

家电行业 2019&2020Q1 财报综述

疫情冲击静待花开，逆势彰显龙头韧性

推荐（维持）

- 2019年营收增速放缓，盈利能力略有提振；20Q1疫情冲击承压明显。2019Y家电行业实现营业总收入1.14万亿元，同比增长1.31%，19Q1/Q2/Q3/Q4营收增速分别7.82%、3.86%、-1.17%和-3.23%，单季度营收逐季放缓，或受宏观经济及内销市场略显疲软影响。行业盈利能力持续提升，19Y行业整体毛利率略微下滑0.13pct，归母净利率提升0.29pct。2020Q1家电板块营业总收入2049.40亿元，同比下滑27.18%，Q1行业毛利率下滑3.43pct，归母净利率下滑2.06pct，板块受疫情冲击承压明显。
- 家电子板块中，白电小电收入表现亮眼，厨电全年盈利能力提振明显。营收表现：小家电产品地产关联度弱且产品结构升级明显，穿越周期强势增长，19Y收入同比增长7.64%，增速表现领先于其余子板块；19Y白电板块亦实现同比增长4.77%，表现较为亮眼；20Q1受疫情冲击，各板块收入同比全数下行，其中小电受益于线上渠道为主导及疫情加速小电消费升级，板块收入下滑21.18%，下滑幅度小于其他主要板块。利润表现：受益于成本红利、降本增效以及减税降费效应，19Y厨电板块表现优异，毛利率（+2.50pct）、净利率（+2.04pct）均实现不同幅度提升。
- 白电板块：美的集团彰显龙头韧性，综合表现明显领先。2019年白电行业内销略显疲软，20Q1疫情冲击营收及业绩明显承压。美的集团：盈利能力稳步提升，逆境彰显龙头韧性；格力电器：百亿让利拖累盈利表现，疫情冲击业绩承压明显，静待龙头迎风而起；海尔智家：卡萨帝加速增长，海外市场表现亮眼，疫情冲击业绩承压明显。
- 厨电板块：疫情冲击改善延期，净利率提振领先板块。地产竣工自19Q3开始明显回暖，但20Q1受疫情冲击改善延期。随着国内疫情态势持续向好，叠加竣工预期回暖（3月竣工面积同比增速已较1-2月明显改善），预计Q2起厨电内销有望开始提振。老板电器：工程渠道增速亮眼，盈利水平持续提升；华帝股份：产品渠道建设发力，经营业绩拐点可期。
- 小电板块：小熊电器、新宝股份业绩实现逆势高增。小电地产关联度弱，且以线上渠道为主，20Q1疫情催生健康及烹饪小电需求释放，推动小电板块表现优于其余板块。小熊电器：多品类战略成效显著，盈利能力稳步提升；新宝股份：自主品牌加速发展，Q1业绩表现超预期；九阳股份：龙头稳健优势显现，全年高质量发展可期；苏泊尔：疫情冲击短期承压，静待势能持续释放。
- 投资策略：短期疫情对家电行业料将产生一定冲击，但家电消费较为刚性预计只会推迟需求，综合来看疫情整体影响有限。另随着后续交房持续改善，以及消费行业的政策利好，家电行业有望受益回暖。家电龙头未来发展确定分红稳定，全球降息潮再起，高股息优质白马价值凸显，看好行业中长期配置价值，行业评级维持“推荐”。重点推荐确定性高以及预期改善品种：1)高壁垒、低估值以及未来发展值得期待的核心资产：格力电器、美的集团和海尔智家；2)受益于竣工预期改善的厨电龙头公司：老板电器和华帝股份；3)受益于消费升级加速的小家电龙头公司：小熊电器、苏泊尔、九阳股份和新宝股份。
- 风险提示：宏观经济下行；终端需求不及预期；地产调控影响。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
格力电器	54.77	4.49	4.99	5.42	12.2	10.98	10.11	2.99	强推
美的集团	53.75	3.65	4.14	4.57	14.73	12.98	11.76	3.69	强推
海尔智家	15.46	1.24	1.43	1.6	12.47	10.81	9.66	2.14	强推
海信家电	9.57	0.98	1.17	1.37	9.77	8.18	6.99	1.5	强推
老板电器	31.88	1.84	2.03	2.29	17.33	15.7	13.92	4.41	强推
华帝股份	11.34	0.95	1.08	1.24	11.94	10.5	9.15	3.28	强推
浙江美大	10.93	0.8	0.97	1.14	13.66	11.27	9.59	4.65	强推
苏泊尔	65.88	2.46	2.86	3.28	26.78	23.03	20.09	7.91	强推
九阳股份	31.4	1.22	1.38	1.57	25.74	22.75	20.0	6.42	强推
新宝股份	26.68	1.06	1.24	1.4	25.17	21.52	19.06	4.97	强推
小熊电器	101.3	3.1	3.95	4.9	32.68	25.65	20.67	7.3	强推
飞科电器	34.83	1.64	1.72	1.84	21.24	20.25	18.93	5.77	推荐
莱克电气	21.57	1.3	1.43	1.56	16.59	15.08	13.83	2.7	推荐
三花智控	22.03	0.61	0.7	0.8	36.11	31.47	27.54	6.56	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2020年04月30日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：龚源月

电话：021-20572560

邮箱：gongyuanyue@hcyjs.com

执业编号：S0360519060003

联系人：贺虹萍

电话：021-20572572

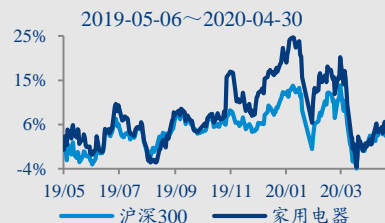
邮箱：hehongping@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	59	1.54
总市值(亿元)	12,659.32	1.94
流通市值(亿元)	11,838.23	2.47

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	7.11	-7.79	0.41	
相对表现	1.74	-6.14	0.43	



相关研究报告

《家用电器行业周报（20200406-20200412）：新基建发力，赋能家电行业转型升级》

2020-04-12

《家用电器行业周报（20200413-20200419）：地产数据回暖明显，家电社零恢复有限，期待政策助力需求释放——3月地产及社零数据点评》

2020-04-19

《家用电器行业跟踪报告：基金持仓环比下降，小家电板块获加配——2020Q1基金持仓分析》

2020-04-26

投资主题

报告亮点

本文通过财务数据表现对家电行业各子板块以及个股进行深度分析，进一步论证此前业绩前瞻的论点。具体来看，2019 年家电板块营收增速放缓，盈利能力略有提振；20Q1 疫情冲击承压明显，随着国内疫情态势持续向好，家电内需有望逐步恢复。子板块中，白电小电收入表现亮眼，厨电全年盈利能力提振明显。个股中，白电龙头美的集团彰显龙头韧性，在白电中综合表现明显领先；厨电龙头老板电器受益于工程渠道发力，营收表现领先，且盈利能力稳步提升；小电板块受益于消费升级加速，表现优于其他板块，其中新兴小电龙头小熊电器表现尤为亮眼，2019 年及 2020Q1 营收业绩均实现逆势高增。

投资逻辑

短期：疫情对家电行业产生冲击，Q1 白电和厨电均下滑明显，但家电消费较为刚性预计只会推迟需求，随着国内疫情态势持续向好，终端市场逐步复苏，白电厨电内需拐点将至，另家电消费政策有望落地，以内销为主的家电企业有望受益回暖。

长期：家电龙头未来发展确定分红稳定，全球降息潮再起，高股息优质白马价值凸显，看好行业中长期配置价值。

目 录

一、2019 年营收放缓，盈利能力略有提振；20Q1 疫情冲击承压明显.....	6
（一）收入端：19 年营收增速放缓，20Q1 疫情冲击明显下滑	6
（二）利润端：19 年行业盈利能力有所提振，20Q1 各板块承压下滑明显	9
（三）经营现金流量：19 现金流增速略有放缓，Q1 仅小电板块逆势增长	11
二、白电板块：美的集团彰显龙头韧性，综合表现明显领先.....	11
（一）个股收入分析：美的集团和海尔智家彰显龙头韧性.....	13
（二）个股利润分析：美的集团综合表现亮眼，Q1 归母净利率逆势提升	14
（三）经营现金流分析：Q1 美的集团跌幅较小，格力电器与海尔智家明显下滑	16
三、厨电板块：疫情冲击改善延期，净利率提振领先板块.....	16
（一）个股收入分析：受益于工程渠道发力，老板电器表现最优	18
（二）个股利润分析：老板电器盈利能力稳步提升，表现领先其余龙头	18
（三）经营现金流分析：Q1 厨电龙头经营现金流净额均呈大幅下滑态势	20
四、小家电板块：小熊电器、新宝股份业绩实现逆势高增.....	20
（一）个股收入分析：龙头全年经营依旧稳健，小熊电器、新宝股份 Q1 逆势增长	21
（二）个股利润分析：新宝股份和小熊电器盈利能力有所提振	22
（三）经营现金流分析：Q1 小熊电器经营现金流净额改善明显	24
五、风险提示.....	25

图表目录

图表 1	家电行业子板块分类.....	6
图表 2	社会消费品零售总额变动情况.....	7
图表 3	家用电器和音像器材类零售额变动情况.....	7
图表 4	房屋住宅竣工及销售面积当月同比增速.....	7
图表 5	家电板块营业总收入及增速.....	8
图表 6	家电各子板块营业总收入（亿元）.....	8
图表 7	家电各子板块营业总收入同比增速.....	8
图表 8	家电及子板块营业总收入及增速（亿元）.....	8
图表 9	原材料钢结算价格走势.....	9
图表 10	原材料铜结算价格走势.....	9
图表 11	原材料铝结算价格走势.....	9
图表 12	原材料塑料结算价格走势.....	9
图表 13	家电及子板块毛利率及同比变动情况.....	10
图表 14	家电及子板块归母净利润及同比变动情况（亿元）.....	10
图表 15	家电行业及各子板块归母净利率走势.....	11
图表 16	家电及子板块经营现金流净额及同比变动情况（亿元）.....	11
图表 17	2019 年及分季度家用空调销量同比增速.....	12
图表 18	2019 年及分季度冰箱销量同比增速.....	12
图表 19	2019 年及分季度洗衣机销量同比增速.....	12
图表 20	白电子板块营业总收入及增速.....	13
图表 21	白电子板块归母净利润及增速.....	13
图表 22	白电子板块毛利率走势.....	13
图表 23	白电子板块归母净利率走势.....	13
图表 24	白电子板块上市公司营业总收入及增速表（亿元）.....	14
图表 25	白电子板块上市公司毛利率及同比变动情况.....	15
图表 26	白电子板块上市公司归母净利润及同比增速（亿元）.....	15
图表 27	白电子板块上市公司归母净利率及同比变动情况.....	15
图表 28	白电子板块上市公司经营现金流及同比变动情况（亿元）.....	16
图表 29	中国厨卫市场零售额规模及同比增速（亿元）.....	17
图表 30	2020Q1 厨电主要品类线上及线下零售额同比.....	17
图表 31	厨电子板块营业总收入及增速.....	17
图表 32	厨电子板块归母净利润及增速.....	17

