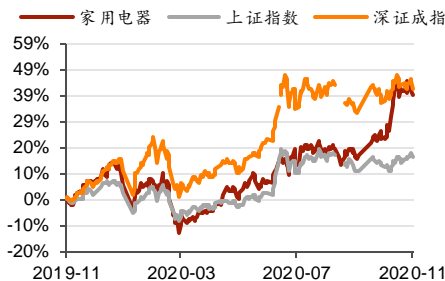


投资评级:增持(维持)

家电行业 2020 年三季度报总结

Q3 复苏超出预期, 板块估值水涨船高

最近一年行业指数走势



联系信息

洪吉然 分析师
SAC证书编号: S0160517120002
hongjr@ctsec.com

相关报告

- 《空调出口紧俏, 地产数据亮眼: 家电研究周报 (W47)》 2020-11-25
- 《四季度验证高胜率: 家电研究周报 (W46)》 2020-11-18
- 《市场震荡调整, 家电逆势跑赢: 家电研究周报 (W42)》 2020-10-29

投资要点:

- **三季度收入分析: 营收同比-3%, Q3 复苏力度超预期。**前三季度家电行业营业收入 8333 亿元(yoy-3%), 其中 20Q3 营收 3277 亿元(yoy+13%) 增长有力, 主要系国内量价复苏+出口订单饱满。分品类看, 前三季度白电、厨电、黑电、小家电、照明及电工、家电零配件营收分别同比-4%、-8%、-1%、+3%、-5%、-4%, 其中第三季度收入增长+13%、+15%、+14%、+18%、+10%、+13%, 细分行业景气复苏节奏较为同步。
- **利润率分析: Q3 毛利率降幅收窄, 净利率同比转正。**前三季度家电整体毛利率 23.6% (yoy-2.4pcts), 其中 Q3 同比-1.6pcts 降幅逐季收窄, 主因经济常态化带来的家电行业量价复苏 (Q3 原材料价格上涨尚未明显拖累毛利率)。前三季度整体销售费用率 9.9% (yoy-1.3pcts), 厂商压低费用投入, 部分企业安装费用不再计入销售费用。前三季度家电整体净利率 7.4% (yoy-1.2pcts), 20Q3 净利率同比+0.1pcts 已经转正, 其中 Q3 厨电、黑电、零部件板块的净利率同比转正, 白电、小家电同比降幅收窄至 0.5pcts 以内。
- **现金流量表: Q2 起经营性净现金恢复常态, 小家电表现尤其亮眼。**前三季度家电行业经营现金流 488 亿 (yoy-44%), 其中 Q2 同比+14%, Q3 同比-24% 相较第一季度明显好转, 第二季度起家电行业供需恢复+现金回流。子板块方面, 小家电板块表现较优, 其中 Q2 景气度高涨, 经营性现金流同比达到 103%。
- **估值分析: 短期参与难度较高。**纵向比较, 疫情影响下 PB 是今年更好的参照指标, 目前 5 年动态 PB-Band 位于估值顶部区间, 行业具备时间价值但短期参与难度较高。横向行业比较, 家电的性价比并无显著优势, 我们用各行业近 10 年 PB-ROE 的自身历史分位来衡量潜在投资机会, 当前家电处于第二象限, PB 分位数=93%, ROE 分位数=5%, 处于盈利低位+估值较高的范畴。
- **风险提示: 地产持续低迷, 原材料价格攀升, 人民币大幅升值。**

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (11.25)	EPS (元)			PE			投资评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002035	华帝股份	84.32	9.70	0.86	0.56	0.74	11.28	17.32	13.11	买入
600690	海尔智家	1,862.02	28.30	1.25	1.01	1.12	22.64	28.02	25.27	增持
000651	格力电器	4,020.31	66.83	4.11	3.35	4.26	16.26	19.95	15.69	买入
000333	美的集团	6,292.38	89.56	3.45	3.62	4.03	25.96	24.74	22.22	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

内容目录

1、 综述：20Q3 复苏力度超预期.....	4
2、 Q3 利润表分析：行业快速反弹，净利率同比转正.....	5
2.1 营业收入：出口饱满拉动行业快速反弹.....	5
2.2 毛利率：量价复苏带动毛利率同比降幅收窄.....	6
2.3 费用率：特殊年景费用投入偏谨慎.....	8
2.4 净利率：第三季度多数板块净利率同比转正.....	10
3、 Q3 资产负债表及现金流量表：单季 ROE 同比转正.....	11
3.1 营运能力：上下游议价能力恢复健康.....	11
3.2 盈利质量：经营现金流恢复正常.....	13
3.3 ROE：Q3 家电单季 ROE 同比转正.....	13
4、 估值水平：以时间换空间.....	14
4.1 估值纵向比较：位于历史较高位置.....	14
4.2 横向比较：性价比并无显著优势.....	15
5、 附录.....	18
6、 风险提示.....	18

图表目录

图 1：家电营业总收入整体表现.....	5
图 2：各板块营业总收入同比增速.....	5
图 3：各板块 2020 前三季度出货同比增速.....	5
图 4：各板块 2020 前三季度零售额同比增速.....	5
图 5：各板块 2020Q3 出货同比增速.....	6
图 6：各板块 2020Q3 零售额同比增速.....	6
图 7：各板块毛利率表现.....	7
图 8：各板块毛利率同比变化.....	7
图 9：空调零售均价和原料成本同比变化.....	7
图 10：冰箱零售均价和原料成本同比变化.....	7
图 11：洗衣机零售均价和原料成本同比变化.....	7
图 12：油烟机零售均价和原料成本同比变化.....	7
图 13：各板块销售费用率表现.....	8
图 14：各板块销售费用率同比变化量.....	8
图 15：各板块管理费用率表现.....	8
图 16：各板块管理费用率同比变化量.....	8
图 17：各板块研发费用率表现.....	9
图 18：各板块研发费用率同比变化量.....	9
图 19：各板块财务费用率表现.....	9
图 20：各板块财务费用率同比变化.....	9
图 21：近年来美元兑人民币汇率变动.....	10
图 22：各板块净利率表现.....	10
图 23：各板块净利率同比变化量.....	10
图 24：各板块存货周转天数整体表现.....	12
图 25：各板块存货周转天数同比变化量.....	12
图 26：各板块应收票据及账款周转天数整体表现.....	12
图 27：各板块应收票据及账款周转天数同比变化量.....	12
图 28：各板块应收票据及账款周转天数整体表现.....	12
图 29：各板块应收票据及账款周转天数同比变化量.....	12

图 30: 家电经营现金流整体表现.....	13
图 31: 各板块经营现金流同比增速.....	13
图 32: 各板块单季 ROE 表现.....	14
图 33: 各板块单季 ROE 同比变化 (pcts)	14
图 34: 核心家电品种相对大盘 PE 位于均值+1 标准差水位	15
图 35: PB-Band: 当前参与难度较高	15
图 36: 横向比较家电估值家电估值无明显优势	16
图 37: PB-ROE 视角: ROE 大概率已在底部, PB 落至均值以下	16
表 1: 家电板块前三季度核心数据汇总一	4
表 2: 家电板块前三季度核心数据汇总二	4
表 3: 各板块毛利率情况汇总	6
表 4: 各板块净利率情况汇总	11
表 5: 各板块周转天数情况汇总	11
表 6: 2020 前三季度经营性现金流情况	13
表 7: 2020 前三季度净资产收益率拆分	14
表 8: 国内外重点家电公司业绩增速及估值对比	17

