

家用电器行业

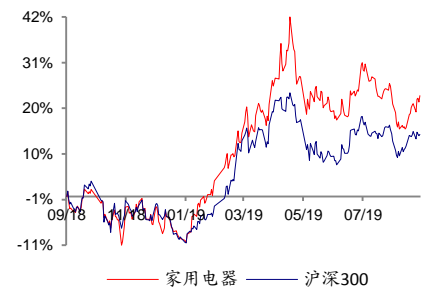
底部已现，期待改善

行业评级 **持有**

前次评级 **持有**

报告日期 **2019-09-01**

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月行业数据 2019-08-29

点评: 内销整体需求平淡,

冰洗外销亮眼

联系人: 黄涛 0755-82771936
szhuangtao@gf.com.cn

核心观点:

● 外部环境压力下，2019Q2 收入增速企稳，业绩增速边际改善

2019 年上半年 A 股家电板块在宏观经济波动、地产景气度下行、终端需求相对羸弱的背景下，实现营业总收入 YoY+5.2%，同比收窄 11.4pct；净利润 YoY+10.7%，同比收窄 13.7pct。产品结构升级、原材料价格下行、增值税下调、汇率贬值等因素使板块盈利能力有所改善，毛利率 25.0% (YoY+0.6pct)，净利率 7.4% (YoY+0.3pct) 均有所提升。

2019Q2 单季度 A 股家电板块实现营业总收入 YoY+3.5%，收入增速环比继续回落，但若剔除收入变动与家电关系较小 TCL 集团、深康佳 A 后 2019Q2 营业总收入 YoY+6.8%，环比 2019Q1 增速扩大 1.6pct，板块收入端增速目前已企稳，好于年初悲观预期。归母净利 YoY+13.4%，净利润增速已连续 2 个季度环比加快。Q2 毛利率 25.3% (YoY+0.8pct)，净利率 8.4% (YoY+0.6pct)，成本端红利充分传导使盈利能力相比 Q1 提升更为显著。

现金流来看，2019H1、Q2 除厨电板块外，各子板块经营性现金流水平均有不同程度提升。白电龙头的经营性现金流改善尤为突出。较好的现金流也体现了家电板块尤其是白电龙头在弱需求环境下稳健的经营能力。

● 白电表现最为稳健，小家电业绩增速显著收窄，厨电景气继续筑底

■ **白电:** 2019H1 营收/净利润 YoY+7.0%/+10.2%，Q2 单季营收/净利润 YoY+7.5%/+11.3%。龙头出色表现带动收入业绩增速呈现边际向好趋势。

■ **黑电:** 2019H1 营收/净利润 YoY+5.2%/-18.3%，Q2 单季营收/净利润 YoY+7.8%/+8.5%。需求回落，公司主业收入普遍下滑，竞争格局抑制板块盈利能力。

■ **厨电:** 2019H1 营收/净利润 YoY-2.6%/+10.7%，Q2 单季营收/净利润 YoY-3.2%/+9.1%。板块景气随地产筑底，下半年竣工回暖期待有望带动需求改善。

■ **小家电:** 2019H1 营收/净利润 YoY+6.5%/+8.0%，Q2 单季营收/净利润 YoY+6.6%/+2.1%。内销羸弱影响板块业绩增速，厨房小家电龙头表现具备稳健性。

■ **上游零部件:** 2019H1 营收/净利润 YoY+5.3%/+6.7%，Q2 单季营收/净利润 YoY+6.9%/+6.3%。受下游需求影响收入增长乏力。

(注: 以上出现的营业收入、净利润、净利率口径均为剔除异常公司后的归母净利润、归母净利率。)

● 投资建议

2019H1、Q2 板块在外部承压背景下收入依旧实现正增长且增速企稳。受益于成本端红利，板块盈利能力同比提升，且板块业绩增速连续 2 个季度改善。龙头基于产品、渠道、品牌优势，在弱需求背景下收入业绩表现均更为稳健。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: 格力电器、美的集团、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。

● 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。

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	52.78	2019/8/30	买入	64.79	3.41	3.75	15.46	14.07	11.51	9.74	24.17	23.34
格力电器	000651.SZ	人民币	55.50	2019/8/30	买入	61.22	4.71	5.27	11.66	10.41	6.30	5.22	26.03	24.80
海尔智家	600690.SH	人民币	15.91	2019/8/30	买入	20.00	1.25	1.37	12.75	11.59	8.44	6.34	17.06	15.80
苏泊尔	002032.SZ	人民币	72.28	2019/8/29	买入	78.40	2.35	2.70	30.82	26.80	23.89	20.75	27.02	26.08
九阳股份	002242.SZ	人民币	22.07	2019/8/15	买入	27.00	1.08	1.23	20.43	17.87	19.17	16.77	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	6
2019Q2 收入增速企稳，盈利能力提升，白电最为稳健	7
白电：龙头出色表现带动收入业绩增速边际向好	11
黑电：需求回落主业收入普遍下滑，竞争格局抑制板块盈利能力	14
厨电：板块景气随地产筑底，期待后续改善	16
小家电：内销羸弱影响板块业绩增速，厨房小家电龙头表现具备稳健性	19
上游零部件：受下游需求影响收入增长乏力	21

图表索引

图 1: 家电行业各板块营业总收入年度 YoY.....	9
图 2: 家电行业各板块营业总收入季度 YoY.....	9
图 3: 家电行业各板块归属净利润半年度 YoY (剔除异常公司后)	10
图 4: 家电行业各板块归属净利润季度 YoY (剔除异常公司后)	10
图 5: 家电行业各板块年度毛利率.....	10
图 6: 家电行业各板块季度毛利率.....	10
图 7: 家电行业各板块年度净利率 (剔除异常公司后)	11
图 8: 家电行业各板块季度净利率 (剔除异常公司后)	11
图 9: 家电行业各板块年度经营性现金流量净额 YoY	11
图 10: 家电行业各板块季度经营性现金流量净额 YoY	11
图 11: 空冰洗 M1-M7 内销出货量累计同比增速: 表现均较为羸弱	14
图 12: 空冰洗 M1-M7 外销出货量累计同比增速: 冰洗出口表现优异	14
图 13: 空冰洗 2019M1-M7 线上线下累计零售量同比: 线上增速显著优于线下	14
图 14: 空冰洗 2019M1-M7 线上线下累计零售均价同比: 空调价格承压, 冰洗线下 均价提升, 线上下降	14
图 15: LCD 电视 M1-M7 内外销出货量累计同比增速: 表现羸弱.....	16
图 16: 主要尺寸液晶面板价格 (美元/片): 2019M1-M5 有所回升, M5 之后迅速回 落	16
图 17: 2019H1 商品住宅销售、新开工、竣工面积同比增速: 销售同比增速收窄, 竣工持续低迷.....	18
图 18: 油烟机线上线下单月销售量 YoY: 2019 年行业整体承压, 线上表现优于线 下	18
图 19: 油烟机线上线下单月销售均价 YoY: 2019 年以来线上线下均价均有下滑	18
图 20: 厨房小家电单月零售均价同比: 2019 年多数品类均价仍有提升	21
图 21: 美元兑人民币汇率: 2018Q2 贸易摩擦导致人民币兑美元汇率持续贬值, 利 好出口型企业, 进入 2019Q3 后利好预计将收窄	21
图 22: LME 铜价格 (美元/吨): 2019 年以来先升后降, 但整体维持低位	23
图 23: LME 铝价格 (美元/吨): 2019 年以来持续下滑	23
图 24: 冷轧卷板价格 (人民币元/吨): 2019 年维持低位波动.....	23
图 25: 布伦特原油期货价格 (美元/桶): 2019 年波动较大, 目前已回归年初水平	23

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值	6
表 2: 家电板块核心指标分年度情况	7
表 3: 家电板块核心指标分季度情况	8
表 4: 白电板块核心指标分年度情况	12
表 5: 白电板块核心指标分季度情况	12
表 6: 白电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点	13
表 7: 黑电板块核心指标分年度情况	15
表 8: 黑电板块核心指标分季度情况	15
表 9: 黑电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点	16
表 10: 厨电板块核心指标分年度情况	17
表 11: 厨电板块核心指标分季度情况	17
表 12: 厨电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点	17
表 13: 小家电板块核心指标分年度情况	19
表 14: 小家电板块核心指标分季度情况	19
表 15: 小家电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点	20
表 16: 上游零部件板块核心指标分年度情况	22
表 17: 上游零部件板块核心指标分季度情况	22
表 18: 上游零部件板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点	22

