

## 营收放缓，毛利率提升，龙头集中延续

——家电行业 2019 半年报总结

### 报告要点：

#### ● 行业营收增速放缓，龙头集中延续

家电上市公司增速在经历了 2017、2018 两年双位数增长后，开始放缓。2019H1 家电行业总营收 5662.4 亿元，同比增长 6.9%。净利润 457.4 亿元，同比增长 8.6%。受益于主要原材料价格持续走低，家电行业毛利率较去年同期提升 0.9pct 至 26.2%。同时，由于销售费用率提升 0.6pct、管理+研发费用率提升 0.4pct，总费用率提升 0.9pct 至 17.0%，行业整体净利率提升 0.1pct 至 8.1%。2019H1 家电行业集中度进一步提升。格力美的海尔占行业营收比例较去年同期提升 0.9pct 至 62.1%；净利润占比较去年提升 1.5pct 至 78.9%，龙头盈利能力进一步提升。

#### ● 子行业净利润增速分化

分行业来看，家电各子行业营收出现不同程度的放缓。黑电、白电以及小家电增速为正，增速分别为 12.4%、7.0%以及 6.1%；照明、厨电及零部件则出现负增长，增速分别为-4.6%、-1.3%以及-0.4%。虽然家电各子行业均出现营收放缓，但净利润情况出现分化。照明、厨电、白电净利润增速超过营收增速，分别为 26.6%、13.6%以及 9.6%；零部件、小电以及黑电净利润增速则低于营收增速，分别为-9.5%、3.7%以及 0.6%。

#### ● 产品升级、渠道变化趋势延续

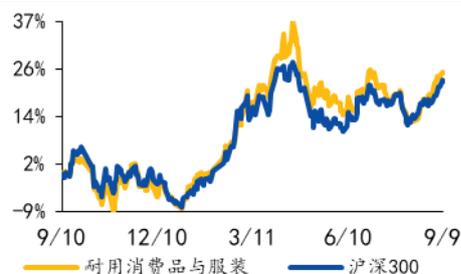
家电行业产品升级趋势继续延续。变频挂机线下市场占有率由 2018 年 56.7%提升至 2019H1 的 62.6%。洗烘一体机线下市场份额从 2015 年 9.8%提升至 2019H1 的 37.8%。冰箱市场中直冷二三门产品逐渐被更多样化产品替代。随着产品升级趋势的延续，行业龙头将凭借其在供应链、研发以及渠道等多方面优势进一步巩固其市场地位，龙头集中趋势或将继续。渠道方面，由于电商的发展，传统经销商渠道架构被不断冲击。渠道扁平化成为趋势，这使得白电行业出现网批模式、小家电线上销售占比提升、厨电的工程渠道发展壮大。我们认为，随着家电行业渠道进一步变化，各子行业龙头效率将进一步提升，**建议关注行业龙头格力电器、美的集团以及老板电器、苏泊尔等。**

#### 风险提示

空调销量增速不及预期，出口订单增速不及预期，原材料价格大幅波动的风险。

## 中性|首次

### 过去一年市场行情



资料来源：Wind

### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 满在朋  
 执业证书编号 S0020519070001  
 电话 021-51097188-1851  
 邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 邢翰文  
 电话 021-51097188-1833  
 邮箱 xinghanwen@gyzq.com.cn

## 附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
000651	格力电器	增持	59.4	357334.41	4.36	4.61	4.89	13.62	12.93	12.19
000333	美的集团	增持	53.84	373590.54	3.08	3.30	3.62	17.48	15.81	14.45
002508	老板电器	增持	27.07	25690.08	1.55	1.62	1.73	17.46	16.67	15.62
002032	苏泊尔	增持	71.65	58833.24	2.04	2.37	2.69	35.07	30.22	26.66

资料来源：Wind，国元证券研究中心

## 目 录

1.行业营收增速放缓，龙头集中延续.....	5
1.1 居民可支配收入稳健增长，家电消费由负转正.....	5
1.2 家电行业营收增速放缓，现金流大幅提升.....	6
1.3 龙头集中趋势延续.....	9
1.4 股价大幅增长，估值提升.....	10
2.子行业净利润增速分化.....	11
2.1 白电：营收利润增速放缓，三大白集中度进一步提升.....	13
2.2 小家电：营收及利润增速持续下滑.....	16
2.3 照明：毛利率大幅提升导致净利润增速反转.....	18
2.4 黑电：营收增速稳定，利润增速下降.....	20
2.5 厨电：行业规模下滑，净利润维持双位数增长.....	21
2.6 零部件：营收净利负增长，现金流大幅好转.....	22
3.产品升级、渠道变化趋势延续.....	23
3.1 产品升级延续.....	23
3.2 渠道变化仍在进行中.....	25
3.3 重点个股点评.....	25
4.风险提示.....	26

## 图表目录

图 1：城镇居民收入增速保持稳定.....	5
图 2：家用电器零售额增速放缓.....	5
图 3：家电上市公司增速放缓.....	6
图 4：行业整体毛利率、净利率提升.....	6
图 5：LME 铝现货价格持续走低.....	7
图 6：LME 铜现货价格持续走低.....	7
图 7：中国塑料价格指数持续走低.....	7
图 8：冷轧板价格持续走低.....	7
图 9：行业整体销售费用率提升.....	7
图 10：行业经营性净现金流大幅提升.....	8
图 11：提供商品劳务收到现金流大幅提升.....	8
图 12：应付款项增长 18.3%.....	9
图 13：应付票据占比提升，应收票据占比降低.....	9
图 14：格力美的海尔行业净利润占比远高于营收占比.....	10
图 15：家电行业年初至今涨幅排名第六.....	10
图 16：家电行业市盈率较去年同期增加 29.3%.....	11
图 17：家电子行业营收增速放缓.....	12
图 18：家电子行业利润增速分化.....	13
图 19：白电销售量微增.....	13

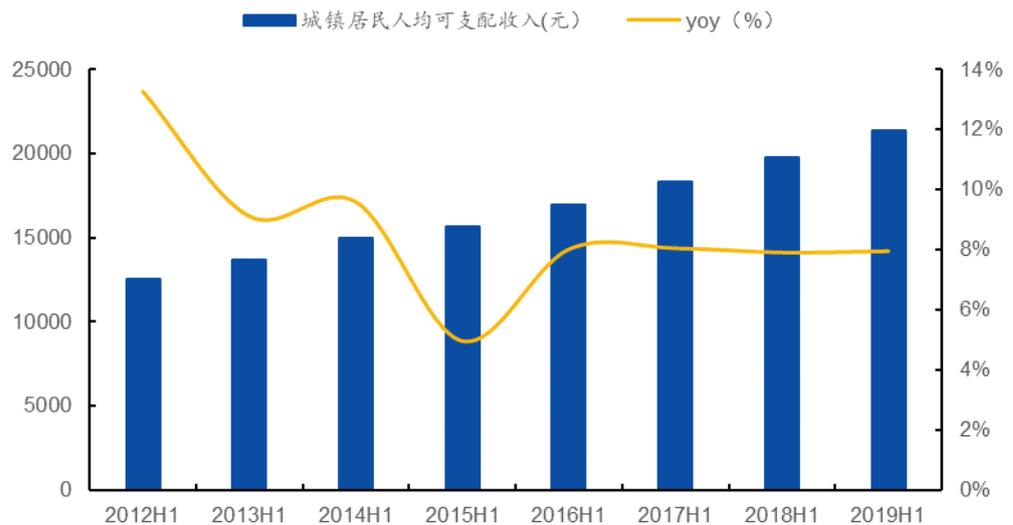
图 20: 白电营收利润增速均放缓.....	14
图 21: 白电原材料价格下降导致毛利率提升 1.2pct.....	14
图 22: 白电总费用率提升 1.1pct.....	14
图 23: 白电应付款项增长使得经营活动产生现金流净额大幅增加.....	15
图 24: 白电龙头净利润占比达到 96.2% .....	15
图 25: 白电龙头获得超行业增速增长 .....	16
图 26: 白电龙头毛利率较行业毛利率多 0.9pct.....	16
图 27: 白电龙头总费用率与行业持平 .....	16
图 28: 各品类小家电零售规模 .....	17
图 29: 料理机与养生壶增速较快.....	17
图 30: 小电营收净利持续下滑 .....	18
图 31: 小电毛利率微增净利率下滑 .....	18
图 32: 小电总费用率提升 0.6pct.....	18
图 33: 照明行业净利润增速大幅扭转 .....	19
图 34: 照明毛利率大幅提升 .....	19
图 35: 照明总费用率温和上涨 .....	19
图 36: 照明行业在建工程大幅提升 .....	20
图 37: 黑电营收增速稳定, 净利润增速下降 .....	20
图 38: 黑电毛利率持续下降 .....	21
图 39: 黑电总费用率保持稳定 .....	21
图 40: 厨电营收增速下滑, 净利增长维持双位数 .....	21
图 41: 厨电毛利率提升 3.1pct .....	22
图 42: 厨电总费用率提升 1.7pct.....	22
图 43: 零部件营收净利均负增长.....	22
图 44: 毛利率稳定, 净利率下滑.....	23
图 45: 总费用率提升 1.0pct .....	23
图 46: 经营活动现金流净额大幅好转 .....	23
图 47: 空调变频趋势延续.....	24
图 48: 洗烘一体机占比已达到 37.8%.....	24
图 49: 直冷三门冰箱逐渐被取代.....	25
表 1: 公司分类 (一) .....	11
表 2: 公司分类 (二) .....	12
表 3: 2019H1 白电线上线下销售分化.....	25

## 1.行业营收增速放缓，龙头集中延续

### 1.1 居民可支配收入稳健增长，家电消费由负转正

上半年城镇居民人均可支配收入持续增长，达到 21342 元，增长达到 8.0%。相较于 2015 年 H1 城镇居民可支配收入 15698.9 元增长 5643.1 元，CAGR 为 7.9%。

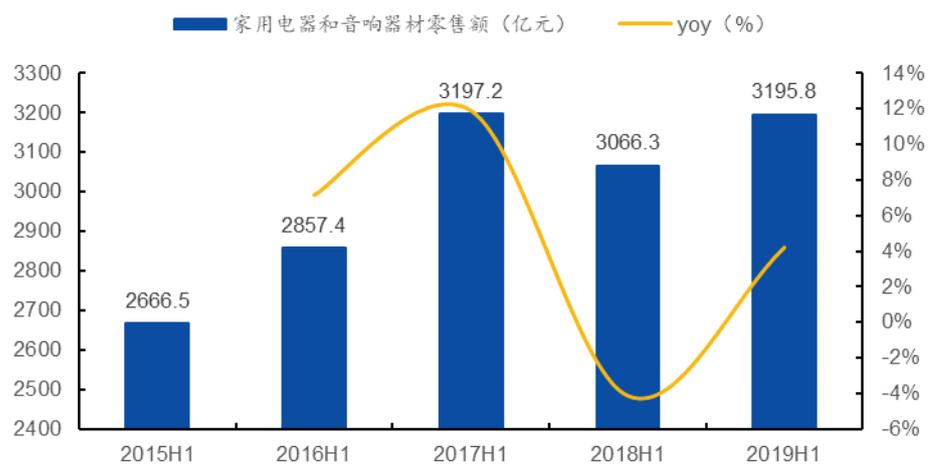
图 1：城镇居民收入增速保持稳定



资料来源：国家统计局，Wind，国元证券研究中心

家用电器和音响器材零售额在经历了 2018H1 的-4.1%增长后，2019H1 重新回归正增长，增速达到 4.2%至 3195.8 亿元。相较于 2015H1 的 2666.5 元增加 529.3 元，CAGR 为 4.6%。

