

家电

行业中报综述：

维持评级

报告原因：中报综述

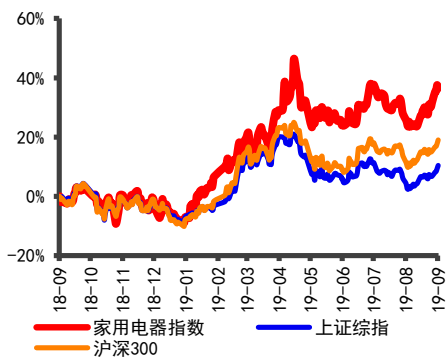
行业平淡，聚焦头部企业表现

看好

2019年9月5日

行业研究/深度报告

家电行业近一年市场表现



相关报告：家电行业 2019 年 8 月报：行业竞争激烈，看好头部企业及新品类公司表现

分析师：石晋 CFA

执业证书编号：S0760514050003

电话：0351-8686645

E-mail：shijin@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点

➤ 家电市场竞争加剧 出口业务表现好于预期

家电行业上市公司 19 年中报已披露完毕，在国内宏观经济增长放缓消费需求增速明显回落的背景下，家电行业的竞争进一步加剧。内需端，国内居民家电的平均保有量缓步提升，房地产市场调控持续推进，结婚比例再触新低，新增需求的空间增长有限，更新需求占比逐步扩大，家电行业迈入红海阶段。19 年上半年家电行业国内市场销售规模为 4,125 亿元，同比下降 2.1%，显示行业面临阶段性低速运行风险。出口端，整个行业虽受单边贸易保护主义的影响但市场表现略好于之前预期，增速依然保持稳定。上半年家电累计出口额 1,636 亿元，同比增长为 5.5%。一方面是贸易摩擦在短期内负面影响有限，另一方面近年来作为出口大户的家电巨头海外并购成果斐然，纷纷在海外设置生产基地以应对贸易纠纷。总体来看，行业发展逐渐由“规模效应”向“品牌制造+扁平渠道”转变，由单品爆款向多品类、多维度、多层次发展转变，较为明显的是头部企业通过加深对品牌、效率、渠道等精细化运营，市场占有率持续提升。

➤ 龙头企业坚持研发创新，推动产品力稳步向上

整体来看，在空调行业内生需求犹存及冰洗产品结构升级带动均价上行的背景下，白电行业主营增速持续稳健，高效、智能化的高端产品占比明显提升。海外市场需求表现不一，上市公司表现远超行业平均。头部企业凭借持续的全球资源配置与产业投入、全球领先的制造水平、规模优势以及完善的公司治理机制与有效的激励机制实现了营收增长的稳定延续，在加大产品促销抢夺市场份额及产品结构持续升级带动下龙头企业通过争夺二三线品牌的市场份额实现市场占有率进一步提升。

➤ 厨小家电迎来产业结构性上涨

作为后周期产业传统厨电行业受房地产调控影响逐渐显现，行业整体规模增长乏力。热水器、油烟机和燃气灶的零售额均有所下降，随着精装修政策的全面推广，工程渠道的份额持续上升。而洗碗机、集成灶和受政策推动的厨余垃圾处理器等新品类却保持高速增长。小家电同样出现结构性上涨，随着人们健康养生观念的日益加强和养生需求持续释放，养生壶市场增速超过 30%。整体来看，考虑到高毛利厨电线下零售渠道持续疲弱及新型小家电市场规模增速放缓等多重因素，厨小家电盈利增速将呈现放缓态势。



投资建议

➤ 19年上半年，家电板块上市公司整体经营表现基本符合预期。在白电品牌集中度持续攀升，黑电积极探索高清显示技术、大屏化、智能化以及新赛道的挖掘，厨小家电行业出现结构性调整，同时上游原材料延续下降趋势、人民币贬值以及减税降负红利将持续显现的背景下，整体行业增长呈现出明显的结构化差异。白电及小家电的盈利能力在结构升级的趋势下仍有进一步改善空间。其中空调行业整体疲弱但头部市场集中度明显集中，从长期来看，国内保有量相对发达国家仍处较低水平加之三四线地区的需求逐步放量，未来空调市场仍有较大增大空间；冰洗则以更新需求为主，距离行业天花板空间较小，但产品升级趋势明显，实现小幅增长在预期之中。而黑电行业市场集中度低且高端产品定价持续下降盈利空间被压缩使得行业净利润表现难有大幅好转。小家电产品类型正在由可选消费品向必需消费品发展，用户黏性增强将提升市场规模。传统厨电中低端需求增加以及创新渠道占比上升等多重因素叠加后，预期细分行业利润率将进一步压缩，但集成灶、洗碗机等新品类的市场规模逆势扩张使得行业面临结构性分化。从行业整体来看考虑到内需向高质量产业发展的长期趋势，海外市场综合表现稳步向上，我们预计行业整体主营增速仍将维持平稳增长。推荐：美的集团、青岛海尔、浙江美大、格力电器。

风险提示

宏观经济增长不及预期；
地产调控政策风险；
中美贸易摩擦
消费需求不足等。

目录

1. 全行业：家电市场内销规模缩水，出口业务保持良好	7
2. 白电行业：龙头企业坚持研发创新，推动产品力稳步向上	9
2.1 行业营收增速稳健增长，产品结构升级明显	9
2.2 上市龙头企业营收表现超行业平均	13
2.3“T+3”模式推动美的空调存货水平明显下降	14
3. 黑电行业：智能化普及程度高，行业进入壁垒低	15
3.1 行业营收稳健增长，净利润下滑明显	15
3.2 市场激烈竞争使彩电企业利润空间持续被压缩	16
4. 厨小家电迎来产业结构性上涨	17
4.1 厨电企业表现分化明显，小家电市场规模增速有所放缓	18
4.2 集成式、健康类产品营收持续向好，龙头企业维持双位数增长	18
4.3 厨电企业库存下降明显，小家电库存显著增加	20
5. 家电零部件：主营增速平淡，盈利能力明显提升	21
5.1 行业表现平稳，净利润增速明显	21
5.2 上市公司出现规模放缓迹象	22
5.3 上游企业营运能力表现良好	23
6. 投资策略	24
重点公司推荐	25
7. 风险提示	26

图表目录

图 1: 19 年 H1 家电营收同比+4.88%，排第 22 位	7
图 2: 19 年 H1 家电归母同比+9.9%，排第 13 位	7
图 3: 19 年二季度营收+5.52%，排 15 位	8
图 4: 19 年二季度归母净利润+12.1%，排第 9 位	8
图 5: 18 年毛利率持续走低后 19 年 H1 走势出现回暖	8
图 6: 19 年 H1 期间费率整体下行	8
图 7: 19 年 H1 净利润 429.7 亿元，同比增长 9.9%	8
图 8: 19 年 H1 净利润率 8.08%，其中 Q2 回升 8.91%	8
图 9: 19 年 H1 营收同比+15.6%，19Q1 同比+6.7%	9
图 10: 18 年净利润同比+10%，19Q1 同比+9%	9
图 11: 6 月空调销量 1518 万台，同比-5.1%	10
图 12: 6 月空调库存 823 万台，同比-2.4%	10
图 13: 6 月空调出口销量 485.2 万台，同比 1.3%	10
图 14: 6 月空调内销 1032.8 万台，同比-7.8%	10
图 15: 6 月洗衣机产量 512.4 万台，同比+11.7%	11
图 16: 6 月洗衣机销量 483.2 万台，同比+5.8%	11
图 17: 6 月洗衣机出口 170.1 万台，同比+3.5%	11
图 18: 6 月洗衣机内销 313.1 万台，同比+7.2%	11
图 19: 6 月滚筒内销 143.6 万台，出口 77.8 万台	11
图 20: 6 月滚筒洗衣机销量占比 45.6%	11
图 21: 6 月冰箱销量 707.2 万台，同比-2.2%	12
图 22: 6 月冰箱库存 363.3 万台，同比-9.8%	12

图 23: 6 月冰箱出口 325.8 万台, 同比-1.8%	12
图 24: 6 月冰箱内销 381.4 万台, 同比-2.6%	12
图 25: 19H1 年营收 891 亿元, 同比+9.4%	15
图 26: 19H1 净利润 7.5 亿元, 同比-55.3%	15
图 27: 6 月彩电产量 1142.2 万台, 同比-5.4%	16
图 28: 6 月彩电销量 1126.4 万台, 同比-4.7%	16
图 29: 6 月彩电出口 747.9 万台, 同比-0.7%	16
图 30: 6 月彩电内销 378.5 万台, 同比-11.8%	16
图 31: 19 年 H1 营收, 同比-9.67%,	18
图 32: 19 年 H1 净利润, 同比+8.98%,	18
图 33: 19 年 H1 营收 345.86, 同比+0.06%	22
图 34: 19 年 H1 净利润 19.2, 同比+20.9%	22
表 1: 白电相关上市公司营收 (亿元) 及增速 (%) 表现	13
表 2: 白电相关上市公司毛利率表现	13
表 3: 白电相关上市公司历年净利润率及变动表现	14
表 4: 白电相关上市公司历年存货表现	14
表 5: 黑电相关上市公司营收 (亿元) 及增速 (%) 表现	16
表 6: 黑电相关上市公司历年毛利率表现 (%)	17
表 7: 黑电相关上市公司历年存货表现	17
表 8: 厨小家电相关上市公司营收 (亿元) 及增速 (%) 表现.....	19
表 9: 厨小家电相关上市公司毛利率变动 (%)	19
表 10: 厨小家电相关上市公司历年净利润率及变动表现	20



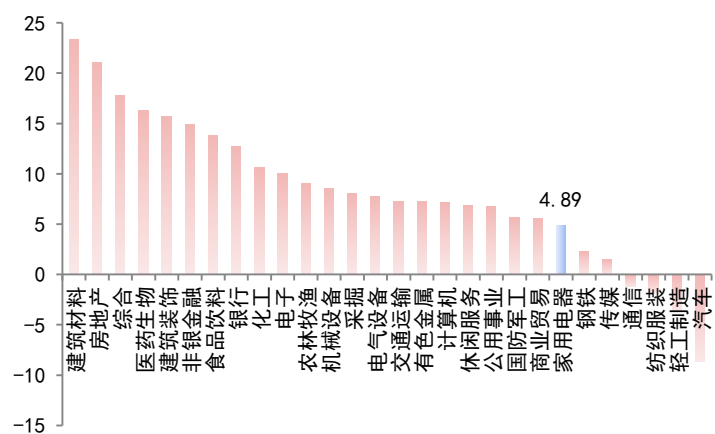
表 11：厨小家电相关上市公司应收帐款表现.....	20
表 12：厨小家电相关上市公司存货表现（亿元）	21
表 13：家电零部件相关上市公司营收（亿元）及增速（%）表现.....	22
表 14：家电零部件相关上市公司历年毛利率及变动表现	23
表 15：家电零部件相关上市公司历年净利润率及变动表现.....	23
表 16：家电零部件相关上市公司应收帐款表现	23
表 17：家电零部件相关上市公司存货表现（亿元）	24

