

价值问道，贵在等待

2018年12月06日

【投资要点】

- ◆ **2018年家电内生增长乏力，外部干扰加剧，个股显著承压。**面对宏观经济波动、地产调控收紧、贸易摩擦加剧、人民币汇率贬值等多重不利因素，2018年前三季度家电各子板块表现出现分化，白电表现出了稳定的穿越周期特性，黑电增速继续垫底行业。
- ◆ **周期下行再演绎。**1-10月份家用电器和音像器材类零售额同比下滑7.45%，低于GDP增速。从2014年以后，家电行业零售额规模增长逐步放缓，至2018年前三季度出现近十年来首次负增长。空调内销增速的下滑阶段共性总伴随着地产的调控，而差异在于下滑的幅度是多重因素叠加影响的结果。我们认为，在短期（一到两年）内影响空调增速的因素较为明显的包括气候、库存和政策，地产因其滞后性、持续性和重大性应该归属于中长期（三到五年）的影响因素。冰洗行业虽然与地产波动走势同步性较高，冰箱和洗衣机由于其功能的刚性，需求波动相对平稳，历史走势相对独立。厨电企业的业务一般较为单一，在面临行业风险时业绩抵御性较差，此外传统厨电主营业务多以中式厨房家电为主，外销占比较低，在国内市场需求萎靡的时候无法通过提振出口进行需求转移，因此传统厨电龙头企业面临戴维斯双杀的可能性更高。
- ◆ **行业大概率继续承压，把握中长期布局时点。**分板块来看，白电行业进入本轮地产后周期下半场，细分品类销量承压下蓄力提价，其中空调行业19年继续调整态势，内销增速或进一步收窄；冰洗行业更换周期来临，改善型需求将成主要驱动力。厨电行业继续受地产调控影响增速进一步下滑，但存在区域性边际改善预期，可把握个股反弹行情。小家电由于高频低价及试错成本低导致价格敏感度低，受益于消费升级逻辑长期增长稳健，19年有望继续以创新驱动行业增长。
- ◆ **寻找波动中的逻辑。**我们认为稳定并可持续的盈利能力是优质企业的必备素养，通过考察家电企业最近三年综合盈利能力以及现金流发现白电龙头的综合优势较为突出，因此19年我们认为家电行业投资主线之一是白电龙头市场份额进一步提升，护城河不断加固，竞争格局更加稳定，主线之二可关注通过不断创新升级提振需求穿越周期的小家电成长龙头，主线之三可关注拥有边际改善预期的厨电龙头。

【配置建议】

- ◆ **基本面筑底：长期业绩增长确定性高的板块及个股，**看好老板电器（002508），谨慎看好格力电器（000651）、美的集团（000333），或周转速度快、变现能力强的小家电电子板块个股，谨慎看好苏泊尔（002032）。**短期驱动：业绩边际改善确定性大的个股，**谨慎看好飞科电器（603868）。**高景气小龙头：新兴品类是追逐的热点，**高景气小龙头配置价值凸显，谨慎看好浙江美大（002677），建议关注科沃斯（603486）。

【风险提示】

- ◆ 外汇波动风险；房地产景气下行；原材料价格上涨风险。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

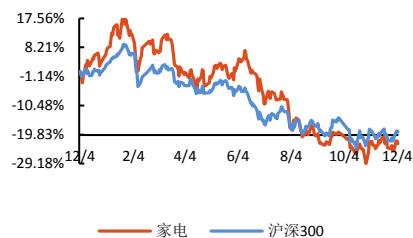
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：黄滢

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《双十一家电销售：小家电增速领跑，龙头强者恒强》

2018.11.26

《10月厨电环比改善明显》

2018.11.20

《关注双11大促家电答卷，小家电延续高增长》

2018.11.12

《家电三季报复盘：柳暗花明在前路》

2018.11.09

《三季报业绩总结——柳暗花明在前路》

2018.11.05

正文目录

1. 板块回顾	5
1.1. 行情复盘: 年初至今家电整体跑输沪深 300 指数	5
1.2. 内生增长乏力, 外部干扰加剧, 个股显著承压	8
1.2.1. 营收: 需求不振, 增速换挡	8
1.2.2. 利润: 与营收同步收窄, 小家电表现突出	11
1.2.3. 毛利率: 与同期基本持平, 原材料价格回落改善逻辑兑现度低 ...	13
1.2.4. 净利率: 受汇率波动影响较大	14
2. 周期下行再演绎	15
2.1. 从历史看空调增速下滑的共性与差异	16
2.2. 冰洗的历史走势相对独立	19
2.3. 厨电: 戴维斯双杀的一年	21
3. 穿越周期的小家电	23
4. 19 年展望: 行业大概率继续承压, 把握中长期布局时点	24
4.1. 白电: 地产后周期下半场, 销量承压下蓄力提价	24
4.1.1. 空调: 19 年继续调整态势, 内销出货增速或进一步收窄	24
4.1.2. 冰洗: 更换周期来临, 改善型需求将成主要驱动力	27
4.2. 厨电: 地产阴霾持续, 行业增速进一步下滑	28
4.3. 小家电: 消费升级驱动行业	29
4.4. 19 年家电行业细分板块盈利预测展望	30
5. 投资建议: 寻找波动中的逻辑	31
5.1. 透视企业综合盈利水平	31
5.2. 重点推荐标的一览	32
5.2.1. 格力电器 (000651.SZ)	32
5.2.2. 美的集团 (000333.SZ)	34
5.2.3. 老板电器 (002508.SZ)	35
5.2.4. 浙江美大 (002677.SZ)	37
5.2.4. 飞科电器 (603868.SH)	38
6. 风险提示	40

图表目录

图表 1: 家电行业整体跑输市场	5
图表 2: 申万家电三级行业年初以来累积涨跌幅走势	5
图表 3: 家电板块估值中枢下行	6
图表 4: 家电陆股通持仓市值占流通市值比重持续上升	6
图表 5: QFII 家电配置回落但仍维持超配	7
图表 6: 外资持股集中度进一步提升	7
图表 7: 家电行业重点关注公司前三季度主要财务情况	8
图表 8: 18 年前三季度家电行业及各子板块营收增速	9
图表 9: 17Q3-18Q3 家电整体及各子行业收入同比增速	9
图表 10: 各子行业上市企业营收增速变化	10
图表 11: 17Q3-18Q3 家电整体及各子行业净利润同比增速	11
图表 12: 各子行业上市企业净利润增速变化	12
图表 13: 17Q3-18Q3 家电整体及各子行业毛利率水平	13
图表 14: 各子行业上市企业毛利率	13
图表 15: 17Q3-18Q3 家电整体及各子行业净利率水平	14
图表 16: 各子行业上市企业净利率	14
图表 17: 家用电器零售额再进入下行周期	15
图表 18: 农村每百户主要白电保有量逐年提升	16
图表 19: 2009-2011 年三大白电年复合增速	16
图表 20: 2013 年节能补贴主要品类内销量同比增速	16
图表 21: 商品房期房销售面积和空调内销量同比增速	17
图表 22: 近十年空调内销增速	18
图表 23: 2007-2018 年冰箱内销量及增速	19
图表 24: 2007-2018 年洗衣机内销量及增速	19
图表 25: 2018 年 1-10 月冰箱内销量及增速	19
图表 26: 2018 年 1-10 月洗衣机内销量及增速	19
图表 27: 商品房期房销售面积和冰箱、洗衣机的内销量同比增速	20
图表 28: 城镇居民每百户主要白电产品保有量	21
图表 29: 2006-2018H1 厨电（烟灶消）销售规模及同比增速	21
图表 30: 2017-2018 年油烟机月度零售数据	22
图表 31: 厨电企业收入与利润增速	22
图表 32: 厨电企业市盈率（TTM）走势	22
图表 33: 2016-2018Q3 小家电行业规模增速	23
图表 34: 小家电企业历史收入增速	23
图表 35: 2018.1-10 空调内销出货情况	25
图表 36: 2018.1-10 空调外销出货情况	25
图表 37: 全国房地产开发投资增速	25
图表 38: 空调行业龙头内销市场份额	26
图表 39: 冰箱线下市场分产品均价及同比	27
图表 40: 洗衣机线下市场分产品均价及同比	27
图表 41: 冰箱行业龙头市场份额	27
图表 42: 洗衣机行业龙头市场份额	27
图表 43: 2018 年油烟机内销量与同比增速	28
图表 44: 2018 年洗碗机销售情况	28
图表 45: 一线和三线城市商品房销售面积增速	29
图表 46: 2018Q3 小家电零售额规模及增速	29
图表 47: 2019 年部分小家电品类零售额规模及增速预测	30
图表 48: 19 年家电行业细分板块盈利预测展望	30
图表 49: 2015-2018Q3 家电企业 ROE 和净现比 TOP10	31

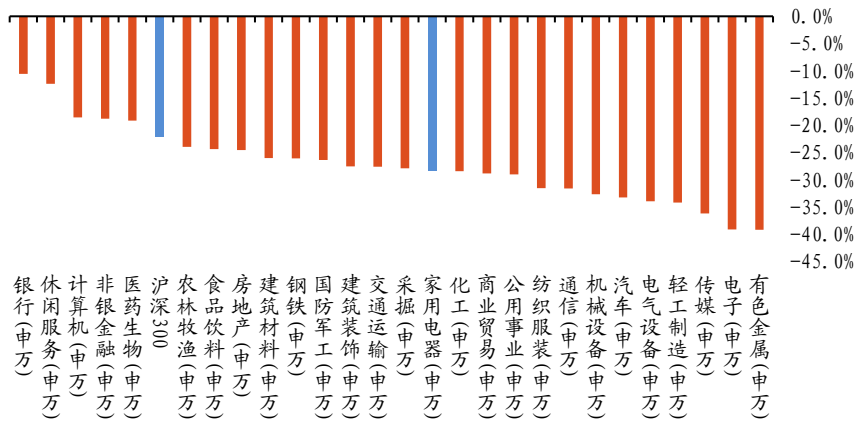
图表 50: 家电行业 2019 年度重点推荐公司	32
图表 51: 格力电器收入及增速	32
图表 52: 格力电器归母净利润及增速	32
图表 53: 格力电器毛利率与净利率	33
图表 54: 格力电器现金流	33
图表 55: 格力电器盈利预测	33
图表 56: 美的集团收入及增速	34
图表 57: 美的集团归母净利润及增速	34
图表 58: 美的集团毛利率与净利率	34
图表 59: 美的集团现金流	34
图表 60: 美的集团盈利预测	35
图表 61: 老板电器收入及增速	35
图表 62: 老板电器归母净利润及增速	35
图表 63: 老板电器毛利率与净利率	36
图表 64: 老板电器现金流	36
图表 65: 老板电器盈利预测	36
图表 66: 浙江美大收入及增速	37
图表 67: 浙江美大归母净利润及增速	37
图表 68: 浙江美大毛利率与净利率	37
图表 69: 浙江美大现金流	37
图表 70: 浙江美大盈利预测	38
图表 71: 飞科电器收入及增速	38
图表 72: 飞科电器归母净利润及增速	38
图表 73: 飞科电器毛利率与净利率	39
图表 74: 飞科电器现金流	39
图表 75: 飞科电器盈利预测	39

1. 板块回顾

1.1. 行情复盘：年初至今家电整体跑输沪深 300 指数

截止 11 月 27 日，申万家用电器行业指数年初至今下跌 28.27%，在 27 个申万一级行业指数中排行第 15 位；同期上证指数下跌 22.15%，沪深 300 指数下跌 22.17%，家电板块跑输沪深 300 指数约 6.10pct。受到外部地产和汇率的双重影响以及内生需求增长提振不足的影响，家电一改去年的高速增长态势进入温和增长通道，行业增速以及企业业绩相继换挡，反映到资本市场层面表现为投资情绪疲软、资金活跃度相对较低，家电整体表现弱于大盘。

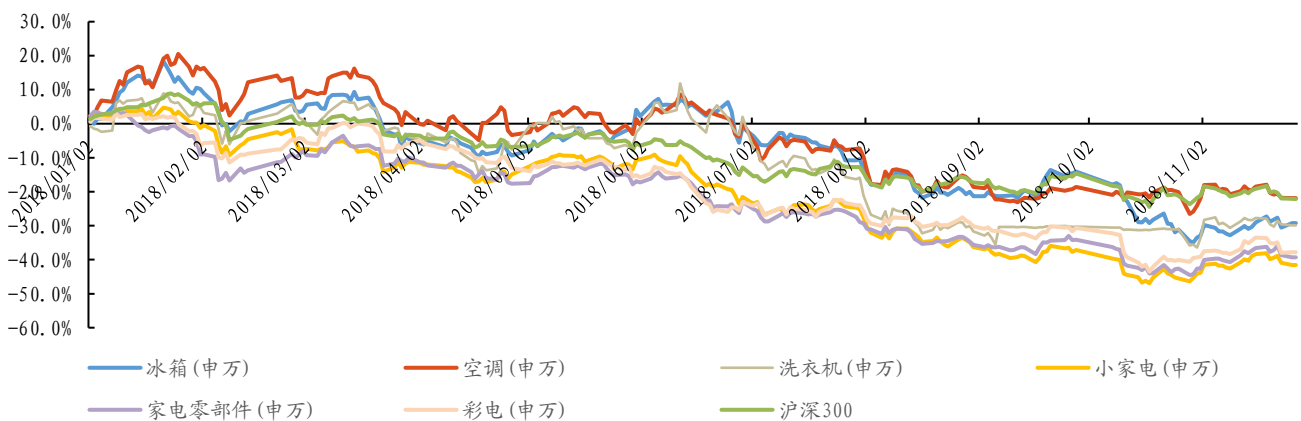
图表 1：家电行业整体跑输市场



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

截止 11 月 27 日，空调、冰箱、洗衣机、小家电、家电零部件、彩电六个子板块年初至今涨跌幅分别为 22.60%/29.34%/30.28%/40.94%/38.91%/37.65%。年初以来申万家电各三级子行业的累计跌幅呈逐步扩大态势，六个子板块中表现最好的是空调板块，1-8 月份累计跌幅小于沪深 300 指数，但从 8 月中旬后被大盘反超；6-7 月洗衣机板块受益于小天鹅 A 的大幅上升而在短期内成为增长最快的家电品类，此后则呈加快下跌趋势。

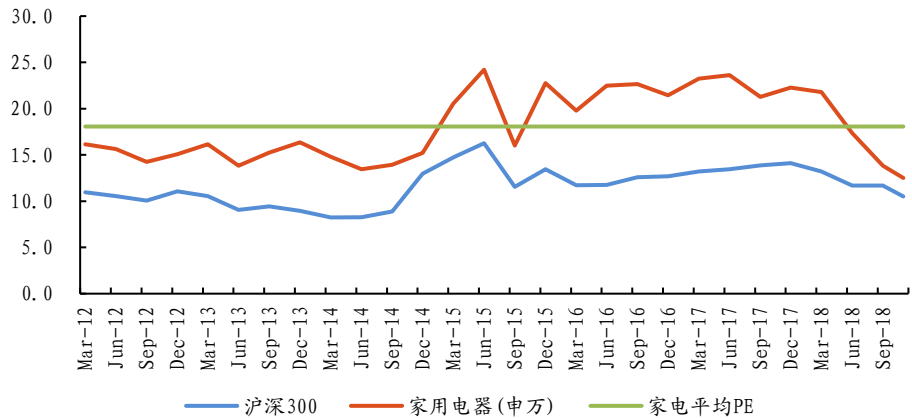
图表 2：申万家电三级行业年初以来累积涨跌幅走势



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

板块估值中枢下滑至近六年来最低点。经历了 2017 年的辉煌后，2018 年家电板块估值出现反转，今年初以来由于我国宏观经济波动，同时地产调控传导至下游家电零售端增速显著放缓，叠加贸易战对 A 股市场以及家电行业的压力持续增强，家电行业 PE 呈快速下跌态势，截止 11 月 27 日申万家电板块市盈率 (TTM) 为 12.52。经过将近一年的调整，家电板块估值中枢大幅回落并向突破近六年的历史平均水平，目前已回落至 2012 年以来的历史底部，且相比沪深 300 的估值领先优势也逐渐收窄。

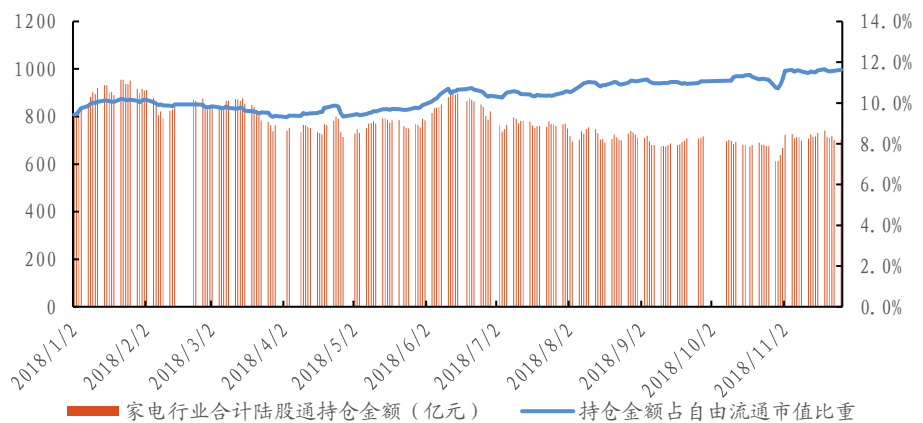
图表 3: 家电板块估值中枢下行



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

陆股通持仓比例不断提高。受板块内陆股通标的股价波动的影响，年初至今家电行业陆股通持仓规模有所下降，但陆股通持仓金额占家电自由流通市值的比例稳步上行，从 9.43% 提升至 11.62%，表明北上资金对家电板块仍较为青睐，持续投资意愿较强。

