

家用电器行业

2017-12-16

家电行业 2018 年度投资策略： 不惧行远，只因前方有路

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

报告要点

■ 复盘 2017：经营表现优异，业绩仍为核心投资主线

2017 年家电行业无论是从经营表现还是股价表现来看均好于年初市场预期：从经营维度来看，尽管承受来自于成本以及汇兑等多重压力，但在空调需求端整体表现超预期以及龙头提价降本等措施影响下，前三季度板块整体收入及业绩表现均较为抢眼；而从股价表现维度来看，截至 12 月 8 日申万家电板块累计涨幅达 36.39% 并居于市场第二位，结合年内各阶段家电板块股价走势以及各细分板块业绩及个股表现差异来看，虽然今年受整体市场风格等因素影响，龙头整体估值有明显提升，但业绩预期以及确定性仍为影响板块股价表现的核心要素。

■ 他山之石：从海外巨头多元化看国内龙头发展趋势

考虑到企业追求盈利及成长的本质，长期空间仍是市场关注焦点，这也是为什么近年来市场对白电龙头多元化关注度不断提升的主因；通过分析海外主流家电巨头发展路径可以发现，品类及区域的多元化扩张贯穿发展始终，且公司对行业空间的把握则是成败关键；结合海外巨头多元化模式、收入盈利表现以及市场走势，目前我国三大白电龙头虽然多元化路径相异且节奏不一，但均是基于其自身比较优势下的最优策略选择，长期发展均有看点，且行业价值链一体化正逐步取代传统的精细分工模式，龙头长期规模扩张及盈利提升也值得期待。

■ 预判 2018：需求勿需过忧，盈利改善更为可期

虽然空调内销基数以及地产调控等因素使得市场对于明年行业销量存在一定担忧，但基于行业空间以及地产影响敏感性等多维度分析，我们认为明年行业销量虽有放缓但仍能实现稳健正增长，同时考虑到今年行业出厂价虽有上调但并未完全覆盖成本端上行压力，预计明年行业整体出厂均价上行幅度或高于今年，量价齐升背景下行业营收增速更为确定，此外在原材料价格走势企稳假设下，出厂均价上行则有望驱动行业整体盈利能力实现恢复性增长；总的来说，从各细分子行业分拆看，我们认为 18 年度行业整体经营表现或好于市场悲观预期。

■ 不惧行远，只因前方有路，维持“看好”评级

虽然今年以白电龙头为代表的价值蓝筹估值中枢已有一定提升，但我们认为其当前估值并无泡沫：一方面国内龙头估值较国际可比标的仍存在差距，另一方面行业龙头 18 年业绩仍将延续确定性增长，PEG 仍处相对偏低水平，此外在目前市场整体风格导向下基于业绩增速与估值匹配优势其稳健配置价值更为凸显；我们依旧看好 2018 年度家电板块投资价值，持续推荐业绩稳健增长且估值仍有提升预期的**格力电器**、**美的集团**及**青岛海尔**，同时坚定看好厨电及家用中央空调行业成长并持续推荐业绩保持较好增长的**华帝股份**、**老板电器**及**海信科龙**，此外部分业绩确定性较高且估值相对偏合理的细分子行业龙头也值得关注。

风险提示： 1、原材料价格波动；2、终端需求表现不及预期。

分析师 徐春

☎ (8621) 61118737

✉ xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513070006

分析师 管泉森

☎ (8621) 61118737

✉ guanqs@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516070002

分析师 孙珊

☎ (8621) 61118737

✉ sunshan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020002

联系人 贺本东

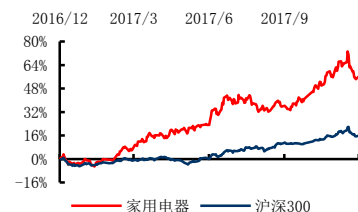
☎ (8621) 61118737

✉ hebdc@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000651	格力电器	买入
002035	华帝股份	买入
000921	海信科龙	买入
000333	美的集团	买入
002508	老板电器	买入
600690	青岛海尔	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《长江家电周度观点（17W49）：从家电行业全球竞争力看外资配置比例》2017-12-11

《长江家电周度观点（17W48）：如何看待明年家电行业盈利能力？》2017-12-03

目录

复盘 2017：经营表现优异，业绩为核心投资主线	6
成本及汇兑压力显现，板块经营表现仍超预期	6
业绩与市场表现高度匹配，基本面仍为核心驱动	8
他山之石：从海外巨头多元化看国内龙头发展趋势	10
选择与路径：品类多元化与区域多元化相辅相成	10
成果与启示：行业空间为多元化路径成败的关键	14
多元化现状：如何看待三大龙头多元化进程	19
未来展望：国内品牌的全球替代与自身的不可替代	21
预判 2018：需求勿需过忧，盈利改善更为可期	24
白电：空调销量无需悲观，基本面表现或超预期	24
黑电：需求有望复苏，格局优化或驱动盈利改善	29
厨电：行业成长前景可观，龙头市占率持续提升	32
小家电：收入维持稳健增长，盈利弹性值得关注	38
不惧行远，只因前方有路，维持“看好”评级	41

图表目录

图 1：年初至今申万家电指数累计上涨 36.39%，仅次于食品饮料板块.....	6
图 2：基本面靓丽叠加市场风格因素，板块整体表现抢眼.....	6
图 3：2017 年前三季度家电行业整体主营同比增长 32.02%.....	6
图 4：2017 年前三季度家电行业整体归属净利润同比增长 23.27%.....	6
图 5：2017 年 1-10 月空调出货量同比增长 34.57%.....	7
图 6：2017 年 1-10 月冰箱出货量同比增长 1.75%.....	7
图 7：2017 年 1-10 月洗衣机出货量同比增长 7.44%.....	7
图 8：2017 年 1-10 月 LCD 电视出货量同比下滑 4.98%.....	7
图 9：2017 年以来白电及黑电零售均价同比均持续上涨.....	7
图 10：2017 年以来烟灶零售价也实现大幅上涨.....	7
图 11：年初至今 LME 铜及铝价格上涨 24.35%及 23.00%（美元/吨）.....	8
图 12：年初至今中国塑料价格指数下跌 1.17%.....	8
图 13：年初至今钢综合价格指数上涨 26.89%.....	8
图 14：美元兑人民币中间价——年内人民币整体呈现升值趋势.....	8
图 15：年初至今申万家电板块整体走势概览.....	9
图 16：各细分板块业绩增速与其涨幅基本匹配.....	9
图 17：板块中涨幅居前的个股业绩表现均较为优异.....	10
图 18：年内龙头在板块内收入及业绩占比均有提升，强者恒强.....	10
图 19：公司层面的发展空间来源拆解.....	10
图 20：2017 年我国三大白电龙头收入已经全球领先（亿美元）.....	11
图 21：格力及美的 GAAP 净利润远超其他白电龙头企业（亿美元）.....	11
图 22：战后美国洗衣机产品出货量较战前出现爆发式增长.....	13
图 23：1954 年美国家庭洗衣机渗透率已经接近 80%.....	13
图 24：20 世纪 60 年代初 70 年代中期为美国家电行业快速增长时期.....	13
图 25：除洗衣机外惠而浦主要家电产品市占率在 1964 年之后提升有限.....	13
图 26：1996 年日本空调出货出现阶段性高点.....	14
图 27：1995 年日本空调百户保有量为 160.3 台.....	14
图 28：瑞典人口规模较小决定了相对狭小的本地市场空间.....	14
图 29：20 世纪 50 年代中期伊莱克斯外销收入占比超过 80%.....	14
图 30：1960 年至今四大海外白电龙头收入增长表现.....	15
图 31：伊莱克斯收入结构演变——在北美洲的区域多元化较为成功.....	16
图 32：区域多元化之后大金工业日本销售占比快速下滑.....	16
图 33：1985 年主要欧美国大型家电渗透率已经处在较高水平.....	16
图 34：20 世纪 90 年代三大白电龙头均在业务整合方面有所行动.....	16
图 35：大金工业多联机在我国市场上的份额位居行业首位.....	17
图 36：西门子在我国冰洗市场上占有较高市场份额.....	17
图 37：西门子洗衣机终端价格大幅领先主要国内品牌（单位：元/台）.....	17
图 38：西门子冰箱终端价格大幅领先主要国内品牌（单位：元/台）.....	17
图 39：四大海外白电龙头盈利能力变迁.....	18
图 40：1972-2017 年惠而浦静态 PE 估值表现.....	18

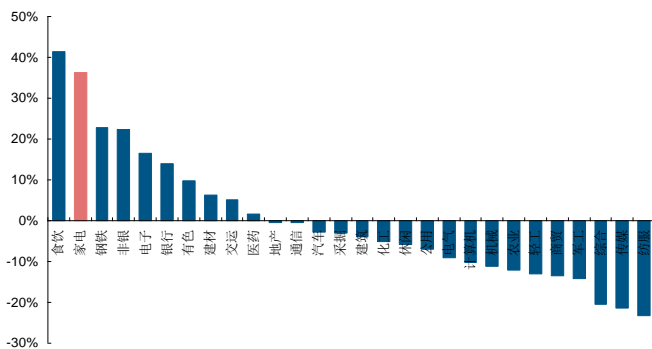
图 41: 业绩表现依旧是左右市场投资收益的最核心因素	18
图 42: 2017 年上半年空调占格力总收入比例为 78.03% (单位: 亿元)	19
图 43: 2017 年上半年美的集团机器人收入占比为 10.89% (单位: 亿元)	19
图 44: 2017 年上半年青岛海尔冰洗收入占比分别为 29.32% 及 21.05%	19
图 45: 2017 年上半年格力、美的及海尔外销比例为 23%、45% 及 44%	19
图 46: 美的集团家电业务持续超越行业增长	20
图 47: 我国每万人对应的工业机器人台数远低于主要制造国家	20
图 48: “海尔”品牌与国内冰洗品牌的价差持续存在	20
图 49: 海尔区域多元化推动下的协同价值也值得关注	20
图 50: 我国白电市场国内品牌基本已经完成对国外品牌的全面替代	22
图 51: 空调、冰箱冰柜及洗衣机 2016 年海外市场份额分别为 72.08%、31.45% 及 15.55%	22
图 52: 2016 年我国白电内销量占全球白电销量比例占比	23
图 53: 满足全球白电销量假设下的我国白电产能利用率情况	23
图 54: 领先白电企业人工成本占出厂价的比例基本在 5% 以内	23
图 55: 劳动力成本占典型美国白电产品出厂价的 15% 左右	23
图 56: 专业化分工或正逐步被价值链一体化所代替	24
图 57: 2015 及 2016 年空调渠道去库存致使销量基数较低	25
图 58: 我国空调保有量与成熟市场差距、城乡差距及区域差距均很明显	25
图 59: 2017 年三季度白电龙头预收账款大幅提升	26
图 60: 我国农村冰箱于 2009-2011 年进入快速普及期 (单位: 台/百户)	26
图 61: 城乡冰洗百户保有量均已达到较高水平	26
图 62: 家电下乡阶段我国冰洗内销增速中枢明显较高	26
图 63: 白电各品类均价近年来持续处于单边上行通道	28
图 64: 2017 年前三季度行业毛利率及净利率同比下滑 0.88 及 0.45pct	28
图 65: 稳态竞争格局红利助白电及厨电子行业近年来盈利能力持续上行	28
图 66: 2017 年彩电内销表现较为低迷	29
图 67: 2014 年起国内城乡彩电保有量提升速度明显放缓	29
图 68: 体育赛事对黑电出口带动效应较为明显	30
图 69: 55 吋及以上电视零售量占比持续提升	30
图 70: 彩电行业均价至 2016 年底起触底反弹	30
图 71: 2016 年底至 2017 年年中面板价格持续上行	30
图 72: 黑电行业 CR3 低于白电各品类	31
图 73: 竞争格局分散背景下单个公司难以兼顾规模与盈利	31
图 74: 2017 年夏普被收购后产品大幅降价并驱动市场份额快速提升	31
图 75: 2017 年以来互联网品牌电视销售份额有所下滑	31
图 76: 黑电行业毛利率与前三季度面板价格涨跌幅基本呈负相关走势	32
图 77: 我国抽油烟机保有量、销量显著低于冰箱及洗衣机 (2016A)	33
图 78: 我国洗碗机百户拥有量仅为 0.3 台, 远低于其他国家水平	33
图 79: 老板收入增速与抽油烟机行业增速对比, 体现穿越周期属性	33
图 80: 烟灶零售 CR3 显著低于白电产品	33
图 81: 老板线下渠道收入仍有较强区域性 (2016A)	34
图 82: 老板份额显著低于海外厨电龙头	34
图 83: 烟灶消合计零售价略高于冰洗合计零售价	34

图 84: 老板华帝收入规模显著低于冰洗龙头企业 (单位: 亿元)	34
图 85: 老板、华帝及市场均价均在持续提升	35
图 86: 老板电器逐步加速新品布局	35
图 87: 老板电器目前专卖店数量仍不足 3000 家	35
图 88: 专卖店在老板收入结构中占比依旧较小	35
图 89: 华帝与老板收入规模仅相差 20-30%, 但市值规模相差甚远	36
图 90: 老板与华帝毛利率及净利率之差均超过 10pct	36
图 91: 华帝与老板零售价差逐步收窄, 但仍有 30% 以上价差	36
图 92: 四大品牌畅销机型与过去两年重合度——华帝新品迭代速度快	36
图 93: 华帝定增完成有利于进一步绑定经销商利益	37
图 94: 华帝股份终端布局迎来全面升级	37
图 95: 目前华帝股份管理费用率已逐步调整至偏合理水平	37
图 96: 华帝股份加强在热水器领域布局	37
图 97: 华帝股份净利率当前仍处于行业偏低水平	38
图 98: 截至目前华帝净利率提升主要靠毛利率改善所驱动	38
图 99: 2017 年前三季度生活电器的销售规模同比增长 15.90%	38
图 100: 我国小家电总体品类较少且户均保有量低	38
图 101: 结构升级带来小家电行业产品均价持续提升	39
图 102: 小家电行业归属净利润 2017 年前三季度增速有所放缓	39
图 103: 2017 年前三季度小家电行业整体盈利能力下行 0.36pct	39
表 1: 惠而浦集团、大金工业及伊莱克斯发展历程	11
表 2: 青岛海尔品牌体系构建已经较为完善且整体偏向中高端符合消费升级趋势	20
表 3: 以人口规模为主要划分依据, 长远来看空调的潜在普及空间较大	21
表 4: 空调历年单月度内销量 (单位: 万台)	25
表 5: 商品房销售对各白电品类需求带动比例均不及 30% (单位: 万台)	27
表 6: 2017 年家电各子行业龙头净利率表现明显优于行业整体	29
表 7: 2017 年已量产及 2018 年拟量产的电视面板线及产能汇总	32
表 8: 成本及汇率显著影响 2017 年度小家电行业毛利率	40
表 9: 小家电行业及代表性上市公司汇兑损失影响分析 (单位: 亿元)	40

复盘 2017：经营表现优异，业绩为核心投资主线

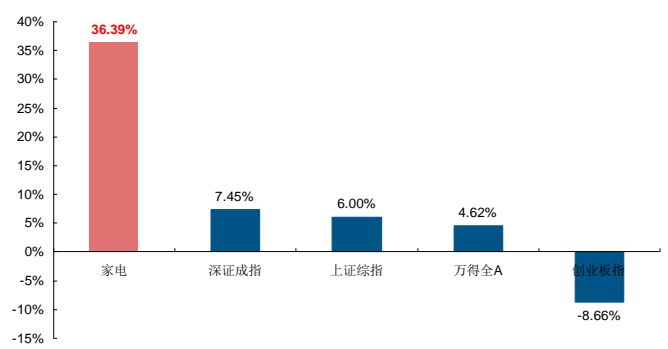
年初至今家电板块整体市场表现较为抢眼，截至 2017 年 12 月 8 日，申万家电指数年内累计涨幅达到 36.39%，跑赢上证综指 30.39 个百分点，在 28 个申万一级行业中涨幅仅次于食品饮料板块；此外，钢铁、非银行金融、电子、银行、有色金属及建材等板块涨幅也居于前列，虽然板块行情有一定轮动，但以业绩稳健增长以及估值相对合理为标签的家电板块整体表现好于年初市场预期。

图 1：年初至今申万家电指数累计上涨 36.39%，仅次于食品饮料板块



资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2017 年 12 月 8 日）

图 2：基本面靓丽叠加市场风格因素，板块整体表现抢眼

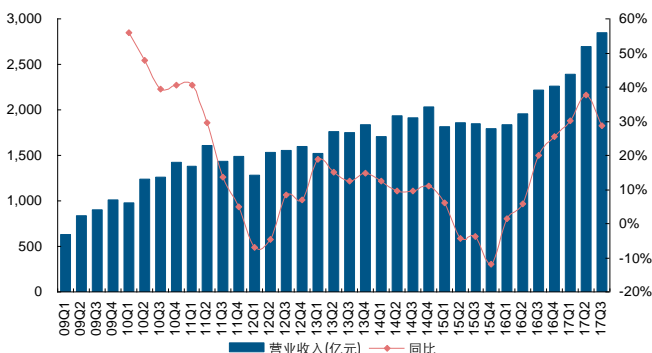


资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2017 年 12 月 8 日）

成本及汇兑压力显现，板块经营表现仍超预期

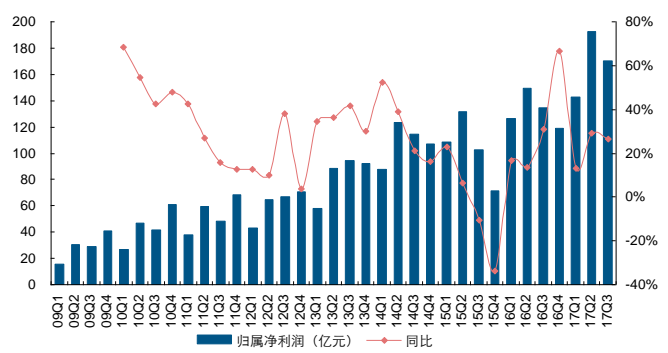
作为价值投资的典型代表，历年来家电板块及个股市场表现的核心驱动力均为业绩增长，其基本面表现也是市场关注的核心焦点；总的来说，家电板块今年经营表现较好且整体超出市场预期，2017 年前三季度申万家电板块主营收入同比增长 32.02%，创近 5 年来新高；尽管报告期内同时承受大宗原材料价格上涨及人民币兑美元升值等压力，但在收入端有力增长拉动下，2017 年前三季度申万家电行业实现归属净利润同比增长 23.27%，年内行业整体呈现较高景气度。

图 3：2017 年前三季度家电行业整体主营同比增长 32.02%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2017 年前三季度家电行业整体归属净利润同比增长 23.27%



资料来源：Wind，长江证券研究所

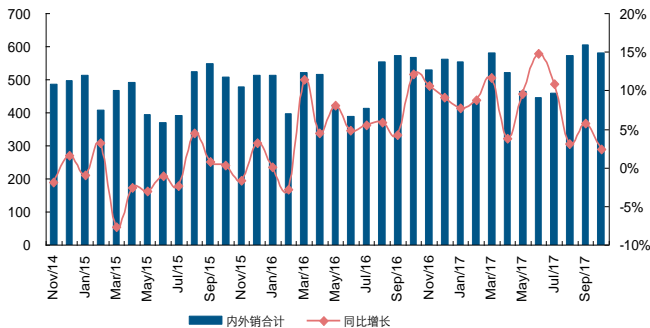
出货端——空调出货端增速超预期，其他品类表现较为平稳：在 2016 年渠道去库存导致的低基数及终端需求超预期两大因素共同驱动下，年内空调出货量实现大幅增长；根据产业在线数据，2017 年 1-10 月份空调行业总出货量同比增长 34.57%，使得空调行业内销量迈上新台阶；而其他各细分行业方面，冰箱、洗衣机、彩电及厨电等行业出货表现整体则相对稳健。

图 5：2017 年 1-10 月空调出货量同比增长 34.57%



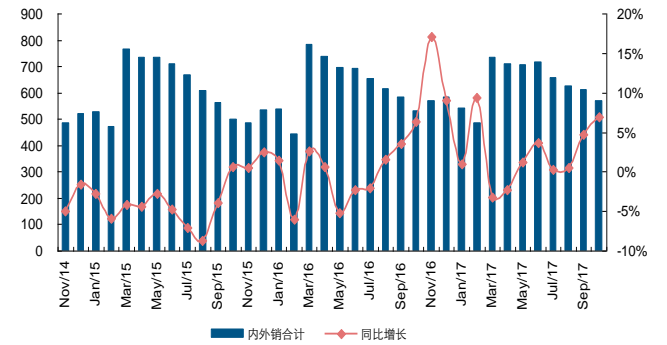
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 7：2017 年 1-10 月洗衣机出货量同比增长 7.44%



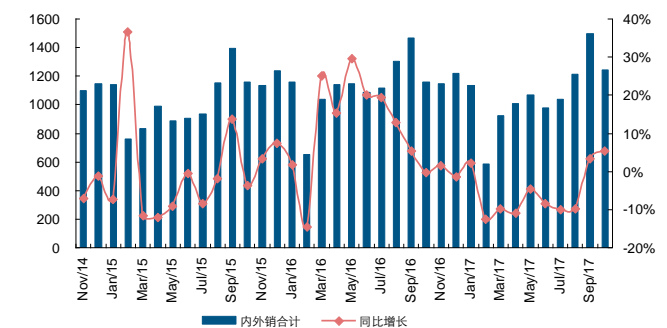
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 6：2017 年 1-10 月冰箱出货量同比增长 1.75%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

