

# 家用电器

## 疫情之下，迎接真正个股 alpha 时代——家电行业二季度策略，暨 2019 年报&2020 年一季报总结

尽管疫情在一季度的突发，打乱了不少企业的经营节奏，但从财报季的综合表现复盘来看，我们认为，疫情的出现只是加速洗牌，家电行业较多领域已经进入存量竞争时代，个股趋势分化已经十分显著，依赖行业的需求 beta 的时代已经过去，迎接真正个股 alpha 时代！

**行业性需求表现疲软。**Q4 尽管存在双十一和双十二等大型促销活动，但行业性需求疲软的趋势已经体现。主要原因可归纳为以下两点，一是竣工的拉动作用尚未体现，地产销售的复苏微弱，二是前期的贸易冲突等各类宏观因素在逐渐影响消费者购买力。均价下行+零售量下滑直观反映了需求的疲软，特别是曾经被认为仍具有成长空间的空调、厨电品类，在 19 年也面临着短期成长压力。

**Q2 是否会带来反弹？还是反转？**疫情影响之下，宏观环境的压力加剧，导致居民的可支配收入会凸显压力，从而或将影响消费能力，目前谈需求反转还为时尚早，但被抑制的需求出现阶段性反弹的概率较大，我们认为，对于反弹建议关注以下三个逻辑：1）消费各类刺激政策在出台，边际改善仍有希望；2）地产竣工后周期的需求在经过一个季度的累积后，在后续 2-3 个季度将会有所体现，值得跟踪与关注；3）天气因素仍是板块的重要扰动因素，但与往年不同，防治疫情仍是目前的关注重点，因此对于办公楼内的中央空调开启问题，对于正常需求或许会有所扰动。

**Alpha 时代的到来，意味着细分市场玩家的乐园开启。**我们更前瞻的去，进入二季度的新阶段，疫情并非我们重点关注的核心因素，我们更需要关注的是板块下的行业性机会，以及个股公司的差异化表现。我们在 19 年 10 月的报告《细分市场的崛起——消费新趋势观察一》中早早提出各个子行业的细分市场化的趋势正在崛起的观点。另外，在大的渠道玩法中，同样出现了结构性变化，2B 市场的逐渐发展壮大，最终带动厨房大家电、白电空冰洗、照明等板块的变化。

**宏观环境重压之下，改革压力凸显。**延续上一个问题，既然玩法在变化，公司改革势在必行。探究厨房小家电企业的成功，可以归因到抓住结构性需求，但回到问题本质，仍是企业在做好组织架构变革。我们曾在 2019 年年初的年度策略《2019 年度策略报告：放下短期焦虑，让我们看一看远方》报告中首次提出家电企业的数字化转型。与此同时，19 年也的确给予一些公司带来改革的机遇，国企改革被提上日程，例如格力电器、海信视像等，进一步激发企业活力与改革动力。

**布局未来的公司：不浪费每一次危机。**板块内几乎所有公司 19 年研发费用都是同比提升的，可见家电行业内的公司对于投资未来技术的选择是十分坚定的，包括数字化、智能化制造、智能家居、产品技术提升等。利用股价调整期，顺势推出股权激励的公司或者各类的员工激励方式。

**投资建议：**进入 Q2，国内疫情的好转会带来内销家电零售市场的逐步恢复，沿着去年年底竣工数据好转的逻辑看，厨电和白电的需求预计在二季度会有所反馈，且考虑滞后性的影响，预计会在三季度进一步显示，考虑到海外疫情对于估值的压制影响，因此我们建议积极关注内销占比高的厨电板块，提示关注白电板块二季度有望出现反弹。

**风险提示：**宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险等。

证券研究报告

2020 年 05 月 13 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516100008

caiwenjuan@tfzq.com

卢璐

联系人

llu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《家用电器-行业研究周报:节日消费政策刺激全渠道销额提升，4 月线上边际销额改善——2020W18 周观点》2020-05-10

2 《家用电器-行业研究周报:消费“恢复性反弹”逐渐显现，广东省推出家电下乡行动助力消费——2020W17 周观点》2020-05-06

3 《家用电器-行业研究周报:全渠道周度数据变暖，国美苏宁率先响应上海提振消费措施——2020W16 周观点》2020-04-27

## 内容目录

行业性需求表现疲软 .....	6
Q2 是否会带来反弹？ 还是反转？ .....	9
Alpha 时代的到来，意味着细分市场玩家的乐园开启 .....	10
宏观环境重压之下，改革压力凸显 .....	12
疫情之下，谁目前的“家底”更好？ .....	13
布局未来的公司：不浪费每一次危机 .....	16
投资建议 .....	18
2019 年报&2020 年一季报总结 .....	18
1. 概览：行业景气度承压，具体公司表现分化 .....	18
2. 白电：整体需求处于弱周期，龙头公司韧性较强 .....	19
2.1. 利润表方面 .....	21
2.2. 资产负债表&现金流方面 .....	25
3. 厨电：19 年整体承压，20Q1 受疫情影响较为显著 .....	27
3.1. 利润表方面 .....	29
3.2. 资产负债表&现金流方面 .....	35
4. 小家电：厨房小家电类公司整体表现较好 .....	37
4.1. 利润表方面 .....	38
4.2. 资产负债表&现金流方面 .....	40
5. 黑电：国内零售市场下滑明显，龙头公司出货表现好于行业平均 .....	42
5.1. 利润表方面 .....	44
5.2. 资产负债表&现金流方面 .....	47
6. 零部件：下游需求不振，原材料价格下滑提升毛利率 .....	49
6.1. 利润表方面 .....	49
6.2. 资产负债表&现金流方面 .....	53

## 图表目录

图 1：19 年末销售增速及竣工增速“剪刀差”出现收窄（单位：%） .....	6
图 2：白电线下零售量增速情况 .....	6
图 3：空冰洗均价增速情况 .....	7
图 4：烟灶零售量增速情况 .....	7
图 5：烟灶均价增速情况 .....	7
图 6：空调零售量份额变化 .....	8
图 7：冰箱零售量份额变化 .....	8
图 8：洗衣机零售量份额变化 .....	8
图 9：九阳、新宝、科沃斯跨界 IP 合作款产品 .....	10
图 10：疫情期间厨房小家电需求同比上涨比例 .....	11
图 11：直播带货，社交媒体产品推广 .....	12
图 12：18 年 vs19 年 1-9 月精装修市场部品配置率 .....	12

图 13: 业务驱动方式的改变	13
图 14: 20Q1 经营性净现金流为正的公司 (单位: 亿元)	14
图 15: 公募基金重仓股行业配置占比	15
图 16: 外资持股占比	16
图 17: 研发费用 19 年在 5 亿元以上的公司以及其研发费用率 (单位: 亿元)	16
图 18: 分板块资本开支的增速情况	17
图 19: 家电行业单季度收入及增速情况 (单位: 亿元)	18
图 20: 家电行业单季度归母净利润及增速情况 (单位: 亿元)	19
图 21: 2019 年以来空调内销&外销增速表现 (单位: 万台)	20
图 22: 2019 年以来冰箱内销&外销增速表现 (单位: 万台)	20
图 23: 2019 年以来洗衣机内销&外销增速表现 (单位: 万台)	20
图 24: 空冰洗零售量增速情况	21
图 25: 白电板块及板块内重点公司单季度收入增速情况	21
图 26: 白电板块中其他公司单季度收入增速情况	22
图 27: 20Q1 白电板块下各公司单季度收入规模及增速情况 (单位: 亿元)	22
图 28: 2019 年白电板块下各公司外销收入占比情况	23
图 29: 白电板块及板块内重点公司单季度归母净利润增速情况	23
图 30: 19 年油烟机线下销售承压 (单位: %)	27
图 31: 19 年燃气灶线下零售端销售增速 (单位: %)	27
图 32: 19 年以来油烟机线下均价走势 (单位: 元/台)	27
图 33: 19 年以来燃气灶线下均价走势 (单位: 元/台)	28
图 34: 油烟机线上销售情况显著好于线下	28
图 35: 烟灶消套装线上销量增速在 19Q1 及 19Q4 达到顶峰	28
图 36: 自 19 年起油烟机线上均价变化 (单位: 元/台)	29
图 37: 厨电板块 19 年营收同比小幅下降 (单位: 亿元)	29
图 38: 钢材价格自 19 年起持续下降	30
图 39: 厨电板块个股营收及增速情况 (单位: 亿元)	30
图 40: 19Q4 营收全年表现最佳	31
图 41: 各厨电公司季度收入增速 (单位: %)	31
图 42: 厨电板块 20Q1 受疫情影响较大 (单位: 亿元)	31
图 43: 20Q1 整体厨电板块受疫情影响显著 (单位: 亿元, %)	32
图 44: 19 年厨电行业归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	32
图 45: 老板电器归母净利润增速显著 (单位: %)	33
图 46: 老板电器归母净利润增速显著 (单位: %)	33
图 47: 各公司毛利率变化情况 (单位: %)	34
图 48: 小家电及各子版块营收增速及变化	38
图 49: 小家电各子版块归母净利润增速及变化	38
图 50: 全球 TV 出货量及增速情况	43
图 51: 全球 TV 代工出货量及增速情况	43
图 52: 国内彩电市场零售量与零售额	43
图 53: 国内彩电零售市场均价	44

图 54: 黑电行业营收增速 .....	44
图 55: 黑电板块企业季度营收增速情况 .....	45
图 56: 电视面板价格情况 (单位: 美元/片) .....	45
图 57: 黑电板块企业毛利率 .....	45
图 58: 黑电板块企业年度归母净利率 .....	46
图 59: 黑电板块企业季度归母净利率 .....	46
图 60: 家电行业零部件销量情况 (万台/万套, %) .....	49
图 61: 2019 年家电零部件板块企业年度营收增速情况 .....	49
图 62: 家电零部件板块重点公司季度营收增速情况 .....	50
图 63: 零部件板块企业毛利率 (%) .....	50
图 64: 2019 年家电零部件板块企业归母净利率 .....	51
图 65: 家电零部件板块重点公司季度归母净利率 .....	51
表 1: 广东省 2020 年家电下乡专项行动参与企业名单 .....	9
表 2: 中央空调替代方案 .....	9
表 3: 各公司渠道变化 .....	11
表 4: 20Q1 中利润增速快于收入或接近的公司列表 .....	14
表 5: 板块中在手现金/市值比值在 20% 以上的公司 (单位: 亿元) .....	15
表 6: 家电公司推出股权激励计划 .....	17
表 7: 白电板块主要财务指标变动情况 .....	24
表 8: 白电板块中各公司在手现金 (单位: 亿元) .....	25
表 9: 存货周转天数情况 (单位: 天) .....	25
表 10: 应收票据及账款周转天数情况 (单位: 天) .....	26
表 11: 应付票据及账款周转天数情况 (单位: 天) .....	26
表 12: 经营性净现金流情况 (单位: 亿元) .....	26
表 13: 各公司毛利率变化情况 (单位: %) .....	33
表 14: 各公司主要利润财务指标变化情况 (单位: %) .....	34
表 15: 各公司 19 年 & 20Q1 费用率变化情况 (单位: %) .....	35
表 16: 厨电板块中各公司在手现金 (单位: 亿元) .....	35
表 17: 存货周转天数情况 (单位: 天) .....	36
表 18: 应收账款周转天数情况 (单位: 天) .....	36
表 19: 应付账款周转天数情况 (单位: 天) .....	36
表 20: 经营性净现金流情况 (单位: 亿元) .....	37
表 21: 小家电各子版块毛利率及变化 .....	39
表 22: 板块费用率情况 .....	39
表 23: 小家电各公司销售费用及同比 (单位: 亿元, %) .....	39
表 24: 小家电各公司广告费用投入情况 (单位: 亿元, %) .....	40
表 25: 小家电各公司在手现金 (亿元) .....	40
表 26: 存货周转天数 (天) .....	41
表 27: 应收账款周转天数 (天) .....	41
表 28: 应付账款周转天数 (天) .....	42

表 29: 公司经营活动产生的现金流量净额 (亿元) .....	42
表 30: 黑电板块企业费用率变化情况 .....	47
表 31: 黑电板块企业在手现金情况 (亿元) .....	47
表 32: 黑电板块企业存货周转天数 (天) .....	48
表 33: 黑电板块企业应收账款周转天数 (天) .....	48
表 34: 黑电板块企业应付账款周转天数 (天) .....	48
表 35: 黑电板块企业经营活动现金流净额 (亿元) .....	48
表 36: 零部件板块企业费用率情况 .....	52
表 37: 家电零部件板块企业在手现金情况 (亿元) .....	53
表 38: 家电零部件板块企业存货周转天数 (天) .....	53
表 39: 家电零部件板块企业应收账款周转天数 (天) .....	54
表 40: 家电零部件板块企业应付账款周转天数 (天) .....	54
表 41: 家电零部件板块企业经营活动现金流净额 (亿元) .....	55

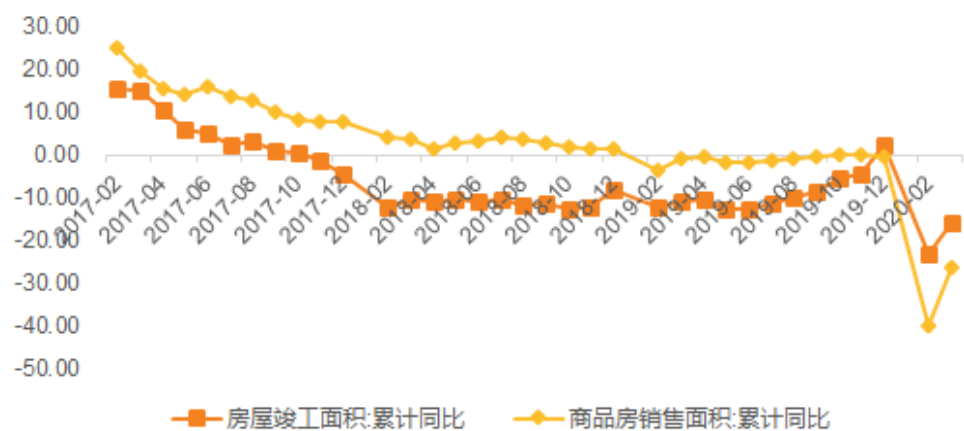
尽管疫情在一季度的突发，打乱了不少企业的经营节奏，但从财报季的综合表现复盘来看，我们认为，疫情的出现只是加速洗牌，家电行业较多领域已经进入存量竞争时代，个股趋势分化已经十分显著，依赖行业的需求 beta 的时代已经过去，迎接真正个股 alpha 时代！

## 行业性需求表现疲软

Q4 尽管存在双十一和双十二等大型促销活动，但行业性需求疲软的趋势已经体现。主要原因可归纳为以下两点：

1) 竣工的拉动作用尚未体现，地产销售的复苏微弱。考虑到在房屋装修环节中购买家电的滞后性，我们之前判断地产对于家电行业的带动作用将在 2020 年一二季度体现出来，但由于疫情的突发因素，房屋装修的停滞直接导致行业复苏进一步延后。随着复工复产的进程逐步向好，我们认为这部分的需求将从 20Q2 开始陆续恢复。

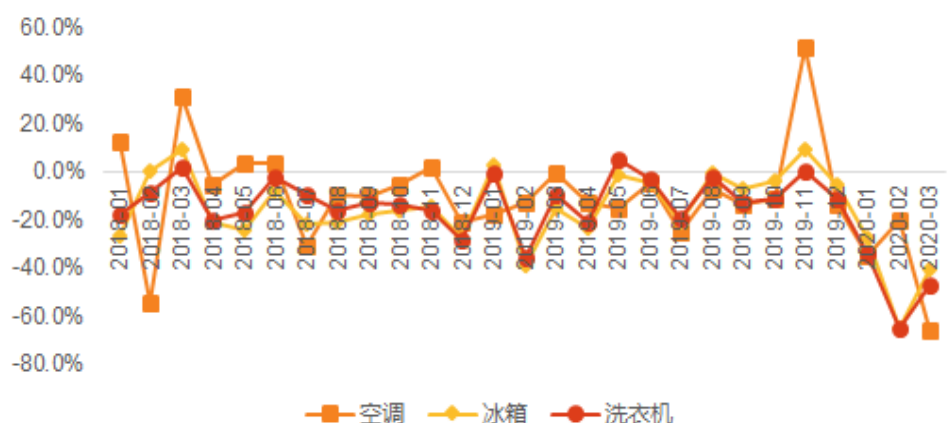
图 1：19 年末销售增速及竣工增速“剪刀差”出现收窄（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

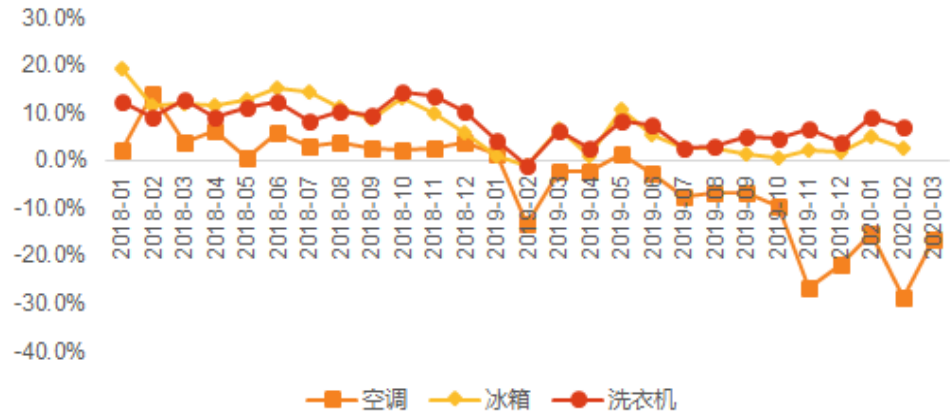
2) 前期的贸易冲突等各类宏观因素在逐渐影响消费者购买力。从零售端数据看，18 年以来空冰洗及烟灶线下增速多保持负增长。同时结合均价的表现，空调自 19 年开始均价下行，且全年主要集中出现两次价格战，分别是 3 月美的在原材料红利下采取的主动降价策略以及 11 月格力百亿补贴让利，尤其是 11 月，降价力度和宣传力度都极大的短期提振零售量，冰洗均价尚处于微升阶段，但相较于 18 年幅度有所收窄，厨电同样在 19 年进入一个均价下行的阶段。

图 2：白电线下零售量增速情况



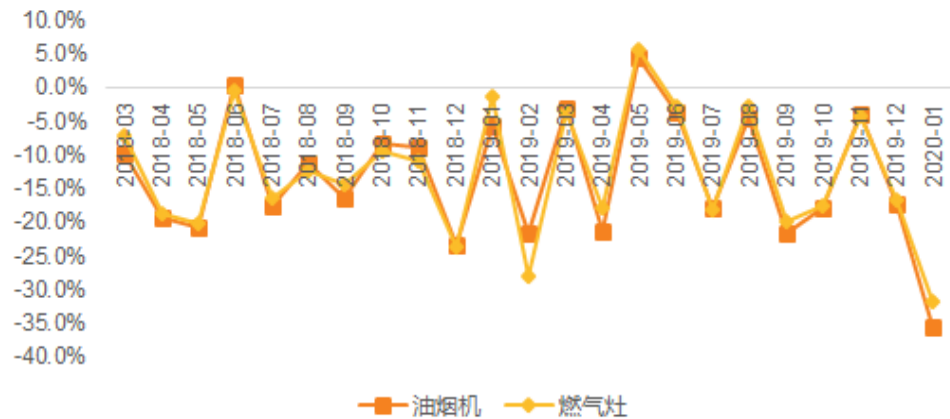
资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 3：空冰洗均价增速情况



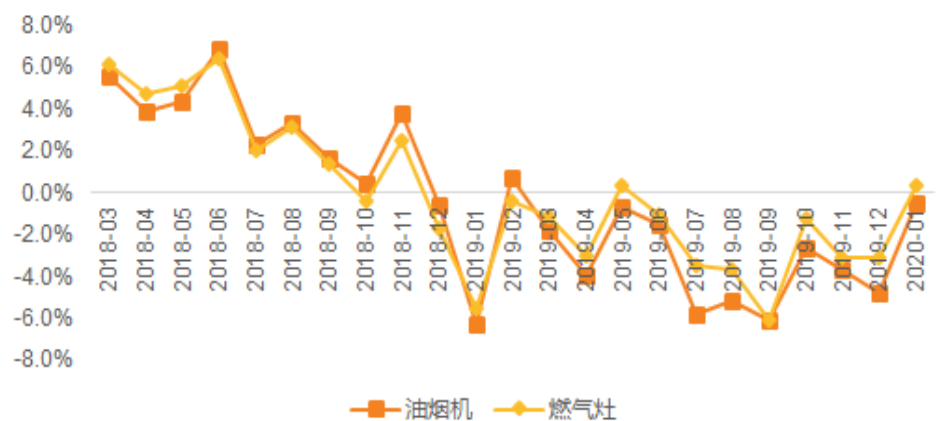
资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 4：烟灶零售量增速情况



资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 5：烟灶均价增速情况

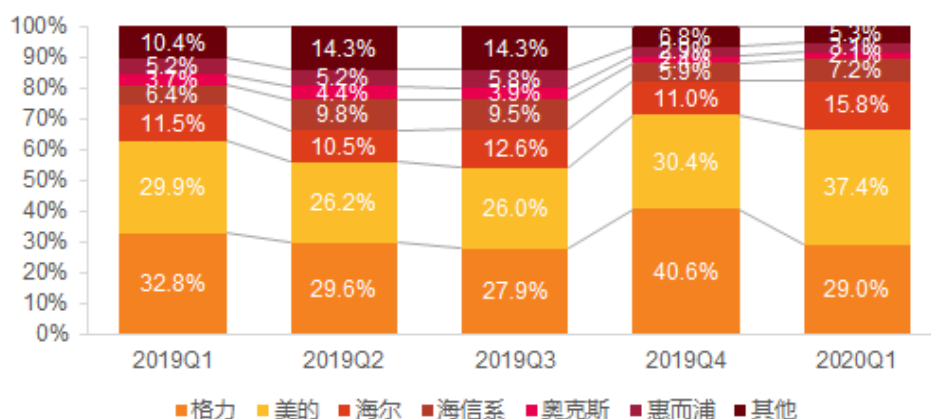


资料来源：中怡康，天风证券研究所

均价下行+零售量下滑直观反映了需求的疲软，特别是曾经被认为仍具有成长空间的空调、厨电品类，在 19 年也面临着短期成长压力。尤其是对于一二三线城市来说，存量竞争时代的拉开意味着行业竞争的加剧，中小品牌的压力进一步凸显。这些因素已经在 Q4 体现出来，并不单纯受到疫情影响，而在这次疫情影响之下，分化程度可能不断加剧。尤其是空调，19Q4 一线品牌开启价格战，份额明显提升，疫情期间龙头地位更加强势，奥克斯（线上份额更大）、惠而浦等中小品牌销量线下份额受到明显压制。冰箱品类同样出现类

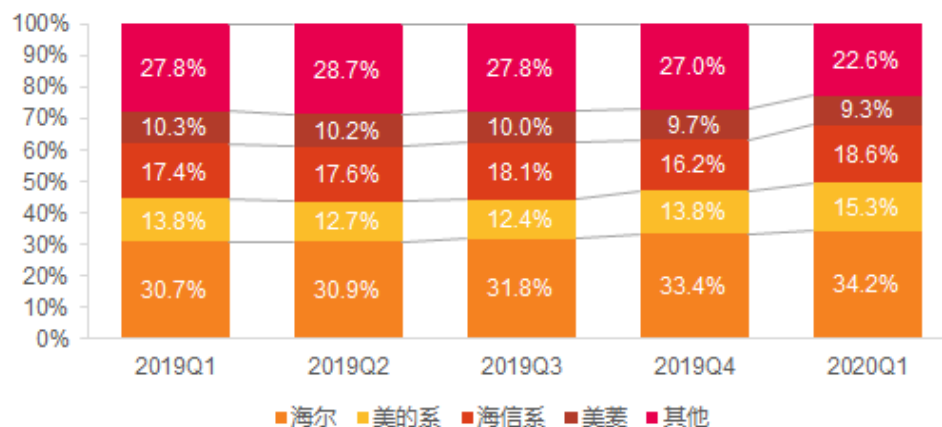
似变化，在 20Q1 强势品牌的份额继续提升。

图 6：空调零售量份额变化



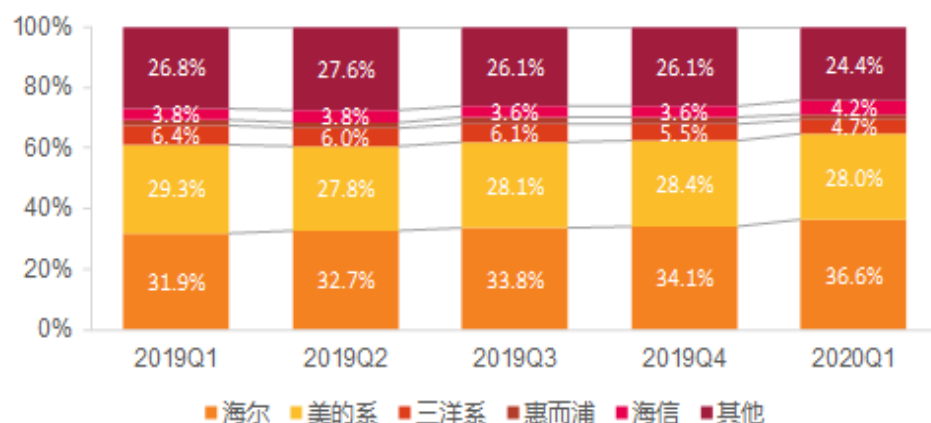
资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 7：冰箱零售量份额变化



