

# 家用电器

证券研究报告

2018年11月20日

## 10月空调数据点评：内销出货下滑较大，出口表现亮眼

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

蔡雯娟

分析师

SAC执业证书编号：S1110516100008

caiwenjuan@tfzq.com

马王杰

分析师

SAC执业证书编号：S1110518080001

mawangjie@tfzq.com

罗岸阳

联系人

luoanyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《家用电器-行业研究周报:白马涨幅相对靠后，前车之鉴看短期表现——2018W46周观点》2018-11-19
- 《家用电器-行业专题研究:前事不忘，后事之师——怎么看板块短期表现?》2018-11-18
- 《家用电器-行业点评:见微知著，从双十一数据看家电行业趋势》2018-11-14

**出货端：10月空调内销出货量下滑，幅度环比9月加大**

根据产业在线数据，10年10月空调销量、内销、外销量为751、495、255万台，同比分别变动-13.9%、-24.1%、16.4%。18年1-10月销量、内销量、出口量为13087、8099、4988万台，同比增长5.6%、5.7%、5.3%。

**如何解读行业内销数据?** 10月的内销数据低于我们此前的预测值，我们认为行业中主要厂家在主动控制生产和销售节奏，主要受以下几个因素影响：1) 终端动销慢，渠道库存积累。进入7月后以来，空调销售明显放缓，根据中怡康数据，7月线下渠道销量下滑31.46%，其中格力、美的、海尔、海信和奥克斯分别下滑30.50%、32.72%、24.93%、32.25%和29.88%，终端动销放缓导致渠道库存逐步增加。格力电器2018年Q3总收入增速逆势达18.18%，预计整个空调行业的渠道库存存在三季度末又有进一步提升。2) 原材料价格处于下降态势，库存综合成本在变高。原材料价格在整体处于稳中有降的态势，这个时候提前生产的成本将显著高于明年生产的成本，再叠加仓储等费用，目前这个时候最佳策略是放缓生产节奏。

**出口为何表现亮眼?** 从出口情况看，10月出口增长较为明显，同比增长16.4%。其中美的、格力、奥克斯、海尔、TCL品牌当月空调出口量同比分别+21%、-25.0%、72.7%、22.2%、47.5%。出口市场中，一方面因为贸易战的影响，可能存在赶在加关税之前抢单出口的情况，另一方面，内销的不景气导致企业也在出口市场加强竞争。从出口市场份额来看，18年10月出口市占率美的、格力、TCL、奥克斯、科龙位列前五，出口市占率分别变化+1.1、+1.6、+2.0、+2.4、+1.4pct，CR5上升8.6pct。

**零售端：10月整体需求环比9月改善，奥克斯逆势正增长**

1) **10月线下渠道销量下滑5.77%**。中怡康数据显示，10月整体空调行业零售量市场同比下滑5.77%，相比9月整体12.22%的下滑幅度，边际存在改善。其中格力、美的、海尔、奥克斯分别变动-12.36%、-0.67%、-7.03%、+5.95%。线下KA：美的表现更优。格力电器10月零售量份额同比下降3.62pct，美的同比增长3.97pct，海尔同比增加0.79pct，海信+科龙同比增长0.22pct。考虑到中怡康数据来源主要是一二线KA为主，可能对格力的终端零售存在一定低估，格力在10月以来做了大量的线下工厂巡展促销。

2) **线上渠道：10月延续负增长趋势**。从天猫渠道数据来看，2018年8月空调零售量、零售额分别变动+0.32%、-3.51%。其中，2018年10月美的、格力、海尔、奥克斯销售量同比分别-29.25%、+23.91%、-7.04%、21.42%；零售额方面美的、格力、海尔、奥克斯同比分别-30.87%、+32.90%、-3.69%、+19.51%。

整体来看，在终端销售压力加大时，各家公司均在努力促进销售。格力在线下专卖店和电商渠道发力，美的在KA表现亮眼，奥克斯在线上 and KA渠道均表现良好。

**投资建议：行业全年预计仍未正增长，龙头价值依旧**

行业层面：2018年只剩下最后2个月，即使后续2个月下滑10%，2018年全年内销仍将创历史新高。竞争格局：在终端需求较为疲弱的情况下，龙头公司凭借其产品力、渠道力往往能够实现市场份额的逆市提升。

白电龙头价值依旧：推荐持续回购提供安全边际、渠道层级精简、向高端转型、T+3下库存控制良好的美的集团，行业变频比例增加利好空调产业链上的零部件龙头三花智控；终端渠道变革后，处于经营上升周期的青岛海尔，以及2018年业绩高增长、估值低的格力电器。

