

家用电器行业

基于估值切换与竣工带动需求反弹，关注白电、厨电龙头

行业评级

持有

前次评级

持有

报告日期

2019-10-27

核心观点:

- **投资建议：基于估值切换与竣工带动需求反弹，关注白电、厨电龙头**
虽然 2019 年以来在地产低迷、消费相对羸弱的情况下行业终端需求确有承压，且目前尚未看到零售端需求有明显回暖，但 Q3 以来地产竣工表现趋稳，9 月单月商品住宅竣工面积同比年内首次转正，同时领先指标上游建材数据也持续多月改善，地产竣工集中交付逻辑或为为期不远，终端需求有望迎来改善。我们认为竣工表现趋稳强化了当下基本面的改善预期，而家电龙头在弱需求背景下收入业绩仍然稳健增长，因此建议关注本轮景气度回升以及 Q4 估值切换的机会，继续关注长期竞争力显著的白电龙头：**格力电器、美的集团、海尔智家**。同时建议关注基本面触底有望回升的厨电龙头：**老板电器、华帝股份**。
- **本周重点报告回顾**
 - **三花智控三季报点评：收入稳健增长，经营状况趋好**
 - **浙江美大三季报点评：弱市下增长动力得以延续，盈利能力基本持平**
- **一周行情回顾（2019.10.21-2019.10.25）**
沪深 300 指数本周涨幅为 0.7%，家电板块表现处于全行业中上游水平，上涨 0.6%，其中白电指数上涨 0.6%，视听器材指数上涨 0.8%。
- **2019W42（2019.10.14-2019.10.20）白电厨电主要品类线上线下数据**
 - 空调：线下销量 YoY-20.8%（环比-107.8pct），线上销量 YoY+29.1%（环比-49.4pct）。
 - 冰箱：线下销量 YoY-8.2%（环比-98.5pct），线上销量 YoY+23.7%（环比-5.7pct）。
 - 洗衣机：线下销量 YoY-16.9%（环比-68.7pct），线上销量 YoY+20.9%（环比+4.0pct）。
 - 油烟机：线下销量 YoY-32.0%（环比-102.4pct），线上销量 YoY+28.6%（环比-18.6pct）。
- **行业回顾**
 - 行业动态：
 - 从 2019 到 2020，全球空调市场的变与不变
 - 家电业加速智能化、渠道变革，寻求新成长
 - 新版“家电产品技术路线图”发布
 - 公司动态：
 - 华帝智能厨电亮相 GIHE2019
 - 云米高端品牌 coKing 发布三款全新空调产品
- **行业月度数据回顾（2019 年 9 月）**
 - **产业在线冰箱数据回顾：内外销表现均较为平稳。** 产量 656.5 万台，YoY+6.0%（1-9 月 5844.4 万，YoY+3.3%）；销量 643.4 万台，YoY+0.1%（1-9 月 5844.2 万，YoY+2.5%）；内销 365.3 万台，YoY-0.9%（1-9 月 3204.7 万，YoY-1.7%）；外销 278 万台，YoY+1.5%（1-9 月 2639.5 万，YoY+8.1%）。美的内销优异，海尔外销亮眼。
 - **产业在线洗衣机数据回顾：终端需求乏力，去年同期高基数导致内外销出货同比均有下滑。** 产量 606.9 万台，YoY-2.6%（1-9 月 4818.8 万，YoY+3.0%）；销量 595.6 万台，YoY-3.8%（1-9 月 4833.7 万，YoY+1.6%）；内销 416.5 万台，YoY-3.7%（1-9 月 3256.2 万，YoY-0.5%）；外销 179.1 万台，YoY-3.9%（1-9 月 1577.5 万，YoY+6.1%）。惠而浦单月表现较好。
- **原材料价格及汇率变动跟踪：**本周铜、原油价格上涨，铝、冷轧板卷价格下降；10 月面板价格继续下降；本周汇率略有升值。
- **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:复盘厨电黄金 2019-10-19

十年，展望成长新驱动

家用电器行业:前瞻三季报业绩 2019-10-13

绩，继续配置白电龙头，关注

厨电龙头

联系人:

黄涛 0755-82771936

s Zhuangtao@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	57.15	2019/8/31	买入	61.22	4.71	5.27	12.13	10.84	6.59	5.48	26.03	24.80
海尔智家	600690.SH	人民币	15.50	2019/8/30	买入	20.00	1.25	1.37	12.42	11.30	8.20	6.13	17.06	15.80
美的集团	000333.SZ	人民币	53.80	2019/8/31	买入	64.79	3.41	3.75	15.76	14.34	11.73	9.78	24.17	23.34

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中收盘价为 2019/10/25 收盘价

目录索引

投资建议：关注估值切换与竣工带动需求反弹，配置白电、厨电龙头	5
一周行情回顾（2019.10.21-2019.10.25）	6
2019W42（2019.10.14-2019.10.20）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
行业动态：2019-2020 全球空调市场；家电智能化与渠道变革；新版“家电产品技术路线图”	8
公司动态：华帝厨电新品；云米高端品牌 COKIING	13
产业在线月度冰箱数据回顾（2019 年 9 月）	15
产业在线月度洗衣机数据回顾（2019 年 9 月）	17
原材料价格及汇率变动跟踪	19
本周重点报告回顾	20
三花智控三季报点评：收入稳健增长，经营状况趋好	20
浙江美大三季报点评：弱市下增长动力得以延续，盈利能力基本持平	20
风险提示	21

图表索引

图 1: 本周家电板块表现略逊于沪深 300 指数, 但仍处于行业中上游水平	6
图 2: 2019W42 (2019.10.14-2019.10.20) 单周销量同比数据: 9 月以来周度数据受销售节奏等因素影响, 呈现明显波动	6
图 3: 2019W42 (2019.10.14-2019.10.20) 单周线上线下均价	7
图 4: 2019W42 (2019.10.14-2019.10.20) 单周线上线下均价同比: 空调线上均价单周表现有异动	7
图 5: 2019W1-W42 (2019.1.01-2019.10.20) 累计销量同比数据: 线上优于线下	7
图 6: 2019W1-W42 (2019.1.01-2019.10.20) 累计线上线下均价: 空调线上线下价差最小	7
图 7: 2019W1-W42 (2019.1.01-2019.10.20) 累计线上线下均价同比: 空调油烟机线上线下价格均承压	7
图 8: 2015-2019 冷年全球空调产能规模及趋势 (万台)	8
图 9: 2018 年全球分国别转子压缩机和空调产量对比 (%)	10
图 10: 冰箱月度内销 (万台) 及 YoY (右轴)	16
图 11: 冰箱月度外销 (万台) 及 YoY (右轴)	16
图 12: 冰箱月度销量 (万台) 及 YoY (右轴)	17
图 13: 洗衣机月度内销 (万台) 及 YoY (右轴)	18
图 14: 洗衣机月度外销 (万台) 及 YoY (右轴)	18
图 15: 洗衣机月度销量 (万台) 及 YoY (右轴)	18
图 16: LME 铜价格 (美元/吨) 本周上涨 2.5%	19
图 17: LME 铝价格 (美元/吨) 本周下跌 0.6%	19
图 18: 冷轧卷板价格 (人民币元/吨) 本周下跌 0.2%	19
图 19: 布伦特原油期货价格 (美元/桶) 本周上涨 2.9%	19
图 20: 面板价格: 截至 2019 年 10 月, 主要尺寸面板价格 (美元/片) 继续低位深度下探	19
图 21: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率升值 (本周末 1 美元=7.0702 人民币, 上周末 1 美元=7.0841 人民币)	19
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值	5
表 2: 本周家电指数涨幅低于沪深 300 指数 0.1 个百分点	6
表 3: 冰箱行业产量、内外销量、库存情况 (万台、%)	15
表 4: 冰箱各品牌 2019 年 9 月内销情况及 YoY (万台、%)	16
表 5: 冰箱各品牌 2019 年 9 月外销情况及 YoY (万台、%)	16
表 6: 洗衣机行业产量、内外销量、库存情况 (万台、%)	17
表 7: 洗衣机各品牌 2019 年 9 月内销情况及 YoY (万台、%)	18
表 8: 洗衣机各品牌 2019 年 9 月外销情况及 YoY (万台、%)	18