图 2：家用电器零售额增速放缓

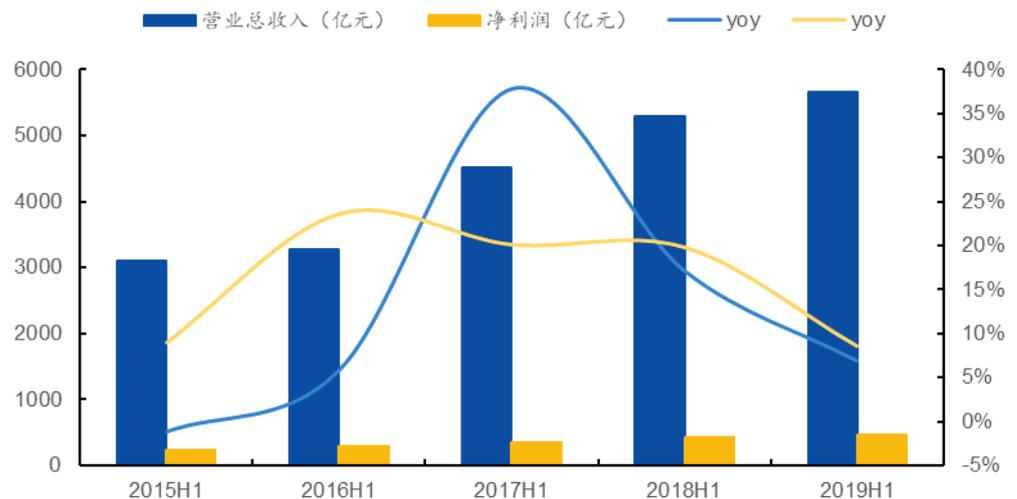


资料来源：国家统计局，Wind，国元证券研究中心

## 1.2 家电行业营收增速放缓，现金流大幅提升

相较而言，家电上市公司增速在经历了2017、2018两年双位数增长后开始放缓。2019H1 家电行业总营收 5662.4 亿元，同比增长 6.9%。净利润 457.4 亿元，同比增长 8.6%。相较于 2015H1 营业总收入 3099.2 亿元以及净利润 236.6 亿元分别增长 2563.3 亿元以及 220.8 亿元，CAGR 分别为 16.3% 以及 17.9%。

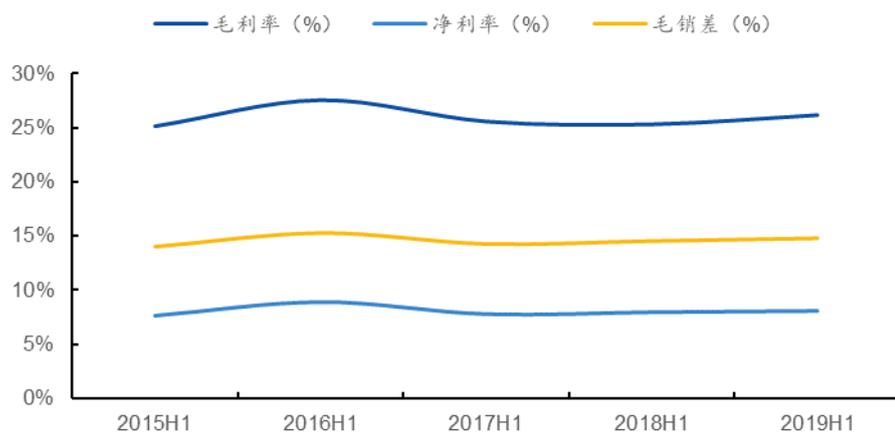
图 3：家电上市公司增速放缓



资料来源：Wind，国元证券研究中心

受益于主要原材料价格持续走低，家电行业毛利率较去年同期提升 0.9pct 至 26.2%。同时，由于销售费用率提升 0.6pct、管理+研发费用率提升 0.4pct，总费用率提升 0.9pct 至 17.0%，行业整体净利率提升 0.1pct 至 8.1%。

图 4：行业整体毛利率、净利率提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5: LME 铝现货价格持续走低



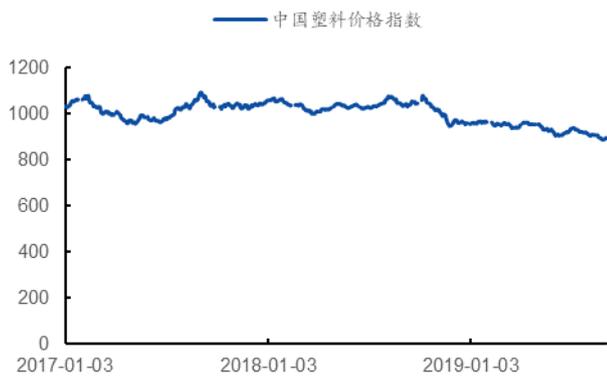
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 6: LME 铜现货价格持续走低



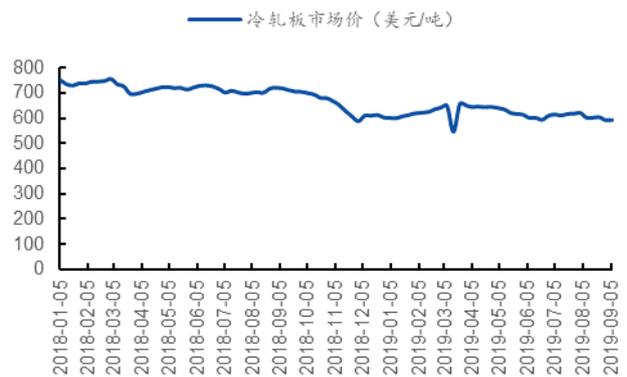
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 7: 中国塑料价格指数持续走低



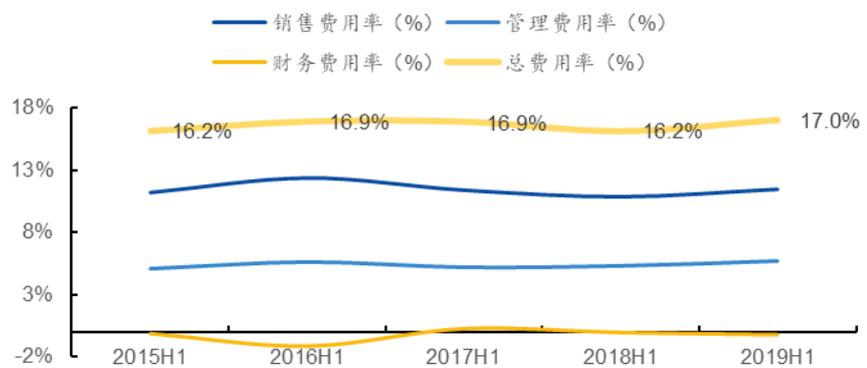
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 8: 冷轧板价格持续走低



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 9: 行业整体销售费用率提升



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

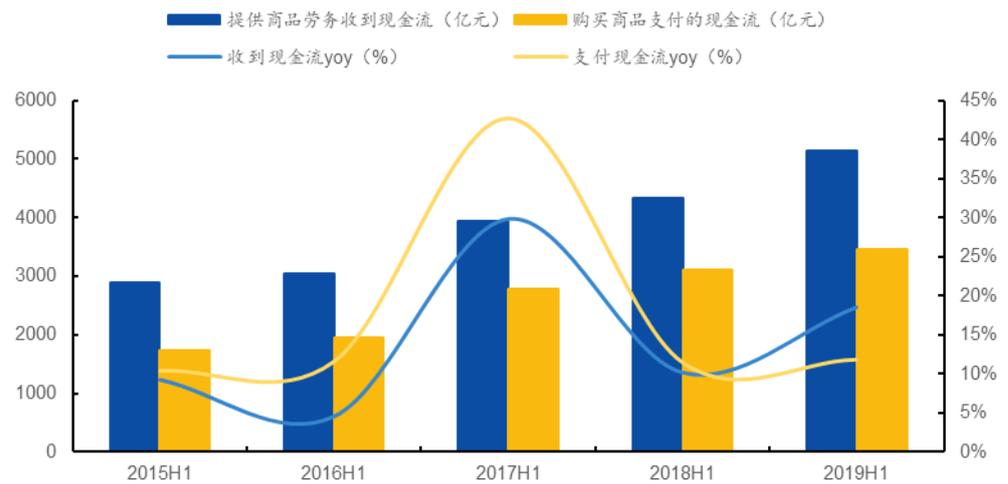
由于应付款项同比提升 18.3%至 3098.9 亿元，使得家电行业经营活动产生现金流净额同比提升 111.9%至 475.5 亿元。从应收票据及应付票据占应收款项、应付款项比例来看，应收票据占比由 2015H1 的 58.6%下降至 2019H1 的 45.4%，下降 15.4pct；应付票据占比由 2015H1 的 31.4%提升至 2019H1 的 41.3%，提升 9.8pct。

图 10：行业经营性净现金流大幅提升



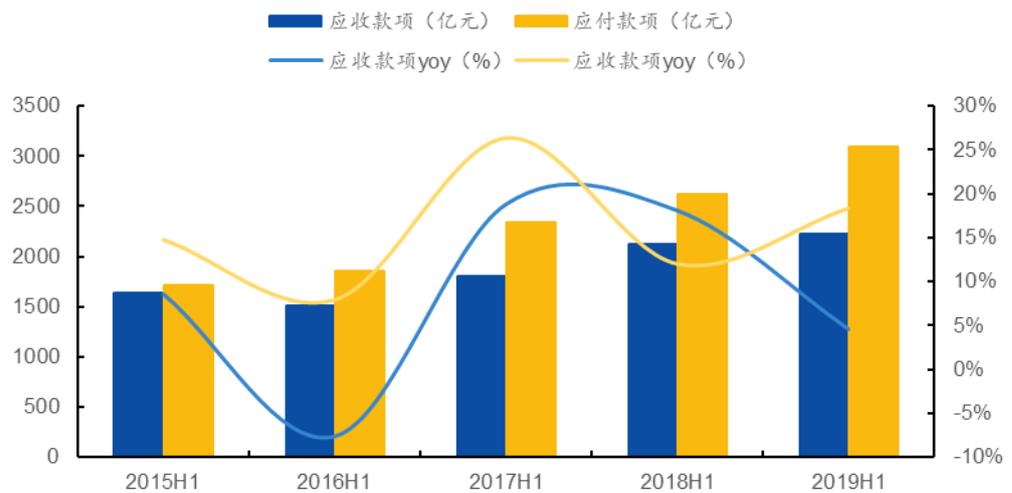
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 11：提供商品劳务收到现金流大幅提升



