

# 家电业发展之路在创新

## 家电行业中报点评

投资建议：中性

上次建议：中性

### 投资要点：

#### 行业整体增幅明显回落

根据万得统计，按中信行业分类标准划分的家电板块2019年中期营业总收入达5703亿元，剔除统计样本TCL集团的变化因素，实际增长3%。中期净利润458.7亿元，考虑TCL集团统计样本因素，行业净利润实际增长5.5%，总体增幅较过去两年已呈明显的回落态势。

#### 成本下行致盈利能力上行

上半年家电业毛利率25.96%，较上年同期提高1.7个百分点，其主要原因是钢材等原材料价格的下跌，而上半年线下市场冰洗均价却增长了4.7%、5%；销售净利率也提升至8.06%，是近3年的高点。

#### 子行业经营分化

从收入和净利润规模的对比看，白电遥遥领先，占据绝对优势地位，利润是黑电的25倍之多。从盈利能力的行业分化看，白电毛利率高达28.6%、黑电仅11%；销售净利率方面白电9.48%、黑电仅1.7%。不同的行业竞争格局和技术进步频率导致了行业间的巨大差异。

#### 寡头效应日益加强

根据中怡康数据，在线下市场，冰箱、洗衣机、空调 TOP3 零售额份额合计分别为58.57%、63.24%、74.61%，三巨头的收入占比则达到61%，较上年提升近8个百分点；净利润占比达到74%，较上年提升6个多点。在如此高的龙头集中度下，中小企业基本失去了在家电业腾挪的空间，投资机会多体现在龙头企业上。

#### 产业发展之路在创新

尽管家电业整体增速趋缓，但创新技术的家电品类仍有增长，如空调产品中高效、舒适化、智能化的高端产品大受欢迎；洗烘一体机市场份额已达35.6%；冰箱业多门冰箱市场份额提升至接近50%；洗碗机及集成灶等新品类的零售额分别增长24.4%和52.4%。行业未来的发展之路显然将主要依赖于产品创新，包含品类创新、功能创新等。

#### 投资策略

基于行业竞争格局的寡头效应和品类创新促增长，投资机会来自于寡头与品类创新企业，推荐 1) 白电业寡头垄断带来的市场溢价机会，推荐美的集团(000333.sz)，格力电器(000651.sz)； 2) 消费升级带来的档次提升机会，推荐老板电器(002508.sz)、苏泊尔(002032.sz)； 3) 消费升级带来的新品类导入机会，推荐浙江美大(002677.sz)。

#### 风险提示

房地产失速、国内销售剧烈下滑、国外市场出口受阻、盈利能力下滑

### 一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

钱建

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《人民币贬值对家电出口的刺激有限》

《家用电器》

2、《创新的燃气热水器仍有增长空间》

《家用电器》

3、《家电业6月亮点在新品类》

《家用电器》

## 正文目录

1	行业整体增幅明显回落.....	3
2	产业发展之路在创新.....	4
3	成本下行致盈利能力上行.....	5
4	偿债能力尚可，运营能力上佳。.....	7
5	子行业经营分化.....	8
6	寡头效应日趋加强.....	10
7	重点公司中报述评.....	11
8	市场回顾与投资策略.....	16
9	风险提示:.....	18

## 图表目录

图表 1: 上半年营业总收入对比图 (单位: 10 亿元) .....	3
图表 2 上半年净利润对比图 (单位: 10 亿元) .....	3
图表 3: 近 3 年中报行业收入增长率.....	4
图表 4: 近 3 年行业净利润增长率.....	4
图表 5: 各产品国内上半年零售市场增减幅.....	5
图表 6: 近 3 年中期家电毛利率对比图.....	6
图表 7: 最近 3 年中期行业净利率对比图.....	6
图表 8: 各子行业中期毛利率对比图 (%) .....	6
图表 9: 各产品中期销售净利润率对比图 (%) .....	6
图表 10: 过去 1 年 LME 铜走势图.....	7
图表 11: 热卷价格变化走势图.....	7
图表 12: 2019 中期流动比率.....	7
图表 13: 2019 中期债务倍数.....	7
图表 14: 白电存货周转率领先 (次) .....	8
图表 15: 白电应收账款周转率居首 (次) .....	8
图表 16: 各子行业中期营收增长率对比图%.....	9
图表 17: 各子行业中期净利增长率对比图%.....	9
图表 18: 空调年度总出货量对比.....	9
图表 19: 洗衣机国内零售额对比.....	9
图表 20: 各子行业收入规模比较.....	10
图表 21: 各子行业利润规模比较.....	10
图表 22: 3 巨头收入与其他份额对比图 (%) .....	10
图表 23: 3 巨头利润与其他份额对比图 (%) .....	10
图表 24: 家电板块市场表现比较 (*100%) .....	17
图表 25: 各子板块 PB 对照图.....	18
图表 26: 各子板块 PE 对比图.....	18

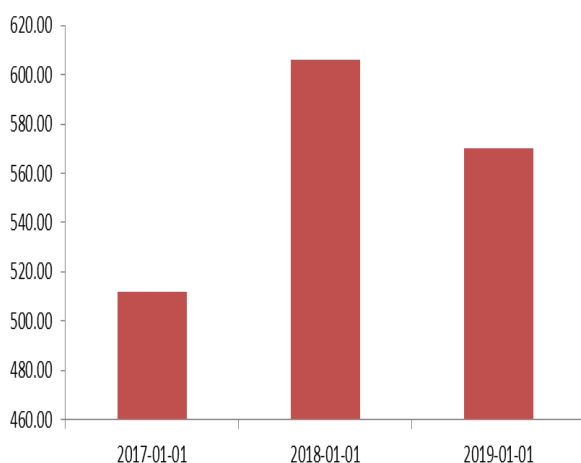
## 1 行业整体增幅明显回落

根据万得统计，按中信行业分类标准划分的家电板块 2019 年中期营业总收入达 5703 亿元，较上年同期的 6060 亿元减少了 357 亿元，但考虑到今年统计样本中被剔除的 TCL 集团的收入规模去年中期达 526 亿元，如同样也将 TCL 从去年统计样本中剔除，则今年中期行业总收入实际比去年高出 169 亿元，实际增长 3%。中期净利润 458.7 亿元，较上年同期增加 8 亿元，增长 1.9%；考虑 TCL 集团统计样本因素，行业净利润实际增长 5.5%。尽管利润增幅表现好于行业收入表现，但总体增幅较过去两年已呈明显的回落态势。

从国内外市场销售规模变化看，2019 年上半年家电行业国内市场销售规模为 4125 亿元，同比下降 2.1%，受国内房地产周期下滑拖累明显，同时宏观经济不振导致居民收入与消费预期下降也导致家电消费下滑；出口方面 2019 年上半年家电累计出口额 1636 亿元，同比增长 5.5%。可以说是出口的增长挽救了行业的衰退，但当前中国国际贸易环境日益紧张，这一出口增长的趋势能否延续尚未可知。

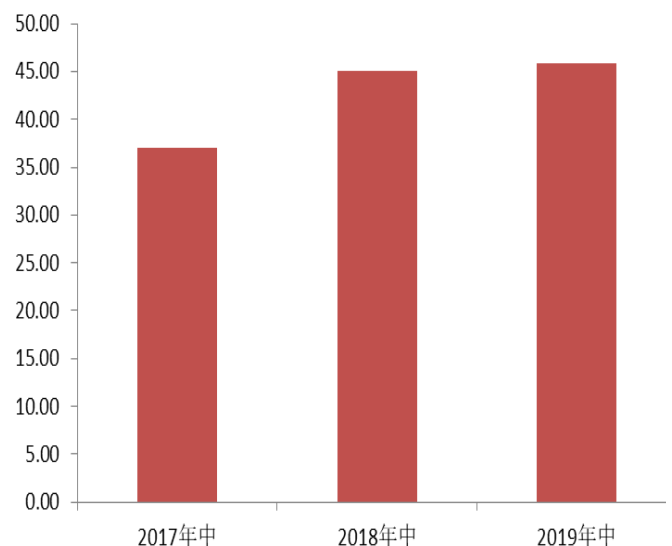
从家电业内部各产品的国内销售规模变化看，2019 年上半年，空调市场零售额为 1272 亿元，同比下降 3.7%；洗衣机市场零售额达到 358 亿元，同比增长 2.7%；冰箱市场零售额达到 460 亿元，同比下降 1%；厨电产品零售额为 767 亿元，同比增长 0.4%，其中洗碗机、净水机及集成灶等新品类的零售额分别增长 24.4%、5.9% 和 52.4%；小家电零售额为 567 亿元，同比增长 4.5%；彩电上半年国内销量下降 4.3%。可见，多数家电产品处于增速放缓的趋势中。