1. 全行业：家电市场内销规模缩水，出口业务保持良好

家电行业上市公司 19 年中报已披露完毕，在国内宏观经济增长放缓消费需求增速明显回落的背景下，家电行业的竞争进一步加剧。内需端，国内居民家电的平均保有量缓步提升，房地产市场调控持续推进，结婚比例再触新低，新增需求的空间增长有限，更新需求占比逐步扩大，家电行业迈入红海阶段。19 年上半年家电行业国内市场销售规模为 4,125 亿元，同比下降 2.1%，显示行业面临阶段性低速运行风险。出口端，整个行业虽受单边贸易保护主义的影响但市场表现略好于之前预期，增速依然保持稳定。上半年家电累计出口额 1,636 亿元，同比增长为 5.5%。一方面是贸易摩擦在短期内负面影响有限，另一方面近年来作为出口大户的家电巨头海外并购成果斐然，纷纷在海外设置生产基地以应对贸易纠纷。总体来看，行业发展逐渐由“规模效应”向“品牌制造+扁平渠道”转变，由单品爆款向多品类、多维度、多层次发展转变，较为明显的是头部企业通过加深对品牌、效率、渠道等精细化运营，市场占有率持续提升。

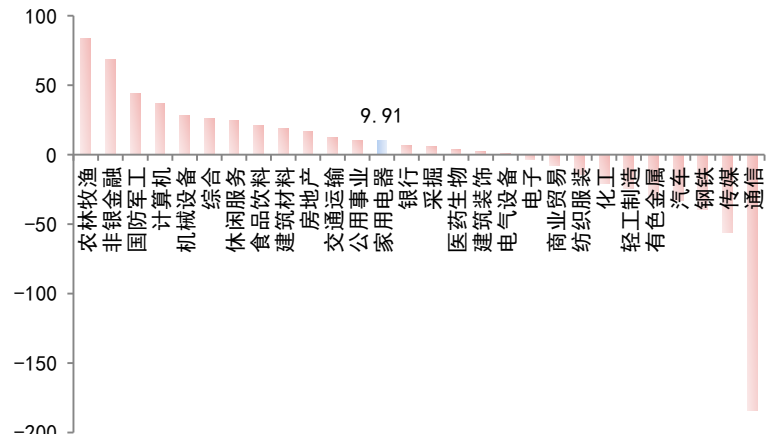
从上市公司中报来看，按申万分类的 28 个一级行业划分，24 个行业营收增长率为正，4 个行业营收增长为负。其中家电营收增长率为+4.88%，排名第 22 位，较去年同期下降 14 位，环比下降 10 位。19 年中期白电营收增长 4.34%，贡献最大的为空调收入；黑电增长+8.54%；家电零部件增长 0.06%，小家电整体市场进入缓慢增长期。行业主营收入增速维持双位数增长，但利润增速略显疲弱。19 年上半年家电归母净利润增速（9.9%）较 18 年同期的 23.2% 出现明显下滑，排名第 13 位，下降 2 位。

图 1：19 年 H1 家电营收同比+4.88%，排第 22 位



数据来源：wind，山西证券研究所

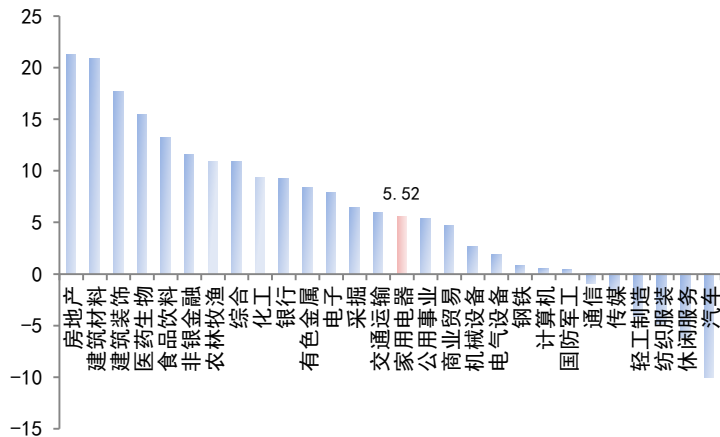
图 2：19 年 H1 家电归母同比+9.9%，排第 13 位



数据来源：wind，山西证券研究所

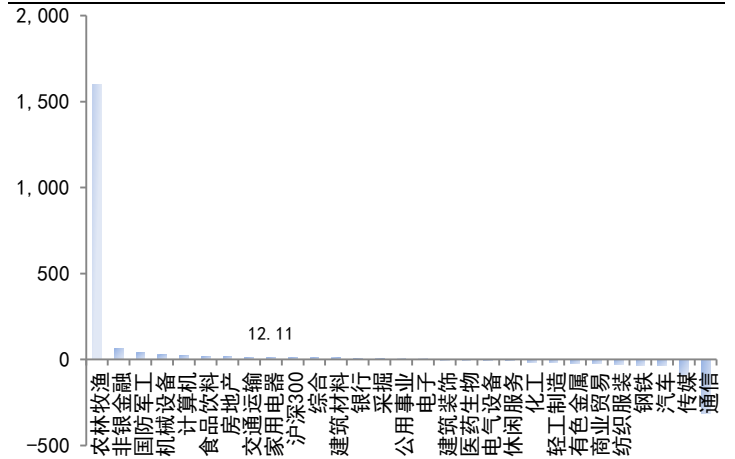
其中二季度家电营收 5.52%，居 15 位，较 18 年同期（14.99%）下降 3 位，环比减少 1.7pct；归母净利润 12.1%，排第 9 位，较去年同期（22.26%）上升 2 位，环比减少 4.9pct。

图 3：19 年二季度营收+5.52%，排 15 位



数据来源：wind，山西证券研究所

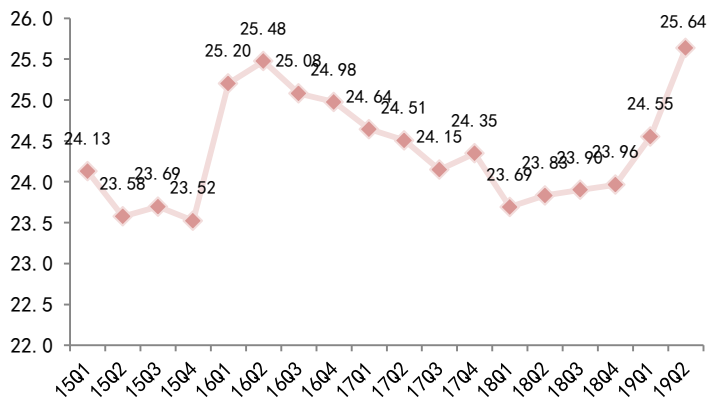
图 4：19 年二季度归母净利润+12.1%，排第 9 位



数据来源：wind，山西证券研究所

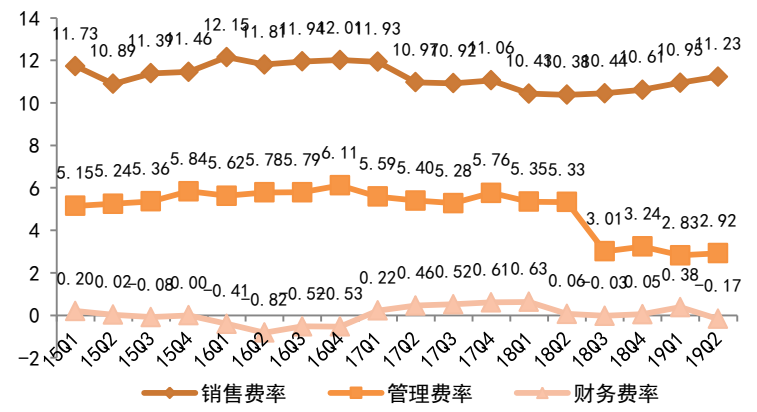
2019 年上半年家电行业整体毛利率为 25.64%，较去年同期变动+1.81pct；其中二季度行业整体毛利率为 26.01%，较去年同期变动+2.05pct，环比增加 1.45pct；综合来看行业毛利率在 18 年下探到阶段性底部后出现明显回升并创阶段历史新高，主要原因在于报告期内主要原材料价格延续下行趋势助毛利率提升；人民币升值利好出口企业；此外，由于消费结构升级，产品销售逐渐向行业头部企业集中，权重最大的头部企业的盈利空间逆行业扩大。费用方面，19 年上半年行业的销售费用率 11.23%，处于缓慢修复阶段，其中二季度为 11.25%；19 年上半年管理费用率 2.92%，其中二季度 2.98%。

图 5：18 年毛利率持续走低后 19 年 H1 走势出现回暖



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：19 年 H1 期间费率整体下行

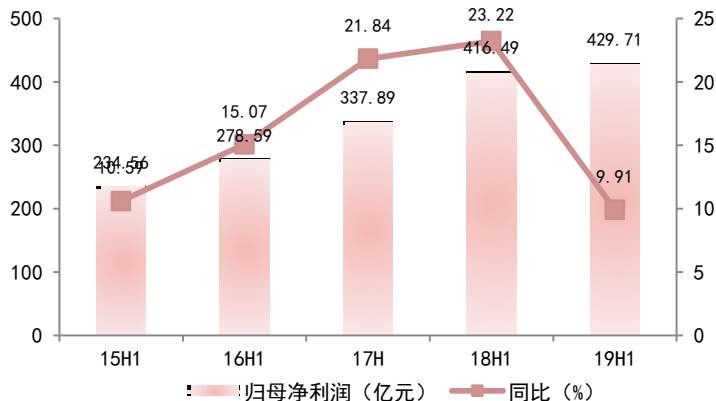


数据来源：wind，山西证券研究所

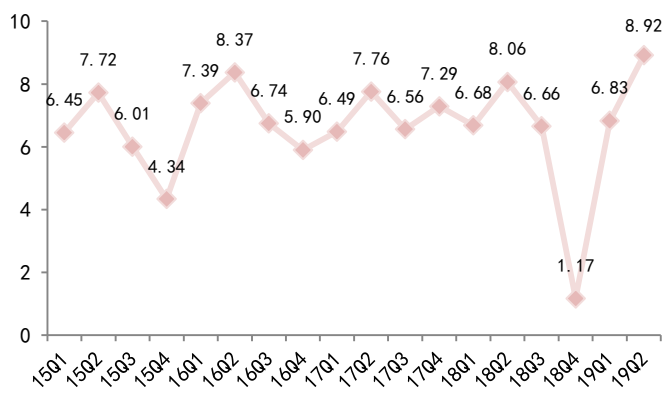
从盈利能力层面看，19 年上半年家电行业实现归母净利润 429.7 亿元，同比上涨 9.9%，净利润增速较 18 年有明显回升。其中二季度行业实现归母净利润 252.47 亿元，同比增长 12.1%，环比增长 42.44%。净利润率方面，上半年实现净利润率 8.08%，其中二季度回升到 8.91%，环比提升 1.08pct。