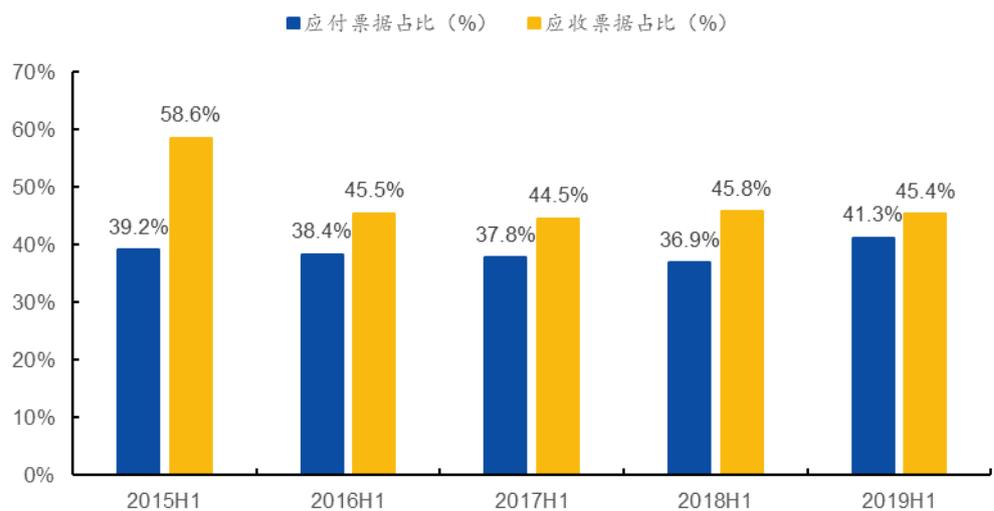
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 12: 应付款项增长 18.3%



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 13: 应付票据占比提升, 应收票据占比降低

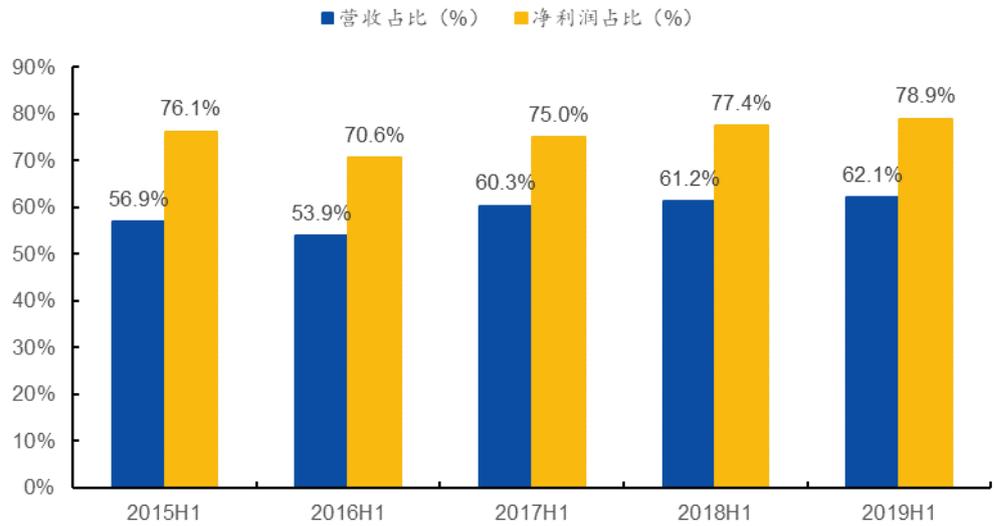


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

### 1.3 龙头集中趋势延续

2019H1 家电行业集中度进一步提升。格力美的海尔占行业营收比例较去年同期提升 0.9pct 至 62.1%；净利润占比较去年提升 1.5pct 至 78.9%，龙头盈利能力进一步提升。

图 14：格力美的海尔行业净利润占比远高于营收占比

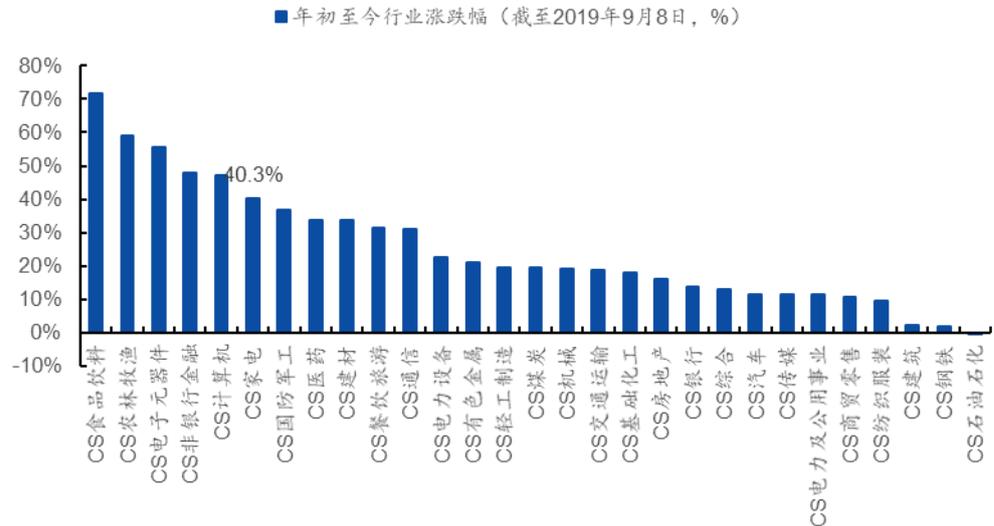


资料来源：Wind，国元证券研究中心

#### 1.4 股价大幅增长，估值提升

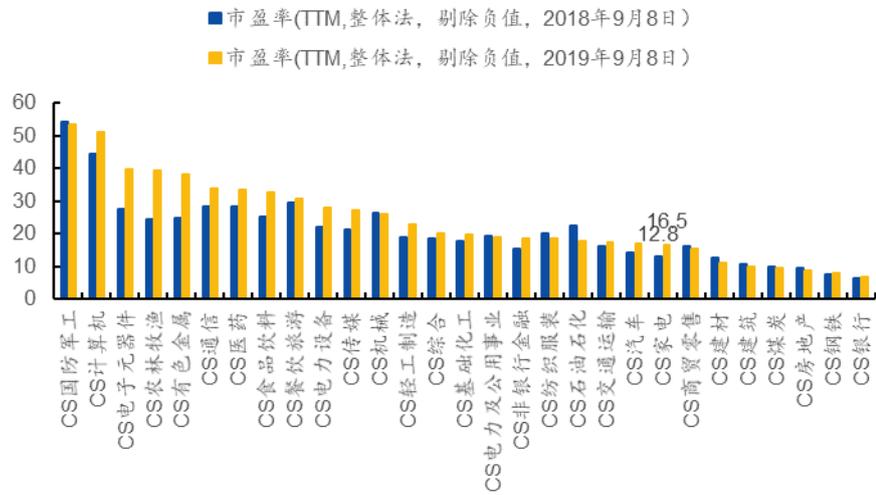
经历了 2018 年全年调整，年初至今，中信家电指数涨幅 40.3%，位列全行业第六。与去年同期相比，行业市盈率（TTM，整体法，剔除负值）由 12.8 提升至 16.5，增长 29.3%。

图 15：家电行业年初至今涨幅排名第六



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 16: 家电行业市盈率较去年同期增加 29.3%



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

## 2. 子行业净利润增速分化

我们将中信家电指数作为分类主体, 在其中剔除\*ST 德奥、\*ST 中科、顺钠股份、长青集团、瑞尔特、依米康。将行业细分成白电、黑电、小家电、厨电、照明以及零部件。

表 1: 公司分类 (一)

证券代码	证券简称	大类	证券代码	证券简称	大类
603677. SH	奇精机械	零部件	603868. SH	飞科电器	小电
603657. SH	春光科技	零部件	603579. SH	荣泰健康	小电
603578. SH	三星新材	零部件	603355. SH	莱克电气	小电
603311. SH	金海环境	零部件	300272. SZ	开能健康	小电
600619. SH	海立股份	零部件	300247. SZ	融捷健康	小电
300475. SZ	聚隆科技	零部件	002759. SZ	天际股份	小电
300403. SZ	汉字集团	零部件	002705. SZ	新宝股份	小电
300342. SZ	天银机电	零部件	002615. SZ	哈尔斯	小电
300279. SZ	和晶科技	零部件	002614. SZ	奥佳华	小电
300217. SZ	东方电热	零部件	002403. SZ	爱仕达	小电
002860. SZ	星帅尔	零部件	002242. SZ	九阳股份	小电
002676. SZ	顺威股份	零部件	002032. SZ	苏泊尔	小电
002473. SZ	圣莱达	零部件			
002418. SZ	康盛股份	零部件			
002050. SZ	三花智控	零部件			
000404. SZ	长虹华意	零部件			