投资建议：基于估值切换与竣工带动需求反弹，关注白电、厨电龙头

虽然2019年以来行业终端需求确有承压，且目前尚未看到零售端需求有明显回暖，但Q3以来地产竣工表现趋稳，9月单月商品住宅竣工面积同比年内首次转正，同时领先指标上游建材数据也持续多月改善，地产竣工集中交付逻辑或为期不远，终端需求有望迎来改善。我们认为竣工表现趋稳强化了当下基本面的改善预期，而家电龙头在弱需求背景下收入业绩仍然稳健增长，因此建议关注本轮景气度回升以及Q4估值切换的机会，继续关注长期竞争力显著的**白电龙头：格力电器、美的集团、海尔智家**。同时建议关注基本面触底有望回升的**厨电龙头：老板电器、华帝股份**。

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值

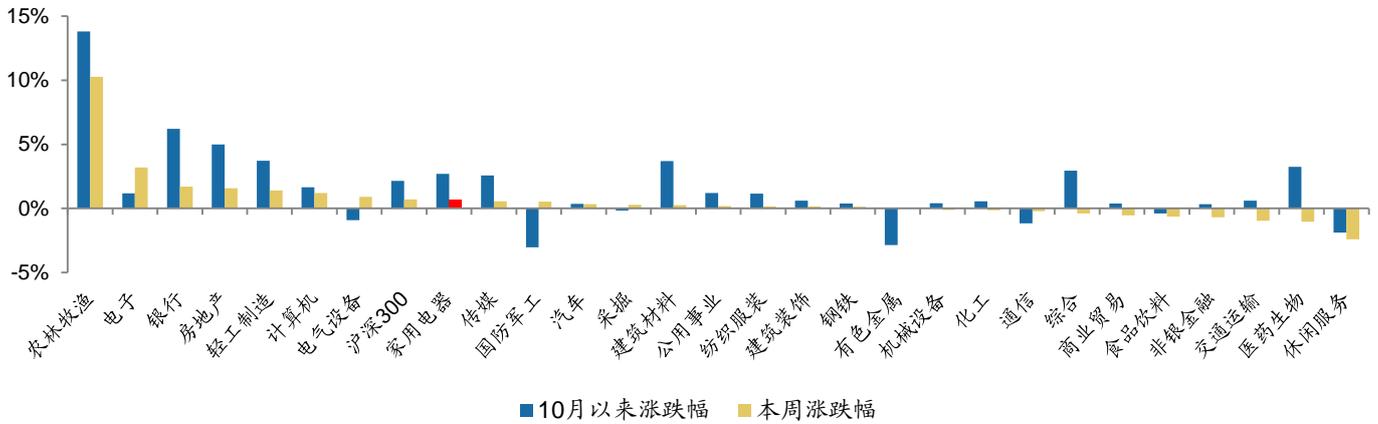
公司代码	公司简称	评级	股价 2019/10/25	货币	EPS			净利润增速			PE	
					18A	19E	20E	18A	19E	20E	19E	20E
000651.SZ	格力电器	买入	57.15	人民币	4.36	4.71	5.27	17%	8%	12%	12.1	10.8
000333.SZ	美的集团	买入	53.80	人民币	3.04	3.41	3.75	17%	17%	10%	15.8	14.3
600690.SH	海尔智家	买入	15.50	人民币	1.17	1.25	1.37	8%	7%	10%	12.4	11.3
002508.SZ	老板电器	增持	29.06	人民币	1.55	1.64	1.80	1%	5%	10%	17.8	16.1
002035.SZ	华帝股份	增持	10.15	人民币	0.77	0.89	1.02	33%	15%	14%	11.3	10.0
002242.SZ	九阳股份	买入	20.99	人民币	0.98	1.08	1.23	9%	10%	14%	19.4	17.1
002032.SZ	苏泊尔	买入	75.96	人民币	2.03	2.35	2.70	26%	15%	15%	32.4	28.2
002050.SZ	三花智控	买入	14.50	人民币	0.61	0.50	0.56	5%	6%	14%	29.2	25.7
603868.SH	飞科电器	增持	35.07	人民币	1.94	1.94	2.06	1%	0%	6%	18.1	17.0
000921.SZ	海信家电	增持	11.31	人民币	1.01	1.14	1.24	-32%	13%	9%	9.9	9.1
00921.HK	海信家电	增持	7.56	港币	1.12	1.26	1.38	-32%	13%	9%	6.0	5.5
002705.SZ	新宝股份	增持	15.55	人民币	0.62	0.80	0.91	23%	22%	13%	19.4	17.1
002677.SZ	浙江美大	增持	13.33	人民币	0.58	0.70	0.81	24%	20%	15%	19.0	16.6
603579.SH	荣泰健康	增持	27.37	人民币	1.78	1.84	1.86	15%	3%	1%	14.9	14.7
603355.SH	莱克电气	增持	22.21	人民币	1.05	1.20	1.33	16%	14%	11%	18.5	16.7
600060.SH	海信电器	增持	9.61	人民币	0.30	0.24	0.30	-59%	-21%	27%	40.6	32.0
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.72	人民币	0.24	0.31	0.37	-10%	28%	18%	18.4	15.6
002429.SZ	兆驰股份	增持	2.88	人民币	0.10	0.13	0.14	-26%	28%	10%	22.9	20.8
603515.SH	欧普照明	增持	25.65	人民币	1.19	1.30	1.46	32%	9%	12%	19.8	17.6
002403.SZ	爱仕达	增持	8.39	人民币	0.42	0.43	0.47	-14%	1%	11%	19.6	17.7
002543.SZ	万和电气	增持	9.67	人民币	0.85	1.00	1.14	18%	17%	13%	9.7	8.5
603486.SH	科沃斯	持有	22.93	人民币	1.21	0.85	0.97	29%	-2%	15%	27.1	23.5

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

注：盈利预测均为广发家电组预测。海信家电H股EPS由人民币转换成港币所得，汇率取2019.10.24收盘价：1港币=0.9014人民币。

一周行情回顾（2019.10.21-2019.10.25）

图 1：本周家电板块表现略逊于沪深 300 指数，但仍处于行业中上游水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：本周家电指数涨幅低于沪深 300 指数 0.1 个百分点

