

# 盈利稳增，看好白、厨及小家电龙头企业

2017年11月27日

看好/维持

家电

深度报告

## ——家电行业深度报告

### 投资摘要:

白、厨以及小电行业竞争格局稳定，盈利稳步提升。白电、厨电以及小家电行业的市场集中度较高，竞争格局稳定，且仍有一定的增长空间。目前，白电及小家电龙头企业已达到30%左右的销售毛利率，厨电龙头更是高达40%以上，而黑电龙头企业因为恶性竞争毛利率波动较大且维持15%左右的较低水平。不断提升的市场规模和市场集中度促使行业盈利趋势上行，白、厨以及小家电行业高市占率企业平均毛利率在达到三成以上，具有投资价值。

龙头企业成本转嫁优势大。行业营收受原材料价格变动影响明显。家用电器成本的主要构成部分来自原材料，各类家电的企业的原材料成本均超过了75%。龙头企业成本控制能力强，规模化经营最大化地摊销了研发销售和管理费用，并可以通过提价和产品迭代等方式转嫁原材料成本压力，为此白电、厨电以及小家电行业龙头更具投资价值。

我国家电市场仍有巨大空间，三、四线及农村市场前景可观。对比国际，我国家电产业仍有较大空间。一、二线城市以更新为主，三、四线城市新增、更新需求联动，消费需求待爆发。乡村消费习惯向城镇靠拢，未来市场仍有一倍以上增量。另我们认为2017至2020年间，我国家电下乡产品的更新换代将带来超过4000亿元的市场。

**投资策略：**我们看好家电行业，对于白电、厨电以及小家电板块维持“看好”评级，对于目前竞争激烈的黑电行业给予“中性”评级。我们更看好这些家电板块中龙头企业的投资机会，一是行业竞争格局稳定下龙头企业更收益，二是龙头企业成本控制能力强有较强的抗风险能力，三是利用品牌和渠道优势拓展农村市场以及三、四线城市市场能力强，四是产品持续升级有潜质。我们重点看好白电、厨电以及小家电三个子行业龙头企业的投资机会：

- 看好白电行业龙头，建议关注：格力电器、美的集团和青岛海尔；
- 看好厨电行业龙头，建议关注：老板电器；
- 看好小家电企业龙头，建议关注：苏泊尔和新宝股份。

**风险提示：**行业销售不达预期和原材料出现大幅上涨所带来的不利影响

### 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)			PE			PB	评级
	16A	17E	18E	16A	17E	18E		
美的集团	2.29	2.68	3.23	17.99	15.36	12.77	4.97	推荐
格力电器	2.56	3.40	3.97	15.2	11.44	9.81	4.67	推荐
青岛海尔	0.83	1.16	1.22	17.03	12.15	11.54	3.77	推荐
老板电器	1.67	1.81	2.31	25.06	23.15	18.1	9.08	推荐
苏泊尔	1.71	1.60	1.88	21.65	23.22	19.75	7.25	推荐

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

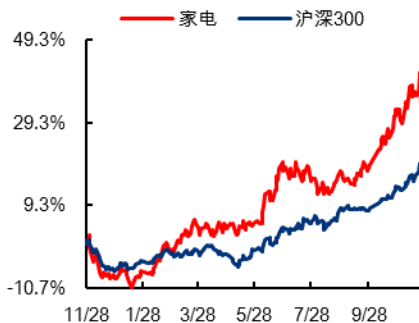
S1480510120012

细分行业	评级	动态
白电板块	看好	维持
黑电板块	中性	维持
厨电板块	看好	维持
小店板块	看好	维持

### 行业基本资料

项目	数值	占比%
股票家数	70	2.04%
重点公司家数	-	-
行业市值	15222.11 亿元	2.41%
流通市值	12200.86 亿元	2.73%
行业平均市盈率	20.63	/
市场平均市盈率	19.63	/

### 行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《家电事件点评：双十一在即，小家电板块迎来增量效应》2017-11-10
- 2、《2017年三季报点评（家电 CI005016）：板块表现优异，看好白、厨及小家电龙头》2017-10-31
- 3、《家电2017年中报点评：行业内细分板块分化 白电、厨电股价有支撑》2017-09-18

## 目 录

<b>1. 白、厨以及小家电三子行业格局稳定，龙头盈利能力强</b>	<b>5</b>
1.1 家电行业集中度已较高，格局优化仍具备提升空间	5
1.2 白、厨电龙头格局已成，小电格局渐明，格局趋稳毛利高	6
1.2.1 白电：空、冰、洗格局稳定，带动盈利上涨	6
1.2.2 厨电：市场集中度提升空间大，行业增盈能力强	7
1.2.3 小家电：产品品类众多，在格局形成中龙头公司优势明显	9
1.2.4 黑电：行业竞争集中度仍将加大，毛利率相对较低	10
<b>2. 市场空间广阔，龙头企业市场拓展更具优势</b>	<b>12</b>
2.1 对比国际，我国家电市场仍具大的提升空间	12
2.2 GDP 迈过拐点三、四线城市消费待爆发	14
2.2.1 我国三、四线城市已迈过六千美元消费的爆发拐点	14
2.2.2 三、四线城市市场容量为一、二线的一倍以上	15
2.3 乡村家电的“城镇化”进程加速	16
2.3.1 乡村收支增速大于城市，家电“城镇化”进程快速提升	16
2.3.2 家电下乡的更新潮即将到来，将带来 4000 亿市场	18
2.4 龙头企业在三、四线市场及农村市场拓展优势大	19
<b>3. 龙头企业成本控制力强，受原材料及汇兑影响有限</b>	<b>20</b>
3.1 家电企业原材料占比高，龙头企业调控能力强	20
3.2 汇率影响长期中性，龙头抗风险能力强	22
<b>4. 消费升级贯穿行业发展，龙头企业引领趋势</b>	<b>24</b>
4.1 家电的需求向高端、享受化、品质化等方向发展	24
4.2 消费升级拉动高附加值新品类销量增长和带动市场均价上升	26
4.2.1 消费升级拉动高附加值产品销量增长	26
4.2.2 消费升级带动行业均价上升，高附加值新品类价格高	27
4.3 龙头企业更能适应消费升级要求，产品升级拥有优势	28
<b>5. 投资策略及重点公司</b>	<b>30</b>
5.1 投资策略	30
5.2 重点公司	31

## 表格目录

表 1: 贝恩和日本通产省行业集中度分级	5
表 2: 我国家电市场仍有较大市场空间	14
表 3: 人均 GDP 对应的经济周期表现	14
表 4: 家用电器安全使用年限	18
表 5: 家用电器更新量	18
表 6: 家电各厂家制造费用比例	20
表 7: 部分家电企业汇兑损益	24

表 8: 家电需求分角度出发.....	25
---------------------	----

## 插图目录

图 1: 各行业 CR8 所处寡占型市场类型.....	5
图 2: 各行业 CR4 所处寡占型市场类型.....	5
图 3: 空调市场占有率.....	6
图 4: 洗衣机市场占有率.....	6
图 5: 冰箱市场占有率.....	6
图 6: 白电行业龙头毛利率均一直处于上行区间 (%).....	7
图 7: 油烟机市场占有率.....	8
图 8: 燃气灶市场占有率.....	8
图 9: 厨电行业毛利率高, 盈利能力强.....	8
图 10: 电饭煲市场占有率.....	9
图 11: 电烧水壶市场占有率.....	9
图 12: 电磁炉市场占有率.....	9
图 13: 电压力锅市场占有率.....	9
图 14: 小家电企业毛利率高且平稳.....	10
图 15: 2005 年到 2017 年黑电行业 5 大龙头市占率大幅提升.....	10
图 16: 2017 年彩电市场市场占有率.....	11
图 17: 2005 年彩电市场占有率.....	11
图 18: 黑电行业竞争激烈, 毛利率低且波动大.....	11
图 19: 白电、厨电、黑电及小家电行业龙头平均销售毛利率, 黑电明显较低于其他行业.....	12
图 20: 世界各国人均用电量 (千瓦时).....	13
图 21: 中国人均生活用电量约占 1/10.....	13
图 22: 传统大家电中日及城乡保有量对比.....	13
图 23: 城乡居民生活用电量差距逐步缩小.....	13
图 24: 美国人均 GDP 及消费支出.....	15
图 25: 日本人均 GDP 及消费支出.....	15
图 26: 我国人均 GDP 约是日本的四分之一, 美国的七分之一.....	15
图 27: 我国各线市 GDP 均值, 均达到 6000 美元拐点.....	15
图 28: 一至四线家电市场占比.....	16
图 29: 我国一至五线及以下人口占比.....	16
图 30: 农村收入增速大于城镇.....	16
图 31: 农村家庭设备及服务增速大于城镇持续提升.....	16
图 32: 洗衣机城镇及农村保有量差值.....	17
图 33: 冰箱城镇及农村保有量差值.....	17
图 34: 彩电城镇及农村保有量差值.....	17
图 35: 空调城镇及农村保有量差值.....	17

图 36: 油烟机城镇及农村保有量差值.....	17
图 39: 洗衣机 2017（外）与 2016 年线上市场份额对比.....	19
图 40: 冰箱 2017（外）与 2016 年线上市场份额对比.....	19
图 37: 空调线上及线下价格对比.....	20
图 38: B2C 网购市场规模指数式提升.....	20
图 41: 空调成本构成.....	21
图 42: 冰箱成本构成.....	21
图 43: 洗衣机成本构成.....	21
图 44: 彩电成本构成.....	21
图 45: 行业毛利与原材料变动高度相关，龙头企业表现好于行业平均.....	22
图 46: 铜、铝、塑料近年走势.....	22
图 47: 家电毛利率近年走势.....	22
图 48: 美元对人民币汇率变动.....	23
图 49: 2016 年主要企业海外业务占比.....	23
图 50: 马斯洛需求演化和家电需求演化.....	24
图 51: 消费升级的过程中的家电产品.....	25
图 52: 变频空调占比不断上升.....	26
图 53: 滚筒洗衣机市场占比不断上升.....	26
图 54: 三开门冰箱占比不断提升.....	26
图 55: 彩电分功能产品渗透率变化.....	26
图 56: 冰箱零售均价整体呈上升趋势.....	27
图 57: 空调零售均价波动上升.....	27
图 58: 洗衣机零售均价波动上升.....	27
图 59: 由于低价竞争，彩电零售均价波动下降.....	27
图 60: IH 电饭煲价格分布.....	28
图 61: 普通电饭煲价格分布.....	28
图 62: 原汁机价格分布.....	28
图 63: 榨汁机价格分布.....	28
图 64: 各行业 R&D 人员及高学历人员比重（5%以上的行业）.....	29
图 65: 不同规模企业实现创新类型比重.....	29
图 66: 主要家电企业 2016 年专利拥有数.....	29

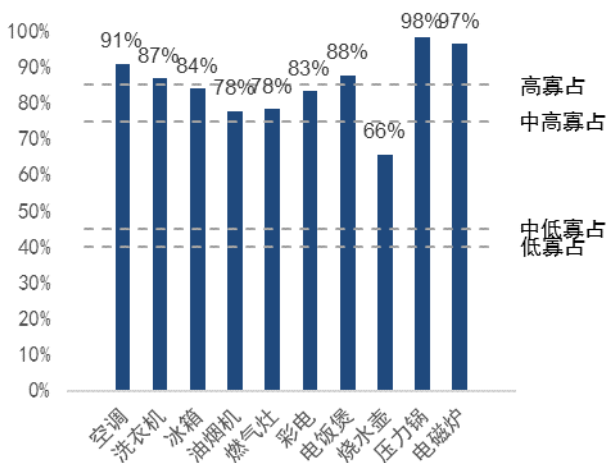
## 1. 白、厨以及小家电三子行业格局稳定，龙头盈利能力强

在激烈的市场竞争过程中，我国家电企业经历了从进口、代工生产、技术合资与合作、独自引进,后来外资竞争力下降、国内品牌依靠价格与技术市场份额不断扩大，并产生了一批有竞争力的龙头企业。我们对家电行业按白色家电、厨房家电、小家电以及黑色家电四大子行业进行深入分析。

### 1.1 家电行业集中度已较高，格局优化仍具备提升空间

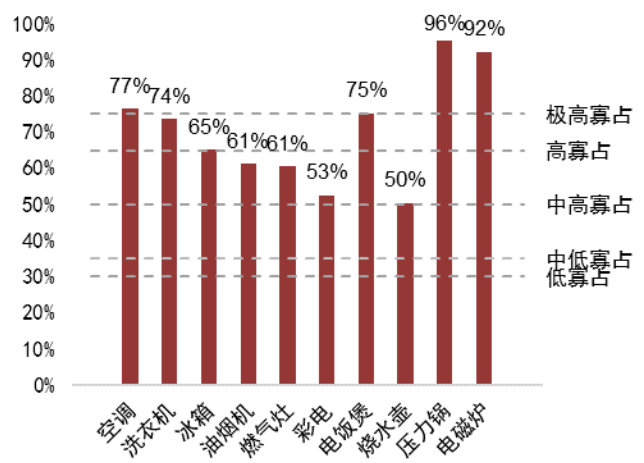
我国家电行业逐渐进入行业发展的后期，行业集中度水平已经较高，除极个别小家电产品以外，家电行业 CR8 总体都在中高寡占型以上的水平（CR8>75%），规模效应体现明显，我们认为行业格局优化仍有空间。

图 1：各行业 CR8 所处寡占型市场类型



资料来源：中怡康、东兴证券研究所

图 2：各行业 CR4 所处寡占型市场类型



资料来源：中怡康、东兴证券研究所

（注：市场集中度类型根据美国经济学家贝恩和日本通产省对产业集中度的划分标准按照行业 CR4 以及 CR8 数据划分）

表 1：贝恩和日本通产省行业集中度分级

市场类型	占比	
极高寡占型	CR4>75%	-
高集中寡占型	65%<CR4<75%	CR8>85%
中高集中寡占型	50%<CR4<65%	75%<CR8<85%
中低集中寡占型	35%<CR4<50%	45%<CR8<75%
低集中寡占型	30%<CR4<35%	40%<CR8<45%

