



Research and  
Development Center

# 行业换挡期，看好稳健龙头及逆势增长细分板块

家电行业 2019 年中期投资策略

2019 年 7 月 1 日

李丹 分析师

王上 研究助理

# 行业换挡期，看好稳健龙头及逆势增长细分板块

## 家电行业 2019 年中期投资策略

2019 年 7 月 1 日

### 本期内容提要：

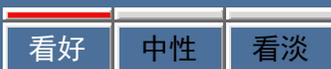
- ◆ **家电行业历史行情回顾与未来发展展望。**2018 年下半年地产行业低迷以及棚改货币化的逐渐退出持续影响了家电的新增需求，加之中美贸易摩擦也对出口造成一定冲击，增加了家电板块的不确定性。进入 2019 年，房地产开发投资增速大幅回升，政策补贴也对家电需求产生正面影响，直接拉动家电需求量的增长以及家电板块的回暖。展望 2019 年下半年，家电行业利好因素犹在：中国消费市场总体稳健，消费潜力继续释放；政策加持，引导行业市场消费；房地产精装修已成趋势；5G 商用促进智能家电硬件升级；家电进入更迭换代期。
- ◆ **白电行业：龙头护城河稳固，智能+高端产品份额大幅提升。**白电板块中，空调行业是主要细分领域。2016 年的高温刺激，2017 年高温+地产的双重带动增长，2018 年的后地产市场影响对空调板块影响深远。2019 年 Q1 空调零售量规模小幅增长，主要系 3 月份以来进入装修季带来的超预期增长。白电板块目前整体发展成熟，三大龙头护城河稳固，相对传统白电，智能高端产品份额大幅增长。白电板块因与房地产关联较大，在 2019 年下半年，随着地产政策转松，市场将继续缓和，回归平稳发展状态。
- ◆ **黑电行业：行业整体内销疲软，利好政策、新兴领域有望刺激消费。**2018 年彩电市场零售量规模虽有小幅增长，但并不乐观。彩电行业品牌集中度不高，“以价换量”、“产品同质化”现象显现。2018 年彩电行业突破性的产品创新技术缺乏，更多的是对现有技术的开发拓展。不过，随着 2019 年国家连续出台政策刺激家电行业发展，加快推进超高清视频产业消费，将使得布局黑电相关硬件的企业受益。另外，商用电视销量自 2018 年提高，显示出黑电行业新兴领域的拓展，以及显示产品更加的多元化。
- ◆ **厨电行业：受地产影响需求或回暖，大势品类仍为增长引擎。**受地产回暖及精装修趋势影响，厨电行业作为房地产后周期属性明显板块，在 2019 年下半年需求有望回暖。2019 年 Q1 相比传统厨电市场表现堪忧，新兴厨电产品是厨电市场消费增长主力。随着追求健康饮食的趋势再度兴起，蒸箱品类，尤其是节省空间的嵌入式蒸箱快速成长；集成灶也因节省空间、健康环保而成为厨电产品的重要补充，在未来 3-5 年也将保持增长态势，行业有较大成长空间。
- ◆ **小家电行业：逆势增长前景广阔，看好按摩椅品类。**小家电因更新迭代速度快、受地产影响小、价格相对低廉、消费者消费观念转变等因素，逆势增长，市场体量不断扩大，行业发展前景广阔。由于我国小家电保有量远不及欧美国家，在未来发展潜力巨大。在小家电板块中，我

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

## 证券研究报告

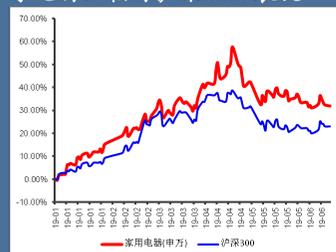
### 行业研究——投资策略

## 家电行业



首次评级

### 家电行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

李丹 分析师

执业编号：S1500518010001

联系电话：+86 10 8332 6735

邮箱：lidan@cindasc.com

王上 研究助理

联系电话：+86 10 8332 6725

邮箱：wangshang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

们看好按摩椅行业的成长潜力。随着老龄化的加快和亚健康人口的增加，健康产品市场不断发展，人们对个人健康状况也愈加重视，按摩椅的消费需求增长。不仅市场销量增速，消费人群平均年龄也下降，显现出用户群体年轻化特点，预计行业未来 5-10 将会有良好的发展态势。

- ◆ **行业评级：**行业板块目前处于换挡期，未来形势不明确，预计 2019 下半年行业景气度承压。但行业细分板块龙头依然经营稳健，保持足够竞争力和市场地位。加之外资对家电板块维持长期看好态势，优质龙头有望逐步享受估值溢价。因此我们给予“看好”评级。建议关注产品力、品牌力和渠道力联合布局，业绩稳健的优质龙头企业。
- ◆ **建议关注：**浙江美大[002677]、美的集团[000333]、苏泊尔[002032]、奥佳华[002614]
- ◆ **风险因素：**宏观经济低于预期，人均收入增长不及预期，消费疲弱，房地产市场波动风险，原材料价格波动风险，汇率风险，贸易风险。

## 目录

家电行业历史行情回顾与未来发展展望 .....	1
综合财务分析 .....	2
2019 年下半年家电行业利好因素及展望 .....	4
白电行业：龙头护城河稳固，智能+高端产品份额大幅提升 .....	9
综合财务分析 .....	9
品牌集中度持续攀升，国产品牌展现旺盛生命力 .....	11
高端空调市场份额大幅提升，自清洁、温湿双控占比突破 20% .....	13
黑电行业：行业整体内销疲软，利好政策、新兴领域有望刺激消费 .....	14
综合财务分析 .....	14
内需疲软，零售量规模不算乐观 .....	16
品牌集中度不高，“以价换量”、“产品同质化”现象显现 .....	16
政策利好，刺激消费需求 .....	18
显示产品更多元，加速开拓新兴领域 .....	19
厨电行业：受地产影响需求或回暖，大势品类仍为增长引擎 .....	20
受地产回暖及精装修趋势影响，2019 年下半年需求或回暖 .....	20
大势品类依然为增长引擎 .....	21
小家电行业：逆势增长前景广阔，看好按摩椅品类 .....	24
技术升级+消费观念转变，行业发展前景光明 .....	24
老龄化+亚健康拉动消费，按摩仪行业成长潜力较大 .....	25
行业评级 .....	27
建议关注 .....	27
风险因素 .....	29

## 表目录

表 1：2019 开年至今，国家促进家电消费举措（不完全统计） .....	6
表 2：黑电相关产业刺激政策出台 .....	18
表 3：小家电行业产业链 .....	25

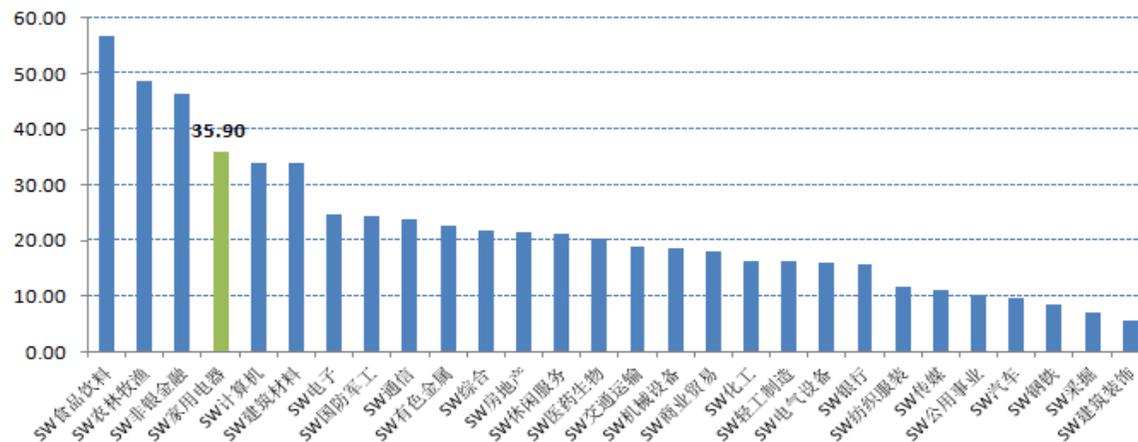
## 图目录

图 1：2019 年初至 2019 年 6 月 21 日申万一级子行业涨跌幅 .....	1
图 2：2019 年上半年申万家电板块与沪深 300 比较 .....	2
图 3：2018 年下半年申万家电板块与沪深 300 比较 .....	2
图 4：家电板块 2009-2018 年营业收入规模及增长率情况 .....	3
图 5：家电板块 2009-2018 年归母净利润及增长率情况 .....	3
图 6：家电板块 2009-2018 年毛利率与净利率情况 .....	3
图 7：申万家电板块上市公司 2015-2019 年各年第一季度营收及同比增速情况 .....	3
图 8：申万家电板块上市公司 2015-2019 年各年第一季度销售毛利率与销售净利率情况 .....	4
图 9：2009-2018 年中国城镇化率变化情况 .....	5
图 10：2016-2018 年中国精装修/全装修商品住宅开盘规模及变化 .....	7
图 11：2017-2018 年家电分品类均价变化 .....	8
图 12：2009-2018 年 SW 空冰洗板块营业总收入情况 .....	9
图 13：2009-2018 年 SW 空冰洗板块营业总收入同比增长率情况 .....	9
图 14：2018Q1 及 2019Q1 SW 空冰洗板块营业总收入及同比增长率情况 .....	10
图 15：2009-2018 年 SW 空冰洗板块归母净利润情况 .....	10
图 16：2009-2018 年 SW 空冰洗板块归母净利润同比增长率情况 .....	10
图 17：2018Q1 及 2019Q1 SW 空冰洗板块归母净利润及同比增长率情况 .....	10
图 18：2016-2018 年中国家用空调行业上市公司营业总收入季度走势 .....	12
图 19：2016-2018 年中国冰箱行业上市公司营业总收入季度走势 .....	12
图 20：2016-2018 年中国洗衣机行业上市公司营业总收入季度走势 .....	12
图 21：高端挂机占挂机市场量份额变化态势 .....	13
图 22：高端柜机占柜机市场量份额变化态势 .....	13
图 23：2009-2018 年 SW 彩电板块营业总收入与营业总收入同比增长率情况 .....	15
图 24：2018Q1 与 2019Q1 SW 彩电板块营业总收入与营业总收入同比增长率情况 .....	15
图 25：2009-2018 年 SW 彩电板块归母净利润与归母净利润同比增长率情况 .....	15
图 26：2018Q1 与 2019Q1 SW 彩电板块归母净利润与归母净利润同比增长率情况 .....	15
图 27：中国彩电品牌竞争指数（TOP5 品牌份额） .....	16
图 28：2018 年重点尺寸均价变化 .....	16
图 29：产品同质化现象严重 .....	17
图 30：商用电视细分市场销量份额及变化 .....	19
图 31：2009-2018 年厨卫电器收入规模及增长率 .....	21
图 32：2016-2018 年 1-4 月蒸箱品类台式/嵌入式占比情况 .....	22
图 33：中国集成灶行业零售规模 .....	23
图 34：2018 年京东集成灶品牌销量集中度分散 .....	23
图 35：我国人口老龄化程度加深 .....	26
图 36：全球按摩椅主要消费国家及地区渗透率对比 .....	26
图 37：按摩椅客群趋于年轻化的购买趋势 .....	26