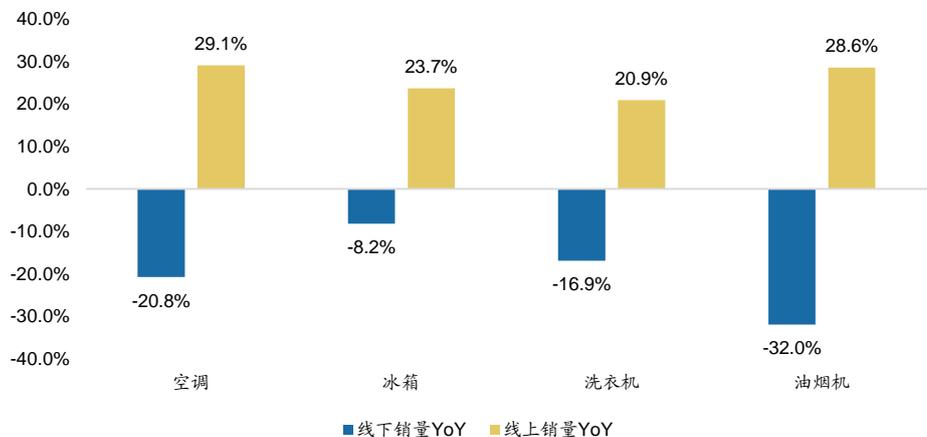
	本周涨跌幅	本周跑赢市场（百分点）	10月以来涨跌幅	2019年以来涨跌幅
沪深 300	0.7%		2.2%	29.4%
家用电器	0.6%	-0.1	2.7%	40.7%
视听器材（申万）	0.8%	0.1	4.0%	17.8%
白色家电（申万）	0.6%	-0.1	2.6%	38.4%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2019W42（2019.10.14-2019.10.20）行业主要品类线

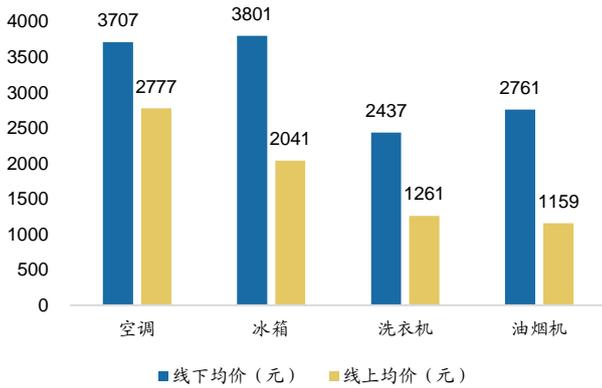
上线下单周及累计数据回顾

图 2：2019W42（2019.10.14-2019.10.20）单周销量同比数据：9 月以来周度数据受销售节奏等因素影响，呈现明显波动



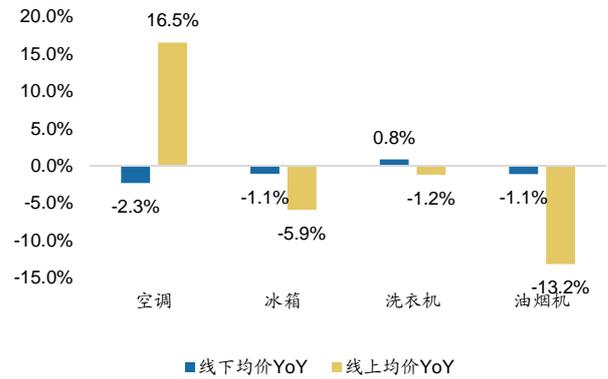
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 3: 2019W42 (2019.10.14-2019.10.20) 单周线
上线下均价



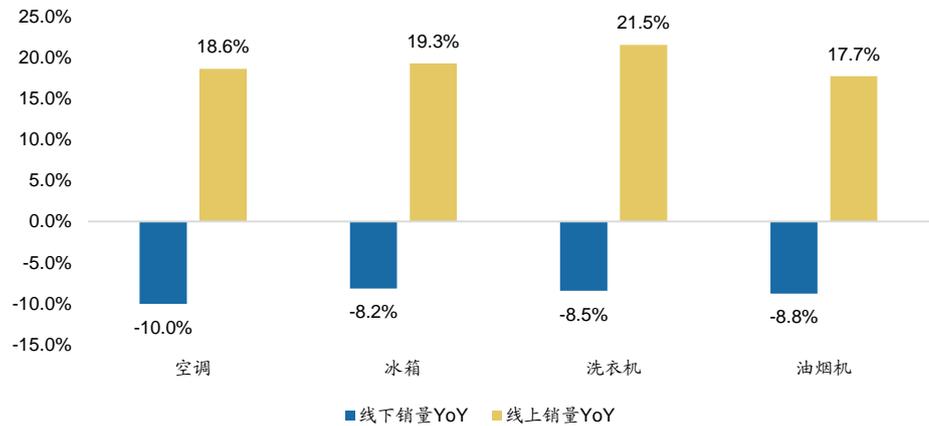
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 4: 2019W42 (2019.10.14-2019.10.20) 单周线
上线下均价同比: 空调线上均价单周表现有异动



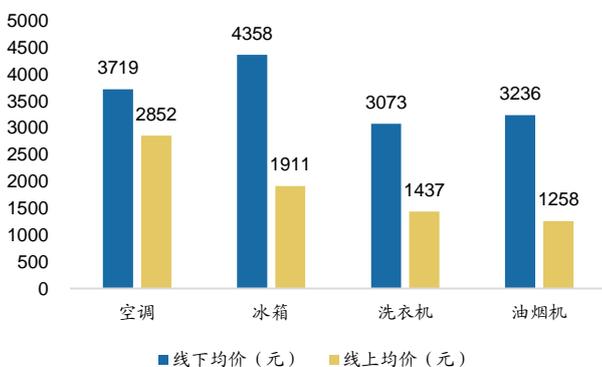
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 5: 2019W1-W42 (2019.1.01-2019.10.20) 累计销量同比数据: 线上优于线下



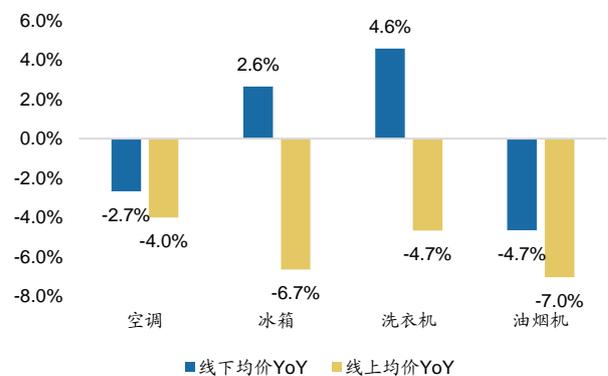
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 6: 2019W1-W42 (2019.1.01-2019.10.20) 累计
线上线下的均价: 空调线上线下的价差最小



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 7: 2019W1-W42 (2019.1.01-2019.10.20) 累计
线上线下的均价同比: 空调油烟机线上线下的价格均承压



