

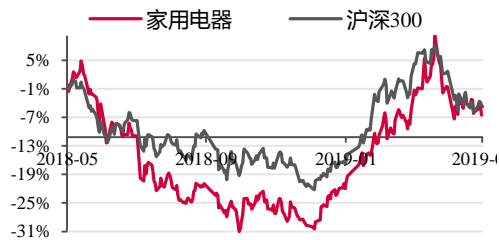
行业机会犹在，推荐白电、小家电及厨电

2019年05月31日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
家用电器	-5.96	6.68	-6.31
沪深300	-6.95	-0.77	-4.24

黄红卫

执业证书编号: S0530519010001  
huanghw@cfzq.com

彭敏

pengmin2@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理

相关报告

- 《家用电器：家用电器行业2019年4月月报：空调内销延续小阳春，冰洗外销表现较好》  
2019-05-08
- 《家用电器：家用电器行业2019年3月月报：市场总体偏冷淡，地产回暖带转机》  
2019-04-03
- 《家用电器行业2019年2月月报-白电竞争加剧，黑电迎来发展新机遇》  
2019-03-11

重点股票	2018E		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
美的集团	3.15	15.82	3.46	14.66	3.85	13.19	推荐
格力电器	4.50	11.98	4.45	11.57	5.25	9.82	谨慎推荐
青岛海尔	1.25	12.90	1.30	12.39	1.48	10.92	谨慎推荐
苏泊尔	1.91	36.66	2.44	30.75	2.79	26.88	推荐
华帝股份	0.77	15.86	0.85	14.36	0.96	12.72	推荐
老板电器	1.55	17.45	1.71	15.82	1.96	13.80	谨慎推荐
浙江美大	0.58	22.79	0.71	18.62	0.85	15.55	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- **投资意见：**家电板块增长的核心驱动力是业绩的提升，在经历了2018年的发展减速后，板块目前处于业绩的调整期，各细分板块面临着需求疲软、增速放缓的风险。当前业绩尚未出现明显改善，下半年在房地产市场好转及家电新政出台的预期下，需求有望复苏，看好白电、小家电和厨电板块，建议配置板块中具备估值优势、业绩支撑的龙头企业。综合考虑，维持行业“同步大市”评级。
- **白电板块：**板块具有较强的防御性，三大龙头企业在冰、洗、空领域占据绝对的优势，护城河深厚，业绩确定性较强。在原材料价格下行、房地产市场好转、家电新政出台等预期下，白电企业需求将得到一定程度的复苏，我们认为下半年应重点关注家电新政的方向，若本轮家电新政加大家电回收的力度，将更加有利于白电企业的业绩增长。推荐空调龙头格力电器及多元化发展的美的集团，建议关注加快全球化布局的青岛海尔。
- **小家电板块：**板块受房地产周期影响相对较弱，并具有更换周期短，单价低、品类多等特点，较其他家电产品更具消费品属性，在地产周期走弱甚至经济趋缓的背景下，优质小家电企业具备一定的穿越牛熊潜质。我们认为，小家电企业主要的竞争力是品牌的协同能力和品类的延伸性，以及传统品类市场地位的牢固性。推荐渠道建设完善及小家电品类齐全的龙头苏泊尔，建议关注细分领域依托单品实现业绩增长的九阳股份、飞科电器、莱克电气、奥佳华等。
- **厨电板块：**板块与房地产关联度较高，在地产不景气的2018年，厨电板块经历了发展的大减速。年初以来，地产有好转迹象，市场预期2019年将是上一轮商品房销售的集中交房期，加之地产竣工数据的好转，厨电需求有望复苏，渠道布局完善及产品价格优势的企业将更为受益，我们看好厨电板块在后续地产回暖时的业绩弹性。推荐渠道覆盖率高的华帝股份，建议关注厨电龙头老板电器，集成灶龙头浙江美大。
- **风险提示：**房地产低迷，行业竞争激烈，家电新政效果不达预期。

## 内容目录

<b>1 市场回顾</b>	<b>5</b>
1.1 行情回顾	5
1.2 估值情况	6
1.3 2018 年及 2019Q1 业绩情况	7
<b>2 2019 年家电板块展望</b>	<b>12</b>
2.1 地产有望好转，需求或将复苏	12
2.2 制造业增值税降低，企业税负成本有望减轻	14
2.3 新一轮家电新政出台，政策效果值得期待	15
<b>3 白电：市场表现好于预期，空调库存风险可控</b>	<b>16</b>
3.1 强者恒强，竞争格局稳定	17
3.2 空调库存风险相对可控，旺季来临机会隐现	19
3.3 行业展望：关注家电消费新政，白电龙头受益明显	20
<b>4 小家电：产品结构升级，行业发展稳健</b>	<b>21</b>
4.1 小家电经营整体企稳，线上线下分化明显	21
4.2 传统品类市场竞争格局稳定，新兴产品结构升级表现亮眼	23
4.3 行业展望：把握结构性发展机会	25
<b>5 厨电：房地产市场回暖，需求有望复苏</b>	<b>26</b>
5.1 2018 年发展大减速，市场格局较分散	26
5.2 集成灶等新兴产品崛起	28
5.3 行业展望：板块有望触底反弹	28
<b>6 黑电：行业竞争激烈，需求受政策刺激影响</b>	<b>29</b>
<b>7 重点标的介绍</b>	<b>30</b>
7.1 格力电器 (000651.SZ)：混改后治理结构有望改善，把握估值提升机会	31
7.2 美的集团 (000333.SZ)：空调份额高增长，业绩有望超预期	31
7.3 青岛海尔 (600690.SH)：全球化布局深化，冰洗龙头地位稳固	32
7.4 老板电器 (002508.SZ)：地产复苏预期，需求有望好转	32
7.5 华帝股份 (002035.SZ)：品牌渠道齐发力，盈利能力改善明显	33
7.6 浙江美大 (002035.SZ)：业绩稳定增长，集成灶行业龙头地位稳固	34
7.7 苏泊尔 (002035.SZ)：内外销齐发力，业绩保持平稳	34
<b>8 投资意见</b>	<b>35</b>
<b>9 风险提示</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图 1：2019 年初至 2019 年 5 月 22 日申万一级子行业涨跌幅	5
图 2：2019 年初至 2019 年 5 月 22 日子行业涨跌幅	5
图 3：家用电器板块估值情况	6
图 4：家用电器板块历史估值情况	6
图 5：子板块估值情况	7
图 6：家用电器子板块市净率情况	7
图 7：2018 年申万家电板块实现营业总收入 12309.51 亿元，同比增长 13.93%	8

图 8: 2018 年家电板块在申万一级子行业中营业总收入同比增速排名 14 位	8
图 9: 2018 年申万家电归母净利润下滑 9.58%	8
图 10: 2018 年申万家电扣非归母净利润增长 0.36%	8
图 11: 2018 年申万家电板块毛利率、净利率有所下滑	9
图 12: 2018 年申万家电板块三费均有所下降	9
图 13: 2019Q1 营收增速放缓	9
图 14: 2019Q1 归母净利润增速放慢	9
图 15: 年初以来铜价与铝价稳中有降 (单位: 美元/吨)	10
图 16: 年初以来塑料价格企稳	10
图 17: 2019Q1 毛利率、净利率有所改善	10
图 18: 2019Q1 销售费用率有所提升	10
图 19: 2018 年白电板块营收增长位于第一位	11
图 20: 2018 年白电板块归母净利润同比增长 10.14%	11
图 21: 2019Q1 黑电板块营收增长位于第一位	12
图 22: 2019Q1 小家电归母净利润增速表现亮眼	12
图 23: 家电需求拆分	12
图 24: 2004 年-2018 年空调内销增速与房地产销售面积增速关联	13
图 25: 全国商品房住宅销售面积及同比增速	14
图 26: 全国商品房住宅竣工面积及同比增速	14
图 27: 2018 年白电营业总收入及同比增速	17
图 28: 2018 年白电归母净利润及同比增速	17
图 29: 2019Q1 白电营业总收入及同比增速	17
图 30: 2019Q1 白电归母净利润及同比增速	17
图 31: 空调各品牌市占率	18
图 32: 冰箱各品牌市占率	18
图 33: 洗衣机各品牌市占率	19
图 34: 2019 年厂商出货端空调销量及库存	20
图 35: 2018 年小家电白电营收及同比增速	21
图 36: 2018 年小家电归母净利润及同比增速	21
图 37: 2019Q1 小家电营收及同比增速	21
图 38: 2019Q1 小家电归母净利润及同比增速	21
图 39: 2018-2019Q1 生活电器线下规模	22
图 40: 2018-2019Q1 生活电器电商规模	22
图 41: 2019Q1 生活家电各品类线下市场增长	22
图 42: 2019Q1 生活家电各品类电商市场增长	22
图 43: 2019 年 Q1 线下、线上各类生活产品增速	23
图 44: 2019Q1 厨房烹饪类产品线上/线下拉动点数 (零售额)	23
图 45: 电饭煲市占率	24
图 46: 同等价位电饭煲不同品牌比较	24
图 47: 2019Q1 厨房水料类重点产品电商同比增长 (零售额)	24
图 48: 2019Q1 破壁料理机月度线上同比增长 (零售量)	24
图 49: 2018-2019Q1 破壁料理机月度线上均价对比	24
图 50: 2019Q1 吸尘器产品类型结构	25
图 51: 2019Q1 吸尘器不同类型产品同比增速	25
图 52: 2019Q1 美发系列各品类规模及同比增速	25

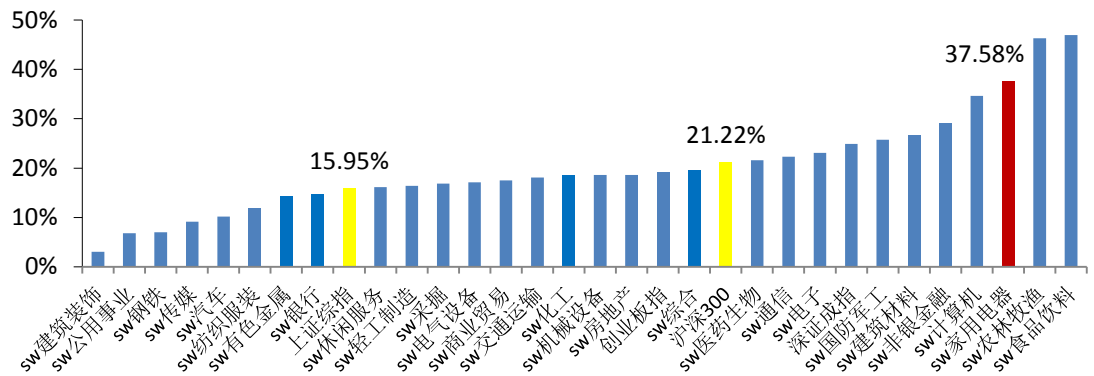
图 53: 2018 厨电板块营收及同比增速	26
图 54: 2018 厨电板块净利润及同比增速	26
图 55: 2019Q1 厨电板块营收及同比增速	26
图 56: 2019Q1 厨电板块净利润及同比增速	26
图 57: 集成灶产品	28
图 58: 传统的抽油烟机、燃气灶及消毒柜	28
图 59: 浙江美大营业总收入及同比增速	28
图 60: 浙江美大归母净利润及同比增速	28
图 61: 黑电营业总收入及同比增速	29
图 62: 黑电归母净利润及同比增速	29
图 63: 2019Q1 电视销量及同比增速	29
图 64: 不同尺寸液晶面板价格 (美元/片)	30
图 65: 格力电器营业总收入及同比增速	31
图 66: 格力电器归母净利润及同比增速	31
图 67: 美的集团营业总收入及同比增速	32
图 68: 美的集团归母净利润及同比增速	32
图 69: 青岛海尔营业总收入及同比增速	32
图 70: 青岛海尔归母净利润及同比增速	32
图 71: 老板电器营业总收入及同比增速	33
图 72: 老板电器归母净利润及同比增速	33
图 73: 华帝股份营业总收入及同比增速	34
图 74: 华帝股份归母净利润及同比增速	34
图 75: 浙江美大营业总收入及同比增速	34
图 76: 浙江美大归母净利润及同比增速	34
图 77: 苏泊尔营业总收入及同比增速	35
图 78: 苏泊尔归母净利润及同比增速	35
表 1: 各公司子行业分类表	10
表 2: 新房对空调拉动占比测算	13
表 3: 房地产对家电不同品类需求的影响	14
表 4: 不同议价能力下家电企业净利润的影响	15
表 5: 本次北京市节能减排补贴商品及标准	16
表 6: 生活小家电的分类	22
表 7: 2018 年 12 月油烟机各品牌市占率及均价	27
表 8: 2018 年 12 月燃气灶各品牌市占率及均价	27
表 9: 家电产业黑电相关产业刺激政策	30

## 1 市场回顾

### 1.1 行情回顾

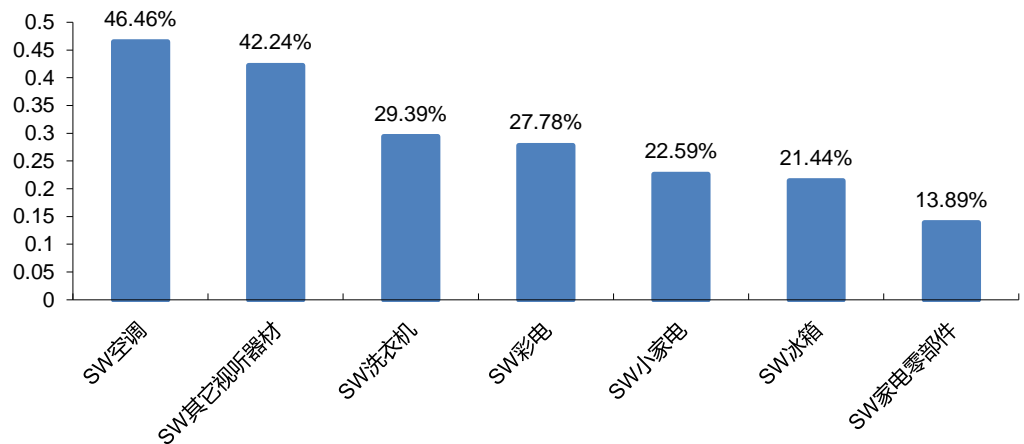
2019年初至5月22日,家用电器(申万)指数、沪深300、上证综指分别上涨37.58%、21.22%、15.95%,家用电器指数跑赢沪深300指数16.36个百分点,跑赢上证综指21.63个百分点,在申万28个一级子行业中排名第3位。子板块中空调、其他视听器材、洗衣机、彩电、小家电、冰箱、家电零部件分别上涨46.46%、42.24%、29.39%、27.78%、22.59%、21.44%、13.89%。空调板块表现亮眼,涨幅位居子板块第一位,主要是因为美的集团降价促销带来行业景气度回升,以及受格力电器股权转让消息的刺激,带动板块整体上涨。

图1: 2019年初至2019年5月22日申万一级子行业涨跌幅



资料来源: wind, 财富证券

图2: 2019年初至2019年5月22日子行业涨跌幅

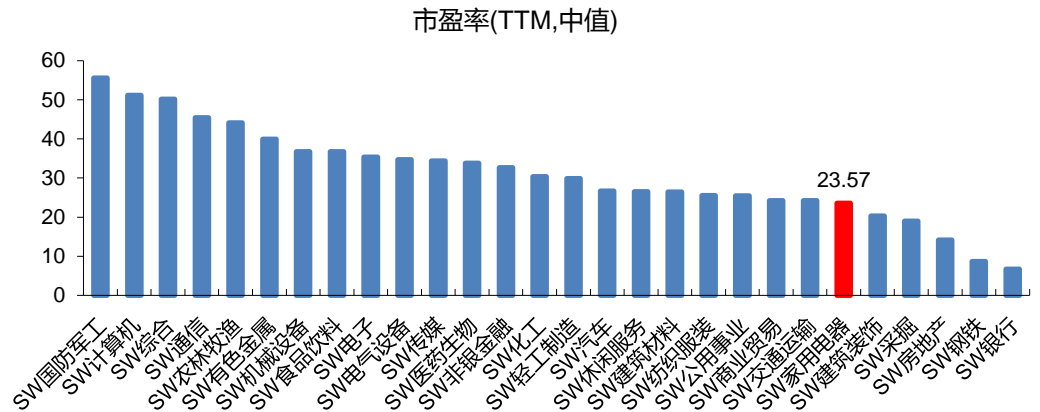


资料来源: wind, 财富证券

## 1.2 估值情况

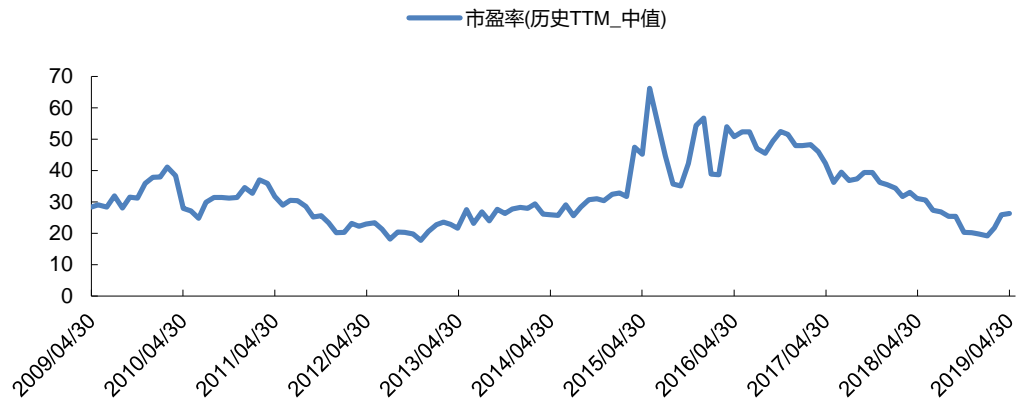
截至2019年5月22日家用电器板块PE(TTM)中值为23.57倍,相对全部A股估值折价26.20%。家用电器子板块方面,洗衣机板块的估值最低,空调板块估值最高。空调、冰箱、其他视听器材、彩电、家电零部件、小家电、洗衣机市盈率分别为65.12倍、53.69倍、49.73倍、38.37倍、25.45倍、19.84倍、18.57倍。

图3: 家用电器板块估值情况



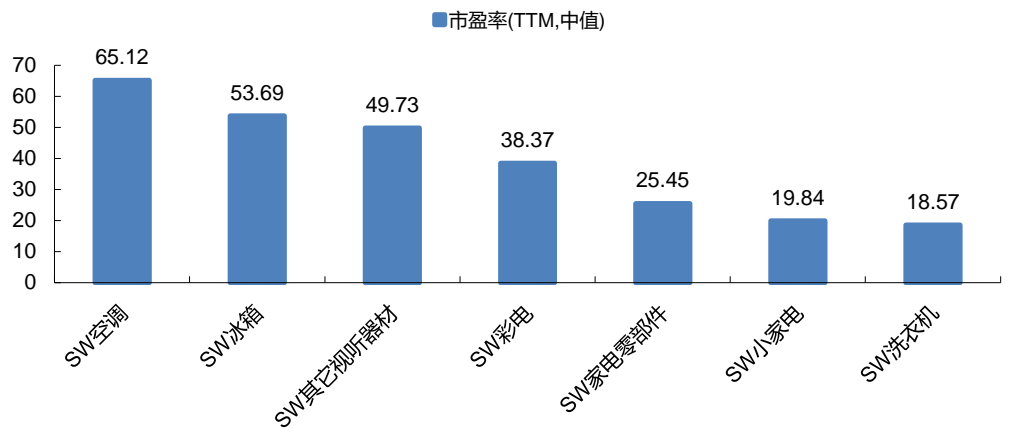
资料来源: wind, 财富证券

图4: 家用电器板块历史估值情况



资料来源: wind, 财富证券

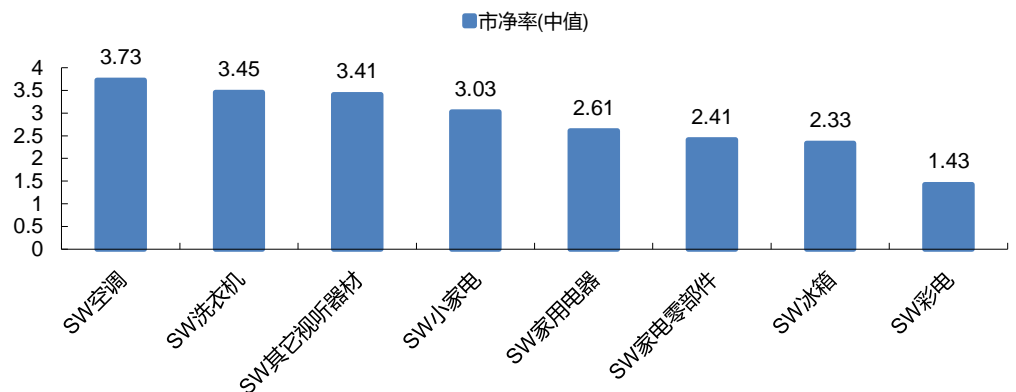
图 5：子板块估值情况



资料来源：wind，财富证券

截至 2019 年 5 月 22 日家用电器板块 PB 中值为 2.61 倍，相对 A 股的估值溢价 11.06%。比较而言，估值较低的子行业为彩电、冰箱、家电零部件。

图 6：家用电器子板块市净率情况

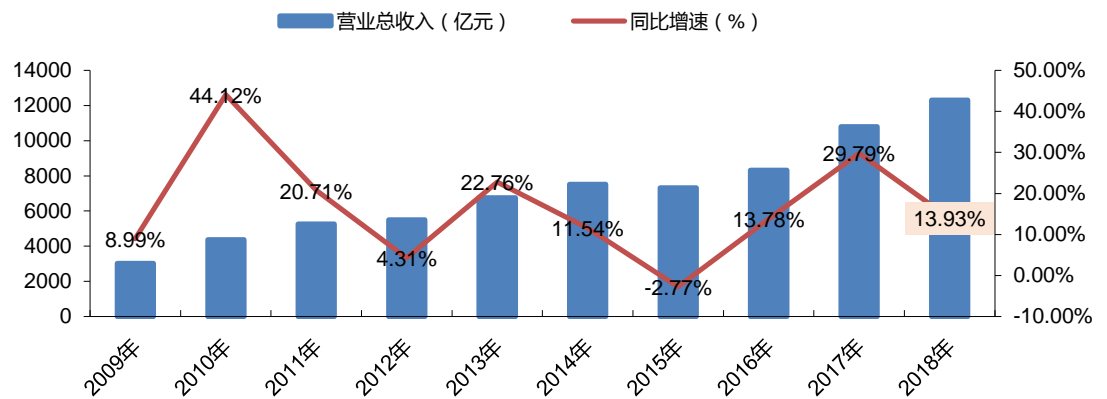


资料来源：wind，财富证券

### 1.3 2018 年及 2019Q1 业绩情况

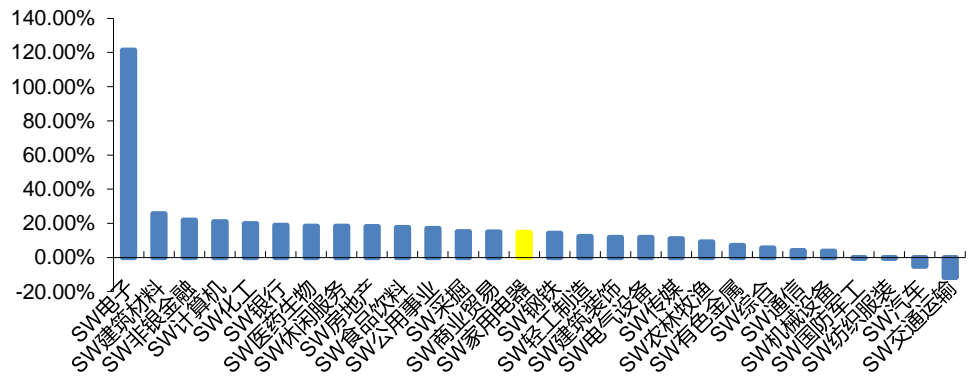
**2018 年营收增速放缓，盈利能力降低。**2018 年，申万家电板块共实现营业总收入 12309.51 亿元，同比增长 13.93%，同比增速在申万一级行业分类中排名 14 位，同比增速位于中间位置。2018 年实现归母净利润 637.33 亿元，同比下滑 9.58%，扣非后归母净利润 559.05 亿元，同比增长 0.36%。利润端波动较大，主要系在整体需求疲软和经济下行压力下，部分公司单季计提较大的资产减值损失，拖累板块利润表现。

图 7：2018 年申万家电板块实现营业总收入 12309.51 亿元，同比增长 13.93%



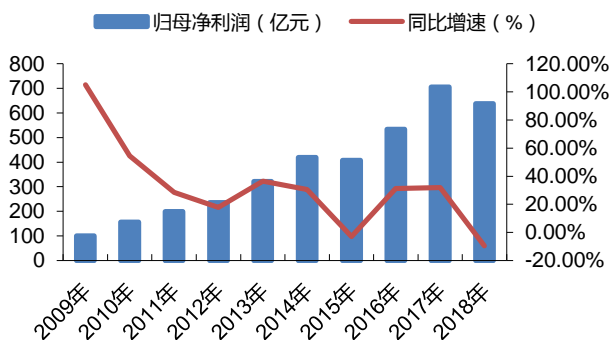
资料来源: wind, 财富证券

图 8：2018 年家电板块在申万一级子行业中营业总收入同比增速排名 14 位



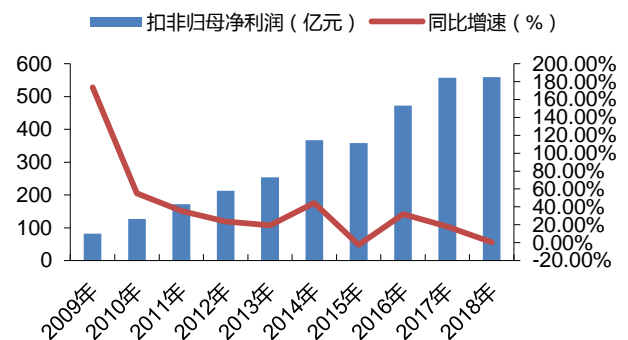
资料来源: wind, 财富证券

图 9：2018 年申万家电归母净利润下滑 9.58%



资料来源: wind, 财富证券

图 10：2018 年申万家电扣非归母净利润增长 0.36%

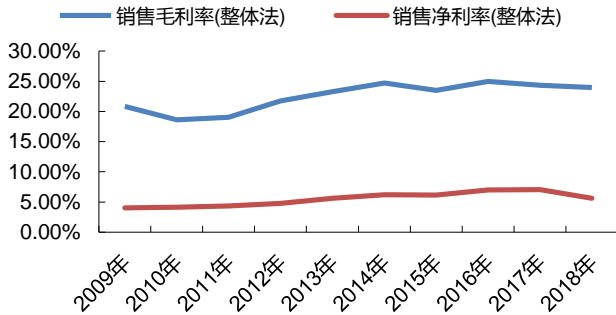


资料来源: wind, 财富证券



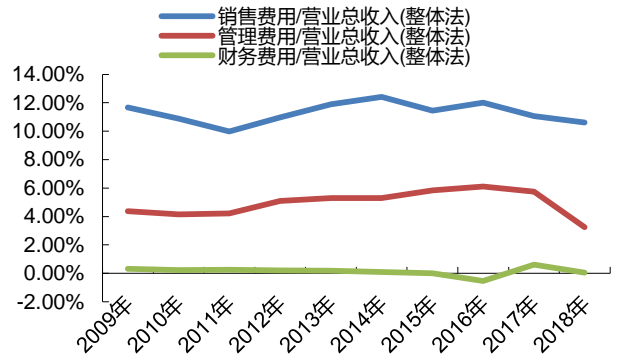
2018年申万家电板块毛利率同比下降0.39个百分点至23.96%，净利率同比下降1.41个百分点至5.63%，净利率达2014年以来最低点，板块盈利能力有所下降。销售费用率同比下降0.45个百分点至10.61%，管理费用率同比下降2.52个百分点至3.24%，财务费用率下降0.46个百分点至0.05%。

图 11：2018 年申万家电板块毛利率、净利率有所下滑



资料来源：wind，财富证券

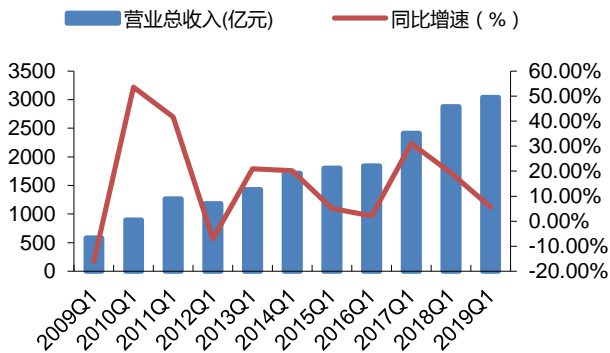
图 12：2018 年申万家电板块三费均有所下降



资料来源：wind，财富证券

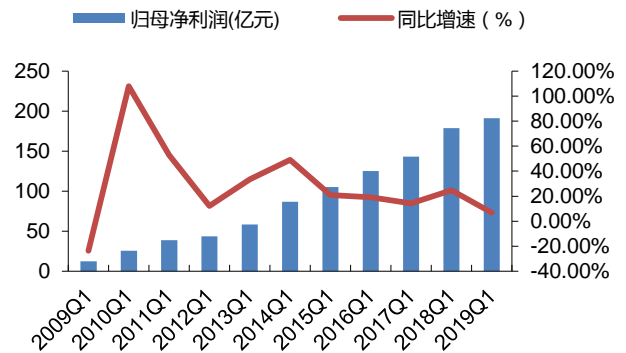
**2019 Q1 营收低位增长，盈利能力继续承压。**2019 Q1 申万家电板块共实现营业收入 3038.05 亿元，同比增长 5.64%，归母净利润 191.06 亿元，同比增长 6.86%，一季度营收及归母净利润增速均较 2018 年 Q1 放慢。

图 13：2019Q1 营收增速放缓



资料来源：wind，财富证券

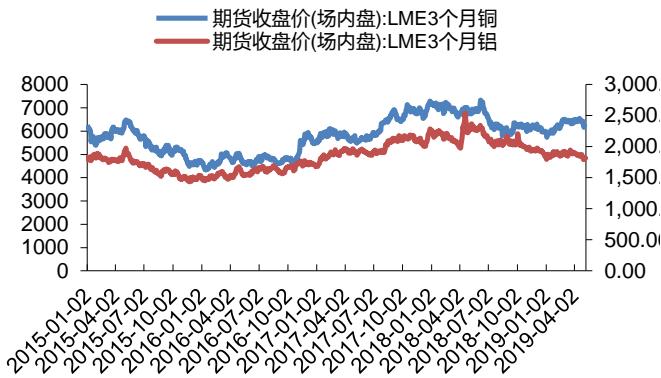
图 14：2019Q1 归母净利润增速放慢



资料来源：wind，财富证券

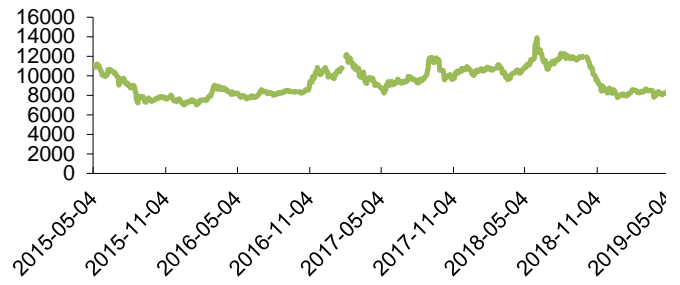
2019Q1 家电板块毛利率同比回升 0.86 个百分点至 24.55%，净利率回升 0.15 个百分点至 6.83%，毛利率及净利率稳步回升。原材料价格方面，从 2019Q1 来看，铜、铝等原材料价格自 2016 年以来持续上行，进入 2019 年以来价格稳中有降，塑料价格指数企稳，总体来看，大宗原材料价格指数企稳，家电企业毛利率有望修复。

图 15: 年初以来铜价与铝价稳中有降 (单位: 美元/吨)



