

投资评级：优于大市

证券分析师

罗文琪

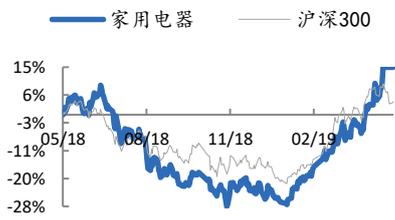
资格编号：S0120518060002

电话：021-68761616-8610

邮箱：

联系人

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

收入业绩仍处下行通道，厨电领先企稳 家电行业 18 年报及 19 年一季报总结

投资要点：

- 全行业收入继续放缓，厨电领先复苏。**2018 年家电全行业收入 10,896 亿元，同比增长 15.1%。单季度收入增速继续放缓，18Q1 到 19Q1 单季度收入增速分别为 21.6%/17.0%/12.0%/10.6%/5.3%。分板块看 2018 年收入增速，白电(15.7%)>小家电 (13.2%) >零部件(9.6%)>黑电 (+8.7%) >厨电 (7.5%)。19 年一季度，各个子板块收入增速呈现大趋势放缓态势，但厨电板块收入降幅收窄，18Q3/18Q4/19Q1 收入增速分别为 4.4%/-5.9%/-1.9%，主要由于地产竣工有所回暖带动厨电销售领先复苏。
- 业绩增速持续放缓，厨电领先出现拐点。**2018 年全行业归母净利润 605 亿元，同比下滑 11.8%。18Q1 到 19Q1 四个季度归母净利润增速分别为 23.4%/22.3%/13.4%/-90.4%/6.6%，由于四季度有一次性商誉减值使得归母净利润大幅下降，若排除这项影响，业绩增速仍然处于下降通道。分板块看，2018 年厨电业绩增速领先，厨电 (12.2%) >白电 (10.1%) >小家电 (-8.4%) >黑电 (-73.1%) >零部件(-224.0%)。零部件板块由于大量的资产价值损失，18Q4 业绩增速为-1068.7%。厨电表现为 19Q1 业绩增速快于 18Q3，与营收端趋势相一致，跟随地产竣工回暖。
- 盈利能力回升。(1) 毛利率：**2018 年全行业毛利率同比-0.3pct 至 25.0%，其中白电/黑电/厨电/小家电/零部件毛利率分别为 28.3%/11.4%/44.0%/29.7%/17.7%。得益于原材料成本下降，19Q1 全行业毛利率同比+1.0pct 至 25.7%。**(2) 期间费用率：**2018 年期间费用率（销售费用、管理费用、研发费用与财务费用合计）同比-0.7pct 至 16.7%，除厨电板块提升 0.4pct 外，各版块期间费用均出现同比下降；19Q1 全行业期间费用同比+0.7pct 至 17.2%，各个板块均同比提升，厨电板块提升幅度最大，为 1.6pct。**(3) 资产减值损失：**2018 年由于宏观经济景气度下滑，全行业资产减值损失大幅提升 304%至 136 亿元，其中零部件板的资产减值损失提升 1233%至 72 亿元，贡献全行业资产减值损失的 53%。**(4) 净利率：**2018 年全行业净利率同比-1.7pct 至 6.0%，2018 年厨电板块是唯一实现净利率正增长的板块，厨电净利率 (14.0%) >白电 (8.1%) >小家电 (7.2%) >黑电 (1.4%) >零部件 (-5.8%)。2019 年 Q1 厨电继续实现净利率大幅提升，提升 1.9pct 至 13.5%，白电与小家电净利率由跌转升，分别提升 0.2pct 和 0.9pct 至 8.5%和 0.9%
- 估值与投资建议：**19 年以来估值显著回升，目前家电行业 PE 为 16.0，相对于沪深 300 估值为 1.33 倍，在过去五年中处于中位水平。投资层面建议关注三条主线：1) 随着地产竣工迎来小高峰，厨电板块预计率先迎来复苏，建议关注营收端反映终端情况的老板电器；2) 白电龙头业绩稳健，议价能力强，建议关注格力电器、美的集团（、青岛海尔；3) 小家电属于弱周期板块，建议关注渠道调整即将完毕的飞科电器，以及新品持续推出的九阳股份。
- 风险提示：**宏观经济下行，地产持续不景气，行业竞争加剧，出口贸易风险

目 录

1. 收入增速持续放缓，厨电领先出现拐点	4
1.1 全行业收入增速持续放缓	4
1.2 白电是家电业主要利润来源，厨电领先出现拐点	4
1.2.1 白电是家电行业收入与业绩的主要来源	4
1.2.2 厨电板块收入降幅收窄	5
2. 业绩增速持续放缓，厨电领先出现拐点	7
2.1 全行业业绩增速持续放缓	7
2.2 厨电业绩增速领跑行业，资产减值拖累行业盈利	8
3. 盈利能力回升	8
3.1 原材料价格下降，毛利率提升	8
3.2 期间费用率转跌为升	9
3.3 净利率企稳回升	11
4. 估值与投资建议	11
5. 风险提示	12

