国元证券 GUOYUAN SECURITIES

家用电器行业

投资评级

中性 维持

强者恒强延续，个股分化之始

——2021年家电行业年度策略

证券研究报告 2020年12月

证券分析师:邢瀚文

电话: 021-51097188-1833

E-MAIL : xinghanwen@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码:S0020520010001

投资策略

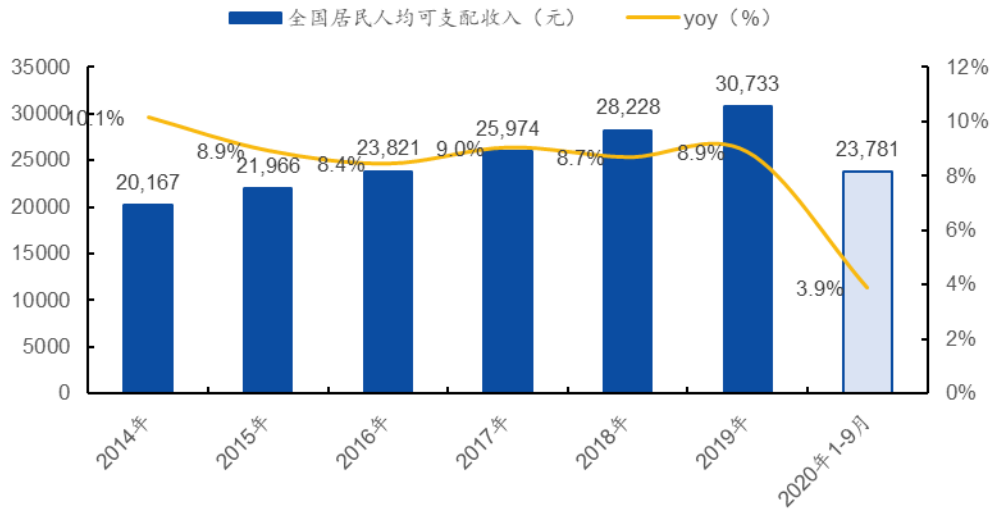
- 行业龙头依然强者恒强；
- 个股独立行情或将开启。

- 第一部分：疫情影响已过，行业重回正增长
- 第二部分：营收下滑，三大白净利润占比提升
- 第三部分：强者恒强与个股分化
- 第四部分：投资策略

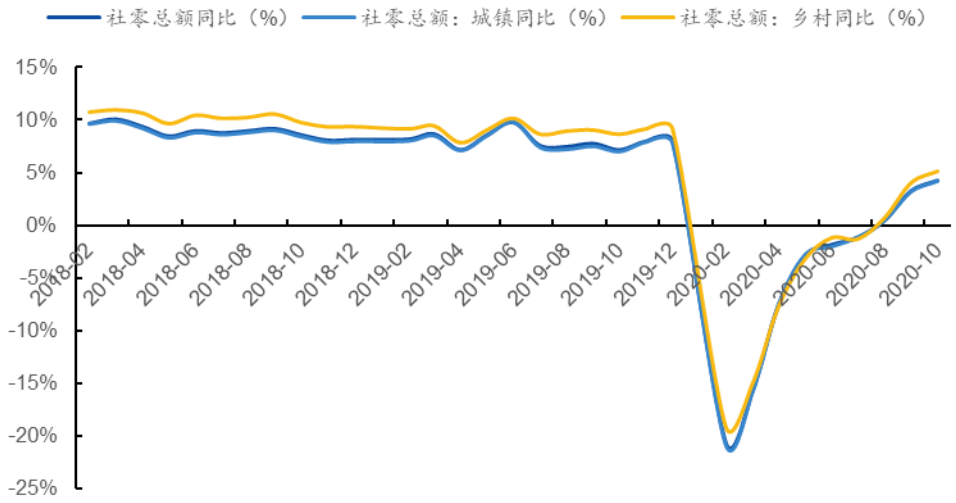
• 居民可支配收入增速下滑，家电增速逐步转正

- 2020年前三季度全国居民可支配收入增速下滑，人均可支配收入达到23781元，同比增长3.9%；
- 月度社零增速由2020年2月的-20.5%回升至2020年10月的4.3%。

疫情影响居民人均可支配收入增速降低



10月社零总额已经转正

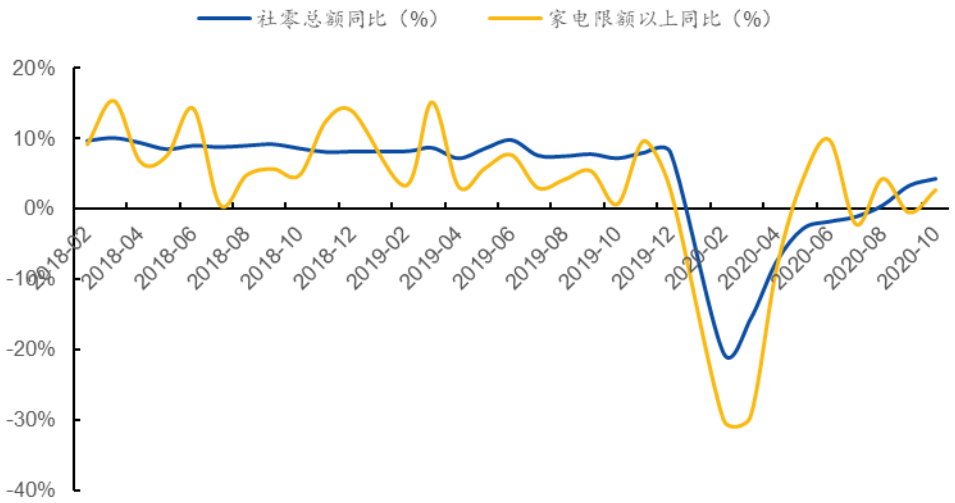


资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

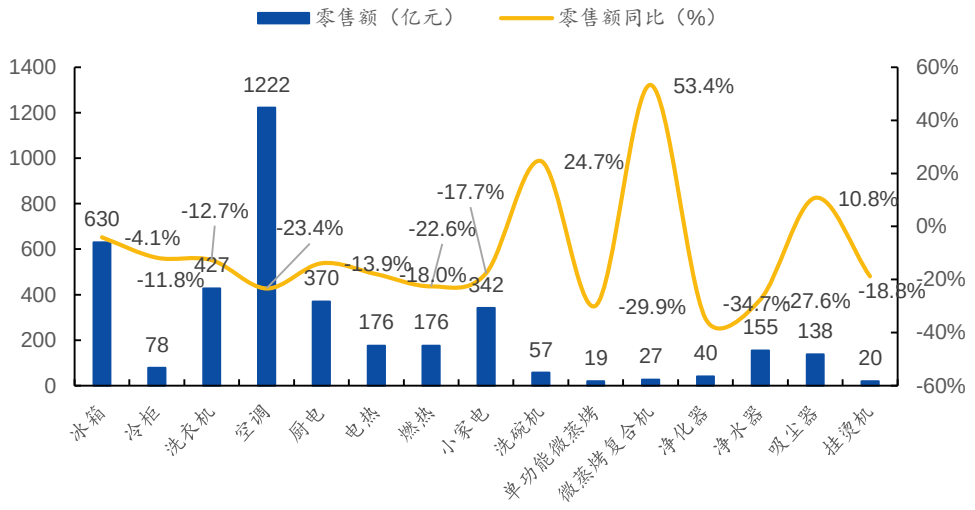
• 家电增速重回5%增长区间

- 家电行业受到疫情影响，限额以上家电零售增速由2018年5%左右波动区间降低至2020年-30%，**2020年10月逐渐回到5%的增长区间**；
- 2020年1-9月主要品类增速均出现下滑，新品类增长有亮点。根据奥维云网统计，2020年1-9月份空调销售额1222亿元，同比降低23.4%，冰箱销售额630亿元，同比降低4.1%，洗衣机销售额427亿元，同比降低12.7%，厨电销售额370亿元，同比降低13.9%，小家电销售额342亿元，同比降低17.7%。新品类中，洗碗机继续保持20%以上增长，增速达到24.7%，微蒸烤复合机同比增长53.4%。

