

2019 年 11 月 21 日

看好

相关研究

"格力"“双十一”空调让利 30 亿元，库存去化后明年轻装上阵确定性较强 - 《2019/11/04-2019/11/10》家电周报

2019 年 11 月 12 日

"地产减速不改基本面稳健，估值切换行情下推荐白马龙头-家电行业 2019 年三季报业绩总结" 2019 年 11 月 12 日

证券分析师

刘正 A0230518100001
liuzheng@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
史晋星 A0230519080005
shijx@swsresearch.com

研究支持

史晋星 A0230519080005
shijx@swsresearch.com

联系人

梁姝雯
(8621)23297818×转
liangsw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

拨云见日，2020 景气上行

——家电行业全景复盘深度报告

本期投资提示：

- **自上而下复盘，政策、地产、库存三大因子决定板块超额收益。**复盘家电行业过去 20 年来表现出明显超额收益的三段行情（2007 年-2011H1，2013 年和 2015Q4-2018H1），我们总结出政策、地产、库存三大因子扮演主要作用。个股层面，家电因其供给侧规模经济明显、需求侧必需品属性造就牛股集中营。站在新的时点，年初至今消费刺激政策不断、地产 2019Q4-2020 年预计迎来竣工向上周期、空调库存经历新一轮价格战后，明年家电有望迎来景气度复苏。
- **白电：成长与周期的交响曲。**白色家电（空调、冰箱、洗衣机）保有量的提升一路见证着中国经济的腾飞，以空调为例，成长过程中与地产调控息息相关，2008 年、2012 年和 2015 年，分别对应着空调内销量连续四个季度下滑：2008Q2-2009Q1 金融危机对消费需求抑制、2011Q4-2012Q3 政策退坡空窗期、2015Q3-2016Q2 价格战去库存。这一轮地产调控力度超出以往，空调 2019 冷年内销量下滑 6%，考虑到 20 年地产竣工拉动刚需释放、结构性去库存目标达成，明年空调内销量仍有望迎来 5% 左右的增长。白电龙头美的、格力、海尔复盘发现，股价催化除了来自行业景气度上行外，股权转让、战略投资者引入、股权激励治理改善、外延并购等事件也会对估值有所提振。
- **空调价格战复盘：龙头重塑市场格局，2020 年空调行业需求不悲观。**2005 年以后空调历史上经历三次价格战（2004 年以前引发行业洗牌，09 年-10H1 下乡补贴以价换量、14H2-16 年去库存），新一轮价格战跟之前相比各有异同：09 年和 19 年相似点在于都面临空调能效等级升级、产品结构需要汰旧换新，且出货量增速下滑都领先于终端降价；不同在于降价诱发因素，09 年成本上涨主要是财政补贴提供降价空间，14H-16 年库存压力和成本下降倒逼厂商降价消化存量，19 年初至今价格战更多是增值税税率下调及成本红利诱发，龙头厂商重塑市场格局为主（年中能效虚标之争），去库存为辅（根据产业在线，截止 9 月底库销比 43% 已回归历史中枢），明年空调行业需求不悲观。
- **厨小：地产竣工拉动，把握新品扩张、渠道拓展红利。**国产厨电品牌立身之本在于凭借持续的广告营销、KA 渠道占位、产品设计研发投入，在消费者心目中树立起高端形象，核心竞争力在于品牌打造。厨电需求跟地产高度绑定、加上终端价格分层竞争格局使得行业很难发生系统性的价格战。因此行业景气度低迷背景下增长主要依赖销量提升：1）新一轮竣工向上周期率先拉动精装修放量，工程渠道提高行业进入门槛；2）市场容量和行业集中度仍有提升空间，新零售渠道下沉有望拉动农村保有量提升、提高龙头市场份额。小家电复盘苏泊尔发现，品类成功扩张、外销市场打开、内销渠道下沉是成长主要支撑点。
- **投资建议：**年初至今外资持续流入 A 股，其中低估值+盈利确定性强的家电板块备受瞩目，白电继续推荐美的集团、格力电器、海尔智家，关注空调能效升级、新能源订单放量的三花智控；厨电看好竣工持续改善带来的基本面和估值修复，推荐老板电器、华帝股份、浙江美大；小家电看好持续成长能力突出的苏泊尔、经营改善趋势明确的九阳股份。
- **风险提示：**空调价格战全面恶化，地产竣工幅度不及预期。

投资案件

结论和投资建议

家电上市公司中剔除掉已经转型的之外，整个板块 57 家标的中除了涌现出千亿市值公司美的、格力、海尔 3 家之外，牛股倍出：2013-2017 年的十倍股老板电器、华帝股份，2013-2018 年的十倍股小天鹅、苏泊尔、浙江美大，三花智控在此期间股价涨幅逾 7 倍。历史复盘发现，投资逻辑在于自上而下判断行业景气度，自下而上梳理领先收入和利润的变量，发掘超额收益机会。

原因及逻辑

白电：白电品类标准化程度高、生产规模效应突出，空调一户多机的保有量特点决定行业天花板较高，决定短期销量表现的政策刺激、地产销售、产业库存和天气因素成为重要的观察变量；产品价格往往又跟长期竞争格局、短期供需状况、原材料成本等因素有关。因此白电偏重自上而下景气度判断择时+自下而上企业竞争力分析选股两个维度筛选。

厨电：传统烟灶消、嵌入式厨电为主的品类由于前置安装属性，地产销售的周期性调控对行业需求影响较大，上市公司层面在 2018 年以前借助电商红利、自建专卖店渠道多元化等方式穿越地产调控影响，站在新的起点，未来行业发展空间取决于新一轮工程渠道放量、一二线品类创新及三四线保有量提升速度。

小家电：消费升级浪潮推动中国消费者生活品质进一步提升，小家电核心品类包括厨房炊具（苏泊尔、爱仕达）、电热类（美的集团）、电动类（九阳股份）、环境家居（莱克电气、科沃斯）、个人护理（飞科电器）、西式小家电（新宝股份、小熊电器）等众多品类，低价高频的快消品属性决定小家电行业层面更需要把握新品潮流，公司层面关注品类拓展、市场开拓及渠道变化。

黑电：以电视机为代表的家庭娱乐电子产品由于技术方面变化快，改革开放 40 年的时间先后经历黑白电视、CRT、等离子、LED、OLED 及激光电视等显示技术变化，上市公司很难在长期维度上始终保持在技术前沿，同时液晶时代的到来颠覆传统分销渠道，成本端上游京东方、三星、LG 在液晶面板上寡头垄断明显，电视机厂在产业链上缺乏产品定价权，更多沦为技术变革浪潮下的加工组装厂。

有别于大众的认识

市场往往放大短期的负面因素，前有中美贸易摩擦风险因素的放大、后有空调行业价格战的担忧，但却忽略家电核心资产 ROE 高、长期盈利稳定、外资持续流入、无风险利率下降背景下的估值重估。相比海外家电企业，不论是成长性、还是稳定股息率回报方面，国内优质家电核心资产都取得全方位优势，我们持续看好国内家电龙头估值中枢上移。

目录

1. 序：生产规模经济叠加必需品属性造就家电牛股集中营 ...	6
2. 行业复盘：政策+库存+地产三因子共振超额收益	7
3. 白电行业复盘：成长与周期的交响曲.....	9
3.1 成长分析：长期空调成长性好于冰洗	9
3.2 周期影响：地产竣工迎来复苏、库存去化已近尾声	10
3.3 价格战复盘：库存调整与能效等级的圆舞曲.....	12
3.4 重点企业复盘：格力、美的、海尔	16
3.4.1 格力电器：股权转让打开想象空间.....	17
3.4.2 美的集团：把握经营周期，获取超额收益.....	18
3.4.3 海尔智家：资产整合&经营周期决定股价表现.....	20
4. 厨小复盘：地产竣工拉动、把握新品扩张、渠道拓展红利	23
4.1 渠道多元化、新品扩张驱动成长.....	23
4.2 龙头企业复盘：老板电器、苏泊尔	24
4.2.1 老板电器：增速换挡迎来凤凰涅槃.....	24
4.2.2 苏泊尔：SEB 增持利益一致，公司避险特质突出.....	25
5. 投资建议：空调价格战影响有限，把握地产竣工向上周期	27

图表目录

图 1：2002 年以来家电行业指数相对涨跌幅复盘	7
图 2：2007 年至今单日本家用电器指数涨跌幅较上证综指涨跌幅上涨/下跌超 5%8	
图 3：中国空调保有量相当于日本 80-90 年代	10
图 4：白电历年内销量空调成长性最好（单位：万台）	10
图 5：每百户洗衣机保有量中日对比（台/百户）	10
图 6：每百户冰箱保有量中日对比（台/百户）	10
图 7：2017 年以前地产周期底部持续 3-4 个季度	11
图 8：历史上三轮空调增速放缓均持续了 4 个季度	11
图 9：14 年前住宅新开工领先竣工 2-2.5 年	11
图 10：14 年后住宅新开工领先竣工 3 年左右	11
图 11：从出货量&零售增速判断去库补库周期	12
图 12：空调库存压力：库销比回落至历史中枢	12
图 13：2009-2010H1 空调价格战降幅 10%左右	13
图 14：2009H2-2010 空调内销出货量实现高增长	13
图 15：2014H2-2016 年初空调价格战去库存	14
图 16：2015H2-2016H1 空调内销出货量下滑	14
图 17：空调库存周期波动	15
图 18：2019 年初空调价格战去库存	15
图 19：2015H2-2016H1 空调内销出货量下滑	15
图 20：2019 年初原材料成本快速回落为空调行业降价提供空间	16
图 21：2019 年双十一期间格力活动机型降价力度	16
图 22：2019 年空调内销出货量基数得到消化(万台)	16
图 23：04 年-14 年空调量价齐升黄金十年	17
图 24：从成长青春期步入中年成熟阶段	17
图 25：事业部调整+渠道变革保持经营活力	19
图 26：整体上市、T+3 改革、业务梳理	20
图 27：股权分置改革、白电定位回归 A 股平台	21
图 28：前期资产整合，后期把握经营红利	21

图 29：IH 电饭煲渗透率不断提升（%）	23
图 30：破壁机引领行业快速增长（亿元/%）	23
图 31：专卖店下沉+电商红利穿越地产周期	24
图 32：股权分置改革、白电平台定位.....	26
图 33：大股东增持苏氏家族淡出开启估值提升	26
表 1：板块内个股上市以来年化超额收益率涨跌排名	8
表 2：地产竣工弹性分析	11
表 3：空调行业早期价格战引发行业剧烈洗牌	12
表 4：国家关于空调能效环保标准相关规定	14
表 5：格力电器区间涨跌幅情况.....	18
表 6：美的集团区间涨跌幅情况.....	20
表 7：海尔智家区间涨跌幅情况.....	22
表 8：老板电器区间涨跌幅情况.....	25
表 9：苏泊尔区间涨跌幅情况	27
表 10：家用电器行业重点公司估值表.....	28

1. 序：生产规模经济叠加必需品属性造就家电牛股集中营

家电行业上市公司中剔除掉已经转型的之外，整个板块 57 家标的中除了涌现出千亿市值公司美的、格力、海尔 3 家之外，牛股倍出：2013-2017 年十倍股老板电器、华帝股份，2013-2018 年的十倍股小天鹅、苏泊尔、浙江美大，三花智控在此期间股价涨幅逾 7 倍。家电作为耐用消费品典型代表，兼具生产端的规模效应和需求侧的必需品属性，在充分的市场竞争环境下涌现出众多优秀公司的同时，也为投资者带来丰厚收益。

