

## 家用电器行业深度研究报告

# 2019 半年报总结：行业短期换档前行，龙头经营稳健依旧

## 推荐（维持）

- **家电板块营收增速放缓，盈利能力稳步提升。**受宏观经济影响，2019H1 家电板块营业总收入达 5746.61 亿元，同比增长 5.28%，增速较去年同期下滑 11.38pct。上半年受益于主要原材料价格下降，叠加企业减税落地，行业整体毛利率提升 0.62pct，净利率提升 0.28pct，盈利能力稳步提升。
- **家电子板块中白电各项指标优于行业。营收表现方面：**小家电与地产的关联度较弱且产品结构升级明显，穿越周期稳健增长，白电行业尽管整体需求平淡，但三大白电龙头仍强势增长，拉动白电板块增速领先整体家电行业；**盈利能力方面：**主要受益于原材料价格下行带来的成本红利，家电行业整体盈利能力有所提升，其中白电和厨电表现明显优于行业。
- **白电板块：**上半年白电行业整体表现平淡，受去年高基数以及气候影响，空调产销较去年同期持平略减，冰洗受外销拉动略有增长，板块增速有所放缓，但龙头公司依旧亮眼。**格力电器：**Q2 营收表现好于预期，多元业务拓展顺利，受益于成本红利，Q2 毛利率大幅提升；**美的集团：**在上半年国内家电市场整体低迷的环境下，公司营收增长稳健，市场份额持续提升，另受益于成本红利、结构升级、汇率贡献以及运营效率提升，公司盈利能力再创新高；**海尔智家：**国内份额稳步提升，得益于多品牌全球布局运营优势显现，海外释放增长动能。
- **厨电板块：**厨电正处筑底阶段，行业规模略有下滑，Q2 龙头公司承压降速。从竣工领先指标玻璃和电梯产销数据来看，近期均已明显回升，厨电板块与地产关联性较大，下半年或将迎来基本面拐点。**老板电器：**品牌领先地位稳固，传统核心品类竞争力依旧，业绩筑底有待回升；**华帝股份：**受行业影响明显，营收短期承压，2019 年公司持续推动品牌升级，均价提升领先，盈利能力增长显著；**浙江美大：**集成灶行业渗透率持续提升，行业龙头地位依旧，公司注重营销加码研发，有望为公司未来业绩增长提供强劲驱动力。
- **小家电板块：**小家电穿越周期强势增长，营收增速领先，但净利率略有下滑。**苏泊尔：**内外业务稳步增长，海外 SEB 订单有序转移，国内市场公司领先地位依旧，品牌及品类布局成型；**九阳股份：**新品拓展市场顺利，收入保持稳定增长，扣非净利表现亮眼；**新宝股份：**Q2 表现超预期，内销份额稳步提升，毛利率大幅提升，利润超过此前预告上限，同时公司发布年度业绩激励基金计划，有望拉动员工积极性，助力公司营收与业绩增长。
- **投资策略：**随着企业减税落地、后续交房预期回暖，以及消费政策的试点推行，家电行业有望受益回暖；另外 MSCI 纳入因子逐步提升，北上资金料将持续流入，看好行业中长期配置价值，行业评级维持“推荐”。**重点推荐确定性较高以及预期改善品种：**1) 高壁垒、低估值以及未来发展值得期待的龙头公司：**美的集团、格力电器和海尔智家；**2) 受益于竣工预期改善的厨电龙头公司：**老板电器和华帝股份；**3) 抗周期性强的的小家电龙头公司：**苏泊尔和九阳股份。**
- **风险提示：**宏观经济下行；终端需求不及预期；地产调控影响。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
格力电器	59.85	4.8	5.28	5.83	12.47	11.34	10.27	3.94	强推
美的集团	54.45	3.28	3.7	4.21	16.6	14.72	12.93	4.55	强推
海尔智家	15.86	1.28	1.41	1.56	12.39	11.25	10.17	2.56	强推
老板电器	26.83	1.7	1.88	2.08	15.78	14.27	12.9	4.21	强推
华帝股份	10.95	0.96	1.16	1.37	11.41	9.44	7.99	3.73	强推
苏泊尔	71.05	2.43	2.87	3.3	29.24	24.76	21.53	9.88	强推
九阳股份	23.36	1.11	1.27	1.44	21.05	18.39	16.22	4.7	强推
海信家电	11.6	1.2	1.34	1.49	9.67	8.66	7.79	2.15	强推
浙江美大	14.0	0.69	0.82	0.99	20.29	17.07	14.14	6.63	强推
飞科电器	36.0	1.95	2.02	2.14	18.46	17.82	16.82	6.03	推荐
三花智控	12.0	0.49	0.57	0.66	24.49	21.05	18.18	3.85	推荐
新宝股份	12.18	0.75	0.85	0.93	16.24	14.33	13.1	2.5	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年09月04日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师：龚源月

电话：021-20572560

邮箱：gongyuanyue@hcyjs.com

执业编号：S0360519060003

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	59	1.6
总市值(亿元)	12,381.54	2.01
流通市值(亿元)	11,497.14	2.55

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	6.15	9.87	35.37
相对表现	2.46	7.45	19.85



## 相关研究报告

《洗衣机板块表现最优，空调 CR2 集中度提升——电商渠道 2019 年 7 月数据分析及总结》

2019-08-10

《家用电器行业周报（20190812-20190818）：美好生活家用电器系列：打造家居清洁新方式的吸尘器》

2019-08-18

《家用电器行业周报（20190819-20190823）：家电行业 7 月数据点评：短期需求持续承压，地产指标回暖向好》

2019-08-25

# 目录

一、家电行业：H1 营收增速放缓，盈利能力稳步提升.....	5
（一）收入端：家电整体增速放缓，白电和小家电表现较优.....	5
（二）利润端：成本红利驱动盈利能力提升.....	8
二、白电板块：行业增速明显放缓，龙头公司表现亮眼.....	10
（一）个股收入分析：三大白电龙头表现优异，格力电器 Q2 营收超预期.....	11
（二）个股利润分析：美的盈利能力再创新高.....	12
三、厨电板块：行业正处筑底阶段，有待竣工拉动需求改善.....	13
（一）个股收入分析：受行业影响 Q2 龙头公司降速.....	14
（二）个股利润分析：受益于成本红利毛利率均有提升.....	15
四、小家电板块：苏泊尔多项指标稳健，新宝股份 Q2 表现超预期.....	16
（一）个股收入分析：九阳股份和苏泊尔增速领先.....	17
（二）个股利润分析：新宝股份表现突出.....	17
五、风险提示.....	19

# 图表目录

图表 1	家电行业子板块分类	5
图表 2	社会消费品零售总额及增速	6
图表 3	家用电器和影像器材零售额及增速	6
图表 4	房屋竣工面积及商品房销售面积单月同比增速走势	6
图表 5	家电板块营业总收入及增速	7
图表 6	家电各子板块营业总收入（亿元）	7
图表 7	家电各子板块营业总收入同比增速	7
图表 8	家电及子板块营业总收入及增速（亿元）	7
图表 9	原材料钢结算价格走势	8
图表 10	原材料铜结算价格走势	8
图表 11	原材料铝结算价格走势	8
图表 12	原材料塑料结算价格走势	8
图表 13	家电行业及各子板块毛利率走势	9
图表 14	家电及子板块毛利率及同比变动情况	9
图表 15	家电及子板块归母净利润及同比变动情况	9
图表 16	家电行业及各子板块归母净利率走势	10
图表 17	白电子板块营业总收入及增速	10
图表 18	白电子板块归母净利润及增速	10
图表 19	白电子板块毛利率走势	11
图表 20	白电子板块归母净利率走势	11
图表 21	白电子板块上市公司营业总收入及增速表（亿元）	12
图表 22	白电子板块上市公司毛利率及同比变动情况	12
图表 23	白电子板块上市公司归母净利润及同比增速（亿元）	13
图表 24	白电子板块上市公司归母净利率及同比变动情况	13
图表 25	厨电子板块营业总收入及增速	14
图表 26	厨电子板块归母净利润及增速	14
图表 27	厨电子板块毛利率走势	14
图表 28	厨电子板块归母净利率走势	14
图表 29	厨电子板块上市公司营业总收入及增速表（亿元）	15
图表 30	厨电子板块上市公司毛利率及同比变动情况	15
图表 31	厨电子板块上市公司归母净利润及同比增速（亿元）	15
图表 32	厨电子板块上市公司归母净利率及同比变动情况	16