1、综述：20Q3 复苏力度超预期

- 三季度收入分析：行业营收同比-3%，Q3复苏力度超预期。**前三季度家电行业营业收入8333亿元（yoy-3%），其中20Q3营收3277亿元（yoy+13%）增长有力，主要系国内量价复苏+出口订单饱满。分品类看，前三季度白电、厨电、黑电、小家电、照明及电工、家电零配件营收分别同比-4%、-8%、-1%、+3%、-5%、-4%，其中第三季度收入增长+13%、+15%、+14%、+18%、+10%、+13%，细分行业景气复苏节奏较为同步。
- 利润率分析：Q3毛利率降幅收窄，净利率同比转正。**前三季度家电整体毛利率23.6%（yoy-2.4pcts），其中Q3同比-1.6pcts下降幅度逐季收窄，主因经济常态化带来的家电行业量价复苏（Q3大宗物资上涨尚未明显拖累毛利率）。前三季度整体销售费用率9.9%（yoy-1.3pcts），厂商压低费用投入，部分企业安装费不再计入销售费用。前三季度家电整体净利率7.4%（yoy-1.2pcts），20Q3净利率同比+0.1pcts已经转正，其中Q3厨电、黑电、零部件板块的净利率同比转正，白电、小家电同比降幅收窄至0.5pct以内。
- 现金流量表分析：Q2起经营性净现金恢复常态，小家电表现尤其亮眼。**前三季度家电行业经营现金流488亿（yoy-44%），其中Q2同比+14%，Q3同比-24%明显好转，第二季度起家电供需恢复+现金回流。子行业方面，小家电板块表现较优，其中Q2景气度高涨现金流同比达到103%。

表1：家电板块前三季度核心数据汇总一

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020 前三季度	2020Q1 同比增速	2020Q2 同比增速	2020Q3 同比增速	前三季度 同比增速
营业总收入(亿元)	2038	3018	3277	8333	-24.1%	0.0%	13.5%	-2.9%
营业利润(亿元)	109	285	332	727	-53.3%	-12.5%	9.7%	-15.8%
净利润(亿元)	-136	340	283	334	-53.9%	+13.3%	9.5%	-16.2%
经营现金流(亿元)	-136	340	284	488	-167.8%	13.8%	-23.6%	-44.0%

数据来源：Wind，财通证券研究所

表2：家电板块前三季度核心数据汇总二

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020 前三季度	2020Q1 同比变化 (pcts)	2020Q2 同比变化 (pcts)	2020Q3 同比变化 (pcts)	前三季度 同比变化 (pcts)
毛利率	22.4%	24.0%	23.9%	23.6%	-3.4	-2.6	-1.6	-2.4
销售费用率	10.1%	9.9%	9.9%	9.9%	-1.4	-1.5	-1.1	-1.3
管理费用率	3.7%	2.9%	2.8%	3.1%	0.8	0.0	-0.2	0.1
研发费用率	3.6%	2.9%	2.9%	3.1%	0.8	0.1	-0.1	0.2
财务费用率	-0.1%	-0.2%	0.2%	0.0%	-0.4	0.5	0.5	0.3
净利率	4.4%	7.5%	8.1%	7.4%	-2.5	-1.3	0.1	-1.2
ROE(TTM)	14.7%	13.9%	14.1%	14.1%	+1.9	-3.5	-4.1	-4.1

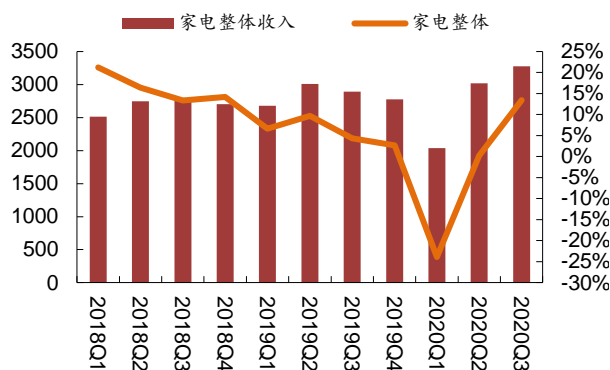
数据来源：Wind，财通证券研究所

2、Q3 利润表分析：行业快速反弹，净利率同比转正

2.1 营业收入：出口饱满拉动行业快速反弹

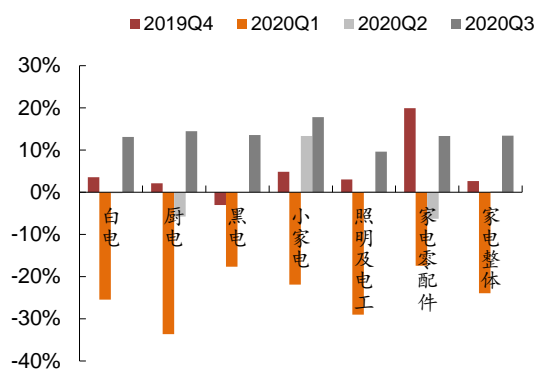
■ **20Q3 出口拉动行业明显复苏。**2020 前三季度家电行业营业收入 8333 亿元 (yoy-2.9%)，其中 20Q3 营收 3277 亿元 (yoy+13.4%)，单季实现大幅度复苏，全年行业收入有望转正为负。分进出口看，前三季度外销表现好于内销，其中空调和冰箱出口量分别实现 1%和 14%的增长，两者在第三季度增速更是达到 18%和 43%，明确受益于海外二次疫情导致的产能转移。内销分品类看，前三季度白电、厨电、黑电、小家电、照明及电工、家电零配件营收分别同比-3.7%、-8.3%、-0.5%、+3.4%、-5.1%、-3.9%，其中第三季度收入增长+13.1%、+14.5%、+13.6%、+17.8%、+9.6%、+13.3%。内销分渠道看，疫情导致线下流量向线上转移，该趋势在 20Q3 仍在延续，单季度四大品类在线上均实现正向增长的同时线下渠道承压。