图表 33	厨电子板块毛利率走势.....	18
图表 34	厨电子板块归母净利率走势.....	18
图表 35	厨电子板块上市公司营业总收入及增速表（亿元）.....	18
图表 36	厨电子板块上市公司毛利率及同比变动情况.....	19
图表 37	厨电子板块上市公司归母净利润及同比增速（亿元）.....	19
图表 38	厨电子板块上市公司归母净利率及同比变动情况.....	19
图表 39	厨电子板块上市公司经营现金流及同比变动情况（亿元）.....	20
图表 40	小家电板块营业总收入及增速.....	20
图表 41	小家电板块归母净利润及增速.....	20
图表 42	小家电板块毛利率走势.....	21
图表 43	小家电板块归母净利率走势.....	21
图表 44	小家电板块上市公司营业总收入及增速表（亿元）.....	22
图表 45	小家电板块上市公司毛利率及同比变动情况.....	23
图表 46	小家电板块上市公司归母净利润及同比增速（亿元）.....	23
图表 47	小家电板块上市公司归母净利率及同比变动情况.....	24
图表 48	小家电板块上市公司经营现金流及同比变动情况（亿元）.....	24

一、2019 年营收放缓，盈利能力略有提振；20Q1 疫情冲击承压明显

家电行业 2019 年报及 2020 年一季报已披露完毕。2019Y 家电行业实现营业总收入 1.14 万亿元，同比增长 1.31%，19Q1/Q2/Q3/Q4 营收增速分别 7.82%、3.86%、-1.17%和-3.23%，单季度营收逐季放缓，或受宏观经济及内销市场略显疲软影响。行业盈利能力持续提升，19Y 行业整体毛利率略微下滑 0.13pct，归母净利率提升 0.29pct。2020Q1 家电板块营业总收入 2049.40 亿元，同比下滑 27.18%，Q1 行业毛利率下滑 3.43pct，归母净利率下滑 2.06pct，板块受疫情冲击承压明显。

为方便分析，我们将家电行业进行细分，如下表所示：

图表 1 家电行业子板块分类

所属子板块	证券简称	所属子板块	证券简称	
白电	格力电器	小家电	苏泊尔	
	美的集团		九阳股份	
	海尔智家		新宝股份	
	海信家电		飞科电器	
	惠而浦		莱克电气	
	长虹美菱		小熊电器	
	春兰股份		科沃斯	
厨电	华帝股份		奥佳华	
	老板电器		荣泰健康	
	浙江美大		爱仕达	
	万和电气		石头科技	
黑电	TCL 科技		家电零部件	三花智控
	海信视像			康盛股份
	兆驰股份			海立股份
	深康佳 A	长虹华意		
	四川长虹	天银机电		
		聚隆科技		
		汉宇集团		

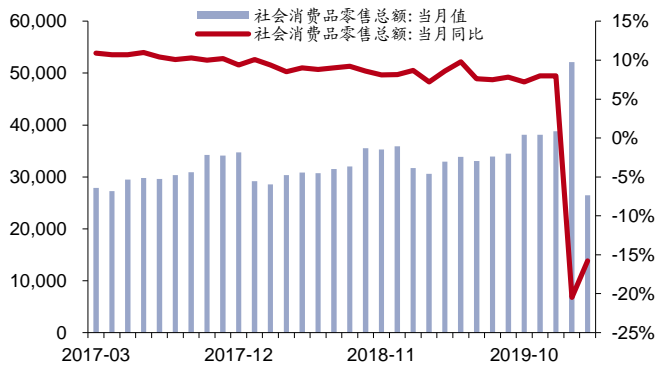
资料来源：wind，华创证券；加粗为华创家电重点关注公司

（一）收入端：19 年营收增速放缓，20Q1 疫情冲击明显下滑

2019 年国内消费市场增速放缓。根据国家统计局数据显示，2019 年社会消费品零售总额达 41.16 万亿元，同比增长 8%，增速较 2018 年下滑 0.98pct，其中 4 月和 10 月单月社零增速创年内低点；受整体消费需求释放减缓影响，家用电器和音像器材类社零额 9138.7 亿元，同比增长 5.60%，增速较 18 年下滑 3.30pct。

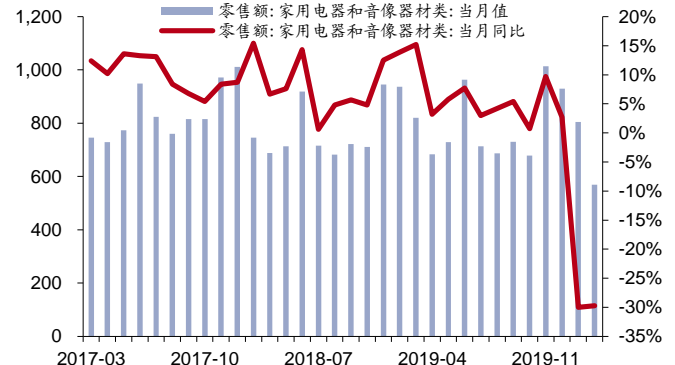
20Q1 受疫情冲击家电社零深幅下滑。2020Q1 社零总额为 7.86 万亿元，同比下滑 19.0%；受线下门店关闭及物流运输受阻的影响，20Q1 家用电器和音像器材类零售额为 1389 亿元，同比下滑 29.9%，增速较 19 同期下滑 37.7pct。单 3 月来看，家电社零数据恢复相对有限（3 月同比-29.7%），主要系疫情影响下小区管控尚未放宽，家电产品的安装调试依旧受阻。

图表 2 社会消费品零售总额变动情况



资料来源: wind, 华创证券

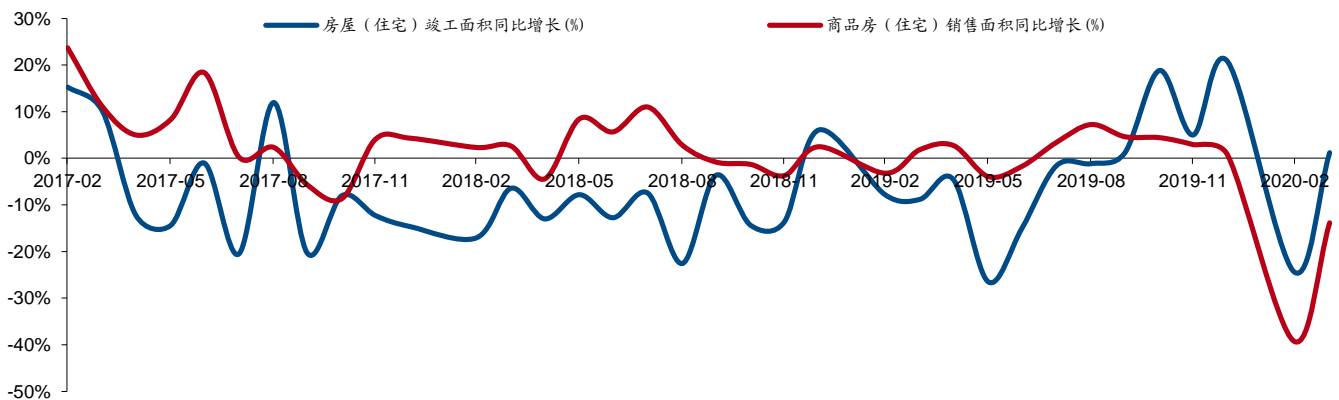
图表 3 家用电器和音像器材类零售额变动情况



资料来源: wind, 华创证券

地产行业自 19Q3 起有所回暖, 但 20Q1 受疫情影响明显下探。2019 年商品房销售面积同比增长 1.50%, 增速较 18 年略有放缓 (18Y: +2.20%); 19 年住宅竣工面积同比增长 3.00%, 较 18 年明显提振 (18Y 同比: -8.08%), 具体分时间来看, 竣工数据自 19Q3 开始回暖明显, 12 月单月竣工同比实现 20.70%。但 20Q1 受疫情影响交房延期, 1-2 月地产数据下滑明显, 但随着 3 月国内疫情态势持续向好, 地产数据环比回暖, Q1 整体竣工及销售面积同比分别下滑 16.2% 和 25.9%, 较 19 年同期增速均明显下探。

图表 4 房屋住宅竣工及销售面积当月同比增速

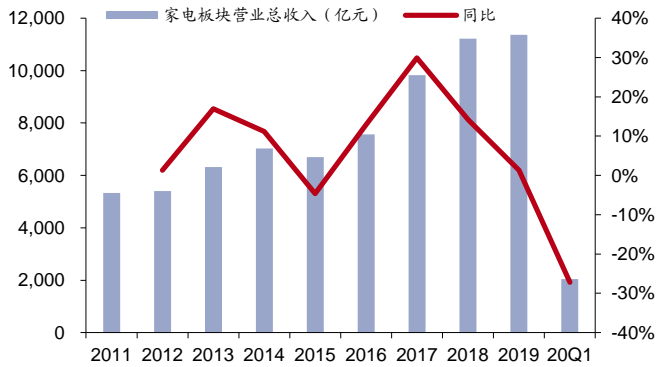


资料来源: wind, 国家统计局, 华创证券

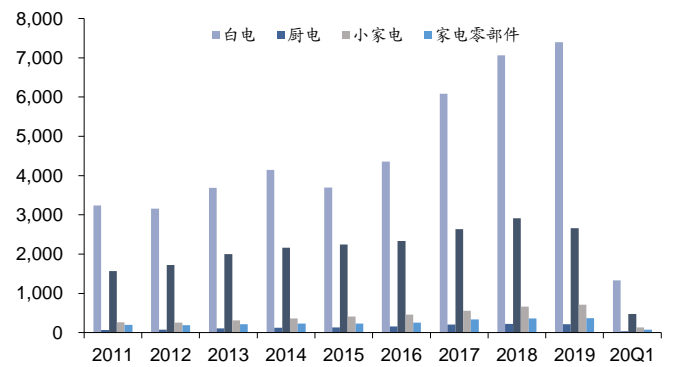
19 年家电板块增速放缓, 白电小电表现亮眼。2019 年家电板块营业总收入合计 1.14 万亿元, 同比增长 1.31%, 增速较 18 年全年同比下滑 12.90pct。分子板块来看, 白电行业营业总收入规模领先, 19Y 实现收入 7401.37 亿元, 同比增长 4.77%; 黑电营业总规模次之, 19Y 实现收入 2663.97 亿元, 同比下滑 8.44%; 厨电、小家电和家电零部件板块规模相对较小, 其中厨电与地产关联度最高, 19 年表现受地产行业影响较为明显, 全年营收规模达 214.13 亿元, 同比下滑 1.93%。小家电产品地产关联度弱且产品结构升级明显, 穿越周期强势增长, 19Y 实现收入 711.38 亿元, 同比增长 7.64%, 增速表现领先于其余子板块。家电零部件受下游家电产品需求影响, 19Y 实现收入 371.35 亿元, 同比增长 2.53%, 表现较 18 年有所放缓。总体来看, 子板块中白电和小家电表现亮眼, 尤其是白电规模较大贡献整体家电板块收入的 65%, 是家电板块全年增长的主要驱动力。

20Q1 疫情影响家电板块收入明显下滑。2020Q1 受疫情影响, 家电板块营业总收入合计 2049.40 亿元, 同比下滑 27.18%。分子板块来看, 厨电和黑电板块受到的冲击明显, 分别同比下滑 34.03% 和 32.98%, 主要系疫情影响下油烟机等强安装属性产品配送安装受阻; 白电板块空调受强安装属性影响明显, 而冰洗受产品结构升级拉动受到的冲击相对较小,