图表 33	小家电板块营业总收入及增速.....	16
图表 34	小家电板块归母净利润及增速.....	16
图表 35	小家电板块毛利率走势.....	16
图表 36	小家电板块归母净利率走势.....	16
图表 37	小家电板块上市公司营业总收入及增速表（亿元）.....	17
图表 38	小家电板块上市公司毛利率及同比变动情况.....	18
图表 39	小家电板块上市公司归母净利润及增速表（亿元）.....	18
图表 40	小家电板块上市公司归母净利率及同比变动情况.....	19

## 一、家电行业：H1 营收增速放缓，盈利能力稳步提升

2019H1 家电行业实现营业总收入 5746.61 亿元，同比增长 5.28%，Q2 单季度实现营业总收入 2945.90 亿元，同比增长 3.42%。上半年及 Q2 营收同比增速均较去年同期明显放缓，主要系受宏观经济及地产市场景气度有所下滑影响。行业盈利能力稳步提升，H1 行业整体毛利率提升 0.62pct，净利率提升 0.28pct。

为方便分析，我们将家电行业进行细分，如下表所示：

图表 1 家电行业子板块分类

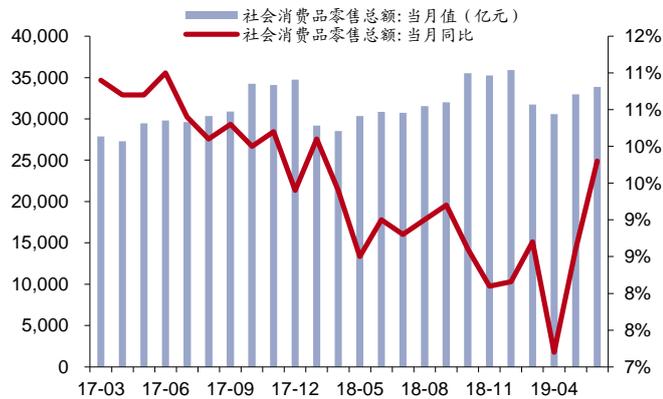
所属子板块	证券简称	所属子板块	证券简称	
白电	格力电器	小家电	苏泊尔	
	美的集团		九阳股份	
	海尔智家		新宝股份	
	海信家电		飞科电器	
	惠而浦		莱克电气	
	长虹美菱		科沃斯	
	春兰股份		小熊电器	
厨电	华帝股份		奥佳华	
	老板电器		荣泰健康	
	浙江美大		爱仕达	
	万和电气		三花智控	
黑电	TCL 集团		家电零部件	康盛股份
	海信电器			海立股份
	兆驰股份			长虹华意
	深康佳 A	天银机电		
	四川长虹	聚隆科技		
		汉宇集团		

资料来源：wind，华创证券

### （一）收入端：家电整体增速放缓，白电和小家电表现较优

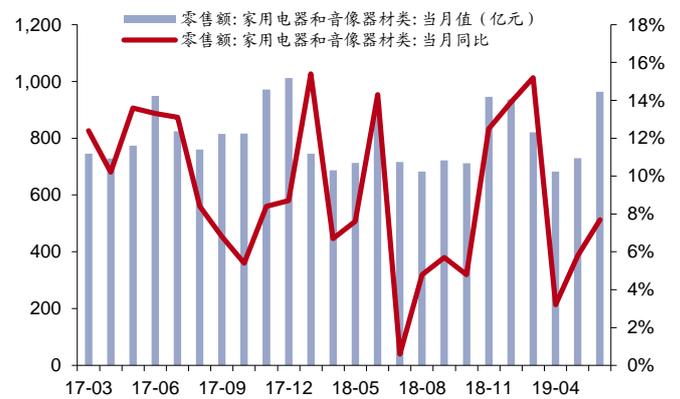
**国内消费市场增速放缓。**根据国家统计局数据显示，受宏观经济影响，上半年社会消费品零售总额达 19.52 万亿元，同比增长 8.4%，增速较去年同期下滑 1.0pct，其中 4 月单月社零增速创历史新低。受整体消费市场需求释放减缓影响，家用电器和音像器材类零售额累计同比增长 6.7%，增速较去年同期下滑 3.9pct。

图表 2 社会消费品零售总额及增速



资料来源: wind, 华创证券

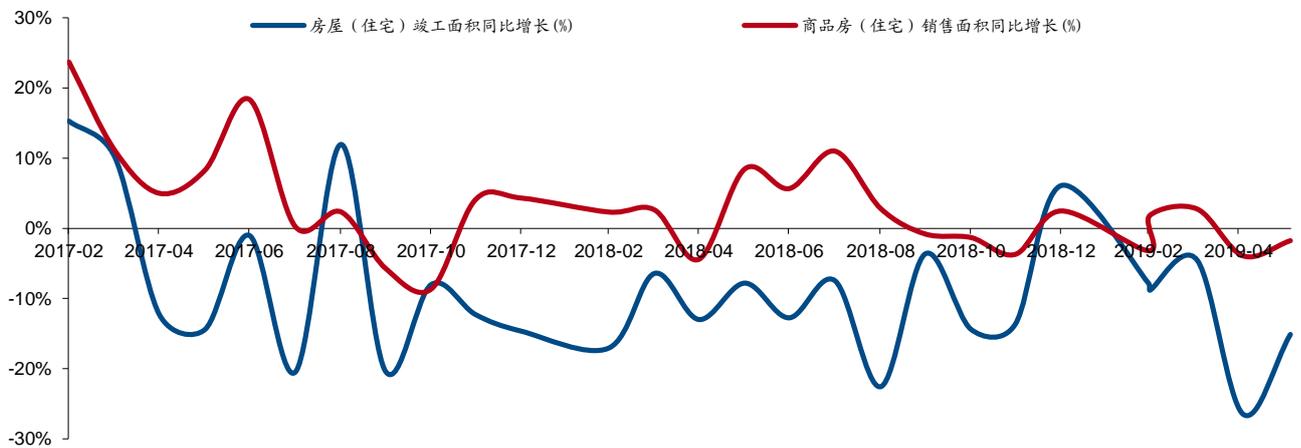
图表 3 家用电器和音像器材零售额及增速



资料来源: wind, 华创证券

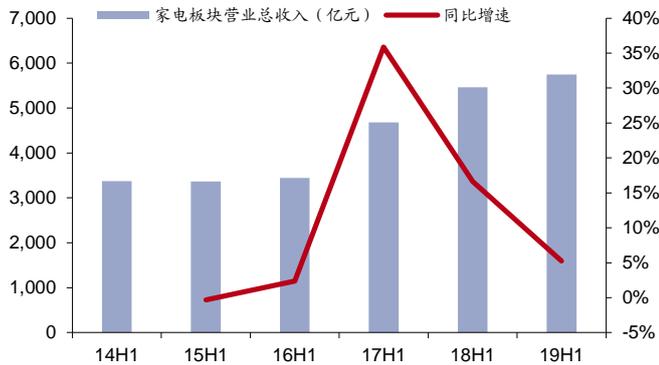
地产行业上半年景气度有所下滑。受宏观经济市场及房地产行业政策有所紧缩影响，上半年商品房（住宅）销售面积累计同比下滑 1.0%（18H1 累计同比增速：3.2%），房屋（住宅）竣工面积累计同比下滑 11.7%（18H1 累计同比增速：-12.8%）。19H1 竣工数据增速与去年同期持平略增，但商品房的销售面积增速下滑明显。家电在一定程度上属于地产后周期板块，地产行业的景气程度会影响到家电销量的表现。根据测算，各个子板块中厨电类与地产关联度最高，位于 40%-51% 之间；空调、冰箱、洗衣机和电视等普及度较高的成熟品类与地产的关联度在 15%-30% 之间波动，受地产影响相对较小。