图表 4: 家电陆股通持仓市值占流通市值比重持续上升



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

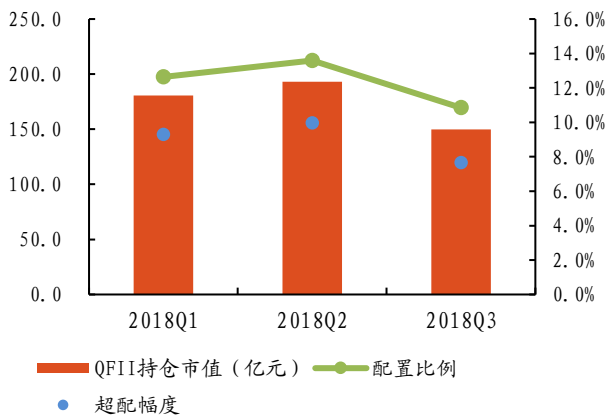
注: 截止 11 月 27 日数据

QFII 维持超配, 外资偏好行业话语权强势的龙头。截止 2018 年第三季度, QFII 重仓流通股中家电板块达 8 只个股, 与二季度数量一致; 合计持仓市值达 149.68 亿元, 环比二季度下滑 22.07%; 占同期 QFII 总投资市值比重 10.85%, 环比二季度下滑 2.74pct; 但三季度 QFII 家电板块配置比例超过行业标准比例约 7.66pct。尽管三季度 QFII 对家电板块的配置权重有所回落, 但总体仍维持超配。

三季度 QFII 所持有家电板块重仓流通股分别为青岛海尔、美的集团、格力电器、小天鹅 A、苏泊尔、飞科电器、三花智控和欧普照明, 合计持股数量达 5.33 亿股, 其中 QFII 持股数量占家电总持股比例前三席分别为青岛海尔 (50.62%)、美的集团 (33.78%) 和格力电器 (8.15%), 青岛海尔配置比例环比二季度回落 4.09pct, 美的集团和格力电器则环比提升 2.34/0.22pct; 个股变动方面, 三花智控自二季度 QFII 持仓比例回落至 0% 后于三季度重新上榜, 顺威股份则在二季度短暂被 QFII 增持后于三季度落榜。

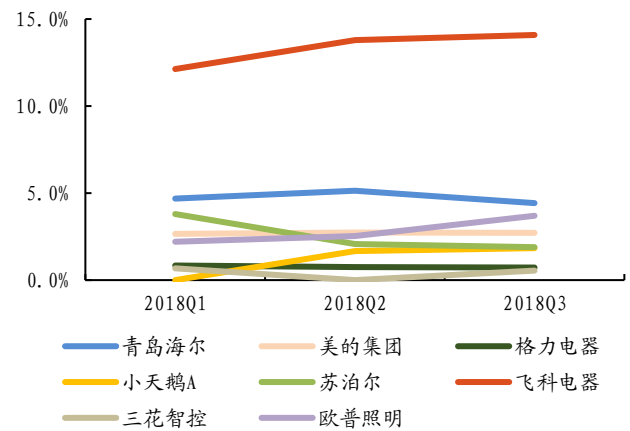
2018 年前三季度 QFII 家电板块重仓股变动较小, 且集中在白电、小家电、照明设备等细分行业的龙头, 这些企业均具备产业价值链话语权高企、高盈利能力、估值相对较低、分红比例高且稳定、流通盘较大等特点, 其中部分个股的 QFII 持股占其流通股本比例超过 10%, 如飞科电器的外资持股数量占流通股比例从 Q1 的 12.13% 升至 Q3 的 14.08%, 综上所述表明 QFII 在配置家电板块时仍坚持重仓稳增长龙头、兼配价值成长细分龙头的投资策略, 家电龙头的外资持股集中度进一步提升。

图表 5: QFII 家电配置回落但仍维持超配



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 6: 外资持股集中度进一步提升



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2. 内生增长乏力，外部干扰加剧，个股显著承压

面对宏观经济波动、地产调控收紧、贸易摩擦加剧、人民币汇率贬值等多重不利因素，2018 年前三季度家电各子板块表现出现分化，白电表现出了稳定的穿越周期特性，黑电增速继续垫底行业。本节我们首先从财务数据出发，对各子板块进行横向梳理。

图表 7：家电行业重点关注公司前三季度主要财务情况

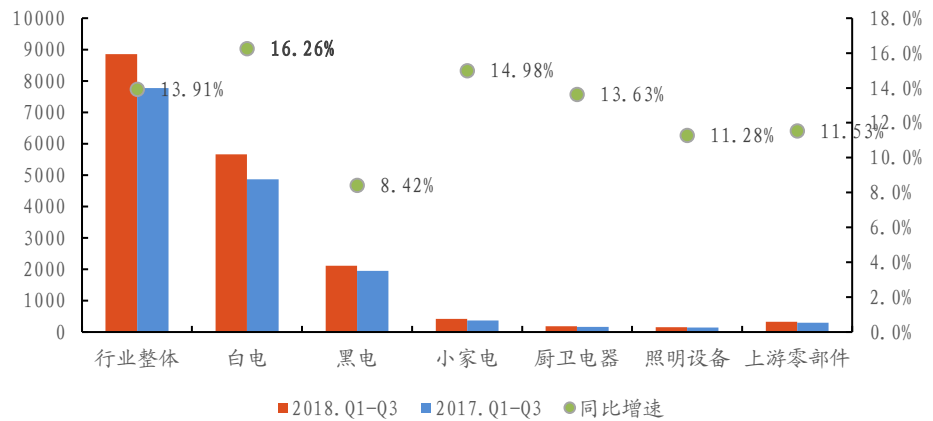
证券代码	证券简称	2018Q3			2018Q1-Q3			所属于行业
		营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿 元)	毛利率 (%)	
000651	格力电器	577.23	83.56	30.35	1486.99	212.41	30.15	白电
000333	美的集团	631.33	53.11	27.48	2057.57	190.90	27.26	白电
600690	青岛海尔	475.82	19.66	28.33	1381.39	78.31	28.93	白电
000418	小天鹅 A	53.60	4.99	25.27	174.17	15.02	26.19	白电
000921	海信家电	84.38	3.76	20.03	288.08	12.06	18.87	白电
600060	海信电器	106.29	0.07	14.90	246.41	3.95	14.91	白电
002848	高斯贝尔	2.36	0.02	15.61	6.25	-0.29	14.92	黑电
603486	科沃斯	12.28	0.80	37.75	37.51	2.87	36.97	小家电
002032	苏泊尔	45.44	3.65	29.24	133.94	11.03	30.21	小家电
002242	九阳股份	17.99	1.93	31.12	54.38	5.65	32.39	小家电
002614	奥佳华	15.70	1.66	35.56	37.78	3.14	36.16	小家电
603355	莱克电气	14.40	1.33	24.75	42.62	3.38	24.28	小家电
603868	飞科电器	10.03	2.22	40.06	28.19	6.20	39.60	小家电
603579	荣泰健康	5.22	0.45	31.24	17.58	1.90	33.34	小家电
002677	浙江美大	3.71	1.02	51.52	9.33	2.47	51.33	厨电
002035	华帝股份	14.72	1.04	46.18	46.46	4.53	46.43	厨电
002508	老板电器	18.97	3.56	53.07	53.94	10.16	53.30	厨电
603515	欧普照明	20.60	2.13	36.12	55.87	5.71	36.96	照明设备
300650	太龙照明	1.53	0.25	34.01	3.35	0.47	34.17	照明设备
603677	奇精机械	3.26	0.14	16.58	9.63	0.52	17.75	上游零部件
002050	三花智控	26.75	3.52	28.58	82.65	10.38	27.94	上游零部件
002860	星帅尔	1.06	0.29	40.18	3.06	0.81	39.52	上游零部件

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.2.1. 营收：需求不振，增速换挡

2018 年 1-9 月份，家电行业整体实现营业收入 8857.35 亿元，同比增长 13.91%，相较 2017 年 1-9 月份 32.11% 的增速下滑 18.21pct，其中白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件六个子行业的营收增速分别为 16.26%/8.42%/14.98%/13.63%/11.28%/11.53%，白电增长依旧稳健、领跑行业，黑电增速垫底。

图表 8：18 年前三季度家电行业及各子板块营收增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

白电和厨卫电器营收增速下滑带动板块增速换挡。地产调控和宏观经济波动导致家电终端零售需求放缓，带动家电企业收入规模增长同步下滑。从 17 年四季度开始，家电行业收入端便出现较为明显的下滑，17Q4 同比增速为 22.11%，至 18Q1 环比下滑 4.29pct，直至 18Q3 仍呈线性下滑趋势。子板块方面，二季度厨卫电器收入增速大幅下滑对应到 17 年末地产调控最强时点，换挡幅度也最为显著，因此三季度环比二季度基本持平，白电与小家电为增速超过行业的仅两个子板块。

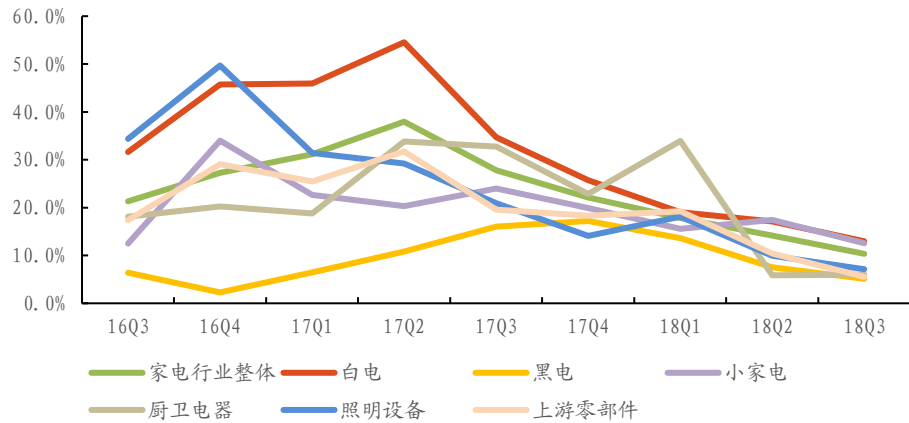
图表 9：17Q3-18Q3 家电整体及各子行业收入同比增速

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q1-Q3
行业整体	27.78%	22.11%	17.82%	14.18%	10.34%	13.91%
白电	34.67%	25.70%	19.04%	17.11%	12.97%	16.26%
黑电	16.01%	17.20%	13.64%	7.54%	5.10%	8.42%
小家电	24.00%	19.88%	15.53%	17.43%	12.56%	14.98%
厨卫电器	32.76%	22.86%	33.93%	5.85%	5.96%	13.63%
照明设备	20.92%	14.09%	18.10%	9.92%	7.12%	11.28%
上游	19.55%	18.31%	19.26%	10.39%	5.53%	11.53%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

不同的子行业受地产后周期的影响程度不一。厨电由于具备前装属性受地产的影响程度最高，下滑幅度也最明显，从 17Q2 的增速 33.85% 换挡至 18Q3 的 5.96%，其中厨电受一线城市的调控滞后效应更为显著；其次影响较大的是照明设备，其作为下游家装市场也受到一定影响，行业收入同比增速从 16Q4 的 49.70% 跌至 18Q3 的 7.12%；白电（以空调为主）在 17 年上半年受益于高温炎夏、渠道补库存需求与 16 年同期基数较低而有较为显著的增长，但从 17 年三季度开始也逐步受地产调控影响增速逐渐放缓，从 34.67% 降至 18Q3 的 12.97%；上游零部件的排产节奏紧跟下游整机厂的排产计划，降幅与照明设备相近；小家电的需求受地产的影响最小，因此收入增速也更为稳健。

图表 10: 各子行业上市企业营收增速变化



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

白电: 营收增速从年初以来稳步下行, 空调贡献下降拖累板块增长。2018年1-9月份白电板块收入增速为16.26%,自17Q2以来进入节奏性放缓阶段,空调增长贡献乏力是导致白电收入增速放缓的主要原因:

1) 受益于房地产政策刺激以及16年渠道库存消耗几尽,同时炎夏控制范围和时间相比往年有所扩大,2017年空调迎来近年来最大增幅,全年内销出货量同比2016年增长46.68%,但气候变化与补库存行情本身存在较大的不确定性使得17年空调的高增长难以成为持续性利好,高基数也给18年前三季度埋下高增长预期、实际低增速的隐患;

2) 18年空调销售旺季期间气候情况不及预期,且宏观经济下行的压力逐渐显现,地产方面,继一二线城市“双限”的绳子未见放松,三四线城市的楼市又面临库存去化的重大使命,乡镇市场的活力未能完全激发;

3) 17年较高的增速提高了企业淡季增加排产提前备货的预期,推动17年末至18年初渠道库存水位不断抬升,至18Q3行业内可利用库存空间已较为饱和,企业向渠道转移存货压力的难度增加。

黑电: 行业需求依旧疲软。2018年1-9月份黑电板块收入增速为8.42%,从17Q4以来子板块收入增速持续下滑,17年大尺寸面板供不应求的格局到18年发生反向变化,多家企业加码大尺寸面板生产挤压上游利润,而下游方面,首先彩电目前更新迭代仍以面板尺寸大屏化为主,4K、8K等技术由于软件方面未跟上硬件的更新节奏而落地滞后,无法有效拉动需求;其次外资品牌以及部分互联网电视品牌由于产品更新换代速度更快对传统黑电企业形成一定的挤出效应,压缩了传统黑电企业零售端的获利空间。此外上半年世界杯赛事给外销收入带来的改善并未延续至三季度,行业内众多品牌竞争日趋激烈,价格战压制了均价的提升。总体来看,在未发生技术拐点的前提下,黑电行业的需求在未来较长一段时间内仍较为低迷。

小家电: 电商红利持续贡献收入。2018年1-9月份小家电板块收入增速为14.98%,Q2板块收入增速有所回升,但至Q3增速又回落至12.56%,主要是因为二季度电商大促提前截流。小家电受地产后周期效应影响较弱,稳健增长主要还是得到消费升级的支撑,其中渠道方面,相比消费者倾向于线下选购大型家电产品,电商对小家电的贡献度更高,据中怡康数据,前三季度线上生活电器零售额累计占比达57.3%,同比增长22.1%,其中单三季度线上同比增长12.3%。18Q3小家电收入增速环比放缓的另一个原因是为了备战双十一提前备货导致收入延后,我们预计四季度小家电板块的收入增速将有所回升。

厨卫电器：地产压制行业增速大幅换挡。2018 年 1-9 月份厨卫电器板块收入增速为 13.63%，板块年初至今收入增速从 33.93% 骤跌至 18Q3 的 5.96%，一方面 17Q3 是厨电近年来增速最高点基数较高，另一方面除集成灶行业因新兴市场正在培育维持其高景气度以外，传统厨电 18 年以来持续笼罩在地产下行的阴霾之下，尤其是板块内个股大部分主要布局在一二线城市，三四线地产也正经历去杠杆、去库存的挑战，六线以下市场未得到充分开发，因此承压更甚。尽管今年目前厨卫电器产品提价幅度较低，但考虑到厨电渗透率仍有较大提升空间，龙头企业为维持品牌形象以及行业竞争秩序也不会主动大幅降低售价，行业发生价格战的可能性不高，四季度仍能维持良性的增长。

照明设备：二线品牌收入增长拖累行业。2018 年 1-9 月份照明设备板块收入增速为 11.28%，年初至今增速下滑 10.98pct，总体来看地产调控对行业需求的压制效应依旧显现，除龙头企业通过其他新增长点实现收入同比稳定增长外，二线品牌照明企业缺乏新的业务突破难以抵抗行业风险，收入增长均有不同程度的下滑。

上游零部件：排产收缩影响收入增长。2018 年 1-9 月份上游零部件板块收入增速为 11.53%，一般而言上游零部件企业会针对下游整机厂的排产计划采取相应的跟随策略，18 年下半年以来家电下游整机排产增速放缓，传导至上游零部件企业的生产更为谨慎，其在三季度排产也同步收缩，同时原材料价格下行也给上游零部件企业提价带来一定的压力，影响了单季度收入的增长。

1.2.2. 利润：与营收同步收窄，小家电表现突出

净利润增速回落明显，小家电净利润增速逆市提升。2018 年 1-9 月份家电行业整体净利润同比增长 16.94% 略高于营收增幅，其中白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件六个子行业的净利润增速分别为 22.42%/0.20%/14.68%/11.34%/-15.59%/-29.00%，白电板块的净利润增幅高于营收，小家电板块的净利润增幅与其营收增幅基本匹配，照明设备、上游零部件板块净利润实现负增长。尤其在宏观经济波动放大效应显著的三季度，小家电的净利润增速达到 26.13%，净利润增速环比逆市提升，板块业绩表现出极强韧性。

