

家用电器

证券研究报告

2019年09月04日

19年中报透视：上半年我们看到家电的拐点了吗？

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516100008

caiwenjuan@tfzq.com

卢璐

联系人

llu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:9月空调排产略有改善,美的表现突出——2019W35周观点》2019-09-02
- 2 《家用电器-行业研究周报:格力降价带动销售,关注新冷年开盘——2019W34周观点》2019-08-25
- 3 《家用电器-行业研究周报:空调新冷年开盘,继续关注白电龙头——2019W33周观点》2019-08-18

家电行业需求的拐点了吗？

从收入端来看，行业收入增速自18年下半年受地产后周期影响出现较为明显的放缓趋势，19Q1收入增速环比小幅改善。行业整体增速的改善是否意味着这一轮地产后周期的影响逐渐走入尾声，年初竣工改善的预期逐步兑现，家电行业需求的拐点已至？我们认为，近期行业增速的小幅提升更多是龙头公司带动的板块结构性改善，竣工改善带来的需求拐点在上半年还未看到。拆分板块间的收入增速能看到，作为地产产业链中重要一环的厨电，19Q2收入下滑程度仍略有扩大，上游零部件增速转负，小家电增速环比略有放缓，但其增速的波动性及下滑幅度较其他板块而言较小。整体增速提升则主要来自黑电和白电，但这也主要是板块内体量较大的龙头公司带动的，如黑电的海信电器和白电的格力电器等，并非行业性的好转。

什么板块二季度有较好的增速表现？

小家电板块作为独立于地产后周期的品类，增速波动不大，相较于其他板块，收入表现仍存在较强韧性。外销方面，外销代工占比较高的新宝股份及莱克电气在出口业务收入上并没有明显增量，上半年的汇率波动主要体现在毛利率及汇兑损益中。内销方面，除了由于国内宏观上的因素可选消费品受到一定影响以外，对比公司与公司之间的相对表现，我们发现多品类布局的公司收入增速表现是明显优于现有品类较为集中的公司。本质上还是说明经济情况并没有太好，龙头企业则通过前几年的研发布局，开发了不少新品类或者在现有品类上推出存在显著升级的产品，因而获得了收入的增长。

从ROE解读上半年家电行业的经营表现

19Q2家电行业ROE同比略有提升，分板块看，白电、小家电同比有所下降，零部件及厨电同比提升。各板块毛利率改善明显：整体看19Q2的毛利率变化，各板块均有所提升，其中厨电、白电毛利率提升幅度显著，一方面，行业集中度较高，Q2开始实施的增值税税率下降政策对行业中的龙头公司有更多的正向影响。另一方面，在均价没有大幅提升的情况下，毛利率的改善更多还是受原材料下降带动。汇率波动主要体现在外销毛利率及汇兑损益中：从板块的外销毛利率看，19H1同比有所改善，主要原因在于人民币的贬值以及出口集中度的提升，带来毛利率一定程度的上升。由于人民币贬值，部分出口占比较高的企业获得更多汇兑收益，从而使财务费用率有所下降。

未来增长动力来自于哪里？

海外建厂：海外扩张对于国内家电企业来说并非罕见，美的、海尔、苏泊尔、海信电器等企业早已拥有多个海外生产基地，他们的扩张行为是属于在需求引导下的主动扩张。这一轮更多是关税倒逼企业向海外扩张，属于被动转移，公司谋求的是成本可以与客户需求相匹配，最终得以维持短期收入的稳定。但从长远看，海外建厂同时也意味着增长空间的打开。**多品类多品牌成为布局方向：**多品类多品牌虽需要时间去培育，但能为公司带来的增量空间还是十分可观的。从我们统计的目前小家电板块公司的产品策略上来看，基本上都选择进行品类及品牌的扩展。

展望下半年，基本面会有什么变化？

展望下半年，主要的不确定性来自于地产竣工改善的滞后性影响何时会显现。18年年底房屋竣工面积增速下滑幅度略有改善，按照通常6-12个月的交房滞后期来看，在下半年会带动家电方面的需求。同时考虑到汇率及原材料带来的红利，我们仍保持利润端增速好于收入端的判断。

风险提示：宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；房地产市场波动风险。



内容目录

1. 家电行业需求的拐点到了吗？	4
2. 什么板块二季度有较好的增速表现？	7
3. 从 ROE 解读上半年家电行业的经营表现	9
3.1. 各板块毛利率改善明显	10
3.2. 汇率波动主要体现在外销毛利率及汇兑损益中	12
4. 未来增长动力来自于哪里？	13
4.1. 海外建厂的进展如何？	13
4.2. 多品类多品牌成为布局方向	13
5. 展望下半年，基本面会有什么变化？	14
附录：标的选取	14