投资建议

在宏观经济波动、地产景气度下行、消费羸弱、外部环境承压的背景下，2019年上半年家电板块表现虽然不及过去两年，多数子板块的营收、净利润同比增速均有所放缓。但从Q2单季度表现来看，板块收入仍然实现正增长，且实际收入增速已经企稳。板块在大宗原材料价格下降、增值税下调、汇率贬值的成本端利好下，盈利能力同比提升。在弱需求背景下，龙头公司基于产品、成本、渠道、品牌等优势，市占率提升，收入稳健增长，并依托产业链优势地位带来的议价能力，充分享受成本端红利提升盈利能力。长期来看，龙头公司的国际化、多元化、智能化等战略将其长远发展贡献新的动能。因此从短期业绩确定性及长期竞争力角度，我们建议继续配置业绩确定性高，长期竞争力显著的白电龙头**格力电器、美的集团、海尔智家**；同时建议关注受益于消费升级且短期业绩表现稳健的小家电龙头：**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		EPS			净利润增速			PE	
			2019/08/30	货币	18A	19E	20E	18A	19E	20E	19E	20E
000333.SZ	美的集团	买入	52.78	人民币	3.04	3.41	3.75	17%	17%	10%	15.5	14.1
000651.SZ	格力电器	买入	55.50	人民币	4.36	4.71	5.27	17%	8%	12%	11.7	10.4
600690.SH	海尔智家	买入	15.91	人民币	1.17	1.25	1.37	8%	7%	10%	12.7	11.6
002032.SZ	苏泊尔	买入	72.28	人民币	2.03	2.35	2.70	26%	15%	15%	30.8	26.8
002242.SZ	九阳股份	买入	22.07	人民币	0.98	1.08	1.23	9%	10%	14%	20.4	17.9
603868.SH	飞科电器	增持	36.09	人民币	1.94	1.94	2.06	1%	0%	6%	18.6	17.5
000921.SZ	海信家电	增持	11.78	人民币	1.01	1.14	1.24	-32%	13%	9%	10.4	9.5
00921.HK	海信家电	增持	8.22	港币	1.11	1.25	1.36	-32%	13%	9%	6.5	6.0
002705.SZ	新宝股份	增持	11.60	人民币	0.62	0.80	0.91	23%	22%	13%	14.5	12.8
002677.SZ	浙江美大	增持	13.25	人民币	0.58	0.70	0.81	24%	20%	15%	18.9	16.5
603579.SH	荣泰健康	增持	25.83	人民币	1.78	1.84	1.86	15%	4%	1%	14.0	13.9
603355.SH	莱克电气	增持	20.90	人民币	1.05	1.20	1.33	16%	14%	11%	17.4	15.7
002508.SZ	老板电器	增持	25.01	人民币	1.55	1.64	1.80	1%	5%	10%	15.3	13.9
600060.SH	海信电器	增持	7.65	人民币	0.30	0.24	0.30	-59%	-21%	27%	32.3	25.5
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.63	人民币	0.24	0.31	0.37	-10%	28%	18%	18.1	15.4
002050.SZ	三花智控	买入	11.80	人民币	0.61	0.50	0.56	5%	6%	14%	23.8	20.9
002429.SZ	兆驰股份	增持	2.87	人民币	0.10	0.13	0.14	-26%	28%	10%	22.8	20.7
603515.SH	欧普照明	增持	28.30	人民币	1.19	1.30	1.46	32%	9%	12%	21.8	19.4
002035.SZ	华帝股份	增持	9.92	人民币	0.77	0.89	1.01	33%	15%	14%	11.2	9.8
002403.SZ	爱仕达	增持	8.08	人民币	0.42	0.43	0.47	-14%	1%	11%	18.9	17.0
603486.SH	科沃斯	持有	25.25	人民币	1.21	0.85	0.97	29%	-2%	15%	29.9	25.9
002543.SZ	万和电气	增持	9.25	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: 盈利预测来自广发家电, 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 2019.08.30 收盘价: 1 港币=0.9112 人民币。

2019Q2 收入增速企稳，盈利能力提升，白电最为稳健

本文选取了48家家电板块类公司（包括白电9家、黑电6家、厨电4家、小家电14家、上游零部件15家），对这些公司2019H1、2019Q2报表表现进行了回顾分析：

- ◆ **白电：**格力电器、美的集团、青岛海尔、海信家电、长虹美菱、惠而浦、奥马电器、小天鹅A、澳柯玛、春兰股份。
- ◆ **黑电：**海信电器、深康佳A、四川长虹、TCL集团、创维数字、兆驰股份。
- ◆ **厨电：**华帝股份、老板电器、浙江美大、万和电气。
- ◆ **小家电：**苏泊尔、九阳股份、爱仕达、飞科电器、新宝股份、莱克电气、奥佳华、荣泰健康、奋达科技、天际股份、哈尔斯、金莱特、开能健康、融捷健康
- ◆ **上游零部件：**三花智控、盾安环境、华意压缩、海立股份、康盛股份、毅昌股份、东方电热、秀强股份、顺威股份、亿利达、地尔汉宇、和晶科技、拓邦股份、和而泰、英唐智控。

如无特殊说明，以下正文、图表中出现的净利润，净利率指的是归母净利润与归母净利润率。

表 2：家电板块核心指标分年度情况

	2015	2016	2017	2018	2019H
营业收入 YoY	-4.1%	13.5%	30.0%	14.0%	5.2%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	-4.4%	13.4%	29.4%	13.3%	4.2%
归母净利润 YoY	-7.6%	30.9%	34.1%	-7.9%	10.7%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	-4.2%	30.9%	24.4%	12.5%	9.3%
毛利率	24.0%	25.2%	24.8%	24.3%	25.0%
净利率	5.6%	6.5%	6.7%	5.4%	7.5%
净利率 (剔除异常公司)	5.6%	6.5%	6.2%	6.2%	7.4%
销售费用率	11.5%	12.0%	11.1%	10.6%	10.8%
管理费用率 (包含研发费用)	5.8%	6.0%	5.8%	3.3%	2.9%
财务费用率	0.0%	-0.6%	0.6%	0.1%	-0.1%
经营性现金流净额 YoY	48.7%	-20.1%	-13.7%	40.1%	98.1%
ROE(摊薄)	13.3%	14.6%	16.4%	13.5%	14.0%
ROE(摊薄) (剔除异常公司)	13.3%	14.7%	15.5%	15.2%	15.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：（1）异常公司包括2018年因公司经营因素计提减值导致业绩大幅亏损的企业，其表现不能客观反映家电行业真实运行状况：1）白电：奥马电器；2）小家电：奋达科技，融捷健康；3）零部件：盾安环境，康盛股份，和晶科技，毅昌股份，秀强股份；以及2017年度非经常性损益影响较大的深康佳A，2019年完成重大资产重组交割的TCL集团。下文若无特殊说明，均指以上公司。

（2）2019H1 ROE分子利润取TTM归母净利，下同。

表 3: 家电板块核心指标分季度情况

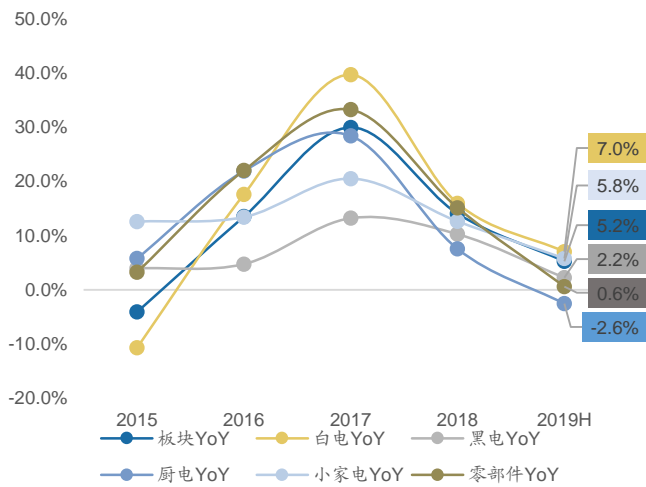
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入 YoY	18.7%	14.8%	11.0%	11.9%	7.1%	3.5%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	17.6%	14.2%	10.3%	11.3%	6.6%	2.0%
归母净利润 YoY	22.3%	23.6%	12.7%	-78.9%	8.2%	13.4%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	20.4%	22.2%	17.8%	-15.1%	8.9%	10.5%
毛利率	24.1%	24.6%	24.1%	24.3%	24.6%	25.3%
净利率	6.2%	7.8%	6.2%	1.4%	6.2%	8.5%
净利率 (剔除异常公司)	6.1%	7.8%	6.4%	4.3%	6.3%	8.4%
销售费用率	10.4%	10.4%	10.4%	11.0%	10.8%	10.8%
管理费用率 (包含研发费用)	5.3%	5.4%	6.3%	7.8%	5.7%	5.7%
财务费用率	0.9%	0.7%	-0.5%	-0.2%	0.3%	0.4%
经营性现金流净额 YoY	5.0%	5.7%	49.4%	70.9%	18.5%	276.7%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

