

业绩保持稳健增长，持续推荐白电龙头

——2019年家电行业中报总结

✍️ : 吴东炬 执业证书编号: S1230519040004
☎️ : 021-80106027
✉️ : wudongju@stocke.com.cn

行业评级

家用电器 看好

报告导读

家电行业上半年营收增长 4.9%、业绩增长 10.6%，总体保持稳健增长，预计下半年需求稳中向好同时竞争格局改善，重点推荐白电龙头。

投资要点

□ 弱需求背景下行业营收平稳增长，龙头表现优于二线

由于去年同期空调等子行业的高基数以及地产增速放缓趋势，今年家电行业主营增长略有放缓，今年上半年家电行业营收增长 4.9%，Q1 增长 4.0%、Q2 增长 5.8%，其中白电、小家电龙头表现优于行业整体；具体来看，白电、小家电行业营收分别增长 6.5%、7.3%，依然是表现最好、最稳健的两个行业；厨电受地产因素拖累，上半年营收下滑 2.6%，上游零部件受下游景气和原材料成本下降影响，营收也下滑 4%，此外在去年世界杯基数与面板价格持续下跌背景下，黑电子行业营收下滑 6%。

□ 得益于成本红利，业绩实现 11%稳健增长

上半年行业整体毛利率达到 28.3%，同比+1.4pct，归母净利率提升 0.45pct 到 8.7%，推动归母净利润增长 10.6%、增速好于主营表现；成本红利是推动盈利能力改善的主要原因，在弱需求背景下，上半年行业竞争压力有所加大，但基于良好的竞争格局，龙头仍享受到了原材料成本下降红利，其中空调降价促销的美的，上半年空调业务毛利率仍同比+1.8pct（预计内销毛利率同比持平）。

□ 龙头经营质量稳健，经营现金流大幅增长

上半年家电龙头经营质量总体保持稳健，尤其是白电龙头，上半年格力经营现金流大幅增长 84%、现金资产超过 1200 亿元，美的经营现金流大幅增长 186%、其他流动负债环比 Q1 增加 40 亿元，表现均颇为亮眼；上半年行业预收账款同比下滑 20%，表明行业弱需求背景下，渠道打款积极性有所下降，但从核心子行业空调来看，新冷年龙头的开盘政策力度有所加强，关键的三季度渠道打款表现仍值得期待。

□ 下半年展望：需求有望回升，龙头业绩依旧确定

我们判断下半年行业需求将逐步实现企稳回升，一方面地产竣工好转有望带来需求增量，另一方面去年下半年核心子行业空调销售基数较低，使得基数压力有所缓解；成本红利背景下预计龙头促销策略将延续，基于强大的品牌力、产品力优势，预计降价促销将推动龙头份额进一步提升，叠加需求端企稳回升预期，看好下半年龙头业绩保持稳健增长。

□ 投资建议：持续推荐白电龙头

持续推荐业绩稳健增长、混改即将落地、分红与估值有望提升的**格力电器（000651）**，持续受益渠道效率提升、公司治理优秀的**美的集团（000333）**，海外业务稳定增长、冰洗优势持续巩固的**海尔智家（600690）**，同时关注估值处于历史底部、地产竣工回升有望带来业绩弹性的厨电龙头**老板电器（002508）**、**华帝股份（002035）**。

风险提示：市场竞争加剧超预期、原材料成本上涨超预期

相关报告

- 1《空调行业深度报告：网批袭来，空调格局生变？》2019.08.09
- 2《家电行业周报（7.15-7.21）—6月空调内销继续下滑，出口增速2月以来首次由负转正》2019.07.21
- 3《家电行业周报（7.8-7.14）—空调企业变革进行中，旺季促销仍在继续》2019.07.14
- 4《家电行业周报（7.1-7.7）—下半年家电行业有望稳中向好，贸易战缓和降低出口风险》2019.07.07
- 5《家电行业周报（6.17-6.23）—5月空调内销小幅下滑，618大促各大品牌表现不俗》2019.06.23

报告撰写人：

数据支持人：杨宝龙

正文目录

1、弱需求背景下行业营收平稳增长，龙头表现优于二线	4
2、得益于成本红利，业绩实现 11%稳健增长	7
3、龙头经营质量稳健，经营现金流大幅增长	9
4、下半年展望：需求有望回升，龙头业绩依旧较为确定	10
4.1 地产竣工好转有望支撑需求回升	10
4.2 集中度有望提升，龙头业绩依旧确定	11
5、投资建议：继续推荐白电龙头	12

