

家用电器

证券研究报告
2019年01月13日

2019年度策略报告：放下短期焦虑，让我们看一看远方

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 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518120002
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:12月天猫线上数据增速亮眼——2019W1周观点》 2019-01-07
- 《家用电器-行业点评:家电板块存在哪些商誉减值风险?》 2019-01-03
- 《家用电器-行业研究周报:11月冰箱产销数据亮眼,洗衣机保持平稳——2018W52周观点》 2019-01-01

引言：行业短期需求放缓下，家电企业需要如何应对？家电内销已经进入到存量竞争时代，企业面临的是如何快速应对市场需求以抢夺更多市场份额。在外部环境变化之际，企业应该趁机推动变革，还是稳住基本盘，后续再做打算？此外，由宏观环境带来的外部驱动之下的变革压力，也督促企业去思考转型。

大数据改造传统家电企业？

售后环节：引入大数据后，售后变成了企业了解消费者的起点，可以通过消费者在电商上的产品评价提取关键字分析、以及搜集消费者的使用习惯，分别反馈给营销团队、产品研发和制造团队，改进产品的营销和设计。

研发环节：传统制造企业的销售部门和研发部门的互动合作一直都存在，但真正的问题在于缺乏效率。原因：1) 销售部分和研发部门的 KPI 考核不同，诉求可能存在差异；2) 反馈的信息可能失真，消费者在接受需求调查时可能有意或者无意隐藏真实的需求。数字化是怎么改进家电企业研发体系，解决上述的痛点呢？1) 抓取电商中的评价，大数据分析反馈（例如格力该款空调 11 万评价中的偏好、问题）；2) 用户行为数据分析（用户使用习惯等），通过将上述客观的数据反馈给研发团队，能够更加有效率的去反哺产品研发。同时，销售部门的 KPI 设置包含与研发部门的数据互动

制造环节：制造层面需要由企业主导的大规模制造逐渐向用户需求驱动下的大规模定制转型，主要体现为两点，一是制造成本的降低（自动化程度高），尤其是小批量个性化定制的成本，二是供应链体系的重构，效率提升。

渠道环节：不仅仅体现的层级的削减，也意味着营销方式的重构。通过数字化营销工具，可以充分收集和了解热销动态，更加精确地把握需求变化，为生产、研发、售后等其他环节提供更加量化的建议。

2019 年家电行业展望

1) **内销：**由于地产销售对家电需求的滞后效应，我们预计 2019 年地产对家电拉动增速将边际放缓，2020 年需求或迎来拐点。具体分品类看，空调预计是 -10% 以内的销量下滑；冰箱、洗衣机品类保有量高，需求以更新换代为主，短期销量难以出现明显增长。但冰洗品类中长期看消费升级趋势明显，洗衣机由波轮转向滚筒，冰箱由单开门转向多开门、对开门，产品结构不断提升带动均价持续上行；厨电：短期扰动，2019 年行业整体增速预计在 0-5% 区间，厨电行业成长空间依旧，仍需关注 2C 业务逐渐向 2B 业务转型的风险，从竞争格局看，预计后续将向龙头集中，行业增速承压时，小品牌面临压力更大，有助于龙头加速整合。

2) **出口：**从外部环境看，中美贸易战预计持续，出口型公司出于规避贸易战考虑，越来越多的家电公司开始在海外设立工厂。家电出口在 2018 年 9 月起增速有较大改善，可能的原因是部分公司因为贸易战预期，提前在 2018 年下订单。2019 年中美贸易战影响下，年初的出口订单或因在 18 年末提前释放，有所下滑。

投资建议

基本面：短期看，内销基本面难言太多亮点。地产周期叠加空调库存周期，大家电预计表现整体较为一般，部分渗透率处于快速提升的小家电或带来投资机会；出口整体可能受到贸易战的影响，但部分出口公司在其他领域可能存在机会。此外，需要关注部分公司可能因为商誉减值带来的风险。估值：中国 A 股加入更多国际指数，带来估值提升。

综合来看，2019 年家电公司的股价表现整体风险可控，有部分公司基于长期价值投资价值显现。长远看，建议布局拥抱数字化转型的公司，关注后续此类公司在研发、制造、售后等环节重构带来的 ROE 提升，推荐标的：美的集团、三花智控、新宝股份、科沃斯。

风险提示：地产周期下行导致家电需求下滑、数字化投入导致费用增加；商誉减值带来利润下滑

内容目录

1. 引言	5
2. 以终为始，从售后环节的数字化说起	6
3. 研发环节，如何应用售后大数据？	7
4. 制造环节数字化：提高效率、降低成本	10
5. 2019 年家电行业展望	15
5.1. 内销：逃不开的地产周期	15
5.2. 2019 年出口展望	22
6. 投资建议：EPS 与估值的平衡	27

图表目录

图 1：马云新制造演讲	5
图 2：美的、海尔的数字化布局	5
图 3：三阶段生产方式划分	5
图 4：业务驱动方式改变	6
图 5：格力中央空调远程监控系统	7
图 6：格力中央空调 2018 年前 10 月市占率第一	7
图 7：研发数字化改造	8
图 8：科沃斯机器人智能路径规划	8
图 9：科沃斯机器人数据远程监控及记录存档	8
图 10：九阳炒菜机器人	9
图 11：九阳豆浆机	9
图 12：美的 2017 年成本构成	10
图 13：数字化制造演进方向	10
图 14：cosmoplat+ 互联工厂	11
图 15：美的生产员工人均产值(万元)	11
图 16：海尔生产员工人均产值(万元)	11
图 17：宝洁营业开支变化（亿美元）	12
图 18：宝洁收入和利润增速（亿美元，%）	12
图 19：沃尔玛的信息化投入	12
图 20：典型空调销售价值链示意图	12
图 21：渠道新模式	13
图 22：美的存货周转率明显提升(次)	14
图 23：美的费用率改善或许需要更长时间维度才能体现(%)	14
图 24：美云销平台实现数字化营销	14
图 25：从 ROE 分解看数字化改造的意义	15
图 26：从 ROE 分解看家电行业驱动因素	15
图 27：商品房拉动家电销售比例	15

图 29：现房和期房销售面积占比	16
图 30：一二线和三四线城市住宅销售面积占比.....	16
图 31：商品房分城市和分现期房增速	16
图 32：全国竣工面积和销售面积移动平均值（万平方米）	17
图 33：一二线竣工面积和销售面积移动平均值（万平方米）	17
图 34：三四线竣工面积和销售面积移动平均值（万平方米）	18
图 35：2018 年空调月度内销量（万台）	19
图 36：历年空调月度库存(万台).....	19
图 37：空调行业 2019 年分月预测.....	19
图 38：冰箱、洗衣机行业销量平稳.....	19
图 39：冰箱、洗衣机行业均价持续提升	19
图 40：2013-2018 年黑电销量（万台）	20
图 41：小米电视不断缩小与传统黑电企业差距（万台）	20
图 42：油烟机销量仅占冰洗一半（万台）	20
图 43：油烟机品牌数减少(个).....	20
图 44：天猫电饭煲市占率	21
图 45：天猫榨汁机市占率	21
图 46：2018 年天猫扫地机器人增速	21
图 47：irobot 收入增速（亿美元，%）	21
图 48：扫地机器人全球市场份额	22
图 49：空调阀门销量增速	22
图 50：2018 年人民币兑美元汇率.....	23
图 51：2018 年空调出口增速	23
图 52：2018 年冰箱出口增速	23
图 53：2018 年洗衣机出口增速	23
图 54：2018 年热轧卷价格在降低(元/吨).....	24
图 55：2018 年铜、铝价格在降低(元/吨).....	24
图 56：2018 年注塑价格在降低(元/吨).....	24
图 57：2018Q3 家电板块商誉值前 10 名（亿元）	25
图 58：2018Q3 期末商誉/净资产占比 20%以上的公司	25
图 59：白电龙头公司估值在 2016 年深港通开通后估值中枢上移	26
图 60：沪/深港通前十大活跃交易个股	26
图 61：家电板块及三大白电龙头历史 PE 情况.....	27
图 62：家电板块及三大白电龙头历史 PB 情况	27
图 63：2018 年家电板块市值前十大个股及其他股票交易量分化明显（亿股）	27
图 64:美的集团收入和利润（亿）	28
图 65：美的集团 PE-BAND	28
图 66：三花汽零业务 17-19 年业绩承诺情况——三年 CAGR 达到 22.3%.....	28
图 67：我国新能源汽车产销正在高速增长	28
图 68：新宝股份近期营收和利润情况（亿）	29
图 69：新宝股份 PE-Band	29

图 70：科沃斯营业收入和利润（亿）.....	30
图 71：科沃斯 PE-Band.....	30
表 1：美的数字化转型.....	13
表 2：2018-2020 年地产带动的家电需求增速预测.....	17
表 3：2018-2020 年地产带动的家电需求增速预测.....	18
表 4：18 年家电公司海外布局.....	22
表 5：MSCI 纳入 A 股时间表.....	25
表 6：标普道琼斯纳入 A 股时间表.....	25
表 7：富时罗素纳入 A 股时间表.....	25
表 8：家电板块个股机构持股情况(个).....	27

1. 引言

进入到 2018 年的尾声，无论是资本市场投资者还是家电企业经营者，大家似乎或多或少带着一点焦虑。

行业短期需求放缓下，家电企业需要如何应对？家电内销已经进入到存量竞争时代，企业面临的是如何快速应对市场需求以抢夺更多市场份额？在外部环境变化之际，企业应该趁机推动变革，还是稳住基本盘，后续再做打算？

当下的焦虑，可能不仅仅只是短期需求的放缓，由宏观环境带来的外部驱动之下的变革压力，也督促企业去思考转型。2016 年，阿里提出新零售，随后的两年中，我们观察到，包括家电在内的传统企业渠道模式面临变革与创新，线上线下的融合、京东小店、阿里村淘、网批模式纷纷出现，从而驱动渠道进一步变革、提升效率。在两年后的 2018 年，阿里又在云栖大会上提出了新制造，这是否意味着后续传统企业的制造环节也将迎来一场变革，正如目前变革进行中的渠道环节？