图 7：19 年 H1 净利润 429.7 亿元，同比增长 9.9%

图 8：19 年 H1 净利润率 8.08%，其中 Q2 回升 8.91%



数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind、山西证券研究所

2. 白电行业：龙头企业坚持研发创新，推动产品力稳步向上

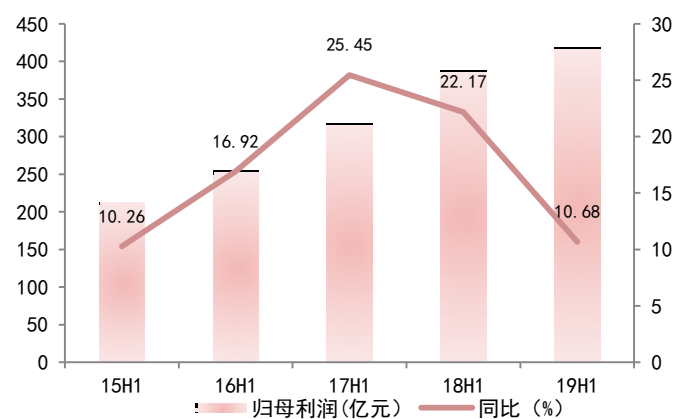
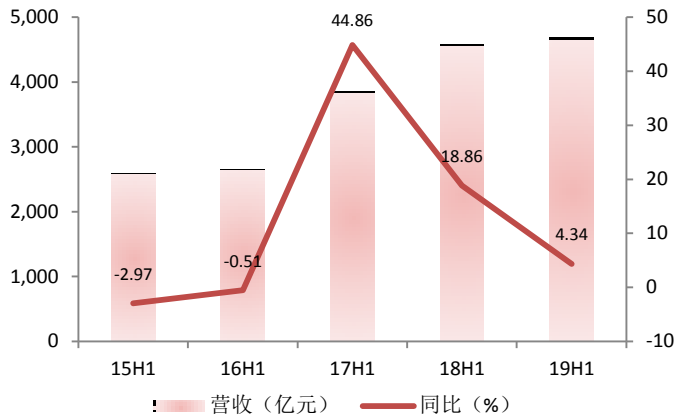
家电工业信息中心数据显示，上半年，空调市场零售额为 1,272 亿元，同比下降 3.7%；高效、舒适化、智能化的高端产品占比提升，其中一级能效空调市场份额已提升 55.1%，同时高能耗产品出仓加快，产品均价出现短期下降。洗衣机市场零售额达到 358 亿元，同比增长 2.7%。洗衣机行业升级趋势依旧明显，滚筒产品、大容量产品、洗烘一体产品等已经成为市场发展主流，洗烘一体滚筒洗衣机市场份额增幅超过 5 个百分点。冰箱市场零售额达到 460 亿元，同比下降 1%。产品升级明显，其中多门冰箱市场份额提升至接近 50%，除菌保鲜净味卖点受到行业关注。

2.1 行业营收增速稳健增长，产品结构升级明显

19 年上半年白电行业（空、冰、洗）实现营收 4678.1 亿元，同比增长 4.3%；在整体市场竞争激烈的背景下，上市公司表现超行业平均。二季度白电行业实现营收 2475.15 亿元，同比增长 4.5%，环比增长 12.36%；整体来看在空调行业内生需求犹存，冰洗产品结构升级带动均价上行的背景下，预计 19 年全年增速将维持个位数增长。19 年 H1 上市公司归母净利润 418.9 亿元，同比上涨 10.67%；二季度净利润 246.1 亿元，同比 +12.44%，环比增长 42.5%。我们认为随着行业升级渐成常态，费率、税率持续优化，预计 19 年上市公司全年净利润增速在 5%-8%。

图 9：19 年 H1 营收同比+4.34%，Q2 同比+4.5%

图 10：19 年 H1 年净利润同比+10.7%，Q2 同比+12.44%



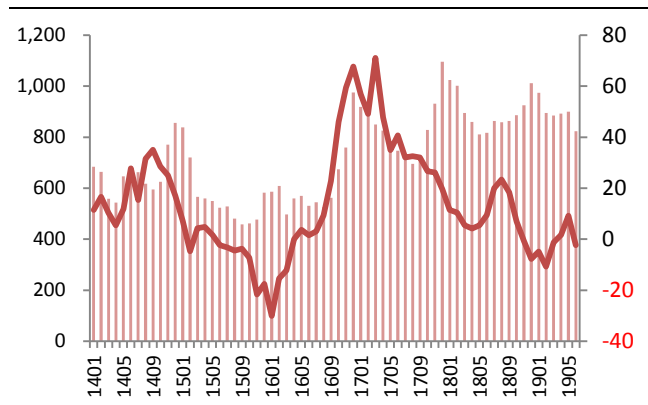
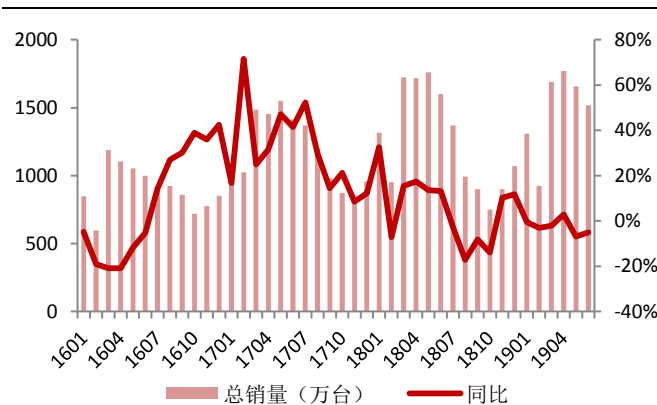
数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

19年1-6月，**空调**产量 8717.6 万台，同比-0.8%；销量 8866.9 万台，同比-2.2%；出口实现 3583.2 万台，同比下降 6%；内销 5283.8 万台，同比增长 0.5%。其中 6 月，空调产销分别为 1433 万台和 1518 万台，同比变化分别为-10.8%和-5.1%。从销售分布来看，空调出口 485.2 万台，同比+1.3%，内销 1032.8 万台，同比变动-7.8%。企业库存 823 万台，同比-2.4%。

图 11：6 月空调销量 1518 万台，同比-5.1%

图 12：6 月空调库存 823 万台，同比-2.4%

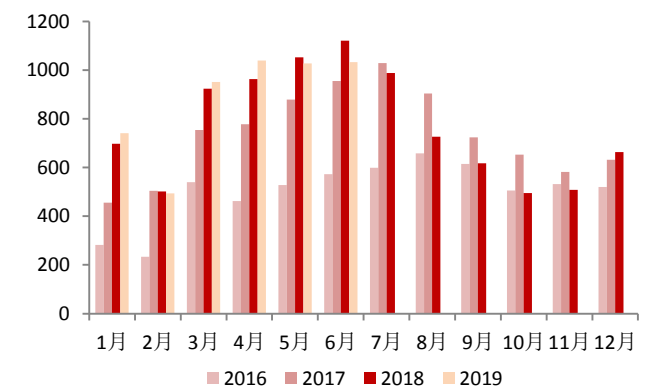
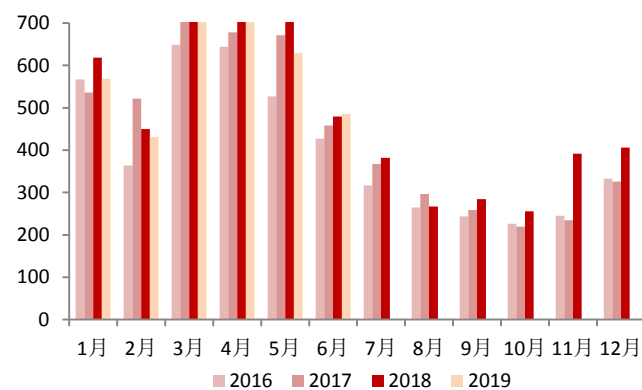


数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

图 13：6 月空调出口销量 485.2 万台，同比 1.3%

图 14：6 月空调内销 1032.8 万台，同比-7.8%



数据来源：wind，山西证券研究所

19年1-6月，洗衣机产出3146.6万台，同比增长5%；销量3161.5万台，同比增长2.5%；内销1018.5万台，同比+6.1%；出口2138.6万台，同比-0.2%。其中6月，洗衣机产销分别为512.4万台和483.2万台，同比分别变化+11.7%和+5.8%。从销售分布来看，洗衣机出口170.1万台，同比+3.5%；内销313.1万台，同比+7.2%。滚筒洗衣机方面，6月产量219.5万台，同比+14.7%；销量220.5万台，同比+10.6%；内销148.3万台，出口72.2万台，滚筒占比总销量45.6%，环比下降0.5个百分点，当月滚筒洗衣机销售占比仍处高位。

数据来源：wind，山西证券研究所

图 15：6月洗衣机产量512.4万台，同比+11.7%

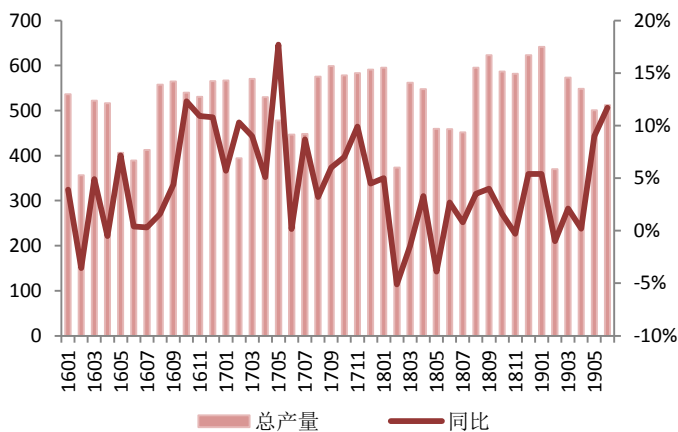
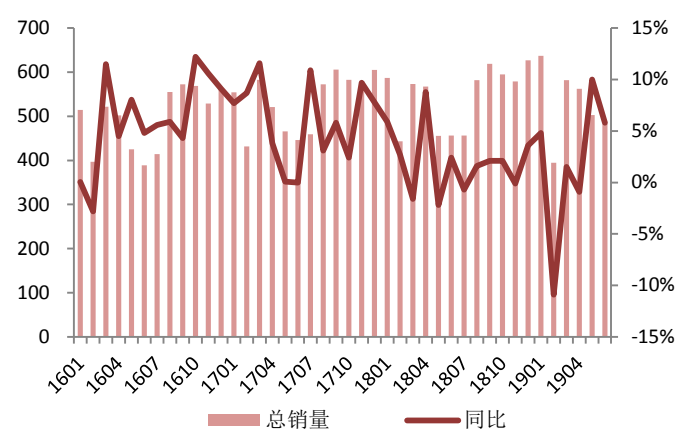
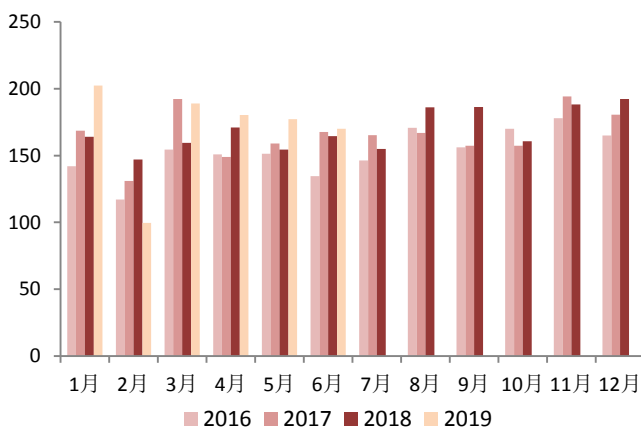