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

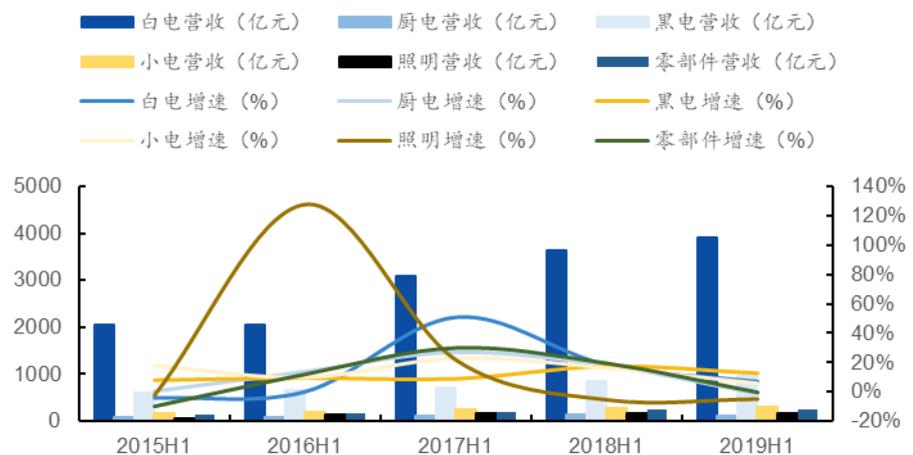
表 2：公司分类（二）

证券代码	证券简称	大类	证券代码	证券简称	大类
603685.SH	晨丰科技	照明	600983.SH	惠而浦	白电
603679.SH	华体科技	照明	600690.SH	海尔智家	白电
603515.SH	欧普照明	照明	600336.SH	澳柯玛	白电
603303.SH	得邦照明	照明	002668.SZ	奥马电器	白电
600651.SH	飞乐音响	照明	000921.SZ	海信家电	白电
600261.SH	阳光照明	照明	000651.SZ	格力电器	白电
300650.SZ	太龙照明	照明	000521.SZ	长虹美菱	白电
300632.SZ	光莆股份	照明	000333.SZ	美的集团	白电
300625.SZ	三雄极光	照明	600854.SH	春兰股份	白电
300582.SZ	英飞特	照明	600870.SH	ST 厦华	黑电
300317.SZ	珈伟新能	照明	600839.SH	四川长虹	黑电
002723.SZ	金莱特	照明	600060.SH	海信电器	黑电
002076.SZ	雪莱特	照明	002519.SZ	银河电子	黑电
000541.SZ	佛山照明	照明	002429.SZ	兆驰股份	黑电
603366.SH	日出东方	厨电	002420.SZ	*ST 毅昌	黑电
002677.SZ	浙江美大	厨电	000810.SZ	创维数字	黑电
002543.SZ	万和电气	厨电	000801.SZ	四川九洲	黑电
002508.SZ	老板电器	厨电	000016.SZ	深康佳 A	黑电
002035.SZ	华帝股份	厨电			

资料来源：Wind，国元证券研究中心

分行业来看，家电各子行业营收出现不同程度的放缓。黑电、白电以及小家电增速为正，增速分别为 12.4%、7.0%以及 6.1%；照明、厨电及零部件则出现负增长，增速分别为-4.6%、-1.3%以及-0.4%。

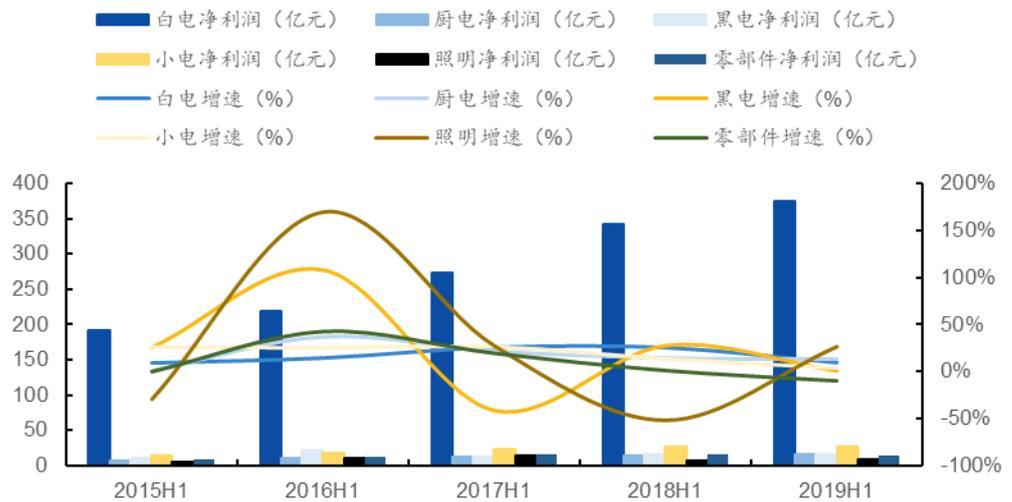
图 17：家电行业营收增速放缓



资料来源：Wind,国元证券研究中心

虽然家电各子行业均出现营收放缓，但净利润情况出现分化。照明、厨电、白电净利润增速超过营收增速，分别为 26.6%、13.6%以及 9.6%；零部件、小电以及黑电净利润增速则低于营收增速，分别为-9.5%、3.7%以及 0.6%。

图 18：家电子行业利润增速分化

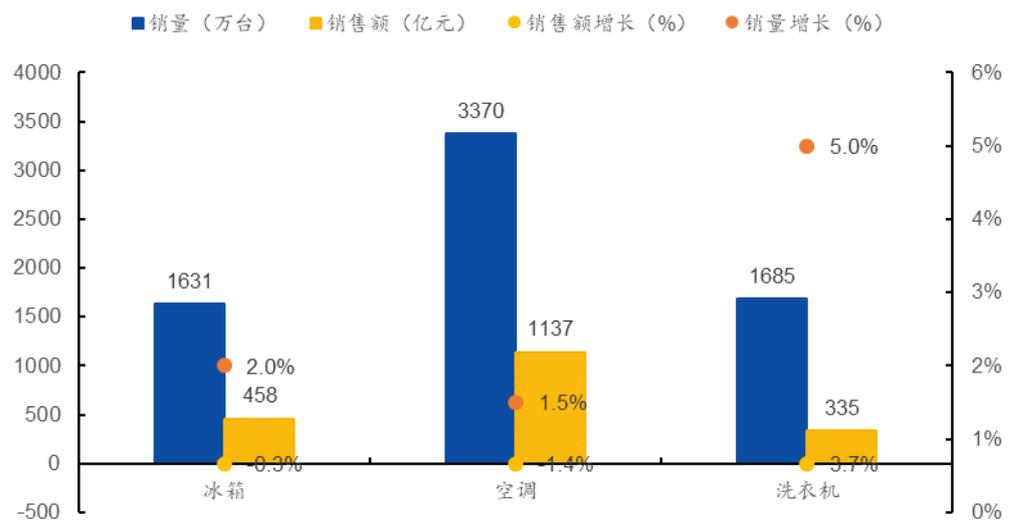


资料来源：Wind，国元证券研究中心

## 2.1 白电：营收利润增速放缓，三大白集中度进一步提升

根据奥维云网数据显示，上半年空调销量 3370 万台，同比增长 1.5%；销售额 1137 亿元，同比降低 1.4%。冰箱销量 1631 万台，同比增长 2.0%；销售额 458 亿元，同比降低 0.3%。洗衣机销量 1685 万台，同比增长 5.0%；销售额 335 亿元，同比增长 3.7%。

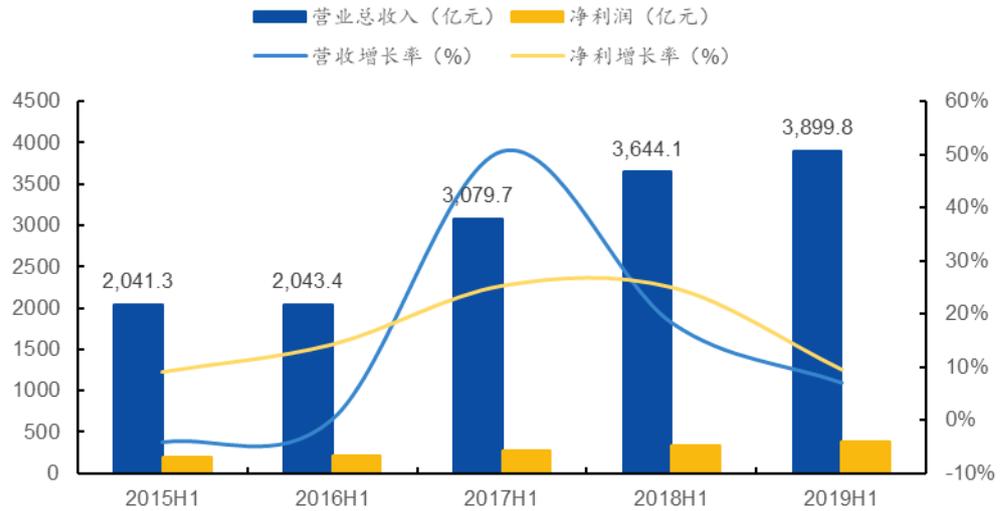
图 19：白电销售量微增



资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

受行业影响，2019H1 白电行业营收继续放缓，增速从 2018H1 的 18.3%降低至 7.0%，营业总收入达到 3899.8 亿元。白电行业净利润增速也出现下滑，2019H1 增长 9.6%至 375.2 亿元。

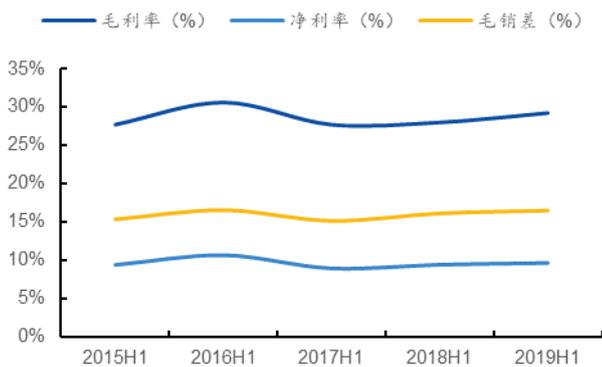
图 20：白电营收利润增速均放缓



资料来源：Wind，国元证券研究中心

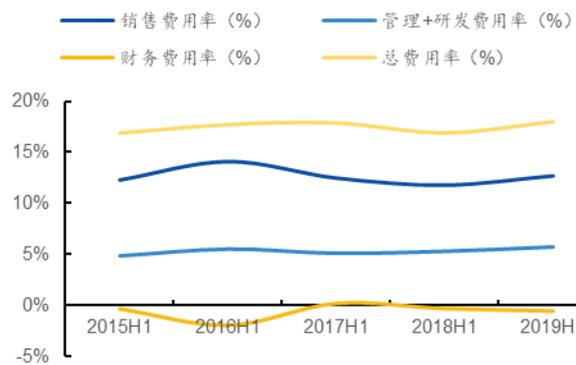
2019H1 白电行业毛利率同比提升 1.2pct 至 29.2%，净利率提升 0.2pct 至 9.6%。总费用率受到销售费用率提升 0.9pct、管理+研发费用率提升 0.5pct 影响，提升 1.1pct 至 18.0%。