图 1：马云新制造演讲



资料来源：和讯网，天风证券研究所

值得注意的是，有远见的家电龙头，已经在做积极的应对。但“T+3”模式、智能制造工厂等的推进，我们是否正确理解这些变化的战略思考？

图 2：美的、海尔的数字化布局

MeiCloud
美云智数



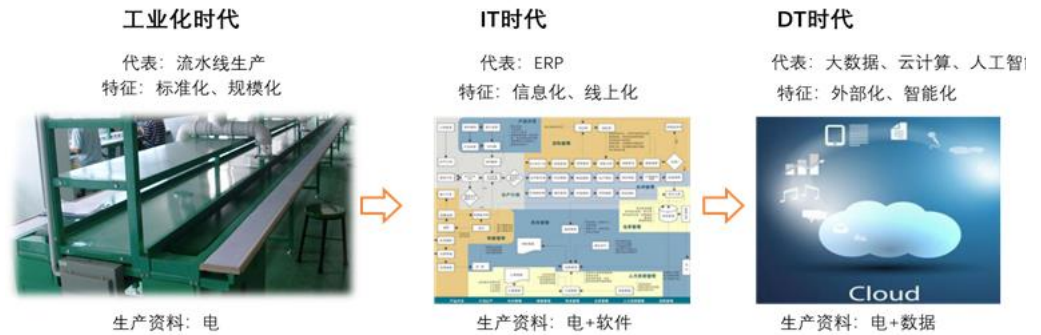
资料来源：美云智数官网，海尔官网，天风证券研究所

大数据应用是新的生产力革命

公司的本质是组织和运用资源进行产品生产或服务提供以获取盈利的组织。**大数据的应用将从某种意义上改变组织和运用资源的方式。**

数字化是时代趋势，也是经济发展的规律。工业的文明经历了从工业革命时代的流水线生产，IT 时代的信息化生产，再到 DT 时代的数据驱动。为了适应大数据应用，传统企业或将需要重新调整组织架构，以适应数字化时代的生产方式，而这种为了适应技术应用而体现出来的变革，我们认为，**这是“数字化转型”的核心。**

图 3：三阶段生产方式划分



资料来源：和讯网，天风证券研究所

大数据对家电行业改造背后，是短期家电行业内销面临存量竞争的大背景

目前家电部分品类内销市场面临存量竞争，这意味着：**销量增速下降，行业红利消散后，取而代之的是如何有效获得均价上升和市占率的提升？真正去考验企业的竞争能力。**那么，企业如何去和同行竞争，我们认为存量时代至少需要企业做到“更快、更好和更强”。

更快：快速响应需求，意味着企业需要更高效的供应链、制造与物流环节

更好：针对细分市场需求更好满足客户偏好，意味着企业需要更详细的用户需求分析

更强：比竞争对手横向比较优势在哪里？意味着企业需要更为彻底的市场数据去分析

尽管存量市场获取份额的难度在加大，但是如果能够应用好大数据，规模效应之下，赢家通吃的概率也越大。

那么，如何去用大数据改造传统家电企业？

数字化改造的核心在于数据的获取、处理和应用，**首先，我们回答一个问题，大数据从哪里来？——大数据来自业务的全流程环节。**

- 1) 生产：绝大多数制造企业通过 ERP 实施，已经完成内部资源的数字化改造，但需要与销售全环节打通。
- 2) 销售：不仅仅获取销售数据，更需要销售过程中产生的行为数据。
- 3) 物流：与生产数据联动，加强经销商的管控，体现出更高效的内部管理效率。
- 4) 售后：未来家电类产品 IOT 化将加速，售出之后的实际应用过程将产生更多的数据。
- 5) 研发、制造、营销、售后各环节的组织架构均需要变化适应、甚至是重构。

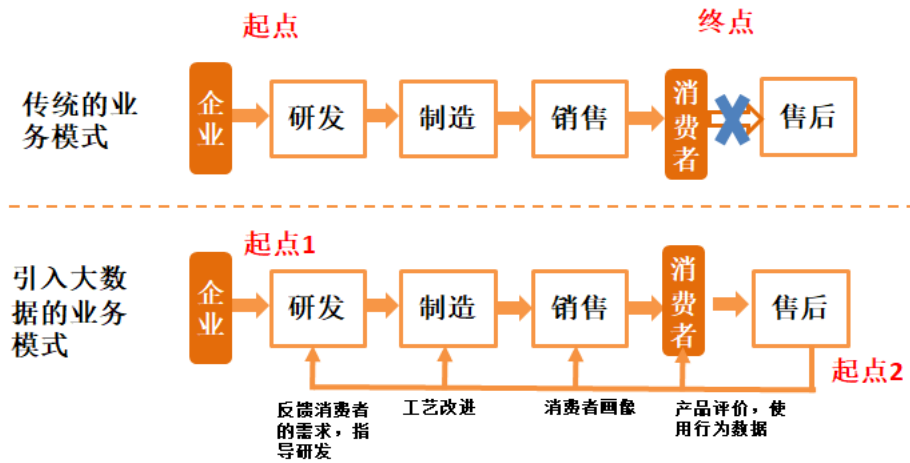
接着，我们分析家电公司在各个环节如何用数字化来改造

2. 以终为始，从售后环节的数字化说起

传统模式下，产品卖给消费者之后，除非是发生质量问题而产生售后维修，否则消费者和家电厂家之间不再有互动，这样的客户本质上并不是具有强粘性可以推动产生更大价值的用户概念；在大数据的应用下，卖给消费者后仅仅是开始和消费者互动的开始。数据的传导形成闭环，售后变成另一个起点，模式进行了重构。因此，我们便从售后环节的数字化转变作为讨论的起点。

引入大数据后，售后变成了企业了解消费者的起点，可以通过消费者在电商上的产品评价提取关键字分析、以及搜集消费者的使用习惯，分别反馈给营销团队、产品研发和制造团队，改进产品的营销和设计。

图 4：业务驱动方式改变



资料来源：比特网，天风证券研究所

以格力引入中央空调远程监控系统作为例子，该系统能对每台机组实时监控，在有该系统之前，格力面临的情况是这样的：1) 开机时工作人员到现场进行设置管理；2) 出现故障时要到现场检查才能知道原因，检修花费时间较多；3) 不知道客户的使用数据，无法为下一个客户服务时提供改进措施；引入该系统后，1) 无需亲临现场对每台机组都进行设置管理，远程即可以对楼宇空调系统进行运行状态查看、机组开停、温度设置等操作管理；2) 故障可远程知道原因，提高现场检修效率；3) 通过数据分析优化产品设计。

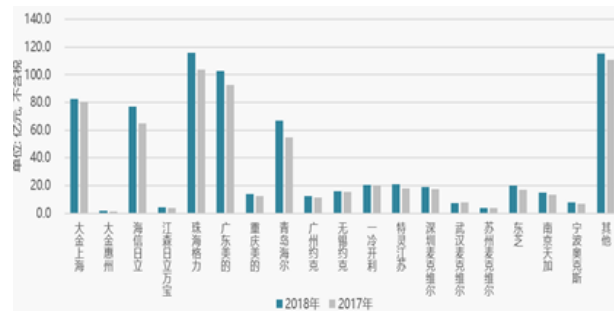
图 5：格力中央空调远程监控系统



资料来源：格力电器官网，天风证券研究所

该套系统引入的效果非常明显：首先，公司的成本得到节约（人工费等）；其次，公司能够通过使用数据的反馈分析，更清楚的知道中央空调在不同使用场景下的使用偏好，能够更好改进产品，受客户信赖。格力中央空调已经多年获得内销的市占率第一名。

图 6：格力中央空调 2018 年前 10 月市占率第一



资料来源：产业在线，天风证券研究所

3. 研发环节，如何应用售后大数据？

或许因为互联网企业的天然属性，互联网企业已经有了很多研发数字化的案例，例如小米的产品迭代、Netflix 大数据分析制作电视剧，这些案例的本质都是通过售后来反哺产品。**其实，传统制造企业的销售部门和研发部门的互动合作一直都存在**（例如，常用的方式有内部的定期产品会，售后回访外部的焦点小组等），**但真正的问题在于缺乏效率**。原因在于：1）销售部分和研发部门的 KPI 考核不同，诉求可能存在差异；2）反馈的信息可能失真，消费者在接受需求调查时可能有意或者无意隐藏真实的需求。

数字化是怎么改进家电企业研发体系，解决上述的痛点呢？

数据来源：1）抓取电商中的评价，大数据分析反馈（例如格力该款空调 11 万评价中的偏好、问题）；2）用户行为数据分析（用户使用习惯等），通过将上述客观的数据反馈给研发团队，能够更加有效率的去反哺产品研发。同时，KPI 考核有所变化：销售部门的 KPI 设置包含与研发部门的数据互动

图 7：研发数字化改造

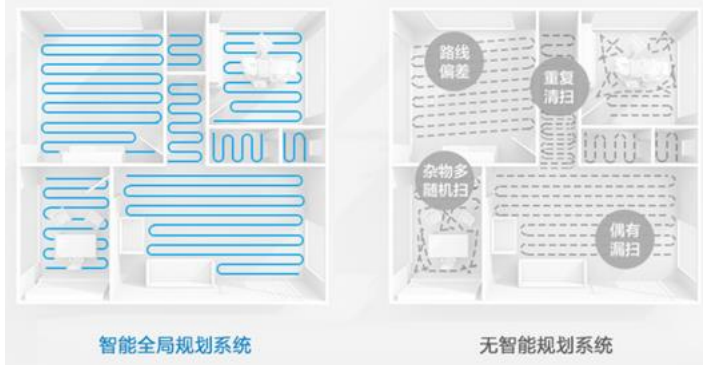


资料来源：天风证券研究所

我们通过一个科沃斯的案例来说明，数字化售后是如何帮助公司提升产品力的。科沃斯起初在线下开店，消费者对产品的意见反馈途径仅为商场营业员，而营业员到研发之间的消息传导途径不畅，导致消费者的意见到真正研发人员之间传递效率非常低。随着电商的发展，科沃斯抓住线上红利，同时**线上渠道获取客观评价数据也帮助公司迅速调整其产品**：数据显示科沃斯年轻女性消费者占比超过 60%，她们注重产品外观设计，而当时市面上的国产品牌，款式老旧且调性不高——2012 年 8 月，科沃斯首个原创高销量型号诞生，产品外观小巧，颜色为苹果白，符合互联网上年轻女性的审美。此外，公司也通过数据发掘用户痛点，针对特定用户研发细分产品：家有宠物的消费者普遍抱怨吸力不足，科沃斯深入挖掘，解决无法清扫细微毛发的痛点，通过天猫对宠物一族做定向内容推送，成功将该细分群体转换为用户。