图表 11: 17Q3-18Q3 家电整体及各子行业净利润同比增速

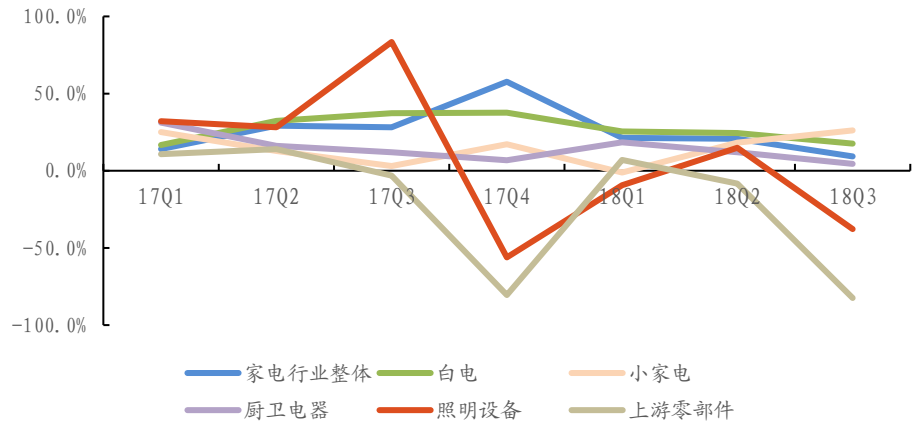
	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q1-Q3
行业整体	28.19%	57.67%	21.23%	20.74%	9.29%	16.94%
白电	37.35%	37.63%	25.42%	24.48%	17.51%	22.42%
黑电	-4.63%	606.19%	15.25%	3.27%	-13.16%	0.20%
小家电	3.02%	17.16%	-1.15%	18.17%	26.13%	14.68%
厨卫电器	12.07%	6.71%	18.47%	11.97%	4.46%	11.34%
照明设备	83.42%	-56.13%	-9.34%	14.80%	-37.71%	-15.59%
上游	-3.24%	-80.43%	7.05%	-8.35%	-82.45%	-29.00%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

小家电由于受地产影响最小，营收端承压相对较轻，同时受益于原材料价格下行，成为 18 年三季度唯一实现净利润同比增速提升的子行业，同比提升 26.13%，增速环比改善 7.96pct；照明设备由于还受灯珠等供求关系变动的影响，净利润波动较大；原材料价格降低以及下游整机厂话语权增强压缩了上游

零部件企业的利润空间，导致后者 18Q3 净利润增速同比下滑 82.45%。

图表 12: 各子行业上市企业净利润增速变化



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

白电: 龙头贡献绝大部分利润。2018 年 1-9 月份白电板块净利润增速为 22.42%，板块内龙头企业贡献度超过 90%，其中格力、美的和海尔前三季度净利润分别同比增长 36.75%/18.56%/11.15%，利润保持稳健增长，其他白电企业利润稍有承压。

黑电: 行业竞争格局恶化影响净利润增速。2018 年 1-9 月份黑电板块净利润增速为 0.2%，其中 Q3 同比下降 13.16%，环比二季度有明显的下滑。行业竞争格局恶化是导致净利润连续四个季度负增长的主要原因，传统黑电企业在价格战中对终端零售价格的调整存在滞后性，此外二季度因世界杯提振的出口需求持续时间较短，三季度未能继续受益。

小家电: 利润增速领跑行业。2018 年 1-9 月份小家电板块净利润同比增长 14.68%，其中 Q3 同比增长 26.13%，逆市增长领跑行业，一方面营收端增长较为稳健，另一方面汇率贬值带来的汇兑收益也有较为明显的贡献。进入四季度后，小家电将迎来销售旺季，叠加多个促销节点的爆发，预计四季度小家电板块的利润增速仍能保持不俗的表现。

厨卫电器: 传统厨电企业承压明显。2018 年 1-9 月份厨卫电器板块净利润同比增长 11.34%，行业增速换挡的直接影响是净利润增速的同步下滑，其中传统厨电企业的压力最大，以“三件套”为主的企业增长持续放缓，但细分赛道集成灶在加大推广和市场教育下进入高增长阶段，行业景气度高企，集成灶龙头浙江美大增速逆市提升，Q1-Q3 同比增长 36.87%，若剔除浙江美大，则厨卫电器板块前三季度净利润仅同比增长 8.55%。

照明设备: 二线龙头净利润增长有较大不确定性。2018 年 1-9 月份照明设备板块净利润同比下滑 15.59%，从 17 年一季度以来照明设备板块净利润增速呈现较大的震荡态势，除龙头企业仍能保持平稳的增长，其余二线龙头受地产调控以及人民币汇率贬值影响，净利润增长呈现较大的不确定性。

上游零部件: 原材料价格回落压缩利润空间。2018 年 1-9 月份上游零部件板块净利润同比下滑 29.00%，一季度原材料价格上行使得零部件板块利润得以扭亏为盈，但三季度受到来自原材料价格回落、下游整机厂议价以及账期延长等多重因素影响，净利润明显承压，当前压缩机等零部件库存水位有所提升，下游整机排产仍在收窄，预计四季度上游零部件行业的竞争态势更为激烈。

1.2.3. 毛利率：与同期基本持平，原材料价格回落改善逻辑兑现度低

2018 年 1-9 月份家电行业整体毛利率为 24.45%，同比下滑 0.25pct，其中白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块 Q1-Q3 毛利率分别同比提升 0.42/-2.18/-0.42/-0.93/-1.69/-1.97pct，除白电板块前三季度仍小幅维持正向提升以外，其余子板块均有不同程度的下滑，其中黑电板块毛利率回落最为明显。尽管三季度以来原材料价格下行给予毛利一定的增厚空间，但当前终端需求收缩，为保销量增长大多数企业选择牺牲提价，尤其是黑电行业正处于价格战阶段，大屏彩电整机也缺乏 17 年由于面板供不应求带来的向下游转嫁附加价值的契机，综合来看行业毛利率同比基本持平。

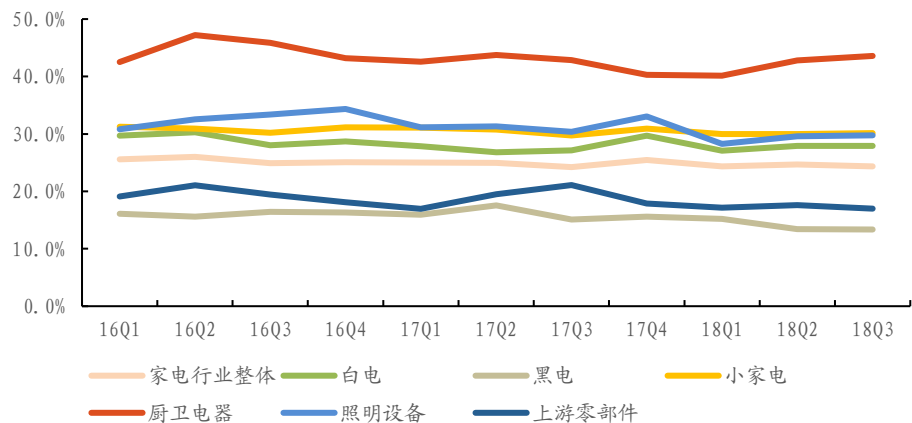
图表 13: 17Q3-18Q3 家电整体及各子行业毛利率水平

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q1-Q3
行业整体	24.22%	25.47%	24.32%	24.69%	24.32%	24.45%
白电	27.12%	29.69%	27.06%	27.91%	27.93%	27.65%
黑电	15.10%	15.62%	15.22%	13.41%	13.36%	13.95%
小家电	29.73%	30.91%	29.96%	30.00%	30.13%	30.03%
厨卫电器	42.87%	40.28%	40.14%	42.81%	43.55%	42.19%
照明设备	30.35%	33.03%	28.26%	29.60%	29.73%	29.23%
上游	21.09%	17.89%	17.15%	17.62%	16.97%	17.26%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

分板块来看，厨卫电器板块毛利率水平遥遥领先行业和其他子板块，前三季度毛利率达到 42.19%，尽管厨电的高毛利吸引了更多玩家切入和布局，但目前厨电竞争格局仍然稳定，老板和方太仍把持着大厨电的高端市场并具有充分的市场定价权，在头部品牌仍维持目前定价策略和品牌策略的时候，长尾品牌会采取跟随策略，行业出现价格战的可能性较低，因此行业毛利率仍能维持较高水平；三季度白电、小家电、厨卫电器和照明设备龙头充分发挥对上下游双重议价能力实现毛利率同比环比双向增厚，而黑电行业则因竞争白热化，连续三个季度毛利率环比下滑，上游零部件企业由于话语权低于下游整机厂，毛利率在二季度短暂上升后回落至 Q3 的 16.97%。

图表 14: 各子行业上市企业毛利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2.4. 净利率：受汇率波动影响较大

2018 年 1-9 月份家电行业整体净利率为 7.35%，同比提升 0.19pct，其中白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件板块 Q1-Q3 净利率分别同比提升 0.46/-0.19/-0.02/-0.23/-3.01/-2.01pct。

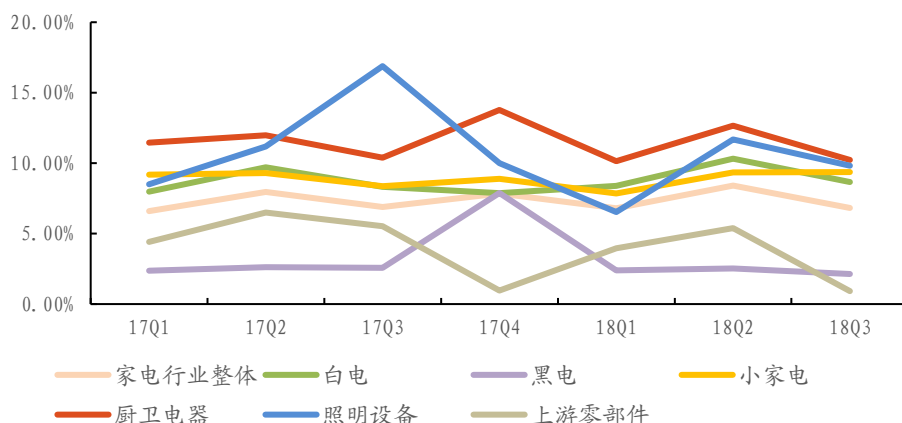
图表 15: 17Q3-18Q3 家电整体及各子行业净利率水平

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q1-Q3
行业整体	6.89%	7.84%	6.79%	8.41%	6.83%	7.35%
白电	8.32%	7.87%	8.40%	10.32%	8.65%	9.15%
黑电	2.58%	7.88%	2.39%	2.52%	2.13%	2.34%
小家电	8.36%	8.88%	7.85%	9.35%	9.37%	8.88%
厨卫电器	10.38%	13.77%	10.14%	12.66%	10.24%	11.04%
照明设备	16.88%	10.01%	6.53%	11.67%	9.82%	9.45%
上游	5.53%	0.96%	3.97%	5.39%	0.92%	3.52%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

三季度汇兑收益增长难挽净利率下行颓势。18 年前三季度人民币汇率先升后贬，其中一季度为空调、冰箱等白电产品的出口旺季之一，因此白电板块在出口时因人民币汇率升至而导致的汇兑损失增加使得行业整体净利率环比 17Q4 有所下滑，但 18Q2 受空调内销旺季促销以及人民币汇率贬值，净利率呈现恢复性提升，其他子板块也相应受益于二季度毛利率的提升对净利率的向上拉动效应。三季度后各子板块的收入被二季度和四季度的促销时点分别截流和延后，形成收入与成本的时间错位，此外 Q3 多数家电企业的管理费用率受到研发投入加大的影响同比提升 1.16pct，人民币汇率贬值带来的汇兑收益改善未能完全对冲毛利率下行和管理费用率的上升，我们认为，在当前经济偏紧的情况下，净利率的改善应更多关注企业对经营和销售效率的提升。

图表 16: 各子行业上市企业净利率

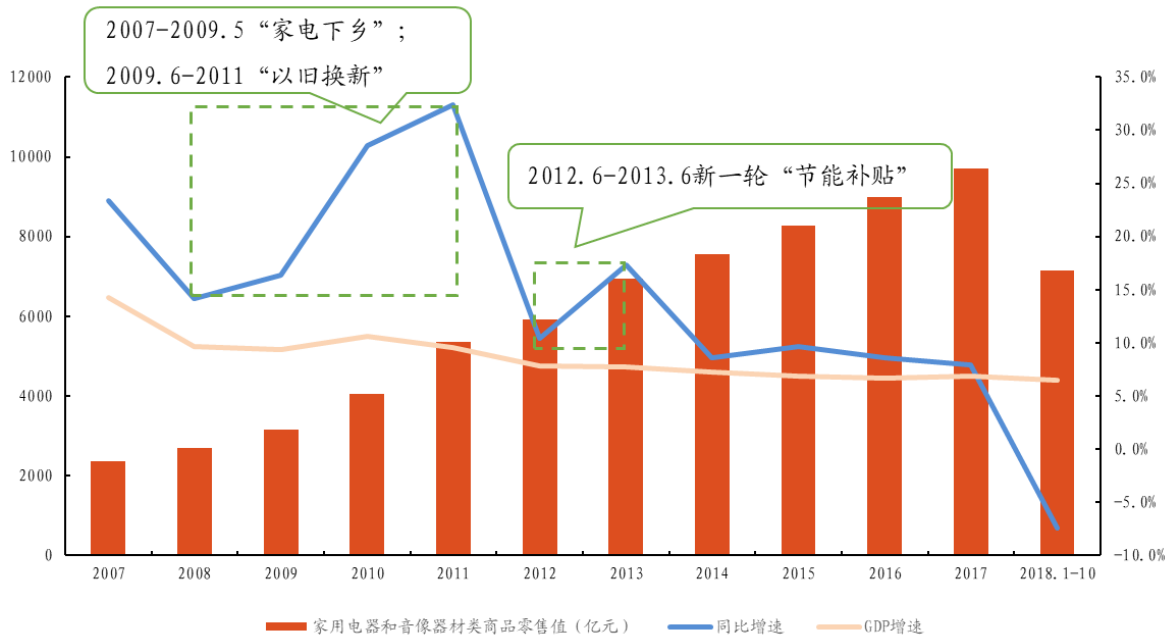


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2. 周期下行再演绎

2018 年中国家用电器需求增长不及预期，统计局数据显示，1-10 月份家用电器和音像器材类零售额同比下滑 7.45%，低于 GDP 增速。从 2014 年以后，家电行业零售额增速开启个位数时代，规模增长逐步放缓，至 2018 年前三季度出现近十年来首次负增长。

图表 17：家用电器零售额再进入下行周期



资料来源：Choice，国家统计局，东方财富证券研究所

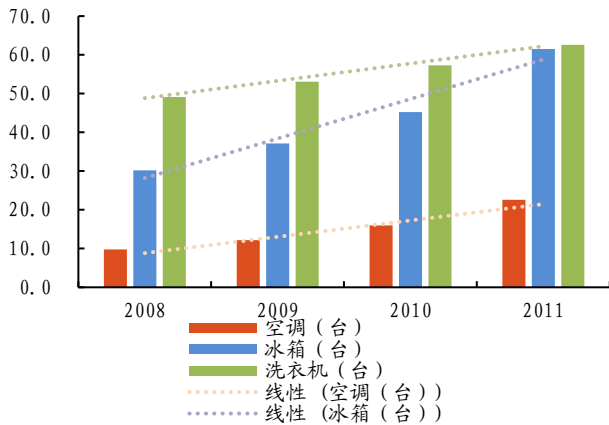
从历史维度来看，此轮增速回落虽然表面上看是行业周期的再度演绎，但并未完全复刻过去三轮下行的原因。我们首先回顾过去完整的十年间家电行业增长的主要驱动事件：

2008-2011 年：政策驱动的三年辉煌。 家电下乡政策有一定的历史演进过程，从 2007 年 12 月三省一市、三品类 13% 逐渐扩大至 2011 年全国范围、九个品类，惠及范围和优惠力度不断提升。在低保有量的基础上，白电凭借其家庭刚需性以及高价低频特征成为此阶段推动家电需求的主要动力，其中空调、冰箱和洗衣机三年内销量年复合增速分别达到 26.74%、31.26%、15.11%。

从地域维度来看，这一阶段内需的扩大无疑是农村市场普及型需求带来的增量贡献，据统计局数据，农村家庭每百户空调、冰箱、洗衣机保有量分别从 2008 年的 9.8、30.20、49.10 台提升至 2011 年的 22.60、61.50、62.60 台。这一阶段，政策因素对家电需求的拉动效应远超行业内生增长效应，因此即便是 2008 年面临地产景气度下行，家电整体规模仍维持双位数的增长，可见在特定历史时点上，政策的刺激能够一定程度上抵御地产后周期的负面影响。

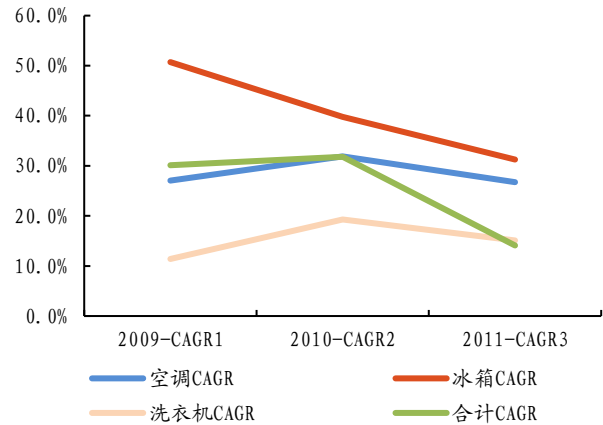
从政策优惠力度维度来看，家电下乡政策的拉动程度高于以旧换新政策（2009.6 于北京、天津等 9 省市试点），白电需求年复合增速在 2010 年达到峰值，后在基数效应以及政策逐步退出的影响下，2011 年 CAGR 回落至 14.10%。