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

总的来说,目前家电行业竞争格局总体稳定,部分产品市场份额仍有一定的提升空间。龙头企业凭借行业格局中的优势地位,未来营收高增长可期。

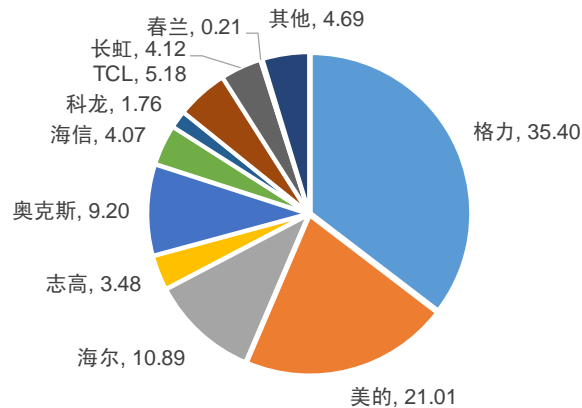
## 1.2 白、厨电龙头格局已成,小电格局渐明,格局趋稳毛利高

### 1.2.1 白电：空、冰、洗格局稳定，带动盈利上涨

白电行业在我国逐渐进入发展的后期,市场格局相对稳定:白电行业集中度已经较高,空调行业的 CR4 行业集中度最高为 76.50%,属于极高寡占型市场。洗衣机和冰箱的 CR4 分别是 73.6%和 65.1%,属高集中寡占型市场。

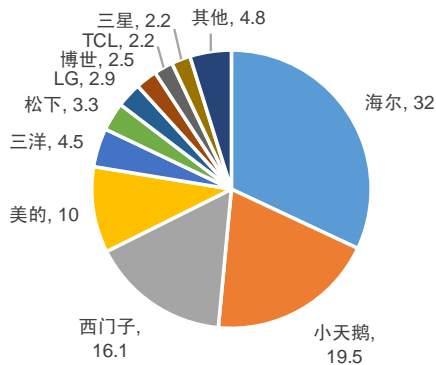
市场集中度方面,空调>洗衣机>冰箱。空调市场格力龙头地位显著市占率达 35.4%,冰箱市场海尔最具优势有 33.79%的市场份额,洗衣机市场中海尔和美的(含小天鹅)共享半数以上份额分别占有 32%和 29.5%。目前白电市场基本已经是由国有品牌为主导,冰箱、洗衣机市场中,西门子(SIEMENS)依然占有约 15%的市场份额。我们认为国内企业在冰箱、洗衣机市场集中度水平提升上仍有空间。

图 3: 空调市场占有率



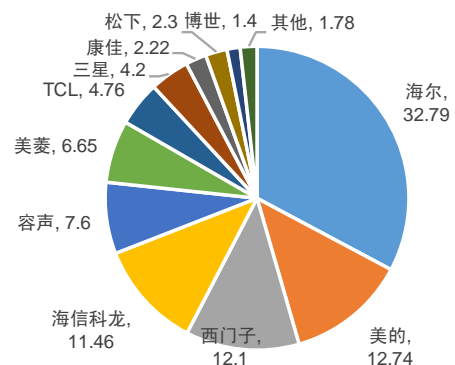
资料来源：产业在线、东兴证券研究所

图 4: 洗衣机市场占有率



资料来源：中怡康、东兴证券研究所

图 5: 冰箱市场占有率

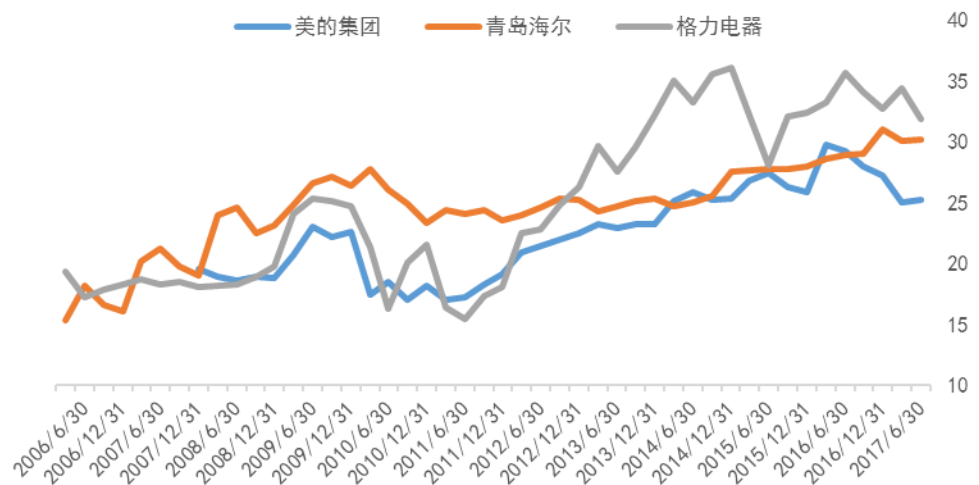


资料来源：中怡康、东兴证券研究所

白电行业竞争下龙头企业毛利率不断提升。近十年来，行业龙头企业格力、海尔及美的毛利率均一直处于上行区间，截止 2017 年二季报发布，格力、海尔以及美的毛利率分别为 31.94%、31.19%和 25.23%，较 2007 年上升 5%-10%。竞争格局的优化带动各自净利率由 2006 年不及 3%的水平分别大幅成倍地提升至 2016 年的 14.33%、5.67%及 9.97%。我们认为：

- ◆ 主要动因是均价提升和原材料价格趋势下行带来的行业盈利改善；
- ◆ 最核心的推动要素是格力、海尔以及美的等龙头企业规模的不断扩大和市场占有率的不断提升带来的规模效应突出。

图 6：白电行业龙头毛利率均一直处于上行区间（%）

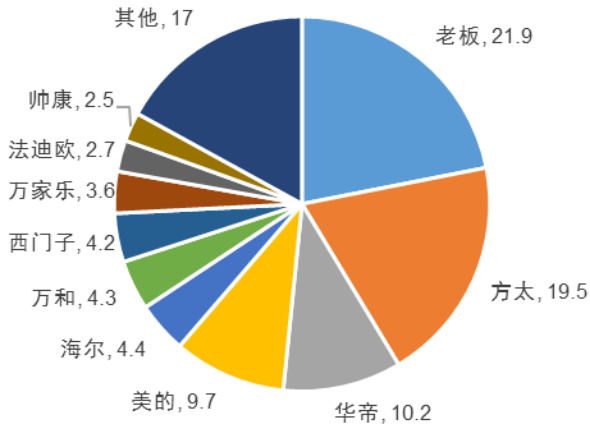


资料来源：Wind、东兴证券研究所

### 1.2.2 厨电：市场集中度提升空间大，行业增盈能力强

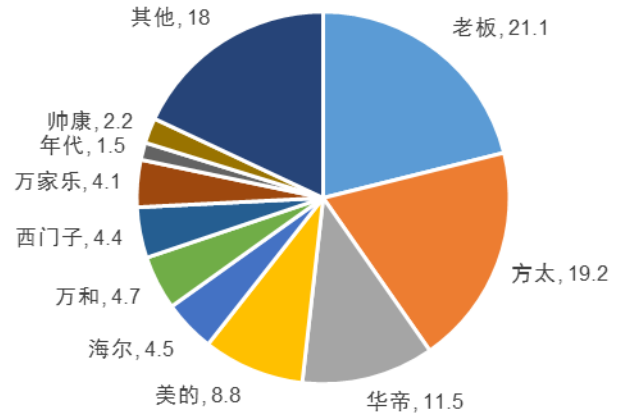
厨电在我国仍处于发展的中期，市场集中度提升空间大。油烟机以及燃气灶 CR4 均已超过 60%已经接近高寡占型市场。行业龙头老板和方太市场占有率都在 20%左右，华帝市场占有率约在 10%。相较白电行业龙头格力 30%左右的市占率，厨电龙头还有 10%到 20%的提升空间；厨电行业 CR8 属于中高集中寡占型市场，部分小型企业占比合计仍在 15%左右，龙头企业总的市场份额仍存在提升空间。我们认为未来大公司将进一步挤占弱小企业市场份额，CR8、CR4 均有 10%以上的扩张空间。

图 7: 油烟机市场占有率



资料来源：中怡康、东兴证券研究所

图 8: 燃气灶市场占有率

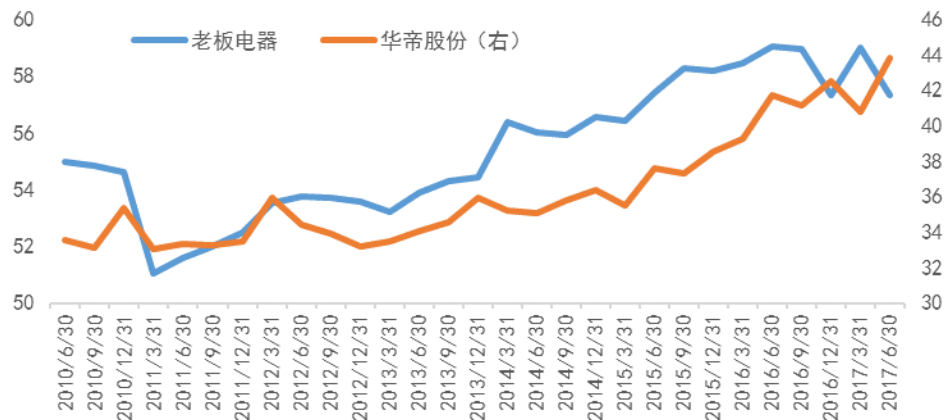


资料来源：中怡康、东兴证券研究所

厨电龙头企业高端化竞争路线和渠道变革带来高毛利。与其他家电行业相比，厨电行业龙头平均毛利率高出白电和小家电龙头平均值约 10%，盈利能力明显强于其他细分家电行业，我们认为原因有以下两点：

- ◆ 厨电行业的两大龙头老板和方太的产品都走高端化路线，避免了因“价格战”而带来价格受损的现象发生；
- ◆ 品牌厨电是从 KA 渠道逐步发展起来的，自行搭建销售网络带来了成本下降。

图 9: 厨电行业毛利率高，盈利能力强



资料来源：Wind、东兴证券研究所

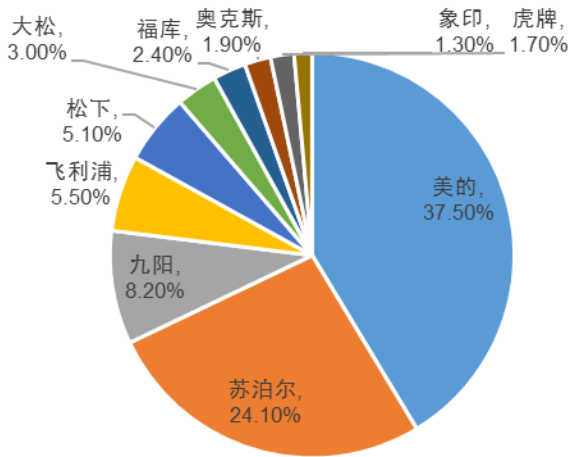
高端化竞争路线和渠道变革优势为厨电龙头企业创造了提升市占率的强劲动力，我们认为厨电龙头企业市占率应该还会提高并会与白电龙头企业 30%左右的市占率看齐。



### 1.2.3 小家电：产品品类众多，在格局形成中龙头公司优势明显

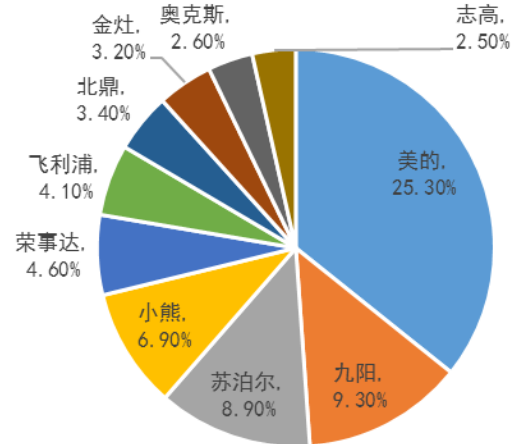
小家电行业集中度总体已经较高。由于产品众多，进入市场的先后不一不同品类的小家电呈现不同的集中水平。以厨房小家电为例，集中度相对较低的烧水壶市场 CR4 也已经达到 50%以上，压力锅和电磁炉 CR4 已经超过 90。厨房用小家电龙头美的、苏泊尔和九阳已经处于绝对优势地位，美的在电饭煲、电磁炉等产品的市场占有率均在 1/4 以上，电磁炉和电压力锅更是接近 50%。厨房小家电苏泊尔和九阳分别拥有 20% 和 10%左右市占率。