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

行业回顾

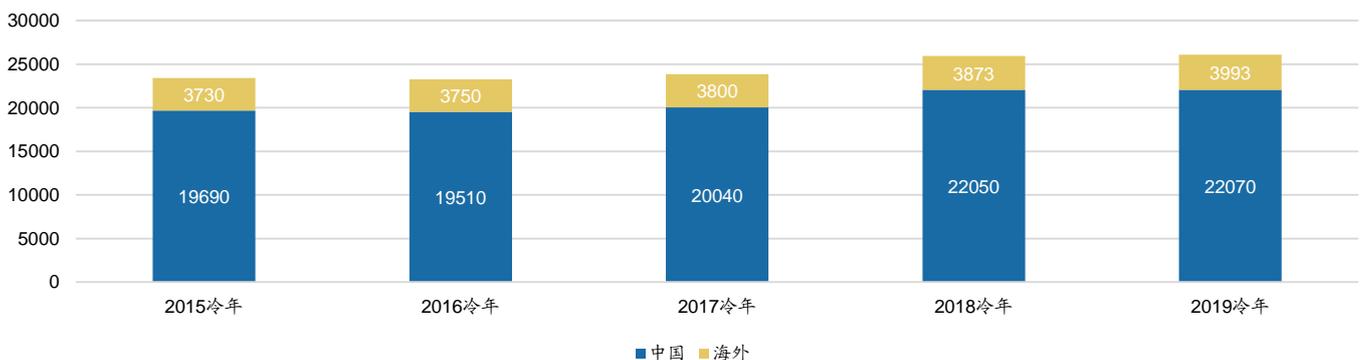
行业动态：2019-2020 全球空调市场；家电智能化与渠道变革；新版“家电产品技术路线图”

➤ 从 2019 到 2020，全球空调市场的变与不变

全球制造大格局未变，产能转移是小趋势

从上世纪80年代发展到今天，中国用了将近四十年的时间，已经成为世界空调的制造工厂。据产业在线统计，2019冷年全球空调的产能已经达到2.6亿台，从连续几年的产能发展来看，中国和海外的空调产能都处在平稳扩张的趋势当中，尤其中国的产能扩张更为显著。从2015冷年到2019冷年，中国的空调产能在全球中的占比基本维持在84%-85%之间，结构非常稳定。

图 8：2015-2019 冷年全球空调产能规模及趋势（万台）



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

这种稳定在中美贸易战开打之后，开始出现星星点点的变化。追溯整个关税变化的过程，从2018年7月开始中国家用空调出口美国被征收10%的关税，到2019年3月1日征收25%，再到9月1日持续加码到30%，对出口美国的空调企业提出了更高层面的竞争。为了压缩销售成本，获取更高的竞争力，部分企业考虑将产能转移到海外，而且已经有空调企业开启了海外建厂的进程。

其中日韩企业转移较早，现在国内品牌也加快了向外扩张的范围，比如位于泰国芭提雅罗勇工业园区内的奥克斯空调泰国制造基地，总投资15亿，计划于今年年底投产，将每年为奥斯克提供110万套智能空调，待二期建成后，年产能将达300万套。

与此同时，上游配套行业也开始将产能向海外转移。但总体来看，现在海外设厂和外移的产能规模还非常有限，全球的空调制造格局未产生太大的改变，中国企业在海外建厂、进行产能转移，只是稳定格局下出现的小变化。

这样的结论基于以下原因：第一，虽然中国国内制造业的人力成本逐年增加，但是综合测算中国制造依然全球效率最高。第二，东南亚部分国家是目前除了中国外空调产能最多的地区，但无论是政治环境、经济发展、制造业基础等等多方

面都和中国有着很大的差距。此外，中国**制造2025**是中国实施制造强国战略第一个十年的行动纲领，所以中国的空调制造优势并没那么容易被超越和取代。

中国产量全球主导未变，品牌竞争格局相似

中国是当之无愧的空调“世界工厂”，**85%左右的产能**在中国，实际产量绝对领先。产业在线数据显示，**2019冷年**全球的空调产量规模**1.87亿台**，中国的空调总产量是**1.49亿台**，占到全球约**80%的份额**。

亚洲地区的空调产量，尤其是中国的空调产量除了能够满足本地区需求之外还有大量出口。虽然中国空调产量占全球约**80%份额**，而销量只占**56%**。全球其他地区和国家的空调制造分布很少，和本地的需求相比存在不同程度的缺口。对于这些有进口依赖的国家和地区，中国和亚洲的空调制造和销售格局对他们的空调销售起到至关重要的作用。

在这样的制造格局下，全球空调品牌的竞争也呈现出相似的特点和趋势。如上文所说**2019冷年中国空调品牌的产量占全球的76.5%**，其次优势比较大的品牌是**日系品牌，全球占比15.4%**。日系品牌目前在亚洲表现强势：进入市场较早，深耕多年，通过合资、建厂、收购等一系列措施，累计了技术优势、成本优势和较好的销售网络。中国进入亚洲市场较晚，先发优势欠缺，目前尚未积累足够的销售网络，品牌定位偏低，自有品牌占比小，本土化力度不够。

虽然在制造上中国目前的优势地位无可撼动，但是在品牌建设和输出上仍需要很长的一段路要走。在中国出口的空调产品中，**只有30%左右是我们的自有品牌**，其他七成左右仍是**贴牌代工**。好在自主品牌意识已经觉醒，在这方面海尔空调是行业楷模，海尔在前期大量投入且获得很多品牌溢价，同时舍掉了一些代工制造的收入和利润。这也让我们看到品牌建设需要大量的投入，品牌经营也需要长时间的积累。做好长期攻坚的准备，走向世界只是时间问题。

中国空调长期趋势未变，短期调整影响小

中国空调主导全球的制造优势，是多方面因素共同促成的。**第一是空调没有太过细化的个性化需求，适合集中生产，全球销售；第二就和前文讲到的中国良好的宏观环境以及优越的制造基础和能力直接相关；第三个重要因素和中国作为全球最大的需求市场高度关联。**

中国空调市场是全球空调市场的晴雨表。经历了连续两年多的增长，**2019冷年**中国空调总产量同比下降**4.4%**，内销出货总量是**9170万台**，同比下降**5.9%**，虽然比历史最高的**2018冷年**出现回调，但整体规模较**2017冷年**仍保持了增长。从**2018年**以来的分月度增长率来看，明显是增幅逐步收窄的趋势，整体行业发展呈现前高后低的特点。

产业在线预计**2020冷年**国内出货仍是回调的趋势，出口保持平稳发展，营收较**2019冷年**略有改善，但改善空间有限。细分时间段来看，今年下半年尚能保持较为平稳的发展，一是因为基数较低，二是春节是**1月份**，生产节奏会提前，所以**12月份**会提前备货。而明年上半年的压力要大于今年下半年，原因同样是基数高，叠加库存高、需求不畅等因素，行业承压较大，增长动力不足。从**历史发展来看，中国空调发展每3-4年是一个发展周期**，所以对于这样的趋势行业层面已有心理预期，短期的调整和煎熬难以避免。但是从长期来看，**中国空调市场的发展依然乐**