图1：家电营业总收入整体表现



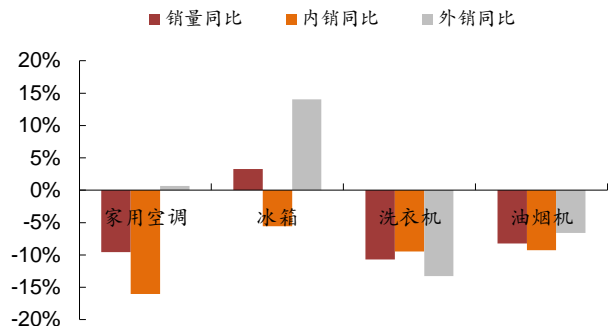
数据来源：Wind，财通证券研究所

图2：各板块营业总收入同比增速



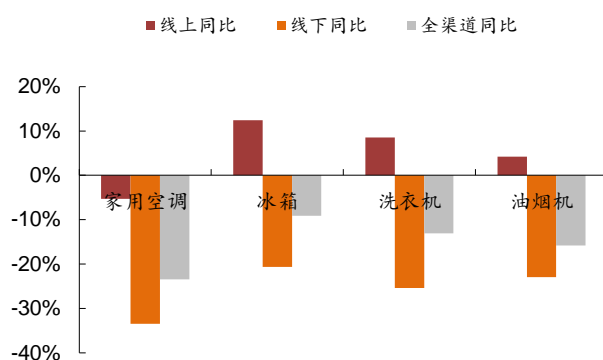
数据来源：Wind，财通证券研究所

图3：各板块2020前三季度出货同比增速



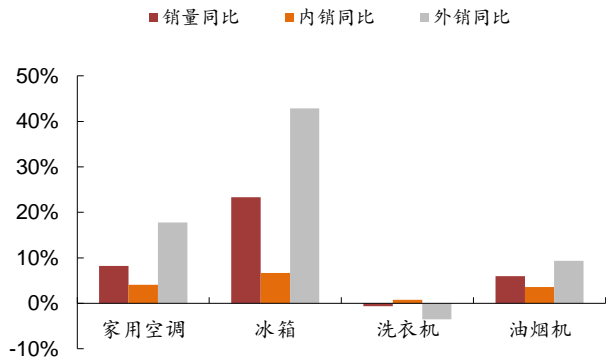
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图4：各板块2020前三季度零售额同比增速



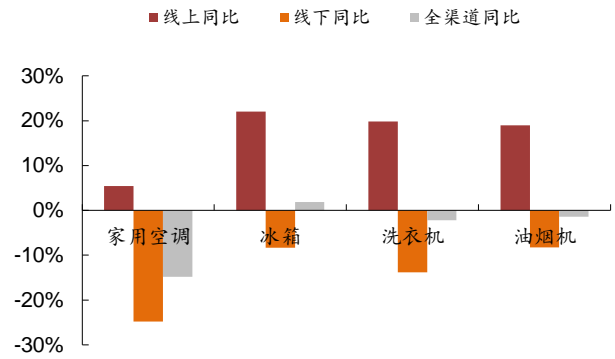
数据来源：奥维云网，财通证券研究所

图5：各板块2020Q3出货同比增速



数据来源：产业在线，财通证券研究所

图6：各板块2020Q3零售额同比增速



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

2.2 毛利率：量价复苏带动毛利率同比降幅收窄

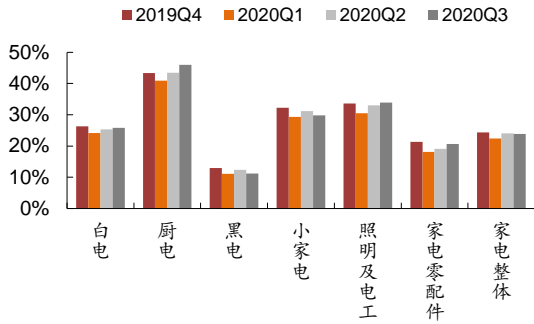
- 量价复苏带动毛利率同比降幅收窄。2020 前三季度家电板块毛利率 23.6% (yoy-2.4pcts)，其中 Q1/Q2/Q3 分别同比-3.4/-2.6/-1.6pcts，下降幅度逐步收窄，上半年下滑主因疫情期间促销力度大+部分企业会计准则变更（安装费用计入成本），第三季度同比降幅收窄主因经济常态化带来的家电量价复苏（由于原材料库存，Q3 大宗物资上涨尚未明显拖累毛利率）。

表3：各板块毛利率情况汇总

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020 前三季度	2020Q1 同比变化 (pcts)	2020Q2 同比变化 (pcts)	2020Q3 同比变化 (pcts)	前三季度 同比变化 (pcts)
白电	24.1%	25.4%	25.8%	25.2%	-4.3	-4.0	-2.0	-3.3
厨电	40.9%	43.5%	46.0%	43.9%	-2.7	-2.1	-0.3	-1.3
黑电	11.1%	12.4%	11.2%	11.6%	-0.5	1.3	-0.7	0.0
小家电	29.3%	31.1%	29.8%	30.2%	-1.8	-0.2	-1.6	-1.2
照明及电工	30.5%	33.0%	33.9%	32.8%	-0.1	-0.5	-0.5	-0.2
家电零配件	18.1%	19.1%	20.7%	19.4%	0.4	-1.0	1.4	0.3
家电整体	22.4%	24.0%	23.9%	23.6%	-3.4	-2.6	-1.6	-2.4