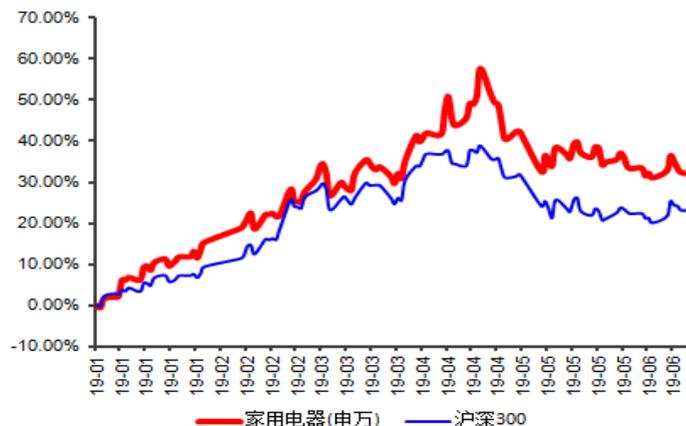
## 家电行业历史行情回顾与未来发展展望

2019年初至今（取值截至2019年6月21日），在申万28个子行业中家电行业上涨35.90%，排名第四。与沪深300比较，申万家电板块也取得明显超额收益。反观2018年下半年，申万家电板块下跌25.58%，收益跑输沪深300指数幅度较大。主要是由于2018年下半年地产行业低迷以及棚改货币化的逐渐退出对三四线城市产生的影响，持续影响了家电的新增需求。另外中美贸易摩擦使家电出口受到一定冲击，增加了家电板块的不确定性。而进入2019年，随着房地产开发投资增速大幅回升（截至2019年4月，全国房地产开发投资完成累计额达3.42万亿元，累计同比增速为11.9%），对家电板块产生正向拉动。并且政策补贴也对家电需求产生正面影响，这都直接拉动了家电需求量的增长以及家电板块的回暖。

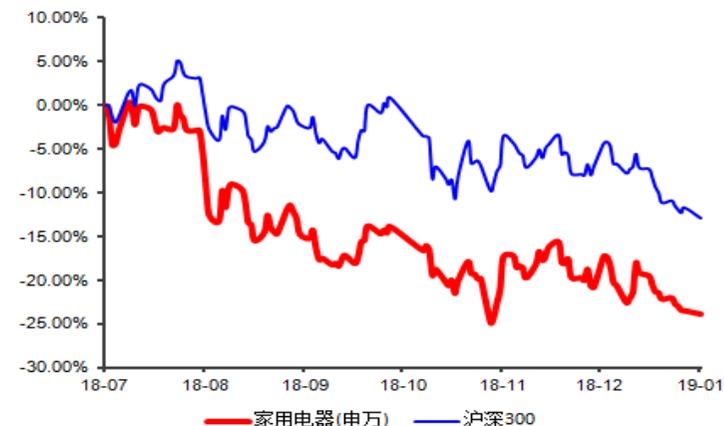
图1：2019年初至2019年6月21日申万一二级市场涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 2：2019 年上半年申万家电板块与沪深 300 比较**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

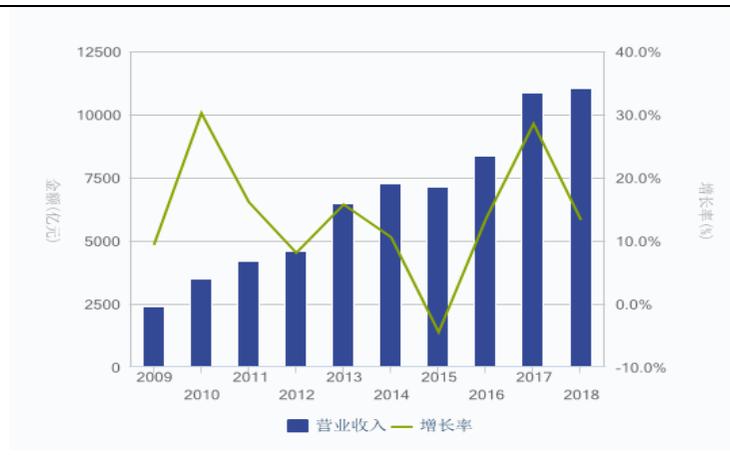
**图 3：2018 年下半年申万家电板块与沪深 300 比较**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

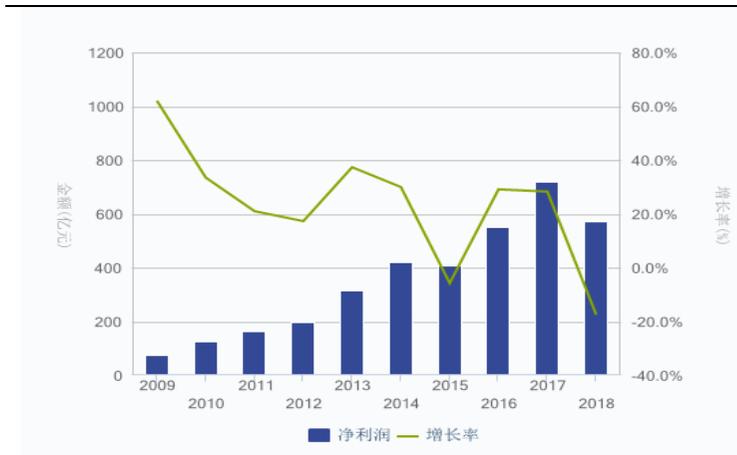
### 综合财务分析

家电板块自 2015 年起保持稳步上升趋势,到了 2018 年,营业收入增速有所放缓。2018 年家电板块共实现营业收入 11030.87 亿元,增长率为 13.32%,比 2017 年同期下降 15.24 个百分点;归母净利润为 570.55 亿元,同比增长率为-17.38%,比 2017 年同期同比下滑 45.71 个百分点;毛利率比 2017 年同期上涨 0.13 个百分点,达 24.68%;净利率比 2017 年同期下降 1.51 个百分点,为 5.58%。2018 年家电板块营收减速,主要系 2018 年下半年房地产拉动作用逐步消退,宏观经济波动以及中美贸易摩擦等消极因素,行业板块盈利表现受影响。

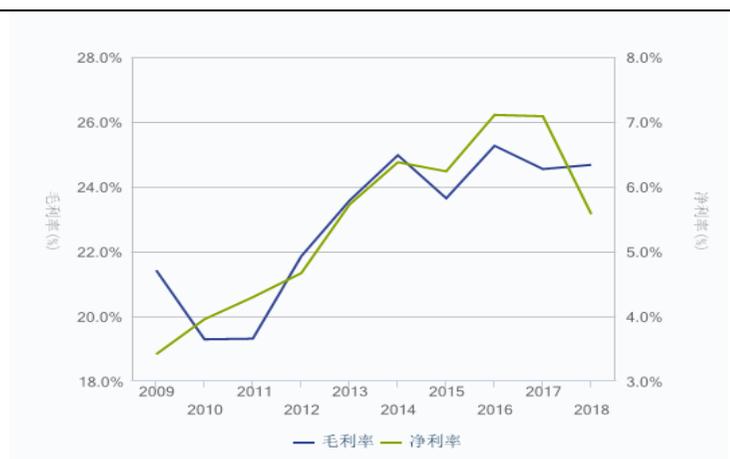
2019Q1 家电板块上市公司实现营业总收入 2925.50 亿元,同比增长率为 4.38%;2019Q1 销售毛利率与销售净利率分别为 23.57%、5.25%,较 2018Q1 稳步回升,同比增长 2.44、0.37 个百分点。可见家电板块在进入 2019 年后逐步回暖态势。

**图 4：家电板块 2009-2018 年营业收入规模及增长率情况**


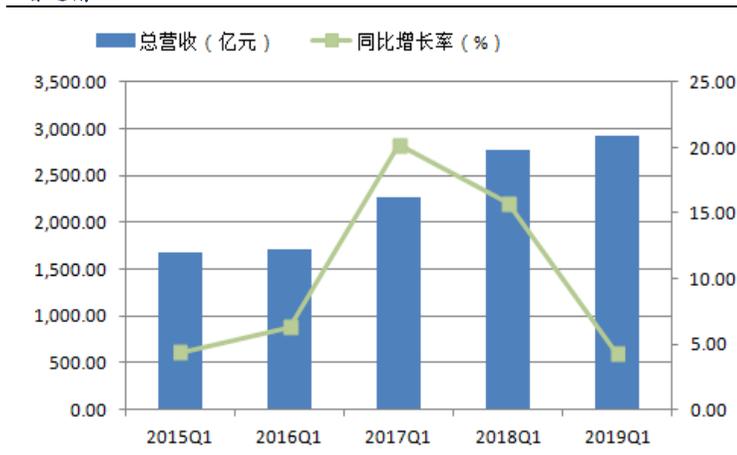
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：家电板块 2009-2018 年归母净利润及增长率情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

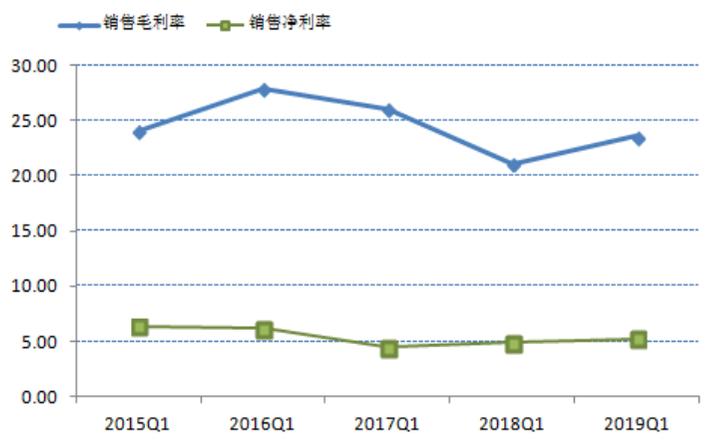
**图 6：家电板块 2009-2018 年毛利率与净利率情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 7：申万家电板块上市公司 2015-2019 年各年第一季度营收及同比增速情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 申万家电板块上市公司 2015-2019 各年第一季度销售毛利率与销售净利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2019 下半年家电行业利好因素及展望