资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 8：洗衣机零售量份额变化



资料来源：中怡康，天风证券研究所

## Q2 是否会带来反弹？还是反转？

我们认为，疫情影响之下，宏观环境的压力加剧，导致居民的可支配收入会凸显压力，从而或将影响消费能力，目前谈需求反转还为时尚早，但被抑制的需求出现阶段性反弹的概率较大，我们认为，对于反弹建议关注以下三个逻辑：

1) 消费各类刺激政策在出台，边际改善仍有希望。目前广东省已推出 20 年家电下乡专项行动助力家电消费，安排 5.8 亿元用于家电下乡补贴资金，主要涉及品类为 4K 电视机、空调、洗衣机、冰箱、电脑、手机、电饭煲、热水器八类家电下乡产品补贴。

表 1：广东省 2020 年家电下乡专项行动参与企业名单

品类	参与企业
4K电视机	兆驰、海信、康佳、TCL
空调	格力、美的、志高、创维
洗衣机	海尔、格力、海信、东菱威力
冰箱	海尔、美的、奥马、格力、夏普
电脑	TCL、联想、七喜电脑、神舟
手机	格力、邮电器材集团
电饭煲	TCL、长虹美菱、夏普、格力
热水器	万家乐、美的、华帝、海信、格力

资料来源：广东省商务厅，天风证券研究所

2) 地产竣工后周期的需求在经过一个季度的累积后，在后续 2-3 个季度将会有所体现，值得跟踪与关注。疫情更多是暂时性的影响因素，站在 6-12 个月的纬度向后看，边际性好转概率较大，理由我们在之前的报告《新冠肺炎疫情对家电行业的影响：危机 or 契机？》中也多次强调过，家电作为耐用消费品的核心需求是会有更新，具有可持续性，因此需求落实是有滞后性的而非消失。

3) 天气因素仍是板块的重要扰动因素，但与往年不同，防治疫情仍是目前的关注重点，因此对于办公楼内的中央空调开启问题，可能各有所不同，这对于正常需求或许会有所扰动，例如有条件的区域用家用空调、移动空调、风扇类产品代替中央空调需求。

表 2：中央空调替代方案

解决方案	图例	价格	安装流程	优点	缺点
加装新风系统及关闭回风阀		根据品牌和适用面积等不同，一千元到数万元不等	需工人上门安装	<p>提高空气质量：通过风机和气流控制系统的作用，新风系统将室内的污浊空气排出，把新鲜的空气 24 小时不间断送入室内，使密闭空间的空气能得到不断的更新。通过关闭回风阀可避免新风与回风的混合。</p> <p>过滤灰尘：新风系统具有空气净化过滤功能，能够滤除新鲜空气中的各种细菌、颗粒物和有害物质。</p> <p>降噪防盜：新风系统不用开窗即能实现 24 小时通风换气，能够很好的防噪、防灰尘、防盜。</p> <p>可操作性强：由专业工人安装后，使用时无需个人再做任何操作。</p>	不能完全阻断不同空间空气流通；价格昂贵。
移动空调		几百元到数千元不等	需个人安装排风管到窗外	<p>灵活、便捷、小巧；</p> <p>免安装：无需人工上门安装，无需打孔；</p> <p>避免不同空间空气流通：由于移动空调在单一空间使用，可避免不同空间空气流通。</p>	<p>制冷范围有限；</p> <p>疫情结束后实用性不强；</p> <p>需占用一定空间；</p> <p>大规模使用可能造成用电系统压力。</p>
冷风机(加水式/加冰式)		几百元不等	免安装	<p>使用便捷，免安装；</p> <p>疫情结束后，可在家中继续使用；</p> <p>价廉便宜。</p>	<p>制冷效果有限；</p> <p>制冷范围较小；</p> <p>每隔一段时间需加水或加冰。</p>
静音风扇		几十到几百元不等	免安装	<p>使用便捷，免安装；</p> <p>疫情结束后，可在家中继续使用；</p> <p>价廉便宜。</p>	<p>制冷效果差；</p> <p>制冷范围较小；</p> <p>有一定噪音。</p>

资料来源：天猫，天风证券研究所

## Alpha 时代的到来，意味着细分市场玩家的乐园开启

我们更前瞻的去看，进入二季度的新阶段，疫情并非我们重点关注的核心因素，我们更需要关注的是板块下的行业性机会，以及个股公司的差异化表现。行业本身尤其是大家电，早已进入存量竞争阶段，不同的选择、前瞻的布局终将成为后续公司的胜负手，而在 19 年我们已多次窥见一些征兆，此次疫情同样成为一次检视公司的好机会。

我们在 19 年 10 月的报告《细分市场的崛起 —— 消费新趋势观察一》中早早提出各个子行业的细分市场化的趋势正在崛起的观点。细分品类的玩法，即将需求更加场景化细分，或者针对细分客群。19 年我们看到很多公司在细分市场策略上让自己快速获得挑战市场的机会，尤其是厨房小家电品类。

小家电公司在细分品类布局和产品设计上更加注重年轻消费群体。由于 95、00 后消费能力的崛起，公司一方面注重品类上细分渠道的布局，打造多种差异化个性化的产品，如小熊电器和苏泊尔的母婴类产品；另一方面在产品的设计上注重颜值，更符合年轻消费群体的审美，同时也积极寻找跨界 IP 合作，吸引更多的年轻消费者，如九阳的 Line 和宝可梦系列，科沃斯的 Line 系列、新宝的故宫系列等。此外，一些公司也积极探索进入厨房小家电市场，为公司寻找新的增长点，如飞科电器投资纯米、莱克电气与黄小厨品牌合作等。

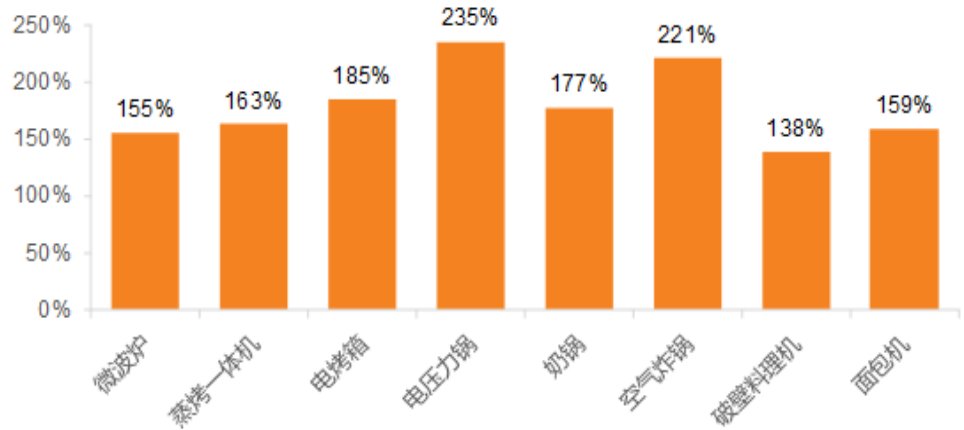
图 9：九阳、新宝、科沃斯跨界 IP 合作款产品



资料来源：九阳官网，科沃斯官微，中新网，天风证券研究所

此次疫情同样也催生了许多细分化的需求，诸如空气炸锅等长尾品类需求被进一步激发，复工复产激发的便携类小家电，其中便携式电热饭盒凭借其加热方便、避免使用公共微波炉等优势迅速成为新的热点品类。目前国内疫情虽然有所好转，但消费者对于消毒杀菌类产品以及健康卫生的意识和需求仍有延续之势。表象上来看，这是疫情带来的突发需求，但实质角度来看，并非所有小家电公司都能在这个突变的过程中分到大幅增长的那杯羹。

图 10：疫情期间厨房小家电需求同比上涨比例



资料来源：齐家网，天风证券研究所

产品上的细分化只是细分市场中的一部分，必须从组织架构变革开始，从产品研发着手，结合营销、渠道细分化，这才是目前小众单品打磨成爆品的核心方法论，而单纯以是否采取“直播带货”形式来判断区分渠道红利的方式，并不可取。19 年许多公司开始加大加强对线上新媒体社交渠道以及直播销售渠道的投入，如在小红书、抖音、微博等平台进行产品的推广，通过增加与用户的互动来增强用户对品牌的认知度，挖掘消费者潜在需求，从而进一步增加用户对品牌的黏性和信任感，最终通过这种新兴营销方式抓住 95、00 后新崛起的年轻消费群体。

这些趋势在 2019 年已经有所体现，但 2020 年一季度在疫情，放大了线上销售的这一趋势，并与此同时，又削弱了原先在线下优势较强的厂商。在疫情的中后期，我们看到越来越多的厂商开始跟进直播带货的营销玩法，但这已经不是竞争的关键所在，以组织架构变革去提升公司的整体效率，提高终端真正的消费者的触达率与满意度，才是关键。

表 3：各公司渠道变化

公司	线上	线下
飞科电器	重点加强了互联网新媒体的宣传推广，包括在淘宝天猫、京东商城等电商平台进行宣传推广，在微信、微博、百度、喜马拉雅、今日头条、抖音等线上渠道发布定制图文、视频或音频等内容。	批发方面，公司将省区批发调整为全国批发，把全国批发作为线下渠道的重要补充
苏泊尔	在电子商务渠道建设方面，公司持续加大电子商务建设，并开发网络直播，进入社交电商，电商渠道在苏泊尔整体销售中的占比持续提升。	在三四级市场开拓方面，公司继续积极推动并进一步深化三四级市场发展策略，在人员布局、产品研发、市场资源、渠道客户扶持等方面加大投入，不断提升终端覆盖率、覆盖密度及单店销售产出。
九阳股份	公司搭建完成了系统化的直播体系，主要由明星网红、KOL（意见领袖）、KOC（意见消费者）组成，并在新零售和在线直播等领域展开系列探索与实践	积极推进以 Shopping Mall 为代表的高端品牌店的建设
小熊电器	线上在保持与天猫、京东、苏宁、唯品会等主流电商平台保持长期稳定的合作基础上，拓展新电商、新媒体渠道，例如小红书、云集等。	与苏宁、京东、国美、沃尔玛、大润发、家乐福、卜蜂莲花、永旺、永辉、华润万家、盒马鲜生等各大连锁终端系统建立了稳定的合作关系。同时积极参与三四级市场扩展，参与了苏宁和京东的渠道下沉项目合作。
新宝股份	形成“新消费人群数据洞察+类趋势数据分析+优秀的产品研发和制造能力+新流量运营打法”的有效结合机制打造爆款	公司收购广东千好科技有限公司，千好科技是公司旗下的直营代理公司，此次收购使公司对于品牌营销的把控力度进一步加强。

资料来源：公司年报，九阳官微，天风证券研究所

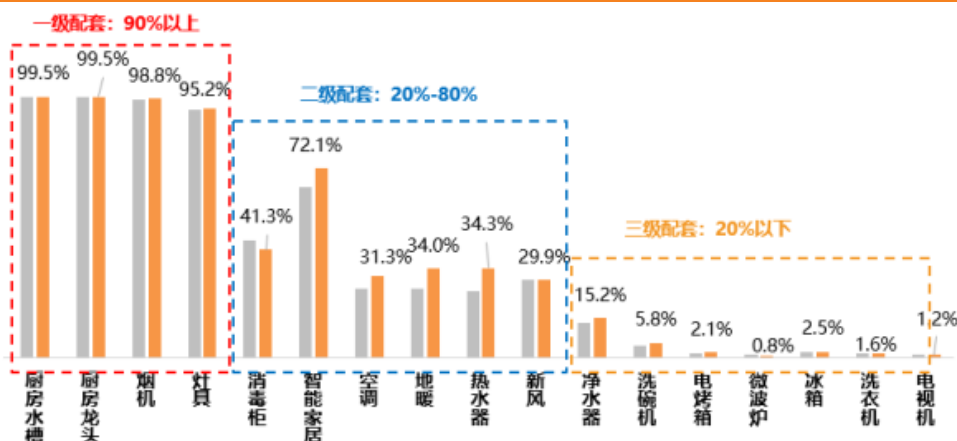
图 11：直播带货，社交媒体产品推广



资料来源：九阳官微，微博，抖音，天风证券研究所

在大的渠道玩法中，同样出现了结构性变化，2B 市场的逐渐发展壮大，最终带动厨房大家电、白电空冰洗、照明等板块的变化，例如老板电器表现优于行业的主要因素在于其精装修市场的快速拓展，我们预计，今年精装修市场对于部分公司而言，仍是相当重要的板块。

图 12：18 年 vs19 年 1-9 月精装修市场部品配置率



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

## 宏观环境重压之下，改革压力凸显

延续上一个问题，既然玩法在变化，公司改革势在必行。进入到存量竞争时代，定位目标客群更精准的品牌将获得结构性的增长，这意味着小企业重新获得了挑战市场的机会，同时也意味着原先认定护城河很宽的龙头企业并非能稳坐钓鱼台。探究厨房小家电企业的成功，可以归因到抓住结构性需求，但回到问题本质，仍是企业在做好组织架构变革。

细分市场需求以及市场变化是非常快的，不仅仅只是在销售环节，难度更大在于研发与制造环节，即对于互联网营销方式的响应速度如何提速，以前可能需要通过月计划—周计划—日计划来协调生产与备货，现在由于新营销方式的产生，需求可能在短期集中体现，自身生产计划的迅速调整能力会直接影响到产品供给。

此外，这个过程中还需要制造与营销环节之间的相互配合，比如如何测试估算爆品的销售速度与销量，新宝在冬天淡季的时候试水卖过摇摇杯，通过小批量试卖的方式不光是获得目标客户的反馈，更是测算上线之后大致转化率，以此来调整生产计划，这样等到旺季上线的时候，才会最大化销量与利润，即在爆品遭遇模仿者之前，在初期实现上量，决定了

先期超额利润和后续规模效应之后，有足够的成本优势来应对模仿者。

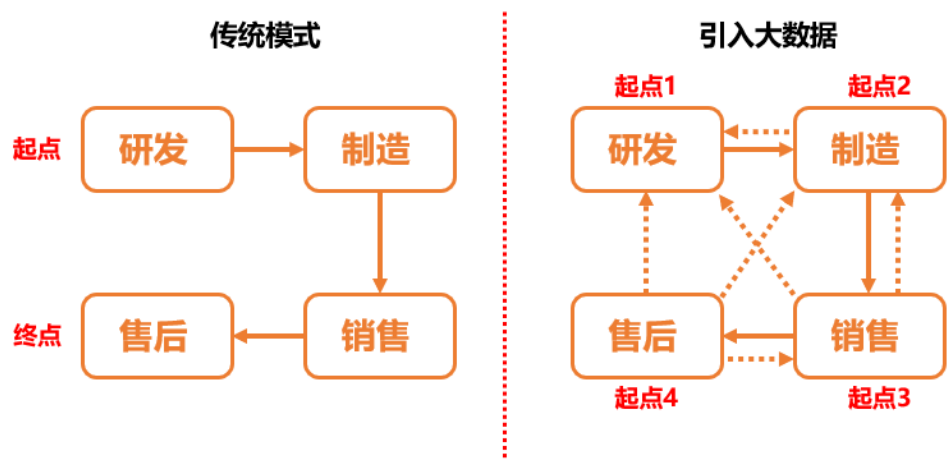
在美的集团 2019 年的致股东书中提到：“影响我们的并不是巨变的世界，而是我们对这个世界变化的理解。基于过去的认知没法抵达更远的未来，制造业过去增长方式的底层逻辑已发生深刻改变，而在数字化时代里跳动最活跃的商业脉搏则是创造价值的速度和能力...美的面对时代巨变将重新进行战略聚焦，启动与深化全面数字化与全面智能化的新一轮转型变革...”

这是一种相当正确的定义，我们一直认为，制造业本身是具有极高价值的，诸如中国这般规模的优质产能全世界中短期都不可能出现所谓的完全替代，但其价值的变现模式确实已经发生改变，19 年正是让更多企业逐步意识到这一点的关键起点，唯有再多向前走一步，而这一步叫做“数字化转型”。

我们曾在 2019 年年初的年度策略《2019 年度策略报告：放下短期焦虑，让我们看一看远方》报告中首次提出家电企业的数字化转型，包括美的、海尔、格力等多家公司的 19 年年报中均提到相关内容。

传统模式下，产品卖给消费者之后，除非是发生质量问题而产生售后维修，否则消费者和家电厂家之间不再有互动，这样的客户本质上并不是具有强粘性可以推动产生更大价值的用户概念；在大数据的应用下，卖给消费者后仅仅是开始和消费者互动的开始。整个业务模式中的每个环节都有成为“起点”的可能性，销售数据反映消费者偏好、售后数据反馈消费者建议等，不断改进产品设计、营销方式等。

图 13：业务驱动方式的改变



资料来源：天风证券研究所

与此同时，19 年也的确给予一些公司带来改革的机遇，国企改革被提上日程，例如格力电器、海信视像等，进一步激发企业活力与改革动力。

## 疫情之下，谁目前的“家底”更好？

### 1) 20Q1，有多少公司利润增速比收入快的？

除了由于前期基数问题导致的利润增速快于收入增速，20Q1 利润增速快于收入或接近的公司有 10 家，主要集中在小家电板块。除了部分公司前期基数较低以及自身步入业绩恢复期以外，小家电业绩情况普遍更好，特别是目前线上占比较高的小熊电器、新宝股份、石头科技，这符合疫情对于行业性的影响判断。值得关注的是美的与海尔收入业绩增速表现出现分化，我们认为后者主要策略在疫情期间不断进行费用投入以保证份额，前者则响应的是渠道层级削减下的高效率。

表 4：20Q1 中利润增速快于收入或接近的公司列表

板块	公司	收入 增速	业绩 增速
白电	美的集团	-22.7%	-21.5%
厨电	老板电器	-23.8%	-23.4%
	万和电气	-29.3%	-27.9%
小家电	莱克电气	-19.6%	3.8%
	小熊电器	17.3%	83.7%
	新宝股份	4.0%	39.9%
	石头科技	-29.5%	-7.9%
黑电	海信视像	-11.3%	91.8%
	兆驰股份	6.2%	6.1%
零部件	顺威股份	-22.9%	114.5%

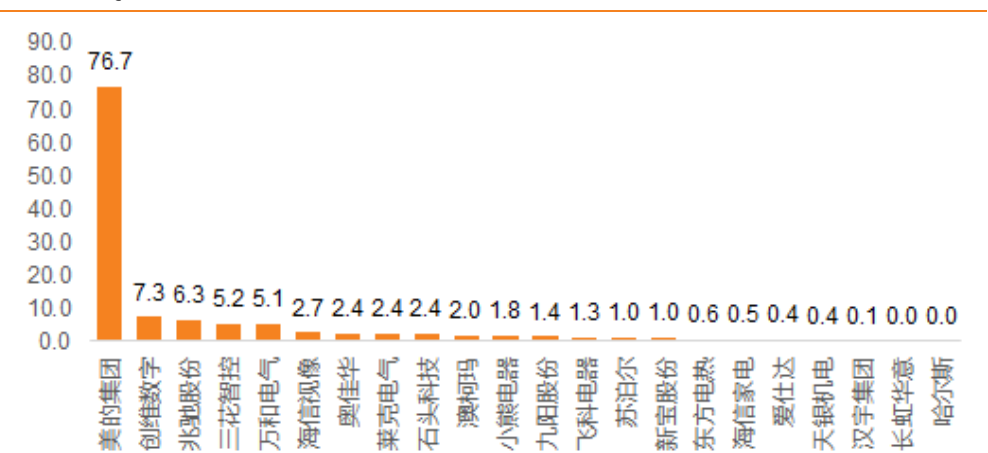
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2) 有多少企业一季度经营性净现金流还为正?

关注短期的经营性现金流，是衡量企业能否健康安度接下去两个季度经营的关键所在。我们所选取的行业中的大部分公司 20Q1 经营性净现金流出现负值，尤其是除美的外的另外两家白电龙头公司海尔和格力，20Q1 分别-57.9、-117.7 亿元，三大白电现金流虽然同比都出现较大降幅，但具体表现上存在较大差异。

格力现金流短期明显恶化与其庞大自建线下渠道有关，主要来自销售行为的减少，美的、海尔、格力销售商品、提供劳务收到的现金同比分别-11.0%、-14.7%、-40.2%，海尔相较于美的则在经营性现金流流出方面支付更多，进而导致了净现金流为负值。

图 14：20Q1 经营性净现金流为正的公司（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3) 在手现金 vs 市值比值?

我们对比各公司净现金/市值比值，20%以上的公司一共有 13 家，主要集中在白电板块，其中比值前五位的分别是长虹美菱 100.0%、长虹华意 86.1%、海信家电 77.3%、惠而浦 70.1%、海信视像 66.3%。

表 5：板块中在手现金/市值比值在 20%以上的公司（单位：亿元）

板块	公司	净现金	市值	净现金/市值
白电	格力电器	1298.4	3501.8	37.1%
白电	美的集团	958.8	3983.4	24.1%
白电	海信家电	106.4	137.6	77.3%
白电	惠而浦	26.3	37.5	70.1%
白电	长虹美菱	30.2	30.2	100.0%
白电	春兰股份	5.0	19.5	25.8%
白电	澳柯玛	9.3	45.8	20.2%
小家电	莱克电气	22.1	90.9	24.3%
小家电	奥佳华	17.1	51.2	33.3%
小家电	石头科技	53.9	243.6	22.1%
黑电	海信视像	100.4	151.5	66.3%
黑电	兆驰股份	57.0	206.4	27.6%
零部件	长虹华意	20.7	24.0	86.1%

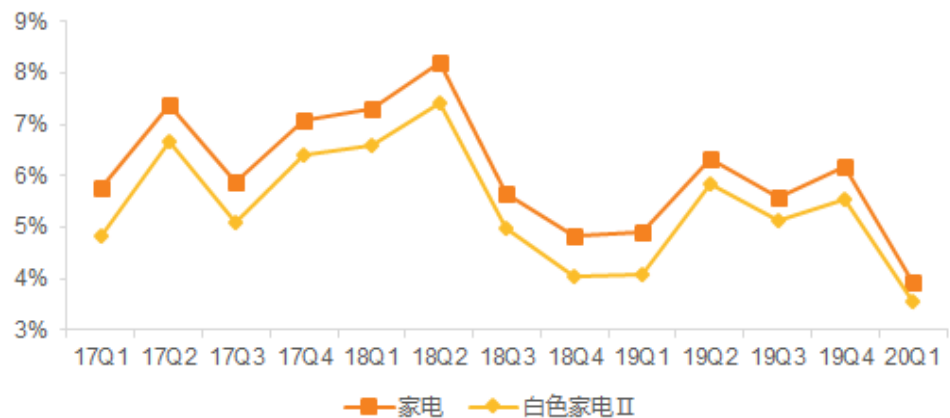
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：净现金=货币资金+其他流动资产+交易性金融资产-短期借款-长期借款；市值截止日期为 2020 年 5 月 11 日。

### 5) 公募配置变化？外资配置变化？

20Q1 公募基金在家电行业的配置占比有所下降，主要三家白电龙头的配置比例减少，而新宝股份、九阳股份以及三花智控的配置比例有所提升。外资配置家电的比例同样在 20Q1 有所下滑，但下滑幅度明显小于公募基金。

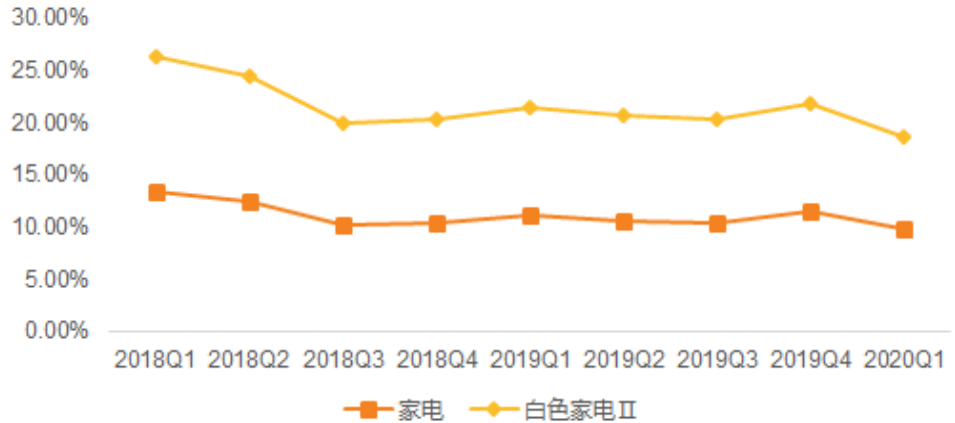
图 15：公募基金重仓股行业配置占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：选取 Wind 基金分类中普通股票型+偏股混合型+灵活配置型进行跟踪