按照 48 家家电上市公司 2019 年中报数据, 2019H1 家电行业营业总收入 YoY+5.2%, 增速同比 2018H1 收窄 11.4pct; 分季度看, 2019Q2 家电行业营业总收入 YoY+3.5%, 增速同比 2018Q2 收窄 11.3pct, 环比 2019Q1 收窄 3.6pct。若剔除黑电板块中完成资产交割导致收入大幅下滑的 TCL 集团以及非家电业务增收较多的深康佳 A 影响后, 2019Q2 营业总收入 YoY+6.8%, 环比 2019Q1 扩大 1.6 pct。在宏观环境波动、地产景气度下行、竣工未见好转, 终端需求平淡以及空调渠道库存压力等多重因素影响导致行业收入同比增速不及 2017 与 2018 年, 但在相对不利外部环境下, 家电板块上半年依旧实现收入正增长且 Q2 增速已现企稳之势, 板块整体收入端表现好于年初悲观预期。

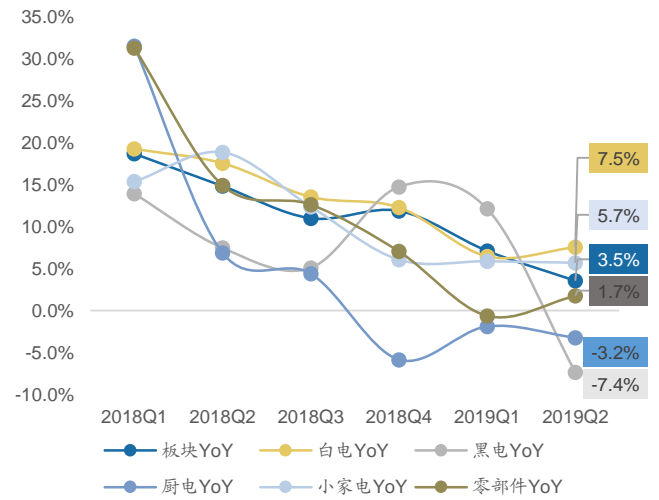
子版块来看, 各版块 Q2 收入增速表现出现分化, 白电板块在龙头格力电器收入同比增长超预期、美的集团、海尔智家的稳健增长带动下, 收入同比增速环比 Q1 提速 1.1pct, 并成为 Q2 增速最快的子版块; 小家电板块增速在龙头苏泊尔与九阳股份的带动下维持平稳; 零部件板块在和而泰、拓邦股份等控制器厂商的带动下增速由负转正; 厨电受制于地产竣工数据低迷, 收入增速继续筑底; 黑电板块收入同比显著下滑主要是由于板块内收入占比较大的 TCL 完成资产交割收入大幅下滑所致。

图1: 家电行业各板块营业总收入年度YoY



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图2: 家电行业各板块营业总收入季度YoY

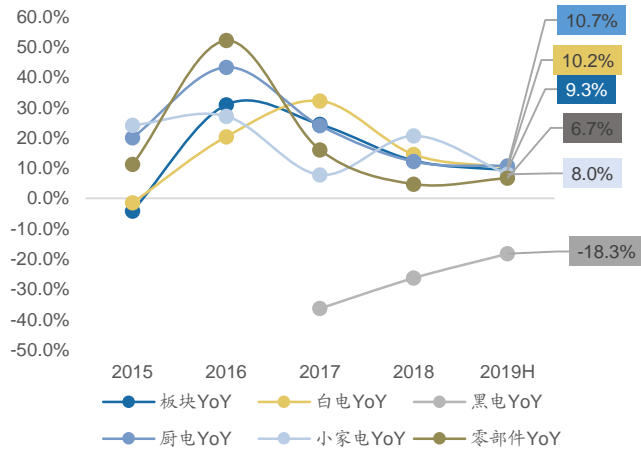


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从业绩端来看, 2019H1家电行业净利润(剔除异常公司, 下同) YoY+9.3%, 增速同比2018H1收窄13.5pct。分季度看2019Q2, 家电行业净利润YoY+10.5%, 增速同比2018Q2收窄11.7 pct, 但环比2019Q1提升1.5 pct, 净利润增速已连续2个季度环比加快。

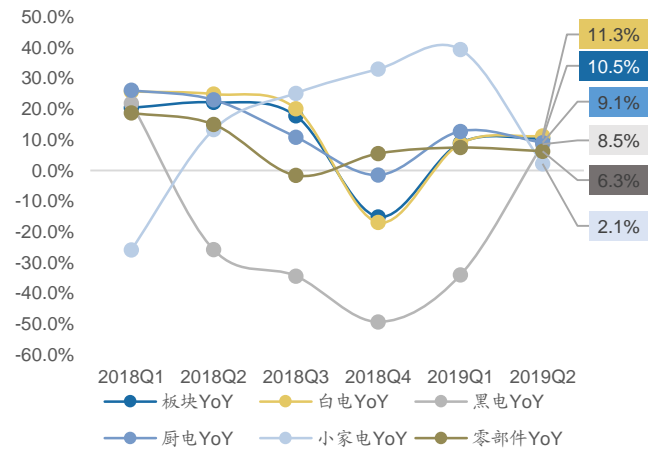
子板块来看, 各板块Q2净利润均实现同比正增长。白电净利润同比增速在美的集团亮丽增长、格力电器超预期的带动下, 环比Q1增速还有2.5pct的提升, 且增速同样领先其余子版块; 厨电板块保持较高增速但增速环比略有下滑; 黑电板块在兆驰股份及创维数字的高增长带动下增速环比改善最为显著; 与此相反, 小家电行业板块由于飞科电器、爱仕达、奥佳华、荣泰健康业绩同比负增长导致同比增速显著收窄, 但内销龙头苏泊尔与九阳股份以及出口龙头新宝股份依旧表现较好。

图3: 家电行业各板块归属净利润半年度YoY (剔除异常公司后)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 家电行业各板块归属净利润季度YoY (剔除异常公司后)

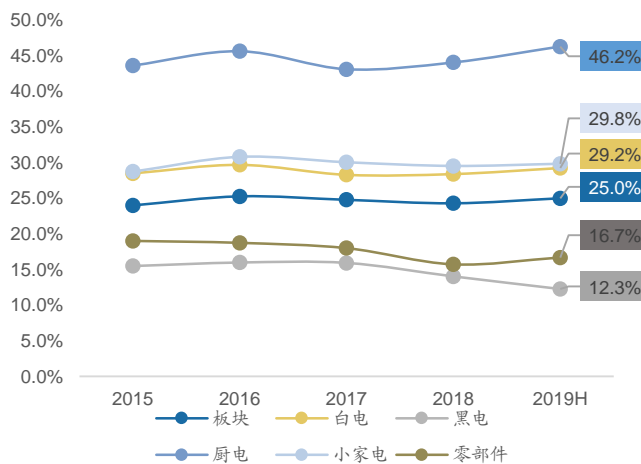


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从盈利能力来看,2019H1板块毛利率、净利率分别为25.0%、7.4%,同比2018H1分别提升0.6pct、0.3pct。分季度看2019Q2毛利率25.3%、净利率8.4%、同比去年分别提升0.8pct、0.6pct,板块盈利提升的主要原因来自于大宗原材料价格下降、增值税减税利好以及汇率贬值。

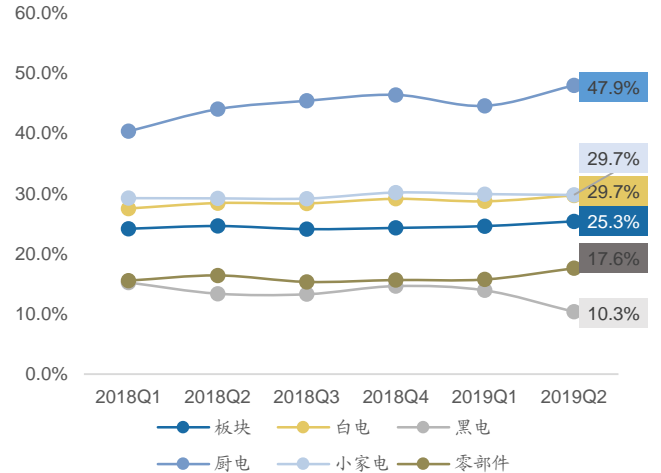
分版块对比,盈利能力厨电>小家电>白电>上游零部件>黑电。从Q2的盈利能力变化情况看,2019Q2除黑电受制于较差的竞争格局,毛利率下降之外,其余个板块毛利率同比均有提升,其中厨电板块提升最为显著(YoY+3.9pct),白电次之(YoY+1.3pct)。由于费用率等有所提升,Q2净利率提升幅度均不及毛利率,厨电、白电净利率同比分别提升1.8pct、0.3pct,小家电板块甚至出现同比下滑(YoY-0.4pct)。