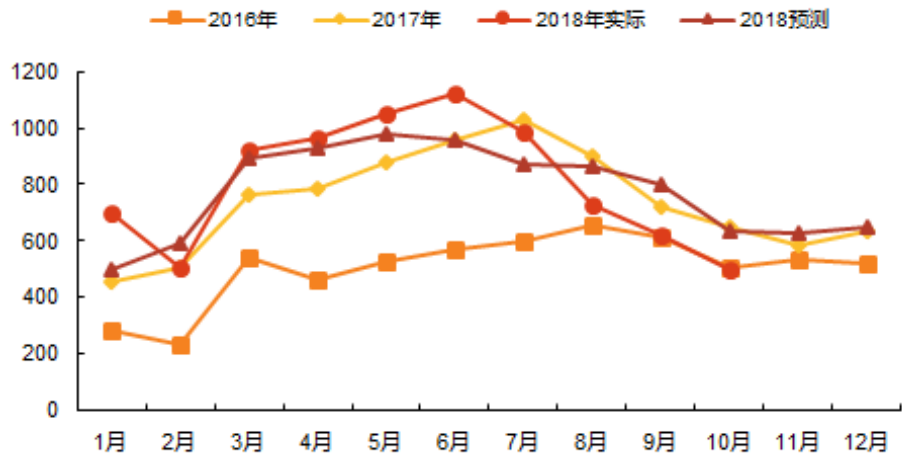
**风险提示：**宏观经济不景气带来居民购买力降低；房地产销售波动导致需求减弱；原材料价格波动风险等



## 一、出货端：10月空调内销出货量下滑，幅度环比9月加大

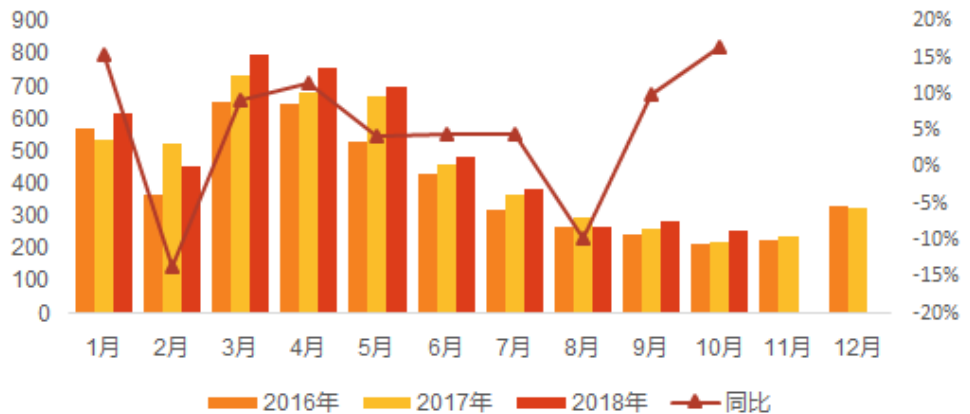
根据产业在线数据，10年10月空调销量、内销、外销量为751、495、255万台，同比分别变动-13.9%、-24.1%、16.4%。18年1-10月销量、内销量、出口量为13087、8099、4988万台，同比增长5.6%、5.7%、5.3%。

图1：2018年10月空调行业内销出货量情况（单位：万台）



数据来源：产业在线，天风证券研究所

图2：2018年8月空调行业出口量情况（单位：万台；%）



数据来源：产业在线，天风证券研究所

### 如何解读行业内销数据：

表1：2018年空调内销预测出货量及预测

| 空调内销 (万台) | 2017年 | 2018年 | 2018预测 | 18年实际同比 | 18预测同比 | 实际-预测差值 累计 (万台) |
|-----------|-------|-------|--------|---------|--------|-----------------|
| 1月        | 456   | 697   | 500    | 52.9%   | 9.6%   | 197             |
| 2月        | 504   | 502   | 594    | -0.5%   | 17.8%  | 105             |
| 3月        | 762   | 924   | 891    | 21.3%   | 17.0%  | 138             |
| 4月        | 785   | 963   | 930    | 22.7%   | 18.5%  | 170             |
| 5月        | 879   | 1053  | 978    | 19.7%   | 11.3%  | 244             |
| 6月        | 955   | 1121  | 957    | 17.3%   | 0.1%   | 408             |
| 7月        | 1041  | 988   | 874    | -5.1%   | -16.1% | 523             |
| 8月        | 903   | 727   | 867    | -19.5%  | -4.0%  | 382             |
| 9月        | 724   | 618   | 801    | -14.7%  | 10.7%  | 199             |
| 10月       | 652   | 495   | 637    | -24.1%  | -2.4%  | 57              |
| 11月       | 582   | 628   | 628    |         | 7.9%   |                 |
| 12月       | 631   | 650   | 650    |         | 3.0%   |                 |
| 合计        | 8875  | 9365  | 9308   | 5.5%    | 4.9%   |                 |

