

2019年05月14日

# 2018年行业增速回落，龙头经营依旧稳健

## ——家电行业 2018 年报业绩总结

### 看好

#### 相关研究

"3月空调内销延续小阳春，厨电终端零售止跌转增-2019年3月家电零售和企业出货端数据解读" 2019年4月29日  
"新型城镇化提振需求，3月厨电数据明显回暖-《2019/4/5-2019/4/12》家电周报" 2019年4月15日

#### 证券分析师

刘正 A0230518100001  
liuzheng@swsresearch.com  
周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com

#### 联系人

史晋星  
(8621)23297818×转  
shijx@swsresearch.com

#### 本期投资提示：

- **2018年家电行业营业收入/净利润增速同比回落，白电/小家电业绩领跑；原材料虽有所下降但仍处高位拖累行业整体毛利率。采用我们所选的51家家电公司口径：**2018年家电共实现营业总收入12025.49亿元，同比增长13.70%；归母净利润685.77亿元，同比下降4.59%。由于去年同期高基数及地产弱周期的影响，家电行业整体营业收入、净利润增速有所回落。原材料虽有所下降但仍处高位运行，致使2018年全年行业整体毛利率同比下滑0.46个pcts至24.37%，尽管期间费用率有所改善（同比下滑0.57个pcts至17.13%），但净利率仍同比下滑1.13个pcts至6.19%；存货同比增长8.27%；经营性现金流量净额有所改善，同比增长38.41%。
- **白电行业：产品均价提升显著，营收净利维持较快增长领跑家电行业。**2018年空调/洗衣机量价齐升、冰箱量跌价涨带动白电收入稳步提升，白电板块2018年实现营业总收入7427亿元，同比增长15.74%；归母净利润556.22亿元，同比增长10.14%。白电毛利率/净利率分别同比增长0.06个pcts至27.89%和下降0.4个pcts至8.1%；期间费用率同比下降0.68个pcts至18.43%。**展望2019年，我们上调2019年空调内销出货量至增长1.7%，行业发生大规模价格战风险不大，龙头企业全年业绩稳定增长确定性高。**
- **黑电行业：面板价格持续回落，毛利率改善空间大。**2018年黑电行业实现营业总收入3054.49亿元，同比增长10.03%；归母净利润52.90亿元，同比下滑46.50%；毛利率同比下滑1.83个pcts至13.88%；期间费用率同比下降0.85个pcts至12.24%。目前液晶面板价格下滑明显，外销业务看点大，**展望2019年黑电制造商毛利率有望迎来边际改善。**
- **厨电行业：收入净利增速放缓，未来成长空间大。**受房地产宏观调控影响，2018年厨电板块实现营收250.11亿元，同比增长8.32%；归母净利润25.25亿元，同比下滑7.98%；毛利率/净利率分别增长0.27pcts至42.56%和下降1.83个pcts至10.18%；期间费用率同比增长0.46个pcts至28.93%。**2019年初至今地产成交数据回暖趋势明显，我们分析前期受地产压制的厨电龙头估值有望继续回升。**
- **小家电行业：营收净利仍保持正增长，受益消费升级趋势明确；零部件行业：收入净利增速大幅放缓，毛利率承压下行。**2018年小家电实现营收749.4亿元，同比增长13.94%；归母净利润59.78亿元，同比增长0.85%；毛利率同比下降0.65个pcts至30.9%。零部件板块2018年实现营收544.47亿元，同比增长9.88%；归母净利润-8.38亿元，同比大幅下降129.78%；毛利率同比下降2.19个pcts至18.07%
- **投资建议：**2019年初至今地产销售和竣工数据回暖拉动需求逐步改善，迎来家电行业3月出货端数据小阳春。**我们结合2018年年报情况，立足公司基本面，重申此前推荐组合：**1) 稳健组合：格力电器+青岛海尔+苏泊尔；2) 成长配置：九阳股份+浙江美大+欧普照明。同时继续关注厨电板块估值修复下的投资机会，厨电龙头**老板电器**一二线收入占比50%以上，本轮一二线地产销售率先回暖，有望提振公司基本面表现；集成灶龙头**浙江美大**电商发力+KA进店+经销商开店多点发力，乘行业快速增长东风，预计2019年公司实现30%收入增长目标是大概率事件。

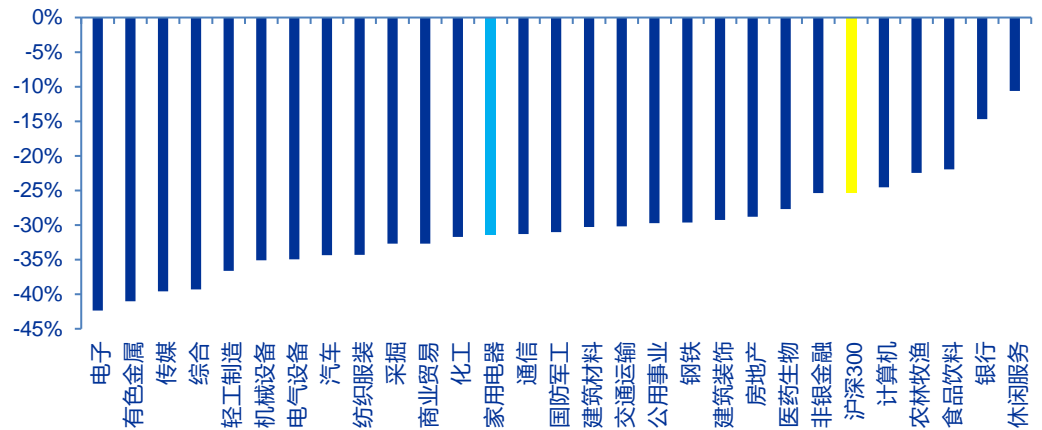


申万宏源研究微信服务号

# 1. 板块行情回顾

2018年1月1日至2018年12月31日，大盘（沪深300）整体呈现下跌趋势，其中家用电器板块下跌31.4%，弱于沪深300指数25.3%的跌幅，在所有行业涨跌幅排名中位居第十六。

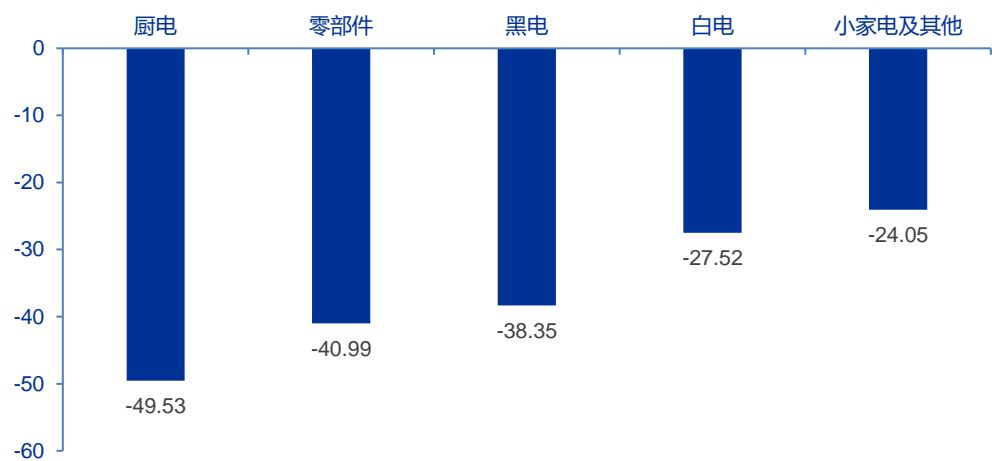
图 1：2018.1.1-2018.12.31 期间，家电板块下跌 31.4%，涨跌幅排名第十六



资料来源：Wind，申万宏源研究

从各子板块股价涨跌幅看，家电中小家电和白电跌幅相对较小，2018年分别下跌24.05%和27.52%；黑电和零部件分别下滑38.35%和40.99%。受房地产宏观调控影响，厨电跌幅最大，2018年厨电板块下滑49.53%。

图 2：2018.1.1-2018.12.31 期间，家电分板块涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2. 2018 年家电行业增速同比回落，龙头公司经营依旧稳健

2018 年家电板块营业收入、净利润增速有所回落。2018 年申万家电板块（统计口径采用“Wind-板块数据浏览器-申银万国行业类”）实现营业总收入 12309.51 亿元，在去年同期高基数下同比依旧上涨 13.93%，实现归属于母公司净利润 637.33 亿元，同比下降 9.58%；其中第四季度实现营业收入 3087.95 亿元，同比增长 8.39%，增速较前三季度下降 7.53 个 pcts，归母净利润 25.09 亿元，同比下降 87.45%。若统计口径采用我们所选的 51 家家电企业，2018 年共实现营业总收入 12025.49 亿元，同比增长 13.70%，归母净利润 685.77 亿元，同比下降 4.59%。由于去年同期高基数及地产弱周期的影响，整体看 2018 年家电营业收入、净利增速有所回落。原材料价格方面，虽有所下降但仍处高位运行，致使 2018 年全年行业整体毛利率同比下滑 0.46 个 pcts 至 24.37%，尽管期间费用率有所改善（同比下滑 0.57 个 pcts 至 17.13%），但净利率仍同比下滑 1.13 个 pcts 至 6.19%，存货同比增长 8.27%，但经营性现金流量净额有所改善，同比增长 38.41%。

为了便于分析，我们剔除家电行业中已经完全转型的企业中科新材、毅昌股份、高斯贝尔、乐金健康等公司，我们进一步将家电行业细分为白电（10 家）、黑电（7 家）、厨电（5 家）、小家电及其他（14 家）、零部件（15 家）五个子行业共 51 家公司进行分析。

表 1: 分子行业公司

行业	证券代码	公司名称	行业	证券代码	公司名称
白电	000333.SZ	美的集团	厨电	002035.SZ	华帝股份
	000418.SZ	小天鹅 A		002508.SZ	老板电器
	000521.SZ	美菱电器		002543.SZ	万和电气
	000651.SZ	格力电器		002677.SZ	浙江美大
	000921.SZ	海信科龙		603366.SH	日出东方
	002668.SZ	奥马电器	000016.SZ	深康佳 A	
	600336.SH	澳柯玛	000100.SZ	TCL 集团	
	600690.SH	青岛海尔	000810.SZ	创维数字	
	600854.SH	春兰股份	002429.SZ	兆驰股份	
	600983.SH	惠而浦	600060.SH	海信电器	
零部件	000404.SZ	华意压缩	600839.SH	四川长虹	
	002011.SZ	盾安环境	603996.SH	中新科技	
	002050.SZ	三花智控	002032.SZ	苏泊尔	
	002418.SZ	康盛股份	002242.SZ	九阳股份	
	002676.SZ	顺威股份	002403.SZ	爱仕达	
	300217.SZ	东方电热	002705.SZ	新宝股份	
	300342.SZ	天银机电	002723.SZ	金莱特	
	300403.SZ	地尔汉宇	002614.SZ	奥佳华	
	300475.SZ	聚隆科技	603355.SH	莱克电气	
	600619.SH	海立股份	603868.SH	飞科电器	
603519.SH	立霸股份	603579.SH	荣泰健康		

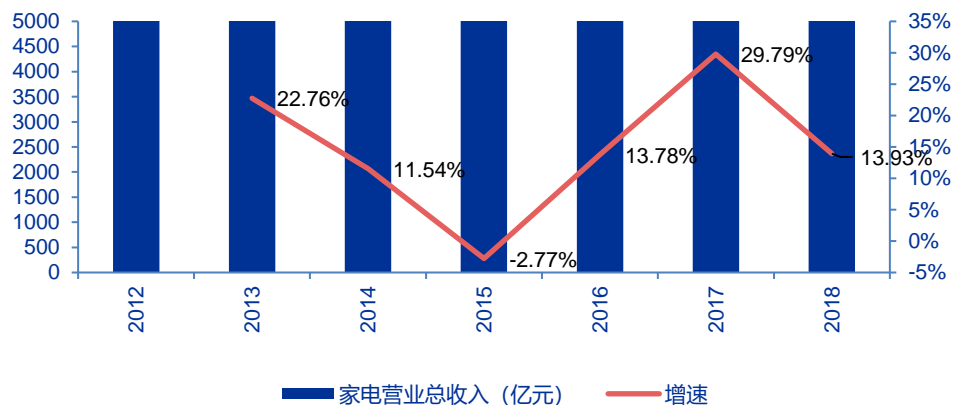
603726.SH	朗迪集团	002681.SZ	奋达科技
002860.SZ	星帅尔	002759.SZ	天际股份
603677.SH	奇精机械	300272.SZ	开能环保
603578.SH	三星新材	603486.SH	科沃斯
		603515.SH	欧普照明

资料来源：申万宏源研究

### 2018 年度家电行业营业总收入增速有所回落，龙头公司经营依旧稳健

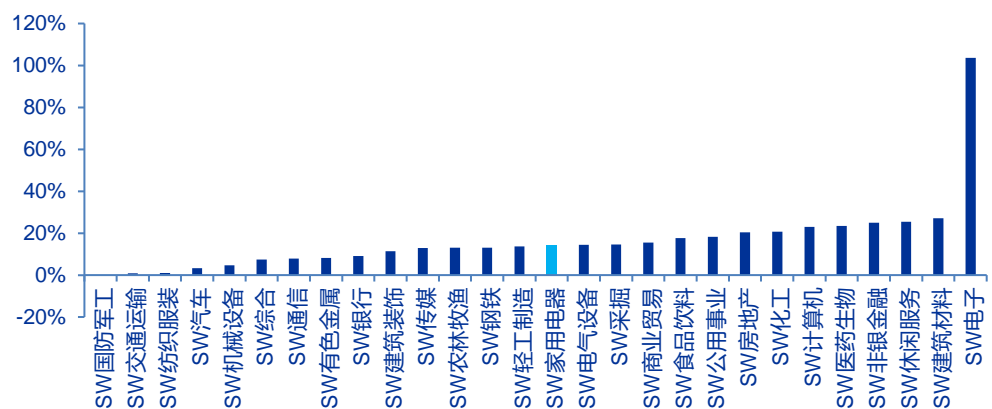
申万家电板块 2018 年实现营业总收入 12309.51 亿元，同比增长 13.93%，在申万一级行业分类中排名 14，增速处于居中位置。2018 年全年，按照我们所选的 51 家家电企业共实现营业总收入 12025.49 亿元，同比增长 13.70%，其中 45 家公司营业总收入同比实现正增长，剔除扭亏为盈和上年基数过低等因素影响，增速居前的公司主要集中在白电、厨电和小家电等行业。白电三巨头 2018 年实现营业总收入 6451.60 亿元，同比增长 16.2%，其中格力电器营业总收入 2000.24 亿元、同比增长 33.3%，青岛海尔营业总收入 1833.17 亿元、同比增长 12.2%。我们展望 2019 年，龙头公司全年业绩增长确定性依旧。

图 3：2018 年家电收入增速同比增长 13.93%



资料来源：Wind，申万宏源研究

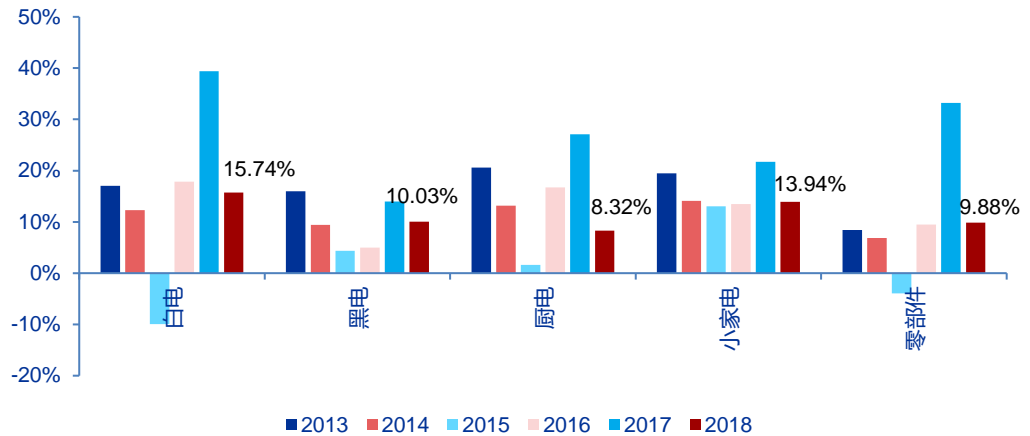
图 4：2018 年家电在各行业收入增速中排名居中



资料来源：Wind，申万宏源研究

分子行业看，2018 年家电各子版块收入增速：白电>小家电>黑电>零部件>厨电。尽管在 2017 年行业高景气度、收入高基数下，2018 年家电各子行业除厨电和黑电外收入增速仍然实现同比两位数增长。2018 年，各版块收入涨幅靠前的是白电、小家电，分别同比增长 15.74%、13.94%；黑电和零部件收入增速分别为 10.03%和 9.88%；厨电收入涨幅相对较低，同比增长 8.32%。

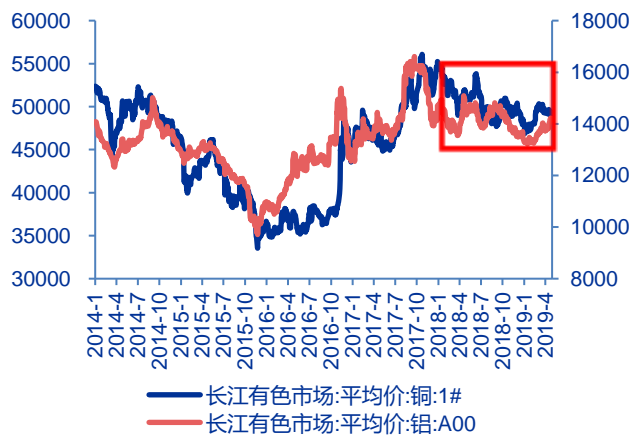
图 5：2018 年家电子版块收入增速白电>小家电>黑电>零部件>厨电



资料来源：Wind，申万宏源研究

2018 年原材料价格仍处高位，毛利率承压下行；期间费用率有所改善，同比下滑 0.57 个 pcts。家电行业 2018 年整体毛利率 24.37%，同比下降 0.46 个 pcts；全年整体净利率 6.19%，同比下滑 1.13 个 pcts。铜、铝、钢材及塑料等大宗商品原材料价格自 2016 年以来持续上行，进入 2018 年以来铜、铝价格稳中有降但仍处高位，钢材价格表现平稳，塑料价格指数企稳，总体来看大宗原材料价格仍高位运行，2018 年全年家电企业毛利率略有下降。期间费用率方面，2018 年家电企业销售费用率同比下降 0.51 个 pcts 至 10.88%，管理费用率同比上升 0.52 个 pcts 至 6.23%，2018 年 5 月以来人民币汇率大幅贬值，海外收入占比高的企业产生汇兑收益，家电整体财务费用率同比下降 0.57 个 pcts。整体来看，2018 年家电企业费用控制良好，同比下滑 0.57 个 pcts 至 17.13%。

图 6：2018 年铜、铝价格稳中有降 (元/吨)



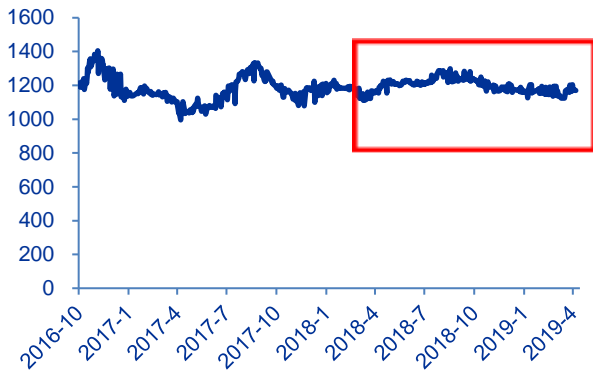
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 7：2018 年钢表现平稳 (元/吨)



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 8: 2018 年塑料价格指数企稳



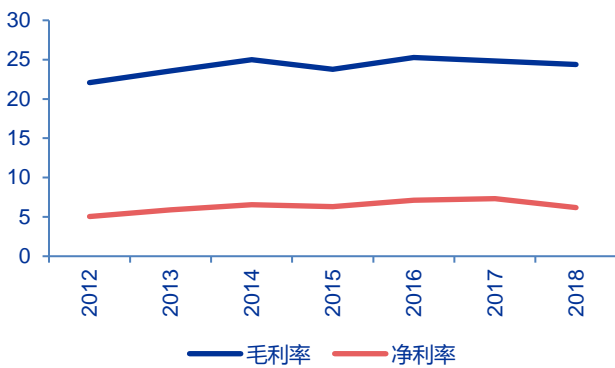
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 9: 2018 年 5 月以来人民币大幅贬值



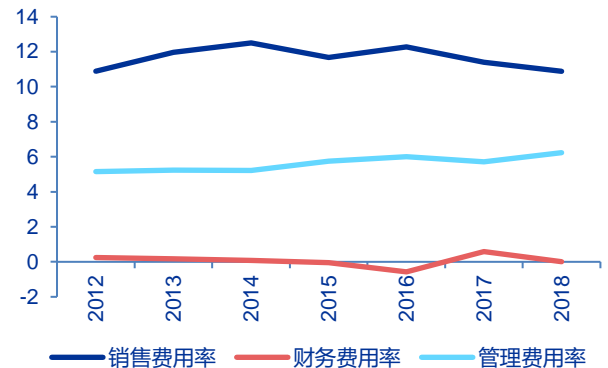
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 10: 2018 年家电毛利率、净利率承压 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

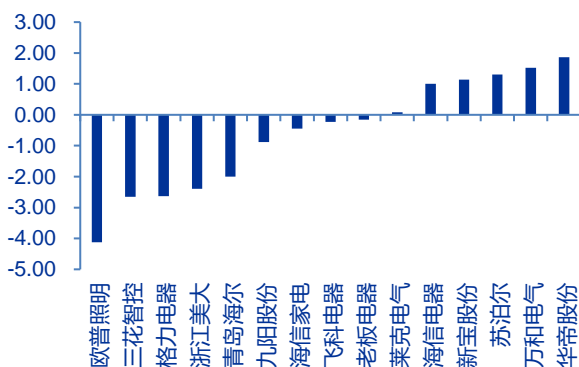
图 11: 2018 年家电期间费用率控制良好 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

重点公司中, 2018 年欧普照明、三花智控、格力电器、浙江美大、青岛海尔、九阳股份、海信家电、飞科电器和老板电器等毛利率均呈现不同程度的下滑; 华帝股份、万和电气、苏泊尔、新宝股份、海信电器、莱克电气等毛利率则同比上涨。新宝股份、莱克电气等出口型企业 2018 年毛利率有所上涨, 主要系出口占比较大, 全年随着人民币汇率贬值, 外销毛利率逐步改善带动公司毛利率同比有所上涨。

图 12: 2018 年重点公司毛利率同比变动情况



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

图 13: 2018 年出口占比较大公司汇兑损益(万元)

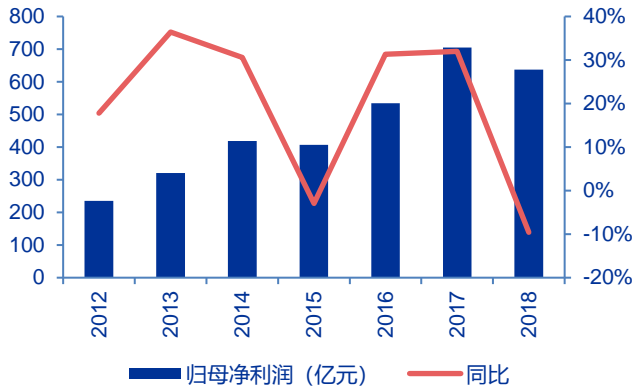
公司	2017 汇兑损益	2018 汇兑损益
格力电器	160,333	22,856
青岛海尔	58,317	-1,776
莱克电气	15,175	-359
三花智控	10,294	-8,779
新宝股份	8,507	-2,335
海信电器	3,463	-789
苏泊尔	755	-93
华帝股份	726	-172
九阳股份	629	-356

资料来源: 公司公告、申万宏源研究

2018 年净利润增速同比下降，白电、小家电业绩领跑

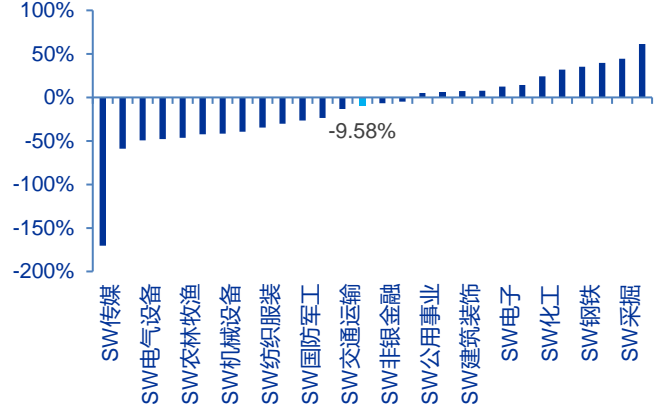
2018 年申万家电板块实现归属于母公司净利润 637.33 亿元，同比下降 9.58%，在各行业中排名第 15，净利润整体增速同比 2017 年由增转跌；按照我们选定的 51 家家电企业共实现归属于母公司净利润 685.77 亿元，同比下降 4.59%，其中有 31 家公司净利润增速为正，主要集中在白电、小家电和厨电板块。

图 14：2018 年家电板块净利润增速下滑



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 15：2018 年家电净利润增速排名第 15

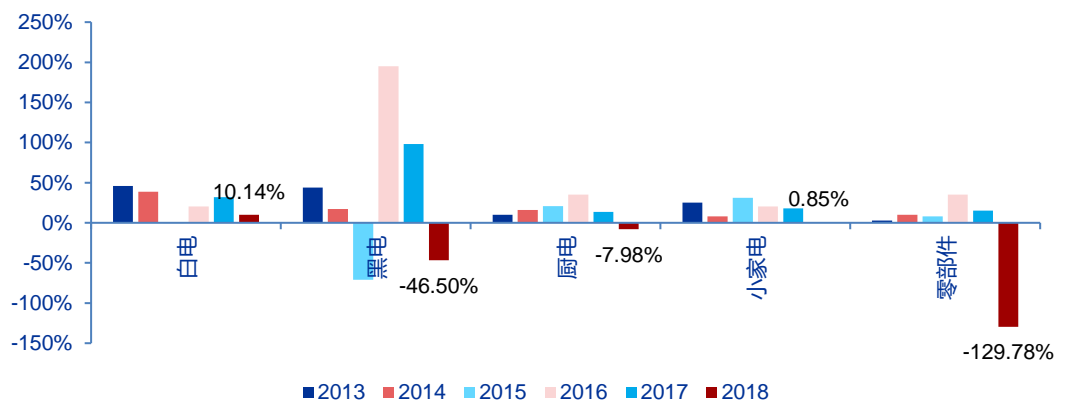


资料来源：Wind、申万宏源研究

分子行业看，2018 年各子板块归母净利润增速：白电 > 小家电 > 厨电 > 黑电 > 零部件。

白电业务在去年业绩高基数的情况下，净利润增速有所下降，同比增长 10.14%，得益于期间费用的控制优异；小家电和厨电板块净利润增速同比均有所回落，分别同比增长 0.85% 和下降 7.98%，去年同期分别为增长 17.78% 和 13.77%，厨电主要系受到房地产宏观调控影响，同时三四线棚改货币化政策收紧，致使厨电板块净利润增速有所放缓；黑电受面板价格持续回落影响，净利润同比大幅下降 46.50%；零部件板块受上游成本挤压，2018 年净利润由正转负，同比下降 129.78%。

图 16：2018 年子版块归母净利润增速白电 > 小家电 > 厨电 > 黑电 > 零部件



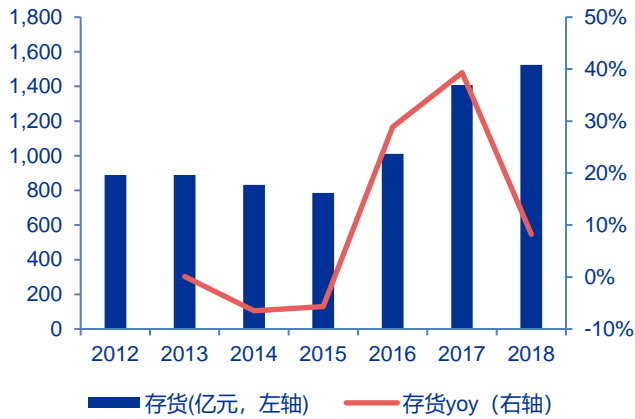
资料来源：Wind、申万宏源研究

存货同比小幅增长、经营性现金流量净额大幅改善

2018 年，家电行业（下文存货、经营性净现金流均采用 51 家家电公司统计口径）存货同比增长 8.27%，受大宗原材料价格高企影响，部分企业增加预付货款，锁定价格导致存货增加。在原材料备货增加的情况下，家电行业经营活动现金流量净额仍同比提升

38.41%，表明经营性现金流净额大幅改善。其中，黑电行业存货同比增长 16.57%，增幅最高；厨电行业经营性净现金流同比下降 12.94%，下降幅度最大，零部件经营性净现金流同比增长 1001.99%，改善幅度最大。

图 17: 2018 年家电行业存货小幅增加



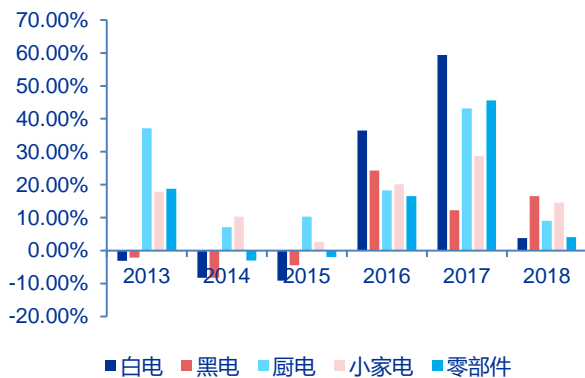
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 18: 2018 年家电行业经营性净现金流有所改善



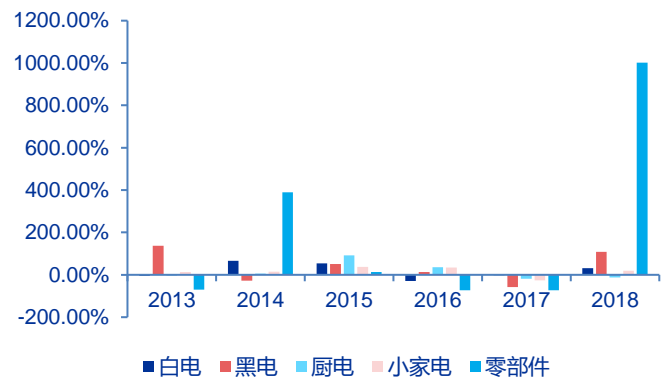
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 19: 2018 年黑电行业存货同比增幅最高 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 20: 2018 年零部件经营净现金流同比大幅改善 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

重点公司中，白电龙头格力电器、青岛海尔，小家电龙头苏泊尔年报符合预期。

**白电中格力电器符合预期。** 2018 全年公司实现营业收入 1981.23 亿元，同比增长 33.61%，净利润同比增长 16.97%；量价拆分来看，根据产业在线披露，格力 2018 年内销量同比增长 3.4%，出口销量增长 18.8%，合计销量同比增长 7.3%，整体好于行业增长 6.5%，其中单四季度销量下滑 7.0%。分渠道来看，公司主营业务内销同比增长 30.46%，外销同比增长 20.42%，内外销均衡发展；分品类来看，公司主力产品空调实现营收 1556.82 亿元，同比增长 26.15%，占营收比例 78.58%，同比下降 4.64pcts，公司正在逐步降低对空调品类的依赖，分散单一品类依赖的风险；根据产业在线数据，公司 2018 年内外销市占率分别提升 0.42pcts 和 1.76pcts；中怡康零售数据显示，公司空调零售均价 2018 年上涨 6.29%；公司在 2018 年 9 月 30 号以 12.47 亿实现对合肥晶弘 100%股权收购和并表，带来公司生活电器业务同比增长 64.9%，占营收比例提升至 1.91%，晶弘冰箱 2018Q4 实现



营收 7.84 亿元，净利润 0.89 亿元；智能装备业务亦实现较快增长，同比增长 46.19%，营收占比提升至 1.57%，公司机器人全套核心部件已完全实现自主研发。

**小家电中苏泊尔表现符合预期。**分量价来看，公司 2018 年炊具销量和均价分别同比上涨 16.9% 和 0.5%，电器销量和均价分别提升 19.6% 和 9.3%。分渠道来看，内销收入增长 28.5%，外销收入同比增长 9.73%，SEB 出口关联交易实际完成订单 91%，长期来看，SEB30% 的外包业务未来仍有望持续转移给苏泊尔，订单转移空间巨大。分品类来看，公司小家电业务同比增长 26%，中怡康数据显示，公司吸尘器和挂烫机 2018 年销量市占率大幅提升 2.1pcts 和 8.28pcts，均价亦同比增长 31.37% 和 9.69%，此外公司在电饭煲、电压力锅、电磁炉、电水壶、豆浆机、榨汁机、搅拌机、电饼铛、电炖锅九大品类的合计线下市场份额全年累计达到 29.0%，稳居行业第二，公司炊具业务同比增长 17.4%。

**表 2：重点公司 2018 年业绩表现回顾**

板块	代码	公司	收入增速 (%)	利润增速 (%)	评价
白电	600690	青岛海尔	12.17	7.71	符合预期
	000651	格力电器	33.61	16.97	符合预期
厨电	002508	老板电器	5.81	0.85	符合预期
	002035	华帝股份	6.36	32.83	符合预期
	002677	浙江美大	36.49	23.70	符合预期
	603868	飞科电器	3.20	1.14	略低预期
小家电	603355	莱克电气	2.70	15.73	符合预期
	002032	苏泊尔	22.75	25.91	符合预期
	002242	九阳股份	12.71	9.48	符合预期
零部件	002050	三花智控	13.10	4.56	略低预期
黑电	600060	海信家电	6.87	-59.40	低于预期

资料来源：Wind、申万宏源研究

### 2019 年家电趋势判断——上调 2019 年空调内销出货量至增长 1.7%，大规模价格战风险不大

**2019 年 3 月空调内销延续增长态势，一季度内销出货迎来小阳春。**根据产业在线披露，2019 年 3 月空调行业实现产量 1680 万台，同比增长 3.8%，销量 1690 万台，同比下滑 -2.0%，其中内销 952 万台，同比增长 2.9%，出口 738 万台，同比下滑 7.6%。累计来看，2019 年一季度空调行业实现销量 4027 万台，同比增长 0.9%，其中内销 2185 万台，同比增长 2.9%，出口 1842 万台，同比下滑 1.4%。我们分析 3 月内销出货保持小幅增长的原因主要包括：**一是春节淡季之后，3 月份以来终端需求逐步复苏向好，超出此前预期；二是龙头空调企业主动参与市场竞争，推出相应的终端促销政策提振出货端表现。**

**空调渠道库销比处于历史中枢水平，整体风险相对可控。**根据产业在线，截止 2019 年 3 月底，空调库存累计 4780 万台，其中渠道库存约 3780 万台，工业库存约 1000 万台。渠道库存环比有所下滑但绝对值仍高于 15 年峰值水平 (3682 万台)，渠道库存销量比 45%，低于 15 年峰值 63%，仅略高于行业历史中枢 43%，整体风险相对可控。**好的一面是：发改委刺激家电消费的补贴红包落地，有望帮助空调渠道库存快速去化。**

**旺季结束前价格战风险不大。**四月份空调市场进入销售旺季，旺季窗口期是判断后面市场的重要节点，上一轮价格战从2014年“10.1”到2016年2月持续一年半，这一次的不同点主要有三：其一，空调库存压力大但库销比不如上一轮高，根据产业在线统计，目前行业渠道库存销量比47%仍低于上一次高点63%；其二，此次价格下调主要是清库存改善现金流，格力经销商促销活动多，海尔价格略有让步但未到价格战程度；其三，2014年价格战时空调行业TOP3份额在68%-70%，目前TOP3份额在76%-78%，中小品牌份额已经萎缩三分之一，继续价格战抢市场份额投入产出比不高。因此本次价格下降趋势可能不及预期严重。

**厨电行业，2019年初至今地产销售面积和竣工面积回暖趋势明显，尤其一二线城市成交回暖对龙头公司业绩的支撑作用有望在下半年表现。**同时，厨电企业三四线城市渠道下沉仍有提升空间，洗碗机、嵌入式产品和热水器等新品类贡献新增收入，后续增长可持续性依然较高。**中长期看，厨电行业市场集中度仍较低，龙头市占率提升空间较大，品类扩充有望带来新的增长点。**

**冰洗行业，2019年预计受益于产品结构升级，继续呈现量跌价涨、收入稳增长态势。**冰洗行业在以更新换代为主的需求拉动下，主要由产品结构升级带动均价提升。根据产业在线数据显示，2018年冰箱和洗衣机总销量分别为7469.1万台和6541.8万台，其中冰箱同比下滑0.4%、洗衣机同比增长2.1%；根据中怡康数据，冰箱、洗衣机市场均价分别同比提升12.0%和11.1%。

**小家电行业，受益消费升级趋势明确，预计2019年继续保持快速增长。**根据奥维云网数据，厨房小家电品类，2019年Q1电饭煲、电磁炉、电压力锅、豆浆机、榨汁机、电水壶品类线上市场零售额、零售量同比均呈现大幅上涨态势；同时受益于小家电品类拓展和产品结构升级，小家电产品均价提升明显。环境电器方面，净水品类线上零售额/零售量同比增长17.6%/25.1%，线下零售额/零售量同比增长1.6%/5.2%；挂烫机品类线上小型手持式产品增长较好，线上零售额/零售量同比增长23.7%/49.9%。随着人均收入水平提高、城镇化率提升，人们的消费目的更多从必选消费（冰箱、空调、洗衣机）、解放劳动力转到可选消费（厨房、个护及清洁类小家电从而）提升生活品质，**小家电行业成长性好，周期性弱，行业未来成长空间大，预计全年仍有望保持快速增长。**

## 3. 子行业表现

### 3.1 白电：产品均价提升显著，营收净利维持较快增长

**2018年空调、洗衣机量价齐升；冰箱量跌价涨驱动白电收入稳步提升、增速同比有所下滑。**根据产业在线数据显示，2018年空调总销量15066.5万台，同比增长6.5%；冰箱和洗衣机总销量分别为7469.1万台和6541.8万台，其中冰箱同比下滑0.4%、洗衣机同比增长2.1%。2018年全年白电产品均价提升明显，根据中怡康数据，空调、冰箱、洗衣机市场均价分别同比提升3.9%、12.0%和11.1%。**白电板块2018年实现营业总收入7427亿元，同比增长15.74%，增速同比下降23.64个pcts。**

**2018 年原材料价格高位企稳、白电企业毛利率小幅改善；费用率控制得当，人民币贬值产生汇兑收益降低财务费用率。**2018 年白电毛利率为 27.89%，同比提升 0.06 个 pcts；净利率 8.10%，同比下滑 0.40 个 pcts；期间费用率同比下降 0.68 个 pcts 至 18.43%，其中管理费用率同比上涨 0.81 个 pcts 至 6.35%，销售费用率下降 0.74 个 pcts 至 12.39%，受人民币汇率贬值影响，2018 年白电企业产生汇兑收益较大，使得财务费用率同比下降 0.76 个 pcts 至 -0.32%。

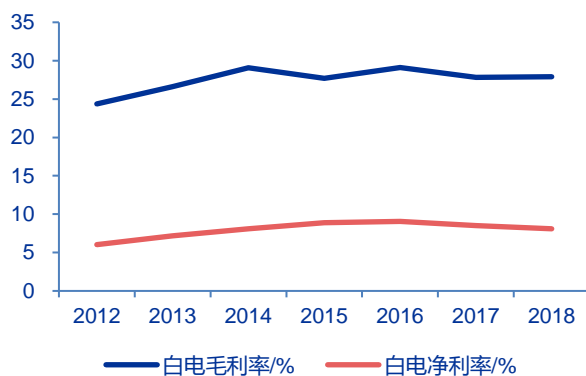
**白电板块归母净利润维持较高增速。**2018 年，白电板块实现归母净利润 556.22 亿元，同比增长 10.14%，增速同比减少 21.9 个 pcts；单四季度实现归属于母公司净利润为 71.38 亿元，同比下滑 35.3%，增速较前三季度下滑 58.2 个 pcts。

**图 21：2018 年白电收入同比增长 15.74%**

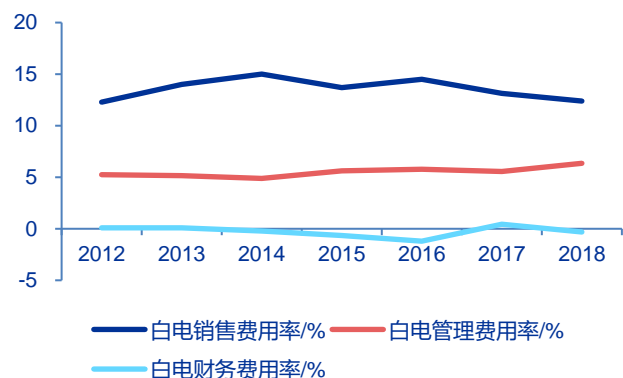

资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 22：2018 年白电归母净利润同比增长 10.14%**


资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 23：2018 年白电毛利率同比提升 0.06 个 pcts**


资料来源：Wind、申万宏源研究

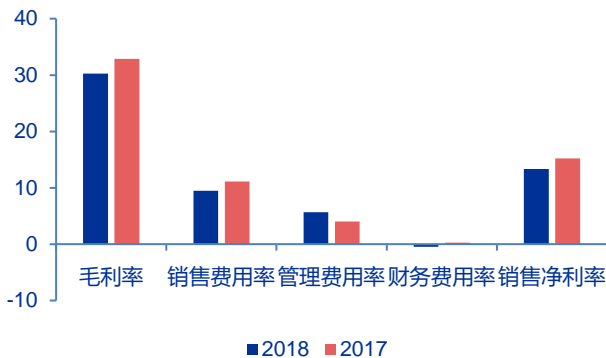
**图 24：2018 年白电期间费用率下降 0.68 个 pcts**


资料来源：Wind、申万宏源研究

**重点公司中，格力电器**虽然毛利率同比下滑 2.63 个 pcts 至 30.23%，但得益于销售费用率大幅下降 1.66 个 pcts，最终导致公司的毛销差（毛利率-销售费用率）同比下滑 0.97 个 pcts；受职工薪酬、物耗折旧增加影响，管理费用率提升 1.63 个 pcts，财务费用率下降 0.76 个 pcts，主要是汇兑损益有所改善；**青岛海尔** 2018 年整体毛利率为 29.00%，同比下降 2 个 pcts，下降原因主要是按照新收入准则对部分物流运费进行重分类所致。公司销售费用率同比下降 2.12 个 pcts，毛销差同比提升 0.13 个 pcts 至 13.37%；管理费用率由于加大研发支出同比上升 0.32 个 pcts（研发占收入比重 2.77%），财务费用率受益于汇

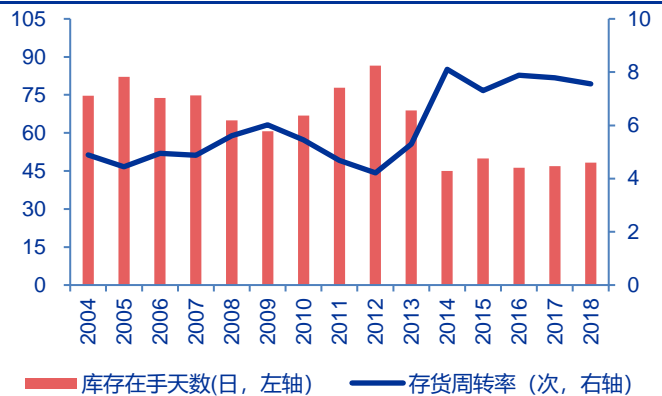
兑损益下降 0.36 个 pct, 此外受公允价值变动收益下降影响, 公司全年净利率略降 0.35 个 pct 至 5.67%。

图 25: 格力毛销差下滑



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 26: 格力电器经营效率、库存周转率维持较高水平

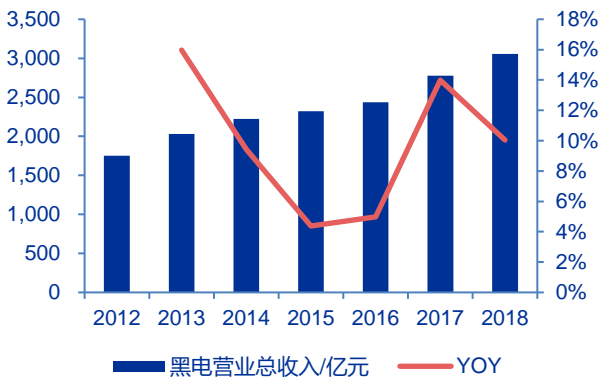


资料来源: Wind、申万宏源研究

### 3.2 黑电: 面板价格持续回落, 毛利率改善空间大

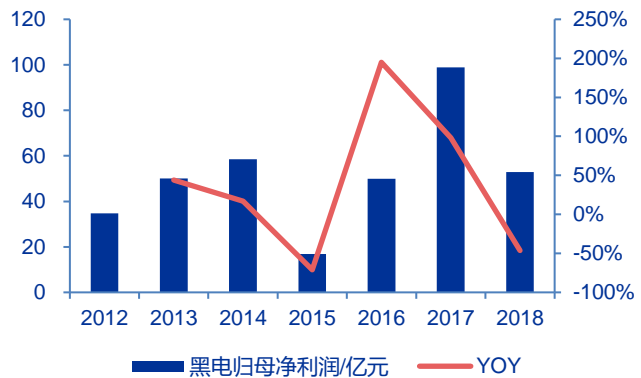
2018 年黑电板块营业收入同比上涨, 归母净利润同比下降。2018 年黑电行业实现营业收入 3054.49 亿元, 同比增长 10.03%, 实现归属于母公司净利润 52.90 亿元, 同比下滑 46.50%; 单四季度黑电行业实现营业收入 910.36 亿元, 同比增长 12.41%, 实现归属于母公司净利润 11.54 亿元, 同比下降 82.18%。

图 27: 2018 年黑电营收稳步上升, 增速略有下降



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 28: 2018 年黑电净利润同比大幅下降 46.50%

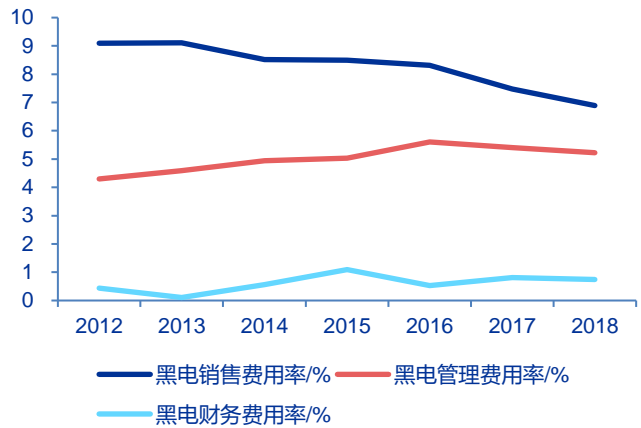
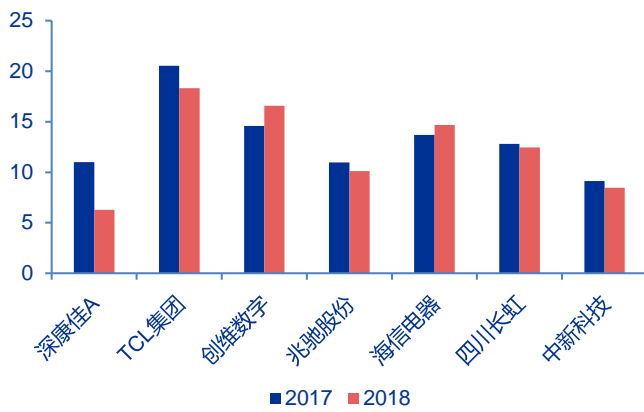


资料来源: Wind、申万宏源研究

毛利率同比下滑 1.83 个 pct 至 13.88%, 期间费用率同比下降 0.85 个 pct 至 12.85%。2018 年黑电行业毛利率 13.88%, 同比下滑 1.83 个 pct, 全年面板价格虽有所回落, 但整体毛利率依旧呈现下跌态势, 除创维、海信外, 其余黑电整机厂商毛利率均出现不同程度的下滑。2018 年黑电行业期间费用率有所改善, 再度下降 0.85 个 pct, 其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 0.59、0.18、0.08 个 pct 至 6.89%、5.23% 和 0.74%。

图 29: 2018 年仅海信、创维毛利率(%)同比增长

图 30: 2018 年黑电期间费用率下降 0.85 个 pct



资料来源: Wind、申万宏源研究

资料来源: Wind、申万宏源研究

**2018 年黑电市场: 液晶面板价格下滑明显, 外销业务看点大。**根据产业在线数据, 2018 年彩电市场内外销合计 14991.9 万台, 同比上涨 12.5%。2018 年液晶面板价格下滑较为明显, 32 寸、43 寸和 55 寸液晶面板价格从 1 月份到 12 月份降价幅度分别达 31.25%、19.05%和 16.48%。例如 55 寸液晶面板价格从 1 月份的 176 美元/片下降到 12 月份的 147 美元/片, 43 寸液晶面板价格从 1 月份的 105 美元/片下降到 12 月份的 85 美元/片。2018 年 8 月新增的 65 寸液晶面板价格也呈现下跌态势, 从 8 月份的 245 美元/片下降到 12 月份的 222 美元/片。

**表 3: 2018 年 1 月-2019 年 4 月液晶面板价格 (美元/片)**

open cell	Date	18-01	18-02	18-03	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04
32"	High	65	64	62	57	51	45	53	58	59	55	50	45	42	42	44	45
	Typical	64	63	61	56	50	44	50	55	56	52	48	44	41	41	43	44
	Low	63	62	60	55	49	43	48	53	53	49	46	42	39	40	42	43
43"	High	108	105	100	94	87	82	86	91	93	92	90	87	84	84	86	87
	Typical	105	103	99	93	86	81	84	89	91	90	88	85	82	82	84	85
	Low	103	101	97	91	85	80	82	87	88	86	85	82	79	80	82	83
50"	High										119	116	113	110	110	111	111
	Typical										118	115	111	108	108	109	110
	Low										116	113	108	106	106	107	108
55"	High	178	178	176	171	163	153	153	157	158	155	151	148	144	141	141	141
	Typical	176	176	174	169	162	152	152	156	157	154	151	147	143	140	140	140
	Low	174	174	172	167	160	150	150	155	155	151	148	145	140	138	138	138
65"	High								252	252	248	242	237	229	223	218	213
	Typical								245	245	241	236	231	224	218	214	209
	Low								234	234	230	226	222	215	209	205	201

资料来源: IHS、申万宏源研究

### 3.3 厨电: 收入净利增速放缓, 未来成长空间大

受房地产宏观调控影响, 2018 年厨电板块收入、净利润增速同比增速有所放缓。2018 年厨电板块实现收入 250.11 亿元, 同比增长 8.32%, 实现归属于母公司净利润 25.25 亿

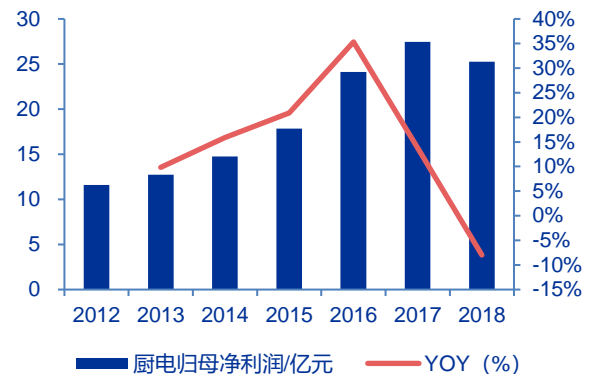
元，同比下滑 7.98%；单四季度厨电板块实现收入 64.80 亿元，同比下滑 4.45%，实现归属于母公司净利润 4.98 亿元，同比下滑 46.76%。

图 31: 2018 年厨电收入同比增长 8.32%



资料来源: Wind、申万宏源研究

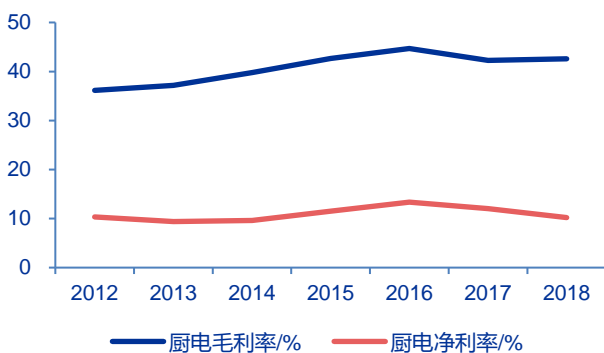
图 32: 2018 年厨电净利润同比下滑 7.98%



资料来源: Wind、申万宏源研究

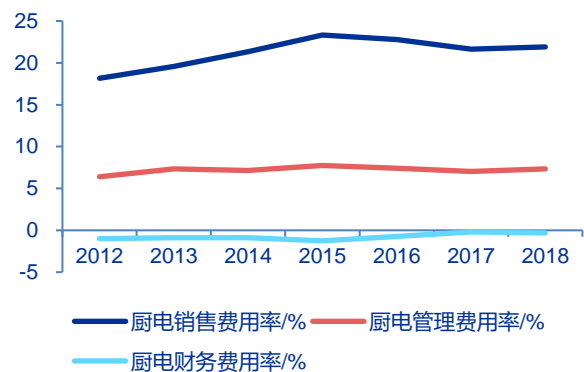
**毛利率同比增长 0.27 个 pcts、净利率增速有所回落，期间费用率控制相对出色。**2018 年厨电行业毛利率 42.56%，同比增长 0.27 个 pct；净利率 10.18%，同比下滑 1.83 个 pcts，厨电主要原材料为不锈钢、冷轧板、铜、玻璃等，毛利率有所下滑主要受原材料价格高位运行影响。期间费用方面厨电板块表现相对出色，2018 年期间费用率同比增长 0.46 个 pcts 至 28.93%，其中销售费用率、管理费用率分别增长 0.30 和 0.29 个 pcts 至 21.91% 和 7.34%，财务费用下降 0.12 个 pcts 至 -0.32%。

图 33: 2018 年厨电毛利率回升，净利率承压



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 34: 2018 年厨电期间费用率增长 0.46 个 pcts



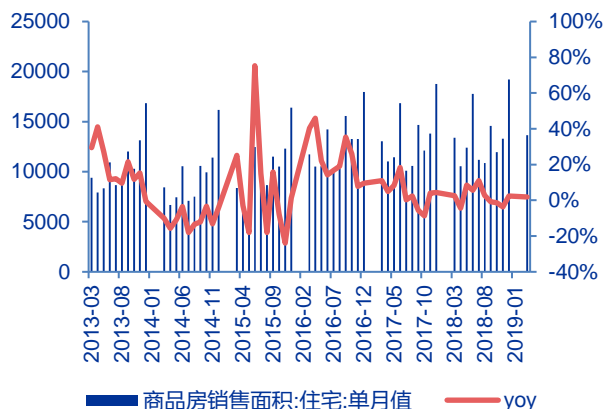
资料来源: Wind、申万宏源研究

**2019 年厨电展望：**厨电装修属性强、房地产销售影响大，2018 年以来全国房地产迎来密集调控政策再加上棚改货币化政策收紧影响，住宅销售面积增速随之迅速回落，对厨电板块造成较大冲击。**2019 年初至今，地产销售和竣工数据回暖趋势明显**，以 2019 年 3 月为例：3 月份地产销售和竣工数据率先回暖，一二线地产成交改善趋势明显。3 月份商品房销售面积同比增长 1.75%，增速环比提升 5.4 个 pcts；其中住宅 3 月份销售面积同比增长 1.84%，增速环比提升 5.1 个 pcts。3 月份房屋竣工面积同比下滑 8.43%，下滑幅度环比收窄 3.44 个 pcts；其中住宅 3 月份竣工面积同比下滑 8.82%，下滑幅度环比提升 1 个 pcts。同时开年以来地产成交明显改善，30 大中城市商品房成交面积 1 月、2 月、3 月增速分别为 -11.2%、8.3% 和 21.9%，其中一线、二线和三线城市 3 月成交面积分别增长 62%、

6%和27%，增速环比提高17、12和7个pcts；4月30大中城市成交面积同比增长19.5%，其中一二三线成交同比增长51%、8%和23%，继续保持成交改善势头。

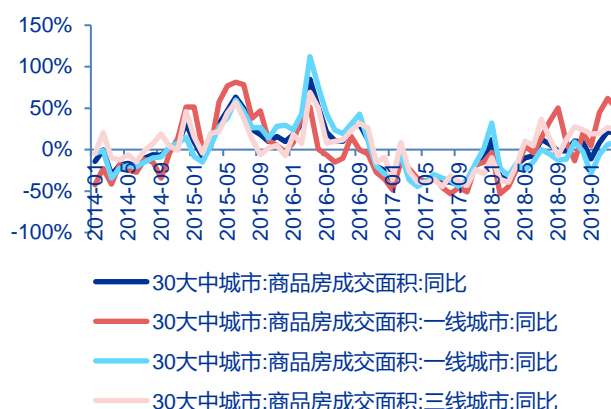
我们分析前期受地产压制的厨电龙头估值有望继续回升，同时厨电企业三四线城市渠道下沉仍有提升空间，洗碗机、嵌入式产品和热水器等新品类贡献新增收入，后续增长可持续性依然较高。中长期看，厨电行业市场集中度仍较低，龙头市占率提升空间较大，新品类拓展有望带来下一个增长点。

图 35：商品房住宅销售面积增速改善(万平米)



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 36：30大中城市商品房成交面积回暖



资料来源：Wind、申万宏源研究

### 3.4 小家电：营收净利仍保持正增长，受益消费升级趋势明确

**2018年小家电板块营业收入、净利润同比仍保持正增长。**2018年小家电板块实现营业总收入749.40亿元，同比增长13.94%，归母净利润59.78亿元，同比增长0.85%；单四季度小家电板块实现营业总收入212.93亿元，同比增长8.82%，归母净利润9.01亿元，同比下滑45.90%，增速较前三季度下滑65.01个pcts。

**毛利率小幅下滑，期间费用率控制合理。**2018年小家电行业毛利率水平保持稳定，期间费用率略有上升。2018年小家电板块销售毛利率30.90%，比去年小幅下降0.65个pcts。期间费用率同比增长0.09个pct至20.72%，其中销售费用率和管理费用率分别上升0.47和0.50个pct至13.62%和7.24%，财务费用率下降0.89个pct至-0.14%。

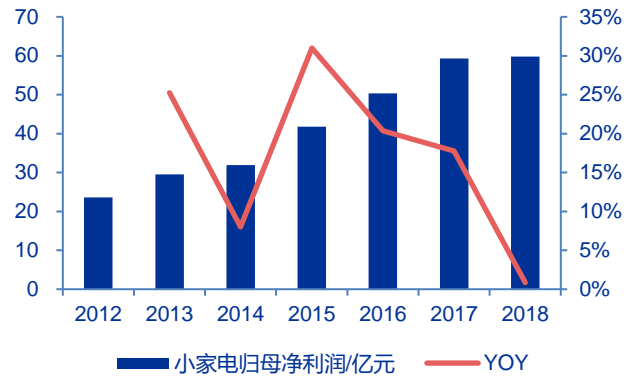
**分公司来看，**莱克电气、苏泊尔和新宝股份毛利率分别提升0.08、1.31和1.14pcts，九阳股份和飞科电器分别下滑0.88和0.23个pct；期间费用率方面，莱克电气和新宝股份下降1.80和1.09个pcts，其他小家电公司略有上升。

图 37：2018年小家电收入同比增长13.94%

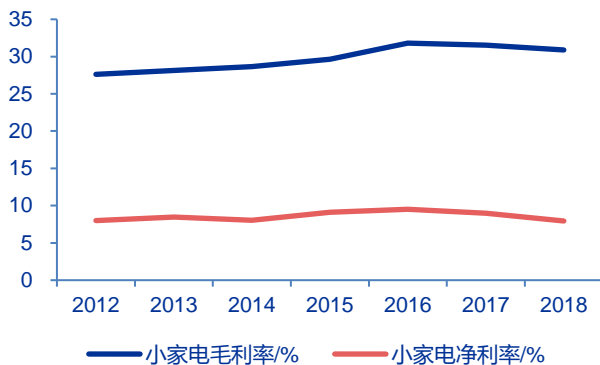
图 38：2018年小家电净利润同比增长0.85%



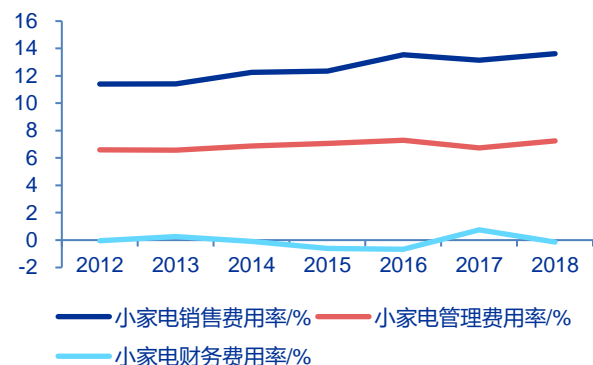
资料来源: Wind、申万宏源研究



资料来源: Wind、申万宏源研究

**图 39: 2018 年小家电毛利率、净利率同比下降**


资料来源: Wind、申万宏源研究

**图 40: 2018 年小家电期间费用率上升 0.09 个 pcts**


资料来源: Wind、申万宏源研究

**2019 年小家电展望:** 小家电单价低、更新周期短,且独立于地产周期,相对大家电而言更容易受益于消费升级。此外面对原材料价格高位压力,企业终端提价能力强,消费者价格敏感性不高。从具体品类来看,小家电可以细分为厨房小家电、环境家居小家电和个人护理小家电,未来随着收入水平提高,人均拥有小家电数量增加带来生活品质改善,小家电板块业绩持续性强。

### 3.5 零部件: 收入净利增速大幅放缓, 毛利率承压下行

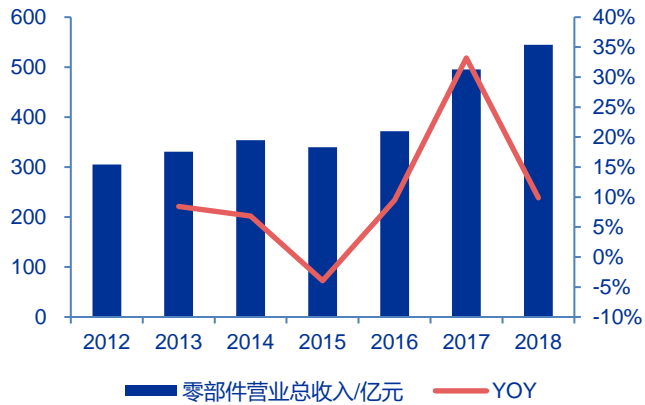
**白电行业景气度回落致使零部件板块收入增速有所回落、净利润同比大幅下降。**由于下游白电行业增速放缓,尤其是空调业务增速同比去年较低,零部件行业 2018 年实现营业总收入 544.47 亿元,同比增长 9.88%,归母净利润-8.38 亿元,同比大幅下降 129.78%;单四季度实现营业总收入 125.60 亿元,同比下滑 1.86%,归母净利润-28.60 亿元,同比下降 623.94%。

**毛利率同比下滑,期间费用率小幅提升。**2018 年零部件行业销售毛利率 18.07%,较上年同期下降 2.19 个 pcts;净利率同比下降 7.60 个 pcts 至-1.43%。期间费用率小幅提升 0.23 个 pcts,主要由于销售费用率、管理费用率分别上升 0.07、0.62 个 pcts 至 3.81%、8.43%;财务费用下降 0.46 个 pcts 至 0.86%。



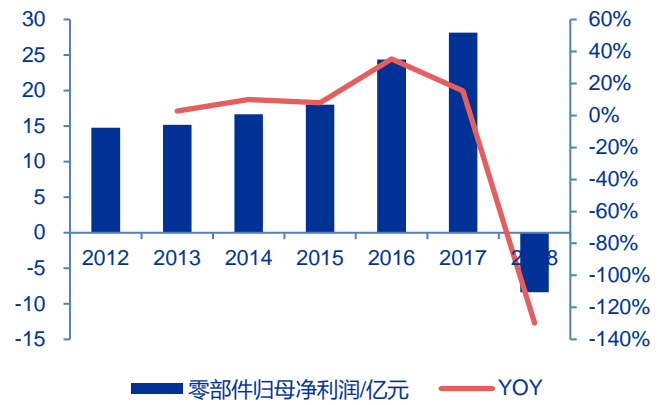
**2019 年零部件展望：**受下游白电增速放缓影响，零部件厂商上半年收入和净利润增速同比回落，毛利率方面受原材料价格高企影响，同时下游厂商议价能力强，同比持续下滑。四季度随着下游增速持续放缓，投资机会在于以三花智控为代表的技术壁垒高、掌握行业核心技术的零部件企业。

图 41: 2018 年零部件收入同比增长 9.88%



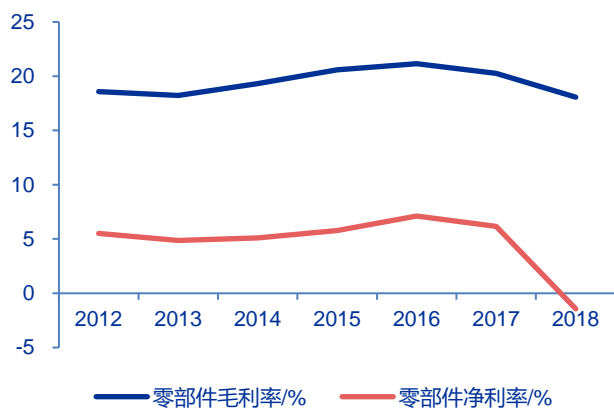
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 42: 2018 年零部件净利润同比大幅下降



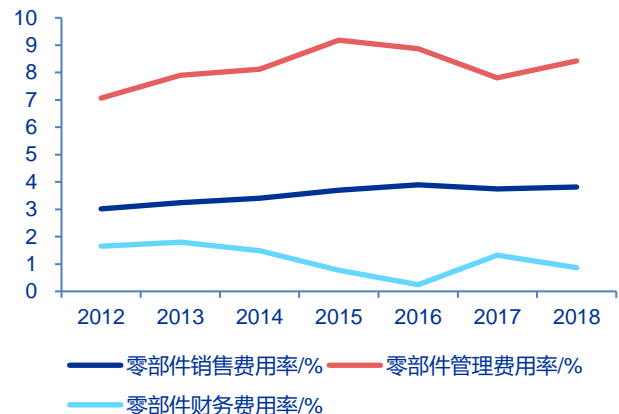
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 43: 零部件毛/净利率分别下降 2.19/7.60 个 pcts



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 44: 2018 年期间费用率略微提升 0.23 个 pcts



资料来源: Wind、申万宏源研究

## 4. 推荐业绩增速稳健的龙头企业

2019年初至今地产销售和竣工数据回暖拉动需求逐步改善，迎来家电行业3月出货端数据小阳春：空调内销延续增长态势、冰洗彩外销双位数高增长，同时3月零售端数据回暖趋势明显。我们结合2018年年报，立足公司基本面，围绕“**行业龙头+小家电成长组合**”的思路，继续沿着两条主线推荐优质个股：**1) 稳健组合：推荐业绩增速稳健、估值合理的格力电器+青岛海尔+苏泊尔；2) 成长配置：九阳股份+浙江美大+欧普照明。**集成灶龙头**浙江美大**电商发力+KA进店+经销商开店多点发力，乘行业快速增长东风，预计2019年公司实现30%收入增长目标是大概率事件。建议关注竞争力突出的厨电龙头**老板电器**，一二线地产成交回暖对业绩的支撑作用有望在二季度末至下半年表现，老板电器单季收入增速有望逐季改善。

**推荐业绩增长确定性强的白电龙头：格力电器**，公司业绩增长依旧稳健：2018实现营业收入1981.23亿元，同比增长33.61%，归母净利润262.03亿元，同比增长16.97%，扣非归母净利润255.81亿元，同比增长20.83%。市场担心空调渠道库存是否会积压过多导致行业估值承压，我们认为目前市场对空调渠道库存的悲观预期已经反映在格力电器估值接近历史底部里，基于公司对渠道强大的把控力以及空调行业的长期成长空间犹在，格力电器的长期稳健增长属性不变，**随着近期公司股权转让混改预期持续发酵，公司内部治理问题有望改善，短期迎来估值修复**；我们维持公司2019-2021年净利润分别为288亿元、318亿元和354亿元，分别同比增长9.8%、10.6%和11.1%，对应EPS分别为4.78元、5.29元和5.88元，对应动态市盈率分别为11倍、10倍和9倍，维持“买入”评级。

**推荐渠道改革红利持续释放的冰洗龙头：青岛海尔**，公司2016年渠道终端实现零售转型后，内销市场连续保持快速增长，冰洗市占率快速提升。分品类来看：公司2018年冰箱、洗衣机、空调、热水器、厨电业务（不含北美地区）收入分别同比增长12%、15%、11%、11%、20%；**GEA 2018年市占率提升超过3个pcts，美元口径收入增长13%**，成为美国市场增速最快的家电企业。分地区看：国内市场在行业持续下行的不利背景下，2018年H2逆市稳健增长，**2018年国内收入连续8个季度保持15%+增长，同比增长15.25%；2018年海外收入占比达42%，近100%为自有品牌收入**，其中拉美、印度、欧洲和南亚市场增速较快，分别达58%、41%、25%和25%。持续看好公司全球品牌运作、卡萨帝高端引领、龙头集中度持续提升。预计公司2019-2021年净利润为82.8亿元、96.0亿元和111.5亿元，分别同比增长11%、16%和16%，对应每股收益分别为1.30元、1.51元和1.75元，对应动态市盈率分别为13倍、11倍和9倍，维持“买入”投资评级。

**推荐分红超预期、内外销齐发力的小家电龙头：苏泊尔**，2018年公司外销收入同比增长9.73%，出口占比约24%左右。以人民币结算规避汇率风险，并购赛博中国区业务后，出口承接赛博订单转移放量，2018年出口SEB金额达42亿元，SEB出口关联交易实际完成订单91%。**长期来看，我们认为SEB 30%的外包业务未来仍有望持续转移给苏泊尔，订单转移空间巨大。**内销发力高端品牌，并购WMF形成主打大众消费的“苏泊尔”品牌和主打品质生活的WMF、LAGOSTINA、KRUPS等高端品牌，同时电商和三四线城市继续高增长，股权激励管理层积极性高，带动公司2018年内销增长28.5%，远超主要竞争

对手及行业平均水平，表现亮眼。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 20.0 亿元、23.8 亿元和 27.6 亿元，同比分别增长 20%、19%和 16%，对应估值分别为 28 倍、23 倍和 20 倍，维持“买入”评级。

表 4: 家用电器行业重点公司估值表

代码	名称	评级	5月13日收盘价	净利润 (百万元)			股本 (亿)	每股收益 (元/股)			PE		
				2018E	2019E	2020E		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000651	格力电器	买入	54.10	28767	31828	35364	60.16	4.78	5.29	5.88	11	10	9
600690	青岛海尔	买入	15.74	8282	9604	11147	63.68	1.30	1.51	1.75	12	10	9
002508	老板电器	买入	27.09	1606	1769	1979	9.49	1.69	1.86	2.09	16	15	13
002035	华帝股份	买入	13.00	664	735	892	8.82	0.75	0.83	1.01	17	16	13
002677	浙江美大	买入	13.92	478	583	695	6.46	0.74	0.90	1.08	19	15	13
002032	苏泊尔	买入	67.18	2001	2380	2763	8.21	2.44	2.90	3.36	28	23	20
603868	飞科电器	增持	36.33	956	1068	1168	4.36	2.20	2.45	2.68	17	15	14
603355	莱克电气	增持	22.57	514	627	721	4.01	1.28	1.56	1.80	18	14	13
002242	九阳股份	买入	21.49	874	1051	1284	7.67	1.14	1.37	1.67	19	16	13
603515	欧普照明	增持	32.86	1004	1177	1412	7.56	1.33	1.56	1.87	25	21	18
002050	三花智控	增持	10.90	1291	1490	1720	21.31	0.61	0.70	0.81	23	20	18
600060	海信电器	增持	8.90	614	767	920	13.08	0.47	0.59	0.70	19	15	13

资料来源: Wind、申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。