图表 18: 农村每百户主要白电保有量逐年提升



资料来源: Choice, 国家统计局, 东方财富证券研究所

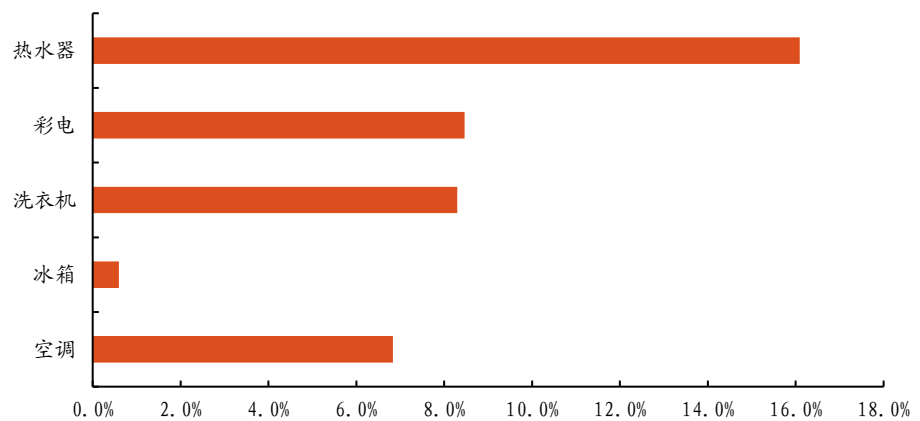
图表 19: 2009-2011 年三大白电年复合增速



资料来源: Choice, 国家统计局, 东方财富证券研究所

2012.6-2013.6: 新一轮“节能补贴”政策带来的小幅提振。2011 年底家电下乡政策逐步退出使得家电零售规模回落至 2012 年仅 10.45% 的同比增速, 但从 2012 年中正式启动的节能惠民补贴政策再度推动家电需求短暂重回上行通道。如果说 2008-2011 年家电下乡政策刺激的是乡镇市场的普及型需求, 那么新一轮节能补贴政策则重塑了家电产业结构, 产品结构在优化升级的同时带动了销量的增长。这一阶段补贴覆盖产品仍集中在白电上, 包括空调、彩电、冰箱、洗衣机、热水器五类, 2013 年上述五类产品内销量分别同比增长 6.83%、8.46%、0.60%、8.30%、16.09%。

图表 20: 2013 年节能补贴主要品类内销量同比增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.1. 从历史看空调增速下滑的共性与差异

纵观十年, 家电行业在两轮上涨之后都伴随着为期一年左右的下滑, 但下行原因的共性和差异在哪里呢? 市场的普遍观点认为, 家电作为地产后周期行业, 地产下行的传导对家电行业的影响最大, 因此我们以空调为例, 再从需求传导维度梳理近十年来地产调控的几个阶段:

图表 21: 商品房期房销售面积和空调内销量同比增速



资料来源：产业在线，国家统计局，网络公开资料，东方财富证券研究所整理

通过上图梳理我们发现几个值得关注的时点：

2007-2011 年：这一时期商品期房销售面积增速与家用空调内销量增速走势基本同步，一般来说，预售制度的存在使得后置家电产品时点会晚于期房销售时点，而可以解释这一阶段二者趋势基本吻合的主要原因在于彼时正值家电下乡政策窗口期，政策驱动下空调需求得以提前释放。这段期间房地产出现过两次下跌，第一轮下跌时点出现在家电下乡政策初期，第二轮下跌时点为以旧换新政策初期，政策驱动并不能够完全对冲地产下行，可见家用空调内销量增速并不完全由地产和政策单一因素驱动。

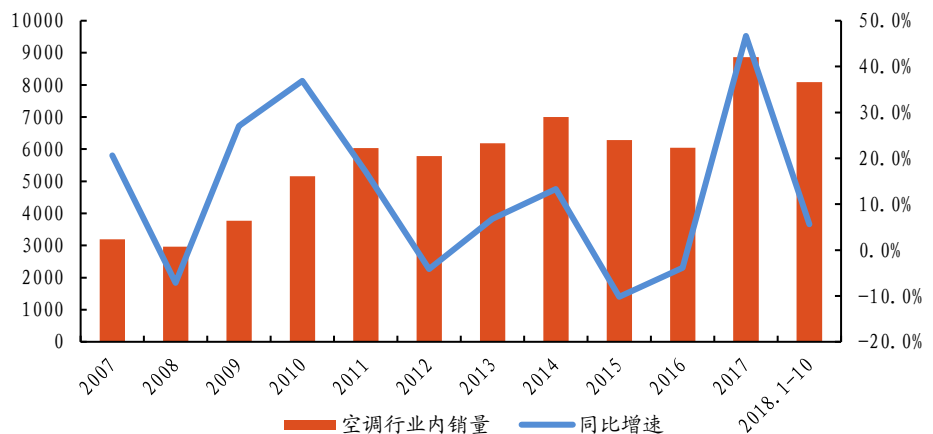
2012-2013 年：这一时期商品期房销售面积增速与家用空调内销量增速开始分化，空调增速出现滞后现象，滞后期约为 3-6 个月，此时家电下乡和以旧换新政策进入尾声，而新一轮节能补贴对空调内销的拉动效应明显弱于前者，因此这一阶段空调内销基本恢复增长常态。对比这一阶段与上一阶段空调内销增速表现出的特点，我们判断当政策对家电行业的拉动效应足够大的时候，家电产品内销增速相对于地产下行风险的抵御效应也将相应放大。

2013 年以后：这一时期所有驱动性政策逐渐退出完成，空调内销相对于地产调控的滞后期也延长至 6-12 个月。2015 年空调内销增速由正转负，下滑幅度远大于地产调控幅度，导致这一现象的因素除了地产下行影响内销需求外，还包括空调渠道库存水位上升、炎夏气候不及预期、前期政策驱动透支需求等。但在 2017 年空调增速迎来历史新高，主要得益于：1) 持续一年多的房地产景气上涨；2) 拉尼娜气候延长炎夏时常推动销售旺季更旺；3) 16 年几近耗尽的库存给予 17 年较为丰富的补库存空间。结合 15 年和 17 年的大跌和大涨以及其他年份的波动情况，我们认为在仅有地产调控的影响下，空调内销波动幅度是较为正常的，但若叠加了其他外部性因素，则会导致波动大幅偏离标准差，行业风险也随之上升。

总结上述三个阶段空调内销增速的表现，可观察到空调内销增速的下滑阶段共性总伴随着地产的调控，而差异在于下滑的幅度并非仅由地产调控幅度决定，而是多重因素叠加影响的结果，叠加的因素越多，调控的幅度越大，而叠加的因素不同，对空调内销增速的滞后期、对地产下行的抵御性也有所区分。我们结合上述分析认为，在短期（一到两年）内影响空调增速的因素较为明显的包括气候、库存和政策，地产因其滞后性、持续性和重大性应该归属于中长期（三到五年）的影响因素。

因此我们在分析 2018 年空调内销增速滑坡的时候应该注意的几点是，此轮下滑的主要原因是什么？是否可持续？持续时间有多久？叠加影响因素又是什么？下行底部又在什么位置？

图表 22：近十年空调内销增速



资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

1) 仅从上图来看，2018 年空调增速的变化有一个明显的地方在于高位滑坡，而这源于高基数的影响，回溯历史，高位滑坡同样出现在 2010-2012 年期间，由 36.89% 降至 -4.15%，下行周期持续两年，可见高基数对于内销下行的影响持续期有限，如果按 17 年开始推算，则在 19 年到达高基数影响周期的末尾；

2) 结合主要影响因素即地产维度，2018 年恰逢新一轮地产调控滞后周期内，以往地产对于空调的影响持续期较长，多在 1-2 年左右并有延长的趋势，而到目前为止，地产调控的政策端口并未见放松迹象，政府调控决心与地产下行周期呈正相关，悲观预期下，19 年地产仍将维持紧缩政策，如果按 18 年为地产调控续期之初、延长期为 2 年进行推算，则地产的影响周期或持续至 2020 年；

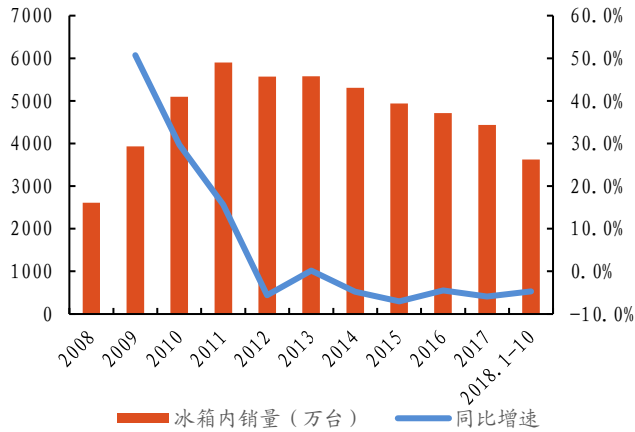
3) 叠加因素维度，2018 年由拉尼娜气候恢复至正常气候，炎夏持续范围和时长均不及此前预期，此外补库存行情本身不可持续，对于 18 年的空调市场而言也无增效，对于 19 年而言，厄尔尼诺气候发生的概率比拉尼娜更高，且 18 年空调渠道库存水位抬升留下的蓄水空间已然有限，这两方面叠加因素在 19 年可能继续兑现。

综合来看，18 年空调内销增速下滑同比 17 年打一折基本确定，多方因素里面，地产的影响最大、持续期越长，高基数因素影响有限，18 年叠加的气候和库存因素明年继续兑现的可能性较大。我们认为，对于空调行业而言，18 年正处于新一轮周期下行期间，距离调整底部尚有一定的空间。

2.2. 冰洗的历史走势相对独立

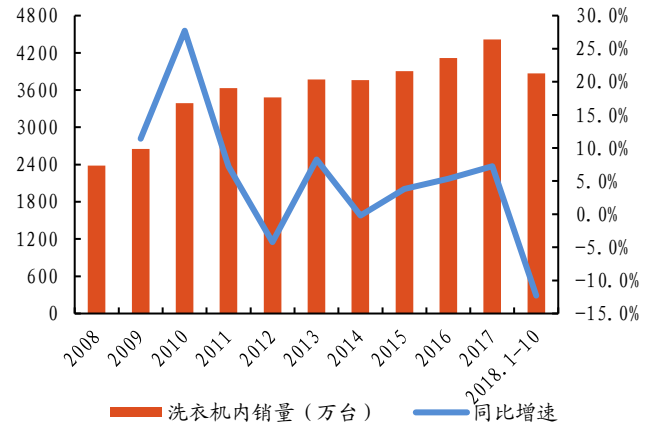
相比空调由于一户多机、可选性更强的特征，冰箱和洗衣机由于其功能的刚需性，需求波动相对平稳，历史走势也有更多相似之处。

图表 23: 2007-2018 年冰箱内销量及增速



资料来源: Choice, 产业在线, 东方财富证券研究所

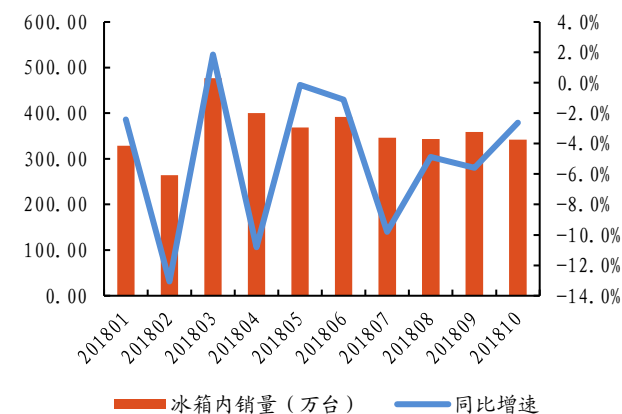
图表 24: 2007-2018 年洗衣机内销量及增速



资料来源: Choice, 产业在线, 东方财富证券研究所

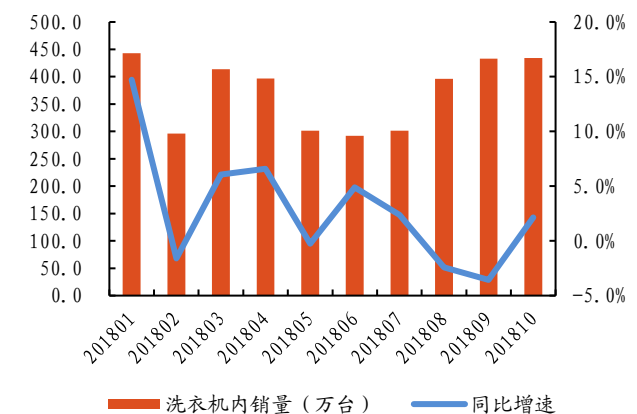
冰箱和洗衣机增速的黄金年份停留在 2008-2011 年家电下乡政策驱动期，这一时期冰箱和洗衣机的年复合增速分别达到 31.26%和 15.11%。2007-2018 年以来，冰箱和洗衣机的内销量增速呈现出持续下滑的趋势，其中冰箱 CAGR+6.08%，洗衣机 CAGR+7.09%，年复合增速低至个位数。从绝对规模来看，冰箱的内销规模在 2011 年达到历史峰值后便开始下滑，洗衣机则呈阶梯式上升态势；从同比增速来看，冰箱行业从 2012 年开始便在零增长附近徘徊，内销表现持续疲软，18 年的表现也与此前几年相差不大，洗衣机从 12 年至 17 年期间仍有一定程度的波动，增速中枢维持在 5%左右水平，但 18 年 1-10 月份内销增速急剧下滑，增速由正转负。

图表 25: 2018 年 1-10 月冰箱内销量及增速



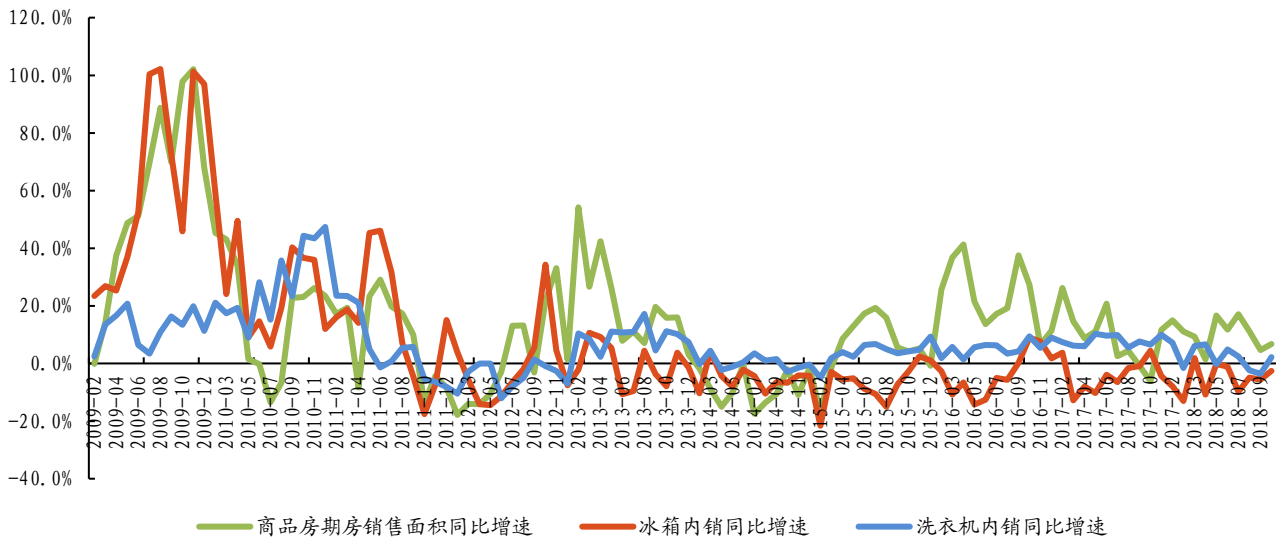
资料来源: Choice, 产业在线, 东方财富证券研究所

图表 26: 2018 年 1-10 月洗衣机内销量及增速



资料来源: Choice, 产业在线, 东方财富证券研究所

图表 27: 商品房期房销售面积和冰箱、洗衣机的内销量同比增速



资料来源: 产业在线, 国家统计局, 东方财富证券研究所

冰洗行业虽然与地产波动走势同步性较高, 但与空调行业相比仍有一定的差异:

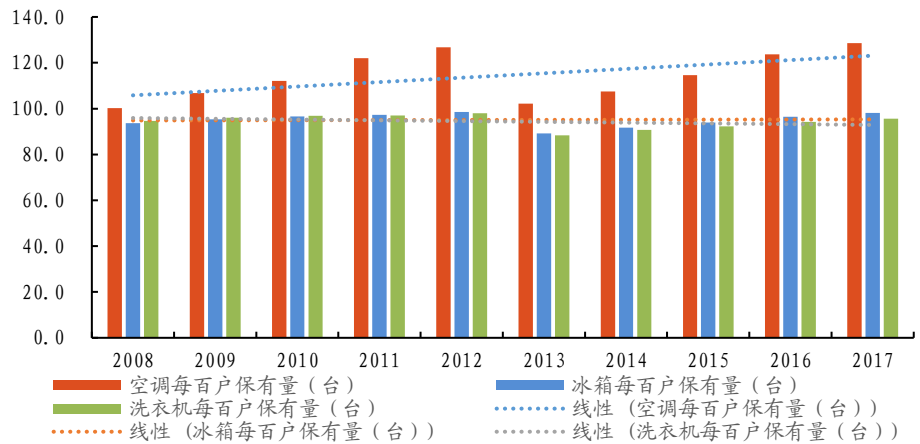
2009-2011 年: 这一阶段冰箱和洗衣机行业的内销增速在家电下乡政策的驱动下得到显著提升, 为近十年来行业增速高位, 三方增速涨跌趋势也基本同步。其中冰箱行业增速走势和波动幅度与地产调控基本符合, 这一点冰箱与空调相似, 但洗衣机行业的增速则非常平稳, 增幅未出现前面二者那般较为明显的提速, 这与我国的实际国情有一定的关系, 相比于解放双手、消费升级特征比较突出的洗衣机和偏向改善生活质量的空调, 能够储存和冷藏食物的冰箱对于农村消费者的刚需性更加明显, 也就是说, 对于刚需性强、必选特征明显的家电产品, 地产调控对其的影响程度会相应减弱, 但这也意味着在地产重新进入上升周期的时候, 该品类的改善弹性也难以释放。