图 16: 外资持股占比



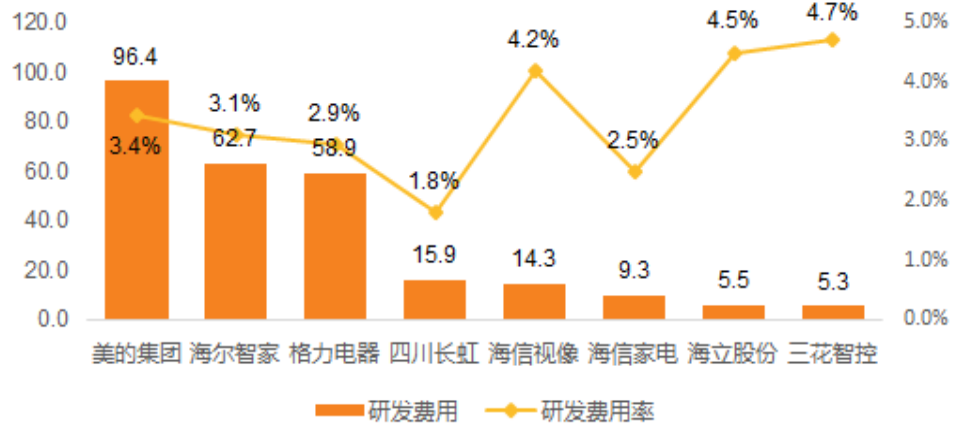
资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 布局未来的公司: 不浪费每一次危机

### 1) 哪些公司选择投资未来的策略不变?

板块内几乎所有公司 19 年研发费用都是同比提升的, 一半以上公司增速超过 10%, 明显快于行业收入增速, 白电公司以及各板块中我们重点关注的公司研发费用率处于较高水平, 可见家电行业内的公司对于投资未来技术的选择是十分坚定的, 包括数字化、智能化制造、智能家居、产品技术提升等。

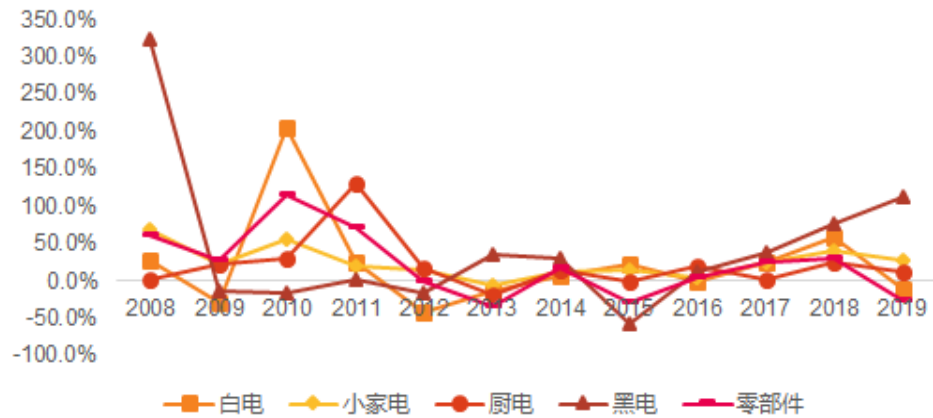
图 17: 研发费用 19 年在 5 亿元以上的公司以及其研发费用率 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

19 年年报许多公司提出要提升公司自动化水平, 一季度的疫情再次让企业意识到自动化生产的重要性, 从板块的资本开支投入看, 2011 年以前主要致力于提升产能, 而后进入不断的自动化改造阶段, 整体资本开支保持一定增长, 未来资本开支的提升将主要来自自动化以及部分公司海外生产制造基地的建设。

图 18：分板块资本开支的增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2) 利用股价调整期，顺势推出股权激励的公司或者各类的员工激励方式

在疫情影响下 20 年收入业绩承压的情况下，部分公司例如美的、公牛推出一些股权激励计划，大多要求完成过去年度的平均水平，基于本身较大的收入业绩规模体量尚且合理，短期此类公司更偏向于稳健经营。规模偏小的小家电公司则通常给予一个高于历史水平的收入业绩增速，长期看，仍期待有惊喜出现。

表 6：家电公司推出股权激励计划

公司	公告时间	业绩考核要求	类型
美的集团	2020/4/30	授予股票期权的第一个行权期：2020年度的净利润不低于前二个会计年度的平均水平。 授予股票期权的第二个行权期：2021年度的净利润不低于前二个会计年度的平均水平。 授予股票期权的第三个行权期：2022年度的净利润不低于前二个会计年度的平均水平。	第七期股票期权激励计划
	2020/4/30	授予限制性股票第一次解除限售期：2020年度的净利润不低于前二个会计年度的平均水平。 授予限制性股票第二次解除限售期：2021年度的净利润不低于前二个会计年度的平均水平。 授予限制性股票第三次解除限售期：2022年度的净利润不低于前二个会计年度的平均水平。	2020年限制性股票激励计划
	2019/4/20	授予股票期权的第一个行权期：2019和2020年的净利润不低于前三个会计年度的平均水平。 授予股票期权的第二个行权期：2021年的净利润不低于前三个会计年度的平均水平。 授予股票期权的第三个行权期：2022年的净利润不低于前三个会计年度的平均水平。 授予股票期权的第四个行权期：2023年的净利润不低于前三个会计年度的平均水平。	第六期股票期权激励计划
	2020/4/30	本期持股计划项下的公司业绩考核指标为归属考核期内各期归属于母公司净利润不低于前两个会计年度的平均水平，并依据归属考核期持有人所在经营单位以及个人的考核结果确定其对应归属的标的股票额度。	“美的集团全球合伙人计划”之第六期持股计划
九阳股份	2020/4/1	首次授予第一次解除限售期：以2017年度为基准年，2018年销售额增长率不低于6%，2018年净利润增长率不低于2%。 首次授予第二次解除限售期、预留授予第一次解除限售期：以2018年度为基准年，2019年销售额增长率不低于11%，2019年净利润增长率不低于8%。 首次授予第三次解除限售期、预留授予第二次解除限售期：以2019年度为基准年，按如下标准解除限售： ① 2020年销售额增长率不低于11%，或2020年净利润增长率不低于9%，当期限售股份不予解除； ② 2020年销售额增长率不低于11%，且2020年净利润增长率不低于9%，解除当期60%限售股份； ③ 2020年销售额增长率不低于13%，且2020年净利润增长率不低于11%，解除当期80%限售股份； ④ 2020年销售额增长率不低于15%，且2020年净利润增长率不低于13%，解除当期100%限售股份。在符合条件的标准中，解除限售比例按高者计。	2018年限制性股票激励计划
新宝股份	2020/4/28	1、以2018年公司经审计的净利润5.03亿元为基准，2019 - 2021年考核净利润增长率分别不低于(含)15%、30%、45%，即2019 - 2021年考核净利润分别不低于(含)5.78亿元、6.54亿元、7.29亿元。 2、激励考核年度的国内主营业务收入，以2018年公司经审计的国内主营业务收入11.11亿元为基准，2019 - 2021年国内主营业务收入增长率分别不低于(含)20%、40%、60%，即2019 - 2021年国内主营业务收入分别不低于(含)13.33亿元、15.55亿元、17.78亿元。	2019年度业绩激励基金计提和分配方案
公牛集团	2020/4/27	第一个解除限售期：2020年度营业收入或净利润不低于前三个会计年度（即2017-2019年）的平均水平，即营收不低于87.8亿元，净利润不低于17.6亿元。 第二个解除限售期：2021年度营业收入或净利润不低于前三个会计年度（即2018-2020年）的平均水平。 第三个解除限售期：2022年度营业收入或净利润不低于前三个会计年度（即2019-2021年）的平均水平。	2020年限制性股票激励计划
三花智控	2020/1/22	第一个解除限售期：2020年加权平均净资产收益率不低于17% 第二个解除限售期：2021年加权平均净资产收益率不低于17% 第三个解除限售期：2022年加权平均净资产收益率不低于17%	2020年限制性股票激励计划

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 投资建议

综合来看，行业整体基于需求减弱、地产景气度下行等因素的影响，收入端保持下滑趋势，部分子板块受益于需求细分化、新营销模式的出现等，呈增长态势。利润端表现好于收入端，一方面成本及增值税红利缓解公司利润端的压力，另一方面各细分龙头凭借自身强大的品牌力和产品力保证其稳健的经营。

20Q1 国内疫情短期对行业制造及销售端均造成极大影响，小家电板块则基于其自身属性以及较大的线上占比表现好于行业。此次疫情是对各公司前期战略布局的检验，20 年我们必将看到更多公司的改变，危机与机遇并存。进入 Q2，国内疫情的好转会带来内销家电零售市场的逐步恢复，沿着去年年底竣工数据好转的逻辑看，厨电和白电的需求预计在二季度会有所反馈，且考虑滞后性的影响，预计会在三季度进一步显示，考虑到海外疫情对于估值的压制影响，因此我们建议积极关注内销占比高的厨电板块，提示关注白电板块二季度有望出现反弹。

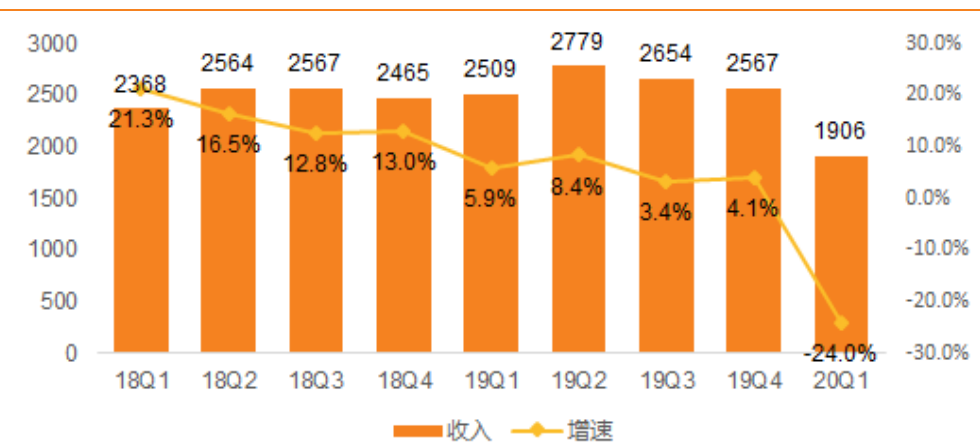
个股方面，推荐积极推进产品结构改善、多品牌体系逐步构建、T+3 下库存控制良好的美的集团，积极向内销 ODM 龙头转型的西式小家电龙头企业新宝股份；推荐形成全球品牌运营、研发制造国家化加速、中高端品牌持续领先的海尔智家，以及公司治理存改善预期、估值或将提升的格力电器；推荐行业变频比例增加利好空调产业链上的零部件龙头三花智控；中高端品牌及新品类布局最完善的小家电龙头苏泊尔，以及新品带动销售、SharkNinja 国内品牌知名度提升带来新的增长点的九阳股份，已成功奠定细分创意小家电龙头品牌基础的小熊电器；后续疫情好转，地产竣工好转预期逐步兑现的厨电龙头老板电器。

## 2019 年报&2020 年一季报总结

### 1. 概览：行业景气度承压，具体公司表现分化

从收入端来看，行业收入增速自 18 年下半年受地产后周期影响出现较为明显的放缓趋势，19Q2 环比略有改善，但其小幅提升更多是板块龙头公司带来的结构性改善。19Q3 行业收入增速进一步放缓，19Q4 同样保持在未有明显改善的低位增速阶段，同比+4.1%。进入 20Q1 后，除了小家电以外，大部分家电产品基于其自身属性以及消费者线下购买的习惯，疫情对整体销售有非常明显的影响，反映到行业的营收情况，20Q1 出现-24%的断崖式下滑。

图 19：家电行业单季度收入及增速情况（单位：亿元）

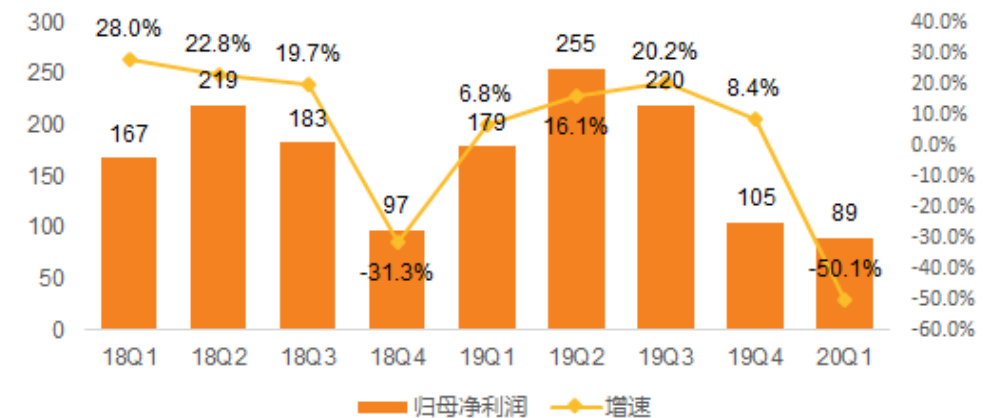


资料来源：Wind，天风证券研究所

利润端的变化则更能反映行业内部的竞争情况。在 18 年底经历部分公司较大幅度的资产减值后，自 19 年开始，利润增速逐季出现较为明显的改善，这意味着在未出现行业需求未明显好转的情况下，行业竞争格局并未出现恶化的情况。到了 19Q4，家电行业中体量

最大的白电龙头公司格力开启空调价格战，其他企业开始跟进，最终导致行业性的业绩表现受到一定影响。20Q1 利润增速表现弱于收入端，一方面即使不发生销售行为，部分刚性费用无法节省，另一方面，企业在市场需求规模短期大幅缩小的情况下，让出一部分业绩以保证份额。

图 20：家电行业单季度归母净利润及增速情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

下面我们分板块进行具体分析，所有板块共选取 41 家公司进行分析，每个板块选取的公司如下：

白电 —— 格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、惠而浦、长虹美菱、春兰股份、澳柯玛

黑电 —— 海信电器、创维数字、四川长虹、兆驰股份

厨电 —— 老板电器、华帝股份、浙江美大、万和电气

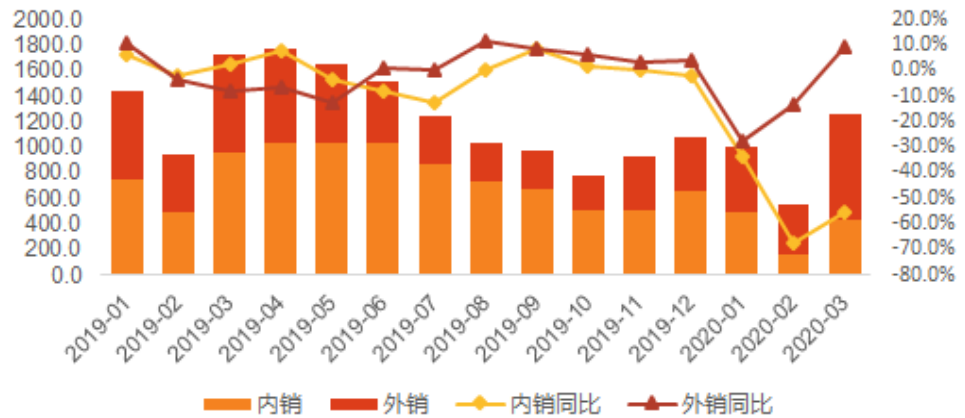
小家电 —— 九阳股份、新宝股份、苏泊尔、飞科电器、莱克电气、小熊电器、科沃斯、爱仕达、开能健康、奥佳华、哈尔斯、荣泰健康、公牛集团、石头科技

零部件 —— 三花智控、盾安环境、东方电热、海立股份、长虹华意、汉宇集团、和晶科技、天银机电、顺威股份、依米康

## 2. 白电：整体需求处于弱周期，龙头公司韧性较强

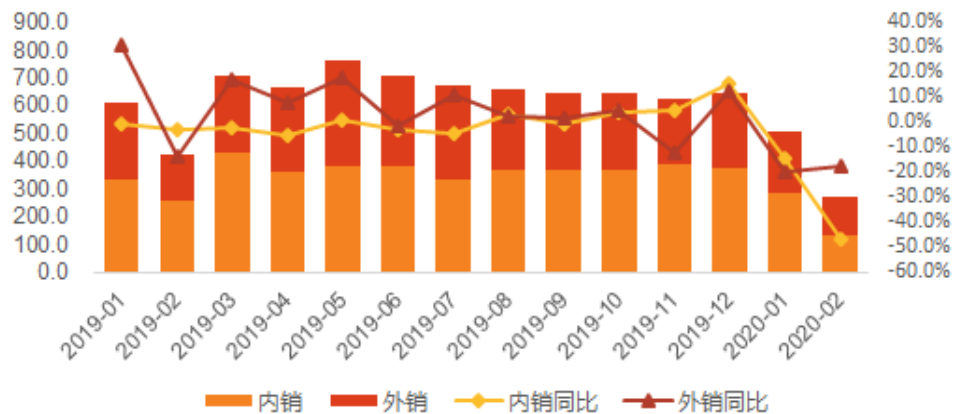
从白电 19 年以来的行业整体情况看，空冰洗内销增速基本在 0% 上下波动，外销整体保持平稳，冰洗品类中出口略好于内销出货。根据产业在线数据，19 年空调内销及外销出货量同比分别 -0.68%、-0.83%，19 年冰箱内销及外销出货量同比分别 +0.66%、+6.43%，19 年洗衣机内销及外销出货量同比分别 -0.62%、+4.71%。**进入 20Q1 后**，由于受到国内肺炎疫情的影响，直至 2 月 10 日大部分企业正式复产前，工厂停产直接导致出货量的减少，且国内零售市场处于延后恢复期，海外出货的恢复情况远好于内销。

图 21：2019 年以来空调内销&amp;外销增速表现（单位：万台）



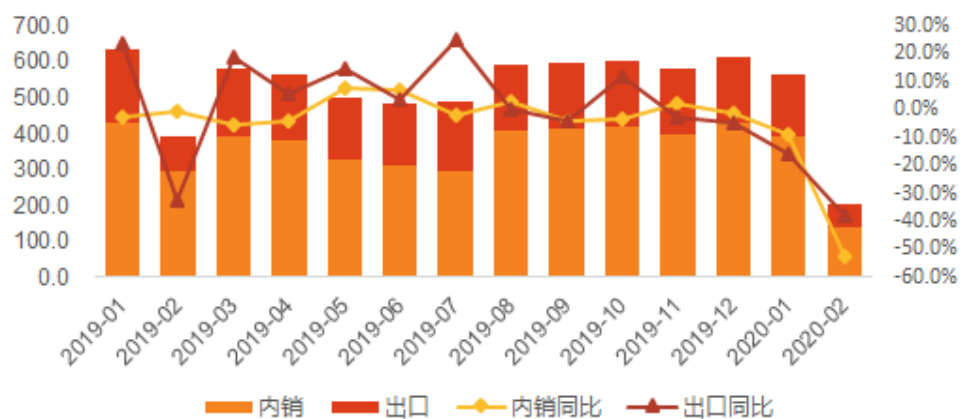
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 22：2019 年以来冰箱内销&amp;外销增速表现（单位：万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

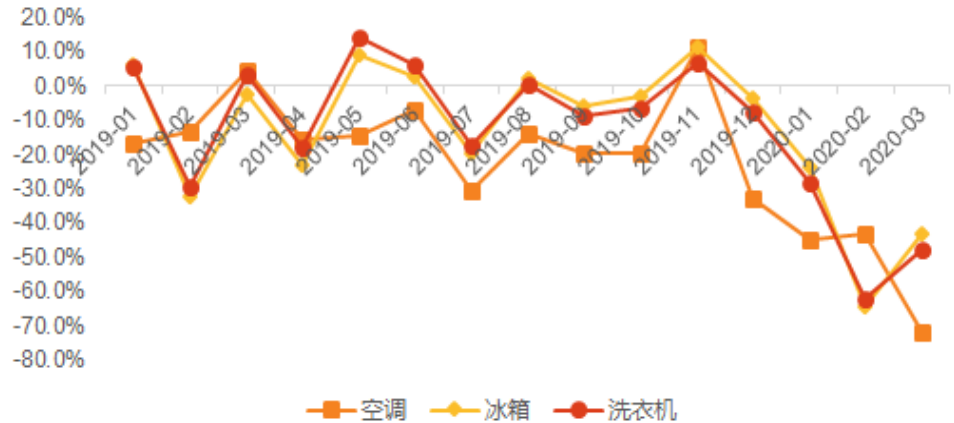
图 23：2019 年以来洗衣机内销&amp;外销增速表现（单位：万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

从零售端看，19 年以来空调、冰箱及洗衣机线下增速多保持着负增长，冰洗在大型促销活动较为集中的 6 月和 11 月增速表现好于其他月份，空调品类增速好转则关乎于行业价格战，全年主要集中出现两次，分别是 3 月美的在原材料红利下采取的主动降价策略以及 11 月格力百亿补贴让利，我们可以看到线下增速这些活动对于线下增速的带动十分明显。进入 20Q1 后，疫情影响正常白电线下销售，各品类出现断崖式下滑。

图 24：空冰洗零售量增速情况



资料来源：中怡康，天风证券研究所

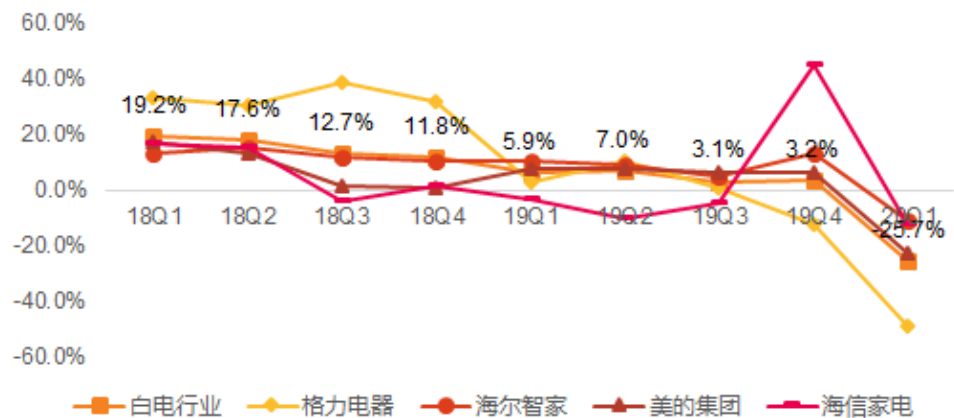
综合来看，白电需求中多由更新拉动，且随着各公司渠道的扁平化，出货端和零售端趋势逐渐趋同。目前来看，19 年白电景气度主要受到促销活动的影响，而对于 20 年后期的展望，除开疫情因素的考虑外，竣工产业链在 19 年末出现的好转或对行业产生拉动效应，我们预计，在疫情影响减弱且反弹概率小的前提下，20 年三四季度有望开始看到数据上的好转。

## 2.1. 利润表方面

从收入端看，白电板块在经历了 18 年的较快增长后，19 年收入增速出现明显放缓，20Q1 受到疫情因素影响更不必说，行业整体出现 25.7% 的大幅下滑。由于重点关注公司格力电器、海尔智家、美的集团、海信家电的收入占整个板块收入的 95% 以上，我们将分公司的单季度收入增速进行分列，能看到海信家电增速在 Q4 明显提升，主要系海信日立正式并表大幅增加收入所致，海尔美的收入增速表现相对接近。

格力则自 Q4 开始出现明显分化，很显然以空调单品类为主营业务的格力受行业景气度行业影响更大，包括 18 年表现明显好于行业，而在 19 年空调行业承压的情况下，表现逊于行业，同时格力的增速表现与同期存在公司治理上的压力等因素有关联。从历史绝对值的角度看，格力收入并未出现远超平均水平的下降，我们认为，格力今年股改正式落地后，后续有望为公司带来新的活力。

图 25：白电板块及板块内重点公司单季度收入增速情况



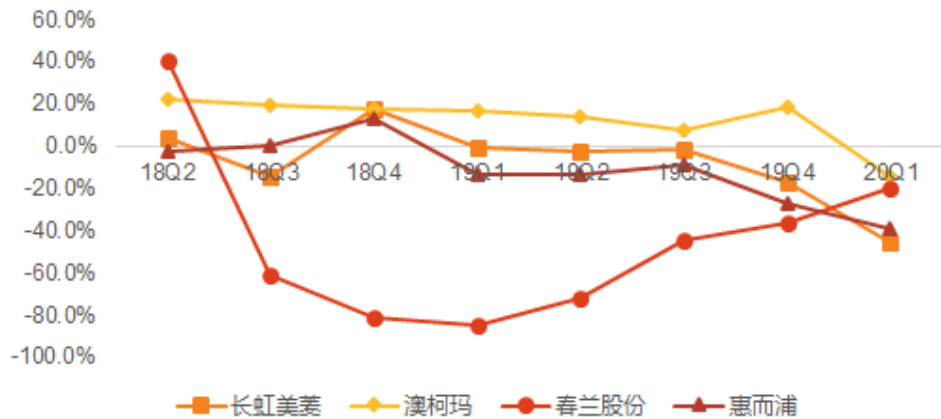
资料来源：Wind，天风证券研究所

深入去看 19 年三大白电龙头收入增速的内部驱动因素，格力由于渠道中库存水平相对较高，19 年对出货节奏有所调整；美的则在 T+3 业务模式的变革背景下，进一步推动统仓统配战略的全国落地，真正做到以终端为导向，积极而有效的提升公司零售效率，电商业

务快速提升，全网销售规模实现仅 700 亿元，占比近 25%，同比增速 30%以上；海尔则通过冰洗消费升级、海外拓展，海外实现几乎 100%的自主品牌销售，外销营收同比+21.71%，另旗下高端品牌卡萨帝同比快速增长。

其他公司例如海信家电、长虹美菱、春兰股份 19 年都受到家用空调业务承压的影响，收入端表现弱于行业，其中，长虹美菱在 19 年的空调业务与战略 ODM 品牌合作，带来 ODM 业务增长较快。惠而浦收入增速出现明显放缓，尤其是 19Q4，一方面由于行业需求趋缓等因素，另一方面受三洋品牌于 19 年 10 月授权到期而导致的全渠道销量明显下滑。澳柯玛表现在这些公司中明显更佳，则主要是受到了冷链物流装备、商超便利设备、新零售设备以及生物冷链设备等产业性的发展机会带动。

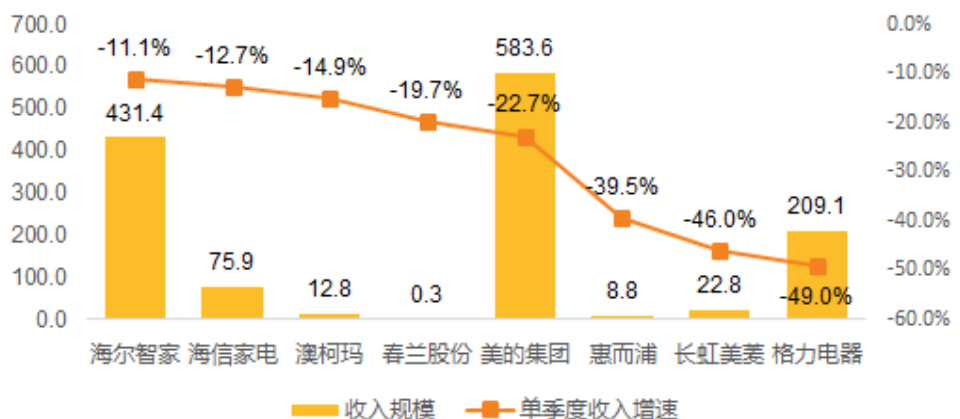
图 26：白电板块中其他公司单季度收入增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

20Q1 板块下各公司营收均出现不同程度的大幅下降，大家电受制于其物流难度、安装属性、线下销售等因素出现行业性下降，但板块中不同公司在疫情下的风险防御能力有所不同。以海尔和美的为例，海尔收入增速下滑幅度明显低于其他公司（海信家电主要系去年同期日立未并表），主要受海外销售带动，在一季度海外疫情并未蔓延的情况下，海外收入增长 8.5%；美的则在线上占比提升、渠道效率加快的基础上，针对疫情进行快速应对，同时受疫情影响不大的小家电品类受益于“宅经济”的促进收入快速增长。当然这些都并非突然，而是在海外、渠道、营销、品类等前期战略布局上的领先。

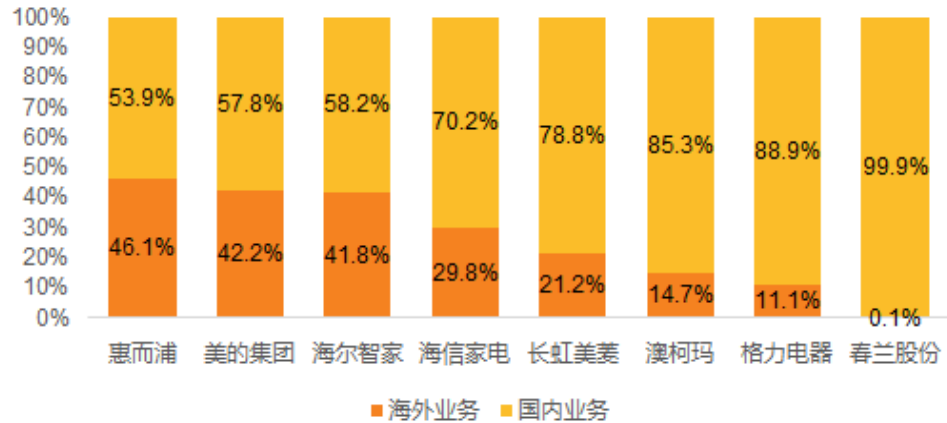
图 27：20Q1 白电板块下各公司单季度收入规模及增速情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**展望 2020 年的后续表现**，从宏观角度看，国内疫情得到控制，而国外疫情逐渐蔓延，参考国内一季度内销市场的表现，外销收入占比较高的公司压力较大，内销市场在消费者信心逐渐恢复、竣工数据好转的逐步体现、家电刺激政策的出台（例如广东省安排 5.8 亿元支持开展 2020 年家电下乡专项行动，涉及 4K 电视机、空调、洗衣机、冰箱等八类产品）等因素下，环比恢复趋势较为明确。

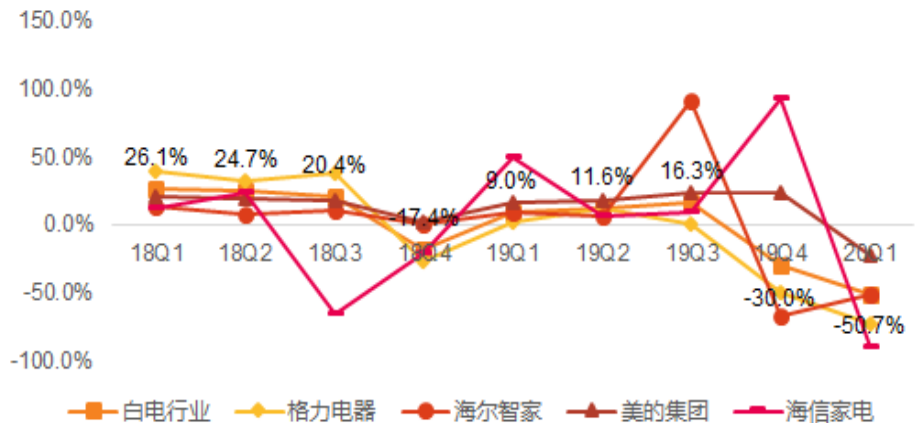
图 28：2019 年白电板块下各公司外销收入占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

从利润端看，19 年前三季度白电行业归母净利润增速基本保持平稳，19Q3 由于海尔智家物流业务出表的一次性影响增速大幅提升从而带动板块数据，剔除海尔后 19Q3 归母净利润增速为 8.8%。19Q4 海信家电增速大幅提升主要系日立并表。19Q4 归母净利润增速下降明显，主要受板块内重点公司格力电器及海尔智家的影响，同比分别 -49.3%、-67.2%（调整后）。

图 29：白电板块及板块内重点公司单季度归母净利润增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

从板块财务指标看，净利率的变化主要来自毛利率。19Q4 白电板块整体毛利率同比 -2.45pct，重点公司格力电器、海尔智家、美的集团、海信家电的毛利率同比分别 -12.2、+2.8、-0.6、+4.5pct，我们预计，其中海尔主要受产品结构改善带动，海信家电毛利率的提升则由于日立并表带来高毛利率的中央空调业务。格力则在参考其他流动负债科目的变化情况后，毛利率大幅下滑的解释可能是 19Q4 开启百亿补贴后一定程度上影响主业空调的毛利率，以及未披露生活电器、智能装备等其他业务毛利率出现明显下降，而在剔除格力后，19Q4、20Q1 行业整体毛利率同比 +1.0、-2.4pct。20Q1 的毛利率下降则更多是行业性的表现，主要系疫情期间停产产生的刚性费用所致。

板块费用率方面，19 年整体管控较好，受益于人民币贬值等因素，财务费用率有所下降；研发费用率和销售费用率均略有提升，其中，主要公司中海尔销售费用率 19Q4 提升较为明显，海尔电器年报中提到销售费用提升主要源于加快智慧家庭转型增加的体验店建设及相关服务的投入，海信家电的费用率提升则主要来自日立并表。

国内疫情最为严重的 20Q1 销售费用率大幅下降，销售行为的减少能比较直观的带来相应费用的减少，主要公司中海尔销售费用率变动方向与行业相反，同比 +0.1pct。从绝对值的角度看，海尔销售费用减少 7.0 亿元，而美的、格力分别减少 38.6、32.6 亿元，我们认为，一方面，海尔海外业务收入几乎全部来自自主品牌销售，20Q1 海外疫情尚未蔓延，这是

销售正常情况下的合理费用投入，另一方面，对比美的和海尔的收入及利润增速情况，不难发现海尔倾向于保持更高的一个费用投入，以此保证收入和市占率的提升，同时较为复杂的组织架构难免存在费用上的冗余，费用率的下降有望在海尔电器私有化后实现。

表 7：白电板块主要财务指标变动情况

指标	19Q4	同比变动	19A	同比变动	20Q1	同比变动
毛利率	26.23%	-2.45%	28.07%	0.11%	24.14%	-4.21%
销售费用率	13.94%	0.36%	12.93%	0.53%	11.04%	-1.71%
管理费用率	4.58%	-0.24%	3.31%	0.01%	3.65%	0.86%
研发费用率	3.70%	0.17%	3.13%	0.09%	3.72%	0.80%
财务费用率	-0.61%	-0.50%	-0.51%	-0.24%	-0.38%	-0.37%
净利率	4.10%	-1.80%	8.62%	0.23%	5.54%	-3.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

综合前面总结的白电板块各公司的经营情况，造成公司经营差异背后的原因在于经营策略的运用。我们以三大白电为例，在 19 年年报中普遍提到国内市场的数字化、智能化以及海外自主品牌布局等，但基于自身运营模式、布局开始时间等因素，在经营策略趋同的情况下仍有不同表现。

### 1) 格力电器

公司在前期庞大分销网络的基础下，积极探索线上线下融合发展的新模式。一方面，大力发展第三方平台上的线上业务，公司线上空调、生活电器销售同比分别增长 16%、13%，另一方面，将原有自建平台格力商城进行重新包装升级，采取分销模式结合社交媒体传播的新业务模式，19 年“董明珠的店”实现销售额超过 14 亿，同比增长 660%。

19 年 10 月公司与第三方平台商议数字化运营项目，主要通过大数据分析用户画像，最终实现产品、营销、售前、售后等各个环节的定制化。20 年将进一步在完善数字化上的布局，同时将“董明珠的店”在全国范围内推广，实现从单店分销运营逐步向家电专业平台化运营转变。公司营销渠道的变革尚处于初期，短期空调的行业性需求仍是主要制约其营收表现的主要因素，后续公司需要解决的是如何平衡庞大线下经销系统与线上线下新零售的平衡。

### 2) 美的集团&海尔智家

对于国内市场，二者均强调公司提升渠道效率及多品牌运作。美的不断推动 T+3 业务模式改革，缩减渠道层级，通过降低库存、SKU 大幅提升渠道效率，同时结合渠道物流变革，实现统仓统配的全国落地，24 小时内可送达 19,692 个乡镇；海尔通过营销、物流、售后、信息四网融合的运营体系，从四个维度进行效率提升，截止 2019 年 12 月底统仓统配全国覆盖 13,415 个乡镇。

二者的多品牌运作体现在推出面向不同人群的品牌组合以及套系化产品。美的推出包括高端品牌 COLMO、互联网品牌布谷、年轻品牌华凌等多个品牌，其中华凌 2019 年仅空调品类销售额突破 4 亿元；海尔在高端品牌卡萨帝布局上则更胜一筹，2019 年实现收入 74 亿元，同比增长 30%，高价位产品市场份额不断提升，进行成套配置的用户占比达到 38%，同时对于年轻用户则用统帅品牌进行覆盖。

公司在战略上的布局存在有相同，也有不同的侧重点。美的在 19 年年报中更强的是战略方向是围绕用户体验提出全面数字化、全面智能化，包括利用数字技术对全价值链进行改造、推出智能家电产品、工业互联网制造等；海尔更强调的是智慧家庭战略的落地，通过推进海尔智家 APP、海尔智家 001 号体验中心、衣联网体验中心的落地，真实提升体验到销售的转化率。

对于海外市场，双方经营思路也逐步趋同。海尔海外业务品牌布局基本完成，持续优化“研发、制造、销售”三位一体本土化布局，构建本土化高效运营体系，19 年实现近乎 100%

海外自有品牌销售；美的则通过海外制造基地的投资和扩建、加大海外基地本地供应链转化率等，提高自有品牌在海外的影响力。

## 2.2. 资产负债表&现金流方面

截至 2020 年一季度，白电板块中重点公司在手现金比较充裕，且格力、美的、海尔均可注册发行债务融资工具，额度分别为 180、200、150 亿元，参考其 20Q1 经营净现金流的情况，账面现金比例高的公司在承压的宏观环境下承受风险能力更强。

表 8：白电板块中各公司在手现金（单位：亿元）

公司	货币资金	交易性金融资产	其他流动资产	短期借款	长期借款	净现金	净现金/市值
格力电器	1,216.7	15.7	273.2	206.1	1.0	1298.4	37.1%
美的集团	785.1	12.3	645.0	70.0	413.7	958.8	24.1%
海尔智家	366.4	4.7	63.5	162.2	138.3	134.0	13.1%
海信家电	59.6	21.9	28.7	3.7	0.0	106.4	77.3%
长虹美菱	48.8	0.1	2.4	16.1	5.0	30.2	100.0%
惠而浦	11.0	14.5	1.0	0.2	0.0	26.3	70.1%
澳柯玛	20.2	0.0	1.4	9.7	2.6	9.3	20.2%
春兰股份	4.6	0.0	0.4	0.0	0.0	5.0	25.8%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：净现金=货币资金+其他流动资产+交易性金融资产-短期借款-长期借款；市值截止日期为 2020 年 5 月 11 日。

从周转情况看，19 年板块主要经营周期进一步缩短，主要受应收票据及账款周转天数下降所致，从侧面表明白电龙头企业在渠道上极强的话语权以及资金实力，而对于上游原材料企业，公司通常在行业景气承压时选择延后支付以最大效率的运用现金流。20Q1 则主要受疫情影响，存货和应付账款周转天数大幅增加，产品销售受阻、回款周期延长。

表 9：存货周转天数情况（单位：天）

公司	18A	19A	变化	19Q1	20Q1	变化
白电	54.8	57.7	2.9	54.1	79.9	25.7
格力电器	47.6	55.3	7.7	65.9	135.7	69.8
海尔智家	60.7	64.7	4.0	59.8	81.9	22.1
美的集团	56.5	56.5	-0.1	44.9	58.9	14.0
海信家电	39.2	39.5	0.3	39.2	55.4	16.2
长虹美菱	64.4	48.6	-15.8	59.4	74.4	15.0
澳柯玛	64.7	69.9	5.2	65.9	97.8	32.0
春兰股份	373.1	1371.2	998.1	1858.2	2426.2	568.0
惠而浦	56.3	67.9	11.6	58.4	97.8	39.5

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 10：应收票据及账款周转天数情况（单位：天）

公司	18A	19A	变化	19Q1	20Q1	变化
白电	55.4	43.8	-11.7	58.9	60.6	1.7
格力电器	74.2	47.3	-26.9	95.6	111.9	16.3
海尔智家	49.2	44.5	-4.7	47.7	59.4	11.8
美的集团	41.8	35.8	-6.0	42.4	44.1	1.7
海信家电	62.1	53.5	-8.6	65.8	44.1	-21.7
长虹美菱	81.4	79.5	-1.9	93.0	64.9	-28.1
澳柯玛	52.2	56.2	3.9	63.5	76.5	13.0
春兰股份	39.9	103.6	63.6	159.9	1127.9	968.0
惠而浦	99.8	102.1	2.3	110.2	84.4	-25.7

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 11：应付票据及账款周转天数情况（单位：天）

公司	18A	19A	变化	19Q1	20Q1	变化
白电	122.7	131.2	8.5	131.3	181.4	50.1
格力电器	122.6	146.5	23.9	178.3	332.7	154.4
海尔智家	123.7	128.3	4.7	125.3	147.1	21.8
美的集团	115.3	115.2	-0.2	105.3	139.1	33.7
海信家电	124.6	138.8	14.2	132.4	186.5	54.1
长虹美菱	163.0	158.4	-4.6	157.1	250.2	93.1
澳柯玛	124.8	163.5	38.7	161.3	261.2	99.8
春兰股份	101.9	320.9	219.0	448.5	444.6	-4.0
惠而浦	261.7	280.2	18.4	263.8	335.5	71.7

资料来源：Wind，天风证券研究所

经营性净现金流的表现是衡量企业经营质量的重要标准，19Q4 主要公司受到行业需求、公司间价格战等多重因素影响，19Q4 经营现金流净额同比有所下滑。20Q1 则受疫情影响，销售活动减少的同时刚性支出不减，经营性现金流净额出现大幅下降，但随着疫情好转，现金流状况同样会有所恢复。

表 12：经营性净现金流情况（单位：亿元）

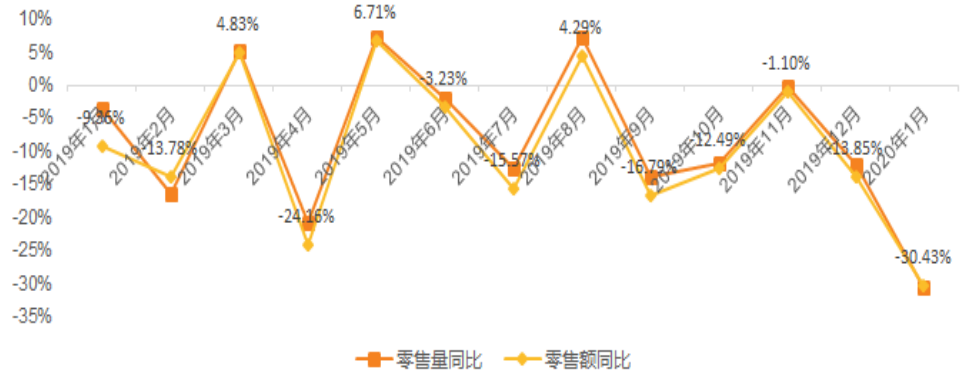
公司	18Q4	19Q4	增速	19Q1	20Q1	增速
白电	272.7	103.7	-62.0%	202.4	-112.2	-155.4%
格力电器	118.7	-48.4	-140.8%	77.3	-117.7	-252.2%
海尔智家	78.9	60.8	-22.9%	13.2	-57.9	-537.3%
美的集团	82.7	88.0	6.4%	118.4	76.7	-35.2%
海信家电	-7.9	-4.8	-39.4%	2.2	0.5	-76.7%
长虹美菱	-4.6	10.8	-334.7%	-9.2	-10.0	8.9%
澳柯玛	0.0	-8.1	30414.1%	3.9	2.0	-49.6%
春兰股份	-0.2	0.0	-109.1%	-0.1	-0.2	151.6%
惠而浦	5.2	5.3	1.7%	-3.4	-5.5	64.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 厨电：19 年整体承压，20Q1 受疫情影响较为显著

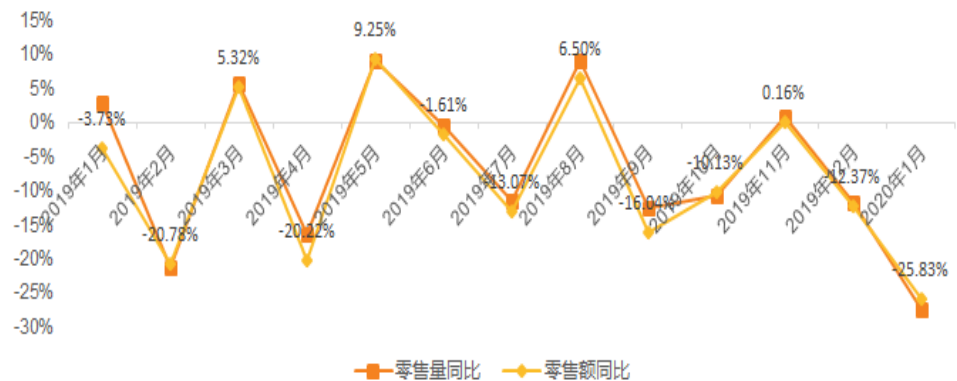
从线下零售端来看，19 全年销售情况呈现出较为明显的波动，但基本上保持负增长态势，量价趋势变化基本保持一致。受疫情影响，20Q1 线下零售量以及零售额降幅进一步扩大。

图 30：19 年油烟机线下销售承压（单位：%）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

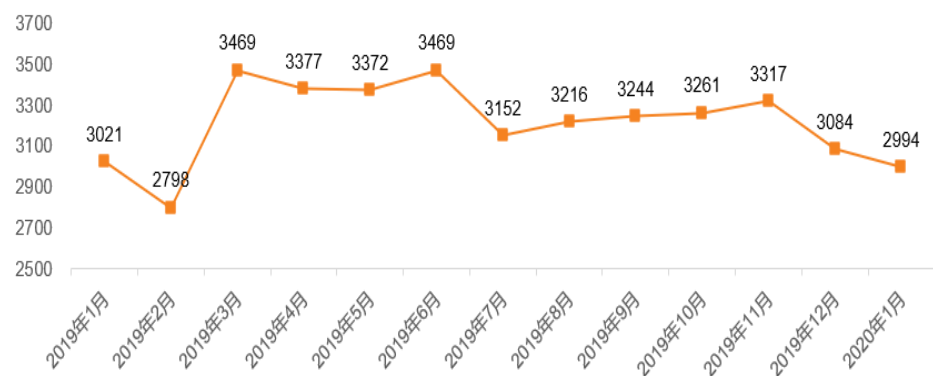
图 31：19 年燃气灶线下零售端销售增速（单位：%）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

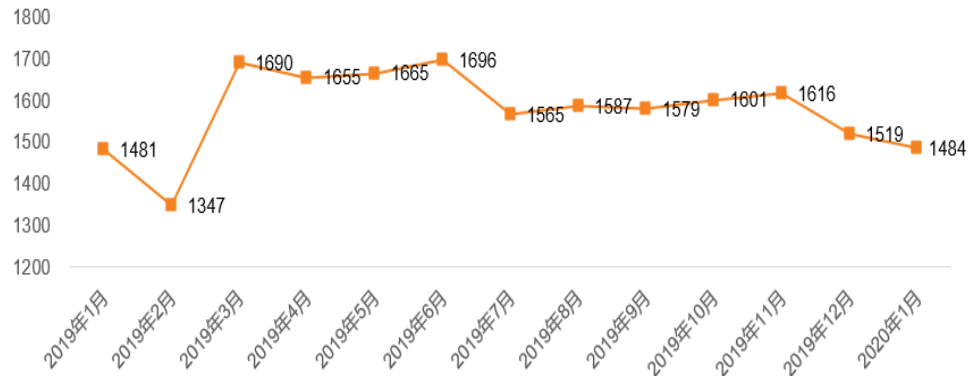
相较于白电、黑电等家电子板块，2019 年期间厨电产品线下均价表现出较强的韧性，主要系厨电龙头坚持自身高端产品定位，产品均价略有下降。

图 32：19 年以来油烟机线下均价走势（单位：元/台）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

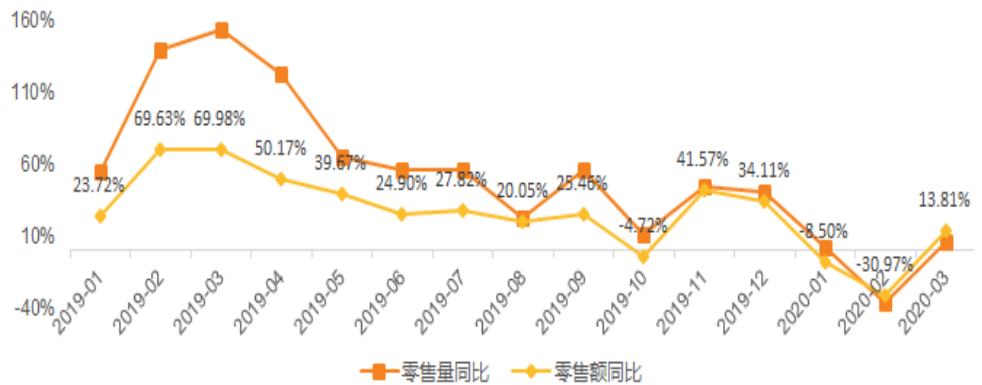
图 33：19 年以来燃气灶线下均价走势（单位：元/台）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

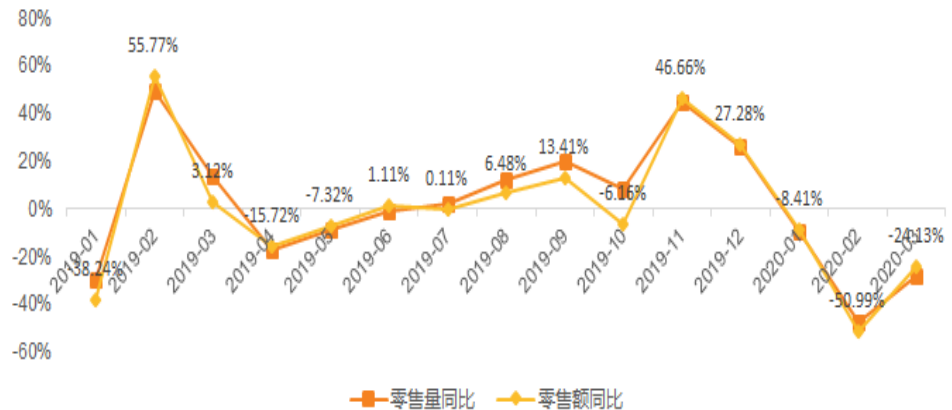
对比于线下低迷的需求情况，19 年厨电线上销售增速亮眼，除 10 月以外各月均呈现双位数的高增长。疫情导致 20 年 1-2 月线上销售大幅下降，但在 3 月出现反弹迹象，我们判断主要系物流链以及安装工人逐步复工所带动。

图 34：油烟机线上销售情况显著好于线下



资料来源：中怡康，天风证券研究所

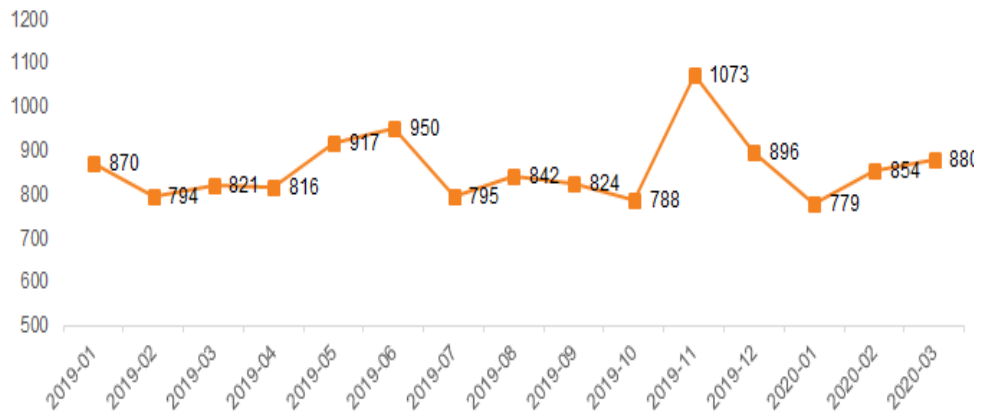
图 35：烟灶消套装线上销量增速在 19Q1 及 19Q4 达到顶峰



资料来源：天猫商城，天风证券研究所

因线上用户相较于线下用户对更具有价格敏感性，故各品牌线上渠道所选择销售的是更具性价比的产品型号，可以看到线上均价大幅低于线下。

图 36：自 19 年起油烟机线上均价变化（单位：元/台）

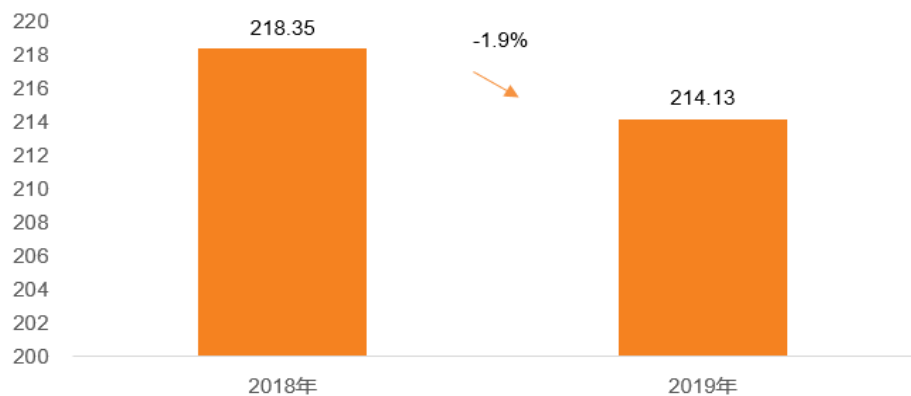


资料来源：天猫商城，天风证券研究所

### 3.1. 利润表方面

从整体厨电行业来看，2019 年板块营收 214.13 亿元，同比-1.9%，然而，厨电板块的利润情况却显著好于营收，实现归母净利润 33.96 亿元，同比+12.5%。我们认为主要是受益于原材料成本下降，以及部分公司开始与精装修渠道合作，更有利于公司提高经营效率、降本增效所致。

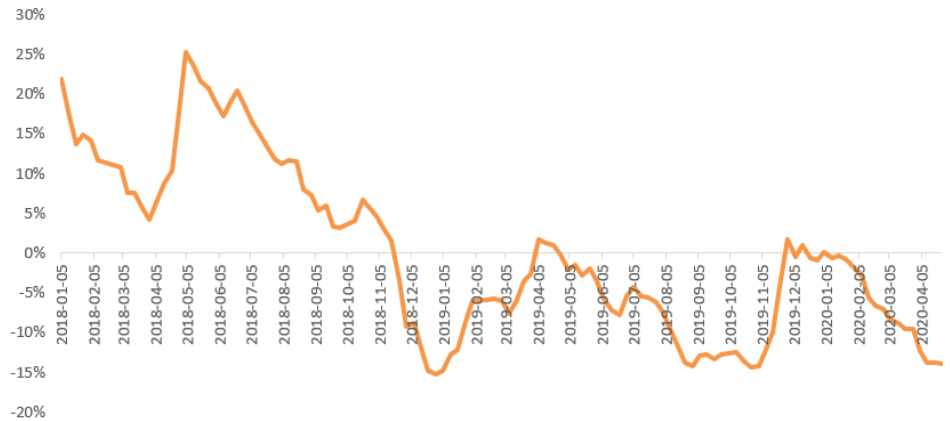
图 37：厨电板块 19 年营收同比小幅下降（单位：亿元）



资料来源：Wind,天风证券研究所

厨电产品原材料占比最大的钢材在 19 年期间持续降价，其中 19Q1 以及 Q3 降幅较大，同时可以看到 20Q1 呈持续下降态势，意味着厨电公司利润水平存在进一步提升空间。

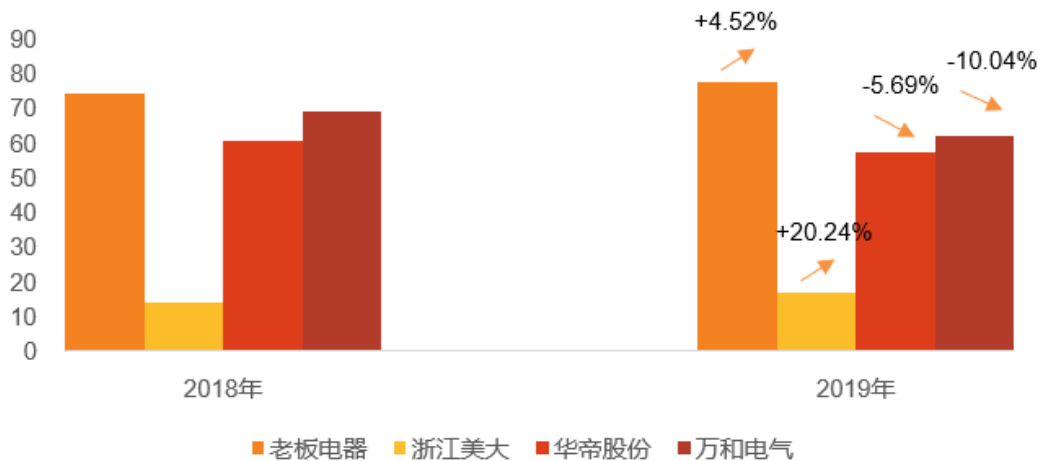
图 38：钢材价格自 19 年起持续下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

具体分公司来看，老板电器以及浙江美大收入增速均好于行业水平，分别+4.52%、+20.24%，其中老板电器的增长主要来自于工程渠道的带动。据奥维云网 2019 年数据表明，工程渠道市场同比+26.4%，老板电器 19 全年该渠道销售额同比增长 90%，增速大幅领先于行业水平，目前老板在精装修渠道市场份额高达 36.3%，位居行业第一。分产品来看，老板 19 年油烟机、燃气灶等主要品类收入规模保持平稳，洗碗机、蒸烤一体机等新品类表现亮眼。浙江美大则持续受益于集成灶市场渗透率提升红利，在地产行业不景气的情况下，收入增长依旧保持在 20% 的高增速。根据奥维云网数据显示，2019 年油烟机、燃气灶零售额同比分别下滑 7.5%、4.1%，而中怡康数据显示 19 年集成灶行业销售额同比+25%，集成灶整体行业仍然保持在相对较高的增长水平。作为具备品牌优势、渠道优势以及先发优势的集成灶龙头，美大在销量以及市占率均保持行业内第一，各品类保持稳定增长。华帝以及万和在 19 年均受到整体行业下行影响，收入表现低于行业水平。其中华帝蒸烤一体机及大家居（原橱柜业务）等新品收入增长显著，但公司传统烟灶业务部分拖累业绩。

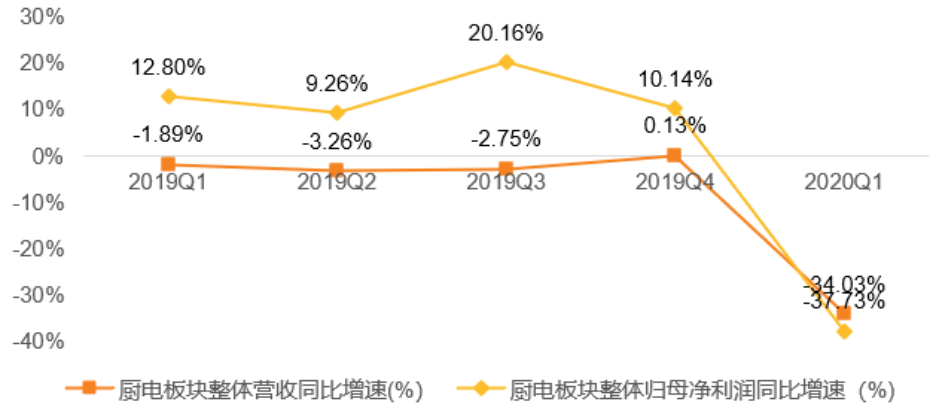
图 39：厨电板块个股营收及增速情况（单位：亿元）



资料来源：Wind,天风证券研究所

行业整体收入情况按季度来看，19 年前三个季度均为同比负增长，Q4 出现边际改善，同比+0.13%，我们判断主要是四季度作为传统促销节点以及大部分工程渠道结算期所带动的收入增长。

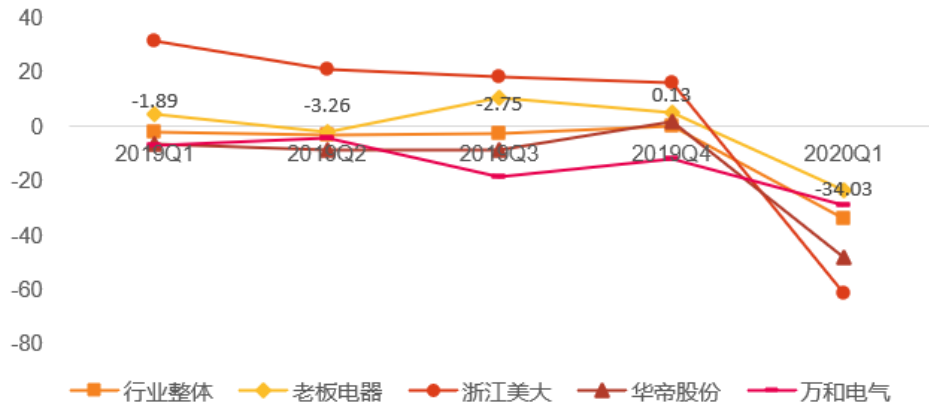
图 40：19Q4 营收全年表现最佳



资料来源：wind，天风证券研究所

各公司 19 年收入情况分季度来看，各公司表现分化显著。其中，浙江美大以及老板电器四个季度均好于行业整体水平，华帝收入在 Q4 出现改善，同比增速转正。

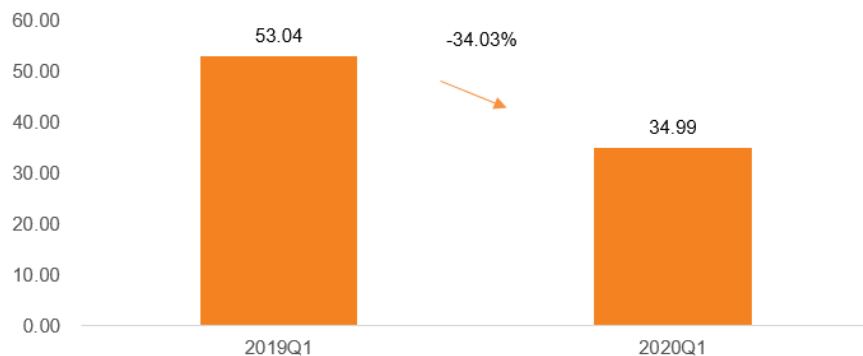
图 41：各厨电公司季度收入增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

受制于疫情方方面面的影响，安装属性较强的厨电板块在 20 年一季度营收出现大幅下滑，同比-34.03%，个股营收均有不同幅度的负增长。

图 42：厨电板块 20Q1 受疫情影响较大（单位：亿元）

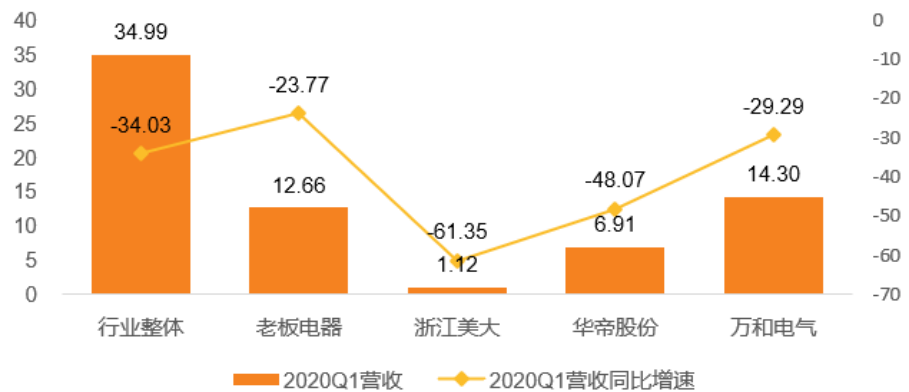


资料来源：wind,天风证券研究所

虽然 20Q1 整体板块销售断崖式下行，但个股表现不一，侧面显示出各公司的抗风险能力。其中老板电器受益于 19 年 Q4 的工程渠道结算周期延后以及其电商业务的高增长，营收表

现大幅好于行业水平。根据奥维报告显示，老板电器线上渠道厨电套餐、嵌入式电蒸箱零售额市占率为 25.9%、17.6%，多个品类位居行业第一。虽然华帝线下渠道以及海外渠道出现较为明显的负增长，但其工程渠道的增长对冲了部分其他渠道所带来的负面影响，同时我们也可以观察到收入占比较高以及增速较快的工程渠道使得老板电器、华帝股份相较于浙江美大更加具备经营韧性，收入构成主要来自于线下的美大收入降幅显著高于行业水平。

图 43：20Q1 整体厨电板块受疫情影响显著（单位：亿元，%）

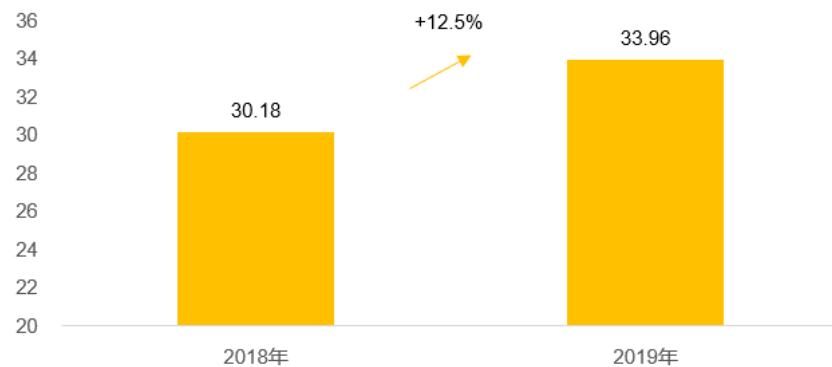


资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为厨电产品的需求较为刚性，后续随着疫情好转带动线下终端门店、工厂生产端、产品安装端以及物流的逐步复工，叠加持续改善的竣工数据，厨电板块有望在接下来三个季度出现明显的边际改善。

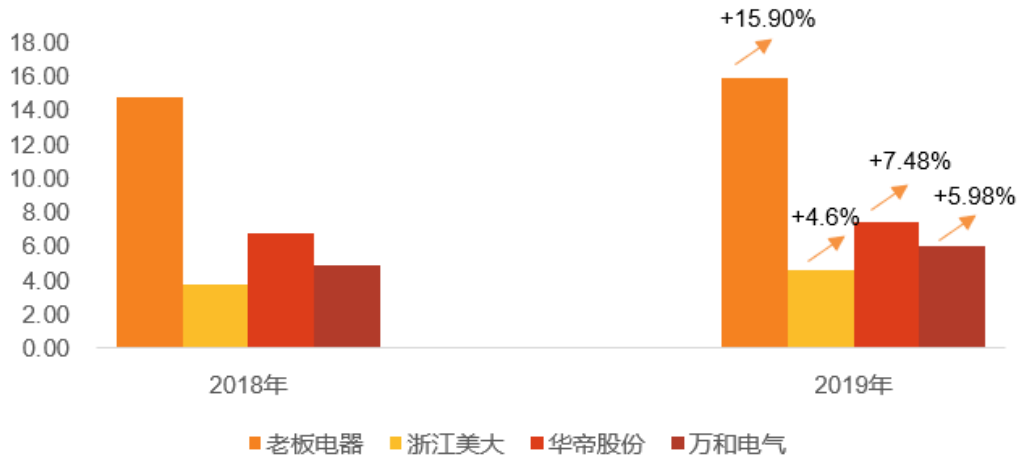
19 年厨电行业归母净利润 33.96 亿元，同比+12.5%，增幅显著好于收入增速，各公司归母净利润增速均有不同程度的正增长，其中老板电器的大幅提升带动板块数据。

图 44：19 年厨电行业归母净利润及同比增速（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

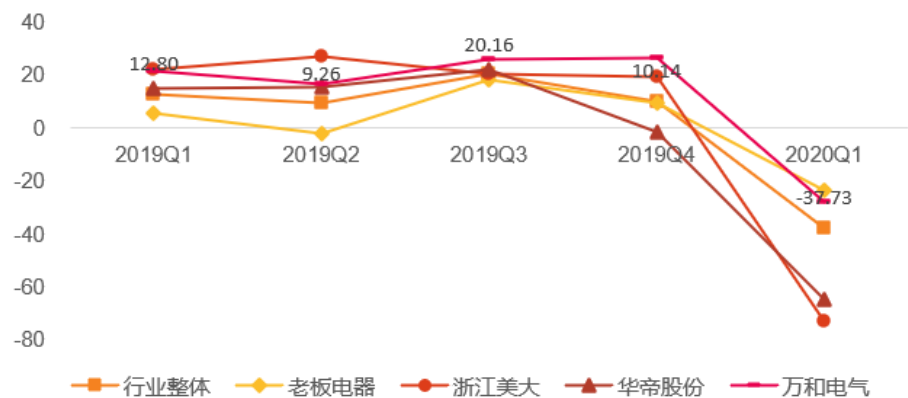
图 45：老板电器归母净利润增速显著（单位：%）



资料来源：wind,天风证券研究所

20Q1 厨电板块归母净利润受疫情影响显著下滑，同比-37.73%，其中主要受到板块内重点公司华帝股份以及浙江美大的影响所致，同比分别-65.01%、-73.03%。而老板电器受益于精装修渠道以及线下零售渠道的结算问题，一季度收入下滑幅度优于行业平均。

图 46：老板电器归母净利润增速显著（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

19 年行业整体毛利率 53.18%，同比+9.68pct，其中老板电器、浙江美大、华帝股份毛利率同比分别+0.75、+1.98、+0.92、+3.98pct，各公司毛利率的提升主要是不同程度上受益于产品结构改善以及原材料价格下降，其中老板毛利率最高系公司一直坚定高端品牌定位，保持自身产品价格带以维持较高的盈利水平。同时，浙江美大投资的 110 万台集成灶及高端厨房电器智慧生产基地已基本进入试生产阶段，后续生产效率的提升对毛利率有正向促进作用。华帝 19Q4 毛利率同比-3.82%，我们预计是公司在该期间推出的套装促销而带来的单季度利润率下降。

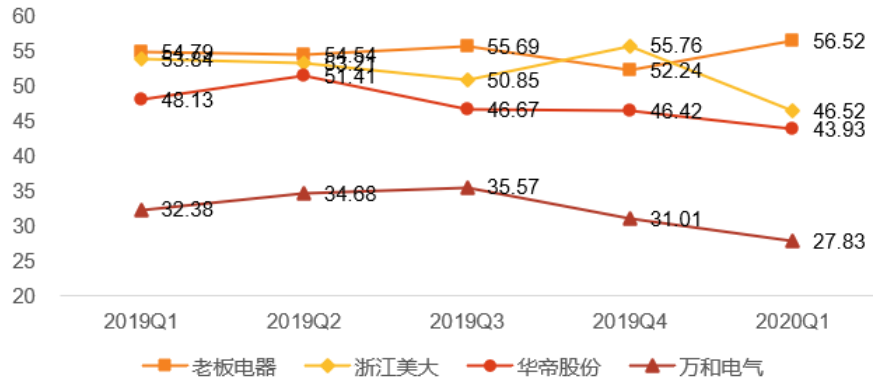
表 13：各公司毛利率变化情况（单位：%）

毛利率 (TTM)	18A	19A	变化
老板电器	53.52	54.27	0.75
浙江美大	51.54	53.53	1.98
华帝股份	47.34	48.26	0.92
万和电气	29.29	33.27	3.98

资料来源：wind,天风证券研究所

20Q1 行业毛利率同比+2.27pct，主要系老板电器毛利率提升所带动，公司 20Q1 毛利率同比+1.73pct，主要是因为毛利率较高的线上渠道收入占比提升以及原材料价格持续下降。另外，浙江美大、华帝股份、万和电气 20Q1 毛利率分别同比-7.32、-4.19、-4.55pct，毛利率的下降主要是由于行业整体受疫情影响收入下降，但期间相应的折旧、人员薪酬等刚性费用依然存在所致。

图 47：各公司毛利率变化情况（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

**板块费用率方面**，19 年整体保持平稳，其中销售费用率小幅提升，研发费用率以及财务费用率略有提升，管理费用率有所下降。研发费用率和销售费用率均略有提升。20Q1 销售费用率以及财务费用率有较为明显的下降，其中销售费用率的下降主要是公司在疫情期间减少营销方面费用的原因。

表 14：各公司主要利润财务指标变化情况（单位：%）

指标	18A	19A	同比变动	19Q1	20Q1	同比变动
毛利率	43.50%	53.18%	9.68%	44.09%	46.36%	2.27%
销售费用率	19.38%	20.60%	1.22%	22.44%	21.64%	-0.80%
管理费用率	7.37%	7.14%	-0.23%	6.65%	10.08%	3.43%
研发费用率	3.65%	3.95%	0.30%	3.05%	4.12%	1.07%
财务费用率	-0.43%	-0.39%	0.04%	-0.33%	-1.71%	-1.37%
净利率	13.97%	16.08%	2.11%	13.52%	12.46%	-1.06%

资料来源：wind,天风证券研究所

分公司来看，老板电器 19 年销售费用率下降主要是来自于费用率更低的精装修渠道业务贡献；同时，美大于该期间对品牌宣传以及渠道拓展方面加大投入力度，销售费用率显著提升；20Q1 除老板电器以外，各公司销售费用率有较大幅度的下降，我们预计是因为今年疫情影响，以线下销售为主的公司在该时期减少了对终端门店以及个渠道的相关费用投放所致。虽然老板电器销售费用率同比+1.72pct，但从绝对值角度减少了 9986.66 万元。除此之外，20Q1 各品牌管理费用率均有较为显著的提升，主要是由于公司收入受到疫情影响大幅减少，但同时人员薪酬等固定费用仍然存在从而导致管理费用率的显著提升。

表 15：各公司 19 年&amp;20Q1 费用率变化情况（单位：%）

销售费用率 (TTM)	19A	变化	20Q1	变化
老板电器	24.85	-0.88	32.55	1.72
浙江美大	15.24	4.21	12.97	-2.53
华帝股份	26.48	-0.61	27.15	-1.24
万和电气	15.83	2.15	13.89	-1.16
管理费用率	19A	变化	20Q1	变化
老板电器	3.66	0.00	7.59	2.09
浙江美大	3.91	-1.86	15.88	6.98
华帝股份	3.04	0.25	11.75	4.32
万和电气	2.81	-0.46	5.10	0.34
研发费用率	19A	变化	20Q1	变化
老板电器	3.86	-0.09	3.61	1.15
浙江美大	3.02	0.11	4.95	1.74
华帝股份	4.13	0.46	6.41	2.84
万和电气	4.15	0.69	3.37	0.51
财务费用率 (TTM)	19A	变化	20Q1	变化
老板电器	-1.07	0.29	-1.07	0.29
浙江美大	-0.78	-0.49	-0.78	-0.49
华帝股份	-0.09	0.67	-0.09	0.67
万和电气	0.40	-0.29	0.40	-0.29

资料来源：wind,天风证券研究所

### 3.2. 资产负债表&现金流方面

截至 20 年 Q1，老板电器、浙江美大、华帝股份及万和电气在手净现金分别为 51.57、6.49、19.09 及 9.68 亿元，其中老板电器在手现金较为充裕，有助于公司平稳过渡行业低迷期以及在疫情期提高自身抗风险能力。

表 16：厨电板块中各公司在手现金（单位：亿元）

公司	货币资金	交易性金融资产	其他流动资产	短期借款	长期借款	净现金	净现金/市值
老板电器	39.09	12.40	0.08	0.00	0.00	51.57	17.01%
浙江美大	6.49	0.00	0.00	0.00	0.00	6.49	8.93%
华帝股份	6.63	12.44	0.02	0.00	0.00	19.09	18.26%
万和电气	13.74	0.47	0.65	5.12	0.05	9.68	15.88%

资料来源：wind，天风证券研究所

注：净现金=货币资金+其他流动资产+交易性金融资产-长期和短期借款；市值截至 5 月 11 日。

从周转情况看，19 年板块主要经营周期进一步拉长，主要受应收账款周转天数上升所致，侧面表明行业景气度低迷，对渠道话语权一定程度下降。20Q1 受疫情影响，产品销售减少、存货增加及回款周期延长，导致各公司存货、应付及应收账款周转天数均显著上升。

表 17：存货周转天数情况（单位：天）

公司	18A	19A	变化	19Q1	20Q1	变化
老板电器	128.32	136.26	7.94	153.22	212.82	59.60
浙江美大	104.77	116.09	11.32	78.23	97.19	18.96
华帝股份	52.92	63.39	10.47	60.85	130.17	69.32
万和电气	104.77	116.09	11.32	78.23	97.19	18.96

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 18：应收账款周转天数情况（单位：天）

公司	18A	19A	变化	19Q1	20Q1	变化
老板电器	19.83	27.19	7.36	27.37	47.8	20.43
浙江美大	3.00	3.48	0.48	7.33	20.46	13.13
华帝股份	34.09	49.04	14.95	54.04	101.18	47.14
万和电气	31.99	40.40	8.41	34.08	46.02	11.94

资料来源：wind，天风证券研究所

表 19：应付账款周转天数情况（单位：天）

公司	18A	19A	变化	19Q1	20Q1	变化
老板电器	116.89	131.40	14.51	143.36	197.69	54.33
浙江美大	48.42	74.36	25.94	74.61	290.87	216.26
华帝股份	74.69	90.85	16.16	86.96	144.52	57.56
万和电气	93.42	98.42	5.00	78.84	80.7	1.86

资料来源：wind，天风证券研究所

受行业整体需求低迷影响，大部分厨电公司 19Q4 经营性现金流同比呈双位数下滑，然而老板电器逆势同比+68.83%，我们判断主要是其工程渠道款项结算集中在四季度所致。20Q1 则受疫情影响，销售受阻的同时固定费用不变导致公司经营性现金流净额大幅下降，我们预计后续随着疫情得以控制以及复工节奏的加快，公司销售情况边际改善带动经营性现金流恢复。

表 20：经营性净现金流情况（单位：亿元）

公司	18Q4	19Q4	增速	19Q1	20Q1	增速
老板电器	3.08	5.20	68.83%	1.70	-2.45	-244.12%
浙江美大	1.86	1.20	-35.48%	0.42	-1.14	-371.43%
华帝股份	3.82	2.30	-39.79%	1.92	-2.41	-225.52%
万和电气	-1.82	-0.92	-49.45%	4.39	5.07	15.49%

资料来源：wind，天风证券研究所

#### 4. 小家电：厨房小家电类公司整体表现较好

小家电板块主要可分为四个子板块：

厨房小家电类——苏泊尔、九阳股份、爱仕达、小熊电器、新宝股份、哈尔斯

个人护理类——飞科电器、荣泰健康、奥佳华

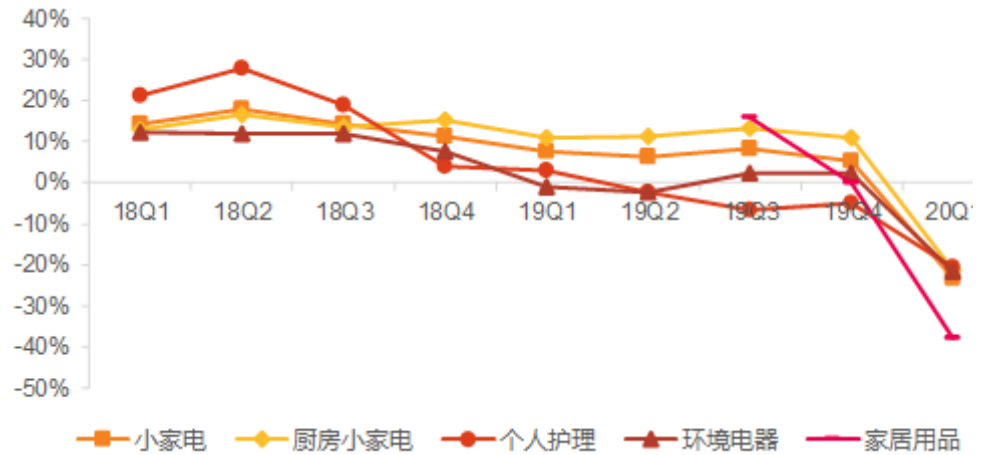
环境电器类——莱克电气、科沃斯、石头科技、开能健康

家居用品类——公牛集团

2019 年大部分小家电公司营收增速呈现放缓的趋势，由于行业增速放缓的影响，个别个护和环境电器类公司甚至出现增速为负值的情况。分子版块看，厨房小家电类的营收增速略高于其他子版块。重点公司中，九阳、小熊、新宝营收增速同比表现较好，增速同比变化 +1.77pct、+7.74pct 和 +5.35pct。苏泊尔增速放缓主要由于主营业务炊具和电器的增速放缓所致。飞科电器受制于渠道调整影响以及新产品进展较缓慢。莱克电器主要是出口业务受关税影响较大导致整体增速承压。科沃斯由于扫地机器人代工业务调整、国内产品结构调整等原因使 19 年业务增速同比下降 31.87pct。20 年新上市公司中石头由于 18 年营收基数较小使 19 年营收增速同比下降 134.91pct，公牛集团则是由于主营业务转换器增速放缓使营收增速同比下降 14.45pct。

虽然小家电行业受疫情影响相对白电行业较小，但 20Q1 大部分企业业绩增速仍为负值，影响较大的企业大部分是线下业务比例较高所致。分公司看，苏泊尔和爱仕达由于在湖北地区设有子公司，Q1 停工停产对公司营收影响较大，无法及时复工导致公司货源短缺。若剔除该影响，苏泊尔和爱仕达 20Q1 营收同比分别为 -14.7% 和 -18.3%。其中也不乏逆势实现同比增长的公司，如小熊电器、新宝股份、开能健康，九阳股份虽然整体增速略下降 5%，但内销仍实现了正增长。我们预计此类公司增长主要是由于疫情期间新增大量关于消毒杀菌、健康饮食方面的需求，同时由于消费者居家时间变长，新增部分自炊需求使该类型的小家电销售迅速增长。

图 48：小家电及各子版块营收增速及变化



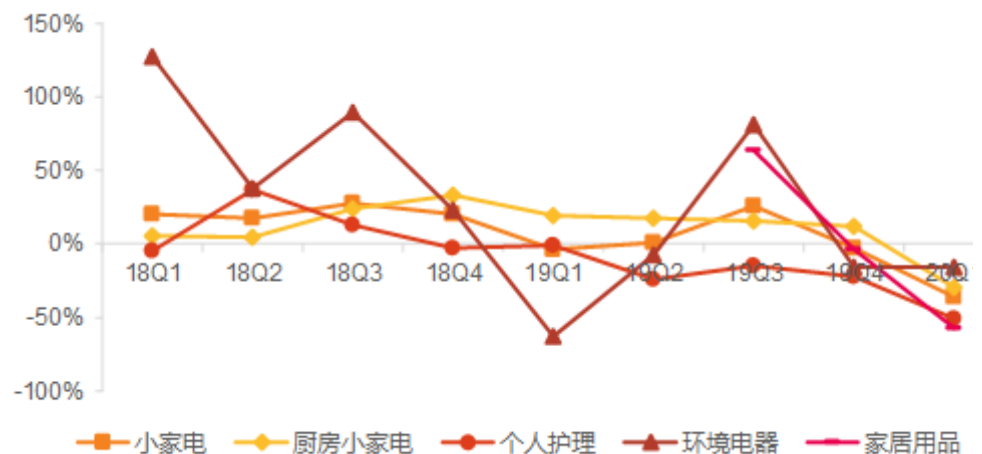
资料来源：wind，天风证券研究所

注：石头科技与公牛集团均为 2020 年新上市公司，已在计算时将没有的历史数据剔除。

#### 4.1. 利润表方面

归母净利润增速情况各不相同，大部分企业主要受销售费用影响较大，此外，由于研发费用投入增大（如科沃斯、石头科技）或汇率波动导致财务费用波动较大（如莱克电气）的原因，部分企业的净利润增速变化也较为明显。分子版块来看，19 年净利润同比增速情况较好的是厨房小家电类，其中小熊电器、新宝股份和爱仕达增速同比分别增加 18pct、13.52pct 和 0.19pct。家居用品中的公牛集团，环境电器类的莱克电气和个人护理类的荣泰健康净利润增速也分别上升了 6.93pct、2.99pct 和 3.33pct。20Q1 大部分公司业绩增速同比下滑，仅小熊电器和开能健康同比有所上升，分别为 +51.85pct 和 +4.33pct。莱克电气主要是由于 Q1 销售、研发和财务费用大幅下降所致；小熊电器主要系疫情期间各种促销推广活动停止导致销售费用大幅下降所致；新宝股份则是由于内销大幅增长带动了净利润增长。

图 49：小家电各子版块归母净利润增速及变化



资料来源：wind，天风证券研究所

注：石头科技与公牛集团均为 2020 年新上市公司，已在计算时将没有的历史数据剔除。

毛利率方面，分子版块看，厨房小家电类的 19Q4 毛利率同比略有下降，主要是由于哈尔斯公司毛利率同比大幅下降所致。20Q1 毛利率同比也有 1.2% 的下滑，主要是由于苏泊尔和哈尔斯毛利率下滑所致。分公司来看，大部分公司 19 年毛利率同比有所提升主要由于产品结构升级，毛利率较高的产品营收占比提高所致，如苏泊尔、九阳股份、新宝股份、科沃斯、石头科技等。20Q1 苏泊尔毛利率同比下滑我们预计是由于公司炊具业务营收下

降所致。石头科技 20Q1 毛利率同比大幅提升主要由于小米订单减少，高毛利率的自有品牌业务占比增加所致。

表 21：小家电各子版块毛利率及变化

	2019Q4	Q4变化	2019	19A变化	2020Q1	20Q1变化
小家电	34.26%	0.75%	33.31%	1.46%	31.10%	-0.69%
厨房小家电	30.77%	-1.23%	31.36%	0.56%	29.81%	-1.20%
个人护理	36.73%	-0.19%	35.70%	-0.77%	35.72%	0.96%
环境电器	38.35%	3.57%	36.35%	3.70%	38.34%	4.91%
家居用品	40.53%	0.75%	41.41%	4.78%	36.95%	0.53%

资料来源：wind，天风证券研究所

从板块整体费用率情况来看，对小家电公司影响最大的部分仍是销售费用。由于双十一、双十二等大型促销活动均在每年年末，因此 Q4 销售费用投入更大，且从全年整体来看销售费用投入同比更多，说明各大企业对销售费用投入的意识逐渐增强。20Q1 由于营收端整体水平下降使毛利率略有下降，同时由于疫情影响无法复工但仍需支付员工薪酬，使管理费用略有上升，净利率水平下滑。

表 22：板块费用率情况

	19Q4	同比	2019	同比	20Q1	同比
毛利率	34.26%	0.75%	33.31%	1.46%	31.10%	-0.69%
销售费用率	15.18%	1.79%	13.20%	0.57%	12.34%	0.03%
管理费用率	4.37%	0.70%	4.08%	-0.10%	4.66%	0.93%
研发费用率	3.21%	-0.91%	3.41%	0.16%	4.09%	0.78%
财务费用率	0.48%	0.27%	-0.12%	0.00%	-0.47%	-1.18%
净利率	10.14%	-0.77%	10.65%	0.24%	7.79%	-1.61%

资料来源：wind，天风证券研究所

从销售费用来看，大部分公司均增加了销售费用的支出，但从销售费用细项上看，具体支出的款项并不相同。一些公司销售费用的增加主要是由广告和推广费用所带动的，另一些公司则主要是由于销售人员薪酬上有所增加从而带动了销售费用的上涨。公牛集团销售费用下降主要是由于公牛品牌市场知名度高，长期的消费者教育良好因此无需在广告上投入过多的费用。20Q1 由于疫情影响营收端的下滑以及部分线上线下促销活动停止，使大部分公司也相应减少了销售费用的投入。

表 23：小家电各公司销售费用及同比（单位：亿元，%）

	2019Q4	19Q4同比	2019	19A同比	2020Q1	20Q1同比
苏泊尔	8.58	31.14%	32.06	13.96%	3.80	-55.76%
飞科电器	1.15	2.43%	3.90	12.37%	0.76	-4.09%
莱克电气	1.44	-7.14%	4.13	-8.92%	0.93	-2.94%
九阳股份	5.81	18.90%	14.77	7.25%	2.37	-0.54%
爱仕达	2.21	4.03%	7.59	16.37%	1.40	-24.72%
小熊电器	1.32	18.24%	3.96	38.52%	0.84	-3.75%
科沃斯	5.11	26.92%	12.32	14.96%	1.95	-3.95%
荣泰健康	0.89	7.62%	2.66	-6.07%	0.44	-23.30%
哈尔斯	0.66	18.54%	1.96	9.88%	0.33	-17.80%
开能健康	0.59	17.91%	1.66	27.12%	0.32	5.14%
奥佳华	2.74	-7.50%	10.41	4.46%	2.44	-5.78%
新宝股份	1.36	33.45%	4.70	41.52%	1.06	25.89%
石头科技	1.56	185.65%	3.54	116.66%	0.86	64.49%
公牛集团	2.04	7.45%	7.25	-2.82%	1.04	-24.62%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 24：小家电各公司广告费用投入情况（单位：亿元，%）

	2018H1	2019H1	2019H1同比	2018H2	2019H2	2019H2同比	2018	2019	2019年同比
苏泊尔	9.23	10.13	9.7%	8.25	11.10	34.5%	17.48	21.23	21.5%
飞科电器	0.86	1.10	27.9%	1.09	1.20	10.6%	1.94	2.30	18.3%
莱克电气	0.25	0.27	7.4%	0.34	0.20	-40.9%	0.59	0.47	-20.5%
九阳股份	4.30	3.79	-11.8%	3.80	4.38	15.2%	8.10	8.17	0.9%
爱仕达	0.45	0.52	14.7%	0.47	-	-	0.92	(未披露)	-
小熊电器	-	-	-	-	-	-	1.41	1.87	33.1%
科沃斯	1.82	1.71	-6.1%	3.24	4.18	28.8%	5.06	5.89	16.2%
荣泰健康	0.53	0.52	-2.7%	0.69	0.50	-28.2%	1.23	1.02	-17.1%
哈尔斯	0.16	0.16	-3.3%	0.25	0.21	-16.7%	0.42	0.37	-11.4%
开能健康	0.10	0.05	-51.9%	0.03	0.05	105.8%	0.13	0.10	-20.2%
奥佳华	0.43	0.48	11.3%	1.26	0.91	-27.4%	1.69	1.39	-17.5%
新宝股份	0.13	0.24	85.8%	0.23	0.37	65.8%	0.35	0.61	73.0%
石头科技	-	-	-	-	-	-	0.59	1.22	106.4%
公牛集团	-	-	-	-	-	-	3.31	2.14	-35.3%

资料来源：wind，各公司半年报、年报，天风证券研究所

注：小熊电器、石头科技和公牛集团由于新上市不久未披露该部分历史数据

综合 19A 和 20Q1 的情况展望二三季度，小家电板块主要有两大关注点，第一，在产品方面，主流品类更加注重产品功能性的细分，如低糖电饭煲、低噪音破壁机等。此次疫情对于消费者生活习惯的改变也新增部分长尾品类以及细分市场需求，如便携式小家电、消毒杀菌类产品和健康类产品等。此外，年轻消费群体的崛起也使各公司在产品的设计上更加注重颜值以及轻量化。从品类上看，虽然疫情期间环境电器类产品需求量上升，但从长期来看，我们预计厨房小家电类产品仍会占据最大的市场份额。

第二，在渠道方面，新媒体和直播带货等营销方式的兴起使公司在线上能迅速进行消费者教育，扩大品牌知名度，通过在社交渠道的互动增加用户对品牌的黏性，吸引更多有潜力的年轻消费群体。我们预计率先抓住新营销渠道并进行相应组织架构改革的企业将在小家电市场更具竞争力。

## 4.2. 资产负债表&现金流方面

从各公司在手现金情况看，大部分公司现金情况较为稳定。从周转情况来看，19 年大部分企业经营周期变长，主要是存货周转天数变长所致，其中主营为厨房小家电类公司经营周期略有延长或同比下降，个护及环境电器类公司经营周期延长较为明显。20Q1 由于疫情影响，各公司经营周期进一步延长，大部分公司经营性现金流由于营收减少而呈现下滑的状态。

表 25：小家电各公司在手现金（亿元）

公司	货币资金	交易性金融资产	其他流动资产	短期借款	长期借款	净现金	市值	净现金/市值
公牛集团	22.5	4.6	48.4	0.0	0.0	75.4	952.1	7.9%
石头科技	44.6	9.1	0.2	0.0	0.0	53.9	243.6	22.1%
苏泊尔	12.6	16.4	14.9	0.0	0.0	43.9	563.0	7.8%
莱克电气	13.1	12.2	0.0	0.2	3.0	22.1	90.9	24.3%
九阳股份	14.7	5.0	0.5	0.0	0.0	20.3	249.6	8.1%
新宝股份	17.4	9.5	0.8	5.6	2.0	20.1	232.8	8.6%
奥佳华	22.1	0.1	0.8	5.7	0.2	17.1	51.2	33.3%
小熊电器	8.2	7.2	0.3	0.0	0.0	15.7	129.3	12.1%
飞科电器	6.2	4.0	0.2	0.0	0.0	10.5	154.9	6.8%
科沃斯	9.0	0.0	0.5	0.9	0.0	8.6	120.1	7.2%
荣泰健康	6.0	1.3	2.8	1.9	0.0	8.3	42.4	19.6%
哈尔斯	4.2	0.0	0.2	4.3	0.0	0.1	19.3	0.5%
开能健康	1.6	0.8	0.1	3.1	0.0	-0.7	23.3	-2.8%
爱仕达	5.8	0.0	0.8	10.0	4.6	-8.0	27.7	-28.9%

资料来源：wind，天风证券研究所

注：净现金=货币资金+其他流动资产+交易性金融资产-长期和短期借款；市值截至 5 月 11 日。

表 26：存货周转天数（天）

	2018	2019	2019同比	2019Q1	2020Q1	2020Q1同比
苏泊尔	66.32	60.70	-5.62	47.58	65.90	18.32
飞科电器	66.46	97.96	31.50	96.12	126.39	30.26
莱克电气	58.52	56.69	-1.83	55.22	62.03	6.80
九阳股份	41.03	52.31	11.28	48.83	70.42	21.59
爱仕达	134.82	139.10	4.28	133.41	272.15	138.74
小熊电器	73.69	75.92	2.23	66.36	79.19	12.83
科沃斯	91.89	119.39	27.49	124.09	149.01	24.92
荣泰健康	40.73	44.27	3.54	40.87	93.04	52.17
哈尔斯	102.17	115.68	13.50	138.55	221.84	83.29
开能健康	80.13	100.30	20.18	110.80	148.83	38.04
奥佳华	83.49	101.11	17.62	98.86	142.02	43.17
新宝股份	59.02	68.43	9.41	66.75	79.29	12.54
石头科技	27.36	38.49	11.13		75.99	
公牛集团	55.59	54.80	-0.79		95.44	
<b>小家电</b>	<b>70.09</b>	<b>80.37</b>	<b>10.28</b>	<b>85.62</b>	<b>120.11</b>	<b>40.22</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

注：小家电板块 20Q1 存货周转天数同比剔除了 2020 年新上市的石头科技和公牛集团

表 27：应收账款周转天数（天）

	2018	2019	2019同比	2019Q1	2020Q1	2020Q1同比
苏泊尔	31.48	31.95	0.47	28.34	38.90	10.56
飞科电器	36.30	53.56	17.26	44.51	57.13	12.62
莱克电气	66.81	64.13	-2.68	63.46	66.14	2.68
九阳股份	6.59	7.24	0.65	13.50	14.97	1.47
爱仕达	78.39	86.43	8.04	86.45	149.23	62.78
小熊电器	9.11	11.60	2.49	14.51	11.61	-2.90
科沃斯	45.81	61.32	15.50	59.04	72.00	12.96
荣泰健康	19.80	19.99	0.19	19.64	34.00	14.36
哈尔斯	38.51	42.87	4.36	57.89	64.11	6.21
开能健康	59.97	49.25	-10.72	55.67	66.51	10.84
奥佳华	50.05	63.34	13.29	61.83	69.63	7.80
新宝股份	40.94	41.24	0.30	47.24	42.05	-5.19
石头科技	44.91	24.85	-20.07		23.46	
公牛集团	6.57	7.32	0.75		12.40	
<b>小家电</b>	<b>38.23</b>	<b>40.36</b>	<b>2.13</b>	<b>46.01</b>	<b>51.58</b>	<b>11.18</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

注：小家电板块 20Q1 应收账款周转天数同比剔除了 2020 年新上市的石头科技和公牛集团

表 28：应付账款周转天数（天）

	2018	2019	2019同比	2019Q1	2020Q1	2020Q1同比
苏泊尔	76.73	78.56	1.83	70.67	86.52	15.85
飞科电器	101.81	121.47	19.65	141.84	111.77	-30.07
莱克电气	74.03	75.59	1.55	74.45	83.71	9.26
九阳股份	77.43	92.37	14.94	101.55	108.51	6.96
爱仕达	102.51	114.98	12.47	110.85	200.08	89.23
小熊电器	48.46	41.23	-7.23	42.54	42.36	-0.17
科沃斯	103.62	120.27	16.65	127.55	144.50	16.95
荣泰健康	99.92	100.79	0.87	85.41	167.50	82.08
哈尔斯	86.57	87.94	1.37	101.84	142.04	40.20
开能健康	49.77	56.47	6.70	60.89	83.52	22.63
奥佳华	81.01	85.66	4.65	95.01	94.35	-0.66
新宝股份	44.60	42.87	-1.72	47.14	47.99	0.86
石头科技	56.46	45.96	-10.50	60.44	72.90	12.46
公牛集团	80.42	74.58	-5.85	81.01	92.26	11.25
小家电	<b>77.38</b>	<b>81.34</b>	<b>3.96</b>	<b>85.80</b>	<b>105.57</b>	<b>19.77</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

表 29：公司经营活动产生的现金流量净额（亿元）

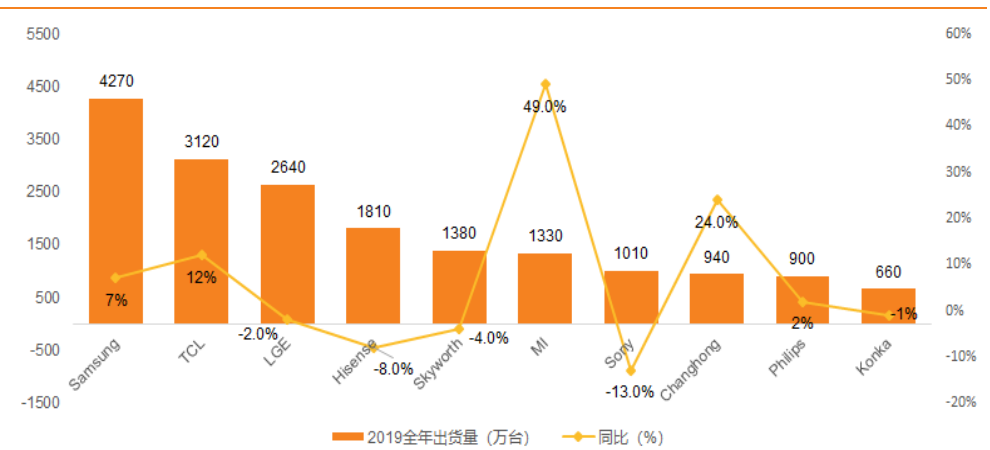
	2018	2019	2019年同比	2019Q1	2020Q1	2020Q1同比
苏泊尔	20.14	17.33	-2.81	-1.19	1.03	2.22
飞科电器	5.54	4.67	-0.87	0.38	1.29	0.91
莱克电气	6.69	12.08	5.39	4.38	2.38	-2.01
九阳股份	4.09	12.53	8.44	1.77	1.43	-0.34
爱仕达	1.41	0.08	-1.33	-1.04	0.40	1.43
小熊电器	3.10	4.06	0.97	-0.04	1.83	1.87
科沃斯	0.15	2.62	2.46	0.04	-0.46	-0.49
荣泰健康	2.61	4.46	1.85	1.40	-2.28	-3.68
哈尔斯	0.53	1.05	0.52	-0.26	0.01	0.26
开能健康	0.96	1.14	0.18	0.23	-0.09	-0.32
奥佳华	4.76	2.76	-1.99	-1.11	2.44	3.55
新宝股份	4.45	14.44	9.99	1.44	1.02	-0.42
石头科技	4.25	7.55	3.31	1.65	2.38	0.73
公牛集团	19.10	22.97	3.87	10.33	-1.84	-12.17
小家电	<b>5.55</b>	<b>7.70</b>	<b>2.14</b>	<b>1.29</b>	<b>0.68</b>	<b>-0.60</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

## 5. 黑电：国内零售市场下滑明显，龙头公司出货表现好于行业平均

2019 年，全球 TV 市场在前三季度市场需求低迷的不利背景下，四季度受北美市场“黑五”以及中国市场“双十一”销量结果好于预期、中美贸易战缓和等影响出现回升。根据群智咨询的数据，2019 年全球 TV 市场的总出货量为 2.4 亿台，同比逆势增长 0.4%。出货量排名前五的龙头中，除 LG 电子与创维出现一定下滑，其余品牌出货量均大幅上涨，行业集中度不断提升。

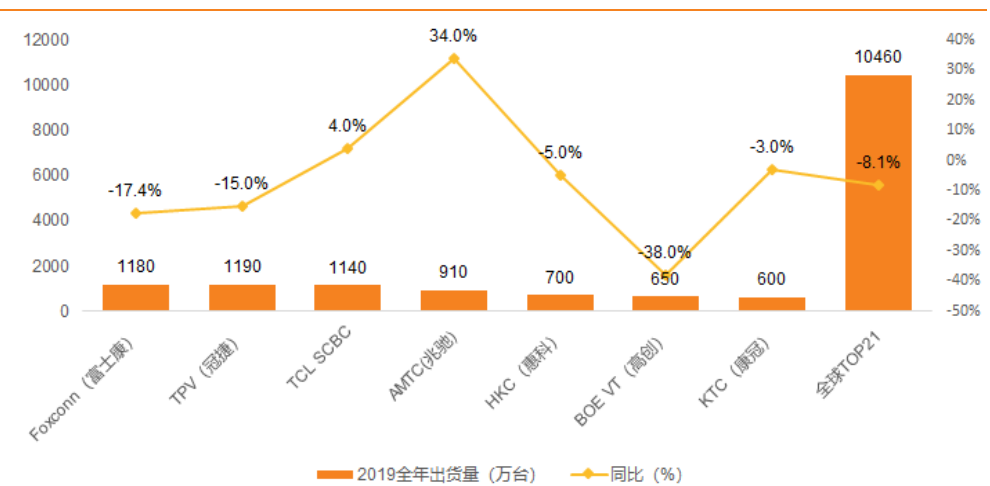
图 50：全球 TV 出货量及增速情况



资料来源：群智咨询，天风证券研究所

全球 TV 代工市场出货量则大幅下跌，全年出货量达 1.046 亿台，同比-8.1%，内资品牌 TCL、兆驰受小米销量快速提升以及海外订单增多影响，出货表现亮眼，出货量同比+4%、+34%。

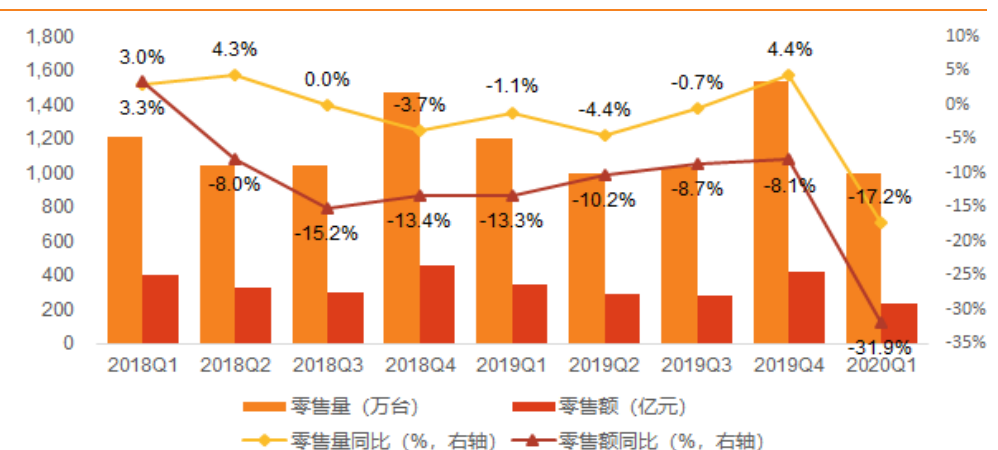
图 51：全球 TV 代工出货量及增速情况



资料来源：DISCIEN，天风证券研究所

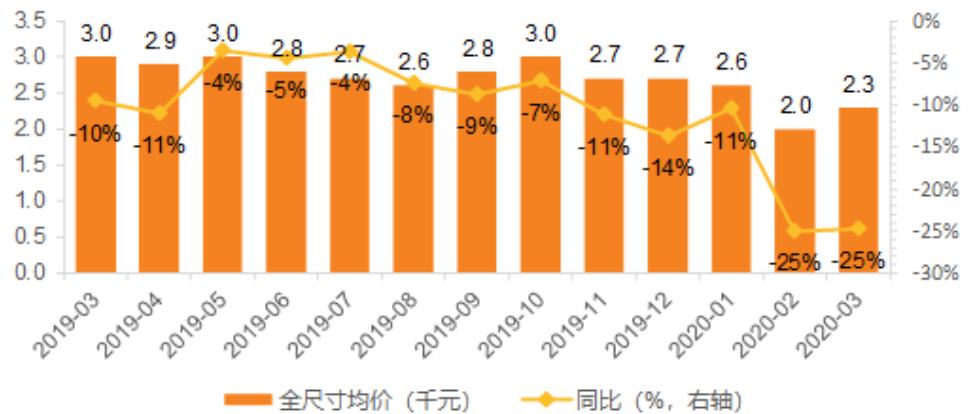
国内零售市场，2019Q1 开始，零售量与零售额双双下滑，19Q4 受国内双十一拉动，零售量出现上涨。进入 2020Q1，新冠疫情影响显著，根据奥维云网数据，2020Q1 国内彩电市场零售量达 995 万台，同比-17.2%；零售额达 237 亿元，同比-31.9%。预计进入二季度以后，随着国内疫情的缓解，以及各地实施发放消费券、举办购物节等刺激政策，彩电市场需求有望进一步回暖。

图 52：国内彩电市场零售量与零售额



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 53：国内彩电零售市场均价



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

### 5.1. 利润表方面

从收入端看，2019 年彩电内销市场需求及均价双双下滑，黑电企业电视业务收入总体下降。

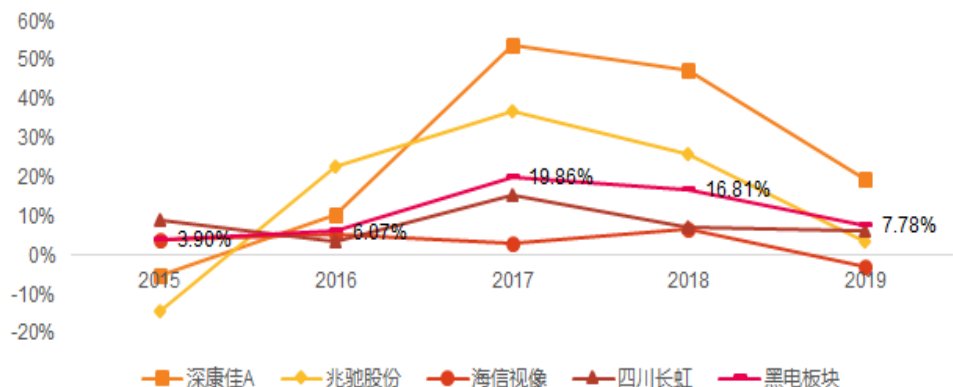
**深康佳 A：**业绩增速主要来自白电、工贸业务，其 2019 年营收分别达 38.3 亿元与 327.4 亿元，同比+16.97%与 15.51%；公司彩电业务收入 87.7 亿元，同比-11.39%，且营收占比达 15.9%，下滑 5.6pct。

**兆驰股份：**公司液晶电视 ODM 业务的出货量较上年同期增长了 34%，主要受益于彩电市场集中度的提升以及大客户出货量快速提升（小米 2019 年销量超 1000 万台，国内排名第一）。

**海信视像：**根据群智咨询数据，海信 2019 年出货量达 1910 万台，同比+8%，但由于行业均价下降明显，营收出现下滑。

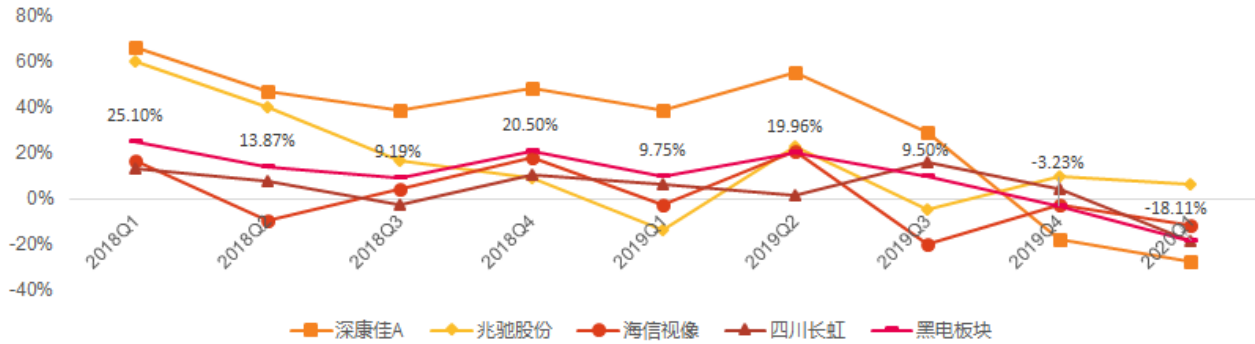
**四川长虹：**业绩增速主要来自 IT 综合服务业务，在大数据挖掘、云计算、物联网等前沿技术进行投入和深挖，公司 IT 综合服务业务销售收入实现连续 15 年增长，2019 年实现销售收入 264.2 亿元，同比提升 40.5%。其电视业务实现营业收入 111.3 亿元，同比下降 16.1%。

图 54：黑电行业营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 55：黑电板块企业季度营收增速情况

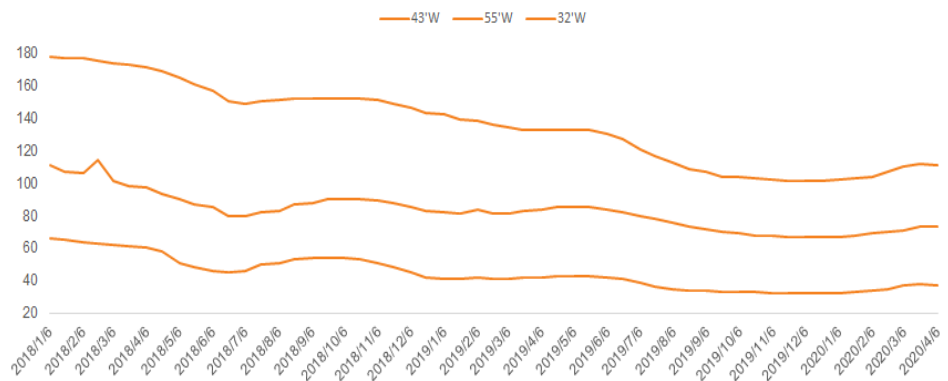


资料来源：wind，天风证券研究所

2020Q1，兆驰国内主要客户小米订单受疫情影响，但 ONN、KIVI 等海外订单依旧增长，且 LED 业务收入规模不断扩大，从而实现了收入端的逆势增长，海信、长虹、康佳等品牌收入下滑。

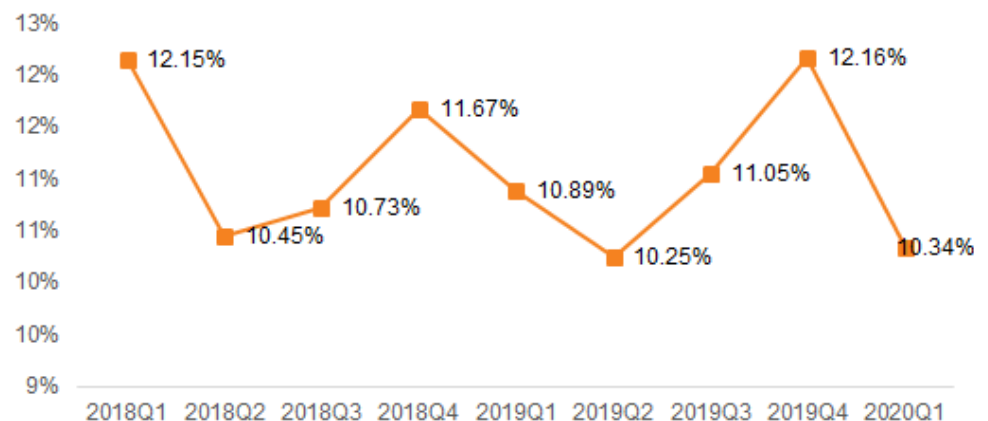
毛利率方面，2019 年，TV 面板价格持续下滑，加上彩电龙头企业不断提升生产自动化水平，提高成本控制力度，黑电企业毛利率水平总体回升。2020Q1 以来，TV 面板价格温和增长，毛利率水平出现一定程度下滑。

图 56：电视面板价格情况（单位：美元/片）



资料来源：WitsView，天风证券研究所

图 57：黑电板块企业毛利率

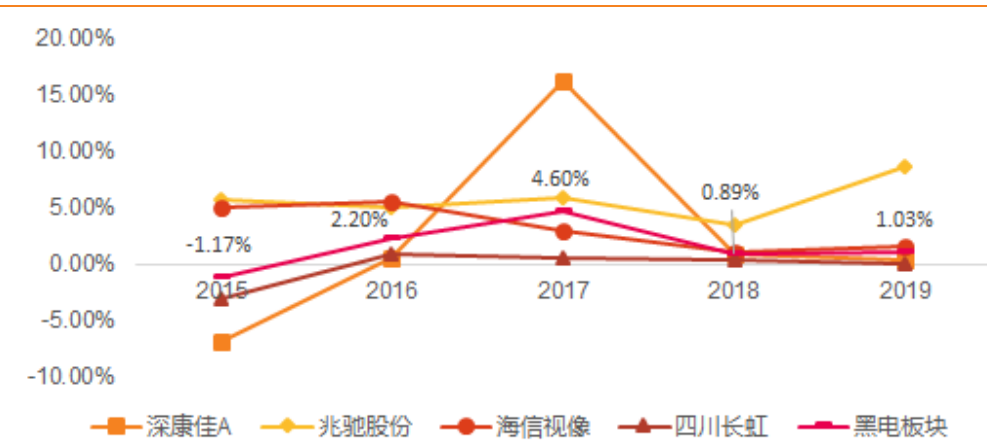


资料来源：Wind，天风证券研究所

黑电板块 18 年起，随着面板价格的下滑，彩电行业价格战不断升级，加上中美贸易摩擦的影响，黑电板块企业业绩增速普遍下滑，2019 年归母净利率水平总体回升，有所恢复。其中兆驰股份受小米出货量上升拉动，归母净利率大幅上升，且远高于行业水平；海信视像受 TVS 扭亏为盈影响，归母净利率水平同样增长明显。

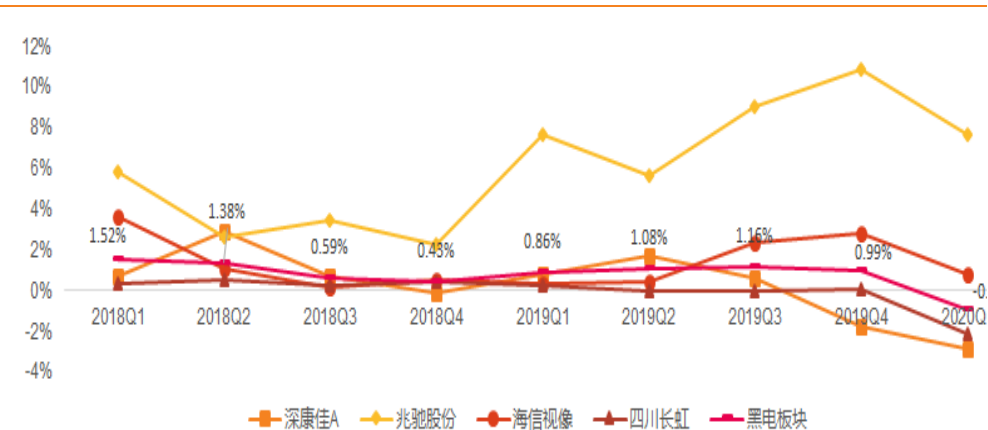
分季度来看，2019Q4，除深康佳 A 外，黑电企业归母净利率受双十一促销拉动好于全年水平。2020Q1 疫情对国内彩电市场线下零售影响显著，行业归母净利率下滑至负值。

图 58：黑电板块企业年度归母净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 59：黑电板块企业季度归母净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

**板块费用率方面**，19 年整体管控较好，深康佳 A、兆驰股份、四川长虹销售费用率均同比下滑。海信视像全年销售费用增加 6.51 亿元，主要系公司多款新品上市增加营销及 TVS（高毛利率、高费用率）业绩占比增高所致，市场推广费用和人员费用大幅增加。

2020 年国内疫情影响严重，板块各公司销售费用大幅下滑。加上海信视像 2019 上半年渠道整合导致销售费用基数较高，19 年下半年渠道整合已经结束，因此 2020 年一季度其销售费用大幅下滑 110.02%。

表 30：黑电板块企业费用率变化情况

	19Q4	yoy	19A	yoy	2020Q1	yoy
<b>销售费用率</b>	<b>6.59%</b>	<b>-0.08%</b>	<b>6.30%</b>	<b>-0.21%</b>	<b>5.78%</b>	<b>-0.45%</b>
深康佳A	5.19%	1.11%	4.18%	-0.77%	6.08%	1.17%
兆驰股份	3.19%	-0.34%	3.14%	-0.14%	3.72%	0.69%
海信视像	11.93%	3.54%	10.57%	2.16%	7.82%	-0.56%
四川长虹	5.73%	-2.35%	6.45%	-0.62%	5.12%	-1.39%
<b>研发费用率</b>	<b>2.37%</b>	<b>-1.18%</b>	<b>2.42%</b>	<b>0.20%</b>	<b>2.68%</b>	<b>0.86%</b>
深康佳A	1.35%	0.31%	0.91%	0.05%	1.15%	0.59%
兆驰股份	3.09%	1.67%	4.15%	1.13%	2.62%	0.09%
海信视像	3.92%	-7.15%	4.18%	0.78%	5.54%	1.34%
四川长虹	2.16%	-0.15%	2.41%	0.07%	2.24%	0.73%
<b>管理费用率</b>	<b>1.87%</b>	<b>2.09%</b>	<b>1.73%</b>	<b>0.05%</b>	<b>2.34%</b>	<b>0.55%</b>
深康佳A	2.19%	0.84%	1.55%	0.16%	3.08%	1.54%
兆驰股份	1.07%	-0.41%	1.44%	-0.29%	2.05%	-0.11%
海信视像	1.74%	7.99%	1.70%	0.05%	1.65%	0.08%
四川长虹	1.88%	0.83%	1.90%	0.04%	2.33%	0.36%
<b>财务费用率</b>	<b>0.78%</b>	<b>0.47%</b>	<b>0.61%</b>	<b>0.00%</b>	<b>1.26%</b>	<b>0.45%</b>
深康佳A	1.46%	-0.34%	1.41%	0.54%	2.29%	-0.29%
兆驰股份	-0.47%	2.36%	-1.07%	-1.71%	2.31%	5.10%
海信视像	-0.49%	-0.79%	0.05%	-0.21%	-0.23%	-0.67%
四川长虹	1.13%	1.30%	0.59%	-0.03%	1.21%	0.76%

资料来源：wind，天风证券研究所

## 5.2. 资产负债表&现金流方面

从净现金看，20Q1 期末黑电板块净现金为 81.7 亿元，虽然彩电行业低迷，但龙头公司实力依然雄厚，在手净现金充裕，这为未来发展大屏化、智慧化以及显示技术奠定了坚实的资金基础。深康佳 A 在 19 年开始资本开支大幅增加，为了保证企业资金充足和现金流稳定，公司短期借款大幅增加，因此净现金为负值。

表 31：黑电板块企业净现金情况（亿元）

	货币资金	交易性金融资产	其他流动资产	短期借款	长期借款	净现金	净现金/市值
深康佳A	77.1	0.0	17.7	118.1	59.5	-82.8	-45.66%
兆驰股份	33.6	1.4	57.0	35.0	0.0	57.0	27.59%
海信视像	34.7	79.8	5.3	19.3	0.1	100.4	66.28%
四川长虹	184.3	9.5	8.1	178.1	16.7	7.1	5.69%

资料来源：wind，天风证券研究所

注：净现金=货币资金+其他流动资产+交易性金融资产-长期和短期借款；市值截至 5 月 11 日。

周转方面，19 年板块主要公司经营周期基本稳定，20Q1 受疫情影响，存货、应收账款和应付账款周转天数大幅增加，产品销售受阻，回款周期延长。值得注意的是，兆驰股份在一季度周转周期大幅增加，主要系 1) 公司 2 月 10 日复工后，针对电视核心部件做了积极采购，存货大幅增加；2) 公司四季度做了一些备货，但部分原材料一季度到货。而海信视像无论是 19 年还是 20Q1 周转周期均未延长，可见公司在供应链管理方面的实力。

表 32：黑电板块企业存货周转天数（天）

	2018	2019	变化	2019Q1	2020Q1	变化
深康佳A	42.38	37.31	-5.07	50.30	70.45	20.15
兆驰股份	49.46	55.18	5.71	60.95	108.23	47.27
海信视像	40.60	42.40	1.80	50.27	52.75	2.48
四川长虹	71.45	68.84	-2.61	73.69	97.26	23.57
<b>黑电板块</b>	<b>50.97</b>	<b>50.93</b>	<b>-0.04</b>	<b>58.80</b>	<b>82.17</b>	<b>23.37</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

表 33：黑电板块企业应收账款周转天数（天）

	2018	2019	变化	2019Q1	2020Q1	变化
深康佳A	30.83	28.98	-1.85	40.03	51.76	11.73
兆驰股份	81.54	90.66	9.11	91.01	119.71	28.70
海信视像	25.29	26.87	1.58	28.26	29.81	1.55
四川长虹	35.61	34.12	-1.49	40.40	45.56	5.16
<b>黑电板块</b>	<b>43.32</b>	<b>45.16</b>	<b>1.84</b>	<b>49.93</b>	<b>61.71</b>	<b>11.79</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

表 34：黑电板块企业应付账款周转天数（天）

	2018	2019	变化	2019Q1	2020Q1	变化
深康佳A	33.21	35.08	1.87	38.66	70.46	31.80
兆驰股份	55.02	79.90	24.88	75.39	144.96	69.56
海信视像	55.44	58.54	3.09	65.22	62.87	-2.34
四川长虹	48.49	43.19	-5.30	47.65	54.50	6.85
<b>黑电板块</b>	<b>48.04</b>	<b>54.17</b>	<b>6.13</b>	<b>56.73</b>	<b>83.20</b>	<b>26.47</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

企业经营活动现金流净额与公司的发展策略及业绩情况有关，呈两极化趋势。分企业看，兆驰股份积极向 LED 全产业链扩张，深康佳 19 年业绩亏损，因此两家公司 19 年经营性净现金流为负值；海信视像 TVS 渠道整合完成，经营活动现金流明显回升。20Q1，海信视像盘活票据减少，经营活动现金流出现下滑。

表 35：黑电板块企业经营活动现金流净额（亿元）

	2018	2019	变化	2019Q1	2020Q1	变化
深康佳A	-32.30	-15.44	16.86	-5.41	-10.31	-4.90
兆驰股份	8.97	-14.80	-23.77	2.92	6.35	3.43
海信视像	-0.87	17.84	18.72	14.34	2.67	-11.66
四川长虹	44.25	15.66	-28.59	-24.22	-20.41	3.81
<b>黑电板块</b>	<b>20.05</b>	<b>3.26</b>	<b>-16.79</b>	<b>-12.37</b>	<b>-21.70</b>	<b>-9.33</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

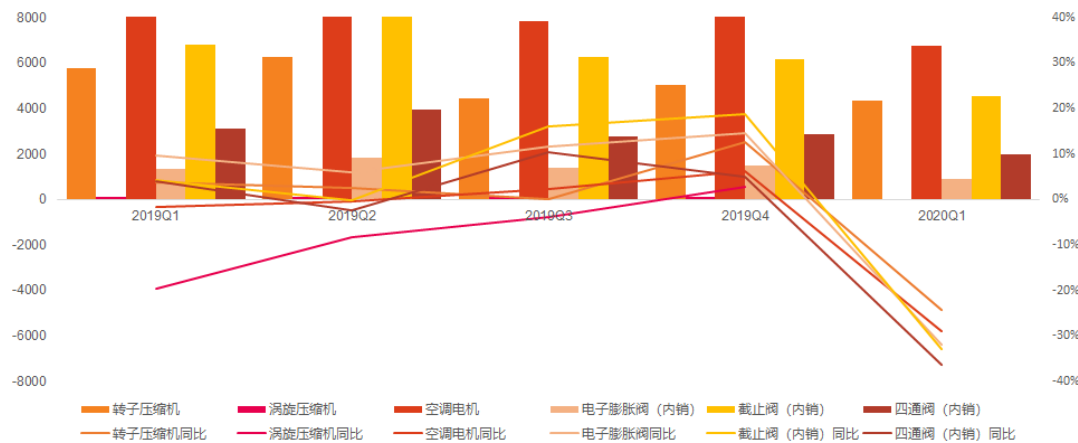
展望 2020 年，奥运会、欧洲杯等体育赛事的推迟以及疫情在海外扩散给全球彩电行业带来了增长压力；但行业同样也充满机遇，大屏电视、智慧电视、社交电视、激光电视等高端产品领域快速发展，产品竞争力较强的公司将强者愈强；此外，兆驰股份与深康佳 A 在

2019 年资本开支增加 7.81、34.42 亿元，主要系兆驰外延芯片项目建设及深康佳的环保业务 PPP 项目以及智能工厂项目的开建，海信视像也正从传统家用电视积极向商显领域拓展，可见黑电板块公司的业务结构正在变得更加多元。

## 6. 零部件：下游需求不振，原材料价格下滑提升毛利率

2019 年家电行业下游整体消费需求不旺，中怡康数据显示，2019 全年，中国家电市场整体零售额 8920 亿元(不含 3C)，下降 3.88%。空调压缩机及阀件市场增速均出现下滑或负增速，受此影响，上游零部件板块公司收入增速总体下滑。2020Q1，疫情对家电行业下游需求影响显著，压缩机、电子膨胀阀、截止阀等产品零部件销量大幅下滑。

图 60：家电行业零部件销量情况（万台/万套，%）



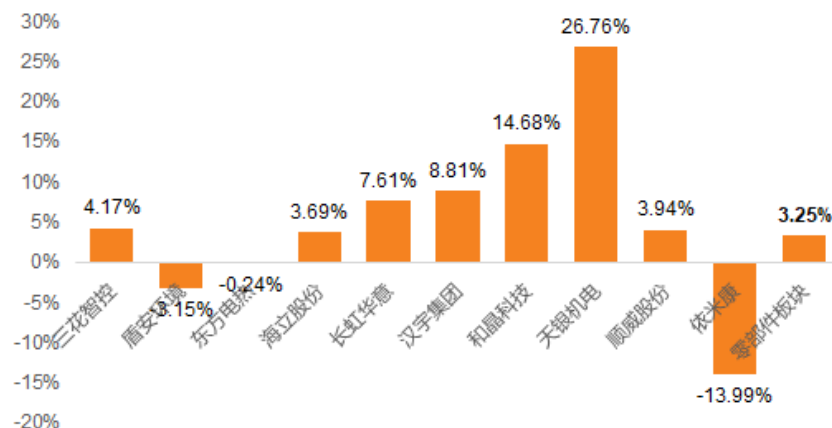
资料来源：产业在线，天风证券研究所

展望 2020 年，国内疫情二季度后已经开始缓解，预计下游家电零售市场将逐步回暖，家电零部件国内销量也将逐步恢复，海外订单则视疫情在全球防控态势而定。下半年随着家用空调能效新规的实施，电子膨胀阀内销有望迎来增长。

### 6.1. 利润表方面

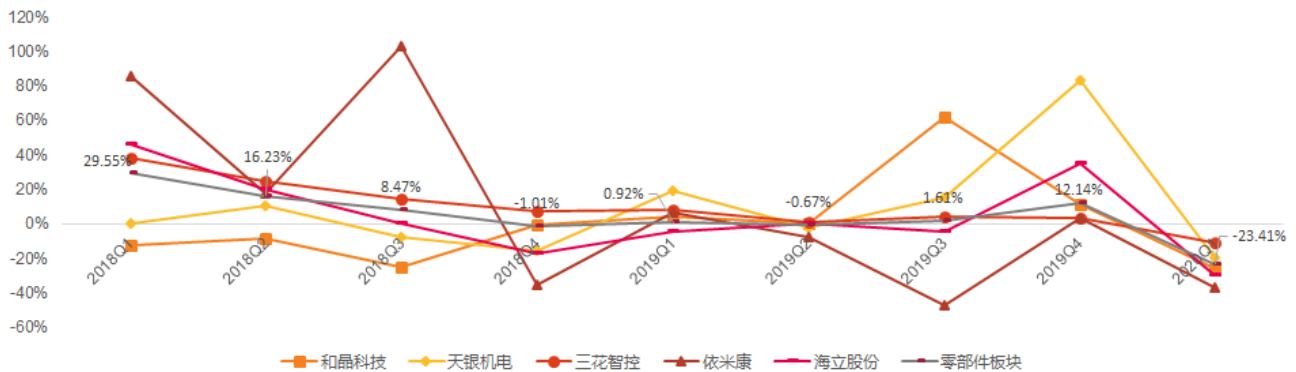
从收入端来看，2019 年板块公司营收表现分化明显。天银机电营收逆势增长，其冰箱压缩机零配件业务收入同比增长 14.91%，军工电子业务收入翻倍，总营收同比+26.76%；和晶科技扭亏为盈，整体营收恢复增长。依米康除医疗健康业务收入增长，信息数据与环保治理领域业务均表现不佳，且部分大项目在报告期内未验收交付，因此营业收入大幅下滑 13.99%。2020Q1，受疫情影响，板块公司营收均出现一定下滑。

图 61：2019 年家电零部件板块企业年度营收增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所

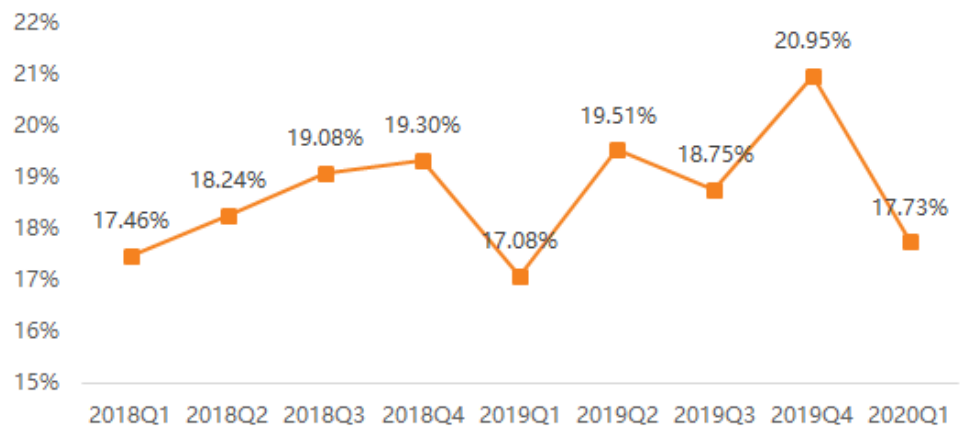
图 62：家电零部件板块重点公司季度营收增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所

**毛利率方面**，2019 年大宗商品价格钢材价格总体下降，零部件板块企业毛利率水平较去年同期上升。2020Q1，与零部件上游板块相关的钢材、塑料等大宗商品价格加速下滑，板块毛利率较上年同期+0.65pct。

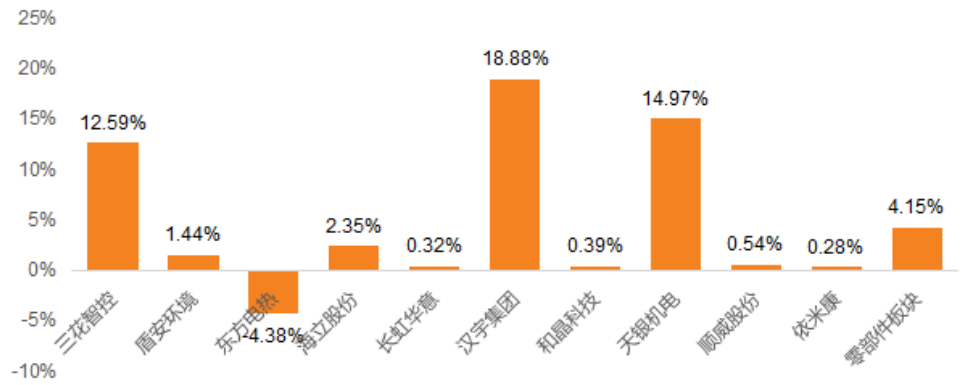
图 63：零部件板块企业毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

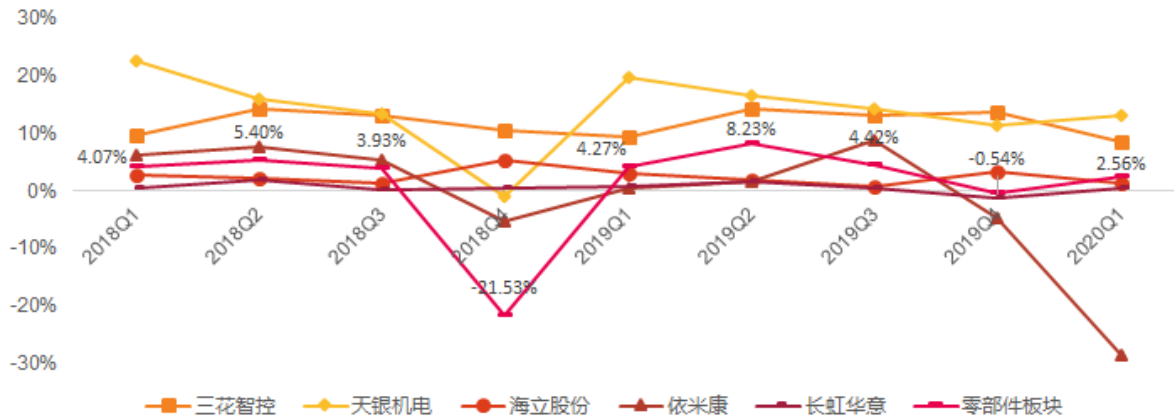
2019 年，下游冰箱、洗衣机、空调、彩电等家电产品需求不振，且均价下跌，零部件板块企业盈利空间被压缩明显，板块归母净利率达 4.15%，其中三花智控、汉宇集团、天银机电归母净利率超过 10%。2020Q1，行业归母净利率达 2.56%，同比下滑-1.71pct。

图 64：2019 年家电零部件板块企业归母净利润率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 65：家电零部件板块重点公司季度归母净利润率



资料来源：wind，天风证券研究所

**板块费用率**方面，19 年全年，板块费用率较上期基本稳定。2020Q1，板块销售费用率及管理费用率有所上升，其主要原因为疫情营收有明显下降，而维持渠道、宣传推广以及公司管理方面仍需支出一定费用。疫情期间，零部件板块公司继续加大研发，研发费用同比+572 万元，研发费用率提升 1.05pct。

分公司来看，依米康在 2019 年与 2020Q1 营业收入下滑明显，但公司在精密空调、数据中心基础设施建设及医疗健康领域的销售、研发等费用支出不减，因此费用率增长明显。天银机电 2019 年一方面持续对既有产品、流水线进行工艺技术优化，其次加大开发新产品力度，研发人员数量从 18 年末 249 人增至 290 人，研发投入力度不断增大。

表 36：零部件板块企业费用率情况

	19Q4	yoy	19A	yoy	2020Q1	yoy
<b>销售费用率</b>	<b>4.83%</b>	<b>-0.11%</b>	<b>3.92%</b>	<b>-0.02%</b>	<b>3.82%</b>	<b>0.44%</b>
三花智控	8.21%	2.73%	5.21%	0.30%	4.63%	0.60%
盾安环境	5.75%	-0.15%	4.88%	0.13%	6.16%	1.38%
东方电热	5.30%	-1.21%	3.70%	-0.12%	2.10%	0.10%
海立股份	3.17%	-1.00%	2.81%	-0.15%	2.85%	0.43%
长虹华意	2.33%	-0.41%	2.35%	-0.11%	2.20%	-0.17%
汉宇集团	7.32%	-0.64%	6.81%	-0.26%	5.91%	0.76%
和晶科技	2.85%	-0.75%	2.25%	-0.61%	2.21%	0.21%
天银机电	2.16%	-3.39%	2.19%	-0.20%	2.69%	0.37%
顺威股份	5.59%	-1.24%	5.33%	-0.46%	5.26%	-0.19%
依米康	5.99%	-0.98%	7.93%	1.36%	14.52%	6.86%
<b>研发费用率</b>	<b>5.84%</b>	<b>0.09%</b>	<b>4.37%</b>	<b>0.48%</b>	<b>4.29%</b>	<b>1.05%</b>
三花智控	5.35%	0.77%	4.71%	0.68%	4.67%	0.67%
盾安环境	7.11%	2.88%	4.17%	0.47%	4.45%	1.52%
东方电热	4.37%	-0.78%	3.66%	0.20%	2.91%	-0.37%
海立股份	7.81%	-1.85%	4.84%	0.91%	4.30%	1.77%
长虹华意	3.85%	-0.96%	3.31%	-0.01%	3.49%	0.37%
汉宇集团	5.39%	-4.16%	5.92%	-1.23%	4.99%	-1.14%
和晶科技	3.92%	-0.89%	3.97%	-0.69%	5.14%	1.49%
天银机电	10.27%	-0.81%	9.73%	2.38%	7.91%	3.38%
顺威股份	4.39%	1.29%	2.67%	0.19%	1.08%	0.05%
依米康	3.32%	-4.34%	5.39%	0.14%	12.46%	4.40%
<b>管理费用率</b>	<b>4.12%</b>	<b>-1.98%</b>	<b>4.30%</b>	<b>-0.52%</b>	<b>5.26%</b>	<b>1.08%</b>
三花智控	5.53%	-1.94%	5.28%	-0.10%	6.14%	0.58%
盾安环境	0.15%	-5.46%	3.78%	-1.24%	8.55%	3.34%
东方电热	6.63%	0.96%	4.67%	0.28%	4.66%	0.89%
海立股份	3.69%	-1.98%	3.20%	-0.91%	3.28%	1.19%
长虹华意	5.48%	0.97%	3.67%	0.09%	3.43%	0.30%
汉宇集团	6.00%	-0.90%	5.90%	-1.13%	6.04%	0.18%
和晶科技	4.58%	-6.01%	4.77%	-2.51%	4.81%	0.71%
天银机电	1.77%	-5.24%	3.98%	-0.85%	5.65%	1.24%
顺威股份	8.53%	1.18%	8.72%	-0.05%	9.57%	0.41%
依米康	4.74%	-0.98%	6.93%	1.29%	14.25%	4.96%
<b>财务费用率</b>	<b>0.91%</b>	<b>-0.70%</b>	<b>0.76%</b>	<b>-0.12%</b>	<b>0.43%</b>	<b>-1.15%</b>
三花智控	0.86%	0.30%	-0.07%	0.41%	-1.59%	-3.35%
盾安环境	2.39%	-1.53%	2.40%	-0.25%	2.75%	-0.06%
东方电热	1.18%	0.09%	0.79%	0.39%	0.91%	0.51%
海立股份	-0.28%	-1.46%	0.56%	-0.48%	1.34%	0.34%
长虹华意	0.33%	0.21%	-0.36%	-0.53%	-0.79%	-1.53%
汉宇集团	-2.81%	-1.94%	-1.50%	2.39%	-1.78%	-3.45%
和晶科技	3.56%	-0.01%	3.79%	-0.30%	3.12%	0.67%
天银机电	0.94%	-2.77%	1.18%	0.20%	0.69%	-2.06%
顺威股份	1.93%	-0.49%	1.21%	-0.47%	3.49%	2.23%
依米康	2.72%	0.89%	4.26%	1.72%	7.87%	2.77%

资料来源：wind，天风证券研究所

## 6.2. 资产负债表&现金流方面

20Q1 零部件板块公司净现金总体保持稳定。盾安环境受一季度制冷行业低迷影响，在手净现金为-17.4 亿元。长虹华意受期末到期理财增加影响，在手现金充足。

表 37：家电零部件板块企业净在手现金情况（亿元）

	货币资金	交易性金融资产	其他流动资产	短期借款	长期借款	净现金	净现金/市值
三花智控	28.6	11.2	0.9	10.5	8.7	21.5	3.50%
盾安环境	10.2	0.2	1.2	14.1	14.8	-17.4	-46.23%
东方电热	2.3	3.6	0.3	2.4	1.0	2.8	8.82%
海立股份	7.9	0.0	1.4	10.7	0.6	-2.1	-2.93%
长虹华意	26.9	9.4	0.5	13.8	2.3	20.7	86.13%
汉宇集团	2.5	0.0	0.5	0.6	0.0	2.4	7.65%
和晶科技	2.4	0.0	0.1	7.5	0.3	-5.4	-21.40%
天银机电	1.9	0.2	0.5	0.9	0.0	1.7	1.75%
顺威股份	1.5	0.0	0.5	4.0	0.0	-2.1	-6.88%
依米康	2.2	0.5	0.3	5.1	1.3	-3.4	-11.76%

资料来源：wind，天风证券研究所

注：净现金=货币资金+其他流动资产+交易性金融资产-长期和短期借款；市值截至 5 月 11 日。

从周转情况来看，2019 年零部件板块周转周期总体稳定，2020Q1 受疫情影响周转周期延长。板块中依米康 2019 年全年及 2020Q1 周转周期均大幅延长，主要系公司部分大项目因业主原因或工期较长未交付，且公司在建项目较多，应收账款回款低于预期。

表 38：家电零部件板块企业存货周转天数（天）

	2018	2019	变化	2019Q1	2020Q1	变化
三花智控	90.33	95.31	4.97	84.63	105.12	20.49
盾安环境	59.96	52.59	-7.37	55.19	97.88	42.69
东方电热	142.12	140.31	-1.81	116.96	129.72	12.76
海立股份	79.90	78.78	-1.12	67.09	97.69	30.60
长虹华意	58.81	50.90	-7.91	50.95	54.78	3.83
汉宇集团	110.98	111.11	0.13	115.62	131.91	16.29
和晶科技	125.31	111.51	-13.80	116.01	152.26	36.25
天银机电	144.43	157.65	13.21	143.31	216.03	72.72
顺威股份	101.73	94.04	-7.69	91.86	128.10	36.24
依米康	106.70	160.13	53.43	208.09	355.59	147.50
零部件板块	102.03	105.23	3.20	104.97	146.91	41.94

资料来源：wind，天风证券研究所

表 39：家电零部件板块企业应收账款周转天数（天）

	2018	2019	变化	2019Q1	2020Q1	变化
三花智控	57.76	59.27	1.51	65.34	66.88	1.54
盾安环境	78.51	78.89	0.38	90.88	115.56	24.68
东方电热	78.47	69.54	-8.93	78.72	85.25	6.53
海立股份	63.44	75.29	11.85	76.92	118.09	41.18
长虹华意	51.76	55.16	3.39	66.82	69.98	3.16
汉宇集团	76.01	79.64	3.63	82.53	90.96	8.42
和晶科技	118.48	82.83	-35.66	76.00	115.99	39.99
天银机电	153.60	123.30	-30.30	138.23	173.24	35.02
顺威股份	99.70	96.12	-3.57	103.27	138.06	34.79
依米康	289.69	343.81	54.11	469.48	673.65	204.17
<b>零部件板块</b>	<b>106.74</b>	<b>106.38</b>	<b>-0.36</b>	<b>124.82</b>	<b>164.77</b>	<b>39.95</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

表 40：家电零部件板块企业应付账款周转天数（天）

	2018	2019	变化	2019Q1	2020Q1	变化
三花智控	71.24	71.80	0.56	68.48	76.65	8.17
盾安环境	84.48	87.94	3.46	94.33	136.20	41.87
东方电热	63.70	59.58	-4.12	51.73	55.03	3.30
海立股份	103.90	86.59	-17.31	85.37	87.55	2.19
长虹华意	72.05	65.42	-6.63	68.55	75.75	7.20
汉宇集团	80.96	83.47	2.52	90.57	84.22	-6.35
和晶科技	119.15	117.38	-1.78	104.58	169.82	65.24
天银机电	111.53	105.91	-5.62	98.21	132.75	34.54
顺威股份	60.46	61.08	0.62	54.77	85.96	31.19
依米康	197.41	247.59	50.19	343.95	443.97	100.03
<b>零部件板块</b>	<b>96.49</b>	<b>98.68</b>	<b>2.19</b>	<b>106.05</b>	<b>134.79</b>	<b>28.74</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

**零部件板块经营活动产生现金流净额** 2019 年稳健增长，其中三花智控经营活动产生现金流净额表现亮眼，同比上升 47.57%，主要系 19 年下半年公司客户特斯拉国产化后加速放量拉动，销售商品、提供劳务收到现金大幅增加；长虹华意通过优化应收、应付管控，经营活动产生的现金流量净额较上期增长 354.00%，达 7.82 亿元。而海立股份在压缩机及电机行业低迷的情况下，经营活动产生现金流大幅减少 6.04 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金减少 2.1 亿元。2020Q1 三花智控在疫情中，经营活动产生现金流净额在特斯拉销量增长拉动下继续稳健上升，竞争力凸显。

表 41：家电零部件板块企业经营活动现金流净额（亿元）

	2018	2019	变化	2019Q1	2020Q1	变化
三花智控	12.88	19.00	6.13	2.82	5.19	2.38
盾安环境	1.71	6.34	4.63	0.19	-0.06	-0.25
东方电热	-2.09	0.65	2.74	-2.06	0.57	2.63
海立股份	13.05	7.01	-6.04	-4.73	-8.78	-4.05
长虹华意	1.72	7.82	6.10	4.37	0.04	-4.33
汉宇集团	1.04	2.11	1.07	0.51	0.14	-0.37
和晶科技	0.94	0.21	-0.73	-0.26	-0.34	-0.08
天银机电	1.90	0.50	-1.40	-0.17	0.35	0.52
顺威股份	-1.15	0.18	1.33	-0.30	-0.23	0.07
依米康	0.24	0.35	0.11	-0.94	-0.34	0.60
<b>零部件板块</b>	<b>30.24</b>	<b>44.18</b>	<b>13.94</b>	<b>-0.58</b>	<b>-3.46</b>	<b>-2.88</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com