

行业研究/年度策略

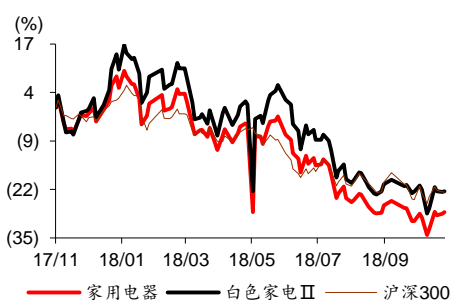
2018年11月16日

行业评级:

家用电器 增持 (首次)  
白色家电 II 增持 (首次)

**林寰宇** 执业证书编号: S0570518110001  
研究员 linhuanyu@htsc.com

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 重剑无锋，大巧不工

## 2019年家电行业投资策略

### 大消费板块的配置热度不减，给予家电行业及白电子行业增持评级

长期看好家电板块的业绩稳定性和大消费板块的长期配置价值。1) 我国经济规模大、耐用品消费意愿提升基础扎实。目前人均 GDP 仅相当于美国八十年代水平。2) 农村人口持续向上转移，消费习惯持续渗透。对标美国，中国市场资金属性发生变化，外资占比提升引导内资投资风格转向，大消费板块得到重视。过去 10 年美股市值占比提升最大的为可选消费(+15pct)，反映出中长期投资风格从过去过度偏重于成长性向消费性及业绩确定性转变。中国市场，市值前 50 大企业中日常消费 7%，而可选消费仅 5%，预计大消费行业配置价值持续提升，细分龙头将是未来板块配置的重要标的。

### 地产后周期因素影响几何？

预计未来地产行业低迷持续影响家电新增需求。一二三线城市 1-10 月商品房成交套数分别同比-4%、-17%、-2%。地产财富效应的减弱以及此前棚改货币化的逐步退出，增加了未来地产后周期的不确定性。

### 家电行业业绩周期性如何看待？

2018H1 行业业绩基数较高，预计 2019 年 H2 行业业绩增速会出现较明显恢复，行业竞争加剧，龙头企业压力有望向下传导、业绩稳定性高于二线品牌。尤其白电龙头拥有产业定价权，对渠道的控制力较强，低估值、低风险、稳健性强。龙头现金为王（家电上市企业中，共有 18 家货币现金超过 10 亿元，其中更有 5 家超过 100 亿元），低谷期风险应对能力优势明显，战略性进行产业多元融合、提升长期成长价值能力。

### 如何看 2019 年家电行业？

**空调：**2018H1 基数较高，目前行业库存处于偏高状态，龙头公司将继续抢占市场份额。**冰洗：**预计家电下乡更新周期到来，冰洗更新需求将稳步提升。**黑电：**面板价格低位徘徊，面板业绩具备弹性预期，有利于黑电龙头提升盈利能力。**厨电：**行业短期内可能受到地产后周期的需求抑制，未来增长将从品类及渠道扩张中体现。

### 2019 年家电趋势及建议关注公司

2019 年，预计家电龙头加大竞争力度，将逐步抢占二线品牌份额，销售费用或明显提升，全年促销频率或加快；关注地产政策变化，家电板块估值处于相对低位，但是业绩底部或将相对滞后；2018H1 为板块业绩相对高点，2019H1 业绩增速大概率放缓；部分细分行业可能出现负增长，全行业将进入个位数增长阶段。基于以上逻辑，我们首次覆盖给予家电行业及白电子行业增持评级。建议关注美的集团、格力电器、青岛海尔，三花智控，TCL 集团。

风险提示：宏观经济下行；地产后周期影响超出预期；原材料价格及人民币汇率不利波动。

## 正文目录

一、投资要件 .....	3
1.1 2018 年家电板块回顾 .....	3
1.1.1 “产业强者恒强，龙头防御为先”不断在财务业绩和产品市场上得到反映 ...	3
1.1.2 短期波动不改追求长期价值 .....	3
1.2 2019 年家电板块投资展望 .....	4
1.2.1 大消费是否还具备配置价值? .....	4
1.2.2 地产后周期性因素影响几何? .....	4
1.2.3 家电行业业绩周期性如何看待? .....	5
二、2018 家电：内外因素叠加，产业扰动加剧.....	6
2.1 经营性增长存忧，汇率及成本困境 .....	6
2.1.1 2018 年 Q1-Q3 营收、净利：龙头贡献提升，收入利润增速趋缓 .....	7
2.1.2 2018 年 Q1-Q3 盈利能力变化：压力下的逆势表现 .....	9
2.2 消费升级主题下的家电子板块竞争格局分化，白电格局最优 .....	11
2.2.1 白电：行业生态还在进一步优化，盈利稳健 .....	11
2.2.2 黑电：关注具备核心产业链公司，追求行业盈利稳健性 .....	13
2.2.3 小家电：小而美的产业，首先受到消费升级影响需求 .....	14
2.2.4 上游产业：细分领域众多，行业周期性影响较明显 .....	15
2.2.5 厨电：短期依然偏谨慎，扩展新品认知 .....	16
三、2019 家电：看好长期价值，寻找稳健性价值标的 .....	18
3.1 稳定业绩增长，主推长期配置 .....	18
3.1.1 经济发展水平决定消费的成长空间 .....	18
3.1.2 庞大人口基数的奠定成长基础 .....	19
3.1.3 美国大消费行业的市值变化，反观中国市场，配置价值持续存在 .....	20
3.2 地产后周期带来家电行业的中期调整 .....	22
3.2.1 地产后周期影响依然存在，拉动效应预计分化 .....	22
3.2.2 房价上涨趋势趋缓，房地产对其他消费的挤出效应短期或占主导 .....	24
3.3 行业周期性放缓，长期布局时点或将到来 .....	26
3.3.1 经营性快速增长潜力下降，关注盈利确定性 .....	26
3.3.2 新消费依然有热点 .....	31
3.3.3 全球化产业整合处于高景气，发掘未来协同效应 .....	35
风险提示 .....	37

## 一、投资要件

### 1.1 2018 年家电板块回顾

截止 11 月 7 日，家电板块 18 年累计下跌 26.82%，同期沪深 300 指数下跌 20.07%，上证综指下跌 20.13%，家电板块跑赢沪深 300 指数约 6.75 个百分点。虽然 18 年在内生需求放缓和外部影响（前期汇率和地产后周期）大幅波动影响，家电终端增速逐步减缓、库存进入上升区间，白电企业的收入增长有所缓和，但三大白电龙头防御性领先，预计类债属性将得到较强体现，在行业需求波动的环境中，呈现出更为稳定的表现。

#### 1.1.1 “产业强者恒强，龙头防御为先”不断在财务业绩和产品市场上得到反映

##### (1) 龙头企业盈利持续在高位，增速回归将成为常态

白电龙头把控产业链价值分布，同时由于行业渠道利益共担以及并表扩张的加速，营收规模继续创新高，同时三大白电业绩增速领先行业，依然是确定性较强的家电标的。

2018 年 Q1-Q3 家电板块整体营收 YOY+13.7%（2017 年同期为 YOY+32.3%），归母净利润 YOY+20.8%（2017 年同期为 YOY+24.1%）。分板块来看，收入和净利润增速的前三子板块均为：三大白电、小家电和厨卫电器。其中，三大白电 Q1-Q3 收入和净利润分别同比+17.2%、+26.0%。

##### (2) 行业护城河深厚，市场份额在弱势需求中再度提升。

龙头企业，不但在市场弱势中完成自身效率的提升，同时在外部市场中，消费者偏好向品牌优势维持转化，市场份额等市场变量均获得提升。2018 年 1-9 月，产业在线数据显示空调、冰箱洗衣机的龙头份额均有提升，其中，空调前三（格力、美的、海尔）累计市占率达 68.3%，YOY+0.7PCT；冰箱前三（海尔、美的和海信科龙）累计市场占有率达 56.1%，YOY+3.0PCT；洗衣机前二（海尔、美的）市场占有率达到 65.3%，YOY+3.5PCT。

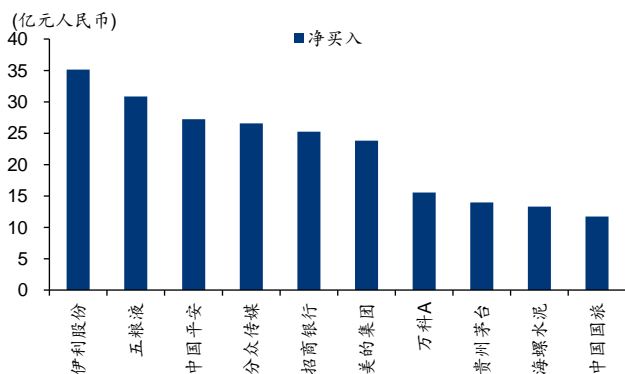
#### 1.1.2 短期波动不改追求长期价值

##### (1) 北上资金风险偏好依然群聚白马

大消费龙头中外资占比不断提升，股东风格结构趋于龙头化。同时北上资金依旧青睐家电白马，持股占比已经重新稳定上行。龙头股业绩稳定、基本面良好、安全性较强，不论从分红还是资产配置角度，均具备长期的投资价值，且家电龙头的估值水平有望支撑股价的向上修正。

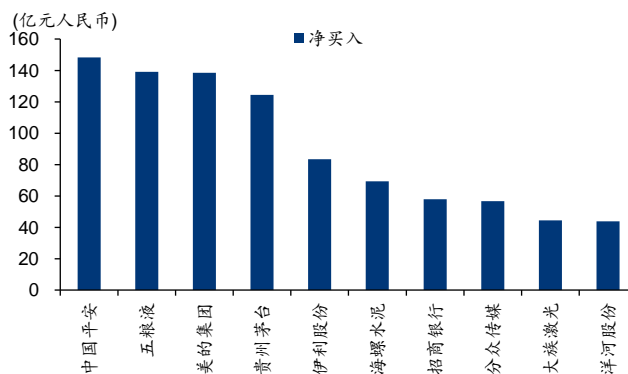
今年以来(截止 2018 年 11 月 8 号)北上资金流入前 10 名中，主要集中在大消费板块（5 只）、金融板块（2 只）。其中，美的集团净流入达到 138.55 亿元（期间沪深北上资金净流入合计为 2620.59 亿元，美的流入占比为 5.3%）。过去 3 个月流入前 10 名中，依然为大消费板块（4 只）、金融板块（2 只）流入领先，其中，美的集团净流入 23.78 亿元（期间沪深北上资金净流入合计为 655.39 亿元，美的流入占比为 3.6%）。

图表1：近 3 个月北上资金净买入（2018 年 8-10 月）



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表2：近 1 年北上资金净买入（2017 年 10 月-2018 年 10 月）



资料来源：wind，华泰证券研究所

(2) 家电龙头估值全面接近中长期相对底部

产业龙头估值接近历史相对底部，稳健价值凸显，安全性较强。我们认为板块中能持续获得较为稳定业绩增长龙头为市场估值震荡中错杀标的，其中，青岛海尔处于近 4 年相对低位(对比前期，公司在产品结构和渠道销售效率上已明显改观，盈利优化)、格力电器处于近 3 年相对低位(空调龙头地位巩固，产业定价权依旧)、美的集团处于近 2 年相对低位(因综合考虑机器人业务增长预期以及白电小家电龙头价值等)，对于强调稳健投资风格的大型基金和追求绝对收益的投资者，目前的估值水平有望支撑中长期的收益。

## 1.2 2019 年家电板块投资展望

- 1) 我们持续看好家电行业的长期稳定业绩增长，同时大众消费与品质化消费的双重叠加，将带来家电行业的持续升级，同时或优化盈利能力。
- 2) 地产的后周期因素预计还将在未来半年持续影响家电新增需求，区域差异也还将持续带动消费的升级和分层。
- 3) 家电行业经营性增速将明显放缓，但从盈利能力和周期性波动上看，家电龙头在盈利预期稳定，在市场不断寻找低估值、低风险标的的过程中，周期性进入防御属性，关注程度逐步提升。

因此我们关注：

### 1.2.1 大消费是否还具备配置价值？

(1) 中国经济实力基础扎实，人均消费能力提升为耐用品需求提供广阔空间

中国经济的整体规模或人均消费能力保持上行的趋势，继续推动耐用品消费。国家统计局数据显示，2017 年中国一二三线城市人均 GDP 仅相当于美国 1977-1988 年水平，而 1977 之后 20 年，美国正在经历经济规模增大、耐用品消费意愿提升阶段，耐用品消费持续高于人均 GDP 增速。

(2) 人口基数是消费市场的重要基础

一方面，1985 年前后新生代人口的周期性红利依然处于高峰期，消费能力与消费意愿的提升是最大的特点。另一方面，县城承接了最大规模的乡村人口的城市转移（使得四线及以下城市常住人口在 2009-2018 间增长 14630 万人），城镇化消费方式得到持续传导。

(3) 大消费行业配置价值持续突出

过去 10 年中，美股行业如果按照巴菲特以可选消费品划分苹果公司，2009-2018 年市值份额提升最大的行业分别为可选消费(+15 PCT)、信息技术(+14 PCT)，反映出中长期投资风格从过去过度偏重于成长性，向消费性及确定性的转变。

反观中国 A 股市场，截止 2018 年 11 月 12 日市值前三依然为金融(53%)、能源(13%)、日常消费行业(7%)，而可选消费仅占 5%，基于美股市场配置的趋势变化，我们预计可选消费板块的行业价值持续提升，龙头企业依然是未来板块配置比例提升的重要标的。

### 1.2.2 地产后周期性因素影响几何？

目前时点下，地产对于家电产品消费影响预计还将持续到 2019H1，既来自于房地产销售增速放缓后，直接导致具备地产后周期属性商品需求的抑制；也来自于地产通过对居民可支配收入的财富效应与挤出效应，间接影响居民消费。

(1) 地产销售低迷将持续，预计继续影响家电需求

国家统计局数据，一二三线城市 1-10 月商品房成交套数分别同比-4%、-17%、-2%，直接需求依然偏弱。全国住宅商品销售依然较弱，未来一段期间地产销售的直接影响还将延续。

## (2) 地产财富效应的弱化

居民杠杆与房价同时提升，曾经是居民财富提升的重要方式。但随着房价的上涨停滞（国家统计局数据显示，在 2017 年 10 月之后，一线城市地产价格基本停滞），地产带来的财富效应或大幅减弱，甚至杠杆的财富作用可能反转。

### 1.2.3 家电行业业绩周期性如何看待？

短期上，家电上市公司经营性增长或见高点。从周期角度来看，毛利率和地产的影响依然偏负面，19 年的观点保持谨慎乐观，基于市场成熟度、盈利稳定性及需求弹性变化，我们认为龙头的防御性远高于 2-3 线品类。

#### (1) 细分行业关注业绩稳健的品种

**白电关注空调未来增速，空调寡头垄断下，长期形成的护城河不断提升抗风险能力与份额优势。**综合来说，白电龙头企业在规模、现金流、品牌、渠道等方面拥有明显优势，更能够抵御需求低迷，同时自身在渠道、品牌以及资金上优势，在弱市中能够挤占更多份额，扩大领先优势。

**黑电行业龙头产业链越完备，抵抗原材料价格波动与价格竞争越强，盈利稳健性越高。**我们认为国内黑电龙头已经具备面板与电视产业协同一体的实力，能更为有效地抵抗原材料价格波动周期，盈利增长稳健性更强。

**小家电行业延续结构性市场增长，关注具备研发能力和市场营销能力的企业。**线上渠道拓展客户覆盖面，口碑性宣传实现细分领域爆款，具备新兴产品研发能力且消费者教育成熟度高的公司增长弹性领先。

**上游零部件中具备技术领先性与研发门槛的产品品类增长领先，关注跨行业带来的增长空间。**对标海外上游龙头企业，通过扩大品类、增强研发、转型系统解决方案供应商，显著提升议价能力与客户粘性，重点关注行业中具备技术领先性、研发能力和收购兼并能力的企业。

**厨电行业短期内还将受到地产后周期的需求抑制，中长期关注具备新零售业态融合企业。**从行业保有量以及生活方式转变上看，农村乡镇市场成长空间大于城市市场，支撑起厨电中长期需求，但也需要厨电企业有更强的渠道下沉和产品覆盖能力。

#### (2) 新消费热点下，差异性挖掘行业高弹性标的

消费分层与消费升级的双周期驱动下，家电行业消费特征呈现出传统产品稳健发展，新兴领域快速渗透的格局。新兴品牌凭借线上流量红利和差异化的产品策略在市场中获得一席之地，并在家电基本生活需求向品质生活需求转变的过程中快速成长。

#### (3) 现金为王，提升整合能力

传统家电企业属于典型现金牛（截止 2018 年 3 季度，共有 18 家企业账面货币现金超过 10 亿元，其中更有 5 家企业现金超过 100 亿元。），“横向”整合与产业“纵向”融合并进，我们认为产业低谷期进行产业相关多元化融合、实现产业链价值提升，将成为产业龙头收入和盈利能力提升的有利推动力。

## 二、2018 家电：内外因素叠加，产业扰动加剧

### 2.1 经营性增长存忧，汇率及成本困境

2018年Q1-Q3，三大白电龙头防御性领先，在行业需求波动的环境中，呈现出更为稳定的表现。

图表3：分公司营收及利润增速，白电龙头稳健性及增长稳健性均处于领导地位

分类	证券简称	证券代码	2018年Q3 营收同比	2018年Q1-Q3 营收同比	2018年Q3 归母 净利润同比	2018年Q1-Q3 归母净利润增速
白电	美的集团	000333.SZ	1.0%	10.1%	18.5%	19.3%
白电	格力电器	000651.SZ	38.5%	34.1%	38.3%	36.6%
白电	青岛海尔	600690.SH	11.5%	12.8%	10.1%	9.4%
白电	小天鹅A	000418.SZ	-0.9%	9.0%	8.2%	17.9%
白电	海信家电	000921.SZ	-4.0%	9.1%	-65.2%	-32.3%
白电	长虹美菱	000521.SZ	-14.7%	0.5%	-46.9%	-45.4%
白电	惠而浦	600983.SH	0.2%	-5.3%	122.8%	725.9%
厨卫	老板电器	002508.SZ	6.0%	8.1%	-3.1%	5.3%
厨卫	华帝股份	002035.SZ	7.0%	13.8%	31.3%	41.9%
厨卫	万和电气	002543.SZ	-4.4%	13.5%	50.2%	34.0%
厨卫	浙江美大	002677.SZ	31.5%	42.5%	24.5%	36.9%
厨卫	日出东方	603366.SH	16.7%	18.1%	-577.8%	-151.7%
黑电	TCL集团	000100.SZ	-1.1%	0.0%	3.6%	30.6%
黑电	海信电器	600060.SH	4.4%	3.8%	-91.6%	-39.3%
黑电	四川长虹	600839.SH	-3.1%	5.5%	1383.7%	43.9%
黑电	深康佳A	000016.SZ	38.6%	47.6%	-10.1%	233.6%
黑电	兆驰股份	002429.SZ	16.5%	35.0%	-28.7%	-27.4%
黑电	创维数字	000810.SZ	12.8%	6.4%	1334.0%	370.6%
上游	长虹华意	000404.SZ	7.9%	8.3%	137.5%	-47.8%
上游	三花智控	002050.SZ	14.6%	15.0%	-6.2%	4.5%
上游	康盛股份	002418.SZ	-49.2%	-16.3%	-99.3%	-104.8%
上游	海立股份	600619.SH	0.1%	21.4%	-61.0%	1.5%
上游	奋达科技	002681.SZ	11.4%	34.4%	-21.6%	-5.9%
上游	地尔汉宇	300403.SZ	11.2%	3.1%	67.7%	-5.7%
小家电	苏泊尔	002032.SZ	23.6%	24.7%	20.2%	21.8%
小家电	九阳股份	002242.SZ	0.1%	7.3%	12.3%	5.7%
小家电	新宝股份	002705.SZ	4.6%	1.2%	59.2%	8.0%
小家电	莱克电气	603355.SH	-0.3%	5.9%	173.2%	23.4%
小家电	飞科电器	603868.SH	6.7%	5.8%	0.7%	3.5%
小家电	爱仕达	002403.SZ	1.0%	5.6%	-18.8%	0.9%
小家电	乐金健康	300247.SZ	-30.3%	-4.4%	-8.3%	-9.4%
小家电	荣泰健康	603579.SH	14.6%	37.6%	-2.9%	18.6%
小家电	科沃斯	603486.SH	28.0%	28.2%	49.4%	33.8%