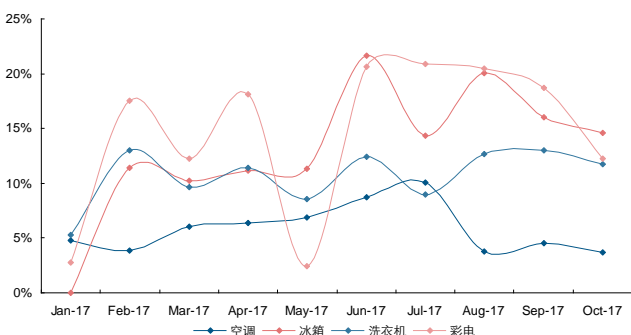
图 8：2017 年 1-10 月 LCD 电视出货量同比下滑 4.98%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

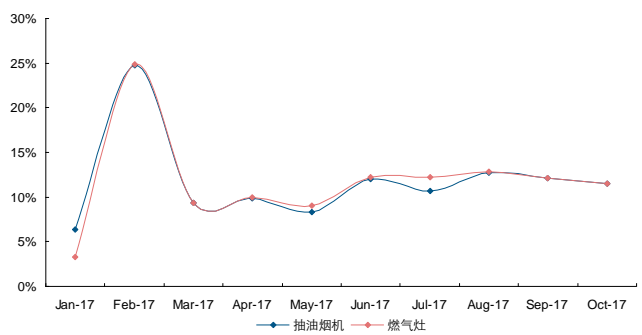
价格端——各家电品类终端售价均有显著上涨：受成本压力及产品结构升级等因素推动，年内各家电品类均价均有所上涨，据中怡康数据显示，2017 年 1-10 月空调行业零售价同比上涨 6.69%，冰箱、洗衣机及液晶电视分别同比上涨 12.92%、10.40%及 13.66%，烟灶则分别同比上涨 10.75%及 10.89%；其中空调均价提升幅度较小并非因整机企业成本转移能力不足所致，而是整机企业在 2017 冷年出货端大幅增长使得规模效应显现且基于优化行业竞争格局考虑下的主动选择；考虑到空调龙头 2018 冷年价格政策有所调整，预计 2018 年空调均价提升对收入端及盈利能力驱动将更为明显。

图 9：2017 年以来白电及黑电零售均价同比均持续上涨



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 10：2017 年以来烟灶零售价也实现大幅上涨

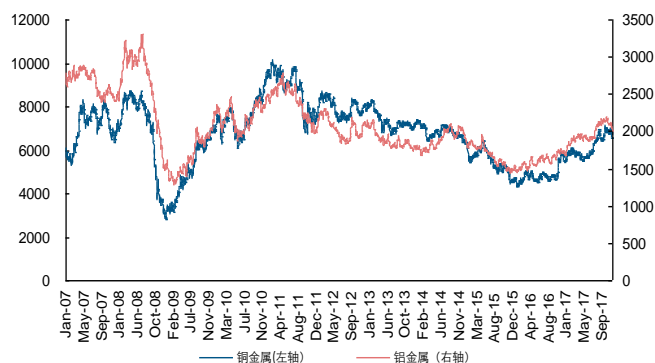


资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

利润端——成本及汇兑影响使得盈利能力有所承压：2017 年大宗原材料价格出现较大幅度上涨，年初至今 LME 铜、铝价格分别上涨 24.35%及 23.00%，钢综合价格指数则

上涨 26.89%，此外年内人民币兑美元总体也呈现大幅升值趋势；总的来说，2017 年家电板块承受着大宗产品价格全面上涨及人民币升值等多重压力，尽管各家电品类价格均有所提升，但板块当期盈利能力走势仍有承压，不过在收入端大幅增长拉动下，板块整体业绩及经营表现超出市场预期。

图 11：年初至今 LME 铜及铝价格上涨 24.35%及 23.00%（美元/吨）



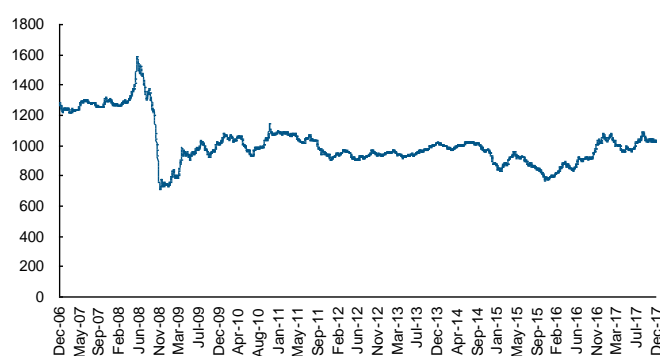
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：年初至今钢综合价格指数上涨 26.89%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：年初至今中国塑料价格指数下跌 1.17%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：美元兑人民币中间价——年内人民币整体呈现升值趋势

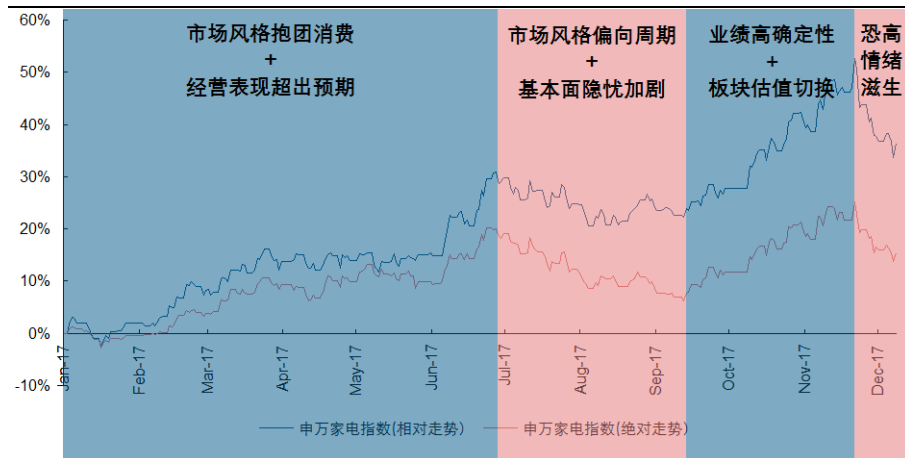


资料来源：Wind，长江证券研究所

业绩与市场表现高度匹配，基本面仍为核心驱动

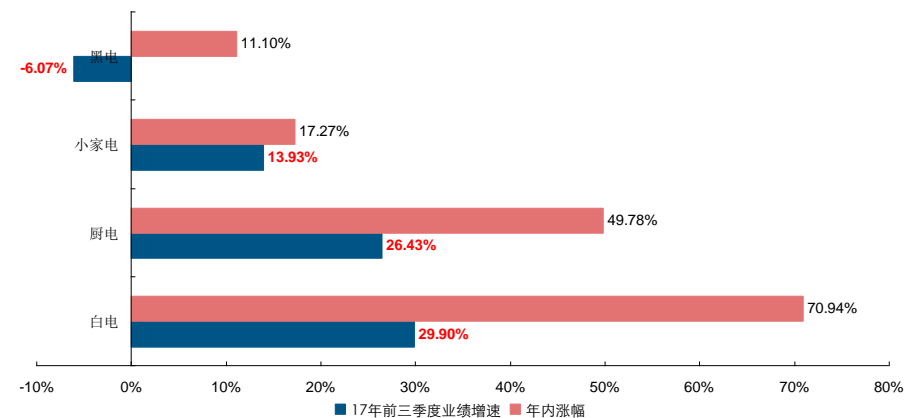
年内基本面预期实为驱动板块上涨的核心要素：回顾年内家电板块表现，大致可分为四个阶段：第一阶段（1 月-6 月），家电板块基本面超预期及市场风格偏向消费抱团，在基本面与市场情绪共振带动下，申万家电指数持续领跑市场且涨幅遥遥领先；第二阶段（7 月-9 月中旬），行业面临大宗原材料价格急速上涨、人民币升值及地产增速下行等多重压力，且周期板块崛起致使资金有所分流，综合影响下家电板块略有回调；第三阶段（9 月中旬-11 月下旬），随着原材料成本压力趋缓、人民币汇率回调且三季报披露使得板块基本面改善预期提升，临近年末在估值切换行情带动下家电板块再度走强；第四阶段（11 月下旬至今），市场恐高情绪滋生，短期资金扰动致使家电板块再度有所调整；**总体来说，结合前三阶段表现来看，基本面预期变化实为驱动板块行情的核心要素。**

图 15：年初至今申万家电板块整体走势概览



资料来源：Wind，长江证券研究所

业绩最优板块对应最好市场表现：从家电板块内部各细分行业对比情况来看，各细分板块年内涨幅与其业绩增速高度匹配；具体来看，在空调行业高度景气带动下，2017 年前三季度白电板块录得最快业绩增速，截至当前其市场表现仍拔得板块内头筹；成长性最好的厨电板块 2017 年前三季度业绩表现仅次于白电板块，整体实现接近 50% 涨幅且市场表现仅次于白电，而业绩表现较差的黑电板块相对而言市场表现也最弱；**总的来说，从板块横向比较维度来看，业绩增速与股价走势匹配度也较为显著。**

 图 16：各细分板块业绩增速与其涨幅基本匹配¹


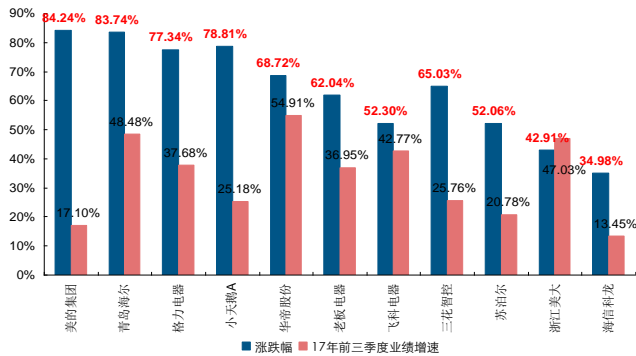
资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2017 年 12 月 8 日）

龙头股价表现更优，业绩确定性获市场青睐：总体来说，年内龙头个股涨幅居前且其业绩表现也较为优异；一方面个股业绩表现分化且龙头竞争优势进一步扩大，2017 年前三季度龙头在整体板块中收入及业绩占比均有明显提升，换言之，年内龙头整体经营表现优于二线品种，这也体现出在行业整体面临成本及汇兑等外部压力之时，龙头抵抗风险能力更强，此外今年在市场整体风险偏好下行背景之下，市场也给予龙头业绩确定性

¹ 基于分析准确性考虑，此处各细分板块中选用标的主要沿用 2017 年中报综述中所用标的（请参阅前期报告《家电行业 2017 年度中期财报综述：盈利能力有承压，营收驱动业绩续行》），而细分板块涨幅也采用板块内标的公司市值加权平均计算得出

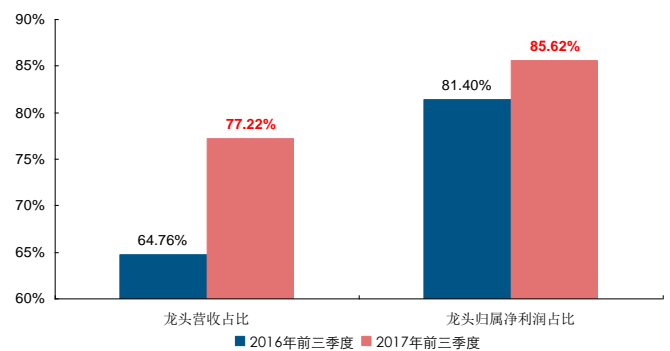
更多溢价；综上所述，结合年内各阶段家电整体板块表现、各细分板块差异及个股表现来看，我们认为业绩预期及确定性仍为影响板块股价表现的核心因素。

图 17：板块中涨幅居前的个股业绩表现均较为优异²



资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2017 年 12 月 8 日）

图 18：年内龙头在板块内收入及业绩占比均有提升，强者恒强³

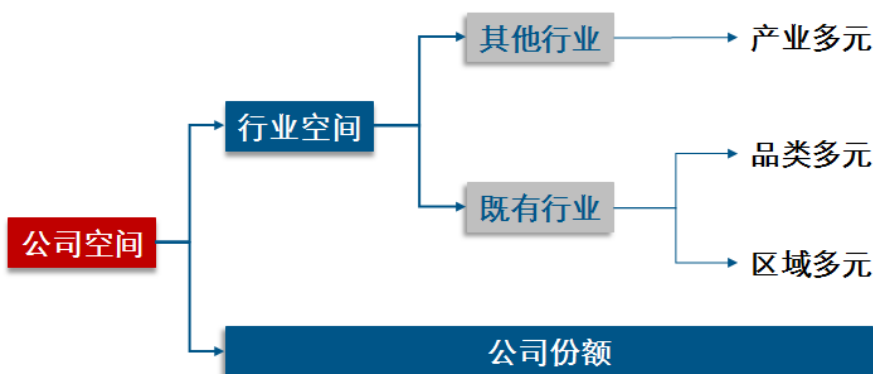


资料来源：Wind，长江证券研究所

他山之石：从海外巨头多元化看国内龙头发展趋势

行业空间及竞争格局是家电基本面研究中最核心的两个变量，尽管从行业层面来看二者或许相对独立，但当具体到企业时，随着市场份额概念的引入，行业格局与空间则高度统一起来，毕竟除了行业空间之外，份额提升也是龙头公司长期增长的重要驱动力；因此，在对行业龙头的长期发展分析中，包含份额在内的成长空间探讨或是更为重要的维度，而其中行业空间更是包含了跨区域及跨行业的多重维度，这也是为什么近年来多元化逐渐成为公司管理层及投资者关注的议题；本章试图通过对海外龙头多元化路径提纲挈领式的分析，以对我国白电龙头乃至家电产业的长期发展趋势进行初步探讨。

图 19：公司层面的发展空间来源拆解



资料来源：长江证券研究所

选择与路径：品类多元化与区域多元化相辅相成

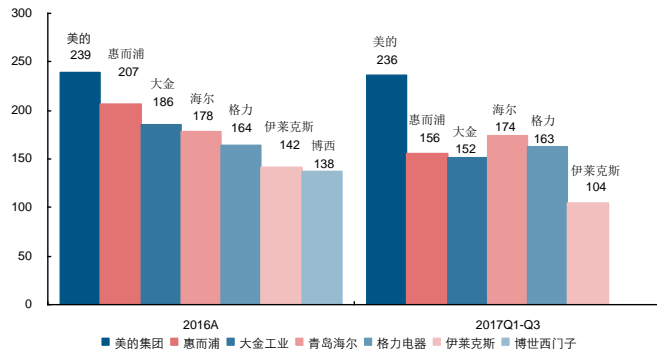
截至 2016 年，除黑电之外全球家电行业营收超过 100 亿美元的公司主要有七家，分别为美国惠而浦、日本大金工业、瑞典伊莱克斯、德国博世西门子和我国的格力电器、美

² 考虑到海信科龙当期非经常收益扰动较大，此处采用其扣非净利润增速替代

³ 行业龙头沿用图 17 中标的，行业总体采用标的与图 16 一致

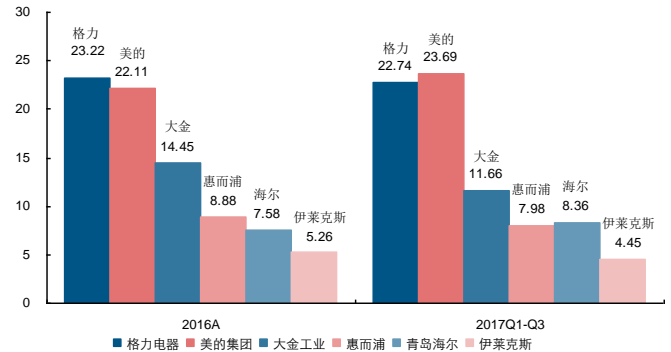
的集团及青岛海尔；其中美的集团收入规模领衔行业，2016 年及 2017 年前三季度公司原有家电业务收入分别达 239 及 236 亿美元，格力电器 GAAP 净利润优势明显，2016 年及 2017 年三季度分别为 22 及 23 亿美元；国际家电龙头中惠而浦整体规模优势仍存，大金工业兼具较好业绩增长及盈利能力。

图 20：2017 年我国三大白电龙头收入已经全球领先（亿美元）



资料来源：Bloomberg, B/S/H, 长江证券研究所（注：美的前三季度为原有业务）

图 21：格力及美的 GAAP 净利润远超其他白电龙头企业（亿美元）



资料来源：Bloomberg, B/S/H, 长江证券研究所（注：美的前三季度为原有业务）

在深入分析惠而浦集团、大金工业、伊莱克斯、博世西门子四大国际白电龙头多元化路径之前，首先需要简单梳理其各自的发展历程，由于博世西门子系 1967 年博世集团及西门子集团家电业务部门合并成立，并不是独立上市公司，单口径的时间序列资料相对匮乏，因此本章主要以惠而浦集团、大金工业及伊莱克斯为研究对象，为了快速直观地归纳白电龙头发展历程所呈现出的多元化规律，表中隐去了其具体的里程碑事件内容，仅简要列示了惠而浦集团、大金工业及伊莱克斯各自品牌多元化及区域多元化于时间序列上的分布；结果显示，惠而浦集团选择了相对典型的“品类→区域”递进式多元路径，大金工业截至目前仍旧以区域多元化为主，而伊莱克斯发展历程并无太多规律可寻，基本平行的品类多元化及区域多元化贯穿始终。

表 1：惠而浦集团、大金工业及伊莱克斯发展历程

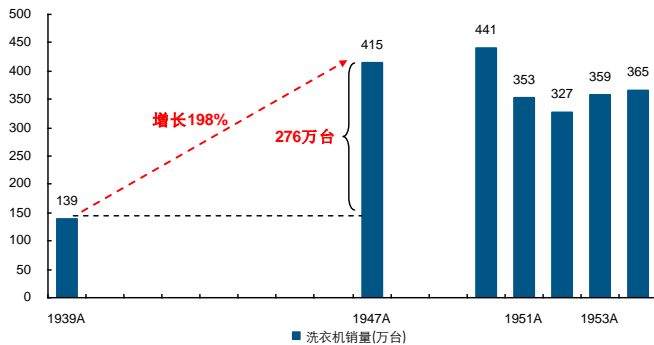
惠而浦集团			伊莱克斯		
时间	品类	区域	时间	品类	区域
1949年前	洗衣机	美国	1919年前	吸尘器	瑞典
1950年	干衣机		1919年		西欧主要国家
1955年	冰箱空调厨电		1921年	零部件（驱动部件）	
1957年	吸尘器（退出）	巴西	1925年	冰箱	
1958年	制冷设备		1926年		德国
1960年	商用干洗		1927年		英国、法国
1964年	中央空调		1931年		美国
1966年	黑电（退出）		1936年		澳大利亚
1969年	垃圾压实机		1940年	厨电、食品处理	新西兰
1976年	地面护理设备	加拿大	1941年	船用发动机（退出）	
1977年	微波炉、电机		1944年	工业洗衣机	
1984年		全面国际化	1950年		巴西
1985年	橱柜		1951年	家用洗衣机	挪威
1986年		意大利	1955年		阿根廷

1987年	印度	1956年	卧式冷柜	
1989年	西欧	1959年	洗碗机	
1992年	南美、东欧	1962年	烹饪电器	
1993年	捷克、波兰	1967年		整合北欧白电
1995年	中国、俄罗斯	1969年		美国
1996年	南非、东欧等	1971年	商业清洁业务	
1997年	夯实巴西	1973年	橱柜	
2006年	夯实美国	1975年	干衣机、农机等	
2014年	欧洲、中国	1976年		法国及美国
大金工业		1978年	链锯	
时间	品类	区域	1979年	大力进入美国
1951年	柜式空调		1980年	采矿、锻造等
1966年		欧洲	1985年	空调
1972年	多联机		1988年	压缩机、安全带
1978年		东南亚市场	1990年	电池驱动园林工具
1980年		首次进入美国	1996年	巴西
1982年	商用多联机		1997年	剥离工业、缝纫机、农
1987年		全球生产战略	1998年	机、回收、橱柜、重型
1994年		全球市场战略	1999年	洗衣设备等业务
1995年		中国，并开启大中国战略	2001年	扫地机器人
2000年		夯实欧洲，再度进入美国	2006年	分拆室外业务单独上市
2005年后		俄罗斯、土耳其、南非等	2011年	中东及南美
2012年		三次进入美国	2012年	热水器

