国元证券 GUOYUAN SECURITIES

耐用消费品与服装行业

策略报告

2020 年 12 月 01 日

强者恒强延续，个股分化之始

——2021 年家电行业年度策略

中性|维持

报告要点：

- **疫情影响已过，行业重回正增长**

受疫情影响，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%。居民消费在疫情过后增速逐步回暖，月度社零增速由 2020 年 2 月的-20.5%回升至 2020 年 10 月的 4.3%。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。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。行业资产质量保持稳定。行业类货币占比从 2015 年 Q3 的 32.3%提升 4.1pct 至 2020 年 Q3 的 36.4%，总借款由 2017 年 15.0%降低 2.9pct 至 12.1%。

- **行业营收下滑，三大白净利润占比提升**

2020 年前三季度家电大部分子行业营收净利润出现不同程度的下滑，仅小电营收及黑电、中游净利润保持增长态势。由于空调安装属性更强，此次受疫情影响高于冰箱洗衣机，空调占白电零售额比例由 2019 年 1-10 月 55.7%降低至 2020 年 1-10 月 51.9%；烟机、燃气灶增速出现分化，线上化趋势加强；小电行业整体下滑，疫情影响不同，洗碗机、微蒸烤复合机同比增长超过 25%。行业龙头集聚现象持续，格力、美的、海尔三大龙头营收占白电比重虽略有下滑但净利润比重提升至 115.1%，较上年提升 18.3pct。

- **2021 年：强者恒强与个股分化**

我们认为，**行业龙头凭借其在企业发展中积淀的优势，将强者恒强。**其次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。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。**

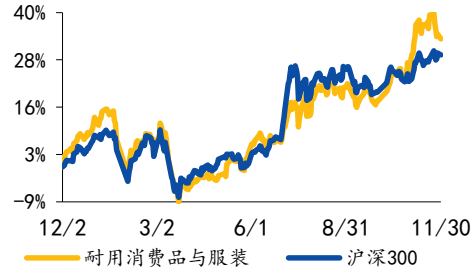
投资建议

我们认为 2021 年有两条主要投资路径：1.行业龙头依然强者恒强。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。建议积极关注**美的集团、格力电器、海尔智家**；2. 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。**

风险提示

空调库存去化不及预期，房地产竣工回暖不及预期，出口业务大幅波动。

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-空调行业深度报告之二：全产业链竞争铸就龙头深厚壁垒》2020.11.19

《国元证券行业研究-空调行业深度报告之一：长期增长可期，新增市场迁移》2020.07.26

报告作者

分析师　邢瀚文
执业证书编号　S0020520010001
电话　021-51097188-1833
邮箱　xinghanwen@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

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

资料来源：Wind，国元证券研究所，截至 2020 年 11 月 30 日收盘

目 录

1.疫情影响已过，行业重回正增长 6
1.1 居民可支配收入增速下滑，家电增速逐步转正 6
1.2 两头挤压，现金流大幅下降 8
1.3 行业涨幅超过上证 50，细分结构出现分化 11
2.营收下滑，三大白净利润占比提升 12
2.1 白电：渠道变化加速，龙头集中度持续提升 13
2.1.1 空调：价格战影响消退 13
2.1.2 冰箱：销量由负转正，市场均价回升 15
2.1.3 洗衣机：销量下滑，龙头优势凸显 16
2.1.4 行业增速回落，龙头占比提升 17
2.2 厨电：烟灶分化，盈利能力减弱 20
2.3 小电：行业整体下滑，疫情影响不同 22
3.2021 年：强者恒强与个股分化 24
3.1 强者恒强延续 24
3.2 数字化进程加速，个股分化开始 26
4.投资策略 29
5.重点公司评述 29
6.风险提示 32

图表目录

图 1：疫情影响居民人均可支配收入增速降低 6
图 2： 10 月社零总额已经转正 6
图 3：限额以上家电增速回到之前增长平台 7
图 4：2020 年 1-9 月中国家电分品类零售额规模 7
图 5：2020 年行业净利率大幅下滑 8
图 6：毛利率下降 2.4pct 8
图 7：总费用率降低 0.9pct 8
图 8：2020 年主要原材料回到 18 年初水平 9
图 9：经营活动现金流净额大幅下降 9
图 10：提供商品收到现金流增速低于购买支付现金流 9
图 11：家电上市公司资产结构保持稳定 10
图 12：类货币资金增长回落 10
图 13：货币资金提升交易性金融资产回落 10
图 14：总体借款保持稳定 11
图 15：长短期借款结构持续提升 11
图 16：年初至今中信家电指数涨幅排名全行业第十一 11
图 17：家电行业市盈率由年初 21 提升至 29 12
图 18：家电企业涨幅出现分化 12

图 19：绝大部分子行业营收均出现下滑 13
图 20：绝大部分子行业净利润均出现下滑 13
图 21：空调行业 2020 年 1-10 月份增速同比降低 8.3% 14
图 22：2020 年 8 月行业均价回到 2019 年同期水平 14
图 23：2020 年 1-10 月空调零售额同比降低 22.8% 15
图 24：空调库存回到高水位 15
图 25：2020 年 1-10 月冰箱销售量同比提升 5.2% 16
图 26：2020 年 8 月冰箱市场均价提升 9.2% 16
图 27：2020 年 1-10 月洗衣机销售量同比降低 7.4% 17
图 28：洗衣机市场均价同比提升 4.9% 17
图 29：白电行业营收净利均出现下滑 18
图 30：白电行业毛利率下降 3.3pct 18
图 31：白电行业总体费用率降低 1.2pct 18
图 32：白电行业经营性现金流降低 50.3% 19
图 33：白电行业资产质量保持稳定 19
图 34：白电行业应收应付票据占比降低 19
图 35：白电行业借款同比提升 4.8% 19
图 36：三大白利润占比大幅提升 20
图 37：2020 年 1-10 月油烟机销量同比减少 6.7% 20
图 38：2020 年 1-10 月燃气灶销量同比增加 2.6% 20
图 39：厨电零售渠道销售额降低 10.9% 21
图 40：行业营收负增长，业内公司增速分化 21
图 41：厨电利润率略微下降 22
图 42：厨电行业费用率下降 22
图 43：经营活动产生现金流净额大幅降低 22
图 44：购买与支付现金增速出现差异 22
图 45：小电 2020 年 1-10 月份营收降低 15.8% 23
图 46：小电营收利润增速放缓 23
图 47：毛利率降低 1.4pct 24
图 48：总费用率降低 0.7pct 24
图 49：经营性现金流净额大幅提升 24
图 50：货币类资金大幅增长 24
图 51：龙头产能逐渐提升 25
图 52：美芝与凌达逐渐成为压缩机行业龙头（08 年内环、17 年外环） 25
图 53：公司已初步实现渠道扁平化构建 26
图 54：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 27
图 55：随着产业链职能细分，渠道向传统生产业务渗透 27
图 56：在全产业链布局下，厂商将承接经销商部分职能 28
图 57：美的集团通过数字化增强全产业链布局 28
图 58：格力向新能源以及全屋管理发展 28
图 59：美的核心零部件向新能源汽车拓展 29

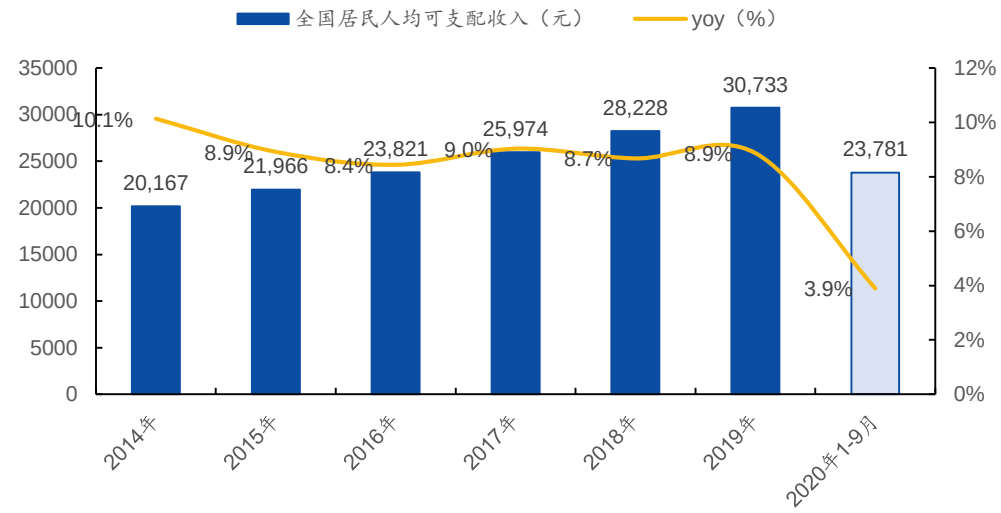
表 1：直播带货已为格力带来 273 亿元收入 26

1.疫情影响已过，行业重回正增长

1.1 居民可支配收入增速下滑，家电增速逐步转正

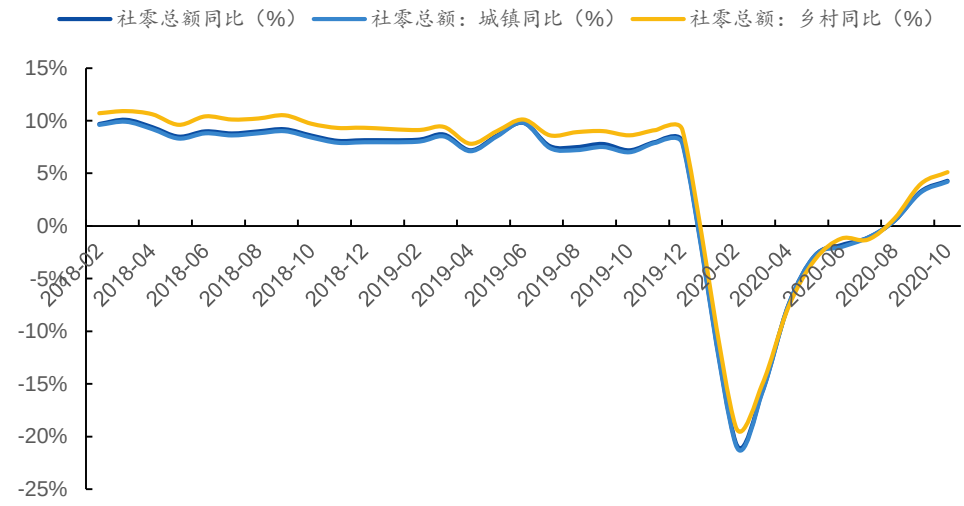
受疫情影响，2020 年前三季度全国居民可支配收入增速下滑，人均可支配收入达到 23781 元，同比增长 3.9%。居民消费在疫情过后增速逐步回暖，月度社零增速由 2020 年 2 月的-20.5%回升至 2020 年 10 月的 4.3%。