图 10: 电饭煲市场占有率



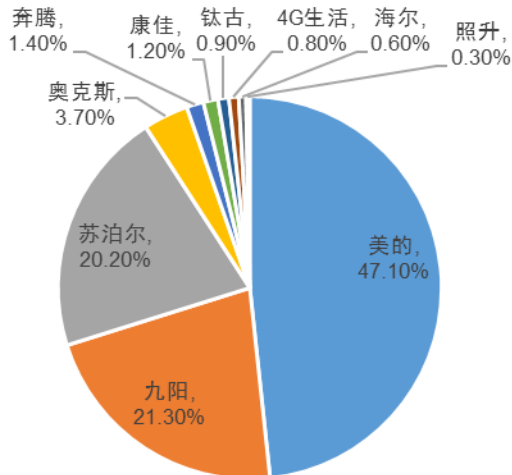
资料来源：中怡康、东兴证券研究所

图 11: 电烧水壶市场占有率



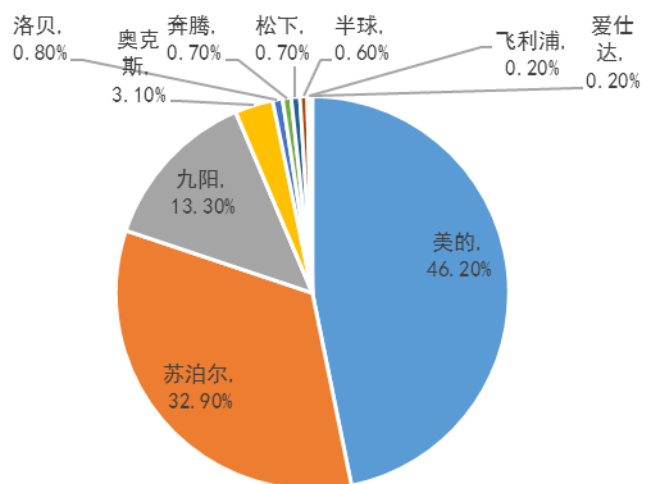
资料来源：中怡康、东兴证券研究所

图 12: 电磁炉市场占有率



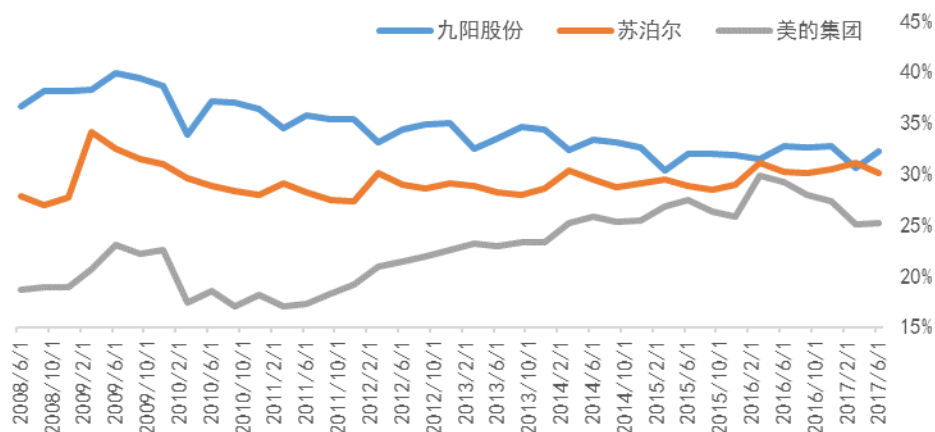
资料来源：中怡康、东兴证券研究所

图 13: 电压力锅市场占有率



资料来源：中怡康、东兴证券研究所

图 14: 小家电企业毛利率高且平稳



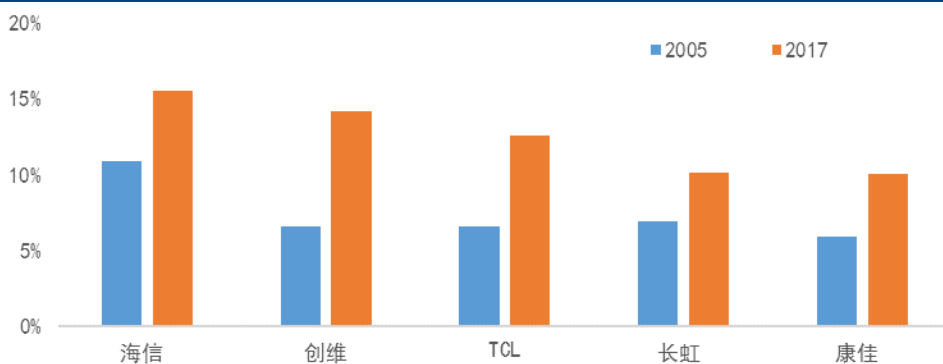
资料来源：Wind、东兴证券研究所

小家电行业毛利率稳定且量和价的发展空间都较大。龙头企业依托已有的高市场份额，在新品类的普及和已有品类的扩张上更具优势；小家电龙头企业整体毛利趋于在30%上下5%的区间内波动，毛利率高并且比较稳定。在高盈利这一很好的基础上，小家电产品众多、更新换代快，其中清洁小家电和生活小家电在我国处于发展的中早期，随着消费升级的推动，我们认为量和价的发展空间都较大。

#### 1.2.4 黑电：行业竞争集中度仍将加大，毛利率相对较低

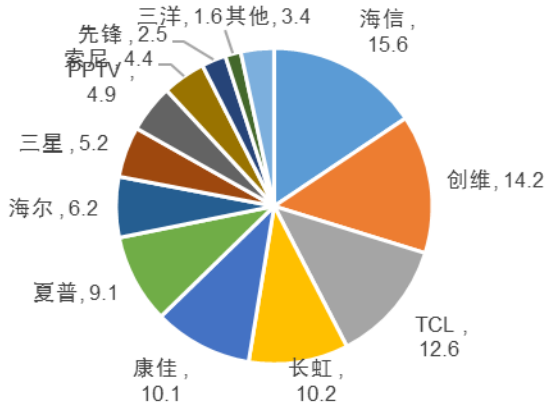
黑电行业整体集中度高，龙头企业市占率提升空间大。黑电行业发展较为成熟市场整体集中度已经较高（CR8 = 92.5%），相比CR4只有较低的52.6%属于中高寡占型水平。2005至今，海外品牌市占率逐渐下降，海信、创维、TCL、康佳、长虹的市场占有率均提了5%左右，市占率达到10-15%之间，相比白电、厨电和小家电龙头企业的集中水平仍有较大提升空间，市场竞争相对激烈。我们认为黑电龙头企业在市场中仍存在竞争和整合的空间，CR4至少有20%提升潜力。未来电视行业的龙头格局仍将由传统电视厂商主导，由创维、海信和TCL主导的龙头格局值得期待。

图 15: 2005 年到 2017 年黑电行业 5 大龙头市占率大幅提升



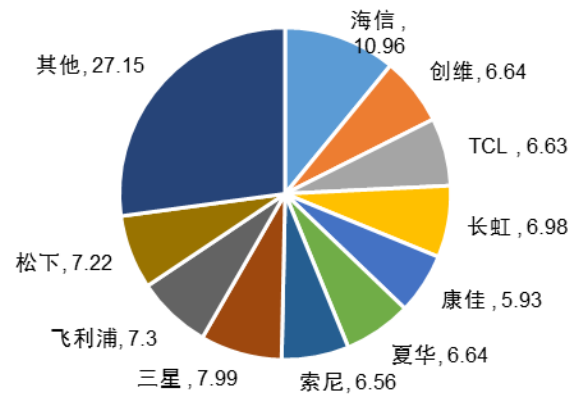
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 16: 2017 年彩电市场市场占有率



资料来源：中怡康、东兴证券研究所

图 17: 2005 年彩电市场占有率

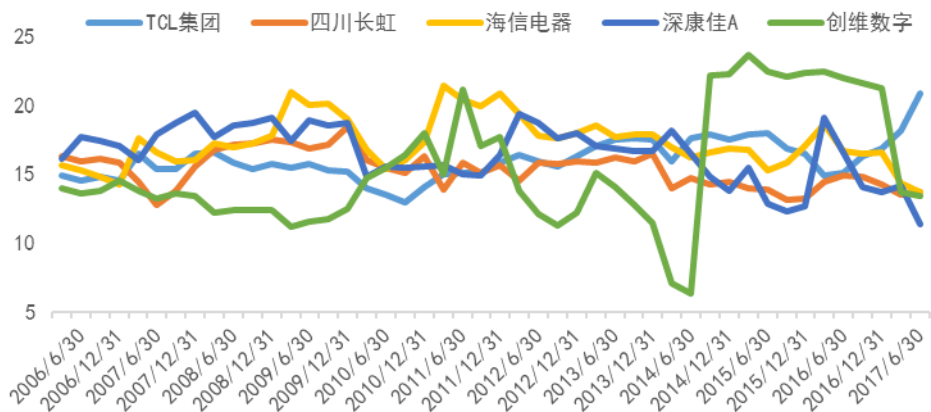


资料来源：中怡康、东兴证券研究所

行业竞争激烈，毛利率相对较低。从黑电行业整体来看，市场的竞争仍然非常激烈，目前相对集中的竞争格局并没有给龙头企业带来较好的盈利回报，黑电龙头的毛利率一般在 15%左右，我们认为：

- ◆ 前期互联网公司的介入使得行业竞争混乱，“价格战”、“广告战”频发对行业利润产生很大负面影响；
- ◆ 电视机正在由传统的耐用消费品转变为具有附属于传媒和互联网消费电子终端属性的“快速消费品”，清晰度、内置播放平台等附加价值更受关注，技术更迭、产品更新换代较快对市场产生较大波动。

图 18: 黑电行业竞争激烈，毛利率低且波动大

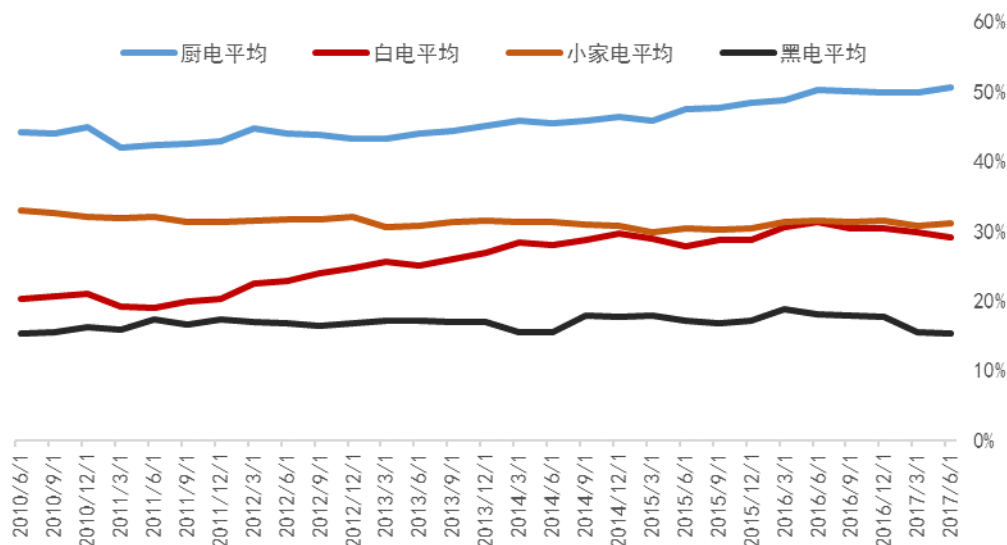


资料来源：Wind、东兴证券研究所

综合对白电、厨电、小家电和黑电的分析，我们认为白电、厨电以及小家电行业的龙头更具有投资价值。目前，白电及小家电龙头企业已达到 30% 左右的销售毛利率，厨电龙头更是高达 40% 以上，而黑电龙头企业因为恶性竞争毛利率波动较大且维持 15% 左右的较低水平。我国家电市场的集中度逐步在提升，龙头企业市场份额和产品渗透率在稳步提高，通过规模化经营之路最大化地摊销了研发销售和管理费用，龙头企业的盈利能力也在稳步上升。我们认为：

- ◆ 现阶段白电、厨电以及小家电行业竞争格局稳定、集中度稳定上升且毛利率较高，具备更高的盈利能力和投资的价值；
- ◆ 在这些行业中市场占有率高、盈利稳定增长的龙头企业更具投资机会。

图 19：白电、厨电、黑电及小家电行业龙头平均销售毛利率，黑电明显低于其他行业



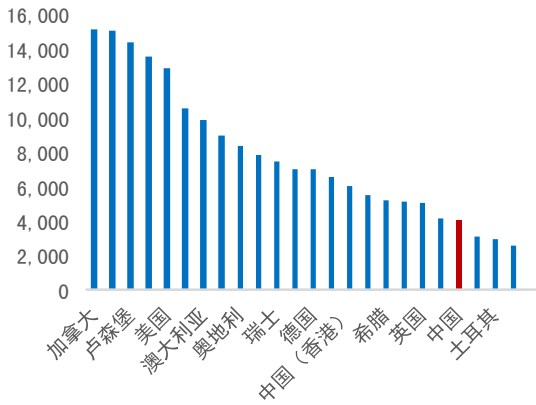
资料来源：Wind、东兴证券研究所

## 2. 市场空间广阔，龙头企业市场拓展更具优势

### 2.1 对比国际，我国家电市场仍具大的提升空间

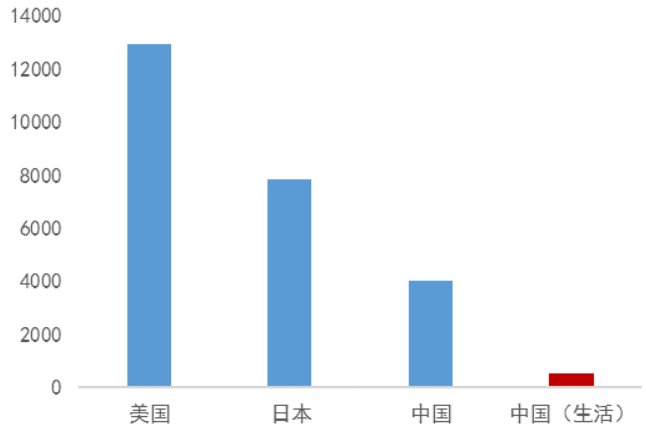
我国人均用电量较发达国家水平仍有一倍以上的空间。人均用电量这个指标可以在一定程度上反映一个国家或地区经济发展水平和人民生活水平。对比世界各国人均用电量，我国人均年用电量不足 4000 千瓦时，约是日本的 1/2、美国的 1/3，中国人均生活用电量仍处于发展中阶段，这证明我国工作及生活中电器化程度人处于一个相对较低的阶段，对家电产品的依赖性和利用率仍处于一个较低的水平，未来仍有一倍以上的提升空间。

