

家电

行业研究/深度报告

白电板块业绩稳健增长，小家电保持较快增速

—2018 年年报及 2019 年一季报综述

深度研究报告/家电

2019 年 05 月 08 日

报告摘要:

● 年初以来家电板块上涨42.39%，跑赢大盘12.41pct

今年年初以来（截至 4 月 30 日收盘），沪深 300 指数上涨 29.98%，家电板块上涨 42.39%，跑赢大盘 12.41pct；子板块中，白电、黑电板块表现较好，分别跑赢大盘 14.66pct、12.69pct。

● 白电业绩稳健增长，小家电保持较快增速

白电：2018 年白电板块实现营业收入 8140.13 亿元，同比增长 15.02%；实现归母净利润 585.38 亿元，同比增长 4.79%；2019Q1 营收同比增长 5.83%，归母净利润同比增长 8.48%；收入端、利润端增速同比均有所回落。

盈利能力方面，2018 年毛利率同比下降 0.06pct 至 27.19%，净利率下降 0.61pct 至 7.34%；2019Q1 板块盈利水平同比改善，毛利率同比上升 1.24pct 至 28.13%，净利率上升 0.18pct 至 8.41%。

黑电：2018 年黑电板实现营业收入 3089.63 亿元，同比增长 9.72%，实现归母净利润 34.81 亿元，同比减少 63.04%。盈利能力方面，2018 年黑电板块毛利率同比下滑 1.71pct 至 13.53%，净利率下滑 1.88pct 至 1.13%。2019Q1 毛利率下滑 1.23pct 至 13.90%，净利率下滑 0.06pct 至 2.32%，整体来看，行业仍然较为微利。

小家电：2018 年小家电板块实现营收 619.74 亿元，同比增长 14.93%；实现归母净利润 57.30 亿元，同比增长 35.26%，净利润增长加速。2019Q1 小家电电子板块营收、归母净利润分别同比增长 7.94%、0.81%，收入端、利润端增速有所回落。盈利能力方面，2018 年小家电板块毛利率同比上升 0.36pct 至 30.35%，净利率上升 1.40pct 至 9.31%；2019Q1 毛利率同比上升 1.44pct 至 31.14%，净利率下降 0.65pct 至 8.85%。

照明：2018 年照明及其他板块实现营业收入 47 亿元，同比下降 1.40%；实现归母净利润-51.81 亿元，同比下降 257.15%。2019Q1 营收同比下滑 27.65%，归母净利润同比增长 26.96%。盈利能力方面，2018 年板块盈利水平明显下滑，2019Q1 有所改善。

● 投资建议

白电板块推荐**格力电器、美的集团**，厨电推荐**老板电器、华帝股份**。

● 风险提示

原材料价格上涨、房地产销售增速下行、行业竞争加剧、需求疲软。

盈利预测与财务指标

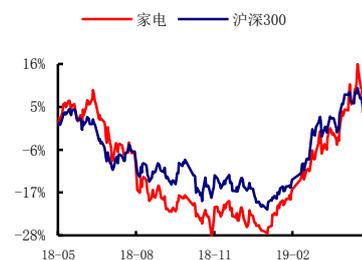
| 代码 | 重点公司 | 现价 5月7日 | EPS | | | PE | | | 评级 |
|-----------|------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | |
| 000651.SZ | 格力电器 | 53.42 | 4.36 | 4.83 | 5.42 | 12 | 11 | 10 | 推荐 |
| 000333.SZ | 美的集团 | 50.75 | 3.08 | 3.54 | 3.94 | 16 | 14 | 13 | 推荐 |
| 002508.SZ | 老板电器 | 26.47 | 1.66 | 1.92 | 2.28 | 16 | 14 | 12 | 推荐 |
| 002035.SZ | 华帝股份 | 12.93 | 0.77 | 0.92 | 1.09 | 17 | 14 | 12 | 推荐 |

资料来源：Wind、公司公告，民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号：S0100512100003

电话：010-85127729

邮箱：chenbairu@mszq.com

研究助理：聂贻哲

执业证号：S0100117110075

电话：13683294190

邮箱：nieyizhe@mszq.com

相关研究

1. 民生家电周报 20190429: Q1 全国空调采购规模同降 11.7%，4 月液晶电视面板价格微涨
2. 民生家电周报 20190422: Q1 住宅销售面积同降 0.6%，同期家电零售额同增 7.8%

目录

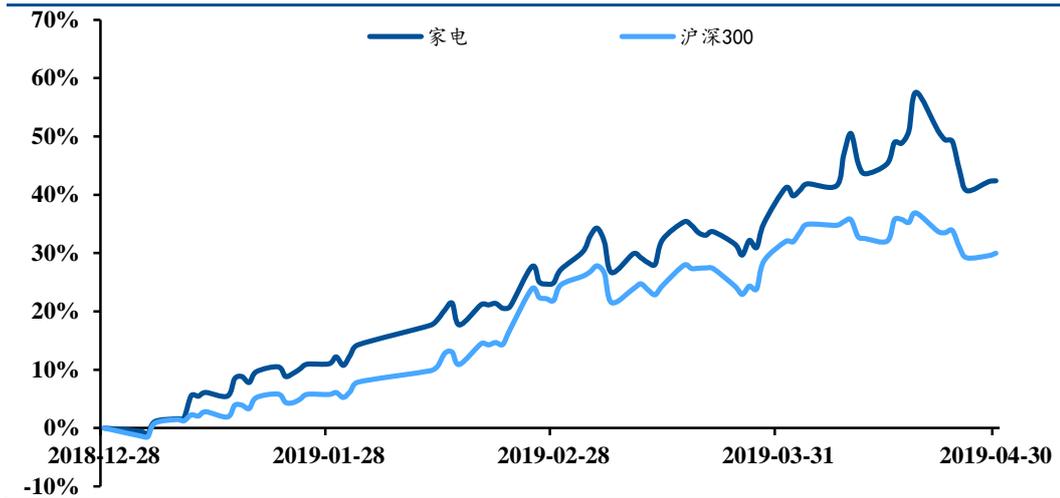
| | |
|--|-----------|
| 一、家电板块跑赢大盘，业绩增速有所放缓 | 3 |
| (一) 年初以来家电板块上涨 42.39%，跑赢大盘 12.41PCT..... | 3 |
| (二) 2018 年营收增速放缓，盈利能力下降..... | 3 |
| (三) 2019Q1 业绩保持增长，盈利能力有所改善..... | 4 |
| (四) 小家电板块利润增速领先..... | 5 |
| 二、白电业绩稳健增长，小家电保持较快增速 | 6 |
| (一) 白电：板块业绩保持稳健增长..... | 6 |
| (二) 黑电：液晶电视面板价格持续下行，行业仍然微利..... | 9 |
| (三) 小家电：18 年收入、利润端保持较快增速..... | 11 |
| (四) 照明及其他：渠道优化与升级助力公司成长..... | 13 |
| 三、投资建议 | 15 |
| 四、风险提示 | 16 |
| 插图目录 | 17 |
| 表格目录 | 18 |

一、家电板块跑赢大盘，业绩增速有所放缓

(一) 年初以来家电板块上涨 42.39%，跑赢大盘 12.41pct

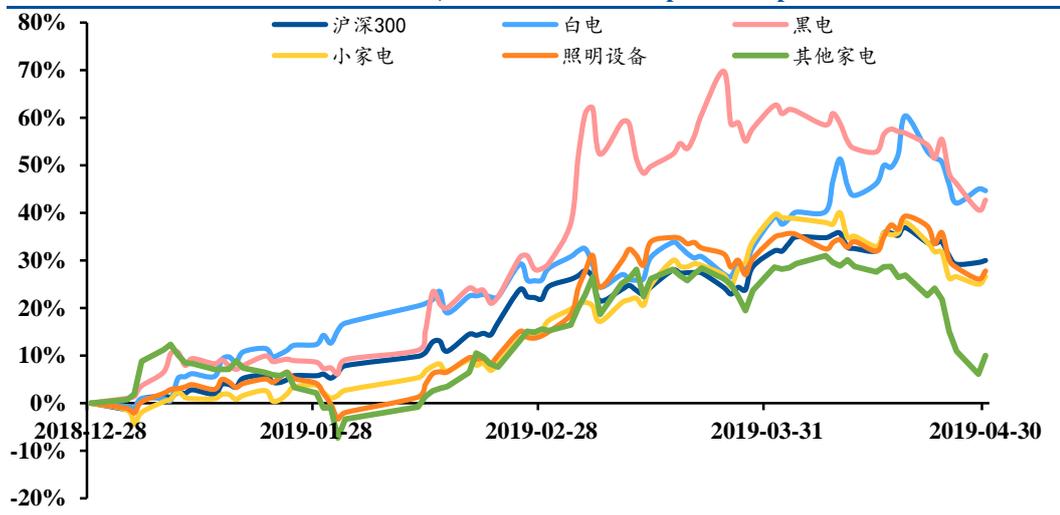
今年年初以来(截至4月30日收盘),沪深300指数上涨29.98%,家电板块上涨42.39%,跑赢大盘12.41pct;子板块中,白电、黑电板块表现较好,分别跑赢大盘14.66pct、12.69pct。

图1: 家电板块年初以来表现强于大盘



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图2: 年初以来白电、黑电板块表现较好, 分别跑赢大盘 14.66pct、12.69pct

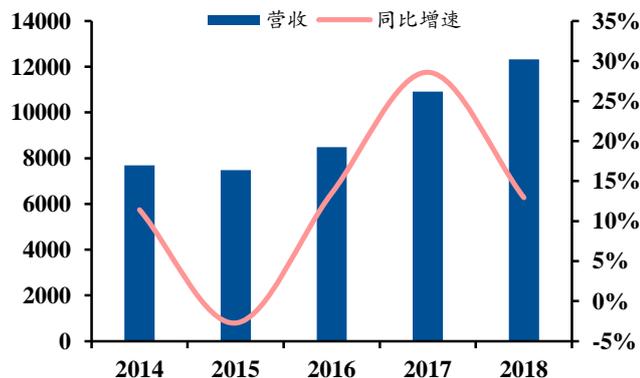


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 2018 年营收增速放缓，盈利能力下降

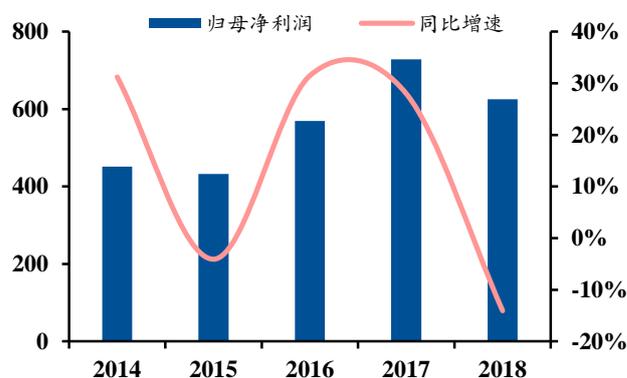
2018 年家电板块共实现营收 12319.55 亿元, 同比增长 13%; 实现归母净利润 625.68 亿元, 同比下降 14%。

图 3：2018 年家电板块营收增速放缓（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

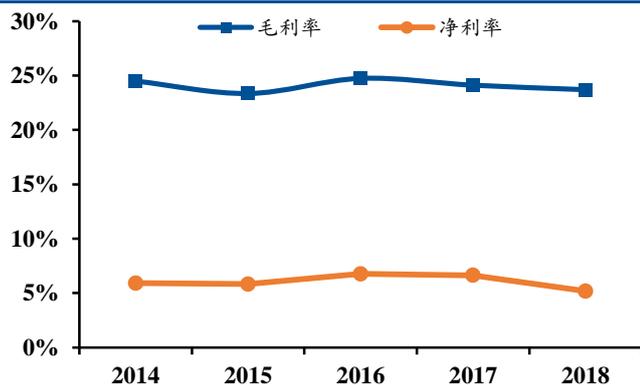
图 4：2018 年家电板块归母净利润增长下滑（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

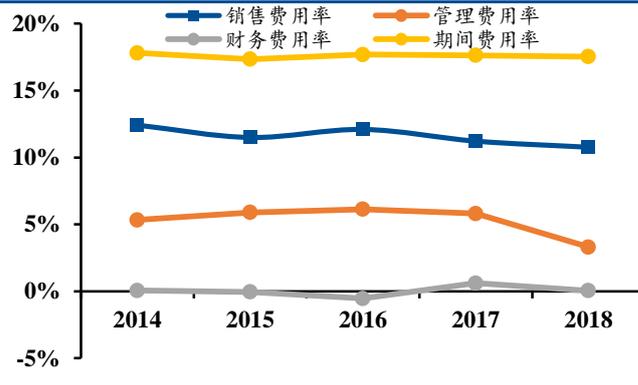
2018 年家电行业整体毛利率同比下降 0.41pct 至 23.70%，净利率下降 1.45pct 至 5.18%，板块盈利能力下降。家电板块整体销售费用率和财务费用率同比小幅下降；由于 2018 年研发费用从管理费用中剔除，管理费用率下降，期间费用率小幅下降。

图 5：2018 年以来家电板块毛利率、净利率有所下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：2018 年家电板块销售费用率同比小幅下降



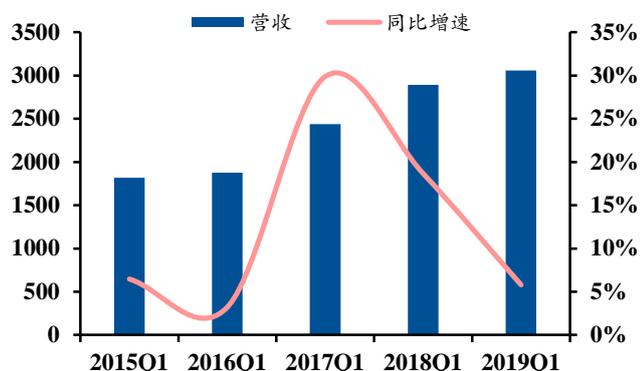
资料来源：Wind，民生证券研究院

备注：2018 年期间费用包括研发费用。

（三）2019Q1 业绩保持增长，盈利能力有所改善

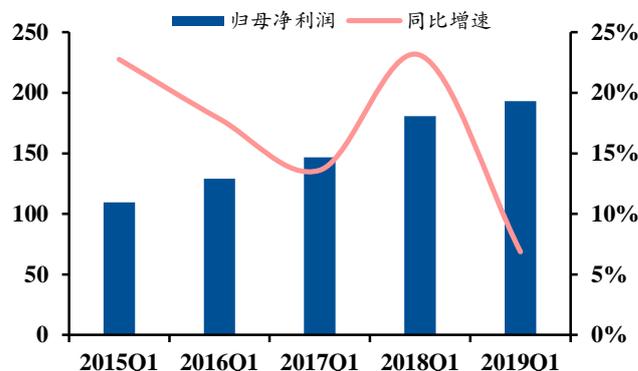
2019 年一季度家电板块共实现营收 3059.23 亿元，同比增长 5.80%；实现归母净利润 193.05 亿元，同比增长 6.87%。行业整体毛利率同比有所改善，上升 0.81pct 至 24.83%，净利率上升 0.12pct 至 6.83%。

图 7：2019Q1 家电板块营收增速有所放缓（亿元）



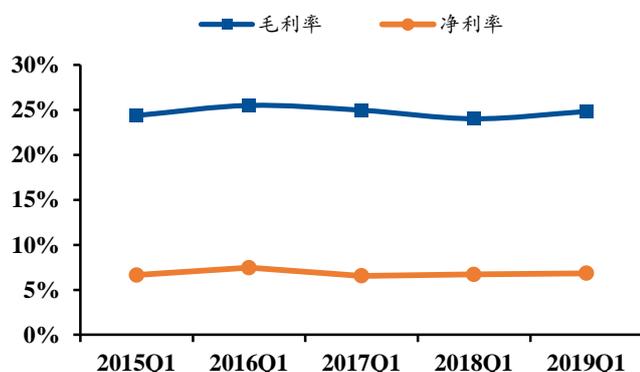
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：2019Q1 家电板块归母净利润增速有所放缓（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

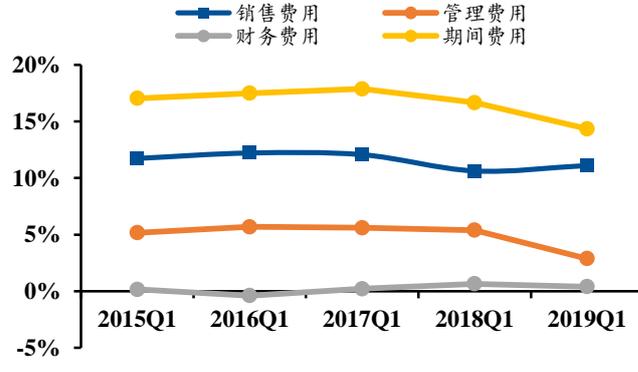
图 9：2019Q1 家电板块毛利率和净利率小幅上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：2019Q1 年期间费用包括研发费用。

图 10：2019Q1 销售费用率同比小幅上升

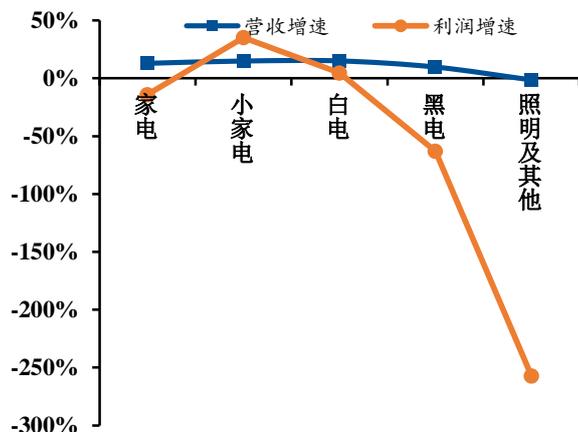


资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）小家电板块利润增速领先

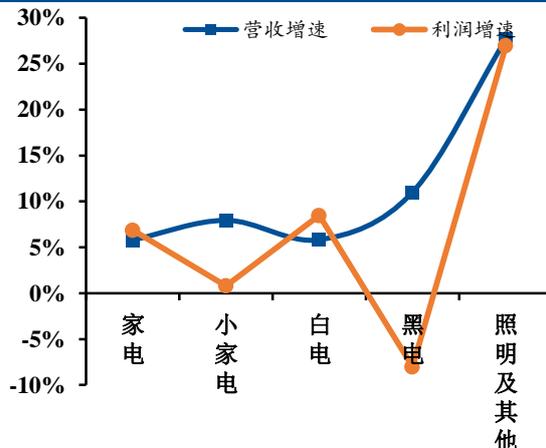
分子板块来看，2018 年白电板块营收增速（+15.02%），小家电（+14.93%）快于家电行业整体增速（+12.93%），小家电板块归母净利润增速（+35.26%），白电归母净利润增速（+4.79%）快于整体（-14.07%）；2019Q1 黑电板块（+11.00%），小家电板块（+7.94%）及白电板块（+5.83%）营收增速均快于家电行业整体增速（+5.80%），照明设备及其他板块归母净利润增速（+26.96%）高于行业整体（+6.87%）。

图 11: 2018 年小家电板块业绩增速较快



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 2019Q1 照明及其他板块净利润增速较快



资料来源: Wind, 民生证券研究院

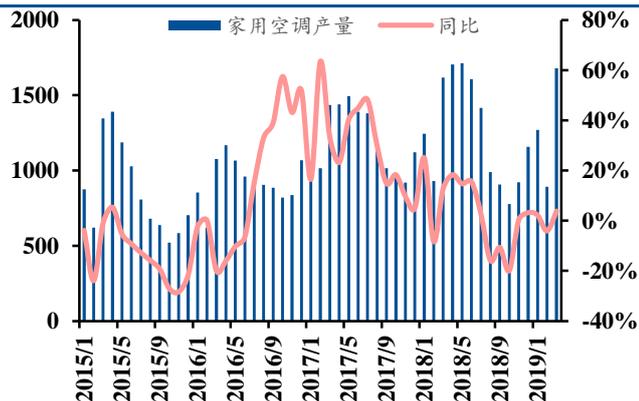
二、白电业绩稳健增长，小家电保持较快增速

(一) 白电：板块业绩保持稳健增长

1、19Q1 空冰洗产量稳健增长

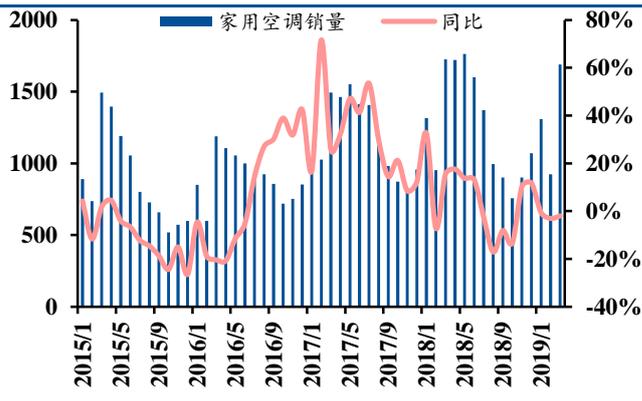
产业在线数据显示,2019年1-3月份,我国家用空调产量3842.6万台,同比增长1.3%,销量3922.3万台,同比减少1.8%。洗衣机产量1585.0万台,同比增长2.7%;销量1608.9万台,同比减少0.9%。冰箱产量1761.5万台,同比增长4.5%;销量1736.5万台,同比增长3.6%。

图 13: 2017 年以来空调产量增速趋势性下降 (万台)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

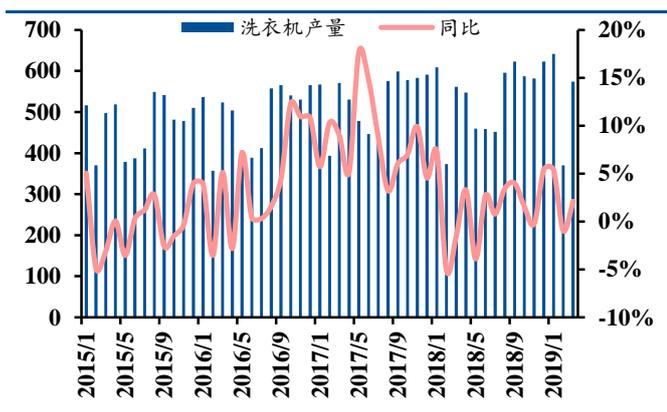
图 14: 2017 年以来空调销量增速趋势性下降 (万台)



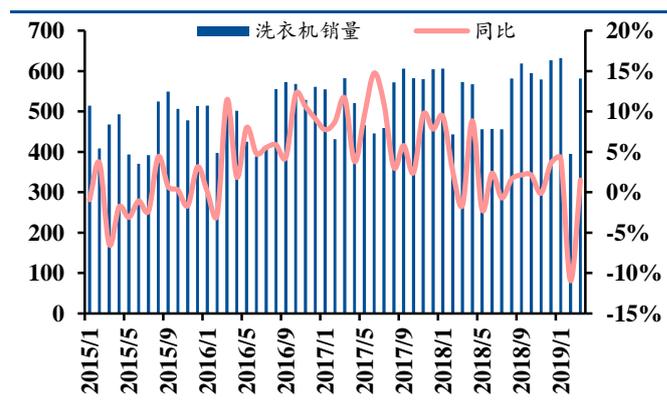
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 2018 年以来洗衣机产量增速较为平稳 (万台)

图 16: 2018 年以来洗衣机销量增速较为平稳 (万台)



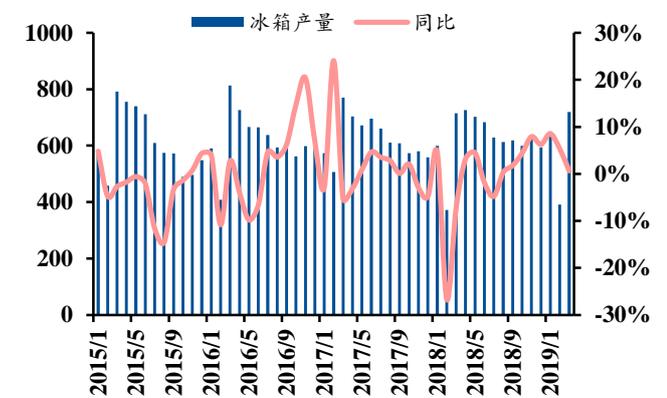
资料来源：Wind，民生证券研究院



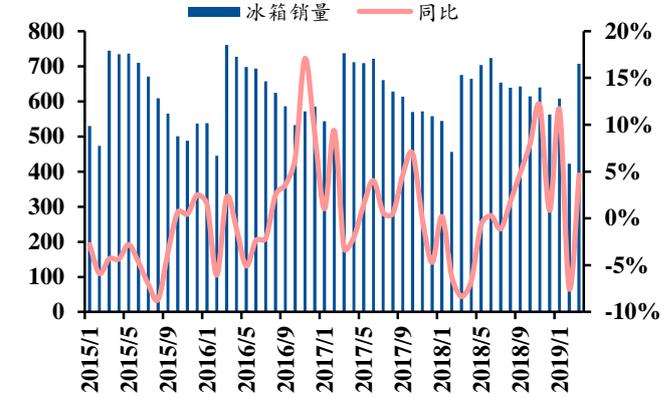
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 17: 2017 年以来冰箱产量增速较为平稳 (万台)

图 18: 2018 年冰箱销量同比增长 0.2% (万台)



资料来源：Wind，民生证券研究院



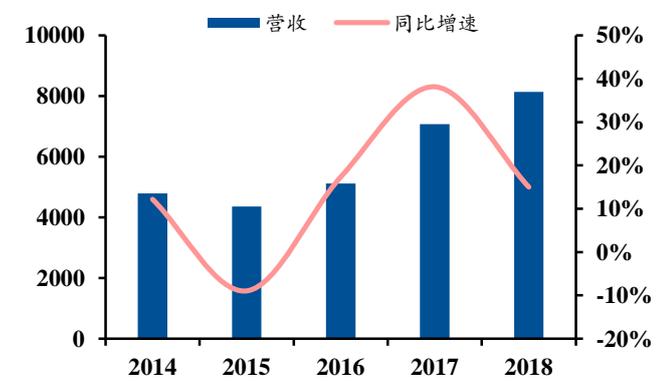
资料来源：Wind，民生证券研究院

2、板块业绩保持稳健增长

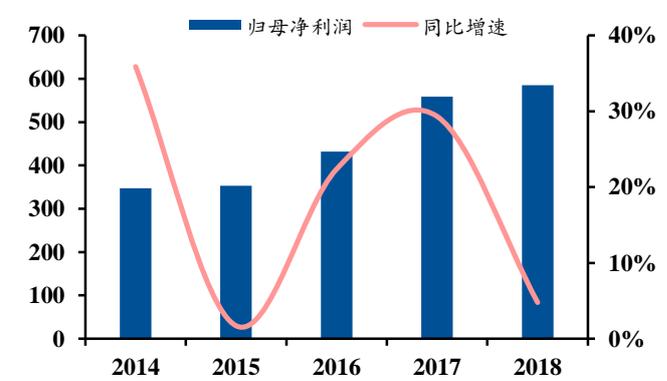
2018 年白电板块实现营业收入 8140.13 亿元，同比增长 15.02%；实现归母净利润 585.38 亿元，同比增长 4.79%；2019Q1 营收同比增长 5.83%，归母净利润同比增长 8.48%；收入端、利润端增速同比均有所回落。

图 19: 2018 年白电板块营收增速放缓 (亿元)

图 20: 2018 年白电板块归母净利润增速放缓 (亿元)



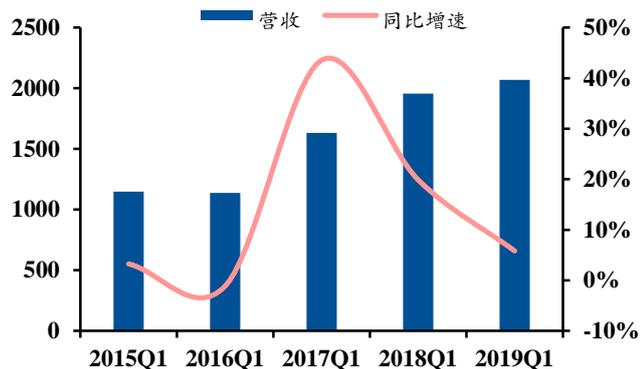
资料来源：Wind，民生证券研究院



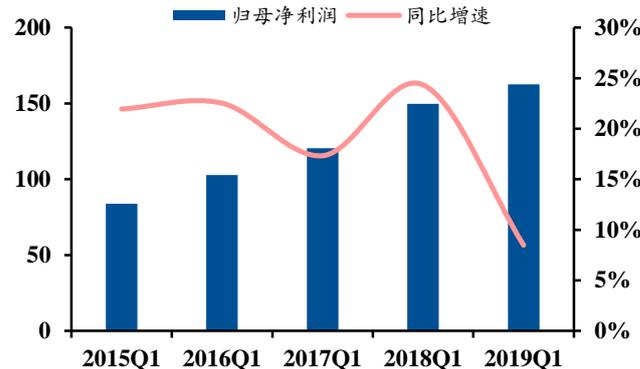
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 21: 2019Q1 白色家电板块营收增速放缓 (亿元)

图 22: 2018Q1 归母净利润增速放缓 (亿元)



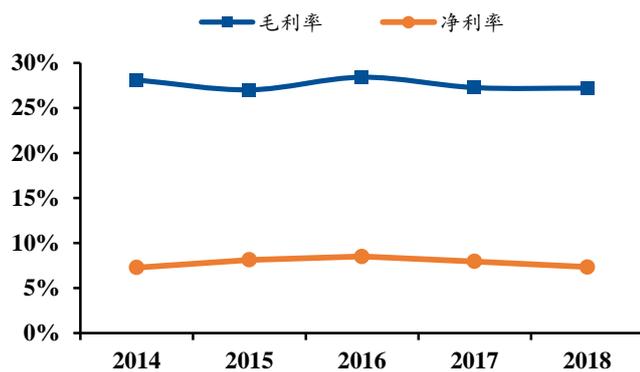
资料来源：Wind，民生证券研究院



资料来源：Wind，民生证券研究院

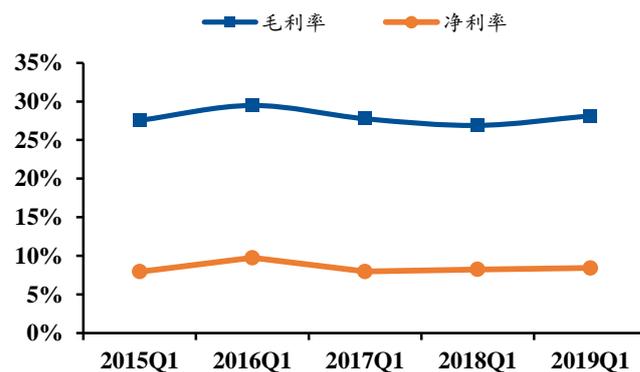
盈利能力方面，2018 年毛利率同比下降 0.06pct 至 27.19%，净利率下降 0.61pct 至 7.34%；2019Q1 板块盈利水平同比改善，毛利率同比上升 1.24pct 至 28.13%，净利率上升 0.18pct 至 8.41%。

图 23：2018 年电板块毛利率、净利率同比下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：2019Q1 板块盈利能力同比改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

3、品牌企业业绩表现较为稳健

格力电器进一步完善内销业务线上线下渠道布局，线下方面，截至 18 年底公司拥有销售网点超过 4 万家，同比增长 12.5%；线上方面，公司坚持“品质电商”发展战略，18 年京东、天猫高能效机型销售额占比明显提升，由去年的 7%、8% 上升至 16%、13%。综合来看，公司全年内销收入 1483.22 亿元，同比增长 30.46%。外销方面，公司通过推进“垂直化”向“扁平化”管理模式转变提升经营效率，全年出口收入 222.70 亿元，同比增长 20.42%。

美的集团加快推动库卡机器人中国业务整合，将库卡在中国的一般工业业务及为医院、仓库和配送中心实施先进的自动化解决方案的库卡子公司瑞仕格中国业务合并，并与美的设立合资公司承接上述业务。合资公司的设立将助力公司拓展工业机器人、医疗、仓储自动化三大领域。同时，公司在顺德科技园新建生产基地，计划到 2024 年机器人产能达到每年 7.5 万台，加上现有产能，每年在中国的机器人产能总数将达到 10 万台，机器人业务未来发展值得期待。

老板电器加大对三四线城市的开拓，新增城市公司 68 家，新建专卖店 535 家，截止 2018 年底共有城市公司 155 家，专卖店增至 3258 家。同时公司携手橱柜家装等渠道，已与欧派、索菲亚、齐家网、东易日盛等签订战略合作。

华帝股份积极拓展家装建材等新兴渠道，构建多元化渠道体系。线下渠道方面，公司持续升级终端门店，全年新建或重装的品牌旗舰店、标准店均面积达 193 平、75 平，同增 3.2%、15.4%；此外，公司积极开拓家装建材连锁卖场等新兴渠道，截至 18 年底共进店 306 家，其中红星、居然分别进店 157 家、133 家，进店率为 51.8%、48.9%。全年线下渠道收入 34.22 亿元，同减 3.17%。公司持续发力电商渠道，进一步强化燃气热水器、洗碗机、嵌入式产品的电商运营工作，同时推出与线下产品差异化的线上精品，全年电商渠道实现收入 16.07 亿元，同比增长 26.81%；工程渠道方面，公司新增融创地产、中国铁建、奥园集团、山湖海集团等 14 家战采客户，目前已合作战采客户累计达 41 家。同时，公司积极开拓工程渠道代理商，2018 年共签约代理商 9 家，工程渠道全年实现收入 4.39 亿元，同比增长 54.49%。海外渠道实现稳健发展，全年收入 5.26 亿元，同比增长 4.48%。

青岛海尔通过推进成套智慧家庭解决方案能力建设、提升触点数量与质量、深化营销转型、强化卡萨帝高端引领优势、打造统帅年轻品牌等一系列举措，实现“从卖产品到卖方案、从发布到发酵、从网点到触点、从价格到价值”的转型。2018 年国内市场冰箱、洗衣机、空调、厨电、热水器收入分别同比增长 14%、13%、9%、16%、9%。

表 1: 2018 年美的集团、格力电器、华帝股份利润端增速较快

| 公司名称 | 营业收入 (亿元) | 营收同比 增速 | 归母净利 (亿元) | 归母净利润 同比增速 | 毛利率 | 毛利率 同比变化 | 净利率 | 净利率 同比变化 |
|------|--------------|------------|--------------|---------------|--------|-------------|--------|-------------|
| 美的集团 | 2618.20 | 8.23% | 202.31 | 17.05% | 27.54% | 2.51% | 8.34% | 0.61% |
| 格力电器 | 2000.24 | 33.33% | 262.03 | 16.97% | 30.23% | -2.63% | 13.31% | -1.86% |
| 海信家电 | 360.20 | 7.56% | 13.77 | -31.75% | 19.01% | -0.45% | 3.95% | -2.24% |
| 华帝股份 | 60.95 | 6.36% | 6.77 | 32.83% | 47.34% | 1.86% | 11.38% | 2.19% |
| 老板电器 | 74.25 | 5.81% | 14.74 | 0.85% | 53.52% | -0.15% | 19.98% | -0.84% |
| 青岛海尔 | 1833.17 | 15.11% | 74.40 | 7.43% | 29.00% | -2.00% | 5.33% | -0.35% |

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 2: 2019Q1 海信家电利润端实现快速增长

| 公司名称 | 营业收入 (亿元) | 营收同比 增速 | 归母净利 (亿元) | 归母净利润 同比增速 | 毛利率 | 毛利率 同比变化 | 净利率 | 净利率 同比变化 |
|------|--------------|------------|--------------|---------------|--------|-------------|--------|-------------|
| 美的集团 | 755.00 | 7.42% | 61.29 | 16.60% | 28.36% | 2.74% | 8.70% | 0.60% |
| 格力电器 | 410.06 | 2.45% | 56.72 | 1.62% | 30.59% | -0.27% | 14.05% | -0.12% |
| 海信家电 | 86.87 | -3.20% | 4.22 | 46.41% | 19.79% | 1.90% | 4.98% | 1.57% |
| 华帝股份 | 13.31 | -6.54% | 1.32 | 14.80% | 48.13% | 2.77% | 10.18% | 1.87% |
| 老板电器 | 16.60 | 4.30% | 3.20 | 5.84% | 54.79% | 2.47% | 19.48% | 0.51% |
| 青岛海尔 | 480.43 | 12.63% | 21.36 | 7.89% | 29.12% | 0.51% | 5.55% | -0.24% |

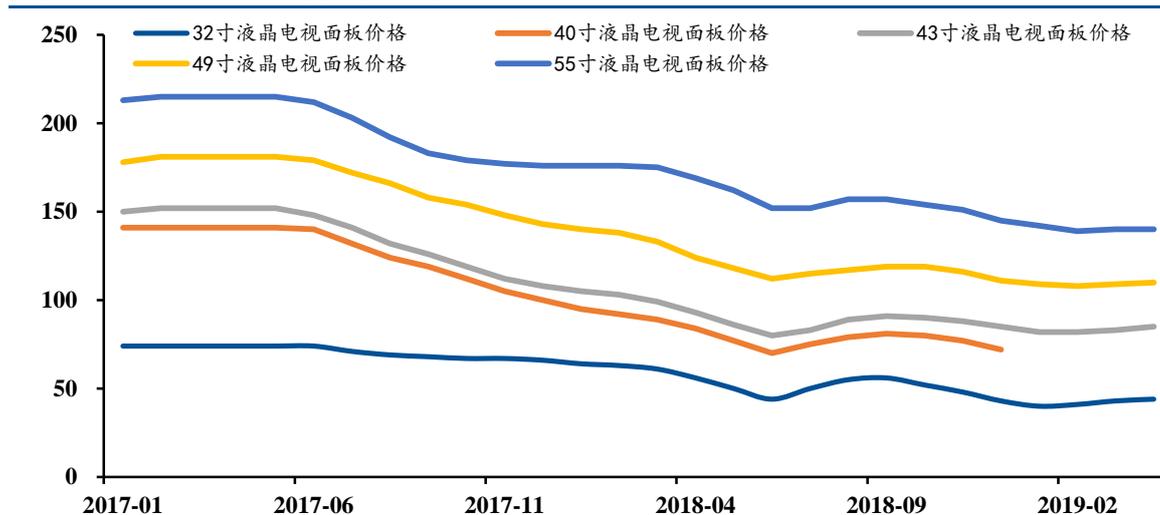
资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 黑电：液晶电视面板价格持续下行，行业仍然微利

1、液晶电视面板价格持续下行，行业仍然微利

17年以来液晶电视面板价格持续下行。19年4月份32寸液晶电视面板价格为44美元/片，较前一月上涨1美元/片；43寸液晶电视面板价格为85美元/片，较前一月上涨2美元/片；49寸液晶电视面板价格为110美元/片，较前一月上涨1美元/片；55寸液晶电视面板价格为140美元/片，持平前一月。

图 25：面板价格自 17 年 5 月以来开始下行

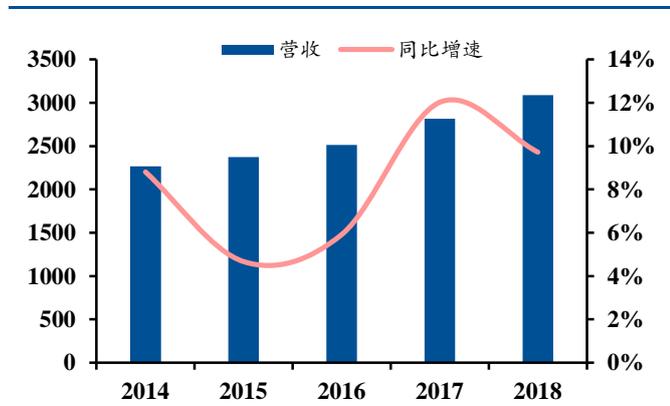


资料来源：Wind，民生证券研究院

注：40寸液晶电视面板价格自2019年1月起停止更新。

2018年黑色家电板实现营业收入3089.63亿元，同比增长9.72%，实现归母净利润34.81亿元，同比减少63.04%。盈利能力方面，2018年黑电板块毛利率同比下滑1.71pct至13.53%，净利率下滑1.88pct至1.13%。2019Q1毛利率下滑1.23pct至13.90%，净利率下滑0.06pct至2.32%，整体来看，行业仍然较为微利。

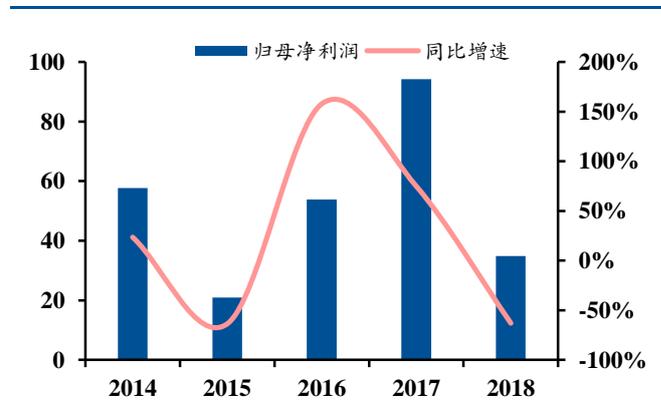
图 26：2018 年黑电板块营收增速放缓（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

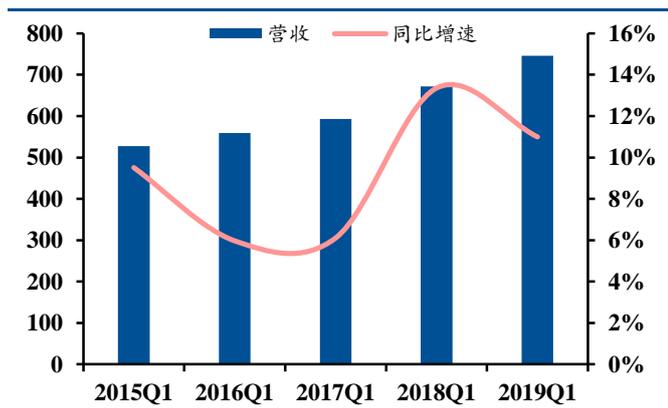
图 28：2019Q1 黑电板块营收增速放缓（亿元）

图 27：2018 年黑电板块归母净利润增速明显下降（亿元）

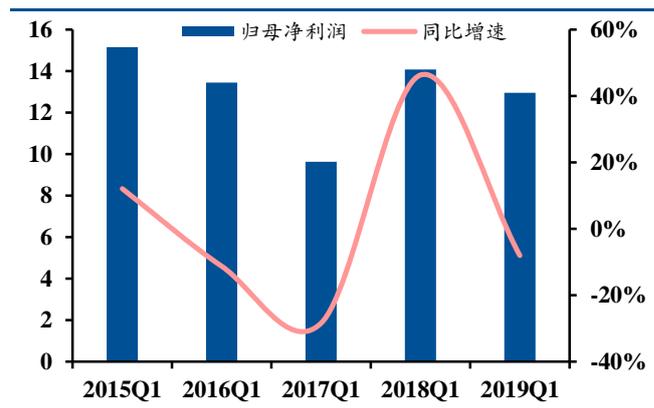


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29：2019Q1 黑电板块归母净利润增速明显下降（亿元）

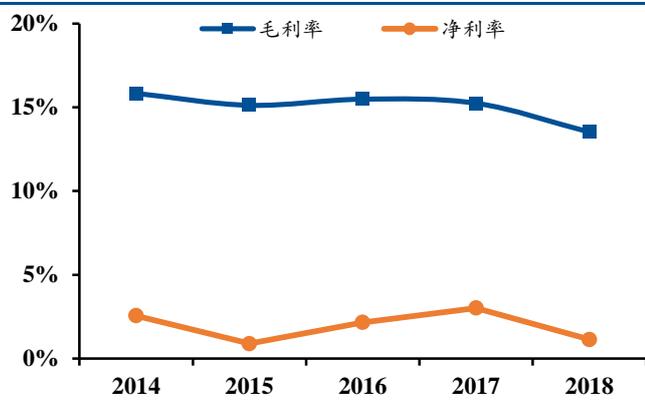


资料来源: Wind, 民生证券研究院



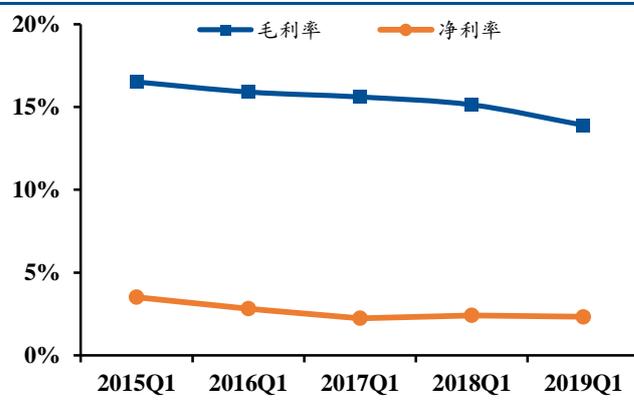
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 30: 2018 年黑电板块毛利率、净利率下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 31: 2019Q1 黑电板块盈利能力同比下滑



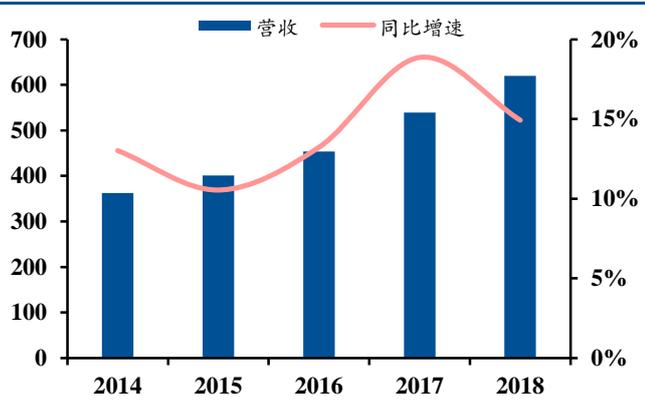
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 小家电: 18 年收入、利润端保持较快增速

1、18 年收入、利润端保持较快增速

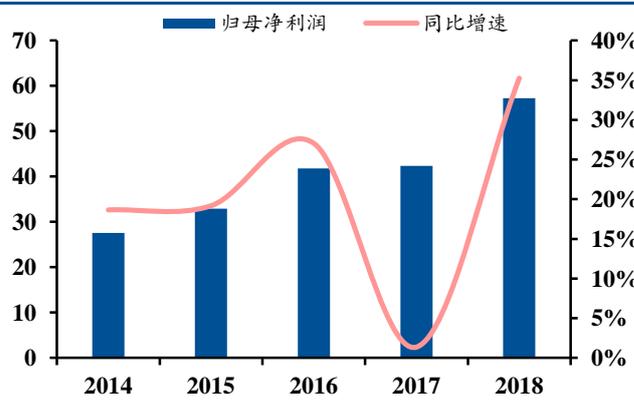
2018 年小家电板块实现营收 619.74 亿元, 同比增长 14.93%; 实现归母净利润 57.30 亿元, 同比增长 35.26%, 净利润增长加速。2019Q1 小家电电子板块营收、归母净利润分别同比增长 7.94%、0.81%, 收入端、利润端增速有所回落。

图 32: 2018 年小家电板块营收保持增长 (亿元)



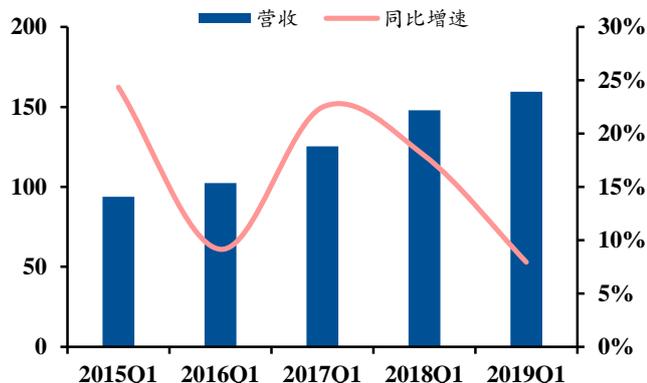
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 33: 2018 年归母净利润高速增长 (亿元)



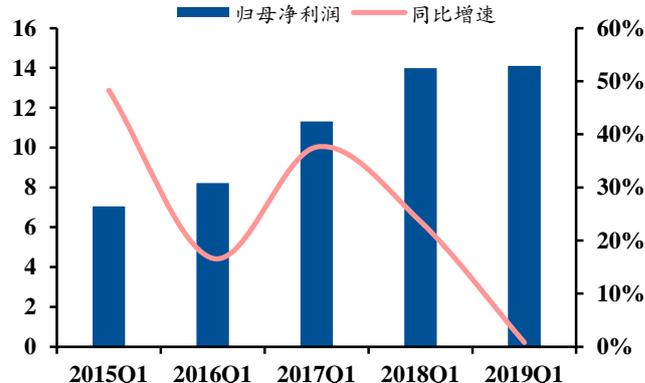
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 34：2019Q1 小家电板块营收增速有所放缓（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

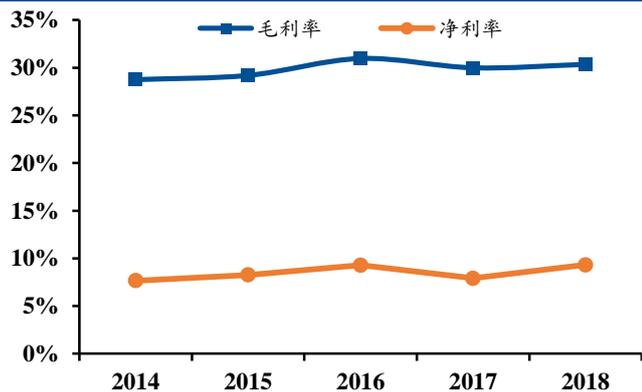
图 35：2019Q1 归母净利润增速有所放缓（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

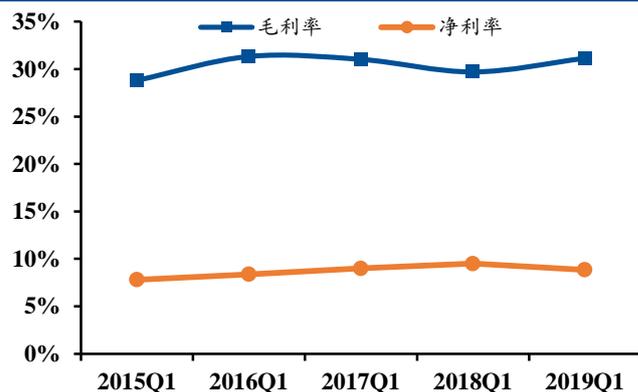
盈利能力方面，2018 年小家电板块毛利率同比上升 0.36pct 至 30.35%，净利率上升 1.40pct 至 9.31%；2019Q1 毛利率同比上升 1.44pct 至 31.14%，净利率下降 0.65pct 至 8.85%。

图 36：2018 年小家电板块盈利能力提高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 37：2019Q1 小家电板块毛利率保持上升态势



资料来源：Wind，民生证券研究院

2、渠道与品类并拓驱动收入增长

苏泊尔顺利推进 SEB 项目融合，外贸收入实现稳健增长；同时进一步深化三四级市场发展战略，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。

九阳股份持续优化升级渠道，收购 SharkNinja 亦有望带来新的业绩增长点。渠道方面，除对传统门店进行优化升级，还在购物商场开设品牌店，结合线上线下融合，公司立体化销售网络逐步形成。此外，公司完成对美国吸尘器 SharkNinja 的收购，在打开国际市场的同时，亦进一步丰富生活电器品类，与 SharkNinja 的关联交易有望为公司带来业绩增量。

浙江美大继续以“优化主销渠道、拓展新渠道，实现多元化销售”为目标，进一步加大营销网络建设力度，大力完善、优化和开发主销渠道，鼓励支持经销商多开店、开大店，以推进渠道下沉和终端网点的建设。2018 年共开发一级经销商近 200 家，终端门店 400 多个，截止 2018 年 12 月底已拥有一级经销商 1300 多家，营销终端近 2500 个；同时，公

司积极推进 KA 渠道建设，深入布局国美、苏宁、红星、居然、苏宁易购等知名家电建材卖场渠道。此外，公司也在积极拓展工程渠道，2018 年全年完成住宅精装工程 10 多个。

表 3：2018 年苏泊尔、浙江美大业绩增速较快

| 公司名称 | 营业收入 (亿元) | 营收同比 增速 | 归母净利 (亿元) | 归母净利润 同比增速 | 毛利率 | 毛利率 同比变化 | 净利率 | 净利率 同比变化 |
|------|--------------|------------|--------------|---------------|--------|-------------|--------|-------------|
| 苏泊尔 | 178.51 | 25.83% | 16.70 | 27.70% | 30.86% | 1.31% | 9.35% | 0.13% |
| 九阳股份 | 81.69 | 12.71% | 7.54 | 9.48% | 32.13% | -0.88% | 9.08% | -0.72% |
| 浙江美大 | 14.01 | 36.49% | 3.78 | 23.70% | 51.54% | -2.40% | 26.95% | -2.79% |

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 4：2019Q1 浙江美大延续较快业绩增速

| 公司名称 | 营业收入 (亿元) | 营收同比 增速 | 归母净利 (亿元) | 归母净利润 同比增速 | 毛利率 | 毛利率 同比变化 | 净利率 | 净利率 同比变化 |
|------|--------------|------------|--------------|---------------|--------|-------------|--------|-------------|
| 苏泊尔 | 54.74 | 12.00% | 5.15 | 13.81% | 31.28% | 0.21% | 9.40% | 0.15% |
| 九阳股份 | 17.99 | 14.70% | 1.63 | 10.90% | 32.73% | 1.20% | 8.87% | -0.55% |
| 浙江美大 | 2.90 | 31.63% | 0.75 | 22.09% | 53.84% | -0.73% | 26.02% | -2.03% |

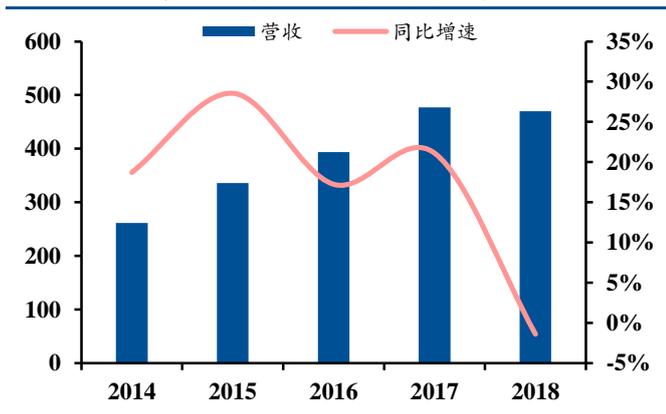
资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）照明及其他：渠道优化与升级助力公司成长

1、18 年板块整体业绩承压

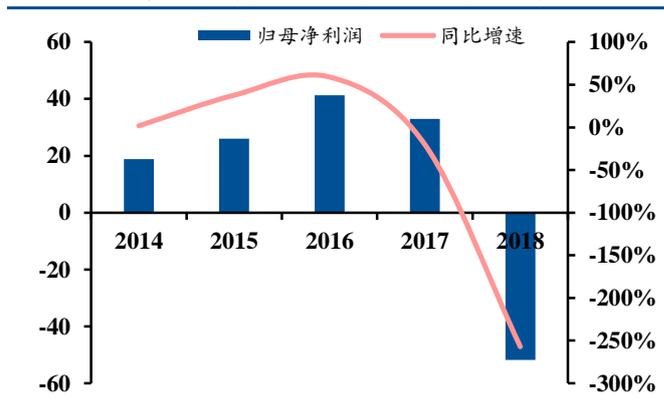
2018 年照明及其他板块实现营业收入 47 亿元，同比下降 1.40%；实现归母净利润-51.81 亿元，同比下降 257.15%。2019Q1 营收同比下滑 27.65%，归母净利润同比增长 26.96%。盈利能力方面，2018 板块盈利水平明显下滑，2019Q1 有所改善。

图 38：2018 年照明及其他板块营收增速下滑（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

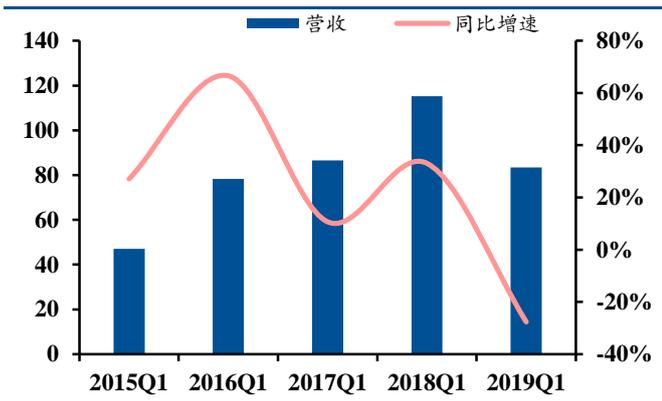
图 39：2018 年照明及其他板块归母净利润增速下滑（亿元）



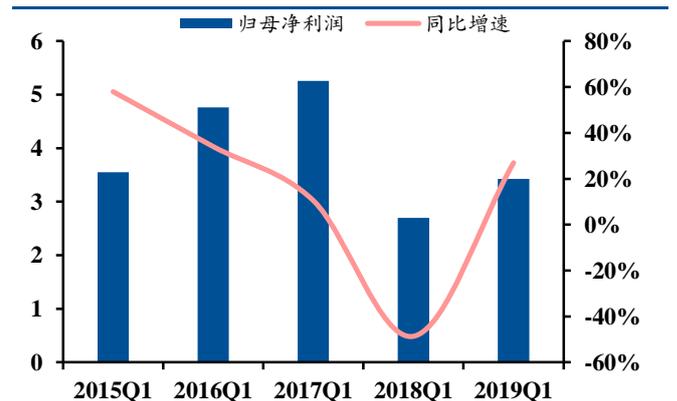
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 40：2019Q1 照明及其他板块营收增速下降（亿元）

图 41：2019Q1 归母净利润增速有所恢复（亿元）

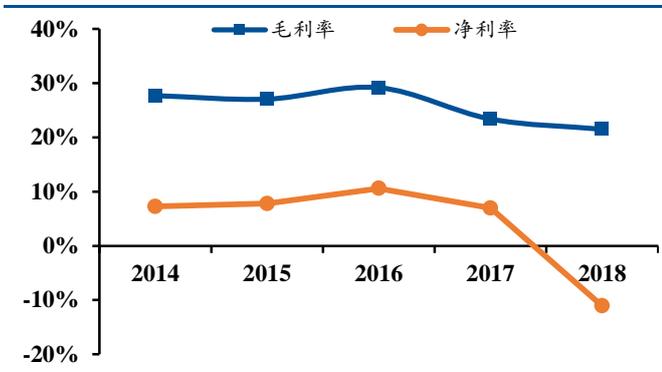


资料来源: Wind, 民生证券研究院



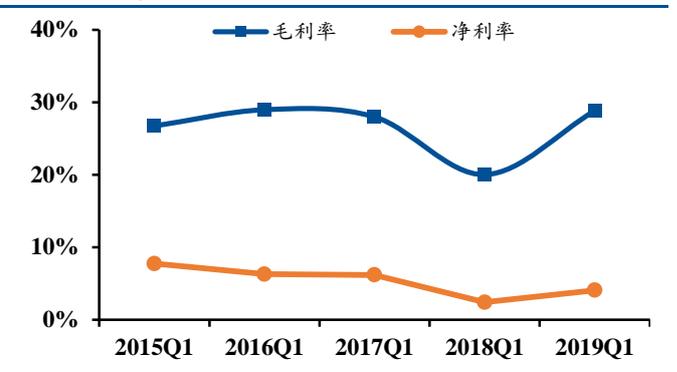
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 42: 2018 年照明及其他板块净利率明显下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 43: 2019Q1 照明及其他板块盈利能力同比改善



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2、渠道优化与升级助力公司成长

欧普照明全面拓展家居业务零售、流通、线上渠道。零售渠道方面，公司赋能经销商由坐商向行商、由卖产品向卖方案的经营模式转型，协助门店为消费者提供照明解决方案并以精准营销抢占市场份额。流通渠道方面，公司通过提供具备性价比的产品组合实现网点的有效覆盖，截止至 18 年底，流通网点数量超过 10 万家。线上渠道方面，公司通过调整产品价格、优化产品结构实现电商业务的份额增长。同时，公司新建吴江自动分拣流水线、广东电商仓库，进一步提升配货准确性及订单配送速度。

表 5: 2018 年欧普照明、华体科技利润端实现较快增长

| 公司名称 | 营业收入 (亿元) | 营收同比增速 | 归母净利润 (亿元) | 归母净利润同比增速 | 毛利率 | 毛利率同比变化 | 净利率 | 净利率同比变化 |
|------|-----------|--------|------------|-----------|--------|---------|--------|---------|
| 欧普照明 | 80.04 | 15.05% | 8.99 | 32.03% | 36.46% | -4.13% | 11.24% | 1.44% |
| 华体科技 | 5.26 | 9.62% | 0.71 | 33.41% | 35.49% | 1.60% | 13.40% | 2.39% |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 6: 2019Q1 欧普照明实现稳健增长，华体科技利润端成倍增长

| 公司名称 | 营业收入 (亿元) | 营收同比增速 | 归母净利润 (亿元) | 归母净利润同比增速 | 毛利率 | 毛利率同比变化 | 净利率 | 净利率同比变化 |
|------|-----------|--------|------------|-----------|--------|---------|--------|---------|
| 欧普照明 | 16.63 | 12.17% | 0.86 | 22.76% | 36.26% | -1.52% | 5.17% | 0.44% |
| 华体科技 | 1.32 | 3.58% | 0.24 | 102.28% | 37.50% | 6.33% | 17.77% | 8.67% |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

三、投资建议

1、格力电器：渠道建设进一步完善，混改有望改善治理结构

渠道建设进一步完善。(1)公司进一步完善内销业务线上线下渠道布局，线下方面，截至18年底公司拥有销售网点超过4万家，同比增长12.5%；线上方面，公司坚持“品质电商”发展战略，18年京东、天猫高能效机型销售额占比明显提升，由去年的7%、8%上升至16%、13%。综合来看，公司全年内销收入1483.22亿元，同比增长30.46%。(2)外销方面，公司通过推进“垂直化”向“扁平化”管理模式转变提升经营效率，全年出口收入222.70亿元，同比增长20.42%。

拟股权转让改善治理机构，管理效率有望提升。此前公司公告拟通过公开征集受让方的方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本15%的股票，转让完成后公司控股股东和实际控制人可能将发生变更。公开征集或是混改实施的最好路径，同时对比三大白电头部企业，除格力外均有推出多轮股权激励实现公司与管理层利益一致，混改后更为灵活的股权激励或值得期待，管理效率有望进一步提升。

预计2019-2021年实现基本每股收益4.83、5.42、5.99元，对应PE分别为12X、11X、10X。公司具备品牌、渠道、产品护城河，治理结构改善亦有望提升公司经营效率，**维持“推荐”评级。**

2、美的集团：库卡业务值得期待，再推股权激励助力公司成长

加快推动中国市场机器人业务整合与拓展，未来发展值得期待。公司加快推动库卡机器人中国业务整合，将库卡在中国的一般工业业务及为医院、仓库和配送中心实施先进的自动化解决方案的库卡子公司瑞仕格中国业务合并，并与美的设立合资公司承接上述业务。合资公司的设立将助力公司拓展工业机器人、医疗、仓储自动化三大领域。同时，公司在顺德科技园新建生产基地，计划到2024年机器人产能达到每年7.5万台，加上现有产能，每年在中国的机器人产能总数将达到10万台，机器人业务未来发展值得期待。

再推股权激励助力公司成长。此次公司共推出三套股权激励措施，包括19年限制性股票激励计划、第六期股票期权激励计划、及核心管理团队持股计划暨“美的集团全球合伙人计划”之第五期持股计划，覆盖各层级管理人员及核心业务骨干，总人数超过千人。在长效的股权激励保障下，公司员工凝聚力及管理层经营稳定性得到增强。此外，公司完成约40亿元股份回购计划，有效维护市值稳定与全体股东利益。

公司坚持“产品领先、效率驱动、全球经营”三大战略主轴，同时具备极强的经营稳定性及较高的资产质量，预计公司2019-2021年实现基本每股收益3.54、3.94、4.37元，对应PE分别为16X、14X、13X，**维持“推荐”评级。**

3、老板电器：传统业务稳健发展，科力普等新业务渐入佳境

零售、电商、工程、出口等渠道同步推进。零售方面，公司加大对三四线城市的开拓，新增城市公司68家，新建专卖店535家，截止2018年底共有城市公司155家，专卖店增

至 3258 家。同时携手橱柜家装等渠道，与欧派、索菲亚、齐家网、东易日盛等签订战略合作。电商方面，以线上线下融合积极推进新零售，盘活存量客户。工程方面，根据奥维房地产精装修月度监测数据，老板品牌吸油烟机市场份额为 40%，位居行业第一。海外方面，实现亚太澳新全覆盖，国际化影响力有效提升。

公司具备品牌和渠道护城河，预计 2019、2020 年实现基本每股收益 1.92、2.28 元，对应 PE 分别为 14X、12X。维持公司“推荐”评级。

4、华帝股份：多元化渠道体系助力公司成长

积极拓展家装建材等新兴渠道，构建多元化渠道体系。（1）线下渠道方面，公司持续升级终端门店，全年新建或重装的品牌旗舰店、标准店均面积达 193 平、75 平，同增 3.2%、15.4%；此外，公司积极开拓家装建材连锁卖场等新兴渠道，截至 18 年底共进店 306 家，其中红星、居然分别进店 157 家、133 家，进店率为 51.8%、48.9%。全年线下渠道收入 34.22 亿元，同减 3.17%。（2）公司持续发力电商渠道，进一步强化燃气热水器、洗碗机、嵌入式产品的电商运营工作，同时推出与线下产品差异化的线上精品，全年电商渠道实现收入 16.07 亿元，同比增长 26.81%；（3）工程渠道方面，公司新增融创地产、中国铁建、奥园集团、山湖海集团等 14 家战采客户，目前已合作战采客户累计达 41 家。同时，公司积极开拓工程渠道代理商，2018 年共签约代理商 9 家，工程渠道全年实现收入 4.39 亿元，同比增长 54.49%。（4）海外渠道实现稳健发展，全年收入 5.26 亿元，同比增长 4.48%。

预计公司 2019-2021 年实现基本每股收益 0.92、1.09、1.26 元，对应 PE 分别为 14X、12X、10X。我们看好公司渠道的多元化发展，嵌入式产品亦有望成为新的业绩增长点，维持“推荐”评级。

四、风险提示

原材料价格上涨、房地产销售增速下行、行业竞争加剧、终端需求不振。

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 家电板块年初以来表现强于大盘 | 3 |
| 图 2: 年初以来白电、黑电板块表现较好, 分别跑赢大盘 14.66pct、12.69pct | 3 |
| 图 3: 2018 年家电板块营收增速放缓 (亿元) | 4 |
| 图 4: 2018 年家电板块归母净利润增长下滑 (亿元) | 4 |
| 图 5: 2018 年以来家电板块毛利率、净利率有所下降 | 4 |
| 图 6: 2018 年家电板块销售费用率同比小幅下降 | 4 |
| 图 7: 2019Q1 家电板块营收增速有所放缓 (亿元) | 5 |
| 图 8: 2019Q1 家电板块归母净利润增速有所放缓 (亿元) | 5 |
| 图 9: 2019Q1 家电板块毛利率和净利率小幅上升 | 5 |
| 图 10: 2019Q1 销售费用率同比小幅上升 | 5 |
| 图 11: 2018 年小家电板块业绩增速较快 | 6 |
| 图 12: 2019Q1 照明及其他板块净利润增速较快 | 6 |
| 图 13: 2017 年以来空调产量增速趋势性下降 (万台) | 6 |
| 图 14: 2017 年以来空调销量增速趋势性下降 (万台) | 6 |
| 图 15: 2018 年以来洗衣机产量增速较为平稳 (万台) | 6 |
| 图 16: 2018 年以来洗衣机销量增速较为平稳 (万台) | 6 |
| 图 17: 2017 年以来冰箱产量增速较为平稳 (万台) | 7 |
| 图 18: 2018 年冰箱销量同比增长 0.2% (万台) | 7 |
| 图 19: 2018 年白电板块营收增速放缓 (亿元) | 7 |
| 图 20: 2018 年白电板块归母净利润增速放缓 (亿元) | 7 |
| 图 21: 2019Q1 白色家电板块营收增速放缓 (亿元) | 7 |
| 图 22: 2018Q1 归母净利润增速放缓 (亿元) | 7 |
| 图 23: 2018 年电板块毛利率、净利率同比下降 | 8 |
| 图 24: 2019Q1 板块盈利能力同比改善 | 8 |
| 图 25: 面板价格自 17 年 5 月以来开始下行 | 10 |
| 图 26: 2018 年黑电板块营收增速放缓 (亿元) | 10 |
| 图 27: 2018 年黑电板块归母净利润增速明显下降 (亿元) | 10 |
| 图 28: 2019Q1 黑电板块营收增速放缓 (亿元) | 10 |
| 图 29: 2019Q1 黑电板块归母净利润增速明显下降 (亿元) | 10 |
| 图 30: 2018 年黑电板块毛利率、净利率下滑 | 11 |
| 图 31: 2019Q1 黑电板块盈利能力同比下滑 | 11 |
| 图 32: 2018 年小家电板块营收保持增长 (亿元) | 11 |
| 图 33: 2018 年归母净利润高速增长 (亿元) | 11 |
| 图 34: 2019Q1 小家电板块营收增速有所放缓 (亿元) | 12 |
| 图 35: 2019Q1 归母净利润增速有所放缓 (亿元) | 12 |
| 图 36: 2018 年小家电板块盈利能力提高 | 12 |
| 图 37: 2019Q1 小家电板块毛利率保持上升态势 | 12 |
| 图 38: 2018 年照明及其他板块营收增速下滑 (亿元) | 13 |
| 图 39: 2018 年照明及其他板块归母净利润增速下滑 (亿元) | 13 |
| 图 40: 2019Q1 照明及其他板块营收增速下降 (亿元) | 13 |
| 图 41: 2019Q1 归母净利润增速有所恢复 (亿元) | 13 |
| 图 42: 2018 年照明及其他板块净利率明显下滑 | 14 |
| 图 43: 2019Q1 照明及其他板块盈利能力同比改善 | 14 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1: 2018 年美的集团、格力电器、华帝股份利润端增速较快 | 9 |
| 表 2: 2019Q1 海信家电利润端实现快速增长 | 9 |
| 表 3: 2018 年苏泊尔、浙江美大业绩增速较快 | 13 |
| 表 4: 2019Q1 浙江美大延续较快业绩增速 | 13 |
| 表 5: 2018 年欧普照明、华体科技利润端实现较快增长 | 14 |
| 表 6: 2019Q1 欧普照明实现稳健增长，华体科技利润端成倍增长 | 14 |

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

聂贻哲，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。