图 21：白电原材料价格下降导致毛利率提升 1.2pct



资料来源：Wind，国元证券研究中心

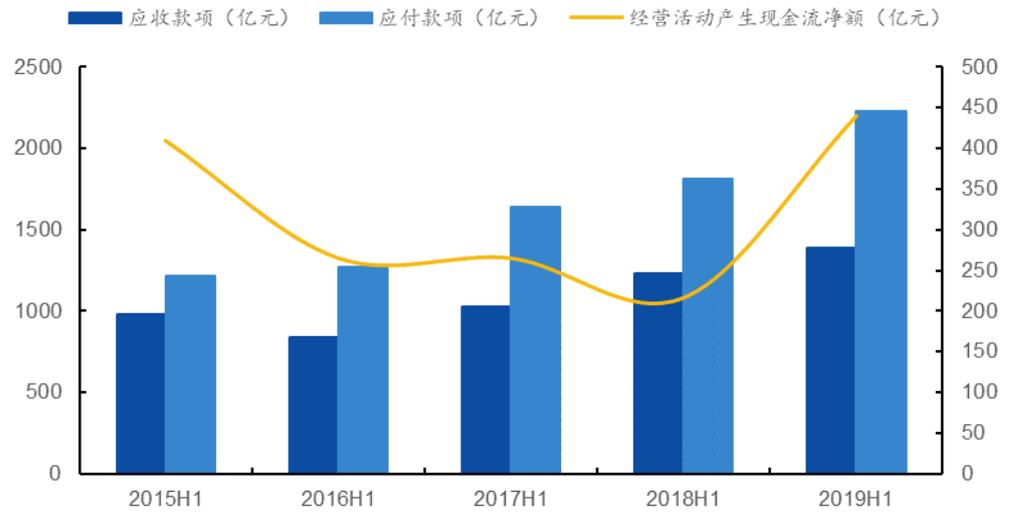
图 22：白电总费用率提升 1.1pct



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2019H1 由于应付款项增速 (+22.8%) 高于应收款项 (+12.7%)，使得白电行业经营活动产生现金流净额同比提升 103.8%，较 2018H1 增加 224.4 亿元。

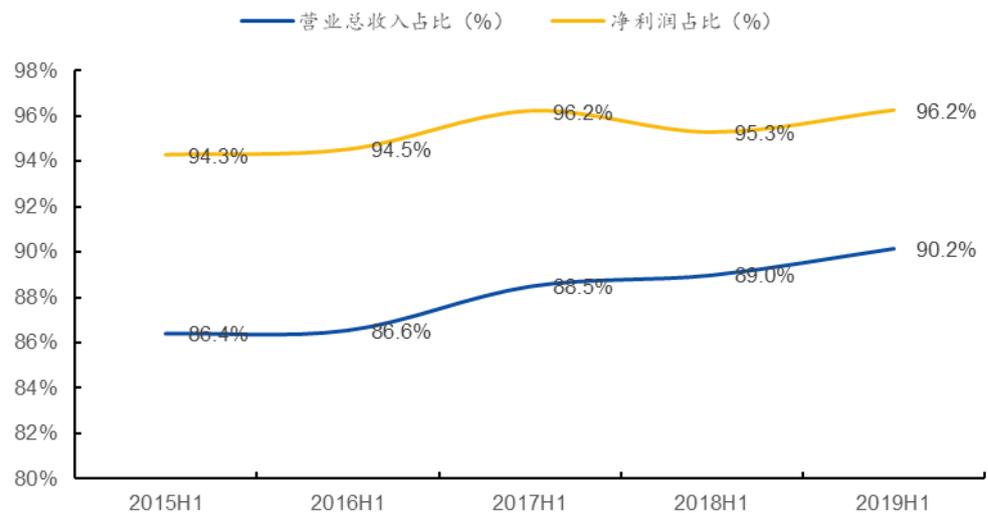
图 23：白电应付款项增长使得经营活动产生现金流净额大幅增加



资料来源：Wind，国元证券研究中心

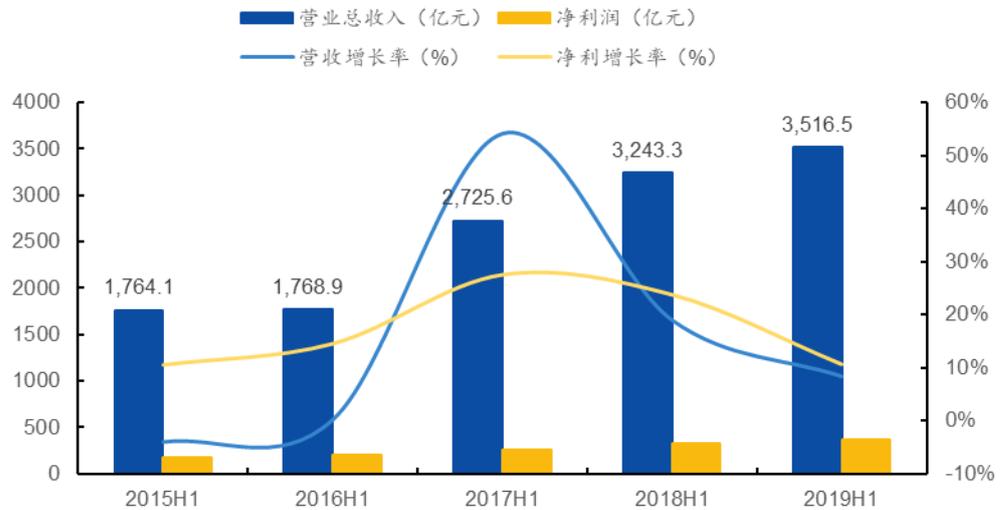
上半年白电行业格局进一步集中。格力美的海尔营收占比由 2018H1 的 89.0% 提升至 90.2% 增加 1.2pct；净利润占比由 95.3% 提升至 96.2%，提升 0.9pct。从增速来看，白电龙头亦表现出超越行业增速的增长。格力美的海尔 2019H1 营收 3516.5 亿元，同比增长 8.4%，较行业增速高 1.4pct；净利润 361.1 亿元，同比增长 10.7%，较行业增速高 1.1pct。

图 24：白电龙头净利润占比达到 96.2%



资料来源：Wind，国元证券研究中心

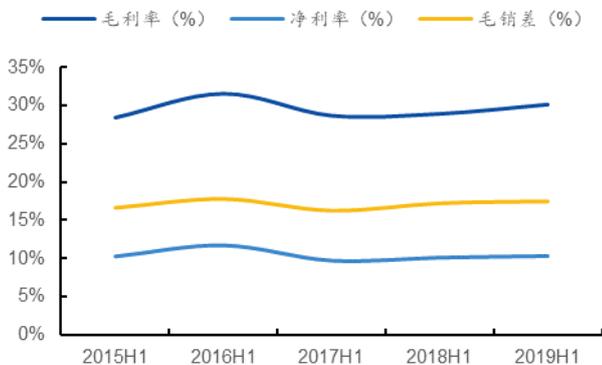
图 25：白电龙头获得超行业增速增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

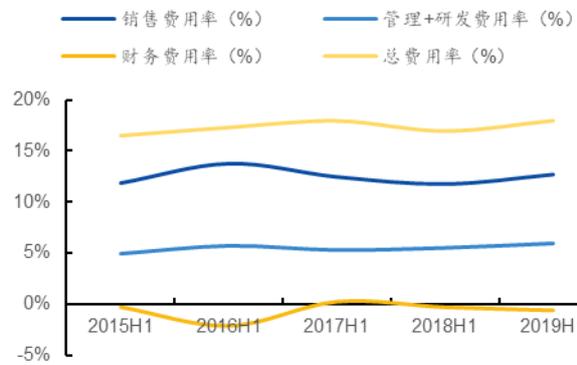
从利润率角度来看，2019H1 白电行业龙头毛利率 30.1%，同比提升 1.2pct，较行业毛利率多 0.9pct；净利率则同比提升 0.2pct 至 10.3%，较行业净利率多 0.7pct。从费用率来看，上半年白电龙头销售费用率与行业持平，均为 12.7%，但财务费用率较行业少 0.1pct，管理+研发费用率较行业多 0.2pct。

图 26：白电龙头毛利率较行业毛利率多 0.9pct



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 27：白电龙头总费用率与行业持平

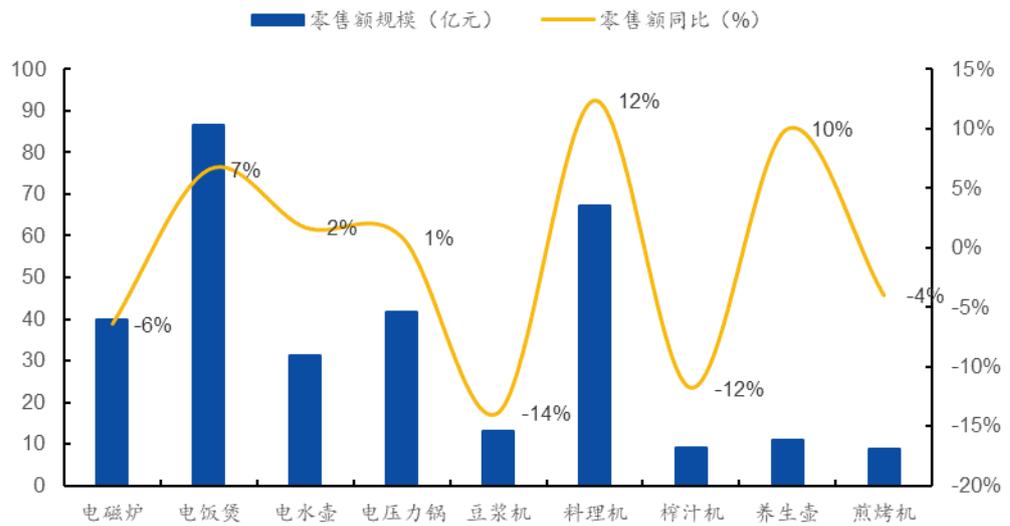


资料来源：Wind，国元证券研究中心

## 2.2 小家电：营收及利润增速持续下滑

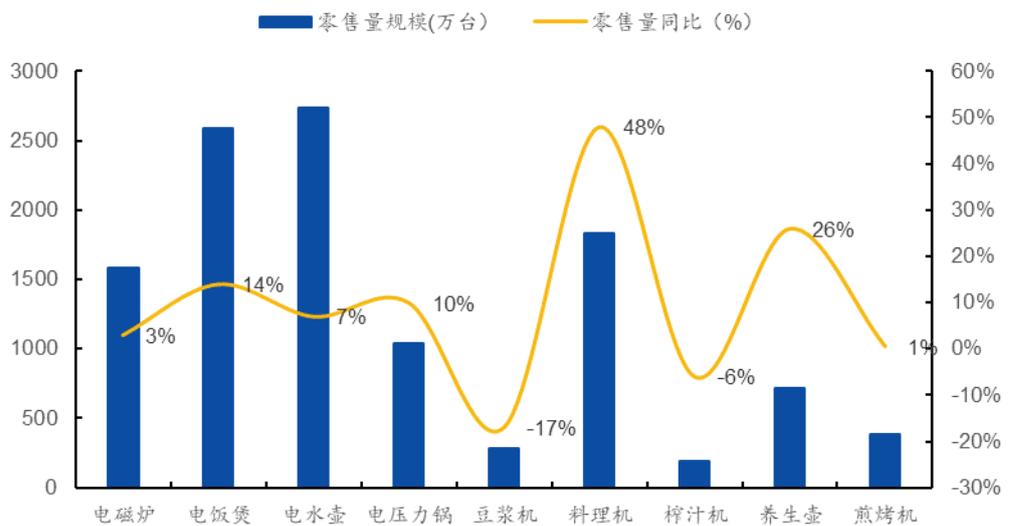
上半年小家电品类增速各异。料理机与养生壶在行业规模以及销售量上均处于小家电行业前列(零售额增速分别为 12.4%、10.0%，零售量增速分别为 48.0%、26.0%)，其他主力品类如电饭煲、电水壶、电压力锅、电磁炉销量分别为 14.0%、7.0%、10.0%以及 3.0%。售额规模增长则远低于零售量增长，电饭煲、电水壶、电压力锅、电磁炉零售额增速分别为 6.6%、1.7%、0.9%以及-6.4%，行业产品均价均有不同程度下滑。

