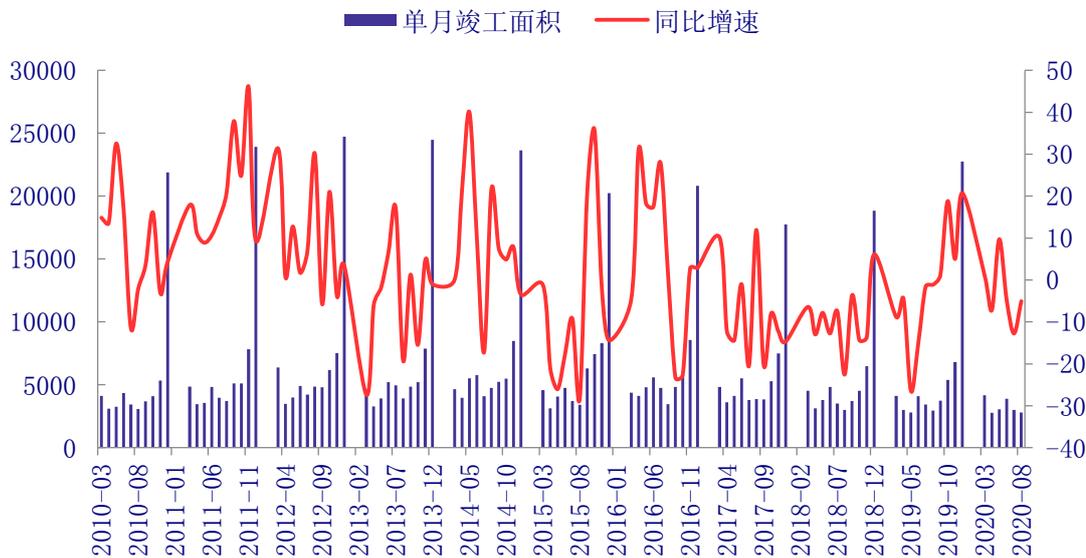


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

(二) 房地产住宅竣工回暖趋势延续

房地产竣工全年有望保持高速增长。2018-2019 年市场未能如期迎来竣工周期的高峰，主要系三四线城市占比提升、精装修占商品房比例提升、资金环境紧缩等因素造成。2020 年我们预期市场会迎来竣工周期新高峰，由于 2020 一季度新型冠状病毒肺炎的影响，工程进度遭滑铁卢。目前随着疫情逐步可控，复工复产逐步推进。2020 年 5 月单月竣工面积为 4401 万平方米，同比增幅 6.23%，单月同比增速实现 2020 年来首次转正，7 月份单月房地产住宅竣工表现相对低迷，同比下降了 12.77%，我们认为原因可能为南方雨水较多影响施工及房企抢开工，8 月份竣工同比增速下降幅度已收窄至 5.05%，全年竣工面积有望保持增长。

图 44: 房地产住宅近十年单月值 (万平方米) 及同比增速 (%)



资料来源：国家统计局、wind、中国银河证券研究院

房企全年计划竣工面积同比上升。根据房地产企业年报数据，国内多家主流房企竣工增速目标均保持高位。其中，新城控股 2020 预计目标较上年实际竣工面积增速为 94.02%，金地集团 2020 预计目标较上年实际竣工面积增速为 25.19%，荣盛发展 2020 预计目标较上年实际竣工面积增速为 40.32%，中南建设 2020 预计目标较上年实际竣工面积增速为 52.11%。

表 1：主流房企 2020 年竣工计划（万平方米）

	2019 计划竣工	2019 实际竣工	2020 竣工计划	2020 计划较上一年竣工计划增速	2020 计划较上一年竣工情况增速
保利地产	2750	2973	3400	23.64%	14.36%
新城控股	1881	1854	3597	91.20%	94.02%
万科 A	3077	3008	3320	7.89%	10.35%
招商蛇口	1000	1021	1100	10.00%	7.72%
金地集团	876	925	1158	32.19%	25.19%
中南建设	998	946	1439	44.19%	52.11%
荣盛发展	861	632	887	3.11%	40.32%