图 20: 世界各国人均用电量 (千瓦时)



资料来源：国际能源署、国家统计局、东兴证券研究所

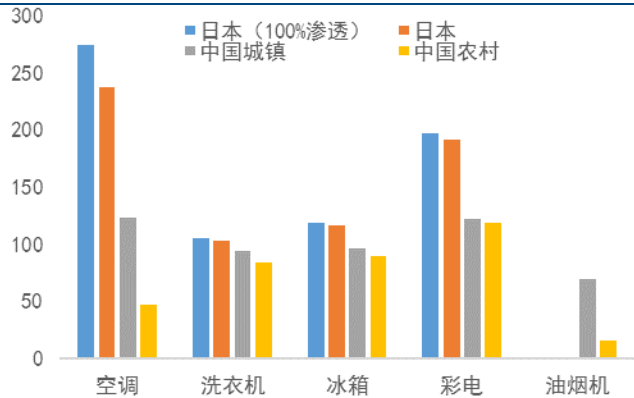
图 21: 中国人均生活用电量约占 1/10



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

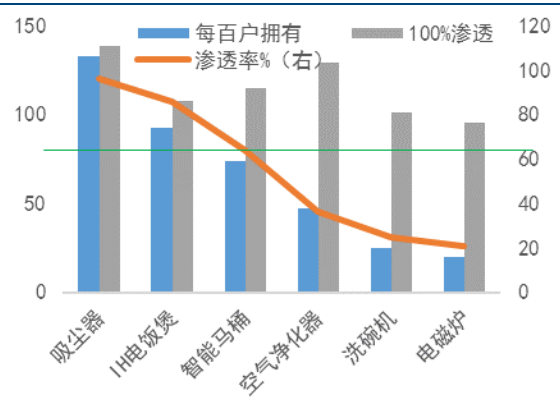
我国家电每百户保有量仍有提升空间。统计数据表明 2014 年日本的空调每百户保有量为 237.6 台, 洗衣机每百户保有量为 103.5 台, 冰箱为 116.8 台, 电视机为 191.3 台。在国内空调保有量水平提升至最饱和状态的极端情况下, 空调年销量将取决于行业总保有量及更新周期。参照日本可以看出, 冰箱、洗衣机、洗碗机电磁炉等家用电器, 体现了一户一机配置的特性, 而空调和电视机以及净化器则体现一户多机配置的特点。对比生活习惯和地理位置较为相近的日本, 可以看出我国城镇空调、洗衣机和冰箱保有量只有 123.7 台、94.2 台和 96.4 台, 未来还有较大成长空间。

图 22: 传统大家电中日及城乡保有量对比



资料来源：日本总务省统计局、Wind、东兴证券研究所

图 23: 城乡居民生活用电量差距逐步缩小



资料来源：日本总务省统计局、Wind、东兴证券研究所

三、四线和农村地区是主要发展区域。截止 2015 年底, 我国城镇每百户保有量为 114.60 台, 基于自身“一户多机”属性, 空调城镇保有量已较冰洗具备一定领先优势。农村市场空调、冰箱、洗衣机及彩电每百户保有量分别为 38.80、82.60、78.80 及 116.90 台, 空调保有量远低于城镇市场, 不及冰箱及洗衣机渗透率水平的一半, 不及日本全国水平的五分之一, 城镇和乡村分别有 55%和 83%的提升空间。我们认为: 中国市场未来的发展空间, 其中其中三、四线和农村地区是主要发展区域是主要发展区域。

表 2: 我国家电市场仍有较大市场空间

	日本每百户拥有	日本 100%渗透百户拥有量	中国城镇保有量	中国乡村保有量	中国城镇提升空间	中国乡村提升空间
空调	237.6	275	123.7	47.6	55%	83%
电视机	191.3	197	122.3	118.8	38%	40%
冰箱	116.8	119	96.4	89.5	19%	25%
洗衣机	103.5	106	94.2	84	11%	21%

资料来源：东兴证券研究所

(注：假设渗透率可以达到 100%，以日本饱和拥有量为参照做计算)

## 2.2 GDP 迈过拐点三、四线城市消费待爆发

我国家电企业经历了从进口、代工生产、技术合资与合作、独资引进,发展到后来自主品牌主导市场的竞争过程。国内自有品牌在激烈的竞争中,产能规模以及技术进步伴随我国人均 GDP 不断在稳定增长以及居民的需求同步提高。

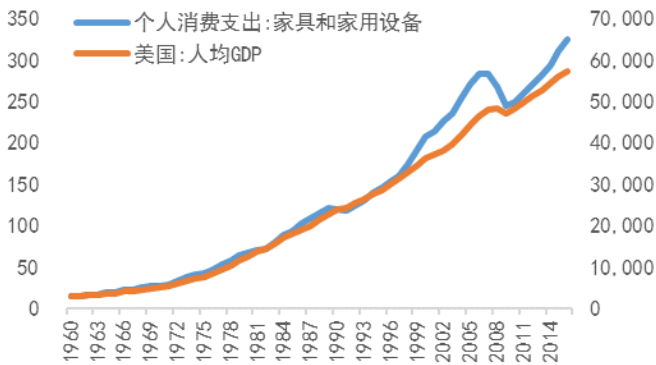
表 3: 人均 GDP 对应的经济周期表现

人均 GDP	人均 GDP 小于 3,000 美元	人均 GDP 介于 3,000 至 6,000 美元	人均 GDP 介于 6,000 至 12,000 美元	人均 GDP 12,000 美元以上
经济特征	工业化初级阶段	工业化进程中,经济动力是“投资主导-工业推动”,重工业和先进技术为主导。	创新驱动,第三产业上升为主导产业,消费主导-服务业推动,工业占比开始回落	产业、就业、城乡结构的现代化转型,劳动密集型工业向资本密集型和技术密集型升级,服务业比例扩大。工业发展重点是技术程度高,附加值高、能源密度低、污染程度低的行业
中国对应年份	-2008	2008-2012	2012-今	-
我国家电行业特征	城镇市场为主,以新增需求为第一推动,消费增长、普及率提升阶段	“家电下乡”时期,高速发展,农村市场逐步兴起,城镇市场更新需求逐渐增加	城镇及农村市场得到相对成熟的发展,发展速度减缓,消费升级、更新需求逐渐成为第一推动	-

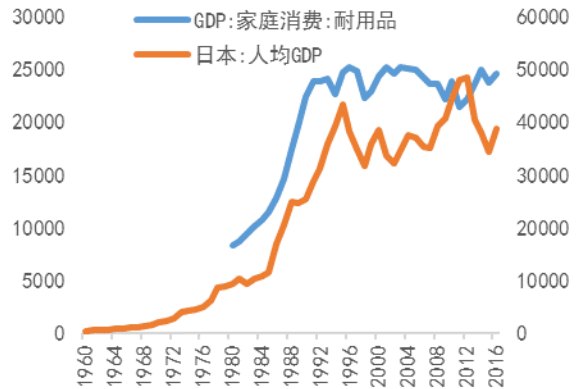
资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

### 2.2.1 我国三、四线城市已迈过六千美元消费的爆发拐点

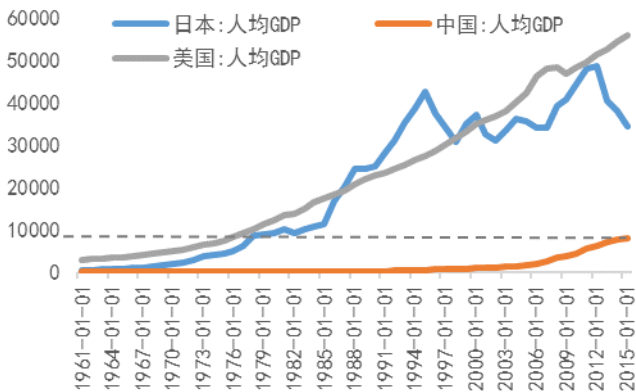
从国际经验来看,日本和美国在人均 GDP 突破 6000 美元进入工业化后期,消费及服务业快速增长,消费需求和服务业 GDP 占比快速提升。目前我国人均 GDP 已经超过 8000 美元的一、二线城市人口占中国 25%左右,部分城市的人均购买力水平已经接近发达国家的水平。目前,我国三、四线城市人均 GDP 已经分别达到 9000 美元和 6000 美元,三、四线城市的消费需求将迎来爆发时期。

**图 24: 美国人均 GDP 及消费支出**


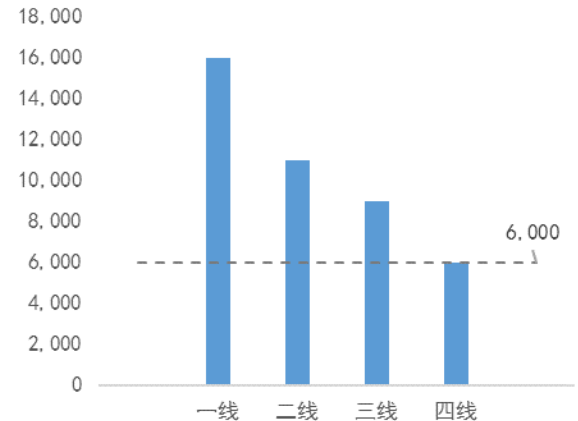
资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

**图 25: 日本人均 GDP 及消费支出**


资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

**图 26: 我国人均 GDP 约是日本的四分之一，美国的七分之一**


资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

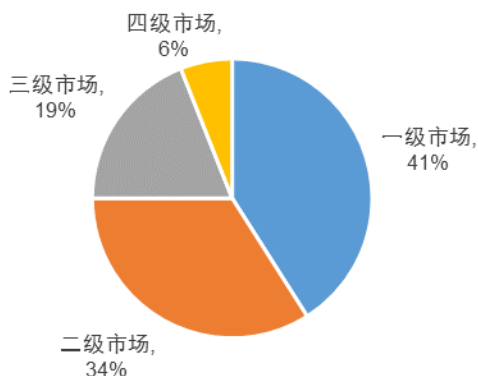
**图 27: 我国各线城市 GDP 均值，均达到 6000 美元拐点**


资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

### 2.2.2 三、四线城市市场容量为一、二线的一倍以上

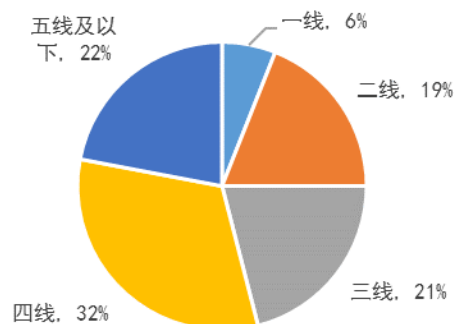
我国人口占比中，一、二线城市人口占比约是 25%，三、四线城市人口占比约 53%，三、四线城市的人口是一、二线城市的一倍以上。从人口基数看到，三、四线城市在消费总体量上要远大于一、二线城市，结合三、四线收入增长以及城镇化等因素，我们认为三、四线城市消费爆发已具备很好的经济基础，并且三、四线在市场容量将是一、二线城市市场的一倍以上。

图 28: 一至四线家电市场占比



资料来源：奥维云网、东兴证券研究所

图 29: 我国一至五线及以下人口占比



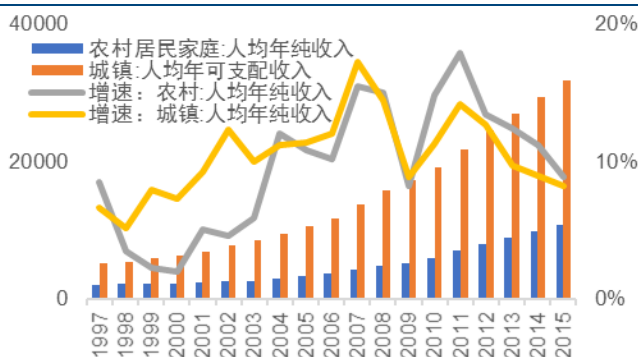
资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

## 2.3 乡村家电的“城镇化”进程加速

### 2.3.1 乡村收支增速大于城市，家电“城镇化”进程快速提升

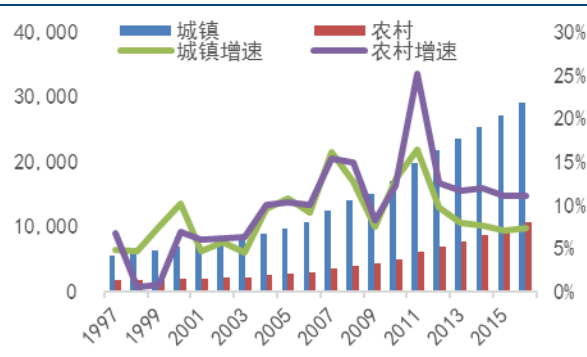
农村家庭设备用品及服务支出增速超过城镇。农村家庭和城镇家庭收入增速出现明显分化，从 2009 年开始农村家庭收入增速超过城镇，截止到 2015 年底农村收入增速为 8.9%，农村家庭收入增速显著高于城镇家庭 8.2%，农村家庭收入增速显著高于城镇家庭；农村家庭设备用品及服务（包含家电耐用消费品）从 2010 年起一直保持两位数以上增长，增速大于城镇。

