

2018-05-01

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

家用电器行业

家电行业 17 年报及 18 年一季报综述： 驱动力或有不同，但业绩确定性不改

报告要点

■ 17 年“量”变为先，18 年“质”变或在即

17 年在空调内销高增长驱动之下，板块收入及业绩弹性明显，但受制于成本汇兑压力，盈利能力并无明显提升；而 18 年行业业绩驱动力或从营收端弹性切换至盈利能力改善，18 年一季度高基数背景下行业营收增长中枢有所下移，但随着成本汇率等负面因素边际趋弱，优良竞争格局护航下行业盈利提升值得预期。

■ 主营增速近七年来新高，一季度略超预期

蓄力两年的空调产业在 17 年旺季高温天气及低层级市场尤其是农村市场需求快速释放触发下迎来爆发，内销出货大幅增长 46.81%，进而驱动行业主营实现 30.00% 增长，创 2010 年以来板块增速新高，且在随之而来的强劲渠道主动补库存带动下，18 年一季度行业主营延续此前较好增长表现，总体略超预期。

■ 毛利率短期有压力，期间费用率持续改善

有别于出货端的惊艳表现，在原材料成本短期大幅上行叠加汇兑波动明显加剧冲击下，行业毛利率短期承压依旧较为明显；在此背景下，厂商基于优良竞争格局通过产品结构优化持续推进成本转嫁，且受益收入端快速扩张，费用端规模效应持续显现，均价提升及费用率改善协力下，成本冲击在业绩端影响有限。

■ 业绩弹性充分释放，盈利能力略有提升

受益于均价提升及费用集约，成本及汇率双重压力之下收入端的高弹性在业绩层面得到显著兑现，17 年及 18 年一季度行业整体归母净利润同比增长 31.88% 及 25.32%，盈利能力略有提升；子行业方面，白电、厨电及家电上游业绩增长相对较快，而受汇兑冲击较大的小家电业绩增长有所放缓，黑电趋势仍须验证。

■ 预收账款总体稳健，厨电现金流改善明显

17 年末渠道主动补库存热情高涨之下白电预收账款同比增长明显，而随着渠道库存稳步回升至旺季前合理水平，18 年一季度末预收账款同比趋于稳健也较为合理；现金流方面，随着老板相关考核制度调整到位及华帝渠道布局步入良性，18 年一季度两大厨电领先企业经营现金流同比明显改善，后续增长支撑强劲。

■ 维持行业“看好”评级

家电行业年报及一季报业绩表现总体好于预期，且在成本汇率负面冲击下，龙头业绩确定性得到进一步验证，后续基于结构改善及份额提升，龙头收入端延续稳健增长依旧确定，稳态格局保障下盈利能力也存在提升预期；近期回调后板块估值已处相对不高水平，中长期配置价值凸显；维持行业“看好”评级，持续推荐格力电器、美的集团、青岛海尔、华帝股份、老板电器及海信科龙。

风险提示： 1、原材价格持续上涨；2、终端需求表现低于预期

分析师 徐春

☎ (8621) 61118737

✉ xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513070006

分析师 管泉森

☎ (8621) 61118737

✉ guanqs@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516070002

分析师 孙珊

☎ (8621) 61118737

✉ sunshan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020002

联系人 贺本东

☎ (8621) 61118737

✉ hebdc@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000651	格力电器	买入
002035	华帝股份	买入
000333	美的集团	买入
600690	青岛海尔	买入
002508	老板电器	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《长江家电周度观点（18W16）：从基金一季报及海外持股看板块资金流向》2018-04-22

《产业在线 18 年 3 月空调数据简评：旺季备战拉动出货，龙头业绩值得期待》2018-04-21

目录

行业整体：主营快速增长，业绩总体符合预期	6
17 年主营增长抢眼，一季度延续较好表现	7
毛利率短期承压，期间费用明显改善	8
盈利能力小幅提升，业绩增速略好于营收	10
白电行业：营收大幅增长，业绩表现依旧抢眼	12
17 年营收高速增长，后续确定性仍在	12
毛利率承压小幅下行，期间费用率有所改善	15
业绩表现依旧抢眼，盈利能力略有提升	17
黑电行业：主营环比改善，剪刀差逻辑仍待验证	19
主营增速环比改善，行业出货有所回暖	19
面板价格持续下行，毛利率未有明显改善	21
盈利能力依旧低位，剪刀差逻辑仍待验证	23
厨电行业：主营增速稳健，盈利能力无需担忧	25
主营延续稳健表现，行业仍处成长期	25
毛利率短期下滑，期间费用率持续改善	27
业绩增长依旧稳健，盈利能力小幅承压	28
小家电行业：收入稳健增长，出口型盈利有承压	30
主营延续稳健增长，长期受益消费升级	30
毛利率小幅回落，汇兑拖累期间费用	32
业绩增速低于营收，盈利能力下行明显	33
家电上游：下游景气驱动，盈利能力相对偏弱	35
受益下游景气驱动，主营实现较好增长	35
毛利率同比下滑，期间费用率有所提升	38
业绩波动较大，盈利能力同比有所下行	39
维持行业“看好”评级	41

图表目录

图 1: 17 年板块收入受空调景气驱动实现高增长之后 18 年逐渐回归稳健	7
图 2: 原材料成本压力下行业毛利率短期有所承压	9
图 3: 18 年一季度行业期间费用率为 16.47%，同比下滑 1.34pct	9
图 4: 17 年及 18 年一季度归属净利润分别同比增长 31.88%及 25.32%	10
图 5: 17 年及 18 年一季度行业归属净利率提升 0.09 及 0.30 个百分点	10
图 6: 17 年及 18 年一季度白电行业主营同比分别增长 39.64%及 19.00%	12
图 7: 一季度空调行业总出货量为 3990 万台，同比增长 13.65%	13
图 8: 一季度冰箱行业总出货量为 1705 万台，同比下滑 3.52%	13
图 9: 一季度洗衣机行业总出货量为 1623 万台，同比增长 3.45%	13
图 10: 一季度空冰洗零售量增长 7.12%、下滑 7.39%及下滑 8.16%	13
图 11: 17 年及 18 年一季度空冰洗均价持续提升	13
图 12: 空冰洗产品结构持续升级	13
图 13: 18 年一季度白电行业整体毛利率为 27.10%，同比下滑 0.79pct	16
图 14: 18 年一季度白电行业期间费用率为 17.73%，同比下滑 1.41pct	16
图 15: 白电产品结构升级持续推进	16
图 16: 18 年年初至今铜及铝价格同比下跌 6.06%及 2.39%（美元/吨）	16
图 17: 年初至今国内塑料价格指数同比下跌 2.01%	16
图 18: 年初至今国内冷轧板卷均价同比下跌 7.90%（元/吨）	16
图 19: 18 年一季度白电归属净利润同比增长 26.12%至 138.45 亿元	18
图 20: 18 年一季度白电行业归属净利润率为 7.88%，同比提升 0.45pct	18
图 21: 18 年一季度黑电行业主营同比增长 14.03%至 629.25 亿元	20
图 22: 18 年一季度液晶电视总出货量为 3,141.90 万台，同比增长 19.27%	20
图 23: 18 年前两月液晶电视零售量及零售额分别下滑 18.07%及 12.13%	20
图 24: 一季度黑电行业毛利率为 15.13%，同比下滑 0.72pct	22
图 25: 一季度黑电行业期间费用率为 13.05%，下滑 1.64 个百分点	22
图 26: 17 年下半年开始面板价格持续维持下降趋势	22
图 27: 18 年一季度黑电行业归属净利润同比增长 41.33%至 12.98 亿元	24
图 28: 18 年一季度黑电行业归属净利润率为 2.06%，同比提升 0.40pct	24
图 29: 一季度厨电行业主营同比增长 26.60%至 58.22 亿元	25
图 30: 17 年房地产销售面积增速下滑 14.79pct 至 7.66%（亿平方米）	26
图 31: 17 年烟灶消终端零售量同比分别为-5.06%、-6.73%及-9.74%	26
图 32: 18 年一季度行业毛利率为 38.66%，同比下滑 2.17pct	27
图 33: 18 年一季度厨电行业费用率为 26.50%，同比下滑 2.24pct	27
图 34: 18 年一季度厨电行业归属净利润同比增长 23.83%至 6.46 亿元	29
图 35: 18 年一季度厨电行业归属净利润率为 11.09%，同比下滑 0.25pct	29
图 36: 18 年一季度小家电行业整体主营同比增速为 14.64%至 134.00 亿元	30
图 37: 18 年一季度小家电行业毛利率为 29.93%，同比下滑 1.00pct	32
图 38: 18 年一季度期间费用率为 19.81%，同比提升 1.02pct	32
图 39: 18 年一季度小家电归属净利润同比下滑 1.83%至 10.36 亿元	34
图 40: 18 年一季度小家电行业归属净利润率为 7.73%，同比下滑 1.30pct	34

图 41: 18 年一季度家电上游主营收入同比增长 24.00%至 99.72 亿元	36
图 42: 18 年一季度空调行业总产量为 3,789 万台, 同比增长 10.03%	36
图 43: 18 年一季度冰箱行业总产量为 1,682 万台, 同比下降 9.14%	36
图 44: 18 年一季度家电上游行业毛利率为 17.74%, 同比下滑 0.84pct	38
图 45: 18 年一季度家电上游费用率为 11.52%, 同比增长 0.83pct.....	38
图 46: 18 年一季度家电上游归属净利润同比增长 0.08%至 4.60 亿元	40
图 47: 18 年一季度家电上游归属净利润率为 4.61%, 同比下滑 1.10pct.....	40
表 1: 家电板块各子行业具体待分析上市公司一览	6
表 2: 家电板块各子行业主营增速一览 (单位: 亿元)	8
表 3: 家电板块各子行业预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)	8
表 4: 家电板块各子行业存货同比变动一览 (单位: 亿元)	8
表 5: 家电板块各子行业毛利率变动情况一览	9
表 6: 家电各子行业期间费用率变动情况一览	10
表 7: 家电各子行业业绩增速状况一览 (单位: 亿元)	11
表 8: 家电各子行业期间归属上市公司股东净利润率变动情况一览.....	11
表 9: 家电行业经营性现金流净额同比变动一览 (单位: 亿元)	11
表 10: 白电行业相关上市公司主营增速一览 (单位: 亿元)	14
表 11: 白电行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)	14
表 12: 白电行业各上市公司存货同比变动一览 (单位: 亿元)	15
表 13: 白电行业上市公司毛利率变动一览.....	17
表 14: 白电行业上市公司期间费用率同比及环比变动一览	17
表 15: 白电行业上市公司业绩变动一览 (单位: 亿元)	18
表 16: 白电行业归属净利润率同比及环比变动一览	19
表 17: 白电行业经营性现金流同比变动一览 (单位: 亿元)	19
表 18: 黑电行业上市公司主营同比变动一览 (单位: 亿元)	21
表 19: 黑电行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)	21
表 20: 黑电行业各上市公司存货同比变动一览 (单位: 亿元)	21
表 21: 黑电行业上市公司毛利率变动一览.....	23
表 22: 黑电行业上市公司期间费用率变动一览	23
表 23: 黑电行业上市公司业绩变动一览 (单位: 亿元)	24
表 24: 黑电行业归属净利润率同比及环比变动一览	24
表 25: 黑电行业经营性现金流同比变动一览 (单位: 亿元)	25
表 26: 厨电行业上市公司主营变动一览 (单位: 亿元)	26
表 27: 厨电行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)	27
表 28: 厨电行业各上市公司存货同比变动一览 (单位: 亿元)	27
表 29: 厨电行业各上市公司毛利率变动一览	28
表 30: 厨电行业各上市公司期间费用率变动一览.....	28
表 31: 厨电行业上市公司业绩变动一览 (单位: 亿元)	29
表 32: 厨电行业相关上市公司归属净利润率变动一览	29
表 33: 厨电行业相关上市公司经营性现金流同比变动一览 (单位: 亿元)	30
表 34: 小家电行业上市公司主营变动一览 (单位: 亿元)	31

表 35: 小家电行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)	31
表 36: 小家电行业上市公司存货同比变动一览 (单位: 亿元)	32
表 37: 小家电行业上市公司毛利率变动一览	33
表 38: 小家电行业上市公司期间费用率变动一览	33
表 39: 小家电行业上市公司业绩变动一览 (单位: 亿元)	34
表 40: 小家电行业相关上市公司归属净利润率变动一览	35
表 41: 小家电行业上市公司经营性现金流量净额同比变动一览 (单位: 亿元)	35
表 42: 家电上游行业上市公司主营变动一览 (单位: 亿元)	37
表 43: 家电上游行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)	37
表 44: 家电上游行业相关上市公司存货同比变动一览 (单位: 亿元)	38
表 45: 家电上游行业上市公司毛利率变动一览	39
表 46: 家电上游行业相关上市公司期间费用率变动一览	39
表 47: 家电上游行业上市公司业绩变动一览 (单位: 亿元)	40
表 48: 家电上游行业上市公司归属净利润率变动一览	41
表 49: 家电上游行业上市公司经营性现金流量净额同比变动一览 (单位: 亿元)	41
附: 行业重点上市公司估值指标与评级变化	42

行业整体：主营快速增长，业绩总体符合预期

家电板块上市公司 17 年年报及 18 年一季报已披露完毕：整体来看，受 16 年出货低基数、17 年旺季高温天气及低层级市场需求快速释放等多因素助力，17 年空调子行业实现高速增长并带动家电板块营收同比增长 30.00%，创近 7 年以来新高；步入 18 年，销量基数回升背景下空调出货增速环比有所回落，但增长依旧可观，且在主要子行业景气相对平稳背景下，18 年一季度板块收入增长表现总体较为稳健；盈利方面，尽管 17 年主要品类均基于优良竞争格局，通过积极调整产品结构进行成本转嫁，但在原材料价格上涨及汇率大幅波动等负面因素冲击之下，板块毛利率走势仍有小幅承压，不过在营收端快速增长及投资收益明显提升驱动下板块业绩依旧实现较好增长，且后续随着成本端等负面冲击边际减弱，板块盈利能力有望逐步改善；总的来说，**空调行业高景气驱动 17 年家电行业收入表现较为抢眼，但盈利能力受制成本及汇率波动短期承压，后续板块营收端大概率回归稳健增长，盈利能力则有望持续改善并驱动板块业绩有所表现。**

为方便后续分析，我们选取 37 家有代表性的家电板块上市公司进行归纳性总结，并将其细分为白电、黑电、厨电、小家电及家电上游五大子行业，各子行业包含上市公司如下表所示：

表 1：家电板块各子行业具体待分析上市公司一览

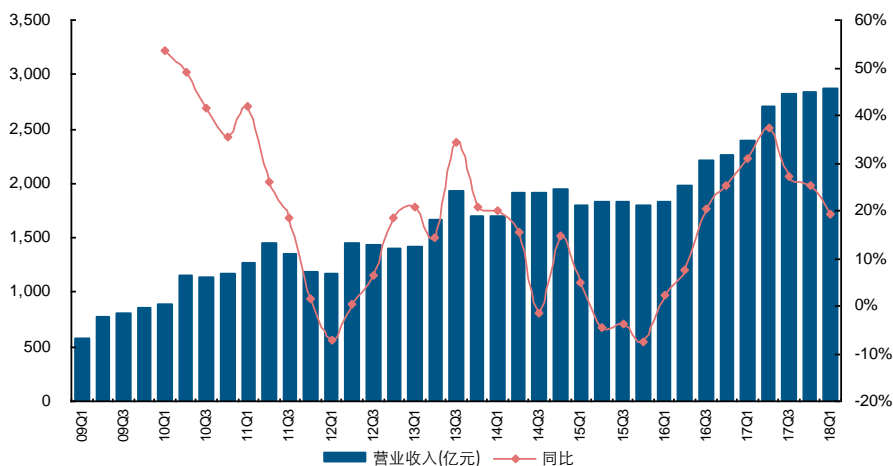
所属行业	公司代码	公司简称	所属行业	公司代码	公司简称
白电行业	000651.SZ	格力电器	小家电行业	002032.SZ	苏泊尔
	000333.SZ	美的集团		002242.SZ	九阳股份
	600690.SH	青岛海尔		002705.SZ	新宝股份
	000418.SZ	小天鹅A		603355.SH	莱克电气
	600983.SH	合肥三洋		603868.SH	飞科电器
	000521.SZ	美菱电器		002403.SZ	爱仕达
	002668.SZ	奥马电器		002473.SZ	圣莱达
	600854.SH	春兰股份		002614.SZ	奥佳华
黑电行业	000921.SZ	海信科龙	家电上游	300247.SZ	乐金健康
	600060.SH	海信电器		300248.SZ	荣泰健康
	000100.SZ	TCL集团		002050.SZ	三花智控
	002429.SZ	兆驰股份		002418.SZ	康盛股份
	000016.SZ	深康佳A		600619.SH	海立股份
厨电行业	600839.SH	四川长虹		000404.SZ	华意压缩
	002508.SZ	老板电器		002686.SZ	亿利达
	002035.SZ	华帝股份		300342.SZ	天银机电
	002677.SZ	浙江美大		300475.SZ	聚隆科技
	002543.SZ	万和电气		300403.SZ	地尔汉宇
	002616.SZ	长青集团			

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年主营增长抢眼，一季度延续较好表现

17 年家电行业整体实现主营收入 10775.08 亿元¹，同比增长 30.00%，其中四季度实现主营收入 2840.92 亿元，同比增长 25.46%，受期内空调子行业高景气驱动，17 年板块收入增速创近 7 年以来新高；具体来看，在去年同期行业渠道去库存所致的低基数及相对较好终端需求带动下，17 年上半年空调子行业营收持续大幅增长，受益于此 17 年一、二季度行业整体收入增速均超 30%，三季度后虽然空调出货低基数效应有所减弱，但在旺季高温天气及低层级市场需求持续释放背景下，出货持续高景气的空调子行业对行业整体收入带动作用依旧明显，随着 17 年三季度末渠道库存降至历史低位，同时叠加期内持续较好的终端需求，空调渠道补库存又成为 17 年四季度及 18 年一季度行业收入增长的主要驱动力量，受益于此 18 年一季度家电行业整体实现主营收入 2865.31 亿元，同比增长 19.33%，主营表现依旧较为稳健。