限额以上家电增速回到之前增长平台



细分行业增速各异

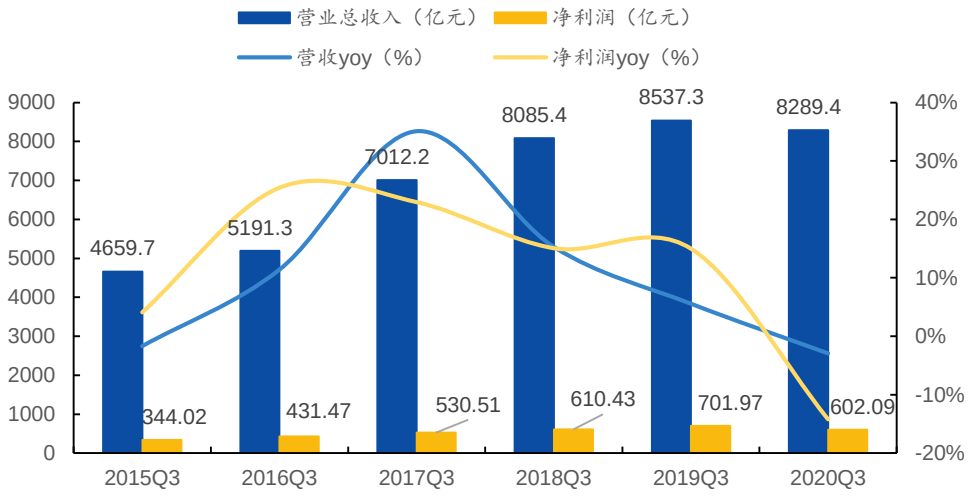


资料来源：Wind，国家统计局，奥维云网，国元证券研究所

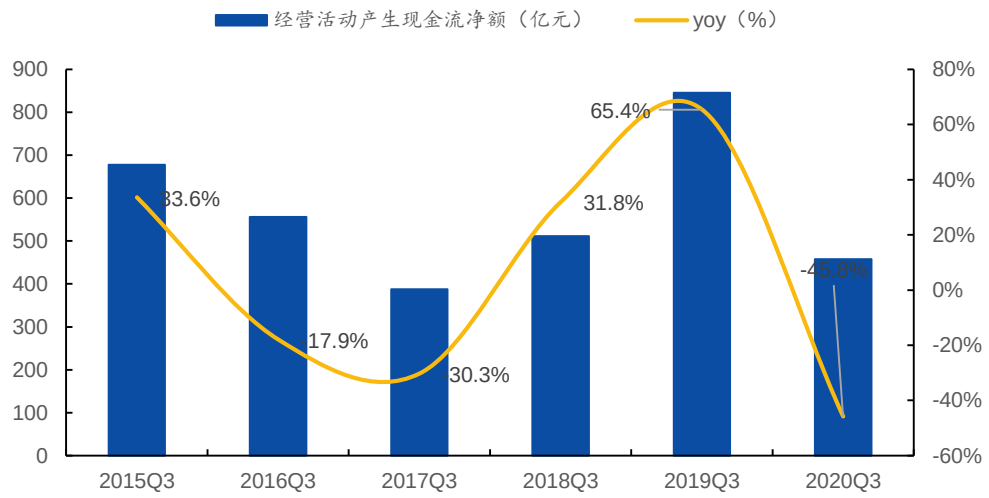
• 两头挤压，现金流大幅下降

- **家电上市公司营收继续维持高于行业增速的增长。**从2020年行业三季报情况来看，家电行业营收8289.4亿元，同比降低2.9%，净利润602.1亿元，同比降低14.2%；
- **受盈利能力与原材料价格两头挤压，经营活动净现金流大幅下降。**2020年前三季度，家电行业提供商品劳务收到现金流7392.3亿元，同比降低7.0%；购买商品支付现金流5462.2亿元，同比提升1.6%。这使得经营活动产生现金流净额大幅降低45.8%至457.9亿元。

家电上市公司营收继续维持高于行业增速的增长



行业现金流大幅下降

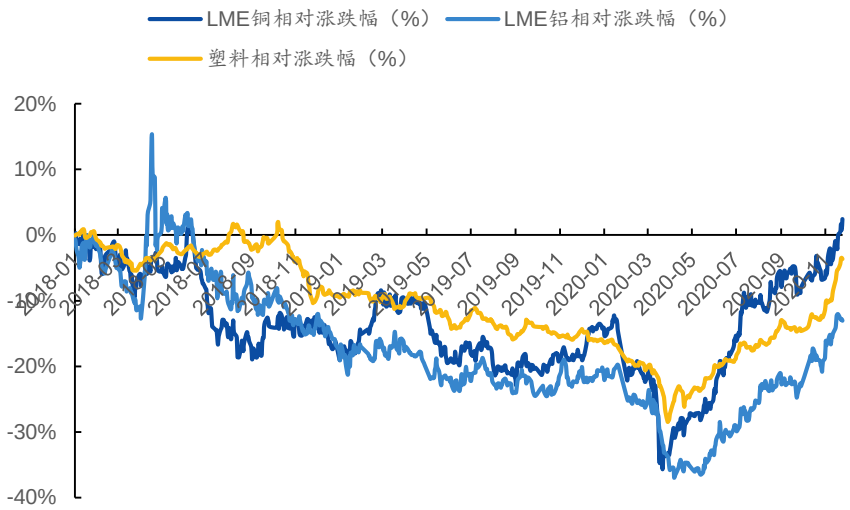


资料来源：Wind，国元证券研究所

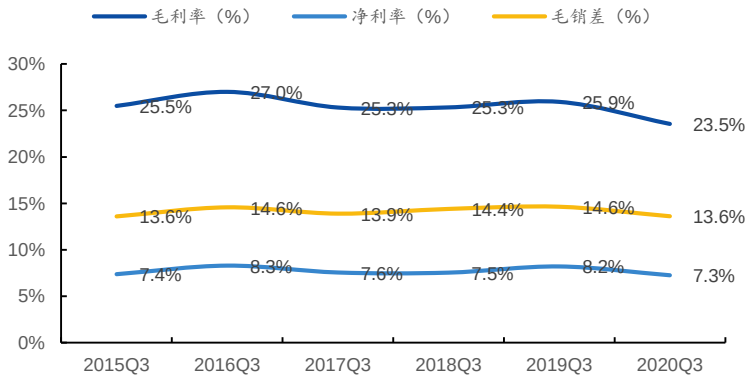
• 原料下降，毛利率提升

- 由于原材料价格上升，行业毛利率同比下降2.4pct至23.5%，行业净利率降低0.9pct至7.3%。整体费用率受销售费用率降低1.4pct、管理+研发费用率提升0.3pct的影响，降低0.9pct达到16.1%。

