

家用电器行业

白电龙头即将发布中报，弱需求背景下仍具确定性

核心观点：

● 投资建议：白电龙头即将发布中报，弱需求背景下仍具确定性

本周多家家电公司发布中报，在宏观环境波动、地产景气度下行，消费相对羸弱的情况下，多数公司 2019 年上半年收入、业绩均有一定承压，但依旧维持了正增长。下周白电龙头将发布中报，在弱需求背景下，龙头基于产品、渠道、品牌多维度竞争优势，市场地位相比一般公司更为稳固。减税、原材料价格下行、汇率贬值将为在终端具备议价权的龙头在业绩端带来利好。本周末美国宣布将价值约 5500 亿美元中国进口产品的关税提高 5%，中美关系陷入反复，预计风险偏好将再度下行，此时龙头的确定性价值再度凸显。因此，从短期业绩确定性及长期竞争力角度，我们建议继续配置长期竞争力显著的白电龙头：**美的集团、格力电器、海尔智家**。同时建议关注受益于消费升级的小家电龙头：**九阳股份、苏泊尔**。

● 本周重点报告回顾

小熊电器新股分析：聚焦电商的创意小家电新势力

海信家电 2019 年中报点评：主业收入承压，中央空调业务驱动业绩稳健增长

飞科电器 2019 年中报点评：经营承压，期待渠道稳定后恢复增长

欧普照明 2019 年中报点评：受地产影响行业需求趋弱，收入增速放缓

荣泰健康 2019 年中报点评：收入、毛利率下滑幅度环比略有改善

浙江美大 2019 年中报点评：收入维系较快增长，盈利能力环比提升

● 一周行情回顾（2019.08.19-2019.08.23）

沪深 300 指数本周上涨 3.0%，本周家电板块表现好于大盘上涨 4.8%，其中白电指数上涨 4.8%，视听器材指数上涨 6.0%。

● 2019W33（2019.8.12-2019.8.18）白电厨电主要品类线上线下数据

空调：线下销量 YoY+15.3%（环比+22.4pct），线上销量 YoY+26.9%（环比+13.1pct）。

冰箱：线下销量 YoY+2.3%（环比-0.3pct），线上销量 YoY+21.8%（环比-3.3pct）。

洗衣机：线下销量 YoY-3.5%（环比+0.8pct），线上销量 YoY+24.6%（环比-8.0pct）。

油烟机：线下销量 YoY-10.8%（环比-11.6pct），线上销量 YoY+16.4%（环比-9.9pct）。

● 本周行业要闻

行业动态

- 增长乏力，多联机市场的机会在哪里？
- 2019 年上半年干衣机市场总结与展望
- 壁挂炉市场上半年放量，“煤改气”再次燃起行业希望？
- 2019 年线上彩电市场发展特点

● 行业月度数据回顾

中怡康厨电数据回顾（2019.7）：竣工低迷叠加 6 月促销透支短期需求，7 月油灶消零售规模降幅环比扩大。烟、燃、消毒柜均价同比均有所下滑，美的、海尔烟灶均价逆势正增长。万和连续两个月线下零售表现较好。

- 汇率跟踪：本周人民币兑美元汇率持续下跌。
- 原材料价格：本周冷轧板卷板、原油价格上升，铜、铝下降。
- 面板价格：截至 2019 年 8 月，面板价格连续 3 个月下降。
- 风险提示：

原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；市场竞争环境恶化。

行业评级

持有

前次评级

持有

报告日期

2019-08-25

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001



SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

家用电器行业:7月家电社零 2019-08-18

增速放缓，弱需求背景配置

高确定性龙头

家用电器行业:空调新冷年开 2019-08-11

盘顺利推进

联系人：黄涛 0755-82771936

szhuangtao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
美的集团	000333.SZ	人民币	52.25	2019/4/30	买入	64.79	3.41	3.81	15.32	13.72	11.38	9.47	23.23	22.95
格力电器	000651.SZ	人民币	54.89	2019/4/30	买入	61.22	4.71	5.27	11.66	10.41	6.20	5.13	26.03	24.80
海尔智家	600690.SH	人民币	15.24	2019/4/30	买入	19.35	1.29	1.44	11.84	10.60	5.80	4.06	17.50	16.36
苏泊尔	002032.SZ	人民币	69.50	2019/7/23	买入	78.40	2.35	2.70	29.63	25.77	22.95	19.93	27.02	26.08
九阳股份	002242.SZ	人民币	21.60	2019/8/14	买入	27.00	1.08	1.24	19.99	17.49	18.74	16.40	21.06	23.20

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

投资建议：白电龙头即将发布中报，弱需求背景下仍具确定性.....	5
一周行情回顾（2019.08.19-2019.08.23）.....	6
2019W33（2019.8.12-2019.8.18）行业主要品类线上线下单周及累计数据回顾.....	6
行业回顾.....	8
本周新闻动态：增长乏力，多联机市场的机会在哪里？；2019年上半年干衣机市场总结与展望；壁挂炉市场上半年放量，“煤改气”再次燃起行业希望？；2019年线上彩电市场发展特点；.....	8
本周公布核心数据：中怡康月度厨电数据回顾（2019年7月）.....	13
原材料价格变动跟踪.....	15
汇率跟踪.....	16
本周重点报告回顾.....	16
小熊电器新股分析：聚焦电商的创意小家电新势力.....	16
海信家电 2019 年中报点评：主业收入承压，中央空调业务驱动业绩稳健增长.....	17
飞科电器 2019 年中报点评：经营承压，期待渠道稳定后恢复增长.....	18
欧普照明 2019 年中报点评：受地产影响行业需求趋弱，收入增速放缓.....	19
荣泰健康 2019 年中报点评：收入、毛利率下滑幅度环比略有改善.....	20
浙江美大 2019 年中报点评：收入维系较快增长，盈利能力环比提升.....	21
风险提示.....	22

图表索引

图 1: 本周家电板块表现位居所有行业第 3.....	6
图 2: 2019W33 (2019.8.12-2019.8.18) 单周销量同比数据: 空调线下同比由负转正, 表现强势.....	6
图 3: 2019W33 (2019.8.12-2019.8.18) 单周线上线下均价.....	7
图 4: 2019W33 (2019.8.12-2019.8.18) 单周线上线下均价同比: 仅洗衣机线下均价保持小幅提升.....	7
图 5: 2019W1-W33 (2019.1.1-2019.8.18) 累计销量同比数据: 线上整体优于线下, 洗衣机表现最为稳健.....	7
图 6: 2019W1-W33 (2019.1.1-2019.8.18) 累计线上线下均价: 空调线上线下价差最小.....	7
图 7: 2019W1-W33 (2019.1.1-2019.8.18) 累计线上线下均价同比: 冰洗线下均价提升, 油烟机承压.....	7
图 8: 油烟机均价同比 (%).....	14
图 9: 燃气灶均价同比 (%).....	15
图 10: 消毒柜均价同比 (%).....	15
图 11: 白电主要原材料价格一览: 本周冷轧板卷板、原油价格上升, 铜、铝下降.....	15
图 12: 面板价格: 截至 2019 年 8 月, 面板价格已下降至历史低位.....	16
图 13: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率 (本周末 1 美元=7.0825 人民币, 上周末 1 美元=7.0446 人民币) 走低.....	16
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值.....	5
表 2: 本周家电指数跑赢市场 1.8 个百分点.....	6
表 3: 厨电三件 2019 年 7 月销量、销售金额及增速 (万台, 亿元, %).....	13
表 4: 油烟机各品牌 2019 年 7 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元).....	13
表 5: 燃气灶各品牌 2019 年 7 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元).....	14
表 6: 消毒柜各品牌 2019 年 7 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元).....	14

投资建议：白电龙头即将发布中报，弱需求背景下仍具确定性

本周多家家电公司发布中报，在宏观环境波动、地产景气度下行，消费相对羸弱的情况下，多数公司2019年上半年收入、业绩均有一定承压，但依旧维持了正增长。下周白电龙头将发布中报，在弱需求背景下，龙头基于产品、渠道、品牌多维度竞争优势，市场地位相比一般公司更为稳固。减税、原材料价格下行、汇率贬值将为在终端具备议价权的龙头在业绩端带来利好。本周末美国宣布将价值约5500亿美元中国进口产品的关税提高5%，中美关系陷入反复，预计风险偏好将再度下行，此时龙头的确定性价值也再度凸显。因此，从短期业绩确定性及长期竞争力角度，我们建议继续配置长期竞争力显著的白电龙头：**美的集团、格力电器、海尔智家**。同时建议关注受益于消费升级的小家电龙头：**九阳股份、苏泊尔**。