资料来源：wind、企业年报、中国银河证券研究院

老旧小区改造提速利好厨电更新市场。2019 年以来，我国老旧小区改造进入加速阶段，2019 年 4 月，住建部等三部委发布《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》，首次将老旧小区改造纳入城镇保障性安居工程，给予中央补贴资金支持，10 月，住建部确定在“两省七市”开始第二轮老旧小区改造试点。2020 年 07 月 10 日，国务院办公厅关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见提出 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户；到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。根据住建部摸排结果，全国 2000 年以前建成的老旧小区近 17 万个，涉及居民上亿元，超 4200 万户，建面约 40 亿平。

(三) 工程渠道红利释放

我国精装房渗透率提升空间较大。我国精装房渗透率提升迅速，由 2014 年的 12% 上升至 2019 年的 32%，但相比发达国家我国精装房渗透率仍处于较低水准。2018 年底欧美日等发达国家精装房的渗透率已超过 80%，我国未来精装房市场还有巨大空间。

图 45: 我国精装房渗透率 (%)

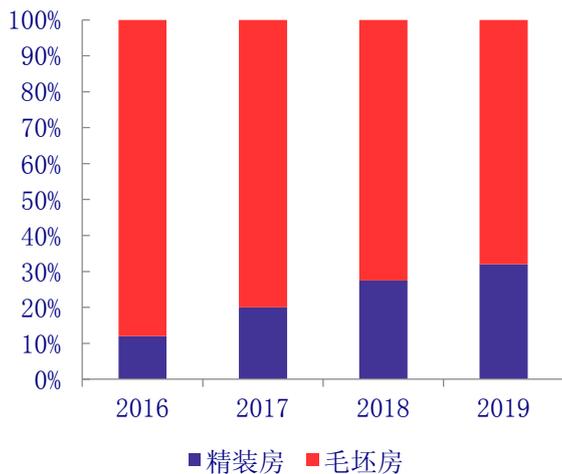
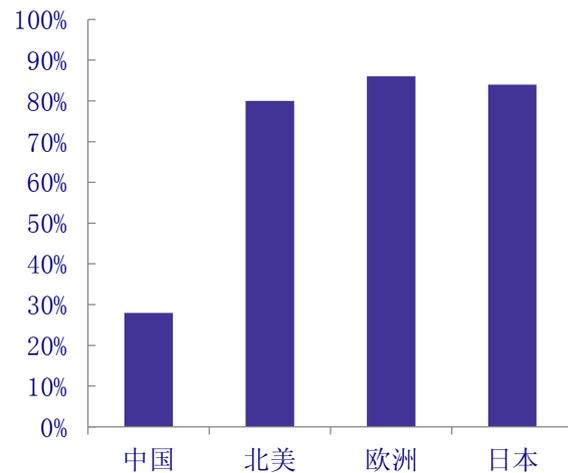


图 46: 我国与发达国家地区精装房渗透率 (%)

