

空调变局，奥克斯表现如何？

——家电行业每周观点 20190526

行业周报

增持（维持）

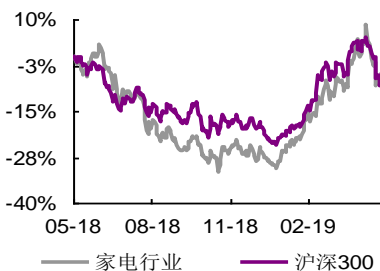
分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)
021-52523878
jinxing@ebscn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)
021-52523877
ganjun@ebscn.com

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)
021-52523880
wangqq@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

从美的高歌猛进看空调行业的变化——空调行业专题思考

..... 2019-05-21
空调销量增速维持 50%+, 美的米家份额走强——家电行业 2019 年 4 月淘宝数据跟踪与解读

..... 2019-05-13
4 月以来需求未出现透支迹象, 格局变化值得关注——家电行业每周观点 20190512

..... 2019-05-12

引言:

上周我们在专题研究《从美的高歌猛进看空调行业的变化》中阐述了我们对耐用消费品渠道变革和低线市场需求红利的研究, 引发市场广泛关注。奥克斯作为借助电商渠道“弯道超车”, 并率先提出线下“网批”模式的明星品牌, 最近表现如何?

从过去一年多的财务数据来看, 随着电商红利消失殆尽和龙头入局电商导致的竞争加剧, 奥克斯空调业务的收入增速中枢下移, 毛利率持续下滑。而格力和美的虽然发力电商渠道更晚, 但份额后来居上, 并且毛利率稳定性明显更强, 凸显其更强的产业链定价权。考虑到龙头遥遥领先的盈利能力和“余粮储备”, 以及对核心零部件压缩机供应的绝对掌控力, 空调龙头壁垒依然深厚。

电商红利后, 低线市场需求红利开始显现, 美的和奥克斯在线下渠道变革中更积极主动, 凭借更低加价率和更高周转率, 目前受益最为明显, 前有奥克斯借助电商渠道“弯道超车”的案例, 要警惕行业下一次“弯道超车”的出现。

核心观点:

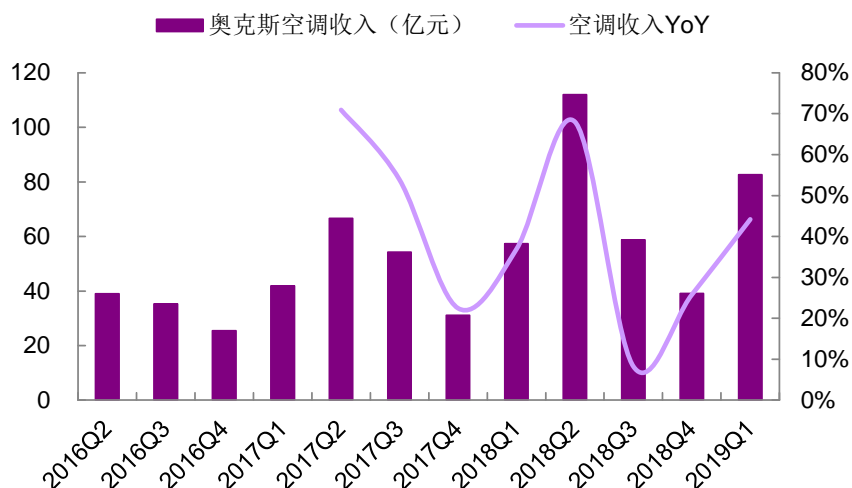
奥克斯集团作为债券发行主体披露了其 2018 年报和 2019 年一季报。公司旗下除了空调业务板块外, 还有上市公司三星医疗 (601567.SH), 主要经营电力设备 (电能表等) 和医疗 (民营医院) 两大业务板块。

为了获得空调业务板块单独的财务数据, 我们将奥克斯集团的合并报表和三星医疗的合并报表轧差, 轧差所得报表可基本等同于奥克斯空调业务板块财务报表, 后文分析中所用财务数据均采用上述方法计算得到, 不再重复说明。

◆ 电商红利消失殆尽, 奥克斯财务数据波动加大

收入增速中枢下移且波动加大。过去几年, 奥克斯抓住了电商渠道红利, 收入实现快速增长, 2018 年空调业务收入估测已突破 260 亿元。但公司收入增速开始随行业周期出现较大波动, 2018Q3 行业需求承压背景下, 奥克斯空调单季收入增速不到 10%。

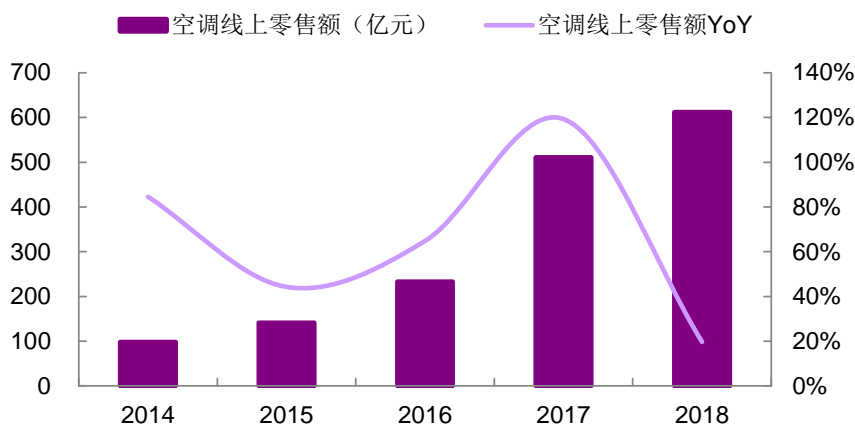
图 1：奥克斯空调业务收入增速波动加大，但仍保持快速增长



资料来源：奥克斯集团公告，光大证券研究所

电商红利衰减是奥克斯收入增速中枢下移的主要原因。虽然从2018年开始通过网批模式大力拓展线下渠道，但2018年1-9月电商渠道在奥克斯空调收入中占比依然高达66%。而经过几年的高速增长后，2018年空调线上线下零售增速差收窄，2018年奥维监测空调电商渠道零售额增速回落至20%，电商渠道占整体零售额占比已经超过30%。

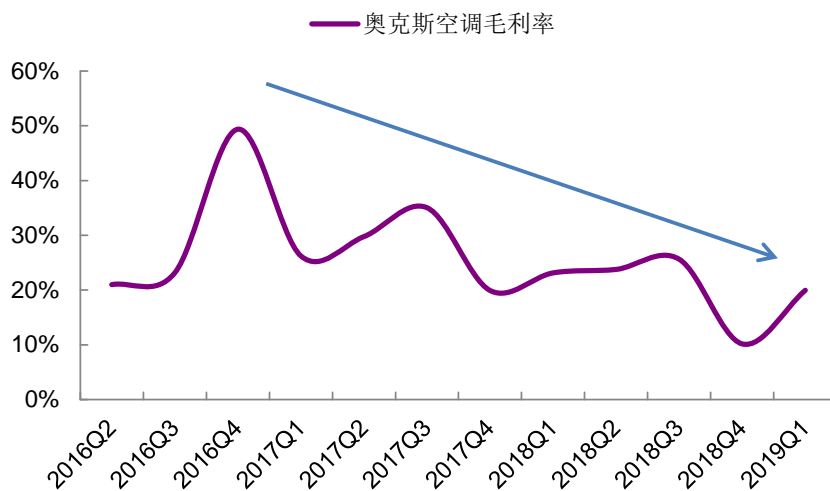
图 2：2018 年空调线上零售额增速放缓



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

除了收入增速的中枢下移之外，2017Q4 以来毛利率的持续下滑较为醒目。2017Q4 到 2019Q1 期间，单季毛利率分别同比-30pct、-3pct、-6pct、-9pct、-10pct、-3pct，2018 年全年毛利率同比下降 7pct 左右。

图 3：奥克斯空调业务毛利率近年来呈现下行趋势

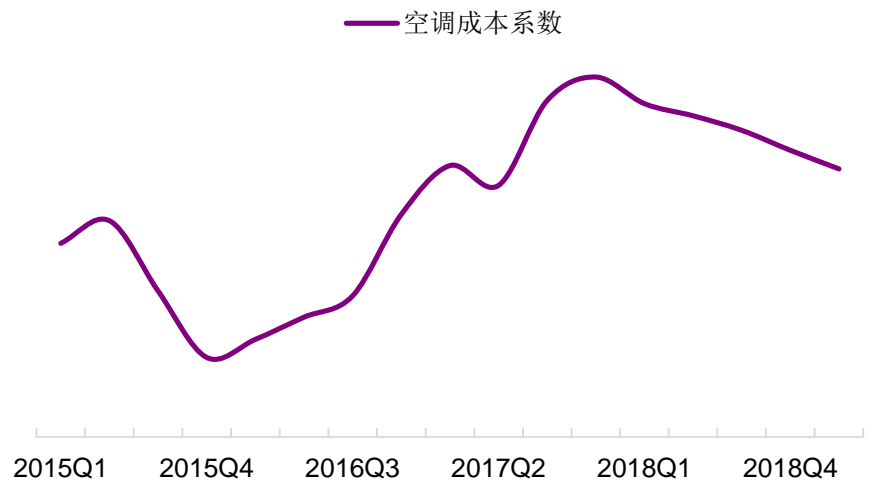


资料来源：奥克斯集团公告，光大证券研究所

毛利率的持续下降通常有以下两种因素：1) 成本持续上行；2) 竞争加剧。

空调原材料成本从 2016 年开始进入上行周期，2017Q4 是整机成本最高点，由于出厂价和零售价的调整通常存在时滞，因此 2018Q1 开始毛利率承压可以理解，但奥克斯空调单季毛利率下行压力呈现逐季增加的趋势，无法完全用成本来解释。

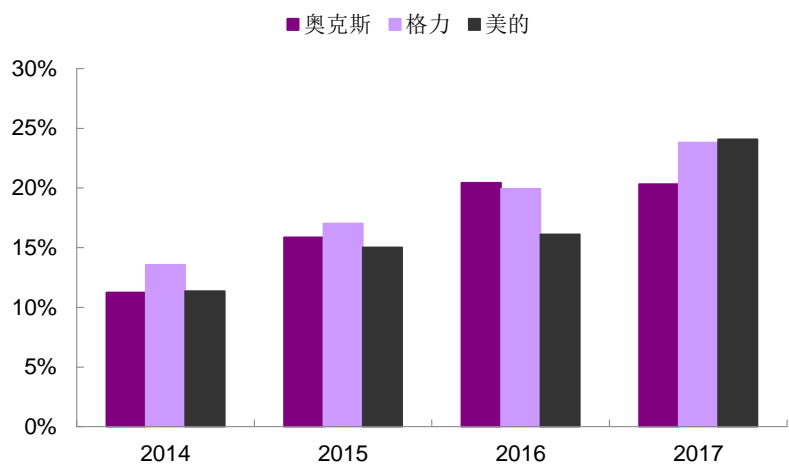
图 4：空调成本上行压力在 2018 年后应该逐季下降



资料来源：光大证券研究所测算

奥克斯最近几个季度的毛利率大幅承压或许跟竞争加剧有关。奥克斯在线上渠道的零售额份额 2016 年曾经上升到第一，但 2017 年开始美的和格力明显加大在线上渠道的份额争夺，全年零售额份额再度双双超过奥克斯，美的和格力在线上渠道的发力使得线上渠道的竞争明显加剧。

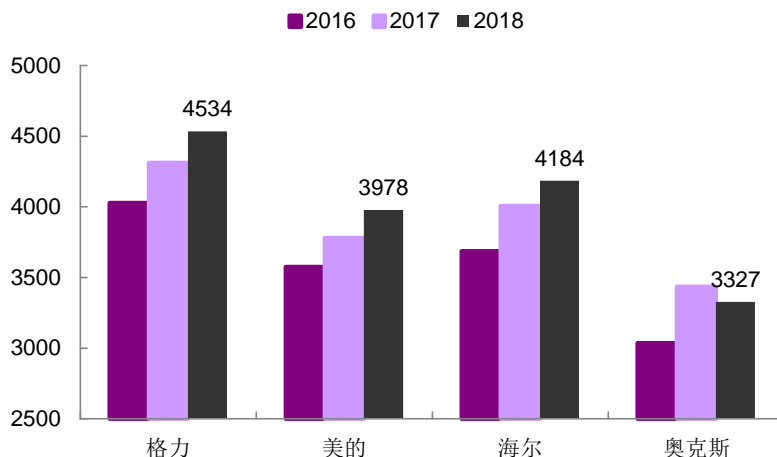
图 5：2017 年开始美的和格力明显加大在线上渠道的份额争夺(零售额份额)



资料来源：中怡康线上监测数据，光大证券研究所

奥克斯短期能用的竞争手段主要还是价格，因此我们从奥维监测的零售均价来看，2018 年格力、美的和海尔的零售均价均有明显提升，但奥克斯的价格是同比下降的。

图 6：2016-2018 年几大品牌空调零售均价变动（单位：元）

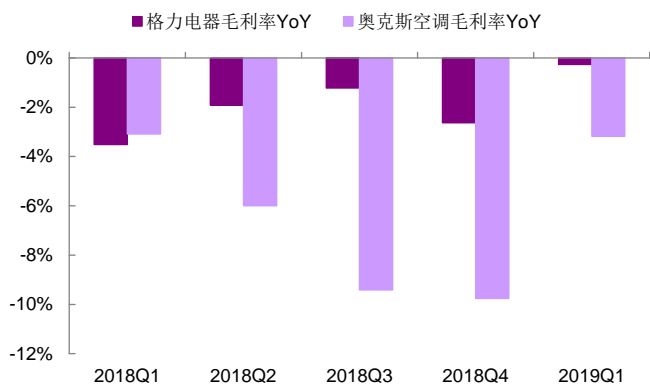


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

◆格力和美的产业链定价权更强，壁垒依然深厚

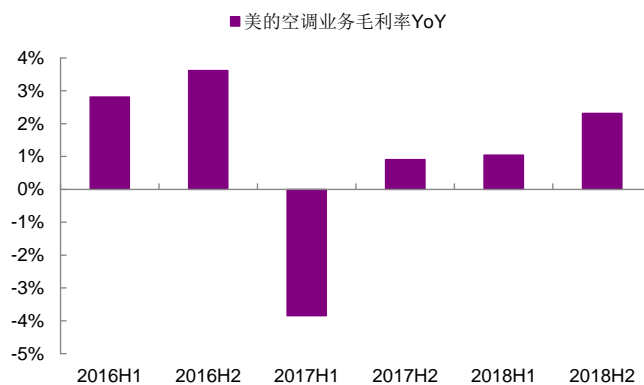
龙头毛利率稳定性更强，本质是更强的产业链定价权。在外部环境相同的情况下，2018 年格力和美的空调业务的毛利率波动要远小于奥克斯，本质上体现的是龙头更强的产业链定价权。

图 7：格力电器毛利率稳定性明显好于奥克斯



资料来源：Wind，光大证券研究所

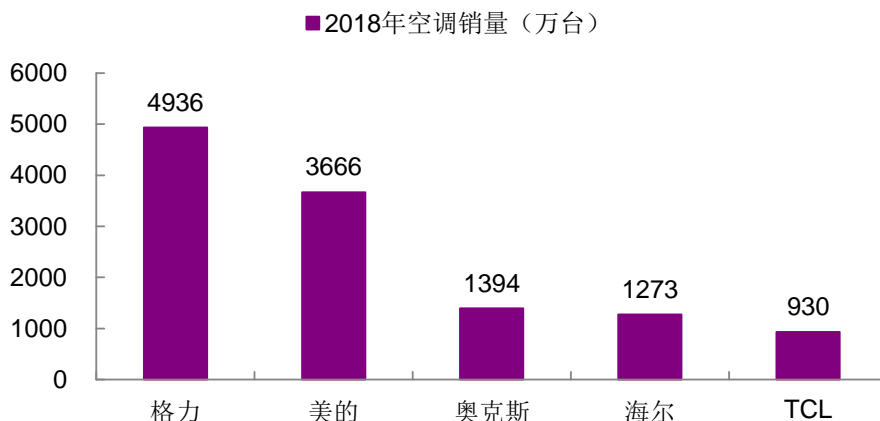
图 8：2018 年美的空调业务毛利率同比上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

奥克斯已不可忽视，但龙头壁垒依然深厚。从规模来看，2018 年奥克斯空调销量已达到格力和美的总销量的 28%和 38%，上升至中国第三，成为空调行业不可忽视的一股力量。

图 9：2018 年奥克斯空调总销量已上升至中国第三

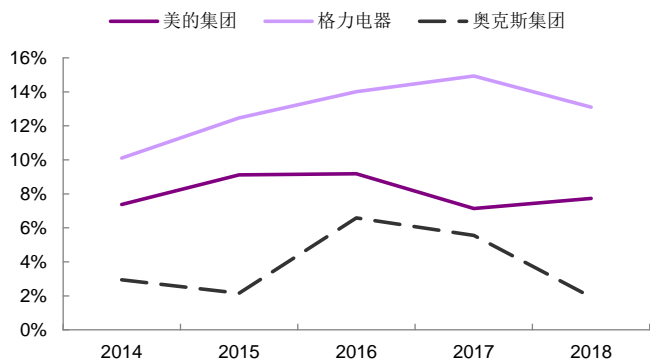


资料来源：产业在线，光大证券研究所

但从奥克斯和龙头的财务报表对比来看，龙头仍然构筑了较高的壁垒，主要体现在以下两个方面：

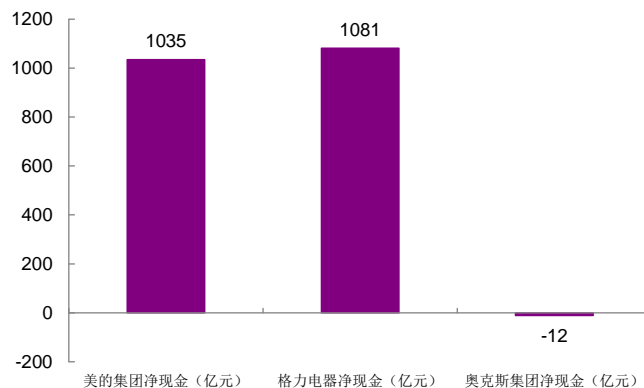
- 1) 龙头遥遥领先的盈利能力和“余粮储备”，为市场竞争留够空间。格力电器和美的集团 2018 年的净利率分别为 13%和 8%，要远高于奥克斯集团的 2%。并且格力电器和美的集团的账上净现金均超过 1000 亿元，而奥克斯集团账上没有太多“余粮”，一旦龙头发动攻势，奥克斯将面临较大的资金压力。

图 10：格力和美的的盈利能力遥遥领先（净利率）



资料来源：Wind，光大证券研究所

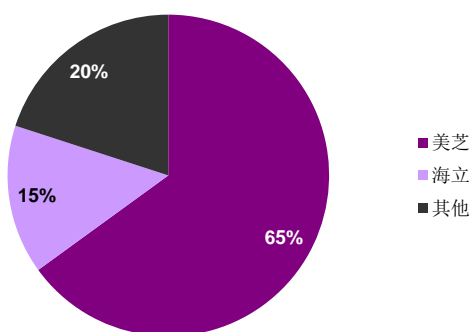
图 11：格力电器和美的集团净现金均超过 1000 亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所，净现金=货币资金+其他流动资产-长短期借款-应付债券-长期应付款

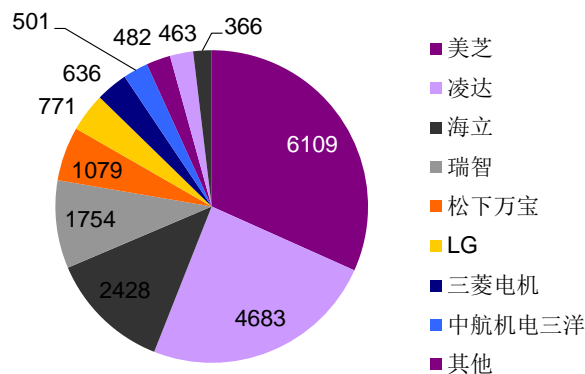
- 2) 供应链一体化能力，通过控制核心零部件压缩机的供应限制对手发展。奥克斯空调压缩机全部外购，主要从浙江美芝压缩机有限公司、南昌海立冷暖技术有限公司两家采购，2017 全年美芝供货占总采购额的 65%，海立占 15%，合计 80%，美的和格力通过对这两家有关联关系的压缩机企业施加影响，可以通过控制核心零部件压缩机的供应限制对手发展。

图 12: 奥克斯压缩机外部供应商占比 (2017 年)



资料来源: 奥克斯集团公告, 光大证券研究所

图 13: 全国空调压缩机产能基本被垄断 (2017 年)



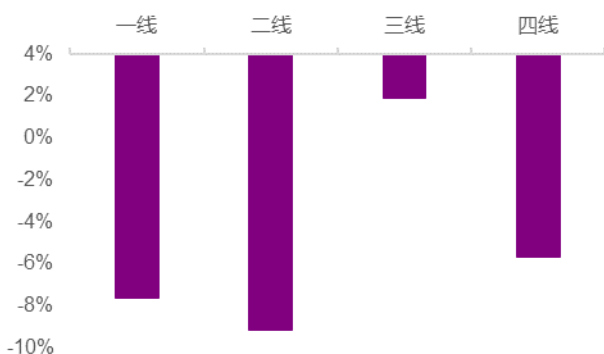
资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

◆低线市场再现红利, 警惕下一次“弯道超车”

我们在行业专题报告《从美的高歌猛进看空调行业的变化》中已经提到, 在需求、供给两端的共同作用下, 三四级低线市场的需求有望迎来持续释放。

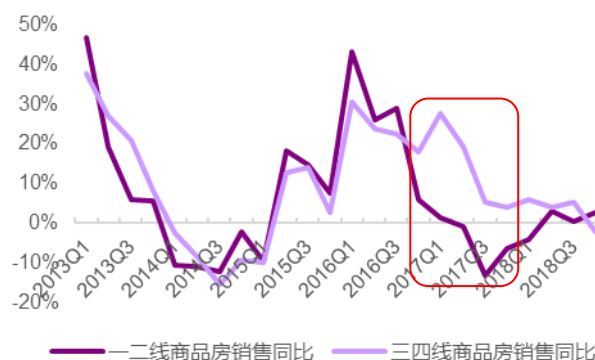
从需求层面来看, 当前正是三四线城市商品房, 以及前两年棚改交房的高峰期。2016~17 年, 三四线房地产迎来了一轮销售高峰, 考虑到销售以期房为主, 叠加当时较为宽松的预售要求, 三四线的交房周期普遍在 2 年以上, 当前逐步进入交房高峰期。同时 16~17 年每年 500 万套以上的棚户区改造也进入交房周期。

图 14: 分线级中怡康空调累计销量同比



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所, 为 19 年 1~4 月累计

图 15: 分线级商品住宅销售面积同比增速

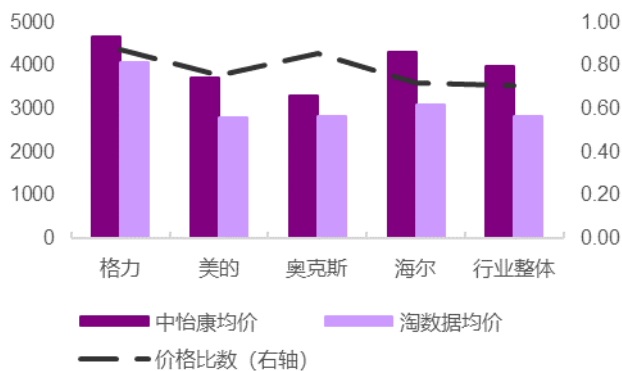


资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所, 其中一二线城市为国家统计局公布的 40 大中城市商品房销售口径

供给层面流通成本的下降是低线需求释放的另一层驱动力。对于低线城市/农村市场来讲, 除居民收入因素外, 过去粗放的层层分销体系带来的高流通成本是另一个阻碍产品普及的重要因素。过去格力美的虽然将专卖店遍布全国低线地区, 但考虑到传统分销网络的多层级, 以及粗放的渠道管理、高企的仓储物流成本, 往往三四线地区的产品加价率也较高。

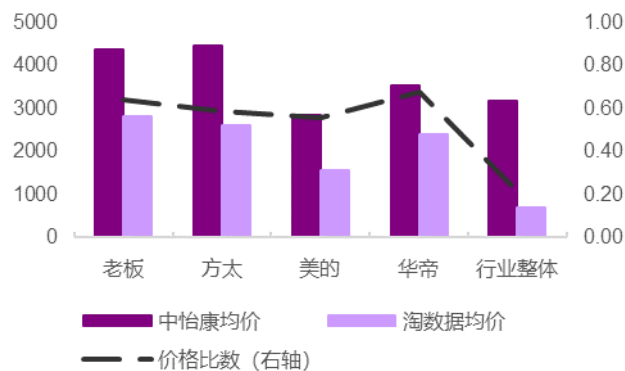
行业数据上我们看到电商渠道当前均价远低于线下，同时三四线网批渠道正在高速增长，也侧面印证了低线需求的释放。主流品牌线上均价普遍比线下低 1000 元左右，而淘数据监测线上烟机均价仅为 600~700 元，远低于过去的主流品牌均价。此外，2018 年 10 月开始营业的天猫优品店铺即是定位农村市场的线上线下联动的零售平台。

图 16: 19 年 1~4 月主要品牌空调累计均价对比 (元)



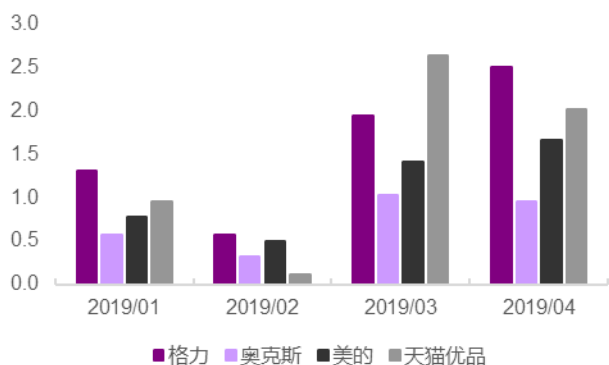
资料来源: 中怡康, 光大证券研究所, 价格比数为: 淘数据 ASP/中怡康 ASP, 下同

图 17: 19 年 1~4 月主要品牌油烟机累计均价对比 (元)



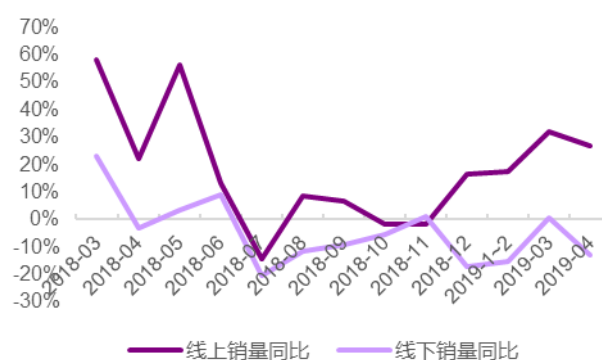
资料来源: 淘数据, 光大证券研究所

图 18: 部分店铺空调销售金额 (亿元)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所, 品牌均为旗舰店口径

图 19: 19 年以来线上空调销量增速表现更好



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

17 年下半年奥克斯与阿里巴巴签订战略合作伙伴, 全国首家推行“网批”模式, 18 年开始在线下全面推行“网批”模式, 深入布局三四线城市、快速拓展五六线城市。美的也从 2018 年开始通过推行“美云销”系统, 逐步实现对终端零售商的直接供货, 以提升低线市场的渠道效率。

图 20：奥克斯从 18 年开始在线下全面推行“网批”模式

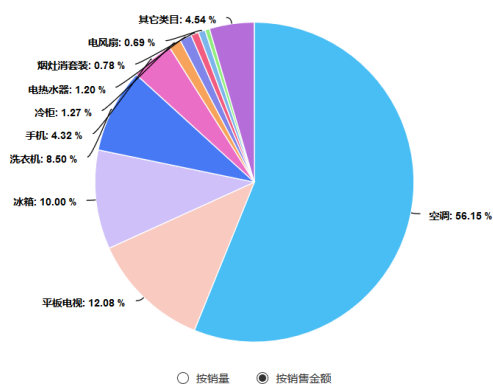


资料来源：东北网，光大证券研究所

奥克斯和美的因为高周转经营，更快享受到原材料下行的红利，并通过降低渠道流通环节成本，主动降低终端售价，使其在这一轮低线市场需求红利中受益最明显。

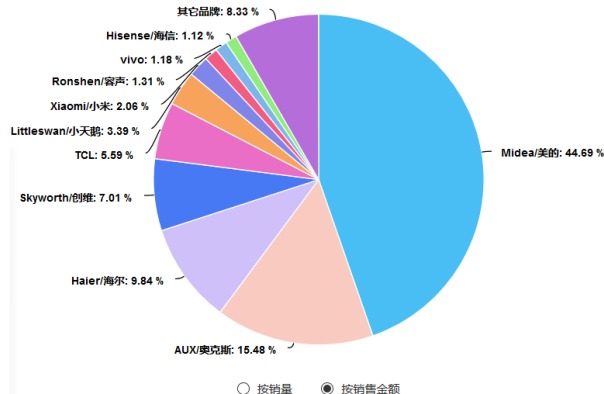
以线上线下联动的农村零售平台天猫优品为例，从品类来看，2019 年 4 月天猫优品的销售额中 56%来自空调，是绝对的第一大品类，从品牌来看，2019 年 4 月奥克斯和美的分别贡献天猫优品 45%和 15%的销售额，是天猫优品增长的主要受益者。

图 21：空调是天猫优品的第一大品类（2019 年 4 月）



资料来源：淘数据，光大证券研究所

图 22：2019 年 4 月奥克斯和美的分别贡献天猫优品 45%和 15%的销售额



资料来源：淘数据，光大证券研究所

◆投资建议

从过去一年多的财务数据来看，随着电商红利消失殆尽和龙头入局电商导致的竞争加剧，奥克斯空调业务的收入增速中枢下移，毛利率持续下滑。而格力和美的虽然发力电商渠道更晚，但份额后来居上，并且毛利率稳定性明显更强，凸显其更强的产业链定价权。考虑到龙头遥遥领先的盈利能力和“余粮储备”，以及对核心零部件压缩机供应的绝对掌控力，空调龙头壁垒依然深厚。

电商红利后，低线市场需求红利开始显现，美的和奥克斯在线下渠道变革中更积极主动，凭借更低加价率和更高周转率，目前在低线市场需求红利中受益最明显。前有奥克斯借助电商渠道“弯道超车”的案例，要警惕行业下一次“弯道超车”的出现。

投资层面来看，年初以来板块伴随市场整体实现估值修复，近期因中美贸易争端、货币政策边际偏紧的系统性因素回调。但后续板块将从单纯的估值修复阶段逐步过渡到基本面驱动阶段，考虑到市场对板块盈利预期仍在底部，伴随需求逐季改善与成本红利带来的利润弹性，具备较大的预期差，我们继续建议把握系统性回调带来的布局机会。

个股推荐三条主线：

1) 具备产业链定价权，年内有望充分享受成本红利，业绩确定性较高的龙头公司：美的集团（一季报实际表现远超预期）、格力电器（混改预期）、青岛海尔。

2) 具备弱周期属性，自身经营周期向上的小家电公司新宝股份、九阳股份。

3) 受益一二线地产销量回暖与三四线交房改善的中央空调、厨电、照明等板块：海信家电、欧普照明、华帝股份、老板电器。

周市场回顾

市场表现回顾：整体表现近似于大盘，家电所有细分板块均有所下跌。本周沪深300指数-1.5%，家电板块整体-1.4%，行业表现逊于大盘。其中白电整机（-1.2%）、黑电整机（-4.2%）、厨电与小家电（-0.2%）、照明（-2.2%）、家电零部件（-2.7%）。

1) 本周板块表现

表1：家电行业及子板块市场表现

	家电板块	沪深300	白电整机	黑电整机	厨电与小家电	照明	家电零部件
本周表现	-1.4%	-1.5%	-1.2%	-4.2%	-0.2%	-2.2%	-2.7%
年度至今	28.0%	18.4%	36.8%	26.9%	20.1%	7.6%	5.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所

2) 本周个股表现

表2：家电行业个股表现

	上涨前五		下跌前五	
第一名	聚隆科技	27.4%	天银机电	-16.9%
第二名	奥马电器	6.2%	厦华电子	-12.9%
第三名	飞科电器	4.0%	德豪润达	-12.2%
第四名	苏泊尔	3.7%	中科新材	-10.2%
第五名	英唐智控	3.4%	康盛股份	-9.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所

◆风险提示:

经济增长不及预期，地产销售政策收紧，中美贸易争端升级。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			投资 评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
000333	美的集团	49.82	3.08	3.54	3.97	16	14	13	买入
000651	格力电器	53.90	4.36	4.88	5.35	12	11	10	买入
600690	青岛海尔	16.12	1.21	1.30	1.43	13	12	11	买入
000921	海信家电	12.53	1.01	1.21	1.38	12	10	9	增持
603515	欧普照明	31.50	1.19	1.40	1.74	26	23	18	买入
002508	老板电器	27.05	1.55	1.75	1.95	17	15	14	买入
002035	华帝股份	12.21	0.77	0.90	1.07	16	14	11	买入
002242	九阳股份	21.16	0.99	1.07	1.24	21	20	17	买入

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 5 月 24 日

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