图 28：各品类小家电零售规模



资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

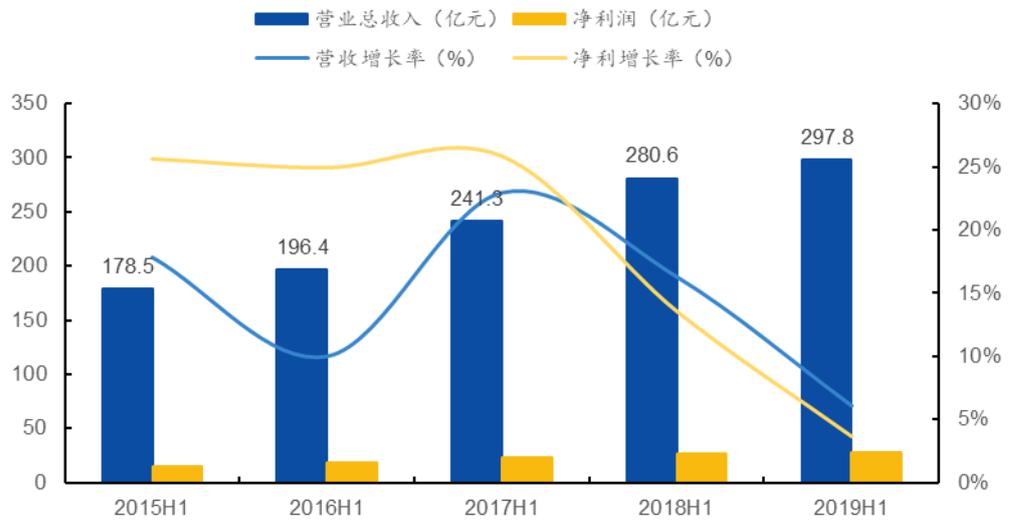
图 29：料理机与养生壶增速较快



资料来源：国元证券研究中心

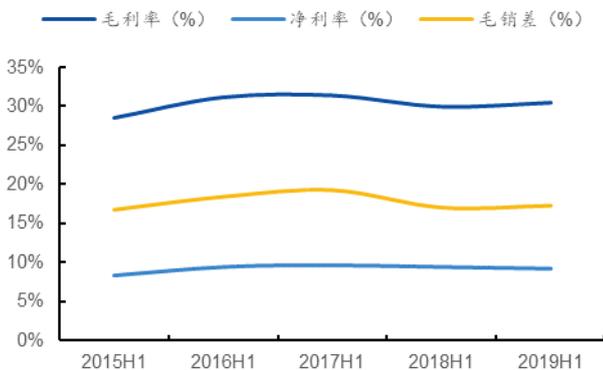
2019H1 小家电行业营收 297.8 亿元，同比增长 6.1%，增速较 2018H1 下滑 10.2pct；净利润 27.4 亿元，同比增长 3.7%，较 2018H1 下滑 9.9pct。2019H1 小家电行业毛利率同比增长 0.5pct 至 30.5%；由于销售费用率提升 0.3pct、管理+研发费用率提升 0.6pct，总费用率提升 0.6pct 至 20.4%。在二者作用下，净利率降低 0.2pct 至 9.2%。

图 30：小电营收净利持续下滑



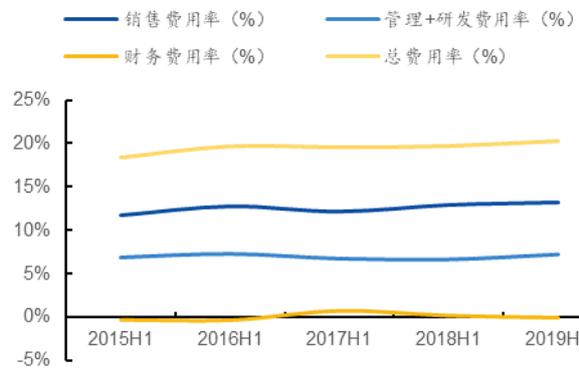
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 31：小电毛利率微增净利率下滑



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 32：小电总费用率提升 0.6pct

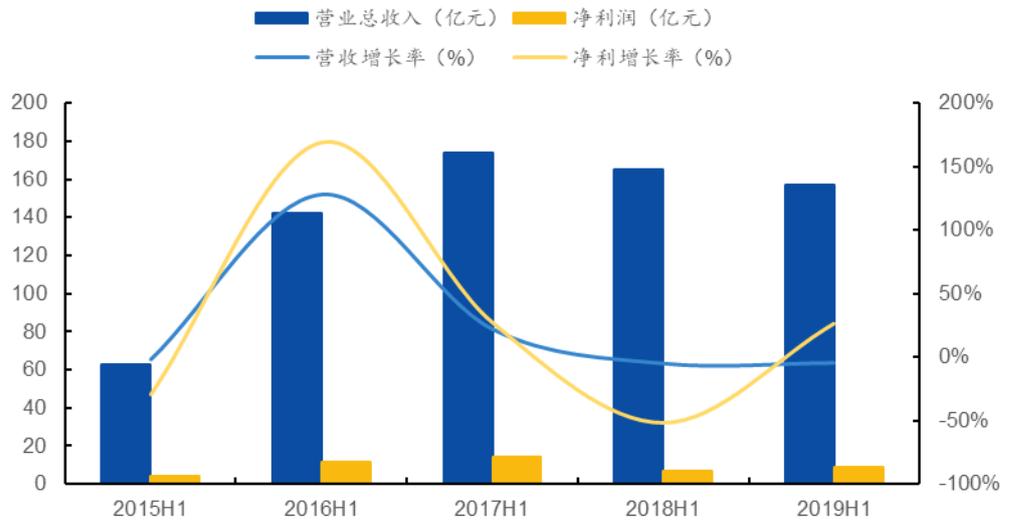


资料来源：Wind，国元证券研究中心

### 2.3 照明：毛利率大幅提升导致净利润增速反转

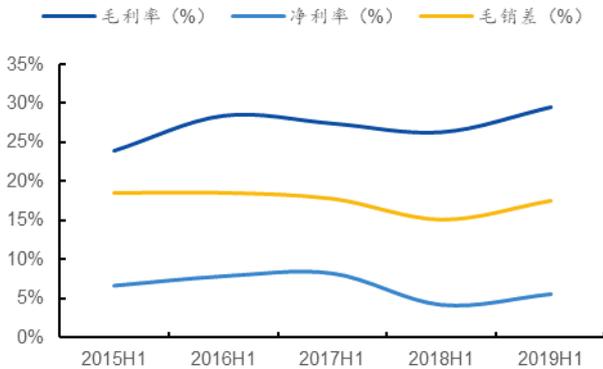
上半年照明行业营收继续维持负增长，但下滑较 2018H1 收敛 0.5pct 至 -4.6%，营收达到 157.3 亿元。而净利润受益于毛利率大幅提升（+3.2pct 至 29.6%）以及总费用率温和增长（+1.6pct 至 22.6%），增速扭转了 2018H1 的 -51.5% 增长达到 26.6%。净利率达到 5.6%，增加 1.4pct。

图 33: 照明行业净利润增速大幅扭转



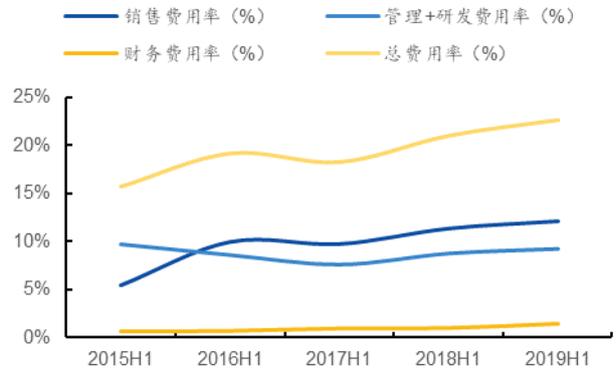
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 34: 照明毛利率大幅提升



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

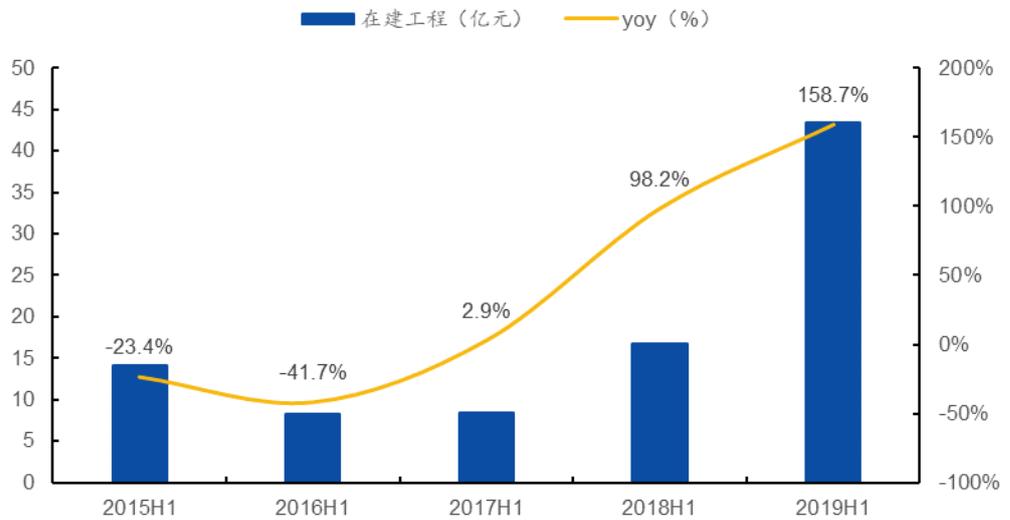
图 35: 照明总费用率温和上涨



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

值得注意的是，照明行业在建工程在 2018H1 的 98.2% 高速增长情况下，2019H1 增速继续提升，达到 158.7%，在建工程总量达到 43.4 亿元。在建工程/固定资产已从 2015H1 的 12.9% 提升至 29.8%。