表 1：覆盖公司盈利预测及估值

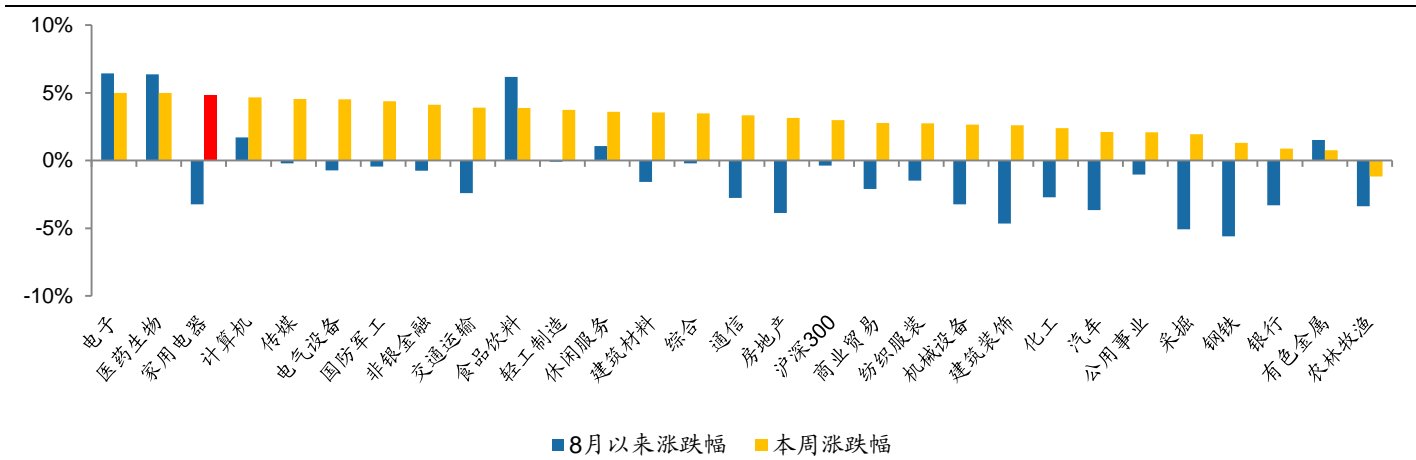
公司代码	公司简称	评级	股价 2019/08/23	货币	EPS			净利润增速			PE	
					18A	19E	20E	18A	19E	20E	19E	20E
000333.SZ	美的集团	买入	52.25	人民币	3.04	3.41	3.81	17%	11%	12%	15.3	13.7
000651.SZ	格力电器	买入	54.89	人民币	4.36	4.71	5.27	17%	8%	12%	11.7	10.4
600690.SH	海尔智家	买入	15.24	人民币	1.17	1.29	1.44	8%	10%	12%	11.8	10.6
002032.SZ	苏泊尔	买入	69.50	人民币	2.03	2.35	2.70	26%	15%	15%	29.6	25.8
002242.SZ	九阳股份	买入	21.60	人民币	0.98	1.08	1.24	9%	10%	14%	20.0	17.5
603868.SH	飞科电器	增持	35.65	人民币	1.94	1.94	2.06	1%	0%	6%	18.4	17.3
000921.SZ	海信家电	增持	11.98	人民币	1.01	1.14	1.24	-32%	13%	9%	10.5	9.6
00921.HK	海信家电	增持	8.55	港币	1.12	1.26	1.38	-32%	13%	9%	6.8	6.2
002705.SZ	新宝股份	增持	10.50	人民币	0.62	0.76	0.87	23%	22%	14%	13.8	12.1
002677.SZ	浙江美大	增持	13.34	人民币	0.58	0.70	0.80	24%	20%	15%	19.1	16.6
603579.SH	荣泰健康	增持	26.63	人民币	1.78	1.84	1.86	15%	4%	1%	14.5	14.3
603355.SH	莱克电气	增持	20.61	人民币	1.05	1.22	1.36	16%	16%	11%	16.8	15.2
002508.SZ	老板电器	增持	24.74	人民币	1.55	1.68	1.90	1%	8%	13%	14.7	13.0
600060.SH	海信电器	增持	7.65	人民币	0.30	0.31	0.35	-59%	5%	10%	24.3	22.0
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.89	人民币	0.24	0.31	0.37	-10%	28%	18%	19.0	16.1
002050.SZ	三花智控	买入	10.30	人民币	0.61	0.67	0.76	5%	10%	14%	15.4	13.5
002429.SZ	兆驰股份	增持	2.88	人民币	0.10	0.12	0.13	-26%	17%	15%	25.0	21.7
603515.SH	欧普照明	增持	30.00	人民币	1.19	1.30	1.46	32%	9%	12%	23.1	20.6
002035.SZ	华帝股份	增持	10.18	人民币	0.77	0.89	1.04	33%	16%	16%	11.4	9.8
002403.SZ	爱仕达	增持	8.16	人民币	0.42	0.47	0.53	-14%	10%	13%	17.5	15.4
603486.SH	科沃斯	增持	27.73	人民币	1.21	1.42	1.72	29%	18%	21%	19.5	16.2
002543.SZ	万和电气	增持	9.24	人民币	0.85	1.00	1.14	18%	17%	13%	9.2	8.1

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：海信家电H股EPS由人民币转换成港币所得，港币兑人民币汇率取2019.08.23收盘价：1港币=0.9027人民币。加粗为本周发布中报公司。

一周行情回顾（2019.08.19-2019.08.23）

图 1：本周家电板块表现位居所有行业第 3



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：本周家电指数跑赢市场 1.8 个百分点

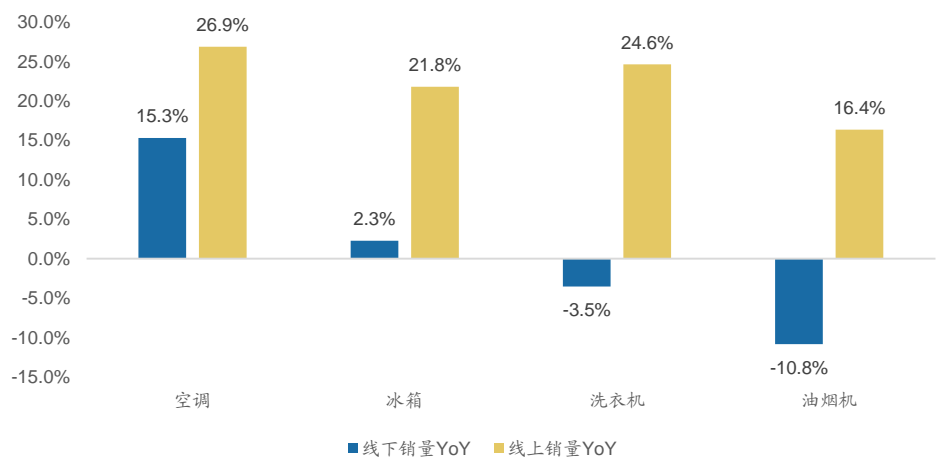
	本周涨跌幅	本周跑赢市场（百分点）	8 月以来涨跌幅
沪深 300	3.0%		-0.4%
家用电器	4.8%	1.8	-3.2%
视听器材（申万）	6.0%	3.1	-3.6%
白色家电（申万）	4.8%	1.8	-3.2%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2019W33(2019.8.12-2019.8.18)行业主要品类线上线

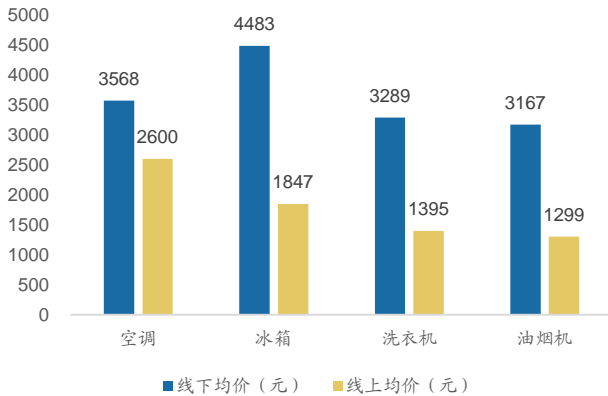
下单周及累计数据回顾

图 2：2019W33（2019.8.12-2019.8.18）单周销量同比数据：空调线下同比由负转正，表现强势



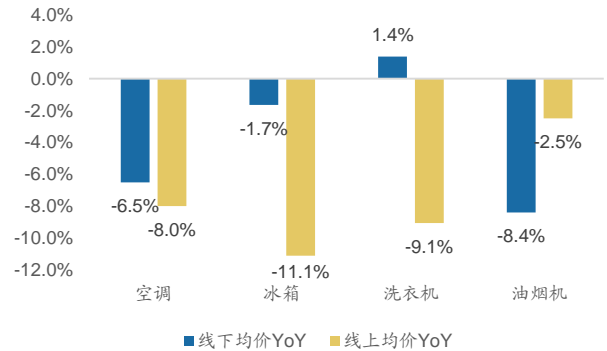
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 3: 2019W33 (2019.8.12-2019.8.18) 单周线上线下均价