图5: 家电行业各板块年度毛利率



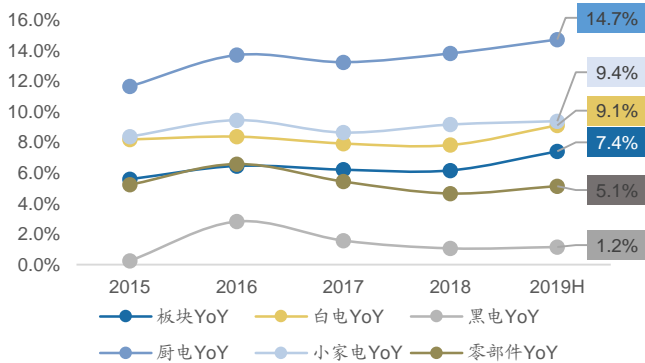
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 家电行业各板块季度毛利率



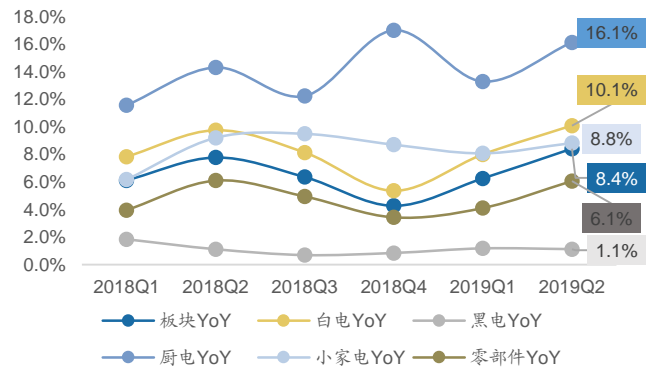
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 家电行业各板块年度净利率 (剔除异常公司后)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

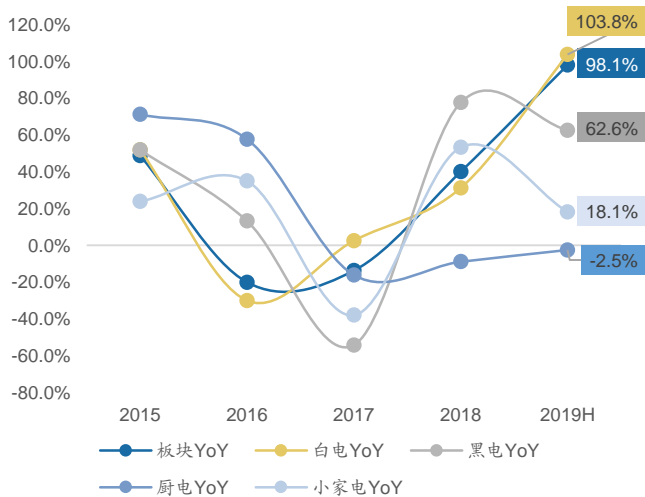
图8: 家电行业各板块季度净利率 (剔除异常公司后)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从现金流来看, 虽然2019上半年年需求端仍然较为平淡, 但除了厨电板块现金流略有下滑外, 其余各版块现金流在Q2均有显著改善, 尤其是白电板块在龙头格力电器与美的集团的带动下, 现金流改善最为明显, 体现出白电龙头稳健的经营能力以及在产业链中极强的话语权。

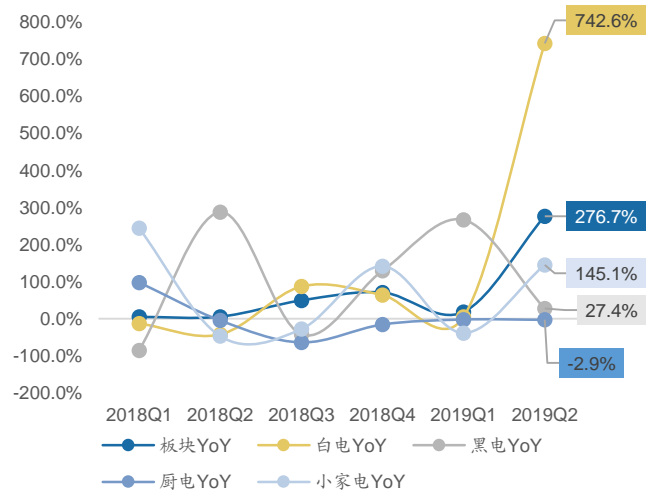
图9: 家电行业各板块年度经营性现金流量净额YoY



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 零部件公司现金流变化幅度较大, 故未做图示

图10: 家电行业各板块季度经营性现金流量净额YoY



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

白电: 龙头出色表现带动收入业绩增速边际向好

白电行业2019H1营业总收入 (剔除异常公司) YoY+7.0%, 净利润 (剔除异常

公司) YoY+10.2%。2019Q2营业总收入(剔除异常公司) YoY+7.5%，净利润(剔除异常公司) YoY+11.3%，增速环比2019Q1分别提升1.1pct、2.5pct。

从行业层面来看，2019H1白电内销需求平淡，空冰洗出货、零售规模均呈下滑之势，但在弱需求环境下，龙头基于产品、成本、渠道、品牌以及灵活的价格策略，各品类内销市占率均有提升，收入端表现优于行业平均水平。此外，冰洗2019年以来出口表现优异，加之龙头的全球化布局使外销同样也为板块收入端的稳健增长贡献增量。业绩端同比增速优于收入端，且已经连续两季度环比加速，原因在于具备终端定价权的龙头能最大程度的获益宗原材料价格下行、增值税减税以及汇率贬值带来的利好。总体而言，白电板块在龙头的出色表现带动下收入业绩已呈边际向好趋势。虽然目前行业需求还未见到显著改善的迹象，但基于自身强大的竞争优势，我们认为白电龙头下半年依旧将维持稳健表现。

表 4: 白电板块核心指标分年度情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H
营业收入 YoY	-10.7%	17.6%	39.7%	15.9%	7.0%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	-10.7%	17.6%	39.7%	15.9%	7.0%
归母净利润 YoY	-1.2%	20.3%	32.2%	9.7%	10.2%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	-1.4%	20.4%	32.2%	14.5%	10.2%
毛利率	28.4%	29.6%	28.2%	28.4%	29.2%
净利率	8.2%	8.3%	7.9%	7.5%	9.1%
净利率 (剔除异常公司)	8.2%	8.4%	7.9%	7.8%	9.1%
销售费用率	13.7%	14.5%	13.1%	12.3%	12.7%
管理费用率 (包含研发费用)	5.7%	5.9%	5.6%	6.4%	5.7%
财务费用率	-0.7%	-1.2%	0.5%	-0.3%	-0.5%
经营性现金流净额 YoY	51.9%	-30.1%	2.5%	31.2%	103.8%
ROE(摊薄)	20.0%	20.4%	22.3%	20.4%	20.8%
ROE(摊薄) (剔除异常公司)	20.1%	20.5%	22.5%	21.3%	21.7%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 白电板块核心指标分季度情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入 YoY	19.2%	17.5%	13.5%	12.3%	6.4%	7.5%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	19.1%	17.7%	13.5%	12.5%	6.5%	7.5%
归母净利润 YoY	25.9%	24.9%	19.1%	-37.9%	8.7%	11.3%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	25.7%	24.8%	20.1%	-16.9%	8.7%	11.3%
毛利率	27.5%	28.4%	28.3%	29.1%	28.7%	29.7%
净利率	7.8%	9.7%	8.0%	4.0%	8.0%	10.1%
净利率 (剔除异常公司)	7.8%	9.8%	8.1%	5.4%	8.0%	10.1%
销售费用率	11.9%	11.7%	12.2%	13.5%	12.7%	12.7%
管理费用率 (包含研发费用)	5.3%	5.2%	6.6%	8.6%	5.7%	5.7%

财务费用率	0.8%	0.3%	-0.8%	-0.5%	-0.1%	0.1%
经营性现金流净额 YoY	-12.8%	-42.4%	87.0%	64.3%	5.0%	742.6%

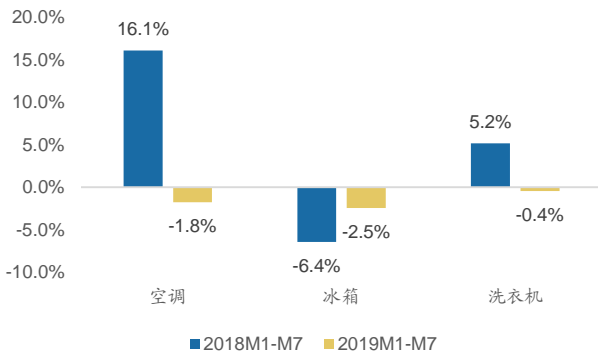
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 6: 白电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点

代码	公司	2019H1 营业收入 YoY	2019H1 归母净利润 YoY	2019Q2 营业收入 YoY	2019Q2 归母净利润 YoY	核心关注点
000651.SZ	格力电器	6.9%	7.4%	10.3%	11.8%	2019H1 在行业终端需求平淡、渠道库存有一定压力的情况下, 收入、业绩增长超预期, 彰显龙头强大的竞争力。长期来看, 空调行业仍有发展空间, 公司具备产品、渠道、品牌多重护城河, 将最大程度受益行业发展红利。此外, 股权转让已进入实质推进阶段, 公司治理结构改善可期, 估值未来有望提升。
000333.SZ	美的集团	7.4%	17.4%	7.3%	17.9%	2019H1 在空调积极促销带动下, 整体收入稳健增长、业绩增长亮丽, 表现符合预期。毛利率整体显著改善主要受益成本端原材料价格下行、汇率贬值以及增值税减税利好, 并侧面反映公司运营效率提升。此外, 库卡中国区业务的整合目前已经初见成效。长期来看, 公司优秀的治理结构、高效的执行力使其可以灵活的根据市场变化进行战略调整, 各品类市占率有望进一步提升, 渠道改革、事业部整合、股权激励稳步推进等使公司长期竞争力更值得期待。
600690.SH	海尔智家	11.7%	6.0%	10.9%	4.7%	2019H1 收入、业绩平稳增长, 符合预期。在内销终端需求承压背景下, 海外市场以及国内高端市场成为公司目前增长的主要动力。此外, 公司的智能家居全屋解决方案以及工业互联网平台持续推进。长期来看, 全球化、高端化、智能化共同驱动公司持续增长。
000921.SZ	海信家电	-7.0%	19.5%	-9.9%	4.5%	2019H1 收入下滑, 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, 整体表现符合预期。家用中央空调目前国内普及率仍然较低, 长期发展空间广阔。海信日立中央空调业务在行业短期承压背景下仍实现较好增长, 竞争力突出, 并表事宜正稳步推进, 并表后公司将成为 A 股中最纯正的中央空调概念股, 有望获得估值重构。

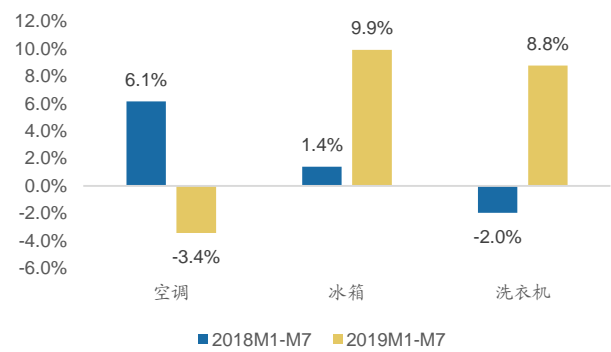
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 空冰洗M1-M7内销出货量累计同比增速: 表现均较为羸弱



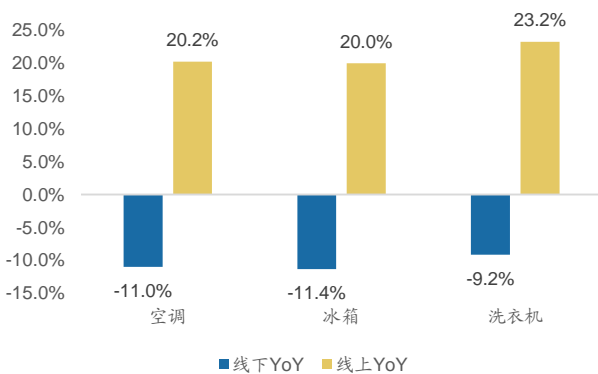
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图12: 空冰洗M1-M7外销出货量累计同比增速: 冰洗出口表现优异



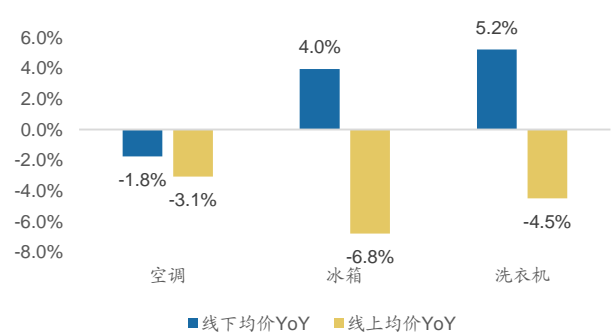
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图13: 空冰洗2019M1-M7线上线下载零售量同比: 线上增速显著优于线下



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图14: 空冰洗2019M1-M7线上线下载零售均价同比: 空调价格承压, 冰洗线下均价提升, 线上下降



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

黑电: 需求回落主业收入普遍下滑, 竞争格局抑制板块盈利能力

黑电行业2019上半年全年实现营业总收入(剔除异常公司)YoY+5.2%, 净利润(剔除异常公司)YoY-18.3%; Q2营业总收入(剔除异常公司)YoY+7.8%, 净利润(剔除异常公司)YoY+31.6%。

板块收入层面大幅下滑主要由于占比收入占比较大的TCL集团在Q2完成资产重组剥离智能终端及配套业务所致。深康佳A虽然收入大幅增长, 但增量均由主业之外的供应链管理业务与环保业务贡献, 海信电器的收入增长则主要由于并表TVS。因此板块整体收入增速表现在多重因素影响下参考意义有限。事实上, 在经历2018世

世界杯体育大年后，2019年LCD电视内外销表现均有所承压，在公司层面则体现为海信电器与深康佳A的原电视主业收入均呈现了下滑趋势。

由于小米低价竞争策略，加之传统厂商也未能出清导致行业竞争格局始终较差，成本端红利难以传导至利润端导致板块整体盈利能力始终在低位徘徊虽然成本端面板价格目前再度回归低位并继续深度下探，但总体而言盈利能力的改善空间仍较为有限。

表 7: 黑电板块核心指标分年度情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H
营业收入 YoY	3.9%	4.7%	13.2%	10.3%	2.2%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	6.2%	6.8%	13.9%	8.7%	5.2%
归母净利润 YoY	-72.4%	207.5%	99.9%	-44.9%	12.3%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	-89.1%	1058.3%	-36.4%	-26.3%	-18.3%
毛利率	15.5%	16.0%	15.9%	14.0%	12.3%
净利率	0.7%	2.0%	3.6%	1.8%	2.4%
净利率 (剔除异常公司)	0.3%	2.8%	1.6%	1.1%	1.2%
销售费用率	8.6%	8.4%	7.6%	7.0%	5.9%
管理费用率 (包含研发费用)	5.1%	5.7%	5.5%	5.2%	4.9%
财务费用率	1.1%	0.5%	0.8%	0.7%	0.8%
经营性现金流净额 YoY	51.9%	13.2%	-54.3%	77.7%	62.6%
ROE(摊薄)	2.0%	5.2%	9.0%	4.5%	4.8%
ROE(摊薄) (剔除异常公司)	0.4%	3.5%	2.0%	1.4%	1.2%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 8: 黑电板块核心指标分季度情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入 YoY	13.9%	7.5%	5.1%	14.7%	12.1%	-7.4%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	17.1%	5.1%	1.9%	11.8%	2.7%	7.8%
归母净利润 YoY	43.8%	41.3%	-8.0%	-79.3%	-8.7%	31.6%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	21.8%	-25.8%	-34.4%	-49.3%	-34.0%	8.5%
毛利率	15.2%	13.3%	13.2%	14.6%	13.9%	10.3%
净利率	2.1%	2.2%	1.6%	1.5%	1.7%	3.1%
净利率 (剔除异常公司)	1.8%	1.1%	0.7%	0.9%	1.2%	1.1%
销售费用率	7.3%	7.3%	6.6%	6.9%	6.7%	5.0%
管理费用率 (包含研发费用)	4.9%	5.1%	5.2%	5.6%	5.1%	4.6%
财务费用率	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%
经营性现金流净额 YoY	-85.0%	287.5%	-42.2%	129.3%	266.7%	27.4%