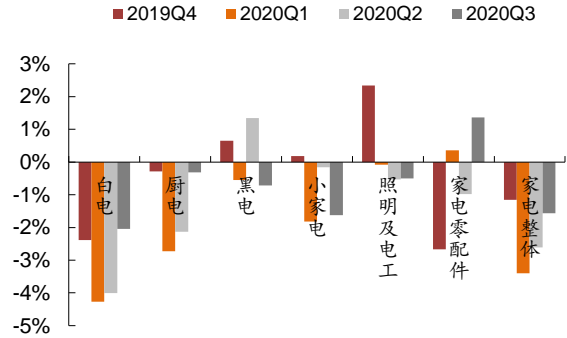
数据来源：Wind，财通证券研究所

图7：各板块毛利率表现



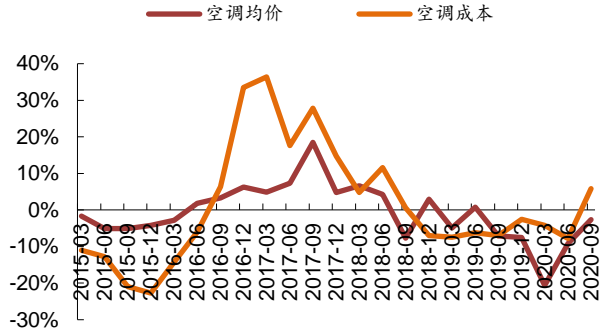
数据来源：Wind，财通证券研究所

图8：各板块毛利率同比变化



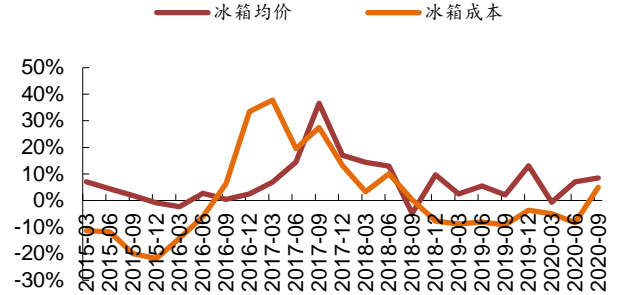
数据来源：Wind，财通证券研究所

图9：空调零售均价和原料成本同比变化



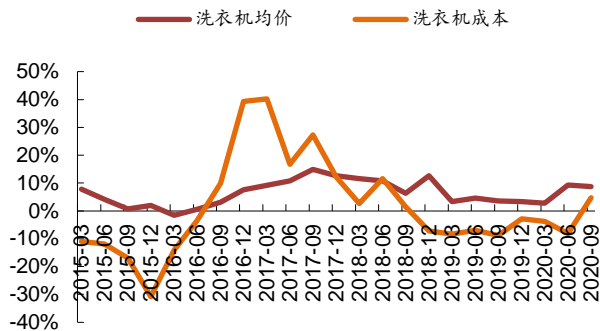
数据来源：Wind，财通证券研究所

图10：冰箱零售均价和原料成本同比变化



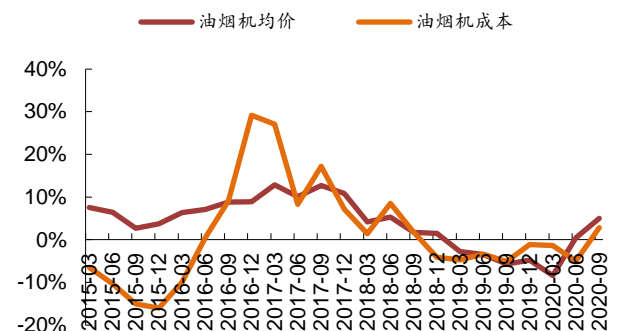
数据来源：Wind，财通证券研究所

图11：洗衣机零售均价和原料成本同比变化



数据来源：Wind，财通证券研究所

图12：油烟机零售均价和原料成本同比变化

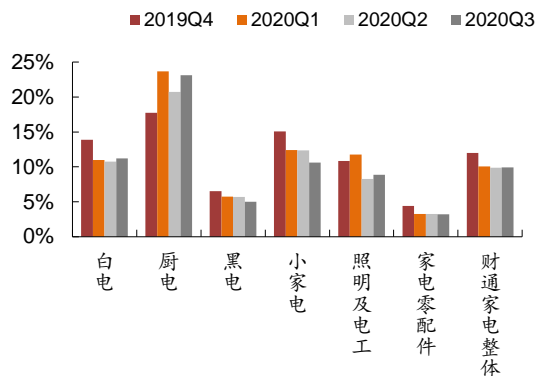


数据来源：Wind，财通证券研究所

2.3 费用率：特殊年景费用投入偏谨慎

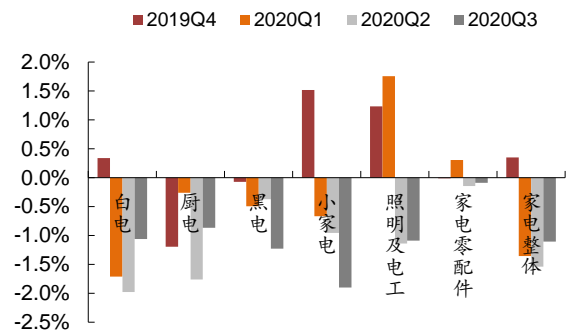
- 销售费用同比下降，管理&研发费用率较去年基本持平。2020 年前三季度家电板块销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 9.9%(yoy-1.3pcts)，3.1% (yoy+0.1pcts)，3.1% (yoy+0.2pcts)，特殊年景家电企业或多或少降低了销售费用投入，同时会计准则变更也使安装费用不再计入销售费用；受收入下滑影响，各板块的管理以及研发费用率相较于去年基本持平。

图13：各板块销售费用率表现



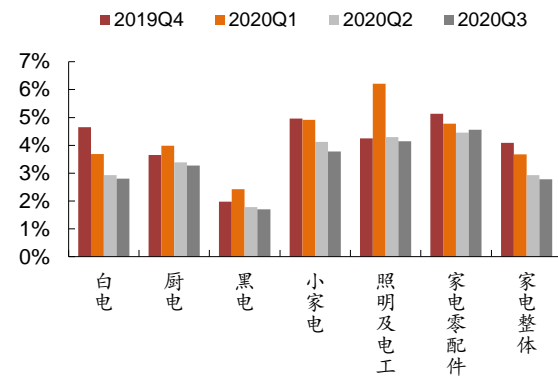
数据来源：Wind，财通证券研究所

图14：各板块销售费用率同比变化量



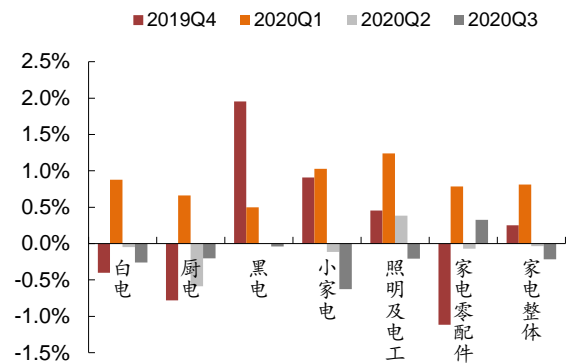
数据来源：Wind，财通证券研究所

图15：各板块管理费用率表现



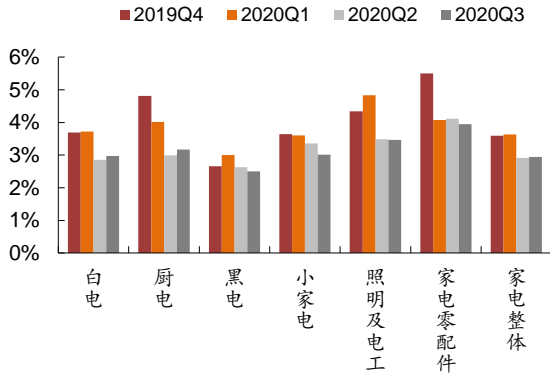
数据来源：Wind，财通证券研究所

图16：各板块管理费用率同比变化量



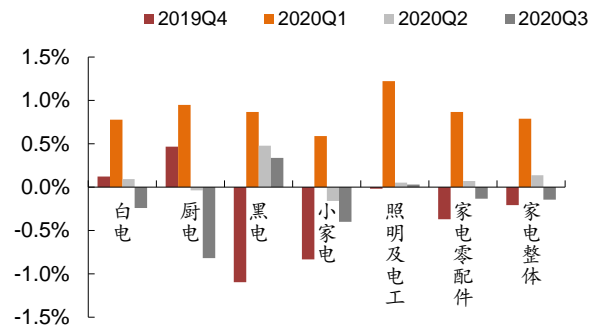
数据来源：Wind，财通证券研究所

图17：各板块研发费用率表现



数据来源：Wind，财通证券研究所

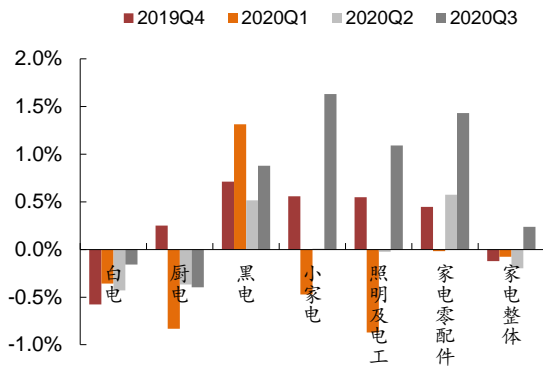
图18：各板块研发费用率同比变化量



数据来源：Wind，财通证券研究所

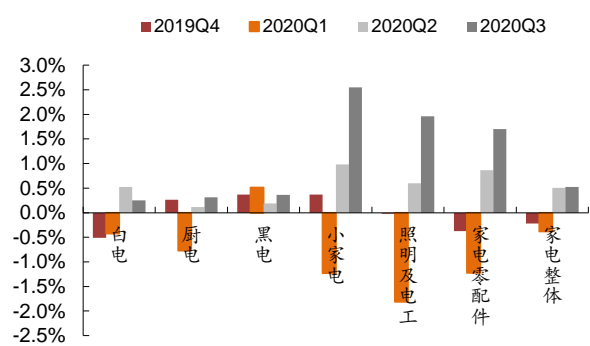
- 汇率升值背景下财务费用率同比先降后升。2020 年前三季度家电板块财务费用率 0.0% (yoy+0.3pcts)，其中 Q1 同比-0.4pcts，Q2 同比+0.5pcts、Q3 同比+0.5pcts。受人民币汇率变动影响，2020 前三季度财务费用率先降后升，家电出口占比较高的小家电等财务费用率变化较大。