图 30: 农村收入增速大于城镇



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 31: 农村家庭设备及服务增速大于城镇持续提升

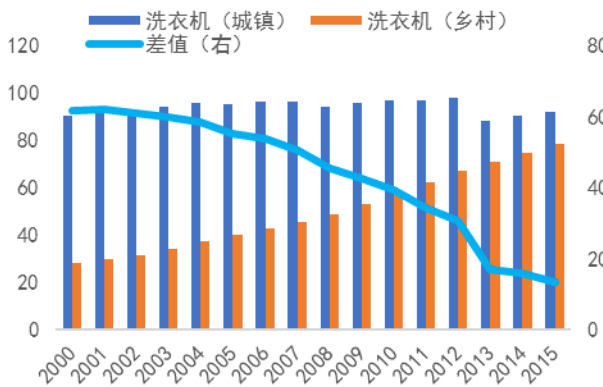


资料来源：CEIC、东兴证券研究所

农村家庭耐用家电消费品保有量水平快速上升。近年来农村彩电以及洗衣机、冰箱等实用性更高的家电产品的消费已接近城市水平。城乡差距百户拥有量在都在 20 台以下而空调和油烟机的城乡差距仍较大分别是 75.8 台和 53.9 台。随着农村居民生活水平的提高和生活品质的提升，农村生活习惯仍将向城市逐步靠拢，农村家电产“城镇化”进程仍存在较好发展空间。

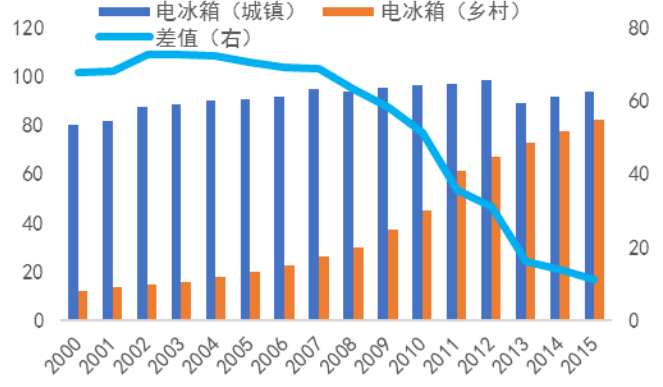


图 32: 洗衣机城镇及农村保有量差值



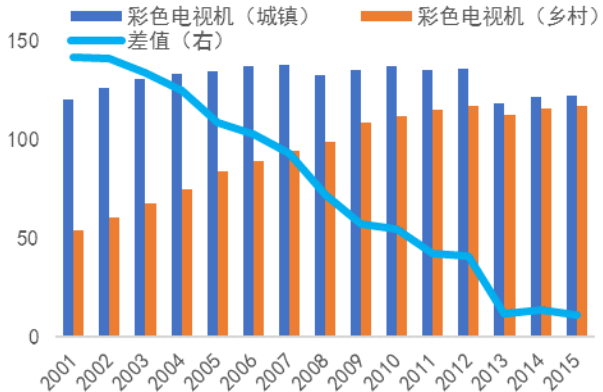
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 33: 冰箱城镇及农村保有量差值



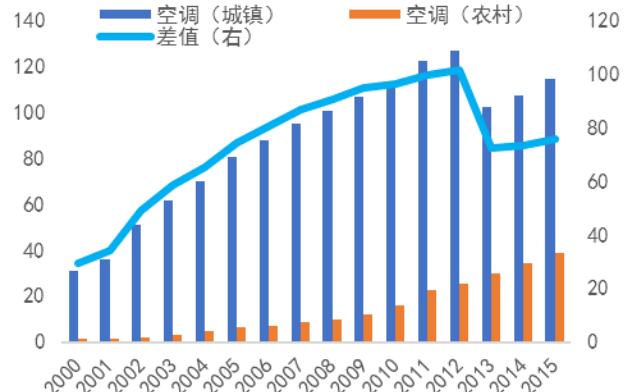
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 34: 彩电城镇及农村保有量差值



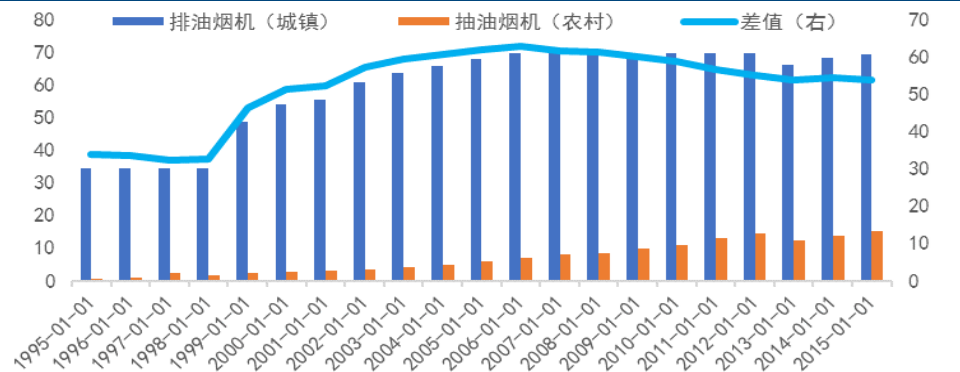
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 35: 空调城镇及农村保有量差值



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 36: 油烟机城镇及农村保有量差值



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

### 2.3.2 家电下乡的更新潮即将到来，将带来 4000 亿市场

农村存量市场可观。经过 2008 至 2013 年家电下乡等补贴政策陆续实施，我国农村地区家电保有量有了明显的提升。目前之前家电下乡的电器逐步进入更新期，为此我们对家电下乡产品的使用年限以及更新量进行估算，其中为了更合理的估算家电更新的数量，我们假设：

- ◆ 以国家标准化管理委员会公布的家电安全使用年限为家电寿命年限的中位数，各种家电的更新数量是均值为使用年限中位数的近正态分布；
- ◆ 以 2009-2012 年（除政策启动和退坡年份）家电销量作为主要的潜在更新量；
- ◆ 以 2013 年三大家电市场均价来作为基数，每年家电产品均价上涨 100 元来。

我们认为从 2017 至 2020 年间，我国家电下乡产品更新换代将带来超过 4000 亿元的市场。

表 4：家用电器安全使用年限

空调	洗衣机	冰箱	彩电	抽油烟机
8~10 年	8 年	12~16 年	8~10 年	8~15 年
电热水器	电饭煲	微波炉	吸尘器	电筒剃须刀
8 年	10 年	10 年	8 年	4 年

资料来源：国家标准化管理委员会、东兴证券研究所

表 5：家用电器更新量

家电下乡	彩电销量	冰箱销量	空调销量	洗衣机销量
2009 年	7949050	11750770	3801720	5529774
2010 年	19857275	23828730	7942910	9531492
2011 年	26244660	24225840	13122330	11103510
2012 年	20824440	19222560	14416920	8009400
	彩电更新量	冰箱更新量	空调更新量	洗衣机更新量
2013 年	1192358	0	0	0
2014 年	4965854	587539	190086	276489
2015 年	10888280	2954052	967403	1306041
2016 年	16238960	7135756	2607897	3090854
2017 年	16533635	12298443	5228207	5354738
2018 年	12838222	16035889	7533075	6910940
2019 年	7782218	16429334	8322806	7113522
2020 年	3394677	13812656	7610218	5929265

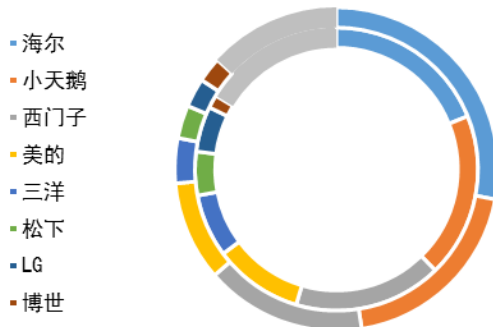
资料来源：东兴证券研究所

## 2.4 龙头企业在三、四线市场及农村市场拓展优势大

电商模式助力渠道下沉，龙头线上市场仍具优势。我国电商渠道发展迅速，B2C 网购规模呈指数型上升。截止 2017 年上半年，我国 B2C 市场规模达到 8604.6 亿元，与家电相似的 3C 类市场也已经达到了 2987.4 亿元，占总规模的 34.9%。电商模式将是家电企业拓展市场的新武器，企业都在此上在下功夫。

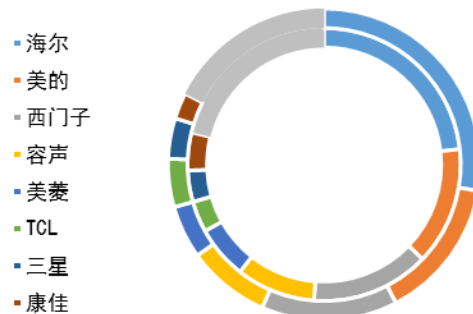
龙头企业线上市场仍占有优势。2016 至 2017 年度白家电线下市场优势企业在线上市场依然占据主导地位，且集中化加大的趋势也明显。以白电行业为例，在线下市场占有明显优势的海尔、美的以及西门子，在线上市场仍具有优势且集中度仍在不断提升，对比 2016 年和 2017 年海尔的市场份额，2017 年海尔洗衣机的线上市场份额达 28%比 2016 年的 18.9%提升了 10%左右，海尔冰箱 2017 年线上市场份额较 2016 年的 23.2%也提升了近 5%达 27.7%。

图 37: 洗衣机 2017（外）与 2016 年线上市场份额对比



资料来源：中怡康、东兴证券研究所

图 38: 冰箱 2017（外）与 2016 年线上市场份额对比

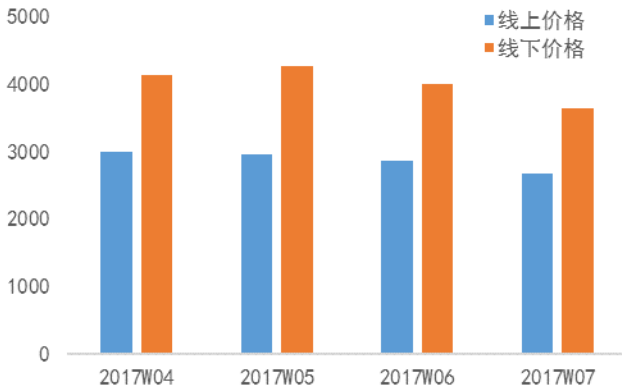


资料来源：中怡康、东兴证券研究所

价格优势助力三、四线市场及农村市场的增长提速。电商模式更为扁平化，能够实现厂商直接面对三、四线城市市场、农村及偏远地区消费者的销售模式，助力三、四线市场及农村市场的增长提速。电商模式主要是配送及仓储成本，更具规模优势，与传统的家电企业相比具备产品价格优势。以空调为例，线上与线下价格大约有 1,000 多元的价差，从而吸引消费者在更多地采用电商渠道进行采购。价格上的优势进而推进了电商渠道的发展，电商渠道有利于家电企业的销售渠道下沉，并实现对三、四线城市市场、农村及偏远地区消费者市场的有效销售。我们认为：

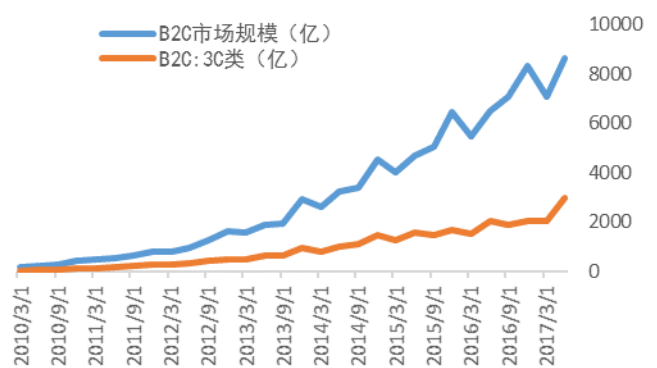
- 伴随自主品牌市场地位提升及家电下乡政策的推动，我国家电龙头企业在三、四线及农村地区的市占率快速提升，并积累了较好的口碑和市场基础；
- 随着三、四线及农村地区收入水平的提高以及消费需求的升级，以及之前市场集中度较低时期存在质量、品质较差现象，存量市场提前进入更新期，龙头企业发挥质量、技术上有优势的将拥有更多的市场空间。

图 39: 空调线上及线下价格对比



资料来源：中怡康、东兴证券研究所

图 40: B2C 网购市场规模指数式提升



资料来源：Wind、东兴证券研究所

### 3. 龙头企业成本控制力强，受原材料及汇兑影响有限

#### 3.1 家电企业原材料占比高，龙头企业调控能力强

原材料费用是家电企业成本主要构成部分。家用电器成本的主要构成部分来自原材料，各类家电企业的原材料成本均超过了 75%，其中白电、厨电以及黑电行业原材料占比约在 90%左右。小家电行业人工成本占比较高，约两倍于黑、白以及厨电行业。占比上看，原材料价格的变动对家电企业成本影响重大。

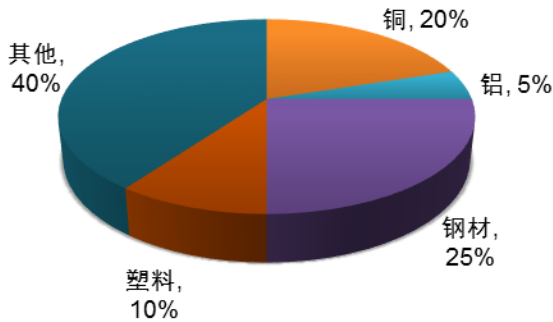
表 6: 家电各厂家制造费用比例

	股票代码	名称	原材料	人工工资	折旧	能源	其他制造费用
白电	000651.SZ	格力电器	92%	6%	2%	1%	
	000333.SZ	美的集团	90%	6%	2%	2%	
	600690.SH	青岛海尔	86%	6%	2%	1%	5%
	000418.SZ	小天鹅 A	94%	4%	2%	1%	
	000921.SZ	海信科龙	93%	4%	3%	2%	
厨电	002508.SZ	老板电器	86%	6%			7%
	002035.SZ	华帝股份	92%	4%			5%
	002543.SZ	万和电气	85%	6%			9%
黑电	600060.SH	海信电器	97%	1.5%	0.46%	0.25%	
	000810.SZ	创维数字	87%	6%	7%/3	7%/3	7%/3
小电	603355.SZ	莱克电气	69%	11.58%			19.51
	603868.SH	飞科电器	83%	14%	2%		11%
	002705.SZ	新宝股份	76%	13%	2%		1%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