本篇报告，我们试图通过复盘白电、厨电、小家电、黑电等不同细分板块，尝试发掘行业基本面和估值变化的前瞻指标，从而得到行业超额收益来源的若干思考：

1) 白电：白电品类标准化程度高、生产规模效应突出，空调一户多机的保有量特点决定行业天花板较高，决定短期销量表现的政策刺激、地产销售、产业库存和天气因素成为重要的观察变量；产品价格往往又跟长期竞争格局、短期供需状况、库存积压、原材料成本等因素有关。因此白电偏重自上而下景气度判断择时+自下而上企业竞争力分析择股两个维度筛选。

2) 厨电：传统烟灶消、嵌入式厨电为主的品类由于前置安装属性，地产销售的周期性调控对行业需求影响较大，上市公司层面在 2018 年以前借助电商红利、自建专卖店渠道多元化等方式穿越地产调控影响，站在新的起点，未来行业发展空间取决于新一轮工程渠道放量、一二线品类创新以及三四线保有量提升速度，其中新零售渠道下沉能否加速行业集中度提升成为重要观察点。

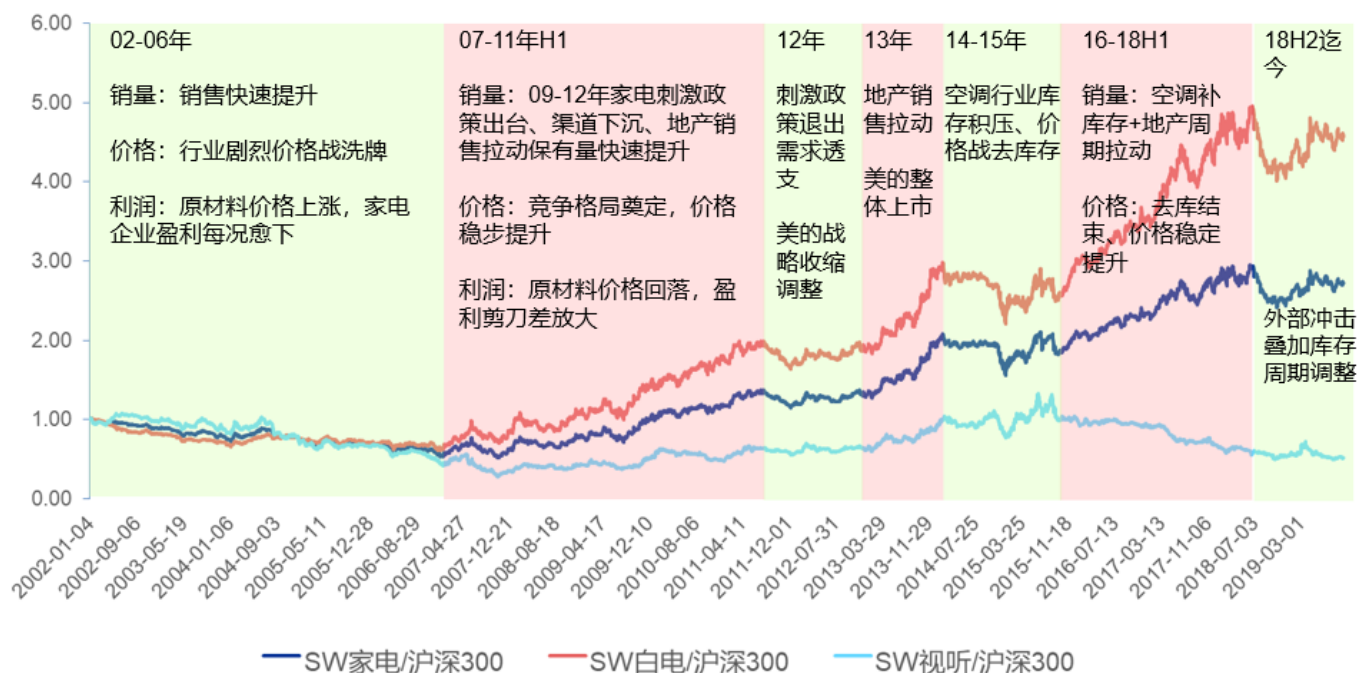
3) 小家电：消费升级浪潮推动中国消费者生活品质进一步提升，小家电核心品类包括厨房炊具（苏泊尔、爱仕达）、电热类（美的集团）、电动类（九阳股份）、环境家居（莱克电气、科沃斯）、个人护理（飞科电器）、西式小家电（新宝股份、小熊电器）等众多品类，低价高频的快消品属性决定小家电行业层面更需要把握新品潮流，公司层面关注品类拓展、市场开拓及渠道变化。

4) 黑电：以电视机为代表的家庭娱乐电子产品由于技术方面变化快，改革开放 40 年的时间先后经历黑白电视、CRT、等离子、LED、OLED 及激光电视等显示技术变化，上市公司很难在长期维度上始终站在技术前沿，同时液晶时代的到来颠覆传统分销渠道，成本端上游京东方、三星、LG 在液晶面板上寡头垄断，电视机厂在产业链上下游缺乏产品定价权，更多成为技术变革浪潮下的加工组装厂。

2. 行业复盘 :政策+库存+地产三因子共振超额收益

我们复盘了申万家电指数相对沪深 300 行业指数的涨跌幅发现，**家电板块从 2002 年起至今表现出超额收益主要划分为三个阶段：1) 2007 年-2011H1**，销量在家电下乡刺激政策拉动下快速爆发，龙头品牌率先渠道下沉，行业整体处于成长黄金阶段；竞争寡头垄断格局下价格平稳提升，原材料价格回落放大盈利剪刀差。**2) 2013 年**，家电行业政策退坡影响消除，地产销售拉动下，带动家电板块景气度上行；**3) 2015Q4-2018H1**，空调销量在产业补库存周期、三四线棚改、旺季炎夏拉动下迎来销售大年，价格方面激烈的行业价格战结束，龙头品牌拉开价格带，战略重心从份额转向盈利。

图 1：2002 年以来家电行业指数相对涨跌幅复盘



起始时间	结束时间	区间涨跌幅				相对涨跌幅			涨幅前三名 (从左至右涨幅降低)
		沪深300	SW家电	SW白电	SW视听	SW家电	SW白电	SW视听	
2002/1/4	2006/12/29	55%	-18%	-6%	-18%	-73%	-61%	-73%	格力电器 华帝股份 苏泊尔
2007/1/4	2011/6/30	49%	278%	377%	278%	229%	328%	229%	盾安环境 美的电器 格力电器
2011/7/1	2012/12/31	-17%	-21%	-22%	-21%	-4%	-5%	-4%	奥马电器 海信电器 兆驰股份
2013/1/4	2014/1/23	-12%	38%	39%	38%	49%	50%	49%	奋达科技 圣莱达 奥佳华
2014/1/25	2015/9/14	46%	34%	24%	34%	-12%	-22%	-12%	深康佳A 康盛股份 浙江美大
2015/9/15	2018/6/11	15%	83%	126%	83%	67%	111%	67%	华帝股份 小天鹅A 苏泊尔
2018/6/12	2019/10/14	5%	-3%	-2%	-3%	-7%	-7%	-7%	苏泊尔 聚隆科技 立霸股份

资料来源：wind、申万宏源研究；注：申万家用电器指数中格力、美的、海尔合计贡献 77% 的权重，权重股公司调整会阶段性主导指数表现，日期截止 2019 年 10 月 14 日（下同）

复盘家电板块上市以来（截止 2019 年 10 月 14 日）57 只个股我们发现，能够跑赢大盘的有 13 家，主要集中在白电 4 家（格力、美的、海尔、小天鹅）厨小家电 6 家（苏

泊尔、老板、华帝、美大、天际、小熊)和零部件公司3家(三花智控、立霸股份、聚隆科技)。切换到近5年,还有6家公司股票表现跑赢大盘,主要集中在厨小家电,包括九阳股份、欧普照明、新宝股份、万和电气、飞科电器和海信家电。由此可见,家电板块虽然公司不多但牛股扎堆。

表 1：板块内个股上市以来年化超额收益率涨跌排名

证券代码	证券名称	上市至今收益率	同期上证综指 年化收益率	年化收益率	年化超额收益 率	近 5 年收益率	近 5 年超额 收益率
000651.SZ	格力电器	18208.78%	8.91%	25.52%	16.61%	433.65%	406.17%
002032.SZ	苏泊尔	5435.83%	15.86%	30.30%	14.44%	591.78%	564.30%
600690.SH	海尔智家	4470.30%	12.93%	15.89%	2.96%	121.11%	93.63%
000527.SZ	美的电器(退市)	2935.66%	12.88%	14.06%	1.19%	0.00%	-27.48%
002035.SZ	华帝股份	1821.12%	15.81%	21.58%	5.77%	118.10%	90.62%
002050.SZ	三花智控	1693.08%	19.33%	22.26%	2.93%	158.19%	130.71%
000418.SZ	小天鹅 A(退市)	514.92%	7.29%	8.38%	1.09%	457.68%	430.20%
000333.SZ	美的集团	471.09%	16.42%	33.22%	16.81%	365.05%	337.57%
002508.SZ	老板电器	379.25%	13.72%	19.26%	5.54%	189.09%	161.61%
002677.SZ	浙江美大	362.68%	17.69%	23.03%	5.34%	181.04%	153.56%
603519.SH	立霸股份	189.63%	12.38%	26.17%	13.79%	189.63%	162.15%
002759.SZ	天际股份	52.27%	6.66%	10.07%	3.41%	52.27%	24.79%
002959.SZ	小熊电器	50.14%	266.69%	1633.44%	1366.74%	50.14%	22.66%
300475.SZ	聚隆科技	35.79%	5.98%	7.29%	1.31%	35.79%	8.31%
002242.SZ	九阳股份	115.04%	9.22%	6.96%	-2.26%	135.61%	108.12%
603515.SH	欧普照明	68.63%	22.35%	18.02%	-4.32%	68.63%	41.15%
002705.SZ	新宝股份	65.58%	20.04%	9.20%	-10.85%	48.84%	21.36%
002543.SZ	万和电气	60.07%	15.14%	5.55%	-9.59%	68.51%	41.03%
603868.SH	飞科电器	54.41%	22.13%	13.25%	-8.88%	54.41%	26.93%
000921.SZ	海信家电	-22.03%	7.11%	-1.22%	-8.33%	45.02%	17.54%

资料来源：wind、申万宏源研究；注：日期截止 2019 年 10 月 14 日（下同）

为了探究板块驱动的因素，我们进一步梳理了 2007 年至今（2019 年 10 月 14 日）单日家用电器指数涨跌幅相较上证综指涨跌幅上涨/下跌超过 5%的时间点（共计 12 个交易日），使用超额收益主要希望尽量剔除部分市场性因素。从结果来看，风险点主要集中在行业价格战、牛市背景下市场情绪变化，正向提振多集中于行业刺激政策、股权激励、基本面超预期等因素，此外市场风格轮动和资金偏好也对板块存在明显影响。