图表目录

图 1：19H1 房屋销售增速及竣工增速“剪刀差”尚未出现收窄	4
图 2：18 年以来行业单季度收入总体上呈下滑趋势	4
图 3：19Q2 白电及黑电板块收入增速环比略有恢复	5
图 4：18 年以来白电零售量负增长居多	5
图 5：18 年以来厨电零售量负增长居多	5
图 6：2019 年以来扫地机器人及剃须刀行业线上销量增速下滑明显	8
图 7：九阳和苏泊尔的多品类布局	8
图 8：19H1 空调均价略有下降，冰洗稳步提升	10
图 9：19H1 厨电线下均价有所下滑	10
图 10：19H1 线上均价有所下滑	11
图 11：钢材自 19 年以来价格有所下滑	11
图 12：铜、铝价格自 18 年下半年以来保持下滑趋势	12
图 13：塑料价格 19 年以来不断下降	12
图 14：人民币兑美元汇率	12
表 1：19H1 应收账款及应付账款周转天数变化	6
表 2：19H1 销售费用率同比有所增长	6
表 3：19H1 各板块研发费用率同比提升	7
表 4：零部件板块各公司上半年投入情况	7
表 5：多品类公司收入增速表现优于品类较为集中的公司	7
表 6：19Q2 单季度 ROE(摊薄)变化	9
表 7：19Q2 单季度总资产周转率变化	9
表 8：19Q2 单季度销售净利率变化	9
表 9：19Q2 单季度权益乘数变化	9
表 10：19Q2 各板块毛利率均有所提升	10

表 11: 19Q2 各板块毛利率均有所提升	12
表 12: 上半年财务费用率变化情况	12
表 13: 家电公司海外基地布局现状	13
表 14: 近期板块公司海外布局计划进展情况	13
表 15: 小家电板块公司产品策略	14

1. 家电行业需求的拐点到了吗？

从房屋销售及竣工的情况来看，这一轮周期自 17 年二者增速的“剪刀差”逐步拉大，说明目前仍有大量房屋还处于未交付的状态，19H1 暂时还未出现“剪刀差”的收窄，但基于 18 年年底竣工增速有所改善的情况下，考虑到滞后性的影响，下半年仍有较大概率实现收窄。

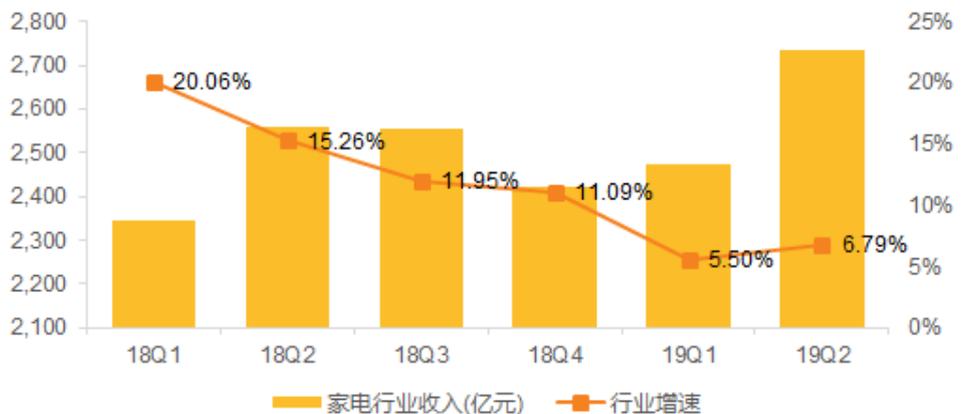
图 1：19H1 房屋销售增速及竣工增速“剪刀差”尚未出现收窄（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从收入端来看，行业收入增速自 18 年下半年受地产后周期影响出现较为明显的放缓趋势，19Q1 收入增速为 5.50%，19Q2 环比小幅改善，同比+6.79%。行业整体增速的改善是否意味着这一轮地产后周期的影响逐渐走入尾声，年初竣工改善的预期逐步兑现，家电行业需求的拐点已至？

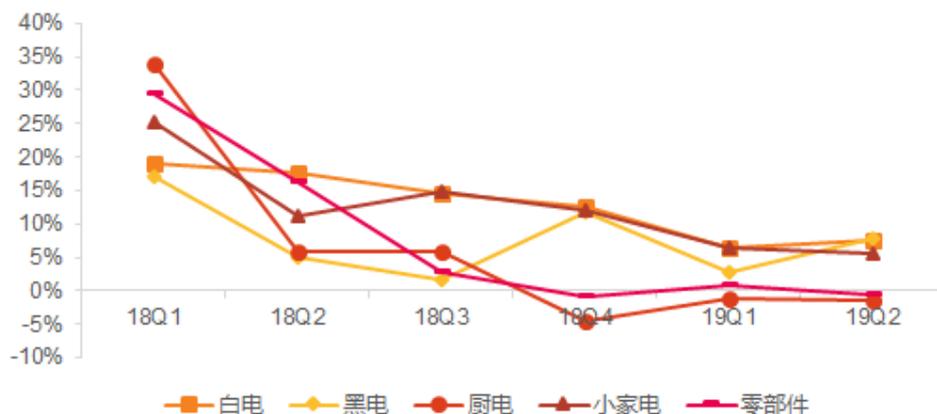
图 2：18 年以来行业单季度收入总体上呈下滑趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为，近期行业增速的小幅提升更多是龙头公司带动的板块结构性改善，竣工改善带来的需求拐点在上半年还未看到。拆分板块间的收入增速能看到，作为地产产业链中最重要一环的厨电，19Q2 收入下滑程度仍略有扩大，上游零部件增速转负，小家电增速环比略有放缓，但其增速的波动性及下滑幅度较其他板块而言较小。整体增速提升则主要来自黑电和白电，但这也主要是板块内体量较大的龙头公司带动的，如黑电的海信电器和白电的格力电器等，并非行业性的好转。