图 16：6月洗衣机销量483.2万台，同比+5.8%



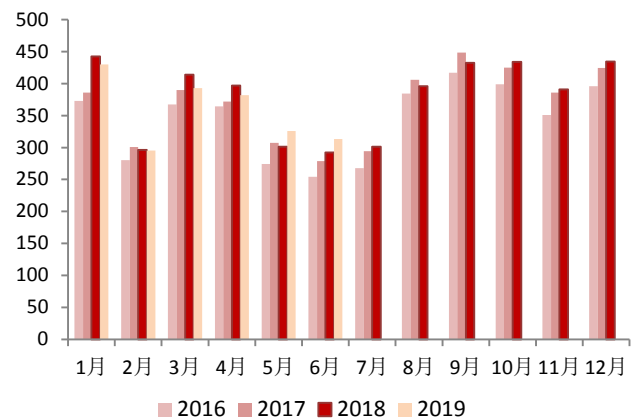
数据来源：wind，山西证券研究所

图 17：6月洗衣机出口170.1万台，同比+3.5%



数据来源：wind，山西证券研究所

图 18：6月洗衣机内销313.1万台，同比+7.2%

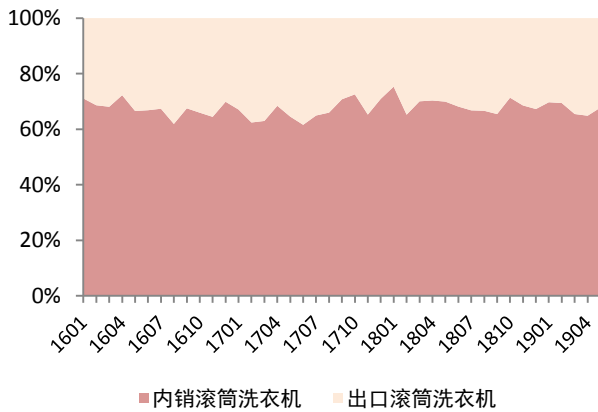


数据来源：wind，山西证券研究所

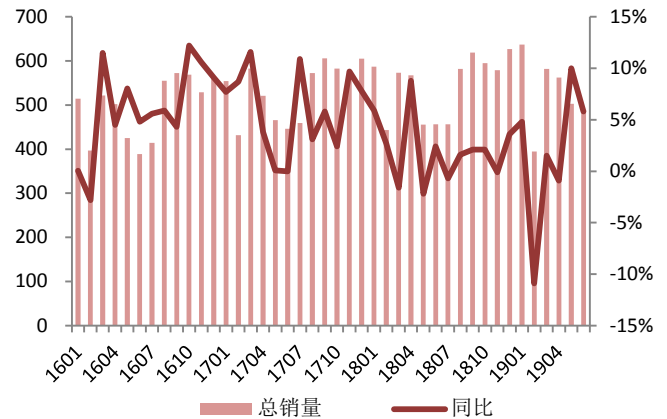
数据来源：wind，山西证券研究所

图 19：6月滚筒内销143.6万台，出口77.8万台

图 20：6月滚筒洗衣机销量占比45.6%



数据来源：wind，山西证券研究所

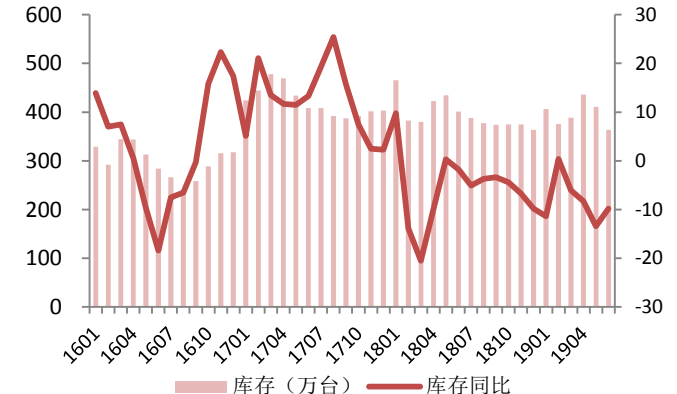
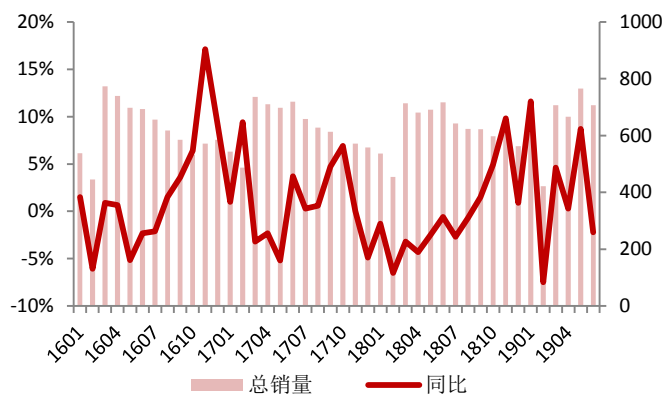


数据来源：wind，山西证券研究所

19年1-6月份，冰箱产量为3887万台，同比+2.5%；销量3874.3万台，同比上涨2.13%；出口1734.4万台，同比涨11%；内销2139.7万台，下降4.13%。其中6月，冰箱产销分别为675.4万台和707.2万台，同比分别变动为-1.1%和-2.2%。从销售分布来看，冰箱出口325.8万台，同比-1.8%；内销381.4万台，同比-2.6%。库存方面363.3万台，较上年同期同比-9.8%。

图 21: 6月冰箱销量 707.2万台，同比-2.2%

图 22: 6月冰箱库存 363.3万台，同比-9.8%

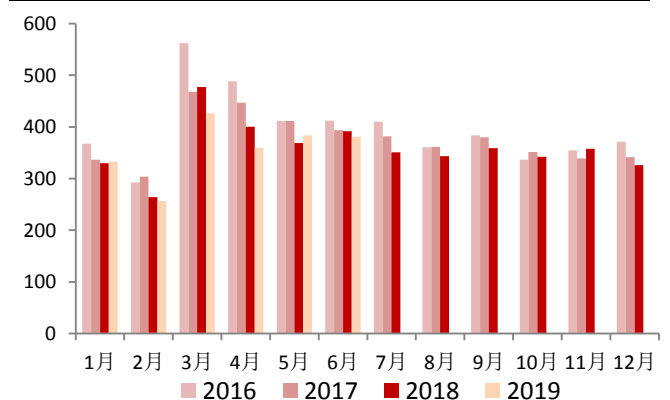
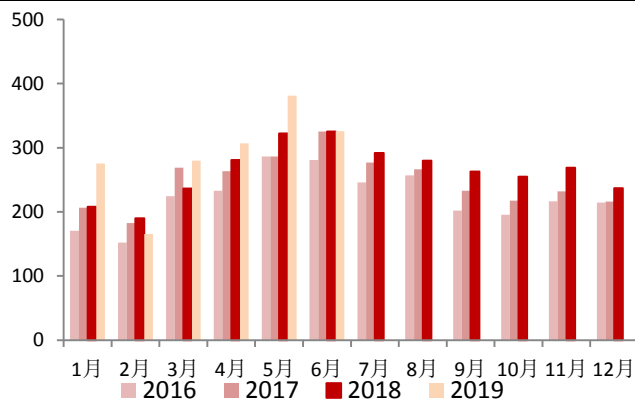


数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

图 23: 6月冰箱出口 325.8万台，同比-1.8%

图 24: 6月冰箱内销 381.4万台，同比-2.6%



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

2.2 上市龙头企业营收表现超行业平均

具体到上市公司层面，19年H1除澳柯玛(+14.8%)外，仅三家头部企业实现了收入规模的同比正增长，其中格力电器、美的集团及青岛海尔主营收入分别增长6.95%、7.82%及9.38%，头部企业优势明显，市场集中度继续提升。二季度美的集团、青岛海尔和格力继续领跑行业，同比均实现个位数增长，在加大产品促销抢夺市场份额及产品结构持续升级的带动下公司营收持续稳健，青岛海尔和美的的环比收入增速波动没有出现明显的周期迹象。而澳柯玛通过强化战略目标、强化绩效管理，近3年的营收增速发生了明显改善。

表 1：白电相关上市公司营收（亿元）及增速（%）表现

证券简称	18H1（亿元）	同比	19H1（亿元）	同比	Q2（亿元）	同比	环比
美的集团	1,426.24	14.60	1,537.70	7.82	785.65	7.79	4.47
格力电器	909.76	31.50	972.97	6.95	567.49	10.38	39.96
海尔智家	885.92	14.19	989.80	9.38	509.37	8.66	6.02
海信家电	203.71	15.70	189.50	-6.97	102.64	-9.94	18.15
长虹美菱	92.72	8.85	91.33	-1.49	49.10	-2.30	16.29
惠而浦	31.16	-7.84	26.92	-13.59	12.33	-13.18	-15.46
澳柯玛	29.55	23.27	33.93	14.80	18.85	13.60	24.95
春兰股份	5.02	131.87	1.05	-79.04	0.65	-72.52	60.95

资料来源：wind，山西证券研究所

相关上市公司中，19年上半年美的集团、格力和海尔的毛利率同比分别变动+2.3pct、+1pct和+0.13pct，头部企业凭借持续的全球资源配置与产业投入，全球领先的制造水平，规模优势以及完善的公司治理机制与有效的激励机制实现了盈利能力持续稳定改善。二季度格力电器、美的集团、海信家电和长虹美菱毛利分别同比提升1.95pct、1.91pct、2.07pct及3.06pct；从环比来看，格力、美的和海信家电维持了小幅提升态势。行业两级分化的趋势较为明显，基于成本端及行业所处阶段等因素分析，我们认为公司毛利率将处于区间窄幅震荡。