数据来源：产业在线，天风证券研究所

10 月的内销数据低于我们此前的预测值，我们认为行业中主要厂家在主动控制生产和销售节奏，主要受以下几个因素影响。

### 1) 终端动销慢，渠道库存积累

进入 7 月以来，空调销售明显放缓，根据中怡康数据，7 月线下渠道销量下滑 31.46%，其中格力、美的、海尔、海信和奥克斯分别下滑 30.50%、32.72%、24.93%、32.25%和 29.88%，终端动销放缓导致渠道库存逐步增加。格力电器 2018 年 Q3 总收入增速逆势达 18.18%，预计整个空调行业的渠道库存在三季度末又有进一步提升。

### 2) 原材料价格处于下降态势，库存综合成本在变高

原材料价格在整体处于稳中有降的态势，这个时候提前生产的成本将显著高于明年生产的成本，再叠加仓储等费用，目前这个时候最佳策略是放缓生产节奏。

图 3：2017-2018 年 SHFE 铜价（元）



数据来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2017-2018 年塑料价格指数



数据来源：Wind，天风证券研究所

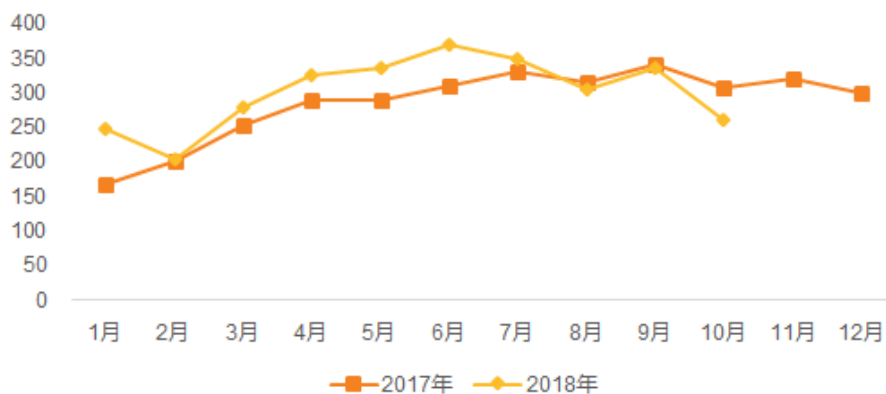
### 格力表现相对更优，美的大幅下滑

18 年 10 月，一线品牌中格力、美的、海尔内销量为 260、105 和 34 万台，同比分别-15.6%、-40.3%、-17.3%。二线品牌中，奥克斯、TCL、海信科龙内销量为 32、9、17 万台，同

比分别变化为-20.0%、 -28.0%、 -35.85%。整体看，出货数据格力表现仍更胜一筹，美的下滑显著。

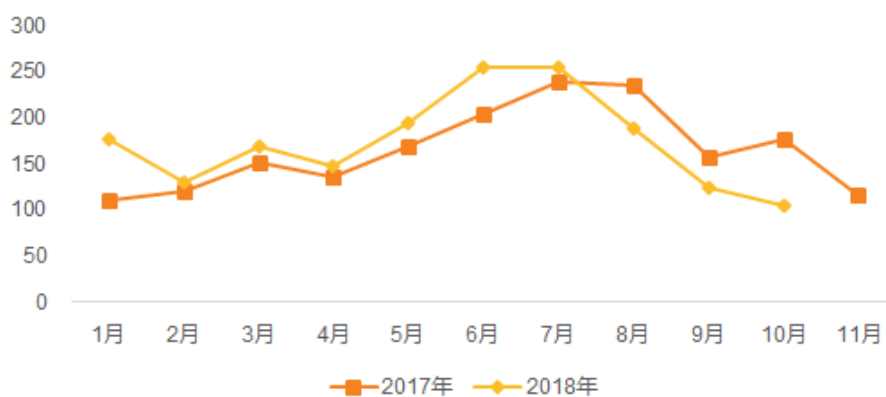
从内销市场占有率看，8月内销市占率格力、美的、海尔、奥克斯、TCL、海信科龙分别+5.3、-5.8、+0.6、+0.3、-0.1、-0.6pct至52.5%、21.2%、6.8%、6.5%、1.8%、3.4%，格力品牌份额显著上升，行业CR3集中度与去年基本持平。