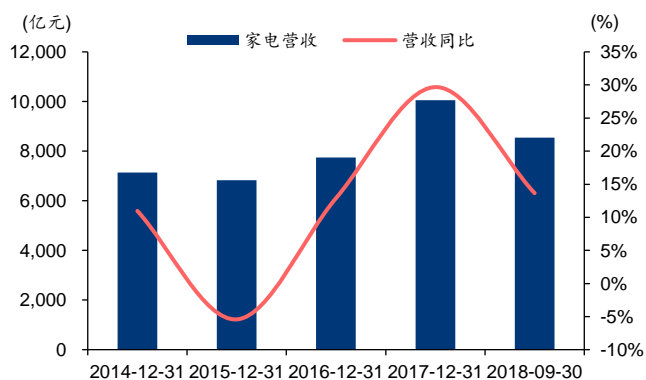
资料来源：wind，华泰证券研究所

### 2.1.1 2018 年 Q1-Q3 营收、净利：龙头贡献提升，收入利润增速趋缓

2018 年 Q1-Q3 家电板块整体营收 YOY+13.7% (2017 年同期为 YOY+32.3%)，归母净利润 YOY+20.8% (2017 年同期为 YOY+24.1%)。前三季度，一方面，内生需求上，由于空调内销在 17 年透支部分需求，18 年终端增速逐步减缓，库存进入上升区间，白电企业的收入增长有所缓和。另一方面，外部影响因素中，人民币贬值虽然带来了海外收入的增厚，但地产后周期的影响全方位存在，整体家电需求受到一定抑制，依然影响了收入的增长。

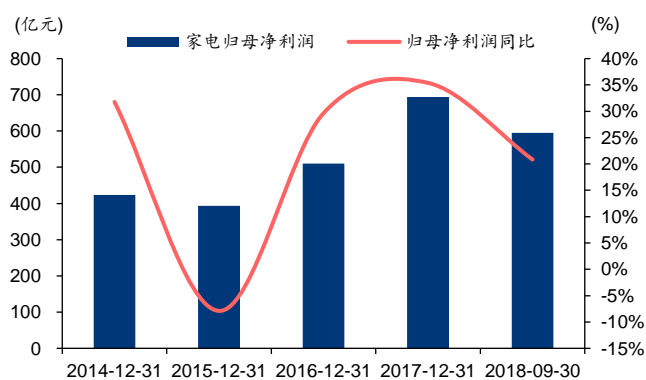
前 3 季度，家电行业整体为毛利率 24.4%，同比下降 0.2 个百分点。整体来看，家电行业毛利率虽然较 2017 年有所下滑，主要的影响来自于三大白电的毛利率变化。事实上，主要由于青岛海尔根据会计准则的变化要求（具有海外上市子公司的企业优先执行）进行了收入确认的调整，影响了报表表现。如果还原到原口径下，进行同比比较，整体毛利率水平保持稳定。同时，三大白电在占板块 57%收入的情况下，贡献了超过 75%的利润，全面主导了净利润的同比表现。

图表4：家电板块收入增速继续回落



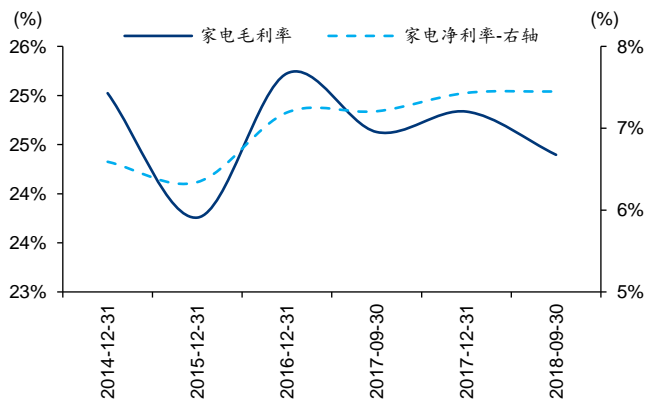
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表5：家电表现稳健，巩固了归母净利润的增长。



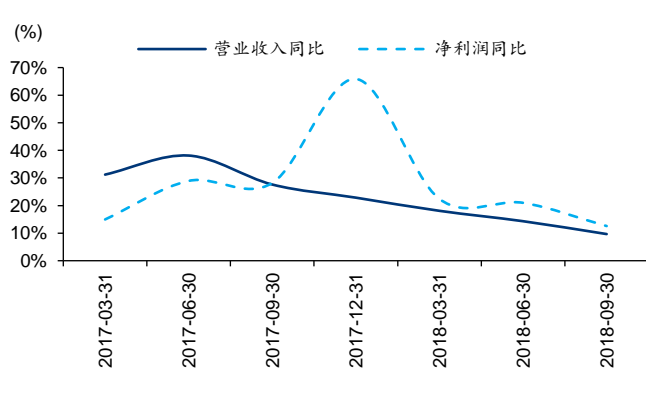
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表6：毛利率由于海尔的会计政策调整而有多下降



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表7：三大白电均面临收入和净利润增速趋缓



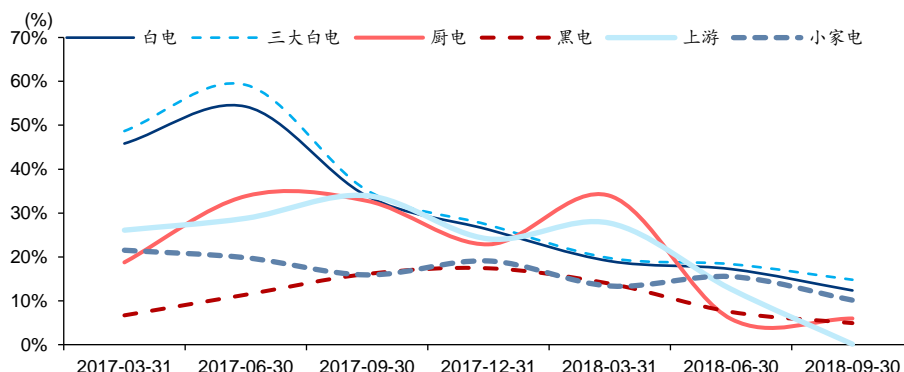
资料来源：wind，华泰证券研究所

#### (1) 收入端：

**优选白电龙头，收入增速依然领先。**分季度收入增速的逐步下行，反映了地产后周期影响下的家电产业内细分领域的景气度差异，以及需求减缓背景下，以白电龙头企业为主的产业链及竞争格局优势。

从历史上看，白电龙头份额在市场弱势环境下，往往表现更佳。2015 年空调行业整体经历去库存，阶段性的收入下行并没有改变龙头企业把控产业链优势的地位，在各个景气阶段均表现出超越行业的收入表现。

**图表8： 季度收入同比均进入较为稳健增长阶段**



资料来源：wind，华泰证券研究所

分板块来看，2018 年 Q1-Q3 收入增速的前三子板块分别是：白电（三大白电）、小家电和厨卫电器。

**图表9： 2018 年 Q1-Q3 年分板块营收增速：三大白电领衔**

板块分类	2018 年 Q1-Q3 营收(亿元)	2018 年 Q1-Q3 营收同比	2018 年 Q3 营收同比
白电	5,567.08	15.8%	12.4%
三大白电	4,925.94	17.2%	14.8%
厨卫	185.31	13.6%	6.0%
黑电	2,089.27	8.4%	4.9%
上游	300.61	13.0%	0.1%
小家电	406.64	13.7%	10.1%

资料来源：wind，华泰证券研究所

**空调收入的扩张在 18 新冷年开启之后逐步降温，标志着从 16 年下半年开始的空调补库存周期进入尾声，内销进入温和增长周期。**短期内，行业增长空间受到限制（地产因素和需求透支因素），但是中长期来看，我们认为，保有量提升是未来 10 年左右销量提升最明确的驱动因子，因此预计内销延续了温和增长走势；而外销在人民币汇率的优势引导下，整体复苏情况超预期，保持了稳健增长。

**黑电需求维持了一定的韧性，体育大年及外销增长巩固了需求增长。**且随着市场库存消化，以及市场竞争的相对缓和，内销市场上，高端化较明显的厂商销售逐步企稳，同时外销在人民币汇率优势提升的情况下，相对优势凸显。

**小家电全面的拥抱渠道变革，把握终端市场需求。**相较而言，小家电板块在渠道变革中走的更快，在线上和线下渠道的战略转变更为彻底。一方面，线下渠道趋于扁平化，强化自身的终端建设，减少中间层级，让利消费者。另一方面，线上渠道多点开花的情况下，全面化布局，强化线上细分市场的把握，依然能够获取线上红利。同时，细分龙头企业对新品类的重视程度不断上升，消费者教育逐步跨过规模拐点，已经呈现出新的市场空间。

**厨卫行业作为地产后周期中影响最为直接品种之一，三季度收入增速下滑最为明显。**前期虽然一二线城市已经面临地产调控压力，但是由于三四线城市渠道建设以及线上渠道扩张，收入增速依然可观。但是随着三四线城市棚改政策的不确定程度提升，行业景气度受到了明显，短期内依然谨慎看待。

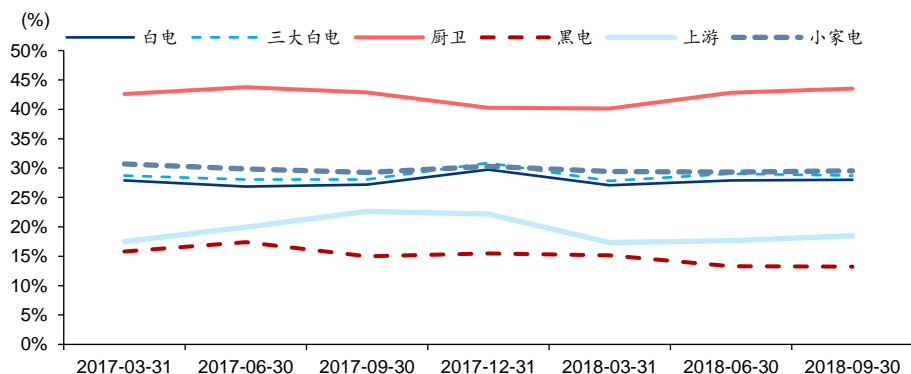
**上游行业收入增长很大程度上取决于中端制造对下游需求的感知。**在旺季中游放大需求和淡季中游去库存的效应中，上游行业的收入波动性加大。



### 2.1.2 2018 年 Q1-Q3 盈利能力变化：压力下的逆势表现

家电行业各个细分领域中，白电、小家电、厨电毛利率表现更为稳定，而黑电、上游由于议价较弱，毛利率有明显下行。同时，人民币汇率在上半年与下半年的过山车表现，预计使得美元定价产品在下半年海外销售的毛利上行，一定程度上实现盈利改善。

图表10： 季度毛利率上游及黑电由于议价能力较弱，盈利波动性明显



资料来源：wind，华泰证券研究所

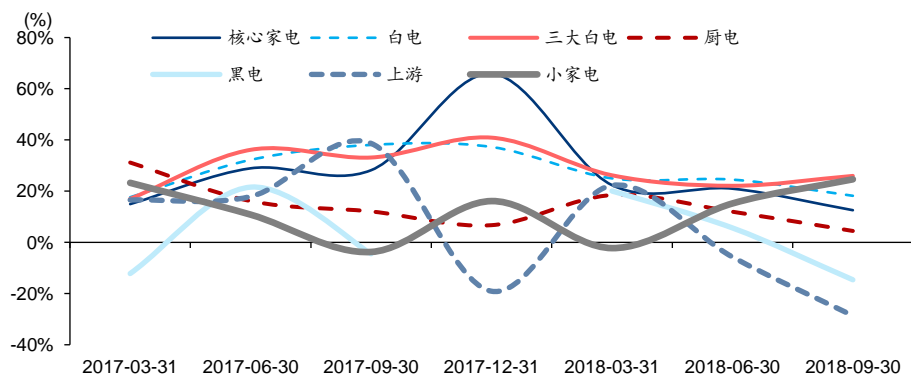
图表11： 2018Q1-Q3，行业竞争格局决定了白电毛利率的稳定程度

板块分类	2018 年 Q1-Q3 毛利率	2017 年 Q1-Q3 毛利率	变化 (PCT)
白电	27.7%	27.3%	0.4%
三大白电	28.6%	28.3%	0.4%
厨卫	42.2%	43.1%	-0.9%
黑电	13.9%	16.0%	-2.1%
上游	17.8%	20.4%	-2.6%
小家电	30.0%	30.2%	-0.2%

资料来源：wind，华泰证券研究所

白电龙头抵御市场风险能力居前列，净利润增速波澜不惊。而其他细分品类均表现出行业成熟度较低、成本影响较大的特点，净利润增长波动明显。

图表12： 单季度净利润增速稳定性白电领先



备注：作图时剔除了黑电 2017-12-31 增速数据，为 397.3%

资料来源：wind，华泰证券研究所

分板块来看，2018 年 Q1-Q3 净利润增速的前三子板块分别是：三大白电、小家电和厨卫。其中，三大白电在低景气周期中，Q1-Q3 净利润增长依领先，YOY+26.0%。

**图表13： 2018年Q1-Q3分板块净利润增速：白电防御性居首位**

板块分类	2018年Q1-Q3净利润(亿元)	2018年Q1-Q3净利润增速	2018年Q3净利润增速
白电	480.83	23.3%	18.2%
三大白电	451.45	25.2%	26.0%
厨卫	20.28	12.1%	4.5%
黑电	40.75	22.9%	-14.6%
上游	16.66	12.8%	-28.6%
小家电	36.22	13.7%	24.6%

资料来源：wind，华泰证券研究所

- 1) **白电龙头企业保持产业链核心地位，对上游供应商有强议价能力，而与渠道商有较强的利益捆绑关系。**因此，龙头厂商销售费用率配比毛利率波动，利润受影响更小；另一方面，人民币汇率变化提升海外市场盈利能力，全球化扩张的协同效应也有所凸显。
- 2) **黑电企业净利润增长偏弱，但内生性盈利能力提升。**面板价格较高位有明显下降，电视业务内生的盈利能力已经大幅改善，其毛利率也已经呈现出较大改善，但短期的营销支出以及部分企业的并表费用支出拖累了利润的提升。
- 3) **小家电企业在新产品拓展和原有产品品类扩张中，不断提升盈利能力。**消费者对于消费升级的需求在小家电产品上优先体现，一方面，小家电产品平均价格较低，创新性产品提价对消费者负担成本较低。另一方面，线上渠道为新产品提供了更优的切入路径，因此线上收入占比更高，提升了产品毛利率水平。
- 4) **厨卫行业由于太阳能热水行业冲击，对行业盈利形成拖累。**厨电行业由于一二线城市在地产调控以来需求放缓、竞争加剧，以一二线为主的企业加大了营销等费用投入，影响业绩增长。而事实上，以三四线市场为主的厨电企业仍处于市场扩张期，价量提升对于整体业绩依然有推动。而卫浴电器中由于日出东方主业太阳能热水业务的成本端影响较为明显，拖累了行业盈利表现。
- 5) **上游行业议价能力较弱，利润增长存在明显压力。**目前家电产业龙头企业一体化配套能力强，中端制造业集中度以及配件的可替代性强，对于上游有更强的议价能力，上游行业的收入波动性加大。

## 2.2 消费升级主题下的家电子板块竞争格局分化，白电格局最优

我们认为消费升级趋势延续，中高端家电产品为代表的消费领域在中长期内依然偏乐观。中长周期下，核心驱动因素影响偏中性：

(1) 居民收入影响偏正面：经济增长的新常态化，更富裕和时尚精英的中产阶级的不断壮大，扩大了具备高端消费能力的人口基数，中产阶级对于时尚、高品质、凸显身份产品的消费意愿也在不断增大，他们正是代表着中国消费升级的中坚力量。

(2) 人口结构性变动影响偏正面：新生代消费意愿提升。尤其是以年轻千禧一代和 Z 世代（1982 年-2000 年年出生人群）购买意愿明显强于过去，他们对时尚精通，并关注对消费品牌、消费档次等信息，中高端差异化消费将再成为拉动社会消费品零售提升的因素。

### 2.2.1 白电：行业生态还在进一步优化，盈利稳健

白电行业资源持续向龙头集中，冰、洗、空为主的白电行业市场集中度较高，空调双寡头（格力、美的）、冰箱三大厂商（海尔、美的、海信）、洗衣机两大厂商（海尔、小天鹅）格局基本形成，格力、美的、海尔三大龙头在分销渠道的护城河持续巩固，份额继续实现提升。

**乐观因素：**一方面，分销渠道充分下沉，覆盖网络已经较为全面，经销商忠诚度领先，且与厂商的利益一致，在行业需求缓和期，成为企业业绩增速的缓和器。另一方面，线下渠道资源大多由龙头企业把控，线上渠道的冲击不影响竞争格局的整体优势。

**悲观因素：**地产后周期的外延性影响依然存在，短期内新增需求增速下滑，更新需求在经济增长 L 型走势下，增长缓慢。部分小品牌在市场高点进入市场，以低价争夺乡镇农村市场，影响行业市场秩序，削弱产品信心。

我们认为虽然短期来看，行业受到外部因素的压制，盈利能力受到波动性影响，但是白电行业整体稳健性强，在销量、利润的上升趋势基本形成，结构性的优化需求快速增长，具备技术优势龙头受益。