最重要的，扫地机器人的核心是路径规划系统，其实，路径规划系统的功能的提高离不开客户行为数据分析。人工智能的数据训练越多，准确性越高，从这个意义上讲，科沃斯的产品和客户互动的越好，性能将越好，进入正向循环；3D 建模后面是数据库支撑，用户越多，背后的数据库将越丰富。

图 8：科沃斯机器人智能路径规划



资料来源：天猫、天风证券研究所

图 9：科沃斯机器人数据远程监控及记录存档



资料来源：公司官网、天风证券研究所

思考：研发费用的投入是不是可以因为数字化改造更加高效？

研发投入的数字本身固然重要，然而其机制设计可能对研发产品的市场化也不容忽视？

同为厨房小家电公司，九阳研发费用率比苏泊尔更高，九阳做了大量的产品创新（例如炒菜机器人，同时豆浆机的创新也领先对手）但是从商业化的角度看，苏泊尔似乎更胜一筹，炊具到小家电，再到家居小家电均非常成功，两者的差别背后可能是公司的研发机制在发挥作用——知道了消费者真正要什么东西，研发更有针对性，研发资源更聚焦。

图 10：九阳炒菜机器人



资料来源：天猫，天风证券研究所

图 11：九阳豆浆机



¥3999.00

九阳 (Joyoung) 破壁机豆浆机无渣1L无人原浆机DJ10R-K6 自带清洗功能 无需人

10+条评价

九阳破壁料理旗舰店

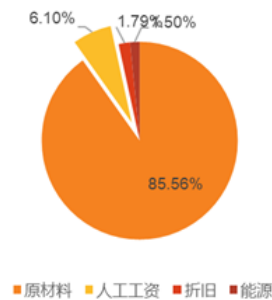
资料来源：天猫，天风证券研究所

4. 制造环节数字化：提高效率、降低成本

尽管家电企业成本结构中人工成本占比低，但是还要关注隐形的人工成本和管理成本（人工处理误差的浪费、人工效率、社会保障等）。

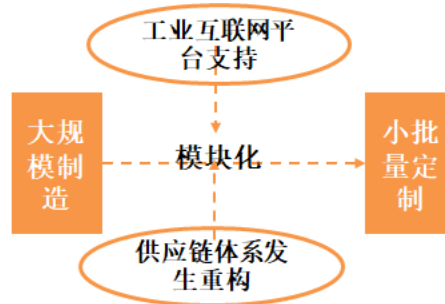
并且，未来随着消费者需求越来越个性化，制造层面需要由企业主导的大规模制造逐渐向用户需求驱动下的大规模定制转型，那么，数字化制造会有什么样的表现？主要体现为两点，一是制造成本的降低（自动化程度高），尤其是小批量个性化定制的成本，二是供应链体系的重构，效率提升。

图 12：美的 2017 年成本构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：数字化制造演进方向



资料来源：工控网，天风证券研究所

智能制造的标杆：海尔 cosmoplat+互联工厂

海尔通过独有互联工厂模式，完成工厂高精度下的高效率，通过全方位精益排程、工业设计云、工业大数据分析和 COSMO-IM 等智能制造套件，助力企业提质增效，完成智能制造转型。智能工厂不是简单的机器换人，而是链接用户网络，实现产销合一，本质是连用户；用户为体验的大规模定制，大数据基础上的柔性定制。

智能工厂帮助海尔提升制造效率，以海尔中央空调产线升级为例，公司的磁悬浮总装线，做到了 6 种产品的总装混产，工程不良减少了 30%，效率提升了 50%”

图 14：cosmoplat+互联工厂

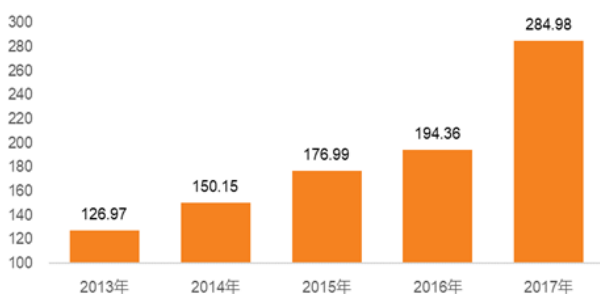


资料来源：海尔官网、天风证券研究所

数字化改造后生产效率的提升看得见么？

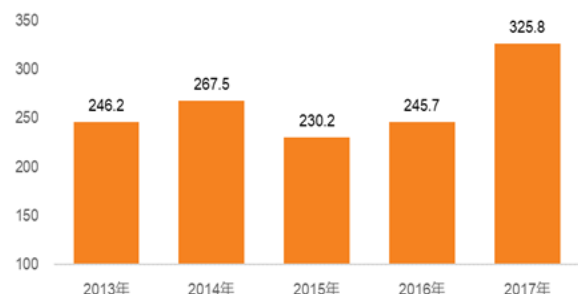
美的和海尔在制造环节的自动化改造能够看到显著成效，近三年的生产工人的人均产值不断提升（由于两家公司都有较大规模的并购，生产工人的数量前后不可比，人均产值更能说明问题）。

图 15：美的生产员工人均产值(万元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：海尔生产员工人均产值(万元)

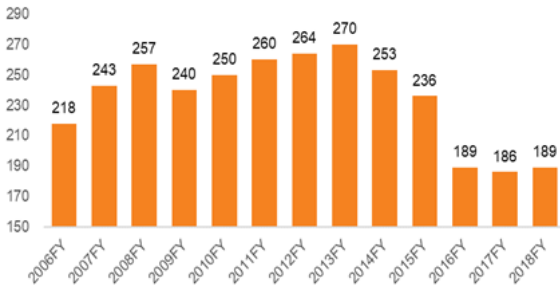


资料来源：Wind，天风证券研究所

研发制造的数字化改造要怎么去衡量成果？

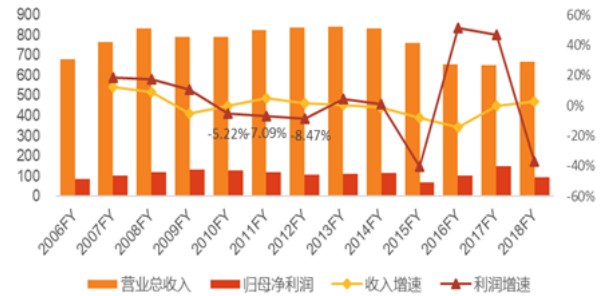
短期：财务绩效可能不太明显；甚至是副作用，投入资源导致费用率上升。宝洁的案例显示，在宝洁 2010 年提出数字化转型的最初几年，财务表现不太乐观，主要是资本开支加大导致业绩出现波动，后来新 CEO 上台，叫停了数字化转型投入。

图 17：宝洁营业开支变化（亿美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：宝洁收入和利润增速（亿美元，%）

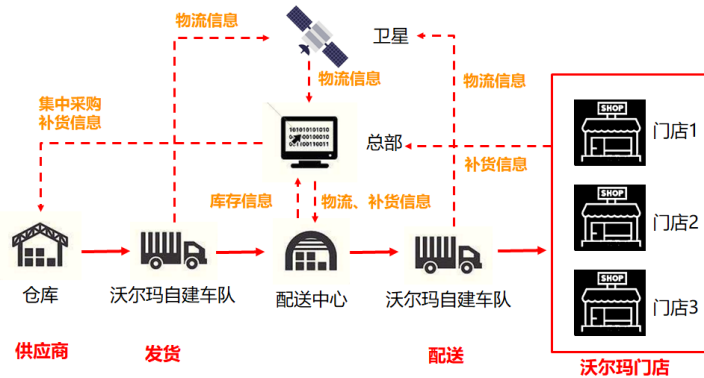


资料来源：Wind，天风证券研究所

宝洁的案例可能一个企业在数字化转型过程中短期陷入困境时企业如何下定决心去推动的一个不太成功的案例，而我们关注沃尔玛的成长史，发现相比其他竞争对手，沃尔玛更是一家科技公司。

数字化转型是一个过程，我们不妨去关注长期的力量——沃尔玛信息化投入拉开和竞争对手的差距，构筑很深的护城河。沃尔玛依重金信息资源投入（相当于那个时代的数字化革命），构建强大高效的供应链管理体系，成为美国零售业霸主。

图 19：沃尔玛的信息化投入



资料来源：《中国电子商务》，天风证券研究所

渠道体系数字化会带来什么？

层级削减，成本节约、效率提升

从空调渠道的发展历程来看，渠道层级的削减是大势所趋。以格力为例，1) 最初厂商直接供货给经销商，之后的货物去向难以管控；2) 后来公司设立区域经销商，划清界限易于管控，并在 07 年通过引入经销商战投的方式绑定双方利益；3) 随着苏宁、国美平台扣点率提升，格力多次与其中止合作，开始大力发展自有渠道。4) 天猫、京东等更加数字化的渠道平台兴起，使得传统经销模式必须积极向更高效率的形态转型。

图 20：典型空调销售价值链示意图



资料来源：天风证券研究所

在新零售倡导之下，空调的渠道模式出现了新变化，典型的是奥克斯的网批模式。奥克斯与京东合作的“网批”模式，充分运用数字化工具，进行库存共享统一调配，最大程度实现供应链协同，大幅提升库存周转效率，降低物流成本。