图表 1：上半年营业总收入对比图（单位：10 亿元）



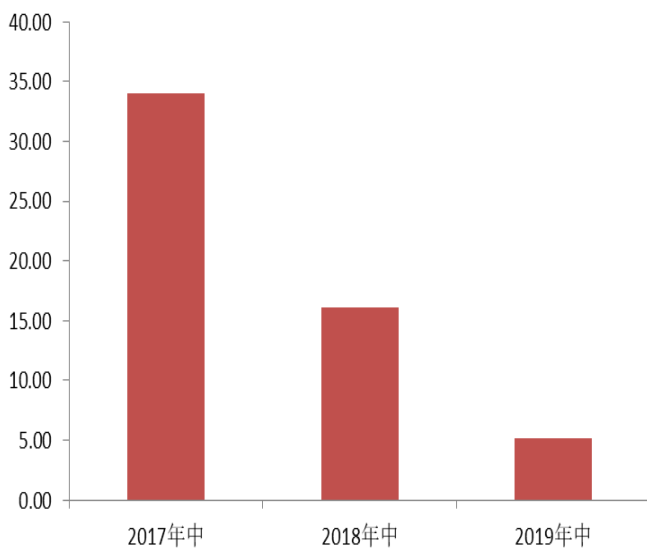
来源：Wind，国联证券研究所

图表 2 上半年净利润对比图（单位：10 亿元）



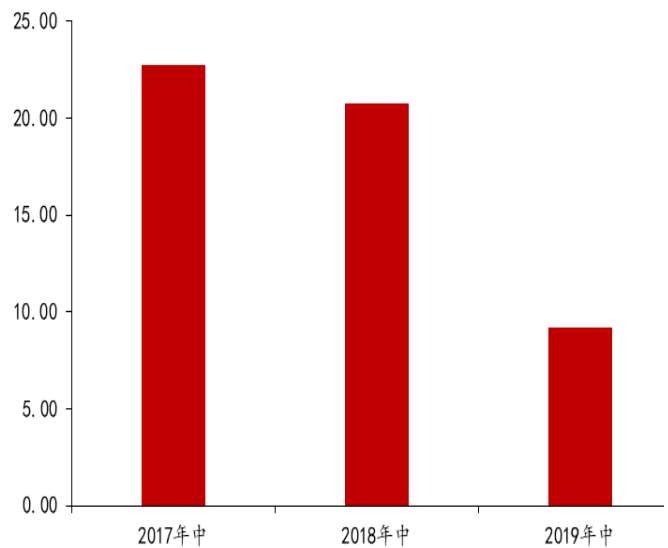
来源：Wind，国联证券研究所

图表 3: 近 3 年中报行业收入增长率 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 近 3 年行业净利润增长率 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

## 2 产业发展之路在创新

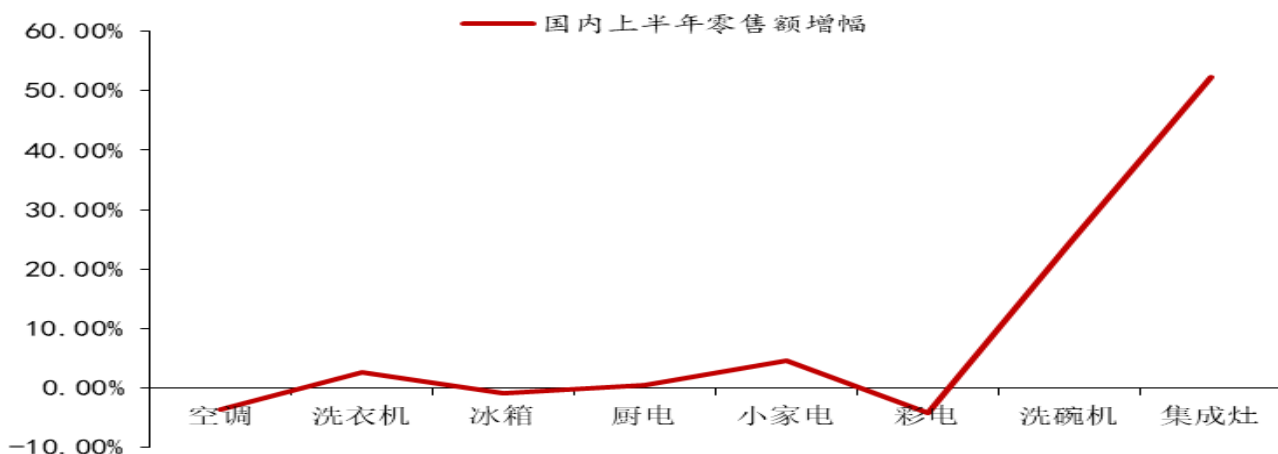
尽管家电业整体增速趋缓,但创新技术的家电产品仍有增长,如空调产品中高能效、舒适化、智能化的高端产品大受欢迎,一级能效空调市场份额已提升 55%;洗衣机行业滚筒产品、大容量产品、洗烘一体产品等已经成为市场发展主流,洗烘一体机市场份额已达 35.6%;冰箱业多门冰箱市场份额提升至接近 50%,其中十字四门冰箱与五门冰箱零售额市场份额分别提升至 25.5%和 8.9%,冰箱市场走向高端化、品质化、智能化;厨电业中洗碗机、净水机及集成灶等新品类的零售额分别增长 24.4%、5.9%和 52.4%;小家电中吸尘器、料理机、电饭煲零售额实现 2.4%、4.8%和 5.9%的增长,扫地机器人和推杆式产品增幅更高;IoT 技术走进家庭,家电的全面智能化时代即将来临,推动智能家电占比提升。总体看,各家电品类中多是创新类产品销售良好,行业未来的发展之路显然将主要依赖于产品创新,包含品类创新、功能创新等。

从公司的产品创新角度看,一些龙头企业的创新能力突出。如美的推出的创新空调产品无风系列空调、空气洁净空调等,其中“领鲜者”系列空调是融合空气温度、风感、洁净度和新鲜度控制的四维一体舒适空调,利用搭载智净双水洗技术和双混动新风技术,使得天然水膜滤网拦截的灰尘通过水洗及毛刷双重清洁,以保持滤网洁净并实现对房间空气质量的智能控制;美的旗下小天鹅推出水魔方二代滚筒/波轮洗衣机,采用行业独有的“超微净泡”技术,通过独创的超微净泡发生器,将水和空气转化为亿万级微纳米气泡,渗透衣物纤维,释放巨大能量将污渍剥离,通过物理洁净力作用减少化学洗涤剂用量,高效快速去污;海尔“纤合”洗衣机应用超声波“空气洗”技术,通过将水转化成微米级雾状粒子并层层渗透衣物纤维、激发织物纤维活性、快速祛除褶皱,衣物免熨烫。在产业创新之路上,行业龙头企业以技术驱动为根本,增强产品力,加快产品创新,改善产品结构,以数字化和智能化为方向,引领行业潮流,