图 1：疫情影响居民人均可支配收入增速降低



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

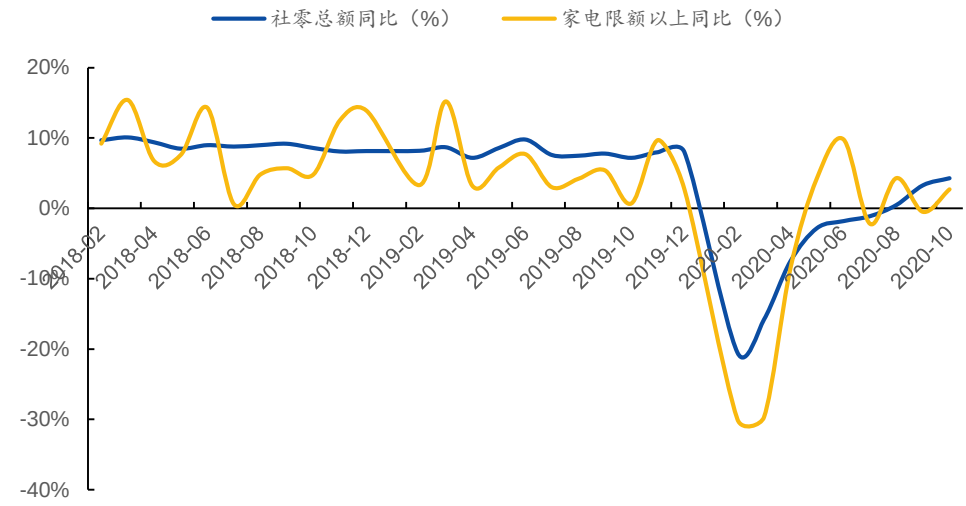
图 2： 10 月社零总额已经转正



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。

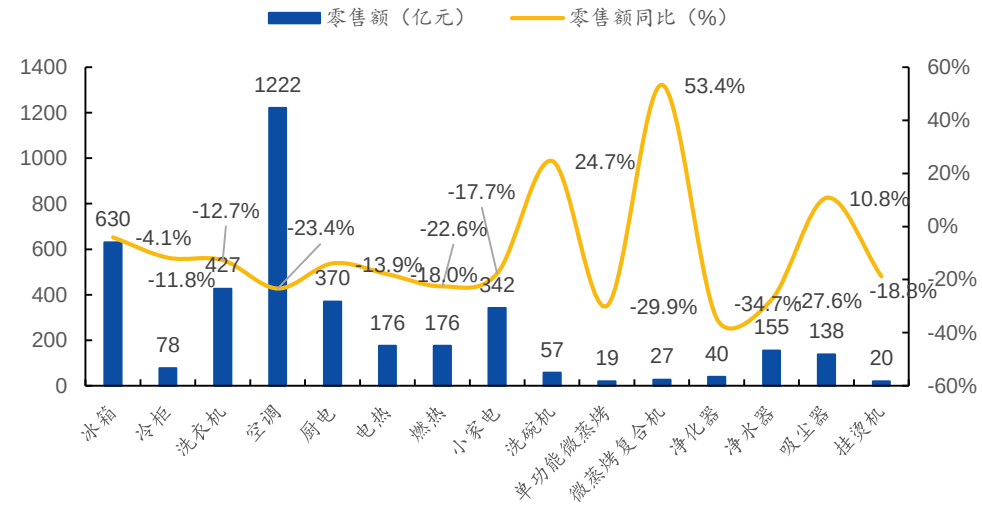
图 3：限额以上家电增速回到之前增长平台



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

分品类来看，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%。

图 4：2020 年 1-9 月中国家电分品类零售额规模

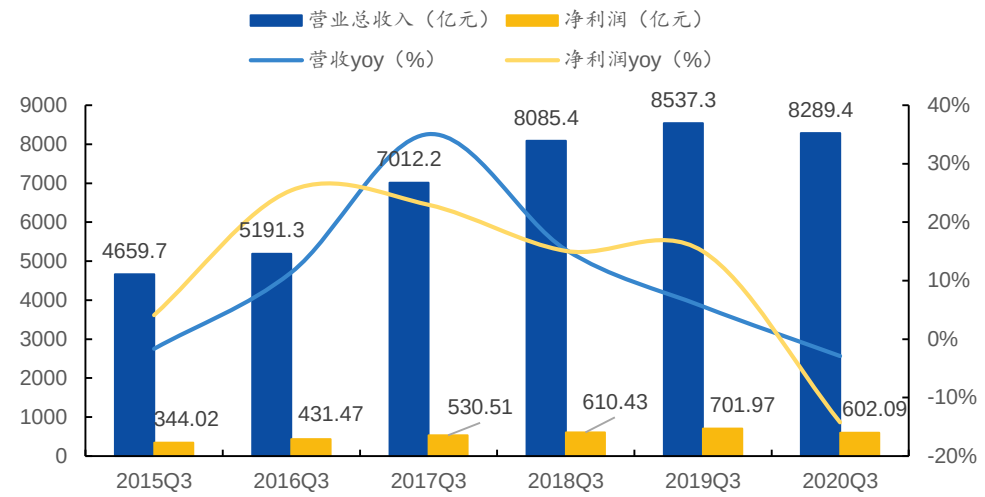


资料来源：奥维云网，国元证券研究所

1.2 两头挤压，现金流大幅下降

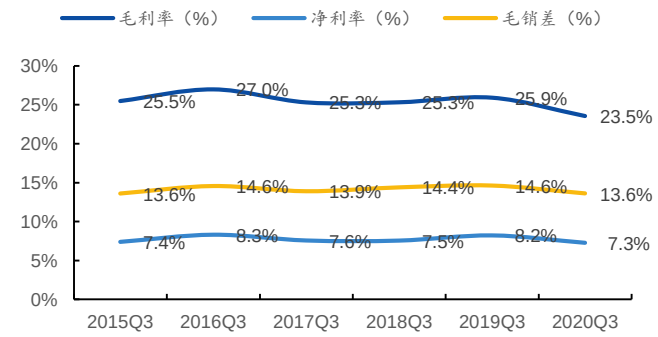
家电上市公司营收继续维持高于行业增速的增长。从 2020 年行业三季报情况来看，家电行业营收 8289.4 亿元，同比降低 2.9%，净利润 602.1 亿元，同比降低 14.2%。由于原材料价格上升，行业毛利率同比下降 2.4pct 至 23.5%，行业净利率降低 0.9pct 至 7.3%。整体费用率受销售费用率降低 1.4pct、管理+研发费用率提升 0.3pct 的影响，降低 0.9pct 达到 16.1%。

图 5：2020 年行业净利率大幅下滑



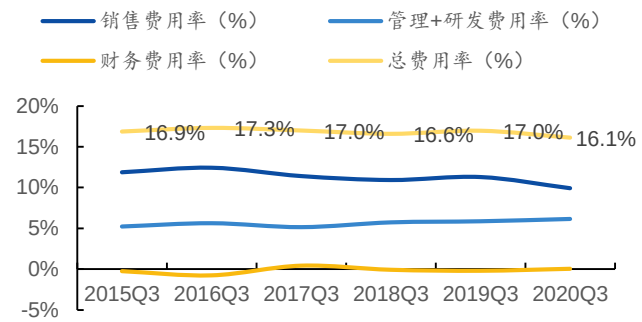
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：毛利率下降 2.4pct



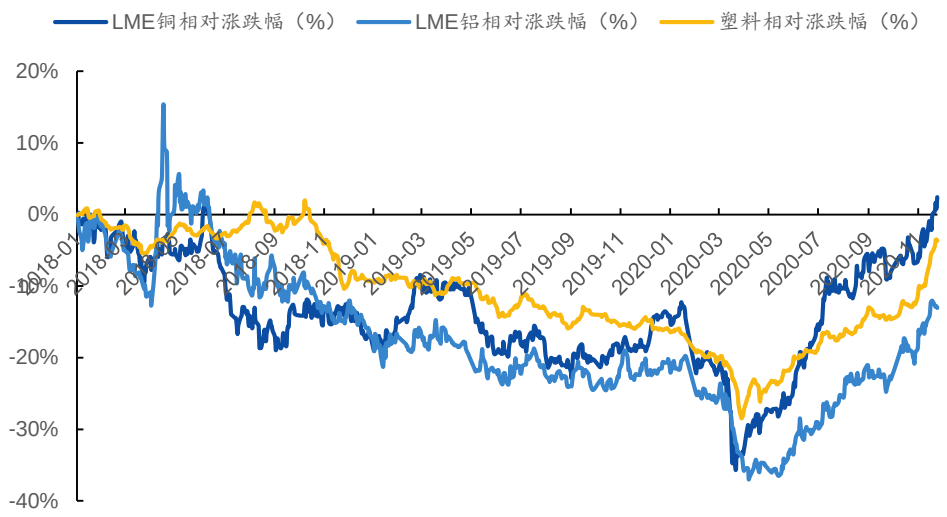
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：总费用率降低 0.9pct



资料来源：Wind，国元证券研究所

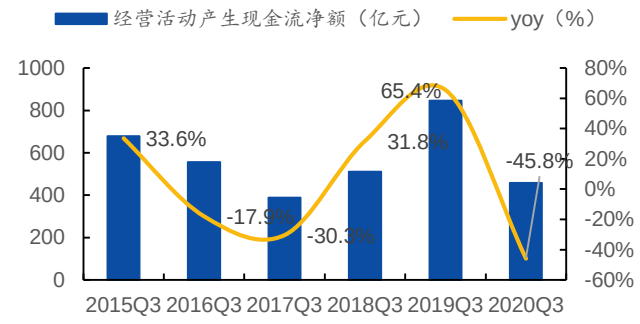
图 8：2020 年主要原材料回到 18 年初水平



资料来源：Wind，国元证券研究所

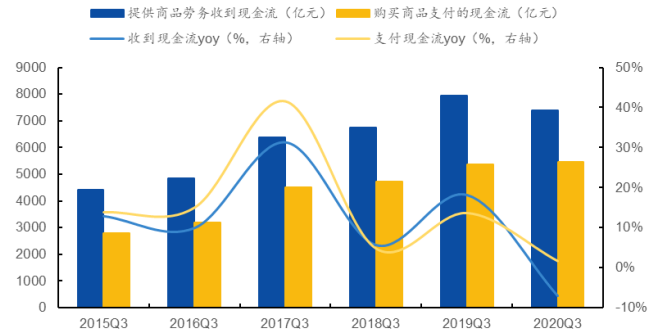
受盈利能力与原材料价格两头挤压，经营活动净现金流大幅下降。2020 年前三季度，家电行业提供商品劳务收到现金流 7392.3 亿元，同比降低 7.0%；购买商品支付现金流 5462.2 亿元，同比提升 1.6%。这使得经营活动产生现金流净额大幅降低 45.8%至 457.9 亿元。

图 9：经营活动现金流净额大幅下降



资料来源：Wind，国元证券研究所

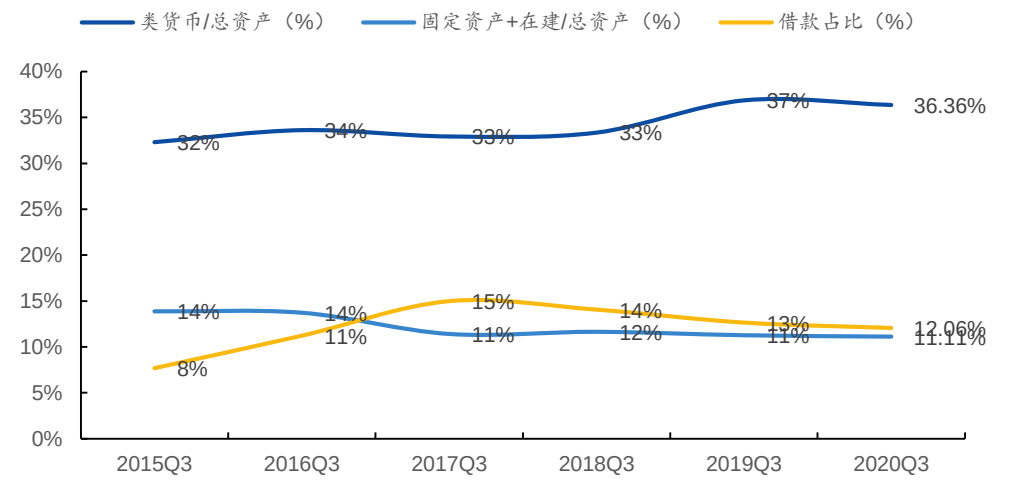
图 10：提供商品收到现金流增速低于购买支付现金流



资料来源：Wind，国元证券研究所

行业资产质量保持稳定。行业类货币占比从 2015 年 Q3 的 32.3%提升 4.1pct 至 2020 年 Q3 的 36.4%，总借款由 2017 年 15.0%降低 2.9pct 至 12.1%。随着行业格局逐渐稳定，行业固定资产+在建工程占比则持续走低，从 2015 年 Q3 的 13.9%降低至 2020 年 Q3 的 11.1%。

