

偏快消品的小家电表现穿越周期，大家电内销量持平 ——家电行业 2019 年报总结

推荐 (维持)

2020 年 05 月 04 日

重点公司

| 重点公司 | 20E | 21E | 评级 |
|------|------|------|------|
| 美的集团 | 3.55 | 4.00 | 审慎增持 |
| 格力电器 | 3.41 | 4.50 | 审慎增持 |
| 九阳股份 | 1.16 | 1.53 | 审慎增持 |
| 老板电器 | 1.86 | 2.06 | 审慎增持 |
| 新宝股份 | 1.02 | 1.27 | 审慎增持 |

相关报告

《2 月空调零部件内销下滑，格力董明珠直播带货——家电周报 (20200420-20200426) 》
2020. 04. 26

《一季度家电零售额下降 35.8%，电商对家电零售贡献首超 50% —— 家电周报 (20200427-20200503) 》
2020. 05. 03

分析师:

王家远

wangjiayuan@xyzq.com.cn

S0190517070001

投资要点

- 家电板块上市公司 2019 年营业收入同比下滑 8.9%，这是继 2017 年高点 30.0%后，连续 2018 年、2019 年第二年收入增速持续下降；归母净利润同比上升 9.1%。2019 年冷年白电需求较弱，地产低位运行，厨电行业增速下滑。总体来看，家电板块收入增速从 2017 年景气度高位持续回落。
- 利润增速比较来看，家电板块利润增速依然处于所有行业的中上游。股价比较来看，2019 年家电行业指数上涨 57.0% (申万家电指数)，沪深 300 上涨 36.1%，跑赢沪深 300 指数 20pp。公募基金持仓变动看，家电持仓比例 2019 年同比上升，由 2018 年的 3.39% 上升为 2019 年的 4.02%。
- 家电行业内部比较来看，单从 2019 年，收入增速为：小家电>白电>厨电，归母净利润增速为：厨电>白电>小家电，毛利率、净利率为：厨电>小家电、热水器>白电。偏快消品的小家电收入增速表现穿越周期。
- 公司盈利表现来看，大部分收入小幅增长。我们统计的 42 家家电标的企业中，扣非归母净利润同比增幅超过 30% 的共有 13 家，其中白电 2 家、黑电 5 家、厨电 2 家、小家电 4 家；同比增幅 0-30% 有 12 家，以小家电企业为主；同比增幅低于 0 有 17 家。小家电依然亮眼。
- 从 2019 年期末预收账款和企业库存来看，白电的预收账款较前一年回落，白电的企业库存较前一年有小幅增长；厨电的预收账款和企业库存均同比略降；黑电、小家电的预收账款和企业库存有明显增长。可以看到，小家电的预收账款和企业库存有明显增长，显示出其需求良好，具有明显的穿越周期优势；厨电的预收账款和企业库存有明显趋势性下降，反映出需求比较低迷；白电整体比较平淡。
- 投资建议：1) 白电：一季度的销量下滑充分反映在股价中，但是空调渠道库存带来的潜在价格战尚未显现，出口下滑同样未反映在股价中，未来几个月关注渠道库存上升态势，建议投资者耐心等待，在夏天来临前定投配置；2) 厨电：关注地产复工节奏，等待一季报后利空出清，目前市场预期弱、关注度低，对于基本面尚未存在共识，接下来重点关注；3) 小家电：一季度清洁品类增长较快、破壁类线上增长快、可选类小家电增长快，市场关注度高，预计一季报前市场热点会延续关注小家电公司。重点推荐：九阳股份、老板电器、格力电器。

风险提示：气候变化不及预期、价格战持续升级、原材料供不应求价格看涨

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

| | |
|---|--------|
| 1、板块收入增速连续 2 年下滑 | - 3 - |
| 1.1 板块收入和盈利：收入和盈利增速均不如去年同期..... | - 3 - |
| 1.2 行业比较：家电板块利润增速处于所有行业的中上游..... | - 4 - |
| 1.3 股价表现：2019 年，家电行业指数强于沪深 300 走势..... | - 5 - |
| 1.4 公募基金持仓：家电板块持仓比例 2019 年较 2018 年环比上升..... | - 6 - |
| 2、2019 年家电行业数据特点：各品类内销量同比持平..... | - 7 - |
| 3、家电上市公司各子行业和公司小结 | - 10 - |
| 3.1 子行业：2019 年收入增速上行 | - 10 - |
| 3.2 公司盈利表现：需求下滑，大部分收入小幅增长..... | - 10 - |
| 3.3 短期发展前景：家电预收账款同比略降，企业库存维持高位..... | - 12 - |
| | |
| 图 1、家电板块 2001-2019 年营业收入增长情况 | - 3 - |
| 图 2、家电板块 2001-2019 年归母净利润增长情况 | - 3 - |
| 图 3、2019 年 A 股各个板块利润总额增速对比..... | - 4 - |
| 图 4、2019 年家电板块与沪深 300 的走势比较 | - 5 - |
| 图 5、2019 年以来 A 股各板块涨跌幅比较，家电处于行业上游水平 | - 5 - |
| 图 6、2019 基金持仓家电板块比重环比上升 | - 6 - |
| 图 7、2019 年基金持仓家电板块比重环比上升 | - 6 - |
| 图 8、2019 年基金持仓白电子版块比重环比下降..... | - 7 - |
| 图 9、空调 2019 年内销量同比下降 0.6% | - 7 - |
| 图 10、冰箱 2019 年内销量同比增长 0.6% | - 8 - |
| 图 11、洗衣机 2019 年内销量同比下滑 0.6% | - 8 - |
| 图 12、液晶电视 2019 年内销同比下降 1.0% | - 8 - |
| 图 13、空调 2019 年出口量同比增长 1.2% | - 9 - |
| 图 14、冰箱 2019 年出口量同比增长 6.5% | - 9 - |
| 图 15、洗衣机 2019 年出口量同比增长 4.7% | - 9 - |
| 图 16、液晶电视 2019 年出口同比下降 2.7% | - 10 - |
| 图 17、家电全部预收账款 2019 年同比下降 3% | - 12 - |
| 图 18、家电全部存货 2019 年同比增长 8% | - 13 - |
| 图 19、白电行业预收账款 2019 年同比下降 7% | - 13 - |
| 图 20、白电预收账款 2019 年各有不同 | - 14 - |
| 图 21、白电行业存货 2019 年同比增长 15% | - 14 - |
| 图 22、黑电行业预收账款 2019 年同比增长 21% | - 15 - |
| 图 23、黑电行业存货 2019 年同比增长 5% | - 15 - |
| 图 24、厨电行业预收账款 2019 年同比下降 3% | - 16 - |
| 图 25、厨电预收账款 2019 年各有不同 | - 16 - |
| 图 26、厨电行业库存 2019 年同比下滑 3% | - 17 - |
| 图 27、小家电行业预收账款 2019 年各有不同..... | - 17 - |
| 图 28、小家电行业存货持续走强 | - 18 - |
| | |
| 表 1、2019 年各子行业增速情况 | - 10 - |
| 表 2、白电企业 2019 年年报业绩概述 | - 11 - |
| 表 3、黑电企业 2019 年年报业绩概述 | - 11 - |
| 表 4、厨电企业 2019 年年报业绩概述 | - 11 - |
| 表 5、小家电企业 2019 年年报业绩概述 | - 12 - |

报告正文

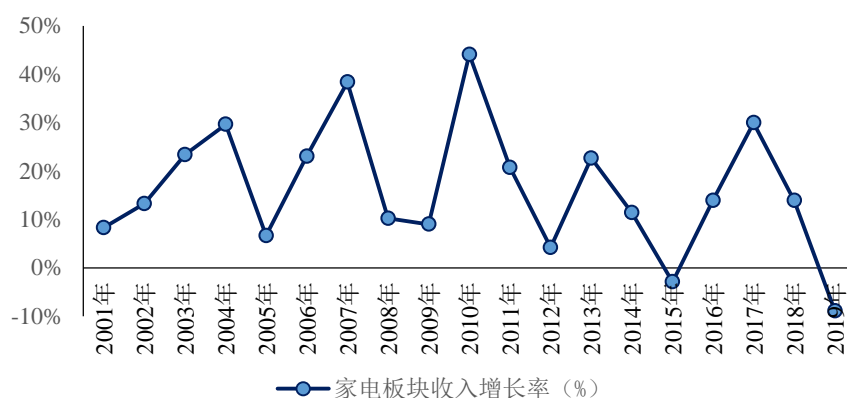
1、板块收入增速连续 2 年下滑

目前家电板块所有上市公司的 2019 年年报已经披露完毕，我们以 SW 家电板块为样本，剔除部分主业已经转型不是家电的公司，扣除业绩波动很大的个股，对市场关注度较高的主要上市公司做深入分析。