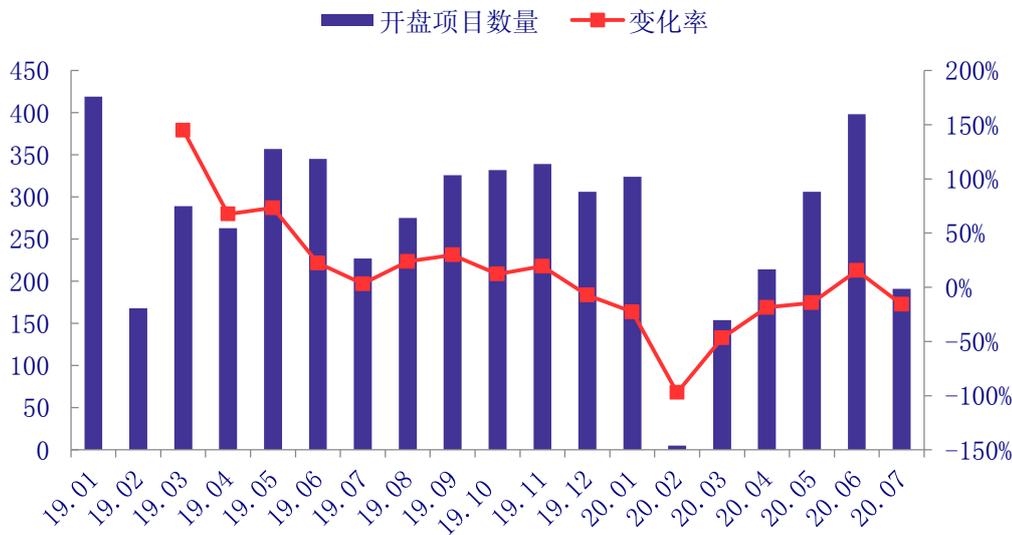


资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

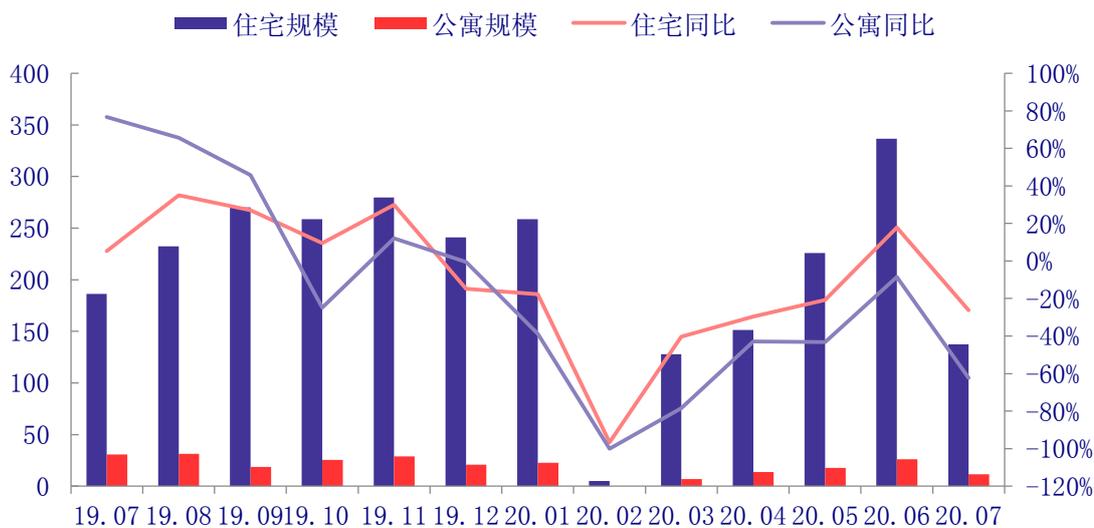
精装修市场回暖迹象明显。受疫情影响, 2020 年 1-7 月, 住宅精装修开盘项目累计数量 1592 个, 同比降幅缩减至 23.1%; 开盘房间累计数量 134.2 万套, 同比降幅缩减至 27.1%。主要是因为各地精装修楼盘开盘逐渐提升, 其中 6 月份开盘项目数目及房间数同比均已转正, 7 月份中国住宅精装修开盘项目总计 191 个, 降幅也较小, 为 15.9%, 带动了降幅持续收窄。随着疫情好转, 开盘项目逐步释放, 市场逐步进入恢复期, 且速度超出预期, 回暖迹象明显。