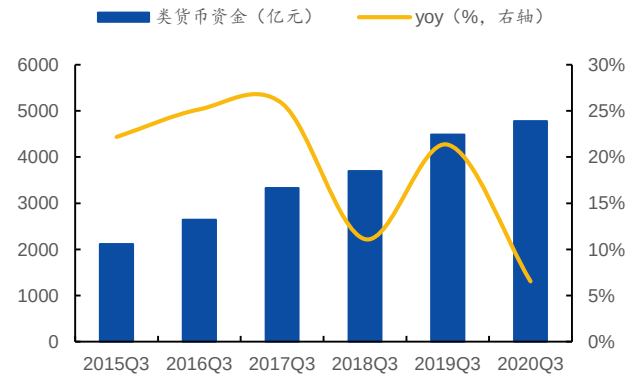
图 11：家电上市公司资产结构保持稳定



资料来源：Wind，国元证券研究所

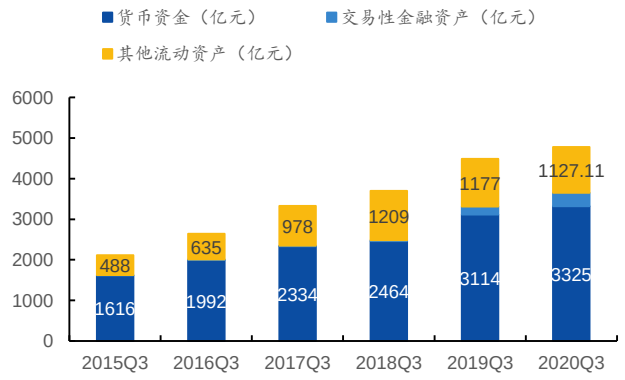
细分来看，2020 年前三季度的类货币增量主要来自于货币资金以及交易性金融资产，分别同比提升 6.8%以及 67.3%。其他流动资产规模较去年同期减少 4.2%至 1127.1 亿元。行业借款自 2017 年大幅提升后保持稳定。2020 年 Q3，行业总体借款达到 1585.4 亿元，较去年同期增长 3.0%。借款结构逐继续维持由短变长，长期借款占比由 2015 年 Q3 的 10.4%提升至 2020 年 Q3 的 43.0%。

图 12：类货币资金增长回落



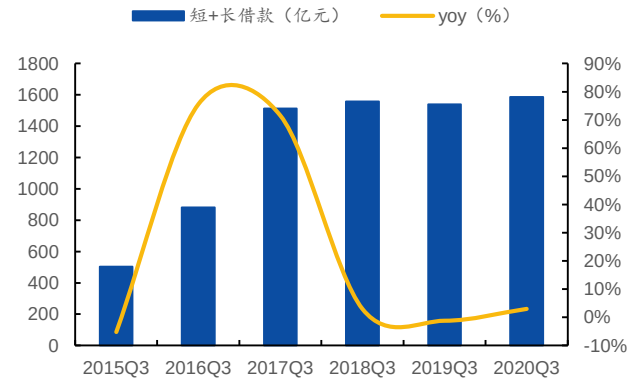
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：货币资金提升交易性金融资产回落



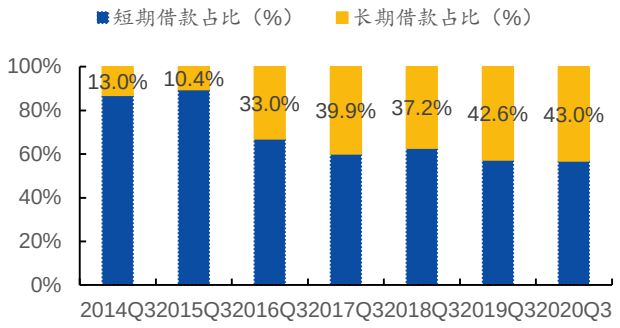
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 14：总体借款保持稳定



资料来源：Wind,国元证券研究所

图 15：长短期借款结构持续提升

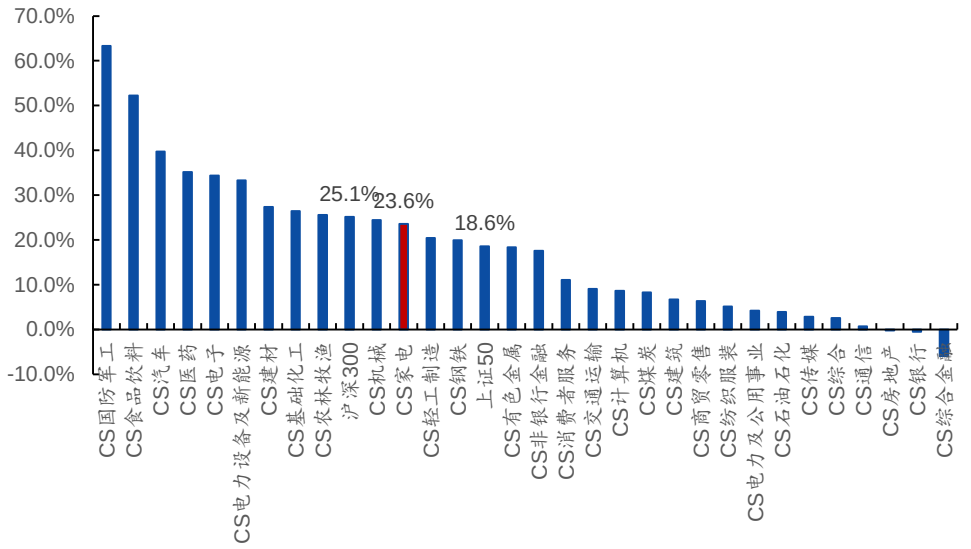


资料来源：Wind,国元证券研究所

1.3 行业涨幅超过上证 50，细分结构出现分化

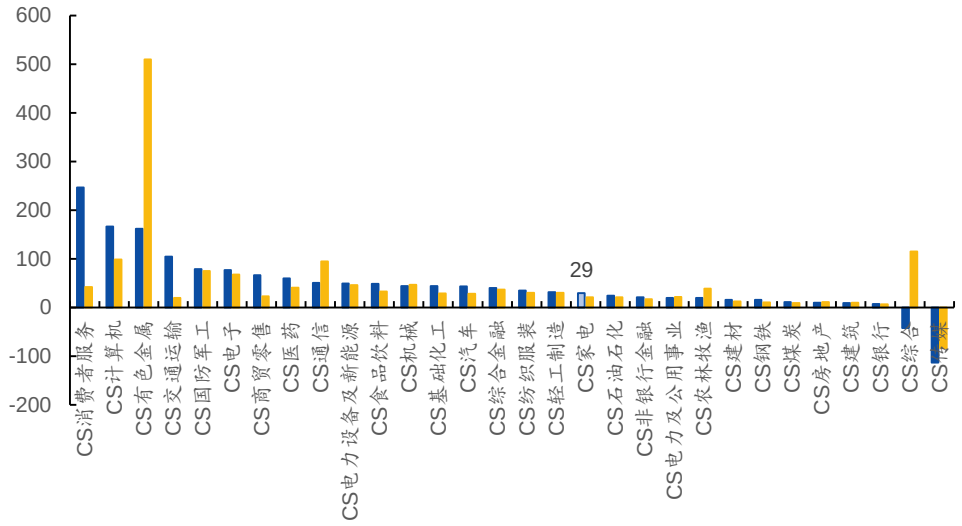
家电行业增速较 2019 年环比略有下滑，截止 2020 年 11 月 27 日涨幅达到 23.6%，位列全行业涨幅第十一。行业市盈率（TTM，整体法）由年初的 21 增长至 2020 年 11 月 27 日的 29。

图 16：年初至今中信家电指数涨幅排名全行业第十一



资料来源：Wind，国元证券研究所，截至 2020 年 11 月 27 日收盘

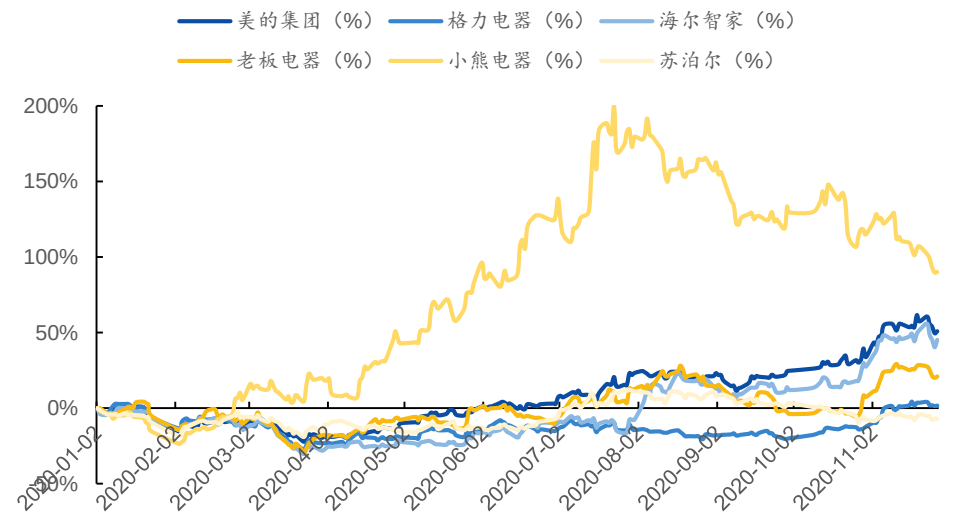
图 17：家电行业市盈率由年初 21 提升至 29



资料来源：Wind，国元证券研究所，截至 2020 年 11 月 27 日收盘

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。

图 18：家电企业涨幅出现分化



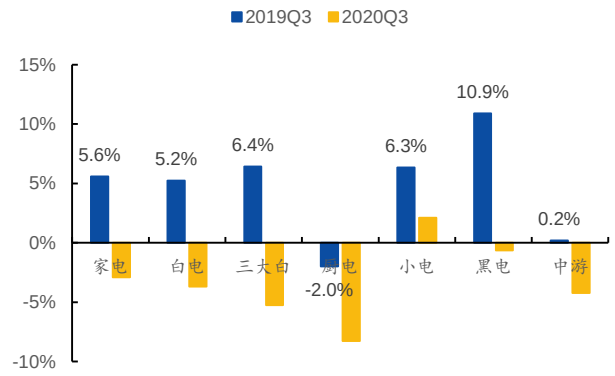
资料来源：Wind，国元证券研究所，截至 2020 年 11 月 27 日收盘

2.营收下滑，三大白净利润占比提升

分行业来看，2020 年前三季度家电大部分子行业营收净利润出现不同程度的下滑，仅小电营收及黑电、中游净利润保持增长态势。白电营收增速由 5.2%下滑至-3.7%，

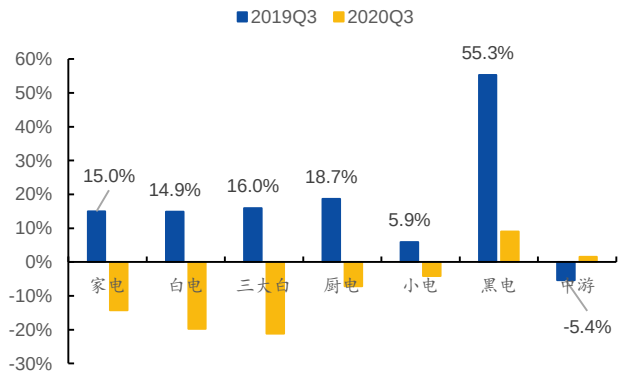
净利润增速由 14.9%下滑至-19.7%；厨电营收增速由-2.0%下滑至-8.3%，净利润增速由 18.7 下滑至-7.1%；小电营收增速由 6.3%下滑至 2.1%，净利润增速降低至-4.1%；黑电营收增速由 10.9%降低至-0.7%，净利润增速由 55.3%下滑至 9.1%；中游行业营收增速由 0.2%降低至-4.2%，净利润增速由-5.4%提升至 1.6%。