图 2：2007 年至今单日家用电器指数涨跌幅较上证综指涨跌幅上涨/下跌超 5%

日期	家用电器	上证综指	超额收益	前三名			后三名			当日逻辑
2007-01-05	2.39%	-2.74%	5.13%	000651.SZ	002035.SZ	002050.SZ	000533.SZ	002032.SZ	600753.SH	权重股格力电器受年前技术突破消息影响，拉动板块上升
				格力电器	华帝股份	三花智控	顺钠股份	苏泊尔	东方银星	
				6.34%	5.64%	5.60%	-2.75%	-1.29%	-0.28%	
2007-05-31	-3.29%	1.40%	-4.69%	002052.SZ	002032.SZ	000651.SZ	600724.SH	600122.SH	000909.SZ	市场情绪因素居多
				同洲电子	苏泊尔	格力电器	宁波富达	宏图高科	数源科技	
				10.01%	9.99%	5.57%	-10.01%	-9.99%	-9.99%	
2007-06-21	-3.73%	1.18%	-4.91%	600619.SH	000418.SZ	000801.SZ	000527.SZ	000404.SZ	000893.SZ	引入高盛战略投资被否，美的电器复牌跌停，带动板块下跌
				海立股份	小天鹅A(退市)	四川九洲	美的电器(退市)	长虹华意	东凌国际	
				10.03%	5.28%	3.50%	-10.00%	-6.04%	-5.21%	
2007-12-17	5.09%	-2.62%	7.71%	000527.SZ	600690.SH	000651.SZ	000561.SZ	000801.SZ	000555.SZ	权重股美的电器受让集团的华菱白电资产、重庆美的通用制冷30%股权；家电下乡三省一市开启试点带动板块上涨
				美的电器(退市)	海尔智家	格力电器	烽火电子	四川九洲	神州信息	
				10.00%	7.49%	7.49%	-4.99%	-3.50%	-3.34%	
2008-01-02	4.91%	0.21%	4.70%	002035.SZ	002032.SZ	600690.SH				17年底家电下乡试点政策公布，华帝奥运营营销引发市场关注；苏泊尔SEB要约收购实现控股拉动涨停
				华帝股份	苏泊尔	海尔智家				
				10.01%	10.01%	6.99%				
2008-01-15	4.32%	-0.98%	5.30%	000527.SZ	002032.SZ	000561.SZ	002005.SZ	600619.SH	000801.SZ	美的实施股权激励计划拉动上涨；苏泊尔董事会换届、SEB要约收购实现控股拉动涨停
				美的电器(退市)	苏泊尔	烽火电子	*ST德豪	海立股份	四川九洲	
				10.00%	10.00%	5.01%	-4.91%	-1.73%	-0.69%	
2008-11-20	3.01%	-1.67%	4.68%	600060.SH	000100.SZ	600336.SH	000561.SZ	000893.S	002052.SZ	2008年10月22日家电下乡试点范围扩大至10个省市，补贴资金来源明确中央地方财政分别负担80%和20%；黑电板块权重股海信电器长期股权激励计划受监事会决议通过
				海信电器	TCL集团	澳柯玛	烽火电子	东凌国际	同洲电子	
				9.97%	8.78%	7.17%	-5.03%	-4.00%	-2.69%	
2008-12-01	6.38%	1.25%	5.13%	000100.SZ	000527.SZ	000418.SZ	000555.SZ	000561.SZ		2018年12月家电下乡政策范围扩大至14个省市，家电板块受此影响全面上涨
				TCL集团	美的电器(退市)	小天鹅A(退市)	神州信息	烽火电子		
				10.08%	10.06%	10.02%	-1.55%	-1.40%		
2009-04-24	3.93%	-0.62%	4.55%	000100.SZ	600060.SH	002242.SZ	000909.SZ	600870.SH	000062.SZ	2009年4月7日家电下乡8大品类产品招标公告公布，下乡范围扩大至全国；4月22日公布操作细则，简化补贴流程，黑电板块领涨
				TCL集团	海信电器	九阳股份	数源科技	ST厦华	深圳华强	
				10.00%	9.65%	9.35%	-7.88%	-4.86%	-4.25%	
2010-10-13	5.44%	0.70%	4.74%	000651.SZ	000527.SZ	600060.SH	000404.SZ	002473.SZ	002032.SZ	美的业绩预告前三季度业绩增速50%-100%超市场预期，行业权重股业绩良好，带动板块上涨
				格力电器	美的电器(退市)	海信电器	长虹华意	圣莱达	苏泊尔	
				10.00%	9.11%	7.86%	-2.39%	-2.35%	-2.06%	
2015-07-07	-6.61%	-1.29%	-5.32%	002677.SZ			600839.SH	000404.SZ	000418.SZ	牛市泡沫破裂、市场情绪影响居多；15年下半年家电价格战去库存拖累行业表现
				浙江美大			四川长虹	长虹华意	小天鹅A(退市)	
				6.89%			-10.03%	-10.03%	-10.01%	
2018-01-22	5.92%	0.39%	5.53%	000801.SZ	000651.SZ	600690.SH	002676.SZ	603868.SH	603578.SH	权重股格力电器17年业绩超预期带动上涨
				四川九洲	格力电器	海尔智家	顺威股份	飞科电器	三星新材	
				10.08%	10.01%	8.13%	-10.01%	-5.16%	-4.60%	
				9.69%	9.62%	7.74%	-10.40%	-5.55%	-4.99%	

资料来源：wind、申万宏源研究

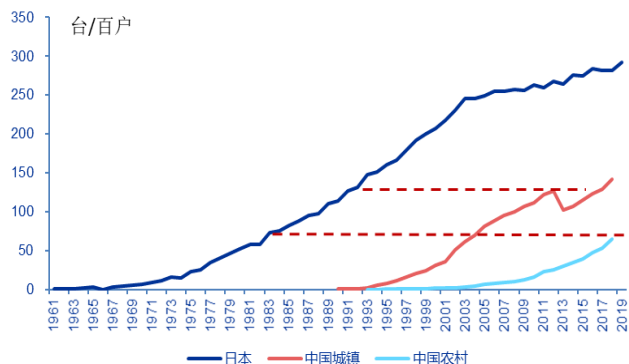
纵观家电行业过往表现，受政策、库存、地产等因素影响较大的白电行业、高地产周期相关度的厨电行业，品类持续扩张高速成长的小家电行业以及陷于价格战的黑电行业，各细分板块内在成长逻辑、分析框架和估值体系皆有不同。在接下来的篇幅中，我们将进一步对行业细分领域进行全纬度复盘解析，剖析其发展的内在规律。

3. 白电行业复盘：成长与周期的交响曲

3.1 成长分析：长期空调成长性好于冰洗

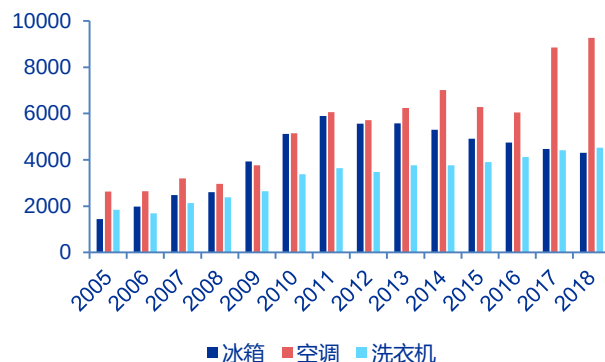
根据国家统计局数据，2018 年中国城镇及农村的空调每百户保有量分别为 142 台和 65 台，相当于日本 1993 年和 1982 年的水平。总体来看空调保有量仍有较大提升空间，行业未至天花板；冰箱和洗衣机城镇和农村每百户保有量基本超过 90 台，基本进入饱和状态。从白电过往内销量表现来看，2012 年下乡政策退出后，空调、冰箱、洗衣机内销量复合增长率分别为 8%、-4%和 4%。

图 3：中国空调保有量相当于日本 80-90 年代



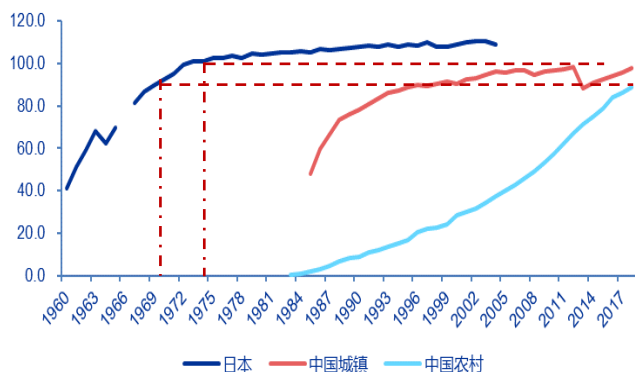
资料来源：国家统计局，日本内阁府，申万宏源研究

图 4：白电历年内销量空调成长性最好（单位：万台）



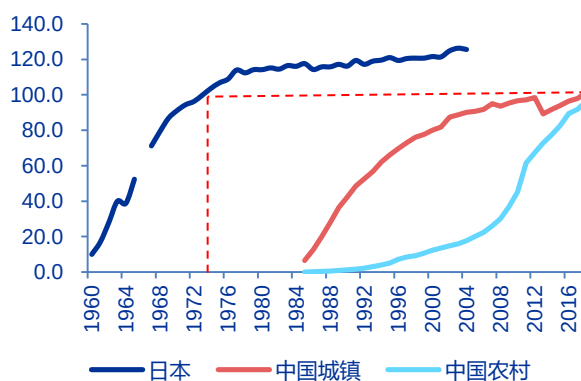
资料来源：产业在线，申万宏源研究

图 5：每百户洗衣机保有量中日对比（台/百户）



资料来源：国家统计局，日本内阁府，申万宏源研究

图 6：每百户冰箱保有量中日对比（台/百户）



资料来源：国家统计局，日本内阁府，申万宏源研究

3.2 周期影响：地产竣工迎来复苏、库存去化已近尾声

以成长性最好的空调为例，我们复盘了地产和库存周期对家电行业景气度的影响。

2007 年至今地产调控经历 4 轮周期，与此对应空调内销增速放缓也先后经历 4 次：

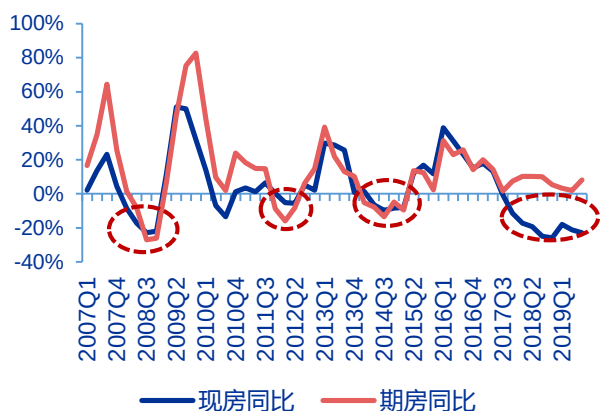
1) 2008Q2-2009Q1：次贷危机爆发、消费受到抑制，与此同时地产进入低谷；相对应空调内销量下滑持续 4 个季度，随后伴随家电下乡刺激政策迎来复苏。**2) 2011Q4-2012Q3：**家电刺激政策退出，需求面临短期透支，地产期房销售同时进入衰退期；随后 2013 年地产销售向上拉动空调销售回暖。

在前两个阶段，地产销售与家电销售表现出较强的同步性，我们认为在空调快速成长阶段地产更多扮演推波助澜的辅助角色，家电下乡与四万亿投资计划同步启动，也使得二者表现出较强的同步性。

3) 2015Q3-2016Q2：空调渠道库存堆积，龙头企业开启价格战引导去库存，内销连续下滑 4 个季度；此轮地产下行压力最大的时期 2014Q1-2015Q1 稍早于空调内销去库存