图 1：17 年板块收入受空调景气驱动实现高增长之后 18 年逐渐回归稳健



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到各子行业来看，17 年白电子行业营收同比增速近 40%，表现较为抢眼，进而带动家电行业整体营收实现较好增长，18 年一季度受空调增速环比回落影响，白电收入增速中枢有所下移，但总体依旧延续稳健增长；17 年家电上游受益于下游尤其是空调排产大幅增加营收同比增长 26.15%，增速位居主要子行业第二位，18 年一季度延续较好增长表现，且与下游排产也较为匹配；17 年及 18 年一季度厨电行业营收分别同比增长 25.26% 及 26.60%，高成长属性持续凸显；报告期内小家电总体收入表现较为稳健，而黑电行业则受益于前期成本推动产品价格止跌反弹，17 年及 18 年一季度均实现两位数以上收入增长。

¹ 受样本统计影响，行业整体数据与下表中各子行业汇总数据存在小幅差异

表 2：家电板块各子行业主营增速一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
白电	6340.70	4540.72	39.64%	1509.55	1203.09	25.47%	1756.29	1475.87	19.00%
黑电	2636.75	2332.58	13.04%	764.55	652.26	17.21%	629.25	551.83	14.03%
厨电	221.99	177.22	25.26%	64.15	53.12	20.76%	58.22	45.99	26.60%
小家电	498.38	419.67	18.76%	142.58	121.20	17.64%	134.00	116.89	14.64%
家电上游	349.35	276.93	26.15%	87.01	73.77	17.95%	99.72	80.42	24.00%
合计	10047.18	7747.12	29.69%	2567.85	2103.45	22.08%	2677.48	2270.99	17.90%

资料来源：Wind，长江证券研究所

预收账款层面，受白电预收账款增长带动，17 年年末家电行业整体预收账款达 500.23 亿元，同比增长 30.36%，18 年一季度家电行业整体预收账款在同期基数较高背景下仍然小幅增长 2.85%至 411.06 亿元，我们判断增速有所回落与行业龙头渠道补库存节奏相关；各子行业中，小家电 18 年一季度末预收账款较去年同期大幅增长 43.35%，家电上游行业同比增长 16.99%；总体来看，行业预收表现仍较为良性，后续需求表现无忧。

表 3：家电板块各子行业预收账款同比变动一览（单位：亿元）

	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
白电	421.80	307.24	37.29%	332.72	323.69	2.79%
黑电	42.03	45.92	-8.47%	46.33	48.55	-4.57%
厨电	16.61	13.96	18.98%	16.32	16.16	0.95%
小家电	18.07	14.71	22.79%	13.79	9.62	43.35%
家电上游	1.72	1.91	-9.80%	1.90	1.63	16.99%
合计	500.23	383.75	30.36%	411.06	399.65	2.85%

资料来源：Wind，长江证券研究所

存货方面，17 年年末家电行业整体存货为 1320.81 亿元，同比增长 38.93%，主因在于终端需求向好背景下厂商企业库存同比提升以及原材料备货有所增加；具体来看，17 年末白电行业及家电上游板块存货增长分别高达 59.69%及 48.10%，而厨电行业存货同比增长 39.08%主要受万和电气为应对收入增长加大成品储备影响，其余厂商存货增长与收入增长较为匹配；18 年一季度家电行业整体存货为 1267.19 亿元，同比增长 12.79%，家电上游及小家电存货增长相对明显，其余各子行业存货增长表现总体良性。

表 4：家电板块各子行业存货同比变动一览（单位：亿元）

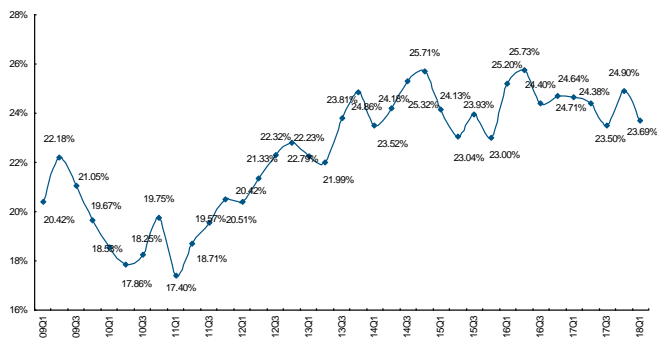
	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
白电	779.90	488.38	59.69%	741.88	620.43	19.57%
黑电	375.70	340.07	10.48%	371.70	386.11	-3.73%
厨电	34.44	24.77	39.08%	29.64	24.51	20.91%
小家电	67.79	54.94	23.38%	61.64	46.48	32.62%
家电上游	62.98	42.53	48.10%	62.33	46.00	35.51%
合计	1320.81	950.68	38.93%	1267.19	1123.53	12.79%

资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利率短期承压，期间费用明显改善

17 年家电行业整体毛利率为 24.35%，同比下滑 0.63 个百分点，其中 17 年四季度毛利率为 24.90%，同比提升 0.20 个百分点；17 年全年冷轧钢板（1mm）均价、LME3 个月铜期货均价、LME3 个月铝期货均价及塑料指数同比分别上涨 28.91%、27.38%、23.00%及 12.45%，18 年一季度其同比涨幅分别为 1.22%、19.48%、16.23%及 0.44%，受此影响 18 年一季度行业整体毛利率同比下滑 0.95%至 23.69%，在原材料价格大幅上行影响下，行业毛利率短期承压也在预期之中，不过考虑到行业优良竞争格局保障下行业龙头可通过产品结构升级持续进行成本转嫁，且 18 年以来大宗原材料价格走势总体趋稳，预计行业后续盈利能力有望逐步改善。

图 2：原材料成本压力下行业毛利率短期有所承压



资料来源：Wind，长江证券研究所

子行业来看，除黑电外 17 年主要家电子行业毛利率均有所承压，其中厨电毛利率同比下滑 2.30 个百分点至 41.13%，白电毛利率同比下滑 1.28 个百分点至 27.87%，小家电及家电上游毛利率同比分别下滑 0.86 及 0.74 个百分点至 15.04%及 21.34%；厨电行业毛利率跌幅较大主要由于行业龙头老板电器在费用结算方式调整、原材料压力上行及高毛利电商渠道占比下降等多方面因素影响下毛利率大幅下滑，而考虑到钢、铜及铝等原材料在白电成本中占比较大，其毛利率下滑幅度相对较大也较为合理；黑电行业毛利率同比小幅改善的主因一方面在于面板价格有所下降，另一方面或受益于行业格局边际冲击因素有所减少；18 年一季度来看，主要子行业毛利率走势依旧有所承压。

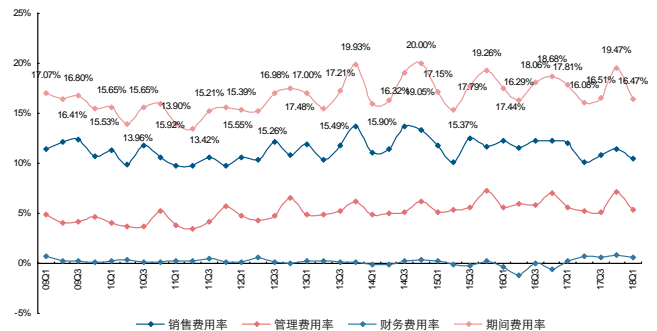
表 5：家电板块各子行业毛利率变动情况一览

	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
白电	27.10%	-0.79%	-2.67%	29.77%	1.06%	2.58%
黑电	15.13%	-0.72%	-0.34%	15.47%	-0.60%	0.45%
厨电	38.66%	-2.17%	-0.90%	39.57%	-2.93%	-1.98%
小家电	29.93%	-1.00%	-0.02%	29.94%	-1.00%	0.77%
家电上游	17.74%	-0.84%	-5.20%	22.94%	-0.41%	0.17%
合计	24.33%	-0.72%	-1.20%	25.53%	0.46%	1.36%

资料来源：Wind，长江证券研究所

期间费用率方面，17 年家电行业整体期间费用率为 17.47%，同比下滑 0.20 个百分点，其中销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 11.09%、5.78%及 0.61%，同比分别下滑 0.98、下滑 0.36 及提升 1.14 个百分点，受汇率大幅波动影响 17 年板块财务费用率提升较为明显，而得益于高增长带来的规模效应，销售费用及管理费用均有不同程度改善；17 年四季度期间费用率同比提升 0.79 个百分点至 19.47%，主因仍在于汇率

图 3：18 年一季度行业期间费用率为 16.47%，同比下滑 1.34pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

波动下财务费用率大幅提升 1.42 个百分点；18 年一季度行业期间费用率同比下滑 1.34 个百分点至 16.47%，子行业方面，一季度白电、黑电及厨电期间费用率均有所改善。

表 6：家电各子行业期间费用率变动情况一览

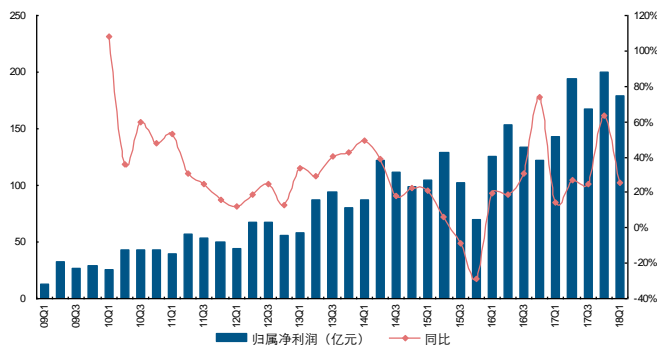
	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
白电	17.73%	-1.41%	-4.66%	22.38%	1.41%	3.61%
黑电	13.05%	-1.64%	-2.07%	15.12%	-0.04%	2.94%
厨电	26.50%	-2.24%	4.44%	22.05%	-1.24%	-6.72%
小家电	19.81%	1.02%	-0.80%	20.61%	1.78%	1.94%
家电上游	11.52%	0.83%	-4.65%	16.16%	2.44%	3.75%
合计	16.69%	-1.24%	-3.21%	19.90%	1.05%	2.90%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力小幅提升，业绩增速略好于营收

17 年家电行业实现归属上市公司股东净利润 704.55 亿元，同比增长 31.88%，其中四季度实现 199.57 亿元，同比增长 63.56%；18 年一季度行业实现归属上市公司股东净利润 179.50 亿元，同比增长 25.32%；虽然 17 年行业原材料价格上行致使毛利率走势承压，且汇率波动也使得财务费用率有所上行，但**受益于高毛利的白电子行业营收占比提升、行业规模效应显现所带来的销售及管理费用率下行以及行业整体投资收益大幅提升，行业整体盈利能力仍有小幅提升**；后续考虑到原材料及汇率的负面冲击有望边际减弱，产品结构稳步提升背景下行业盈利能力持续改善值得期待。

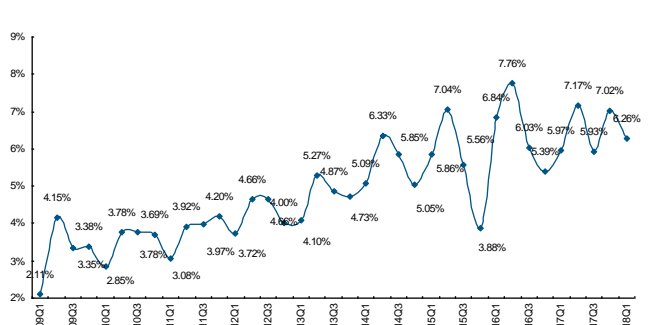
图 4：17 年及 18 年一季度归属净利润分别同比增长 31.88%及 25.32%



资料来源：Wind，长江证券研究所

从子行业层面来看，17 年黑电子行业业绩增幅最大，低基数下全年归属净利润同比增长 119.40%，主要原因在于深康佳 A 转让子公司股权使得投资收益大幅增加，若剔除该影响，黑电子行业 18 年业绩则同比增长 6.42%；白电行业业绩在空调高景气驱动下增速高达 31.82%，表现较为优异，厨电行业业绩则由于老板电器电商渠道收入增速有所放缓，同比增长 19.12%；18 年一季度白电、黑电及厨电业绩均延续较好增长，其中黑电业绩增速达到 41.33%，而白电与厨电业绩增速分别为 26.15%及 23.83%；综合影响下，18 年一季度家电整体业绩依同比增长 24.08%。

图 5：17 年及 18 年一季度行业归属净利率提升 0.09 及 0.30 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 7：家电各子行业业绩增速状况一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
白电	504.50	382.73	31.82%	110.18	79.10	39.30%	138.45	109.75	26.15%
黑电	96.23	43.86	119.40%	63.30	8.80	618.93%	12.98	9.18	41.33%
厨电	27.77	23.31	19.12%	9.78	9.08	7.67%	6.46	5.21	23.83%
小家电	43.51	39.67	9.68%	11.98	11.95	0.20%	10.36	10.55	-1.83%
家电上游	24.02	21.84	9.99%	4.85	5.80	-16.35%	4.60	4.59	0.08%
合计	696.01	511.40	36.10%	200.09	114.74	74.39%	172.84	139.30	24.08%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力层面来看，17 年家电行业整体归属净利率为 6.54%，同比提升 0.09 个百分点，其中四季度归属净利率为 7.02%，同比提升 1.64 个百分点；在原材料及汇兑双重压力下，行业盈利能力逆势提升实属不易，主因一方面在于良性竞争格局保障下行业龙头通过产品结构升级推动成本转嫁，根据中怡康零售监测数据，17 年全年空调、冰箱、洗衣机、彩电均价分别同比上涨 6.45%、13.77%、10.96%及 14.22%，另一方面则源自于规模扩张带来的费用集约，18 年一季度白电及黑电盈利能力同比提升 0.45 及 0.40 个百分点，此外行业整体投资收益明显提升对业绩也有一定增厚；后续考虑到产品结构升级趋势延续且原材料价格上行趋缓，18 年行业盈利能力改善值得期待。

表 8：家电各子行业期间归属上市公司股东净利润率变动情况一览

	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
白电	7.88%	0.45%	0.58%	7.30%	0.72%	-0.46%
黑电	2.06%	0.40%	-6.22%	8.28%	6.93%	6.39%
厨电	11.09%	-0.25%	-4.16%	15.25%	-1.85%	4.38%
小家电	7.73%	-1.30%	-0.67%	8.40%	-1.46%	-0.02%
家电上游	4.61%	-1.10%	-0.97%	5.58%	-2.29%	-2.61%
合计	6.46%	0.32%	-1.34%	7.79%	2.34%	1.50%

资料来源：Wind，长江证券研究所

经营性现金流净额方面，17 年家电行业累计实现经营性现金流净额为 724.39 亿元，同比下滑 13.65%，其中白电板块经营性现金流净额小幅下滑 0.80%，家电上游、黑电、厨电及小家电分别下滑 110.01%、48.94%、22.00%及 37.83%，我们判断主要原因在于下游经销商返款中票据比例有所提升；18 年一季度行业经营性现金流净额同比有所恢复，其中厨电及小家电反弹较为明显，白电则小幅下滑，而家电上游现金流依旧不容乐观，这或与家电上游相对较弱的产业链溢价能力相关。

表 9：家电行业经营性现金流净额同比变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
白电	587.01	591.75	-0.80%	176.32	153.00	15.24%	193.47	213.36	-9.32%
黑电	75.75	148.34	-48.94%	29.44	34.89	-15.61%	-0.16	-18.16	-
厨电	29.74	38.13	-22.00%	7.48	10.94	-31.56%	7.87	3.82	106.11%
小家电	32.70	52.61	-37.83%	9.49	29.19	-67.48%	7.06	4.37	61.51%
家电上游	-0.81	8.04	-110.01%	12.01	8.05	49.30%	-12.29	-11.74	-
合计	724.39	838.86	-13.65%	234.75	236.06	-0.56%	195.94	191.64	2.24%

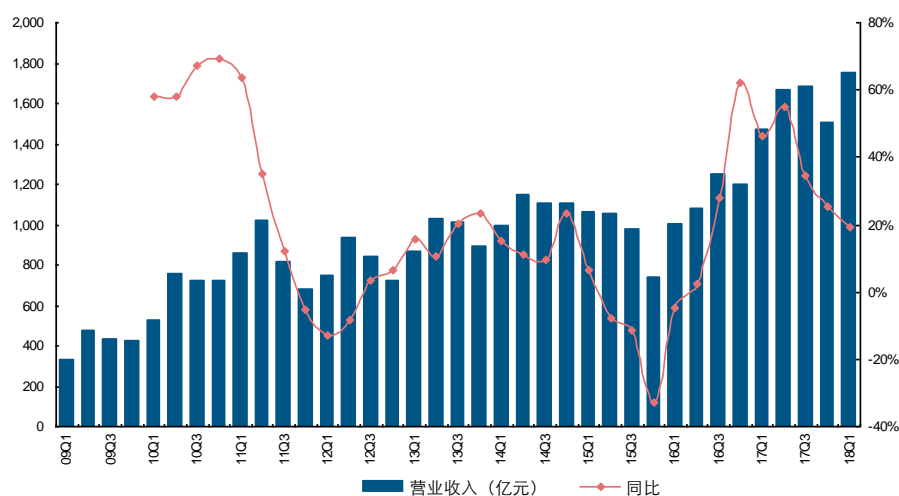
资料来源：Wind，长江证券研究所

白电行业：营收大幅增长，业绩表现依旧抢眼

17 年营收高速增长，后续确定性仍在

17 年白电行业实现营收 6340.70 亿元，同比增长 39.64%，其中四季度实现 1509.55 亿元，同比增长 25.47%；报告期内白电主营大幅增长的主因一方面在于空调终端需求在旺季高温天气及低层级市场快速放量带动下持续超预期，2017 年空调内销出货增速高达 46.81%，同时洗衣机行业内销出货也延续前期稳健增长表现；另一方面，在原材料价格持续上行背景下，厂商积极通过产品结构升级推动成本转嫁，产品均价也有较明显提升，进而拉动收入增长；考虑到 2017 年空调内销规模创历史新高且出货增速极其抢眼，高基数背景下市场对白电尤其是空调出货表现较为担忧；事实上，17 年空调内销新高更多地源自于 15 及 16 年渠道去库存所致的行业低基数，剔除上述影响后，同时考虑旺季高温天气及低层级市场放量等积极因素，17 年空调内销新高实际并不高，在保有量仍存较大提升空间之下，后续行业出货增长依旧较为确定；上述判断在 18 年一季度白电收入表现中已得到印证，在渠道补库存持续推动下，18 年一季度白电主营同比增长 19.00% 至 1756.29 亿元，总体延续较好增长表现，目前渠道库存处在相对合理水平，在较好终端需求驱动下白电后续出货表现无需过忧。