促进行业的增长。

从渠道创新的角度看，2019 年上半年电商和海外、工程渠道增长明显。2019 年上半年，家电线上零售额在整体渠道中的占比已经超过 35%，大多家电品类线上增长、线下下滑，目前唯一的例外只有洗衣机。另外，线上家电市场的寡头效应更为突出，行业前三名占据 92%以上的市场份额。而在线下，厂商注重体验店和送装一体网络的建设，两种渠道加速融合。推动国内市场以终端为中心，不断推动降库存、渠道扁平化、提升渠道效率；积极推动场景式、体验式、交互式新型营销方式，进一步推动电商渠道优化整合，积极拓展与构建新零售渠道；借助房产精装化趋势，工程渠道异军突起，一些行业龙头借助品牌优势与地产商合作，整装销售快速发展；推进海外渠道变革与零售业务转型，加大门店资源投入及展示，建立管理层对市场及客户走访机制，落实促销活动执行及导购培训，以用户及市场需求为导向，不断强化海外国家产品经理制，提升运营效率。

图表 5: 各产品国内上半年零售市场增减幅



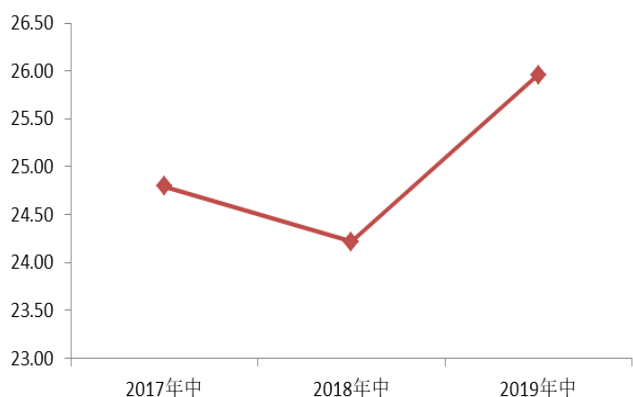
来源：中怡康，国联证券研究所

### 3 成本下行致盈利能力上行

今年中报的一大突出现象是龙头企业的营业收入增幅显著高于营业成本增幅，毛利率得以显著提高，如美的集团中期收入增长 7.3%，而营业成本增长 6.3%，毛利率提高 2 个多点至 29.48%；类似的格力电器毛利率也提升近一个百分点。从行业整体看，家电业毛利率 25.96%，较上年同期提高 1.7 个百分点，其主要原因是钢材等原材料价格的下跌，而上半年线下市场冰洗均价却增长了 4.7%、5.0%；销售净利率也

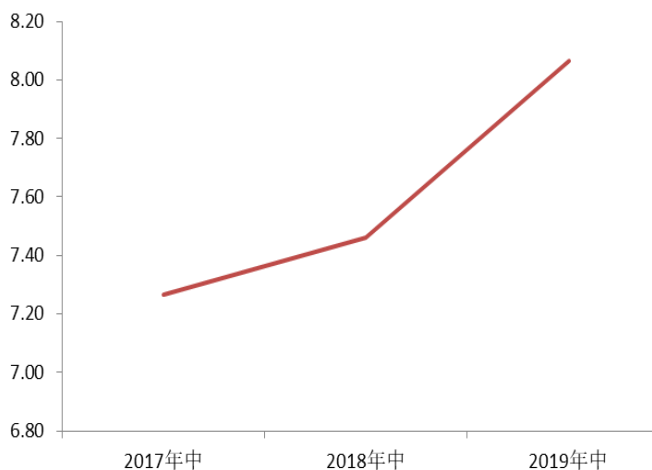
因此提升至 8.06%，是近 3 年的高点。但具体到各子行业，则差异较大，白电毛利率高达 28.6%、黑电仅 11%；销售净利润率方面白电 9.48%、黑电仅 1.7%。这种差异主要是白电的售价大体稳定，而黑电连年降价导致。

图表 6: 近 3 年中期家电毛利率对比图 (%)



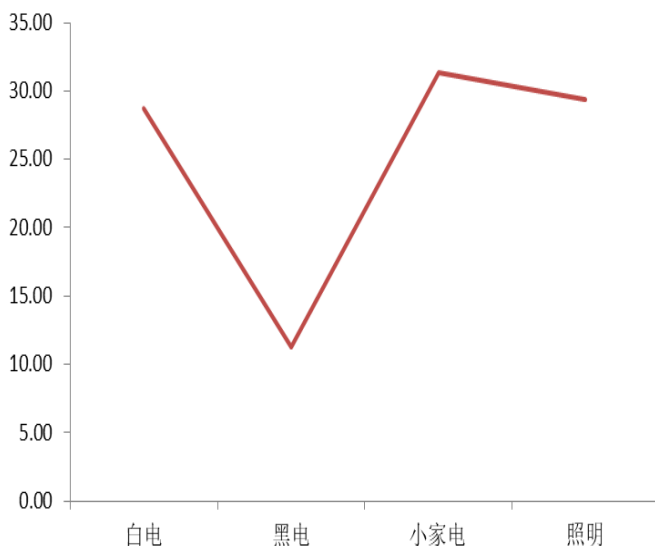
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 最近 3 年中期行业净利率对比图 (%)



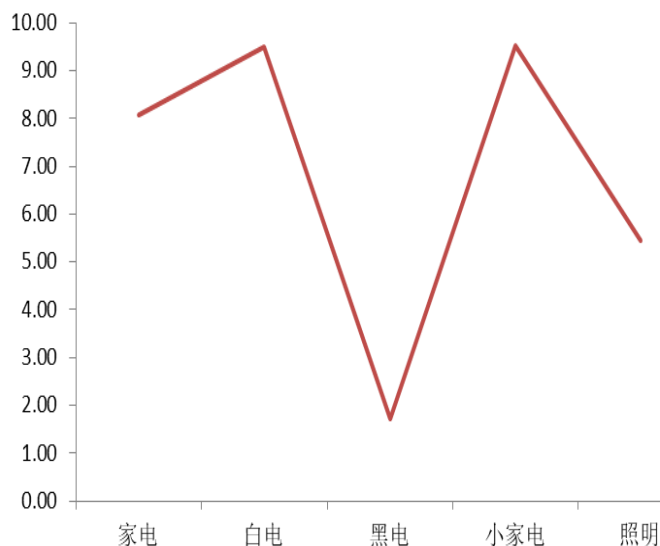
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 各子行业中期毛利率对比图 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

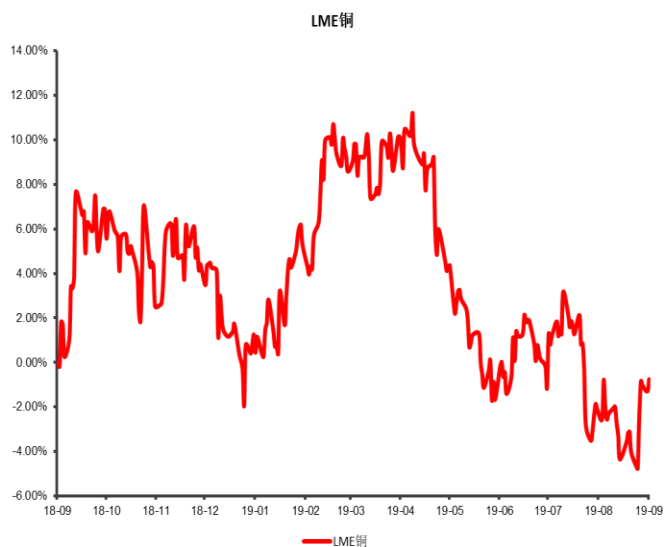
图表 9: 各产品中期销售净利润率对比图 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所



