

# 家用电器行业

## 2019Q1 行业盈利能力边际改善，继续推荐龙头

### ● 投资建议

我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：**格力电器、美的集团、青岛海尔、苏泊尔**。同时建议关注上半年业绩有望改善的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**。

### ● 一周行情回顾（2019.04.29-2019.04.30）

沪深 300 指数上升 0.6%。本周家电板块表现优于大盘，申万家电指数上涨 1.3%，跑赢市场 0.7 个百分点，其中白电指数上升 1.7%，视听器材指数下跌 4.8%。

### ● 本周行业要闻

#### 行业动态

#### ➢ 五一期间苏宁家电销量同比增长 49%

据五一苏宁消费大数据显示，家装建材销量同比增长 47%，其中家具类销量增长 25%，灯具销量增长 51%；智能门锁销量同比增长 253%。五一期间苏宁家电销量同比增长 49%，与家装建材销量不相上下。其中家电销量最高的当属空调，其次是电风扇、彩电。

#### ➢ 2019Q1 末端净水市场：线上高配低价，线下高举高打

2019Q1 末端净水市场增幅继续收窄，根据中怡康测算数据，2019Q1 末端净水零售额同比增长 9.9%，相比 2018 年下降 4.8 个百分点。分线上线下来看，线上零售量同比增长 30.6%，相比 2018 年大幅提高约 23 个百分点。线下零售量同比增长 11.1%，相比 2018 年提高 2.7 个百分点，零售额同比增长 9.1%，相比 2018 年下降 3.4 个百分点。

#### ➢ 2019 年第一季度中国智能投影市场总结报告

市场规模上一季度智能投影市场销量为 74.6 万台。奥维云网（AVC）全渠道推总数据显示，2019 年一季度，中国智能投影销量 74.6 万台，同比增长 60.4%；销额 16.3 亿元，同比增长 49.5%。

### ● 本周重点报告回顾

- 家电行业 2018 年报及 2019 年一季报总结：外部环境承压，收入增速持续放缓，盈利能力边际改善
- 格力电器（000651.SZ）年报点评：业绩符合预期，分红略低预期
- 万和电气（002543.SZ）年报及一季报点评：外部压力下经营承压，Q1 环比略有改善
- 华帝股份（002035.SZ）年报及一季报点评：收入增长短期放缓，盈利能力提升
- 美的集团（000333.SZ）一季报点评：Q1 收入符合预期，利润超预期
- 格力电器（000651.SZ）一季报点评：Q1 收入业绩均表现平稳，蓄力旺季
- 莱克电气（603355.SH）年报及一季报点评：期待收入恢复良好增长
- 海信电器（600060.SH）年报及一季报点评：并表促收入增长，盈利能力下降
- 青岛海尔（600690.SH）年报及一季报点评：收入超预期，业绩维持良好增长
- 爱仕达（002403.SZ）年报及一季报点评：2019Q1 利润恢复增长
- 科沃斯（603486.SH）年报及一季报点评：自有品牌保持良好增长，代工业务收缩

● 汇率跟踪：本周人民币兑美元汇率小幅贬值。

● 原材料价格：本周铜、铝、原油价格下降，冷轧卷板价格不变。

● 面板价格：截止 2019 年 4 月，面板价格小幅回升。

● 风险提示：原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；市场竞争环境恶化。

### 行业评级

前次评级

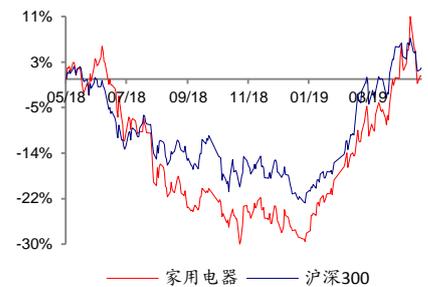
报告日期

持有

持有

2019-05-06

### 相对市场表现



### 分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

### 相关研究：

- 家用电器行业:外部环境承压，收入增速持续放缓，盈利能力边际改善 2019-05-05
- 莱克电气（603355.SH）：期待收入恢复良好增长 2019-04-30
- 科沃斯（603486.SH）：自有品牌保持良好增长，代工业务收缩 2019-04-30

### 联系人：

黄涛 0755-82771936

szhuangtao@gf.com.cn

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS (元)		PE (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
格力电器	000651.SZ	人民币	55.58	2019/4/30	买入	61.22	4.71	5.27	11.80	10.54	6.32	5.24	26.03	24.80
美的集团	000333.SZ	人民币	52.40	2019/4/30	买入	64.79	3.41	3.81	15.37	13.76	11.41	9.50	23.23	22.95
青岛海尔	600690.SH	人民币	17.18	2019/4/30	买入	19.35	1.29	1.44	13.35	11.94	6.65	4.81	17.50	16.36
苏泊尔	002032.SZ	人民币	67.77	2019/4/25	买入	78.40	2.45	2.88	27.71	23.52	21.41	18.14	27.86	27.11
九阳股份	002242.SZ	人民币	21.86	2019/4/27	买入	27.25	1.09	1.25	20.04	17.55	18.75	16.43	21.22	23.31
飞科电器	603868.SH	人民币	40.20	2019/4/23	买入	53.00	2.12	2.36	18.98	17.05	13.35	12.02	32.10	32.85

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 2019/04/30 收盘价计算

## 目录索引

投资建议 .....	5
一周行情回顾 (2019.04.29-2019.04.30) .....	6
行业回顾 .....	6
本周行业要闻回顾.....	6
原材料价格变动跟踪.....	8
汇率跟踪.....	9
本周重点报告回顾 .....	10
家电行业 2018 年报及 2019 年一季报总结: 外部环境承压, 收入增速持续放缓, 盈利能力边际改善 (2019-05-05) .....	10
格力电器 (000651.SZ) 年报点评: 业绩符合预期, 分红略低预期 (2019-04-29) .....	11
万和电气 (002543.SZ) 年报及一季报点评: 外部压力下经营承压, Q1 环比略有改善 (2019-04-29) .....	11
华帝股份 (002035.SZ) 年报及一季报点评: 收入增长短期放缓, 盈利能力提升 (2019-04-29) .....	12
美的集团 (000333.SZ) 一季报点评: Q1 收入符合预期, 利润超预期 (2019-04-30) .....	13
格力电器 (000651.SZ) 一季报点评: Q1 收入业绩均表现平稳, 蓄力旺季 (2019-04-30) .....	14
莱克电气 (603355.SH) 年报及一季报点评: 期待收入恢复良好增长 (2019-04-30) .....	15
海信电器 (600060.SH) 年报及一季报点评: 并表促收入增长, 盈利能力下降 (2019-04-30) .....	16
青岛海尔 (600690.SH) 年报及一季报点评: 收入超预期, 业绩维持良好增长 (2019-04-30) .....	16
爱仕达 (002403.SZ) 年报及一季报点评: 2019Q1 利润恢复增长 (2019-04-30) .....	17
科沃斯 (603486.SH) 年报及一季报点评: 自有品牌保持良好增长, 代工业务收缩 (2019-04-30) .....	18
风险提示 .....	20

## 图表索引

图 1: 本周家电板块表现优于沪深 300.....	6
图 2: 白电主要原材料价格一览: 本周铜、铝、原油价格下降, 冷轧卷板价格不变.....	8
图 3: 面板价格: 截止 2019 年 4 月, 面板价格小幅回升.....	9
图 4: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅贬值.....	9
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值.....	5
表 2: 本周家电指数跑赢市场 0.7 个百分点.....	6

## 投资建议

家电行业 2018 年报及 2019 年一季报公布完毕，板块盈利能力在 2018 年四季度触底，2019 年一季度边际改善。我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：**格力电器**、**美的集团**、**青岛海尔**、**苏泊尔**。同时建议关注今年上半年业绩有望改善的小家电龙头**九阳股份**、**飞科电器**。

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值

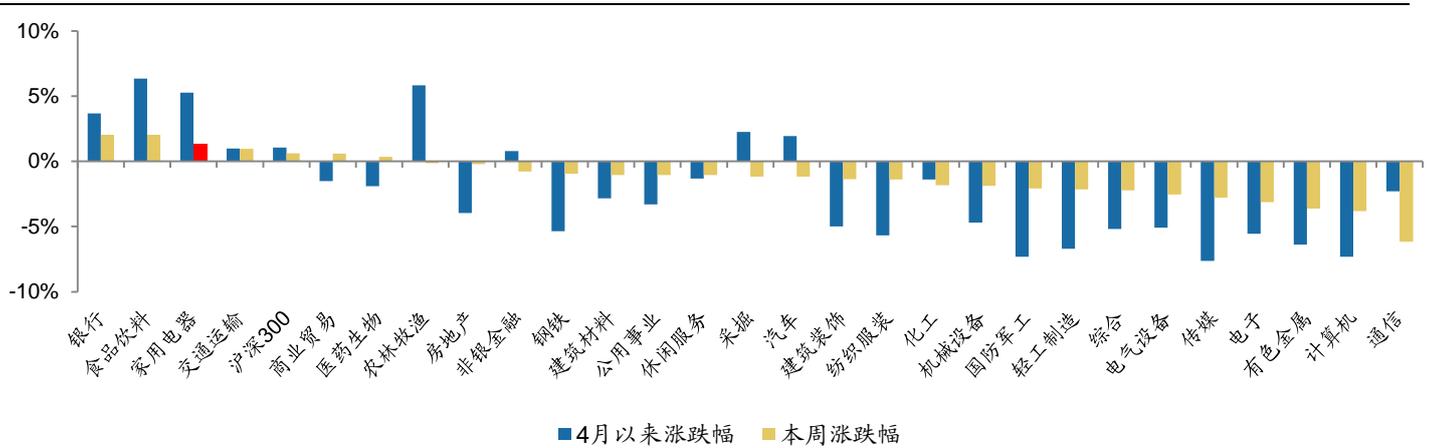
公司代码	公司简称	评级	股价 2019/04/30	货币	EPS			净利润增速			PE	
					17A	18A	19E	17A	18A	19E	18A	19E
000651.SZ	格力电器	买入	55.58	人民币	3.72	4.36	4.71	45%	17%	8%	12.8	11.8
000333.SZ	美的集团	买入	52.40	人民币	2.63	3.04	3.41	18%	17%	11%	17.3	15.4
600690.SH	青岛海尔	买入	17.18	人民币	1.13	1.17	1.29	38%	8%	10%	14.7	13.3
002032.SZ	苏泊尔	买入	67.77	人民币	1.61	2.03	2.45	23%	26%	20%	33.3	27.7
002242.SZ	九阳股份	买入	21.86	人民币	0.90	0.98	1.09	-1%	9%	11%	22.2	20.0
603868.SH	飞科电器	买入	40.20	人民币	1.92	1.94	2.12	36%	1%	9%	20.7	19.0
000921.SZ	海信家电	增持	13.36	人民币	1.48	1.01	1.15	86%	-32%	14%	13.2	11.6
00921.HK	海信家电	增持	10.72	港币	1.72	1.18	1.34	86%	-32%	14%	9.1	8.0
002705.SZ	新宝股份	增持	12.00	人民币	0.50	0.62	0.77	-5%	23%	23%	19.4	15.5
002677.SZ	浙江美大	增持	14.33	人民币	0.47	0.58	0.69	51%	24%	18%	24.5	20.8
603579.SH	荣泰健康	增持	32.15	人民币	1.54	1.78	1.86	5%	15%	4%	18.1	17.3
603355.SH	莱克电气	增持	24.30	人民币	0.91	1.05	1.22	-27%	16%	16%	23.0	19.9
002508.SZ	老板电器	增持	29.18	人民币	1.54	1.55	1.68	21%	1%	8%	18.8	17.3
600060.SH	海信电器	增持	9.44	人民币	0.74	0.30	0.31	-46%	-59%	5%	31.5	30.0
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.99	人民币	0.27	0.24	0.31	-8%	-10%	28%	24.7	19.3
002050.SZ	三花智控	买入	15.90	人民币	0.58	0.61	0.67	25%	5%	10%	26.2	23.8
002429.SZ	兆驰股份	增持	3.01	人民币	0.13	0.10	0.12	61%	-26%	17%	30.6	26.1
603515.SH	欧普照明	增持	34.37	人民币	1.18	1.19	1.44	34%	32%	21%	28.9	23.9
002035.SZ	华帝股份	增持	13.81	人民币	0.88	0.77	0.89	56%	33%	16%	18.0	15.4
002403.SZ	爱仕达	增持	8.88	人民币	0.49	0.42	0.47	26%	-14%	10%	20.9	19.0
603486.SH	科沃斯	增持	46.90	人民币	1.04	1.21	1.42	636%	29%	18%	38.7	32.9
002543.SZ	万和电气	增持	15.51	人民币	0.94	0.85	1.00	-4%	18%	17%	18.1	15.5

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 表中估值指标按照 2019/04/30 收盘价计算, 人民币港币汇率采取 2019/4/30 收盘价 0.859

## 一周行情回顾（2019.04.29-2019.04.30）

图 1：本周家电板块表现优于沪深 300



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：本周家电指数跑赢市场 0.7 个百分点

	本周涨跌幅	本周跑赢市场（百分点）	4月以来涨跌幅
沪深 300	0.6%		1.1%
家用电器	1.3%	0.7	5.3%
视听器材（申万）	-4.8%	-5.4	-13.1%
白色家电（申万）	1.7%	1.1	7.5%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 行业回顾

### 本周行业要闻回顾

#### 行业动态

##### ► 五一期间苏宁家电销量同比增长 49%

据五一苏宁消费大数据显示，家装建材销量同比增长 47%，其中家具类销量增长 25%，灯具销量增长 51%；智能门锁销量同比增长 253%，南京、上海、深圳销量位居前三。不难发现，智能化家居已逐渐深入我们的生活当中，正改变我们的生活习惯。

除智能家居外，家电产品消费增长较快。五一期间苏宁家电销量同比增长 49%，与家装建材销量不相上下。其中家电销量最高的当属空调，其次是电风扇、彩电，看来，在酷暑来临之际，消费者提前做好了降温准备。（新闻来源：艾肯家电网）

##### ► 2019 年第一季度末端净水市场：线上高配低价，线下高举高打

2019Q1 末端净水市场增幅继续收窄，根据中怡康测算数据，2019 年 Q1 末端净水零

零售额同比增长 9.9%，相比 2018 年下降 4.8 个百分点。分线上线下来看，线上零售量同比增长 30.6%，相比 2018 年大幅提高约 23 个百分点，而由于末端净水在线上均价的大幅下降，线上零售额同比增长 14%，相比 2018 年下降 10 个百分点左右。线下零售量同比增长 11.1%，相比 2018 年提高 2.7 个百分点，零售额同比增长 9.1%，相比 2018 年下降 3.4 个百分点。

### 纯水机双线持续扩容，通量大化趋势明显

根据中怡康零售监测数据，2019 年 Q1，末端净水纯水机双线持续扩容，线下纯水机零售额份额达到近 87%，线上突破 67%。同时，纯水机通量大化趋势愈发明显，线下无桶大通量纯水机零售额份额突破 67%，线上突破 63%。

### 400 加仑为主，同时向其他无桶大通量发展

根据中怡康零售监测数据，400 加仑纯水机依然是主战场，同时，由于净水企业纷纷采取差异化通量布局策略，除 400 加仑以外的其他无桶大通量产品发展态势良好。2019 年 Q1，线下 400 加仑产品的零售额份额为 33.8%，同比缩小 10.2 个百分点，其他无桶大通量产品的零售额份额为 33.7%，同比扩大 12.8 个百分点。线上 400 加仑产品的零售额份额为 41.9%，同比扩大 8 个百分点，其他无桶大通量产品的零售额份额为 21.7%，同比扩大 16.1 个百分点。

### 以高溢价功能为主线打造产品线，构筑竞争围墙

净水企业产品布局呈现系列化，纷纷通过不同高溢价功能为主线打造不同系列产品线，例如长效 RO 膜、3:1 低废水、静音、净水加热一体、复合滤芯、集成水路等。产品系列内部通过不同通量、不同 RO 膜的使用寿命、不同废水比等可量化的参数进行区隔。

2019 年 Q1 末端净水市场的竞争愈发激烈，线上线下竞争策略存在明显差异，线上主推性价比产品，尤其是高性价比的大通量纯水机，通过高配低价策略来抢占市场，高配低价将成为 2019 年净水企业在线上的常态化操作。线下以高溢价功能为主线打造不同系列产品线，构筑竞争围墙，通过高举高打策略来抢占市场，高溢价功能的中高端产品将成为 2019 年净水企业在线下竞争的主战场。（新闻来源：中怡康时代）

## ► 2019 年第一季度中国智能投影市场总结报告

### 外部环境：消费环境变革，影音产品层出不穷

2018 年开始，中国智能投影开始行走在高速发展通道。一方面，居民的可支配收入不断增加，对生活品质提出更高的要求，观影需求向大屏时代迈进，2000 元左右的智能投影产品即可满足。另一方面，90 后消费规模逐渐超过 80 后，他们更乐于接受新兴科技产品，购买力也更强；租房的年轻人增多，他们家电类的购置预算不会很高，性价比是首要考虑，智能投影产品凭借更低廉的价格和更便携的性能受到欢迎。

从行业环境看，消费者影音娱乐方式告别彩电、电影院两点一线，进入彩电、激光电视、传统家投、微投产品、VR、手机移动设备、PC 等充分多元时代，而手机、平板、电视等传统设备发展已进入存量阶段，增速放缓，投影、VR 等新兴设备正在崛起。

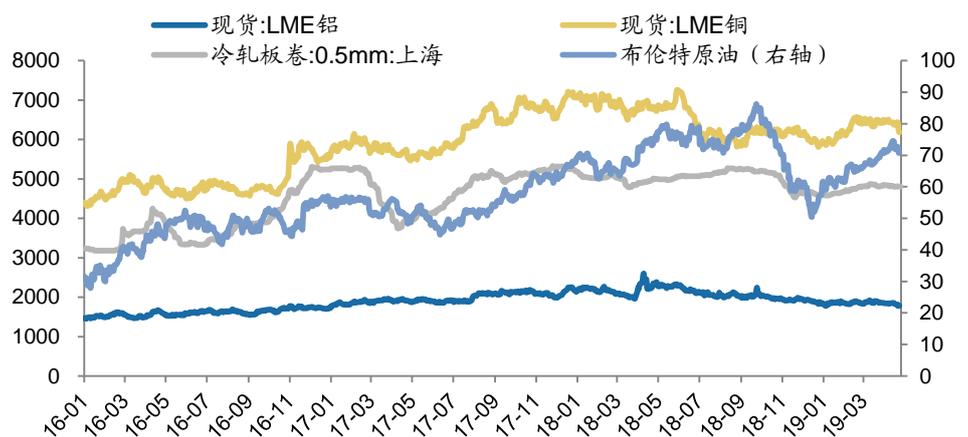
### 市场规模：一季度智能投影市场销量为 74.6 万台

奥维云网 (AVC) 全渠道推总数据显示, 2019 年一季度, 中国智能投影销量 74.6 万台, 同比增长 60.4%; 销额 16.3 亿元, 同比增长 49.5%。增长的原因之一在于一季度促销较为密集, 尤其是年货节和女王节两大促销活动拉动市场增长; 原因之二在于品牌的增多, 不同领域的厂商进入, 为消费者带来了更多选择。

产品方面, 目前智能投影市场投影技术以 DLP 为主, 光源以 LED 等为主。亮度是衡量智能投影的重要指标之一, 奥维云网 (AVC) 线上监测数据显示, 500 流明以下在市场在占主导地位, 主要是受制于产品的重量、体积和价格等因素。随着 FHD 产品价格的下降, 智能投影市场上的主销分辨率已完成从 WXGA 到 FHD 的转换。同时, 随着上中下游产业链的发展, 4K 智能投影开始进入到普通大众的视野, 4K 产品市场份额达到 0.8%。人工智能是另一亮点, 语音识别的占比已经达到四成, 且从近场向远场发展。(新闻来源: 奥维云网)

### 原材料价格变动跟踪

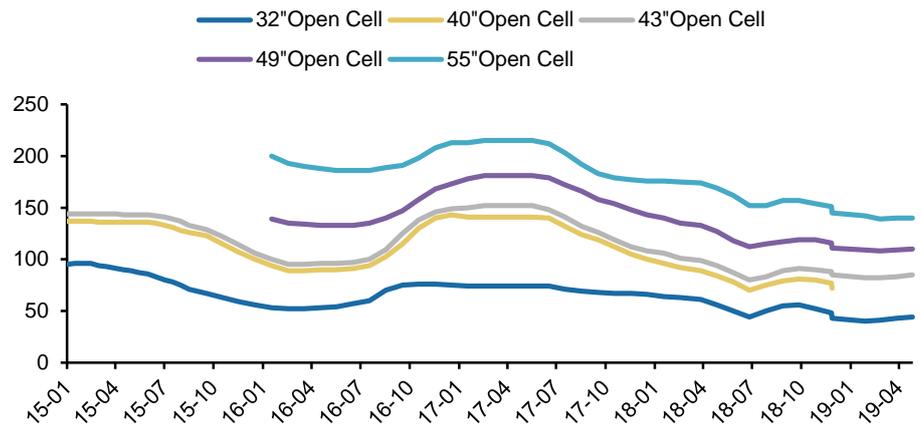
图 2: 白电主要原材料价格一览: 本周铜、铝、原油价格下降, 冷轧卷板价格不变



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位分别为美元/吨、美元/吨、人民币/吨、美元/桶

图 3: 面板价格: 截止 2019 年 4 月, 面板价格小幅回升

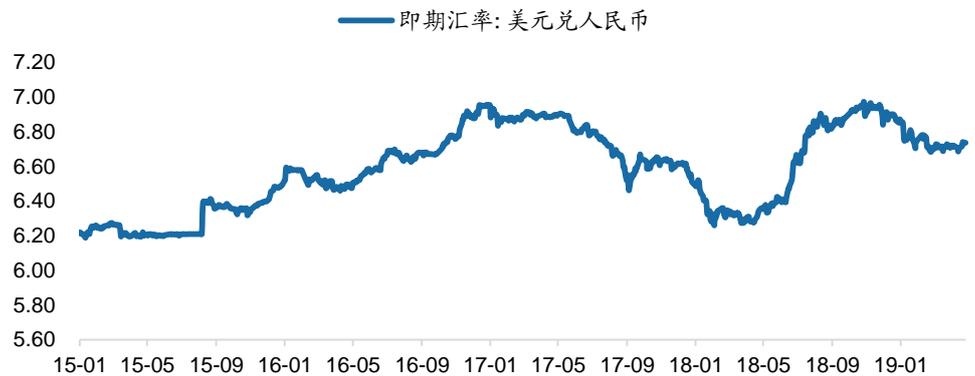


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位为美元/片

### 汇率跟踪

图 4: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅贬值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 本周重点报告回顾

### 家电行业 2018 年报及 2019 年一季报总结：外部环境承压，收入增速持续放缓，盈利能力边际改善（2019-05-05）

#### ● 外部环境压力下，行业收入增长持续放缓，2019Q1 盈利能力边际改善

2018 年 A 股家电行业在宏观经济波动、地产景气度下行、终端需求相对羸弱的背景下：营业总收入 YoY+14.0%，相较 2017 年收窄 16.0pct；净利润 YoY+12.9%，相较 2017 年收窄 12.9pct；行业景气度下行也使板块盈利能力有所下降，毛利率 24.3% (YoY-0.5pct)，净利率 6.5% (YoY-0.2pct) 均有所下行。2018Q4 单季度来看，营业总收入 YoY+11.9%，YoY 与 2018Q3 相近，但净利润 YoY-11.4%，行业盈利能力阶段性触底。2019Q1 家电行业营业总收入 YoY+7.1%，板块整体收入增速环比 2018Q4 放缓，但在促销、一二线地产回暖等因素带动下，外部需求边际改善使收入增速好于市场预期；净利润 YoY+8.7%，环比 2018Q4 (YoY-11.4%) 由负转正，大宗原材料价格下行、汇率维持稳定使板块盈利能力边际改善

从现金流来看，2018 年除了厨电板块之外，其余板块经营性现金流水平都有不同程度提升。2019Q1 除小家电板块因龙头苏泊尔放宽经销商授信程度导致经营性现金流明显下滑外，其余板块均维持稳定表现。较好的现金流水平也体现了家电板块在弱市环境下稳健的经营能力。

#### ● 白电、小家电板块表现相对稳健，厨电板块景气随地产周期有所回升

- **白电**：2018 营收/净利润 YoY+15.7%/+14.8%，2019Q1 营收/净利润 YoY+6.5%/+9.1%。外部环境影响使收入业绩增速放缓，但板块整体表现依旧相对稳健。
- **黑电**：2018 营收/净利润 YoY+10.2%/+6.4%，2019Q1 营收/净利润 YoY+12.1%/-11.3%。板块盈利能力继续受制于竞争格局。
- **厨电**：2018 营收/净利润 YoY+7.5%/+12.2%，2019Q1 营收/净利润 YoY+1.9%/+12.7%。板块景气度与地产周期紧密关联。
- **小家电**：2018 营收/净利润 YoY+12.6%/+12.4%，2019Q1 营收/净利润 YoY+5.9%/+29.3%。汇率贬值利好助力业绩维持高增速。
- **上游零部件**：2018 营收/净利润 YoY+15.1%/+4.7%，2019Q1 营收/净利润 YoY-0.6%/+7.4%。受下游需求羸弱影响，收入增速逐季回落。此外，在行业景气度下行阶段部分公司前期内部经营治理问题与业务拓张风险进一步暴露最终导致业绩暴雷。

（注：以上出现的净利润、净利率口径均为剔除异常公司后的归母净利润、归母净利率。）

#### ● 投资建议

2018 年在地产与消费双重压力下，收入端行业整体增速放缓但龙头表现仍然较为稳健，业绩端 2019Q1 相较 2018Q4 已呈现触底回升之势。我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：格力电器、美的集团、青岛海尔、苏泊尔；同时建议关注上半年业绩有望改善的小家电龙头九阳股份、飞科电器。

#### ● 风险提示

原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；市场竞争环境恶化。

## 格力电器 (000651.SZ) 年报点评: 业绩符合预期, 分红略低预期 (2019-04-29)

### ● 业绩符合预期, 预收账款下行, 分红略低于预期

2018 年全年公司实现营业总收入 2000.2 亿元 (YoY+33.3%), 归母净利 262.0 亿元 (YoY+17.0%), 净利率 13.1% (YoY-1.8pct)。Q4 实现营业收入 499.7 亿元 (YoY+31.5%), 归母净利 50.8 亿元 (YoY-26.7%), 净利率 10.2% (YoY-8.1pct), 年报公告收入业绩与预告一致。公司公告现金分红 90.2 亿 (每 10 股派发现金 15 元 (含税)), 分红金额占归母净利比例为 34.4%, 低于市场预期。从其他主要科目来看, 2018 年底“其他流动负债” 633.6 亿 (其中“返利” 618.8 亿元), 金额创历史新高, 同比、环比 Q3 末分别增加 24.5、29.8 亿元; “研发费用” 69.9 亿元 (YoY+93.2%), 表明公司费用计提充分。“预收账款” 97.9 亿, 同比、环比分别减少 37.3、43.5 亿元, 表明经销商在较高库存压力下打款积极性减弱。

### ● 各项业务均实现亮眼增长, 空调量价齐升

发分业务来看, 2018 年公司空调实现营业收入 1556.8 亿元 (YoY+26.2%), 生活电器与智能装备也分别实现收入 37.9 亿 (YoY+64.9%)、31.1 亿 (YoY+46.2%), 其他主营和其他业务收入 374.4 亿元 (YoY+68.8%)。根据产业在线数据, 公司 2018 年内销出货量 3539 万台 (YoY+3.4%), 市占率 38.1%, 继续领先; 外销出货量 1397 万台 (YoY+18.8%), 市占率 24.1%, 根据中怡康数据, 公司零售均价 4511 元 (YoY+5.7%), 均价与 YoY 均高于行业 3957 元 (YoY+3.9%)。公司基于产品、渠道、品牌优势实现量价齐升, 龙头地位稳固。

### ● 毛利率、销售费用率同时下行, 资本化比例降低导致研发费用率提升

2018 年公司毛利率下滑至 30.9% (YoY-2.7pct), 但空调业务毛利率 36.5% (YoY-0.6pct) 较为稳定。销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.4/2.2/3.5/-0.5%, YoY 分别为 -1.7/+0.5/+1.1/-0.8pct; 研发费用率显著提升我们预计与公司降低研发费用资本化比例有关 (年报公告研发投入金额 YoY+26.0%, 显著小于研发费用 YoY+93.2%)。

### ● 投资建议

长期来看, 我国空调保有量与日本仍有显著差距, 增长空间仍存, 公司作为行业龙头, 未来仍将最大程度获益行业发展红利。此外, 目前正在进行的控股股东股权转让有利于公司治理结构改善。我们预计 2019-2021 年归母净利润为 283.3、317.1、343.3 亿元。参照白电龙头美的集团与青岛海尔对应 2019 年 PE13.7x, 考虑控股股东股权转让尚未确定, 公司治理结构改善存在不确定性, 给予格力电器对应 2019 年 PE13.0x, 对应合理价值 61.22 元/股, 维持“买入”评级。

### ● 风险提示

地产销售大幅下滑; 国内消费力持续减弱; 原材料价格大幅波动; 汇率大幅波动。

## 万和电气 (002543.SZ) 年报及一季报点评: 外部压力下经营承压, Q1 环比略有改善 (2019-04-29)

### ● 单季度收入下滑幅度收窄, 盈利能力有所恢复

公司披露 2018 年年报: 2018 年公司实现收入 69.1 亿元 (YoY+5.8%), 实现归母净利 4.9 亿元 (YoY+18.3%), 对应净利润率 7.1% (YoY+0.7pct); 其中 2018Q4 单季

度实现收入 16.2 亿元 (YoY-13.2%)，实现归母净利 1.2 亿元 (YoY-13.0%)，对应净利润率 7.4% (YoY+0.0pct)；公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 4.3 亿元，共计派发 2.5 亿元，对应股息分配率约为 45.7%，同时以资本公积每 10 股转增 3 股，共计转增 1.7 亿股。公司披露 2019 年一季报：2019Q1 公司实现收入 20.2 亿元 (YoY-6.8%)，实现归母净利 1.8 亿元 (YoY+21.4%)，对应净利润率 8.8% (YoY+2.0pct)。

● **各品类销量稳定增长但均价下滑，收入增长有所放缓**

受地产与外销高基数的影响各板块业务收入增速环比有所下降，拆分来看：

(1) 分产品：生活热水 31.6 亿元 (YoY-0.7%)；厨电 28.5 亿元 (YoY+2.3%)；其他 8.1 亿元 (YoY+71.2%)；其他非主营 9407 万元 (YoY+0.8%)；其中，生活热水产品、厨房电器产品、散件及其他产品销量分别达 519/466/859 万台 (YoY+5.9%/+11.6%/+0.2%)，对应均价分别达 608/612/95 元 (YoY-6.3%/-8.3%/+70.8%)。

(2) 分地区：内销 45.0 亿元 (YoY+10.0%)，外销 23.2 亿元 (YoY-1.2%)。

● **原材料价格压力有所缓解，2019Q1 汇率向好期间费用率相对稳定**

**2018 年：**在均价略有下行的情况下公司主要原材料价格压力有所缓解，整体毛利率有所上行达到 29.3% (YoY+1.5pct)，期间费用率分别达到 13.7%/6.7%/0.7% (YoY-0.4/+0.7/+0.1pct)，推动整体盈利能力有所上升；

**2019Q1：**毛利率进一步上行至 32.4% (YoY+5.7pct)，期间费用率分别达到 15.1%/4.8%/0.9% (YoY+1.8/+0.4/-0.8pct)，营销投入有所加大但在汇率向好的情况下整体盈利能力环比进一步提升。

● **盈利预测**

预计 2019-2021 年公司归母净利分别为 5.7/6.5/7.2 亿元，同比分别增长 17.1%/13.5%/11.4%。参照可比公司 2019 年平均 PE 估值水平 17.3x，给予公司 2019 年 PE 估值 15.0x，对应合理价值为 15.00 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

● **风险提示**

原材料价格大幅波动；汇率大幅波动；市场竞争加剧；地产低迷。

**华帝股份 (002035.SZ) 年报及一季报点评：收入增长短期放缓，盈利能力提升 (2019-04-29)**

● **地产压力叠加去库存周期收入增长短期放缓，盈利能力持续提升**

公司披露 2018 年年报：全年公司实现收入 61.0 亿元 (YoY+6.4%)，实现归母净利 6.8 亿元 (YoY+32.8%)，对应净利润率 11.1% (YoY+2.2pct)；其中 2018Q4 单季度实现收入 14.5 亿元 (YoY-12.0%)，实现归母净利 2.3 亿元 (YoY+18.5%)，对应净利润率 16.2% (YoY+4.2pct)，略低于业绩快报；公司拟每 10 股派发现金红利 3 元，共派发 2.6 亿元，股息分配率 38.1%。

公司披露 2019 年一季报：2019Q1 公司实现收入 13.3 亿元 (YoY-6.5%)，实现归母净利 1.3 亿元 (YoY+14.8%)，对应净利润率 10.0% (YoY+1.8pct)。

● **2018 年：传统产品增速放缓，新兴渠道与重点品类增长较快**

拆分来看，2018 年新兴渠道与重点产品维系了较快增速：

(1) 分渠道：工程 4.4 亿元 (YoY+54.5%)；线下 34.2 亿元 (YoY-3.2%)；电商 16.1 亿元 (YoY+25.3%)；海外 5.3 亿元 (YoY+4.5%)；

(2) 分产品: 油烟机 23.6 亿元 (YoY+1.4%); 灶具 16.1 亿元 (YoY-3.4%); 消毒柜 1.8 亿元 (YoY-13.8%); 热水器 12.6 亿元 (YoY+24.5%); 橱柜 3.6 亿元 (YoY+60.8%); 其他厨电产品 2.2 亿元 (YoY+36.0%);

(3) 分品牌: 其中, “百得” 品牌实现收入 14.1 亿元 (YoY+13.3%), 实现净利润 0.9 亿元 (YoY+19.6%)。

● **产品结构与管理效率持续提升, 改善逻辑仍在兑现**

(1) 产品结构优化+生产效率提升促毛利空间上行: 奥维云网数据显示, 全年公司烟、灶、燃热线下均价同比提升 2.7%/6.9%/10.8% 高于行业平均增幅; 中怡康数据显示, 2019Q1 公司烟、灶均价分别同比提升 1.0%/1.0% 高于行业的 -2.8%/-2.1%; 同时 2018 年公司完成 9 项产线自动化项目, 进一步提升生产效率及原材料利用率, 促进公司 2018 年与 2019Q1 毛利率分别达到 47.3%/48.1%, 同比变动+1.9/+2.8pct;

(2) 费用使用效率提升, 期间费用率相对稳定: 2018 年与 2019Q1 公司销售与管理费用率分别达到 27.1%/6.5% (YoY-0.8/-0.1pct)、28.4%/7.4% (YoY+1.1/+0.9pct)。

● **盈利预测**

在业绩维持较快增速的同时, 公司着眼未来, 制定了进一步加强渠道变革、推动产品升级、建立多品牌矩阵等良性发展战略, 另外, 厨电在长周期的维度上仍是家电行业中成长空间较为确定的品种。预计公司 2019-2021 年归母净利润为 7.9/9.1/10.5 亿元, 同比增长 16.5%/15.8%/14.6%。给予公司 2019 年 PE 估值 15.6x, 对应未来三年 PEG=1, 对应合理价值 13.88 元/股。维持“增持”评级。

● **风险提示**

原材料价格上涨; 新品开拓低于预期; 房地产持续低迷; 提效不及预期。

**美的集团 (000333.SZ) 一季报点评: Q1 收入符合预期, 利润超预期 (2019-04-30)**

● **收入符合预期, 毛利率显著提升带动利润超预期**

公司披露 2019 年一季报: 2019Q1 公司实现营业总收入 755 亿元 (YoY+7.4%), 归母净利 61.3 亿元 (YoY+16.6%), 归母净利率 8.1% (YoY+0.6pct)。公司一季度收入符合市场预期, 利润端显著超预期。利润增速快于收入增速主要由于毛利率同比提升 2.4pct 至 28.6%, 且公司存款利息收入增加导致财务费用同比大幅下降。此外, 公司经营性现金流量净额表现优异, YoY+167.4%。

● **空调依托促销抢占市场份额, 冰洗结构升级驱动下均价提升**

根据产业在线数据, 2019Q1 美的空调、冰箱、洗衣机内销出货量分别达到 543、139、344 万台, YoY 分别为+14%、+2%、+2%, 高于行业 YoY+3%、-2%、-3%。外销出货量分别为 599、110、95 万台, YoY 分别为+13%、+17%、+25%, 远高于行业外销 YoY-1%、+13%、+4%。高速增长带动市占率上升, 美的集团 2019Q1 空调、冰箱、洗衣机出货量市占率分别同比上升 3.1、0.6、1.9pct。均价方面, 根据中怡康数据, 美的空冰洗及小天鹅洗衣机零售均价分别为 3741、3955、2041、3237 元, 同比增速分别为-8%、+6%、+1%、+15%。空调基于前期原材料价格下行带来的成本红利, 通过力推爆款性价比机型抢占市场份额, 冰箱洗衣机则继续依托产品结构升级实现均价稳定提升。总体而言, 公司在 2019Q1 依靠优秀的产品力与灵活的销售策略在终端需求较为羸弱的背景下继续实现稳健增长。

● **费用水平保持稳定，盈利能力持续优化**

盈利能力上，得益于 2018 年成本端大宗原材料下行及销售端除空调外，其他产品价格均有提升，公司 2019Q1 实现毛利率 28.6% (YoY+2.4pct)，盈利能力延续 2018 年趋势，持续优化。费用方面，公司费用水平保持稳定，2019Q1 公司期间销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.6%/2.6%/2.9%/-0.6%，同比变动+0.2/+0.0/+0.2/-0.8pct。

● **投资建议**

不考虑美的集团对小天鹅的吸收合并及限制性股票激励计划的费用摊销，我们预测 2019-2021 年公司归母净利分别为 224.6、250.8、277.2 亿元，同比分别增长 11.0%、11.7%、10.5%。结合 2019Q1 业绩超预期表现，公司龙头地位稳固，同时正从家电集团向科技集团不断迈进；股权激励继续强化，业绩有望持续增长。考虑到公司业务多元，故选取家电龙头作为可比公司，参考可比公司平均估值，考虑公司综合龙头地位有溢价，仍给予 2019 年 19xPE，对应合理价值 64.79 元人民币/股，维持“买入”评级。

● **风险提示**

原材料价格大幅上涨；房地产低迷；行业竞争格局恶化。

**格力电器 (000651.SZ) 一季报点评：Q1 收入业绩均表现平稳，蓄力旺季 (2019-04-30)**

● **Q1 收入利润表现平稳，扣非净利润增速亮眼源于 2018 同期低基数**

公司披露 2019 年一季报：2019Q1 营业总收入 410.1 亿元 (YoY+2.5%)，归母净利 56.7 亿元 (YoY+1.6%)，扣非归母净利 51.1 亿元 (YoY+22.2%)；归母净利率 13.8% (YoY-0.1pct)，扣非归母净利率 12.5% (YoY+2.0pct)。扣非归母净利 YoY 显著高于净利润 YoY 源于 2018Q1 汇率衍生品损益导致同期基数较低。

● **空调内销地位稳固，外销略有下滑，均价逆势提升**

根据产业在线数据，格力电器空调 2019Q1 内销出货量 756 万台 (YoY+3.4%)，市占率 34.6%，在竞争对手促销冲击下市占率同比仍小幅提升 0.2pct 并稳居行业第一；外销出货量 423 万台 (YoY-5.2%)，市占率 23.0%。根据中怡康数据，公司 2019Q1 空调零售均价 4572 元/台 (YoY+2.0%)，在行业整体处于促销的背景下仍逆势提价 (行业均价 3970 元 (YoY-2.9%))，彰显公司龙头地位，也表明了公司在旺季定价促销策略上仍有灵活空间。

● **实际盈利能力小幅上行，经销商打款意愿平稳，渠道库存压力可控**

2019Q1 公司毛利率 31.4% (YoY-0.3pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.2%/2.2%/3.0%/-0.1%，YoY 分别为 -0.7/+0.2/+0.2/+0.2pct，毛销差上行反映公司实际盈利能力有所提升。从其他主要科目来看，2019Q1 末“其他流动负债”642.6 亿，环比 2018 年末小幅增加 9.0 亿元，可认为 Q1 盈利情况较为真实。“预收账款”102.3 亿，环比小幅增加 4.4 亿元，表明经销商打款仍延续了上季度节奏，渠道库存压力仍在可控范围内。公司经营性现金流量净额为 77.3 亿 (YoY-46.1%)，与净利润水平匹配，同比下降主要因去年同期产业链金融造成的高基数。

● **投资建议**

虽然行业渠道库存压力仍存，竞争对手多有降价促销活动，但公司一季度收入业绩仍表现较为平稳，我们认为公司作为空调行业龙头，竞争优势依旧显著，长期成长可期。此外，目前正在进行的控股股东股权转让有利于公司长期治理结构改善。我们预计 2019-

2021 年归母净利润为 283.3、317.1、343.3 亿元，维持格力电器合理价值 61.22 元/股的观点不变，对应 2019 年 PE13.0x，维持“买入”评级。

● **风险提示**

地产销售大幅下滑；国内消费力持续减弱；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

**莱克电气 (603355.SH) 年报及一季报点评：期待收入恢复良好增长 (2019-04-30)**

● **收入增速放缓，利润增长快于收入**

公司公告 2018 年年报与 2019 年一季报，2018 年公司实现营业收入 58.6 亿元 (YoY+2.7%)，归母净利 4.2 亿元 (YoY+15.7%)，毛利率 25.0% (YoY+0.1pct)，净利率 7.2% (YoY+0.8pct)。2018Q4 实现营业收入 16 亿元 (YoY-4.9%)，归母净利 8462 万元 (YoY-7.2%)，毛利率 27.1% (YoY+4.7pct)，净利率 5.3% (YoY-0.1pct)。

2019Q1 实现营业收入 14.1 亿元 (YoY-6.7%)，归母净利 8589 万元 (YoY+18.3%)，毛利率 24.7% (YoY+1.0pct)，归母净利率 6.1% (YoY+1.3pct)。

2018 年以及 2019Q1 收入增速相比 2017 年有所放缓，主要原因：1) 外销：受汇率大幅波动以及原材料价格处于高位的影响，外销收入增速放缓；2) 内销：自主品牌业务增速放缓，我们认为，吸尘器增长较好，但是空气净化器、净水器行业景气度下降，导致整体自主品牌业务增速放缓。

2018 年以及 2019Q1 利润增速快于收入增速，主要原因：财务费用率下降，具体分析：2018 年获得 359 万的汇兑收益，2017 年同期产生汇兑损失 1.5 亿元，带动财务费用率下降 3.4pct；2019Q1 财务费用率下降 2.4pct。

● **内外销收入增速均放缓**

分产品，2018 年环境清洁电器业务实现收入 40.6 亿元 (YoY+1.3%)；电机业务实现收入 6.6 亿元 (YoY-1.3%)；园林工具业务收入 6.9 亿元 (YoY+7.7%)；厨房电器收入 1.4 亿元 (YoY-7.9%)；其他产品收入 2.4 亿元 (YoY+28.8%)。分地区，2018 年内销收入 19.2 亿元 (YoY+4.0%)；外销收入 38.8 亿元 (YoY+1.7%)。

● **期待收入恢复良好增长**

外销业务，2018 年受原材料价格、汇率大幅波动的影响，外销接单有所减少，但是目前原材料价格有所下降，人民币汇率逐步趋稳，未来外销有望恢复增长。内销业务，公司持续拓展，具体来看：1) 扩产品品类，内销产品从 6 大产品线扩展到 12 大产品线，创造新的业务机会；2) 拓展销售渠道，如公司与小米达成战略合作，莱克吉米产品在“小米有品”平台进行销售，线上销售规模有望持续提升；3) 寻求合作机会，与华为合作，联合打造智选生态产品。通过产品、渠道的拓展，内销自主品牌业务有望恢复良好增长。

● **投资建议**

我们预计：1) 内销：吸尘器等家居小家电渗透率将逐步提升，同时公司通过拓展线上、线下渠道，持续开拓自主品牌业务，将促进市场份额的提升；2) 外销：随着外销环境改善，将恢复良好增长；3) 原材料价格下降，盈利能力提升。基于此，我们预测 2019-2021 年归母净利为 4.9、5.5、6.1 亿，同比增速分别为 16%、11%、12%，参考可比公司估值，给予公司 2019 年 21xPE，对应合理价值 25.62 元人民币/股，维持“增持”评级。

● **风险提示**

汇率大幅波动，原材料大幅涨价，海外经济低迷，吸尘器市场竞争加剧，家居类小家电渗透速度放缓，公司渠道拓展不力。

### 海信电器 (600060.SH) 年报及一季报点评：并表促收入增长，盈利能力下降 (2019-04-30)

- 并表 TVS 收入增长盈利能力下降，世界杯期间费用投放较大

公司披露 2018 年年报：2018 年公司实现收入 351.3 亿元 (YoY+6.9%)，实现归母净利 3.9 亿元 (YoY-59.4%)，对应净利润率 1.1% (YoY-1.8pct)；其中 2018Q4 单季度实现收入 104.9 亿元 (YoY+14.9%)，实现归母净利 2821 万元 (YoY-92.3%)，对应净利润率 0.3% (YoY-3.8pct)；公司拟每 10 股派发现金股利 0.9 元，共计派发 1.2 亿元，对应股息分配率 30%；

2018 年 2 月 28 日公司完成对 TVS 公司股权收购的交割：整个报告期内 TVS 实现收入 26.7 亿元，实现净利润-1.8 亿元，同比减亏 3.6 亿元但仍对公司利润产生了显著的负贡献；由于公司按收购 100% 股权进行账务处理，若以此估算剔除并表的影响，则 2018 年公司整体收入略有下滑，盈利能力仍在 2018 俄罗斯世界杯期间较高的费用投放下有着较大幅度的下降；

公司披露 2019 年一季报：2019Q1 公司实现收入 76.2 亿元 (YoY-2.4%)，实现归母净利 2679 万元 (YoY-90.4%)，对应净利润率 0.4% (YoY-3.2pct)。

- 面板价格下行毛利率有所改善，并表 TVS 叠加世界杯费用率提升

2018 年：面板价格自 2017H2 起进入下行通道，2018 全年 32 寸至 55 寸均价同比 2017 年下滑约 20% 到 37% 不等；但行业竞争加剧均价小幅下行抵消了部分成本端带来的利好，中怡康数据显示，2018 年海信彩电价格同比下滑 2.6%，毛利率小幅改善至 14.7% (YoY+1.0pct)；另外，并表高费用 TVS 后公司销售、管理费用率达到 8.4%/5.0% (YoY+1.5/+1.5pct)；

2019Q1：Wind 数据显示，32 寸至 55 寸面板价格于 2018Q4 同比下滑约 15% 到 29% 不等，2019Q1 下滑幅度进一步扩大 (同比下滑 19% 到 34% 不等) 考虑到一个季度左右的库存周期，未来公司毛利空间或将有所受益。2019Q1 公司毛利率达到 14.7% (YoY-0.4pct)，销售、管理费用率则分别达到 8.4%/5.8% (YoY+1.4/+1.9pct)。

- 盈利预测

预计 2019-2021 年归母净利分别为 4.1/4.6/5.1 亿元，同比增长 4.9%/10.4%/11.6%。考虑到电视行业竞争格局依然不甚明朗，参照可比公司 2019 年 PE 估值平均值 35.9x，给予公司 2019 年 32.0xPE，对应合理价值 9.92 元/股，维持“增持”评级。

- 风险提示

面板价格上行；TVS 减亏不及预期；需求不及预期；行业竞争格局恶化。

### 青岛海尔 (600690.SH) 年报及一季报点评：收入超预期，业绩维持良好增长 (2019-04-30)

- 收入增长超预期，盈利能力基本稳定

公司披露 2018 年年报：2018 年公司实现收入 1833.2 亿元 (YoY+12.2%)，实现归

母净利 74.4 亿元 (YoY+7.7%)，对应净利润率 4.1% (YoY-0.2pct)；其中 2018Q4 单季度实现收入 451.8 亿元 (YoY+10.4%)，实现归母净利 13.1 亿元 (YoY+0.7%)，对应净利润率 2.9% (YoY-0.3pct)，收入增长超出预期；公司拟每 10 股分配现金股利 3.51 元，对应股息分配率 30.0%。

**公司披露 2019 年一季报：**2019Q1 公司实现收入 480.4 亿元 (YoY+10.2%)，实现归母净利 21.4 亿元 (YoY+9.4%)，对应净利润率 4.4% (YoY-0.03pct)，收入增长超出预期。值得注意的是，2019 年 1 月 4 日公司并购 Candy 完成股权交割，按照 2017 年 Candy 收入 11.5 亿欧元估算，2019Q1 并表对公司收入贡献约在 20 亿人民币左右，未来协同效应有望促公司更好成长。

● **2018 年各板块表现良好，卡萨帝、统帅增长持续亮眼**

(1) **白电：**空调、冰箱、洗衣机、综合渠道实现收入 317.7/543.4/362.7/257.6 亿元 (YoY+10.8%/+14.9%/+19.6%/+26.3%)；

(2) **厨电：**厨电、热水器实现收入 249.5/79.2 亿元 (YoY+19.2%/+7.0%)

(3) **内、外销：**实现收入 1058.2/766.8 亿元 (YoY+16.6%/14.1%)

**分品牌：**卡萨帝品牌收入同行增长 44%，统帅品牌收入同比增长 30%；

● **市场份额持续提升，高端化+全球协同持续推进**

中怡康数据显示，2018 年公司冰、洗、空、热水器、烟机、灶具线下市场零售份额分别提升 3.5/3.7/0.4/1.2/1.0/0.7pct，其中冰、洗、空零售均价分别达到 4869/3212/4240 元 (YoY+11.5%/+11.5%/+5.6%)；

公司采购协同累计完成 412 个新项目，全球采购大数据系统、模块化优选库均已完成上线，采购协同运营平台也已开始试点。在此背景下：

**2018 年：**毛利率下行至 29.0% (YoY-2.0pct)，期间费用率同步下行，销售、管理、财务费用率达到 15.6%/7.3%/0.5% (YoY-2.1/+0.3/-0.4pct)；其中，毛利率与销售费用率的同步下行主要原因在于物流费用的重新分类；

**2019Q1：**毛利率恢复至 29.1% (YoY+0.5pct)，期间费用率略有上升，销售、管理、财务费用率达到 15.0%/7.1%/0.9% (YoY+0.3/+0.6/-0.2pct)。

● **盈利预测**

预计 2019-2021 年归母净利润分别为 82.0/91.6/102.3 亿元，同比增长 10.2%/11.8%/11.7%，考虑到公司前瞻性的战略布局以及未来经营持续改善的预期，给予公司 2019 年 15.0xPE，与可比公司美的集团 2019 年 PE 估值相同，对应合理价值为 19.35 元/股，维持“买入”评级。