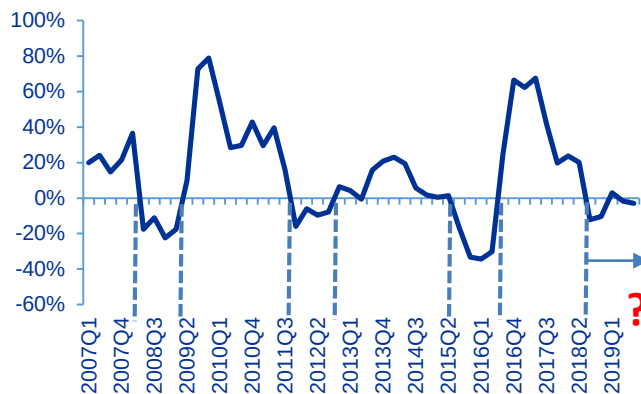
阶段。4) 2018Q3 迄今：地产现房销售在 2017H2 快速进入冷却期、期房销售相对韧性较强；空调则滞后到 2018H2 才真正进入到内销下滑阶段。

图 7：2017 年以前地产周期底部持续 3-4 个季度



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

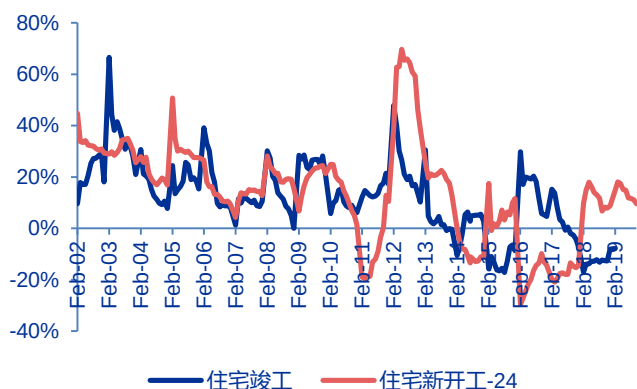
图 8：历史上三轮空调增速放缓均持续了 4 个季度



资料来源：产业在线，申万宏源研究

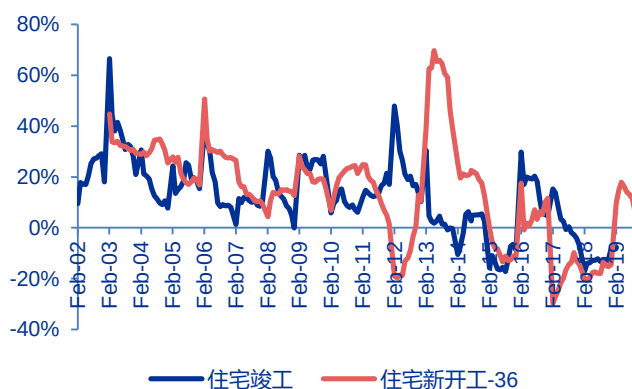
后续展望来看，新开工和竣工剪刀差收窄，2019Q4-2020 年竣工复苏趋势明确。2014 年以前累计新开工同比增速领先竣工增速约 2-2.5 年，2014 年以后领先时长扩大至 3 年左右。根据最新披露的单月住宅竣工数据，8 月份商品房竣工增速由负转正+2.78%，9 月份住宅竣工增速由负转正+1.13%，10 月份增速冲高至+19%。我们预计 2020 年累计地产竣工增速或有望反弹至 5%-10%，假设 2020 年竣工恢复增长 8%、现房销售增速持平，则明年一手房套数预计在 770 万套（+6%），按照平均一套房拉动 2.5 台空调计算，预计拉动销量 2000 万套左右，占 19 年出货量 22%。

图 9：14 年前住宅新开工领先竣工 2-2.5 年



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 10：14 年后住宅新开工领先竣工 3 年左右



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

表 2：地产竣工弹性分析

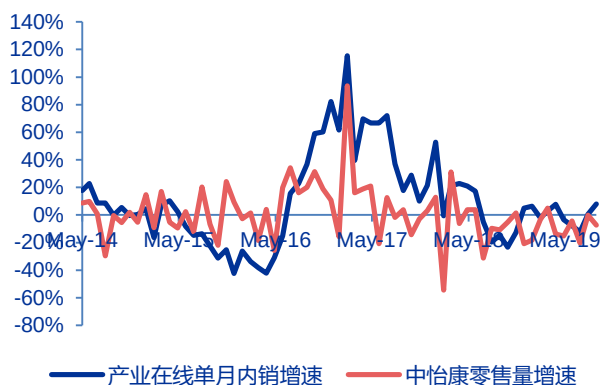
	2018 年	2019E	2020E	2021E
竣工交付面积（万平方米）	66,016	62,715	67,732	75,860
YOY	10%	-5%	8%	12%
住宅现房销售（万平方米）	23,205	18,564	18,564	18,564
YOY	-5%	-20%	0%	0%

一手房面积 (万平米)	112	112	112	112
一手房套数	796	725	770	842
二手房套数	460	435	462	505
合计	1256	1160	1232	1348

资料来源：wind,申万宏源研究

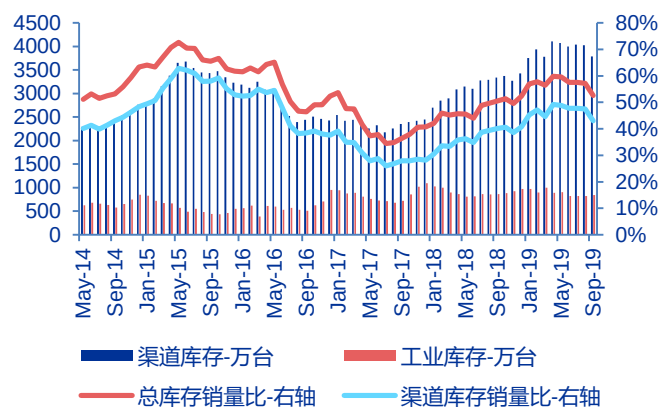
由于空调销售具备明显的季节性，经销商需要在销售旺季来临前备货，因此行业库存水平是密切关注指标。我们复盘了空调渠道库存和内销排产、终端销售增速的相关性：**上一轮去库周期（2015年-2016年中）长达1年半；补库存阶段从2016H2-2018H1持续近2年**，2019年旺季来临前渠道库存攀升至4106万台，库销比临近50%。旺季销售至今不论从库存绝对值和相对值来看，行业已在快速去库存阶段，根据产业在线，**截止9月底，空调行业渠道库存绝对值回落至3786万台，库存销量比下降至43%，回归历史中枢附近。**

图 11：从出货量&零售增速判断去库补库周期



资料来源：中怡康，产业在线，申万宏源研究

图 12：空调库存压力：库销比回落至历史中枢



资料来源：产业在线，申万宏源研究

3.3 价格战复盘：库存调整与能效等级的圆舞曲

早期 2000-2004 年价格战引发行业洗牌，奠定空调行业寡头竞争格局。这一阶段空调行业进入者大幅减少，价格战结束后品牌数量从高峰期的 400 余家下降到 2005 年的 20 家左右。复盘分析空调龙头脱颖而出的原因，主要归结于产品和销售两方面：

1) 产品方面，龙头品牌凭借着出众的生产工艺、产业布局和加工能力，以及在压缩机、电机、冷凝器、蒸发器等核心元器件的自主生产与研发，在空调的可靠性方面实现全方位领先，凭借优质优价赢得消费者口碑；二三线品牌则在原材料价格上升、行业价格战背景下采取低价低配策略，为日后市场口碑下滑交出高昂学费。

2) 销售模式上，格力在 1997-2004 年联合渠道经销商合资成立 28 家专营格力品牌的区域销售公司，统一批发、价格、渠道、管理和服务，解决渠道窜货乱价的痼疾，也为 2004 年格美大战奠定坚实的经销商下沉渠道基础。

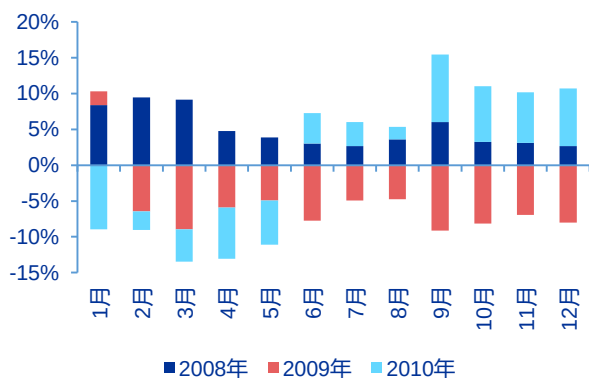
表 3：空调行业早期价格战引发行业剧烈洗牌

时间	轮次	宏观背景	降价背景	市场格局变动
1994 年	第一次价格战	通胀高企 18%、每百户保有量 2.3 台；格力用户仍以企事业单位为主（70%），产品以窗机为主；经销渠道开始从百货向经销商转移	在此阶段，空调奢侈品属性决定降价促销效果不大，其次价格战导致经销商利益受损、安装费用节省影响用户使用效果	格力坚持不降价、将积压存货分流到老客户，天气暴热逆转供需后格力在江苏市场与华宝、春兰三足鼎立
1996 年	第二次价格战	凉夏血战：长虹在彩电全国降价 30%、科龙在空调行业率先掀起价格战	在此阶段，约束经销商大户、控制异地窜货更重要；大户经销商为求市场份额不惜价格战、做大之后威胁厂家利益（华宝空调死于定价权缺失，98 年科龙兼并华宝）	淡季返利+年底返利让格力迅速拉拢一批核心大户，格力空调销售 1996 年超越春兰占据行业第一
2000 年	第三次价格战	新进入者海信掀起价格战抢占市场份额，春兰、科龙、华宝被动应战	2000 年后行业新进入者、竞争失利者和行业龙头轮番掀起价格战。	
2001 年	第四次价格战	春兰挑起价格战谋求行业洗牌，TCL、康佳、长虹进入	春兰 94 年后先后进入摩托车、卡车等行业，多元化业务分散空调主业精力，导致市场份额不断下滑，发动价格战谋求行业重新洗牌；	格力 97 年-04 年培育 28 家专营格力品牌的区域销售公司，统一批发、价格、渠道、管理和服
2002 年	第五次价格战	格兰仕、奥克斯挑起价格战、国美、苏宁全线降价	新进入者以黑电企业、厨电企业格兰仕和中小品牌奥克斯等为主，主动发起价格战谋求市场份额；	2004 年价格战后国内空调品牌淘汰率达 60%，TOP3 销量市占率 03/04/05 年分别为 37%、43%和 48%，寡头垄断格局形成
2003 年	第六次价格战	第一梯队格力、美的、海尔全线降价	一线品牌 2003 年后主动降价寻求市场份额进一步提升	
2004 年	第七次价格战	海尔联手苏宁开启降价，奥克斯应战		

资料来源：知网，申万宏源研究

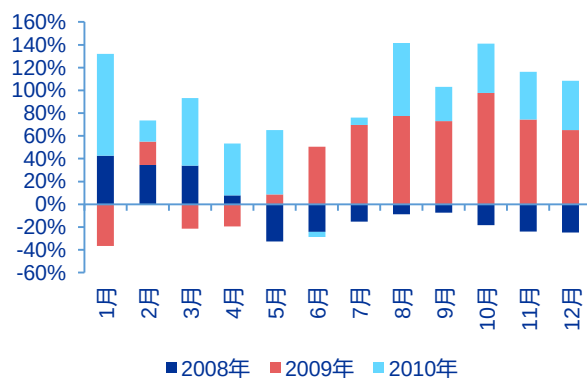
2009 年-2010H1 空调变频能效标准+家电下乡/节能惠民补贴引发价格战。2008 年 9 月变频空调能效标准正式实施，吹响变频普及号角；同时次贷危机背景下，财政部、发改委先后推出家电下乡、节能惠民、以旧换新三大刺激政策，为行业降价提供空间。**08 年空调内销量下滑领先价格战，09 年降价换来出货量高增长、四星级能耗产品淘汰。**