图表 4 房屋竣工面积及商品房销售面积单月同比增速走势

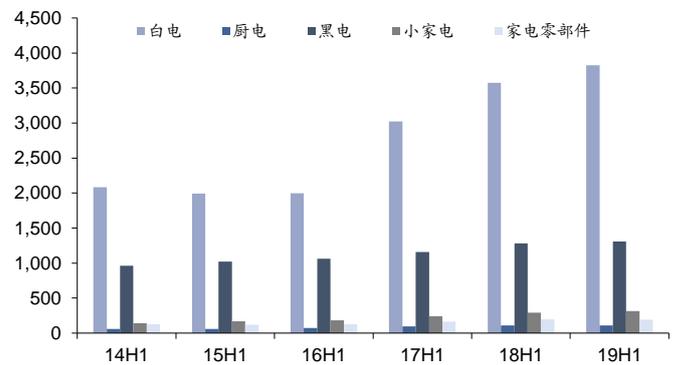


资料来源: wind, 华创证券

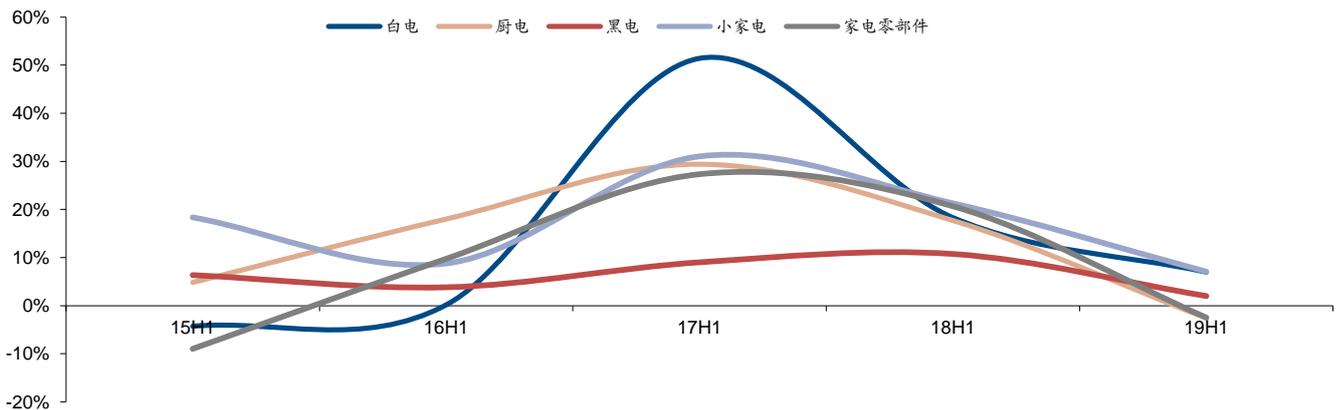
家电板块营收增速放缓，白电系主要增长驱动力。2019H1 家电板块营业总收入合计 5746.61 亿元，同比增长 5.28%，增速较去年同期下滑 11.38pct。分子板块来看，白电行业营业总收入规模领先，19H1 实现收入 3825.34 亿元，同比增长 6.98%；黑电营业总收入规模次之，19H1 实现收入 1307.81 亿元，同比增长 2.00%；厨电、小家电和家电零部件板块营收规模相对较小，其中厨电与地产关联度最高，受地产行业政策有所紧缩影响，19H1 厨电实现营业总收入 107.13 亿元，同比下滑 2.59%。而小家电行业与地产的关联度较弱且产品结构升级明显，穿越周期强势增长，19H1 实现收入 313.75 亿元，同比增长 7.06%，增速领先于其他子板块。家电零部件板块受下游家电产品需求影响短期承压，19H1 实现营业总收入 192.58 亿元，同比下滑 2.48%。总体来看，子板块中白电和小家电稳步增长，尤其是白电规模较大贡献整体家电板块收入的 67%，是 H1 家电板块增长的主要驱动力。

**图表 5 家电板块营业总收入及增速**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 6 家电各子板块营业总收入 (亿元)**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 7 家电各子板块营业总收入同比增速**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 8 家电及子板块营业总收入及增速 (亿元)**

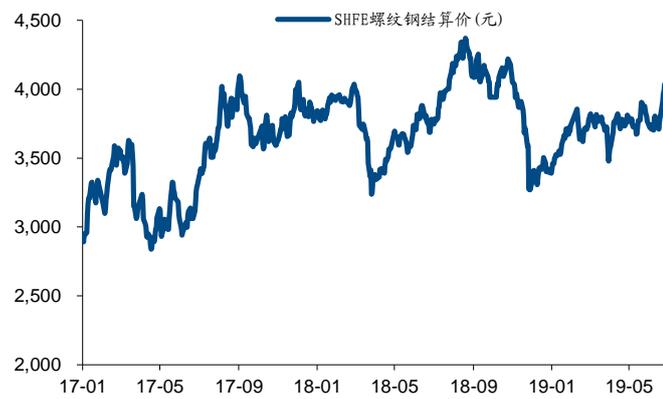
	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
家电行业整体	2800.72	7.31%	2945.90	3.42%	5746.61	5.28%
白电	1789.58	6.43%	2035.76	7.46%	3825.34	6.98%
厨电	53.04	-1.90%	54.10	-3.25%	107.13	-2.59%
黑电	705.82	12.11%	602.00	-7.75%	1307.81	2.00%
小家电	158.96	7.41%	154.78	6.70%	313.75	7.06%
家电零部件	93.32	-3.65%	99.26	-1.35%	192.58	-2.48%

资料来源: wind, 华创证券

**(二) 利润端：成本红利驱动盈利能力提升**

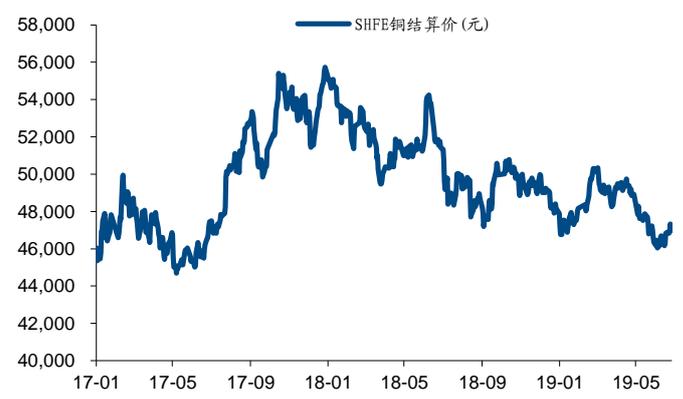
原材料价格多数下行明显。我们分别选取 SHFE 螺纹钢、SHFE 铜、SHFE 铝及 DCE 塑料期货结算价格作为原材料成本跟踪指标：截至 6 月 30 日，按照平均价格计算，19H1 SHFE 螺纹钢、SHFE 铜、SHFE 铝和 DCE 塑料价格较去年同期变动幅度分别为：+0.12%、-7.78%、-4.99%和-12.15%，原材料价格同比多数下行明显。