图表 10: 过去 1 年 LME 铜走势图



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 热卷价格变化走势图

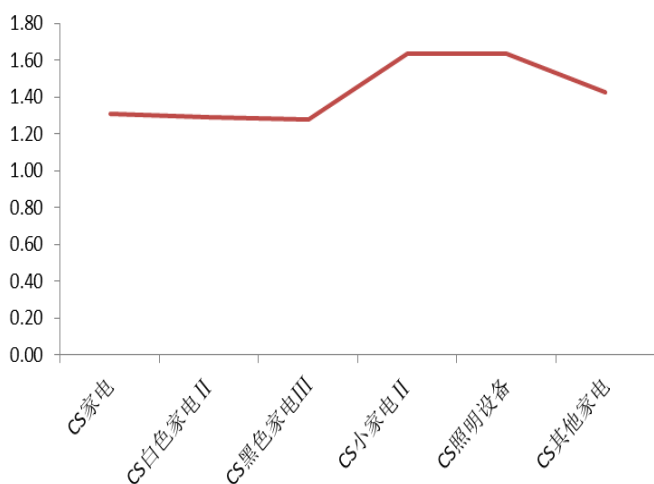


来源: Wind, 国联证券研究所

#### 4 偿债能力尚可，运营能力上佳。

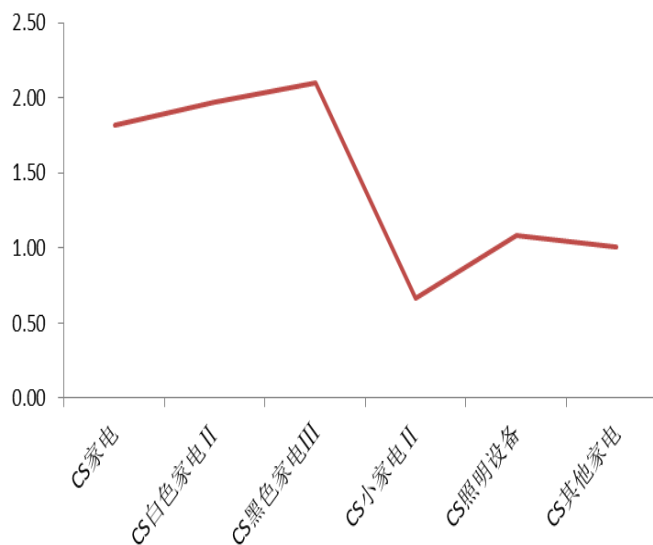
家电行业 2019 年中期负债合计与股东权益的倍数比按整体法计算为 1.81 倍，整体速动比率为 1.09，流动比率为 1.31，整体偿债能力尚可，但个别企业因近年来海外并购规模巨大，负债规模较大，未来几年偿债压力大。

图表 12: 2019 中期流动比率 (倍)



来源: 国联证券研究所

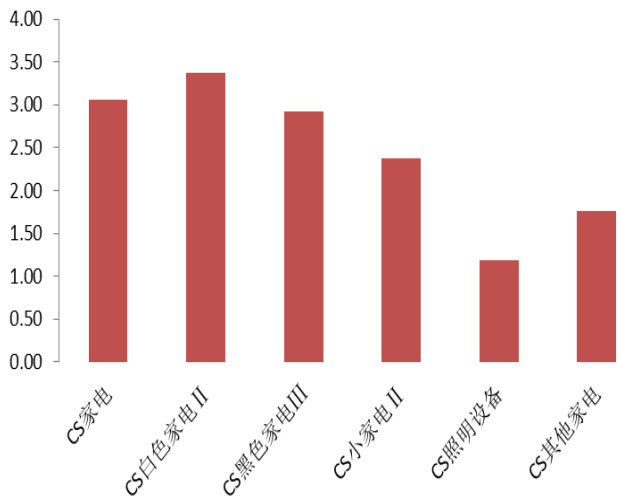
图表 13: 2019 中期债务倍数 (倍)



来源: 国联证券研究所

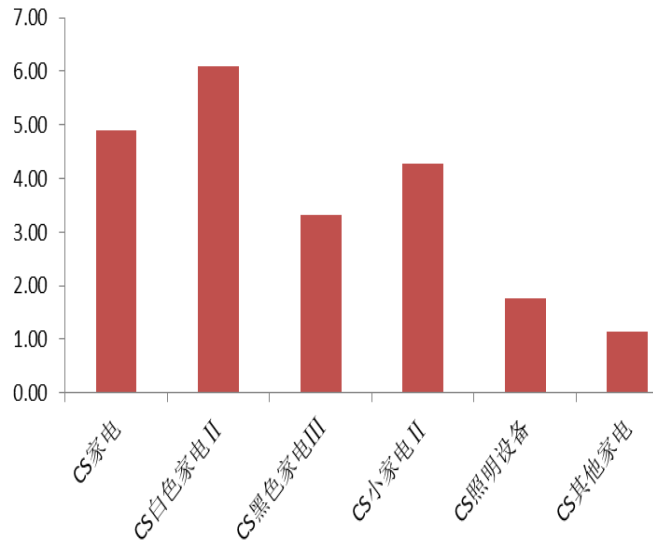
就运营能力看，白电板块遥遥领先，中期存货周转率 3.37 次、应收账款周转率 6.09 次，都显著高于其它行业。而家电行业总体的两项指标分别为 3.05 次、4.89 次，总体处于市场前列。

图表 14: 白电存货周转率领先 (次)



来源：国联证券研究所

图表 15: 白电应收账款周转率居首 (次)



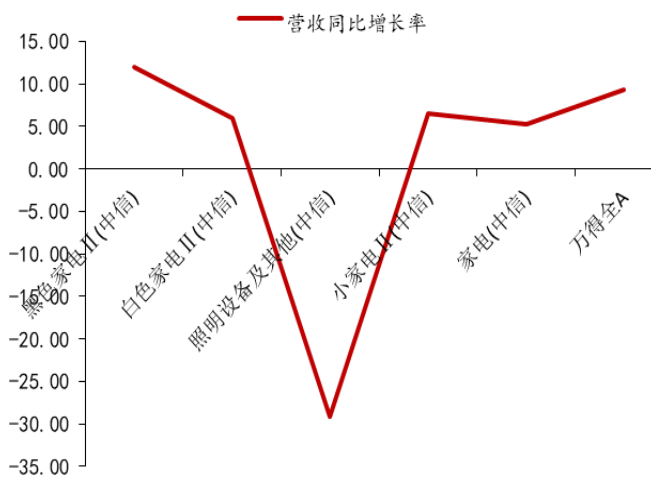
来源：国联证券研究所

## 5 子行业经营分化

家电各子行业 2019 中期的经营分化明显，白电增速明显放缓，黑电增收不增利，经营更为困难，厨电下滑态势未改。从增长率对比看，今年中期黑电营收增幅第一，而照明出现下滑，家电行业的整体增长率则低于整体市场。但就利润指标看，家电整体增长情况显著好于整体市场。从收入和净利润规模的对比看，白电遥遥领先，占据绝对优势地位，利润是黑电的 25 倍之多。从盈利能力的行业分化看，白电毛利率高达 28.6%、黑电仅 11%；销售净利润率方面白电 9.48%、黑电仅 1.7%。不同的行业竞争格局和技术进步频率导致了行业间的巨大差异。

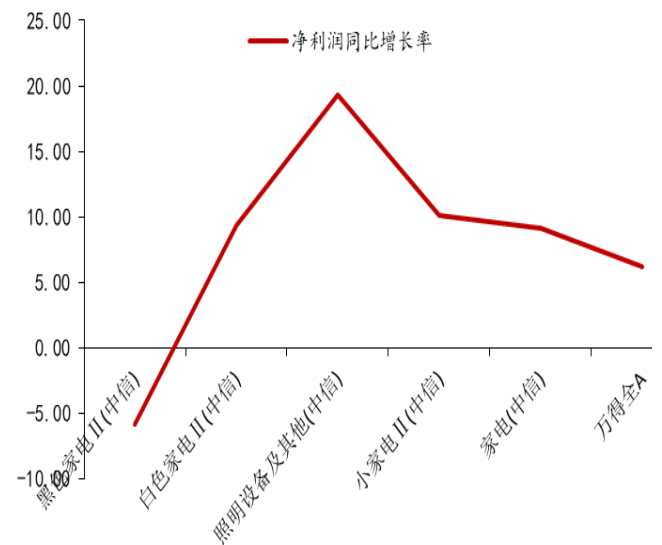


图表 16: 各子行业中期营收增长率对比图 (%)