图表目录

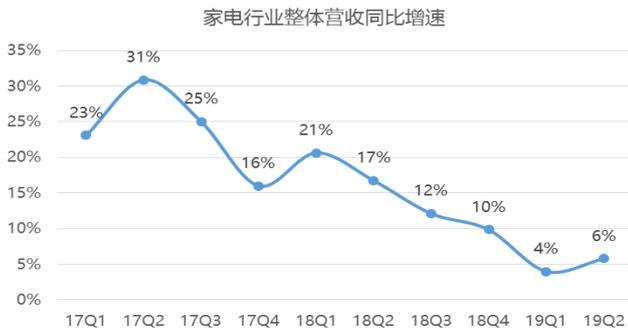
图 1: 上半年家电营收增长 5% (剔除库卡、GEA 并表扰动)	4
图 2: 地产销售放缓、竣工延迟使得家电需求持续低迷	4
图 3: 上半年各子行业营收增速均较去年同比显著回落	4
图 4: 上半年家电需求疲弱，空调、厨电较去年回落明显	4
表 1: 上半年各子行业营收增速表现	4
图 5: 上半年白电龙头营收继续保持稳健增长	5
图 6: 龙头格力、美的的空调业务表现明显好于二线	5
表 2: 上半年白电子行业主要公司营收表现	5
图 7: 上半年厨电龙头营收普遍承压，仅有美大保持较好增长	5
图 8: 上半年主要厨电品类终端需求普遍负增长	5
表 3: 上半年厨电行业主要公司营收表现	6
图 9: 上半年苏泊尔、九阳两大龙头继续保持稳健增长	6
图 10: 上半年核心的厨房小家电市场零售额增长 3%	6
表 4: 上半年小家电行业主要公司营收表现	6
表 5: 上半年主要的黑电、家电上游子行业龙头营收表现	7
图 11: 上半年行业毛利率同比+1.4pct，归母净利率+0.45pct	7
图 12: 上半年行业归母净利润同比增长 10.6%	7
表 6: 上半年各子行业归母净利润增速表现	7
图 13: 上半年大宗原材料价格均处于低位运行	8
图 14: 上半年电视面板价格同比降幅明显	8
表 7: 上半年各子行业毛利率表现	8
表 8: 上半年各子行业归母净利率表现	8
图 15: 上半年行业经营现金流同比增长 103%	9
图 16: 上半年行业预收款同比下滑 20%	9
表 9: 上半年各子行业经营现金流表现	9
表 10: 上半年各子行业预收款表现	9
图 17: 2016-2017 棚改等刺激三四线地产销售高速增长	10
图 18: 这轮地产周期中，期房销售占比接近 90%	10

图 19: 历史来看, 厨电需求约滞后地产销售半年到 1 年	10
图 20: 近年地产竣工与新开工、施工增速明显背离	10
图 21: 去年上半年空调需求增长 11.5%, 下半年下滑 10%	11
图 22: 空调出货端的基数压力同样是前高后低	11
图 23: 上半年美的空调降价促销推动市占率显著提升	11
图 24: 上半年厨电龙头油烟机零售均价均小幅下降	11
表 11: 相关标的估值对比	12

1、弱需求背景下行业营收平稳增长，龙头表现优于二线

由于去年同期空调等子行业的高基数以及地产增速放缓的影响，市场对今年家电行业主营增长预期不高，根据对34家代表性家电上市公司中报数据的统计，今年上半年家电行业营收同比增长4.9%，其中Q1增长4.0%、Q2增长5.8%，总体表现依旧稳健，其中白电、小家电龙头表现优于行业整体。

图 1：上半年家电营收增长 5%（剔除库卡、GEA 并表扰动）



资料来源：wind，浙商证券研究所

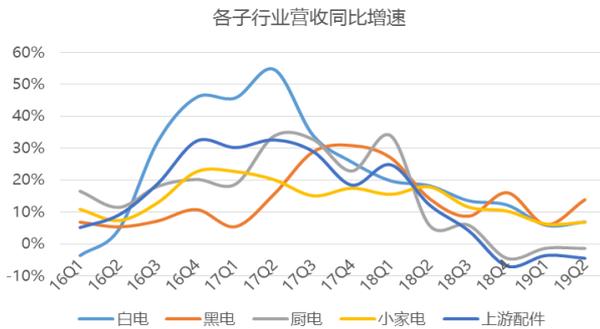
图 2：地产销售放缓、竣工延迟使得家电需求持续低迷



资料来源：wind，浙商证券研究所

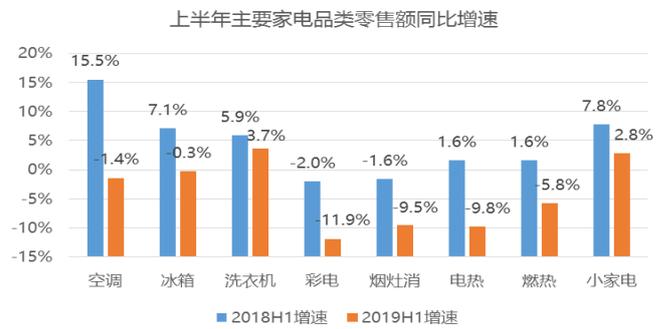
具体到细分子行业看，上半年白电、小家电行业营收分别增长6.5%、7.3%，依然是表现最好、最稳健的两个行业；厨电受地产因素拖累，上半年营收下滑2.6%，上游零部件受下游景气和原材料成本下降影响，营收也下滑4%，此外在去年世界杯基数与面板价格持续下跌背景下，黑电子行业营收下滑6%。