### 1. 中国经济增长呈现先降后升态势，消费市场总体稳健，消费潜力继续释放

据社科院与社会科学文献出版社在 2019 年 5 月 29 日联合发布的《经济蓝皮书春季号：2019 年中国经济前景分析》，2019 年一季度中国经济各项数据明显好于预期，显示中国经济结构继续优化，供给侧改革初显成效。从全年来看，中国 GDP 增速有可能在二季度或三季度见底，然后开始小幅回升，全年呈现先降后升的发展趋势。

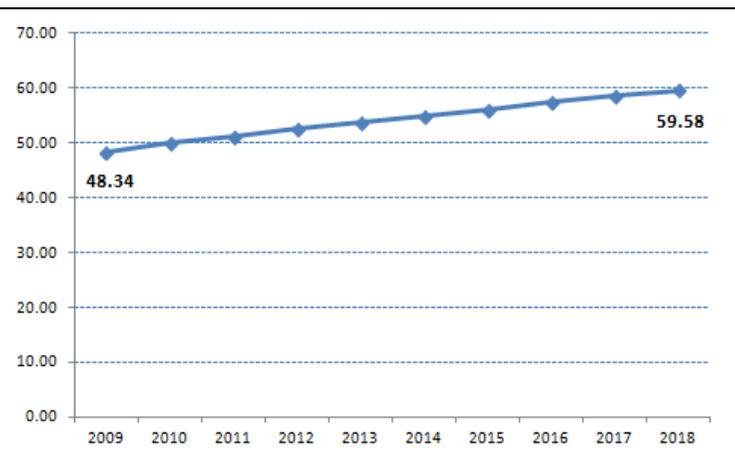
消费市场总体保持稳健发展态势，居民可支配收入带来的消费需求，尤其是改善型需求，将迎来大规模释放。据国家统计局数据，2019 年第一季度，全国居民人均可支配收入 8493 元，同比增长 8.7%。其中，城镇居民人均可支配收入 11633 元，同比增长 7.9%；农村居民人均可支配收入 4600 元，同比增长 8.8%。在居民消费支出方面，2019 年第一季度，全国居民人均消费支出 5538 元，比上年同期同比增长 5.4%。其中，城镇居民人均消费支出 7160 元，同比增长 6.1%；农村居民人均消费支出 3525 元，同比增长 8.7%。消费者购买力依然强劲。

商务部新闻发言人高峰在 2019 年 1 月 25 日商务部例行发布会上也表示，2018 年中国消费市场总体平稳，消费连续第五年成为经济增长的第一驱动力。在 2019 年中国消费增长尽管承受了一定的压力，但消费发展依然具备很多有利条件，中国消费市

场稳健发展的基本面、消费升级的趋势以及消费潜力继续释放的势头不会改变。

值得一提的是，中国城镇化进程仍持续推进，未来有进一步提升空间，以保障消费需求、家电需求稳定增长。

图 9：2009-2018 年中国城镇化率变化情况（单位：%）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

## 2. 政策加持，引导家电行业市场消费

2019 开年至今，国家为鼓励支持家电行业市场消费采取了一系列举措。包括支持行业协会联合彩电企业开展彩电“汰旧换优”，加大超高清电视推广力度。这将有望使得超高清彩电的市场渗透率进一步提高，长期来看，家电产业链上的超高清硬件生产商也将迎来巨大发展机遇。另外，国家拟对新型绿色、智能化家电产品给予价格补贴。节能补贴政策的推广，对促进家电领域产业消费升级，推动整体智能家居发展具有重要意义，家电板块也将迎来政策性投资机会，同时利好产品创新能力强、定位高端的公司。

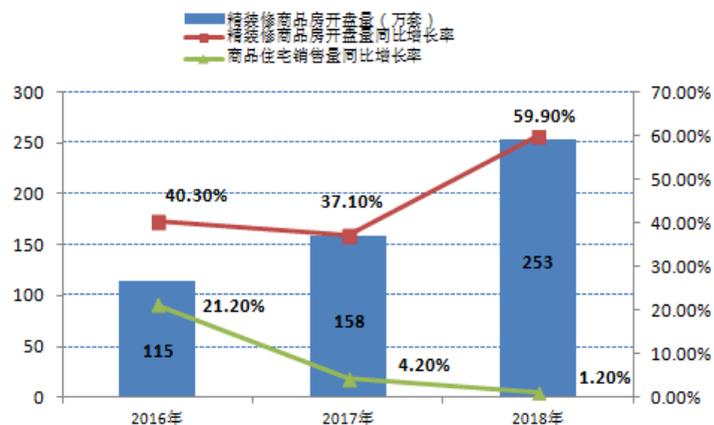
**表 1：2019 开年至今，国家促进家电消费举措（不完全统计）**

时间	部门	具体内容
2019.1.29	国家发改委等十部委	联合下发《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）》，称拉动家电消费是促进商品消费的一个重要抓手；
2019.3.1	工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台	印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，支持行业协会联合彩电企业开展彩电“汰旧换优”，加大超高清电视推广力度；
2019.4.17	国家发改委	下发关于征求对《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费及促进循环经济发展实施方案（2019-2020 年）（征求意见稿）》意见的函。在征求意见稿中，拟开展家电“以旧换新”活动，对新型绿色、智能化家电产品给予不高于产品价格 13% 的补贴，单台上限 800 元；
2019.6.3	国家发改委、生态环境部、商务部	联合发布《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》，提出促进电子家电领域产业和消费升级，包括推动节能、智能、整体智慧家居的升级，加快更新换代，完善废旧产品回收拆解体系等方面；
2019.6.4	中国家电协会	主导冰箱、空调、洗衣机及厨电四个行业新版技术路线图开启修订，有望在 2019 年 10 月底发布。

资料来源：信达证券研发中心整理

### 3. 房地产精装修已成趋势，厨电行业未来可期

全联房地产商会全装修产业分会秘书长陈忠莉在 2019 中国厨房电器高峰论坛上表示，2019 年中国住宅全精装市场规模预计超 300 万套，市场渗透率达 32%。在房地产精装修中，建材、卫浴、厨房用品几乎成为标配，配置率在 95% 以上，2018 年增幅也近 60%。据奥维云网 2018 年地产大数据显示，准一线城市（杭州、南京、苏州、成都、武汉、郑州）全部为精装政策，强二线的 15 个城市中，有 8 个（济南、长沙、宁波、合肥、海口、无锡、南昌、福州）为精装政策覆盖区。这将为厨电带来更大的增量市场。随着精装政策的推广，三四线及以下城市会是未来全装修发展的重要地区。家电板块中产品力强、三四线市场渠道布局成熟标的有望充分受益。

**图 10：2016-2018 年中国精装修/全装修商品住宅开盘规模及变化**


资料来源：国家统计局，AVC 地产大数据，信达证券研发中心

#### 4. 5G 商用，促进智能家电硬件升级

在 5G 与物联网、AI 等技术融合发展的大形势下，智能家居市场将成为兵家必争之地。据 Statista 预计，2021 年全球智能家居市场规模将达 793 亿美元。面对 5G 时代的到来，国内家电巨头早已布局：以海尔为例，2019 年 3 月落成全球第一个 5G 智慧家庭实验室，在共享空调等多领域实现 5G 技术的大规模商用，并在 2019 年下半年推出首批采用 5G 技术的智慧成套家庭及场景解决方案。与此同时，青岛海尔在 6 月 6 日公告，拟更名“海尔智家”，加速智慧家庭落地。

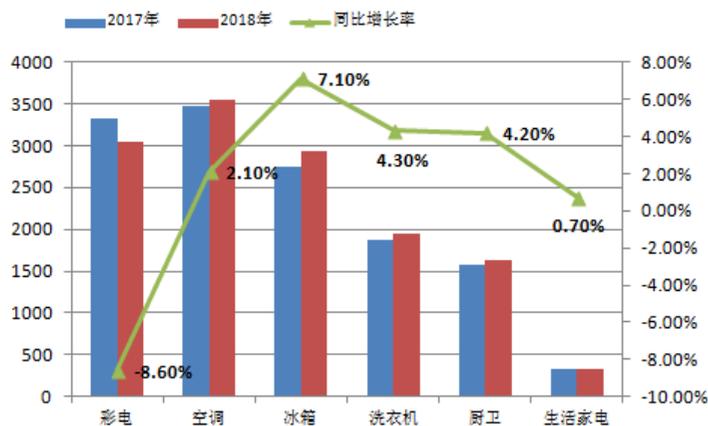
消费者在家电操作性上同样青睐智能、便捷产品，加载 WiFi、语音交互、NFC 功能、摄像头、自动投放等功能的家电产品市场份额明显增高。以洗衣机为例，全国家用电器工业信息中心数据显示，2018 年，智能洗衣机（具有 WiFi 或者自动投放功能的型号），零售额份额从 36.6% 上升到 39.8%。

#### 5. 家电进入更迭换代期，产品均价升高

据中国家用电器研究院数据，2016-2017 年城镇居民和农村居民耐用家电百户保有量数值保持基本不变，家电进入更迭换代

期。家电市场结构调整，产品升级明显，促使产品均价走高。2017-2018 年家电分品类均价变化中，冰箱、洗衣机、厨卫位居同比增长前三位，分别增长 7.1%、4.3%、4.2%；空调、生活家电也均有所增长；黑电（彩电）均价走低，下降 8.6 个百分点。

图 11：2017-2018 年家电分品类均价变化



资料来源：中国家用电器研究院，信达证券研发中心

2019 年，中国家电市场仍将维持稳定增长态势。全国家用电器工业信息中心预测，2019 家电市场规模将同比增长 2.3%。在消费升级、产业升级的大趋势下，高效便捷、健康舒适、节能环保成为消费者的新追求。从长期来看，品质化、高效化、细分化将是家电产品未来发展的重要趋势。家电行业未来格局优化，强者愈强，利润向具有优质产品、技术、渠道、品牌的龙头集中。

## 白电行业：龙头护城河稳固，智能+高端产品份额大幅提升

### 综合财务分析

申万白电板块中，空、冰、洗细分板块在 2018 年实现总营收分别为 4638.75 亿元、2502.74 亿元和 299.23 亿元，同比增长 17.73%、11.07%和 7.83%。2019Q1，实现营业总收入分别为 1167.69 亿元、641.45 亿元和 88.18 亿元，同比增长率为 5.40%、7.25%和 3.66%。空、冰、洗细分板块在 2018 年实现归母净利润分别为 465.13 亿元、70.24 亿元和 21.24 亿元，同比增长 16.89%、50.73%和-25.06%。2019Q1，实现归母净利润分别为 117.97 亿元、27.47 亿元和 5.88 亿元，同比增长率为 8.46%、13.98%和 3.40%。