2012-2013 年: 这一阶段由于政策拉动力度减弱, 冰箱和洗衣机的行业增速与期房销售增速开始错位, 尤其在 2013 年, 冰箱和洗衣机的行业增幅明显低于期房销售面积增幅, 对比家电下乡时期冰洗行业的表现, 在政策红利逐步消退的情况下, 地产对于冰洗产品的拉动效应是持续降低的。

2013 年以后: 这一阶段冰洗的内销增速和地产的增速错位期进一步延长, 其中冰箱内销增速与期房销售面积增速基本呈反向走势, 且从 2014 年以来持续负增长, 洗衣机内销增速的变化趋势则验证了我们上文所述的观点, 即刚需性更强的家电产品受地产后周期影响效应更弱。

综上我们发现, 对比空调内销增速, 冰洗行业体现出两个特点: 1) 地产后周期效应仍存, 但并未像对空调行业那么突出, 尤其是洗衣机行业内销增速相比空调和冰箱都要平稳, 相当于走出了独立行情; 2) 剔除前期政策驱动因素之后, 冰洗行业的上升和下行周期并不明显, 能够解释这一现象的原因一方面由于前期家电下乡透支了大部分冰洗产品的需求, 保有量提前大幅提升, 导致紧接的后面几年内需疲软, 另一方面冰洗产品一般户均量较低, 基本为 1 台, 因此冰洗产品的增量主要源自城镇户数的增长以及产品的更新换代, 而城镇化的进程有相当长的演进期, 冰洗产品又属于耐用消费品, 更换年限一般在 10-15 年, 因此在前面十年间来自这两方面的增长逻辑兑现度均较低。

图表 28: 城镇居民每百户主要白电产品保有量

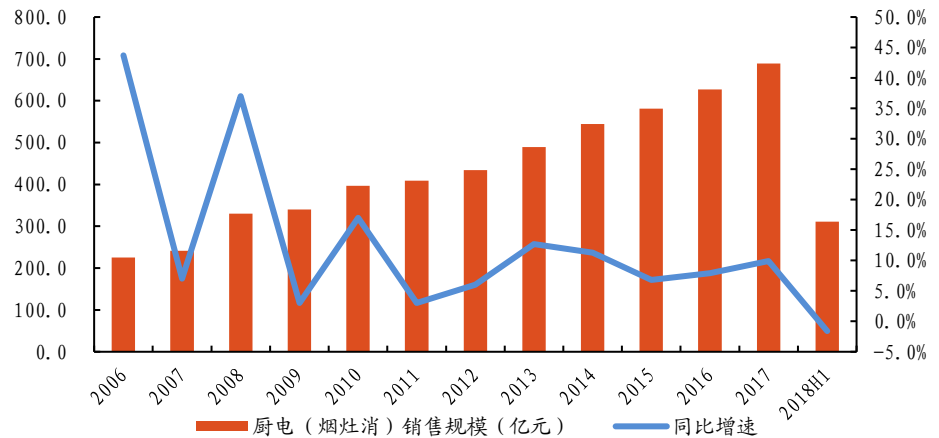


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.3. 厨电: 戴维斯双杀的一年

作为地产后周期影响程度最深的子行业, 厨电行业增长在 2018 年遭遇“滑铁卢”, 据奥维云网数据, 2018 年上半年厨电 (主要包含烟灶消) 行业零售额规模同比下滑 1.6%, 行业首次实现负增长。

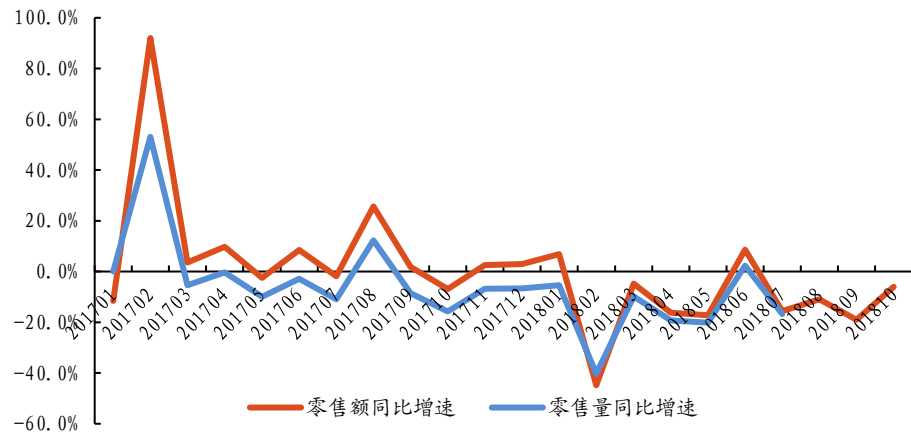
图表 29: 2006-2018H1 厨电 (烟灶消) 销售规模及同比增速



资料来源: 奥维云网, 东方财富证券研究所

回溯历史, 此次厨电行业增速急转直下并非偶然。以传统厨电产品油烟机为例, 受 2016 年下半年地产后周期效应的传导, 从 2017 年初开始油烟机的零售额和零售量的增速中枢急速回落至 0% 附近, 直至 18 年初跌至 0% 以下。厨电和其他白电品类所不同的是其新增需求和更新需求占比较为悬殊, 且目前以新增需求为主, 因此近几年来厨电的高增长完全是基于居民消费意识崛起、保有量提升以及地产景气上行带动起来的, 而 2017 年及以前推动厨电行业增长的因素在 18 年未能继续兑现, 一方面消费意识的转化和保有量的提升具有阶段性, 经过 17 年的爆发式增长后, 厨电产品的保有量上升到一定水平, 提升瓶颈显现, 另一方面厨电行业增长的主要支撑逻辑仍然是商品住宅销售面积的同步增长, 地产景气因其宏观调控而具备不可预测性, 最新一轮的地产下行调控力度超预期, 直接影响厨电下游需求。

图表 30: 2017-2018 年油烟机月度零售数据

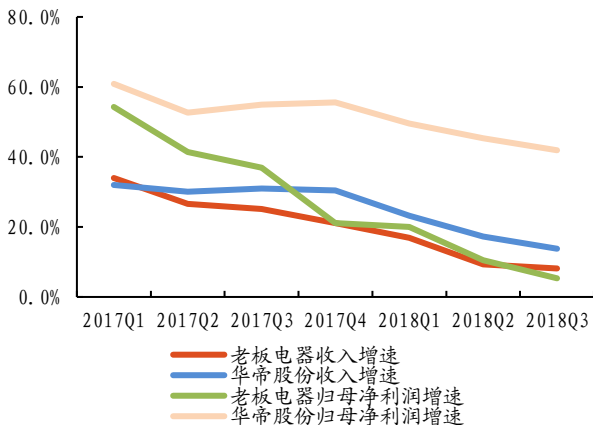


资料来源: 中怡康, 东方财富证券研究所

与行业实现负增长相对应的是行业内龙头企业收入和业绩增速的换档, 其中龙头企业首当其冲, 头部厨电企业老板电器的收入增速从 2017Q1 的 34% 降至 2018Q3 的 8%, 同期归母净利润增速从 54% 降至 5.33%, 换档极为明显。

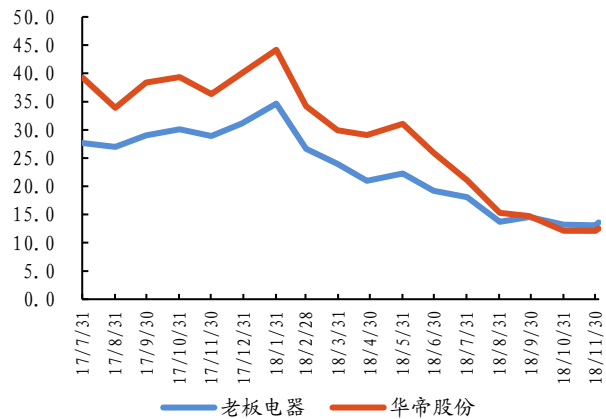
厨电企业的业务一般较为单一, 在面临行业风险时业绩抵御性较差, 在宏观环境层面不甚明朗的背景下, 对于行业的悲观预期也更容易被放大, 此外传统厨电主营业务多以中式厨房家电为主, 外销占比较低, 在国内市场需求萎靡的时候无法通过提振出口进行需求转移, 因此传统厨电龙头企业面临戴维斯双杀的可能性更高, 但华帝股份除了传统厨电业务外还加码布局燃气热水器等品类, 一方面该类产品的渗透率正处于快速提升时期, 另一方面相关产品目前受益于“煤改气”等政策扶持, 国内需求得到提振, 这也是为什么老板电器的收入和归母净利润增速斜率大于华帝股份的原因。

图表 31: 厨电企业收入与利润增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 32: 厨电企业市盈率 (TTM) 走势

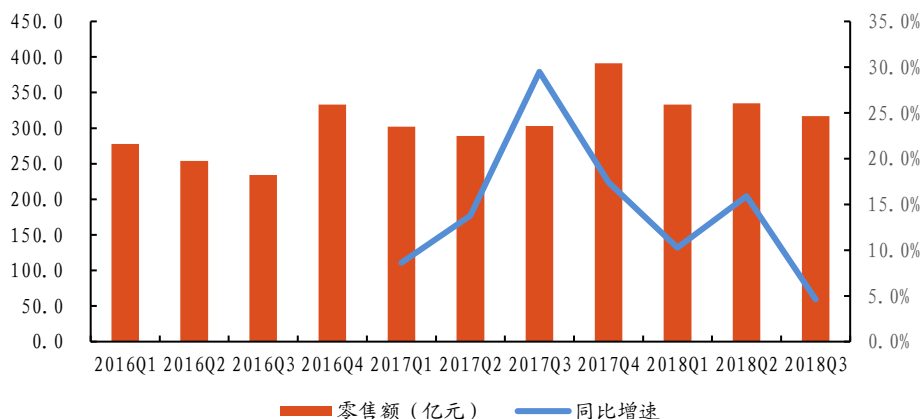


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3. 穿越周期的小家电

2018 年前三季度小家电零售规模达到 985 亿元，同比增长 10.18%，成为所有板块内表现最好的品类。由于小家电具有低单价、消费频次高、几乎不受房地产调控的影响等特点，相对白电和厨电而言，消费者对于小家电的价格敏感度更低，因此在 18 年宏观经济下行的环境下，小家电凭借其稳定的需求成功穿越周期。

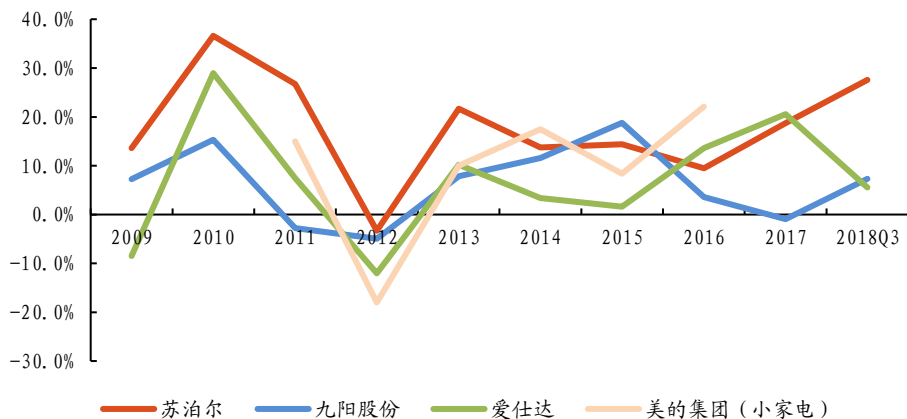
图表 33: 2016-2018Q3 小家电行业规模增速



资料来源: 中怡康, 东方财富证券研究所

然而回溯历史可以发现，小家电行业穿越周期也并非持续，2012 年多家小家电企业的营业收入增速折戟出现负增长，主要原因一方面 2012 年正值家电下乡政策退出期，不仅影响了白电产品的增长，家电行业整体也受到政策驱动效应减弱的影响而导致需求收缩，小家电行业自然也难以避免，另一方面苏泊尔遭受媒体不当报道的“质量门”事件的负面影响销售收入大幅下滑，这一事件同时引发了全社会对不锈钢炊具锰的安全问题的担忧，彼时小家电产品尚以炊具、传统中式厨房小电为主，因此企业风险杠杆在面临行业系统性风险时进一步放大。

图表 34: 小家电企业历史收入增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

我们认为，小家电在 18 年之所以能超越其他家电品类穿越周期，主要有两个方面的原因：

1) 从细分功能维度，传统中式厨房小电如电饭煲、电压力锅等品类经历十多年的发展已经形成较为稳定的类刚需性产品，其增速一般不会因为宏观经济的变化而产生较大波动，而破壁机等西式厨房小电、吸尘器等环境电器、电动剃须刀等家居个护电器等新兴品类的快速成长逻辑在于消费升级观念的普及，而且随着年轻消费者逐渐成为消费主力军，品质消费的趋势更加明显；

2) 从产品维度，小家电产品的技术门槛相对较低，难以形成竞争壁垒，我们分析苏泊尔的时候发现，在硬件方面，公司的成功主要在于持续领先的技术、审美、持续丰富的产品线，技术门槛低可以通过加大研发创新力度、加快新品上市速度形成消费者先入为主的认知粘性，通过优于同行的审美把握年轻消费群体的颜值偏好，通过不断扩张的产品线进一步发挥规模优势，达到降本增效和增强公司在产业链话语权中的地位的目的，三方面推动公司逐步拓深其品牌和市场护城河。

传统品类增速平稳叠加新兴品类快速放量，创新推动小家电产品结构优化升级持续兑现提价逻辑，高频消费特性加快产品变现，需求稳定向好以及企业现金流稳定，带领小家电在 2018 年成功穿越周期。

4. 19 年展望：行业大概率继续承压，把握中长期布局时点

总结第二章和第三章的分析结论，我们认为地产调控是影响家电行业不同的子板块增长的共性因素，但由于各个子板块的产品功能属性、产品生命周期以及对应的消费观念有所差异，导致地产对各个子行业的影响程度不一。分板块来看，白电板块的收入占家电行业总收入的比重超过 60%，同时白电和厨电本身受地产后周期影响较大；此外小家电持续多年的稳健增长也引发我们对其能否在 19 年延续穿越周期的特性的思考，因此在当下时点，我们重点展望 19 年白电、厨电和小家电行业。

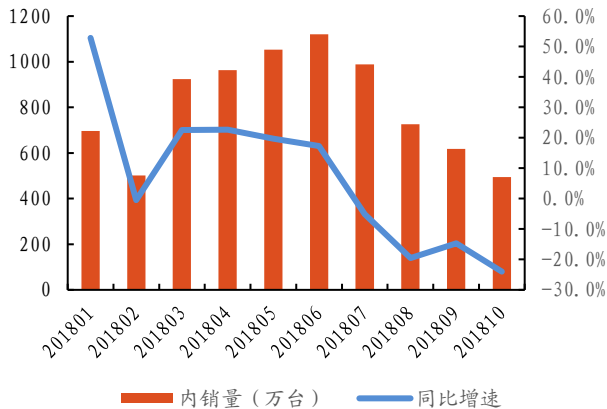
4.1. 白电：地产后周期下半场，销量承压下蓄力提价

4.1.1. 空调：19 年继续调整态势，内销出货增速或进一步收窄

据产业在线数据，2018 年 1-10 月份空调销量累计出货达 13085 万台，同比增长 5.55%，其中内销累计出货量 8087 万台，同比增长 5.78%，外销累计出货量 4999 万台，同比增长 5.57%。

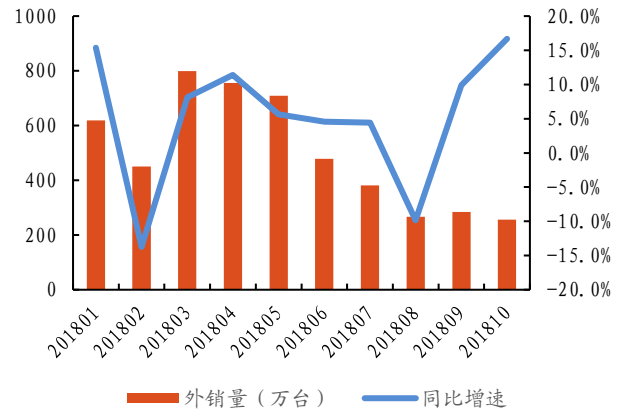
空调内销增速降至个位数主要受到三季度拖累，进入三季度后，受到 17Q3 高基数、地产深度调控后周期以及终端需求不及预期等方面的影响，空调的内销增速从 7 月开始由正转负，至 10 月份达到全年最低增速，同比下滑 24%。与内销增速萎靡相反的是外销增速的持续上升，四季度初相比前面两个季度有明显提振，10 月份空调外销增速达到 17%，中美贸易战带来的加征关税预期使得国内厂商抢外销订单加快出口，外销需求提前释放。