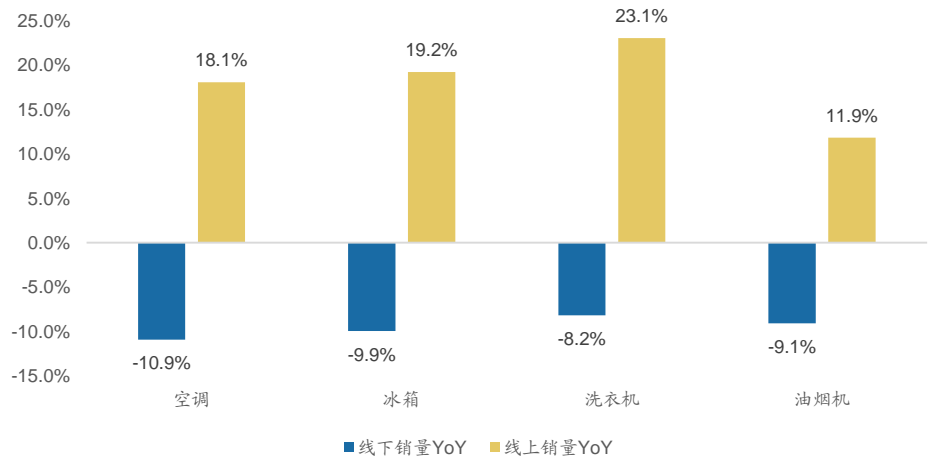
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 4: 2019W33 (2019.8.12-2019.8.18) 单周线上线下均价同比: 仅洗衣机线下均价保持小幅提升



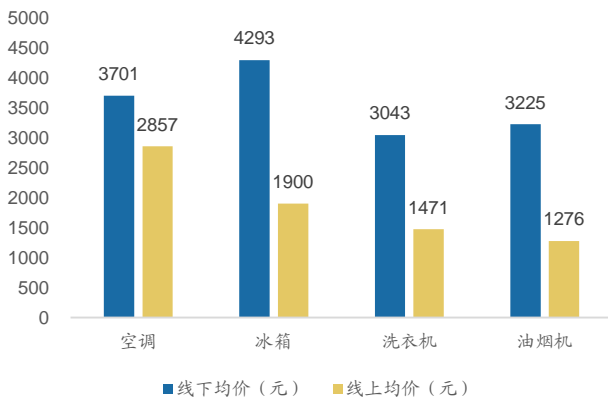
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 5: 2019W1-W33 (2019.1.1-2019.8.18) 累计销量同比数据: 线上整体优于线下, 洗衣机表现最为稳健



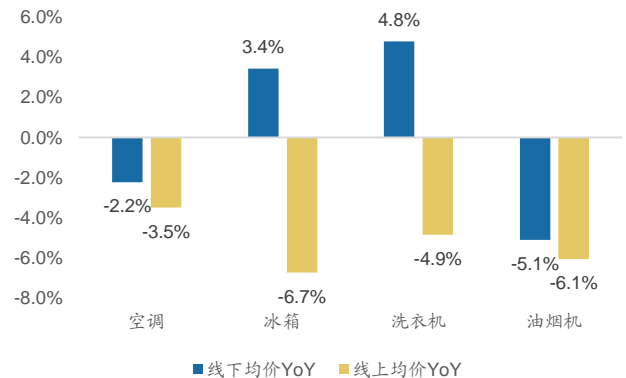
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 6: 2019W1-W33 (2019.1.1-2019.8.18) 累计线上线下均价: 空调线上线下价差最小



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 7: 2019W1-W33 (2019.1.1-2019.8.18) 累计线上线下均价同比: 冰洗线下均价提升, 油烟机承压



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

行业回顾

本周新闻动态：增长乏力，多联机市场的机会在哪里？；2019年上半年干衣机市场总结与展望；壁挂炉市场上半年放量，“煤改气”再次燃起行业希望？；2019年线上彩电市场发展特点；

➤ 增长乏力，多联机市场的机会在哪里？

2019年6月，多联机市场在经历了前五个月的起伏动荡后，最终以增长态势为上半年划上句点，也拉动多联机行业上半年实现了小幅增长。产业在线数据显示，2019年1-6月多联机累计销售额**261.8亿元，同比增长3.3%**。其中，内销额**243.3亿元，同比增长3.1%**；出口额**18.5亿元，同比增长5.5%**。

需求不振 市场遭遇增长瓶颈

作为中央空调的重要产品之一，多联机市场凭借家装零售的快速发展一路扩张，又在房产政策与宏观经济的影响下增速骤降，行业发展呈现出“增速高涨—回落—再高涨—再回落”的周期化特征。

回看近两年的市场，随着房地产限购政策走向常态化及精装修推进下的市场挤压，多联机家装零售市场自**2018年起增速出现放缓，到2019上半年已扩散至多数一二线城市，并面临着进一步下滑的态势，以0.4%的增长率低调收官。**

而工程项目市场受资金紧张、民间投资增速放缓等不利因素影响，也较去年同期降幅明显，大型项目数量明显减少，中小型工装项目在竞争加剧的态势下利润率一再走低，市场需求仍有待政策的有效提振。尤其以华东、华南为代表的经济发达地区基础设施工程建设趋于饱和，2019上半年开始显现出项目市场的增长瓶颈。

展望未来 挑战与机遇并存

展望未来，多联机市场虽然在销售旺季的走量带动下，零售市场活力有所提振，但在宏观经济下行压力依旧持续、形势发展未见明朗的迷雾面前，下半年的市场充满了不确定性。

近期公布的二季度经济数据表明，在诸多调控政策影响下，国内经济的增长阻力仍然较大。上半年全国固定资产投资增速相较一季度继续放缓，房地产开发投资增速及商品房销售面积均呈回落态势，其中商业用房与办公楼销售面积均出现10%以上的下滑。

应用市场的发展放缓，将给零售与项目市场发展带来更大的阻力。不过与此同时，市场发展中的潜在的点点火光在各大品牌的奋力开拓下逐渐清晰。

近些年，行业主流品牌面临渠道库存高企、市场需求不振的不利境地，纷纷以三四级市场为主要方向，依托渠道布局深耕与促销活动刺激，不断探索家装零售市

场的深层潜力。县镇社区、公寓别墅等渠道下沉布局依次开展，新风净化、室内设计等领域的跨界合作层出不穷，部分品牌在“产品升级、渠道深化”两手抓的战略推进下表现亮眼。

区域方面，虽然华东、华南等经济发达地区工程市场遭遇瓶颈，而华北、华中、西南等地区的二三级市场建设进程正在有序推进，在发展规划的有序实施下，各地区正在衍生出更多细分市场需求。不过由于这些省市的整体占比较低，暂时未对整体项目市场产生明显的提振作用，市场潜力有待进一步挖掘。

总之，多联机市场虽然年中在促销活动的带动下有所回升，但仍面临着来自诸多层面的挑战。可以预见，未来房产配套、家装零售的市场竞争将更加激烈，业内企业将依托产品特点及技术优势加快渠道差异化布局，在工业制冷、轨道交通等细分领域进一步挖掘市场机会。同时，各大品牌将借由“金九银十”促销季再次同台竞争，促进渠道市场的稳定发展。（新闻来源：产业在线）

➤ 2019 年上半年干衣机市场总结与展望

干衣机市场方兴未艾

干衣机国内外发展冰火两重天。1930 年美国 J.R.穆尔研制成功电热干衣装置；1938 年美国汉密尔顿公司生产出穆尔的干衣机，并推向市场，自此干衣机逐渐成为欧美家庭必备的家用电器。干衣机在北美地区的渗透率超过 70%。相比之下，国内拥有干衣机的消费者相对稀少，干衣机渗透率仅为个位数。

但是近年来，国内人群的非必要消费支出表现突出，给干衣机市场发展带来很大动力。国家统计局数据显示，无论是全国居民还是城镇居民的人均可支配收入和人均消费支出均处于不断增长的状态，增加的收入让居民有了更多的消费机会。