图 21：渠道新模式



资料来源：家电圈，天风证券研究所

渠道效率如何进一步提升，不仅仅是行业的后起之秀在努力实现弯道超车，白电巨头也在自我革新。

2012 年开始主动提出战略转型，经历 1.0、互联网+、2.0 等阶段，经过五年以上对于数字化持续投入，2019 年将全面推行全产业链数字化转型。

表 1：美的数字化转型

美的集团数字化阶段	发展
2012年数字化1.0阶段	PC端数据打通。全面确定了“632”战略，全面重构美的信息系统。实现九大事业部以及安得物流、客服中心等八大平台的ToB业务拉通与协同，建立了集团级企业标准和语言。
2015年提出“+互联网”	把数据从PC端转移到移动端，把机器设备和人连接起来
2016年数字化2.0阶段	企业所有的数据都可以24小时在线展示，供产业链上下游的合作伙伴共享。
2018年4月方洪波提出	2019年实现企业全面数字驱动的全价值链运营，用数据管理企业每天实时的运营。

资料来源：企业网 D1net，天风证券研究所

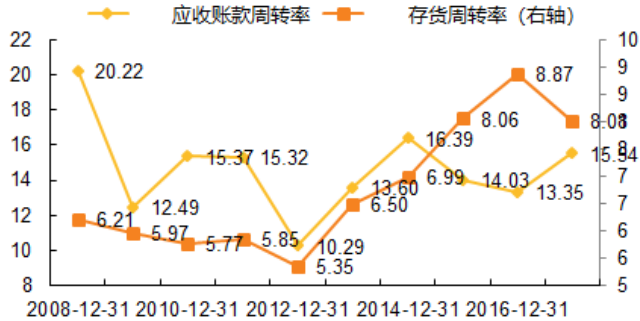
美的积极推行 T+3 模式，背后是对渠道的全面数字化改造，包括终端销售的数据化监测和反馈等。

美的的渠道效率改变如何呢？

周转率：美的推行 T+3 后对于存货有着极其严格的管理，因此其存货周转率相应也出现了显著提升。

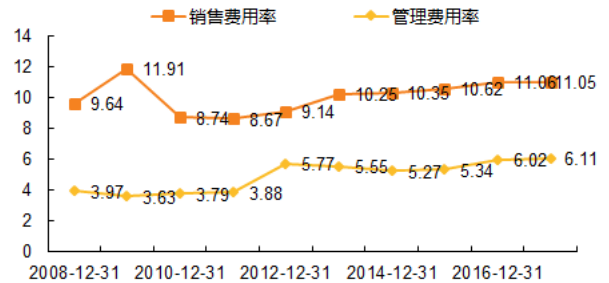
费用率：理论上说，渠道体系的数字化将会使得企业在研发、生产、仓储、物流等各方面费用投入效率提升，减少资源过度投入或投入不足的现象。而事实上，费用率的构成较为复杂，数字化对于费用率的改善可能短期无法在财务报表上迅速体现，但从中长期看，更高效率的运行模式将带来企业综合竞争实力的提升。

图 22：美的存货周转率明显提升(次)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：美的费用率改善或许需要更长时间维度才能体现(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

渠道的数字化，不仅仅体现的层级的削减，也意味着营销方式的重构。通过数字化营销工具，可以充分收集和了解热销动态，更加精确地把握需求变化，为生产、研发、售后等其他环节提供更加量化的建议。

图 24：美云销平台实现数字化营销

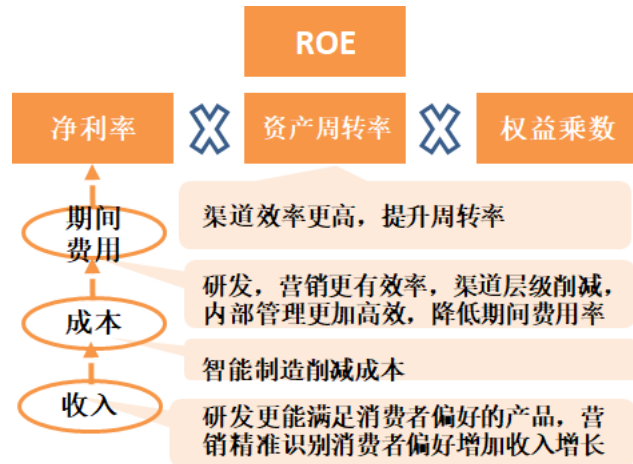


资料来源：公司官网，天风证券研究所

上面我们从公司业务流程各个环节的数字化改造进行了分析，那么，**数字化转型对企业的数字化改造对企业的绩效究竟是体现在哪里呢？**

通过杜邦分解看，我们认为数字化转型主要通过提升净利率和资产周转率来提升 ROE 水平。具体的，数字化改造后，研发和营销更能满足消费者偏好，将带动收入增长，提升复购率；智能制造将削减制造成本，尤其是个性化定制的成本，使得个性化定制的成本无限接近于大规模生产之下的成本。内部更加高效的管理、渠道层级的衰减等将降低期间费用率，综上，净利率将得到一定程度的改善。而渠道效率更高，内部管理和流程更加通畅，将提升企业的资产周转率。

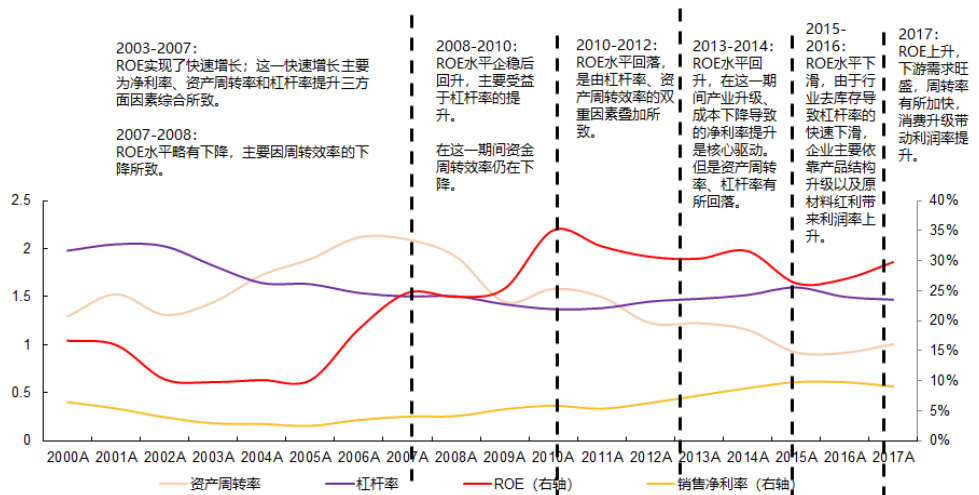
图 25：从 ROE 分解看数字化改造的意义



资料来源：天风证券研究所

从近年来家电三大白电的 ROE 变动水平看, 周转率从 15 年左右开始有所回升, 目前龙头净利率已经提升到较高的水平, 后续周转率的提升将是家电公司 ROE 提升的一个重要驱动。

图 26：从 ROE 分解看家电行业驱动因素



资料来源：Wind, 天风证券研究所

即使从短期看, 前期数字化改造可能会加大资本开支, 对利润率有一定波动。但是我们认为, 在未来的格局中, 抓住数字化发展的企业将拥有竞争“核武器”, 没做好准备的将逐渐淘汰, 事实上, 最后这个关乎企业生死存亡的问题。

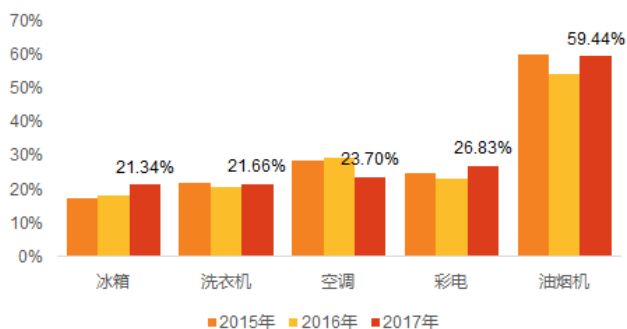
5. 2019 年家电行业展望

5.1. 内销：逃不开的地产周期

家电作为地产后周期行业, 2019 年的行业需求预判仍需参考地产景气程度, 尤其是厨电受到的影响更大。此前, 我们此前做过测算, 厨电销量受地产波动影响最大, 占比约 60%; 白电和黑电销量受商品房拉动占比不到 30%。而从地产销售边际增速看, 增速在继续放缓, 2018 年地产整体增速环比 2017 年边际放缓, 尤其是现房增速下滑幅度较大。

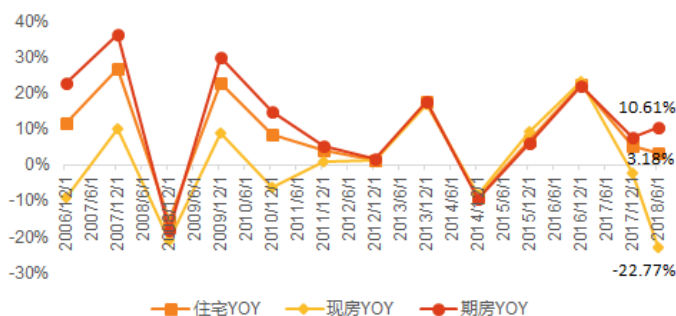
图 27：商品房拉动家电销售比例

图 28：商品住宅销售面积增速



资料来源: Wind, 地产统计年鉴, 天风证券研究所

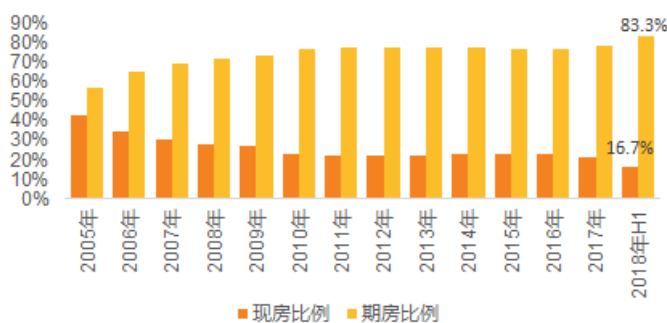
(算法: 商品房销售套数经过滞后和空置率调整得到当年能够带来的家电销售套数, 再除以产业在线内销量)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

