

## 家用电器行业

### 中报披露完毕，弱需求下白电龙头彰显韧性

行业评级	持有
前次评级	持有
报告日期	2019-09-01

#### 核心观点:

##### ● 投资建议:

本周白电及厨电等多个子板块龙头公司发布中报，在弱需求的背景下白电龙头基于产品、渠道、品牌优势，在弱需求背景下收入业绩表现均更为稳健。同时在成本及增值税红利下，板块盈利能力同比持续提升。因此，从短期业绩确定性及长期竞争力角度，我们建议继续配置长期竞争力显著的白电龙头：**格力电器、美的集团、海尔智家**。同时建议关注受益于消费升级的小家电龙头：**九阳股份、苏泊尔**。

##### ● 本周重点报告回顾

**老板电器 2019 年中报点评：地产压力下，基本面仍处底部区域**

**新宝股份 2019 年中报点评：利润大幅增长，超业绩预告**

**华帝股份 2019 年中报点评：收入承压下滑，盈利能力提升**

**莱克电气 2019 年中报点评：Q2 收入增速转正，经营情况略有改善**

**海尔智家 2019 年中报点评：收入稳健增长，智能家居初见成效**

**苏泊尔 2019 年中报点评：业绩保持良好增长，与快报相符**

**三花智控 2019 年中报点评：外部压力下收入稳健增长，毛利率改善**

**科沃斯 2019 年中报点评：代工业务收缩致收入、利润下滑**

**爱仕达 2019 年中报点评：收入保持增长，利润同比下滑**

**美的集团中报点评：收入增长良好，业绩表现亮丽**

##### ● 一周行情回顾 (2019.08.26-2019.08.30)

沪深 300 指数本周-0.6%，本周家电板块表现好于大盘上涨 1.5%，其中白电指数上涨 1.6%，视听器材指数持平。

##### ● 2019W34 (2019.8.19-2019.8.25) 白电厨电主要品类销量数据

**空调：**线下 YoY-0.8%(环比-16.1pct)，线上 YoY+50.6%(环比+23.8pct)

**冰箱：**线下 YoY-14.6%(环比-16.8pct)，线上 YoY+12.9%(环比-8.9pct)。

**洗衣机：**线下 YoY-15.7%(环比-12.2pct)，线上 YoY+6.8%(环比-17.8pct)。

**油烟机：**线下 YoY-11.3%(环比-0.5pct)，线上 YoY+30.8%(环比+14.5pct)。

##### ● 本周行业要闻

###### 行业动态

➢ **2019 年上半年洗碗机总结：升温里的洗出望外**

➢ **台式微蒸烤：容积大化过程中遇瓶颈**

➢ **冷冻冷藏压缩机增速放缓 细分应用差异扩大**

##### ● 行业月度数据回顾 (2019 年 7 月)

➢ **产业在线洗衣机数据回顾**

➢ **产业在线冰箱数据回顾**

● **汇率跟踪：**本周人民币兑美元汇率持续下跌。

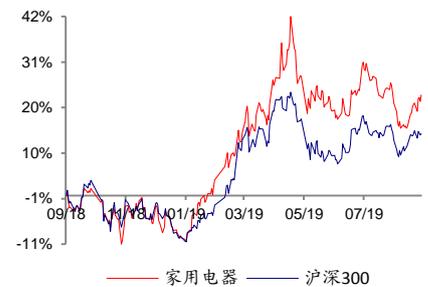
● **原材料价格：**本周冷轧板卷板、原油价格上升，铜、铝下降。

● **面板价格：**截至 2019 年 8 月，面板价格连续 3 个月下降。

##### ● 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。

#### 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

分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师:

王朝宁



SAC 执证号: S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究:

家用电器行业:7月行业数据 2019-08-29

点评: 内销整体需求平淡,

冰洗外销亮眼

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
美的集团	000333.SZ	人民币	52.78	2019/8/30	买入	64.79	3.41	3.75	15.46	14.07	11.51	9.74	24.17	23.34
格力电器	000651.SZ	人民币	55.50	2019/8/30	买入	61.22	4.71	5.27	11.66	10.41	6.30	5.22	26.03	24.80
海尔智家	600690.SH	人民币	15.91	2019/8/30	买入	20.00	1.25	1.37	12.75	11.59	8.44	6.34	17.06	15.80
苏泊尔	002032.SZ	人民币	72.28	2019/8/29	买入	78.40	2.35	2.70	30.82	26.80	23.89	20.75	27.02	26.08
九阳股份	002242.SZ	人民币	22.07	2019/8/14	买入	27.25	1.08	1.23	20.43	17.87	19.17	16.77	21.06	23.20

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

投资建议: .....	5
一周行情回顾 (2019.08.26-2019.08.30) .....	6
2019W34 (2019.8.19-2019.8.25) 行业主要品类线上线下单周及累计数据回顾.....	6
行业回顾 .....	8
本周新闻动态: 2019 年上半年洗碗机总结: 升温里的洗出望外; 台式微蒸烤: 容积大化过程中遇瓶颈; 冷冻冷藏压缩机增速放缓 细分应用差异扩大.....	8
产业在线月度冰箱数据回顾 (2019 年 7 月) .....	13
产业在线月度洗衣机数据回顾 (2019 年 7 月) .....	15
原材料价格变动跟踪.....	17
汇率跟踪.....	18
本周重点报告回顾.....	18
老板电器 2019 年中报点评: 地产压力下, 基本面仍处底部区域.....	18
新宝股份 2019 年中报点评: 利润大幅增长, 超业绩预告 .....	19
华帝股份 2019 年中报点评: 收入承压下滑, 盈利能力提升 .....	20
莱克电气 2019 年中报点评: Q2 收入增速转正, 经营情况略有改善 .....	21
海尔智家 2019 年中报点评: 收入稳健增长, 智能家居初见成效 .....	22
苏泊尔 2019 年中报点评: 业绩保持良好增长, 与快报相符 .....	23
三花智控 2019 年中报点评: 外部压力下收入稳健增长, 毛利率改善.....	24
科沃斯 2019 年中报点评: 代工业务收缩致收入、利润下滑 .....	25
爱仕达 2019 年中报点评: 收入保持增长, 利润同比下滑 .....	26
美的集团 2019 年中报点评: 收入增长良好, 业绩表现亮丽 .....	26
风险提示 .....	28

## 图表索引

图 1: 本周家电板块表现位居所有行业第 3.....	6
图 2: 2019W34 (2019.8.19-2019.8.25) 单周销量同比数据.....	6
图 3: 2019W34 (2019.8.19-2019.8.25) 单周线上线下均价.....	7
图 4: 2019W34 (2019.8.19-2019.8.25) 单周线上线下均价同比.....	7
图 5: 2019W1-W34(2019.1.1-2019.8.25) 累计销量同比数据: 线上整体优于线下, 洗衣机表现最为稳健.....	7
图 6: 2019W1-W34 (2019.1.1-2019.8.25) 累计线上线下均价.....	7
图 7: 2019W1-W34 (2019.1.1-2019.8.25) 累计线上线下均价同比: 冰洗线下均价提升, 油烟机承压.....	7
图 8: 冰箱月度销量及增速 (万台, %).....	14
图 9: 冰箱月度内销及增速 (万台, %).....	14
图 10: 冰箱月度外销及增速 (万台, %).....	15
图 11: 洗衣机月度销量及增速 (万台, %).....	16
图 12: 洗衣机月度内销及增速 (万台, %).....	17
图 13: 洗衣机月度外销及增速 (万台, %).....	17
图 14: 白电主要原材料价格一览: 本周铜、原油价格上升, 冷轧板卷板、铝下降.....	17
图 15: 面板价格: 截至 2019 年 8 月, 面板价格已下降至历史低位.....	18
图 16: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率 (本周末 1 美元=7.1452 人民币, 上周末 1 美元=7.0825 人民币) 走低.....	18
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 2.1 个百分点.....	6
表 3: 冰箱行业产量、销量、库存情况 (万台、%).....	13
表 4: 冰箱各品牌 2019 年 7 月内销情况及增速 (万台、%).....	13
表 5: 冰箱各品牌 2019 年 7 月外销情况及增速 (万台、%).....	14
表 6: 洗衣机行业产量、销量、库存情况 (万台、%).....	15
表 7: 洗衣机各品牌 2019 年 7 月内销情况及增速 (万台、%).....	16
表 8: 洗衣机各品牌 2019 年 7 月外销情况及增速 (万台、%).....	16

## 投资建议:

本周白电及厨电等多个子板块龙头公司发布中报，白电龙头基于产品、渠道、品牌优势，在弱需求背景下收入业绩表现均更为稳健。同时在成本及增值税红利下，板块盈利能力同比持续提升。因此，从短期业绩确定性及长期竞争力角度，我们建议继续配置长期竞争力显著的白电龙头：**格力电器、美的集团、海尔智家**。同时建议关注受益于消费升级的小家电龙头：**九阳股份、苏泊尔**。