图表 35: 2018.1-10 空调内销出货情况



资料来源: 产业在线, 东方财富证券研究所

图表 36: 2018.1-10 空调外销出货情况

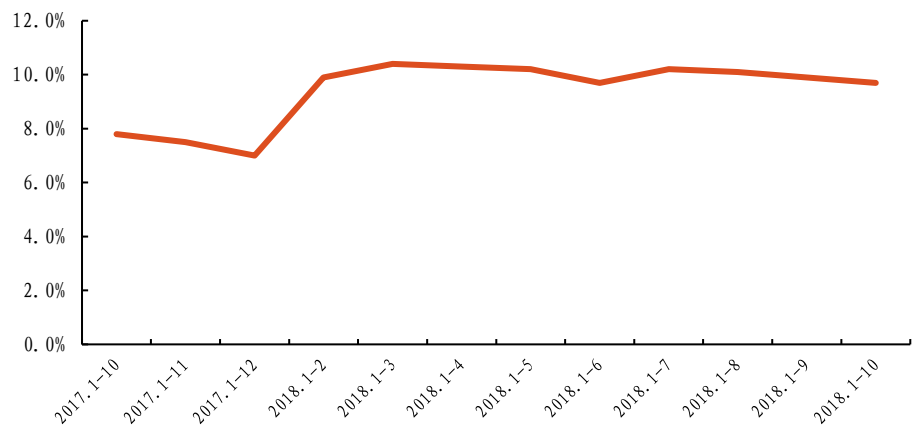


资料来源: 产业在线, 东方财富证券研究所

地产调控未见放松迹象, 19 年预计延续调控基调。房地产开发投资增速在 18 年初至 6 月份出现小幅回调后, 进入下半年又进入新一轮回落通道, 此次地产调控从 2016 年下半年开始至今已持续将近两年, 继一二线“双限”后进一步压缩棚改货币化空间。我们认为目前地产后周期已进入下半场, 一二线城市和三四线城市将继续处于分化态势, 一二线城市政策收缩仍未有放宽迹象, 而由于棚改货币化政策的逐步退出, 长期来看三四线城市地产增速贡献将继续放缓, 预计 19 年地产延续调控基调。

我们可以将房地产开发投资增速视作地产调控的一个拐点预判, 从目前的走势来看, 下半年开发投资增速虽然有所回落, 但距离 17 年底的跌幅仍有较大的调整空间。我们认为开发投资增速触底是一个长期的过程, 这个期间内增速的上涨和回落仅是短期调整, 对商品房销售面积增速并不会起到实质性的改善作用, 因此 19 年地产传导至空调内销下游需求或继续不及预期。

图表 37: 全国房地产开发投资增速

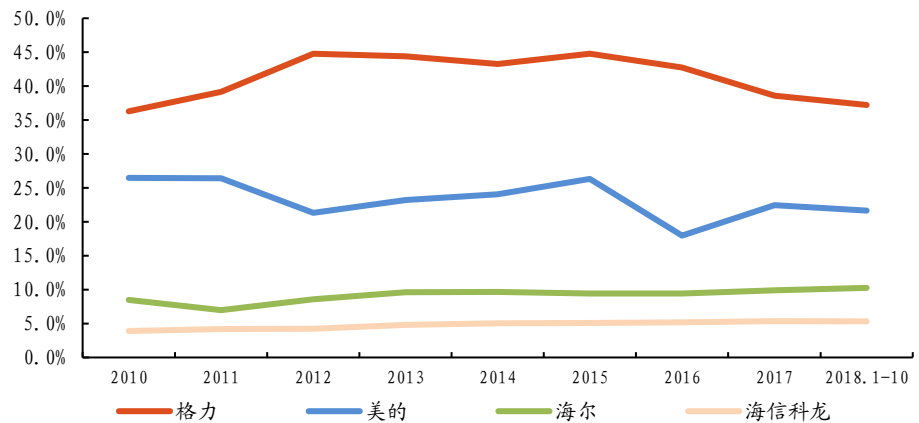


资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

空调 12 月排产迎来反转，高库存压力需正视。据产业在线数据，2018 年 12 月空调排产迎来新冷年首次正增长，环比改善幅度达 38%，其中美的单月排产达到 400 多万台，达到旺季满产水平。此次排产恢复正增长的可能原因除了有年底冲刺业绩的诉求，也有趁原材料价格低位时期加紧备货降低成本的需要，但短暂的改善难改 19 年空调销量增长继续调整的预判。目前空调库存压力仍在，且正在持续增加，叠加地产后周期进一步影响空调行业，终端需求难以有效提振的预期，这些压力面是 19 年整个行业仍需正视和重视的。结合 2.1 节我们对历年空调内销情况的分析，可以认为空调行业的发展具备一定的轮动性和周期性，结合空调涨跌周期，我们认为 19 年空调内销增速将进一步收窄至 [-5%, 5%] 范围。

需求收缩下品牌竞争将进一步加剧，行业洗牌有利于龙头企业份额提升。据产业在线数据，2018 年 1-10 月份空调内销量市占率前三名分别为格力、美的和海尔，合计市场份额高达 69%，龙头企业市场份额遥遥领先其他品牌。空调市场在需求持续收缩的情况下将趋于弱势，消费者价格敏感度增强，此时品牌间为了抢夺有限资源导致竞争进一步加剧，为了获得更多客源并提高产品变现能力，企业将加大销售费用强化价格优势以及渠道优势，一批通过此前空调高景气时期崛起的小企业在这一过程中可能会因为难以负担费用的上涨和利润的压缩而逐步退出市场，龙头企业的市场份额将得到巩固，并逐步演化成未来新一轮空调上行周期时的业绩驱动力。

图表 38：空调行业龙头内销市场份额

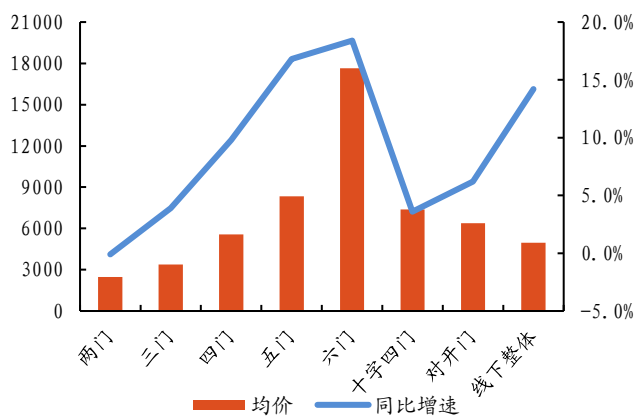


资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

4.1.2. 冰洗：更换周期来临，改善型需求将成主要驱动力

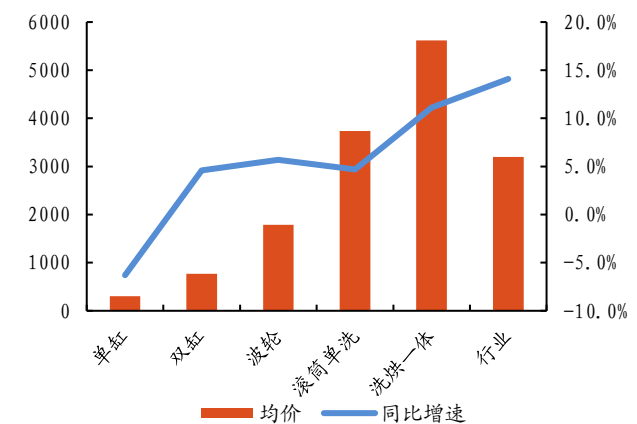
空调、冰箱和洗衣机等大家电产品的使用寿命一般在 10-15 年左右，若从 2008 年开始计算，则 2019 年开始进入“家电下乡”更换周期。我们认为，冰洗由于此前通过政策导入在国内已基本完成家庭普及，销量趋于平稳，行业的增长驱动因素开始向价格转变。2013 年后推动冰洗市场增长的因素由政策向结构升级转化，冰洗行业也进入由产品结构优化升级引领的提价增长阶段，高端市场规模逐渐扩大。我们认为 19 年进入更换周期后，冰洗产品的刚需性将逐步被改善型需求所替代，成为新一轮冰洗市场增长的驱动力。鉴于 19 年地产和经济下行压力仍在，我们预计 19 年冰箱和洗衣机行业内销增速将维持低个位数增长。

图表 39：冰箱线下市场分产品均价及同比



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

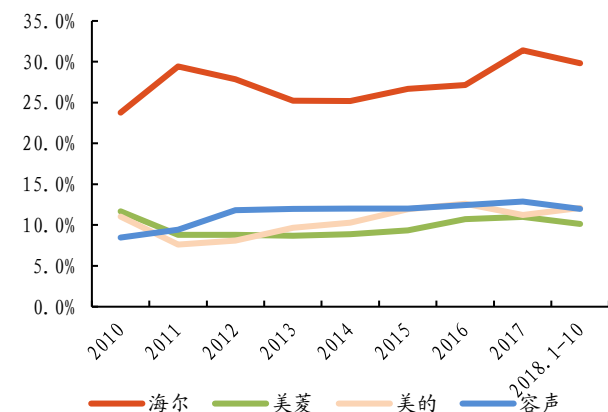
图表 40：洗衣机线下市场分产品均价及同比



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

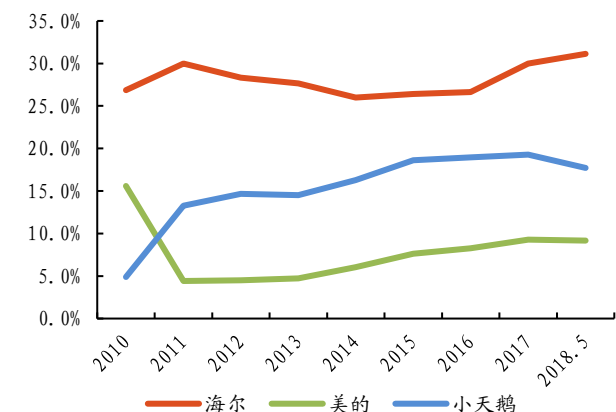
但需要注意的是，随着多门冰箱、滚筒洗衣机等新品逐渐成熟，行业的结构性改善空间也相应压缩，我们预计未来冰洗产品的同质化程度将持续提高，在这样的预期下，企业将面临的不仅来自产品质量方面的比较，还会遭遇价格方面的竞争，以及来自品牌的对抗。因此在短期内冰洗行业内未出现突破性革新技术的条件下，头部品牌仍将以市场份额的进一步提升作为未来收入增长的筹码，冰洗的市场份额将进一步提升。

图表 41：冰箱行业龙头市场份额



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

图表 42：洗衣机行业龙头市场份额

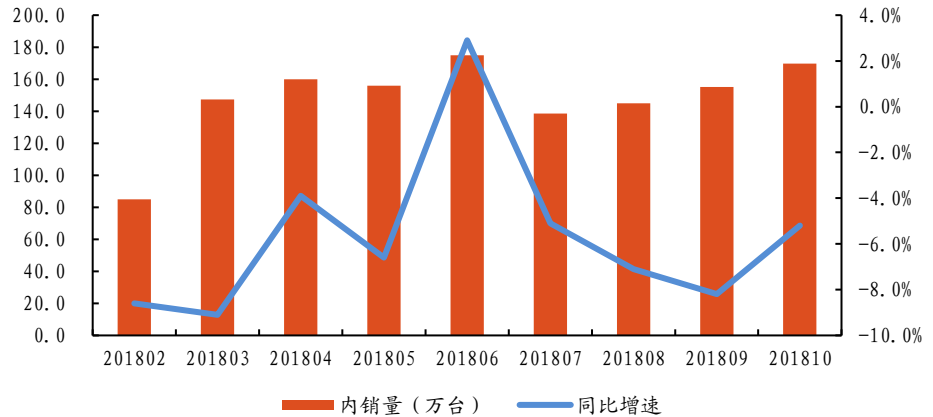


资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

4.2. 厨电：地产阴霾持续，行业增速进一步下滑

厨电产品由于其强前装属性，在家电各子品类中受地产后周期的影响最为严重，其中油烟机、燃气灶和消毒柜等传统厨电产品增速下滑幅度最为明显。2018 年 1-10 月油烟机内销累积出货量超过 1300 万台，除 6 月因“618”购物节促销力度加大推动油烟机零售端实现小幅恢复性增长外，其余全年月均同比增速基本位于 0% 以下。

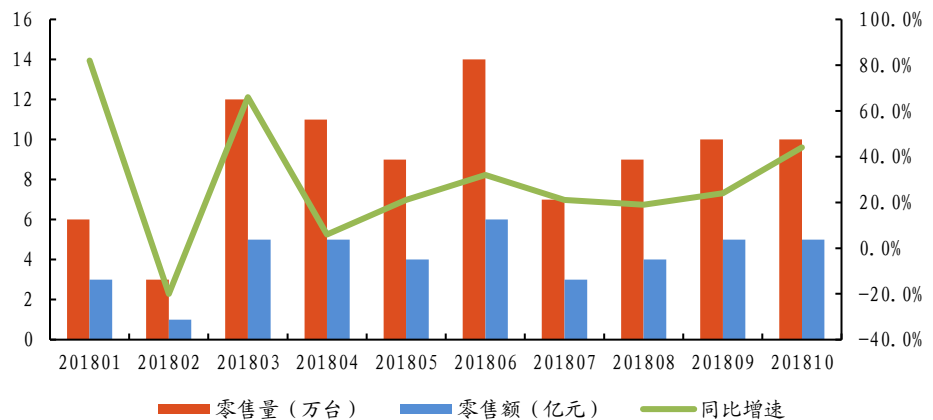
图表 43：2018 年油烟机内销量与同比增速



资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

地产阴霾持续，行业增速进一步下滑。目前烟灶消等传统厨电产品在厨电行业中仍占比最高，我们预计在地产继续调控的基础上，**传统厨电细分行业的增速明年将延续高个位数增长。**新兴品类方面，目前嵌入式一体机、洗碗机等产品正处于导入期，且单价较高，渠道方面更专注于一二线市场的拓展，因此其仍以与传统厨电的配套为主要销售模式；在传统厨电产品增速继续滑坡的预期下，我们认为新兴品类在 19 年虽仍将保持较高速的增长，但随着基数效应逐步显现，增速同比 18 年将有所放缓。

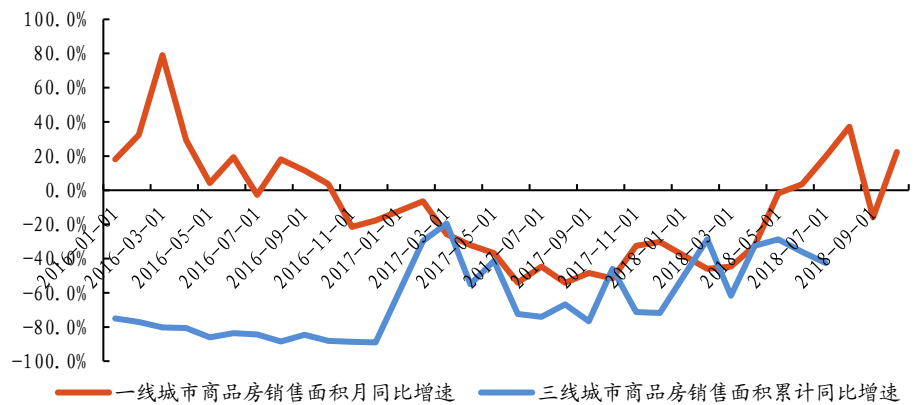
图表 44：2018 年洗碗机销售情况



资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

行业或有区域性边际改善预期，把握个股反弹行情。此轮从 16 年下半年开始的地产下行周期中，调控事件最早、调控力度最大、影响程度最高的地区为一二线城市，而三四线城市是在 18 年中期后受到棚改货币化政策性退出的影响，结合我们在 4.1.1 中关于房地产开发投资增速的讨论，我们认为不同地区的地产政策实施力度和措施不同，地产行情会出现相应的分化，一二线城市为调控重点地区，房地产企业在这部分地区所面临的压力也更大，同时房企在经历一系列融资政策的约束下现金流敞口持续收窄，在房企为了缓解资金压力的预期下，19 年一二线城市的边际环境或存在改善预期，因此，在一二线布局深入的厨电企业有望率先把握反弹行情，获得边际改善收益。

图表 45：一线和三线城市商品房销售面积增速

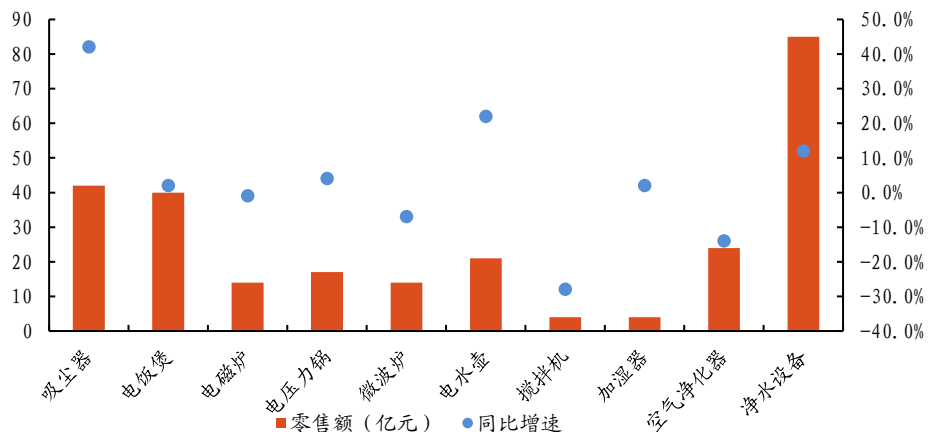


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.3. 小家电：消费升级驱动行业

据中怡康数据，2018 年前三季度小家电电子板块在整体市场寒冬的环境下仍保持了 10% 的增长，据中怡康预测，吸尘器的销售规模有望突破 200 亿元，成为贡献最高的品类；电饭煲的销售总额则将向 200 亿规模冲刺。从这一趋势来看，传统小家电品类的增长正逐步跨入平台期，增速稳中放缓；新兴小家电品类则趁势猛增，增速不断攀升。