#### (1) 白电行业供需变化趋缓，龙头份额维持领先态势

空调行业本轮产能扩张主要集中于 17 年开始，18 年新增产能基本实现投产（主要为奥克斯与海尔），未来新产能继续投产的预期减弱。短期来看，16 年开始的空调行业去库存带动了本次供给提升，中长期来看，空调行业依然关注于国内保有量提升的空间。

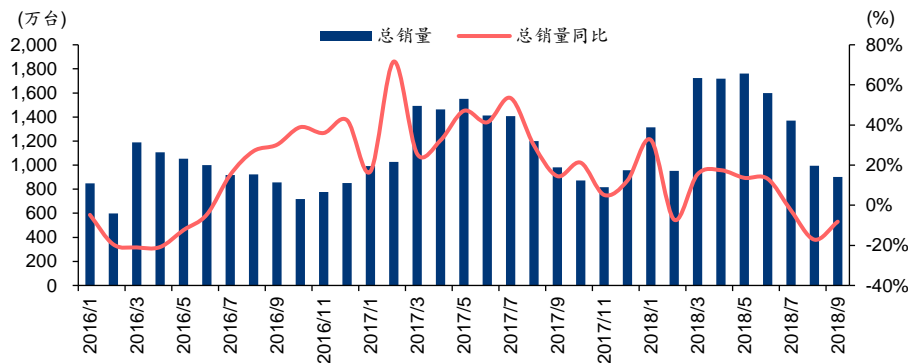
图表14： 海尔与奥克斯在 2017-2018 年的产能投放情况

主要公司	已有产能	2017-18 年主要产能投放
青岛海尔	截止 2018 年 9 月 31 日，公司有郑州、胶州、合肥、重庆、武汉等空调产业基地。 其中，主要为郑州 600 万套空调产能、胶州 300 万套产能、重庆 200 万套	1) 预计至 2020 年下半年完成，海尔（郑州）创新产业园空调生产基地智能制造升级项目，柜内机产能提升 65 万套/年，外机设备产能提升 32.5 万套/年 2) 2018 年 9 月，海尔胶州创新产业园空调智能制造升级项目，项目改造后将达到 300 万套/年的生产能力（新增产能 100 万台/年） 3) 2018 年下半年完成，合肥海尔空调器有限公司年新增 200 万套节能环保型空调项目（新增产能 200 万台/年） 4) 2018 年下半年完成，合肥市经济技术开发区设备升级，并增加 150 万台/年高端家用中央空调产能
奥克斯	截止 2017 年 9 月，公司有宁波、南昌、天津三大产业基地，空调总产能为 1218 万套 其中，主要为宁波 500 万套产能、南昌 500 万套产能和天津 90 万套产能	1) 南昌年产 800 万套智能家用空调扩产项目竣工（产能提升 300 万套） 2) 宁波年产 600 万套空调扩建工程竣工（产能提升 100 万套） 3) 天津年产 260 万套家用空调项目竣工（产能提升 260 万套）

资料来源：海尔官网，青岛海尔股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券申请文件，奥克斯集团有限公司 2018 年度第二期中期票据募集说明书，奥克斯官网，华泰证券研究所

空调行业短期需求增量减缓趋势明显，产业在线统计数据显示 2018 年 7-9 月空调内销出货数据均为下滑。在地产后周期影响下，预期未来 1 年空调出货增量仅为个位数增长。但从长期角度来看，我们认为，保有量提升空间依然明确。

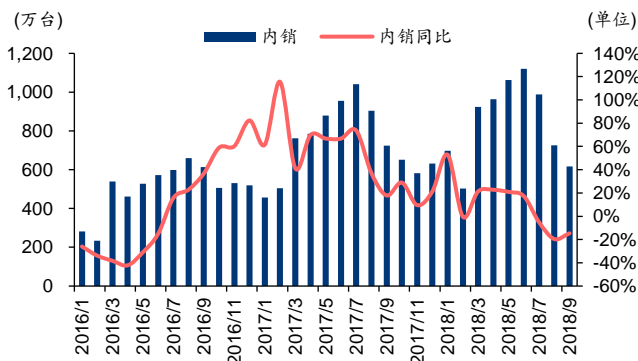
**图表15： 空调行业总销量增速下行，内销进入温和增长长期**



资料来源：产业在线，华泰证券研究所

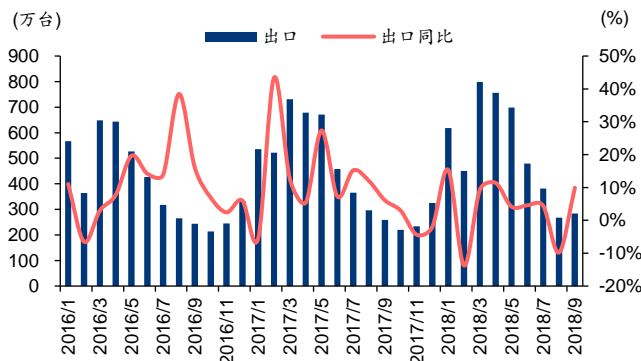
空调行业市场内销前3（格力、美的、海尔）市场地位稳固，在产品力、品牌力和分销渠道的巩固下，份额逆势提升。部分互联网企业在市场高位进入，但是缺乏核心制造与渠道分销能力，对于行业竞争格局影响较小。

**图表16： 内销增速自2017年2月之后，持续下行**



资料来源：产业在线，华泰证券研究所

**图表17： 外销在人民币汇率影响下，有所回暖。**

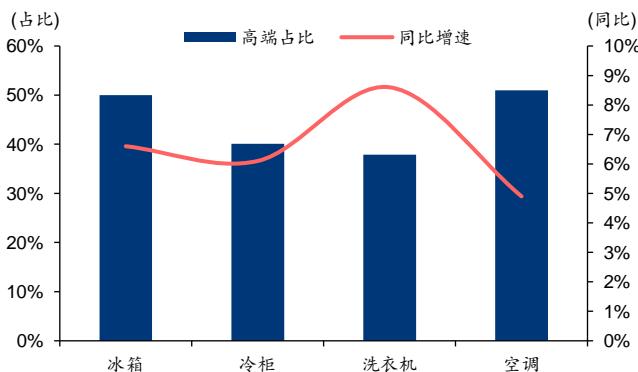


资料来源：产业在线，华泰证券研究所

**(2) 白电更新周期带动高端产品消费**

大白电产品中冰箱、洗衣机渗透率已经进入高位多年，产品替代周期也逐步到来，收入水平提升巩固了冰洗产品更新中结构性升级的基础，使得表现出高端化增速更为明显的特点。

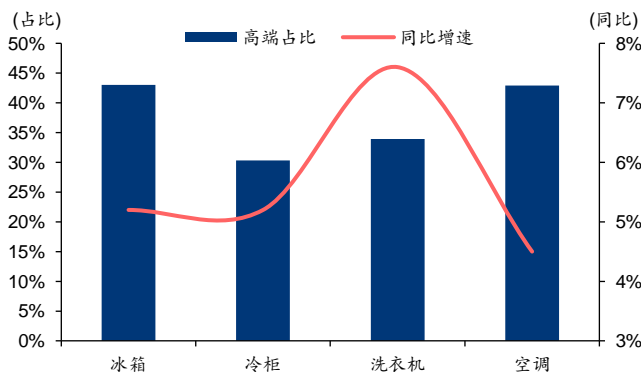
**图表18： 2018年9月大白电高端产品增速**



高端定义：冰箱 6000+，冷柜 2000+，洗衣机（波轮 3000+，滚筒 5000+），空调（挂机 4000+，柜机 9000+）

资料来源：奥维云网，华泰证券研究所

**图表19： 2018年1-9月大白电高端产品增速**



资料来源：奥维云网，华泰证券研究所

**2.2.2 黑电：关注具备核心产业链公司，追求行业盈利稳健性**

**寻找行业波动性中的稳健因子：产业链越完备，盈利越确定。**

国内电视厂商大多数缺乏上游产业链协同，盈利能力受到产业链制约。同时下游市场份额优势并不明显，竞争环境持续影响相对表现。未来产业一体化协同，将带来整体价值的回归提升。

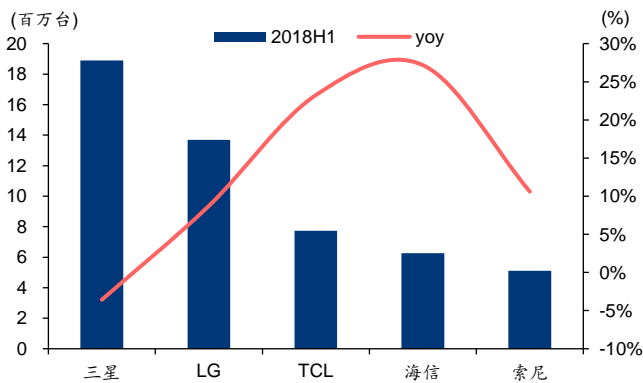
**乐观因素：**消费升级带来的电视平均尺寸与分辨率的提升在中长期内依然能支撑行业需求。部分龙头企业在面板与电视产业协同能力显现，盈利确定性值得关注，提升整体价值。

**悲观因素：**黑电需求在体育需求刺激减弱后逐步放缓，且行业受到面板价格扰动。而海外市场拓展是收入规模化扩展的关键，但受到人民币汇率及贸易政策影响，短期存在明显不确定性。

**电视需求端：行业环比增速缓和，但国内场厂商有超预期增长。且中长期高端引领带来更优收益质量。**

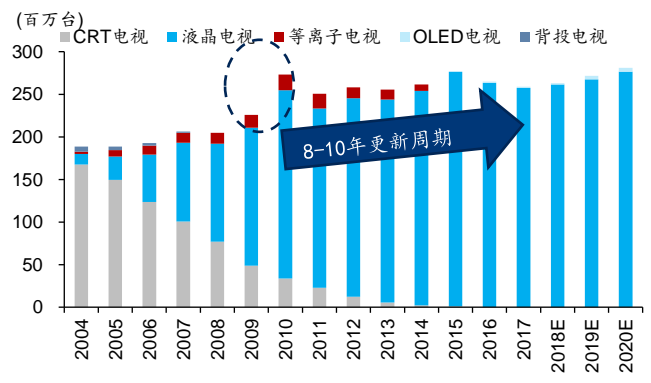
短期来体育赛事需求环比缓和，但国内电视龙头表现突出。中长期来看，产品升级及更新周期来临，高端产品将得到差异化增长。液晶电视在使用8-10年后，更新周期已经来临。预计高分辨率和大尺寸更受市场关注，高端电视产品销售占比提升，有望优化盈利水平。

**图表20：虽然短期环比下滑，但同比国内厂商表现依旧突出**



资料来源：Witsview, 华泰证券研究所

**图表21：中长期内，液晶电视需求增长依然是重要基本盘，更新周期带来高端产品增速差异化领先**

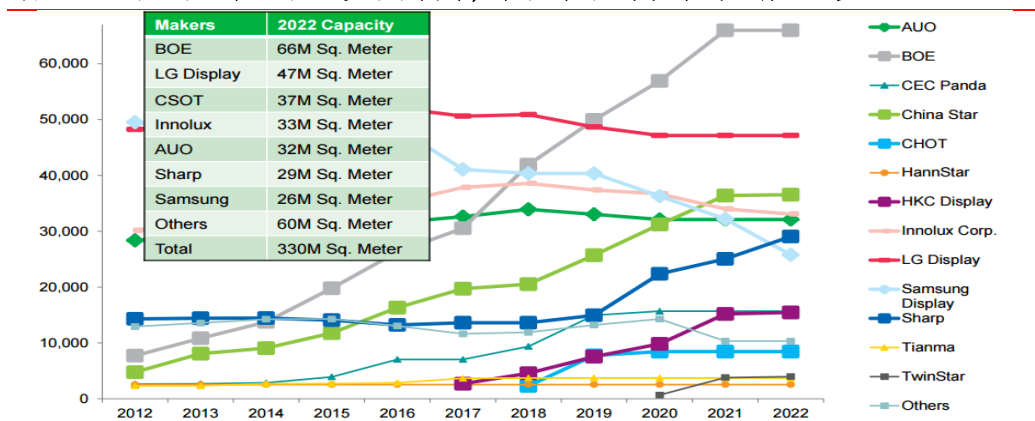


资料来源：IHS, 华泰证券研究所

**面板供给端：面板国内产能持续补足，品牌商成本端压力缓和**

国内电视面板供给端随着产能投放持续扩张，根据在建产能规划，预计2022年国内将拥有9条G8.5线、4条G8.6线、5条G10.5/11线投产，形成低、中、高端电视面板中均有相应充足供应能力，虽然导致短期供过于求的形势，但国内面板厂目前拥有的成本优势将推动行业对海外低端产能出清，同时随着规模化投产和生产配套的优化，在中长期内竞争环境依然向也将向利于国内厂商的方向发展。

**图表22: 全球液晶面板产能将进一步向国内集中, 韩国、中国台湾等地产商预计产能逐步退出**



资料来源: IHS Markit, 华泰证券研究所 备注: AUO—友达、BOE—京东方、CECPanda—中电熊猫、China Star—华星光电、CHOT—彩虹光电、HannStar—瀚宇彩晶、HKC—惠科、Innolux—群创、Tianma—深天马、Twinstar—印度面板公司

**2.2.3 小家电: 小而美的产业, 首先受到消费升级影响需求**

小家电产品各个细分领域差异明显, 整体表现出新兴产品且有市场热点的品类增速领先。线上渠道扩张了小家电行业的客户覆盖面, 加速了爆款产品在短时间内传能。家电标准化制造与局部产能过剩, 小家电公司能以轻资产方式运营, 仅仅把控品牌、产品设计、品质控制等核心流程, 降低费用和成本, 为用户提供更具性价比的产品。

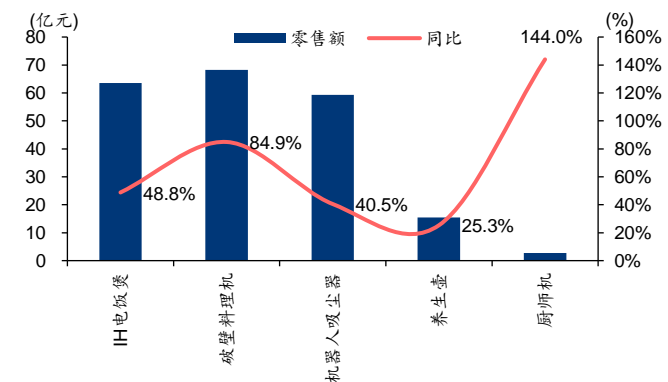
**乐观因素:** 新时代人群对小家电个性化需求持续提升, 线上渠道的有效下沉使得新兴产品的触点大幅扩张, 社交网络的全面覆盖也在加速消费者教育, 因此整体上提升了各个品类的增长天花板, 各个细分品类中均有爆款出现。

**悲观因素:** 产品门槛低, 细分市场规模有限, 在众多品牌加入市场后, 竞争格局有所恶化。同时, 海外需求存在不确定性, 贸易政策与人民币汇率的扰动持续存在。

**需求端:** 细分领域爆款层出, 关注细分领域具备产品创新力、品牌营销力与渠道广覆盖的公司。

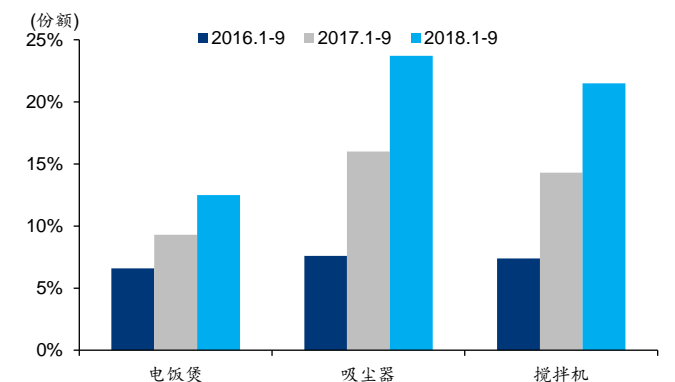
小家电产品上消费者尝鲜的动力更强, 部分传统产品通过新功能升级和优化, 大幅提升消费者体验, 持续提升了产品增长空间。以吸尘器为例, 在以戴森为代表的高端产品及品牌效应的促进下, 持续性的消费者口碑宣传带动了吸尘器行业及其高端品类的高速增长。

**图表23: 细分产品市场增长超预期 (2018年1-9月)**



资料来源: 中怡康时代, 华泰证券研究所

**图表24: 高端化产品更受青睐**



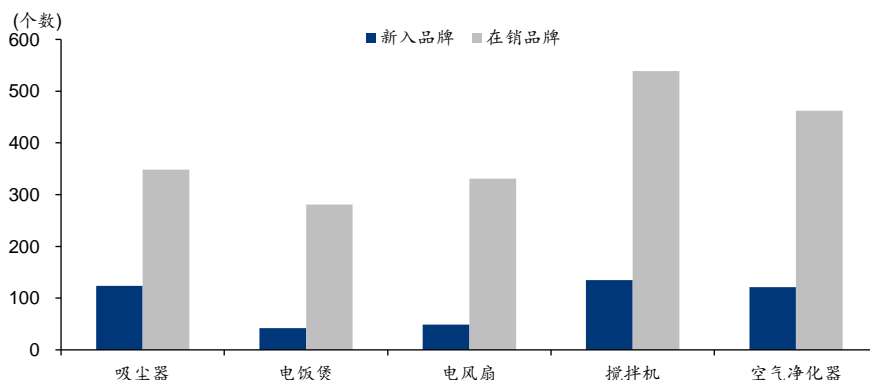
高端定义: 电饭煲>800;吸尘器>2999;搅拌机>1599.