**图表 9 原材料钢结算价格走势图**



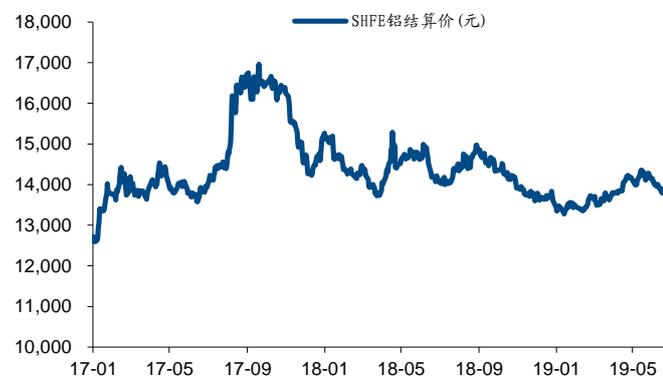
资料来源：wind，华创证券

**图表 10 原材料铜结算价格走势图**



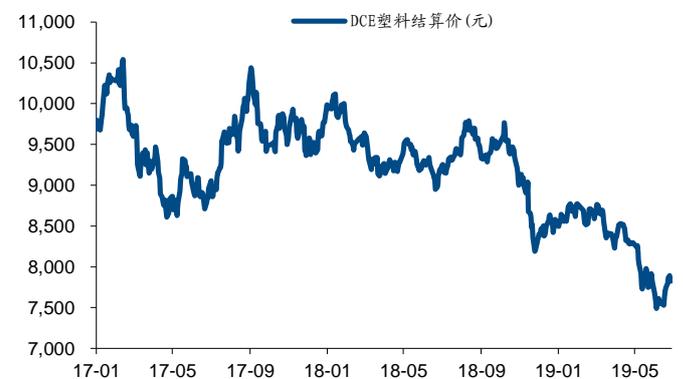
资料来源：wind，华创证券

**图表 11 原材料铝结算价格走势图**



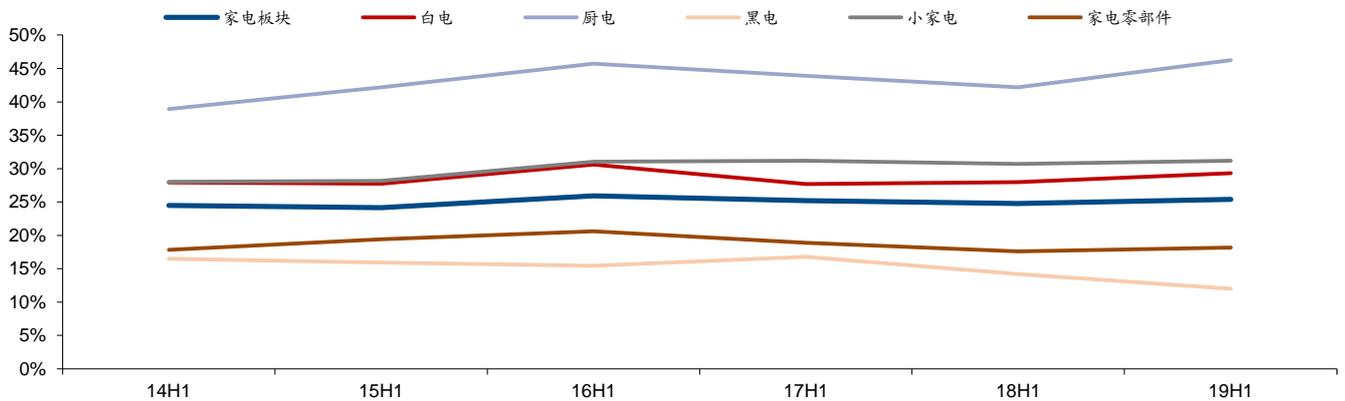
资料来源：wind，华创证券

**图表 12 原材料塑料结算价格走势图**



资料来源：wind，华创证券

家电行业整体盈利能力有所提升，厨电板块最为明显。受益于原材料价格下行带来的成本红利，19H1 家电板块整体毛利率提升 0.62pct 至 25.40%。分板块来看，多数子板块毛利率均有不同幅度的提升，而黑电子板块由于行业竞争激烈毛利率同比下滑 2.21pct 至 11.98%。其余板块中，厨电盈利能力提升最为明显，19H1 同比+4.07pct 至 46.23%，白电毛利率亦有较大幅度的增长，同比+1.34pct 至 29.30%，小家电和家电零部件则小幅提升，毛利率分别同比+0.47pct、+0.55pct 至 31.19%、18.17%。

**图表 13 家电行业及各子板块毛利率走势**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 14 家电及子板块毛利率及同比变动情况**

	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
家电行业整体	24.98%	+0.39pct	25.81%	+0.84pct	25.40%	+0.62pct
白电	28.72%	+1.21pct	29.81%	+1.44pct	29.30%	+1.34pct
厨电	44.52%	+4.23pct	47.90%	+3.94pct	46.23%	+4.07pct
黑电	13.71%	-1.47pct	9.97%	-3.28pct	11.98%	-2.21pct
小家电	31.13%	+0.60pct	31.24%	+0.34pct	31.19%	+0.47pct
家电零部件	16.98%	-0.40pct	19.28%	+1.44pct	18.17%	+0.55pct

资料来源: wind, 华创证券

行业整体归母净利润同比提升 9.39%，白电和厨电表现明显优于行业。19H1 家电板块整体实现归母净利润 432.46 亿元，同比增长 9.39%。分子板块来看，厨电板块实现归母净利润 15.78 亿元，同比增长 10.69%，白电板块同比增速亦超过行业整体，同比增长 10.18%，而家电零部件是子板块中唯一归母净利润同比下滑的品类。

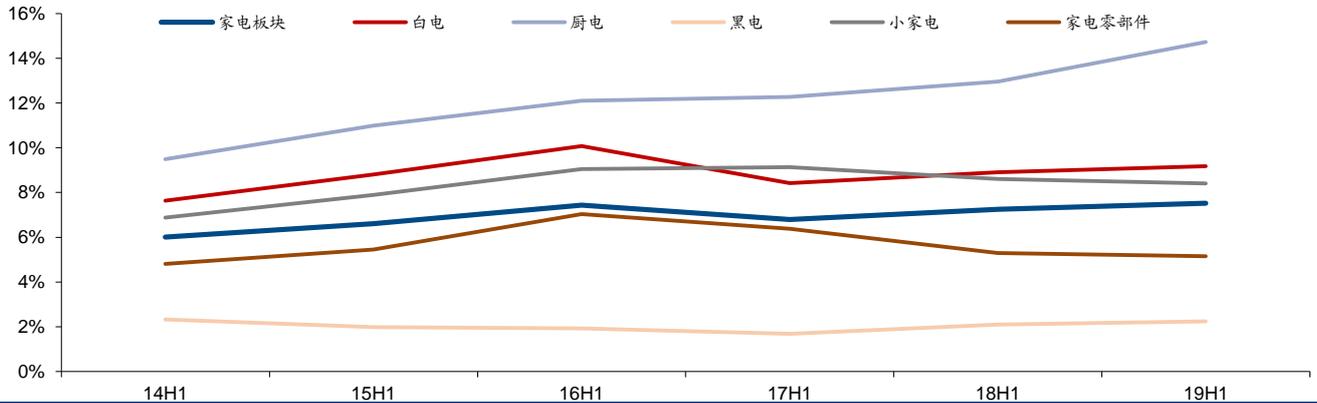
**图表 15 家电及子板块归母净利润及同比变动情况**

	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
家电行业整体	179.38	7.01%	253.09	11.15%	432.46	9.39%
白电	143.99	8.71%	207.00	11.22%	350.99	10.18%
厨电	7.05	12.74%	8.73	9.08%	15.78	10.69%
黑电	11.29	-13.00%	18.09	30.53%	29.38	9.47%
小家电	12.86	11.41%	13.53	-0.93%	26.39	4.72%
家电零部件	4.19	-4.90%	5.74	-5.22%	9.93	-5.09%

资料来源: wind, 华创证券

净利率小幅提升，黑电略有提振。19H1 家电板块整体净利率提升 0.28pct 至 7.53%。分板块来看，子板块净利率表现分化，其中厨电受益于毛利率的明显提升，归母净利率同比+1.77pct 至 14.73%，白电净利率同比提升 0.27pct 至 9.18%，黑电尽管毛利率呈现下滑态势但受益于费用管控，归母净利率同比提升 0.15pct 至 2.25%，而小家电和家电零部件净利率分别下滑 0.19pct 和 0.14pct 至 8.41% 和 5.16%。

图表 16 家电行业及各子板块归母净利率走势



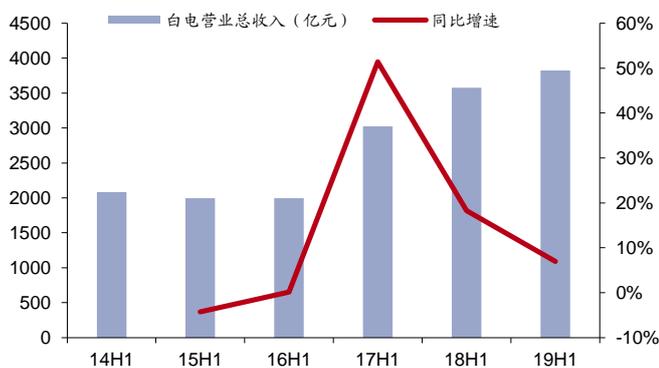
资料来源: wind, 华创证券

## 二、白电板块：行业增速明显放缓，龙头公司表现亮眼

2019 年上半年白电终端消费市场表现较为平淡。空调：基于去年的产销高基数，今年上半年家用空调市场表现整体较为稳定，内销市场销量基本持平，外销市场受去年四季度抢出口影响同比下滑 3.8%，空调整体销量同比下滑 1.5%，根据暖通空调资讯显示 H1 中央空调市场同比下滑 3.6%，空调行业整体略显疲软；冰箱：受国内宏观经济影响，冰箱内销量同比下滑 2.1%，而外销增速明显回暖，H1 外销量同比增长 9.7%，拉动冰箱整体销量同比增长 2.8%；洗衣机：表现与冰箱类似，内销市场略显疲软，销量同比下滑 0.2%，外销市场表现更优，同比增长 6.1%，带动整体销量增长 1.8%。

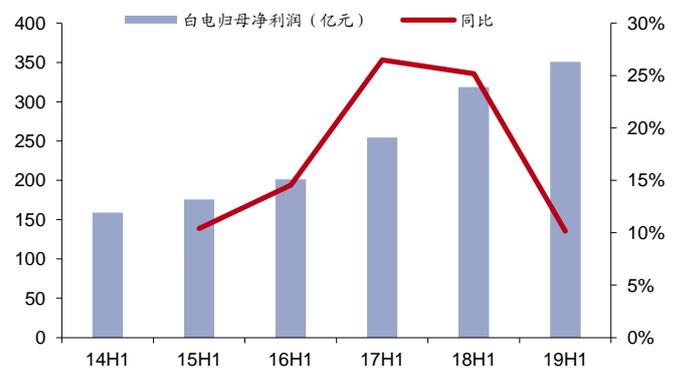
收入及利润增速明显放缓，但白电电子板块各项指标表现多优于行业。受白电在终端市场的需求略显疲软影响，19H1 白电电子板块实现营业总收入 3825.34 亿元，同比增长 6.98%，增速较去年同期明显下滑 11.32pct。19H1 实现归母净利润 350.99 亿元，同比增长 10.18%，增速较去年同期下滑 15pct。受益于成本红利，19H1 白电电子板块实现毛利率 29.30%，同比+1.34pct，归母净利率 9.18%，同比提升 0.27pct。白电板块表现优于行业。

图表 17 白电电子板块营业总收入及增速

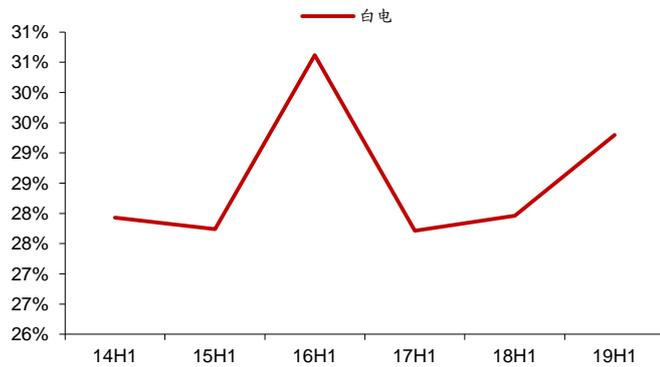


资料来源: wind, 华创证券

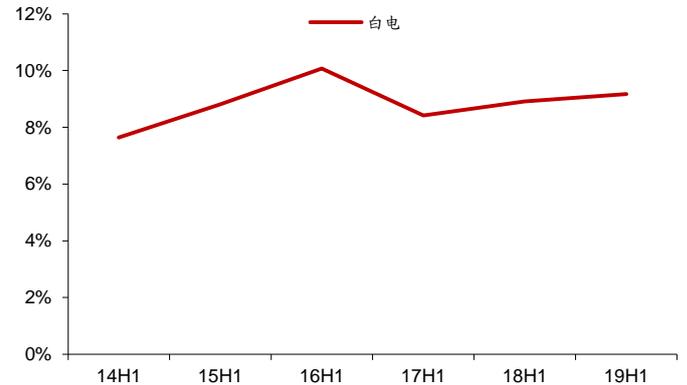
图表 18 白电电子板块归母净利润及增速



资料来源: wind, 华创证券

**图表 19 白电子板块毛利率走势**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 20 白电子板块归母净利率走势**


资料来源: wind, 华创证券

### (一) 个股收入分析: 三大白电龙头表现优异, 格力电器 Q2 营收超预期

**格力电器:** 2019H1 公司实现营业总收入 983.41 亿元, 同比增长 6.89%, Q2 实现营业总收入 573.35 亿元, 同比增长 10.30%, 营收表现超市场预期。2019 年空调行业整体市场表现略显疲软, 家用空调及中央空调市场规模均有不同幅度的下滑, 但是公司凭借着优质的产品品质和强大的渠道体系, 空调业务收入实现逆势增长, 19H1 空调收入达 793.25 亿元, 同比提升 4.62%。此外多元布局成效显著, 生活电器和智能装备板块正逐步发力, H1 分别贡献收入 25.61 亿元和 4.15 亿元, 同比分别增长 63.60% 和 16.70%。

**美的集团:** 19H1 公司实现营业总收入 1543.33 亿元, 同比+7.37%; 19Q2 公司实现营业总收入 788.32 亿元, 同比+7.33%, 分产品看, 暖通空调、消费电器、机器人及自动化系统分别实现收入 714.39、583.51、120.24 亿元, 分别同比+11.84%、+5.56%、-3.83%。美的全品类份额持续提升, 空调、洗衣机(美的系)、冰箱线下零售额份额位居行业第二, 料理机、电饭煲等厨房小家电市场份额位居行业第一。渠道层面, 公司持续完善智能供应链渠道, 线上线下业务实现稳步增长。

**海尔智家:** 19H1 公司实现营业总收入 989.80 亿元, 同比增长 9.38%, 19Q2 公司实现营业总收入 509.4 亿元, 同比增长 8.66%。分品类看, 公司核心品类保持高速增长, 19H1 冰箱、洗衣机、空调分别实现 284.69 亿、202.95 亿、179.51 亿, 分别同比+9.33%、+22.92%、-6.55%, 国内市场全线产品份额提升。海外市场实现营业收入 467 亿元, 同比增长 24%, 得益于公司多品牌全球布局运营优势显现, 外销增速优于内销。

**海信家电:** 19H1 公司实现营收 189.50 亿元, 同比下滑 6.97%, Q2 实现营收 102.64 亿元, 同比下滑 9.94%。上半年白电国内市场表现平淡, 冰洗内销低位徘徊。受行业整体影响, 19H1 公司冰洗收入 76.60 亿元, 同比下滑 3.32%, 空调收入 89.15 亿元, 同比下滑 7.60%; 内销收入 109.96 亿元, 同比下滑 11.47%, 外销收入 63.33 亿元, 同比提升 5.23%。公司坚持高端产品战略, 持续优化产品结构, 上半年中高端冰箱冷柜零售量市占率均有所提升。

**图表 21 白电子板块上市公司营业总收入及增速表 (亿元)**

证券简称	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
格力电器	410.06	2.45%	573.35	10.30%	983.41	6.89%
美的集团	755.00	7.42%	788.32	7.33%	1543.33	7.37%
海尔智家	480.43	10.17%	509.37	8.66%	989.80	9.38%
海信家电	86.87	-3.20%	102.64	-9.94%	189.50	-6.97%
惠而浦	14.59	-13.93%	12.33	-13.18%	26.92	-13.59%
长虹美菱	42.23	-0.54%	49.10	-2.30%	91.33	-1.49%
春兰股份	0.40	-84.84%	0.65	-72.52%	1.05	-79.04%

资料来源: wind, 华创证券

## (二) 个股利润分析: 美的盈利能力再创新高

**格力电器:** 19H1 公司实现毛利率 31.76%，同比提升 0.95pct，主要受益于成本红利。分板块来看，H1 生活电器板块毛利率同比+11.16pct 至 28.20%，提振最为明显，主要受到晶弘冰箱并表影响；空调板块毛利率同比+1.65pct 至 36.02%；智能装备经过前期蓄力盈利能力亦有所提升，同比+3.82pct 至 15.49%。19H1 公司销售费用率增长明显，我们推测为应对空调市场景气度下滑，公司或加大销售返利的政策力度来调动渠道经销商的销售积极性。H1 实现归母净利润 137.50 亿元，同比增长 7.37%，归母净利率 13.98%，同比提升 0.06pct。

**美的集团:** 19H1 公司实现毛利率 29.74%，同比提升 2.01pct，主要得益于原材料成本下降、产品结构升级、汇率贡献以及“T+3”高效运行模式带来的生产效率提升。公司费用管控能力良好，整体费用率基本维持平稳。19H1 实现归母净利润 151.87 亿元，同比增长 17.39%，归母净利率 9.84%，同比提升 0.84pct，盈利能力再创新高。

**海尔智家:** 19H1 公司实现毛利率 29.10%，同比下滑 0.11pct，主要是由于上半年低毛利率的海外收入增幅较快，占比提升 5 个点，结构性影响整体毛利率表现。19H1 实现归母净利润 51.51 亿元，同比增长 7.58%，归母净利率 5.20%，同比下滑 0.09pct。

**海信家电:** 19H1 公司实现毛利率 20.37%，同比提升 1.98pct，其中冰洗毛利率 23.43%，同比提升 4.19pct，主要受益于成本管控及产品结构持续优化；空调毛利率 20.37%，同比微降 0.04pct。H1 实现归母净利润 9.60 亿元，同比增长 21.24%，实现归母净利率 5.06%，同比提升 1.18pct。

**图表 22 白电子板块上市公司毛利率及同比变动情况**

证券简称	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
格力电器	31.37%	-0.29pct	32.03%	1.88pct	31.76%	0.95pct
美的集团	28.64%	2.43pct	30.79%	1.60pct	29.74%	2.01pct
海尔智家	29.12%	0.21pct	29.08%	-0.40pct	29.10%	-0.11pct
海信家电	19.79%	1.90pct	20.85%	2.07pct	20.37%	1.98pct
惠而浦	22.78%	-1.22pct	22.29%	0.38pct	22.56%	-0.49pct
长虹美菱	19.99%	-0.03pct	16.26%	3.06pct	17.99%	1.66pct
春兰股份	44.91%	13.05pct	33.56%	11.03pct	37.91%	10.44pct

资料来源: wind, 华创证券

**图表 23 白电子板块上市公司归母净利润及同比增速（亿元）**

证券简称	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
格力电器	56.72	1.62%	80.78	11.82%	137.50	7.37%
美的集团	61.29	16.61%	90.58	17.93%	151.87	17.39%
海尔智家	21.36	9.41%	30.15	6.32%	51.51	7.58%
海信家电	4.22	49.05%	5.38	5.77%	9.60	21.24%
惠而浦	-0.15	-126.51%	-0.45	-119.29%	-0.60	-120.73%
长虹美菱	0.61	7.58%	-0.06	-11.03%	0.54	7.20%
春兰股份	-0.05	-118.38%	0.62	-28.77%	0.57	-49.62%

资料来源：wind，华创证券

**图表 24 白电子板块上市公司归母净利率及同比变动情况**

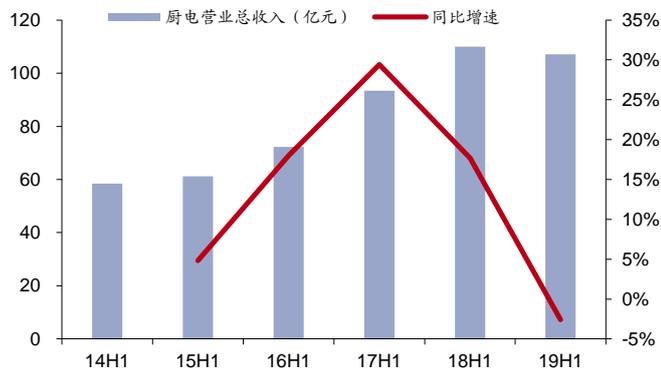
证券简称	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
格力电器	13.83%	-0.11pct	14.09%	0.19pct	13.98%	0.06pct
美的集团	8.12%	0.64pct	11.49%	1.03pct	9.84%	0.84pct
海尔智家	4.45%	-0.03pct	5.92%	-0.13pct	5.20%	-0.09pct
海信家电	4.85%	1.70pct	5.24%	0.78pct	5.06%	1.18pct
惠而浦	-1.05%	-4.45pct	-3.62%	-19.92pct	-2.23%	-11.51pct
长虹美菱	1.43%	0.11pct	-0.13%	-0.02pct	0.59%	0.05pct
春兰股份	-11.96%	-21.83pct	94.99%	58.34pct	54.01%	31.54pct

资料来源：wind，华创证券

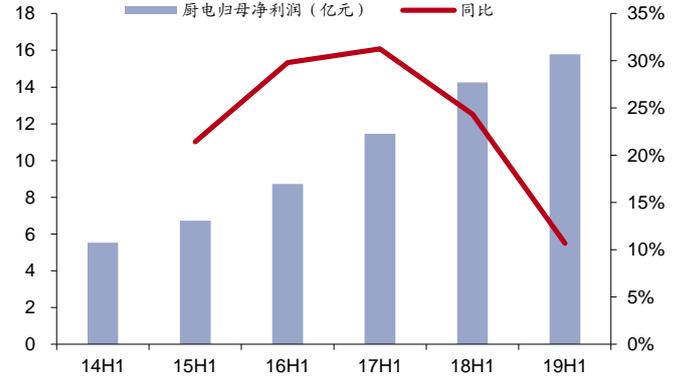
### 三、厨电板块：行业正处筑底阶段，有待竣工拉动需求改善

**厨电正处筑底回升阶段。**厨电行业自 18 年 Q2 开始首次负增长，受地产行业影响较为明显，目前正处筑底回升阶段。2019 年上半年房地产监管政策趋严，厨电板块受到明显影响，据中怡康数据显示，2019 年上半年，厨房电器主要产品类吸油烟机、燃气灶、消毒柜零售额分别增长-5.86%、-4.09%、-17.72%。

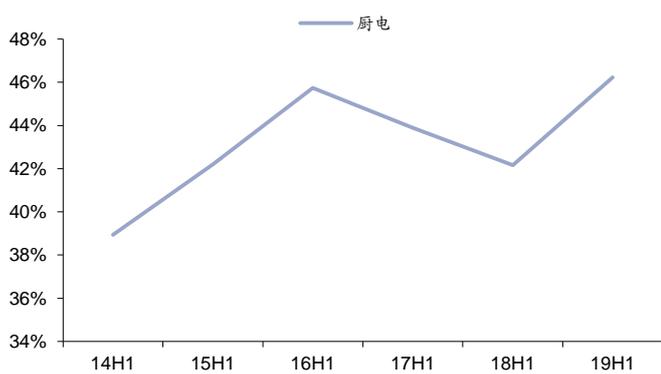
**19H1 厨电营收规模下滑，但盈利能力提升明显。**19H1 厨电板块实现营业总收入 107.13 亿元，同比下滑 2.59%，增速由去年同期的 17.70% 转为负增长，归母净利润 15.78 亿元，同比增长 10.69%，增速较去年同期下滑 13.64pct。19H1 实现毛利率 46.23%，同比提升 4.07pct，归母净利率 14.73%，同比提升 1.77pct。

**图表 25 厨电子板块营业总收入及增速**


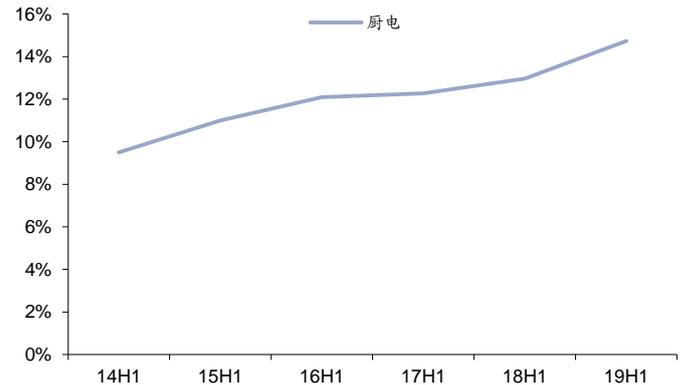
资料来源: wind, 华创证券

**图表 26 厨电子板块归母净利润及增速**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 27 厨电子板块毛利率走势**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 28 厨电子板块归母净利率走势**


资料来源: wind, 华创证券

### (一) 个股收入分析: 受行业影响 Q2 龙头公司降速

**华帝股份:** 19H1 公司实现营业总收入 29.30 亿元, 同比-7.68%; 19Q2 公司实现营业总收入 15.99 亿元, 同比-8.61%, 主要系上半年厨电行业终端需求持续承压所致。报告期内公司核心品类油烟机、灶具、燃气热水器分别实现收入 11.43 亿、7.47 亿、5.29 亿, 分别同比-6.80%、-10.83%、-13.31%。

**老板电器:** 19H1 公司实现营业总收入 35.27 亿元, 同比增长 0.88%; 19Q2 公司实现营业总收入 18.67 亿元, 同比-1.98%, 产品层面, 报告期内公司传统核心品类竞争力保持领先, 油烟机、燃气灶、消毒柜分别贡献收入 18.84 亿、8.50 亿、2.46 亿, 分别同比-1.11%、-1.74%、+8.71%。