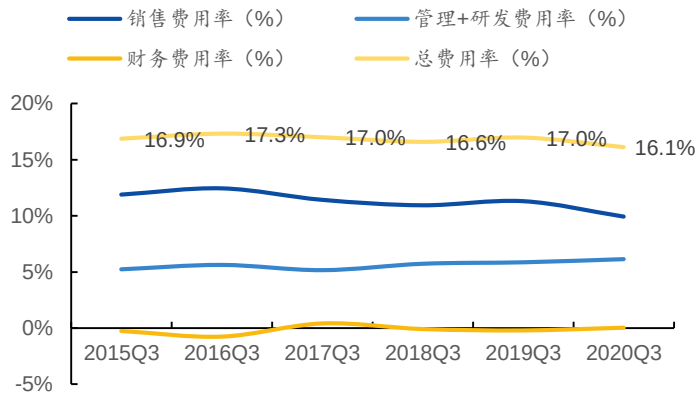
2020年主要原材料回到18年初水平



毛利率下降2.4pct



总费用率降低0.9pct

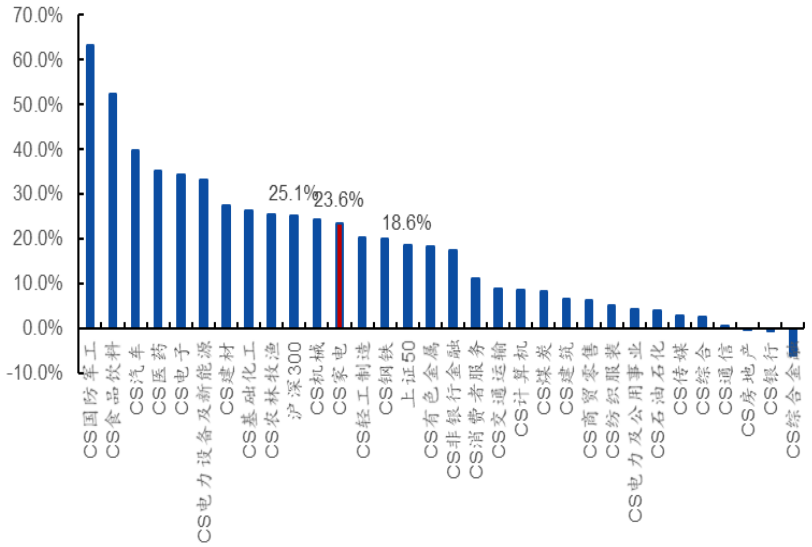


资料来源：Wind，国元证券研究所

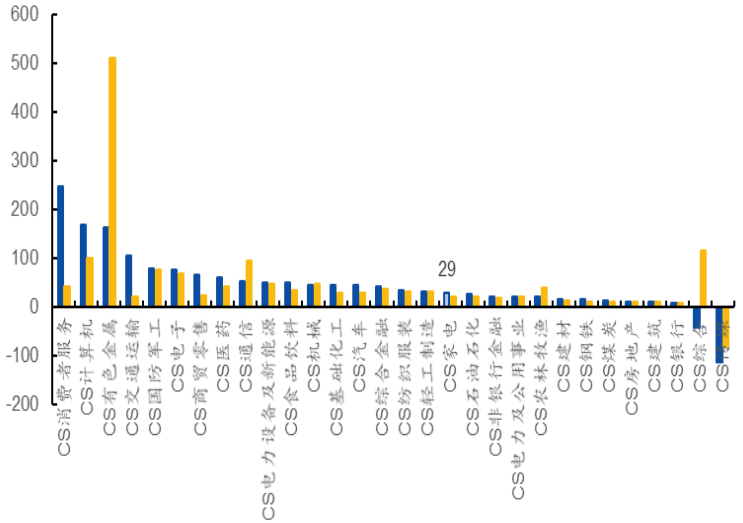
• 行业涨幅超过上证50，细分结构出现分化

- 截止2020年11月27日涨幅达到23.6%，位列全行业涨幅第十一。行业市盈率（TTM，整体法）由年初的21增长至2020年11月27日的29；
- **2020年行业增长出现分化。**从个股涨跌幅来看，小熊电器（+90.2%）美的集团（+50.9%）、海尔智家（+45.3%）、格力电器（+1.6%）。由于线上化及数字化差异，行业公司出现分化。

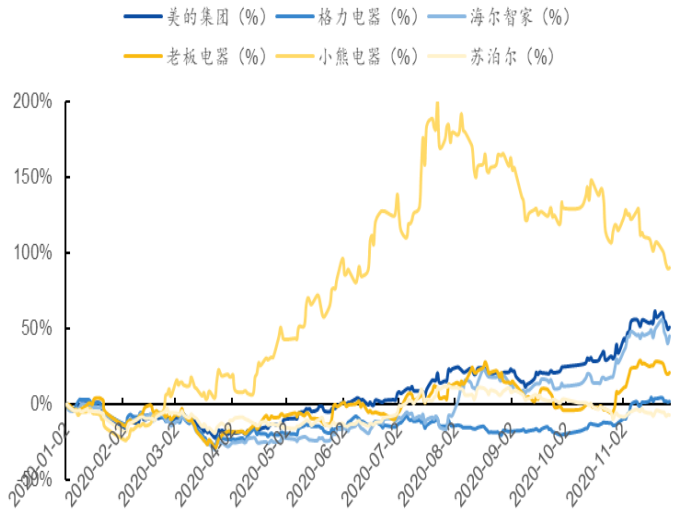
中信家电指数涨幅排名全行业第十一



家电行业市盈率由年初21提升至29



家电企业涨幅出现分化



资料来源：Wind，国元证券研究所

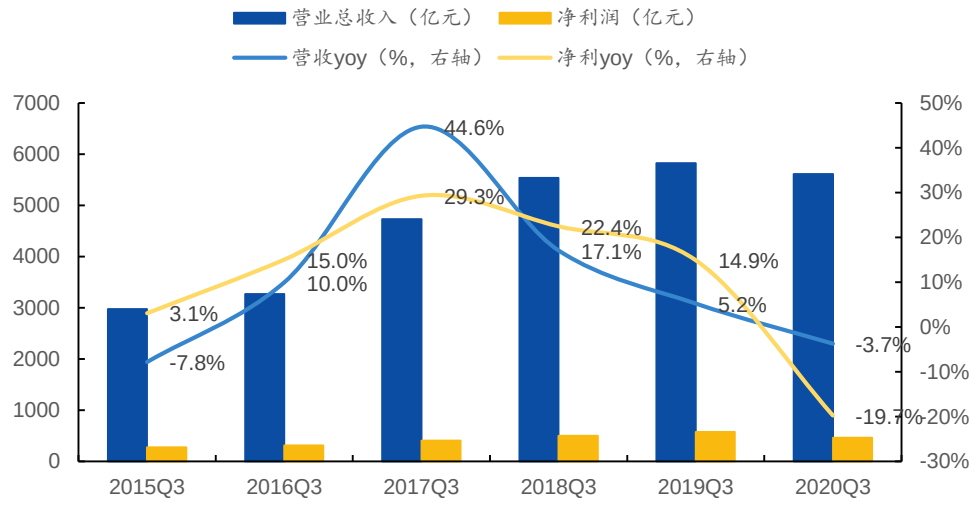
- 第一部分：疫情影响已过，行业重回正增长
- 第二部分：营收下滑，三大白净利润占比提升
- 第三部分：强者恒强与个股分化
- 第四部分：投资策略

营收下滑，三大白净利润占比提升

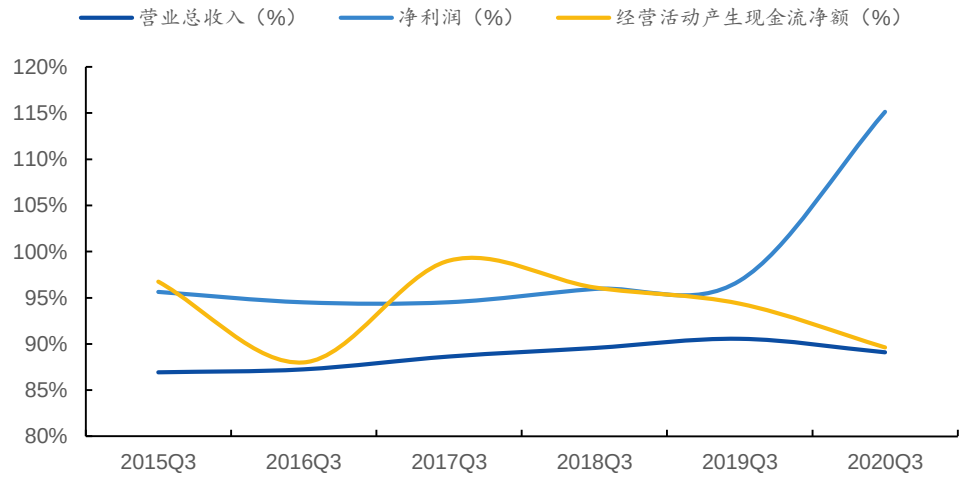
• 白电：渠道变化加速，龙头集中度持续提升

- **行业增速下滑使得白电上市公司营收增速负增长。**2020年前三季度白电营收5607.9亿元，同比降低3.7%，较2019年同期降低8.9pct。2020年前三季度行业净利润462.8亿元，同比降低19.7%，较去年同期降低34.6pct。
- **行业强者恒强趋势延续。**格力、美的、海尔三大龙头营收比重降低1.5pct至89.1%；而净利润比重提升至115.1%，较上年提升18.3pct。