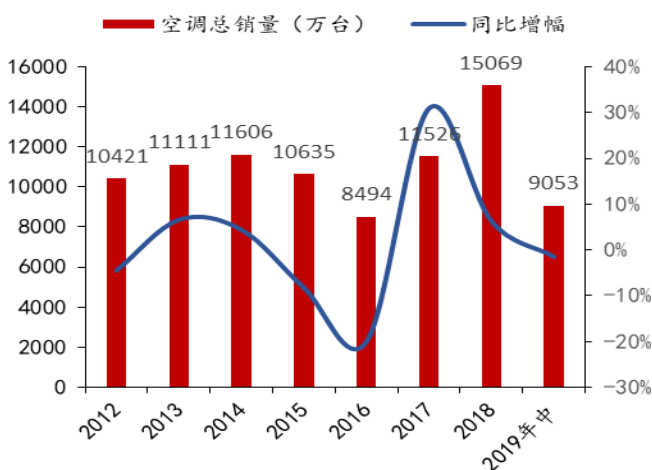
来源: 国联证券研究所

图表 17: 各子行业中期净利增长率对比图 (%)



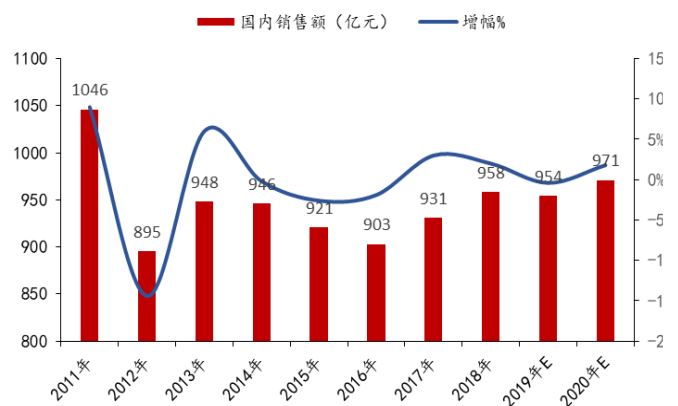
来源: 国联证券研究所

图表 18: 空调年度总出货量对比



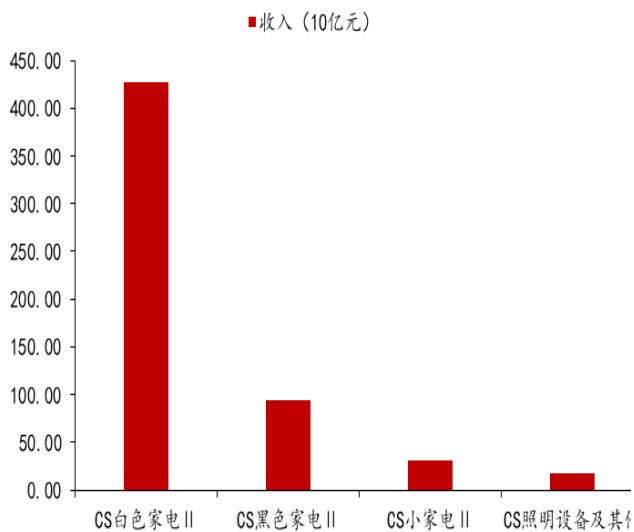
来源: 产业在线, 国联证券研究所

图表 19: 洗衣机国内零售额对比



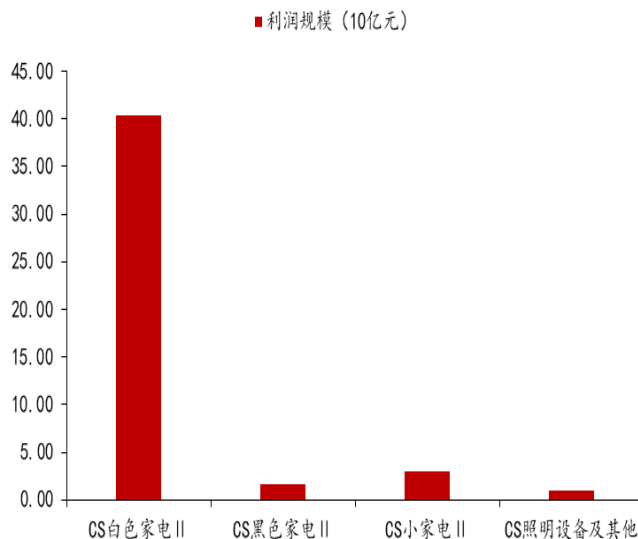
来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表 20: 各子行业收入规模比较



来源: 国联证券研究所

图表 21: 各子行业利润规模比较



来源: 国联证券研究所

## 6 寡头效应日趋加强

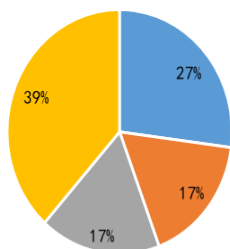
上半年行业集中度发生新的变化,空冰洗行业集中度持续提升、厨电集中度下降,互联网公司如小米等进入家电行业分流用户,但总体格局是寡头效应进一步加强,如海尔在冰箱、洗衣机持续扩大行业领先优势,线下市场份额分别是第二名的 3.1、2.0 倍,线上市场份额分别是第二名的 2.0、2.1 倍。根据中怡康数据显示,在线下市场,冰箱、洗衣机、空调 TOP3 零售额份额合计分别为 58.57%、63.24%、74.61%,同比提升 2.34、1.57、0.53 个百分点,三巨头美的、格力、海尔的优势进一步加强,在产品份额、收入占比、利润占比等指标方面更为突出。三家巨头的收入占比达到 61%,较上年提升近 8 个点;净利润占比达到 74%,较上年提升 6 个多点。在如此高的龙头集中度下,中小企业基本失去了在家电业腾挪的空间,投资机会多体现在龙头企业上。

图表 22: 3 巨头收入与其他份额对比图 (%)

图表 23: 3 巨头利润与其他份额对比图 (%)

## 收入

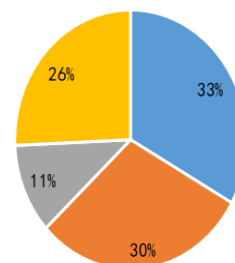
美的 格力 海尔 家电业其它所有公司



来源: Wind, 国联证券研究所

## 净利润

美的 格力 海尔 家电业其它所有公司



来源: Wind, 国联证券研究所

## 7 重点公司中报述评

### 1)、美的集团

2019 上半年实现营业总收入 1543 亿元, 同比增长 7.37%; 实现归属于母公司的净利润 152 亿元, 同比增长 17.39%。在 2019 年上半年家电行业国内市场销售规模同比下降 2.1% 的背景下, 公司作为国内家电出口规模最大的企业, 借家电行业出口额增长 5.5% 的东风, 公司营收反增长了 7.37%, 利润更大增 17%, 取得了显著超越行业水平的绩效。分产品看, 空调业务运营尤为出色, 营收高达 714 亿元, 同比增长 11%。在空调营收规模上与龙头的差距日益缩小, 营收和市场份额都显著增加, 且空调业务的毛利率同期还增加 1.83 个百分点。美的空调的突出成绩来自于公司的技术创新, 无风感技术空调荣获 2019 年 AWE 艾普兰金奖。

2019 年上半年, 美的全网销售超过 320 亿元, 同比增幅达到 30% 以上, 在规模上借助于电商的销售额已占公司国内销售额的三分之一强, 在京东、天猫、苏宁易购等主流电商平台继续保持家电全品类第一的行业地位。这一地位的取得有赖于公司对家电新零售平台和送装一体网络的建设, 公司在线上通过与电商平台推进供应链深度协同项目, 利用数据驱动和系统拉通以快速响应用户需求, 开展家电新零售, 高效引入线上用户, 实现线上线下店铺引流, 同时通过线上社群轻运营, 促进线下全屋体验式购买和家装类购买。建设送装一体网络, 为用户提供一站式全屋家电售后服务解决方案, 全国已建立超过 2,500 家送装一体服务网点。

公司加大 IoT 基础技术研发投入, 通过外部合作推动智慧家居物联网模块性能的持续优化, 为用户提供智能生活体验, 推动线下终端门店的智能产品普及, 以俘获未来的年轻消费人群。公司上半年还推出高端品牌 COLMO, 涵盖客厅、厨房、卫浴、洗护四大场景, 全套产品均获得德国 iF 设计奖, 洗衣机产品还获得红点奖, 这表明公司在品牌建设方面有了更多的梯队选择。这两大举措是公司面向未来的布局, 将会在未来带给公司新的市场。

上半年营业成本增幅显著低于收入增幅, 导致毛利率显著提升 2 个多点, 而销售

费用增长 15%、管理费用增长 23%、研发费用增长 16%，总体看上半年受益于原材料成本的下降，而整体费用率略升。尽管行业目前增长迟缓，但公司作为行业龙头，拥有全品类的家电产品线，具备领先优势，预计全年营收增长 8%、利润增长 17%、EPS 为 3.27 元、动态 PE16.5 倍，维持推荐评级。

## 2)、格力电器

2019 上半年实现营业总收入 983.41 亿元，较上年同期增长 6.89%；净利润 137.50 亿元，较上年同期增长 7.37%。据奥维云网(AVC)数据，2019 年上半年国内家用空调零售量增长 1.5%、零售额下降 1.4%，而公司空调业务收入 793 亿元，仍居行业第一，增长 4.6%，好于行业表现，也超出市场预期。但从上半年行业竞争格局看，奥克斯在线上发力，美的与公司空调营收上的差距也缩小至 79 亿元。不过，从盈利能力看，格力空调业毛利率高达 36.02%，仍显著高于主要竞争对手，反映公司品牌效应与市场定位仍处于优势地位。

公司上半年外销收入 138.6 亿元，显著低于美的及海尔，且外销业务增幅仅 0.87%，低于行业表现。同时外销毛利率也仅 10%，这些指标反映公司外销业务压力偏大，后期仍需要更创新的举措才能打开市场。

上半年公司销售费用异常增长 29.66%，反映了空调行业上半年市场竞争加剧下的营销开支增加；而研发费用增长 6.98%，与公司营收增幅一致，反映公司保持了稳定的研发投入。

近期公司大股东的股权转让事宜顺利推进，目前已有高瓴、厚朴作为备选人入选，它们作为国际化的投资机构，相信对公司未来机制建设及新兴产业的并购都将起到积极作用。

根据行业情况及公司半年报，预计公司全年营收增长 6.5%、净利增长 8%、EPS 为 4.67 元、动态估值 12 倍，基于股权转让的渐趋明朗，给予推荐评级。

## 3) 海尔智家

2019 上半年公司实现收入 989.8 亿元，同比增长 9.38%；实现归母净利润 51.5 亿元，同比增长 7.58%。

2019 年上半年海外实现收入 467 亿元，同比增长 24%，海外收入占比 47%，比重提升 5 个百分点。从盈利能力看，海外业务毛利率较去年底的毛利率也提升近 1 个百分点，但仍低于内销业务 5 个多百分点。考虑到这一成绩是在美国市场上半年大家电销量整体下降 5.6%的背景下取得的，表明公司海外竞争力在稳步提高，未来公司的主要增长点也将主要依赖于海外。

上半年国内市场上冰箱、洗衣机、空调零售额同比分别下降 2.3%、3.9%、8.2%，厨电、热水器零售额分别下降 2.9%、1.0%，国内家电零售市场并不景气，公司国内收入也下滑 1%，但公司通过聚焦爆款型号竞争力、引领产品提升高端占比等措施，谋求市场份额的提升，公司产品冰箱、洗衣机线下市场份额分别是第二名的 3.1 倍、2 倍，线上市场份额分别是第二名的 2 倍、2.1 倍。

公司上半年厨电收入增长 23%、冰箱增长 9%、洗衣机增长 22.9%，但空调下滑 6.55%，主要因国内空调行业上半年下滑幅度较大及行业竞争加剧，但公司整合并联全产业链与全流程优势，积极推进智慧家庭网络布局落地，用云脑、云芯、UhomeOS 操作系统和小优助手构建智家云，提升用户体验，打造整体竞争优势，促进高端智慧成套产品二季度环比增长 24%。

公司在产品策略上扩大冰洗、热水器产品的领先优势，实现产品引领；零售网络实现乡镇网络、服务商、业务人员的全面转型，并构建海尔智家全新触点网络。海外市场则建立品牌、产业、市场等节点的 360 度营销模式升级，推动“爆款”营销。

公司上半年利润增幅低于收入增幅，缘于研发费用和管理费用大幅增长，其中研发投入高达 27 亿元，增长 21%；管理费用 45 亿元，增长 12%。在公司海外大举收购后，管理费用将长期高企，研发费用在高端化战略下也难以减少。基于国内家电市场进入调整期和全球经济回落的背景，公司增长将趋于放缓。故预计公司全年收入增长 9%、利润增长 11.8%，预计 EPS 为 1.17 元，动态估值 13 倍，给予推荐评级。

#### 4)、苏泊尔

上半年公司实现营业收入 98 亿元，较上年同期增长 11.15%；利润总额 10.9 亿元，增长 16.58%；净利润 8.3 亿元，增长 13.35%。而今年上半年国内厨电及小家电市场并不乐观，据奥维云网统计，作为厨电代表的油烟机零售额 167.2 亿元，同比下降 10.7%；零售量 1161.6 万台，下降 9.3%。1-6 月小家电线下零售 153 亿元，下滑 6.3%；线上零售 136 亿元，增长 15.2%，其中 6 月份线上市场仅增长 3.4%。可见，厨电及小家电行业上半年增长并不乐观，但苏泊尔通过出色的经营管理，在下滑的厨电业和增速显著降低的小家电业实现了稳健增长，其超越行业的经营态势显著。

公司以品类扩张推动了收入增长，从早期的明火炊具，扩张到厨房小家电、环境家居电器、厨卫大家电、厨房工具、水杯等领域，近几年来尤其在环境家居类电器方面的扩张成效显著，挂烫机、净水器、吸尘器等都取得不小份额。

公司近年来出口收入多占 25%左右，相对于大家电企业来说，这一出口比例并不高，而今年油烟机行业 1-5 月出口同比增长 7.9%，公司作为外资控股企业，提高出口比例仍有空间。

公司在过往以 20%以上的成长率发展时可以维持 30 倍左右的估值水平，但从今年开始的行业增速下行背景及公司增速同步下行来看，未来增速将显著放缓，故估值水平理应同步下行，预计 2019 年 EPS 在 2.4 左右，给予“谨慎推荐”评级。

#### 5)、九阳股份

在小家电行业上半年仅增长 2.7%的背景下，公司实现营业收入 41.8 亿元，增长 15%，主要系多品类保持平稳增长，毛利率仅略降 0.69 个点至 32.33%，销售费用下降 1.92%，管理费用增长 34.92%，研发费用增长 19.38%；实现净利润 4 亿元，上升 9.72%。除管理费用大增和现金流下降外，总体运营出色。

公司注重产品的原创性创新，今年发布了不用手洗破壁豆浆机 K1S、K 迷你、Ksolo



三款全新豆浆机，可做咖啡、泡茶、冲奶用，还推出了全球第一台不用手洗破壁机 Y88 等。走精品之路、突出原创创新的产品战略让公司产品更有价值感和设计感，这一战略切合当前消费升级的潮流，未来前景看好。