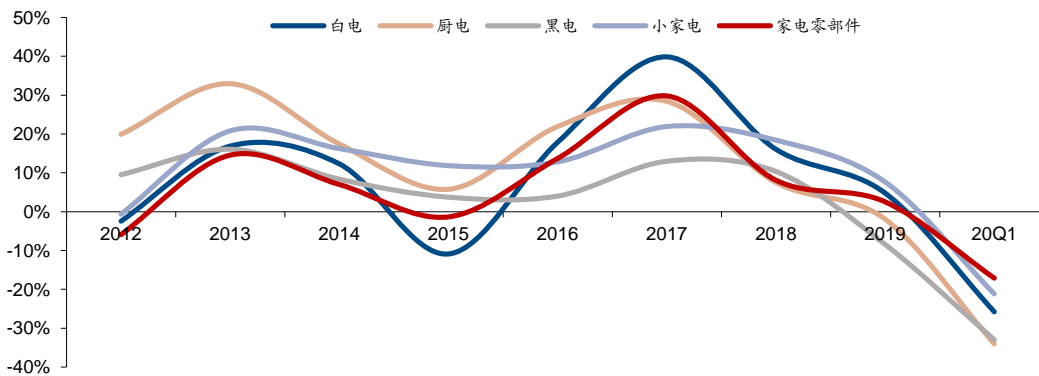
综合下白电板块营业总收入同比下滑 25.77%；小家电产品以线上渠道为主导，且疫情催生消费者健康烹饪小电需求释放，使得小家电板块受到的疫情冲击相对较小，营业总收入同比下滑 21.18%；此外家电零部件受到影响亦相对较小，同比仅下滑 17.11%。

图表 5 家电板块营业总收入及增速


资料来源: wind, 华创证券

图表 6 家电各子板块营业总收入 (亿元)


资料来源: wind, 华创证券

图表 7 家电各子板块营业总收入同比增速


资料来源: wind, 华创证券

图表 8 家电及子板块营业总收入及增速 (亿元)

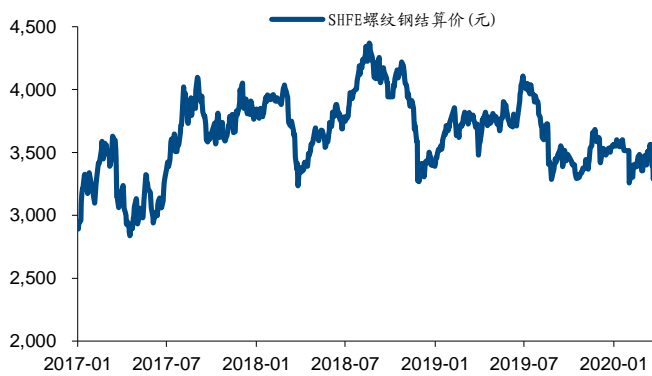
	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019Q3	YOY	2019Q4	YOY	2020Q1	YOY
家电整体	2814.16	7.82%	2958.49	3.86%	2851.29	-1.17%	2743.03	-3.23%	2049.40	-27.18%
白电	1794.37	6.71%	2035.76	7.46%	1891.03	3.15%	1685.00	3.10%	1331.88	-25.77%
厨电	53.04	-1.90%	54.10	-3.25%	51.22	-2.74%	55.77	0.13%	34.99	-34.03%
黑电	705.82	12.11%	602.00	-7.75%	646.90	-13.83%	709.26	-19.14%	473.07	-32.98%
小家电	167.62	13.26%	167.38	15.38%	175.56	7.16%	200.82	6.02%	132.11	-21.18%
零部件	93.32	-3.65%	99.26	-1.35%	86.59	2.18%	92.19	18.32%	77.35	-17.11%

资料来源: wind, 华创证券

（二）利润端：19 年行业盈利能力有所提振，20Q1 各板块承压下滑明显

原材料价格全数下行明显。我们分别选取 SHFE 螺纹钢、SHFE 铜、SHFE 铝及 DCE 塑料期货结算价格作为原材料成本跟踪指标：按照平均价格计算，2019 年 SHFE 螺纹钢、SHFE 铜、SHFE 铝和 DCE 塑料价格较 18 年变动幅度分别为：-4.58%、-5.97%、-3.20%和-15.57%，原材料价格同比全数下行明显；Q1 SHFE 螺纹钢、SHFE 铜、SHFE 铝和 DCE 塑料同比变动幅度分别为：-6.13%、-6.69%、-1.27%和-20.52%，原材料价格同比延续 19 年下行态势，成本红利有望助力企业盈利水平有所提升。

图表 9 原材料钢结算价格走势图



资料来源：wind，华创证券

图表 10 原材料铜结算价格走势图



资料来源：wind，华创证券

图表 11 原材料铝结算价格走势图



资料来源：wind，华创证券

图表 12 原材料塑料结算价格走势图



资料来源：wind，华创证券

19 年家电行业毛利率略微下滑，主要受黑电板块拖累。2019 年家电板块整体毛利率 24.70%，较 18 年同比-0.13pct。分子板块来看，整体毛利率下滑主要系黑电板块拖累，19 年黑电板块毛利率同比下滑 2.67pct，其余子板块毛利率均实现不同幅度的上行，其中厨电板块改善明显，毛利率同比+2.50pct，白电、小家电及零部件毛利率分别同比+0.03pct、+0.99pct 和+0.17pct。

20Q1 多数板块毛利率下行明显。2020Q1 受疫情冲击，家电各板块收入均呈现不同幅度下滑，在部分成本刚性影响下，家电多数板块毛利率均呈下滑态势，其中白电和黑电下滑最为明显，分别同比-4.06pct 和-4.17pct；厨电板块毛利率同比下滑 2.53pct；小家电受益于产品结构升级，毛利率下滑幅度相对较弱，同比-0.71pct；家电零部件毛利率逆势增长，同比+0.74pct。

图表 13 家电及子板块毛利率及同比变动情况

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	变动	2019Y	变动	2020Q1	变动
家电整体	25.00%	25.84%	24.56%	23.31%	-1.74pct	24.70%	-0.13pct	21.57%	-3.43pct
白电	28.72%	29.81%	28.37%	26.70%	-2.49pct	28.47%	+0.03pct	24.65%	-4.06pct
厨电	44.52%	47.90%	48.03%	45.62%	-0.73pct	46.50%	+2.50pct	41.99%	-2.53pct
黑电	13.71%	9.97%	10.31%	10.87%	-3.66pct	11.28%	-2.67pct	9.53%	-4.17pct
小家电	31.10%	31.44%	32.03%	33.53%	+1.03pct	32.10%	+0.99pct	30.39%	-0.71pct
零部件	16.98%	19.28%	18.79%	21.40%	-1.87pct	19.12%	+0.17pct	17.72%	+0.74pct

资料来源: wind, 华创证券

2019 年行业盈利能力有所提振, 厨电、小电及零部件表现亮眼。2019 年家电板块整体实现归母净利润 747.13 亿元, 同比增长 6.06%, 其中厨电、小电及零部件表现亮眼, 分别同比增长 12.55%、8.22% 和 110.79%, 白电板块归母净利润同比增长 5.45%, 但表现稍弱于行业整体; 黑电板块受竞争激烈影响同比下滑 9.11%, 拖累板块整体表现。

20Q1 各板块净利润全数下行, 但小电冲击相对有限。2020Q1 受行业收入下行及部分成本费用刚性的影响, 家电板块归母净利润同比下滑 50.54%, 其中黑电板块下滑最为明显(同比-92.17%), 白电板块归母净利润同比下滑 50.73%, 厨电和零部件分别同比下滑 37.64% 和 31.74%; 疫情加速小电行业消费升级, Q1 小电归母净利润同比下滑 27.53%, 表现优于其余子板块。

图表 14 家电及子板块归母净利润及同比变动情况 (亿元)

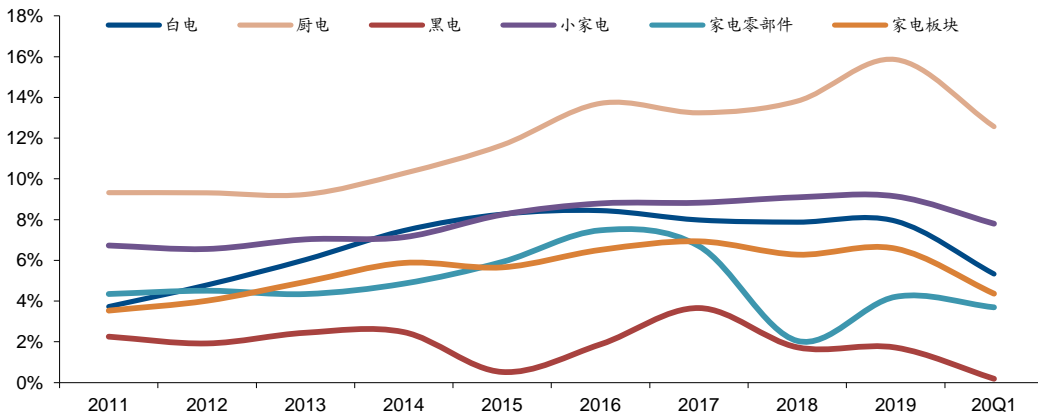
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	同比
家电整体	180.86	255.58	214.28	96.53	-19.59%	747.13	6.06%	89.45	-50.54%
白电	144.10	207.00	175.11	60.58	-31.04%	586.68	5.45%	71.00	-50.73%
厨电	7.05	8.73	7.75	10.43	10.11%	33.96	12.55%	4.40	-37.64%
黑电	11.29	18.09	10.63	5.80	-52.59%	45.81	-9.11%	0.88	-92.17%
小家电	14.22	16.02	16.48	18.32	-0.01%	65.04	8.22%	10.31	-27.53%
零部件	4.19	5.74	4.32	1.39	-	15.64	110.79%	2.86	-31.74%

资料来源: wind, 华创证券

19 年整体净利率略增, 厨电、零部件提振明显。2019 年家电板块整体净利率同比提升 0.29pct 至 6.58%, 其中厨电和零部件板块较 18 年同比提升明显(分别+2.04pct、+2.16pct), 白电和小家电板块均同比+0.05pct, 而黑电板块归母净利率持平略减。

20Q1 整体净利率下滑明显, 小电板块表现领先。2020Q1 受收入下滑及部分成本费用刚性影响, 家电板块整体归母净利率同比下滑 2.06pct 至 4.36%。分子板块来看, 各板块均呈现不同幅度下滑, 其中小家电板块净利率同比下滑 0.68pct 至 7.80%, 下滑幅度小于其余子板块, 其余白电、厨电、黑电及零部件净利率分别同比-2.70pct、-0.73pct、-1.41pct 和-0.79pct。

图表 15 家电行业及各子板块归母净利率走势



资料来源: wind, 华创证券

(三) 经营现金流量: 19 现金流增速略有放缓, Q1 仅小电板块逆势增长

19 年家电整体经营现金流增速有所放缓。2019 年家电板块整体现金流净额 1124.73 亿元, 同比增长 14.57%, 增速较 18 年有所放缓。分子板块来看, 除黑电板块外其余各板块经营活动现金流净额均实现不同幅度的正增长, 其中零部件、小家电、厨电经营活动现金流净额分别同比增长 46.76%、44.45% 和 37.66%, 表现均优于行业整体, 而白电板块经营活动现金流净额仅同比增长 13.65%, 表现弱于行业整体。

20Q1 疫情冲击各板块经营现金流多数下行, 仅小电板块逆势增长。2020Q1 受疫情冲击家电板块收入和利润均呈现不同幅度下滑, 各板块的经营活动现金流亦多数下行, 小家电板块受益于小熊电器和苏泊尔大幅度扭负为正, 板块经营现金流净额实现逆势增长 (+49.11%)。

图表 16 家电及子板块经营现金流净额及同比变动情况 (亿元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	同比
家电整体	229.43	304.36	349.56	241.90	-39.56%	1124.73	14.57%	-104.58	-145.58%
白电	199.07	238.35	299.38	111.80	-59.01%	848.07	13.65%	-114.15	-157.34%
厨电	8.43	8.07	12.64	7.78	12.03%	36.92	37.66%	-0.93	-111.06%
黑电	10.07	35.17	6.35	66.57	9.78%	118.16	-5.41%	1.30	-87.13%
小家电	7.69	13.94	19.47	41.49	14.14%	82.60	44.45%	11.47	49.11%
零部件	4.18	8.82	11.72	14.25	-39.46%	38.98	46.76%	-2.26	-154.01%

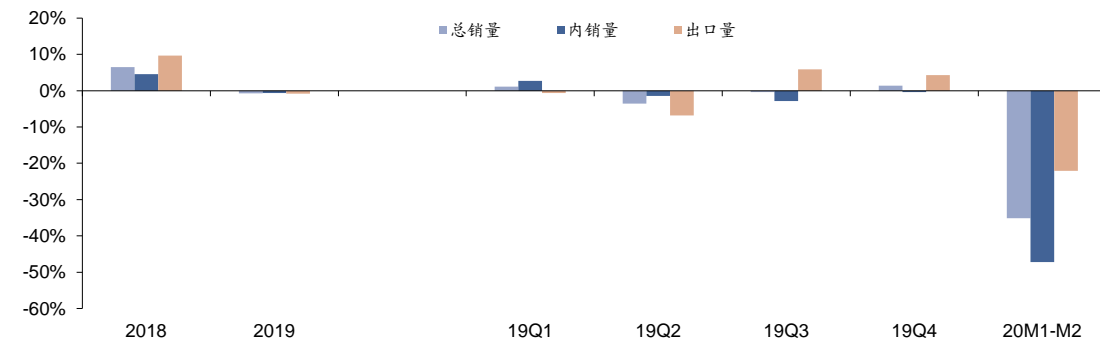
资料来源: wind, 华创证券

二、白电板块: 美的集团彰显龙头韧性, 综合表现明显领先

白电行业各品类全年表现较为平稳。空调: 全年表现较 2018 年有所放缓, 内外销市场均有下滑, 其中内销市场主要受夏天气温普遍偏低及宏观经济的影响; 冰箱: 全年受内销回暖拉动较 2018 年小幅提振, 其中 Q4 外销增速放缓, 内销受促销及结构升级影响逆转第三季度的下滑态势, 实现同比正增长, 成为单季度总销量提升的主要驱动力; 洗衣机: 全年增速较 2018 年小幅回落, 主要系内销市场受竞争激烈及需求略显疲软影响销量小幅下滑。

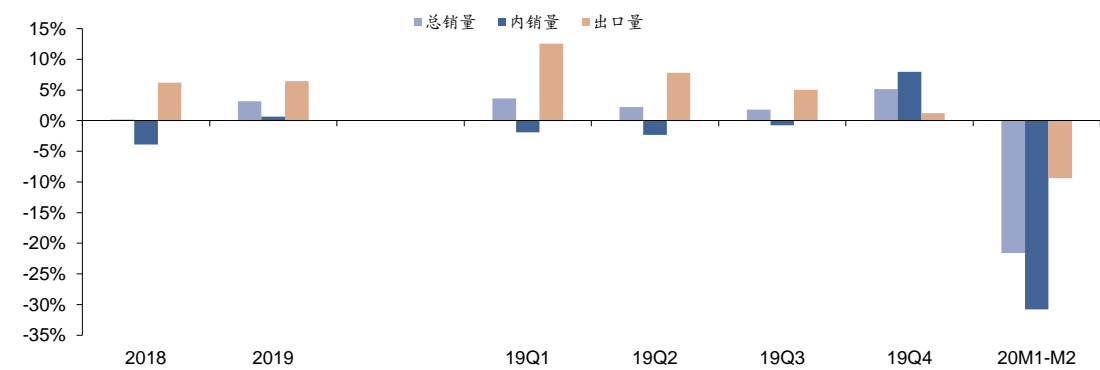
20M1-M2 受疫情冲击内销均呈深幅下滑。根据产业在线数据显示，2020M1-M2 受疫情影响，家用空调、冰箱及洗衣机内销量均呈深幅下滑，分别同比-47.2%、-30.8%和-26.4%，其中空调下滑幅度最为明显，主要系空调产品安装属性较强，而疫情下小区管控较为严格，空调产品安装配送明显受阻；外销市场受家电企业延期复工复产及物流运输影响，空调、冰箱和洗衣机的出口量亦呈下滑态势，分别同比-22.1%、-9.4%和-20.7%。另产业在线数据显示，2020Q1 家用空调、冰箱和洗衣机生产端出货量分别同比-31.6%、-17.3%和-21.3%。

图表 17 2019 年及分季度家用空调销量同比增速



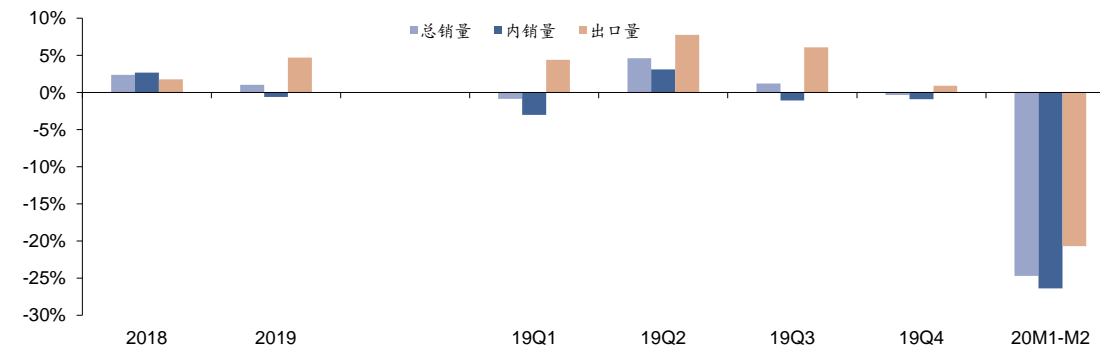
资料来源：产业在线，华创证券

图表 18 2019 年及分季度冰箱销量同比增速



资料来源：产业在线，华创证券

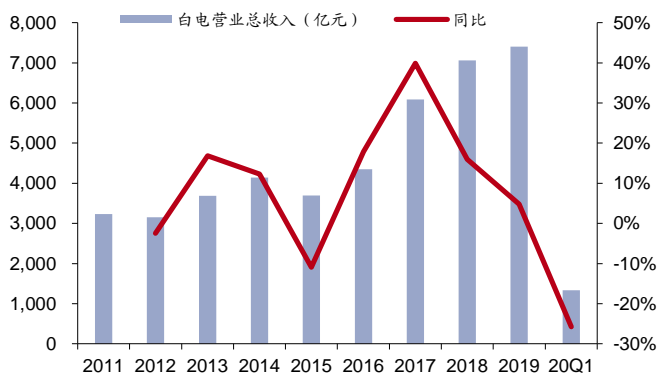
图表 19 2019 年及分季度洗衣机销量同比增速



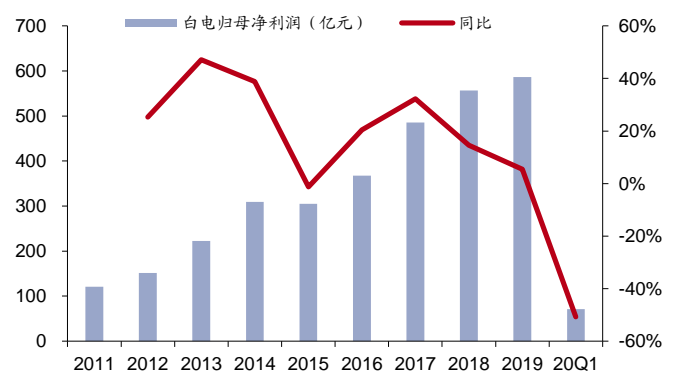
资料来源：产业在线，华创证券

内销拖累板块收入增速放缓，盈利能力全年略增。白电板块多数企业仍以国内市场为重心，受内销市场略疲软影响（全国家用电器信息中心数据显示 19 年国内空调、冰箱、洗衣机零售额分别同比-3.4%、-1.2%、+1.2%），19Y 白电板块实现营业总收入 7401.37 亿元，同比增长 4.77%，增速较去年下滑 11.28pct；19Y 白电板块实现归母净利润 586.68 亿元，同比增长 5.45%，表现略弱于行业整体；19Y 白电板块实现毛利率 28.47%，同比+0.03pct，归母净利率 7.93%，同比+0.05pct，板块盈利能力略增。

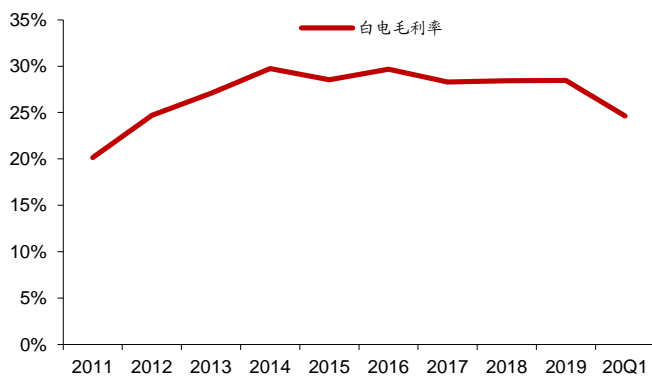
20Q1 受疫情冲击，白电营收、业绩下滑明显。白电板块中空调产品安装属性较强，受到的疫情冲击较为明显。20Q1 白电板块营业收入同比下滑 25.77%，归母净利润同比下滑 50.73%，毛利率同比-4.06pct 至 24.65%，归母净利率同比 -2.70pct 至 5.33%。

图表 20 白电子板块营业总收入及增速


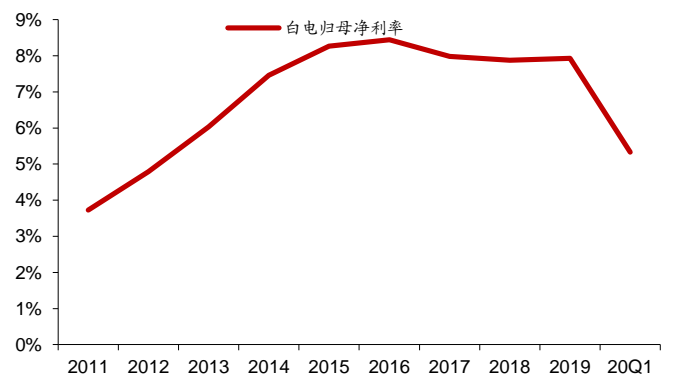
资料来源: wind, 华创证券

图表 21 白电子板块归母净利润及增速


资料来源: wind, 华创证券

图表 22 白电子板块毛利率走势


资料来源: wind, 华创证券

图表 23 白电子板块归母净利率走势


资料来源: wind, 华创证券

(一) 个股收入分析: 美的集团和海尔智家彰显龙头韧性

格力电器: 2019 年公司实现营业总收入 2005.08 亿元, 同比增长 0.24%; 19Q4 实现营业总收入 438.32 亿元, 同比下滑 12.29%。分业务来看, 19 年公司空调业务收入 1386.65 亿元, 同比下滑 10.93%; 19 年生活电器实现收入 55.76 亿元, 同比增长 46.96%, 主要系晶弘并表贡献增量 (18Q4 开始并表); 19 年其他业务收入 412.64 亿元, 同比增长 49.88%, 贡献主要的收入增量, 其中南京华新并表贡献收入约 104 亿元, 若剔除此因素影响, 公司全年营业总收入

预计同比下滑约 5%。2020Q1 疫情对家电行业尤其是空调等强安装属性品类影响明显，公司营收承压下滑（同比-49.01%）。

美的集团：2019 年公司实现营业总收入 2793.81 亿元，同比+6.71%；19Q4 实现营业总收入 576.06 亿元，同比+5.87%。分产品来看，19 年公司全品类竞争力保持领先，暖通空调、消费电器、机器人及自动化系统分别实现收入 1196.07、1094.87、251.92 亿元，分别同比+9.34%、+6.31%、-1.89%。分地区来看，2019 年内销业务实现收入 1614.32 亿，规模稳健增长（同比+8.16%），主要家电产品线下及线上零售额份额均在前四。海外市场方面公司稳步推动全球业务布局，协同库卡、东芝等品牌进行全球化运营，报告期内公司海外业务收入达 1167.84 亿，同比增长 5.78%，海外销售占比达 41.98%。2020Q1 受疫情冲击公司实现营业总收入 583.56 亿，同比-22.71%。

海尔智家：2019 年公司实现营业总收入 2007.62 亿元，同比增长 9.05%；19Q4 实现营业总收入 518.66 亿元，同比增长 13.04%。20Q1 公司实现营业总收入 431.41 亿元，同比下滑 11.09%。分品类来看，空调业务拖累（全年收入 291.28 亿，同比-8.32%）公司整体表现，其余品类中洗衣机和厨电增速领先（分别+23.29%和+18.27%）。分市场来看，国内市场，公司高端品牌卡萨帝加速增长，19 年实现净收入 74 亿元，同比+30%（19 前三季度+25%）。20Q1 受疫情影响，卡萨帝同比-6.7%，但表现仍优于行业；海外市场，2019 年公司实现收入 941 亿元（占收入比重 47%，同比提升 5pct），同比增长 22%。20Q1 公司海外业务表现优于整体，同比增长 8.5%，在主要市场中份额保持上升态势。

海信家电：2019 年公司实现营收 374.53 亿元，同比增长 3.98%；Q4 实现收入 104.43 亿元，同比增长 44.82%。分产品来看，冰洗收入 161.28 亿元，同比微增（+0.34%），空调业务收入 163.69 亿元，同比增长 9.92%，主要系受海信日立并表增厚收入影响。分地区来看，内销市场：收入实现正增长（境内收入 227.12 亿元，同比+3.05%）；外销市场：19 年公司积极开拓出口业务，实现出口规模的提升（境外收入 114.85 亿元，同比+6.81%）。Q4 公司正式并表海信日立利润表（海信日立全年营收约 120 亿元），Q4 主营贡献约 27.4 亿元，剔除此影响因素后，公司 2019 年主营业务收入同比下降 4.07%。20Q1 受疫情冲击及日立并表增厚收入影响，公司实现收入 75.86 亿元，同比下滑 12.68%。

图表 24 白电子板块上市公司营业总收入及增速表（亿元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	变动
格力电器	410.06	573.35	583.35	438.32	-12.29%	2,005.08	0.24%	209.09	-49.01%
美的集团	755.00	788.32	674.41	576.06	5.87%	2,793.81	6.71%	583.56	-22.71%
海尔智家	480.43	509.37	499.16	518.66	13.04%	2,007.62	9.05%	431.41	-11.09%
海信家电	86.87	102.64	80.60	104.43	44.82%	374.53	3.98%	75.86	-12.68%
惠而浦	14.59	12.33	13.95	11.95	-27.37%	52.82	-15.97%	8.82	-39.54%
长虹美菱	42.23	49.10	39.08	35.12	-17.20%	165.53	-5.36%	22.82	-45.97%
春兰股份	0.40	0.65	0.48	0.45	-36.60%	1.98	-69.94%	0.32	-19.66%

资料来源：wind，华创证券

（二）个股利润分析：美的集团综合表现亮眼，Q1 归母净利率逆势提升

格力电器：2019 年公司毛利率 28.43%，同比-2.46pct，归母净利率 12.32%，同比-0.78pct，其中 19Q4 公司毛利率 19.64%，同比-11.58pct，下滑尤为明显，主要系四季度公司开展“百亿让利”活动，产品均价下调明显。20Q1 公司毛利率和归母净利率分别为 19.51%（同比-11.85pct）和 7.45%（同比-6.38pct），主要系收入规模下降部分成本较为刚性。

美的集团：2019 年实现毛利率 28.86%（同比+1.33pct），归母净利率 8.67%（同比+0.94pct），整体盈利水平提升明显，主要受益于成本红利、汇率贬值、结构升级以及内部经营效率持续提升。20Q1 毛利率为 25.14%，同比-3.22pct，毛利率下降明显主要系收入规模下降、部分成本刚性影响。公司费用管控良好，综合影响下 Q1 实现归母净利率 8.24%，

同比+0.13pct。

海尔智家：19 年非经常性损益增加 15.6 亿元（主要来自于 19Q3 物流和净水业务的资产置换），扣非后归母净利润同比下滑 12.67%。19 年公司毛利率 29.83%，同比+0.69pct，归母净利率 4.09%，同比+0.02pct，其中 19Q4 毛利率 31.97%，同比+2.77pct，归母净利率 0.84%，同比-2.05pct，主要系 Q4 公司销售费用率及管理费用率提升明显（分别同比+4.91pct 和+1.37pct）。2020Q1 受疫情冲击业绩承压明显，归母净利率 2.48%，同比下滑 1.94pct。

海信家电：2019 利润总额 21.52 亿元，同比+37.53%，其中取得海信日立控制权后原持有股权按公允价值重新计量产生利得 2.97 亿元（计入投资收益）。单季来看，19Q4 公司实现毛利率 24.08%（同比+4.50pct），主要受益于高盈利能力的海信日立并表、产品销售结构优化及内部效率提升。公司整体费用率表现微增，19Q4 实现归母净利率 4.26%，同比+1.06pct。

图表 25 白电子板块上市公司毛利率及同比变动情况

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	变动	2019Y	变动	2020Q1	变动
格力电器	31.37%	32.03%	29.44%	19.64%	-11.58pct	28.43%	-2.46pct	19.51%	-11.85pct
美的集团	28.64%	30.79%	28.51%	28.37%	-0.87pct	29.16%	+1.03pct	25.58%	-3.06pct
海尔智家	29.12%	29.08%	29.06%	31.97%	+2.77pct	29.83%	+0.69pct	27.44%	-1.67pct
海信家电	19.79%	20.85%	20.52%	24.08%	+4.50pct	21.44%	+2.42pct	20.55%	+0.75pct
惠而浦	22.78%	22.29%	19.91%	20.50%	-4.20pct	21.39%	-2.22pct	13.70%	-9.08pct
长虹美菱	19.99%	16.26%	20.14%	19.02%	-4.05pct	18.71%	+0.05pct	12.70%	-7.29pct
春兰股份	44.91%	33.56%	37.40%	60.61%	+50.42pct	42.98%	+16.98pct	53.51%	+8.60pct

资料来源：wind，华创证券

图表 26 白电子板块上市公司归母净利润及同比增速（亿元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	同比
格力电器	56.72	80.78	83.67	25.79	-49.27%	246.97	-5.75%	15.58	-72.53%
美的集团	61.29	90.58	61.29	28.95	24.23%	242.11	19.68%	48.11	-21.50%
海尔智家	21.48	30.15	26.22	4.33	-67.23%	82.06	9.66%	10.70	-50.16%
海信家电	4.22	5.38	3.89	4.45	92.88%	17.94	30.22%	0.44	-89.67%
惠而浦	-0.15	-0.45	-0.09	-2.54	174.25%	-3.23	-223.30%	-1.07	-
长虹美菱	0.61	-0.06	0.26	-0.24	-9.90%	0.56	46.00%	-2.70	-546.10%
春兰股份	-0.05	0.62	-0.14	-0.16	-74.22%	0.27	-33.97%	-0.05	-

资料来源：wind，华创证券

图表 27 白电子板块上市公司归母净利率及同比变动情况

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	变动	2019Y	变动	2020Q1	变动
格力电器	13.83%	14.09%	14.34%	5.88%	-4.29pct	12.32%	-0.78pct	7.45%	-6.38pct
美的集团	8.12%	11.49%	9.09%	5.03%	0.74pct	8.67%	+0.94pct	8.24%	+0.13pct
海尔智家	4.45%	5.92%	5.25%	0.84%	-2.05pct	4.09%	+0.02pct	2.48%	-1.94pct
海信家电	4.85%	5.24%	4.83%	4.26%	1.06pct	4.79%	+0.96pct	0.57%	-4.28pct

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	变动	2019Y	变动	2020Q1	变动
惠而浦	-1.05%	-3.62%	-0.66%	-21.23%	-15.61pct	-6.11%	-10.28pct	-12.17%	-11.12pct
长虹美菱	1.43%	-0.13%	0.68%	-0.69%	-0.06pct	0.34%	0.12pct	-11.83%	-13.27pct
春兰股份	-11.96%	94.99%	-28.45%	-35.67%	52.05pct	13.59%	7.41pct	-15.73%	-3.77pct

资料来源: wind, 华创证券

(三) 经营现金流分析: Q1 美的集团跌幅较小, 格力电器与海尔智家明显下滑

白电个股中美的集团经营现金流表现较为优异, 其中 2019 年经营活动现金流净额同比增长 38.51%, 20Q1 经营活动现金流下滑 35.25%; 而格力电器与海尔智家在疫情冲击下均呈明显下滑态势, 经营活动现金流净额分别同比下滑 252.24% 和 520.62%。

图表 28 白电子板块上市公司经营现金流及同比变动情况 (亿元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	同比
格力电器	77.33	87.23	162.74	-48.36	-140.75%	278.94	3.54%	-117.73	-252.24%
美的集团	118.43	99.45	80.02	88.00	6.39%	385.90	38.51%	76.69	-35.25%
海尔智家	13.24	23.10	53.73	60.76	-26.27%	150.83	-21.21%	-57.88	-520.62%
海信家电	2.20	17.49	5.15	-4.78	39.36%	20.05	91.10%	0.51	-76.68%
惠而浦	-3.37	-2.34	-0.72	5.33	1.69%	-1.09	-262.11%	-5.54	-64.45%
长虹美菱	-9.22	12.95	-1.72	10.84	334.69%	12.85	682.61%	-10.03	-8.89%
春兰股份	-0.07	0.46	0.19	0.02	109.07%	0.59	148.72%	-0.18	-151.61%

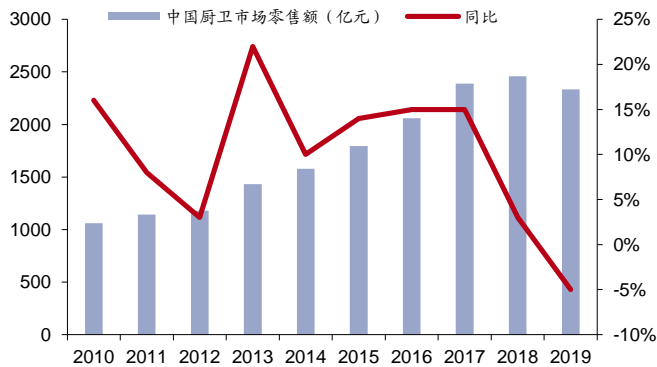
资料来源: wind, 华创证券

三、厨电板块: 疫情冲击改善延期, 净利率提振领先板块

地产竣工回暖向好, Q4 厨电内销企稳。从竣工数据来看, 今年 9 月以来住宅竣工面积当月同比已扭负为正, 根据国家统计局数据, 2019 年 12 月商品房住宅销售面积当月值同比增长 0.64%, 成为自 7 月以来的连续第 6 个月正增长; 住宅竣工面积当月值同比增长 20.70%, 延续 9 月以来的亮眼表现。Q4 竣工数据持续改善, 厨电行业表现企稳。根据产业在线显示, 19Q4 油烟机总销量同比与 Q3 持平 (+5.9%), 分市场来看, 受益于地产回暖, 内销量同比降幅较前期小幅收窄至 -0.5%。但受前期拖累, 2019 年厨卫行业零售额呈下滑态势, 根据中怡康数据显示, 2019 年厨卫市场规模 2334 亿元, 同比下滑 5%。

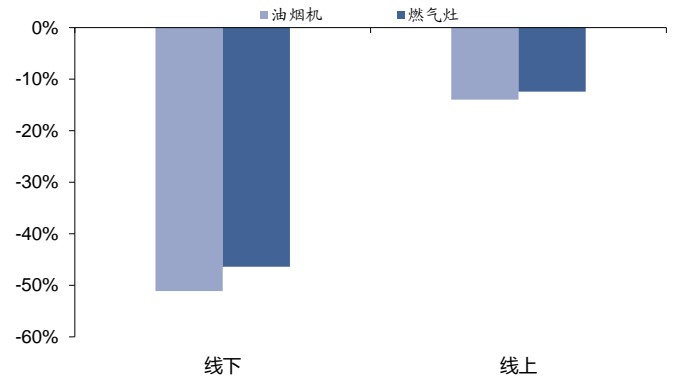
20Q1 疫情冲击改善延期, 厨电品类下滑明显。2020Q1 疫情影响下, 地产交房延期, 工程端配套需求推迟, 且线下门店关闭, 产品安装配送受阻, 零售端需求亦下降明显。根据中怡康数据显示, 2020Q1 油烟机和燃气灶线下零售额分别同比下滑 51.1% 和 46.4%, 线上零售额分别同比下滑 14.0% 和 12.4%。随着国内疫情态势持续向好, 叠加竣工预期回暖 (3 月竣工面积同比增速已较 1-2 月明显改善), 我们预计 Q2 起厨电有望开始恢复提振。

图表 29 中国厨卫市场零售额规模及同比增速 (亿元)



资料来源: 中怡康, 华创证券

图表 30 2020Q1 厨电主要品类线上及线下零售额同比

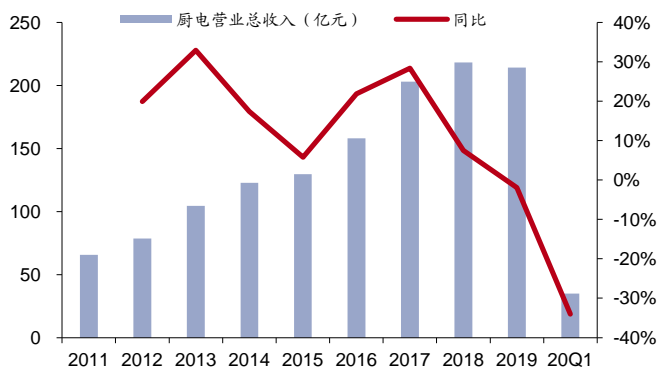


资料来源: 中怡康, 华创证券

2019 年厨电营收微降, 盈利能力稳步提升。2019 年厨电板块实现营业总收入 214.13 亿元, 同比下滑 1.93%, 增速较 18 年下滑 9.46pct, 主要受宏观经济及 19H1 地产景气度下行影响, 归母净利润 33.96 亿元, 同比增长 12.55%, 增速与 18 年持平略增。19Y 厨电板块实现毛利率 46.5%, 同比提升 2.50pct, 归母净利率 15.86%, 同比提升 2.04pct。

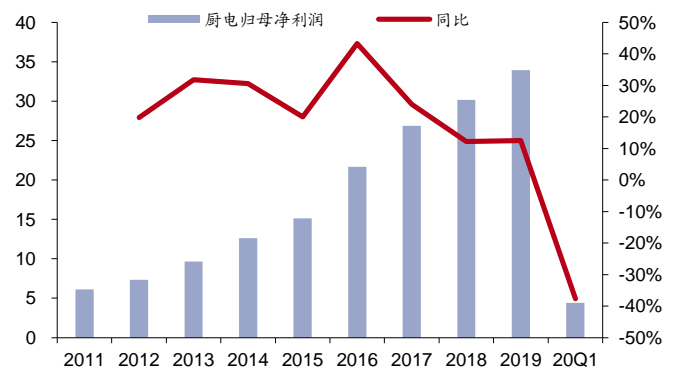
20Q1 疫情影响下, 厨电营收业绩均下滑。20Q1 厨电板块营收同比下滑 34.03%, 归母净利润同比下滑 37.64%, 毛利率同比下滑 2.53pct 至 41.99%, 归母净利率同比下滑 0.73pct 至 12.57%。

图表 31 厨电子板块营业总收入及增速



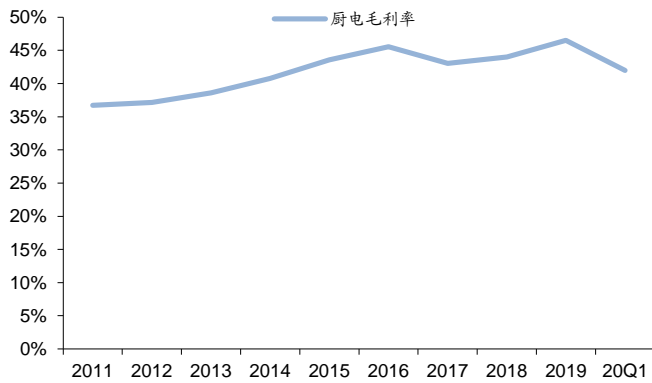
资料来源: wind, 华创证券

图表 32 厨电子板块归母净利润及增速



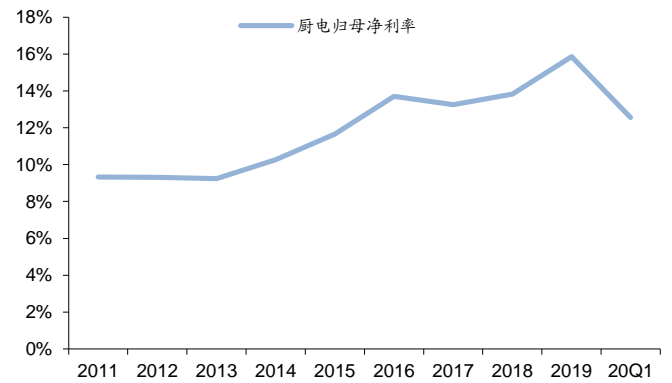
资料来源: wind, 华创证券

图表 33 厨电子板块毛利率走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 34 厨电子板块归母净利率走势



资料来源: wind, 华创证券

(一) 个股收入分析: 受益于工程渠道发力, 老板电器表现最优

老板电器: 2019 年公司实现营业总收入 77.61 亿元, 同比+4.52%; 其中 19Q4 公司实现营业总收入 21.36 亿元, 同比+5.15%。分产品来看, 公司传统核心产品烟灶消竞争力保持领先, 19 年分别实现收入 40.82 亿、18.43 亿、5.61 亿, 同比+1.71%、+2.87%、+12.20%, 均保持稳健增势, 合计占营收比重达 83.57%。20Q1 受疫情影响线下客流减少及物流配送安装受阻, 公司经营承压实现营收 12.66 亿元, 同比-23.77%。

华帝股份: 2019 年公司实现营业总收入 57.48 亿元, 同比-5.69%; 其中, 19Q4 公司实现营业总收入 14.73 亿元, 同比+1.65%。分产品来看, 公司坚持技术创新提升产品力, 多元品类拓展成效渐显, 其中净水器、蒸烤一体机、洗碗机 19 年分别实现收入 0.86 亿、1.02 亿、0.60 亿, 分别同比高增 256.62%、195.29%、50.45%。20Q1 受疫情冲击, 公司经营承压实现营收 6.91 亿元, 同比-48.07%。

浙江美大: 2019 年公司全年实现营收 16.84 亿元, 同比+20.24%; 单 Q4 实现收入 5.42 亿元, 同比+15.97%。公司作为集成灶行业的首创者和领军者, 近年来坚持技术创新, 加强高端产品布局, 持续推进多元渠道优化建设, 报告期内营收业绩均实现稳步增长, 在销售量及销售额两方面都保持集成灶行业市场占有率第一, 行业龙头地位稳固。2020Q1 公司实现营业总收入 1.12 亿元, 同比下降 61.35%, 主要系受疫情影响终端市场销售及安装活动未能正常开展, 导致销量减少。

图表 35 厨电子板块上市公司营业总收入及增速表 (亿元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	同比
华帝股份	13.31	15.99	13.44	14.73	1.65%	57.48	-5.69%	6.91	-48.07%
老板电器	16.60	18.67	20.98	21.36	5.15%	77.61	4.52%	12.66	-23.77%
浙江美大	2.90	4.15	4.38	5.42	15.97%	16.84	20.24%	1.12	-61.35%
万和电气	20.23	15.28	12.42	14.26	-12.09%	62.20	-10.04%	14.30	-29.29%

资料来源: wind, 华创证券

(二) 个股利润分析: 老板电器盈利能力稳步提升, 表现领先其余龙头

老板电器: 公司 19 年实现利润总额 18.72 亿元, 同比+9.94%, 其中 19Q4 为 5.70 亿元, 同比+9.63%, 业绩表现优于

收入。受益于原材料价格走低及产品高端定位，19年公司毛利率同比提升0.75pct至54.27%。20Q1公司实现利润总额2.90亿元，同比-23.98%，毛利率为56.52%，同比+1.73pct，归母净利率为19.36%，同比+0.11pct，或主要受益于上游原材料价格下行及内部经营效率优化，助推公司盈利能力持续提升。

华帝股份：19年实现归母净利润7.48亿元，同比+10.46%，19Q4为2.31亿元，同比-1.61%，主要系受渠道结构变化影响。公司全年实现毛利率48.26%（同比+0.92pct），归母净利率13.01%（同比+1.90pct），整体盈利水平提升明显，主要受益于产品持续升级以及降本增效成果显著。20Q1受疫情影响公司实现归母净利润0.46亿元，同比-65.01%，毛利率为43.93%，同比-4.19pct，毛利率下降明显主要系收入规模下降较多、部分成本刚性影响。

浙江美大：公司全年毛利率为53.53%（同比+1.98pct），Q4毛利率55.76%（同比+3.79pct），毛利率大幅提升，主要得益于产品结构持续优化以及经营效率提升。20Q1公司归母净利润2031.85万元，同比下降73.03%，主要受部分成本费用刚性影响，业绩表现弱于营收。Q1公司实现毛利率46.52%，同比-7.32pct；归母净利率18.15%，同比-7.87pct。

图表 36 厨电子板块上市公司毛利率及同比变动情况

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	变动	2019Y	变动	2020Q1	变动
华帝股份	48.13%	51.41%	46.66%	46.42%	-3.82pct	48.26%	+0.92pct	43.93%	-4.19pct
老板电器	54.79%	54.54%	55.69%	52.24%	-1.88pct	54.27%	+0.75pct	56.52%	+1.73pct
浙江美大	53.84%	53.21%	50.85%	55.76%	+3.79pct	53.53%	+1.98pct	46.52%	-7.32pct
万和电气	32.38%	34.68%	35.57%	31.01%	-0.50pct	33.27%	+3.98pct	27.83%	-4.55pct

资料来源：wind，华创证券

图表 37 厨电子板块上市公司归母净利润及同比增速（亿元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	同比
华帝股份	1.32	2.63	1.22	2.31	-1.61%	7.48	10.46%	0.46	-65.01%
老板电器	3.20	3.51	4.15	5.04	9.14%	15.90	7.89%	2.45	-23.35%
浙江美大	0.75	1.07	1.22	1.56	19.43%	4.60	21.85%	0.20	-73.03%
万和电气	1.78	1.52	1.16	1.52	26.62%	5.98	22.33%	1.28	-27.93%

资料来源：wind，华创证券

图表 38 厨电子板块上市公司归母净利率及同比变动情况

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	变动	2019Y	变动	2020Q1	变动
华帝股份	9.95%	16.43%	9.06%	15.67%	-0.52pct	13.01%	+1.90pct	6.70%	-3.25pct
老板电器	19.25%	18.79%	19.80%	23.61%	+0.86pct	20.49%	+0.64pct	19.36%	+0.11pct
浙江美大	26.02%	25.78%	27.91%	28.67%	+0.83pct	27.31%	+0.36pct	18.15%	-7.87pct
万和电气	8.78%	9.96%	9.33%	10.68%	+3.27pct	9.62%	+2.54pct	8.95%	+0.17pct

资料来源：wind，华创证券

（三）经营现金流分析：Q1 厨电龙头经营现金流净额均呈大幅下滑态势

Q1 厨电龙头经营现金流净额均呈大幅下滑态势。受疫情影响，2020Q1 厨电龙头收入均明显下滑，另外在疫情影响下企业加大对代理商的支持，信用额度增加以及回款周期拉长，使得厨电企业经营活动现金流均下滑明显，其中中华帝股份和老板电器经营现金流净额分别同比下滑 225.53%和 244.03%。

图表 39 厨电电子板块上市公司经营现金流及同比变动情况（亿元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	同比
华帝股份	1.92	0.72	2.84	2.30	-39.85%	7.79	23.77%	-2.41	-225.53%
老板电器	1.70	4.89	3.77	5.20	68.67%	15.55	3.07%	-2.45	-244.03%
浙江美大	0.42	1.34	2.48	1.20	-35.72%	5.43	22.97%	-1.14	-372.95%
万和电气	4.39	1.13	3.55	-0.92	49.75%	8.15	697.57%	5.07	15.40%

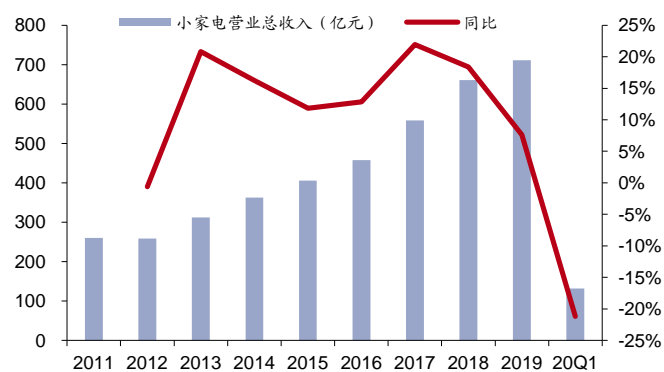
资料来源：wind，华创证券

四、小家电板块：小熊电器、新宝股份业绩实现逆势高增

2019 年小家电行业营收和利润增长放缓，盈利能力稳步提升。小家电行业具有和地产关联度较低、品类丰富、渗透率较低等特点，新品频发且抗周期性较强，2018 年以来维持稳健增长态势，是我们跟踪的子板块当中表现最为稳健的行业之一。但或受前期促销放量及新品拉动有限影响，19Y 小家电板块营业总收入 711.38 亿元，同比增长 7.64%，增速较 18 年有所放缓，归母净利润 65.04 亿元，同比增长 8.22%。但小电板块或受益于行业结构持续升级，毛利率及归母净利率均有所提振，其中毛利率同比+0.99pct 至 32.1%，归母净利率同比+0.05pct 至 9.14%。

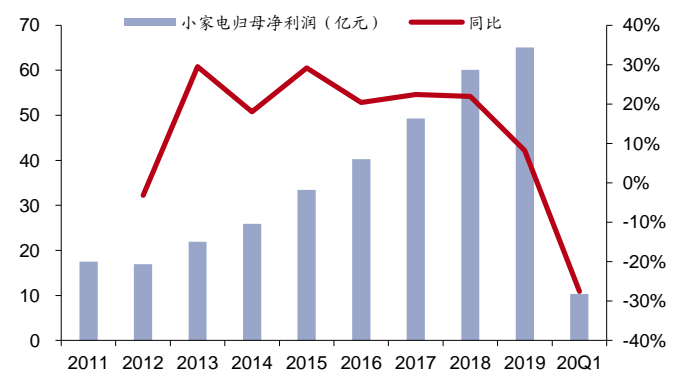
疫情冲击下，小电受影响程度相对较小。2020Q1 小家电板块营业总收入同比下滑 21.18%，归母净利润同比下滑 27.53%，毛利率同比-0.71pct 至 30.39%，归母净利率同比-0.68pct 至 7.80%，整体表现优于其余各子板块。

图表 40 小家电电子板块营业总收入及增速

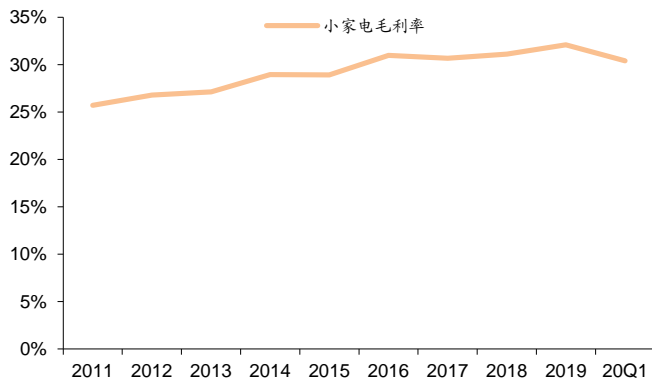


资料来源：wind，华创证券

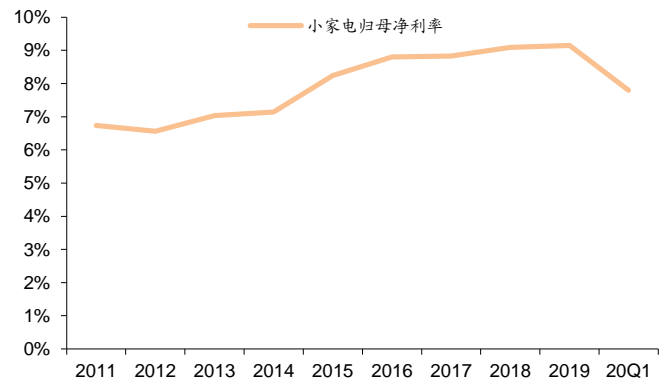
图表 41 小家电电子板块归母净利润及增速



资料来源：wind，华创证券

图表 42 小家电板块毛利率走势


资料来源: wind, 华创证券

图表 43 小家电板块归母净利率走势


资料来源: wind, 华创证券

(一) 个股收入分析: 龙头全年经营依旧稳健, 小熊电器、新宝股份 Q1 逆势增长

苏泊尔: 19 年公司全年实现营业总收入 198.53 亿元, 同比增长 11.22%; 19Q4 公司实现营业总收入 49.57 亿元, 同比增长 11.20%。19 年公司实现内销收入 147.44 亿元, 同比增长 12.47%; 外销市场: 得益于 SEB 集团订单持续转移, 外销业务实现收入 51.10 亿元, 同比增长 7.75%。2020Q1 受新冠肺炎疫情影响公司实现营业总收入 35.81 亿元, 同比下滑明显 (-34.57%), 目前武汉工厂 (生产内销炊具) 已恢复生产, 产能供给逐步回升。

九阳股份: 19 年全年实现营收 93.51 亿元, 同比增长 14.48%; 单 Q4 实现收入 30.96 亿元, 同比增长 13.40%。分产品来看, 公司全年各主要产品类取得较好增长, 其中食品加工机类产品、营养煲类产品表现尤为亮眼, 分别实现收入 40.97 亿元 (同比+20.20%) 和 31.05 亿元 (同比+13.32%)。分地区来看, 内销业务仍为主要收入来源 (占比 94.45%), 且维持稳健增长态势 (收入 88.32 亿元, 同比+12.04%); 外销业务: 与 SharkNinja 协同效应逐步释放, 助推外销业务实现高速增长 (收入 5.19 亿元, 同比+81.73%)。受疫情冲击公司一季度收入小幅下滑, Q1 公司实现营收 17.02 亿, 同比-5.37%。

新宝股份: 2019 年及 2020Q1 公司营收实现稳步增长 (19Y: +8.06%; 20Q1: +4.05%), 内销市场: 受益于自主品牌培育获效, 19 年实现收入 18.06 亿元 (同比+50.62%), 其中: 1) 摩飞品牌表现尤为亮眼, 实现收入近 6.5 亿元, 同比增长约 350%, 成为内销业务的重要增长驱动力; 2) 东菱品牌有效借鉴摩飞的经验, 结合爆款策略和内容营销打法, 全年收入约 2.4 亿元, 与 18 年基本持平。20Q1 内销延续 19 年的高增态势 (收入同比+57%左右), 自主品牌摩飞和东菱分别同比增长近 380% 和 20%; 外销市场: 公司作为 ODM 龙头, 具备较强产品竞争力, 19 年实现收入 73.18 亿元, 同比增长 1.01%; 20Q1 受疫情影响复工复产推迟, 出口订单产能相对受限, 收入同比下滑 8% 左右。

飞科电器: 19 年公司实现营业总收入 37.59 亿元, 同比-5.46%; 其中 19Q4 公司实现营业总收入 10.39 亿元, 同比-10.22%。内销业务方面, 以电动剃须刀和电吹风为主的个护电器仍是公司核心产品, 报告期内市场份额持续领先。19 年个护电器产品实现收入 34.29 亿, 同比-5.34%, 对整体营收贡献达 91.20%。海外业务方面, 公司国外销售收入为 3605.84 万元, 同比+48.37%, 增速亮眼。20Q1 受疫情影响线下客流减少及物流配送受阻, 公司经营承压实现营收 7.13 亿元, 同比-15.74%。

小熊电器: 公司全年实现营业总收入 26.88 亿元, 同比增长 31.70%; 19Q4 公司实现营业总收入 9.67 亿元, 同比增长 33.76%。分产品来看, 厨房小家电: 仍是收入和利润的主要贡献来源, 全年实现收入 22.38 亿元, 同比增长 29.28%, 细分品类电动类、电热类、锅煲类、壶类、西式类分别实现收入 5.73 亿元 (+46.29%)、2.96 亿元 (+5.97%)、5.63 亿元 (+28.20%)、5.26 亿元 (+29.59%)、2.81 亿元 (+30.22%); 生活小家电: 全年实现 3.82 亿元, 同比增长 30.28%;

其他小家电：主要为个护类小电产品，受益于前期低基数及新品推出获效，全年收入 0.49 亿元，同比+1422%。20Q1 受疫情影响，行业销售重心转移至线上，且加速了小电行业消费升级，公司作为线上销售为主的健康小电龙头收入如期实现高增（Q1 同比+17.32%）。

莱克电气：19 年公司全年实现营业总收入 57.03 亿元，同比下滑 2.74%；单 Q4 实现营业总收入 14.91 亿元，同比下滑 6.87%。分市场来看，外销市场：受中美贸易摩擦影响，公司通过积极抢订单、抢项目维持了出口业务的稳定发展，19Y 外销收入 36.01 亿元，同比下滑 7.11%。内销市场：报告期内公司围绕高品质健康生活稳步推进多品类布局，助力自主品牌的稳定增长，19 年内销实现收入 20.48 亿元，同比增长 6.38%，表现优于外销业务。2020Q1 受疫情影响，公司实现营业收入 11.31 亿元，同比下滑 19.56%。

图表 44 小家电电子板块上市公司营业总收入及增速表（亿元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	同比
苏泊尔	54.74	43.62	50.61	49.57	11.20%	198.53	11.22%	35.81	-34.57%
九阳股份	17.99	23.88	20.68	30.96	13.40%	93.51	14.48%	17.02	-5.37%
新宝股份	18.80	21.63	27.83	22.98	4.82%	91.25	8.06%	19.56	4.05%
飞科电器	8.46	8.79	9.95	10.39	-10.22%	37.59	-5.46%	7.13	-15.74%
莱克电气	14.05	13.89	14.17	14.91	-6.87%	57.03	-2.74%	11.31	-19.56%
科沃斯	12.48	11.79	10.17	18.68	-3.84%	53.12	-6.70%	9.63	-22.84%
小熊电器	6.30	5.58	5.32	9.67	33.76%	26.88	31.70%	7.40	17.32%
奥佳华	12.43	12.09	13.58	14.67	-12.12%	52.76	-3.13%	10.21	-17.82%
荣泰健康	5.11	5.86	5.32	6.85	27.35%	23.14	0.80%	3.26	-36.17%
爱仕达	8.60	7.64	8.87	10.39	4.78%	35.50	8.98%	4.68	-45.60%
石头科技	8.66	12.59	9.05	11.75	25.10%	42.05	37.81%	6.11	-29.48%

资料来源：wind，华创证券

（二）个股利润分析：新宝股份和小熊电器盈利能力有所提振

苏泊尔：2019 年公司实现毛利率 31.15%，同比+0.29pct，归母净利率 9.67%，同比+0.32pct，其中 19Q4 毛利率 32.60%，同比-0.23pct，归母净利率 13.55%，同比+0.86pct，公司盈利能力有所提升，主要系业务结构优化、子公司获得政府补助及子公司浙江绍兴苏泊尔生活电器有限公司通过高新认证所带来的税率优惠。2020Q1 公司实现毛利率 23.97%，同比-7.31pct，主要系收入规模下降部分成本较为刚性；Q1 归母净利率 8.56%，同比微降（-0.84pct）。

九阳股份：19 年公司全年毛利率 32.52%（同比+0.39pct），Q4 毛利率 32.89%（同比+1.29pct），主要受益于产品结构的持续优化。20Q1 毛利率同比+0.62pct 至 33.34%，主要受益于产品结构升级以及原材料价格下行，另公司期间费用率合计为 21.59%，同比+0.39pct，归母净利率为 8.63%，同比小幅下降 0.43pct。

新宝股份：19 年公司实现毛利率 23.67%，同比+3.11pct，归母净利率 7.53%，同比+1.58pct。20Q1 公司实现毛利率 23.67%，同比+3.97pct，主要系：1）业务结构持续优化，高毛利率的内销业务（2019Y 毛利率：34.57%，其中摩飞品牌毛利率超过 40%）占比明显提升；2）汇率贬值的影响：Q1 美元兑人民币即期汇率均值为 6.98，同比提升 3.5%。综合影响下，公司 Q1 实现归母净利率 6.36%，同比+1.63pct。

飞科电器：公司 19Q4 归母净利率为 14.96%，同比-4.41pct，主要受到促销活动力度加大及新品研发投入加码影响，销售费用率、研发费用率大幅提升，分别同比+1.36pct、+1.76pct 至 11.02%、3.42%。公司全年实现毛利率 38.61%（同

比-0.48pct)，Q4 毛利率 37.66%（同比-0.18pct），主要受上半年推出毛利率较低的新品影响，19 年毛利率小幅下滑。20Q1 公司毛利率为 40.36%，同比+1.85pct，预计主要受益于塑料等原材料价格下行，成本红利显现。

小熊电器：2019 年公司实现毛利率 34.26%，同比+1.75pct，归母净利率 9.98%，同比+0.89pct，主要系业务结构持续优化，高毛利率的厨房电动类（19Y：36.45%）产品收入份额有所提升。2020Q1 公司实现归母净利率 13.93%，同比+5.03pct，主要系：1）受益于成本红利及产品升级，毛利率同比+1.35pct；2）推广费滞后投放使得销售费用率同比-2.49pct；3）投资收益同比+397%（自有资金及募投资金理财投资收益所致）。

莱克电气：2019 年公司实现毛利率 26.82%，同比+1.77pct，归母净利率 8.81%，同比+1.59pct，主要系业务结构持续优化（高毛利率的内销业务占比提升，19Y 内销毛利率 44.12%）。20Q1 公司盈利能力表现延续稳增态势，实现毛利率 25.71%，同比+0.99pct，归母净利率 7.88%，同比+1.77pct，主要系受益于汇兑收益增加，公司财务费用率同比下滑 2.88pct。

图表 45 小家电板块上市公司毛利率及同比变动情况

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	变动	2019Y	变动	2020Q1	变动
苏泊尔	31.28%	30.15%	30.48%	32.60%	-0.23pct	31.15%	+0.29pct	23.97%	-7.31pct
九阳股份	32.73%	32.04%	32.35%	32.89%	+1.29pct	32.52%	+0.39pct	33.34%	+0.62pct
新宝股份	19.70%	22.82%	25.64%	25.31%	+2.33pct	23.67%	+3.11pct	23.67%	+3.97pct
飞科电器	38.51%	38.68%	39.63%	37.66%	-0.18pct	38.61%	-0.48pct	40.36%	+1.85pct
莱克电气	24.72%	26.80%	27.48%	28.19%	+1.11pct	26.82%	+1.77pct	25.71%	+0.99pct
科沃斯	36.60%	37.99%	37.12%	40.25%	+0.73pct	38.29%	+0.45pct	38.49%	+1.88pct
小熊电器	34.29%	37.94%	33.68%	32.43%	+1.18pct	34.26%	+1.75pct	35.64%	+1.35pct
奥佳华	36.72%	36.88%	38.38%	36.84%	+0.36pct	37.22%	+0.96pct	35.69%	-1.03pct
荣泰健康	29.05%	29.71%	29.45%	35.69%	-0.74pct	31.28%	-2.79pct	31.10%	+2.04pct
爱仕达	38.03%	35.27%	35.79%	37.55%	-0.15pct	36.74%	-0.39pct	36.29%	-1.73pct
石头科技	30.53%	33.86%	40.03%	39.66%	+9.52pct	36.12%	+7.34pct	45.53%	+15.00pct

资料来源：wind，华创证券

图表 46 小家电板块上市公司归母净利润及同比增速（亿元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	同比
苏泊尔	5.15	3.23	4.10	6.72	18.75%	19.20	14.97%	3.07	-40.44%
九阳股份	1.63	2.43	2.12	2.06	11.47%	8.24	9.26%	1.47	-9.91%
新宝股份	0.89	1.52	2.78	1.68	16.53%	6.87	36.73%	1.24	39.92%
飞科电器	1.63	1.73	1.94	1.55	-30.67%	6.86	-18.83%	1.29	-20.85%
莱克电气	0.86	1.50	1.47	1.20	41.71%	5.02	18.73%	0.89	3.78%
科沃斯	0.70	0.61	-0.30	0.20	-90.11%	1.21	-75.12%	0.40	-42.56%
小熊电器	0.56	0.72	0.40	1.01	51.87%	2.68	44.57%	1.03	83.66%
奥佳华	0.37	0.68	1.01	0.83	-36.33%	2.89	-34.19%	-0.31	-184.42%
荣泰健康	0.58	0.79	0.72	0.87	32.44%	2.96	18.61%	0.30	-48.75%
爱仕达	0.48	0.32	0.28	0.20	-41.99%	1.28	-13.73%	-0.33	-168.87%

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	同比
石头科技	1.37	2.49	1.97	2.01	49.35%	7.83	154.52%	1.26	-7.94%

资料来源: wind, 华创证券

图表 47 小家电板块上市公司归母净利率及同比变动情况

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	变动	2019Y	变动	2020Q1	变动
苏泊尔	9.41%	7.41%	8.11%	13.55%	+0.86pct	9.67%	+0.32pct	8.56%	-0.84pct
九阳股份	9.06%	10.17%	10.24%	6.66%	-0.12pct	8.81%	-0.42pct	8.63%	-0.43pct
新宝股份	4.73%	7.00%	10.00%	7.33%	+0.74pct	7.53%	+1.58pct	6.36%	+1.63pct
飞科电器	19.31%	19.72%	19.45%	14.96%	-4.41pct	18.24%	-3.00pct	18.14%	-1.17pct
莱克电气	6.11%	10.79%	10.34%	8.04%	+2.76pct	8.81%	+1.59pct	7.88%	+1.77pct
科沃斯	5.62%	5.21%	-2.99%	1.05%	-9.13pct	2.27%	-6.25pct	4.18%	-1.44pct
小熊电器	8.90%	12.84%	7.49%	10.40%	+1.24pct	9.98%	+0.89pct	13.93%	+5.03pct
奥佳华	2.98%	5.62%	7.46%	5.65%	-2.15pct	5.48%	-2.58pct	-3.06%	-6.04pct
荣泰健康	11.30%	13.51%	13.53%	12.65%	+0.49pct	12.77%	+1.92pct	9.08%	-2.23pct
爱仕达	5.62%	4.19%	3.15%	1.92%	-1.55pct	3.61%	-0.95pct	-7.11%	-12.73pct
石头科技	15.76%	19.77%	21.73%	17.08%	+2.77pct	18.62%	+8.54pct	20.58%	+4.81pct

资料来源: wind, 华创证券

(三) 经营现金流分析: Q1 小熊电器经营现金流净额改善明显

小电板块经营现金流净额逆势增长, 主要系小熊电器和苏泊尔贡献。20Q1 小电板块经营活动现金流净额同比增长 49%, 为各子板块中唯一实现正增长的板块。具体个股来看, 主要系小熊电器和苏泊尔贡献主要增量, 其中小熊电器经营现金流净额同比增长 5113%至 1.83 亿元, 苏泊尔同比增长 187%至 1.03 亿元。小熊电器经营现金流净额改善明显, 我们认为主要系: 1) 疫情加速小电行业消费升级, 小熊作为线上为主导的健康小电龙头优先受益, 经销商打款意愿大幅增强; 2) 以往春节为公司销售淡季, 19Q1 现金流净额基数较低。

图表 48 小家电板块上市公司经营现金流及同比变动情况 (亿元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	同比
苏泊尔	-1.19	0.91	2.16	15.44	1.32%	17.33	-13.94%	1.03	186.88%
九阳股份	1.77	-0.01	7.45	3.31	3490.50%	12.53	206.59%	1.43	-19.35%
新宝股份	1.44	3.61	5.89	3.50	12.37%	14.44	224.34%	1.02	-29.02%
飞科电器	0.38	1.06	0.64	2.59	-2.98%	4.67	-15.64%	1.29	241.06%
莱克电气	4.38	2.70	1.17	3.82	338.29%	12.08	80.64%	2.38	-45.80%
科沃斯	0.04	0.45	-0.97	3.10	-31.24%	2.62	1608.33%	-0.46	-1395.31%
小熊电器	-0.04	1.22	-0.11	2.99	43.46%	4.06	31.22%	1.83	5113.19%
奥佳华	-1.11	-1.14	0.78	4.24	18.04%	2.76	-41.90%	2.44	319.11%
荣泰健康	1.40	0.94	0.68	1.45	2.72%	4.46	70.83%	-2.28	-262.49%

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	2019Y	同比	2020Q1	同比
爱仕达	-1.04	0.55	0.01	0.55	-77.09%	0.08	-94.31%	0.40	-138.23%
石头科技	1.65	3.63	1.77	0.50	-6.39%	7.55	77.83%	2.38	44.38%

资料来源: wind, 华创证券

五、风险提示

宏观经济下行; 终端需求不及预期; 地产调控影响。

家电组团队介绍

组长、首席分析师：龚源月

法国 ESSEC 商学院硕士。曾任职于弘则研究。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：贺虹萍

上海财经大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500