

推荐 (维持)

乌云背后的幸福线

2020年05月27日

家电行业2020中期投资策略

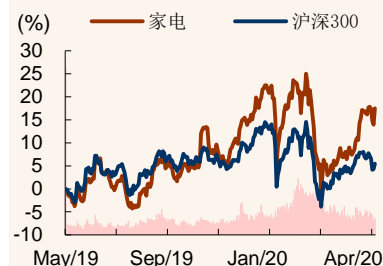
上证指数 2837

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	64	1.7
总市值 (亿元)	15716	2.6
流通市值 (亿元)	13572	2.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	7.8	10.1	19.8
相对表现	5.8	10.6	12.0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《“外资”北上动态 & 业内估值比较—家电周度估值观察 20w21》
2020-05-24

2、《景气跟踪·空调纵览 May.20—从慢四到快三?》2020-05-19

3、《“外资”北上动态 & 业内估值比较—家电周度估值观察 20w20》
2020-05-17

隋思誉

0755-83215913
suisiyu@cmschina.com.cn
S1090519070003

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn
S1090519070001

□ 景气与盈利一直是贯穿家电板块投资的主线。行业景气周期与公司经营周期指引投资的大方向, 事件性因素则会对景气与盈利的节奏产生一定的搅动。2020H1 最大的扰动因素在于新冠肺炎疫情对企业经营以及消费行为产生影响, 建议 H2 重点关注以下三个条线的投资机会:

1) 疫情缓解后消费景气的恢复: Q1 在疫情影响下行业景气触底, 4 月、5 月疫情逐渐缓解, 线下消费情绪也得到一定提振, 预计后续复苏趋势将得以延续, 期待业绩以及估值端的逐渐修复。

2) 地产竣工复苏趋势的再确认以及“旧改”带来的新期待: 2019H2 以来出现的竣工复苏趋势被疫情中断, 但预计竣工趋势只是迟到而非缺席; 另外, 2020H2 “旧改”有望接力“棚改”成为稳经济促消费的重要政策, 预计也将给家电行业尤其是厨电带来一定增量需求。

3) 新消费光芒的绽放与趋势的强化。小家电凭借较高的线上销售占比, 在疫情背景下受到的冲击相对有限, 而直播带货等新销售模式与创新型小家电产品的结合, 也让小家电板块绽放出了更耀眼的光芒。在 2020H2, 以小家电板块为代表的新消费趋势仍是我们持续挖掘投资机会的重点关注领域。

□ 投资建议: 关注龙头优势 & 把握竣工趋势 & 挖掘成长品种。

1) 疫情后景气逐渐恢复的过程中, 稳健优质的行业龙头基本面复苏确定性更高, 复苏进程更快。重点推荐: 美的集团、格力电器、海尔智家等行业龙头。

2) 2020 年疫情过后三四线地产竣工向好趋势有望为家电板块带来边际改善, 可关注厨电、家用中央空调板块, 低估值标的性价比更高。重点推荐: 老板电器、华帝股份、海信家电、浙江美大等。

3) 弹性品种建议关注具有成长性的细分品类与高增长潜质的特色品牌。可关注集成灶、扫地机、吸尘器、家用中央空调等细分赛道的景气波动与渗透率趋势, 关注摩飞、小熊等特色品牌的发展轨迹。重点推荐: 大力发展自主品牌的新宝股份, 具有较强创新能力的九阳股份, 密切关注科沃斯、石头科技、小熊电器的投资机会。

□ 风险提示: 宏观经济景气承压、中美贸易摩擦加剧、原材料价格超预期上涨。

重点公司主要财务指标

	股价	18EPS	19EPS	20EPS	19PE	20PE	PB	评级
美的集团	58.89	3.05	3.57	4.13	16.5	14.3	4.2	强烈推荐-A
海尔智家	17.36	1.18	1.29	1.45	13.5	12.0	2.5	强烈推荐-A
苏泊尔	79.21	2.03	2.36	2.75	33.6	28.8	10.6	强烈推荐-A
九阳股份	22.91	0.99	1.09	1.25	21.1	18.4	5.0	强烈推荐-A
老板电器	32.95	1.55	1.69	1.88	19.5	17.5	4.9	强烈推荐-A
华帝股份	11.90	0.78	0.89	1.04	13.3	11.5	3.8	强烈推荐-A
浙江美大	13.93	0.59	0.72	0.87	19.3	16.0	6.6	强烈推荐-A
新宝股份	17.90	0.62	0.81	0.94	22.0	19.1	3.5	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

回溯：2020 年家电板块行情及基本面简析.....	5
1. 总览：一季度受疫情影响较大.....	5
2. 成本下行&汇兑优势：行业盈利能力提升的大背景	7
3. 资金面：家电板块外资占比提升趋势明显.....	9
前瞻·顺势而为：静待景气复苏，拥抱新消费浪潮	11
1. 行业复苏：4 月 5 月复苏渐显，H2 趋势有望持续	11
白电：逐渐收复疫情失地，龙头集中度提升.....	11
厨电：关注竣工复苏趋势以及“旧改”政策加码	14
2. 竣工复苏趋势的再确认以及“旧改”下的新期待.....	15
家电景气度和地产周期紧密相关	15
地产竣工复苏只会迟到不缺席，静待疫情后趋势的再确认.....	16
“旧改”接力棚改，厨电最受益	17
关注工程渠道，龙头孕育良机.....	19
3. 新消费光芒的绽放与趋势的强化	20
小家电的可选属性增强，新品层出不穷	20
具有产品力优势的功能性产品，成长中渗透率提升可期	22
投资建议：关注龙头优势&把握竣工趋势&挖掘成长品种	24
风险提示	25

图表目录

图 1：2020 年初至今各板块涨跌幅：家电板块涨幅排名第三	5
图 2：2020 年初至今家电及大盘走势.....	6
图 3：家电行业主要原材料价格同比走势	8
图 4：空冰洗成本端模拟波动测算.....	8
图 5：美元兑人民币平均汇率波动情况.....	9
图 6：美元兑人民币同比波动情况.....	9
图 7：18 年以来家电板块走势及陆股通家电板块持股占比	10
图 8：公募机构大类行业配置情况.....	10
图 9：公募机构家电板块配置比例变动情况	10

图 10: 2020 年空调内销下滑较多, 复苏迹象已现	12
图 11: 2020 年空调均价整体下行	12
图 12: 2020 年美的空调内销复苏较快	12
图 13: 空调行业双寡头格局进一步增强	12
图 14: 2020 年冰箱内销明显下滑, 3 月下滑收窄	13
图 15: 冰箱行业均价整体略有承压	13
图 16: 主要冰箱厂商内销出货量 3 月有所复苏	13
图 17: 冰箱行业龙头份额较为稳定	13
图 18: 2020 年洗衣机内销明显下滑, 3 月下滑收窄	13
图 19: 洗衣机行业均价仍具价格韧性	13
图 20: 洗衣机龙头内销 3 月复苏明显	14
图 21: 洗衣机龙头 2020 年份额仍有提升	14
图 22: 烟机线上销量仍有小幅增长	14
图 23: 烟机线下 KA 渠道 20 年 4 月下滑收窄	14
图 24: 过去一年油烟机价格承压	15
图 25: 厨电厂商头部企业价格表现有所分化	15
图 26: 家电销售与地产销售&地产竣工相关联	15
图 27: 大厨电行业具有典型的地产后周期属性	16
图 28: 一线城市 4 月销售降幅收窄至-18% (统计局口径)	16
图 29: 三四线 4 月销售同比转正为+2.4% (统计局口径)	16
图 30: 一线城市: 新开工-竣工拟合	17
图 31: 三四线城市: 新开工-竣工拟合	17
图 32: “旧改”时间表: 15 年首提, 18 年试点, 19 年拨付专项资金	17
图 33: “旧改”时间表: 棚改渐入尾声, 旧改或 2020 年上量	18
图 34: 摩飞爆款产品详解	20
图 35: 小熊电器主营业务示意图 (2018 年营收占比)	21
图 36: 主要家电品类所处生命周期阶段	22
图 37: 2012-2023 年中国扫地机器人销售额及增速 (单位: 亿美元, %)	22
图 38: 早期随机式产品发展历程	23
图 39: 全局规划产品逐渐发展成熟	23

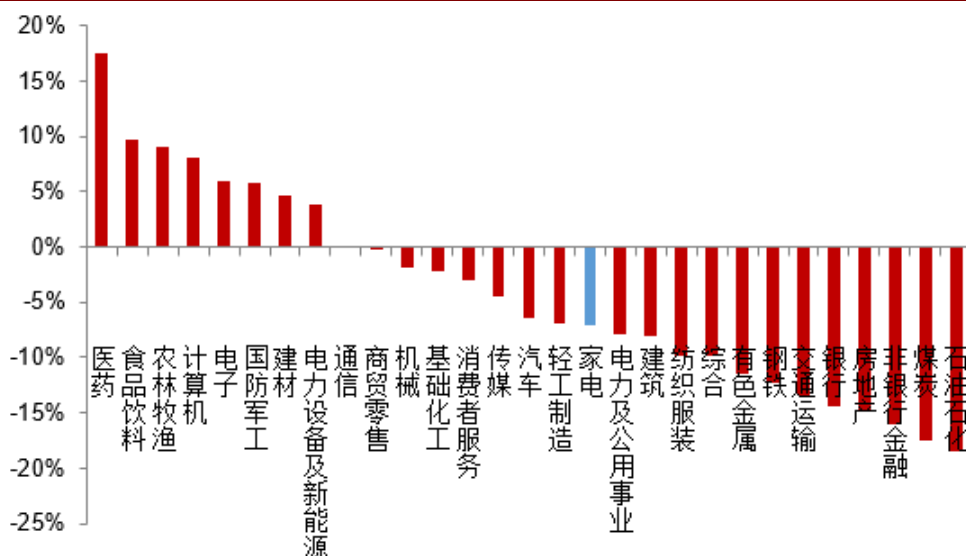
表 1: 19 年空调、冰箱增速有所回升, 洗衣机、电视增速放缓, 20 年 Q1 全线下滑	6
表 2: 家电行业各子板块 19 年报及 20 年一季报营收及业绩增速	7
表 3: 2019 年及 2020 年 Q1 家电板块核心标的毛利率同比波动情况	8
表 4: 厨电工程渠道市场空间推演	19