白电行业营收净利均出现下滑



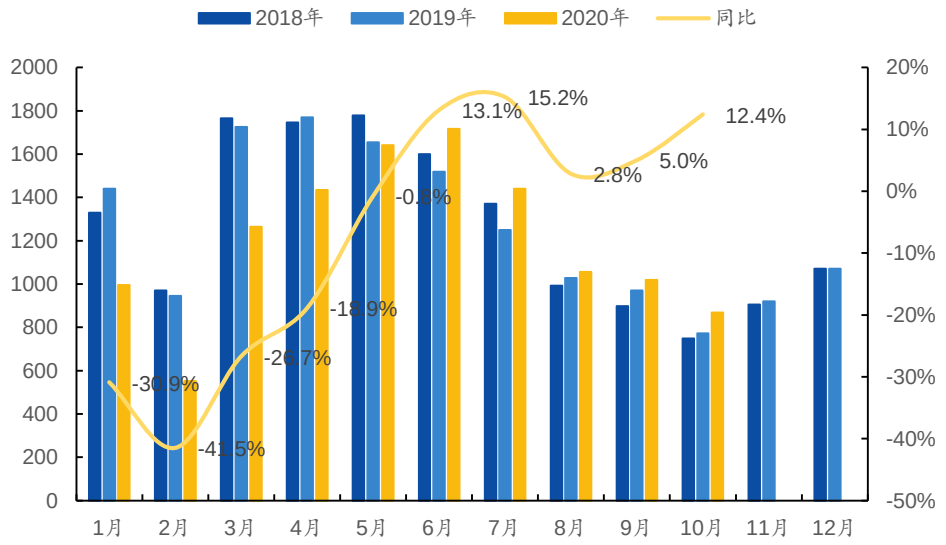
三大白利润占比大幅提升



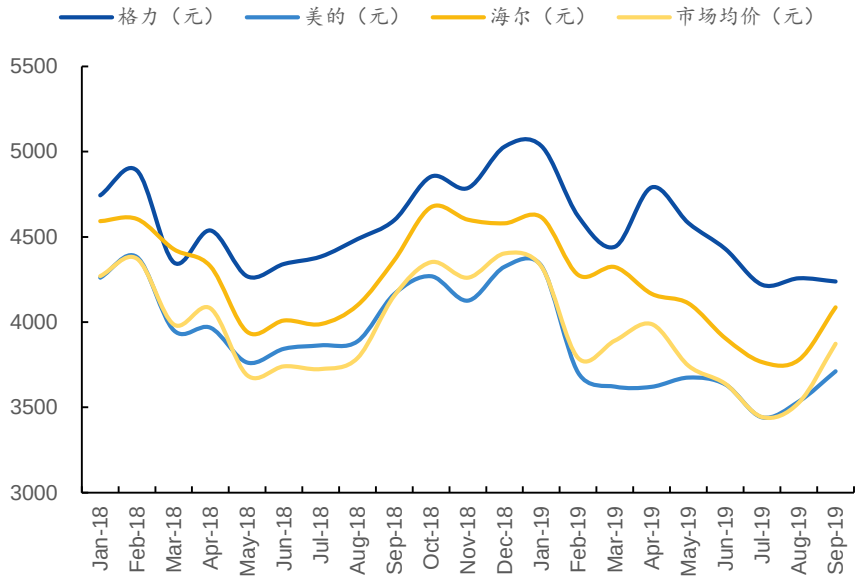
资料来源：Wind，国元证券研究所

- 空调：价格战影响消退
  - 2020年1-10月，空调行业销量1.19亿台，同比降低8.3%，其中内销6879万台，同比降低14.6%，外销5109万台，同比增长1.9%。
  - 受原材料价格提升和以及价格战逐渐消退影响，空调产品均价回升至2019年同期水平。

空调行业2019年1-10月份增速同比降低8.3%



行业均价回到19年水平

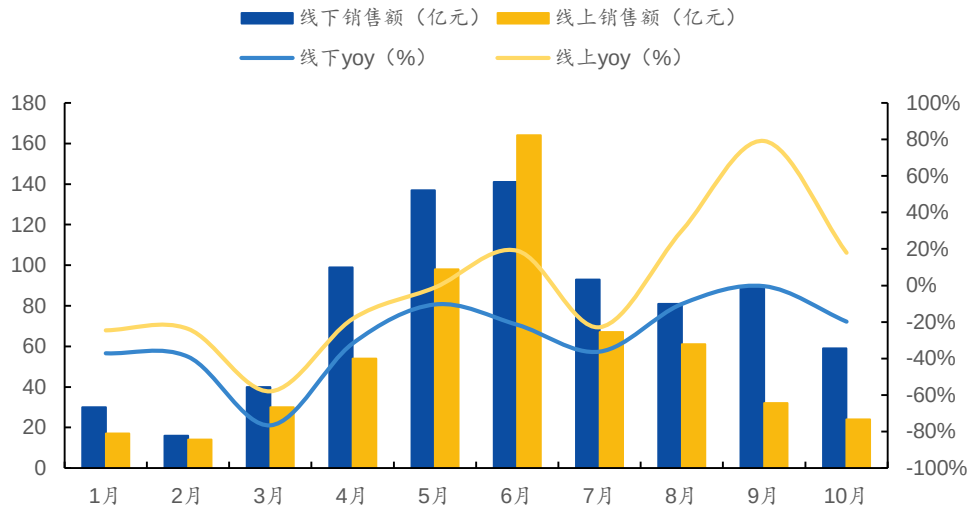


资料来源：产业在线，中怡康，国元证券研究所

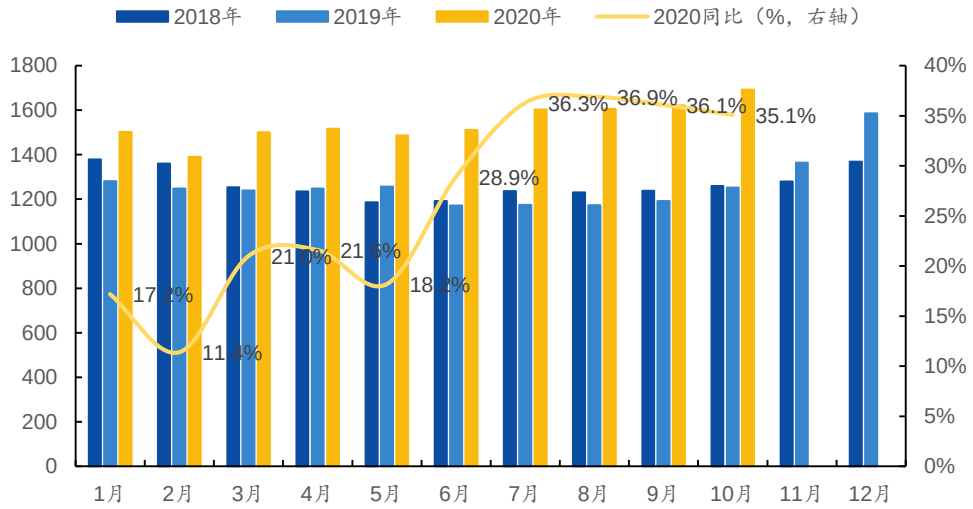
• 空调：价格战影响消退

- 2020年1-10月空调零售额为1305亿元，其中2020年1-10月线上增速为-4.4%，线下增速为-32.5%。**线上份额占比由2019年35.9%提升至2019年57.1%。**
- **行业库存回到高水位。**根据产业在线统计，6-10月空调库存同比分别提升28.9%、36.3%、36.9%、36.1%以及35.1%。

