

增速虽放缓，盈利尤出色

家用电器行业

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

➤ 2018年国内家电零售市场微增 行业成长依赖出口

据中国家用电器协会发布的数据，2018年家电行业主营业务收入为1.49万亿，同比增长9.9%；利润1225.5亿元，同比增长2.5%。其中，国内家电市场零售规模达到8204亿元，同比增速大幅放缓到1%；出口市场则达到686.3亿美元，同比增长9.9%，占行业销售额的31%，很大程度上弥补了国内市场增速的滑坡。据产业在线统计，2019年1季度空调行业企业出货端出货4027万台，同比微增0.9%；冰箱出货1737万台，同比增长3.6%；洗衣机出货1609万台，同比下跌0.9%；彩电出货3383万台，同比增长8.2%；总体看行业延续了上年的增速逐步放缓的趋势。

➤ 产品、渠道、品牌皆有进步

2018年家电市场的产品进步主要体现为“大美舒智健”，即尺寸容量大、设计美感、体验舒适、智能化以及健康增益；渠道进步体现为线上与线下的无界限渠道融合，家电零售实现线上线下的全场景覆盖；品牌格局体现为寡头效应的日渐突出，利润端龙头企业几家独大明显。

➤ 上市公司收入与利润增速显著放缓

家电业上市公司按中信划分口径2018年取得营业总收入12319亿元，比上年同期增长12%，较2017年年报时的28%的增速有显著放缓，且今年1季度收入增速进一步下滑至5.3%。但考虑到行业收入自2017年历史性的上万亿后一直稳定在万亿以上，历史基数变大后营收增速放缓也是正常现象。当然，背后的根本因素还是房地产增速变化，产品拥有率已高，经济发展与收入预期变化等更关键的因素。家电板块2018年归母净利润则合计达到678亿元，较上年减少116亿元，同比下降14%，主要原因是全行业投资净收益减少95亿元、黑电利润减少57亿元、照明业转而亏损55亿元等。2019年1季度利润增速转而为正，增长7.2%。总体看，预计今年投资收益会有所上升，黑电和照明不会更差，而白电及小家电能维持平稳，故推测今年行业净利润率可摆脱上年的下滑趋势，转为低速增长。

➤ 盈利能力2018年下滑后今年企稳

家电业全部上市公司2018年销售毛利率达24.26%，2019年1季度销售毛利率达24.8%，与往年数据比变化不大；但销售净利率指标变化较大，2018年整体净利率降幅较大，从7.2%降到5.52%，但2019年1季报重新恢复到6.83%，基本达到最近5年来总体7%左右的均衡水平。

➤ 风险提示

行业销售滑坡；盈利能力下降；出口遇阻。

一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《三月空调销量小幅增长》
《家用电器》
- 2、《家电行业价值重估进行时》
《家用电器》
- 3、《年报逐渐披露，龙头效应凸显》
《家用电器》

正文目录

1	家电行业跃上新台阶.....	3
1.1	2018 年行业总体仍保持稳定增长.....	3
1.2	2019 年 1 季度持续 18 年增速放缓趋势.....	4
2	上市公司收入与利润增速显著放缓.....	4
3	盈利能力 2018 年下滑后今年企稳.....	5
4	偿债能力与现金流良好.....	5
5	营运能力优秀.....	6
6	白电小家电稳定，黑电照明厨电下滑.....	7
7	行业三巨头的利润集中效应更加突出.....	8
8	家电板块的市场表现与估值分析.....	9
9	投资策略：.....	10
10	重点公司点评：.....	11
11	风险提示：.....	13

图表目录

图表 1:	家电营收规模已稳定在万亿以上.....	4
图表 2:	收入增幅呈放缓趋势.....	4
图表 3:	家电板块近 5 年净利润规模比较.....	4
图表 4:	利润同比变化比较.....	4
图表 5:	电板块近 5 年毛利率比较.....	5
图表 6:	销售净利润率同比变化比较.....	5
图表 7:	家电板块近 5 年负债率比较 (%).....	5
图表 8:	带息债务比缓慢上升 (*100%).....	5
图表 9:	每股经营现金流量净额(算术平均, 元).....	6
图表 10:	家电板块财务费用比较 (整体法, %).....	6
图表 11:	存货周转率略降.....	6
图表 12:	应收账款周转率 (整体法, 次).....	6
图表 13:	销售费用率略降 (%).....	7
图表 14:	管理费用率显著下降 (%).....	7
图表 15:	家电各子行业 2018 营收增速对比.....	7
图表 16:	家电各子行业 2018 利润增速对比.....	7
图表 17:	家电各子行业 2018 利润规模 (十亿元).....	8
图表 18:	家电各子行业净利率对比 (%).....	8
图表 19:	家电业 2018 利润规模前 10 大公司.....	8
图表 20:	家电三巨头占全行业利润比近 80%.....	8
图表 21:	家电业 2018 收入规模前 10 大公司.....	9
图表 22:	家电 3 巨头 2019 年 1 季度增速对比.....	9
图表 23:	家电业指数过去 1 年下跌 8.3%.....	9
图表 24:	家电业各子板块表现对比.....	10
图表 25:	年初至今个股涨幅前十.....	10
图表 26:	家电业与其他行业估值的比较.....	10