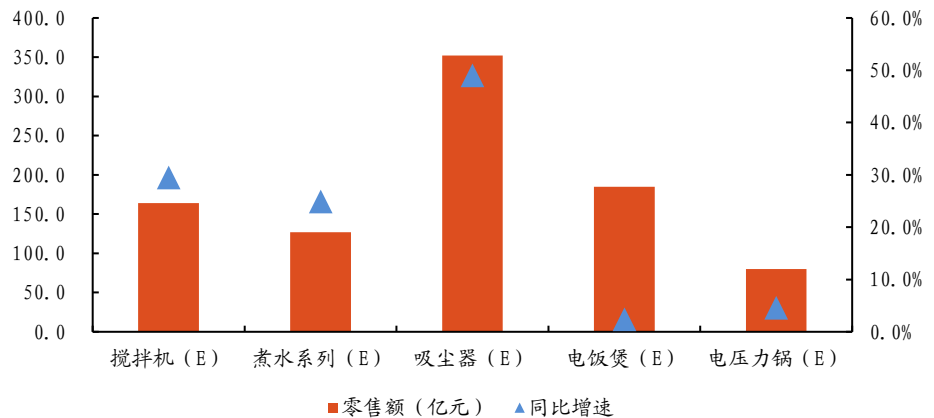
图表 46：2018Q3 小家电零售额规模及增速



资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

高频低价叠加低试错成本降低了消费者对小家电产品的价格敏感度，新一代年轻消费群体更倡导品质消费方式，在原有的实用主义原则上提出品质化诉求，更加关注细节的细分品类家电产品由可选向类刚需演化。细分功能突出的产品首先满足了小众人群的消费欲望，后进一步将产品力向外延伸，最终形成大众认知。在消费升级引导下，品质化小家电市场规模正逐步壮大。预计 19 年小家电行业内电饭煲、电压力锅等刚需型品类将维持稳健的个位数增速；渗透率低叠加行业景气度高企，19 年吸尘器等智能劳动解放型品类将在 18 年的基础上进一步提速；搅拌机、煮水系列等功能集成改善型品类经过前期的高速增长后将趋于稳定，19 年增速相比 18 年或有所放缓，但仍将维持低双位数增长。

图表 47：2019 年部分小家电品类零售额规模及增速预测



资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

4.4. 19 年家电行业细分板块盈利预测展望

图表 48：19 年家电行业细分板块盈利预测展望

细分板块	净利润增速		PE	
	2018	2019	2018	2019
白电	20.20%	13.90%	10.41	9.14
黑电	-38.75%	20.44%	14.61	12.13
小家电	21.29%	21.20%	22.53	18.59
厨卫电器	19.88%	20.03%	13.21	11.00
照明设备	19.09%	27.86%	24.18	18.91
上游零部件	22.63%	21.51%	19.74	16.25

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：截止 2018 年 12 月 5 日

5. 投资建议：寻找波动中的逻辑

优质的企业必然有求同存异的共性和差异，或许准确把握住某一时段的波动性盈利是对博弈能力的一种考验，但对于企业长期投资价值的探究终究还是需要回归基本面数据来佐证。

5.1. 透视企业综合盈利水平

稳定并可持续的盈利能力是优质企业的必备素养，且家电标的素以高质量现金流造血能力以及良好的现金价值兑现著称，我们本节首先考察家电企业最近三年来的综合盈利能力以及现金流带给净利润的支撑力度：

图表 49：2015-2018Q3 家电企业 ROE 和净现比 TOP10

排名	证券代码	证券简称	年均 ROE	年均净现比
1	603868.SH	飞科电器	38.79	0.91
2	603579.SH	荣泰健康	37.00	1.05
3	000651.SZ	格力电器	30.75	1.48
4	002508.SZ	老板电器	28.06	1.17
5	000333.SZ	美的集团	25.94	1.50
6	002032.SZ	苏泊尔	23.39	0.91
7	000921.SZ	海信科龙	23.15	1.30
8	000418.SZ	小天鹅 A	20.42	1.92
9	600690.SH	青岛海尔	20.39	1.33
10	002677.SZ	浙江美大	19.51	1.20

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

从财务数据来看，龙头企业在盈利能力和现金流支撑能力方面领衔其他企业，其中白电企业占 5 席，厨电企业占 1 席，小家电企业占 4 席。从年均 ROE 来看，小家电龙头飞科电器最为突出；从年均净现比来看，小天鹅 A 则领先行业；综合两方面来看，美的集团和格力电器在盈利能力和现金造血能力的表现最优异，白电龙头的综合优势最为显著。

回顾 18 年度家电行业出货和零售情况我们发现，家电行业受制于地产下行正处于行业弱周期阶段，叠加宏观经济收紧等外围因素的影响，行业基本面在相当长的一段时间内将继续负重前行。如何在景气下行周期内寻找存在安全边际的标的，我们建议从以下三个维度出发：

基本面筑底：长期业绩增长确定性高的板块及个股。 家电行业具备制造业属性，企业的可持续发展建立在稳定、可靠的业绩增长和现金流的基础上，可关注中长期受益于地产回暖而使需求有所提振，同时技术更新换代持续推进、具备较强的上下游话语权的白电、厨电等个股，看好老板电器（002508），谨慎看好格力电器（000651）、美的集团（000333），或周转速度快、变现能力强的小家电电子板块个股，谨慎看好苏泊尔（002032）。

短期驱动：业绩边际改善确定性大的个股。 家电由于有地产后周期效应，存在一定的周期性，在弱周期行情下，短期可关注受益于渠道调整、新品突破、节日大促、汇率贬值而带来业绩边际改善的个股，谨慎看好飞科电器（603868）。

高景气小龙头：新兴品类是追逐的热点。家电产品的基本功能是满足现有需求，但其专为衍生功能而设计出的产品则是在改善现有使用条件的基础上创造了需求，因此新兴品类所在行业景气度较高，具备快速成长的预期，高景气小龙头配置价值凸显，谨慎看好浙江美大(002677)，建议关注科沃斯(603486)。

图表 50: 家电行业 2019 年度重点推荐公司

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2018 年盈利 增速	2019 年盈利 增速	2018PE	2019PE	评级
000651.SZ	格力电器	2246.27	26.89%	14.72%	7.9	6.89	增持
000333.SZ	美的集团	2657.86	21.33%	15.74%	12.67	10.95	增持
002508.SZ	老板电器	204.99	11.34%	17.20%	12.6	10.75	买入
603868.SH	飞科电器	169.45	7.02%	13.03%	18.95	16.77	增持
002032.SZ	苏泊尔	451.44	21.82%	20.01%	28.34	23.61	增持
002677.SZ	浙江美大	68.61	44.63%	37.86%	15.54	11.28	增持

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

注: 截止 2018 年 12 月 5 日

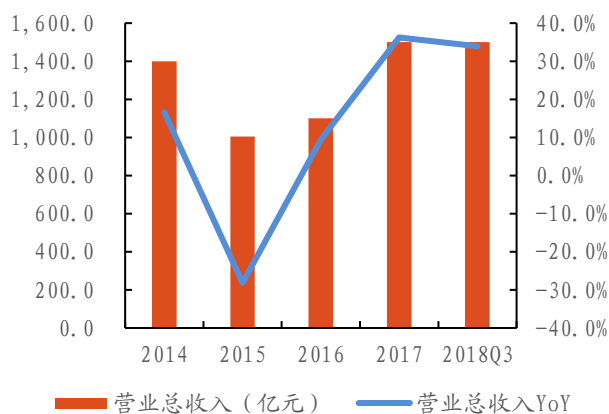
5.2. 重点推荐标的一览

5.2.1. 格力电器 (000651.SZ)

格力电器 2018 年前三季度实现营业总收入 1500.50 亿元, 同比增长 33.94%; 实现归母净利 211.18 亿元, 同比增长 36.59%。在空调行业终端持续低迷的情况下, 单三季度公司仍实现了 38.18% 的收入增幅, 主要得益于公司主营业务持续贡献, 据产业在线数据, 2018 年 1-9 月份家用空调内销量 YOY+8.42%, 其中格力空调内销同比增速达 10.18% 领跑行业, 此外三季度出口量 YOY+12.70% 增长稳健, 系公司加大了外销力度, 彰显公司强劲的内生增长动力。

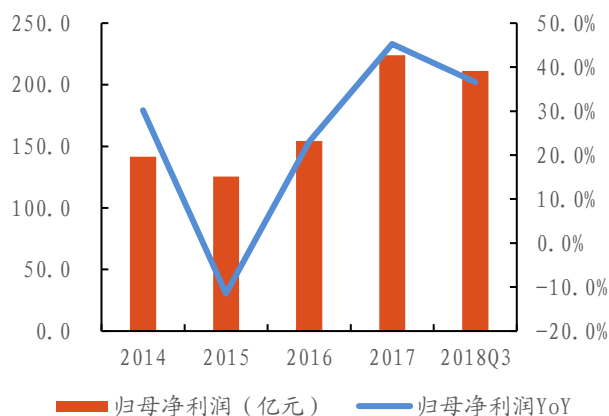
受益于经销商回款, 公司前三季度经营性现金流净额 YOY+6.44%, 在手现金充沛, 货币资金 YOY+11.66%, 体现出公司稳健的资金链以及强大的造血能力。在当前行业承压之际, 公司仍能保持稳定的现金净流入, 表明公司深厚扎实的渠道经销商基础再次显示其对企业的反哺支持, 凸显其龙头优势。

图表 51: 格力电器收入及增速



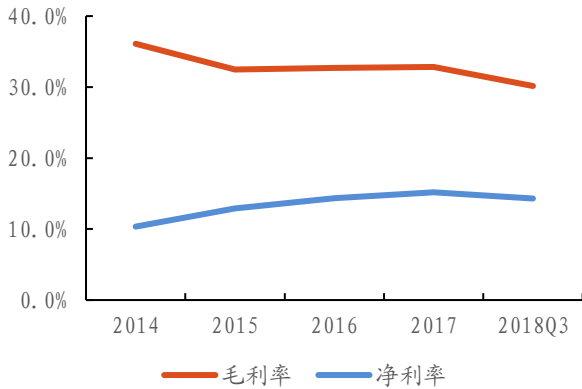
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 52: 格力电器归母净利润及增速



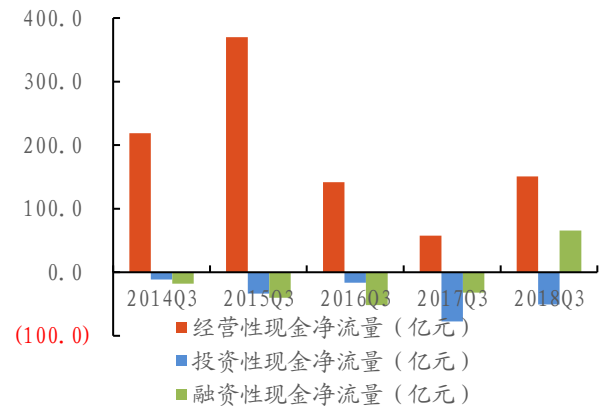
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 53: 格力电器毛利率与净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 54: 格力电器现金流



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

我们认为格力电器未来看点主要有两个方面:

1) 聚焦其空调主业, 一方面对标日本市场, 国内空调市场距离天花板尚有一定距离, 结合一户多机以及长租市场的蓬勃发展, 国内空调渗透率和保有量仍有较大的提升空间, 我们认为空调增量市场仍有可挖掘潜力; 另一方面格力作为国内空调龙头, 拥有领先的技术优势、完善的垂直产业链、强大的经销商渠道以及知名的品牌形象, 在这些优势基础上, 公司在 17 年空调行业景气度高企的时候通过其较高的市场份额进一步扩张规模实现量价齐升, 我们预计 19 年空调行业低迷时点, 公司有望发挥规模优势挤压竞争对手份额加固护城河。

2) 长期的业务布局, 多元化并非一蹴而就, 多元化对于格力而言其实是自带基因, 过去为了更好地发挥其在空调设计方面的优势, 格力早期经过艰难的博弈收购了凌达、凯邦、新元等产业链上游企业进一步健全其产业链, 如今工业 4.0 东风已起, 公司发力智能装备寻求新增长点, 在打出品牌影响力后有望进入毛利和业绩提升快车道, 智能装备有望发展为公司的新一大支柱业务。

图表 55: 格力电器盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	150019.55	176303.90	205316.86	234434.07
增长率 (%)	36.24	17.52	16.46	14.18
EBITDA (百万元)	29081.47	36480.58	41703.25	44355.52
归母净利润 (百万元)	22401.58	28425.96	32611.46	34671.81
增长率 (%)	45.27	26.89	14.72	6.32
EPS (元/股)	3.72	4.73	5.42	5.76
市盈率 (P/E)	10.03	7.90	6.89	6.48
市净率 (P/B)	3.42	2.68	2.14	1.76
EV/EBITDA	4.94	3.33	2.35	1.63

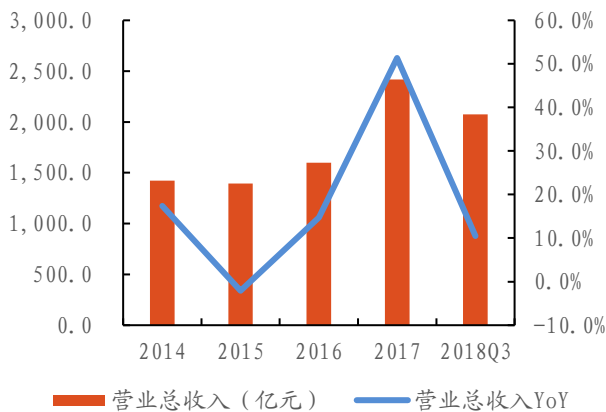
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

注: 数据更新至 2018 年 12 月 5 日

5.2.2. 美的集团 (000333.SZ)

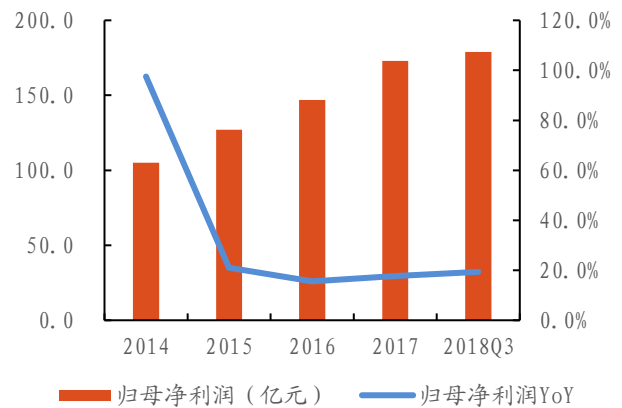
美的集团 2018 年前三季度实现营业收入 2074.05 亿元, YOY+10.46%; 归母净利润 179.00 亿元, YOY+19.35%; 扣非后归母净利润 172.52 亿元, YOY+23.49%。行业承压影响公司 Q3 收入增速, 其中空调方面, 据产业在线数据, 1-9 月份公司家用空调内销量同比增长 7.8%, 增速同比有所下滑, 但“T+3”模式助推稳健良性经营, 库存规模得以减少。虽然短期内公司的收入增速因取消了以往的压货模式而有所下滑, 但从长远来看, 库存减少有利于结构优化, 以销定产模式更有利于持续经营的良性循环。

图表 56: 美的集团收入及增速



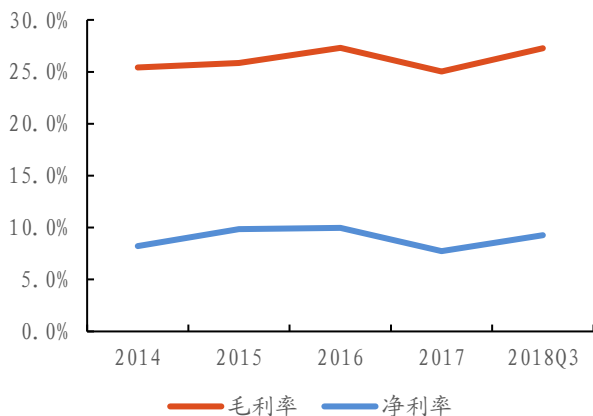
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 57: 美的集团归母净利润及增速



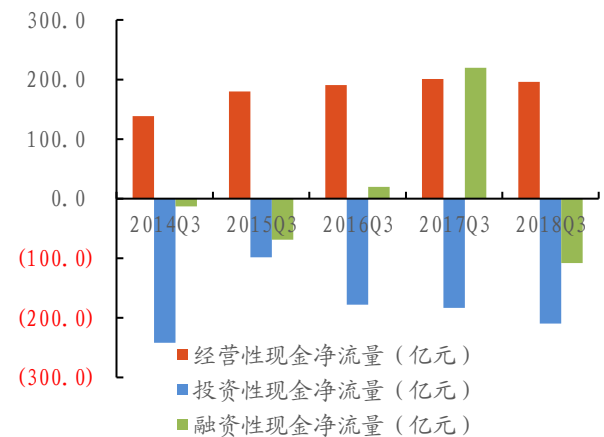
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 58: 美的集团毛利率与净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 59: 美的集团现金流



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

我们认为美的集团未来看点主要有两个方面:

1) 全球化定位进一步明确, 美的集团近年来先后收购了日本东芝白电业务、全球四大机器人企业之一德国 KUKA 以及欧洲领先商用空调企业 Clivet, 外延增长版图进一步拓宽。中国家电品牌走出国门是一个长远的探索过程, 海外并购一方面有利于美的利用被并购企业在当地的渠道和品牌基础抢先切入, 为后续自有品牌的进驻奠定基础, 另一方面美的可通过被并购企业的技术和管理优势进行资源整合, 提升企业研发和管理水平。