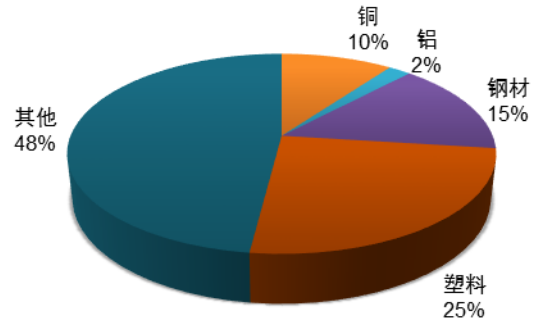
白、厨及小家电成本中铜、铝、冷轧钢板及塑料占比超半数。四类材料成本占比相对稳定；黑家电的彩电成本构成来看液晶屏占比（面板模组+背光模组）为60%。铜、铝、冷轧钢板及塑料的总成本占比约占家电企业总成本的50%-60%。铜、铝、冷轧钢板及塑料的价格波动对家电企业的总成本影响重大。

图 41: 空调成本构成



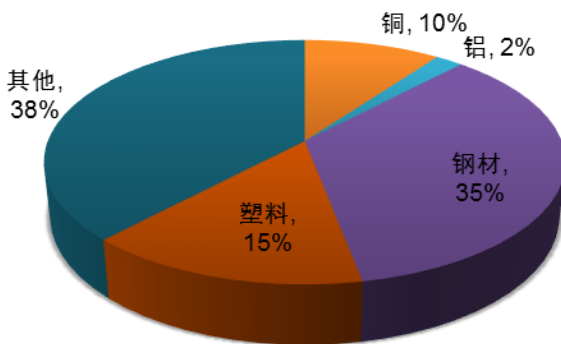
资料来源：产业在线、东兴证券研究所

图 42: 冰箱成本构成



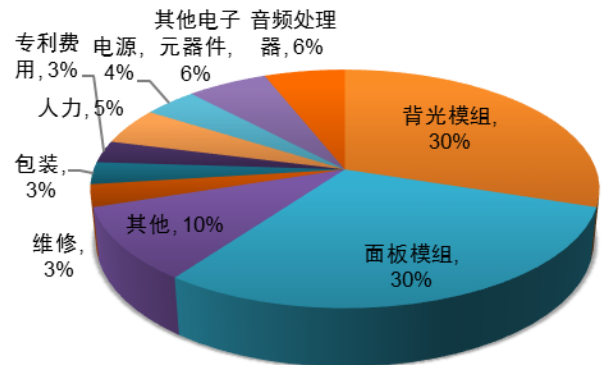
资料来源：产业在线、东兴证券研究所

图 43: 洗衣机成本构成



资料来源：产业在线、东兴证券研究所

图 44: 彩电成本构成

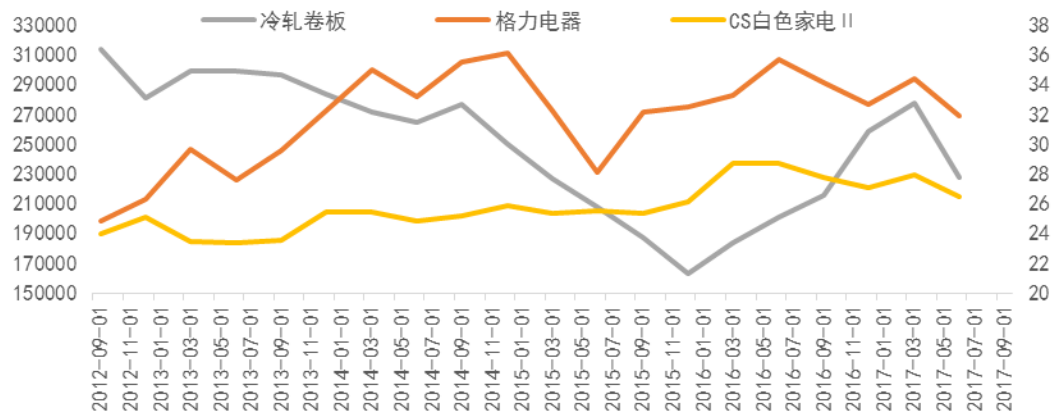


资料来源：产业在线、东兴证券研究所

**龙头企业成本转能力强。**对比行业均值可以看出，龙头企业在同样原材料成本压力下能够赢得相对较高的毛利，对此我们认为：

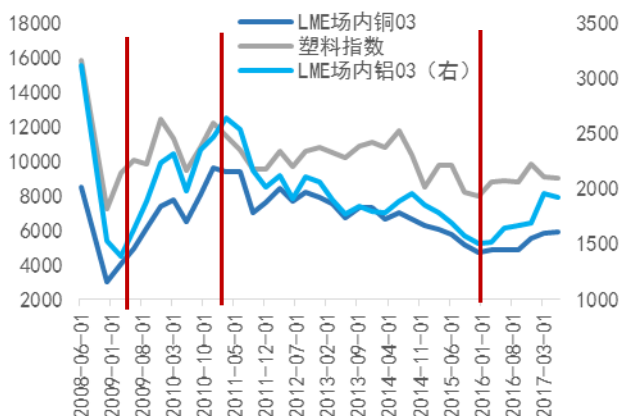
- 龙头企业拥有规模优势，上游可以凭借规模议价优势压缩成本；
- 龙头企业对下游有较强的下游议价能力，可以通过直接提价的方式转嫁成本压力；
- 龙头企业研发能力强，产品更新换代快，可以通过产品迭代的方式以消费升级的形式消化掉原材料价格上升带来的成本压力。

图 45: 行业毛利与原材料变动高度相关, 龙头企业表现好于行业平均



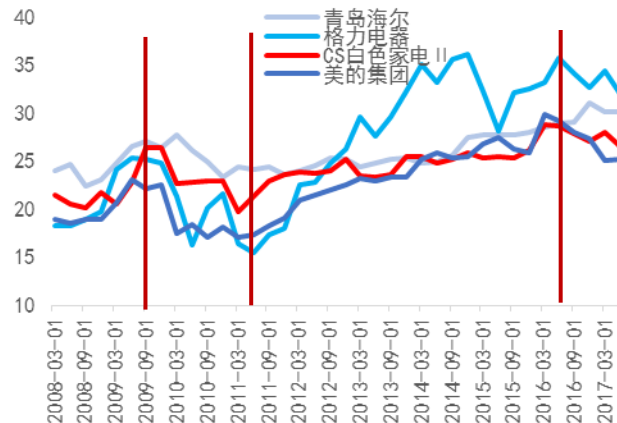
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 46: 铜、铝、塑料近年走势



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 47: 家电毛利率近年走势

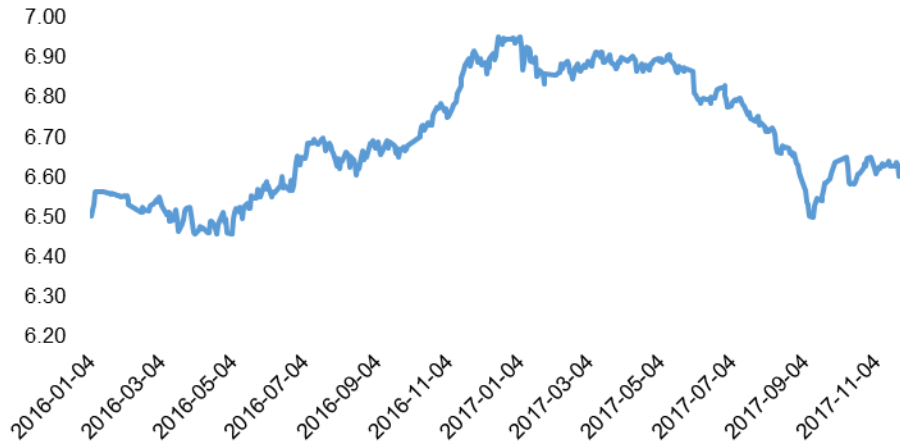


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 3.2 汇率影响长期中性, 龙头抗风险能力强

汇率影响短期为波动, 长期来看汇率变化中性。2016 年美元兑人民币汇率波动上行, 汇兑波动在 2016 年为家电企业带来汇兑收益, 从 2017 年五月份以来, 美元对人民币汇率一直处于下行通道, 美元指数明显走弱, 人民币美元幅度升值接近 6%, 最新收盘价美元兑人民币报 6.58, 约是 2016 年 2 季度水平。考虑到出口多以美元计价以及企业持有外币资产给部分出口份额较高的家电企业造成了汇兑损失, 目前汇率处在 2016 年底部位置短期来看为汇率波动。

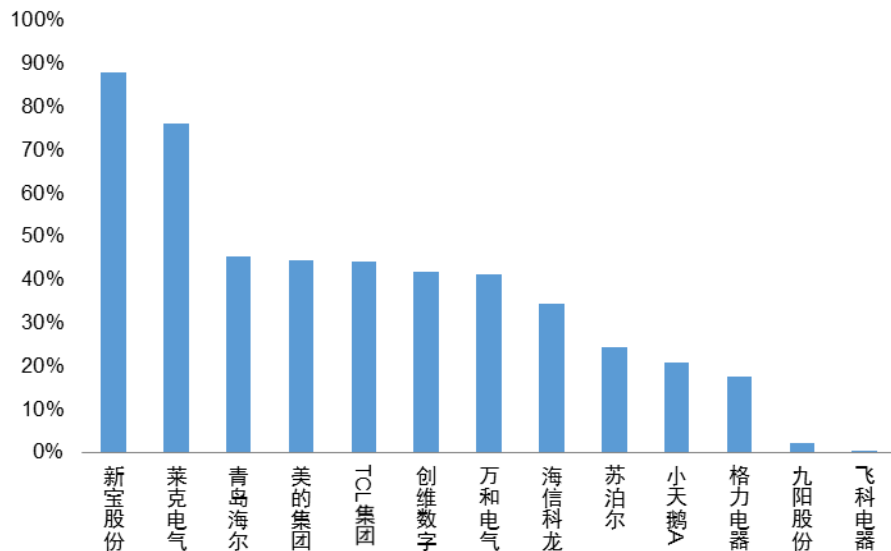
图 48: 美元对人民币汇率变动



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**龙头企业国内外市场占比相对均衡。**家电企业依据其不同的发展战略、经营模式以及不同的企业发展背景，在国内外业务分配上有着明显的差别。对比 2016 年各家电企业海外业务的占比情况可以看出，小家电例如新宝股份和莱克电气在海外业务占比上与九阳股份和飞科电器有着巨大差异，新宝股份出口比例将近 90%、莱克电气也有 76% 的出口占比，同为小家电行业的苏泊尔只有约 30% 的出口比率。美的、格力、TCL 集团等行业龙头海外占比均不超过 50%。我们认为，龙头企业国内外市场均衡发展、市场份额占比稳定且不超过一半，汇兑变动对龙头企业影响不大。

图 49: 2016 年主要企业海外业务占比



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

龙头企业拥有更完备风险对冲控制体系。龙头企业可以通过期货合约、远期合约等衍生品来实现汇兑风险的规避，从数据来看龙头企业的实际发生汇兑损益占营收比重不超过 1%。

表 7: 部分家电企业汇兑损益

名称	2017H1 (千元)	营业总收入 (亿元)	2017H1 出口收入 占比	汇兑损益占总营收	2016H2 (千元)	2016H1 (千元)
格力电器	490723.90	700.21	17.54%	0.70%	-3702265.76	-2346149.25
美的集团	336092.00	1249.64	44.38%	0.27%	-557689.00	-692672.00
青岛海尔	172272.25	775.76	45.22%	0.22%	179509.40	15543.23
小天鹅 A	30775.82	105.68	20.75%	0.29%	-57584.69	-11313.33
海信科龙	9163.75	176.06	34.26%	0.05%	-20430.35	-8954.73
老板电器	309.20	31.98	0.16%	0.01%	-612.64	-119.78
海信电器	9163.75	135.67	31.00%	0.07%	-20430.35	-8954.73
创维数字	17101.21	34.35	41.86%	0.50%	-37890.06	-17869.38
飞科电器	858.35	17.23	0.46%	0.05%	-1170.24	-226.29
新宝股份	25430.03	37.97	87.73%	0.67%	-86659.09	-21171.30
苏泊尔	2404.34	69.09	24.40%	0.03%	-11899.04	-3500.90

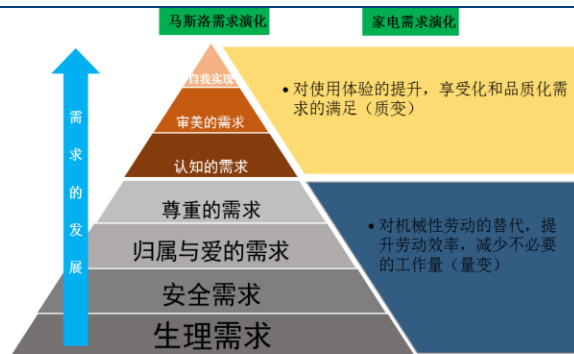
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 4. 消费升级贯穿行业发展，龙头企业引领趋势

### 4.1 家电的需求向高端、享受化、品质化等方向发展

从消费者的本身的需求来讲，消费者的需求发展是遵循马斯洛需求层次理论的客观规律，从最根本的生存需求到最高层次自我实现，是一个由低到高的演进过程，从与消费者生活紧密相关的家电产品出发，人们对家用电器最初的需求是对于机械性劳动的替代和时间效率的提高，随着社会生产力和消费者收入的提高。