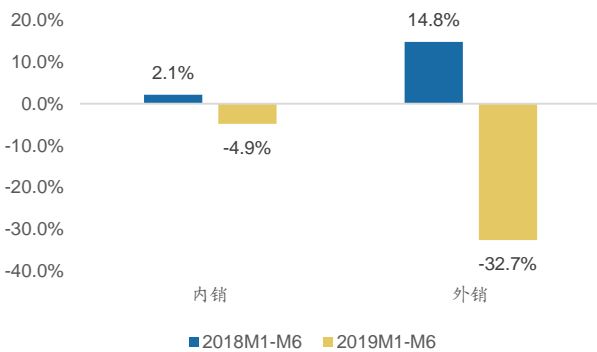
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 9: 黑电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点

代码	公司	2019H1 营业收入 YoY	2019H1 归母净利润 YoY	2019Q2 营业收入 YoY	2019Q2 归母净利润 YoY	核心关注点
600060.SH	海信电器	7.8%	-82.1%	20.7%	-44.5%	2019H1 收入小幅上升，利润持续下滑。Q2 单季受并表 TVS 影响增速环比改善，利润降幅环比略有收窄。若剔除并表影响，主业收入仍然下滑。在内销需求低迷、竞争加剧的情况下，海外市场拓张将成为公司未来增长的主要看点。
002429.SZ	兆驰股份	3.9%	58.1%	22.6%	160.1%	2019H1 收入、业绩小幅增长，Q2 在季节性变动消除后恢复增长，利息收入大幅上升贡献了主要利润增量。面板价格下行使成本端压力释放，出货价下调后 ODM 业务实现较好增长。下半年 LED 封装产能有望继续释放，LED 外延片产线也将逐步放量，有望为公司带来新的增长点。

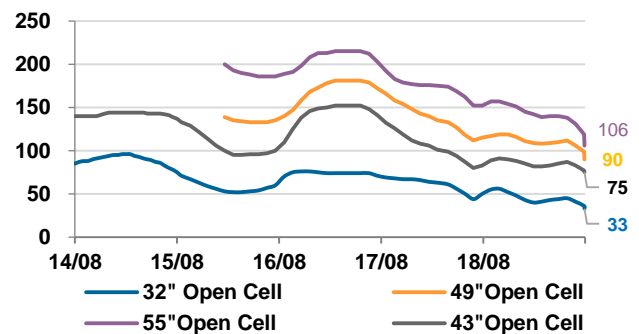
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: LCD 电视 M1-M7 内外销出货量累计同比增速: 表现羸弱



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 主要尺寸液晶面板价格 (美元/片): 2019M1-M5 有所回升, M5 之后迅速回落



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

厨电: 板块景气随地产筑底, 期待后续改善

厨电板块 2019H1 实现营业总收入 YoY-2.6%，净利润 YoY+10.7%。Q2 营业总收入 YoY-3.2%，净利润 YoY+9.1%，收入降幅环比略有扩大，业绩增速略有收窄。

在地产周期下行背景下，作为受地产影响最直接的子板块，厨电板块整体收入增速继续筑底。虽然行业均价在 2019 年以来有所承压，但由于行业价格段及品牌定位分明，龙头相对温和的竞争策略使得行业并未发生价格战，因此各公司仍可以较大程度获益原材料价格下降以及增值税下调的成本端红利，使业绩增速表现显著优于收入，盈利能力得以在高位继续提升。

短期来看，展望下半年，根据前期三四线房屋销售高峰期（2017年伊始）以及销售到交房存在的硬性约束（2-3年），我们认为下半年竣工有望改善并利好厨电板块终端需求。改善时点的最终确认有赖于对住宅竣工、相关产业链数据（玻璃、电梯等）以及厨电产品终端销售情况的持续追踪。长期来看，油烟机保有量尤其是农村仍有较大提升空间，洗碗机等新兴品类尚处于导入期。行业销售中枢上行，消费升级趋势下新兴品类扩张将支撑厨电行业长期平稳发展。

表 10: 厨电板块核心指标分年度情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H
营业收入 YoY	5.8%	21.9%	28.4%	7.5%	-2.6%
归母净利润 YoY	20.1%	43.3%	24.0%	12.2%	10.7%
毛利率	43.6%	45.6%	43.0%	44.0%	46.2%
净利率	11.7%	13.7%	13.2%	13.8%	14.7%
销售费用率	22.9%	22.9%	21.2%	21.3%	23.3%
管理费用率（包含研发费用）	7.8%	7.3%	6.7%	7.1%	6.3%
财务费用率	-1.0%	-0.9%	-0.4%	-0.5%	-0.4%
经营性现金流净额 YoY	71.2%	57.7%	-16.2%	-8.9%	-2.5%
ROE(摊薄)	17.6%	21.7%	22.4%	22.2%	22.9%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 11: 厨电板块核心指标分季度情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入 YoY	31.5%	6.9%	4.4%	-5.9%	-1.9%	-3.2%
归母净利润 YoY	26.1%	23.0%	10.9%	-1.5%	12.7%	9.1%
毛利率	40.3%	44.0%	45.4%	46.3%	44.5%	47.9%
净利率	11.6%	14.3%	12.2%	17.0%	13.3%	16.1%
销售费用率	21.3%	21.1%	24.9%	18.2%	23.4%	23.2%
管理费用率（包含研发费用）	5.8%	6.3%	7.6%	8.7%	5.9%	6.8%
财务费用率	-0.3%	0.3%	-1.2%	-0.8%	-0.2%	-0.2%
经营性现金流净额 YoY	97.9%	-4.7%	-63.9%	-15.5%	-2.1%	-2.9%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

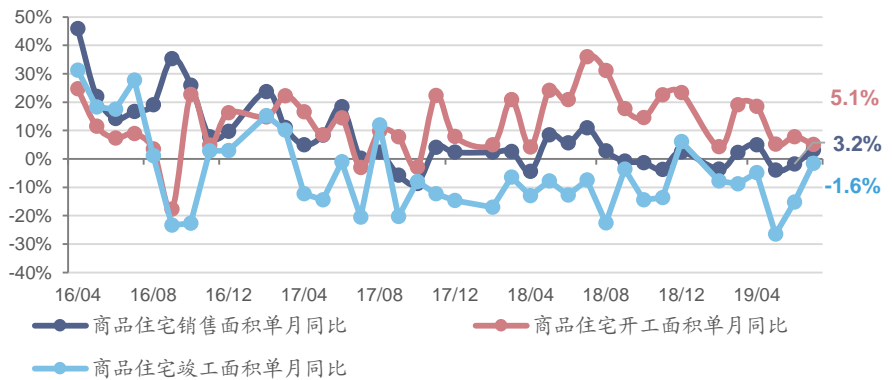
表 12: 厨电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点

代码	公司	2019H1 营业收入 YoY	2019H1 归母净利润 YoY	2019Q2 营业收入 YoY	2019Q2 归母净利润 YoY	核心关注点
002035.SZ	华帝股份	-7.7%	15.3%	-8.6%	15.6%	2019H1 终端需求承压叠加公司主动去渠道库存导致收入下降、但业绩端受益原材料成本下行及增值税减税利好，公司整体表现符合预期。下半年公司的盈利改善逻辑仍将持续。在 2018H2 收入增长低基数的基础上，竣工有望回暖带动行业终端需求，渠道库存已降至相对合理水平，出

						货有望恢复与零售同步，加上公司积极拥抱新零售渠道，收入拐点有望出现。
002508.SZ	老板电器	0.9%	1.5%	-2.0%	-2.1%	2019H1 收入、业绩表现符合预期。在精装修大潮下，公司工程及创新渠道收入快速增长对冲零售渠道下滑。短期来看，目前公司渠道库存处于低位，工程+电商+经销商补库存三方需求下，下半年排产将处于高位。长期来看，公司作为行业龙头，品牌优势突出，渠道嗅觉敏锐，未来仍将受益行业增长、消费升级趋势以及渠道变革之下的集中度提升。
002677.SZ	浙江美大	25.2%	25.0%	21.1%	27.2%	2019H1 收入、利润维持较快增长，公司作为集成灶行业龙头正充分获益产品普及红利。集成灶行业目前渗透率仍然较低，公司加大营销与研发投入巩固其竞争优势，未来仍有望最大程度获益行业增长红利。

