

基本面温和放缓，后续确定性增长仍有保障

——家电行业 2018 年中报总结

行业动态

◆**行业营收分析：从快速增长期进入温和增长期，基本面仍有良好支撑。**18Q1/18Q2 家电行业收入增速分别为+19%/+15%，收入增速延续环比放缓趋势。回溯此轮周期，从快速增长期到温和增长期：15H2~16H1 的需求疲弱&空调去库存周期结束后，行业收入增速自 16Q3 开始受益经济复苏、空调库存周期、地产周期的叠加，保持 20%以上高速增长，在 17 年达到增速高峰。后续开始温和回落，**展望下半年，预计行业增速回落到 10%左右**，但无需过于悲观：一方面，目前的需求结构中更新需求占比大幅提升，降低地产周期影响（冰洗、小家电基本已脱离地产周期）。另一方面，龙头更加重视库存去化与周转效率，渠道库存与资金水平优于前几轮周期，预计后续企业收入端随需求温和放缓，而不会出现大幅下滑。

◆**行业利润分析：增速温和回落，后续企业依靠经营能力熨平行业波动。**18Q1/18Q2 家电行业利润增速分别同比+24%/+24%，延续良好增长，同时快于收入增速。主要受益于龙头产品升级以及对费用率的有效管控。行业利润的稳定性高于收入，源于龙头对产业链定价权的收放自如。**展望过去 4 年，虽然收入增速呈现一定波动，但利润增速稳定性明显更高，除去库存阶段短暂下滑外，始终保持 20%以上的增长中枢。**展望下半年：龙头竞争策略带来不确定性，但稳定增长基调不变。在规模增速放缓的背景下，行业盈利将分化，主动权掌握在龙头手中。若龙头更重规模（如格力维持全年 2000 亿目标），则企业竞争策略均需微调，龙头游刃有余，二线公司承压。若战略偏向盈利，则通过产品升级保障利润率提升，确保利润增长稳定。但龙头优势凸显，稳定增长的基调不变。

◆**投资建议：**市场环境较前期已有改善，风险偏好继续降低，我们认为板块龙头依然具备较好的配置性价值。

1) **配置性价值突出的白电龙头：**美的集团（中长期公司治理最优，业绩确定性强、持续回购带来安全边际）、青岛海尔（三大白中经营周期更优，具备一定阿尔法）、格力电器（当前估值最低龙头）、小天鹅 A（扣除净现金不足 200 亿市值，年产生 20 亿自由现金流，仍是不可多得的优质资产）。

2) **估值已经反映悲观预期，中长期成长逻辑依旧清晰的：**重点关注欧普照明，关注华帝股份、老板电器；

3) **股价底部，基本面景气度稳定或环比提升的：**新宝股份、九阳股份。

◆**风险分析：**需求超预期下滑；成本大幅上涨；竞争加剧等。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18E	19E	20E	18E	19E	20E	
600690	青岛海尔	14.89	1.28	1.46	1.65	12	10	9	买入
000333	美的集团	41.60	3.08	3.64	4.27	14	11	10	买入
000651	格力电器	38.95	4.71	5.3	5.87	8	7	7	买入
000418	小天鹅 A	45.45	2.85	3.38	3.98	16	13	11	买入
002032	苏泊尔	49.97	2.08	2.55	3.12	24	20	16	买入
603515	欧普照明	28.36	1.48	1.87	2.31	19	15	12	买入

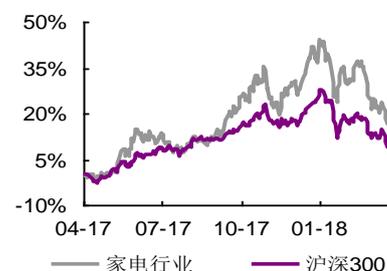
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 31 日

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)
021-22169123
jinxing@ebsecn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)
021-22169171
ganjun@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

悲观预期已有一定消化，底部配置价值依旧
——家电行业每周观点 20180819

..... 2018-08-19

空调零售数据回暖，重申估值底部不宜悲观
——家电行业每周观点 20180812

..... 2018-08-12

目 录

1、 2018 年中报总结：基本面温和放缓，后续确定性增长仍有保障	3
1.1、 营收：从快速增长期到温和增长期	4
1.2、 利润：产品升级叠加降本提效，利润维持较快增长	6
1.3、 盈利能力：产品升级与费用管控驱动利润率提升	8
1.4、 费用：白电/小家电主动增加投入，厨电/黑电优化费用投放	9
1.5、 经营性现金流小幅下降，库存水平基本维稳	11
1.6、 龙头收入集中度稳步提升，利润端依旧强者恒强	12
2、 投资建议	13
3、 风险分析	14

1、2018 年中报总结：基本面温和放缓，后续确定性增长仍有保障

我们选取了 53 家家电板块类公司（包括白电整机 9 家、黑电整机 6 家、大厨电电器 4 家、小家电电器 13 家、上游零部件 21 家），对这些公司 2014 年至今以及 2018Q2 最新一期的业绩进行了回顾和分析。

各子行业选取的企业如下：

白电整机：格力电器、美的集团、青岛海尔、美菱电器、惠而浦、小天鹅 A、澳柯玛、海信科龙、奥马电器。

黑电整机：海信电器、深康佳 A、四川长虹、TCL 集团、兆驰股份、创维数字。

大厨电：华帝股份、老板电器、万和电气、浙江美大。

小家电：九阳股份、苏泊尔、莱克电气、飞科电器、新宝股份、荣泰健康、爱仕达、圣莱达、乐金健康、蒙发利、哈尔斯、天际股份、奋达科技。

上游零部件（下文简称为“上游”）：三花智控、华意压缩、海立股份、禾盛新材、康盛股份、毅昌股份、拓邦股份、和而泰、海立美达、英唐智控、东方电热、顺威股份、秀强股份、亿利达、盾安环境、和晶科技、地尔汉宇等。

概览

整体来看，18Q2 家电行业整体收入/利润增长 15%/24%，各子板块中空调/小家电保持较快增长，但地产相关度更高的大厨电板块收入增速明显回落，行业自 16Q3 起 20% 以上的快速增长将逐步过渡到温和增长周期。随着规模增长放缓，企业战略中盈利的优先级上升，白电/小家电推动产品结构升级，黑电/厨电严控费用，利润率稳中有升，净利润维持较快增长。

◆白电：空调保持较快增长，后续收入增速预计温和回落，利润确定性增长依旧存在

白电 18Q2 营收同比+17%，净利同比+25%。Q2 收入增长主要因为空调零售端增速较快，带动出货保持较高增速。18Q2 白电毛利率/净利率分别同比+1.1/+0.6pct，汇率和成本压力逐步消化，白电龙头推动产品结构升级，并加大终端配套投入，盈利能力有所提升。

预计 18Q3 起白电零售增速将出现温和放缓，但对龙头业绩确定性冲击较小。一方面，渠道库存低位、龙头注重周转，后续产业链健康有序，收入不会出现大幅下滑。另一方面，在规模放缓的背景下，企业战略重心偏向盈利，通过产品升级和费用管控，利润率有望稳步上升，下半年净利润增速有望保持上半年水平。

◆厨电：收入增速受地产周期影响，龙头优化费用投放。

厨电 18Q1/18Q2 营收分别同比+32%/+7%。厨电需求受地产下行周期影响，板块上市公司收入增速环比均放缓，自 16 年以来行业整体增速首次回落至个位数。

18Q2 厨电毛利率/净利率分别同比-0.3/+1.9pct，净利润同比+23%。龙头通过优化费用投放，加大产品研发等长期投入，提高内部运营效率，控费成效明显。

展望后续，行业下行压力下，龙头已经快速转变经营思路，一方面重视渠道经营状况，主动减轻经销商压力，共同度过行业寒冬；另一方面，加强产品能力/渠道效率等中长期能力的建设，为下一轮增长蓄力。

◆小家电：积极经营明显见效，外部压力逐步消化，利润增速改善。

小家电 18Q1/18Q2 营收分别同比+17%/+19%，净利润同比-1%/+21%。小家电与地产关联度较低，18Q2 小家电公司体现了更强的弱周期属性，增速保持平稳甚至环比提升。

利润层面，内销型小家电公司保持较好增长。同时，人民币汇率从 18Q2 开始大幅贬值，出口型公司的汇兑损益开始改善，行业整体净利润增速在三个季度的低迷后出现明显提升。

详细数据分析如下：

1.1、营收：从快速增长长期到温和增长长期

行业从快速增长周期进入温和增长周期。17Q1~18Q2 家电行业收入增速分别为+32%、+39%、+29%、+23%、+19%、+15%。收入增速延续环比放缓趋势。考虑到 16Q4~17Q2 收购并表贡献明显，若剔除美的/海尔，17Q1 至今 6 个季度收入增速分别为+18%、+28%、+23%、+24%、+21%、+16%，收入增速回落至 15~20%区间，除小家电外，各子行业收入增速均有所放缓。

表 1：家电行业各子板块收入增速变化

	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
整体	20.0%	32.7%	32.1%	38.7%	28.4%	22.7%	18.8%	14.8%
整体（剔除美的海尔）	11.4%	19.5%	17.5%	28.3%	22.5%	23.5%	21.2%	15.6%
白电	27.8%	62.0%	45.9%	54.5%	34.5%	25.4%	18.9%	17.1%
黑电	6.4%	2.6%	6.7%	11.3%	16.1%	17.4%	14.0%	7.9%
大厨电	23.9%	26.6%	25.3%	32.8%	34.0%	22.5%	31.5%	6.9%
小家电	20.9%	25.7%	23.6%	18.5%	15.4%	21.6%	17.6%	23.7%
上游	26.8%	33.0%	36.2%	41.3%	38.5%	25.1%	33.1%	17.1%

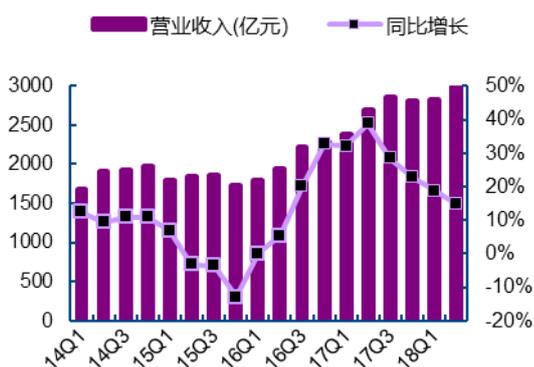
资料来源：Wind，光大证券研究所

分子板块来看，白电增速温和放缓，大厨电大幅下降，小家电增速稳定。

- **白电：**17Q1~18Q2 白电行业收入增速分别为+46%、+55%、+35%、+25%、+19%、+17%。行业整体增速有所放缓，但空调依旧受益上半年良好的需求增长与渠道补库存，增速仍处高位，带动行业继续保持较快增长。

