

# 地产竣工撬动家电基本面复苏， 推荐白电和厨电龙头

## 2019年下半年家电行业投资策略

证券分析师：刘正 A0230518100001  
研究支持：史晋星 A0230117070005  
联系人：梁姝雯  
2019.7.17



砥砺前行 · 申万宏源2019夏季策略会

Forge Ahead · SWS 2019 Summer Strategy Conference

# 主要内容

---

1. 行情回顾：营收增速放缓，行业估值承压
2. 趋势研判：基本面弱复苏，龙头强者恒强
3. 投资策略：存量竞争市场，精选优质白马
4. 推荐组合：美的集团、格力电器、青岛海尔、苏泊尔、老板电器、华帝股份、浙江美大

# 1.1 行情回顾：家电板块跑赢沪深300指数10.7pcts

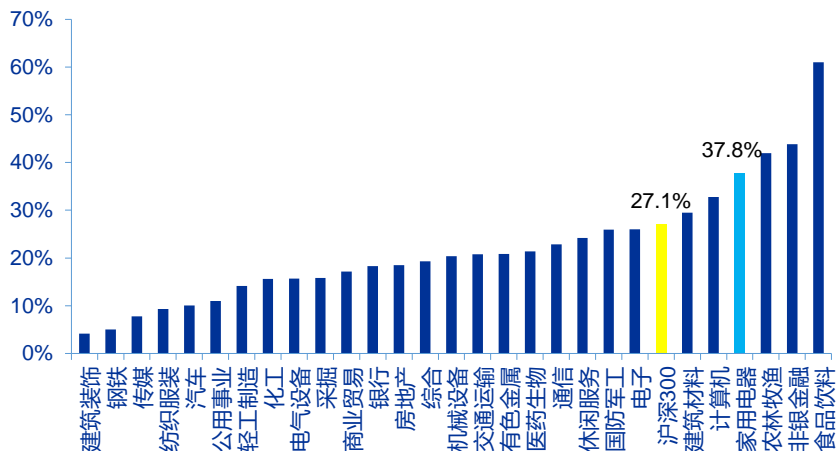
## ■ 家电行业整体看，2019年上半年跑赢沪深300指数10.7个pcts

- 从年初至今6月30日家电板块上涨37.8%，强于沪深300指数27.1%的涨幅，在所有行业涨跌幅排名前位居第四；

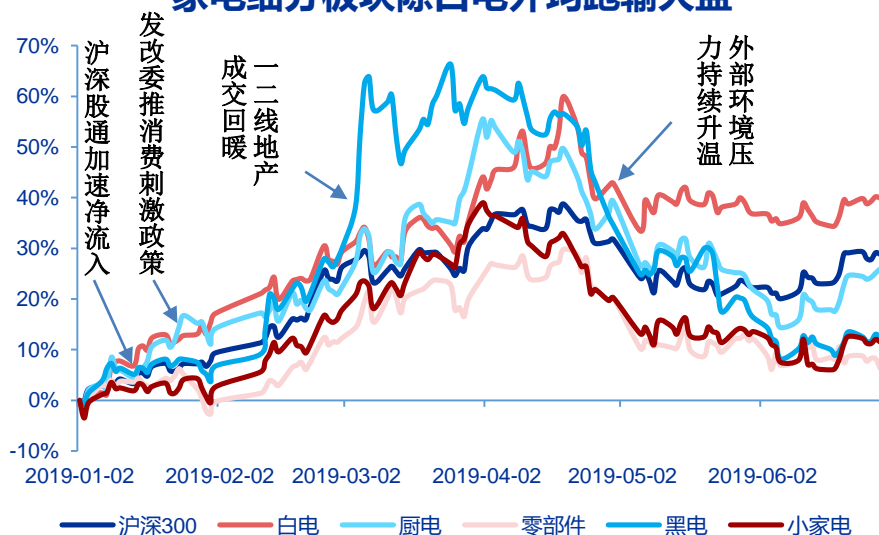
## ■ 家电细分板块看，年初至今白电板块领跑行业

- 2019年上半年，竞争格局稳定、强者恒强的白电板块涨幅第一，厨电3月受地产一二线地产成交回暖拉动涨幅第二；4月至今，受外部环境压力压制各板块涨幅回落，除白电外均弱于沪深300。

### 年初至今家电板块跑赢沪深300指数10.7pcts



### 家电细分板块除白电外均跑输大盘



资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.2 行情回顾：行业景气度下行致使估值中枢低位徘徊

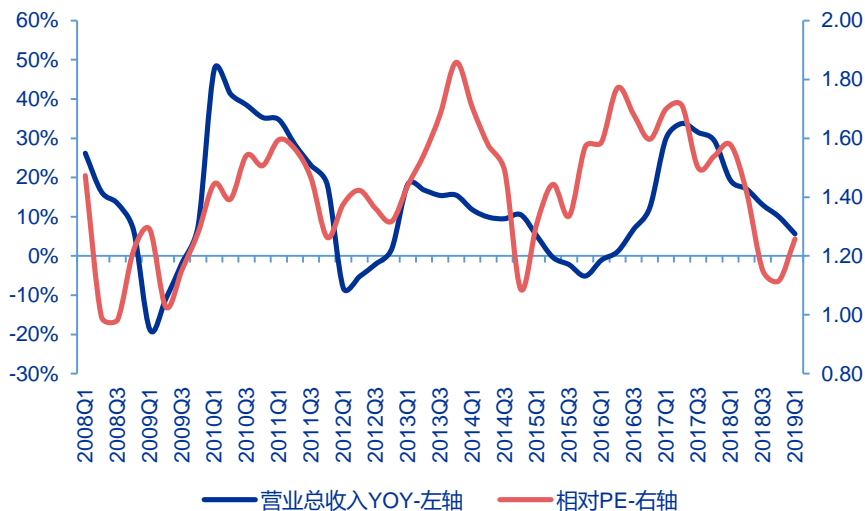
### ■ 基本面数据承压，家电板块估值处于历史低位

- 历史数据表明，家电板块估值和营收增速呈现较强的正相关性；2018Q3以来，家电板块营收同比增速持续回落，对应到板块估值（相对沪深300）中枢回落处至历史低位；

### ■ 行业景气度下行，公司估值压力显现

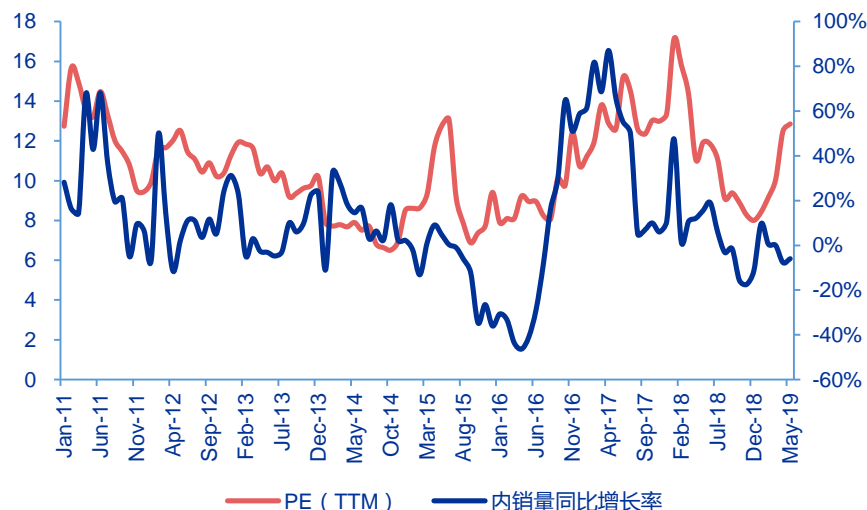
- 我们以格力为例对三大白电龙头进行分析，通过对比格力电器的估值水平与产业在线出货端的内销量增速，发现两者呈现较强的正相关性。

家电板块相对PE与收入增速相关性较强



资料来源：Wind，申万宏源研究

格力电器PE ( TTM ) 与内销量增速同向变动



资料来源：Wind，产业在线，申万宏源研究

# 1.3 行情回顾：外资持股分化，白电龙头最受机构青睐

## ■ 资金面：海外资金净流入格力电器，净流出美的集团

- 2019年上半年，海外资金净流出美的集团6.59亿元；净流入格力电器49.07亿元；净流入海尔智家11.88亿元；

## ■ 资金面：截至2019年Q1，白电龙头最受青睐、厨电处于历史低位

- Q1格力电器和美的集团分别位列基金前二十大重仓股的第六和第十一，持股市值占基金股票投资市值比分别为0.79%、0.59%；
- Q1家电板块整体板块维持超配比例为3.11%。

白电龙头沪港通深港通净流入资金（亿元）

时间	美的集团	格力电器	海尔智家
2018Q1	4.09	-12.07	-9.61
2018Q2	72.72	-8.12	0.89
2018Q3	46.04	2.32	-8.42
2018Q4	12.74	8.03	4.00
2018	135.60	-9.84	-13.14
2019Q1	74.14	86.69	12.17
2019Q2	-80.73	-37.62	-0.29
2019H1	-6.59	49.07	11.88

资料来源：Wind，申万宏源研究

公募基金持股市值占基金股票投资市值比（%）

公司	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
格力电器	1.12	1.14	1.23	0.99	0.82	0.79
美的集团	1.15	1.19	1.25	0.81	0.71	0.59
海尔智家	0.21	0.23	0.36	0.25	0.17	0.15
老板电器	0.12	0.01	0.01	0.01	0.01	0.03
华帝股份	0.27	0.22	0.20	0.09	0.05	0.05

资料来源：Wind，申万宏源研究

# 主要内容

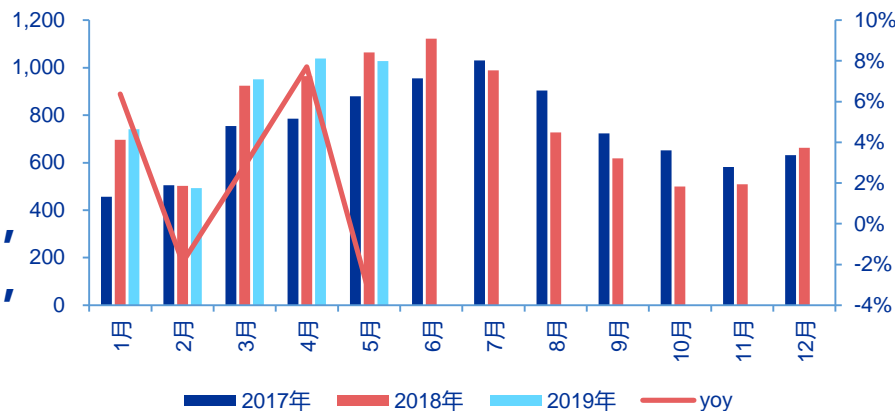
---

1. 行情回顾：营收增速放缓，行业估值承压
2. 趋势研判：基本面弱复苏，龙头强者恒强
3. 投资策略：存量竞争市场，精选优质白马
4. 推荐组合：美的集团、格力电器、青岛海尔、苏泊尔、老板电器、华帝股份、浙江美大