图19：各板块财务费用率表现



数据来源：Wind，财通证券研究所

图20：各板块财务费用率同比变化



数据来源：Wind，财通证券研究所

图21：近年来美元兑人民币汇率变动

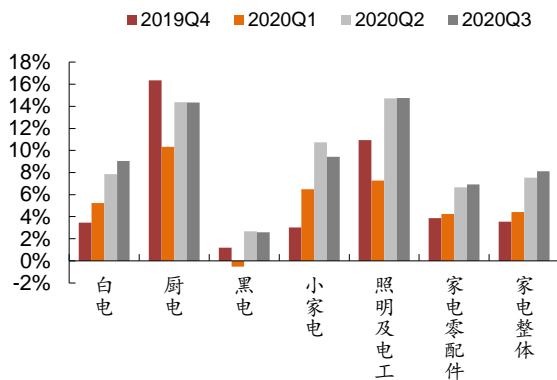


数据来源：Wind，财通证券研究所

2.4 净利率：第三季度多数板块净利率同比转正

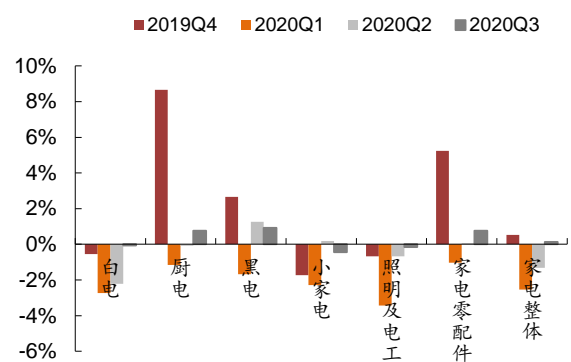
- **Q3 多数板块净利率同比转正。**2020 年前三季度家电行业净利率同比 -1.2pcts，其中 Q1 同比-2.5pcts，Q2 同比-1.3pcts，Q3 同比+0.1pcts 逐季修复。分板块看，Q3 厨电、黑电、零部件板块的净利率同比转正，白电、小家电板块的同比降幅收窄到 0.5 个百分点以内，相较之下 Q2 白电板块净利率同比下滑 2.2pcts，彼时格力、海尔的盈利水平尚处在调整期。

图22：各板块净利率表现



数据来源：Wind，财通证券研究所

图23：各板块净利率同比变化量



数据来源：Wind，财通证券研究所

表4：各板块净利率情况汇总

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020 前三季度	2020Q1 同比变化 (pcts)	2020Q2 同比变化 (pcts)	2020Q3 同比变化 (pcts)	前三季度 同比变化 (pcts)
白电	5.2%	7.9%	9.0%	8.3%	-2.7	-2.2	-0.1	-1.7
厨电	10.3%	14.4%	14.3%	13.5%	-1.2	-0.1	0.8	0.2
黑电	-0.5%	2.7%	2.6%	2.0%	-1.7	1.3	0.9	0.2
小家电	6.5%	10.7%	9.4%	9.2%	-2.3	0.2	-0.4	-0.5
照明及电工	7.3%	14.7%	14.7%	13.1%	-3.4	-0.7	-0.1	-0.8
家电零配件	4.2%	6.7%	6.9%	6.3%	-1.0	0.1	0.8	-0.2
家电整体	4.4%	7.5%	8.1%	7.4%	-2.5	-1.3	0.1	-1.2

数据来源：Wind，财通证券研究所

3、Q3 资产负债表及现金流量表：单季 ROE 同比转正

3.1 营运能力：上下游议价能力恢复健康

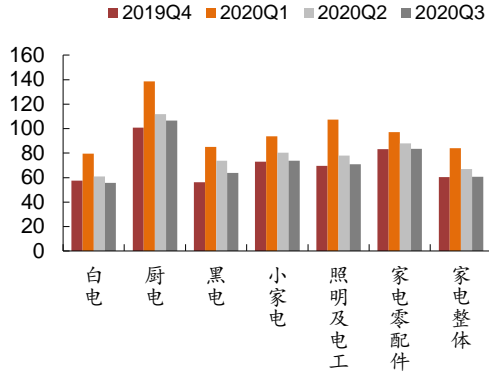
- 三季报/中报家电净营业周期同比-14/-17 天。** 存货周转方面，三季报/中报家电整体存货周转天数 56/67 天（同比+5/+10 天）。上半年各板块存货周转天数同比增长 10 天以上，Q3 行业复苏带动家电企业积极出货，各板块周转天数增幅明显收窄。应收科目方面，三季报/中报家电整体周转天数 51/53 天（同比-7/-9 天）。应付科目方面，三季报/中报家电整体天数 102/109 天（同比+12/+18 天）。综合来看，三季报/中报家电净营业周期同比-14/-17 天，特殊年份里家电企业对上游的议价能力显露无疑。

表5：各板块周转天数情况汇总

	存货周转天数		应收票据及应收账款周转天数		应付票据及应付账款周转天数	
	2020前三季度	2020前三季度 同比变动天数	2020前三季度	2020前三季度 同比变动天数	2020前三季度	2020前三季度 同比变动天数
白电	56	5	39	-9	105	13
厨电	107	7	82	8	105	21
黑电	64	5	74	-8	91	8
小家电	74	4	55	-7	90	17
照明及电工	71	1	64	4	80	10
家电零配件	83	4	124	-2	127	6
家电整体	61	5	51	-7	102	12