图 47: 2020 年中国住宅精装开盘项目数目及变化



资料来源: 奥维云网、中国银河证券研究院

图 48: 2020 年中国住宅精装开盘项目房间规模 (千套) 及变化

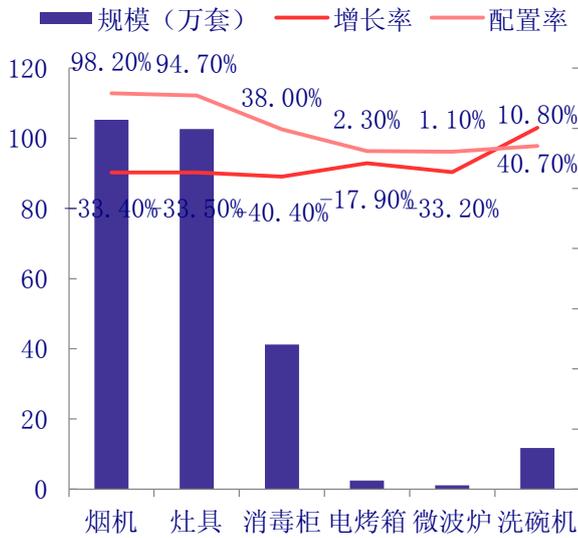


资料来源: 奥维云网、中国银河证券研究院

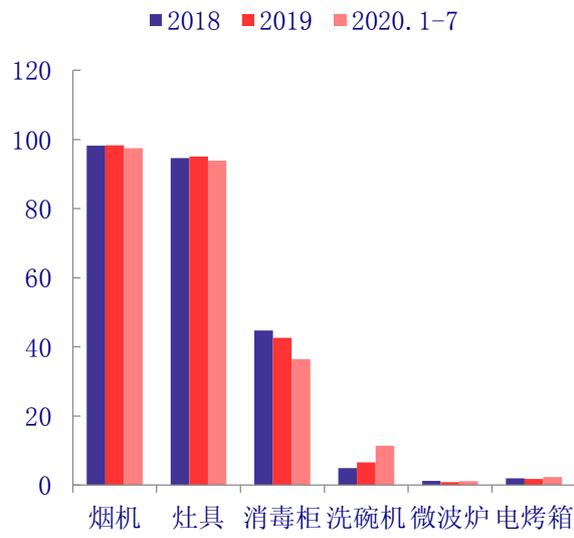
精装修房中烟灶配套率较高,洗碗机需求增长。上半年厨电产品整体需求量下降,但整体配置率依然保持高位,具体产品配置差异较大。烟机和灶具在精装修房中是标配产品,配置率较高,从 2018 年至今配置率均保持在 90%以上,2020 年 1-7 月份配置率为 97.5%和 93.9%,规模与楼盘增长基本保持保持同步。洗碗机规模逆势上涨,上半年增长了 40.7%,配置率逐步上升,2020 年 1-7 月配置率达到了 11.40%,消毒柜产品配置率有所下滑,电烤箱和微波炉配置率依旧较低。

图 49: H1 中国精装修市场厨电部品配套规模及配置率

图 50: 精装修市场厨电配置率



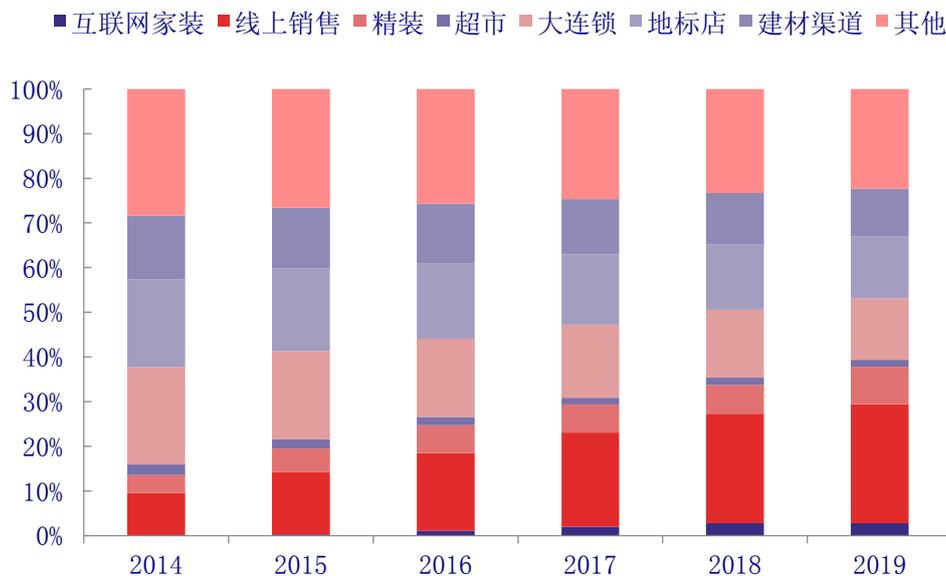
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

厨电工程渠道销售占比提升。奥维云网数据显示，厨电全渠道销售结构占比从2014年开始变动明显，其中线上销售和精装渠道占比提升，从2014年的9.6%、4%上涨到2019年的26.6%和8.4%，相对应的大连锁、地标店、建材渠道销售占比下降较多。销售渠道占比的改变特别是精装渠道占比的提升，对厨电企业的对公销售提出了一定的挑战，规模较大的龙头具有较大的优势。