图 13：2009-2010H1 空调价格战降幅 10%左右



资料来源：中怡康，申万宏源研究

图 14：2009H2-2010 空调内销出货量实现高增长



资料来源：产业在线，申万宏源研究

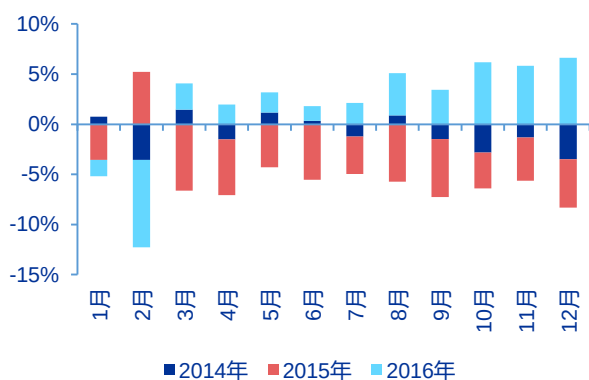
表 4：国家关于空调能效环保标准相关规定

日期	相关部委	行业规定
2004/7/29	中国标准化研究院	从政策层面上规定了空调的能效等级，GB12021.3《房间空调器能效等级标准》出台
2006/6/1	上海市质量技术监督局	上海变频空调能效标准实施，DB31/355—2005《变速(变频)房间空气调节器能效限定值及能源效率等级》出台
2008/9/1	中国标准化研究院	国内变频空调能效标准正式实施，GB21455-2008《转速可控型房间空气调节器能效限定值及能源效率等级》规定变频空调能效限定值
2009/5/18	财政部、发改委	发布了关于开展节能产品惠民工程的通知，补贴对象为一二级能效定速空调，时间持续至 2011 年 6 月 1 日
2009/7/1	上海市政府	节能空调地方补贴政策正式出台，变频空调纳入其中
2010/1/26	财政部、商务部、工信部	变频空调纳入下乡补贴范围
2010/6/1	中国标准化研究院	定速空调的能效标准从五级区间变为三级，而且每个等级能效都有提升；GB12021.3-2010《房间空调器能效限定值及能源效率等级》生效
2012/6/1	国务院常务会议	新一轮节能惠民补贴正式实施，变频空调首次纳入补贴范围，时间持续至 2013 年 5 月 31 日
2013/10/1	中国标准化研究院	新的变频空调能效标准引入 APF 评价指标（全年能源消耗效率），综合考虑空调的制冷和制热能力；GB21455-2013《转速可控性房间空气调节器能效限定值及能效等级》生效
2014/4/29	环保部	公布了获得 R290 空调补贴企业名单并下发相关补贴办法
2015/6/28	环保部	格力、美的、海尔、长虹、TCL、扬子等成为中国环保部认可的国内首批 R290 环保低碳空调六大上市品牌
2019/6/13	发改委、财政部等七部委	《绿色高效制冷行动方案》提出，到 2022 年，家用空调、多联机等制冷产品的市场能效水平提升 30%以上，绿色高效制冷产品市场占有率提高 20%

资料来源：相关部委，申万宏源研究

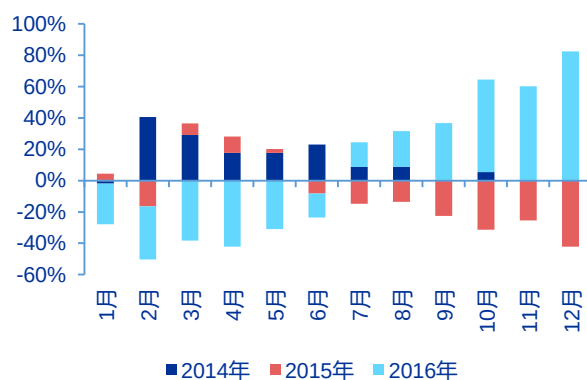
2014H2-2016 年去库存引发价格战。2014 新冷年结束后，空调行业高企的渠道库存迫使所有参与者主打发起价格战进行库存去化：当年 9 月份，格力山东分公司一则“写给所有家电同行”的敬告宣布“格力电器 20 年首次将发动价格战，斥资百亿回馈全国消费者”。**与 09 年价格战期间出货量高增不同，2015H2-2016H1 空调内销出货量累计下滑 27%，**库存水平从高点 4200 万台下降至低点不足 3000 万台。这一轮价格战在 2015 年中被国家发改委告诫后在年底基本结束，**价格领先出货量率先回正。**

图 15：2014H2-2016 年初空调价格战去库存



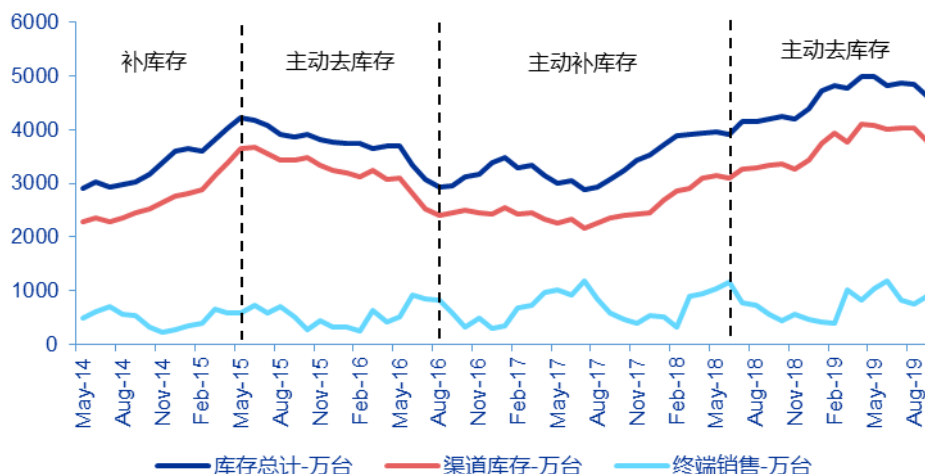
资料来源：中怡康，申万宏源研究

图 16：2015H2-2016H1 空调内销出货量下滑



资料来源：产业在线，申万宏源研究

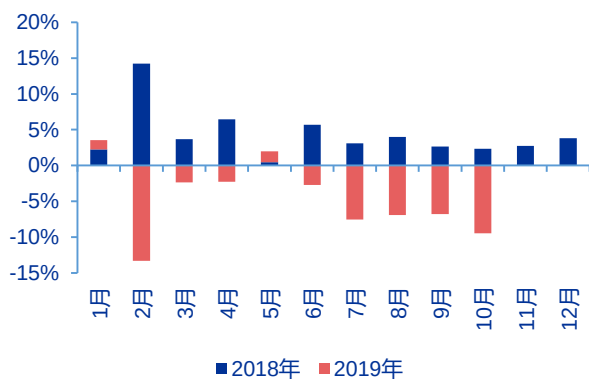
图 17：空调库存周期波动



资料来源：产业在线，申万宏源研究

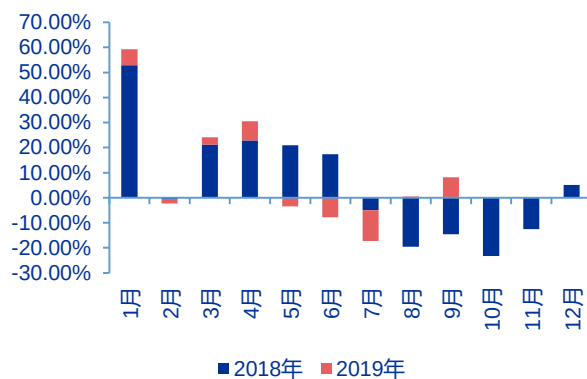
2019 年空调能效升级+增值税及成本红利+格力捍卫市场份额诱发新一轮价格战。这一轮价格战区别于 09 年和 15 年，诱发因素相对较多。2019 年 3 月 14 日，中国标准化研究院等单位起草《房间空气调节器能效限定值及能效等级》国家标准征求意见稿，统一变频和定频空调能效标准，定速空调确认为低效产品，先归入新标准的 4 级和 5 级，2022 年 1 月 1 日完全淘汰；其次，年初美的利用 T+3 快周转优势，借助原材料价格下降、增值税税率下调提供的降价空间率先发起价格战抢占市场份额，截止 9 月份美的空调零售量市场份额提升 2.5 个 pcts 达 26.8%，格力迫于高成本库存被动防守，终端份额同比下降 3.6 个 pcts 至 29.4%。由此引发 2019 新冷年结束后，格力在双十一期间市场策略由守转攻的调整。

图 18：2019 年初空调价格战去库存



资料来源：中怡康，申万宏源研究

图 19：2015H2-2016H1 空调内销出货量下滑

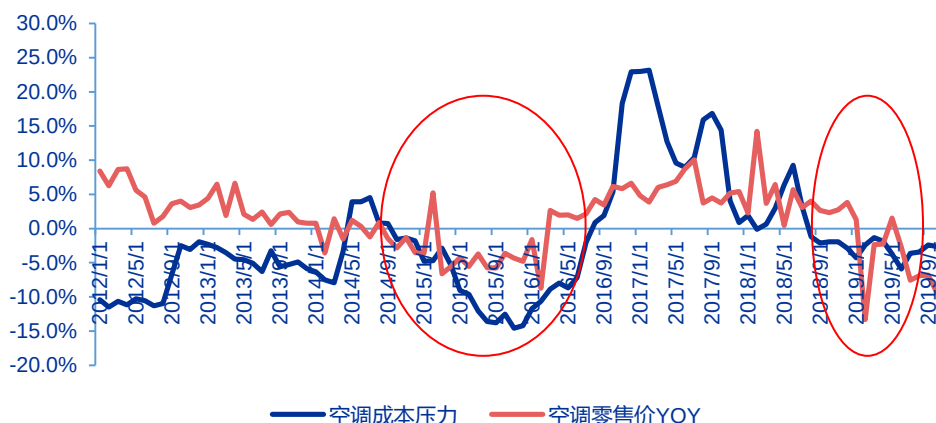


资料来源：产业在线，申万宏源研究

跟前两次价格战相比，相似的是：1) 产品结构面临需要汰旧换新，09 年和 19 年行业层面都面临空调能效等级升级；2) 出货量增速下滑都领先于终端降价，这一轮空调内销出货量增速自 2018 年下半年开始下滑，终端市场全面降价则启动于 2019 年初。

不同的是：1) 降价诱发因素不同。2009 年原材料价格上升，降价主要来自政策补贴，2019 年成本红利为美的抢占市场份额提供空间。2) 跟 15 年相比目前库存压力相对可控。上一轮库存销量比高点 63%，目前截止 9 月份库存销量比已经降至 43%。