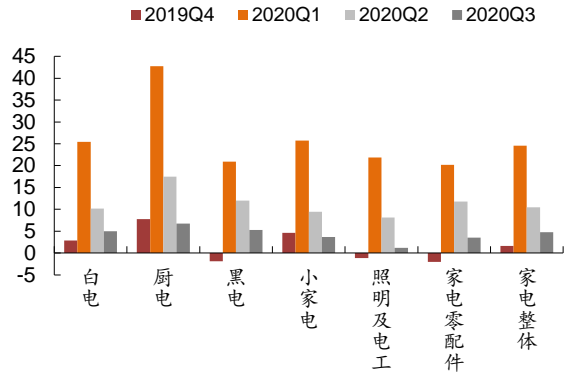
数据来源：Wind，财通证券研究所

图24：各板块存货周转天数整体表现



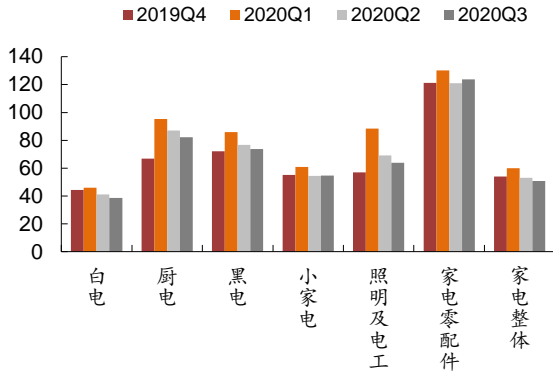
数据来源：Wind，财通证券研究所

图25：各板块存货周转天数同比变化量



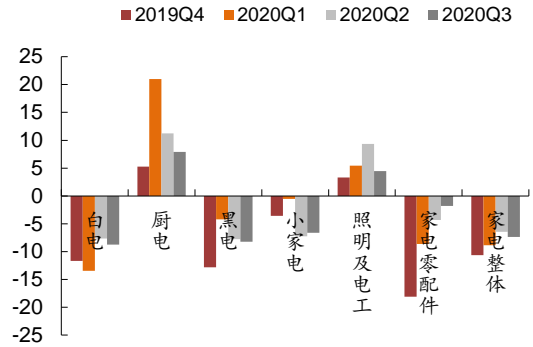
数据来源：Wind，财通证券研究所

图26：各板块应收票据及账款周转天数整体表现



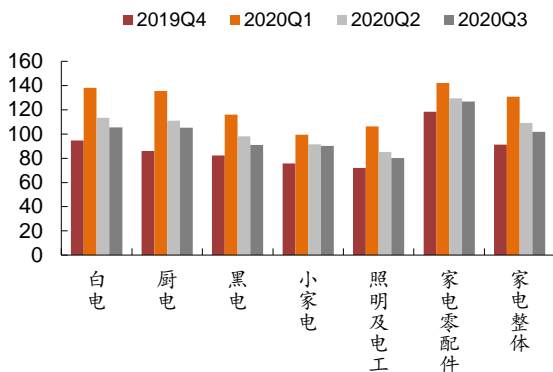
数据来源：Wind，财通证券研究所

图27：各板块应收票据及账款周转天数同比变化量



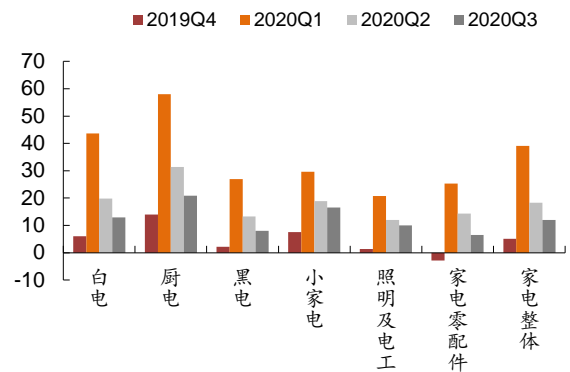
数据来源：Wind，财通证券研究所

图28：各板块应收票据及账款周转天数整体表现



数据来源：Wind，财通证券研究所

图29：各板块应收票据及账款周转天数同比变化量

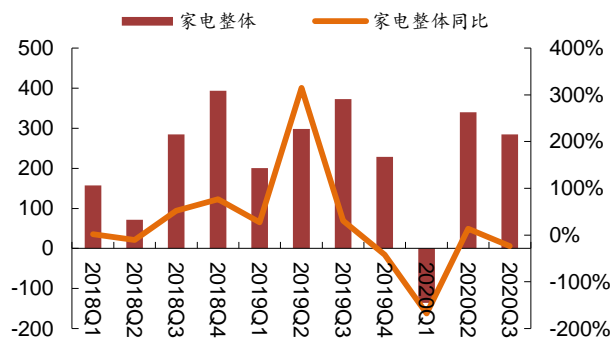


数据来源：Wind，财通证券研究所

3.2 盈利质量：经营现金流恢复正常

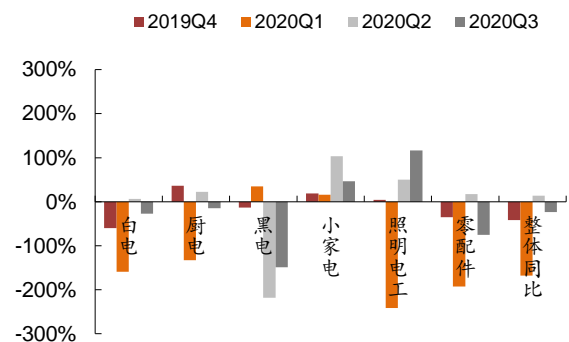
- 经营现金流恢复正常，小家电经营质量尤其亮眼。前三季度家电行业经营现金流 488 亿 (yoy-44%)，其中 Q1 同比-168%，Q2 同比+14%已经转正，Q3 同比-24%。Q1 疫情导致家电企业销售受阻、生产停滞，多数家电企业经营性现金流同比为负，20Q2 起供需恢复+现金回流。分板块看，小家电板块表现较优，Q1 随着疫情期间烹饪、清洁需求上升，经营性现金净额同比+16%，Q2 在积极的营销策略下现金流增幅达到+103%，Q3 需求增长有所放缓但经营性现金流仍有 47%的增长。

图30：家电经营现金流整体表现



数据来源：Wind，财通证券研究所

图31：各板块经营现金流同比增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

表6：2020前三季度经营性现金流情况

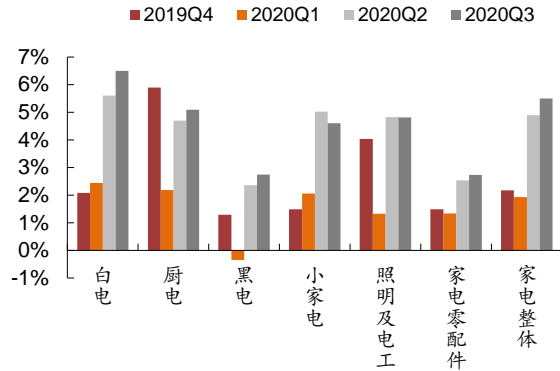
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020 前三季度	2020Q1 同比增速	2020Q2 同比增速	2020Q3 同比增速	前三季度 同比增速
营业总收入(亿元)	2038	3018	3277	8333	-24.1%	0.0%	13.5%	-2.9%
营业利润(亿元)	109	285	332	727	-53.3%	-12.5%	9.7%	-15.8%
净利润(亿元)	-136	340	283	334	-53.9%	-13.3%	9.5%	-16.2%
经营现金流(亿元)	-136	340	284	488	-167.8%	13.8%	-23.6%	-44.0%