图 51: 厨电全渠道销售结构占比趋势图



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

龙头企业工程渠道优势明显。从精装房市占率角度来看，老板电器2016-2019年在精装房市场的市占率分别为23.3%、36.5%、40.0%和36.3%，连续四年蝉联行业第一。高市占率带动了公司工程渠道收入提升迅速。2019年公司工程渠道销售额同比增长90%，2020年上半年涨幅也

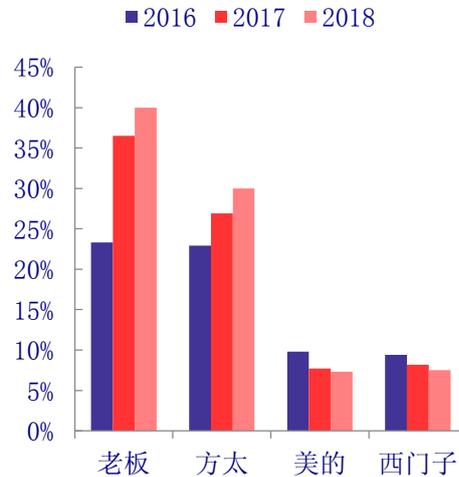
较高。

图 52: 老板电器工程渠道营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

图 53: 我国精装房市场占有率



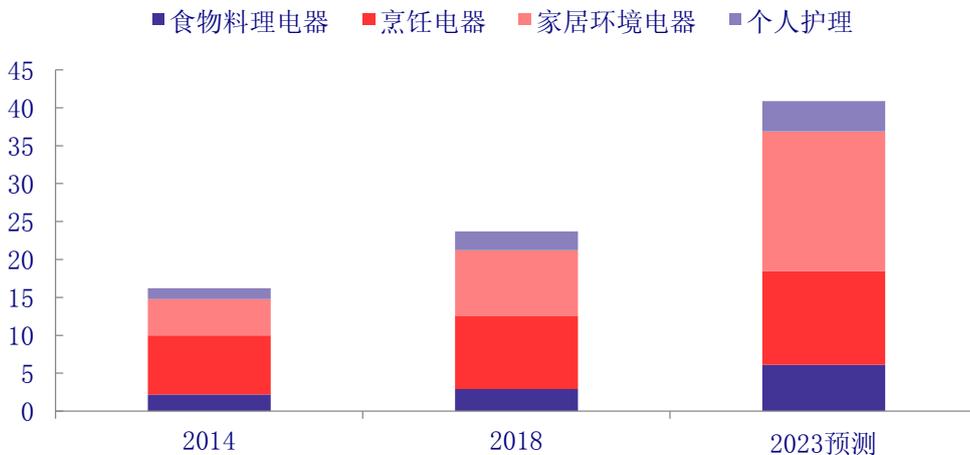
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

三、小家电: 最优赛道, 长期空间较大

(一) 小家电市场空间大

小家电空间广阔。按零售额计算, 中国小家电市场规模从 2014 年的 162 亿美元增至 2018 年的 237 亿美元, 年复合增长率为 10%, 预计 2018 年到 2023 年复合增长率为 11.6%, 2023 年达到 409 亿美元。

图 54: 中国小家电市场按种类划分的零售额 (亿美元)