2) 推出高端品牌再次布局高端市场, 科技转型正当时。美的在 18 年新

轮战略发布会上发布了其全新工业互联网 M. IoT 和 AI 科技高端品牌 COLMO (勃朗峰), 成为国内第一家自主开发, 兼具“制造业知识、软件、硬件”完整的工业互联网平台供应商, 公司有望在依托家电行业深耕几十年的丰富技术经验的基础上搭载 KUKA 机器人与自动化服务, 实现研、产、销全价值链解决方案的集成和输出, 科技转型有望提速; 而 COLMO 则有硅谷作为科技前沿阵地, 美的高端品牌的诞生将弥补美的原来在自有品牌布局上的短板, 进一步完善低、中、高自有品牌覆盖度, 如今家电蓝海寡头格局已显, 接下来就是如何把“蛋糕”做大的问题, 公司对家电高端市场再布局彰显其全面发展的野心。

图表 60: 美的集团盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	241918.90	280043.48	320601.54	369095.36
增长率 (%)	51.35	15.76	14.48	15.13
EBITDA (百万元)	29366.60	33575.29	38218.40	43693.64
归母净利润 (百万元)	17283.69	20970.65	24271.91	28174.62
增长率 (%)	17.70	21.33	15.74	16.08
EPS (元/股)	2.60	3.16	3.65	4.24
市盈率 (P/E)	15.38	12.67	10.95	9.43
市净率 (P/B)	3.60	3.02	2.54	2.16
EV/EBITDA	8.78	6.46	5.05	3.81

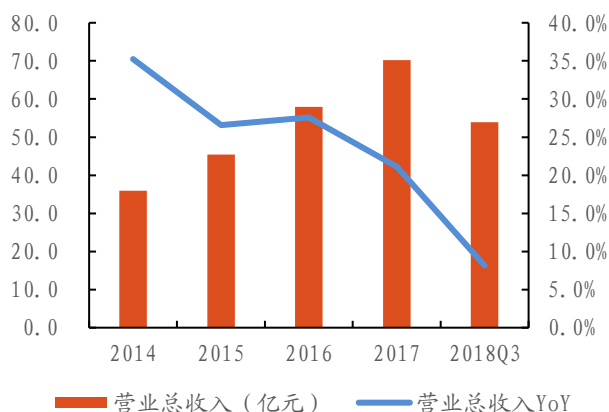
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

注: 数据更新至 2018 年 12 月 5 日

5.2.3. 老板电器 (002508.SZ)

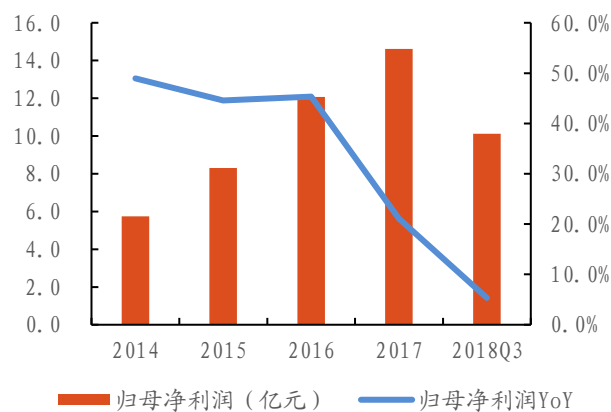
老板电器 2018 年前三季度实现营业收入 53.94 亿元, YOY+8.14%; 实现归母净利润 10.12 亿元, YOY+5.33%。公司目前的产品结构中仍以烟灶消等传统厨电产品为主, 这些品类一方面受地产调控程度最深, 另一方面传统厨电已进入成长中后期, 在 17 年高基数的影响下增速换挡是必然趋势。

图表 61: 老板电器收入及增速



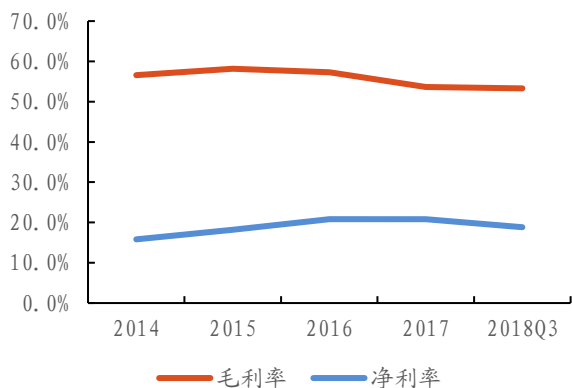
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 62: 老板电器归母净利润及增速



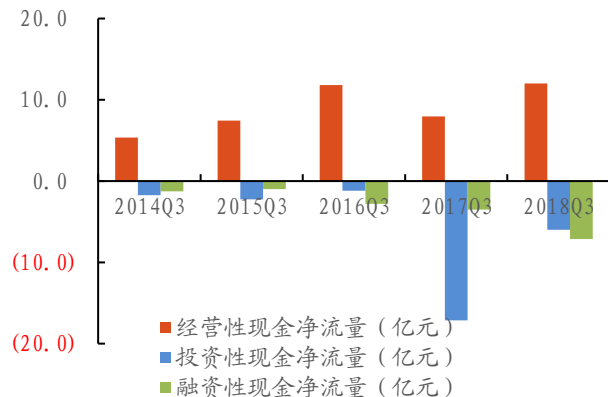
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 63: 老板电器毛利率与净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 64: 老板电器现金流



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

尽管 19 年地产预计将延续下行趋势, 厨电行业难回高景气, 但正如我们在 4.2 节中提到的 19 年一二线城市的边际环境或存在改善预期, 因此在一二线布局深入的厨电企业有望率先把握反弹行情, 获得边际改善收益。老板作为高端厨电的代表深耕一二线市场已久, 渠道布局较为完善, 市场份额已达 39.8% 位居行业第一, 溢价能力不断提升; 此外若传统厨电在一二线城市实现改善, 则嵌入式、洗碗机等相关产品的配套率有望提升, 正契合公司丰富的产品链条。

我们认为公司已进入收入和业绩的平稳期, 截止 12 月 5 日公司 PE (TTM) 达到 13.55X, 估值已达最近五年低点, 考虑到公司明年在一二线市场的改善和未来长期嵌入式和洗碗机等新品加快放量的预期, 底部价值显现。

图表 65: 老板电器盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7017.40	7821.62	8975.07	10321.36
增长率 (%)	21.10	11.46	14.75	15.00
EBITDA (百万元)	1690.57	1961.95	2282.31	2638.22
归母净利润 (百万元)	1461.21	1626.98	1906.89	2217.78
增长率 (%)	21.08	11.34	17.20	16.30
EPS (元/股)	1.54	1.71	2.01	2.34
市盈率 (P/E)	14.03	12.60	10.75	9.24
市净率 (P/B)	3.90	3.32	2.79	2.33
EV/EBITDA	10.60	8.53	6.82	5.31

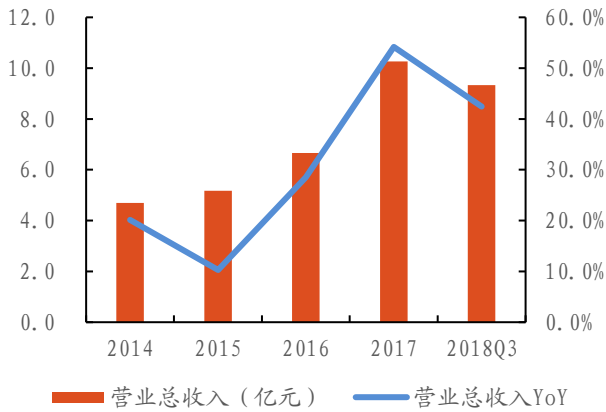
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

注: 数据更新至 2018 年 12 月 5 日

5.2.4. 浙江美大 (002677.SZ)

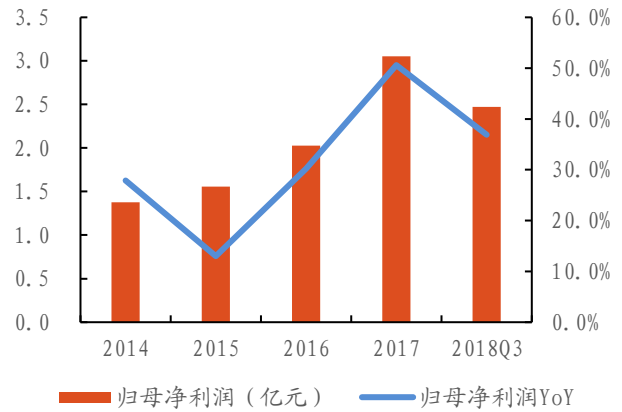
浙江美大 2018 年前三季度实现营业收入 9.33 亿元，同比增长 42.46%；归母净利润 2.47 亿元，同比增长 36.87%；扣非后归母净利 2.41 亿元，同比增长 51.06%。自 2017 年以来集成灶景气度开始持续上升，公司跟随行业的高速发展一路扩张份额，收入增速超过 50%，但行业高利润空间吸引了其他企业纷纷加码，品牌竞争加剧，给公司单三季度收入和业绩带来较大的压力。产品结构优化带动均价提升以及加大营销宣传强化品牌知名度仍是当前公司维系高毛利和巩固市场份额的主要模式。

图表 66: 浙江美大收入及增速



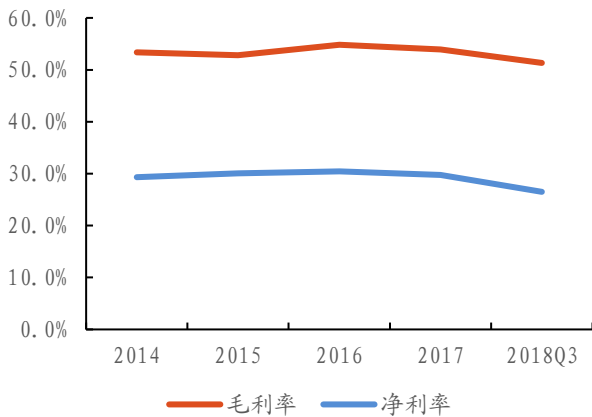
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 67: 浙江美大归母净利润及增速



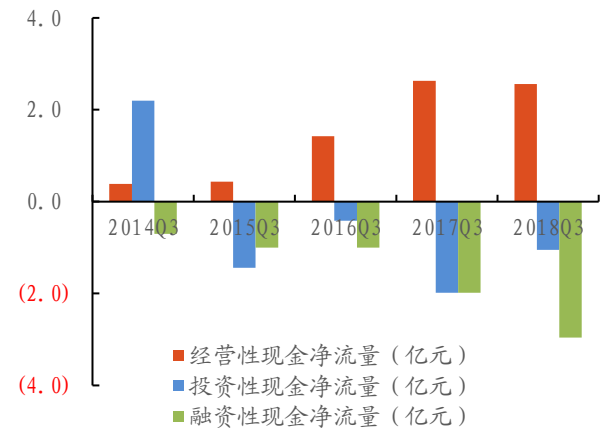
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 68: 浙江美大毛利率与净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 69: 浙江美大现金流



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

从集成灶行业来看，产业发展周期正处于培育期末成长期初，相比传统烟灶产品其市场认知度有更大的提升空间，尤其是公司已经通过 KA 渠道和专卖店渠道向一二线市场进军，电商渠道也在发展壮大，随着消费者教育和品牌推广逐步推进，未来公司的市场份额持续增长确定性较大；从产品形态以及当前售价情况来看，新兴品类的溢价弹性也更大，因此增量提价的逻辑长期有望在长期兑现到业绩层面。公司当前 PE (TTM) 18.45X 处于长期底部，考虑到 19 年集成灶行业高景气度有望持续、公司高管减持也告一段落，配置性价比较为显著。

图表 70: 浙江美大盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1026.36	1498.86	2039.97	2744.37
增长率 (%)	54.18	46.04	36.10	34.53
EBITDA (百万元)	391.48	550.15	747.26	961.69
归母净利润 (百万元)	305.19	441.41	608.54	791.03
增长率 (%)	50.60	44.63	37.86	29.99
EPS (元/股)	0.47	0.68	0.94	1.22
市盈率 (P/E)	22.48	15.54	11.28	8.67
市净率 (P/B)	5.24	4.74	3.98	3.19
EV/EBITDA	15.32	9.87	6.66	4.49

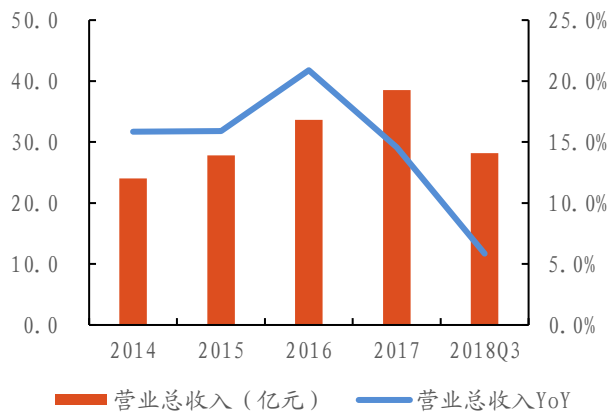
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

注: 数据更新至 2018 年 12 月 5 日

5.2.4. 飞科电器 (603868.SH)

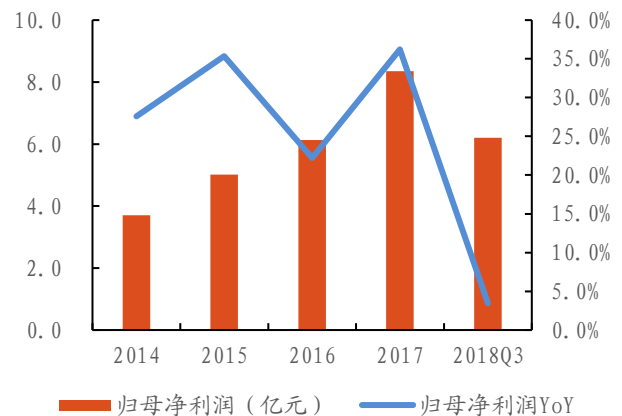
飞科电器 2018 年前三季度实现营业收入 28.19 亿元, 同比增长 5.85%; 归母净利润 6.21 亿元, 同比增长 3.47%。公司前三季度毛利率 YOY-0.25pct 至 39.60% 略微下滑, 主要是 Q3 原材料价格上涨导致成本承压, 但电动剃须刀毛利率仍有一定程度的提升, 彰显公司核心竞品强大的议价能力和成本转嫁能力。电动剃须刀市场当前寡头格局较为稳固, 公司利用双品牌打法, 以高性价比为切入点形成中低端市场垄断, 市场份额持续提升。

图表 71: 飞科电器收入及增速



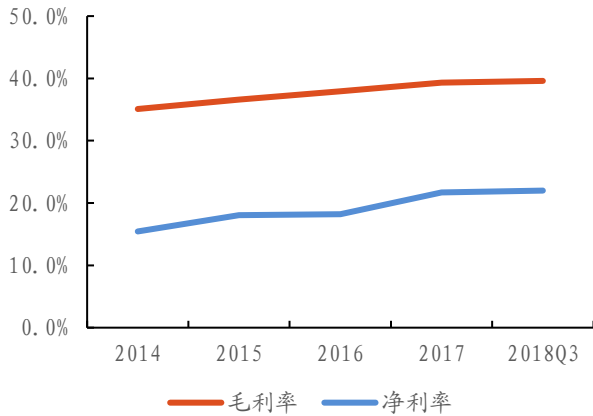
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 72: 飞科电器归母净利润及增速



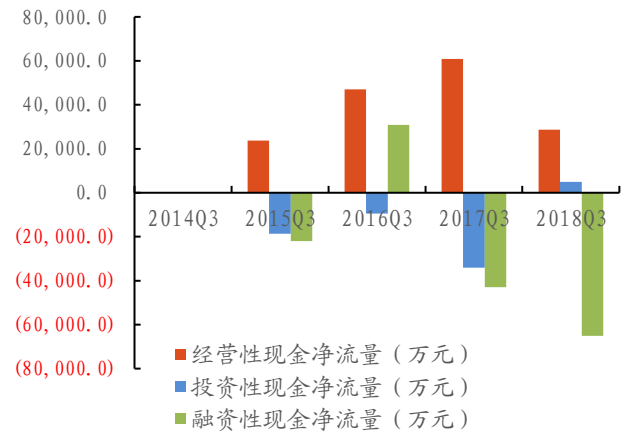
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 73: 飞科电器毛利率与净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 74: 飞科电器现金流



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

尽管公司从 17 年底开始进行的线下渠道调整到目前为止尚未完全结束, 但我们认为, 线下渠道调整进入到 18 年四季度之后, 调整阵痛已有所缓和, 预计 19 年一季度之后, 国批并入省批部分的渠道承接能够基本完成并达到较好的效果, 线下渠道活力将得到大幅提振。经销商在获得相比同行业其他品牌经销商更高水平的利润率的同时能够激发他们渠道下沉的积极性, 19 年电动剃须刀线下销量的增长可期。

海外市场前景广阔, 公司 18 年四季度已确认部分海外订单, 19 年外销收入有望翻倍。随着自主品牌在海外的版图不断扩张, 海外市场有望成为又一新的增长驱动。

图表 75: 飞科电器盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3853.43	4238.28	4745.82	5401.75
增长率 (%)	14.55	9.99	11.98	13.82
EBITDA (百万元)	1150.32	1242.96	1407.03	1600.43
归母净利润 (百万元)	835.35	893.96	1010.45	1149.94
增长率 (%)	36.22	7.02	13.03	13.80
EPS (元/股)	1.92	2.05	2.32	2.64
市盈率 (P/E)	20.28	18.95	16.77	14.74
市净率 (P/B)	7.03	6.39	5.80	5.30
EV/EBITDA	14.19	13.02	11.35	9.85

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

注: 数据更新至 2018 年 12 月 5 日

6. 风险提示

- ◆ 外汇波动风险;
- ◆ 房地产景气下行;
- ◆ 原材料价格上涨风险。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。