数据来源：Wind，财通证券研究所

3.3 ROE：Q3 家电单季 ROE 同比转正

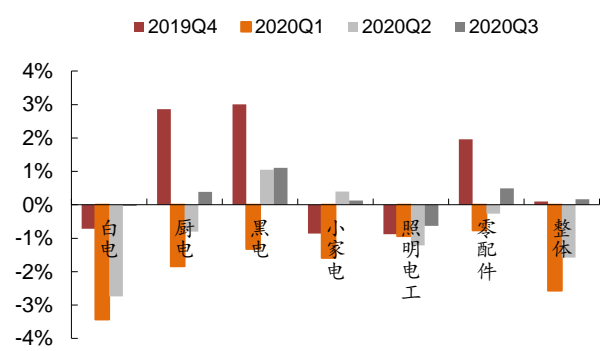
- Q3 家电单季 ROE 同比转正。整体来看，三季报家电板块净资产收益率(ttm) 14.1%，同比-4.1pcts。杜邦分析看 ROE (ttm)，三季报家电整体资产周转率同比下滑-9.1%，销售利润率同比-2.1pcts，权益乘数同比下滑 6.2%。单季角度，家电 Q1 净资产收益率为 1.9% (yoy-2.6pcts)，Q2 为 4.9% (yoy-1.6pcts)，Q3 为 5.5% (yoy+0.2pcts)，其中 Q3 黑电单季 ROE 同比 +1.0pcts 上升势头最为明显。

图32：各板块单季ROE表现



数据来源：Wind，财通证券研究所

图33：各板块单季ROE同比变化 (pcts)



数据来源：Wind，财通证券研究所

表7：2020前三季度净资产收益率拆分

	净资产收益率 (TTM)		总资产周转率		销售净利率		权益乘数	
	2020 前三季度	2020前三季度 同比变化 (pcts)	2020 前三季度	2020前三季度 同比变化	2020 前三季度	2020前三季度 同比变化 (pcts)	2020 前三季度	2020前三季度 同比变化
白电	16.4%	-7.0	0.64	-9.6%	7.2%	-2.7	2.70	-13.1%
厨电	17.5%	0.5	0.52	-9.5%	14.4%	1.1	1.66	-5.7%
黑电	5.4%	2.3	0.76	-7.4%	1.8%	0.0	2.85	8.6%
小家电	13.1%	-1.9	0.75	-7.2%	7.5%	-2.2	1.71	10.8%
照明及电工	15.1%	-4.8	0.58	-14.6%	12.5%	-1.4	1.49	1.2%
家电零配件	7.8%	1.4	0.54	-4.2%	5.8%	-0.7	1.92	4.3%
家电整体	14.1%	-4.1	0.65	-9.1%	6.5%	-2.1	2.48	-6.2%

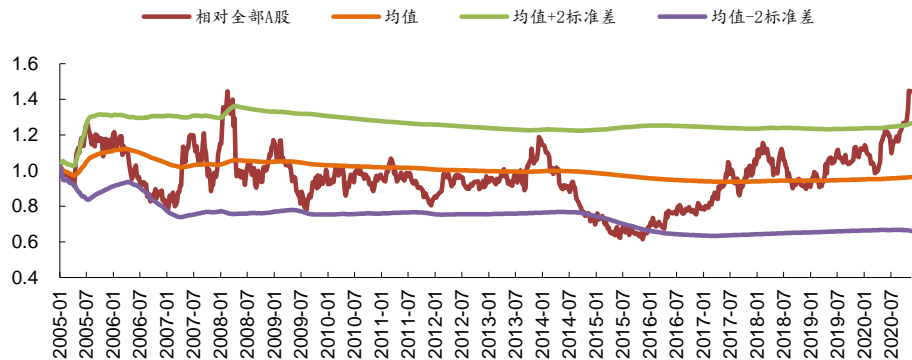
数据来源：Wind，财通证券研究所

4、估值水平：以时间换空间

4.1 估值纵向比较：位于历史较高位置

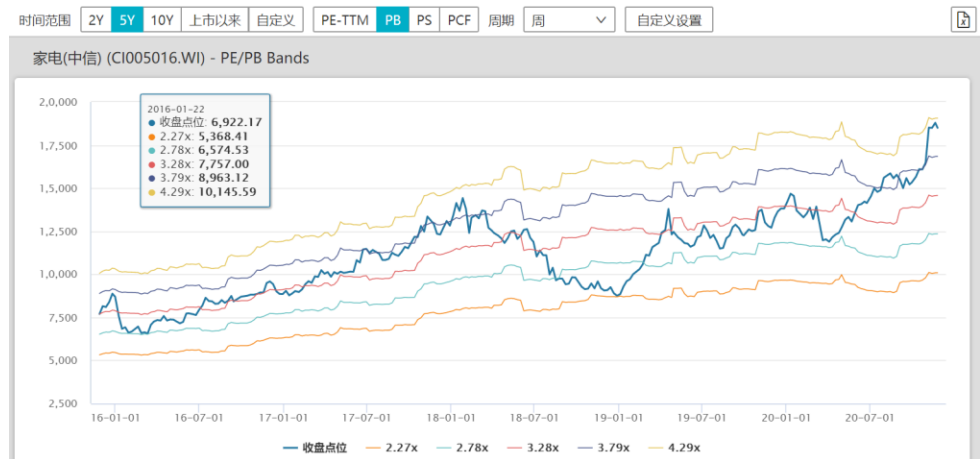
- **核心家电相对全部A股升至均值+2标准差上方。**我们选取了17个关注度较高的家电股票，并以此计算其整体PE (TTM) 相对大盘的估值水平。数据显示，当前相对PE水位1.44，在历史均值+2标准差 (1.24) 上方，而近年的阶段高点出现在2018年1月 (均值+1标准差上方)。
- **PB-Band：当前参与难度较高。**疫情影响下利润和市盈率有较大偏离，PB可能是今年更好的参照指标。5年动态PB-Band位于估值顶部区域，当前时点参与难度较高。

图34：核心家电品种相对大盘PE位于均值+1标准差水位



数据来源：Wind，财通证券研究所

图35：PB-Band：当前参与难度较高

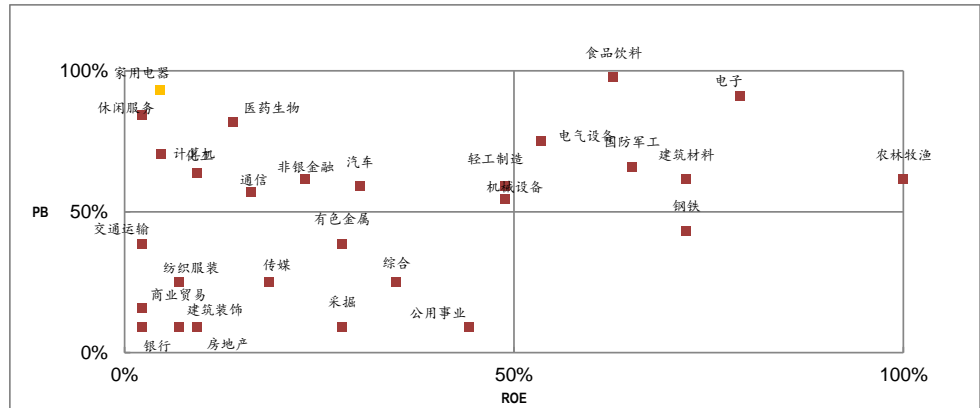


数据来源：Wind，财通证券研究所

4.2 横向比较：性价比并无显著优势

- 横向比较家电性价比并无显著优势。我们用各行业近10年PB-ROE的自身历史分位来衡量潜在投资机会。当前家电处于第二象限，PB分位=93%，ROE分位=5%，处于盈利低位+估值高位区间。相比之下，配置性价比更高的领域似乎来自：第三象限（盈利和估值都是历史低位）可能出现戴维斯双击，以及第四象限（盈利高位+估值低位）适合博弈估值反弹。