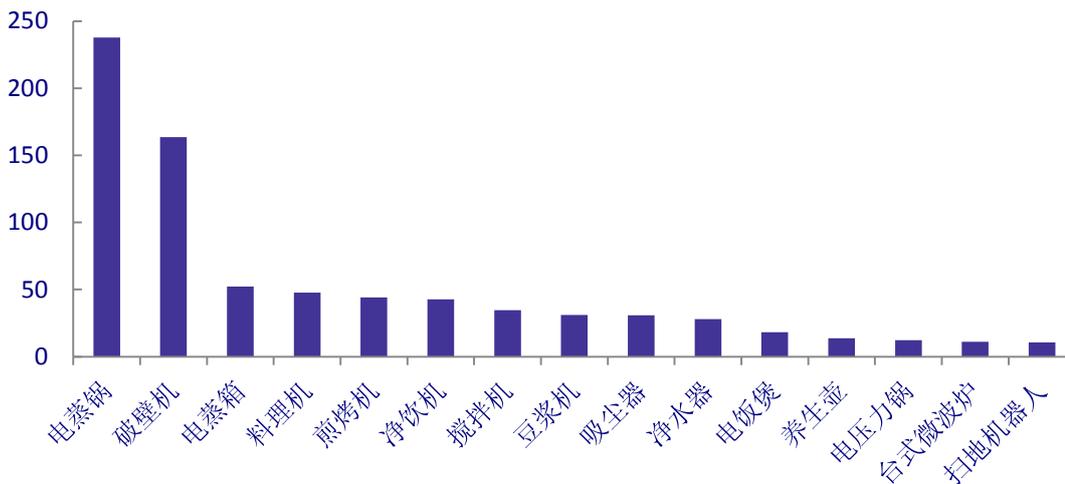


资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 中国银河证券研究院

(二) 小家电景气度较高

年初至今小家电销售较好。2020年W1-W37, 厨房小家电和清洁小家电零售量提升明显, 电蒸锅、破壁机线上销量同比提升了237.75%和163.65%, 主要原因为疫情催化、直播快速增长叠加长期消费升级趋势, 后续有望继续维持较高增速。

图 55: w1-w37 小家电线上销量增加幅度



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

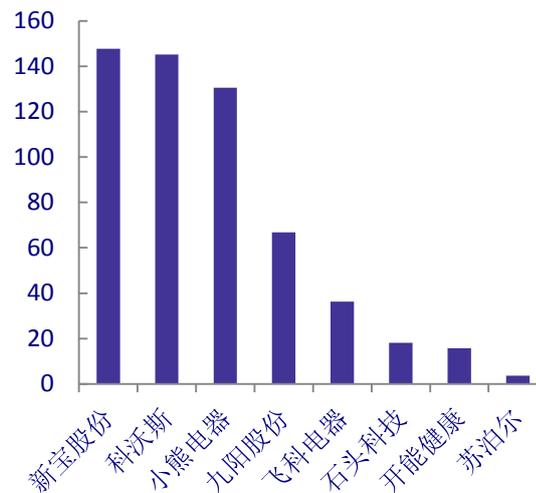
小家电板块走势较好。年初至今家电行业各子板块表现差异较大。截至9月22日, 小家电板块上涨了44.70%, 位列家电电子行业第一位。个股方面, 小熊电器和科沃斯涨幅均超过100%, 其他小家电也有一定的涨幅。

图 56: 小家电板块涨幅明显 (截至9月22日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 57: 小家电股票涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 线上销售为小家电主要渠道

线上销售为小家电销售主要渠道。由于小家电产品的免安装、体积小、单价低等属性，线上销售逐步成为其主要销售渠道。从销售量来看，2014年起小家电市场销量线上比重快速提升，2019年占比为74%，2020年初期受疫情影响，大部分门店关闭，线上销售占比有望进一步提升。由于线上销售产品相比线下单价较低，线上销额比重低于销量。

图 58: 2014-2020F 小家电市场销额线上比重

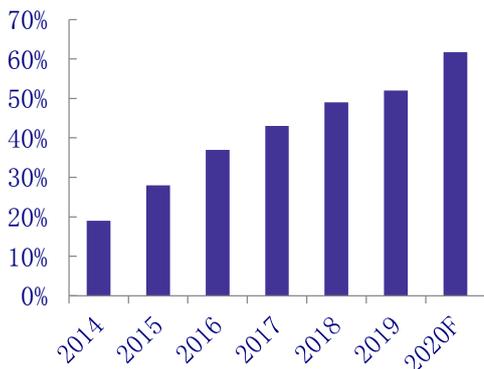
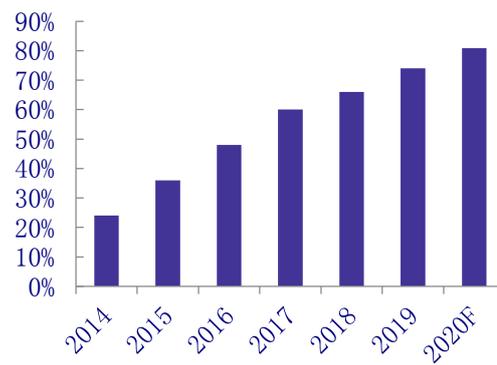