1.1 板块收入和盈利：收入和盈利增速均不如去年同期

收入端：家电板块上市公司 2019 年营业收入同比下滑 8.9%，这是 2017 年高点 30.0%后，连续第 2 年收入增速持续下降。

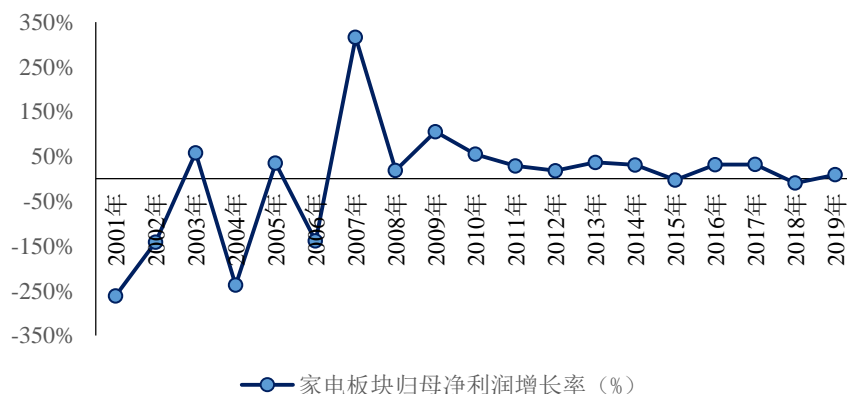
图 1、家电板块 2001-2019 年营业收入增长情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

利润端：家电板块上市公司 2019 年归母净利润同比上升 9.1%，这是继 2018 年同比增速-9.6%后，第 1 年归母净利润增速反弹上升。

图 2、家电板块 2001-2019 年归母净利润增长情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

归母净利润增速正增长，收入增速负增长。我们推测源于 2019 年行业需求弱，营收增速下降，部分白电企业通过提高企业内部效率在毛利率不降的情况下终端降价保量，企业利润端增速快于收入端，部分厨电企业积极通过拓展工程渠道销售，维持利润增速快于收入增速。**但是，如果需求持续低迷，内部腾挪的空间也有限，收入增速和利润增速后面可能不容乐观。**

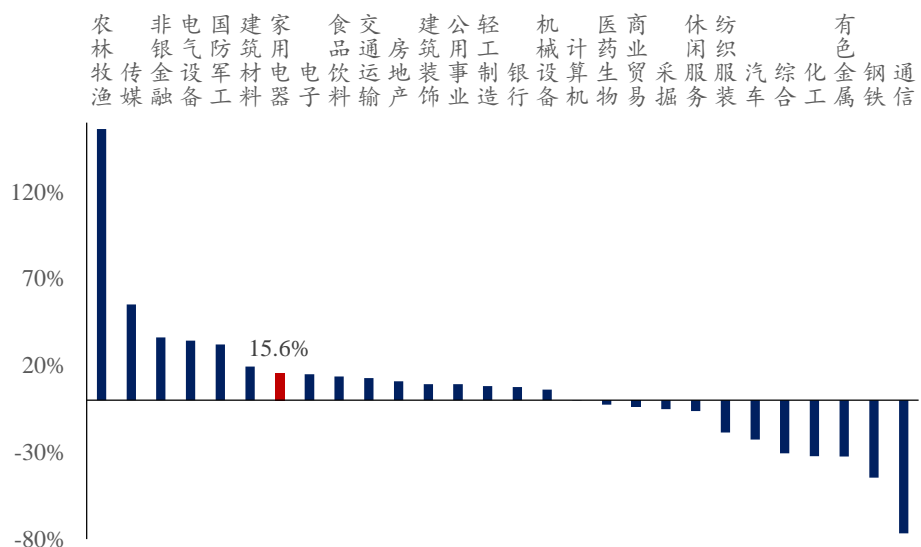
多因素促收入增速放缓：从 2019 年的经营情况来看，上市公司整体业绩呈现放缓的趋势，我们认为可能源于多个因素所致。一方面，2019 年冷年空调需求弱，既有地产持续收紧因素，也有 2019 年夏季厄尔尼诺造成凉夏，空调零售市场遇冷。另一方面，受房地产市场地位运行和地产政策影响，厨电行业增速下滑。总体来看，板块收入增速依然处于向下通道。

预计 2020 年下半年白电行业逐渐恢复：2019 年收入增速-8.9%，对应于 2015 年收入增速-2.9%，均为受天气因素影响白电市场需求不旺的年份，二者都存在库存高企、行业低迷的状况。2016 年下半年市场需求有所反弹，由于地产因素；2020 年下半年市场需求有所反弹，由于气候因素。太阳黑子数量在 2019 年处于谷底，周期正在向上，历史规律来看，未来 4 年会是持续的正常气候或拉尼娜气候，厄尔尼诺发生概率很低，因此这 4 年凉夏概率很低。更新需求会被炎夏持续释放。

1.2 行业比较：家电板块利润增速处于所有行业的中上游

2019 年全球贸易增速放缓，国内经济增幅回落，房地产市场低位运行，部分以内销为主的行业，利润增速保持提升（如农林牧渔、传媒和非银金融等），部分传统行业受贸易环境影响，盈利能力下滑（如有色金属、钢铁和通信）。家电板块业绩增速虽然不在历史高位，但是跟其他行业相比依然处在中上游。

图 3、2019 年 A 股各个板块利润总额增速对比



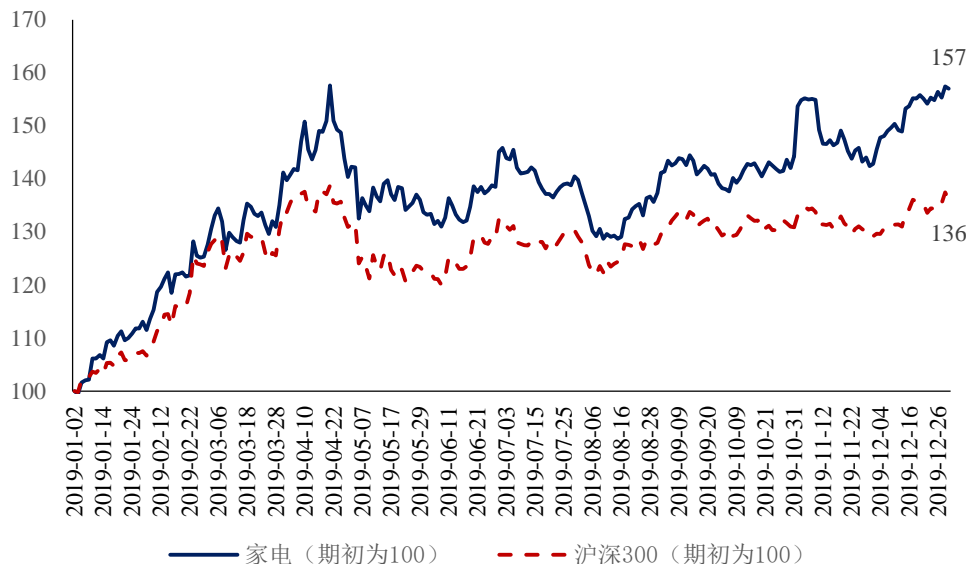
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：按照申万行业分布，利润总额指标