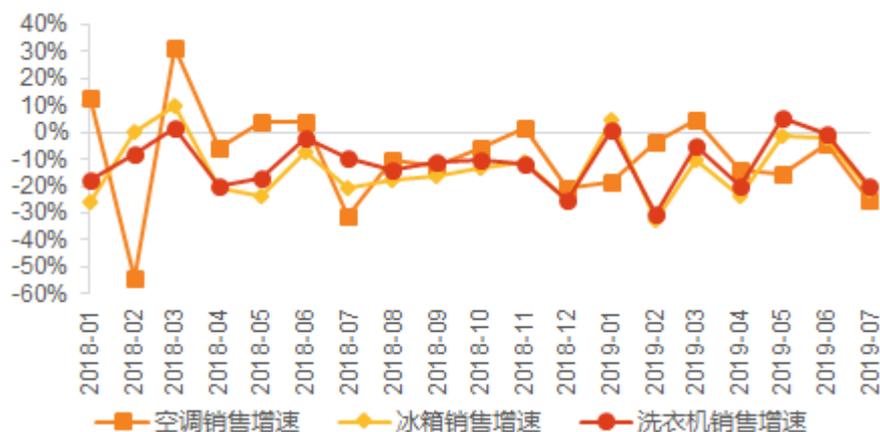
图 3：19Q2 白电及黑电板块收入增速环比略有恢复



资料来源：Wind，天风证券研究所

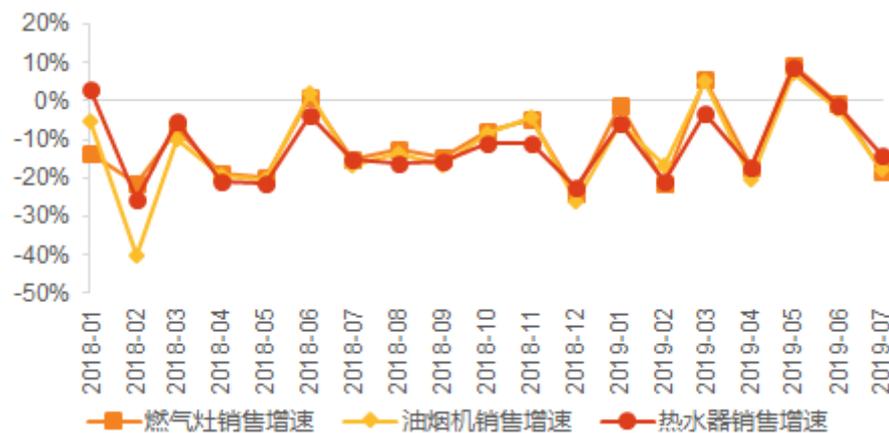
从零售端看，19 年以来空调、冰箱及洗衣机线下增速多保持着负增长，油烟机、燃气灶等也未有景气度明显回升的迹象，增速多在 0%上下波动。

图 4：18 年以来白电零售量负增长居多



资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 5：18 年以来厨电零售量负增长居多



资料来源：中怡康，天风证券研究所

从周转情况看，上半年小家电及厨电账款及应收票据周转天数同比分别+5.0、+14.0 天。小家电板块，我们预计苏泊尔等抗压能力较强的上市公司通过延长账期或增加应收账款等方法减轻下游的压力，增加经销商拿货积极性，在一定程度上平滑收入。厨电板块，为了缓解收入的下滑，拓展精装修渠道，造成了应收账款的增加。

白电应收账款及应收票据周转天数同比下降明显，其中格力将 19 年期初的应收票据全部贴现，加快了其周转效率，从侧面表明白电龙头企业在渠道上极强的话语权以及资金实力，而对于上游原材料企业，公司通常在行业景气承压时选择延后支付以最大效率的运用现金流。

表 1：19H1 应收账款及应付账款周转天数变化（单位：天）

板块	应收账款及应收票据周转天数			应付账款周转天数		
	18H1	19H1	19H1 同比变化	18H1	19H1	19H1 同比变化
家电行业	63.9	59.2	-4.7	52.1	54.9	2.9
白电	55.2	49.6	-5.6	53.3	56.3	3.1
黑电	92.2	86.3	-5.9	44.7	44.8	0.2
厨电	55.8	69.9	14.0	42.6	47.2	4.6
小家电	48.2	53.3	5.0	47.0	49.6	2.6
零部件	139.1	136.3	-2.8	63.7	69.4	5.6

资料来源：Wind，天风证券研究所

19 年上半年，基本各板块都在一定程度上加大了销售费用及研发费用的投入，尤其是销售费用的投入在厨电、白电及黑电是表现更为明显。从行业整体看，去年同期因为世界杯，属于营销投入大年，今年理论上应是小年，但我们并未看到销售费用的下降。