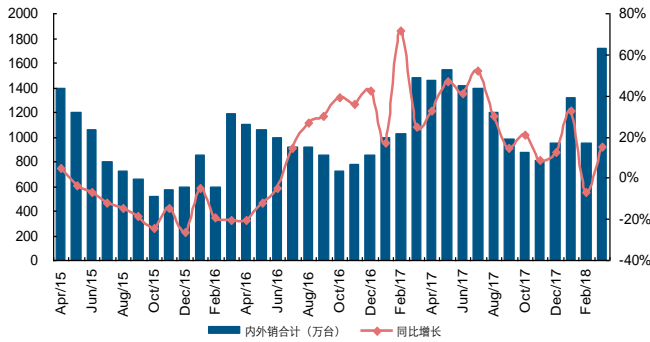
图 6：17 年及 18 年一季度白电行业主营同比分别增长 39.64% 及 19.00%



资料来源：Wind，长江证券研究所

产业在线数据显示 17 年空调、冰箱及洗衣机总销量分别同比增长 31.00%、1.20% 及 7.67%，其中四季度空调、冰箱及洗衣机总销量分别同比增长 12.63%、0.55% 及 6.56%，17 年及 17 年四季度空调内销分别同比增长 46.81% 及 19.77%；18 年一季度空调、冰箱、洗衣机总销量分别同比增长 13.65%、下滑 3.52% 及增长 3.45%，其中空调内销在渠道持续补库带动下表现较好，18 年一季度增长 23.25%。

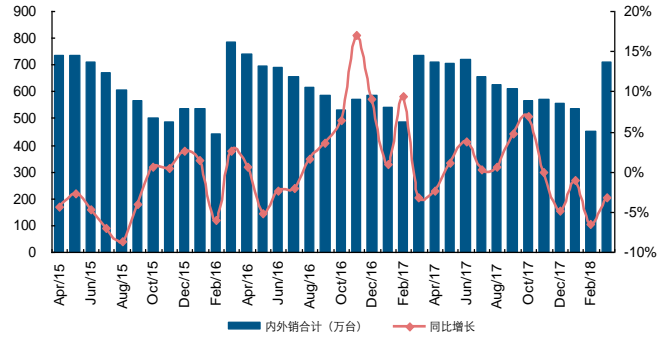
图 7：一季度空调行业总出货量为 3990 万台，同比增长 13.65%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

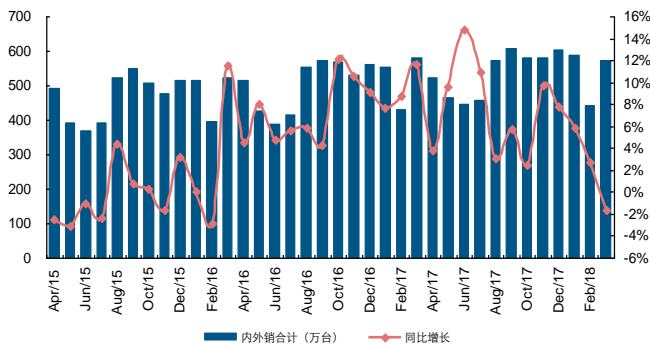
终端零售层面，中怡康数据显示 17 年空调、冰箱及洗衣机累计零售量分别同比增长 5.71%、下滑 11.44% 及下滑 9.20%，18 年一季度空调、冰箱及洗衣机累计零售量同比分别增长 7.12%、下滑 7.39% 及下滑 8.16%；考虑到中怡康线下监测数据不涉及电商及厂商专卖店渠道，其或与实际终端需求表现存在一定差异，结合龙头公司安装卡数据来看，空调终端依旧延续较好增长表现，持续产品结构升级驱动下的冰洗行业依旧较为稳健；价格方面，中怡康数据显示 17 年空冰洗终端零售均价同比分别增长 6.45%、13.77% 及 10.96%，18 年一季度均价分别同比提升 4.52%、14.63% 及 12.06%，均价持续上行。

图 8：一季度冰箱行业总出货量为 1705 万台，同比下滑 3.52%



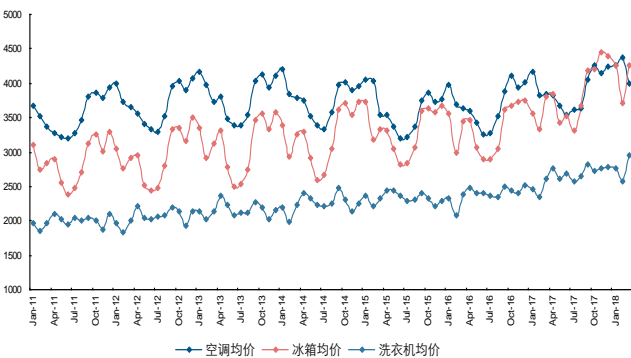
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 9：一季度洗衣机行业总出货量为 1623 万台，同比增长 3.45%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

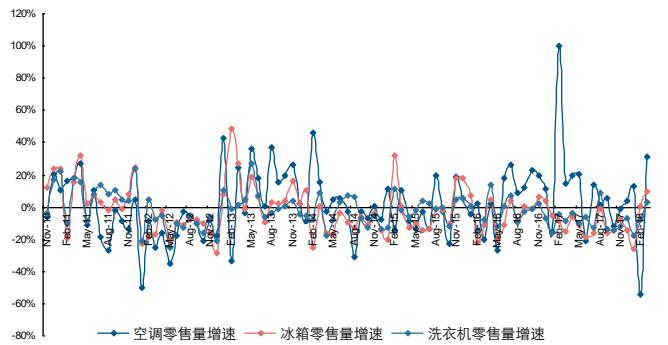
图 11：17 年及 18 年一季度空冰洗均价持续提升



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

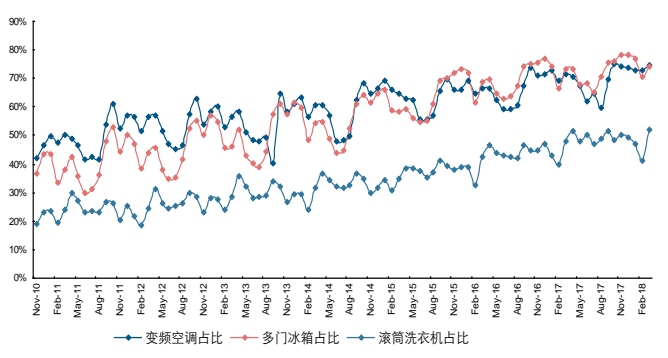
具体到上市公司层面，高景气驱动下 17 年主要白电公司收入增长均较为抢眼，且龙头厂商在渠道补库存驱动下 18 年一季度收入端也有不俗表现；具体来看，空调龙头格力

图 10：一季度空冰洗零售量增长 7.12%、下滑 7.39% 及下滑 8.16%



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 12：空冰洗产品结构持续升级



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

电器充分受益行业高景气全年主营同比增长 36.92%，且 18 年一季度在渠道补库存驱动之下 30% 以上的收入增长表现得以延续；综合白电龙头美的集团 17 年在库卡并表带动下主营增速超过 50%，原有暖通空调及消费电器业务报告期内收入增速分别达 38.74% 及 29.02%，预计 18 年一季度家电主业收入增长也接近 20%；而冰洗龙头青岛海尔在内部经营改善及外部行业景气向好助力下自 16 年四季度开始原有业务主营增速连续六个季度超过 20%；行业高景气背景下，二线白电龙头主营也有较好表现，其中小天鹅及海信科龙 17 年收入分别同比增长 30% 及 25%，18 年一季度随着行业增速中枢回落，二线龙头收入增长表现有所放缓，但总体依旧较为稳健。

表 10：白电行业相关上市公司主营增速一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
格力电器	1482.86	1083.03	36.92%	374.12	258.74	44.59%	395.62	296.82	33.29%
美的集团	2407.12	1590.44	51.35%	537.63	426.66	26.01%	697.38	597.56	16.70%
青岛海尔	1592.54	1191.32	33.68%	400.65	348.62	14.93%	426.55	377.41	13.02%
小天鹅 A	213.85	163.35	30.91%	54.08	42.79	26.37%	68.12	56.90	19.71%
惠而浦	63.64	67.74	-6.05%	14.62	27.14	-46.14%	16.95	20.53	-17.46%
美菱电器	167.97	125.27	34.09%	36.18	25.29	43.04%	42.46	36.67	15.79%
奥马电器	69.64	50.41	38.14%	17.55	10.50	67.12%	16.82	12.35	36.19%
春兰股份	8.19	1.86	339.00%	3.79	0.35	979.26%	2.66	0.49	446.92%
海信科龙	334.88	267.30	25.28%	70.93	63.00	12.59%	89.74	77.09	16.41%
合计	6340.70	4540.72	39.64%	1509.55	1203.09	25.47%	1756.29	1475.82	19.00%

资料来源：Wind，长江证券研究所

需要注意的是，每年一季度末二季度初市场对空调渠道库存均高度关注且倾向于悲观解读，事实上结合当前渠道库存水平及空调行业本身的成长阶段来看，18 年行业内销出货增长依旧较为确定；一方面，有别于上一轮厂商压货，17 年四季度以来空调内销较好增长的核心驱动为厂商主动补库，因此截止目前空调渠道库存总体处在相对合理水平；另一方面，考虑到旺季对空调消费拉动作用较为明显，传统旺季来临前无需过于担忧渠道库存问题；总的来说，空调内销后续出货无须过忧，白电龙头基于市场份额提升销量实现稳健增长依旧较为确定。

表 11：白电行业上市公司预收账款同比变动一览（单位：亿元）

	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
格力电器	141.43	100.22	41.12%	123.83	133.62	-7.33%
美的集团	174.09	102.52	69.81%	145.35	118.32	22.85%
青岛海尔	58.34	57.37	1.68%	44.58	35.23	26.53%
小天鹅 A	30.66	30.14	1.71%	9.78	16.62	-41.19%
惠而浦	1.65	1.69	-2.80%	1.42	1.12	27.24%
美菱电器	4.38	3.91	12.14%	5.51	4.37	26.17%
奥马电器	0.69	1.57	-56.38%	1.01	2.74	-63.23%
春兰股份	2.66	1.48	78.98%	1.25	3.53	-64.52%
海信科龙	7.91	8.32	-4.87%	-	8.15	-
合计	421.80	307.24	37.29%	332.72	323.69	2.79%

资料来源：Wind，长江证券研究所

预收账款层面，17 年年末白电行业预收账款总额为 421.80 亿元，同比增长 37.29%；具体到上市公司，17 年年末格力及美的预收账款较期初分别增长 41.12%及 69.81%，主因仍旧在于经销商资金充沛且库存水平较低背景下主动补库存需求持续释放；18 年一季度末行业预收款规模同比增长 2.79%至 332.79 亿元，增速环比有明显回落，主因或在于龙头各自渠道补库存节奏差异及同期高基数影响；此外，小天鹅总体预收增长表现较此前放缓明显，考虑到账面资金较为充裕，公司适当放宽货款要求以支持渠道发展也不失为提高资源配置效率的一种方式，此举有望为公司中长期经营发展蓄力。

表 12：白电行业各上市公司存货同比变动一览（单位：亿元）

	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
格力电器	165.68	90.25	83.58%	150.95	134.22	12.46%
美的集团	294.44	156.27	88.42%	265.08	219.77	20.61%
青岛海尔	215.04	152.85	40.68%	228.51	167.52	36.40%
小天鹅 A	19.81	17.25	14.84%	9.40	12.52	-24.95%
惠而浦	7.67	9.48	-19.12%	7.08	8.70	-18.60%
美菱电器	29.18	19.75	47.79%	32.39	25.81	25.52%
奥马电器	8.62	7.56	14.07%	7.09	9.74	-27.15%
春兰股份	5.49	8.38	-34.55%	4.77	8.61	-44.65%
海信科龙	33.98	26.60	27.74%	36.62	33.54	9.19%
合计	779.90	488.38	59.69%	741.88	620.43	19.57%

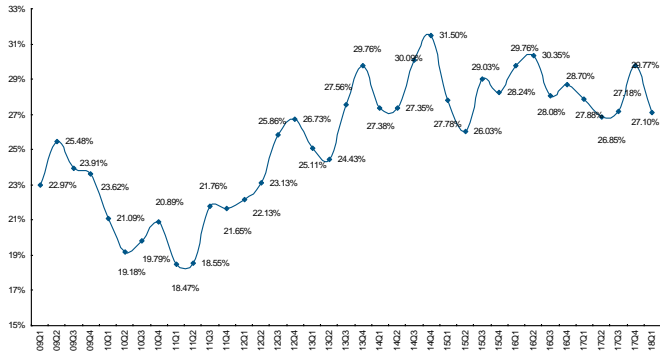
资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年年末白电行业整体存货规模为 779.90 亿元，同比增长 59.69%，考虑到彼时渠道补库存动能依旧强劲，厂商积极排产以应对渠道提货需求也处于预期之中；18 年一季度末行业存货为 741.88 亿元，同比增长 19.57%，与主营增长匹配度较高，整体较为良性；具体到公司层面，17 年年末格力、美的及海尔存货同比增幅分别为 83.58%、88.42%及 40.68%，其中美的库卡并表也有一定贡献；18 年一季度末随着渠道库存持续回升，三大白电存货同比增幅也分别放缓至 12.46%、20.61%及 36.40%，与收入表现相匹配。

毛利率承压小幅下行，期间费用率有所改善

17 年白电行业整体毛利率为 27.87%，同比下滑 1.28 个百分点，其中四季度为 29.77%，同比提升 1.06 个百分点，18 年一季度行业整体毛利率为 27.10%，同比下滑 0.79 个百分点；整体而言，尽管优良竞争格局之下白电龙头基于产品结构升级持续实现产品均价提升，并在一定程度上对冲原材料价格上行所带来的负面影响，但考虑到 17 年原材料均价涨幅较大，行业短期盈利依旧略有承压；成本压力方面，17 年一季度原材料价格涨幅最大而四季度以来原材料价格涨幅已有所趋缓，边际负面冲击减弱叠加产品结构升级延续，后续白电行业毛利率有望逐步改善。

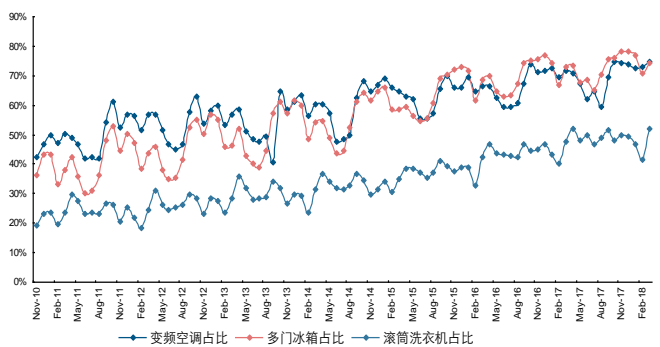
图 13：18 年一季度白电行业整体毛利率为 27.10%，同比下滑 0.79pct



资料来源：Wind, 长江证券研究所

具体来看，17 年全年白电主要生产原材料冷轧钢板（1mm）均价、LME3 个月铜期货均价、LME3 个月铝期货均价及塑料指数同比分别上涨 28.91%、27.38%、23.00%及 12.45%，成本端压力较大处于预期之中；不过，进入 18 年以来原材料均价涨势趋缓，年初至今冷轧钢板（1mm）均价、LME3 个月铜期货均价、LME3 个月铝期货均价及塑料指数较年初分别下跌 7.90%、6.06%、2.39%及 2.01%。

图 15：白电产品结构升级持续推进



资料来源：中怡康零售监测, 长江证券研究所

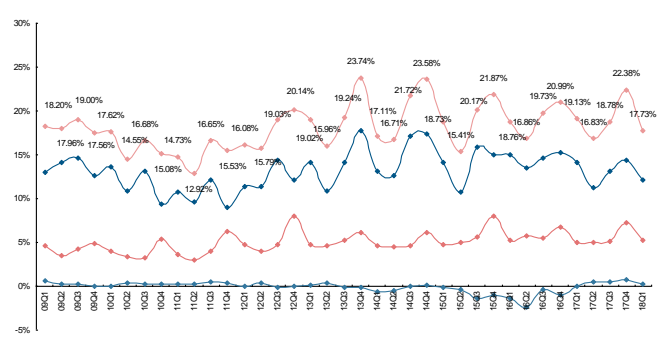
图 17：年初至今国内塑料价格指数同比下跌 2.01%



资料来源：Wind, 长江证券研究所

除了成本压力之外，上市公司层面毛利率变动均存在部分自身原因，具体来看：格力电器 17 年四季度及 18 年一季度毛利率波动较大，同比分别提升 9.07 及下滑 3.51 个百分点，考虑到其销售费用与毛利率变动方向较为一致，预计上述变化与公司销售返利计提相关；而美的集团 17 年四季度及 18 年一季度毛利率同比分别下滑 1.57 及上升 0.57 个

图 14：18 年一季度白电行业期间费用率为 17.73%，同比下滑 1.41pct



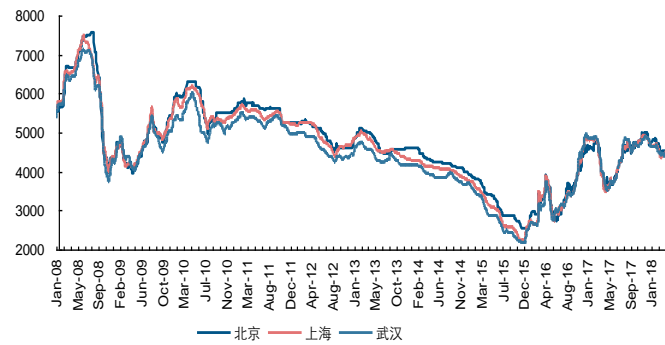
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 16：18 年年初至今铜及铝价格同比下跌 6.06%及 2.39%（美元/吨）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 18：年初至今国内冷轧板卷均价同比下跌 7.90%（元/吨）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

百分点，预计上述波动或主要与库卡摊销集中在 17 年，而 18 年影响边际减弱有关，此外产品结构升级及内销占比提升对一季度毛利率也有一定拉动；持续推进中高端策略的青岛海尔，17 年四季度及 18 年一季度毛利率同比均下滑 1.49 个百分点，预计主因在于公司调整运输等费用确认方式；此外，得益于持续的产品结构升级小天鹅 17 年四季度及 18 年一季度毛利率同比分别提升 0.95 及 1.57 个百分点。