观：一是因为空调的产品特性，可以一户多机；二是空调可以多场景多领域应用；三是目前农村市场保有量仍有较大差距；四是海外空调需求也一直呈现稳步的扩容。

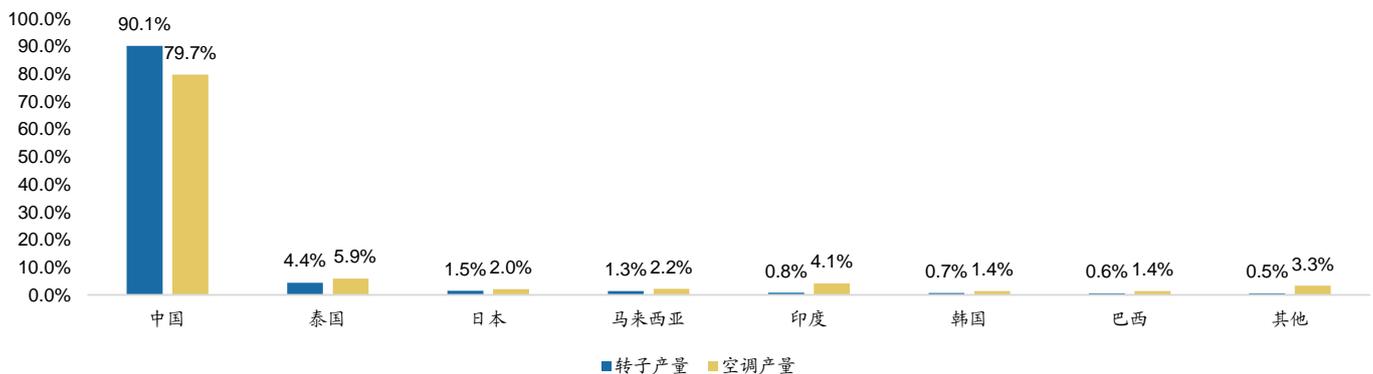
配套产业助力优势地位奠定，全球供应链布局小转移

中国制造优势中强大的配套产业链是非常关键的因素。据产业在线统计，全球有88%的转子压缩机产能集中在中国，比中国拥有的空调产能占比更高。

压缩机从2018年7月就已经开始被征收关税，在高关税下产能布局和生产布局上也出现一些小变化，比如瑞智将一条压缩机产线转移到了中国台湾；美芝在印度的压缩机和电机工厂也在加紧建设中，明年投产；还有LG的压缩机制造在全球各个基地做了重新布局调整等等。中国的转子压缩机除了满足中国市场需求之外，仍有大量的压缩机出口到海外。而中国之外其他区域的转子压缩机产量均不能满足当地需求，大部分需要依赖进口才能支撑当地的整机制造需求。

2019冷年中国转子压缩机总销量约2亿台，同比2018冷年出现了-1.7%的小幅回调。因为配套行业具有较高的技术门槛和资金门槛，虽然在中美贸易战下部分压缩机配套企业的产能出现小部分转移，但是规模有限。

图 9： 2018 年全球分国别转子压缩机和空调产量对比（%）



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

2020全球空调市场平稳，应关注变量风险

同中国空调市场类似，全球空调市场长周期也呈现出震荡中增长的格局。因为当前中国空调的发展预期有回调压力，所以2020年全球空调市场的增长也会受到冲击。2019冷年全球空调市场的总销量1.68亿台，同比下降4%，2020冷年整体市场容量的增长也存在一定压力，产业在线初步预计总销量在1.67亿台，微幅下滑0.4%，基本持平。

同时要注意两大风险，一是全球经济发展面临的风险，全球加息潮的到来，导致汇率出现较大波动，带来的直接风险是购买力的变化；二是部分区域存在的风险，比如非洲地区账期时间延长增加的交易风险会抑制出口，东南亚本地的产能产量持续增加也会减少对中国出口的需求，还有个别区域存在一定的库存风险。

总体来看，印度、非洲等区域仍是空调销售的长期潜力市场。而中国出口的优

势已经奠定，虽然贴牌占比较高，但随着海外需求的逐步释放，以及中国企业在海外布局的逐步完善和成熟，海外势必出现更多中国空调品牌的身影。因此，我们坚信一条主线，空调市场在全球仍有极大的发展空间。

(新闻来源：产业在线)

➤ 家电业加速智能化、渠道变革，寻求新成长

今年市场增幅放缓，中国家电业正在加速智能化、国际化和渠道变革，在转型升级中寻找新的成长通道。AI(人工智能)、IoT(物联网)成为10月24日在顺德举办的2019广东国际家电博览会的主题词。

智能化提速

顺德曾是全球最大的家电制造基地之一，在这里结合智能家居、智能制造的趋势，正在孵化物联网芯片、机器人等新的产业，既是家电业的延伸，也助力家电业迈上更高台阶。格兰仕集团副董事长梁惠强是一位“95后”，他透露格兰仕将在广东设立一家合资的半导体公司来做芯片设计和布局，他将兼任这家公司的CEO。正如格兰仕当初做磁控管来掌握微波炉产业链，现在格兰仕涉足芯片设计领域，是希望掌握智能家电、智能家居的底层技术。

梁惠强说，投资芯片设计是为了做出可定制、低成本、高效能的芯片，满足智能家居的应用场景。这并非没有风险，因为芯片只是智能家居的一个重要组成部分，还要做很多配套研发，嵌入软件，才能形成完整的智能产品生态系统。今年年内格兰仕将在北京设立新的研发中心。尽管今年外贸形势有许多不确定因素，梁惠强说，今年上半年格兰仕的出口额同比增长10%，其中对北美的出口也同比增长10%。以往在北美只做销售布局，现在既做销售，也做服务和研发。

作为顺德家电业的龙头，美的集团今年的研发投入预计将达到120亿元，比去年增加20%。美的集团副总裁兼CTO胡自强说，美的已在全球布局了28个研发中心，其中国内10个、海外18个。美的将在现有家电产品的基础上，结合AI、IoT等新技术持续转换。

胡自强认为，家电业应挖掘新零售、共享经济、出租房、精装房、二次装修等不同情形下的商业价值。嵌入式、多功能集成、乐高化、无线便携、小体积大容量、全场景智能将成为家电产品的大势所趋。

本次会展上，美的、海信、格兰仕、华帝等都展示了智能家电和智慧家居解决方案。国投创投联席总裁沈建芳认为，5G在家电领域的应用就是智能家居，小米是家电业的一条鲑鱼，它没有工厂，却做出了智能家电的性价比，重构了产业链，像云米10公斤滚筒洗衣机约2000元。5G时代，客厅、厨房、卫生间的家电都会有屏，信息随人而动，这给家电带来突破的机会。同时，5G还带来工业互联网的机会，美的、格力、海尔都在布局，像美的在佛山设了库卡机器人产业基地。

渠道变革加剧

电子商务正在打破家电实体店的销售模式，除了产品智能化，渠道变革今年也在加剧。新消费、新零售、新物流成为本次展会期间举行的2019中国家电创新零售峰会上热议的话题。

电商平台加快渠道下沉，京东希望未来三年在线下再造一个京东。京东家电事业部线下业务部家电专卖店项目总经理刘俊说，京东在重庆的超级体验店将于11月11日凌晨开张；京东五星电器无界零售店将在三线市场拓展；而京东家电专卖店在四至六线市场已达上万家，未来将达2万家。

大连锁则加快线上线下融合。苏宁易购佛山管理中心总经理徐开闯说，利用苏宁广场、苏宁易购、苏宁小店三大流量入口，苏宁积极发展线下社群，10月8日通过社群一天就卖了8万只爱仕达炒锅。结合苏宁零售云、苏鲜生、PPTV体育等，苏宁覆盖从城市到农村、从家电到娱乐休闲的渠道。

社交电商兴起。广东有赞运营中心负责人杨波介绍道，有赞除了做微信小程序，还帮快手做直播电商、协助百度发展小程序。随着社交电商快速发展，有赞今年上半年GMV达220亿元，去年全年是330亿元。5G时代直播电商可充分展示商品优点，而社交电商在交易后还可沉淀私域流量。

各大厂家也在打造直达消费者的供应链。创维RGB公司新零售业务中心总经理程万军透露，通过创维优品、创维智家APP和创维智慧生活体验馆，重构人、货、场，提供AIoT全屋智能电器套餐。云米电器新零售平台总经理陈琦也说，云米通过线上商城和线下体验店，让产品直达门店或消费者。

中国家用电器协会理事长姜风认为，今年一些大家电产品销售出现波动和下滑，通过新品类扩展、深耕市场、拓展新的零售渠道，中国家电市场今年总体稳定发展，未来个性化消费将是趋势。

（新闻来源：第一财经）

➤ 新版“家电产品技术路线图”发布

10月24日，在2019年中国家用电器技术大会期间举行的专业技术分会上，分别对冰空洗三大白电以及厨电产品的新版技术路线图进行了现场发布。这些技术路线图以2019年、2025年和2030年为三个时间节点，提出了未来五年产业的技术发展方向和具体指标，并对未来十年要达到的技术指标和目标提出了建议。

冰箱

新版冰箱技术路线图对产业的技术瓶颈以及研发路线进行了全新的分析和构建，并对智能化和先进制造两方面内容进行了补充和加强。

智能化方面，提出智能冰箱在满足消费者基本保鲜需求基础上，需要进一步完善对消费者智能化需求点的洞察。到2025年，更多高速高精度高效化的智能识别、智能传感、通讯传输、物联网、云计算等技术应用，实现智能冰箱对用户生活数据的收集、推理等，进而对用户有效的家庭食品管理和健康管理服务。到2030年，智能冰箱成为家庭的食品管理和健康管理中心。

先进制造方面，指明要推动智能制造和绿色制造，实现优质、高效、低耗、清洁生产，到2025年关键模块的生产、组装、配送、检测等工序实现高效自动化并向数字化转型，人均效率比2019年提升20%，平台化和模块化提升20%，零部件种类下降30%，订单响应速度提升20%，不良品率降低20%。到2030年，人均效率、平台化和模块化，订单响应速度再在2025年的基础上提升20%，零部件种类、不良品

率降低20%。

空调

新版空调技术路线图中包含提高能效效率、环境友好制冷剂的使用、加强有害物质控制、资源回收与再利用、先进制造与智能化等社会环境分析和制热能力提升提升、城镇化新需求、室内空气品质、外观、用户体验、智能化、高可靠性、节能、室外机小型化和市场细化等市场需求分析。

此外，技术路线图还详细分析了房间空调器的研发路线，包含压缩机技术、制冷制热能力提升技术、能效提升技术、产品舒适性提升技术、降低噪音和提升声品质、新兴制冷剂替代技术。

并指出，未来5-10年房间空调器产业的发展将是机遇与挑战共存。一方面，产业将面临越来越严格的能源效率、化学品减排、资源可持续以及有害物质控制等技术法规和标准要求；另一方面，城市市场消费升级更新、消费日益个性化、农村市场快速普及等市场需求的变化，也给产业带来新的市场机遇。

洗衣机

新版的洗衣机技术路线图基于2019年家电行业技术现状，对2020年和2025年目标在通过充分科学分析的基础上进行了优化，包括产品的范围、时间范围和主要研究内容。根据产业技术进步及时修订路线图以保证其先进性，既为家电“十四五”规划做准备，也为洗衣机产业下一个五年和未来十年的发展提出了明确的技术方向。

厨电

新版厨房电器技术路线图以吸油烟机、灶具、洗碗机、食具消毒柜、微波炉、电烤箱、电烤箱以及灶、微、蒸、烤等组合式产品为研究范围，提出了未来五年和未来十年我国厨房电器产业的技术发展方向和目标建议。特别是对未来中国家庭对厨房场景化需求的可预见前景进行了描述，并对由此而需要的技术水平、研发方向进行了评估和分析。

（新闻来源：产业在线）

公司动态：华帝厨电新品；云米高端品牌 coKiing

➤ 华帝智能厨电亮相 GIHE2019

10月24日，2019广东国际家电博览会（GIHE 2019）在广东开幕。“厨电三杰”之一的华帝股份携旗下瀑布浴热水器、干态洗碗机、智能蒸烤一体机等多款新品亮相展会。

以创新产品技术铸就“时代中国 时尚生活”

本次 GIHE 2019，华帝带来了瀑布浴热水器、干态洗碗机、智能蒸烤一体机等新品。瀑布浴热水器 GH8i，除了零冷水洗浴体验，还采用了变频增压瀑布浴技术，能在低水压等环境下，实现大水量如瀑布浴般的畅快沐浴。其 WI-FI 智联技术，通过手机 APP 即可随时随地掌控家用热水。智能蒸烤一体机 YD02，强调蒸汽嫩烤与营养纯蒸，食物锁鲜速蒸嫩烤，自带智能菜谱一键烹饪。洗碗机是最复杂的家用电

器之一，不仅涉及水路电路，还与厨房环境、装修等相关，**干态洗碗机 V7 是洗碗机也是消毒柜，解决了洗消存三大步骤**；另外其语音控制功能，让用户可以洗碗动口不动手。

智慧厨房生活“三步走”

无论是从本届 GIHE 的主题还是众参展企业的主推产品都不难看出，打造智慧生活依然是家电行业的主流热点。李洋也认为，智慧生活是未来的主旋律。随着人工智能的发展，人们的生活将变得更加便利。“华帝早在 2015 年就提出‘高端智能厨电’这一定位，并以人工智能作为产品发展的一个重要方向。”为应对消费市场的转型升级，华帝与时尚集团展开战略合作，将时尚基因融入智能产品设计之中。对于未来，李洋表示，华帝将通过对人工智能的不断完善和提升，实现从“智能厨电”到“智慧厨房”，最终实现“人工智能厨房”的“三步走”规划。

（新闻来源：中国家电网）

➤ 云米高端品牌 coKiing 发布三款全新空调产品

10月21日，互联网家电品牌云米在北京召开发布会，正式发布了旗下的全新高端AI家电品牌coKiing科奇，并且发布了三款coKiing旗下的AI智能空调产品以及全球第一款混合网络5G CPE路由器。

coKiing科奇作为云米的高端家电品牌，以品质生活为主要的出发点，所以我们可以看到两款空调产品在外观设计方面以圆润造型为主，并辅以黑金、白金的配色作为点缀，使得产品整体极具生活品质感，可以成为家居生活中的一个重要点缀。

功能方面，coKiing的两款空调产品以极致的AI体验为前提进行设计，所以在功能方面相比于现在的传统空调来说也有非常大的不同和进步。

coKiing的立式和壁挂式空调具备一枚红外传感器，可以识别家居环境中的人的存在，可以在排除其他发热源的情况下追踪人体并进行风力的追踪或避开，当人在移动的时候立式空调就可以根据人体的移动来改变风的追踪角度，如果用户不想直接吹风的话就可以让风避开人体吹拂；此外两款空调还配备了一套完整的温湿度传感器，可以保证屋内温度的均衡，避免家居空间内出现温度区域不均衡的情况；一键智能风功能则可以根据不同的地域、时间以及外界气温等多种环境因素来设定空调风力的大小和温度，实现家居环境温度的自如调整。

这两款空调产品均采用了松下的变频压缩机，具备非常好的硬件品质钛金热交换翅片具备更强的亲水性以及更强的抗结垢效果；风叶上则打通了数千个微孔，实现柔和的出风气流，避免大风量直吹；最后在滤芯方面则采用了IFD微静电除尘空气净化滤芯，免去更换烦恼且拥有更高效的颗粒物净化效果。

除了立式和壁挂式空调之外，coKiing还推出了一款家用中央空调，同样具备了以上的AI功能体验，并且中央空调还支持单一外挂机的连带出风，可以实现多房间的冷热风量需求。

为了让家居环境中的智能设备实现更好的互联，云米还推出了一款5G路由器产

品，这款路由器具备采用了高通WiFi 6芯片以及高通SDX55 5G芯片，支持5G SA/NSA自主组网。四维全向5G天线则具备更好的5G信号接收能力。4x4 MIMO和6颗WiFi信号放大器则可以实现全屋无死角覆盖，并且还可以支持更多的智能设备连接。顶部的one touch功能则可以一键与家中的AI设备互联并更具每个IoT设备对网络需求量的不同来定向发射网络信号，保证网络带宽的合理运用。

售价部分，路由器并未公布正式售价。几款空调产品的售价分别为：

coKiing Royal Pro立式空调3匹版本--9999元

coKiing Royal立式空调2匹版本--7999元

coKiing King Pro壁挂式空调1.5匹版本--4999元

coKiing King 1S壁挂式空调1.5匹版本--4499元

coKiing King壁挂式空调1.5匹版本--3499元

coKiing King壁挂式空调1匹版本--2999元

coKiing Crown家用中央空调一房两厅版本--9999元

coKiing Crown家用中央空调一房三通版本--16999元

(新闻来源：中国家电网)

产业在线月度冰箱数据回顾（2019年9月）

内外销表现均较为平稳。行业：产量 656.5 万台，YoY+6.0%（1-9月 5844.4 万，YoY+3.3%）；销量 643.4 万台，YoY+0.1%（1-9月 5844.2 万，YoY+2.5%）；内销 365.3 万台，YoY-0.9%（1-9月 3204.7 万，YoY-1.7%）；外销 278 万台，YoY+1.5%（1-9月 2639.5 万，YoY+8.1%）。

美的内销优异，海尔外销亮眼。分公司，海尔内销 119 万台，YoY0.0%（1-9月 1024.7 万，YoY-0.2%），外销 12.4 万台，YoY+74.9%（1-9月 83.8 万，YoY+15.8%）；美的内销 56 万台，YoY+7.7%（1-9月 430.8 万，YoY+1.4%），外销 49 万台，YoY+10.0%（1-9月 425.7 万，YoY+15.8%）；美菱内销 27 万台，YoY+1.1%（1-9月 219.2 万，YoY-1.0%），外销 16.2 万台，YoY-20.7%（1-9月 157.2 万，YoY-1.4%）；奥马内销 11.6 万台，YoY-10.8%（1-9月 81.7 万，YoY-14.5%），外销 50 万台，YoY-4.2%（1-9月 561.8 万，YoY+15.6%）；海信内销 40 万台，YoY-4.8%（1-9月 351 万，YoY-10.2%），外销 35.4 万台，YoY-0.6%（1-9月 329.8 万，YoY+2.1%）。

表 3: 冰箱行业产量、内外销量、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	YoY	量值	YoY	量值	量值	YoY	量值	YoY	量值
1 产量	657	6.0%	619	1.8%	608	5844	3.3%	5659	-2.5%	5803

2 销量	643	0.1%	643	4.9%	613	5844	2.5%	5702	-1.8%	5809
3 出口	278	1.5%	274	17.6%	233	2640	8.1%	2443	3.6%	2357
4 内销	365	-0.9%	369	-2.9%	380	3205	-1.7%	3260	-5.6%	3452
5 在庫	363	0.8%	361	-6.9%	387	363	0.8%	361	-6.9%	387
6 产销率	98.0%	-5.6%	103.8%	3.0%	100.8%	100.0%	-0.8%	100.8%	0.7%	100.1%
7 内销比重	56.8%	-1.0%	57.4%	-7.4%	62.0%	54.8%	-4.1%	57.2%	-3.8%	59.4%

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 9 月内销情况及 YoY (万台、%)

企业/项目	9 月						财年累计			
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	YOY	量值	YOY	量值	量值	YOY%	量值	YOY	量值
海尔	119	0.0%	119	1.7%	117	1025	-0.2%	1027	4.1%	987
美的	56	7.7%	52	-10.3%	58	431	1.4%	425	-0.1%	425
美菱	27	1.1%	27	-6.3%	29	219	-1.0%	221	-1.3%	224
奥马	12	-10.8%	13	-13.3%	15	82	-14.5%	96	-12.6%	109
海信	40	-4.8%	42	-9.7%	47	351	-10.2%	391	-7.1%	421

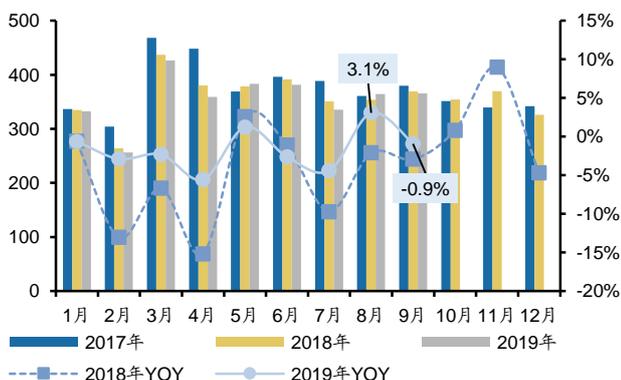
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 5: 冰箱各品牌 2019 年 9 月外销情况及 YoY (万台、%)

企业/项目	9 月						财年累计			
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	YoY	量值	YoY	量值	量值	YoY	量值	YoY	量值
海尔	12	74.9%	7	-16.3%	8	84	15.8%	72	-28.2%	101
美的	49	10.0%	45	3.8%	43	426	15.8%	368	3.8%	354
美菱	16	-20.7%	20	35.4%	15	157	-1.4%	159	-16.9%	192
奥马	50	-4.2%	52	27.4%	41	562	15.6%	486	10.4%	440
海信	35	-0.6%	36	16.9%	31	330	2.1%	323	9.2%	296

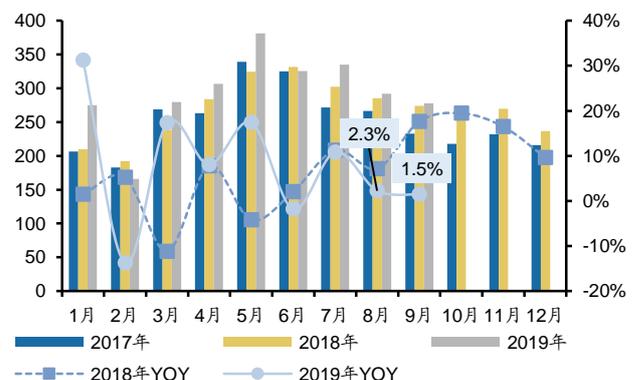
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 10: 冰箱月度内销 (万台) 及 YoY (右轴)