## 2.1.1 空调：2019年1-5月空调内销量累计增长2.2%

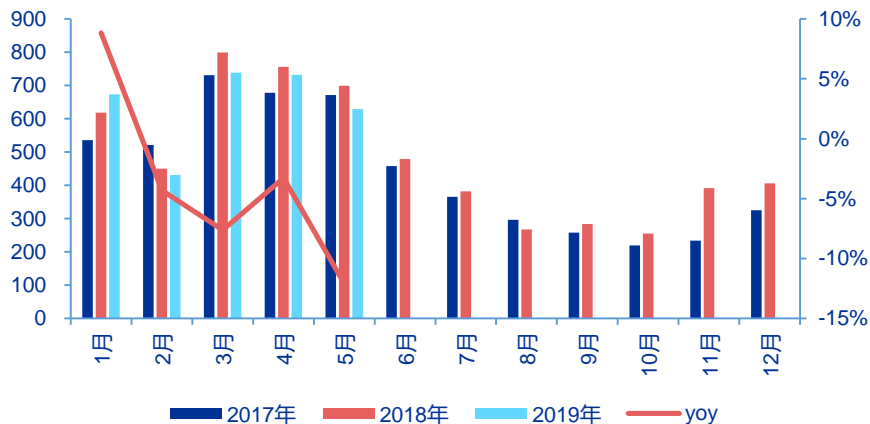
- 2019年1-5月空调累计销量7536万台，同比下滑0.8%；其中内销和出口分别同比增长2.2%和下滑4.4%；
- 受益于3月以来终端市场的促销活动，龙头企业主动参与竞争、盘活市场，尤其美的安装卡增速遥遥领先，表现好于市场平均水平。

### 空调内销出货量及增速（万台，%）



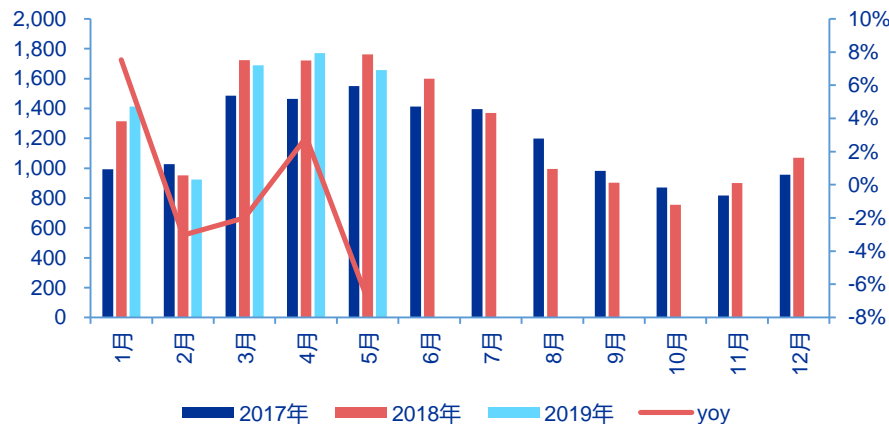
资料来源：产业在线，申万宏源研究

### 空调外销出货量及增速（万台，%）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

### 空调内外销合计出货量及增速（万台，%）



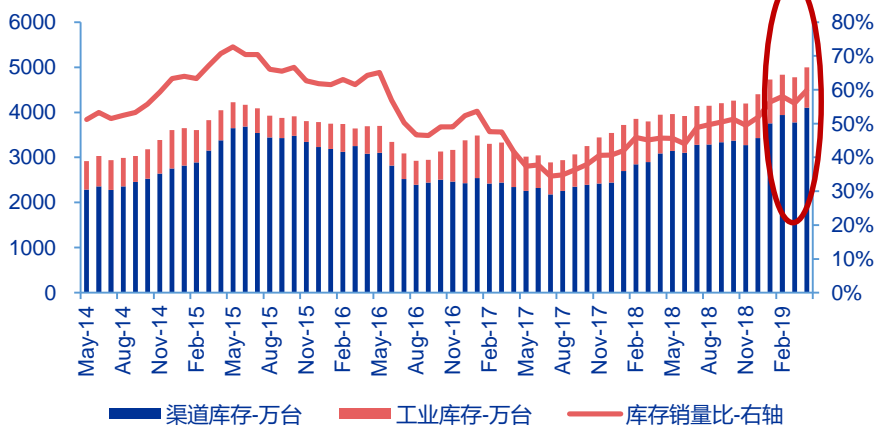
资料来源：产业在线，申万宏源研究

## 2.1.1 空调：预计2019年全年内销出货量增速0.6%

■ 5月单月内销出现拐点、小幅回落，空调内销经历了Q1“小阳春”，在4月继续保持大个位数增长已经超出此前的预期，但由于终端需求不旺，渠道库存压力不断加码，预计空调内销市场下半年企稳；

■ 展望2019年空调市场，预计全年内销出货量在9330万台左右，同比增长0.6%。

空调库/销比仍然可控

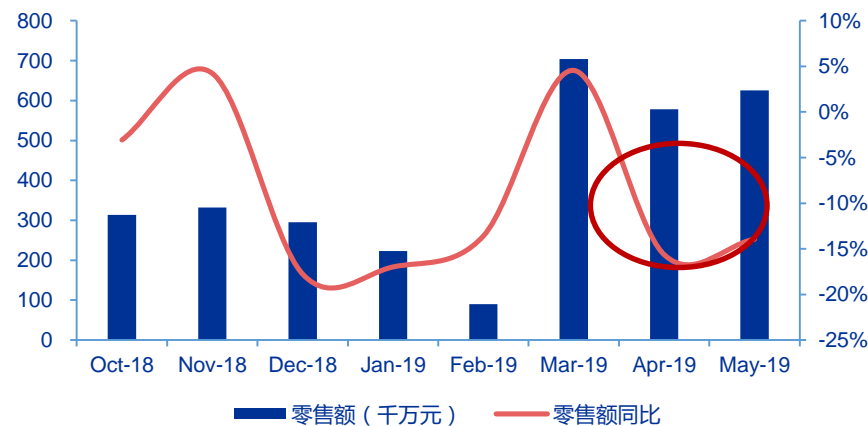


资料来源：产业在线，申万宏源研究



资料来源:Wind，申万宏源研究

空调终端零售额连续2个月同比下滑



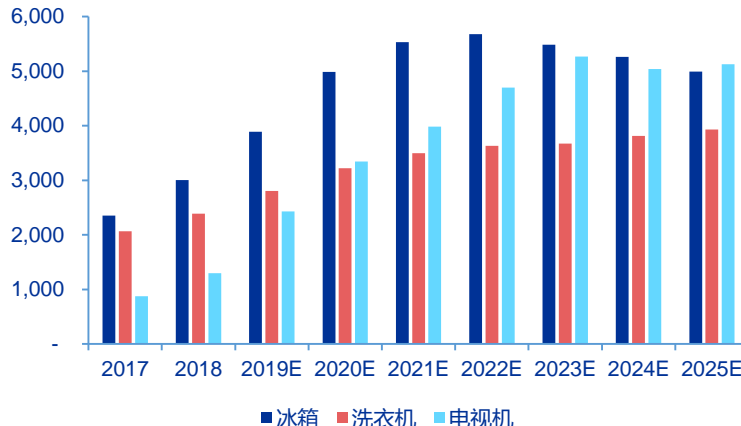
资料来源：中怡康，申万宏源研究



## 2.1.2 冰洗：存量更新需求为主、结构升级带动均价提升

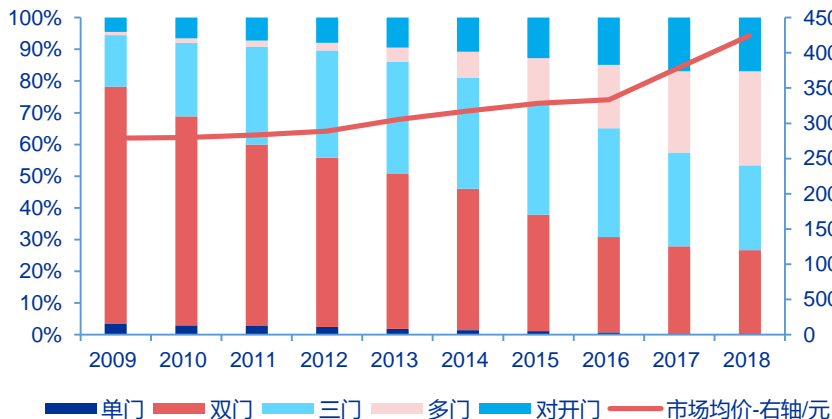
- 按10年更新周期来看，家电下乡正进入换新潮，我们预计2019年冰箱、洗衣机的更新量达3888万台和2802万台，成为需求主力军；
- 冰箱大容量+门数提升趋势确立；洗衣机从波轮走向滚筒再到洗烘一体，产品结构升级，带动均价稳步提升。

### 家电换新需求日渐提升（万台）



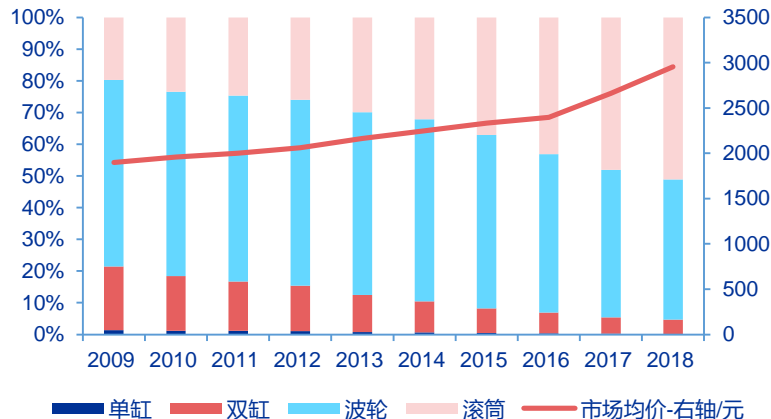
资料来源：产业在线、国家统计局、申万宏源研究

### 多门冰箱市占率上涨带动冰箱均价提升



资料来源：中怡康，产业在线，申万宏源研究

### 滚筒洗衣机占比提升带动均价上涨



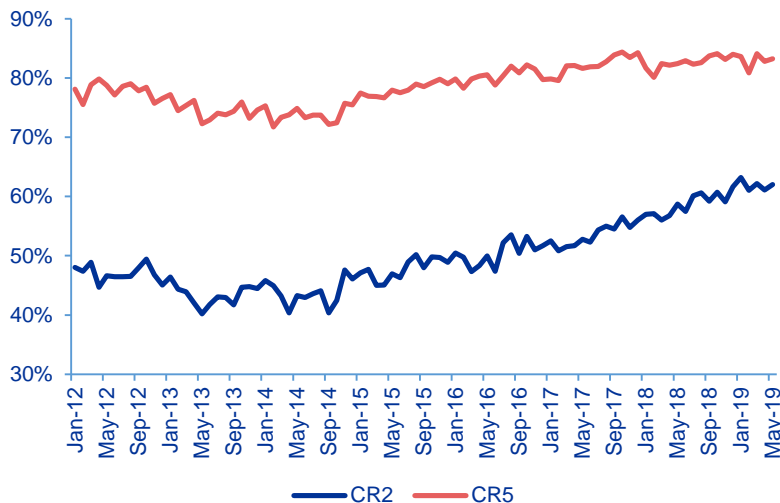
资料来源：中怡康，申万宏源研究

## 2.1.2 冰洗：龙头企业强者恒强、集中度持续提升

### ■ 龙头公司表现好于行业、市占率持续提升

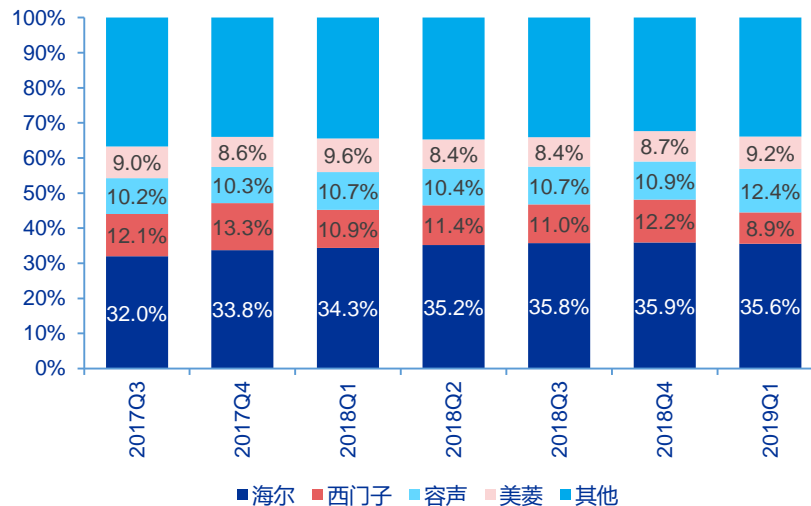
- 2019年1-4月洗衣机产业在线内销量同比下滑3.2%，但以海尔、美的系为代表的三大龙头品牌前4个月内销量合计仅下滑0.7%（海尔-2.7%，美的系+1.9%），表现好于行业平均水平，龙头集中度持续提升；
- 2019年1-4月冰箱产业在线内销量同比下滑2.9%，龙头企业海尔、美的前4个月冰箱内销量合计仅下滑1.1%（海尔-1.9%，美的+0.5%），好于行业平均，头部集中趋势持续演绎。