回溯：2020 年家电板块行情及基本面简析

1. 总览：一季度受疫情影响较大

截止 2020 年 5 月 24 日，2020 年 CS 家电累计收益-7.1%，在 A 股全部板块中位列第 17 名，处于中游，同期上证综指累计下跌 7%。

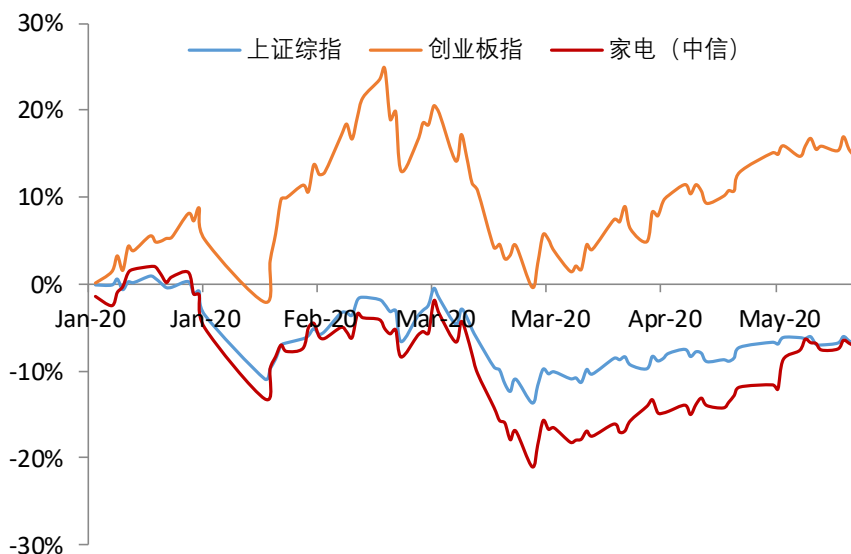
图 1：2020 年初至今各板块涨跌幅：家电板块涨幅排名第三



资料来源：Wind、招商证券，截止 2020/5/24

2020 年 2 月，经历了新冠疫情冲击带来的大跌后，A 股市场随着恐慌情绪的释放及市场流动性问题的缓解，市场出现强力反弹，同时行业表现出明显分化，受疫情影响程度相对较小或有正面影响的行业占优，家电行业在此轮反弹中力度基本和上证综指一致，弱于创业板指。2020 年 2 月底至 3 月底，受海外疫情爆发、海外市场大跌、流动性边际紧张以及经济预期恶化，A 股出现明显调整，家电行业由于国内疫情防控持续导致内销不理想，海外疫情导致出口受阻，期间跌幅大于市场。4 月以后，海外风险偏好边际好转，国内继续复工，消费持续恢复，叠加政策加码预期，市场震荡上行，家电板块在此期间和大盘走势差异不大。“五一”期间，家电消费数据较好，叠加家电龙头经过前期调整后，估值较低，安全边际吸引力强，五月以来家电板块加速上涨，相对大盘有超额相对收益。

图 2：2020 年初至今家电及大盘走势



资料来源：Wind、招商证券

回溯家电板块 2019 年及 2020 年一季度的经营情况，2019 年整体经营情况较好，收入端比较稳健，利润端有较多企业取得比收入端更高的增速。2019 年白电龙头和小家电核心标的均体现出较好的确定性，厨电比较稳健。白电龙头美的集团收入端增速虽低于 10%，但业绩端实现了接近 20% 的增长，盈利能力稳步提升；厨电受 19 年地产景气度承压的影响，收入端放缓，但竞争较温和，叠加原材料成本有所下降，利润端维持较好增速，龙头业绩增速多在两位数；小家电板块核心标的增速中枢依然维持在两位数的状态，新宝股份和小熊电器 2019 年业绩实现了 30%+ 和 40%+ 增长；黑电板块受制于行业激烈的竞争格局和全产业链的利益博弈，体现在收入端的整体经营承压。进入 2020 年，一季度受疫情的影响，线下销售在疫情期间基本处于停滞状态，家电各板块基本均出现了较大下滑。其中空调板块因为需要入户安装，销售量下滑更为明显；小家电板块，疫情期间人们在家时间增多，提振小家电需求，线上渠道占比较高、爆品表现突出的摩飞（新宝股份）和小熊电器在一季度仍然实现收入业绩的较好增长。

表 1：19 年空调、冰箱增速有所回升，洗衣机、电视增速放缓，20 年 Q1 全线下滑

内销 YoY	空调	冰箱	洗衣机	LCD 电视
2019H1	0.1%	-4.1%	-0.2%	-4.7%
2019H2	-1.9%	4.1%	-1.0%	1.9%
2020.1-3	-44.7%	-25.9%	-23.7%	-21.5%

资料来源：产业在线、招商证券；注：空调 2020 年为 1-4 月数据。

表 2: 家电行业各子板块 19 年报及 20 年一季报营收及业绩增速

子板块	标的	营收增速		业绩增速	
		2019A	2020Q1	2019A	2020Q1
白电	格力电器	0.2%	-49.0%	-5.7%	-72.5%
	美的集团	6.7%	-22.7%	19.7%	-21.5%
	海尔智家	9.0%	-11.1%	9.7%	-50.2%
	海信家电	4.0%	-12.7%	30.2%	-89.7%
	长虹美菱	-5.4%	-46.0%	46.0%	-546.1%
厨电	老板电器	4.5%	-23.8%	7.9%	-23.4%
	华帝股份	-5.7%	-48.1%	10.5%	-65.0%
	浙江美大	20.2%	-61.3%	21.8%	-73.0%
	万和电气	-10.0%	-29.3%	22.3%	-27.9%
黑电	海信电器	-2.9%	-11.3%	41.7%	91.8%
	TCL 科技	-33.8%	-53.5%	-24.5%	-47.6%
	兆驰股份	3.4%	6.2%	154.8%	6.1%
	创维数字	9.2%	-16.7%	90.6%	-33.4%
小家电	苏泊尔	11.2%	-34.6%	15.0%	-40.4%
	九阳股份	14.5%	-5.4%	9.3%	-9.9%
	飞科电器	-5.5%	-15.7%	-18.8%	-20.9%
	莱克电气	-2.7%	-19.6%	18.7%	3.8%
	新宝股份	8.1%	4.0%	36.7%	39.9%
	小熊电器	31.7%	17.3%	44.6%	83.7%
零部件	三花智控	4.2%	-10.7%	10.0%	-18.3%

资料来源: Wind、招商证券

2. 成本下行&汇兑优势: 行业盈利能力提升的大背景

如表 3 所示, 2019 年, 20 家家电板块核心标的中, 17 家实现了毛利率的同比提升; 毛利率同比变动的均值为 1.2pct, 中值为 1.2pct。原材料价格同比下行带来的成本红利, 是公司毛利率提升的重要驱动力; 此外, 对于出口占比较高的公司而言, 汇兑的同比优势也在一定程度上推高了毛利水平。

2020 年一季度, 20 家家电板块核心标的中, 10 家实现了毛利率的同比提升。由于疫情等因素影响, 家电行业产销下滑显著, 规模效应降低, 叠加毛利率占比较高的内销产品下滑更多, 对整体毛利率产生不利影响。

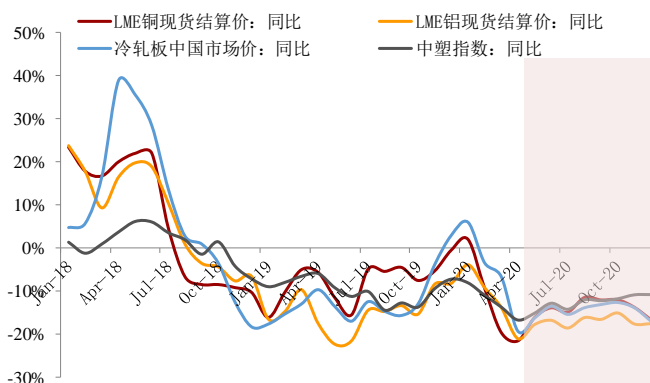
表 3: 2019 年及 2020 年 Q1 家电板块核心标的毛利率同比波动情况

标的名称	2019 年	同比变动	2020Q1	同比变动
格力电器	27.6%	-2.6%	17.5%	-13.1%
美的集团	28.9%	1.3%	25.1%	-3.2%
海尔智家	29.8%	0.8%	27.4%	-1.7%
海信家电	21.4%	2.4%	20.5%	0.8%
长虹美菱	18.7%	0.1%	12.7%	-7.3%
老板电器	54.3%	0.7%	56.5%	1.7%
华帝股份	48.3%	0.9%	43.9%	-4.2%
浙江美大	53.5%	2.0%	46.5%	-7.3%
万和电气	33.3%	4.0%	27.8%	-4.5%
三花智控	29.6%	1.0%	26.5%	1.2%
海信电器	18.0%	3.3%	15.9%	1.1%
TCL 科技	11.5%	-6.8%	7.3%	-10.2%
兆驰股份	14.9%	4.8%	18.5%	8.1%
创维数字	22.0%	5.4%	18.3%	-1.8%
苏泊尔	31.2%	0.3%	24.0%	-7.3%
九阳股份	32.5%	0.4%	33.3%	0.6%
飞科电器	38.6%	-0.5%	40.4%	1.9%
莱克电气	26.8%	1.8%	25.7%	1.0%
新宝股份	23.7%	3.1%	23.7%	4.0%
小熊电器	34.3%	1.8%	35.6%	1.4%

资料来源: Wind、招商证券

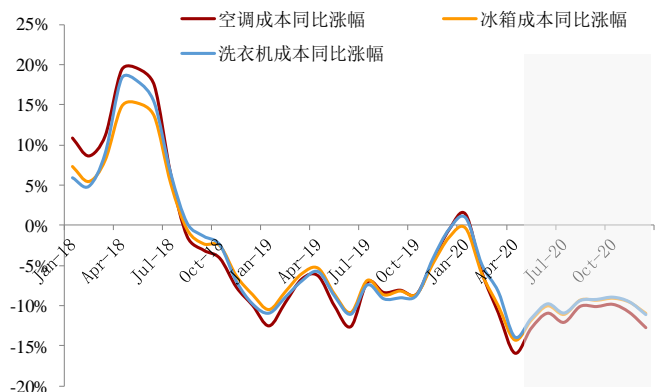
铜、铝、塑料、钢材等为家电制造所需的主要原材料。2018 年上半年以来,大宗商品价格整体呈持续下降趋势。2019 年在同期较高的基数背景下,同比优势较为明显,全年每个月的平均结算价同比基本均低于上年同期。2019 年 12 月及 2020 年 1 月铜和冷轧板平均结算价格同比略有上升,但 2 月起同比随即持续快速下降,成本端红利较为明显,以 2020 年 4 月为例,铜/铝/冷轧板/塑料价格同比-21.7%/-21.2%/-19.3%/-16.9%,在成本端显著构建利好。若原材料价格维持当前水平, Q2-Q4 成本端红利将维持显著水平。