资料来源：《Whirlpool Corporation: 100 Years at a Glance》，《大金工业 90 年史》，公司官网，长江证券研究所

如果寻求更为广阔的成长空间是龙头多元化发展的共同目的，那么是什么因素导致了最后相对差异化的路径选择？回答这一问题的关键仍旧在于对行业空间的深入理解；首先来看惠而浦集团，在公司超过 100 年的发展历程中，有两个时间节点值得特别关注，一个是 1955 年，另一个则是 1984 年，二者分别对应公司品类多元及区域多元的起点；为什么公司选择这两个时间节点，并且按照先品类后区域而不是先区域后品类的顺序进行多元化？既有品类和区域的成长空间瓶颈显现以及全球化时代背景或是主因；具体来看，尽管战后美国洗衣机市场出现井喷，但到 1950 年行业出货便出现了阶段性高点且数据显示 20 世纪 50 年代初期美国洗衣机渗透率已超过 70%，在一户一机属性之下，洗衣机行业空间虽然依旧存在但彼时成长瓶颈已日渐显现，同时 50 年代初期的惠而浦洗衣机也已经拥有接近 20% 的市场份额，在全球化浪潮还未正式来临的情况下，显然品类多元是更加可行的选择。

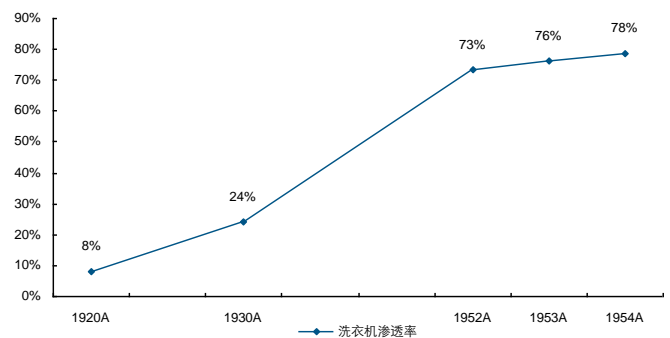
图 22：战后美国洗衣机产品出货量较战前出现爆发式增长⁴



资料来源：Statistical abstract of the United States，长江证券研究所

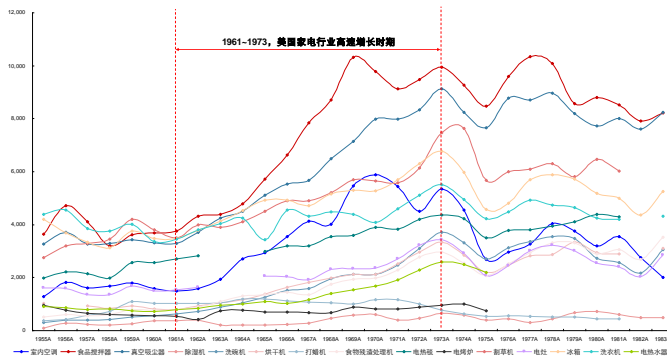
20 世纪 60 年代美国家电市场迎来爆发式增长，在略超 10 年的时间内，主要家电品类年出货规模基本实现了翻番以上增长，而在品类多元化策略指引下提前完成基本业务框架构建的惠而浦充分受益于行业放量增长；不过好景不长，伴随着两次石油危机冲击，美国主要家电品类出货持续萎缩，行业性的整合浪潮在 80 年代初期有所加速，惠而浦集团市场地位快速凸显，寻找新的成长空间再度提上日程，而恰好此时全球化兴起，区域多元便成为了自然而然的选择。

图 23：1954 年美国家庭洗衣机渗透率已经接近 80%



资料来源：Statistical abstract of the United States，长江证券研究所

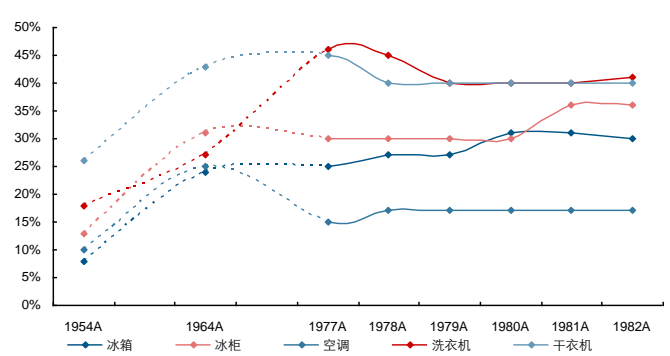
图 24：20 世纪 60 年代初 70 年代中期为美国家电行业快速增长时期



资料来源：Statistical abstract of the United States，长江证券研究所

同样的方式来看大金工业，尽管从 20 世纪 60 年代开始公司就已经逐步开拓欧洲、东南亚等市场，甚至在 1990 年之前已经完成了美国市场的一进一出，但从战略层面全面推进来看，1995 年或才是公司全球化元年，而这一时间点恰好对应着日本空调产业出货增速中枢切换，且彼时大金市场份额已较高；在此背景下，多元化成为公司后续发展的不二选择，但考虑到 1995 年日本冰洗等白电产品百户保有量已趋于饱和，立足日本市场的品类多元空间有限；而此时陆续完成经济领域内重大改革的中国市场潜力开始逐步展现，围绕中国市场的区域多元拓展便顺理成章地成为了大金工业多元化的主要方向。

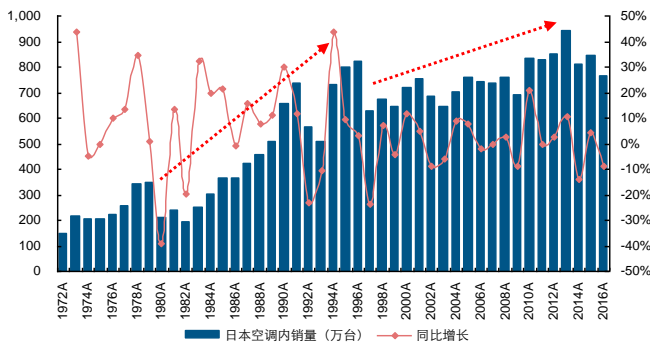
图 25：除洗衣机外惠而浦主要家电产品市占率在 1964 年之后提升有限



资料来源：HBR，长江证券研究所

⁴ 1939 年及 1947 年数据与后续年份统计口径有微小差异，但不影响结论判断

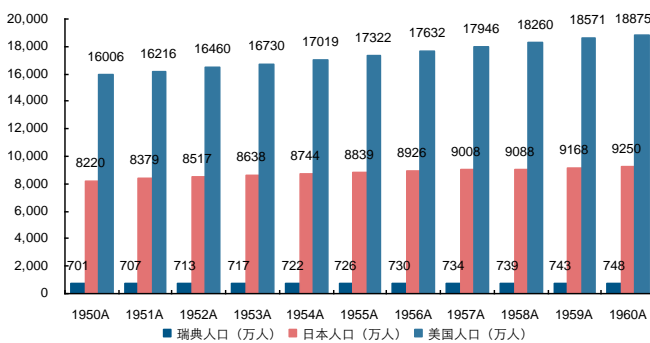
图 26：1996 年日本空调出货出现阶段性高点



资料来源：JRAIA，长江证券研究所

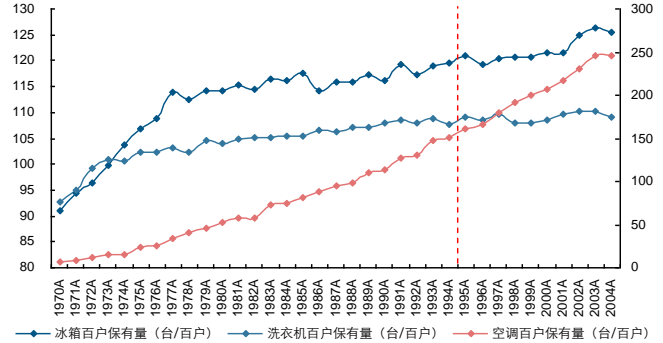
相对而言，诞生于瑞典的伊莱克斯发展路径更多地呈现出品牌多元化与市场多元化并行的特征，核心原因仍旧在于其所面临的市场规模较小：一方面，即便到 20 世纪 50 年代瑞典人口规模也仅略超 700 万，远低于同期美国及日本超过 1.6 亿及 0.8 亿的人口水平，较小人口规模使得本地市场空间狭小，区域多元化成为必然，这也是为什么早在推出吸尘器产品之后第 7 年即 1919 年，伊莱克斯就设立了荷兰、瑞士、法国、丹麦等销售公司，而惠而浦及大金工业从产品投向市场到开始尝试区域多元的时间间隔基本都在 15 年以上；另一方面，伊莱克斯初期的核心产品为真空吸尘器，即便以现在的观点来看，也仍属于可选消费范畴，主要市场产品放量时间也相对靠后，同时直到 1921 年公司吸尘器才开始在易用性上有所改善，而更是到 1977 年才改变吸尘器传统的上门推销模式。

图 28：瑞典人口规模较小决定了相对狭小的本地市场空间



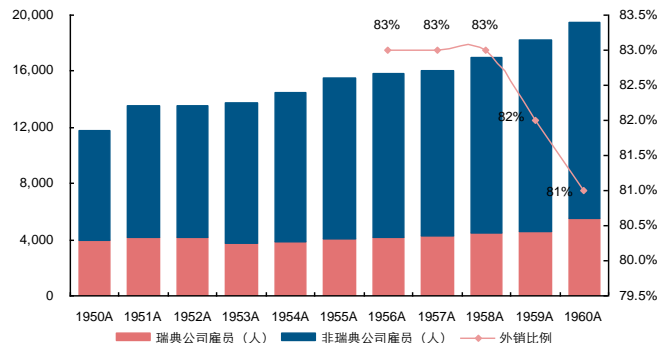
资料来源：联合国贸易和发展会议，长江证券研究所

图 27：1995 年日本空调百户保有量为 160.3 台



资料来源：日本内閣府，长江证券研究所

图 29：20 世纪 50 年代中期伊莱克斯外销收入占比超过 80%

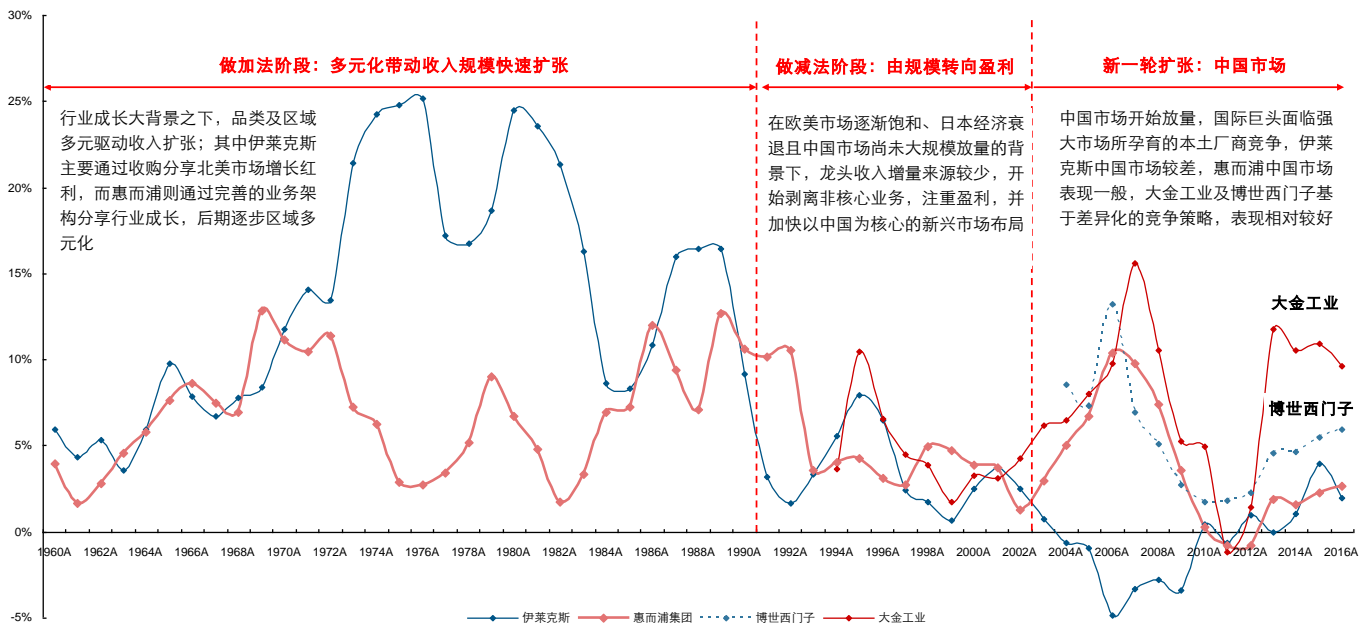


资料来源：公司年报，长江证券研究所

成果与启示：行业空间为多元化路径成败的关键

正如前文所述，尽管惠而浦集团、大金工业及伊莱克斯多元化路径不尽相同，但最终三者都成功历经近百年洗礼成为各自领域的翘楚，其中惠而浦及伊莱克斯分别由代工厂商及煤油灯生产商发展为综合白电龙头，而大金工业也从一个散热管件工厂成长为空调领域龙头；过程来看，在多元化战略推动之下龙头的发展大致可以分为三个阶段：即多元化叠加行业景气带来的收入规模快速增长、成熟市场向新兴市场过渡的阶段性失速和业务调整以及以中国为代表的新兴市场放量所引致的龙头发展分化。

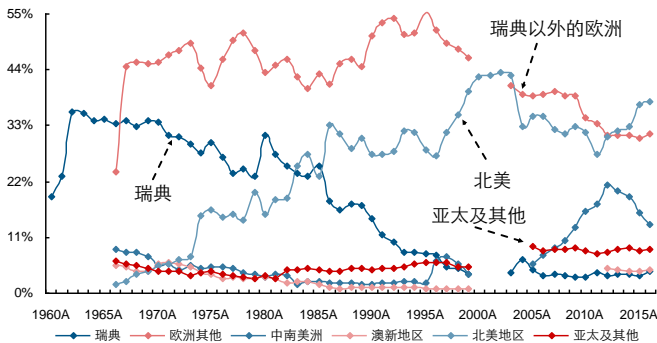
图 30：1960 年至今四大海外白电龙头收入增长表现⁵



资料来源：Bloomberg, Fortune, HBR, 惠而浦集团官方网站, 伊莱克斯官方网站, 博世西门子官方网站, 大金工业官方网站, 长江证券研究所

基于龙头收入增速时间序列，1960 年至 1990 年基本为“做加法”阶段即多元化战略带动龙头收入快速扩张，当然战后经济复苏所推动的行业高景气也有重要影响，在此期间的伊莱克斯及惠而浦集团收入复合增速分别达到 17.32% 及 9.42%，品类及区域多元共振之下伊莱克斯收入增长显著快于惠而浦；不过具体拆分来看，此阶段伊莱克斯的收入增长或更多的源自于区域多元化尤其是美国市场的快速增长，因为 20 世纪 60 年代初期伊莱克斯北美地区收入占比极小，基本可以忽略，但到了 1990 年这一比例已经提升至约 30%，而同期整个欧洲区域的收入占比仅有小幅提升；惠而浦集团此间的快速发展主要还是受益于品类多元化日趋完善背景下美国家电市场的快速放量，80 年代中期公司开始全面开启区域多元化，主要的动作是与飞利浦合作全面进入欧洲市场；总的来说，1960 到 1990 年阶段两大综合白电龙头高速增长的核心原因在于行业景气背景下的多元化策略推进。

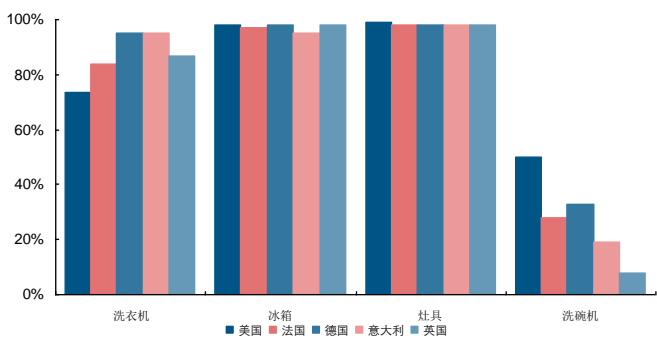
⁵ 为避免并购带来的巨幅波动，收入增速为近五年复合增速

图 31：伊莱克斯收入结构演变——在北美洲的区域多元化较为成功⁶


资料来源：联合国贸易和发展会议，长江证券研究所

1990 年到 2000 年初期，三大国际白电龙头收入增速均出现中枢性下移，主因在于欧美成熟市场主要产品保有量趋于高位、日本经济步入衰退以及新兴市场需求尚未大规模放量背景下，龙头多元化增量空间短期有限，惠而浦集团及伊莱克斯收入复合增速降至 5% 以内；随着收入放缓，主要厂商对盈利能力关注有所提升，降本增效优化协同渐成经营重点，此间伊莱克斯剥离非核心业务重新实现品牌聚焦，大金工业退出机器人等亏损业务，惠而浦也在 1994 年收缩真空吸尘器产品线；同时，尽管新兴市场尚未大规模放量，但其长期潜力已逐步显现，主要厂商纷纷提前布局，其中伊莱克斯于 1987 年、惠而浦集团及大金工业均于 1995 年开始探索中国市场；总的来说，20 世纪最后十年三大白电巨头收入增速有所放缓，整体处在新兴市场提前布局及内部整合优化经营阶段。

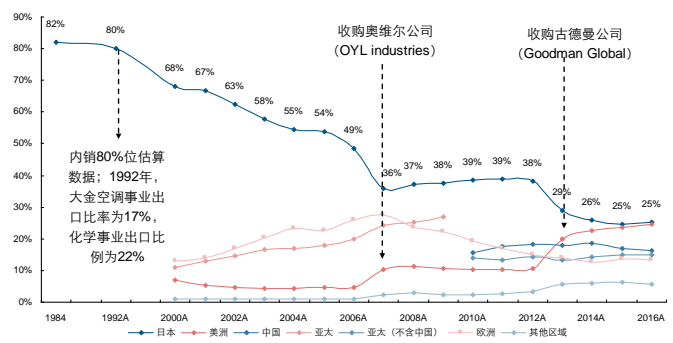
图 33：1985 年主要欧美国家大型家电渗透率已经处在较高水平



资料来源：HBR，长江证券研究所

2000 年之后，以中国为代表的金砖国家经济开始增长加速，考虑到惠而浦集团及伊莱克斯在 1960 年到 1990 年间的表现及二者于新兴市场的提前布局，逻辑上主要白电龙头收入将会迎来新一轮的快速增长，毕竟人口规模角度看新兴市场行业空间远大于成熟市场；然而截至目前，除了大金工业及博世西门子收入端表现相对较好之外，惠而浦集团及伊莱克斯并未如预期般实现快速成长，核心原因仍旧在于规模巨大的中国市场孕育出了在常规领域实力较强的本土家电企业，从而使得国际巨头一般化的多元扩张模式在中国市场收效甚微，反倒是专注于中央空调的大金工业以及定位高端冰洗的博世西门子，因推行差异化的竞争策略在中国市场经营较为成功，实现整体收入的良好增长；具体来看，大金工业从 1995 年开始布局中国市场，2016 年中国市场收入约 30 亿美元，

图 32：区域多元化之后大金工业日本销售占比快速下滑



资料来源：《大金工业 90 年史》，公司年报，长江证券研究所

图 34：20 世纪 90 年代三大白电龙头均在业务整合方面有所行动

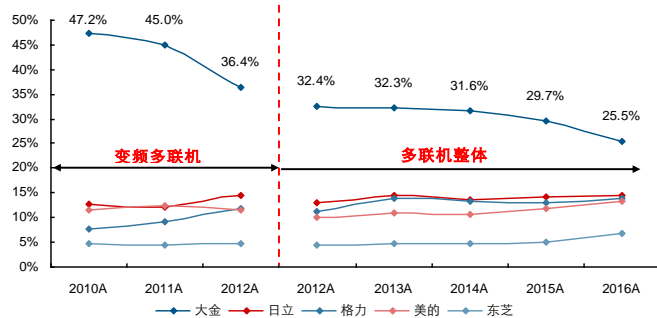


资料来源：公司年报，《惠而浦百年史》，公司官网等，长江证券研究所

⁶ 时间序列较长，期间存在口径调整，但总体不影响判断

占比达到 17.09%；而博世西门子，2005 年亚洲区收入占公司整体比例仅为 5.8%，到 2011 年这一比例快速升至 15.6%，结合中怡康西门子品牌近年来稳中有升的市场份额，中国区域对博世西门子的收入增长贡献确定无疑。

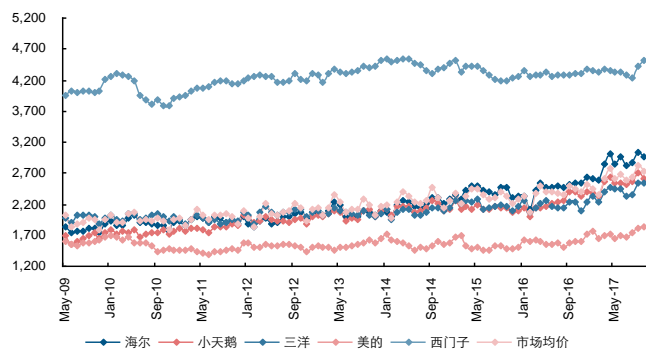
图 35：大金工业多联机在我国市场上的份额位居行业首位



资料来源：暖通家，长江证券研究所

总体来看，大金工业及博世西门子差异化策略有显著成效的核心在于结合自身优势完美把握了潜在发展空间，大众化的市场虽然规模足够但考虑到本土品牌的巨大影响力，实际留给外资的份额并不多，之所以惠而浦集团及伊莱克斯早期的多元化策略能够成功，这与其本身依托强大的市场成长发展壮大以及新进入市场较小，国际龙头规模优势明显密不可分，当切换到中国市场时原来国际品牌的优势反而在本土品牌身上慢慢体现；除此之外，中国市场由整机企业牢牢控制的渠道模式也使得国际品牌与大连锁长期合作的经验难以得到有效发挥；总的来说，基于自身优势的行业市场把握对多元化的最终结果影响深远。

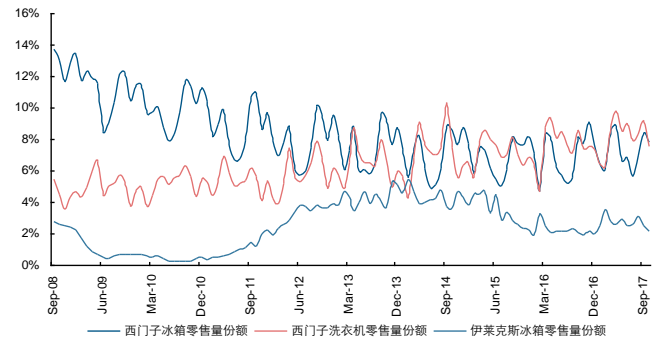
图 37：西门子洗衣机终端价格大幅领先主要国内品牌（单位：元/台）



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

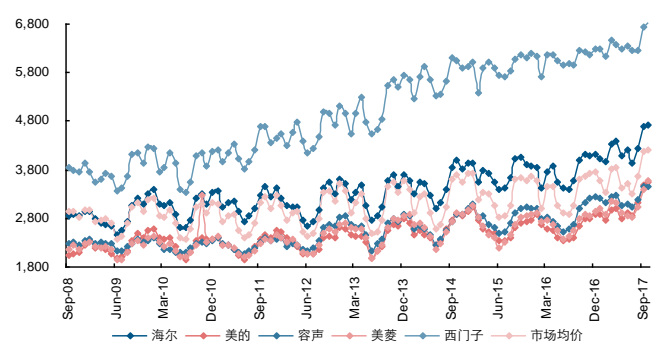
巧合的是，当我们从收入端切换到盈利端的时候，大金工业及博世西门子的相对优势再度凸显，诚然中国市场较好的盈利能力功不可没，但这也是以中国市场收入的较好增长为基础，考虑到家用中央空调及高端冰洗产品的消费升级属性，盈利能力的提升或最终又指向了多元化初期对行业空间的选择；此外，另一个值得关注的方面是，尽管伊莱克斯及惠而浦集团收入增速回落明显，但其盈利能力总体呈现出小幅提升趋势，这或许在一定程度上反映出稳定状况下消费品行业的长期盈利趋势；毕竟龙头发展过程中，惠而浦集团及伊莱克斯都先后短暂涉足过黑电行业，且在注重盈利的阶段伊莱克斯及大金工业相继剥离的都是市场规模较小并偏向 B 端的业务。

图 36：西门子在我国冰洗市场上占有较高市场份额



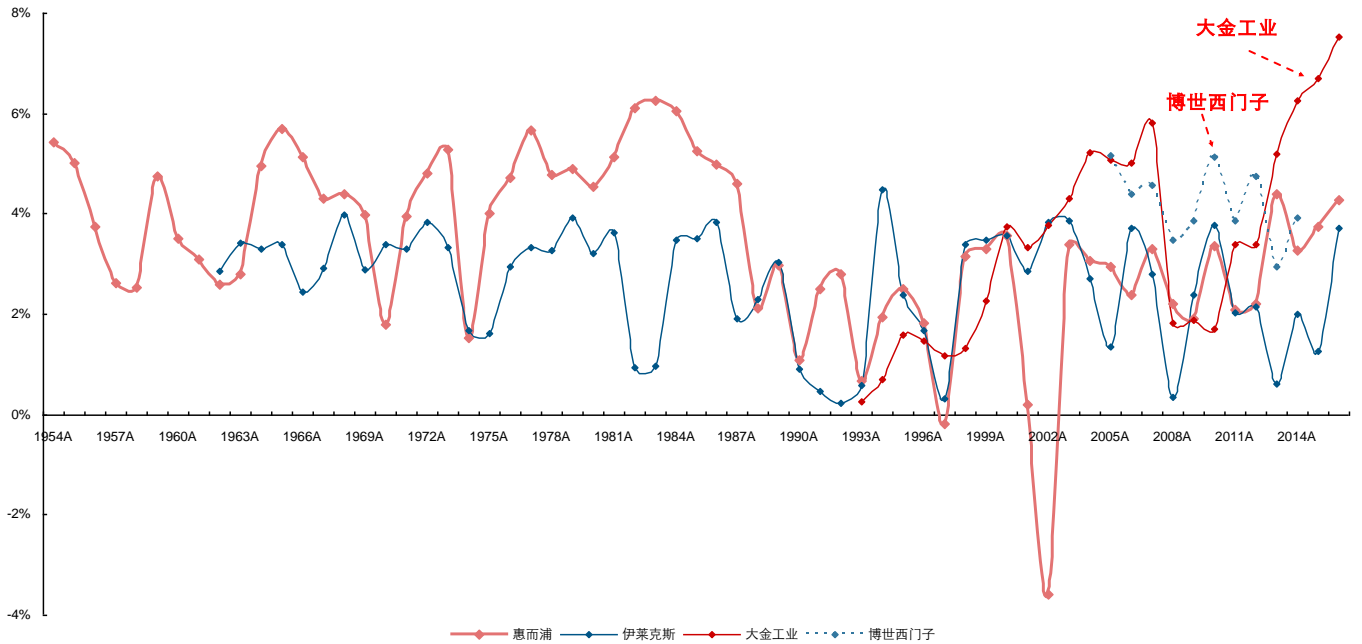
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 38：西门子冰箱终端价格大幅领先主要国内品牌（单位：元/台）



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

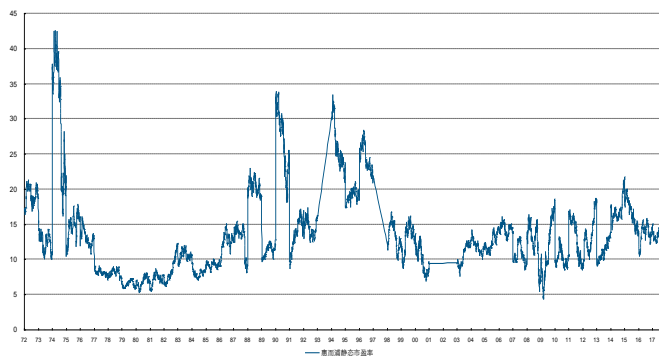
图 39：四大海外白电龙头盈利能力变迁



资料来源：Bloomberg, Fortune, HBR, 惠而浦集团官方网站, 伊莱克斯官方网站, 博世西门子官方网站, 大金工业官方网站, 长江证券研究所

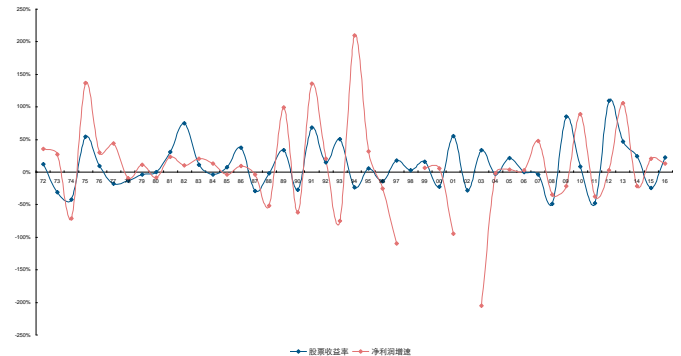
最终，我们回到惠而浦可得数据 1972 年至今范围内的资本市场表现，2008 年以来惠而浦股价自然年度收益与其净利润增速呈现出极强的相关性以及一定的先行性，且在波动幅度上相互接近，风险偏好下行以及公司进入稳健发展阶段或为主要原因；**更值得注意的是，当我们拉长时间周期来看，1972 年-2016 年惠而浦归属净利润增长约 12 倍而其股价累计涨幅也约为 11 倍，长时间序列上业绩仍为股价核心驱动力；对比经营来看，惠而浦估值低点基本处在国内市场品类多元化末期伴随着收入增速趋势下移，而估值较高阶段则与市场多元时间高度吻合，这也侧面说明行业空间对个股估值存在重要影响。**

图 40：1972-2017 年惠而浦静态 PE 估值表现⁷



资料来源：Bloomberg, Fortune, 长江证券研究所

图 41：业绩表现依旧是左右市场投资收益的最核心因素⁸



资料来源：Fortune, Bloomberg, 长江证券研究所

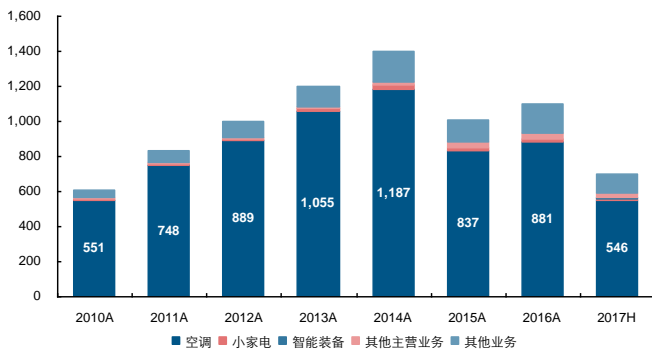
⁷ 静态 PE 估值=收盘价×总股本÷归属净利润，剔除 1994 年、1997 年、2002 年及 2003 年等 PE 估值显著异常年份数据

⁸ 归属净利润增速剔除计算基数为负的 1998 年及 2002 年

多元化现状：如何看待三大龙头多元化进程

近年来，随着美的收购 KUKA、格力进行多元化尝试及海尔收购 GEA，市场对家电龙头多元化措施关注度持续提升；考虑到我国白电行业竞争格局已较为稳定，尤其是冰洗百户保有量水平已逼近理论饱和值，“行业空间+竞争格局”框架下以多元化为切入点拓展长期发展空间无可厚非，但市场在判断三大白电多元化进程及前景上仍存一定分歧。

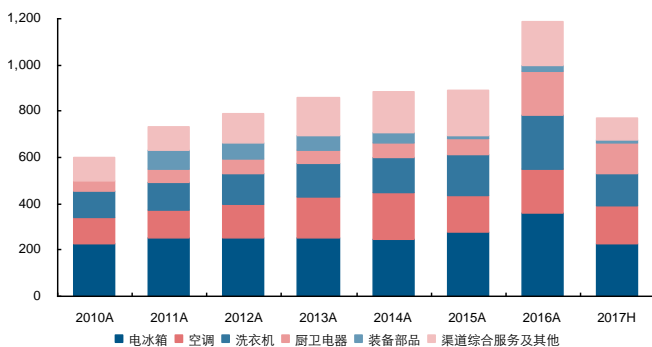
图 42：2017 年上半年空调占格力总收入比例为 78.03%（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

首先，从业务结构角度来看，除格力电器坚持专业化经营空调业务外，美的集团及青岛海尔产品品类均较为多元，而美的在收购 KUKA 之后甚至迈出了跨产业多元化的脚步；区域多元化方面，2017 年上半年格力、美的及海尔外销占比分别为 22.67%、45.22% 及 44.38%，如果将本土市场规模考虑在内，美的及海尔的外销收入占比已经与充分区域多元化的惠而浦集团不相上下；因此从品类及区域角度来看，美的及海尔多元化发展或更为先行一步。

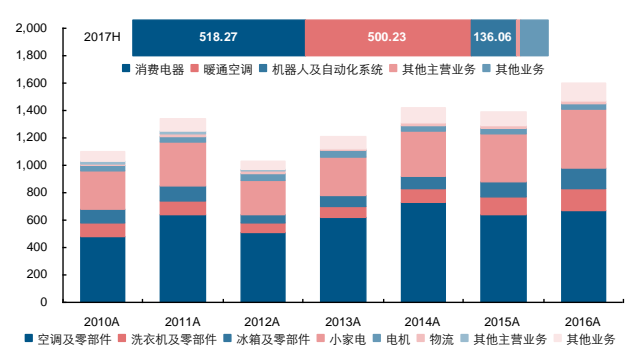
图 44：2017 年上半年青岛海尔冰洗收入占比分别为 29.32%及 21.05%



资料来源：Wind，长江证券研究所

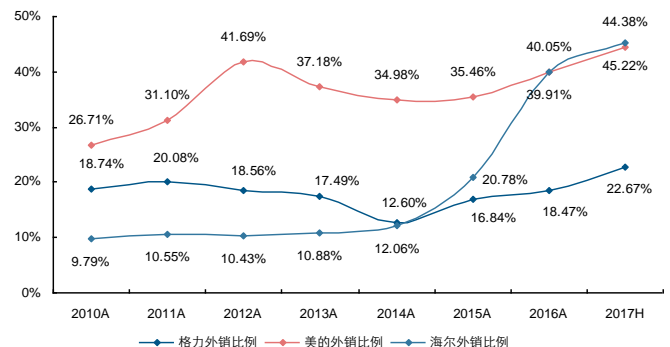
当前市场对美的集团多元化进展认可度较高：一方面，在未收购 KUKA 之前美的集团的多元化更加类似于伊莱克斯“品类及区域多元并举”的路径，不同之处在于美的背靠规模远超瑞典甚至是欧洲的中国市场，同时美的的区域拓展更多的以代工形式进行而伊莱克斯更多以收购区域厂商为主，由于前者的正面影响远大于后者负面偏中性的影响，因此我们看到美的整体的经营质量远好于多元化时期的伊莱克斯；另一方面，并购 KUKA 之后，美的已经走上了跨产业多元化的道路，工业机器人行业长期成长空间广阔已成市场共识，第二主业储备为公司长期发展进一步打开空间。

图 43：2017 年上半年美的集团机器人收入占比为 10.89%（单位：亿元）



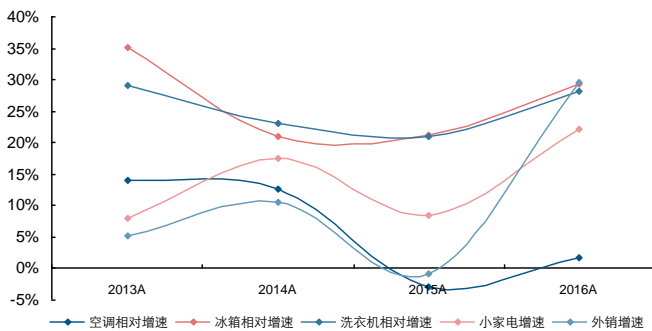
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 45：2017 年上半年格力、美的及海尔外销比例为 23%、45%及 44%



资料来源：Wind，长江证券研究所

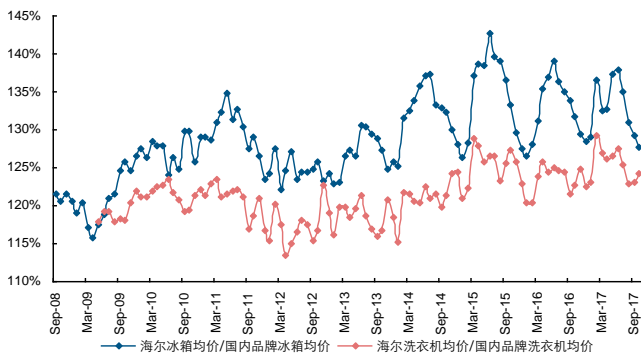
图 46：美的集团家电业务持续超越行业增长



资料来源：Wind，长江证券研究所（相对增速=业务收入增速-产业在线销量增速）

青岛海尔方面，整合集团海外资产及收购 GEA 之前的青岛海尔多元化路径与早期的惠而浦集团相近，即在国内市场景气背景下，专注于品类扩张而不是区域多元；**不过，随着近年来中高端战略稳步推进，内销高端品牌卡萨帝持续快速增长，以及以斐雪派克（托管）和 GEA 为代表的国际化高端品牌不断收购整合，海尔的发展路径愈发偏向博世西门子；考虑到博世西门子在成熟的中国冰洗行业且相对成熟市场较弱购买力背景下所取得的经营成果，契合消费升级的高端化路径所带来的发展空间或比想象中要大；此外，除了通常关注的成长空间之外，区域多元化下采购及生产协同对盈利能力的提升也值得重视，毕竟针对成熟市场的并购行为更多的或是收入规模的脉冲影响，长期增长依旧取决于成熟市场产品更新升级，因此规模协同对盈利的影响更值得关注。**

图 48：“海尔”品牌与国内冰洗品牌的价差持续存在



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

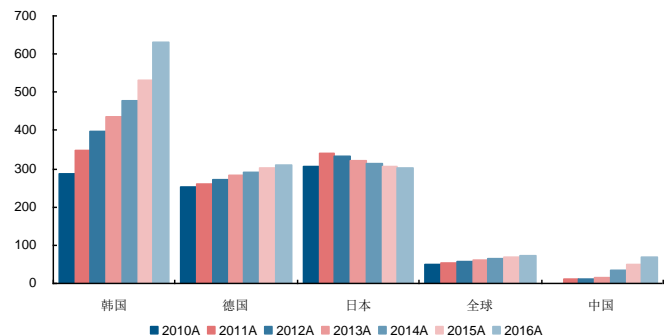
表 2：青岛海尔品牌体系构建已经较为完善且整体偏向中高端符合消费升级趋势

产品类别	中国	日本	泰国、马来西亚等	印度、巴基斯坦	中东非	澳洲	中东非	欧洲	美洲
性价比	统帅	-	-	-	-	-	-	-	-
中高端	海尔	海尔	海尔	海尔	海尔	海尔	海尔	海尔	海尔
高端	费雪派克 卡萨帝	AQUA	AQUA	-	-	费雪派克	-	费雪派克 卡萨帝	费雪派克 卡萨帝 GEA

资料来源：公司公告，长江证券研究所

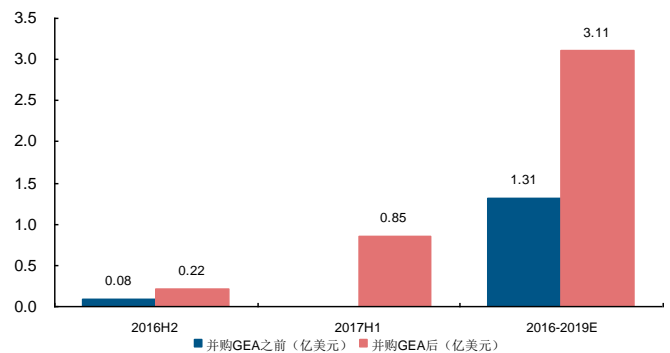
多元化最重要的目的是为了打破既有产业的发展瓶颈，进而打开公司长期成长空间，这也说明了多元化对目前的格力而言或并不十分迫切；因为从应用场景（家庭或学校等公

图 47：我国每万人对应的工业机器人台数远低于主要制造国家



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 49：海尔区域多元化推动下的协同价值也值得关注



资料来源：公司公告，长江证券研究所（图中数据仅列示采购协同）

共建筑小空间制冷)、保有量(城与城之间的保有量差距、城乡保有量差距及与日本、台湾地区等保有量差距)、品类比较(参考一户一机属性且基本饱和的冰箱)及行业升级(家用中央空调)等多纬度数据论证来看,我国空调行业中长期发展空间依旧较大,且更进一步,以印度等为代表的市场也存在较大的发展潜力;因此对比来看,格力的路径选择或更加接近于大金工业,在内销空间仍在且区域多元化前景极佳的背景下,长期成长无忧,巩固既有优势而后推进跨产业多元化或是最优策略。

表 3: 以人口规模为主要划分依据, 长远来看空调的潜在普及空间较大

洗衣机			冰箱			空调		
国家	1985A	2016A	国家	1985A	2016A	国家	1985A	2016A
土耳其	39.6%	98.3%	德国	90.0%	99.9%	日本	52.3%	91.8%
日本	98.1%	97.8%	美国	95.6%	99.5%	美国	48.5%	88.1%
埃及	54.6%	96.5%	土耳其	77.4%	99.2%	中国	0.7%	82.9%
德国	82.4%	93.9%	俄罗斯	85.1%	98.6%	德国	5.7%	31.9%
为落实	54.5%	91.5%	日本	98.4%	98.2%	泰国	1.3%	25.9%
美国	69.5%	87.2%	巴西	63.3%	97.8%	巴西	2.2%	24.3%
中国	24.0%	86.7%	埃及	44.6%	97.2%	俄罗斯	0.1%	22.1%
伊朗	25.2%	77.8%	泰国	27.0%	90.6%	土耳其	1.0%	19.5%
墨西哥	31.0%	68.9%	中国	12.3%	89.6%	印尼	3.0%	18.0%
泰国	3.0%	67.1%	伊朗	56.1%	88.0%	伊朗	1.9%	17.6%
巴西	17.8%	62.0%	墨西哥	50.3%	85.8%	越南	0.2%	15.5%
巴基斯坦	0.5%	52.3%	越南	1.5%	63.8%	印度	1.3%	15.0%
菲律宾	10.7%	35.7%	巴基斯坦	12.3%	50.2%	墨西哥	3.6%	14.2%
越南	0.2%	34.1%	印尼	2.8%	46.4%	菲律宾	1.5%	12.3%
印尼	7.4%	14.5%	菲律宾	22.3%	41.2%	埃及	1.3%	9.6%
印度	0.7%	9.3%	印度	1.8%	30.4%	巴基斯坦	1.6%	8.2%
尼日利亚	0.2%	0.6%	尼日利亚	9.7%	19.7%	尼日利亚	0.7%	2.8%

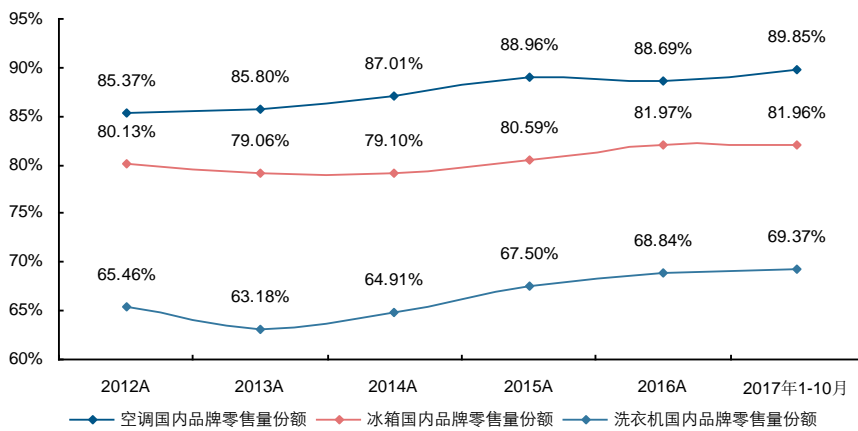
资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

总的来说,我国三大白电龙头均基于各自的比较优势稳步推进多元化,行业空间催化下的美的及海尔分别走在跨产业及高端化的道路上,而格力得益于空调内销发展空间的支持,也有足够的时间去进行区域多元化以及跨产业多元化尝试。

未来展望: 国内品牌的全球替代与自身的不可替代

更进一步从产业层面来看,我国白电行业本土品牌在内销市场上基本已经完成对外资品牌的全面替代,2017 年 1-10 月空调、冰箱及洗衣机国内品牌的零售量份额分别为 89.85%、81.96%及 69.37%,份额处在较高水平的同时依旧维持提升趋势;外资品牌来看,硕果仅存的是博世西门子,2017 年 1-10 月其冰箱及洗衣机份额分别为 7.23%及 8.19%。

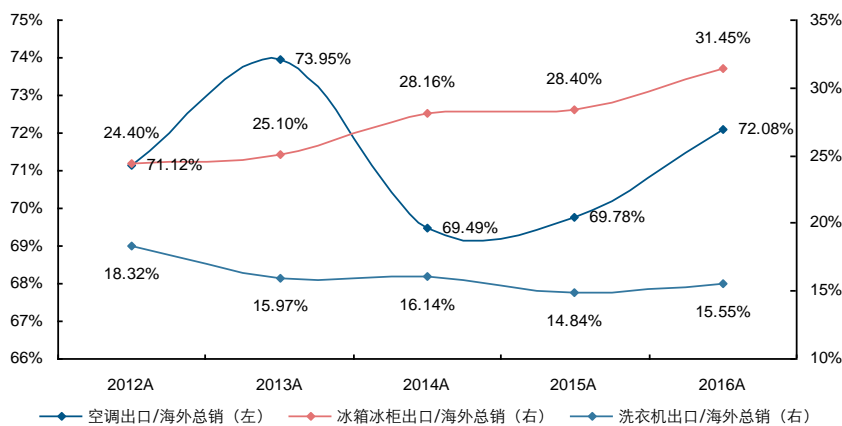
图 50：我国白电市场国内品牌基本已经完成对国外品牌的全面替代



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

海外市场方面，单从销量角度来看空调基本已完成海外替代，冰箱冰柜海外替代比例持续提升，洗衣机海外替代进度稍慢；16 年海外市场（除中国外）空调、冰箱冰柜及洗衣机销量规模分别为 6447 万台、12561 万台及 11803 万台，同期中国空调、冰箱冰柜及洗衣机外销量分别为 4647 万台、3951 万台及 1836 万台，对应海外市场份额分别为 72.08%、31.45%及 15.55%，同时空调及冰箱份额呈现出持续提升趋势。

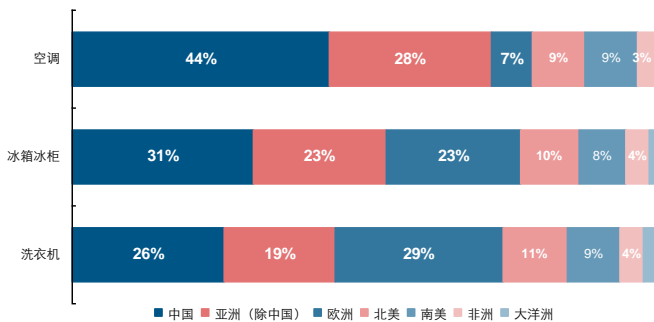
图 51：空调、冰箱冰柜及洗衣机 2016 年海外市场份额分别为 72.08%、31.45%及 15.55%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

展望未来，我国白电产业对海外市场的替代趋势依旧明确：一方面，我国拥有可预见时间区间内全球最大的白电消费市场，正如本章第一节所指出的那样，规模消费市场的存在对产业竞争力的支撑较大；另一方面，供给角度来看，2016 年我国空调产能在满足全球销量的情况下利用率依旧不到 60%，而冰箱冰柜及洗衣机产能也能够满足全球 70% 左右的消费需求，且得益于产业集群效应，产业配套优势较为明显。

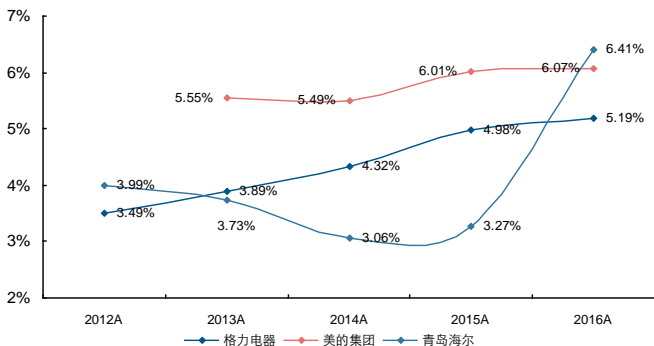
图 52：2016 年我国白电内销量占全球白电销量比例占比



资料来源：产业在线，长江证券研究所

此外，上一轮产业迁移的两大主因分别为中国市场崛起及中国本土较低的劳动力成本；后续来看，在庞大的人口基数支撑下中国市场始终将作为全球白电消费主力市场存在，本地需求本地供给的产销模式仍将延续；而推动上一轮产业迁移的劳动力成本因素随着智能制造稳步推进以及产品升级趋势下的劳动力成本占比下滑，迁移带来的成本边际改善空间已经非常有限，反倒是产业配套重要性日益凸显；数据来看，近年来我国白电人工成本占比总体有所提升，但比例依旧较小，2016 年格力、美的及海尔人工成本占营业成本比例分别为 5.19%、6.07%及 6.41%，对应出厂价或小于 5%，而在以美国为代表的典型生产成本拆分中，人工成本占出厂价的比例则高达 15%。

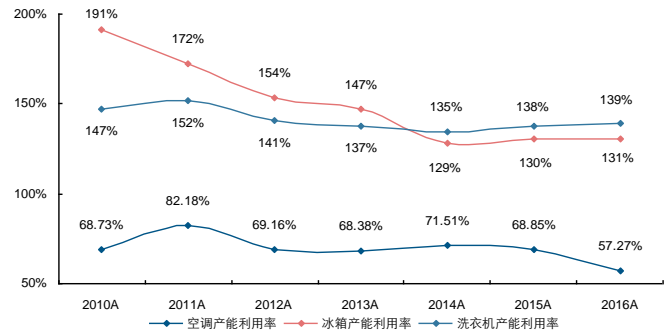
图 54：领先白电企业人工成本占出厂价的比例基本在 5%以内



资料来源：公司公告，长江证券研究所

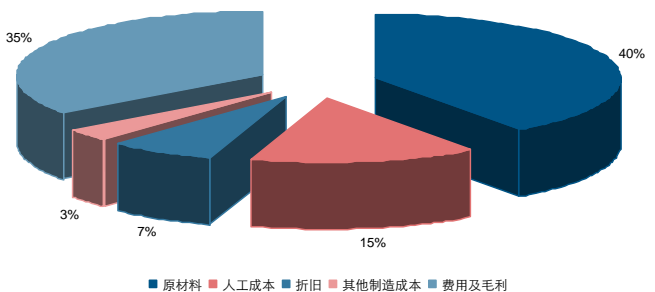
得益于较大的本地市场规模，我国白电产业已经具备极强的全球竞争力，在完成国内外资品牌替代之后，海外市场的外资品牌替代正稳步推进；考虑到产业迁移过程中的市场规模因素仍在且人工成本改善空间有限，预计未来我国家电产业发生迁移的概率较低；在此背景下，领先企业正沿着“OEM→ODM→OBM”的路径进军海外市场，原有基于微笑曲线的产业分工模式或逐渐被价值链一体化取代；对于我国白电企业而言这一方面意味着收入规模的进一步扩张，更为重要的是在价值链逐步上移的过程中，公司整体盈利能力也将有所改善，且在产业大概率不会进一步转移的背景下，全球白电竞争格局也或将趋于集中，基于格局优化的盈利改善也值得期待。

图 53：满足全球白电销量假设下的我国白电产能利用率情况



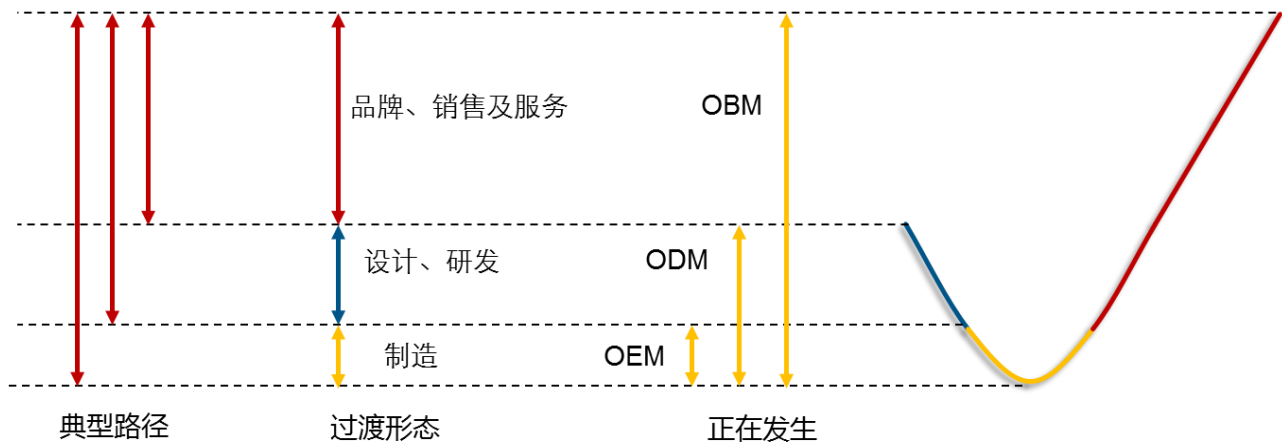
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 55：劳动力成本占典型美国白电产品出厂价的 15%左右



资料来源：HBR，长江证券研究所

图 56：专业化分工或正逐步被价值链一体化所代替



资料来源：长江证券研究所

总的来说，考虑到企业的成长本质，中长期维度的“空间+格局”分析框架下，空间因素或将更为重要，这也是为什么近期关于白电龙头多元化的关注度在不断提升；而海外巨头的发展路径对此也有佐证，总结来看品类及区域的扩张贯穿发展始终且对行业空间的把握仍为成败关键，全面对比海外白电龙头多元化模式、收入盈利表现及市场走势来看，目前我国三大白电龙头虽然多元化路径相异且节奏不一，但均是基于自身比较优势的最优策略选择，长期发展空间无忧，且在规模较大的本地市场所孕育的强势产业基础之下，行业价值链一体化正逐步取代传统的精细分工模式，受益于此龙头企业长期规模扩张及盈利提升也值得期待。

预判 2018：需求勿需过忧，盈利改善更为可期

白电：空调销量无需悲观，基本面表现或超预期

2017 年在农村需求加速释放及旺季高温天气驱动下空调行业内销表现持续亮眼，1-10 月以来除了 3 月及 4 月单月内销量略低于 15 年同期，其余月份均创下历史同期新高，其中 7 月份单月内销量更是首度突破千万台大关；1-10 月行业累计内销量为 7662.57 万台，仅 10 个月便已突破此前年度历史峰值，若年末两个月销量维持去年同期水平，全年行业内销量将超过 8500 万台；此外，由于去年同期渠道去库存导致销量基数偏低，前十个月空调累计内销量同比增速高达 53.33%，2017 年空调内销高速增长并创“新高”之际，部分投资者对空调行业 2018 年销量较为悲观，但我们认为无论从长期空间还是短期弹性来看，空调行业及白电龙头后续延续稳健增长仍较为确定。

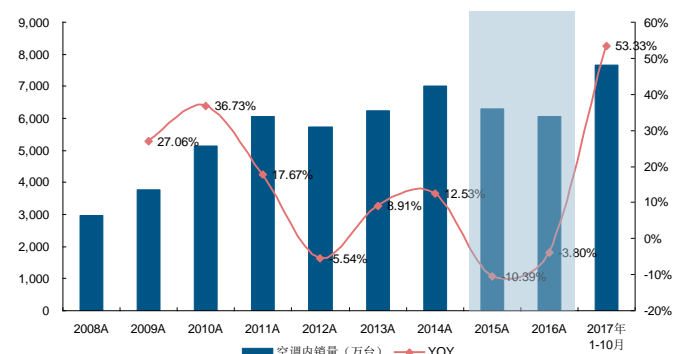
表 4：空调历年单月度内销量（单位：万台）

	11A	12A	13A	14A	15A	16A	17A/E
1月	415.30	294.30	371.90	365.13	381.61	282.31	456.00
2月	300.50	357.80	300.99	423.39	353.90	234.03	504.45
3月	615.20	598.20	630.60	814.60	874.77	539.72	754.05
4月	677.20	596.50	615.20	724.32	799.59	462.25	785.12
5月	706.20	657.26	633.30	745.92	763.45	527.30	879.41
6月	676.40	607.00	599.30	736.85	676.00	572.95	955.44
7月	598.80	508.80	558.50	607.55	517.76	599.37	1030.98
8月	518.40	472.17	571.00	621.10	536.64	659.45	903.40
9月	483.00	494.29	579.02	578.02	448.98	614.04	723.60
10月	397.80	385.88	439.11	463.35	318.30	505.94	652.17
11月	347.00	368.41	443.69	442.45	331.37	531.17	531.17
12月	324.60	384.31	492.59	493.84	285.17	520.03	520.03
合计	6060.40	5724.92	6235.20	7016.52	6287.54	6048.56	8695.82

资料来源：产业在线，长江证券研究所（标红数据为当月历史最高值，标蓝数据为预测数据）

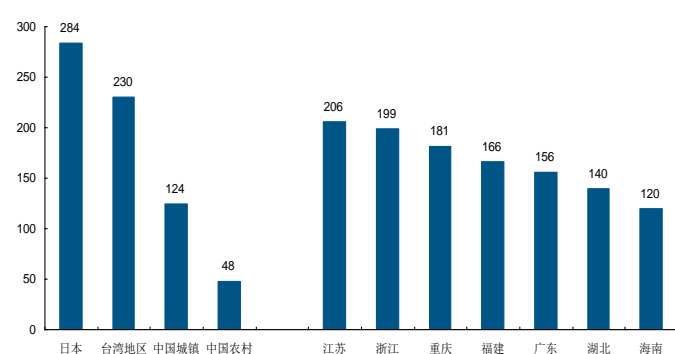
2017 年内销“新高”并不高，行业成长空间依旧存在：空调行业在 2015-2016 年间经历了一轮力度较大的渠道库存清理，致使行业内销量有所下滑；若剔除渠道库存调整对行业出货增速的扰动，以家电刺激政策全面退出的 2013 年行业内销量为基数，近四年来空调内销年复合增速仅为 8% 左右，可见 2017 年行业内销放量并非源于对后续成长潜力的透支，销量“新高”其实并不高；且长期来看我们认为空调后续发展空间依旧可观，行业天花板仍言之尚早：一方面品类间比较来看，空调基于“一户多机”及多使用场景等属性，理论饱和保有量应为冰箱的两倍甚至更多；另一方面我国当前空调总渗透率及户均保有量较日本等成熟市场仍有较大差距，行业后续发展空间仍较为可观，经测算预计行业内销在 2017 年销量基础上仍有 50% 以上的提升空间。

图 57：2015 及 2016 年空调渠道去库存致使销量基数较低



资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 58：我国空调保有量与成熟市场差距、城乡差距及区域差距均很明显

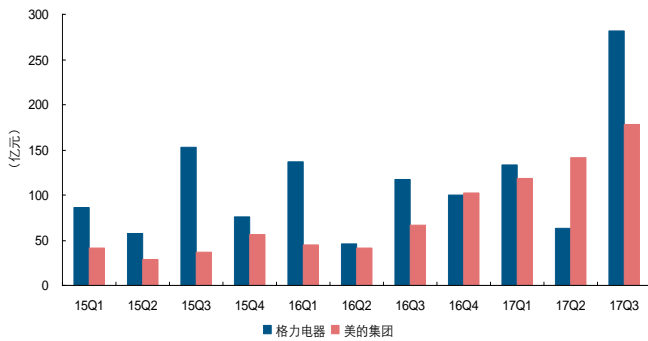


资料来源：日本内阁府，台湾统计局，Wind，长江证券研究所（省区均为城镇数据）

短期补库存动能强劲，农村步入快速普及期：年初以来空调需求持续超预期，厂商满产满销背景下部分经销商仍出现供不应求情况，行业渠道库存下滑至历史低位水平；且考虑到当前经销商资金较为充沛，因此新冷年以来补库存需求持续释放，龙头三季度末预收账款大幅提升也可印证当前经销商提货积极性较高，在此带动下行业短期增速较为确定；此外，受 2017 年热销带动，经销商在 2018 年传统销售旺季开始前大概率将加大备货力度，我们判断行业补库存需求或延续至明年一季度甚至更久；此外，基于农村家

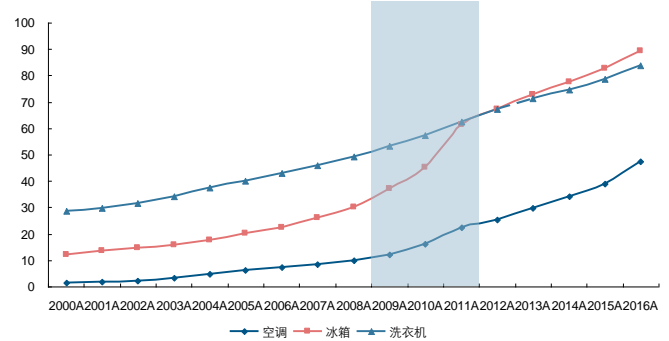
电购置需求轮动、农村购买力持续提升、城乡二元化生活习惯融合、农村地区电网基建逐步完善等因素,我们认为未来几年农村空调有望复制冰箱 2009-2011 年的加速普及态势,叠加更新需求稳步释放,综合影响下预计 2018 年空调行业需求仍将实现稳健增长。

图 59: 2017 年三季度白电龙头预收账款大幅提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

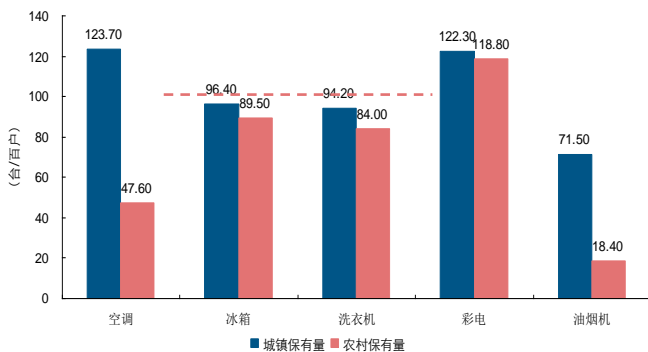
图 60: 我国农村冰箱于 2009-2011 年进入快速普及期 (单位: 台/百户)



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

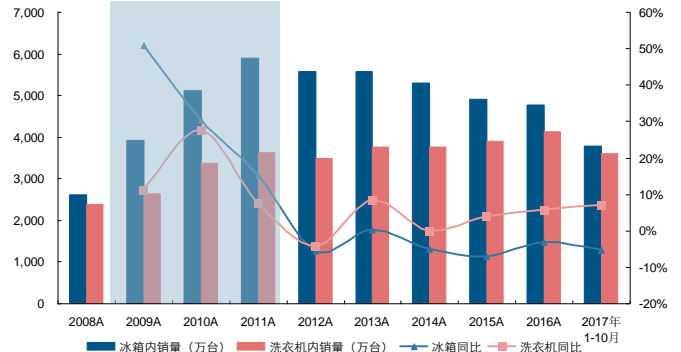
冰洗方面, 2016 年我国城镇冰洗保有量已分别达到每百户 96.40 及 94.20 台, 农村地区也已分别达到每百户 89.50 及 84.00 台, 与城镇地区保有量落差明显小于空调及油烟机等其他家电品类; 保有量高位背景下, 由渗透率提升带动的需求占比相对有限, 且基于新房成交套数推算得出由地产销售带动的需求理论占比不及 30%, 由此可以判断, 冰洗行业中更新需求占据主导地位; 而回顾冰洗行业近年来内销量走势可以发现, 2009-2011 年在“家电下乡”政策推动下冰洗行业内销增速中枢明显较高, 其中冰箱在此阶段放量增长态势极为显著; 参考日本统计局数据, 冰洗平均更新周期为 8-10 年, 随着 2009 年放量普及的冰洗产品逐步步入更新期, 行业后续内销或有望迎来反弹。

图 61: 城乡冰洗百户保有量均已达到较高水平



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

图 62: 家电下乡阶段我国冰洗内销增速中枢明显较高



资料来源: 产业在线, 长江证券研究所

表 5：商品房销售对各类家电需求带动比例均不及 30%⁹（单位：万台）

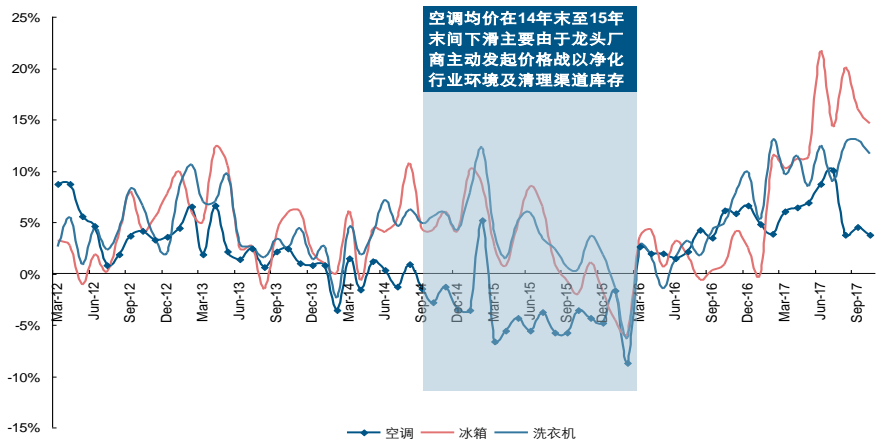
	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017前10月
全国商品住宅销售面积（万平方米）	98,468	115,723	105,188	112,412	137,540	112,244
全国商品住宅平均面积（平方米）	104.20	104.73	104.15	106.25	107.29	107.29
全国商品住宅销售套数（万套）	945	1,105	1,010	1,058	1,282	1,046
空调						
新房空调百户保有量（假设值）	150	160	170	180	190	200
地产拉动空调合计	1,418	1,768	1,717	1,904	2,436	2,092
空调内销出货量	5,716	7,017	6,269	6,049	6,235	7,663
地产拉动比例	24.80%	25.20%	27.39%	31.48%	39.07%	27.31%
冰箱						
新房冰箱百户保有量（假设值）	100	100	100	100	100	100
地产拉动冰箱合计	945	1,105	1,010	1,058	1,282	1,046
冰箱内销出货量	5,567	5,277	4,894	4,731	4,561	3,790
地产拉动比例	16.98%	20.94%	20.64%	22.36%	28.11%	27.60%
洗衣机						
新房洗衣机百户保有量（假设值）	100	100	100	100	100	100
地产拉动洗衣机合计	945	1,105	1,010	1,058	1,282	1,046
洗衣机内销出货量	3,481	3,763	3,905	4,115	3,769	3,603
地产拉动比例	27.15%	29.36%	25.86%	25.71%	34.01%	29.03%

资料来源：Wind，产业在线，长江证券研究所

基于上述分析，我们认为白电各品类 2018 年销量表现仍值得期待，此外均价层面对行业营收端也将有较好支撑；近年来白电行业在产品结构升级推动下均价持续处于上行通道，其中仅空调均价在 2014 年末至 2015 年出现阶段性回调，主要原因为渠道库存压力较大背景下龙头厂商主动发起价格战以清理库存并净化行业竞争环境；2017 年在原材料成本压力显现背景下白电龙头均通过主动提价及积极推新品等方式转嫁成本压力，带动行业均价涨幅持续扩大，其中冰箱由于成本冲击压力更大且毛利率基数偏低，其均价涨幅更为突出，而空调受龙头厂商定价策略影响提价幅度相对较弱；由此可见，白电行业均价走势主要受行业竞争格局及龙头定价策略等方面影响，考虑到农村市场及更新需求放量背景下白电龙头市占率稳步提升，且行业龙头在新冷年对定价策略有所调整，综合影响下预计空调行业 2018 年均价涨幅或高于 2017 年，而冰洗行业均价也将延续较好增长，在此带动下白电行业 18 年营收表现更为确定。

⁹ 标蓝数据为假设值，未考虑地产滞后影响，且假设新房 100%选择当期装修，不影响结论判断

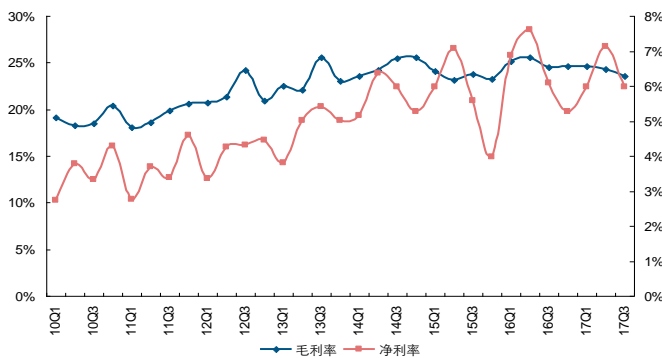
图 63：白电各品类均价近年来持续处于单边上行通道



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

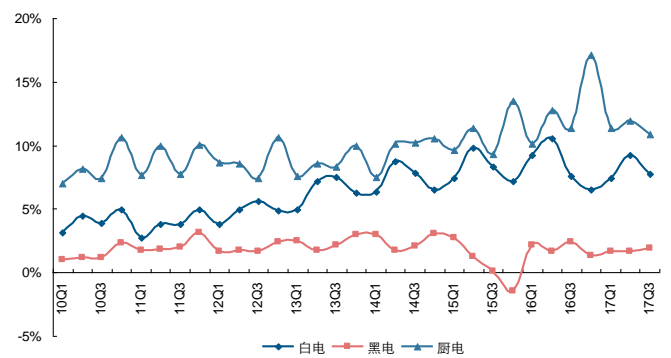
虽然均价稳步上行，但在原材料涨幅较大影响下 2017 年前三季度家电行业整体毛利率及归属净利率仍分别同比下滑 0.88 及 0.45pct；但值得关注的是，成本压力对行业龙头盈利能力影响较为有限，前三季度格力电器、青岛海尔等龙头净利率均实现逆势提升，表现明显优于行业整体；我们判断一方面由于龙头大规模采购原材料所带来的规模优势以及通过期货套保部分对冲了原材料价格波动的风险，另一方面行业龙头提价主动性较强，通过对下游渠道的利润再分配也可对冲抵原材料涨价所致的负面影响；从长周期维度来看，优异的竞争格局是白电龙头盈利能力维持甚至提升的最核心保障，具备稳态竞争格局的子行业在原材料价格上行时可通过提价将成本压力向下游传导，而在成本压力回落时均价仍可稳步上行，由此长期来看其盈利能力持续提升趋势较为确定。

图 64：2017 年前三季度行业毛利率及净利率同比下滑 0.88 及 0.45pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 65：稳态竞争格局红利助白电及厨电子行业近年来盈利能力持续上行



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 6：2017 年家电各子行业龙头净利率表现明显优于行业整体¹⁰

	17Q1-Q3	16Q1-Q3	同比	17Q3	16Q3	同比
格力电器	13.94%	13.62%	0.32%	14.41%	14.52%	-0.11%
美的集团	8.02%	11.01%	-2.98%	6.70%	8.52%	-1.82%
青岛海尔	4.77%	4.54%	0.23%	3.02%	1.44%	1.58%
海信科龙	6.55%	4.23%	2.33%	12.03%	4.16%	7.87%
老板电器	19.26%	17.60%	1.66%	20.26%	19.07%	1.19%
华帝股份	7.63%	6.45%	1.18%	5.52%	4.49%	1.03%
行业整体	6.37%	6.82%	-0.45%	5.98%	6.08%	-0.10%

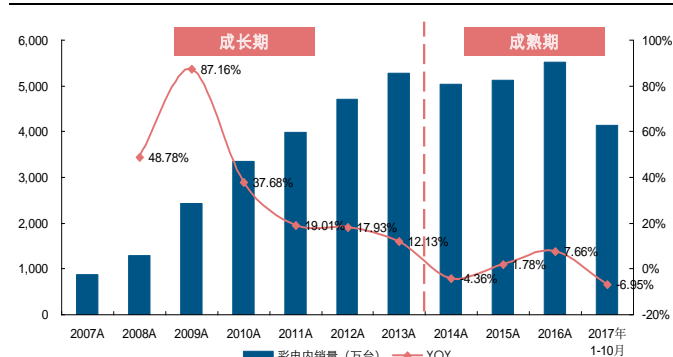
资料来源：Wind，长江证券研究所

短周期来看对行业盈利能力走势判断需细化至均价及成本端：若成本曲线斜率大于均价曲线斜率，则短期盈利能力走势有所承压，若成本曲线斜率小于均价曲线斜率，则短期盈利能力将有所改善；展望 2018 年，一方面在原材料价格基数较高背景下，明年家电行业成本端压力大概率将迎来缓解；另一方面产品均价仍将延续稳健增长态势，明年白电行业盈利能力提升趋势较为确定；综上所述，我们认为白电龙头 2018 年基本面表现有望好于市场预期：一方面在空调内销稳健增长及龙头市占率稳步提升背景下，销量可维持较好表现，同时且叠加均价提升，收入端增速更无需担忧；另一方面在原材料价格走势企稳假设下，均价上行有望驱动行业整体盈利能力实现恢复性增长，且考虑行业龙头在规模采购、提价及套保等层面均具备相对优势，其业绩确定性优势将持续凸显。

黑电：需求有望复苏，格局优化或驱动盈利改善

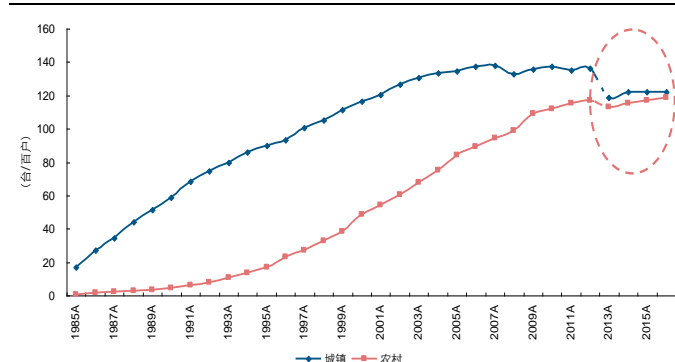
年初以来彩电行业出货表现较为低迷，前十个月行业累计销量同比下滑 4.98%，其中内外销分别同比下滑 6.95% 及 3.73%，增速环比均明显回落；近十年来彩电行业发展可划分为泾渭分明的两个阶段：2008-2013 年行业处于快速成长阶段，期间彩电销量连创新高，内销增速维持两位数以上，行业景气度处于高位；2014 年至今则处于成熟阶段，随着补贴政策于 2013 年中全面退出，彩电内销增速明显放缓，年销量于 2014 年出现历史首次同比负增长，且后续受需求透支及新型移动娱乐设备快速发展的替代效应影响，行业增速持续低位徘徊，在此背景下国内每百户彩电保有量提升趋势也明显放缓。

图 66：2017 年彩电内销表现较为低迷



资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 67：2014 年起国内城乡彩电保有量提升速度明显放缓

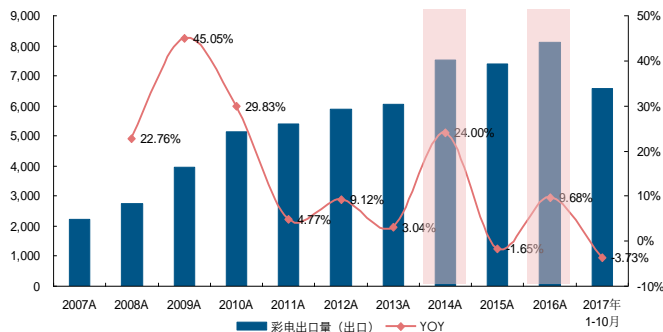


资料来源：国家统计局，长江证券研究所

¹⁰ 美的集团净利率同比回落主要受到并表较低盈利的东芝家电及 KUKA 影响，此外收购 KUKA 产生摊销拖累也较为明显

尽管智能手机及平板电脑的快速普及对彩电有一定挤出效应，但在观看体育赛事直播时，电视仍为用户的第一选择；近年来在行业景气处于低位背景下，大型体育赛事对彩电销售的带动效应极为明显，2014 及 2016 年，欧洲杯及奥运会带动行业出口增速出现明显回升，且内销量在 2016 年也有较好反弹；考虑到 2018 年平昌冬奥会、俄罗斯世界杯、新加坡亚运会等体育赛事较为集中，彩电行业需求有望迎来复苏，预计行业整体有望实现大个位数增长；同时，随着消费者对直播观感要求持续提升，行业大屏化、高清化、智能化趋势极为确定，近年来彩电产品平均尺寸稳步上行，55 吋已成为零售量占比最高的单一尺寸电视，且高清、曲面等高端产品占比均持续提升。

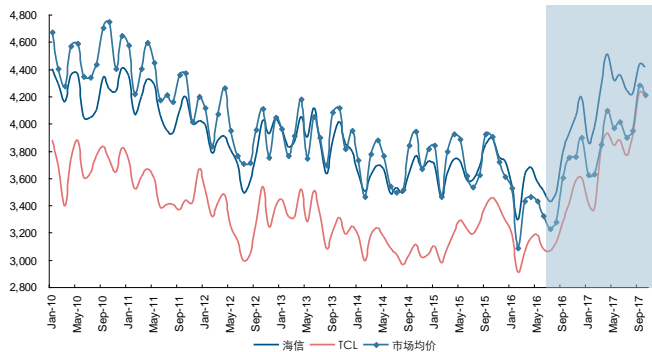
图 68：体育赛事对黑电出口带动效应较为明显



资料来源：产业在线，长江证券研究所

此外值得关注的是，彩电行业均价自 2016 年底起触底强势回升，低基数背景下 2017 年行业均价同比涨幅高达 13.66%；主要原因为 2016 年下半年面板价格在下游需求反弹及韩厂产能调整等因素带动下强势提升，其中 32 吋面板均价区间涨幅高达 46.15%，成本压力倒逼彩电整机企业主动提价，此外互联网品牌电视价格竞争态势减弱以及产品结构稳步升级对价格上行均有一定支撑；但考虑到黑电行业结构升级趋势长期存在，而此前 2014 年面板涨价周期中 32 吋面板均价上涨 26.23%，但电视产品终端价格并未能相应上行，由此我们判断行业竞争格局边际改善是本轮电视提价的核心推动力。

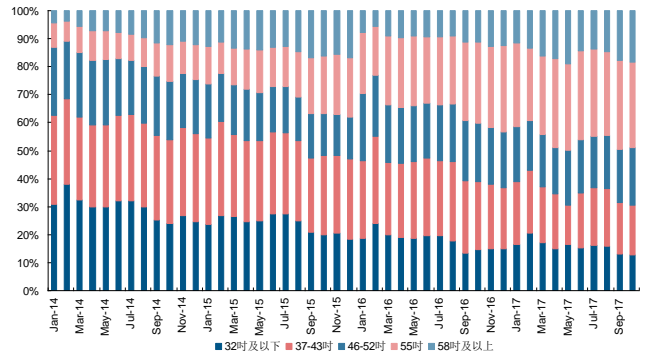
图 70：彩电行业均价至 2016 年底起触底反弹



资料来源：产业在线，长江证券研究所

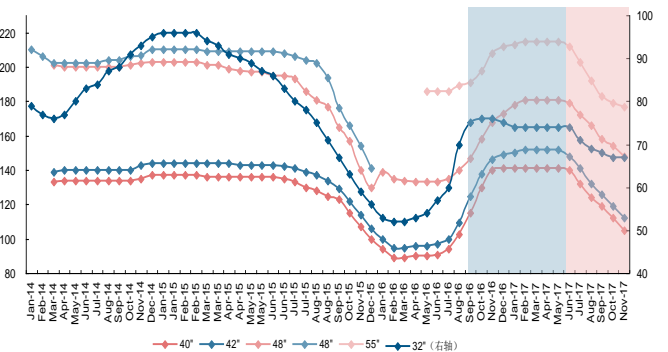
黑电行业竞争格局整体不及白电，这主要在于品牌格局并未形成，黑电行业技术革新相对较快，行业集中度偏低且未有公司形成垄断竞争地位，产品及品牌壁垒不足背景下价格战时有发生；2013 年以来乐视等互联网品牌跨界竞争对行业格局扰动较为明显，价格竞争加剧致使黑电整体盈利处于较低水平；虽然 2017 年被富士康收购后夏普均价大幅下调并带动其零售份额显著提升，但考虑到自 2016 年起互联网品牌跨界竞争态势有

图 69：55 吋及以上电视零售量占比持续提升



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

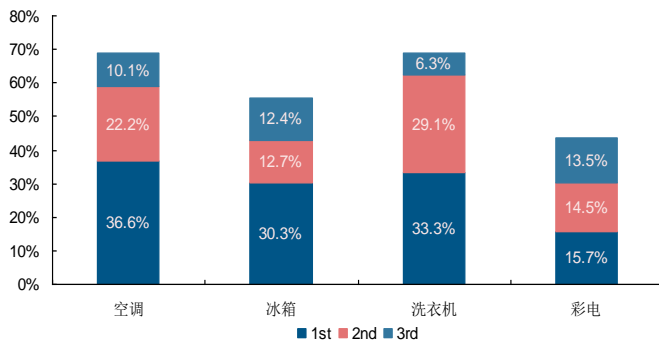
图 71：2016 年底至 2017 年年中面板价格持续上行



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

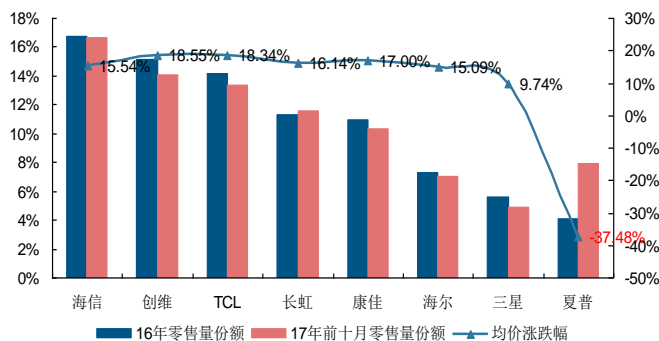
所减弱，黑电行业新进入者明显减少，且在前期面板相对紧缺背景下部分互联网企业被挤出市场，乐视业务调整也有望让出一定市场份额；总的来说，黑电行业竞争格局边际有所改善，有望为行业后续盈利能力企稳甚至提升提供较好支撑。

图 72：黑电行业 CR3 低于白电各品类



资料来源：产业在线，长江证券研究所

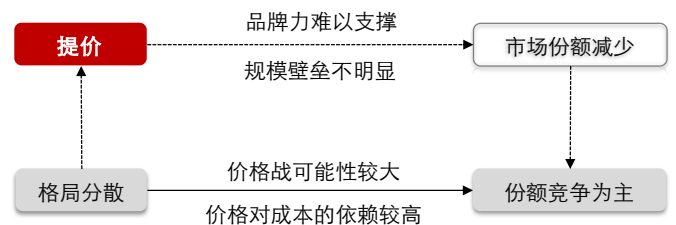
图 74：2017 年夏普被收购后产品大幅降价并驱动市场份额快速提升



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

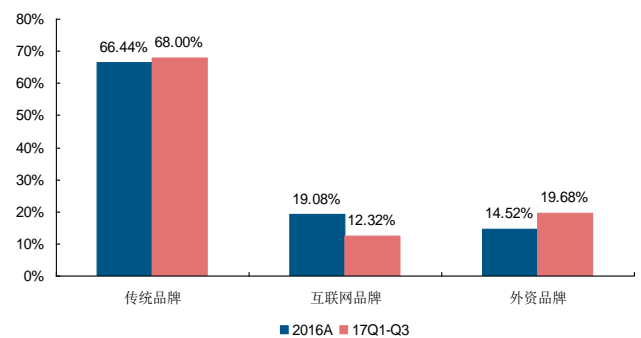
由于面板在彩电综合成本中占比达 60% 以上，因此黑电行业盈利能力与面板价格密切相关；考虑到黑电企业原材料库存及产品生产周期等因素影响，面板价格对黑电行业毛利率影响存在一个季度左右的滞后期；通过对比行业毛利率（剔除面板业务利润占比较高的 TCL 集团）与前一季度 32 吋面板价格同比涨跌幅走势可以发现，两者呈较为明显的负相关关系；受 2016 年年末及 2017 年上半年面板价格同比大涨拖累，2017 年前三季度黑电行业整体毛利率同比下滑 2.69pct，但 2017 年下半年起受需求端表现低迷及部分面板产线量产等因素影响，面板价格整体有所下滑，三季度均价同比涨幅大幅收窄至 1.96%，四季度至今均价更是同比下滑 11.84%，成本端压力趋缓背景下黑电行业后续盈利能力改善也值得关注。

图 73：竞争格局分散背景下单个公司难以兼顾规模与盈利

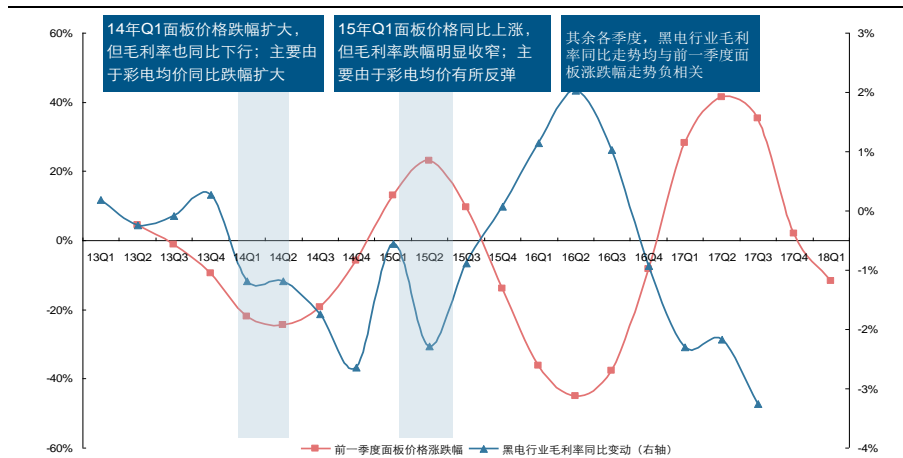


资料来源：长江证券研究所

图 75：2017 年以来互联网品牌电视销售份额有所下滑



资料来源：奥维云网，产业在线，长江证券研究所

图 76：黑电行业毛利率与前三季度面板价格涨跌幅基本呈负相关走势¹¹


资料来源：Wind，长江证券研究所

总的来说，虽然行业整体已步入成熟发展期，但 2018 年黑电行业需求端在冬奥会、世界杯等大型体育赛事驱动下有望迎来复苏，行业整体销量有望实现大个位数增长，且行业竞争格局趋稳背景下，产品均价在大屏化、高清化及智能化趋势带动下有望延续同比上行趋势，综合影响下海信电器等龙头企业收入端表现更值得期待；同时考虑到一方面京东方及中电熊猫等面板产线将于 2018 年有序投产，另一方面 2017 年上半年面板价格基数处于高位，综合影响下预计 2018 年面板价格大概率呈窄幅震荡下行态势，在市场主流厂商不采取激进价格战措施假设下，黑电行业盈利能力有望迎来改善；总的来说，**2018 年在需求回暖及竞争格局边际改善带动下，黑电行业业绩表现或有惊喜。**

表 7：2017 年已量产及 2018 年拟量产的电视面板线及产能汇总

公司	工厂	技术	世代	产能（千片/月）	量产时间
京东方	B10：福清工厂	a-Si	8.5	140	2017Q2
惠科	重庆工厂	a-Si	8.6	70	2017Q2
京东方	B9：合肥工厂	a-Si	10.5	120	2018Q2
中电熊猫	咸阳工厂	a-Si	8.6	120	2018Q1
中电熊猫	成都工厂	a-Si/Oxide	8.7	90	2018Q3

资料来源：长江证券研究所

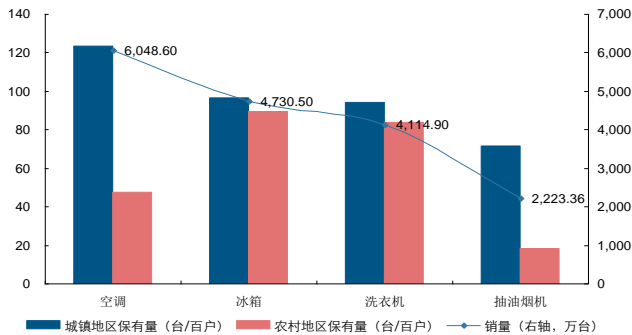
厨电：行业成长前景可观，龙头市占率持续提升

在地产成交增速下行周期中，市场对厨电公司成长性质疑较多，但结合自上而下及自下而上维度判断，我们认为龙头成长性无需过忧：首先自上而下来看，行业仍处于成长期，一方面传统烟灶产品保有量及销量均有提升空间，根据国家统计局口径，我们推算 2016 年抽油烟机销量仅为 2223.36 万台，而同期冰箱及洗衣机内销量分别为 4730.50 及 4114.90 万台，考虑到烟灶与冰洗均为一户一台的产品，我们认为销量仍有接近翻倍空间，而叠加均价提升趋势，传统烟灶市场或仍有翻倍以上增长空间；另一方面，厨电新产品渗透也将带来行业扩容，以洗碗机为例，据欧睿数据统计，2016 年我国洗碗机百户拥有量不及 0.3 台，而美国保有率达到 63.10%，邻国日韩保有率也均达到 10% 以上，

¹¹ 考虑到 TCL 集团绝大部分业绩由华星光电面板业务所贡献，因此此处黑电行业选用标的为海信电器、深康佳 A、四川长虹、兆驰股份

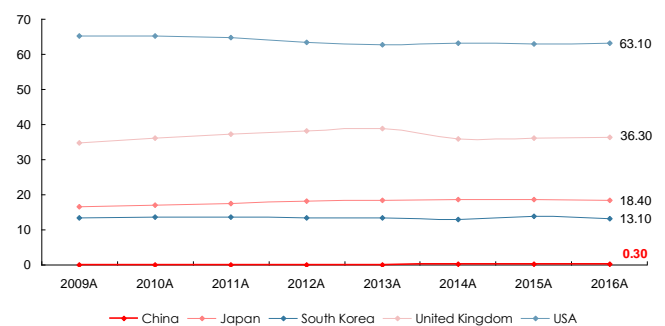
且从当前国内零售跟踪数据来看，洗碗机开始逐步放量且单台价值较高；总的来说，基于传统烟灶产品销量及均价提升，且叠加洗碗机等新产品放量，行业增长空间依旧可观。

图 77：我国抽烟机保有量、销量显著低于冰箱及洗衣机（2016A）¹²



资料来源：国家统计局，产业在线，长江证券研究所

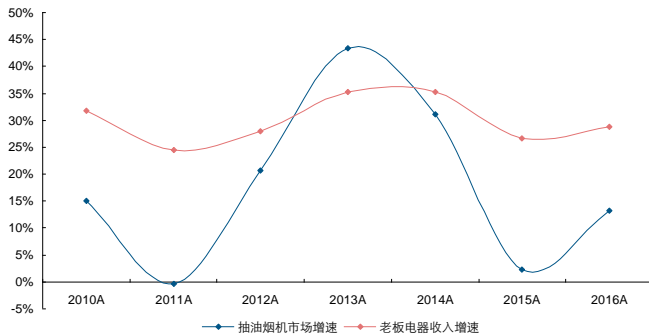
图 78：我国洗碗机百户拥有量仅为 0.3 台，远低于其他国家水平



资料来源：欧睿，长江证券研究所

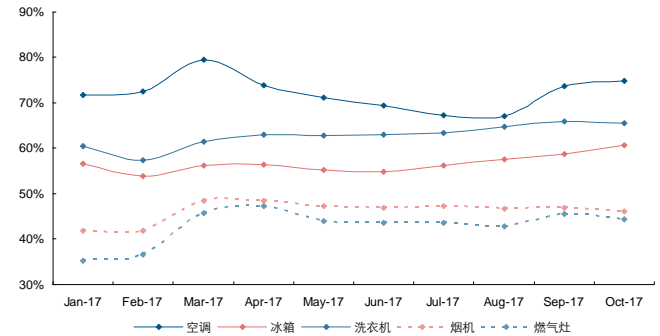
份额持续提升保障龙头穿越地产周期能力：回顾过往 7 年龙头老板经营表现，公司收入增速从未低于 20% 且波动性小，其核心在于份额持续提升；而从当前时点来看，厨电市场集中仍然处于偏低水平，根据中怡康统计数据，2017 年 1-10 月烟、灶行业前三家公司合计份额分别为 46.54% 及 42.82%，而同期空冰洗前三家公司份额市场份额分别为 67.54%、56.21% 及 62.80%，而考虑到中怡康统计主要集中体现一二线城市，对厨电龙头份额存在较大程度高估，从全口径数据来看，预计厨电 CR3 不到 30%，与白电集中度差距更为明显；总的来说，行业集中度仍有较大提升空间，且基于深挖一二线市场及加速渠道下沉以抢夺三四级市场份额，龙头份额提升可保障其穿越周期的能力。

图 79：老板电器增速与抽油烟机行业增速对比，体现穿越周期属性¹³



资料来源：国家统计局，产业在线，长江证券研究所

图 80：烟灶零售 CR3 显著低于白电产品



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

老板电器：一二线看结构改善，三四线重渠道下沉

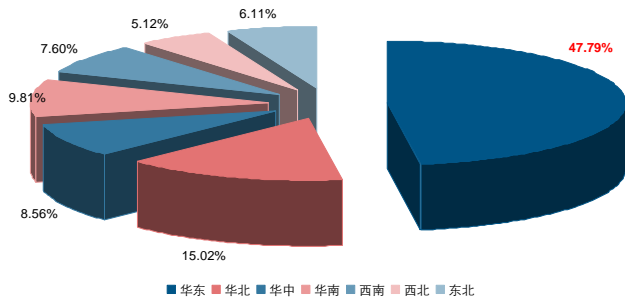
而从自下而上维度来看，我们重点推荐的老板与华帝成长逻辑也有所不同，首先从老板来看，首先结合收入结构、份额以及收入规模来看，老板仍处于发展偏早期阶段，一方面从自身收入结构来看，华东地区当前仍然占据公司线下收入半壁江山；另一方面从份

¹² 基于数据可得性，且考虑到抽烟机年产量及销量高度匹配且极少进口，16 年抽油烟机销量数据主要采用当年“产量-出口量”而得出

¹³ 抽油烟机市场增速由统计局销量增速加总中怡康价格增速而得出，销量增速沿用图 77 的测算方法

额来看，海外成熟国家及地区厨电龙头份额均在 25% 及以上水平，而老板当前份额仅接近 10%，换言之，老板发展为成熟厨电龙头其份额仍有较大提升空间。

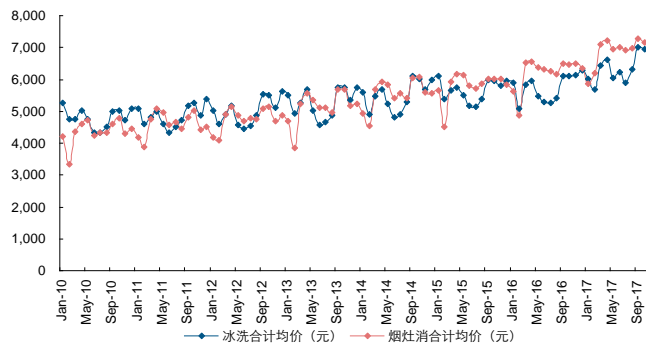
图 81：老板线下渠道收入仍有较强区域性（2016A）¹⁴



资料来源：Wind，长江证券研究所

此外，从收入规模来看，老板并未达到理想成熟厨电龙头应有的收入水平，这是基于与国内冰洗龙头对比而得出的结论；厨电及冰洗均为户均一台的家电产品，根据中怡康监测零售数据显示，厨电产品合计均价整体略高于冰洗合计均价，因此总的来说，在行业到达成熟阶段时，厨电应与冰洗内销市场规模相当；但当前冰洗龙头与厨电龙头收入规模相差仍较大，2016 年海尔冰洗业务收入规模达到 597 亿元，而考虑当年其冰洗接近 30-40% 为出口，海尔冰洗内销收入规模仍超过 350 亿元，而同期老板收入规模仅为 58 亿元，相差接近 6 倍，可见基于收入规模角度的分析，老板当前发展也处于偏早期阶段。

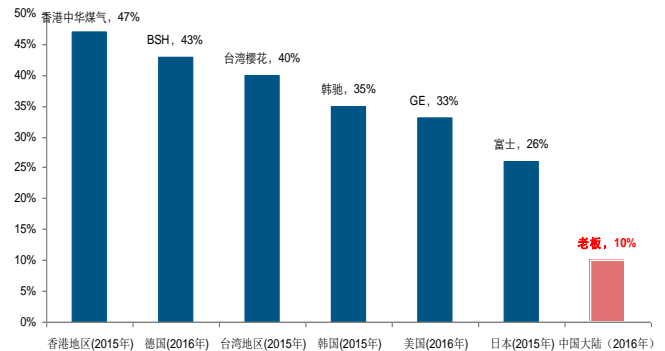
图 83：烟灶消合计零售均价略高于冰洗合计零售均价



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

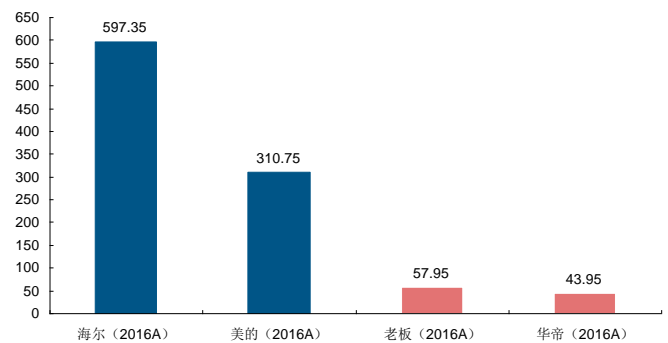
其次，从具体成长路径来看，老板在一二线城市及三四线城市的增长逻辑已开始逐步分化：在发展更成熟更早且布局较为完善的一二线城市中，老板增长驱动力主要来自于三个层面：一是来产品结构升级带动烟灶产品均价稳步提升，二是消费升级背景下高端厨电市场扩容所带动的公司份额提升，三是消费升级所驱动的洗碗机、微蒸烤以及净水机等嵌入式新产品加速普及，从而带动公司新品配套率及客单价显著提升，而考虑到 2018 年自主研发洗碗机推出以及产能跟进，新品或将在 2018 年起加速发力；总的来说，一二线市场未来稳健增长可期。

图 82：老板份额显著低于海外厨电龙头



资料来源：欧睿，长江证券研究所

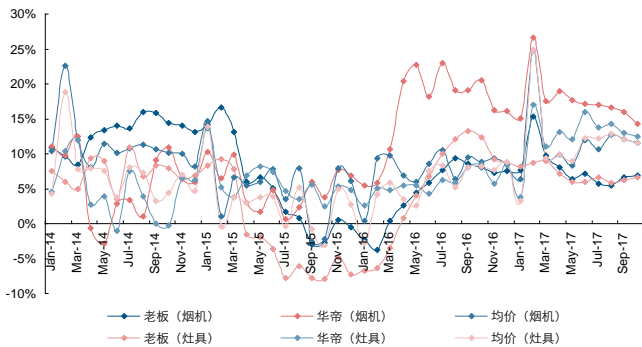
图 84：老板华帝收入规模显著低于冰洗龙头企业（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

¹⁴ 华东区域已剔除线上收入（根据公司公告，2016 年线上占比大致为 30%）

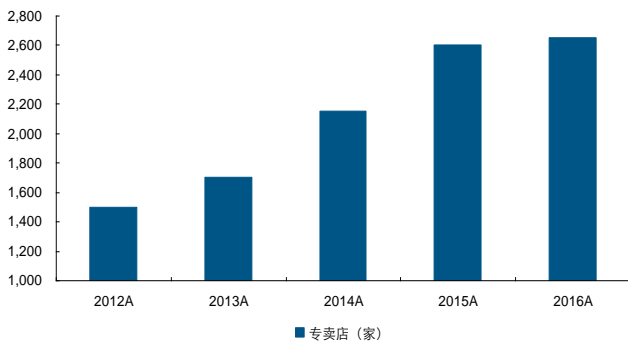
图 85：老板、华帝及市场均价均在持续提升



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

在三四线市场，老板当前主要以专卖店方式布局，截至目前，老板专卖店数据接近 2800-3000 家，预计其中接近 40% 布局于一二线城市，即在三四线市场仅有 1700 家左右专卖店，总体布局并不全面；而从老板自身各渠道收入结构来看，目前专卖店、橱柜及其他渠道在整体收入中占比仅 30% 左右，考虑到中国三四级市场人口数量占比较高，未来公司仍可通过渠道持续下沉及扩大市占率从而实现其在三四线市场的快速增长；总的来说，类比亚海外龙头份额及国内成熟白电龙头收入规模，我们认为老板发展仍然处于偏早期阶段，而未来通过一二线市场结构改善及三四线市场渠道下沉，我们认为老板 2018 年乃至往后数年仍可实现较确定增长。

图 87：老板电器目前专卖店数量仍不足 3000 家



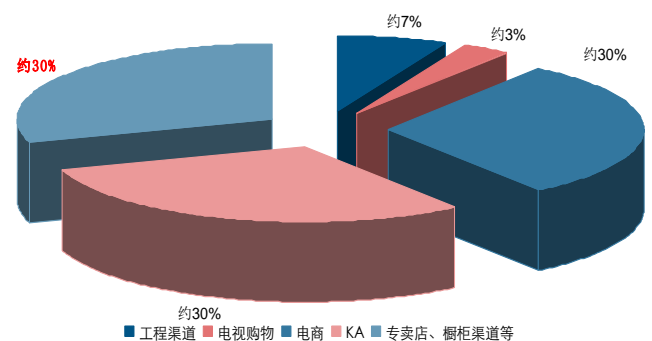
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 86：老板电器逐步加速新品布局



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 88：专卖店在老板收入结构中占比依旧较小

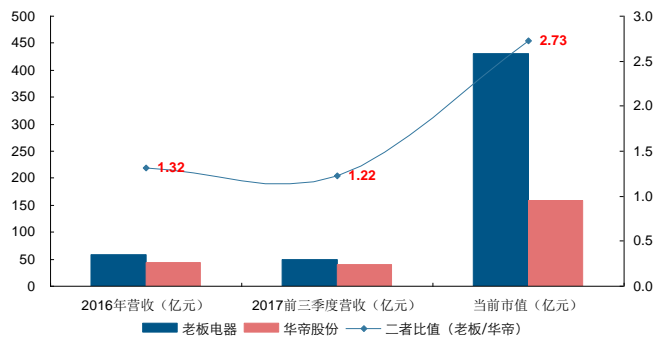


资料来源：公司公告，长江证券研究所

华帝股份：经营持续优化，改善红利兑现仍处初期

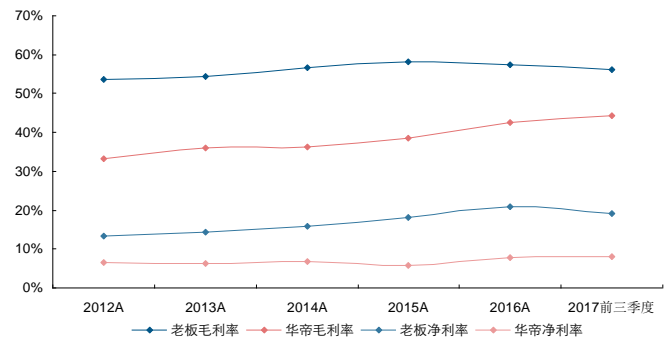
与老板一直稳健经营不同，在治理问题扰动下华帝过往内部经营波动较大，而从内部治理核心问题彻底解决至今，华帝整体经营改善已经历接近 2 年时间，目前公司从产品、渠道及内部效率等方面均取得较明显成果，期间也收获靓丽业绩；但当前时点与龙头公司相比，华帝仍然有较大改善与提升空间，例如，仅从市值对比角度看，2017 年前三季度华帝收入规模与老板相差近 20%，但市值规模却不足老板市值 40%，其核心仍然在于华帝盈利能力偏低，华帝当前毛利率及净利率水平与老板均相差 10pct 以上。