厨电板块销售费用率同比提升最大，厨电本身属于装修品类，后续的更换成本较高，意味着试错成本高，因此对品牌塑造的需求较为强烈，集成灶龙头浙江美大及处于二线的华帝纷纷在今年上半年加大销售费用的投入，同时受近期精装修渠道的蚕食，终端零售的体量减小，我们预计终端零售的竞争压力会逐渐增大。白电板块中，三大白电龙头中格力电器的销售费用率提升明显，主要是加大销售政策力度所致，从侧面说明凉夏以及地产链未如期回暖所带来的需求压力，导致行业的竞争加剧。

表 2：19H1 销售费用率同比有所增长（单位：%）

板块	18Q1	18Q2	19Q1	19Q2	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动
	家电行业	11.11	11.08	11.80	11.99	0.69
白电	11.97	11.77	12.76	12.81	0.79	1.04
黑电	6.72	6.36	6.69	7.32	-0.03	0.96
厨电	22.54	21.28	23.96	22.51	1.43	1.23
小家电	12.54	14.19	13.45	13.89	0.90	-0.30
零部件	3.35	3.66	3.38	3.63	0.03	-0.04

资料来源：Wind，天风证券研究所

研发费用中零部件整体变化最为显著，其生存一定程度上必须通过研发来实现转型升级。需要注意的是统计范围包括天银机电，该公司包含一部分军工电子业务，除去天银机电外，研发费用投入增加较为明显的公司还包括依米康、海立股份、华意压缩及三花智控。

表 3：19H1 各板块研发费用率同比提升（单位：%）

板块	18Q1	18Q2	19Q1	19Q2	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动
家电行业	2.63	2.58	2.89	2.85	0.27	0.27
白电	2.72	2.56	2.92	2.75	0.20	0.19
黑电	1.89	2.25	2.47	2.66	0.57	0.41
厨电	2.83	2.49	3.06	3.03	0.23	0.54
小家电	2.84	3.24	3.15	3.60	0.32	0.36
零部件	2.94	2.94	3.24	3.90	0.30	0.97

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：零部件板块各公司上半年研发费用率变化（单位：%）

证券简称	18Q1	18Q2	19Q1	19Q2	19Q1同比	19Q2同比
盾安环境	2.57	3.17	2.94	2.84	0.37	-0.33
和晶科技	3.59	4.24	3.64	4.20	0.05	-0.04
华意压缩	2.81	2.65	3.12	3.62	0.31	0.97
三花智控	3.72	3.64	4.01	4.49	0.29	0.86
汉宇集团	5.86	6.78	6.14	6.33	0.27	-0.45
东方电热	3.12	2.91	3.28	3.77	0.16	0.85
依米康	5.02	4.05	8.05	5.69	3.03	1.64
天银机电	3.56	4.68	4.52	10.31	0.97	5.62
海立股份	2.53	2.04	2.53	3.94	0.00	1.90
顺威股份	1.22	1.18	1.03	1.81	-0.19	0.63

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 什么板块二季度有较好的增速表现？

小家电板块作为独立于地产后周期的品类，增速波动不大，相较于其他板块，收入表现仍存在较强韧性。外销方面，外销代工占比较高的新宝股份及莱克电气在出口业务收入上并没有明显增量，上半年的汇率波动主要体现在毛利率及汇兑损益中。

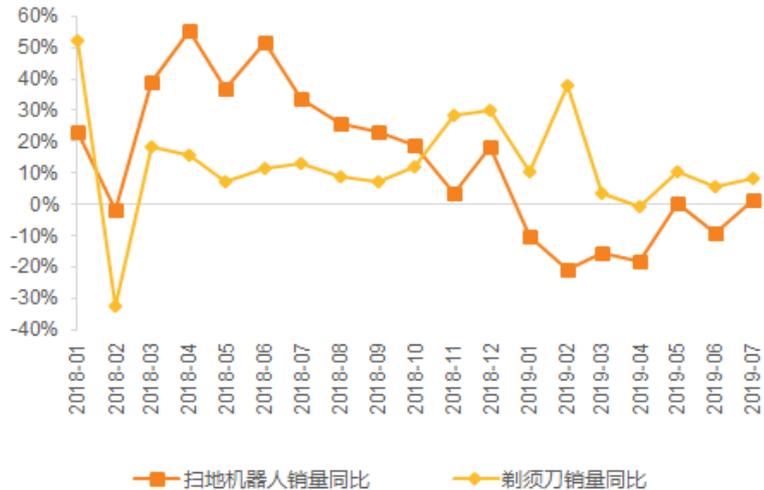
内销方面，除了由于国内宏观上的因素可选消费品受到一定影响以外，对比公司与公司之间的相对表现，我们发现多品类布局的公司收入增速表现是明显优于现有品类较为集中的公司。其中，19H1 剃须刀占比 65.5%的飞科、服务机器人占比 69.1%的科沃斯近几个季度受所在行业影响较大，销售情况表现不佳。同时叠加部分其他因素，包括飞科的渠道调整以及科沃斯代工业务的策略性收缩等，最终导致收入的下降。本质上还是说明经济情况并没有太好，龙头企业则通过前几年的研发布局，开发了不少新品类或者在现有品类上推出存在显著升级的产品，因而获得了收入的增长。