图 50: 马斯洛需求演化和家电需求演化



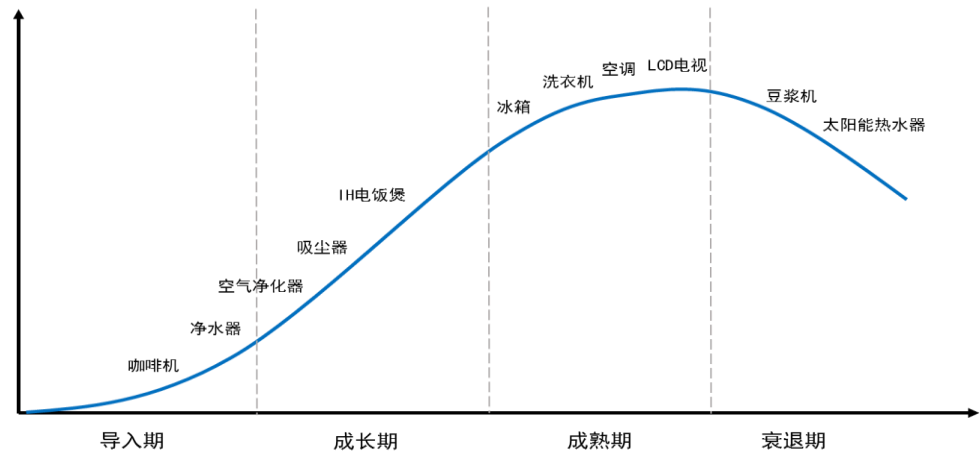
资料来源：Wind、东兴证券研究所



当前随着中国消费者收入水平的提升，消费能力逐步提高，消费者的品牌意识越来越强，对于产品质量和品质的要求也逐步提升。我们认为：

- ◆ 产品结构将发生变化，高端占比逐步提升产品的均价也会相应的提高；
- ◆ 品牌集中度将得到进一步提高，龙头企业的优势会进一步扩大。

**图 51: 消费升级的过程中的家电产品**



资料来源：东兴证券研究所

**表 8: 家电需求分角度出发**

家电需求分类		从市场出发	
		新增需求	更新需求
从消费者出发	基本需求	对机械性劳动的替代，提升劳动效率，减少不必要的工作量	新房配置、普及率的提升、新品类实用性家电 以新换旧、老旧品类的升级换代
	成长需求	对使用体验的提升，享受化和品质化需求的满足	黑、三白、大厨电、基础型实用型小家电 以新换旧，“大尺寸”、“三开门”、“变频”等 厨房小家电、家居卫生小家电、个人健康护理小家电、新品类“原汁机”、“厨师机”等

资料来源：东兴证券研究所

## 4.2 消费升级拉动高附加值新品类销量增长和带动市场均价上升

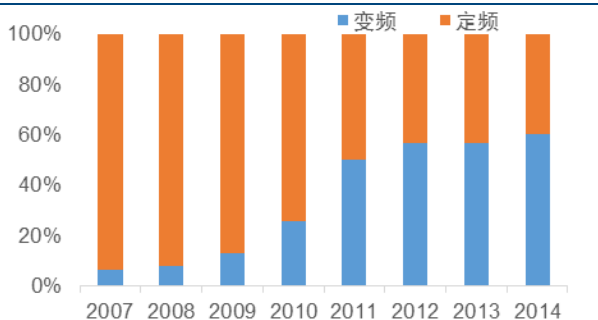
消费升级对于行业整体拉动作用体现在两个方面：

- ◆ **拉动销量增长**，消费升级推动市场更新需求的发展，提升革新品类的保有量，以及新产品的普及；
- ◆ **带动市场均价上涨**，功能更全面，更智能，更高附加值的产品带动市场均价上涨。

### 4.2.1 消费升级拉动高附加值产品销量增长

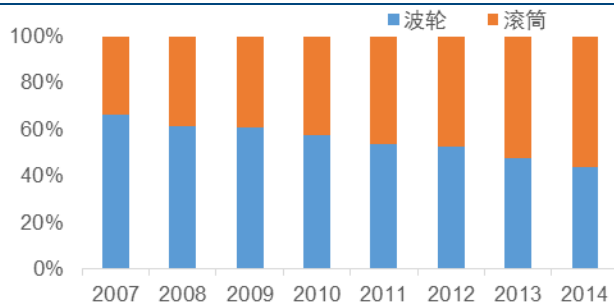
消费升级趋势下传统品类的升级和新产品的扩张。对于已持有的产品，人们更多表现为更新换代的需求，对于新品类家电产品，消费者表现为新增需求。白电产品里高附加值、高单价的变频空调、三开门及以上冰箱、滚筒洗衣机，黑电产品 55 英寸以上、4K、超薄、HDR 的彩色电视电视渗透率逐渐上升，厨电中欧式及侧吸式烟机以及嵌入式燃气灶等产品在整体销量中占比持续提升，且逐步成为市场上的主流产品。

图 52: 变频空调占比不断上升



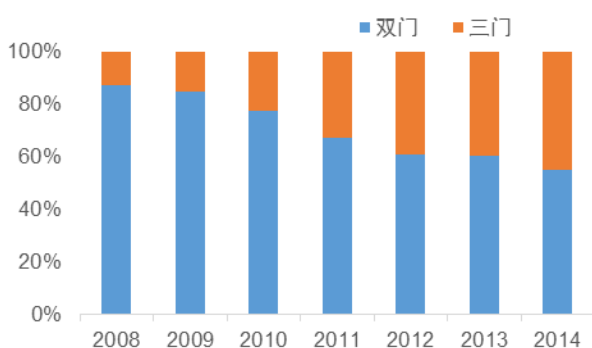
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 53: 滚筒洗衣机市场占比不断上升



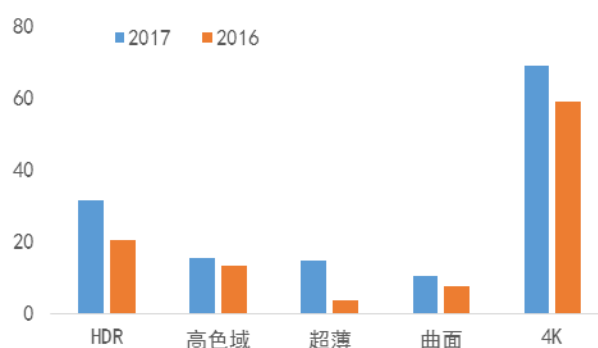
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 54: 三开门冰箱占比不断提升



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 55: 彩电分功能产品渗透率变化

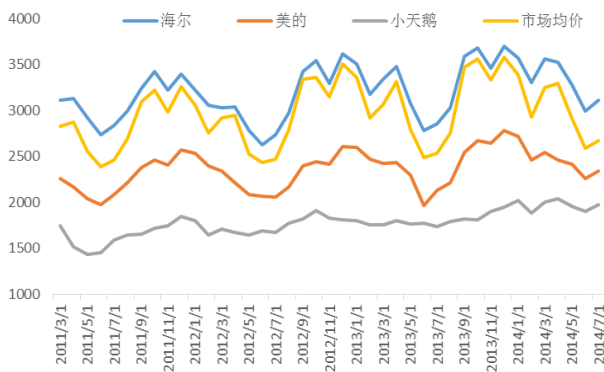


资料来源：中怡康、东兴证券研究所

#### 4.2.2 消费升级带动行业均价上升，高附加值新品类价格高

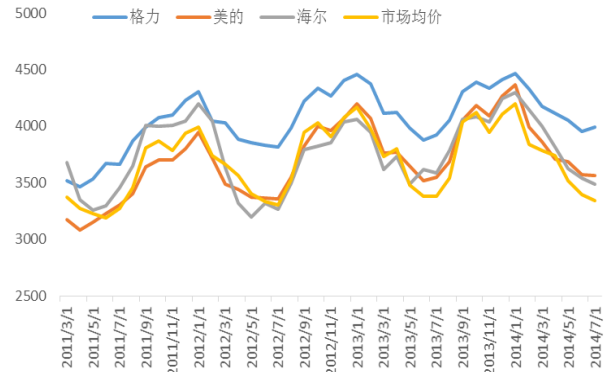
功能更全面、更智能、更高附加值的产品带动市场均价上涨。2011至2014年三大白电产品整体均价均上升了约15%。黑色家电，由于竞争环境影响，其零售价格波动下行。在厨房小家电中我们也可看到，同样功能的产品，附加值更高的IH电饭煲和原汁机价格是普通电饭煲和普通榨汁机的2-3倍，我们认为消费升级给附加值更高的产品带来更高的产品价格。

图 56: 冰箱零售均价整体呈上升趋势



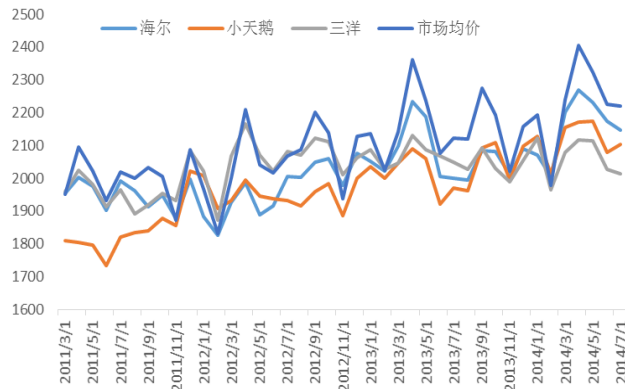
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 57: 空调零售均价波动上升



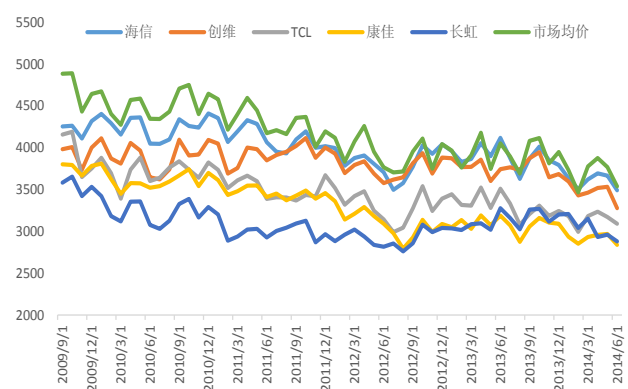
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 58: 洗衣机零售均价波动上升



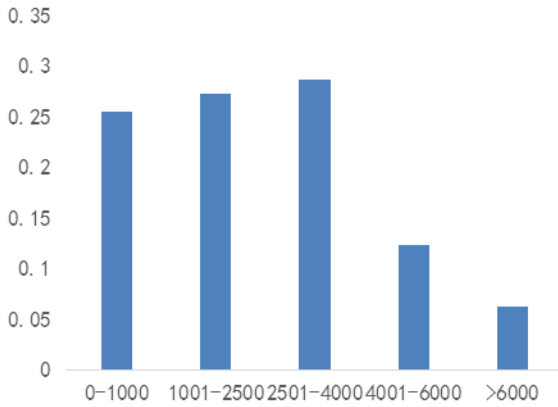
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 59: 由于低价竞争，彩电零售均价波动下降



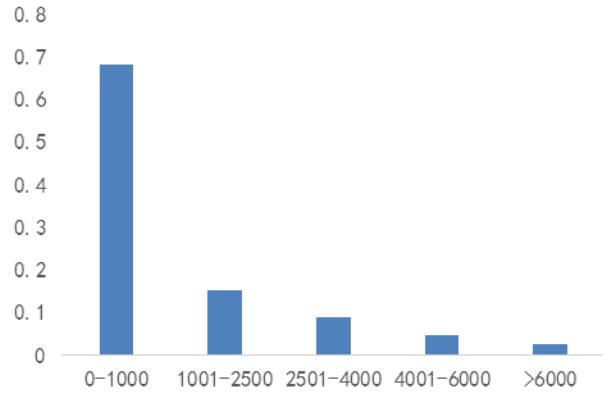
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 60: IH 电饭煲价格分布



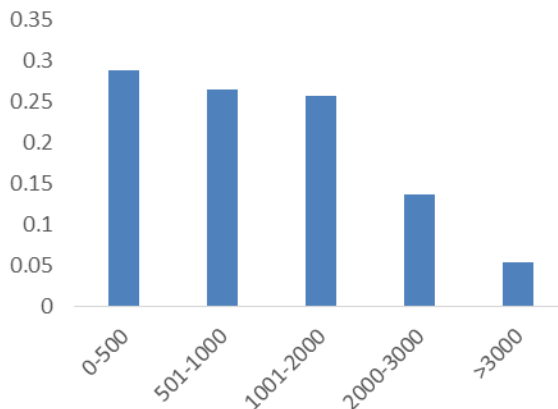
资料来源：京东商城、东兴证券研究所

图 61: 普通电饭煲价格分布



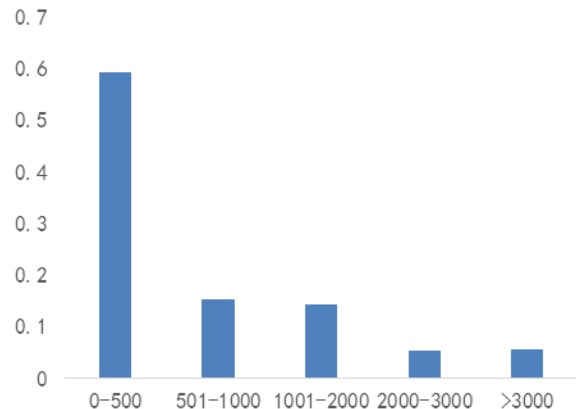
资料来源：京东商城、东兴证券研究所

图 62: 原汁机价格分布



资料来源：京东商城、东兴证券研究所

图 63: 榨汁机价格分布



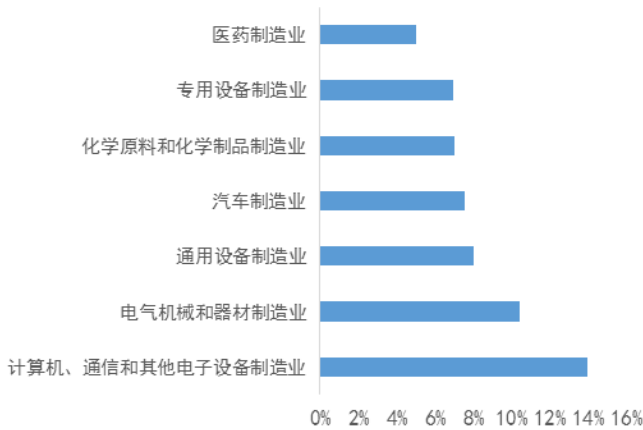
资料来源：京东商城、东兴证券研究所

### 4.3 龙头企业更能适应消费升级要求，产品升级拥有优势

**研发大投入形成竞争要素。**从各行业大类来看，研发人员规模排名前五的行业分别是“计算机、通信和其他电子设备制造业”、“电气机械和器材制造业”、“通用设备制造业”、“汽车制造业”及“化学原料和化学制品制造业”，这五个行业研发人员在制造业中占比合计达到 46.9%，其中“电气机械和器材制造（含家电制造）”占比 10.4%。我们认为强有力的研发能力使得：