图 3：上半年各子行业营收增速均较去年同比显著回落



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 4：上半年家电需求疲弱，空调、厨电较去年回落明显



资料来源：奥维，浙商证券研究所

表 1：上半年各子行业营收增速表现

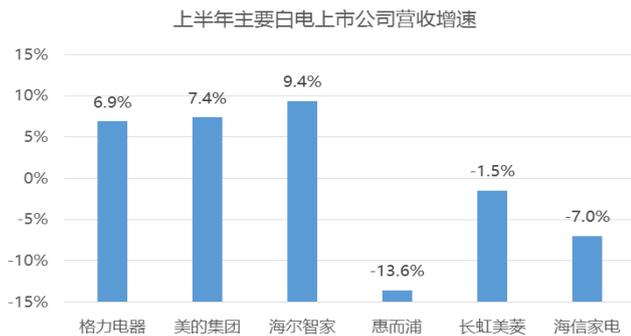
	2018H1 增速	2018H2 增速	2019H1 增速	2019Q1 增速	2019Q2 增速
白电	18.84%	13.12%	6.53%	5.97%	7.03%
黑电	17.81%	4.96%	-6.10%	-12.23%	0.77%
厨电	17.70%	-1.14%	-2.59%	-1.90%	-3.25%
小家电	16.52%	11.91%	7.32%	6.83%	7.83%
上游零配件	18.07%	-1.57%	-3.99%	-3.55%	-4.42%
行业整体	18.57%	11.02%	4.92%	4.00%	5.77%

资料来源：wind，浙商证券研究所

白电子行业：三大龙头稳健增长，二线普遍承压，上半年白电子行业营收同比增长 6.5%，由于空调景气度的回落，行业增速放缓在预期之内，根据产业在线与奥维统计，上半年空调内销出货量同比持平（去年同期增长 21%）、零售额则同比下滑 1%（去年同期增长 15%）。

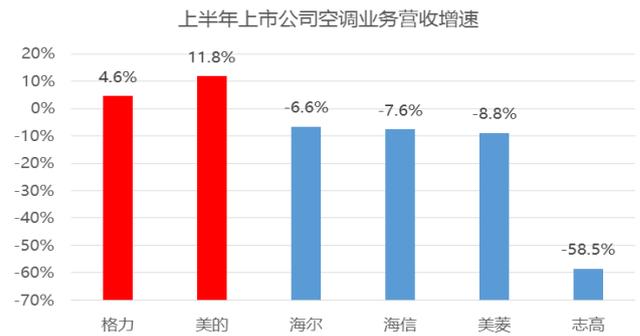
但基于行业龙头稳固的竞争优势，三大白电主营依旧实现稳健增长，尤其是格力 Q2 增长 10%、超出市场预期，美的则凭借降价促销与高效的运营效率、上半年实现主营增长 7.4%（其中空调内销收入增长接近 20%），此外海尔主营增长 9.4%，主要是冰洗份额领先优势进一步扩大以及海外业务增长 24%（剔除并表因素增长 13%）；而龙头之外，二线企业普遍承压，上半年海信、美菱、惠而浦营收分别下滑 7%、1.5%、13.6%。

图 5：上半年白电龙头营收继续保持稳健增长



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 6：龙头格力、美的的空调业务表现明显好于二线



资料来源：wind，浙商证券研究所

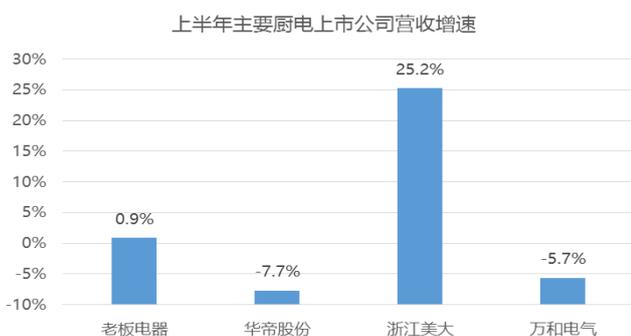
表 2：上半年白电子行业主要公司营收表现

	2018H1 增速	2018H2 增速	2019H1 增速	2019Q1 增速	2019Q2 增速
格力电器	31.40%	35.03%	6.89%	2.45%	10.30%
美的集团	15.02%	0.96%	7.37%	7.42%	7.33%
海尔智家	16.64%	13.57%	9.38%	10.17%	8.66%
惠而浦	-7.84%	6.26%	-13.59%	-13.93%	-13.18%
长虹美菱	8.85%	-0.74%	-1.49%	-0.54%	-2.30%
海信家电	15.70%	-1.46%	-6.97%	-3.20%	-9.94%

资料来源：wind，浙商证券研究所

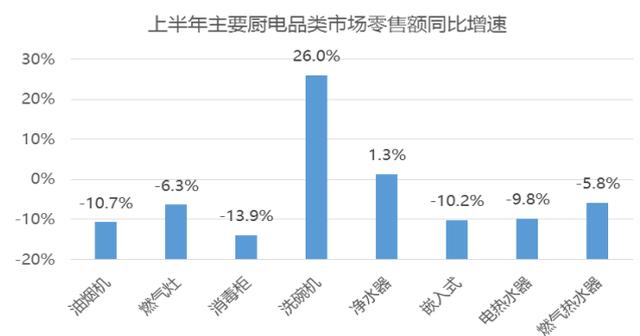
厨电子行业：地产下行持续压制行业需求，上半年厨电子行业营收下滑 2.6%，作为与地产关联度最强的子行业，厨电受地产下行的影响最大，奥维统计上半年烟灶消零售额同比下滑 10%（去年同期下滑 2%）；在此背景下，上半年老板电器营收微增 1%、华帝下滑 8%、万和下滑 6%，仅集成灶龙头美大得益于行业成长红利、营收保持 20%+增长。

图 7：上半年厨电龙头营收普遍承压，仅有美大保持较好增长



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 8：上半年主要厨电品类终端需求普遍负增长



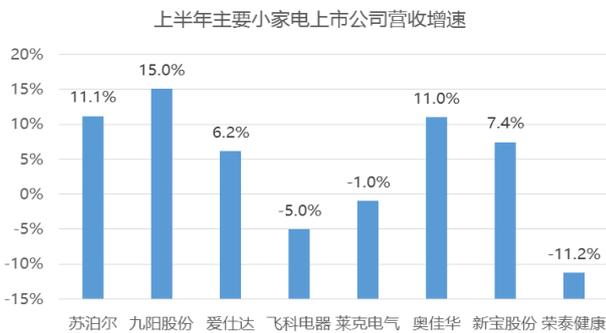
资料来源：奥维，浙商证券研究所

表 3：上半年厨电子行业主要公司营收表现

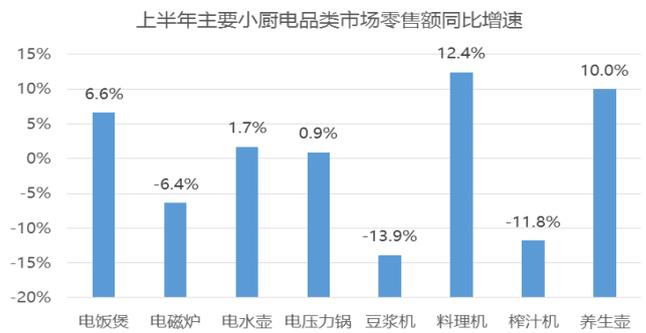
	2018H1 增速	2018H2 增速	2019H1 增速	2019Q1 增速	2019Q2 增速
老板电器	9.35%	2.84%	0.88%	4.30%	-1.98%
华帝股份	17.24%	-3.39%	-7.68%	-6.54%	-8.61%
浙江美大	50.79%	28.33%	25.24%	31.63%	21.14%
万和电气	22.79%	-9.14%	-5.66%	-6.81%	-4.11%

资料来源：wind，浙商证券研究所

小家电行业：消费升级略有减缓，龙头保持稳健增长，上半年小家电行业营收增长 7.3%，在宏观经济下行背景下，行业消费升级势头略有减弱，奥维统计上半年厨房小家电零售额增长 3%（去年同比增长 8%），但行业长期消费升级趋势并未改变，龙头主营也继续保持稳健增长，其中九阳增长 15%、增速环比进一步提升，苏泊尔增长 11%、增速有所减弱，主要是内销由去年同期 32% 高增长回落至 11% 的稳健水平所致。

图 9：上半年苏泊尔、九阳两大龙头继续保持稳健增长


资料来源：wind，浙商证券研究所

图 10：上半年核心的厨房小家电市场零售额增长 3%


资料来源：奥维，浙商证券研究所

表 4：上半年小家电行业主要公司营收表现

	2018H1 增速	2018H2 增速	2019H1 增速	2019Q1 增速	2019Q2 增速
苏泊尔	28.07%	23.69%	11.15%	12.00%	10.09%
九阳股份	11.34%	13.83%	15.04%	14.70%	15.30%
爱仕达	7.89%	4.49%	6.15%	4.94%	7.55%
新宝股份	-0.88%	5.78%	7.44%	3.41%	11.20%
飞科电器	5.41%	1.41%	-5.01%	-4.39%	-5.59%
莱克电气	9.32%	-2.76%	-0.97%	-6.71%	5.61%
奥佳华	31.61%	23.81%	11.01%	20.18%	2.94%
荣泰健康	50.41%	-3.34%	-11.24%	-15.22%	-7.44%

资料来源：wind，浙商证券研究所

另外上半年上游零配件子行业营收下滑 4%，主要是下游景气度下降导致订单放缓以及竞争加剧的影响，龙头公司三花、盾安、海立营收增速均较去年同期有所下降，不过三花新能源汽车业务保持 150% 爆发式增长，成为公司的经营亮点；上半年黑电子行业营收下滑 6%，剔除 Q2 海信 TVS 并表影响同比下滑 12%，主要是国内电视需求低迷、面板价格持续下跌以及去年世界杯基数较高所致。

表 5：上半年主要的黑电、家电上游子行业龙头营收表现

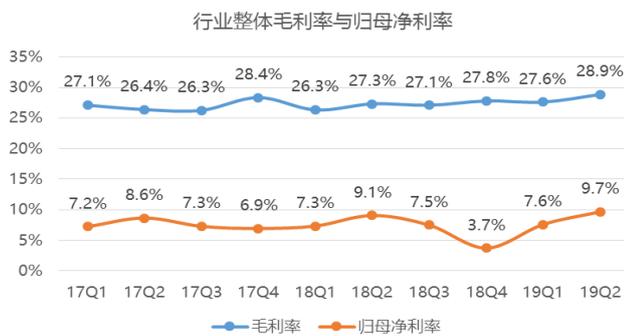
	2018H1 增速	2018H2 增速	2019H1 增速	2019Q1 增速	2019Q2 增速
海信电器	3.28%	10.88%	-2.84%	-2.42%	-3.37%
三花智控	30.60%	10.98%	4.31%	7.90%	1.23%
海立股份	32.05%	-8.40%	-2.27%	-4.91%	0.51%
华意压缩	8.48%	11.38%	-2.96%	-7.25%	1.28%

资料来源：wind，浙商证券研究所

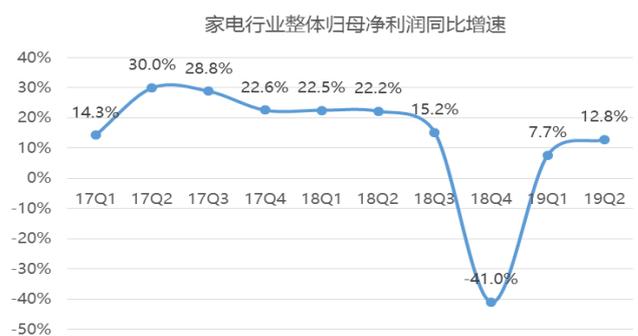
2、得益于成本红利，业绩实现 11% 稳健增长

上半年家电行业的整体归母净利率 8.7%，同比+0.45pct，推动归母净利润同比增长 10.6%、增速好于主营表现。行业盈利能力提升的核心驱动力是原材料成本下降推动毛利率提升，具体来看，上半年铜、铝、钢材、塑料平均价格分别同比下跌 11%、16%、6%、7%，受此推动，上半年行业整体毛利率达到 28.3%，同比+1.4pct。

总的来说，虽然弱需求背景下，上半年行业竞争压力有所加大、龙头促销力度加强，但基于良好的竞争格局（除黑电），行业仍享受到了成本下降红利。

图 11：上半年行业毛利率同比+1.4pct，归母净利率+0.45pct


资料来源：wind，浙商证券研究所

图 12：上半年行业归母净利润同比增长 10.6%


资料来源：奥维，浙商证券研究所

（注：18Q4 康盛、盾安合计巨亏 34 亿元，剔除此因素后行业归母净利率为 5.4%、归母净利润下滑 15.7%）

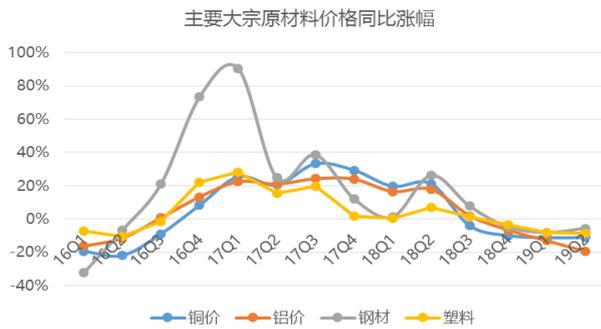
表 6：上半年各子行业归母净利润增速表现

	2018H1 增速	2018H2 增速	2019H1 增速	2019Q1 增速	2019Q2 增速
白电	24.85%	3.06%	10.64%	9.19%	11.67%
黑电	-2.16%	-66.51%	-23.84%	-46.81%	26.16%
厨电	24.32%	3.15%	10.69%	12.74%	9.08%
小家电	8.92%	22.23%	6.81%	13.74%	0.97%
上游零配件	4.52%	-603.15%	42.21%	7.74%	67.07%
行业整体	22.35%	-11.28%	10.63%	7.70%	12.79%

资料来源：wind，浙商证券研究所

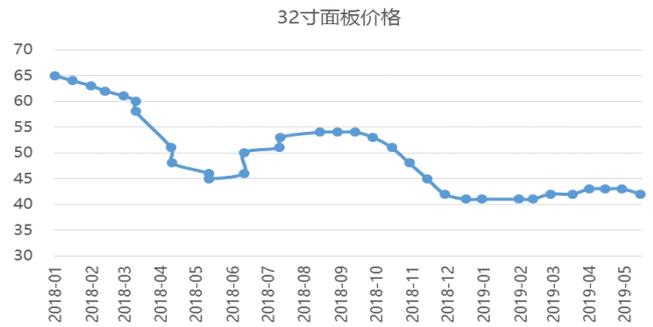
分子行业看，毛利率层面，上半年各子行业毛利率均实现同比提升，其中厨电毛利率同比+4.1pct，主要是受万和电气毛利率大幅提升 6.7pct 带动，老板、华帝、美的毛利率分别提升 1.2、3.4、2.3pct，幅度要小于万和；净利率层面，由于弱需求疲弱背景下厂商费用投入有所加大，各子行业（除上游零配件）净利率提升幅度均小于毛利率提升幅度，其中白电、厨电、家电上游归母净利率同比提升，黑电、小家电则有小幅度下降。

图 13：上半年大宗原材料价格均处于低位运行



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 14：上半年电视面板价格同比降幅明显



资料来源：witsview，浙商证券研究所

表 7：上半年各子行业毛利率表现

	2019H1	同比变动	2019Q1 同比	2019Q2 同比
白电	29.30%	1.27%	1.13%	1.39%
黑电	15.21%	1.82%	1.12%	2.48%
厨电	46.23%	4.07%	4.23%	3.94%
小家电	30.45%	0.39%	0.52%	0.26%
上游配件	17.07%	0.90%	0.01%	1.76%
行业整体	28.27%	1.42%	1.29%	1.54%

资料来源：wind，浙商证券研究所

表 8：上半年各子行业归母净利率表现

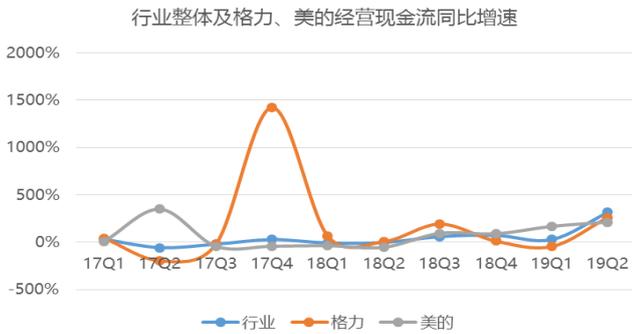
	2019H1	同比变动	2019Q1 同比	2019Q2 同比
白电	9.16%	0.34%	0.24%	0.42%
黑电	2.33%	-0.54%	-1.47%	0.48%
厨电	14.73%	1.77%	1.73%	1.82%
小家电	8.57%	-0.04%	0.50%	-0.60%
上游配件	5.60%	1.82%	0.38%	3.21%
行业整体	8.68%	0.45%	0.26%	0.60%

资料来源：wind，浙商证券研究所

3、龙头经营质量稳健，经营现金流大幅增长

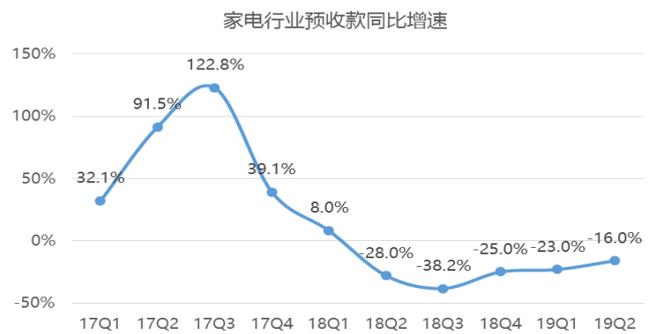
总体来看，上半年行业经营现金流量净额同比增长 103%，其中 Q1 增长 28%、Q2 增长 315%，Q2 增速上升明显，主要是格力、美的两大龙头带动，上半年格力经营现金流同比大幅增长 84%、现金资产超过 1200 亿元，除了销售回款增长，格力中报应付同比增加 336 亿元，也彰显出龙头对上游强大的议价能力；美的经营现金流同比大幅增长 186%，其他流动负债环比 Q1 增加 40 亿元，表现也颇为亮眼。

图 15：上半年行业经营现金流同比增长 103%



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 16：上半年行业预收款同比下滑 20%



资料来源：wind，浙商证券研究所

具体到子行业来看，上半年白电、小家电、厨电均保持正现金流，其中白电、小家电分别增长 98%、17%，保持增长态势，厨电下滑 2.5%，主要是终端需求疲弱、厂商放宽渠道回款要求以及工程渠道占比提升导致账期拉长所致；黑电、上游零配件经营现金流波动较大，但上半年均同比转负为正，出现较大幅度改善。

表 9：上半年各子行业经营现金流表现

	18H1	19H1	同比增速	19Q1 增速	19Q2 增速
白电	220.07	436.50	98.35%	6.02%	626.59%
黑电	-0.32	17.13	改善 17.45 亿元	改善 24.75 亿元	-72.44%
厨电	16.93	16.51	-2.53%	-2.15%	-2.93%
小家电	12.56	14.69	16.96%	-21.94%	79.57%
上游配件	-4.02	13.25	改善 17.27 亿元	改善 15.85 亿元	16.58%
行业	245.22	498.07	103.11%	27.66%	314.67%

资料来源：wind，浙商证券研究所

从预收账款来看，上半年行业预收账款同比下滑 20%，除上游零配件之外，其它子行业均有不同程度下滑，表明行业需求较弱背景下，渠道打款积极性有所下降；不过从核心子行业空调来看，新冷年龙头的开盘政策力度有所加强，考虑到当前渠道库存不高，关键的三季度渠道打款表现仍值得期待。

表 10：上半年各子行业预收款表现

	18H1 增速	18H2 增速	19H1 增速	19Q1 增速	19Q2 增速
白电	-12.26%	-36.82%	-23.21%	-25.51%	-18.89%
黑电	36.90%	24.98%	-5.00%	8.91%	-18.27%
厨电	5.41%	3.22%	-2.94%	2.42%	-7.84%
小家电	26.76%	7.66%	-21.80%	-30.96%	-9.73%
上游配件	42.61%	56.59%	38.50%	43.58%	34.68%
行业	-8.83%	-32.50%	-20.42%	-23.02%	-15.98%

资料来源：wind，浙商证券研究所

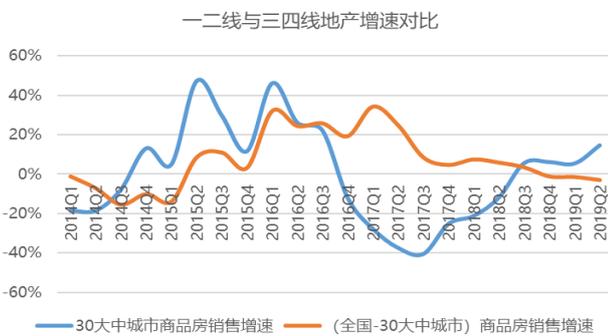
4、下半年展望：需求有望回升，龙头业绩依旧较为确定

4.1 地产竣工好转有望支撑需求回升

展望下半年，我们判断行业需求将逐步实现企稳回升，一方面是地产竣工好转有望带来装修需求增量，另一方面去年下半年核心子行业空调的销售较低，也使得基数压力有所改善。

首先地产层面，在三四线棚改等政策刺激下，2016年房地产销售大幅增长22%，但由于三四线期房交付周期较长以及房企融资环境恶化，这轮地产交付周期较此前明显拉长，从而使得家电需求持续承压，这从与地产关联度最强的厨电行业可以得到印证：根据历史经验，厨电需求滞后地产销售半年到1年，但从奥维统计来看，虽然2016年房地产销售高增长，2017年油烟机行业零售量却仅增长3%、2018年更是下滑9%，地产销售带来的需求红利一直未能兑现。

图 17：2016-2017 棚改等刺激三四线地产销售高速增长



资料来源：统计局，浙商证券研究所

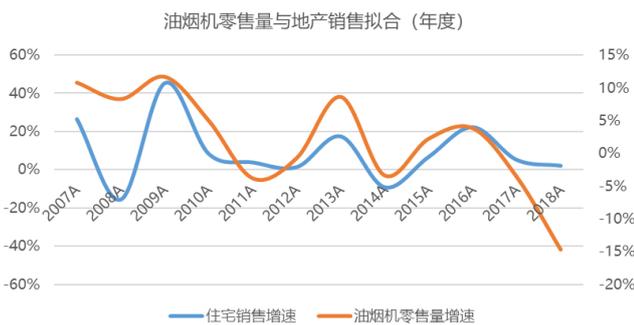
图 18：这轮地产周期中，期房销售占比接近 90%



资料来源：统计局，浙商证券研究所

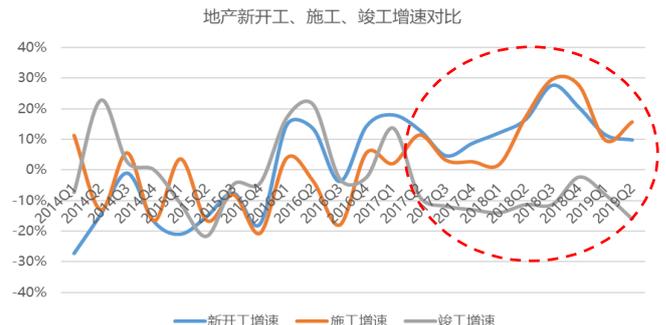
不过考虑到期房平均 2-3 年交房周期的约束，2018Q2 以来地产新开工、施工增速已经显著提升，虽然竣工增速仍处于持续下滑状态，但 7 月下滑幅度已经大幅收窄至 1.6%，降幅环比 6 月收窄 14pct；随着交房高峰到来，下半年和明年竣工增速有望持续回升，推动行业需求有所好转，尤其是与地产关联度较强的厨电、空调子行业表现值得期待。

图 19：历史来看，厨电需求约滞后地产销售半年到 1 年



资料来源：统计局，浙商证券研究所

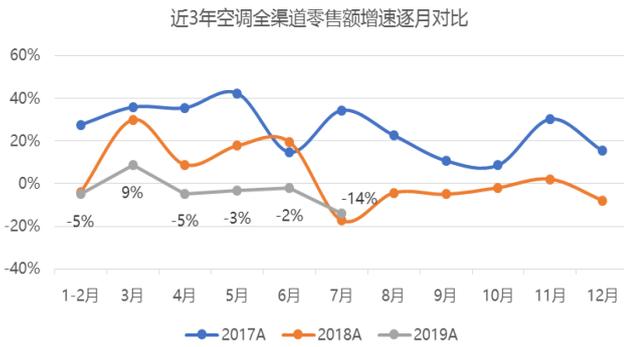
图 20：近年地产竣工与新开工、施工增速明显背离



资料来源：统计局，浙商证券研究所

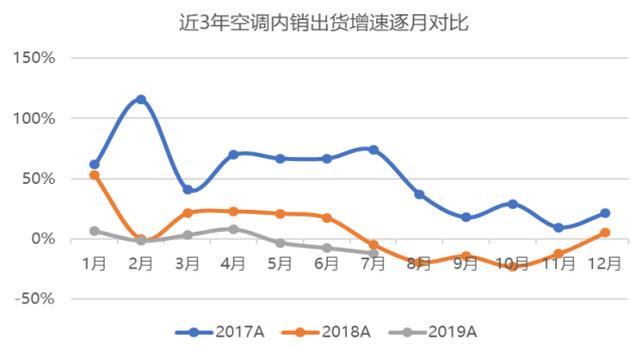
其次基数层面，2018 上半年空调零售量同比增长 11.5%、但下半年却下滑 10%（其中 Q3 下滑 13%、Q4 下滑 4%），使得今年上半年的基数压力差异也较为明显，虽然由于天气偏凉，今年 7 月空调零售量下滑 9%，但考虑到后续地产竣工回升预期、成本红利下龙头降价促销以及基数压力减小，下半年空调需求仍有望保持正增长（上半年空调零售量增长 1.5%）。

图 21：去年上半年空调需求增长 11.5%，下半年下滑 10%



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 22：空调出货端的基数压力同样是前高后低



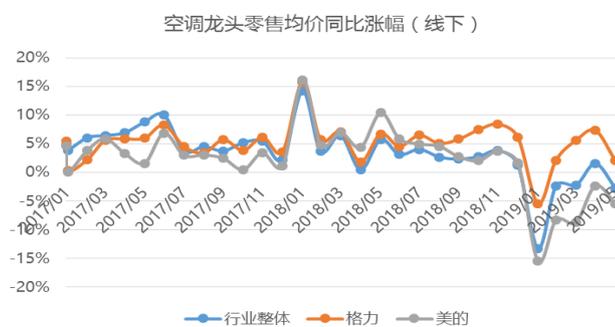
资料来源：产业在线，浙商证券研究所

4.2 集中度有望提升，龙头业绩依旧确定

格局层面，在行业需求较弱背景下，今年各子行业竞争压力略有加大，龙头企业借助成本红利加强了促销力度，比如美的空调大幅降价促销、厨电零售均价也呈下跌态势。

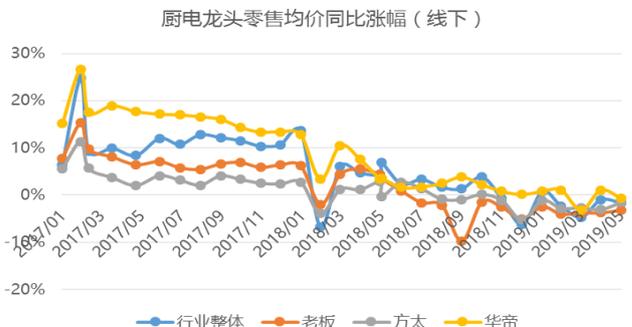
对于下半年，虽然地产竣工或带动需求企稳回升，但总体弱需求态势不会改变，在成本红利仍在背景下，我们预计行业促销仍将持续，比如随着渠道库存逐步消化，上半年未跟随促销的格力或在新冷年跟进促销；在此背景下，基于强大的品牌力与产品力优势，降价促销或推动龙头份额进一步提升，叠加需求端逐步企稳回升，预计下半年龙头业绩将保持稳健增长，尤其是与地产关联度较强的厨电、空调值得期待。

图 23：上半年美的空调降价促销推动市占率显著提升



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 24：上半年厨电龙头油烟机零售均价均小幅下降



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

5、投资建议：继续推荐白电龙头

总体来看，基于地产竣工回升带动行业需求企稳、行业集中度进一步提升以及成本红利对盈利能力的支撑，预计下半年行业龙头业绩仍将保持稳健增长；而长期看，虽然地产增速将趋于平稳，但行业产品升级趋势仍将持续、且空调户均保有量、冰洗/厨电集中度提升以及厨电小家电品类扩展等逻辑依旧成立，龙头长期业绩表现仍值得看好；重点推荐业绩稳健增长、混改即将落地、分红与估值有望提升的**格力电器（000651）**，持续受益渠道效率提升、公司治理优秀的美的集团（000333），海外业务稳定增长、冰洗优势持续巩固的**海尔智家（600690）**，同时关注估值处于历史底部、地产竣工回升有望带来业绩弹性的厨电龙头**老板电器（002508）**、**华帝股份（002035）**。

表 11：相关标的估值对比

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值
			TTM	2019E	2020E		
000651.SZ	格力电器	3338.73	12.70	11.66	10.37	3.57	3524.92
000333.SZ	美的集团	3662.35	17.35	15.83	14.00	4.09	4101.79
600690.SH	海尔智家	1013.22	13.10	12.11	10.83	2.45	1386.70
002508.SZ	老板电器	237.35	16.00	14.93	13.47	3.98	237.35
002035.SZ	华帝股份	87.46	11.99	11.09	9.48	3.29	87.46
002032.SZ	苏泊尔	593.51	33.56	30.18	25.60	9.99	593.51
002242.SZ	九阳股份	169.36	21.43	20.22	17.58	4.59	169.36

资料来源：wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200128

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>