图 19：绝大部分子行业营收均出现下滑



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 20：绝大部分子行业净利润均出现下滑



资料来源：Wind，国元证券研究所

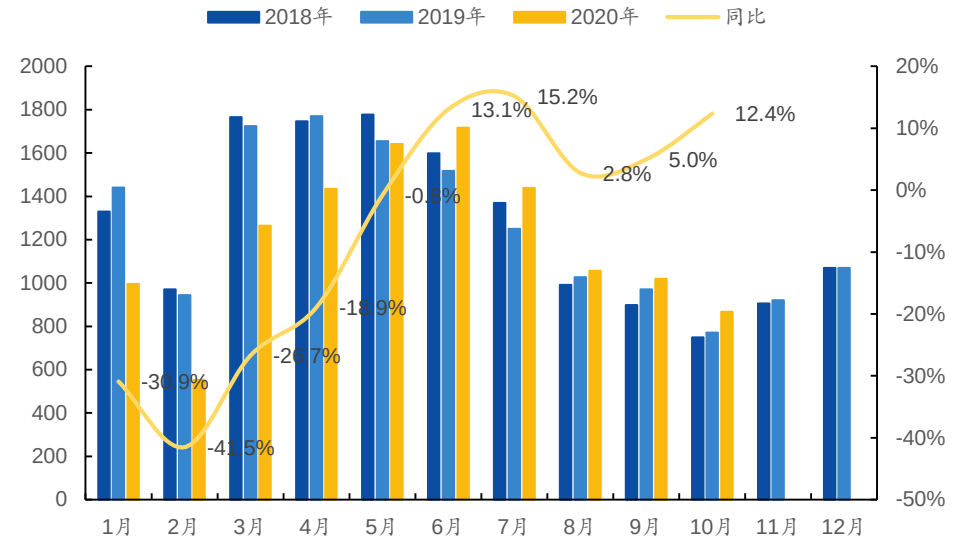
2.1 白电：渠道变化加速，龙头集中度持续提升

由于空调安装属性更强，此次受疫情影响高于冰箱洗衣机，这使得空调占空冰洗零售额比例由 2019 年 1-10 月 55.7%降低至 2020 年 1-10 月 51.9%。虽然 2020 年空调行业价格战影响逐渐消退，但在疫情影响下，零售额同比降低 22.8%，这使得白电行业整体增速放缓。

2.1.1 空调：价格战影响消退

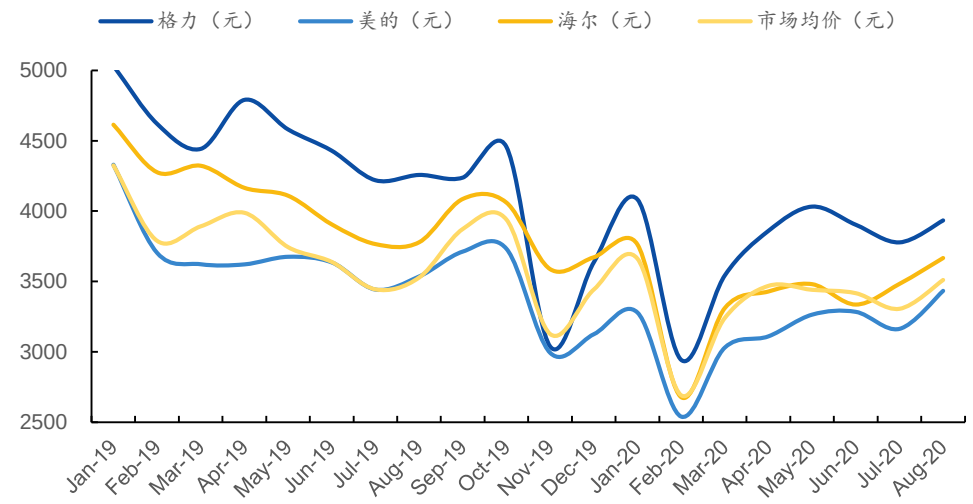
2020 年 1-10 月，空调行业销量 1.19 亿台，同比降低 8.3%，其中内销 6879 万台，同比降低 14.6%，外销 5109 万台，同比增长 1.9%。此外，受原材料价格提升和以及价格战逐渐消退影响，空调产品均价回升至 2019 年同期水平。

图 21：空调行业 2020 年 1-10 月份增速同比降低 8.3%



资料来源：产业在线，国元证券研究所

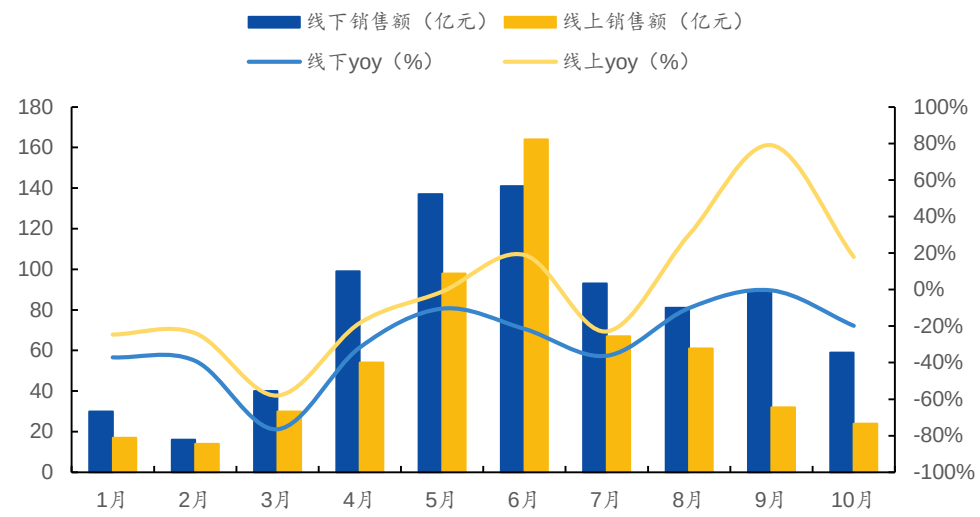
图 22：2020 年 8 月行业均价回到 2019 年同期水平



资料来源：中怡康，国元证券研究所

根据奥维云网推总数据，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%。

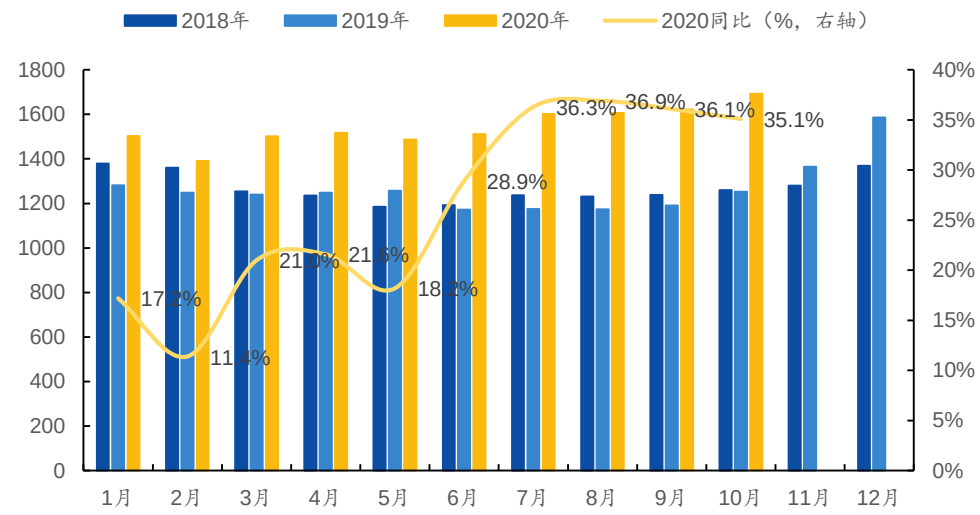
图 23：2020 年 1-10 月空调零售额同比降低 22.8%



资料来源：奥维云网，国元证券研究所

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%。

图 24：空调库存回到高水位

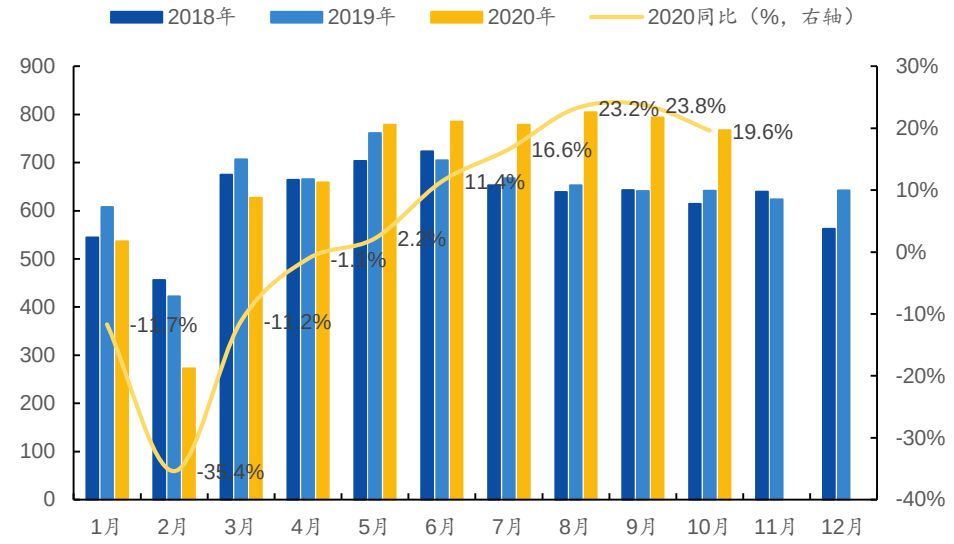


资料来源：产业在线，国元证券研究所

2.1.2 冰箱：销量由负转正，市场均价回升

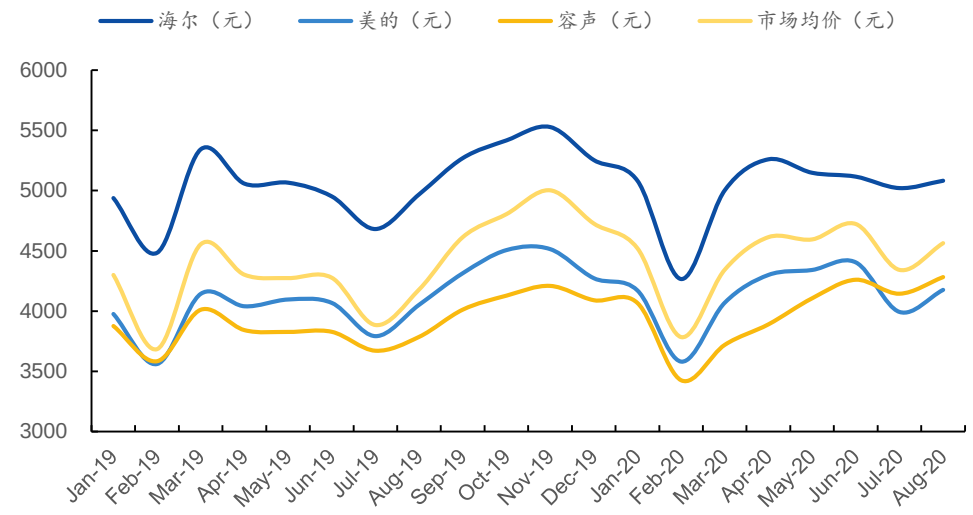
冰箱行业结束去年的销量负增长，在 2020 年 1-10 月份同比提升 5.2%。受疫情影响，冰箱行业靠外销拉动的趋势加强。2020 年 1-10 月份冰箱外销同比增长 16.4%，内销同比降低 3.9%。根据中怡康统计，2020 年 8 月冰箱市场价格同比提升 9.2%，产品提价延续。行业龙头海尔、美的分别提价 2.3%以及 3.1%。