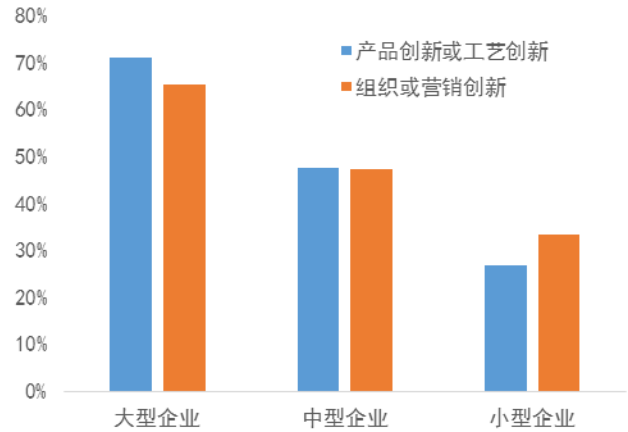
- ◆ 家电企业产品通过升级迭代更具市场竞争力；
- ◆ 家电企业能更好的迎合并能满足消费者对产品需求升级的要求。

图 64: 各行业 R&D 人员及高学历人员比重 (5%以上的行业)



资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

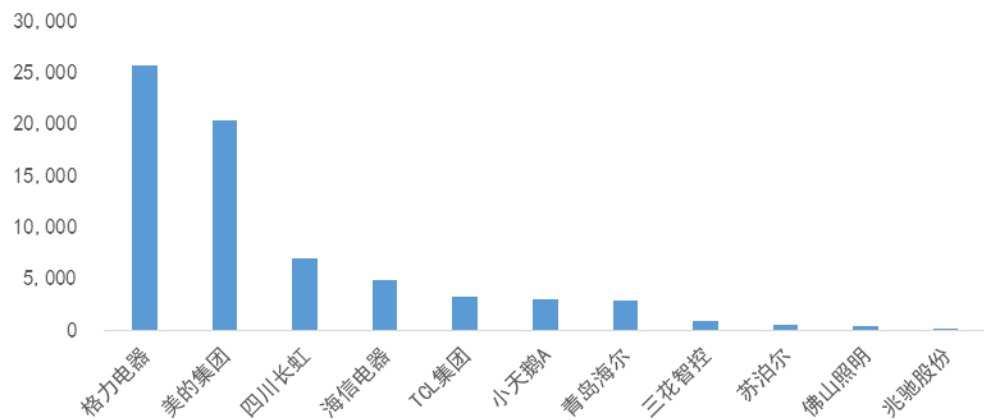
图 65: 不同规模企业实现创新类型比重



资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

**龙头企业产品、工艺创新能力更强。**大型企业在产品或工艺创新和组织或营销创新上均明显高于中、小型企业，71.2%的大型企业实现了产品或工艺的创新，两倍于小型企业 26.7%的实现比重。企业规模越大，越侧重于开展技术创新，而小规模企业则侧重于开展组织或营销创新；从专利拥有数的情况来看，龙头企业的专利拥有量上远远高于普通企业，2016 年格力电器、美的集团专利拥有量分别在两万件以上，这个数量级是一般家电行业所无法相比的。**我们认为，龙头企业更注重开展产品、工艺创新活动，无论在研发经费的充裕程度和对于创新的重视程度上，都更具有优势。**

图 66: 主要家电企业 2016 年专利拥有数



资料来源：Wind、东兴证券研究所

## 5. 投资策略及重点公司

### 5.1 投资策略

家电行业逐渐进入行业发展的后期我们看好家电行业，对于白电、厨电以及小家电板块维持“看好”评级，对于目前竞争激烈的黑电行业给予“中性”评级。白电看好集中度较高，拥有规模效应的白电板块龙头企业，尤其是空调以其一户多机的属性在饱和配置的情况下有多倍于其他家电配置体量；厨电看好毛利较高，市占率有提升空间的厨电行业龙头企业。高毛利并处在成长期的厨电行业拥有穿越地产后周期的盈利能力；小家电看好处于高速成长期的小家电行业龙头企业，这些企业将能更好地在空间巨大的市场中得到快速发展。我们更看好这些家电板块中龙头企业的投资机会，理由有四点：

- ◆ **第一行业竞争格局稳定龙头企业更收益。**在家电行业发展的过程中，龙头企业逐渐提高自身市场份额和产品渗透率，具有稳固的行业地位，竞争格局比较稳定，高营收确定性大。
- ◆ **第二龙头企业成本控制能力强有较强的抗风险能力。**龙头企业具有更好的成本控制能力，规模化经营能最大化的摊销研发、销售和管理上的费用，在上下游上议价能力强，并且可以通过提价和产品迭代等方式转嫁原材料成本压力。
- ◆ **第三利用品牌和渠道优势拓展农村市场以及三、四线城市市场能力强。**从发展空间来讲，目前我国 GDP 已迈过拐点，全面的消费有待爆发。对于具有较大空间的农村市场以及三、四线市场，龙头企业在向三、四市场扩张的过程中具有更好的渠道以及品牌优势的渗透能力。
- ◆ **第四产品持续升级有潜质。**随着我国消费者收入水平的不断提高，人们对生活品质的追求意识渐强，这也推动我国家电企业在向产品结构多元化，产品高端化的方向上发展，龙头企业凭借其自身的品牌、资源以及渠道优势，在消费升级的竞争中能保持持续的市场竞争力。

我们重点看好白电、厨电以及小家电三个子行业龙头企业的投资机会：

- ◆ **看好白电行业龙头，建议关注：格力电器、美的集团和青岛海尔；**
- ◆ **看好厨电行业龙，建议关注：老板电器；**
- ◆ **看好小家电企业龙，建议关注：苏泊尔和新宝股份。**

**风险提示：行业销售不达预期和原材料出现大幅上涨所带来的不利影响**

## 5.2 重点公司

### 格力电器 (000651.SZ)

**空调需求旺盛，增长态势良好。**空调一户多机的属性也进一步促成了良好的增长态势。根据产业在线数据统计，2017年两个季度格力电器销量同比增长69%，高于行业整体的65.5%，增长态势十分可观。

**运营效率提升，盈利能力改善。**2017年第一季度，格力电器的销售费用率和管理费用率分别下降2.8pct和0.3pct，降为14.8%和4.6%，虽然汇率因素带来了财务费用的提升，但净利率仍然同比提升0.8pct达到13.4%，体现了盈利能力的改善，在2017年以来原材料价格大幅上涨的背景下显得尤为可贵。

我们预计公司2017-2019年营业收入分别为：1424.30亿、1624.40亿和1834.02亿，对应EPS分别为3.40、3.97和4.50元。我们维持“推荐”评级。

**风险提示：行业销售不达预期和原材料出现大幅上涨所带来的不利影响**

### 美的集团 (000333.SZ)

**营业收入稳步增长，电商渠道发展顺利。**2017年以来，空调业务发展态势良好，5月空调销量同比增长达到47%，内销增长67%，出口增长27%。其中，电商渠道的表现尤其突出，在2016年收入100亿的基础上又实现了高增长，带动了整体营业额稳步提升。

**产品均价上提，盈利能力改善。**上半年，美的空调零售价同比增长5%，洗衣机、冰箱涨幅均超过了10%，再加上原材料价格回落，预计盈利能力增长可期。而公司T+3模式的贯彻也使得渠道得以维持良性水平，为盈利能力的改善消除了隐患。

**高端化、多元化战略清晰，有利长期发展。**2017年5月，美的与伊莱克斯成立合资公司，共同引入主打高端厨电和冰洗产品的德国品牌AEG，在高端化进程上又前进了一步。2016年完成收购的东芝则将进一步打开国际市场。而2017年1月完成的对库卡的收购使得机器人与工业自动化成为了家电外的第二跑道。明确的战略和持续性的布局使得美的长期发展十分可期。

我们预计公司2017-2019年营业收入分别为：2230.18亿、2628.04亿和2966.69亿，对应EPS分别为2.68、3.23和3.76元。我们维持“推荐”评级。

**风险提示：行业销售不达预期和原材料出现大幅上涨所带来的不利影响**

### 青岛海尔 (600690.SH)

**产品结构优化，竞争力提升。**2017年以来，公司产品结构进一步优化，中高端产品表现良好。其中，高端品牌卡萨帝在2017年第一季度实现了超过了40%的增长，改

善了的产品结构也提升了品牌产品的竞争力，17年1-4月，冰洗产品的零售均价分别提升了12.2%和17.5%，高于行业整体4pct和7.7pct。

**与GEA整合态势良好，助力海尔多元化发展和全球化进程。**2016年6月，青岛海尔收购了G在美国拥有17.9%的市场份额的GEA，预计将极大地帮助海尔在全球化进程上拥有新的突破。此外，GEA在厨电业务上拥有的技术等资源也将带领海尔改善弱势，全方位多元化实现提升。

我们预计公司2017-2019年营业收入分别为：1510亿、1718.42亿和1947.76亿，对应EPS分别为1.16、1.22和1.46元。我们维持“推荐”评级。

**风险提示：行业销售不达预期和原材料出现大幅上涨所带来的不利影响**

### 老板电器（002508.SZ）

**高端化品牌路线，深化“大吸力”定位。**公司定位高端厨电生产品牌的企业，Euromonitor数据显示公司2015至2016年连续两年居全球吸油烟机自有品牌市场份额第一，具有稳固行业龙头地位，品牌力强，中怡康数据显示，公司品牌价格指数为行业平均水平的1.4倍。公司深化打造“大吸力”高端抽油烟机概念，提升高端厨电品牌体验，进一步扩大和稳固公司在厨电行业的霸主地位。

**多元渠道融合，加速三、四级市场拓展。**公司围绕代理制销售模式、多元渠道融合、以客户为中心三个方面着力建设全面高效的营销体系。公司独有的代理制模式具有较强的代理商激励效应，公司深化渠道变革与合伙人制度，促进渠道扁平化改革，加速对三、四线市场以超行业速度拓展。公司着力高毛利的电商渠道发展，奥维云网零售市场监测数据显示，老板品牌厨电套餐线上占有率为28%。此外，公司加速线上线下融合，O2O模式试点逐步推进。公司致力于“以客户为中心”的服务理念，竭力打造密接快速的智能服务体系。

**消费升级，嵌入式厨电爆发式增长。**一、二级市场消费升级，带动嵌入式厨电市场高速增长。一、二级市场具有较高的购买力，对高端化产品有更高的购买偏好，截止2017年六月份，嵌入式电烤箱、蒸汽炉、洗碗机的行业增速分别是33.70%、40.52%、125.15%，公司凭借其龙头企业优势，发挥品牌力、渠道力和产品力优势分别以超行业约2.5倍、3倍和4.5倍的增速迅速抢占市场份额，达到行业3的市场地位，未来嵌入式厨电市场盈利可期。

我们预计公司2017-2019年营业收入分别为：73.30亿、90.65亿和111.47亿，对应EPS分别为1.81、2.31和2.78元。我们维持“推荐”评级。

**风险提示：行业销售不达预期和原材料出现大幅上涨所带来的不利影响**

### 苏泊尔（002032.SZ）

**小家电品牌效果显著，盈利能力显著提升。**苏泊尔司是中国最大、全球第二的炊具研发制造企业，专注于炊具及厨房小家电产品的研发、制造与销售，是中国国内厨房小



家电的引领品牌。苏泊尔利用其在国内市场的龙头地位，保持着对市场的议价能力，保证其新品进入市场的渠道畅通，保持着较高的产品更新速率和产品结构的不断升级。报告期内，公司实现营业收入 35.87 亿元人民币，同比增长 16.48%，实现归母净利润总额 2.99 亿元人民币，同比增长 10.23%。每股收益 0.367 元，同比上升 10.21%。

**渠道优势明显加强，市场销量显著提升。**苏泊尔顺应家电市场的地理分布转移趋势，致力于三、四级市场的渗透率和覆盖率，继续扩大三、四线城市实体店布局，提升三、四级市场的销售服务体系。同时，努力提升电商渠道占有率，保持着较高的网店覆盖率和覆盖密度，主要电商平台市场占有率快速提升。苏泊尔炊具业务长期以来一直稳居市场第一，小家电业务 9 大品类合计市场份额稳居市场第二。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 139.67 亿元、162.79 亿元和 189.40 亿元；每股收益分别为 1.60 元、1.88 元和 2.24 元，维持公司“推荐”评级。

**风险提示：行业销售不达预期和原材料出现大幅上涨所带来的不利影响**

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员，基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。