

2019 年报及 20Q1 季报总结：承压触底 夏令将至

——家用电器行业周报 W18



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

本周板块表现：本周沪深 300 指数上涨 3%，申万家用电器指数上涨 2.6%，涨幅低于沪深 300 指数 0.4pct，位列申万 28 个一级行业涨跌幅榜第 7 位。从行业 PE (TTM) 看，家电行业 PE (TTM) 为 16.1 倍，位列申万 28 个一级行业的第 20 位，估值仍处较低位。

原材料市场，大家电主要原材料冷轧卷板、铜铝价格价格本周下跌，塑料价格本周上涨。其中冷轧卷板价格下跌 0.36%，铜价下跌 1.58%，铝价下跌 1.98%，塑料价格上涨 0.89%。原材料整体下调盈利向好。液晶面板 4 月价格均略下滑，32 寸、43 寸、55 寸环比下降 2 美元、3 美元/片及 3 美元/片。**地产市场，**一线成交面积同比上升 26.6%，二线同比上升 4.6%，三线同比上升 10.3%。

每周一谈：承压触底 夏令将至——2019 年报及 20Q1 季报总结

在家电所有披露标的中选取核心 43 家公司以各子版块探讨其行业规律。

2019 年家电营收增速稳中有落，盈利有所优化，现金流净额持续提升。去除异常后整体营收增速 5%，归母净利润增速 7.7%，毛利率 26.9% (+0.3pct)、净利率 7.4% (+0.2pct)，且经营性现金流增速 18.5%，企业抗风险能力增强。各版块拆分下 19 年盈利有修复，盈利能力以厨电、照明民电电子版块最为强健。

20Q1 市场规模回落，盈利受挫显著。20Q1 家电营收同比-24%，归母同比-49.6%，毛利率 23% (-3.7pct)，净利率 4.8% (-2.5pct)。各子版块受环境影响需求短期收缩，竞争恶化，多板块盈利承压下滑。

基本面印证：规模承压下均价短期大调。19 年空冰洗黑增速分为-1.2%/-4.8%/2.5%/-11.2%，厨电变化-4%到-11%，主体市场稳中有降。20Q1 空调规模下滑 61%，冰洗黑下滑 30%上下，烟灶下滑近 50%，部分小家电概念线上提领。同期各大家电零售均价降幅-7%到-21%，规模收缩且价格下滑导致 Q1 企业盈利端受损严重。

白电：头部营收增速下滑高于市场，降价导致盈利受损。Q1 营收增速-25.7%，归母同比-50.7%，但 Q1 波动不改头部集中优势，中长期确定性较强。同时伴随疫情控制、地产释放、天气转暖，营收有望率先修复乃至反弹。

黑电：原材料价格影响盈利显著，竞争敏感下盈利仍存较高不确定性。19 年受益液晶面板降价盈利大修，20Q1 竞争恶化下再度受损，上下游依赖仍高。

厨电：守住盈利高地不打价格战，营收虽降可待时而动。盈利始终保持与营收变化同步，头部守住盈利高地确保了竣工释放预期下的优质资产业绩释放。

小家电：可选消费属性下成长空间更广，多品类趋向细分竞争。地产限制小且具可选消费属性，疫情推动下细分品类高增，同时新晋标的拓展投资机会。

照明民电：新优质市场成型，高地产关联下仍待周期。

上游零部件：原材料红利带动盈利优化，受下游市场需求影响。

投资策略及组合：家电 Q1 短期规模收缩下盈利受损，伴随疫情控制、地产释放、天气回暖带来家电营收率先修复，其中大家电龙头份额提升强化竞争优势、厨电高盈利资产率先分享地产红利、小家电细分龙头乘渠道改革具高成长性。推荐组合：海尔智家、美的集团、格力电器、三花智控、老板电器各 20%。

风险提示：原材料价格大幅波动；疫情控制不及预期；地产修复不及预期。

评级 增持（维持）

2020 年 05 月 07 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

秦一超 研究助理

qinyichao@shgsec.com

021-20639326

行业基本资料

股票家数	59
行业平均市盈率	17.04
市场平均市盈率	18.39

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《家用电器行业研究周报：20Q1 家电行业基金持仓分析》2020-04-27
- 2、《家用电器行业研究周报：家电 Q1 数据分析 三月零售增速触底》2020-04-20
- 3、《家用电器行业研究周报：智能音箱：智能家居时代的战略要地》2020-04-13

内容目录

1. 2019 年报及 20Q1 季报总结：承压触底 夏令将至	4
2. 本周家电板块行情回顾	15
3. 行业数据变化.....	16
3.1 原材料市场变化.....	16
3.2 地产数据变化	17
3.3 家电行业数据更新	18
4. 近期家电年报及一季报点评	21
4.1 九阳股份：核心业务稳健成长 协同拓展初显增量	21
4.2 澳柯玛：业务优化盈利爆发 冷链驱动迎高弹性.....	22
4.3 老板电器：盈利持续优化 产业优势下待市场花开	23
4.4 小熊电器：逆市高增 创新多元下研发生产优化可期	24
4.5 美的集团：困境历强者 坚韧路远行	25
4.6 格力电器：承压触底 静待否极泰来	26
4.7 海尔智家：份额逆市提升 高端化全球化长效推动	27
5. 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 家电各子版块营业总收入年度增速	6
图 2： 家电各子版块营业总收入季度增速	6
图 3： 家电各子版块归母净利润年度增速	6
图 4： 家电各子版块归母净利润季度增速	6
图 5： 家电各子版块毛利率年度变化	7
图 6： 家电各子版块毛利率季度变化	7
图 7： 家电各子版块净利率年度变化	7
图 8： 家电各子版块净利率季度变化	7
图 9： 家电各子版块期间费用率年度变化	7
图 10： 家电各子版块期间费用率季度变化	7
图 11： 家电各子版块经营现金流净额年度变化	8
图 12： 家电各子版块经营现金流净额季度变化	8
图 13： 2019 年各家电全渠道零售额及增速.....	8
图 14： 20Q1 各家电线上线下零售额及增速（亿元）	9
图 15： 20Q1 各家电零售均价及变化.....	9
图 16： 本周各板块涨跌幅（%）	15
图 17： 各版块 PE(TTM) 对比	15
图 18： 重点公司本周涨跌幅（%）	16
图 19： 冷轧卷板价格下跌（1.0mm，元/吨）	16
图 20： LME3 个月铜价格上涨，铝价格下跌（美元/吨）	16
图 21： 中国塑料价格有所下跌	17
图 22： 液晶面板价格略有上涨（美元/片）	17
图 23： 简化指数季度增速	17
图 24： 30 大中城市商品房成交面积边际变化（周至 2020.4.12）	17
图 25： 冰箱 3 月线上销量 150.8 万台 增速 13.6%	18
图 26： 冰箱 3 月线上销售额 28.5 亿元 增速 11.9%.....	18

图 27: 冰箱 3 月线上均价 1891 元 增速-1.4%.....	18
图 28: 冰箱 3 月线下销量 36.6 万台 增速-42%.....	18
图 29: 冰箱 3 月线下销售额 16.1 亿元 增速-45.5%.....	18
图 30: 冰箱 3 月线下均价 4403 元 增速-6%.....	18
图 31: 空调 3 月线上销量 141.2 万台 增速-40.7%.....	19
图 32: 空调 3 月线上销售额 33.8 亿元 增速-55.3%.....	19
图 33: 空调 3 月线上均价 2392.8 元 增速-24.6%.....	19
图 34: 空调 3 月线下销量 60.6 万台 增速-65.5%.....	19
图 35: 空调 3 月线下销售额 20 亿元 增速-71%.....	19
图 36: 空调 3 月线下均价 3305.5 元 增速-16%.....	19
图 37: 洗衣机 3 月线上销量 176.8 万台 增速-0.11%.....	20
图 38: 洗衣机 3 月线上销售额 23.7 亿元 增速-6.3%.....	20
图 39: 洗衣机 3 月线上均价 1340.4 元 增速-6.2%.....	20
图 40: 洗衣机 3 月线下销量 39.8 万台 增速-48.7%.....	20
图 41: 洗衣机 3 月线下销售额 12.5 亿元 增速-50.1%.....	20
图 42: 洗衣机 3 月线下均价 3137.9 元 增速-2.8%.....	20
图 43: 油烟机 3 月线上销量 33 万台 增速 8.4%.....	21
图 44: 油烟机 3 月线上销售额 360.4 亿元 增速-3.4%.....	21
图 45: 油烟机 3 月线上均价 1092.3 元 增速-10.8%.....	21
图 46: 油烟机 3 月线下销量 8.9 万台 增速-58.7%.....	21
图 47: 油烟机 3 月线下销售额 2.76 亿元 增速-63.1%.....	21
图 48: 油烟机 3 月线下均价 3109.5 元 增速-10.5%.....	21
表 1: 家电各子版块核心上市公司一览.....	4
表 2: 家电板块重点指标年度变化情况 (亿元).....	5
表 3: 家电板块重点指标季度变化情况 (亿元).....	5
表 4: 白电子板块重点指标年度变化情况.....	10
表 5: 白电子板块重点指标季度变化情况.....	10
表 6: 黑电子板块重点指标年度变化情况.....	11
表 7: 黑电子板块重点指标季度变化情况.....	11
表 8: 厨电子板块重点指标年度变化情况.....	12
表 9: 厨电子板块重点指标季度变化情况.....	12
表 10: 小家电电子板块重点指标年度变化情况.....	12
表 11: 小家电电子板块重点指标季度变化情况.....	13
表 12: 照明民电子板块重点指标年度变化情况.....	13
表 13: 照明民电子板块重点指标季度变化情况.....	13
表 14: 上游零部件子板块重点指标年度变化情况.....	14
表 15: 上游零部件子板块重点指标季度变化情况.....	14

1. 2019 年报及 20Q1 季报总结：承压触底 夏令将至

日前家电板块 2019 及 2020 年一季报已披露完毕，在此前受地产政策影响下家电板块震荡下行之后，2020 年疫情极大地影响了家电线下渠道的供应传递，进而导致一季度多子版块营收、盈利大幅下滑，这一基本面变化在年初后的股价表现上也得到了体现。在这一至暗底部，大家电龙头企业承压下份额提升，强化了竞争优势；同时与线下、地产关联较弱的小家电板块相对增速较强；厨电、上游零部件承压下也形成了自身盈利韧性。伴随着二季度线下渠道、地产装修持续复苏，此前需求抑制下的家电板块有望获得反弹释放。

我们梳理了核心家电上市公司共 43 家，按主营业务分为白电 9 家、黑电 5 家、厨电 4 家、小家电 13 家，照明民电 2 家及上游零部件 10 家。相较此前研究样本，本次调整

- 标的调整：1) 剔除已退市的白电细分龙头小天鹅 A；2) 剔除将家电主业剥离的 TCL；3) 添加新晋上市的小家电核心标的小熊电器及石头科技；4) 伴随民电照明主业的企业公牛集团上市，该子市场更具规模性，添加子版块照明民电。
- 异常公司：指 2018、2019 年度因公司经营变化导致业绩大幅下滑的企业，其表现不能真实反映行业发展规律但会造成干扰，包含白电中的奥马电器、黑电中的深康佳 A、上游零部件中的盾安环境、和晶科技、康盛股份。下文如无特殊说明，去除异常即指以上企业。

表1：家电各子版块核心上市公司一览

白电	黑电	厨电	小家电	照明民电	上游零部件
美的集团	深康佳 A	老板电器	苏泊尔	欧普照明	三花智控
格力电器	创维数字	华帝股份	九阳股份	公牛集团	海立股份
海尔智家	兆驰股份	浙江美大	小熊电器		汉宇集团
长虹美菱	海信视像	万和电气	石头科技		长虹华意
海信家电	四川长虹		科沃斯		盾安环境
奥马电器			爱仕达		天银机电
澳柯玛			奥佳华		聚隆科技
春兰股份			新宝股份		和晶科技
惠而浦			开能健康		康盛股份
			飞科电器		星帅尔
			莱克电气		
			荣泰健康		
			哈尔斯		

资料来源：申港证券研究所

整体而言，2019 年家电营收增速稳中有落，盈利有所优化，现金流净额持续提升。19 年家电公司总营收实现 1.12 万亿元，增速 5.4%，去除异常后增速 5%，在地产政策持续抑制下增速较 18 年进一步收敛；总体归母净利润 765.9 亿元，增速 16.6%，去除异常后增速 7.7%，略高于营收增速；毛利率去除异常后为 26.9% (+0.3pct)，对应净利率 7.4% (+0.2pct)，与 19 年原材料价格下降及税改调整有密切关联；而值得一提的是，经营性现金流实现 1072.7 亿元，增速达 18.5%，市场平稳下企业