图 25：2020 年 1-10 月冰箱销售量同比提升 5.2%



资料来源：产业在线，国元证券研究所

图 26：2020 年 8 月冰箱市场均价提升 9.2%

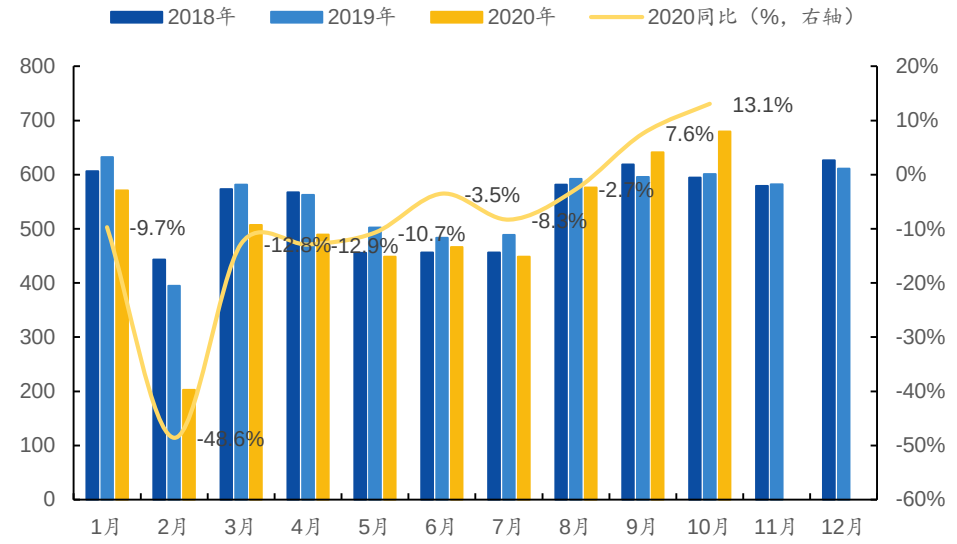


资料来源：中怡康，国元证券研究所

2.1.3 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%。

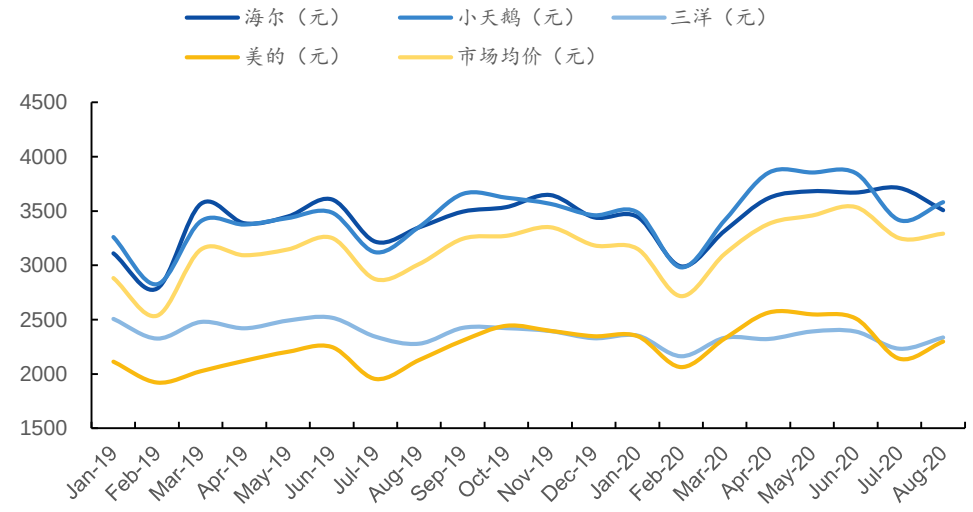
图 27：2020 年 1-10 月洗衣机销售量同比降低 7.4%



资料来源：产业在线，国元证券研究所

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%。

图 28：洗衣机市场均价同比提升 4.9%

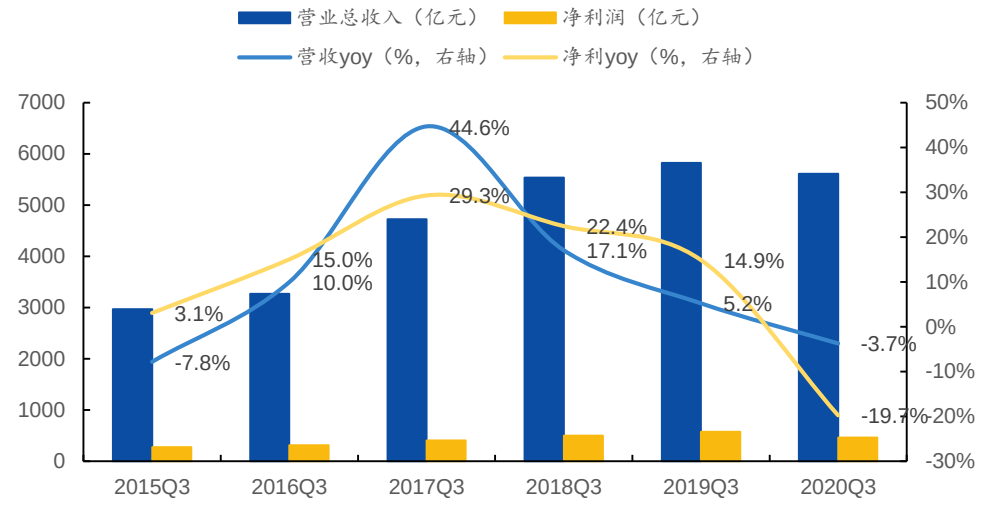


资料来源：中怡康，国元证券研究所

2.1.4 行业增速回落，龙头占比提升

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。

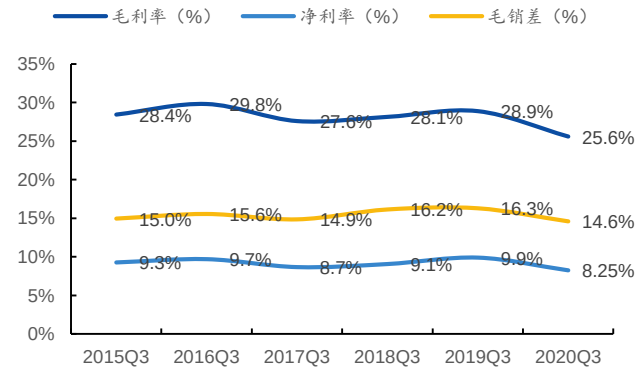
图 29：白电行业营收净利均出现下滑



资料来源：Wind，国元证券研究所

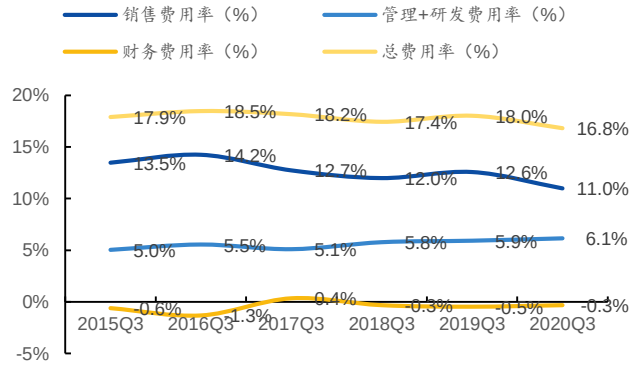
拆分来看，行业毛利率较去年同期降低 3.3pct 至 25.8%，行业净利率降低 1.6pct 至 8.3%。总体费用率受销售费用率降低 1.6pct、管理+研发费用率提升 0.2pct 以及财务费用率提升 0.1pct 的影响，降低至 16.8%。

图 30：白电行业毛利率下降 3.3pct



资料来源：Wind，国元证券研究所

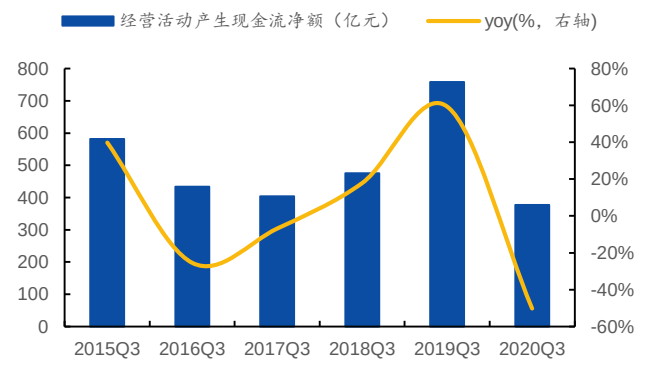
图 31：白电行业总体费用率降低 1.2pct



资料来源：Wind，国元证券研究所

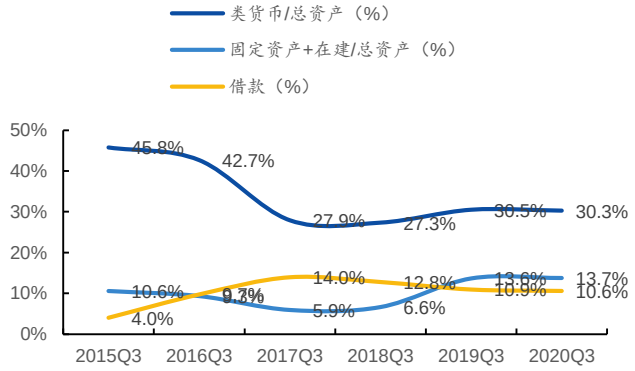
行业资产质量保持稳定，现金流量大幅下降。2020Q3 行业经营活动产生现金流净额 376.7 亿元，同比降低 50.3%。行业类货币占比微降 0.2pct 至 30.3%。借款占比降低 0.3pct 至 10.6%。但值得注意的是，受财务计量影响，应收票据占比由 2019Q3 的 60.1%降低至 2020Q3 的 27.0%，应付票据占比由 2019Q3 的 43.6%降低至至 2020Q3 的 37.9%。

图 32：白电行业经营性现金流降低 50.3%



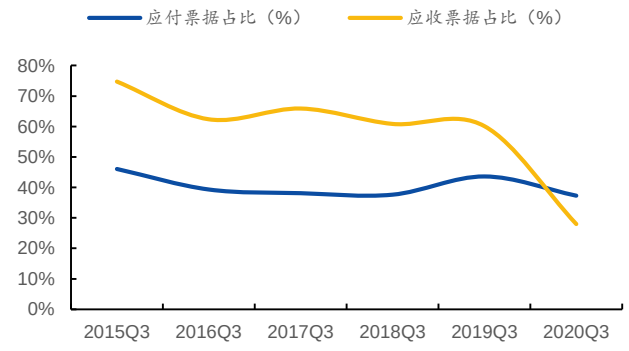
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 33：白电行业资产质量保持稳定



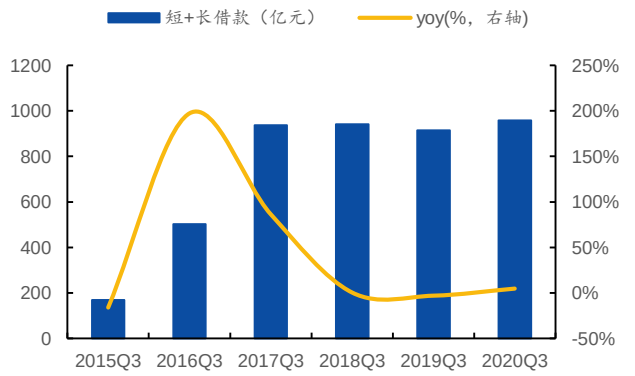
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 34：白电行业应收应付票据占比降低