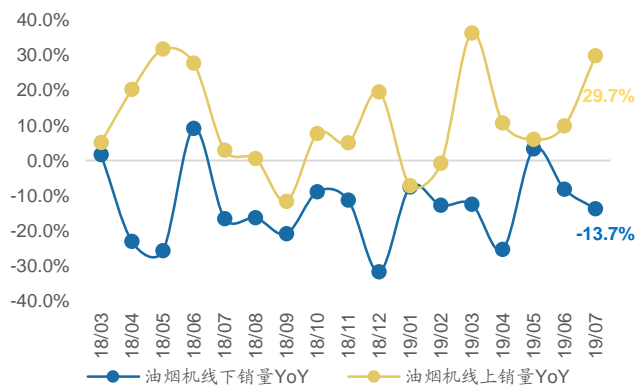
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图17：2019H1商品住宅销售、新开工、竣工面积同比增速：销售同比增速收窄，竣工持续低迷



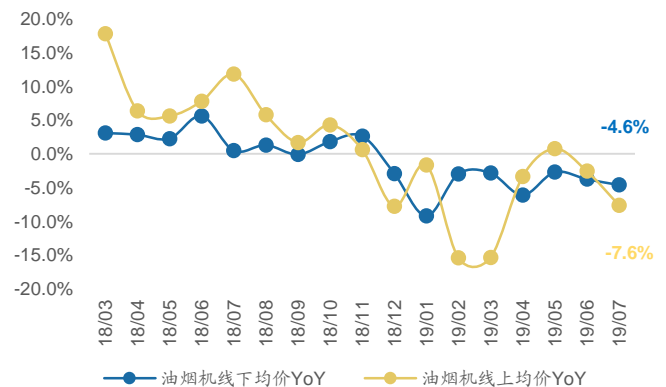
数据来源：Wind，国家统计局，广发证券发展研究中心

图18：油烟机线上线下单月销售量YoY：2019年行业整体承压，线上表现优于线下



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图19：油烟机线上线下单月销售均价YoY：2019年以来线上线下均价均有下滑



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

小家电：内销羸弱影响板块业绩增速，厨房小家电龙头表现具备稳健性

小家电板块2019H1实现营业总收入（剔除异常公司）YoY+6.5%，净利润（剔除异常公司）YoY+8.0%。Q2营业总收入（剔除异常公司）YoY+6.6%。净利润（剔除异常公司）YoY+2.1%。

受宏观经济下行、消费需求羸弱影响，小家电板块收入端子2018Q4起增速收窄，近三个季度增速基本维持稳定。长期来看，在消费升级大背景下，小家电企业尤其是龙头基于品类扩张、均价提升，长期收入增长具备稳定性。虽然2019Q2汇率贬值利好仍在持续，西式小家电龙头新宝股份因此业绩端也因此表现优异，但板块业绩端增速环比Q1收窄较为显著。一方面由于飞科电器等公司在行业需求平稳的情况下，自身经历渠道调整导致业绩下滑，另一方面九阳股份、奥佳华等公司2018Q2的非经常性收益抬高基数、苏泊尔子公司高新技术企业认证到期等因素也是增长放缓的主要原因。总的来说，具备品牌、生产优势的厨房小家电龙头以及西式小家电龙头在收入、业绩端的表现均更具稳健性

表 13：小家电板块核心指标分年度情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H
营业收入 YoY	12.6%	13.4%	20.5%	12.6%	5.8%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	10.8%	12.8%	17.9%	13.7%	6.5%
归母净利润 YoY	28.7%	28.2%	8.1%	-22.5%	2.9%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	24.2%	27.2%	7.8%	20.6%	8.0%
毛利率	28.7%	30.8%	30.0%	29.5%	29.8%
净利率	8.8%	9.9%	8.9%	6.1%	9.0%
净利率 (剔除异常公司)	8.4%	9.5%	8.6%	9.2%	9.4%
销售费用率	11.2%	12.1%	11.4%	12.2%	12.6%
管理费用率 (包含研发费用)	7.3%	7.0%	6.9%	7.4%	7.5%
财务费用率	-0.6%	-0.7%	0.9%	-0.1%	0.0%
经营性现金流净额 YoY	23.8%	35.0%	-38.0%	53.3%	18.1%
ROE(摊薄)	14.4%	14.6%	12.7%	10.0%	10.2%
ROE(摊薄) (剔除异常公司)	15.4%	15.7%	14.5%	17.1%	17.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 14：小家电板块核心指标分季度情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入 YoY	15.3%	18.8%	12.4%	6.0%	5.9%	5.7%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	13.5%	17.9%	13.4%	10.9%	6.5%	6.6%
归母净利润 YoY	-23.1%	11.7%	19.5%	-134.6%	30.6%	-3.5%

归母净利润 YoY (剔除异常公司)	-25.8%	13.3%	25.1%	33.0%	39.3%	2.1%
毛利率	29.2%	29.2%	29.1%	30.1%	29.9%	29.7%
净利率	6.3%	9.2%	9.6%	-2.5%	7.8%	8.4%
净利率 (剔除异常公司)	6.2%	9.2%	9.5%	8.7%	8.1%	8.8%
销售费用率	11.7%	12.8%	11.3%	12.8%	12.5%	12.6%
管理费用率 (包含研发费用)	6.3%	7.3%	7.1%	8.6%	7.0%	7.9%
财务费用率	0.8%	1.8%	-1.4%	-0.9%	0.3%	0.9%
经营性现金流净额 YoY	244.1%	-46.9%	-27.8%	141.7%	-38.5%	145.1%

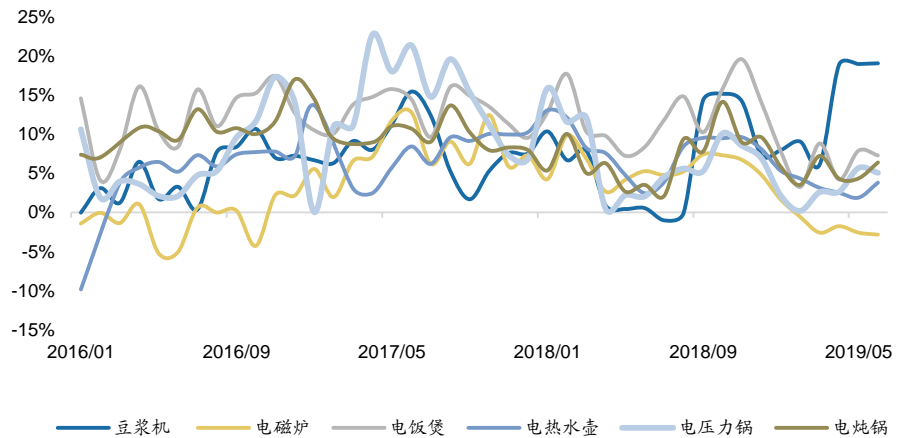
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 15: 小家电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点

代码	公司	2019H1 营业收入 YoY	2019H1 归母净利润 YoY	2019Q2 营业收入 YoY	2019Q2 归母净利润 YoY	核心关注点
002032.SZ	苏泊尔	11.1%	13.4%	10.1%	12.6%	2019H1 收入、业绩维持稳健增长, 表现符合预期。短期来看, 国内需求趋弱, 公司高基数下收入增速虽放缓, 但公司作为小家电龙头低位稳固, 新品类热水器或将注入新的增长动能, 母公司订单转移也将使收入增长更具稳定性。长期来看, 消费升级趋势下, 在传统品类实现量价齐升的同时, 背靠 SEB, 管理能力突出的公司, 有望依托品类扩张、高端品牌发展实现持续增长。
002242.SZ	九阳股份	15.0%	9.7%	15.3%	8.9%	2019H1 收入增长良好, 扣非业绩高增长, 表现符合预期。公司产品、渠道、品牌近两年有明显提升, 内销抓住核心品类破壁机, 外销依托给母公司收购的 SharkNinja 代工实现海外扩张。
603868.SH	飞科电器	-5.0%	-15.4%	-5.6%	-22.5%	2019H1 收入、业绩均同比下滑, 表现不及预期。行业需求平淡, 公司渠道调整导致导致公司短期经营承压。公司市场地位稳固, 待渠道调整结束后收入有望恢复增长。中长期来看, 品类延伸、国际拓展将有望成为公司新的增长点。
002705.SZ	新宝股份	7.4%	73.9%	11.2%	59.2%	2019H1 收入小幅增长, 汇率贬值使业绩实现超预期增长。短期来看, 高盈利能力的自有品牌摩飞基于产品、营销能力, 爆款频出, 有望为公司贡献业绩增量。长期来看, 公司基于研发、设计及规模制造下的品控能力有望提升西式厨房小家电外销市场市占率, 包括摩飞在内旗下自有品牌内销发展也值得期待。
603579.SH	荣泰健康	-11.2%	-3.1%	-7.4%	-4.7%	2019H1 收入、利润承压, 同比下滑, Q2 单季收入延续下跌趋势但降幅略有收窄, 基本符合预期。短期来看, 下半年在基数效应、外销订单恢复、内销新品上市等因素拉动下经营情况或将改善, 长期来看, 老龄化趋势将助推按摩椅普及率提升, 公司作为行业龙头有望获益。