#### 洗衣机双寡头格局明显



资料来源：中怡康，申万宏源研究

#### 以海尔为代表的冰箱龙头市占率不断提升



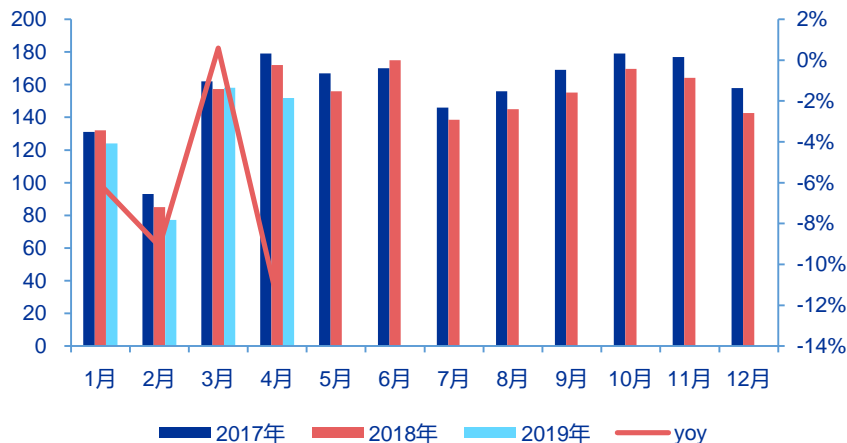
资料来源：中怡康，申万宏源研究

## 2.1.3 厨电：地产滞后影响大、行业仍处低谷期

■ 受地产销售减速影响，无论是产业在线出货端数据还是中怡康零售端数据，2019年上半年厨电板块增速均有所回落：

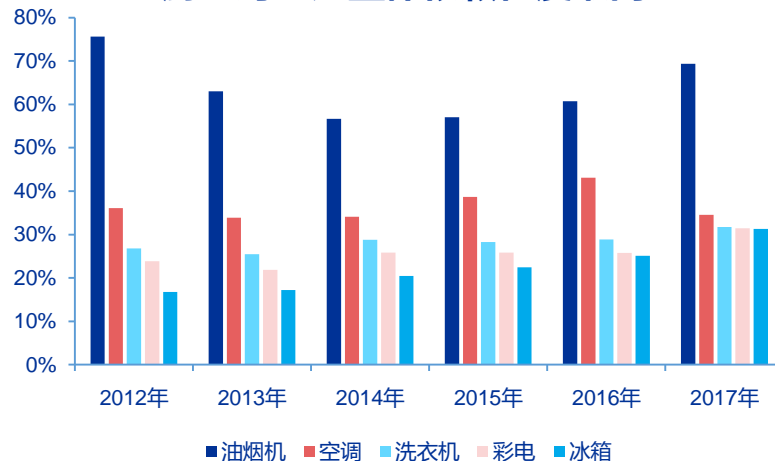
- 短期看增量：渠道下沉+品类扩充，龙头集中度有待提高；
- 长期看空间：厨电产品渗透率仍未饱和，市场仍有翻倍空间。

2019年油烟机内销出货端增速回落（万台，



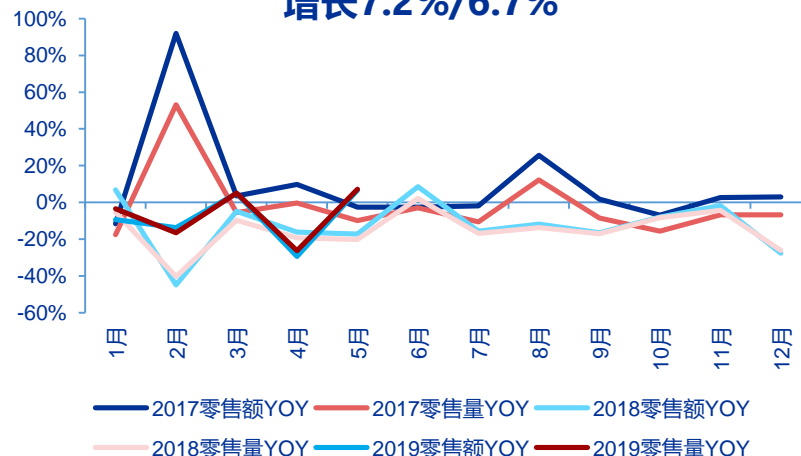
资料来源：产业在线，申万宏源研究

厨电对地产整体依赖程度最高



资料来源：产业在线，国家统计局，申万宏源研究

2019年5月油烟机零售量/零售额同比增长7.2%/6.7%

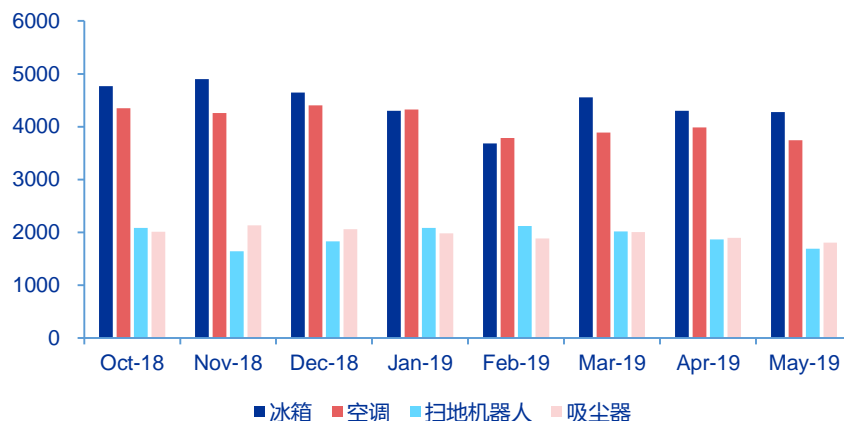


资料来源：中怡康，申万宏源研究

## 2.1.4 小家电：消费升级趋势确定，新兴品类层出不穷

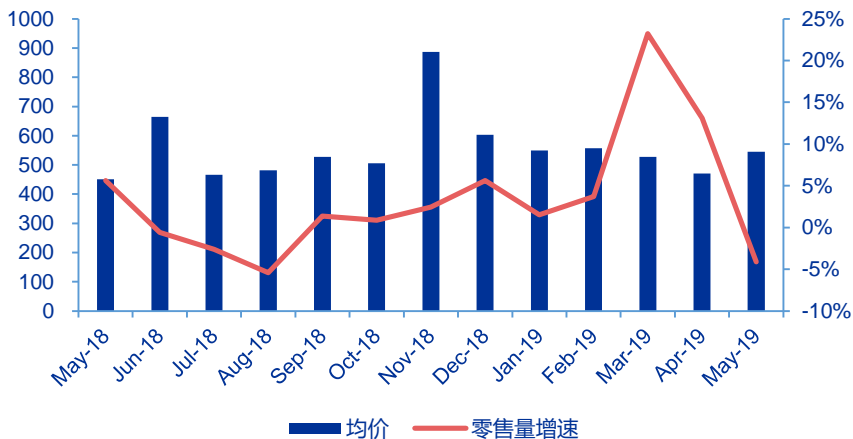
- **低价高频次+更新周期短，小家电产品试错成本低，使得消费者对价格相对敏感度不高且愿意接受新兴事物，消费升级方向从必选走向可选；**
- **近年来小家电新品类层出不穷，新兴品类小家电如吸尘器量价齐升，增速显著高于传统家电。**

小家电零售均价显著低于大家电（元）



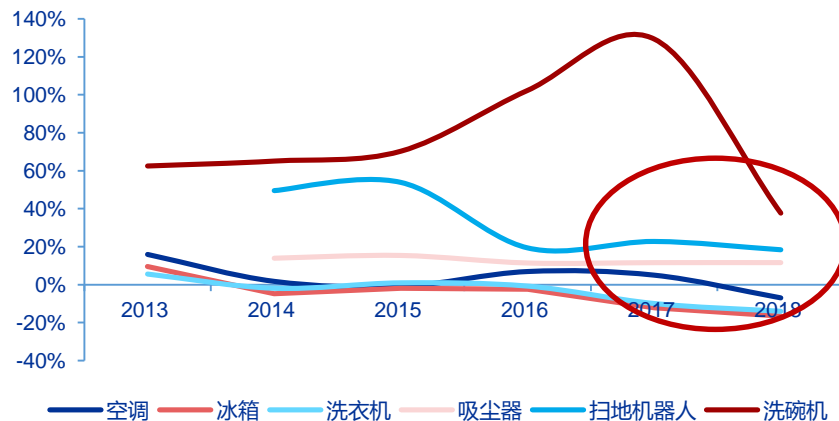
资料来源：中怡康，申万宏源研究

2019年吸尘器量价齐升（元，%）



资料来源：淘宝网，申万宏源研究

新兴品类小家电增速高于传统品类（%）

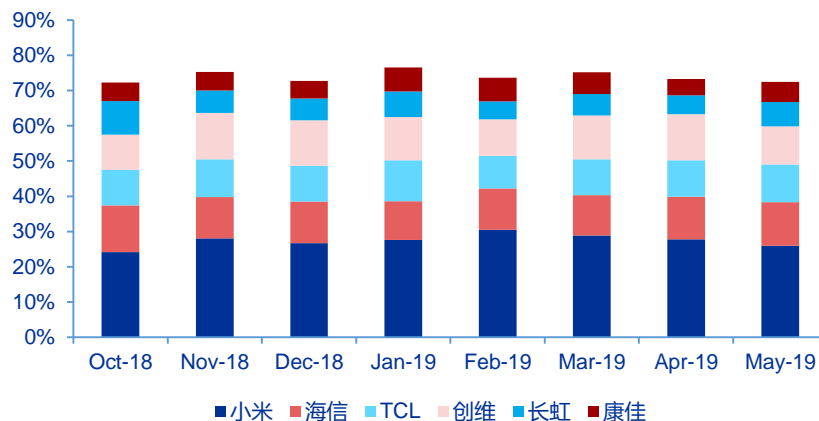


资料来源：中怡康，申万宏源研究

## 2.1.5 黑电：外销发力、跨界行业竞争加剧

- 2019年1-5月电视机累计销量同比增长6.0%；其中内销和外销分别同比下滑3.2%和增长11.0%，外销好于内销；
- 传统黑电厂商硬件差异化不足，以小米为代表的互联网电视内容差异化发力、争夺流量入口，逐步从“鲶鱼”发展到行业巨头。