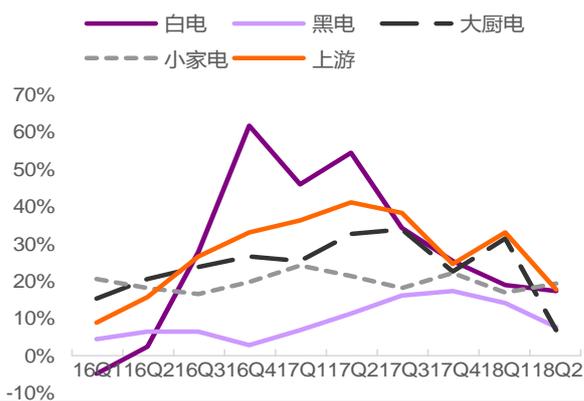
- **黑电:** 17Q1~18Q2 收入增速分别为+7%、+11%、+16%、+17%、+14%、+8%。行业收入增速有所放缓，主要因行业需求平淡，同时面板价格在18Q2位于底部，拖累行业均价下行。
- **大厨电:** 17Q1~18Q2 行业收入增速分别为+25%、+33%、+34%、+23%、+32%、+7%。厨电需求受地产下行周期影响，板块上市公司收入增速环比均放缓，自16年以来行业整体增速首次回落至个位数。
- **小家电:** 17Q1~18Q2 行业收入增速分别为+24%、+19%、+15%、+22%、+18%、+24%。小家电与地产关联度较低，18Q2内销型小家电公司体现了更强的弱周期属性，增速保持平稳甚至环比提升。此外，前期收入增速大幅放缓的出口型小家电公司，在人民币再度贬值后，收入增速基本企稳，但尚未明显回升。
- **上游:** 17Q1~18Q2 上游行业收入增速分别为+36%、+41%、+39%、+25%、+33%、+17%。增速放缓主要系 1) 国内空调后续排产计划有所放缓，同时其他版块受经济周期影响增速也有放缓预期，上游零部件订单略有回落；2) 汇率波动影响海外订单。

图 1: 家电行业上市公司营业收入及同比增长



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 家电各子行业营业收入增速变化

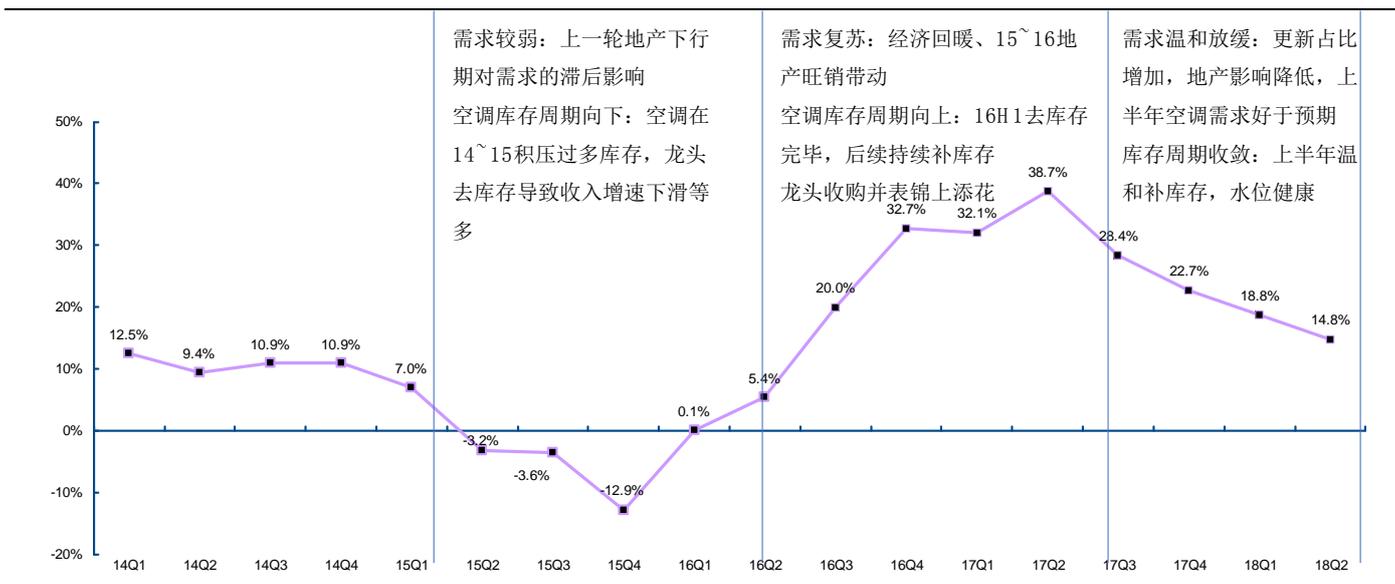


资料来源: Wind, 光大证券研究所

回溯此轮周期（见下图），从快速增长期到温和增长期：15H2~16H1 的需求疲弱&空调去库存周期结束后，行业收入增速自 16Q3 开始受益经济复苏、空调库存周期、地产周期的叠加，保持 20%以上高速增长，在 17 年达到增速高峰。后续开始温和和回落，展望下半年，预计行业增速回落到 10% 左右。

需求结构优化+企业运营高效，后续基本面仍有良好支撑，无需过于悲观：一方面，目前的需求结构中更新需求占比大幅提升，降低了地产周期的影响（冰洗、小家电基本已脱离地产周期）。另一方面，龙头更加重视库存去化与周转效率，渠道库存与资金水平优于前几轮周期，预计后续企业收入端随需求温和放缓，而不会出现大幅下滑。

图 3：2014 至今家电行业营收同比增速变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、利润：产品升级叠加降本提效，利润维持较快增长

行业利润保持快速增长，白电/大厨电增速稳定，小家电恢复增长。17Q1~18Q2 家电行业利润增速分别为+13%、+30%、+28%、+67%、+24%、+24%，剔除深康佳（17Q4、18H1 均有大额投资收益等非经常损益）后，17Q1 至今 6 个季度净利润增速为+13%、+30%、+26%、+27%、+24%、+23%，虽然收入增速回落，但净利润仍保持稳定且较快的增长。

表 2：家电行业各子板块利润增速变化

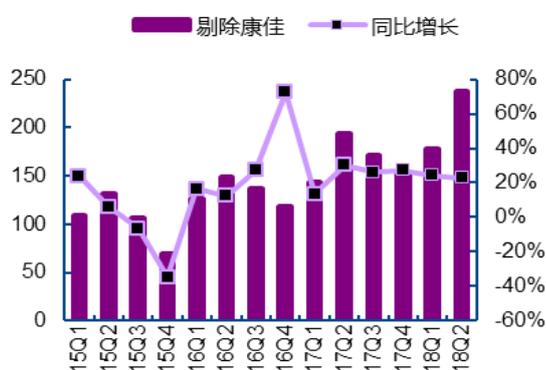
	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
整体	33.7%	85.4%	13.4%	30.2%	27.5%	66.6%	24.3%	24.3%
整体(剔除康佳)	27.3%	72.5%	13.3%	30.2%	26.2%	27.1%	24.1%	22.9%
白电	15.9%	50.0%	17.4%	33.2%	37.6%	40.7%	25.7%	24.9%
黑电	1095%	-241%	-25.3%	0.6%	-12.7%	525%	43.9%	41.3%
黑电(剔除康佳)	133%	-376%	-26.8%	0.5%	-22.0%	64.5%	41.9%	14.5%
大厨电	50.7%	56.0%	43.2%	23.4%	30.4%	13.3%	26.1%	23.0%
小家电	26.1%	38.8%	18.9%	18.7%	-0.6%	-0.5%	-1.3%	20.9%
上游	56.8%	112.4%	7.2%	42.4%	27.7%	-70.2%	15.2%	6.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所

- **白电**：17Q3、17Q4、18Q1、18Q2 净利润同比+38%、+41%、+26%、+25%。虽然白电行业收入增速略有放缓，但净利润增速高于收入增速，并未明显放缓。体现企业产品升级及降本提效带来的利润率提升。
- **黑电(剔除康佳)**：17Q3、17Q4、18Q1、18Q2 净利润增速分别为-22%、+65%、+42%、+15%，若再剔除以面板为主要业务的 TCL 集团，黑电子板块净利润增速分别为-44%、-16%、+22%、-26%，最近三个季度电视面板价格持续下行，但由于愈加激烈的竞争环境，行业净利润并未出现明显改善。

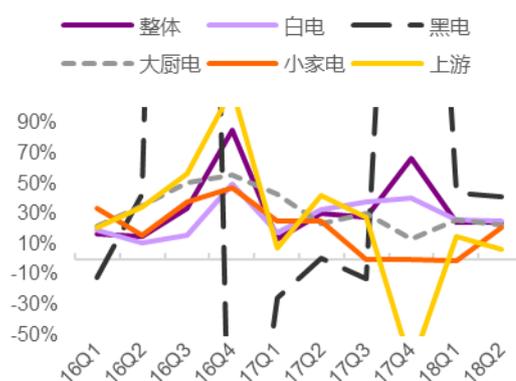
- **大厨电**: 17Q3、17Q4、18Q1、18Q2 净利润增速分别为+30%、+13%、+26%、+23%。大厨电子板块收入增速明显放缓，但受益于上一轮产品升级与提价带来的利润率提升，行业净利润增速放缓滞后于收入，目前继续保持较快增长。
- **小家电**: 17Q3、17Q4、18Q1、18Q2 净利润增速分别为-1%、-1%、-1%、+21%。人民币汇率从 18Q2 开始大幅贬值，出口型公司汇兑损益开始改善，加之飞科电器等行业龙头利润增速环比好转，行业整体净利润增速在三个季度的低迷后出现明显提升。
- **上游**: 17Q3、17Q4、18Q1、18Q2 净利润增速分别为+28%、-70%、+15%、+6%。18Q2 子板块净利润增速随收入出现一定回落。

图 4: 家电行业上市公司净利润及同比增长



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 5: 家电各子行业净利润增长变化

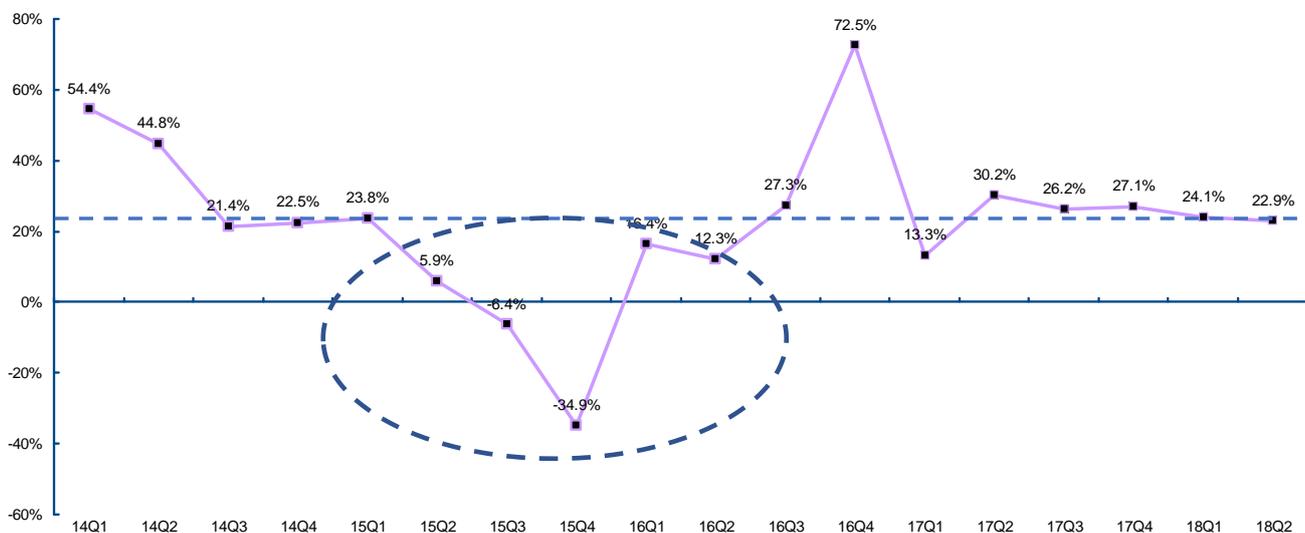


资料来源: Wind, 光大证券研究所

行业利润的稳定性高于收入，源于龙头对产业链定价权的收放自如。展望过去 4 年，虽然收入增速呈现一定波动，但利润增速稳定性明显更高，除去库存阶段短暂下滑外，始终保持 20% 以上的增长中枢。源于家电是竞争格局较好的消费行业，当规模增速较高之时，龙头经营谨慎，会对中长期的增长点、费用投放做一定储备；规模增长放缓之时，企业更重盈利，依靠产业链控制力，通过产品升级和费用管控确保利润稳定。

展望后续：龙头竞争策略带来不确定性，但稳定增长基调不变。在规模增速放缓的背景下，行业盈利将分化，主动权掌握在龙头手中。若龙头更重规模（如格力维持全年 2000 亿目标），则企业竞争策略均需微调，龙头游刃有余，二线公司承压。若战略偏向盈利，则通过产品升级保障利润率提升，确保利润增长稳定。但无论竞争策略如何演变，龙头在产品研发、渠道效率层面的优势在弱势环境下都将更加凸显，稳定增长的基调不变。

图 6：2014 至今家电行业净利润同比增速变化



资料来源：Wind，光大证券研究所，图中组合已剔除深康佳。

1.3、盈利能力：产品升级与费用管控驱动利润率提升

18Q2 家电板块毛利率同比-0.2pct，剔除格力后，家电板块毛利率同比-0.3pct。18Q2 成本维持高位，部分子版块竞争格局趋紧，叠加汇率压力，虽然内销提价较为顺利，但整体毛利率仍有压力。净利率环比改善，龙头企业通过费用调控保障盈利能力的稳定。

表 3：家电行业各子板块毛利率变化

毛利率	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	YoY
白电	28.0%	28.7%	27.8%	26.8%	27.1%	29.7%	27.0%	27.9%	1.1%
黑电	16.3%	16.2%	15.8%	17.4%	15.0%	15.5%	15.2%	13.3%	-4.1%
大厨电	46.7%	44.4%	43.3%	44.3%	43.7%	41.1%	40.3%	44.0%	-0.3%
小家电	46.0%	52.3%	30.7%	40.7%	46.5%	51.4%	29.4%	39.2%	-1.4%
上游	19.0%	19.9%	18.0%	18.6%	19.8%	20.2%	16.5%	17.2%	-1.4%
家电整体	25.8%	26.9%	24.8%	25.2%	25.2%	27.2%	24.1%	25.0%	-0.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所，YoY 为 18Q2 同比变动幅度。

表 4：家电行业各子板块净利率变化

净利率	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	YoY
白电	7.6%	6.5%	7.4%	9.1%	7.7%	7.3%	7.8%	9.7%	0.6%
黑电	2.4%	1.5%	1.7%	1.7%	1.8%	8.1%	2.1%	2.2%	0.5%
大厨电	11.8%	17.6%	12.1%	12.4%	11.5%	16.3%	11.6%	14.3%	1.9%
小家电	10.6%	10.8%	9.7%	9.8%	9.5%	9.1%	8.3%	9.9%	0.1%
上游	5.7%	5.7%	4.6%	6.1%	5.3%	1.4%	4.0%	5.5%	-0.6%
家电整体	6.2%	5.4%	6.0%	7.2%	6.1%	7.4%	6.3%	7.8%	0.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所，YoY 为 18Q2 同比变动幅度。

分子板块看盈利能力,白电/小家电龙头在内销业务上普遍采取产品结构升级,加强终端促销的方式保障利润增长,因此毛利率/净利率均有所提升,大厨电行业需求承压,短期提价受阻,但龙头通过优化费用投放,提高内部运营效率,控费成效明显,盈利能力依然有所提升,小家电/下游出口业务依然受汇率影响,压力较大,黑电竞争格局依然偏紧,盈利能力未出现明显回升。

白电: 18Q2 毛利率分别同比+1.1pct 至 27.9%,在龙头推动产品升级的带动下,行业整体均受益结构升级,毛利率有所上升。因期间费用率略有上升,18Q2 净利率仅同比+0.6pct 至 9.7%。

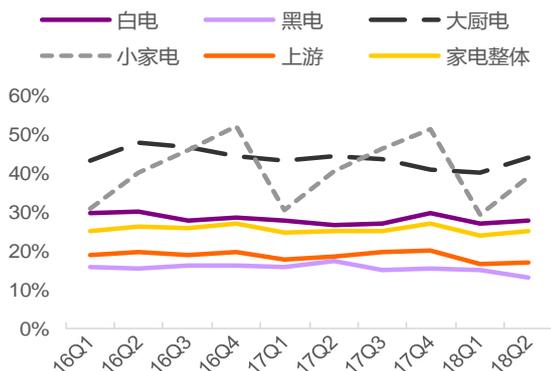
黑电: 18Q2 毛利率分别同比-4.1pct 至 13.3%,面板价格持续回落,但因产业竞争格局偏紧,海信电器毛利率仅小幅回升,产业链其他公司毛利率依然承压。18Q2 净利率同比+0.5pct 至 2.2%,若剔除深康佳(大额非经)和 TCL 集团(面板业务为主),黑电终端层面净利率同比-0.5pct 至 1.1%。

大厨电: 18Q2 毛利率分别同比-0.3pct 至 44.0%,竞争格局趋紧,但成本压力有所消化,毛利率降幅逐季收窄。此外由于龙头费用控制成效显著,18Q2 净利率仍有较好提升,同比+1.9pct 至 14.3%。

小家电: 18Q2 毛利率同比-1.4pct 至 39.2%,18 年 6 月起人民币汇率才开始大幅贬值,因此 18Q2 小家电公司的出口毛利率压力较大,同时国内塑料、包装成本上升,内销毛利率亦有压力。18Q2 净利率同比+0.1pct 至 8.1%,汇兑收益对净利率有一定贡献。

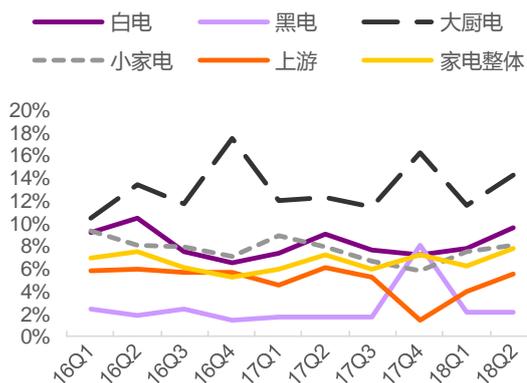
上游: 18Q2 毛利率同比-1.4pct 至 17.2%,主要是因为: 1) 4-5 月人民币汇率高位使得出口毛利率依然承压, 2) 供需格局较去年同期宽松,订单盈利能力略有下滑。18Q2 净利率同比-0.6pct 至 5.5%,汇兑收益对净利率有一定贡献。

图 7: 家电及各子行业季度毛利率变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 8: 家电及各子行业季度净利率变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.4、费用: 白电/小家电主动增加投入, 厨电/黑电优化费用投放

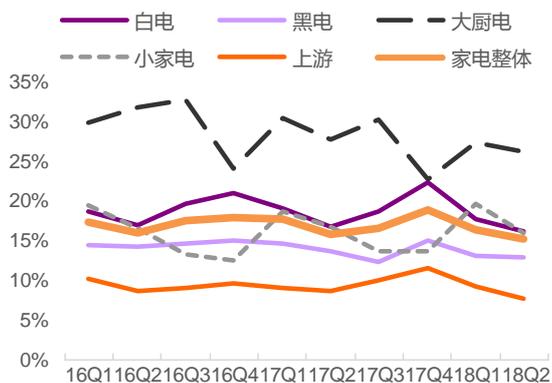
18Q2, 家电各子板块期间费用率均有所下降。18Q2 家电板块期间费用率为 15.2%, 同比-0.7pct。分子板块来看, 白电/黑电/大厨电/小家电/上游分别同比-0.7/-0.8/-1.7/-0.8/-1.0pct。

销售费用行业间分化，白电/小家电投入增加。18Q2 白电、小家电销售费用率分别同比+0.6/+1.5pct，黑电/大厨电销售费用率分别同比-0.9/-1.1pct，上游略有上升。白电和小家电龙头上半年普遍推动产品结构升级，同时加强终端促销，销售费用率和毛利率同步上行。黑电和大厨电需求疲软，龙头主动控制销售费用，以保障其净利率水平。

因收入增速放缓，管理费用率略有上升。管理费用因研发投入、员工薪酬等投入较为刚性，整体稳步提升，但由于 18Q2 收入增速略有放缓，整体管理费用率小幅提升 0.2pct，其中白电/黑电/大厨电/上游同比+0.1/+0.4/+0.2/+0.3pct，小家电由于收入增速环比加快，管理费用率小幅下降 0.2pct。

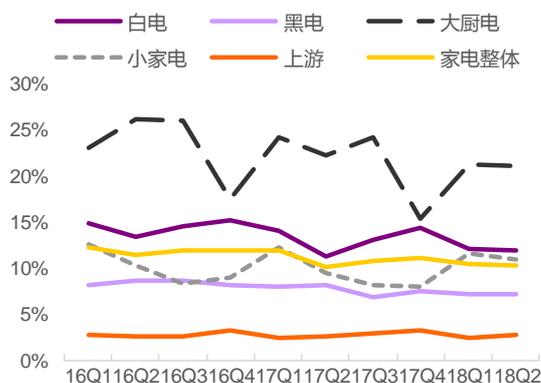
18Q2 产生大量汇兑收益，财务费用率大幅下降。18Q1 行业因人民币汇率升值产生大量汇兑损失，由于人民币汇率从 6 月开始大幅贬值，18Q2 家电公司产生大量汇兑收益，导致财务费用率同比-1.1pct。

图 9：家电行业及各子行业期间费用率变化



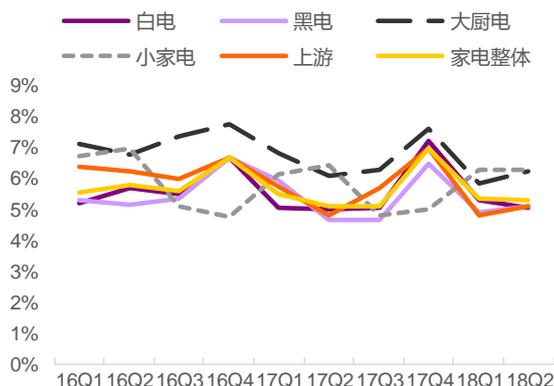
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：家电行业及各子行业销售费用率变化



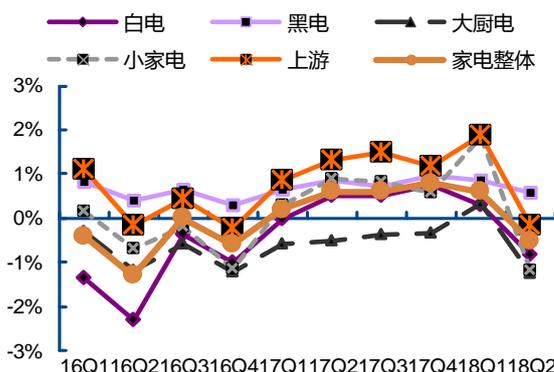
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11: 家电行业及各子行业管理费用率变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 12: 家电行业及各子行业财务费用率变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所

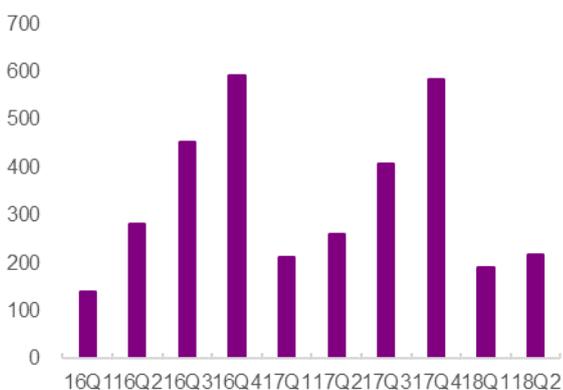
1.5、经营性现金流小幅下降，库存水平基本维稳

弱周期下主动加大产业链支持力度，白电板块 2018Q2 经营性现金流小幅下降。行业 2018Q2 经营性现金流 272.8 亿元，同比+9.5%，其中，黑电/厨电/小家电经营性现金流分别同比+297%/29%/31%，增长较为显著；白电经营性净现金流 220 亿元，同比-16%，主要为弱周期下，为了支持产业链健康发展，龙头多数通过产业链金融或适当放宽账期的方式加大对上下游的资金支持。

库存方面，除黑电外的各个板块库存水平保持稳定增长。由于面板价格大幅下行，黑电 2018H1 库存同比下降-3%~-2%。其余板块存货保持温和增长，存货周转率稳中有升，行业运行正常健康。

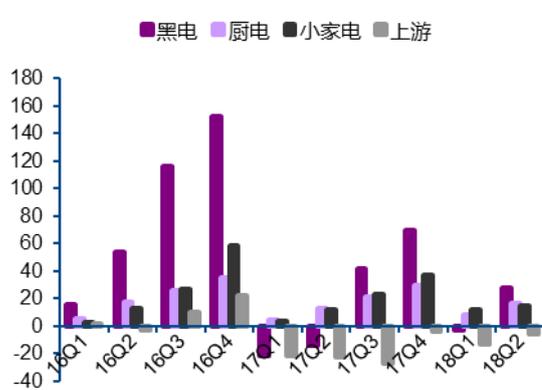
预收账款波动系经营思路变革，后续增长依旧良性。2018H1 白电龙头预收账款普遍出现一定下降，白电板块整体的预收款项同比-35%，市场担心数据是否反映经销商打款积极性较低。但通过对进入三季度以来预收账款变动的了解和对财报的综合分析（板块其他流动负债同比+6%，保持良性增长），预收款的波动并非是由于需求疲软的被动下降，而是基于对零售端温和放缓的合理预期和资金环境较为紧张的大背景，公司主动弱化经销商打款考核，减轻渠道资金压力，以保障产业链的长期健康发展。

图 13: 白电行业单季度经营现金流（单位：亿元）



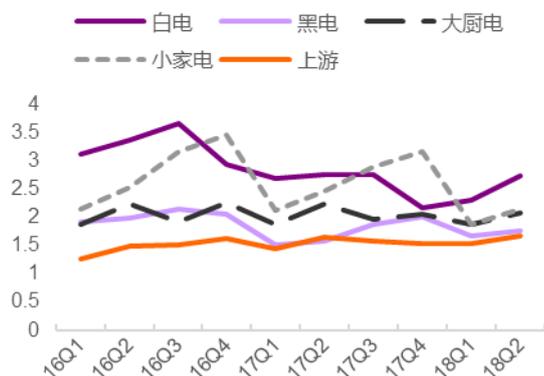
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: 子行业（除白电）单季度营现金流（单位：亿元）



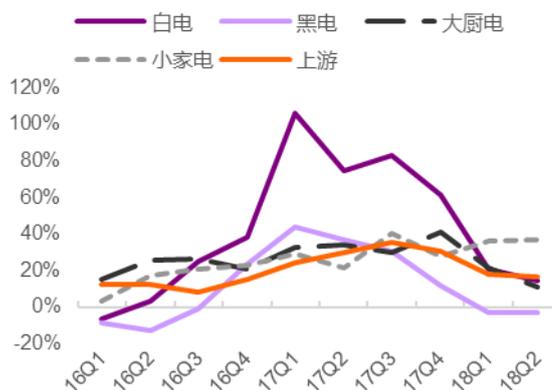
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 15: 家电各子行业单季度存货周转率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 16: 家电各子行业单季度存货同比增长率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.6、龙头收入集中度稳步提升，利润端依旧强者恒强

从收入集中度看，三大白电龙头收入占比稳步提升。2018Q1 家电板块收入前十/前五公司名称分别占比 71%/83%，同比变动不大。前三名收入集中度同比上升 1.0pct 至 55.1%。在并购效应完全消除的背景下，2018H1 龙头受益空调销售收入的较快增长（格力/美的/海尔空调业务收入分别同比 +39%/28%/25%），收入增速继续领先行业，集中度稳步提升。

从净利润端看，行业集中度高于收入端，龙头占比维持高位。2018H1 行业利润规模排名前三/前五/前十集中度分别为 74%/80%/88%，较显著高于收入端占比，集中度维持高位。受益行业良好竞争格局和龙头公司领先的战略布局，强者恒强的马太效应依旧维持。其中格力/美的利润端增速均高于收入端，青岛海尔因收购 GEA 锁汇操作带来较大的公允价值变动损益波动，对净利增速有一定影响。

表 5: 2018H1 收入&收入增速分析 (单位: 亿元)

按收入规模排名	17H1	18H1	YoY	按收入增速排名	17H1	18H1	YoY
美的集团	1244.50	1426.24	14.60%	春兰股份	2.16	5.02	131.87%
格力电器	691.85	909.76	31.50%	艾比森	5.12	8.40	64.16%
青岛海尔	775.76	885.92	14.20%	奋达科技	9.10	14.26	56.76%
TCL 集团	521.75	525.24	0.67%	英唐智控	32.87	50.81	54.56%
四川长虹	347.63	384.02	10.47%	深康佳 A	114.06	176.25	54.53%
海信科龙	176.06	203.71	15.70%	圣莱达	0.48	0.73	51.91%
海信电器	135.67	140.12	3.28%	浙江美大	3.73	5.62	50.79%
深康佳 A	114.06	176.25	54.53%	兆驰股份	37.46	55.93	49.33%
小天鹅 A	105.68	120.57	14.09%	海立美达	16.89	25.06	48.37%
苏泊尔	85.18	92.72	8.85%	东方电热	7.99	11.72	46.73%
前 3 名占比	54.17%	55.12%					
前 5 名占比	71.54%	70.67%					
前 10 名占比	83.86%	83.22%					

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 6：2018H1 归母净利润&增速分析（单位：亿元）

按利润规模排名	17H1	18H1	YoY	按利润增速排名	17H1	18H1	YoY
美的集团	108.11	129.37	19.67%	深康佳 A	0.31	3.42	1007.16%
格力电器	94.52	128.06	35.48%	天际股份	0.06	0.41	627.78%
青岛海尔	44.27	48.59	9.76%	艾比森	0.35	1.03	199.07%
TCL 集团	10.34	15.86	53.38%	创维数字	0.54	1.62	198.53%
小天鹅 A	7.32	9.02	23.22%	东方电热	0.38	0.81	113.32%
海信科龙	6.72	8.03	19.49%	禾盛新材	0.30	0.51	67.74%
苏泊尔	5.97	7.39	23.79%	蒙发利	0.92	1.44	56.08%
三花股份	5.13	6.77	31.97%	TCL 集团	10.34	15.86	53.40%
老板电器	5.98	6.60	10.37%	海立股份	1.14	1.68	47.08%
飞科电器	3.79	3.98	5.01%	浙江美大	0.99	1.46	47.03%
前 3 名占比	74.05%	73.66%					
前 5 名占比	79.34%	79.65%					
前 10 名占比	87.62%	87.54%					

资料来源：Wind，光大证券研究所

2、投资建议

前期家电的大幅下跌，主要因市场对需求增速放缓的担心，在 7 月零售数据“如期”出现下滑的情况下，股价应声下跌。我们认为，一方面，需求的放缓在地产拉动减弱、经济下行的背景下固然是预期之内的，但也无需过于悲观。当前家电需求中更新需求占比结构性提升，导致周期属性减弱，需求韧性增强。（例如 8 月空调需求同比持平或略有增长，已较 7 月出现改善）

除了对行业需求的预期之外，我们认为另一个与市场预期不同的是：过去几轮周期因产业链信息不透明、运营效率低，当需求放缓的同时往往伴随着渠道库存过高，下行期相互叠加造成基本面大幅下修（例如 15H2~16H1）。而自 17 年开始，龙头更加重视运营效率提高，关注渠道库存与资金情况（美的 T+3 改革，格力上半年积极兑现返利）。因此目前渠道库存与资金情况均优于前几轮，库存周期波动显著收敛。预计后续企业出货节奏跟随需求温和放缓，不会出现大幅下滑。格力对下半年经营目标的选择会影响企业竞争策略的边际微调，但不会影响对增长的判断。同时，随着规模增长放缓，龙头在产品研发、渠道效率层面的优势将更加凸显，依然有望获得超越行业的稳定增长。

经历了前期的回调，当前板块龙头的估值均处于或接近历史底部，蕴含较为悲观的预期。但结合我们前期数篇报告分析论证，龙头全年的业绩确定性和中长期稳定增长的逻辑基础并没有发生变化，板块龙头现阶段依然具备较好的配置性价值。：

1) 配置性价值突出的白电龙头：美的集团（中长期公司治理最优，持续回购带来安全边际）、青岛海尔（三大白中经营周期更优，具备一定阿尔法）、格力电器（当前估值最低龙头）、小天鹅 A（扣除净现金不足 200 亿市值，年产生 20 亿自由现金流，仍是不可多得的优质资产）。

2) 估值已经反映悲观预期，中长期成长逻辑依旧清晰的：重点关注欧普照明，关注老板电器、华帝股份；

3) 股价底部，基本面景气度稳定或环比提升的：新宝股份、九阳股份。

表 7：重点公司盈利预测

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18E	19E	20E	18E	19E	20E	
600690	青岛海尔	14.89	1.28	1.46	1.65	12	10	9	买入
000333	美的集团	41.60	3.08	3.64	4.27	14	11	10	买入
000651	格力电器	38.95	4.71	5.3	5.87	8	7	7	买入
000418	小天鹅 A	45.45	2.85	3.38	3.98	16	13	11	买入
002032	苏泊尔	49.97	2.08	2.55	3.12	24	20	16	买入
603515	欧普照明	28.36	1.48	1.87	2.31	19	15	12	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 31 日

3、风险分析

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
- 2.地产销量出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升，毛利率下降；
- 4.行业竞争格局恶化，竞争加剧。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安聆娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		