表 5：多品类公司收入增速表现优于品类较为集中的公司

公司	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
苏泊尔	26.7%	20.8%	12.0%	10.1%
九阳股份	0.1%	25.2%	14.7%	15.3%
爱仕达	1.0%	7.2%	4.9%	7.6%
新宝股份	4.6%	7.1%	3.4%	11.2%
飞科电器	6.7%	-2.7%	-4.4%	-5.6%
莱克电气	-0.3%	-4.9%	-6.7%	5.6%
科沃斯	28.0%	19.5%	3.1%	-10.2%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 2019 年以来扫地机器人及剃须刀行业线上销量增速下滑明显



资料来源: 天猫数据, 天风证券研究所

对应的看, 苏泊尔及九阳股份内销则保持较快增长, 这得益于他们此前在多品类上的布局以及现有品类上的产品功能性提升, 除了保持在破壁机、电饭煲等厨房小家电上的传统优势, 还早一步拓展至大厨电、吸尘器新品类。以九阳为例, 豆浆机在公司 2008 年上市时占比超过 80%, 后续公司拓展产品范围至整个厨房空间, 2018 年豆浆机占收入比例下降至 20%左右, 最终得以应对该品类行业下滑所带来的影响。换句话说, 提前在多品类多品牌上面的布局的公司, 在大环境不佳的情况下, 抗压能力相较于商业模式单一的公司更强, 最终造成了同一板块下差异化的表现。

图 7: 九阳和苏泊尔的多品类布局



资料来源: 公司官网, 天猫官网, 天风证券研究所

3. 从 ROE 解读上半年家电行业的经营表现

19Q2 家电行业 ROE 同比略有提升，分板块看，白电、小家电同比有所下降，零部件及厨电同比提升。进一步对 ROE 进行分拆，零部件 ROE 受销售净利率带动提升明显，主要系盾安环境在国有土地上房屋征收上获得一定补偿，净利润短期大幅提升；小家电 ROE 的下降也是主要受销售净利率拖累，板块内部分抗风险能力较弱的单品类公司表现不佳。

表 6：19Q2 单季度 ROE(摊薄)变化 (单位：%)

板块	18Q1	18Q2	19Q1	19Q2	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动
家电行业	5.20	6.76	4.82	6.78	-0.39	0.02
白电	6.52	8.77	5.89	8.36	-0.63	-0.41
黑电	1.51	0.88	0.97	0.93	-0.54	0.05
厨电	3.81	5.15	4.02	5.50	0.22	0.35
小家电	4.88	4.83	3.95	4.48	-0.94	-0.35
零部件	1.82	2.58	2.07	4.18	0.25	1.60

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 7：19Q2 单季度总资产周转率变化 (单位：%)

板块	18Q1	18Q2	19Q1	19Q2	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动
家电行业	0.25	0.27	0.24	0.26	-0.01	-0.01
白电	0.25	0.28	0.24	0.26	-0.01	-0.02
黑电	0.27	0.26	0.25	0.26	-0.02	0.00
厨电	0.22	0.23	0.20	0.21	-0.02	-0.02
小家电	0.32	0.32	0.30	0.31	-0.01	-0.01
零部件	0.20	0.21	0.20	0.21	0.01	0.00

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 8：19Q2 单季度销售净利率变化 (单位：%)

板块	18Q1	18Q2	19Q1	19Q2	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动
家电行业	0.25	0.27	0.24	0.26	-0.01	-0.01
白电	0.25	0.28	0.24	0.26	-0.01	-0.02
黑电	0.27	0.26	0.25	0.26	-0.02	0.00
厨电	0.22	0.23	0.20	0.21	-0.02	-0.02
小家电	0.32	0.32	0.30	0.31	-0.01	-0.01
零部件	0.20	0.21	0.20	0.21	0.01	0.00

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 9：19Q2 单季度权益乘数变化

板块	18Q1	18Q2	19Q1	19Q2	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动
家电行业	2.75	2.73	2.67	2.79	-0.08	0.06
白电	3.08	3.01	2.87	3.01	-0.20	0.00
黑电	2.54	2.19	2.37	2.28	-0.17	0.09
厨电	1.68	1.74	1.70	1.76	0.03	0.01
小家电	1.63	1.65	1.65	1.70	0.02	0.05
零部件	2.06	2.13	2.25	2.39	0.19	0.25

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.1. 各板块毛利率改善明显

整体看 19Q2 的毛利率变化, 各板块均有所提升, 其中厨电、白电毛利率提升幅度显著, 同比分别+2.79、+1.56pct, 一方面, 行业集中度较高, Q2 开始实施的增值税税率下降政策对行业中的龙头公司有更多的正向影响。

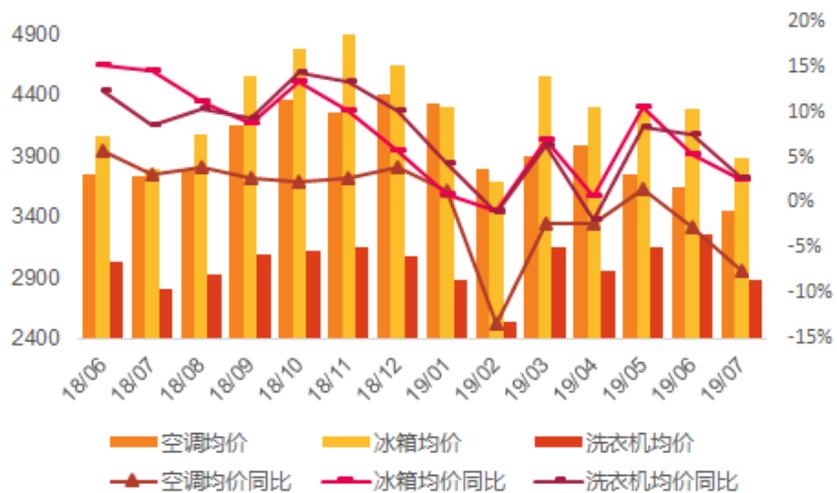
表 10: 19Q2 各板块毛利率均有所提升 (单位: %)

板块	18Q1	18Q2	19Q1	19Q2	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动
家电行业	25.22	26.07	26.34	27.51	1.12	1.43
白电	27.02	27.86	28.36	29.42	1.34	1.56
黑电	13.39	12.40	13.21	13.47	-0.17	1.07
厨电	40.14	42.81	43.62	45.60	3.48	2.79
小家电	30.39	30.95	31.11	31.27	0.72	0.32
零部件	17.46	18.24	17.08	19.51	-0.38	1.27

资料来源: Wind, 天风证券研究所

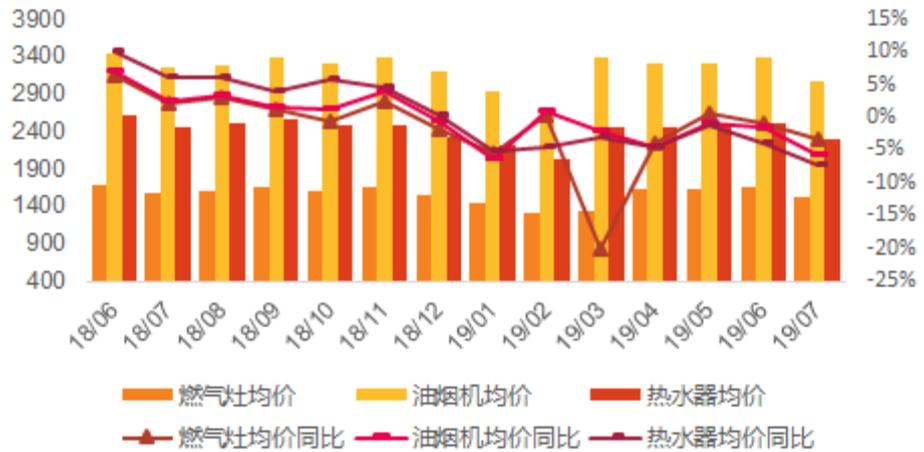
另一方面, 从中怡康的均价数据看, 19H1 空调均价略有下降, 冰洗则稳步提升, 厨电均价线上线下均价有所下滑, 主要受到了苏泊尔、法迪欧等低端品牌的冲击。在均价没有大幅提升的情况下, 毛利率的改善更多还是受原材料下降带动。

图 8: 19H1 空调均价略有下降, 冰洗稳步提升 (单位: 元)



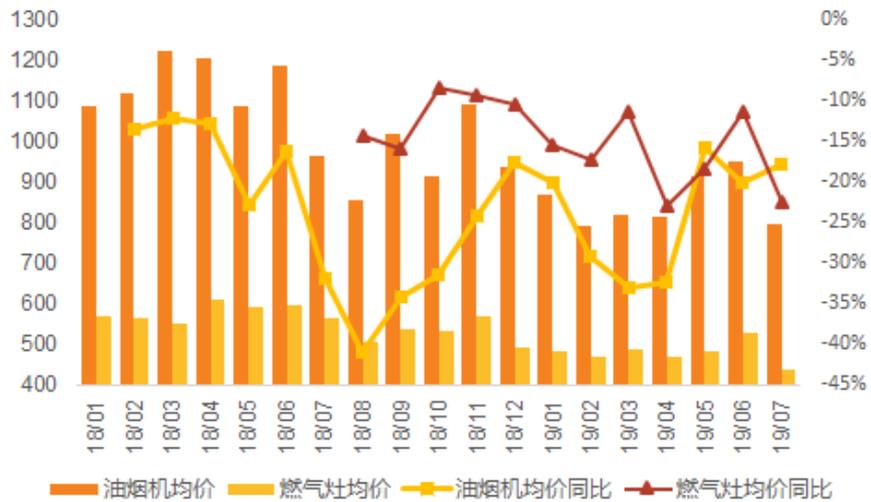
资料来源: 中怡康, 天风证券研究所

图 9: 19H1 厨电线下均价有所下滑 (单位: 元)



资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 10：19H1 线上均价有所下滑（单位：元）



资料来源：天猫数据，天风证券研究所

厨电中的主要原材料钢材以及其他材料，包括铜、铝、塑料等，在 19H1 降幅较大，且价格下降趋势目前还在持续，我们预计 Q3 毛利率也会是一个同比改善的情况，但同时也要考虑到厨电下精装修渠道的高速增长，毛利率可能会受到业务结构性变化的影响改善幅度环比略有下降。

图 11：钢材自 19 年以来价格有所下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：铜、铝价格自 18 年下半年以来保持下滑趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：塑料价格 19 年以来不断下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 汇率波动主要体现在外销毛利率及汇兑损益中

从板块的外销毛利率看，19H1 同比有所改善，主要原因在于人民币的贬值以及出口集中度的提升，带来毛利率一定程度的上升。

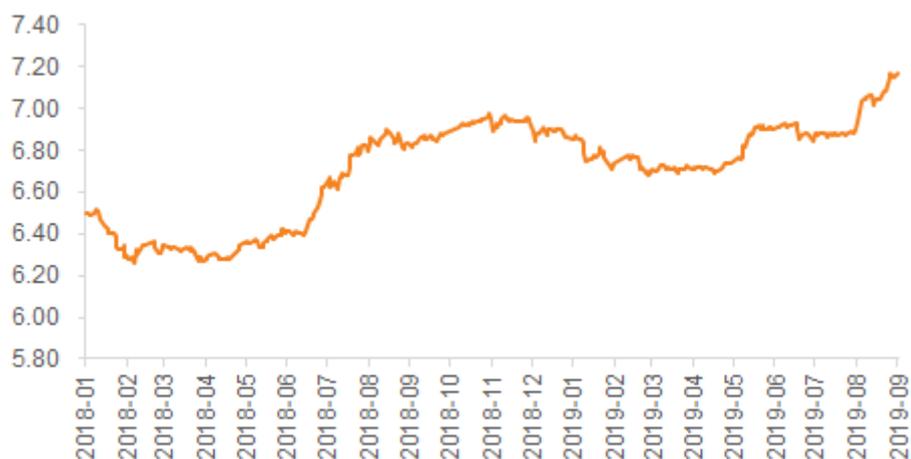
表 11：19Q2 各板块外销毛利率均有所提升（单位：%）

板块	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2018H2 同比变动	2019H1 同比变动
白电	21.56	19.51	24.63	23.39	3.06	3.88
黑电	12.88	7.75	14.51	11.08	1.62	3.34
厨电	7.23	7.43	13.39	17.19	6.16	9.76
小家电	23.35	22.91	25.21	23.87	1.86	0.96
零部件	27.29	21.98	26.04	23.80	-1.25	1.82

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：厨电企业多是内销，外销毛利率计算仅包括万和电气。

图 14：人民币兑美元汇率



资料来源：Wind，天风证券研究所

由于人民币贬值，部分出口占比较高的企业获得更多汇兑收益，从而使财务费用率有所下降，家电行业 19Q1 及 19Q2 同比分别-0.32、-0.27pct。从目前汇率波动趋势看，相关企业 Q3 的财务费用率有望进一步降低。

表 12：上半年财务费用率变化情况（单位：%）

板块	18Q1	18Q2	19Q1	19Q2	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动
家电行业	0.47	-0.52	0.16	-0.79	-0.32	-0.27
白电	0.30	-0.74	0.00	-0.98	-0.31	-0.24
黑电	0.12	1.36	0.20	0.03	0.08	-1.33
厨电	0.38	-1.03	-0.06	-0.48	-0.44	0.55
小家电	1.67	-1.53	0.87	-1.05	-0.81	0.47
零部件	2.25	-0.30	1.57	0.31	-0.68	0.61

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 未来增长动力来自于哪里？

4.1. 海外建厂的进展如何？

近期，美国对价值 3000 亿美元的中国商品开始正式加征 10% 的关税，家电板块主要包括电视机、洗衣机及相关零部件。随着加税的逐步落地，海外建厂成为企业减轻成本压力的主要手段之一。

海外扩张对于国内家电企业来说并非罕见，美的、海尔、苏泊尔、海信电器等企业早已拥有多个海外生产基地，他们的扩张行为是属于在需求引导下的主动扩张，与此轮从战略目的上看是不同的。

表 13：家电公司海外基地布局现状

公司名称	主营业务	海外生产基地布局情况
格力电器	家用空调制造	在巴西、巴基斯坦、越南等地有生产基地
海尔智家	冰箱、洗衣机、空调等家用电器	在海外拥有德国、日本、澳新等 8 大研发中心、24 个工业园、108 个制造中心
美的集团	消费电器、暖通空调、机器人及自动化系统及供应链业务	在美国、日本、意大利、德国、新加坡、奥地利、以色列等多个国家设立研发中心，在越南、印度、埃及、巴西、阿根廷等地拥有 15 个海外生产基地
海信电器	电视产品的研发、生产和销售	美国、墨西哥、捷克、南非等地拥有 5 家生产基地
苏泊尔	炊具及厨房小家电领域的产品研发、制造与销售	在越南胡志明市拥有一个生产基地