图 5：格力内销出货量情况（单位：万台）



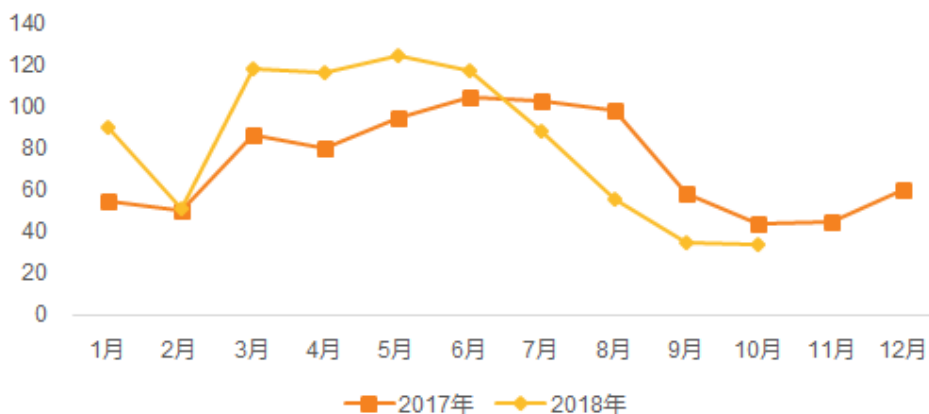
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 6：美的内销出货量情况（单位：万台）



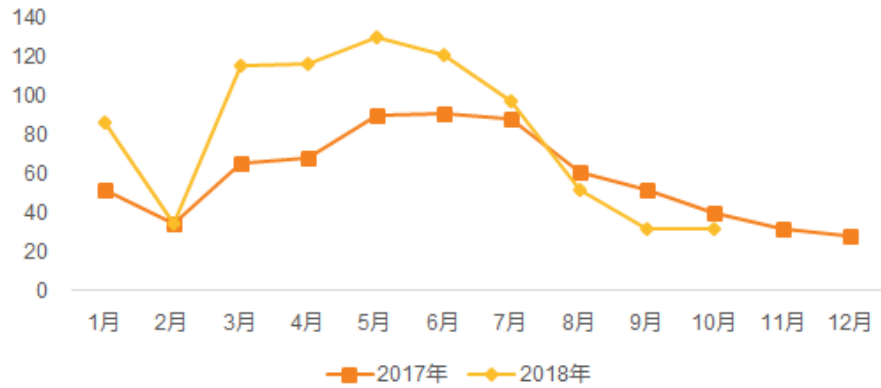
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 7：海尔内销出货量情况（单位：万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 8：奥克斯内销出货量情况（单位：万台）



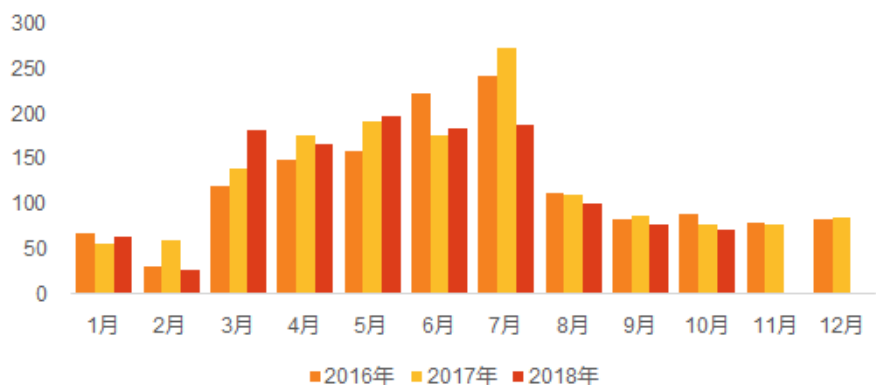
资料来源：产业在线，天风证券研究所

### 出口为何表现亮眼？

从出口情况看，10月出口增长较为明显，同比增长16.4%。其中美的、格力、奥克斯、海尔、TCL品牌当月空调出口量同比分别+21%、-25.0%、72.7%、22.2%、47.5%。出口市场中，一方面因为贸易战的影响，可能存在赶在加关税之前抢单出口的情况，另一方面，内销的不景气导致企业也在出口市场加强竞争。从出口市场份额来看，18年10月出口市占率美的、格力、TCL、奥克斯、科龙位列前五，出口市占率分别变化+1.1、+1.6、+2.0、+2.4、+1.4pct，CR5上升8.6pct。