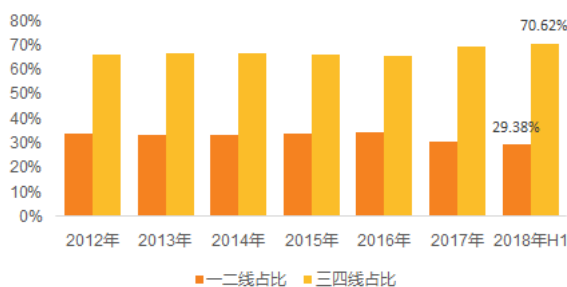
从地产结构数据看, 目前期房是主流形态, 占比超 80%; 三四线城市住宅销售面积占比超 70%, 且增速出现一定的分化, 2017 年开始, 一二线和三四线地产销售增速产生分化, 三四线增速显著优于一二线, 2018 年现房和期房的销售增速分化, 期房增速显著好于现房。

图 28 : 现房和期房销售面积占比



数据来源: Wind, 天风证券研究所

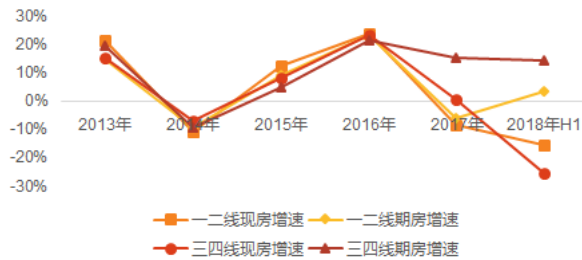
图 29 : 一二线和三四线城市住宅销售面积占比



数据来源: Wind, 天风证券研究所

(一二线城市包括: 北京/上海/深圳/成都/杭州/武汉/天津/重庆/西安/长沙/青岛/沈阳/大连/厦门/苏州/宁波/无锡/福州/合肥等 40 个城市)

图 30 : 商品房分城市和分现期房增速



数据来源: Wind, 天风证券研究所

由于地产销售对家电需求的滞后效应，我们预计 2019 年地产对家电拉动增速将边际放缓,2020 年需求迎来拐点。我们按照现房滞后 6 个月，期房滞后 18 个月测算家电需求。18 年全年按照 18H1 增速假设，19 年现房增速分别为按照-10%、-5%和 0%；一二线期房按照-2%，0%和 2%；三四线期房按照 5%、9%和 13%进行假设；2020 年现房假设为-5%、0%和 5%增长三种情形进行假设分析。

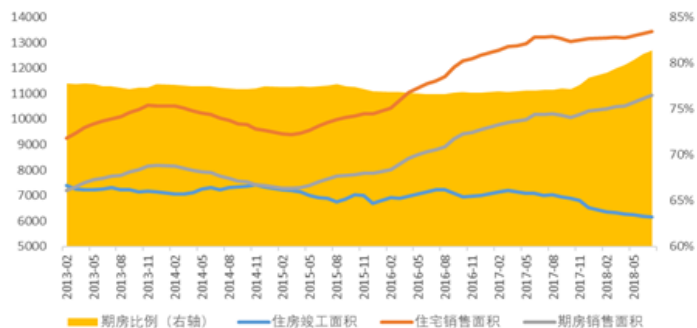
表 2：2018-2020 年地产带动的家电需求增速预测

	2015年	2016年	2017年	2018年E	2019年E			2020年E		
					悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
一二线现房带来的销售增速	6835.3	8646.1	9122.9	7973.3	6903.9	7062.8	7221.6	6174.5	6860.6	7380.0
一二线期房带来的销售增速	29311.4	28993.7	34921.5	37701.6	36160.2	36160.2	36160.2	36087.6	36824.1	37160.0
三四线现房带来的销售增速	17288.4	20581.2	24239.0	19985.8	16202.9	16575.7	16948.6	14491.1	16101.2	17320.0
三四线期房带来的销售增速	57549.0	53966.6	60961.3	74173.3	82730.6	82730.6	82730.6	93358.6	92353.9	93880.0
合计带来的销售增速	110984.1	112187.6	129244.7	139834	141997.6	142529.4	143061.1	148584.6	152139.7	155740.0
	1.03%	1.08%	15.20%	8.19%	1.55%	1.93%	2.31%	4.64%	6.74%	8.81%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

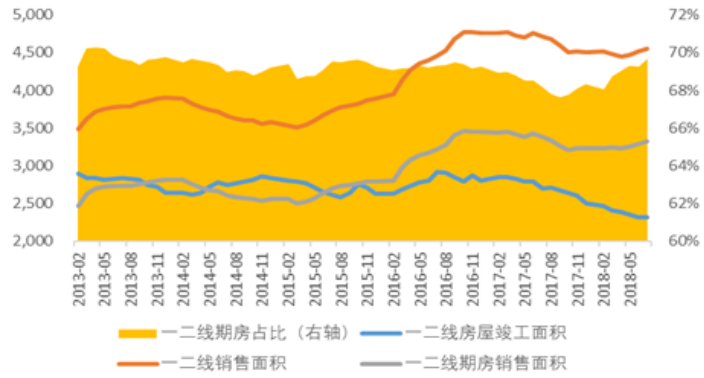
此外，我们认为地产对家电销售拉动可能超越我们预期的一个因素在于，竣工数据的回归。此前我们可以看到，住宅商品房平均竣工面积和商品房销售面积之间的差值不断拉大，其中，一二线的差值拉大趋势相对较小，三四线差值趋势变化较大，除了期房占比有提升之外，预计主要原因在于期房的交房期限在变长。从 15 年左右开始的地产销售和竣工数据的背离，是否可能在明年能够发生一定改善，实际竣工的数据增多，毕竟长期的背离后必然在后续意味着均值回归。

图 31：全国竣工面积和销售面积移动平均值（万平方米）



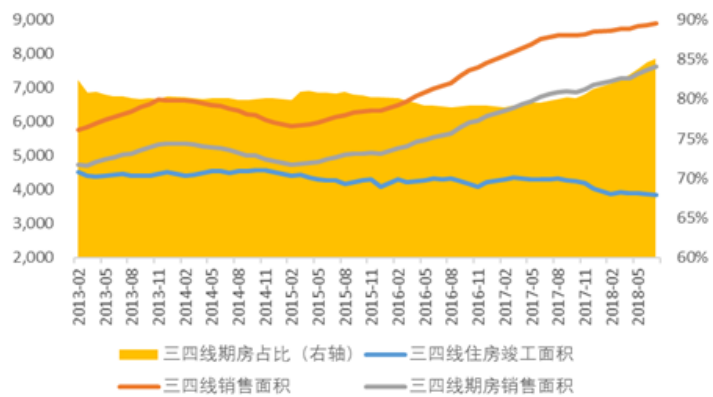
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 32：一二线竣工面积和销售面积移动平均值（万平方米）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 33: 三四线竣工面积和销售面积移动平均值 (万平方米)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

因此,我们重新调整滞后周期,再来测算地产的滞后效应。我们按照现房滞后 6 个月,一二线期房滞后 18 个月,三四线期房滞后 24 个月,重新测算地产对家电需求。**结论是 2020 年迎来需求拐点,2019 年和 2020 年预计增速略好于此前的测算值。**

表 3: 2018-2020 年地产带动的家电需求增速预测

	2015年	2016年	2017年	2018年E	2019年E		
					悲观	中性	乐观
一二线现房带来的销售增速	6835.3	8646.1	9122.9	7973.3	6903.9	7062.8	7221.6
	-6.75%	26.49%	5.51%	-12.60%	-13.41%	-11.42%	-9.43%
一二线期房带来的销售增速	29311.4	28993.7	34921.5	37701.6	36160.2	36160.2	36160.2
	8.33%	-1.08%	20.45%	7.96%	-4.09%	-4.09%	-4.09%
三四线现房带来的销售增速	17288.4	20581.2	24239.0	19985.8	16202.9	16575.7	16948.6
	-3.58%	19.05%	17.77%	-17.55%	-18.93%	-17.06%	-15.20%
三四线期房带来的销售增速	58935.5	53317.8	55749.4	67668.5	77950.7	77950.7	88912.9
	19.49%	-9.53%	4.56%	21.38%	15.19%	15.19%	14.06%
合计带来的销售增速	112370.6	111538.9	124032.8	133329.2	137217.7	137749.4	138281.2
	10.56%	-0.74%	11.20%	7.50%	2.92%	3.32%	3.71%

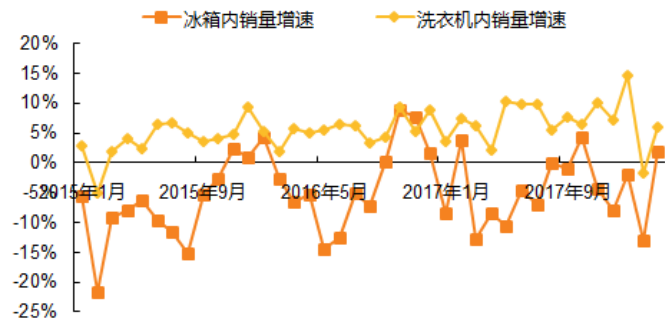
资料来源: Wind, 天风证券研究所

再细分来看具体家电子行业 2019 年的增速预期

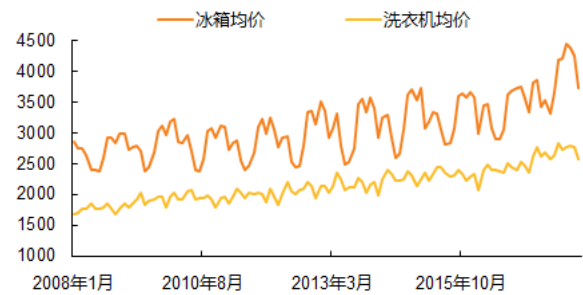
空调: 2018 年大概率继续创新高, 2019 年增长或承压

2018 年空调内销预计在 9300 万-9500 万台左右, 同比去年 8875 万台的高基数, 继续创新高

假设 2018 年 9 月-12 月增速为-10%、-10%、-5%和-5%。2019 年空调行业将面临同期



资料来源：产业在线，天风证券研究所

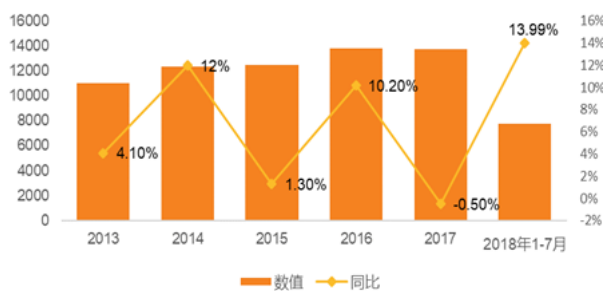


数据来源：中怡康 天风证券研究所

黑电：2019 需求进入小年

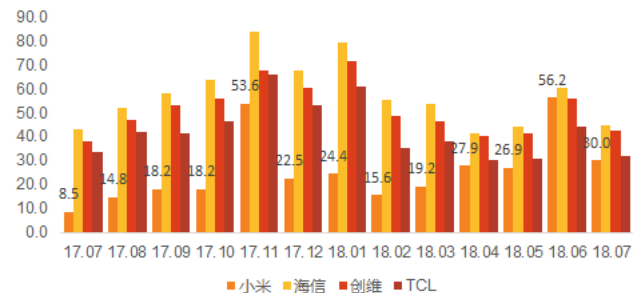
黑电销量增速具有明显的波动性，偶数年因为体育赛事等拉动，需求显著好于奇数年。从成本看，面板价格处于较低位置，成本端能得到较好控制，2018年9月上旬，32寸面板价格为56美元，43寸为79美元，50寸为117美元，55寸为157美元，价格相比年初普遍有大幅下降。从竞争看，明年的竞争格局仍存变数：小米电视保持快速增长，缩小与传统厂家的差距，华为预计将推出智能电视，可能进一步对行业产生冲击。

图 39：2013-2018 年黑电销量（万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 40：小米电视不断缩小与传统黑电企业差距（万台）

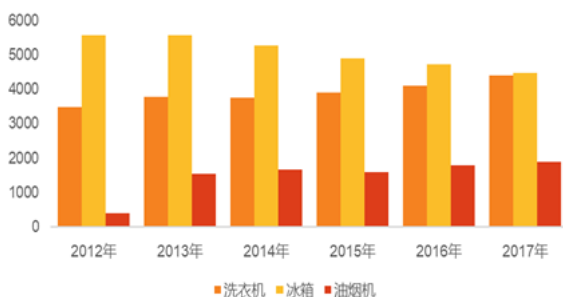


数据来源：奥维云网，天风证券研究所

厨电：短期扰动 VS 长期空间

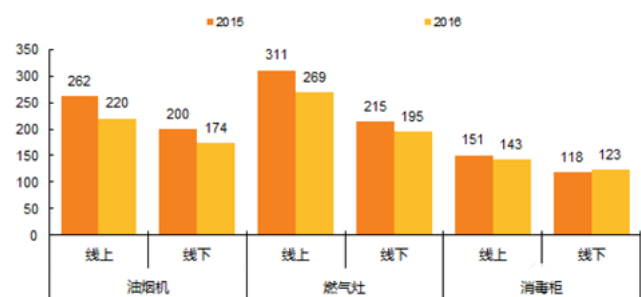
根据前面的测算，2019年厨电行业整体将比2018年面临更大的压力，行业拐点将在2020年出现，2019年行业整体增速预计在0-5%区间（地产拉动比例较高，根据地产拉动假设）。厨电行业成长空间依旧，仍需关注2C业务逐渐向2B业务转型的风险，从竞争格局看，预计后续将向龙头集中，行业增速承压时，小品牌面临压力更大，有助于龙头加速整合。

图 41：油烟机销量仅占冰洗一半（万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 42：油烟机品牌数减少(个)

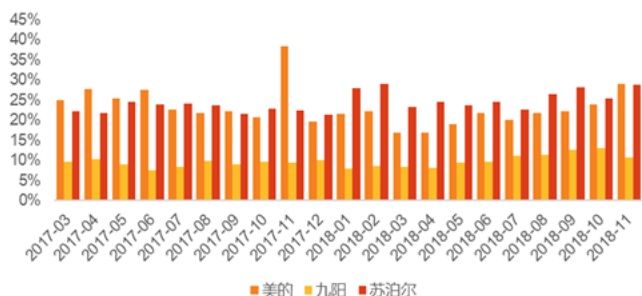


资料来源：中怡康，天风证券研究所

厨房小家电：稳中有变

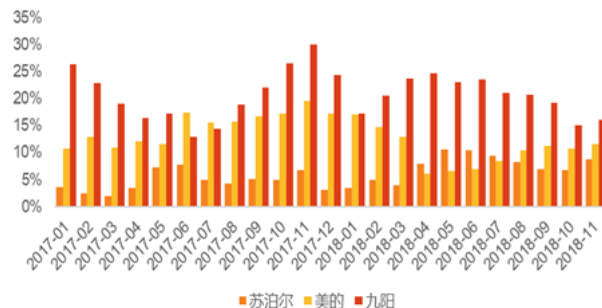
行业平稳增长：品类众多，基本步入较为成熟的阶段，增速整体预计是个位数增长。美的、苏泊尔、九阳三足鼎立格局难更改，不同品类中或许排名各有强弱，整体看格局稳定。但是，我们也需要关注长尾市场的变化，小米的电水壶（高颜值）、摩飞的随行杯等，满足了很多细分市场的需求。

图 43：天猫电饭煲市占率



资料来源：淘数据，天风证券研究所

图 44：天猫榨汁机市占率

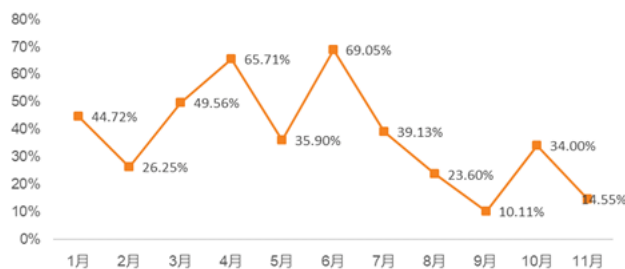


资料来源：淘数据，天风证券研究所

生活小家电：渗透率提升之路

吸尘器、扫地机器人处于高速增长期，天猫中扫地机器人增速仍超 20%，尽管吸尘器渗透率高于中国，美国 IROBOT2017 年增速超 30%（含并购日本和西欧的分销商）。中国公司在清洁电器领域初具国际竞争力。

图 45：2018 年天猫扫地机器人增速



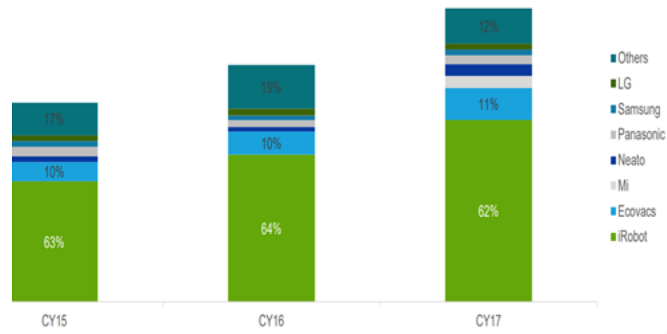
资料来源：淘数据，天风证券研究所

图 46：irobot 收入增速（亿美元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：扫地机器人全球市场份额

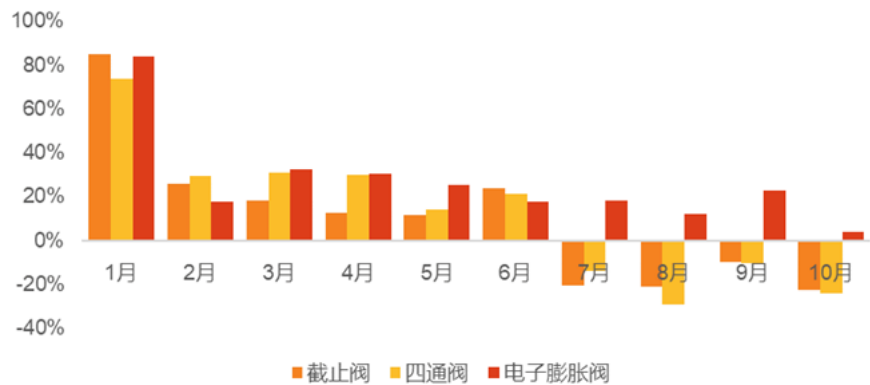


资料来源：iRobot 三季报，天风证券研究所

零部件：跟随下游需求波动

空调零部件短期跟随下游，需求承压，截止阀、四通阀等跟随下游周期波动，电子膨胀阀渗透率提升增速稳定。穿越周期的法宝是努力拓展新应用。三花公告三花汽零被确定为德国宝马新能源电动汽车平台热管理部件的供应商，意味着三花汽零的新能源汽车热管理部件已进入所有欧洲大型汽车厂商的新能源汽车平台。

图 48：空调阀门销量增速



资料来源：产业在线，天风证券研究所

5.2. 2019 年出口展望

18-19 年趋势渐起：出海设厂，布局东南亚

从外部环境看，中美贸易战预计持续，出口型公司出于规避贸易战考虑；从自身经营战略看，国际化打开成长空间，优化资源配置，更好服务海外的本土化战略。2018 年，越来越多的家电公司开始在到海外设立工厂。

表 4：18 年家电公司海外布局

公司	18年海外布局	原因和影响
莱克电气	计划以自有资金投资2000万美元在越南建设生产基地	更好应对贸易战；有利于扩大公司海外生产能力，充分开拓国际市场，更好的满足国际市场需求
地尔汉宇	拟收购在泰国的工厂Seil Controls 100%股权，交易金额为330万美元	有利于优化公司整体资源配置，对公司未来业务规模扩大和业绩增长将产生积极作用
三花智控	在越南拿下200多亩地准备建厂	应对贸易战；均衡工厂配置
美的集团	美的集团印度工厂预计将于2018年底投入运营	发力海外市场
青岛海尔	新建印度北部工业园550万台/套家电产品项目	满足海尔产品在印度市场的增长需要，提升海尔品牌在当地市场竞争力，促进公司在印度市场的本土化

资料来源:Wind, 虎嗅网, 环球网, 天风证券研究所

出口增速 18 年末有翘尾，19 年初或存压力

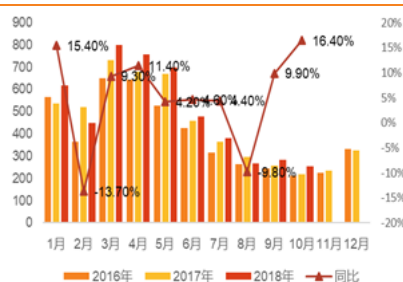
家电出口在 2018 年 9 月起增速有较大改善，可能的原因是部分公司因为贸易战预期，提前在 2018 年下订单。2019 年中美贸易战影响下，年初的出口订单或因在 18 年末提前释放，有所下滑。

图 49：2018 年人民币兑美元汇率



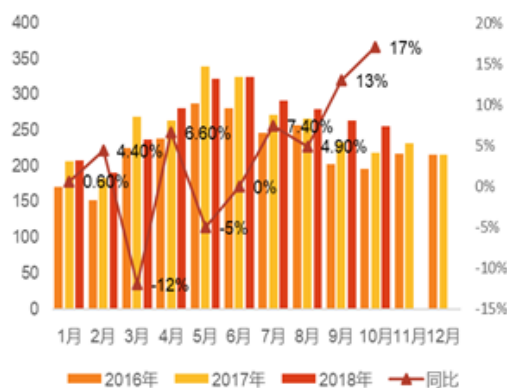
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：2018 年空调出口增速



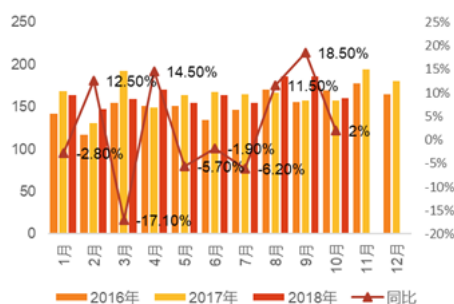
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 51：2018 年冰箱出口增速



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 52：2018 年洗衣机出口增速



资料来源：产业在线，天风证券研究所

短期需要关注的风险因素之一：大宗成本

18 年家电上游大宗材料成本整体稳中有降，成本是否会成为影响空调行业格局的重要因素？

毕竟，谁在原材料较高的时候生产的越多，谁的成本就处于劣势。

图 53：2018 年热轧卷价格在降低(元/吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 54：2018 年铜、铝价格在降低(元/吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 55：2018 年注塑价格在降低(元/吨)



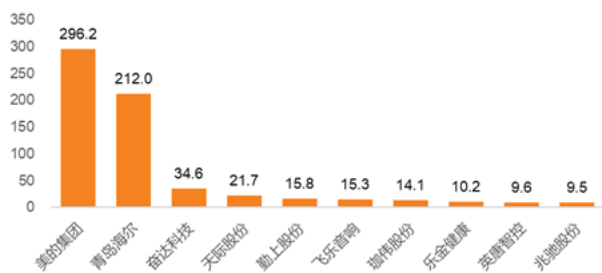
资料来源：Wind，天风证券研究所

短期需要关注的风险因素之二：商誉减值

2018 年 11 月，证监会发布《会计监督风险提示第 8 号——商誉减值》，意在加强商誉问题的风险监督，要求定期进行商誉减值测试，在财务报告中披露与商誉减值有关所有重要信息，对减值测试方法等详细规定，减少企业自主操作空间

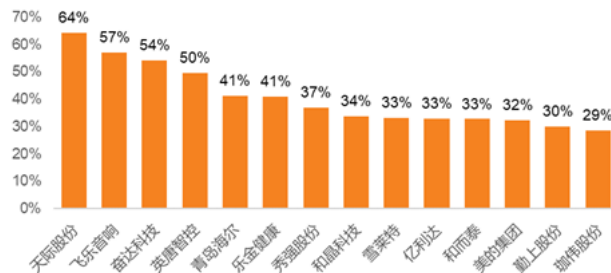
家电行业中，美的、海尔海外并购留下大额商誉，考虑到美的、海尔稳健的经营业绩，预计商誉减值风险可控，部分中小公司业绩承压，而商誉占净资产的比例较高，需防范可能的商誉减值风险。

图 56：2018Q3 家电板块商誉值前 10 名（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 57：2018Q3 期末商誉/净资产占比 20%以上的公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

估值探讨：外资会驱动驱动家电估值提升么？

自沪港通、深港通的正式开通至今，A 股的投资者结构事实上已经在发生改变。而随着 MSCI、富时罗素、标普道琼斯等先后决定将 A 股实现纳入，未来将持续带来资金结构的改变。中长期看，我们预计投资者结构的变化对于市场的影响或将持续 2-3 年。

表 5：MSCI 纳入 A 股时间表

时间	事件
2017年12月1日	"MSCI 中国 A 股国际大型股指" 将更名为 "MSCI 中国 A 股大型股指"
2018年一季度	发布关于中国 A 股纳入的详细问答文件
2018年3月1日	将 "MSCI 中国 A 股指数" 更名为 "MSCI 中国 A 股在岸指数"；发布新的 "MSCI 中国 A 股指数"，追踪的个股将限定在 "沪股通" 和 "深港通" 范围之内。
2018年6月1日	按照 2.5% 的比例将 A 股正式纳入
2018年9月3日	将 A 股的纳入比例提升至 5%。

资料来源：凤凰财经、天风证券研究所

表 6：标普道琼斯纳入 A 股时间表

时间	事件
2018年12月5日	标普道琼斯公布了 2018 年度市场分类评审结果，宣布将通过沪港通、深港通机制进行交易的合格 A 股纳入其全球指数体系，分类级别为新兴市场。
2018年12月31日	标普道琼斯将公布初步纳入的具体标的名单。
2019年9月6日	再次公布具体标的的调整名单。
2019年9月23日	正式生效，纳入因子为具体 A 股标的的可投资市值的 25%。

资料来源：凤凰财经、天风证券研究所

表 7：富时罗素纳入 A 股时间表

时间	事件
2018年9月	富时罗素宣布将 A 股纳入其全球指数体系
2019年6月	第一阶段：以富时中国 A 股互联互通全指成分股为基准，按照 25% 的比例作为初始纳入因子，进入富时全球指数系列，纳入股票范围包括大盘股，中盘股和小盘股。
2019年6月	第一阶段：实现比例 20%
2019年9月	第一阶段：实现比例 40%
2020年3月	第一阶段：实现比例 40%，完成第一阶段，预计 A 股占富时新兴市场指数的权重将达到 5.5%。

资料来源：凤凰财经、天风证券研究所

外资的进入是否能托底行业估值？

图 58：白电龙头公司估值在 2016 年深港通开通后估值中枢上移



资料来源：Wind，天风证券研究所

外资流入背后，是否意味着定价权的转换？从沪港通、深港通北向资金情况看，2018 年交易金额较 2017 年显著上升，这是一个交换战场的过程，而家电个股的定价权也随之发生变化。在 A 股市场整体处于存量博弈的背景下，作为边际增量的外资进入成为打破传统估值中枢框架的重要力量。

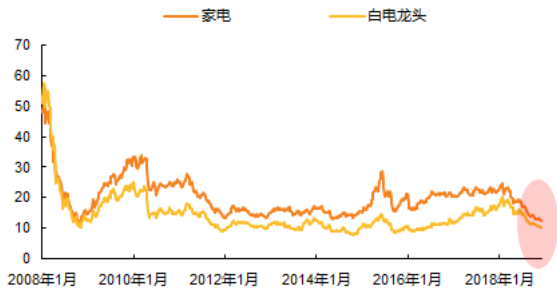
图 59：沪/深港通前十大活跃交易个股

沪/深港通前十大活跃交易个股	公司	2017	2018至今	YOY
买入金额 (亿元)	格力电器	290.1	553.6	91%
	美的集团	415.9	587.8	41%
	青岛海尔	62.6	88.4	41%
	老板电器	36.7	22.1	-40%
	三花智控	5.4	14.2	163%
	苏泊尔	2.8	未进入前十大	-
	合计	813.5	1266.0	56%
卖出金额 (亿元)	格力电器	164.1	565.3	245%
	美的集团	193.8	451.6	133%
	青岛海尔	51.8	102.7	98%
	老板电器	13.1	25.2	93%
	三花智控	0.5	8.5	1555%
	苏泊尔	0.9	未进入前十大	-
	合计	424.1	1153.4	172%
净买入金额 (亿元)	格力电器	126.0	(11.8)	-109%
	美的集团	222.2	136.2	-39%
	青岛海尔	10.8	(14.3)	-233%
	老板电器	23.6	(3.2)	-113%
	三花智控	4.9	5.7	18%
	苏泊尔	1.9	未进入前十大	-
	合计	389.4	112.7	-71%

资料来源：Wind，天风证券研究

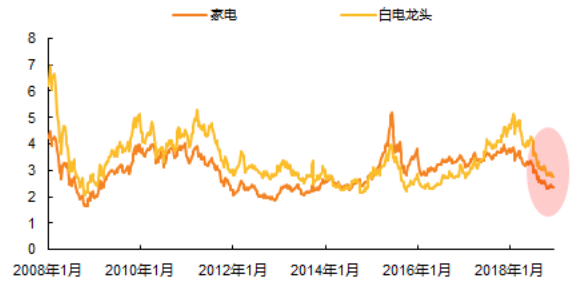
回顾板块历史估值水平可以发现，当前时点下家电板块和三大白电龙头的市盈率 PE、市净率 PB 均处于历史底部水平。尽管市场对于 19 年的基本面情况存在一定程度担忧，我们认为整体估值中枢的提升仍是大概率事件。

图 60：家电板块及三大白电龙头历史 PE 情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 61：家电板块及三大白电龙头历史 PB 情况

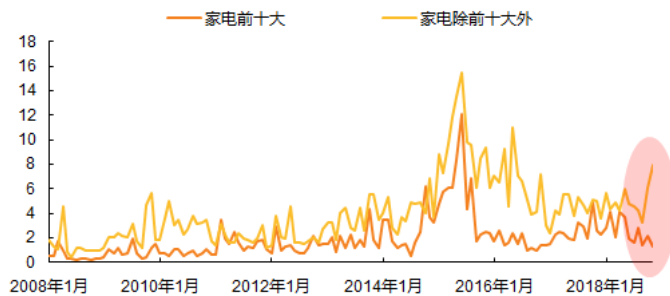


资料来源：Wind，天风证券研究所

分大票和小票看，出现一定分化

从交易量看：2018 年以来，家电板块公司表现出现明显分化，其中大市值公司交易量仍在放大，而小市值公司成交量萎缩明显。

图 62：2018 年家电板块市值前十大个股及其他股票交易量分化明显（亿股）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从机构持股情况看：2018 年以来，家电板块大市值公司机构持股家数仍在增加，而小市值公司持股的机构家数明显下降

表 8：家电板块个股机构持股情况(个)

持股情况	平均持股机构家数			平均持股基金家数		
	2018Q3	2017Q3	YOY	2018Q3	2017Q3	YOY
板块市值前十大个股	116	104	12	108	97	11
其他个股	8	10	-2	3	5	-2

资料来源：Wind，天风证券研究所

展望 2019 年：我们预计小票的估值可能存在进一步下降的风险，而白马等市值较大个股估值存在提升的空间。因此，我们认为，板块整体估值中枢水平很可能在 19 年逐渐提升，导致板块的整体股价表现相对稳健。

6. 投资建议：EPS 与估值的平衡

基本面：短期看，内销基本面难言太多亮点。地产周期叠加空调库存周期，大家电预计表现整体较为一般，部分渗透率处于快速提升的小家电或带来投资机会；出口整体可能受到贸易战的影响，但部分出口公司在其他领域可能存在机会。此外，需要关注部分公司可能因为商誉减值带来的风险。

估值：中国 A 股加入更多国际指数，有望带来估值提升。

因此综合来看，2019 年家电公司的股价表现整体风险可控，有部分公司基于长期价值投资价值显现。

长远看，建议布局拥抱数字化转型的公司，关注后续此类公司在研发、制造、售后等环节重构带来的 ROE 提升，推荐标的：**美的集团、三花智控、新宝股份、科沃斯。**

美的集团——蓄势待发

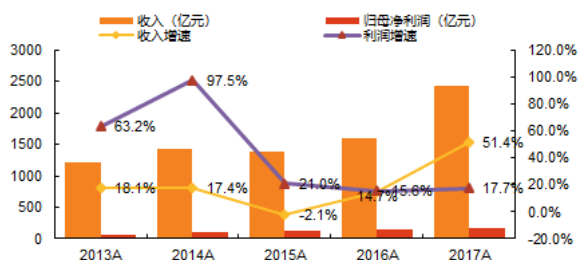
2018 年为公司调整年，主动进行产品结构调整，舍弃部分盈利能力及均价较低的中低端产品，同时组织架构也有部分变动，短期营收放缓，中长期看将有利于公司提升品牌定位，增强产品竞争力和盈利能力。

公司拟换股合并小天鹅，将强内部协同，美的有望成长为新消费品平台型公司，公司通过持续的海外收购快速提升全球综合竞争力。合伙人持股计划、股票期权激励草案以及限制性股票激励计划，实现了各事业部核心团队、公司员工、管理层的利益绑定。

美的数字化转型、渠道层级削减，均为后来的增长在蓄能

预计公司 18-20 年净利润为 205.1 亿、241.8、284.7 亿，净利润增速为 18.7%、17.9%、17.7%，19 年 1 月 11 日股价对应 18-20 年约 12.76x、10.8x、9.2xPE，维持买入评级。

图 63:美的集团收入和利润 (亿)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 64：美的集团 PE-BAND



资料来源：Wind，天风证券研究所

三花智控——制冷核心零部件龙头，强势切入热管理领域

排除汇兑损益影响，公司一季度实际经营业绩增长扎实。公司电子膨胀阀、变频控制器、压力传感器等节能环保新品将持续受益于消费升级，带动公司产品结构和毛利率的改善。此前公司陆续公告了戴姆勒、沃尔沃、蔚来汽车的合作订单，19 年为新能源新车型落地大年，长期成长性值得看好。

我们预计公司 18-20 年净利润增速为 4.1%、15.6%、18.1%，净利润为 12.9、14.9、17.6 亿元，19 年 1 月 11 日股价对应 18-20 年 22.4x、19.5x、16.5xPE，维持买入评级。

图 65：三花汽零业务 17-19 年业绩承诺情况——三年 CAGR 达到 22.3%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 66：我国新能源汽车产销正在高速增长



资料来源：公司公告，中国汽车工业协会，天风证券研究所

新宝股份——转型互联网品牌 ODM 龙头，主业进入恢复期

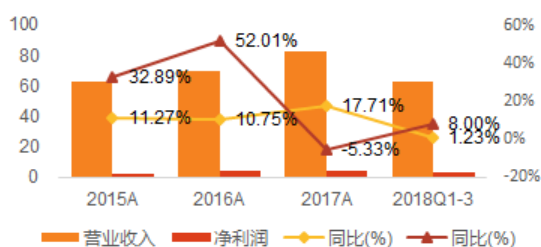
西式小家电出口龙头，主业进入恢复期：公司小家电出口份额位居国内第一，2017 年出口收入占比超过 85%。公司积极开拓和研发新品，同时凭借自动化优势和规模优势，在制造成本和品质上具备显著国际竞争力。随着人民币汇率贬值持续，公司出口业务进入恢复期，竞争力将进一步提升。

转型互联网品牌 ODM 龙头，积极拓展内销市场：公司从 16 年开始与小米、名创优品等创新品牌积极合作，目前净水器、电动牙刷等品类已逐渐形成规模，凭借公司多年积累的强大制造研发能力，未来 1-2 年内将向更多品类和品牌横向快速复制。在自主品牌方面，公司代理英国高端品牌摩飞，同时积极拓展东菱品牌以及咖啡机品牌 Barsetto，在专业化细分市场上积极着力，凭借差异化快速成长。

员工激励机制完备，夯实长期发展动力：公司 17 年 8 月推出员工持股计划，对象包括公司董事、监事、高级管理人员和其他员工等合计不超过 106 人；实现公司、股东、员工利益的协调一致，夯实公司的长远发展动力。员工持股资管计划买入均价 12.69 元/股，当前股价与员工持股价格倒挂明显。

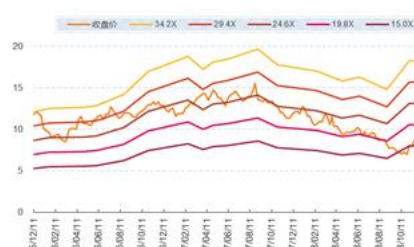
投资建议：我们预计公司 18-20 年归母净利润为 5.0、6.2、7.4 亿元，同比增长 23.3%、22.4%、19.6%。19 年 1 月 11 日股价对应 18-20 年 PE 为 15.13x、12.2x、10.2x，给予买入评级。

图 67：新宝股份近期营收和利润情况（亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 68：新宝股份 PE-Band



资料来源：Wind，天风证券研究所

科沃斯——行业景气高，龙头最为受益

行业渗透率不断提升。国内扫地机器人市场渗透率低，根据德国 GFK 统计数据，我国沿海城市的产品渗透率仅为 5%，内地城市仅为 0.4%，国内处于行业渗透率快速提升期

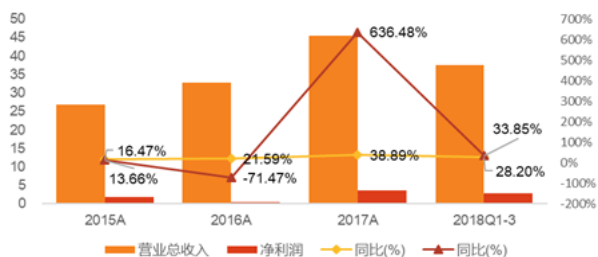
线下开设近千家门店注重市场培育，线上电商实现口碑销量双丰，2018“双 11”单天全渠道销售额破 7 亿元，同比增长 35%，预计四季度业绩有望超预期。

进军美国市场，开拓国际化。2018Q4 公司开始在 Best Buy、Costco 和 Target 等线下渠道铺货。四季度美国市场的“黑色星期五”和圣诞节两个购物节预计将贡献较多收入。

看好公司的品类衍生性。目前公司产品包括扫地机器人、擦窗机器人和空气净化器等，预计未来品类将进一步丰富，在 IOT 和 5G 逐渐成熟的背景下，品类拓展带来的协同效应更加明显。

预计公司 18-20 年收入同比分别增长 29.6%、30.8%、29.5%，净利润同比分别增长 34.47%、35.42%、36.04%，对应 EPS 分别 1.26、1.71、2.33 元/股，19 年 1 月 11 日股价分别对应 40.8x、28.6x、21.0xPE，维持增持评级。

图 69：科沃斯营业收入和利润（亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 70：科沃斯 PE-Band



资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示：地产周期下行导致家电需求下滑、数字化投入导致费用增加；商誉减值带来利润下滑

分析师声明

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

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