表 13：白电行业上市公司毛利率变动一览

	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
格力电器	30.86%	-3.51%	-6.40%	37.26%	9.07%	6.82%
美的集团	25.62%	0.57%	1.70%	23.92%	-1.57%	-1.66%
青岛海尔	28.62%	-1.49%	-5.65%	34.26%	-1.49%	4.91%
小天鹅A	27.26%	1.57%	3.00%	24.26%	0.95%	-1.32%
合肥三洋	24.00%	-4.19%	-1.06%	25.06%	0.95%	8.53%
美菱电器	20.02%	0.06%	1.67%	18.36%	-2.62%	1.00%
奥马电器	29.99%	1.68%	0.37%	29.62%	-1.87%	1.83%
春兰股份	31.86%	-4.93%	-7.19%	39.05%	-	29.75%
海信科龙	17.89%	-1.21%	-1.78%	19.67%	-2.45%	-1.54%
白电行业	27.10%	-0.79%	-2.67%	29.77%	1.06%	2.58%

资料来源：Wind，长江证券研究所

期间费用率层面，17 年白电行业整体期间费用率为 19.21%，同比微升 0.04 百分点，其中四季度期间费用率为 22.38%，同比提升 1.41 个百分点，18 年一季度行业期间费用率为 17.73%，同比下滑 1.41 个百分点；公司层面，除格力电器预计返利计提使得销售费用波动较大并影响白电板块期间费用率表现之外，主要厂商 17 年四季度及 18 年一季度期间费用率均有不同程度改善，考虑到多数情况下汇兑给财务费用科目带来负面影响，主要厂商期间费用率改善或源于规模效应所致的销售费用率及管理费用率下行。

表 14：白电行业上市公司期间费用率同比及环比变动一览

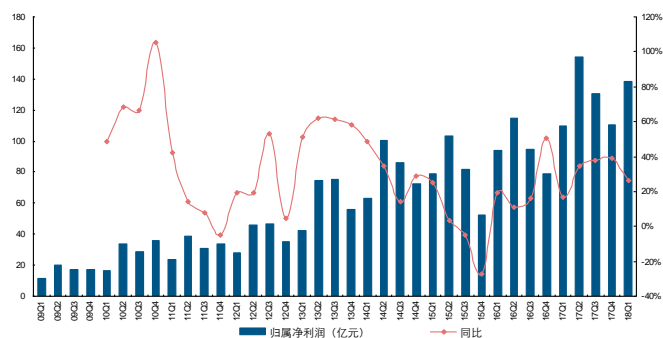
	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
格力电器	15.51%	-3.89%	-2.98%	18.50%	9.02%	6.47%
美的集团	16.23%	-0.19%	-4.41%	20.64%	-0.18%	2.00%
青岛海尔	22.20%	-1.78%	-7.35%	29.55%	-0.76%	3.62%
小天鹅A	17.62%	-0.54%	2.10%	15.53%	-0.18%	-0.21%
合肥三洋	22.47%	1.74%	-12.10%	34.57%	14.92%	6.98%
美菱电器	18.26%	0.93%	-4.20%	22.46%	3.64%	6.25%
奥马电器	25.32%	4.87%	4.26%	21.06%	-7.88%	-0.03%
春兰股份	9.45%	-37.69%	4.25%	5.19%	-106.39%	-20.92%
海信科龙	15.55%	-0.59%	-3.99%	19.54%	-1.22%	0.65%
白电行业	17.73%	-1.41%	-4.66%	22.38%	1.41%	3.61%

资料来源：Wind，长江证券研究所

业绩表现依旧抢眼，盈利能力略有提升

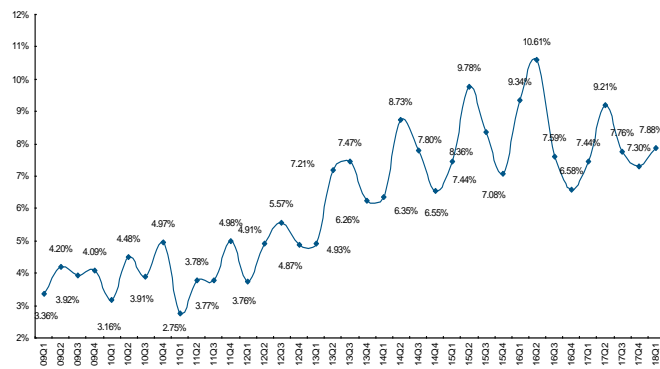
17 年全年白电行业实现归属净利润 504.50 亿元，同比增幅达到 31.82%，其中四季度实现 110.18 亿元，同比增长 39.23%，18 年一季度实现归属净利润 138.45 亿元，同比增长 26.12%；受 17 年主营快速增长带动，白电行业整体业绩也实现较快增长。

图 19：18 年一季度白电归属净利润同比增长 26.12%至 138.45 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：18 年一季度白电行业归属净利润率为 7.88%，同比提升 0.45pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面，17 年格力业绩增速表现抢眼，归属净利润同比增长 44.87%至 224.02 亿元；美的系业绩延续稳健增长，美的集团及小天鹅全年归属净利润同比分别增长 17.70%及 28.80%，其中美的集团当期业绩受库卡摊销及东芝经营拖累，原有家电主业增长更为可观；海尔在主业经营持续回暖且 GEA 整合总体略超预期共同影响下，全年业绩同比 37.37%；海信科龙则在出售部分资产且传统业务改善叠加中央空调快速增长下，17 年业绩同比大幅提升 83.64%；18 年一季度白电蓝筹业绩延续较好增长趋势，格力及小天鹅归母净利润增速分别达到 39.04%及 28.66%，而美的及海尔业绩增长也较为稳健。

表 15：白电行业上市公司业绩变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
格力电器	224.02	154.64	44.87%	69.41	42.35	63.91%	55.82	40.15	39.04%
美的集团	172.84	146.84	17.70%	22.86	18.76	21.81%	52.56	43.53	20.76%
青岛海尔	69.26	50.42	37.37%	12.43	12.19	2.03%	19.80	17.39	13.87%
小天鹅 A	15.06	11.75	28.20%	3.63	2.62	38.74%	5.11	3.97	28.66%
合肥三洋	-0.97	2.83	-134.24%	-0.40	0.34	-219.01%	0.58	1.16	-50.37%
美菱电器	0.32	2.20	-85.25%	-0.88	0.55	-259.75%	0.56	0.61	-8.22%
奥马电器	3.81	3.05	25.15%	0.81	0.33	145.09%	0.88	0.48	82.06%
春兰股份	0.18	0.12	45.89%	-0.36	-0.24	47.27%	0.26	-0.08	-442.32%
海信科龙	19.98	10.88	83.64%	2.68	2.24	19.40%	2.88	2.56	12.38%
白电	504.50	382.73	31.82%	110.18	79.13	39.23%	138.45	109.77	26.12%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年白电行业归属净利率为 7.96%，同比下滑 0.47 个百分点，其中四季度为 7.30%，同比提升 0.72 个百分点，18 年一季度行业整体归属净利率为 7.88%，同比提升 0.45 个百分点；原材料成本及汇兑双重压力之下，白电毛利率短期承压处于预期之中，不过单季度来看，随着产品结构升级所带来的价格调整持续推进，板块盈利能力已呈现出逐季改善趋势；18 年一季度格力电器、美的集团、青岛海尔及小天鹅归属净利率同比分别提升 0.58、0.25、0.03 及 0.52 个百分点，后续盈利能力有望持续改善。

表 16：白电行业归属净利润率同比及环比变动一览

	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
格力电器	14.11%	0.58%	-4.44%	18.55%	2.19%	4.14%
美的集团	7.54%	0.25%	3.29%	4.25%	-0.15%	-2.45%
青岛海尔	4.64%	0.03%	1.54%	3.10%	-0.39%	0.09%
小天鹅 A	7.50%	0.52%	0.78%	6.72%	0.60%	-0.89%
合肥三洋	3.40%	-2.25%	6.16%	-2.76%	-4.01%	-4.68%
美菱电器	1.33%	-0.35%	3.75%	-2.43%	-4.60%	-3.03%
奥马电器	5.22%	1.31%	0.59%	4.63%	1.47%	-1.23%
春兰股份	9.87%	25.64%	19.38%	-9.51%	60.21%	2.67%
海信科龙	3.21%	-0.12%	-0.57%	3.78%	0.22%	-8.26%
白电	7.88%	0.44%	0.58%	7.30%	0.72%	-0.46%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年白电行业整体实现经营性现金流净额 587.01 亿元，同比小幅下滑 0.80%，其中格力电器及美的集团经营性现金流分别提升 10.08% 及下滑 8.44%，海尔在收入规模扩张及供应链管理强化背景下经营性现金流同比大幅增长 97.72%；18 年一季度美的因存放银行款项大幅提升及“T+3”背景下降低渠道占款，经营性现金流有所下滑，格力及海尔经营性现金流分别同比增长 63.58% 及下滑 65.73%，行业整体经营性现金流同比下滑 9.32%。

表 17：白电行业经营性现金流同比变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
格力电器	163.59	148.60	10.08%	106.20	6.98	1422.12%	143.60	87.78	63.58%
美的集团	244.43	266.95	-8.44%	43.75	76.58	-42.87%	44.29	70.09	-36.80%
青岛海尔	160.87	81.36	97.72%	19.27	43.87	-56.09%	19.91	58.09	-65.73%
小天鹅 A	20.16	38.96	-48.26%	13.27	19.69	-32.62%	2.85	-1.69	-
惠而浦	3.74	10.61	-64.76%	0.69	5.82	-88.22%	-6.00	-0.01	-
美菱电器	-5.52	9.85	-	-4.21	-5.78	-	-7.71	5.51	-
奥马电器	-8.33	6.53	-	1.21	0.92	30.52%	3.20	-5.00	-
春兰股份	3.53	-0.37	-	0.76	-0.34	-	0.09	1.43	-93.57%
海信科龙	4.55	29.26	-84.45%	-4.61	5.25	-187.74%	-6.76	-2.84	-
白电	587.01	591.75	-0.80%	176.32	153.00	15.24%	193.47	213.36	-9.32%

资料来源：Wind，长江证券研究所

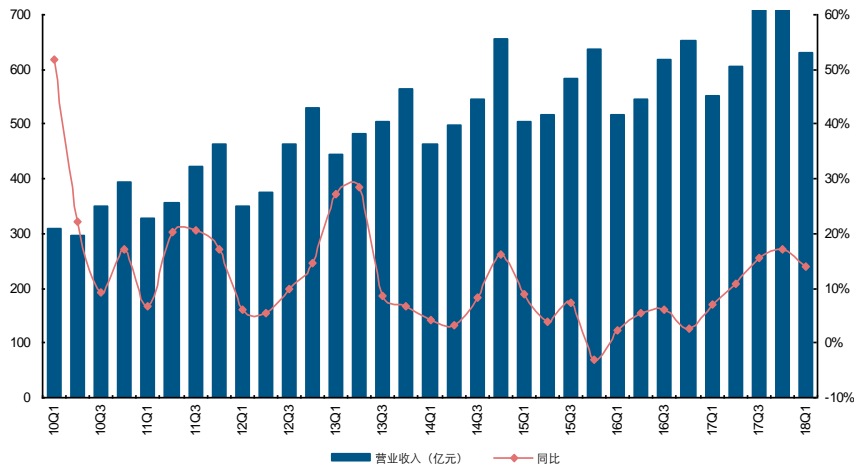
黑电行业：主营环比改善，剪刀差逻辑仍待验证

主营增速环比改善，行业出货有所回暖

17 年黑电行业实现主营业务收入 2,636.75 亿元，同比增长 13.04%，其中四季度实现 764.55 亿元，同比增长 17.21%，18 年一季度实现营收 629.25 亿元，同比增长 14.03%；考虑到彩电产品保有量水平较高，行业发展仍旧以产品结构升级驱动的更新需求为主，在 16 年体育赛事带动效应消退及前期互联网品牌网络低价营销透支部分需求背景下，17 年彩电产品出货端表现较为平淡；但受此前面板价格上涨推动，彩电终端均价上行

明显；18 年来看，在世界杯等大型体育赛事驱动下黑电行业出货端迎来边际改善，进而带动收入端有所表现。

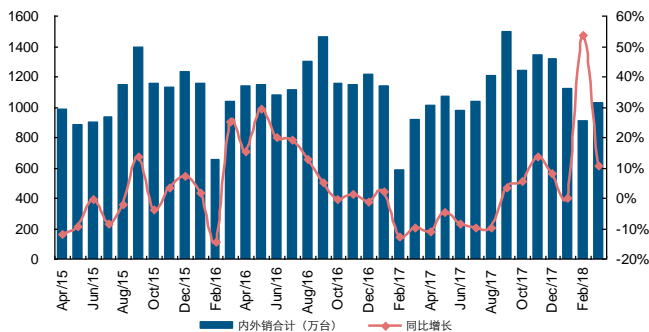
图 21：18 年一季度黑电行业主营同比增长 14.03%至 629.25 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

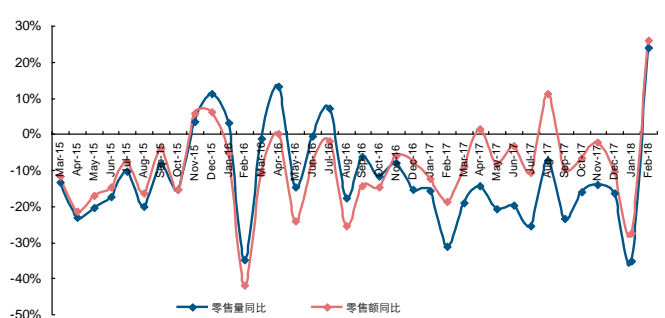
根据产业在线数据，17 年我国液晶电视行业实现总销量 1.34 亿台，同比下降 2.12%，其中四季度销量为 3,908.46 万台，同比增长 10.88%；18 年一季度实现销量为 3,141.90 万台，同比增长 19.27%；终端零售市场层面，中怡康数据显示，18 年 1-2 月液晶电视累计零售量同比下滑 18.07%，累计零售额同比下滑 12.13%，均价依旧延续上行趋势。

图 22：18 年一季度液晶电视总出货量 3,141.90 万台，同比增长 19.27%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 23：18 年前两月液晶电视零售量及零售额分别下滑 18.07%及 12.13%



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

上市公司层面，17 年海信电器、四川长虹及 TCL 集团主营分别增长 3.69%、15.57%及 4.79%，整体表现相对稳健；而兆驰股份在代工业务、LED 产品及配件业务以及互联网运营业务较好表现助力下收入全年增长 36.80%；受益行业景气边际改善，18 年一季度海信电器、兆驰股份及深康佳收入增速环比有所提升，而 TCL 集团受面板价格下行影响，华星光电 18 年一季度收入同比下滑，从而使得集团整体收入增长放缓至 1.02%。

表 18：黑电行业上市公司主营同比变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
海信电器	330.09	318.32	3.69%	92.63	97.57	-5.07%	78.11	67.03	16.54%
TCL 集团	1115.77	1064.74	4.79%	293.63	287.81	2.02%	256.30	253.70	1.02%
兆驰股份	102.29	74.77	36.80%	35.81	23.30	53.66%	28.64	17.95	59.60%
深康佳 A	312.28	202.99	53.84%	110.64	56.82	94.72%	77.73	46.86	65.87%
四川长虹	776.32	671.75	15.57%	231.85	186.77	24.14%	188.46	166.29	13.33%
黑电行业	2636.75	2332.58	13.04%	764.55	652.26	17.21%	629.25	551.83	14.03%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年年末黑电行业预收账款为 42.03 亿元，同比下降 8.47%，18 年一季度末预收账款为 46.33 亿元，同比下降 4.57%；具体到上市公司层面，海信电器、兆驰股份及四川长虹的预收账款均有所增长，但 TCL 集团和深康佳预收账款有所下降，带动黑电行业整体预收账款规模同比下降；18 年一季度 TCL 集团和深康佳预收账款下降趋势延续，降幅分别为 17.02%及 55.38%，带动行业整体预收账款同比下降 4.57%。

表 19：黑电行业上市公司预收账款同比变动一览（单位：亿元）

	17Q4	16Q4	同比变动	18Q1	17Q1	同比变动
海信电器	3.47	3.44	0.86%	3.13	2.86	9.62%
TCL 集团	13.08	16.33	-19.90%	12.86	15.50	-17.02%
兆驰股份	0.88	0.57	54.02%	0.55	0.57	-3.80%
深康佳 A	6.41	12.01	-46.69%	7.11	15.93	-55.38%
四川长虹	18.20	13.57	34.11%	22.68	13.69	65.64%
黑电行业	42.03	45.92	-8.47%	46.33	48.55	-4.57%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年年末黑电行业整体存货为 375.70 亿元，同比增长 10.48%；18 年一季度存货为 371.70 亿元，同比下降 3.73%；具体到上市公司来看，18 年一季度除了兆驰股份及四川长虹存货有所增长之外，其余公司存货均有不同程度的下降，我们认为这与去年较差景气度造成存货大幅累积背景下黑电厂商在一季度加速清理累积库存相关。

表 20：黑电行业各上市公司存货同比变动一览（单位：亿元）

	17Q4	16Q4	同比变动	18Q1	17Q1	同比变动
海信电器	32.31	37.39	-13.58%	28.97	35.30	-17.93%
TCL 集团	129.46	128.25	0.95%	120.02	140.15	-14.36%
兆驰股份	18.43	11.11	65.86%	20.63	13.74	50.14%
深康佳 A	46.90	42.87	9.40%	45.79	54.94	-16.65%
四川长虹	148.59	120.45	23.37%	156.29	141.98	10.08%
黑电行业	375.70	340.07	10.48%	371.70	386.11	-3.73%

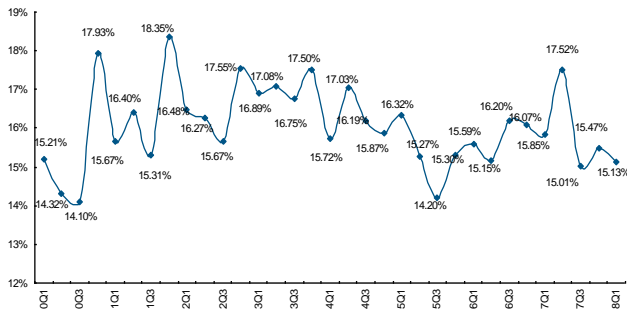
资料来源：Wind，长江证券研究所

面板价格持续下行，毛利率未有明显改善

17 年黑电行业整体毛利率为 15.89%，同比提升 0.11 个百分点，其中四季度毛利率为 15.47%，同比下滑 0.60 个百分点；18 年一季度黑电行业整体毛利率为 15.13%，同比下滑 0.72 个百分点；黑电行业毛利率 17 年有所上行而 18 年一季度再次下降的主要原

因在于 17 年 TCL 集团华星光电业务盈利随着面板价格大幅上升而显著提高，若剔除 TCL 集团，黑电行业 17 年以及 18 年一季度毛利率分别下滑 2.35 及 1.69 个百分点。

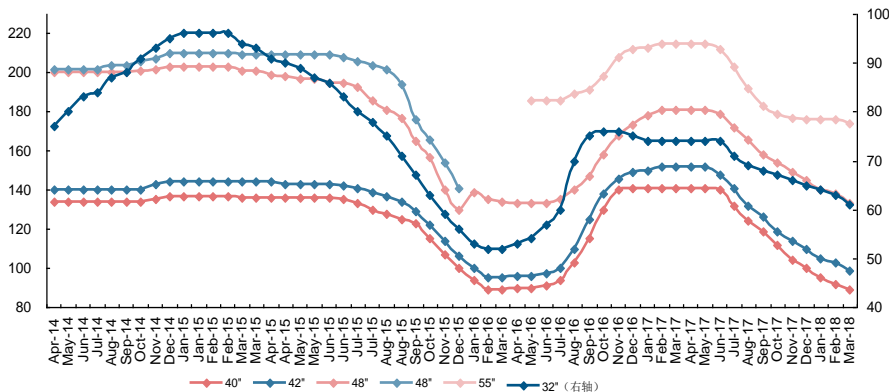
图 24：一季度黑电行业毛利率为 15.13%，同比下滑 0.72pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年下半年以来，新产线投产叠加下游需求表现相对平淡之下，面板价格已出现小幅回调；而 18 年随着新产能进一步投放，面板价格短期或仍将延续下行趋势，而中怡康数据显示 18 年前两月彩电终端产品均价依旧延续提升趋势，逻辑上盈利剪刀差局面有望出现，不过考虑到主流尺寸面板即 32 吋及 55 吋面板在相对较好终端需求支撑下，价格降幅相对较小，且终端厂商基于面板库存周转需要，促销政策相对较为灵活，盈利改善逻辑能否兑现仍旧需要持续关注行业终端产品及面板均价走势，存在一定不确定性。

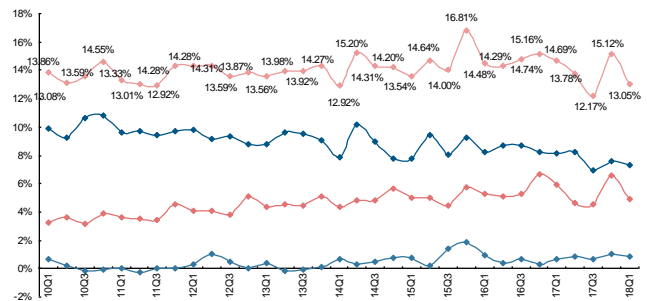
图 26：17 年下半年开始面板价格持续维持下降趋势



资料来源：IHS，长江证券研究所

具体到上市公司层面，受多媒体业务毛利率提升拉动，TCL 集团 17 年四季度及 18 年一季度毛利率分别提升 1.53 及 1.25 个百分点；而在面板价格持续下行之下，18 年一季度海信电器毛利率同比也提升 0.76 个百分点，短期受益面板价格下行带来的成本改善。

图 25：一季度黑电行业期间费用率为 13.05%，下滑 1.64 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 21：黑电行业上市公司毛利率变动一览

	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
海信电器	15.16%	0.76%	-0.01%	15.17%	-1.59%	3.06%
TCL 集团	19.46%	1.25%	-0.69%	20.15%	1.53%	-0.21%
兆驰股份	10.12%	-3.91%	0.85%	9.27%	-7.11%	0.36%
深康佳 A	8.08%	-6.07%	-3.74%	11.82%	-0.76%	2.29%
四川长虹	12.88%	-0.61%	0.53%	12.35%	-0.45%	0.65%
黑电行业	15.13%	-0.72%	-0.34%	15.47%	-0.60%	0.45%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年黑电行业整体期间费用率为 13.92%，同比下降 0.77 个百分点，其中四季度期间费用率为 15.12%，同比下降 0.04 个百分点，18 年一季度期间费用率为 13.05%，同比下降 1.64 个百分点；企业层面看，17 年四季度除海信电器及 TCL 集团之外主要黑电公司期间费用率都有所回落，18 年一季度海信电器费用率延续上行走势，而其他黑电企业期间费用率相较去年同期均有所改善。

表 22：黑电行业上市公司期间费用率变动一览

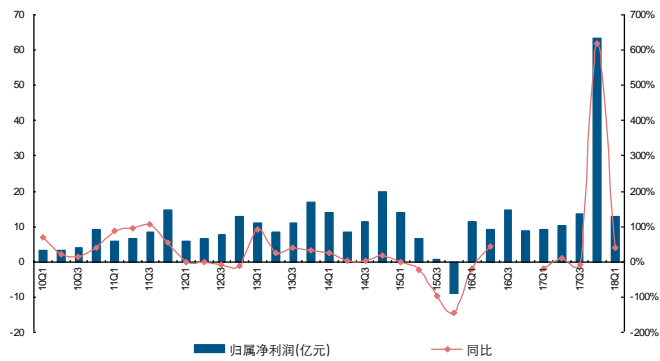
	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
海信电器	11.16%	0.35%	-0.68%	11.84%	3.20%	2.23%
TCL 集团	17.22%	-1.23%	-5.05%	22.27%	2.36%	6.45%
兆驰股份	4.68%	-4.66%	-1.63%	6.31%	-7.63%	0.02%
深康佳 A	9.50%	-5.37%	-0.91%	10.41%	-3.57%	1.74%
四川长虹	10.89%	-0.14%	-0.07%	10.97%	-0.79%	0.61%
黑电行业	13.05%	-1.64%	-2.07%	15.12%	-0.04%	2.94%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力依旧低位，剪刀差逻辑仍待验证

17 年黑电行业整体实现归属上市公司股东净利润 96.23 亿元，同比增长 119.40%，其中四季度同比增长 618.93%至 63.30 亿元；18 年一季度实现归属净利润 12.98 亿元，同比增长 41.33%；17 年及 17 年四季度黑电行业归属净利润大幅上涨主因在于深康佳四季度确认 65.92 亿元投资收益及 TCL 集团面板业务盈利大幅好转，若剔除深康佳 A 及 TCL 集团，黑电行业 17 年及 17 年四季度归属净利润分别同比下滑 29.27%及 4.86%，面板价格下行背景之下，黑电行业 18 年一季度归属净利润实现 15.09%增长。

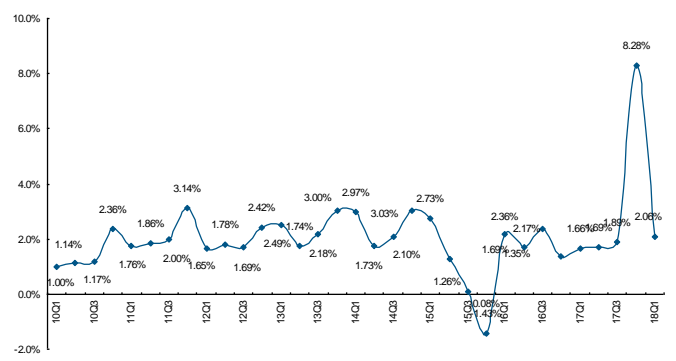
图 27：18 年一季度黑电行业归属净利润同比增长 41.33%至 12.98 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

从公司层面看，海信电器及四川长虹业绩受原材料面板价格大幅上涨影响出现明显下滑，TCL 集团业绩表现受华星光电的面板业务带动较为明显，而深康佳则存在较大金额的投资收益，若剔除前述两家公司影响，行业整体盈利同比下降 29.27%；18 年一季度，TCL 集团归属净利润同比大涨 63.20%，其余黑电企业业绩表现均有不同程度改善。

图 28：18 年一季度黑电行业归属净利润率为 2.06%，同比提升 0.40pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 23：黑电行业上市公司业绩变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
海信电器	9.42	17.59	-46.45%	3.42	6.19	-44.71%	2.83	2.69	5.47%
TCL 集团	26.64	16.02	66.30%	7.58	0.64	1084.47%	7.31	4.48	63.20%
兆驰股份	6.03	3.74	61.04%	1.12	0.24	359.99%	1.67	1.43	16.97%
深康佳 A	50.57	0.96	5185.74%	49.28	1.40	3420.03%	0.56	0.26	112.45%
四川长虹	3.56	5.55	-35.76%	1.89	0.33	473.31%	0.61	0.33	85.34%
黑电行业	96.23	43.86	119.40%	63.30	8.80	618.93%	12.98	9.18	41.33%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年黑电行业整体归属净利率为 3.65%，同比提升 1.77 个百分点，其中四季度归属归属净利率同比提升 6.93 个百分点至 8.28%，主要仍是受 TCL 集团面板业务以及深康佳确认大量投资收益影响，剔除这两家公司后行业 17 年及 17 年四季度归属净利润分别同比下滑 0.43 及 0.20 个百分点；18 年一季度行业整体归属净利率为 2.06%，同比增长 0.40 个百分点；公司层面看，海信电器盈利能力仍有所下滑，TCL 集团受益面板盈利高位、多媒体业务盈利改善及通讯业务减亏等，归属净利润率同比提升 1.09 个百分点。

表 24：黑电行业归属净利润率同比及环比变动一览

	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
海信电器	3.63%	-0.38%	-0.07%	3.70%	-2.65%	1.70%
TCL 集团	2.85%	1.09%	0.27%	2.58%	2.36%	-0.32%
兆驰股份	5.83%	-2.13%	2.70%	3.13%	2.08%	-2.49%
深康佳 A	0.72%	0.16%	-43.82%	44.54%	42.08%	43.42%
四川长虹	0.32%	0.13%	-0.49%	0.82%	0.64%	0.75%
黑电行业	2.06%	0.40%	-6.22%	8.28%	6.93%	6.39%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年黑电行业实现经营性现金流净额 75.75 亿元，同比下降 48.94%，其中除了 TCL 集团经营性现金流有所改善外，其余公司均出现不同程度的下降；17 年四季度黑电行

业经营性现金流量净额同比下滑 15.61%，仅海信电器经营性现金流同比改善；18 年一季度除海信电器外各黑电行业公司经营性现金流净额同比均出现不同幅度的改善；总的来说，随着 18 年黑电终端需求有所改善，行业短期经营压力已经开始有所缓解。

表 25：黑电行业经营性现金流同比变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
海信电器	23.68	24.70	-4.14%	12.92	-13.96	-	-2.69	-1.18	-
TCL 集团	92.10	80.28	14.72%	21.24	26.84	-20.86%	30.34	23.41	29.61%
兆驰股份	-11.45	6.37	-	-7.87	3.85	-	-1.85	-6.39	-
深康佳 A	-43.14	-9.72	-	-7.52	-5.62	-	-10.19	-16.29	-
四川长虹	14.56	46.70	-68.82%	10.66	23.77	-55.14%	-15.77	-17.71	-
黑电行业	75.75	148.34	-48.94%	29.44	34.89	-15.61%	-0.16	-18.16	99.09%

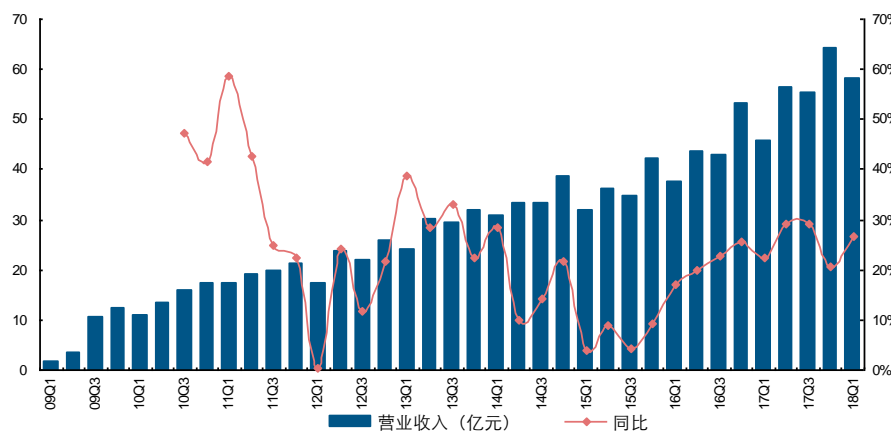
资料来源：Wind，长江证券研究所

厨电行业：主营增速稳健，盈利能力无需担忧

主营延续稳健表现，行业仍处成长期

17 年厨电行业实现主营 221.99 亿元，同比增长 25.26%，其中四季度实现 64.15 亿元，同比增长 20.76%，18 年一季度行业实现主营收入 58.22 亿元，同比增长 26.60%；总体而言，当前厨电行业主营增速依旧稳健，且考虑到行业依旧处在成长期，未来发展空间较大，主营稳健增长趋势有望延续。

图 29：一季度厨电行业主营同比增长 26.60%至 58.22 亿元

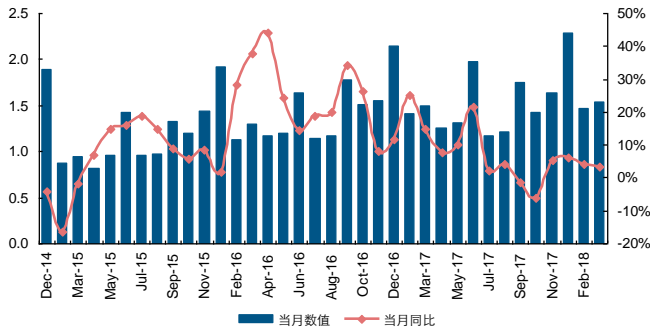


资料来源：Wind，长江证券研究所

据中怡康线下监测数据，17 年油烟机、燃气灶及消毒柜终端零售量分别同比下滑 5.06%、6.73%及 9.74%；考虑到中怡康数据统计样本主要集中在一二线城市 KA 渠道，对专卖店、线上销售以及三四级市场涉及较少，在主要厨电公司 KA 渠道收入占比下滑背景下，预计其统计数据对厨电实际终端表现或有所低估；17 年在房地产一二线城市限购影响下房地产增速有所下滑，其中三四线城市增速表现虽有下滑但整体增速依旧较好从而带动整体市场销售实现正增长，考虑到一二线城市地产销售中二手房销售比例较高，大部分地产销售增速下滑已在当期厨电行业终端需求中有所表现，而三四线城市销售占比占全国地产市场比例已达 70%，后续三四线城市地产销售较好增长有望在 18 年厨电行业终端需求中有所体现，整体上厨电行业表现无需过于担忧；长期来看厨电依旧是目前成长

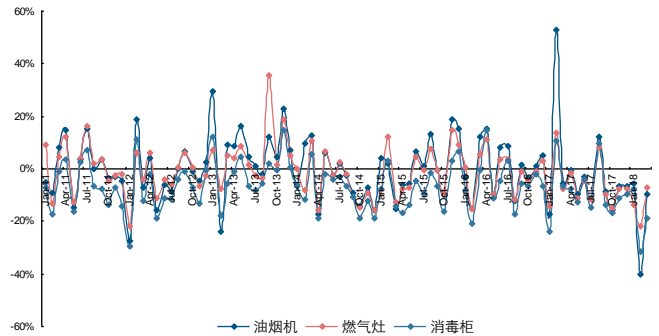
性最好的家电子行业，“大行业小公司”格局下品牌及渠道优势明显的厨电龙头市场份额将稳步提升，增速表现有望持续优于行业整体。

图 30：17 年房地产销售面积增速下滑 14.79pct 至 7.66%（亿平方米）



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 31：17 年烟灶消终端零售量同比分别为-5.06%、-6.73%及-9.74%



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

具体到上市公司层面，高端厨电龙头老板电器在电商渠道调整及一二线地产增速放缓影响下增速中枢有所下移，17 年全年主营同比增长 21.10%，其中四季度营收增速为 12.16%，18 年一季度营收增速为 16.89%，考虑到电商渠道调整主因在于公司自身，或更偏向于短期冲击，后续随着线上销售逐步恢复，渠道下沉及品类扩张稳步推进之下，公司主营延续稳健增长趋势依旧较为确定；与此同时，品牌及渠道升级稳步推进的华帝股份收入端依旧延续较好增长态势，17 年主营同比增长 30.39%，其中四季度同比增长 29.06%，18 年一季度主营同比增长 23.23%，考虑到公司品牌升级仍有空间且渠道增量正逐步显现，量价驱动下传统烟灶业务有望延续较好增长，而 17 年逐步发力的燃气热水器业务也将逐渐贡献可观增量，后续公司主营延续稳健较快增长依旧较为确定；而在集成灶产品渗透率稳步提升且自身渠道动销效率持续改善之下，浙江美大收入端延续高增长，17 年全年及 18 年一季度主营增速均超过 50%；受益燃气热水器行业相对较好的景气水平及北方煤改气催化下的壁挂炉市场爆发式增长，万和电气也实现较好增长。

表 26：厨电行业上市公司主营变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
老板电器	70.17	57.95	21.10%	20.29	18.09	12.16%	15.92	13.62	16.89%
华帝股份	57.31	43.95	30.39%	16.48	12.77	29.06%	14.24	11.56	23.23%
浙江美大	10.26	6.66	54.18%	3.71	2.40	54.74%	2.20	1.44	53.15%
万和电气	65.32	49.60	31.71%	18.68	15.02	24.35%	21.70	14.51	49.59%
长青集团	18.93	19.07	-0.74%	4.99	4.84	3.05%	4.15	4.87	-14.61%
合计	221.99	177.22	25.26%	64.15	53.12	20.76%	58.22	45.99	26.60%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年末厨电行业预收账款为 16.61 亿元，同比增长 18.98%，18 年一季度行业预收账款 16.32 亿元，同比增长 0.95%；具体到上市公司层面，老板电器及华帝股份 17 年末预收账款有所下滑，其中老板电器预收下滑或与经销商考核调整相关，18 年一季度已有所改善；而华帝当前正处于渠道增量布局阶段，预收账款下滑或源于对经销商支持力度有所加大；此外，受益行业高景气度，浙江美大及万和电气预收账款实现大幅增长。

表 27：厨电行业上市公司预收账款同比变动一览（单位：亿元）

	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
老板电器	7.35	8.40	-12.53%	9.70	9.96	-2.61%
华帝股份	1.97	2.74	-28.19%	1.20	2.19	-45.14%
浙江美大	1.31	0.55	135.87%	1.26	1.19	6.39%
万和电气	5.85	2.22	163.15%	4.04	2.76	46.41%
长青集团	0.14	0.04	250.09%	0.10	0.06	82.36%
合计	16.61	13.96	18.98%	16.32	16.16	0.95%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年年末厨电行业整体存货为 34.44 亿元，同比增长 39.08%，18 年一季度存货为 29.64 亿元，同比增长 20.91%；上市公司层面看，17 年四季度及 18 年一季度老板电器存货分别增长 21.70%及 15.33%，华帝股份存货分别增长 24.41%及下滑 6.03%；结合行业发展及公司规模增长状况，主要厨电上市公司存货均较为良性。