表 2：白电相关上市公司毛利率表现

证券简称	18H1	同比	19H1	同比	19Q2	同比	环比
格力电器	30.03	-1.91	31.02	1.00	31.33	1.95	0.74
美的集团	27.16	1.93	29.48	2.31	30.55	1.91	2.19
海尔智家	28.97	-1.22	29.10	0.13	29.08	-0.22	-0.04
惠而浦	23.05	2.53	22.56	-0.49	22.29	0.38	-0.50
澳柯玛	20.21	-1.84	20.42	0.20	19.69	0.46	-1.64
海信家电	18.39	-0.12	20.37	1.98	20.85	2.07	1.06

长虹美菱	16.32	-1.54	17.99	1.66	16.26	3.06	-3.73
------	-------	-------	-------	------	-------	------	-------

资料来源：wind，山西证券研究所

上市公司中，19年上半年净利率提升的有格力电器（0.04pct）、美的集团（0.78pct）、澳柯玛（0.31pct）和海信家电（1.13pct），行业龙头增速基本稳定。二季度美的、海信家电和格力电器等公司的增速延续性较好，海尔智家净利润率的同比有小幅下降迹象（-0.55pct），但环比表现有所改善，提升1.45pct。

表 3：白电相关上市公司历年净利润率及变动表现

证券简称	18H1	同比	19H1	同比	19Q2	同比	环比
美的集团	9.66	0.38	10.44	0.78	12.12	0.96	3.42
长虹美菱	0.57	-0.58	0.51	-0.07	-0.19	-0.15	-1.50
格力电器	14.16	0.43	14.20	0.04	14.31	0.15	0.25
海信家电	4.07	0.07	5.21	1.13	5.40	0.80	0.41
澳柯玛	2.12	0.24	2.43	0.31	2.39	0.48	-0.10
海尔智家	6.70	-0.11	6.30	-0.41	7.00	-0.55	1.45
惠而浦	9.28	11.82	-2.23	-11.51	-3.62	-19.92	-2.57

资料来源：wind，山西证券研究所

2.3 “T+3”模式推动美的空调存货水平明显下降

19年上半年白电行业整体存货为751.06亿元，同比下降5.2%。具体到上市公司层面，龙头企业美的、海尔和格力分别变动-18.7%、+6.7%和+0.8%。其中美的在集团内部践行T+3战略，持续推动渠道变革转型，缩减线下渠道层级，推进代理商优化整合和赋能建设，坚定持续降低库存，优化结构和精简SKU，大幅提升渠道效率，强化内销终端全品类协同。青岛海尔则运用统仓统配，提升效率。通过建设营销、物流、售后、信息四网融合的服务体系，实现产品/客户/用户/员工信息的互联互通，订单全流程可视，提升全流程服务质量。

表 4：白电相关上市公司历年存货表现

证券简称	2016	同比	2017	同比	2018	同比	19H1	同比
澳柯玛	6.27	10.2%	7.80	24.3%	8.45	8.4%	7.96	-5.9%
春兰股份	8.38	-13.9%	5.49	-34.6%	4.63	-15.5%	4.42	-4.6%
格力电器	90.25	-4.7%	165.68	83.6%	200.12	20.8%	201.81	0.8%
海信家电	26.60	17.2%	33.98	27.7%	29.56	-13.0%	28.76	-2.7%
惠而浦	9.48	-4.5%	7.67	-19.1%	7.34	-4.2%	7.25	-1.2%
美的集团	156.27	49.6%	294.44	88.4%	296.45	0.7%	241.07	-18.7%
海尔智家	152.38	78.0%	215.04	41.1%	223.77	4.1%	238.68	6.7%
长虹美菱	19.75	27.9%	29.18	47.8%	21.74	-25.5%	21.13	-2.8%
合计	469.38	10.8%	759.27	61.8%	792.07	4.3%	751.07	-5.2%

资料来源：wind，山西证券研究所

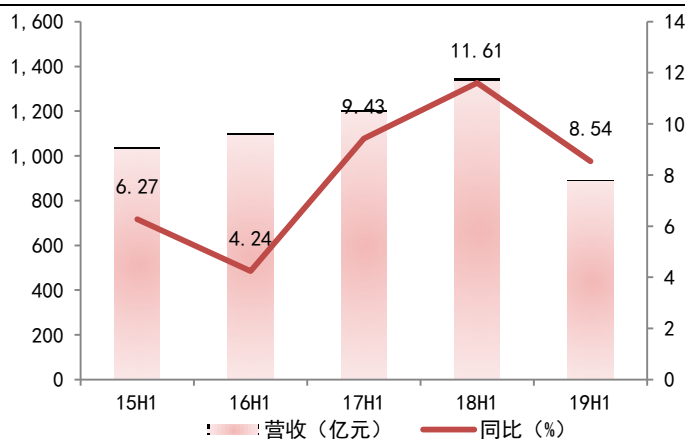
3. 黑电行业：智能化普及程度高，行业进入壁垒低

受技术进步升级挑战以及互联网品牌低价冲击的影响，加之行业不断有新进入者以及居民保有量基本充分的条件下，行业竞争日趋激烈。从产品表现来看，65吋及80吋以上大屏市场增长迅速，4K电视零售量占比重达66.60%，超高清分辨率逐渐成为了市场的标配；在显示技术方面，OLED电视在高端市场占比过半，总体来看，高清、大屏、智能成为产业升级的主流趋势。

3.1 行业营收稳健增长，净利润下滑明显

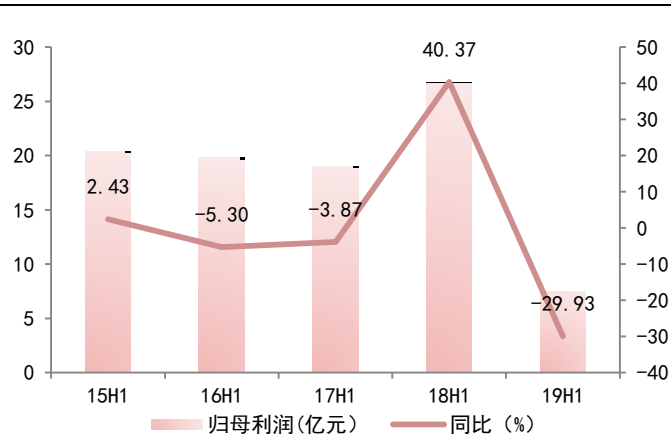
19年H1黑电行业实现营收891.4亿元，同比增长8.54%。二季度实现营收468.4亿元，同比增长12.5%，环比增长10.7%；整体来看在黑电在以价换量的带动下行业主营增速持续稳健，预计19年全年收入增速将维持个位数增长。19年H1上市公司归母净利润7.5亿元，同比-30%；彩电行业市场竞争激烈，受技术更新放缓，互联网电视在网上的占有率持续加大，高端电视价格降幅较多等因素的影响，给传统彩电企业的经营带来巨大的压力。二季度实现净利润4.4亿元，同比-11.9%，环比增长44%。总体来看，彩电销售呈现屏幕尺寸大、分辨率提高、新技术产品快速提升的发展走向，我们认为智能化、物联网、8K生态链的拓展以及5G技术的升级或给企业带来转型的机遇，净利下跌趋势有望收窄。预计19年全年净利润增速在-5%—-12%。

图 25：19H1 年营收 891 亿元，同比+9.4%



数据来源：wind，山西证券研究所

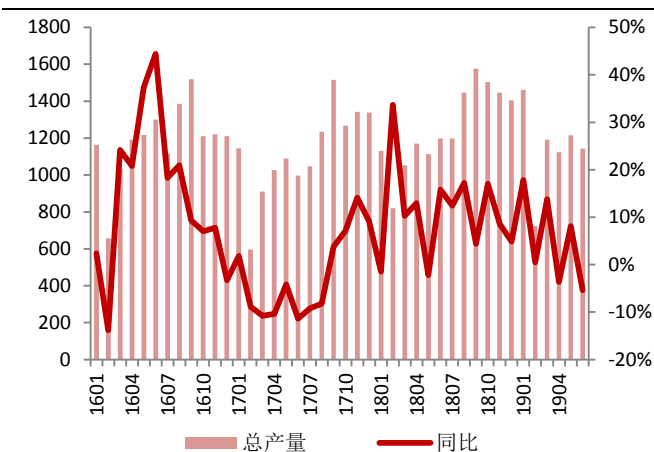
图 26：19H1 净利润 7.5 亿元，同比-55.3%



数据来源：wind，山西证券研究所

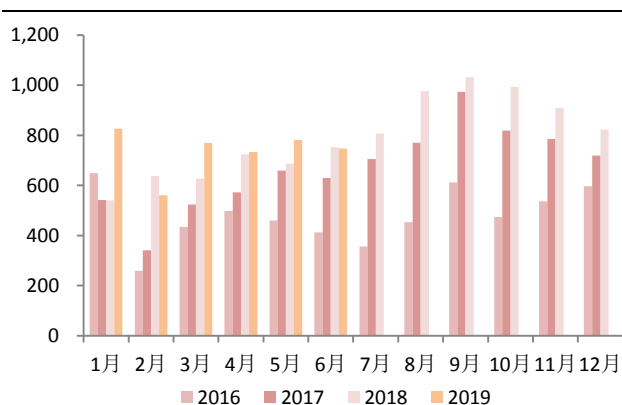
19年上半年中国彩电市场零售量规模为2200万台，同比下降2.7%，零售额规模为640亿元，同比下降11.8%，零售面积在大尺寸化影响下增长3.3%，达到1604万平方米。1-6月行业产量6856.7万台，同比增长5.7%；销量6802万台，同比增长5.3%；出口4421万台，同比增长11.3%；内销2381万台，同比下降4.2%。6月，彩电产销分别为1142.2万台和1126.4万台，分别同比变动-5.4%和-4.7%。出口747.9万台，同比变动-0.7%；内销378.5万台，同比变动-11.8%。