图 3: 家电行业主要原材料价格同比走势



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 空冰洗成本端模拟波动测算



资料来源: Wind、招商证券

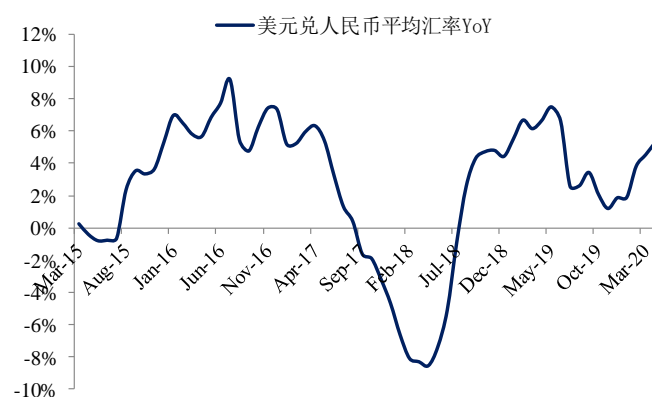
汇兑方面,2019年初美元兑人民币6.8左右,后持续上行,2019年四季度虽有所下行,2020年有明显反弹,至今美元兑人民币已超过7,2019年全年人民币同比贬值接近5%,2020年以来人民币同比贬值约4%,对外向型企业而言在收入端显著构建利好。

图 5: 美元兑人民币平均汇率波动情况



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 美元兑人民币同比波动情况



资料来源: Wind、招商证券

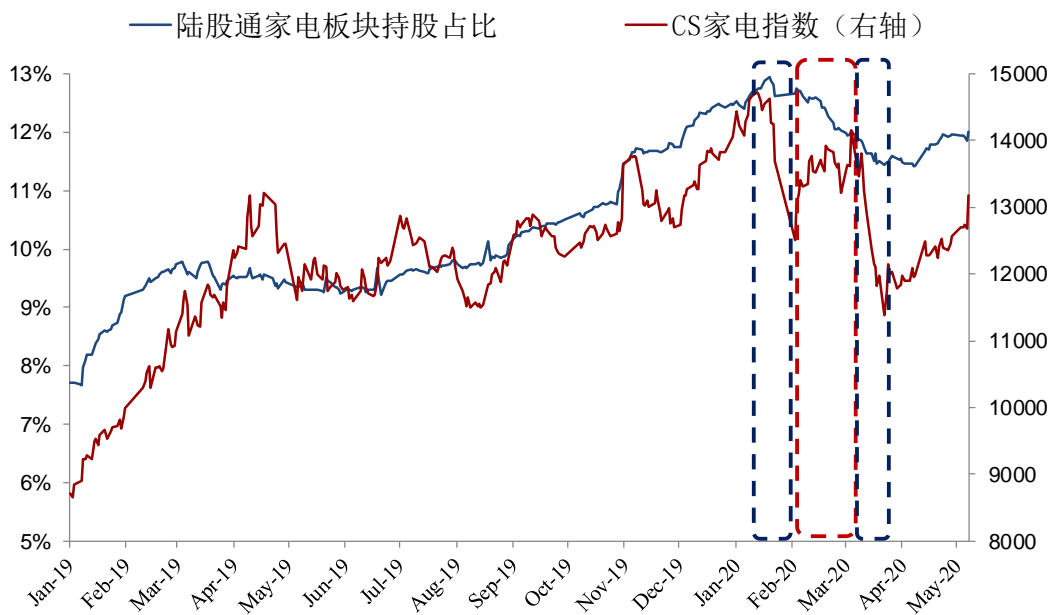
3. 资金面：家电板块外资占比提升趋势明显

北上资金

今年以来,家电板块中的外资占比变化整体与家电板块的行情相对一致,但其中部分时间受到疫情影响出现较大扰动,具体可分为四个阶段:

- 1) 2020年1月至2月初,随着国内疫情的爆发,家电板块经历了较大调整,期间外资持股略有下降,但基本维持稳定。
- 2) 2月初至3月上旬,随着恐慌情绪释放及流动性问题缓解,家电板块跟随大盘出现有力反弹,期间的资金驱动来源主要为内资,外资占比则持续下行。
- 3) 3月上旬到4月初,海外疫情开始爆发及蔓延,家电行业由于一定比例需求来自海外,期间板块再次出现调整,外资占比持续下行,但下行幅度小于指数调整的幅度。
- 4) 4月上旬至今,随着疫情逐渐得到好转并得到良好控制,叠加前期调整下家电板块估值优势已现,家电板块出现了显著的复苏行情,期间外资占比持续走高。当前,家电板块中外资持股占比约12%。

图 7：18 年以来家电板块走势及陆股通家电板块持股占比

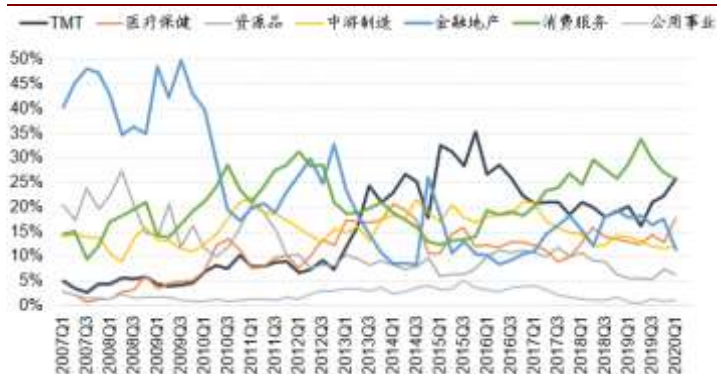


资料来源：Wind、招商证券

机构配置-板块

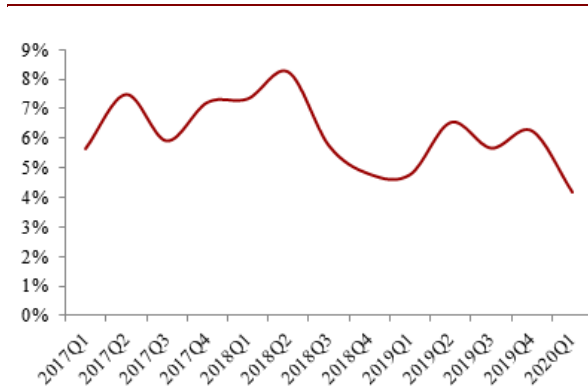
从公募机构配置来看，2019 年以来，2019 年 Q1 公募机构家电板块配置比例相对较低，为 4.8%，Q2 快速上升达到 6.5% 的水平，Q3、Q4 较 Q2 有所下降至 5.7%、6.2%，2020 年 Q1 公募配置显著下降至 4.2%，低于 2019 年 Q1 的水平。

图 8：公募机构大类行业配置情况



资料来源：Wind、招商证券

图 9：公募机构家电板块配置比例变动情况



资料来源：Wind、招商证券

前瞻·顺势而为：静待景气复苏，拥抱新消费浪潮

景气与盈利一直是贯穿家电板块投资的主线。行业景气周期与公司经营周期指引投资的大方向，事件性因素则会对景气与盈利的节奏产生一定的搅动。2020H1 最大的扰动因素在于新冠肺炎疫情对企业经营以及消费行为产生影响，建议 H2 重点关注以下三个条线的投资机会：

1) 疫情缓解后消费景气的恢复：Q1 在疫情影响下行业景气触底，4 月、5 月疫情逐渐缓解，线下消费情绪也得到一定提振，预计后续复苏趋势将得以延续，期待业绩以及估值端的逐渐修复。

2) 地产竣工复苏趋势的再确认以及“旧改”带来的新期待：2019H2 以来出现的竣工复苏趋势被疫情中断，但预计竣工趋势只是迟到而非缺席；另外，2020H2 “旧改”有望接力“棚改”成为稳经济促消费的重要政策，预计也将给家电行业尤其是厨电带来一定增量需求。

3) 新消费光芒的绽放与趋势的强化。小家电凭借较高的线上销售占比，在疫情背景下受到的冲击相对有限，而直播带货等新销售模式与创新型小家电产品的结合，也让小家电板块绽放出了更耀眼的光芒。在 2020H2，以小家电板块为代表的新消费趋势仍是我们持续挖掘投资机会的重点关注领域。

1. 行业复苏：4 月 5 月复苏渐显，H2 趋势有望持续

2020Q1 新冠肺炎疫情冲击家电行业景气，主要家电品类的销售均遭受了不同程度的下滑，随着疫情逐步得到较好控制，家电消费在 4 月出现复苏迹象，主要体现在同比下滑幅度收窄；5 月的家电消费数据则进一步验证了复苏的趋势。展望 H2，家电品类，特别是大家电，已成为居民生活的标配，即一定程度上具备了必需品的属性，其需求在疫情期间会受到抑制，但并不会消失，只是推迟。叠加疫情后政府陆续出台消费刺激政策及厂商积极主动的动销策略，我们认为家电行业的复苏在 H2 将有望得到延续。

白电：逐渐收复疫情失地，龙头集中度提升

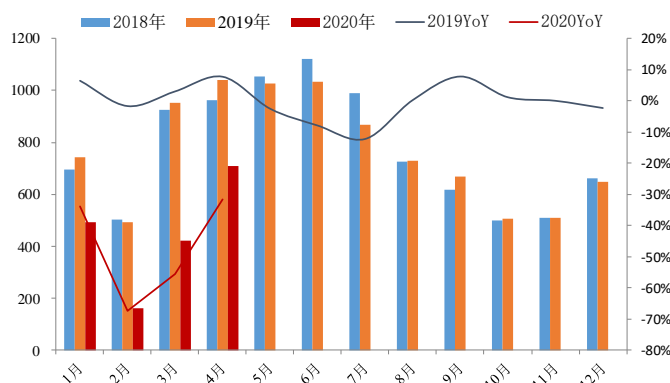
空调板块，2020 年一季度，行业受海内外疫情影响较大，行业景气度较为低迷，1-3 月份内销累计 YoY-50.8%，但 3 月已开始出现复苏端倪，其中内销方面，单 3 月 YoY-55.6%，较单 2 月 YoY-66.4% 的幅度有所收窄，出现边际改善；外销方面，单 3 月 YoY+8.9%，1-3 月 YoY-9.6%，3 月数据出现回暖，预计和相关企业补充 1、2 月份欠下的订单有关。4 月以来，空调销售加速恢复，4 月内销 YoY-31.7%，财年累计 YoY-44.7%；外销方面，单 4 月 YoY-0.8%，1-4 月累计 YoY-7.2%，内外销财年累计降幅显著缩窄。进入 5 月，五一当周线上空调零售量同比+99.7%（奥维云网），线下市场也出现了较为明显的回暖迹象，同比仅-7.7%（中怡康），进一步印证复苏迹象。

从市占率看，2020 年空调市场集中度提升。据中怡康，2020 年前 4 个月，格力和美的的市占率分别为 35%和 34%，合计 68.9%，上年同期格力和美的市占率分别为 33%和 29%，合计 62.1%，**2020 年空调市场双寡头的格局进一步强化**。除了格力和美的外，行业市占率第三的海尔市占率亦有所提升，从 2019 年前 4 个月 11%上升至 2020 年前

4 个月的 14%。

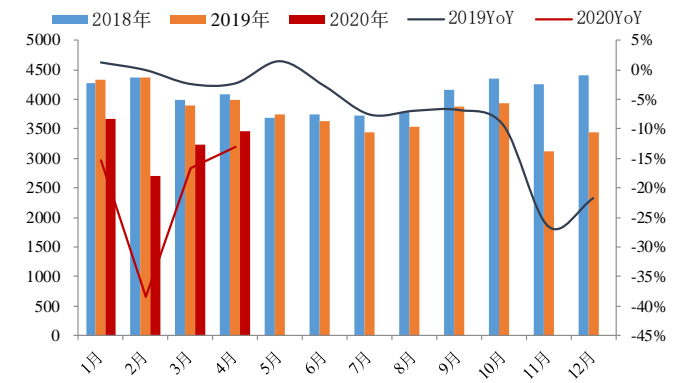
公司维度，1) 格力：预计公司在 2019Q4 的价格战促销中整体库存水平去化有限；但疫情期间考虑到疫情对需求端的压制以及给经销商带来的压力，我们认为渠道库存水平进一步提升的概率较低；在行业持续复苏，销售旺季即将来临的背景下，库存有望持续去化，而今年格力的渠道调整效果在下半年亦值得期待。2) 美的：从安装卡维度来看，美的四月单月空调安装卡同比已基本恢复，截止 5 月中旬，公司全年累计空调安装卡数量增速已然转正，复苏迹象明显。3) 海尔：公司 18 年起大力发展线上渠道，在 2020 年疫情期间线下受限的情况下，线上优势进一步显现，2020 年 1-4 月海尔空调线上单月销售量（奥维云网）分别同比增长 156.5%、309.9%、11.1%、83.2%，线上市占率获得显著提升。

图 10：2020 年空调内销下滑较多，复苏迹象已现



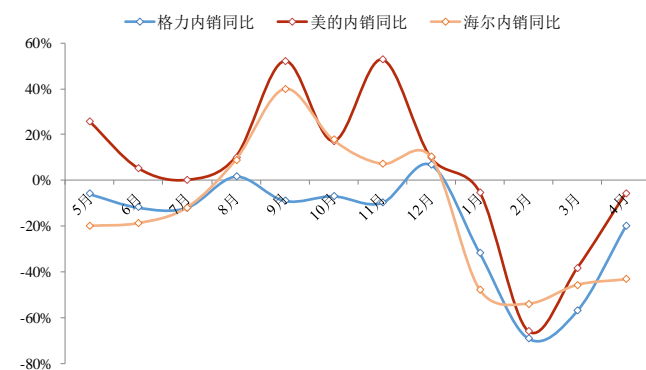
资料来源：产业在线、招商证券

图 11：2020 年空调均价整体下行



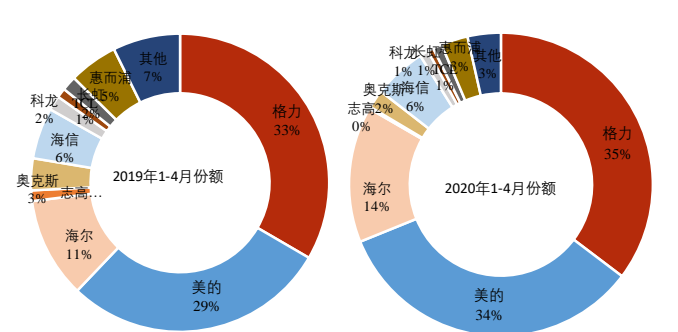
资料来源：中怡康、招商证券

图 12：2020 年美的空调内销复苏较快



资料来源：产业在线、招商证券

图 13：空调行业双寡头格局进一步增强



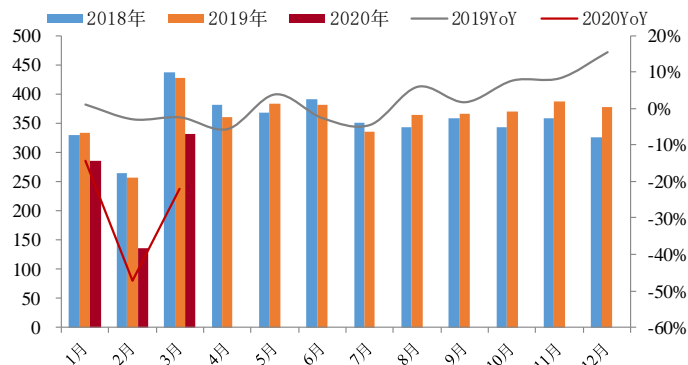
资料来源：中怡康、招商证券

冰洗板块今年以来亦受到疫情冲击，疫情影响下龙头市占率出现了明显提升。今年 1-3 月，冰箱内销下滑明显，外销基本持平，洗衣机内销及外销均出现下滑，但外销下滑幅度小于内销。海外疫情 2 月底开始爆发并扩散，对外销产生一定扰动。价格上看，疫情下的景气承压对整体价格产生不利影响，但冰洗整体表现并不悲观，尤其洗衣机依然具有价格韧性。集中度层面，海尔在冰箱和洗衣机领域线上和线下的销售量市占率均有明显的提升。

由于国内冰洗早先已达到相对较高的保有量水平，销售由更新需求主导，整体也已经较

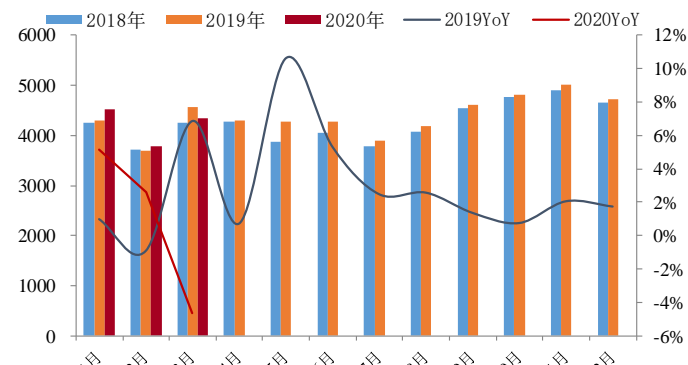
为稳定；疫情影响下线上渠道的重要性进一步凸显，龙头在渠道布局、经营效率、高端化进程等方面具有明显优势，份额有望持续提升。冰洗的外销占比相对较高，Q2 外需存在一定不确定性，但疫情终将被战胜，预计外销景气有望在 H2 逐渐恢复。

图 14: 2020 年冰箱内销明显下滑，3 月下滑收窄



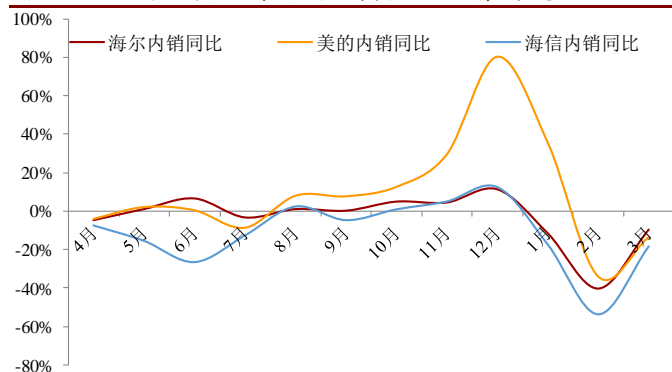
资料来源：产业在线、招商证券

图 15: 冰箱行业均价整体略有承压



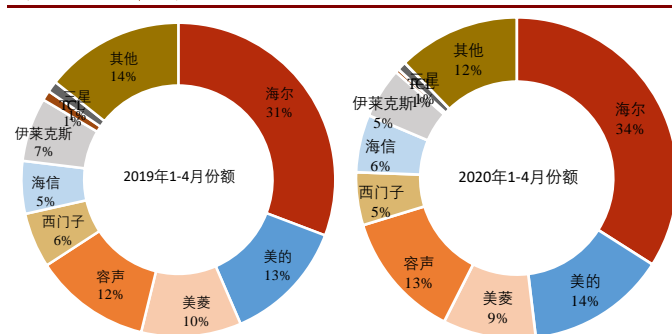
资料来源：中怡康、招商证券

图 16: 主要冰箱厂商内销出货量 3 月有所复苏



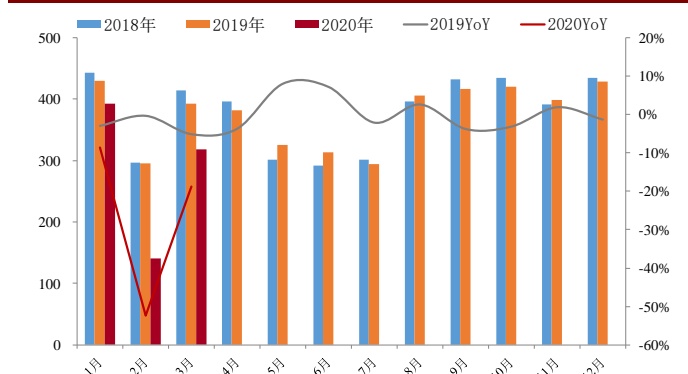
资料来源：产业在线、招商证券

图 17: 冰箱行业龙头份额较为稳定



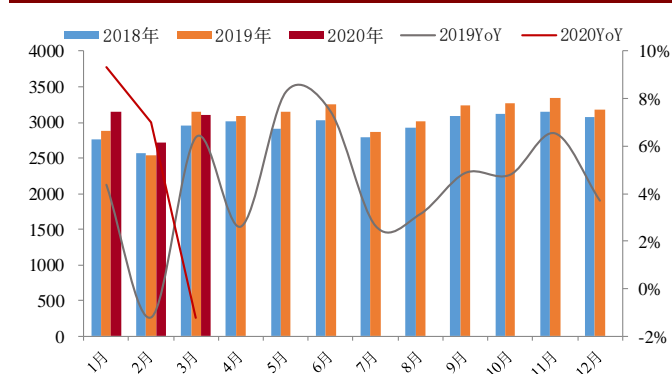
资料来源：中怡康、招商证券

图 18: 2020 年洗衣机内销明显下滑，3 月下滑收窄



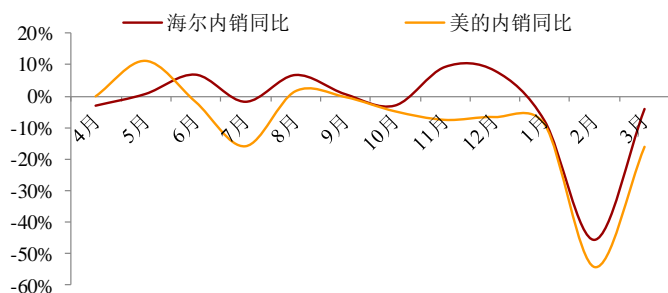
资料来源：产业在线、招商证券

图 19: 洗衣机行业均价仍具价格韧性



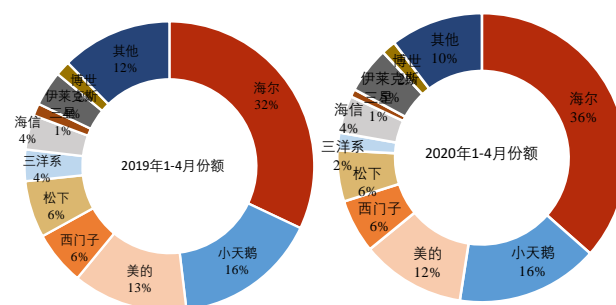
资料来源：中怡康、招商证券

图 20: 洗衣机龙头内销 3 月复苏明显



资料来源: 产业在线、招商证券

图 21: 洗衣机龙头 2020 年份额仍有提升

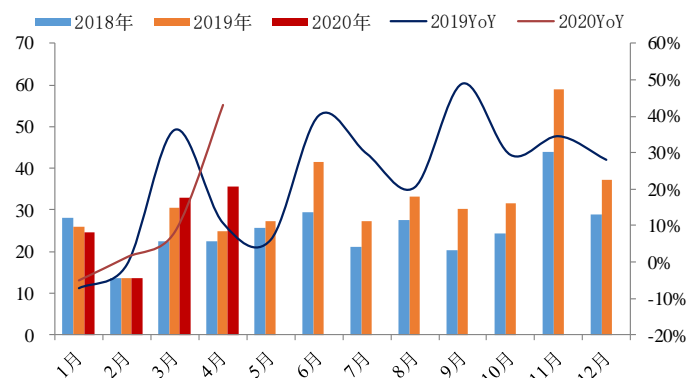


资料来源: 中怡康、招商证券

厨电: 关注竣工复苏趋势以及“旧改”政策加码

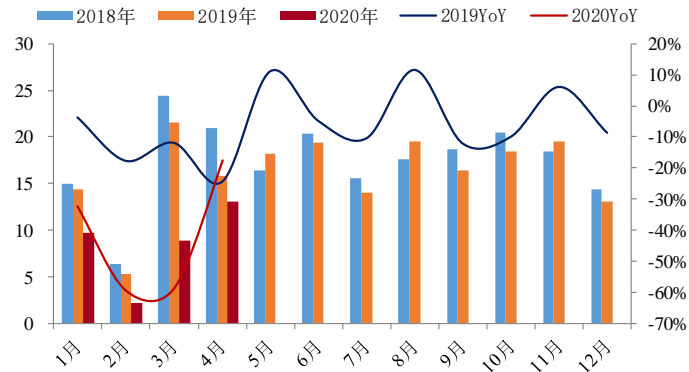
一季度线下承压, 线上凭借渠道红利整体有一定改善, 格局依然稳定。厨电行业为典型的地产后周期行业, 预计由地产因素拉动的新购销量约占七到八成。一季度受疫情影响, 地产开工、销售、交付均严重受限, 地产下游行业景气被明显压制, 需要安装的厨电行业承压较为明显。线上渠道在景气承压背景下整体实现小幅增长, 一方面是疫情背景下凸显线上渠道优势, 另外一方面, 主要厨电厂商凭借着价格策略的适度调整, 实现了销量同比较快的增长, 对行业整体增速有一定拉动。从行业格局来看, 线下依旧稳定, 老板的份额优势明显, 线上格局美的的销量市占率在一季度快速提升。价格维度, 厨电行业自 2019 年以来整体景气有所承压, 价格方面也难以复刻此前年份的涨势, 2020 年均价亦同比下行。

图 22: 烟机线上销量仍有小幅增长



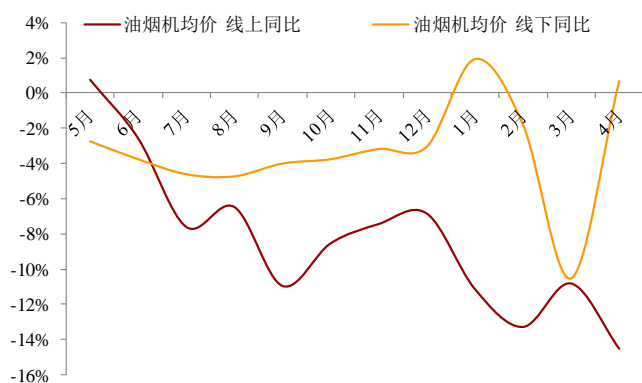
资料来源: 奥维云网、招商证券

图 23: 烟机线下 KA 渠道 20 年 4 月下滑缩窄



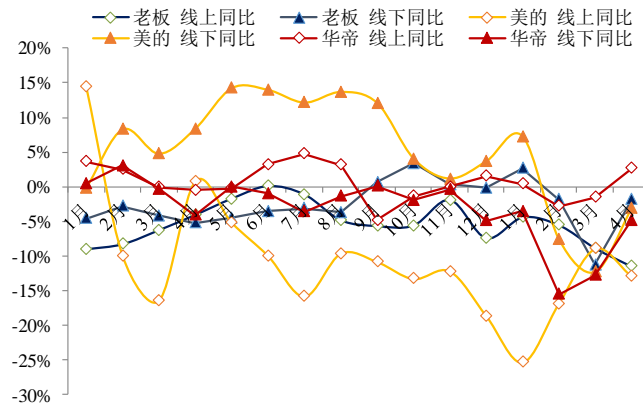
资料来源: 奥维云网、招商证券

图 24：过去一年油烟机价格承压



资料来源：奥维云网、招商证券

图 25：厨电厂商头部企业价格表现有所分化



资料来源：奥维云网、招商证券

地产竣工回暖有望带动厨电景气度修复。厨电板块是家电板块中行业景气度和估值水平与房地产景气度关联度最高的板块。地产竣工复苏趋势的再确认是厨电板块景气和估值修复的重要因素；“旧改”的加码也有望为厨电景气的复苏贡献拉力。（具体可见本章的第2节关于地产竣工复苏及“旧改”的讨论）。

2. 竣工复苏趋势的再确认以及“旧改”下的新期待

家电景气度和地产周期紧密相关

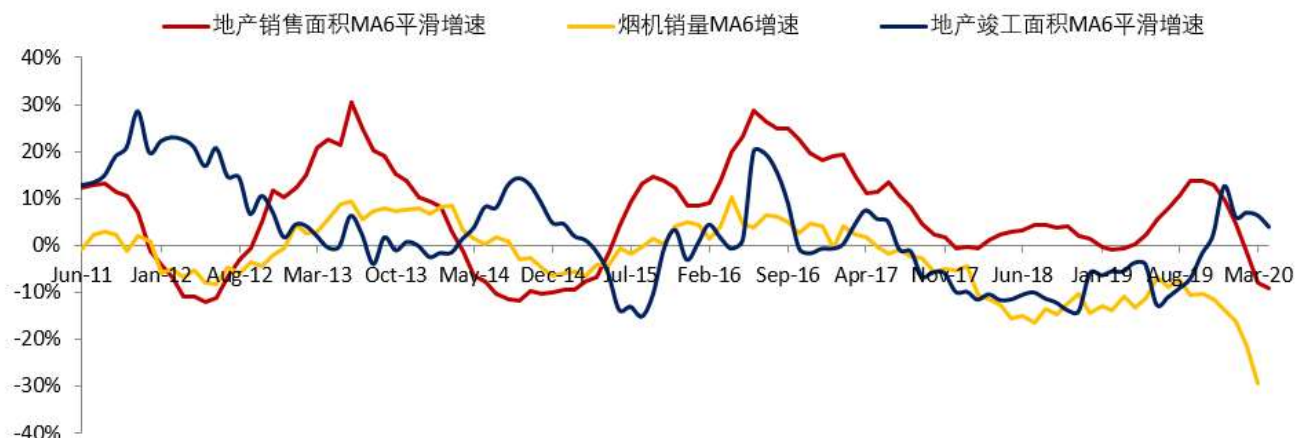
家电行业作为典型的地产后周期板块，在业绩与估值层面都在一定程度上受到地产周期的影响，厨电板块为甚。当前，厨电的需求结构中，约70%来自存量新增需求，30%来自更新需求，作为典型的地产后周期，厨电的景气度和地产紧密相关，相较于地产景气周期略有滞后。

图 26：家电销售与地产销售&地产竣工相关联



资料来源：Wind、产业在线、招商证券

图 27: 大厨电行业具有典型的地产后周期属性

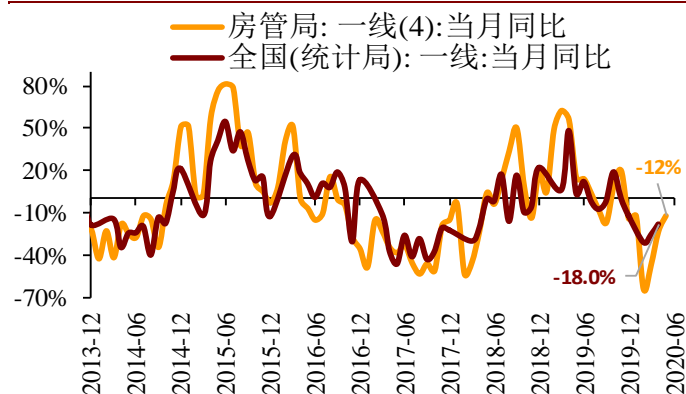


资料来源: Wind、中怡康、招商证券

地产竣工复苏只会迟到不缺席，静待疫情后趋势的再确认

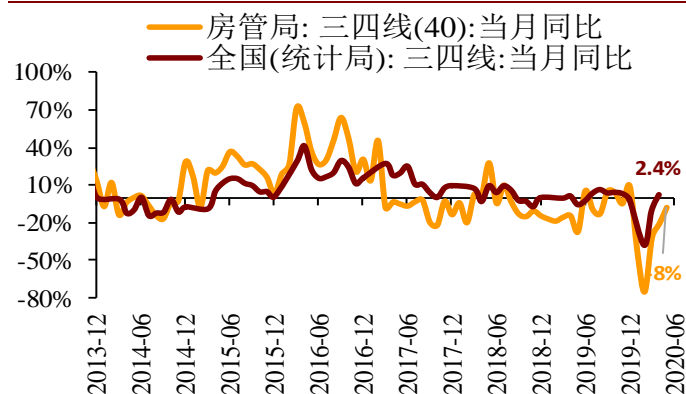
竣工景气度最主要的决定因素为新开工，根据招商证券地产组的研究，2014 年之后，新开工领先竣工约 3 年。根据新开工与竣工的拟合，我国一线城市竣工同比在 2020 年下半年有望出现同比下滑收窄的拐点，并将有望于 2021 年转正，三四线城市竣工同比 2019 年四季度开始转正，并持续向上。2020 年一季度的疫情虽然短暂的打断了竣工节奏，但竣工只会迟到，不会缺席，2020 年 3 月竣工就已大幅度恢复正常，后疫情时期竣工有望重回景气通道，H2 则有望带动厨电的需求增长。

图 28: 一线城市 4 月销售降幅收窄至-18%(统计局口径)



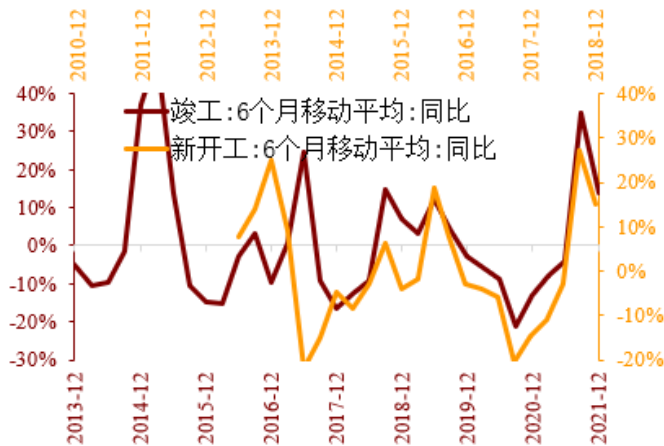
资料来源: Wind、招商证券

图 29: 三四线 4 月销售同比转正为+2.4%(统计局口径)



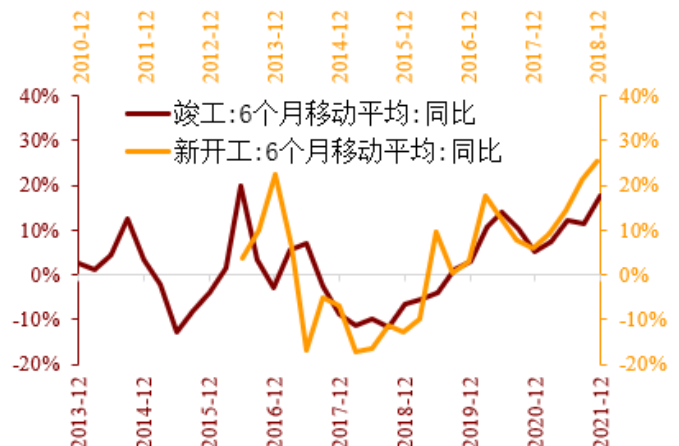
资料来源: Wind、招商证券

图 30: 一线城市: 新开工-竣工拟合



资料来源: Wind、招商证券

图 31: 三四线城市: 新开工-竣工拟合

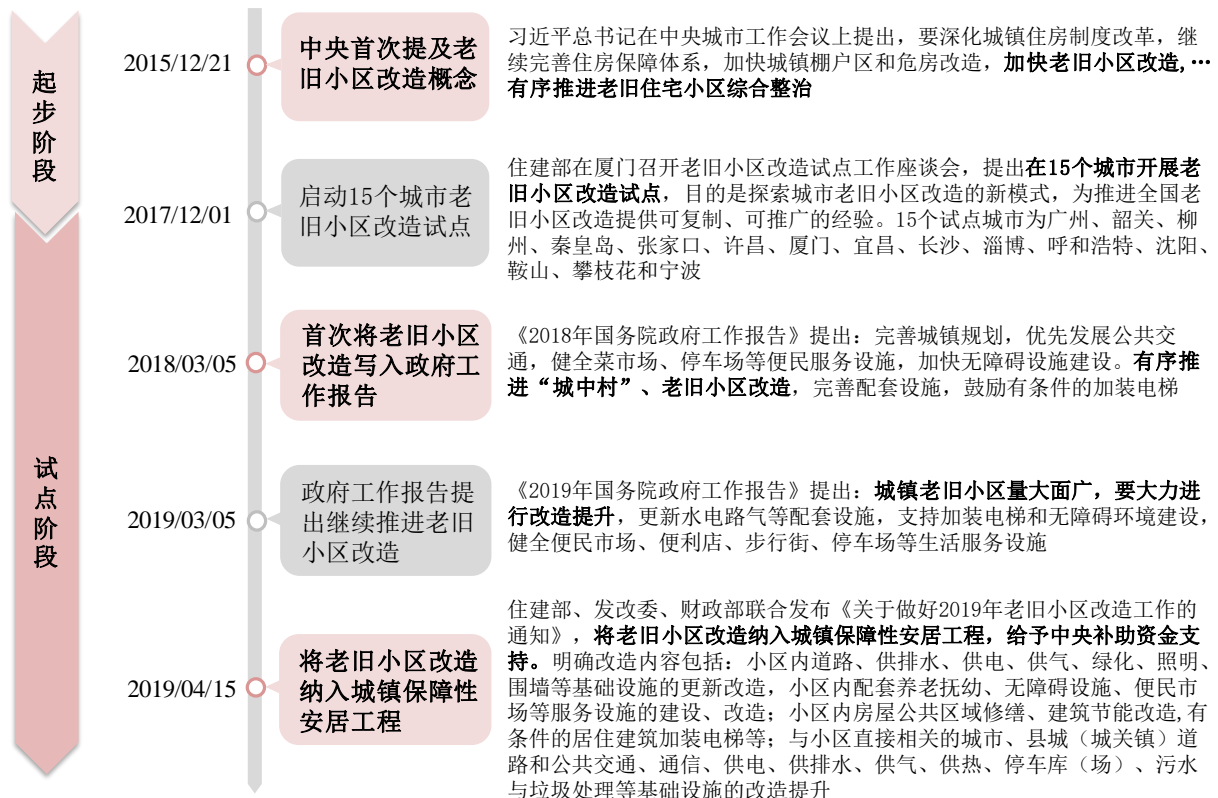


资料来源: Wind、招商证券

“旧改”接力棚改，厨电最受益

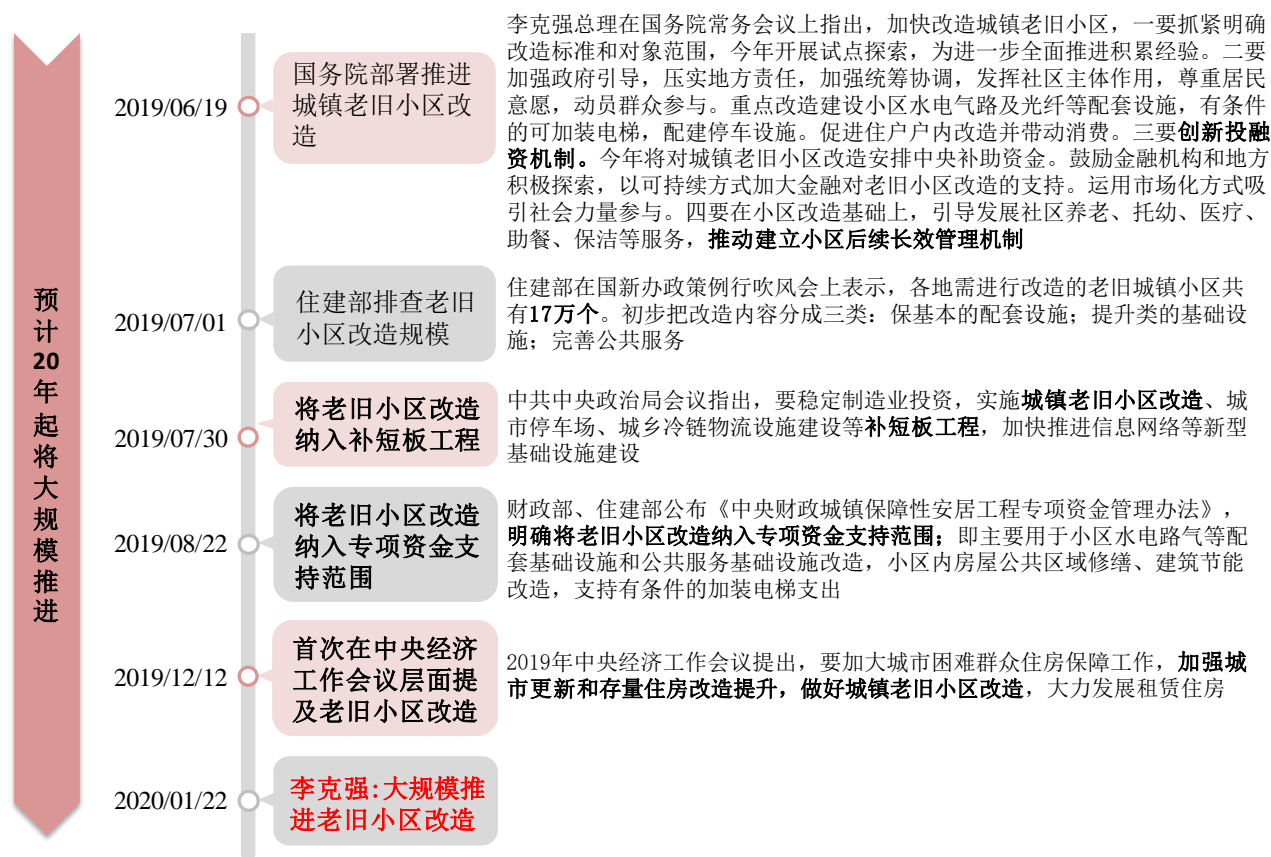
旧改在 2015 年中央城市工作会议上被首次提出，2018 年推进试点，2019 年拨付专项资金，2020 年 1 月 22 日，李克强总理于西宁考察时表示，要大规模推进老旧小区改造，这既是民生工程，又是发展工程，不仅可以拉动投资，更能提升广大居民的生活品质和城市吸引力。而此前起始于 2008 年的棚户区改造工作即将于 2020 年收官，“旧改”有望接力“棚改”，进一步发挥稳投资、促消费的重要作用。

图 32: “旧改”时间表: 15 年首提，18 年试点，19 年拨付专项资金



资料来源: 招商证券

图 33: “旧改”时间表: 棚改渐入尾声, 旧改或 2020 年上量



资料来源: 招商证券

“旧改”将会带来下游家电的需求, 从上游地产“旧改”到下游家电需求的传导, 中间需经过两个重要的中转环节: 1) 二次装修: 根据前期全国试点情况, 老旧小区改造推动过程中, 小区内部分居民自发进行了户内二次装修; 2) 家电置换: 在进行二次装修的居民中, 有部分居民主动对家中的老旧电器进行置换, 或新购置部分电器。

老旧小区在二次装修后, 家居面貌将有明显提升, 而过于老旧的家用电器显著影响装修风格; 此外, 部分小区在更新电路、接通燃气后, 也为空调、燃气热水器等产品创设了更好的安置条件。因此, 我们认为, 在置换后可以显著提升房屋形象的大家电板块最为受益:

1) 厨房大家电: 以烟机、灶具、燃气热水器等产品为典型代表。部分老厨房存在烟机缺失、灶具老化等问题, 且老式厨电产品形象也确实较为陈旧, 影响整体居住体验。燃气热水器相较于电热水器具有即开即热、体积小等优势, 若部分老旧小区在“旧改”过程中接通了燃气, 有望带动燃热的购置需求。

2) 大白电: 空调: 电路以及外墙的升级改造将进一步优化空调的安置条件, 且空调产品尚未达到普及状态, 户均保有量仍有提升空间。冰箱&洗衣机: 老式冰箱、洗衣机能效较低, 且形象陈旧, 显著拉低居住环境的美观度。

在我们 3 月发布的“旧改”对家电行业影响专题报告-《把握竣工周期外的第二 β ，积极关注厨电机会》中，我们对“旧改”为家电带来多少市场增量进行了测算，测算结果为中性假设下，2020 年旧改拉动的家电零售市场规模超过 100 亿，出厂端市场规模超过 50 亿。绝对规模参考意义有限，细分品类相对增速更值得关注：“旧改”对厨电，尤其是烟机、灶具的销量有近 5% 的拉动，较为显著。（详细的测算过程可参考我们 3 月初发布的报告《把握竣工周期外的第二 β ，积极关注厨电机会》）

关注工程渠道，龙头孕育良机

落实到企业经营层级，工程渠道无疑是厨电行业的关注焦点，有可能会进一步塑造行业的竞争格局。工程渠道此前在家电行业中占比不高，2B 的商业模式似乎并不如 2C 光鲜，在家电行业的关注度并不算高。但在 2019 年，工程渠道从幕后走到了台前，原因在于：1）政策推动下，精装房占比提升，工程端需求客观提升。2）地产下行周期中，家电行业存量博弈特征明显，工程渠道地位客观提升，市场关注工程渠道对需求的拉动。3）工程端生意模式持续升级，对供应商要求随之提升。我们测算目前厨电工程渠道销量占比约 25%；如果未来五年精装修交付渗透率达到 60%，厨电工程渠道销量有望接近 800 万套，其占比有望提升至接近全部内销的四成，在厨电所有销售渠道中举足轻重。

表 4：厨电工程渠道市场空间推演

	交付套数 (万套)	精装套数 (即 2B 烟机台数) (万套 or 万台)	精装套数 YoY (2B 烟机台数 YoY)	精装交付比例	年度烟机内销 (万台)	B 端市场占比
2014 年	1048	101	-	9.6%	2170	4.6%
2015 年	1102	82	-18.4%	7.5%	2121	3.9%
2016 年	1201	115	40.4%	9.6%	2223	5.2%
2017 年	1272	158	37.1%	12.4%	2304	6.9%
2018 年	1309	253	59.9%	19.3%	1929	13.1%
2019 年	1339	336	32.8%	25.1%	1833	18.3%
2020 年	1377	413	22.9%	30.0%	1833	22.5%
2024 年	1300	780	17.2% (年复合增速)	60.0%	2000	39.0%

资料来源：国家统计局，招商证券

厨房电器和工程渠道有较高匹配度，特别是烟机需与橱柜进行适配，灶具需考虑厨房台面的开孔大小进行适配，均具有较强的前装属性，且一般不可移动（偏硬装），因此在精装修商品住宅中配套率较高。据奥维云网，2019 年 1-6 月期间，厨电烟灶两件套具有接近 100% 的较高精装修配置率。

同时，厨电类产品在工程渠道具有较高的品牌壁垒。在精装修住宅高配置率产品中，建材类部品无法直接识别品牌，但卫浴产品（坐便、面盆等）和厨电产品（烟机、灶具等）是两类典型的 Logo 外露品种，即购房者可以直观地识别其品牌。这意味着对于厨电产品而言，高品牌力企业为进入工程渠道构建了较高的壁垒。当前厨电的工程渠道领域的主要参与者为行业两大龙头老板和方太，进一步看老板电器自身收入的渠道占比，其工

程渠道收入占比自 2018 年期快速提升，2019 年已达两成。未来随着工程渠道的需求持续释放，行业龙头将更受益。

3. 新消费光芒的绽放与趋势的强化

小家电产品单品单价不高、生命周期相对较短，使其相对于大家电而言具有更强的“类快消品”属性，也更适宜在线上渠道销售；2020 年上半年突如其来的肺炎疫情进一步凸显了线上渠道的重要性，小家电也凭借着较为可观的线上增速也成为了市场聚光灯下的新宠。疫情或仅为催化剂，小家电行业的快速发展亦有其自身的产业逻辑；以小家电为代表的新消费浪潮势不可挡，是 2020H2 乃至其后续时段我们挖掘成长机会的重要方向。

小家电的可选属性增强，新品层出不穷

传统的炊具、饭煲、吹风机、剃须刀等常见小家电产品，已几乎成为家庭标配，对于必选性较强的小家电产品，产品升级为主旋律，升级的节奏也较为和缓，整体表现较为平稳。小家电行业由于细分品类较多，赛道较宽，为新品的成长提供了土壤与空间；小家电具有供给可以创造需求的特质，近年来部分小家电企业也在积极探索以突破四平八稳的标配型产品边界，可选性更强的创新型产品涌现，小家电赛道的高成长性得以凸显，如新宝股份旗下的摩飞品牌爆款频出，为创新型小家电浪潮的典型代表。

创新型小家电产品一般具有以下特征：1) 高度重视外观设计，对“颜值”有较高要求；2) 高价值量产品一般具有多功能集成属性，也对应着较高的使用频率；3) 低频使用的创新产品，一般定价亲民，具有一到两个突出卖点。

图 34：摩飞爆款产品详解

产品图片	产品名称	售价	主要卖点	销售情况
	MR9088 多功能锅料理锅	1090 元	一锅多用，蒸、烤、煎、炒、煮、火锅等皆可；面式加热盘；热补偿温控器；2.5L 大容量；不沾烤盘；轻油少烟。	京东摩飞旗舰店：评价5400+；京东自营：评价3900+；淘宝摩飞旗舰店：月销量3800+，评论5700+；截至19.2月底，在淘系平台销售累计超过3.5万台，销售额超过4500万（终端）。
	MR6080 真空便携水壶	328 元	双层真空防烫保温；小体积一体式设计，方便携带；316 不锈钢内胆，更卫生；花瓶造型更美观。	京东自营：评价3100+；截至19.2月底，在淘系平台销售累计超过1.4万台，销售额超过460万（终端）。
	MR9600 小型便携式榨汁杯	219 元	无线储电式机头，鲜榨现喝；电池容量大，超长续航；双刀转速高；榨汁强劲有力；杯体轻巧，随行便带；榨汁时多重安全保护。	京东摩飞旗舰店：评价1200+；京东自营：评价1400+；淘宝：摩飞专卖店：评论2100+；至3月底，淘系平台付款人数超过4.8万人。

资料来源：摩飞官网、招商证券

除了品牌厂商通过消费者需求的深度挖掘而进行产品创新外,渠道的流量红利也助推了创新型产品的火爆。

1) 传统平台型电商红利受益者小熊电器在登陆 A 股市场后备受投资者关注。2005 年至今,中国互联网行业快速发展,网民规模快速增长,人口红利充分释放,受益于电商渠道的快速增长,公司也取得了较快增长,并树立了鲜明的品牌形象。公司产品形象可爱,设计精巧,产品多样,且具有较高性价比。有别于传统小家电品类,公司产品覆盖了更多“长尾”需求;肺炎疫情背景下,消费者居家时间的延长也将更多消费者对于小家电的需求深度挖掘。公司产品的“长尾”属性叠加疫情期间的线上流量聚集,以小熊为代表的线上知名品牌获得了快速增长。

图 35: 小熊电器主营业务示意图 (2018 年营收占比)



资料来源: 招股说明书、招商证券

2) 内容电商等线上新兴渠道业态,为塑造爆款提供了天然土壤。有别于平台电商粗犷的流量红利时代,在内容电商时代,直播带货、社交分销等新业态快速发展,优秀的产品+高效的营销策略能快速集聚流量,催生爆款,提高品牌认知度。这是摩飞“爆款”策略得以有效推进的客观基础。

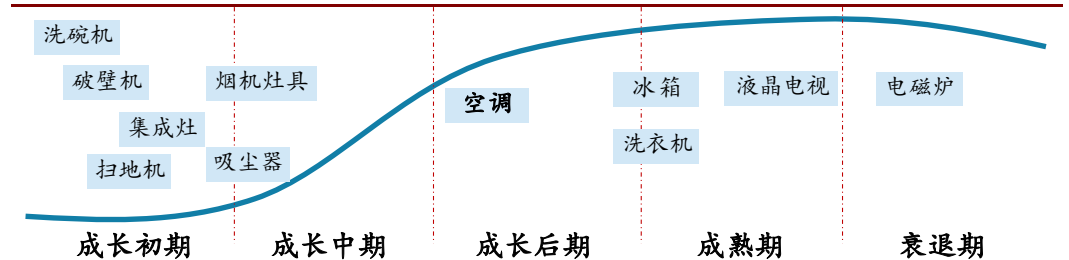
以近期火爆的直播带货销售模式为例。招商零售组的研究表明,在直播电商模式中,“人、货、场”的均发生了转变:消费者层面从主动消费变为变动消费;商品层面,直播电商实现了去中间商,拉近产品原产地的目标;场景方面,依靠技术和设备的升级革新,商家通过手机直播可以在任何时间任何场景展示产品,具有很强的时效性小家电作为客单价较低的家电品类,在直播带货过程中更容易激起冲动式消费,带动产品销售。

3) 下沉市场为渠道的流量红利贡献了较大增量。在三四线市场，较低的生活成本和较低的房价之下，消费者本身就具有较强的消费能力，且较为和缓的工作节奏也让“有闲”一族更多。近年来抖音、快手等短视频 APP 迅速崛起，直播日益流行，小红书、蘑菇街等内容电商备受青睐，内容端对于消费者的引流作用功不可没；职业微商、社区拼团等社交电商在三四线也天然有着更好的发展土壤。

具有产品力优势的功能性产品，成长中渗透率提升可期

扫地机、吸尘器、干衣机等低渗透率细分品类仍有较大成长空间。面对多样化的消费需求，清洁类小家电（吸尘机、扫地机、蒸汽拖把等）、个护类小家电（各种美容仪等）、传统品类的升级产品（洗衣机升级至洗烘一体机或干衣机）等发展潜力较大，未来随着这些品类产品力的逐渐提升以及消费者教育的深化，也有望迎来各品类高增长的黄金时代。

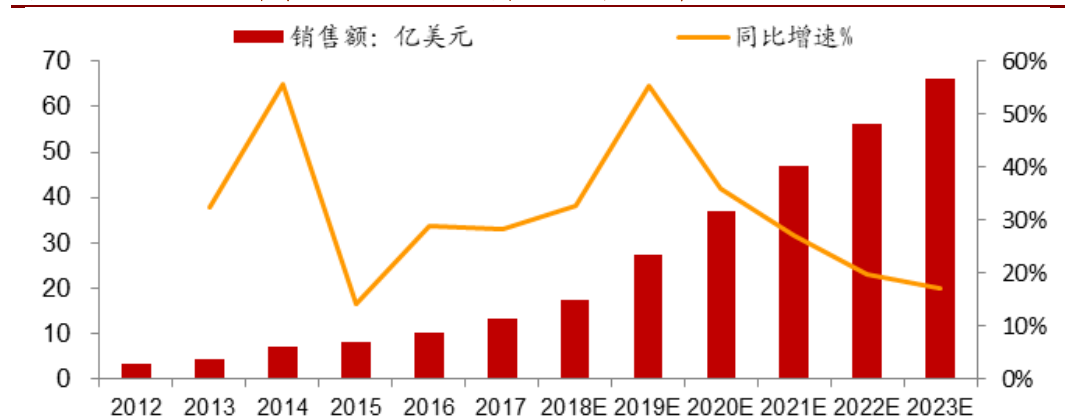
图 36：主要家电品类所处生命周期阶段



资料来源：Wind、招商证券

扫地机器人所具备的高频、自动化、智能化清洁功能，迎合现代家庭对于快捷清洁的需求。2010 年起，规划式产品逐渐成熟，引领行业步入快速发展阶段。目前主流扫地机器人已能满足消费者的基本需求，但技术仍有进步空间，功能也有待进一步完善，中长期视角扫地机器人具有广阔的市场空间。2013-2018 年我国扫地机器人销售量及销售额高速增长，六年内实现翻倍式发展。2018 年我国扫地机器人市场总销售量为 577 万台，总销售额 86.6 亿元，较上年同比增长 54.6%。

图 37：2012-2023 年中国扫地机器人销售额及增速（单位：亿美元，%）



资料来源：中国产业信息、招商证券

图 38: 早期随机式产品发展历程



资料来源: 招商证券

图 39: 全局规划产品逐渐发展成熟



资料来源: 招商证券

投资建议：关注龙头优势&把握竣工趋势&挖掘成长品种

1) 疫情后景气逐渐恢复的过程中，稳健优质的行业龙头基本面复苏确定性更高，复苏进程更快。重点推荐：美的集团、格力电器、海尔智家等行业龙头。

美的集团 000333：稳健优质，中长期布局优选。（1）行业层面，景气已逐渐走出阶段性低点，静待更明显的复苏迹象出现。国内视角，复工复产有序，线下经济活动已开始逐渐恢复，只在节奏方面存在不确定而已，向好实为趋势，复苏不会缺席；海外维度，Q2 考验出口企业，但家电行业整体订单情况并不悲观。（2）公司整体经营稳健，在经历了此前 2-3 年持续的内部提效以及渠道优化，经营的优化效果持续显现，疫情状态下的相对优势更为明显，盈利能力的相对稳定可以预期。中长期视角，美的以盈利能力的稳定为导向的有效战术，效率至上、求新求变的公司特质，公司治理层面的强激励等特征，也赋予了公司稳定增长的动能。（3）2019 年年报分红比例提升至 46%，现金分红+回购合计占全年净利近六成，未来常态化的较高分红水平可期，当前股价对应 2020 年 14.3xPE。可中长期配置以及逢低布局。

格力电器 000651：在地产周期与库存周期逐渐弱化的背景下，空调行业的强波动时代注定渐行渐远，淡化周期、韧性增强将是未来空调景气的主旋律。突如其来的新冠疫情，相当于在本已渐趋稳定的行业景气中带来了一次深蹲，天然为板块带来了绝佳的投资时点。疫情背景下，1-2 月空调景气受到较大影响，考虑到 3 月线下经济活动已经逐渐开始恢复，生产也已有序复工，我们认为 2020 年 Q1 行业景气已然触底，并将在内销逐步复苏的带动下景气渐渐回暖。疫情前格力渠道库存去化有限，考虑到疫情对需求端的压制以及给经销商带来的压力，我们认为渠道库存水平进一步提升的概率较低，公司当前基本面也已然触底。我们取 250 亿~300 亿作为格力电器中长期的盈利区间，以 70% 的分红比率以及 5% 的股息率测算格力的合理市值，对应目标市值在 3500~4200 亿。

2) 2020 年疫情过后三四线地产竣工向好趋势有望为家电板块带来边际改善，可关注厨电、家用中央空调板块，低估值标的性价比更高。重点推荐：老板电器、华帝股份、海信家电、浙江美大等。

老板电器 002508&华帝股份 002035：地产竣工向好，厨电板块修复。此前地产竣工数据向好趋势被疫情中断，趋势的再确认以及厨电景气的整体回暖仍需时日，当前市场对此仍有分歧。然而，新开工和竣工面积的剪刀差扩大意味着竣工景气度虽然会迟到，但不会缺席，下半年竣工景气度向上应是大概率事件，同时考虑到传统基建和地产在国民经济中仍然扮演着重要角色，在较强的稳经济预期下，估值修复进程或早于景气回升。而聚焦厨电板块内部，确定性更强的工程渠道有望率先兑现估值以及景气逻辑。厨电工程渠道集中度较高，老板电器作为龙头在精装修渠道市占率接近四成，是最为典型的受益标的。2B 工程渠道早于 2C 零售渠道反应地产竣工驱动的厨电景气，因此行情的演绎可从老板电器 002508 推演至华帝股份 002035。此外，当前老板电器及华帝股份均处于历史估值底部水平，亦有较高安全边际。

3) 弹性品种建议关注具有成长性的细分品类与高增长潜质的特色品牌。可关注集成灶、扫地机、吸尘器、家用中央空调等细分赛道的景气波动与渗透率趋势，关注摩飞、小熊等特色品牌的发展轨迹。重点推荐：大力发展自主品牌的新宝股份，具有较强创新能力的九阳股份，密切关注科沃斯、石头科技、小熊电器的投资机会。

风险提示

- 1、宏观经济不景气，拖累消费信心，家电需求弱化；
- 2、地产景气持续承压，进一步压制家电需求；
- 3、中美贸易摩擦进一步升级，影响外向型家电企业的盈利；
- 4、原材料价格超预期上涨，成本压力增大；
- 5、行业格局恶化，竞争加剧。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

招商家电研究组:

隋思誉 北京大学金融硕士,香港中文大学经济学硕士,北京大学文学和经济学双学士。2017 年入职。

陈东飞 美国莱斯大学统计学硕士，中国人民大学环境经济管理学士，2017 年入职招商证券，任环保与公用事业行业分析师，2020 年加入家电研究团队。

团队荣誉:

金牛奖: 2018 最具价值金牛分析师 & 2018 最佳行业金牛分析师

新财富: 2017-第 4 名 2016-第 3 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 5 名

金牛奖: 2017-第 2 名 2016-第 4 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 4 名

水晶球: 2018-第 4 名 2017-第 2 名 2016-第 5 名 2015-第 4 名 2014-第 4 名 2013-第 5 名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。