图 59: 2014-2020F 小家电市场销量线上比重

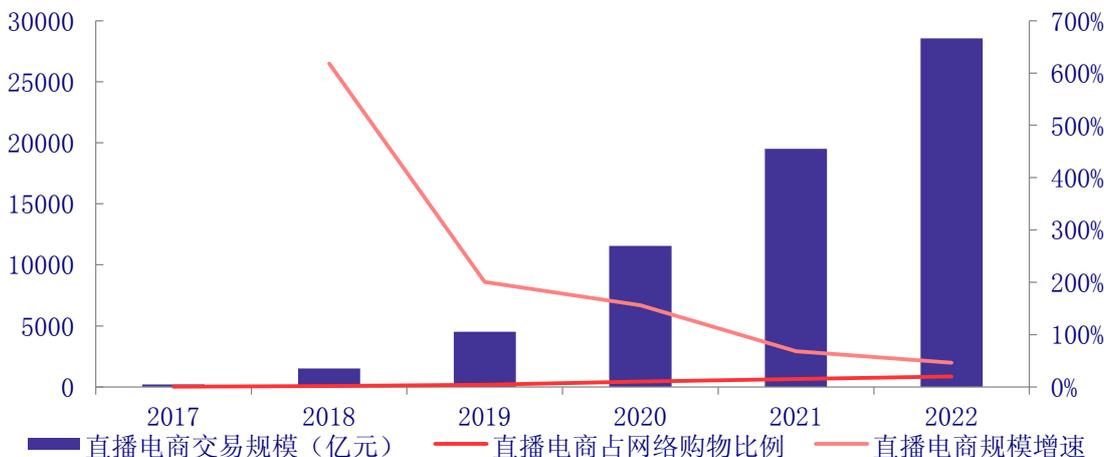


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院。厨房小家电包含：煲、磁、压、豆、料、榨、电蒸炖锅、煎烤机、养生壶

资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院。厨房小家电包含：煲、磁、压、豆、料、榨、电蒸炖锅、煎烤机、养生壶

中国直播电商最早可以追溯到2016年，经过4年的快速发展，2019年直播电商成交额达4512.9亿元，同比增长200.4%，预计未来仍会保持较高的增长态势。虽然直播电商成交额快速增长，但从渗透率角度来看，2019年直播电商占比网购整体规模4.5%，还处于较低位置，未来成长空间较大，预计2020年渗透率会达到20.3%。小家电由于单价较低，决策链较短，比较适合直播销售。

图 60: 2022 年中国直播电商交易规模及增速 (%)



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

四、投资建议

2020 年上半年家电行业受疫情影响整体承压，但随着疫情影响的减弱，行业整体自二季度以来已走出明显反转趋势，景气度逐步回暖，板块营收环比也大幅改善。展望 4 季度，地产竣工回暖延续将推动行业景气度继续上行，叠加去年同期基数较低，板块基本面有望继续改善推动估值回升。

白电：整体来看内销稳步提升、外销表现超预期、行业景气度上升趋势有望在未来 2-3 个季度延续。产品结构升级、原材料价格上涨等因素推动产品价格逐步上涨。龙头企业由于优势突出，行业集中度进一步提升，有望在行业业绩修复已基本确认的基础上加速修复。

厨电：地产在 4 季度有望迎来密集竣工交付，带动行业需求提升。精装修房从开盘项目数量和房间规模均回暖明显，有助于具有品牌优势的厨电龙头提升市场份额，业绩确定性较高。

小家电：小家电整体市场空间较大，疫情也催化了小家电产品销量的提升及普及，同时小家电单价较低，比较适合于直播销售，有望伴随着直播电商的兴起，延续高增长态势。

受疫情影响，行业业绩下滑较多，造成估值处于相对高位，但相比海外家电龙头估值依然处于较低位置。由于家电行业盈利稳定、高 ROE、分红率稳定，在 4 季度估值切换时有望受海内外投资者青睐，实现超额收益。建议关注竞争力较强，业绩有望加速修复的白电龙头格力电器、美的集团、海尔智家；品牌优势明显，工程渠道收入快速增长的老板电器；有望实现高成长的小家电龙头新宝股份、小熊电器、九阳股份。