1.3 股价表现：2019 年，家电行业指数强于沪深 300 走势

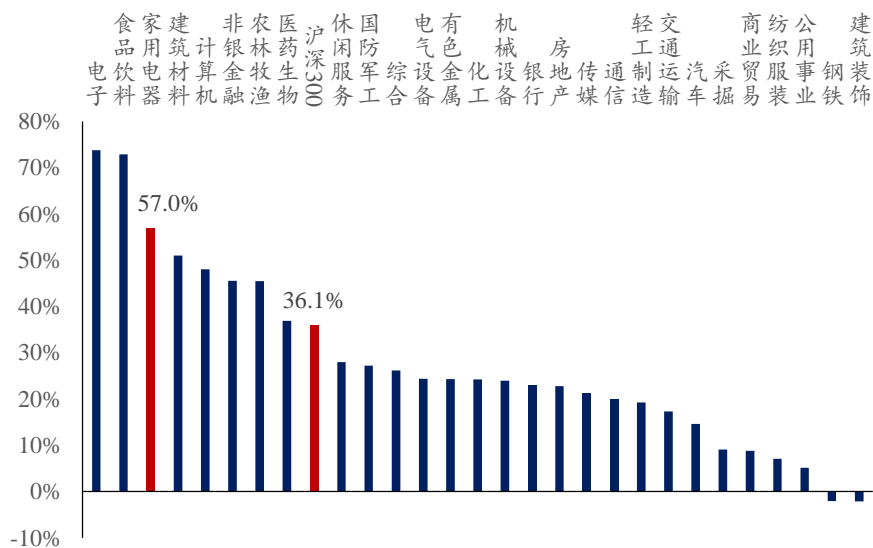
2019 年家电行业指数上涨 57.0%（申万家电指数），同期沪深 300 上涨 36.1%，家电行业跑赢沪深 300 指数 20 个百分点。

图 4、2019 年家电板块与沪深 300 的走势比较



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2019 年以来 A 股各板块涨跌幅比较，家电处于行业上游水平

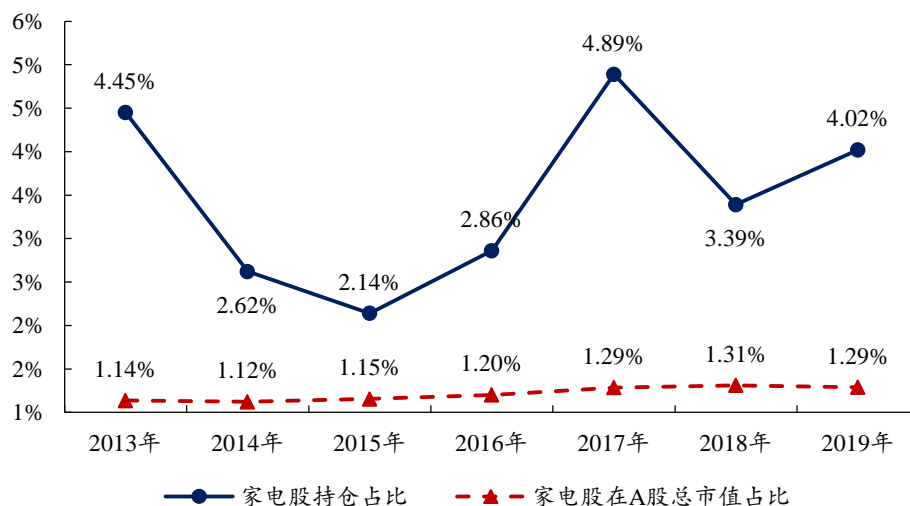


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：按照申万行业分布

1.4 公募基金持仓：家电板块持仓比例 2019 年较 2018 年环比上升

我们根据[基金持仓标的市值/基金持仓所有标的市值]这一比值，作为家电板块、家电子版块、家电个股的基金持仓比例，衡量全国所有股票型基金+偏股混合型基金+平衡混合型基金的基金经理仓位里，家电板块、子版块、个股的持仓比重的均值。

图 6、2019 基金持仓家电板块比重环比上升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

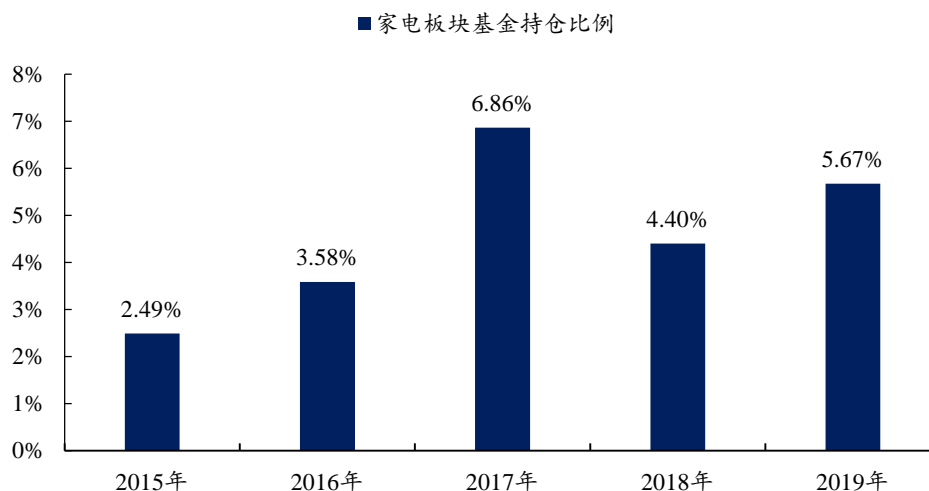
注1. 行业根据申万行业分类划分

注2. 家电股持仓占比=基金持仓家电股总市值/基金持仓所有股票总市值

注3. 家电股在 A 股总市值占比=家电股总市值/全部 A 股总市值

我们发现：（1）2019 年公募基金对家电的持仓比例环比上升，主要来自大市值白电的增持；（2）白电中格力电器、美的集团是主要增仓对象，海尔智家持仓相对平稳略有上升。

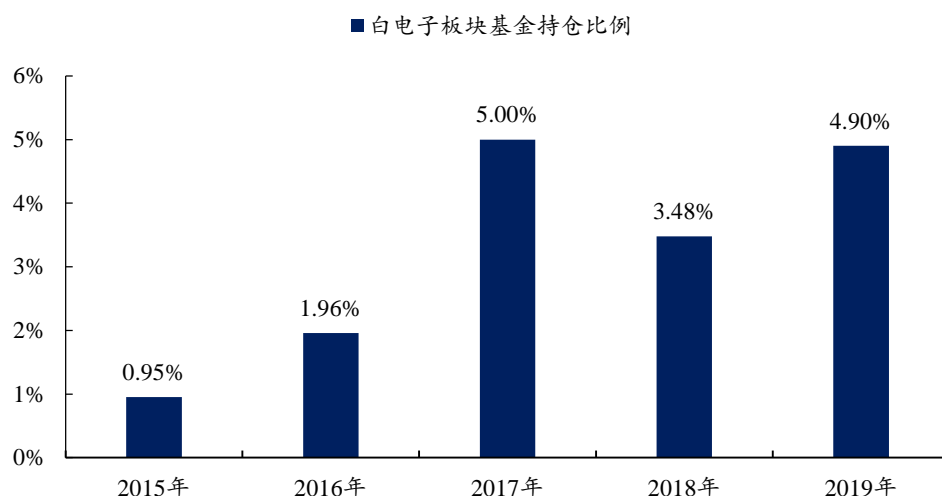
图 7、2019 年基金持仓家电板块比重环比上升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 8、2019 年基金持仓白电子板块比重环比下降



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

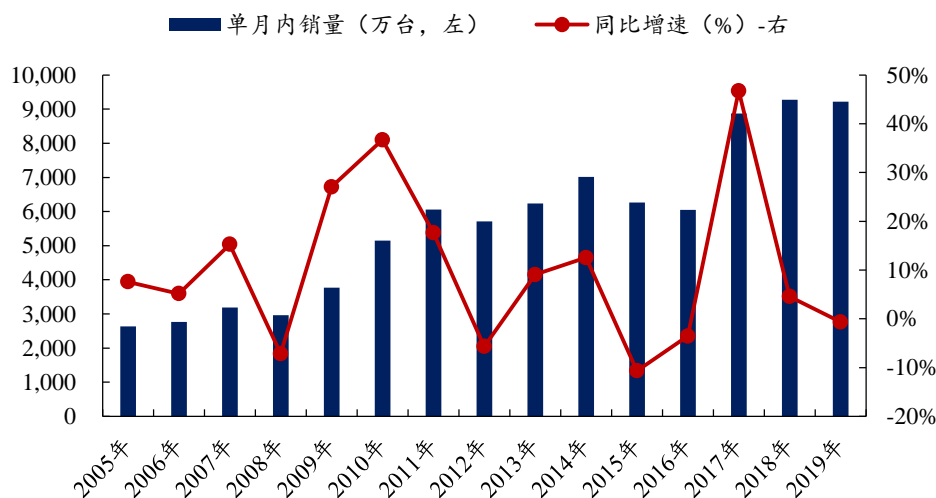
2、2019 年家电行业数据特点：各品类内销量同比持平

2019 年，家电内销数据的最大特点就是同比持平。

- (1) 空调销售小幅增长，内销持平，出口上升，产量提升。
- (2) 冰箱内销持平、出口数据弱提升。
- (3) 洗衣机内销持平，出口小幅提升，库存持续走低。
- (4) 液晶电视内销持平、出口数据走弱。

