

需求底部徘徊，关注竞争变化

——家电行业 2019 年三季度报前瞻

行业动态

◆收入预览：需求底部徘徊，竞争加剧分化

19Q3 白电零售小幅放缓，厨电线下零售尚未趋势性回暖，小家电中厨房小家电需求韧性相对较强，家电整体需求依旧底部徘徊，我们预计行业收入增速较 19H1 略有放缓。需求端平淡表现下，龙头经营思路均向抢份额保增长转变，其中空调以格力均价同比转负为标志，行业竞争边际趋紧，预计 Q3 分化加剧，龙头依然能保持增长，大幅优于二线。

◆利润预览：盈利弹性小于 19H1，龙头确定性更高

19Q3 成本/汇率/减税红利仍有贡献，但影响幅度收窄，随着龙头加大促销力度，ASP 同比有所下行，外部红利部分让渡给消费者。因此预计 19Q3 板块的利润率仍有提升弹性，但小于 19H1。凭借行业地位与前期充沛“余粮”储备，龙头业绩好于二线，其中三大白电依然是业绩确定性最强的公司。

◆需求非关注重点，格局与渠道变化主导板块后续方向

虽然经济仍处弱周期，地产销售也面临下滑压力，但企业已经历一年审慎经营，行业库存位于中低水平，叠加更新需求韧性，对收入端无需过忧。需求平淡下，格局变化更加重要，关注格力下半年的经营策略变化对空调板块与龙头业绩的影响。此外，渠道变革背景下，消费方式的变化可能催生新的经营模式与投资机会，变革可能率先从小家电领域出现。

◆投资建议：

19Q3 受地产与经济周期影响，行业需求端亮点较少，预计整体收入增速比 19H1 略有放缓。需求平淡背景下，龙头经营思路均向抢份额保增长转变，行业 ASP 有所下行，业绩分化加剧。但成本/汇率红利仍有贡献，龙头凭借行业地位与充沛储备，业绩好于二线。

结合三季度报业绩确定性和后续可能的边际变化，个股推荐分为三条主线：

- 1) 短期业绩确定性强，长期护城河深厚的白电龙头：继续重点推荐叠加混改预期的**格力电器**、以及美的集团、海尔智家。
- 2) 积极拥抱行业消费趋势与经营模式变化，竞争力边际提升的小家电龙头：**新宝股份**、**九阳股份**。
- 3) 处于需求与预期底部，未来存边际改善预期的：**海信家电**、**老板电器**、**华帝股份**、**欧普照明**。

◆风险分析：

宏观经济加速下行，地产销量大幅度萎缩，贸易争端事件进一步发酵，行业竞争格局进一步趋紧。

增持（维持）

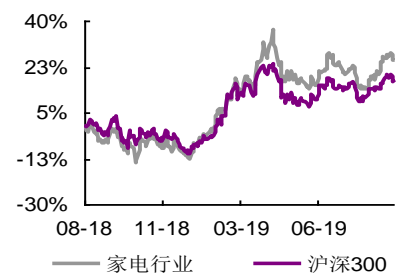
分析师

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

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

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

行业与上证指数对比较图



资料来源：Wind

相关研报

底部逐渐明朗，业绩有望边际改善——老板电器 (002508.SZ) 2019 年中报点评
..... 2019-08-27

19Q1 小幅改善，后续需求有望逐步回暖——老板电器 (002508.SZ) 2018 年报及 2019 一季报点评
..... 2019-04-25

行业阵痛仍在，龙头加强研发+渠道——老板电器 (002508.SZ) 2018 年三季度报点评
..... 2018-10-25

目 录

1、 收入预览：需求底部徘徊，竞争加剧分化.....	4
1.1、 白电：内销竞争趋紧，出口平稳增长.....	4
1.2、 厨电：9月增速回落，线下零售暂未趋势性回暖.....	9
1.3、 小家电：厨房小家电增长韧性较强，线上竞争加剧.....	12
2、 利润预览：盈利弹性小于19H1，龙头确定性更高.....	13
2.1、 宏观环境：19Q3外部环境对盈利依然有利.....	14
2.2、 竞争环境：空调、厨电和小家电价格竞争趋紧.....	15
3、 重点公司2019Q3业绩前瞻.....	17
4、 需求非关注重点，格局与渠道变化主导板块后续方向.....	19
4.1、 格力短期份额存在弹性，混改打开估值修复空间.....	19
4.2、 小家电消费方式的变化带来新机遇.....	20
5、 投资建议：.....	20
6、 风险分析.....	21

表 1: 重点覆盖公司 2019 年三季报收入增速预判

板块	公司	收入增速						
		2018Q3	2018Q4	FY2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3E	2019Q1~3E
白电	格力电器	38%	32%	34%	2%	10%	0%~10%	4%~8%
	美的集团	1%	0%	8%	8%	8%	3%~5%	6%~7%
	海尔智家	11%	10%	12%	10%	9%	0%~5%	7%~9%
	海信家电	-4%	2%	8%	-3%	-10%	-15%~-5%	-9%~-6%
	长虹美菱	-15%	17%	4%	-1%	-2%	-10%~-5%	-4%~-3%
厨电	华帝股份	7%	-12%	6%	-7%	-9%	-10%~-5%	-8%~-7%
	老板电器	6%	0%	6%	4%	-2%	8%~12%	3%~5%
照明	欧普照明	14%	13%	15%	12%	3%	0%~3%	4%~6%
小家电	苏泊尔	24%	17%	23%	12%	10%	10%~15%	11%~12%
	九阳股份	0%	25%	13%	15%	15%	10%~15%	13%~15%
	新宝股份	5%	7%	3%	3%	11%	8%~13%	8%~10%
	飞科电器	7%	-3%	3%	-4%	-6%	-5%~0%	-5%~-3%
	科沃斯	28%	20%	25%	3%	-10%	0%~5%	-3%~-1%
零部件	三花智控	15%	7%	13%	8%	1%	5%~10%	5%~6%

资料来源: Wind, 光大证券研究所测算, 注: 海尔智家单季业绩受物流业务出表影响较大, 若剔除该影响, 19Q3 收入增速预期 4~8%, 利润增速预期 4~6%

表 2: 重点覆盖公司 2019 年三季报净利润增速预判

板块	公司	归母净利润增速						
		2018Q3	2018Q4	FY2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3E	2019Q1~3E
白电	格力电器	38%	-27%	17%	2%	12%	0%~10%	4%~8%
	美的集团	19%	2%	17%	17%	18%	13%~15%	16%~17%
	海尔智家	10%	1%	8%	9%	6%	80%~90%	23%~25%
	海信家电	-65%	-20%	-32%	49%	6%	5%~15%	15%~18%
	长虹美菱	-47%	69%	19%	8%	-11%	-15%~0%	2%~6%
厨电	华帝股份	31%	19%	33%	15%	16%	8%~14%	14%~15%
	老板电器	-3%	-8%	1%	6%	-2%	8%~10%	4%~4%
照明	欧普照明	35%	24%	32%	23%	11%	-10%~5%	4%~10%
小家电	苏泊尔	20%	35%	26%	14%	13%	10%~15%	12%~14%
	九阳股份	12%	23%	9%	11%	9%	5%~15%	8%~12%
	新宝股份	59%	89%	23%	106%	59%	0%~10%	29%~35%
	飞科电器	1%	-5%	1%	-6%	-23%	-5%~0%	-12%~-10%
	科沃斯	49%	23%	29%	-24%	-47%	-10%~0%	-29%~-26%
零部件	三花智控	-6%	5%	5%	4%	1%	5%~10%	3%~5%

资料来源: Wind, 光大证券研究所测算, 注: 海尔智家单季业绩受物流业务出表影响较大, 若剔除该影响, 19Q3 收入增速预期 4~8%, 利润增速预期 4~6%

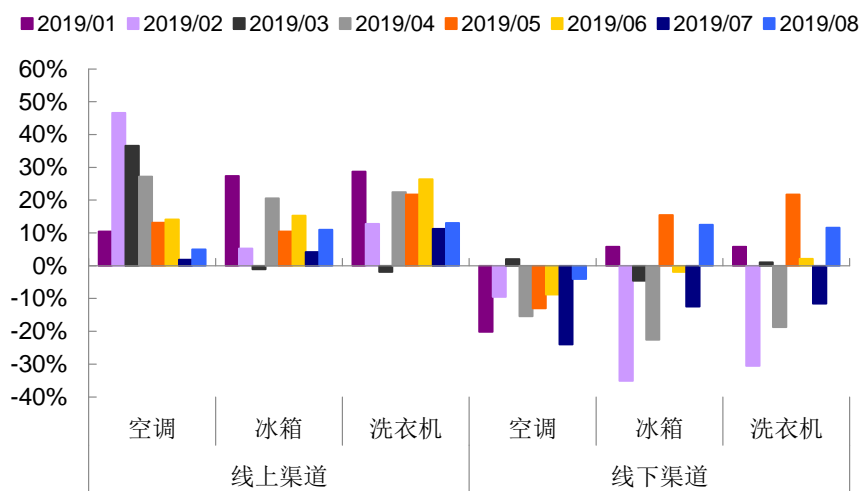
1、收入预览：需求底部徘徊，竞争加剧分化

1.1、白电：内销竞争趋紧，出口平稳增长

1.1.1、零售：需求底部徘徊，龙头抢份额保增长

白电零售底部徘徊，单月增速波动为促销扰动。今年以来白电零售呈现出明显的促销拉动特征，因此零售增速随短期促销活动波动较大，由于6月促销对需求的透支较为明显，7月零售增速回落在意料之中，但8月白电线上线下零售额集体回暖，尤其8月空冰洗线下零售额增速均为今年以来月度次高水平，但从周度汇总数据来看，9月空冰洗线下零售额增速又同比转负。