1 家电行业跃上新台阶

1.1 2018 年行业总体仍保持稳定增长

2018 年国内家电零售市场微增 行业成长依赖出口

据中国家用电器协会发布的数据，2018 年家电行业主营业务收入为 1.49 万亿，同比增长 9.9%；利润 1225.5 亿元，同比增长 2.5%。其中，国内家电市场零售规模达到 8204 亿元，同比增速大幅放缓到 1%；出口市场则达到 686.3 亿美元，同比增长 9.9%，占行业销售额的 31%，很大程度上弥补了国内市场增速的滑坡。

产品、渠道、品牌皆有进步

2018 年家电市场的产品进步主要体现为“大美舒智健”，即尺寸容量大、设计美感、体验舒适、智能化以及健康增益；渠道进步体现为线上与线下的无界限渠道融合，家电零售实现线上线下的全场景覆盖；品牌格局体现为寡头效应的日渐突出，利润端龙头企业几家独大明显。

2018 年三大白电国内零售市场增速趋稳，厨电增速下滑。

根据中怡康数据，2018 年国内空调市场零售额达到 1980 亿元，同比增长 4.5%。其中一级能效的挂机和柜机销售额占比均提升至 23%以上；无风感舒适空调零售额市场份额占比已从 2017 年的 6.6%提升至 10.9%。行业未来取向高效率、舒适化、智能化的趋势已经形成。

2018 年洗衣机国内市场零售额达到 707 亿元，同比增长 3.1%。其中滚筒洗衣机 2018 年零售额份额稳步增长，提升至 74%；洗烘一体机零售额同比增幅超过 40%；10KG 和 12KG 的滚动洗衣机零售额份额分别提升至 41.2%和 5.9%。行业的发展趋势是滚筒化、大容量化、洗烘一体化。

2018 年冰箱国内市场零售额达到 969 亿元，同比增长 3.4%。其中多门冰箱与对开门冰箱零售额市场份额合计提升至 72%以上，行业发展趋势是智能化、大型化及保鲜技术的创新。

2018 年厨电行业迎来了多年来的首次下滑，据奥维云网，厨电零售额为 640 亿元，同比下滑 6.4%；就产业发展阶段看，厨电由此进入了类似其它白电产品的成熟期，增速将明显下一台阶。行业短期增长来自于线上及线下的精装修市场。

2018 年创新小家电继续走好、传统小家电下滑。如吸尘器零售额相比去年同期实现 46%的增长，其中扫地机器人产品零售额增幅超过 47%；破壁机市场增速超过 50%。

据奥维云网 (AVC) 推总数据显示，2018 年中国彩电市场零售量规模为 4774 万台，同比微增 0.5%；零售额规模为 1490 亿元，同比下降 8.6%，零售均价 3121 元，同比下降 9%。2018 年电视零售面积 3370 万平方米，同比上升 6.8%。出货 1.6 亿台，占全球出货比重 70%，其中出口 1.25 亿台，占全球出货比重 55%。

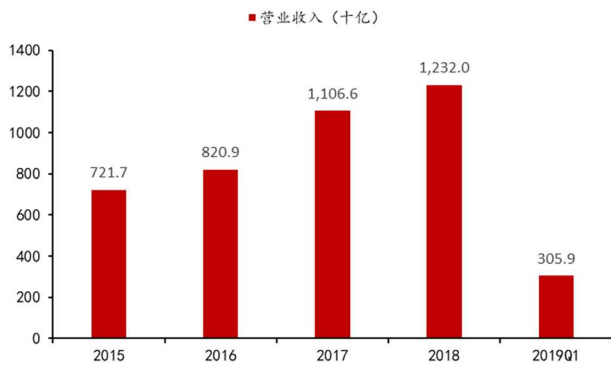
1.2 2019 年 1 季度持续 18 年增速放缓趋势

据产业在线统计，2019 年 1 季度空调行业企业出货端出货 4027 万台，同比微增 0.9%；冰箱出货 1737 万台，同比增长 3.6%；洗衣机出货 1609 万台，同比下跌 0.9%；彩电出货 3383 万台，同比增长 8.2%。总体看延续了上年的增速逐步放缓的趋势。

2 上市公司收入与利润增速显著放缓

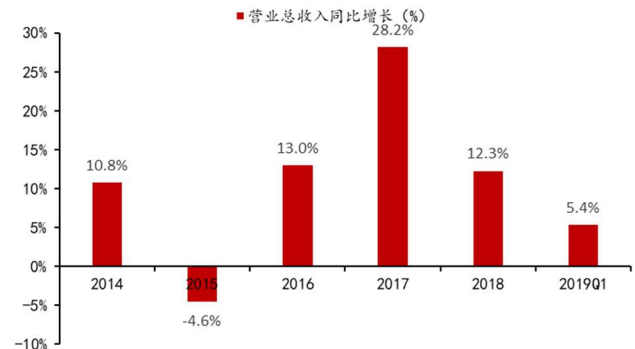
家电业上市公司按中信划分口径 2018 年取得营业总收入 12319 亿元，比上年同期增长 12%，较 2017 年年报时的 28% 的增速有显著放缓，且今年 1 季度收入增速进一步下滑至 5.3%。但考虑到行业收入自 2017 年历史性的上万亿后一直稳定在万亿以上，历史基数变大后营收增速放缓也是正常现象。当然，背后的根本因素还是房地产增速变化，产品拥有率已高，经济发展与收入预期变化等更关键的因素。