**浙江美大:** 19H1 公司实现营收 7.04 亿元, 同比增长 25.24%, Q2 实现营收 4.15 亿元, 同比增长 21.14%。上半年厨电行业仍处于筑底阶段, 集成灶作为厨电行业中的新兴品类依然保持逆势增长, 公司受益于行业领先地位, 营收业绩表现亮眼, 市占率维持在 30% 左右, 大幅领先市场第二梯队企业。

**图表 29 厨电子板块上市公司营业总收入及增速表 (亿元)**

证券简称	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
华帝股份	13.31	-6.54%	15.99	-8.61%	29.30	-7.68%
老板电器	16.60	4.30%	18.67	-1.98%	35.27	0.88%
浙江美大	2.90	31.63%	4.15	21.14%	7.04	25.24%
万和电气	20.23	-6.81%	15.28	-4.11%	35.51	-5.66%

资料来源: wind, 华创证券

### (二) 个股利润分析: 受益于成本红利毛利率均有提升

**华帝股份:** 19H1 公司实现毛利率 49.92%, 同比提升 3.37pct, 其中高毛利率产品品类油烟机、灶具、燃气热水器 19H1 毛利率分别+3.13pct、+2.51pct、+2.82pct 至 50.68%、53.57%、50.65%。19H1 公司实现归母净利润 3.95 亿元, 同比增长 15.32%, 归母净利率 13.48%, 同比+2.69pct。

**老板电器:** 19H1 公司实现毛利率 54.66%, 同比提升 1.24pct, 主要品类吸油烟机、燃气灶 H1 毛利率分别+3.48pct、+2.24pct 至 58.54%、55.88%, 盈利水平保持良好。19H1 公司实现归母净利润 6.70 亿元, 同比+1.52%, 归母净利率 19.01%, 同比提升 0.12pct。

**浙江美大:** 19H1 公司实现毛利率 53.47%, 同比提升 2.27pct, 主要得益于成本的下降以及产品结构高端化。19H1 实现归母净利润 1.82 亿元, 同比增长 25.04%, 归母净利率 25.88%, 同比下滑 0.04pct, 主要系公司所在集成灶行业竞争加剧, 公司加大广告投放力度使得销售费用增长明显。

**图表 30 厨电子板块上市公司毛利率及同比变动情况**

证券简称	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
华帝股份	48.13%	2.77pct	51.41%	3.90pct	49.92%	3.37pct
老板电器	54.79%	2.47pct	54.54%	0.20pct	54.66%	1.24pct
浙江美大	53.84%	-0.73pct	53.21%	4.17pct	53.47%	2.27pct
万和电气	32.38%	5.68pct	34.68%	8.11pct	33.37%	6.73pct

资料来源: wind, 华创证券

**图表 31 厨电子板块上市公司归母净利润及同比增速 (亿元)**

证券简称	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
华帝股份	1.32	14.80%	2.63	15.58%	3.95	15.32%
老板电器	3.20	5.84%	3.51	-2.11%	6.70	1.52%
浙江美大	0.75	22.09%	1.07	27.20%	1.82	25.04%
万和电气	1.78	21.44%	1.52	16.81%	3.30	19.26%

资料来源: wind, 华创证券

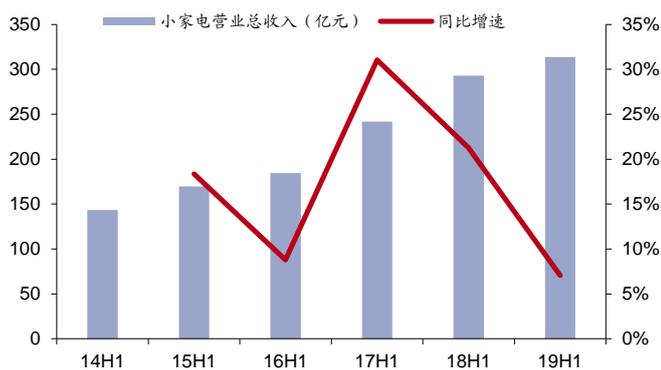
**图表 32 厨电子板块上市公司归母净利率及同比变动情况**

证券简称	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
华帝股份	9.95%	1.85pct	16.43%	3.44pct	13.48%	2.69pct
老板电器	19.25%	0.28pct	18.79%	-0.03pct	19.01%	0.12pct
浙江美大	26.02%	-2.03pct	25.78%	1.23pct	25.88%	-0.04pct
万和电气	8.78%	2.04pct	9.96%	1.78pct	9.29%	1.94pct

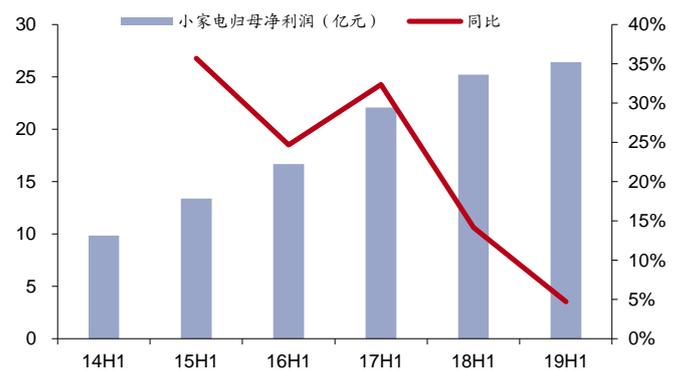
资料来源: wind, 华创证券

#### 四、小家电板块: 苏泊尔多项指标稳健, 新宝股份 Q2 表现超预期

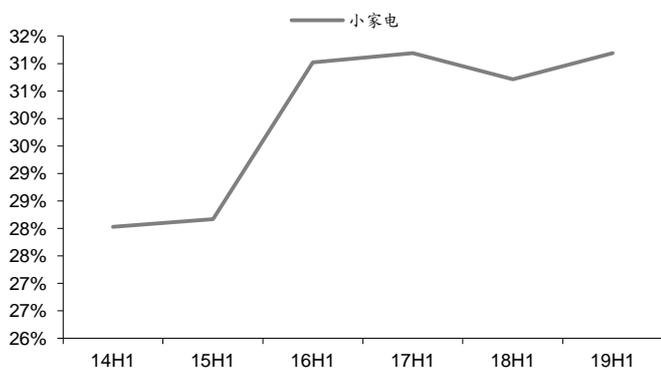
小家电行业与地产的关联度较弱且产品结构升级明显, 2018 年全年穿越周期逆势增长, 2019 年开年以来继续维持稳健增长态势。19H1 小家电板块实现营业总收入 313.75 亿元, 同比增长 7.06%, 增速较去年同期下滑明显, 实现归母净利润 26.39 亿元, 同比增长 4.72%。19H1 小家电板块毛利率 31.19%, 同比+0.47pct, 归母净利率 8.41%, 同比-0.19pct。

**图表 33 小家电板块营业总收入及增速**


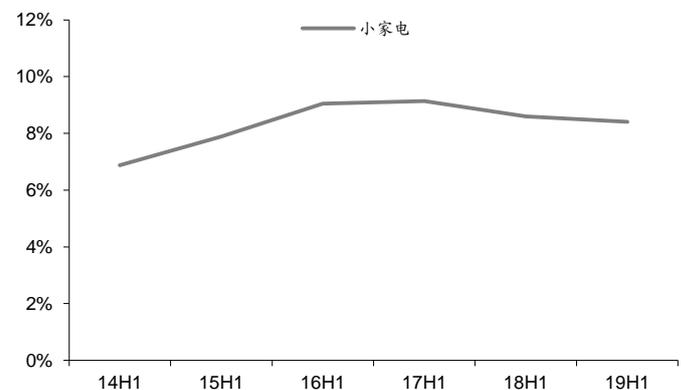
资料来源: wind, 华创证券

**图表 34 小家电板块归母净利润及增速**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 35 小家电板块毛利率走势**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 36 小家电板块归母净利率走势**


资料来源: wind, 华创证券

### （一）个股收入分析：九阳股份和苏泊尔增速领先

**苏泊尔：**19H1 公司实现营收 98.36 亿元，同比增长 11.15%，Q2 实现营收 43.62 亿元，同比增长 10.09%。受益于产品丰富及市场份额的提升，公司实现内销收入 76.52 亿元，同比增长 11.24%；尽管外部贸易环境不确定性增加，但得益于海外 SEB 订单的持续转移，实现外销收入 21.84 亿元，同比增长 10.83%。公司预计 19 年全年关联交易总额将达 52.3 亿元，H1 已达 21.56 亿元。

**九阳股份：**19H1 公司实现营收 41.87 亿，同比+15.04%；Q2 实现营收 23.88 亿元，同比+15.30%。上半年公司免洗破壁机、蒸汽饭煲等高端新品投放市场效果良好，带动公司主要产品品类均实现较快增长，其中食品加工机、营养煲分别实现 18.00 亿、14.35 亿元销售收入，分别同比+16.57%、+18.90%。

**新宝股份：**19H1 公司实现营业总收入 40.43 亿元，同比增长 7.44%；19Q2 公司实现营业总收入 21.63 亿元，同比增长 11.20%，Q2 表现超出此前预期。分产品看，电热类厨电、电动类厨电和家居电器分别贡献收入 20.38 亿元、9.82 亿元、5.64 亿元，同比增长 7.02%、2.70%和 5.66%。分地区看，公司作为小家电 ODM 出口龙头公司，19H1 实现外销收入 32.82 亿元，同比增长 3.44%；内销收入 7.62 亿元，同比增长 28.88%。

**飞科电器：**19H1 公司实现营业总收入 17.25 亿元，同比-5.01%；19Q2 公司实现营业总收入 8.79 亿元，同比-5.59%。公司 Q2 收入增速持续承压，主要受到渠道调整约束，线下渠道销售收入减少影响所致。

**莱克电气：**19H1 公司实现营业收入 27.95 亿元，同比小幅下滑 0.97%，Q2 实现营业收入 13.89 亿元，同比增长 5.61%，其中 H1 公司外销收入占主营业务比重 63%左右，受中美贸易摩擦持续影响，公司 Q1 营收下滑明显。

图表 37 小家电电子板块上市公司营业总收入及增速表（亿元）

证券简称	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
苏泊尔	54.74	12.00%	43.62	10.09%	98.36	11.15%
九阳股份	17.99	14.70%	23.88	15.30%	41.87	15.04%
新宝股份	18.80	3.41%	21.63	11.20%	40.43	7.44%
飞科电器	8.46	-4.39%	8.79	-5.59%	17.25	-5.01%
莱克电气	14.05	-6.71%	13.89	5.61%	27.95	-0.97%
科沃斯	12.48	3.10%	11.79	-10.16%	24.27	-3.80%
小熊电器	6.30	34.63%	5.58	24.08%	11.88	29.46%
奥佳华	12.43	20.18%	12.09	2.94%	24.52	11.01%
荣泰健康	5.11	-15.22%	5.86	-7.41%	10.97	-11.22%
爱仕达	8.60	4.94%	7.64	7.55%	16.24	6.15%

资料来源：wind，华创证券

### （二）个股利润分析：新宝股份表现突出

**苏泊尔：**H1 实现毛利率 30.78%，同比-0.27pct，1）分地区，高收入占比（77.80%）的内销业务毛利率略有下滑（H1：34.44%，同比-0.57pct）；2）分行业，炊具与电器业务均呈现不同幅度下滑，其中炊具下滑 0.54pct 至 34.88%，电器下滑 0.09pct 至 29.01%。19H1 实现归母净利润 8.38 亿元，同比增长 13.35%，归母净利率 8.52%，同比+0.17pct。

**九阳股份：**19H1 公司实现毛利率 32.33%，同比下滑 0.69pct，其中受益于产品结构持续升级，境内毛利率同比提升 1.02pct 至 34.14%。H1 实现归母净利润 4.06 亿元，同比增长 9.72%，归母净利率 9.70%，同比下滑 0.47pct。

**新宝股份:** 19H1 毛利率同比+2.83pct 至 21.37%，大幅提升主要得益于：1) 随着公司整体竞争实力加强，对海外客户的议价能力有所提升，19H1 出口业务毛利率同比+2.68pct 至 18.84%；2) 高毛利率内销业务（32.29%）占比提升（19H1 同比+3.14pct）。H1 实现归母净利润 2.40 亿元，同比增长 73.94%，归母净利率 5.95%，同比+2.27pct。

**飞科电器:** 受上半年推出新品拖累，19H1 公司整体毛利率较去年小幅下降 0.75pct 至 38.60%，其中电动剃须刀、电吹风毛利率分别为 41.36%、27.44%，新品延长线插座毛利率仅为 7.73%。H1 实现归母净利润 3.37 亿元，同比减少 15.43%，归母净利率 19.52%，同比-2.41pct。

**莱克电气:** 19H1 公司毛利率 25.75%，同比提升 1.71pct，毛利率的明显提升主要得益于主原材料塑料成本下降及公司精细化的运营管理。19H1 实现归母净利润 2.36 亿元，同比增长 15.39%，归母净利率 8.44%，同比+1.20pct。

图表 38 小家电板块上市公司毛利率及同比变动情况

证券简称	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
苏泊尔	31.28%	0.21pct	30.15%	-0.88pct	30.78%	-0.27pct
九阳股份	32.73%	1.20pct	32.04%	-2.11pct	32.33%	-0.69pct
新宝股份	19.70%	1.79pct	22.82%	3.69pct	21.37%	2.83pct
飞科电器	38.51%	0.64pct	38.68%	-2.08pct	38.60%	-0.75pct
莱克电气	24.72%	1.02pct	26.80%	2.36pct	25.75%	1.71pct
科沃斯	36.60%	1.34pct	37.99%	0.17pct	37.28%	0.69pct
小熊电器	34.29%	0.74pct	37.94%	5.55pct	36.00%	3.02pct
奥佳华	36.72%	0.33pct	36.88%	0.12pct	36.80%	0.21pct
荣泰健康	29.05%	-6.12pct	29.71%	-3.62pct	29.41%	-4.83pct
爱仕达	38.03%	-0.52pct	35.27%	-1.28pct	36.73%	-0.89pct

资料来源: wind, 华创证券

图表 39 小家电板块上市公司归母净利润及增速表 (亿元)

证券简称	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
苏泊尔	5.15	13.81%	3.23	12.62%	8.38	13.35%
九阳股份	1.63	10.90%	2.43	8.94%	4.06	9.72%
新宝股份	0.89	106.49%	1.52	59.21%	2.40	73.94%
飞科电器	1.63	-6.32%	1.73	-22.53%	3.37	-15.43%
莱克电气	0.86	18.32%	1.50	13.78%	2.36	15.39%
科沃斯	0.70	-23.79%	0.61	-46.85%	1.32	-36.63%
小熊电器	0.56	31.81%	0.72	70.69%	1.28	51.11%
奥佳华	0.37	30.07%	0.68	-41.25%	1.05	-27.17%
荣泰健康	0.58	-0.83%	0.79	-4.68%	1.37	-3.09%
爱仕达	0.48	12.33%	0.32	-34.68%	0.80	-12.70%

资料来源: wind, 华创证券

图表 40 小家电板块上市公司归母净利率及同比变动情况

证券简称	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY	2019H1	YOY
苏泊尔	9.41%	0.15pct	7.41%	0.17pct	8.52%	0.17pct
九阳股份	9.06%	-0.31pct	10.17%	-0.59pct	9.70%	-0.47pct
新宝股份	4.73%	2.36pct	7.00%	2.11pct	5.95%	2.27pct
飞科电器	19.31%	-0.40pct	19.72%	-4.31pct	19.52%	-2.41pct
莱克电气	6.11%	1.29pct	10.79%	0.78pct	8.44%	1.20pct
科沃斯	5.62%	-1.98pct	5.21%	-3.59pct	5.42%	-2.81pct
小熊电器	8.90%	-0.19pct	12.84%	3.51pct	10.75%	1.54pct
奥佳华	2.98%	0.23pct	5.62%	-4.22pct	4.28%	-2.24pct
荣泰健康	11.30%	1.64pct	13.51%	0.39pct	12.48%	1.05pct
爱仕达	5.62%	0.37pct	4.19%	-2.71pct	4.95%	-1.07pct

资料来源: wind, 华创证券

## 五、风险提示

宏观经济下行; 终端需求不及预期; 地产调控影响。

## 家电组团介绍

**组长、高级分析师：龚源月**

法国 ESSEC 商学院硕士。曾任职于弘则研究。2017 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：贺虹萍**

上海财经大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com	
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500