资料来源：Wind，国元证券研究所

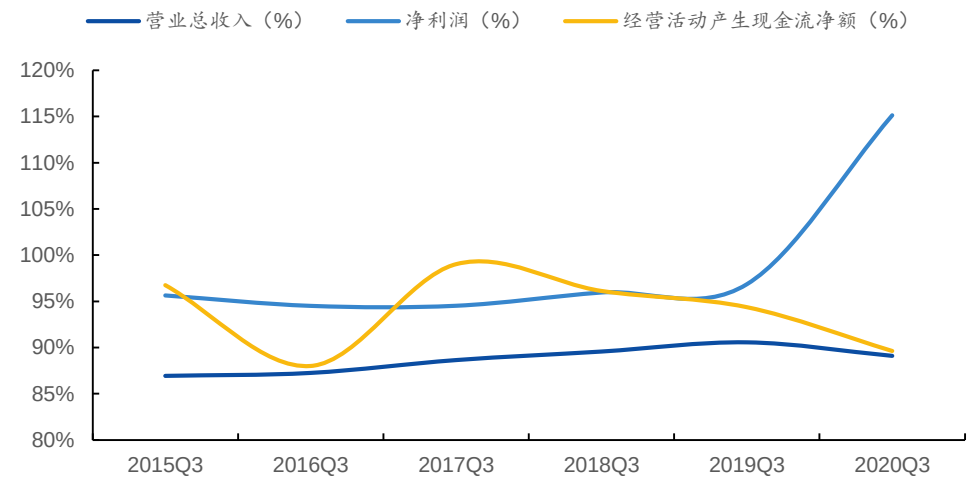
图 35：白电行业借款同比提升 4.8%



资料来源：Wind，国元证券研究所

2020 年前三季度，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。

图 36：三大白利润占比大幅提升

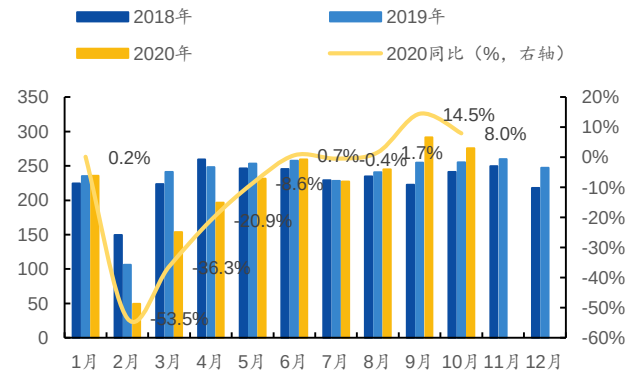


资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 厨电：烟灶分化，盈利能力减弱

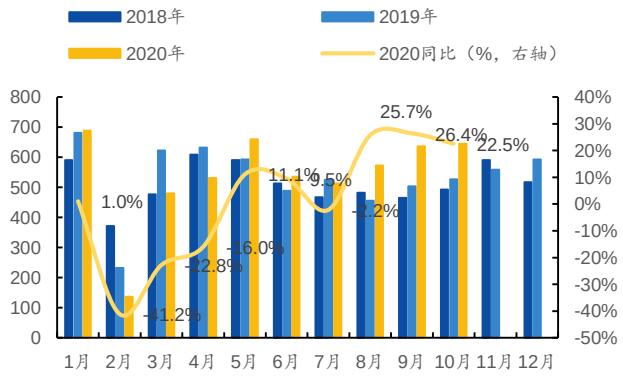
受疫情影响，烟机、燃气灶增速出现分化。2020 年 1-10 月份，行业油烟机销量 2165.5 万台，同比降低 6.7%，较去年同期降低 9.0pct；燃气灶销量 5397.9 万台，同比增长 2.6%，较去年同期降低 1.4pct。厨电线上化趋势加强。根据奥维云网统计，2020 年 1-10 月厨电零售额 434 亿元，同比降低 10.9%，其中线上销售规模 148 亿元，同比提升 11.8%，线下销售规模 286 亿元，同比降低 19.3%。

图 37：2020 年 1-10 月油烟机销量同比减少 6.7%



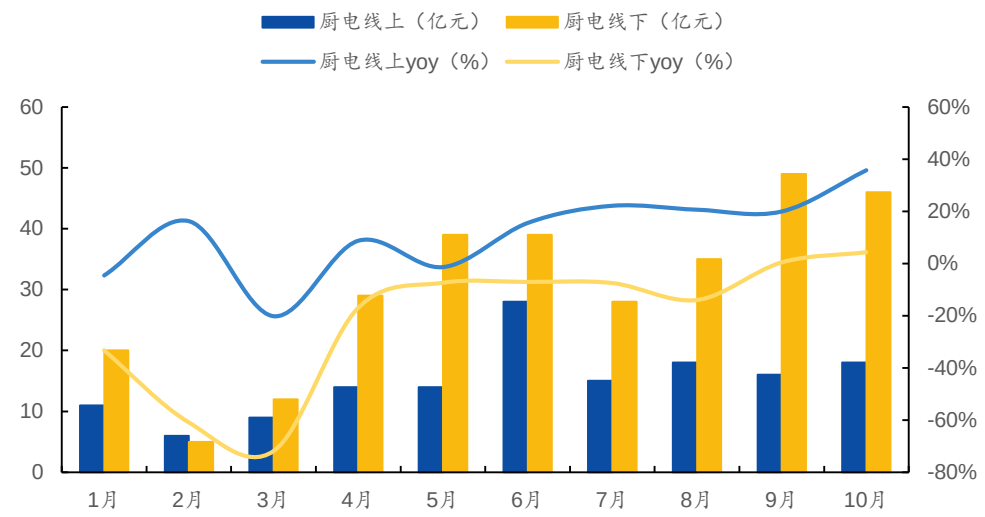
资料来源：产业在线，国元证券研究所

图 38：2020 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

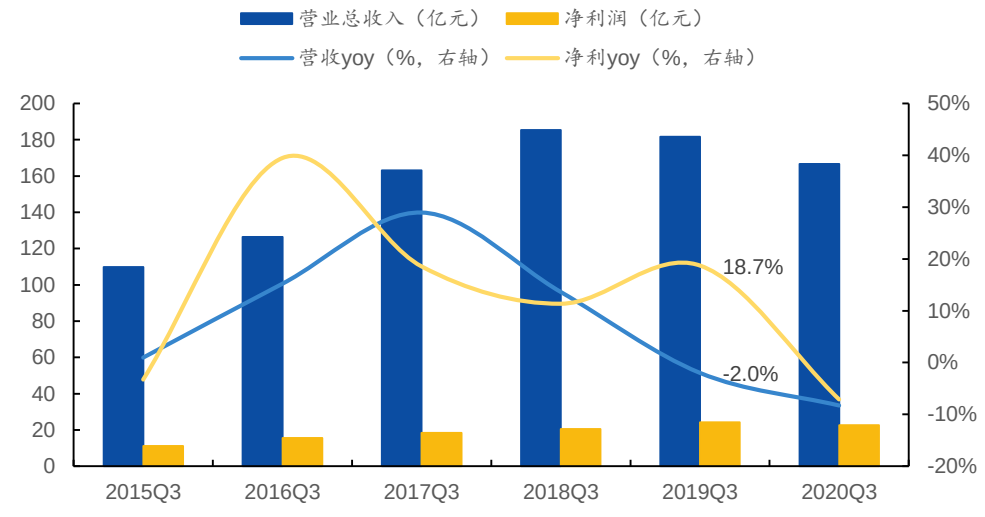
图 39：厨电零售渠道销售额降低 10.9%



资料来源：奥维云网，国元证券研究所

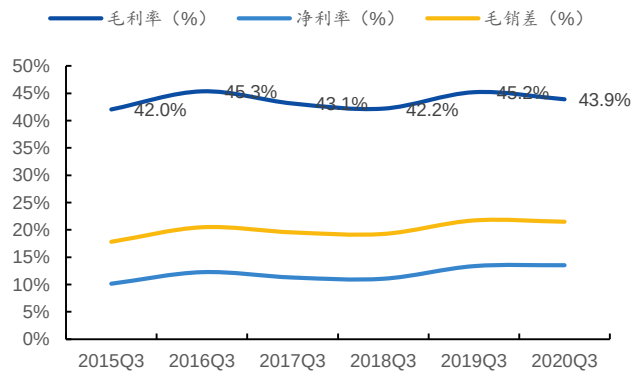
受华帝营收放缓影响，2020 年 1-9 月行业营收增速降低至-8.3%，净利润同比降低至-7.1%。行业毛利率同比降低 1.3pct 至 43.9%，净利率降低 0.2pct 至 21.5%。行业费用率下降 1.3pct 至 28.7%。其中，销售费用率同比降低 1.1pct 至 22.4%，管理+研发费用率同比降低 0.2pct 至 6.8%。由于购买商品支付的现金流同比提升 7.6%，提供商品劳务收到现金流降低 3.7pct 至-6.0%，行业经营活动产生现金流同比降低 31.0%。

图 40：行业营收负增长，业内公司增速分化



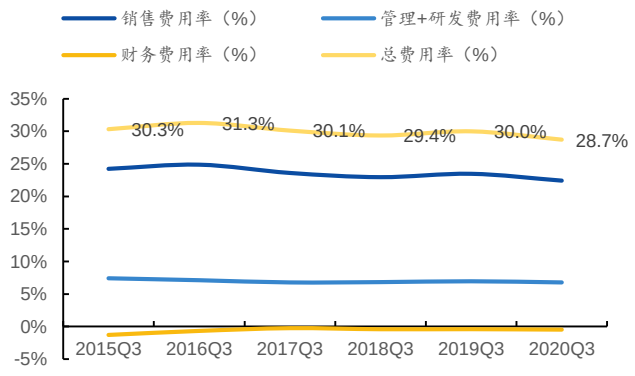
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 41：厨电利润率略微下降



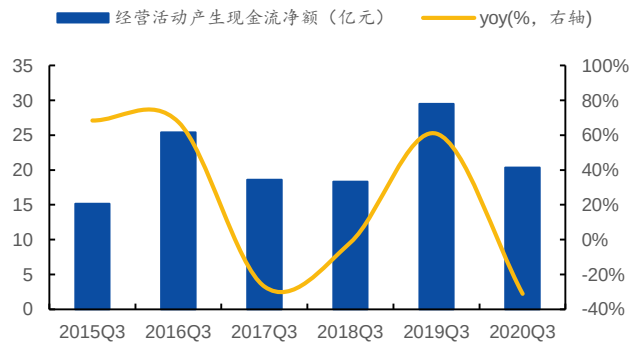
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 42：厨电行业费用率下降



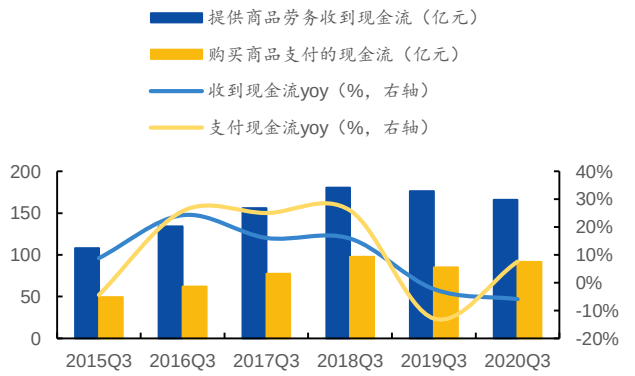
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 43：经营活动产生现金流净额大幅降低