图 1：白电零售额同比增速放缓，空调需求偏弱

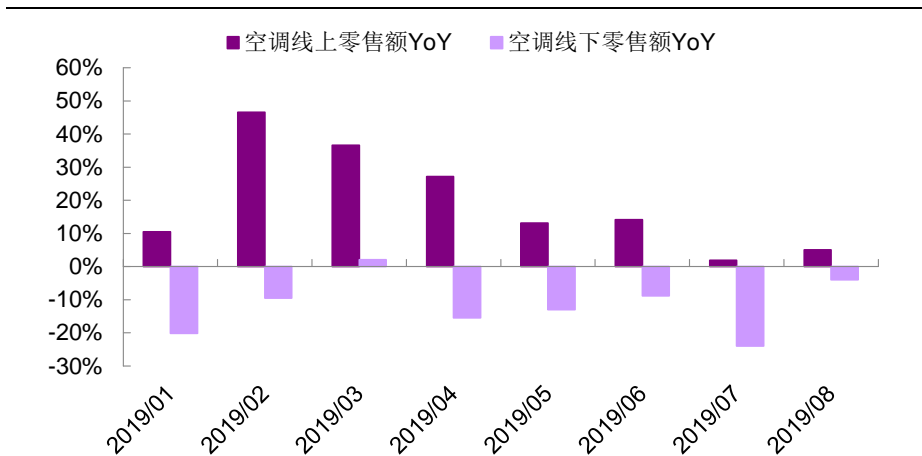


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

空调：零售增速放缓，格力&海尔跟进降价抢份额

空调线上零售额增速放缓，7月/8月仅分别同比+2%/+5%。2019年上半年，受价格促销和网批等新渠道刺激，低线市场需求增长较快，使得空调线上零售额始终保持10%以上增长，但7月/8月空调线上零售额仅分别同比+2%/+5%，线上零售增速放缓。7月全国大部分地区气温偏凉，导致夏季空调销售表现平淡。

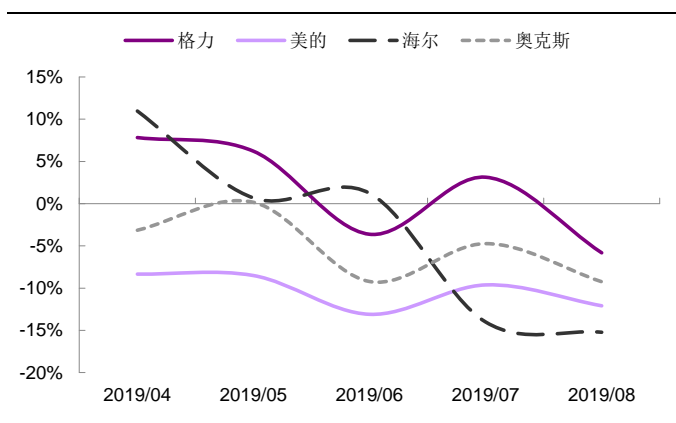
图 2：2019 年 7-8 月空调线上零售额增速放缓



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

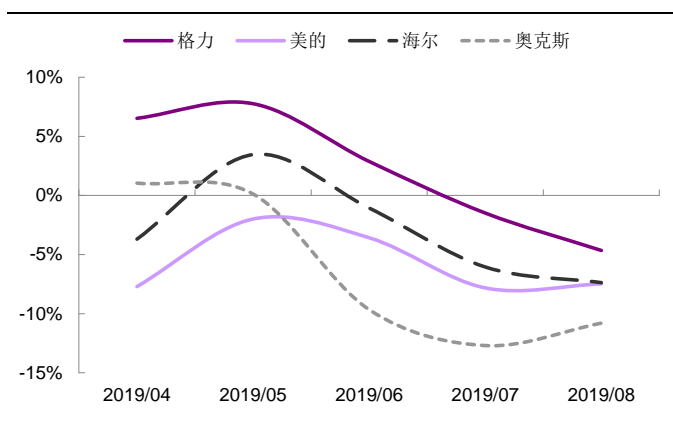
格力和海尔跟进空调降价潮。进入 19Q3 后，空调价格端最大的变化是格力和海尔积极跟进今年以来的降价潮，格力线上价格在 8 月同比降幅达到 6%，为今年以来最大降幅，海尔也似乎转变了价格策略，7 月和 8 月线上和线下价格同比降幅分别达到 15%和 5%。

图 3：空调线上各品牌均价同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

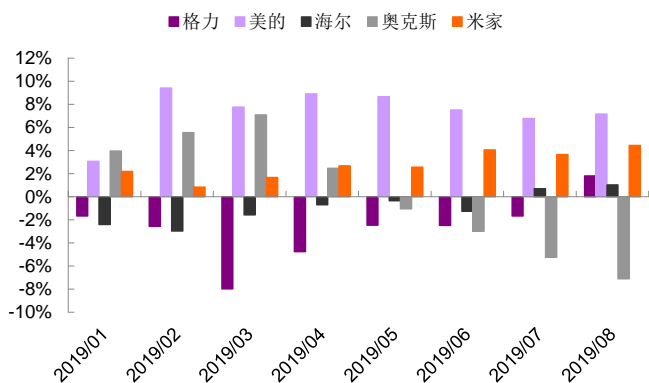
图 4：空调线下各品牌均价同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

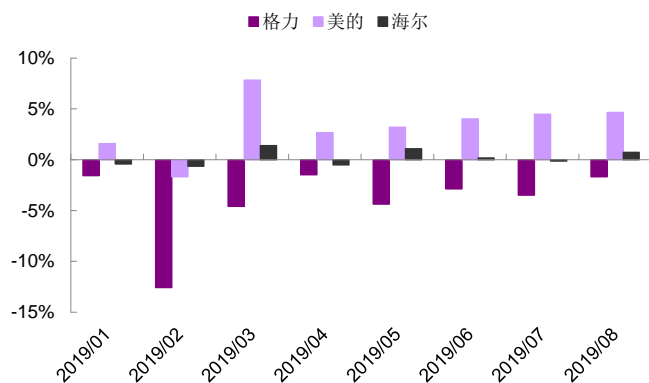
降价策略立竿见影，格力和海尔空调线上份额恢复正增长。格力和海尔自从积极跟进降价后，对份额的拉动立竿见影，8 月格力和海尔线上份额分别同比+1.8pct/+1.0pct，与此同时奥克斯线上份额的下降幅度在不断扩大。格力线下零售量份额降幅也明显收窄。

图 5：空调线上各品牌零售量份额同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

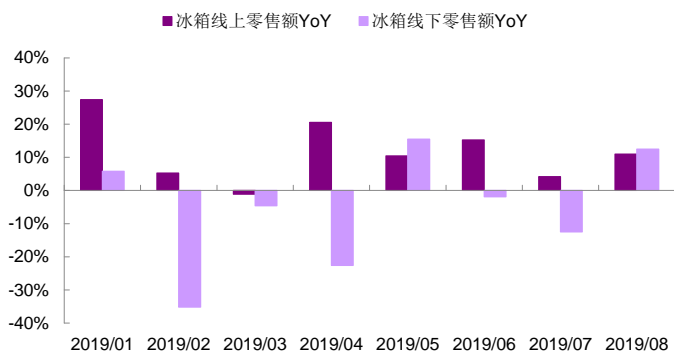
图 6：空调线下各品牌零售量份额同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

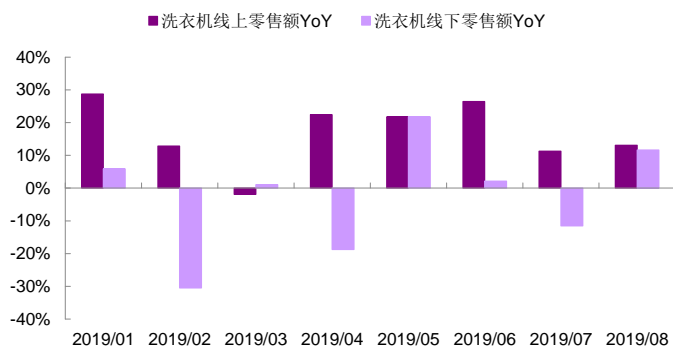
冰洗：19Q3 线上零售额接近双位数增长，线下相对稳定，表现好于空调。冰箱和洗衣机的零售表现较为相似，7 月线下零售额下滑较多，但 8 月同样因促销原因增速快速回升，整体基本持平。但线上零售始终接近双位数增长，需求好于空调。

图 7：2019 年 7-8 月冰箱零售额小幅增长



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

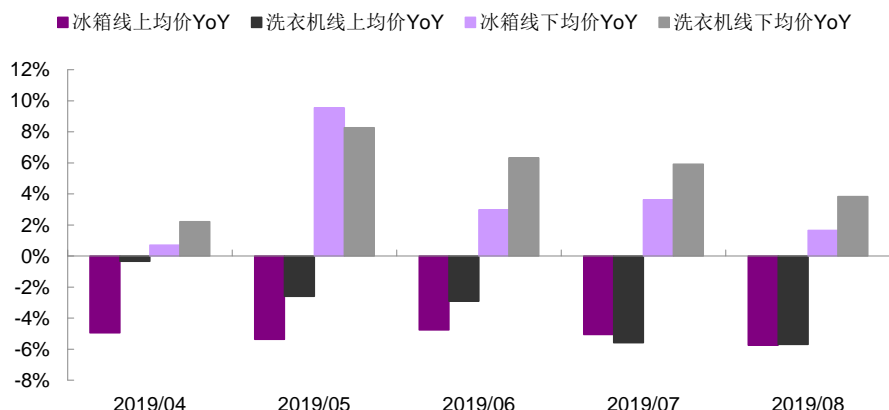
图 8：2019 年 7-8 月洗衣机零售额小幅增长



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

冰洗价格依然呈现线上降价、线下涨价的分化局面，整体价格较空调更为稳定。但 19Q3 洗衣机线上均价降幅有扩大迹象，同时线下均价涨幅有所收窄。

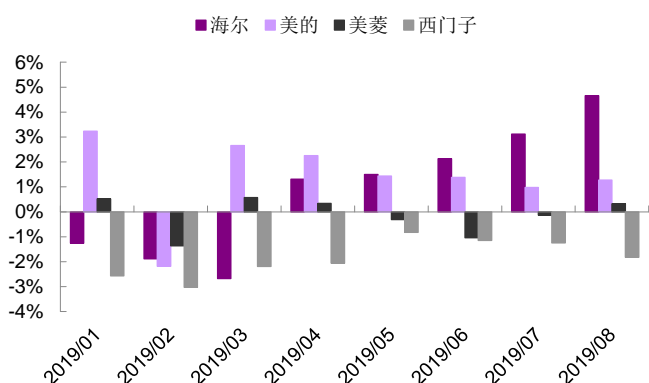
图 9：冰箱和洗衣机线上降价线下涨价，渠道间均价分化



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

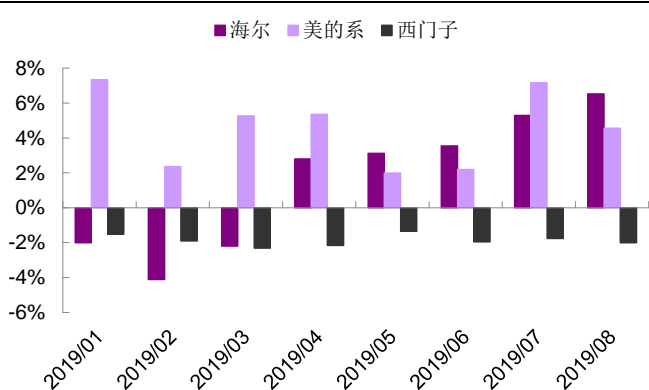
海尔和美的系抢占西门子等其他品牌份额。今年以来海尔和美的系的冰洗零售量份额仍在继续提升，而西门子冰洗品类的零售量份额均出现明显下降，在需求较为平淡的大背景下龙头都在积极通过争抢份额保增长。

图 10：冰箱线上各品牌零售量份额同比变动



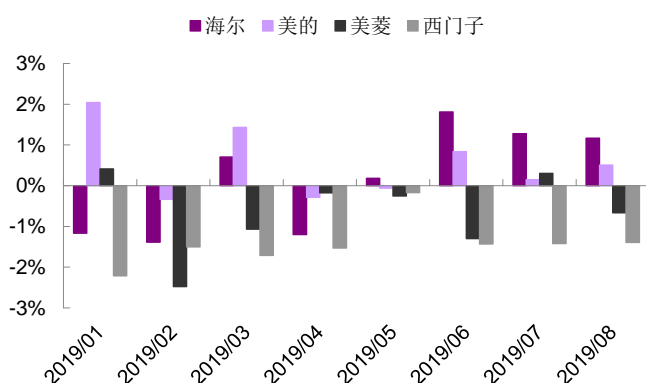
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 12：洗衣机线上各品牌零售量份额同比变动



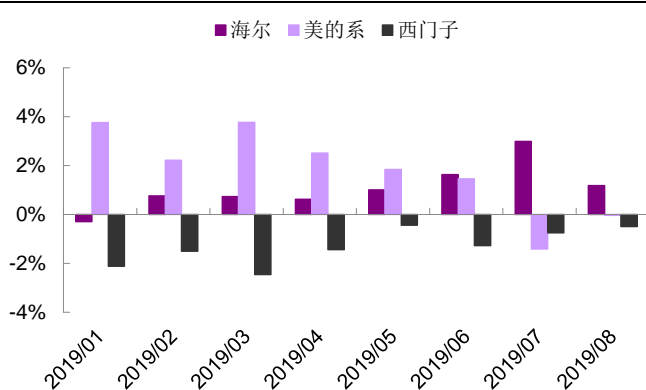
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 11：冰箱线下各品牌零售量份额同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 13：洗衣机线下各品牌零售量份额同比变动

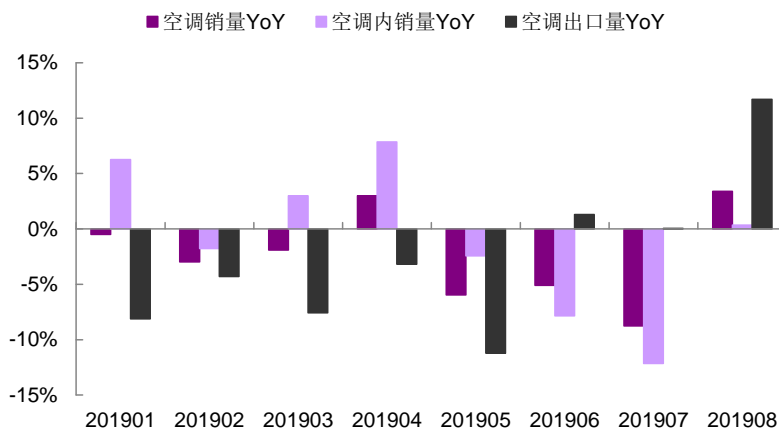


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

1.1.2、出货：出口对冲低迷内销，成为主要增长点

空调内销量随零售波动，出口增速环比改善。据产业在线测算，7-8月空调内销量增速和零售增速基本一致，但从6月开始，因18年底“抢出口”持续低迷的空调出口同比增速转正，8月更是大幅增长11.7%，拉动8月空调总销量同比增长3.4%，为19年以来最快增速。

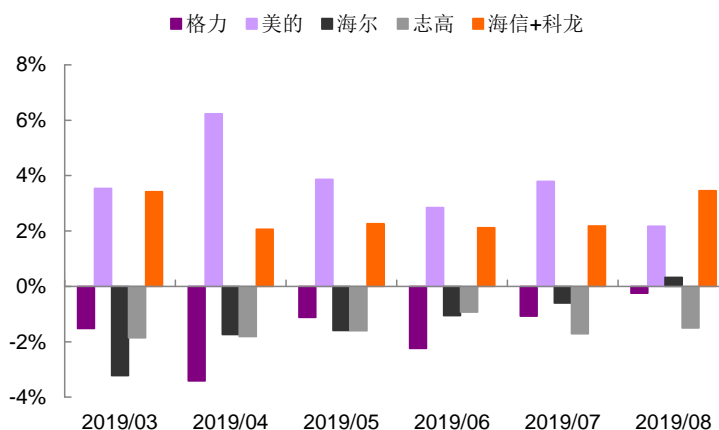
图 14：出口增长拉动 8 月空调销量增速转正



资料来源：产业在线，光大证券研究所

美的出货表现依旧较好，跟进促销后，格力内销量份额已基本稳住。19年以来美的空调销量增速最快，其中内销和外销量份额均有所提升，海信系（海信+科龙）销量份额提升主要系出口销量取得较大突破，格力的销量份额同比降幅进入19Q3后逐月收窄，8月内销量份额已经稳住。

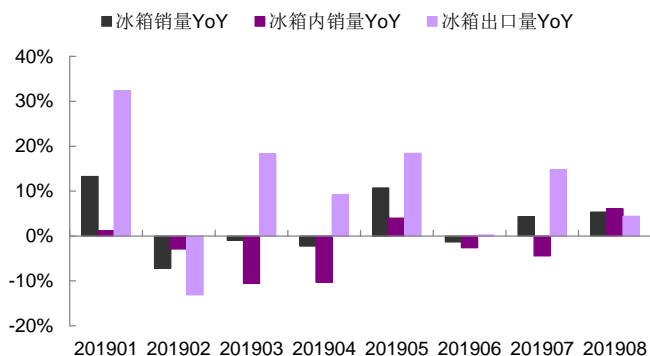
图 15：美的空调出货表现依旧较好



资料来源：产业在线，光大证券研究所

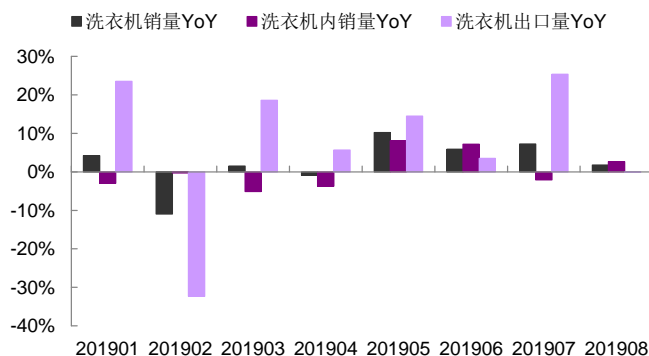
出口成为冰洗销量主要增长点。19Q3 冰箱和洗衣机单月出货量增速随促销大幅波动，但出口量总体上保持增长，成为总销量的稳定增长点，预计带动19Q3总销量实现接近5%增长。

图 16: 冰箱内销涨跌互现, 出口保障低速增长



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

图 17: 洗衣机内销涨跌互现, 出口保障低速增长

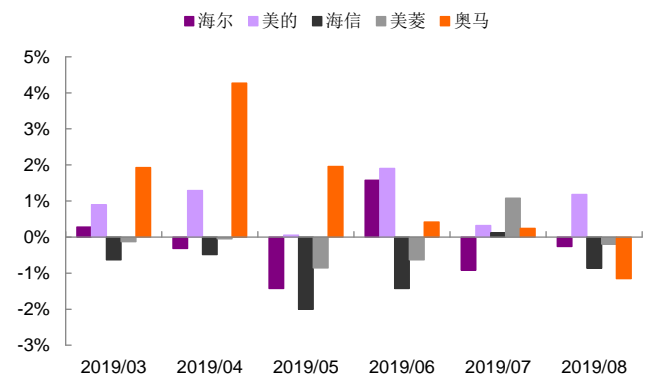


资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

美的冰箱份额稳步提升, 海尔份额基本持平。冰箱行业各品牌中美销量份额呈现出稳步提升态势, 其中出口增长明显快于行业, 海尔份额基本同比持平。

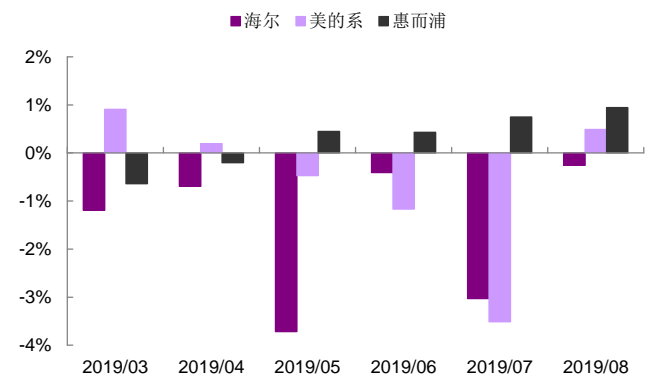
洗衣机格局基本稳定。海尔内销份额稳定, 出口份额下降, 但海尔海外工厂较多, 出口表现不能代表海外收入表现。美的系洗衣机销量份额表现也较为平淡。惠而浦 5 月以来洗衣机内外销份额均有所恢复, 但幅度不大。

图 18: 美的冰箱销量份额呈现出稳步提升态势



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

图 19: 惠而浦 5 月以来内外销份额均有所恢复



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

综合来看, 19Q3 白电内需底部徘徊, 依靠出口拉动销量增长, 龙头加大抢份额力度保增长, 尤其是格力和海尔跟进空调价格促销, 份额回升立竿见影, 而二线品牌增长压力进一步加大。

三大白电中预计格力 19Q3 收入增速与 19Q2 基本持平, 美的 19Q3 收入增速因空调增速放缓而有所放缓, 保持中低个位数增长, 海尔凭借海外收入增长拉动, 收入增速与 19H1 基本接近 (考虑物流出表影响, 预计报表收入同比略有下滑)。

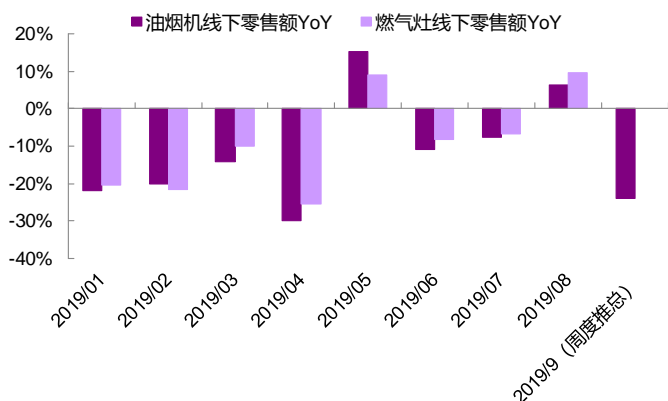
1.2、厨电: 9 月增速回落, 线下零售暂未趋势性回暖

厨电线下零售较前期略有改善。油烟机/燃气灶6-7月线下零售额降幅已经收窄至个位数，8月零售额有明显增长，环比有所好转。

线上零售则实现连续三月正增长。根据奥维推总数据，油烟机7-8月线上零售额小幅增长，连续三个月实现增长，年初以来的颓势有所扭转，因为线上渠道产品的高性价比，过去一年燃气灶线上销售占比提升，但燃气灶在线上渠道的持续高增长进入19Q3后有所放缓。

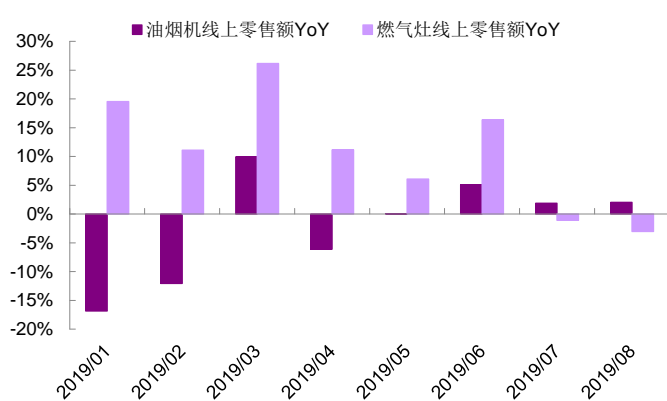
9月线上线下有所分化，整体增速与前期基本持平。9月零售数据尚未完全出炉，从周度数据来看，9月油烟机线下零售额同比下滑20%左右，9月第1/2/3周线上零售额分别同比+15%/+52%/+22%，预计9月油烟机线下零售额增速回落，而线上零售额增幅扩大，估计跟电商促销密度加大有关：“818”较往年提前开启定金预热，阿里针对下沉市场推出“99划算节”。

图 20: 9月油烟机增速回落，线下零售暂未趋势性回暖



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

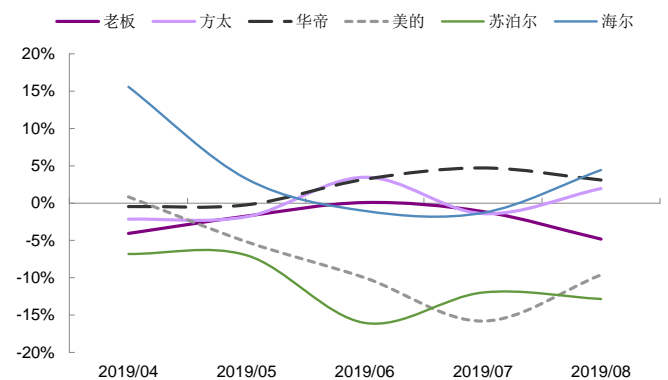
图 21: 油烟机线上零售颓势7-8月有所扭转



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

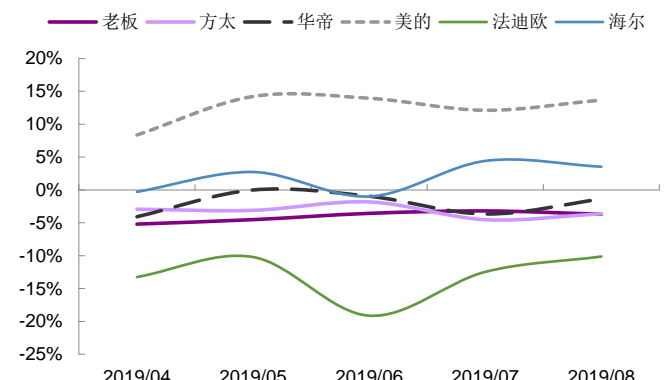
高性价比品牌压低行业均价，线上苏泊尔油烟机均价在1000元左右，线下法迪欧均价也下探到1600元左右，因此主流品牌老板、方太、华帝、美的等均价也持续承压，同比小幅下滑。

图 22: 油烟机线上各品牌均价同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 23: 油烟机线下各品牌均价同比变动

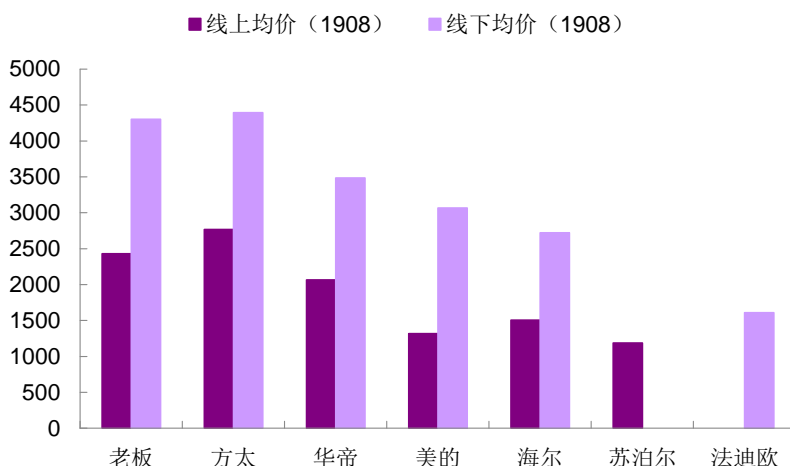


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

线上线下价差较大，线上均价比线下低40~50%。按照2019年8月的均价数据，老板、方太、华帝和美的等主流品牌线上线下价差达到1000~1500元左右，相当于同品牌线上均价比线下低40~50%。线上渠道各品牌均价差

异要远小于线下，方太和苏泊尔的价差仅 1500 元左右，而线下方太和法迪欧价差达到 2800 元。

图 24：同品牌线上均价比线下低 40~50%，线上品牌间差价小于线下（元）

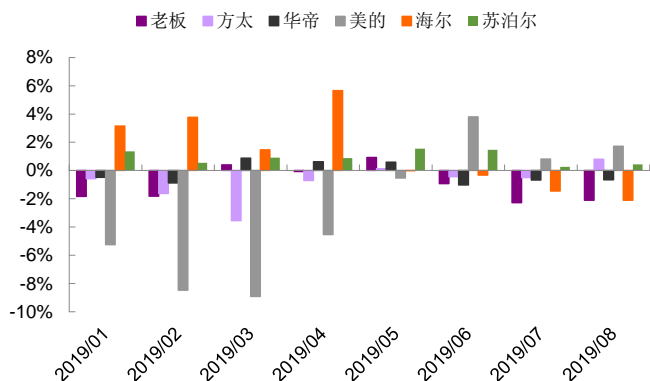


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

苏泊尔、法迪欧等高性价比品牌份额呈提升趋势。无论是线上渠道的苏泊尔，还是线下渠道的法迪欧，19 年以来的零售量份额依然持续上升趋势，其中法迪欧在线下渠道的零售量份额已达到 10%左右，位列前三。

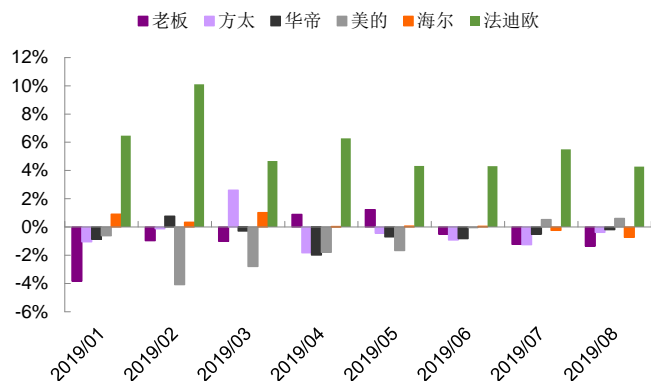
美的经过调整后，大厨电份额企稳回升。19H1 美的大厨电整体处在调整阶段，份额同比下滑幅度不小，但从 6 月开始，无论是线上还是线下份额基本企稳回升。

图 25：油烟机线上各品牌零售量份额同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 26：油烟机线下各品牌零售量份额同比变动

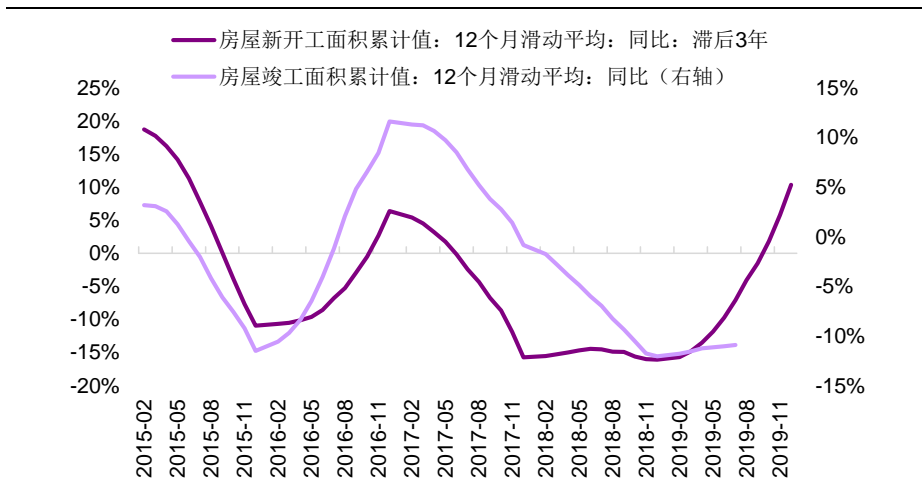


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

虽然线上线下均有高性价比品牌蚕食份额，但主流品牌考虑到长期培育的品牌定位，均未大幅度降价迎接挑战，因此主流品牌间份额稳定，若竞争格局继续温和下去，老板、华帝零售渠道收入的大幅回升需要依靠零售需求的趋势性回暖。

由于地产融资难导致流动性偏紧，部分房企的竣工周期进一步拉长，因此暂未观察到地产后周期需求的明显回暖，但年内竣工交房环比改善的方向未变，对厨电需求有托底作用。

图 27：年内竣工交房环比改善的方向未变，对厨电需求有托底作用



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

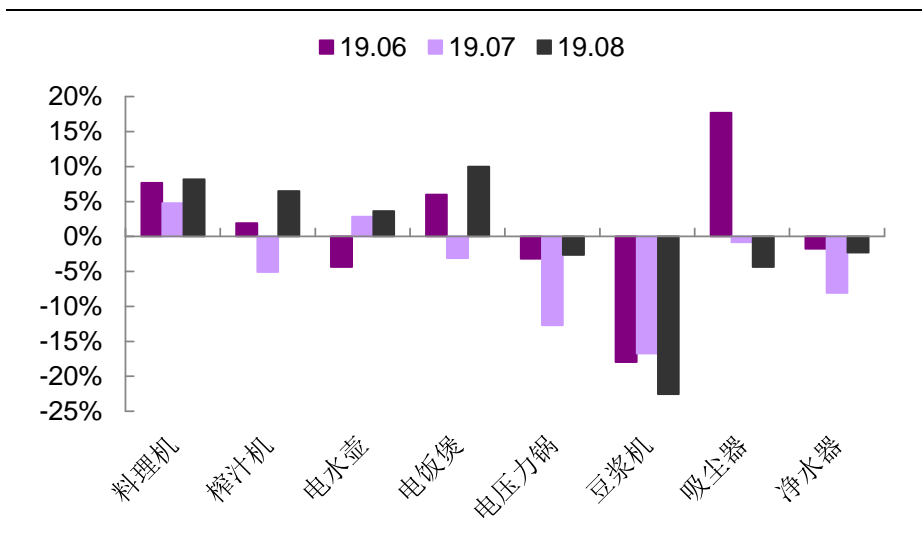
由于零售需求暂未出现趋势性回暖，19Q3 老板和华帝零售渠道收入预计继续同比下滑，老板受益于工程渠道的高增长，单季收入增速有望提升至 10%左右，而华帝单季收入增速继续承压。

1.3、小家电：厨房小家电增长韧性较强，线上竞争加剧

厨房小家电需求的增长韧性较强，主要依靠料理机、电水壶、电饭煲等品类的更新升级，进入 19Q3，这些更新驱动品类依然保持个位数增长。

而在消费动能不足的大背景下，市场规模依靠新品普及拉动的环境电器品类表现不佳，吸尘器和净水器的市场规模从前两年的高增长回落，暂时陷入停滞。

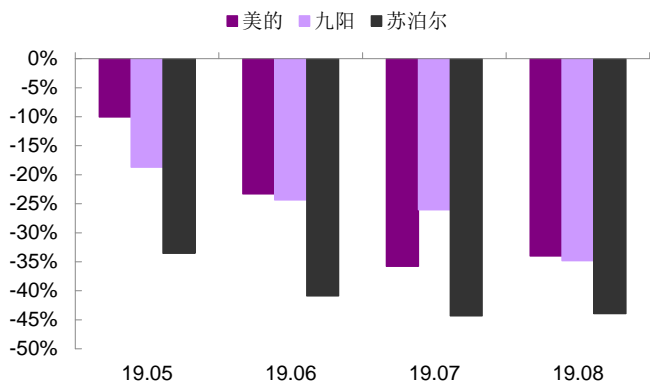
图 28：厨房小家电需求的增长韧性较强



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

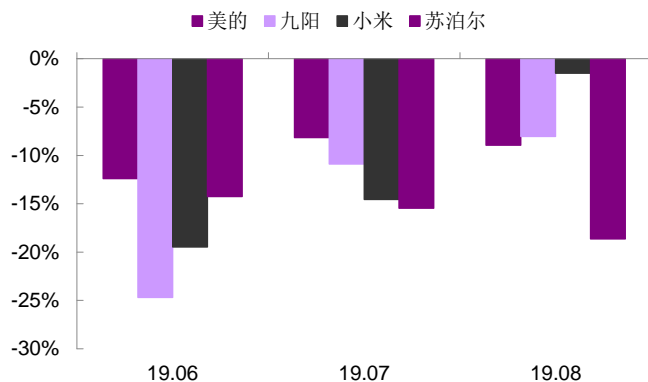
小家电线上渠道价格竞争较为激烈，尤其是破壁机、IH 电饭煲等消费升级产品。19 年以来主流品牌破壁机价格同比降幅普遍在 20%以上，苏泊尔破壁机均价降幅最大，接近 45%，破壁机主流价位段已经从 1000 元以上下降到 500-700 元。主流品牌 IH 电饭煲均价降幅也普遍接近 10%。

图 29：线上各品牌破壁机均价同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

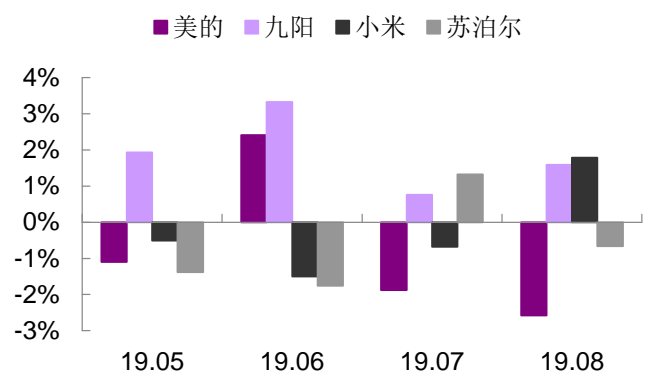
图 30：线上各品牌 IH 电饭煲均价同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

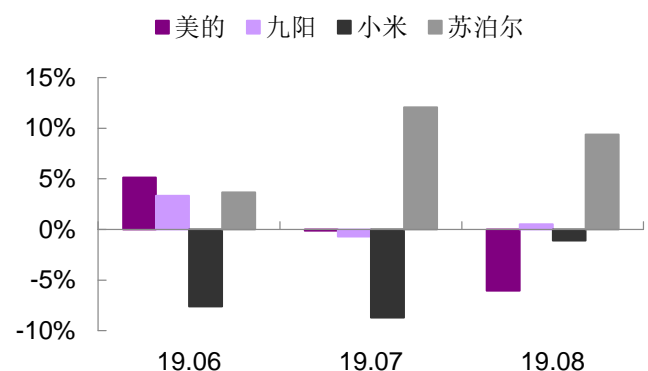
九阳和苏泊尔各自在破壁机和 IH 电饭煲两大品类上竞争优势明显，零售份额持续提升，19Q3 小米和美的的份额相对弱势。

图 31：九阳破壁机线上份额持续提升



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 32：苏泊尔 IH 电饭煲线上份额持续提升



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

厨房小家电需求韧性较强，依然保持个位数增长，而美九苏在线上渠道加大价格促销力度，在各自强势品类上抢份额，预计依然能保障收入实现 10%以上增长。

2、利润预览：盈利弹性小于 19H1，龙头确定性更高

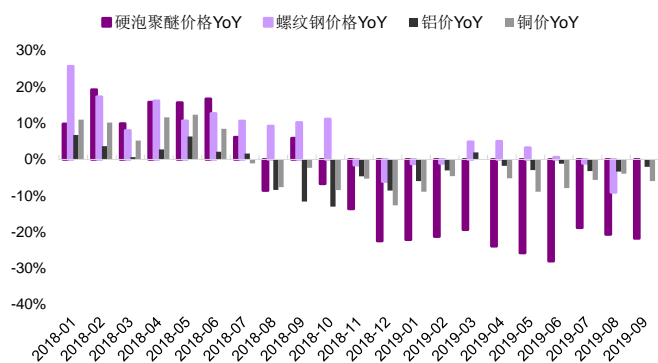
19Q3 盈利的外部环境依然较为有利，但随着龙头纷纷加大抢份额力度，空调、小家电等品类的价格竞争较激烈，外部红利部分传递给消费者，因此，预计 19Q3 家电板块的盈利仍有弹性，但小于 19Q2。

凭借深厚护城河和充沛“余粮”储备，格力和美的依然是家电行业业绩确定性最强的公司。

2.1、宏观环境：19Q3 外部环境对盈利依然有利

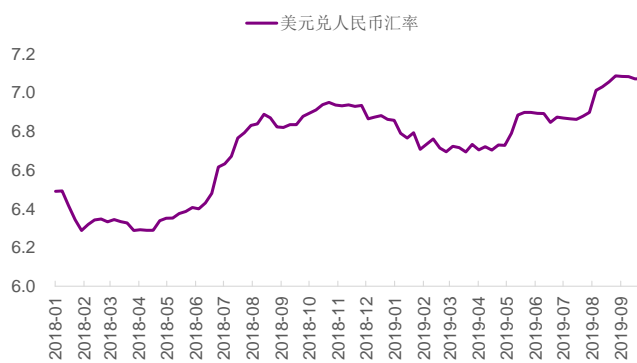
成本/汇率红利预计仍有贡献，但边际减弱。从外部环境看，1) 原材料整体走势相对较弱，板块 19Q3 面临的成本环境仍是同比改善的；2) 进入 19Q3 人民币兑美元汇率继续贬值，虽然贬值幅度小于去年同期；3) 增值税下调红利对盈利的贡献预计会随着调价而逐步减弱。综合来看，家电行业盈利的外部环境依然较为有利。

图 33：家电主要原材料依然呈同比下降趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

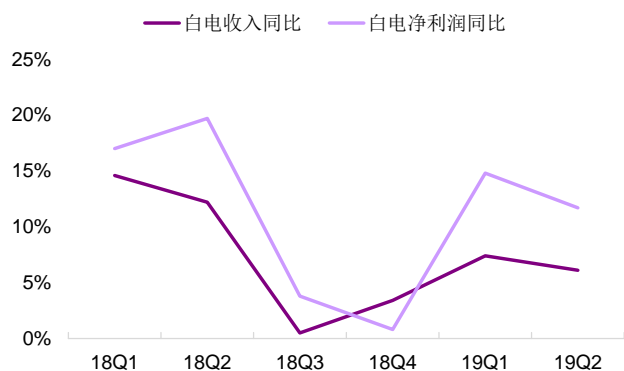
图 34：人民币兑美元汇率继续贬值



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2019 年 9 月 28 日

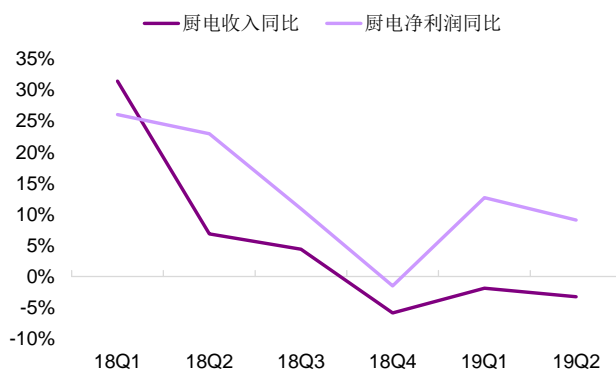
同样的宏观环境，不同的利润弹性。面对相似的宏观环境，不同板块的利润弹性却分化明显，19H1 白电、大厨电板块利润端和收入端增速差扩大，利润率提升幅度远远强于黑电、小家电以及上游板块，而其中白电龙头的利润表现要远好于二线白电企业。

图 35：19H1 白电板块利润弹性较大



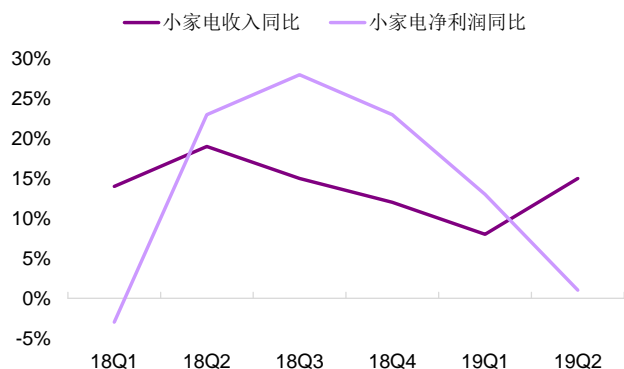
资料来源：Wind，光大证券研究所测算（剔除格力、奥马）

图 36：19H1 厨电板块利润弹性较大



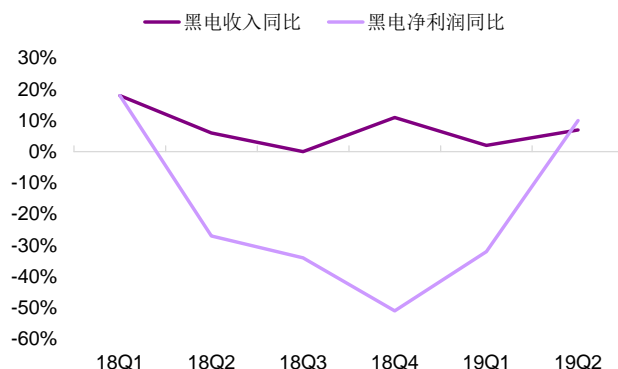
资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 37: 19H1 小家电板块未展现出利润弹性



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

图 38: 19H1 黑电板块未展现出利润弹性



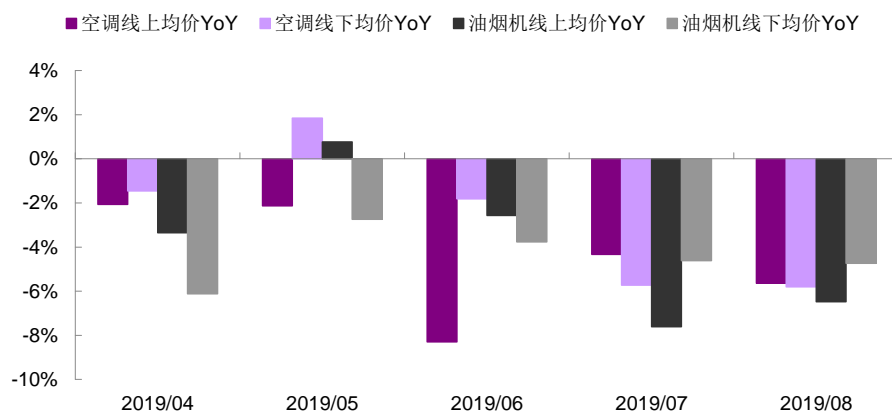
资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

红利释放不充分源于竞争偏紧和缺乏定价权。相比厨电和冰洗,小家电、上游板块仅有小部分竞争力较强的企业享受到上述红利,大部分企业盈利能力未见提升,主要原因是竞争环境,竞争环境偏紧会迫使没有定价权的企业将上述红利传递给下游客户或消费者,二线空调企业是典型案例。

2.2、竞争环境: 空调、厨电和小家电价格竞争趋紧

进入 2019 年下半年,空调和厨电竞争格局偏紧,7 月、8 月空调和油烟机线上线下均价同比下降幅度均为 5%+,空调线下均价和油烟机线上均价降幅均有所扩大。

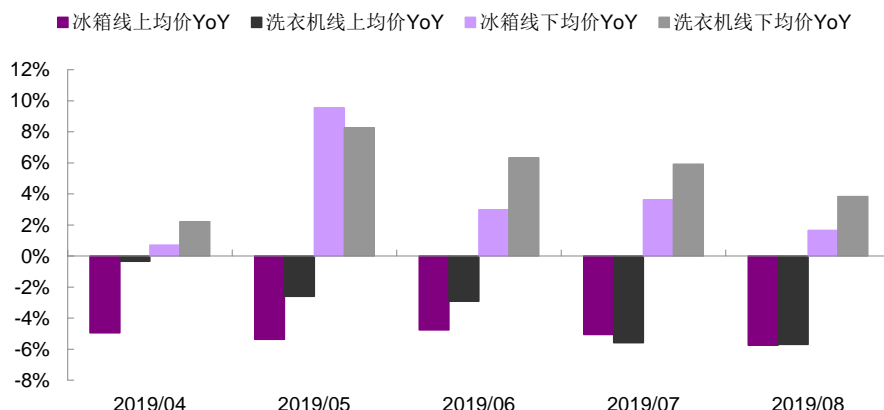
图 39: 空调和油烟机格局偏紧, 均价下行趋势较为明显



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

冰箱和洗衣机均价依然呈现线上降价、线下涨价的分化局面,且 7 月、8 月洗衣机线上均价降幅有扩大趋势。

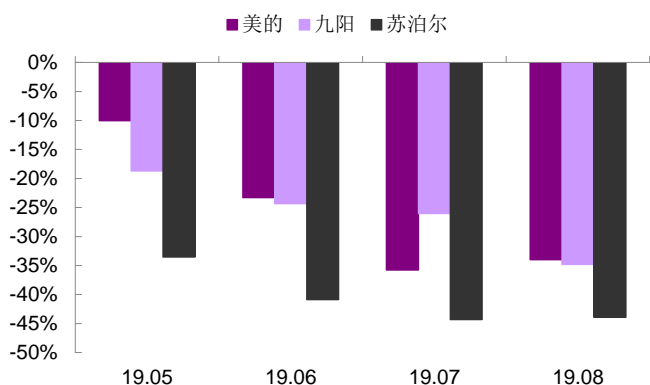
图 40：冰箱和洗衣机线上降价线下涨价，渠道间均价分化



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

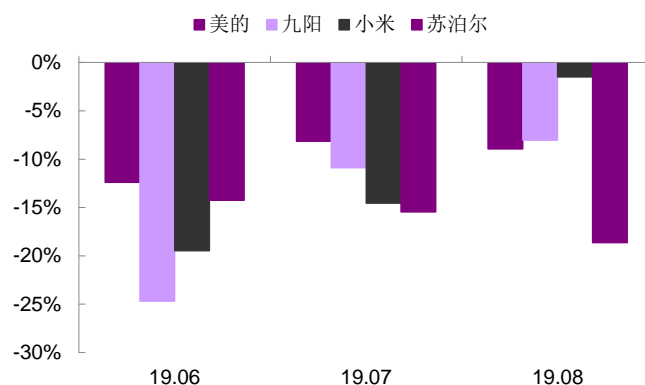
小家电线上渠道价格竞争较为激烈，尤其是破壁机、IH 电饭煲等消费升级产品。19 年以来主流品牌破壁机价格同比降幅普遍在 20%以上，苏泊尔破壁机均价降幅最大，接近 45%，破壁机主流价位段已经从 1000 元以上降到 500-700 元。主流品牌 IH 电饭煲均价降幅也普遍接近 10%。

图 41：线上各品牌破壁机均价同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 42：线上各品牌 IH 电饭煲均价同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

综合来看，19Q3 成本下行、人民币汇率贬值和降税的外部红利依然明显，家电行业盈利的外部环境较为有利，但空调、厨电和小家电行业的竞争趋紧，使得上述品类均价下降幅度较大，外部红利逐步传递给终端消费者。

综合来看，预计 19Q3 家电板块的盈利弹性仍在，但小于 19Q2。凭借深厚的护城河和充沛的“余粮”储备，格力和美的依然是家电行业业绩确定性最强的公司。

3、重点公司 2019Q3 业绩前瞻

格力电器：从6月开始格力通过低价特供机跟进促销，从第三方监测数据来看，对份额的拉动效果立竿见影，零售份额降幅明显收窄，预计出货端增速环比有所提升。考虑到公司对业绩的掌控力较强且“余粮”丰沛，预计单季收入和利润增速和19Q2相近。

美的集团：家电主业部分，公司19Q3空调零售份额保持强势，但安装卡同比增速有所收窄，预计单季空调内销增速环比下降。冰洗增速基本和19H1持平。库卡受全球经济周期和自身业务整合的影响，整体仍在调整期，其中中国区业务预计有稳定增长。因此，19Q3整体收入增速预计放缓至5%左右。利润端，虽然今年以来公司价格策略较为积极，但19H1业绩已验证全产业链提效带来的利润弹性，19Q3单季净利润增速仍有望达到15%左右。

海尔智家：内销受空调拖累，预计增速较19Q2略有放缓，海外收入保持两位数增长。由于物流业务出表，预计报表收入增速略有下滑。由于物流出表贡献约14亿利润，预计Q3净利润增速达到80~90%。海尔单季业绩受物流业务出表影响较大，若剔除该影响，19Q3收入增速预期4~8%，利润增速预期4~6%。

海信家电：传统主业方面，空调受需求平淡与行业竞争加剧影响，预计收入增速环比下行。中央空调则受益精装渠道高增长，增速相对稳定。由于海信日立尚未并表，预计公司Q3收入同比下滑10%左右，单季利润增长10%左右。

长虹美菱：19Q3国内零售表现未有显著边际变化，空调业务压力持续变大，预计19Q3收入下滑幅度可能有所扩大，同比-10%~-5%。空调竞争加剧预计导致空调业务盈利能力承压，在冰箱高端化升级以及材料价格、汇率等因素支撑下，单季利润增速预计和19Q2基本持平，略有下滑。

老板电器：行业需求未见明显改善，但老板代理商库存较低，在调低年度目标等措施激励下，预计代理商提货积极性大幅提高，对零售渠道收入增速的恢复有积极作用，工程渠道和创新渠道依旧保持较快增长，收入增速有望环比提升至10%左右。预计公司继续受益于外部红利，盈利能力稳中有升。

华帝股份：行业需求未见明显改善，公司虽然积极调整应对行业下行周期，但19Q3收入增速预计仍有同比下滑压力，为了保障经销商生存能力，公司19Q3给予一定支持，因此利润增速可能略低于19H1。

欧普照明：线下家居专卖店渠道依然面临地产下行压力，预计继续下滑，且因为内部人员调整，19Q3单季收入预计增长压力较大。利润端由于去年同期政府补助基数较高，预计同比有所下滑，但扣非后仍为正增长。

苏泊尔：厨房小家电逆周期属性强，2019Q3主要品类零售量增速稳定，但美九苏线上价格竞争较为激烈，苏泊尔在强势的电热类上表现较好，但今年

新品不够亮眼，因此降价幅度较大，预计 19Q3 内销收入增速保持在 10%，出口备货进入旺季，外销收入按照关联交易指引有望提速，整体来看，收入增速依然保持在 10~15% 之间。

九阳股份：厨房小家电逆周期属性强，2019Q3 主要品类零售量增速稳定，但美九苏线上价格竞争较为激烈，九阳在强势的电动类上表现较好，同时蒸汽电饭煲等电热类新品在 19Q3 发布，预计 19Q3 收入增速保持在 10~15%，18Q3 利润基数正常，净利润增速和收入增速相近。

新宝股份：受益于海外 ODM 客户补库存，19Q3 预计公司出口收入增速环比有所提升。内销增速预计保持 30% 左右增长，其中摩飞继续保持翻倍以上增长，国内 ODM 业务增速受云米等客户影响增速有所放缓。整体来看，新宝 19Q3 收入增速有望达到 10% 左右，利润端因为去年同期基数较高，预计单季净利润增速和收入增速持平。

飞科电器：个护电器行业发展空间大，但新进入者也较多，尤其是几家小米生态链公司抓住需求、渠道、营销端变化的机遇快速成长，不仅在电动牙刷等品类上占得先机，而且主动进军剃须刀领域，飞科目前处境有些被动，内部正在积极调整，但效果显现还尚需时日。由于收入端开源还没有明显成效，费用端的节流也很难实施，预计 19Q3 收入和利润增速依然小幅承压。

科沃斯：从第三方零售监测数据来看，19Q3 国内扫地机零售额增速进一步下行，预计公司最核心的国内扫地机品牌收入增速表现一般。因前期库存消耗殆尽，19Q3 美国市场扫地机均价预计将因为关税而上调，价格竞争力有所下降。好消息是因为基数下降，预计扫地机代工收入下滑幅度有所收窄。整体来看，单季收入下滑幅度有望收窄。因为研发、渠道等费用较为刚性，同时 19Q3 汇兑收益基数较高，预计单季利润仍有下滑压力。

三花智控：19Q3 国内制冷阀件销量同比增速较稳定，预计公司制冷业务订单保持稳健增长，汽零收入中新能源收入继续加速增长，但传统汽零业务面临行业下行压力，公司 19Q3 整体收入增速预计在 5~10%。由于去年同期盈利能力基数较低，受益于竞争格局的边际宽松，制冷业务毛利率的回升有望持续，预计单季利润增速持平或略高于收入增速。

图 43：7-8 月制冷阀件内销量增速较好



资料来源：产业在线，光大证券研究所

4、需求非关注重点，格局与渠道变化主导板块后续方向

虽然经济仍处弱周期，地产销售也面临下滑压力，但企业已经历一年审慎经营，行业库存位于中低水平，叠加更新需求韧性，对收入端无需过忧，需求平淡下，格局变化更加重要。

份额争夺从空调扩散到其他子行业，关注短期竞争格局变化。在地产和经济周期影响下，17H2 开始家电零售增速进入下行周期，且因为由于地产竣工进度低于预期，18H2 以来家电需求持续底部徘徊。在此背景下，龙头为保增长逐步加大份额争夺力度，并且份额争夺开始从空调领域扩散到其他子行业。

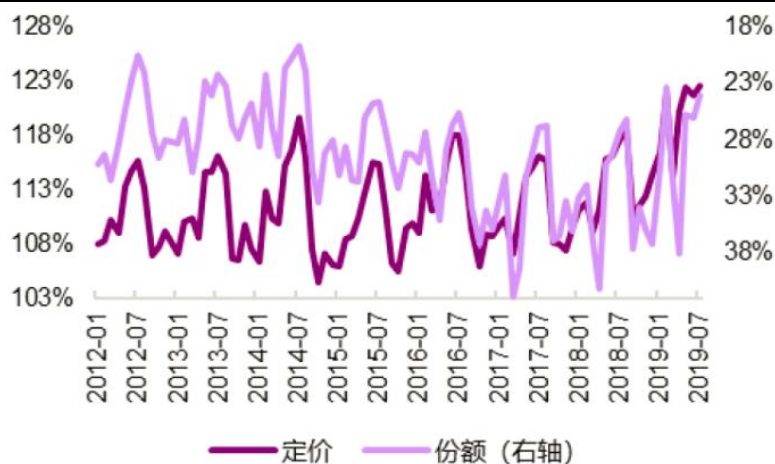
面对竞争环境的快速变化，家电公司竞争力将出现分化。随着地产销售规模长期见顶，由地产驱动的行业每 2~3 年基本面周期波动将逐步收敛，一方面，新增需求将更多来自于区域差异、层级等结构性变化，例如近两年的低线需求爆发；另一方面，渠道和营销方式的变化也开始深远影响众多消费品的发展方向与品牌格局，面对外部竞争环境的变化，家电公司的竞争力将出现明显分化，并决定未来业绩增长的潜力。

需求平淡背景下，竞争格局的边际变化，以及渠道变革背景下的商业模式变革，将主导板块的发展方向与投资机会。

4.1、格力短期份额存在弹性，混改打开估值修复空间

销售淡季为格力发力重要窗口，零售份额存在弹性。随着格力加大价格促销力度，份额已经有所回暖，从降低库存、重塑格局、升级渠道等多个维度，我们认为格力大概率会在淡季中进一步加大终端促销力度。从历史表现看，凭借强大的品牌号召力，格力零售份额对价格弹性较大，随着促销力度的加大，格力的零售份额有望继续回升。

图 44：格力价格指数和销量份额走势（右轴份额为逆序）



资料来源：中怡康，光大证券研究所

至于市场普遍担心的，格力电器销售公司话语权较强，利益根深蒂固，渠道改革可能难以推进。我们不这么看，利益分配机制也是可以协调和升级的。若格力能够借力混改的东风，进一步强化渠道和上市公司的利益一致性，从而顺利推动渠道体系的升级，将解决渠道变革这一近年来对格力的行业龙头地位最大的威胁。凭借强大的品牌和制造壁垒，格力依然是家用空调领域的绝对龙头。

若混改后续成功落地，将明确改善公司治理，带来长期经营质量与估值水平的提升。

4.2、小家电消费方式的变化带来新机遇

随着新消费人群、新渠道和新营销方式的崛起，家电消费正在发生变化，可能催生新的经营模式和投资机会，变革率先从小家电领域开始：1) 个性化和非计划性需求增加；2) 扁平化渠道占比上升；3) 数字化营销渠道取代大众媒体。

正是顺应小家电消费方式的巨大变化，主攻“非主流”品类的小熊电器2018年收入突破20亿元，新宝旗下的摩飞品牌凭借“爆品战略”，2019年收入翻倍增长，有望突破3亿元，积极拥抱变化的九阳也逐步找到了属于自己的经营节奏，我们建议投资者积极关注行业新趋势带来的经营模式变化与投资机会。

图 45：近年来国内涌现出诸多有影响力的厨房小家电新品牌



资料来源：小米商城，天猫，光大证券研究所绘制

5、投资建议：

19Q3 受地产与经济周期影响，行业需求端亮点较少，预计整体收入增速比 19H1 略有放缓。需求平淡背景下，龙头经营思路均向抢份额保增长转变，行业 ASP 有所下行，业绩分化加剧。但成本/汇率红利仍有贡献，龙头凭借行业地位与充沛储备，业绩好于二线。

结合三季报业绩确定性和后续可能的边际变化，个股推荐分为三条主线：

- 1) 短期业绩确定性强，长期护城河深厚的白电龙头：继续重点推荐叠

加混改预期的**格力电器**、以及美的集团、海尔智家。

2) 积极拥抱行业消费趋势与经营模式变化，竞争力边际提升的小家电龙头：**新宝股份**、**九阳股份**。

3) 处于需求与预期底部，未来存边际改善预期的：**海信家电**、**老板电器**、**华帝股份**、**欧普照明**。

6、风险分析

宏观经济加速下行，地产销量大幅度萎缩，贸易争端事件进一步发酵，行业竞争格局进一步趋紧。

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)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
000651	格力电器	57.30	4.36	4.88	5.35	13	12	11	6.0	3.1	2.8	买入	维持
000333	美的集团	51.10	2.92	3.35	3.76	18	15	14	4.3	3.5	3.1	买入	维持
600690	海尔智家	15.30	1.17	1.47	1.43	13	10	11	6.5	2.1	1.9	买入	维持
000921	海信家电	10.85	1.01	1.21	1.38	11	9	8	2.4	1.7	1.5	增持	维持
603515	欧普照明	26.37	1.19	1.33	1.59	22	20	17	5.2	4.0	3.4	买入	维持
002242	九阳股份	21.88	0.98	1.07	1.24	22	20	18	5.1	4.2	3.9	买入	维持
002705	新宝股份	12.66	0.63	0.77	0.81	20	16	16	2.8	2.3	2.2	增持	维持
002035	华帝股份	9.85	0.77	0.90	1.07	13	11	9	4.0	2.6	2.2	买入	维持
002508	老板电器	26.30	1.55	1.69	1.88	17	16	14	4.2	3.6	3.2	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 09 月 30 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