资料来源：公司官网，天风证券研究所

这一轮更多是关税倒逼企业向海外扩张，属于被动转移，公司谋求的是成本可以与客户需求相匹配，最终得以维持短期收入的稳定。但从长远看，海外建厂同时也意味着增长空间的打开，公司可以与更多的海外优质客户合作。因此，短期国际化程度较高的企业更有优势，在经历短期阵痛后，其最终会成为企业未来增长动力来源之一。

表 14：近期板块公司海外布局计划进展情况

公司名称	主营业务	海外建厂进度
莱克电气	吸尘器代工等	将在越南和泰国投资建厂，首期项目将于 10 月底开始生产产品。
三花智控	电子膨胀阀、截止阀等	越南工厂已完成部分阀类产线及客户认可，建设工作进展迅速。
顺威股份	空调风叶等	泰国海外生产基地今年已经顺利投产。
汉宇集团	排水泵等	18 年底公司在泰国设立子公司，2019 年上半年子公司签署在泰国租赁 5,056 平方米房屋的协议，为期三年。
四川长虹	彩电、空调、冰箱等	公司在印度尼西亚、西班牙、捷克、巴基斯坦、越南等国投资设厂，全球化生产基地布局稳步进行。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 多品类多品牌成为布局方向

多品类多品牌虽需要时间去培育，但能为公司带来的增量空间还是十分可观的。从我们统计的目前小家电板块公司的产品策略上来看，基本上都选择进行品类及品牌的扩展，但具体策略不尽相同，有围绕着自己熟悉领域扩展的，如九阳等，也有利用自身技术优势进行

发散性拓展的，如莱克、科沃斯等，还有向低渗透领域扩展的，如新宝等。

表 15：小家电板块公司产品策略

公司	产品策略
苏泊尔	除SUPOR品牌外，还引入SEB集团旗下LAGOSTINA、KRUPS、WMF等高端品牌，完成在厨房领域对中高端品牌的全覆盖；积极开拓厨卫电器、厨房用具等新品类，如油烟机、燃气灶、热水器等
九阳股份	推出免洗类产品并扩展自清洁技术在其他品类上的应用；探索新的烹饪方式，如推出蒸汽饭煲；借助Shark拓展至家居清洁电器领域
新宝股份	继续巩固提升现有西式厨房小家电优势产品（如电热咖啡壶等）；向家居护理电器（如吸尘器）、婴儿电器、个护美容电器（如电动牙刷等）领域扩展
飞科电器	除传统个护类产品及生活电器以外，拓展至延长线插座、健康秤等品类
莱克电气	环境清洁类产品，如魔洁立式无线吸尘器、吸尘机器人等；空气净化及两季舒适类产品，如空气净化器、智能空调解扇、除湿机等；水净化饮水健康产品，如台式免安装智能净水器等；智能厨房家用电器产品，如智能破壁机、智能电饭煲等；个人护理产品，比如水离子涡扇吹风机
科沃斯	布局自有品牌“TINECO添可”智能型清洁类小家电，包括手持式无线智能吸尘器等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 展望下半年，基本面会有什么变化？

展望下半年，主要的不确定性来自于地产竣工改善的滞后性影响何时会显现。18年年底房屋竣工面积增速下滑幅度略有改善，按照通常 6-12 个月的交房滞后期来看，在下半年会带动家电方面的需求。同时考虑到汇率及原材料带来的红利，我们仍保持利润端增速好于收入端的判断。

个股方面，推荐积极推进产品结构改善、多品牌体系逐步构建、T+3 下库存控制良好的美的集团，积极向内销 ODM 龙头转型的西式小家电龙头企业新宝股份；推荐形成全球品牌运营、研发制造国家化加速、中高端品牌持续领先的海尔智家，以及公司治理存改善预期、估值或将提升的格力电器；将海信日立纳入合并报表，转型中央空调龙头企业的海信家电；推荐行业变频比例增加利好空调产业链上的零部件龙头三花智控；中高端品牌及新品类布局最完善的小家电龙头苏泊尔，以及中报表现略超预期、SharkNinja 国内品牌知名度提升带来新的增长点的九阳股份。

附录：标的选取

我们所选取的公司列表如下：

白电 —— 格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、惠而浦、长虹美菱、春兰股份、澳柯玛

黑电 —— 海信电器、创维数字、四川长虹、兆驰股份

厨电 —— 老板电器、华帝股份、浙江美大、万和电气、日出东方

小家电 —— 九阳股份、新宝股份、苏泊尔、飞科电器、莱克电气、科沃斯、爱仕达、开能健康、奥佳华、哈尔斯、荣泰健康

零部件 —— 三花智控、盾安环境、东方电热、海立股份、长虹华意、汉宇集团、和晶科技、天银机电、顺威股份、依米康

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上

行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	中性 弱于大势	预期行业指数涨幅-5%-5% 预期行业指数涨幅-5%以下
--------	--------------------------------	------------	---------------------------------

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com