经营持续优化，进而增强了自身抗风险能力。

表2：家电板块重点指标年度变化情况（亿元）

整体行业	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
营业收入	5945.2	6844.4	9155.4	10593.3	11163.8
营收同比增速	-5.0%	15.1%	33.8%	15.7%	5.4%
营业收入（去除异常）	5626.0	6491.4	8643.0	9918.0	10412.9
营收同比增速（去除异常）	-5.1%	15.4%	33.1%	14.8%	5.0%
归母净利润	377.4	508.2	683.3	656.7	765.9
归母净利润增速	-4.1%	34.6%	34.5%	-3.9%	16.6%
归母净利润（去除异常）	385.4	500.8	625.3	712.7	767.3
归母净利润增速（去除异常）	-1.1%	29.9%	24.9%	14.0%	7.7%
毛利率	25.7%	27.1%	25.8%	25.5%	25.7%
毛利率（去除异常）	26.2%	27.6%	26.4%	26.6%	26.9%
净利率	6.3%	7.4%	7.5%	6.2%	6.9%
净利率（去除异常）	6.8%	7.7%	7.2%	7.2%	7.4%
期间费用率	12.2%	12.8%	11.8%	11.2%	11.5%
经营性现金流净额	966.7	755.6	640.7	905.3	1072.7
预收账款	226.8	346.2	466.7	361.4	345.1

资料来源：wind，申港证券研究所 注：异常公司包括2018、2019年公司业绩因经营因素而异于市场大幅亏损的企业，其表现无法可观反映行业真实变化并造成干扰，1）白电：奥马电器；2）黑电：深康佳A；3）上游零部件：盾安环境；康盛股份；和晶科技。下文若无特殊说明，均指以上公司。

20Q1 市场规模回落，盈利受挫显著。在疫情负面影响下，20Q1 家电企业营收为1990.9 亿元，同比-24.3%，去除异常后同比-24%，市场需求量短期收缩直接带来企业规模回落；更大的影响来自于短期盈利，20Q1 归母净利润为 87.9 亿元，下滑达 51.5%，去除异常后也下滑达 49.6%，此间行业盈利能力短期受挫严重，去除异常后毛利率仅 23% (-3.7pct)，净利率 4.8% (-2.5pct)；同时经营性现金流为-132.7 亿元，市场整体承压下企业的抗压能力成为在竞争中获得相对优势的关键。

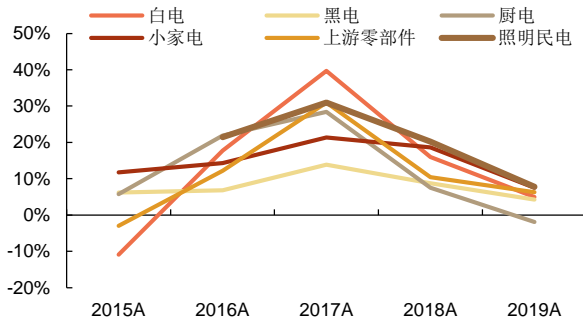
表3：家电板块重点指标季度变化情况（亿元）

整体行业	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营业收入	2630.3	2954.1	2827.1	2717.0	1990.9
营收同比增速	7.0%	10.2%	4.4%	2.7%	-24.3%
营收同比增速（去除异常）	6.2%	8.7%	3.5%	4.3%	-24.0%
归母净利润	181.4	261.7	222.2	100.6	87.9
归母净利润增速	6.7%	15.7%	19.6%	42.9%	-51.5%
归母净利润增速（去除异常）	7.0%	14.2%	19.4%	-15.0%	-49.6%
毛利率	25.7%	26.6%	25.4%	24.3%	22.3%
毛利率（去除异常）	26.7%	27.9%	26.8%	25.3%	23.0%
净利率	6.9%	8.9%	7.9%	3.7%	4.4%
净利率（去除异常）	7.3%	9.2%	8.4%	4.5%	4.8%
期间费用率	17.4%	16.5%	16.9%	19.7%	17.4%
经营性现金流净额	207.2	290.9	363.0	211.5	-132.7
预收账款	313.5	217.2	323.8	345.1	24.0

资料来源：wind，申港证券研究所

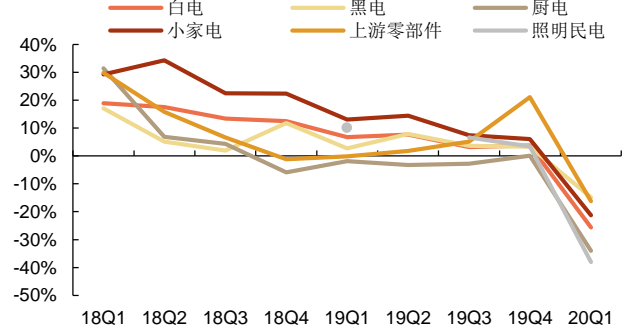
各子板块营收拆分：19年白电、黑电、厨电、小家电、照明民电、上游零部件营收增速分为5%、4.3%、-1.9%、7.6%、7.8%、6.3%，整体延续增速收敛趋势，其中厨电在地产抑制下规模受影响较为显著。20Q1各子板块营收增速分为-25.7%、-14.9%、-34%、-21.3%、-38%和-16.3%，各板块全线回落，其中海外区域市场支撑及其他相关主营带动部分子板块跌幅较低，小家电线上需求增长也使降幅收窄。

图1：家电各子板块营业总收入年度增速



资料来源：wind，申港证券研究所

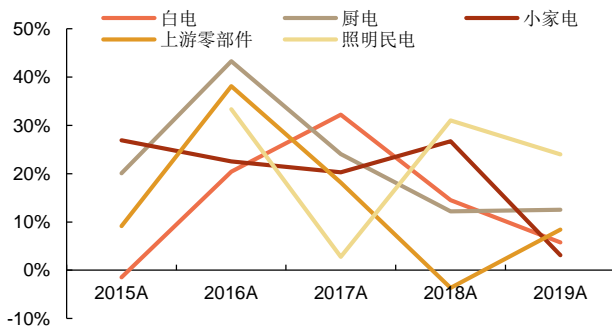
图2：家电各子板块营业总收入季度增速



资料来源：wind，申港证券研究所

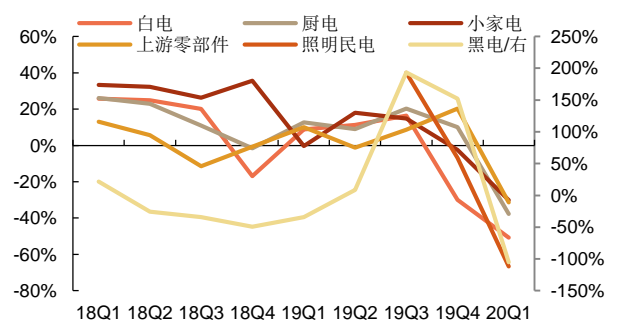
各子板块归母净利润拆分：19年年白黑厨小、照明、零部件各子板块归母增速分为5.7%、60.1%、12.6%、3.1%、24%和8.4%，与原材料价格下滑带来的红利直接相关，尤其对原材料液晶面板极为敏感的黑电板块在低基数下增幅较高。20Q1下各子板块增速分为-50.7%、-105.4%、-37.6%、-30.2%、-66.6%和-31.4%，市场承压下竞争激化，价格战导致Q1盈利大幅收窄。

图3：家电各子板块归母净利润年度增速



资料来源：wind，申港证券研究所 注：黑电未计入主因2015、2016年未被列入异常的四川长虹等公司利润的异常波动

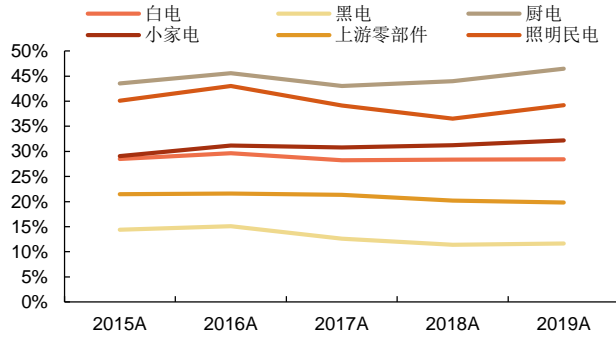
图4：家电各子板块归母净利润季度增速



资料来源：wind，申港证券研究所

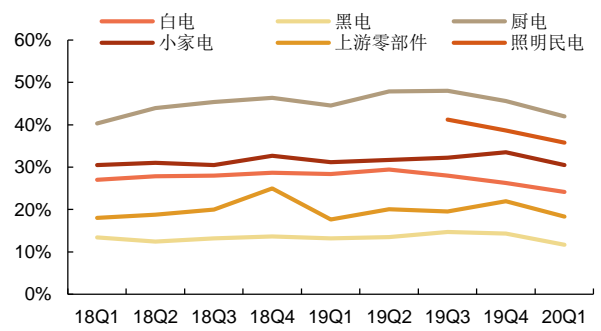
19年各子板块盈利能力修复，20Q1承压下滑。19年除上游零部件毛利率下滑0.4pct至19.8%外，各终端产品均得到优化，白黑厨小、照明分别为28.4%(+0.1pct)、11.6%(+0.3pct)、46.5%(+2.5pct)、32.2%(+1pct)、39.2%(+2.7pct)，原材料及税改为系统性变化的主要因素。20Q1终端销售受阻下规律倒置，除零部件毛利率修复外，各终端毛利率在承压竞争下均有下滑，其中白电毛利率下滑达4.2pct。

图5：家电各子版块毛利率年度变化



资料来源：wind，申港证券研究所

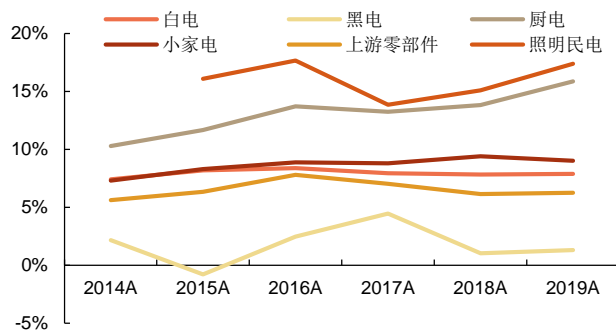
图6：家电各子版块毛利率季度变化



资料来源：wind，申港证券研究所

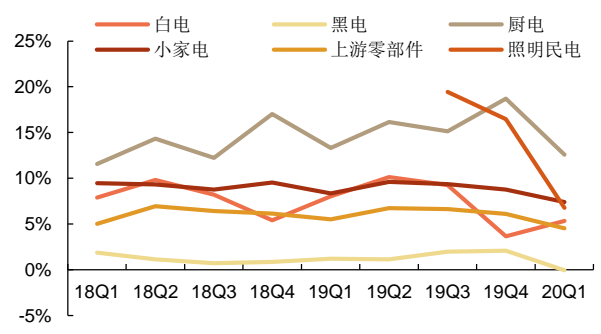
19年净利率厨电照明引领提升。由净利率看各版块盈利能力，以照明及厨电为引领盈利的产品市场，净利率分为17.4%、15.9%，并于19年分别提升了2.3pct、2pct，白电、小电、上游市场盈利介于6-9%之间，黑电停留在1.3%左右。在20Q1各子版块盈利能力均受影响，其中照明受挫较大下滑5.8pct至6.8%，白电龙头影响下也下滑2.7pct至5.3%。

图7：家电各子版块净利率年度变化



资料来源：wind，申港证券研究所

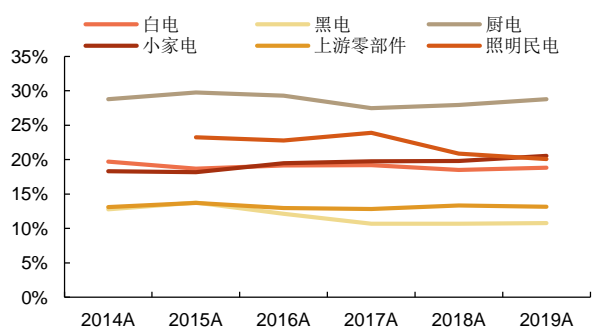
图8：家电各子版块净利率季度变化



资料来源：wind，申港证券研究所

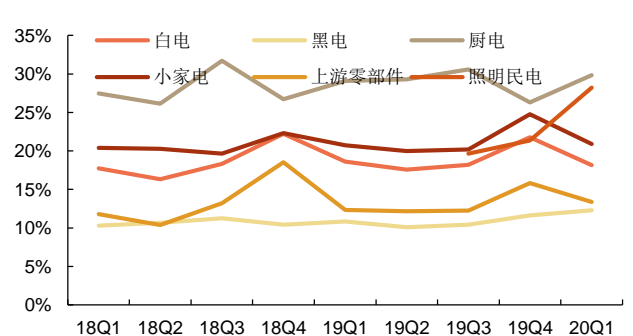
期间费用率：19年基本持平，20Q1部分板块大幅提涨。19年各子版块期间费用率波动基本介于-0.8pct到+0.8pct之间基本持平，其中以厨电期间费用率最高达28.8%，市场渠道扩张改革、宣传投放较大为主要投入项。20Q1环境变化下不同子版块策略显著不同，照明期间费用率大幅上提6.5pct至28.2%，黑电、零部件、厨电也有不同程度费用提升，而白电在部分龙头的战略下相反降低0.4pct。

图9：家电各子版块期间费用率年度变化



敬请参阅最后一页免责声明

图10：家电各子版块期间费用率季度变化

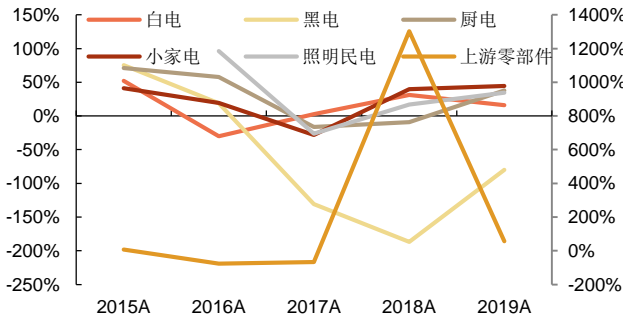


资料来源: wind, 申港证券研究所

资料来源: wind, 申港证券研究所

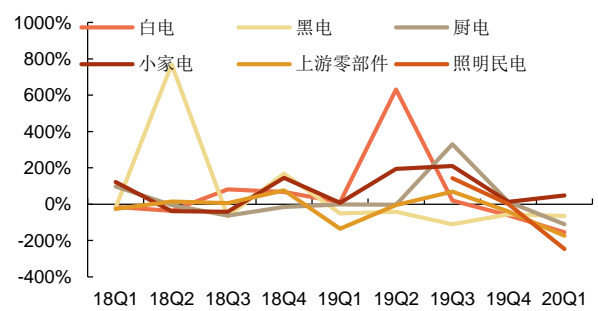
经营性现金流: 19年多子板块均显著改善。除黑电外,各子板块经营性现金流净额均明显提升,白电提升16.2%,厨电照明、零部件则均在35-57%之间,在手现金的增加提升了各企业在2020年的抗风险能力,在20Q1经营现金流净额普遍下滑的情况下具备更多资金投入空间,同时多企业采用相对保守的分红方案,也是为经营稳健性提供保障。

图11: 家电各子板块经营现金流净额年度变化



资料来源: wind, 申港证券研究所

图12: 家电各子板块经营现金流净额季度变化

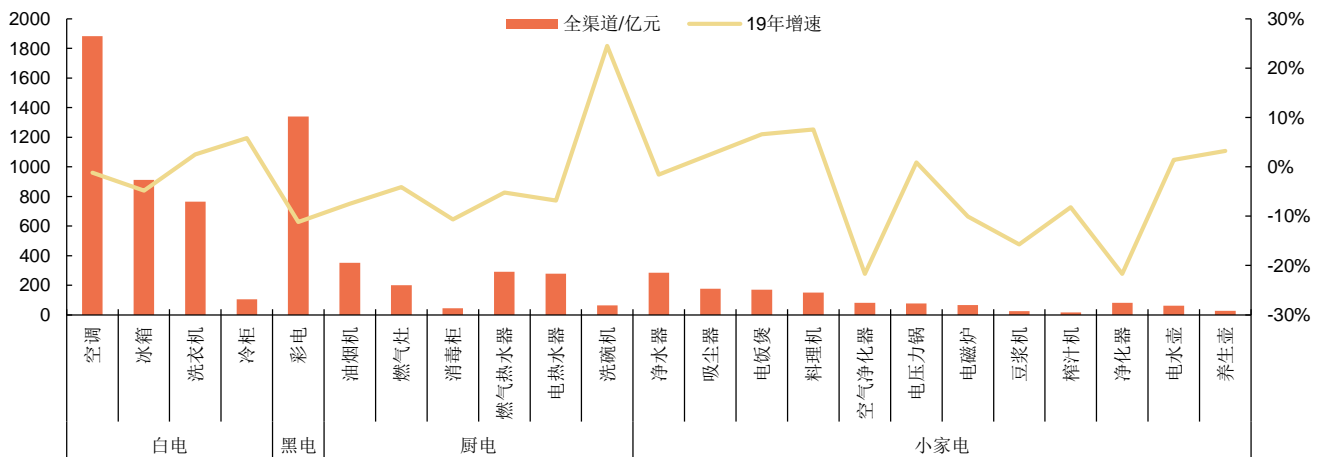


资料来源: wind, 申港证券研究所

内销基本面印证, 19年主要家电基本平稳, 20Q1规模承压均价大调。

- 根据奥维云网数据, 19年全渠道空冰洗黑分别零售规模1884、912、764和1340亿元, 增速分为-1.2%/-4.8%/2.5%/-11.2%, 白电市场基本持平, 黑电内销持续下滑, 而厨电烟灶消同比变化在-4%到-11%左右, 规模有所下滑, 洗碗机市场进一步引领增速, 同比达24.5%; 小家电成规模品类多为稳健变化, 以料理机增速7.6%领衔, 部分品类波动显著。

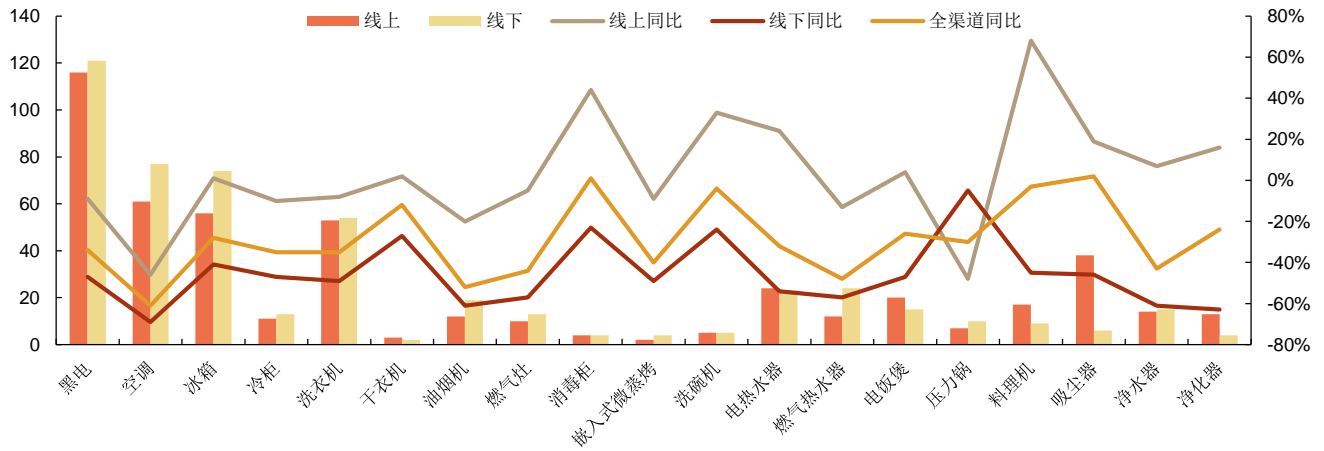
图13: 2019年各家电全渠道零售额及增速



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

- 20Q1环境变化下, 大家电规模普遍下滑超三成, 部分小家电增速提领。大家电中空调Q1下滑达61%, 冰洗、黑电则均下滑30%上下, 烟灶下滑分为52%、44%, 终端零售回落直接导致企业营收下滑。而部分小家电品类如料理机、吸尘器概念引领需求, 其线上需求高增带动整体规模的稳健发展。

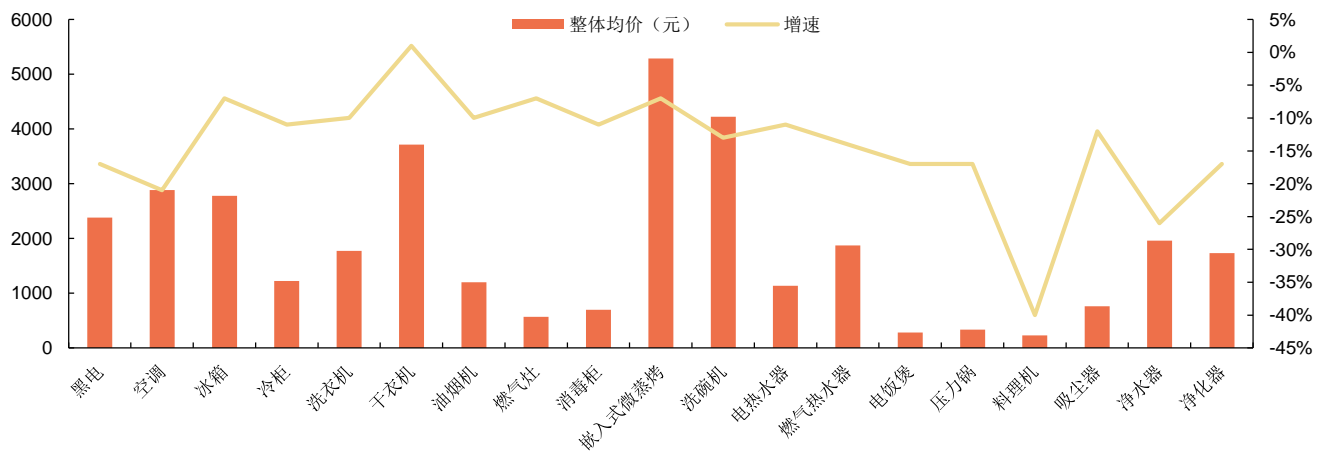
图14：20Q1 各家电线上线下零售额及增速（亿元）



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

- ◆ Q1 市场承压竞争加剧，进而均价探底导致企业盈利受损加剧。疫情期间竞争大幅恶化，多企业为保证运营而被迫性下调价格，各大家电 Q1 零售均价降幅在-7%到-21%之间，部分小家电零售均价降幅甚至达到-40%。由此在规模下滑的基础上，价格下滑使 Q1 企业盈利端受损加剧。

图15：20Q1 各家电零售均价及变化



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

白电：头部营收增速下滑高于市场，降价导致盈利受损。

- ◆ 白电 2019 年营收增速 5%，其中 19Q4 增速 3.7%，而全年归母净利润增速 5.7% 基本持平，但单四季度因空调线上价格战、摊销结算等归母净利润增速收敛较多。整体在地产政策抑制、宏观经济波动背景下，2019 年白电以空调全年价格战为主要竞争点，上半年以美的主导，Q4 由格力发动。最终结合冰洗等其他品类的产品升级、原材料降价优势及税改因素，19 全年归母增速略高于营收增速，毛利率及净利率均提升 0.1pct 至 28.4%、7.9%。

表4：白电子板块重点指标年度变化情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
营收增速	-10.7%	17.6%	39.7%	15.9%	4.9%
营收增速（去除异常）	-10.9%	17.7%	39.7%	16.0%	5.0%
归母净利润增速	-1.2%	20.3%	32.2%	9.7%	9.6%
归母净利润增速（去除异常）	-1.4%	20.4%	32.2%	14.5%	5.7%
毛利率	28.4%	29.6%	28.2%	28.4%	28.4%
毛利率（去除异常）	28.5%	29.6%	28.2%	28.3%	28.4%
净利率	8.2%	8.3%	7.9%	7.5%	7.8%
净利率（去除异常）	8.2%	8.4%	7.9%	7.8%	7.9%
期间费用率	13.7%	14.5%	13.1%	12.3%	12.9%
经营性现金流净额增速	51.9%	-30.1%	2.5%	31.2%	16.2%
预收账款增速	9.6%	56.2%	41.1%	-30.6%	-7.4%

资料来源：wind，申港证券研究所

- ◆ 20Q1 疫情下白电各龙头战略不同使子版块发展具不同趋势。Q1 营收同比-25.7%，归母净利润同比-50.7%。其中美的以积极调整变革渠道、改善销售结构为主，综合 Q1 营收盈利降幅均高于子版块平均；海尔以终端空冰洗降价推动市场份额 Q1 显著均显著提升 2-6pct，使其营收降幅收窄显著，而盈利下滑基本与子版块相当；而格力则采用温和的市场战略下调 Q1 目标，同时以增加销售返利等形式支持线下经销商，营收盈利受损而改善渠道压力。
- ◆ 整体而言，白电市场 Q1 竞争压力增大，均价下调导致营收盈利双降，头部企业不同布局下 Q1 虽各有波动，但并不改其头部集中优势，白电中小企业份额进一步被压缩，头部中长期确定性较强。而据我们推断，伴随当下疫情控制、地产释放、天气转暖，市场需求将逐步恢复，预期营收增速有望率先修复甚至反弹。

表5：白电子板块重点指标季度变化情况

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营收增速	6.6%	7.7%	2.9%	3.6%	-25.6%
营收增速（去除异常）	6.7%	7.7%	3.2%	3.7%	-25.7%
归母净利润增速	8.7%	11.3%	16.4%	-10.6%	-50.9%
归母净利润增速（去除异常）	8.7%	11.3%	16.4%	-29.9%	-50.7%
毛利率	28.4%	29.4%	27.9%	26.2%	24.1%
毛利率（去除异常）	28.4%	29.4%	28.0%	26.2%	24.1%
净利率	8.0%	10.1%	9.2%	3.5%	5.3%
净利率（去除异常）	8.0%	10.1%	9.2%	3.6%	5.3%
期间费用率	18.6%	17.6%	18.2%	21.8%	18.2%
经营性现金流净额增速	10.0%	631.8%	20.0%	-62.0%	-155.4%
预收账款增速	-25.2%	-19.2%	-22.9%	-7.5%	-99.3%

资料来源：wind，申港证券研究所

黑电：原材料价格影响盈利显著，竞争敏感下盈利仍存较高不确定性。

- ◆ 黑电 2019 年营收增速 8.1%，归母净利润增速高达 60.1%，其盈利增长部分来自超高清政策推动下彩电硬件部分出现升级趋势，而核心则与 19 年核心原材料液晶面板价格大幅下调密切相关，19 年底 32 寸、43 寸、55 寸面板价格较 18 年底

分别下调了 27.9%、20%、30.3%，大幅原材料回落释放了盈利空间，使各企业盈利出现一定修复，19 年黑电毛利率、净利率分别提升 0.2pct、0.3pct 至 11.6% 和 1.3%，在此前低基数下归母增速较为突出。

表6：黑电子板块重点指标年度变化情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
营收同比增速	4.3%	7.3%	20.0%	16.4%	8.1%
营收同比增速（去除异常）	6.2%	6.8%	13.9%	8.7%	4.3%
归母净利润增速	-138.3%	-432.8%	116.4%	-73.1%	36.6%
归母净利润增速（去除深康佳 A）	-89.1%	1058.3%	-36.4%	-26.3%	60.1%
毛利率	14.4%	15.1%	12.6%	11.4%	11.6%
毛利率(去除深康佳 A)	14.4%	15.1%	12.6%	11.4%	11.6%
净利率	0.3%	2.8%	1.6%	1.1%	1.6%
净利率（去除深康佳 A）	-0.8%	2.5%	4.4%	1.0%	1.3%
期间费用率	8.6%	7.9%	7.0%	6.5%	6.3%
经营性现金流净额增速	75.6%	18.8%	-130.7%	-186.8%	-79.9%
预收账款增速	-5.6%	30.0%	-1.5%	27.2%	15.9%

资料来源：wind，申港证券研究所

- ◆ **20Q1 市场竞争下市场盈利大幅受损。**但在疫情压力下，黑电市场同样面临竞争恶化，20Q1 营收变化-14.9%，而归母变化则达到-105.4%，盈利能力大幅下滑，黑电净利率下滑至-0.1%。主要由于黑电市场盈利护城河仍为构筑，竞争分散、缺乏核心产品技术下仍高度依赖上下游，一旦市场承压价格敏感下多标的亏损。这其中海信视像、兆驰股份 Q1 盈利能力在整体承压下逆市提升，值得进一步关注。

表7：黑电子板块重点指标季度变化情况

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营收同比增速	9.8%	19.4%	10.1%	-2.6%	-18.0%
营收同比增速（去除异常）	2.7%	7.8%	3.6%	3.4%	-14.9%
归母净利润增速	-26.3%	1.6%	145.3%	96.4%	-151.6%
归母净利润增速（去除深康佳 A）	-34.0%	8.5%	193.4%	152.2%	-105.4%
毛利率	11.3%	10.7%	11.6%	12.6%	10.7%
毛利率(去除深康佳 A)	13.2%	13.5%	14.7%	14.4%	11.7%
净利率	1.1%	1.3%	1.6%	1.2%	-0.7%
净利率（去除深康佳 A）	1.2%	1.1%	2.0%	2.1%	-0.1%
期间费用率	10.8%	10.1%	10.4%	11.6%	12.3%
经营性现金流净额增速	49.5%	-100.9%	-2332.3%	-22.6%	15.5%
预收账款增速	6.7%	-5.4%	-2.3%	15.9%	-92.6%

资料来源：wind，申港证券研究所

厨电：守住盈利高地不打价格战，营收虽降可待时而动。

- ◆ 19 年厨电营收同比-1.9%，延续自地产抑制政策后的持续性下滑，而归母净利润增速 12.6%，保持近两年超 10% 的盈利增长。同时厨电毛利率、净利率分别增长 2.5pct、2.1pct 至 46.5% 和 15.9%。而值得一提的是 19 年厨电经营性现金流净额提升，增速达 37.7%，资金充盈对其后续疫情期间抗压战略、产品多元化、渠道布局等提供了强大保障。

表8：厨电子板块重点指标年度变化情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
营收同比增速	5.8%	21.9%	28.4%	7.5%	-1.9%
归母净利润增速	20.1%	43.3%	24.0%	12.2%	12.6%
毛利率	43.6%	45.6%	43.0%	44.0%	46.5%
净利率	11.7%	13.7%	13.2%	13.8%	15.9%
期间费用率	22.9%	22.9%	21.2%	21.3%	21.9%
经营性现金流净额增速	71.2%	57.7%	-16.2%	-8.9%	37.7%
预收账款增速	31.8%	59.7%	18.3%	10.0%	-6.1%

资料来源：wind，申港证券研究所

- ◆ 20Q1 厨电营收同比-34%，归母净利润变化-37.6%，基本持平，整体毛利率净利率略有下调，部分因期间费用投入调整，最终净利率下调仅 0.7pct 至 12.6%，仍保持相对高位。
- ◆ 总体来说，厨电板块规模收缩受上游地产客观因素影响已数年，但其盈利能力始终保持高位。其核心得益于市场第一梯队的老板、方太守住高端价格不大幅下调，20Q1 烟灶降价分为-10%、-7%，在各家电品类中降幅较小，且更多来自销售结构改变及二三梯队价格竞争，但头部高盈利坚守下始终规避板块落入价格战循环，在地产市场竣工面积已有数据下，2020 年中装修释放对厨电的提振确定性较强，当下优质资产待上升契机出现后有望实现戴维斯双击。

表9：厨电子板块重点指标季度变化情况

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营收同比增速	-1.9%	-3.2%	-2.7%	0.1%	-34.0%
归母净利润增速	12.7%	9.1%	20.3%	10.1%	-37.6%
毛利率	44.5%	47.9%	48.0%	45.6%	42.0%
净利率	13.3%	16.1%	15.1%	18.7%	12.6%
期间费用率	29.1%	29.3%	30.6%	26.3%	29.8%
经营性现金流净额增速	-2.1%	-2.9%	329.2%	12.0%	-111.1%
预收账款增速	2.4%	-7.8%	-5.3%	-6.1%	-17.7%

资料来源：wind，申港证券研究所

小家电：可选消费属性下成长空间更广，多品类趋向细分竞争。

- ◆ 19 年营收增速 7.6%，归母净利润增速 3.1%，其中毛利率增长 1pct 至 32.2%，而净利率下滑 0.4pct 至 9%，同期经营性现金流增长 44.5% 资金规模扩大。

表10：小家电电子板块重点指标年度变化情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
营收同比增速	11.7%	14.3%	21.3%	18.7%	7.6%
归母净利润增速	26.9%	22.5%	20.3%	26.7%	3.1%
毛利率	29.0%	31.2%	30.8%	31.2%	32.2%
净利率	8.3%	8.9%	8.8%	9.4%	9.0%
期间费用率	11.6%	12.7%	12.1%	12.6%	13.0%
经营性现金流净额增速	41.3%	19.4%	-28.2%	39.9%	44.5%
预收账款增速	24.8%	45.1%	19.2%	18.7%	1.9%

资料来源：wind，申港证券研究所

- ◆ 20Q1 小家电营收同比-21.3%，归母变化-30.2%，毛利率及净利率分别同比下降 0.6pct、0.9pct 至 30.5%和 7.4%。
- ◆ 但客观来说，小家电包含品类市场庞杂，其整体共性是受地产装修限制较小，这也是虽然有地产抑制但小家电板块营收保持较稳健增速的原因。而个性化功能决定了其产品更具可选消费属性，受宏观经济影响、概念扰动较明显，并因其属性更具线上发展优势。20Q1 疫情下推动烹饪小厨电、健康清洁概念小家电市场兴起，全家电品类以料理机、吸尘器增速引领 20Q1 市场，其细分化市场发展规律值得重点关注。同时近一年来小熊电器、石头科技先手上市，新宝股份的摩飞品牌也在市场迅速扩张，为小家电细分竞争格局带来新的投资机会。

表11：小家电电子板块重点指标季度变化情况

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营收同比增速	13.0%	14.4%	7.4%	6.1%	-21.3%
归母净利润增速	-0.3%	17.9%	14.9%	-2.5%	-30.2%
毛利率	31.2%	31.7%	32.2%	33.5%	30.5%
净利率	8.3%	9.6%	9.4%	8.8%	7.4%
期间费用率	20.7%	20.0%	20.2%	24.7%	20.9%
经营性现金流净额增速	6.7%	193.9%	209.6%	11.8%	48.6%
预收账款增速	-23.5%	-11.1%	-5.1%	1.9%	-90.7%

资料来源：wind，申港证券研究所

照明民电：新优质市场成型，高地产关联下仍待周期。伴随公牛集团上市，相关插座、墙开、照明等市场进一步成型，竞争格局初步明晰，目前核心标的仍局限于欧普照明及公牛集团。子板块 19 年营收同比 7.8%，归母净利润增速 24%，以公牛贡献为主，市场发展期具较强成长性。20Q1 营收同比-38%，归母-66.6%，其既与疫情直接导致的装修推迟有关，又与期间费用率大幅提升 6.5pct 直接相关。高地产关联性也使其在随后竣工释放下具备上升周期。

表12：照明民电电子板块重点指标年度变化情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
营收同比增速		21.5%	30.9%	20.2%	7.8%
归母净利润增速		33.3%	2.7%	31.0%	24.0%
毛利率	40.1%	43.0%	39.1%	36.5%	39.2%
净利率	16.1%	17.7%	13.9%	15.1%	17.4%
期间费用率	16.4%	16.0%	16.3%	13.8%	12.8%
经营性现金流净额增速		96.2%	-26.2%	16.7%	34.7%
预收账款增速		65.9%	8.6%	-21.5%	-5.1%

资料来源：wind，申港证券研究所

表13：照明民电电子板块重点指标季度变化情况

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营收同比增速	10.1%		6.6%	3.5%	-38.0%
归母净利润增速	24.9%		39.9%	-6.8%	-66.6%
毛利率	36.4%	40.2%	41.2%	38.7%	35.8%

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
净利率	12.6%	20.20%	19.4%	16.5%	6.8%
期间费用率	21.7%	17.9%	19.6%	21.3%	28.2%
经营性现金流净额增速	3465.1%			-0.5%	-247.1%
预收账款增速	-50.4%			-5.1%	-87.3%

资料来源: wind, 申港证券研究所

上游零部件:原材料红利带动盈利优化,受下游市场需求影响。19年营收增速6.3%,归母净利润增速8.4%,毛利率及净利率基本持平,19年至今原材料的冷轧板、铜铝等价格下滑,对上游市场盈利修复有所助益。20Q1营收增速-16.3%,归母净利润增速-31.4%,同样因疫情受到下游的家电制造商及汽车、工业生产设备等市场需求下滑的影响。相对而言上游零部件各企业产品差异较大、细分规模竞争逻辑不同,且下游受众除家电主流外仍具其他核心行业,子行业级虽有整体趋势但效果有限,研究当以自下而上的模式为主。

表14: 上游零部件子板块重点指标年度变化情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
营收同比增速	-3.2%	12.4%	31.0%	8.6%	2.3%
营收同比增速(除异常)	-3.0%	12.2%	31.0%	10.4%	6.3%
归母净利润增速	14.2%	42.8%	16.1%	-181.6%	-189.8%
归母净利润增速(去除异常)	9.2%	38.1%	18.2%	-3.6%	8.4%
毛利率	20.4%	21.1%	20.3%	17.7%	19.0%
毛利率(去除异常)	21.5%	21.6%	21.3%	20.2%	19.8%
净利率	5.1%	6.5%	5.7%	-4.3%	3.8%
净利率(去除异常)	6.3%	7.8%	7.0%	6.1%	6.2%
期间费用率	3.6%	3.7%	3.6%	3.7%	3.8%
经营性现金流净额增速	7.4%	-76.5%	-67.1%	1303.0%	57.3%
预收账款增速	16.1%	16.9%	12.6%	66.2%	-24.5%

资料来源: wind, 申港证券研究所

表15: 上游零部件子板块重点指标季度变化情况

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营收同比增速	-2.1%	-0.7%	3.5%	11.8%	-22.6%
营收同比增速(去除异常)	-0.1%	1.8%	5.2%	21.1%	-16.3%
归母净利润增速	-4.6%	61.2%	20.9%	-93.4%	-41.6%
归母净利润增速(去除异常)	10.1%	-1.1%	8.6%	20.3%	-31.4%
毛利率	17.0%	19.2%	18.8%	21.1%	17.9%
毛利率(去除异常)	17.6%	20.1%	19.6%	21.9%	18.4%
净利率	4.2%	8.2%	4.5%	-2.0%	3.2%
净利率(去除异常)	5.5%	6.7%	6.6%	6.1%	4.5%
期间费用率	12.3%	12.2%	12.3%	15.8%	13.4%
经营性现金流净额增速	137.6%	24.1%	119.5%	-35.0%	-152.3%
预收账款增速	28.0%	59.9%	13.2%	-24.5%	-1.4%

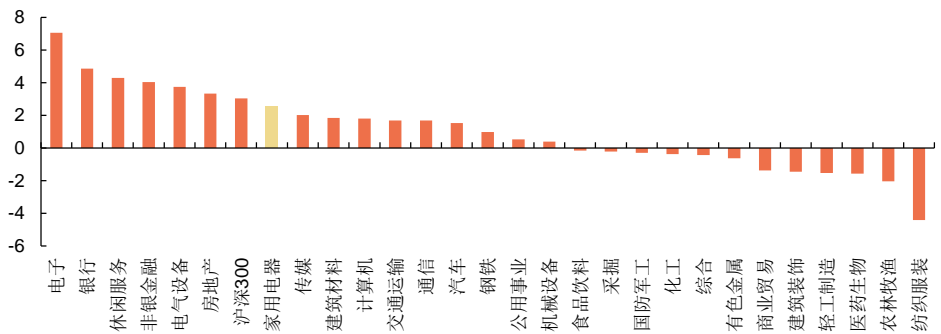
资料来源: wind, 申港证券研究所

总体来说，家电市场在 20Q1 疫情影响下各板块营收盈利均出现显著下滑。但伴随疫情控制、竣工释放、天气转暖等因素，家电在 Q2 以后的市场修复确定性极强，并存在较高反弹预期，在此过程中或伴随短期竞争持续，因此我们预期板块营收增速率先修复。其中大家电龙头具规模优势下业绩释放具高确定性，小家电板块细分产品龙头高速成长，厨电高盈利资产在地产修复预期下分享红利，相关标的具备极高投资价值。

2. 本周家电板块行情回顾

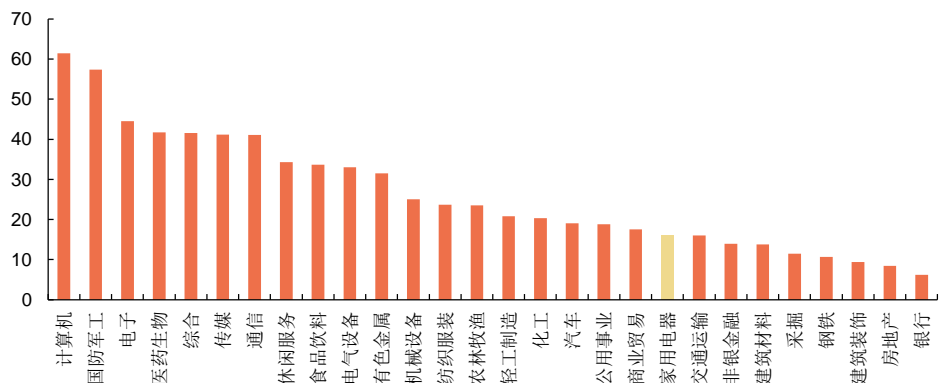
本周沪深 300 指数上涨 3%，申万家用电器指数上涨 2.6%，涨幅低于沪深 300 指数 0.4pct，位列申万 28 个一级行业涨跌幅榜第 7 位。从行业 PE (TTM) 看，家电行业 PE (TTM) 为 16.1 倍，位列申万 28 个一级行业的第 20 位，估值仍处较低位。

图16: 本周各板块涨跌幅 (%)



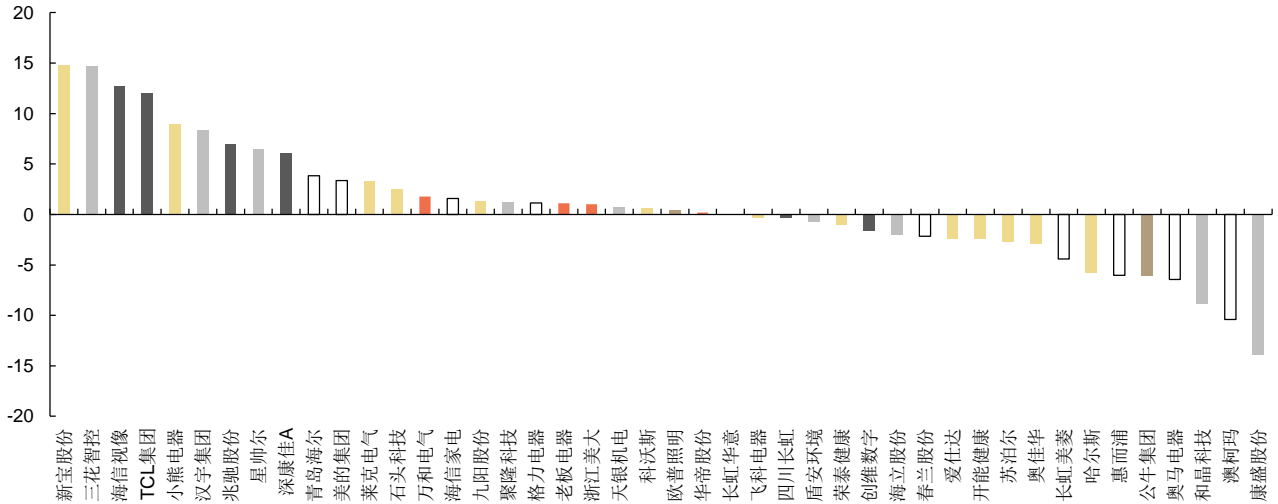
资料来源: wind, 申港证券研究所

图17: 各板块 PE(TTM) 对比



资料来源: wind, 申港证券研究所

图18: 重点公司本周涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 申港证券研究所 注: 白色为白电, 黑色为黑电, 红色为厨电, 黄色为小家电, 棕色为照明民电, 灰色为上游零部件

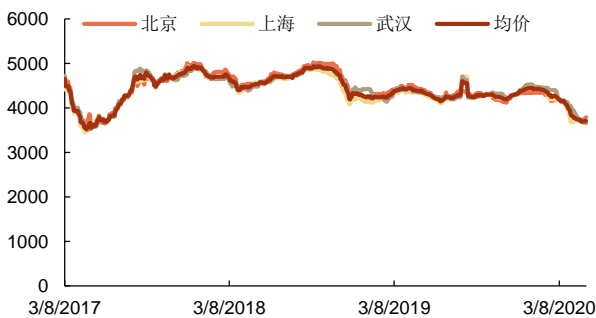
板块重点个股涨跌幅方面, 涨幅前五: 新宝股份 (14.9%)、三花智控 (14.7%)、海信视像 (12.8%)、TCL 集团 (12%)、小熊电器 (9%); 跌幅前五: 康盛股份 (-14%)、澳柯玛 (-10.4%)、和晶科技 (-8.9%)、奥马电器 (-6.4%)、公牛集团 (-6.1%)。

3. 行业数据变化

3.1 原材料市场变化

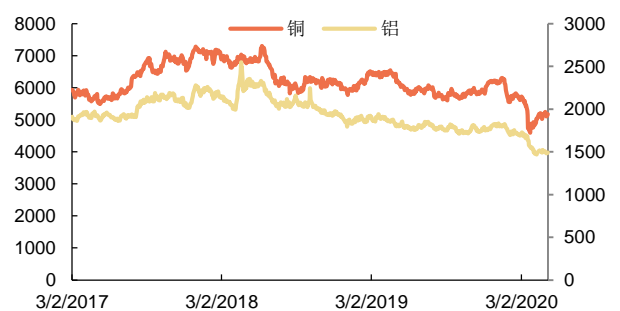
大家电主要原材料冷轧卷板、铜铝价格本周下跌, 塑料价格本周上涨。其中冷轧卷板价格下跌 0.36%, 铜价下跌 1.58%, 铝价下跌 1.98%, 塑料价格上涨 0.89%。原材料整体下调盈利向好。液晶面板 4 月价格均略下滑, 32 寸、43 寸、55 寸环比下降 2 美元、3 美元/片及 3 美元/片。

图19: 冷轧卷板价格下跌 (1.0mm, 元/吨)



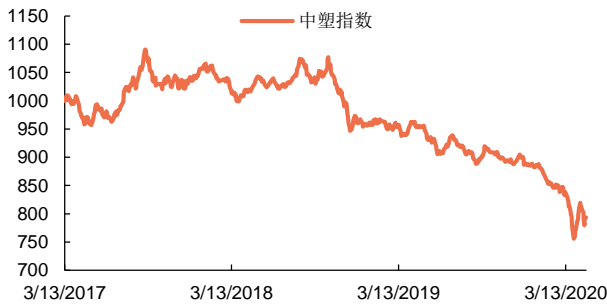
资料来源: wind, 申港证券研究所

图20: LME3 个月铜价格上涨, 铝价格下跌 (美元/吨)



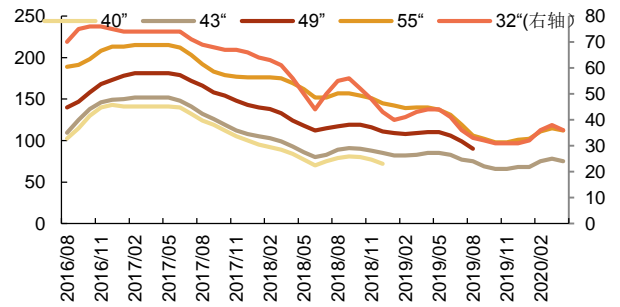
资料来源: LME, 申港证券研究所

图21：中国塑料价格有所下跌



资料来源：中塑资讯，申港证券研究所

图22：液晶面板价格略有上涨（美元/片）

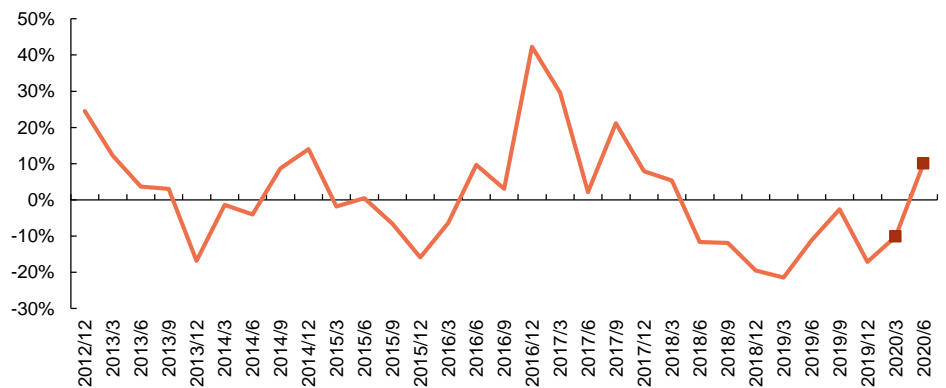


资料来源：wind，申港证券研究所

3.2 地产数据变化

本报告根据交房简化指数预测后续地产对家电的驱动影响，具体逻辑请参考前期报告《理论-实战-远期，地产家电模型三部曲》。简化指数显示后两季度地产驱动家电销量增速将显著回暖。

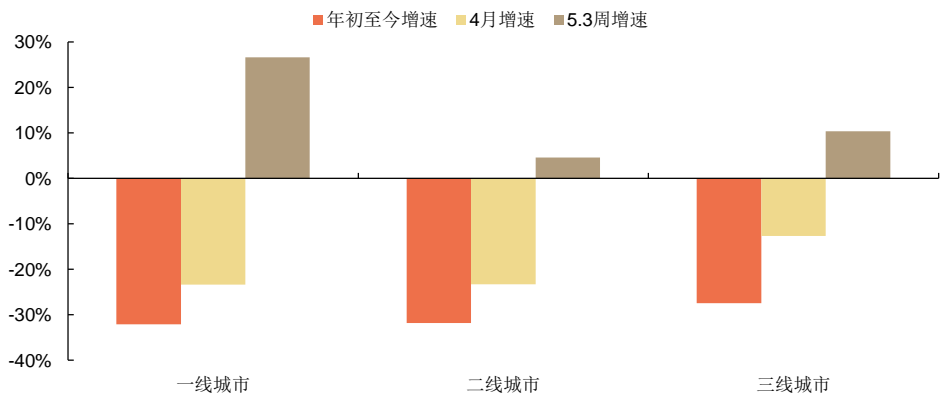
图23：简化指数季度增速



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

主要城市商品房市场成交面积持续震荡下行。上周成交面积一线城市同比上升 26.6%，二线同比上升 4.6%，三线同比上升 10.3%，地产成交边际成修复趋势。

图24：30大中城市商品房成交面积边际变化（周至 2020.4.12）

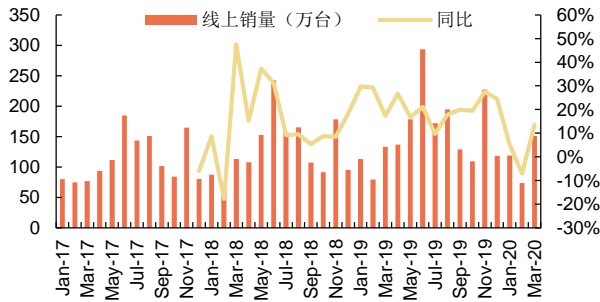


资料来源: wind, 申港证券研究所

3.3 家电行业数据更新

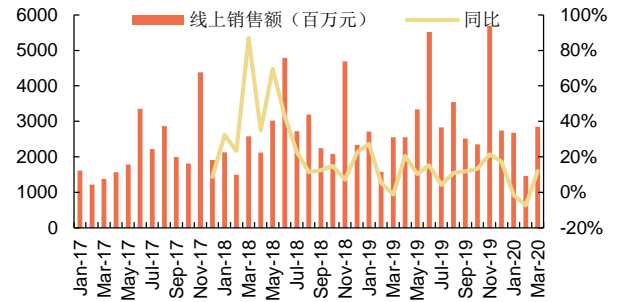
2020年3月冰箱线上销量150.8万台, 同比增速13.6%, 销售额28.5亿元, 同比增速11.9%, 均价1891元, 同比增速-1.44%; 冰箱线下销量36.6万台, 同比增速-42%, 销售额16.1亿元, 同比增速-45.5%, 均价4403元, 同比增速-6%。

图25: 冰箱3月线上销量150.8万台 增速13.6%



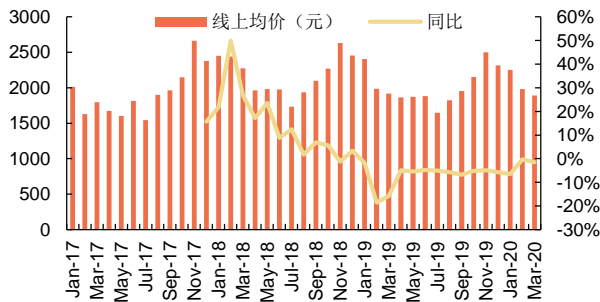
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图26: 冰箱3月线上销售额28.5亿元 增速11.9%



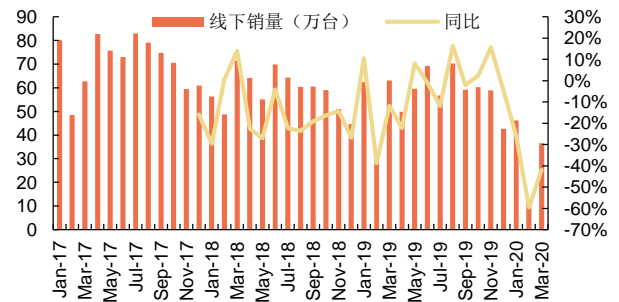
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图27: 冰箱3月线上均价1891元 增速-1.4%



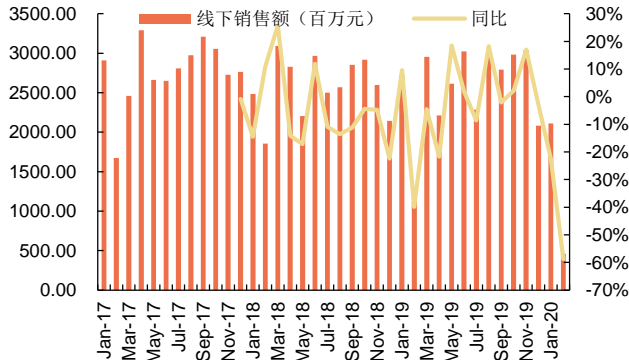
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图28: 冰箱3月线下销量36.6万台 增速-42%



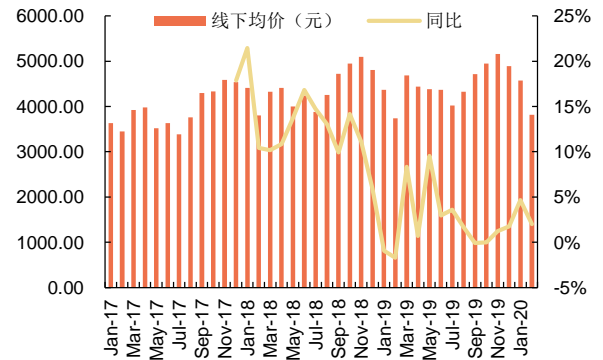
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图29: 冰箱3月线下销售额16.1亿元 增速-45.5%



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

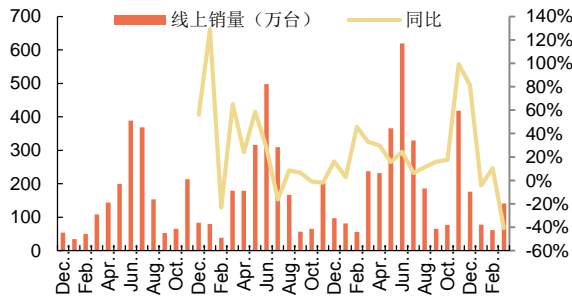
图30: 冰箱3月线下均价4403元 增速-6%



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

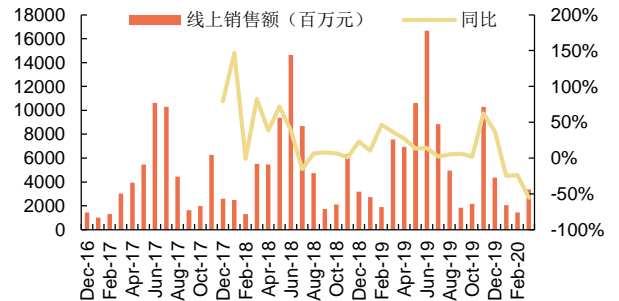
2020年3月家用空调线上销量141.2万台，同比增速-40.7%，销售额33.8亿元，同比增速-55.3%，均价2392.8元，同比增速-24.6%；家用空调线下销量60.6万台，同比增速-65.5%，销售额20亿元，同比增速-71%，均价3305.5元，同比增速-16%。

图31：空调3月线上销量141.2万台 增速-40.7%



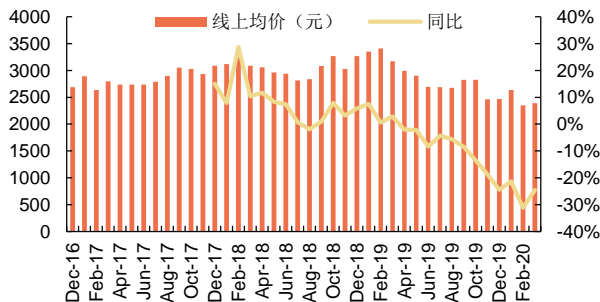
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图32：空调3月线上销售额33.8亿元 增速-55.3%



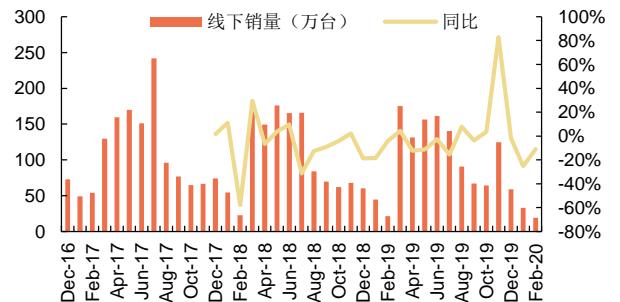
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图33：空调3月线上均价2392.8元 增速-24.6%



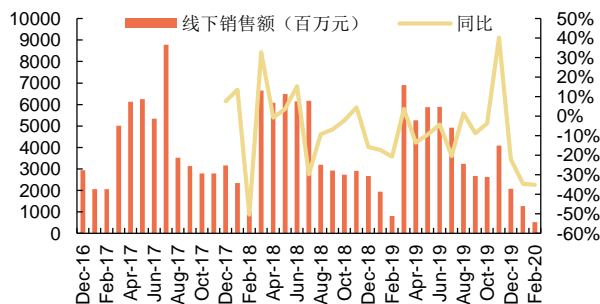
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图34：空调3月线下销量60.6万台 增速-65.5%



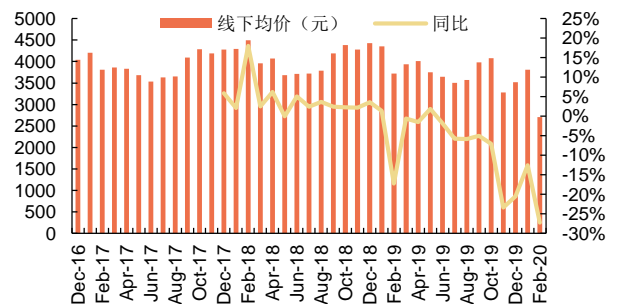
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图35：空调3月线下销售额20亿元 增速-71%



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

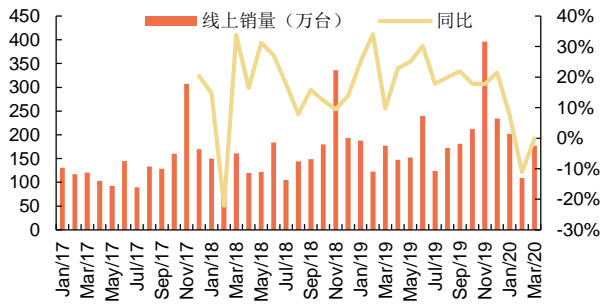
图36：空调3月线下均价3305.5元 增速-16%



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

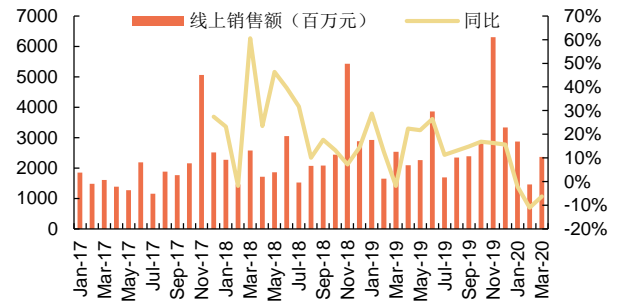
2020年3月洗衣机线上销量176.8万台，同比增速-0.11%，销售额23.7亿元，同比增速-6.3%，均价1340.4元，同比增速-6.2%；洗衣机线下销量39.8万台，同比增速-48.7%，销售额12.5亿元，同比增速-50.1%，均价3137.9元，同比增速-2.8%。

图37: 洗衣机3月线上销量 176.8万台 增速-0.11%



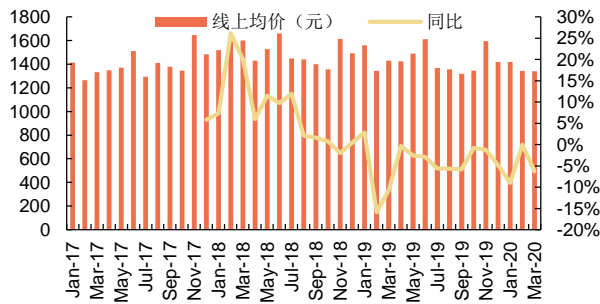
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图38: 洗衣机3月线上销售额 23.7亿元 增速-6.3%



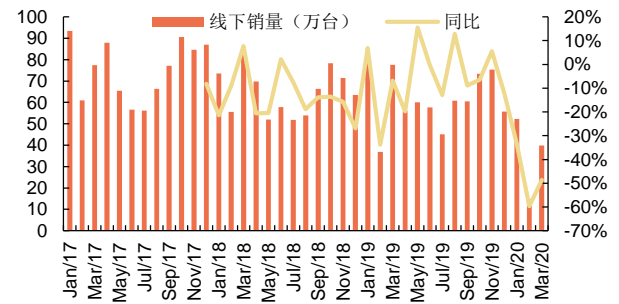
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图39: 洗衣机3月线上均价 1340.4元 增速-6.2%



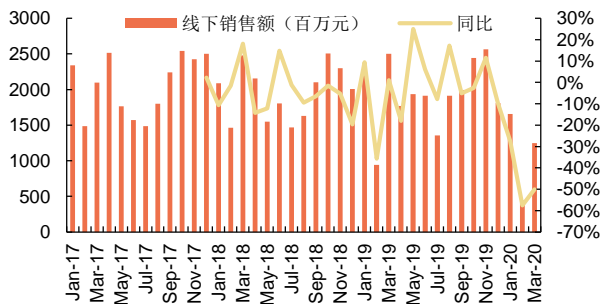
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图40: 洗衣机3月线下销量 39.8万台 增速-48.7%



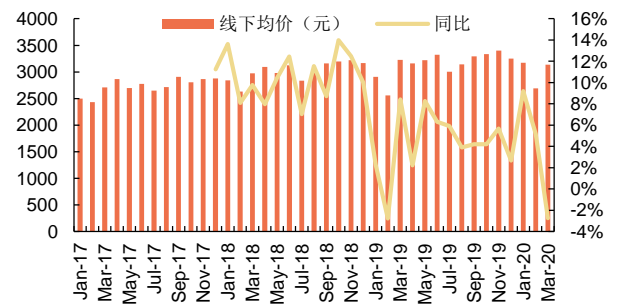
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图41: 洗衣机3月线下销售额 12.5亿元 增速-50.1%



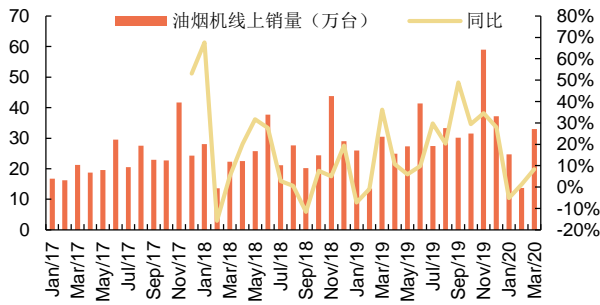
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图42: 洗衣机3月线下均价 3137.9元 增速-2.8%

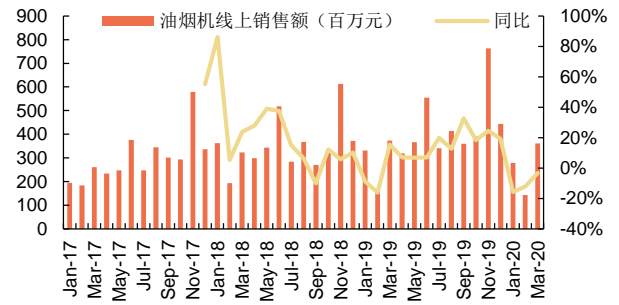


资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

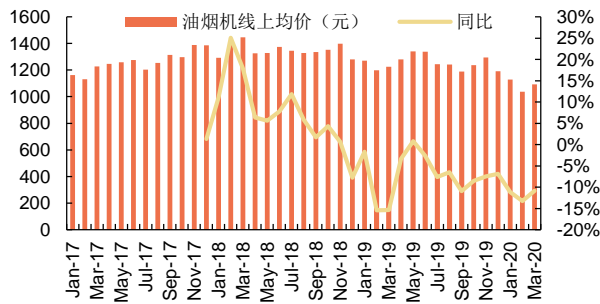
2020年3月油烟机线上销量33万台, 同比增速8.4%, 销售额360.4亿元, 同比增速-3.4%, 均价1092.3元, 同比增速-10.8%; 油烟机线下销量8.9万台, 同比增速-58.7%, 销售额2.76亿元, 同比增速-63.1%, 均价3109.5元, 同比增速-10.5%。

图43: 油烟机3月线上销量33万台 增速8.4%


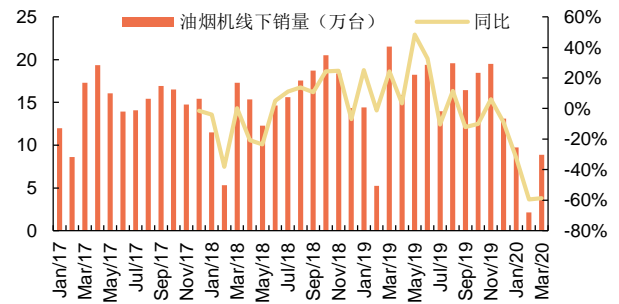
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图44: 油烟机3月线上销售额360.4亿元 增速-3.4%


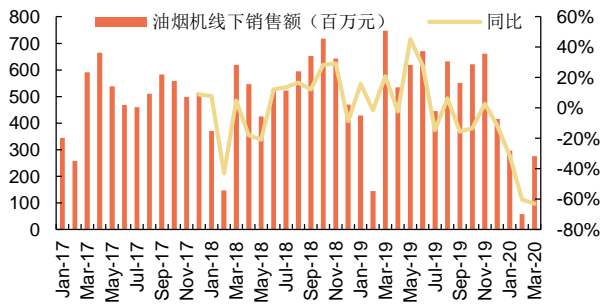
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图45: 油烟机3月线上均价1092.3元 增速-10.8%


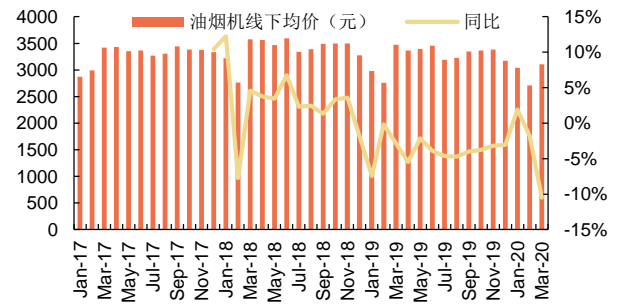
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图46: 油烟机3月线下销量8.9万台 增速-58.7%


资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图47: 油烟机3月线下销售额2.76亿元 增速-63.1%


资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图48: 油烟机3月线下均价3109.5元 增速-10.5%


资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

4. 近期家电年报及一季报点评

4.1 九阳股份: 核心业务稳健成长 协同拓展初显增量

营收盈利双高增, 现金流大幅优化。2019年公司营收93.5亿元, 同比高增14.5%, 其中Q4营收实现31亿元, 同比增速13.4%。2019年归母净利润8.2亿元, 增速9.3%, 其中Q4为2.1亿元, 增速11.5%。全年经营性现金流12.5亿元, 增速高达206.6%, 营收增长及回款改善带来现金流优化。

核心食品加工机、营养煲业务保持高成长性。食品加工机与营养煲系列分占营收的 43.8%和 33.2%，同比分别有 20.2%和 13.3%的较高成长，相较 19 年整体料理机、豆浆机、榨汁机、电饭煲零售额增速分别仅 7.6%、-15.7%、-8.2%、6.6%，公司两大核心业务增速远高于市场平均，竞争格局持续改善。这一方面因公司 19 年产品创新重心的 K 系免手洗豆浆机、Y 系免手洗破壁机、S 系蒸汽电饭煲所构成的 SKY 系列创新推动下，产品技术刺激需求释放，另一方面外销规模扩张下营养煲等业务增厚，从而推动核心产品格局改善。

协同作用下吸尘器、外销业务开启高速发展。在母公司 JS 环球收购 Shark、Ninja 两大优势海外品牌下，九阳+SharkNinja 协同国内外业务初现高增长。其中外品内销的尚科宁家（中国）19 年营收 1.07 亿元，初步覆盖期实现增速 430%；而内品外销下境外销售实现 5.2 亿元，增速达 81.7%，其中协同销售的 SharkNinja(HK)关联交易 3.9 亿元，占总销售额的 4.2%，强力推进海外市场拓展。伴随九阳与 SharkNinja 逐步协同加深、市场推广、渠道成熟，新产品、新区域业务拉动的新增量空间值得期待。

传播升级，渠道融合，多维宣传提升影响力。19 年公司全新品牌主张“悦享健康”发布，品牌定位趋向年轻化，同期签约一线流量明星邓伦为品牌代言人进一步明晰目标群体。在传统媒介传播基础上，推进户外新媒体、社交媒体、垂直媒体等渠道推广，多种新兴模式提升对年轻主力群体的影响力，本次疫情期间组织的“宅居免疫大挑战”活动更是创造亿级自媒体传播影响力。品牌渠道力持续增强，使公司在已具产品技术优势的背景下获得更大边际增长空间。

投资策略：公司核心产品具稳健高成长性，同时海外协同初步兑现增量空间可观，伴随公司对品牌渠道优化，业绩边际进一步提升值得期待。我们给予公司 20-22 年 EPS 预测为 1.28/1.49/1.69 元，对应 PE 为 22/19/17 倍，维持“买入”评级。

4.2 澳柯玛：业务优化盈利爆发 冷链驱动迎高弹性

业务结构优化，盈利爆发式释放。公司全年营收增速 14%，归母净利润增速 176.1%，扣非归母净利润则为 7.4 亿元，增速 108.4%。盈利端的爆发式释放与公司产业优化直接相关，报告期内公司剥离了原有亏损的电动自行车业务，进一步将重心聚焦于“互联网+全冷链”的核心主营战略并实现了医用冷链业务的超预期发展，优化盈利结构，提升资源分配运营效率。公司销售毛利率实现 21.1%同比提升 1.2pct，而净利率更是由 18 年的 1.33%大幅提升至 3.12%，实现了盈利模式的跨步式优化。

制冷业务整体稳健提升，医用超低温规模提升超预期。

- ◆ 公司核心主营冰柜/冰箱业务实现 36.2 亿元，增速达 15.6%，占总营收 56.3%，业务毛利率 15.6%提升 0.88pct，业务毛利占总毛利的 66.2%。
- ◆ 其中高盈利的医用超低温业务成长超预期，对应的澳柯玛超低温子公司营收 1.68 亿元，增速达 87.6%，净利润实现 1591.4 万元，增速高达 146.9%，子公司净利率则实现 9.5%同比提升 2.3pct。
- ◆ 其他主营中小家电业务增速大增 89%，空调、洗衣机业务提升稳健，厨洁具则出现小幅下滑，各业务占总营收的 4.5-8%之间。营收占比低于 1.5%的电动车及自动售货机业务则出现显著下滑。各业务变化进一步证明公司全冷链战略下业务重

心聚焦制冷核心业务，业务优化带动盈利结构优化。

以央视推广为核心进行品牌升级，强力塑造品牌价值。2020年起公司成为央视《星光大道》甄选品牌，在综艺、电影频道大力投放广告，全面开启品牌升级，这也是近年公司最大力度地展开市场推广。以央视推广为核心公司展开营销革新，整合线上线下营销策略，并创新开发京东专卖、网批、C2M、直播带货等销售模式，而商用端进一步整合资源，推进全套制冷解决方案，加快速冻和新零售等新兴市场开发。品牌升级带来的营收提升值得期待。

重大项目持续推进落地，公司加速转型前期投入逐步释放。此前公司在“互联网+全冷链”战略下展开多层项目投入，并于2017年4月募资7.46亿展开全冷链体系建设，且2018年3月再度对项目升级。目前公司项目中超低温智能化工厂、智能物流仓库一期工程、智慧冷链产业园主体土建工程、数字化人力资源项目均已完成。后续工业园升级改造、智能物流仓库二期及三期工程、智慧冷链产业园、创新中心、信息化管控平台等项目也将加速落地。伴随项目推进公司加速转型，有望为业务结构优化、产能供给、内部管理带来长效提升。

食品冷链及医用冷链市场蓬勃发展，公司全冷链战略下有望率先分享红利。近年食品冷链在生鲜电商及跨境贸易的产业级驱动下规模持续增长，疫情影响下新基建也明确对重大冷链物流项目的推进落地，食品冷链的供需矛盾为冷链设备市场配置带来红利；医用冷链方向伴随《生物安全法》的加速推动，医用冷链监管升级、政策释放下设备端有望短期集中需求释放。在冷链主体竞争者有限，尤其医用冷链国内设备全覆盖企业仅有含公司在内的三家的背景下，公司有望在冷链释放下率先分享红利，相关具体分析欢迎参阅我们前期深度报告。

投资建议：疫情影响食品冷链及医用冷链设备短期具释放红利，而公司近年重心全冷链战略下，家电业务短期承压的同时冷链项目持续释放，公司迎来冷链转型节点，盈利结构优化预期下具有高弹性契机。疫情影响下调整后预计公司20-22年归母净利润实现2.7、3.1、4.5亿元，对应EPS为0.34、0.39、0.57元，对应PE为17.6、15.3、10.5倍，维持“增持”评级。

4.3 老板电器：盈利持续优化 产业优势下待市场花开

19 全年主营逆市稳健发展，烟灶盈利能力持续优化。公司19年营收增速4.5%，归母净利润增速7.9%，扣非归母净利润增速9.1%。在整体市场整体偏弱背景下公司保持稳健提升。

- ◆ **厨电整体市场 19 年下滑。**年受地产调控影响，厨电持续低迷，奥维显示线下烟灶消零售额增速分为-11.4%/-8.5%/-18.1%，线上厨电套餐、烟灶增速则为-4.2%/12.6%/26.5%，以线下为主体的厨电市场整体持续下滑。
- ◆ **主营逆市增长。**同期公司烟灶消营收分别实现40.8/18.4/5.6亿元，增速为1.7%/2.9%/12.2%，均实现业绩正向成长。同时次核心多业务成长迅速，整体业务实现逆市增长。
- ◆ **竞争优势地位进一步夯实。**19年线下各主营产品类多居Top1/2，除洗碗机外各品类市场份额占比21-36%，且连续五年蝉联烟机全球销量第一。
- ◆ **主营烟灶毛利率进一步提升，整体盈利能力优化。**烟灶业务全年分别提升

2.3pct/1.6pct 至 58.5%和 56%，带动公司整体毛利率、净利率均提升 0.8pct 分别至 54.3%和 20.8%，资产持续优化。

20Q1 受疫情影响业绩短期下滑，盈利稳中有升以待市场反弹。20Q1 在疫情下公司营收增速-23.8%，归母净利润增速-23.4%，这在烟灶市场全渠道 Q1 增速-52%/-44%的背景下仍具龙头的相对稳定。而值得注意的是，20Q1 公司盈利能力进一步提升，毛利率与净利率同比分别提升 1.7pct 和 0.02pct，于市场承压下保障了赛道的优质，待疫情结束、地产需求释放下业绩将具高提升预期。

地产工程端强势，竣工后续推动厨电释放预期下率先获得红利。19 年精装修厨电市场增速 26.4%快速发展，在当下地产指导政策下精装修市场高概率进一步成长。公司在精装修渠道中 19 年份额 36.3%位居首位，工程渠道营收增速达 90%。而在竣工轮动家电需求年中释放的预期下，公司工程端龙头优势将使其率先获得市场红利。

新品业务蓬勃发展，新项目推进后续长效提升值得期待。公司 19 年除烟灶消主营外的其他各品类整体营收 12.7 亿元，增速 13.8%，较总营收增速的 4.5%起到显著拉动。尤其其中成长性品类的集成灶、洗碗机、一体机分别实现 2.1/1.4/1.3 亿元，爆发式高增 118%/31.8%/3718%，新品战略效果显著。同时公司茅山智能制造科技园项目工程进度已达 47.3%，随着后续项目落地，对公司智能化、集成化高端厨电供给端升级将带来长效促进。

投资建议：公司 19 年实现逆市双增，20Q1 虽受疫情影响业绩下滑，盈利能力持续强化，伴随后续竣工轮动厨电需求释放，公司具工程端优势下有望率先获利。疫情影响下调整预计公司 20-22 年归母净利润实现 17.7、20.5、22.7 亿元，对应 EPS 为 1.87、2.16、2.39 元，对应 PE 为 16.9、14.6、13.2 倍，维持“买入”评级。

4.4 小熊电器：逆市高增 创新多元下研发生产优化可期

营收逆市高增，线上小家电小而美品类迎可选爆发契机。19 年公司营收增速 31.7%，其中 19Q4 实现 9.7 亿元增速 33.8%；20Q1 在整体家电市场受疫情影响零售腰斩的背景下，公司营收再度逆市增长 17.3%，这与公司定位在发展尚不充分的小而美小家电赛道密切相关。

- ◆ **创意小家电市场地位夯实。**公司作为小家电头部品牌，规避了“美九苏”份额垄断的传统小家电市场而定位创新型小品类，2019 年小熊电饭煲、打蛋器、养生壶等在天猫排行均居第一，同时电炖盅、酸奶机、加湿器、暖奶机等等创新功能小家电成为公司的持续动力。
- ◆ **主营各品类全面开花。**公司厨房小家电中电动、锅煲、壶类、西式，生活小家电等主营业务 19 年增速均保持在 30%左右及以上，其他新型小家电在低基数下更是增长 14 倍，公司品牌升级下各赛道成长迅速。
- ◆ **疫情下线上可选消费赛道迎爆发。**疫情下公司电饭煲需求翻倍式暴涨，同时宅居消费者对细分西式小家电关注度高增，在公司创意颜值产品及高性价比的定位下，率先获得线上可选赛道高增红利，推动 Q1 业绩释放。

盈利能力强势优化，主因成本红利及期间费用调整。19 年全年公司毛利率及净利率分

别提升 1.8pct/0.9pct 至 34.3%和 10%，20Q1 毛利率和净利率同比再次提升 1.4pct/5pct 实现 35.6%和 13.9%。盈利提升一方面是由于主要原材料塑料等价格持续下滑所带来的红利，另一方面疫情导致公司推广费用投放滞后，20Q1 销售费用率下降 2.5pct 至 11.4%，同期管理费用率下降 0.5pct 至 2.65%，费用降低带来 Q1 净利率的大幅增长。

创新主导多品类发展策略，研发、生产优化下有望长效获益。公司品类多样化，以创新功能为主的新型小家电层出不穷，Q1 公司进一步成立婴童用品子公司及深圳研发中心，对细分领域进一步加大投入，抢先占据新兴赛道。19 年公司研发占比提升 0.53pct 达到 2.85%，研发费用增速 61.5%，产品技术驱动力持续强化。而经上市募资产能扩张，目前均安一期厂房建设及注塑车间已投入建设，并将后续对大良五沙极低及注塑一期进行投入，伴随供给端产能释放，将对公司多品类、高增规模带来长效助力。

投资建议：公司所在创意小家电市场在疫情期间需求高增，多品类、小而美、线上主导、高性价比等因素助力公司业务释放，在成本红利下公司盈利持续释放，伴随当前研发及生产的投入及优化，公司具备长期增长空间。预计公司 20-22 年归母净利润实现 3.7、4.6、5.4 亿元，对应 EPS 为 3.1、3.8、4.5 元，对应 PE 为 35.1、28.1、23.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

4.5 美的集团：困境历强者 坚韧路远行

19 年业绩稳健盈利优化，20Q1 承压下份额提涨。19 年全年公司总营收增速 6.7%，归母净利润增速 19.7%；其中 19Q4 营收增速 5.9%，归母增速 24.2%；20Q1 承压下营收增速-22.7%，归母增速-21.5%，公司提额整体市场增速。

- ◆ **19 年家电市场低速震荡下各主营业务稳健。**相较整体市场空冰洗厨、生活电器等零售额增速的-3.4%/-1.2%/1.2%/-0.6%/3.6%，公司家电主营暖通空调及消费电器分别增速 9.3%/6.3%，核心品类跑赢市场实现份额优化，各产品线线上线下份额除部分大厨电外均保持 Top1、Top2 的优势地位。
- ◆ **19 年盈利优化，受益于成本红利、增值税改及海外结构改进。**19 年毛利率、净利率分别提升 1pct/0.9pct 至 29.2%/10.6%。一方面受益于 18Q3 开始原材料冷轧板、铜铝、塑料等降价红利及增值税率下调，另一方面占比 42%的海外业务毛利率提升 2pct，海外产品结构优化带来税前利润提升。
- ◆ **20Q1 市场承压下业绩坚韧，主品类份额显著提升。**疫情影响下 Q1 市场的空冰洗全渠道同比分为-61%/-28%/-35%，承压下公司营收变化仅-22.9%，积极应对变化主营发展强韧。Q1 公司空调线上线下份额分别提升 13.5pct/ 5.8pct 至 44.9%/37.3%，冰洗份额也提升在 1.5pct 上下，其他家电份额提升超 3pct，承压市场下龙头格局持续强化。

线上渠道持续发力，创新营销以战疫。19 年公司全网规模近 700 亿，同比增速超 30%，天猫、京东、苏宁等核心平台家电全品类规模保持首位。疫期渠道加速向线上转移 Q1 线上收入占内销份额达 45.6%，20Q1 全网规模实现 135 亿元，保持强健增速 11.7%，公司疫情期间积极创新，以微信营销、直播引流、秒杀活动等新模式 Q1 强韧业绩。

高端布局初显，份额提升助力长效盈利优化。在公司多品牌细分布局战略下，19 年线上线下高端空调市场份额提升 11.8pct/10.1pct 至 13%/13.9%，高端洗衣机提升 2.7pct/2.3pct 至 7.6%和 20.8%，高端冰箱提升 1.8pct/2.5pct 至 2.9%/6.6%，伴随高端市场后续发力产品盈利结构有望长效提振。

研发投入持续加码，系统性研发网络筑基石。19 年研发费用 96.4 亿元，增速 15.1%，占比提升 0.23pct 至 3.46%，构建全球化“4+2”研发体系，全年发明专利授权成果位居家电第一，同时“三个一代”多层次研发模式保证长期产品技术优势。

机器人业务整合转型，工业自动化体系进一步完善。受全球工业机器人市场负面影响，各主营中机器人及自动化业务为仅有承压项，19 年营收增速-1.9%，毛利率下滑 2.1pct 至 20.8%。期间公司加快推动库卡中国业务整合，拓展工业、电子、医疗、物流、服务等新业务，并拟收购合康新能控股权，进而提升工业变频器、伺服系统，完善公司工业自动化完整解决方案的核心拼图。机器人业务后续转型提振值得期待。

投资建议：20Q1 市场困境下公司始终积极沉稳应对，实现远超市场平均的相对增速，强大抗压能力保证了其竞争格局优化，业绩具备较高确定性。预计公司 20-22 年归母净利润实现 250.4、288.7、343.8 亿元，对应 EPS 为 3.6、4.2、5 元，对应 PE 为 14.5、12.6、10.6 倍，维持“买入”评级。

4.6 格力电器：承压触底 静待否极泰来

营收盈利承压双降，Q1 业绩受损超市场预期。公司 19 年总营收增速 0.24%，归母净利润增速-5.8%；其中 19Q4 总营收为 438.3 亿元，同比-12.3%，归母净利润为 25.8 亿元，同比-49.3%。20Q1 疫情受挫下总营收增速-49%，归母净利润同比-72.5%。

- ◆ 19 年前期未发力，Q4 线上促销，但基数及库存压力下出货承压。整体 19 年因重心混改前三季度公司并未大力促销，19Q4 先后“三十亿让利”“百亿大让利”打开线上布局，11、12 月线上零售规模分别提升 118.7%、114.7%，但在 18Q4 高基数及库存压力下出货端仍承压略减。
- ◆ 20Q1 调低预期释放压力，跌幅仍超市场预期。Q1 后期公司公开业绩减损调低预期，并以增加销售返利的形式支持线下经销商，以 Q1 营收盈利损失来释放渠道压力。但客观来说虽然市场在疫情及库存基础下对公司 Q1 业绩已有下调，但营收盈利下滑幅度仍超市场预期。

短期竞争加剧或难避免，四月起促销大力启动营收率先修复。公司原有促销推迟，至四月中旬后开启“万人空巷”“红四月”“超级品牌日”等促销活动，且降价由此前低端机扩大至全覆盖，均价下探力度空前，至四月中旬零售价格与美的差距已至 500 元内。短期全市场业绩压力下价格探底竞争激烈或难避免，伴随公司 Q2 份额修复预期及旺季需求集中释放，营收端有望率先提振。

线上渠道初开，Q1 线上份额提升夯实地位。19Q4 大促初步打开公司线上布局，双十一期间公司全品类全网销售超 41 亿元，增速 200%。20Q1 疫情下加剧市场渠道的线上转移，公司 Q1 空调线上份额提升 4.3pct 至 22.3%，进一步夯实线上渠道地位。后续渠道协作下的线上业务成长值得期待。

海外业务占比尚低，一定程度减弱海外疫情风险。19 年公司外销主营占比仅 10.5%，

在家电龙头中外销比例较低。一方面当前海外疫情爆发需求后延下调，另一方面国内疫情控制内销需求修复乃至反弹预期，公司高内销占比业务结构一定程度规避了海外风险增强业绩确定性，但客观而言仅减少损失并非提振。

能效升级提升长效盈利空间，助力公司产品竞争力展现。伴随后续空调能效升级的落地，市场产品结构升级有望推动产业盈利释放，同时系统性技术要求提升将凸显公司高端产品技术优势，提升公司产品竞争力。公司后续在产业升级后盈利端修复释放值得期待。

疫情压力下短期分红低于预期，中长期分红及股权激励值得期待。19 年度利润分配方案供给派发现金 72.2 亿元，股息率为 2.17%，分红率为 29.2%，略低于市场预期。如计入回购资金（30 亿-60 亿元）则分红率为 41.4%-53.5%。疫情下公司为后续运营留存更多资金空间，中长期分红及后续股权激励预期仍值得期待。

投资建议：公司短期受疫情及库存影响营收盈利下滑超市场预期，但短期业绩承压下不改公司稳固地位，长期投资逻辑及股权激励预期下，公司具穿越周期价值。受短期疫情影响调整预计公司 20-22 年归母净利润实现 213.6、262.7、303.4 亿元，对应 EPS 为 3.6、4.4、5 元，对应 PE 为 15.6、12.7、11 倍，维持“买入”评级。

4.7 海尔智家：份额逆市提升 高端化全球化长效推动

19 年业绩稳健，20Q1 营收平缓盈利受损。19 全年公司总营收增速 9.1%，归母净利润增速 9.7%，扣除物流业务出表等带来的非经常性损益后归母净利润增速-12.7%；其中 19Q4 营收 518.7 亿元，增速 13%，归母净利润 4.3 亿元，同比-67.2%，主要系 Q4 销售费用中促销费用大幅增加、Candy 并购带来的信用减值损失、子公司增加的资产处置收益等波动所致。20Q1 营收同比-11.1%，而归母净利润同比-50.2%。

- ◆ **19 年各主要产品市场份额全线提升。**中怡康数据显示 19 年冰洗空热厨、净水器等各主营业务线上线下份额均实现提升，冰洗线上线下份额更是达第二名的 2 倍以上，龙头优势持续强化。
- ◆ **多品类营收稳健提升，海外市场增长及盈利能力改善提振。**19 年冰洗空热厨市场规模分别增速 1%/-0.6%/-3.6%/-3.5%/-3%，公司除空调业务收入增速下滑外，各业务增速均大幅领先市场。而区域看，占比 47%的海外业务增速 21.7%提领整体增速，且海外毛利率增加 1.7pct，税前利润率提升 0.3pct 至 2.8%，盈利能力改善带动整体优化。
- ◆ **20Q1 营收坚韧盈利受损，主因降价以提升份额所致。**奥维云网数据，疫情下 Q1 白电及厨卫行业零售额下滑 44%，而公司 Q1 冰洗空热份额提升在 2-6pct 不等，其直接驱动来自于公司均价下调幅度较市场均价下调多 3-10pct，积极价格战略刺激销量提升，竞争格局优化带动公司 Q1 营收企稳盈利受损。

高端市场卡萨帝扩张，高盈利业务持续释放。公司独具优势的高端卡萨帝 19 年净收入 74 亿元，增速 29%，其中冰洗空热厨增速分为 27%/14%/130%/30% 30%，其中洗衣机上半年受新工厂产能爬坡受损，下半年产能恢复后增速 30%。同时卡萨帝高端地位稳固，万元以上冰洗份额分为 40%、75.5%，万元空调份额则由 13.3% 升至 16.2%。伴随高端市场扩张，卡萨帝竞争优势下率先分享产业红利，高盈利市

场推动公司盈利能力提升。

全球化区域结构下增速稳健。19年并入Candy后公司海外市场实现收入941亿元，海外份额达47%，收入增速21.7%，海外利润增速则达30%，各区域北美、欧洲、南亚、东南亚、澳新、日本增速分为9.7%/267%/6%/16%/10%/5.8%，在同期内销同比-0.43%之下，外销多元区域需求保证公司稳健释放。

生产渠道多维变革，模式拓展下运营效率提升。公司生产以模块设计SKU精简方式提升运营效率，同时供应链建立营销、物流、售后、信息四网融合的运营体系，并以统仓统配的全国落地及统一配送模式的样板复制切入，推进零售体系的转型落地，伴随模式的普及推进，对公司组织运营的提振值得期待。

投资建议：在市场承压下公司份额持续扩张，积极价格战略推动竞争优化，伴随高端化释放盈利及全球化稳健规模，公司长期成长确定性较强。疫情下调整公司20-22年归母净利润实现74.7、91.8、100.1亿元，对应EPS为1.14、1.39、1.52元，对应PE为13.6、11.1、10.2倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

原材料价格大幅波动；

疫情控制不及预期；

房地产修复不及预期。

研究助理简介

秦一超，家电及轻工首席研究员，2018年wind平台影响力家电行业第三名。浙江大学学士及硕士学位，曾就职于德州仪器任职东亚区域国际家电企业客户经理，具备家电行业产业链深入实业经验及理解研究。2018年初于东兴证券负责家电行业研究。2019年3月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上