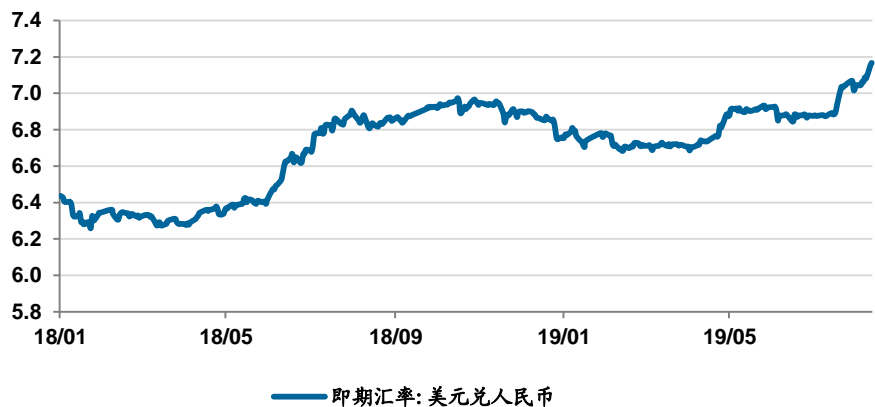
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 厨房小家电单月零售均价同比: 2019年多数品类均价仍有提升



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图21: 美元兑人民币汇率: 2018Q2贸易摩擦导致人民币兑美元汇率持续贬值, 利好出口型企业, 进入2019Q3后利好预计将收窄



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

上游零部件: 受下游需求影响收入增长乏力

上游零部件板块 2019H1 实现营业总收入 (剔除异常公司) YoY+5.3%, 净利润 (剔除异常公司) YoY+6.7%。Q2 营业总收入 (剔除异常公司) YoY+6.9%, 净利润 (剔除异常公司) YoY+6.3%, 板块单季收入与净利润增速环比基本稳定。

受下游需求疲软影响, 零部件板块收入增长相对乏力。虽然大宗原材料价格有所下滑, 受制于产业链地位, 板块 Q2 毛利率同比略有提升但净利率维持稳定。对于零部件企业, 我们仍应自下而上, 将目光聚焦于具备技术壁垒且发展相对稳健的龙头企业。此外, 在 5G 即将大规模应用, 物联网时代即将来临的当下, 上游控制器龙头当下也值得关注。

表 16: 上游零部件板块核心指标分年度情况

	2015	2016	2017	2018	2019H
营业收入 YoY	3.2%	22.0%	33.2%	15.1%	0.6%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	3.6%	20.9%	40.5%	22.3%	5.3%
归母净利润 YoY	16.9%	53.2%	-5.6%	0.0%	31.5%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	11.2%	52.1%	16.0%	4.7%	6.7%
毛利率	19.0%	18.7%	18.0%	15.7%	16.7%
净利率	4.2%	5.3%	3.8%	-3.4%	5.3%
净利率 (剔除异常公司)	5.2%	6.6%	5.4%	4.7%	5.1%
销售费用率	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.2%
管理费用率 (包含研发费用)	9.1%	8.1%	7.1%	7.5%	7.0%
财务费用率	1.3%	0.6%	0.3%	1.4%	1.1%
经营性现金流净额 YoY	3.1%	-47.6%	-94.8%	4108.7%	4375.9%
ROE(摊薄)	5.6%	7.5%	6.2%	-7.1%	-5.6%
ROE(摊薄) (剔除异常公司)	6.6%	9.0%	8.6%	8.5%	8.6%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 17: 上游零部件板块核心指标分季度情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入 YoY	31.3%	14.9%	12.6%	7.0%	-0.6%	1.7%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	40.2%	20.4%	19.6%	18.0%	3.6%	6.9%
归母净利润 YoY	12.7%	-0.6%	-66.8%	-3348.3%	-3.7%	56.8%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	18.7%	15.0%	-1.6%	5.5%	7.4%	6.3%
毛利率	15.5%	16.4%	15.3%	15.6%	15.7%	17.6%
净利率	3.5%	4.6%	1.3%	-23.8%	3.4%	7.0%
净利率 (剔除异常公司)	4.0%	6.1%	5.0%	3.4%	4.1%	6.1%
销售费用率	3.0%	3.3%	3.3%	4.3%	3.1%	3.2%
管理费用率 (包含研发费用)	6.1%	6.4%	7.4%	10.0%	6.8%	7.2%
财务费用率	1.5%	2.0%	0.1%	0.4%	1.8%	1.8%
经营性现金流净额 YoY	-30.9%	193.1%	467.3%	26.4%	169.7%	41.3%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

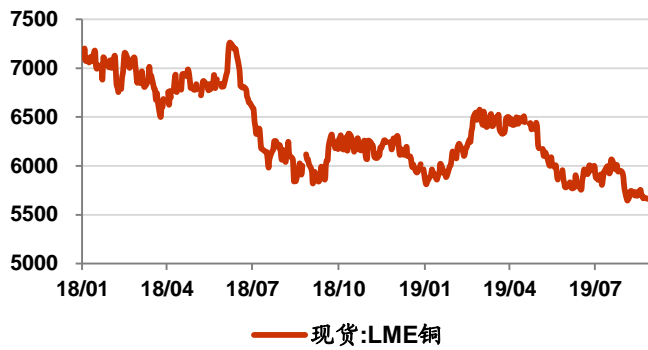
表 18: 上游零部件板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点

代码	公司	2019H1 营业收入 YoY	2019H1 归母净利润 YoY	2019Q2 营业收入 YoY	2019Q2 归母净利润 YoY	核心关注点
002050.SZ	三花智控	4.3%	2.4%	1.2%	1.3%	2019H1 收入、业绩稳健增长, Q2 收入增速放缓, 在下游库存压力以及终端需求承压的背景下, 收入增长环比有所放缓。长期来看, 空调行业增长趋势明确, 公司作为竞争力突出的全球制冷零部件龙头将受益行业发展红

						利。毛利率较高的汽零业务未来两年也有望受益新能源汽车的加速普及趋势实现持续放量，从而带动产品结构优化，盈利能力提升。
--	--	--	--	--	--	--

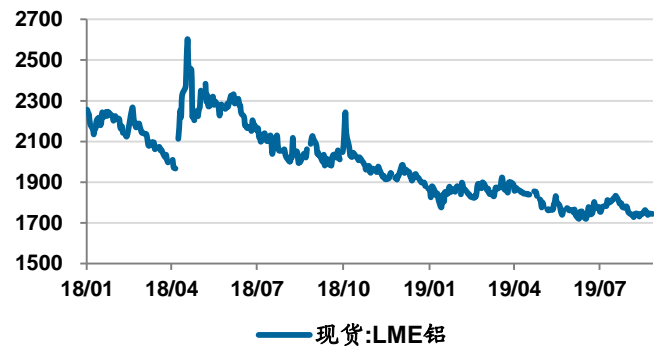
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图22: LME铜价格(美元/吨): 2019年以来先升后降, 但整体维持低位



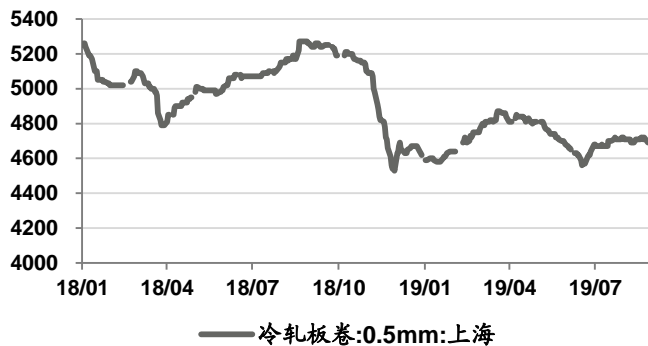
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图23: LME铝价格(美元/吨): 2019年以来持续下滑



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图24: 冷轧卷板价格(人民币元/吨): 2019年维持低位波动



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图25: 布伦特原油期货价格(美元/桶): 2019年波动较大, 目前已回归年初水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

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

汇率波动会影响出口型企业的营业收入、毛利率及财务费用，从而影响公司盈利能力稳定性。

行业需求趋弱

家电行业整体需求趋弱会导致家电公司销售量下行，进而影响公司收入与业绩。

市场竞争环境恶化

行业竞争格局决定公司定价空间，竞争环境恶化会导致公司盈利能力弱化。

广发家电行业研究小组

- 曾 焯：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：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：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。

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

营业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。