### 跨界竞争加剧：小米电视线上销量市占率第一



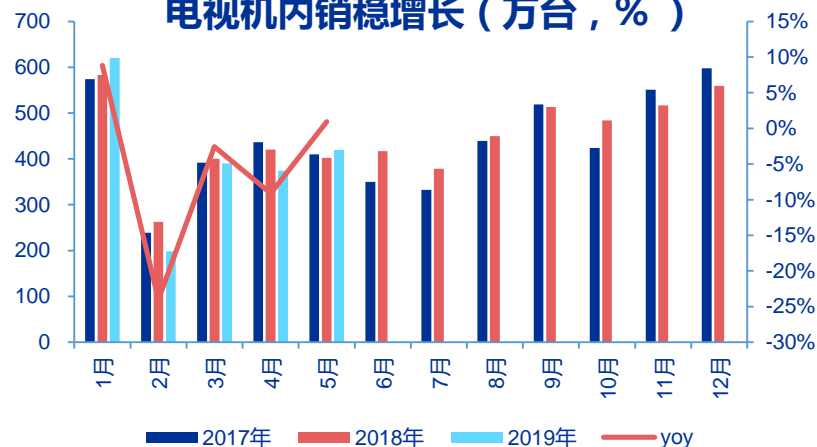
资料来源：奥维云网，申万宏源研究

### 电视机外销高速增长 (万台, %)



资料来源：产业在线，申万宏源研究

### 电视机内销稳增长 (万台, %)

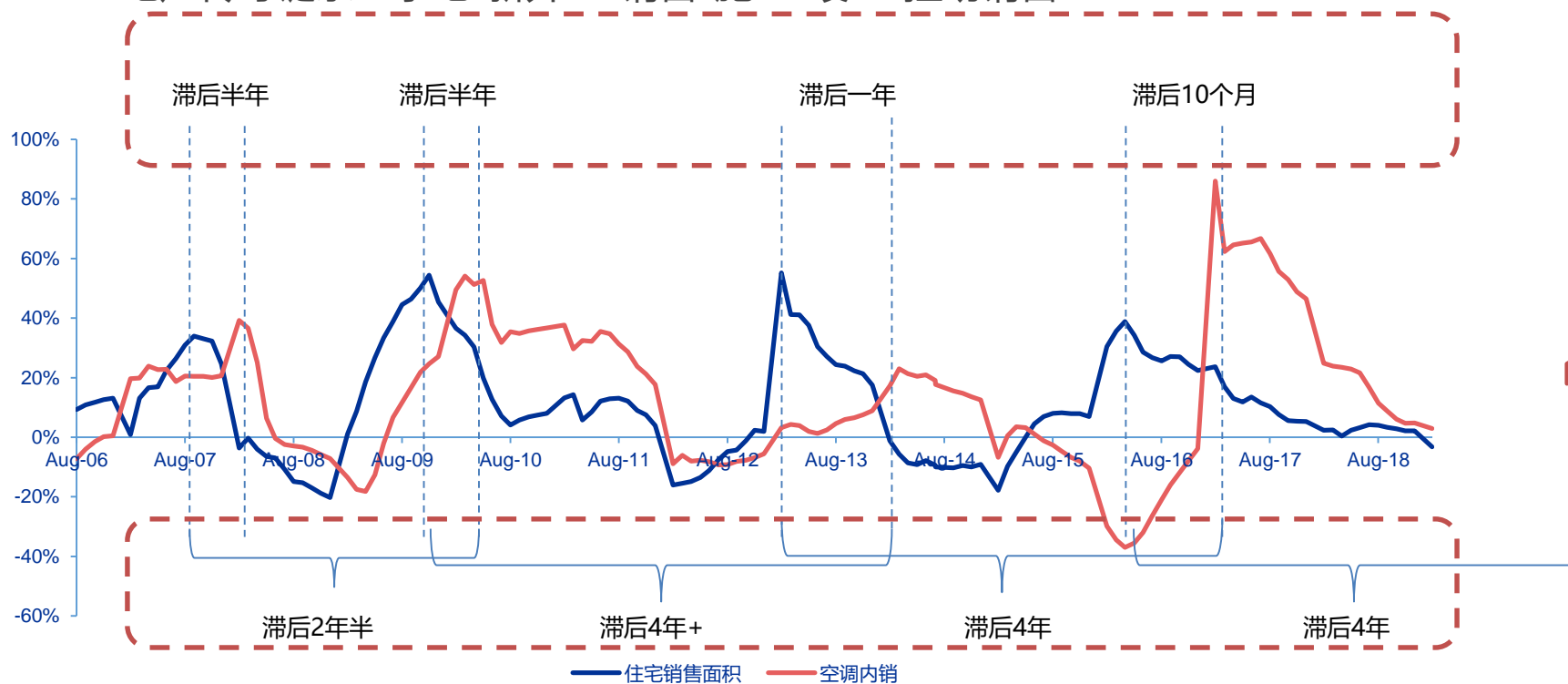


资料来源：产业在线，申万宏源研究

## 2.2.1 住宅销售到家电拉动滞后期1-1.5年或有偏误

- 根据经验推断，地产商拿地后6个月左右开工，经历2-3年时间竣工，交付后开始装修，从硬装到软装，最后家电进场需要半年-1年左右，因此传统认为住宅销售到家电拉动滞后期1-1.5年或有偏误。

- 地产传导链条：拿地-新开工-销售-施工-竣工-拉动销售

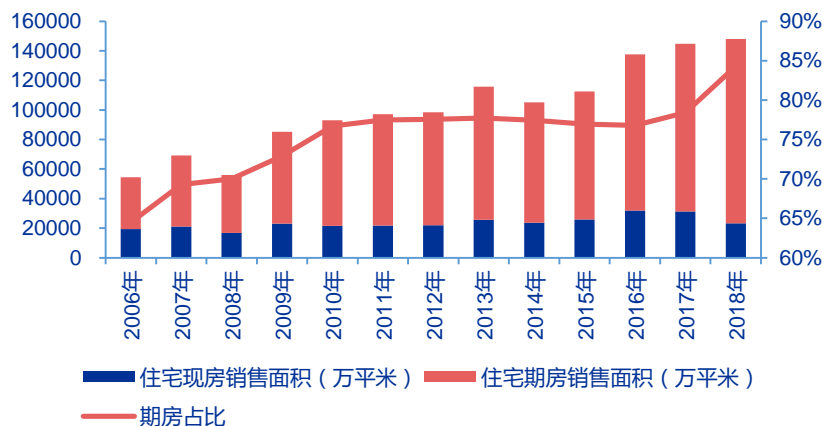


资料来源：产业在线，国家统计局，申万宏源研究

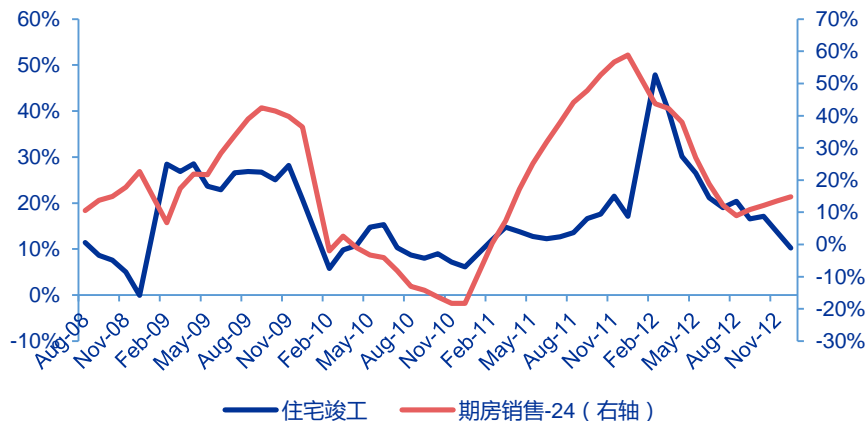
## 2.2.2 期房竣工周期从2年拉长到3年

- 住宅销售结构中期房占比达75%以上，因此期房竣工周期成为问题关键；
- 2012年以前，从住宅销售到竣工大致需要2年的时间；2013年以来竣工周期拉长到3年。

### 住宅销售中期房占比在75%以上



### 2012年以前住宅销售到竣工滞后2年



### 2012年以后住宅销售到竣工滞后3年



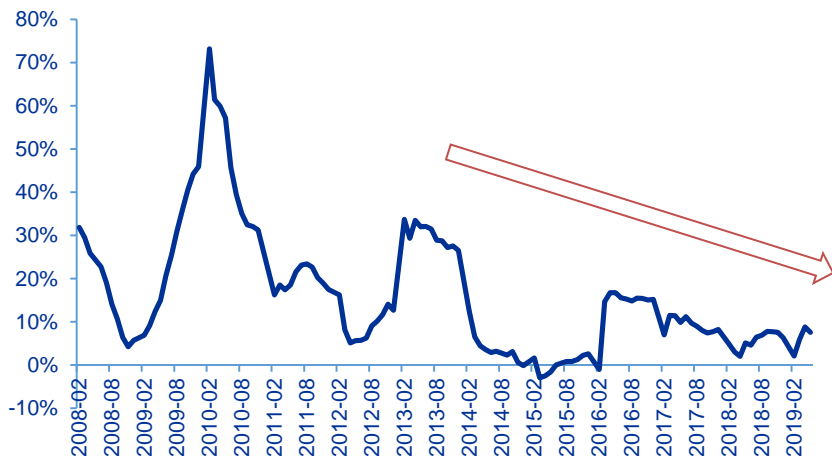
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

## 2.2.3 地产开发商资金紧张导致竣工周期拉长

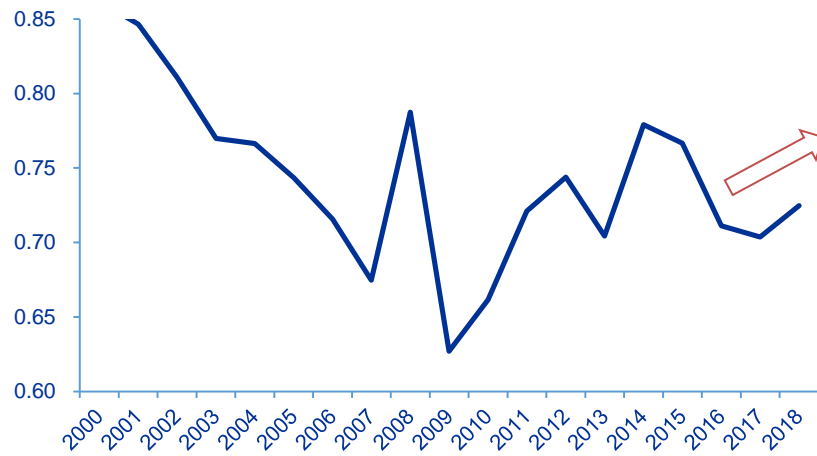
- 我们分析2013年及以后地产竣工周期拉长的原因，主要是开发商资金面紧张，前端拿地开发销售投入多、后端竣工交付资金投入少；
- 从国家统计局数据看，2013年以后房地产到位资金增速明显回落，开发投资完成额/到位资金明显上扬，表明地产开发商资金可获得性在趋于收紧。此外新开工增速自2010年以来明显领先竣工增速，表明开发商资金更多投入前期的拿地开发阶段。

### 2013年后房地产到位资金增速明显回落



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

### 开发投资完成额/到位资金明显上扬



资料来源：国家统计局，申万宏源研究



## 2.2.4 我们预计2019下半年竣工复苏概率较高

- 玻璃下游需求中，房地产占比约75%，汽车占比约15%；2016年以前玻璃销量和房屋竣工趋势较为一致，17年以后因玻璃的社会库存扰动，导致玻璃销量和竣工趋势出现分化；
- 从房地产竣工计划和玻璃的前置指标建筑工程投资、电梯需求来看，均已出现明显反弹，因此我们预计19年下半年竣工复苏概率较高。

房屋竣工对玻璃需求影响较为直接（%）



资料来源：wind，申万宏源研究

建筑工程投资完成额明显上扬（%）



资料来源：wind，申万宏源研究

## 2.2.5 地产竣工交房对厨电销售拉动最为明显

### ■ 当期实际交易的房屋套数=地产竣工+现房销售+二手房套数

- 根据测算，2018年由于竣工交付和现房销售面积的下滑，实际上成交的一手房套数从900万套回落至800万套左右；二手房套数大致占一手房比重58%，对应460万套，二者合计18年交易套数1256万套；考虑到住宅竣工面积绝对值口径偏小，从历史推演数据来看，2012年以后竣工面积 $\approx$ 新开工面积 $\times$ 60%，我们认为目前房屋交易套数在2100万套左右；
- 厨电需求对地产依赖度最高70%左右，空调依赖度预计40%，冰洗依赖度最低30%左右，因此地产竣工修复对厨电基本面反弹的传导弹性最大。

表：地产竣工+现房销售+二手房套数决定当年家电拉动销售

万平米/万套	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
竣工交付面积	47,767	47,750	57,694	61,216	71,692	79,043	78,741	80,868	73,777	77,185	71,815	66,016
YOY	10%	0%	21%	6%	17%	10%	0%	3%	-9%	5%	-7%	-8%
住宅现房销售	21,223	16,761	23,134	21,667	21,849	22,090	25,789	23,712	25,902	31,931	31,244	23,205
YOY	10%	-21%	38%	-6%	1%	1%	17%	-8%	9%	23%	-2%	-26%
一手房面积	109	108	109	109	109	108	108	109	110	112	112	112
一手房套数	632	597	741	761	859	932	966	957	905	973	919	796
二手房套数	139	143	185	258	267	322	404	331	392	591	603	460
合计	772	740	926	1020	1126	1254	1371	1288	1298	1564	1522	1256

资料来源：国家统计局,申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 行情回顾：营收增速放缓，行业估值承压
2. 趋势研判：基本面弱复苏，龙头强者恒强
3. 投资策略：存量竞争市场，精选优质白马
4. 推荐组合：美的集团、格力电器、青岛海尔、苏泊尔、老板电器、华帝股份、浙江美大

# 3.1 存量竞争时代龙头企业护城河深

- 2019年3月14日，中国标准化研究院等负责起草的GB21455《房间空气调节器能效限定值及能效等级》国家标准已形成征求意见稿，未来定频和变频空调能效标准统一采用APF评价，同时新标准能效等级有所提升；
- 2019年6月3日，发改委、工信部等六部委联合印发《绿色高效制冷行动方案》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%。

## 能效之争凸显空调行业竞争加剧

## 新版能效标准等级提升

✓ 变频分三个等级，与10版相比提升一个等级

✓ 定频分两个等级，与10版相比提高两个等级

**关于奥克斯空调股份有限公司生产销售不合格空调产品的举报信**

国家市场监督管理总局：  
5月24日，国家市场监督管理总局、国家发展和改革委员会、中华人民共和国水利部联合下发《关于加强能效标识认证监督管理工作的通知》，要求各级监管部门进一步加强能效标识认证监督检查，打击违规行为。我单位向贵局实名举报奥克斯空调股份有限公司生产销售不合格空调产品的问题，提供相关证据材料。  
众多消费者投诉称奥克斯空调能效标识与实际能效严重不符，且能效标识认证《能效标识管理办法》实施细则明确规定能效标识认证产品应以下列重要空调产品为其范围：能效标识能效等级较大，能效标识能效等级较高的第三方机构检测合格。能效标识能效等级较大，能效标识能效等级较高的第三方机构检测不合格。生产能效标识产品不仅严重侵害了消费者的合法权益，对国家节能减排政策以及能效公平竞争的批出也造成了巨大损害。  
涉及具体型号包括：KFR-25GW/NF+3、KFR-35GW/NF1+3、KFR-50GW/ZD+2、KFR-52GW/NF+3、KFR-55GW/NF+3、KFR-56GW/NF1+3、KFR-60GW/NF+3、KFR-55GW/ZD+2等8个型号。以KFR-35GW/ZD+2为例，标称能效比3.59（达到国家二级能效标准），第三方实测能效为2.04，远低于3.40的国家二级能效标准。距离3.20的国家强制性标准也有较大差距。不排除其他型号也存在类似问题。  
奥克斯空调股份有限公司生产销售不合格空调产品的行为，严重违反了国家《房间空气调节器能效限定值及能效等级》(GB 21455-2013)标准的相关规定。违反了《产品质量法》第二十六条第二款第三项、第三十二条的规定，违反了《标准化法》第二十五条的规定。涉嫌构成生产销售不合格产品及销售金额巨大。目前，上述产品仍通过主流电商平台及实体店进行销售，给奥克斯空调股份有限公司空调市场销量带来严重影响。恳请贵局依法查处，维护消费者权益，维护市场秩序，依法维护生产者、销售者的合法权益。  
奥克斯空调股份有限公司  
2019年6月10日

**奥克斯空调关于珠海格力电器股份有限公司所谓举报信的声明**

针对2019年6月10日珠海格力电器股份有限公司在微博上对奥克斯的诬陷，我司声明如下：  
格力既非消费者又非国家监管部门，其声称消费者向其举报我司产品问题，明显不合情、不合理、不属实。正当618空调销售旺季来临之际，格力采用低级手段，属于明显的不正当竞争行为。据奥维云网公布的数据显示，一季度奥克斯空调线上销量增长56%，格力空调下降11.6%。  
奥克斯作为一家有责任、有担当的企业，产品质量过硬，性价比高，连续多年线上销量、好评率均第一。我们愿意接受广大消费者和国家相关部门监督检查。  
对于格力的不实举报，我司已向公安机关报案，并将向司法机关提起诉讼，依法保护我司合法权益，维护市场正常秩序。



类型	额定制冷量 CC/W	能效等级				
		1	2	3	4	5
分体单冷式	CC≤4500W	5.8	5.4	5	3.9	3.7
	4500W<CC≤7100W	5.5	5.1	4.4	3.8	3.6
	7100W<CC≤14000W	5.2	4.7	4	3.7	3.5
分体热泵型	CC≤4500W	5	4.5	4	3.5	3.3
	4500W<CC≤7100W	4.5	4	3.5	3.3	3.2
	7100W<CC≤14000W	4.2	3.7	3.3	3.2	3.1

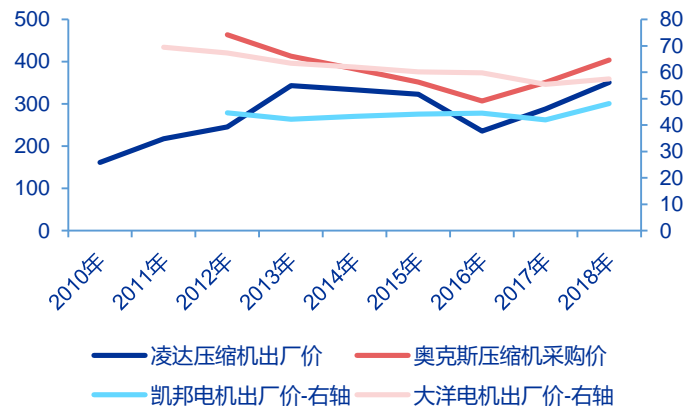
资料来源：中国标准化研究院，申万宏源研究

## 3.2.1 制造壁垒：成本控制、技术升级和规模制约

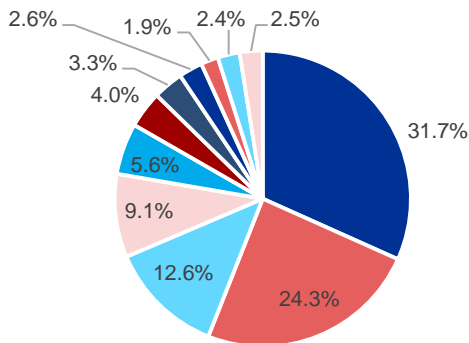
### ■ 空调核心零部件：格力、美的实现自配套，带来单台成本低于外部采购150元

- 压缩机：美芝、凌达垄断空调压缩机近60%份额；
- 电机：威灵、凯邦垄断空调电机近60%份额。

龙头企业零部件自配套成本更低（元）

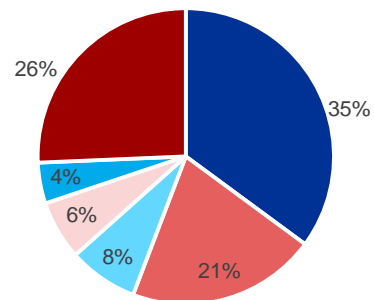


美芝凌达寡头垄断空调压缩机（2017）（%）



■ 美芝 ■ 凌达 ■ 海立 ■ 瑞智 ■ 松下万宝 ■ LG ■ 三菱电机 ■ 中航机电三洋 ■ 三星 ■ 庆安 ■ 其他

威灵凯邦垄断空调电机（2017）（%）



■ 威灵 ■ 凯邦 ■ 大洋 ■ 芝浦 ■ 卧龙 ■ 其他

资料来源：产业在线，申万宏源研究

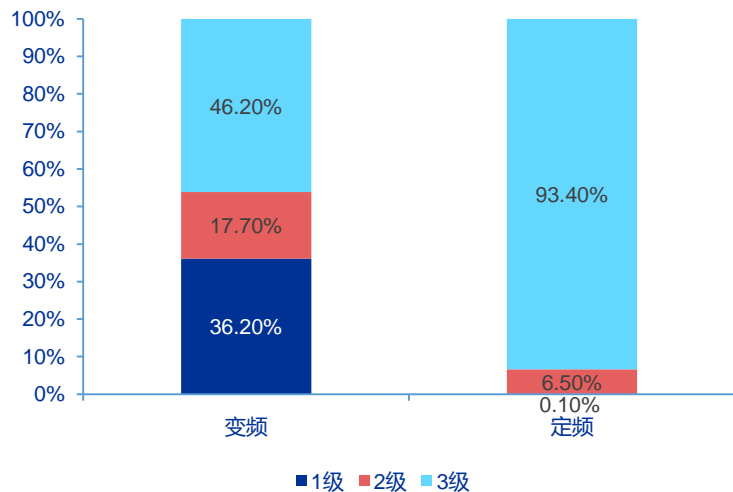
资料来源：产业在线，申万宏源研究

## 3.2.2 制造壁垒：成本控制、技术升级和规模制约

### ■ 压缩机技术发展对整机产品升级有关键引领作用，非自配套空调厂商在中央空调领域受到的制约影响更是深远

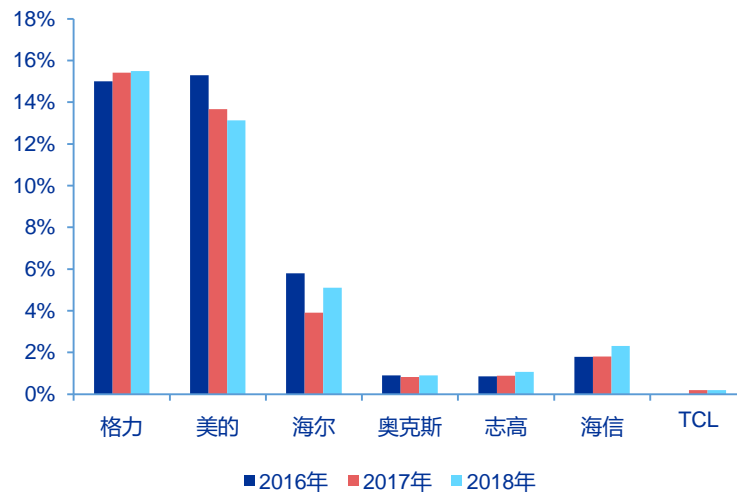
- 外部供应的压缩机厂如海立，目前变频占比依然不到30%，导致奥克斯产品升级步伐上落后龙头企业，目前销量占比最高的依然是定频机；
- 格力和美的的中央空调生产基地都在2003年左右投产，借助在变频压缩机领域多年的技术积累，逐渐缩小与国外品牌的技术差距，凭借渠道，价格和服务优势在近年赶超国外品牌。