五、风险提示

原材料价格变动的风险；地产竣工回暖不及预期的风险；海外疫情影响超预期的风险。

插图目录

图 1: 白电内销量同比增速 (%)	3
图 2: 白电外销量同比增速 (%)	3
图 3: 白电线上销售额同比增速 (%)	4
图 4: 白电线下销售额同比增速 (%)	4
图 5: 白电营收季度同比增长率 (%)	4
图 6: 白电归母净利润季度同比增长率 (%)	4
图 7: 家电产品原材料占比 (%)	5
图 8: 原材料价格变动 (%)	5
图 9: 2020 年新一级能效空调机型监测在售个数	6
图 10: 空调 2020 年冷年线上市场及 TOP 品牌零售额结构	6
图 11: 空调 2020 年冷年线下市场及 TOP 品牌零售额结构	6
图 12: 洗衣机线上产品零售额结构变化	7
图 13: 洗衣机线下产品零售额结构变化	7
图 14: 冰箱 2020 年 H1 线上市场及 TOP 品牌零售额结构	7
图 15: 冰箱 2020 年 H1 线下市场及 TOP 品牌零售额结构	7
图 16: 2020H1 冰箱线下风冷两门市场容积段结构变化	8
图 17: 2020H1 冰箱线下法式四门市场容积段结构变化	8
图 18: 空调线上均价及同比增速 (%)	9
图 19: 空调线下均价及同比增速 (%)	9
图 20: 洗衣机、冰箱线下均价及同比增速 (%)	9
图 21: 洗衣机、冰箱线上均价及同比增速 (%)	9
图 22: 空调内销量预测	10
图 23: 空调出口预测	10
图 24: 冰箱内销量预测	10
图 25: 冰箱出口预测	10
图 26: 洗衣机内销量预测	11
图 27: 洗衣机出口预测	11
图 28: 2020 年空调零售额 CR3 线上线下周度变动	11
图 29: W1-W37 空调品牌市占率及变动幅度 (%)	11
图 30: 空调销量和格力营收同比 (%)	12
图 31: 白电龙头和家电行业营收同比 (%)	12
图 32: 三大白电陆股通持股占比 (%)	12
图 33: 北上资金季度流入三大白电季度数据 (亿元)	12
图 34: 家电行业基金持股市值占基金股票投资市值比	13
图 35: 基金重仓三大白电占重仓家电行业市值比	13
图 36: 三大白电市盈率 TTM	13
图 37: 中外家电 PE 对比 (20200918)	14
图 38: 中外白电 5 年营收净利增速对比 (%)	14
图 39: 申万家电相对 A 股超额收益率 (%)	14

图 40: 油烟机线上销售额 (亿元) 及增长率 (%)	15
图 41: 油烟机线下销售额 (亿元) 及增长率 (%)	15
图 42: 燃气灶线上销售额 (亿元) 及增长率 (%)	16
图 43: 燃气灶线下销售额 (亿元) 及增长率 (%)	16
图 44: 房地产住宅近十年单月值 (万平米) 及同比增速 (%)	16
图 45: 我国精装房渗透率 (%)	18
图 46: 我国与发达国家地区精装房渗透率 (%)	18
图 47: 2020 年中国住宅精装开盘项目数目及变化	18
图 48: 2020 年中国住宅精装开盘项目房间规模 (千套) 及变化	19
图 49: H1 中国精装修市场厨电部品配套规模及配置率	19
图 50: 精装修市场厨电配置率	19
图 51: 厨电全渠道销售结构占比趋势图	20
图 52: 老板电器工程渠道营收 (亿元) 及增速 (%)	21
图 53: 我国精装房市场占有率	21
图 54: 中国小家电市场按种类划分的零售额 (亿美元)	21
图 55: w1-w37 小家电线上销量增加幅度	22
图 56: 小家电板块涨幅明显 (截至 9 月 22 日)	22
图 57: 小家电股票涨跌幅 (%)	22
图 58: 2014-2020F 小家电市场销额线上比重	23
图 59: 2014-2020F 小家电市场销量线上比重	23
图 60: 2022 年中国直播电商交易规模及增速 (%)	23

表格目录

表 1: 主流房企 2020 年竣工计划 (万平方米)	17
-----------------------------	----

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：李冠华，工商管理硕士，2018年加入银河证券研究院投资研究部，从事家用电器行业研究工作。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn