

# 家用电器行业

## 空调价格战影响有限，关注业绩稳健的白电龙头

### 投资建议

我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：**格力电器、美的集团、青岛海尔、苏泊尔**。同时建议关注上半年业绩有望改善的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**。

### 一周行情回顾 (2019.04.22-2019.04.26)

沪深 300 指数下跌 5.6%。本周家电板块表现弱于大盘，申万家电指数下跌 11.0%，跑输市场 5.3 个百分点，其中白电指数下跌 11.3%，视听器材指数下跌 7.8%。

### 本周行业要闻

#### 行业动态

#### 2019 厨卫市场线下五一快报

16 周当周线下市场主要产品零售量表现好于去年同期，吸油烟机燃气灶涨势 10% 以上，末端净水略有增幅，消毒柜出现 10% 以上增长，嵌入式烤箱也有所提升，燃气热水管增长 20% 以上。

#### 2019 年第一季度彩电市场总结

2019 年一季度，中国彩电市场零售量规模 1202 万台，同比下跌 1.1%，零售额 349 亿元，同比下跌 13.1%，零售面积 861 万平方米，同比增长 4.7%。线上渠道传统弱势季，渠道占比 45.6%。

### 行业月度数据回顾 (2019 年 3 月)

- 产业在线冰箱数据：内销小幅下滑，外销稳健增长；海尔内销较好，奥马外销强势
- 产业在线洗衣机数据：外销高速增长带动整体销量小幅回升，惠而浦内销较好，海尔外销优异

### 本周重点报告回顾

- 深度报告：以史为镜，看空调价格战会否上演？
- 荣泰健康 (603579.SH) 年报及一季报点评：收入增速环比放缓，汇率+控费稳住盈利能力
- 兆驰股份 (002429.SZ) 年报点评：各业务条线收入增长良好，盈利能力下降
- 飞科电器 (603868.SH) 一季报点评：短期业绩承压，期待逐季改善
- 哈尔斯 (002615.SZ) 年报及一季报点评：外销增长良好，期待内销逐步修复
- 欧普照明 (603515.SH) 年报及一季报点评：业绩保持良好增长，Q1 毛利率趋于企稳
- 苏泊尔 (002032.SZ) 一季报点评：高基数下，收入保持稳健增长
- 浙江美大 (002677.SZ) 一季报点评：业绩超预期，费用投放力度持续加大
- 海信家电 (000921.SZ/00921.HK) 一季报点评：收入略有下滑，盈利超预期
- 老板电器 (002508.SZ) 年报及一季报点评：业绩符合预期，2019Q1 环比略有改善
- 新宝股份 (002705.SZ) 年报及一季报点评：收入稳健增长，利润超预期 (2019-04-26)
- 九阳股份 (002242.SZ) 2019 一季报点评：经营稳步改善，收入增长良好
- 兆驰股份 (002429.SZ) 一季报点评：结构调整收入下滑，控费+汇率改善盈利能力
- 3 月行业数据点评：宏观数据均有改善

### 汇率跟踪：本周人民币兑美元汇率小幅贬值。

● 原材料价格：本周铜、冷轧板卷价格下降，铝、原油价格上升。

● 面板价格：截止 2019 年 4 月，面板价格小幅回升。

● 风险提示：原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；市场竞争环境恶化。

### 行业评级

持有

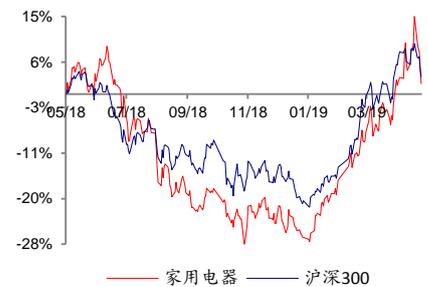
前次评级

持有

报告日期

2019-04-28

### 相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001



SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

家用电器行业:3 月行业数据	2019-04-27
点评：宏观数据均有改善	
九阳股份 (002242.SZ):经营稳步改善，收入增长良好	2019-04-27
新宝股份 (002705.SZ):收入稳健增长，利润超预期	2019-04-26

联系人：

黄涛 0755-82771936

szhuangtao@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS (元)		PE (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
格力电器	000651.SZ	人民币	56.18	2019/04/09	买入	61.00	4.79	5.39	11.74	10.43	6.37	5.18	29.10	27.37
美的集团	000333.SZ	人民币	49.37	2019/04/21	买入	64.79	3.41	3.81	14.48	12.96	10.72	8.89	23.23	22.95
青岛海尔	600690.SH	人民币	16.75	2019/03/27	买入	19.65	1.31	1.48	12.82	11.34	6.30	4.75	18.49	18.26
苏泊尔	002032.SZ	人民币	69.12	2019/04/25	买入	78.40	2.45	2.88	28.26	23.99	21.85	18.51	27.86	27.11
九阳股份	002242.SZ	人民币	21.78	2019/04/27	买入	27.25	1.09	1.25	19.97	17.48	18.68	16.37	21.22	23.31
飞科电器	603868.SH	人民币	40.99	2019/04/23	买入	53.00	2.12	2.36	19.36	17.39	13.63	12.27	32.10	32.85

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

投资建议 .....	5
一周行情回顾 (2019.04.22-2019.04.26) .....	6
行业回顾 .....	6
本周行业要闻回顾 .....	6
产业在线月度冰箱数据回顾 (2019年3月) .....	7
产业在线月度洗衣机数据回顾 (2019年3月) .....	9
原材料价格变动跟踪 .....	10
汇率跟踪 .....	11
本周重点报告回顾 .....	12
深度报告: 以史为镜, 看空调价格战会否上演? (2019-04-25) .....	12
荣泰健康 (603579.SH) 年报及一季报点评: 收入增速环比放缓, 汇率+控费稳住盈利能力 (2019-04-22) .....	13
兆驰股份 (002429.SZ) 年报点评: 各业务条线收入增长良好, 盈利能力下降 (2019-04-22) .....	14
飞科电器 (603868.SH) 一季报点评: 短期业绩承压, 期待逐季改善 (2019-04-23) ..	15
哈尔斯 (002615.SZ) 年报及一季报点评: 外销增长良好, 期待内销逐步修复 (2019-04-23) .....	15
欧普照明 (603515.SH) 年报及一季报点评: 业绩保持良好增长, Q1 毛利率趋于企稳 (2019-04-23) .....	16
苏泊尔 (002032.SZ) 一季报点评: 高基数下, 收入保持稳健增长 (2019-04-25) .....	17
浙江美大 (002677.SZ) 一季报点评: 业绩超预期, 费用投放力度持续加大 (2019-04-25) .....	18
海信家电 (000921.SZ/00921.HK) 一季报点评: 收入略有下滑, 盈利超预期 (2019-04-26) .....	18
老板电器 (002508.SZ) 年报及一季报点评: 业绩符合预期, 2019Q1 环比略有改善 (2019-04-26) .....	19
新宝股份 (002705.SZ) 年报及一季报点评: 收入稳健增长, 利润超预期 (2019-04-26) .....	20
九阳股份 (002242.SZ) 2019 一季报点评: 经营稳步改善, 收入增长良好 (2019-04-27) .....	21
兆驰股份 (002429.SZ) 一季报点评: 结构调整收入下滑, 控费+汇率改善盈利能力 (2019-04-27) .....	22
3月行业数据点评: 宏微观数据均有改善 (2019-04-27) .....	23
风险提示 .....	24

## 图表索引

图 1: 本周家电板块表现弱于沪深 300.....	6
图 2: 冰箱月度内销及增速 (万台, %) .....	8
图 3: 冰箱月度外销及增速 (万台, %) .....	8
图 4: 冰箱月度销量及增速 (万台, %) .....	8
图 5: 洗衣机月度内销及增速 (万台, %) .....	10
图 6: 洗衣机月度外销及增速 (万台, %) .....	10
图 7: 洗衣机月度销量及增速 (万台, %) .....	10
图 8: 白电主要原材料价格一览: 本周铜、冷轧板卷价格下降, 铝、原油价格上升 ....	10
图 9: 面板价格: 截止 2019 年 4 月, 面板价格小幅回升 .....	11
图 10: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅贬值 .....	11
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 .....	5
表 2: 本周家电指数跑输市场 5.3 个百分点 .....	6
表 3: 冰箱 2019 年 3 月总产销情况及增速 (万台, %) .....	7
表 4: 冰箱各品牌 2019 年 3 月内销情况及增速 (万台、%) .....	8
表 5: 冰箱各品牌 2019 年 3 月外销情况及增速 (万台、%) .....	8
表 6: 洗衣机 2019 年 3 月总产销情况及增速 (万台, %) .....	9
表 7: 洗衣机各品牌 2019 年 3 月内销情况及增速 (万台、%) .....	9
表 8: 洗衣机各品牌 2019 年 3 月外销情况及增速 (万台、%) .....	9

## 投资建议

我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：**格力电器、美的集团、青岛海尔、苏泊尔**。同时建议关注今年上半年业绩有望改善的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**。

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值

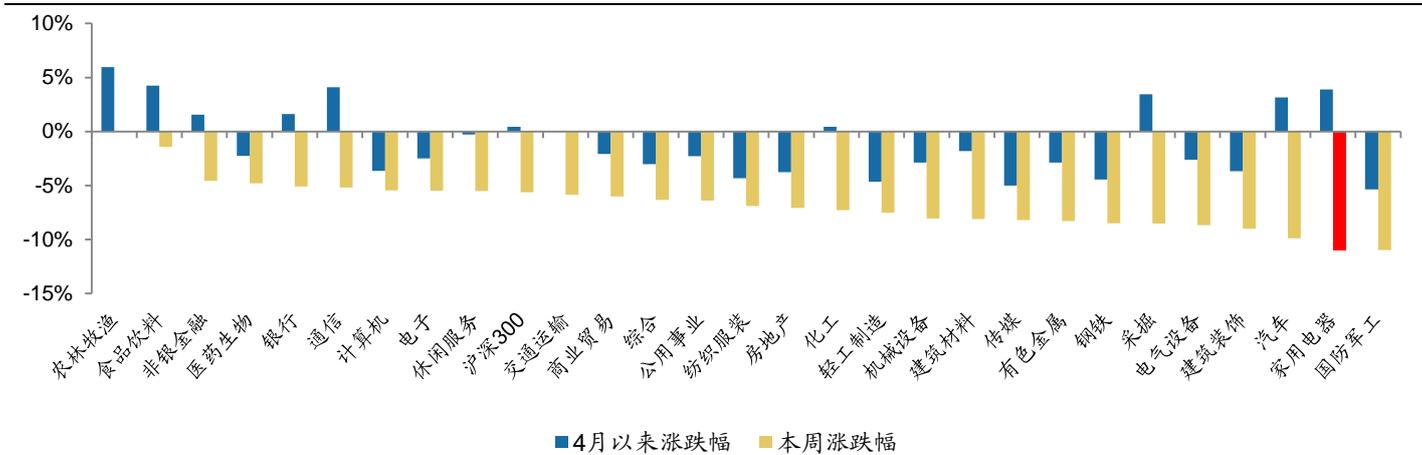
公司代码	公司简称	评级	股价 2019/04/26	货币	EPS			净利润增速			PE	
					17A	18A/E	19E	17A	18A/E	19E	18A/E	19E
000651.SZ	格力电器	买入	56.18	人民币	3.72	4.43	4.79	45%	19%	8%	12.7	11.7
000333.SZ	美的集团	买入	49.37	人民币	2.63	3.07	3.41	18%	17%	11%	12.0	14.5
600690.SH	青岛海尔	买入	16.75	人民币	1.14	1.19	1.31	38%	10%	10%	14.0	12.8
002032.SZ	苏泊尔	买入	69.12	人民币	1.61	2.03	2.45	23%	26%	20%	25.8	28.3
002242.SZ	九阳股份	买入	21.78	人民币	0.90	0.98	1.09	-1%	10%	11%	16.3	20.0
603868.SH	飞科电器	买入	40.99	人民币	1.92	1.94	2.12	36%	1%	9%	19.7	19.4
000921.SZ	海信家电	增持	13.56	人民币	1.48	1.01	1.15	86%	-32%	14%	7.0	11.8
00921.HK	海信家电	增持	10.28	港币	1.72	1.18	1.34	86%	-32%	14%	4.9	7.7
002705.SZ	新宝股份	增持	12.16	人民币	0.50	0.62	0.77	-5%	23%	23%	14.9	15.8
002677.SZ	浙江美大	增持	13.52	人民币	0.47	0.58	0.69	51%	24%	18%	17.1	19.6
603579.SH	荣泰健康	增持	32.55	人民币	1.54	1.78	1.86	5%	15%	4%	15.9	17.5
603355.SH	莱克电气	增持	24.42	人民币	0.91	1.05	1.35	-27%	16%	28%	20.4	18.1
002508.SZ	老板电器	增持	28.90	人民币	1.54	1.55	1.68	21%	1%	8%	13.0	17.2
600060.SH	海信电器	增持	10.14	人民币	0.72	0.90	1.09	-46%	26%	21%	11.2	9.3
002615.SZ	哈尔斯	增持	6.18	人民币	0.27	0.24	0.31	-8%	-10%	28%	19.9	19.9
002050.SZ	三花智控	买入	15.74	人民币	0.58	0.61	0.67	25%	5%	10%	20.9	23.6
000418.SZ	小天鹅 A	买入	54.50	人民币	2.38	2.94	3.32	28%	24%	13%	14.7	16.4
002429.SZ	兆驰股份	增持	3.06	人民币	0.13	0.10	0.12	61%	-26%	17%	19.3	26.6
603515.SH	欧普照明	增持	33.69	人民币	1.18	1.19	1.44	34%	32%	21%	23.4	23.4
002035.SZ	华帝股份	增持	12.94	人民币	0.88	0.78	0.85	56%	35%	9%	16.6	15.2
002403.SZ	爱仕达	增持	8.97	人民币	0.49	0.58	0.67	26%	18%	15%	15.4	13.4
603486.SH	科沃斯	增持	49.79	人民币	0.94	1.21	1.47	636%	29%	21%	38.0	33.8
000100.SZ	TCL 集团	增持	3.60	人民币	0.10	0.26	0.27	-19%	30%	17%	9.6	13.6

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 格力电器、青岛海尔、海信电器、华帝股份、爱仕达2018年EPS与净利润增速为预测数据, 海信家电H股EPS由人民币转换成港币所得, 港币兑人民币汇率取2019.04.26央行中间价: 1港币=0.8589人民币。

## 一周行情回顾（2019.04.22-2019.04.26）

图 1：本周家电板块表现弱于沪深 300



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：本周家电指数跑输市场 5.3 个百分点

	本周涨跌幅	本周跑赢市场（百分点）	4 月以来涨跌幅
沪深 300	-5.6%		0.4%
家用电器	-11.0%	-5.3	3.9%
视听器材（申万）	-7.8%	-2.2	-8.7%
白色家电（申万）	-11.3%	-5.7	5.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 行业回顾

### 本周行业要闻回顾

#### 行业动态

##### ➤ 2019 厨卫市场线下五一快报

16 周当周线下市场主要产品零售量对比去年同期多数表现喜人，吸油烟机燃气灶涨势 10% 以上，末端净水略有增幅，消毒柜喜逢春天出现 10% 以上增长，嵌入式烤箱也有所提升，燃气热水器更有 20% 以上增长。

**在销售规模方面**，中怡康监测范围内，燃气热水器/电储水热水器/末端净水/吸油烟机/燃气灶单周规模均在万台以上销售，分别为 4.2 万台，5.4 万台，2 万台，5.2 万台，5.2 万台，其中燃气热水器、吸油烟机和燃气灶零售量对比去年同期分别增长 25.2%、11.6% 和 14.5%。

**在销售均价方面**，燃气热水器、热泵热水器、净水、嵌入式电烤箱本周均价有所提升，

为 1.9%，2.2%，0.7%，3.9%。

在品类表现方面，16L 的燃气热水器/50L 的电储水热水器/200L 的热泵热水器，末端净水中的净水器，吸油烟机中的近吸式，立式消毒柜，≥70L 的嵌入式电烤箱零售额份额上升明显。（新闻来源：中怡康时代）

### ➤ 2019 年第一季度彩电市场总结报告

2019 年一季度，中国彩电市场零售量规模 1202 万台，同比下跌 1.1%，零售额 349 亿元，同比下跌 13.1%，零售面积 861 万平方米，同比增长 4.7%。线上渠道传统弱势季，渠道占比 45.6%。市场头部品牌竞争胶着，但优势逐渐明显，市场集中度有所提升。大屏化速度放缓，65 寸成市场主要拉动力。新型显示技术发展处于突破期。高端细分市场渐现马太效应，强者愈强。（新闻来源：奥维云网）

### 产业在线月度冰箱数据回顾（2019 年 3 月）

内销小幅下滑，外销稳健增长。行业：产量 719 万台，+1%（1-3 月 1762 万，+4%）；销量 706 万台，+5%（1-3 月 1737 万，+4%）；内销 427 万台，-2%（1-3 月 1016 万，-2%）；外销 280 万台，+17%（1-3 月 721 万，+13%）。

海尔内销较好，奥马外销强势。分公司：海尔内销 122 万台，-2%（1-3 月 308 万，-1%），外销 10 万台，+61%（1-3 月 20 万，-22%）；美的内销 59 万台，-2%（1-3 月 139 万，+2%），外销 44 万台，+17%（1-3 月 110 万，+17%）；美菱内销 31 万台，-2%（1-3 月 72 万，-3%），外销 17 万台，-5%（1-3 月 43 万，-7%）；奥马内销 12 万台，-11%（1-3 月 31 万，-16%），外销 57 万台，+28%（1-3 月 148 万，+33%）；海信内销 47 万台，-7%（1-3 月 115 万，-8%），外销 38 万台，-5%（1-3 月 98 万，+1%）。

表 3：冰箱 2019 年 3 月总产销情况及增速（万台，%）

项目	当月						财年累计			
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
生产	719	1%	715	-7%	770	1762	4%	1686	-9%	1851
销售	706	5%	675	-8%	737	1737	4%	1676	-5%	1767
出口	280	17%	238	-11%	269	721	13%	640	-3%	658
内销	427	-2%	437	-7%	468	1016	-2%	1036	-7%	1109
库存	388	-6%	413	-13%	478	388	-6%	413	-13%	478
产销率	98.2%	4%	94.5%	-1%	95.6%	98.6%	-1%	99.4%	4%	95.5%
内销比重	60%	-7%	65%	2%	64%	58%	-5%	62%	-2%	63%

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 4: 冰箱各品牌 2019 年 3 月内销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	当月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
青岛海尔	122	-2%	125	4%	120	308	-1%	310	4%	297
美的集团	59	-2%	60	13%	53	139	2%	136	10%	124
长虹美菱	31	-2%	32	13%	28	72	-3%	75	0%	75
奥马电器	12	-11%	13	-4%	14	31	-16%	38	-4%	39

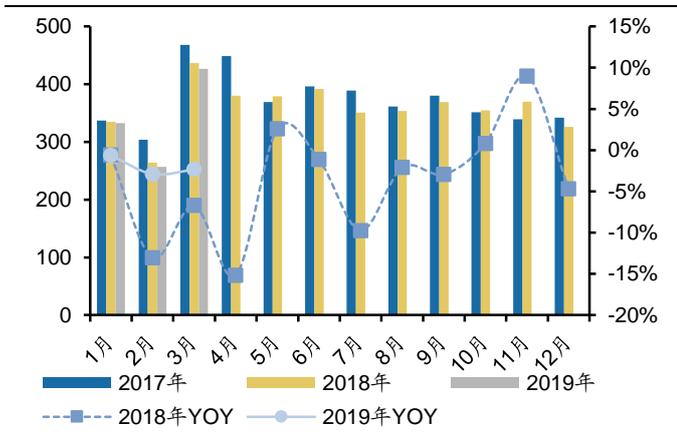
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 5: 冰箱各品牌 2019 年 3 月外销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	当月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
青岛海尔	10	61%	6	-39%	10	20	-22%	26	-10%	29
美的集团	44	17%	38	-3%	39	110	17%	93	-5%	98
长虹美菱	17	-5%	18	-21%	23	43	-7%	46	-15%	53
奥马电器	57	28%	45	-12%	51	148	33%	111	-8%	121

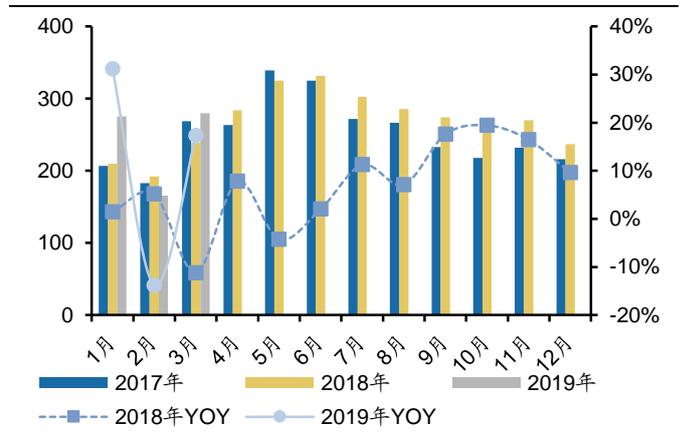
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 2: 冰箱月度内销及增速 (万台, %)



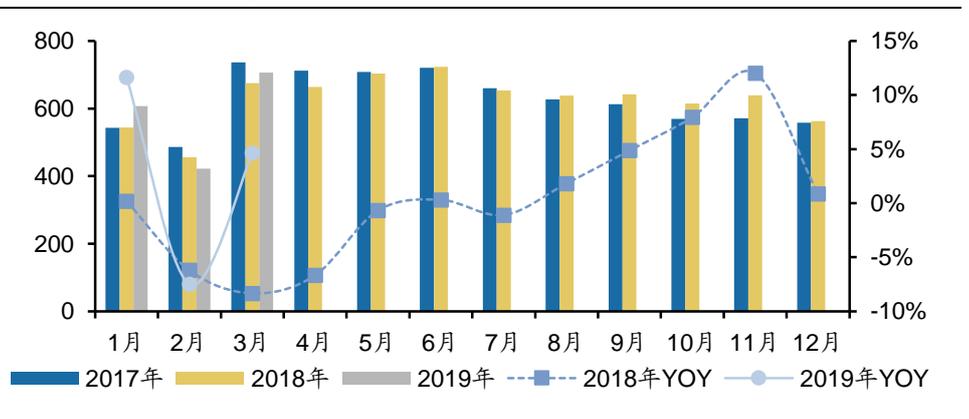
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 3: 冰箱月度外销及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 4: 冰箱月度销量及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

### 产业在线月度洗衣机数据回顾（2019年3月）

外销高速增长带动整体销量小幅回升。行业：产量 574 万台，+2%（1-3 月 1585 万，+3%）；销量 582 万台，+2%（1-3 月 1609 万，-1%）；内销 393 万台，-5%（1-3 月 1118 万，-3%）；外销 189 万台，+19%（1-3 月 491 万，+4%）。

惠而浦内销较好，海尔外销优异。分公司：美的系内销 114 万台，-1%（1-3 月 344 万，+2%），外销 37 万台，+32%（1-3 月 95 万，+25%）；海尔内销 126 万台，-9%（1-3 月 393 万，-3%），外销 26 万台，+47%（1-3 月 68 万，+33%）；惠而浦系内销 24 万台，+2%（1-3 月 62 万，-1%），外销 6 万台，-37%（1-3 月 16 万，-30%）。

表 6: 洗衣机 2019 年 3 月总产销情况及增速（万台，%）

项目	当月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
产量	574	2.1%	562	-1.5%	570	1585	2.7%	1544	0.8%	1531
销量	582	1.5%	573	-1.6%	582	1609	-0.9%	1623	3.5%	1569
出口	189	18.6%	159	-17.1%	192	491	4.4%	470	-4.3%	492
内销	393	-5.1%	414	6.0%	390	1118	-3.0%	1153	7.0%	1077
在庫	187	-15.4%	221	-28.9%	310	187	-15.4%	221	-28.9%	310
产销率	101.4%	-0.6%	102.0%	-0.1%	102.1%	101.5%	-3.4%	105.1%	2.6%	102.5%
内销比重	67.5%	-6.5%	72.2%	7.8%	67.0%	69.5%	-2.2%	71.0%	3.4%	68.7%

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 7: 洗衣机各品牌 2019 年 3 月内销情况及增速（万台、%）

企业/项目	当月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
美的集团	114	-1.5%	116	6.4%	109	344	2.5%	336	13.9%	295
青岛海尔	126	-9.2%	139	11.9%	124	393	-2.7%	404	17.2%	345
惠而浦	24	1.7%	24	-7.7%	26	62	-1.1%	63	-8.7%	69

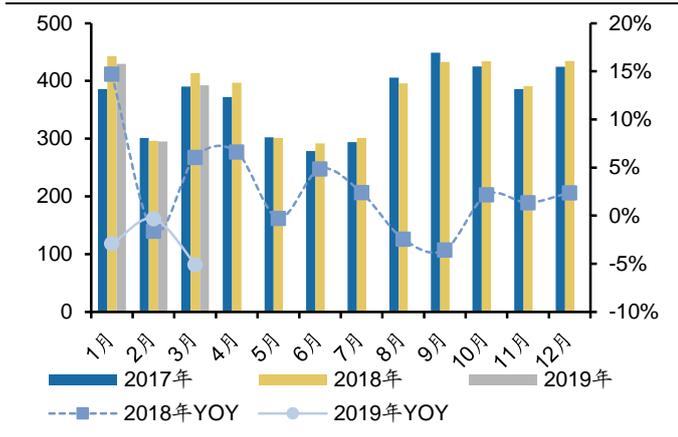
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 8: 洗衣机各品牌 2019 年 3 月外销情况及增速（万台、%）

企业/项目	当月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
美的集团	37	32.4%	28	-23.6%	37	95	24.9%	76	-20.5%	96
青岛海尔	26	47.4%	17	-10.2%	19	68	33.0%	51	-1.2%	52
惠而浦	6	-37.3%	10	21.8%	8	16	-29.9%	23	18.7%	19

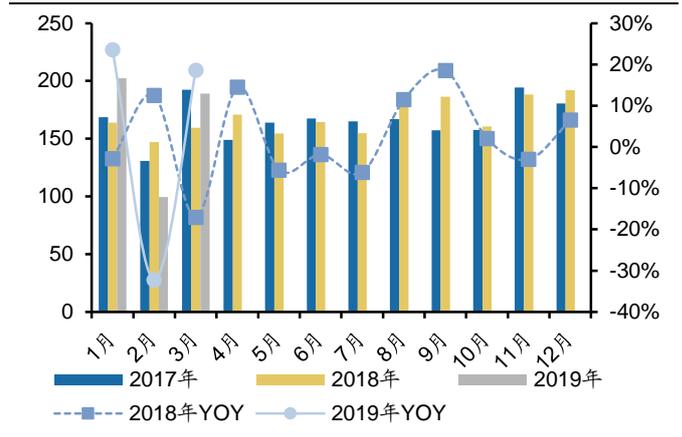
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 5: 洗衣机月度内销及增速 (万台, %)



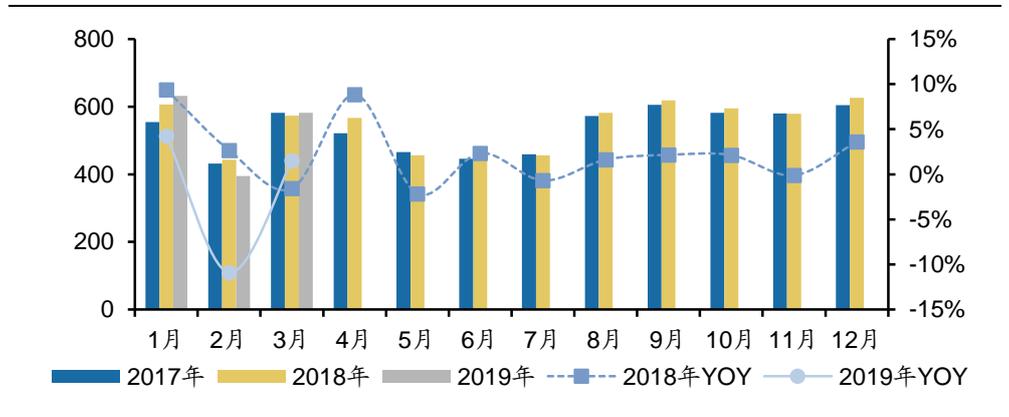
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 6: 洗衣机月度外销及增速 (万台, %)



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

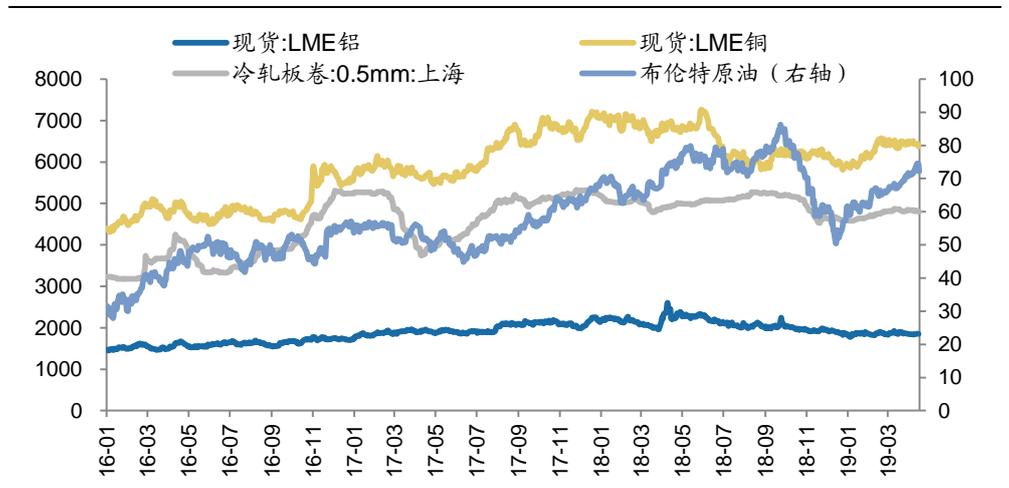
图 7: 洗衣机月度销量及增速 (万台, %)



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

### 原材料价格变动跟踪

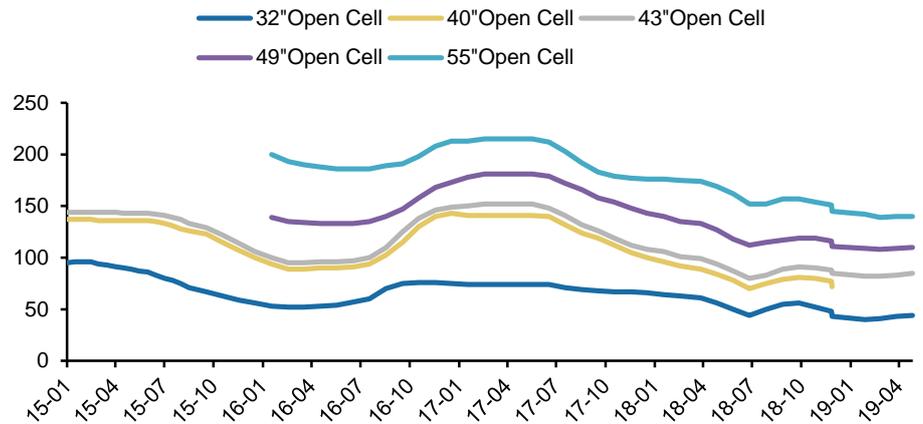
图 8: 白电主要原材料价格一览: 本周铜、冷轧板卷价格下降, 铝、原油价格上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：单位分别为美元/吨、美元/吨、人民币元/吨、美元/桶

图 9: 面板价格: 截止 2019 年 4 月, 面板价格小幅回升

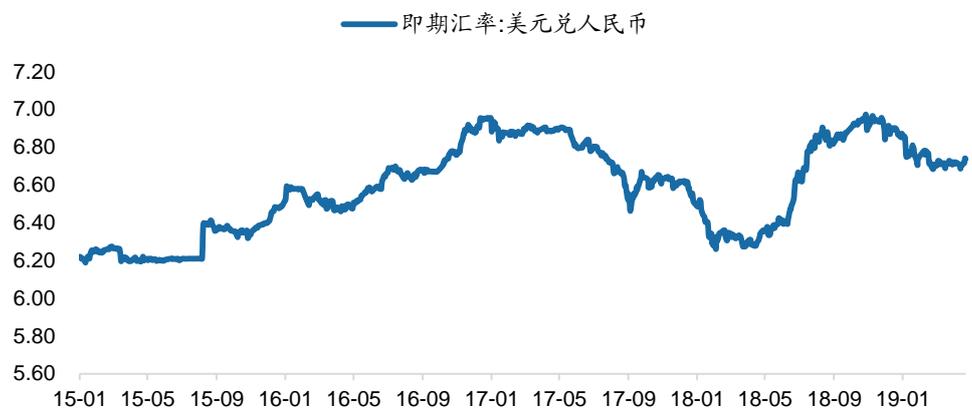


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位为美元/片

## 汇率跟踪

图 10: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅贬值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 本周重点报告回顾

### 深度报告：以史为镜，看空调价格战会否上演？（2019-04-25）

- **引子：36个月之后行业均价首次出现回落，美的依托高性价比爆款领衔降价促销，格力未做特殊应对**

根据中怡康数据，2019年2月空调线下零售均价同比显著下滑13%，行业均价自2016年2月以来同比首次出现回落，3月均价仍同比下滑2.4%，但降幅有所收窄。美的提前开启“火三月”活动，力推1/1.5p一级能效促销机型，2、3月份零售均价降幅达到15%、8%，领衔行业；格力依然保持往年以4月促销为主的节奏，未做特殊应对，3月均价同比提升2%。在渠道库存高企的背景下，美的的促销策略引发行业关于价格战的担忧，本篇报告从通过回顾空调行业历史上两次价格战，以分析当下时点空调行业发生价格战的可能性。

- **回顾：空调行业历史上的两次价格战**

**2000-2004年价格战：**发起方是以奥克斯为代表的小厂商，目的是为了在高成长高利润的空调行业以价换量争夺市场空间；价格战过程中，产品均价大幅下滑，2004年相较于2000年行业均价下降约40%，厂商利润空间被压缩，小品牌被不断出清；最终在终端需求短暂回落、原材料价格上涨、集中度快速提升的背景下，价格战结束，龙头的垄断红利自此开始释放。

**2014-2016年价格战：**发起方是行业龙头格力电器，目的是为了在终端需求羸弱的背景下完成渠道库存去化；价格战过程中，产品均价仅小幅下滑5%，龙头盈利能力未受明显影响，但龙头降低出货量去库存导致2015年收入显著下滑，而竞争格局仍然稳定；最终在2016年炎夏带动需求向好、渠道库存去化完毕的背景下，价格战结束，行业均价重回增长，2018年行业均价已超过价格战发生之前的均价水平。

- **通今：短期可能发生价格战，预计降价幅度可能会超过2015年，但对企业报表影响有限；长期均价仍将保持稳健增长**

当下空调行业与2014-2016年相似点在于：（1）根据产业在线统计，行业整体库存超过4000万台，库存绝对值达到2015年水平，有一定压力；（2）厂商端具备丰厚利润；（3）大宗原材料价格下行叠加增值税降税给企业更灵活的定价策略。但与2015年不同之处在于：（1）空调内销基数扩大，实际库存去化压力小于2015年；（2）地产竣工交房周期即将到来，终端需求可能好于预期；（3）经销商资金压力小于2015年。短期视角下推演，决定价格战是否实质性爆发的仍然是今年旺季的炎热程度，成本端利好使厂商将策略聚焦于刺激终端销售而非去库存，故价格战实际力度可能超过2015年，但对报表端收入利润影响相比2015年更有限。长期来看，基于需求端消费升级与供给端产品升级的双向驱动，并参考日本空调均价长期稳健增长，我们认为短期价格波动无碍空调行业长期均价提升。

- **投资建议：继续关注空调行业龙头以及上游零部件龙头**

我国空调整体保有量与日本仍有明显差距，销量尚未触顶。在需求端消费升级与供给端产品升级的双向利好下，短期因库存及天气导致的波动无碍空调行业长期均价稳健增长。空调仍然是三大白电品类中最具成长性的子行业，历史上的价格战使空调行业目前具备优异的竞争格局，龙头在享受行业成长的同时也将继续收获垄断红利。我们建议继续关注白电龙头：**格力电器、美的集团、青岛海尔、海信家电**；空调行业零部件龙头：**三花智控**。

● **风险提示**

地产销售大幅下滑；国内消费力持续减弱；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动；空调终端需求不及预期；空调渠道库存过高。

**荣泰健康（603579.SH）年报及一季报点评：收入增速环比放缓，汇率+控费稳住盈利能力（2019-04-22）**

● **收入增速环比下降，汇率向好盈利能力相对稳定**

**公司披露 2018 年年报：**公司全年实现收入 23.0 亿元（YoY+19.7%），实现归母净利润 2.5 亿元（YoY+15.3%），对应净利润率 10.9%（YoY-0.4pct）。其中 2018Q4 单季实现收入 5.4 亿元（YoY-16.0%），实现归母净利润 6542 万元（YoY+7.0%），对应净利润率 12.2%（YoY+2.6pct）。公司拟每 10 股派发现金红利 3.0 元，全年累计股息分配率达到 33.7%。

**公司披露 2019 年一季报：**2019Q1 公司实现收入 5.1 亿元（YoY-15.2%），实现归母净利润 5777 万元（YoY-0.8%），对应净利润率 11.3%（YoY+1.6%）。

● **客户库存周期持续影响外销，共享按摩椅竞争环境趋紧**

2018 年收入拆分来看，分产品：按摩椅业务收入 18.1 亿元（YoY+13.9%）；按摩小电器收入 8399 万元（YoY+16.3%）；体验式按摩服务收入 3.7 亿元（YoY+56.7%）；分地区：内销收入 13.3 亿元（YoY+42.1%），外销收入 9.5 亿元（YoY-2.1%）。其中：

**（1）外销方面：**受海外大客户库存周期影响，外销订单 2018 年前高后低。考虑到：

- a) 客户去库存已进入尾声，订货量正逐步恢复；
- b) 2018 年订单前高后低，季节性特征与基数效应明显；

外销的经营与收入情况或在未来数个季度出现逐季的稳步改善。

**（2）内销方面：**共享按摩椅竞争白热化，新品按摩体验或有较大提升。

a) 运营：优质场地已基本开发完成，重心已逐步转为提升效率。艺恩电影智库数据显示，2019Q1 观影人次 4.8 亿（YoY-14.5%），对使用共享按摩椅服务的人次有不利影响；

b) 内销：公司新品于 2019Q1 末发布，搭载新机芯、导轨技术，按摩体验或有较大提升。一季报显示公司预收账款 0.8 亿元（YoY+95.6%，QoQ+44.6%），经销商打款积极，或可体现出 3 月订货会反馈良好，新品销售在未来数季度有望拉动内销。

● **原材料与共享按摩椅压低毛利空间，规模上升汇率向好稳定盈利能力**

**（1）毛利率方面：**公司 2018 年全年实现综合毛利率 34.1%（YoY-4.1pct），2019Q1 实现 29.1%（YoY-6.1pct），外部压力下毛利率下行趋势未改；

**（2）费用方面：**2018 年全年期间费用率分别达到 12.3%/8.2%/0.1%，同比变动-1.4/-0.7/-1.5pct，在收入规模上升与汇率向好的同时，公司加强费用使用效率管理，相对稳定住了整体的盈利能力。

● **盈利预测**

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.6/2.9/3.2 亿元，最新收盘价对应 2019 年 PE 估值为 18.8x。考虑到下半年在基数效应、外销订单恢复、内销新品上市等因素的拉动下公司经营状况或将有所改善，给予公司 2019 年 PE 估值 21.0x，低于 2018 年平均交易价对应的静态 PE 估值 29.2x，对应合理价值 39.1 元/股，维持“增持”评级。

● **风险提示**

按摩椅内、外销市场拓展不及预期；人民币、原材料价格、租金大幅上行。

## 兆驰股份 (002429.SZ) 年报点评：各业务条线收入增长良好，盈利能力下降 (2019-04-22)

### ● 收入增长良好，盈利能力下降

公司披露 2018 年年报：2018 年公司实现收入 128.7 亿元 (YoY+25.8%)，实现归母净利润 4.5 亿元 (YoY-26.1%)，对应净利润率 3.5% (YoY-2.4pct)；其中 Q4 单季度实现收入 38.9 亿元 (YoY+8.7%)，实现归母净利润 8915 万元 (YoY-20.4%)，对应净利润率 2.3% (YoY-0.8pct)。

### ● 各板块业务收入端均实现良好增长

拆分来看，公司各板块收入端都实现了较好的增长：

(1) 多媒体视听产品及运营服务：实现营业收入 111.2 亿元 (YoY+27.9%)。

其中，液晶电视 ODM 业务的销售量较上年同期增长了 35%，产品结构持续优化，48 寸以上机型占比显著提升；家庭组网产品线持续丰富与，在保持与各大品牌商 ODM 合作的同时开发自有品牌；2018 年 10 月公司投资橙子数字科技进入智能投影仪领域，再次拓宽公司产品线；

(2) LED 产业链：实现营业收入 17.5 亿元 (YoY+14.0%)。

其中，封装业务实现营收 16.2 亿元 (YoY +21.5%)，实现净利润 1.4 亿元 (YoY +33.7%)，2018 年 6 月公司与南昌市青山湖区人民政府签署补充协议，在原计划新增 1000 条 LED 封装生产线基础上再增加投资 500-1000 条，其中第一期 1000 条生产线已于 2018 年底落成 50%；

LED 外延片及芯片项目目前主体厂房建设已经完成，MOCVD 及其他主要设备的选型及采购也已完成，2018Q4 起分批进场。达产后计划月产能为 60 万片 4 寸外延片，包括大圆片、正装、倒装、高压等产品。

### ● 原材料与出厂价格调整毛利承压，汇兑损失增加财务费用

毛利率：由于 2017 年底预置原材料，而后期原材料价格、产品单价有所调整导致毛利率下降，2018FY 实现毛利率 10.1% (YoY -0.9pct)。

期间费用：2018FY 公司期间费用率分别达到 3.3% / 3.6% / 0.6%，分别同比变动 -0.7 / +0.4 / +0.4pct，另一方面公司包括理财产品、长期股权投资的投资收益有所下降，也拉低了公司的盈利能力。

### ● 盈利预测

预计 2019-2021 年公司归母净利润为 5.7 / 6.7 / 7.8 亿元，同比增长 27.6% / 17.1% / 16.9%，最新收盘价对应 2019 年 PE 估值为 25.3x，给予 2019 年 PE 估值 28x，低于可比公司平均 31.3x 估值水平，对应合理价值为 3.64 元/股，维持“增持”评级。

### ● 风险提示

风行电视自由品牌发展不及预期；黑电终端需求恢复不及预期；原材料价格大幅波动；人民币汇率大幅波动。

## 飞科电器 (603868.SH) 一季报点评: 短期业绩承压, 期待逐季改善 (2019-04-23)

### ● 收入、利润下滑, 短期业绩承压

2019Q1 营业收入 8.5 亿元 (YoY-4.4%), 归母净利 1.6 亿元 (YoY-6.3%), 毛利率 38.5% (YoY+0.6pct), 归母净利率 19.3% (YoY-0.4pct)。收入同比下滑, 主要由于 2018 年公司对线下渠道进行的调整, 目前仍然处于恢复期。

归母净利同比增速慢于收入增速, 主要原因: 1) 销售费用率同比增加 1.1pct; 2) 公司加大研发投入, 研发费用率同比增加 0.8pct 至 1.9%。

### ● 期待未来经营情况逐步改善

2018 年公司对线下渠道架构进行调整, 将线下渠道调整为 KA 终端、区域分销和省区批发, 具体来看: 1) 公司将全国性批发渠道取消; 2) KA 终端从区域分销中独立出来, 单独运营管理。

短期来看, 渠道调整对公司收入造成影响, 但是, 长远来看, 渠道调整对公司的发展有积极意义: 1) 全国性批发渠道容易引起串货, 导致价格体系混乱, 取消全国性批发渠道对于运营的规范化有积极作用; 2) KA 终端在线下渠道的收入占比较高, 公司对其实行精细化管理有利于增强渠道把控力, 对于公司的长远发展具有重要意义。目前渠道调整已经完成, 未来业绩有望逐季恢复, 同时线下分销体系也将更为完善, 未来也有望实现改善性的增长。另外中长期来看, 品类延伸、国际拓展也将是新的增长点。

### ● 投资建议: 估值具备修复空间

盈利预测基本假设: 1) 行业集中度将持续提升; 2) 消费升级趋势持续; 3) 新品类稳步上市。根据以上假设, 我们预计 2019-2021 年归母净利 9.2、10.3 和 11.7 亿元 (同比增速分别为 9.2%、11.3%、13.5%), 最新收盘价对应 2019 年 PE 为 20.5 倍, 公司作为个护小家电龙头, 受益于消费升级, 公司主力产品稳健增长, 新品持续推进, 目前线下渠道调整已经结束, 预计 2019 年业绩将逐步改善, 参考与之接近的内销小家电龙头苏泊尔、九阳股份的估值, 给予合理价值 53.00 元人民币/股, 对应 2019 年 25xPE, 维持“买入”评级。

### ● 风险提示

内销需求低迷; 新品拓展不力; 行业竞争格局恶化; 消费升级趋势不达预期。

## 哈尔斯 (002615.SZ) 年报及一季报点评: 外销增长良好, 期待内销逐步修复 (2019-04-23)

### ● 年报略低于业绩快报, 2019Q1 利润恢复增长

公司公布 2018 年年报及 2019 年一季报, 2018 年实现营业收入 17.9 亿元 (YoY+24.7%), 归母净利 9937 万元 (YoY-9.5%), 毛利率 31.6% (YoY-1.3pct), 净利率 5.5% (YoY-2.1pct)。2018Q4 营业收入 4.6 亿元 (YoY+1.5%), 归母净利 1742 万元 (YoY+377.2%), 毛利率 35.6% (YoY+10.5pct), 净利率 3.8% (YoY+3.0pct)。年报略低于业绩快报。

2019Q1 营业收入 3.9 亿元 (YoY+0.6%), 归母净利 1283 万元 (YoY+7.2%), 毛利率 30.0% (YoY+1.5pct), 净利率 3.3% (YoY+0.2pct)。

2018Q4、2019Q1 收入增速有所放缓, 主要原因: 内销业务增速放缓。

2018 年归母净利润同比下滑 9.5%，主要原因：1) 毛利率同比下滑 1.3pct；2) 销售费用同比增加 23%；3) 子公司亏损：杭州哈尔斯、安徽哈尔斯、希格户外休闲、哈尔斯（深圳）分别亏损 4157、948、847、519 万元。2019Q1 毛利率同比提升，业绩恢复增长。

● **全年外销业务增长良好，内销业务下滑**

分地区，2018 年内销收入 3.8 亿元，同比下滑 19%，2018H2 内销收入同比增速环比 2018H1 放缓 35pct，内销业务面临较大压力；外销收入 13.9 亿元，同比增长 46%，增长靓丽。

分业务，2018 年 OEM 业务实现销售收入 10.9 亿元，同比增长 49.9%，ODM 业务实现销售收入 1.3 亿元，同比增长 54.0%，OBM 业务实现销售收入 5.4 亿元，同比下降 9.8%。

● **期待内销业务逐步改善**

外销：公司精耕国际市场，除了保持与原有大客户 OEM 业务的紧密合作关系外，积极拓展 OEM 业务新客户，并大力拓展自主品牌海外市场，总体保持稳定增长态势。

内销：1) 2019 年 4 月 22 日公告，副总裁离职，管理层变化对公司经营造成一定影响，期待管理层稳定后，内销业务获得恢复性增长；2) 2018 年公司对销售渠道进行了全面梳理及优化，2019 年有望获得改善性增长。

● **投资建议**

我们假设：1) 外销市场需求稳定；2) 国内保温杯渗透率持续提升；3) 消费升级趋势持续。基于此，我们预计 2019-2021 年归母净利润分别为 1.3、1.5、1.8 亿元，同比增长 28%、18%、17%，最新收盘价对应 2019 年 20.7xPE。公司作为保温杯龙头，外销业务增长良好，我们期待内销业务逐步改善，同时利润自 2018Q3 以来连续三个季度实现正增长，盈利情况改善，参考可比公司估值，给予公司 2019 年 23xPE，对应合理价值 7.13 元人民币/股，维持“谨慎增持”评级。

● **风险提示**

汇率大幅波动；原材料价格大幅上涨；外销客户流失。

**欧普照明 (603515.SH) 年报及一季报点评：业绩保持良好增长，Q1 毛利率趋于企稳 (2019-04-23)**

● **收入保持较好增长，Q1 毛利率趋于企稳**

公司公告 2018 年年报及 2019 年一季报，2018 年实现营业收入 80 亿元 (YoY+15.0%)，归母净利润 9 亿元 (YoY+32.0%)，扣非后归母净利 6 亿元 (YoY+2.5%)，毛利率 36.5% (YoY-4.1pct)，净利率 11.2% (YoY+1.4pct)。

2018Q4 营业收入 24.2 亿元 (YoY+13.3%)，归母净利 3.3 亿元 (YoY+24.0%)，扣非后归母净利 2 亿元 (YoY-16.4%)，毛利率 35.3% (YoY-5.2pct)，净利率 13.6% (YoY+1.2pct)。年报基本与业绩快报相符。

2018Q4 扣非后归母净利同比下滑，主要由于：1) 光源、吸顶灯线上渠道价格战，导致毛利率下滑 5.2pct；2) 公司 2018 年推行股权激励计划，费用支出增加。非经常性损益主要来自政府补贴和理财收益增加，这将随着公司规模的增长而增加。经营净现金流同比减少 38%是由于销售结构变化，账期相对较长的海外销售规模扩大，应收账款同比上升 44%。

2019Q1 营业收入 16.6 亿元 (YoY+12.2%)，归母净利 8613 万元 (YoY+22.8%)，

扣非后归母净利润 4009 万元 (YoY+10.7%)，毛利率 36.3% (YoY-1.5pct)，归母净利率 5.2% (YoY+0.4pct)。毛利率下滑速度收窄，产品价格下降速度逐步企稳，故扣非后归母净利润增速环比 Q4 有所改善。

### ● 国内业务稳步增长，海外业务增长靓丽

2018 年，分地区，内销收入 71.1 亿元，同比增长 13%，外销收入 8.5 亿元，同比增长 40%，保持快速增长。

2018 年，分渠道，1) 线下渠道：受地产影响，整体增速放缓，但公司推行积极的销售政策，同时开拓流通渠道，截止至 2018 年底，流通网点数量超过 10 万家，未来家居业务有望改善；2) 线上渠道，保持良好增长，市场份额提升，“双 11”活动销量连续第六年获得照明家装行业第一。3) 商用渠道：公司注重提升经销商中小项目的综合服务能力，针对细分应用场景，提供差异化的照明解决方案，未来有望成为新的增长点。

### ● 盈利预测

我们认为未来消费升级趋势持续，照明行业市场集中度将继续提升，公司作为家居照明龙头企业，积极拓展家用和商用渠道，未来市场份额有望持续提升，业绩保持良好增长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 10.9、13.1、15.9 亿元，同比增长 20.8%、20.9%、21.3%。最新收盘价对应 2019 年 PE 25.0x，参考家居、厨电公司估值，但公司增速快于可比公司，因此给予一定估值溢价，给予公司 2019 年 PE 28x，对应合理价值 40.32 元/股，维持“增持”评级。

### ● 风险提示

原材料大幅涨价；房地产市场出现大幅波动；行业竞争环境恶化导致价格战；整体消费需求羸弱；公司渠道拓张不及预期。

## 苏泊尔 (002032.SZ) 一季报点评：高基数下，收入保持稳健增长 (2019-04-25)

### ● 高基数之下，收入保持稳健增长

公司公布 2019 年一季报，2019Q1 公司实现营业收入 54.7 亿元 (YoY+12.0%)，归母净利 5.1 亿元 (YoY+13.8%)，毛利率 31.3% (YoY-0.4pct)，净利率 9.4% (YoY+0.1pct)。

2019Q1 收入增速有所放缓，我们预计，在 2018 年的高基数之下，内、外销收入同比增速均有所放缓，内销收入增速快于外销。

经营净现金流为-1.2 亿元，同比下滑 126.9%，主要原因：销货收到的现金流同比增速 (YoY+14%) 慢于购买商品等支付的现金流增速 (YoY+43%)，具体分析，由于下属子公司部分经销商预收款减少，导致 2019Q1 预收账款同比下降 59%，同时应收账款及应收票据同比增加 19%，我们认为，公司给予经销商较为宽松的打款政策，以提升经销商进货的积极性。

### ● 持续受益于消费升级，品类扩张带来持续增长动力

短期来看，在 2018 年高基数之下，苏泊尔收入增速有所放缓，但是苏泊尔在厨房小家电市场依然拥有稳固的行业地位，随着行业市场集中度的提升，市场份额有望持续提升。同时，大厨电、保温杯、家居小家电等新品类依然保持良好增长。

长期来看，我国小家电行业进入消费升级新阶段，苏泊尔作为小家电行业龙头，竞争优势明显，将长期受益于消费升级所带来的量价齐升。同时，未来公司在品类扩张、高端品牌布局方面，也将为公司持续贡献增长动力。

### ● 投资建议

我们预计厨房小家电行业集中度持续提升，同时海外市场复苏，海外代工订单增加。根据以上假设，我们预计 2019-21 年公司归母净利分别为 20.1、23.7、27.8 亿元，同比分别增长 20.3%、17.8%、17.3%，最新收盘价对应 2019 年 28xPE，小家电可比公司平均 PE 估值 23 倍，考虑公司是小家电公司龙头，业绩增速显著快于相同子行业公司，且消费升级中最为受益，未来业绩有望稳健增长，所以给予公司一定溢价，维持合理价值 78.4 元人民币/股，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

原材料价格上涨；消费升级不及预期；海外市场疲软；高端业务发展不顺利；多品类业务发展不顺利。

## 浙江美大（002677.SZ）一季报点评：业绩超预期，费用投放力度持续加大（2019-04-25）

### ● 收入利润维系较高增长，整体超出市场预期

公司披露 2019 年一季报：2019Q1 公司实现收入 2.9 亿元（YoY+31.6%），归母净利润 7535 万元（YoY+22.1%），对应净利润率 26.0%（YoY-2.0pct）。

### ● 费用投入力度持续加大，集成灶行业景气度仍高

**收入端：**根据中怡康预测，2019 年集成灶市场规模将达 243 万台，对应零售额 180 亿元（YoY+39%）。整体看，在地产竣工数据持续下行抑制厨电需求的背景下集成灶仍一枝独秀，维系了较高的景气度。在浙江美大对产品研发、多元化渠道建设的持续投入下，相关业务收入增速环比再次上行；

**成本与费用端：**冷轧板等主要原材料在 2018 年底触底后再次反弹，导致公司毛利率略有下行至 53.8%（YoY-0.7pct）；公司期间费用率分别达到 15.5%/8.9%/-0.5%，同比变动 4.9/-3.0/0.1pct，其中公司增加对高铁、高炮、新媒体等广告宣传的投入是销售费用率上行的主要原因，而对限制性股票股份支付费用的计提接近尾声是管理费用率下行的主要原因。

### ● 盈利预测

我们认为厨电在长周期纬度上仍然具备成长空间。集成灶有着功能性上的差异化优势，渗透率仍有着由低向高提升的趋势，美大作为行业龙必将持续受益。考虑到目前公司渠道布局更偏向于三四线城市以及地产短期竣工依旧承压等因素，行业短期或仍面临着需求端的压力。预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 4.5、5.1、5.8 亿元，同比增速分别为 18.1%、15.3%、12.5%，最新收盘价对应 2019 年 PE 为 19.3x。给予公司 20.3x 估值，合理价值为 14.0 元，对应 2019 年 PE 为 20.3x，以未来三年复合增速计算 PEG 为 1.3，PEG 低于厨电行业可比公司，维持“增持”评级。

### ● 风险提示

地产景气度持续下降；广宣费用投放收获不及预期；行业竞争格局恶化。

## 海信家电（000921.SZ/00921.HK）一季报点评：收入略有下滑，盈利超预期（2019-04-26）

● **2019Q1 收入略有下滑，盈利超预期**

2019Q1 公司实现营业收入 86.9 亿元 (YoY-3.2%)，归母净利润 4.2 亿元 (YoY+49.1%)；盈利能力上，毛利率 19.8% (YoY+1.9pct)，归母净利率 4.9% (YoY+1.7pct)。我们预计毛利率显著提升的原因：(1) 销售端冰箱产品结构升级带动均价提升；(2) 2018 年大宗原材料价格下滑利好成本端。公司 2018Q1 较低的净利率水平也给予了公司业绩端更大的弹性。

● **传统业务：冰箱零售均价提升显著叠加原材料价格下行提升盈利能力**

根据中怡康数据，2019Q1 容声、海信品牌冰箱零售额 YoY 为 -2.9%、+1.7%，优于行业 YoY-6.8%，在产品升级战略带动下，均价 YoY 分别大幅提升 9.0%、12.8%，行业 YoY 仅 4.1%。空调由于对行业促销竞争应对较为缓慢 (海信、科龙品牌均价 YoY+1.0%、-0.1%，行业 YoY-2.9%)，导致零售额 YoY 分别下滑 13.2%、24.1%，行业 YoY 仅下滑 2.8%。但根据产业在线数据，在公司空调外销高增速 (YoY+21.7%) 带动下，空调 Q1 总出货量 YoY+8.6%。总的来说，终端需求较弱导致公司收入端略有下滑，但产品均价提升叠加 2018 年大宗原材料价格回落助力公司盈利超预期。

● **中央空调：贡献投资收益增速亮眼，并表有望获得估值重构**

公司 2019Q1 对联营企业与合营企业投资收益 1.9 亿元，YoY+30.0%，侧面反映子公司中央空调多联机龙头海信日立的优异表现。公司前期公告拟并表海信日立，我们认为此举将改善公司整体收入、资产、现金流、毛利率，管理层将更充分把握海信日立的经营权，最大程度获益行业红利。并表也将使公司成为 A 股中最纯正的中央空调概念股，有望获得估值重构。

● **投资建议**

我们预计 2019—2021 年公司归母净利 15.7 亿元、17.2 亿元、18.9 亿元，最新收盘价对应 2019 年估值为 11.5xPE。传统白电与中央空调业务差别较大，采用分部估值法分析公司价值。中央空调业务预计 2019 年贡献 8.6 亿元投资收益，参照国际中央空调龙头大金工业估值，鉴于目前尚未并表仅贡献投资收益，折价给予 15xPE；传统白电业务预计 2019 年贡献净利润 7.1 亿，参考一线龙头平均估值水平并考虑各方面差距所导致的折价，给予 10xPE，两部分相加合理市值 200 亿元，对应 A 股合理价值 14.69 元，维持“增持”评级。H 股股价目前相对 A 股折价 30%，考虑两市场流动性差异，同样对合理市值折价 30%，对应 H 股合理价值 11.96 港元，给予 H 股海信家电“增持”评级。

● **风险提示**

家用中央空调渗透率提升不及预期；原材料价格大幅上涨。

**老板电器 (002508.SZ) 年报及一季报点评：业绩符合预期，2019Q1 环比略有改善 (2019-04-26)**

● **业绩符合预期，单季度增长环比略有改善**

公司披露 2018 年年报及 2019 年一季报：2018 年公司实现收入 74.2 亿元 (YoY+5.8%)，实现归母净利 14.7 亿元 (YoY+0.8%)，对应净利润率 19.8% (YoY-1.0pct)；其中 2018Q4 单季实现收入 20.3 亿元 (YoY+0.1%)，实现归母净利 4.6 亿元 (YoY-7.8%)，对应净利率 22.7% (YoY-1.9pct)；

2019Q1 实现收入 16.6 亿元 (YoY+4.3%)，实现归母净利 3.2 亿元 (YoY+5.8%)，对应净利润率 19.3% (YoY+0.3pct)。

● **2018 年地产压力下传统产品相对稳定，嵌入式等新兴品类表现良好**

2018 年收入拆分来看，传统厨电受地产压力的影响增长相对稳定，嵌入式产品与公司新发展的品类在渗透率与配套率的提升下获得了较快增长：

(1) 传统厨房大电收入：吸油烟机 40.1 亿元 (YoY+5.0%)；燃气灶 17.9 亿元 (YoY-1.7%)；消毒柜 5.0 亿元 (YoY+2.3%)；

(2) 嵌入式产品收入：蒸箱 2.6 亿元 (YoY+37.8%)；烤箱 1.9 亿元 (YoY+10.0%)；洗碗机 1.0 亿元 (YoY+54.6%)；

(3) 其他产品收入：净水器 8390 万元 (YoY+131.4%)；集成灶 9720 万元；微波炉 2139 万元 (YoY-24.9%)；其他小家电 1.6 亿元 (YoY+40.3%)。

● **2018 年零售均价涨幅放缓但毛利率稳定，期间费用增长盈利能力承压**

2018 年：中怡康数据显示，公司油烟机、燃气灶产品均价提升幅度放缓，2018 年分别变动 0.4% / -0.4%，但在主要原材料价格高位保持震荡的同时毛利率保持了相对稳定 53.5% (YoY-0.2pct)；期间费用率分别达到 25.7%/7.6%/-1.4%，同比变动+1.8/+0.8 / -0.5pct，导致盈利能力承压；

2019Q1：公司油烟机、燃气灶均价略有下滑，2019Q1 分别变动-4.0% / -3.0%，毛利率有所改善 54.8% (YoY+2.5pct)；期间费用率分别达到 30.8%/5.5%/-1.0%，同比变动+2.4 / -0.9 / -0.3pct，盈利能力环比略有改善。

● **盈利预测**

预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 16.0、18.1、20.1 亿元，同比增速分别为 8.3%、13.2%、11.2%，最新收盘价对应 2019 年 PE 为 17.6x。考虑到近期地产销售情况有所回暖，公司 Q1 业绩环比略有改善，厨电行业长期仍具备成长空间，同时在新常态下公司龙头地位带来的马太效应仍将延续，我们预计估值切换至 2019 年后将有所修复，给予公司 2019 年 PE 为 20x，高于此前根据最新收盘价计算的 2018 年静态 PE16x，对应合理价值 33.60 元/股，维持“增持”评级。

● **风险提示**

原材料价格上涨；新品开拓低于预期；房地产低迷；行业竞争格局恶化。

**新宝股份(002705.SZ)年报及一季报点评：收入稳健增长，利润超预期(2019-04-26)**

● **2019Q1 归母净利大幅增长，超过业绩预告上限**

公司公告 2018 年年报及 2019 年一季报，2018 年实现收入 84.4 亿元 (YoY+2.7%)，归母净利 5.0 亿元 (YoY+23.2%)，毛利率 20.6% (YoY+1.1pct)，净利率 6.0% (YoY+1.0pct)。

Q4 实现收入 21.9 亿元 (YoY+7.1%)，归母净利 1.4 亿元 (YoY+89.1%)，毛利率 23.0% (YoY+5.6pct)，净利率 6.6% (YoY+2.9pct)。

2019Q1 实现收入 18.8 亿元 (YoY+3.4%)，归母净利 8892 万元 (YoY+106.5%)，毛利率 19.7% (YoY+1.8pct)，净利率 4.7% (YoY+2.4pct)。年报基本与业绩快报一致，一季报归母净利超过业绩预告上限，业绩增速靓丽。

2018Q4、2019Q1 收入保持平稳增长，盈利能力持续提升，归母净利增速远快于收入增速，主要原因：1) 公司通过产品技术创新及自动化建设带来效率提升，产品盈利能力不断增强；2) 原材料价格下降；3) 汇兑损失和套保工具的影响，具体来看：2018 年

汇兑损失同比减少 1.1 亿元，另套保亏损 8046 万元；2019Q1 汇兑损失同比减少 3196 万元，另套保收益 1832 万元。

● **内销增速快于外销**

分产品，2018 年电热类、电动类、家居电器、其他产品收入为 44、21、11、6 亿元，同比增长 4%、4%、-15%、32%。

分地区，2018 年外销收入 72 亿元，同比增长 2%，内销收入 12 亿元，同比增长 8%。

● **看好公司作为出口龙头的长期竞争力**

汇率、原材料等会对出口型企业短期业绩造成影响，但拉长时间维度来看，真正决定出口企业市场格局的因素还在于公司研发、设计能力以及大规模制造下的品控能力。因此随着时间抹平短期市场的波动，我们依然期待西式厨房小家电外销市场集中度持续提升，同时新宝股份自有品牌建设稳步推进，在汇率、原材料价格逐步稳定的环境下实现盈利能力逐步改善，我们认为，未来公司将实现良好的增长，具体来看：1) 外销：作为西式厨房小家电龙头，出口行业集中度将持续提升带动公司外销业务稳健增长；2) 内销：品牌平台战略推进将带动内销收入快速增长，长期经营情况依然向好。

● **投资建议**

我们预计：外销市场需求来自于更新换代，较为稳定；内销市场，消费升级趋势持续，西式小家电逐步渗透，摩飞等保持良好增长；基于此，我们预计 2019-2021 年归母净利分别为 6.2、7.1、7.9 亿元，同比增长 23%、14%、11%，最新收盘价对应 2019 年 16xPE，小家电出口企业 2019 年平均估值约为 20xPE，参考平均估值，给予公司 2019 年 20xPE，对应合理价值 15.4 元人民币/股，一季度业绩快速增长，且经营改善趋势有望持续，维持“增持”评级。

● **风险提示**

原材料价格上涨；人民币升值；海外需求减弱；内销市场竞争加剧；新品类拓展不利；贸易摩擦。

**九阳股份(002242.SZ)2019 一季报点评:经营稳步改善,收入增长良好(2019-04-27)**

● **经营稳步改善,收入增长较好**

公司公告 2019 年一季报, 2019Q1 公司实现营业收入 18 亿元 (YoY+14.7%), 归母净利 1.6 亿元 (YoY+10.9%), 毛利率 32.7% (YoY+1.2pct), 归母净利率 9.1% (YoY-0.3pct)。经营性现金流净额 1.8 亿元 (YoY+40.8%)。

2019Q1 收入实现较快增长, 同比增速快于 2018 年收入增速, 整体来看, 公司处于稳步改善阶段。

利润增速慢于收入增速, 主要原因: 1) 股权激励费用分摊及公司架构调整导致管理费用同比增加 0.9pct 至 3.4%; 2) 公司持续加强研发, 研发费用率同比提升 0.4pct 至 4.2%; 3) 销售费用率同比增加 0.3pct。

经营净现金流同比增加 40.8%, 主要原因: 1) 应付票据及应付账款同比增加 146.9%; 2) 预付账款同比下降 17.1%, 预收款项同比上升 5.1%。

● **产品力、渠道力持续提升, 业绩有望持续改善**

短期来看: 公司产品端、渠道端持续优化, 收入利润有望持续改善, 具体来看: 1) 产品力: 公司产品创新能力较强, 近年来产品结构持续优化, 多品类战略卓有成效, 根据

中国新闻网报道，2019年3月7日发布的新款静音破壁机、电饭煲等，市场反响良好，预计将为今年后三个季度贡献增量。2) 渠道力：经过线下经销商调整、门店升级，渠道力提升，持续拓展品牌店，逐步建立立体化渠道结构。

长期来看，内销业务，公司作为小家电行业龙头，未来市场份额有望持续提升，同时公司激励良好，长期发展值得期待；外销业务，公司购尚科宁家（中国），未来外销业务有望实现快速增长。

#### ● 盈利预测

盈利预测基本假设：我们预计小家电行业集中度持续提升，基于此，我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为8.4、9.6、10.9亿元，同比增长分别为11.0%、14.2%、13.6%，最新收盘价对应2019年估值20.0xPE，公司作为小家电创新龙头，渠道、产品调整效果明显，业绩逐步改善，我们维持公司合理价值27.25元人民币/股的预期不变，对应2019年25xPE，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

新品推广低于预期；原材料价格上涨；行业竞争环境恶化；消费升级趋势放缓；均价提升速度放缓；公司宣传投入过大。

### 兆驰股份（002429.SZ）一季报点评：结构调整收入下滑，控费+汇率改善盈利能力（2019-04-27）

#### ● 电视产品订单结构调整促使收入增长季节性放缓

公司披露2019年一季报：2019Q1公司实现收入24.7亿元（YoY-13.9%），实现归母净利润1.9亿元（YoY+13.6%），对应净利润率7.7%（YoY+1.9pct）。

整体来看一方面因季节性因素影响，公司2018Q1收入基数较高；另一方面2019Q1公司电视业务订单结构以中小尺寸以及出口产品为主，拉低了出厂均价导致一季度收入有所下滑。预计随着大尺寸产品订单在随后数个季度逐步释放，电视业务的均价压力或将有所缓解。

#### ● 毛利水平相对稳定，费用率控制+汇率向好盈利能力略有改善

2019Q1在公司主要零部件价格相对稳定的情况下，公司毛利率基本持平达到10.4%（YoY+0.3pct），同时期间费用率在效率提升以及汇率向好的情况下整体有所改善，分别达到3.0%/4.7%/-2.8%（YoY-0.1/+1.4/-1.0pct），其中仅由于加大研发投入相关费用率有所上升。

#### ● LED产业链相关产能建设进度持续推进，预计下半年或有所贡献

公司一季报显示，2014年4月LED封装项目已完成主体厂房建设，并落成首期1000条生产线，同时公司与南昌市青山湖区市政府签署《协议》，再新增投资500-1000条生产线；2019年3月LED外延片及芯片项目已完成主体厂房及宿舍建设，项目预计于2019年年中投产，并逐步放量。

#### ● 盈利预测

预计2019-2021年公司归母净利润为5.2 / 6.0 / 6.9亿元，同比增长17.1% / 15.3% / 14.0%，最新收盘价对应2019年PE估值为26.6x，参照行业可比公司PE估值平均值29.1x，我们给予公司2019年PE估值28x，对应合理价值3.36元/股，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

风行电视自由品牌发展不及预期;黑电终端需求恢复不及预期;原材料价格大幅波动;人民币汇率大幅波动。

### 3月行业数据点评: 宏微观数据均有改善 (2019-04-27)

#### ● 家电社零数据: 地产复苏叠加促销带动当月需求改善

根据国家统计局数据, 2019年3月家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额同比增长15.2%, 环比2月上升11.9pct, 一二线地产复苏叠加促销带动使得社零增速回升至高位, 3月出色表现也带动2019Q1实现同比7.8%的增长。

#### ● 地产数据: 销售稳健, 新开工高景气, 竣工羸弱

根据国家统计局数据, 2019年3月住宅新开工保持增长并且增速有所提升 (YoY+19.0%), 销售面积同比由负转正 (YoY+2.3%), 竣工面积继续保持负增长 (YoY-8.7%), 总体来看, 销售有所回升, 新开工回归高景气, 竣工仍旧羸弱但后续预计将有改善。高频数据显示一二线地产复苏趋势更为明显。我们认为地产景气度的边际回升, 对产业链后周期的正向影响将持续。

#### ● 汇率、原材料数据: 汇率、白电原材料价格稳定, 面板价格继续回升

2019年1月份汇率快速升值后保持稳定。白电原材料中铜铝价格有所下降, 原油价格上升。LCD面板价格自2018年9月连续下跌至低位后触底反弹, 4月各尺寸价格继续回升。

#### ● 白电、厨电出货端、零售端数据: 促销带动微观零售表现回暖

**出货端:** 根据产业在线统计数据, **空调:** 产量1680万台, YoY+3.8% (1-3月3900万, YoY+2.9%); 销量1690万台, YoY-2.0% (1-3月4027万, YoY+0.9%); 内销952万台, YoY+2.9% (1-3月2185万, YoY+2.9%); 外销738万台, YoY-7.6% (1-3月1842万, YoY-1.4%)。 **冰箱:** 产量719万台, YoY+0.6% (1-3月1762万, YoY+4.5%); 销量706万台, YoY+4.6% (1-3月1737万, YoY+3.6%); 内销427万台, YoY-2.3% (1-3月1016万, YoY-1.9%); 外销280万台, YoY+17.3% (1-3月721万, YoY+12.5%)。 **洗衣机:** 产量574万台, YoY+2.1% (1-3月1585万, YoY+2.7%); 销量582万台, YoY+1.5% (1-3月1609万, YoY-0.9%); 内销393万台, YoY-5.1% (1-3月1118万, YoY-3.0%); 外销189万台, YoY+18.6% (1-3月491万, YoY+4.4%)。

**零售端:** 根据中怡康统计, 2019年3月, 白电: 空调、冰箱、洗衣机零售量 YoY: +5.0%、-10.0%、-5.0%, 零售额 YoY: +4.6%、+2.9%、-2.3%, 均价 YoY: -2.4%、+6.9%、+6.4%。厨电: 油烟机、燃气灶、消毒柜零售量 YoY: +5.1%、+5.9%、-5.3%, 零售额 YoY: +4.8%、+5.3%、-9.1%, 均价 YoY: -2.3%、-1.8%、-6.2%。

#### ● 风险提示

原材料价格大幅上涨; 汇率大幅波动; 行业需求趋弱; 市场竞争环境恶化。

## 风险提示

### 原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

### 汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损，影响公司利润。

### 行业需求趋弱

家电行业整体需求趋弱将影响上市公司收入和利润的增长。

### 行业竞争格局恶化

行业内竞争格局将影响公司的盈利能力，竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

**广发家电行业研究小组**

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁雨辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王朝宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

**广发证券—行业投资评级说明**

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

**广发证券—公司投资评级说明**

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

**联系我们**

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

**法律主体声明**

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

**重要声明**

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。