#### 2018年中国定变频空调能效等级结构分布



资料来源：产业在线，申万宏源研究

#### 中资品牌中央空调市占率格力遥遥领先



资料来源：暖通家，申万宏源研究

## 3.2.2 制造壁垒：成本控制、技术升级和规模制约

### ■ 空调销售规模方面，奥克斯此前凭借电商红利弯道超车海尔，未来进一步颠覆行业格局概率很小

- 压缩机行业技术含量高，成本高，周期长，回报率低，非自配套后发玩家难以突破竞争壁垒。过往二线品牌几乎都有在压缩机行业的布局尝试，但几乎全部铩羽而归。因此未来较长时间内，不断被挤压的非自配套压缩机市场是奥克斯不得不面临的局面。

**表：二线品牌的压缩机市场布局铩羽而归**

品牌	时间	合作方	压缩机建设计划	成果
奥克斯	2005	台湾东元	合资4亿元建压缩机工厂，计划年产200万台	2007年压缩机市场供大于求，计划搁浅
	2011	台湾瑞智	合资12亿元建变频空调压缩机工厂	后续计划未推进
	2005	台湾东元	合资15亿元建压缩机工厂，计划年产能300万台	2006年压缩机市场供大于求，计划搁浅
四川长虹	2007	台湾东元	四川长虹占股75%，台湾东元占股25%组建四川长虹东元精密设备有限公司，预计总投资4亿元，总产能达到500万台	2014年海立子公司上海日立电器收购长虹东元51%股权，更名绵阳海立，四川长虹占股20%、绵阳宏发持股29%
志高	2012	独资	2012年成立全资子公司志高精密进行空调压缩机制造研发	2017年实现第500万台下线，产能和技术短时间内难以形成竞争优势
春兰	1992	独资	1992年成立江苏春兰动力制造有限公司	因订单减少，2016年空调压缩机业务全面停产
	1993	中航机电庆安集团	春兰斥资1亿持股25%与庆安联合建成了西安庆安冷机有限责任公司	2016年年产量335万台，市场份额逐年下降

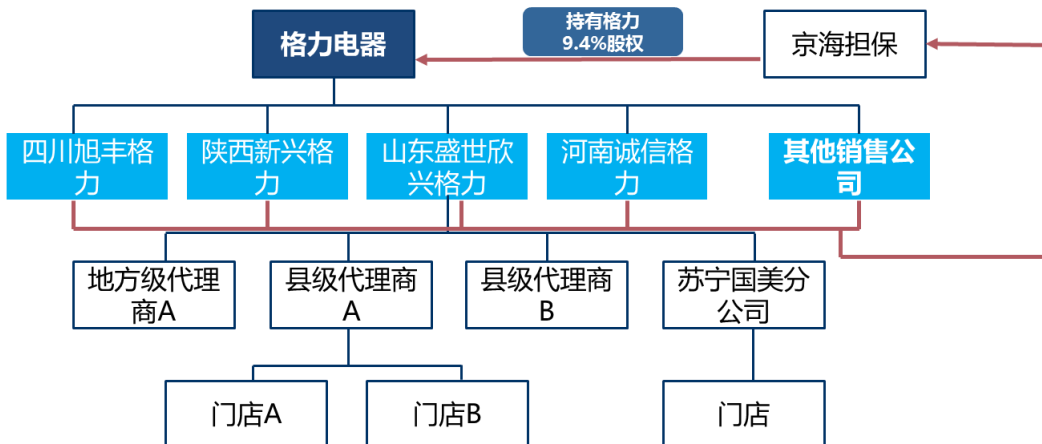
资料来源：申万宏源研究

### 3.3.1 渠道壁垒：龙头自建线下专卖店体系掌握定价权

#### ■ 龙头企业自建线下专卖店体系，掌握终端定价权实现“赢在产品”

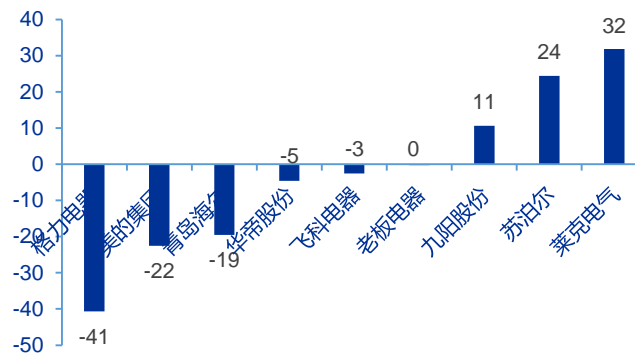
- 格力、海尔、美的空调销售中自建渠道预计分别贡献80%、70%和60%左右；
- 短期体现在相比同行定价话语权更大，长期表现为从渠道挤占的利润可以内化为研发能力、质量控制和规模优势，拉开竞争对手差距，淘汰落后产能。

#### 2004年后格力空调销售体系基本成型



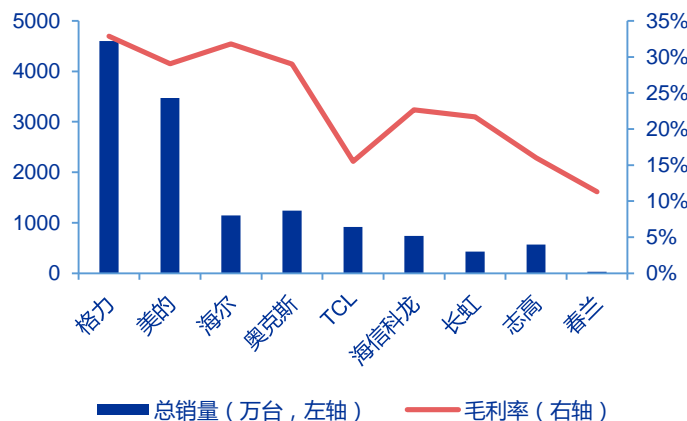
资料来源: 申万宏源研究

#### 2018年龙头公司净营业周期为负 (天)



资料来源: wind, 申万宏源研究; 备注: 净营业周期 = 存货周期 + 应收周期 + 预付周期 - 应付周期 - 预收周期

#### 空调销量规模与毛利率正相关 (万台, %)



资料来源: 产业在线, wind, 申万宏源研究

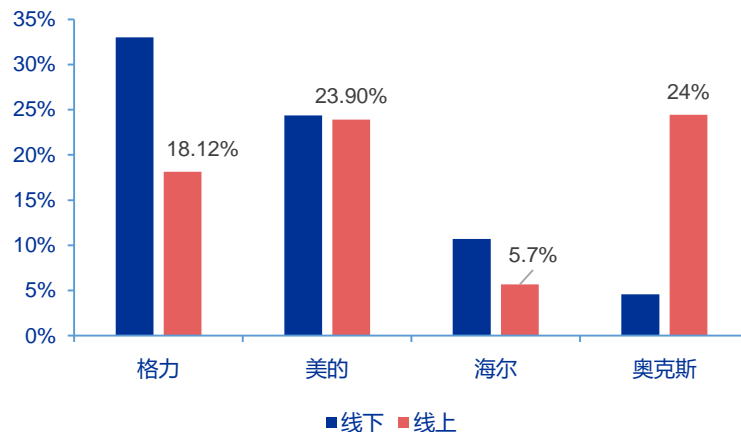


### 3.3.2 渠道壁垒：奥克斯借力电商红利逆势崛起

#### ■ 我们认为奥克斯接力电商崛起主要是两点原因

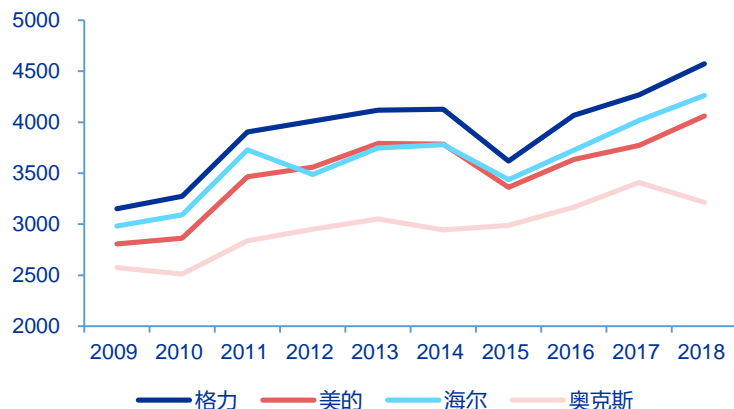
- 先发优势：龙头公司转型迟缓、线上竞争格局未定；
- 价差优势：近年来龙头公司提价明显，奥克斯低价优势显现。

相比线下、空调线上竞争格局未定 (%)



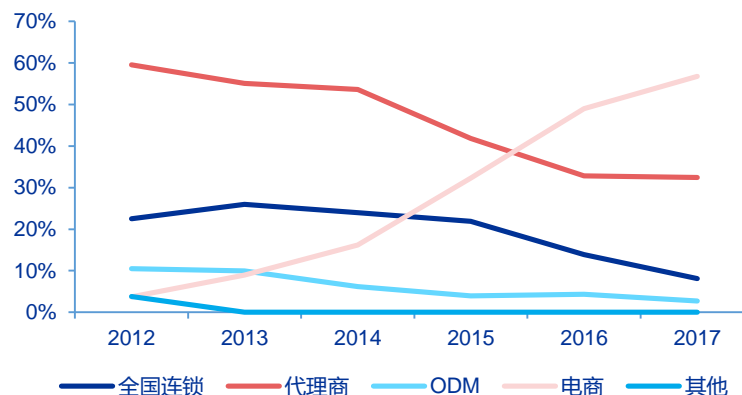
资料来源: 中怡康, 淘宝天猫, 申万宏源研究

龙头提价奥克斯价差优势显现 (元)



资料来源: 中怡康, 申万宏源研究

奥克斯借助电商弯道超车 (内销占比60%)