2020年1-10月空调零售额同比降低22.8%



空调库存回到高水位

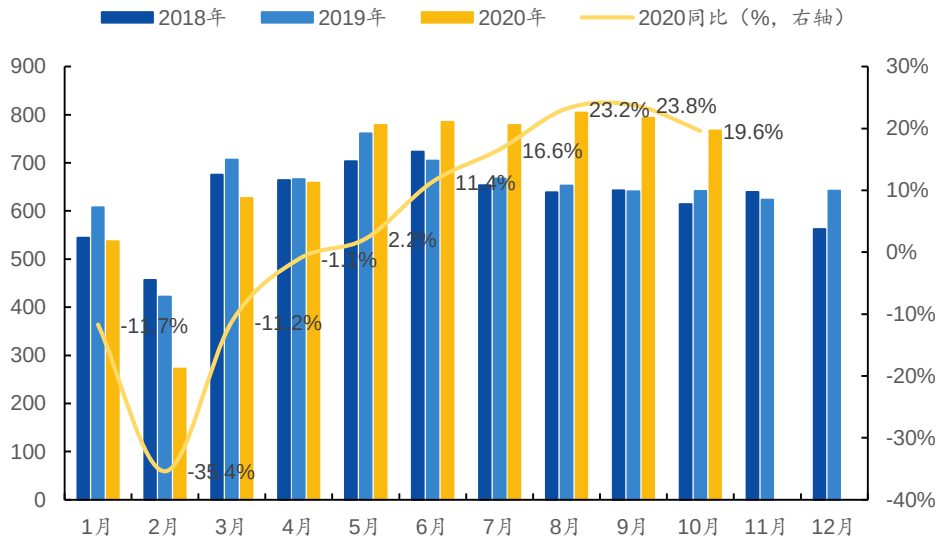


资料来源：产业在线，奥维云网，国元证券研究所

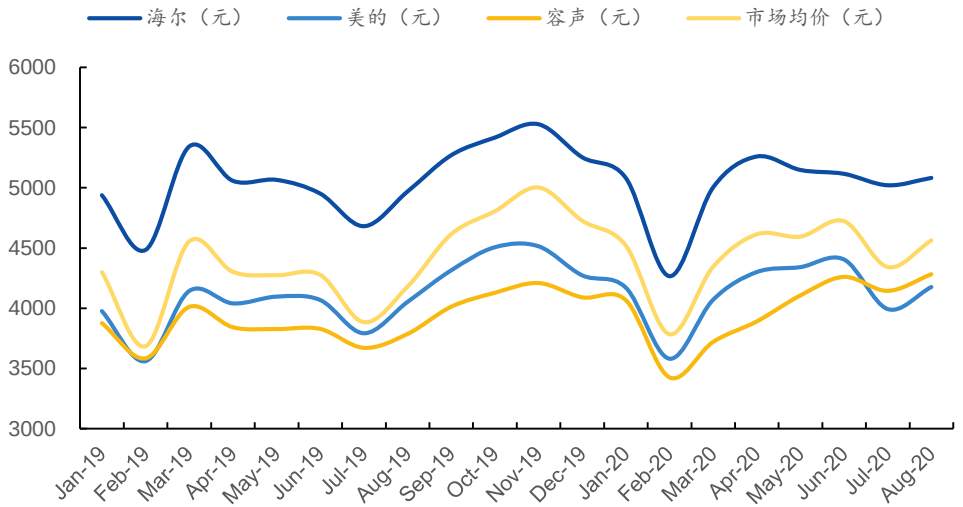
• 冰箱：销量由负转正，市场均价回升

- 冰箱行业结束去年的销量负增长，在2020年1-10月份同比提升5.2%。**受疫情影响，冰箱行业靠外销拉动的趋势加强。**2020年1-10月份冰箱外销同比增长16.4%，内销同比降低3.9%。
- 市场均价回升，2020年8月冰箱市场价格同比提升9.2%，产品提价延续。行业龙头海尔、美的分别提价2.3%以及3.1%。

2020年1-10月冰箱销售量同比提升5.2%



2020年8月冰箱市场均价提升9.2%

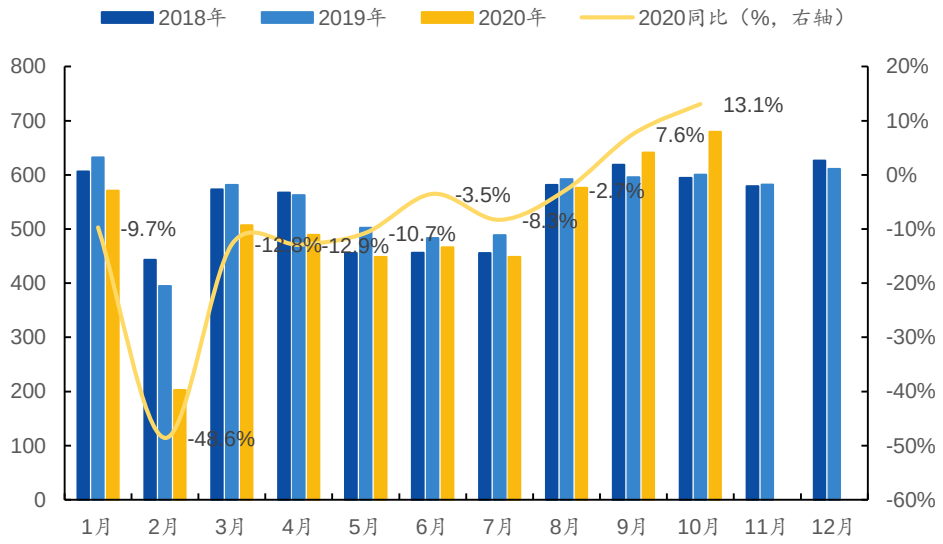


资料来源：产业在线，中怡康，国元证券研究所

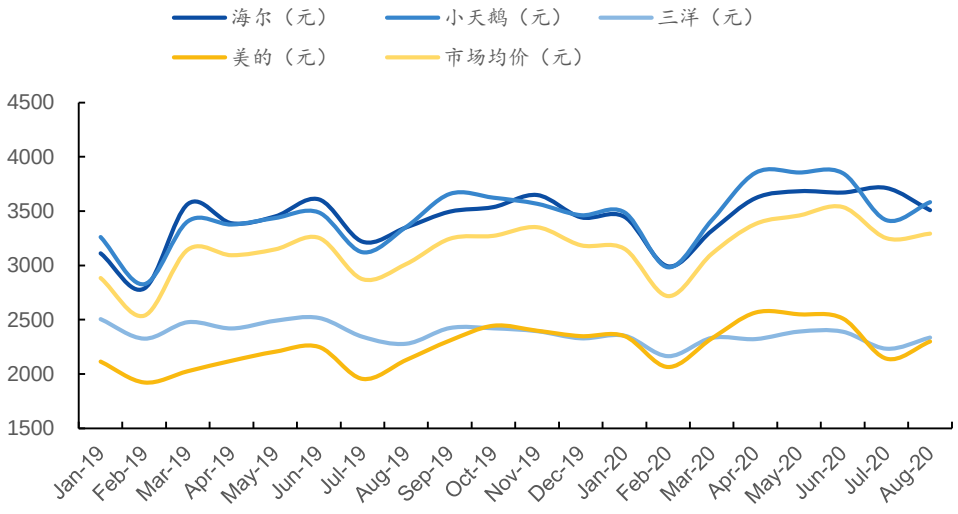
• 洗衣机：销量下滑，龙头优势凸显

- 2020年洗衣机市场销量增速出现负增长。2020年1-10月份，行业销量同比降低7.4%。内外销均出现不同幅度下降。拆分来看， 2020年1-10月份，内销同比降低7.4%，外销同比下降7.5%。
- 产品价格延续上涨趋势。从中怡康数据来看，2020年8月行业均价提升9.3%，海尔均价同比提升4.7%，美的旗下小天鹅以及美的品牌均价分别提升6.8%以及8.0%。