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值

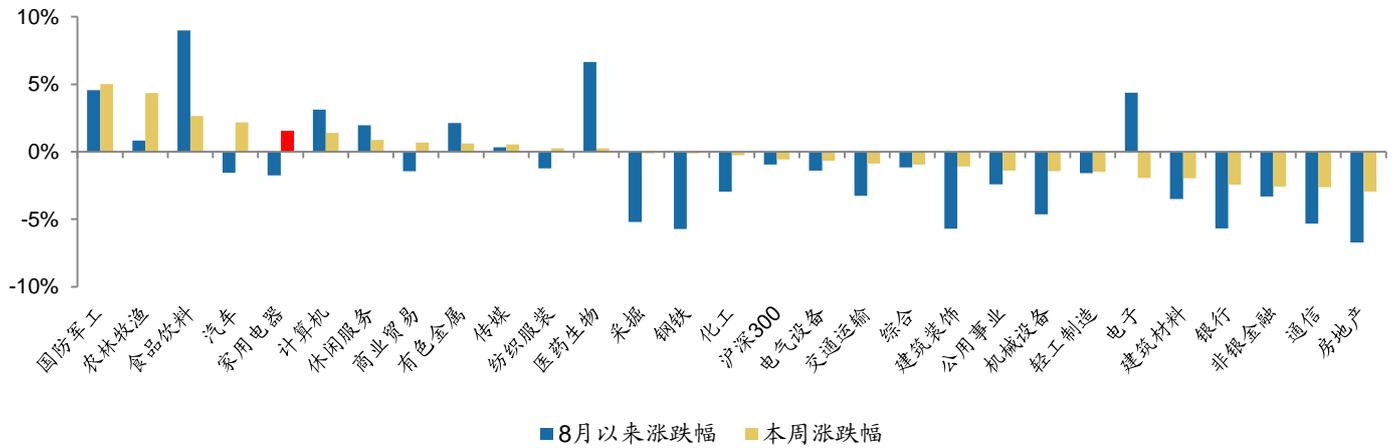
公司代码	公司简称	评级	股价 2019/08/30	货币	EPS			净利润增速			PE	
					18A	19E	20E	18A	19E	20E	19E	20E
000333.SZ	美的集团	买入	52.78	人民币	3.04	3.41	3.75	17%	17%	10%	15.5	14.1
000651.SZ	格力电器	买入	55.50	人民币	4.36	4.71	5.27	17%	8%	12%	11.7	10.4
600690.SH	海尔智家	买入	15.91	人民币	1.17	1.25	1.37	8%	7%	10%	12.7	11.6
002032.SZ	苏泊尔	买入	72.28	人民币	2.03	2.35	2.70	26%	15%	15%	30.8	26.8
002242.SZ	九阳股份	买入	22.07	人民币	0.98	1.08	1.23	9%	10%	14%	20.4	17.9
603868.SH	飞科电器	增持	36.09	人民币	1.94	1.94	2.06	1%	0%	6%	18.6	17.5
000921.SZ	海信家电	增持	11.78	人民币	1.01	1.14	1.24	-32%	13%	9%	10.4	9.5
00921.HK	海信家电	增持	8.22	港币	1.11	1.25	1.36	-32%	13%	9%	6.5	6.0
002705.SZ	新宝股份	增持	11.60	人民币	0.62	0.80	0.91	23%	22%	13%	14.5	12.8
002677.SZ	浙江美大	增持	13.25	人民币	0.58	0.70	0.81	24%	20%	15%	18.9	16.5
603579.SH	荣泰健康	增持	25.83	人民币	1.78	1.84	1.86	15%	4%	1%	14.0	13.9
603355.SH	莱克电气	增持	20.90	人民币	1.05	1.20	1.33	16%	14%	11%	17.4	15.7
002508.SZ	老板电器	增持	25.01	人民币	1.55	1.64	1.80	1%	5%	10%	15.3	13.9
600060.SH	海信电器	增持	7.65	人民币	0.30	0.24	0.30	-59%	-21%	27%	32.3	25.5
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.63	人民币	0.24	0.31	0.37	-10%	28%	18%	18.1	15.4
002050.SZ	三花智控	买入	11.80	人民币	0.61	0.50	0.56	5%	6%	14%	23.8	20.9
002429.SZ	兆驰股份	增持	2.87	人民币	0.10	0.13	0.14	-26%	28%	10%	22.8	20.7
603515.SH	欧普照明	增持	28.30	人民币	1.19	1.30	1.46	32%	9%	12%	21.8	19.4
002035.SZ	华帝股份	增持	9.92	人民币	0.77	0.89	1.01	33%	15%	14%	11.2	9.8
002403.SZ	爱仕达	增持	8.08	人民币	0.42	0.43	0.47	-14%	1%	11%	18.9	17.0
603486.SH	科沃斯	持有	25.25	人民币	1.21	0.85	0.97	29%	-2%	15%	29.9	25.9
002543.SZ	万和电气	增持	9.25	人民币	0.85	1.00	1.14	18%	17%	13%	9.2	8.1

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 盈利预测来自广发家电, 海信家电H股EPS由人民币转换成港币所得, 港币兑人民币汇率取2019.08.30收盘价: 1港币=0.9112人民币。

## 一周行情回顾 (2019.08.26-2019.08.30)

图 1: 本周家电板块表现位居所有行业第 3



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

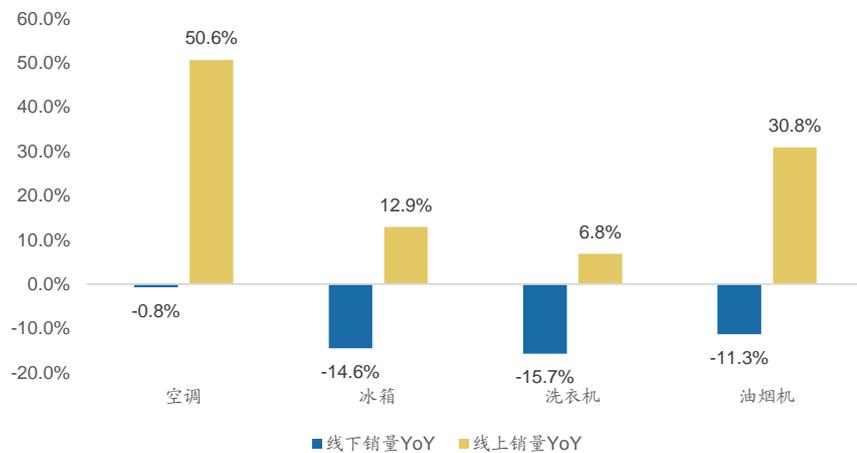
表 2: 本周家电指数跑赢市场 2.1 个百分点

	本周涨跌幅	本周跑赢市场 (百分点)	8 月以来涨跌幅
沪深 300	-0.6%		-0.9%
家用电器	1.5%	2.1	-1.8%
视听器材 (申万)	0.0%	0.5	-3.6%
白色家电 (申万)	1.6%	2.2	-1.6%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

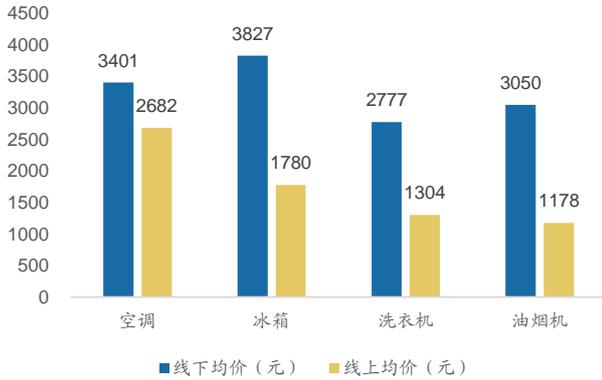
## 2019W34 (2019.8.19-2019.8.25) 行业主要品类线上线 下单周及累计数据回顾

图 2: 2019W34 (2019.8.19-2019.8.25) 单周销量同比数据



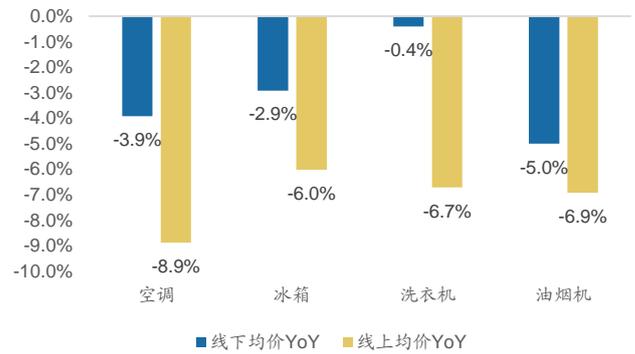
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 3: 2019W34 (2019.8.19-2019.8.25) 单周线上线下均价



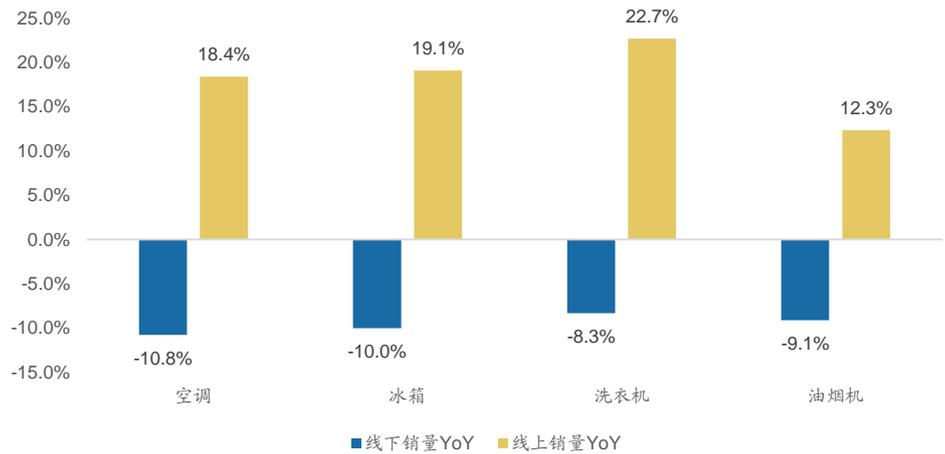
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 4: 2019W34 (2019.8.19-2019.8.25) 单周线上线下均价同比



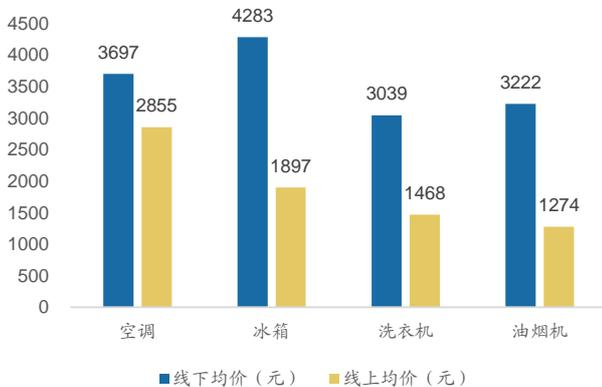
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 5: 2019W1-W34 (2019.1.1-2019.8.25) 累计销量同比数据: 线上整体优于线下, 洗衣机表现最为稳健



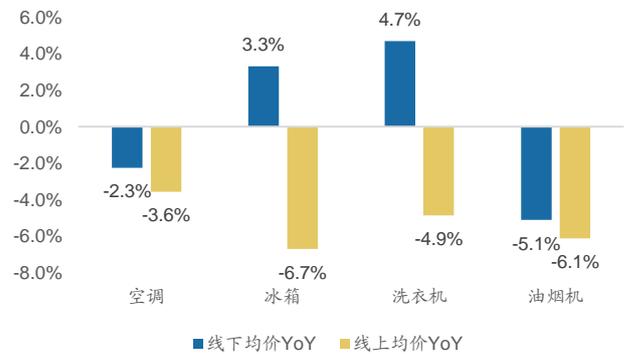
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 6: 2019W1-W34 (2019.1.1-2019.8.25) 累计线上线下均价



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 7: 2019W1-W34 (2019.1.1-2019.8.25) 累计线上线下均价同比: 冰洗线下均价提升, 油烟机承压



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

## 行业回顾

**本周新闻动态：2019年上半年洗碗机总结：升温里的洗出望外；台式微蒸烤：容积大化过程中遇瓶颈；冷冻冷藏压缩机增速放缓 细分应用差异扩大**

### ➤ 2019年上半年洗碗机总结：升温里的洗出望外

今年上半年，家电依旧哀鸿遍野。厨卫整体市场表现延续颓势，中怡康测算数据显示，厨房家电整体下滑 0.3%，在这个厨电企业疯狂寻求出路的时刻里，洗碗机是厨卫甚至家电圈里为数不多的正向增幅且高达 29% 的品类，这个泊来品利齿初露，趁此良机，对洗碗机进行一个总结展望。

#### 普及初见效果，旧观念依旧是拦路虎

经历多番轮炸，比如洗碗机品牌赞助综艺、铺天盖地的广告、举办洗碗机节等，很成功的对市场上的消费者进行了初期门槛式普及，就是大多数消费者已经知道有这种产品了，处于听说过，但不了解的状态，在上半年中怡康调研数据中，有 62% 被调研者就是处于这个层级中；其次对洗碗机无购买意愿人群的主要两大阻碍因素还是更喜欢手洗和洗不干净，旧有观念有点老生常谈的味道，但依旧是下一步普及重点。在中怡康联合腾讯家居的一份调研中，已购房人群在未来一年内购置厨电计划中有将近 20% 的被调研者打算购买洗碗机，已经开始进门作为消费者的家电选择项了。

#### 上半年稳增速，应是喜出望外

中怡康数据测算，今年上半年洗碗机全国零售量在 78 万台，增速 31%，零售额则达到了 33 亿元，增速为 29%，分渠道来看线上线下的规模几乎持平，但是线上零售额增速达到 30% 且远远高于线下，在新兴品类里线上这种成本相对低的渠道担当了流量红利的作用。相对于 2017 年三位数以上的增速，2019 年上半年的成绩或许差强人意，但是 2018 年整年增速在 30% 左右，今年上半年可谓了稳固了一波涨势。

具体来看线下全国地区增势的话，东北，西南以及华东区域引领了全国，尤其是华东地区本身零售额就是占据较大份额，增速依旧保持了一个较高的水准，零售量增长了 26%，而且均价也增长了 2.5%，也在一个高速增长期。细分省市来看，安徽地区上半年度表现突出，量增幅达到了 60% 多，全国领先，排名其后的是黑龙江省和重庆市。

#### 蓝海广阔，未来两年或大爆发

中怡康结合国家统计局相关数据推算：截至 2019 年上半年洗碗机中国市场百户拥有量为 1.35 台，而具有可参考国度的日本在 2016 年已经是 23 台了，蓝海还很大，足够百花齐放。

中怡康零售监测数据显示，行业活跃度上来看，线上更受品牌青睐，仅上半年线上品牌数量从 37 个直线上升到了 90 个，型号数量更是达到了 424 个，新增 151 个，而线下参与品牌从 22 个增长到 40 个，型号数量在增长 95 个后达到了 274 个，线上与线下无论是从品牌型号的总量还是新增数来说都有了极大的差距。2017 年开始到现在，西门子新品投放量线上线下分别为 52 个、30 个，方太为 13 个、13 个，美的为 32 个、20 个，松下为 12 个、4 个，从绝对值来看西门子遥遥领先，美的第二，而且美的新品投放量线上线下都在不断增长，其对洗碗机的投入力度不断加大，仅今年上半年线上就投放了 7 款新品。

去年洗碗机出现了一款集成产品：集成水槽洗碗机，在去年帅康是头个吃螃蟹产生销售的品牌，但是今年上半年主流的集成灶企业都已经有了新品上市并产生销售，如火星人、美大、帅丰等，其中火星人的 D7 线上销售已突破 100 台，增势甚猛。作为新兴品类，下半年增速应该依旧很快，但很难有突破旧有技术格局的产品出现。目前市面上比较独特或者新颖的产品有两个一个是将水槽洗碗机与电蒸箱结合，既能洗碗还能蒸菜，还有一款产品是上下双层的烤洗一体机，电烤箱结合洗碗机，这两个算是集成厨电贡献了一份力量。

随着洗碗机市场的日益成熟，各大品牌的工厂也逐渐提上日程，预计明后年老板、华帝、惠而浦的洗碗机工厂都可能会投入生产，而海尔也有消息将扩建旗下的洗碗机工厂。博西在 2018 年投产的滁州洗碗机工厂一期产能在 60 万台，预期年产能在 200 万台，惠而浦预计年产能在 50 万台，华帝预计在 20 万台。明后年将迎来产量的大丰收。

### 产品门槛提升，核心专利将成为竞争重点

近日，《家用水槽洗碗机》团体标准制定启动会在宁波召开，追求规范对其功能和消费者体验的评价体系，并确定技术指标和检测方法。目前关于洗碗机的行业标准及规范要求有 9 款，主要涉及安全、健康、使用性能及节能环保方面。据悉，洗碗机国标也在完善之中，推出时期也在不久的将来。随着标准愈加完善，洗碗机行业日益得到梳理净化，行业环境也会更加完美，同时对行业内的劣币起到了驱除作用，也加大了行业的准入门槛，让消费者更加放心的去购买使用洗碗机产品。

洗碗机已经从简单的野蛮增长态势下，走向正轨，技术成品牌厂商目前的主要竞争方向，一片白纸任由企业作画，各大企业都在积极争取自己的技术优势，西门子的晶蕾烘干，方太的三合一的超声波，美的的消毒除菌，海尔的变频电机等，都是这种态势下的表现，目前差异性才是重点，也是将来洗碗机行业成熟竞争白热化的出路。从今年的中消协洗碗机实机调研来看，基本已经摆脱了洗不干净的污名，洗碗机在厨房电器里担当清洁产品定位才名副其实，在洗净的基础上开始探索进一步的功能提升，如烘干杀菌储存，下半年各企业肯定会追求洗碗机延伸功能的吸引力，实现一机多用。

洗碗机是对手的二次解放，洗衣机是对手的第一次解放，洗衣机千亿规模就是洗碗机的未来。洗衣机在 2017 年的全国百户拥有量在 92 台，这个很大程度是家电

下乡和节能补贴等政策刺激的产物，洗碗机不可能重复这么快的发展路径，从弱到强仅仅是二十年的时间，行业内要做好打持久战和攻坚战准备，甚至可能中间还会有反复，但不能否认这是一个朝气蓬勃和巨大潜力的行业，也是需要众多品牌及参与者共同耕耘的行业。

(新闻来源：中怡康时代)

### ➤ 台式微蒸烤：容积大化过程中遇瓶颈

根据奥维云网 (AVC) 推总数据显示，台式微蒸烤行业在 2019 年上半年零售额达到 54.1 亿元，同比上涨 6.6%，零售量达 1182 万台，同比增速 9.9%。从渠道来看，线上市场地位不容忽视，线上零售额占比 56.4%，台式微蒸烤整体规模的涨幅主要来源于线上市场，线上市场销量齐升，零售额同比上涨 18.3，零售量同比 7.8%。线下市场则呈现下滑态势。

#### 蒸烤一体机爆发式增长

微波炉，诞生至今已有七十多年历史，进入中国也达三十多年，可以说是非常受欢迎。大家都知道，微波炉用来加热食物非常方便，只需将食物放入微波炉，叮一下，热气腾腾的食物就好了。虽然微波炉也有自身的局限性，但毕竟在中国存在时间较长，百户拥有量高达 40，人们对其有一定的依赖作用，微波炉在线上、线下市场的均保持核心地位，占有非常大的市场份额。但是随着电烤箱、电蒸箱的问世，无论从厨房的空间或是产品的功能来看，都对微波炉有一定的替代关系，导致微波炉的占比出现下滑趋势。

烤箱作为西式烘焙小家电，近年来受到了消费者的喜爱，价格便宜又能满足烘焙的需求，涨势也是好看。企业布局电商渠道成本相对线下市场较低，对于电烤箱这种体积相对较小，价格相对较低的品类，在线上市场的推广也相对更容易。因此电烤箱品类在线上市场抢占微波炉市场份额也相对更加容易。根据奥维云网监测数据显示，2019 年上半年单功能烤箱在线上占比 25.4%。

电蒸箱的流行离不开人们对高品质生活的追求，相较于煎、炒、炸等烹饪方法，蒸能够更好保留食材本味、减少食材内部汁液失、尽可能多地保留食材中营养成分，“蒸”得到越来越多消费者的喜爱和关注。通过奥维云网监测数据显示，带有蒸功能特别是蒸烤组合功能的一体机，在双线市场均大幅提升。

#### 产品结构决定价格变化

线上市场微蒸烤行业整体均价同比呈现 1.8 个百分点的小幅上涨，细分品类来看，除微蒸一体机均价同比大幅上涨外（机型个数少，机型结构调整带动均价大幅上涨），其他细分品类均价均呈现下滑态势。但是均价较高的蒸烤一体机均价同比下降 9.4%零售额份额上涨 2.2%、以及微蒸烤一体机均价同比下滑 6.1%零

售额份额上涨 0.8，均价较低但单功能烤箱零售额份额下滑 3.6%，产品结构的调整带动了整体均价的上涨。

线下市场微蒸烤行业整体均价同比下降 6.5%，虽各细分品类均价多呈现上涨态势，单蒸、蒸烤、微烤、微蒸烤均价同比均上涨，但结构调整不明显，市场占比高达 77.5% 的单功能微波炉产品，均价下滑 11.6%，对整体均价的变化影响较大。

### 容积大化，30L 成为主流临界值

毋庸置疑，厨房空间有限，但是消费者在选择过程中总是希望越大越好。以高速增长的蒸烤一体机为例，一般 20L 基本可以满足两到三人的烹饪需求，例如一道菜，鸡翅、蛋挞、饼干等，基本上会满足二到三人的饮食量。20-30L 作为过渡容积段，满足个别食材的需求，例如一只烤鸡。30L 及以上则满足到五人以上的份量。即使现在不需要以后也不会需要，但人们总是会有一种忧患意识，尽可能的购买更大的产品以满足不时之需。然而受厨房台面空间限制，又不得不将容积控制在一定范围内，这个容积段的临界值约在 30L。通过整体市场的监测数据也验证了这一观点。

根据奥维云网（AVC）监测数据显示，线上、线下市场容积段均有明显的大化趋势，20L 以下的蒸烤箱，在线上市场份额低且持续呈现下滑趋势，在线下市场份额由 43.5% 大幅度下滑至 10.1%。对于 30L 以上容积段，线下市场份额非常微小，线上市场虽占有一定的份额，但是呈现明显的下滑趋势，由 2018 年上半年的 31.5% 迅速下降到 18.4%。

### 后市预测

企业工业设计直接影响大容量市场份额：未来台式微蒸烤市场的份额主要集中在 20-30L 容积段，30L 以上容积段份额或将持续下滑但始终保留一定的市场份额，为了满足消费者对大容积的喜爱抢占大容积的市场份额，同时彰显高端技术，企业将致力于通过工业设计来达到加大内腔容积的同时减小整体体积。

短期内蒸烤一体机爆发式发展，长期微蒸烤终将占主导地位：线上线下蒸烤一体机的份额均在大幅度，正处于爆发期，预测在未来的两到三年蒸烤一体机将持续扩大，在一体机中占有主导位置，推动一体机的发展。

参照日本微蒸烤行业的发展，蒸烤一体在日本只是经过了短期的过渡，最终以微蒸烤一体机为主，在日本微蒸烤一体机做得比较好的松下、夏普、虎牌等产品线比较丰富，引进国内销售也相对容易。重要的是现有国内微波炉的两大主要品牌美的、格兰仕在抓住蒸烤热潮积极布局的同时，定会拿出微波技术的优势推动微蒸烤一体机的发展。所以预测，蒸烤一体机爆发过后，微蒸烤一体机将占有主导位置。

（新闻来源：奥维云网）

### ➤ 冷冻冷藏压缩机增速放缓 细分应用差异扩大

冷链市场的迅速发展带动了制冷设备规模的进一步扩张，冷冻冷藏压缩机作为制冷设备的核心发挥着至关重要的作用，也在很大程度上反映了我国冷链行业的发展。

进入 2019 年，整个暖通制冷行业，不论是近两年高增长的热泵，还是不断创新高的空调市场都进入了深度调整期，冷链市场也随着行业基础设施的不断完善增速进一步放缓。伴随着整机市场的需求不振，**产业在线数据显示，上半年全类型冷冻冷藏压缩机在华销量 34.4 万台，同比仅增长 2.5%。**

与此同时，从细分应用来看，不同领域的冷冻冷藏领域压缩机应用表现出明显差异，显示行业正在由量的扩张逐渐转向质的提升。在五大细分领域中，涡旋式压缩机占据主要地位。2019 年上半年，**涡旋式压缩机的市场占比已经超过 30%，在商用冷冻冷藏领域占据了主要地位。**

不过从增速来看，**涡旋式压缩机、全封和半封活塞式压缩机市场份额都出现了不同程度的缩减，转子和螺杆式压缩机份额在上升。其中，涡旋式压缩机 2019 年上半年国内销量 10.5 万台，同比上年下滑 3.8%。**下滑的原因一方面是因为商超便利店开店量和新增冷库需求增速放缓，另一方面是转子压缩机在冷冻冷藏领域的应用增加，不过从目前来看，转子压缩机对涡旋压缩机的替代影响有限。

近年来转子压缩机依靠节能以及价格优势，在冷冻冷藏市场的应用比例在不断增长。**2019 年上半年，转子压缩机国内市场消费量 8.7 万台，同比上年增幅超过 30%，**未来随着变频产品和大冷量产品的推出，转子式压缩机在冷冻冷藏市场的应用渗透将会进一步加快。

除转子压缩机的快速增长外，上半年螺杆式压缩机也呈现增长态势，随着螺杆式压缩机技术不断成熟，加上产品性能的提升，在低温应用领域实现了较快增长，市场规模不断扩大。**螺杆压缩机 2018 年在华销量为 1.41 万台，同比增长 12.0%。**进入 2019 年，受制于经济环境项目资金相对紧张，**大型项目开工数量有限，螺杆式压缩机上半年国内市场增速仅为 2.3%。**

活塞式压缩机的小匹数产品受到涡旋和转子式压缩机的影响，大匹数受螺杆机市场的蚕食，在双重挤压下，不论是全封闭式的还是半封闭式的活塞式压缩机应用比例都在不断缩减，同比出现下滑。

从冷冻冷藏压缩机上半年的市场表现我们看到，一方面，冷链物流高成本门槛抑制了冷链市场的实际需求；另一方面各地区冷链市场发展并不均衡，对冷冻压缩机的带动作用有所减缓。在经济下行的压力下，预计近期内爆发式增长的可能性较低，外加中美贸易摩擦的影响，产业在线预计，2019 全年的冷冻冷藏压缩机市场基本与上年持平，甚至出现负增长。

纵观整体冷链市场，短期内轻型商用制冷设备新增需求会比较旺盛，但未来仍具备长期发展的潜力。冷链需求的增加也将进一步带动大型商用制冷设备的发展，但是不足以驱动整体行业增长。另外随着国内经济新常态的持续推进，冷链设备必然朝着节能、环保、智能化的方向不断发展。

（新闻来源：产业在线）

## 产业在线月度冰箱数据回顾（2019年7月）

外销延续优异表现带动行业整体正增长。分行业：产量652万台，+4%（1-7月4539万，+3%）；销量670万台，+3%（1-7月4545万，+3%）；内销335万台，-4%（1-7月2475万，-2%）；外销335万台，+11%（1-7月2070万，+10%）；

美菱内外销同比增速均超过20%。分公司：海尔内销110万台，-4%（1-7月784万，0%），外销12万台，+35%（1-7月61万，+3%）；美的内销42万台，-9%（1-7月326万，-1%），外销56万台，+9%（1-7月324万，+17%）；美菱内销23万台，+22%（1-7月164万，-3%），外销23万台，+26%（1-7月124万，+1%）；奥马内销6万台，-37%（1-7月65万，-15%），外销70万台，+8%（1-7月453万，+23%）；海信内销41万台，-13%（1-7月268万，-13%），外销39万台，+26%（1-7月260万，+4%）。

表 3: 冰箱行业产量、销量、库存情况（万台、%）

项目	当月						财年累计				
	2019年		2018年		2017年		2019年		2018年		2017年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值	
1 产量	652	4%	629	-5%	661	4539	3%	4427	-3%	4583	
2 销量	670	3%	653	-1%	661	4545	3%	4420	-3%	4569	
3 出口	335	11%	302	11%	272	2070	10%	1883	1%	1857	
4 内销	335	-4%	351	-10%	389	2475	-2%	2537	-6%	2711	
5 在库	358	-13%	410	0%	409	358	-13%	410	0%	409	
6 产销率	102.8%	-1%	103.8%	4%	100.0%	100.1%	0%	99.9%	0%	99.7%	
7 内销比重	50%	-7%	54%	-9%	59%	54%	-5%	57%	-3%	59%	

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 4: 冰箱各品牌 2019 年 7 月内销情况及增速（万台、%）

企业/项目	7月						财年累计				
	2019年		2018年		2017年		2019年		2018年		2017年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值	
海尔	110	-4%	114	4%	110	784	0%	787	5%	751	
美的	42	-9%	46	-16%	55	326	-1%	328	2%	321	
美菱	23	22%	19	-10%	21	164	-3%	169	-2%	172	
奥马	6	-37%	10	-5%	10	65	-15%	77	-13%	88	
海信	41	-13%	47	-8%	51	268	-13%	307	-7%	330	

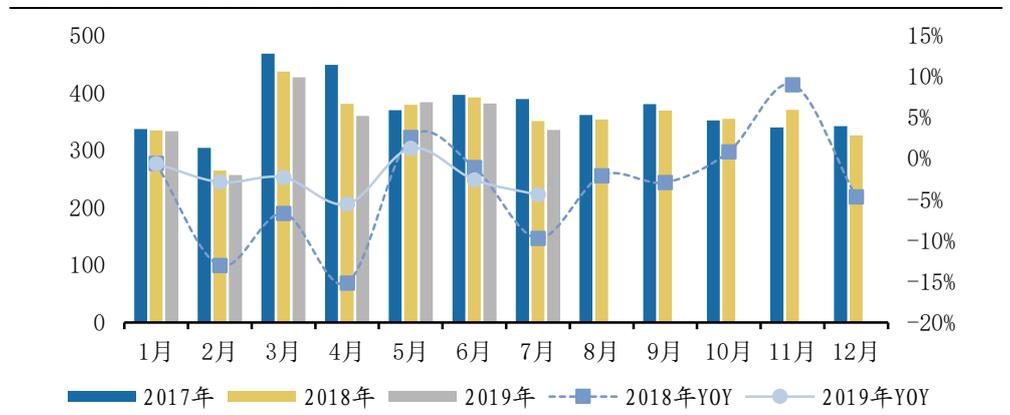
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 5: 冰箱各品牌 2019 年 7 月外销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	7 月						财年累计			
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
海尔	12	35%	9	-9%	10	61	3%	59	-30%	84
美的	56	9%	52	21%	43	324	17%	277	2%	270
美菱	23	26%	18	-30%	26	124	1%	123	-20%	154
奥马	70	8%	65	27%	51	453	23%	367	7%	344
海信	39	26%	31	7%	29	260	4%	250	6%	235

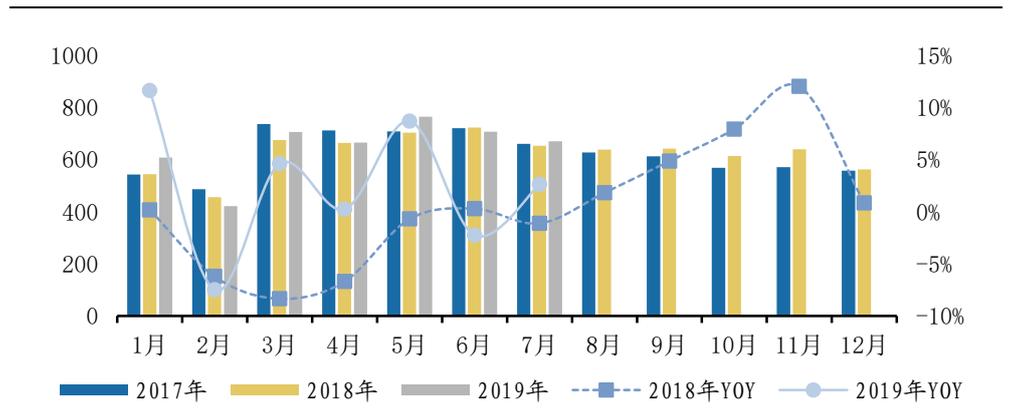
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 8: 冰箱月度销量及增速 (万台, %)



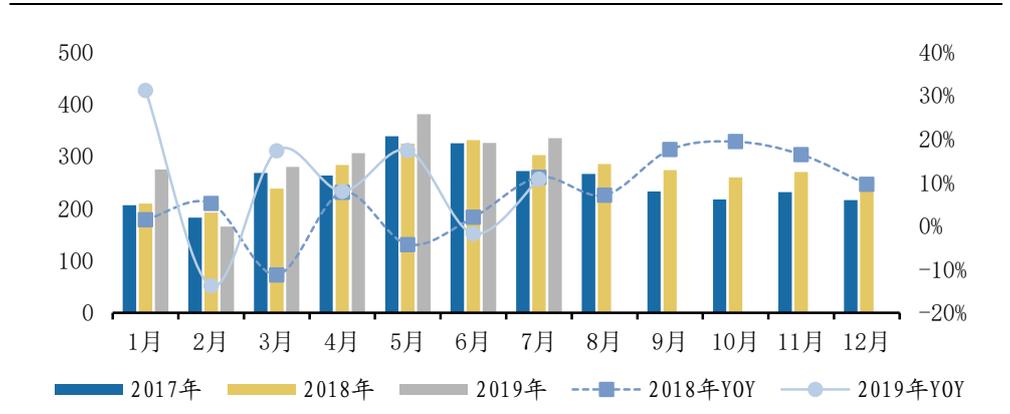
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 9: 冰箱月度内销及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图10: 冰箱月度外销及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

### 产业在线月度洗衣机数据回顾 (2019年7月)

外销增速超预期带动行业整体维持优异表现。分行业: 产量468万台, +4% (1-7月3615万, +4%); 销量489万台, +7% (1-7月3646万, +2%); 内销295万台, -2% (1-7月2433万, 0%); 外销194万台, +25% (1-7月1213万, +9%);

惠而浦内外销表现优异。分公司: 美的系内销85万台, -16% (1-7月720万, 0%), 外销36万台, +29% (1-7月234万, +15%); 海尔内销117万台, -2% (1-7月876万, -1%), 外销17万台, -14% (1-7月134万, +5%); 惠而浦系内销17万台, +24% (1-7月138万, +2%), 外销6万台, +39% (1-7月41万, +2%)。

表6: 洗衣机行业产量、销量、库存情况 (万台, %)

项目	当月						财年累计				
	2019年		2018年		2017年		2019年		2018年		2017年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值	
1 产量	468	3.7%	452	0.8%	448	3615	4.5%	3461	0.8%	3434	
2 销量	489	7.2%	456	-0.7%	459	3646	2.5%	3559	2.8%	3461	
3 出口	194	25.3%	155	-6.2%	165	1213	8.8%	1115	-2.0%	1137	
4 内销	295	-2.1%	301	2.4%	294	2433	-0.4%	2444	5.2%	2324	
5 在库	180	-11.1%	202	-36.9%	320	180	-11.1%	202	-36.9%	320	
6 产销率	104.4%	3.4%	100.9%	-1.5%	102.4%	100.9%	-1.9%	102.8%	2.0%	100.8%	
7 内销比重	60.3%	-8.7%	66.0%	3.1%	64.0%	66.7%	-2.8%	68.7%	2.3%	67.1%	

数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 7: 洗衣机各品牌 2019 年 7 月内销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	7 月						财年累计			
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
美的	85	-15.8%	101	21.7%	83	720	0.0%	721	13.1%	637
海尔	117	-1.7%	119	0.8%	118	876	-1.0%	885	12.8%	785
惠而浦	17	24.1%	14	-30.5%	20	138	2.4%	135	-14.5%	158

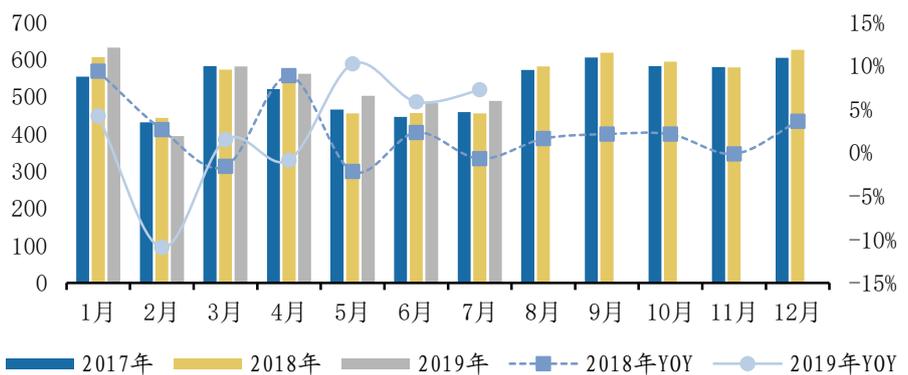
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 8: 洗衣机各品牌 2019 年 7 月外销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	7 月						财年累计			
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
美的	36	29.2%	28	-7.3%	30	234	15.1%	203	-5.2%	215
海尔	17	-13.7%	20	25.2%	16	134	4.8%	128	14.0%	112
惠而浦	6	39.2%	4	4.2%	4	41	1.7%	40	15.4%	35

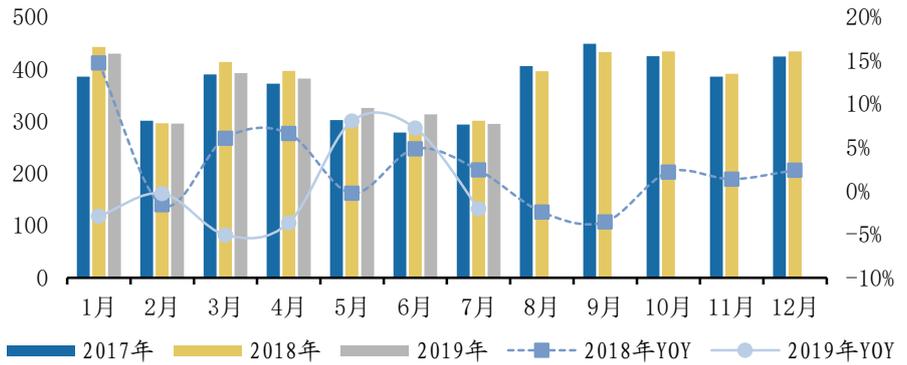
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 11: 洗衣机月度销量及增速 (万台, %)



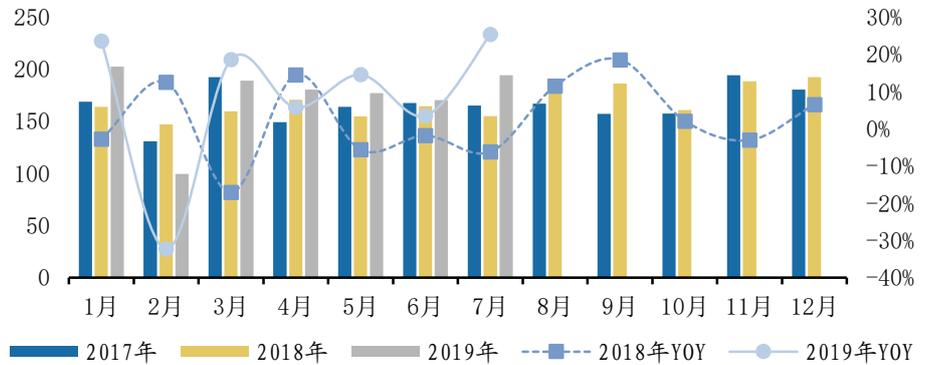
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图12: 洗衣机月度内销及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

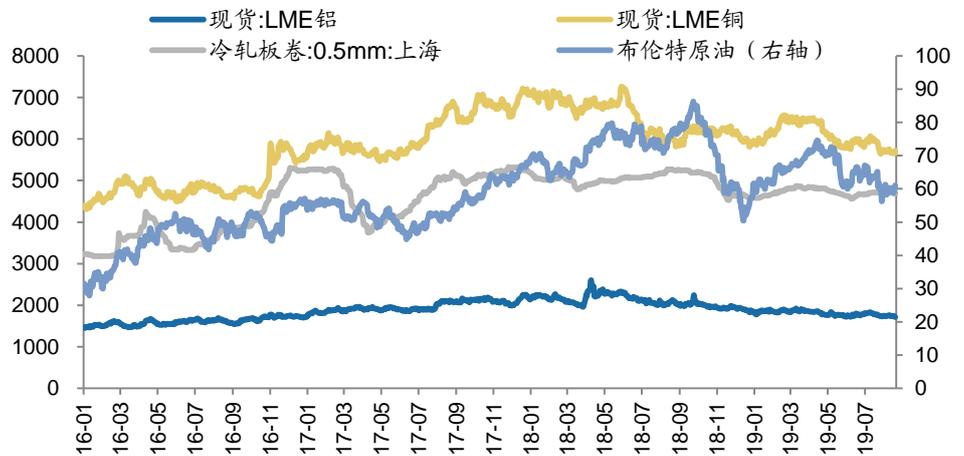
图13: 洗衣机月度外销及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

### 原材料价格变动跟踪

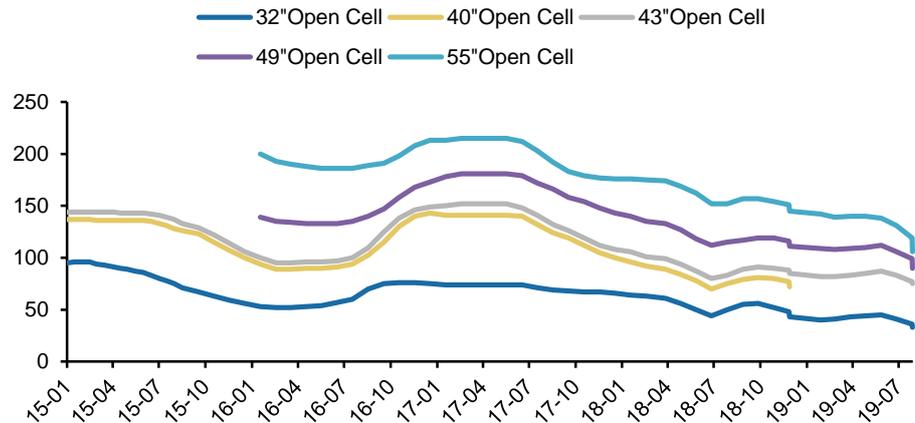
图 14: 白电主要原材料价格一览: 本周铜、原油价格上升, 冷轧板卷板、铝下降



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、人民币元/吨、美元/桶

图 15: 面板价格: 截至 2019 年 8 月, 面板价格已下降至历史低位



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 16: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率 (本周末 1 美元=7.1452 人民币, 上周末 1 美元=7.0825 人民币) 走低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 本周重点报告回顾

### 老板电器 2019 年中报点评: 地产压力下, 基本面仍处底部区域

#### ● 收入平稳增长, 盈利能力略有提升

2019 年上半年公司实现收入 35.3 亿元 (YoY+0.9%), 归母净利 6.7 亿元 (YoY+1.5%), 对应净利率 19.0% (YoY+0.1pct)。其中 2019Q2 单季收入 18.7 亿

元 (YoY-2.0%)，归母净利3.5亿元 (YoY-2.1%)，对应净利率18.8% (YoY+0.0pct)。公司预计2019年1-9月归母净利变动幅度为2%-10%，对应归母净利10.3亿元-11.1亿元，以此测算，2019Q3单季度归母净利预计变动幅度约为2.9%-25.9%，对应归母净利3.6亿元-4.4亿元。

### ● 零售市场承受压力，工程、海外收入表现亮眼

2019H1 收入按产品拆分看，传统烟灶消实现 29.8 亿元 (YoY-0.6%)，微蒸烤实现 2.0 亿元 (YoY-19.2%)，洗碗机实现 6133 万元 (YoY+21.2%)，其他产品实现 1.7 亿元 (YoY-17.2%)，另外，集成灶、热水器、蒸烤一体机等新品实现 1.2 亿元。分渠道看：

(1) 零售市场：在地产后周期影响下，厨电零售市场整体相对低迷。中怡康数据显示，烟/灶/消市场零售额分别同比-5.9% / -4.1% / -17.7%。老板旗下产品主要品类在零售渠道市占率均维持领先地位，但仍感受到了行业整体需求不振带来的压力；

(2) 工程市场：公司工程渠道业务拓展推进顺利，2019H1 工程渠道销售额同比增长 80%，奥维数据显示老板油烟机在精装市场份额达 37.8% 稳居行业第一；

(3) 海外市场：公司首次亮相 2019 年 Decorex SA 南非展会，在亚太、澳新等海外市场拓展情况顺利，报告期内来自境外的收入达到 2021 万元 (YoY +99.8%)。

### ● 原材料价格压力有所缓解费用稳定，盈利能力略有提升

在需求低迷的背景下上半年厨电产品的零售均价承受了一定压力，但报告期内部分大宗原材料如冷轧板、铜、铝等价格压力均有着明显的缓解，整体公司盈利能力略有提升。2019H1 毛利率 54.7% (YoY+1.2pct)，其中 2019Q2 单季毛利率 54.5% (YoY +0.2pct)。期间费用方面，公司销售/管理/财务/研发费用率分别达到 28.1% / 3.3% / -0.8% / 3.1% (YoY+0.5pct / -0.3pct / +0.5pct / -0.1pct) 同比来看仅略有上浮。

### ● 盈利预测

一方面考虑到地产竣工周期拉长后的集中释放，厨电需求在未来几个季度或有望触底回升零售市场或将迎来好转，公司作为龙头将有所受益；另一方面工程渠道增长情况良好，确定性强，或长期成为收入的又一增长点。因此，我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 15.5 / 17.1 / 18.7 亿元，同比增速分别为 5.3% / 10.4% / 8.9%，最新收盘价对应 2019 年 PE 为 14.3 x。考虑到近期政策多次重申“房住不炒”，厨电公司估值中枢仍有压力，参考可比公司平均估值水平以及公司的业绩增速，给予公司 2019 年 16xPE，对应合理价值 26.24 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；房地产低迷；行业竞争格局恶化。

## 新宝股份 2019 年中报点评：利润大幅增长，超业绩预告

### ● 归母净利同比大幅增长，超中报业绩预告

公司披露 2019 年中报，2019H1 公司实现营业收入 40.4 亿元 (YoY+7.4%)，归母净利 2.4 亿元 (YoY+73.9%)，毛利率 21.4% (YoY+2.8pct)，净利率 5.9% (YoY+2.3pct)。Q2 单季营业收入 21.6 亿元 (YoY+11.2%)，归母净利 1.5 亿元 (YoY+59.2%)，毛利率 22.8% (YoY+3.7pct)，净利率 7.0% (YoY+2.1pct)。

## Q2 业绩超中报业绩预告。

归母净利大幅增长，主要原因：1) 毛利率提升 2.8pct，具体来看：一方面由于产品技术创新及自动化改造带来的效率提升，带动产品盈利能力不断增强；另一方面，人民币（兑美元）相对于去年同期有所贬值，带来毛利率提升。2) 汇兑部分有贡献。2018H1 公司财务费用中的汇兑损失约 2000 万元，套保产生的损失合计约 3500 万元；2019H1 汇兑损失较上年同期减少 647 万元，套保损失同比减少 2911 万元，扣除汇兑部分影响，2019H1 利润总额同比增长约 36%。

### ● 摩飞业务增长靓丽，带动内销业务快速增长

分产品，2019H1 电热类厨房电器收入 20.4 亿元 (YoY+7.0%)；电动类厨房电器收入 9.8 亿元 (YoY+2.7%)；家居电器收入 5.6 亿元 (YoY+5.7%)；其他产品收入 3.6 亿元 (YoY+24.0%)；其他业务收入 9879 万元 (YoY+26.2%)。

分地区，2019H1 外销 32.8 亿元 (YoY+3.4%)；内销 7.6 亿元 (YoY+28.9%)。内销业务增长较快，我们认为，主要由于摩飞品牌二代随行杯以及多功能锅产品销售靓丽，带动摩飞业务实现快速增长。

### ● 看好公司作为出口龙头的长期竞争力

汇率、原材料等会对出口型企业短期业绩造成影响，但拉长时间维度来看，真正决定出口企业市场格局的因素还在于公司研发、设计能力以及大规模制造下的品控能力。因此随着时间抹平短期市场的波动，我们依然期待西式厨房小家电外销市场集中度持续提升，同时新宝股份自有品牌建设稳步推进，在汇率、原材料价格逐步稳定的环境下实现盈利能力逐步改善，我们认为，未来公司将实现良好的增长，具体来看：1) 外销：作为西式厨房小家龙头，出口行业集中度将持续提升带动公司外销业务稳健增长；2) 内销：品牌平台战略推进将带动内销收入快速增长，摩飞等品牌长期经营情况依然向好。

### ● 投资建议，维持“增持”评级

我们预计 2019-2021 年归母净利分别为 6.4、7.3、8.1 亿元，同比增长 28%、13%、12%，最新收盘价对应 2019 年 14xPE，参考与公司业绩更为接近、以出口业务为主的小家电出口企业（莱克电气、爱仕达、荣泰健康、哈尔斯）2019 年平均估值约为 17xPE，参考平均估值，给予公司 2019 年 17xPE，对应合理价值 13.6 元人民币/股，公司业绩快速增长，且经营改善趋势有望持续，维持“增持”评级。

### ● 风险提示

原材料价格上涨；人民币升值；海外需求减弱；内销市场竞争加剧；新品类拓展不利；贸易摩擦。

## 华帝股份 2019 年中报点评：收入承压下滑，盈利能力提升

### ● 地产+渠道去库存压力下收入下滑，盈利能力提升

2019H1 公司实现收入 29.3 亿元 (YoY-7.7%)，实现归母净利 4 亿元 (YoY+15.3%)，对应净利率 13.5% (YoY+2.7pct)。其中 Q2 单季实现收入 16 亿元 (YoY-8.6%)，实现归母净利 2.6 亿元 (YoY+15.6%)，对应净利率 16.4% (YoY+3.4pct)。

### ● 零售渠道承压，线上与新品表现略好

收入按照产品品类拆分来看：传统烟灶实现收入 19.6 亿元 (YoY-9.4%)，嵌入式微蒸烤在蒸烤一体机的发力下实现收入 1.2 亿元 (YoY+85.9%)，洗碗机实现收入 3886 万元 (YoY+84.9%)，热水器受壁挂炉项目减少以及地产后周期的影响实现收

入 6.2 亿元 (YoY -17.8%)，定制家居实现收入 8837 万元 (YoY-22.7%)，其他 5914 万元 (YoY+2.8%)，另外集成灶及净水器新品分别实现收入 218 万元/4258 万元。其中，百得实现收入 7.4 亿元 (YoY-7.6%)，实现净利润 5391 万元 (YoY-1.0%)。

(1) 线下承压，线上略好：奥维数据显示 2019H1 烟、灶、燃热、洗碗机线下销额同比分别-13.7% / -12.8% / -6.9% / +27%，线上销额同比分别-1.3% / +15.0% / -1.7% / +24.5%。在此背景下公司电商渠道增长相对稳健，实现收入 8.3 亿元 (YoY+4.1%)；

(2) 工程渠道发展代理商模式，短期收入承压：报告期内公司已签约工程渠道代理商 27 家，实现收入 8961.6 万元 (YoY-44.9%)；

● **原材料压力缓解+增值税税率下调提升毛利率，减值损失减少推动盈利能力上行**

在原材料价格压力缓解以及增值税税率下调的背景下公司整体毛利率同比大幅上升，2019H1 毛利率 49.9% (YoY+3.4pct)；期间费用率略有上升，销售、管理、研发、财务费用率分别 26.0% / 3.1% / 2.9% / -0.9% (YoY +1.4pct / +0.4pct / +0.8pct / -0.1pct)。另一方面，报告期内公司应收账款环比增加值相比上年同期有大幅减少，因此报告期内确认的资产+信用减值损失同比大幅减少，与毛利率一同推动盈利能力大幅上升。

● **盈利预测**

预计公司 2019-2021 年归母净利润为 7.8 / 8.9 / 10.0 亿元，同比增长 15.3% / 13.8% / 12.4%。最新收盘价对应 2019 年 PE 估值为 11.7x，给予公司 2019 年 PE 估值 13.8x，对应未来三年 PEG=1，对应合理价值 12.28 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。

**莱克电气 2019 年中报点评：Q2 收入增速转正，经营情况略有改善**

● **收入增速环比改善，受益于人民币贬值利润增长快于收入**

公司披露 2019 年中报，2019 年上半年公司实现营业总收入 27.9 亿元 (YoY-1.0%)，归母净利 2.4 亿元 (YoY+15.4%)，毛利率 25.8% (YoY+1.7pct)，净利率 8.4% (YoY+1.2pct)。

Q2 单季营业总收入 13.9 亿元 (YoY+5.6%)，归母净利 1.5 亿元 (YoY+13.8%)，毛利率 26.8% (YoY+2.4pct)，净利率 10.8% (YoY+0.8pct)。

Q2 收入增速环比改善，我们认为，内外销业务均有所改善。利润增速快于收入增速，主要原因：1) 毛利率提升 1.7pct，具体来看：一方面，毛利率更高的内销业务占比提升，带动了毛利率提升；另一方面，人民币 (兑美元) 相对去年同期贬值，也会导致毛利率提升；2) 人民币贬值，财务费用率下降 0.9pct，2019H1 产生汇兑收益 1405 万元，而去年同期产生汇兑损失 2564 万元，扣除汇兑损益的影响，利润总额同比增长 0.5%。

● **公司公告拟设立泰国子公司，以应对贸易风险，外销有望逐步改善**

分地区，2019H1 外销收入约 17.6 亿元，同比下降 2.7%，内销收入约为 10.3 亿元，同比增长 3.4%。

外销业务：2019H1 外销业务下滑，我们认为主要受中美贸易摩擦的影响，但是今日公司公告拟在泰国设立子公司，扩大海外生产能力，有利于更好地应对未来

的贸易环境动荡。

内销自主品牌业务：未来有望逐步好转，主要通过：1) 拓展更多的产品。在家居小家电产品的基础上，2019H1 公司新增个护小家电；2) 拓展渠道：公司持续拓展全国市场覆盖率，优化代理商结构，2019H1 新增 50 家专卖店。

### ● 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 年归母净利润为 4.8、5.3、6.0 亿，同比增速分别为 14%、11%、12%，最新收盘价对应 2019 年 17.4 倍 PE，参考可比公司估值，给予公司 2019 年 19xPE，对应合理价值 22.8 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。

## 海尔智家 2019 年中报点评：收入稳健增长，智能家居初见成效

### ● 收入稳步增长，盈利能力基本持平

2019H1 公司实现收入 989.8 亿元 (YoY+9.4%)，实现归母净利润 51.5 亿元 (YoY+7.6%)，对应净利率 5.2% (YoY-0.1pct)。其中，Q2 单季度实现收入 509.4 亿元 (YoY+8.7%)，实现归母净利润 30.1 亿元 (YoY+6.3%)，对应净利率 5.9% (YoY-0.1pct)。

### ● 外销收入增长较快，内销相对平稳

外部压力下公司表现相对良好。据中怡康数据，2019H1 中国家电零售规模 4656 亿元 (YoY-4.9%)，其中冰箱、洗衣机、空调市场零售额分别-2.3% / -3.9% / -8.2%；厨电、热水器零售市场销售额分别-2.9% / -1.0%。从收入看公司各板块表现均好于行业：

(1) 白电：冰箱、空调、洗衣机、综合渠道实现收入 284.7 / 179.5 / 202.9 / 137.5 亿元 (YoY+9.3% / -6.6% / +22.9% / +3.5%)；

(2) 厨电：厨电、热水器实现收入 139.4 / 41.0 亿元 (YoY+23.6% / +5.9%)；

(3) 按地区：内、外销分别实现收入 521.9 / 463.1 亿元 (YoY-1.0% / +23.6%)，其中 Candy 公司收入约为 40 亿元，外销在剔除并表的因素后增速达 13% 依然可观；北美 GEA 同比+12.6%，欧洲 72 亿元 YoY+244%，南亚 42 亿元 YoY+16%，澳新 25 亿元 YoY+2.6%，日本 15 亿元 YoY+6.1%，东南亚 20 亿元 YoY+10%；

(4) 按品牌：内销品牌卡萨帝收入同比+15%，统帅线上渠道收入同比+37%。

行业竞争略有加剧，2019H1 毛利率 29.1% (YoY-0.1pct)，其中冰、洗、空、厨电、热水器、渠道毛利率分别 31.9% / 31.2% / 30.8% / 31.7% / 42.6% / 10.4% (YoY+0.8pct / -2.4pct / +0.4pct / -2.7pct / -0.8pct / +0.9pct)；内、外销毛利率分别 31.7% / 25.9% (YoY-0.3pct / +0.7pct)。费用方面整体基本平稳。

### ● 智慧家庭全屋解决方案提供商 + 工业互联网平台建设持续推进布局未来

(1) 上半年，海尔智慧家庭发展顺利。渠道全网套餐零售均价 10,271 元 (YoY+9%)；公司智慧家庭成套销售占比 28.3% (YoY+2.7pct)，其中高端智慧成套产品销售量增幅明显，二季度环比增长 24%；另外，智能家电绑定量增长 54%，智慧家庭用户量增长 9.6%。

(2) COSMOPlat 工业互联网平台建设持续推进，截止至 2019 年 8 月公司已建成 13 家互联工厂，深度赋能企业转型升级，已实现跨行业、跨领域应用。目前可为建

陶、房车、农业等 15 大行业、60 个细分行业的企业提供软硬一体的综合解决方案。

● **业绩预测**

预计 2019-2021 年归母净利润分别为 79.5 / 87.4 / 95.9 亿元，同比增长 6.8% / 9.9% / 9.8%，最新收盘价对应 2019 年 PE 估值为 12.5x，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 16.0xPE，与可比公司美的集团 2019 年 PE 估值相同，对应合理价值为 20.00 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。

**苏泊尔 2019 年中报点评：业绩保持良好增长，与快报相符**

● **收入、利润保持较好增长，与业绩快报相符**

公司披露 2019 年中报，2019H1 实现营业收入 98.4 亿元 (YoY+11.1%)，归母净利润 8.4 亿元 (YoY+13.4%)，毛利率 30.8% (YoY-0.3pct)，净利率 8.5% (YoY+0.2pct)。

Q2 营业收入 43.6 亿元 (YoY+10.1%)，归母净利 3.2 亿元 (YoY+12.6%)，毛利率 30.1% (YoY-0.9pct)，净利率 7.4% (YoY+0.2pct)。中报与业绩快报相符。

毛利率同比下降 0.3pct，其中内销毛利率同比下降 0.6pct，外销毛利率同比增加 0.7pct，我们认为主要由于内销收入的结构调整，具体来看：毛利率较低的线上渠道以及线下的三四级市场收入增速快于线下一二级市场。但销售费用率下降 0.6pct，整体盈利能力保持平稳。另每 10 股派发现金红利 2.58 元。

● **国内消费需求趋弱，内销收入增速环比放缓**

分产品，炊具品类收入 30.7 亿元，同比增长 8.5%；电器品类收入 67.1 亿元，同比增长 12.5%。

分地区，内销收入 76.5 亿元，同比增长 11.2%，内销增速放缓，主要原因：1) 国内消费需求趋弱；2) 2018 年同期基数较高；外销收入 21.8 亿元，同比增长 10.8%，得益于 SEB 业务订单的持续转移。

● **行业地位稳固，拟合资设立热水器公司，有望为公司带来新的增长动力**

短期来看，国内消费需求趋弱，在 2018 年高基数之下，苏泊尔收入增速有所放缓，但是苏泊尔在厨房小家电市场依然拥有稳固的行业地位，根据 GFK，2019H1 苏泊尔在炊具六大品类的市场份额同比提升 2.1pct，保持绝对领先地位。据中怡康和奥维，苏泊尔厨房小家电九大品类线下、线上市场份额同比提升 0.5pct、1.1pct，市场地位进一步巩固。随着行业市场集中度的提升，市场份额有望持续提升。同时，公司今日公告拟与苏泊尔集团合资设立浙江苏泊尔热水器公司，新品类热水器有望为公司带来新的增长动力。

长期来看，我国小家电行业进入消费升级新阶段，苏泊尔作为小家电行业龙头，竞争优势明显，将长期受益于消费升级所带来的量价齐升。同时，未来公司在品类扩张，高端品牌布局方面，也将为公司持续贡献增长动力。

● **盈利预测**

我们预计厨房小家电行业集中度持续提升，同时海外市场复苏，海外代工订单增加。根据以上假设，我们预计 2019-21 年公司归母净利分别为 19.3、22.2、25.3 亿元，同比分别增长 15.4%、15.0%、14.0%，考虑公司是小家电公司龙头，消费升级中最为受益，过去六年收入、利润均保持稳健增长，业绩稳定性高于其他小家电

电公司，且未来业绩有望持续稳健增长，维持合理价值 78.4 元人民币/股的判断不变，对应 2019 年 33xPE，维持“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格上涨；消费升级不及预期；海外市场疲软；高端业务发展不顺利；多品类业务发展不顺利。

### 三花智控 2019 年中报点评：外部压力下收入稳健增长，毛利率改善

- **外部压力下收入稳健增长，净利率持平**

公司披露 2019 年中报：2019H1 公司实现收入 58.3 亿元 (YoY+4.3%)，归母净利润 6.9 亿元 (YoY+2.4%)，对应净利率 11.9% (YoY-0.2pct)；其中 Q2 单季度收入 30.5 亿元 (YoY+1.2%)，归母净利润 4.3 亿元 (YoY+1.3%)，净利率 14.2% (YoY+0.0pct)。

- **各板块行业相对承压，公司作为绝对龙头彰显韧性**

上半年收入分产品拆分来看，制冷、汽零业务分别实现收入 50.7 / 7.6 亿元 (YoY+3.4% / +10.6%)，实现净利润 5.4 / 1.6 亿元 (YoY-0.2% / +12.0%) Wind 数据显示：

(1) 制冷业务方面：2019 H1 空调、冰箱行业产量分别 8718 / 3887 万台 (YoY-1.1% / +2.4%)，同期截止阀、四通阀、电子膨胀阀行业内销量分别 1.5 / 0.7 / 0.3 亿支 (YoY+1.8% / +0.1% / +7.5%)；

(2) 汽零业务方面：2019H1 汽车行业产量 1214 万台 (YoY-15.1%)，其中新能源车、燃油车行业产量分别 64 / 1150 万台 (YoY +34.0% / -16.8%)。

在外部环境承压的情况下，公司作为业内龙头彰显出较强的韧性，各板块均取得了相对稳健的增长。分区域看，内、外销分别实现收入 29.3 / 29.0 亿元 (YoY-2.3% / +11.9%)，其中外销在中美贸易摩擦不确定性仍较大的背景下外销仍有着较快的增长。

- **原材料价格与竞争压力缓解，毛利率改善**

随着主要大宗原材料如钢、铜、铝等价格压力以及行业内竞争压力逐步缓解，公司单季度毛利率环比稳步提升。2019H1 毛利率 28.3% (YoY+0.7pct)，其中 Q2 单季度毛利率 31.1% (YoY+3.4pct)。费用方面，2019H1 销售、管理、财务、研发费用率分别达 4.5% / 5.2% / 0.2% / 4.3% (YoY +0.0pct / +0.8pct / +0.3pct / +0.6pct) 整体略有上升。

- **盈利预测**

考虑到(1)近年来家电行业能效标准要求持续提升，电子膨胀阀的需求也将随之释放，将带动公司制冷板块收入稳健增长；(2)近年来新能源发展趋势相对确定，公司已成为各大汽车厂供应商，并逐步由零部件逐步向组件及子系统发展，相应订单持续增长的确定性较强并有望在未来两年放量。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 13.7 / 15.6 / 18.0 亿元，同比增长 6.2% / 13.7% / 15.1%，最新收盘价对应 2019 年 PE21.6x。给予公司 2019 年 PE27.0x，与 2018 全年收盘价中位数对应的当年静态估值保持一致，对应合理价值 13.5 元/股。维持“买入”评级。

- **风险提示**

行业景气度下降；原材料价格上升；新能源汽车渗透率提升不及预期。

## 科沃斯 2019 年中报点评：代工业务收缩致收入、利润下滑

### ● 代工业务收缩，导致收入、利润均下滑

公司披露 2019 年中报，2019H1 实现营业总收入 24.3 亿元 (YoY-3.8%)，归母净利润 1.3 亿元 (YoY-36.6%)，毛利率 37.3% (YoY+0.7pct)，净利率 5.4% (YoY-2.8pct)。Q2 单季营业总收入 11.8 亿元 (YoY-10.2%)，归母净利润 0.6 亿元 (YoY-46.9%)，毛利率 38.0% (YoY+0.2pct)，净利率 5.2% (YoY-3.6pct)。

收入下滑，主要原因：公司主动战略性收缩机器人 ODM 业务，以减少服务机器人 ODM 业务对科沃斯自有品牌产品在各市场、各渠道所面临的潜在影响。归母净利润下降幅度大于收入，主要原因：1) 公司研发费用较上年同期增长 39%；2) 公司新增市场投入，用于搭建和完善国内市场添可品牌的线下渠道等，销售费用同比增加 1.8pct。

### ● 自主品牌业务增长较好

分产品，2019H1 服务机器人业务收入 16.8 亿元 (YoY-2.6%)，其中自有品牌服务机器人收入 16.4 亿元 (YoY+11.2%)，服务机器人 ODM 业务收入 3865 万元 (YoY-84.5%)；清洁类小家电业务收入 7.0 亿元 (YoY-6.0%)，其中自有品牌清洁类小家电业务收入 9613 万元 (YoY+119.5%)，清洁类小家电 OEM/ODM 业务收入 6.0 亿元 (YoY-13.9%)；其他业务收入 5542 万元 (YoY-11.9%)。

### ● 公司拟实行股权激励计划，期待业务调整后，收入恢复良好增长

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，且公司今日公告，计划拟授予 617.8 万股 (占总股本 1.2%)，对高管及核心技术人员实行股权激励方案，考核目标为：2019 年自有品牌机器人收入同比增长 10%，2020-2022 年自有品牌机器人和净利润复合增长率分别为 20%、15% (以 2019 年为基期)，公司激励得到改善。

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 4.7、5.5、6.3 亿元，同比增长-2.3%、15.2%、15.9%。最新收盘价对应 2019 年 PE29.9x，考虑到公司作为有发展前景的单品龙头，未来着重发展自主品牌，扫地机器人未来渗透率提升空间，参考同样拥有品牌价值的小家电龙头苏泊尔的估值，给予科沃斯 2019 年 30xPE，对应合理价值 25.5 元人民币/股。考虑到公司短期将代工业务收缩，对收入、利润增长构成压力，下调至“持有”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。

## 爱仕达 2019 年中报点评：收入保持增长，利润同比下滑

### ● 毛利率下降、销售费用率增加，导致利润同比下滑

公司公告 2019 年中报，2019H1 实现营业总收入 16.2 亿元 (YoY+6.2%)，归母净利 8037 万元 (YoY-12.7%)，毛利率 36.7% (YoY-0.9pct)，净利率 4.9% (YoY-1.1pct)。

Q2 单季实现营业总收入 7.6 亿元 (YoY+7.6%)，归母净利 3203 万元 (YoY-34.7%)，毛利率 35.3% (YoY-1.3pct)，净利率 4.2% (YoY-2.7pct)。

2019H1 公司净利润出现较大幅度下滑，我们认为主要原因为：1) 毛利率同比下降 0.9pct，主要由于国内市场需求趋弱，竞争激烈，内销业务毛利率同比下降 3.5pct；2) 销售费用率同比提升 2.9pct。

### ● 机器人业务实现高增长，外销收入增速快于内销

分产品，2019H1 炊具业务收入 12.5 亿元 (YoY+2.2%)；家电业务收入 1.9 亿元 (YoY+4.8%)；机器人业务收入 1.5 亿元 (YoY+51.6%)。公司炊具业务、家电业务营收保持平稳增长，机器人业务成长迅速，主要原因：1) 报告期内出资 1.4 亿元收购钱江机器人 39% 股份，收购后持有钱江机器人 90% 股权，进一步拓展机器人业务；2) 公司孙公司松盛机器人通过开拓白酒行业的机器人应用，发展了衡水老白干、汾酒等酒企客户。

分地区，2019H1 内销收入 10.1 亿元 (YoY-3.2%)；外销收入 5.8 亿元 (YoY+25.9%)。国内需求趋弱，导致内销收入下滑；公司积极拓展自有品牌客户，构建国际营销网络，带动外销收入实现快速增长。

### ● 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，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。

### ● 盈利预测

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 1.5/1.7/1.9 亿元，同比增长分别为 1%/11%/11%，最新收盘价对应 2018 年 PE 估值 18.9 倍，参考可比公司平均估值 2019 年 19xPE，给予公司合理价值 8.17 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。

## 美的集团 2019 年中报点评：收入增长良好，业绩表现亮丽

### ● 收入增长良好，毛利率显著改善，业绩表现亮丽

公司披露 2019 年中报，2019H1 营业总收入 1543.3 亿元 (YoY+7.4%)，归母净利 151.9 亿元 (YoY+17.4%)，毛利率 29.7% (YoY+2.0pct)，净利率 9.8%

(YoY+0.8pct)。Q2 单季营业总收入 788.3 亿元 (YoY+7.3%)，归母净利 90.6 亿元 (YoY+17.9%)，毛利率 30.8% (YoY+1.6pct)，净利率 11.5% (YoY+1.0pct)。公司收入业绩均符合预期，Q2 行业增长放缓情况下，公司收入依旧实现良好增长。

盈利端，毛利率整体显著改善主要受益成本端原材料价格下行、汇率贬值以及增值税减税利好。2019H1 费用率小幅提升使得净利率提升幅度低于毛利率，销售、管理、研发、财务费用率分别为 12.7% (YoY+0.9pct)、2.7% (YoY+0.3pct)、2.9% (YoY+0.2pct)、-0.9% (YoY-0.2pct)。此外，公司经营性现金流净额大幅改善 (YoY+186.2%)，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加，预计与公司收款政策调整有关。

● **空调表现亮眼，生活电器增长稳健，机器人业务仍承压但中国区整合初见成效**

➤ 暖通空调收入 714.4 亿元 (YoY+11.8%)，灵活的促销策略叠加积极拥抱新零售渠道使公司空调业务逆势实现亮眼增长，在零售端降价促销的情况下，毛利率仍同比提升 1.8pct 达到 32.1%，一方面是外销受益汇率贬值，另一方面也体现公司在“T+3”改革主导下运营效率提升后充分享受成本端红利。

➤ 消费电器收入 583.5 亿元 (YoY+5.6%)，毛利率 31.3% (YoY+3.7pct)，毛利率提升幅度大于暖通空调主要在于零售端产品结构升级带动均价提升。总体而言，在 2019H 家电需求承压，行业零售规模普遍下滑的背景下，公司主要品类份额均有提升，家电收入继续实现增长 (YoY+8.9%)，反映公司作为全品类龙头突出的竞争优势。

➤ 机器人及自动化系统业务收入 120.2 亿元 (YoY-3.4%)，毛利率 22.3% (YoY-2.1pct)，主要受下游汽车行业景气低迷影响。2019 年以来库卡中国业务整合初见成效，在中国工业机器人销量同比下降 10% 的情况下，库卡机器人本体销量仍实现正增长。

➤ 其他业务 (物流等) 收入 111.9 亿元 (YoY+5.0%)，毛利率 17.8% (YoY-2.5pct) 分区域来看：2019H1 内销收入 916.6 亿元 (YoY+9.0%)，线上销售超过 320 亿元 (YoY>30%) 贡献主要增量，毛利率 31.5% (YoY+0.7pct)。外销收入 621.1 亿元 (YoY+6.0%)，汇率贬值推动外销毛利率大幅同比提升 4.6pct 至 26.4%。

● **盈利预测**

公司优秀的治理结构、高效的执行力使其可以灵活的根据市场变化进行战略调整，2019H 外部环境波动下公司业绩端超预期表现正是其能力体现。报告期内公司完成对小天鹅吸并，事业部整合稳步推进，加之股权激励继续强化，公司的长期竞争力可期。我们预测 2019-2021 年公司归母净利分别为 236.8、260.3、285.9 亿元，同比分别增长 17.1%、9.9%、9.8%。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、汇率大幅波动；经济和消费增速放缓；竞争格局恶化。

## 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 婫：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：资深分析师，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：资深分析师，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。
- 黄 涛：研究助理，同济大学工学硕士，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因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。