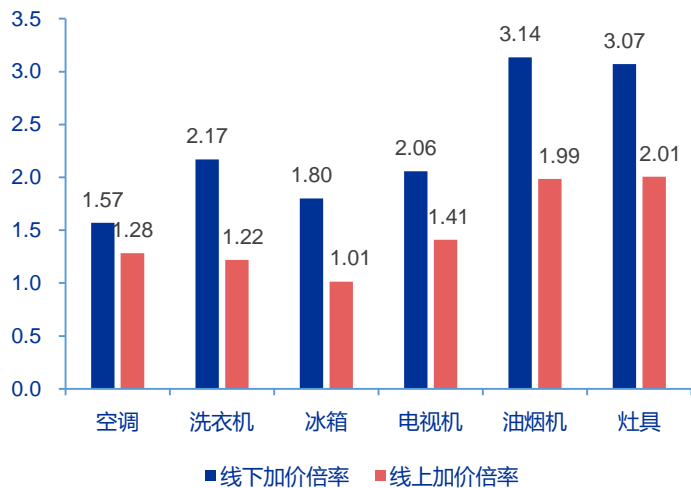
资料来源: 奥克斯集团票据评级报告, 申万宏源研究

### 3.3.3 渠道壁垒：网批模式冲击有限

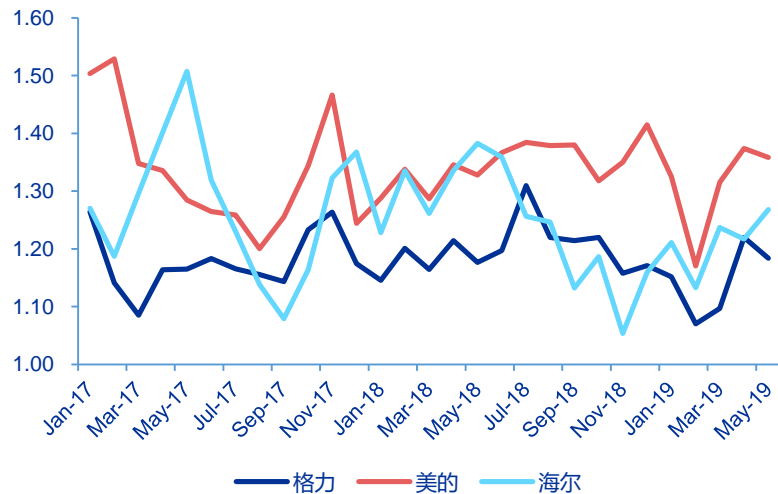
#### ■ 网批模式冲击有限，龙头反击下奥克斯进一步突围受阻

- 电商渠道的迅速崛起打破区域保护、价格体系的透明化让品牌商丧失部分定价权，但是网批模式带来的区域窜货和乱价行为不利于高端品牌形象树立；
- 空调行业生产和销售淡旺季特征明显，线下渠道网络承担着资金蓄水、规范价格和货源渠道的作用，同时相比电商渠道账期拉长，线下自营渠道回款速度更快；
- 空调定价在家电品类中效率相对较高，线上线下药差在30%以内，线下终端加价率（零售价/出厂价）只有1.6倍，不存在降维打击的空间。

横向对比空调整体加价倍率最低



空调线下/线上价格在1.3左右



资料来源：中怡康，淘宝天猫，申万宏源研究

### 3.4 品牌壁垒：消费升级更新趋势下龙头巩固优势地位

- **长期来看，消费品最终影响力深远的是对顾客的心智占领，一旦占据便可形成长期的赚钱效应**
  - 龙头公司品牌知名度高，有助于在中长期内巩固提升市场占有率；品牌溢价带来的产品定价权也使得公司盈利水平明显优于二三线品牌；
  - 随着线上红利逐渐消失，一二线消费升级和三四线更新将成为下一阶段推动企业收入继续增长的双引擎，龙头企业有望凭借品牌优势在更新需求中竞争胜出。

表：2018年品牌价值100强家电品牌上榜8家

品牌	品牌价值(百万美元)	品牌价值变化	品牌贡献值	价值排行
美的	3896	40%	4	26
格力	3139	78%	3	32
海尔	3068	32%	4	33
老板	1482	49%	5	59
苏泊尔	732	39%	5	79
飞科	537	新上榜	3	88
海信	383	2%	2	92
华帝	352	54%	4	97

资料来源：BrandZTM/凯度华通明略，申万宏源研究；备注：品牌贡献用1到5分来衡量品牌本身对收益造成的影响，其中1分最低，5分最高

# 主要内容

---

1. 行情回顾：营收增速放缓，行业估值承压
2. 趋势研判：基本面弱复苏，龙头强者恒强
3. 投资策略：存量竞争市场，精选优质白马
4. 推荐组合：美的集团、格力电器、青岛海尔、苏泊尔、老板电器、华帝股份、浙江美大

# 4.1 美的集团：进击的全品类家电航母

## 美的品牌矩阵初步成型

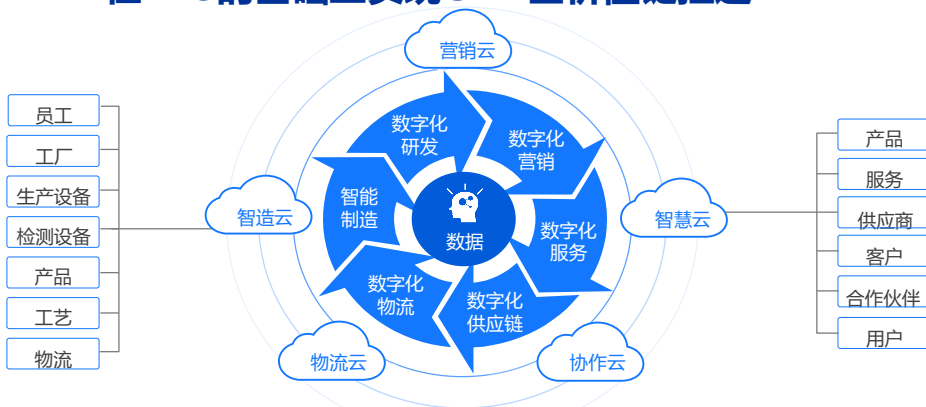


## 白电年初表现全面优于行业平均水平

		内销量	同比增长	外销量	同比增长	内外销合计	同比增长
空调	行业	4250.95	2.40%	3202.80	-3.60%	7453.75	-0.27%
	格力	1371.00	-1.44%	738.00	-8.89%	2109.00	-4.18%
	美的	1053.00	28.41%	992.00	6.98%	2045.00	17.04%
	海尔	433.00	-13.40%	165.00	-35.04%	598.00	-20.69%
	奥克斯	501.00	4.38%	304.00	7.80%	805.00	5.64%
洗衣机	行业	1499.88	-3.20%	671.43	7.88%	2171.31	-0.02%
	美的	451.31	1.87%	129.43	16.95%	580.74	4.89%
	海尔	526.01	-2.74%	83.80	22.99%	609.81	0.34%
冰箱	行业	1374.98	-6.55%	1027.38	12.18%	2402.36	0.63%
	美的	186.00	0.54%	157.46	18.79%	343.46	8.94%
	海尔	424.00	-1.85%	28.51	-14.25%	452.51	-2.61%

资料来源：产业在线，申万宏源研究；空调是1-5月累计数据，冰洗是1-4月累计数据

## 在T+3的基础上实现C2M全价值链拉通



## 聚焦交付精准、效率提升、品质改善、数字化透明



资料来源：公司资料，申万宏源研究

T+0 订单下达周期

T+1 生产备料周期

T+2 成品生产周期

T+3 物流到货周期

资料来源：公司资料，申万宏源研究

## 4.2 格力电器：股权转让赋能估值修复

### 格力品类多元化之路



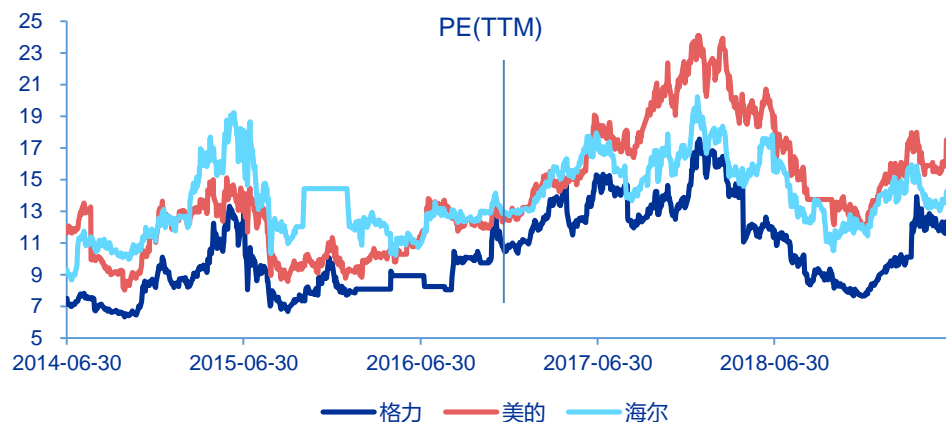
空调

冰箱

小家电

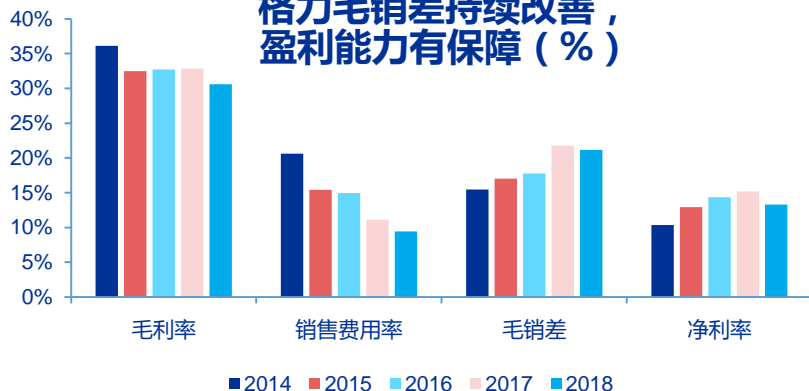
洗衣机

### 格力历史估值一直被显著低估



资料来源：wind，申万宏源研究

### 格力毛销差持续改善，盈利能力有保障 (%)



资料来源：wind，申万宏源研究

表：2019年家用空调出货数据

2019.1-5	内销量 (万台)	同比增长	外销量 (万台)	同比增长	内外销合计 (万台)	同比增长
格力	1,371	-1.44%	738	-8.89%	2,109	-4.18%
美的	1,053	28.41%	992	6.98%	2,045	17.04%
海尔	433	-13.40%	165	-35.04%	598	-20.69%
奥克斯	501	4.38%	304	7.80%	805	5.64%
行业整体	4,251	2.40%	3,203	-3.60%	7,454	-0.27%