图 89：华帝与老板收入规模仅相差 20-30%，但市值规模相差甚远



资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2017 年 12 月 8 日）

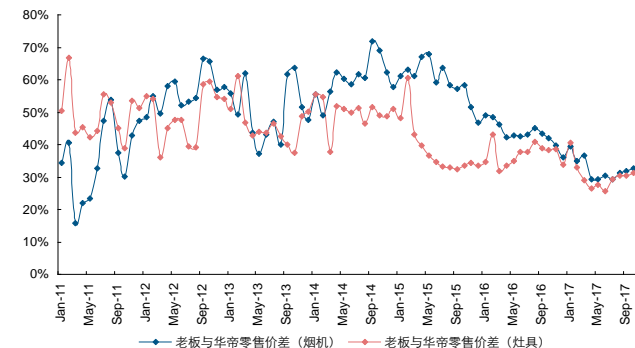
图 90：老板与华帝毛利率及净利率之差均超过 10pct



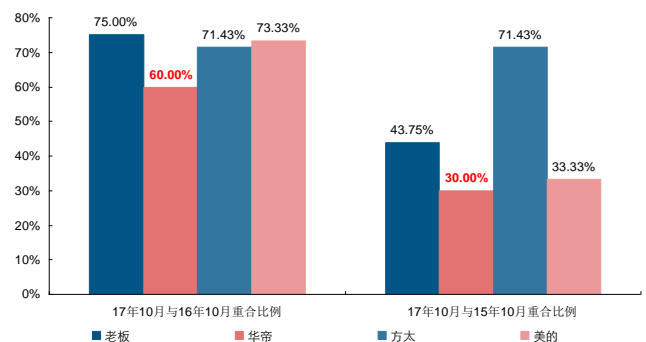
资料来源：Wind，长江证券研究所

华帝目前与老板差距较大的原因主要仍在于过往多年在内部治理问题严重扰动下，公司在品牌、生产、渠道及管理层面逐渐与老板拉开差距；虽然公司 2015 年底公司治理问题解决至今整体经营改善已有 2 年时间，但距离其理想状态仍有较明显差距，公司经营改善仍在推进之中，当前主要侧重于以下几方面：**一是加速新品推出并持续提升产品力**：近两年通过持续推出高端新产品，华帝与老板烟灶价差已收窄至 30%，且从烟机零售表现来看，公司畅销产品更迭速度较快，也反映公司推新品的速度与力度较强，而考虑到公司当前仍在加速新品推出速度及推广广度，我们认为公司产品力仍可持续提升且带动均价、收入规模及盈利能力全面提升。

图 91：华帝与老板零售价差逐步收窄，但仍有 30% 以上价差



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

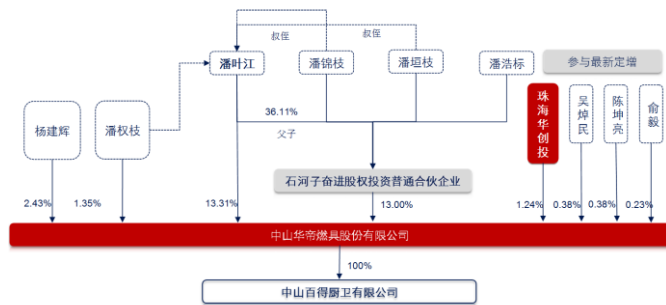
 图 92：四大品牌畅销机型与过去两年重合度——华帝新品迭代速度快¹⁵


资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

二是持续加强渠道力：公司对渠道尤其是线下渠道极为重视，从 2015 年公司治理改善至今，渠道一直为华帝改善与调整的重点，而截至当前对各个大区调整已基本完成，但仍然还在持续优化改进之中，一方面公司近期定增已过会，此次定增中，珠海华创投是由公司部分经销商核心人员设立，定增落地将实现经销商与公司利益绑定，这也是多年以来公司与经销商关系从普通业务合作走向更深层股权绑定的首次尝试；另一方面，公司对于终端渠道持续强化升级，包括对原有专卖店升级、新增旗舰店等，原有网点效率提升以及新增网点带来的收入增量均将驱动收入端增长。

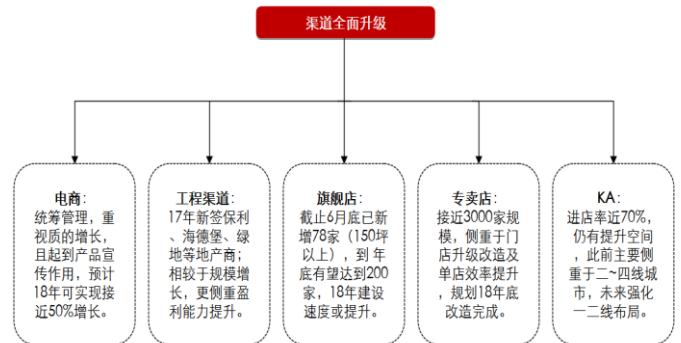
¹⁵ 此处主要采用的是烟机零售数据，分别将各品牌 2017 年 10 月各品牌畅销机型与 2016 年 10 月及 2015 年 10 月畅销机型对比而得出

图 93：华帝定增完成有利于进一步绑定经销商利益



资料来源：公司公告，长江证券研究所

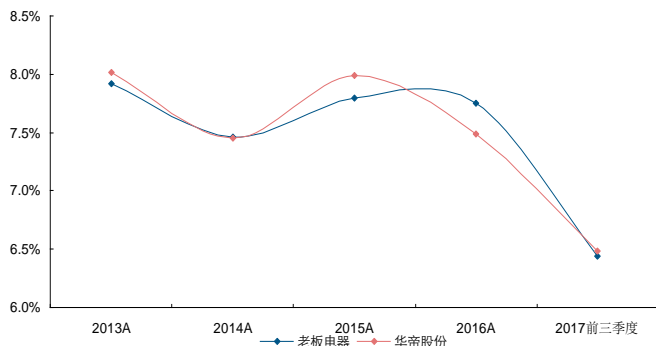
图 94：华帝股份终端布局迎来全面升级



资料来源：公司公告，长江证券研究所

三是逐步加强内部经营效率提升：除去对外部经销商梳理与渠道力提升，公司自 2017 年更着手调整内部管理体系，在此背景下公司前三季度管理费用率下行 1.40pct 至 6.48%，与龙头公司相比已基本达到较合理水平，而下一阶段内部管理则更侧重于生产制造成本下降，这主要从采购、研发、标准化生产等多个维度而展开；**四是扩大产业布局从而开拓新业绩增长点：**一方面在已有成型业务领域，公司重新划分“厨”与“卫”两大业务板块，2018 年开始将加强对热水器领域布局，包括产品、渠道与品牌宣传等，另一方面在洗碗机、嵌入式微蒸烤等新领域，公司也已展开多元化布局，在强化已有厨电业务领先优势之外，也将进一步开拓新的业绩增长点。

图 95：目前华帝股份管理费用率已逐步调整至偏合理水平



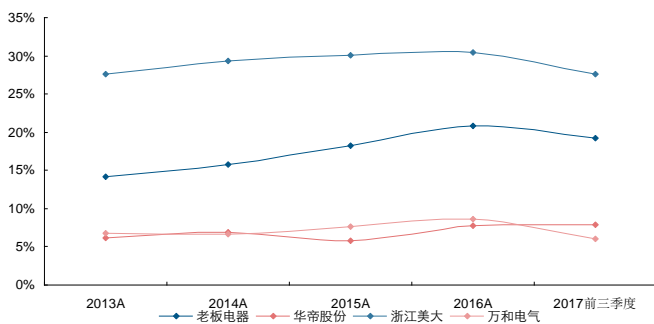
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 96：华帝股份加强在热水器领域布局



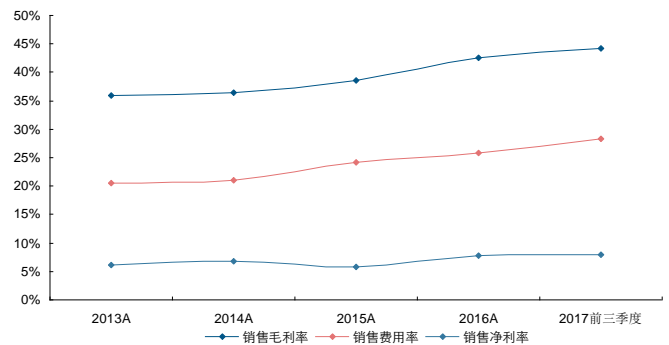
资料来源：公司官网，长江证券研究所

净利率改善空间仍在且提升路径清晰：除了各渠道发力带动销量增长、产品结构升级带动均价提升以及强化产业布局带动收入增量之外，净利率提升也为公司业绩增长提供弹性，我们认为 2018-2019 年公司净利率提升或主要来自于公司产品升级及成本控制所带动的毛利率改善所拉动，而往更长的时间周期来看，当渠道及宣传费用投入偏平稳后，规模效应带来的销售费用率下行是更长期净利率提升的核心驱动力；而结合华帝品牌定位及同类公司盈利能力，我们认为华帝合理净利率在中期或可达到 15%左右的水平；总的来说，华帝当前仍处于经营改善上升期，改善红利兑现或才刚刚开始。

图 97：华帝股份净利率当前仍处于行业偏低水平¹⁶


资料来源：Wind，长江证券研究所

图 98：截至目前华帝净利率提升主要靠毛利率改善所驱动

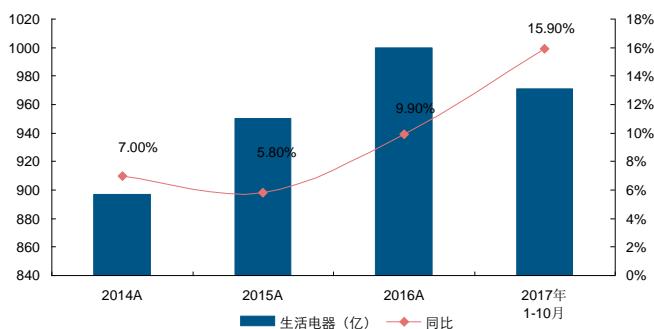


资料来源：Wind，长江证券研究所

小家电：收入维持稳健增长，盈利弹性值得关注

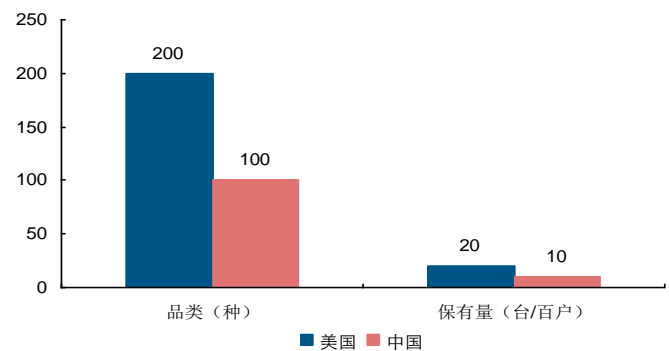
逻辑并未改变，营收端或延续稳健增长：近几年小家电行业增长逻辑并未发生根本变化，一方面源自于成熟品类产品升级拉动均价提升，另一方面则来自于品类扩张及渗透率提升带来新增长点，据中怡康推总数据显示，以电饭煲、吸尘器等厨房小家电和家居小家电为代表的生活电器自 2014 年以来持续维持大个位数稳健增长，其中 2017 年 1-10 月销售额同比增长 15.90%，总体延续较好增长趋势；而在当前时点，我们判断 2018 年乃至往后多年小家电行业的需求驱动或许并无不同，预计后续小家电行业整体仍可实现年化 10%-15% 的稳健增长。

图 99：2017 年前三季度生活电器的销售规模同比增长 15.90%



资料来源：中怡康推总数据，长江证券研究所

图 100：我国小家电总体品类较少且户均保有量低

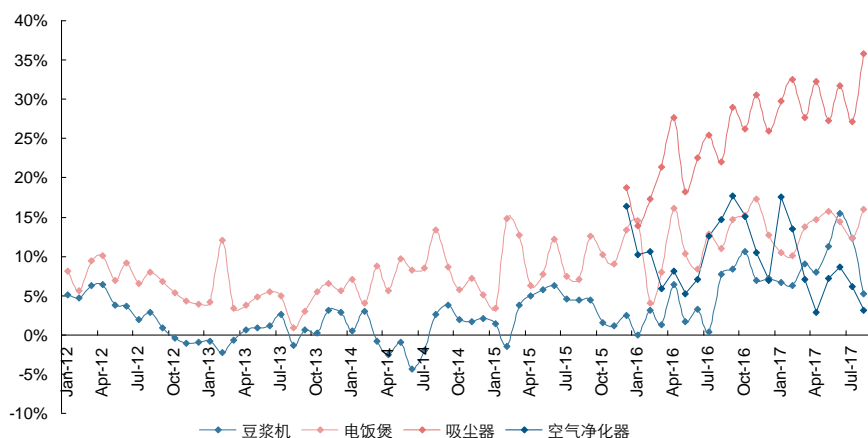


资料来源：飞科电器招股说明书，长江证券研究所

产业升级拉动行业盈利能力趋势向上：与空冰洗彩及厨电等大型家电 10 年左右的更新周期不同，一般而言，典型小家电产品更新周期在 5 年左右甚至更短；而叠加其本身较强的可选消费属性，近年来小家电行业产品结构升级趋势持续推进，在此背景下市场整体均价上行趋势十分明确，豆浆机、电饭煲、榨汁机、搅拌机等产品均价稳步提升；长期来看，均价逐年提升趋势将持续推动小家电产业扩容及企业成长，而更重要的是也将带动盈利能力持续提升。

¹⁶ 万和 2017 年前三季度净利率下行主要因汇兑损失及投资收益下行等非经常因素所致

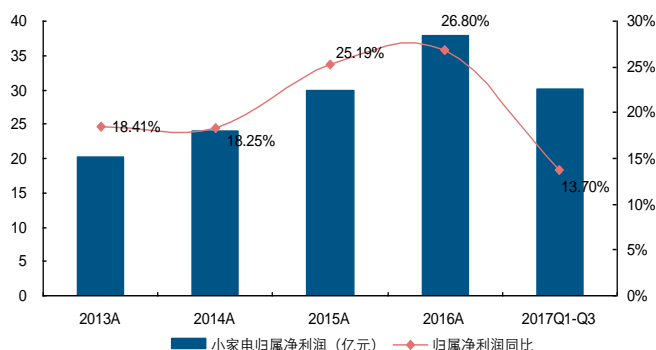
图 101：结构升级带来小家电行业产品均价持续提升



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

成本及汇率影响 17 年盈利，但同时也带来 18 年弹性：2017 年前三季度小家电行业¹⁷整体实现归属上市公司股东净利润同比增长 13.70%，虽然仍有增长，但 2017 年前三季度归属净利率为 8.81%，同比下行 0.36pct 且为 2012 年以来小家电行业整体盈利能力首次出现下行；总的来说，尽管小家电产品更新周期较快且产品结构持续升级，但由于年内大宗原材料价格显著上涨且人民币兑美元持续升值，当期小家电板块盈利能力仍有承压。

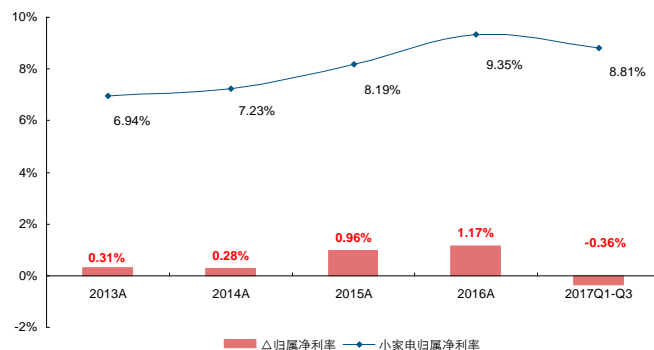
图 102：小家电行业归属净利润 2017 年前三季度增速有所放缓



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体来看，**成本及汇率影响 2017 年毛利率表现，2018 年毛利率有望迎来改善：**2017 年前三季度小家电行业毛利率同比下滑 0.58pct 至 29.97%，而细化到行业内具体公司来看，其中受益于出厂价提升及产品结构显著改善，飞科电器、九阳股份及奥佳华毛利率逆势提升，表现出较好的盈利能力；而出口占比相对较高的爱仕达、乐金健康、新宝股份及莱克电气等毛利率下行则较为明显，但同时基于此，2018 年毛利率将随原材料成本因素边际改善及汇率企稳呈现出较好弹性。

图 103：2017 年前三季度小家电行业整体盈利能力下行 0.36pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

¹⁷ 此处小家电板块我们主要选取九阳股份、苏泊尔、莱克电气、新宝股份、飞科电器、爱仕达、奥佳华、乐金健康等 8 家公司为代表

表 8：成本及汇率显著影响 2017 年度小家电行业毛利率

毛利率 (%)	2017Q1-Q3	2016Q1-Q3	△毛利率
苏泊尔	29.56%	30.07%	-0.51%
爱仕达	39.91%	41.01%	-1.09%
九阳股份	32.80%	32.63%	0.17%
莱克电气	26.06%	27.08%	-1.02%
飞科电器	39.85%	38.50%	1.35%
新宝股份	20.11%	20.89%	-0.79%
奥佳华	36.88%	36.79%	0.09%
乐金健康	28.82%	38.11%	-9.29%
行业整体	29.97%	30.55%	-0.58%

资料来源：Wind，长江证券研究所

2017 年汇兑损失明显，人民币重回贬值通道或驱动 2018 年汇兑损失减缓甚至实现汇兑收益：小家电行业在家用各子行业中外销占比相对较高，以 2016 年度数据来看，行业整体外销占比达到 42.79%，而自 2017 年 5 月以来，人民币兑美元进入快速升值通道，从 2017 年 5 月 9 日到 9 月 8 日，汇率从 6.91 元/美元跌至 6.46 元/美元；由此小家电行业在外销占比较高背景下因人民币快速升值带来较大汇兑损失，整体来说对行业当期边际业绩影响超过 5%，且出口型企业如爱仕达、莱克电气及新宝股份等影响较大；但考虑到人民币兑美元自 9 月中旬开始逐步贬值，预计 2018 年因人民币快速升值带来的汇兑损失有望减缓甚至有望实现汇兑收益。

 表 9：小家电行业及代表性上市公司汇兑损失影响分析¹⁸（单位：亿元）

公司	2016A	汇兑损失 (亿元)	2017H1	汇兑损失/归属 净利润	△财务费用 (亿元)	2017Q1-Q3	占比归属净利 润 (%)
	外销收入占比		归属净利润 (亿元)			归属净利润 (亿元)	
苏泊尔	29.39%	0.02	5.97	0.40%	0.03	8.96	0.37%
爱仕达	37.23%	0.07	0.86	8.59%	0.16	1.13	13.98%
九阳股份	2.01%	0.04	3.61	1.12%	0.07	5.39	1.23%
莱克电气	75.68%	0.63	2.25	27.92%	0.71	2.74	25.96%
飞科电器	0.80%	0.01	3.79	0.23%	0.01	6.00	0.16%
新宝股份	88.16%	0.25	1.93	13.15%	0.41	3.32	12.25%
奥佳华	85.05%	0.28	0.92	30.76%	0.16	2.10	7.39%
乐金健康	54.60%	0.03	0.34	7.82%	0.05	0.50	9.87%
小家电合计	42.79%	1.34	19.68	6.81%	1.59	30.14	5.28%

资料来源：Wind，长江证券研究所

总的来说，受原材料价格上行及汇兑冲击影响，小家电行业 2017 年短期盈利能力走势有所承压；但长期来看，小家电行业收入端已初具规模且后续预计持续维持稳健增长，同时行业盈利能力伴随产品结构升级持续提升，且均价提升预期也将拉动收入增长；而 2018 年随着原材料价格及汇率两大因素迎来边际改善，在盈利能力逐步恢复背景下小

¹⁸ 由于季报未披露财务费用细项，汇兑损益无法准确统计，此处主要以财务费用替代

家电行业整体基本面改善预期强烈，具体到公司层面来看，外销型企业业绩弹性或最为可观。

不惧行远，只因前方有路，维持“看好”评级

2017 年在基本面及市场风格双轮驱动下家电板块表现极为抢眼，业绩仍为贯穿始终的投资主线；虽然部分投资者基于空调销量高基数及地产销售增速下行等因素对行业后续基本面预期较为悲观，但我们认为空调在渠道补库存及农村需求释放带动下销量仍将实现稳健增长，且后续原材料成本压力有望缓解，行业龙头均价持续上行并带动盈利能力提升趋势较为确定；厨电则在集中度提升及新品放量背景下高成长属性依旧，黑电及小家电经营表现也有望环比改善；总体而言家电行业 2018 年基本面表现有望好于市场悲观预期，其中行业龙头业绩确定性无需担忧；且中长期来看，通过参考海外巨头多元化路径，我国家电龙头基于自身比较优势均做出了最优策略选择，长期发展空间无忧，且优异的竞争格局也将为龙头盈利能力维持甚至提升提供了有力保障。

虽然 2017 年以白电龙头为代表的价值蓝筹估值中枢已有一定提升，但我们认为当前其估值并无泡沫，一方面国内龙头估值较国际可比标的仍存在差距，另一方面行业龙头 2018 年业绩仍将延续较好增长，其 PEG 仍处于相对偏低水平；后续考虑到市场稳健资金占比提升及风险偏好低位，业绩确定性品种有望持续赢得市场青睐，家电蓝筹业绩增速与估值匹配优势依旧存在，且在目前市场整体风格导向下家电蓝筹稳健配置价值依旧凸显；总的来说，我们认为 2018 年家电板块仍为攻守兼备之选，维持行业“看好”评级：持续推荐业绩稳健增长且估值仍有提升预期的**格力电器**、**美的集团**及**青岛海尔**，同时我们坚定看好厨电及家用中央空调行业成长并持续推荐业绩保持较好增长的**华帝股份**、**老板电器**及**海信科龙**，此外部分业绩确定性较高且估值相对合理的细分子行业龙头也值得重点关注。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。