2020年1-10月洗衣机销售量同比降低7.4%



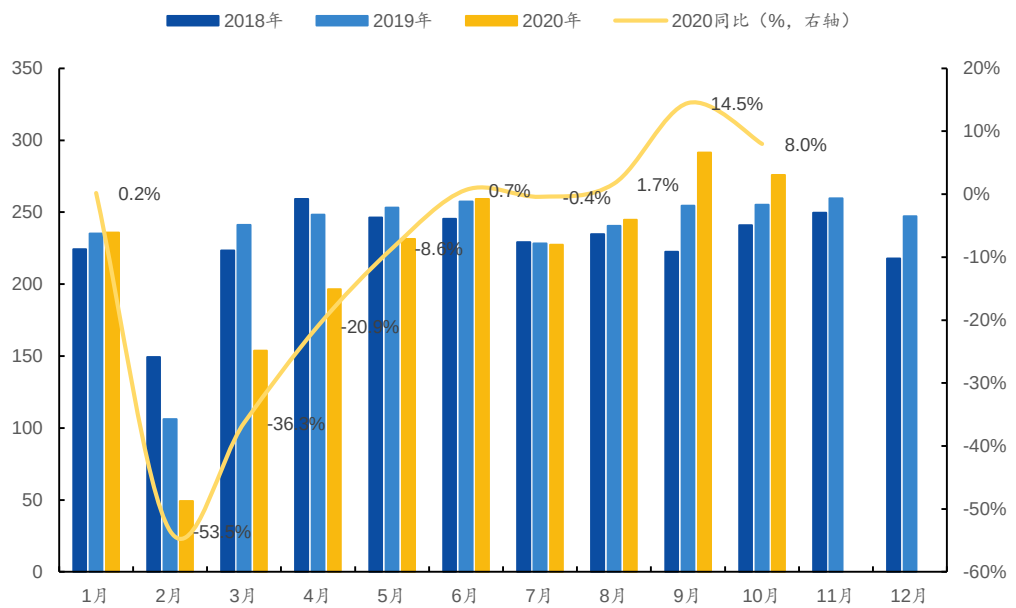
洗衣机市场均价同比提升4.9%



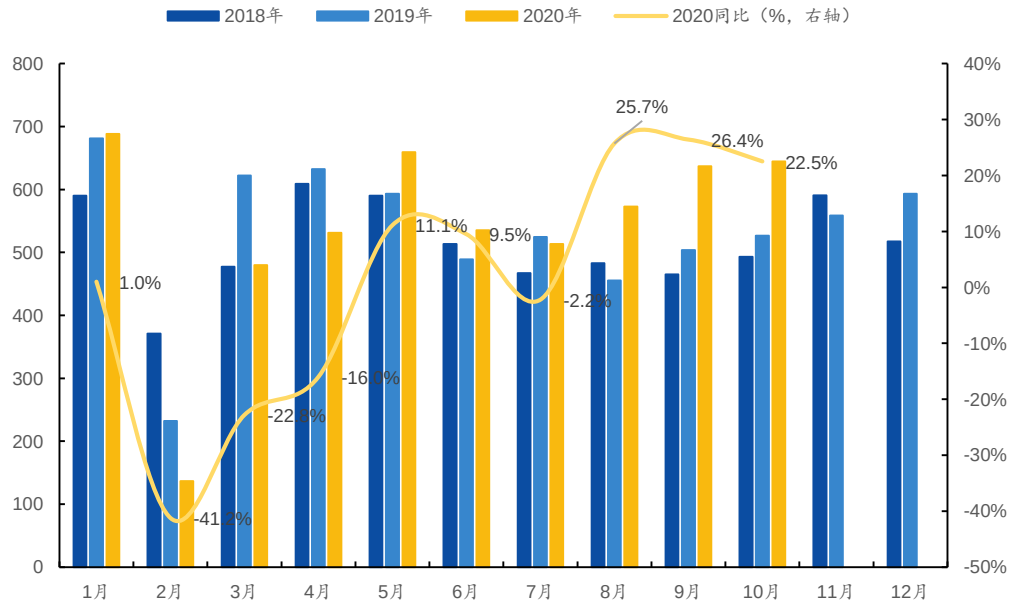
资料来源：产业在线，中怡康，国元证券研究所

- 厨电：烟灶分化，盈利能力减弱
  - 受疫情影响，烟机、燃气灶增速出现分化。2020年1-10月份，行业油烟机销量2165.5万台，同比降低6.7%，较去年同期降低9.0pct；燃气灶销量5397.9万台，同比增长2.6%，较去年同期降低1.4pct。

2020年1-10月油烟机销量同比减少6.7%



2020年1-10月燃气灶销量同比增加2.6%



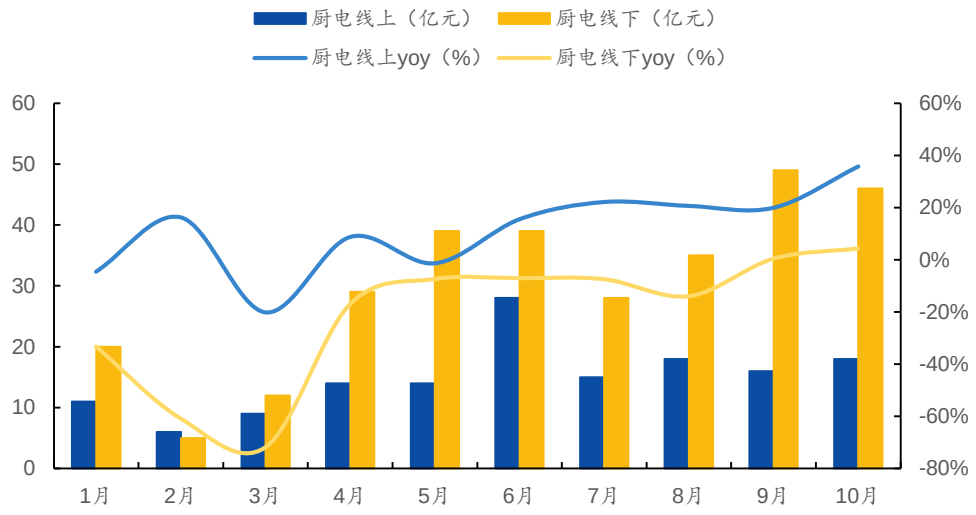
资料来源：产业在线，国元证券研究所

营收下滑，三大白净利润占比提升

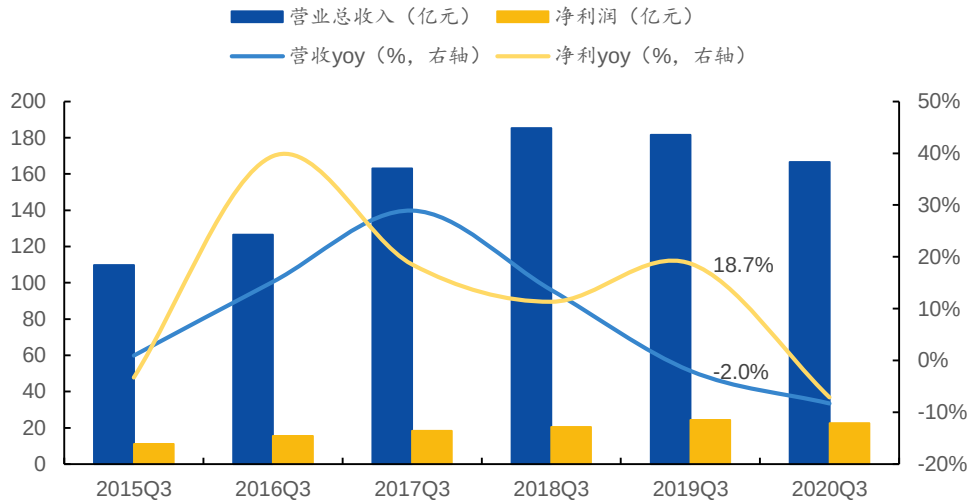
• 厨电：烟灶分化，盈利能力减弱

- **厨电线上化趋势加强。**根据奥维云网统计，2020年1-10月厨电零售额434亿元，同比降低10.9%，其中线上销售规模148亿元，同比提升11.8%，线下销售规模286亿元，同比降低19.3%。
- 受华帝营收放缓影响，2020年1-9月行业营收增速降低至-8.3%，净利润同比降低至-7.1%。

厨电零售渠道销售额降低10.9%



行业营收负增长，业内公司增速分化

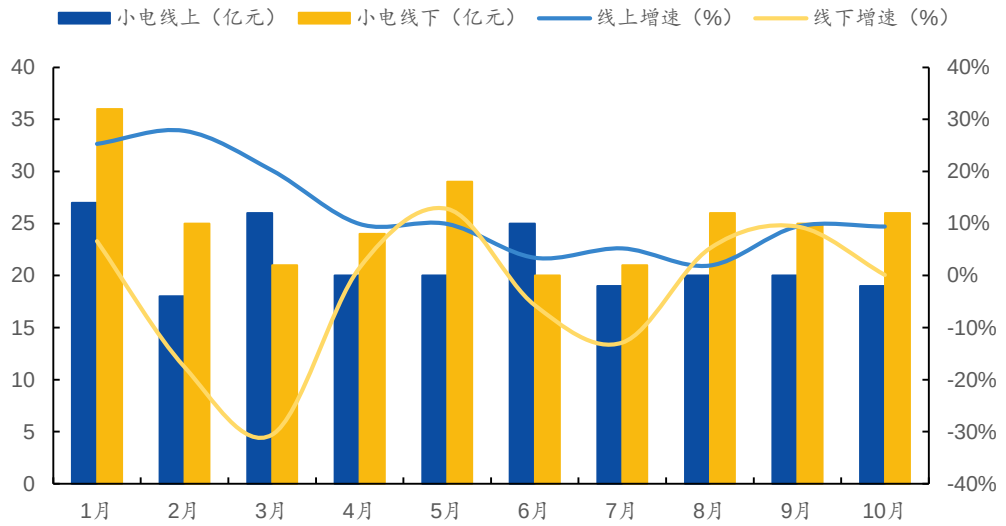


资料来源：Wind，奥维云网，国元证券研究所

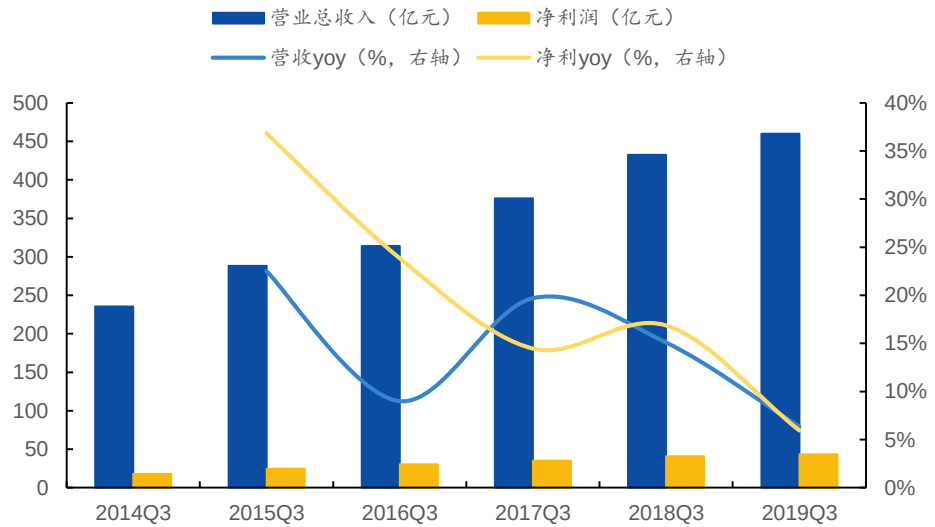
• 小电：行业整体下滑，疫情影响不同

- **2019年小电品类增速出现分化。**根据奥维云网推总数据，2019年1-10月小电（电饭煲、电磁炉、电压力锅、豆浆机、料理机、榨汁机、电水壶）零售额为460亿元，同比增长1.1%。微波炉零售额60亿元，同比持平；电烤箱零售额50亿元，同比提升6.4%；净化器营收69亿元，同比降低25.0%。
- **小电上市公司营收增速亦出现分化。**2019年1-9月行业营收同比增长6.3%，较去年降低8.7pct，净利润同比增长5.9%，较去年降低10.9pct。由于品类差异，各公司增速出现分化，新宝2020年1-9月营收同比增长33.5%，九阳股份营收同比增长13.2%，奥佳华同比增长24.6%，苏泊尔同比下滑10.7%。