随着人们生活水平与消费能力的提升以及健康意识的增强，消费者对洗衣机的功能需求也越来越“苛刻”。干衣机市场的进一步规范 and 人们追求生活体验意识的增强，使得干衣机的在居民生活中的比重将有所提高，干衣机市场需求潜力巨大已是行业共识，越来越多的用户也认识到干衣机对家庭生活带来的便利性和优越性。根据中怡康时代推总数据，2017 年干衣机市场累计零售额为 7.8 亿元，2018 年干衣机市场累计零售额为 9.8 亿元，2019 年上半年干衣机市场规模表现为零售额 6.9 亿元，零售量 14.1 万台，同比增长率分别为 57.6%和 49.9%。自 2017 年市场快速增长后，2019 年市场又爆发新一轮强劲动力，干衣机市场焕发出勃勃生机。

干衣机行业发展现状及展望

1、双线渠道表现良好，整体价格攀升

根据中怡康监测数据分析，干衣机线上线下市场在 2019 年上半年同比增长表现明显。干衣机线上市场零售额、量同比增长率分别为 61.4% 和 52.4%；线下市场分百货、商超、家电等渠道整体表现零售额、量的同比增长率分别为 57.4% 和 48.6%；线下分等级市场中，主力的一级市场增速过半，二级市场增速表现最为突出，零售额、量的同比增长率分别为 70.1% 和 54.3%，引导一、二级市场，培养三、四级市场不失为一种好的布局方式。

2016 年干衣机线上线下市场均价分别为 1942 元和 4915 元，此后市场均价一路攀升，截止 2019 年上半年结束，干衣机的线上线下市场均价分别为 3149 元和 6805 元，对比 2016 年的市场价格，线上线下市场分别增长 62.2% 和 38.5%。虽然价格不断上涨，但是人们对干衣机的热情也在上升，使得干衣机市场表现出众。

2、大容量是趋势，热泵式干衣机备受消费者青睐

中怡康时代监测数据显示，无论线上市场还是线下市场，9kg 容量的干衣机都占最大比重，而 2019 年上半年的线下市场中，9kg 容量干衣机更是占据 80.6% 的零售额份额，是最受消费者青睐的容量选择。线上线下市场 10kg 干衣机的份额同样也在不断上升，大容量已成为明确的消费趋势。

在直排式、冷凝式和热泵式三种品类的干衣机中，热泵式干衣机现在是市场的主流选择。2019 年上半年，热泵式干衣机在线上 and 线下市场中的零售额份额分别为 55.8% 和 92.8%，份额再创新高。究其原因，一是热泵式干衣机更加健康。它能高效杀菌，内部温度最高可达 70℃，除菌率高达 99.3%；气密性更强，无气味，能杜绝二次污染。二是衣服对衣物更加柔护。低温烘干，对衣物损伤小，烘干衣服更加蓬松舒适；可做到将不同材质的衣物进行分类操作，保护衣物。对于热泵式干衣机的容量选择上，9kg 容量是大众型选择，但是 10kg 容量产品的增长异军突起，在此可大胆猜测，未来也许 10kg 容量的热泵式干衣机会是一个新的增长点，或有机会占据半壁江山。

3、市场“玩家”数量有限，外资品牌占据主要市场

2016 年，干衣机市场线上线下的品牌数分别均为 16 个，截止 2018 年底，线上线下品牌数分别为 33 个和 18 个，2019 年上半年，线上线下品牌数分别为 44 个和 23 个，数量一直在增长，但是整体品牌数量依然有限。

2019 年上半年的线下市场中，TOP5 品牌中外资品牌占干衣机整体市场 76.2% 的份额，占据主要市场；而在干衣机整体市场中，国产品牌发力追赶，前景可待。

干衣机行业市场规模分析预测

中怡康时代预测数据显示，2019 年干衣机市场整体规模零售额和零售量分别为 15 亿元、30 万台，零售额增长率达 50%，零售量增长率达 43%，后半年的市场规模较上半年维持稳定的快速增长状态。

消费者的需求导向就是市场导向，因此要以消费者的需求为重心，培养消费者的消费习惯，时刻关注消费动态。在国内，干衣机是近年来的新产物，不为大众所知，也非家庭必要消耗品，因此干衣机的发展需要渠道和行业的双重助力来推动，让大众了解它的优势所在。另外在销售方式上，可以采用**洗衣+干衣**的成套洗护方案，为用户提供更呵护衣物的解决方案。除此外，发现一些新亮点，比如生产迷你干衣机，可推广作用于小户家庭或者专门针对婴幼儿的呵护方面；或者生产更加智能化的干衣机产品，使操作更加简单易行，形成家居互联，方便人们生活，等等。（新闻来源：中怡康时代）

➤ 壁挂炉市场上半年放量，“煤改气”再次燃起行业希望？

今年上半年，壁挂炉市场的出货情况有了明显好转。产业在线监测数据显示：**2019上半年燃气壁挂炉内销量为105.5万台，同比增长11.5%，其中冷凝式壁挂炉增长7.1%。**分渠道来看，零售出货增长**2.3%**，工程渠道（含煤改气工程）同比增长为**17.4%**。

“煤改气”再次燃起行业希望

工程渠道增长受益于大规模“煤改气”项目增长的拉动，上半年煤改清洁取暖项目目标不断，多家壁挂炉企业在“煤改气”项目中中标。“煤改气”市场仍然是行业焦点所在，出货能力较去年同期有较大起色，市场势头整体表现为稳中有升，成为2019上半年壁挂炉行业整体出货上升的主要动力。

相比“煤改气”出货的回暖，常规工程渠道的市场表现却尽显疲态。今年以来，房地产市场并没有松动的迹象，而壁挂炉市场的表现好坏与房地产市场密切相关，受此影响，今年上半年壁挂炉在常规工程市场依然面临着需求下滑、整体失速的局面。

零售市场上半年表现尚可，在低迷的大环境中实现了小幅上涨。不过这不能代表壁挂炉市场的真正复苏。通过品牌异动分析，各企业之间竞争依然激烈，尤其是价格层面，多数企业表示壁挂炉销售额的增幅远低于销量，部分企业更是出现了销量上涨、销售额下滑的情况。这说明低价驱动依旧是当前的主旋律，侧面印证了壁挂炉市场的持续疲软。

不过值得一提的是，2019年不少国内本土品牌都在发力零售渠道的建设，如万和、万家乐、海尔等都在借助自身家用热水器的渠道优势来助力壁挂炉零售，取得了一定成效。

回归渠道和终端是未来的大势所趋

对于壁挂炉市场的后期发展，产业在线认为，“煤改气”市场在进入下半年的采暖季前还会迎来一个小高峰期，全年来看“煤改气”的销量势必会远超2018年，受此拉动，预计壁挂炉全年的市场规模能够实现两位数的正向增长。但“煤改气”之外的零售和常规工程渠道市场发展态势不乐观。

壁挂炉零售市场主要集中在一二线城市，与房地产市场的走势联系更为紧密，2019年房地产低迷的发展基调也预示着壁挂炉在零售渠道的销量上受冲击较大。在常规工程市场，近两年壁挂炉的市场容量得到快速扩张主要受“精装房”政策的推动，但目前来看，密集的房产调控政策持续施压，势必在一定程度上也抑制了“精装房”的发展。

总之，虽然 2019 上半年壁挂炉整体市场呈现正向增长，但除去“煤改气”项目的拉动，壁挂炉常规市场依旧是面临着不小的压力，这就意味着在增量市场需求进一步减弱的情况下，壁挂炉企业需要及时调整产品和营销策略。

一方面围绕消费升级，关注存量市场的换新需求；另一方面则聚焦于用户的消费习惯，不断进行产品的突破创新，以满足用户对于采暖生活的更多更高需求。最终，未来企业的着眼点还是要回归渠道和终端，方能在竞争中立于不败之地。（新闻来源：产业在线）

➤ 2019 年线上彩电市场发展特点

2019 年已经进入第三季度，回顾过去七个月，与线下彩电市场相比，线上彩电市场的发展呈现出三大特点：**增速高、均价低、型号集中度高。**

增速高

根据中怡康时代的线上零售监测数据，**2019 年 1 月至 7 月，线上彩电市场零售量同比增长 7.7%，线下彩电市场零售量同比下降 14.4%**。线上线下依然保持着冰火两重天的局面，线上渠道不断增长，线下渠道持续萎缩，品牌对线上渠道依赖性越来越强。当前线上渠道流量瓶颈显现，线上渠道依然保持增长背后是渠道下沉带来的效果。

