

2019年05月14日

# Q1 毛利率小幅改善，下半年业绩释放可期

## ——家电行业 2019 年一季报业绩总结

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：

- **2019年Q1家电营业收入/净利润增速同比回落；2019年原材料价格上涨但毛利率水平仍同比提升；期间费用率同比小幅上涨。**采用我们所选的51家家电公司口径：2019年一季度实现营业总收入3006.19亿元，同比增长6.82%；归母净利润191.17亿元，同比增长6.37%。2019年原材料价格上涨但毛利率水平仍同比提升0.60个pcts至24.78%，**主要得益于良好的竞争格局，家电企业向下游传导成本压力的能力较强**；期间费用率同比增加0.56个pcts至17.23%；净利率同比上涨0.04个pcts至6.87%；存货同比小幅增长5.73%；经营性现金流量净额有所改善，同比增长18.62%。
- **白电行业：营收净利增速回落，毛利率提升显著。**空调量平价跌、冰箱量价齐升、洗衣机量跌价涨带动白电收入小幅增长，白电板块2019年Q1实现营业总收入1887.57亿元，同比增长6.69%；归母净利润151.31亿元，同比增长9.05%；白电毛利率/净利率分别同比增长1.34个pcts和0.18个pcts至28.4%和8.58%；期间费用率同比增加0.83个pcts至18.55%。**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：面板价格低位徘徊，毛利率改善空间大。**2019年Q1黑电行业实现营收729.46亿元，同比增长9.7%，实现归属于母公司净利润11.95亿元，同比减少13.32%；毛利率同比下滑1.77个pcts至13.77%；期间费用率同比下降0.13个pcts至12.72%。**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：毛利率/净利率提升显著，期间费用率同比提升1.06个pcts。**2019年Q1厨电板块实现营收59.44亿元，同比减少1.27%；归母净利润6.83亿元，同比增长12.29%；毛利率/净利率分别增长3.48个pcts和1.51个pcts至43.62%和11.65%；期间费用率同比增加1.06个pcts至30.29%。**2019年初至今地产回暖趋势明显，我们分析前期受地产压制的厨电龙头估值有望继续回升，后续业绩回归稳健增长区间的确定性较高。**
- **小家电行业：营收净利增速回落，毛利率同比提升；零部件行业：收入净利增速放缓，期间费用率基本保持稳定。**2019年Q1小家电板块实现营业总收入181.90亿元，同比增长6.89%；归母净利润14.87亿元，同比减少1.91%；毛利率同比提升0.62个pcts至31.02%；三费率同比增加0.77个pcts至21.86%。零部件板块2019年Q1实现营业总收入139.79亿元，同比增长0.40%；归母净利润6.21亿元，同比增长4.57%；毛利率同比微降0.07个pcts至17.24%；三费率同比上升0.24个pcts至12.21%。
- **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年年报和2019年一季报情况，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，2019年Q1收入增速超预期，预计2019年公司实现30%收入增长目标是大概率事件。

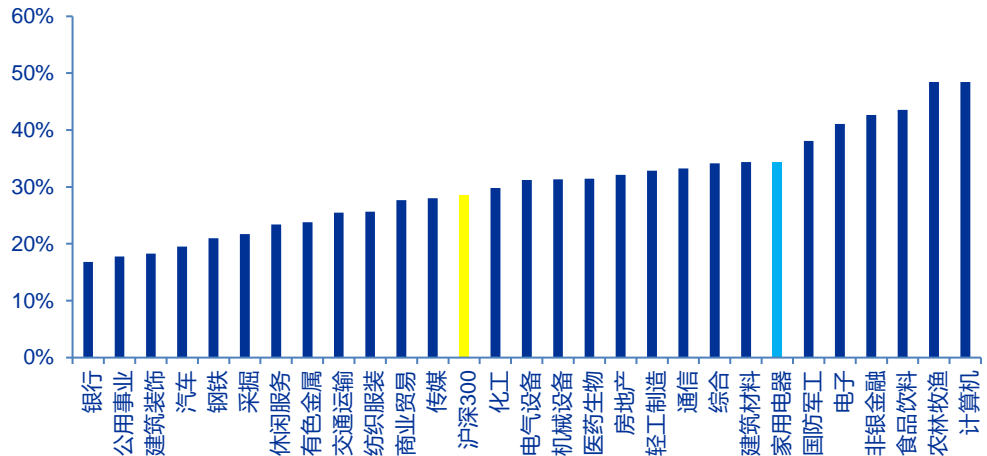


申万宏源研究微信服务号

# 1. 板块行情回顾

2019年1月1日至2019年3月31日，大盘（沪深300）整体呈现上涨趋势，其中家用电器板块上涨34.4%，强于沪深300指数28.6%的涨幅，在所有行业涨跌幅排名中位居第七。

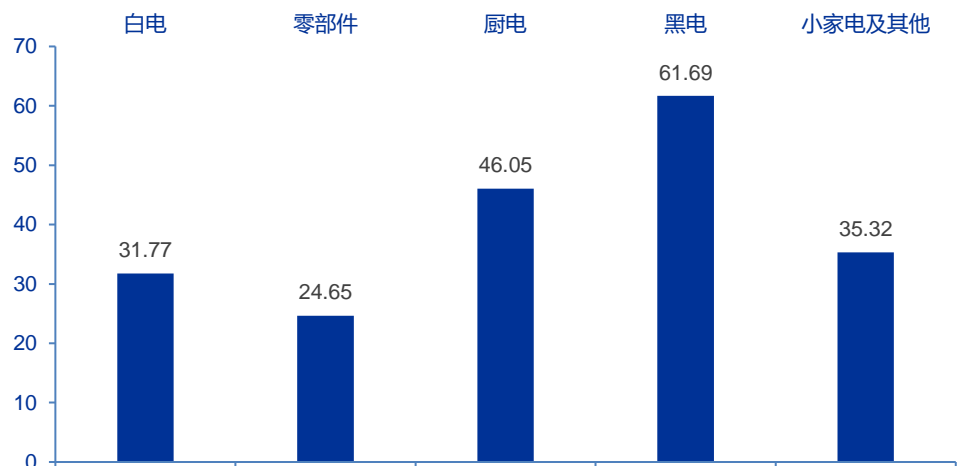
图 1：2019.1.1-2019.3.31 期间，家电板块上涨 34.4%，涨跌幅排名第七



资料来源：Wind、申万宏源研究

从各子板块涨跌幅看，家电中黑电、厨电股价涨幅最大，2019年一季度分别上涨61.69%、46.05%，2019年初至今地产增速回暖趋势明显，带动厨电板块估值修复；小家电、白电和零部件分别上涨35.32%、31.77%和24.65%。

图 2：2019.1.1-2019.3.31 期间，家电分板块涨跌幅 (%)



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2. 2019 年 Q1 家电行业增速有所回落，龙头公司平稳增长

2019 年一季度，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 3038.05 亿元，同比上涨 5.64%，实现归属于母公司净利润 191.06 亿元，同比增长 6.86%；若统计口径采用我们所选的 51 家家电企业，2019 年一季度实现营业总收入 3006.19 亿元，同比增长 6.82%，实现归属于母公司净利润 191.17 亿元，同比增长 6.37%。受益于 2019 年初至今原材料价格有所下滑，2019 年一季度行业整体毛利率同比上升 0.60 个 pcts 至 24.78%；期间费用率有所上升（同比增加 0.56 个 pcts 至 17.23%），致使净利率同比上涨 0.04 个 pcts 至 6.87%；存货同比小幅增长 5.73%；经营性现金流量净额有所改善，同比增长 18.62%。

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 家公司分别进行分析。

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	

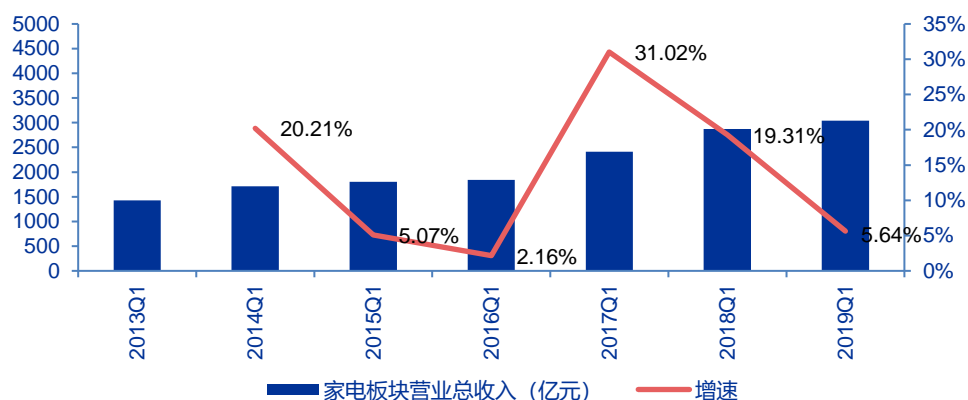
603677.SH	奇精机械	300272.SZ	开能环保
603578.SH	三星新材	603486.SH	科沃斯
		603515.SH	欧普照明

资料来源：申万宏源研究

### 2019 年 Q1 家电行业营业收入同比增长 5.64%，龙头公司全年业绩增长确定性依旧

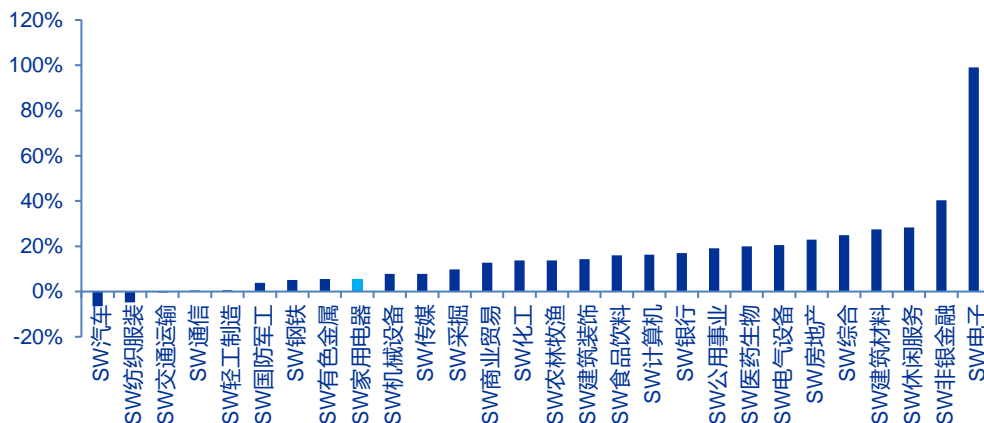
申万家电板块 2019 年一季度实现营业总收入 3038.05 亿元，同比增长 5.64%，在申万一级行业分类中排名 20，增速处于靠后的位置。**2019 年一季度，按照我们所选的 51 家家电企业共实现营业总收入 3006.19 亿元，同比增长 6.82%**，其中 34 家公司营业总收入同比实现正增长，增速居前的公司主要集中在白电、厨电和小家电等行业。白电三巨头 2019 年一季度实现营业总收入 1637.97 亿元，同比增长 7.79%，其中格力电器营业总收入 405.48 亿元、同比增长 2.49%，美的集团营业总收入 752.06 亿元、同比增长 7.84%，青岛海尔营业总收入 480.43 亿元、同比增长 10.17%。**展望 2019 年全年，我们认为龙头公司增速有望维持，业绩增长确定性依旧。**

图 3：2019 年一季度家电收入增速同比增长 5.64%



资料来源：Wind、申万宏源研究

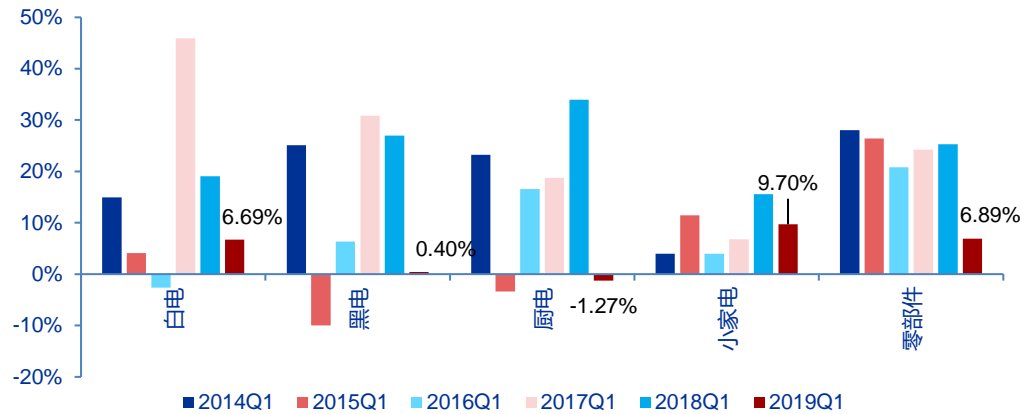
图 4：2019 年一季度家电在各行业收入增速中排名靠后



资料来源：Wind、申万宏源研究

分子行业看，2019年一季度家电子版块营业收入增速：小家电>零部件>白电>黑电>厨电。2019年一季度收入增速与去年相比有所回落，在去年行业高景气度、收入高基数下，家电各子行业营收增速有所放缓。2019年一季度，各板块收入涨幅靠前的是分别是小家电、零部件和白电，分别同比增长 9.70%、6.89%和 6.69%；黑电和厨电收入增速相对较低，分别为 0.40%和-1.27%。

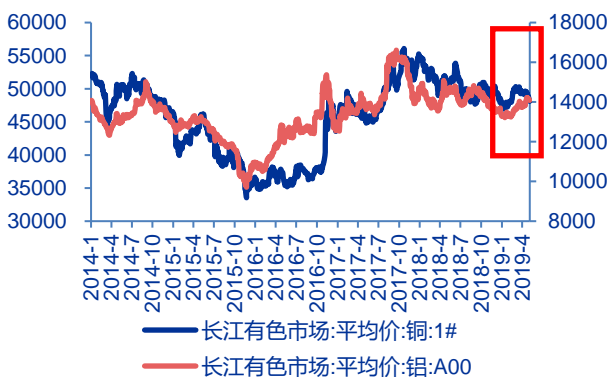
图 5：2019 年一季度家电子版块营业收入增速小家电>零部件>白电>黑电>厨电



资料来源：Wind、申万宏源研究

2019 年原材料价格上涨但毛利率水平仍同比提升；费用控制稳定，期间费用率同比小幅增加 0.56pcts 至 17.23%。家电行业 2019 年一季度整体毛利率 24.78%，同比上升 0.60 个 pcts；一季度整体净利率 6.87%，同比增长 0.04 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 2019 年开始铜、铝价有提价倾向；钢材价格表现平稳；塑料价格指数企稳，略微表现出缓慢下行的趋势，总体来看 2019Q1 大宗原材料价格仍高位运行，但得益于良好的竞争格局，家电企业向下游传导成本压力的能力较强，毛利率短期有所改善，盈利能力提升。期间费用率方面，2019 年一季度家电企业销售费用率上升 0.40 个 pcts 至 11.16%；管理费用率上升 0.40 个 pcts 至 5.71%；2018 年 11 月至今人民币汇率有所升值，海外收入占比高的企业产生汇兑损失，但家电企业采取套期保值等手段规避汇率风险，2019 年一季度整体财务费用率从 0.61%降低至 0.36%。整体来看，家电企业费用控制表现稳定，期间费用率同比小幅上升 0.56 个 pcts 至 17.23%。

图 6：2019 年以来铜、铝价格再度提升 (元/吨)



资料来源：Wind、申万宏源研究；

图 7：2019 年一季度钢表现平稳 (元/吨)



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 8: 2019 年一季度塑料价格指数企稳



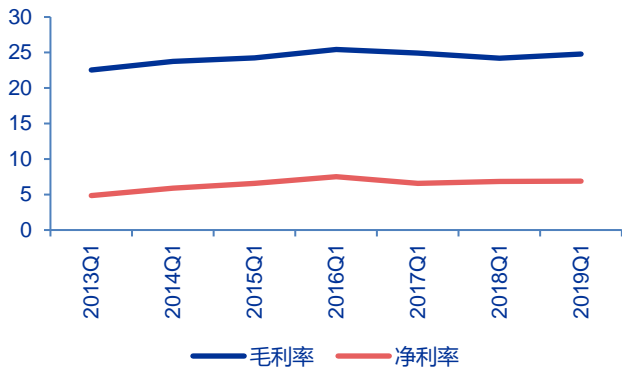
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 9: 2018 年 11 月以来人民币小幅升值



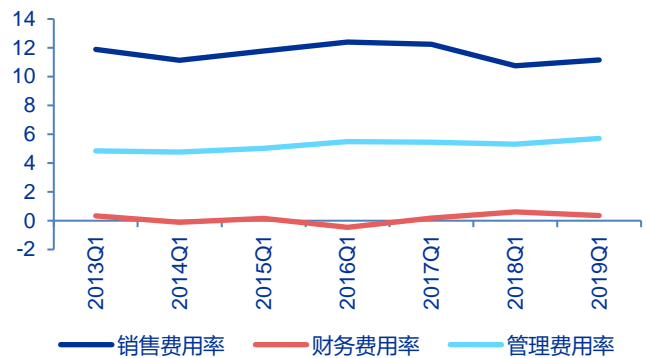
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 10: 2019 年一季度毛利率承压、净利率上行 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

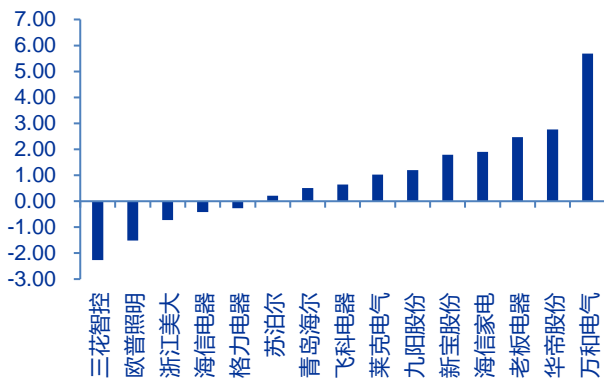
图 11: 2019Q1 家电期间费用率控制稳定 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

重点公司中, 三花智控、欧普照明、浙江美大、海信电器、格力电器等毛利率均呈现不同程度的下滑; 苏泊尔、青岛海尔、飞科电器、莱克电气、九阳股份、新宝股份、海信家电、老板电器、华帝股份、万和电气等毛利率同比上涨。

图 12: 2019 年一季度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 年报出口占比较大公司汇兑损益(万元)

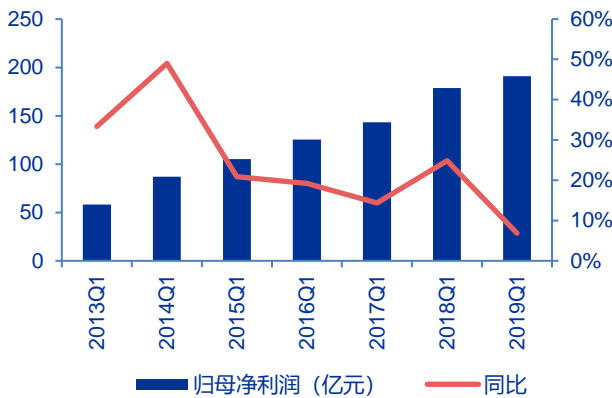
公司	2017 汇兑损益	2018 汇兑损益
格力电器	160,333	22,856
青岛海尔	58,317	-1,776
莱克电气	15,175	-359
三花智控	10,294	-8,779
新宝股份	8,507	-2,335
海信电器	3,463	-789
苏泊尔	755	-93
华帝股份	726	-172
九阳股份	629	-356

资料来源: 公司公告、申万宏源研究

2019 一季度净利润增速有所回落，白电、厨电业绩领跑

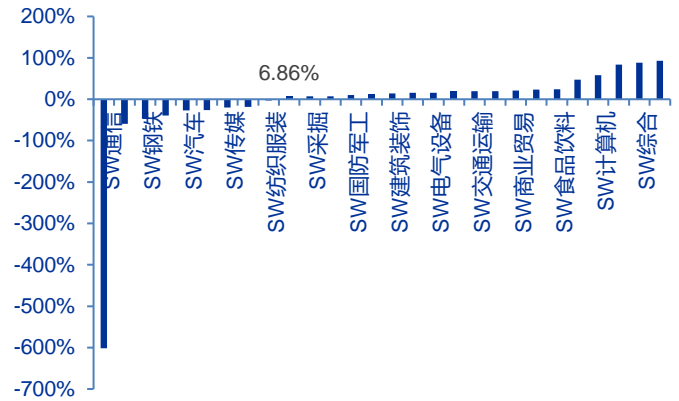
2019 年一季度申万家电板块实现归属于母公司净利润 191.06 亿元,同比增长 6.86%,在各行业中排名第 19,整体增速仍维持较高水平。按照我们所选的 51 家家电企业共实现净利润归属于母公司 191.17 亿元,同比增长 6.37%,其中有 38 家公司净利润增速为正,主要集中在小家电、厨电和零配件板块。

图 14: 2019Q1 家电行业净利润增速有所回落



资料来源: Wind、申万宏源研究

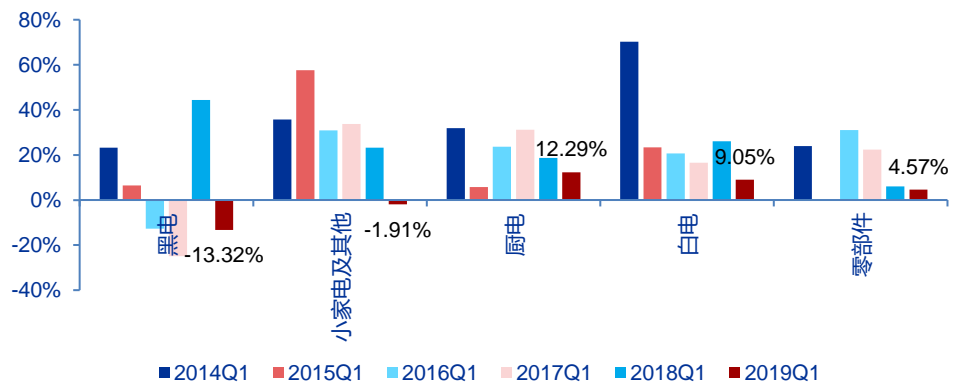
图 15: 2019Q1 家电板块净利润增速排名第 19



资料来源: Wind、申万宏源研究

分子板块看, 2019 年一季度子版块归母净利润增速: 厨电>白电>零部件>小家电>黑电。各子板块净利润增速均有较大下行压力, 厨电板块净利润增速领跑家电行业, 2019 年 Q1 厨电净利润同比增长 12.29%; 白电板块 2019 年一季度净利润增速同比大幅下降 16.98 个 pcts 至 9.05%, 但对比其他子版块仍有优势; 零部件板块 2019 年 Q1 净利润同比小幅增长 4.57%; 小家电板块净利润同比下降 1.91%; 黑电方面, 2019 年一季度面板价格持续回落, 板块业绩还未明显改善, 黑电板块净利润同比下降 13.32%。

图 16: 2019 年一季度子版块归母净利润增速厨电>白电>零部件>小家电>黑电



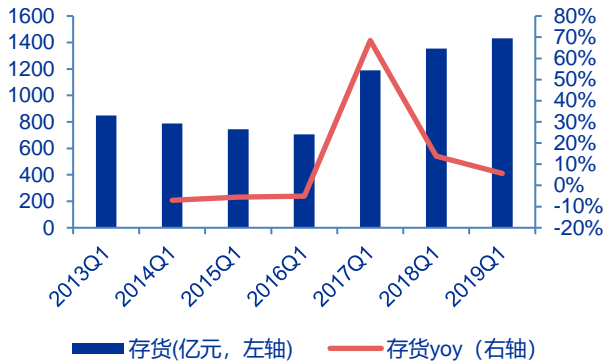
资料来源: Wind、申万宏源研究

存货同比小幅增长、经营性现金流量净额持续改善

2019 年一季度, 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 5.73%, 受大宗原材料价格波动影响, 部分企业增加预付货款, 锁定价

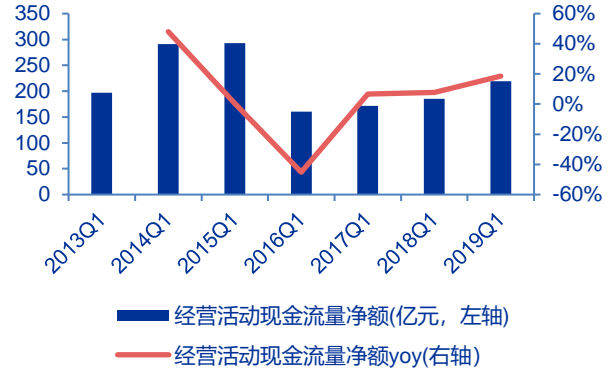
格导致存货增加。在原材料备货增加的情况下，家电行业经营活动现金流量净额仍同比提升 18.62%，表明经营性现金流净额持续改善。其中，小家电行业存货同比增长 14.59%，增幅最高；黑电行业经营性净现金流由负转正，增幅最大，同比增长 218.87%。

图 17: 2019 年一季度家电行业存货小幅增加



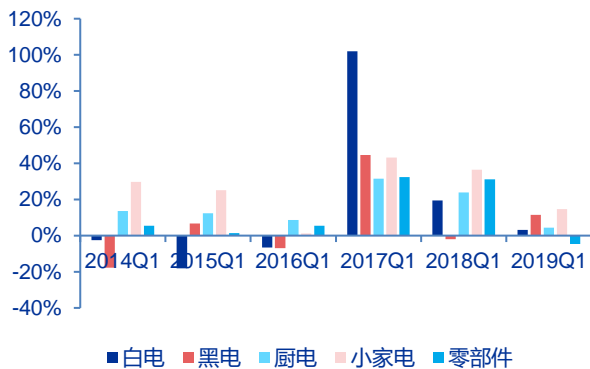
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 18: 2019Q1 家电行业经营性净现金流持续改善



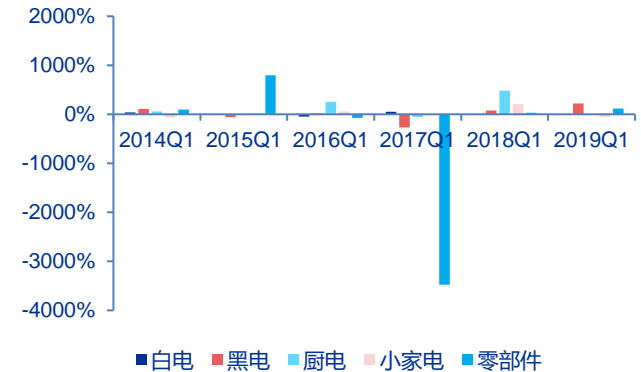
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 19: 2019Q1 小家电行业存货同比增幅最高 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 20: 2019Q1 黑电经营净现金流改善幅度最大 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

**重点公司中，白电龙头格力电器、青岛海尔一季报符合预期，小家电龙头苏泊尔一季报略低预期。**

**白电中格力电器符合预期。** 一季度公司实现营业收入 410.06 亿元，同比增长 2.45%，净利润同比增长 4.32%。从量价拆分来看，根据产业在线出货端数据，2019 年一季度格力空调内销量同比增长 3.42%，外销量同比下滑 5.16%，累计实现销量同比微增 0.17%，销量市占率同比提升 0.26pcts。其中格力内销好于行业(+2.9%)、出口不及行业(-1.4%)；中怡康零售数据显示公司 2019 年一季度零售额和零售量市占率分别下降 0.96pcts 和 2.2pcts；价格方面，格力零售均价连续 5 个季度持续攀升，2019 年 Q1 同比上涨 0.81% 达 4689 元，显著好于行业均价的下滑 4.91%。从格力内销出货量增速和线下终端零售量增速之间的差距来看，公司 2016 年 8 月以来进入补库存阶段，我们分析主要系线下渠道经销商持续补库存以及三四级市场消费需求好于行业平均水平所致。



小家电中苏泊尔收入利润略低于预期，主要因外销增速不达预期。分内外销来看，我们预计出口小个位数上涨，内销预计 15% 增长，外销增速放缓是一季报不达预期的主因，但长期看，我们认为 SEB30% 的外包业务未来仍有望持续转移给苏泊尔，全年近 15% 的订单转移增长确定性强，随着下半年传统出口旺季的到来，出口订单有望回暖。从品类来看，根据中怡康数据数据，市占率方面，2019Q1 苏泊尔电炖锅、吸尘器和挂烫机销售市占率同比提升 2.93、4.05 和 7.70 个 pcts，价格方面，吸尘器和挂烫机零售均价同比大幅提升 20.48% 和 18.05%。

**表 2：重点公司 2019 年一季度业绩表现回顾**

板块	代码	公司	收入增速 (%)	利润增速 (%)	评价
白电	600690	青岛海尔	10.17	9.25	符合预期
	000651	格力电器	2.45	1.63	符合预期
厨电	002508	老板电器	4.3	7.11	符合预期
	002035	华帝股份	-6.54	14.54	符合预期
	002677	浙江美大	31.63	22.09	超预期
	603868	飞科电器	-4.39	-6.56	低于预期
小家电	603355	莱克电气	-6.71	18.15	符合预期
	002032	苏泊尔	12	13.81	略低预期
	002242	九阳股份	14.7	8.02	略低预期
零部件	002050	三花智控	7.9	3.69	符合预期
黑电	600060	海信电器	-3.2	43.78	低于预期

资料来源：Wind、申万宏源研究

**2019 年家电趋势判断——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。**

**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（近 3 个月首降），工业库存约 1000 万台。渠道库存环比下降 4% 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系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%；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；此外我们发现 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。因此本次价格形式可能不及预期严重。

**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，品类扩充新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，将呈现量稳价涨、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：营收净利增速回落，毛利率提升显著

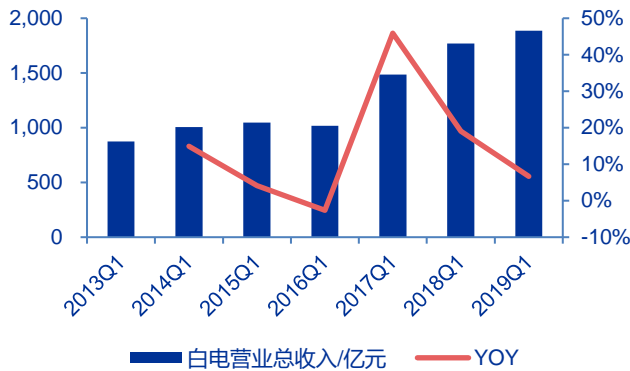
**一季度空调量平价跌、冰箱量价齐升、洗衣机量跌价涨驱动白电收入小幅增长。**根据产业在线数据显示，2019 年一季度空调总销量 4027.25 万台，同比微增 0.93%；冰箱和洗衣机总销量分别为 1736.51 万台和 1608.90 万台，其中冰箱同比上升 3.60%、洗衣机同比下滑 0.87%。一季度白电产品中，空调均价小幅下降，冰箱和洗衣机均价小幅提升，根据中怡康数据，空调、冰箱、洗衣机市场均价分别同比提升-4.92%、1.16%和 3.37%。**白电板块 2018 年一季度实现营业总收入 1887.57 亿元，同比增长 6.69%，增速较去年同期下滑 12.35 个 pcts。**

**2019 年一季度原材料价格有所下滑、白电企业毛利率同比提升 1.34 个 pcts；三费率同比上升 0.83 个 pcts 至 18.55%。**2019 年一季度白电毛利率为 28.40%，同比提升 1.34 个 pcts；净利率 8.58%，同比提升 0.18 个 pct；期间费用率同比上升 0.83 个 pct 至 18.55%，

其中管理费用率同比上升 0.39 个 pct 至 5.68%，销售费用率上升 0.63 个 pct 至 12.87%，财务费用率同比下降 0.30 个 pct 至 0.00%。

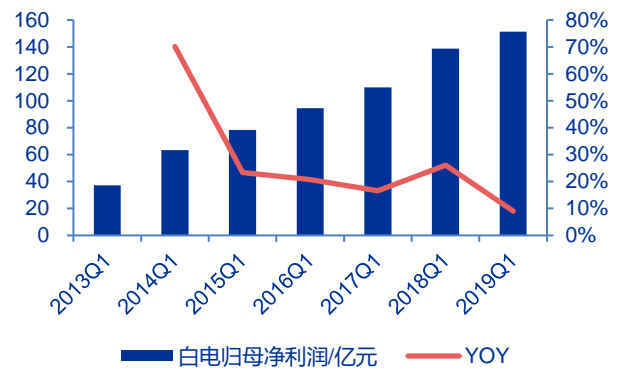
**白电企业归母净利润增速回落。**2019 年一季度，白电板块实现归母净利润 151.31 亿元，同比增长 9.05%，增速同比下滑 16.98 个 pct。

**图 21：2019 年 Q1 白电收入同比增长 6.69%**



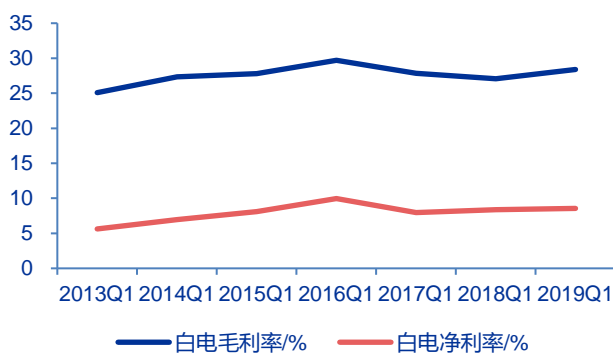
资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 22：2019 年 Q1 白电归母净利润同比增长 9.05%**



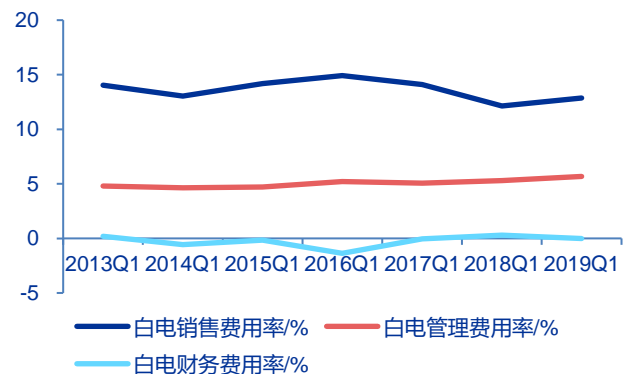
资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 23：2019Q1 白电毛利率同比提升 1.34 个 pct**



资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 24：2019Q1 白电期间费用率上升 0.83 个 pct**

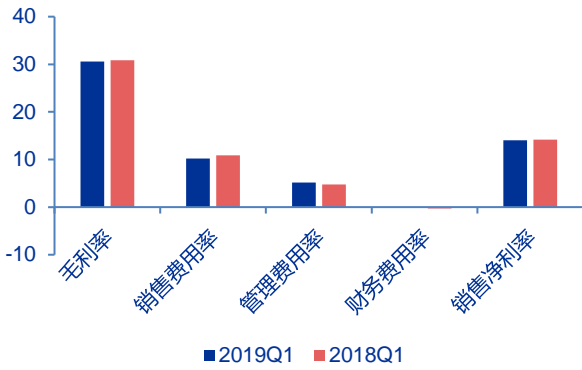


资料来源：Wind、申万宏源研究

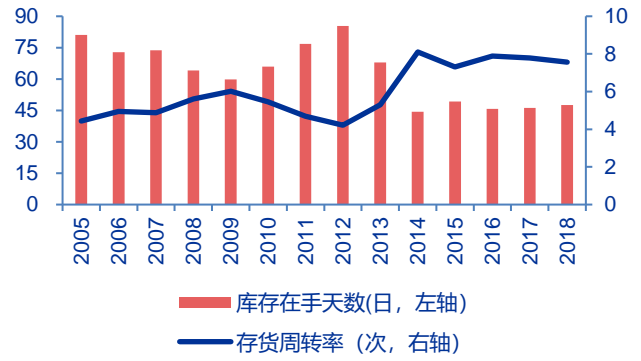
**重点公司中，格力电器** 2019 年 Q1 虽然毛利率同比下滑 0.27 个 pct 至 30.59%，但得益于销售费用率下降 0.7 个 pct，公司的毛销差（毛利率-销售费用率）同比增长 0.43 个 pct；其他期间费用方面，管理费用率小幅增加 0.40 个 pct，财务费用率增加 0.22 个 pct。**青岛海尔** 2019 年 Q1 公司整体毛利率为 29.12%，同比 2018 年 Q1 提升 0.5 个 pct，环比 2018 年 Q4 提升 0.79 个 pct；费用率方面，海尔销售费用率控制力度大，2019 年 Q1 公司销售费用率环比再度下降 1.24 个 pct 至 14.95%，销售费用率连续创 2016 年以来新低。费用控制得当同时带动公司 2019 年 Q1 净利率环比大幅提升 1.54 个 pct。

**图 25：格力毛销差继续拉大**

**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

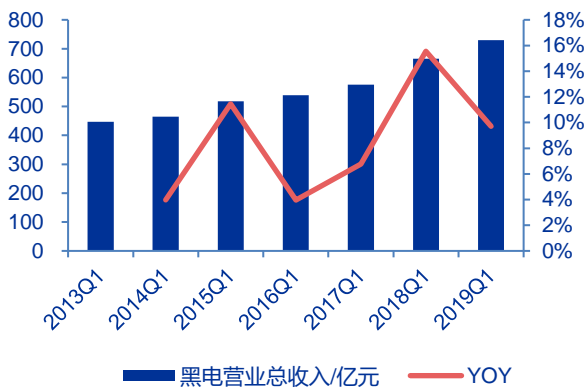


资料来源: Wind、申万宏源研

### 3.2 黑电: 面板价格低位徘徊, 毛利率改善空间大

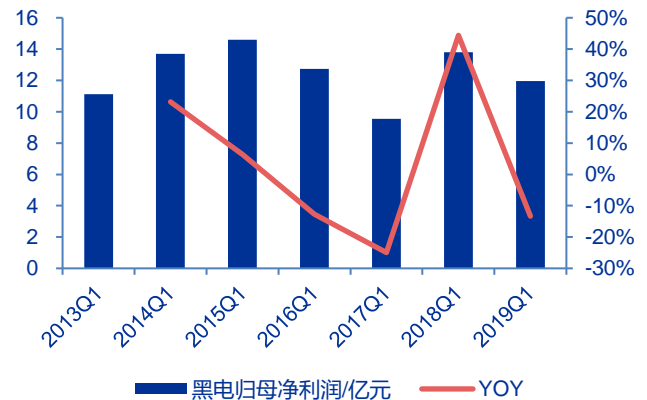
2019 年一季度黑电板块营业收入同比上涨, 归母净利润同比下降。2019 年一季度黑电行业实现营业总收入 729.46 亿元, 同比增长 9.70%, 实现归属于母公司净利润 11.95 亿元, 同比减少 13.32%。

图 27: 2019Q1 黑电营收同比增长 9.7%



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 28: 2019Q1 黑电净利润同比减少 13.32%

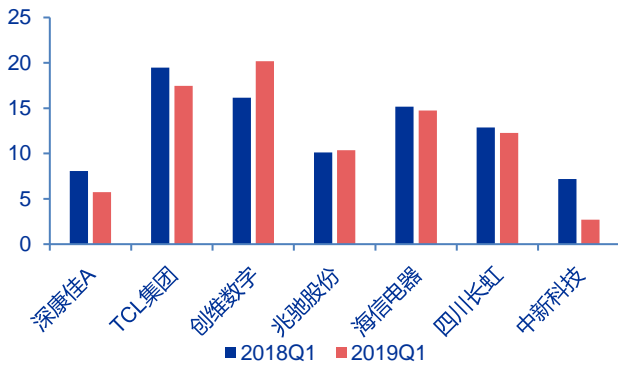


资料来源: Wind、申万宏源研究

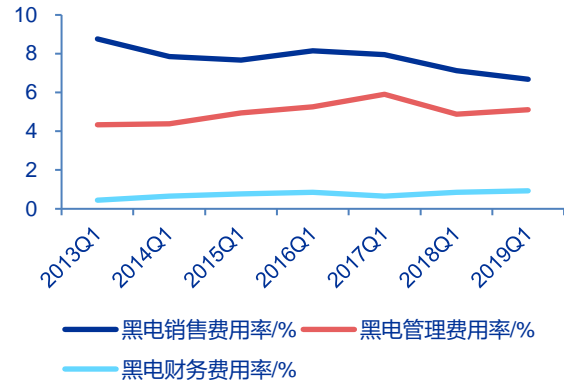
毛利率同比下滑 1.77 个 pcts 至 13.77%, 期间费用率同比下降 0.13 个 pcts 至 12.72%。2019 年一季度黑电行业毛利率 13.77%, 同比下滑 1.77 个 pcts, 一季度面板价格虽有所回落, 但整体毛利率依旧呈现下跌态势, 除创维、兆驰外, 其余黑电整机厂商毛利率均出现不同程度的下滑。2019 年一季度黑电行业期间费用率有所改善, 再度小幅下降 0.13 个 pcts, 其中销售费用率下降 0.45 个 pcts 至 6.68%, 财务费用和管理费用分别上升 0.08pcts 和 0.24 个 pcts 至 0.93%和 5.11%。

图 29: 2019Q1 仅创维、兆驰毛利率(%)同比增长

图 30: 2019Q1 黑电期间费用率小幅下降0.13个 pcts



资料来源: Wind、申万宏源研究



资料来源: Wind、申万宏源研究

**2019年下半年展望：外销业务看点大。**根据产业在线数据，2019年一季度彩电市场内外销合计 3382.98 万台，同比上涨 8.17%；同时彩电均价有所提升，根据中怡康数据，前三季度整体彩电市场均价提升 16.49%，其中海信电器和创维数字均价分别提升 21.38% 和 19.78%。2018 年以来液晶面板价格下滑明显，32 寸、43 寸、49 寸和 55 寸液晶面板价格从 2018 年 1 月份到 2019 年 3 月份降价幅度分别达 32.8%、20.0%、22.14% 和 20.5%。例如 55 寸液晶面板价格从 18 年 1 月份的 176 美元/片下降到 19 年 3 月份的 140 美元/片，49 寸液晶面板价格从 18 年 1 月份的 140 美元/片下降到 19 年 3 月份的 109 美元/片。下半年随着海外市场进入销售旺季，外销业务看点大。

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

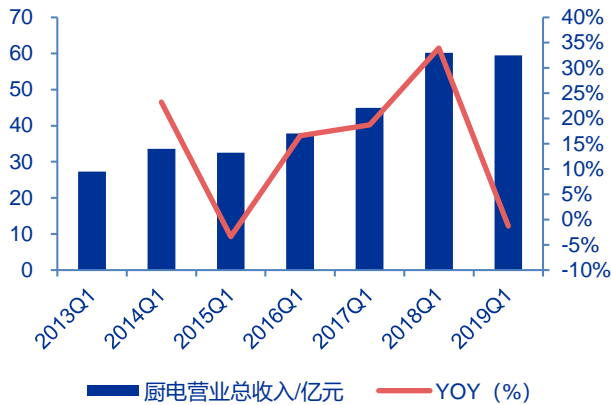
open cell	Date	18-01	18-02	18-03	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04
32"	High	65	64	62	57	51	45	53	58	59	55	50	45	42	42	44	45
	Typical	64	63	61	56	50	44	50	55	56	52	48	44	41	41	43	44
	Low	63	62	60	55	49	43	48	53	53	49	46	42	39	40	42	43
43"	High	108	105	100	94	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：毛利率、净利率提升显著，盈利能力有保障

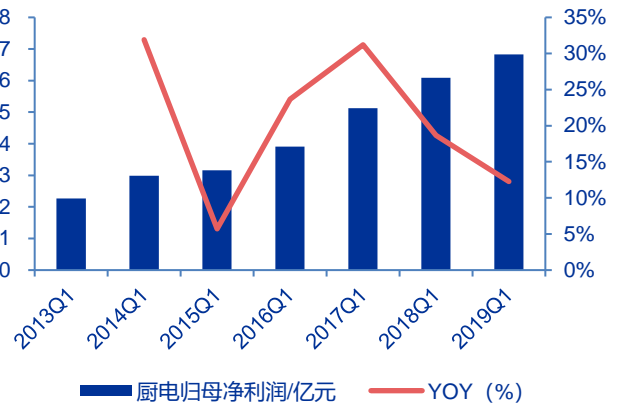
2019 年一季度厨电板块收入同比减少 1.27%、净利润增速同比增长 12.29%。2019 年一季度厨电板块实现收入 59.44 亿元，同比减少 1.27%，实现归属于母公司净利润 6.83 亿元，同比增长 12.29%。

图 31：2019 年一季度厨电收入同比减少 1.27%



资料来源：Wind、申万宏源研究

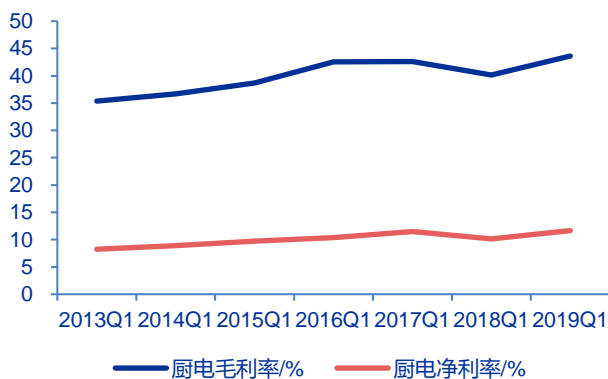
图 32：2019 年一季度厨电净利润同比增长 12.29%



资料来源：Wind、申万宏源研究

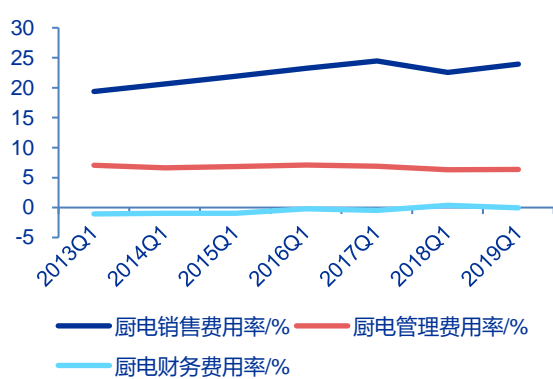
**毛利率、净利率同比提升，盈利能力有保障；期间费用率同比增加。**2019 年一季度厨电行业毛利率 43.62%，同比提升 3.48 个 pcts；净利率 11.65%，同比提升 1.51 个 pcts，厨电主要原材料为不锈钢、冷轧板、铜、玻璃等，2018 年毛利率有所下滑主要受原材料价格高位运行影响。期间费用方面厨电板块三费率同比增加，2019 年一季度期间费用率同比上升 1.06 个百分点至 30.29%，其中管理费用率、销售费用率分别同比增加 0.08 个 pcts、1.42 个 pcts 至 6.39%和 23.96%，财务费用率同比下降 0.44 个 pcts 至 -0.06%。

图 33：2019Q1 厨电毛利率、净利率同比提升



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 34：2019Q1 厨电期间费用率同比上升 1.06 个 pcts



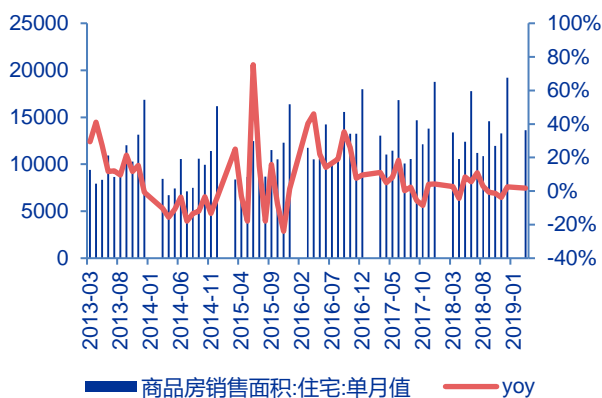
资料来源：Wind、申万宏源研究

**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：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。

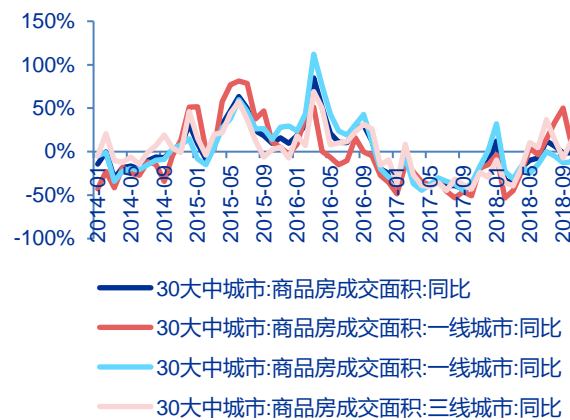
我们分析前期受地产压制的厨电龙头估值有望继续回升,同时厨电企业三四线城市渠道下沉仍有提升空间,洗碗机、嵌入式产品和热水器等新品类贡献新增收入,后续增长可持续性依然较高。中长期看,厨电行业市场集中度仍较低,龙头市占率提升空间较大,新品类拓展有望带来下一个增长点。

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：营收净利增速回落，毛利率同比提升

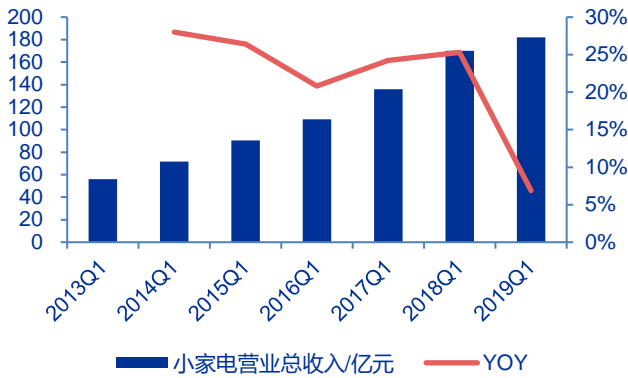
**2019年一季度小家电板块营业收入、净利润增速均大幅回落。**2019年一季度小家电板块实现营业总收入181.90亿元,同比增长6.89%,归母净利润14.87亿元,同比减少1.91%。

**毛利率同比提升,期间费用率同比继续提升。**2019年一季度小家电行业毛利率水平保持稳定,期间费用率同比继续提升。2019年一季度小家电板块销售毛利率为31.02%,同比提升0.62个pcts。期间费用率同比增加0.77个pcts至21.86%,其中财务费用率同比下降0.86个pcts至0.97%,销售费用率和管理费用率分别同比上升0.47个和1.16个pcts至13.67%和7.22%。

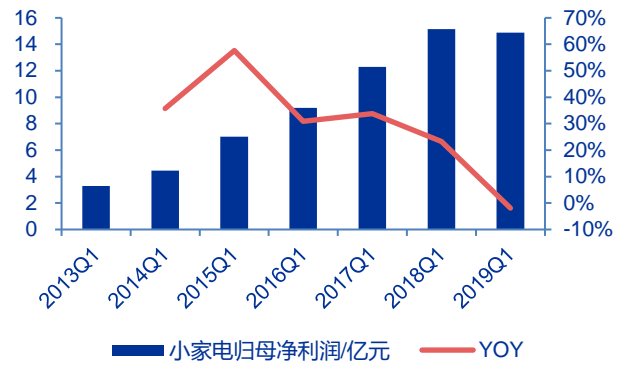
**分公司来看,**小家电板块重点公司毛利率同比均有所提高。莱克电气、苏泊尔、九阳股份、新宝股份和苏泊尔毛利率分别提升1.02、0.21、1.19、1.79和0.64个pcts,其他小家电公司方面,金莱特和开能健康分别大幅提升8.23和10.89个pcts至13.32%和41.84%,荣泰健康大幅下降6.12个pcts至29.05%,其余小家电公司基本维持稳定。

图 37: 2019Q1 小家电收入同比增长 6.89%

图 38: 2019Q1 小家电净利润同比减少 1.91%

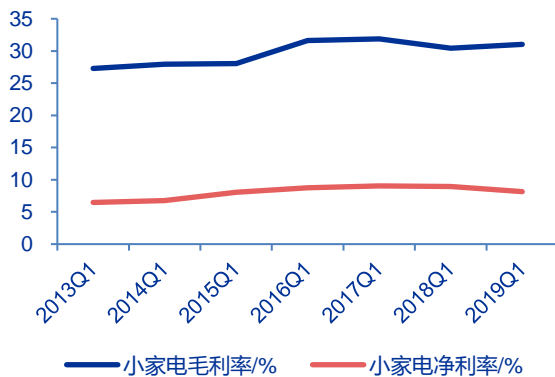


资料来源: Wind、申万宏源研究



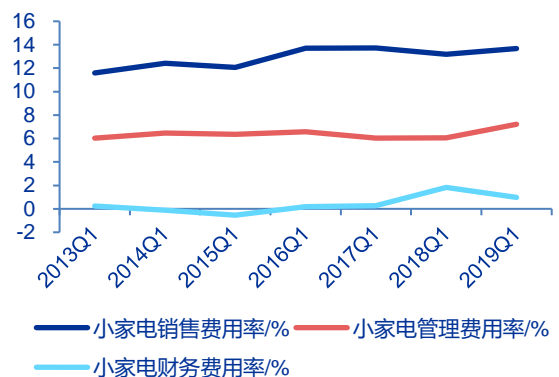
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 39: 2019Q1 小家电毛利率、净利率同比提升



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 40: 2019Q1 小家电期间费用率上升 0.77 个 pcts



资料来源: Wind、申万宏源研究

**2019 年下半年展望:** 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,小家电板块业绩确定性强。

### 3.5 零部件: 收入净利增速放缓, 期间费用率同比提升

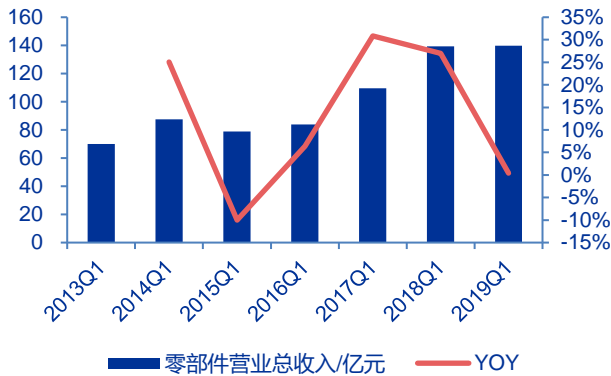
**白电行业景气度回落致使零部件板块收入净利润增速大幅回落。** 由于下游白电行业增速放缓,尤其是空调业务增速同比去年较低,零部件行业 2019 年一季度实现营业收入 139.79 亿元,同比增长 0.40%,归母净利润 6.21 亿元,同比增长 4.57%。

**毛利率净利率保持平稳,期间费用率同比小幅提升。** 2019 年一季度零部件行业销售毛利率 17.24%,同比微降 0.07 个 pcts;净利率同比微增 0.07 个 pcts 至 4.74%。期间费用率同比微升 0.24 个 pcts 至 12.21%,其中销售费用率和管理费用率分别同比上升 0.08 个和 0.68 个 pcts 至 3.30%和 7.33%,财务费用率同比下降 0.52 个 pcts 至 1.58%。



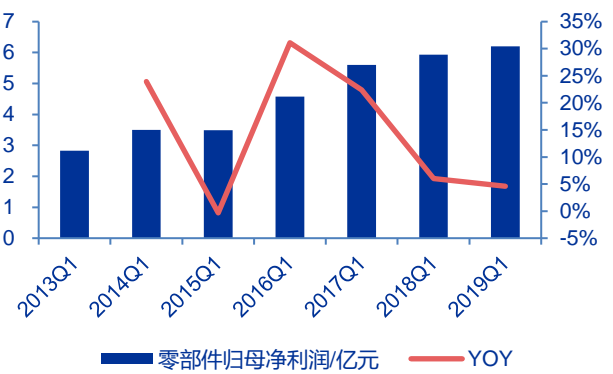
**2019 年下半年展望：**受下游白电增速放缓影响，零部件厂商上半年收入和净利润增速同比回落，毛利率方面受原材料价格波动影响，同时下游厂商议价能力强，同比持续下滑。四季度随着下游增速持续放缓，投资机会在于技术壁垒高、掌握行业核心技术的零部件企业。

**图 41：2019 年一季度零部件收入同比微增 0.40%**



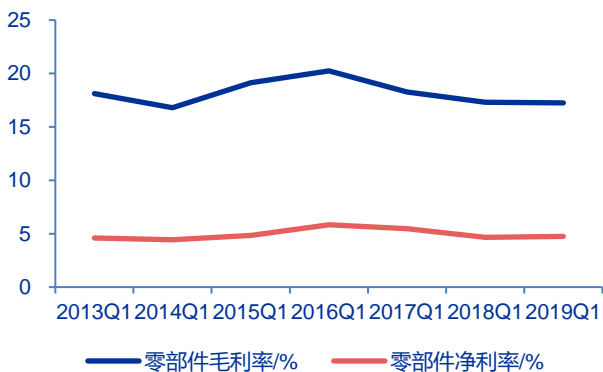
资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 42：2019 年一季度零部件利润同比增加 4.57%**



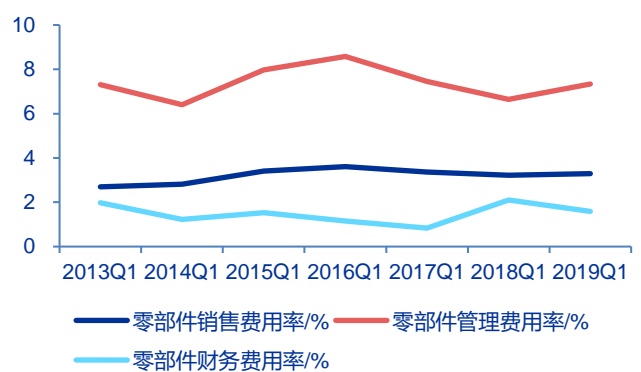
资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 43：2019 年 Q1 毛利率同比下降 0.07 个 pct**



资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 44：2019Q1 期间费用率同比微升 0.24 个 pct**



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**,2019年Q1公司实现营业收入405.48亿元,同比增长2.49%,归母净利润56.72亿元,同比增长1.62%。**从量价拆分来看,主业空调内销稳健增长**:根据产业在线数据,2019年Q1格力内销同比增长3.42%,内销市占率同比提升0.4个pcts至35.84%;Q1累计实现内外销销量1179万台,同比微增0.17%,销量市占率同比提升0.26pcts至30.08%。**零售端格力零售均价连续5个季度持续攀升**。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**,公司近年来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,2019年Q1实现营业收入480.43亿元,同比增长10.17%,归母净利润21.36亿元,同比增长9.41%;分品类看,公司白电&厨卫业务2019年Q1营业收入增长13.3%;若不考虑并表Candy公司,公司白电&厨卫业务收入增长8.1%。**2019年以来海尔全线产品份额继续保持提升态势:根据中怡康数据,2019年Q1海尔冰箱、洗衣机、空调、热水器、油烟机、燃气灶零售额份额分别同比提升1.57、3.06、1.26、1.43、1.37和1.45pcts**。公司不断通过深化零售转型、推进全网管理与四网合一等重点工作,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。我们预计公司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。

**推荐分红有望持续增长、内外销齐发力的小家电龙头:苏泊尔**,2019年Q1公司实现营业收入54.74亿元,同比增长12.00%;实现归母净利润5.15亿元,同比增长13.81%。**分品类看**,根据中怡康数据,**市占率方面**:苏泊尔电炖锅、吸尘器和挂烫机2019年Q1销量市占率同比提升2.93个pcts、4.05个pcts和7.70pcts;**价格方面**:厨小全线提价,电

压力锅、电炖锅、电饭煲和电磁炉零售均价 2019 年 Q1 分别同比增长 6.83%、1.75%、5.81%和 2.01%；环境家居吸尘器和挂烫机零售均价同比大幅提升 20.48%和 18.05%。**公司与控股股东 SEB 及其关联方签署 2019 年关联交易协议，预计交易总额为 52.34 亿元，同比 18 年 46.34 亿元增长 12.9%，预计 2019 年下半年随着传统出口旺季的到来，外销增速有望回暖。**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。我们预计公司 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@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.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。