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 44：购买与支付现金增速出现差异

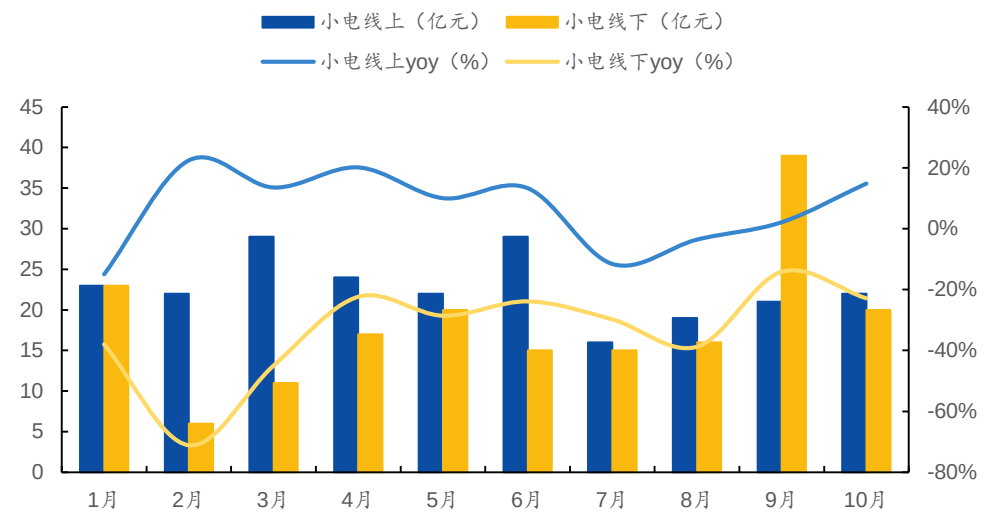


资料来源：Wind，国元证券研究所

2.3 小电：行业整体下滑，疫情影响不同

2020 年小电品类增速出现分化。根据奥维云网推总数据，2020 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 388 亿元，同比降低 15.8%；洗碗机零售额 65 亿元，同比提升 25.7%，微蒸烤复合机零售额 35 亿元，同比提升 29.7%，净水器 180 亿元，同比降低 25.1%，清洁电器 154 亿元，同比提升 12.4%。

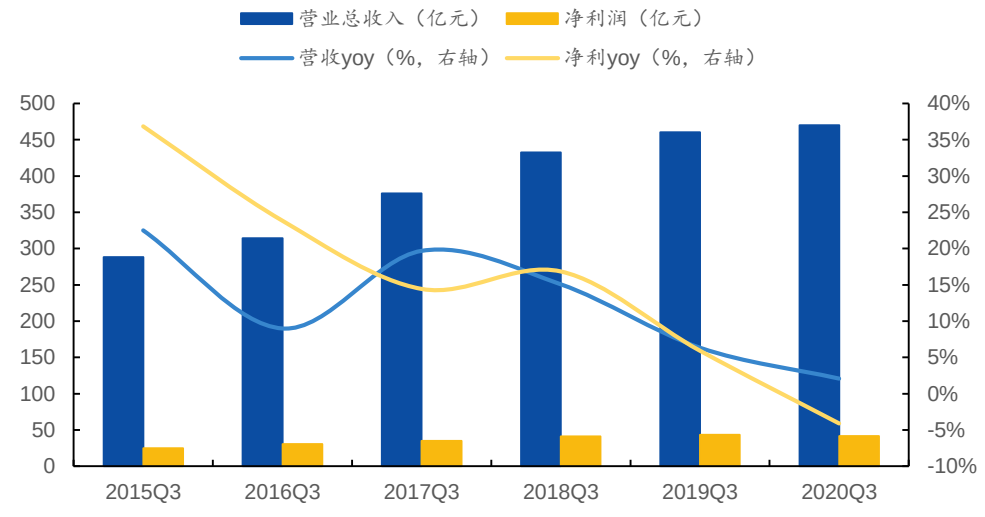
图 45：小电 2020 年 1-10 月份营收降低 15.8%



资料来源：奥维云网，国元证券研究所

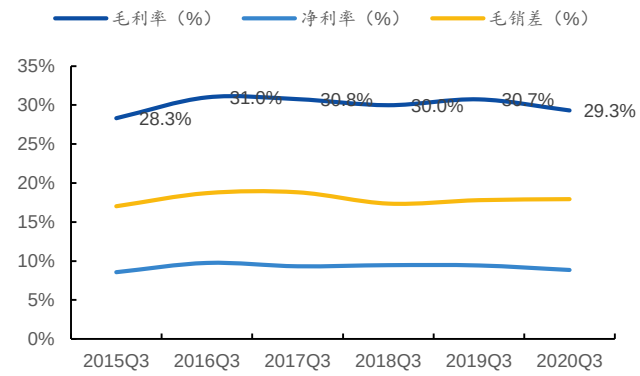
小电上市公司营收增速亦出现分化。2020 年 1-9 月行业营收同比增长 2.1%，较去年降低 4.3pct，净利润同比降低至-4.1%，较去年降低 10.0pct。由于品类差异，各公司增速出现分化，新宝 2020 年 1-9 月营收同比增长 33.5%，九阳股份营收同比增长 13.2%，奥佳华同比增长 24.6%，苏泊尔同比下滑 10.7%。行业毛利率较去年降低 1.4pct 至 29.3%；总费用率较去年降低 0.7pct 至 19.2%；行业净利率较去年降低 0.6pct 至 8.8%。

图 46：小电营收利润增速放缓



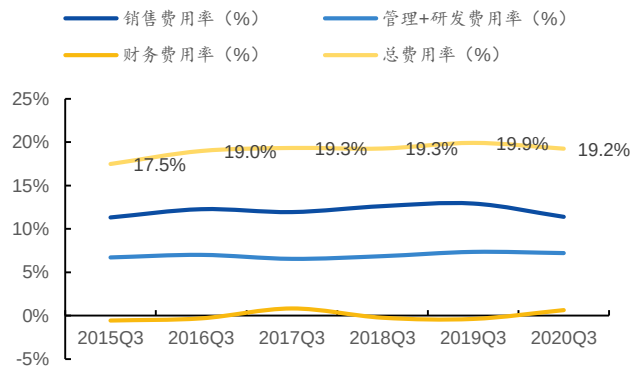
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 47：毛利率降低 1.4pct



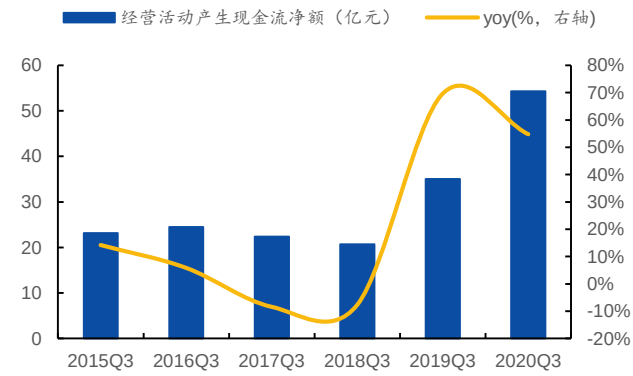
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 48：总费用率降低 0.7pct



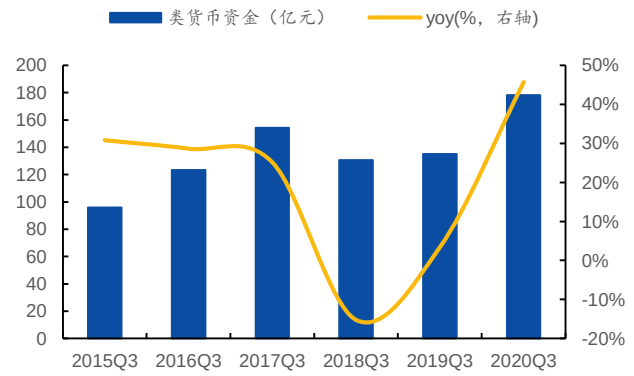
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 49：经营性现金流净额大幅提升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 50：货币类资金大幅增长



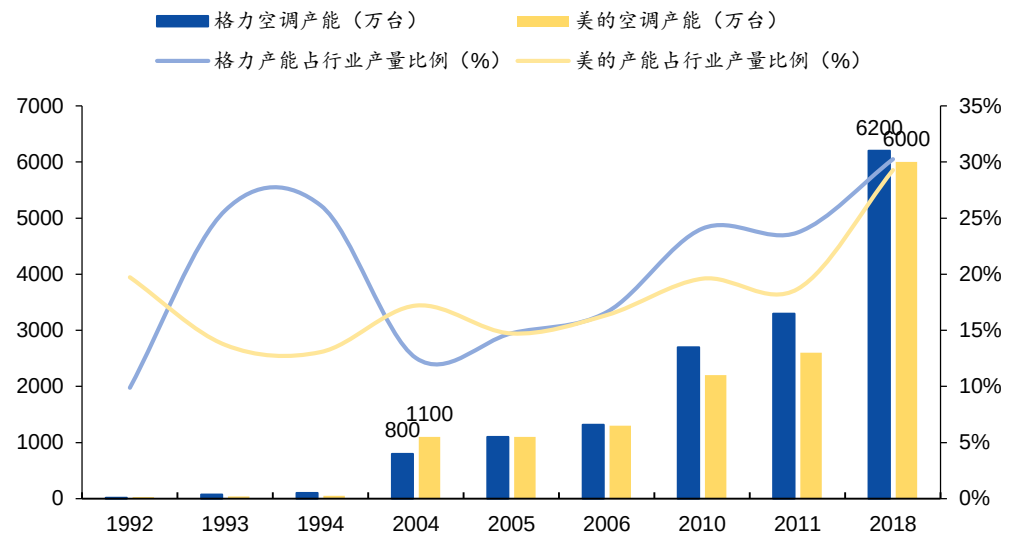
资料来源：Wind，国元证券研究所

3.2021 年：强者恒强与个股分化

3.1 强者恒强延续

我们认为，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。

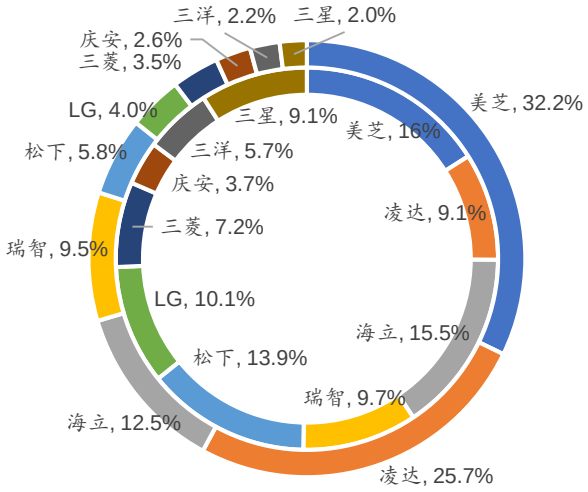
图 51：龙头产能逐渐提升



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

其次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。

图 52：美芝与凌达逐渐成为压缩机行业龙头（08 年内环、17 年外环）



资料来源：产业在线，国元证券研究所

最后，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。目前，“董明珠的店”注册分销店铺超 10 万家，直播带货在打通线上线下渠道的同时，也为公司带来 273.1 亿元的收入。

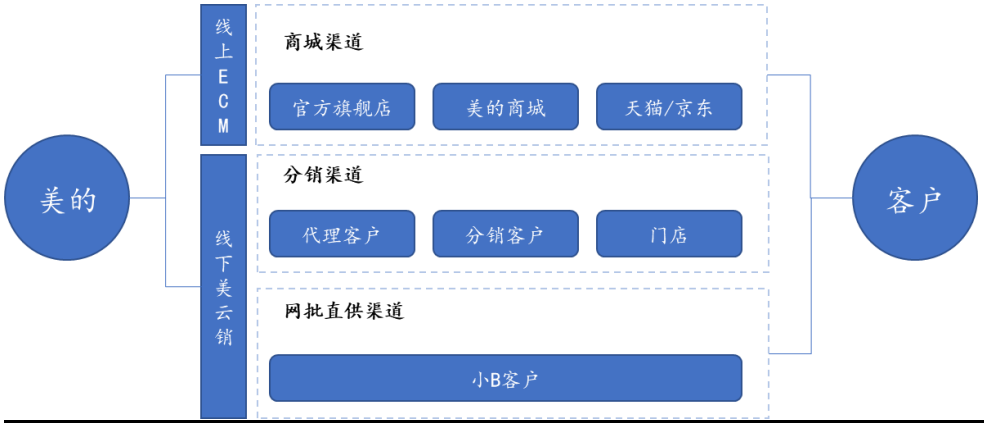
表 1：直播带货已为格力带来 273 亿元收入

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

资料来源：公司公众号，国元证券研究所

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。线下，公司通过将代理商转变为服务商，减少经销商层级并将仓储物流的代理商智能收入体内。并通过美云销建设直供小 B 客户；线上，公司在巩固已有的天猫京东以及官方旗舰店渠道下，拓展自身美的商城业务，通过会员模式提高客户粘性以及客户感知度。

图 53：公司已初步实现渠道扁平化构建

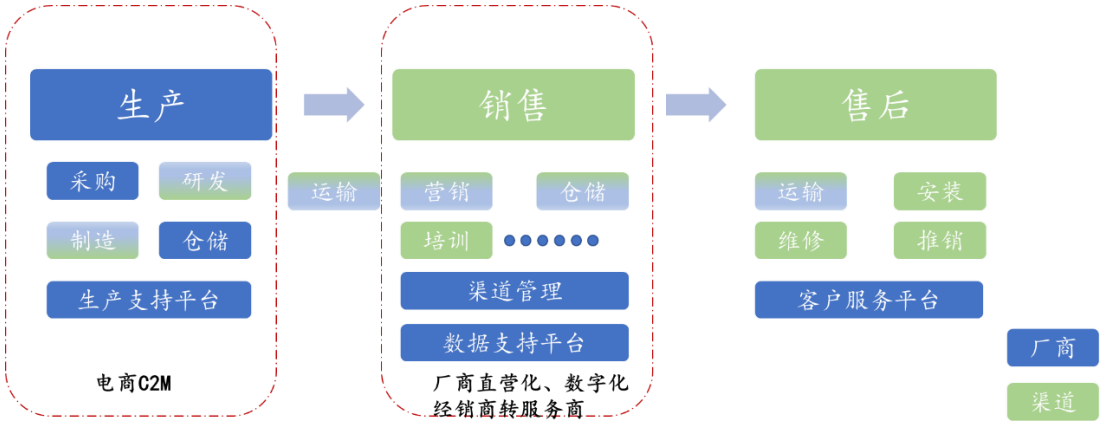


资料来源：《电器》，国元证券研究所

3.2 数字化进程加速，个股分化开始

我们认为，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。

图 54：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

阿里在 2020 年 9 月推出犀牛制造，通过从淘宝天猫大数据组合预测消费需求，为平台品牌商提供销售预测建议，指导品牌商生产。**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。**

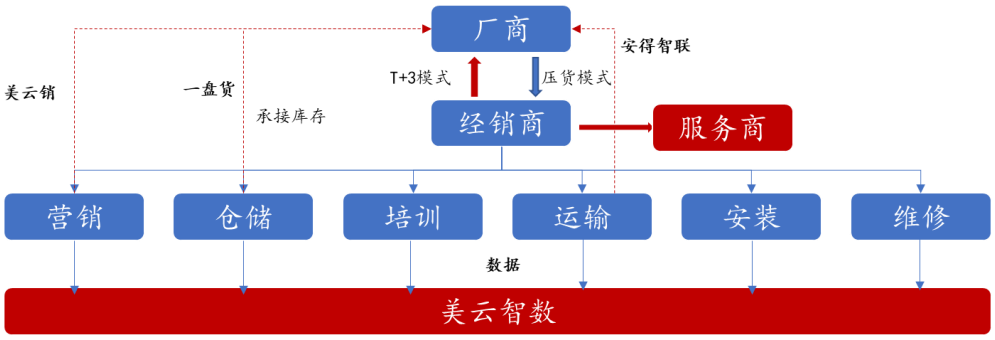
图 55：随着产业链职能细分，渠道向传统生产业务渗透



资料来源：犀牛官网，国元证券研究所

与此同时，传统制造企业也在向销售端扩张。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。并在渠道较短的小家电行业试行线下直营，逐步将经销商转换为服务商。

图 56：在全产业链布局下，厂商将承接经销商部分职能



资料来源：国元证券研究所

在初步构建线下数字化基础设施的同时，美的也通过 M.IoT 实现全产业链数字打通。通过数据流动进一步加强美的护城河。

图 57：美的集团通过数字化增强全产业链布局



资料来源：美的官网，国元证券研究所

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。

图 58：格力向新能源以及全屋管理发展



资料来源：格力官网，国元证券研究所

图 59：美的核心零部件向新能源汽车拓展



资料来源：公司官网，国元证券研究所

4.投资策略

我们认为 2021 年有两条主要投资路径：

一、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。**

二、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。**

5.重点公司评述

1）美的集团

前三季度公司下滑迅速缩窄。2020 前三季度公司营收 2177.53 亿元，同比降低 1.81%；归母净利润 220.18 亿元，同比增加 3.29%。第三季度公司营收净利润同比大幅增长。单三季度，公司营收同比增长 15.71%至 780.34 亿元，归母净利润 80.90 亿元，同比增长 32.00%。由于空调价格同比降低，公司毛利率同比降低 3.39pct 至 24.81%，受疫情影响，公司销售费用率同比降低 2.41pct 至 9.67%，整体费用率同比降低

3.21pct 至 14.65%，公司净利率同比提升 1.08pct 至 10.68%。
第三季度公司内销收入 388 亿元，同比增长 21.6%，各项产品业务市场占有率大幅提升。线上来看，空调占比提升 3.0pct 至 32.8%，洗衣机同比提升 0.6pct 至 35.4%，冰箱同比提升 1.4pct 至 18.4%，其他家电同比提升 0.9pct 至 22.9%；线下来看，空调同比提升 6.3pct 至 34.6%，洗衣机同比提升 0.4pct 至 27.7%，冰箱同比提升 1.7pct 至 14.1%，其他家电同比提升 0.1pct 至 18.4%。

第三季度公司外销收入 235 亿元，同比提升 18.0%。其中第三季度海外订单同比增长超过 50%。细分来看，东芝家电营收同比增长 4.9%至 47 亿元，毛利率提升 3.7pct 至 33.5%，净利率同比提升 6.1pct 至 7.5%。

我们预计公司 2020-2022 年每股收益为 3.71、4.13、4.47 元。我们认为随着国内业务占有率稳步提升，海外自有品牌快速扩张，公司将继续稳健增长，维持公司“增持”评级。

2）格力电器
2020 年前三季度公司营收 1274.68 亿元，同比降低 18.64%；归母净利润 136.99 亿元，同比降低 38.06%。单三季度公司经营情况改善，营收环比提升 14.44%至 568.66 亿元，归母净利润环比提升 52.71%至 73.37 亿元。

单三季度公司毛利率环比大幅提升 3.52pct 至 26.14%，但受到空调价格战影响，公司毛利率同比仍降低 2.57pct。总体费用率受到销售费用率提升 0.44pct 影响，同比提升 0.51pct 至 12.41%。公司净利率降低 1.49pct 至 13.06%。

公司渠道变革持续进行中。在 4-6 月完成 5 场平台直播后，格力开启全国巡回直播梳理原有经销商渠道。截至 10 月 31 日，公司直播销售额已完成 451 亿元。

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 191.80 亿元、217.33 亿元、239.83 亿元，每股收益为 3.19、3.61、3.99 元。公司三季度市场份额逐渐企稳，我们认为随着空调价格战逐渐缓和，公司经营情况或将改善，维持公司“增持”的投资评级。

3）老板电器

2020 年前三季度，公司营收 56.3 亿元，增速转正，同比增长 0.02%，归母净利润 11.23 亿元，同比增长 3.43%。单三季度来看，营收净利双位数增长。公司营收 24.15 亿元，同比增长 15.13%，归母净利润 5.11 亿元，同比增长 22.95%。

单三季度公司毛利率、销售费用均大幅提升。毛利率提升 4.33pct 至 60.02%，销售费用率提升 3.57pct 至 30.59%。公司整体费用率提升 2.25pct 至 34.68%，净利率提升 1.41pct 至 21.56%。

公司在各个渠道市场占有率持续领先。根据奥维云网统计，截止 9 月 30 日，公司油烟机、燃气灶线下占有率 27.9%以及 25.5%，线上占有率分别为 27.0%以及 27.7%，排名第一。在精装修市场，公司以 35.5%的市场份额位列第一（奥维数据，截止 8 月 31 日）。

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 17.28 亿元、18.61 亿元、19.58 亿元，每股收益为 1.82、1.96、2.06 元。我们认为公司在渠道上的领先优势将进一步加强，随着公司新品拓展，公司或将维持稳健增长。维持公司“增持”评级。

4）苏泊尔

前三季度公司略有下降。前三季度公司营收 133.1 亿元，同比降低 10.7%，而期间费用率由于销售费用率降低3.8pct同比降低3.3pct至15.8%。公司毛利率降低5.3pct至 25.4%，净利率微降 0.3pct 至 8.1%。

我们认为随着公司新建产能的陆续运行，公司营收或将继续保持稳健增长。我们预计公司 2020-2022 年公司 EPS 分别为 2.21、2.52 以及 2.84 元/股，维持公司“增持”的投资评级。

5）浙江美大

我们认为，随着集成灶产品市占率进一步提升，公司或将保持双位数增长。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.83、0.94 以及 1.06 元，维持公司“增持”的投资评级。

6）海尔智家

我们认为，随着公司私有化完成，公司生产与销售的利益冲突将得到解决，公司费用或将下降，公司利润将得到释放。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.15、1.37 以及 1.59 元，维持公司“增持”的投资评级。

7）荣泰健康

我们认为，随着公司产能释放以及对渠道布局的延伸，公司或将稳健增长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.87、2.5 以及 2.95 元，首次覆盖给予公司“增持”的投资评级。

8）小熊电器

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.66 亿元、5.83 亿元、7.22 亿元，每股收益为 2.99、3.74、4.63 元。随着公司在新品类增加，公司营收将稳健增长，维持公司“增持”评级。

9）新宝股份

受益于国内小家电渠道线上化以及海外出口业务增速提升，2020 年前三季度公司预计营收同比提升 33%左右。预计归母净利润为 8.30 亿元至 9.34 亿元，同比增长 60%至 80%。单三季度公司预计归母净利润 3.99 亿元至 5.03 亿元，同比增长 43%至 81%。

在小家电线上化的大背景下，公司通过“爆款产品+内容营销”的打法抢占线上细分市场，摩飞品牌在新模式下持续拓展产品品类，探寻品类拓展空间。2020 年前三季度，公司国内销售收入同比提升 75%。

随着海外疫情的变化，公司海外代工业务大幅增长，2020 年前三季度公司海外业务收入同比提升 25%左右。

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 11.08 亿元、13.87 亿元、16.04 亿元，每股收益为 1.38、1.73、2.00 元。我们认为随着摩飞品类空间的进一步打开、爆款模式逐步成型以及出口业务的大幅增长，公司营收将稳健增长，维持公司“增持”评级。

6.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。

投资评级说明

（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。

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。

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

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188