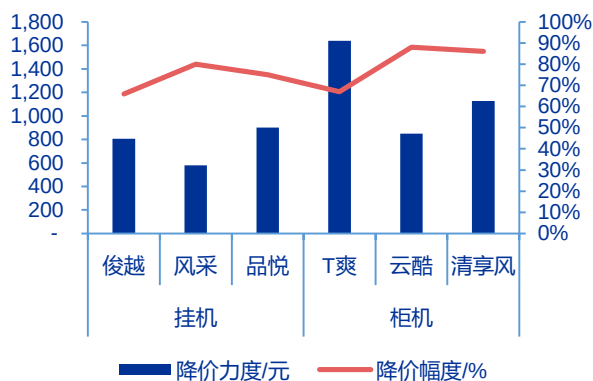
图 20 : 2019 年初原材料成本快速回落为空调行业降价提供空间



资料来源：wind，中怡康，申万宏源研究

因此对于这一轮的价格战，我们认为不必太过悲观：1) 库存压力在地产竣工复苏拉动下有望进一步出清；2) 产品结构上定频空调加速淘汰出清。根据中怡康数据，截止 9 月份定频机销量占比 16%，对应格力库存水平大致 300 万台，双十一降价期间格力挂机和柜机活动机型平均降价幅度在 761 元和 1205 元，30 亿元补贴金额对应销量去化在 335 万台左右，基本达成目标；3) 内销出货量基数也有所下降，预计 2020 年空调内销量有望迎来复苏实现 0-5% 的增长。

图 21 : 2019 年双十一期间格力活动机型降价力度



资料来源：中怡康，申万宏源研究

图 22 : 2019 年空调内销出货量基数得到消化(万台)



资料来源：产业在线，申万宏源研究

3.4 重点企业复盘：格力、美的、海尔

目前国内空调行业已形成格力、美的双寡头垄断格局。根据中怡康和淘宝网数据，线下空调零售额份额格力、美的、海尔分别为 35.8%、26.5%、12.4%，位居前三，线上美的、格力、奥克斯、海尔 10 月份零售额份额分别为 30%、28%、16%、7%。我们复盘了格力、美的、海尔自 2002 年来的股价涨跌情况，逐个分析 18 年来股价涨跌估值升降的原因，以此来看行业和企业的发展历程。

3.4.1 格力电器：股权转让打开想象空间

格力电器从 2002 年至今的发展大致可分为两个阶段：

(1) 2004-2014 年量价齐升黄金十年。在此阶段格力全面跑赢大盘，其中 04-05 年、07H2-09H1、11 年-14H1 跑赢幅度更明显；估值层面，股权分置改革理顺上市公司跟控股股东格力集团之间的关系、经销商持股、家电下乡等催化下估值有所提升。

图 23：04 年-14 年空调量价齐升黄金十年



估值稳定持平

空调行业价格战洗牌，自97年开始的区域销售分公司体系改革到03年基本形成，04年格美大战引发行业瞩目

估值提升

空调竞争格局趋于稳定，股权分置改革解决大股东纠纷，驱动估值明显回升；公司层面实现上游产业链一体化、格力商标权回归

估值持平

股市进入疯狂阶段，格力相对估值有所回落，同期格力业绩快速增长，EPS翻倍

股价大幅跑赢

格力07年经销商持股计划、08年底家电下乡推动估值快速提升，原材料价格回落盈利剪刀差放大，股价大幅跑赢大盘

估值稳定持平

09年受金融危机及凉夏影响，加上08冷年遗留的高库存，空调行业销售不景气，估值下滑，国家先后出台三大政策使得估值有所回升

资料来源：wind，申万宏源研究

(2) 2014 年迄今：格力涨跌幅趋同于大盘，部分年份略有跑输。2014H2-2016Q3 行业价格战去库存阶段，格力估值下降明显，股价相对沪深 300 基本持平；2018Q2-2019Q1 受年报分红中断、叠加空调行业步入新一轮去库存，格力估值大幅下滑，股价明显跑输大盘；2019 年初外资加速流入，叠加 4 月份大股东转让控股权实现国企混改，公司治理改善预期带动估值回升，表现出明显超额收益。

当前时点来看，格力站在股权转让的分水岭，经营变奏拉开序幕有望打开想象空间：

1) 2019 年 11 月，格力成立格力电子商务有限公司，意在重塑线上格局、推动销售渠道变革；2) 管理层常态化激励可期。目前三大白电中格力经销商持股利益绑定深厚、但职业经理人和中层员工激励相对有限；青岛海尔累计推出四期股权激励和四期员工持股计划，绑定核心管理层和中层骨干员工与公司的利益，美的集团通过合伙人计划、限制性股票和股权激励对核心高管、职业经理人和中层员工全方位覆盖；3) 分红不确定性消除。格力稳定的现金流和股息率优势进一步凸显，有望迎来资产定价重估。

图 24：从成长青春步入中年成熟阶段

**估值提升**

2010年房地产销售扩大，空调内销实现5000万台（同比增长36.6%），格力业绩2010年同比大幅扩大，相对估值明显提升

估值下降

格力涨跌幅相对大盘基本稳定，但相对估值逐步下降，13年中三大刺激政策退出后，市场需求透支，空调销量阶段性触顶，未来成长空间悲观；15年价格战去库存带来销量下滑

估值提升

2016年-2017年，空调行业进入补库周期，高温天气+三四线地产热销带来终端需求旺盛

估值下跌

2018H2 空调行业表现不佳，格力2017年利润不分红导致估值下杀明显

估值提升

2019年外资流入叠加国资股权转让带来估值回升

资料来源：wind，申万宏源研究

表 5：格力电器区间涨跌幅情况

起始时间	结束时间	绝对涨跌幅				相对涨跌幅			绝对收益	相对收益
		格力	上证综指	沪深300	wind 全 A(除金融、石油石化)	沪深300	上证综指	wind 全 A(除金融、石油石化)		
2002/1/4	2004/4/15	111%	104%	100%	97%	111%	106%	114%	√	√
2004/4/15	2006/3/8	132%	74%	77%	64%	172%	177%	205%	√	√
2006/3/8	2007/5/30	440%	324%	385%	398%	114%	136%	111%	√	√
2007/5/30	2009/6/10	164%	69%	77%	82%	213%	236%	201%	√	√
2009/6/10	2010/11/15	133%	107%	111%	141%	120%	124%	94%	√	√
2010/11/15	2014/5/20	197%	67%	65%	73%	303%	296%	270%	√	√
2014/5/20	2016/9/2	151%	153%	154%	197%	98%	99%	77%	√	×
2016/9/2	2018/3/19	284%	107%	123%	102%	231%	266%	279%	√	√
2018/3/19	2019/4/8	90%	99%	100%	97%	91%	91%	93%	×	×
2019/4/8	2019/10/11	128%	92%	96%	92%	132%	139%	138%	√	√

资料来源：wind，申万宏源研究

3.4.2 美的集团：把握经营周期，获取超额收益

美的集团从 2002 年至今的发展主要分为四个明显跑赢大盘的阶段：

1) 2004Q2-2007H1：行业格局奠定、渠道下沉和股权激励推动戴维斯双击。价格战后空调行业格局基本奠定,美的内部事业部拆分、优化调整完毕,开始外延并购扩品类,先后收购华凌、荣事达补足冰箱和业务,同时渠道层面推动合资销售分公司成立、通过“代理+直营”深挖三四线需求,推动收入和利润快速增长;估值层面,股权分置改革、管理层股权激励、引入高盛战略投资(定增定价过低被证监会否决)推动估值快速提升。

2) 2009Q2-2011Q1：家电下乡政策刺激+地产销售回暖拉动股价上涨。经历 08 年空调行业内销量下滑 7%、09 年行业价格战后美的股价和估值下杀到底部,从下半年开始,家电下乡、节能惠民、以旧换新三大刺激政策拉动下,美的股价和估值开始企稳回升。同时美的内部成立中国营销总部,洗衣机、冰箱、家用空调和中央空调事业部渠道融合成效凸显,四万亿财政刺激下地产销售回暖,重新拉动股价上涨。

图 25：事业部调整+渠道变革保持经营活力



事业部调整

空调行业价格战洗牌; 2002年美的完成事业部优化组合, 带动估值修复

估值提升

空调竞争格局趋于稳定; 2004年美的大幅扩大压缩机产能, 04-05年收购荣事达、华凌集团、日电集团、威灵电机, 补足冰洗业务短板; 2006年3月和11美的分别实施股权分置改革和股权激励计划, 相对估值明显提升

渠道变革

空调行业08-09冷年销售下滑, 美的业绩增长放缓, 估值下滑; 2008年2月控股小天鹅, 空冰洗渠道融合、完成市场下沉; 08年底家电下乡范围扩大

估值稳定

2010年美的收购开利拉美空调业务; 小天鹅收购荣事达洗衣机69.5%股份, 解决洗衣机业务同业竞争

资料来源：wind，申万宏源研究；注：2013 年美的集团整体上市以前用美的电器数据代替

(3) 2013Q2-2013Q3：美的集团整体上市带来估值回升。美的从 2011 年起主动开启战略调整, 进入规模收缩利润导向的阶段, 2012 年刺激政策退坡带来需求透支、地产调控加剧空调内销量下滑, 直到 2013 年美的集团整体上市后, 股价和估值迎来明显回升;

(4) 2015Q4-2018H1：空调补库存+三四线棚改+外延并购推动基本面和估值向上。空调行业经历 2014Q4-2015 年价格战去库存后, 2016 年进入补库存周期, 在此阶段, 美的的洗衣机事业部 T+3 改革成效突出、外延方面先后并购东芝白电业务和库卡机器人, 拉动估值大幅提升。此轮上行周期结束于 2018 年中, 随后步入空调内销下滑主动控制库存阶段。

图 26：整体上市、T+3 改革、业务梳理



战略转型

2011年实现小家电的销售公司制变革带动估值回升；2011-2012美的战略转型，收缩规模利润导向；家电政策逐步退出，美的估值下滑

估值提升

2013年9月，美的电器退市，美的集团整体上市，带动估值回升

T+3改革

13年中三大刺激政策退出后，市场需求透支；空调2015年价格战去库存带来销量下滑；公司在此期间试点推动洗衣机T+3改革，14年推出股权激励计划带动估值小幅回升

估值提升

2016年3月，收购东芝白电资产，2016H2空调进入补库周期带动估值回升；2017年1月，完成库卡收购，进军机器人产业，扩大多元化版图；2017年3月推出限制性股票激励计划

吸收小天鹅

18年美的营收增速下滑，厨电、机器人业务出现负增长，受汽车工业大环境影响，库卡表现不尽如人意

资料来源：wind，申万宏源研究；注：2013 年美的集团整体上市以前用美的电器数据代替

表 6：美的集团区间涨跌幅情况

起始时间	结束时间	区间涨跌幅				相对涨跌幅			绝对收益	相对收益
		美的	上证综指	沪深 300	wind 全 A (除金融、石油石化)	沪深 300	上证综指	wind 全 A (除金融、石油石化)		
2002/1/4	2004/3/30	74%	107%	104%	99%	71%	69%	74%	×	×
2004/4/1	2007/6/20	1985%	238%	298%	253%	667%	835%	786%	√	√
2007/6/21	2009/5/5	55%	61%	65%	75%	84%	90%	73%	×	×
2009/5/6	2011/3/8	212%	116%	121%	150%	175%	183%	142%	√	√
2011/3/9	2013/3/29	47%	75%	75%	71%	64%	64%	67%	×	×
2013/4/1	2013/9/10	145%	100%	99%	109%	146%	145%	134%	√	√
2013/9/11	2015/11/25	120%	163%	152%	223%	79%	74%	54%	√	×
2015/11/26	2018/6/21	310%	79%	96%	74%	325%	392%	422%	√	√
2018/6/22	2019/10/14	102%	104%	110%	105%	93%	98%	98%	√	×