表 28：厨电行业各上市公司存货同比变动一览（单位：亿元）

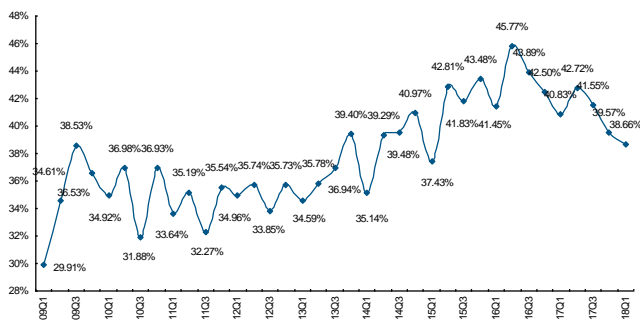
	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
老板电器	11.13	9.14	21.70%	10.93	9.47	15.33%
华帝股份	4.60	3.70	24.41%	3.17	3.37	-6.03%
浙江美大	0.74	0.48	52.43%	0.93	0.71	30.68%
万和电气	14.58	8.75	66.59%	11.75	8.50	38.22%
长青集团	3.40	2.69	26.39%	2.86	2.46	16.62%
合计	34.44	24.77	39.08%	29.64	24.51	20.91%

资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利率短期下滑，期间费用率持续改善

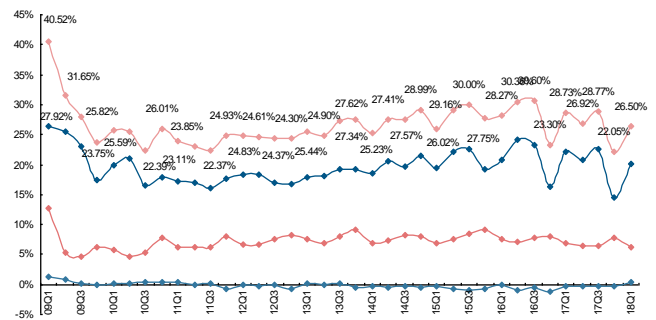
17 年厨电行业整体毛利率为 41.13%，同比下滑 2.30 个百分点，其中四季度为 39.57%，同比下滑 2.93 个百分点，18 年一季度厨电行业整体毛利率为 38.66%，同比下滑 2.17 个百分点；总的来说，厨电行业毛利率依旧处在较高水平，短期受制原材料成本压力及龙头公司老板电器结算调整，毛利率整体有所下滑，但后续考虑到原材料价格边际涨势趋弱且在厨电产品结构升级稳步推进之下，后续毛利率有望重回上行通道。

图 32：18 年一季度行业毛利率为 38.66%，同比下滑 2.17pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：18 年一季度厨电行业费用率为 26.50%，同比下滑 2.24pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面,17 年四季度及 18 年一季度老板电器毛利率同比下滑 5.86 及 6.67 个百分点,下滑较为明显,考虑到其销售费用率与毛利率下滑方向及幅度驱动,预计毛利率下滑与公司内部结算方式调整有关;在品牌升级稳步推进之下,华帝品牌产品均价涨幅大幅领先行业,进而带动公司整体毛利率显著上行,17 年四季度及 18 年一季度华帝毛利率同比分别提升 2.76 及 4.56 个百分点;此外,浙江美大及万和电气毛利率同比均有所下滑,主因一方面在于原材料成本压力,同时内部产品渠道结构变化或也有影响;总的来说,产品结构稳步提升之下,厨电龙头毛利率有望逐步改善。

表 29: 厨电行业各上市公司毛利率变动一览

	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
老板电器	52.32%	-6.67%	4.52%	47.81%	-5.86%	-6.03%
华帝股份	45.36%	4.56%	-3.28%	48.64%	2.76%	3.73%
浙江美大	54.57%	-1.42%	0.36%	54.21%	-1.71%	0.52%
万和电气	26.69%	-2.64%	2.06%	24.64%	-5.64%	-4.97%
长青集团	17.48%	-2.40%	-3.62%	21.10%	-2.07%	1.57%
厨电行业	38.66%	-2.17%	-0.90%	39.57%	-2.93%	-1.98%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

17 年厨电行业整体期间费用率为 26.35%, 同比下滑 1.50 个百分点, 其中四季度为 22.05%, 同比下滑 1.24 个百分点, 而 18 年一季度期间费用率为 26.50%, 同比下滑 2.24 个百分点; 具体到上市公司层面来看, 仍旧处在品牌及渠道投入阶段的华帝股份 18 年一季度期间费用率同比提升 1.81 个百分点, 老板电器、浙江美大及万和电气期间费用率均有不同程度下滑, 其中老板受内部结算口径调整影响, 期间费用率下滑较大, 而浙江美大及万和电气期间费用率的下滑更多地或源自于规模增长所带来的费用集约。

表 30: 厨电行业各上市公司期间费用率变动一览

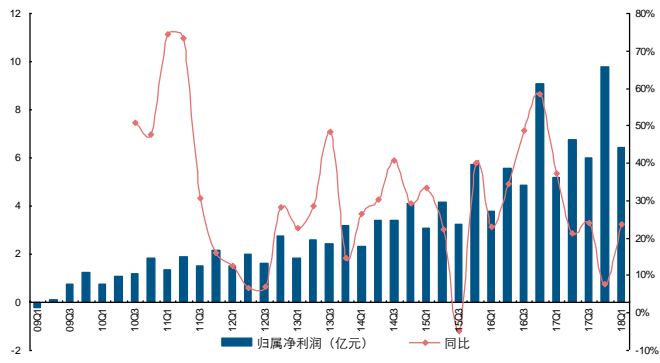
	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
老板电器	34.00%	-6.48%	15.42%	18.58%	-3.76%	-11.56%
华帝股份	33.43%	1.81%	0.07%	33.36%	-0.08%	-4.31%
浙江美大	21.98%	-2.08%	6.93%	15.04%	-1.84%	-7.57%
万和电气	19.35%	-1.73%	0.17%	19.18%	-0.28%	-6.01%
长青集团	13.68%	0.50%	-1.11%	14.78%	-0.40%	0.56%
厨电行业	26.50%	-2.17%	4.44%	22.05%	-1.24%	-6.72%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

业绩增长依旧稳健, 盈利能力小幅承压

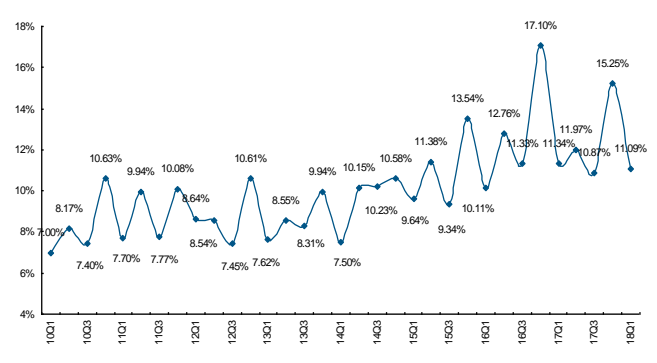
17 年厨电行业整体实现归属上市公司股东净利润 27.77 亿元, 同比增长 19.12%, 其中四季度实现 9.78 亿元, 同比增长 7.67%, 18 年一季度实现归属净利润 6.46 亿元, 同比增长 23.83%; 总的来看, 厨电业绩增长表现依旧较为稳健。

图 34：18 年一季度厨电行业归属净利润同比增长 23.83%至 6.46 亿元



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 35：18 年一季度厨电行业归属净利润率为 11.09%，同比下滑 0.25pct



资料来源：Wind, 长江证券研究所

具体到上市公司层面来看，伴随着规模持续快速扩张，高端厨电龙头老板电器业绩增速中枢逐步下移，但中长期成长前景依旧较好；趋势向上的华帝股份在高端升级带动之下，业绩增速持续高增长，17 年全年及 18 年一季度归母净利润同比增长 55.60%及 49.59%；而浙江美大在收入端高增长带动下，业绩表现也较为抢眼，17 年全年及 18 年一季度归母净利润同比增长 50.60%及 49.75%；此外，若剔除汇兑影响，万和业绩增长表现也较为可观；总体看来，受益行业较好的景气度，主要厨电上市公司业绩增长均较为抢眼。

表 31：厨电行业上市公司业绩变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
老板电器	14.61	12.07	21.08%	5.01	5.06	-0.94%	3.02	2.52	20.05%
华帝股份	5.10	3.28	55.60%	1.98	1.26	56.71%	1.15	0.77	49.59%
浙江美大	3.05	2.03	50.60%	1.24	0.80	56.10%	0.62	0.41	49.74%
万和电气	4.13	4.31	-4.12%	1.38	1.37	0.64%	1.46	1.26	16.10%
长青集团	0.88	1.63	-46.31%	0.17	0.59	-72.17%	0.20	0.25	-20.67%
厨电行业	27.77	23.31	19.12%	9.78	9.08	7.67%	6.46	5.21	23.83%

资料来源：Wind, 长江证券研究所

从盈利能力来看，17 年厨电行业归属净利率为 12.51%，同比下滑 0.65 个百分点，其中四季度为 15.25%，同比下滑 1.85 个百分点，而 18 年一季度归属净利率为 11.09%，同比下滑 0.25 个百分点；具体来看，老板电器 17 年四季度因为电商渠道失速，盈利能力同比下滑 3.26 个百分点，不过随着后续调整成效逐步显现，公司 18 年一季度盈利能力同比已出现小幅改善；而华帝在高端品牌升级驱动的均价大幅上行带动之下，盈利能力持续提升；此外，浙江美大及万和电气盈利能力同比均有所下滑，预计主因仍旧在于原材料均价上行所致的成本压力，其中汇兑对万和电气盈利表现或也有拖累。

表 32：厨电行业相关上市公司归属净利润率变动一览

	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
老板电器	18.97%	0.50%	-5.70%	24.68%	-3.26%	4.42%
华帝股份	8.10%	1.43%	-3.91%	12.01%	2.12%	6.50%
浙江美大	28.05%	-0.64%	-5.48%	33.53%	0.29%	4.63%
万和电气	6.74%	-1.94%	-0.67%	7.41%	-1.74%	3.57%
长青集团	4.85%	-0.37%	1.54%	3.31%	-8.95%	-0.91%
厨电行业	11.09%	-0.25%	-4.16%	15.25%	-1.85%	4.38%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年厨电行业实现经营性现金流净额 29.74 亿元，同比下滑 22.00%，其中老板电器及华帝股份分别下滑 18.72% 及 54.97%，17 年四季度厨电行业经营性现金流净额同比下滑 31.56%；其中华帝受经销商票据结算占比提升影响，17 年公司经营性现金流有所下滑，但 18 年一季度随着汇票逐步汇款，公司经营性现金流净额提升至 1.02 亿，老板在经销商考核快速调整之后，一季度现金流也有明显改善。

表 33：厨电行业相关上市公司经营性现金流同比变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
老板电器	12.56	15.45	-18.72%	4.62	3.62	27.55%	5.59	1.86	200.25%
华帝股份	3.69	8.18	-54.97%	2.15	3.24	-33.71%	1.02	-0.78	-
浙江美大	4.48	2.67	68.12%	1.85	1.24	48.71%	0.25	0.48	-48.36%
万和电气	8.73	8.84	-1.23%	-0.40	0.78	-	1.76	2.79	-37.06%
长青集团	0.28	2.98	-90.60%	-0.74	2.05	-	-0.75	-0.54	-
厨电行业	29.74	38.13	-22.00%	7.48	10.94	-31.56%	7.87	3.82	106.11%

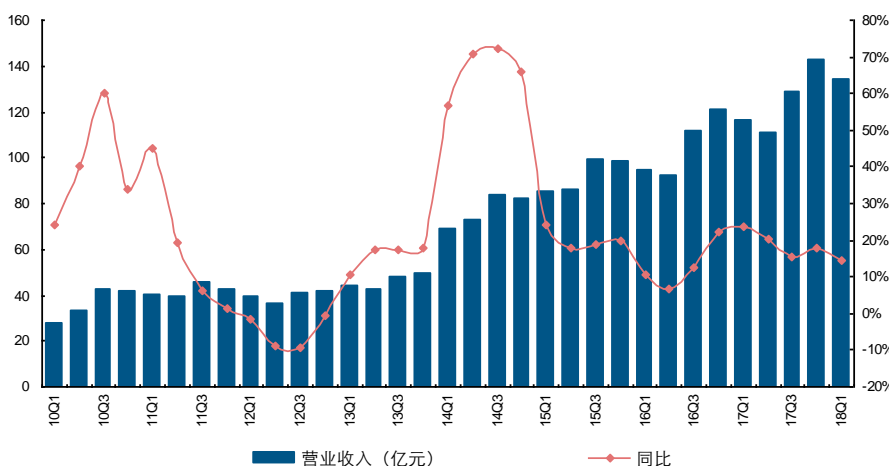
资料来源：Wind，长江证券研究所

小家电行业：收入稳健增长，出口型盈利有承压

主营延续稳健增长，长期受益消费升级

17 年小家电行业整体实现主营收入 498.38 亿元，同比增长 18.76%，其中四季度实现 142.58 亿元，同比增长 17.64%；18 年一季度实现主营收入 134.00 亿元，同比增长 14.64%，整体来看小家电行业主营增速维持稳健增长，考虑到按摩椅、吸尘器、个人护理及西式小家电产品品类仍存在较大普及空间，行业中长期受益内销市场消费升级。

图 36：18 年一季度小家电行业整体主营同比增速为 14.64% 至 134.00 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面，17 年全年除九阳股份主营受自身渠道调整增速有所回落之外，其余小家电公司主营均实现不同程度增长，其中荣泰健康、莱克电气、奥佳华、爱仕达、苏泊尔、新宝股份及飞科电器等小家电企业主营分别同比增长 49.26%、30.46%、24.41%、20.57%、18.75%、17.71% 及 14.55%；18 年一季度小家电企业收入增长有所分化，其中龙头苏泊尔依旧实现 21.24% 的稳健增长表现，两大按摩椅上市公司荣泰

健康及奥佳华增长较快, 主营分别同比增长 64.92% 及 33.37%, 个护小家电龙头飞科电器则受制内部对线下部分批发渠道进行梳理及调整, 主营增速同比有所下降。

表 34: 小家电行业上市公司主营变动一览 (单位: 亿元)

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
苏泊尔	141.87	119.47	18.75%	36.91	31.16	18.46%	48.87	40.31	21.24%
爱仕达	30.72	25.48	20.57%	9.25	7.36	25.70%	8.20	7.50	9.40%
*ST圣莱	1.17	0.95	23.24%	0.35	0.28	26.19%	0.17	0.21	-17.27%
九阳股份	72.48	73.15	-0.92%	21.82	22.81	-4.34%	15.68	14.85	5.57%
莱克电气	57.10	43.77	30.46%	16.84	13.41	25.61%	15.06	13.48	11.76%
飞科电器	38.53	33.64	14.55%	11.90	10.36	14.90%	8.85	9.41	-5.93%
新宝股份	82.22	69.85	17.71%	20.46	17.82	14.84%	18.18	17.49	3.93%
奥佳华	42.94	34.51	24.41%	14.05	10.91	28.77%	10.34	7.75	33.37%
乐金健康	12.18	6.00	102.96%	4.61	2.81	64.17%	2.62	2.23	17.15%
荣泰健康	19.18	12.85	49.26%	6.41	4.31	48.53%	6.03	3.66	64.92%
小家电行业	498.38	419.67	18.76%	142.58	121.20	17.64%	134.00	116.89	14.64%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

17 年四季度小家电行业预收账款为 18.07 亿元, 同比增长 22.79%, 18 年一季度末预收账款为 13.79 亿元, 同比增长 43.35%; 具体到上市公司层面, 占比较高的苏泊尔预收账款表现抢眼, 18 年一季度同比增长 77.85%, 带动行业整体预收实现较快增长。

表 35: 小家电行业上市公司预收账款同比变动一览 (单位: 亿元)

	17Q4	16Q4	同比变动	18Q1	17Q1	同比变动
苏泊尔	12.06	7.80	54.70%	7.90	4.44	77.85%
爱仕达	0.71	0.74	-3.55%	0.78	0.41	89.83%
新宝股份	0.88	1.10	-20.09%	0.94	1.25	-24.28%
莱克电气	0.78	0.72	8.25%	0.51	0.52	-1.98%
飞科电器	0.48	0.36	32.11%	0.23	0.48	-52.16%
*ST圣莱	0.02	0.03	-29.02%	0.02	0.03	-33.48%
九阳股份	1.82	3.09	-41.02%	1.81	1.62	11.46%
奥佳华	0.87	0.52	69.64%	0.96	0.57	69.08%
乐金健康	0.19	0.17	12.66%	0.23	0.15	55.66%
荣泰健康	0.26	0.21	25.03%	0.42	0.16	163.26%
小家电行业	18.07	14.71	22.79%	13.79	9.62	43.35%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

17 年四季度小家电行业整体存货为 67.79 亿元, 同比增长 23.38%; 而 18 年一季度末存货规模为 61.64 亿元, 同比增长 32.62%; 由于外销采用接单生产模式且原材料均价依旧维持升势, 外销占比较高的苏泊尔、莱克电气、荣泰健康及奥佳华存货增长较为明显, 其存货科目中主要包含库存商品及原材料等。

表 36：小家电行业上市公司存货同比变动一览（单位：亿元）

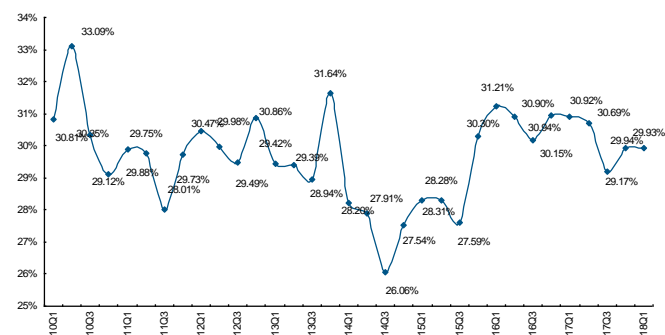
	17Q4	16Q4	同比变动	17Q1	16Q1	同比变动
苏泊尔	21.86	16.97	28.81%	17.82	11.19	59.29%
爱仕达	7.11	5.92	20.04%	7.25	5.80	25.11%
新宝股份	10.15	9.63	5.44%	8.94	8.19	9.23%
莱克电气	7.29	4.92	48.20%	6.69	5.53	20.86%
飞科电器	3.31	3.70	-10.60%	2.48	2.30	7.63%
*ST圣莱	0.32	0.34	-4.73%	0.29	0.33	-11.95%
九阳股份	5.16	4.08	26.40%	4.19	3.56	17.58%
奥佳华	7.49	5.77	29.90%	8.67	5.72	51.56%
乐金健康	3.18	2.61	21.96%	3.11	2.73	14.25%
荣泰健康	1.91	1.00	90.91%	2.20	1.14	93.36%
小家电行业	67.79	54.94	23.38%	61.64	46.48	32.62%

资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利率小幅回落，汇兑拖累期间费用

17 年小家电行业整体毛利率为 30.16%，同比下降 0.62 个百分点，其中四季度为 29.94%，同比下降 1.00 个百分点，18 年一季度毛利率为 29.93%，同比下滑 1.00 个百分点，整体看来小家电行业毛利率在 17 年及 18 年一季度整体均有所下滑，考虑到小家电缺乏议价能力的出口部分占比较高，毛利率下滑主因或在于原材料成本上行。

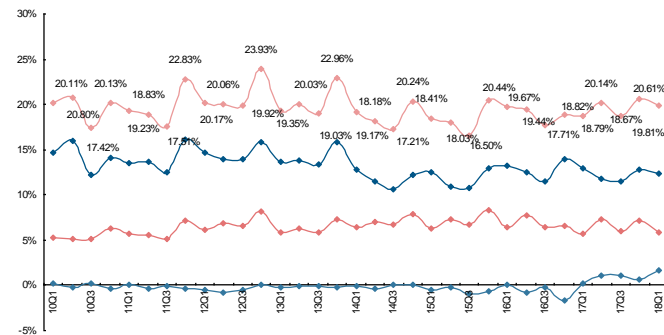
图 37：18 年一季度小家电行业毛利率为 29.93%，同比下滑 1.00pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面，九阳股份及奥佳华为小家电板块中仅有的两个在 17 年四季度及 18 年一季度毛利率均有改善的小家电企业，其中九阳股份外销占比相对较低，得益于高端产品销售占比提升，17 年四季度及 18 年一季度毛利率同比分别提升 0.64 及 0.93 个百分点，而自主品牌占比较高的奥佳华 17 年四季度及 18 年一季度毛利率分别同比提升 3.66 及 0.25 个百分点；除此之外，外销 OEM/ODM 业务占比较高的莱克电气及荣泰健康毛利率 18 年一季度下滑明显，其中莱克电气毛利率下滑 7.09 个百分点，荣泰健康毛利率下滑 4.45 个百分点；相对而言，外销占比较高的新宝毛利率下滑幅度相对较小；此外，内销占绝大多数的飞科电器毛利率波动或更多源于公司自身调整。

图 38：18 年一季度期间费用率为 19.81%，同比提升 1.02pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 37：小家电行业上市公司毛利率变动一览

	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
苏泊尔	31.07%	0.24%	1.52%	29.54%	-2.27%	0.90%
爱仕达	38.55%	-3.75%	0.06%	38.49%	-0.41%	0.29%
新宝股份	17.91%	-0.53%	0.56%	17.36%	-0.55%	-3.05%
莱克电气	23.70%	-7.09%	1.35%	22.35%	-6.17%	1.81%
飞科电器	37.87%	-1.21%	-0.27%	38.14%	1.49%	-2.85%
圣莱达	5.99%	-4.40%	-16.58%	22.58%	10.81%	5.64%
九阳股份	31.53%	0.93%	-1.97%	33.50%	0.64%	-0.32%
奥佳华	36.39%	0.25%	-0.85%	37.24%	3.66%	2.58%
乐金健康	28.33%	-1.99%	-1.57%	29.90%	-7.33%	3.93%
荣泰健康	35.18%	-4.45%	-1.92%	37.10%	-1.97%	-0.76%
小家电行业	29.93%	-0.92%	-0.34%	30.26%	-1.02%	1.10%

资料来源：Wind，长江证券研究所

期间费用率方面，17 年全年小家电行业期间费用率为 19.59%，同比提升 0.74 个百分点，其中四季度为 20.61%，同比提升 1.78 个百分点，18 年一季度小家电行业期间费用率为 19.81%，同比提升 1.02 个百分点；进一步拆分来看，17 年全年小家电行业销售、及财务费用率同比分别下降 0.52、下降 0.22 及提升 1.47 个百分点，其中四季度同比分别下降 1.11、提升 0.54 及提升 2.35 个百分点，18 年一季度则同比分别下降 0.50、提升 0.15 及提升 1.36 个百分点，总的来说，受汇兑冲击影响，财务费用率上行是小家电期间费用率提升的主因。

表 38：小家电行业上市公司期间费用率变动一览

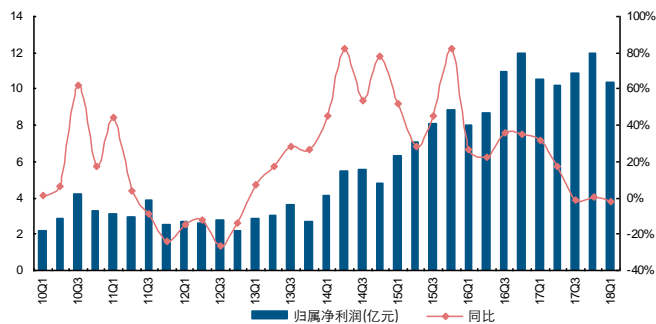
	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
苏泊尔	18.31%	-0.31%	0.52%	17.80%	-2.13%	-0.18%
爱仕达	31.04%	-0.74%	-0.88%	31.92%	0.73%	-1.94%
新宝股份	15.19%	1.87%	-0.10%	15.29%	5.20%	3.33%
莱克电气	16.26%	0.70%	-0.80%	17.06%	4.27%	0.80%
飞科电器	11.51%	1.08%	-0.59%	12.09%	1.10%	2.77%
圣莱达	53.29%	16.16%	22.91%	30.39%	-4.58%	-0.98%
九阳股份	19.57%	0.89%	-8.21%	27.78%	1.73%	5.76%
奥佳华	36.23%	2.93%	8.97%	27.26%	6.27%	0.07%
乐金健康	19.37%	-2.67%	2.69%	16.68%	1.64%	-1.50%
荣泰健康	23.31%	3.03%	-2.54%	25.85%	4.59%	0.59%
小家电行业	19.81%	1.02%	-0.80%	20.61%	1.78%	1.94%

资料来源：Wind，长江证券研究所

业绩增速低于营收，盈利能力下行明显

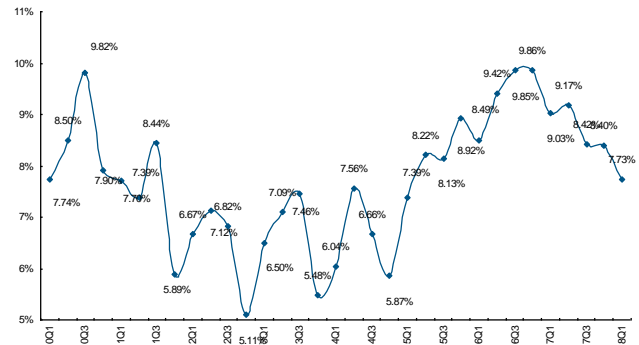
17 年小家电行业累计实现归属上市公司股东净利润 43.51 亿元，同比增长 9.68%，其中四季度实现 11.98 亿元，同比增长 0.18%，18 年一季度行业实现归属净利润 10.36 亿元，同比下滑 1.83%；总体来看，17 年及 18 年一季度由于受原材料价格上升和费用率提高影响，业绩增速低于营收增速。

图 39：18 年一季度小家电归属净利润同比下滑 1.83%至 10.36 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：18 年一季度小家电行业归属净利润率为 7.73%，同比下滑 1.30pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面，17 年小家电行业上市公司归母净利润同比增速不到 10%，内部业绩分化明显，按摩椅龙头企业奥佳华全年业绩增长领先板块，专注内销的个护龙头得以回避汇率带来的负面冲击，全年业绩同比增长 36.22%，表现极其抢眼，不过 18 年一季度受制内部渠道梳理调整业绩同比下滑 12.99%，而在 17 年率先进行渠道调整的小家电龙头九阳股份业绩变现开始逐季度回暖；炊具及厨房小家电龙头苏泊尔总体表现依旧较为稳健，17 年全年及 18 年一季度业绩增速分别为 21.37%及 21.92%；此外，受汇兑影响较大的莱克电气及新宝股份 17 年全年业绩同比下滑，且 18 年一季度下滑幅度进一步扩大；总的来说，在面对原材料及汇兑双重压力之时，有品牌溢价能力且专注内销的小家电企业抵御风险能力较强，而外销占比较高且缺乏议价能力的公司业绩承压明显。

表 39：小家电行业上市公司业绩变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
苏泊尔	13.08	10.77	21.37%	4.11	3.35	22.68%	4.52	3.71	21.92%
爱仕达	1.73	1.37	25.75%	0.60	0.38	57.68%	0.43	0.53	-19.36%
新宝股份	4.08	4.31	-5.33%	0.76	1.04	-26.52%	0.43	0.64	-32.58%
莱克电气	3.66	5.01	-27.10%	0.91	1.67	-45.30%	0.73	1.46	-50.17%
飞科电器	8.35	6.13	36.22%	2.35	1.93	21.97%	1.74	2.00	-12.99%
圣莱达	-0.57	-0.35	-	-0.41	-0.15	-	-0.08	-0.06	-
九阳股份	6.89	6.98	-1.26%	1.50	1.52	-0.83%	1.47	1.36	7.88%
奥佳华	3.45	2.51	37.51%	1.35	1.03	31.51%	0.28	0.19	50.23%
乐金健康	0.68	0.86	-20.60%	0.18	0.53	-66.18%	0.25	0.16	52.90%
荣泰健康	2.16	2.07	4.61%	0.61	0.67	-8.33%	0.58	0.55	6.10%
小家电行业	43.51	39.67	9.68%	11.98	11.95	0.20%	10.36	10.55	-1.83%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年小家电行业归属于上市公司股东净利率为 8.73%，同比下滑 0.72 个百分点，其中四季度为 8.40%，同比下滑 1.46 个百分点，18 年一季度归属净利率为 7.73%，同比下滑 1.30 个百分点；具体到企业层面，行业龙头苏泊尔盈利能力持续稳步提升，17 年四季度及 18 年一季度同比分别提升 0.38 及 0.05 个百分点，九阳股份及奥佳华盈利能力也持续改善，其中九阳 17 年四季度及 18 年一季度归属净利润率同比分别提升 0.24 及 0.20 个百分点，而奥佳华 17 年四季度及 18 年一季度归属净利润率同比分别提升 0.20 及 0.31 个百分点，莱克电气及新宝股份盈利能力下滑明显。

表 40：小家电行业相关上市公司归属净利润率变动一览

	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
苏泊尔	9.26%	0.05%	-1.88%	11.14%	0.38%	2.80%
爱仕达	5.25%	-1.87%	-1.19%	6.44%	1.31%	2.70%
新宝股份	2.37%	-1.28%	-1.37%	3.74%	-2.10%	-2.07%
莱克电气	4.82%	-5.99%	-0.60%	5.42%	-7.02%	2.02%
飞科电器	19.71%	-1.60%	-0.08%	19.79%	1.15%	-3.69%
圣莱达	-48.17%	-20.99%	68.51%	-116.68%	-61.90%	-105.08%
九阳股份	9.37%	0.20%	2.48%	6.89%	0.24%	-2.98%
奥佳华	2.75%	0.31%	-6.86%	9.61%	0.20%	-0.13%
乐金健康	9.59%	2.24%	5.73%	3.86%	-14.90%	-1.23%
荣泰健康	9.66%	-5.36%	0.11%	9.55%	-5.92%	-0.06%
小家电行业	7.73%	-1.30%	-0.67%	8.40%	-1.46%	-0.02%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年小家电行业累计实现经营性现金流量净额 32.70 亿元，同比下降 37.83%；具体公司来看，17 年全年仅飞科、奥佳华及荣泰健康经营性现金流净额同比实现正增长，分别同比增长 7.34%、154.05%及 60.05%，不过这一状况在 18 年一季度有所缓解，主要企业经营性现金流净额均有所改善，其中行业龙头苏泊尔 18 年一季度经营性现金流净额同比增长 4.65%，九阳经营性现金流净额同比由负转正。

表 41：小家电行业上市公司经营性现金流量净额同比变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
苏泊尔	10.81	13.89	-22.14%	2.59	7.80	-66.80%	4.41	4.21	4.65%
爱仕达	1.07	3.15	-65.94%	0.38	1.09	-65.12%	0.72	0.55	30.77%
新宝股份	4.62	9.56	-51.68%	0.24	2.86	-91.59%	1.07	-1.86	-
莱克电气	2.14	4.29	-50.06%	1.51	1.26	19.34%	0.63	-0.47	-
飞科电器	8.59	8.00	7.34%	2.50	3.29	-24.17%	0.37	2.01	-81.47%
*ST圣莱	0.01	0.27	-96.98%	0.04	0.51	-91.92%	-0.08	-0.19	-
九阳股份	0.49	10.07	-95.14%	-0.72	8.03	-	1.26	-1.05	-
奥佳华	3.03	1.19	154.05%	2.26	2.45	-7.54%	-1.26	0.98	-
乐金健康	-0.86	0.44	-	-0.88	0.88	-	-0.60	-0.22	-
荣泰健康	2.81	1.76	60.05%	1.57	1.02	54.68%	0.54	0.39	38.57%
小家电行业	32.70	52.61	-37.83%	9.49	29.19	-67.48%	7.06	4.37	61.51%

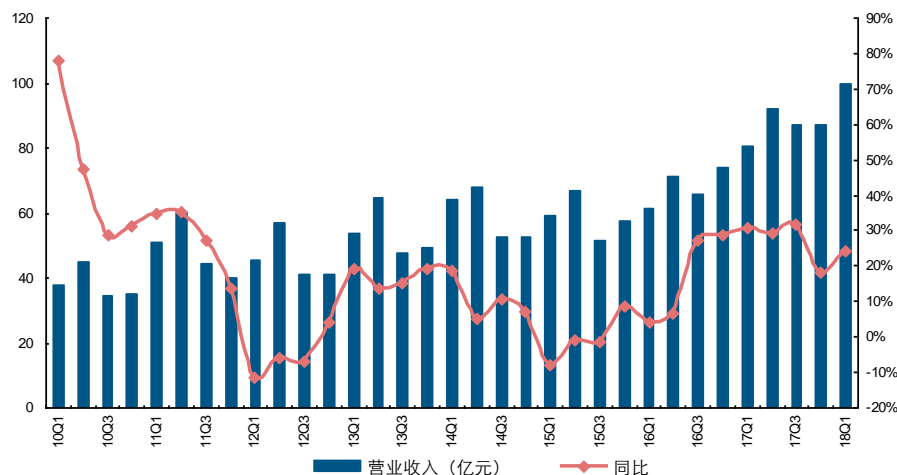
资料来源：Wind，长江证券研究所

家电上游：下游景气驱动，盈利能力相对偏弱

受益下游景气驱动，主营实现较好增长

17 年家电上游累计实现主营收入 349.35 亿元，同比增长 26.15%，其中四季度实现 87.01 亿元，同比增长 17.95%，18 年一季度实现主营 99.72 亿元，同比上涨 24.00%；受益下游尤其是空调行业出货高景气，17 年及 18 年一季度家电上游行业主营均实现较好增长，考虑到空调行业发展空间仍存，中长期来看家电上游行业有望实现稳健增长。

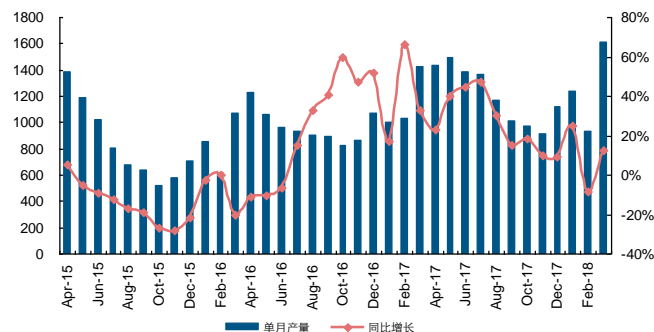
图 41：18 年一季度家电上游主营收入同比增长 24.00%至 99.72 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

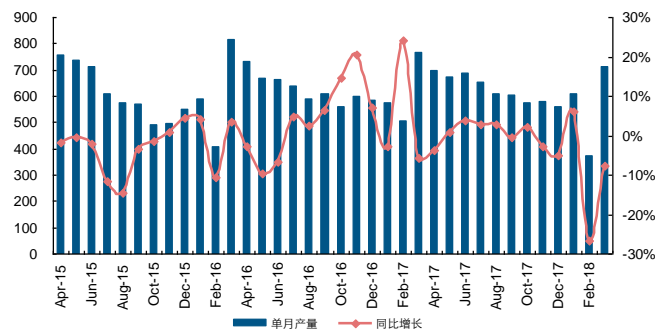
17 年冰箱行业需求较为平稳，而空调行业在内销终端需求较好及随后的渠道补库存驱动下，产量大幅增长进而带动上游企业收入有较好表现；据产业在线数据，17 年下游空调行业总产量 1.44 亿台，同比增长 28.67%；冰箱行业实现产量 7,516 万台，同比增长 0.75%；18 年以来，尽管高基数下产量增速有所下降，但内销出货表现依旧较好，考虑到空调行业中长期发展空间依旧较大，家电上游有望持续受益。

图 42：18 年一季度空调行业总产量为 3,789 万台，同比增长 10.03%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 43：18 年一季度冰箱行业总产量为 1,682 万台，同比下降 9.14%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

17 年家电上游尤其是空调产业链均有不俗增长表现，其中三花智控、海立股份及康盛股份营收分别同比增长 25.14%、41.48%及 21.10%，同时受益于变频产品替代升级，冰箱压缩机厂商华意压缩收入端也录得相对较好增长；18 年一季度来看，受益空调渠道补库存驱动，下游排产依旧较好，在此背景下海立股份及三花智控 18 年一季度收入端延续此前较好增长表现，主营同比分别增长 45.92%及 20.36%。

表 42：家电上游行业上市公司主营变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
三花智控	95.81	76.56	25.14%	23.92	18.35	30.36%	25.78	21.42	20.36%
康盛股份	33.99	28.07	21.10%	9.50	8.07	17.75%	7.58	6.84	10.86%
海立股份	104.47	73.84	41.48%	24.97	21.05	18.60%	35.77	24.51	45.92%
华意压缩	81.14	69.65	16.50%	18.75	18.11	3.52%	23.56	20.91	12.63%
亿利达	13.67	9.87	38.45%	4.04	2.85	41.71%	2.87	2.16	32.96%
天银机电	7.73	6.54	18.10%	1.99	1.98	0.60%	1.88	1.88	-0.16%
聚隆科技	4.77	4.81	-0.92%	1.78	1.37	30.03%	0.52	0.96	-46.49%
地尔汉宇	7.78	7.58	2.62%	2.06	1.98	3.82%	1.78	1.74	2.25%
家电上游	349.35	276.93	26.15%	87.01	73.77	17.95%	99.72	80.42	24.00%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年年末家电上游预收账款为 1.72 亿元，同比增长 1.98%；18 年一季度预收账款为 1.87 亿元，同比增长 14.91%；具体到企业层面，17 年年末三花智控及海立股份预收账款同比分别增长 70.68%及 116.33%；18 年一季度华意压缩及亿利达预收有所下滑，其余公司预收账款均较去年同期有所增长。

表 43：家电上游行业上市公司预收账款同比变动一览（单位：亿元）

	17Q4	16Q4	同比变动	18Q1	17Q1	同比变动
三花智控	0.23	0.13	70.68%	0.17	0.15	12.46%
康盛股份	0.28	0.05	425.92%	0.42	0.09	360.11%
海立股份	0.47	0.22	116.33%	0.46	0.25	86.10%
华意压缩	0.17	0.72	-76.79%	0.17	0.47	-64.59%
亿利达	0.21	0.28	-27.27%	0.24	0.40	-39.94%
天银机电	0.06	0.08	-22.93%	0.15	0.05	179.97%
聚隆科技	0	0	-	0	0	-
地尔汉宇	0.31	0.20	54.92%	0.26	0.22	20.83%
家电上游	1.72	1.69	1.98%	1.87	1.63	14.91%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年四季度家电上游行业存货为 62.98 亿元，同比增长 53.17%；18 年一季度整体存货规模为 62.33 亿元，同比增长 35.51%；行业整体存货规模持续提升，考虑到产业链上游一般采用订单生产模式，存货规模提升或也反映了下游排产依旧较旺。

表 44：家电上游行业相关上市公司存货同比变动一览（单位：亿元）

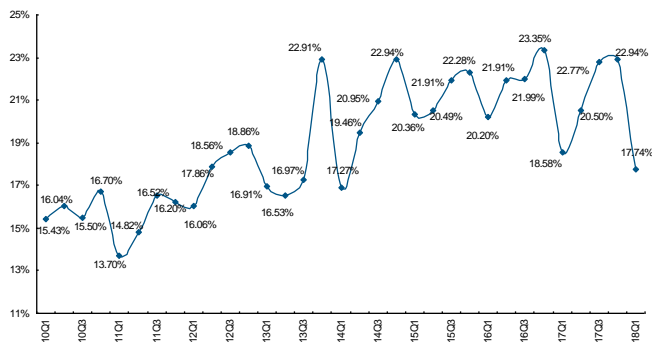
	17Q4	16Q4	同比变动	18Q1	17Q1	同比变动
三花智控	18.57	12.04	54.16%	19.09	12.21	56.37%
康盛股份	3.48	3.54	-1.62%	3.56	4.00	-10.99%
海立股份	20.81	12.92	61.01%	19.84	14.78	34.22%
华意压缩	13.79	8.65	59.38%	12.43	9.85	26.21%
亿利达	2.92	1.40	109.09%	3.56	2.30	55.14%
天银机电	1.65	1.05	57.11%	1.87	1.25	48.95%
聚隆科技	0.43	0.42	2.48%	0.58	0.44	31.28%
地尔汉宇	1.34	1.10	21.85%	1.39	1.16	20.09%
家电上游	62.98	41.12	53.17%	62.33	46.00	35.51%

资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利率同比下滑，期间费用率有所提升

17 年家电上游行业毛利率为 21.34%，同比下滑 2.95 个百分点，其中四季度毛利率为 22.94%，同比下滑 0.41 个百分点；17 年一季度毛利率为 17.74%，同比下滑 0.84 个百分点；考虑到家电上游总体议价能力较弱，原材料成本压力下毛利率下滑处于预期之中。

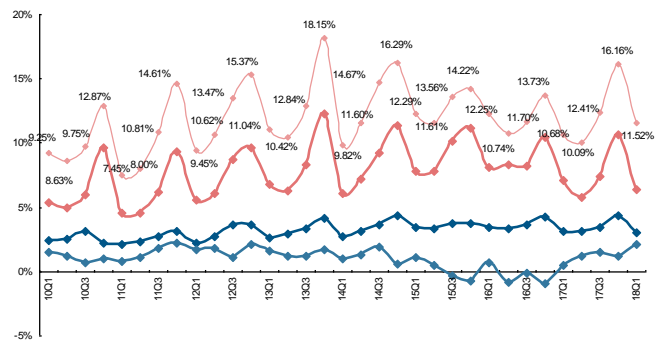
图 44：18 年一季度家电上游行业毛利率为 17.74%，同比下滑 0.84pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面，空调产业链两家零部件公司毛利率表现也相对较优，其中三花智控 17 年四季度及 18 年一季度毛利率同比分别提升 1.56 及 0.66 个百分点，而华意压缩 17 年四季度及 18 年一季度毛利率分别同比下滑 2.17 及 0.75 个百分点，其余主营家电零部件厂商毛利率波动相对较大。

图 45：18 年一季度家电上游费用率为 11.52%，同比增长 0.83pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 45：家电上游行业上市公司毛利率变动一览

	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
三花智控	27.50%	0.66%	-4.98%	32.48%	1.56%	-2.07%
康盛股份	12.34%	-2.00%	-0.67%	13.01%	-8.18%	-13.91%
海立股份	13.14%	0.22%	-7.66%	20.79%	0.11%	5.23%
华意压缩	11.38%	-0.75%	0.34%	11.04%	-2.17%	0.55%
亿利达	29.84%	-2.53%	-3.68%	33.52%	0.53%	1.54%
天银机电	36.21%	-5.09%	-10.26%	46.47%	2.52%	9.85%
聚隆科技	20.79%	-8.03%	-14.83%	35.62%	4.59%	2.06%
地尔汉宇	36.32%	-7.16%	-1.64%	37.96%	-5.33%	-2.29%
家电上游	17.74%	-0.84%	-5.20%	22.94%	-0.41%	0.17%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年家电上游期间费用率为 12.29%，同比增长 0.26 个百分点，其中四季度期间费用率为 16.16%，同比增长 2.44 个百分点；18 年一季度期间费用率为 11.52%，同比增长 0.83 个百分点；具体来看，三花智控及华意压缩期间费用率均呈现出较为明显的提升，其中三花智控 17 年四季度及 18 年一季度期间费用率同比分别提升 1.49 及 1.82 个百分点，而华意压缩同比则分别提升 5.27 及 1.88 个百分点，主因仍旧在于汇兑项目影响，使得财务费用提升较为明显。

表 46：家电上游行业相关上市公司期间费用率变动一览

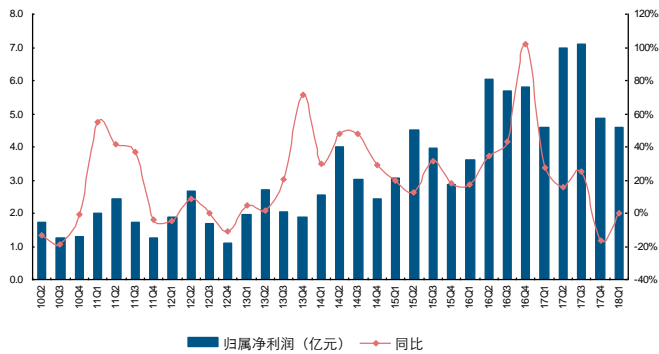
	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
三花智控	15.68%	1.82%	-3.70%	19.38%	1.49%	2.89%
康盛股份	8.87%	-1.41%	-1.02%	9.89%	-1.49%	2.26%
海立股份	9.16%	-0.96%	-7.69%	16.86%	1.63%	5.99%
华意压缩	8.73%	1.88%	-3.67%	12.40%	5.27%	1.72%
亿利达	23.05%	1.39%	1.38%	21.67%	3.98%	5.57%
天银机电	9.49%	2.02%	-7.37%	16.87%	7.37%	5.04%
聚隆科技	34.87%	18.58%	18.06%	16.81%	-9.59%	3.86%
地尔汉宇	23.45%	9.51%	1.73%	21.71%	2.73%	3.49%
家电上游	11.52%	0.83%	-4.65%	16.16%	2.44%	3.75%

资料来源：Wind，长江证券研究所

业绩波动较大，盈利能力同比有所下行

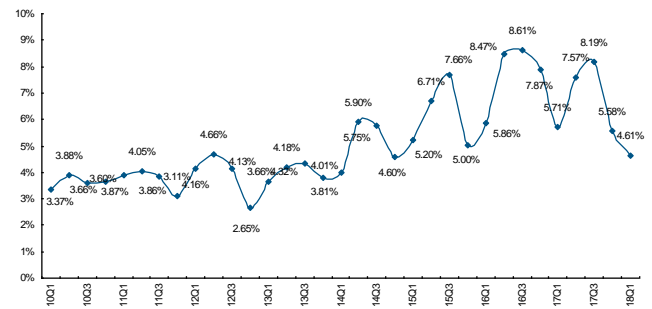
17 年家电上游行业累计实现归属上市公司股东净利润 24.02 亿元，同比增长 9.99%，其中四季度实现 4.85 亿元，同比下降 16.35%；18 年一季度实现归属净利润 4.60 亿元，同比增长 0.08%。

图 46：18 年一季度家电上游归属净利润同比增长 0.08%至 4.60 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 47：18 年一季度家电上游归属净利润率为 4.61%，同比下滑 1.10pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体到上市公司层面，17 年三花智控及海立股份业绩同比分别增长 24.72%及 59.64%，表现较为抢眼；分季度来看，17 年四季度三花智控及海立股份业绩同比分别增长 20.94%及下降 31.33%，18 年一季度海立股份业绩增速有所回暖，同比大幅增长 109.88%。

表 47：家电上游行业上市公司业绩变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
三花智控	12.36	9.91	24.72%	2.57	2.12	20.94%	2.48	2.20	12.99%
康盛股份	2.08	1.91	9.04%	0.19	0.39	-50.84%	0.13	0.17	-23.76%
海立股份	2.81	1.76	59.64%	0.83	1.22	-31.33%	1.00	0.47	109.88%
华意压缩	0.97	2.52	-61.50%	-0.23	0.71	-132.12%	0.13	0.53	-75.23%
亿利达	1.41	1.20	17.25%	0.35	0.26	33.34%	0.20	0.17	18.35%
天银机电	1.91	1.65	15.30%	0.51	0.58	-11.31%	0.42	0.51	-17.47%
聚隆科技	0.87	0.97	-9.55%	0.36	0.17	113.53%	0.00	0.13	-100.26%
地尔汉宇	1.61	1.92	-16.09%	0.27	0.35	-24.82%	0.24	0.42	-42.57%
家电上游	24.02	21.84	9.99%	4.85	5.80	-16.35%	4.60	4.59	0.08%

资料来源：Wind，长江证券研究所

从盈利能力层面来看，17 年家电上游行业归属上市公司股东净利率为 6.87%，同比下滑 1.01 个百分点，其中四季度为 5.58%，同比下滑 2.29 个百分点；18 年一季度归属净利率为 4.61%，同比下滑 1.10 个百分点；具体到企业层面，17 年四季度三花智控、康盛股份及华意压缩归属净利率同比分别下滑 0.84、2.81 及 5.15 个百分点，18 年一季度则分别同比下滑 0.63、0.79 及 1.96 个百分点。

表 48：家电上游行业上市公司归属净利润率变动一览

	18Q1	18Q1 同比	18Q1 环比	17Q4	17Q4 同比	17Q4 环比
三花智控	9.63%	-0.63%	-1.11%	10.74%	-0.84%	-5.07%
康盛股份	1.73%	-0.79%	-0.28%	2.01%	-2.81%	-10.20%
海立股份	2.78%	0.85%	-0.56%	3.34%	-2.43%	0.21%
华意压缩	0.55%	-1.96%	1.77%	-1.22%	-5.15%	-0.88%
亿利达	6.82%	-0.84%	-1.85%	8.67%	-0.54%	-2.84%
天银机电	22.34%	-4.69%	-3.30%	25.64%	-3.44%	1.46%
聚隆科技	-0.06%	-13.20%	-20.18%	20.11%	7.86%	0.26%
地尔汉宇	13.66%	-10.66%	0.68%	12.98%	-4.94%	-5.90%
家电上游	4.61%	-1.10%	-0.97%	5.58%	-2.29%	-2.61%

资料来源：Wind，长江证券研究所

17 年家电上游行业累计实现经营性现金流量净额-0.81 亿元，同比大幅下滑，主要受三花智控经营性现金流大幅下滑影响；18 年一季度行业实现经营性现金流量净额-12.29 亿元，主要厂商经营现金流量净额均较为一般；具体到企业层面看，17 年三花智控及海立股份经营性现金流量净额同比分别下降 56.96%及 11.46%，18 年一季度三花智控及康盛股份经营性现金流大幅度回落，致使行业整体经营性现金流有所下滑。

表 49：家电上游行业上市公司经营性现金流量净额同比变动一览（单位：亿元）

	2017A	2016A	同比增速	17Q4	16Q4	同比增速	18Q1	17Q1	同比增速
三花智控	6.49	15.07	-56.96%	0.77	4.22	-81.74%	-0.73	0.99	-
康盛股份	-17.30	-23.30	-	-0.55	-4.81	-	-3.23	-0.19	-
海立股份	7.70	8.70	-11.46%	8.78	2.62	234.52%	-4.95	-5.89	-
华意压缩	-1.62	1.95	-	2.76	4.68	-41.02%	-2.86	-7.17	-
亿利达	0.30	1.83	-83.53%	-0.11	0.48	-	-0.27	0.09	-
天银机电	0.77	1.20	-36.02%	-0.16	0.25	-	-0.11	-0.20	-
聚隆科技	0.91	0.89	2.04%	0.20	0.10	90.09%	-0.24	0.36	-
地尔汉宇	1.95	1.69	15.56%	0.34	0.51	-34.00%	0.10	0.26	-62.09%
家电上游	-0.81	8.04	-	12.01	8.05	49.30%	-12.29	-11.74	-

资料来源：Wind，长江证券研究所

维持行业“看好”评级

18 年以来家电板块波动有所加剧，致使部分投资者对行业基本面表现较为担忧，但基于 17 年年度及 18 年一季度财务报表综述可以发现：营收层面，受 16 年出货低基数、17 年旺季高温天气及低层级市场需求快速释放等多因素助力，17 年空调子行业实现高速增长并带动家电板块营收同比增长 30.00%，创近 7 年以来新高；步入 18 年，销量基数回升背景下空调出货增速环比有所回落，但增长依旧可观，且在主要子行业景气相对平稳背景下，18 年一季度板块收入增长表现总体依旧稳健；盈利方面，尽管 17 年主要品类均基于优良竞争格局，通过积极调整产品结构进行成本转嫁，但在原材料价格上涨及汇率大幅波动等负面因素冲击之下，板块毛利率走势仍有小幅承压，不过在营收端快速增长及基于成本及汇率的套保投资收益明显提升驱动下板块业绩依旧实现较好增长，且后续随着成本端等负面冲击边际减弱，板块盈利能力有望逐步改善；总的来说，

空调行业高景气驱动 17 年家电行业收入表现较为抢眼，但盈利能力受制成本及汇率波动短期承压，后续板块营收端大概率回归稳健增长，盈利能力则有望改善并驱动板块业绩有所表现。

而随着年报及一季报披露完毕，市场对于家电行业较为悲观的基本面预期有望得到一定缓解，且后续在稳健终端需求及原材料价格、汇率等负面冲击因素大概率边际减弱等因素带动下，家电行业 18 年基本面表现依旧确定，其中行业龙头业绩确定性或更为突出；此外，考虑到近期股价回调后家电蓝筹估值均处于相对不高水平，以格力电器为例，其当前股价对应 18 年业绩估值仅为 9.55 倍，而其全年业绩有望实现 20% 以上增长，美的集团及青岛海尔当前估值也分别为 15.88 倍及 13.23 倍；厨电方面，目前老板电器及华帝股份估值则分别为 17.99 倍及 21.27 倍，而其 18 年全年业绩也分别有望实现 20% 及 40% 以上增长，总的来说，目前家电核心标的目前 PEG 均处于相对不高的水平；我们认为当前支撑家电蓝筹股价上涨的核心逻辑并未发生变化，即其业绩增速与估值匹配度优势依旧存在，近期回调后板块再迎配置良机，我们维持行业“看好”评级，持续推荐业绩稳健增长、估值具有一定安全边际且有提升预期的格力电器、美的集团及青岛海尔，同时我们依旧坚定看好厨电及家用中央空调行业成长并推荐业绩增速确定的华帝股份、老板电器及海信科龙，此外部分业绩增速较为确定且估值相对合理的细分子行业确定性品种稳健配置价值也值得关注。

附：行业重点上市公司估值指标与评级变化

公司代码	公司简称	最新股价	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
000651.SZ	格力电器	44.08	3.72	4.62	5.33	11.84	9.55	8.27	买入
000333.SZ	美的集团	51.68	2.63	3.25	3.85	19.69	15.88	13.42	买入
600690.SH	青岛海尔	17.14	1.14	1.30	1.48	15.09	13.23	11.60	买入
000418.SZ	小天鹅 A	64.00	2.38	2.97	3.59	26.87	21.52	17.83	买入
000921.SZ	海信科龙	10.58	1.47	1.00	1.23	7.22	10.58	8.60	买入
002508.SZ	老板电器	33.44	1.54	1.86	2.27	21.72	17.99	14.71	买入
002035.SZ	华帝股份	27.37	0.88	1.29	1.84	31.24	21.27	14.87	买入
600060.SH	海信电器	13.38	0.72	0.97	1.10	18.59	13.76	12.21	买入
002032.SZ	苏泊尔	48.71	1.59	1.96	2.36	30.59	24.85	20.67	买入
002242.SZ	九阳股份	17.00	0.90	1.05	1.19	18.94	16.15	14.25	买入

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。