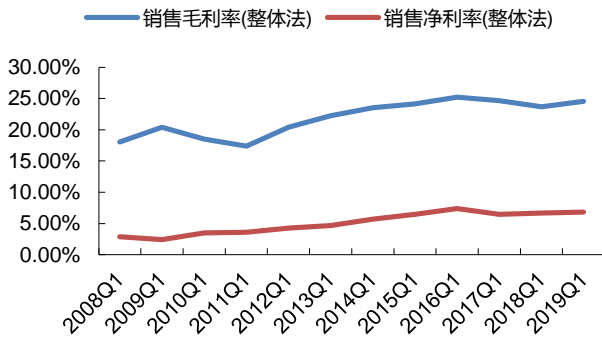
资料来源: wind, 财富证券

图 16: 年初以来塑料价格企稳



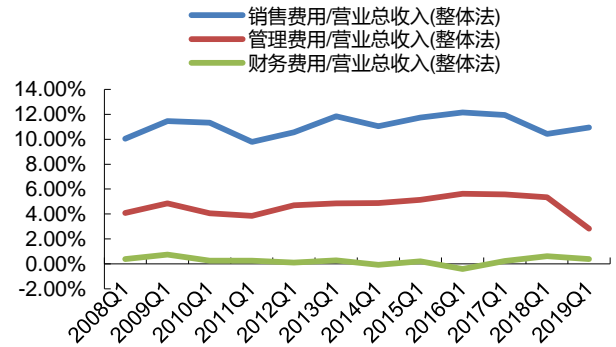
资料来源: wind, 财富证券

图 17: 2019Q1 毛利率、净利率有所改善



资料来源: wind, 财富证券

图 18: 2019Q1 销售费用率有所提升



资料来源: wind, 财富证券

白电稳定增长, 厨电业绩触底。为便于更好的分析, 我们剔除家电行业中已经转型的企业, 如顺钠股份、依米康、长青集团等, 并进一步根据公司业务对所选 58 家公司进行分类, 共分为白电、黑电及其他、厨电、小家电及其他、家电零部件五个子行业。

表 1: 各公司子行业分类表

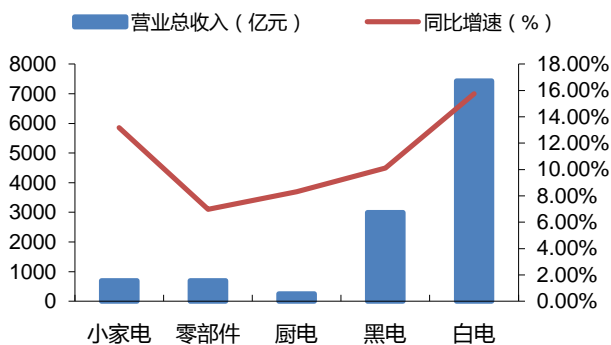
行业	证券代码	公司名称	行业	证券代码	公司名称
白电	000333.SZ	美的集团	黑电及其他	002848.SZ	高斯贝尔
	000418.SZ	小天鹅 A		000016.SZ	深康佳 A
	000521.SZ	长虹美菱		000810.SZ	创维数字
	000651.SZ	格力电器		002429.SZ	兆驰股份
	000921.SZ	海信家电		600060.SH	海信电器
	600336.SH	澳柯玛		600839.SH	四川长虹
	600690.SH	青岛海尔		000100.SZ	TCL 集团
	600854.SH	春兰股份		000404.SZ	长虹华意
600983.SH	惠而浦	002011.SZ		盾安环境	
				002050.SZ	三花智控
				002418.SZ	康盛股份

	002032.SZ	苏泊尔		002676.SZ	顺威股份
	002242.SZ	九阳股份		002860.SZ	星帅尔
	002403.SZ	爱仕达		300160.SZ	秀强股份
	002473.SZ	圣莱达		300217.SZ	东方电热
	002614.SZ	奥佳华		300342.SZ	天银机电
	002681.SZ	奋达科技		300403.SZ	汉宇集团
	002705.SZ	新宝股份		300475.SZ	聚隆科技
小家电及其他	002723.SZ	金莱特	家电零部件	600619.SH	海立股份
	002759.SZ	天际股份		603519.SH	立霸股份
	300247.SZ	融捷健康		603578.SH	三星新材
	603355.SH	莱克电气		603657.SH	春光科技
	603579.SH	荣泰健康		603677.SH	奇精机械
	603868.SH	飞科电器		603726.SH	朗迪集团
	002260.SZ	*ST 德奥		603996.SH	中新科技
	603486.SH	科沃斯		002420.SZ	*ST 毅昌
	002615.SZ	哈尔斯		002290.SZ	*ST 中科
	002035.SZ	华帝股份			
	002508.SZ	老板电器		002543.SZ	万和电气
厨电	002677.SZ	浙江美大		603366.SH	日出东方
	002035.SZ	华帝股份			

资料来源：财富证券

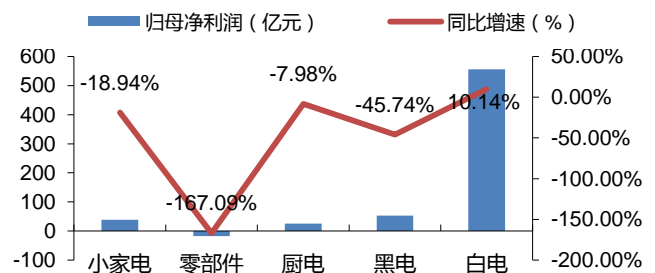
2018 年各子板块营收均保持正向增长，其中白电表现最佳，同比增速达 15.74%，其次是小家电 (+13.17%)、黑电 (+10.11%)、厨电 (+8.32%)、家电零部件 (+6.98%)。从归母净利润来看，白电同比增长 10.14%，其他板块均呈不同程度下滑。

图 19：2018 年白电板块营收增长位于第一位



资料来源：wind，财富证券

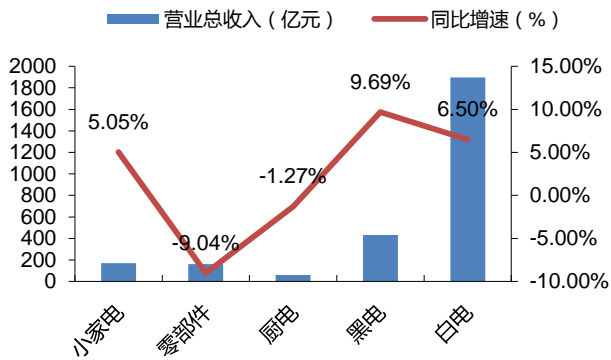
图 20：2018 年白电板块归母净利润同比增长 10.14%



资料来源：wind，财富证券

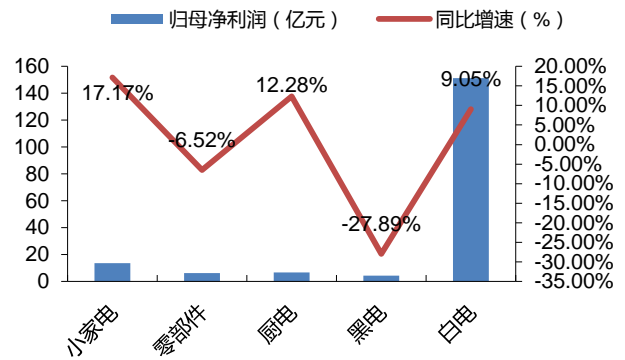
2019Q1 各子板块营收同比增速分别为黑电 (+9.69%)、白电 (+6.50%)、小家电 (+5.05%)、厨电 (-1.27%)、零部件 (-9.04%)。2019Q1 小家电归母净利润同比增长较快，达 17.17%，其次是厨电 (+12.28%) 及白电 (+9.05%)。

图 21: 2019Q1 黑电板块营收增长位于第一位



资料来源: wind, 财富证券

图 22: 2019Q1 小家电归母净利润增速表现亮眼



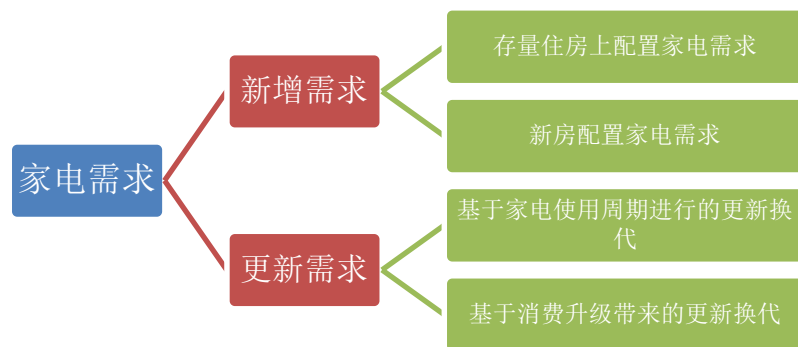
资料来源: wind, 财富证券

## 2 2019 年家电板块展望

### 2.1 地产有望好转, 需求或将复苏

家电需求可以分为新增需求以及更新需求。新增需求可以分为存量住房上配置家电需求以及新房配置需求, 房地产对家电市场的影响, 主要体现在房产销售后或早或晚所衍生出的装修需求, 进而拉动家电新增需求, 即体现在新房配置需求方面。更新需求主要是基于家电使用周期及消费升级所进行的更新换代, 空调、冰箱、洗衣机等家电使用周期为 10 年左右。

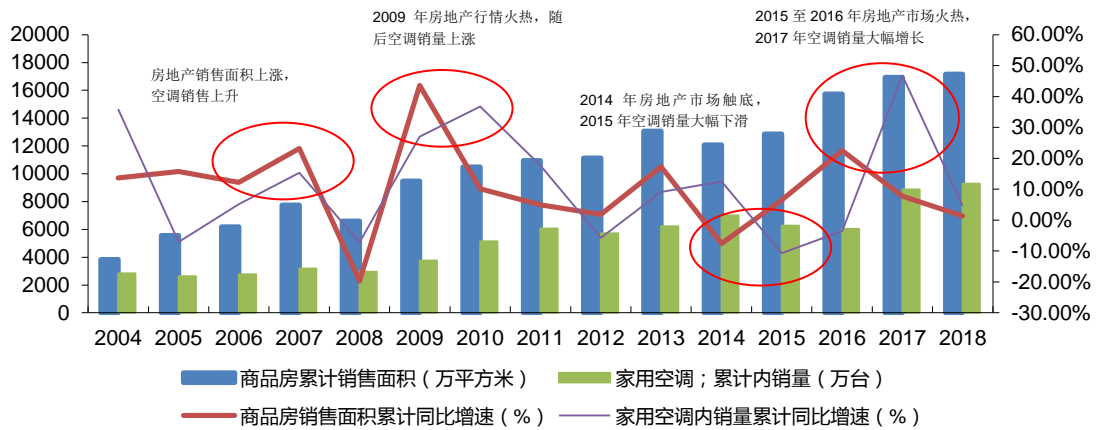
图 23: 家电需求拆分



资料来源: 财富证券

基于市场对家电行业受房地产波动影响的担忧, 我们认为有必要认真审视房地产对家电行业基本面乃至估值端的影响。我们选择大家电品类中表现最优秀的空调为例来看房地产的影响。从历史来看, 2005 年房地产回暖后, 2006 年和 2007 年空调销量扭转负增长趋势, 分别同比增长 5.15%、15.29%; 2008 年遭遇金融危机后, 2009 年房地产回暖, 房地产市场行情火热, 2009 年商品房销售面积同比增长 43.6%, 空调销量在 2010 年同比增长 36.73%。2010 年以后房地产行业开始调控, 一直到 2014 年房地产销量增速为负, 2015 年空调销量出现了负增长; 2016 年房地产市场火热, 2017 年空调销量高涨, 同比增长 46.81%。可以看出, 空调销量与商品房的销售存在一定的关联性。

图 24：2004 年-2018 年空调内销增速与房地产销售面积增速关联



资料来源：wind，财富证券

基于以上的观点，我们分析房地产对家电的影响，采用新房对家电配置需求的影响。以空调为例，我们统计了 2005 年至 2017 年我国住宅销售套数，并对新房装修比例根据当年实际情况进行假设，其中 2009 年及 2016 年为两次房地产市场的爆发期，我们预计投资比例会有所上升，因此下调装修比例。新房每户购置的数量采用当年空调城镇户均保有量指标，由于 2013 年统计口径发生了变化，导致空调每百户拥有量下滑，因此从 2013 年以后，新房每户购置数量设置为当年城镇空调户均保有量的 1.5 倍。可以看到，随着时间的推移以及空调保有量的不断提升，新房对空调拉动占比波动上升。截至到 2017 年，新房对空调行业的拉动力约为 23.23%。

表 2：新房对空调拉动占比测算

时间	住宅销售套数 (万套)	装修比例	新房每户购置 (台/户)	新房拉动空调 销量(万台)	年实际内销量 (万台)	新房拉动占比
2005	423.54	0.90	0.81	307.50	2634.12	11.67%
2006	504.91	0.90	0.88	398.93	2769.65	14.40%
2007	625.13	0.90	0.95	534.93	3,193.12	16.75%
2008	556.58	0.90	1.00	502.33	2,964.66	16.94%
2009	804.05	0.85	1.07	730.19	3,766.87	19.38%
2010	881.75	0.85	1.12	839.95	5,150.32	16.31%
2011	913.97	0.85	1.22	947.78	6,060.40	15.64%
2012	944.64	0.85	1.27	1018.22	5,715.92	17.81%
2013	1104.63	0.85	1.53	1439.39	6,235.20	23.08%
2014	1010.44	0.85	1.61	1383.64	7,016.50	19.72%
2015	1057.89	0.85	1.72	1545.74	6,268.70	24.66%
2016	1282.26	0.80	1.86	1903.38	6,048.60	31.47%
2017	1336.14	0.80	1.93	2061.93	8,875.60	23.23%

资料来源：wind，财富证券

基于上文的分析，以 2017 年为例，新房拉动空调新增需求比例占 23.23%，其余部分分别由存量住房上的新增需求以及更新需求组成。通常情况下，我们认为除新房拉动带来的新增需求以外，存量住房上的新增需求一是体现在未装修的房子新装修时带来的

空调新增需求，二是每户空调保有量的提升，家庭从一户一机向一户多机发展，此部分需求我们预计拉动空调新增需求占比约为40%，其他的由更新需求拉动，占比约36.77%。

以同样的方式，对房地产与冰箱、洗衣机及油烟机的关联性进行测算，分别得出2017年新房对各品类的拉动力为35.07%、34.22%、40.08%，可以看到，受新房拉动占比最大的为厨电板块的抽油烟机，其次是冰箱和洗衣机。

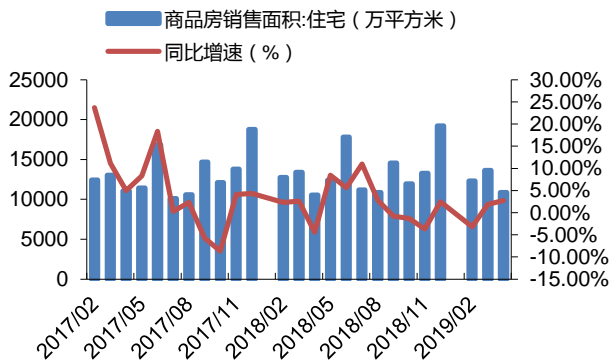
表 3: 房地产对家电不同品类需求的影响

	家电品类	新房拉动占比（以2017年为例）
房地产	空调	23.23%
	冰箱	35.07%
	洗衣机	34.22%
	厨电	40.08%

资料来源：财富证券

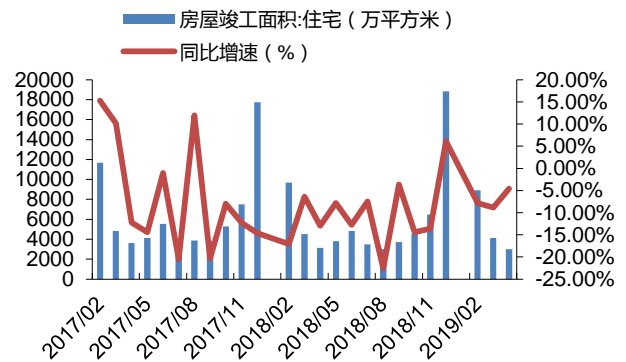
2019年年初以来，全国商品房住宅销售面积及竣工面积均出现回暖迹象。国家统计局数据显示，2019年1-4月，全国商品房住宅销售面积3.68亿平方米，同比增长0.40%，其中2月、3月、4月分别同比增长-3.20%、1.84%、2.74%。2019年1-4月，全国商品房住宅竣工面积16.04亿平方米，同比增长-7.50%，其中2月、3月、4月分别同比增长-7.81%、-8.82%、-4.55%，降幅收窄。房地产销售及竣工数据有所好转的趋势有望带来家电需求的复苏，影响较大的是新房拉动占比较大的厨电板块，在房地产好转预期下，预计业绩保持稳定增长。

图 25: 全国商品房住宅销售面积及同比增速



资料来源：wind，财富证券

图 26: 全国商品房住宅竣工面积及同比增速



资料来源：wind，财富证券

## 2.2 制造业增值税降低，企业税负成本有望减轻

继2018年5月1日宣布将17%/11%两档税率分别下调1个百分点后，2019年政府工作报告提出实施更大规模的减税，从2019年4月1日起将制造业等行业现行16%的增值税率进一步降至13%。我们认为，增值税下降有助于减轻企业税负成本，有利于企业的经营发展。从家电行业来看，降低增值税对家电企业的影响主要看企业在产业链中的议价能力，增值税属于价外税，根据企业在产业链中的议价能力使得收入端与成本端受



到减税而间接产生作用。

应纳增值税=销项税-进项税+不可抵扣的进项税及转出

表 4：不同议价能力下家电企业净利润的影响

	上游议价能力	下游议价能力	对净利润影响
情形一	强	强	提升
情形二	弱	强	提升
情形三	强	弱	不变
情形四	弱	弱	下降

资料来源：财富证券

在情形一下，企业对上下游同时拥有较强的议价能力，对下游企业可以保持减税的红利，维持含税出厂价不变，对应不含税收入增加，而对上游采购原材料时要求分享减税红利维持采购价格，对应不含税成本不变，此时企业的营业收入提升，营业成本不变，营业利润提升。在家电板块中，白电龙头格力电器、美的集团、青岛海尔等企业具有较强的产业链定价权，接近情形一的情况，受益比较明显。

在情形二中，企业对上游议价能力弱，对下游议价能力强，对下游企业可以保持减税的红利，维持含税出厂价不变，对应不含税收入增加，而上游要求获取减税红利，此时企业的采购价格提升，不含税成本提高，若成本增加幅度小于营收提升幅度，此种情形下企业利润提升幅度有限。

在情形三中，企业对上游拥有较强的议价能力，对下游议价能力较弱，下游要求获取减税红利，此时企业维持不含税收入不变，而对上游采购原材料时要求分享减税红利维持采购价格，对应不含税成本不变，此种情况下企业利润不变。

在情形四中，企业对上下游议价能力都比较弱，此时企业的商品出厂价不变，下游要求获取减税红利，此时企业维持不含税收入不变，而上游要求获取减税红利，此时企业的采购价格提升，不含税成本提高，此种情形下企业利润有可能出现下降。

### 2.3 新一轮家电新政出台，政策效果值得期待

2019年1月29日，十部委联合印发《关于优化供给推动消费平稳增长，促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，方案共包括六大类24条内容，共有四条内容涉及家用电器，分别为第十四条、第十八条、第十九条及第二十二条。本次方案共有四条涉及促进家电消费方面，主要侧重点有：支持绿色、智能家电销售；促进家电产品更新换代；通过开展消费扶贫带动贫困地区产品销售以及构建家电产品安全使用意识。在实施方面，将采用财政补贴等方式推广高效节能智能产品。另外方案还指出，有条件的地方可对4K超高清电视推广应用予以补贴。

对比两轮政策，相同点在于都将“节能补贴”及“以旧换新”政策相结合，本轮补贴聚焦于带动高能效、智能化产品销售并促进前期普及家电产品更新需求的释放。不同的是，产品范围上本轮新增了抽油烟机、灶具及机顶盒等品类；同时也提出对涉及人身

健康、安全环保的产品实行强制产品质量认证；另外，本轮补贴暂不涉及中央财政，政策倾向由有条件的地方政府因地制宜，与之类似的是在 2013 年全国性家电补贴政策全面退出后，部分区域相继推出的地方性补贴政策。

2019 年 1 月 30 日，北京市商务局率先发布了“推出新一轮节能减排促消费政策”的消息，提出：为倡导节能高效、绿色低碳的消费方式，引导市民绿色消费理念，促进消费增长，北京市推出新一轮为期 3 年的节能减排促消费政策，于 2 月 1 日正式实施。北京市之前已经推出过刺激政策，2011 年 9 月至 2012 年 2 月，北京市推出能效补贴政策，在全国性以旧换新基础上再享受 100 至 300 元不等的节能补贴，2015 年 11 月 27 日至 2018 年 11 月 30 日，推出节能减排政策，对彩电、电冰箱、洗衣机、空调、热水器、微波炉、吸油烟机、家用燃气灶、坐便器、淋浴器、空气净化器、自行车 12 类产品进行补贴。

本次北京市推出的节能减排促消费的政策商品类别由过往的 12 类增至 15 类，包括电视机、电冰箱、洗衣机、空调、热水器、微波炉、吸油烟机、家用燃气灶、电饭锅、家用电磁灶、家用电风扇、坐便器、淋浴器、空气净化器、自行车，本轮补贴政策率先从苏宁、大中、京东、国美、居然之家等企业启动。

表 5：本次北京市节能减排补贴商品及标准

	节能减排商品	补贴标准	补贴限额	较过往差异
1	电视机			
2	电冰箱			
3	洗衣机	一级能效标识补贴		
4	空调	标准为商品销售价		
5	热水器	格的 13%，二级为		
6	微波炉	8%。	800 元	
7	吸油烟机			
8	家用燃气灶			
9	坐便器	20%		
10	淋浴器	20%		
11	空气净化器	10%		
12	自行车	10%		
13	电饭煲	一级能效标识补贴		
14	家用电磁灶	标准为商品销售价	800 元	新增商品
15	家用电风扇	格的 13%，二级为 8%。		

资料来源：北京市商务局，财富证券

从补贴力度、产品覆盖范围看，北京市作为全国财政支付能力最高的地区之一，补贴力度足够大。但限于各地财力差距，我们预计其他地区补贴力度将弱于北京市。假设本轮家电消费政策完全依赖于地方补贴，预计全国范围的补贴强度将弱于前次家电消费政策的水平，政策效果需进一步观察。

### 3 白电：市场表现好于预期，空调库存风险可控

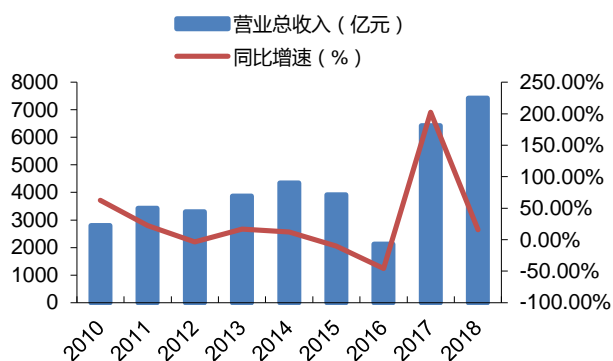


### 3.1 强者恒强，竞争格局稳定

白电板块最主要的产品为空调、冰箱及洗衣机。2018年实现营业总收入7427亿元，同比增长15.74%，实现归母净利润556.22亿元，同比增长10.14%，营收及归母净利润同比增速较2017年均大幅下滑。2019Q1白电营收和归母净利润均实现个位数的微增长，营收同比增长6.5%，归母净利润同比增长9.05%。

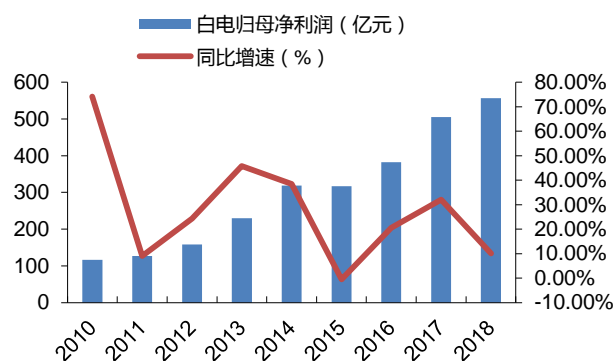
根据产业在线数据，2018年空调产量达14952.9万台，同比增长0.04%，销量达15054.5万台，同比增长6.24%，增速较2017年同期分别下降28.64个百分点、24.75个百分点。据中怡康监测数据显示，2018年全年冰箱线上市场零售规模达到1575万台、330亿元，分别同比增长6.9%、19.7%，零售量首次跌破两位数增长，创近几年的同期增速新低。2018年洗衣机市场零售规模达到3689万台、716亿元，分别同比增长-0.6%、4.7%，其中，就零售量同比增长而言，是近几年内首次出现负增长。

图 27：2018 年白电营业总收入及同比增速



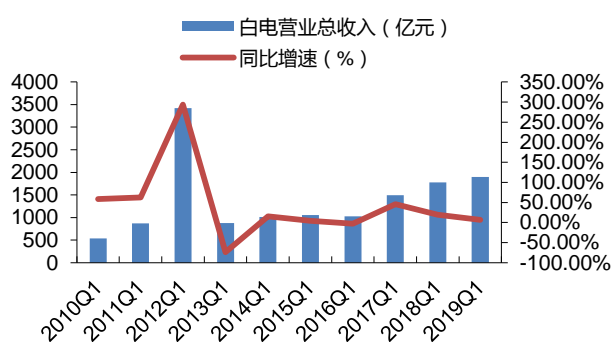
资料来源：wind，财富证券

图 28：2018 年白电归母净利润及同比增速



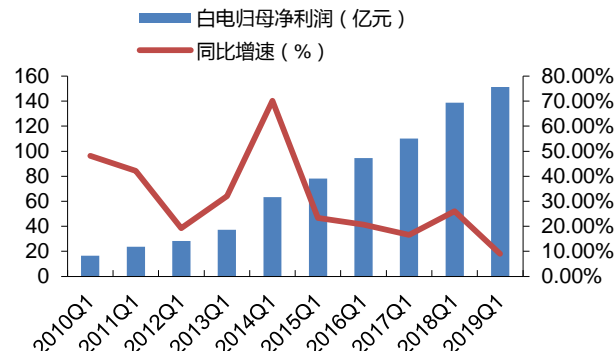
资料来源：wind，财富证券

图 29：2019Q1 白电营业总收入及同比增速



资料来源：wind，财富证券

图 30：2019Q1 白电归母净利润及同比增速

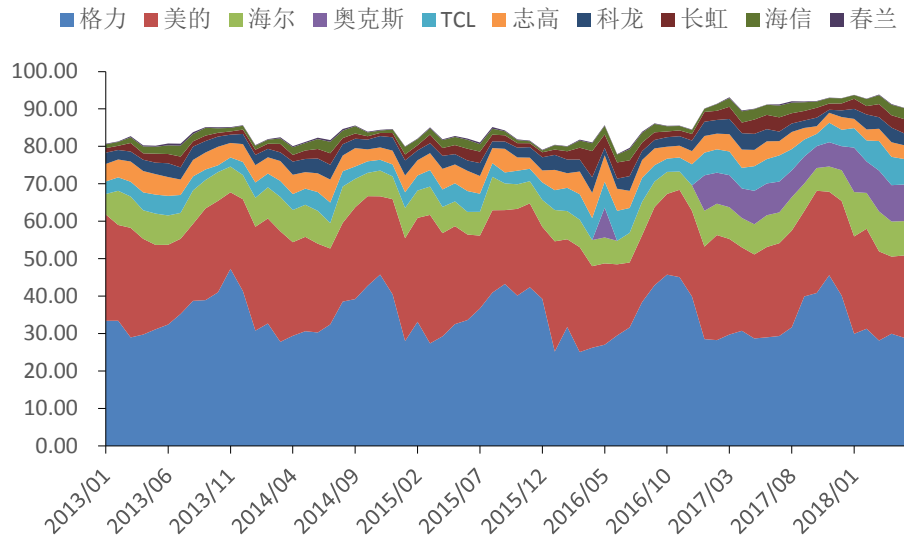


资料来源：wind，财富证券

空调板块竞争格局稳定，从2018年来看，CR2的市占率不断提升，超过50%，CR4

市占率超过 60%，CR8 市占率超过 80%，根据美国经济学家贝恩和日本通产省对产业集中度的划分标准来看，空调行业已属于极高寡占型行业。从上市公司来看，格力在空调行业的市占率稳居行业第一，其次是美的及海尔。值得注意的是，近几年奥克斯在不断崛起，市占率不断提升。

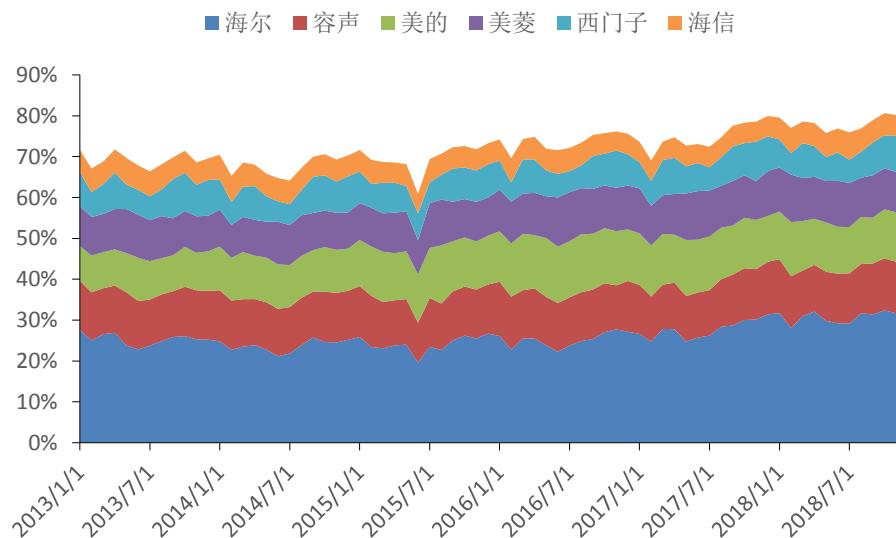
图 31：空调各品牌市占率



资料来源：产业在线，财富证券

冰箱的市场竞争格局稳定，CR3 的市占率超过 50%。根据产业在线数据，市占率第一的为海尔，2018 年海尔国内线下市场零售额份额提升 3.52 个百分点，达到 35.4%，国内线上市场份额提升 4.1 个百分点，达到 31.7%。其次是海信家电的容声冰箱，2018 年以 13% 的市占率居第二位。美的冰箱 2018 年市占率为 11%，位居第三位。从产业在线数据可以看到，海尔冰箱与其他冰箱拉开了较大的差距，在冰箱市场占据绝对龙头地位。

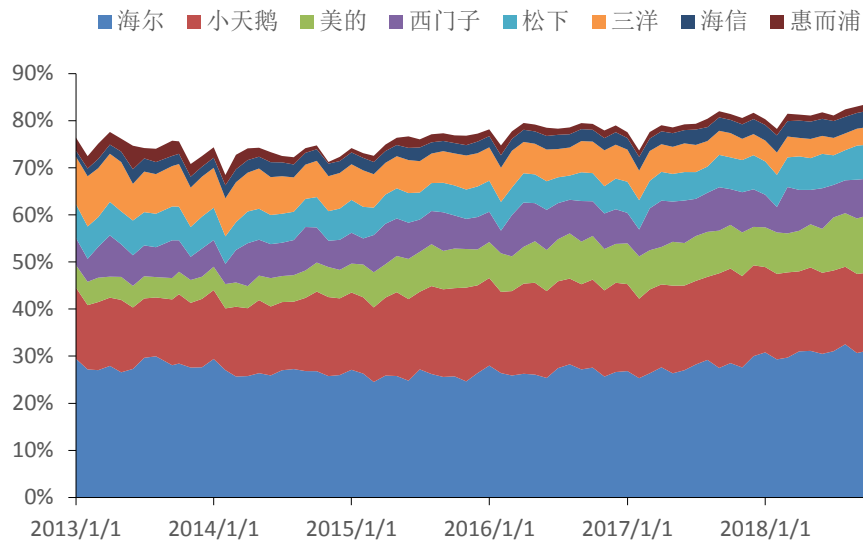
图 32：冰箱各品牌市占率



资料来源：产业在线，财富证券

根据产业在线数据,2018年海尔洗衣机国内线下市场零售额份额提升3.7个百分点,达到33.57%;国内线上市场份额提升6.5个百分点,达到34.4%,龙头地位稳固。2018年小天鹅市占率达16%,美的洗衣机市占率达12%,CR3市占率超过50%。

图 33: 洗衣机各品牌市占率



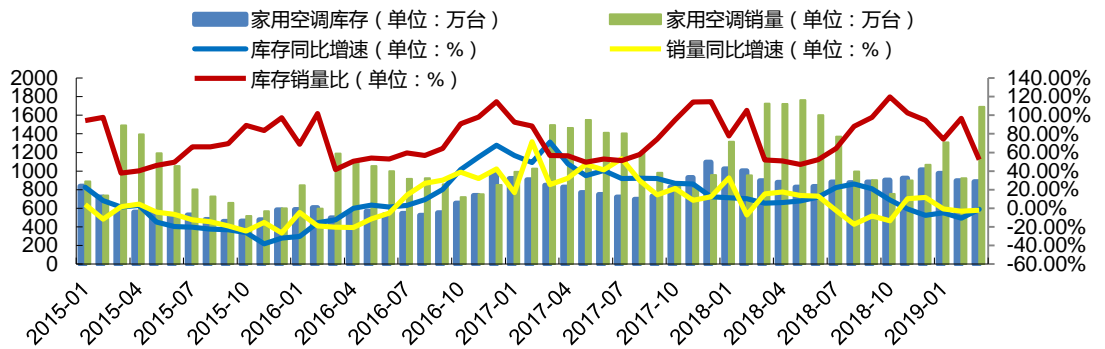
资料来源: 产业在线, 财富证券

### 3.2 空调库存风险相对可控, 旺季来临机会隐现

空调销量增速放缓、库存高是市场对空调行业的最大担心。市场对空调库存的合理水平并没有统一的标准, 通行的两个指标为厂商库存和渠道库存。我们认为判断空调行业库存是否合理, 不应该单纯地从库存的绝对值来判断, 而应该结合空调产量、销量及占比来动态判断。从产商出货端来看, 销售旺季为每年 3-6 月, 年底为销售淡季; 而终端销售的旺季为每年的 4-7 月。对应到库存方面, 厂商和渠道终端在年底 11-12 月, 以及次年 1-3 月库存位置较高。

空调行业近年来一直保持着快速的增长, 进入 2019 年, 空调的销量出现负增长或增速下降至个位数。根据产业在线数据, 2019 年一季度, 家用空调销量同比下滑 1.76%, 内销同比增长 2.84%, 外销同比下滑 6.99%。分公司来看, 一季度格力、海尔、奥克斯空调销量增速分别为 3.4%、-12.4%和 4.7%。根据奥维云网推总数据显示, 2019 年 4 月份空调电商整体市场零售量规模为 217.5 万台, 同比增长 26.8%, 零售额规模为 65.6 亿元, 同比增长 21.9%, 线上继续保持一季度高增长的趋势, 行业景气度有所回升。

图 34：2019 年厂商出货端空调销量及库存



资料来源：产业在线，财富证券

厂商库存方面，根据产业在线数据，2019 年 1-3 月库存分别同比下滑 4.86%、10.68%、1.18%，而 2015 年 1-3 月库存分别同比增加 22.69%、8.37%、1.38%，对比两轮的数据可以看到，2019 年以来，空调厂商已经进入主动去库存周期。渠道库存方面，根据产业在线数据，2019 年 2 月，空调渠道端累计库存约 3940 万台，高于 2015 年峰值水平 3682 万台，渠道库存销量比 47%，低于 2015 年峰值 63%，去库存周期约为 4 个月。我们认为空调渠道库存整体风险仍处于相对可控，且零售端销售增速超过出货端，空调渠道库存风险有望进一步减小。

### 3.3 行业展望：关注家电消费新政，白电龙头受益明显

根据上文分析，家电的需求可分为新增需求和更新需求。从 2019 年整个行业发展情况来看，我们认为白电的需求更多来源于更新需求。根据产业在线数据，2017 年城镇居民空调保有量 128.6 台/百户、农村居民 52.6 台/百户，对比日本 272 台/百户的保有量仍存在一定提升空间，冰箱保有量（城镇居民 98 台/百户、农村居民 91.7 台/百户）及洗衣机保有量（城镇居民 95.7 台/百户、农村居民 86.3 台/百户）主要以更新需求为主。由于房地产市场低迷，由新房拉动的白电新增需求疲软，因此我们认为白电的需求增长点主要来源于存量住房上配置白电的需求以及更新需求。2019 年下半年，在家电新政出台，房地产复苏以及厂商在降税红利下让利消费者等预期下，白电板块需求有望复苏，业绩有望进一步提升。

据国家标准化委员此前出台的《家用和类似用途电器的安全使用年限和再生利用通则》推荐标准，空调、冰箱、电视以及厨卫电器等家电产品使用期限以“8 至 12 年为宜”。2009 年开始的第一轮家电以旧换新活动的大批家电产品，目前正处于更新换代期。2019 年年初国家发展改革委等十部门印发的《进一步优化供给推动消费平稳增长、促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》再次提出促进家电产品更新换代。第一轮家电下乡中大部分产品已达到了更新换代期，加之国家对环保、节能、智能的要求进一步提高，大批产品等待更新换代，下半年重点关注国家促进家电更新换代的政策。建议关注政策受益明显，且通过价格促销、产品升级等方式主动抢占市场的白电龙头企业。推荐关注

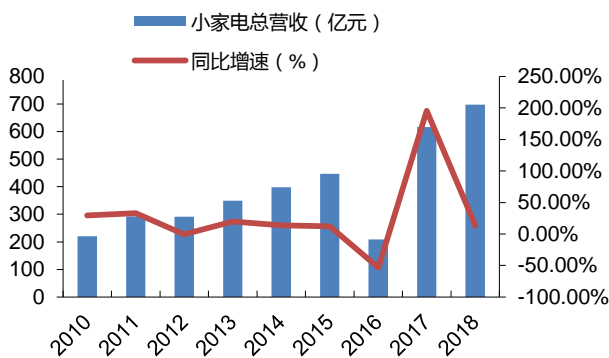
白电龙头格力电器、美的集团及青岛海尔。

## 4 小家电：产品结构升级，行业发展稳健

### 4.1 小家电经营整体企稳，线上线下分化明显

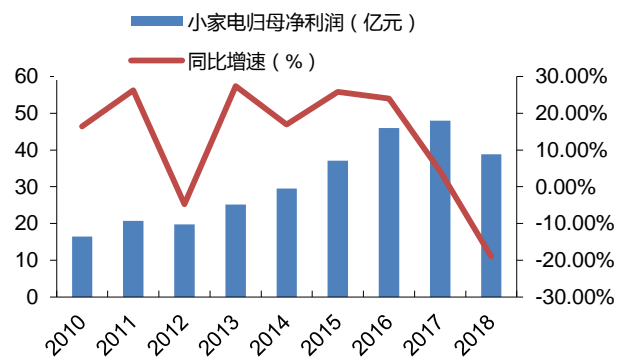
小家电板块主要的公司有苏泊尔、九阳股份、飞科电器、荣泰健康等共 16 家。2018 年小家电板块实现营业总收入 697.59 亿元，同比增长 13.17%，实现归母净利润 38.87 亿元，同比下滑 18.94%（不含奋达科技及融捷健康小家电 2018 年实现归母净利润 54.49 亿元，同比增长 13.94%）。2019Q1 小家电板块实现营收 170.22 亿元，同比增长 5.5%，实现归母净利润 13.67 亿元，同比增长 17.17%，盈利能力有所提升。

图 35：2018 年小家电白电营收及同比增速



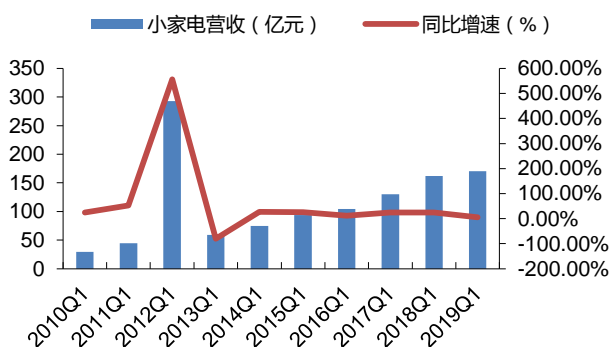
资料来源：wind，财富证券

图 36：2018 年小家电归母净利润及同比增速



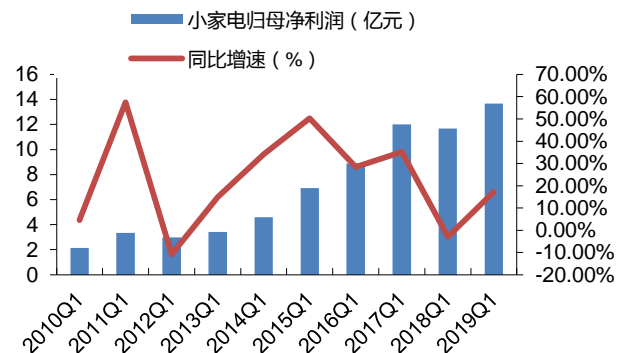
资料来源：wind，财富证券

图 37：2019Q1 小家电营收及同比增速



资料来源：wind，财富证券

图 38：2019Q1 小家电归母净利润及同比增速



资料来源：wind，财富证券

根据中怡康数据，生活电器包括环境家居电器、厨房烹饪电器、厨房水料电器和个人护理电器四类。

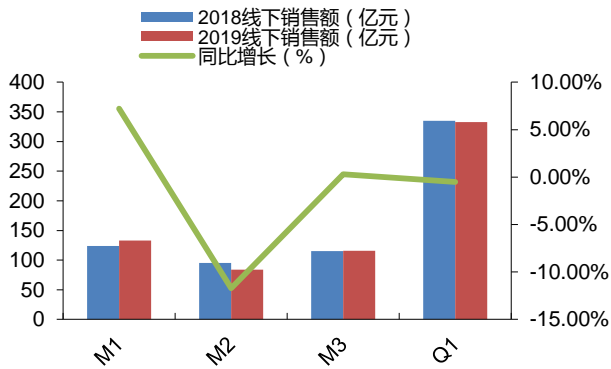
表 6：生活小家电的分类

	环境家居电器	厨房烹饪电器
生活 电器	厨房烹饪电器	电饭煲、电压力锅、电磁炉、电饼铛、电炖锅等
	厨房水料电器	电水壶、搅拌机、豆浆机、榨汁机、咖啡机、厨师机等
	个人护理电器	电动剃须刀、美发系列等
	环境家居电器	吸尘器、空气净化器、电风扇、加湿器、抽湿机、挂烫机等

资料来源：中怡康，财富证券

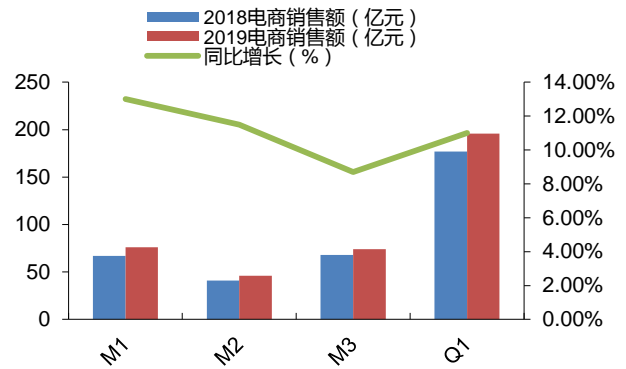
生活电器整体依赖线上市场拉动，2018 线上占比 60.2%，同比增长为 21.9%，而线下市场同比下降 3.6%。从产品的角度出发，2018 年牵引生活电器市场增长的主要产品为吸尘器、搅拌机、电暖器、煮水产品，其对整体市场的增长拉力分别为 5.6%、2.9%、1.9%、1.4%。2019 年 Q1 生活电器持续平稳，线下市场持续萎缩，同比下滑 0.5%，电商持续发力，整体保持 11% 的增长。

图 39：2018-2019Q1 生活电器线下规模



资料来源：中怡康线下推总数据，财富证券

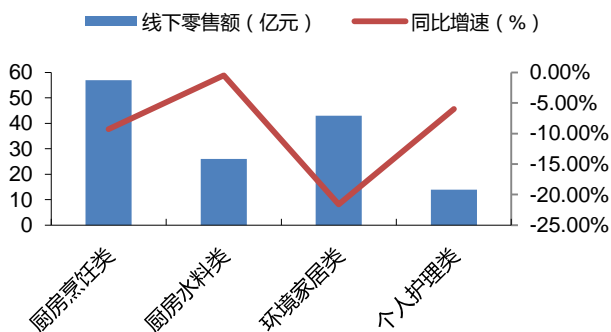
图 40：2018-2019Q1 生活电器电商规模



资料来源：中怡康线上监测数据，财富证券

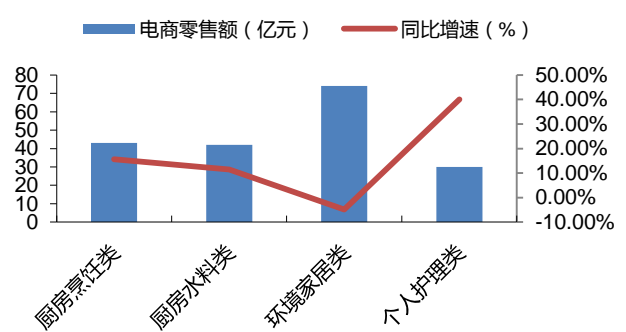
分产品品类来看，2019 年 Q1 线下所有品类均呈不同程度的下滑，下滑程度最快的是环境家居类，同比下滑 21.6%，其次依次是厨房烹饪类(-9.30%)、个人护理类(-6.00%)、厨房水料类(-0.50%)。线上电商同比增速最快的是个人护理类，同比增速达 40.10%，其次依次是厨房烹饪类(+15.60%)、厨房水料类(+11.40%)、环境家居类(-4.90%)，个人护理类与环境家居类产品同比增长两极分化。

图 41：2019Q1 生活家电各品类线下市场增长



资料来源：中怡康线下推总数据，财富证券

图 42：2019Q1 生活家电各品类电商市场增长



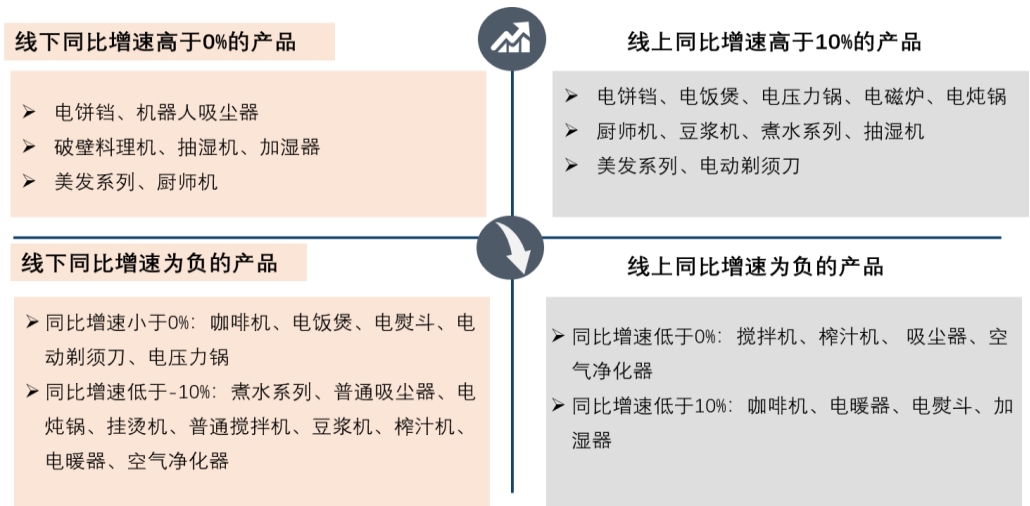
资料来源：中怡康线上监测数据，财富证券



## 4.2 传统品类市场竞争格局稳定，新兴产品结构升级表现亮眼

2019Q1 各类生活电器表现不一，线上增速高于 10% 的以厨房烹饪类和厨房水料类为主，主要有电饼铛、电饭煲、电压力锅等，线下增速高于 0% 的有电饼铛、机器人吸尘器、破壁料理机等；线上、线下增速均为负的品类有咖啡机、电熨斗、搅拌机、榨汁机、电暖气、空气净化器等。

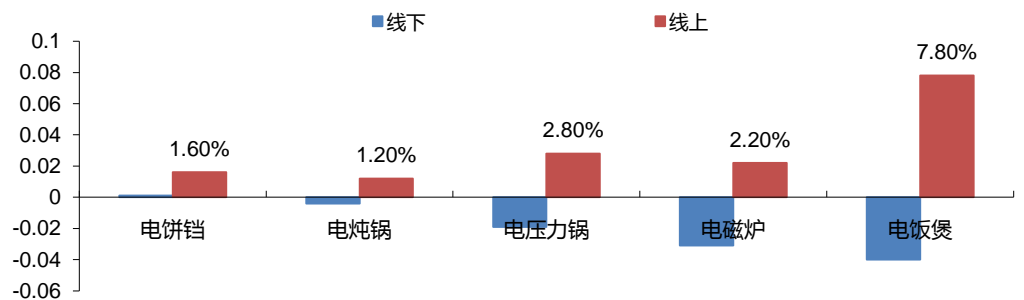
图 43：2019 年 Q1 线下、线上各类生活产品增速



资料来源：财富证券

2019Q1 厨房烹饪小家电整体实现正增长，但部分品类线上线下呈现分化走势，电饭煲对烹饪类产品增长做出最大的贡献。

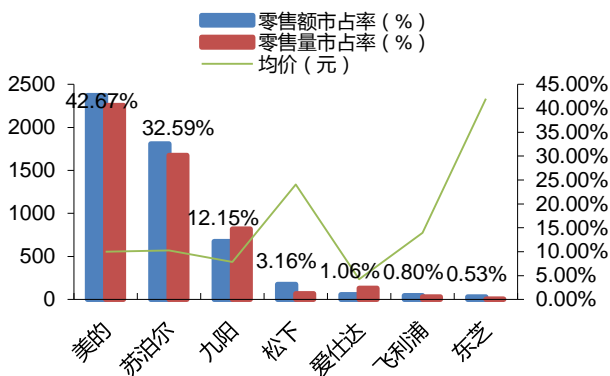
图 44：2019Q1 厨房烹饪类产品线上/线下拉动点数（零售额）



资料来源：中怡康数据，财富证券

电饭煲市场竞争格局稳定，基本已形成寡头垄断局面，从 2018 年零售量来看，CR2 市占率达到 75.25%，市场份额最大的为美的集团，其次是苏泊尔。电饭煲市场竞争激烈，产品同质化程度严重，在低端产品中，同等价位的苏泊尔和美的品牌几乎很难直观看出差异，因此如电饭煲等传统品类的发展需突破同质化，不断进行产品升级。

图 45: 电饭煲市占率



资料来源: 中怡康监测数据, 财富证券

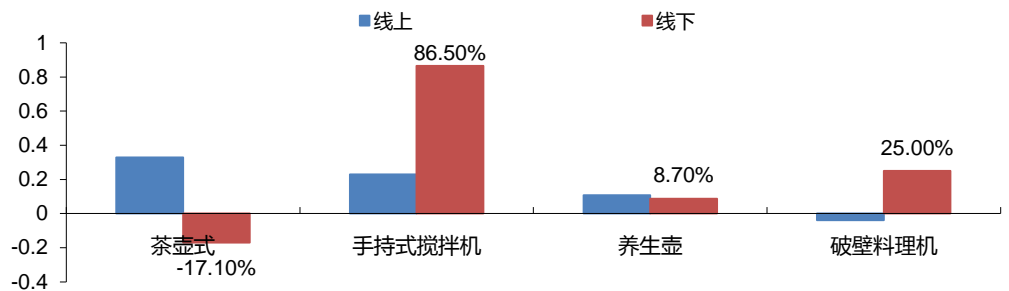
图 46: 同等价位电饭煲不同品牌比较



资料来源: 京东商城, 财富证券

厨房水料系列产品需求呈现多样化, 市场仍依赖电商拉动增长。2019Q1 厨房水料类重点产品中破壁料理机和茶壶式产品线上、线下表现分化, 破壁料理机线上同比下滑 3.8%, 线下同比增长 25%, 茶壶式线上同比增长 32.9%, 线下同比下滑 17.10%, 其余产品线上、线下双增长。

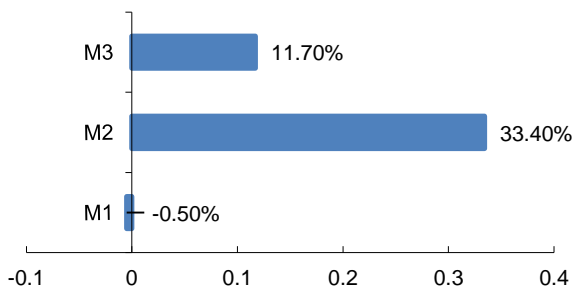
图 47: 2019Q1 厨房水料类重点产品电商同比增长 (零售额)



资料来源: 中怡康数据, 财富证券

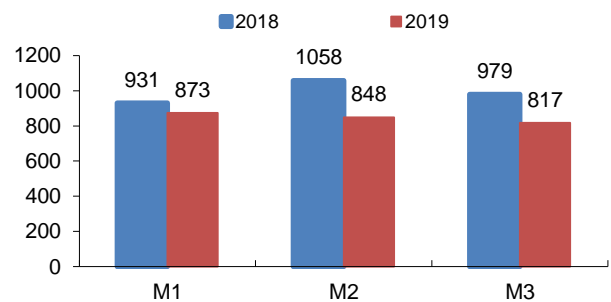
2019Q1 破壁料理机线上零售量同比增长 12.60%, 均价为 839 元, 同比下降 14.5%, 周度均价中只有一周超过了 900 元, 前 10 品牌中均价下滑明显的为奥克斯、飞利浦、美的、苏泊尔等。

图 48: 2019Q1 破壁料理机月度线上同比增长 (零售量)



资料来源: 中怡康线上监测数据, 财富证券

图 49: 2018-2019Q1 破壁料理机月度线上均价对比

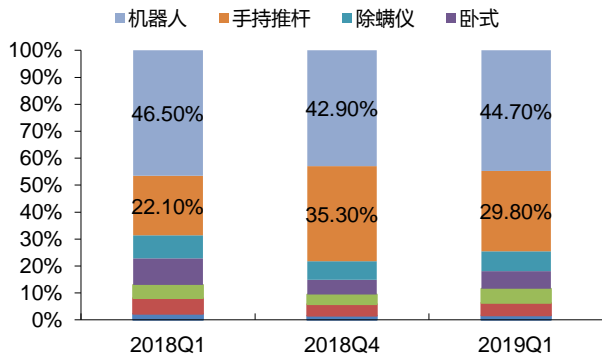


资料来源: 中怡康线上监测数据, 财富证券



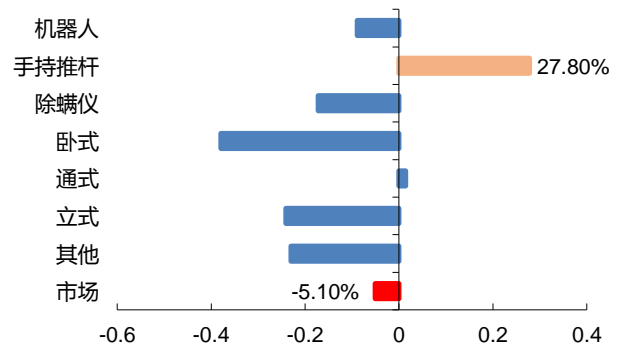
环境家居类产品整体表现低迷，线上、线下同比增速下降较为明显。根据中怡康线上监测数据，2019Q1 吸尘器市场整体销售预冷，吸尘、空净拖累环境家居市场长增长，但推杆吸尘器和扫地机器人吸尘器呈逆势增长趋势。环境家居类产品市场呈现消费升级带来产品结构不断调整的特点，以机器人及手持推杆吸尘器为代表的新一代吸尘器产品占比超过 70%。

图 50: 2019Q1 吸尘器产品类型结构



资料来源：中怡康线上监测数据，财富证券

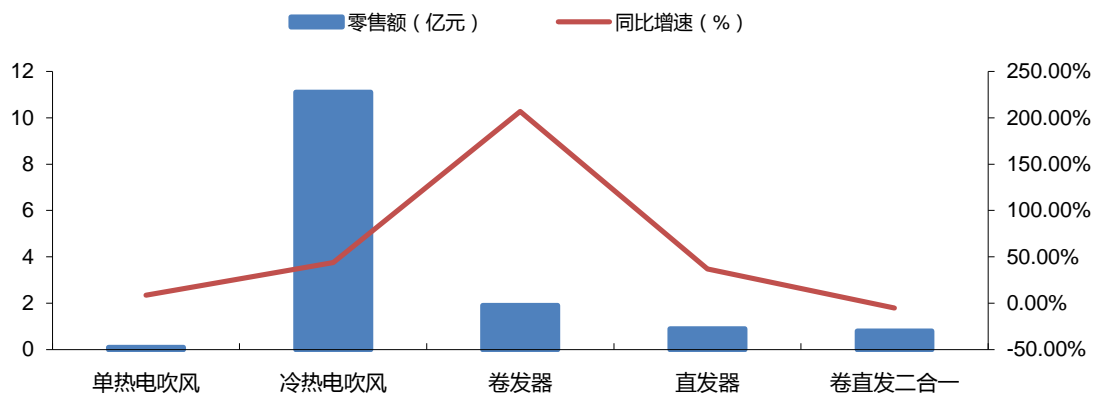
图 51: 2019Q1 吸尘器不同类型产品同比增速



资料来源：中怡康线上监测数据，财富证券

个护市场方面，美发系列增长快，卷发器增速耀眼。2019Q1 美发系列线下市场零售额同比增长 31.20%，线上同比增长 49.30%。由于“戴森热”提升了整体卷发器市场，根据中怡康数据，美发市场中卷发器增速位居第一，市场份额从 2018 年 Q1 的 0.20% 提升至 2019 年的 10.50%，线上零售额增长 206.90%。

图 52: 2019Q1 美发系列各品类规模及同比增速



资料来源：中怡康线上监测数据，财富证券

### 4.3 行业展望：把握结构性发展机会

我国小家电行业正处于发展的初级阶段，与发达国家相比我国小家电品类较少，普及程度低。传统品类的小家电已从低渗透率进入到总量饱和，新兴品类正处于普及发展阶段，市场规模增长速度快，未来市场空间广阔，发展潜力巨大，把握结构性机会是重中之重，技术升级搭配消费需求升级将推动行业的发展。推荐苏泊尔，建议关注九阳股

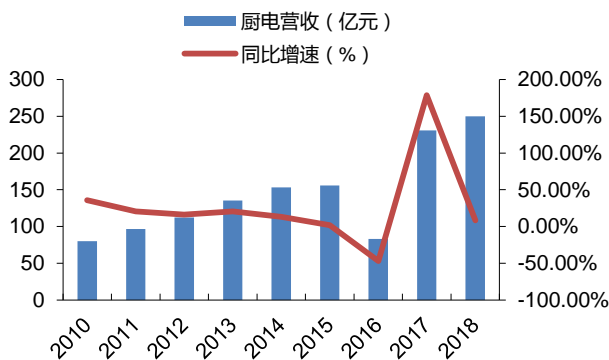
份、飞科电器、莱克电气、奥佳华等。

## 5 厨电：房地产市场回暖，需求有望复苏

### 5.1 2018 年发展大减速，市场格局较分散

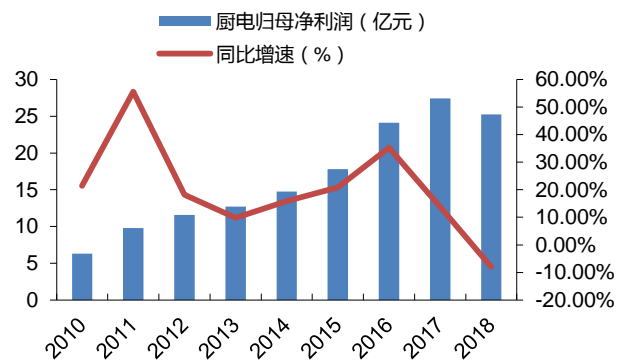
2018 年厨电板块实现总营收 250.11 亿元，同比增长 8.32%，净利润 25.25 亿元，同比下滑 7.98%，2018 年厨电板块净利润同比增速为近十年中最低值，龙头公司成长性出现大减速。2019 年 Q1 实现营收 59.44 亿元，同比下滑 1.27%，净利润 6.83 亿元，同比增长 12.28%。2019 年开年以来，厨电市场受到地产需求回暖的影响，业绩有一定的改善。根据产业在线数据，2019Q1 油烟机出货 577 万台，同比增长 0.5%，1 月至 3 月销售量同比增速分别为+8.6%、-32.5%、+10.7%。

图 53：2018 厨电板块营收及同比增速



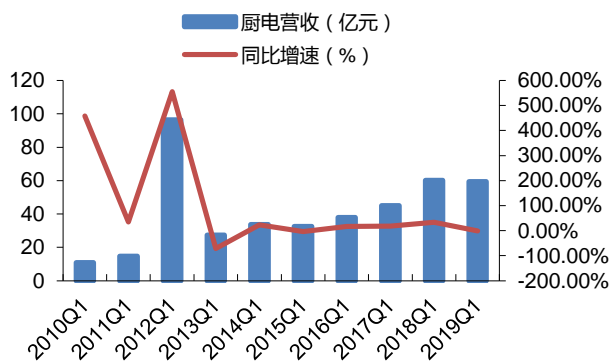
资料来源：wind，财富证券

图 54：2018 厨电板块净利润及同比增速



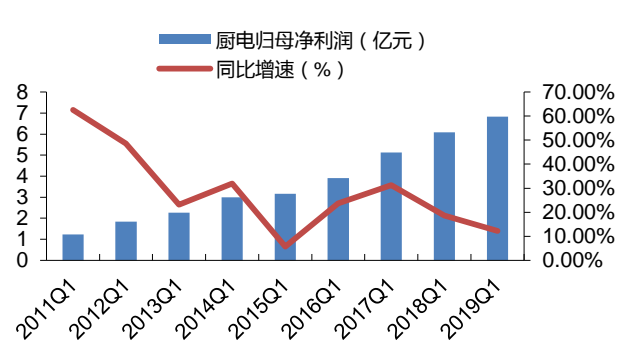
资料来源：wind，财富证券

图 55：2019Q1 厨电板块营收及同比增速



资料来源：wind，财富证券

图 56：2019Q1 厨电板块净利润及同比增速



资料来源：wind，财富证券

根据奥维云网统计数据，2018 年全国油烟机市场规模为 345.8 亿元，同比下降 16.6%，其中线上规模为 86.1 亿元，同比增长 1.1%，线下规模为 259.7 亿元，同比下降 21.1%；燃气灶市场规模为 190.6 亿元，同比下降 11.5%，其中线上规模为 50.4 亿元，同比增长

7.2%，线下规模为 140.2 亿元，同比下降 16.7%；燃气热水器市场规模为 330.8 亿元，同比下降 3.5%，其中线上规模为 76.3 亿元，同比增长 17.6%，线下规模为 254.6 亿元，同比下降 8.4%；新品类方面，洗碗机市场规模为 56.0 亿元，同比增长 28.1%，嵌入式电烤箱市场规模为 34.9 亿元，同比增长 19.3%，嵌入式电蒸箱市场规模为 33.2 亿元，同比下降 2.4%。2018 年传统厨电品类市场规模均出现不同程度的下滑，新品类市场规模保持较快的增长速度。

根据国家统计局数据，2017 年我国城镇居民每百户油烟机保有量为 71.5 台/百户，而农村为 18.4 台/百户，存在一定的渗透率提升空间。从 2018 年 12 月份零售额数据来看，油烟机市场 CR2 占比 43.89%，市占率位居第一梯队的分别是老板和方太，华帝、美的及海尔市占率分别为 9.88%、8.35%及 6.14%，位于第二梯队。从国内油烟机品牌来看，第一梯队的品牌均价与第二梯队存在较大的差距。纵向比较，2010-2017 年期间厨电行业价格持续上涨，油烟机零售均价累计上涨 72%，且出现烟机高价格区间的占比持续提升而低价格区间的占比不断走低趋势，厨电行业高端化明显。

表 7：2018 年 12 月油烟机各品牌市占率及均价

品牌	零售额市占率 (%)	零售量市占率 (%)	均价 (元)
老板	24.99	18.34	4345
方太	21.9	15.53	4497
华帝	9.88	8.93	3525
美的	8.35	9.91	2688
海尔	6.14	7.15	2738
西门子	4.51	3.12	4598
万和	3.42	5.15	2116
万家乐	3.19	4.65	2187

资料来源：中怡康数据，财富证券

从 2018 年 12 月燃气灶零售额的市占率来看，老板市占率为 21.82%，位于第一位，其次是方太，市占率为 20.06%，华帝，市占率为 11.76%。CR5 市占率为 71.26%。均价方面，中怡康数据显示，2019Q1 燃气灶均价同比下滑 0.7%，增速较 2018Q1 同期下降 8.9 个百分点。

表 8：2018 年 12 月燃气灶各品牌市占率及均价

品牌	零售额市占率 (%)	零售量市占率 (%)	均价 (元)
老板	21.82	15.83	2123
方太	20.06	13.61	2271
华帝	11.76	10.39	1744
海尔	7.42	7.65	1495
美的	7.41	9.87	1157
西门子	4.33	2.95	2260
万和	4.13	5.98	1063
万家乐	3.95	5.81	1047
帅康	2.44	2.18	1724

资料来源：中怡康数据，财富证券

## 5.2 集成灶等新兴产品崛起

集成灶产品凭借出色的吸油烟能力、低噪音、节省厨房空间和性价比优势，2015 年以后进入快速增长阶段。根据中怡康数据，2015~2018 年，集成灶销量年均复合增速为 36%，其中 2018 年集成灶行业总销量约为 170 万台，YoY+38%，传统的抽油烟机市场规模大约在 2000 万台，据此推算 2018 年集成灶对抽油烟机的行业渗透率约为 8.5%。长期来看，厨电市场相对低渗透率的市场格局为集成灶等功能替代品带来发展机会。

图 57：集成灶产品



资料来源：京东商城，财富证券

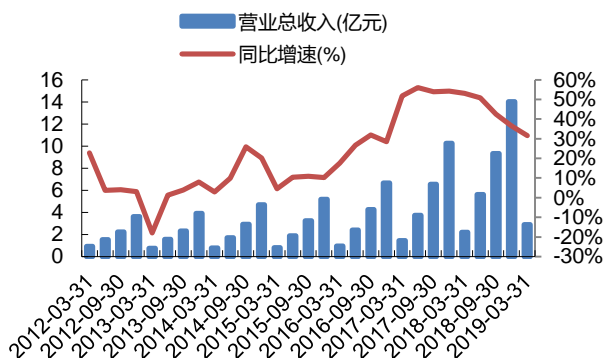
图 58：传统的抽油烟机、燃气灶及消毒柜



资料来源：京东商城，财富证券

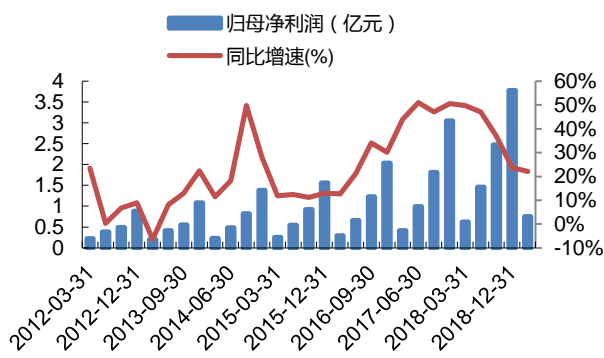
根据奥维云网的数据，集成灶品牌集中度方面，行业 CR3 约为 40~55%，CR5 约为 55~70%。行业前五名为美大、帅丰、亿田、火星入以及森歌，2018 年美大市占率达到 30%左右，领先于其他竞争对手。浙江美大近年来保持较高的增长速度，2018 年全年实现营收 14.01 亿元 (+36.49%)，归母净利润 3.78 亿元 (+23.7%)，2019 Q1 公司实现营业总收入 2.90 亿元 (+31.63%)，归母净利润 7534.80 万元 (+22.09%)。

图 59：浙江美大营业总收入及同比增速



资料来源：wind，财富证券

图 60：浙江美大归母净利润及同比增速



资料来源：wind，财富证券

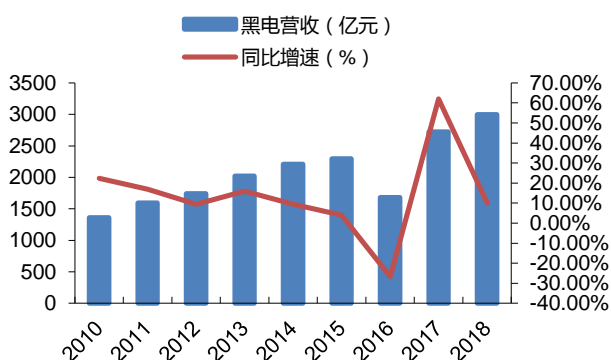
## 5.3 行业展望：板块有望触底反弹

2018 年厨电板块经历了发展大减速，龙头公司的成长性被周期性掩盖。我们认为，厨电虽然是家电板块中受房地产影响最大的板块，但从渗透率以及市场集中度两个角度，叠加当前房地产回暖的预期，厨电板块是子行业中弹性最大的板块。推荐产品品类齐全、渠道布局完善的华帝股份，建议关注老板电器及集成灶龙头浙江美大。

## 6 黑电：行业竞争激烈，需求受政策刺激影响

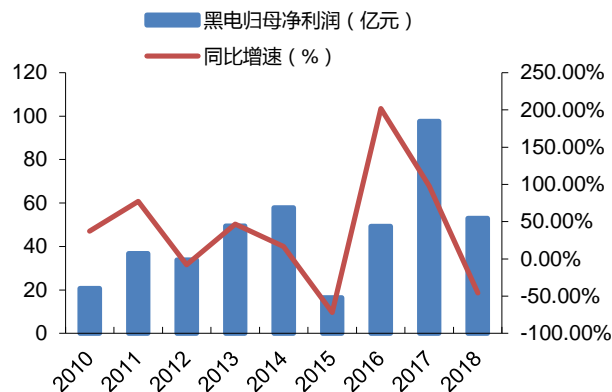
2018 年黑电营收为 2995.09 亿元，同比增加 10.11%，归母净利润 52.94 亿元，同比下滑 45.74%，营收及归母净利润在 2017 年高基数的背景下双双回落。黑电市场竞争激烈，内销市场需求动力不足，整体归母净利润增速持续负增长，盈利能力有待改善，行业景气度持续下行。

图 61：黑电营业总收入及同比增速



资料来源：wind，财富证券

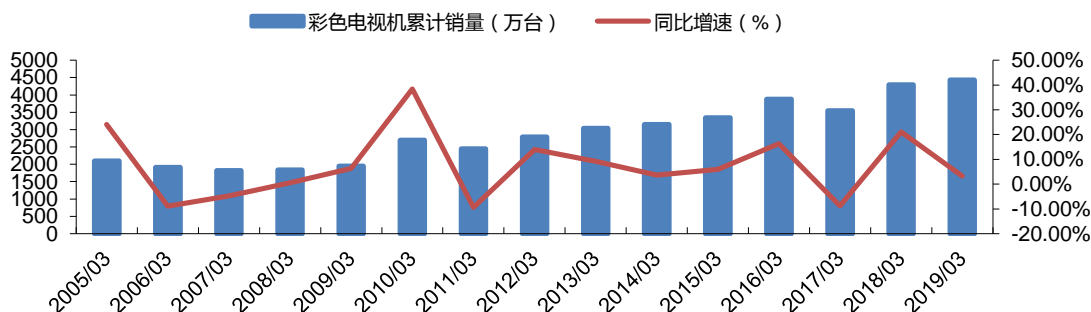
图 62：黑电归母净利润及同比增速



资料来源：wind，财富证券

根据产业在线数据显示，2019Q1 电视内销 4428.93 万台，同比增长 3.27%，国内电视市场依然面临着严峻的竞争环境。根据奥维云网数据，2019 年 3 月，电视整体均价 3000 元，同比下滑 9.60%，电视企业以价换量的迹象出现。

图 63：2019Q1 电视销量及同比增速



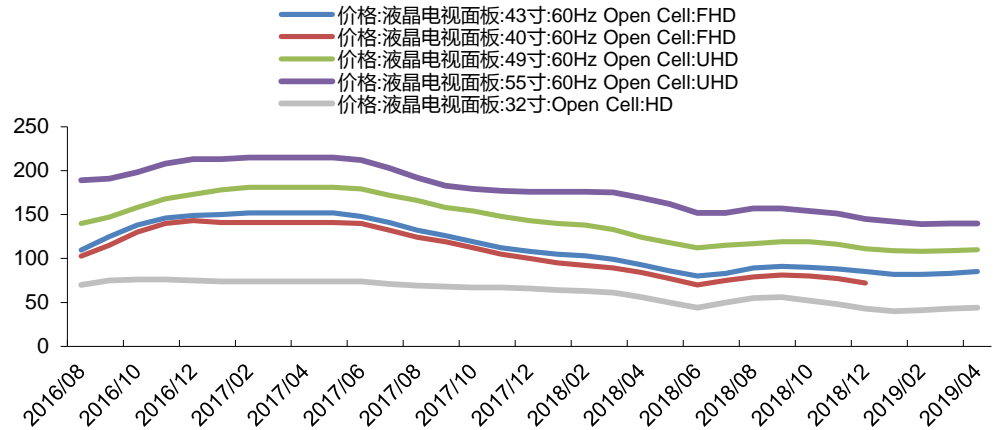
资料来源：产业在线，财富证券

2019 年以来，液晶面板价格下滑明显，32 寸、43 寸、49 寸、55 寸液晶面板 1 至 4 月均呈不同程度下滑，其中 4 月分别同比下滑 21.43%、8.60%、11.29%、17.16%。其中



32 寸液晶面板价格从 2018 年 4 月的 56 美元/片下降到 2019 年 4 月的 44 美元/片，43 寸液晶面板价格从 93 美元/片到 85 美元/片，49 寸液晶面板价格从 124 美元/片到 120 美元/片，55 寸液晶面板价格从 169 美元/片到 140 美元/片。

图 64：不同尺寸液晶面板价格（美元/片）



资料来源：wind，财富证券

2019 年国家连续出台政策刺激电视行业的发展，5G、AI、人工智能、超高清等概念或能带来新的发展机遇。对于电视厂商而言，市场的低迷也在倒逼技术升级，4K 电视的超预期增长，也为布局 8K 释放了积极信号。行业竞争状况及企业盈利情况短期内难以改善，2019 年连续的政策刺激或将加速存量电视的更新速度，在超高清、大尺寸等方面布局较早，相关积累完善的企业有望在今后一段时间内受益。推荐关注海信电器、创维数字等。

表 9：家电产业黑电相关产业刺激政策

时间	文件	相关内容
2019 年 1 月 29 日	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》	（十五）促进家电产品更新换代。有条件的地方可对消费者交售旧家电（冰箱、洗衣机、空调、电视机、抽油烟机、热水器、灶具、计算机）并购买新家电产品给与适当补贴。 （十九）加快推进超高清视频产品消费。加大对中央和地方电视台 4K 超高清电视频道开播支持力度，丰富超高清视频内容供给。支持广电网络和电信网络升级改造，提升超高清视频传输保障能力。有条件的地方可对超高清电视、机顶盒、虚拟现实/增强现实设备等产品推广应用予以补贴，扩大超高清视频终端消费。
2019 年 4 月 17 日	《推动汽车、家电、消费电子等产品更新消费促进循环经济发展实施方案（2019-2020 年）（征求意见稿）》	（二）1.加快彩电等产品研发。鼓励企业加大彩电等新产品研制，加快突破超高清、柔性面板、新型背板等量产技术，加快超高清视频关键系统设备的产业化和推广应用，以产品创新带动更新消费。 2.丰富数字创意内容和服务。丰富 4K 超高清视频内容，创新电视互动节目。全面实现彩电的网络化服务，加快推进彩电智能化应用，增强双向人机交互功能。

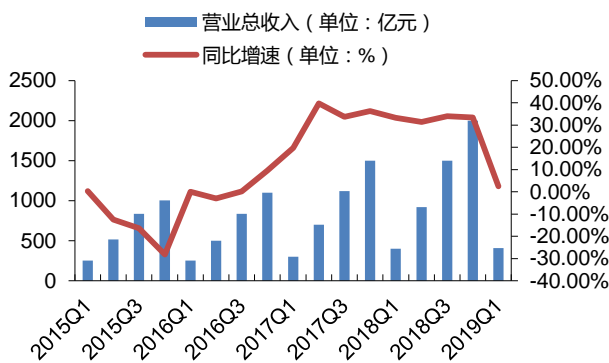
资料来源：国家发改委，财富证券

## 7 重点标的介绍

## 7.1 格力电器 (000651.SZ): 混改后治理结构有望改善, 把握估值提升机会

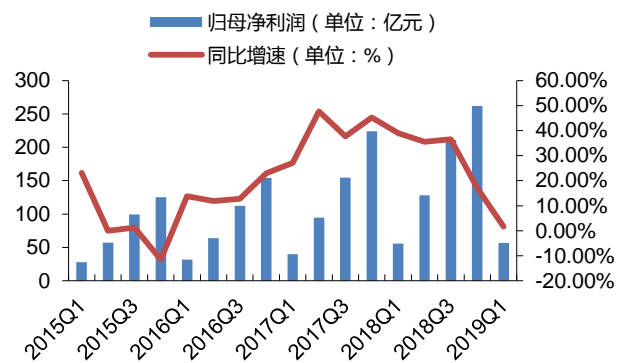
公司立足空调主业, 空调产销量已连续 23 年领跑国内市场, 连续 13 年领跑全球市场。2018 年公司在行业受地产以及库存周期影响整体走弱的背景下, 完成 2000 亿元收入目标, 营收保持 33.33% 的增速。从 2019Q1 空调的销量来看, 国内空调市场依旧不景气, 公司一季度营收有所放缓, 同比增长 2.45%。大股东格力集团拟转让 15% 股权, 公司治理有望改善。我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 2153.26 亿元、2338.01 亿元、2603.37 亿元, 实现归母净利润分别为 267.83 亿元、315.62 亿元、371.83 亿元, 2019-2021 年 EPS 分别为 4.45 元、5.25 元、6.18 元, 按照最新股价计算, 对应 PE 为 11.57x、9.82x、8.34x。综合考虑, 给予公司 2019 年 10.50-12.50 倍 PE, 对应合理估值区间为 46.73-55.63 元, 下调至“谨慎推荐”评级。

图 65: 格力电器营业总收入及同比增速



资料来源: 公司年报, 财富证券

图 66: 格力电器归母净利润及同比增速

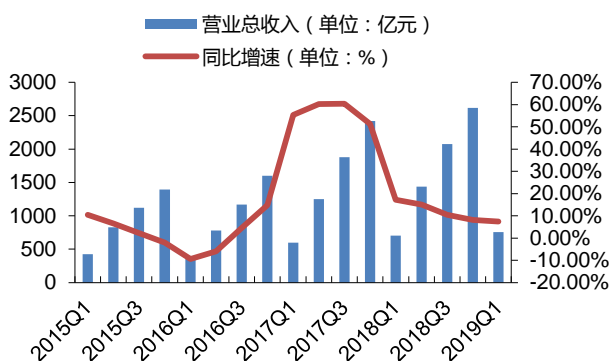


资料来源: 公司年报, 财富证券

## 7.2 美的集团 (000333.SZ): 空调份额高增长, 业绩有望超预期

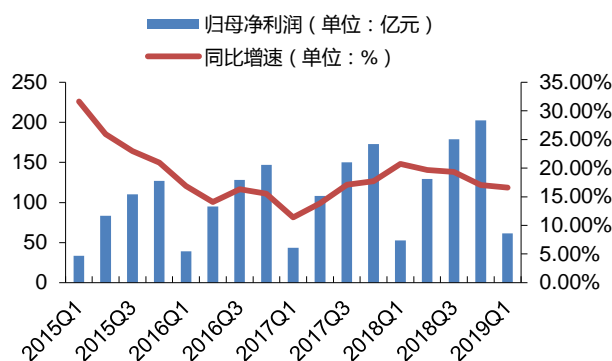
2018 年公司主要业务暖通空调、家用电器、机器人及自动化系统分别实现收入 1093.95 亿元 (同比+14.73%)、1029.93 亿元 (同比+4.30%)、256.78 亿元 (同比-5.03%), 公司 2018 年四季度空调内销景气度承压, 收入增速放缓, 拖累全年营收增速。2019 年一季度公司在空调淡季进行了大规模的降价促销, 根据中怡康数据, 4 月公司延续一季度以来的高增长, 空调线上销售额同比增长 123%。在完成收购吸收合并小天鹅后, 预期能进一步在研发、销售等方面实现资源整合与利用, 提升公司整体竞争力。公司作为家电行业全品类全产业链的龙头公司, 协同优势明显, 经营效率不断提升, 业绩确定性较高。我们预计 2019-2021 年, 公司实现营业收入 2860.12 亿元、3131.83 亿元、3425.28 亿元, 实现归母净利润 228.72 亿元、254.19 亿元和 279.53 亿元, 对应 EPS 3.46 元、3.85 元和 4.23 元, 对应 PE 14.66X、13.19X 和 11.99X。参考同行业估值水平, 给予公司 2019 年 15-17 倍 PE。对应合理区间为 51.90~58.82 元。维持“推荐”评级。

图 67: 美的集团营业总收入及同比增速



资料来源: 公司年报, 财富证券

图 68: 美的集团归母净利润及同比增速

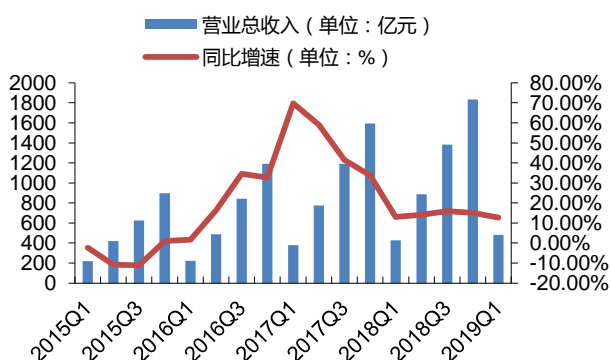


资料来源: 公司年报, 财富证券

### 7.3 青岛海尔 (600690.SH): 全球化布局深化, 冰洗龙头地位稳固

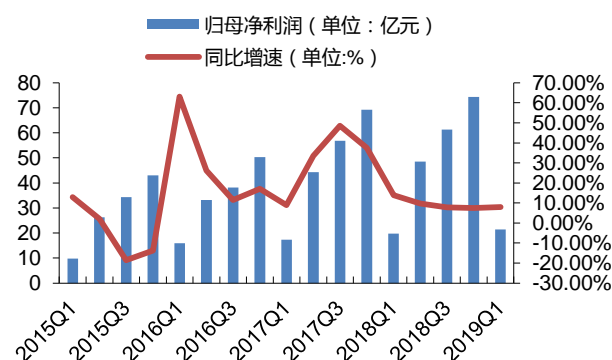
公司作为全球化品牌发展龙头, 2018 年冰箱、洗衣机、空调、厨电、热水器分别增长 14%、13%、9%、16%、9%, 其中高端品牌卡萨帝 2018 年收入增长 44%, 增长提速; 2019Q1 公司原产业 (剔除 Candy 并表因素) 收入增长 8.1%, 价格提升为主要因素。根据中怡康统计, 2019Q1 冰洗空调和厨电零售额份额与去年同期相比提升明显。冰箱、洗衣机保持行业第一并持续扩大领先优势, 零售额份额达到 36.1%、35.3%, 分别是第二名品牌的 3.1 倍、1.9 倍。卡萨帝一季度收入保持快速增长, 市场份额亦显著提升, 套系销售、全屋定制将是今年战略方向。另外, 海外市场增长显著, 公司推进全球运营体系协同, 深化“三位一体”全球化布局。我们预计 2019-2021 年公司实现营业收入 1994.12 亿元、2194.33 亿元、2445.36 亿元, 实现归母净利润 82.86 亿元、94.01 亿元和 104.85 亿元, 对应 EPS1.30 元、1.48 元和 1.65 元, 对应 PE12.39X、10.92X 和 9.79X。参考同行业估值水平, 给予公司 2019 年 12-14 倍 PE。对应合理区间为 15.60~18.20 元。维持“谨慎推荐”评级。

图 69: 青岛海尔营业总收入及同比增速



资料来源: 公司年报, 财富证券

图 70: 青岛海尔归母净利润及同比增速



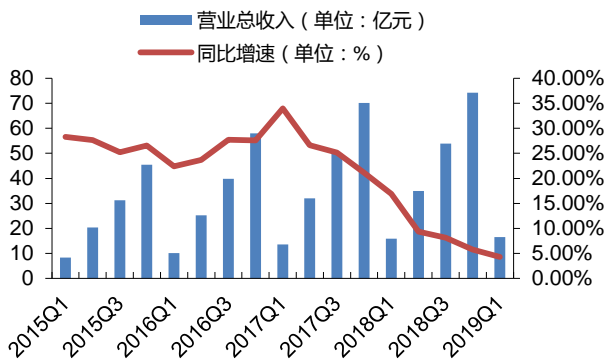
资料来源: 公司年报, 财富证券

### 7.4 老板电器 (002508.SZ): 地产复苏预期, 需求有望好转



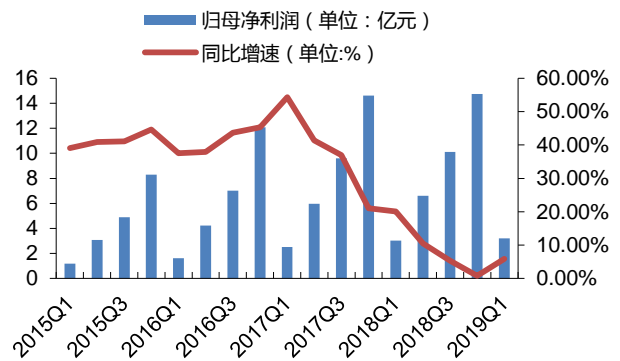
公司是厨电行业的龙头，公司 2018 年全年实现营业总收入 74.25 亿元 (+5.81%)，归母净利润 14.74 亿元 (+0.85%)；2018Q4 实现营业总收入 20.31 亿元 (+0.08%)，归母净利润 4.62 亿元 (-7.75%)；2019 年一季度经营表现有所改善，实现营业总收入 16.60 亿元 (+4.30%)，归母净利润 3.20 亿元 (+5.84%)。2018 年在地产调控和经济增速放缓的背景下，整个厨电行业发展较为低迷，公司业绩增速有所承压，2018 年全年公司主要产品吸油烟机收入保持 5% 的小幅增长，燃气灶收入下滑 1.65%，其他品类呈现不同程度增长。2019Q1 由于地产回暖，公司业绩有所改善。我们预计公司 2019-2021 年实现营收分别为 79.92 亿元、89.30 亿元、100.73 亿元，净利润分别为 16.19 亿元、18.62 亿元、22.24 亿元，对应 EPS 1.71 元、1.96 元、2.34 元，对应 PE 17.36X、15.09X、12.63X，参考同行业估值水平，给予公司 2019 年 18-20 倍 PE 估值，合理区间为 30.78 元-34.20 元。维持“谨慎推荐”评级。

图 71：老板电器营业总收入及同比增速



资料来源：公司年报，财富证券

图 72：老板电器归母净利润及同比增速

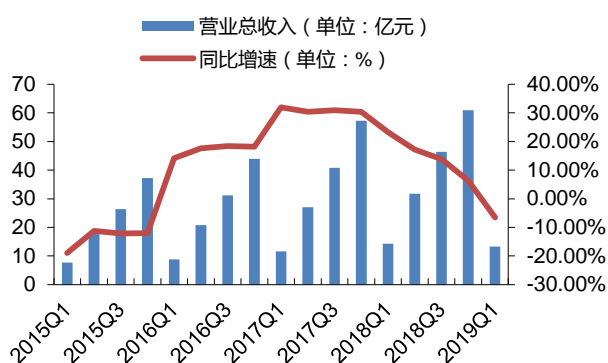


资料来源：公司年报，财富证券

### 7.5 华帝股份 (002035.SZ)：品牌渠道齐发力，盈利能力改善明显

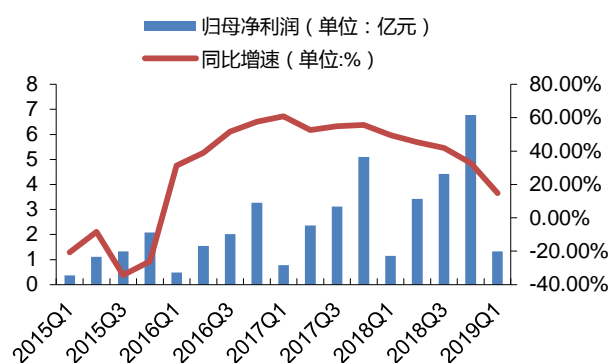
公司建立了“华帝厨电”、“百得厨卫”、“华帝家居”三品牌协作运营战略。在华帝厨电建设方面，公司持续深化品牌升级战略，产品均价稳步提升，根据奥维云网监测数据，2018 年度公司线下市场油烟机、燃气灶、燃气热水器均价分别同比上升 2.7%、6.9%、10.8%，高于行业平均增幅。公司进行了多渠道建设，截至 2018 年，渠道覆盖率行业第一。新一轮家电补贴政策将油烟机、灶具等厨电产品纳入政策范围，公司作为行业龙头将更为受益。加之在房地产市场改善带动厨电板块需求复苏的逻辑下，公司业绩有望保持稳定增长。我们预计公司 2019-2021 年实现营收分别为 66.99 亿元、74.44 亿元、82.41 亿元，净利润分别为 7.48 亿元、8.50 亿元、10.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.85 元、0.96 元、1.14 元，对应 PE 分别为 15.24X、13.43X、11.37X，参考同行业估值水平，给予公司 2019 年 18-20 倍 PE 估值，合理区间为 15.30-17.00 元。维持“推荐”评级。

图 73：华帝股份营业总收入及同比增速



资料来源：公司年报，财富证券

图 74：华帝股份归母净利润及同比增速

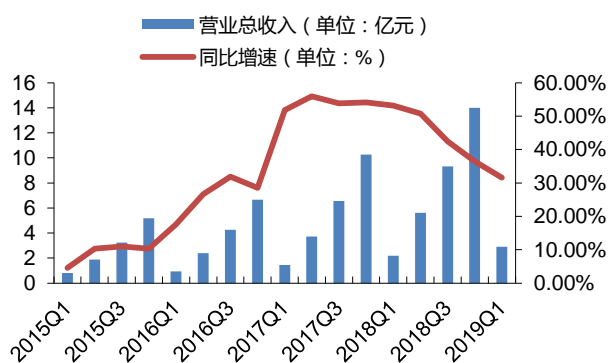


资料来源：公司年报，财富证券

## 7.6 浙江美大 (002035.SZ)：业绩稳定增长，集成灶行业龙头地位稳固

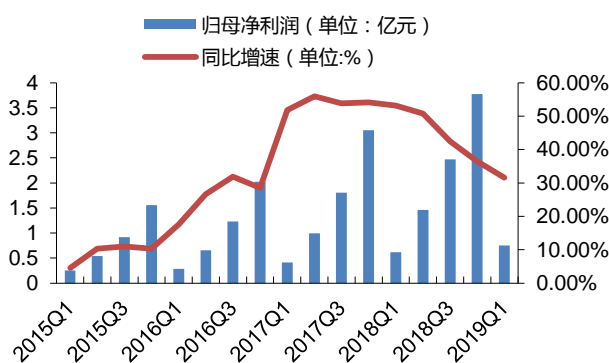
厨电市场相对低集中度的市场格局为集成灶等功能替代品带来发展机会。中怡康监测数据显示，2018年集成灶市场零售量为174.8万台，零售额为129.2亿元，分别同比增长38.0%和43.9%，面对集成灶产品渗透率不断提升的市场机遇，公司作为行业龙头业绩受益明显。公司2019Q1实现营收2.90亿元(+31.63%)，归母净利润0.75亿元(+22.09%)，扣非归母净利润0.72亿元(+21.26%)，业绩表现超预期。公司重视渠道建设，线下渠道以建材市场以及大型家电卖场为主，2018年公司共开发一级经销商近200家，终端门店400多家，线上渠道建立官方网上商城，并在天猫、京东、苏宁等平台开设旗舰店，2019年一季度，电商渠道收入增长60%以上，占比有望突破两位数，但总体来看线上收入占比与竞争对手存在一定的差距。我们预计公司2019-2021年实现营收分别为17.35亿元、21.20亿元、24.73亿元，净利润分别为4.59亿元、5.49亿元、6.21亿元，对应EPS分别为0.71元、0.85元、0.96元，对应PE分别为18.19X、15.18X、13.43X，参考同行业估值水平，给予公司2019年20-22倍PE估值，合理区间为14.20-15.62元。维持“谨慎推荐”评级。

图 75：浙江美大营业总收入及同比增速



资料来源：公司年报，财富证券

图 76：浙江美大归母净利润及同比增速

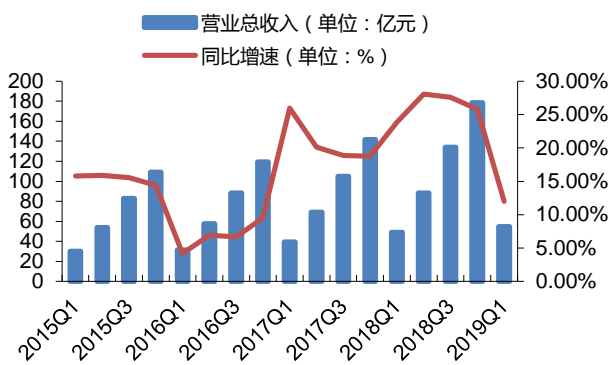


资料来源：公司年报，财富证券

## 7.7 苏泊尔 (002035.SZ)：内外销齐发力，业绩保持平稳

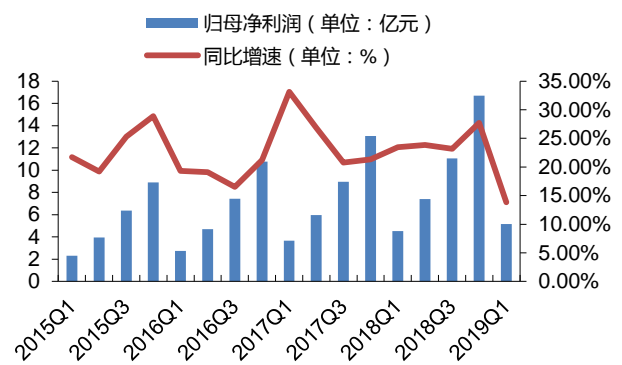
公司是小家电龙头企业，公司在做好炊具、生活电器业务的同时，加快布局环境家居以及厨卫电器，产品结构的不断优化，带来毛利率稳步提升。渠道方面，公司深化三四线城市发展战略，线下拥有5万多个零售终端，全国县级以上城市实现100%覆盖。外销通过SEB，将产品销往日本、欧美、东南亚等50多个国家和地区，线上不断加大电子商务渠道建设。小家电市场竞争格局相对分散，渠道建设完整有望抢占更多的市场份额，龙头地位逐步巩固。我们预计公司2019-2021年分别实现净利润20.04亿元、22.92亿元、24.69亿元，对应EPS2.44元、2.79元、3.01元，对应PE 30.75X、26.88X、24.96X，参考同行业估值水平，给予公司2019年28-30倍PE估值，合理区间为68.32-73.20元。维持“推荐”评级。

图 77：苏泊尔营业总收入及同比增速



资料来源：公司年报，财富证券

图 78：苏泊尔归母净利润及同比增速



资料来源：公司年报，财富证券

## 8 投资意见

家电板块增长的核心驱动力是业绩的提升，在经历了2018年发展减速后，板块目前处于业绩的调整期，各细分板块均面临着需求疲软、增速放缓的风险。当前业绩尚未出现明显改善，下半年在房地产市场好转及家电新政出台的预期下，需求有望复苏，看好白电、小家电和厨电板块，建议配置板块中具备估值优势、业绩支撑的龙头企业。综合考虑，维持行业“同步大市”评级。

**1.白电板块：**板块具有较强的防御性，三大龙头企业在冰、洗、空领域占据绝对的优势，护城河深厚，业绩确定性较强。在原材料价格下行、房地产市场好转、家电新政出台等预期下，白电企业需求将得到一定程度的复苏，我们认为下半年应重点关注家电新政的方向，若本轮家电新政加大家电回收的力度，将更加有利于白电企业的业绩增长。推荐空调龙头格力电器及多元化发展的美的集团，建议关注加快全球化布局的青岛海尔。

**2.小家电板块：**板块受房地产周期影响相对较弱，具有更换周期短，单价低、品类多等特点，较其他家电产品更具消费品属性，在地产周期走弱甚至经济趋缓的背景下，优质小家电企业具备一定的穿越牛熊潜质。我国小家电市场处于发展的初级阶段，传统品类的小家电渗透率较高，而新兴品类正处于普及阶段。我们认为，小家电企业主要的竞争力是品牌的协同能力和品类的延伸性，以及传统品类市场地位的牢固性。推荐渠道建

设完善及小家电品类齐全的龙头苏泊尔，建议关注细分领域依托单品实现业绩增长的九阳股份、飞科电器、莱克电气、奥佳华等。

**3.厨电板块：**板块与房地产关联度较高，在地产不景气的2018年，厨电板块经历了发展的大减速。2019年年初以来，地产有明显的回暖迹象，市场预期2019年将是上一轮商品房销售的集中交房期，加之地产竣工数据的好转，我们认为厨电需求有望复苏，企业业绩有望改善。在需求复苏的情况下，渠道布局完善及产品拥有价格优势的企业将更为受益，我们看好厨电板块在后续房地产回暖时的业绩弹性。推荐渠道覆盖率高的华帝股份，建议关注厨电龙头老板电器，集成灶龙头浙江美大。

## 9 风险提示

经济下行导致需求不振风险，原材料价格上涨风险，行业竞争加剧风险，政策补贴力度不及预期风险，房地产持续低迷风险。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438