公司在原有的全国 4 万多个销售终端的基础上，积极探索新零售业务，新开 Shopping Mall “九阳之家” 门店、品牌旗舰店、品牌体验店、品牌专卖店等各类门店，组建专门团队研究新零售、新媒体、大数据和无线应用，保证了产品在各种渠道的可见可交易，促进了公司市场占有率的稳步提升。

公司发布了全新品牌主张——悦享健康，通过 20 余个品类 300 多个型号的多样化产品结构，传递轻巧、时尚、智能、便捷的品牌体验，实现了品牌的全新升级，这将有助于公司保护其行业三强的品牌地位。

基于上半年增长 15% 的收入基础，预测公司全年收入 93 亿元，净利润 7.1 亿元，每股收益 0.93 元，动态估值 22 倍，维持“推荐”评级。

#### 6)、老板电器

2019 年中期公司实现营业收入 35 亿元，同比增长 0.88%，实现归属于上市公司股东的净利润 6.7 亿元，同比增长 1.52%。

据中怡康零售监测报告显示，2019 年上半年，厨房电器主要品类吸油烟机、燃气灶、消毒柜零售额分别增长-5.86%、-4.09%、-17.72%，公司的相应产品则增长-1.1%、-1.74%、8.7%，销售好于行业。不仅如此，公司上半年通过品类扩张还部分的弥补了烟灶的下滑，如首次纳入的集成灶半年就销售超过 8000 万元，洗碗机销额也达到 6132 万元、增长 21%。由于房地产低潮期的来临，烟灶业也进入下滑阶段，公司的发展之路显然在于进一步的品类扩张，当前围绕厨房所做的品类扩张战略是成功的。

面对行业低迷，公司积极深耕渠道，优化专卖店渠道和电商渠道的线上线下一体化运营；以差异化产品和优质品牌服务加深与恒大、万科、碧桂园、融创等地产商的合作，在工程渠道的吸油烟机市场份额为 37.8%，稳居行业第一；与欧派、司米等橱柜公司以及爱空间、金螳螂、东易日盛等家装公司合作开拓创新渠道网点。通过多渠道的创新，积极挖掘了新的渠道增长点，有力的配合了产品的扩张，烟灶份额仍居第一。

公司上半年整体毛利率 54.66%，增长 2 个多百分点，其中油烟机毛利率 58.5%，增长 3 个多百分点；燃气灶毛利率 55.88%，增长 2 个多百分点，表明在行业下滑背景下，公司主要产品及整体的盈利能力未受冲击，由品牌优势和强大的运营能力铸就的盈利能力仍然强劲，公司着力塑造的强科技、高端化、专业化、年轻化的品牌形象得到市场认可。

根据行业下滑背景及公司中期收入同比仅增长 0.88% 的基础，我们预测公司近 2 年在地产低迷的冲击下将告别高增长而仅维持稳定，营收及利润的增减幅均在个位数波动，预测今年全年营收增长 1%、净利下滑 3.7%，每股收益预测为 1.42 元，动态估值为 16.4 倍，给予谨慎推荐评级。



### 7)、浙江美大

公司上半年收入 7 亿元，净利润 1.8 亿元，增长 25%。公司开发了多款更具高端化、人性化和智能化的集成灶，以产品创新强化产品定位的高端化，同时以多样化的厨房配套产品推动协同销售。这一发展战略在行业整体竞争加剧的背景下是值得肯定的，可以找准公司的定位，实现错位竞争，不再在低端的量上与新进入者直接竞争。

公司推进渠道下沉和终端网点拓展，上半年新增一级经销商 70 家，终端门店 300 个；在红星美凯龙等 KA 渠道开店达 100 个；建立专业电商团队，加大电商平台旗舰店的建设。这些措施为未来营销发力打下基础，下一步期待着公司在电商渠道和 KA 渠道的布局真正见效。

据奥维云网数据，7 月份线下油烟机销量下跌 10.5%，多家厂商进入集成灶领域，火星人、YUKIDA、海尔、森歌等品牌纷纷发力，行业竞争加剧，公司为维护行业地位，持续在央视和高铁、新媒体、大型专业展览会等加大品牌宣传和广告的投入力度，以确保行业领军品牌的地位。

上半年公司销售费用增长 81%，研发费用增长 58%，都较常年偏高，反映公司今年在广告及产品研发方面投入甚巨；在建工程 110 万套厨电生产基地即将投产，也为未来增长打下基础。

根据上半年公司经营情况，我们预测公司全年收入增长 25%，利润增长 20%，EPS0.7 元，动态估值 18 倍，予以推荐评级。

### 8)、莱克电气

2019 年 1-6 月，公司实现营业收入 27.95 亿元，同比减少 0.97%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.36 亿元，同比增长 15.39%。分季度看，一季度公司收入减少 6.71%，二季度增长 5.61%，公司经营已基本企稳。

公司主营业务收入中外销收入占 63%，其中有相当比例出口美国，美国对中国 500 亿+2000 亿出口产品征收 10%~25%的关税、又对 3000 亿出口产品征收 10%的关税后，公司通过在越南和泰国投资建厂，首期项目将于 10 月底开始生产产品。公司在东南亚设厂后有利于进一步扩大出口业务并对冲贸易环境风险。

尽管公司主营的吸尘器处于产品生命周期的成熟期，但近年来随着技术的发展和龙头企业的带动，出现了扫地机器人、除螨仪、立式无线吸尘器、手持推杆吸尘器、微型吸尘器、桶式家用吸尘器等产品，形成了单价从 60 元到 6000 元不等的庞大产品阵列，满足了消费者多样化的细分需求，吸尘器市场因此焕发生机，公司作为该行业的龙头企业将因此受益。

公司拥有高速微电机的核心技术，专注于电机及以电机为核心部件的家用电器的技术研究，在无刷数码电机方面积累了雄厚的技术基础，并成功应用于下游环境清洁电器、园林工具及智能厨房电器，奠定了公司在产品性能、品质和效率等方面的行业领先地位，形成了核心部件研发与自制、产品开发与设计、模具设计与制造、精密压铸与精密加工和整机组装等完整的业务体系。公司一贯坚持自主研发和生产核心部件

的原则，牢牢掌握无刷数码电机和家用电器生产中的核心技术和关键环节。电机产品的可靠质量是公司家居清洁健康系列产品的性能保证，保证公司产品在技术水平和质量上处于业内领先水平。公司品类创新能力强，围绕家居环境清洁产品、空气净化空气舒适产品、水净化及健康饮水产品、智能厨房小家电产品、个人护理产品、园林工具、电机等，每年推出超过 100 款新产品，有力地提高了产品的市场竞争力。

公司在上半年营业收入持平的情况下，压缩成本费用，如营业成本降低 3.2%、管理费用降低 14.9%、销售费用降低 4.5%，实现了利润的增长，而研发费用则增长了 22%以推动公司核心竞争力的持续稳定发展。我们认为公司是一家有核心技术竞争力且深谙消费市场变化趋势的外向型企业，值得长期关注。

## 8 市场回顾与投资策略

家电板块年初至今（2019 年 9 月 5 日）上涨 46.4%，涨跌幅位居全市场 29 个行业的第 6 位，表现突出的个股如格力电器年内涨幅超过 70%。从估值对比看，家电板块当前估值 21.5 倍，高于万得全 A 目前的估值水平 17.4 倍，各子板块中目前小家电、白电估值合理，而照明与黑电估值稍高。

根据中怡康报告，2019 年上半年中国家电市场零售额规模 4656 亿元人民币，同比下降 4.9%，是自 2012 年以来的新低点。其中冰箱、洗衣机、空调零售额同比分别下降 2.3%、3.9%、8.2%；厨电、热水器零售额分别下降 2.9%、1.0%。受到需求下降、库存高企、渠道下沉等多重因素影响，价格战更为激烈，线下市场冰洗行业均价分别同比增长 4.7%、5.0%；空调线下市场均价下跌 1.7%；厨电、热水器线下市场均价都下跌 2%。行业竞争加剧，渠道业态、产品技术、消费趋势等不断变化。市场格局上，冰洗空行业集中度持续提升、厨电集中度下降，互联网公司进入家电行业分流用户。线下市场冰箱、洗衣机、空调 TOP3 零售额份额合计分别为 58.57%、63.24%、74.61%，同比提升 2.34、1.57、0.53 个百分点。由于房地产市场继续承压，传统家电的拥有率也已较高，如冰洗行业渗透率已达 97%，而海外市场贸易摩擦加剧，故预计未来家电市场将难以出现规模增长，而以存量竞争市场为主，龙头企业通过挤压中小企业的份额或能维持低速增长，而大量中小企业的生存更为艰难。