均价低

虽然线上彩电零售量增长，但是均价偏低，**2019 年前 7 个月线上彩电均价 2095 元，而线下彩电均价为 3801 元，线上均价仅为线下均价的 55.1%**。线上彩电市场偏低的均价致使线上零售额同比下降 6.4%，线下零售额同比下降 18.1%。线上彩电均价偏低主要是两大因素造成的：第一个因素是线上渠道互联网品牌占比高且均价偏低，线上互联网品牌零售量占比 38.8%，均价 1648 元。同时，非互联网品牌操作的线上线下同款型号，大多数情况是线上均价略低于线下。第二个因素是线上产品结构低于线下，以尺寸为例，线上 55 寸以下产品零售量占比 56.1%，线下这一占比是 43.9%。分辨率方面，线上 4K 零售量占比 59.2%，线下占比 73.3%。最近两年新技术产品的渗透率在上线上与线下差别不大，甚至线上的渗透率超过了线下，人工智能彩电表现尤为突出，线上人工智能彩电零售量渗透率 52.8%，线下零售量渗透率 30.4%；无边框彩电线上零售量渗透率 11.5%，线下零售量渗透率 10.4%。

型号集中度高

在传统六大品牌之中，线上产品集中度全部高于线下。2019 年前 7 个月，线下 TOP10 型号占品牌自身占比在 25%至 45%之间，线上 TOP10 型号占品牌自身占比则在 45%至 70%之间。与线下相比，线上渠道品牌单机机型效率更高。

以上是线上彩电市场发展的三大特点，虽然线上与线下存在差异，但是对于品牌来说需要两条腿走路，不能顾此失彼，线上渠道与线下渠道同样重要。同时

彩电行业需要系统性成长，产品功能的进化应该与尺寸扩大同步进行，不能为了单一追求尺寸的增长而忽略了产品画质的提升。（新闻来源：中怡康时代）

本周公布核心数据：中怡康月度厨电数据回顾（2019年7月）

竣工仍为回暖叠加6月促销透支短期需求，7月烟灶消零售规模降幅环比扩大。根据中怡康2019年7月的统计数据，油烟机、燃气灶、消毒柜单月零售量同比下降12.6%、11.5%和13.1%，2019年1-7月累计同比分别下降5.2%、3.4%和12.7%。油烟机、燃气灶、消毒柜单月零售额同比下降15.6%、13.1%和19.8%，2019年1-7月累计同比下降7.1%、5.2%、18.0%。受房地产竣工低迷以及6月促销影响透支部分短期需求影响，7月单月油烟机、燃气灶、消毒柜降幅均有所扩大；全年来看，地产景气下行导致厨电整体需求承压，但统计局最新数据显示7月竣工降幅收窄，考虑三四线地产销售高峰期以及销售到交房时间存在刚性约束（2-3年），我们预计下半年有望迎来竣工拐点，届时将利好厨电终端需求。

烟、燃、消毒柜均价同比均有所下滑，美的、海尔烟灶均价逆势正增长。油烟机、燃气灶、消毒柜行业零售均价同比分别下降5.8%、3.4%、9.4%。2019年油烟机、燃气灶、消毒柜1-7月累计均价同比分别下降1.8%、1.7%、4.5%。弱需求背景下，行业均价整体继续承压。值得一提的是，美的、海尔烟灶均价在行业均价下滑的背景下已经连续多月实现同比正增长，旗下厨电品牌定位有逆势提升之势。

万和连续两个月线下零售表现较好。继6月之后，7月万和油烟机、燃气灶、消毒柜零售量分别同比仅下降8%、13%和8%，零售额分别同比下滑9%、10%、和6%，表现继续优于其它品牌。我们认为在弱需求背景下，部分消费者价格敏感性提升，因而性价比更为突出的二线品牌万和在现阶段具备一定优势。

表3：厨电三件2019年7月销量、销售金额及增速（万台，亿元，%）

项目	单月零售				累计零售			
	销量	同比增速	销售金额	同比增速	累计销量	同比增速	累计金额	同比增速
油烟机	14.6	-12.6%	4.5	-15.6%	118.9	-5.2%	38.2	-7.1%
燃气灶	15.0	-11.5%	2.3	-13.1%	126.9	-3.4%	20.0	-5.2%
消毒柜	2.2	-13.1%	0.4	-19.8%	17.6	-12.7%	3.7	-18.0%

数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

表4：油烟机各品牌2019年7月累计销量、销售金额及增速（万台、亿元、%、元）

企业	零售量				零售额			
	当月	YOY	当月	YOY	当月	YOY	当月	YOY
老板	2.48	-17%	22.01	-7%	1.06	-20%	9.69	-10%
方太	2.17	-18%	19.96	-6%	0.94	-22%	8.87	-9%
华帝	1.26	-14%	10.29	-10%	0.43	-14%	3.63	-10%
美的	1.58	-11%	11.70	-11%	0.46	-3%	3.44	-2%
万和	0.67	-8%	5.28	2%	0.14	-9%	1.11	2%

西门子	0.36	-28%	3.36	-21%	0.17	-18%	1.67	-11%
-----	------	------	------	------	------	------	------	------

数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

表 5: 燃气灶各品牌 2019 年 7 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)

企业	零售量				零售额			
	当月	YoY	累计	YoY	当月	YoY	累计	YoY
华帝	1.49	-16%	12.75	-9%	0.26	-19%	2.25	-9%
老板	2.34	-14%	20.99	-5%	0.50	-16%	4.59	-7%
方太	2.17	-14%	19.71	-3%	0.48	-15%	4.45	-5%
美的	1.52	-15%	11.94	-15%	0.18	-11%	1.49	-10%
万和	0.78	-13%	6.54	-4%	0.08	-10%	0.70	-1%
西门子	0.39	-24%	3.46	-18%	0.09	-20%	0.83	-13%

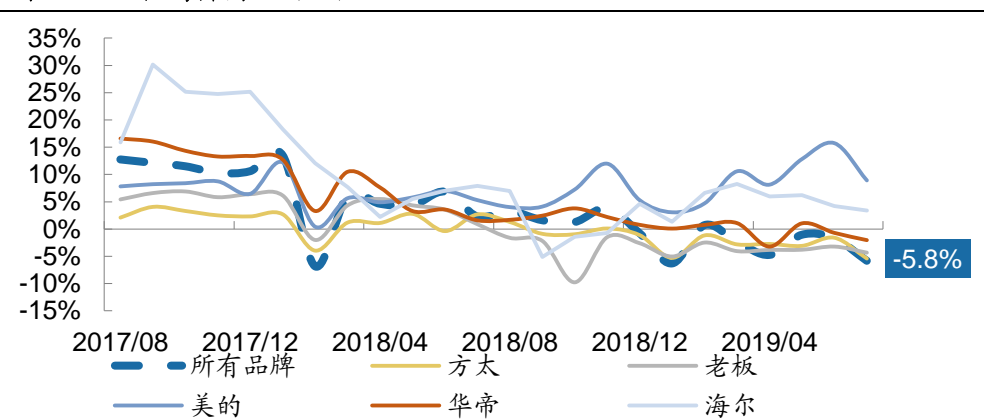
数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

表 6: 消毒柜各品牌 2019 年 7 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)

企业	零售量				零售额				
	当月	YoY	累计	YoY	当月	YoY	累计	YoY	当月
康宝	0.42	-17%	3.56	-12%	0.06	-22%	0.48	-12%	0.42
万和	0.16	-8%	1.26	-3%	0.03	-6%	0.22	-2%	0.16
老板	0.26	-21%	2.14	-28%	0.09	-21%	0.77	-28%	0.26
方太	0.26	-22%	2.48	-15%	0.09	-22%	0.89	-17%	0.26
康星	0.07	-22%	0.67	-17%	0.01	-26%	0.07	-16%	0.07
美的	0.18	-22%	1.41	-22%	0.03	-23%	0.25	-22%	0.18
华帝	0.11	-28%	0.94	-16%	0.03	-28%	0.25	-16%	0.11
西门子	0.06	-33%	0.53	-26%	0.02	-25%	0.14	-22%	0.06

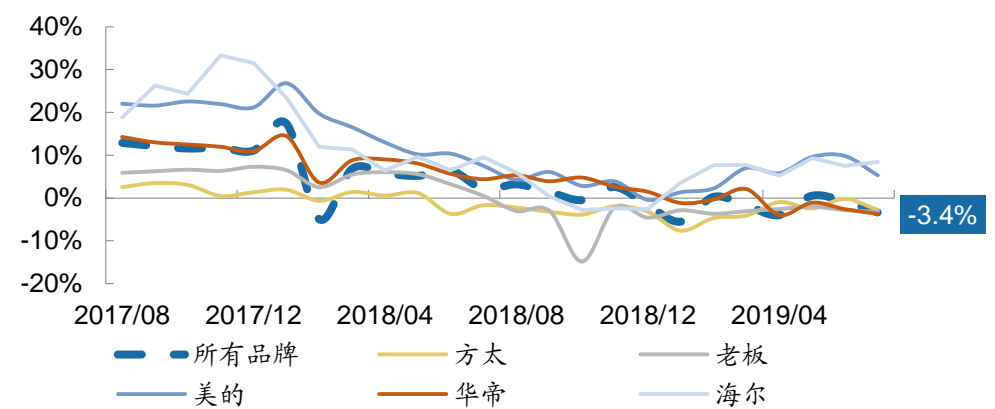
数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 8: 油烟机均价同比 (%)



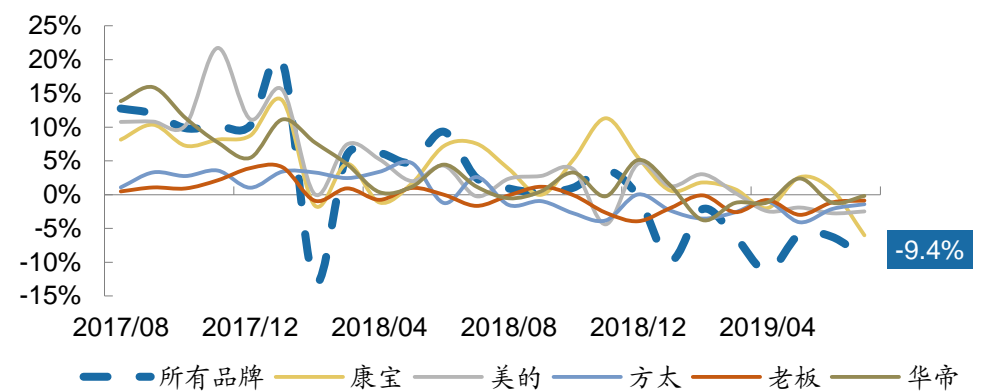
数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图9: 燃气灶均价同比 (%)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

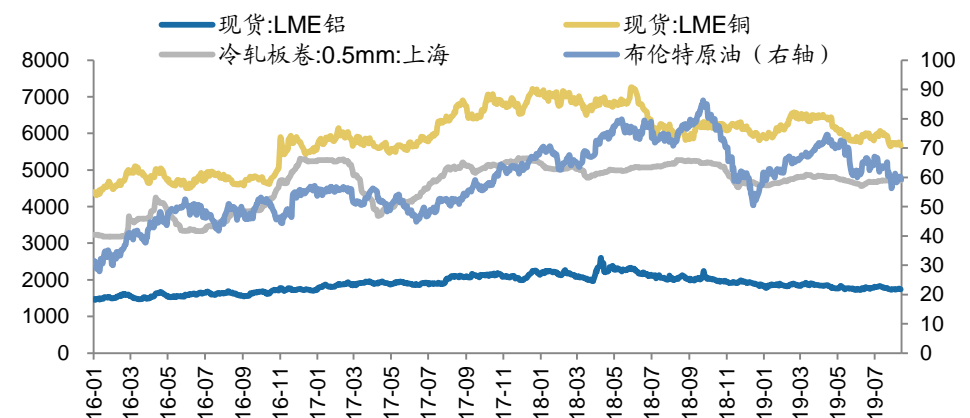
图10: 消毒柜均价同比 (%)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

原材料价格变动跟踪

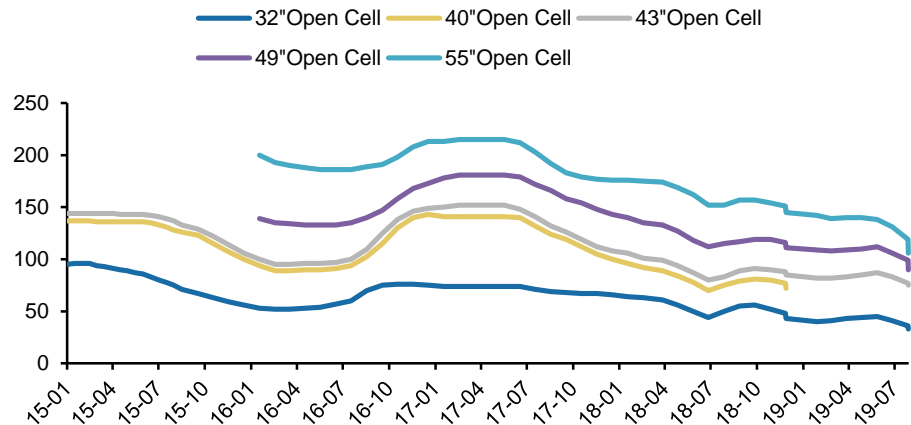
图 11: 白电主要原材料价格一览: 本周冷轧板卷板、原油价格上升, 铜、铝下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位分别为美元/吨、美元/吨、人民币元/吨、美元/桶

图 12: 面板价格: 截至 2019 年 8 月, 面板价格已下降至历史低位

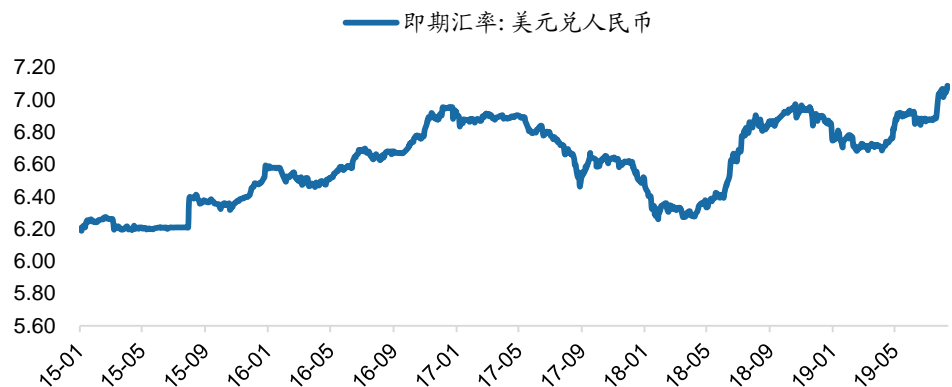


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位为美元/片

汇率跟踪

图 13: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率 (本周末 1 美元=7.0825 人民币, 上周末 1 美元=7.0446 人民币) 走低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

本周重点报告回顾

小熊电器新股分析: 聚焦电商的创意小家电新势力

● 乘电商之东风快速崛起的国内创意小家电新势力

小熊电器成立于2006年, 主营业务为厨房小家电、生活小家电及其它创意小家电。公司聚焦电商, 9成商品通过线上销售。乘电商之东风, 公司近年来发展迅猛,

并在酸奶机等细分长尾市场占据领先地位。

● 小家电市场空间广阔，电商重要性日益突出

行业发展及空间：1) 我国小家电普及率低，每户约10件，欧美市场小家电每户约30-40件，我们认为，新兴品类空间广阔。2) 功能升级、高端化、个性化也将推动小家电价格持续提升。根据Frost & Sullivan统计数据，2014-2018年中国小家电行业整体（包含食物料理电器、烹饪电器、家居环境电器、个人护理电器）合计规模从1139亿元增长至1667亿元，CAGR=10%。

行业特征：标准化程度高、物流便捷、安装及售后属性弱等因素使得小家电适合线上销售。电商在小家电销售渠道中的重要程度日益显著。

核心竞争力：长尾精品开发、特色品牌营销，盈利能力与龙头相当

产品力：聚焦长尾市场，定价在70-100元，兼具功能、颜值、性价比。

品牌力：差异化定位“萌”家电，创新营销手段体现公司与与时俱进的营销能力。

线上渠道相对扁平化使厂商让利渠道较少，因此公司可以在坚定贯彻“性价比”定价策略的情况下，毛利率仍略高于同为销售自主品牌的龙头企业苏泊尔。但由于管理费用率相对偏高，因此净利率与苏泊尔相当。

● 未来成长动力及未来募投项目

公司募集资金募集资金10.79亿，主要用于产能扩充及研发、管理提升。公司未来成长动力主要来自于：1) 行业：均价提升叠加产品扩容将使得小家电行业继续维持稳健增长。根据Frost & Sullivan预测，2018-2023年行业整体CAGR=12%，线上占比也有望延续过往提升趋势；2) 公司：目前公司主要产品产销率大于95%，产能利用率大于9成、募投产能放量有望打开公司增长空间；此外，新品的有效拓展也是公司增长的另一大驱动要素。