图 27：6 月彩电产量 1142.2 万台，同比-5.4%



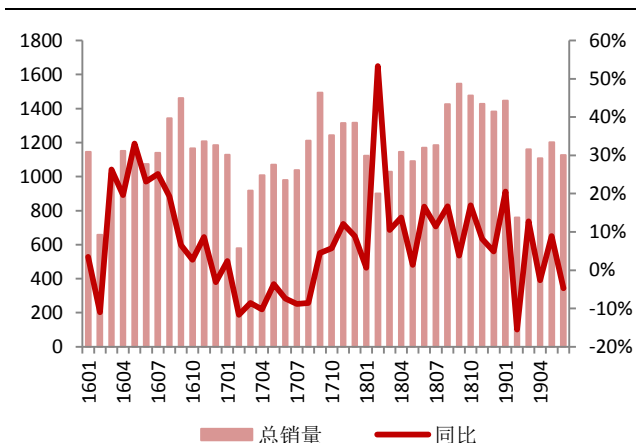
数据来源：wind，山西证券研究所

图 29：6 月彩电出口 747.9 万台，同比-0.7%



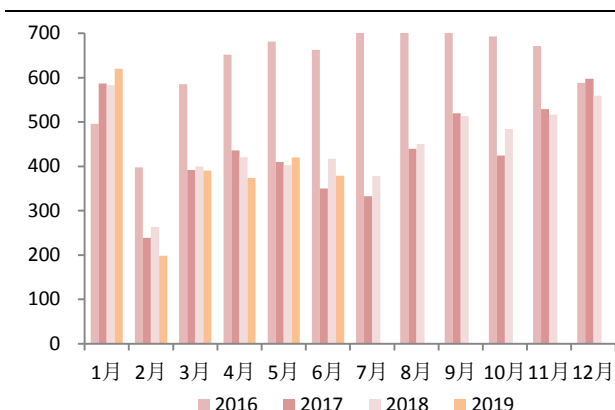
数据来源：wind，山西证券研究所

图 28：6 月彩电销量 1126.4 万台，同比-4.7%



数据来源：wind，山西证券研究所

图 30：6 月彩电内销 378.5 万台，同比-11.8%



数据来源：wind，山西证券研究所

3.2 市场激烈竞争使彩电企业利润空间持续被压缩

营收表现具体到上市公司层面，19 年 H1 主要黑电上市公司收入规模除 TCL 均实现同比正增长，其中康佳、海信电器及四川长虹主营收入分别增长 47.7%、7.8% 及 3.5%。二季度康佳继续维持高增长（55%）、兆驰（22.6%）及海信（20.65%）的增速也较为亮眼。TCL 彩电营收下降 47.3%，主要是公司积极转型，定位高科技产业集团并完成重组剥离智能终端及相关配套业务所致。

表 5：黑电相关上市公司营收（亿元）及增速（%）表现

证券简称	18H1（亿元）	同比	19H1（亿元）	同比	Q2（亿元）	同比	环比
深康佳 A	176.25	260.36	54.53	47.72	152.64	54.93	41.70
兆驰股份	55.93	58.13	49.33	3.93	33.47	22.64	35.72
海信电器	140.12	151.04	3.28	7.79	74.82	20.65	-1.85
四川长虹	384.02	399.67	10.47	3.45	198.97	1.15	-0.86
TCL 集团	525.24	437.82	0.67	-16.64	141.81	-47.27	-52.09

资料来源：wind，山西证券研究所

相关上市公司中，19年H1海信电器和兆驰股份的毛利率呈现正增长0.87pct和0.7pct，其中海信电视通过积极调整产品线、整合销售渠道、加强销售终端管控等措施，积极优化产品结构，实现市场占有率持续攀升。其余各彩电公司的毛利率同比变动均为负值，我们认为主要原因在于市场竞争激烈，大屏幕、智能等中高端产品均价持续下降导致企业盈利空间受到挤压。二季度毛利同比小幅上调的为兆驰股份、海信电器和四川长虹，而环比持续上涨的为兆驰股份和海信电器。整体来看，上市公司毛利率变动基本维持区间波动。

表 6：黑电相关上市公司历年毛利率表现（%）

证券简称	18H1	同比变动	19H1	同比变动	19Q2	同比	环比
深康佳 A	6.71	-4.65	5.23	-1.48	4.89	-0.74	-0.83
兆驰股份	10.41	-3.82	11.11	0.70	11.65	0.93	1.28
海信电器	14.91	1.16	15.77	0.87	16.81	2.23	2.07
四川长虹	12.19	-1.51	11.96	-0.23	11.65	0.12	-0.62
TCL 集团	18.29	-2.57	14.67	-3.61	8.88	-8.29	-8.58

资料来源：wind，山西证券研究所

19年H1黑电行业整体存货为313.4亿元，较18年下降-30.9%，主要受TCL重组剥离智能终端及配套业务影响所致。具体到相关上市公司，存货涨幅较大的有海信电器（+10.1%），我们认为其主要原因在于公司产品积极优化产品结构，大屏、8K和OLED等中高端产品的占比增大，导致存货总额提升。兆驰股份存货上涨34%，主要系公司原材料增加所致。

表 7：黑电相关上市公司历年存货表现（亿元）

证券简称	2016	合计	2017	合计	2018	合计	19H1	同比
TCL 集团	128.25	42.0%	129.46	0.9%	198.88	53.6%	42.32	-78.7%
海信电器	37.39	33.5%	32.31	-13.6%	35.28	9.2%	38.84	10.1%
深康佳 A	42.87	48.7%	46.90	9.4%	54.88	17.0%	58.10	5.9%
四川长虹	120.45	2.5%	148.59	23.4%	141.13	-5.0%	156.23	10.7%
兆驰股份	11.11	6.6%	18.43	65.9%	13.36	-27.5%	17.92	34.1%
合计	347.72	24.2%	387.34	11.4%	453.79	17.2%	313.41	-30.9%

资料来源：wind，山西证券研究所

4. 厨小家电迎来产业结构性上涨

据家电研究院统计，19年上半年，厨电产品零售额为767亿元，同比增长0.4%。厨电产品整体规模增长乏力，热水器、油烟机和燃气灶的零售额均有所下降。而洗碗机、集成灶和受政策推动的厨余垃圾处理

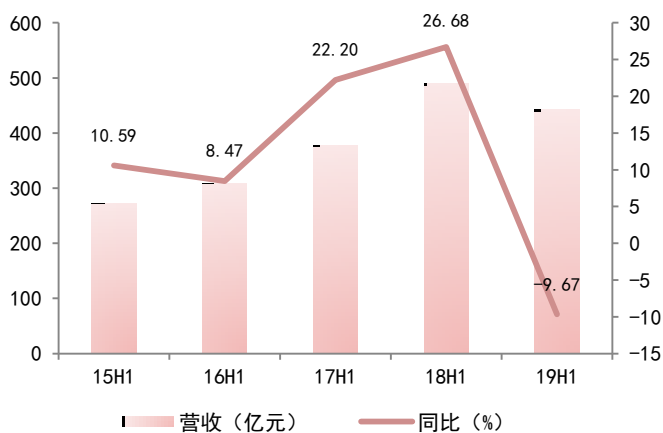
器等新品类保持高速增长。小家电零售额为 567 亿元，同比增长 4.5%。吸尘器、料理机、电饭煲零售额相比去年同期实现个位数的增长。随着人们健康养生观念的日益加强和养生需求持续释放，养生壶市场增速超过 30%。

4.1 厨电企业表现分化明显，小家电市场规模增速有所放缓

根据中怡康数据显示，2019 年上半年，厨房电器主要品类吸油烟机、燃气灶、消毒柜零售额分别变动 -5.86%、-4.09%、-17.72%，传统厨电处于低迷态势，仅集成灶、洗碗机等新兴细分行业逆势上涨。

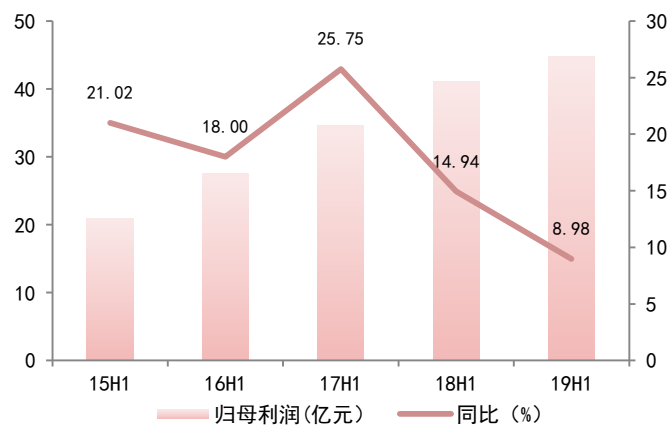
19 年 H1 厨小电上市公司实现营收 443.3 亿元，同比-9.67%；二季度实现营收 222.74 亿元，同比增长-11.5%，环比+1%；整体来看传统烟机灶具和热水器需求疲弱且部分传统小家电进入产业升级瓶颈导致企业营收出现负增长。19 年 H1 上市公司净利润 44.85 亿元，在营收增速为负的情况下，由于高毛利的新品类的市场影响力快速提升促使行业净利润同比实现 8.98%。二季度净利润 24.1 亿元，同比+12.66%，环比增长 15.86%。考虑到高毛利的线下零售渠道持续疲弱以及小家电所处产业上升阶段但增速放缓的多重因素，我们预计 19 年全年厨小家电净利润增速在+3%—+8%。

图 31：19 年 H1 营收，同比-9.67%，



数据来源：wind，山西证券研究所

图 32：19 年 H1 净利润，同比+8.98%，



数据来源：wind，山西证券研究所

4.2 集成式、健康类产品营收持续向好，龙头企业维持双位数增长

营业收入表现具体到上市公司层面，19 年 H1 主要厨小家电上市公司收入规模同比变化涨跌不一。其中涨幅达双位数的有：浙江美大（25.2%）、九阳股份（15%）、苏泊尔（11.15%）和奥佳华（11%），在子行业普遍回落的背景下拉动行业小幅增长 0.4%。其中二季度子行业维持分化行情，浙江美大以同比增长 21.4%，环比增长 43.25% 继续领跑行业。此外，九阳股份和新宝股份均维持了同比和环比的双位数增长。飞科电器和荣泰健康二季度的表现好于一季度，开始有缓慢复苏迹象。

表 8：厨小家电相关上市公司营收（亿元）及增速（%）表现

证券简称	18H1（亿元）	同比	19H1（亿元）	同比	Q2（亿元）	同比	环比
苏泊尔	88.49	25.27	98.36	11.15	43.62	10.09	-20.31
华帝股份	31.74	17.24	29.30	-7.68	15.99	-8.61	20.13
九阳股份	36.40	11.34	41.87	15.04	23.88	15.30	32.79
爱仕达	15.30	7.89	16.24	6.15	7.64	7.55	-11.22
老板电器	34.97	9.35	35.27	0.88	18.67	-1.98	12.45
万和电气	37.64	22.79	35.51	-5.66	15.28	-4.11	-24.44
奥佳华	22.09	31.61	24.52	11.01	12.09	2.94	-2.69
浙江美大	5.62	50.79	7.04	25.24	4.15	21.14	43.25
新宝股份	37.63	-0.88	40.43	7.44	21.63	11.20	15.07
融捷健康	5.08	13.43	3.52	-30.78	1.68	-31.70	-8.23
莱克电气	28.22	9.32	27.95	-0.97	13.89	5.61	-1.15
荣泰健康	12.36	50.41	10.97	-11.22	5.86	-7.41	14.65
飞科电器	18.16	5.41	17.25	-5.01	8.79	-5.59	3.91

资料来源：wind，山西证券研究所

相关上市公司中，19 年 H1 主要厨小家电上市公司中毛利率提升较快的有万和电气（+6.73pct）、华帝股份（+3.37pct）、新宝股份（+2.83pct）和浙江美大（+2.27pct），老板电器、苏泊尔则小幅提升，九阳和飞科电器毛利率下滑幅度小于 1%。二季度厨电中的万和电气、浙江美大和华帝股份继续提升毛利水平，按摩类小家电出现明显毛利率下滑，但环比有所缓和；九阳股份二季度同比和环比表现均有一定回落。