小电2019年1-10月份营收微增1.1%



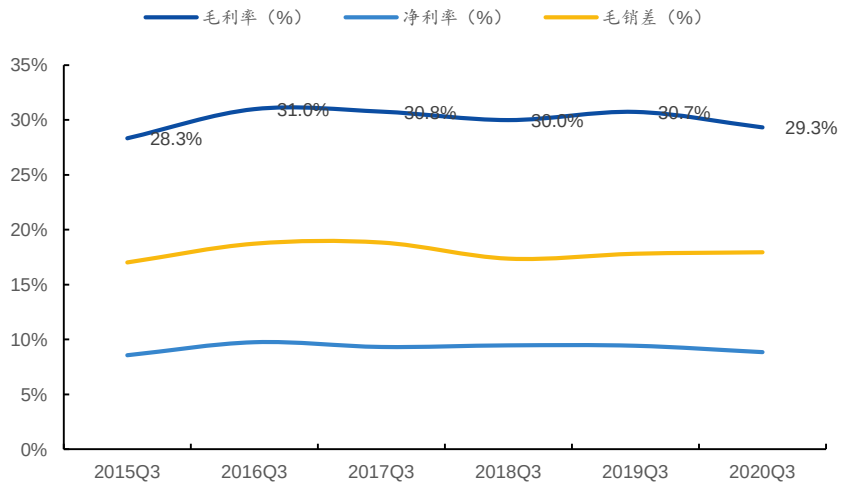
小电营收利润增速放缓



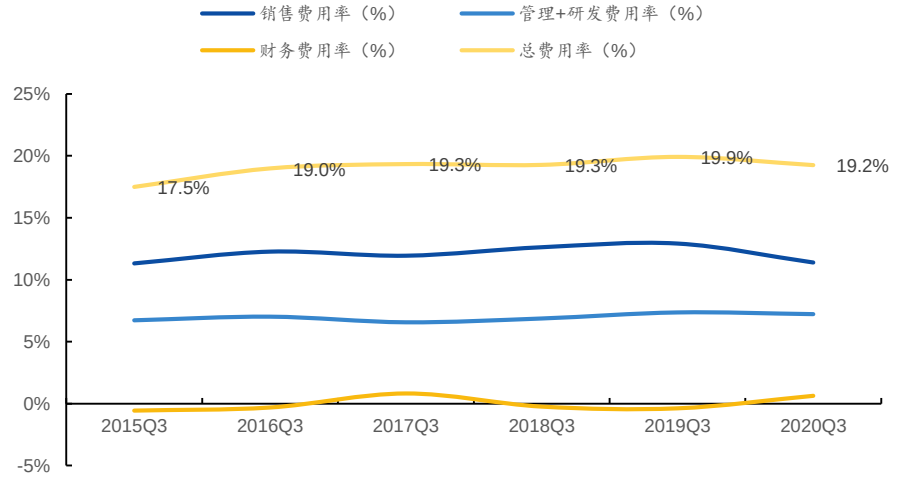
资料来源：Wind，奥维云网，国元证券研究所

- 小电：毛利率、费用率双降
  - 小家电毛利率同比降低1.4pct至29.3%，总体费用率由于销售费用率降低1.5pct，同比降低0.7pct至19.2%。

小电毛利率降低1.4pct



小电总费用率降低0.7pct



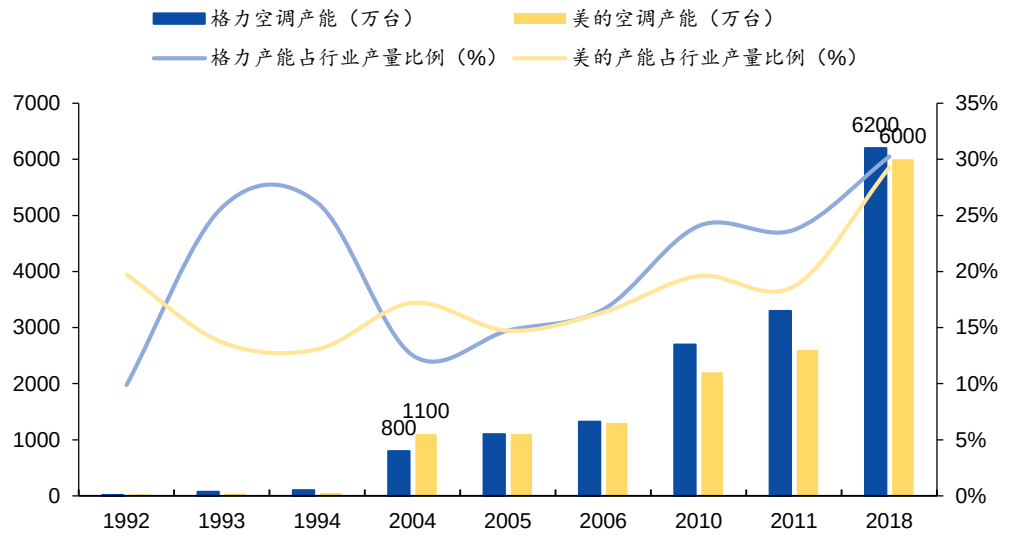
资料来源：Wind，国元证券研究所

- 第一部分：疫情影响已过，行业重回正增长
- 第二部分：营收下滑，三大白净利润占比提升
- 第三部分：强者恒强与个股分化
- 第四部分：投资策略

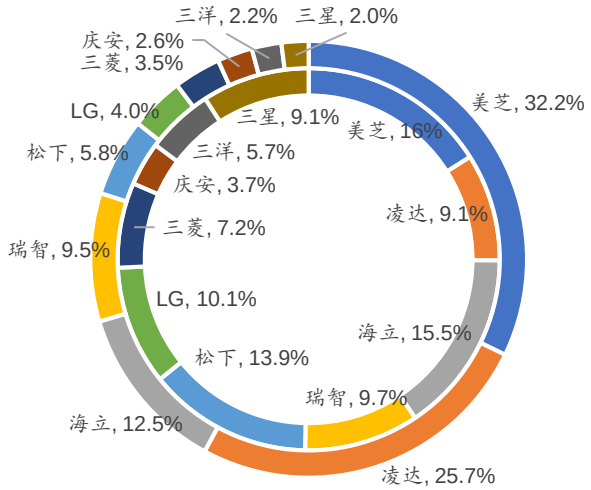
- **强者恒强延续**

- 行业龙头凭借其在企业发展中积淀的优势，将强者恒强。以白电为例，格力美的空调产能已达到全行业产能30%以及29%，已与行业第三拉开较大差距
- 美的格力在核心零部件上的布局也使得龙头优势延续。从目前主机厂情况来看，美的格力是行业中仅有的拥有全部核心零部件产能优势的公司，这使得格力美的在行业竞争中成本始终处于优势地位。