资料来源: 中怡康时代, 华泰证券研究所

**供给端：众多品牌涌入市场，行业竞争加剧**

小家电行业需求优化，吸引了众多品牌进入，短期内加剧行业竞争。但是我们认为，一方面，消费者要求提升，市场淘汰速度加快；另一方面，在零售业态升级，线上增速逐步放缓，线上线下融合强化的情况下，网点分布更广、直达用户能力更强的企业才能确保在激烈竞争中更优质的用户购物体验。因此，品牌、资金具备优势的市场头部企业对抗行业内生、外生风险的能力更强，更能脱颖而出。

**图表25：2018年小家电市场需求高涨，众多品牌涌入，但也激化市场竞争态势**



资料来源：中怡康时代，华泰证券研究所

**2.2.4 上游产业：细分领域众多，行业周期性影响较明显**

上游零部件行业分散，单一零部件供应商占比往往较低，所处的产业链点位议价能力较弱，整体盈利能力受到行业周期性波动影响比较明显。对标海外龙头企业，如艾默生、丹佛斯等已经从单一零部件供应向综合性解决方案供应商转变，产品综合化、多元化，更具核心竞争力与议价能力。

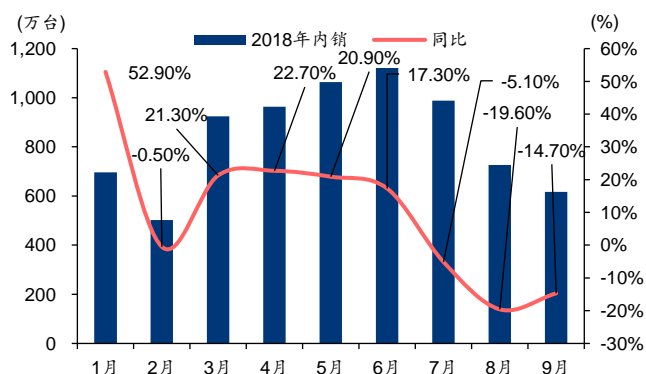
**乐观因素：**部分具备核心研发能力和技术领先性的零部件厂商，围绕主营业务进行相关多元化，将原有的零部件优势向不同的需求领域扩展，提升非竞争性的市场供应能力，优化盈利能力。

**悲观因素：**市场需求波动既受到终端需求影响，也受到中游制造的库存波动影响，且产业链地位层次不齐，行业确定性弱于中游企业。

**需求端：受到中游需求的波动影响**

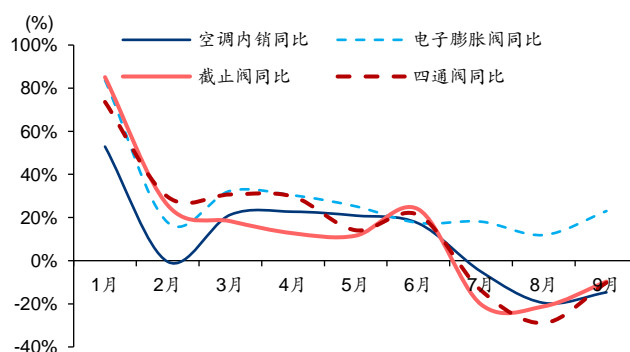
四通阀、截止阀行业逐渐步入成熟期，结构性的增速差异还将延续。而电子膨胀阀受益于中游需求的弹性较小，且技术含量较高，依然处于成长期。

**图表26：家用空调月度销量7月份以来销量增速转负**



资料来源：产业在线，华泰证券研究所

**图表27：除电子膨胀阀之外，其他阀门部件销量均处于下滑中**



资料来源：产业在线，华泰证券研究所

**供给端：向海外龙头看齐，逐步综合解决方案供应商**

海外零部件龙头企业（艾默生、丹佛斯）综合产品能力突出，能够为客户提供一站式系统解决方案，国内企业大多仅具备单一零部件供应能力，但在成本领先和内销市场优势下，本土企业有望在实现细分部件份额领先的情况，通过品类拓展、客户拓展和收购兼并的方式，进入更多的市场领域，提升企业的规模化成长空间。

**2.2.5 厨电：短期依然偏谨慎，扩展新品认知**

厨电行业由于具有装修前装属性，在短期内受到地产后周期的需求抑制。但从行业保有量上看，农村乡镇市场成长空间依然明显，且正在经历城市生活方式向农村渗透的过程，支撑中长期保有量提升。因此行业竞争进入渠道下沉与品类拓展的新阶段，促使厨电零售新业态的发展。不但要求参与者通过线上渠道扩展，也需要推动专卖店建设，加强在三四线城市的覆盖。

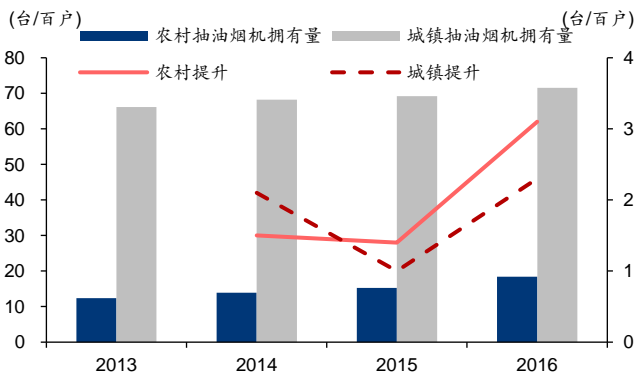
**乐观因素：**厨电行业集中度依然较低，受到地产影响下的厨电需求量的萎缩，使得刚需消费者更偏好于选择具有品牌知名度的产品，有利于龙头企业提升市场份额。另一方面，在三四级市场的品牌渠道建设加速，营销推广叠加消费者品牌认知度提升，有望实现结构性的扩张，提供增量成长空间。

**悲观因素：**厨电行业由于具有较强的前装属性，较其他家电子行业表现出与地产更高的相关性，目前依然处于地产后周期的影响之下。

**需求端：传统品类整体表现不及预期，但是新兴品类依然有突出表现**

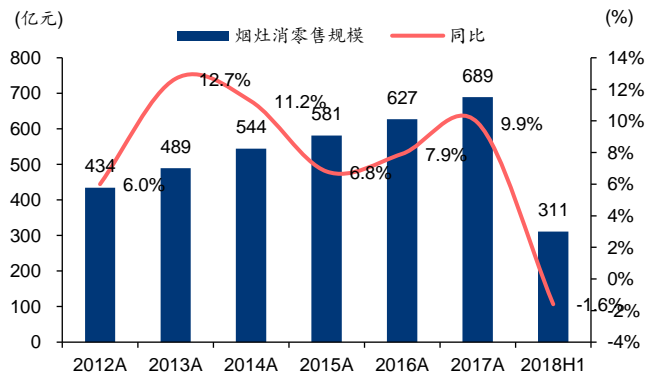
随着地产成交量的增速下行，厨电行业传统产品的总体销售规模下滑。同时厨电城镇市场保有量已经进入瓶颈期，烟机宣传以大吸力、免拆洗或自动清洗为主，主要功能上差异较小。反观农村市场，保有量提升的预期明显优于城镇，且对于功能需求单一，渠道是获取农村市场的中游条件。

图表28：传统产品在三四级市场增长领先



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29：上半年传统烟灶消产品受到地产影响，出现规模下滑

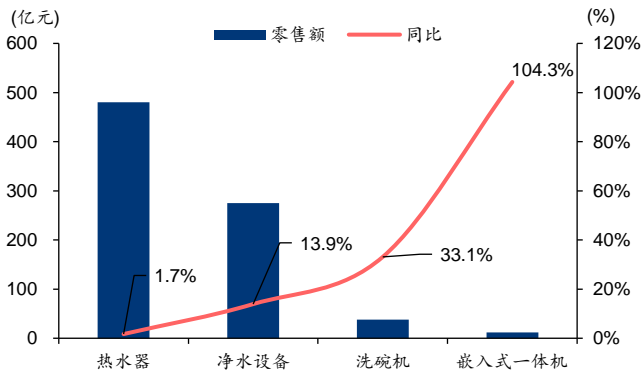


资料来源：奥维云网，华泰证券研究所

**关注新品增量，高端占比巩固龙头份额。**厨电品类中新兴品类如洗碗机、净水设备增速领先，嵌入式产品正处于规模加速提升阶段。同时，随着三四级市场消费者可支配收入与品牌认知度同步提升，厨电产品高端占比继续提升，有助于品牌力领先的龙头企业继续巩固市场份额。

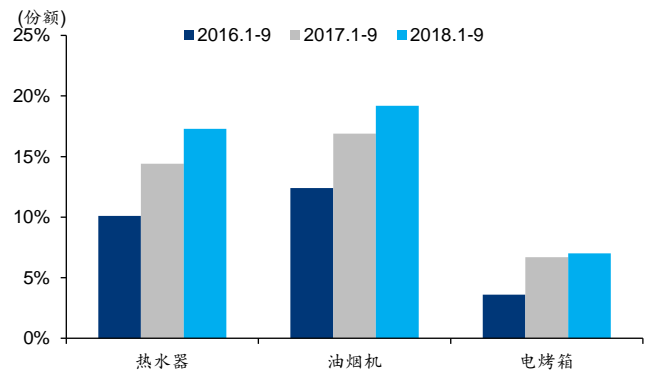


**图表30: 细分品类的成长需求重点把握 (2018年1-9月)**



资料来源: 中怡康时代, 华泰证券研究所

**图表31: 高端占比提升是巩固市场份额的重要手段**



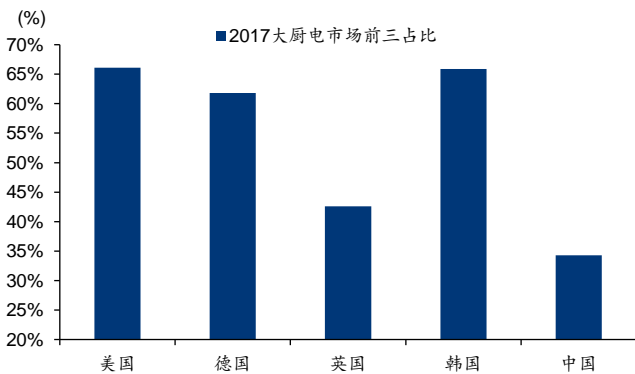
高端定义: 热水器>3800;油烟机>4867;电烤箱>7090

资料来源: 中怡康时代, 华泰证券研究所

**供给端: 与渠道协同合作, 加速龙头份额占比**

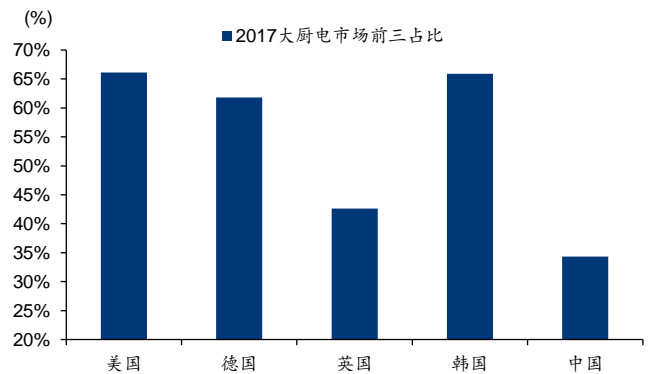
国内厨电市场相对离散, 随着渠道整合加强, 过去线上与线下的竞争态势正在向融合转变, 最为主要的推力来自于阿里、京东等电商龙头, 产业链整体整合趋势需要厨电企业更为雄厚的资金实力以及与渠道更为全面的合作和利益共享, 整体利好龙头厂商。

**图表32: 国内大厨电行业龙头占比偏低**



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

**图表33: 各渠道增速均下滑, 但线上渠道依然领先**



其他家电: 品牌专卖店、专营店、会销、夫妻店、燃气公司、设计师等

资料来源: 奥维云网, 华泰证券研究所

### 三、2019 家电：看好长期价值，寻找稳健性价值标的

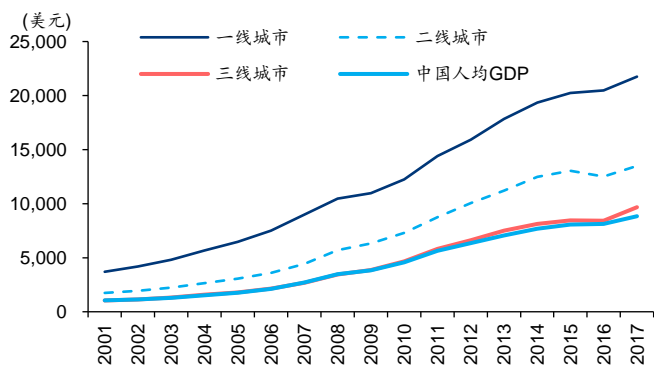
#### 3.1 稳定业绩增长，主推长期配置

##### 3.1.1 经济发展水平决定消费的成长空间

人均经济实力的提升，为家电继续普及和更新发展提供了广阔市场空间。2017年，国家统计局公布数据显示，中国人均GDP达到59660元人民币，同比增长6.3%，接近9000美元，同期，美国人均GDP为59774美元。中国人均GDP为美国70年代末期水平，从结构上看，区域差异依然明显。我们根据国家统计局对于统计调查中使用的城市分类，对国内城市经济实力进行汇总。一二三线城市人均GDP（约为21750、13500、9670美元）仅相当于美国1988、1981、1977年水平。

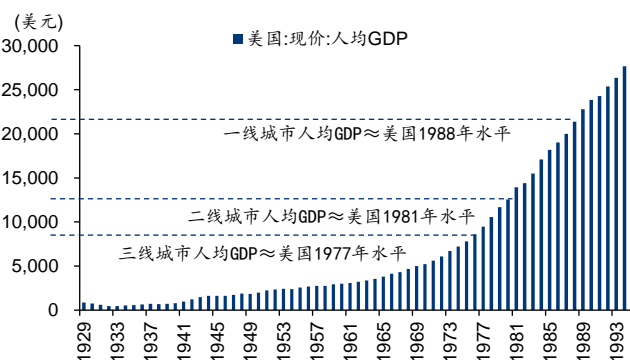
耐用品消费支出是较为长期、持续的过程，不但受到经济周期的影响，同时还基于消费积累的过程。因此，我们认为国内经济的整体规模或人均消费能力均保持上行的趋势下，消费习惯循序渐进式的变化趋势不但推动着大众消费普及提升，同时促使着由上而下的消费升级过程。

图表34：2017年全国人均GDP接近9000美元，区域差异比较大



资料来源：wind，国家统计局，华泰证券研究所

图表35：一线城市人均GDP接近美国1988年水平

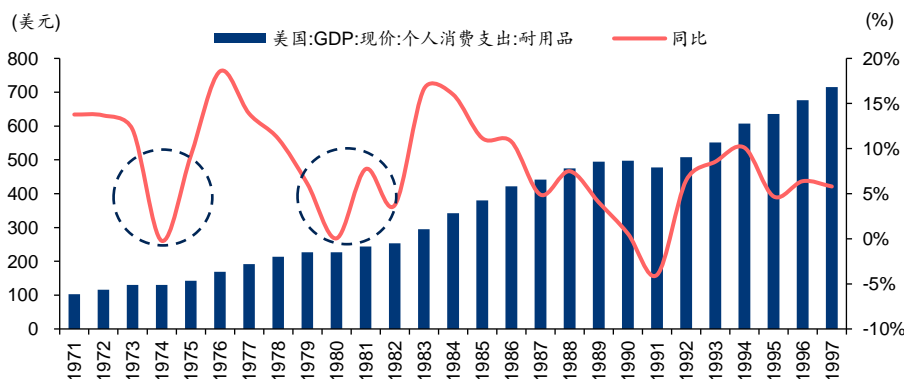


资料来源：wind，华泰证券研究所

同时，耐用品需求并非线性释放，与经济增长保持较高的相关性。在美国的历史上，从70年代到80年代末的发展过程中，美国经历了1973~1975年和1980~1982年2次短暂的经济危机影响，但依然实现人均GDP从6000美元到24000美元的跨越，期间正是人均GDP快速提升、经济规模显著增大、居民消费意愿不断增强的阶段。

耐用品支出也从1977年的192美元提升到1987年的442美元（10年CAGR为8.7%），并在1997年达到715.5美元（20年的CAGR为6.8%）。因此，回顾美国耐用消费品成长，我们认为未来中国的10年-20年依然是耐用消费品支出稳健增长的时期。

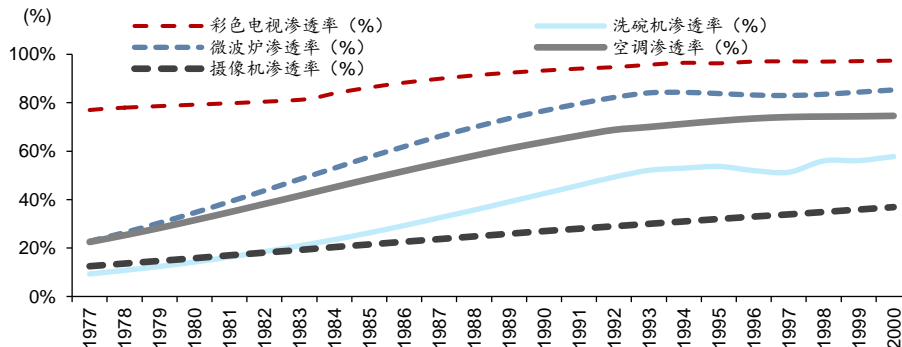
图表36：虽然历经2次危机，耐用品在70-80年代、80-90年代依然保持较高增长



资料来源：wind，华泰证券研究所

消费结构升级，在家电领域，主要体现为生活改善型家电的不断渗透，以及原有生活必需型家电的品质升级。就美国 70-80 年代的表现来看，1975 年以前冰箱、洗衣机、电视和吸尘器基本完成普及，1975 年后空调、微波炉、洗碗机和摄像机开始逐步普及。随着生活改善型家电消费需求的释放，耐用消费品新兴品类（具备提升生活品质属性）加速渗透。

**图表37： 美国新兴耐用品渗透率快速提升**



资料来源：Review of Economic Studies, Euromonitor, 华泰证券研究所

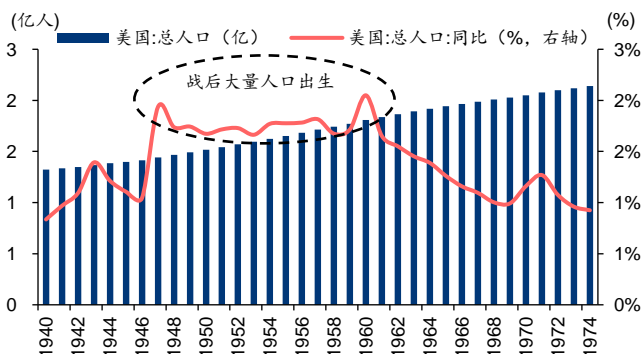
### 3.1.2 庞大人口基数的奠定成长基础

战后婴儿潮，为美国 70 年代中后期社会主力消费人口切换，以及经济增速换挡下消费提升的支撑作用。在二战结束后，随着参战士兵的回国和政府的鼓励生育政策等叠加作用下，在 40 年代末期-50 年代中期，美国迎来一轮婴儿潮。

一方面，婴儿潮出生人群在 70 年代中后期左右进入社会，并成为社会主力消费群体，大幅促进了社会消费需求。根据美国 1982 年出版的《基本经济统计手册》，1950 年美国民间劳动力（不包括军人）为 6220 万人，到 1970 年增加到 8270 万人，1980 年又增加到 10680 万人。

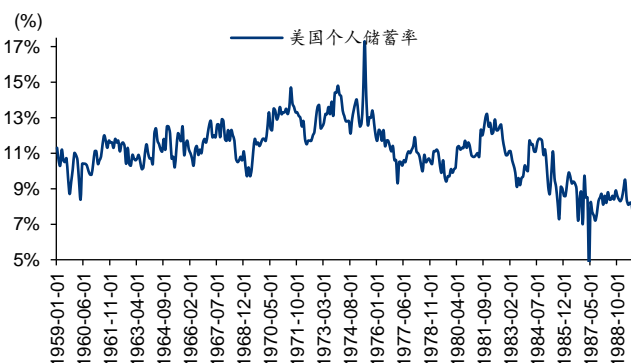
另一方面，战后婴儿潮人群体现出和上一辈不同的消费特征，并未经历过战争的洗礼，同时成长于战后国家经济的高速发展期，消费意愿明显更强，从 70 年代开始个人储蓄率从 12.5% 左右不断下降至 8% 左右，直接推动消费的支出增长。

**图表38： 美国二战后迎来一轮婴儿潮，在 70 年代进入消费阶段**



资料来源：wind, 华泰证券研究所

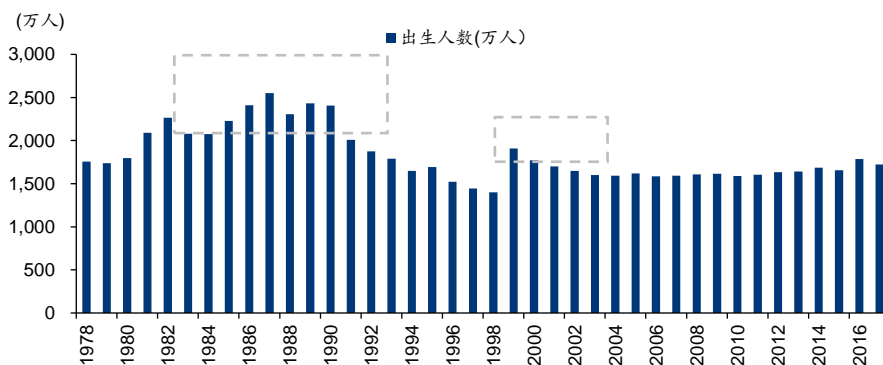
**图表39： 消费意愿提升，美国个人储蓄率从 70 年代开始持续下降。**



资料来源：U.S. Bureau of Economic Analysis, 华泰证券研究所

中国消费新增人口的周期性红利正处于高峰。在 1985 年前后，中国迎来一波新出生人口增长高峰，这部分人群均已经成年并进入劳动力市场，我们预计在未来的 10 年中，随着消费主力人群财务积累提升，以及国内消费意愿的变化，消费支出将长期处于高位。

**图表40： 中国 80 年代婴儿潮人群在 08 年前后全部步入成年**

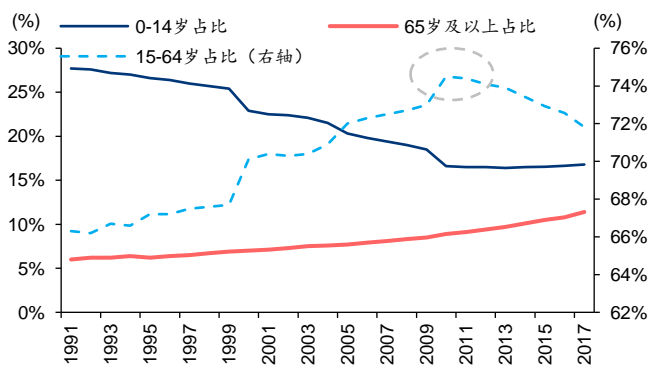


资料来源：wind，国家统计局，华泰证券研究所

但我们也需关注人口结构趋势带来的结构性机会，适合老年人以及三四线城市的消费或将快速崛起。一方面，人口年龄已经开始呈现出明显的老龄化迹象（07 年开始，65 岁以上人口占比超过 8%，15~64 岁工作年龄人口在 2010 年达到顶峰后进入下降阶段），下一个新增工作人口高峰在 2021 年左右出现（1999-2001 年短暂的新出生人口提升），但预计周期性红利将大幅减弱。

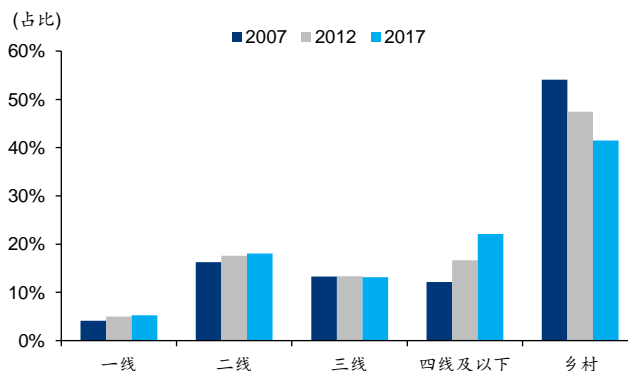
另一方面，过去的 10 年中，中国人口总量缓慢提升，人口结构由于城镇化的改变，呈现出新城镇人口被动接受品牌消费的升级。我们根据国家统计局划分的城市标准以及城乡标准，过去 10 年间，最大比例的人口依然在乡村，但是人口区域结构调整除了表现出向大中型城市集中（一二线城市 10 年间常住人口增长超过 5400 万人），更大程度的是县城承接了最大规模的乡村人口的城市转移（使得四线及以下城市常住人口在 10 年间增长 1.46 亿人）。

**图表41： 工作年龄人口在 2010 年达到顶峰**



资料来源：wind，国家统计局，华泰证券研究所

**图表42： 占比最大的依然为四线及以下城市（常住人口比例）**



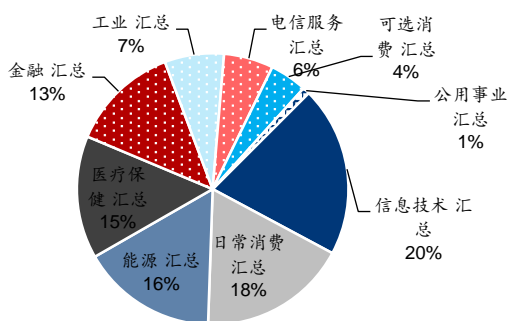
资料来源：wind，国家统计局，华泰证券研究所

**3.1.3 美国大消费行业的市值变化，反观中国市场，配置价值持续存在**

美国消费板块，拥有产业链定价权、规模化优势的企业，长期配置价值显著，在中长期内，相对收益和绝对收益上均表现出超额收益特点。

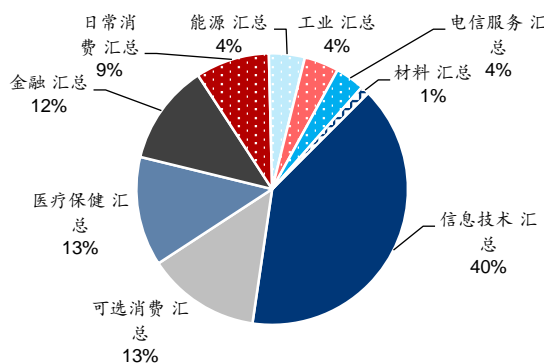
2009-2018 年，美股标普 500 市值前 50 大公司所处行业的市值份额提升最大的分别为信息技术 (+28PCT)、可选消费 (+9PCT)。事实上，如果按照巴菲特以可选消费品划分苹果公司，过去 10 年市值份额提升最大的行业将分别为可选消费 (+15 PCT)、信息技术 (+14 PCT)，反映出中长期投资风格从过去过度偏重于成长性，向消费性及确定性的转变。

图表43： 2008年，标普500市值前50大公司行业分布



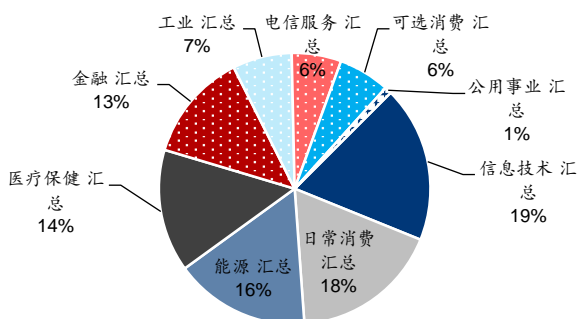
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表44： 2018年，标普500市值前50大公司行业分布(截止11.11)



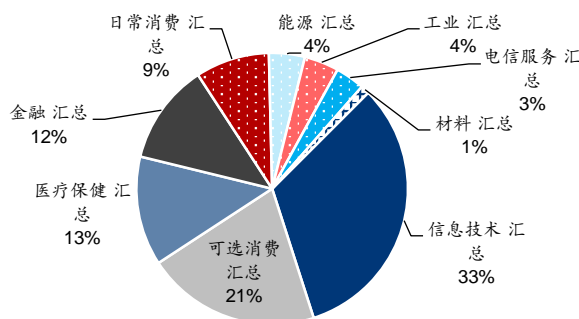
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表45： 标普500市值前50大公司行业分布(2018.11.11)



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表46： 标普500市值前50大公司行业分布(2018.11.11)



资料来源：wind，华泰证券研究所

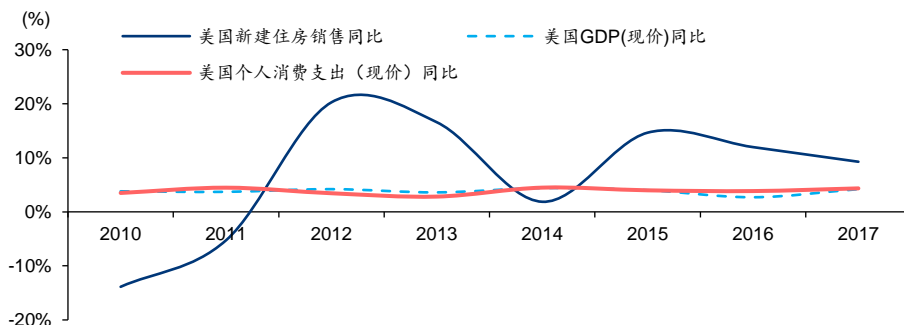
其中，标普500市值前五十五企业中：

2009-2018年，行业市值排名TOP3分别为信息技术、日常消费、能源，占比为20%、18%、16%；

5年前行业市值排名TOP3分别为信息技术、金融、日常消费，占比为28%、15%、12%；截止2018年11月12日，行业市值排名TOP3分别为信息技术、可选消费、医疗保健，占比为40%、13%、13%（重分类苹果公司的话，占比为33%、21%、13%）。

美国市场，房地产因素减弱，与经济增长和个人消费支出相关性低。美国居民消费支出稳定、耐用品更新需求稳定，为大消费企业获取稳定现金流和业绩增长的坚实基础。在美国经济指标回升，大消费板块预期明确的情况下，大消费龙头更享有估值相对溢价。

图表47： 美国房地产销售与经济增长和个人消费相关性低



资料来源：wind，华泰证券研究所

美股市场上诞生了多家市值超过 1000 亿美元的大消费板块上市公司（囊括零售、快餐、纺织、食品饮料在内的消费方方面面）。对标中国消费市场，仅仅从人口消费基数、人均消费能力或是消费领域的扩张来看，未来中国消费市场的成长空间长期持续存在。

**图表48： 美股上市消费类公司（2018.10.31）**

美股上市消费类公司	总市值(亿美元)	过去 20 年*相对纳斯达克涨跌	过去 20 年涨跌	类型
亚马逊(AMAZON)	8,692.38	8776%	9108%	网上零售
家得宝(HOME DEPOT)	2,048.81	475%	807%	零售
麦当劳(MCDONALDS)	1,360.06	438%	770%	快餐
惠而浦(WHIRLPOOL)	71.88	-74%	258%	家电
耐克公司(NIKE)	1,160.91	1449%	1781%	纺织
可口可乐(COCA COLA)	1,978.03	-212%	120%	食品饮料
劳氏公司(LOWES)	791.71	1040%	1372%	零售
TJX 公司(TJX)	661.12	2167%	2499%	零售
帝亚吉欧	1,685.56	233%	565%	食品饮料
百威英博	1,441.23	-147%	101%	食品饮料
味好美(MCCORMICK)	183.38	1096%	1428%	食品饮料

\*注：1999-2018 年

资料来源：wind，华泰证券研究所

反观中国 A 股市场，市值前 50 大企业中，截止 2018 年 11 月 12 日行业市值前三依然为金融、能源、日常消费，占比为 56%、13%、7%。可选消费板块占比仅为 5%，基于美股市场配置的趋势变化，我们预计可选消费板块的行业价值持续提升，龙头企业依然是未来板块配置比例提升的重要标的，其中格力、美的、茅台等过去 2013-2018 年市值提升 2.6 倍、3.4 倍和 4.6 倍，过去 5 年业绩复合增长率为 23%、35%、17%（截止 2018Q3）。

且以中国家电龙头企业的特点来看，在过去激烈的市场竞争中，龙头企业不但发展起了核心制造产业链的控制能力，同时也发展起了与分销渠道紧密的合作及利益分享关系，使得龙头兼具了规模化制造与产业链零售端定价的能力，较大地巩固了家电龙头的市场地位，护城河深厚，配置价值在中长期依然突出。格力和美的体现着中国成熟制造消费的全球定位属性，茅台代表着中国成熟消费人群消费能力的扩张定位。

**图表49： 2014A-2018Q3 年市值变化**

证券代码	证券简称	过去 5 年市值复合增长率	过去 5 年业绩复合增长率 (截止 2018Q3)
000651.SZ	格力电器	21%	23%
000333.SZ	美的集团	28%	35%
600519.SH	贵州茅台	36%	17%

资料来源：wind，华泰证券研究所

### 3.2 地产后周期带来家电行业的中期调整

目前时点下，我们认为，地产对于家电产品消费影响预计还将持续到 2019H1，既来自于房地产销售增速放缓后，直接导致具备地产后周期属性商品需求的抑制；也来自于，地产增值的财富效应与房贷挤出效应，以及棚改货币化的推出，间接影响居民消费。

短期内，由于一二三线城市 1-10 月商品房成交套数分别同比-4%、-17%、-2%，直接需求依然偏弱。同时地产带来的财富杠杆反转增强、棚改货币化消退的预期下，未来地产后周期对居民财富的挤出效应或重新起到主导作用。

#### 3.2.1 地产后周期影响依然存在，拉动效应预计分化

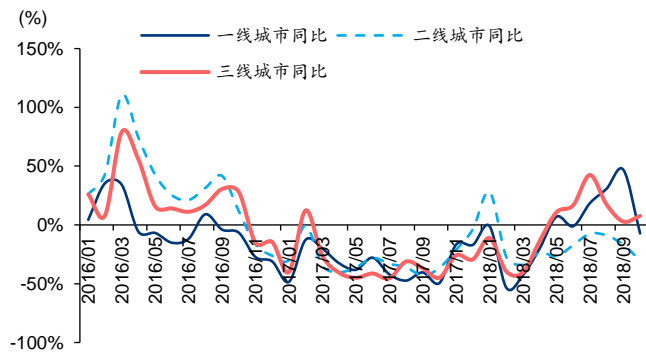
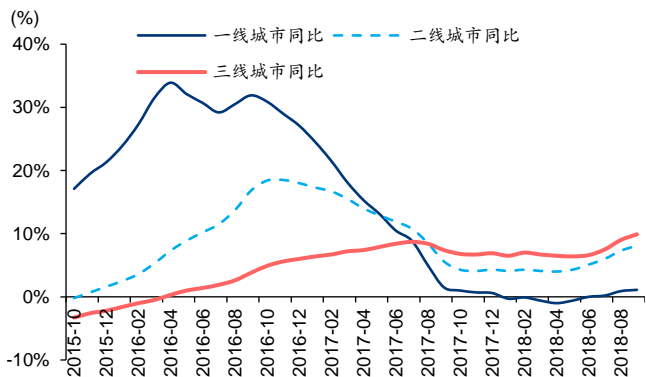
整体来看，wind 数据显示，一二三线城市 2018 年 1-10 月商品房成交套数分别同比-4%、-17%、-2%。房价走势呈现出二三线滞后于一线城市半年左右。

从近 4 个月的表现来看，各层级城市表现有所分化。一线城市房地产市场价格表现依然偏弱，成交套数同比有所回升。而二三线市场价格表现较优，但二线城市成交依然低迷，三线城市（也一定程度上包括各低层级的市场），短期内房价与房地产成交有较强的支撑。

因此我们认为三线城市及以下的地产市场热度保持，或许为地产消费与杠杆财富效应同步提升的区域，那么在低层级市场渠道下沉比较明显的家电龙头企业，基于品牌优势，或受益于消费能力提升，及其与之相伴随的消费升级。

图表50：70城数据显示，三线城市依然保持了房价指数的较高同比增速

图表51：30城数据显示，一、三线城市成交回升



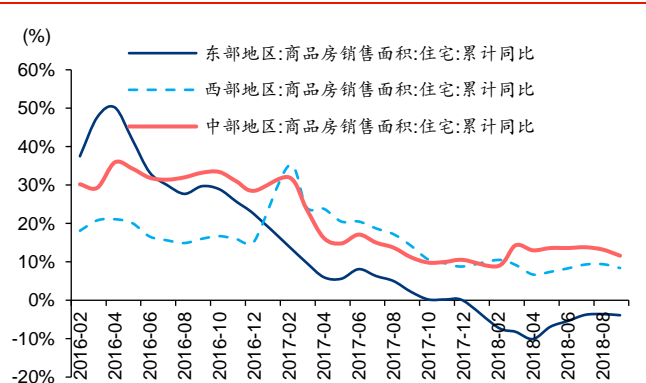
资料来源：wind，国家统计局，华泰证券研究所

资料来源：wind，国家统计局，华泰证券研究所

全国住宅商品销售面积依然较弱，国家统计局数据显示，2018年1-10月，全国商品房住宅销售面积11.54亿平方米，同比增长2.8%，增速较1-9月份回落0.5PCT。分区域销售面积来看：1-9月，东部地区下滑3.9%、中部地区增长8.4%、西部地区增长11.6%，增速分别下降0.3、1.0、1.6个百分点。