资料来源：产业在线，申万宏源研究

# 4.3 海尔智家：高端化、国际化，盈利能力改善可期

## 海尔品牌矩阵成熟完善



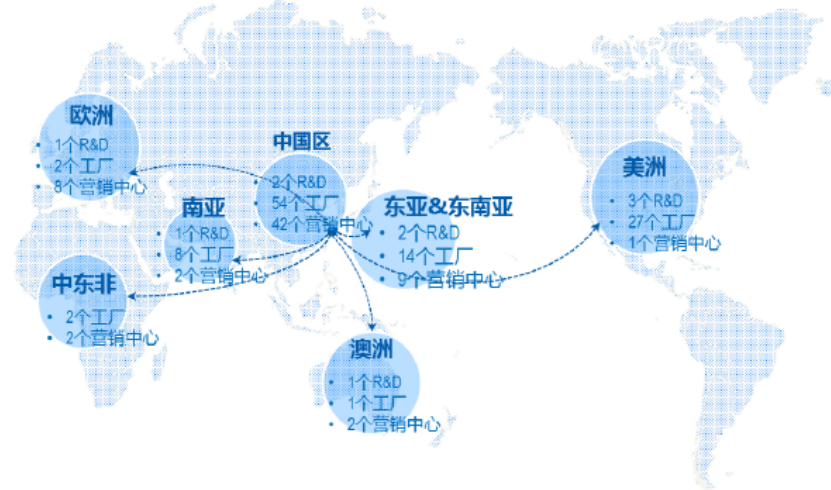
超高端

高端

中端

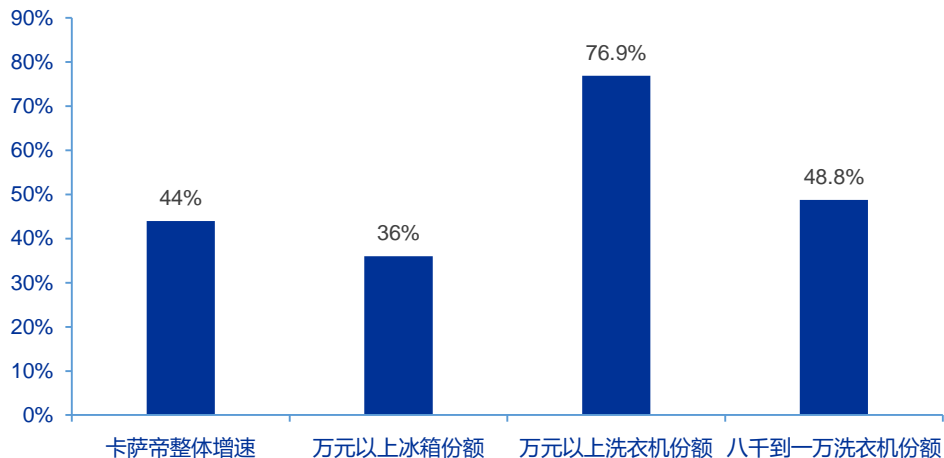
低端

## 全球化的产、销、研体系



资料来源：公司年报，申万宏源研究

## 卡萨帝产品在高端市场保持绝对优势



资料来源：中怡康，申万宏源研究

## 全球化的消费市场品牌布局



资料来源：Euro monitor 2018，申万宏源研究

# 4.4 苏泊尔：渠道壁垒深厚，SEB订单转移可持续

## 渠道下沉先发优势明显

三四级指标		2014年	2018年
乡镇	终端总数	< 0.6W	> 2.7W
	覆盖率	15.70%	45.20%
	1234门店	0	4034
县城	终端总数	5971	9996
	覆盖率	84%	92.40%
	地标门店数	0	505
	单店 > 100W	0	505
	大终端数 单店 > 50W	0	1500

资料来源：申万宏源研究

## SEB订单持续转移，过去6年CAGR为16%（亿元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 品类横向延展彰显品牌张力



传统品类



厨具



大厨电

新兴品类

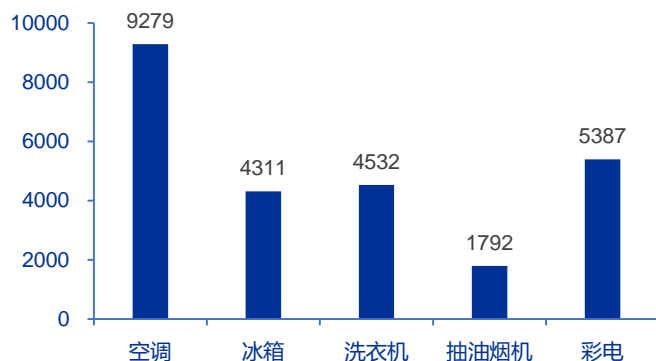


环电

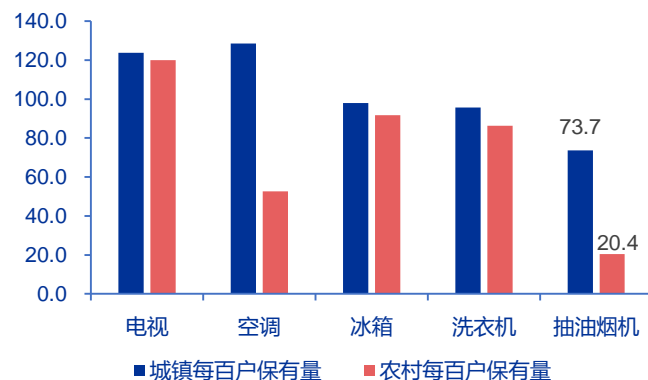


## 4.5 老板电器/华帝股份：持续演绎行业β行情

油烟机2018年内销量远低于空冰洗彩（万台） 油烟机2017年每百户保有量远低于空冰洗彩（台）



资料来源：产业在线、申万宏源研究



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

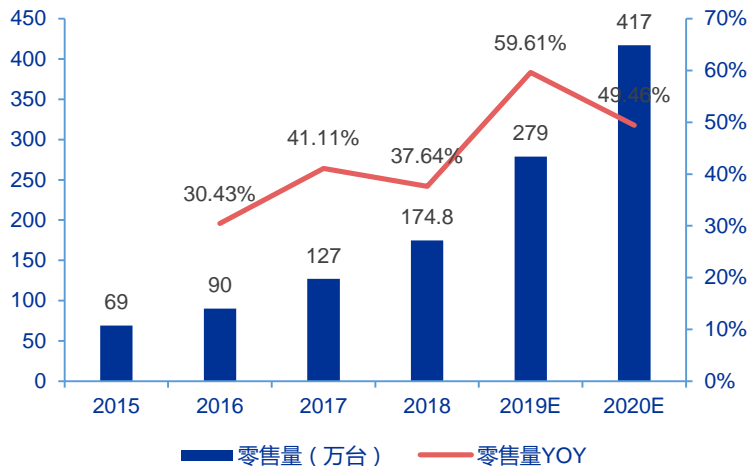
表：油烟机行业至少仍有翻倍空间（测算以8/9年为更新周期假设）

假设	城镇保有量 (台/百户)	农村保有量 (台/百户)	城镇户数 (亿)	农村户数 (亿)	城镇天花 板(万台)	农村天花 板(万台)	行业天花 板(万台)	2018内销 (万台)	行业 空间
保守	91	46			4311	588	4899		173%
中性	93	53	3.79	1.15	4406	677	5083	1792	184%
乐观	94	59			4453	754	5207		191%

资料来源：国家统计局，申万宏源研究；城镇（农村）年销售天花板=城镇（农村）保有量假设\*城镇（农村）户数/更新年限

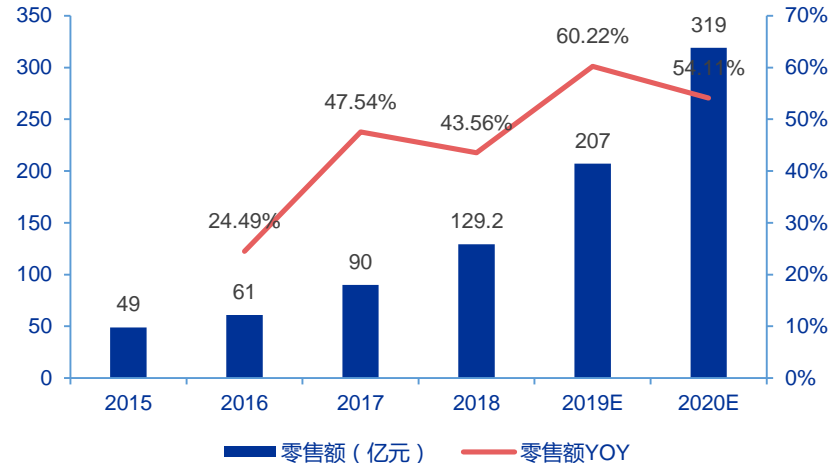
## 4.6 浙江美大：把握集成灶风口，享行业快速增长红利

### 集成灶销售量2017年突破百万



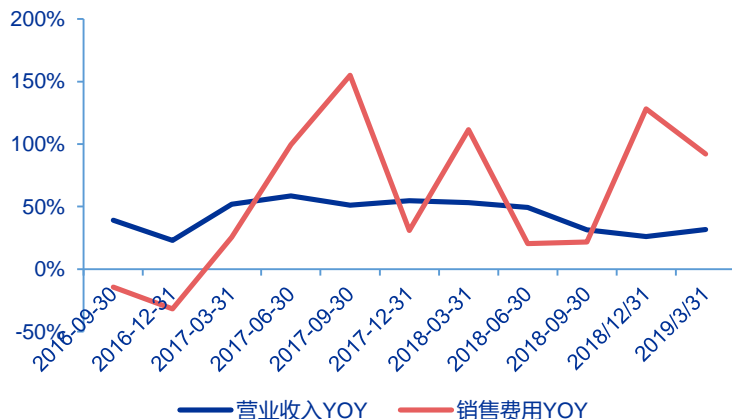
资料来源：中怡康，申万宏源研究

### 集成灶销售额2018年突破百亿元



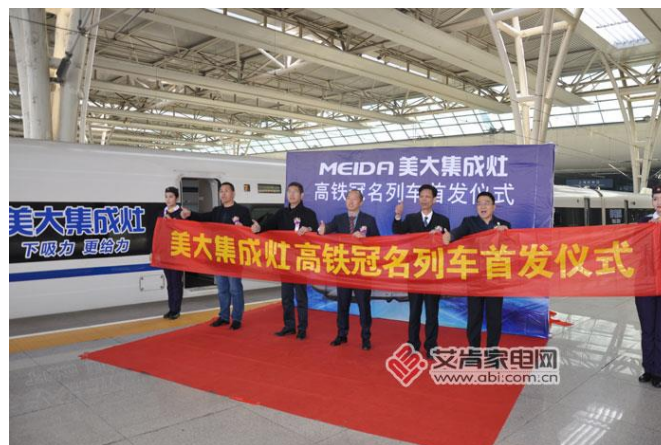
资料来源：中怡康，申万宏源研究

### 公司2017年夏鼎接班后单季度销售费用大增



资料来源：公司年报，申万宏源研究

### 浙江美大冠名高铁列车



资料来源：艾肯家电网，申万宏源研究

# 家用电器行业重点公司估值表

代码	名称	评级	7月4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
000651	格力电器	买入	56.88	28767	31828	35364	60.16	4.78	5.29	5.88	12	11	10
600690	海尔智家	买入	17.78	8282	9604	11147	63.68	1.30	1.51	1.75	14	12	10
002508	老板电器	买入	28.38	1606	1769	1979	9.49	1.69	1.86	2.09	17	15	14
002035	华帝股份	买入	12.79	664	735	892	8.82	0.75	0.83	1.01	17	15	13
002677	浙江美大	买入	13.05	478	583	695	6.46	0.74	0.90	1.08	18	14	12
002032	苏泊尔	买入	74.70	2001	2380	2763	8.21	2.44	2.90	3.36	31	26	22
603868	飞科电器	增持	38.32	956	1068	1168	4.36	2.20	2.45	2.68	17	16	14
603355	莱克电气	增持	21.37	514	627	721	4.01	1.28	1.56	1.80	17	14	12
002242	九阳股份	买入	21.62	874	1051	1284	7.67	1.14	1.37	1.67	19	16	13
603515	欧普照明	增持	32.58	1004	1177	1412	7.56	1.33	1.56	1.87	25	21	17
002050	三花智控	增持	11.24	1291	1490	1720	27.66	0.47	0.54	0.62	24	21	18
600060	海信电器	增持	8.91	614	767	920	13.08	0.47	0.59	0.70	19	15	13

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao1@swhysc.com">chentao1@swhysc.com</a>
华南	赵馨睿	0755-28332823	13530336936	<a href="mailto:zhaoxr@swsresearch.com">zhaoxr@swsresearch.com</a>
华北	李丹	010-66500631	13681212498	<a href="mailto:lidan4@swhysc.com">lidan4@swhysc.com</a>
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	<a href="mailto:huxinwen@swhysc.com">huxinwen@swhysc.com</a>

## 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。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

刘正 liuzheng@swsresearch.com  
史晋星 shijx@swsresearch.com  
梁姝雯 liangsw@swsresearch.com