龙头产能逐渐提升



美芝与凌达逐渐成为压缩机行业龙头



资料来源：产业在线，国元证券研究所

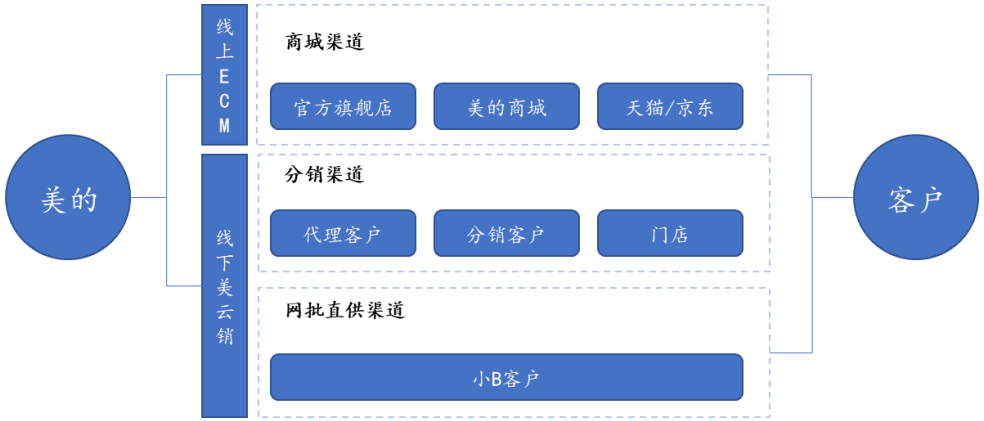
- **强者恒强延续**

- 格力美的逐渐完成渠道扁平化改造。格力于2019年开始大力开展数字化运营以及线上渠道布局。2020年，格力通过直播的方式重新梳理渠道网络。
- 美的已初步实现渠道扁平化构建。在“一盘货”以及“数字化2.0”初步搭建完毕的同时，美的渠道也初步实现扁平化构建。

直播带货已为格力带来273亿元收入

时间	地点	销售额（亿元）
2020.07.10	赣州	50.8
2020.08.01	洛阳	101.2
2020.09.19	桂林	11.8
2020.09.28	德州	22.2
2020.09.30	临沂	52.8
2020.10.18	澳门	9.1
2020.10.30	江宁	25.2
共计		273.1

美的已初步实现渠道扁平化构建

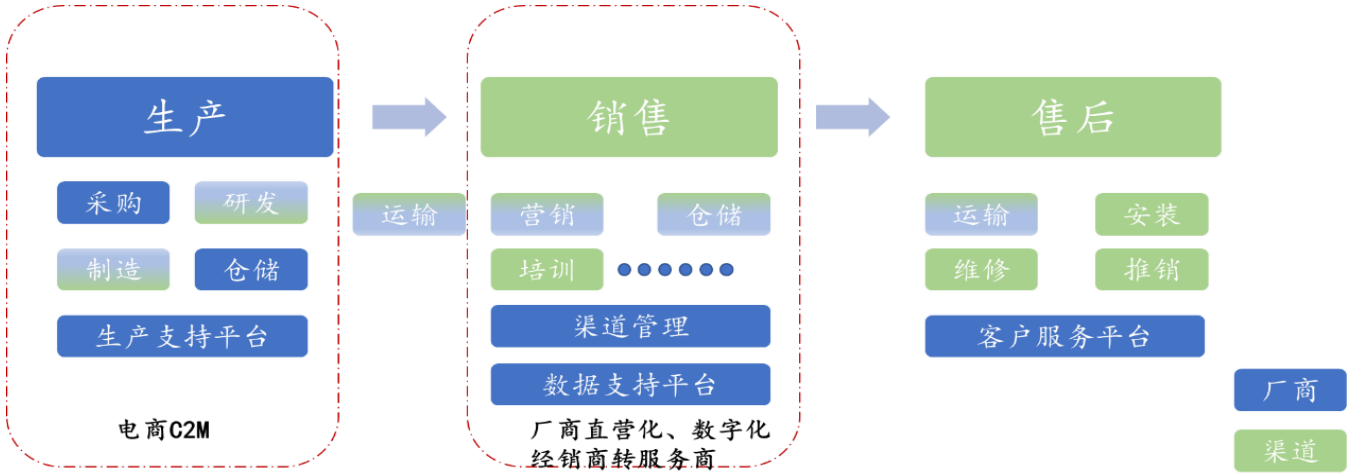


资料来源：格力公众号，国元证券研究所

- **数字化进程加速，个股分化开始**

- **在数字化时代获得更多产业链职能以及通过数据运用匹配消费者需求的企业将与其他企业产生分化。**互联网的渗透使得产业链数字化程度增加，分工更加细化和明晰。从生产、销售、运送到售后服务一条完整的产业链利润逐渐固定。同时，厂家和渠道的竞争也逐渐细化为对生产销售的各个细分环节职能的抢占。产业链溢价逐渐从品牌溢价向职能数量转移。行业竞争转向全产业链布局完善度以及对于客户、商品数据的收集、分析以及应用。

线上化进程使得此次渠道和厂商的竞争表现为对产业链职能的抢占



资料来源：国元证券研究所

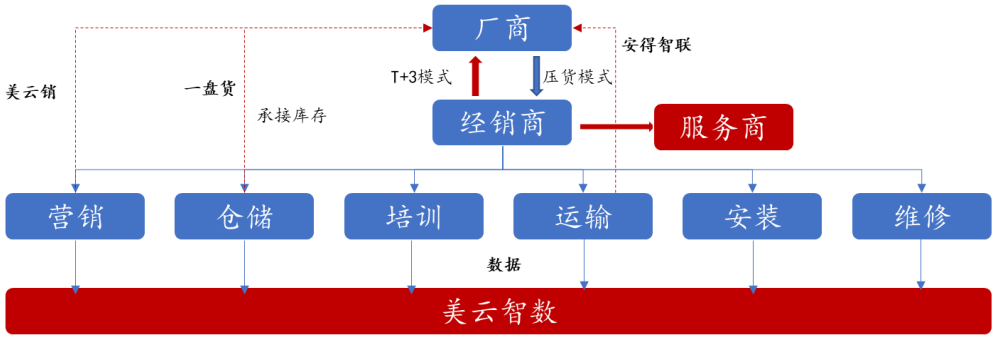
• 数字化进程加速，个股分化开始

- 渠道和工厂开始相互渗透；
- 阿里通过C2M以数据作为支撑，将业务切入到传统制造企业中；
- 美的通过“一盘货”、“美云销”、渠道扁平化布局，将传统经销商的仓储、运输以及部分营销职能收归体内。

随着产业链职能细分，渠道向传统生产业务渗透



在全产业链布局下，厂商将承接经销商部分职能



资料来源：犀牛智造官网，国元证券研究所

国元证券 GUOYUAN SECURITIES

- **数字化进程加速，个股分化开始**

- 随着产业链各个职能细分固定，行业龙头将加速“出圈”。龙头护城河或将获得外部溢价。格力依靠其制冷功底向新能源以及全屋管理发展；美的依靠其核心零部件业务向新能源企业业务扩张。

格力向新能源以及全屋管理发展

GREE

空气管理系统　健康管理系统　能源管理系统　安防管理系统　光照管理系统

美的核心零部件向新能源汽车拓展



资料来源：产业在线，国元证券研究所

- 第一部分：行业转型高质量发展
- 第二部分：子行业增速分化
- 第三部分：2020年的变与不变
- 第四部分：投资策略

- **行业龙头依然强者恒强。行业龙头集中现象将持续，行业龙头将保持稳健增长。同时，行业龙头通过积淀的行业优势价值重估以及更多产业链职能的获取，获得更广阔的发展空间。**行业龙头从家电巨擘成长为综合科技集团的过程会带来估值、业绩的双重增长。**建议积极关注美的集团、格力电器、海尔智家。**
- **个股独立行情或将开启。由于线上占比逐渐提升、线上渠道对于用户数据更全面的留存，个股将凭借其对数据分析，将产品、用户精准匹配获得独立增长。我们建议关注苏泊尔、荣泰健康、小熊电器、新宝股份、浙江美大、老板电器。**

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS			PE		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
000333	美的集团	增持	86.85	609842.97	3.60	3.71	4.13	24.12	23.42	21.04
000651	格力电器	增持	66.64	400888.31	4.11	3.17	3.58	16.21	17.11	16.10
600690	海尔智家	增持	26.97	177450.91	1.29	1.15	1.37	20.97	23.40	19.63
002032	苏泊尔	增持	69.89	57385.55	2.35	2.21	2.52	29.78	31.61	27.78
603579	荣泰健康	增持	33.08	4631.20	2.13	1.87	2.50	15.53	17.67	13.25
002959	小熊电器	增持	101.54	15840.24	2.68	2.99	3.74	37.86	19.46	15.54
002705	新宝股份	增持	42.15	33782.08	0.86	1.38	1.73	49.15	30.48	24.35
002677	浙江美大	增持	16.41	10601.71	0.71	0.83	0.94	23.11	19.83	17.46
002508	老板电器	增持	39.97	37932.49	1.68	1.82	1.96	23.79	21.94	20.38

风险提示

- 空调库存去化不及预期的风险；
- 房地产竣工回暖不及预期的风险；
- 出口业务大幅波动的风险。

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn