

# 2018年报及2019年一季报分析：利润拐点已显，基金超配比例回升

2019年05月09日

## 【投资要点】

- ◆ 2018年家电行业上市公司整体实现营业收入11766.19亿元，同比增长13.83%；实现净利润803.22亿元，同比增长11.45%。其中18Q4板块内上市公司实现收入2979.58亿元，同比增长12.05%；实现净利润142.81亿元，同比下滑12.33%。拆分板块来看，白电2018全年收入规模达7288.77亿元，在行业整体承压的情况下，白电厂商仍能凭借其强有力的渠道优势实现16%的收入规模增长，小家电则受到高景气度的拉动效应，18全年实现将近20%的增幅，增速领跑其他子板块。但值得注意的是进入19Q1后行业整体净利润增速上升至9.91%实现触底回升，除上游零部件板块外，其余各子板块净利润增速均有明显的回暖，行业整体和各子板块的净利润增速拐点已经显现。
- ◆ 费用端整体稳定，汇率贬值改善财务费用。18Q4家电行业整体销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比下滑0.56/3.24/0.6pct，销售费用率和财务费用率基本持平，管理费用率系统口径发生变化同比下滑幅度较大；受益于18年下半年起人民币汇率进入下行通道，大部分家电企业汇兑收益实现由负转正并延续至19Q1。
- ◆ 18Q4小家电毛利率显著增厚，19Q1厨电毛净利率改善显著。2018年行业整体毛利率为24.54%，同比下滑0.42pct，18全年白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块毛利率分别同比提升0.02/-1.92/0.47/0.95/-1.71/-1.12pct。厨电板块连续两个季度实现毛利率逆势提升，18Q4和19Q1分别同比改善5.23/4.23pct。净利率方面，2018年行业整体净利率为6.83%，同比下滑0.15pct，18全年白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块净利率分别同比提升-0.05/-0.50/0.03/0.61/-2.16/-0.31pct。厨卫电器依旧保持较高的净利率水平，照明设备净利率下滑较为明显。
- ◆ 公募家电板块配置比例及金超配比例回调，厨电板块获增持，优质龙头受青睐。19Q1家电板块公募基金配置比例约为4.54%，环比18Q4上升0.21pct，结束了自18Q2以来的下跌趋势；家电公募基金超配比例回升至2.58%，环比上升0.14pct。值得注意的是19Q1公募基金对厨电板块的关注度显著回升，重仓厨电比例从18Q4的0.12%提升至19Q1的0.23%。基金聚焦优质龙头，白电、厨电和小家电龙头基金重仓比例均有所上升。

## 【配置建议】

- ◆ 建议关注：1) 业绩确定性更强、综合优势突出的白电板块及相关龙头；2) 仍处于高速增长期、渗透率加快提升的小家电板块及相关龙头；3) 受地产预期边际改善、业绩增长以及估值弹性较大的厨电板块及相关龙头。

## 【风险提示】

- ◆ 原材料价格上涨；外部环境因素干扰；补贴政策不及预期；地产景气进一步下行。

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

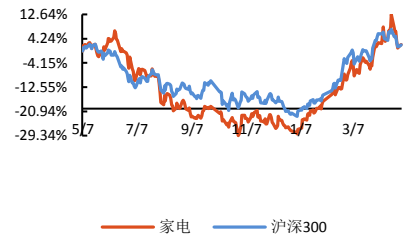
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：黄滢

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《2018Q4 家电基金持仓分析：配置比例继续回落，小家电关注度提升》  
2019.01.30
- 《鉴史观今，新政风口应关注哪些方向？》  
2019.01.14
- 《价值问道，贵在等待》  
2018.12.06
- 《双十一家电销售：小家电增速领跑，龙头强者恒强》  
2018.11.26
- 《10月厨电环比改善明显》  
2018.11.20

## 正文目录

1. 行业情况汇总 .....	4
1.1. 收入: 18Q4 收入端短暂改善, 19Q1 继续承压 .....	4
1.2. 利润: 原材料继续回落, 19Q1 净利润改善显著 .....	6
1.3. 费用: 整体稳定, 汇率贬值改善财务费用 .....	9
1.4. 盈利能力: 18Q4-19Q1 厨电毛利率连续两季度改善显著 .....	10
2. 三大电 2018 全年及 19Q1 情况简读 .....	12
3. 19Q1 基金重仓家电板块超配比例回升, 龙头获增持 .....	14
4. 投资建议 .....	16
5. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: 本报告所选取的家电板块个股 .....	4
图表 2: 18 年行业及子板块营收增速一览 .....	5
图表 3: 17Q1 以来各子板块收入增速一览 .....	5
图表 4: 19Q1 家电内销终端尚未改善 .....	6
图表 5: 19Q1 空调出口下滑明显 .....	6
图表 6: 家电行业受地产后周期影响程度较深 .....	6
图表 7: 18 年行业及子板块净利润增速一览 .....	7
图表 8: 17Q1 以来各子板块净利润增速一览 .....	7
图表 9: 铜现货价格 (截止 2019. 03. 31) .....	8
图表 10: 铝现货价格 (截止 2019. 03. 31) .....	8
图表 11: 螺纹钢现货价格 (截止 2019. 03. 31) .....	8
图表 12: 冷热轧板价格指数 (截止 2019. 03. 31) .....	8
图表 13: 塑料 ABS 市场价 (截止 2019. 03. 31) .....	8
图表 14: 液晶面板价格 (截止 2019. 03. 31) .....	8
图表 15: 17Q4-19Q1 家电整体及各子行业销售费用率水平 .....	9
图表 16: 17Q4-19Q1 家电整体及各子行业管理费用率水平 .....	9
图表 17: 17Q4-19Q1 家电整体及各子行业财务费用率水平 .....	9
图表 18: 家电行业销售费用率情况 .....	10
图表 19: 家电行业管理费用率情况 .....	10
图表 20: 家电行业财务费用率情况 .....	10
图表 21: 美元兑人民币中间价 (截止 2019. 03. 31) .....	10
图表 22: 17Q4-19Q1 家电整体及各子行业毛利率水平 .....	11
图表 23: 行业整体与各子板块毛利率水平 .....	11
图表 24: 17Q4-19Q1 家电整体及各子行业净利率水平 .....	12
图表 25: 行业整体与各子板块净利率水平 .....	12
图表 26: 三大电 17Q4-19Q1 营收占比行业整体情况 .....	12
图表 27: 三大电 17Q4-19Q1 净利润占比行业整体情况 .....	13
图表 28: 三大电占比家电行业营收比重 .....	13
图表 29: 三大电占比家电行业净利润比重 .....	13
图表 30: 三大电毛利率情况 .....	13
图表 31: 三大电净利率情况 .....	13
图表 32: 公募对家电板块配置比例以及超配情况 .....	14
图表 33: 19Q1 各子行业基金重仓比例变动情况 .....	14
图表 34: 19Q1 白电、黑电和小家电重仓持股数量有所上升 .....	15
图表 35: 19Q1 家电龙头持仓总市值环比上升 .....	15
图表 36: 19Q1 龙头基金重仓持股占行业整体比重有所上升 .....	16

## 1. 行业情况汇总

截止 4 月 30 日，家电板块内上市公司的 2018 年报以及 2019 年一季报已悉数发布，我们剔除板块内的 ST 股票以及部分主业已与家电行业背离较大的公司，最终选取了 50 家家电板块上市公司（其中包括白电企业 9 家、黑电企业 9 家、小家电企业 9 家、厨卫电器企业 4 家、照明设备企业 7 家以及上游零部件企业 12 家）作为研究标的，对 2018 全年和 2019Q1 家电行业整体以及行业内相关上市公司的情况进行复盘，以期对过去最近两个季度家电板块的概况有更为全面的认识。

图表 1：本报告所选取的家电板块个股

子板块	板块内个股
白电	格力电器、美的集团、青岛海尔、小天鹅 A、海信家电、惠而浦、澳柯玛、长虹美菱、春兰股份
黑电	创维数字、海信电器、四川长虹、TCL 集团、深康佳 A、同洲电子、银河电子、高斯贝尔、兆驰股份
小家电	苏泊尔、九阳股份、奥佳华、飞科电器、莱克电气、荣泰健康、科沃斯、新宝股份、爱仕达
厨卫电器	老板电器、华帝股份、浙江美大、万和电气
照明设备	欧普照明、太龙照明、佛山照明、阳光照明、晨丰科技、华体科技、三雄极光
上游零部件	奇精机械、天银机电、三花智控、东方电热、星帅尔、聚隆科技、长虹华意、顺威股份、朗迪集团、汉宇集团、海立股份、天际股份

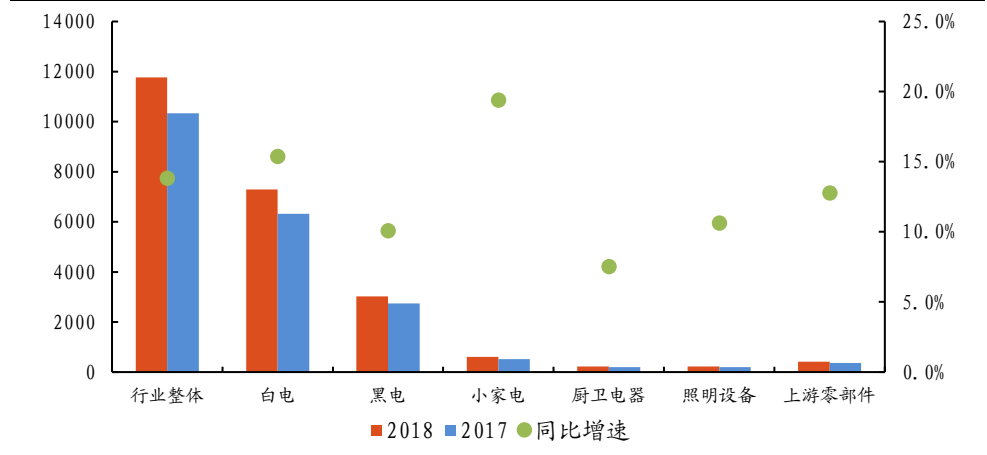
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 1.1. 收入：18Q4 收入端短暂改善，19Q1 继续承压

2018 年家电行业上市公司整体实现营业收入 11766.19 亿元，同比增长 13.83%，其中 18Q4 板块内上市公司实现收入 2979.58 亿元，同比增长 12.05%。分板块来看，白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件六个子行业 2018 年营收增速分别为 15.37%/10.07%/19.40%/7.53%/10.63%/12.78%。

白电 2018 全年收入规模达 7288.77 亿元，占行业整体收入规模比重约 62%，在行业整体承压的情况下，白电厂商仍能凭借其强有力的渠道优势实现 16% 的收入规模增长，小家电则受到高景气度的拉动效应，18 全年实现将近 20% 的增幅，增速领跑其他子板块。白电和小家电合计收入规模占比行业整体约 70%，二者的稳健增长推动板块整体水平小幅提升。

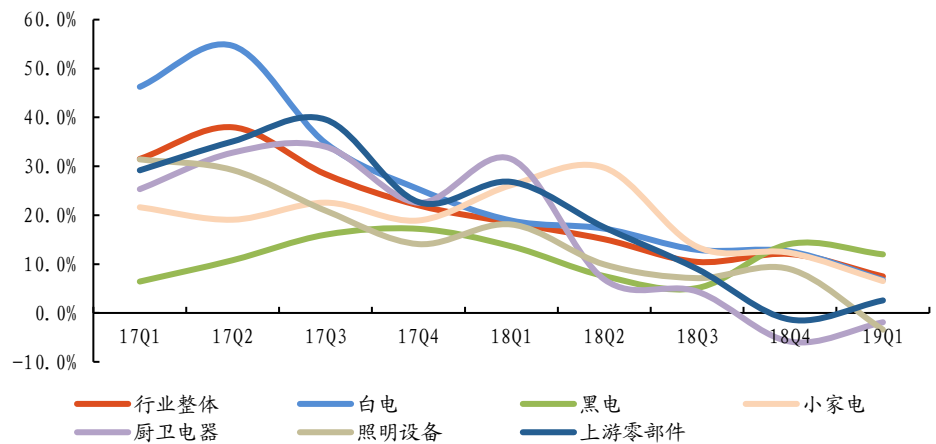
图表 2：18 年行业及子板块营收增速一览



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

18Q4 和 19Q1 行业整体收入增速分别为 12.05%和 7.47%，由于四季度家电出口集中释放，环比 Q3 改善 1.6pct，其中 18Q4 白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件的营收增速分别为 12.57%/14.12%/12.29%/-5.86%/8.95%/-1.35%，19Q1 各子板块收入增速分别为 6.75%/11.99%/6.52%/-1.90%/-3.43%/2.57%，总体来看行业收入端在 18Q4 出现短暂的改善后，19Q1 整体仍延续承压态势。

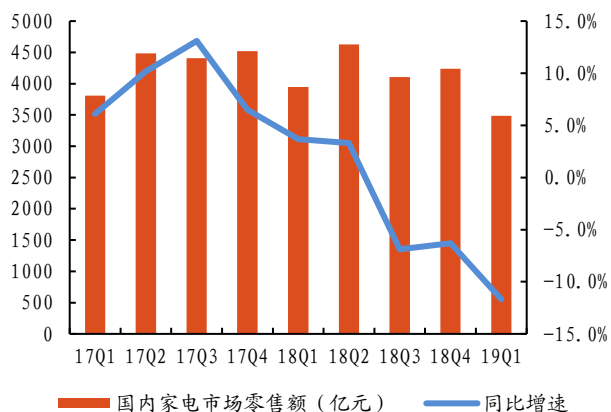
图表 3：17Q1 以来各子板块收入增速一览



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

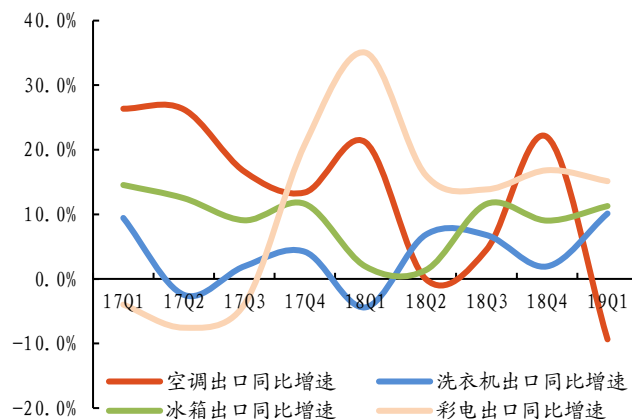
进入 19Q1 后，主要产品抢出口现象明显减少，其中空调出口下滑最为显著，主要还是内销增长的贡献，但从终端数据来看内销需求改善有限，导致 19Q1 增速环比放缓，白电和小家电板块增速环比均有小幅下滑；但受益于地产预期的边际改善，厨电板块增速下滑幅度有所收窄；同时受益于空调厂商年初高排产，上游零部件企业收入增速环比由负转正。

图表 4: 19Q1 家电内销终端尚未改善



资料来源: 中怡康, 东方财富证券研究所

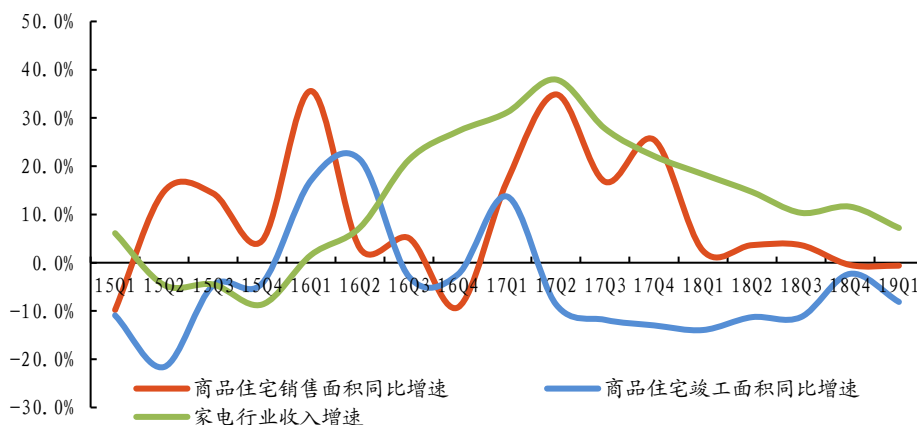
图表 5: 19Q1 空调出口下滑明显



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

从 17Q2 开始, 家电板块上市公司收入持续下滑, 且与商品住宅销售面积增速高度相关, 我们认为在目前时点, 地产仍是影响家电产业的重要因素, 但进入 19Q1 后, 伴随着 18Q4 竣工数据的回暖, 地产的边际改善预期逐步增强, 在未来有望在一定程度上反映到家电终端需求。同时年初酝酿并在 19 年有望逐步落地的家电以旧换新政策的出台也将进一步带动家电更新换代需求。

图表 6: 家电行业受地产后周期影响程度较深

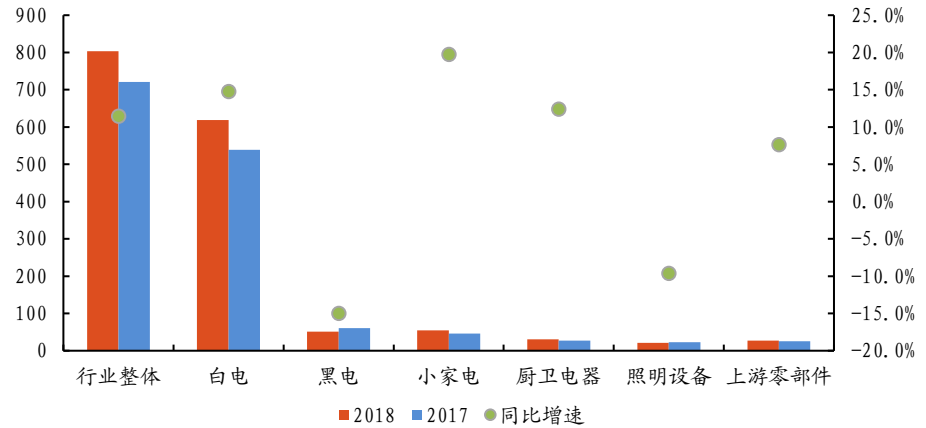


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 1.2. 利润: 原材料继续回落, 19Q1 净利润改善显著

2018 年家电行业上市公司整体实现净利润 803.22 亿元, 同比增长 11.45%, 其中 18Q4 板块内上市公司实现净利润 142.81 亿元, 同比下滑 12.33%。分板块来看, 白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件六个子行业 2018 年净利润增速分别为 14.75%/-14.97%/19.74%/12.41%/-9.63%/7.62%。行业整体净利润增速略低于收入增速, 小家电板块实现收入和净利润双领跑, 白电利润增速也较为稳健, 黑电表现低于预期。

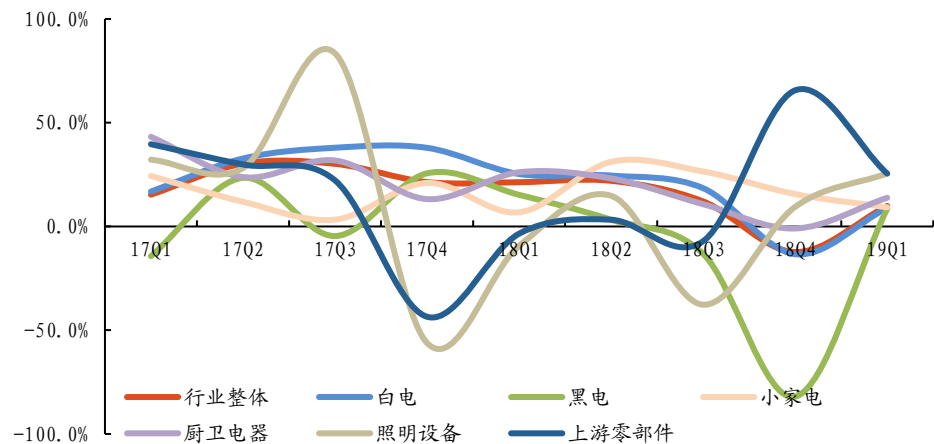
图表 7: 18 年行业及子板块净利润增速一览



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

18Q4 和 19Q1 行业整体净利润增速分别为-12.33%和 9.91%，18Q4 板块净利润环比进一步恶化，其中白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件的净利润增速分别为-13.36%/-82.02%/15.61%/-0.96%/9.47%/65.61%，板块内仅小家电、照明设备和上游零部件实现净利润正增长，其中上游零部件改善最为显著，进入 19Q1 后行业整体净利润增速实现触底回升，为 9.91%，同时除上游零部件板块外，其余各子板块净利润增速均有明显的回暖，分别为 8.99%/8.61%/9.23%/13.86%/25.56%/25.47%，行业整体和各子板块的净利润增速拐点已经显现，我们判断 19Q1 利润端的回暖主要来自于原材料价格的回落以及汇率端的改善。