图表目录

图 1 单季度收入同比增速.....	4
图 2 家电行业收入的构成.....	5
图 3 家电行业利润的构成.....	5
图 4 各子版块收入增速.....	5
图 5 空调单月内外销出货量（万台，%）.....	6
图 6 冰箱单月内外销出货量（万台，%）.....	6
图 7 洗衣机单月内外销出货量（万台，%）.....	6
图 8 油烟机单月内外销出货量（万台，%）.....	6
图 9 空调出货量滞后于竣工面积半年到一年.....	6
图 10 新开工与竣工持续背离.....	7
图 11 单季度归母净利润增速.....	7
图 12 各板块毛利率同比变化.....	8
图 13 冷轧板价格（元/吨）.....	9
图 14 铜价（元/吨）.....	9
图 15 2018 年初至 19Q1 汇率变动.....	10
图 16 2018 年资产减值总额（百万）及增速：大幅提升.....	11
图 17 股价涨跌幅.....	12
图 18 相对估值处于历史较低水平.....	12

在申万行业分类基础上，我们选取 57 家公司作为样本。其中，

白电 10 家：美的集团、小天鹅 A、长虹美菱、格力电器、海信家电、奥马电器、澳柯玛、青岛海尔、春兰股份、惠而浦

黑电 5 家：深康佳 A、创维数字、兆驰股份、四川长虹、海信电器

厨电 4 家：华帝股份、老板电器、万和电气、浙江美大

小家电 11 家：苏泊尔、九阳股份、爱仕达、圣莱达、奥佳华、新宝股份、天际股份、莱克电气、荣泰健康、飞科电器、奋达科技

零部件 27 家：长虹华意、顺钠股份、四川九洲、盾安环境、三花智控、同洲电子、康盛股份、银河电子、顺威股份、金莱特、高斯贝尔、星帅尔、秀强股份等

1. 收入增速持续放缓，厨电领先出现拐点

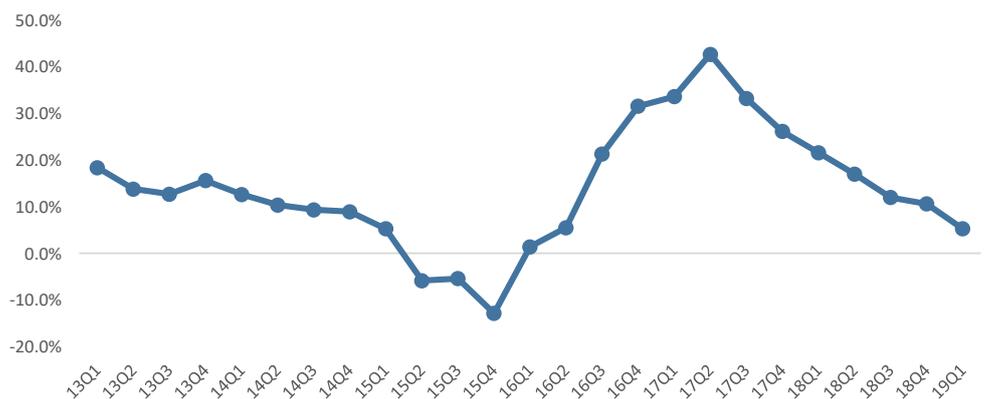
全行业收入与业绩增速由白电主导，白电在收入与业绩中占比分别为 68% 和 92%。行业整体在 19Q1 仍未复，但分板块看，厨电表现出有企稳态势，由于 18Q4 受到一次性资产减值影响，剔除 18Q4 看，厨电 19Q1 增速高于 18Q4，白电/黑电/小家电收入增速仍处于继续放缓通道。

我们认为地产竣工回暖带动厨电板块领先复苏，家电行业目前处于景气度低谷，有望即将迎来企稳回升。

1.1 全行业收入增速持续放缓

全行业收入与业绩增速仍然处于增速放缓通道。2018 年家电全行业收入 10,896 亿元，同比增长 15.1%。单季度收入增速继续放缓，18Q1 到 19Q1 单季度收入增速分别为 21.6%/17.0%/12.0%/10.6%/5.3%。

图 1 单季度收入同比增速



资料来源：wind，德邦研究

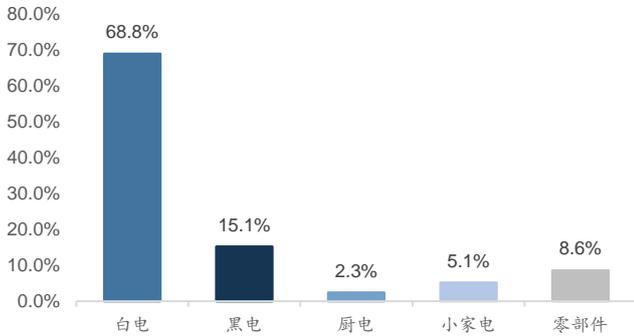
1.2 白电是家电业主要利润来源，厨电领先出现拐点

1.2.1 白电是家电行业收入与业绩的主要来源

白电板块是家电主要收入及业绩来源，盈利能力强。2018 年，家电全行业收入 10,896

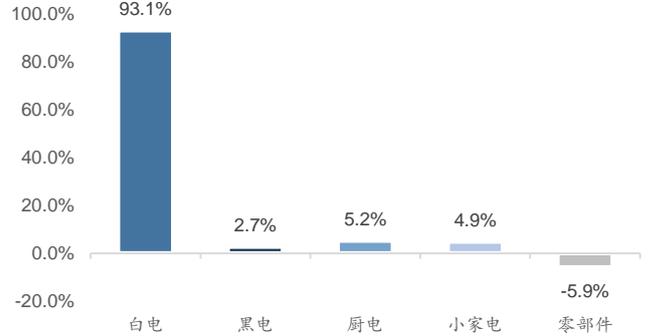
亿元，其中白电/黑电/厨电/小家电/零部件分别占比 68%/17%/2%/5%/7%。全行业归母净利润 605 亿元，其中白电/黑电/厨电/小家电/零部件分别占比 92%/3%/5%/7%/-7%，零部件企业由于大规模资产减值导致业绩亏损。白电/黑电/厨电/小家电/零部件的归母净利润率分别为 7.5%/1.0%/13.8%/7.3%/-5.5%。

图 2 家电行业收入的构成



资料来源: wind, 德邦研究

图 3 家电行业利润的构成



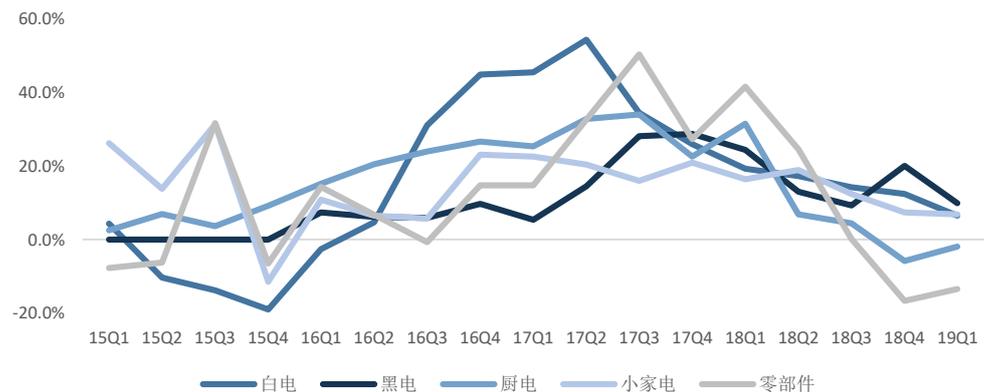
资料来源: wind 德邦研究

1.2.2 厨电板块收入降幅收窄

2018 年，黑电收入增速领先于其他子板块，黑电(+16.4%)>白电(15.7%)>小家电(13.2%)>零部件(9.6%)>厨电(7.5%)。黑电板块收入增速领超其他版块，主要由于深康佳 A 的供应链业务大幅增长 108%，若剔除深康佳 A，黑电板块 2018 年收入增速为 8.7%

分季度看，各个子板块收入增速呈现大趋势放缓态势，但厨电板块收入降幅收窄，18Q3/18Q4/19Q1 收入增速分别为 4.4%/-5.9%/-1.9%，主要由于地产竣工有所回暖带动厨电销售领先复苏。白电与小家电收入增速持续放缓，白电的 18Q3/18Q4/19Q1 收入增速分别为 14.2%/12.4%/6.5%，受益于上半年出货量的支撑，白电全年收入增速依旧维持正增长；小家电收入呈放缓趋势，但与其他版块相比较为平稳，18Q3/18Q4/19Q1 收入增速分别为 12.4%/7.3%/6.8%，主要由于小家电与地产周期关联度较低。

图 4 各子版块收入增速



资料来源: wind、德邦研究

表 1 各板块单季度收入增速

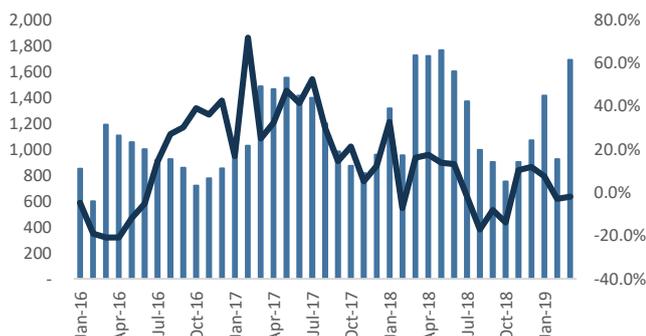
	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
全行业	26.2%	21.6%	17.0%	12.0%	10.6%	5.3%
白电	25.9%	19.3%	17.2%	14.2%	12.4%	6.5%
黑电	28.7%	24.4%	13.0%	9.2%	20.0%	9.8%

厨电	22.5%	31.5%	6.9%	4.4%	-5.9%	-1.9%
小家电	20.9%	16.4%	18.9%	12.4%	7.3%	6.8%
零部件	27.3%	41.6%	24.6%	0.1%	-16.7%	-13.5%

资料来源: wind, 德邦研究

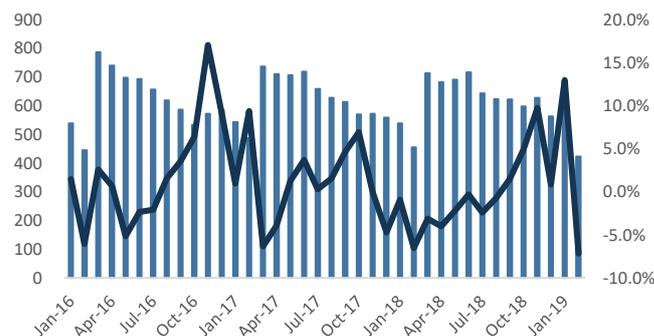
2018 年空调/冰箱/洗衣机/厨电内外销合计销量同比增长 6.4%/-0.4%/2.4%/-1.8%，厨电受到地产后周期影响，下滑幅度较为明显。受到关税预期影响，19 年 Q1 冰洗出口的大幅波动导致整体出货量有较大波动。

图 5 空调单月内外销出货量 (万台, %)



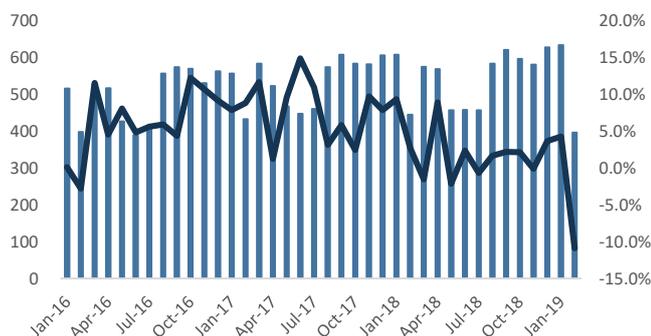
资料来源: 产业在线, 德邦研究

图 6 冰箱单月内外销出货量 (万台, %)



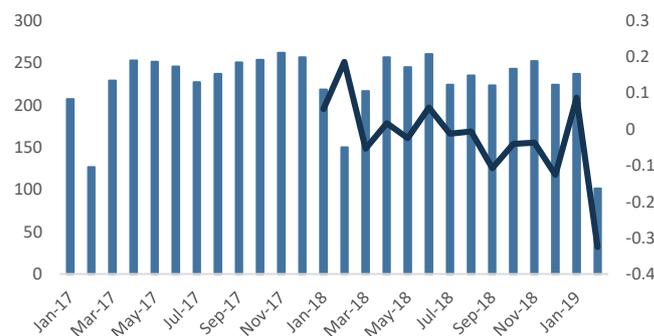
资料来源: 产业在线, 德邦研究

图 7 洗衣机单月内外销出货量 (万台, %)



资料来源: 产业在线, 德邦研究

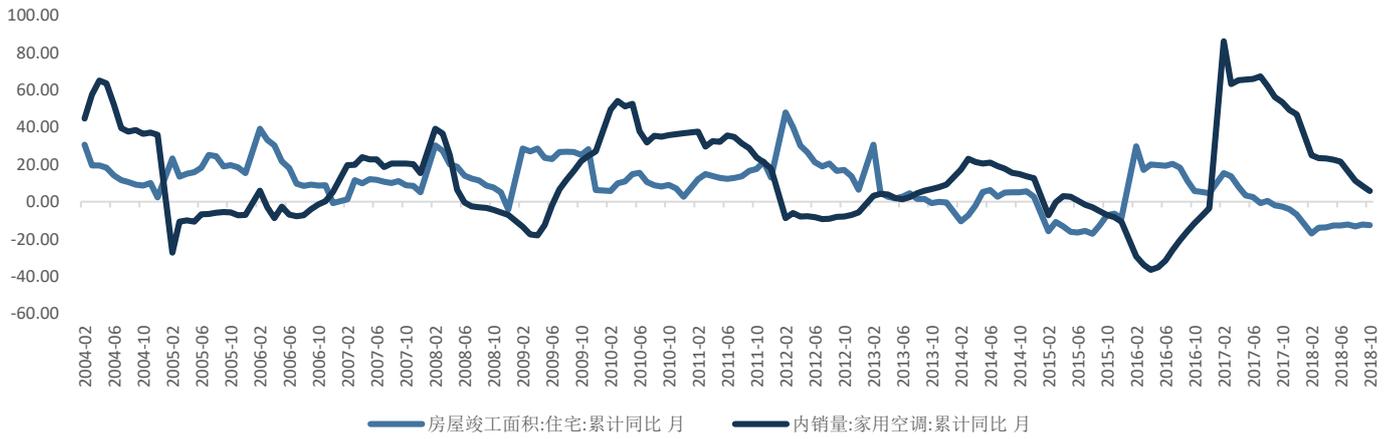
图 8 油烟机单月内外销出货量 (万台, %)



资料来源: 产业在线, 德邦研究

以空调为例，内销出货量滞后于竣工面积约半年到一年，竣工面积在 18 年下半年开始止跌回暖，考虑到 16、17 年新开工高峰对应在 19 到 20 年将迎来竣工小高峰，预计家电出货量有望企稳回升。

图 9 空调出货量滞后于竣工面积半年到一年



资料来源: wind, 德邦研究

图 10 新开工与竣工持续背离



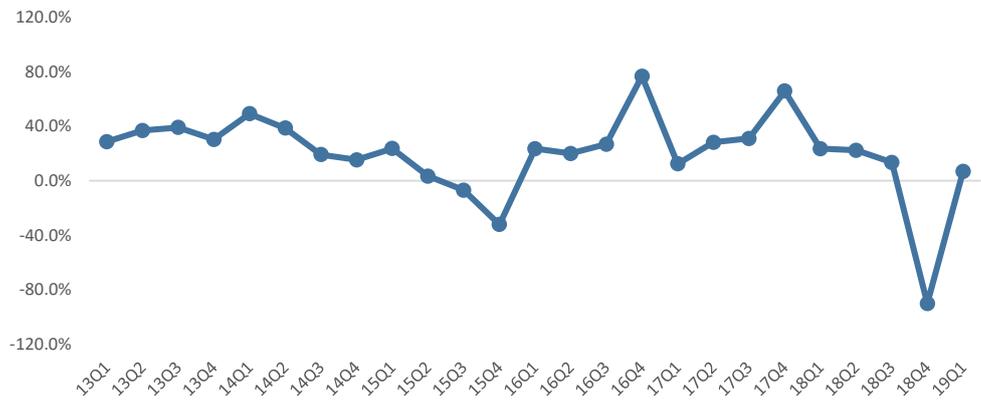
资料来源: wind, 德邦研究

2. 业绩增速持续放缓，厨电领先出现拐点

2.1 全行业业绩增速持续放缓

2018 年全行业归母净利润 605 亿元，同比下滑 11.8%。18Q1 到 19Q1 四个季度归母净利润增速分别为 23.4%/22.3%/13.4%/-90.4%/6.6%，由于四季度有一次性商誉减值使得归母净利润大幅下降，若排除这项影响，业绩增速仍然处于下降通道

图 11 单季度归母净利润增速



资料来源: wind, 德邦研究

2.2 厨电业绩增速领超行业，资产减值拖累行业盈利

分板块看，2018 年厨电业绩增速领先，厨电 (12.2%) > 白电 (10.1%) > 小家电 (-8.4%) > 黑电 (-73.1%) > 零部件 (-224.0%)。零部件板块由于大量的资产价值损失，18Q4 业绩增速为 -1068.7%。19Q1 业绩增速较 18Q4 有所回暖，但整体增速仍不及 18Q3。厨电表现为 19Q1 业绩增速快于 18Q3，与营收端趋势相一致，跟随地产竣工回暖。

表 2 各板块归母净利润增速

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
全行业		65.9%	23.4%	22.3%	13.4%	-90.4%	6.6%
白电		40.9%	26.0%	24.7%	18.0%	-35.3%	9.0%
黑电		490.2%	26.6%	35.4%	-37.1%	-93.9%	-26.3%
厨电		13.3%	26.1%	23.0%	10.9%	-1.5%	12.7%
小家电		-8.7%	-7.5%	17.7%	20.9%	-64.0%	20.8%
零部件		-14.1%	28.9%	-12.7%	-30.4%	-1068.7%	-27.7%

资料来源: wind, 德邦研究

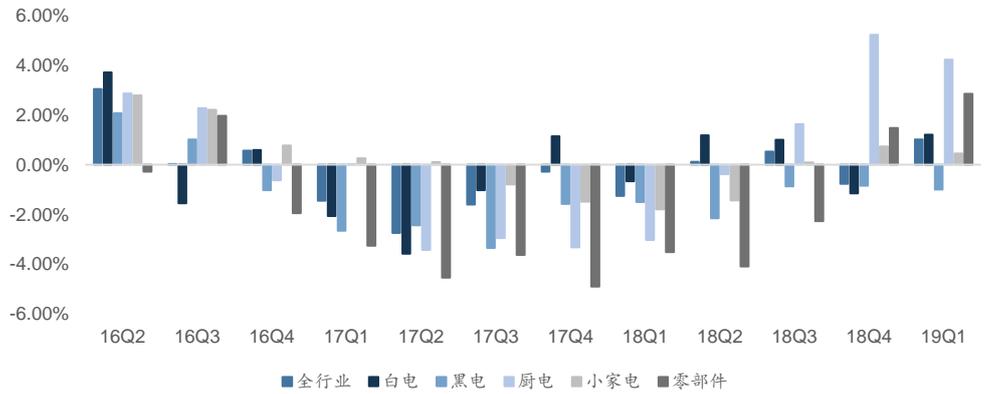
3. 盈利能力回升

3.1 原材料价格下降，毛利率提升

2018 年全行业毛利率同比 -0.3pct 至 25.0%，其中白电/黑电/厨电/小家电/零部件毛利率分别为 28.3%/11.4%/44.0%/29.7%/17.7%。得益于原材料成本下降，19Q1 全行业毛利率同比 +1.0pct 至 25.7%

2018 年白电/黑电/厨电/小家电/零部件归母净利率分别为 5.6%，其中白电/黑电/厨电/小家电/零部件毛利率分别为 7.5%/1.0%/13.8%/7.3%/-5.5%

图 12 各板块毛利率同比变化



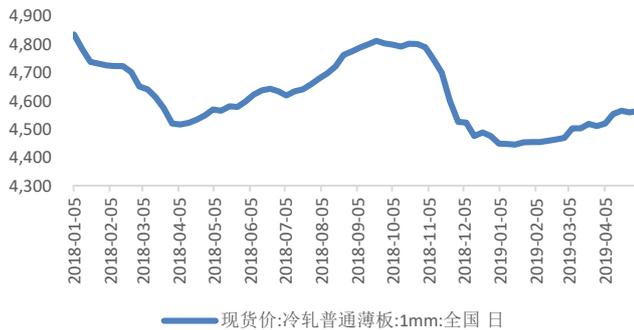
资料来源: wind, 德邦研究

表 3 毛利率变化转跌为升

	2017	2018 年	变化率	2018Q1	2019Q1	变化率
全行业	25.3%	25.0%	-0.3%	24.7%	25.7%	1.0%
白电	28.1%	28.3%	0.1%	27.5%	28.7%	1.2%
黑电	12.6%	11.4%	-1.2%	12.3%	11.3%	-1.0%
厨电	43.0%	44.0%	1.0%	40.3%	44.5%	4.2%
小家电	30.2%	29.7%	-0.5%	29.6%	30.0%	0.5%
零部件	19.9%	17.7%	-2.2%	16.5%	19.4%	2.8%

资料来源: wind, 德邦研究

图 13 冷轧板价格 (元/吨)



资料来源: wind, 德邦研究

图 14 铜价 (元/吨)



资料来源: wind, 德邦研究

3.2 期间费用率转跌为升

2018 年全行业销售费用率同比-0.6pct 至 11.0%，其中小家电板块提升 0.7pct，实现最大幅度正增长，白电同比-0.8pct，降幅最大；2019Q1 全行业销售费用率提升 0.6pct 至 11.5%，除黑电以外各行业均出现同步增增长，厨电提升幅度最大，为 2.0pct

表 4 销售费用率转跌为升

	2017 年	2018 年	变化率	2018Q1	2019Q1	变化率
全行业	11.6%	11.0%	-0.6%	10.8%	11.5%	0.6%
白电	13.1%	12.3%	-0.8%	12.1%	12.8%	0.8%
黑电	7.0%	6.5%	-0.5%	6.7%	6.2%	-0.5%
厨电	21.2%	21.3%	0.2%	21.3%	23.4%	2.0%
小家电	11.7%	12.4%	0.7%	12.0%	12.7%	0.7%
零部件	4.8%	4.9%	0.1%	4.3%	4.9%	0.6%

资料来源: wind, 德邦研究

2018 年全行业管理费用率（含研发）提升 0.4pct 至 5.8%，各版块趋势较为分化，其中白电提升幅度最大，为 0.7pct；2019Q1 全行业同比+0.3pct 至 5.5%，各子版块均出现正增长

表 5 管理费用率（含研发）转跌为升

	2017 年	2018 年	变化率	2018Q1	2019Q1	变化率
全行业	5.4%	5.8%	0.4%	5.1%	5.5%	0.3%
白电	5.5%	6.2%	0.7%	5.3%	5.6%	0.4%
黑电	3.4%	3.1%	-0.3%	3.3%	3.6%	0.2%
厨电	6.7%	7.0%	0.3%	5.8%	5.9%	0.1%
小家电	6.6%	6.3%	-0.3%	6.0%	6.5%	0.4%
零部件	7.8%	7.8%	0.0%	6.7%	7.4%	0.6%

资料来源：wind，德邦研究

2018 年全行业财务费用率同比-0.6pct 至-0.1%，19Q1 同比-0.2pct 至至 0.3%，主要由于美元兑人民币升值导致汇兑损益优化，利好盈利

表 6 财务费用率降幅收窄

	2017 年	2018 年	变化率	2018Q1	2019Q1	变化率
全行业	0.5%	-0.1%	-0.6%	0.5%	0.3%	-0.2%
白电	0.4%	-0.3%	-0.8%	0.3%	0.0%	-0.3%
黑电	0.3%	0.6%	0.3%	0.3%	0.8%	0.5%
厨电	-0.4%	-0.5%	0.0%	0.3%	-0.2%	-0.5%
小家电	0.8%	-0.1%	-0.9%	1.8%	0.8%	-1.0%
零部件	1.3%	0.8%	-0.4%	2.0%	1.8%	-0.2%

资料来源：wind，德邦研究

图 15 2018 年初至 19Q1 汇率变动



资料来源：wind，德邦研究

2018 年期间费用率（销售费用、管理费用、研发费用与财务费用合计）同比-0.7pct 至 16.7%，除厨电板块提升 0.4pct 外，各版块期间费用均出现同比下降；19Q1 全行业期间费用同比+0.7pct 至 17.2%，各个版块均同比提升，厨电板块提升幅度最大，为 1.6pct。

表 7 期间费用率转跌为升

	2017 年	2018 年	变化率	2018Q1	2019Q1	变化率
全行业	17.5%	16.7%	-0.7%	16.5%	17.2%	0.7%
白电	19.1%	18.2%	-0.9%	17.6%	18.5%	0.8%
黑电	10.7%	10.2%	-0.5%	10.3%	10.6%	0.3%

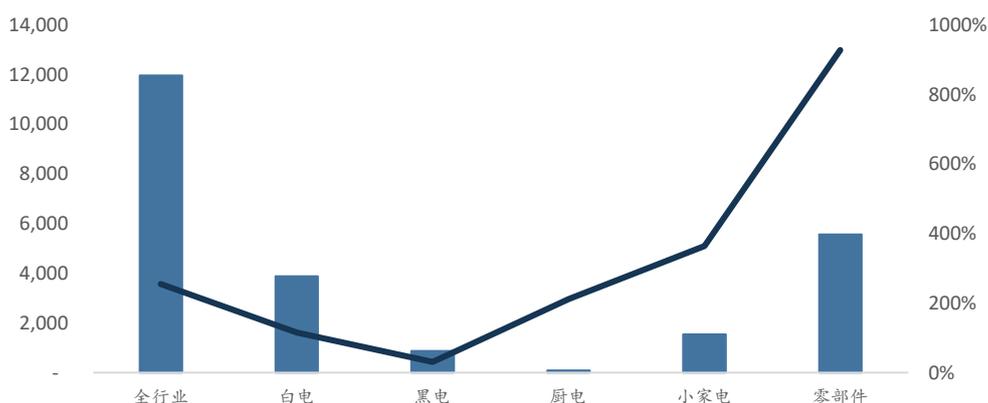
厨电	27.5%	27.9%	0.4%	27.5%	29.1%	1.6%
小家电	19.1%	18.5%	-0.5%	19.8%	20.0%	0.2%
零部件	13.9%	13.6%	-0.3%	13.0%	14.1%	1.0%

资料来源: wind, 德邦研究

3.3 净利率企稳回升

2018 年由于宏观经济景气度下滑, 全行业资产减值损失大幅提升 304%至 136 亿元, 其中零部件板块的资产减值损失提升 1233%至 72 亿元, 贡献全行业资产减值损失的 53%。

图 16 2018 年资产减值总额 (百万) 及增速: 大幅提升



资料来源: wind, 德邦研究

2018 年全行业净利率同比-1.7pct 至 6.0%，黑电与零部件板块净利率下滑明显，主要由于毛利率下滑明显，且零部件板块有大额资产减值损失。从净利率看，2018 年厨电板块是唯一实现净利率正增长的板块，厨电净利率（14.0%）>白电（8.1%）>小家电（7.2%）>黑电（1.4%）>零部件（-5.8%）。

2019 年 Q1 厨电继续实现净利率大幅提升，提升 1.9pct 至 13.5%，白电与小家电净利率由跌转升，分别提升 0.2pct 和 0.9pct 至 8.5%和 0.9%

表 8 净利率企稳回升

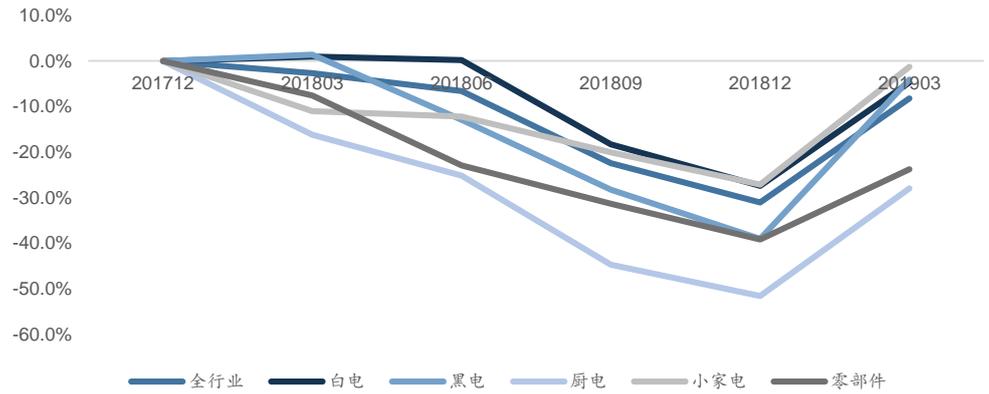
	2017	2018 年	变化率	2018Q1	2019Q1	变化率
全行业	7.7%	6.0%	-1.7%	7.1%	7.2%	0.1%
白电	8.5%	8.1%	-0.4%	8.3%	8.5%	0.2%
黑电	4.7%	1.4%	-3.3%	2.0%	1.6%	-0.4%
厨电	13.4%	14.0%	0.6%	11.6%	13.5%	1.9%
小家电	9.1%	7.2%	-1.8%	7.7%	8.6%	0.9%
零部件	5.0%	-5.8%	-10.8%	4.9%	4.0%	-0.9%

资料来源: wind, 德邦研究

4. 估值与投资建议

2018 年以来各板块市值呈现先跌后涨趋势，2019 年一季度，全行业市值提升幅度为 33.2%，白电/黑电/厨电/小家电/零部件的市值变化分别为 31.3%/57.4%/48.7%/35.5%/25.5%。

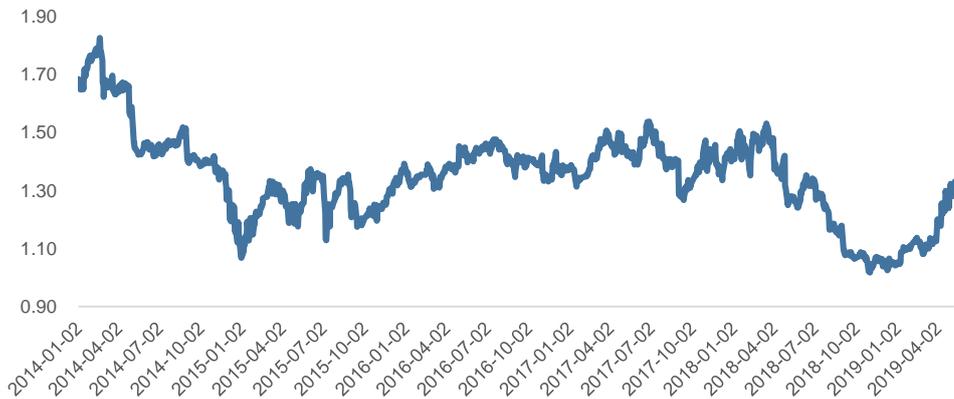
图 17 股价涨跌幅



资料来源: wind, 德邦研究

19 年以来估值显著回升, 目前家电行业 PE 为 16.0, 相对于沪深 300 估值为 1.33 倍, 在过去五年中处于中位水平。

图 18 相对估值处于历史较低水平



资料来源: wind, 德邦研究

注: 相对估值=家用电器(申万) PE/沪深 300PE

投资层面建议关注三条主线:

- 1) 随着地产竣工迎来小高峰, 厨电板块预计率先迎来复苏, 建议关注营收端反映终端情况的老板电器;
- 2) 白电龙头业绩稳健, 议价能力强, 建议关注格力电器、美的集团、青岛海尔;
- 3) 小家电属于弱周期板块, 建议关注渠道调整即将完毕的飞科电器, 以及新品持续推出的九阳股份。

5. 风险提示

宏观经济下行, 地产持续不景气, 行业竞争加剧, 出口贸易风险

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。