资料来源：wind，申万宏源研究

3.4.3 海尔智家：资产整合&经营周期决定股价表现

海尔智家从 2002 年至今的发展主要分为四个明显跑赢大盘的阶段：

1) 2006H2-2007Q3 : 空调资产注入+海尔工贸关联交易减少催化上涨。公司 2006 年 4 月完成股权分置改革方案,提出尽力解决青岛海尔与海尔集团的关联交易和同业竞争,随后空调资产注入,成立重庆海尔家电实现对集团 42 家海尔工贸的收编、2007 年内销关联交易占比大幅降低至 57%。

2) 2008Q2-2008Q4 : 海尔电器回归+日日顺关联交易减少拉动上涨。2008 年 6 月,青岛海尔从海尔集团接手德意志银行持有的海尔电器 20.01%股权,跨出白电资产回归的一大步;同时 2008 年 5 月重庆海尔和河南日日顺合资成立重庆日日顺,进一步降低三四线销售关联交易。

图 27 : 股权分置改革、白电定位回归 A 股平台



相对涨跌幅跑输大盘

2002-2006年海尔一度将海尔电器作为白电资产注入平台,洗衣机和热水器业务在此阶段纳入港股平台

估值提升

股权分置改革后青岛海尔重新定位白电资产整合平台,驱动估值回升

解决关联交易

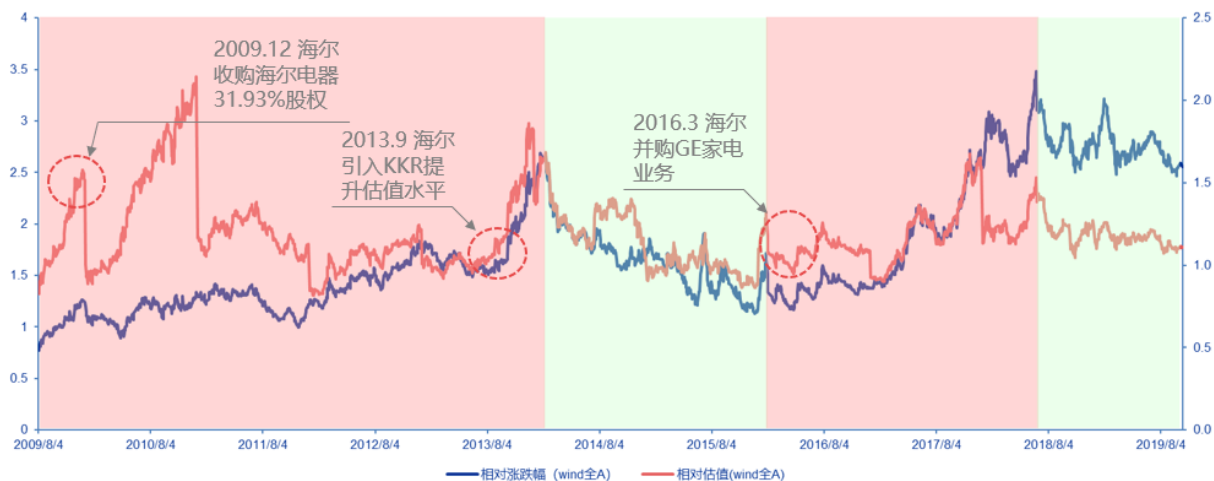
08年底家电下乡政策全面启动;07-10年海尔主要围绕解决内销关联交易、白电资产回归两条主线推进,阶段性催化估值提升

资料来源:wind,申万宏源研究

3) 2009Q3-2014Q1 : 并表海尔电器+关联采购减少+引入战略投资者提振估值。2009 年 12 月公司收购集团持有海尔电器的 31.93%股权,实现对海尔电器控股 51.31%并表,2010 年 8 月,海尔电器向集团收购青岛海尔物流 100%股权,物流相关资产注入,基本解决内销关联交易问题;采购方面,公司通过整合上游零部件资产、成立自主采购平台大幅减少关联采购。估值方面,公司 10-13 年先后推出三期股权激励计划、2013 年 9 月引入战略投资者 KKR 优化公司治理、推动海外业务并购,拉动估值稳步提升。

4) 2015Q4-2018H2 : 收购 GEA+空调补库周期+渠道调整带来基本面和估值戴维斯双击。2016 年 3 月海尔收购美国 GE 家电业务,空调行业自 2016H2 进入补库周期,公司内部成立中国区、理顺渠道机制,开启内销连续 7 个季度保持 20%以上增长,同时多年培育的高端品牌卡萨帝进入收获期,高端市场份额快速提升。

图 28 : 前期资产整合,后期把握经营红利

**资产重组减少关联交易提升估值**

08年6月、09年12月青岛海尔先后两次增持海尔电器股权比例至51.31%实现控股；10年8月实现国内销售关联交易并表，带动估值大幅提升；

10-13年连续推出三期股权激励计划，推动减少物料、采购关联交易，13年9月引入KKR提升估值水平

估值下降

13年中三大刺激政策退出后，市场需求透支，白电行业整体表现不佳；14-15年海尔渠道调整影响，业绩表现不理想

周期+经营红利 估值下降

16年下半年空调行业进入补库周期，三四线地产棚改拉动白电终端需求；16年3月并购GE家电业务加速国际化进程，内销渠道调整成效突出

18H2空调行业步入调整阶段，19年渠道改善红利衰减，估值随之有所回落

资料来源：wind，申万宏源研究

表 7：海尔智家区间涨跌幅情况

起始时间	结束时间	区间涨跌幅				相对涨跌幅			绝对收益	相对收益
		海尔	上证综指	沪深 300	wind 全 A (除金融、石油石化)	沪深 300	上证综指	wind 全 A (除金融、石油石化)		
2002/1/4	2006/7/24	53%	103%	103%	85%	51%	51%	62%	×	×
2006/7/25	2007/9/12	616%	307%	379%	347%	163%	201%	177%	√	√
2007/9/13	2008/6/20	31%	54%	53%	57%	59%	59%	56%	×	×
2008/6/23	2008/12/31	108%	66%	65%	70%	166%	164%	153%	√	√
2009/1/5	2009/8/3	150%	184%	201%	199%	75%	82%	76%	√	×
2009/8/4	2014/2/19	307%	62%	61%	94%	503%	497%	325%	√	√
2014/2/20	2015/11/25	96%	171%	165%	212%	58%	57%	46%	×	×
2015/11/26	2018/6/25	223%	79%	95%	90%	236%	284%	249%	√	√
2018/6/26	2019/10/14	77%	105%	111%	87%	70%	73%	89%	×	×

资料来源：wind，申万宏源研究

总体来看，格力电器线下龙头地位稳固，线上销售有待提升，长期以来的治理及业务单一问题或有望在混改之后得到改善；美的集团自创立起设定多元化发展战略，事业部分权及滚动的激励机制保障企业经营始终保持活力；海尔智家作为家电出海领头羊，未来费用控制、利润率提升值得期待。

4. 厨小复盘：地产竣工拉动、把握新品扩张、渠道拓展红利

4.1 渠道多元化、新品扩张驱动成长

1) 厨电：专业高端品牌溢价突出、渠道多元化拉动增长

我们在 2019 年 8 月 20 日发布的《这是最坏的时代，也是最好的时代——再论厨电投资价值》表明，厨电行业估值体系中收入主要受销量和价格两个维度的影响：

价格角度：国产厨电品牌方太、老板立身之本在于凭借持续的广告营销、KA 渠道占位、产品设计研发投入，在消费者心目中树立起高端形象，核心竞争力在于品牌打造。厨电需求跟地产高度绑定、加上终端价格分层竞争格局使得行业很难发生系统性的价格战。因此行业景气度低迷背景下增长主要依赖销量提升。

销量角度：市场容量和行业集中度仍有提升空间。目前城镇及农村地区油烟机保有量分别相当于 1997 年和 2006 年的冰箱，对比韩国和中国台湾地区厨电保有量水平，我们发现厨电销量基本跟冰箱、洗衣机数据相一致。因此可以认为国内（不含港澳台）厨电潜在保有量水平可以看齐冰洗配置，市场容量仍有翻倍空间。其次，集中度提升主要从两个维度延展，1) 工程渠道提高进入门槛，2019H2-2020 年地产竣工大幅改善，拉动精装修工程渠道放量，有助于行业从供给侧出清；2) 新零售渠道下沉积压中小品牌生存空间。根据国家统计局数据，目前烟机行业内销量在 2200 万台左右，老板+方太+华帝 CR3 销量市占率仅 36%，新一轮渠道变革背景下，电商平台渠道下沉四五线，目前老板、华帝分别跟苏宁零售云和京东专卖店达成战略合作协议，有望进一步提高低线市场份额。

2) 小家电：品类延伸+市场拓展，把握新品和电商红利

小家电行业品类众多，更多把握消费升级带来的新品红利，例如 IH 电饭煲、破壁料理机的拉动。公司成长方面，牢抓品类扩张从 1 到 N 的机会，苏泊尔从炊具、厨房小家电扩展到大厨电、环境电器，九阳从厨房小家电延伸至环境电器。

图 29：IH 电饭煲渗透率不断提升（%）

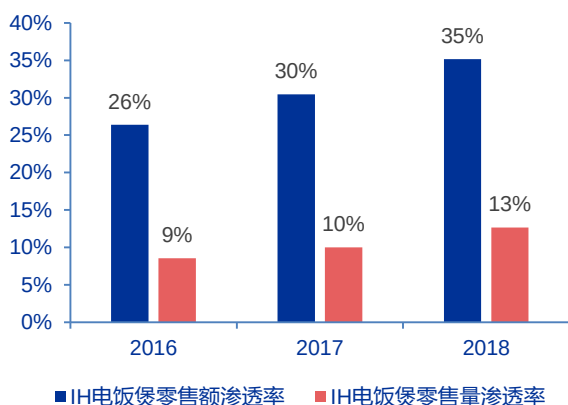
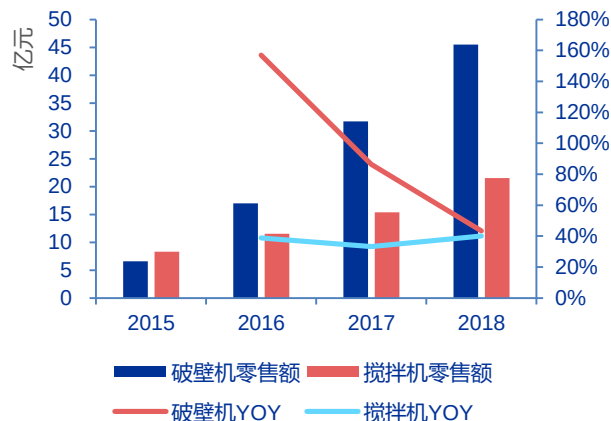


图 30：破壁机引领行业快速增长（亿元/%）



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

资料来源：奥维云网，申万宏源研究

4.2 龙头企业复盘：老板电器、苏泊尔

4.2.1 老板电器：增速换挡迎来凤凰涅槃

老板电器定位从 2000 年的“老板，更懂生活”、2012 年后定位聚焦“大吸力油烟机”再到现在的“创造人类对厨房生活的一切美好向往”，**公司凭借多年来的品牌聚焦和渠道深耕，打造了专业化、精品化、高端化的厨房品牌。**老板电器从 2010 年上市至今的发展大致可分为三个阶段：

1) 次新股消化估值：2010-2012 年。在此阶段股价持平、估值从 70 倍回落至 25 倍左右，期间公司收入和利润增速 26%和 41%， $peg < 1$ ，期间经历 2012 年地产调控对行业需求影响；

2) 成长黄金阶段：2013-2017 年。专卖店开店+电商红利帮助老板度过 2015 年地产调控对行业的冲击，收入和利润分别复合增长 29%和 40%，估值在 20-40 倍之间波动，整体 $peg < 1$ ，估值中枢 30 倍左右；

3) 增速换挡以来：2018 年至今。公司收入和利润增速换挡以来，经历股价和估值戴维斯双杀，收入和利润增速约 5%，估值回落至 15 倍左右，整体 $peg > 1$ ，估值溢价主要来自行业空间和龙头溢价。

图 31：专卖店下沉+电商红利穿越地产周期



估值消化

公司2010年11月上市，次新股估值不断消化

估值提升

2013-2017年伴随老板渠道下沉、电商高速发展，公司收入和利润增速分别为30%和40%，对应估值中枢提高至30倍左右

2015年8月推出经销商第一期持股计划

估值下杀

18年初收入增速换挡以来估值从30倍左右大幅下杀到15倍，19H2地产竣工复苏带动估值回升

资料来源：wind，申万宏源研究

精装修烟灶放量+新零售渠道下沉+品类创新注入活力。站在新的阶段，我们认为 1) 老板电器作为厨电高端品牌，明显受益于地产竣工周期带来的工程渠道放量。根据奥维云网，家电地产精装修配套率方面，厨电烟灶在 95%以上，老板、方太、西门子 CR3 集中度高达 70%，龙头品牌马太效应明显。2) 在新零售渠道探索方面，老板 9 月份与苏宁零售云签署战略合作协议，截止 2019H1 苏宁零售云门店 5108 家，其中直营店 1746 家、加盟门店 3362 家，渠道下沉有望加速厨电行业集中度提高。3) 产品创新角度，嵌入式厨电、集成灶、洗碗机等品类为公司发展注入新的活力。

表 8：老板电器区间涨跌幅情况

起始时间	结束时间	区间涨跌幅				相对涨跌幅			绝对收益	相对收益
		老板电器	上证综指	沪深300	wind全A (除金融、石油石化)	沪深300	上证综指	wind全A (除金融、石油石化)		
2010/11/23	2012/11/28	67%	70%	69%	62%	98%	96%	109%	×	×
2012/11/29	2018/2/26	1192%	170%	195%	245%	612%	703%	486%	√	√
2018/2/27	2019/10/14	66%	91%	97%	93%	68%	72%	71%	×	×

资料来源：wind，申万宏源研究

4.2.2 苏泊尔：SEB 增持利益一致，公司避险特质突出

国内小家电行业格局相对稳定，美的、苏泊尔、九阳三家市场份额基本在 80%以上。苏泊尔在国内小家电公司龙头，母公司赛博带来源源不断的外销订单转移及技术支持，多品类拓展表现优异，加上深耕线上运营和线下渠道下沉，优势明显。复盘苏泊尔历史股价涨跌及相对估值，我们发现五个表现出明显绝对和相对超额收益的阶段：

1) 2004Q3-2006Q3：股权分置改革、股权转让 SEB 催化估值提升。在此期间苏泊尔经历特氟龙涂层不粘锅致癌媒体报道影响，估值一度面临较大下行压力。在此阶段，苏泊尔推行深度分销策略为下沉渠道打下坚实的基础，2006 年 8 月与 SEB 签订战略投资框架协议，分个人股份转让、定增、部分要约收购三步实现公司控股。

2) 2007Q4-2008 年：SEB 增持拉升股价和估值。2007 年 8 月和 12 月 SEB 分两次收购，实现控股苏泊尔股权 52.74%。基本面角度，苏泊尔 2008 年内销收入增速提高至 27%，拉动整体收入增幅到 23%。

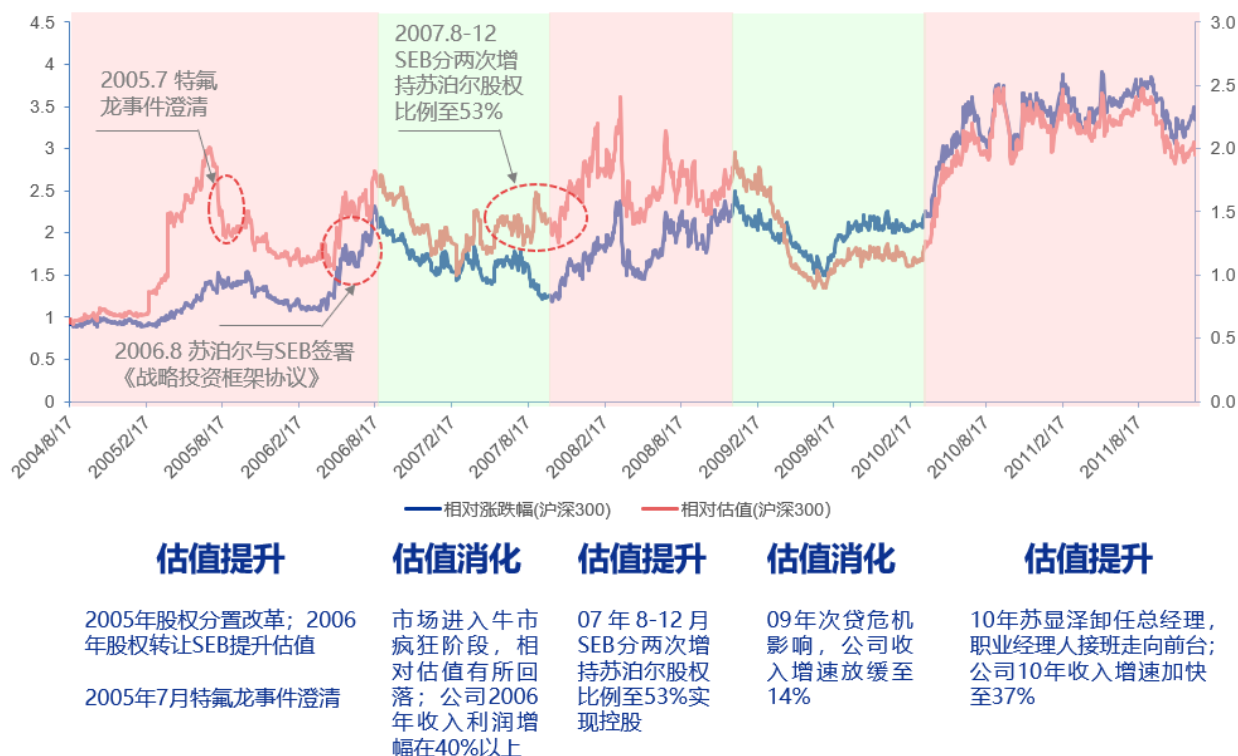
3) 2010Q2-2011Q4：外销订单转移加速+内销收入表现靓丽。在此阶段，苏泊尔向 SEB 关联销售金额复合增速超 50%，同时内销收入增速从 2009 年的 12%加速到 30%左右，拉动公司收入增速加快超过 30%，基本面表现出色。2011 年 10 月，SEB 进一步增持持股比例至 71.31%。

4) 2015H2-2016H1：SEB 增持催化股价和估值。2015 年 6 月、12 月 SEB 分两次将持股比例从 71%提高到 81%；

5) 2017Q1-2019Q3：苏氏减持完毕，内生新品爆发、避险需求推动估值溢价。2016 年 11 月苏泊尔集团发布《关于完成股份减持计划告知函》，苏氏家族持股比例降低至

0.01%，基本减持完毕；2017 年公司内生新品爆发推动收入利润增速超过 20%，2018H2-2019 年中美贸易摩擦引发避险需求，进一步推动公司估值上行。

图 32：股权分置改革、白电平台定位



资料来源：wind，申万宏源研究

图 33：大股东增持苏氏家族淡出开启估值提升



资料来源：wind，申万宏源研究

表 9：苏泊尔区间涨跌幅情况

起始时间	结束时间	区间涨跌幅				相对涨跌幅			绝对收益	相对收益
		苏泊尔	上证综指	沪深300	wind全A（除金融、石油石化）	沪深300	上证综指	wind全A（除金融、石油石化）		
2004/8/17	2006/8/17	274%	118%	119%	104%	231%	233%	263%	√	√
2006/8/18	2007/10/16	242%	381%	464%	415%	52%	64%	58%	√	×
2007/10/17	2008/12/25	65%	31%	32%	38%	202%	211%	171%	×	√
2008/12/26	2010/3/22	160%	166%	177%	207%	90%	96%	77%	√	×
2010/3/23	2011/12/30	108%	72%	72%	75%	151%	150%	143%	√	√
2012/1/4	2015/7/7	146%	172%	171%	211%	85%	85%	69%	√	×
2015/7/8	2016/8/1	188%	84%	87%	108%	216%	223%	174%	√	√
2016/8/2	2017/2/16	88%	109%	108%	107%	82%	81%	82%	×	×
2017/2/17	2019/10/14	282%	94%	116%	91%	244%	300%	309%	√	√

资料来源：wind，申万宏源研究

5. 投资建议：空调价格战影响有限，把握地产竣工向上周期

市场往往放大短期的负面因素，前有中美贸易摩擦风险因素的放大、后有空调行业价格战的担忧，但却忽略家电核心资产 ROE 高、长期盈利稳定、外资持续流入、无风险利率下降背景下的估值重估。相比海外家电企业，不论是成长性、还是稳定股息率回报方面，国内优质家电核心资产都取得全方位优势，我们持续看好国内家电龙头估值中枢上移。

投资建议：年初至今外资持续流入 A 股，其中低估值+盈利确定性强的家电板块备受瞩目，白电继续推荐美的集团、格力电器、海尔智家，关注空调新能效升级、新能源订单放量的三花智控；厨电看好竣工持续改善带来的基本面和估值修复，推荐老板电器、华帝股份、浙江美大；小家电看好持续成长能力突出的苏泊尔、经营改善趋势明确的九阳股份。

表 10：家用电器行业重点公司估值表

代码	名称	评级	11月20日 收盘价	净利润（百万元）			股本 （亿）	每股收益（元/股）			PE		
				2019E	2020E	2021E		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000333	美的集团	买入	57.15	23454	27042	30188	69.39	3.38	3.9	4.35	17	15	13
000651	格力电器	买入	58.86	28767	31828	35364	60.16	4.78	5.29	5.88	12	11	10
600690	青岛海尔	买入	18.11	8282	9604	11147	63.68	1.3	1.51	1.75	14	12	10
002508	老板电器	买入	31.14	1606	1769	1979	9.49	1.69	1.86	2.09	18	17	15
002035	华帝股份	买入	12.02	797	924	1075	8.73	0.91	1.06	1.23	13	11	10
002677	浙江美大	买入	14.46	478	583	695	6.46	0.74	0.9	1.08	20	16	13
002543	万和电气	增持	9.34	751	638	710	7.44	1.01	0.86	0.95	9	11	10
002032	苏泊尔	买入	75.55	2001	2380	2763	8.21	2.44	2.9	3.36	31	26	22
603868	飞科电器	增持	37.19	897	1009	1109	4.36	2.06	2.32	2.55	18	16	15
603355	莱克电气	增持	22.71	475	480	522	4.01	1.19	1.2	1.3	19	19	17
002242	九阳股份	买入	23.00	877	1055	1284	7.67	1.14	1.37	1.67	20	17	14
603515	欧普照明	增持	26.54	1004	1177	1412	7.56	1.33	1.56	1.87	20	17	14
002050	三花智控	增持	14.97	1436	1688	2043	27.66	0.52	0.61	0.74	29	25	20
600060	海信电器	增持	8.87	281	393	534	13.08	0.21	0.3	0.41	42	30	22

资料来源：wind,申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。