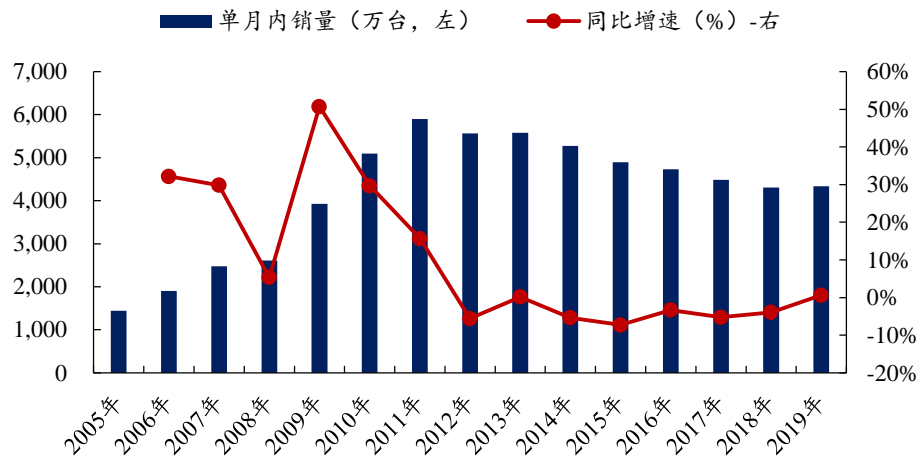
2019 年的空冰洗均展现出内外销低迷、市场维稳的情况，行业整体横盘或者向下。

图 9、空调 2019 年内销量同比下降 0.6%



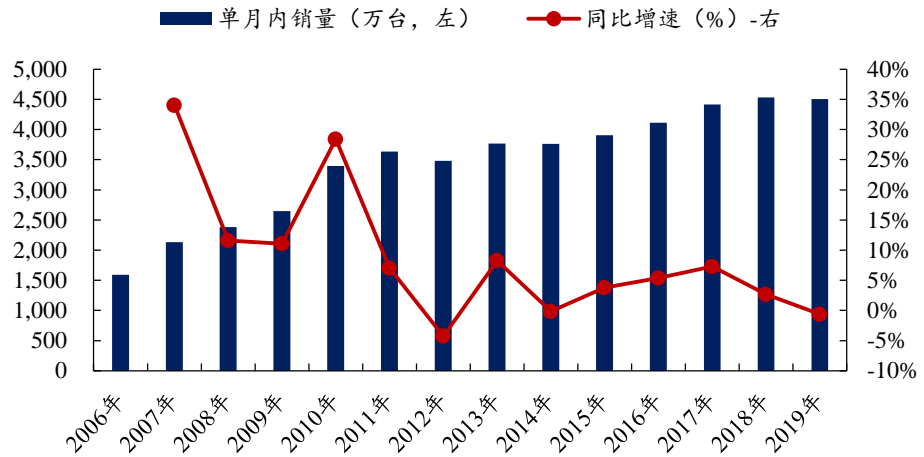
资料来源：产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、冰箱 2019 年内销量同比增长 0.6%



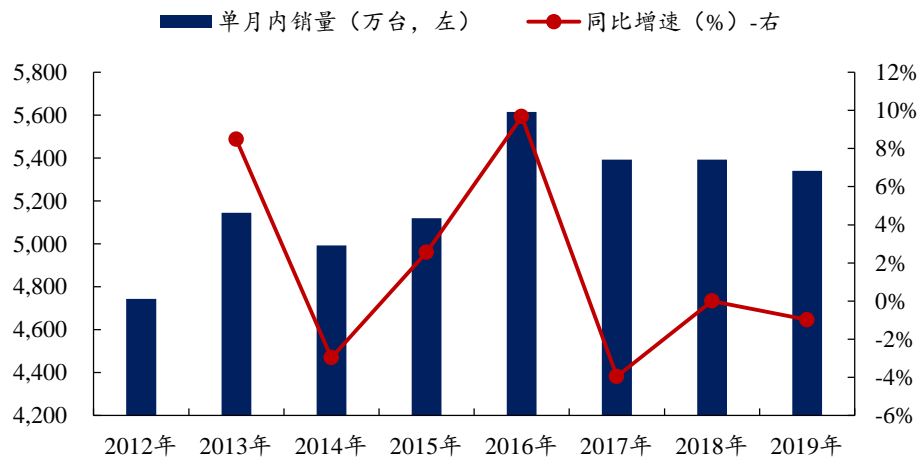
资料来源：产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、洗衣机 2019 年内销量同比下滑 0.6%



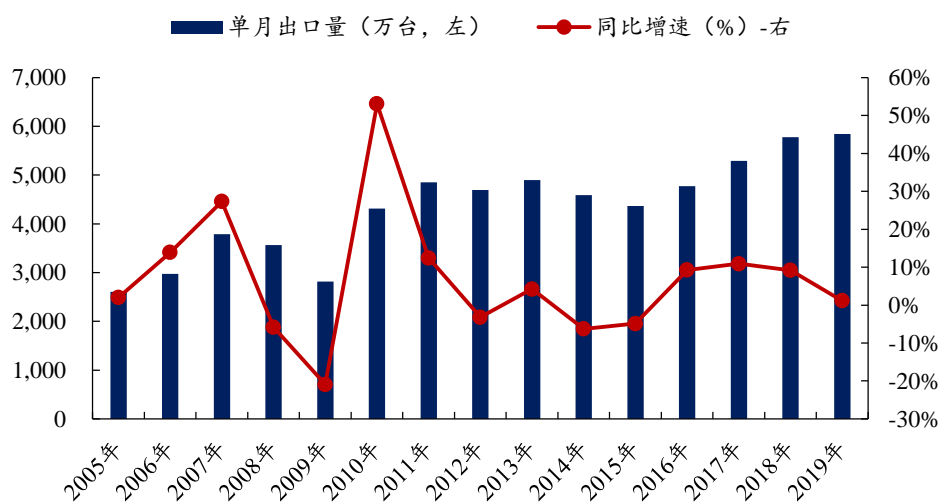
资料来源：产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、液晶电视 2019 年内销同比下降 1.0%



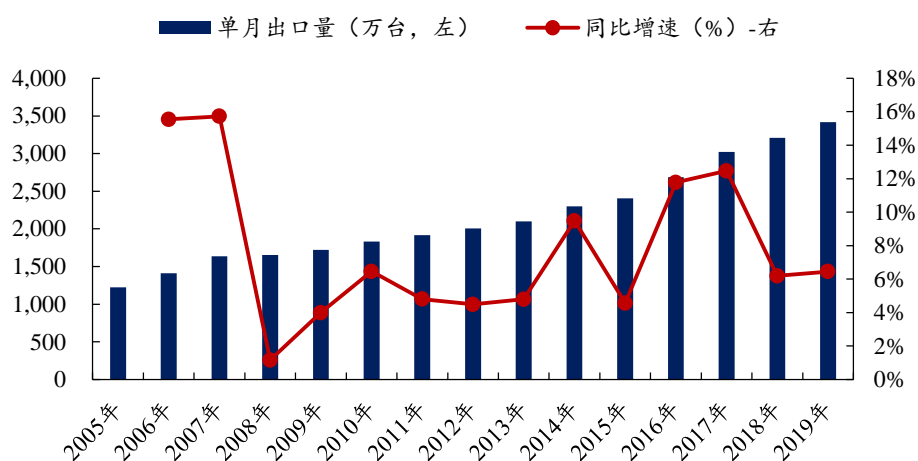
资料来源：产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、空调 2019 年出口量同比增长 1.2%



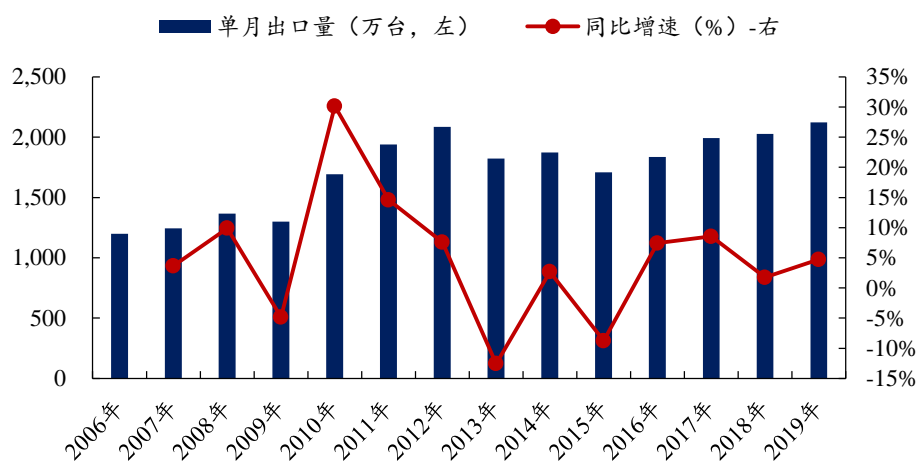
资料来源：产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、冰箱 2019 年出口量同比增长 6.5%



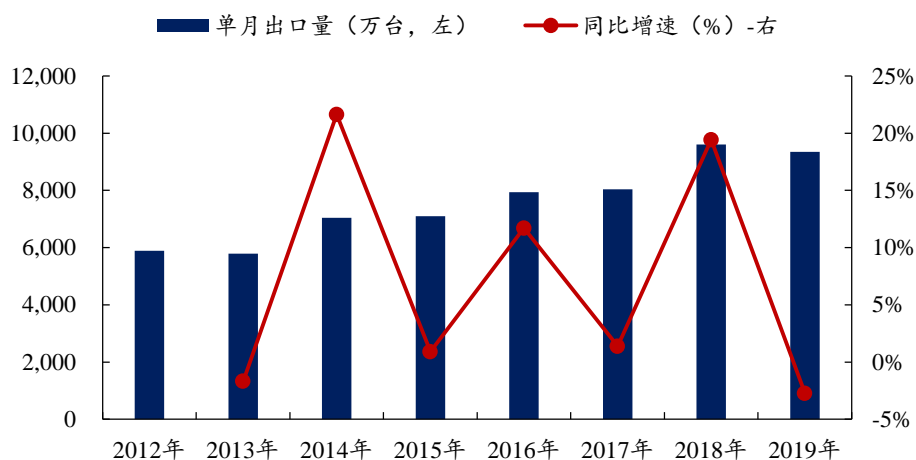
资料来源：产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、洗衣机 2019 年出口量同比增长 4.7%



资料来源：产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、液晶电视 2019 年出口同比下降 2.7%



资料来源：产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

3、家电上市公司各子行业和公司小结

3.1 子行业：2019 年收入增速上行

单从 2019 年来看，收入增速为：黑电>小家电>白电>厨电，但是仔细看下表，排在前面的不过是弱增长。归母净利润增速为：厨电>白电>小家电>黑电，厨电依然维持了高增长，白电持平。毛利率、净利率为：厨电>小家电>白电>黑电。

表 1、2019 年各子行业增速情况

| (%) | 收入增速 | 毛利率 | 归母净利增速 | 净利率 |
|------|-------|------|--------|------|
| 家电全部 | +4.83 | 25.3 | +15.15 | 6.9 |
| 白电 | +4.74 | 28.0 | +0.64 | 8.6 |
| 黑电 | +6.15 | 11.9 | -16.43 | 1.7 |
| 厨电 | +0.95 | 43.4 | +10.66 | 14.0 |
| 小家电 | +6.06 | 31.0 | -8.66 | 7.6 |

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

分行业来看 2019 年，白电：收入和归母净利润增速均上升，收入增速为+5%，归母净利润增速为+1%。黑电：收入增速正增长，归母增速跌至-10%以下，达-16%；厨电：收入和归母净利润上升，分别为+1%和+11%，归母净利润增速远超收入增速；小家电：归母净利润下滑，为-9%，收入正增长，为+6%。整体来看，2019 年的行业特征表现为，收入增速保持低速正增长。

3.2 公司盈利表现：需求下滑，大部分收入小幅增长

从 2019 年年报的情况来看，我们统计的 42 家家电标的企业中，扣除非经常性损益的归属母公司净利润同比增幅超过 30%的共有 13 家，其中白电 2 家、黑电 5

家、厨电 2 家、小家电 4 家；同比增幅 0-30% 有 12 家，以小家电企业为主；同比增幅低于 0 有 17 家。

● 白电板块：收入小幅增长，空调去库存为主基调

表 2、白电企业 2019 年年报业绩概述

| 重点公司 | 2019 年收入同比增速 | 2019 年扣非归母同比增速 | 2019 年年报业绩概述 |
|------|--------------|----------------|---|
| 美的集团 | +7% | +13% | (1) 收入：2019 年收入 2794 亿元，同比+6.71%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 242 亿元，同比+19.68%。扣非后归母净利润 227 亿元，同比增速为+13.29%。 |
| 格力电器 | +0.2% | -6% | (1) 收入：2019 年收入 2005 亿元，同比+0.24%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 247 亿元，同比-5.75%。扣非后归母净利润 242 亿元，同比增速为-5.51%。 |
| 海尔智家 | +9% | -13% | (1) 收入：2019 年收入 2008 亿元，同比+9.05%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 82 亿元，同比+9.66%。扣非后归母净利润 58 亿元，同比增速为-12.67%。 |
| 海信家电 | +4% | +6% | (1) 收入：2019 年收入 375 亿元，同比+3.98%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 18 亿元，同比+30.22%。扣非后归母净利润 12 亿元，同比增速为+5.63%。 |
| 三花智控 | +4% | +4% | (1) 收入：2019 年收入 113 亿元，同比+4.17%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 14 亿元，同比+9.97%。扣非后归母净利润 14 亿元，同比增速为+4.37%。 |

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 黑电板块：面板价格持续走低，黑电需求保持低迷

表 3、黑电企业 2019 年年报业绩概述

| 重点公司 | 2019 年收入同比增速 | 2019 年扣非归母同比增速 | 2019 年年报业绩概述 |
|--------|--------------|----------------|--|
| TCL 科技 | -34% | -85% | (1) 收入：2019 年收入 751 亿元，同比-33.82%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 26 亿元，同比-24.52%。扣非后归母净利润 2 亿元，同比增速为-85.19%。 |
| 海信视像 | -3% | +81% | (1) 收入：2019 年收入 341 亿元，同比-2.91%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 6 亿元，同比+41.71%。扣非后归母净利润 1 亿元，同比增速为+80.85%。 |

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 厨电板块：不同企业收入分化大，归母净利润多为正增长

表 4、厨电企业 2019 年年报业绩概述

| 重点公司 | 2019 年收入同比增速 | 2019 年扣非归母同比增速 | 2019 年年报业绩概述 |
|------|--------------|----------------|--|
| 老板电器 | +5% | +9% | (1) 收入：2019 年收入 78 亿元，同比+4.52%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 16 亿元，同比+7.89%。扣非后归母净利润 15 亿元，同比增速为+9.09%。 |
| 华帝股份 | -6% | +7% | (1) 收入：2019 年收入 57 亿元，同比-5.69%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 7 亿元，同比+10.46%。扣非后归母净利润 7 亿元，同比增速为+6.94%。 |
| 浙江美大 | +20% | +23% | (1) 收入：2019 年收入 17 亿元，同比+20.24%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 5 亿元，同比+21.85%。扣非后归母净利润 5 亿元，同比增速为+23.31%。 |