● **风险提示**

原材料价格、汇率大幅波动；经济和消费整体增速放缓；代理风险。

**爱仕达 (002403.SZ) 年报及一季报点评：2019Q1 利润恢复增长 (2019-04-30)**

● **原材料价格下降叠加投资收益，2019Q1 利润恢复增长**

公司公告 2018 年年报与 2019 年一季报，2018 年公司实现营业收入 32.6 亿元 (YoY+6.1%)，归母净利 1.5 亿元 (YoY-13.9%)，毛利率 37.1% (YoY-2.4pct)，净利率 4.6% (YoY-1.1pct)。2018Q4 营业收入 9.9 亿元 (YoY+7.2%)，归母净利 3446

万元 (YoY-42.1%)，毛利率 37.7% (YoY-0.8pct)，净利率 3.5% (YoY-3.0pct)。年报基本与业绩快报相符。

2019Q1 营业收入 8.6 亿元 (YoY+4.9%)，归母净利 4834 万元 (YoY+12.3%)，毛利率 38.0% (YoY-0.5pct)，净利率 5.6% (YoY+0.4pct)。

2018 年归母净利下滑，主要原因：1) 家电类产品毛利率下滑 5.5pct；2) 2018 年研发费用 1.5 亿元，同比上升 14%；3) 公司投资前海再保险亏损 1231 万元，机器人业务也有所亏损。目前来看，2019Q1 利润恢复良好增长，我们估计，主要原因：1) 原材料价格有所下降；2) 投资收益 1014 万元，去年同期为-50 万元，主要是对联营企业投资收益及远期结汇收益增加所致。

### ● 2018 年机器人业务增长靓丽

分产品，2018 年家电业务收入 3.7 亿，同比增长 2%；炊具业务收入 26.1 亿元，同比下滑 0.02%；机器人业务收入 2.1 亿元，同比增长 336%，实现机器人销售 1500 台（包含内部销售），同比 2017 年增长 50%，机器人业务增速靓丽。

分地区，2018 年内销收入 20.7 亿元，同比增长 5.8%，2018H2 同比下滑 2.7%；外销收入 11.2 亿元，同比增长 5.1%，2018H2 同比增长 16.0%。

### ● 主业平稳发展，机器人业务带来新的增长点

小家电和炊具进入消费升级大周期，公司作为炊具龙头，同时积极发展小家电业务，将在消费升级带来的量价齐升过程中受益。另外，公司持续发展机器人业务，2018 年机器人业务增长靓丽，未来有望持续保持良好增长，机器人业务一方面将提升公司智能化、自动化水平，另一方面，机器人产业将继续为公司带来新的增长点。

### ● 投资建议

我们预计：1) 前海再保险等子公司逐步贡献投资收益；2) 消费升级持续，市场集中度持续提升，作为炊具龙头，市场份额持续提升；3) 机器人业务良好发展。基于此，我们预测 2019-2021 年归母净利分别为 1.6/1.9/2.1 亿元，同比增长分别为 10%/13%/13%，2019Q1 利润恢复增长，参考可比公司平均估值 2019 年 20xPE，给予公司合理价值 9.4 元人民币/股，维持“增持”评级。

### ● 风险提示

原材料价格上涨；汇率大幅波动；机器人业务发展不达预期。

## 科沃斯 (603486.SH) 年报及一季报点评：自有品牌保持良好增长，代工业务收缩 (2019-04-30)

### ● 代工业务收缩，导致 2019Q1 收入增速放缓

公司披露 2018 年年报及 2019 年一季报，2018 年公司实现营业收入 56.9 亿元 (YoY+25.1%)，归母净利 4.9 亿元 (YoY+29.1%)，毛利率 37.8% (YoY+1.3pct)，净利率 8.5% (YoY+0.3pct)。2018Q4 收入 19.4 亿元 (YoY+19.5%)，归母净利 2 亿元 (YoY+22.8%)，毛利率 39.5% (YoY+0.3pct)，净利率 10.2% (YoY+0.3pct)。2019Q1 营业收入 12.5 亿元 (YoY+3.1%)，归母净利 7014 万元 (YoY-23.8%)，毛利率 36.6% (YoY+1.3pct)，净利率 5.6% (YoY-2.0pct)。

2019Q1 收入增速放缓，主要原因：公司策略性收缩代工业务，导致清洁类小家电业务、服务机器人代工业务收入同比下降，但公司自主品牌业务发展良好，自主品牌服务机器人业务收入同比增长 24.8%。

2019Q1 归母净利润同比下滑，原因：1) 公司加大投入，销售费用率同比上升 2pct；2) 管理费用率同比上升 1pct；3) 研发费用率同比上升 1.3pct。

### ● 2018 年海外自主品牌业务增速靓丽

2018 年，分地区，内销收入 28 亿，同比增长 21%，外销收入 29 亿，同比增长 29%，其中扫地机海外自主品牌业务快速增长，具体来看：美国市场收入同比增长近 100%，其他主流区域收入同比增长约 50%。分产品，服务机器人业务收入 39 亿元，同比增长 35%；小家电业务收入 17 亿元，同比增长 8%，服务机器人业务实现快速增长。分渠道，线上渠道，公司进一步深化与主流电商合作，同时积极拓展新兴渠道；2018 年线下渠道收入同比增长 62%，线下门店数量增至 1500 家，平均单店销售数量增长 29%。

### ● 期待策略性收缩代工业务完成后，收入有望恢复良好增长

短期来看，公司策略性收缩代工业务，导致收入增速放缓，但是公司自主品牌业务增长良好，产品结构持续升级，国内市场全局规划类产品销售占比进一步增长至 53%，且海外市场持续开拓，公司在美国市场主流线下零售渠道门店数进一步扩展至约 4,500 家，我们认为，策略性收缩完成后将恢复良好增长。

长期来看，科沃斯是国内家庭服务机器人行业龙头企业，连续多年位居扫地机器人行业第一位置。中怡康预计我国 2017—2020 扫地机器人市场有望保持 20%复合增长率，行业持续增长之下龙头将充分享受行业发展红利；加之公司在海外市场的开拓，未来公司的业绩有望保持良好增长。

### ● 盈利预测

我们假设：公司主要业务扫地机自主品牌业务发展良好，代工业务策略性收缩完成后将恢复良好增长；消费升级趋势仍会继续，扫地机器人渗透率持续提升，行业将保持较快增长，公司长期成长性良好。基于此，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 5.7、6.9、8.5 亿元，同比增长 17.5%、20.5%、23.6%。参考海外扫地机龙头 irobot 2019 年 PE 32.27x，考虑到公司 2019 年预期归母净利增速快于 irobot (wind 一致预期 2019 年 irobot 归母净利同比 2%)，给予科沃斯 2019 年 34x PE，对应合理价值 48.28 元人民币/股。维持“增持”评级。

### ● 风险提示

被吸尘器产品替代、扫地机器人市场竞争格局恶化；海外销售不及预期；整体消费需求羸弱。

## 风险提示

### 原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

### 汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损，影响公司利润。

### 行业需求趋弱

家电行业整体需求趋弱将影响上市公司收入和利润的增长。

### 行业竞争格局恶化

行业内竞争格局将影响公司的盈利能力，竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

**广发家电行业研究小组**

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

**广发证券—行业投资评级说明**

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

**广发证券—公司投资评级说明**

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

**联系我们**

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

**法律主体声明**

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

**重要声明**

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。