● 盈利预测与估值探讨

预计公司19-21年归母净利润分别为2.3亿、2.7亿、3.2亿元，同比增长23%、20%、18%。假设按上限发行3000万股计算，总股本为1.2亿股，对应19-21年EPS分别为1.91、2.28和2.70元。以苏泊尔、九阳股份等多家A股上市小家电公司作为估值参考，19年平均动态PE估值为20.1X，考虑公司内销占比较高且成长性更足，我们认为公司合理估值区间为19年PE估值20-25X，即合理价值38.2-47.8元/股。

● 风险提示

销售渠道聚焦线上，过于单一；小米、精品电商冲击，分流长尾市场；公司开发新兴品类推广不及预计；传统龙头加大线上布局力度，竞争格局恶化。

海信家电 2019 年中报点评：主业收入承压，中央空调业务驱动业绩稳健增长

● 2019H1 收入略有下滑，业绩稳健增长，现金流、存货周转均大幅改善

公司披露2019年中报，2019H1收入189.5亿元（YoY-7.0%），归母净利9.6亿元（YoY+21.2%），毛利率20.4%（YoY+2.0 pct），净利率5.1%（YoY+0.6pct）。Q2单季收入102.6亿元（YoY-9.9%），归母净利5.4亿元（YoY+5.8%），毛利率20.9%（YoY+2.1pct），净利率5.2%（YoY+0.8pct）。冰洗盈利能力显著提升、海信日立贡献投资收益使业绩端表现显著优于收入端。公司2019H1经营性现金流净额19.7亿

元 (YoY+209.1%)，大幅改善的主要原因源于应付票据及应付账款增加 16.9 亿元 (YoY+17.2%)。此外，公司存货周转天数也同比加速 4.6 天。

● **传统业务：收入承压，冰洗毛利率显著提升；外销表现优于内销**

2019H1 冰洗、空调收入分别为 76.6、89.1 亿元 (YoY-3.3%、-7.6%)，毛利率 23.4%、20.4% (YoY+4.2pct、+0pct)。收入下滑源于上半年行业终端需求承压。冰箱毛利率显著提升主要受益于产品结构升级带动零售均价提升及原材料价格下行，奥维云网数据显示，容声、海信冰箱在销售占比较高的线下，均价 YoY+7.8%/+12.0%。空调由于行业促销导致零售均价下滑对冲了成本端红利使得盈利能力维持平稳。分地区看，内销收入 110.0 亿元 (YoY-11.5%)，外销收入 63.3 亿元 (YoY+5.2%)。

● **中央空调：行业承压背景下依旧实现稳健增长，并表有望重构估值**

2019H1 海信日立营业收入 60.4 亿元 (YoY+11.1%)，净利润 9.9 亿元 (YoY+24.7%)，为公司贡献投资收益 4.6 亿元。根据艾肯家电网数据，受地产竣工羸弱影响，2019H1 中央空调市场整体容量 YoY-2.1%。行业承压背景下，海信日立依靠工程渠道强势表现维持收入利润稳健增长。海信日立并表事宜目前正在稳步推进，并表完成后，公司整体收入、毛利率、现金流、资产等都会得到改善。家用中央空调目前普及率仍然较低，长期发展空间广阔，并表将使公司成为 A 股中最纯正的中央空调概念股，行业红利及海信日立的竞争优势有望重构公司估值。

● **投资建议**

预计 2019-21 年公司归母净利 15.5 亿元、16.9 亿元、18.6 亿元。传统白电与中央空调业务差别较大，采用分部估值法分析公司价值。中央空调业务预计 2019 年贡献 8.9 亿元投资收益，参照国际中央空调龙头大金工业估值，鉴于目前尚未并表折价给予 15xPE；传统白电业务预计贡献净利润 6.6 亿，参考一线龙头平均估值水平并考虑各方面差距折价给予 10xPE，两部分相加合理市值 200 亿元，对应 A 股合理价值 14.69 元，维持“增持”评级。H 股股价目前相对 A 股折价超过 30%，考虑两市场流动性差异，对合理市值折价 30%，对应 H 股合理价值 11.96 港元，给予 H 股海信家电“增持”评级。

● **风险提示**

家用中央空调渗透率提升不及预期；原材料价格大幅上涨。

飞科电器 2019 年中报点评：经营承压，期待渠道稳定后恢复增长

● **2019H1 收入、利润承压，同比下滑**

公司披露 2019 年中报，2019H1 公司实现营业收入 17.2 亿元 (YoY-5.0%)，归母净利 3.4 亿元 (YoY-15.4%)，毛利率 38.6% (YoY-0.8pct)，净利率 19.5% (YoY-2.4pct)。Q2 单季营业收入 8.8 亿元 (YoY-5.6%)，归母净利 1.7 亿元 (YoY-22.5%)，毛利率 38.7% (YoY-2.1pct)，净利率 19.7% (YoY-4.3pct)。国内消费需求趋弱，导致收入同比下滑。毛利率下滑主要来自：1) 生活电器、电工电器等新品类毛利率远低于个护电器；2) 核心品类剃须刀毛利率同比下滑 0.6pct。净利率下降更多，主要由于销售费用率同比增加 2.5pct。

● **核心产品电动剃须刀收入同比下滑，线下渠道下滑幅度大于线上**

分产品，2019H1 个护电器收入 16.0 亿元 (YoY-5%)，其中电动剃须刀收入 11.3 亿元 (YoY-11%)，毛利率 45.3% (YoY-0.6pct)；电吹风收入 2.9 亿元 (YoY+21%)，毛利率 29.6% (YoY+5.8pct)；生活电器收入 7766 万元 (YoY-33%)；今年新增电工电器，实现收入 2291 万元。剃须刀收入下滑是导致公司收入负增长

的主要原因。

分渠道，2019H1 线上收入 9.6 亿元 (YoY-1%)；线下收入 7.5 亿元 (YoY-10%)。线下收入下滑幅度大于线上渠道。

分地区，2019H1 内销 17.1 亿元 (YoY-5%)；外销 927 万 (YoY+29%)。

● **公司市场地位依然稳固，期待渠道稳定后公司恢复增长**

国内整体消费需求趋弱，在此环境下，2019Q2 公司将省区批发调回全国批发，优化批发经销商的考核激励机制，充分调动经销商的积极性，利用批发的优势对线下市场进行补充，我们期待渠道稳定以后将恢复增长。

公司作为美容小家电龙头，地位依然稳固。根据中怡康统计数据，公司“FLYCO 飞科”品牌和“POREE 博锐”品牌的电动剃须刀 2019 年上半年线上和线下市场零售量份额分别为 53%、39%，美发系列产品 2019 年上半年线上和线下市场零售量份额分别为 27%、34%，位居行业前列。另外中长期来看，品类延伸、国际拓展也将是新的增长点。

● **投资建议**

盈利预测基本假设：1) 行业集中度将持续提升；2) 消费升级趋势持续；3) 新品类稳步上市。根据以上假设，我们预计 2019-2021 年归母净利 8.5、9.0 和 9.8 亿元 (同比增速分别为 0.1%、6.0%、9.3%)，参考与之接近的内销小家电龙头苏泊尔、九阳股份的估值，但考虑到公司收入增速慢于苏泊尔和九阳股份，给予合理价值 38.8 元人民币/股，对应 2019 年 PE 估值 20 倍。考虑到国内消费需求趋弱，多元化暂时贡献较小，公司经营仍然承压，所以下调至“增持”评级，期待渠道稳定后恢复增长。

● **风险提示**

内销需求低迷；新品拓展不力；行业竞争格局恶化；消费升级趋势不达预期。

欧普照明 2019 年中报点评：受地产影响行业需求趋弱，收入增速放缓

● **行业需求趋弱，导致公司收入增速放缓**

公司披露 2019 年中报，2019H1 公司实现营业收入 37.8 亿元 (YoY+7.1%)，归母净利 4 亿元 (YoY+13.1%)，扣非后归母净利 2.6 亿元 (YoY+1.8%)，毛利率 36.1% (YoY-1.4pct)，净利率 10.7% (YoY+0.6pct)。

2019Q2 实现营业收入 21.2 亿元 (YoY+3.4%)，归母净利 3.2 亿元 (YoY+10.7%)，扣非后归母净利 2.2 亿元 (YoY+0.3%)，毛利率 35.9% (YoY-1.3pct)，净利率 15.1% (YoY+1.0pct)。

收入增速放缓，主要由于行业受地产影响需求趋弱，2019H1 扣非后归母净利同比增速慢于收入，主要原因：1) 会计估计变更。据 20190423 发布的公告，公司变更会计估计，减少了生产设备的折旧年限；2) 毛利率下降。具体来看，一方面产品价格下降；另一方面毛利率较低的流通渠道收入占比提升，均导致毛利率下降。另，政府补助 8458 万 (去年同期 4819 万)，导致归母净利快于扣非后归母净利增速。

● **商用业务增长快于家居业务**

分渠道，1) 家居业务：受地产影响最大的业务，其中流通渠道、线上渠道收入增速快于零售渠道。2) 商用业务：收入增长快于家居业务，公司聚焦于应用端的研究及产品力的打造，不断提升在行业应用、智能化解决方案、专业照明设计等方面的综合服务能力。3) 海外业务：海外市场布局稳步推进，持续深化本地化运营，保持

增长。

● **短期受地产影响，不改长期成长性**

短期来看，家居业务受房地产影响较大，导致整体收入增速放缓，但是公司已经采取相应措施：线下培育经销商从“坐商”向“行商”的能力转型，持续完善门店运营的标准化，推动门店运营效率提升，未来收入增速有望恢复。

长期来看，行业增速放缓有利于行业洗牌，有利于推动照明行业集中度的提升，公司作为照明行业 B2C 的龙头，公司的份额有望持续提升；同时公司积极拓展商用领域以及海外市场，有望为公司带来新的增长。

● **盈利预测**

我们认为未来消费升级趋势持续，照明行业市场集中度将继续提升公司作为家居照明龙头企业，积极拓展家用和商用渠道，未来市场份额有望持续提升，业绩保持良好增长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 9.8、11.0、12.8 亿元，同比增长 9.0%、12.4%、16.0%。参考家居、厨电公司估值，但公司作为照明行业龙头，地位稳固，竞争格局优于厨电、家居，且利润有望加速增长，因此给予一定估值溢价，给予公司 2019 年 PE 23x，对应合理价值 29.9 元/股，维持“增持”评级。

● **风险提示**

原材料大幅涨价；房地产市场出现大幅波动；行业竞争环境恶化导致价格战；整体消费需求羸弱；公司渠道拓张不及预期。

荣泰健康 2019 年中报点评：收入、毛利率下滑幅度环比略有改善

● **收入下滑环比略有改善，资产处置收益稳住净利润率**

公司披露 2019 年半年报：2019H1 公司实现收入 11.0 亿元 (YoY-11.2%)，归母净利 1.4 亿元 (YoY-3.1%)，净利润率 12.5% (YoY+1.0pct)；2019Q2 单季度公司实现收入 5.9 亿元 (YoY-7.4%)，归母净利 0.8 亿元 (YoY-4.7%)，净利润率 13.5% (YoY+0.4pct)。

另外，2019H1 公司获得处置非流动资产的非经常性收益 2595 万元，剔除相关影响后，整体扣非后归母净利润为 9597 万元 (YoY-35.6%)。

● **海外代工与共享按摩椅业务影响下收入持续下降，降幅略有收窄**

分产品：按摩椅 9.0 亿元 (YoY-8.7%)，按摩小电器 3472 万元 (YoY-11.5%)，体验式按摩服务 1.4 亿元 (YoY-28.2%)。其中，2019 年上半年公司将武汉、黑龙江、辽宁等地区自营按摩椅转让至经销商运营导致相关收入与成本均有所下降。中报显示，报告期末公司固定资产-按摩器材账面价值余 2010 万元，环比减少近 8462 万元。稍息网络或将逐步淡化自营共享按摩服务，转为摩摩哒品牌销售+平台为主；

分地区：内销 5.7 亿元 (YoY-11%)，外销 5.2 亿元 (YoY-11.8%)。内销在剔除共享按摩的影响后收入约为 4.3 亿元 (YoY-3.4%)；外销下滑主要受大客户提货节奏的影响，下半年或有所改善 (外销收入 2018H1 YoY+33.2%，2018H2 YoY-31.5%)。

● **海外代工与共享按摩椅业务影响下毛利率下降，费用率基本持平**

2019 上半年公司毛利率 29.4% (YoY-4.8pct)，其中 Q2 毛利率 29.7% (YoY-

3.6pct) 降幅环比略收窄。拆分来看, 毛利率下降主要原因来自于:

(1) 内销端: 毛利率 36.1% (YoY-2.8pct)。其中, 按摩服务毛利率-5.8% (YoY-35.8pct), 剔除后内销毛利率 49.5% (YoY+6.7pct) 受益于产品升级+成本下降+增值税税改;

(2) 外销端: 外销代工毛利率达到 29.5% (YoY-7.1pct)。

费用率方面, 销售、管理、财务、研发费用率分别达到 11.2% / 3.2% / 0.2% / 5.0% (YoY -0.0pct / -0.24pct / -0.64pct / +0.32pct) 整体基本持平。

● 盈利预测

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.6/2.6/2.8 亿元, 考虑到下半年在基数效应、外销订单恢复、内销新品上市等因素的拉动下公司经营状况或将有所改善, 估值有望水平修复。给予公司 2019 年 PE 估值 16.0x, 略高于目前动态市盈率 14.8x, 对应合理价值 29.44 元/股, 维持“增持”评级。

● 风险提示

按摩椅内、外销市场拓展不及预期; 人民币、原材料价格、租金大幅上行。

浙江美大 2019 年中报点评: 收入维系较快增长, 盈利能力环比提升

● 收入维系较快增长, 盈利能力环比提升利润增长略超预期

公司披露 2019 年半年报: 2019H1 公司实现收入 7.0 亿元 (YoY+25.2%), 实现归母净利 1.8 亿元 (YoY+25.0%), 对应净利润率 25.9% (YoY-0.04pct); 其中 2019Q2 单季度公司实现收入 4.1 亿元 (YoY+21.1%), 实现归母净利 1.1 亿元 (YoY+27.2%), 对应净利润率 25.8% (YoY+1.2pct)。

● 行业低渗透高成长红利+厨房产品配套率提升推动公司收入逆势增长

(1) 集成灶行业红利推动龙头持续增长: 奥维云网与中怡康数据显示, 2019H1 厨电整体零售规模达 281 亿元 (YoY-9.5%) 在地产低迷的影响下表现不佳。而集成灶逆势向上, 零售规模达 72 亿元 (YoY+29.2%), 其中线上达 15 亿元 (YoY+57.4%)。公司作为行业龙头, 具备更强的品牌知名度与更完善的产品+渠道布局, 充分享受到了行业红利;

(2) 在完善的渠道布局下, 橱柜与水槽配套率提升为公司成长作出贡献: 2019H1 公司集成灶业务收入 6.3 亿元 (YoY+24.3%); 橱柜收入 2221.8 万元 (YoY+38.7%); 其他产品收入 5128.9 万元 (YoY+31.5%)。

● 产品升级+成本下降+税改提升盈利, 加大营销+研发投入布局未来

公司盈利能力在产品升级+成本下降+增值税改革的背景下得到较大提升, 2019 年上半年毛利率 53.5% (YoY+2.3pct), 其中 Q2 毛利率 53.2% (YoY+4.2pct); 费用上公司着眼未来持续加大营销与研发投入, 报告期内:

(1) 销售费用率达 16.5% (YoY+5.1pct), 其中广告与宣传费为投入的主要部分, 分别达到 0.8/0.1 亿元 (YoY+99.0%/+83.1%)。在此背景下公司渠道布局进一步完善, 在加大覆盖面的同时推进深化与 KA 渠道的合作。中报显示 2019H1 期末公司一级经销商达到 1400 家, 终端门店 2500 个, 环比增加经销商 70 家, 新开门店 300 个 (其中 KA 新开店 100 个);

(2) 研发、管理、财务费用率分别达 3.5% / 4.4% / -0.6% (YoY+0.7pct / -2.8pct / -0.2pct), 分别受到了研发投入持续加大、股份支付到期减少以及利息收入有所提升的影响。

● 盈利预测

我们认为厨电行业在长周期的维度上具备确定的成长空间，而集成灶低渗透高成长的行业特征给予了公司充分发挥其先发优势的机会，助其尽享行业成长红利；持续加大的研发与营销投入也帮助公司进一步稳固其竞争能力。预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 4.5、5.2、5.8 亿元，同比增速分别为 19.8%、15.0%、12.3%，给予合理价值为 14.0 元/股，对应 2019 年 PE20.0x，维持“增持”评级。

● **风险提示**

地产景气度持续下降；广宣费用投放收获不及预期；行业竞争格局恶化。

风险提示

原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损，影响公司利润。

行业需求趋弱

家电行业整体需求趋弱将影响上市公司收入和利润的增长。

行业竞争格局恶化

行业内竞争格局将影响公司的盈利能力，竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

广发家电行业研究小组

- 曾 婫：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 黄 涛：研究助理，同济大学工学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。