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 小家电板块：不同企业业绩分化大，归母净利润多为正增长

表 5、小家电企业 2019 年年报业绩概述

| 重点公司 | 2019 年收入同比增速 | 2019 年扣非归母同比增速 | 2019 年年报业绩概述 |
|------|--------------|----------------|---|
| 飞科电器 | -5% | -20% | (1) 收入：2019 年收入 38 亿元，同比-5.46%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 7 亿元，同比-18.83%。扣非后归母净利润 6 亿元，同比增速为-19.79%。 |
| 新宝股份 | +8% | +19% | (1) 收入：2019 年收入 91 亿元，同比+8.06%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 7 亿元，同比+36.73%。扣非后归母净利润 7 亿元，同比增速为+19.18%。 |
| 九阳股份 | +14% | +32% | (1) 收入：2019 年收入 94 亿元，同比+14.48%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 8 亿元，同比+9.26%。扣非后归母净利润 8 亿元，同比增速为+32.48%。 |
| 莱克电气 | -3% | +8% | (1) 收入：2019 年收入 57 亿元，同比-2.74%；(2) 归母净利润：2019 年归母净利润 5 亿元，同比+18.73%。扣非后归母净利润 5 亿元，同比增速为+7.67%。 |

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

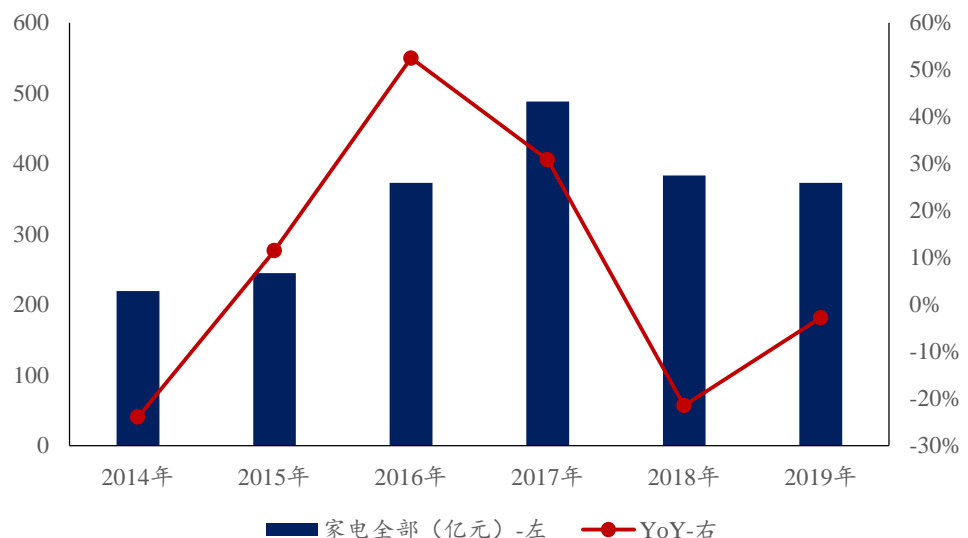
3.3 短期发展前景：家电预收账款同比略降，企业库存维持高位

我们从预收账款口径看各子行业的预定额，进而推断短期转化为收入的前景。

- 家电全部，预收账款 2019 年同比下降 3%，库存同比增长 8%

按照我们的划分，家电全部预收账款 2019 年 373 亿元，同比下降 3%。预收账款绝对大头来自格力电器和美的集团两家公司，占行业整体的 66%。目前预收账款自高位的 2017 年下落后，连续两年下降。

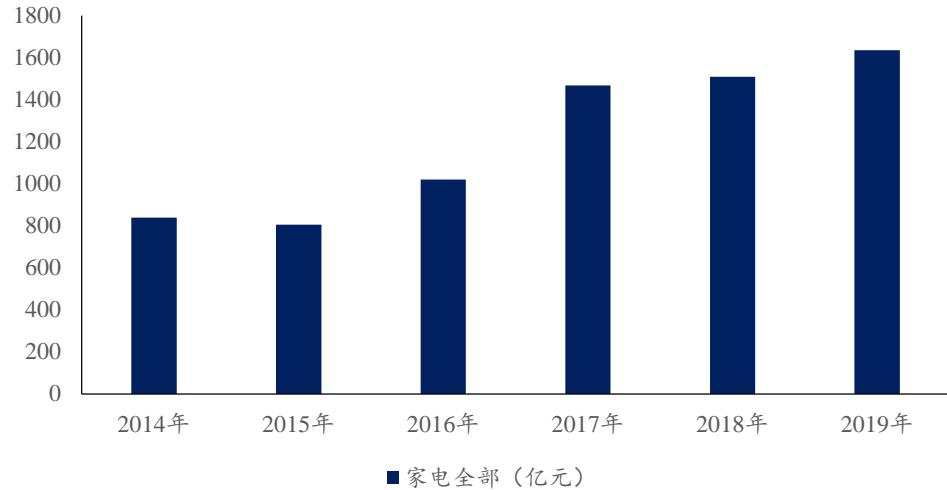
图 17、家电全部预收账款 2019 年同比下降 3%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从存货来看，2019年末家电行业整体存货同比增长8%。在需求收缩下增长已经乏力，企业着眼于收缩产能去库存。

图 18、家电全部存货 2019 年同比增长 8%

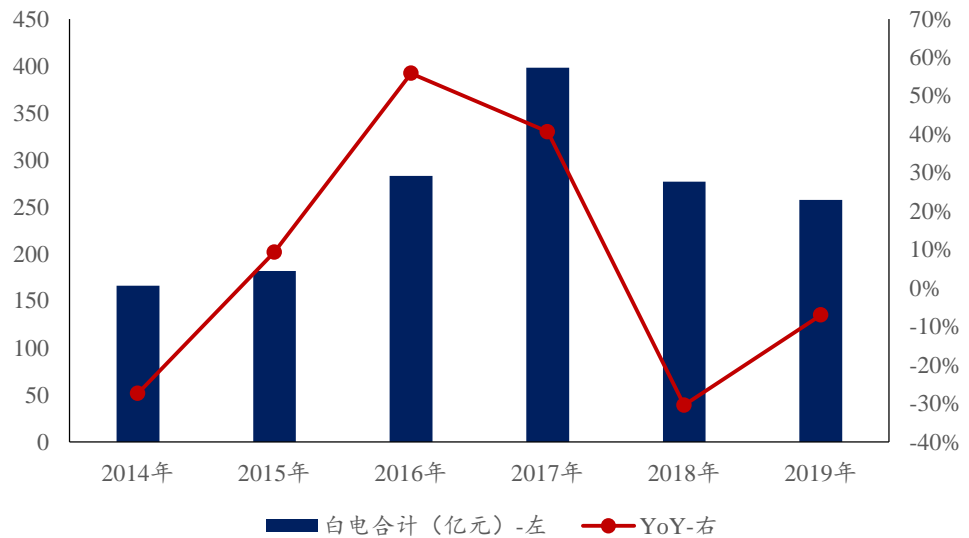


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 白电行业，预收账款同比下降 7%，格力电器下降 16%

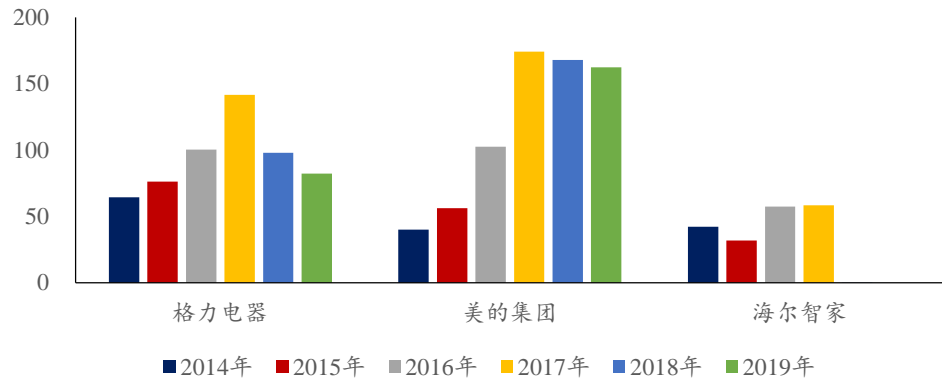
白电行业预收账款 2019 年 258 亿元，同比下降 7%，占家电行业的 69%。其中格力电器为 82 亿元，同比下降 16%，美的集团为 162 亿元，同比下降 3%。