图表52：全国商品住宅销售面积累计同比增速回落0.5PCT

图表53：区域增速整体区间下移，东部地区销售面积表现较弱

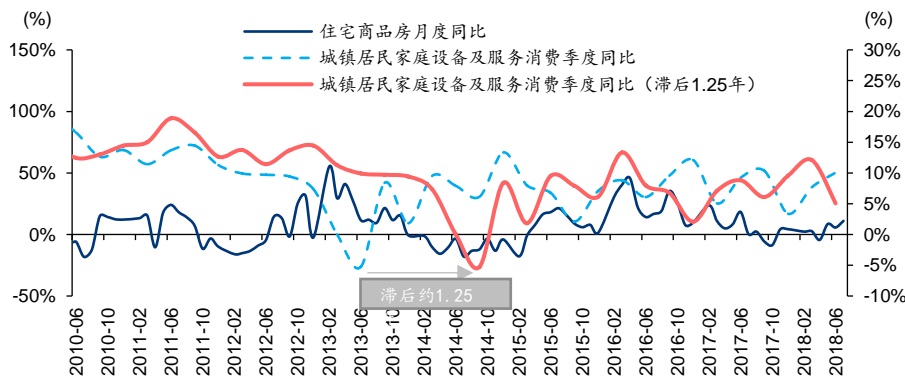


资料来源：wind，国家统计局，华泰证券研究所

资料来源：wind，国家统计局，华泰证券研究所

住宅地产销售增速对家庭设备和服务消费支出滞后约 1.25 年的同步趋势明显，未来一段期间地产销售的直接影响预计还将延续。购房建房直接促进了住房装修支出的增长和家庭设备用品的更新，住宅地产销售增速对家庭设备和服务消费支出滞后约 1.25 年的同步趋势明显。而住宅地产销售增速从 17 年 4 月以来持续维持较低水平，短期仍形成对家庭设备用品增长的压制。

**图表54： 房地产消费对于家庭设备及服务的拉动效应明显**

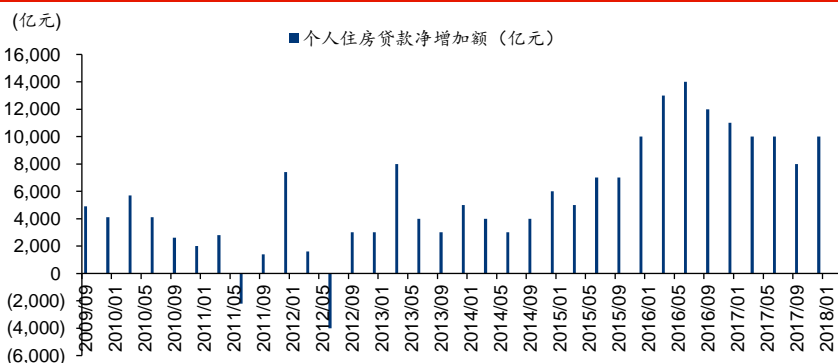


资料来源：wind，国家统计局，华泰证券研究所

**3.2.2 房价上涨趋势趋缓，房地产对其他消费的挤出效应短期或占主导**

居民杠杆与房价同时提升，曾经是居民财富提升的重要方式，但随着房价的上涨停滞，地产带来的财富效应或大幅减弱。2013 年之前，杠杆带来的贷款支出挤出消费，而在 2013 年之后，杠杆带来了更强的财富效应。

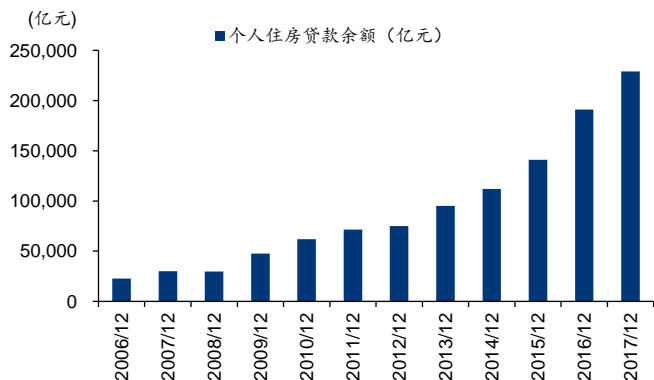
**图表55： 个人住房贷款余额持续上涨，近 2 年季度平均个人住房贷款净增加额超过 10000 亿元人民币**



资料来源：wind，国家统计局，华泰证券研究所

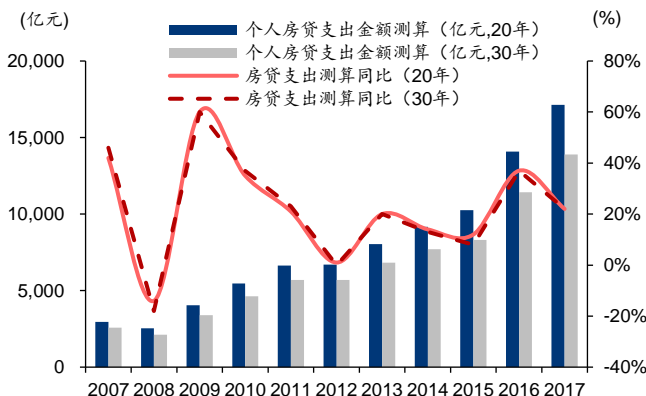
在国家统计局披露个人住房贷款余额的情况下，我们简单假设整体个人住房贷款的剩余年限为 20 年（事实上，不论假设 15、20 或 30 年剩余贷款年限，每年房贷支出金额的变动趋势基本保持一致），贷款利率为历史期间央行贷款基准利率，并按照等额本息的方式计算各个年度需要还款金额。根据 wind 数据测算，房贷支出增速持续保持高位，在 2016 和 2017 年更是分别达到+37%和+22%。

**图表56： 目前已经进入 2008 年社零消费高速增长后的下行周期**



资料来源：wind，华泰证券研究所

**图表57： 测算个人房贷支出增长依然处于高位**

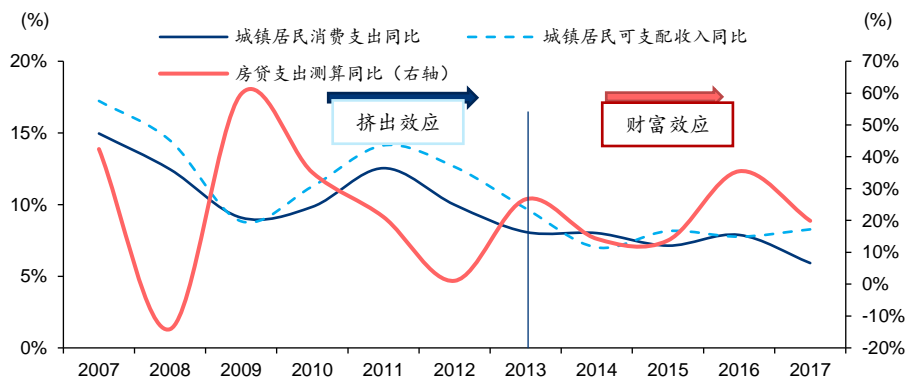


资料来源：wind，华泰证券研究所测算



我们认为个人房贷的支出的增加，在2013年之前影响了财产性净收入的增长，因而呈现出消费的挤出效应，表现为房贷支出增速与消费支出增速反向波动。个人房贷支出与消费支出的波动的负相关性在2013年之后明显减弱。

图表58：住房贷款支出增速与消费支出增速变化方向在2015年之后发生变化

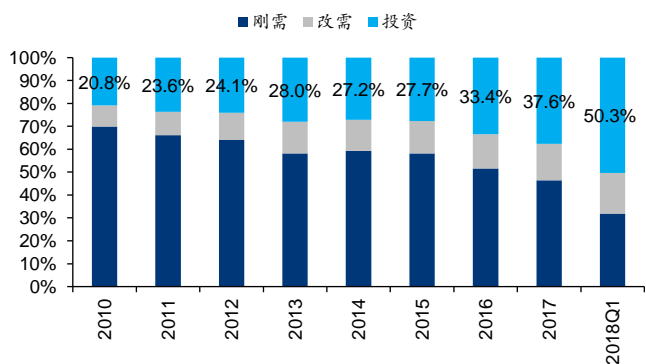


资料来源：wind，国家统计局，华泰证券研究所测算

我们认为，房地产的财富效应在2013年之后体现更为明显：一方面，根据中国家庭金融调查(CHFS)中心的《2018年一季度城镇家庭资产指数报告》，入户调查数据显示居民用于投资性的住宅占比在2013年大幅提升4PCT，并在2015年之后持续上升，我们预计投资性住宅的增多大幅改变居民收入结构，在1、2线与3、4线城市房价持续提升的背景下，增进了部分居民的财产性收入，推动了居民消费与支出的能力。

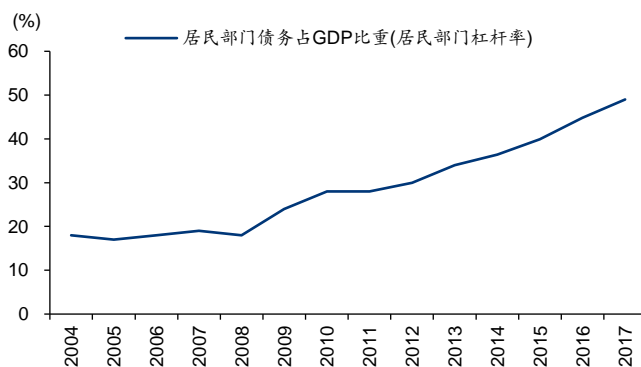
另一方面，居民部门通过加杠杆的方式，在房地产价格持续攀升中强化了房地产消费的财富效应。而对于三四线城市，由于2015年6月之后，房地产棚改货币化安置加速，房贷支出增加所代表的房地产消费增加带来的财富效应影响更明显，房贷支出增速与消费支出增速同向波动。

图表59：2013年之后，城镇地区新购房产目的中投资性比例不断提升



资料来源：中国家庭金融调查(CHFS)中心，华泰证券研究所

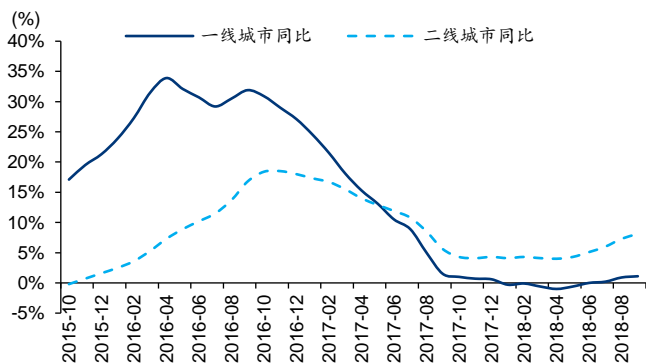
图表60：居民部门杠杆率提升



资料来源：wind，中国社会科学院，华泰证券研究所

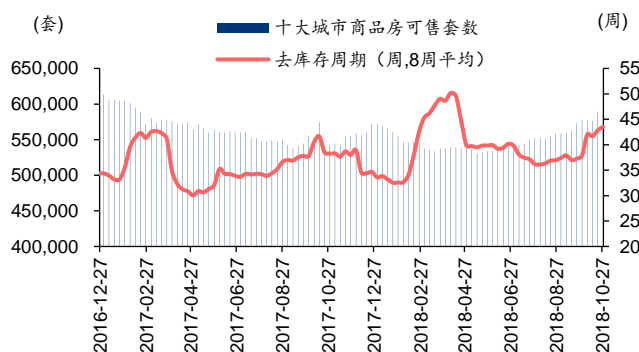
但是随着房地产价格上涨的停滞甚至部分热点城市有所下降，以及房地产销售的弱化，居民部门的杠杆带来财富效应有所减弱，甚至杠杆的财富作用可能将反转。国家统计局数据显示，一线城市地产价格增速2016年10月以来持续放缓，在2017年10月之后，价格上行基本停滞，同时价格变化的传导二线城市落后一线城市约半年左右。同时十大城市可售商品房套数在2018年10月底达到594598套，创18个月新高，库存周期(8周平均)达到44周，创近6个月新高。

图表61: 统计数据显示一二线城市新建商品住宅价格指数增长放缓



资料来源: wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

图表62: 热点城市房地产库存提升, 去库存周期加长



资料来源: wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

### 3.3 行业周期性放缓, 长期布局时点或将到来

#### 3.3.1 经营性快速增长潜力下降, 关注盈利确定性

短期上, 家电上市公司经营性增长见高点。从周期角度来看, 从毛利率和地产的影响上看, 依然有所负面影响, 19年的观点保持谨慎乐观, 基于市场成熟度、盈利稳定性及需求弹性变化, 我们认为龙头的防御性远高于2-3线品类。

在消费升级的大趋势下, 我们认为家电行业经过多年的充分竞争, 线下市场与渠道已相对成熟, 尤其以白电市场成熟度领先, 近年虽然受到线上渠道的冲击, 但整体上白电行业依然以龙头企业为引领者。

空调寡头垄断下, 长期形成的护城河不断提升抗风险能力, 且份额优势逐步固化。综合来说, 白电龙头企业在规模、现金流、品牌、渠道等方面拥有明显优势, 更能够抵御需求低迷, 同时利用自身在渠道、品牌以及资金上优势, 在弱市中能够挤占更多份额, 扩大领先优势。

黑电行业龙头产业链越完备, 盈利确定性越强。我们认为国内龙头企业已经具备面板产业与电视产业协同一体的实力, 能够更为有效地对抗原材料价格波动周期, 盈利增长确定性更强。

小家电行业延续结构性市场增长, 关注具备研发能力和市场营销能力的企业。小家电产品通过线上渠道拓张客户覆盖面, 并在消费升级的趋势引导下, 口碑性宣传实现细分领域爆款, 具备新兴产品研发且通过消费教育成熟度高的公司增长弹性领先。

上游零部件中具备技术领先性与研发门槛的产品品类增长潜力明显。虽然上游企业仅依托单一零部件议价能力偏弱, 受到产业链挤压业绩波动性较大, 但部分技术与节能环保要求更高的产品仍处于成长期。同时海外上游龙头企业已经转型系统解决方案供应商, 有助于提升议价能力与客户粘性, 关注品类拓展、客户拓展和收购兼并能力的上游企业

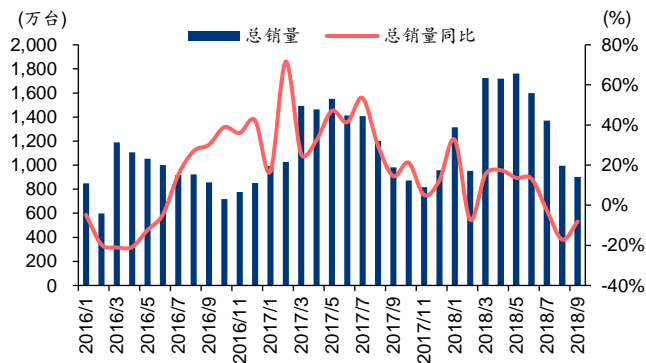
厨电行业短期内受到地产后周期的需求抑制, 中长期关注具备新零售业态融合企业。从行业保有量以及生活方式转变上看, 农村乡镇市场成长空间大于城市市场, 支撑起厨电中长期需求, 但也需要厨电企业有更强的渠道下沉和产品覆盖能力。

#### (1) 白电行业增长稳健性领先, 龙头防御性高

空调市场:

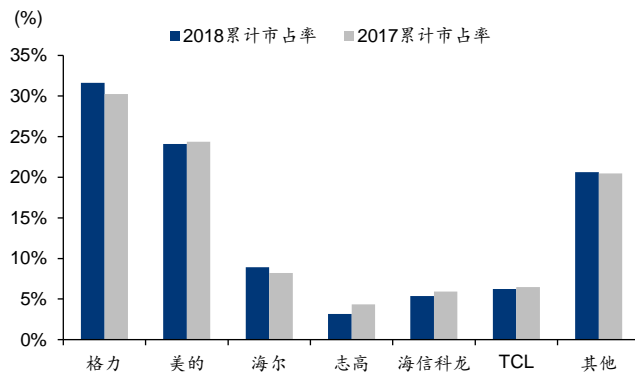
短期来看, 全年空调行业出货或仅为个位数增长。空调行业总销量在2017年高基数的影响下, 下半年难再有突出表现, 而龙头竞争格局事实上依然有所强化, 在份额集中的基础上, 格力、美的、海尔出货量保持整体稳健, 分别+11.9%、+5.9%、+16.0%。

图表63: 在2017年的空调高基数影响下, 总销量短期难有突出表现



资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

图表64: 空调行业集中度依然在集中



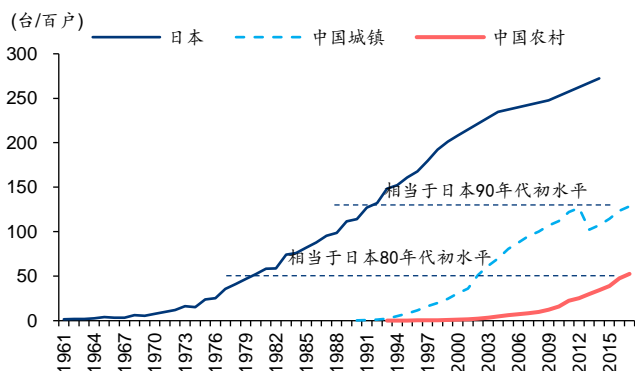
资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

长期来看, 对标日本空调保有量情况, 国内空调保有量仍有翻倍的提升空间。

一方面, 2017年我国城镇居民百户空调保有量为128.6台/百户, 接近日本90年代初期水平, 乡村居民保有量为48台/百户, 接近日本80年代初期水平, 根据日本内阁府数据, 日本2017年空调保有量超过272台/百户

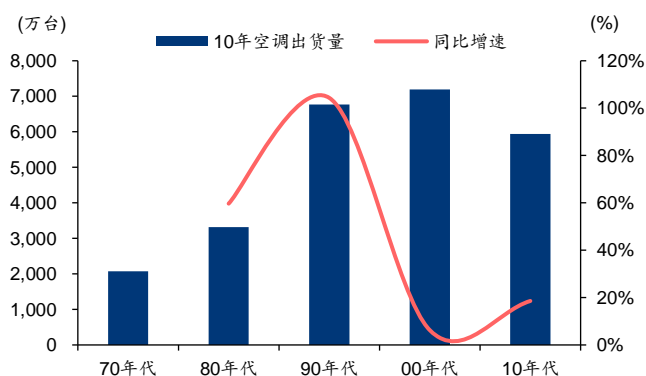
另一方面, 日本市场虽然在90年代正经历地产泡沫破裂和亚洲金融危机等众多经济冲击, 但空调行业出货量依然处于增长的加速期。而我国经济增长基础稳固, 经济进入高质量发展阶段后, 增速依然保持高位。预计空调行业规模化成长的路径将更为稳健。

图表65: 日本与中国空调保有量情况, 差异明显



资料来源: wind, 日本内阁府, 华泰证券研究所

图表66: 日本空调市场90年为进入出货高速增长阶段



备注: 10年代截止2016年, 同比为(2010-2016)/(2000-2006)