表 9：厨小家电相关上市公司毛利率变动（%）

证券简称	18H1	同比变动	19H1	同比变动	19Q2	同比	环比
老板电器	53.42	-3.89	54.66	1.24	54.54	0.20	-0.26
浙江美大	51.20	-2.67	53.47	2.27	53.21	4.17	-0.63
华帝股份	46.55	2.71	49.92	3.37	51.41	3.90	3.29
飞科电器	39.35	0.12	38.60	-0.76	38.68	-2.08	0.16
奥佳华	36.59	-1.89	36.80	0.21	36.88	0.12	0.15
爱仕达	37.62	-3.18	36.73	-0.89	35.27	-1.28	-2.75
万和电气	26.64	-2.08	33.37	6.73	34.68	8.11	2.30
九阳股份	33.02	0.79	32.33	-0.69	32.04	-2.11	-0.69
苏泊尔	30.23	0.19	30.78	0.54	30.15	0.95	-1.13
荣泰健康	34.23	-5.06	29.41	-4.83	29.71	-3.62	0.66
莱克电气	24.04	-5.11	25.75	1.71	26.80	2.36	2.08
新宝股份	18.54	-1.37	21.37	2.83	22.82	3.69	3.12
融捷健康	25.85	-4.94	20.25	-5.59	21.07	-2.14	1.56

资料来源：wind，山西证券研究所

从盈利能力来看，相关上市公司在 19 年 H1 净利润率正向变动较大的有华帝股份（+2.7pct）、新宝股份

(+2.27pct)、万和电气(+1.98pct)和莱克电气(+1.18pct)。其中华帝以零售为导向加强终端动销，增设产品管理中心统筹产品规划，使开发与终端市场紧密衔接，产品开发效率提升。在产品研发方面加大对高端产品的研发与创新，公司重点推出洗碗机、蒸烤一体机等嵌入式产品并实现了洗碗机本土化。19年二季度华帝股份、新宝股份、荣泰健康、万和电气及莱克电气等公司的增速延续性较好。

表 10：厨小家电相关上市公司历净利润率及变动表现

证券简称	18H1	同比	19H1	同比	19Q2	同比	环比
浙江美大	25.92	-0.66	25.88	-0.04	25.78	1.23	-0.24
飞科电器	21.92	-0.08	19.48	-2.44	19.68	-4.33	0.41
老板电器	18.88	0.19	19.20	0.32	18.96	0.14	-0.53
华帝股份	11.01	1.96	13.70	2.69	16.63	3.42	6.45
荣泰健康	11.77	-2.39	12.35	0.58	13.86	0.70	3.25
九阳股份	10.22	-1.05	9.55	-0.67	10.06	-0.76	1.19
万和电气	7.49	0.53	9.47	1.98	10.10	1.65	1.12
苏泊尔	8.35	-0.30	8.51	0.16	7.39	0.15	-2.02
莱克电气	7.26	-1.47	8.44	1.18	10.79	0.75	4.68
新宝股份	3.69	-1.43	5.96	2.27	7.01	2.11	2.25
爱仕达	5.80	0.14	4.71	-1.09	3.83	-2.73	-1.67
奥佳华	6.71	1.05	4.08	-2.63	5.29	-4.72	2.38
融捷健康	5.81	-1.80	-7.75	-13.56	-3.20	-5.07	8.72

资料来源：wind，山西证券研究所

4.3 厨电企业库存下降明显，小家电库存显著增加

19年H1厨小家电行业主要公司应收账款合计为143.5亿元，同比+20.3%。具体到企业层面，19年H1各公司除莱克电气(-5%)、融捷健康(-56%)和荣泰健康(-1%)下调外，均出现不同程度的增长。其中浙江美大上涨104.7%，主要是期末收到采用银行承兑汇票结算的货款比期初有所增加，此外公司给予经销商信用额度的支持有所增加。

表 11：厨小家电相关上市公司应收帐款表现（亿元）

证券简称	17H1	同比	18H1	同比	19H1	同比
苏泊尔	19.03	-14.6%	22.62	18.9%	27.28	20.6%
老板电器	12.89	30.3%	14.49	12.4%	19.64	35.5%
华帝股份	8.06	21.3%	13.42	66.4%	18.35	36.8%
九阳股份	13.59	10.2%	16.09	18.5%	17.23	7.1%
万和电气	15.08	57.6%	9.73	-35.5%	14.83	52.4%
新宝股份	8.32	29.4%	10.19	22.5%	10.42	2.3%
莱克电气	9.48	45.4%	10.71	13.0%	10.18	-4.9%
爱仕达	5.03	15.5%	7.15	42.3%	8.61	20.4%

奥佳华	4.19	16.4%	5.15	22.9%	7.87	52.9%
飞科电器	1.84	161.6%	2.95	60.3%	5.00	69.8%
融捷健康	3.10	82.2%	5.21	68.2%	2.32	-55.5%
荣泰健康	1.00	55.9%	1.36	35.9%	1.34	-1.4%
浙江美大	0.14	-4.6%	0.22	62.5%	0.46	104.7%

资料来源：wind，山西证券研究所

19年上半年厨小家电行业整体存货为96.58亿元，同比+1.87%，分别来看，小家电的库存增长更为明显。具体到相关上市公司，库存明显上涨的有飞科电器(+30.3%)、荣泰健康(+20%)和浙江美大(+22.4%)。其中飞科电器主要是公司备货增加，公司优化飞科品牌海外销售库存管理为海外市场销售提供货源保障。苏泊尔和万和电气库存下降明显，分别下降34.7%和31.2%，主要系公司推进工业体系的市场快速反应能力，使存货周转加快，库存得到合理控制。

表 12：厨小家电相关上市公司存货表现（亿元）

证券简称	2016	同比	2017	同比	2018	同比	19H1	同比
爱仕达	5.92	20.0%	7.11	20.0%	8.24	15.9%	8.14	-1.2%
奥佳华	5.77	43.2%	7.49	29.9%	8.61	14.9%	9.35	8.6%
飞科电器	3.70	0.4%	3.31	-10.6%	5.63	70.2%	7.34	30.3%
华帝股份	3.70	33.8%	4.60	24.4%	4.84	5.1%	4.68	-3.2%
九阳股份	4.08	-24.1%	5.16	26.4%	7.47	44.8%	6.45	-13.7%
莱克电气	4.92	37.3%	7.29	48.2%	7.00	-4.1%	6.28	-10.2%
老板电器	9.14	26.7%	11.13	21.7%	13.47	21.0%	12.16	-9.7%
荣泰健康	1.00	-6.9%	1.91	90.9%	1.52	-20.3%	1.82	20.0%
融捷健康	2.34	34.7%	2.87	22.6%	2.54	-11.6%	2.29	-9.7%
苏泊尔	16.97	18.9%	21.86	28.8%	23.62	8.0%	16.25	-31.2%
万和电气	8.75	10.2%	14.58	66.6%	13.87	-4.9%	9.06	-34.7%
新宝股份	9.63	30.2%	10.15	5.4%	11.84	16.6%	11.96	1.0%
浙江美大	0.48	18.7%	0.74	52.4%	0.64	-12.9%	0.79	22.4%
合计	76.41	18.6%	98.20	28.5%	109.29	11.3%	96.58	3.6%

资料来源：wind，山西证券研究所

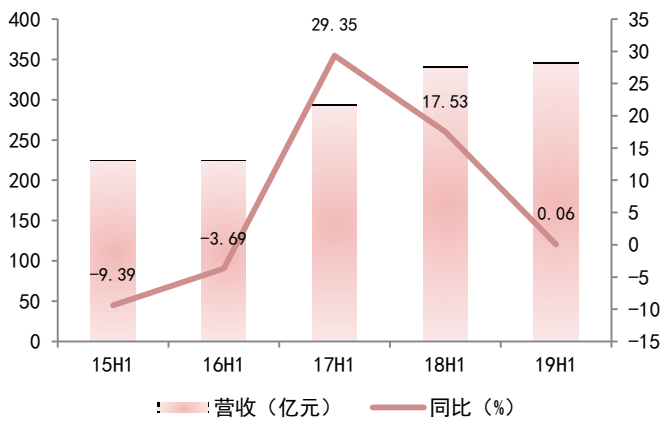
5. 家电零部件：主营增速平淡，盈利能力明显提升

5.1 行业表现平稳，净利润增速明显

19年H1家电零部件实现营收345.86亿元，同比增长0.06%；二季度实现营收179.6亿元，同比增长-1.5%；在下游整体企业产能明显收缩影响下，家电上游行业主营基本持平，预计19年全年增速维持个位数增长是大概率事件。上半年上市公司净利润19.2亿元，同比+20.9%，19年二季度净利润12.53亿元，同比+30.9%，

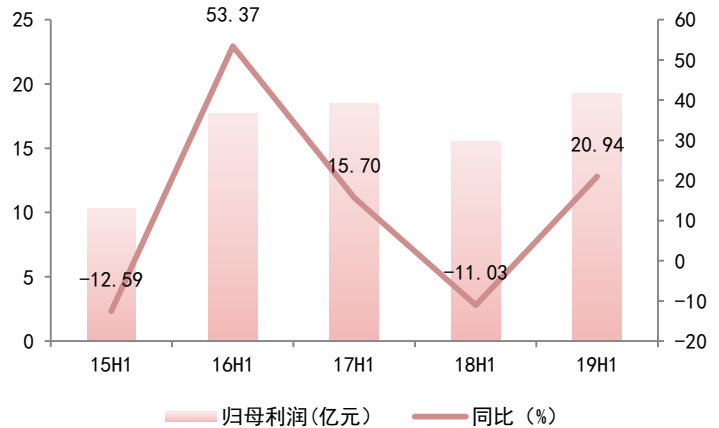
环比+87.1%。考虑到未来下游企业净利润增速水平，我们预计 19 年全年家电零部件净利润增速在 10-15% 之间。

图 33：19 年 H1 营收 345.86，同比+0.06%



数据来源：wind，山西证券研究所

图 34：19 年 H1 净利润 19.2，同比+20.9%



数据来源：wind，山西证券研究所

5.2 上市公司出现规模放缓迹象

营业收入表现具体到上市公司层面，19 年 H1 主要家电零部件上市公司收入规模中涨幅居前的星帅尔 (+70%)、奇精机械 (+22.38%)、聚隆科技 (+13.2%) 和春光科技 (+11.2%) 实现了双位数增长。规模较大的企业中仅三花智控实现了同比 4.3% 的增长，海立股份和长虹华意出现小幅回落。二季度除三星新材和朗迪集团出现收入同比下降，其余公司均实现了上涨。整体来看受下游行业需求不足影响，零部件行业出现规模明显放缓迹象。