空调市场作为白电板块的主要细分领域，近年来受到 2016 年的高温刺激，2017 年高温+地产的双重带动增长，以及 2018 年的后地产市场影响。据奥维云网全渠道推总数据显示，2017 年空调市场零售量规模为 5614 万套，同比增长 23.1%；2018 年空调市场零售量规模为 5703 万套，同比实现 1.6%增长；2019Q1 空调市场零售量规模为 980 万套，同比增长 4.4%。2018 年空调市场零售量规模增速的明显下跌，主要系 2018 年我国投资、消费放缓；受贸易摩擦影响，出口下行压力大；竣工新房面积萎缩，房产市场遇冷等因素，空调零售市场增速降档。2019 年 Q1 空调市场零售量规模的小幅增长，主要是 3 月份以来进入装修季、开盘季后带来的超预期增长。

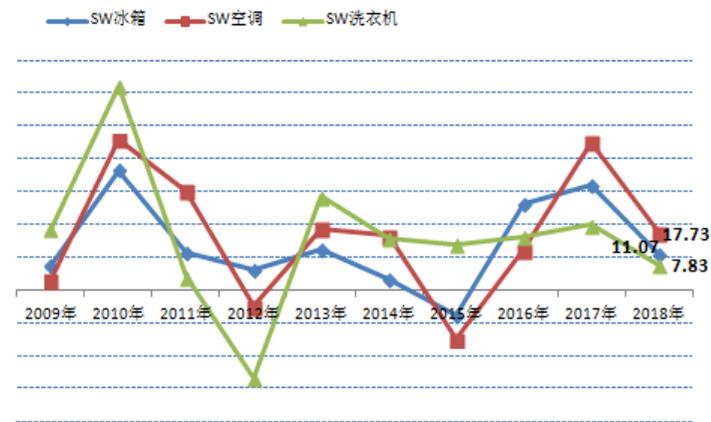
由于空调行业与房地产关联较大，随着进入 2019 年，地产政策针对房市的调控由单向抑制转为松紧适度的“地方政府责任制”，我们预计空调市场在 2019 年下半年将继续缓和，市场回归平稳发展状态。

图 12：2009-2018 年 SW 空冰洗板块营业总收入情况（单位：亿元）



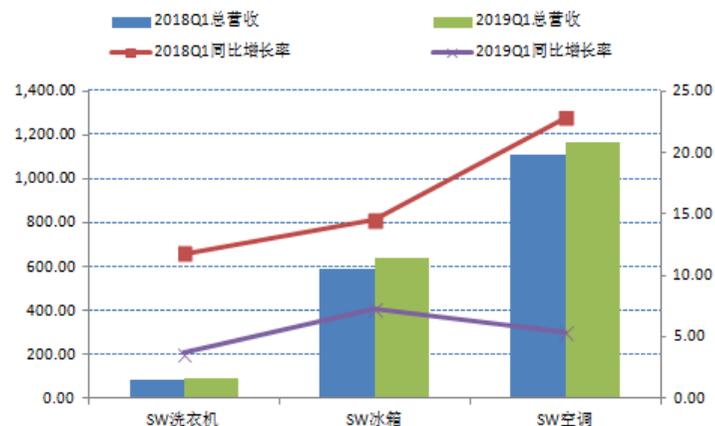
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 13：2009-2018 年 SW 空冰洗板块营业总收入同比增长率情况（单位：%）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 14: 2018Q1 及 2019Q1SW 空冰洗板块营业总收入及同比增长率情况 (单位: %)



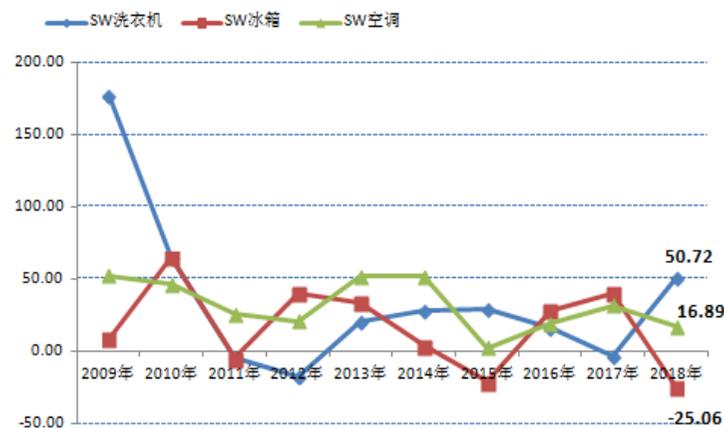
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 2009-2018 年 SW 空冰洗板块归母净利润情况 (单位: 亿元)



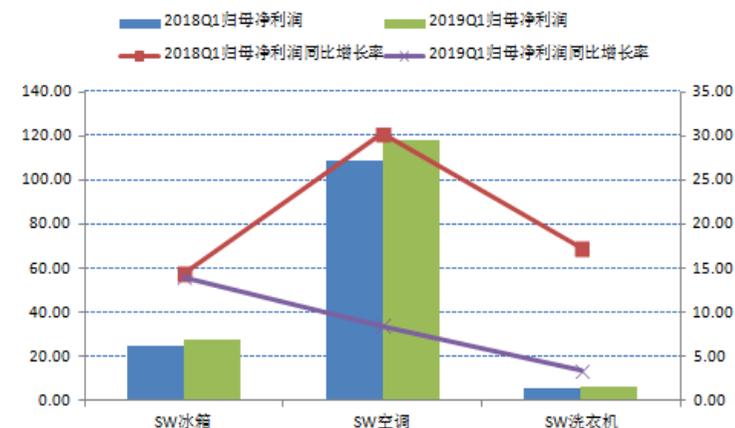
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 2009-2018 年 SW 空冰洗板块归母净利润同比增长率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 2018Q1 及 2019Q1SW 空冰洗板块归母净利润及同比增长率情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

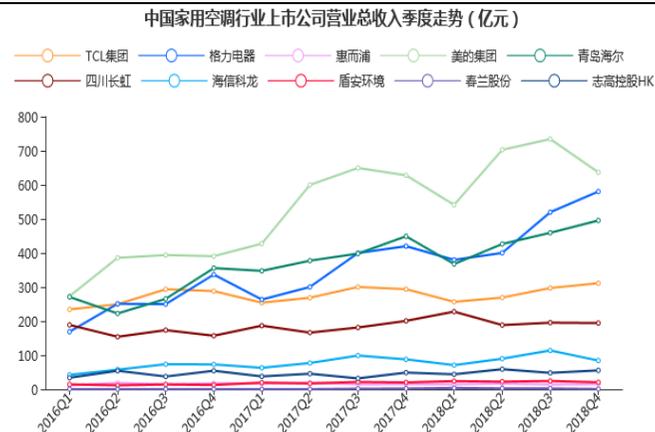
## 品牌集中度持续攀升，国产品牌展现旺盛生命力

2018年以来，白电板块品牌集中度持续攀升，行业集中度情况加剧。全国家用电器工业信息中心数据显示，CR3在空调、冰箱、洗衣机三个行业市场份额提升速度均高于TOP4-TOP5、TOP6-TOP10，个别细分行业中TOP4-TOP10市场份额甚至有下降趋势。

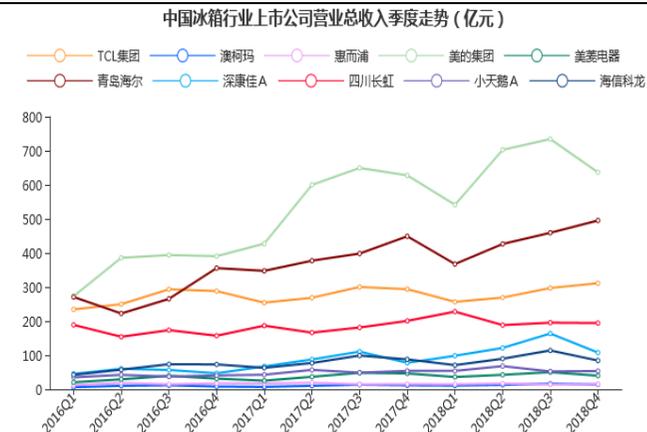
具体来看：

1. 2018年空调市场，CR3品牌的零售额市场份额由2017年的72.1%扩大到73.6%，CR5品牌的零售额市场份额由2017年的82.2%扩大到83.8%，CR10品牌的零售额市场份额由2017年的93.0%扩大到93.8%。可见，空调市场CR3市场份额提高了1.5个百分点，TOP4+TOP5提升了0.1个百分点，TOP6-TOP10下降了0.7个百分点，空调市场品牌集中度提升。
2. 2018年冰箱市场，CR3品牌的零售额市场份额由2017年的55.8%扩大到58.7%，CR5品牌的零售额市场份额由2017年的74.7%扩大到78.4%，CR10品牌的零售额市场份额由2017年的91.6%扩大到94.4%。可见，冰箱市场CR3市场份额提高了2.9个百分点，TOP4+TOP5提升了0.8个百分点，TOP6-TOP10下降了0.9个百分点，冰箱市场品牌集中度提升。
3. 2018年洗衣机市场，CR3品牌的零售额市场份额由2017年的60.2%扩大到64.5%，CR5品牌的零售额市场份额由2017年的76.6%扩大到80.3%，CR10品牌的零售额市场份额由2017年的92.2%扩大到93.4%。可见，洗衣机市场CR3市场份额提高了4.3个百分点，TOP4+TOP5下降了0.6个百分点，TOP6-TOP10下降了2.5个百分点，洗衣机市场品牌集中度明显提升。

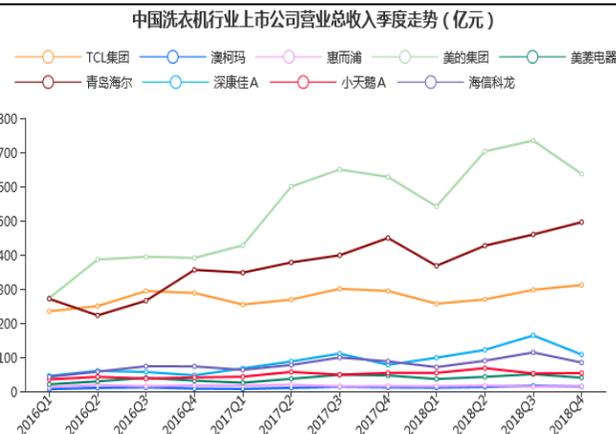
不难看出，白电板块发展成熟，竞争激烈。三大龙头护城河稳固，在增长空间及市场份额有限的情况下，中小品牌的生存空间会不断被压缩，继续被边缘化。随着消费者的品质消费观念不断增强，市场整合将更加激烈。