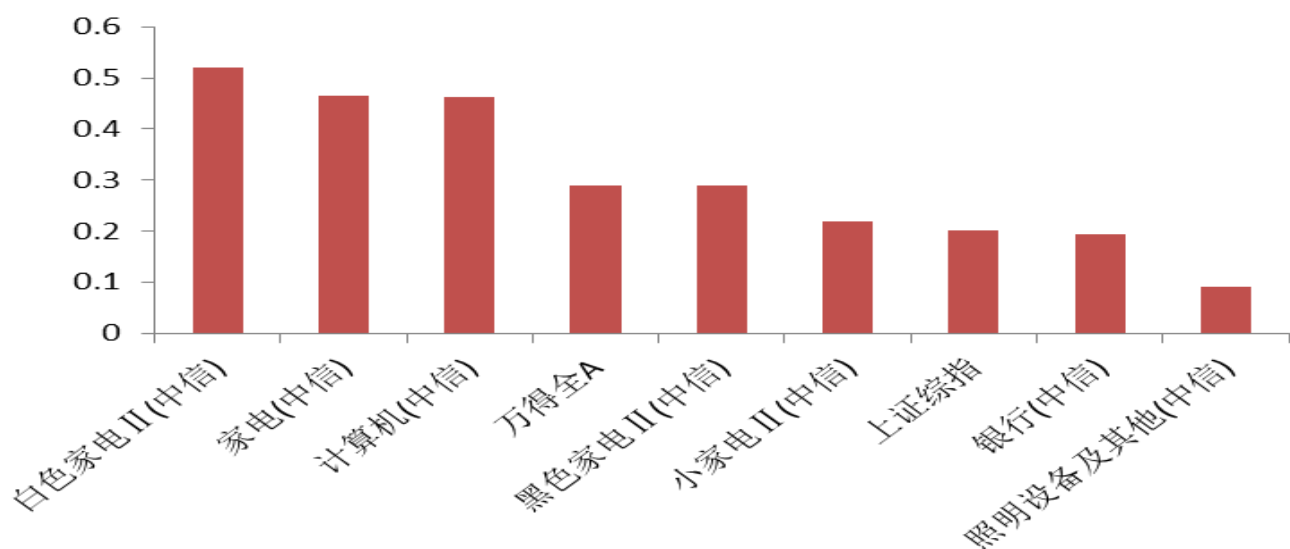
故在投资策略上，着眼于当前的家电行业投资策略根基于行业竞争格局的寡头效应，投资机会来自于寡头的份额与净利润率双提升：三大白电领域与厨电小家电领域寡头垄断竞争格局的形成是市场化竞争的结果，并且这种竞争由国内扩展到国外，由网下到网上，全球市场一体化的推进和线上线下一体化的竞争态势，使得家电这样的成熟行业的小企业的生存难度更大而被淘汰，同时效率更高的企业却能在更广阔的市场充分发挥优势，这正是美的这样效率优先的企业在电商时代份额加速提高的原因。因此，寡头垄断时代将会导致赢家的价值更为提高。

着眼于未来的家电行业投资机会来自于品质提升与品类创新。在品质提升方面，随着城镇化进程的推进和居民生活水平的提升，居民可支配消费收入不断提升，普及型消费业已满足，品质而不是低价正成为消费决策的出发点，品质需求逐步成为消费的主流，这促使家电市场呈现出高端化趋势。高端化主要体现在产品具备更好的品质、更高的价格、更优质的使用体验。针对家电市场需求的这一变化，家电厂商纷纷推行以产品创新及智能化为方向的高端化竞争战略，并在厨电和白电领域取得初步成功。在品类创新方面，以小家电的品类扩张与消费升级效应最为显著，融合了网络技术、IT 技术，涵盖智能控制、红外线感应、定位系统、自动识别、自动扫描等一系列新技术手段的智能家电将会越来越多地出现在人们的日常生活中，创造新的规模化市场。这两者共同创造了新的行业空间，而面向未来的行业机会就孕育于此。从值得投资的新兴细分行业看，根据今年中期各产品的销售差异，新兴家电中集成灶、洗碗机、新型吸尘器等销售增长仍然突出，是值得投资的细分行业。

总之，行业新市场的不断开拓与强大的盈利能力是家电股走牛的原动力，品类创新是家电业长期内不断突破行业天花板的终极武器。家电业随着时代发展，因应技术变革，不断推陈出新，以品类创新不断创造新的消费市场。在品类的创新与扩张中，家电业的边界无限伸展，龙头企业规模与盈利持续扩张，各种行业寡头因此诞生成长，牛股则在其中孕育壮大。

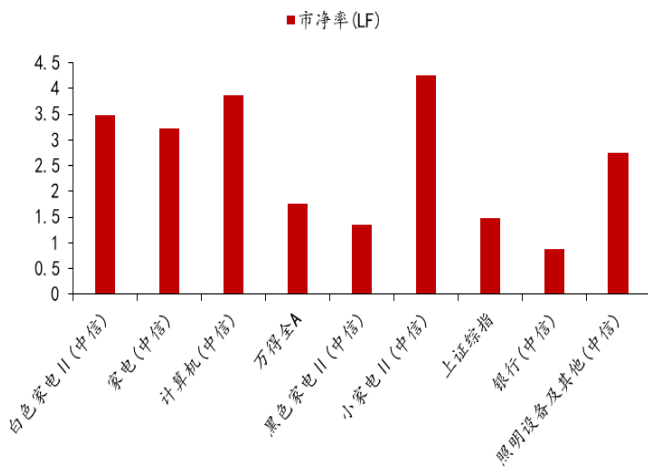
未来机会在哪里？ 1) 白电业寡头垄断带来的市场溢价机会，推荐美的集团(000333.sz)，格力电器(000651.sz)，海尔智家(600690.sh)； 2) 消费升级带来的档次提升机会，推荐老板电器(002508.sz)、苏泊尔(002032.sz)； 3) 消费升级带来的新品类导入机会，推荐浙江美大(002677.sz)。

图表 24: 家电板块市场表现比较 (\*100%)



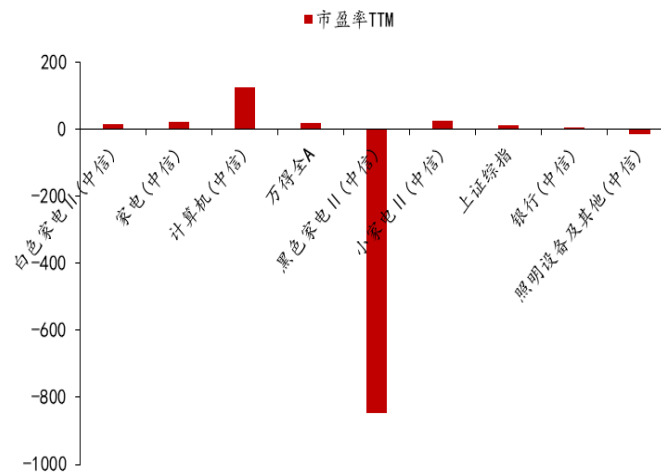
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 25: 各子板块 PB 对照图 (倍)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 26: 各子板块 PE 对比图 (倍)



来源: Wind, 国联证券研究所

## 9 风险提示:

房地产失速、国内销售剧烈下滑、国外市场出口遇阻、盈利能力下滑

### 分析师声明

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

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

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

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-85603281

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210