图 19、白电行业预收账款 2019 年同比下降 7%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

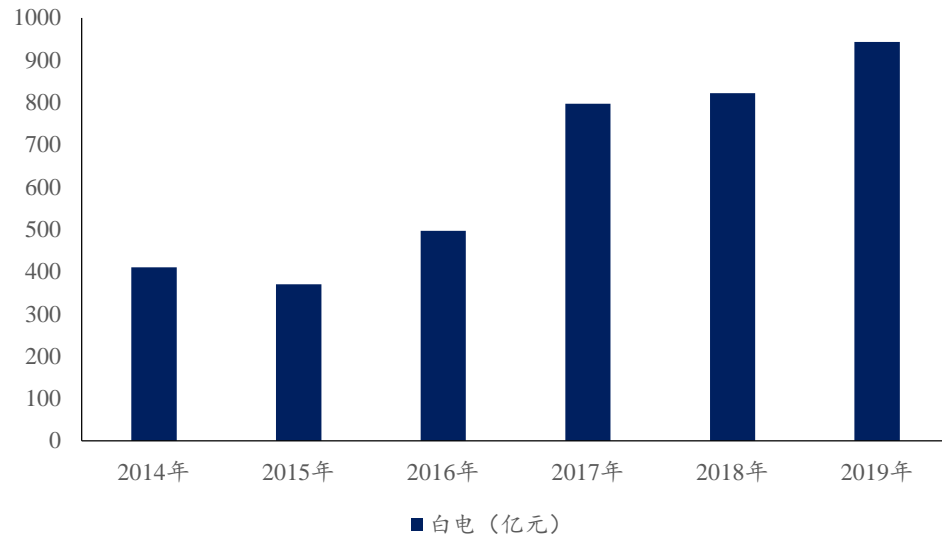
图 20、白电预收账款 2019 年各有不同



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

白电行业存货 2019 年期末 943 亿元，同比增长 15%。白电行业在 2019 年期末的存货占家电行业整体的 58%，它的存货变动影响了家电行业整体变动，前者与后者有高度类似性。

图 21、白电行业存货 2019 年同比增长 15%

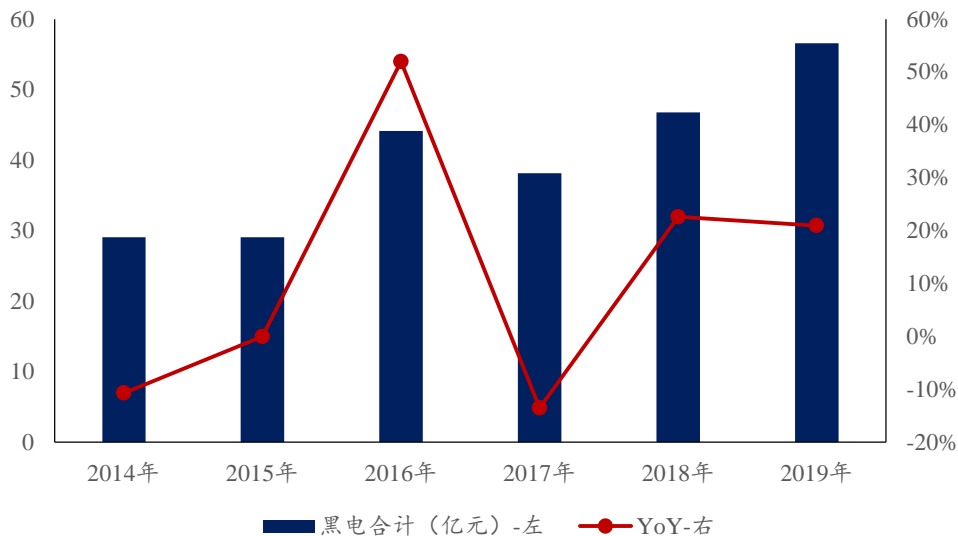


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 黑电行业，预收账款同比上升 21%，库存同比增长 5%

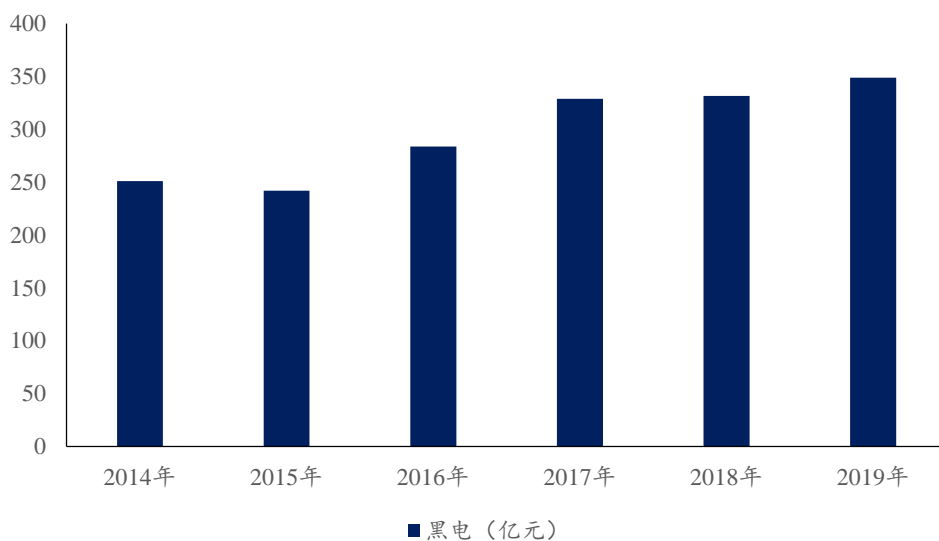
黑电行业预收账款 2019 年 57 亿元，同比上升 21%。存货 349 亿元，同比增长 5%。

图 22、黑电行业预收账款 2019 年同比增长 21%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、黑电行业存货 2019 年同比增长 5%



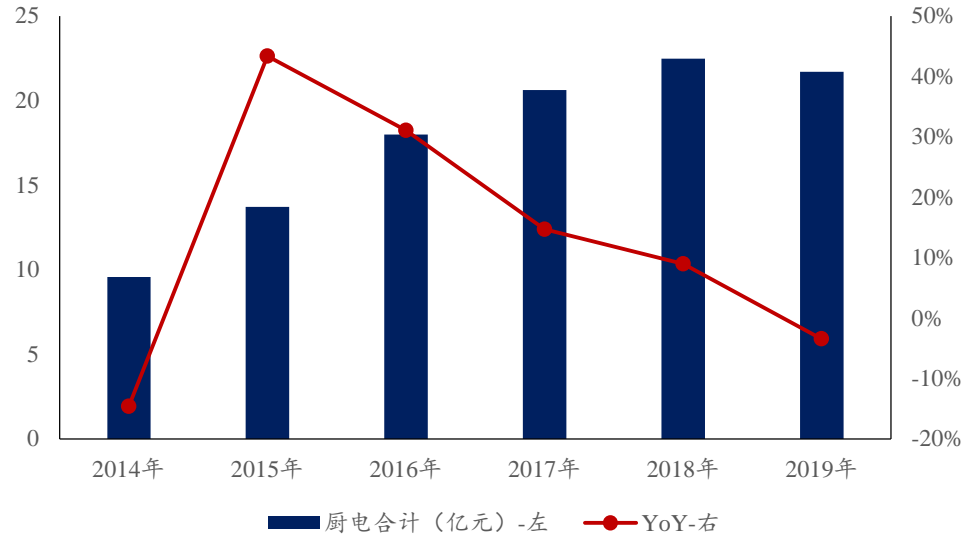
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 厨电行业，预收账款同比下降 3%，库存同比下降 3%

厨电行业预收账款 2019 年期末 22 亿元，同比下降 3%。相比于白电，厨电的预收账款同比变化相对较小，这与白电企业往渠道压货有关。老板电器在 2019 年的预收账款 11 亿元，同比下滑 7%，占比厨电整体比例 50%。

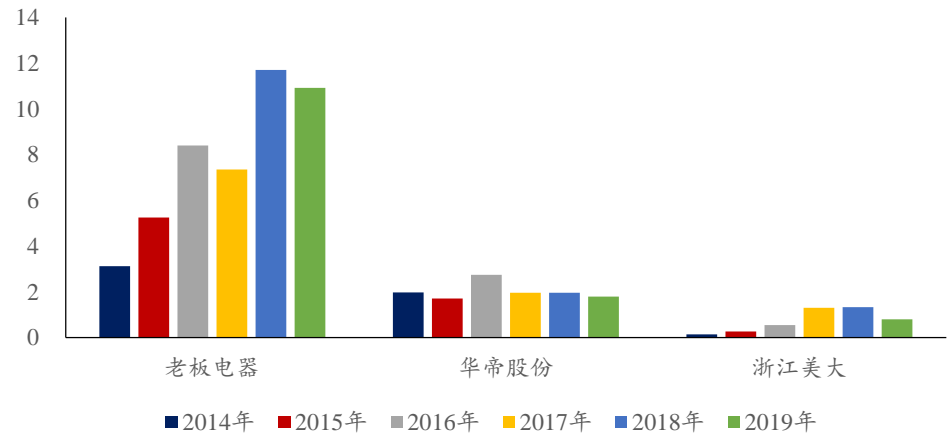
厨电的存货表现也与白电有很大不同，2019年，厨电行业存货同比下滑3%，从历史来看，厨电行业存货自2018年后首次下滑。预收账款和存货的小幅下滑，反映出厨电的需求短期相对较弱。

图 24、厨电行业预收账款 2019 年同比下降 3%



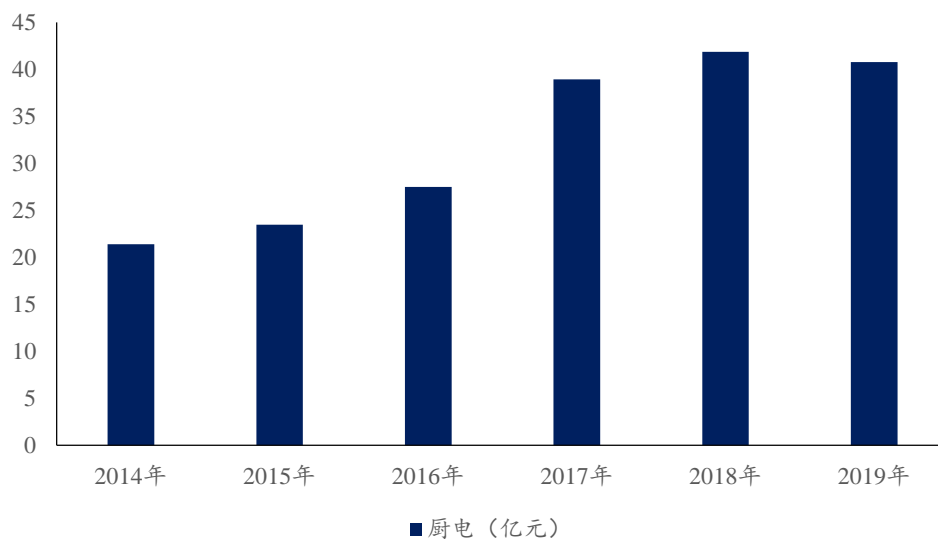
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、厨电预收账款 2019 年各有不同



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、厨电行业库存 2019 年同比下滑 3%

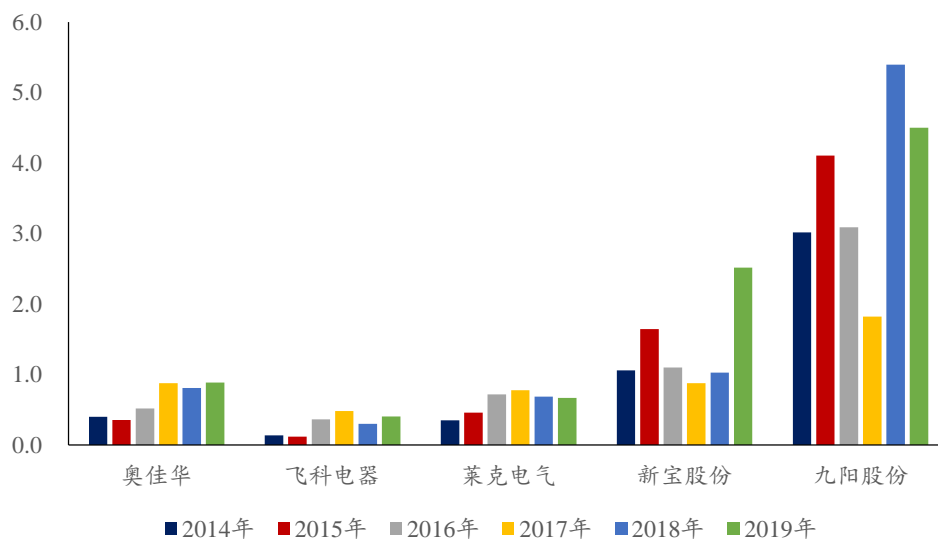


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 小家电和：飞科电器、新宝股份 2019 年末预收账款同比上升

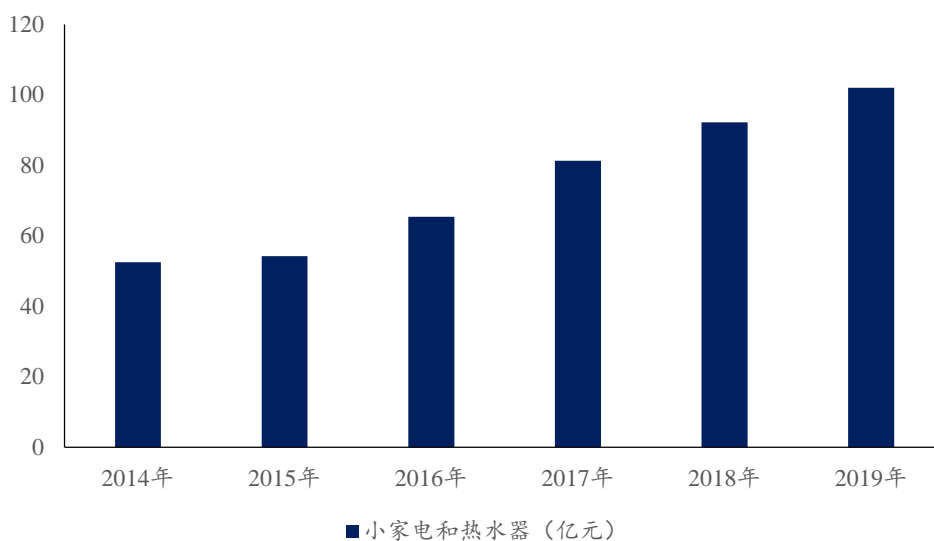
小家电行业的预收款项在 2019 年末均有所增长。飞科电器、新宝股份 2019 年末预收账款同比上升，分别为飞科电器同比上升 12%，新宝股份同比上升 145%。奥佳华和莱克电气小幅回落，九阳股份 2019 年同比下滑 17%。

图 27、小家电行业预收账款 2019 年各有不同



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、小家电行业存货持续走强



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

总结一下，2019 年期末，白电的预收账款较前一年回落，白电的企业库存较前一年有小幅增长；厨电的预收账款和企业库存均同比略降；黑电、小家电的预收账款和企业库存有明显增长。

可以看到，小家电的预收账款和企业库存有明显增长，显示出其需求良好，具有明显的穿越周期优势；厨电的预收账款和企业库存有明显趋势性下降，反映出需求比较低迷。

● 投资建议

投资建议： 1) **白电：** 一季度的销量下滑充分反映在股价中，但是空调渠道库存带来的潜在价格战尚未显现，出口下滑同样未反映在股价中，未来几个月关注渠道库存上升态势，建议投资者耐心等待，在夏天来临前定投配置；2) **厨电：** 关注地产复工节奏，等待一季报后利空出清，目前市场预期弱、关注度低，对于基本面尚未存在共识，接下来重点关注；3) **小家电：** 一季度清洁品类增长较快、破壁类线上增长快、可选类小家电增长快，市场关注度高，预计一季报前市场热点会延续关注小家电公司。**重点推荐：九阳股份、老板电器、格力电器。**

风险提示：气候变化不及预期、价格战持续升级、原材料供不应求价格看涨

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 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 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编:200135 | 邮编:100033 | 邮编:518035 |
| 邮箱:research@xyzq.com.cn | 邮箱:research@xyzq.com.cn | 邮箱:research@xyzq.com.cn |