**图 18: 2016-2018 年中国家用空调行业上市公司营业总收入季度走势 (亿元)**


资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

**图 19: 2016-2018 年中国冰箱行业上市公司营业总收入季度走势 (亿元)**


资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

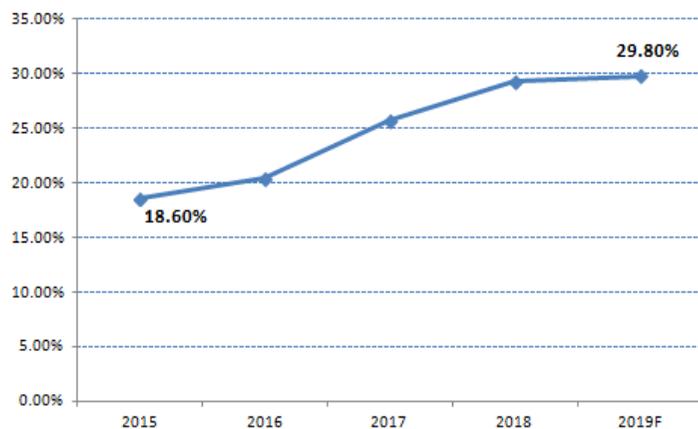
**图 20: 2016-2018 年中国洗衣机行业上市公司营业总收入季度走势 (亿元)**


资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

## 高端空调市场份额大幅提升，自清洁、温湿双控占比突破 20%

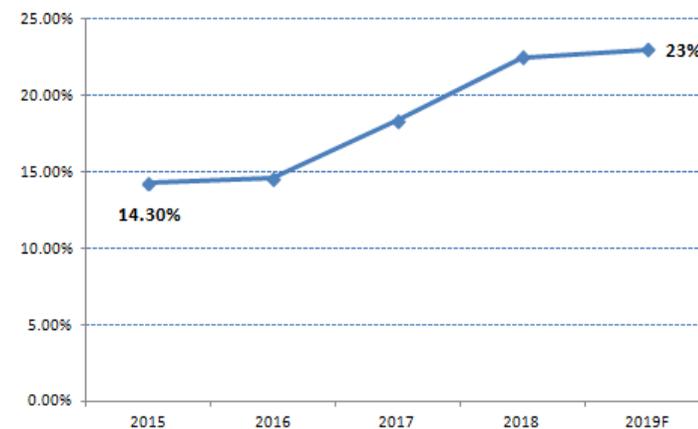
据《2019 年中国高端空调市场趋势和用户分析报告》，近五年高端空调市场份额大幅提升。截至 2019 年第一季度，高端挂机（价格 4088 元以上）占挂机市场量份额为 29.8%，高端柜机（价格 9855 元以上）占柜机市场量份额为 23%，卡萨帝、格力、三菱电机、美的、大金位列 16000 元以上柜机市场主要品牌零售量份额前五强。中怡康预计，2019 年高端挂机占挂机市场量份额 29.8%，高端柜机占柜机市场量份额为 23%。高端市场中 APF 一级成为标配，自清洁、温湿双控占比突破 20%，智能在高端空调市场迅速普及。

图 21: 高端挂机占挂机市场量份额变化态势（以 2015 年高端划分标准，来计算 2015-2019 年高端市场量份额）



资料来源：中怡康线下月度零售市场监测数据，信达证券研发中心

图 22: 高端柜机占柜机市场量份额变化态势（以 2015 年高端划分标准，来计算 2015-2019 年高端市场量份额）



资料来源：中怡康线下月度零售市场监测数据，信达证券研发中心

2019 年第一季度，空调市场零售量和零售额分别同比增长 4.1%和 1.7%，市场规模增幅呈现震荡向上态势，APF 一级产品将成为市场正向增长的主要拉力。中怡康时代消费者调研数据显示，32.3%的潜在消费者关注空调的健康功能，52.6%的潜在消费者认为空调的智能功能是必选项。APF 一级冷暖挂机增长率由 18%增至 23.3%，APF 一级冷暖柜机增长率由 10%增至 23.1%；以“无风感舒适”为卖点的产品同样备受青睐，增长率由 6.6%增长至 10.9%。

智能空调硬件技术不断进步，红外感应、语音语义识别、人脸识别、智能安防、WIFI 控制、智能云端、手势识别等技术不断革新。据中怡康线下月度零售市场监测数据，在高端挂机市场，自清洁、温湿双控、无风感占市场零售量份额分别为 24.5%、9.2%和 9.3%；在高端柜机市场，自清洁、温湿双控、无风感占市场零售量份额分别为 26.3%、22.2%和 7.9%。

高端空调份额的大幅增长代表了消费升级发展，其背后是消费者全新的价值观，对节能、健康、舒适、智能、便捷等多方面需求。《2019 年中国高端空调市场趋势和用户分析报告》也显示，消费者购买高端空调的主要原因是提升生活品质，其次是家电更新换代需要、新房装修需要等。需求决定选择，消费者在购买高端空调时，看重的因素依次为品牌、产品力、价格、购买体验、产品颜值和售后服务。从比例上看，品牌和产品力、价格是消费者最关注的因素，而空调功能方面，消费者关注前三位的是健康、省电和智能。

## 黑电行业：行业整体内销疲软，利好政策、新兴领域有望刺激消费

### 综合财务分析

申万黑电板块中，SW 彩电在 2018 年实现总营收为 3026.17 亿元，同比增长 9.41%，较上年下降 3.86 个百分点；2019Q1，实现营业总收入为 719.55 亿元，同比增长率为 8.74%，较上年同期下降 6.55 个百分点；在 2018 年实现归母净利润 41.53 亿元，同比下降 55.34%。2019Q1，实现归母净利润 10.85 亿元，同比下降 16.29%。近两年，SW 彩电营业总收入与归母净利润均下降，行业整体业绩承压，内销需求疲软。

图 23: 2009-2018 年 SW 彩电板块营业总收入与营业收入同比增长率情况 (单位: 亿元, %)



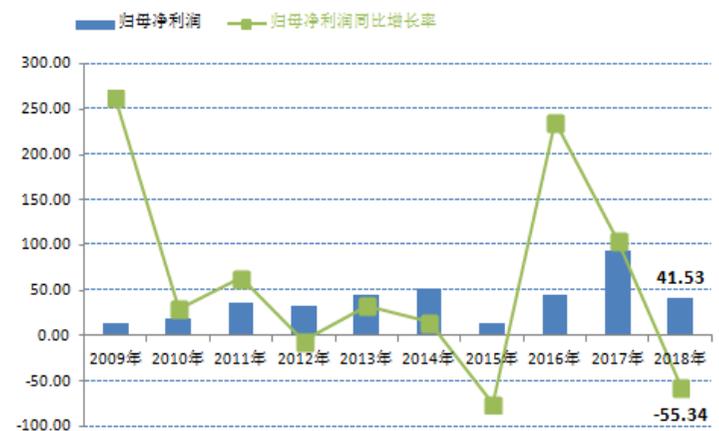
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: 2018Q1 与 2019Q1 SW 彩电板块营业总收入与营业收入同比增长率情况 (单位: 亿元, %)



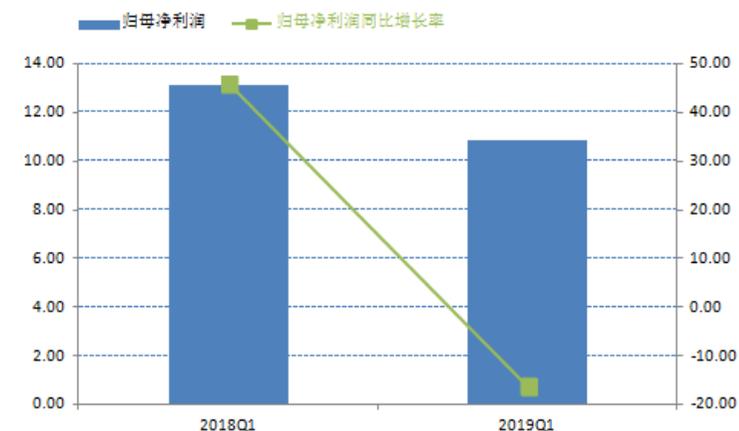
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 2009-2018 年 SW 彩电板块归母净利润与归母净利润同比增长率情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 2018Q1 与 2019Q1 SW 彩电板块归母净利润与归母净利润同比增长率情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

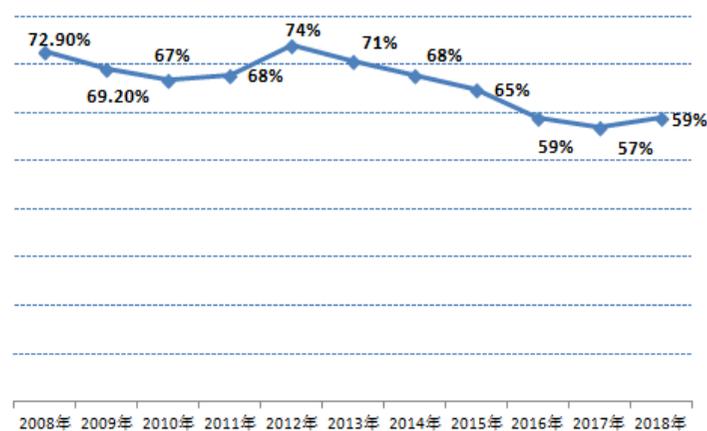
## 内需疲软，零售量规模不算乐观

据奥维云网数据，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%。大尺寸化仍在持续，2018年电视零售面积3370万平方米，同比上升6.8%。2018年中国彩电市场零售量规模虽有小幅增长，但并不乐观。

## 品牌集中度不高，“以价换量”、“产品同质化”现象显现

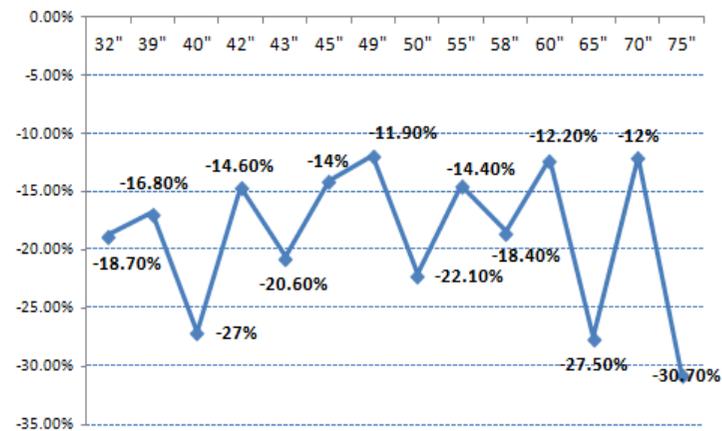
从2010到2012年，TOP5头部品牌市场占比走高，品牌集中度加强；从2013到2017年，TOP5头部品牌市场占比走低，品牌集中度分散。这两阶段大致和家电下乡政策、互联网品牌入局时间相呼应。2018年头部品牌市场占比虽有小幅提升，但由于彩电行业的品牌集中度分散，垄断品牌难以出现，市场竞争激烈局势仍会继续维持。

图 27：中国彩电品牌竞争指数（TOP5 品牌份额）



资料来源：奥维云网，信达证券研发中心

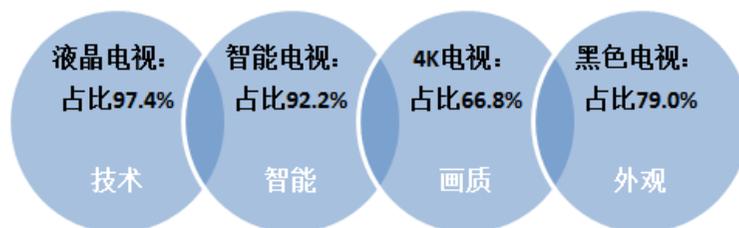
图 28：2018 年重点尺寸均价变化



资料来源：奥维云网，信达证券研发中心

自 2000 年以来的价格战对黑电行业影响巨大。从 2000 年到 2005 年的 CRT 电视价格战，以及从 2012 年到 2016 年的互联网品牌低价战，使得黑电市场价格竞争局面难以扭转。再加上，2017 年、2018 年面板成本降低，电视尺寸均价由 2016 年的 66 元/寸跌至 2018 年的 63 元/寸，导致 2018 年重点尺寸的均价下降均在 10% 以下。低价直接导致低利润，企业运营困难，竞争环境恶化。

图 29：产品同质化现象严重



资料来源：奥维云网，信达证券研发中心

频繁的价格战和竞争环境的恶化，最终导致彩电行业产品同质。AVC 消费电子事业部副总经理朱圆圆对此分析表示，2018 年彩电行业没有出现突破性的产品创新技术，更多的是对现有技术的深度开发和拓展。受制于成本和企业战略布局因素，这些新技术产品主要面向高端市场，在整个彩电市场中的销量占比较低。图 29 也可以看出，LCD 电视仍是主流，在 2018 年市场销量占比高达 97.4%；软件方面以智能电视为主，市场份额达 92.2%；画质以 4K 为主导，市场占比 66.8%，8K 技术红利还需要等产业链成长后才能在终端市场显现；外观上仍以传统黑色为主，缺乏个性和主张。

## 政策利好，刺激消费需求

我们前面也曾提到，进入 2019 年国家连续出台政策以刺激家电行业的发展。在现阶段，农村家电的保有量已处于较高位置，国家从政策层面促进家电产品更新换代以提高家电产品的消费量，同时加快推进超高清视频产业消费、不断丰富数字创意内容与服务，也将使得布局黑电相关硬件产品的企业受益，总体利好黑电相关产业链。

**表 2: 黑电相关产业刺激政策出台**

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）》	<p><b>(十四) 支持绿色、智能家电销售。</b>有条件的地方可对产业链条长、带动系数大、节能减排协同效应明显的新型绿色、智能化家电产品销售，给予消费者适当补贴。</p> <p><b>(十五) 促进家电产品更新换代。</b>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予适当补贴，推动高质量新产品销售。</p> <p><b>(十九) 加快推进超高清视频产品消费。</b>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。</p>
2019 年 4 月 17 日	《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费及促进循环经济发展实施方案（2019-2020 年）（征求意见稿）》	<p>拟开展家电“以旧换新”活动，对新型绿色、智能化家电产品给予不高于产品价 13% 的补贴，单台上限 800 元。</p>
2019 年 6 月 6 日	《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》	<p><b>(五) 着力推动绿色智能家电研发和产业化。</b>支持节能、智能型家电研发，鼓励开发基于物联网、人工智能技术的家电组合产品和一体化产品。重点突破柔性 OLED 显示、激光投影显示、量子点背光、小间距 LED 背光等新型显示技术，逐步实现超高清、柔性面板和新型背板量产，加快超高清视频关键系统设备产业</p>

化。

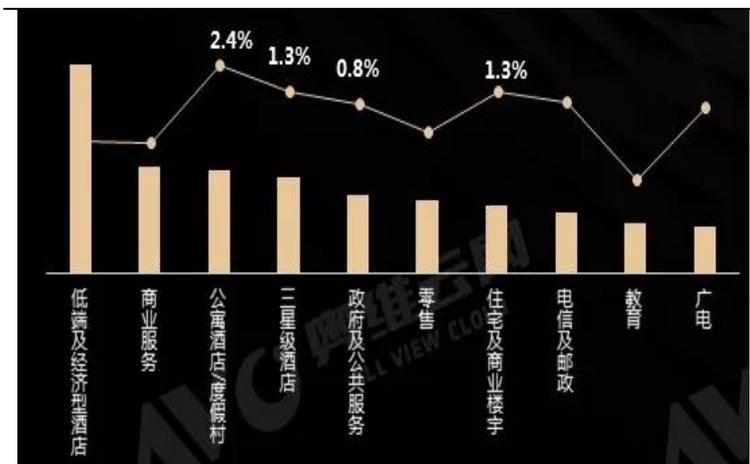
**(六) 不断丰富数字创意内容和服务。**增加4K超高清视频内容供给,创新电视互动节目。全面实现彩电网络化服务,加快推进彩电智能化应用,增强双向人机交互功能。鼓励有条件的广播电视台及互联网电视平台开播4K超高清节目,支持终端厂商及内容服务商创作8K内容,开展5G+8K内容传输试验。

资料来源:国家发改委,信达证券研发中心

### 显示产品更多元,加速开拓新兴领域

据AVC数据,2018年商用电视销量增长8.2%。其中,公寓酒店/度假村、三星级酒店、住宅及商业楼宇、政府及公共服务细分市场销量增长较快,利于新领域的使用场景的开发,显示增长力的挖掘。同时,新型线下销售渠道正在兴起,包括精装(大势所趋、未来可期)、租赁(租售同权,长租公寓崛起)、建材(新零售催生场景化购物,家居建材渠道持续看涨)三个领域。

图 30: 商用电视细分市场销量份额及变化



资料来源:奥维睿沃大数据,信达证券研发中心

2019年下半年黑电行业的积极因素来自于政策支持，国家发改委将制定出台维护行业产品消费措施，对家电需求带来刺激；另一方面，大尺寸化产能释放，更新换代需求增长。但行业仍存在风险，房地产严调控仍在持续，市场不景气，价格战透支市场需求等因素对行业的发展也将产生一定影响。

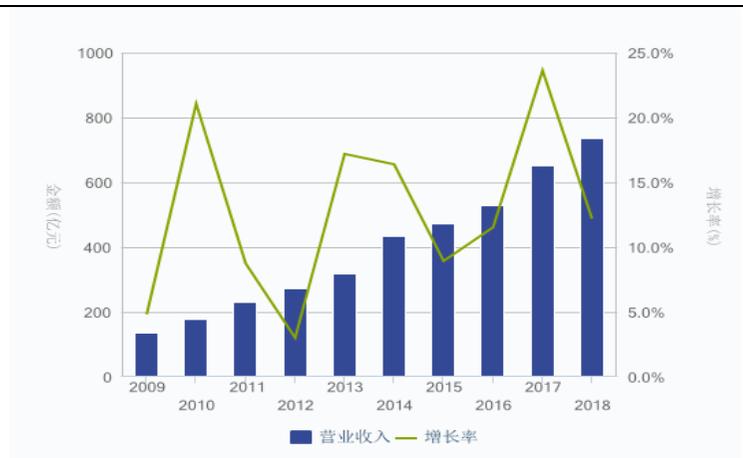
## 厨电行业：受地产影响需求或回暖，大势品类仍为增长引擎

### 受地产回暖及精装修趋势影响，2019下半年需求或回暖

2018年厨电行业收入规模735.74亿元，同比增长12.21%，较2017年下降11.43个百分点。在经历了两年的高速增长后，受全球宏观经济、进出口贸易不稳定以及最直接因素房地产的影响，厨电行业整体增速放缓。

从2017年7月开始，房地产现房住宅增速转负，下滑比例不断增大，截至2017年12月，现房住宅销售面积负增长达19.3%。到2018年，房地产行业收住整体下滑趋势，据国家统计局公布的2018年国内房地产市场销售数据累计达到14.98亿平米，增幅2.17%。2019年住宅供给总量有望迎来拐点。据国家统计局数据，2019年一季度全国房地产开发投资23803亿元，同比增长11.8%；销售额同比增长5.6%，增速提高2.8个百分点。奥维云网预计2019年商品住宅竣工面积可能实现10-20个点的强劲反弹。

2017年中到2018年，上游房地产市场的持续调控造成现房住宅装修需求的缩减，进而影响厨电市场的需求释放，使得厨电市场增速承压，并且短期内产品价格上升困难。随着2019年上半年地产回暖及精装修趋势影响，厨电作为房地产后周期属性明显板块，在2019年下半年整体需求有望增长。

**图 31：2009-2018 年厨卫电器收入规模及增长率**


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

## 大势品类依然为增长引擎

2019 年一季度，传统厨电市场表现堪忧。中怡康数据显示，2019 年第一季度，吸油烟机市场零售量为 343.5 万台，同比下降 3.72%；燃气灶市场零售量为 431.2 万台，同比微增 0.8%；微波炉市场零售量为 331.1 万台，同比下降 7.75%；消毒柜市场零售量为 78.82 万台，同比下降 8.31%。

在厨电行业整体增速下滑的趋势下，新兴厨电产品依然是厨电市场消费增长主力。

## 蒸箱

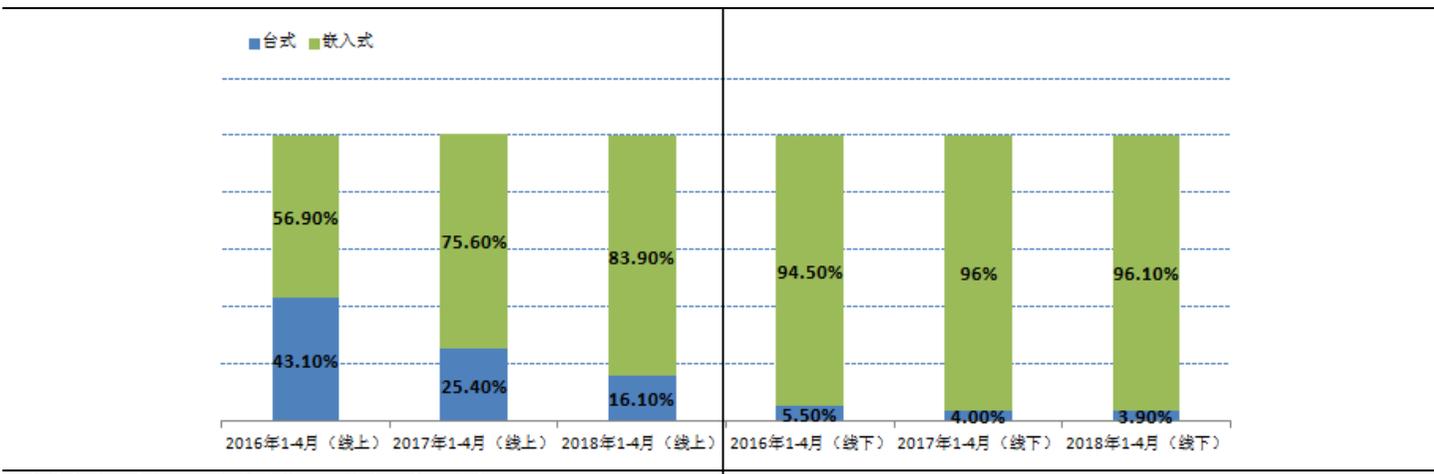
随着追求健康饮食的趋势再度兴起，中式蒸箱进一步发展。中怡康数据显示，2017 年蒸箱市场零售量达 49.4 万台、零售额达到 36 亿元；2018 年蒸箱零售量、零售额分别为 77 万台、53 亿元，同比增长 56%、47%，是厨电行业中增速较快品类之一，成为厨电板块未来逆境上行的新机会。我们预计 2019 年下半年，集成灶、蒸箱等新兴品类作为厨电市场消费的增长引擎，继续保持良好态势。

蒸箱接受度的提升，与消费者追求健康安全、便捷高效的生活方式的转变不无关系。但目前国内蒸箱的渗透率较低，消费者

产品认知度也低，产品未来有很大发展空间。除此之外，大部分嵌入式蒸箱需要装修前的整体布局，而房地产精装修是大趋势，随着工程配套渠道的打通，未来蒸箱产品发展或走强。另外，在房价高企的一二线城市，大面积的产品占地面积也会增加，嵌入式的蒸烤一体机未来可期。

从奥维云网的监测数据来看，嵌入式蒸箱也更受消费者欢迎。从2016~2018年1-4月，线上嵌入式电蒸箱份额从56.9%上升到83.9%，上升了27个百分点；线下嵌入式电蒸箱份额从94.5%上升到96.1%，上升了1.6个百分点。2019年下半年，随着消费普及及产品颠覆式创新，蒸箱品类尤其是嵌入式蒸箱将继续快速成长。

图 32: 2016-2018 年 1-4 月蒸箱品类台式/嵌入式占比情况



资料来源: 奥维云网全渠道监测, 信达证券研发中心

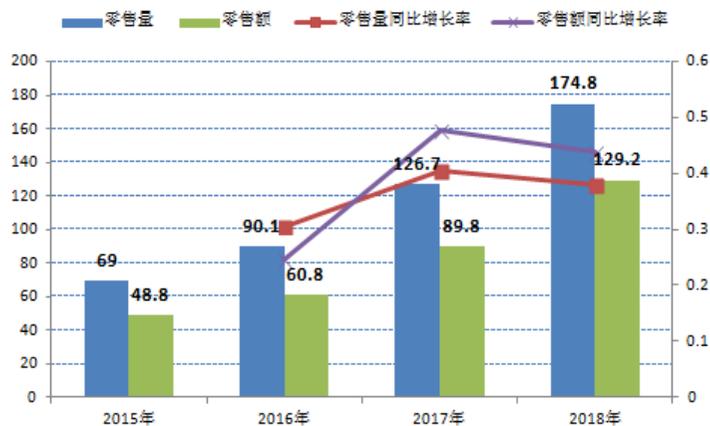
### 集成灶

集成灶相比传统油烟机，节省空间、健康环保，是厨电产品的重要补充，随着产品功能的完善，市场前景广阔，与传统三件套（烟灶消）的转换成为未来发展趋势。早在2017年《集成灶行业发展趋势白皮书》表示，正处于成长期的集成灶行业年增速在30%左右，远高于进入成熟期的传统三件套（烟灶消）5%的年度增速。

中怡康线上监测数据也指出，集成灶线上市场在 2018 年共监测到 97 个品牌，相较 2017 年同期，品牌数量增加 10 个，市场活力不断增强，整体规模持续增长。海尔、美的等综合家电企业纷纷布局，帅康等老牌厨电也加入市场，竞争愈发激烈。另外，据中怡康数据，2017 年集成灶市场零售量、零售额分别为 126.7 万台、89.8 亿，同比分别增长了 40.6%、47.9%；2018 年集成灶市场零售量为 174.8 万台，销售额约为 129.2 亿元，同比增长 38%、43.9%。全国家用电器工业信息中心发布的 2019 年中国家电行业一季度报告显示，2019 年 Q1 我国集成灶零售额 35 亿元，同比增长 45.8%。集成灶零售量近年来保持高速增长态势。

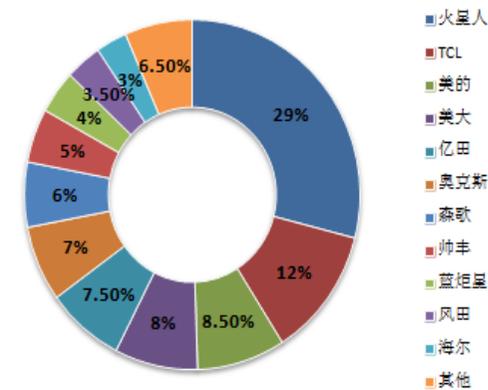
无论是从需求还是供给方面看，集成灶市场在未来 3-5 年也将保持增长态势。随着越来越多的品牌切入产业、智能制造的发展以及更多销售渠道的铺开，一方面整个行业增长将会进一步提速，作为厨电行业的细分品类，占据越来越多的市场份额；另一方面，整体来看，行业处于成长期，品牌和市场集中度分散，一些研发能力不足、同质化产品严重的企业会在激烈竞争中被淘汰，行业未来还有很大成长空间。

图 33：中国集成灶行业零售规模（单位：万台，亿元）



资料来源：中怡康，信达证券研发中心

图 34：2018 年京东集成灶品牌销量集中度分散



资料来源：艾肯家电网，信达证券研发中心

另外，城镇和农村对厨电产品的渗透率仍未饱和。以油烟机为例，据国家统计局数据，城镇油烟机每百户保有量从 2013 年的

66 台上升到 2017 年的 74 台；乡村油烟机每百户保有量从 2013 年的 12 台上升至 2017 年的 20 台。按照每户 1 台油烟机的配置，厨房大家电普及率依然偏低，随着城镇化政策的推动以及城镇市场置换需求的增长，2019 年下半年乃至长期来看，厨电行业仍有上升空间。

我们在报告前面也曾提到，政策推动下房地产精装修市场快速发展。奥维云网数据显示，2018 年推出精装楼盘的开发商数量大增 80%，新开盘精装修、全装修商品住宅 253 万套，同比增长 60%。奥维云网预测，2019 年精装修市场仍保持增长态势，预计全年精装修市场规模将达到 336 万套，市场渗透率达 32%。在精装修的各项部品中，水槽、橱柜、烟机、灶具等品类的配套类均在 94% 以上。同时，《建筑业发展“十三五”规划》已经明确要求，到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，各地方政府已经出台了相应的“全装修”地方政策，明确提出全装修占比，努力提高全装修渗透率，这也将为下半年的厨电板块带来更大增量市场。建议关注渠道布局覆盖率高、产品多元化发展、价格完善的优质龙头企业。

## 小家电行业：逆势增长前景广阔，看好按摩椅品类

### 技术升级+消费观念转变，行业发展前景光明

小家电因更新换代速度快、产品价格较低、受地产影响小等特点，更易满足消费者的细分需求，在家电板块中表现突出。据 Wind，2018 年小家电板块实现营收 619.74 亿元，同比增长 14.93%；实现归母净利润 57.30 亿元，同比增长 35.26%，净利润增长显著。2019 年第一季度，与大家电的小幅增长或回落相比，小家电电子板块仍实现营收同比增长 7.94%。可见小家电市场逆势增长，体量不断扩大，产品走俏，行业发展前景光明。

据京东电器消费数据显示，2018 年“618”扫地机器人销售额是 2017 年同期的 300%；天猫数据显示，2018 年“618”期间美容仪品类销售增长了 8 倍。消费者消费观念转变，追求健康舒适的生活理念，智能高端并且能够显著改善家居环境、个人健康形象的小家电获得绝佳发展契机。欧睿数据显示，中国家庭小家电保有量每户 10 种以下，远不及欧美等国家每户 30 种的小家电保有量水平。在未来小家电市场依然会保持快速增长态势，潜力巨大。

我们预计在 2019 年下半年，结构调整和产业升级将是小家电板块的主旋律。小家电传统品类从低渗透率发展到总量饱和阶段，唯有产品结构优化、技术升级才能推动行业发展。小家电新兴品类正处于普及阶段，市场空间不断延伸。小家电相较于家电板块其他细分品类更具消费品属性，建议关注有望通过产品细分化以及产品对标人群分层达到量价齐升的龙头企业。

**表 3: 小家电行业产业链**

	上游-小家电原材料	中游-小家电制造	下游-小家电销售
<b>产品</b>	五金材料 塑料材料 微电机 包装材料	厨卫小家电 家居小家电 个护小家电	豆浆机、咖啡机、面包机、电饼铛、榨汁机等; 加湿器、除湿器、扫地机器人、饮水机等等; 电吹风、电熨斗、电动牙刷、电子按摩器、洁面仪等
<b>渠道</b>	较为分散的原材料厂商	国际小家电企业 国内小家电企业 国内小家电专业企业	专卖店 超市 电商 电视购物 个体工商户 →消费者

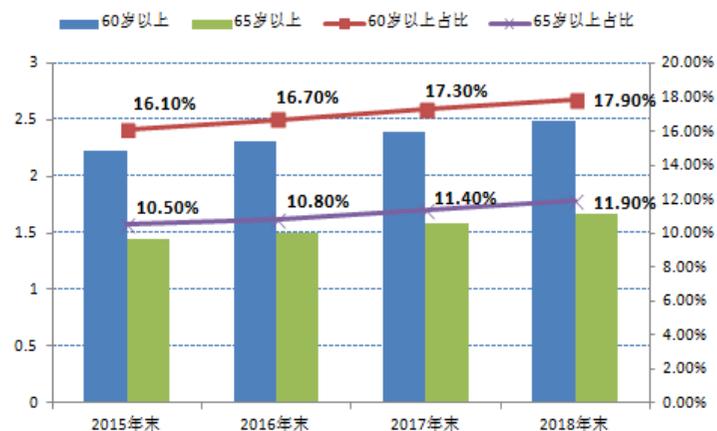
资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

## 老龄化+亚健康拉动消费, 按摩椅行业成长潜力较大

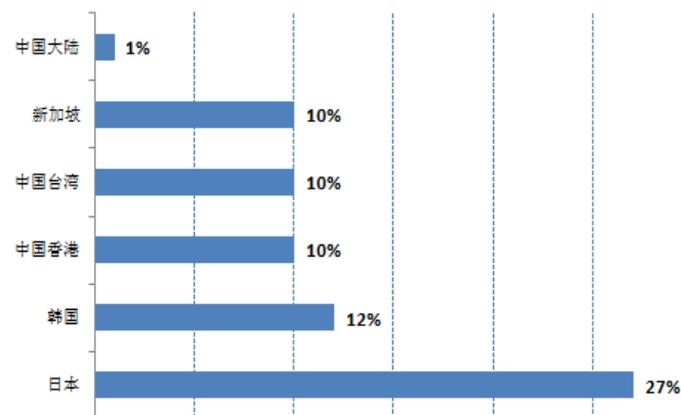
随着人口老龄化速度的加快和亚健康人口的增加, 人们对个人健康状况愈加重视, 健康产品市场不断发展。社科院《中国康养产业发展报告(2017)》中指出, 2030年中国老年康养产业市场消费需求将达到20万亿元。按摩椅作为养生家电产品, 在国内的需求提升。2000年后, 全球按摩器具产业链向我国转移, 大批中小型代工厂相继出现。据中国产业信息网数据, 到2018年, 我国按摩椅行业市场规模约60亿元。

按摩椅一般利用机械的滚动力作用和机械力挤压来进行按摩, 能够疏通经络, 使气血循环, 保持机体的阴阳平衡, 所以按摩后可感到肌肉放松, 关节灵活, 精神振奋, 消除疲劳。对于长时间坐着学习和工作的人来说, 可以改善腰酸背痛、预防病症。亚洲地区因按摩保健文化较为浓厚, 是按摩器具主要的消费市场。其中, 日本作为发源地, 行业发展成熟, 市场渗透率最高(27%); 韩国医疗保健意识浓厚, 近年来快速发展, 行业集中度较高, 渗透率也快速提升至12%。

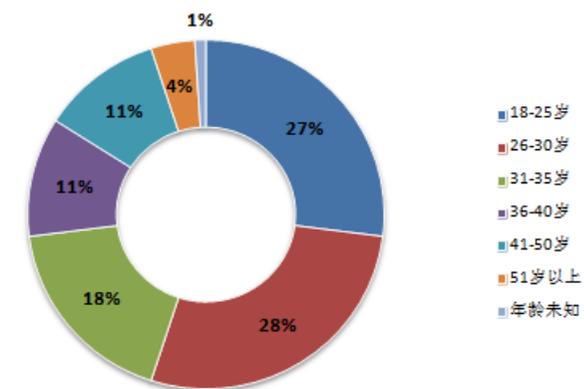
反观国内按摩椅市场, 中国香港、中国台湾在中医保健的理念下, 对按摩椅的消费需求较大, 市场渗透率较中国大陆市场更高。中国大陆经过近几年的行业发展和消费者培育之后, 上升态势明显, 但因消费水平和健康消费观念的差距, 当前按摩椅在大陆家庭的渗透率仅为1%, 市场成长潜力巨大。我们预计在未来5-10年间, 按摩椅行业会有良好的发展态势, 具有生产技术、产业链布局、品牌建设等竞争优势的业绩稳健龙头企业值得关注。

**图 35: 我国人口老龄化程度加深**


资料来源: 全国老龄办, 信达证券研发中心

**图 36: 全球按摩椅主要消费国家及地区渗透率对比**


资料来源: 中商产业研究院, 信达证券研发中心

**图 37: 按摩椅客群趋于年轻化的购买趋势**


资料来源: KGC 卡杰诗平台数据, 信达证券研发中心

按摩椅市场销量速增，消费人群平均年龄下降。据天猫 2018 年 11 月数据，按摩椅销量与 2018 年初相比，销售增速过 110%。不仅如此，按摩椅消费人群显现年轻化趋势。据 KGC 卡杰诗平台 2017 年数据显示，在购买按摩椅人群中，以 26-30 岁的 90 后为核心购买力，占比高达 28%；其次，18-25 岁的 95 后群体位居第二，占比 27%。按摩椅客群平均年龄 22-28 岁，年轻化程度较高。值得一提的是，在 2008-2012 年中安顾问发布的《国内按摩椅行业品牌需求与消费者偏好调查》中，关注程度最高的客群年龄为 35-55 岁，可见按摩椅行业用户群体年轻化特点显现。

## 行业评级

根据 2019 年上半年的表现，可见家电板块目前处于换挡期，未来形势不明确。在 2019 年下半年，整体家电板块行业景气度承压，三四线城市地产虽竣工提升，成为较为乐观的因素，但在 2019 年下半年产生的影响有限。但细分板块行业龙头依然经营稳健，保持足够竞争力和稳定市场地位。加之外资对家电板块维持长期看好态势，优质龙头有望逐步享受估值溢价。因此我们给予行业“看好”评级，并建议关注产品力、品牌力和渠道力联合布局，业绩稳健的优质龙头企业：厨电细分板块浙江美大、白电细分板块美的集团、小家电细分板块苏泊尔、奥佳华。

## 建议关注

### 浙江美大（002677）：集成灶龙头地位稳固，业绩增长靓丽

**技术优势明显：**根据公司 2018 年年报披露，公司结合厨电和集成灶行业的发展趋向和市场需求，开发大功率燃烧器等多项核心技术，使产品性能再度升华，特别是产品的热负荷在原来的基础上提升了 25% 以上。另外，针对电商渠道和工程渠道的市场特征和消费需求，开发专供电商渠道和工程渠道的系列新产品，实现了线上与线下的差异化销售，进一步丰富产品结构，扩大产品矩阵。

**渠道建设多元：**浙江美大在 2018 年共开发一级经销商近 200 家，终端门店 400 多个，截止 2018 年 12 月底已拥有一级经销商 1300 多家，营销终端近 2500 个。同时，公司推进 KA 渠道的建设、大力发展电商渠道，加速工程渠道的拓展，在 2018 年全年完成住宅精装工程 10 余个。

**龙头业绩靓丽：**作为集成灶行业的绝对龙头，浙江美大在 2019Q1 业绩增长依旧稳定。2019 年 Q1 公司实现营业总收入 2.90

亿元，同比增长 31.63%，归母净利润 7534.80 万元，同比增长 22.09%。细分业务中，公司集成灶及橱柜业务依旧保持平稳增长，2018 年集成灶业务收入 12.66 亿元，同比增长 36.72%，橱柜业务收入 0.41 亿元，同比增长 10.30%。

### 美的集团（000333）：全球领先科技集团，并购+经营巩固行业地位

**多元化、全球化家电龙头：**美的集团是一家经营暖通空调及白电产业+小家电+工业自动化与机器人+家电上游的全球化科技集团，可为用户提供覆盖全产品线、全品类的一站式高品质家庭生活服务方案。美的获取标普、惠誉、穆迪三大国际信用评级，评级结果在全球同行以及国内民营企业中均处于领先地位。

**并购小天鹅，提升竞争壁垒：**小天鹅于 19 年 6 月 21 日终止上市并摘牌，完全并入美的集团旗下。本次合并有利于美的集团全面整合洗衣机板块内部资源，借助小天鹅在洗衣机行业的发展优势，在品牌效应、规模议价、用户需求挖掘及研发投入多方面实现内部协同效应，进一步提升美的集团在家电行业的地位。

**资金充沛，经营良好：**从美的集团 2019Q1 现金流量表来看，经营性现金流为 118.4 亿元，同比增长 167.4%。货币资金+其他流动资产合计 1141.3 亿元，同比上升 14.8%。充沛资金为后续抵抗经营风险提供坚实后盾。

### 苏泊尔（002032）：渠道下沉业绩稳健增长，布局高端市场提升整体竞争力

**提升三四线市场渗透率、加大电商渠道建设：**苏泊尔在三四线市场开拓方面，在 2019 年继续推动并深化三四线市场发展战略，在人员布局、产品研发、市场资源、渠道客户扶持等方面加大投入，提升终端覆盖率、覆盖密集及单店销售产出。同时，电子商务业务保持高速增长，电商渠道在苏泊尔整体销售中占比持续提升。据奥维监测的市场份额数据显示，2018 年苏泊尔厨房小家电九大重要品类合计市场份额稳居行业第二。

**推进 SEB 融合项目，协同效应进一步增强：**SEB 融合项目顺利推进，双方协同效应进一步增强。双方在研发、设计、制造等方面的融合进一步深入，公司整体竞争力得到进一步的提升。2018 年，苏泊尔在高端炊具及小家电的品牌布局已经形成以 WMF、KRUPS、LAGOSTINA 三个品牌共同组成的高端品牌业务。高端品牌业务将成为未来苏泊尔发展的重要增长引擎。

**电器产品推陈出新，持续拓宽产品线：**生活家居电器业务持续保持健康发展，2018 年苏泊尔持续拓宽挂烫机、吸尘器、空气净化器的产品线。“微压平板挂烫机”自上市后受到消费者好评，在满足了消费者健康、安全家居生活需求的同时获得了销量的高速增长。根据市场调研公司中怡康监控数据显示，苏泊尔挂烫机品类线下市场份额从 2018 年 9 月份之后占据行业第一。

## 奥佳华（002614）：内外业务齐开花，“按摩椅+AI”战略巩固技术壁垒

**品牌力、技术力持续提升，国内外业务并头发展：**2018年度公司按摩椅销售突破20亿人民币，同比增长超50.00%。国内市场，通过全方位布局与拓展，中国奥佳华销售额大幅提升，同比增长约70.00%；国际市场，自主品牌零售稳步提升的同时，韩国、美国市场业务发展快速，韩国市场放量突破，销售额同比增长约160.00%。

**“按摩椅+AI”战略落地，公司旗舰产品再度升级：**继“4D温感按摩机芯”技术平台开发的第五代旗舰产品御手温感大师椅OG-7598C收获消费者广泛认可后，2018年10月，奥佳华旗舰产品再度升级。基于第五代4D无刷马达按摩机芯和第六代智能酸痛检测技术，结合全新疲劳检测系统、AI智能按摩算法及个人健康云平台等新技术开发的AI御手温感大师椅正式推出，实现“按摩椅+AI”战略的落地。2018年奥佳华新增获授专利123件，累计获授专利564件。

**ODM业务持续推进，市占率稳步提升：**奥佳华在2018年实现全球ODM业务销售同比增长33.78%，韩国市场ODM按摩椅业务销售额近3,000万美金，同比增长162%，美国ODM按摩椅业务销售同比增长54%。

## 风险因素

宏观经济低于预期，人均收入增长不及预期，消费疲弱，房地产市场波动风险，原材料价格波动风险，汇率风险，贸易风险。

## 研究团队简介

**李丹**，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

**王上**，现负责信达证券研发中心家电行业研究工作。韩国成均馆大学新闻放送学、韩国学双学位，2016年10月加入信达证券，曾从事传媒行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。