图表 1：家电营收规模已稳定在万亿以上



来源：Wind，国联证券研究所

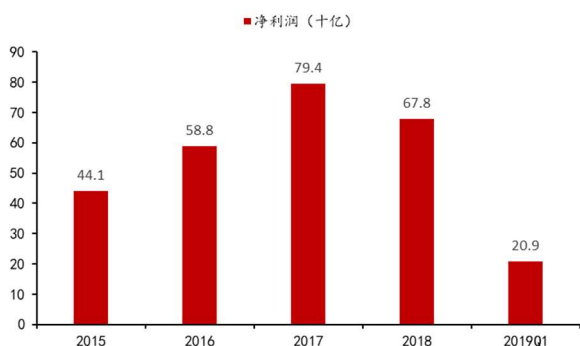
图表 2：收入增幅呈放缓趋势



来源：Wind，国联证券研究所

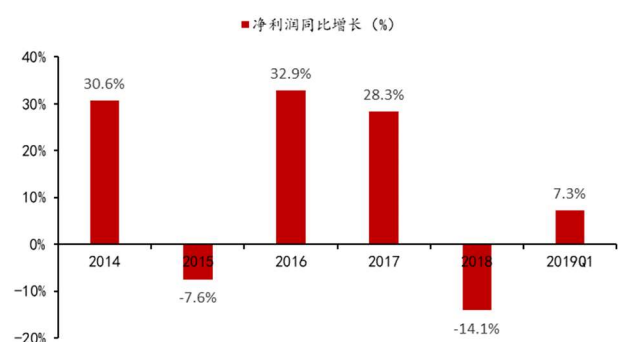
家电板块 2018 年归母净利润则合计达到 678 亿元，较上年减少 116 亿元，同比下降 14%，主要原因是全行业投资净收益减少 95 亿元、黑电利润减少 57 亿元、照明业转而亏损 55 亿元等。2019 年 1 季度利润增速转而为正，增长 7.2%。总体看，预计今年投资收益会有所上升，黑电和照明不会更差，而白电及小家电能维持平稳，故推测今年行业净利润料可摆脱上年的下滑趋势，转而为低速增长。

图表 3：家电板块近 5 年净利润规模比较



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：利润同比变化比较



来源：Wind，国联证券研究所

3 盈利能力 2018 年下滑后今年企稳

家电业全部上市公司 2018 年销售毛利率达 24.26%，2019 年 1 季度销售毛利率达 24.8%，与往年数据比变化不大；但销售净利率指标变化较大，2018 年整体净利率降幅较大，从 7.2% 降到 5.52%，但 2019 年 1 季报重新恢复到 6.83%，基本达到最近 5 年来总体 7% 左右的均衡水平。原因主要是 2018 年黑电价格战致净利率低至 1.55% 及照明业的亏损，随着今年黑电价格战缓和及照明业扭亏为盈，净利率有所回升。从行业整体净资产收益率指标的同比变化情况看，2018 年报下滑了 24%，2019 年 1 季报下滑了 2.4%，整体有企稳迹象。

图表 5：电板块近 5 年毛利率比较



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：销售净利率同比变化比较



来源：Wind，国联证券研究所

4 偿债能力与现金流良好

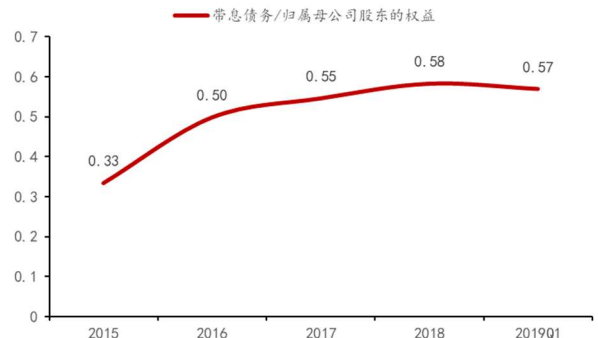
家电板块 2018 年整体资产负债率同比微增 0.7 个百分点，达 62.15%，今年 1 季度达 61.9%，与最近 5 年平均比变化不大；流动比率 1.28，速动比率 1.04，与往年比无明显变化，反映全行业偿债能力处于较好状态。从现金流指标看，每股经营性现金流 2018 年显著上升，保持较好水准；从财务费用占比看，尽管不再是负数，但占比仍较低。

图表 7：家电板块近 5 年负债率比较 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：带息债务比缓慢上升 (*100%)



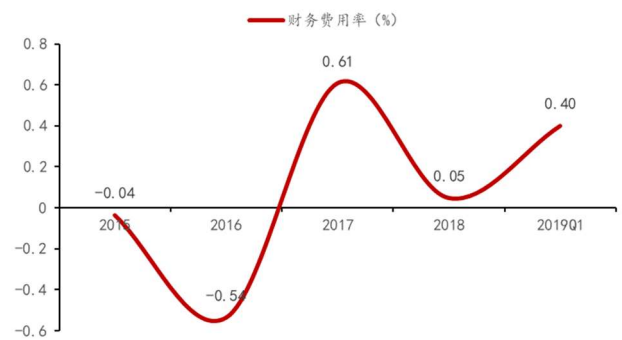
来源：Wind，国联证券研究所

图表 9：每股经营现金流量净额(算术平均, 元)



来源：Wind, 国联证券研究所

图表 10：家电板块财务费用比较 (整体法, %)

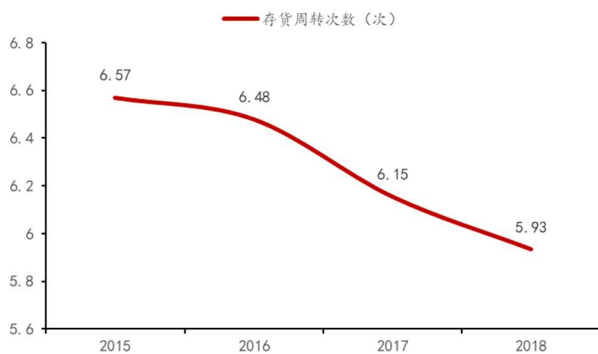


来源：Wind, 国联证券研究所

5 营运能力优秀

家电业 2018 年全行业平均存货周转率 5.93, 略微下降; 应收账款周转率 10.35, 略微上升; 总资产周转率 0.839, 略有下滑; 销售费用率 10.76%, 略有下滑; 管理费用率 3.3%, 较上年同期的 5.85% 有显著降低, 主要是研发费用从管理费用中转出而单独列支, 反映全行业运营管理较好, 特别是存货周转率仍保持了较好水平, 说明全行业高度重视库存清理。管理费用率的显著降低表明行业在遭遇不利时能主动压缩管理成本。

图表 11：存货周转率略降



来源：Wind, 国联证券研究所

图表 12：应收账款周转率 (整体法, 次)



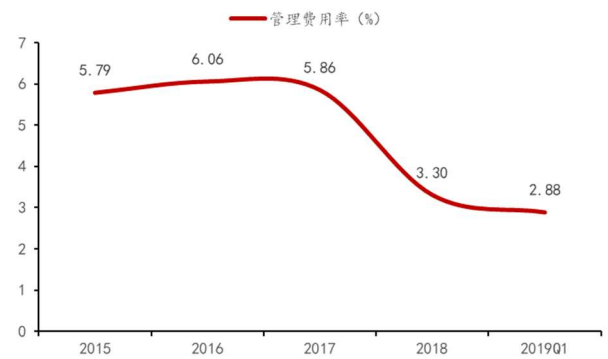
来源：Wind, 国联证券研究所

图表 13: 销售费用率略降 (%)



来源: 国联证券研究所

图表 14: 管理费用率显著下降 (%)



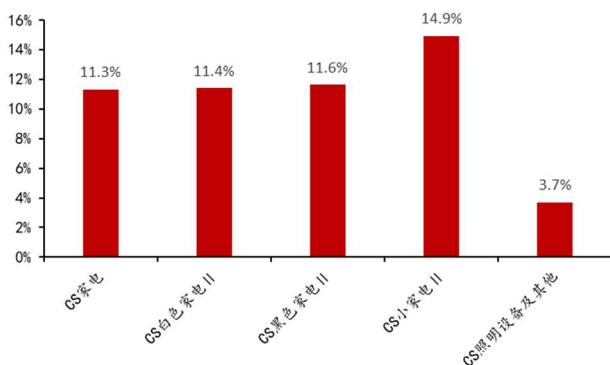
来源: 国联证券研究所

6 白电小家电稳定, 黑电照明厨电下滑

从各子行业的营业收入成长角度看,2018 年小家电增长 14.9%,白电增长 11.4%,黑电增长 11.6%,照明设备营收增长 3.7%;2019 年 1 季度白电增长 3.4%,黑电增长 11.6%,小家电增幅 7.9%;照明设备下降 6.0%。可见收入端看家电业目前较为稳定的是小家电领域,照明业出现下滑。

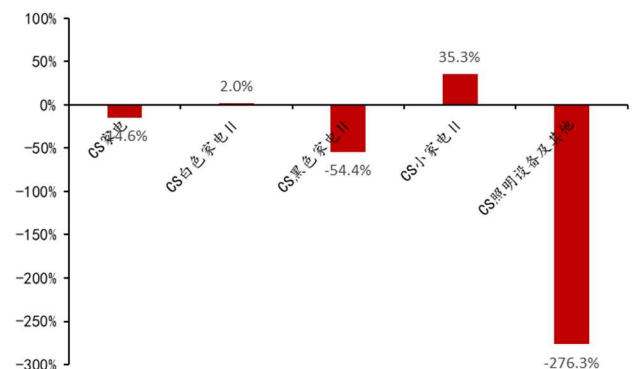
从利润端看,2018 年报增长表现好的是小家电,增长 35.3%;白电增长 2.0%;黑电利润则大降 54.4%;照明类利润降幅也达 276.3%。2019 年 1 季度白电类利润增长 8.0%;黑电增长 9.7%;小家电微增 0.5%;照明触底回升 49.0%。可见利润端稳定的是白电业。从利润规模占比看,白电含厨电占全行业比重高达 83.3%,黑电、小家电、照明等子行业的利润与白电相比微不足道。

图表 15: 家电各子行业 2018 营收增速对比



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 16: 家电各子行业 2018 利润增速对比

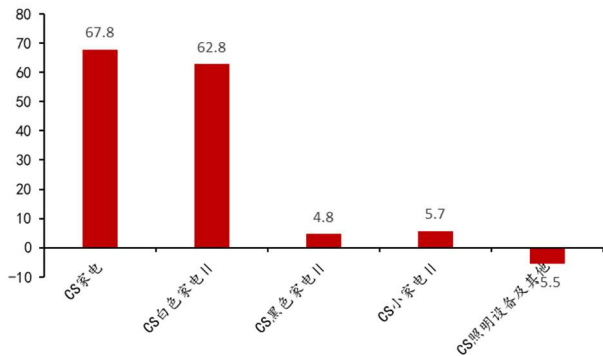


来源: Wind, 国联证券研究所

从净利率指标看各子行业盈利能力,2019 年 1 季报黑电净利率仅 2.32%,照明业 4%、白电和小家电都在 8%以上,还是白电与小家电维持了较好的盈利能力。故综合看还是白电和小家电既保持了收入和利润的双增长,又有较好的盈利能力,是家电业中投资的主要方向所在;黑电盈利能力过低,照明收入与利润增速不稳定,都不

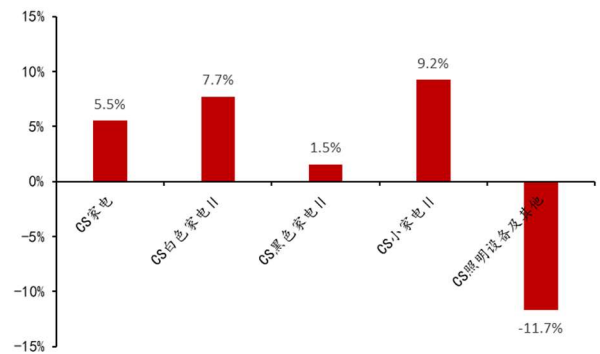
是好的投资领域。

图表 17: 家电各子行业 2018 利润规模 (十亿元)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 家电各子行业净利率对比 (%)

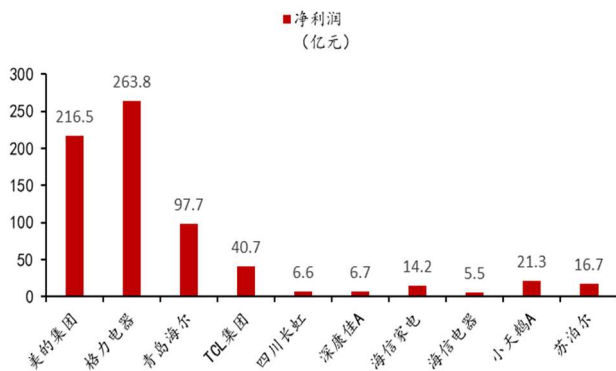


来源: Wind, 国联证券研究所

7 行业三巨头的利润集中效应更加突出

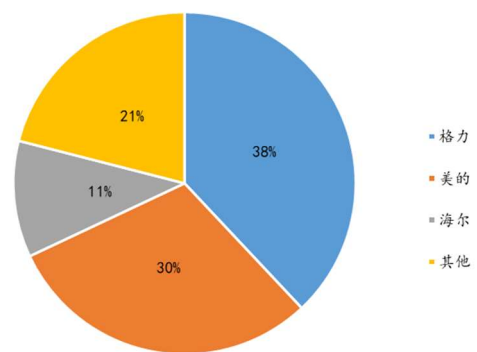
从公司 2018 年报看, 行业收入与利润进一步向巨头集中, 美的、格力、海尔合计利润占全行业 80%。在收入规模上, 格力电器 2018 年突破 2000 亿元, 长虹、康佳尽管还在前 10 大, 但与巨头的差距已经十分遥远, 而小天鹅的进步最大, 收入进行行业第九, 利润进行行业第五。在利润端排名中, 苏泊尔、老板电器进入前 10, 显示厨电小家电行业正在崛起。就 3 巨头一季度经营对比看, 美的的指标更为均衡, 收入与利润增幅都较为理想。

图表 19: 家电业 2018 利润规模前 10 大公司



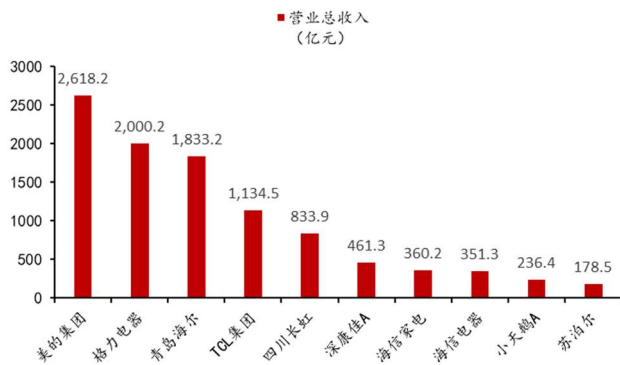
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 20: 家电三巨头占全行业利润比近 80%



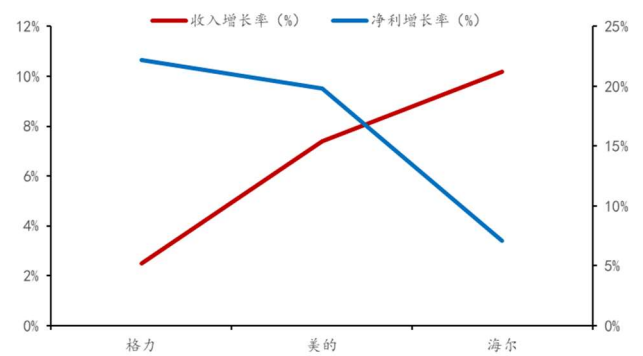
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 家电业 2018 收入规模前 10 大公司



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 22: 家电 3 巨头 2019 年 1 季度增速对比

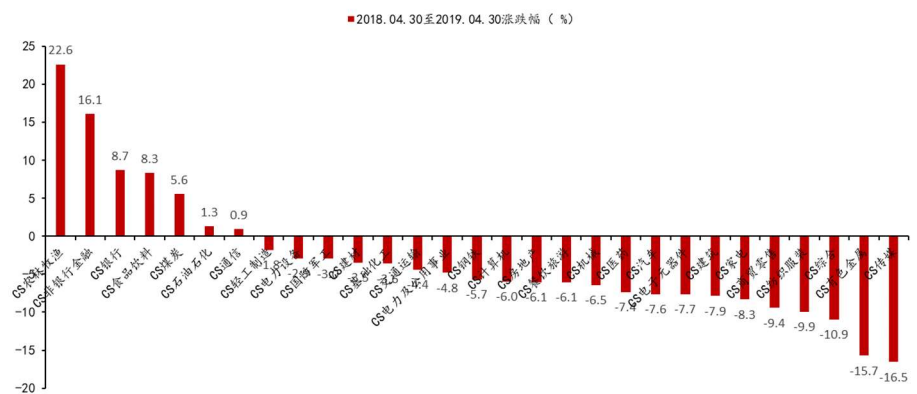


来源: Wind, 国联证券研究所

8 家电板块的市场表现与估值分析

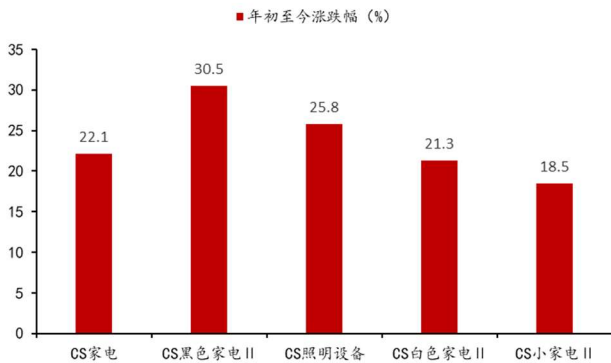
按中信行业指数口径家电指数 2019 年初至 4 月底上涨 42%，为全市场 29 个行业指数同期涨幅第 7 名；同期万得全 A 指数上涨 28.8%、上证综指上涨 23%，家电行业显著跑赢总体市场。以过去 1 年表现看，家电行业指数下跌 8.3%，仍居第七位。各子板块中，今年以来白电与黑电板块表现俱佳，小家电及照明一般。就个股表现看，海信家电、格力电器、华帝股份等今年表现较好，一些过往跌幅较大的黑电股今年也有较好表现。家电板块目前按 ttm 估值法计算 PE 为 21.6 倍，较万得全 A 指数 17.8 倍的估值为高，但相对于全市场多数行业的估值水平为低。

图表 23: 家电业指数过去 1 年下跌 8.3%



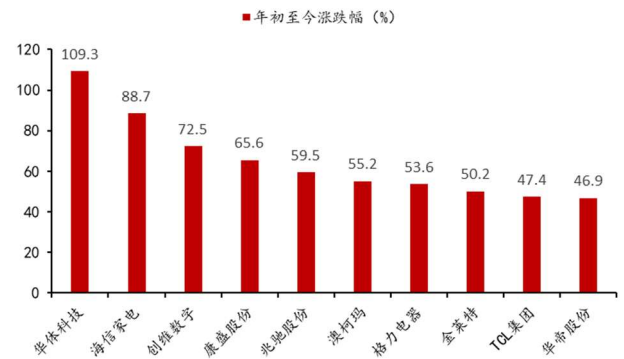
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 24：家电业各子板块表现对比



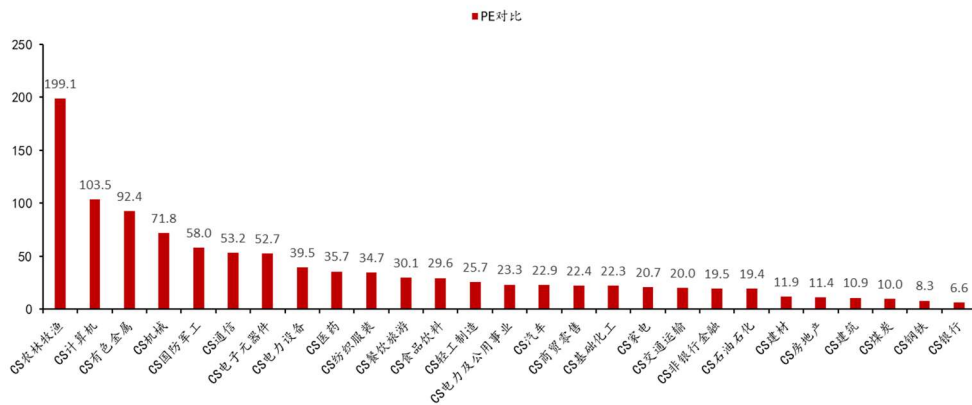
来源：Wind，国联证券研究所

图表 25：年初至今个股涨幅前十



来源：Wind，国联证券研究所

图表 26：家电业与其他行业估值的比较



来源：Wind，国联证券研究所

9 投资策略：

家电业尽管 2018 年以来收入与利润增幅都显著放缓,但就行业的中短期需求看,在人均收入持续增长与新型城镇化加速推动的背景之下,加之年初以来政府推出的家电消费促进政策,家电保有量仍有望继续提升;年轻消费群体的崛起,推动了网络化、个性化、多元化消费时代的到来,使家电消费越来越具有日用消费品的特征,而中国城镇化无论数量还是质量仍有较大的提升空间,也有望带来新增家电需求。

就行业的长期需求看,超过 16 亿台的家电存量规模,使持续稳定的更新需求成为稳定家电行业总销量的重要驱动力量,而家电产品在节能、环保、智能化、网络化与工业设计突破等多方面的性能与品质提升,将进一步推动家电产品的消费升级及出口规模的扩大,创造家电业的国内升级市场和国外出口市场,增加新的长期需求。

长期来看,我国家电增长动力没有改变,主要有以下几方面的因素:

- 1)、人均收入持续增长与新型城镇化加速推动的背景之下，保有量仍有望继续提升。国家统计局数据显示，2018 年全国居民人均可支配收入 2.8 万元，同比名义增长 8.7%；新型城镇化建设不断深入，类似于年初推出的消费新政进入实质性落地阶段；新生代消费者更易接受的智能家居发展趋势已逐步成为行业共识，据中怡康预测，2020 年智能家电产品的渗透率将进一步提升，白电、厨电、生活电器等智能家电的占比将分别达到 45%、25%和 28%，未来五年市场需求额将达到 1.5 万亿元；
- 2)、中国家电业的规模化制造能力及产品创新能力日益得到国际认可，出口规模日益扩大，海外市场已占 31%，成为行业增量的主要贡献市场。互联网+时代，科技创新将进一步推动中国由“制造大国”走向“制造强国”，基于智能控制技术、电子信息技术、物联网技术、大数据、云计算等相关配套应用技术的成熟以及各种移动智能终端的普及，将有效推动智能家电的快速发展，并成为中国制造新的出口品牌。
- 3)、行业竞争格局进一步优化，寡头效应日渐明显，类似于美的标购小天鹅的产业内整合仍将延续，市场的集中度仍将持续提升，行业龙头依托品牌、技术、产业链、服务、渠道等优势，有望进一步提升市场份额与盈利能力，并推动行业走向规范竞争与良性发展，故巨头企业在行业增速放缓的背景下仍可取得良好收益。

从上市公司 2018 年报及 2019 年 1 季报看，各家电子行业表现迥异，白电与小家电在保持较好盈利率的基础上仍稳健增长，照明板块收入利润波动大、黑电净利润率仍较低，因此，我们建议针对不同子行业采取不同的投资策略：中期继续重点关注白电小家电龙头，回避黑电及照明等处于下滑期或微利的子行业。

10 重点公司点评：

1) 奥佳华 002614.SZ

公司 2018 年实现营业收入 54.47 亿元,同比增长 26.86%;归母净利润 4.39 亿元,同比增长 27.22%； 2019 年 1 季度,实现营业收入 12.43 亿元,同比增长 20.18%;归母净利润 0.37 亿元,同比增长 30.07%。总体看公司保持了营收与利润的稳健增长，主要产品按摩椅销售 36.66 万台,同比增长 53.78%。目前国内家用按摩椅保有率仍不足 1%,市场预期空间较大，公司作为国内按摩椅行业龙头，未来增长可期。预计未来 3 年净利润为 5.5/6.5/8.5 亿元，动态 PE 为 19/14/11 倍。

2) 美的集团 000333.SZ

公司 2018 年实现收入 2618 亿元，增长 8.2%，为行业第一；实现利润 202 亿元，增长 17%，为行业第二。2019 年 1 季度实现收入 755 亿元，增长 7.4%；利润 61 亿元，增长 16.6%，总体保持了稳定的营收与利润增长势头。在盈利能力上，公司 1 季报达到 8.7%的销售净利率，仍较理想。从产品层面看，公司 1 季度降价促销空调，致市场份额提升至 30%以上；库卡收入跌势见底，同比微跌 0.9%；东芝实现盈利。预计公司上半年完成吸收合并小天鹅，运行效率更优，且国际化大有成效，预计未来 3 年净利润为 220、250、280 亿元，当前股价对应 PE 为 15、13、12 倍。

3) 格力电器 000651.SZ

公司 2018 年实现收入 2000 亿元,增长 33%;实现利润 262 亿元,增长 16.97%,为行业第一。2019 年 1 季报实现收入 410 亿元,增长 2.45%;实现利润 56.7 亿元,增长 1.6%。在实现收入过 2000 亿的历史性突破后,2019 年进入增速大幅放缓的巩固阶段。在盈利能力上,销售毛利率和净利率仍维持在行业较高的水准。产品层面看一季度格力空调销量增长 0.17%,其中内销增长 3.42%,出口下滑 5.16%,预计公司将进入低速增长期。但公司近期启动股权改革推动了估值预期调升,仍建议关注。

4) 青岛海尔 600690.SH

公司 2018 年实现收入 1833 亿元,增长 12%;实现利润 74.4 亿元,增长 7.7%。2019 年 1 季度实现收入 480 亿元,增长 10.17%;实现利润 21.3 亿元,增长 9.4%。从规模和复合成长率看,公司在 3 大巨头中居末。从盈利能力看,公司 5.55%的销售净利率也显著低于其它两巨头。公司冰洗业务优势更为突出,海外市场在并购后规模也大幅上升至 766.7 亿元,占比近 42%。公司的国际化和高端化战略初获成功,建议关注。

5) 浙江美大 002677.SZ

公司 2018 年实现营业收入 14 亿元,同比增长 36.49%;,归母净利润 3.78 亿元,同比增长 23.70%,2019 年一季度实现营业收入 2.90 亿元,同比增长 31.63%,归母净利润 0.75 亿元,同比增长 22.09%。集成灶作为厨电行业的新品类,通过多年的市场推广,以其节能环保等特点越来越被市场所接受和认可,成为老百姓喜闻乐见的产品,整个集成灶行业保持快速增长,另一方面公司加大销售费用的投入,致力于对多元化销售渠道的建设,电商增长较快。同时公司对表现好有潜力的经销商给予授信额度支持。总体看公司仍处于成长阶段,建议关注。

6) 苏泊尔 002032.SZ

公司 2018 年实现收入 178 亿元,同比增长 22.75%;利润 16.69 亿元,同比增长 25.9%;2019 年一季报实现营业收入 54.74 亿元,同比增长 12%;实现归母净利润 5.15 亿元,同比增长 13.81%。总体看,公司作为单独的厨房小家电龙头企业地位稳固,并借助外资大股东 SEB 的成熟产品和技术开发支持,进军环电领域,生产空气净化器、吸尘器、电熨斗、挂烫机等。公司通过产品多元化和接受大股东出口订单转移的发展战略卓有成效,建议关注。

7) 九阳股份 002242.SZ

公司 2018 年实现营业收入 81.69 亿元,同比增长 12.71%,归母净利润 7.54 亿元,同比增长 9.48%;公司拟以 7.67 亿股为基数,每 10 股派发现金红利 8 元(含税),合计派发 6.14 亿元。分红率 81.43% 2019 年 1 季度实现收入 18 亿元,同比增长 14.7%,归母净利润 1.63 亿元,同比增长 10.9%。公司初显增长迹象。产品层面食品加工机系列同比增长 8.2%;营养煲系列同比增长 18.7%;电磁炉系列增长 0.1%;西式电器同比增长 21.0%。公司的恢复成长来自于新产品的推出,去年以来推出了无人自动清洗豆浆机、静音破壁料理机、水冷压力煲、小红绳保温杯等新产品,建议关注。

8) 小天鹅 000418.SZ

小天鹅 2018 年实现收入 236.4 亿元，同比增长 10.5%，归母净利润 18.6 亿，同比增长 23.6%。2019 年一季度实现营业收入 73.60 亿元，同比增长 8.04%；归属于上市公司股东的净利润 6.03 亿元，同比增长 18.05%。产品层面看全年销售量同比增长 3% 以上，整体出厂均价同比提升 7% 左右，产品结构升级成为推动公司成长的主要力量。作为单独上市的洗衣机行业龙头，公司即将并入美的集团，必将促进未来美的洗衣机业务的进一步发展。

9) 华帝股份 002035.SZ

公司 2018 年实现营收 60.95 亿元，同比增长 6.36%；归属于上市公司股东的净利润 6.77 亿元，同比增长 32.83%；经营活动产生的现金流量净额为 6.29 亿元，较上年末增长 70.74%。2019 年一季度实现 13.31 亿元，同比减少 6.54%；归属于上市公司股东的净利润 1.32 亿元，同比增长 14.80%。产品层面看，2018 年油烟机收入 23.56 亿元，同比增长 1.42%，灶具收入 16.14 亿元，同比下降 3.38%，热水器收入 12.63 亿元，同比增长 24.50%，橱柜收入 3.60 亿元，同比增长 60.82%。可见公司产品增长点在烟灶之外及电商和工程渠道的增量，建议关注。

10) 老板电器 002508.SZ

公司 2018 年实现营业总收入 74.25 亿元，同比增长 5.81%，归母净利润 14.74 亿元，同比增长 0.85%；2019 年 1 季度实现营业总收入 16.60 亿元，同比增长 4.30%，归母净利润 3.20 亿元，同比增长 5.84%。公司已进入低速增长阶段。产品层面看，2018 年传统厨电增速停滞，油烟机/燃气灶/消毒柜同比+5.0%/-1.65%/+2.28%；新兴厨电增速较快，蒸汽炉/洗碗机/净水器同比 37.83%/54.62%/131.00%。公司 2018 年新增网点 2554 个至 8936 个。公司正通过产品创新和渠道下沉来应对烟灶市场的下滑，建议关注。

11 风险提示：

(1) 行业销售大幅滑坡；(2) 价格战导致盈利能力下降。

分析师声明

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

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810