表 13：家电零部件相关上市公司营收（亿元）及增速（%）表现

证券简称	18H1 (亿元)	同比	19H1 (亿元)	同比	Q2 (亿元)	同比	环比
海立股份	69.83	32.05	68.25	-2.27	34.24	0.51	0.67
三花智控	55.90	15.15	58.31	4.31	30.50	1.23	9.67
长虹华意	47.36	8.48	45.95	-2.96	24.11	1.28	10.34
朗迪集团	8.31	37.38	8.37	0.70	4.56	-6.06	19.66
奇精机械	6.37	2.43	7.80	22.38	4.11	19.03	11.37
汉宇集团	3.68	-1.23	4.01	8.90	1.96	2.67	-4.92
星帅尔	2.00	22.26	3.40	70.13	1.84	69.53	17.48
春光科技	2.20	6.57	2.44	11.16	1.38	2.86	29.24
三星新材	1.95	19.93	1.90	-2.42	0.93	-14.43	-3.64
聚隆科技	1.17	-37.27	1.33	13.24	0.75	13.92	28.87

资料来源：wind，山西证券研究所

相关上市公司中，19H1 主要家电零部件上市公司中毛利率向好的有聚隆科技 (+10.6%)、三星新材

(+3.96pct)。二季度出现同比和环比双提升的有聚隆科技、三星新材、三花智控、海立股份和朗迪集团。

表 14：家电零部件相关上市公司历年毛利率及变动表现

证券简称	18H1	同比	19H1	同比	19Q2	同比	环比
汉宇集团	35.78	-6.82	36.43	0.65	35.53	0.25	-1.76
聚隆科技	22.41	-8.00	33.03	10.62	34.61	10.93	3.62
春光科技	36.41	-0.93	32.95	-3.46	32.26	-4.29	-1.58
三星新材	28.94	-0.91	32.90	3.96	33.98	4.26	2.12
星帅尔	39.17	-2.39	32.47	-6.70	31.74	-6.15	-1.58
三花智控	27.64	-0.97	28.32	0.68	31.12	3.37	5.89
朗迪集团	24.38	-1.01	24.26	-0.12	24.84	0.76	1.27
奇精机械	18.35	-1.96	15.31	-3.04	14.50	-2.73	-1.73
海立股份	13.20	0.17	13.21	0.01	13.75	0.49	1.09
长虹华意	11.55	-1.15	10.94	-0.61	10.89	-0.84	-0.12

资料来源：wind，山西证券研究所

从盈利能力来看，相关上市公司在 19 年上半年你净利润率为正向增长的有聚隆科技（+19.1pct）和三星新材（+0.65pct），其余公司均有不同程度下滑；二季度行业表现继续回落，仅三星新材实现了同比环比双增长。

表 15：家电零部件相关上市公司历年净利润率及变动表现

证券简称	18H1	同比	19H1	同比	19Q2	同比	环比
聚隆科技	5.46	-10.17	24.55	19.09	19.29	7.27	-12.03
三星新材	18.38	0.23	19.03	0.65	21.83	4.83	5.50
春光科技	20.46	1.39	18.67	-1.80	22.20	-3.29	8.11
星帅尔	26.34	-0.28	17.55	-8.79	16.94	-8.10	-1.31
汉宇集团	16.18	-9.58	16.08	-0.10	16.02	-3.19	-0.10
三花智控	12.27	0.08	11.81	-0.46	13.99	-0.40	4.59
朗迪集团	8.33	-2.11	7.47	-0.86	7.80	-0.08	0.72
奇精机械	5.95	-1.60	4.71	-1.24	4.36	-1.22	-0.72
海立股份	3.27	0.55	3.17	-0.11	2.37	-0.41	-1.59
长虹华意	2.52	-2.25	2.05	-0.47	2.61	-1.05	1.16

资料来源：wind，山西证券研究所

5.3 上游企业营运能力表现良好

19 年 H1 家电零部件主要上市公司应收账款合计为 127.8 亿元，同比-22.2%。具体到企业层面，各公司除星帅尔（+33.8%）、三花智控（+0.2%）和奇精机械（+0.1%）外，其余公司均出现下降。

表 16：家电零部件相关上市公司应收帐款表现（亿元）

证券简称	17H1	同比	18H1	同比	19H1	同比
三花智控	30.63	27.5%	43.85	43.2%	43.94	0.2%
海立股份	53.19	48.1%	62.22	17.0%	31.57	-49.3%
长虹华意	32.49	20.2%	35.23	8.4%	30.56	-13.2%
朗迪集团	4.34	51.3%	5.58	28.7%	5.26	-5.8%
奇精机械	4.30	35.9%	5.03	16.8%	5.03	0.1%
星帅尔	2.07	3.8%	2.76	33.1%	3.70	33.8%
聚隆科技	3.21	3.4%	2.97	-7.5%	2.18	-26.8%
汉宇集团	1.74	-1.9%	2.07	19.0%	2.01	-3.0%
三星新材	2.22	55.0%	2.57	15.6%	1.68	-34.4%

资料来源：wind，山西证券研究所

19年H1家电零部件行业整体存货为61.58亿元，同比-6.2%；具体到相关上市公司，除奇精科技（13.4%）和春光股份（20.7%）外其余公司存货均出现下降。

表 17：家电零部件相关上市公司存货表现（亿元）

证券简称	2016	同比	2017	同比	2018	同比	19H1	同比
海立股份	12.92	5.8%	20.81	61.0%	22.94	10.3%	22.20	-3.2%
三花智控	12.04	1.7%	18.57	54.2%	20.27	9.2%	18.05	-11.0%
长虹华意	8.65	15.6%	13.79	59.4%	11.83	-14.2%	10.28	-13.1%
奇精机械	1.93	7.1%	3.03	56.7%	3.53	16.7%	4.00	13.4%
朗迪集团	1.89	20.0%	2.73	44.6%	2.94	7.4%	2.77	-5.8%
汉宇集团	1.10	7.7%	1.34	21.8%	1.68	25.6%	1.61	-4.2%
星帅尔	0.54	10.8%	0.67	24.4%	0.80	18.9%	1.35	68.3%
聚隆科技	0.42	-2.8%	0.43	2.5%	0.82	90.2%	0.51	-37.7%
春光科技	0.35	21.8%	0.37	3.1%	0.40	8.9%	0.48	20.7%
三星新材	0.33	0.1%	0.41	24.0%	0.47	12.7%	0.32	-31.6%
合计	40.18	7.2%	62.14	54.6%	65.67	5.7%	61.58	-6.2%

资料来源：wind，山西证券研究所

6. 投资策略

19年上半年，家电板块上市公司整体经营表现基本符合预期。在白电品牌集中度持续攀升，黑电积极探索高清显示技术、大屏化、智能化以及新赛道的挖掘，厨小家电行业出现结构性调整，同时上游原材料延续下降趋势、人民币贬值以及减税降负红利将持续显现的背景下，整体行业增长呈现出明显的结构化差异。白电及小家电的盈利能力在结构升级的趋势下仍有进一步改善空间。其中空调行业整体疲弱但头部市场集中度明显集中，从长期来看，国内保有量相对发达国家仍处较低水平加之三四线地区的需求逐步放量，未来空调市场仍有较大增大空间；冰洗则以更新需求为主，距离行业天花板空间较小，但产品升级趋

势明显，实现小幅增长在预期之中。而黑电行业市场集中度低且高端产品定价持续下降盈利空间被压缩使得行业净利润表现难有大幅好转。小家电产品类型正在由可选消费品向必需消费品发展，用户黏性增强将提升市场规模。传统厨电中低端需求增加以及创新渠道占比上升等多重因素叠加后，预期细分行业利润率将进一步压缩，但集成灶、洗碗机等新品类的市场规模逆势扩张使得行业面临结构性分化。从行业整体来看考虑到内需向高质量产业发展的长期趋势，海外市场综合表现稳步向上，我们预计行业整体主营增速仍将维持平稳增长。推荐：**美的集团、青岛海尔、浙江美大、格力电器**。

重点公司推荐

美的集团（000333.sz）

公司目前已成为集消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、智能供应链为一体的科技集团。在传统业务方面，公司产品市场地位稳固，空调业务突飞猛进，产品品质与口碑持续改善，公司全品类及全球协同的市场竞争优势进一步稳固。在拓展业务方面，公司正加快库卡机器人中国业务整合，进一步推动工业机器人、医疗、仓储自动化三大领域的业务拓展，以期实现自动化业务板块的全面高速增长。此外公司实施渠道扁平化，推进代理商优化整合和赋能建设，大幅提升渠道效率。

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 3.7\4\4.5，PE 为 14.4\13.3\11.6，维持“买入”评级。

格力电器（000651.sz）

公司是一家多元化、科技型的全球工业集团，旗下拥有格力、TOSOT、晶弘三大品牌，产业覆盖暖通空调、生活电器、高端装备、通信设备等四大领域。暖通空调业务引领行业，公司龙头地位稳固，公司 19 年上半年线下市场占有率位居第一，线上占有率第二。其中中央空调以 15.23% 的市场占有率继续领跑国内中央空调行业，延续了 2012 年以来蝉联国内中央空调市场占有率第一的态势。在轨道交通领域，公司现已覆盖一二线 26 个城市高达 70 条地铁线，成为我国轨道交通领域重要的空调设备供应商。在科技创新方面，公司蝉联家电企业专利授权量榜首，自主研发实力得到广泛认可。

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 5.2\6.62\7.42，PE 为 10.7\8.4\7.5，上调“买入”评级。

青岛海尔（600690.sh）

公司已构建起世界领先的白电、厨卫产业集群并覆盖全品类成套产品。公司基于品牌、研发、智造、渠道、服务和 U+智慧家庭平台，为消费者提供“5+7+N”智慧成套解决方案。公司积极推进高端品牌及海外自主创新牌，高端产品份额增速亮眼，在市场环境相对低迷的情况下实现了营收的稳定增长。整体上半年海尔品牌高端产品增幅 49%，冰/洗/空/厨各产业高端收入均实现 30% 以上增长。公司通过在海外市场形成研发、制造、营销“三位一体”布局，加速推进人单合一转型在海外的落地。上半年，公司在海外实现收入 467

亿元，同比增长 24%，海外收入占比 47%，占公司全球收入比重提升 5 pct。

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.6\1.74\1.93，PE 为 9.75\8.92\8.04，维持“买入”评级。

浙江美大 (002677.sz)

公司是集成灶专业化生产制造企业，基本实现了机器换人和自动化生产，同时引入台湾先进的集成化物流管理系统，建造全自动高智能化立体仓库二个。公司新增 110 万台集成灶及高端厨房电器项目基本建设已进入扫尾阶段，公司通过大力开展品牌建设，加快建立多元化营销渠道，积极培养客户认知，集成概念认同度明显提升。实现了企业经营业务的快速增长和盈利能力的稳步提升。随着即时性、集成式、品质化的烹饪体验已经逐渐成为新的厨房消费需求所在，公司有望获得行业红利。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.76\0.94\1.1，PE 分别为 17.1/13.8\11.8，维持“买入”评级。

7. 风险提示

宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；中美贸易摩擦；消费需求不振等。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