资料来源: RAIA 日本冷冻空调工业会, 华泰证券研究所

## (2) 白电渠道控制力较强

龙头地位持续加强, 竞争格局优势有强化趋势, 空调行业渠道形成龙头护城河, 更能把握各渠道需求。空调安装属性强, 内销市场上产品销售更为依赖低层级的渠道与服务网点, 且渠道建设需要长期的人员及资金投入, 因此拥有全面覆盖能力的厂商有望实现市场占有率的进一步提升。

白电龙头在厂商和渠道的利益保持相对稳定, 分享了部分渠道利润, 因此不但提升了下游议价能力、巩固产品价格体系、市场需求的感知能力, 并确保整体产业链的盈利分布。

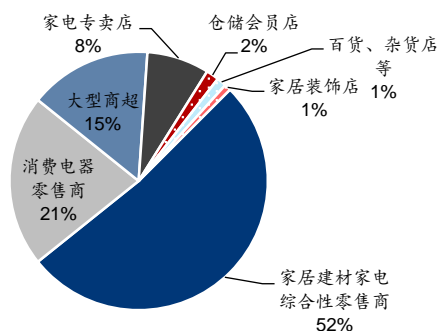
其中, 空调市场: 格力、美的双寡头。冰箱市场: 海尔领头, 美的、科龙均有一定实力。洗衣机市场: 海尔与美的系(包括小天鹅与美的品牌)份额大幅领先。即使去库存周期、或外部负面影响下, 盈利能力也是较为稳定。

美国家电企业缺少渠道把控力，下游渠道获取了更大的利润。美国家电厂商更重制造而轻渠道，失去了对于渠道的把控。美国家电市场零售商实力强大，少数零售商霸占了较大幅度的零售市场份额，而家电厂商较少直接参与渠道建设，因此在美国市场零售商通过大规模采购及把控渠道资源，具有较强的议价能力，相应的削弱了家电厂商的盈利能力。

通过 TWICE 统计的美国家电零售数据，我们可以看到，过去的 8 年中，以加剧建材为主的前端零售商份额不断强化，并在 Sears 退出后，预计继续向 LOWE'S(劳式)、The Home Depot(家得宝)等零售龙头集中，其规模化议价能力仍将强化。

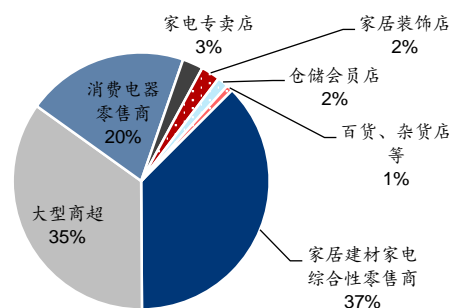
- 1) 美国家电零售商集中化趋势明显强化，市场份额大幅向以 LOWE'S(劳式)、The Home Depot(家得宝)为代表的家居建材家电综合性零售商继续保持市场领导地位，且份额不断集中。TWICE 数据显示，家居建材家电综合性零售商市场份额从 2010 年的 37%，提升到 2017 年的 52%。
- 2) 而过去以 Sears(西尔斯)为代表的大型商超份额大幅下滑。市场份额从 2010 年的 35%，下滑到 2017 年的仅仅 15%。Sears 在 2010 年拥有 1771 家门店，但是到 2017 年仅剩下 547 家门店。同时随着 Sears(西尔斯)破产，未来美国家电零售市场将释放超过 30 亿美元的零售市场，在目前 LOWE'S(劳式)与 The Home Depot(家得宝)销售网络控制进一步向家居建材家电综合性前端零售商倾斜。
- 3) 以 Best Buy(百思买)为代表的消费电器零售商基本保持了市场份额(市场份额从 2010 年的 20%，提升到 2017 年的 21%)。

图表 67: 2017 年美国家电零售份额集中，削弱了家电企业的议价能力



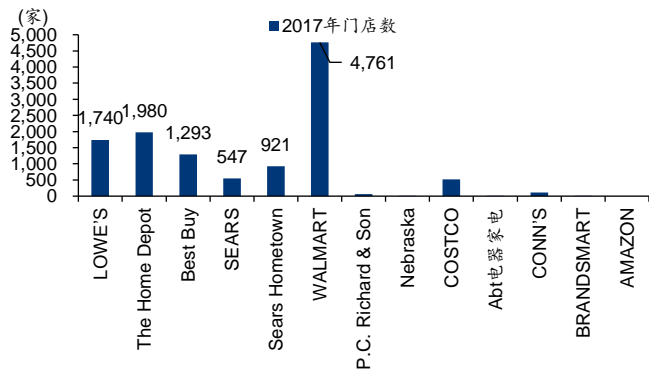
资料来源: TWICE, 华泰证券研究所

图表 68: 2010 年，美国家电零售业态中，三足鼎立明显



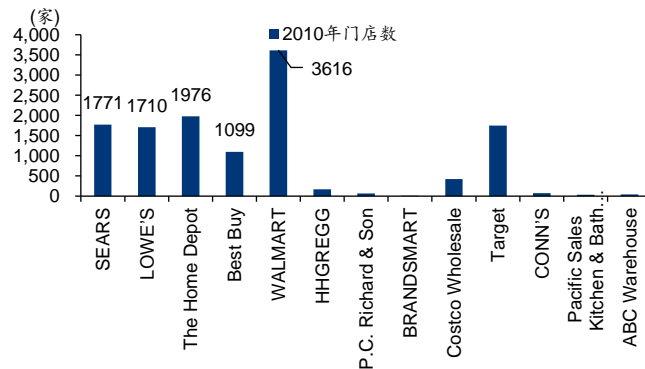
资料来源: TWICE 华泰证券研究所

图表 69: 2017 年，Sears 门店数量大幅削减



资料来源: TWICE, 华泰证券研究所

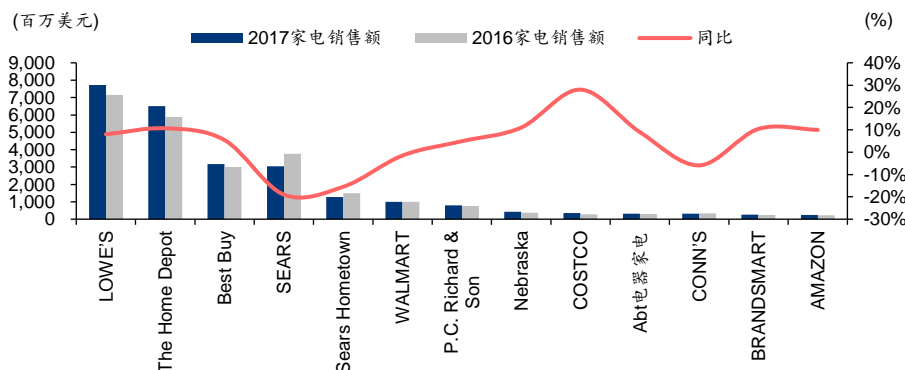
图表 70: 2010 年，三足鼎立格局下，网点数量也较为均衡



资料来源: TWICE, 华泰证券研究所

- 1) 同时，根据 TWICE 数据显示，在 2017 年，LOWE'S（劳式）与 The Home Depot（家得宝）在美国市场分别拥有 1740、1980 家门店，并且两家合计零售额超过 142 亿美元，占到美国重要零售商的销售额的 49.6%。
- 2) Amazon（亚马逊）进入美国家电零售额市场前三，代表着电商直营份额实力不断增强，同时美国消费者也开始逐步接受网上购买家电的方式。

图表71： 2016-2017 年，美国前十三大家电零售商，Low's 销售第一



资料来源：TWICE，华泰证券研究所

**反观国内市场，白电龙头渠道把控力度大幅领先，渠道厂商同进退**

白电龙头通过合资销售公司、渠道价格管控、销售返点、淡季贴息等等手段，实现厂商和渠道的利益保持相对稳定，同时持续巩固产品价格体系，并确保了整体体系的盈利正循环。

因此，我们看到的市场结果就是，除了线上市场在 O2O 拥有人口红利并快速发展阶段时对于空调市场有一定份额扰动，但在行业周期轮动开始后，整体龙头份额依然提升，同时在地市场需求较弱阶段，行业龙头的优势得到反复巩固。

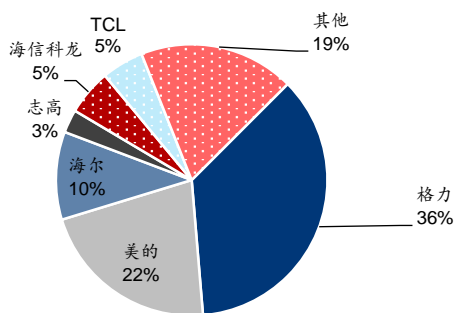
图表72： 国内白电企业主要渠道构成

公司	主要市场渠道
美的	一二级市场：家电连锁卖场 三四级市场：旗舰店、专卖店、电器店
格力	27 家区域性销售公司和 3 万多家专卖店。 与国美、苏宁等家电专业连锁也有合作。
海尔	自有渠道，全国建设 8,000 多家县级专卖店、30,000 余家乡镇网络； 综合店渠道，成立 V58、V140 俱乐部等，与区域家电分销龙头企业保持密切合作； 连锁渠道，与国美、苏宁等家电专业连锁保持良好战略合作关系

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

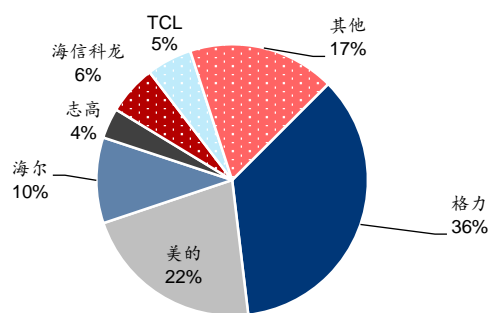
**空调龙头竞争壁垒与行业护城河深厚，且竞争环境在市场弱势中更有优势。**产业在线数据显示，2018 年 1-9 月累计数据看，累计销售前三为格力、美的、海尔，前三累计市占率达到 68.3%，较去年同期增 0.7 个百分点。从累计销售量上看，格力、美的、海尔分别增长 10.2%、7.8%、11.2%。（同期行业增速为 8.5%）

图表73: 2018年1-9月空调分品牌内销量占比(单位: %)



资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

图表74: 2017年1-9月空调分品牌内销量占比(单位: %)



资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

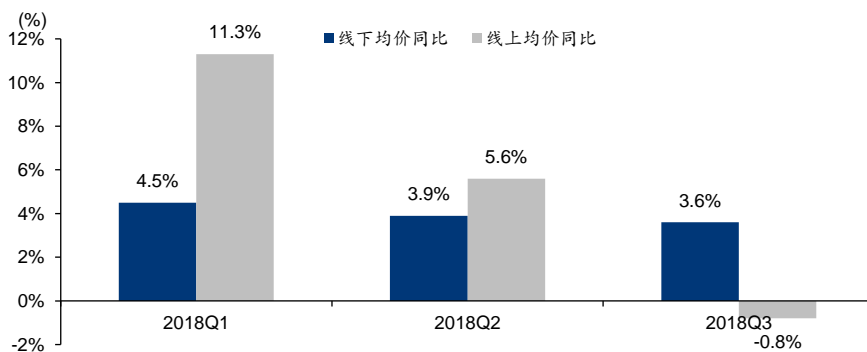
图表75: 三大龙头空调内销量表现更为确定

主要空调厂商	2018 (万台) E	2017 (万台)	2018年预计同比
格力	2750.0	2496.0	10.2%
美的	1644.0	1525.0	7.8%
海尔	796.0	716.0	11.2%
志高	210.5	253.1	-16.8%
海信科龙	414.0	414.8	-0.2%
TCL	380.6	379.0	0.4%
其他	1408.3	1226.5	14.8%
总计	7603.4	7010.4	8.5%

资料来源: 产业在线, 华泰证券研究所

空调市场弱势中, 竞争短期内或有所加剧。表现为零售端价格增速下行, 各个战略集群之间的价格间距缩小。同时, 厂商营销费用提升, 强化渠道的库存采购, Q3 龙头厂商也主动推出了营销活动。整体上, 我们认为空调市场需求下降, 龙头厂商获取市场份额的需求更为强烈, 以目前的品牌格局以及渠道分布, 份额提升或成为未来一段时期厂商增长分化的主要驱动力。

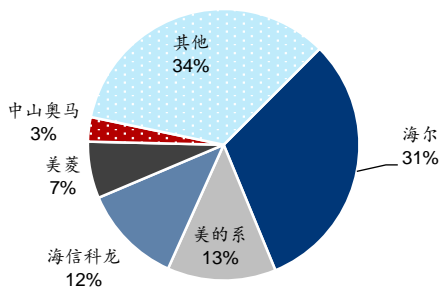
图表76: 空调销售均价增速放缓, 行业价格竞争或有所强化



资料来源: 中怡康时代, 华泰证券研究所

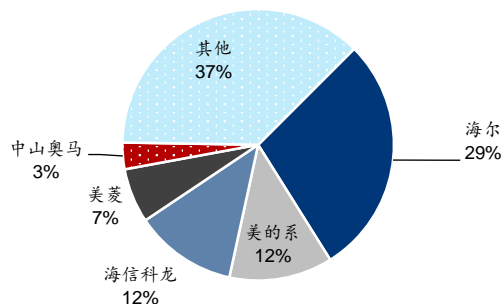
内销冰箱行业成熟度高, 市场格局稳定, 产品结构变化带来的单价提升是主要增长动力, 量的规模未来预计依然保持稳健增长。产业在线数据显示, 2018年1-9月内销前三分别为海尔、美的和海信科龙, 市场占有率达到 56.1%, 同比提升 3.0PCT。从累计销售量上看, 海尔、美的和海信科龙分别增长 4.1%、-0.1%、-7.1%。(同期行业增速为-4.9%)

图表77： 2018 年 1-9 月冰箱分品牌内销量占比（单位： %）



资料来源：产业在线，华泰证券研究所

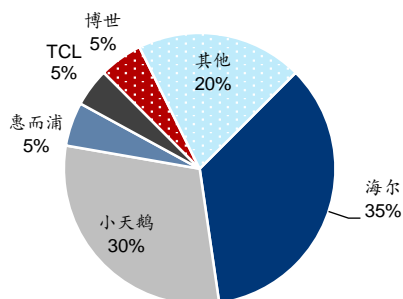
图表78： 2017 年 1-9 月冰箱分品牌内销量占比（单位： %）



资料来源：产业在线，华泰证券研究所

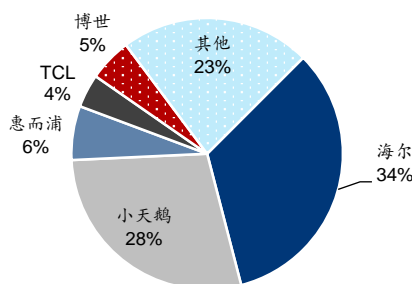
内销洗衣机滚筒替代效应依然明确，目前偏高端产品增速领先，预计在大白电行业中增速居于前列。产业在线数据显示，2018 年 1-9 月内销前而分别为海尔、美的（小天鹅），市场占有率达到 65.3%，同比提升 3.5PCT。从累计销售量上看，海尔、美的（小天鹅）分别增长 8.3%、9.3%。（同期行业增速为 3.0%）

图表79： 2018 年 1-9 月洗衣机分品牌内销量占比（单位： %）



资料来源：产业在线，华泰证券研究所

图表80： 2017 年 1-9 月洗衣机分品牌内销量占比（单位： %）



资料来源：产业在线，华泰证券研究所

### 3.3.2 新消费依然有热点

小家电行业的边际增长空间明显领先，市场在创新性产品的带动下，消费者教育程度明显提升，加快细分市场的成熟，重点关注具备营销拓展和产品声望的企业。新兴品牌有一定的共性，均主要通过线上市场的快速发展，削弱线下渠道的高资金、长周期投资壁垒，凭借线上流量红利和差异化的产品策略在市场中获得一席之地。

同时，参考日本家电需求的变化，在家电基本生活需求向品质生活需求转变的过程中，不同竞争策略的小家电企业将受益，成长空间显著。

日本内阁府统计数据显示，自 1960 年以来，耐用消费品类家电需求经历了 2 个阶段，以洗衣机、冰箱、电视为代表的家电需求阶段和以空调、微波炉、暖空气加热器为代表的品质家电需求阶段。

在二战结束后的很长一段时间中（1945 年到 1960 年），高刚需家电仍处于较低的水平，但在 60 到 70 年代，冰箱、洗衣机与黑电渗透率迅速提升，达到 90% 以上，体现出家庭消费最初最求的基本生活需求；并于 70 年代中后期开始，以空调和微波炉为主的可选家电产品渗透率逐步提升，但其普及率曲线提升远远弱于基本生活需求家电，但最终随着技术进步与生活水平提升，仍旧有望达到 90% 左右的水平。

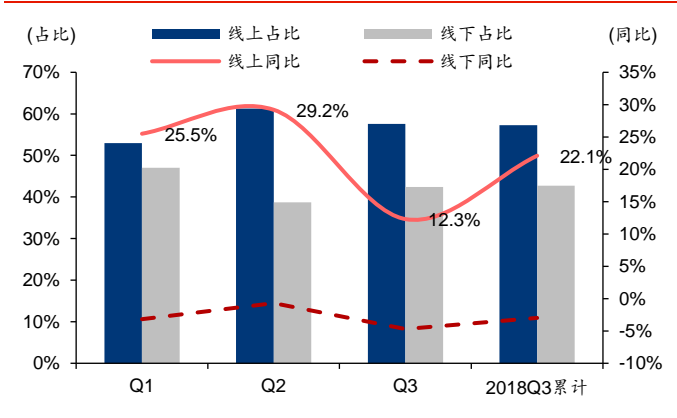
**1) 基本生活需求阶段:** 以大件白电、黑电构成消费主体, 消费者购入能够显著的改变生活质量的产品。大件白电、黑电普及率迅速爬升, 并在 70 年代末期, 达到 95% 以上普及率。

**2) 品质生活需求阶段:** 家庭逐步购入能提升生活品质的非必须家电品类, 家电企业也逐步推出差异化产品, 满足消费者更为个性化的需求; 而大件白电、黑电则迎来了以更换需求为主的阶段。技术革新, 消费者将老款替换为功能更为复杂, 品牌与服务更为优质的电器。

国内也已经呈现出创新性的品质生活类小家电通过线上渠道快速增长。中怡康数据显示, 2018 年 Q1-Q3, 线上小家电市场增速大幅领先线下, 具有一定消费者教育基础的产品, 如吸尘器、搅拌机、加湿器、抽湿器等产品, 线上市场成长活跃。同时, 我们认为对于小家电的产品而言, 消费者对于产品的耐用性和售后服务可靠性要求较低, 为创新性产品的开发与推出提供了成长的土壤。