**二、零售端：10月整体需求环比9月改善，奥克斯逆势正增长**  
10月线下渠道销量下滑5.77%。中怡康数据显示，10月整体空调行业零售量市场同比下滑5.77%，相比9月整体12.22%的下滑幅度，边际存在改善。其中格力、美的、海尔、奥克斯分别变动-12.36%、-0.67%、-7.03%、+5.95%。

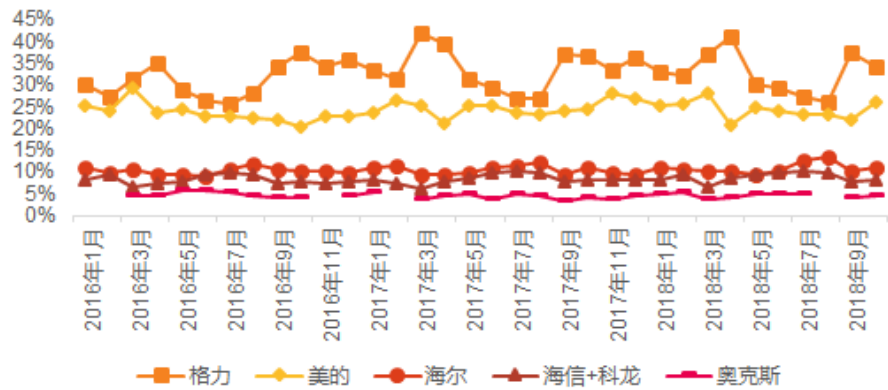
图 9：2016-2018 空调行业零售量（万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

**线下 KA：美的表现更优。**格力电器 10 月零售量份额同比下降 3.62pct，美的同比增长 3.97pct，海尔同比增加 0.79pct，海信+科龙同比增长 0.22pct。

图 10：空调行业及主要品牌零售份额



资料来源：产业在线，天风证券研究所

考虑到中怡康数据来源主要是一二线 KA 为主，可能对格力的终端零售存在一定低估，格力在 10 月以来做了大量的线下工厂巡展促销。

图 11：格力工厂巡展活动

图 11 展示了格力工厂巡展活动的宣传内容，包括深圳、云南和天津三个站点的活动详情。活动旨在通过工厂巡展的方式，向消费者展示格力电器的生产流程和产品质量，同时结合双11促销活动，推出爆款空调产品，如品悦和润享系列，价格分别为2099元和1399元。宣传语强调“绝对给力”和“直击往年盛况”，旨在提升品牌知名度和销售业绩。

资料来源：深圳格力公众号、云南盛世新兴公众号、天津格力电器公众号，天风证券研究所

**线上渠道：10 月延续负增长趋势。**从天猫渠道数据来看，2018 年 8 月空调零售量、零售额分别变动+0.32%、-3.51%。其中，2018 年 10 月美的、格力、海尔、奥克斯销售量同比分别-29.25%、+23.91%、-7.04%、21.42%；零售额方面美的、格力、海尔、奥克斯同比分别-30.87%、+32.90%、-3.69%、+19.51%。

**线上竞争格局：格力电器加大电商投入、奥克斯线上领先优势扩大。**18 年 10 月，天猫渠道空调销售前 4 名分别为奥克斯、美的、格力、海尔，零售量份额为 25.11%、23.96%、19.46%、4.59%，同比分别+4.36、-10.01、3.71、-0.36pct，格力电器加大线上投入，奥克斯品牌线上优势继续凸显。

整体来看，在终端销售压力加大时，各家公司均在努力促进销售。格力在线下专卖店和电商渠道发力，美的在 KA 表现亮眼，奥克斯在线上 and KA 渠道均表现良好。

### 三、投资建议：行业全年预计仍未正增长，龙头价值依旧

**行业层面：**2018 年仅剩下最后 2 个月，即使后续 2 个月下滑 10%，2018 年全年内销仍将创历史新高。

**竞争格局：**在终端需求较为疲弱的情况下，龙头公司凭借其产品力、渠道力往往能够实现市场份额的逆市提升。

**白电龙头价值依旧：**推荐持续回购提供安全边际、渠道层级精简、向高端转型、T+3 下库存控制良好的美的集团，行业变频比例增加利好空调产业链上的零部件龙头三花智控；终端渠道变革后，处于经营上升周期的青岛海尔，以及 2018 年业绩高增长、估值低的格力电器。

#### 风险提示

宏观经济不景气带来居民购买力降低；房地产销售波动导致需求减弱；原材料价格波动风险等。

## 分析师声明

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

## 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-23915663         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-82571995         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |