

家用电器行业

2018-09-02

家电行业 2018 年度中期财报综述

——但得五湖明月在，风来依旧百花香

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

报告要点

■ 白电：受益空调高景气，经营表现依旧稳健

在终端需求超预期及渠道补库存背景下，上半年空调内销高景气延续并带动白电行业营收同比增长 17.97%，增速领跑行业；虽然报告期内原材料成本压力犹存，但白电毛利率逆势小幅提升，叠加期间费用改善，行业整体盈利能力稳步提升，综合影响下上半年业绩同比增长 25.29%，总体好于年初市场预期。

■ 黑电：主营稳健增长，盈利能力仍低位徘徊

上半年黑电内销表现平平，但在“世界杯”等因素带动下出口有所回暖，使得整体营收同比增长 10.81%；虽有成本端红利，但行业整体盈利表现依旧偏弱，毛利率同比下滑约 2.57 个百分点，不过在 TCL 集团收购华星光电少数股东股权及深康佳非经常性收益等因素带动下，驱动上半年业绩仍同比增长 38.12%。

■ 厨电：主营略有放缓，业绩表现仍显稳健

受地产调控影响，年初以来厨电需求端表现较为平淡，上半年营收同比增长 15.66%且二季度环比略有放缓；同时产品均价涨幅未能覆盖成本端压力，毛利率走势略有承压，不过随着规模效应显现，期间费用率有明显改善，并带动盈利能力小幅提升，综合影响下上半年厨电业绩同比仍实现 21.72%的较好增长。

■ 小家电：主营稳健增长，业绩环比明显提速

小家电行业上半年营收同比增长 15.67%，整体维持平稳走势，但受平均结算汇率及原材料价格高位影响，行业整体毛利率仍有小幅下滑；但二季度以来人民币持续贬值，行业汇兑损益同比明显改善从而带动盈利能力表现逐步向好，上半年及二季度整体业绩分别同比增长 8.28%及 18.48%，业绩表现环比提速。

■ 上游：主营稳健增长，但盈利能力有承压

上半年空调等整机企业排产稳健增长，在此带动下上游子行业营收表现依旧稳健，行业整体同比增长约 16.74%，但因零部件企业成本端压力传导能力偏弱，报告期内行业整体毛利率同比下滑 1.37 个百分点，叠加期间费用率小幅提升，行业盈利能力仍有承压且致使上半年业绩同比下滑 7.14%，总体表现依旧低迷。

■ 维持行业“看好”评级

虽然下半年行业增速预期在基数效应下有所放缓，但从全年维度来看依旧好于年初悲观预期，目前时点配置家电板块的核心主逻辑并未发生实质性变化，家电蓝筹稳健业绩增长、良好的现金流表现以及从全球维度来看的估值比较优势依旧存在，近期调整提供中长期配置良机；我们依旧维持行业“看好”评级，持续推荐格力电器、美的集团、青岛海尔、华帝股份、老板电器及海信科龙。

风险提示： 1、原材料价格波动风险；2、终端需求不及预期；3、汇率大幅波动。

分析师 徐春

☎ (8621) 61118737

✉ xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513070006

分析师 管泉森

☎ (8621) 61118737

✉ guanqs@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516070002

分析师 孙珊

☎ (8621) 61118737

✉ sunshan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020002

联系人 贺本东

☎ (8621) 61118737

✉ hebd@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

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

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《长江家电周度观点（18W34）：深度思考家电行业消费升级大趋势》2018-08-27

目录

行业整体：主营依旧稳健，盈利能力仍有改善	6
空调延续较好景气，营收保持稳健增长	6
毛利率小幅承压，期间费用率有所改善	8
盈利能力小幅提升，营收弹性驱动业绩增长	9
白电行业：受益空调高景气，经营表现依旧稳健	11
空调内销延续高景气，主营实现较好增长	11
毛利率小幅提升，期间费用率有所改善	14
盈利能力稳步提升，龙头业绩依旧确定	16
黑电行业：主营稳健增长，盈利能力低位徘徊	18
出口市场表现良好，主营实现小幅提升	18
毛利率走势依旧承压，费用率略有改善	20
盈利能力低位徘徊，非经常收益增厚业绩	21
厨电行业：主营略有放缓，业绩表现仍显稳健	23
地产影响需求端表现，主营增长略有放缓	23
毛利率有所承压，期间费用率持续改善	25
盈利能力仍有提升，业绩增长依旧稳健	26
小家电行业：主营稳健增长，业绩环比明显提速	28
行业需求表现平稳，龙头延续稳健增长	28
毛利率小幅下滑，汇兑损益带来盈利弹性	30
盈利能力有所回暖，业绩环比明显提速	31
家电上游：主营稳健增长，盈利能力持续承压	33
下游整机需求较好，带动行业主营稳健增长	33
毛利率有所承压，期间费用率走势平稳	36
盈利能力承压下行，业绩表现较为低迷	37
维持行业“看好”评级	39

图表目录

图 1: 上半年家电行业整体主营同比增长 17.21%，其中二季度同比增长 15.20%	7
图 2: 二季度行业毛利率为 24.03%，同比下降 0.41 个百分点	8
图 3: 二季度期间费用率为 15.27%，同比下降 0.84 个百分点	8
图 4: 二季度家电行业归属净利润同比增长 22.23%	10
图 5: 二季度家电行业归属净利率为 7.63%，提升 0.44pct	10
图 6: 上半年白电行业主营同比增长 17.97%，其中二季度同比增长 17.06%	11
图 7: 上半年空调行业总出货量为 9070 万台，同比增长 14.26 %	12
图 8: 上半年冰箱行业总出货量为 3793 万台，同比下滑 2.94%	12
图 9: 上半年洗衣机行业总出货量为 3103 万台，同比增长 3.35 %	12
图 10: 空冰洗累计零售量同比变化 2.63%、-12.92%及-10.66%	12
图 11: 二季度白电行业毛利率为 27.98%，提升 1.13 个百分点	14
图 12: 二季度白电行业期间费用率 16.14%，下行 0.70 个百分点	14
图 13: 年初至今 LME 铜、铝价格累计下降 16.31%及 8.60% (美元/吨)	15
图 14: 年初至今国内塑料价格指数累计增长 0.08%	15
图 15: 年初至今国内冷轧板卷均价累计下滑 0.07% (元/吨)	15
图 16: 消费升级趋势下高端产品占比持续提升	15
图 17: 二季度白电行业归属净利润同比增长 24.68%	16
图 18: 二季度白电行业归属净利率为 9.80%，提升 0.60 个百分点	16
图 19: 上半年黑电行业主营同比增长 10.81%，其中二季度同比增长 7.87%	18
图 20: 上半年液晶电视总出货量为 6548 万台，同比下滑 14.47%	19
图 21: 上半年液晶电视零售量下滑 16.55%	19
图 22: 18 年二季度黑电行业毛利率为 13.22%，下行 4.30 个百分点	20
图 23: 18 年二季度黑电行业期间费用率为 12.94%，下滑 0.84 个百分点	20
图 24: 17 年下半年以来面板价格持续下行，但近期有一定回暖	21
图 25: 18 年二季度黑电行业归属净利润同比增长 35.24%	22
图 26: 18 年二季度黑电行业归属净利率为 2.12%，提升 0.43 个百分点	22
图 27: 上半年厨电行业主营同比增长 15.66%，其中二季度同比增长 6.75%	23
图 28: 上半年全国商品房销售面积同比增长 3.32%	24
图 29: 上半年烟灶消终端零售额同比下滑 9.77%、7.94%及 14.86%	24
图 30: 二季度厨电行业毛利率为 42.38%，下滑 0.34pct	25
图 31: 二季度厨电行业期间费用率 25.70%，下降 1.22pct	25
图 32: 二季度厨电行业归属净利润同比增长 20.09%	27
图 33: 二季度厨电行业归属净利率 13.46%，增长 1.50pct	27
图 34: 上半年小家电行业主营同比增长 15.67%，其中二季度同比增长 16.69%	28
图 35: 二季度小家电行业毛利率为 30.00%，下滑 0.63pct	30
图 36: 二季度小家电期间费用率为 19.40%，下滑 0.65pct	30
图 37: 二季度小家电行业归属净利润同比增长 18.48%	32
图 38: 二季度小家电归属净利率为 9.35%，增长 0.14pct	32
图 39: 上半年家电上游行业主营同比增长 16.74%，其中二季度同比增长 10.60%	34
图 40: 上半年空调行业产量 8792 万台，同比增长 13.17%	34

图 41: 上半年冰箱行业产量 3792 万台, 同比下滑 3.34%.....	34
图 42: 二季度家电上游行业毛利率 18.37%, 下滑 2.54pct.....	36
图 43: 二季度家电上游期间费用率 9.87%, 下滑 0.30pct.....	36
图 44: 18 年二季度家电上游行业归属净利润同比下滑 11.59%	38
图 45: 18 年二季度家电上游归属净利率为 6.27%, 下滑 1.57 个点	38
表 1: 家电板块各子行业具体待分析上市公司一览	6
表 2: 家电板块各子行业主营增速一览 (单位: 亿元)	7
表 3: 家电板块各子行业预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)	8
表 4: 家电板块各子行业存货同比变动一览 (单位: 亿元)	8
表 5: 家电板块各子行业毛利率变动一览.....	9
表 6: 家电板块各子行业期间费用率变动一览	9
表 7: 家电板块各子行业业绩增速状况一览 (单位: 亿元)	10
表 8: 家电板块各子行业归属净利率变动一览	10
表 9: 家电板块各子行业经营性现金流净额同比变动一览 (单位: 亿元)	11
表 10: 白电行业上市公司主营增速一览 (单位: 亿元)	13
表 11: 白电行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)	13
表 12: 白电行业各上市公司存货同比变动一览 (单位: 亿元)	14
表 13: 白电行业上市公司毛利率变动一览.....	15
表 14: 白电行业上市公司期间费用率同比及环比变动一览	16
表 15: 白电行业上市公司业绩增速一览 (单位: 亿元)	17
表 16: 白电行业上市公司归属净利率同比及环比变动一览	17
表 17: 白电行业上市公司经营性现金流增速一览 (单位: 亿元)	18
表 18: 黑电行业上市公司主营增速一览 (单位: 亿元)	19
表 19: 黑电行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)	19
表 20: 黑电行业上市公司存货同比变动一览 (单位: 亿元)	20
表 21: 黑电行业上市公司毛利率变动一览.....	21
表 22: 黑电行业上市公司期间费用率变动一览	21
表 23: 黑电行业上市公司业绩增速一览 (单位: 亿元)	22
表 24: 黑电行业上市公司归属净利率同比及环比变动一览	22
表 25: 黑电行业上市公司经营性现金流增速一览 (单位: 亿元)	23
表 26: 厨电行业上市公司主营增速一览 (单位: 亿元)	24
表 27: 厨电行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)	25
表 28: 厨电行业上市公司存货同比变动一览 (单位: 亿元)	25
表 29: 厨电行业上市公司毛利率变动一览.....	26
表 30: 厨电行业上市公司期间费用率变动一览	26
表 31: 厨电行业上市公司业绩增速一览 (单位: 亿元)	27
表 32: 厨电行业上市公司归属净利率变动一览	27
表 33: 厨电行业上市公司经营性现金流增速一览 (单位: 亿元)	28
表 34: 小家电行业上市公司主营增速一览 (单位: 亿元)	29
表 35: 小家电行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)	29
表 36: 小家电行业上市公司存货同比变动一览 (单位: 亿元)	30

表 37: 小家电行业上市公司毛利率变动一览	31
表 38: 小家电行业上市公司期间费用率变动一览	31
表 39: 小家电行业上市公司业绩变动一览 (单位: 亿元)	32
表 40: 小家电行业相关上市公司归属净利率变动一览	33
表 41: 小家电行业上市公司经营性现金流量净额增速一览 (单位: 亿元)	33
表 42: 家电上游行业上市公司主营增速一览 (单位: 亿元)	35
表 43: 家电上游行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)	35
表 44: 家电上游行业上市公司存货同比变动一览 (单位: 亿元)	36
表 45: 家电上游行业上市公司毛利率变动一览	37
表 46: 家电上游行业上市公司期间费用率变动一览	37
表 47: 家电上游行业上市公司业绩增速一览 (单位: 亿元)	38
表 48: 家电上游行业上市公司归属净利率变动一览	38
表 49: 家电上游行业上市公司经营性现金流量净额增速一览 (单位: 亿元)	39

行业整体：主营依旧稳健，盈利能力仍有改善

家电板块上市公司 18 年度中期财报已披露完毕，在空调内销较好景气带动下，白电子行业上半年营收表现较为优异，同时厨电、小家电及上游零部件行业也维持较好表现，综合影响下上半年家电行业收入端增速依旧稳健；尽管报告期内原材料价格整体处于高位同时人民币平均结算汇率高于去年同期等因素拖累行业整体毛利率表现，但受益于规模效应以及汇兑损失改善背景下期间费用率回落，上半年行业整体业绩仍实现超过 20% 增长并优于营收表现；总体来说，上半年家电行业整体基本面表现符合市场预期。

为方便后续分析，我们选取 36 家有代表性的家电板块上市公司进行归纳性总结，并将其细分为白电、黑电、厨电、小家电及家电上游五大子行业，各子行业包含上市公司如下表所示：

表 1：家电板块各子行业具体待分析上市公司一览

所属行业	公司代码	公司简称	所属行业	公司代码	公司简称
白电行业	000651.SZ	格力电器	小家电行业	002032.SZ	苏泊尔
	000333.SZ	美的集团		002242.SZ	爱仕达
	600690.SH	青岛海尔		002705.SZ	新宝股份
	000418.SZ	小天鹅A		603355.SH	莱克电气
	600983.SH	惠而浦		603868.SH	飞科电器
	000521.SZ	长虹美菱		002403.SZ	九阳股份
	002668.SZ	奥马电器		002473.SZ	奥佳华
	600854.SH	春兰股份		002614.SZ	乐金健康
000921.SZ	海信科龙	300247.SZ	荣泰健康		
黑电行业	600060.SH	海信电器	家电上游	002050.SZ	三花智控
	000100.SZ	TCL集团		002418.SZ	康盛股份
	002429.SZ	兆驰股份		600619.SH	海立股份
	000016.SZ	深康佳A		000404.SZ	长虹华意
厨电行业	600839.SH	四川长虹	002686.SZ	亿利达	
	002508.SZ	老板电器	300342.SZ	天银机电	
	002035.SZ	华帝股份	300475.SZ	聚隆科技	
	002677.SZ	浙江美大	300403.SZ	地尔汉宇	
	002543.SZ	万和电气			
	002616.SZ	长青集团			

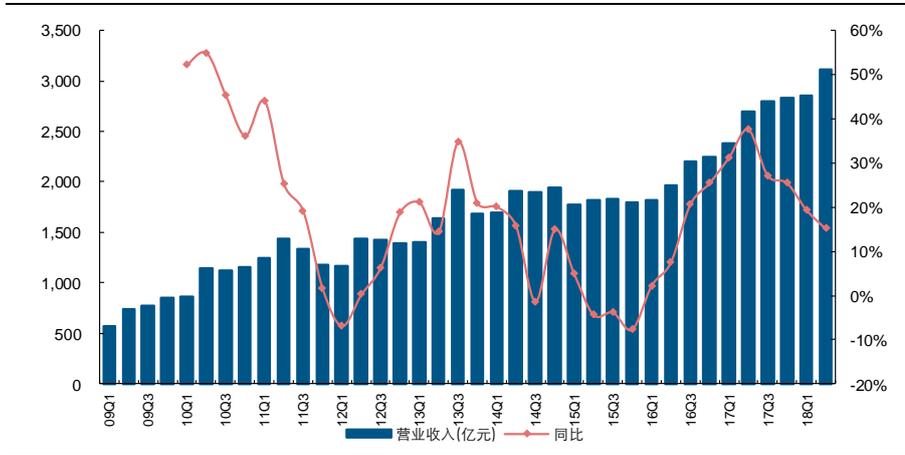
资料来源：长江证券研究所

空调延续较好景气，营收保持稳健增长

上半年家电行业标的公司整体实现主营收入 5962.93 亿元，同比增长 17.21%，其中二季度实现 3110.35 亿元，同比增长 15.20%；报告期内行业主营延续较快增长，增速环比虽小幅回落但依旧稳健，其中占比较高的白电行业营收增长较为亮眼，在农村及三四线城市需求持续释放以及渠道补库存背景下，上半年空调内销出货增速达 21.12%，且产品均价也有小幅提升；基于当期国内偏低的保有量水平，随着三四线、农村市场普及

需求以及行业更新需求持续释放，空调行业成长空间依旧存在，后续家电主营仍有望延续稳健增长。

图 1：上半年家电行业整体主营同比增长 17.21%，其中二季度同比增长 15.20%



资料来源：Wind，长江证券研究所

分子行业来看，上半年白电子行业主营同比增长 17.97%，其中二季度同比增长 17.06%，表现好于预期；小家电行业整体增速仅次于白电，上半年及二季度收入分别增长 15.67%及 16.69%；此外，受益于下游整机企业排产加速，家电上游子行业上半年及二季度主营分别同比增长 16.74%及 10.60%；而厨电及黑电表现虽不及其他三大细分板块，但也实现大个数稳健增长；总的来说，考虑到空调行业整体表现好于预期，同时小家电、厨电及黑电等仍延续稳健增长，上半年家电行业整体收入表现基本符合市场预期。

表 2：家电板块各子行业主营增速一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速	2018Q2	2017Q2	同比增速
白电	3713.67	3148.00	17.97%	1957.38	1672.13	17.06%
黑电	1281.57	1156.56	10.81%	652.32	604.73	7.87%
厨电	118.45	102.41	15.66%	60.23	56.42	6.75%
小家电	263.73	228.00	15.67%	129.90	111.32	16.69%
家电上游	204.84	175.46	16.74%	105.12	95.04	10.60%
合计	5582.26	4810.42	16.05%	2904.95	2539.64	14.38%

资料来源：Wind，长江证券研究所

报告期末，家电行业预收账款总量为 268.08 亿元，同比下滑 27.09%，其中白电子行业预收账款同比下行 34.24%至 185.78 亿元，考虑到当前白电经销商整体偏紧的资金压力以及空调行业补库存后相对合理的库存水平，当前经销商提货更为审慎也在情理之中；此外，苏泊尔经销商或也有类似于白电经销商的情况，受此影响小家电行业预收账款也有一定下滑；而黑电、厨电及上游等子行业预收账款表现则较为稳健。

表 3：家电板块各子行业预收账款同比变动一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速
白电	185.78	282.51	-34.24%
黑电	51.88	49.80	4.17%
厨电	17.82	16.16	10.27%
小家电	10.45	17.42	-39.99%
家电上游	2.15	1.80	19.55%
合计	268.08	367.69	-27.09%

资料来源：Wind，长江证券研究所

存货方面，报告期末家电行业整体存货规模为 1220.62 亿元，同比增长 8.61%，其中白电、厨电、小家电及家电上游子行业存货分别同比增长 13.70%、11.08%、12.29%及 31.26%，整体来看，存货与收入增长趋势基本保持一致；此外，报告期末黑电子行业存货同比下降 2.98%，考虑到报告期内面板价格持续下行，整机厂商积极提高存货周转速度、降低库存水平以避免发生存货减值损失也在情理之中。

表 4：家电板块各子行业存货同比变动一览（单位：亿元）

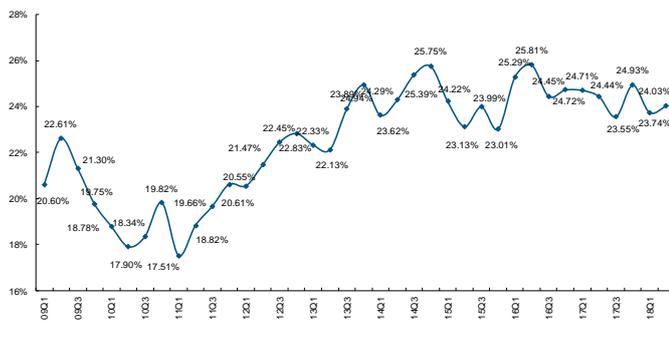
	2018H1	2017H1	同比增速
白电	691.36	608.06	13.70%
黑电	370.57	381.96	-2.98%
厨电	30.86	27.78	11.08%
小家电	67.47	60.09	12.29%
家电上游	60.36	45.98	31.26%
合计	1220.62	1123.87	8.61%

资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利率小幅承压，期间费用率有所改善

18 年上半年家电行业整体毛利率为 23.89%，同比下降 0.67 个百分点，其中二季度毛利率为 24.03%，同比下降 0.41 个百分点；行业毛利率同比小幅下滑的核心原因一方面在于报告期内原材料价格整体处于高位，另一方面也与上半年人民币平均结算汇率高于去年同期水平相关；但考虑到部分原材料价格趋于下行且人民币近期显著贬值，预计下半年行业毛利率走势或有所改善。

图 2：二季度行业毛利率为 24.03%，同比下降 0.41 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：二季度期间费用率为 15.27%，同比下降 0.84 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到各子行业来看，上半年家电各子行业中仅有白电毛利率同比提升 0.23pct，其他子行业毛利率均有所下行，厨电、小家电及家电上游毛利率分别下降 1.32、0.82 及 1.77 个百分点；二季度单季来看，因前期收购资产摊销影响减小及产品结构提升，二季度美的毛利率大幅改善并驱动白电板块整体毛利率逆势提升 1.13pct，而厨电、小家电及家电上游毛利率则分别下行 0.34、0.63 及 2.54 个百分点；此外，黑电板块上半年及二季度毛利率分别下滑 2.57 及 4.30 个百分点，其主要与 TCL 集团面板业务盈利同比下行相关。

表 5：家电板块各子行业毛利率变动一览

	18Q2	17Q2	18Q1	同比	环比
白电	27.98%	26.85%	27.10%	1.13%	0.89%
黑电	13.22%	17.52%	15.13%	-4.30%	-1.91%
厨电	42.38%	42.72%	38.66%	-0.34%	3.71%
小家电	30.00%	30.63%	29.96%	-0.63%	0.04%
家电上游	18.37%	20.91%	17.74%	-2.54%	0.63%
合计	24.71%	24.92%	24.33%	-0.21%	0.38%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年家电行业整体期间费用率为 15.85%，同比下降 1.07 个百分点，其中二季度期间费用率为 15.27%，同比下降 0.84 个百分点；具体拆分来看，上半年行业整体销售及管理费用率分别同比下滑 0.61 及 0.07 个百分点，我们判断主要受益于行业规模效应逐步显现；此外，上半年行业财务费用率同比下行 0.40 个百分点，预计主因为报告期内人民币趋于贬值背景下行业汇兑损失较去年同期有所改善；具体到各子行业来看，上半年白电、黑电及厨电子行业期间费用率分别同比下降 1.02、1.22 及 1.64 个百分点，其中二季度分别同比下降 0.70、0.84 及 1.22 个百分点；而小家电及家电上游子行业上半年期间费用率分别同比提升 0.20 及 0.27 个百分点，而二季度单季则下行 0.65 及 0.30 个百分点。

表 6：家电板块各子行业期间费用率变动一览

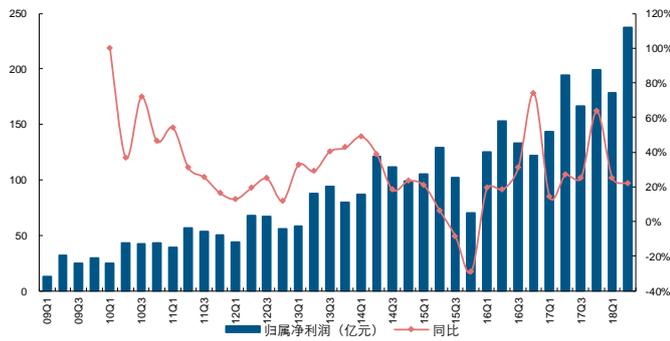
	18Q2	17Q2	18Q1	同比	环比
白电	16.14%	16.84%	17.73%	-0.70%	-1.59%
黑电	12.94%	13.78%	13.05%	-0.84%	-0.11%
厨电	25.70%	26.92%	26.50%	-1.22%	-0.79%
小家电	19.40%	20.05%	19.76%	-0.65%	-0.36%
家电上游	9.87%	10.16%	11.52%	-0.30%	-1.65%
合计	15.54%	16.22%	16.69%	-0.69%	-1.15%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力小幅提升，营收弹性驱动业绩增长

18 年上半年家电行业实现归属净利润 416.29 亿元，同比增长 23.40%，其中二季度实现 237.44 亿元，同比增长 22.23%；报告期内行业整体归属净利润增速好于营收，预计主因一方面在于收入规模增长背景下规模效应逐步显现，另一方面则在于报告期末人民币显著贬值，使得报告期内汇兑损益优于去年同期；后续考虑到部分原材料价格已趋于下行，且近期人民币汇兑优势依旧存在，行业盈利能力有望延续提升态势。

图 4：二季度家电行业归属净利润同比增长 22.23%



资料来源：Wind，长江证券研究所

除家电上游子行业外，上半年其余各子行业业绩均实现较好增长，其中白电、黑电、厨电及小家电行业上半年归属净利润同比分别增长 25.29%、38.12%、21.72% 及 8.28%，其中二季度分别同比增长 24.68%、35.24%、20.09% 及 18.48%；白电、黑电及厨电二季度业绩增速较一季度基本一致，但小家电二季度业绩环比明显提速，我们判断主要受益于二季度汇兑损失大幅减少；此外，报告期内家电上游行业业绩有所下滑，主要由于其盈利能力走势明显承压。

表 7：家电板块各子行业业绩增速状况一览（单位：亿元）

	18H1	17H1	同比增速	18Q2	17Q2	同比增速
白电	330.26	263.59	25.29%	191.81	153.84	24.68%
黑电	26.84	19.43	38.12%	13.86	10.25	35.24%
厨电	14.56	11.96	21.72%	8.11	6.75	20.09%
小家电	22.59	20.86	8.28%	12.14	10.25	18.48%
家电上游	11.19	12.05	-7.14%	6.59	7.46	-11.59%
合计	405.44	327.90	23.65%	232.51	188.54	23.32%

资料来源：Wind，长江证券研究所

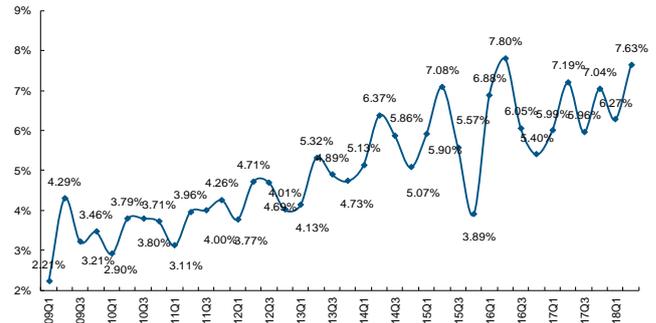
上半年家电行业整体归属净利率为 6.98%，同比提升 0.35 个百分点，其中二季度为 7.63%，同比提升 0.44 个百分点；如上文所述，规模效应显现及汇兑损失减少是行业盈利能力回升的主要原因；分子行业来看，上半年白电、黑电及厨电行业盈利能力均有一定程度改善，而小家电及家电上游子行业盈利能力则有所下滑，不过基于汇率波动，二季度小家电行业盈利能力已有小幅提升。

表 8：家电板块各子行业归属净利率变动一览

	18Q2	17Q2	18Q1	同比	环比
白电	9.80%	9.20%	7.88%	0.60%	1.92%
黑电	2.12%	1.69%	2.06%	0.43%	0.06%
厨电	13.46%	11.97%	11.09%	1.50%	2.38%
小家电	9.35%	9.21%	7.80%	0.14%	1.54%
家电上游	6.27%	7.85%	4.61%	-1.57%	1.66%
合计	8.00%	7.42%	6.46%	0.58%	1.55%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：二季度家电行业归属净利率为 7.63%，提升 0.44pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

从经营性现金流方面来看，上半年家电行业累计经营性现金流净额为 275.12 亿元，同比小幅下滑 1.42%，其中二季度同比下滑 9.34%至 79.10 亿元，降幅有所扩大；其中上半年白电行业经营性现金流净额下滑 16.98%，预计与经销商资金偏紧背景下厂商应收账款及票据同比增加相关；此外，从二季度单季度来看，白电、厨电及小家电行业现金流环比均有一定下行迹象，家电整机企业在当前资金面趋紧背景下通过提升票据占比及授信额度等方式主动降低渠道占款以减轻经销资金压力，有利于维护渠道稳定性，因此短期现金流回落无需过忧。

表 9：家电板块各子行业经营性现金流净额同比变动一览（单位：亿元）

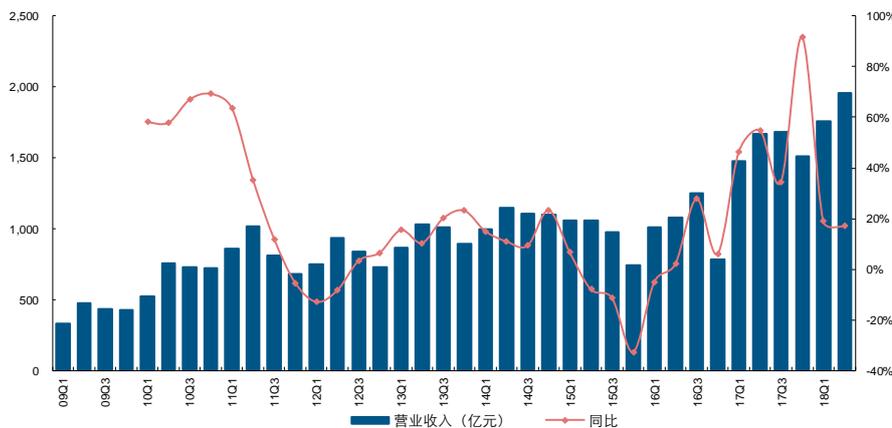
	18H1	17H1	同比增速	18Q2	17Q2	同比增速
白电	220.19	265.24	-16.98%	26.72	51.87	-48.48%
黑电	30.53	-7.97	-482.96%	30.69	10.19	201.18%
厨电	15.98	12.98	23.16%	8.11	9.16	-11.42%
小家电	11.76	13.50	-12.87%	4.62	8.94	-48.31%
家电上游	-3.34	-4.66	-28.35%	8.95	7.08	26.36%
合计	275.12	279.08	-1.42%	79.10	87.25	-9.34%

资料来源：Wind，长江证券研究所

白电行业：受益空调高景气，经营表现依旧稳健 空调内销延续高景气，主营实现较好增长

上半年白电行业实现营收 3713.67 亿元，同比增长 17.97%，其中二季度实现 1957.38 亿元，同比增长 17.06%；使得行业营收实现较快增长的主因在于年内空调行业延续较高景气，在农村及三四线城市需求持续释放以及渠道补库存背景下，上半年空调内销出货增速超过 20%，此外产品均价小幅提升对营收也有一定带动；基于当前空调在国内市场偏低的保有量水平，随着三四线、农村市场新置需求及行业更新需求持续释放，空调行业成长空间无需担忧，后续白电龙头仍有望延续稳健增长。

图 6：上半年白电行业主营同比增长 17.97%，其中二季度同比增长 17.06%



资料来源：Wind，长江证券研究所

产业在线数据显示 18 年上半年空调、冰箱及洗衣机总销量分别同比增长 14.26%、下滑 2.94%及增长 3.35%，其中内销分别同比增长 21.12%、下滑 3.97%及增长 5.56%；中怡康数据显示上半年空调、冰箱及洗衣机零售量同比分别增长 2.63%、下滑 12.92%及

下滑 10.66%，不过考虑到中怡康统计样本局限性，其对三四线城市、电商及专卖店渠道层面销售统计或有一定缺失，且参考白电龙头实际安装卡增速，预计其实际终端需求表现优于中怡康披露增速；总的来看，报告期内空调终端需求表现超预期带动出货增速一枝独秀，而冰箱、洗衣机总体出货表现则相对平稳。

图 7：上半年空调行业总出货量为 9070 万台，同比增长 14.26 %



资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 9：上半年洗衣机行业总出货量为 3103 万台，同比增长 3.35 %



资料来源：产业在线，长江证券研究所

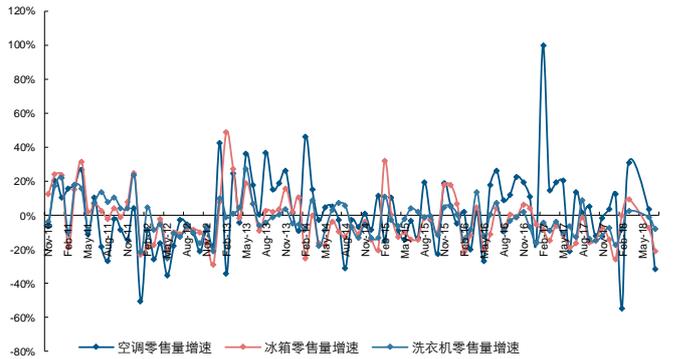
具体到上市公司层面来看，受益于年内空调内销市场较好的景气度，上半年格力电器收入增长 31.50%，表现极为突出，而美的集团、青岛海尔、小天鹅 A 及海信科龙上半年营收端也有不俗表现，分别增长 14.60%、14.19%、14.09%及 15.70%；后续尽管空调行业增速或将换挡，但考虑到普及率持续提升背景下终端需求或保持平稳增长，叠加产品结构持续改善驱动均价提升，预计主要白电公司营收端仍将维持稳健增长。

图 8：上半年冰箱行业总出货量为 3793 万台，同比下滑 2.94%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 10：空冰洗累计零售量同比变化 2.63%、-12.92%及-10.66%



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

表 10：白电行业上市公司主营增速一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速	2018Q2	2017Q2	同比增速
格力电器	909.76	691.85	31.50%	514.15	395.03	30.15%
美的集团	1426.24	1244.50	14.60%	728.86	646.94	12.66%
青岛海尔	885.92	775.85	14.19%	459.36	398.39	15.30%
小天鹅A	120.57	105.68	14.09%	52.45	48.78	7.53%
惠而浦	31.16	33.81	-7.84%	14.21	13.27	7.03%
长虹美菱	92.72	85.18	8.85%	50.26	48.51	3.60%
奥马电器	38.59	32.91	17.27%	21.77	20.55	5.90%
春兰股份	5.02	2.16	131.87%	2.36	1.68	40.62%
海信科龙	203.71	176.06	15.70%	113.97	98.97	15.15%
合计	3713.67	3148.00	17.97%	1957.38	1672.13	17.06%

资料来源：Wind，长江证券研究所

报告期末白电行业整体预收账款为 185.78 亿元，同比下滑 34.24%；考虑到当前白电经销商整体偏紧的资金压力以及空调行业补库存后相对合理的库存水平，当前时点经销商提货更为审慎也属于情理之中；具体到上市公司层面，三大白电龙头格力电器、美的集团及青岛海尔预收款项同比分别下滑 67.02%、22.31%及 16.01%；此外，二线白电小天鹅及海信科龙预收款项也分别同比下降 50.50%及 51.18%。

表 11：白电行业上市公司预收账款同比变动一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速
格力电器	20.76	62.95	-67.02%
美的集团	110.09	141.71	-22.31%
青岛海尔	34.86	41.50	-16.01%
小天鹅A	8.28	16.73	-50.50%
惠而浦	0.86	1.31	-34.47%
长虹美菱	4.78	4.73	1.07%
奥马电器	1.05	1.18	-11.06%
春兰股份	1.31	4.63	-71.80%
海信科龙	3.80	7.79	-51.18%
合计	185.78	282.51	-34.24%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年白电行业整体存货金额为 691.36 亿元，同比增长 13.70%，增长幅度与营收增速基本吻合，在整机厂商致力于提高存货周转速度背景下，行业存货整体处于较合理水平；具体到上市公司层面来看，各公司生产节奏不尽相同，因此其存货变化趋势也有不同，其中资产效率最高的小天鹅报告期末存货显著下滑 45.93%，而美的、海尔及海信科龙存货则增长 13.59%、30.65%及 30.61%，格力存货则与去年同期基本持平。

表 12：白电行业各上市公司存货同比变动一览（单位：亿元）

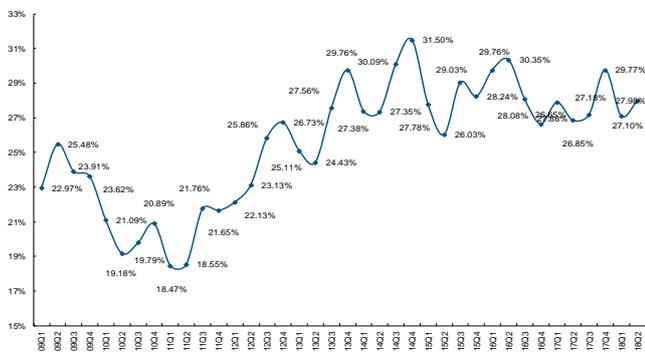
	2018H1	2017H1	同比增速
格力电器	131.15	133.35	-1.64%
美的集团	237.23	208.85	13.59%
青岛海尔	225.06	172.26	30.65%
小天鹅A	5.86	10.84	-45.93%
惠而浦	7.59	11.27	-32.68%
长虹美菱	34.21	25.83	32.47%
奥马电器	7.36	9.17	-19.71%
春兰股份	5.85	8.14	-28.06%
海信科龙	37.03	28.35	30.61%
合计	691.36	608.06	13.70%

资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利率小幅提升，期间费用率有所改善

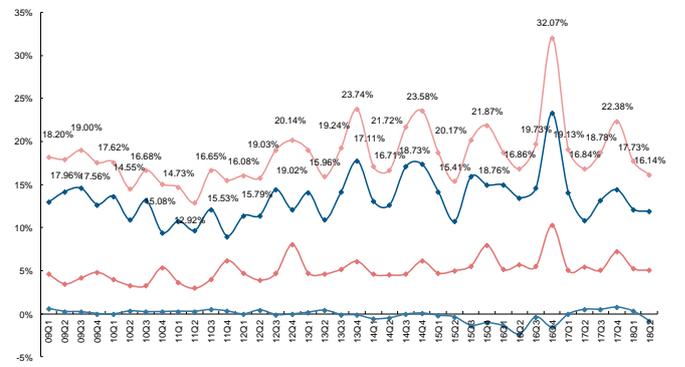
18 年上半年白电行业整体毛利率为 27.56%，同比小幅提升 0.23 个百分点，其中二季度单季毛利率为 27.98%，同比提升 1.13 个百分点；虽然当期成本端及汇率端压力依旧存在，但在白电行业升级趋势延续背景下，产品结构改善驱动行业毛利率稳步提升，而从个股层面来看，美的集团当期毛利率大幅改善对白电板块整体毛利率提升有显著带动。

图 11：二季度白电行业毛利率为 27.98%，提升 1.13 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

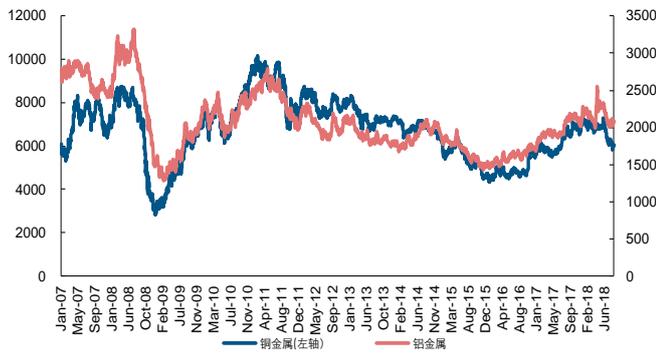
图 12：二季度白电行业期间费用率 16.14%，下行 0.70 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

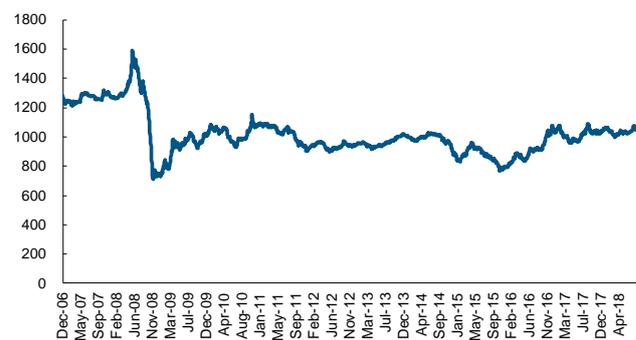
年初以来，白电行业主要原材料铜、铝价格整体呈现下行趋势，LME 铜、铝价格年内累计下跌 16.31%及 8.60%，此外塑料及冷轧板价格则高位震荡；短期来看，上半年原材料平均价格仍然高于去年同期水平，且人民币平均结算汇率也高于今年上半年，报告期内白电板块仍承受受到一定成本端压力；不过考虑到 18 年来原材料价格整体呈现稳中有降趋势，且人民币汇率自 6 月以来显著贬值，同时结合龙头企业积极改善产品结构，预计下半年白电板块毛利率仍将维持改善趋势。

图 13: 年初至今 LME 铜、铝价格累计下降 16.31% 及 8.60% (美元/吨)



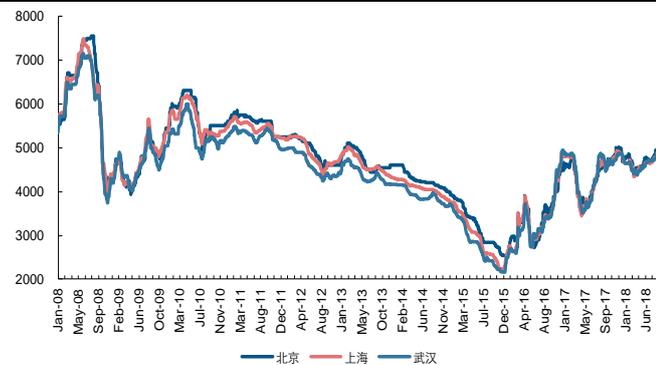
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 年初至今国内塑料价格指数累计增长 0.08%



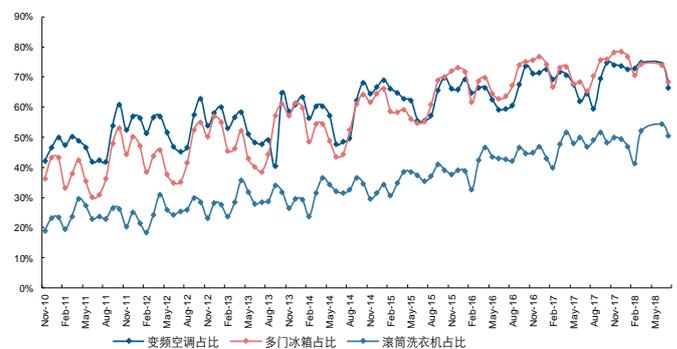
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 15: 年初至今国内冷轧板卷均价累计下滑 0.07% (元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 16: 消费升级趋势下高端产品占比持续提升



资料来源: 中怡康零售监测, 长江证券研究所

具体到上市公司层面, 受成本端及汇兑压力拖累, 格力电器及青岛海尔报告期内毛利率均有小幅下降, 不过美的集团当期毛利率改善较为显著, 上半年及二季度分别同比提升 1.93pct 及 3.25pct, 其主因在于前期收购资产摊销影响减小、高毛利内销业务占比明显提升以及积极推进高端化战略驱动产品结构升级, 而同样受益于集团高端化战略带动, 上半年小天鹅毛利率也有一定改善; 此外, 基于冰箱主业改善, 海信科龙毛利率也呈现改善态势; 总的来说, 因自身经营战略差异, 各白电企业毛利率走势短期有一定分化。

表 13: 白电行业上市公司毛利率变动一览

	18Q2	18Q2同比	18Q2环比
格力电器	29.39%	-0.72%	-1.47%
美的集团	28.64%	3.25%	3.02%
青岛海尔	29.30%	-0.96%	0.69%
小天鹅A	25.75%	0.22%	-1.51%
惠而浦	21.91%	13.26%	-2.10%
长虹美菱	13.20%	-3.08%	-6.83%
奥马电器	37.21%	9.51%	7.22%
春兰股份	22.54%	15.53%	-9.33%
海信科龙	18.78%	0.73%	0.89%
合计	27.98%	1.13%	0.89%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

上半年白电行业整体期间费用率为 16.89%，同比下行 1.02 个百分点，其中二季度为 16.14%，同比下行 0.70 个百分点；受益于销售规模大幅增长，报告期内主要公司的销售及费用率均有改善，且受益于汇兑损失同比减少，财务费用率也有所下行；具体到上市公司层面，由于提升返利、安装费用及加大电商等渠道营销投入，美的集团二季度期间费用率提升 1.12 个百分点，而格力电器、小天鹅、青岛海尔及海信科龙二季度期间费用率均一定程度下行，其中格力电器更多是基于规模效应及返利政策兑现，而青岛海尔、小天鹅则来自于经营效率改善。

表 14：白电行业上市公司期间费用率同比及环比变动一览

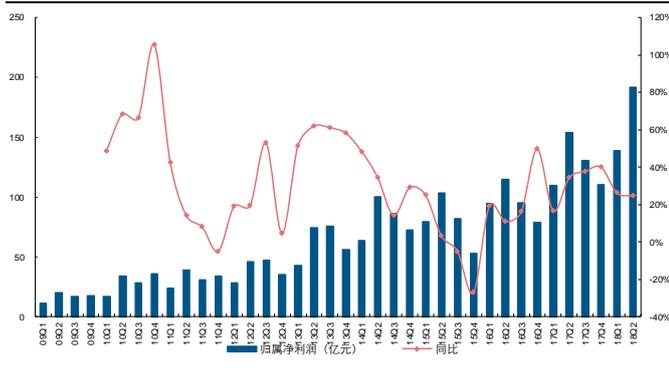
	2018Q2	18Q2同比	18Q2环比
格力电器	12.00%	-1.85%	-3.51%
美的集团	16.22%	1.12%	-0.02%
青岛海尔	21.80%	-1.13%	-0.41%
小天鹅A	15.04%	-1.46%	-2.58%
惠而浦	17.93%	-8.79%	-4.54%
长虹美菱	12.79%	-1.51%	-5.47%
奥马电器	17.60%	0.96%	-7.72%
春兰股份	17.77%	-9.72%	8.32%
海信科龙	12.95%	-2.57%	-2.59%
合计	16.14%	-0.70%	-1.59%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力稳步提升，龙头业绩依旧确定

上半年白电行业实现归属上市公司股东净利润 330.26 亿元，同比增长 25.29%；其中二季度实现 191.81 亿元，同比增长 24.68%；在营收端实现较好增长以及盈利能力仍有改善两方面因素共同驱动下，白电行业业绩依旧实现较好增长。

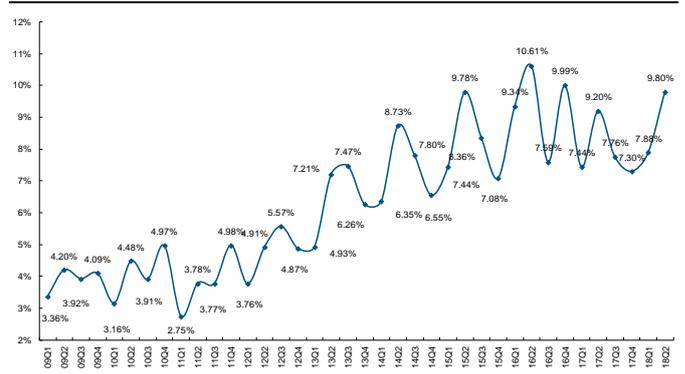
图 17：二季度白电行业归属净利润同比增长 24.68%



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面，考虑到上半年空调为白电行业中景气度最好的细分子行业，格力电器上半年及二季度归属净利润分别同比增长 35.48% 及 32.85%，业绩表现十分靓丽；美的集团上半年也实现近 20% 的业绩增长，而因受非经常损益拖累，青岛海尔上半年整体增速为 10.01%，但其扣非利润增速也接近 20%；二线白电中，小天鹅及海信科龙表现较为优异，高端化战略推进背景下小天鹅盈利能力显著改善并驱动上半年业绩同比增长 23.31%，而基于冰箱业务改善，海信科龙报告期内业绩增速也略超市场预期。

图 18：二季度白电行业归属净利率为 9.80%，提升 0.60 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 15：白电行业上市公司业绩增速一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速	2018Q2	2017Q2	同比增速
格力电器	128.06	94.52	35.48%	72.25	54.38	32.85%
美的集团	129.37	108.11	19.66%	76.81	64.59	18.92%
青岛海尔	48.59	44.17	10.01%	28.79	26.80	7.41%
小天鹅A	9.02	7.32	23.31%	3.91	3.34	16.96%
惠而浦	2.89	-0.86	-436.69%	2.32	-2.02	-214.63%
长虹美菱	0.51	0.92	-44.95%	-0.06	0.31	-118.13%
奥马电器	2.67	1.88	41.97%	1.79	1.40	28.12%
春兰股份	1.13	0.81	39.27%	0.86	0.89	-2.38%
海信科龙	8.03	6.72	19.47%	5.15	4.16	23.84%
合计	330.26	263.59	25.29%	191.81	153.84	24.68%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力层面，上半年白电行业整体归属净利率为 8.89%，同比提升 0.52 个百分点，其中二季度归属净利率为 9.80%，同比提升 0.60 个百分点；白电行业盈利能力改善原因主要在于产品结构改善及规模效应显现；从上市公司层面来看，因受非经常性损益负面影响，青岛海尔二季度归属净利率小幅下行 0.46 个百分点，而格力电器、美的集团、小天鹅及海信科龙盈利能力均出现不同程度提升。

表 16：白电行业上市公司归属净利率同比及环比变动一览

	18Q2	18Q2同比	18Q2环比
格力电器	14.05%	0.29%	-0.06%
美的集团	10.54%	0.55%	3.00%
青岛海尔	6.27%	-0.46%	1.63%
小天鹅A	7.46%	0.60%	-0.05%
惠而浦	16.30%	31.51%	12.90%
长虹美菱	-0.11%	-0.75%	-1.44%
奥马电器	8.22%	1.43%	3.00%
春兰股份	36.66%	-16.15%	26.79%
海信科龙	4.52%	0.32%	1.31%
合计	9.80%	0.60%	1.92%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年白电行业整体实现经营性现金流净额为 220.19 亿元，同比下滑 16.98%，主要因报告期内厂商层面考虑到经销商资金压力较大因此降低对渠道占款，受此影响其应收项目有一定增加且预收款项有所减少；具体到上市公司层面，尽管加大了对下游客户资金支持力度，但格力电器与小天鹅报告期内经营性现金流仍有较明显改善，而美的集团及青岛海尔则有一定程度下降，此外上半年海信科龙经营性现金流也有小幅改善。

表 17：白电行业上市公司经营性现金流增速一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比	2018Q2	2017Q2	同比
格力电器	89.39	36.37	145.77%	-54.20	-51.41	-5.44%
美的集团	76.14	138.96	-45.21%	31.85	68.87	-53.76%
青岛海尔	53.68	84.34	-36.35%	33.77	26.25	28.67%
小天鹅A	1.73	-1.42	221.64%	-1.11	0.27	-519.07%
惠而浦	-7.12	1.15	-718.25%	-1.12	1.16	-196.65%
长虹美菱	1.60	4.84	-66.86%	9.32	-0.67	1490.01%
奥马电器	-0.53	-7.06	92.56%	-3.73	-2.06	-80.90%
春兰股份	-1.08	2.05	-152.71%	-1.17	0.63	-287.72%
海信科龙	6.37	6.00	6.13%	13.13	8.84	48.56%
合计	220.19	265.24	-16.98%	26.72	51.87	-48.48%

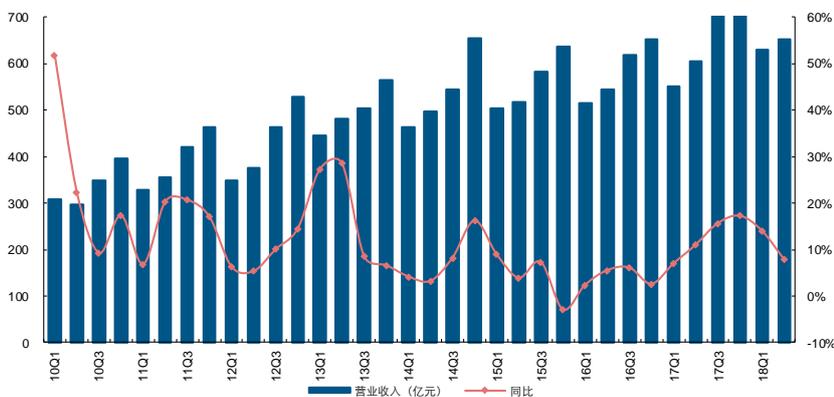
资料来源：Wind，长江证券研究所

黑电行业：主营稳健增长，盈利能力低位徘徊

出口市场表现良好，主营实现小幅提升

上半年黑电行业累计实现主营业务收入 1281.57 亿元，同比增长 10.81%，其中二季度实现 652.32 亿元，同比增长 7.87%；上半年黑电行业内销表现仍较为低迷，不过在俄罗斯“世界杯”赛事带动下，黑电出口有一定程度回暖，同时叠加大尺寸化等产品结构改善背景下彩电均价小幅提升，报告期内黑电行业收入仍然实现稳健增长。

图 19：上半年黑电行业主营同比增长 10.81%，其中二季度同比增长 7.87%



资料来源：Wind，长江证券研究所

根据产业在线数据，18 年上半年液晶电视行业实现总销量 6548 万台，同比增长 14.47%，其中出口销量显著增长 24.30%，而内销量增长 1.38%；而终端销售层面，中怡康数据显示 18 年上半年液晶电视累计零售量同比下滑 16.55%；总的来说，上半年彩电市场整体呈现外热内冷局面。

图 20: 上半年液晶电视总出货量 of 6548 万台, 同比下滑 14.47%



资料来源: 产业在线, 长江证券研究所

上市公司层面, 受益于互联网电视业务快速推进, 兆驰股份上半年及二季度营收分别同比增长 49.33% 及 39.89%, 表现整体较为优异; 此外, 在供应链管理业务有力带动下, 深康佳 A 上半年及二季度分别实现 54.53% 及 46.62% 的快速增长; 海信电器、TCL 集团及四川长虹上半年营收端则分别同比增长 3.28%、0.67% 及 10.47%, 但二季度增速呈小幅下行趋势。

表 18: 黑电行业上市公司主营增速一览 (单位: 亿元)

	2018H1	2017H1	同比增速	2018Q2	2017Q2	同比增速
海信电器	140.12	135.67	3.28%	62.01	68.64	-9.66%
TCL集团	525.24	521.75	0.67%	268.94	268.04	0.33%
兆驰股份	55.93	37.46	49.33%	27.29	19.51	39.89%
深康佳A	176.25	114.06	54.53%	98.52	67.20	46.62%
四川长虹	384.02	347.63	10.47%	195.56	181.34	7.84%
合计	1281.57	1156.56	10.81%	652.32	604.73	7.87%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

报告期末黑电行业预收账款为 51.88 亿元, 同比增长 4.17%; 具体到上市公司层面, 报告期末海信电器及四川长虹预收款分别显著增长 44.03% 及 60.03%; 而兆驰股份、深康佳 A 预收款则分别下降 26.85% 及 44.19%, TCL 集团预收款项表现则较为平稳、与收入表现基本匹配。

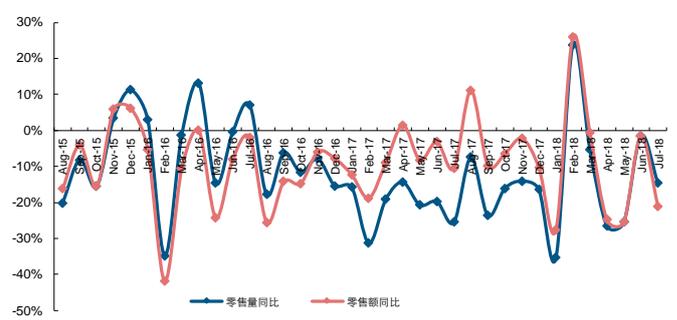
表 19: 黑电行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)

	2018H1	2017H1	同比增速
海信电器	3.36	2.33	44.03%
TCL集团	13.11	13.72	-4.45%
兆驰股份	0.93	1.27	-26.85%
深康佳A	9.37	16.78	-44.19%
四川长虹	25.11	15.69	60.03%
合计	51.88	49.80	4.17%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

上半年黑电行业整体存货为 370.57 亿元, 同比小幅下降 2.98%; 具体到上市公司来看, 基于在面板价格下行周期中避免资产减值损失的考虑, 海信电器及深康佳 A 均主动降低存货绝对水平, 而兆驰股份存货虽有一定增长但仍低于收入增长幅度, 此外, 四川长虹

图 21: 上半年液晶电视零售量下滑 16.55%



资料来源: 中怡康零售监测, 长江证券研究所

存货增长幅度与收入端表现基本匹配，TCL 集团存货也有小幅下降。

表 20：黑电行业上市公司存货同比变动一览（单位：亿元）

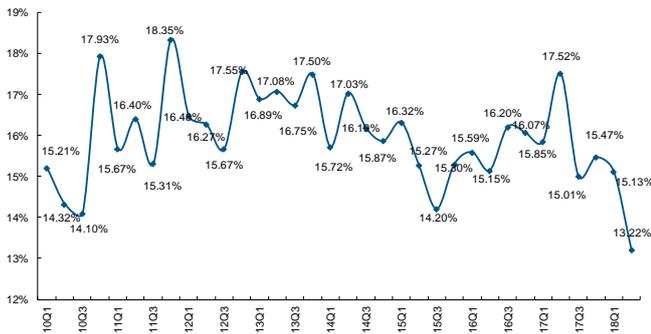
	2018H1	2017H1	同比增速
海信电器	26.23	30.76	-14.71%
TCL集团	119.02	127.45	-6.61%
兆驰股份	19.22	17.01	12.99%
深康佳A	48.54	63.74	-23.85%
四川长虹	157.56	143.00	10.18%
合计	370.57	381.96	-2.98%

资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利率走势依旧承压，费用率略有改善

上半年黑电行业整体毛利率为 14.16%，同比下滑 2.57 个百分点，其中二季度毛利率为 13.22%，下行 4.30 个百分点，一方面由于报告期内面板价格持续下降致使 TCL 集团旗下华星光电毛利率走势承压从而拖累集团整体毛利率表现，另一方面尽管成本端面板价格下行显著，但考虑到黑电偏弱的竞争格局，整机企业未能充分享受成本端红利，综合影响下黑电行业毛利率持续承压。

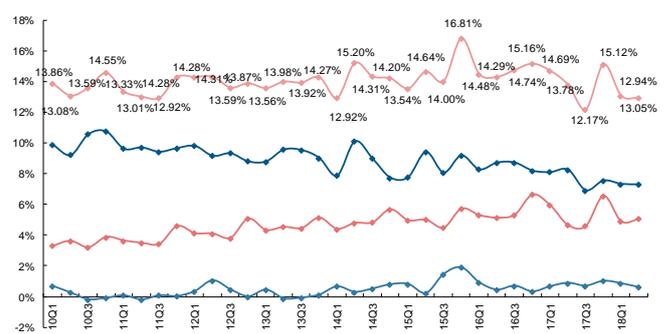
图 22：18 年二季度黑电行业毛利率为 13.22%，下行 4.30 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

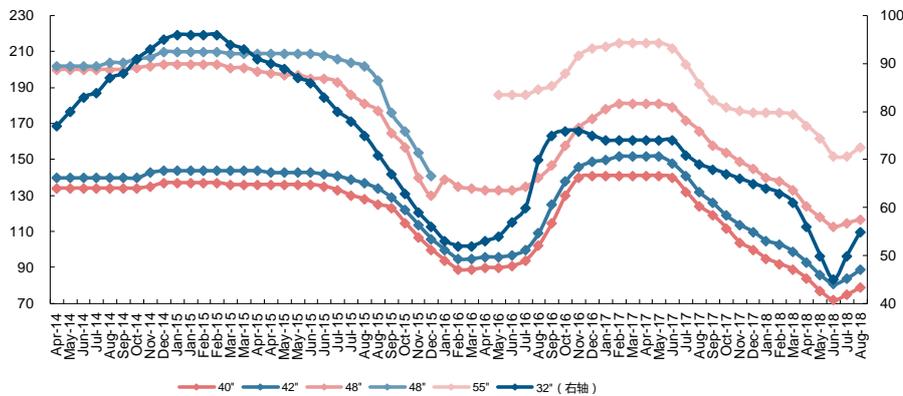
17 年下半年以来受新产线投产及下游需求表现低迷等因素影响，面板价格持续回调，且在 18 年中期跌破前期历史低位水平；但自 18 年 7 月以来，面板价格呈现回暖趋势，且四季度在旺季备货需求带动下，面板价格有望延续回升趋势；中长期来看，考虑到主流面板企业后续投产计划，在供给端相对较为充裕的背景下，预计面板均价或稳中有降，而黑电企业能否享受成本端红利仍需观察行业竞争格局演变情况。

图 23：18 年二季度黑电行业期间费用率为 12.94%，下滑 0.84 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：17 年下半年以来面板价格持续下行，但近期有一定回暖



资料来源：IHS，长江证券研究所

具体到上市公司层面，在面板价格同比下行背景下，叠加产品结构改善，海信电器上半年毛利率有一定改善；而考虑到面板业务为 TCL 集团主要利润来源，面板价格下行对 TCL 集团整体毛利率有明显拖累，而其他黑电企业报告期毛利率也均有不同幅度下滑。

表 21：黑电行业上市公司毛利率变动一览

	18Q2	18Q2同比	18Q2环比
海信电器	14.59%	1.47%	-0.58%
TCL集团	17.17%	-6.19%	-2.30%
兆驰股份	10.71%	-3.69%	0.60%
深康佳A	5.63%	-3.78%	-2.45%
四川长虹	11.53%	-2.37%	-1.35%
合计	13.22%	-4.30%	-1.91%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年黑电行业整体期间费用率为 12.99%，同比下滑 1.22 个百分点，其中二季度为 12.94%，同比下滑 0.84 个百分点；上市公司层面看，二季度海信电器及兆驰股份因加大业务推广等因素，期间费用率分别同比提升 3.55 及 2.87 个百分点，而 TCL 集团、深康佳 A 及四川长虹期间费用率有所下行，并带动行业整体期间费用率小幅改善。

表 22：黑电行业上市公司期间费用率变动一览

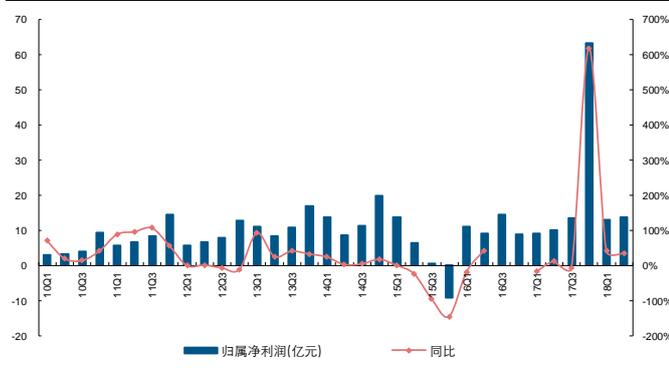
	18Q2	18Q2同比	18Q2环比
海信电器	14.42%	3.55%	3.26%
TCL集团	16.33%	-1.06%	-0.89%
兆驰股份	11.54%	2.87%	6.86%
深康佳A	7.77%	-1.93%	-1.73%
四川长虹	10.60%	-1.01%	-0.29%
合计	12.94%	-0.84%	-0.11%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力低位徘徊，非经常收益增厚业绩

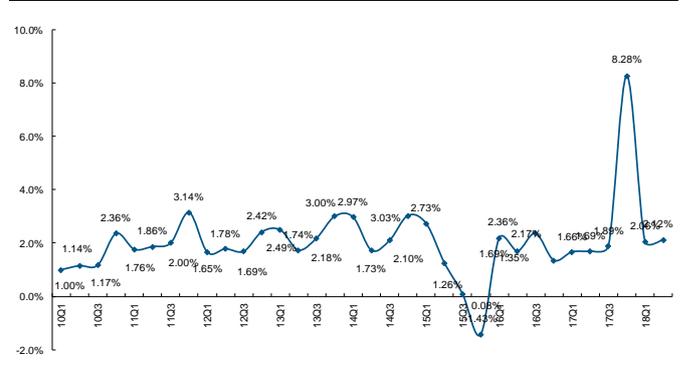
上半年黑电行业整体实现归属上市公司股东净利润 26.84 亿元，同比增加 38.12%，其中二季度实现 13.86 亿元，同比增加 35.24%。

图 25：18 年二季度黑电行业归属净利润同比增长 35.24%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：18 年二季度黑电行业归属净利率为 2.12%，提升 0.43 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

从上市公司层面看，在收购华星少数股东股权、黑电经营改善及通讯业务减亏等因素带动下，TCL 集团上半年及二季度业绩分别大幅增加 53.40% 及 45.92%；尽管毛利率改善，但因当期公司费用投放显著增加，海信电器上半年及二季度业绩分别下滑 12.34% 及 49.87%；此外，兆驰股份当期业绩也有显著下滑，深康佳业绩则受非经常性收益带动大幅提升；总的来说，上半年黑电企业经营业绩表现较为低迷，但低基数背景非经常性收益对利润总量增厚较为明显。

表 23：黑电行业上市公司业绩增速一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速	2018Q2	2017Q2	同比增速
海信电器	3.47	3.96	-12.34%	0.64	1.27	-49.87%
TCL集团	15.86	10.34	53.40%	8.55	5.86	45.92%
兆驰股份	2.40	3.28	-26.77%	0.73	1.85	-60.56%
深康佳A	3.42	0.31	1007.16%	2.86	0.05	6083.31%
四川长虹	1.69	1.55	9.26%	1.08	1.22	-11.38%
合计	26.84	19.43	38.12%	13.86	10.25	35.24%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年黑电行业整体归属净利率为 2.09%，同比提升 0.41 个百分点，其中二季度归属净利率为 2.12%，同比提升 0.43 个百分点；具体到上市公司来看，海信电器、兆驰股份及四川长虹二季度归属净利率分别下滑 0.83、6.81 及 0.12 个百分点，但 TCL 集团及深康佳 A 当期归属净利率有所提升，在其带动下黑电板块整体盈利能力小幅改善。

表 24：黑电行业上市公司归属净利率同比及环比变动一览

	18Q2	18Q2同比	18Q2环比
海信电器	1.03%	-0.83%	-2.60%
TCL集团	3.18%	0.99%	0.33%
兆驰股份	2.67%	-6.81%	-3.16%
深康佳A	2.90%	2.83%	2.19%
四川长虹	0.55%	-0.12%	0.23%
合计	2.12%	0.43%	0.06%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年及二季度黑电行业实现经营性现金流净额分别为 30.53 及 30.69 亿元，同比持续改善且均超过归属净利润绝对额；其中海信电器及 TCL 集团现金流改善最为显著，而兆驰股份、深康佳 A 及四川长虹现金流仍然为负值，后续存较大改善空间。

表 25：黑电行业上市公司经营性现金流增速一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比	2018Q2	2017Q2	同比
海信电器	12.66	-2.41	625.81%	15.35	-1.22	1355.56%
TCL集团	43.75	34.73	25.99%	13.41	11.31	18.52%
兆驰股份	-4.31	-7.03	38.76%	-2.46	-0.65	-280.17%
深康佳A	-18.38	-22.64	18.81%	-8.19	-6.35	-29.03%
四川长虹	-3.19	-10.62	69.92%	12.58	7.09	77.33%
合计	30.53	-7.97	-482.96%	30.69	10.19	201.18%

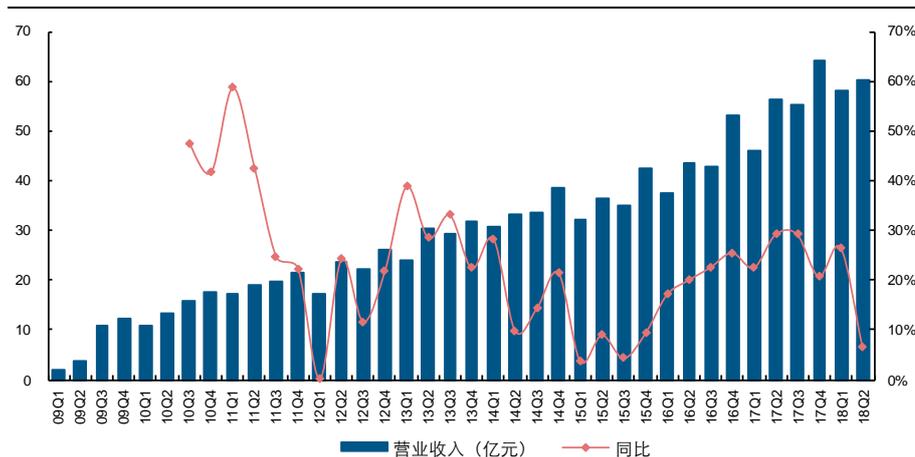
资料来源：Wind，长江证券研究所

厨电行业：主营略有放缓，业绩表现仍显稳健

地产影响需求端表现，主营增长略有放缓

上半年厨电行业实现主营 118.45 亿元，同比增长 15.66%，其中二季度实现 60.23 亿元，同比增长 6.75%；18 年以来厨电行业终端需求受房地产周期下行的滞后影响表现较为平淡，在此背景下厨电行业二季度营收增速略有放缓，但长期来看，厨电行业“大行业，小公司”格局仍在，行业龙头基于自身产品及品牌优势有望持续受益行业发展红利，且市场份额仍将持续提升，此外在产品结构升级带动下其均价稳步上行仍较为确定，量价提升将带动厨电行业主营稳步上行，短期地产周期波动影响无需过忧；此外值得一提的是燃气热水器、洗碗机等新品类放量将为行业提供增长新动力。

图 27：上半年厨电行业主营同比增长 15.66%，其中二季度同比增长 6.75%



资料来源：Wind，长江证券研究所

中怡康线下零售监测数据显示，上半年油烟机、燃气灶及消毒柜终端零售量同比分别下滑 14.27%、13.17% 及 19.83%，但中怡康线下零售监测数据的主要统计样本侧重于一二线城市 KA 渠道样本，考虑到厨电渠道结构中专卖店及电商占比较高并还有部分建材渠道，主要厂商传统 KA 渠道零售量占比已降至 30% 左右甚至更低，且近年来厨电三四线及农村市场普及需求增长明显，因此预计中怡康线下零售监测数据对行业整体需求表现有一定低估；综合奥维云网线上零售数据来看，上半年油烟机、燃气灶及消毒柜线上

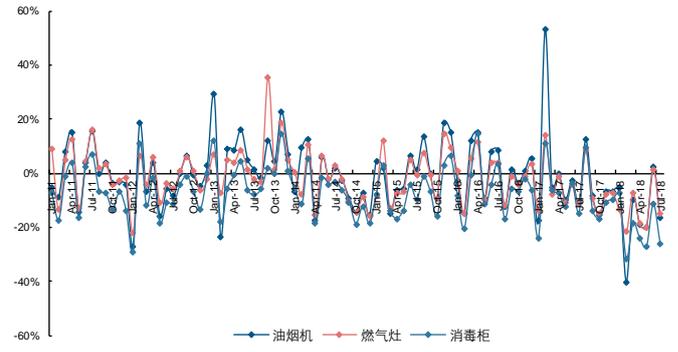
零售量分别同比增长 23.82%、11.32%及 10.46%；综合来看，上半年厨电终端需求虽有所承压但表现仍相对平稳；均价层面，中怡康零售监测数据的终端价格指标可参考性更强，18 年上半年油烟机、燃气灶及消毒柜终端零售价分别同比提升 5.89%、6.84% 及 6.57%，虽然前期老板电器电商渠道快速提价受挫使得市场对厨电行业价格是否已达到天花板产生担忧，但我们认为这仅属于短期定价策略不当，长期来看厨电行业均价上行趋势不改。

图 28：上半年全国商品房销售面积同比增长 3.32%



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 29：上半年烟灶消终端零售额同比下滑 9.77%、7.94%及 14.86%



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

具体到上市公司来看，上半年厨电公司收入端表现有所分化，其中老板电器营收增速有所放缓，上半年及二季度分别同比增长 9.35%及 3.75%，而华帝股份上半年及二季度营收则分别增长 17.24%及 12.78%，这一方面在于公司销量在行业终端需求景气承压背景下逆势提升，另一方面公司产品均价涨幅持续优于行业整体，虽然二季度受北京区域渠道调整、电商平台票面折让等因素影响公司营收端表现，但后续基于经营改善，预计营收端仍将延续稳健增长；此外受益于集成灶行业放量增长，浙江美大上半年收入增速表现仍较为抢眼。

表 26：厨电行业上市公司主营增速一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速	2018Q2	2017Q2	同比增速
老板电器	34.97	31.98	9.35%	19.05	18.36	3.75%
华帝股份	31.74	27.08	17.24%	17.50	15.52	12.78%
浙江美大	5.62	3.73	50.79%	3.42	2.29	49.30%
万和电气	37.64	30.66	22.79%	15.94	16.15	-1.30%
长青集团	8.47	8.97	-5.56%	4.31	4.10	5.19%
合计	118.45	102.41	15.66%	60.23	56.42	6.75%

资料来源：Wind，长江证券研究所

报告期末厨电行业预收账款为 17.82 亿元，同比增长 10.27%；具体到上市公司层面，华帝股份预收账款同比明显下滑，主要由于公司在经销商资金驱紧背景下主动加大了授信额度；其余公司预收款同比均有提升，其中浙江美大基于集成灶行业发展趋势向好预收账款大幅增长 53.88%，老板电器预收账款也实现较为稳健增长。

表 27：厨电行业上市公司预收账款同比变动一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速
老板电器	11.49	10.02	14.62%
华帝股份	1.21	2.01	-39.54%
浙江美大	1.81	1.18	53.88%
万和电气	3.23	2.90	11.29%
长青集团	0.08	0.06	46.96%
合计	17.82	16.16	10.27%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年厨电行业整体存货为 30.86 亿元，同比增长 11.08%，与营收增速基本匹配；从企业层面看，存货体量较大的老板电器及万和电气存货规模分别同比增长 11.93%及 19.79%，而华帝股份及浙江美大在终端销售表现相对较好及逐步提升库存周转效率背景下库存同比有所下滑。

表 28：厨电行业上市公司存货同比变动一览（单位：亿元）

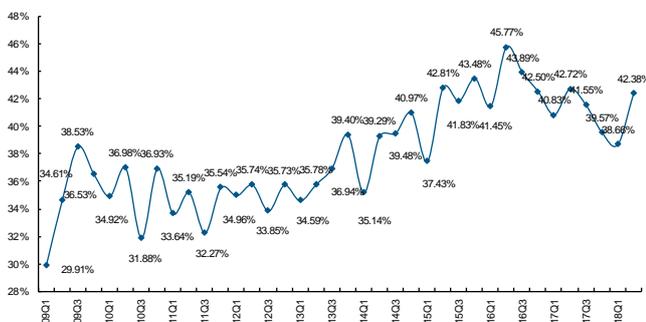
	2018H1	2017H1	同比增速
老板电器	12.37	11.05	11.93%
华帝股份	2.92	3.39	-13.94%
浙江美大	0.89	0.95	-5.97%
万和电气	11.14	9.30	19.79%
长青集团	3.53	3.08	14.56%
合计	30.86	27.78	11.08%

资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利率有所承压，期间费用率持续改善

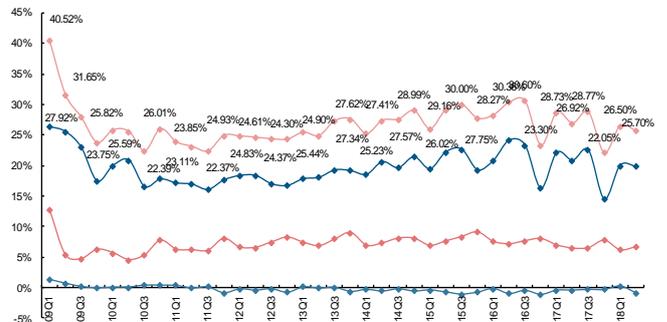
上半年厨电行业整体毛利率为 40.55%，同比下滑 1.32 个百分点，其中二季度毛利率为 42.38%，同比下滑 0.34 个百分点；虽然 18 年以来厨电产品均价延续上行趋势，但未能完全覆盖成本端同比涨幅，短期毛利率仍承压下行，但二季度下滑趋势明显驱缓；后续考虑到原材料价格趋势下行且行业产品结构持续升级，预计行业整体毛利率有望逐步回升。

图 30：二季度厨电行业毛利率为 42.38%，下滑 0.34pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 31：二季度厨电行业期间费用率为 25.70%，下降 1.22pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面，二季度华帝股份受产品均价领涨市场、成本端持续优化及高毛利率电商占比提升等因素带动，毛利率逆势提升 1.42 个百分点，表现较为优异，其他厨电公司毛利率则均有所下滑，老板电器、浙江美大及万和电气二季度毛利率分别同比下滑 1.73、3.50 及 1.60 个百分点。

表 29：厨电行业上市公司毛利率变动一览

	18Q2	18Q2 同比	18Q2 环比
老板电器	54.34%	-1.73%	2.02%
华帝股份	47.52%	1.42%	2.16%
浙江美大	49.04%	-3.50%	-5.53%
万和电气	26.57%	-1.60%	-0.12%
长青集团	21.84%	-0.12%	4.36%
合计	42.38%	-0.34%	3.71%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年厨电行业期间费用率为 26.09%，同比下降 1.64 个百分点，其中二季度为 25.70%，同比下降 1.22 个百分点，行业期间费用率延续下滑趋势；具体到上市公司层面，主要厨电公司二季度期间费用率均有改善，其中华帝股份在去年同期费用率基数较高背景下二季度同比大幅下行 3.69%，浙江美大受益于营收快速增长背景下规模效应显现，二季度期间费用下行 6.11 个百分点，老板电器整体费用率也实现小幅改善。

表 30：厨电行业上市公司期间费用率变动一览

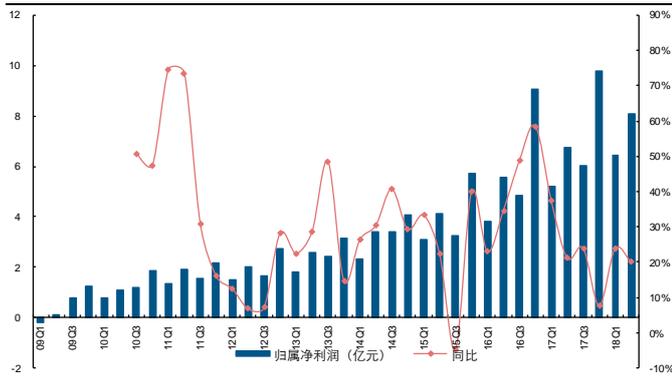
	2018Q2	18Q2 同比	18Q2 环比
老板电器	32.02%	-0.60%	-1.98%
华帝股份	29.31%	-3.69%	-4.12%
浙江美大	20.36%	-6.11%	-1.62%
万和电气	16.87%	-0.63%	-2.48%
长青集团	20.08%	4.30%	6.40%
合计	25.70%	-1.22%	-0.79%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力仍有提升，业绩增长依旧稳健

上半年厨电行业整体实现归属净利润 14.56 亿元，同比增长 21.72%，其中二季度实现 8.11 亿元，同比增长 20.09%；虽然厨电行业营收增速略有放缓，在盈利持续提升驱动下业绩仍实现较好增长。

图 32：二季度厨电行业归属净利润同比增长 20.09%



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到公司层面来看，报告期内华帝股份及浙江美大业绩增速维持在较高水平，上半年分别同比增长 45.32% 及 47.03%，其中二季度同比增长 43.25% 及 45.09%，浙江美大业绩主要由营收快速增长驱动，而华帝股份则主要受益于经营改善背景下盈利能力持续提升；老板电器上半年归属净利润同比增长 10.47%，其中二季度同比增长 3.51%，增速明显放缓，主要由于营收端短期走势承压；考虑到厨电行业高端占比提升趋势仍在延续，行业龙头基于市场份额提升及盈利能力改善，后续业绩仍有望延续较好增长。

表 31：厨电行业上市公司业绩增速一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速	2018Q2	2017Q2	同比增速
老板电器	6.60	5.98	10.47%	3.58	3.46	3.51%
华帝股份	3.43	2.36	45.32%	2.27	1.59	43.25%
浙江美大	1.46	0.99	47.03%	0.84	0.58	45.09%
万和电气	2.77	2.14	29.37%	1.30	0.88	48.42%
长青集团	0.31	0.50	-38.01%	0.11	0.25	-55.91%
合计	14.56	11.96	21.72%	8.11	6.75	20.09%

资料来源：Wind，长江证券研究所

从盈利能力层面看，18 年上半年厨电行业归属净利率为 12.30%，同比提升 0.61 个百分点，其中二季度归属净利率为 13.46%，同比增长 1.50 个百分点；具体到上市公司，华帝股份在毛利率逆势提升及期间费用率下滑背景下二季度归属净利率同比提升 2.76 个百分点，而老板电器及浙江美大整体盈利能力则基本持平及小幅下滑。

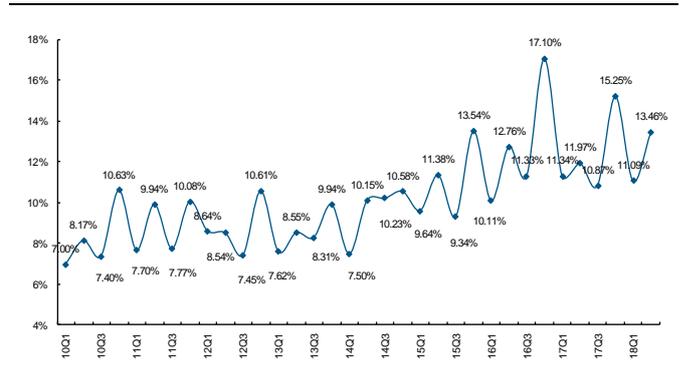
表 32：厨电行业上市公司归属净利率变动一览

	18Q2	18Q2 同比	18Q2 环比
老板电器	18.81%	-0.04%	-0.16%
华帝股份	12.99%	2.76%	4.89%
浙江美大	24.55%	-0.71%	-3.50%
万和电气	8.17%	2.74%	1.43%
长青集团	2.52%	-3.49%	-2.34%
厨电行业	13.46%	1.50%	2.38%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年厨电行业实现经营性现金流净额 15.98 亿元，同比增长 23.16%，主要受益于经营性现金流体量较大的老板电器同比明显改善带动，报告期内公司加大对经销商回款的

图 33：二季度厨电行业归属净利率 13.46%，增长 1.50pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

考核力度，整体经营性现金流净额同比大涨 60.52%至 11.22 亿元；此外华帝股份在提高渠道授信额度背景下经营性现金流仍同比小幅提升 1.43%，浙江美大经营性现金流也同比提升 13.14%至 1.44 亿元。

表 33：厨电行业上市公司经营性现金流增速一览（单位：亿元）

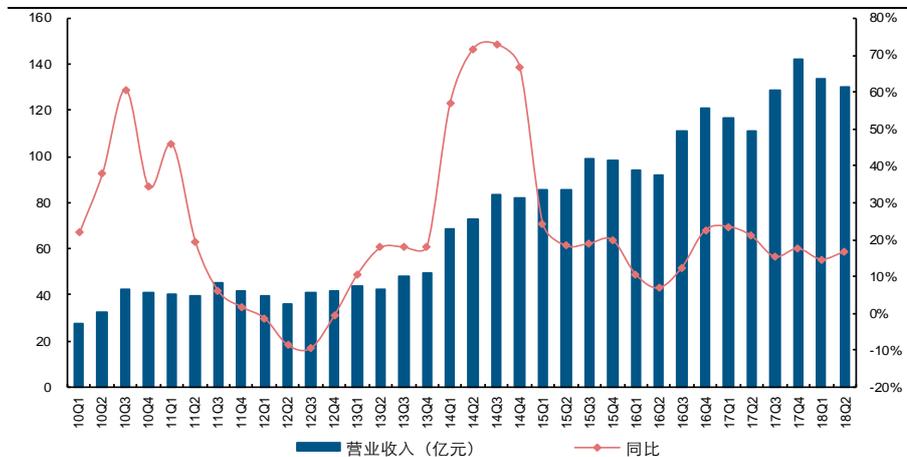
	2018H1	2017H1	同比	2018Q2	2017Q2	同比
老板电器	11.22	6.99	60.52%	5.63	5.13	9.81%
华帝股份	1.00	0.99	1.43%	-0.02	1.77	-101.17%
浙江美大	1.44	1.28	13.14%	1.20	0.79	50.44%
万和电气	3.27	3.83	-14.52%	1.51	1.03	46.48%
长青集团	-0.95	-0.10	-840.15%	-0.20	0.43	-147.05%
厨电行业	15.98	12.98	23.16%	8.11	9.16	-11.42%

资料来源：Wind，长江证券研究所

小家电行业：主营稳健增长，业绩环比明显提速 行业需求表现平稳，龙头延续稳健增长

上半年小家电行业整体实现主营收入 263.73 亿元，同比增长 15.67%，其中二季度实现 129.90 亿元，同比增长 16.69%；受益于消费升级趋势延续，个护及环境家居类生活改善型小家电已逐步开始普及，新品类扩张对小家电行业整体营收形成较好带动，报告期内行业营收延续稳健增长。

图 34：上半年小家电行业主营同比增长 15.67%，其中二季度同比增长 16.69%



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面，上半年除了外销业务收入占比较高的新宝股份因平均结算汇率仍高于去年同期影响营收端表现相对较弱，其他小家电公司营收端均实现稳健正增长，其中苏泊尔在内销较好增长带动下整体营收增长超预期，上半年及二季度分别同比增长 25.27%及 30.63%；九阳股份受益于渠道调整成效显现及产品均价在高端化战略带动下持续提升，营收环比持续提速，上半年及二季度分别同比增长 11.34%及 16.16%；此外飞科电器也在前期渠道调整压制因素缓解后营收增速逐步提升，且按摩椅相关龙头受益于行业高景气度，营收端表现均较为亮眼；总的来说，小家电行业龙头公司营收端均实现较好增长。

表 34：小家电行业上市公司主营增速一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速	2018Q2	2017Q2	同比增速
苏泊尔	88.49	70.64	25.27%	39.62	30.33	30.63%
爱仕达	15.30	14.18	7.89%	7.10	6.69	6.21%
新宝股份	37.63	37.97	-0.88%	19.45	20.48	-4.99%
莱克电气	28.22	25.81	9.32%	13.15	12.33	6.65%
飞科电器	18.16	17.23	5.41%	9.31	7.82	19.04%
九阳股份	36.40	32.69	11.34%	20.71	17.83	16.16%
奥佳华	22.09	16.78	31.61%	11.75	9.03	30.09%
乐金健康	5.08	4.48	13.43%	2.46	2.25	9.73%
荣泰健康	12.36	8.22	50.41%	6.33	4.56	38.78%
合计	263.73	228.00	15.67%	129.90	111.32	16.69%

资料来源：Wind，长江证券研究所

报告期末小家电行业预收账款为 10.45 亿元，同比下滑 39.99%，其中九阳股份预收表现则相对平稳，而苏泊尔上半年预收同比下滑 60.53%，主要原因在于内销规模大幅增长及渠道层面资金趋紧背景下公司适当加大了对经销商的授信额度，受此影响行业整体预收规模明显不及去年同期。

表 35：小家电行业上市公司预收账款同比变动一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速
苏泊尔	4.76	12.06	-60.53%
爱仕达	0.74	0.42	75.57%
新宝股份	0.97	1.21	-19.49%
莱克电气	0.58	0.46	24.60%
飞科电器	0.23	0.35	-34.48%
九阳股份	1.81	1.88	-3.85%
奥佳华	0.83	0.70	18.78%
乐金健康	0.18	0.20	-9.06%
荣泰健康	0.35	0.13	166.36%
合计	10.45	17.42	-39.99%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年小家电行业整体存货为 67.47 亿元，同比增长 12.29%；报告期内，除了苏泊尔存货同比下滑 13.33%，其他小家电公司存货规模均有不同幅度增长，其中奥佳华及荣泰健康等存货增速较为突出，分别同比增长 45.69%及 57.36%，与收入增长表现较为匹配，新宝股份及九阳股份存货规模则分别同比增长 24.96%及 38.75%。

表 36: 小家电行业上市公司存货同比变动一览 (单位: 亿元)

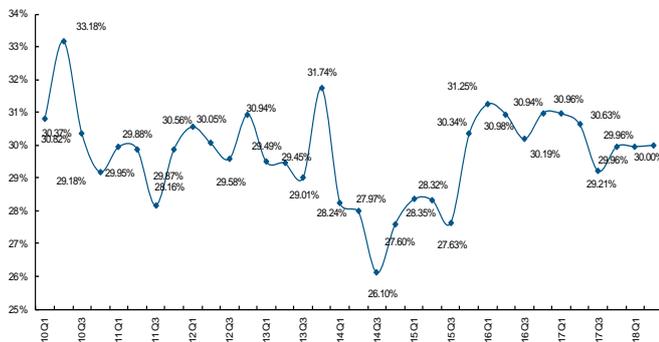
	2018H1	2017H1	同比增速
苏泊尔	19.09	22.03	-13.33%
爱仕达	7.77	5.84	33.18%
新宝股份	10.59	8.48	24.96%
莱克电气	6.21	5.72	8.56%
飞科电器	3.72	3.68	1.00%
九阳股份	5.34	3.85	38.75%
奥佳华	9.53	6.54	45.69%
乐金健康	3.28	2.73	20.35%
荣泰健康	1.93	1.23	57.36%
合计	67.47	60.09	12.29%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

毛利率小幅下滑, 汇兑损益带来盈利弹性

上半年小家电行业整体毛利率为 29.98%, 同比下滑 0.82 个百分点, 其中二季度毛利率为 30.00%, 同比下滑 0.63 个百分点; 报告期内受平均结算汇率及原材料价格仍居于较高水平影响, 小家电行业毛利率小幅下滑, 但考虑到后续汇率及原材料价格因素持续改善, 行业整体毛利率有望逐步反弹。

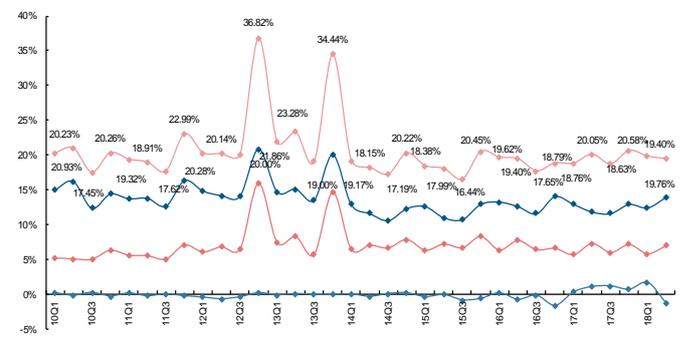
图 35: 二季度小家电行业毛利率为 30.00%, 下滑 0.63pct



资料来源: Wind, 长江证券研究所

具体到上市公司层面, 二季度主要小家电企业中苏泊尔、飞科电器及九阳股份毛利率有所提升, 分别同比增长 0.98、1.34 及 0.56 个百分点, 其中苏泊尔内外销毛利率虽在汇率及原材料因素影响下均有承压, 但高毛利内销业务收入占比大幅提升带动下整体毛利水平仍有一定改善, 九阳股份和飞科电器毛利率则均在高端新品占比提升驱动下同比上行; 出口业务占比较高的莱克电气及新宝股份二季度毛利率分别同比下滑 2.95 及 2.05 个百分点, 总体来看, 上半年小家电行业内销营收及毛利率表现均明显优于出口。

图 36: 二季度小家电期间费用率为 19.40%, 下滑 0.65pct



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 37：小家电行业上市公司毛利率变动一览

	18Q2	18Q2 同比	18Q2 环比
苏泊尔	29.20%	0.98%	-1.87%
爱仕达	36.55%	-2.57%	-2.00%
新宝股份	19.13%	-2.05%	1.21%
莱克电气	24.44%	-2.92%	0.74%
飞科电器	40.76%	1.34%	2.89%
九阳股份	34.15%	0.56%	2.62%
奥佳华	36.76%	-3.71%	0.37%
乐金健康	23.21%	-8.04%	-5.12%
荣泰健康	33.33%	-5.70%	-1.84%
合计	30.00%	-0.63%	0.04%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年小家电行业期间费用率为 19.59%，同比提升 0.20 个百分点，其中二季度为 19.40%，同比下滑 0.65 个百分点；4 月份以来人民币兑美元汇率有所贬值，在此背景下外销收入占比相对较高的小家电企业汇兑损益较去年同期有明显改善，并带动二季度行业财务费用同比明显改善；具体到上市公司层面，莱克电气二季度财务费用率同比下滑 9.30pct，整体期间费用率同比改善 5.80pct；奥佳华受益于汇兑损益改善及规模效应显现背景下销售及管理费用下滑，整体期间费用率同比下滑 7.80 个百分点；而九阳股份二季度期间费用率同比提升 6.58 个百分点，主要由于公司加大营销投入，中标国家品牌计划及世界杯期间宣传投入较大致使当期销售费用率大幅提升。

表 38：小家电行业上市公司期间费用率变动一览

	2018Q2	18Q2 同比	18Q2 环比
苏泊尔	20.51%	1.01%	2.20%
爱仕达	26.63%	-7.91%	-4.41%
新宝股份	10.61%	-1.94%	-4.58%
莱克电气	12.13%	-5.80%	-4.13%
飞科电器	12.23%	0.30%	0.73%
九阳股份	27.12%	6.58%	7.55%
奥佳华	26.44%	-7.80%	-9.79%
乐金健康	23.54%	0.39%	4.17%
荣泰健康	17.15%	-7.11%	-6.16%
合计	19.40%	-0.65%	-0.36%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力有所回暖，业绩环比明显提速

上半年小家电行业累计实现归属上市公司股东净利润 22.59 亿元，同比增长 8.28%，其中二季度实现 12.14 亿元，同比增长 18.48%；在二季度汇兑损益同比大幅改善背景下，小家电行业盈利能力同环比均有改善，并驱动行业二季度业绩明显提速，上半年整体来看小家电行业业绩仍延续稳健增长。

图 37：二季度小家电行业归属净利润同比增长 18.48%



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面，18 年上半年苏泊尔虽盈利能力小幅承压下滑但在营收端快速增长带动下整体业绩仍实现 22.59% 的较好增长；奥佳华及荣泰健康在营收端增长驱动下业绩也实现快速增长；莱克电气受益于汇兑损益大幅改善，二季度业绩增速环比改善极为显著；前期渠道均有所调整的飞科电器和九阳股份上半年业绩分别同比增长 5.06% 及 2.44%，其中飞科电器二季度业绩已有明显改善，而九阳股份受费用投放加大影响短期业绩走势相对平淡。

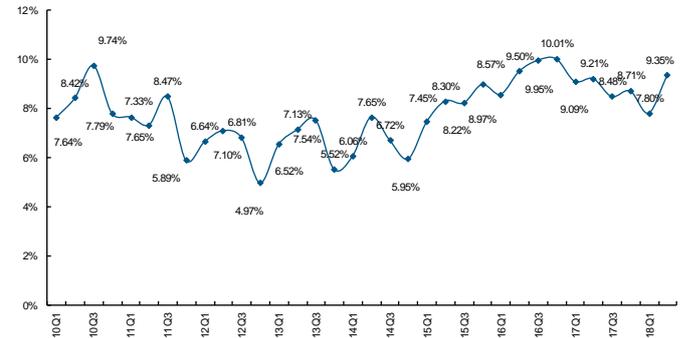
表 39：小家电行业上市公司业绩变动一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速	2018Q2	2017Q2	同比增速
苏泊尔	7.39	6.03	22.59%	2.87	2.32	23.68%
爱仕达	0.92	0.86	7.21%	0.49	0.33	50.84%
新宝股份	1.38	1.93	-28.54%	0.95	1.30	-26.55%
莱克电气	2.04	2.25	-9.27%	1.32	0.80	65.62%
飞科电器	3.98	3.79	5.06%	2.24	1.79	25.33%
九阳股份	3.70	3.61	2.44%	2.23	2.25	-0.86%
奥佳华	1.44	0.92	56.08%	1.16	0.73	57.59%
乐金健康	0.31	0.34	-9.86%	0.06	0.18	-67.01%
荣泰健康	1.41	1.11	27.03%	0.83	0.56	47.41%
合计	22.59	20.86	8.28%	12.14	10.25	18.48%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力层面，上半年小家电行业归属净利率为 8.56%，同比下滑 0.58 个百分点，其中二季度归属净利率为 9.35%，同比提升 0.14 个百分点；具体到企业层面，二季度苏泊尔及九阳股份受销售费用投入加码影响盈利能力分别同比下滑 0.41 及 1.85 个百分点，新宝股份在毛利率下行拖累下二季度盈利能力同比下滑 1.44 个百分点，其他小家电公司盈利能力则均有不同幅度提升。

图 38：二季度小家电归属净利率为 9.35%，增长 0.14pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 40：小家电行业相关上市公司归属净利率变动一览

	18Q2	18Q2 同比	18Q2 环比
苏泊尔	7.24%	-0.41%	-2.02%
爱仕达	6.90%	2.04%	1.66%
新宝股份	4.89%	-1.44%	2.52%
莱克电气	10.02%	3.57%	5.20%
飞科电器	24.03%	1.21%	4.32%
九阳股份	10.77%	-1.85%	1.39%
奥佳华	9.84%	1.72%	7.09%
乐金健康	2.41%	-5.62%	-7.18%
荣泰健康	13.12%	0.77%	3.46%
合计	9.35%	0.14%	1.54%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年小家电行业累计实现经营性现金流量净额 11.76 亿元，同比下滑 12.87%；其中苏泊尔因为加大经销商授信额度，上半年及二季度经营性现金流分别同比下滑 31.37% 及 131.10%。

表 41：小家电行业上市公司经营性现金流量净额增速一览（单位：亿元）

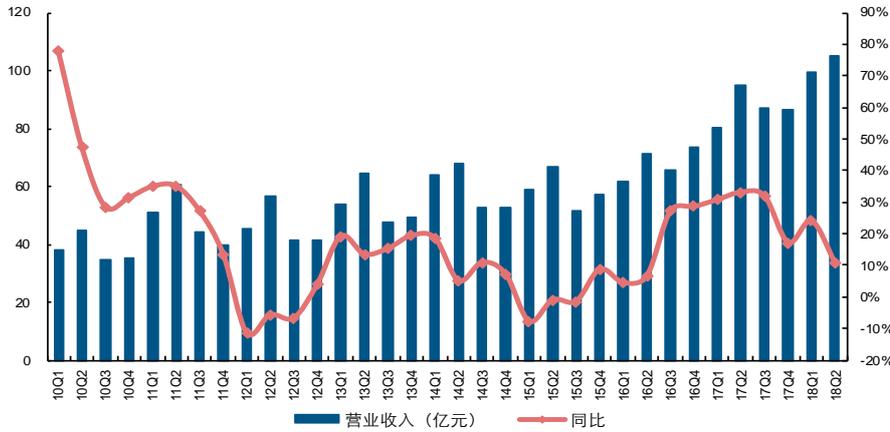
	2018H1	2017H1	同比	2018Q2	2017Q2	同比
苏泊尔	3.93	5.73	-31.37%	-0.47	1.52	-131.10%
爱仕达	-0.37	0.46	-181.30%	-1.09	-0.09	-1087.82%
新宝股份	-1.04	2.29	-145.54%	-2.12	4.15	-151.01%
莱克电气	2.91	0.02	12636.09%	2.28	0.49	365.44%
飞科电器	2.40	2.83	-15.30%	2.02	0.82	147.65%
九阳股份	2.24	-0.58	485.53%	0.98	0.47	108.62%
奥佳华	1.15	0.88	30.88%	2.41	-0.10	2413.60%
乐金健康	-0.79	0.76	-204.80%	-0.19	0.98	-119.52%
荣泰健康	1.34	1.11	21.33%	0.80	0.72	11.96%
合计	11.76	13.50	-12.87%	4.62	8.94	-48.31%

资料来源：Wind，长江证券研究所

家电上游：主营稳健增长，盈利能力持续承压

下游整机需求较好，带动行业主营稳健增长

上半年家电上游行业累计实现主营收入 204.84 亿元，同比增长 16.74%，其中二季度实现 105.12 亿元，同比增长 10.60%；考虑到上半年下游家电整机行业中，空调受益于渠道补库存及终端需求表现较好等因素带动整体产量实现较好增长，且冰洗产量延续稳健走势，在此背景下上游家电子行业营收延续双位数稳健增长。

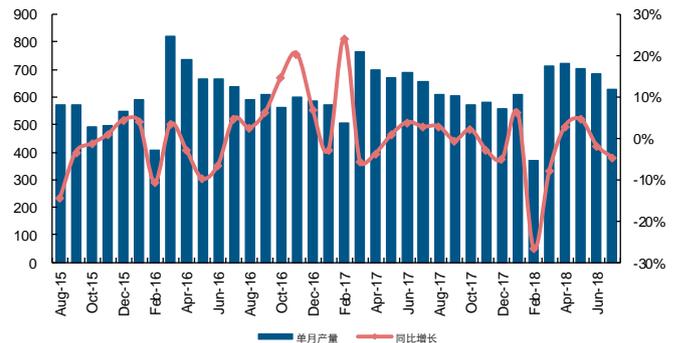
图 39: 上半年家电上游行业主营同比增长 16.74%，其中二季度同比增长 10.60%


资料来源: Wind, 长江证券研究所

根据产业在线数据, 18 年上半年空调行业产量 8792 万台, 同比增长 13.17%; 冰箱行业产量 3792 万台, 同比下滑 3.34%; 其二季度空调及冰箱产量同比分别增长 15.66% 及 2.31%; 空调行业产量稳健增长带动家电上游行业主营延续较好增长。

图 40: 上半年空调行业产量 8792 万台, 同比增长 13.17%


资料来源: 产业在线, 长江证券研究所

图 41: 上半年冰箱行业产量 3792 万台, 同比下滑 3.34%


资料来源: 产业在线, 长江证券研究所

具体到企业层面来看, 上半年空调产业链上市公司主营均实现稳健增长, 三花智控、海立股份、亿利达主营分别增长 15.15%、32.05% 及 21.48%, 增速优于行业其他公司; 此外, 长虹华意在产品提价等因素带动下上半年主营也同比增长 8.48%, 而聚隆科技及地尔汉宇等与空调产业链相关度较低企业, 主营增长表现相对偏弱。

表 42: 家电上游行业上市公司主营增速一览 (单位: 亿元)

	2018H1	2017H1	同比增速	2018Q2	2017Q2	同比增速
三花智控	55.90	48.55	15.15%	30.13	27.13	11.04%
康盛股份	15.55	14.93	4.18%	7.98	8.09	-1.47%
海立股份	69.83	52.88	32.05%	34.06	28.37	20.06%
长虹华意	47.36	43.66	8.48%	23.80	22.74	4.65%
亿利达	7.37	6.06	21.48%	4.50	3.91	15.14%
天银机电	3.97	3.78	5.01%	2.09	1.90	10.13%
聚隆科技	1.17	1.87	-37.27%	0.66	0.90	-27.43%
地尔汉宇	3.68	3.73	-1.23%	1.90	1.99	-4.27%
合计	204.84	175.46	16.74%	105.12	95.04	10.60%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

上半年家电上游行业预收账款为 2.15 亿元, 同比增长 19.55%; 具体到企业层面, 三花智控、康盛股份、长虹华意及海立股份预收账款分别同比大涨 52.50%、461.99%、57.32%及 21.90%, 增速表现较好; 不过考虑到零部件企业在产业链中占款能力偏弱, 其预收占当期主营收入比例较低, 对后续主营增长指导意义相对偏弱。

表 43: 家电上游行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)

	2018H1	2017H1	同比增速
三花智控	0.16	0.11	52.50%
康盛股份	0.34	0.06	461.99%
海立股份	0.40	0.33	21.90%
长虹华意	0.50	0.32	57.32%
亿利达	0.20	0.41	-51.40%
天银机电	0.19	0.22	-14.40%
聚隆科技	0.09	0	-
地尔汉宇	0.27	0.36	-25.15%
合计	2.15	1.80	19.55%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

上半年家电上游行业存货为 60.36 亿元, 同比增长 31.26%, 整体增长幅度略快于营收; 具体到上市公司层面, 存货规模较大的企业中, 三花智控受原材料价格处于高位及库存产品成本较高等因素影响, 上半年存货增幅较大; 而海立股份及长虹华意存货分别同比增长 25.88%及 13.20%, 与营收表现较为匹配。

表 44：家电上游行业上市公司存货同比变动一览（单位：亿元）

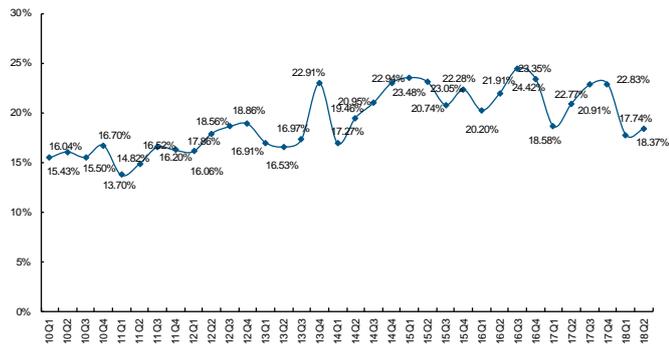
	2018H1	2017H1	同比增速
三花智控	18.11	11.89	52.38%
康盛股份	3.56	3.23	10.10%
海立股份	19.42	15.43	25.88%
长虹华意	11.39	10.06	13.20%
亿利达	3.64	2.44	48.91%
天银机电	2.02	1.30	55.75%
聚隆科技	0.77	0.41	87.34%
地尔汉宇	1.45	1.22	18.55%
合计	60.36	45.98	31.26%

资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利率有所承压，期间费用率走势平稳

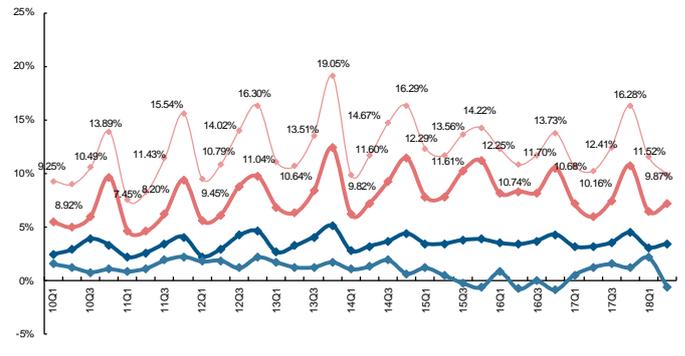
上半年家电上游行业毛利率为 18.07%，同比下滑 1.77 个百分点，其中二季度毛利率为 18.37%，同比下滑 2.54 个百分点；考虑到家电上游零部件企业在家电产业链中溢价能力相对较弱，在原材料价格高位背景下，行业盈利能力走势仍有承压。

图 42：二季度家电上游行业毛利率 18.37%，下滑 2.54pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 43：二季度家电上游期间费用率 9.87%，下滑 0.30pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面，二季度家电上游行业上市公司中仅海立股份毛利率同比小幅提升 0.15 个百分点，主要原因在于公司基于联动定价机制充分转移成本压力，且通过持续研发创新驱动产品及业务结构稳步优化；其余家电上游公司在成本压力显现背景下毛利率均有不同程度下滑，其中三花智控因海外业务占比较高受汇率因素负面影响较大。

表 45：家电上游行业上市公司毛利率变动一览

	18Q2	18Q2 同比	18Q2 环比
三花智控	27.75%	-2.99%	0.25%
康盛股份	9.90%	-9.77%	-2.44%
海立股份	13.26%	0.15%	0.13%
长虹华意	11.72%	-1.51%	0.35%
亿利达	30.27%	-5.23%	0.43%
天银机电	31.92%	-5.03%	-4.28%
聚隆科技	23.68%	-8.43%	2.89%
地尔汉宇	35.28%	-6.55%	-1.04%
合计	18.37%	-2.54%	0.63%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年家电上游行业期间费用率为 10.67%，同比增长 0.27 个百分点，其中二季度期间费用率为 9.87%，同比下滑 0.30 个百分点；具体到上市公司层面，三花智控、康盛股份及地尔汉宇二季度期间费用率分别下滑 2.76、0.76 及 3.14 个百分点，进而带动家电上游行业期间费用率二季度小幅下滑，其余企业期间费用率均有不同程度提升。

表 46：家电上游行业上市公司期间费用率变动一览

	2018Q2	18Q2 同比	18Q2 环比
三花智控	9.80%	-2.76%	-5.88%
康盛股份	9.13%	-0.76%	0.26%
海立股份	9.77%	0.58%	0.61%
长虹华意	7.84%	1.29%	-0.89%
亿利达	17.53%	0.83%	-5.52%
天银机电	11.90%	1.56%	2.40%
聚隆科技	25.95%	10.55%	-8.91%
地尔汉宇	15.35%	-3.14%	-8.10%
合计	9.87%	-0.30%	-1.65%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力承压下行，业绩表现较为低迷

上半年家电上游行业累计实现归属上市公司股东净利润 11.19 亿元，同比下滑 7.14%，其中二季度实现 6.59 亿元，同比下滑 11.59%；虽然行业主营实现稳健增长，但由于盈利承压下行影响，家电上游行业业绩表现较为低迷。

图 44：18 年二季度家电上游行业归属净利润同比下滑 11.59%



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面，上半年空调产业链公司三花智控、海立股份及亿利达业绩分别同比增长 11.04%、47.08%及 12.62%，表现较为突出，其余公司业绩在盈利能力走势承压背景下均有不同幅度下滑。

表 47：家电上游行业上市公司业绩增速一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比增速	2018Q2	2017Q2	同比增速
三花智控	6.77	6.10	11.04%	4.29	3.90	9.95%
康盛股份	-0.07	0.72	-109.30%	-0.20	0.55	-136.05%
海立股份	1.68	1.14	47.08%	0.69	0.67	2.59%
长虹华意	0.60	1.26	-52.32%	0.47	0.74	-35.96%
亿利达	0.73	0.65	12.62%	0.53	0.48	10.65%
天银机电	0.75	0.92	-18.67%	0.33	0.41	-20.14%
聚隆科技	0.09	0.29	-68.15%	0.09	0.17	-43.71%
地尔汉宇	0.63	0.96	-34.31%	0.39	0.54	-27.84%
合计	11.19	12.05	-7.14%	6.59	7.46	-11.59%

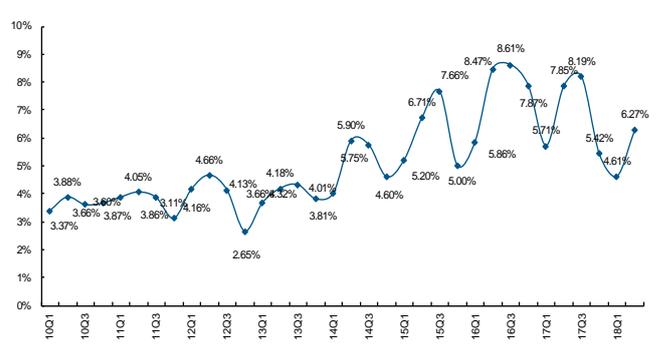
资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年家电上游行业归属净利率为 5.46%，同比下滑 1.41 个百分点，其中二季度归属净利率为 6.27%，同比下滑 1.57 个百分点；具体到企业层面，二季度家电上游上市公司归属净利润率均有不同程度下滑，其中三花智控、海立股份分别下滑 0.14、0.34 个百分点。

表 48：家电上游行业上市公司归属净利率变动一览

	18Q2	18Q2 同比	18Q2 环比
三花智控	14.23%	-0.14%	4.60%
康盛股份	-2.49%	-9.29%	-4.22%
海立股份	2.02%	-0.34%	-0.77%
长虹华意	1.98%	-1.26%	1.43%
亿利达	11.81%	-0.48%	4.99%
天银机电	15.77%	-5.98%	-6.57%
聚隆科技	14.29%	-4.13%	14.35%
地尔汉宇	20.49%	-6.69%	6.83%
合计	6.27%	-1.57%	1.66%

图 45：18 年二季度家电上游归属净利率为 6.27%，下滑 1.57 个点



资料来源：Wind，长江证券研究所

资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年家电上游行业累计经营性现金流量净额-3.34 亿元，同比有一定改善；上半年三花智控在应收票据结算占比提升影响下经营性现金流有所下滑，而长虹华意经营性现金流量净额同比改善明显，带动行业整体现金流情况好转。

表 49：家电上游行业上市公司经营性现金流量净额增速一览（单位：亿元）

	2018H1	2017H1	同比	2018Q2	2017Q2	同比
三花智控	1.75	2.90	-39.40%	2.48	1.91	30.21%
康盛股份	-3.59	-0.96	-	-0.36	-0.77	-
海立股份	-0.66	-2.25	-	4.29	3.64	17.92%
长虹华意	-2.10	-6.85	-	0.76	0.32	140.71%
亿利达	-0.06	-0.16	-	0.21	-0.25	-
天银机电	0.88	0.98	-9.88%	0.99	1.18	-16.09%
聚隆科技	-0.14	0.57	-	0.10	0.21	-54.64%
地尔汉宇	0.58	1.12	-48.46%	0.47	0.85	-44.22%
合计	-3.34	-4.66	-	8.95	7.08	26.36%

资料来源：Wind，长江证券研究所

维持行业“看好”评级

上半年在空调行业终端需求表现超预期及年初渠道补库存带动下，白电龙头出货均实现较好增长，叠加产品均价延续上行趋势，其营收端增长较为优异，厨电行业受地产周期下行拖累终端需求有所下滑，但龙头基于份额提升及均价上行营收表现优于行业整体，小家电行业整体延续此前平稳增长趋势，黑电行业则在世界杯赛事驱动下外销表现优异并带动营收实现稳健增长，总的来说，上半年家电行业营收端仍保持较好增长；虽然上半年原材料均价及汇率仍居于高位，报告期内行业整体毛利率仍有所承压，但受益于规模效应显现及汇兑损失改善背景下期间费用率回落，上半年行业整体业绩仍实现超过20%的较好增长；虽然下半年空调内销出货增速或因基数效应有所放缓，但从全年来看行业主营延续平稳增长仍是大概率事件，且二季度以来原材料价格稳中有降且汇兑压力也有减弱，行业盈利能力有望趋势向好，后续基本面表现无需过度担忧。

虽然近期在板块整体走势较为低迷背景下市场对家电行业基本面并无太多期待，但上半年行业总体规模仍延续稳健增长，且业绩在盈利能力改善背景下也有较好表现；虽然从基数等因素分析，下半年行业增速预期虽有放缓，但从全年维度来看依旧好于年初悲观预期；目前时点**配置家电板块的核心主逻辑并未发生实质性变化，家电蓝筹稳健业绩增长、良好的现金流表现以及从全球维度的估值比较优势依旧存在，近期调整提供中长期配置良机；我们维持行业“看好”评级**，持续推荐业绩稳健增长、估值相对不高且在全球有竞争力的行业龙头**格力电器、美的集团及青岛海尔**，同时我们基于自上而下维度依旧坚定看好厨电及中央空调行业长期发展前景，推荐**华帝股份、老板电器及海信科龙**。

投资评级说明

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

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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