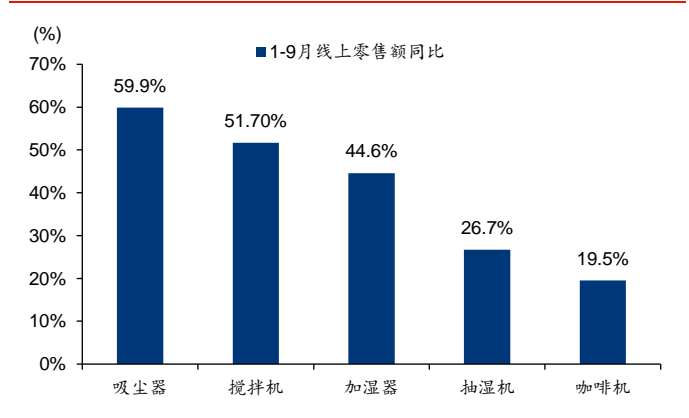
并且更早进入市场, 对原材料供应、分销渠道的把控可以带来上下游的成本下降收益, 企业也可因先驱者而发展和提高声望。

图表81: 生活小家电市场线上零售额持续高增长



资料来源: 中怡康时代, 华泰证券研究所

图表82: 2018 年 1-9 月, 部分小家电创新引领增长



资料来源: 中怡康时代, 华泰证券研究所

**(1) 小熊、小狗、公牛相继申报 IPO, 小家电领域热点凸显**

过去的 1 年中, 数家小家电企业均申报 IPO, 收入的高增长, 令人发现了小家电市场在消费升级中的领先性, 以及细分市场中发展出具备特点的小而美公司的可能性。其中, 包括小熊电器、小狗电器和公牛集团。

**1) 小熊电器: 以线上市场为主的“创意小家电+互联网”企业**

小熊电器披露招股说明书申报稿, 作为新兴自主品牌, 公司大力布局线上市场, 主营为各类创新厨房小家电, 持续高速增长。

图表83: 小熊电器产品以厨房小家电为主



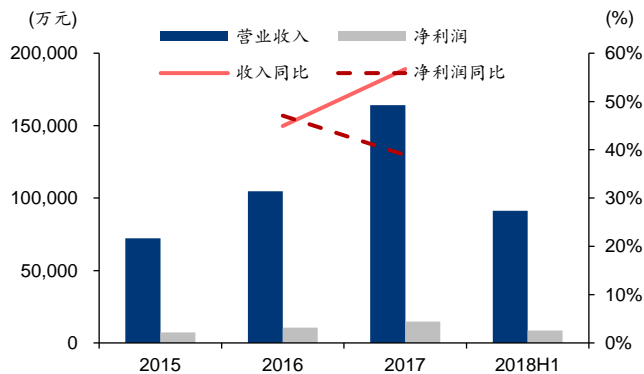
资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所



在公司的产品拓展与品牌的持续投入下，“小熊”品牌小家电得到线上消费者广泛认可。阿里生意参谋数据显示，公司电热饭盒、酸奶机、煮蛋器/蒸蛋器、多士炉、电动打蛋器和加湿器在 2017 年天猫商城热销品牌榜全年各月均排行第一。

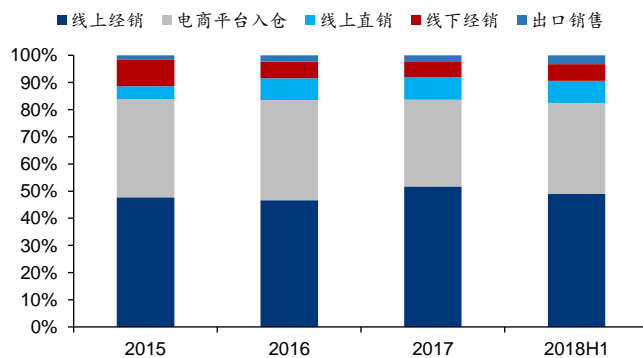
2018H1，线上经销与电商平台入仓分别占比整体收入 49.0%/33.5%，合计占比超过 80%。其中电商平台入仓模式以京东自营店为代表，线上经销模式则以经销商的淘宝店为代表。

**图表84：借力线上渠道，收入快速增长**



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

**图表85：线上渠道整体占比超过 90%**



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

**2) 小狗电器：借吸尘器高端化，成就高成长**

小狗电器专注于清洁家电，主要产品包括吸尘器、除螨仪、智能扫地机器人，在戴森带动的吸尘器高端化浪潮中，实现了产品形象的迭代，在消费者中形成了鲜明的品牌形象。

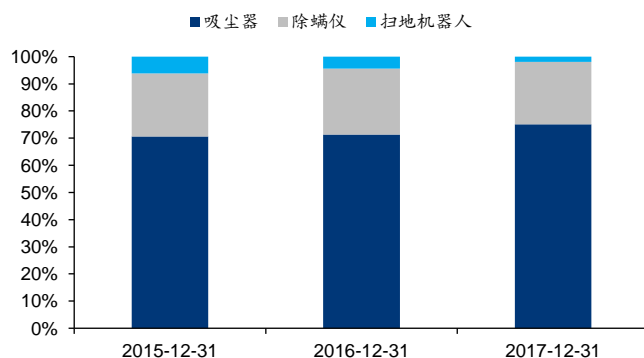
**图表86：小狗电器以清洁小家电为主，产品迭代持续提升品牌形象**



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

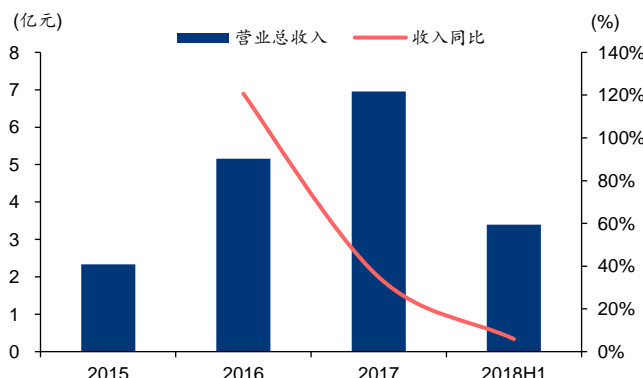
广告宣传叠加线上主营渠道，公司实现线上品牌力的不断呈现。中怡康数据显示，公司近 3 年吸尘器和除螨仪产品线上零售量与零售额均排名前二。

**图表87：吸尘器产品力持续强化**



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

**图表88：小狗营收增速有所减缓**



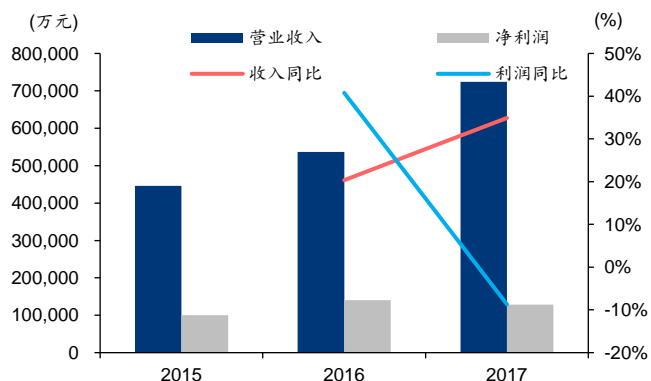
资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

### 3) 公牛电器：插线板龙头，市场地位与市场渠道全面领先

公司主营产品为转换器（包括有线插座、无线插座、USB 插座等）、墙壁开关插座、LED 照明、数码配件及民用电工配件产品。

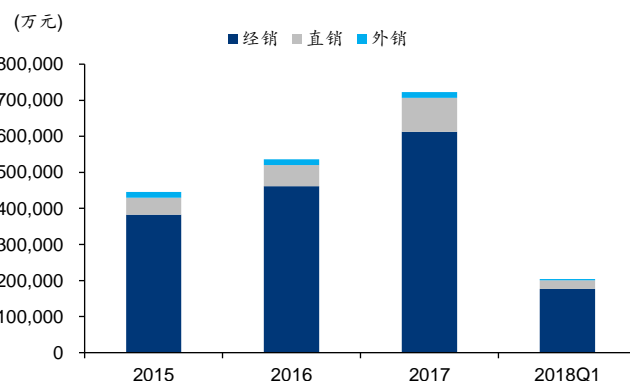
在公司独有的广阔经销商网络（超过 2000 家经销商和近 200 万个销售触点）以及快速增长的电商渠道（其中，电商直销渠道从 2015 年的 2.39 亿元，提升到 2017 年的 6.25 亿元，符合增长率为 61.78%）助力下，公司收入实现大跨步增长。

图表89：收入保持快速增长



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表90：独特经销网络，助力加速快跑



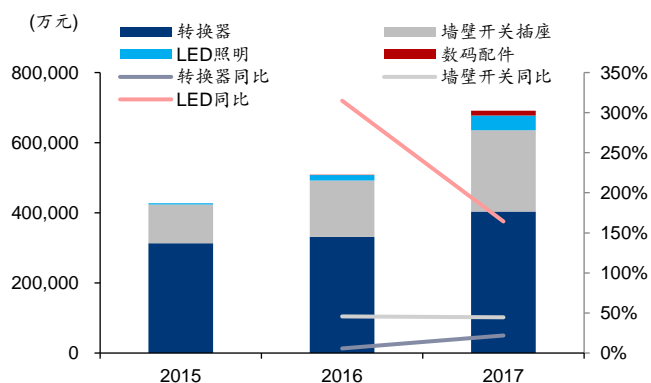
资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

并不同于市场竞争对手，公司采取直销+扁平化经销为销售模式，其中，直销主要包括电商、部分商超和上海线下直销。经销包括转换器、墙壁开关、数码、线上经销体系，经销商实行买断式销售，具有高度分散的销售网络。

**转换器：**采取经销方式销售，拥有独立的经销商网络，经销商数量为 468 家，在各级市、县、乡镇及其部分农村地区的五金、社区零售市场、商超和电商渠道销售，其中，覆盖五金渠道网点约 74 万个。

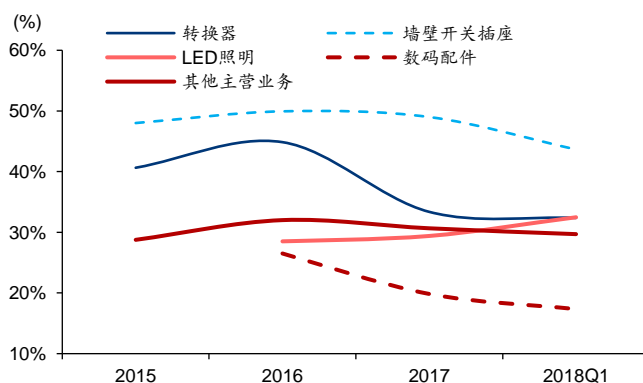
**墙壁开关插座：**主要采取经销方式销售，经销商数量为 1595 家，主要通过建材市场、批发市场、家装公司、工程项目和电商渠道销售，覆盖近 11 万家专业建材及灯饰渠道网点，同时，还在补充上海直销渠道。

图表91：主要业务中，墙壁开关插座与 LED 照明实现快速增长



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表92：毛利率波动影响较为明显



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

### 3.3.3 全球化产业整合处于高景气，发掘未来协同效应

传统家电市场成熟，相关企业属于典型现金牛。截止 2018 年 3 季度，核心关注家电企业中，共有 18 家企业账面货币现金超过 10 亿元，其中更有 5 家企业现金超过 100 亿元，平均拥有 75.75 亿元货币资金。同期，全部 A 股账面货币资金均值为 26.17 亿元，核心家电企业均显著高于 A 股上市公司平均数。

同时，我们关注龙头及行业优势企业的现金流创造能力，其中调整全部资产现金回收率反映的是企业资产产生现金的比率，比值越大反映出企业除货币资金以外的资产创造现金流的能力越强。

图表93： 2018Q3 核心家电上市公司账面现金超 10 亿列表

证券简称	调整全部资产现金		证券简称	全部资产现金回收率	
	货币资金 (亿元)	回收率		货币资金 (亿元)	率
格力电器	1042.70	10.5%	长虹美菱	38.38	2.0%
美的集团	424.89	9.1%	老板电器	24.73	18.5%
青岛海尔	350.27	8.3%	惠而浦	24.08	-9.9%
TCL 集团	142.22	4.5%	莱克电气	20.14	18.3%
四川长虹	124.94	1.9%	新宝股份	18.89	2.5%
海信家电	45.52	10.8%	三花智控	16.94	4.7%
深康佳 A	40.77	-10.6%	华帝股份	13.79	6.5%
海信电器	39.98	1.7%	小天鹅 A	11.64	1.6%
兆驰股份	39.97	1.8%	海立股份	10.18	-0.7%
核心关注家电平均	75.75				
全部 A 股平均	27.19				

备注：调整全部资产现金回收率= 经营活动产生的现金流量净额 / (期末资产总额-货币资金)\*100%

资料来源：wind，华泰证券研究所

强大现金流支撑的情况下，家电企业延续了外部并购和内部整合的趋势。自 2016 年以来，陆续出现青岛海尔并购美国 GEA 家电业务，美的集团收购德国库卡 (KUKA)，美的集团收购日本东芝白电业务，海信电器收购东芝黑电业务，海信集团收购斯洛文尼亚家电制造商 Gorenje 等等。

既有基于原有产业的“横向”整合，也有采取相关产业“纵向”并进的方式，我们认为未来产业链纵向维度和横向维度的协同是提升上市公司收入增长和盈利能力提升的有利保障。

2018 年中，青岛海尔继续发力海外市场，并购意大利家电公司 Candy，并从集团手中合并斐雪派克新西兰家电资产。而美的集团基于集团战略协同考量，拟吸收合并小天鹅全部股份，加大集团层面的业务效能提升。

#### (1) 青岛海尔德国上市，并购意大利 Candy

1) 我们关注到，青岛海尔通过海尔集团与海尔电器进行股权置换，置入净水资产，减少海尔电器持有的日日顺股份，使得青岛海尔间接增加持有的净水资产比例。由于净水业务具有更快的增长和更高的利润水平，因此预计资产置换将为公司贡献业绩。

2) 同时，青岛海尔拟耗资 4.75 亿欧元（根据中国人民银行公布的 2018 年 9 月 28 日银行间外汇市场人民币汇率中间价计算，折合人民币约 38.05 亿元）收购 Candy 公司，进一步完善了公司在欧洲的布局。Candy 旗下有两个品牌（意大利品牌，Candy，及法国品牌，Rosières）在西欧、东欧家电市场有一定的影响力，洗衣机产品的知名度较高。

根据 Euromonitor 统计，2017 年 Candy 在西欧市场整体大家电整体份额为 2.6%（其中，洗碗机、洗衣机、大厨电、冰箱份额分别为 2.4%、5.2%、1.3%、1.9%）。

而在东欧市场整体大家电整体份额为 2.3%（其中，洗碗机、洗衣机、大厨电、冰箱份额分别为 3.1%、4.5%、1.4%、1.8%）。

**图表94： Candy 公司西欧市场零售量占比**

品类	2012	2013	2014	2015	2016	2017
洗碗机	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%
洗衣机	5.0%	4.9%	5.2%	5.3%	5.2%	5.2%
大厨电	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
微波炉	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
冰箱	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
小家电	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
吸尘器	4.1%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%

资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

同时，Candy 在欧洲资源与能力，与海尔目前的全球化布局能进一步提升协同作用，协同体现在以下几个方面提升：

继续在横向上推动海尔及其子公司在全球采购协同，通过海尔 COSMOPlat 可以将订单从消费者链接到后端制造采购，全球范围内的供应链资源整合、拓展，扩大采购量级，增强零配件标准化，呈现出更大的规模化生产供应及采购优势。

**全球研发及制造协同**，从研发和企划入手，通过国内与国外产品平台的优势互补，加强产品厚度，并且预计海尔将协助 Candy S.p.A 实现在法国和意大利等劳动力成本较高市场实现更低的成本，同时 Candy 在欧盟的生产工厂允许海尔在欧盟享受关税优势，提升海内外业务的运营能力，整体上提升经营效益。

## （2）美的吸收收购小天鹅，品牌、产品、市场全面协同赋能

从公司的战略发展角度，通过吸收合并，进一步加大美的与小天鹅在各个维度未来融合会，包括高端产品、高端品牌、海外市场等，业务交叉会有所增加的同时，节约相应的成本。

美的集团拟以发行 A 股方式，换股吸收合并小天鹅，即美的集团向小天鹅除美的集团及 TITONI 外的所有换股股东发行股票，交换该等股东所持有的小天鹅 A 股股票及小天鹅 B 股股票。美的集团及 TITONI 所持有的小天鹅 A 股及 B 股股票不参与换股，将在本次换股吸收合并后予以注销。

**图表95： 美的集团拟吸收合并小天鹅**

交易要素	美的集团		小天鹅
	A 股 (元/股)	A 股 (元/股)	B 股 (元/股)
停牌前 20 个交易日均价	42.04	46.28	37.24
溢价情况		50.91 (溢价 10%)	42.07 (溢价 30%)
换股比例		1:1.211	1:1.007

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

美的集团拟发行股份数量约为 3.42 亿股，占发行前总股本约为 5.16%。2018Q1-Q3，美的集团发行前 EPS（摊薄）为 2.69 元，简单折算（仅简单按照发行后的新股本规模，同时考虑小天鹅由于不再有少数股东，对母公司的净利润贡献增大两个因素），美的集团发行吸收合并后 EPS（摊薄）为 2.65 元（较收购前稍有下降）。

## 风险提示

### (1) 宏观经济下行。

如果国内宏观经济增速大幅低于预期，居民人均可支配收入将受到大幅冲击，行业可能出现供大求的局面，可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑，影响家电企业收入及盈利增长。

### (2) 地产后周期影响超出预期。

如果地产销售持续趋弱及价格出现不利波动，可能导致居民财富杠杆的反转，进而导致居民消费能力和消费意愿的下降，导致家电需求持续低于预期、行业增速低于预期。

### (3) 原材料价格及人民币汇率不利波动。

家电产品原材料占比较大，终端价格传导机制依托新产品的更新换代，因此原材料涨价速度过快或幅度过大时，成本提速高于价格提速，整体毛利率出现下滑，进而可能导致企业业绩增长受到明显影响。

龙头企业均开始拓展海外市场，海外资产逐步增多，面临的国际市场不可控因素也增多，可能出现复杂的市场和运营风险，同时受到人民币汇率影响，在汇兑损益、投资收益、公允价值变动损益科目出现较大的不利波动，或将导致企业业绩不及预期。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com