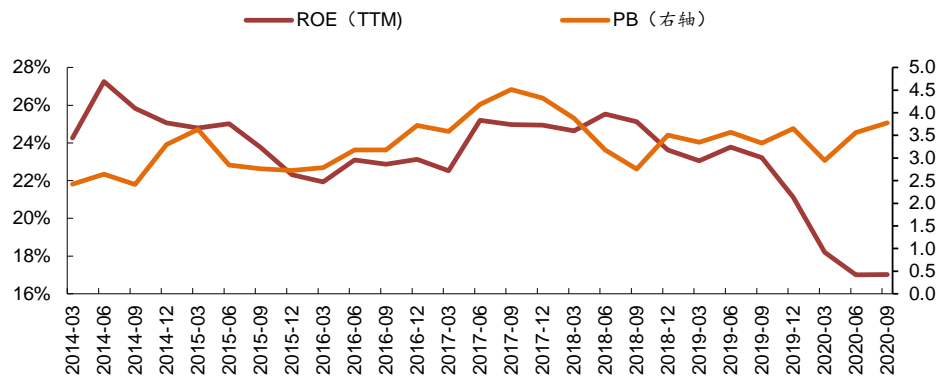
图36：横向比较家电估值家电估值无明显优势



数据来源：Wind，财通证券研究所

- PB-ROE视角：ROE (ttm) 有望触底回升，PB落至均值上方。** PB-ROE 策略寻找ROE向上拐点将现+PB历史低位的行业作为最佳配置方向。我们仍然选取17只家电股票作为研究对象，其整体ROE (ttm) 自18年中报见顶后处于下降通道，20年三季报ROE (ttm) 为17.0%，显示出触底迹象，其中周转率继续呈下滑趋势，净利率有所回升，权益乘数则有所波动。PB在ROE的周期运行中有两个特点：(1) $ROE = PB / PE$ ，因此ROE上行周期中PB比PE弹性更大；(2) PB代表投资者对企业盈利能力的预期，所以通常领先ROE波动1-2个季度。20年三季报17只家电股的整体PB为3.8，高于近年平均水平 (3.3)，表明盈利能力触底回升的同时估值层面的反应更为超前。

图37：PB-ROE视角：ROE大概率已在底部，PB落至均值以下



数据来源：Wind，财通证券研究所

表8：国内外重点家电公司业绩增速及估值对比

	总市值 (亿美元)	净利润增 长率 2019A	净利润增 长率 2020E	净利润增 长率 2021E	市盈率 (P/E) 2019A	市盈率 (P/E) 2020E	市盈率 (P/E) 2021E	市净率 (P/B) 2019A	市净率 (P/B) 2020E	市净率 (P/B) 2021E	股息率	ROE 2019A
美的集团	950.0	16.8%	4.7%	14.2%	16.8	24.8	21.7	4.0	5.3	4.6	1.8%	23.8%
大金工业	246.8	-0.5%	-14.7%	39.3%	22.6	47.5	35.0	2.7	4.5	4.1	1.1%	12.0%
格力电器	608.4	-5.9%	-19.3%	26.3%	16.0	20.2	16.0	3.6	3.3	2.9	1.8%	22.4%
海尔智家	286.2	26.2%	-6.1%	16.5%	15.6	24.5	21.1	2.7	3.6	3.2	1.3%	17.1%
三花智控	138.4	9.3%	6.7%	26.4%	33.7	60.3	47.7	5.2	8.6	7.7	0.6%	15.3%
惠而浦	203.6	18.4%	-10.0%	4.9%	7.6	3.1	2.7	2.9	3.1	2.7	3.3%	43.2%
苏泊尔	89.4	14.8%	-0.3%	15.8%	32.8	30.9	26.6	9.2	7.5	6.4	2.2%	28.1%
AO史密斯	29.7	-17.8%	-13.0%	18.9%	21.5	27.8	23.3	4.9	5.0	4.7	1.6%	21.9%
伊莱克斯	114.3	-40.6%	-50.1%	4.9%	36.3	31.6	19.1	2.9	3.7	3.2	4.4%	21.3%
老板电器	61.2	8.8%	7.8%	12.4%	20.2	23.6	21.0	4.7	5.0	4.3	1.2%	23.2%
九阳股份	41.7	8.6%	11.0%	16.6%	23.4	30.1	25.8	5.1	6.6	5.9	3.0%	22.0%
林内公司	41.7	-4.2%	6.0%	9.5%	18.2	25.7	17.4	1.2	1.8	1.7	1.1%	7.0%
德龙公司	26.5	-9.4%	18.6%	5.8%	17.5	21.8	20.8	2.4	3.2	2.9	1.9%	14.3%
飞科电器	35.7	-19.0%	-0.4%	9.9%	23.9	34.5	31.4	6.2	8.3	7.7	1.8%	26.1%
SEB	59.8	304.9%	-23.7%	43.1%	17.4	24.7	17.2	2.8	2.8	2.5	0.1%	16.9%
小熊电器	26.7	44.6%	72.3%	26.0%	31.1	38.2	30.3	5.0	8.6	7.0	0.9%	16.1%
海信家电	34.7	37.1%	-20.6%	17.4%	9.4	16.1	13.7	1.9	2.3	2.0	2.3%	20.6%
浙江美大	17.0	21.8%	13.8%	19.8%	18.8	21.5	18.0	5.7	6.3	5.4	3.1%	30.3%
莱克电气	22.5	18.8%	12.1%	14.7%	18.9	26.4	23.0	3.0	4.1	3.7	0.7%	15.7%
华帝股份	13.2	9.6%	-19.2%	20.3%	15.7	14.4	12.0	3.9	2.5	2.2	3.0%	24.9%
能率	6.0	-53.1%	-381.1%	208.2%	46.0	-	17.0	0.6	0.7	0.7	2.3%	1.4%

数据来源：Wind, Thomson one bank, 财通证券研究所

5、附录

我们选取了家电板块 54 家上市公司（白电 9 家，厨电 5 家，黑电 7 家，小家电 18 家，照明及电工 12 家，家电零配件 13 家），对其 20Q3 的业绩进行了分析和判断，各子板块公司包括：

白电：格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、长虹美菱、奥马电器、澳柯玛、春兰股份、惠而浦。

厨电：老板电器、华帝股份、万和电气、浙江美大、日出东方。

黑电：海信视像、四川长虹、兆驰股份、创维数字、深康佳 A、四川九洲、银河电子。

小家电：九阳股份、苏泊尔、莱克电气、飞科电器、新宝股份、小熊电器、爱仕达、奥佳华、哈尔斯、天际股份、瑞尔特、融捷健康、开能健康、北鼎股份、金海环境、奥普家居、荣泰健康、*ST 圣莱。

照明及电工：佛山照明、金莱特、英飞特、三雄极光、太龙照明、阳光照明、公牛集团、得邦照明、欧普照明、华体科技、晨丰科技。

家电零配件：三花智控、长虹华意、顺威股份、星帅尔、东方电热、和晶科技、天银机电、汉宇集团、聚隆科技、海立股份、三星新材、春光科技、奇精机械。

6、风险提示

地产持续低迷，原材料价格攀升，人民币大幅升值。

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。