图 36：照明行业在建工程大幅提升

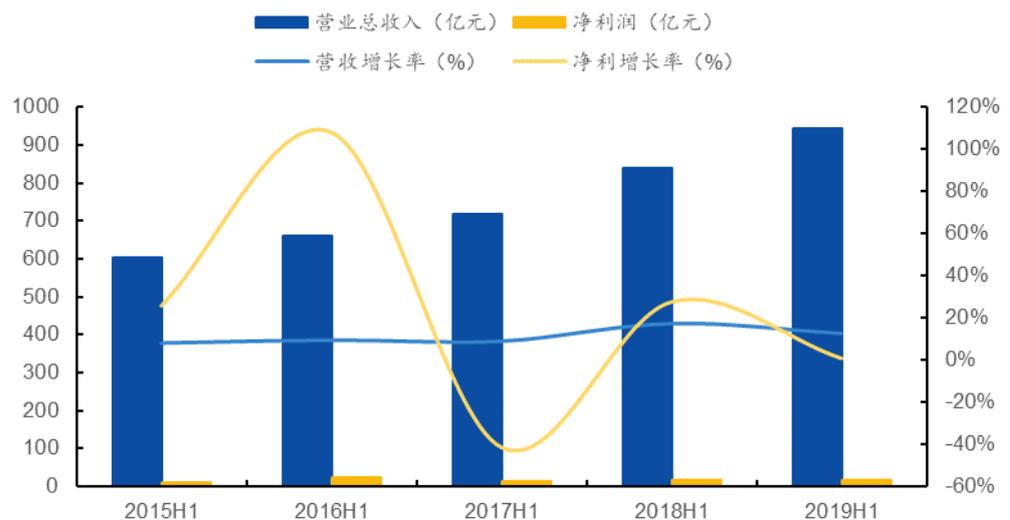


资料来源：Wind，国元证券研究中心

#### 2.4 黑电：营收增速稳定，利润增速下降

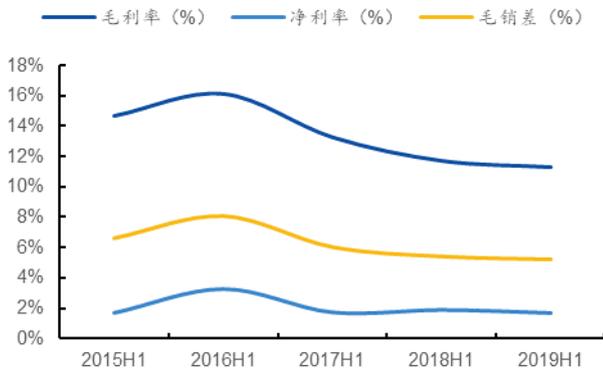
2019H1 黑电行业营收 944.6 亿元，继续保持双位数增长 (+12.4%)。但由于行业毛利率继续下滑-0.4pct 至 11.3%，公司净利率降低 0.2pct 至 1.7%。从增速来看，黑电或已临近底部，相较于 2018H1 毛利率下降 1.6pct，2019H1 毛利率降幅收窄，同时黑电行业通过降费来控制总费用率或也达到极限，2019H1 销售费用率降低 0.2pct 的同时管理+研发费用率提升 0.3pct。总费用率基本维持不变。

图 37：黑电营收增速稳定，净利润增速下降



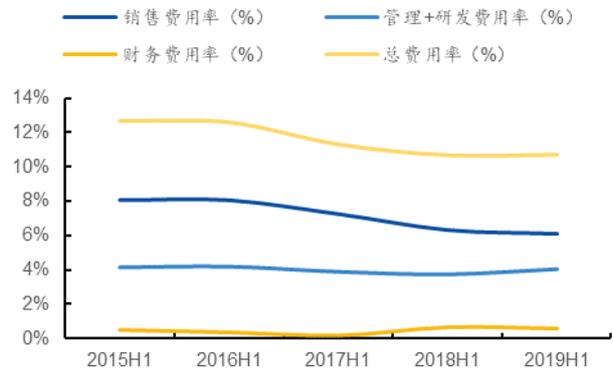
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 38：黑电毛利率持续下降



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 39：黑电总费用率保持稳定

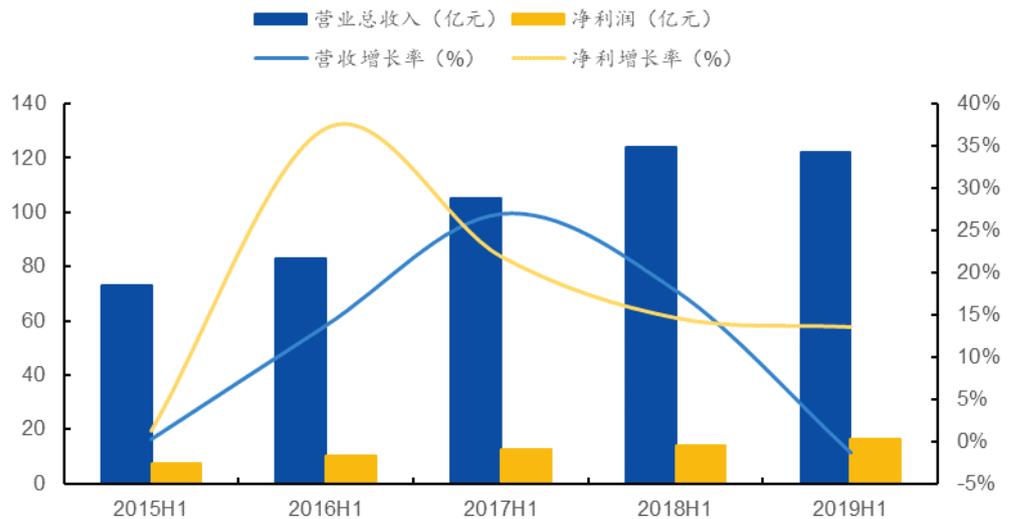


资料来源：Wind，国元证券研究中心

## 2.5 厨电：行业规模下滑，净利润维持双位数增长

2019H1 厨电行业销量 1161.6 万台，同比降低 9.3%；销售额 167.2 亿元，同比降低 10.7%。上半年厨电上市公司营收 122.3 亿元，同比降低 1.3%；净利润 16.1 亿元，同比增长 13.6%。

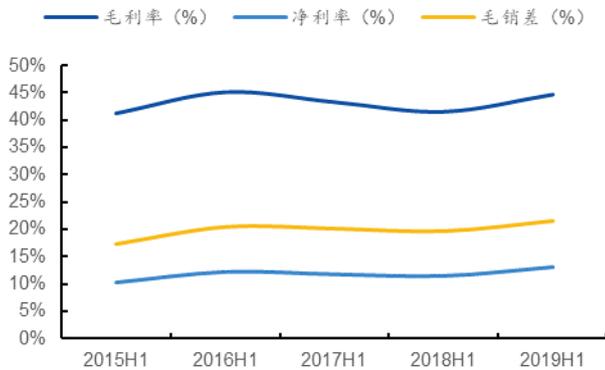
图 40：厨电营收增速下滑，净利增长维持双位数



资料来源：Wind，国元证券研究中心

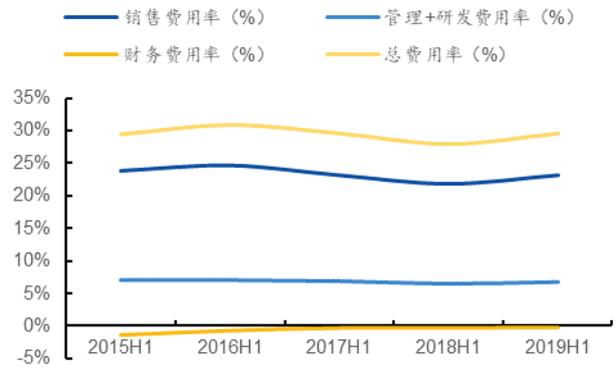
拆分来看，厨电毛利率同比提升 3.1pct 至 44.6%；由于销售费用率提升 1.3pct 至 23.2%，总费用率提升 1.7pct 至 29.6%；行业净利率提升 1.7pct 至 13.2%。

图 41：厨电毛利率提升 3.1pct



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 42：厨电总费用率提升 1.7pct

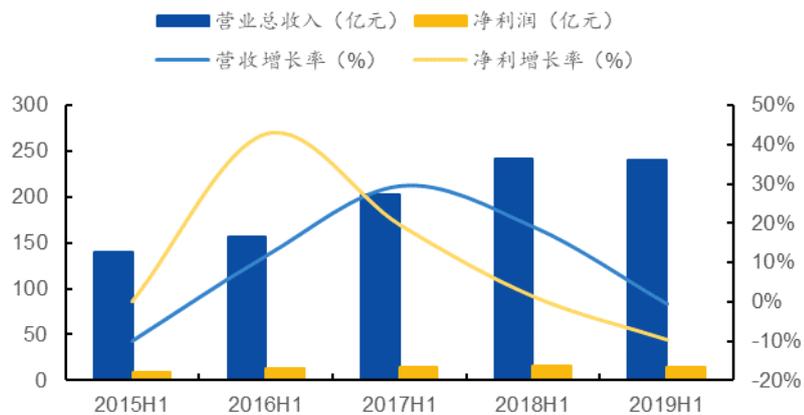


资料来源：Wind，国元证券研究中心

## 2.6 零部件：营收净利负增长，现金流大幅好转

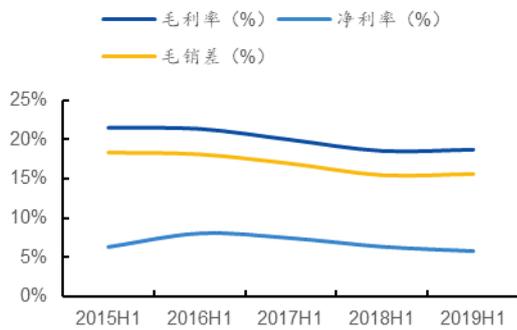
2019H1 零部件行业营收净利均出现负增长，营业总收入为 240.7 亿元，同比降低 0.4%；净利润 13.8 亿元，同比降低 9.5%。上半年行业毛利率提升 0.2pct 至 18.7%，总费用率由于管理+研发费用率提升 1.0pct 的影响，提升 1.0pct。这使得行业净利率降低 0.6pct 至 5.7%。上半年行业经营活动产生现金流净额扭转了 2016-2018 连续三年来的净流出，2019H1 经营活动产生现金流净额达到 12.3 亿元。

图 43：零部件营收净利均负增长



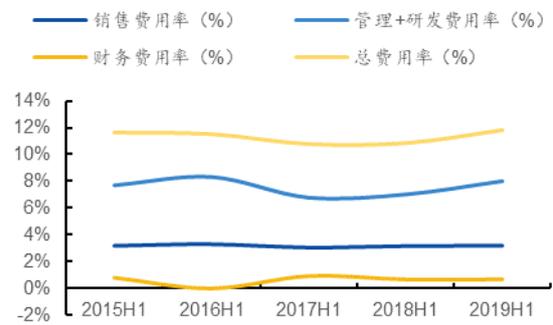
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 44：毛利率稳定，净利率下滑