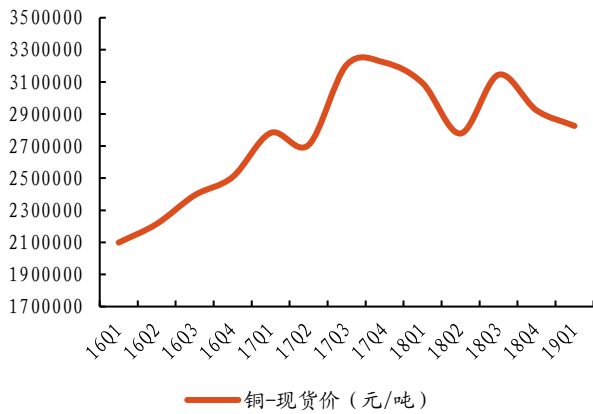
图表 8: 17Q1 以来各子板块净利润增速一览



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

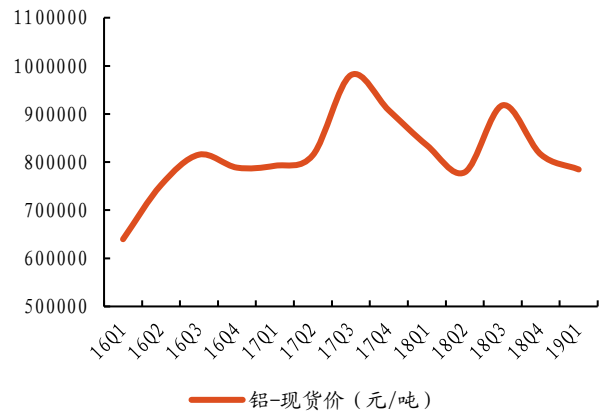
原材料回落释放成本端压力。从铜、铝、螺纹钢以及塑料等原材料产品的价格走势来看，从 18Q3 开始主要原材料价格从相对高位逐步回落，至 19Q1 后原材料价格进一步下跌，为 17 年以来成本端的压力带来较大幅度的释放，在利润端则主要体现在 19Q1 行业整体和各个子板块净利润增速的改善，其中黑电板块改善最为明显。

图表 9: 铜现货价格 (截止 2019. 03. 31)



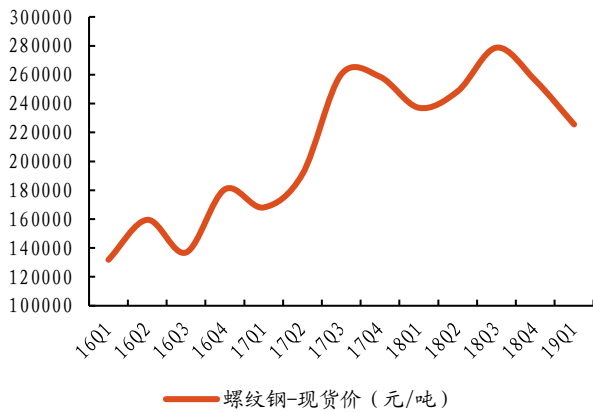
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 10: 铝现货价格 (截止 2019. 03. 31)



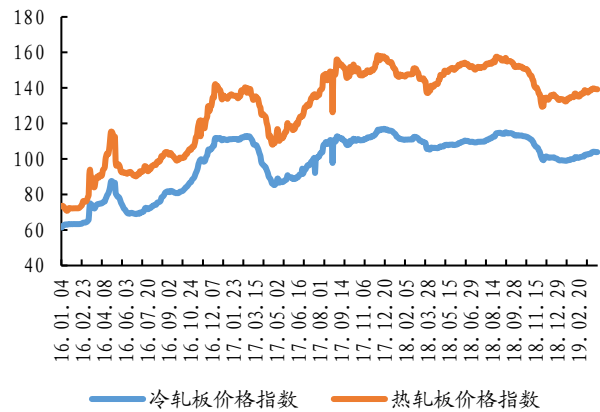
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11: 螺纹钢现货价格 (截止 2019. 03. 31)



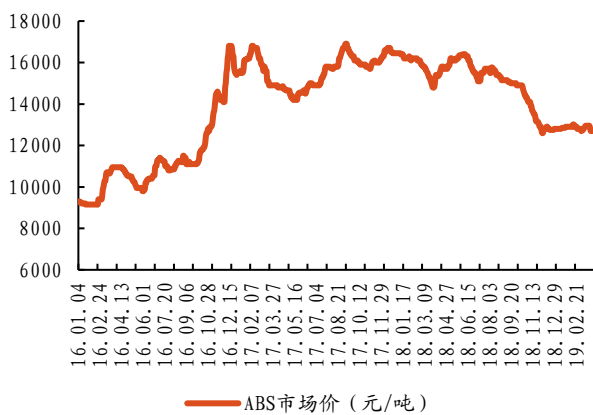
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 12: 冷热轧板价格指数 (截止 2019. 03. 31)



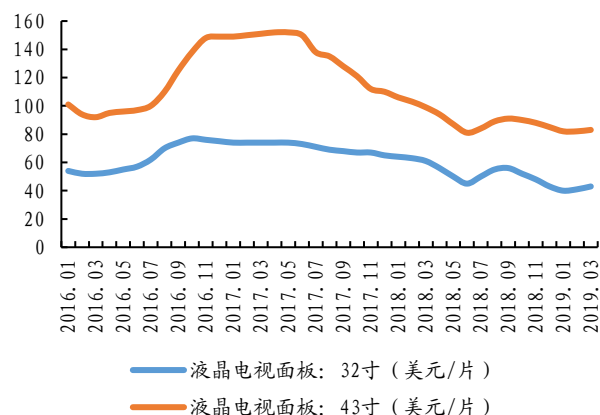
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 13: 塑料 ABS 市场价 (截止 2019. 03. 31)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 14: 液晶面板价格 (截止 2019. 03. 31)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所



### 1.3. 费用：整体稳定，汇率贬值改善财务费用

拆分费用来看，18Q4 家电行业整体销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 11.39%/3.71%/0.18%，同比分别下滑 0.56/3.24/0.6pct，销售费用率和财务费用率基本持平，管理费用率同比下滑幅度较大的原因系 18 年企业研发费用单独披露导致统计口径发生变化；19Q1 行业整体销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比增长 0.39/2.53/0.28pct，环比分别增长-0.17/-0.95/0.1pct，受益于 18 年下半年起人民币汇率进入下行通道，有出口业务的企业尤其是出口导向型企业的汇兑收益实现由负转正并延续至 19Q1，除黑电板块外，行业整体和其他子板块的财务费用同比均有一定程度的改善。

图表 15：17Q4-19Q1 家电整体及各子行业销售费用率水平

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
行业整体	11.95%	10.83%	10.77%	10.82%	11.39%	11.22%
白电	14.37%	12.10%	11.84%	12.27%	13.59%	12.88%
黑电	7.58%	7.26%	7.28%	6.64%	6.95%	6.70%
小家电	13.70%	12.64%	14.38%	12.96%	14.51%	13.50%
厨卫电器	15.36%	21.32%	21.12%	24.91%	18.24%	23.37%
照明设备	12.79%	12.59%	11.34%	13.38%	11.66%	13.47%
上游零部件	4.65%	3.25%	3.52%	3.84%	4.56%	3.10%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 16：17Q4-19Q1 家电整体及各子行业管理费用率水平

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
行业整体	6.95%	5.29%	5.31%	3.17%	3.71%	2.76%
白电	6.77%	5.20%	4.99%	3.03%	4.66%	2.71%
黑电	6.58%	5.01%	5.21%	2.97%	1.72%	2.37%
小家电	7.56%	5.63%	7.37%	4.11%	3.56%	3.54%
厨卫电器	7.63%	5.83%	6.26%	2.92%	3.95%	2.96%
照明设备	8.19%	7.23%	7.58%	4.58%	4.70%	5.56%
上游零部件	10.70%	6.75%	7.37%	5.22%	5.37%	3.92%

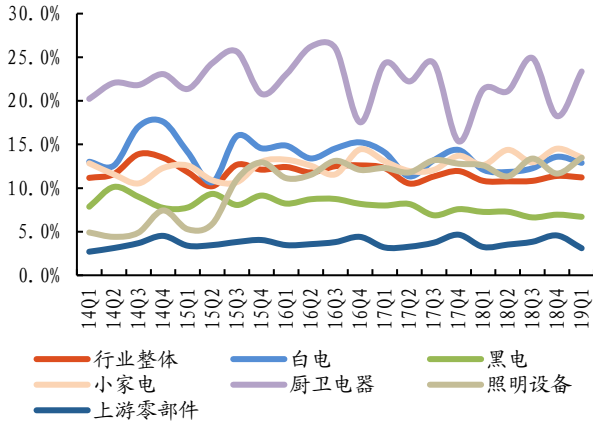
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 17：17Q4-19Q1 家电整体及各子行业财务费用率水平

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
行业整体	0.78%	0.56%	-0.55%	-0.31%	0.18%	0.28%
白电	0.71%	0.26%	-0.80%	-0.57%	-0.17%	-0.07%
黑电	1.02%	0.89%	0.54%	0.62%	0.79%	0.92%
小家电	0.63%	1.66%	-1.57%	-1.14%	0.13%	0.81%
厨卫电器	-0.32%	0.33%	-1.24%	-0.79%	-0.20%	-0.18%
照明设备	0.51%	1.35%	-1.57%	-1.37%	0.19%	0.96%
上游零部件	1.03%	1.88%	-0.74%	-0.69%	0.78%	1.17%

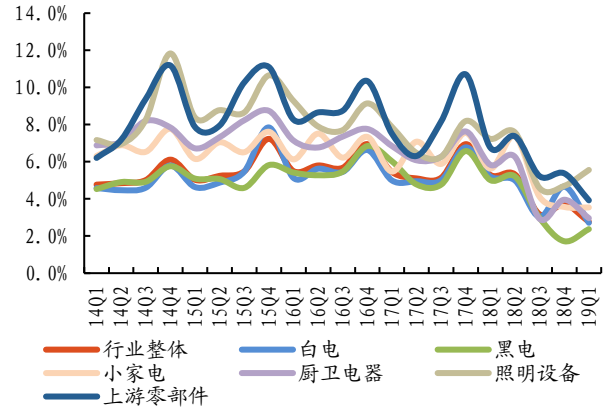
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 18: 家电行业销售费用率情况



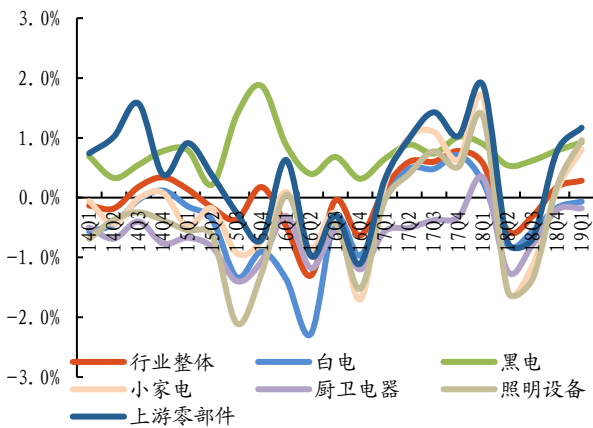
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 19: 家电行业管理费用率情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 20: 家电行业财务费用率情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 21: 美元兑人民币中间价 (截止 2019.03.31)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

#### 1.4. 盈利能力: 18Q4-19Q1 厨电毛利率连续两季度改善显著

2018 年行业整体毛利率为 24.54%，同比下滑 0.42pct，分板块来看，18 全年白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块毛利率分别为 27.83%/14.06%/31.10%/44.00%/29.80%/20.40%，同比提升 0.02/-1.92/0.47/0.95/-1.71/-1.12pct。

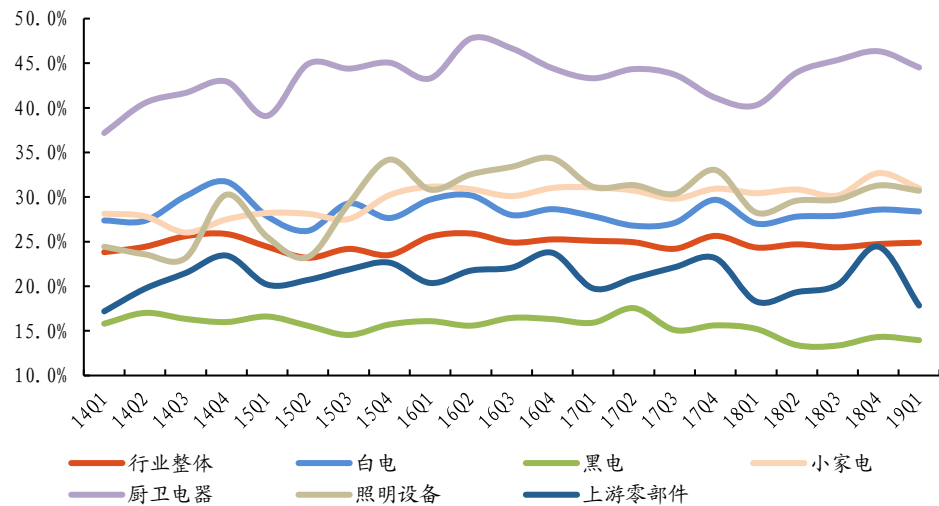
18Q4 家电行业整体毛利率为 24.74%，同比下滑 0.91pct，环比提升 0.37pct，从 18 年各季度毛利率水平来看行业整体基本保持在 24% 左右较为稳定。分板块来看，18Q4 白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块毛利率分别同比增长 -1.10/-1.30/1.74/5.23/-1.73/1.29pct，除白电、黑电和照明设备三个板块以外，其余板块的毛利率均有一定程度的改善，其中厨电同比改善最为显著。19Q1 行业整体毛利率为 24.88%，同比提升 0.53pct，环比提升 0.14pct，改善程度较为明显，其中白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块毛利率分别同比增长 1.35/-1.26/0.57/4.23/2.45/-0.46pct，受 18Q1 低基数以及 19Q1 终端需求增长有所恢复的影响，厨卫电器毛利率同比改善较大。

图表 22: 17Q4-19Q1 家电整体及各子行业毛利率水平

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
行业整体	25.65%	24.35%	24.70%	24.37%	24.74%	24.88%
白电	29.69%	27.03%	27.81%	27.91%	28.59%	28.38%
黑电	15.62%	15.22%	13.41%	13.36%	14.32%	13.96%
小家电	30.94%	30.43%	30.85%	30.17%	32.68%	31.00%
厨卫电器	41.12%	40.29%	43.96%	45.35%	46.35%	44.52%
照明设备	33.03%	28.26%	29.60%	29.73%	31.30%	30.71%
上游零部件	23.15%	18.30%	19.34%	20.17%	24.44%	17.84%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 23: 行业整体与各子板块毛利率水平



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2018 年行业整体净利率为 6.83%，同比下滑 0.15pct，分板块来看，18 全年白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块净利率分别为 8.48%/1.70%/9.00%/13.97%/9.62%/6.56%，同比提升-0.05/-0.50/0.03/0.61/-2.16/-0.31pct。厨卫电器依旧保持较高的净利率水平，照明设备净利率下滑较为明显。

18Q4 家电行业整体净利率为 4.79%，同比下滑 1.33pct，环比下滑 2.32pct。分板块来看，18Q4 白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块净利率分别同比增长-1.82/-1.18/0.27/0.85/0.05/2.63pct。除白电和黑电以外，其余板块净利率同比均有小幅提升。

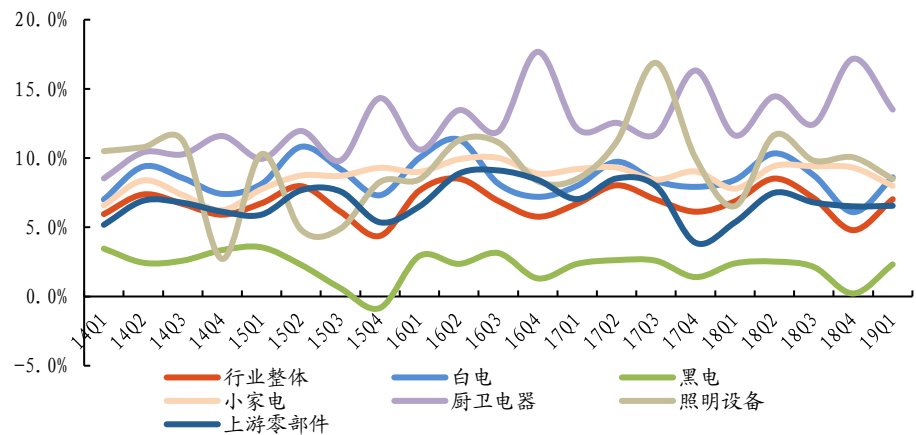
19Q1 行业整体净利率为 7.03%，同比提升 0.16pct，环比大幅提升 2.24pct，其中白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块净利率分别同比增长 0.18/-0.07/0.20/1.87/1.96/1.20pct，厨电板块实现毛利率及净利率双改善。

图表 24: 17Q4-19Q1 家电整体及各子行业净利率水平

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
行业整体	6.13%	6.87%	8.52%	7.11%	4.79%	7.03%
白电	7.92%	8.43%	10.34%	8.75%	6.10%	8.61%
黑电	1.40%	2.39%	2.52%	2.13%	0.22%	2.32%
小家电	9.04%	7.80%	9.42%	9.40%	9.31%	7.99%
厨卫电器	16.33%	11.63%	14.46%	12.45%	17.18%	13.50%
照明设备	10.01%	6.53%	11.67%	9.82%	10.05%	8.49%
上游零部件	3.88%	5.36%	7.49%	6.80%	6.52%	6.55%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 25: 行业整体与各子板块净利率水平



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 2. 三大电 2018 全年及 19Q1 情况简读

2018 年三大电依旧维持较为稳健的增长, 18 全年格力电器、美的集团和青岛海尔分别实现营业收入 2000.24/2618.20/1833.17 亿元, 同比增长 33.33%/8.23%/12.17%; 三大电分别实现净利润 263.79/216.50/97.71 亿元, 分别同比增长 17.19%/16.33%/7.94%。其中 18Q4 格力电器、美的集团和青岛海尔合计收入以及净利润分别占比行业整体约 49.84%、67.49%, 环比 18Q3 小幅下滑; 但进入 19Q1 后, 随着美的调整产品价格策略促进终端动销, 收入规模增长带动营收占行业整体比重攀升, 19Q1 格力电器、美的集团和青岛海尔收入增速分别为 2.45%/7.42%/10.17%, 三大电合计收入占比回升至 55.22%。

图表 26: 三大电 17Q4-19Q1 营收占比行业整体情况

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
格力电器	14.07%	14.33%	17.15%	19.05%	16.59%	13.67%
美的集团	20.22%	25.27%	24.32%	20.84%	18.09%	25.35%
青岛海尔	15.07%	15.45%	15.33%	15.71%	15.16%	16.20%
三大电合计	49.35%	55.05%	56.80%	55.60%	49.84%	55.22%

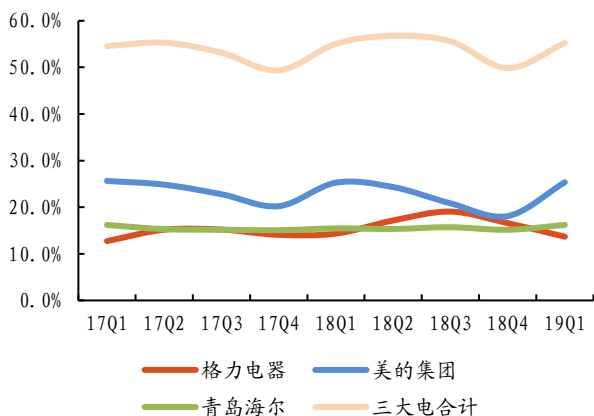
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 27: 三大电 17Q4-19Q1 净利润占比行业整体情况

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
格力电器	42.82%	29.55%	28.50%	38.82%	35.98%	27.32%
美的集团	15.41%	29.75%	31.85%	24.67%	17.93%	31.36%
青岛海尔	11.91%	13.01%	13.59%	9.13%	13.58%	12.78%
三大电合计	70.14%	72.31%	73.94%	72.62%	67.49%	71.47%

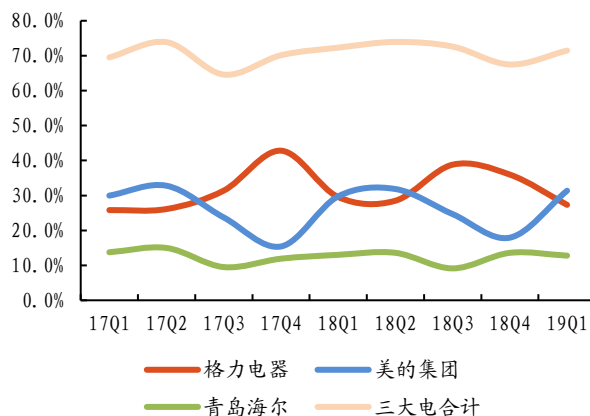
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 28: 三大电占比家电行业营收比重



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

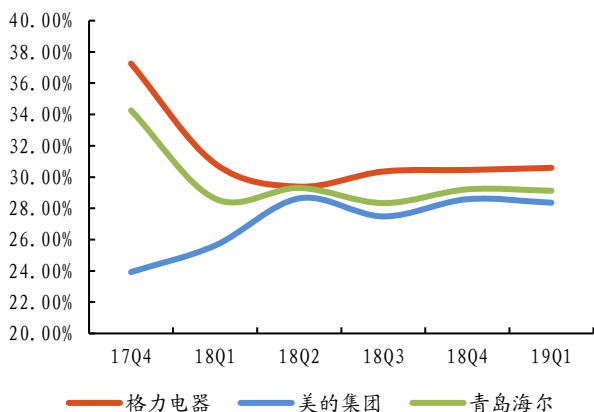
图表 29: 三大电占比家电行业净利润比重



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

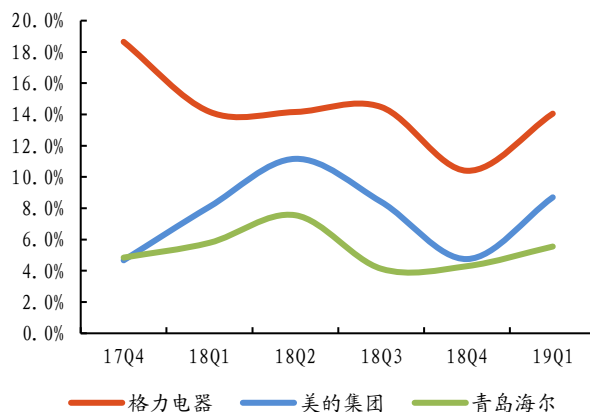
拆分毛净利率来看, 尽管行业整体受益于原材料价格回落, 但由于三大电主营业务主要集中于白电产品, 18 全年空调、冰箱和洗衣机等产品终端需求疲软, 销量同比仅小幅增长, 且提价幅度不及往年, 同时毛利率水平相对较低的出口业务在下半年大幅增长也相应拉低了全年公司的毛利率水平, 因此总体来看 18Q4 和 19Q1 三大电的毛利率较为稳定, 但在一季度汇率贬值以及去年同期较高基数的费用率前提下, 三大电净利率环比实现了显著改善。

图表 30: 三大电毛利率情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 31: 三大电净利率情况

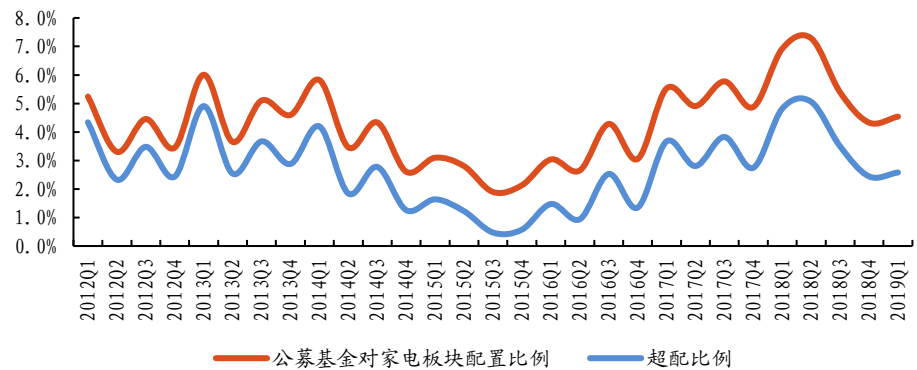


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 3. 19Q1 基金重仓家电板块超配比例回升，龙头获增持

19Q1 公募家电板块配置比例止跌回升，板块公募基金超配比例回调。截止 2019 年 3 月 31 日，家电板块公募基金配置比例约为 4.54%，环比 18Q4 上升 0.21pct，结束了自 18Q2 以来的下跌趋势。家电公募基金超配比例从 2016Q1 开始呈上升态势，至 18Q2 达到接近 8% 的历史高点，随后在 18Q3-18Q4 连续两个季度快速回落至 2.44%，进入 19Q1 后板块超配比例回升至 2.58%，环比上升 0.14pct。

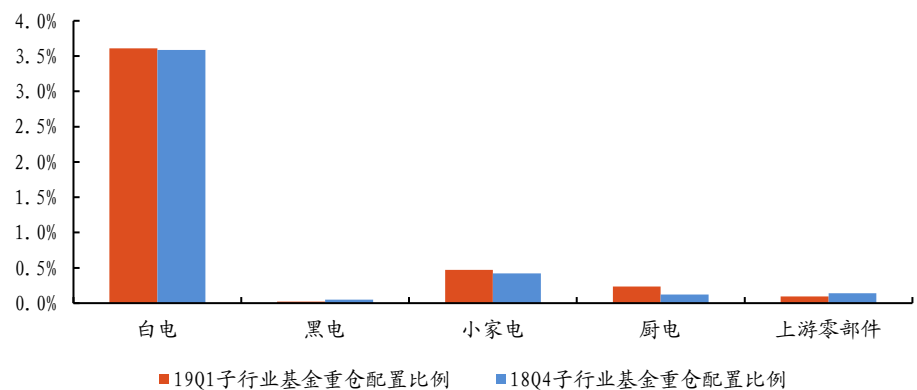
图表 32：公募对家电板块配置比例以及超配情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

公募基金对厨电板块关注度显著回升。19Q1 家电板块基金重仓股中白电、黑电、小家电、厨电和上游零部件的基金重仓配置比例分别为 3.61%/0.02%/0.47%/0.23%/0.09%。其中白电配置比例仍居各子板块之首，环比提升 0.02pct，结束了前两个季度的回落态势；小家电板块配置比例环比进一步提升，从 18Q4 的 0.42% 提升至 19Q1 的 0.47%；值得注意的是 19Q1 公募基金对厨电板块的关注度显著回升，重仓厨电比例从 18Q4 的 0.12% 提升至 19Q1 的 0.23%；而黑电和上游零部件板块均遭减持，重仓比例从 18Q4 的 0.05% 和 0.14% 分别回落至 19Q1 的 0.02% 和 0.09%。

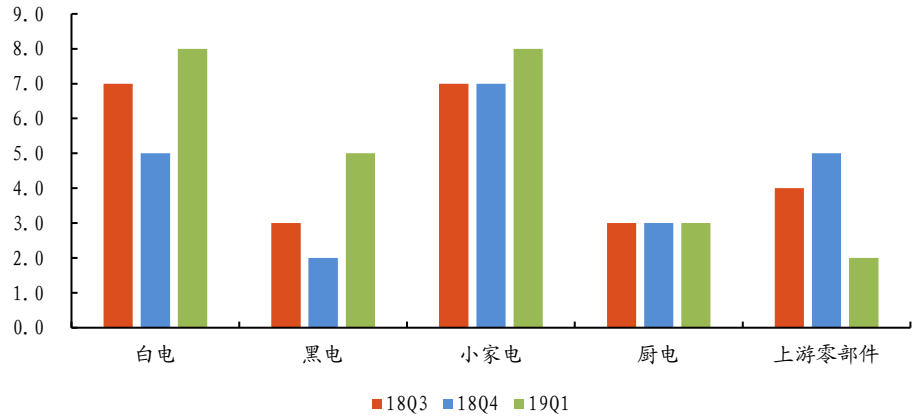
图表 33：19Q1 各子行业基金重仓比例变动情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

公募基金重仓白电、黑电及小家电个股数量有所上升。19Q1 公募基金维持以龙头为主的重仓配置策略，重仓个股数量变动方面，白电板块环比新增 3 只至 8 只，黑电板块环比新增 3 只至 5 只，小家电板块环比新增 1 只至 8 只，厨电板块维持 3 只，上游零部件板块减持 3 只至 2 只，总体来看公募基金家电重仓个股仍主要集中在白电和小家电电子板块。

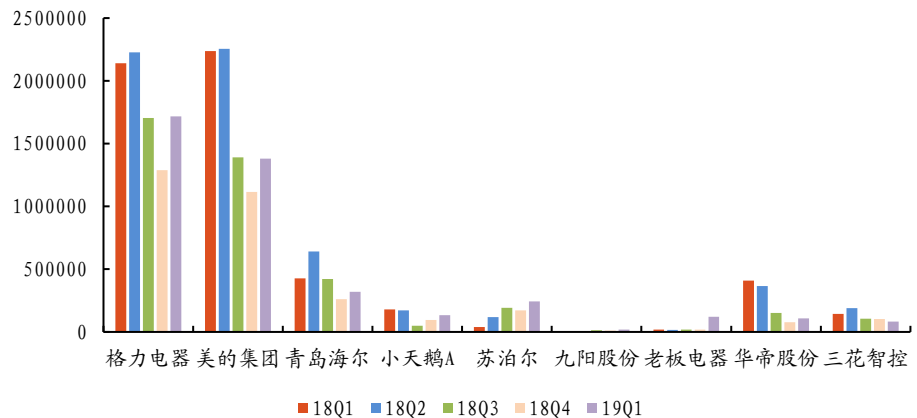
图表 34: 19Q1 白电、黑电和小家电重仓持股数量有所上升



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

优质龙头受资金青睐。19Q1 家电板块内细分行业龙头基本均获公募基金增持，从持仓总市值来看，19Q1 家电龙头合计持仓总市值环比上升约 105 亿元。分板块来看，白电板块中格力电器、美的集团、青岛海尔和小天鹅 A 分别环比增持 42.74、26.37、5.79、3.98 亿元，小家电板块中苏泊尔、九阳股份分别环比增持 7.14、0.63 亿元，厨电板块中老板电器、华帝股份分别环比增持 10.34、2.95 亿元，上游零部件板块中三花智控环比减持 2.16 亿元。进入 19Q1 后公募基金暂停对白电板块的减持，重仓资金仍更多青睐于白电板块。

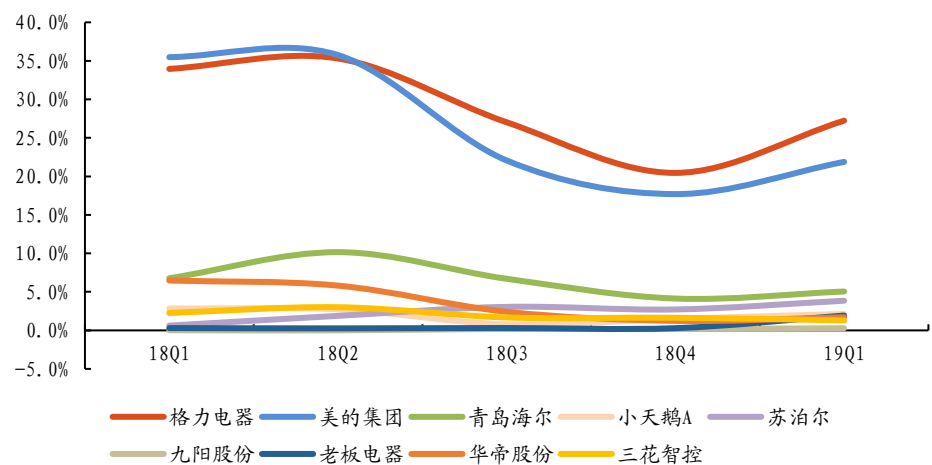
图表 35: 19Q1 家电龙头持仓总市值环比上升



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

从个股占比行业重仓市值情况来看，白电、厨电和小家电龙头基金重仓比例均有所上升。拆分板块来看，19Q1 白电板块中格力电器、美的集团、青岛海尔和小天鹅 A 重仓比例分别为 27.23%/21.88%/5.05%/2.14%，环比提升 6.78/4.18/0.92/0.63pct，小家电板块中苏泊尔、九阳股份重仓比例分别为 3.85%/0.28%，环比提升 1.13/0.10pct，厨电板块中老板电器、华帝股份重仓比例分别为 1.93%/1.70%，环比提升 1.64/0.47pct，上游零部件板块中三花智控重仓比例为 1.30%，环比小幅下滑 0.34pct。年初以来，受南水大举增持以及家电补贴政策预期刺激等的影响，白电龙头估值得到较大程度的修复，此外地产预期边际改善也为厨电龙头估值带来一定的修复空间，小家电由于业绩稳健穿越周期的特性也颇受公募基金青睐。我们认为，目前家电龙头估值在经历了 19Q1 的估值修复阶段后或将进入短暂的调整时期，未来随着地产竣工数据逐步回暖、终端需求在政策刺激下有所提振，家电龙头估值有望伴随业绩释放走出新一轮弹性向上趋势。

图表 36: 19Q1 龙头基金重仓持股占行业整体比重有所上升



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 4. 投资建议

**收入端:** 我们认为家电行业收入端主要与地产、政策、消费需求以及企业营销策略等多重因素的影响:

1) 地产方面, 17Q2-18Q4 期间竣工面积增速与商品住宅销售面积增速发生较长阶段的背离, 进入 2019 年以后流动性和融资政策等的适度宽松有望推动竣工增速重回向上通道, 新房交付带来的家电配置需求有望在 19 年下半年释放;

2) 政策方面, 年初至今发改委等部门陆续出台了相关家电补贴政策及征求意见稿, 从受惠补贴的产品品类来看, 新一轮补贴政策有利于高效节能产品的普及, 对于企业方面有利于推动产品结构进一步优化, 尤其是龙头企业在高效节能产品的研发、渠道和售后等方面具备较高的溢价能力;

3) 需求方面, 受家电下乡政策影响, 我国家电耐用品的集中购买期在 2008-2011 年左右, 至 2019 年大部分家电耐用品进入更新换代时期, 叠加补贴政策的刺激, 19-20 年有望迎来较强的家电更新换代需求;

4) 企业营销方面, 从 19 年 3 月份部分家电企业终端营销策略来看, 适度



的价格以及产品调整策略不仅加快了企业终端动销，也加快了企业库存去化速度，经营效率得到快速提升，对收入也起到有效的提振作用。

#### 利润端:

1) 原材料方面，铜、铝、钢板、塑料等家电主要原材料价格从2018年开始进入震荡下行通道，我们认为未来一段时间内原材料价格仍将维持低位震荡的趋势，家电企业仍可受益于成本端的边际改善；

2) 税率优惠方面，2019年4月1日开始制造业企业的增值税税率将从16%下调至13%，下游整机企业由于具备更高的议价能力和话语权，有望向上享受成本购进的改善，向下留存渠道红利，最终实现净利润水平的提升；

3) 渠道方面，从19Q1的终端销售数据来看，家电终端销售仍未有显著的改善，我们认为为了促进终端动销以及份额收割，部分企业尤其是龙头企业将加大渠道方面的营销投入，或将对销售费用率产生一定的影响。

#### 估值端:

1) 受南水资金增持、地产以及补贴政策预期回升的影响，2019年初至今家电板块龙头基本完成了前期估值修复，接下来我们认为龙头企业将进入以业绩换估值的新阶段；

2) 在份额提升预期的支撑下，龙头高股息率预期叠加目前相对低位的估值水平将在未来成为推动估值提升的有力支撑。

建议关注业绩确定性更强、综合优势突出的白电板块及相关龙头，以及仍处于高速成长期、渗透率加快提升的小家电板块及相关龙头和受地产预期边际改善、业绩增长以及估值弹性较大的厨电板块及相关龙头。

## 5. 风险提示

原材料价格上涨；  
外部环境因素干扰；  
补贴政策不及预期；  
地产景气进一步下行。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### **投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### **股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### **行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### **免责声明：**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。