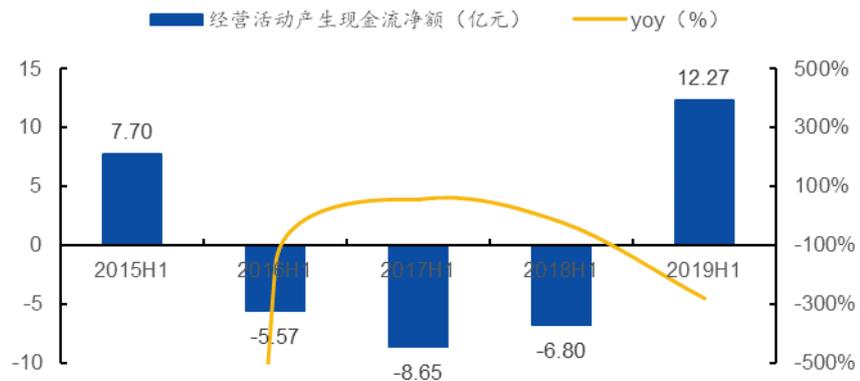
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 45：总费用率提升 1.0pct



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 46：经营活动现金流净额大幅好转



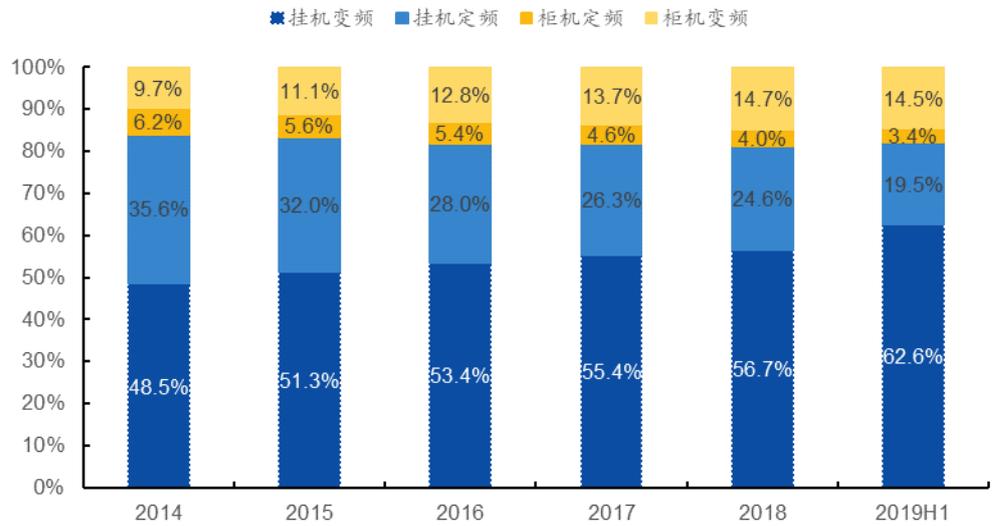
资料来源：Wind，国元证券研究中心

### 3. 产品升级、渠道变化趋势延续

#### 3.1 产品升级延续

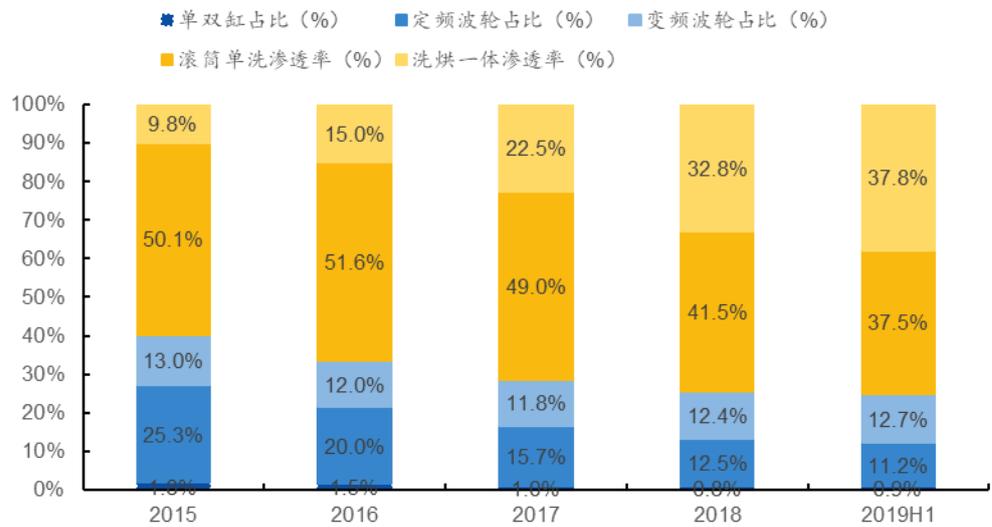
家电行业产品升级趋势继续延续。变频挂机线下市场占有率由 2018 年 56.7% 提升至 2019H1 的 62.6%。随着空调行业能效标准的实施，变频产品份额或将继续提升。洗烘一体机线下市场份额从 2015 年 9.8% 提升至 2019H1 的 37.8%。冰箱市场中直冷二三门产品逐渐被更多样化产品替代。随着产品升级趋势的延续，行业龙头将凭借其在供应链、研发以及渠道等多方面优势进一步巩固其市场地位，龙头集中趋势或将继续，建议关注白电行业龙头格力电器、美的集团。

图 47：空调变频趋势延续



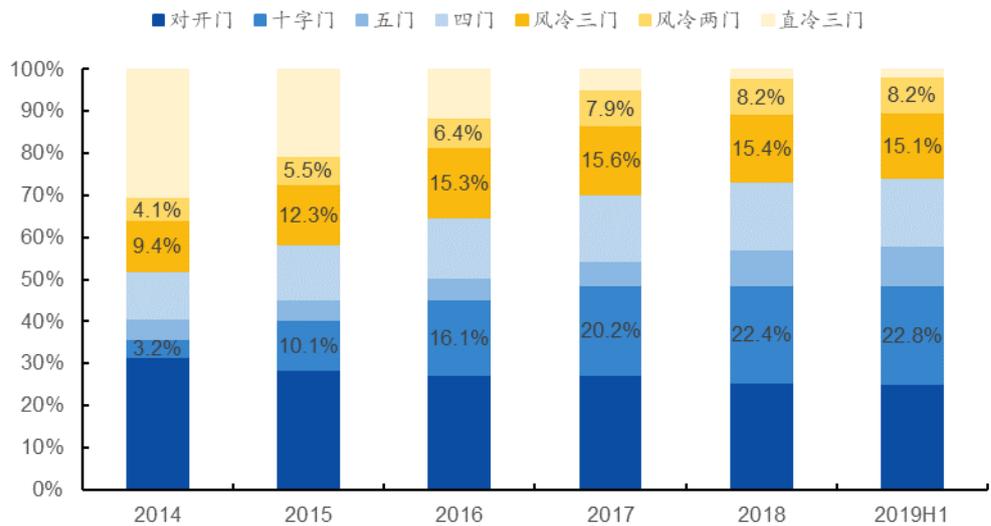
资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

图 48：洗烘一体机占比已达到 37.8%



资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

图 49：直冷三门冰箱逐渐被取代



资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

### 3.2 渠道变化仍在进行中

家电近年来渠道变化对行业产生了新的挑战。由于电商的发展，传统经销商渠道架构被不断冲击。渠道扁平化成为趋势，这使得白电行业出现网批模式、小家电线上销售占比提升、厨电的工程渠道发展壮大。我们认为，随着家电行业渠道进一步变化，各子行业龙头效率将进一步提升，建议积极关注老板电器、苏泊尔等。

表 3：2019H1 白电线上线下销售分化

区域	品类	销量 (万台)	销量增长 (%)	销售额 (亿元)	销售额增长 (%)
线上	冰箱	850	20.0%	163	14.6%
	空调	1422	21.3%	414	18.4%
	洗衣机	864	22.8%	124	18.1%
线下	冰箱	781	-12.4%	295	-7.0%
	空调	1948	-9.4%	723	-10.1%
	洗衣机	821	-8.9%	211	-3.2%

资料来源：奥维云网，国元证券研究中心

### 3.3 重点个股点评

#### 1. 格力电器

空调行业已从行业高速发展到品类、地区细分增长。虽然目前我国城镇家庭百户空调拥有量已达到 128.6 台/百户，但农村家庭百户拥有量仅为 52.6 台/百户，仍有较大的空间。2019 年 4 月发改委发布了关于征求对《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进温暖经济发展实施方案（2019-2020 年）（征求意见稿）》意见的函。其中明确表明支持家电企业渠道下沉以及展开家电“以旧换新”活动。这或将促进农村家电消费的增长。在这个过程中，格力作为行业龙头将继续获得市场份额的提

升。格力在保持空调行业核心竞争力的同时，也将继续通过产业链多元化以及在智能家居领域的布局提升公司产品品类，扩大公司营收规模。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 为 4.6、4.9 以及 5.4 元，PE 为 12.9、12.2 以及 11.1。我们认为随着公司多元化布局的完善，估值将进一步提升，目标价格 65 元/股，首次覆盖，给予公司“持有”的投资评级。

## 2.美的集团

上半年美的集团对渠道改革获得了显著的成效，暖通空调业务上半年同比增长 11.8%，远超行业增速。随着公司对于东芝、库卡的整合吸收，公司已逐渐从传统家电制造公司向科技型集团迈进。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 为 3.3、3.6 以及 3.9 元，PE 为 15.8、14.5 以及 13.2，我们认为随着公司向科技型企业转型，公司估值将进一步提升，目标价格 60 元/股，首次覆盖，给予公司“增持”的投资评级。

## 3.老板电器

我们认为，精装房趋势将对厨电行业销售渠道产生变化。老板电器作为行业龙头，将受益于工程渠道的快速增长。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 为 1.6、1.7 以及 1.9 元，PE 为 16.7、15.6 以及 14.6，目标价格 32 元/股，首次覆盖，给予公司“增持”的投资评级。

## 4.苏泊尔

公司作为小家电龙头，在外销方面由于母公司 SEB 稳定的订单转移，保持稳定增长；内销方面公司通过不断扩大产品品类并向三四线市场下沉，市场占有率不断提升。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 为 2.4、2.7 以及 3.0 元，PE 为 30.2、26.7 以及 23.6，目标价格 77 元/股，首次覆盖，给予公司“增持”的投资评级。

## 4.风险提示

空调销量增速不及预期，出口订单增速不及预期，原材料价格大幅波动的风险。

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

## 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188