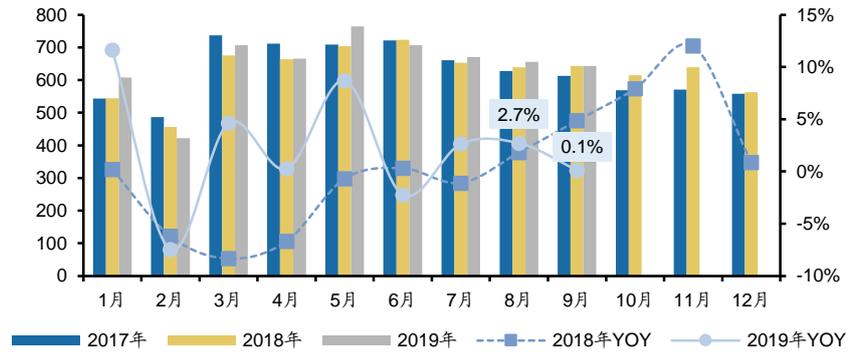
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 11: 冰箱月度外销 (万台) 及 YoY (右轴)



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图12: 冰箱月度销量(万台)及YoY(右轴)



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9月)

终端需求乏力、去年同期高基数导致内外销出货同比均有下滑。分行业: 产量 606.9 万台, YoY-2.6% (1-9 月 4818.8 万, YoY+3.0%); 销量 595.6 万台, YoY-3.8% (1-9 月 4833.7 万, YoY+1.6%); 内销 416.5 万台, YoY-3.7% (1-9 月 3256.2 万, YoY-0.5%); 外销 179.1 万台, YoY-3.9% (1-9 月 1577.5 万, YoY+6.1%)。

惠而浦单月表现较好。分公司,美的系内销 136 万台, YoY-0.2% (1-9 月 984.3 万, YoY+0.1%), 外销 36.9 万台, YoY+19.2% (1-9 月 304 万, YoY+15.3%); 海尔内销 136 万台, YoY+0.7% (1-9 月 1153 万, YoY+0.1%), 外销 13.2 万台, YoY-40.2% (1-9 月 163.7 万, YoY-6.0%); 惠而浦系内销 25 万台, YoY+25.0% (1-9 月 183.3 万, YoY+7.3%), 外销 5.7 万台, YoY+29.1% (1-9 月 53.8 万, YoY+7.5%)。

表 6: 洗衣机行业产量、内外销量、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	YoY	量值	YoY	量值	量值	YoY	量值	YoY	量值
1 产量	607	-2.6%	623	4.0%	599	4819	3.0%	4679	1.5%	4608
2 销量	596	-3.8%	619	2.1%	606	4834	1.6%	4759	2.6%	4640
3 出口	179	-3.9%	186	18.5%	157	1578	6.1%	1487	1.8%	1461
4 内销	416	-3.7%	433	-3.6%	449	3256	-0.5%	3272	3.0%	3179
5 在庫	199	-9.9%	220	-30.3%	316	199	-9.9%	220	-30.3%	316
6 产销率	98.1%	-1.2%	99.4%	-1.8%	101.2%	100.3%	-1.4%	101.7%	1.0%	100.7%
7 内销比重	69.9%	0.0%	69.9%	-5.6%	74.1%	67.4%	-2.0%	68.8%	0.4%	68.5%

数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

表 7: 洗衣机各品牌 2019 年 9 月内销情况及 YoY (万台、%)

企业/项目	9 月						财年累计			
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	YOY	量值	YOY	量值	量值	YOY%	量值	YOY	量值
美的	136	-0.2%	136	-0.5%	137	984	0.1%	983	9.3%	899
海尔	136	0.7%	135	-9.4%	149	1153	0.1%	1152	8.3%	1064
惠而浦	25	25.0%	20	-16.7%	24	183	7.3%	171	-16.4%	204

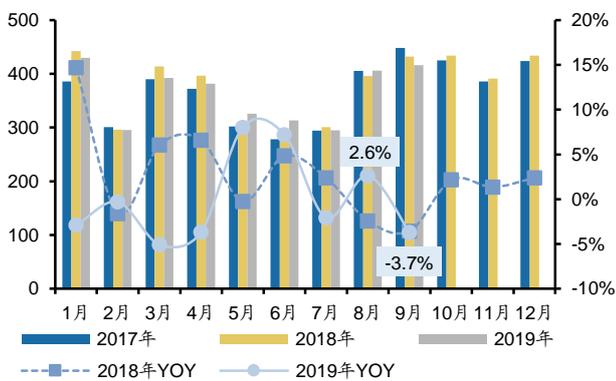
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 8: 洗衣机各品牌 2019 年 9 月外销情况及 YoY (万台、%)

企业/项目	9 月						财年累计			
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	YoY	量值	YoY	量值	量值	YoY	量值	YoY	量值
美的	37	19.2%	31	23.4%	25	304	15.3%	264	-2.7%	271
海尔	13	-40.2%	22	42.8%	15	164	-6.0%	174	21.3%	144
惠而浦	6	29.1%	4	15.7%	4	54	7.5%	50	18.5%	42

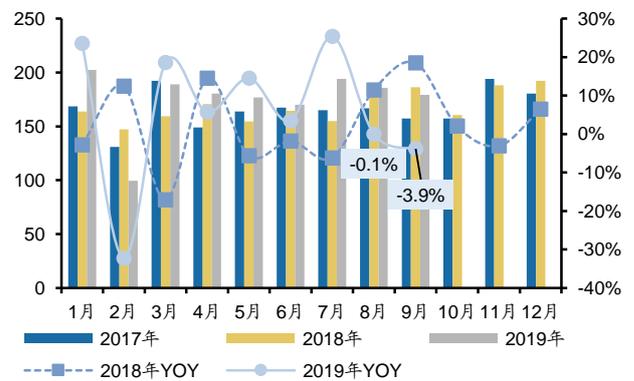
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 13: 洗衣机月度内销 (万台) 及 YoY (右轴)



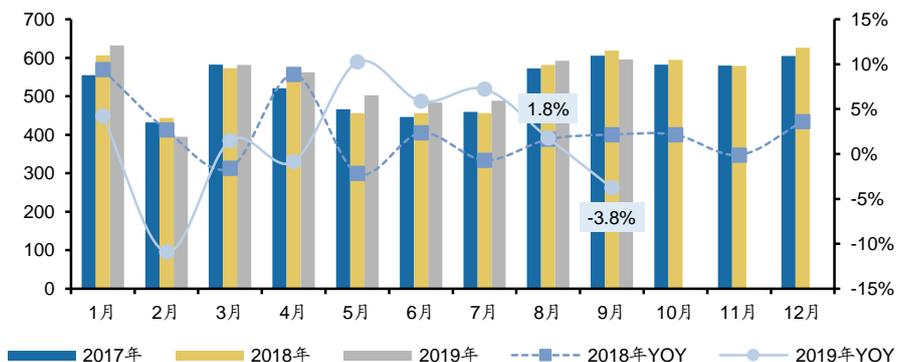
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 14: 洗衣机月度外销 (万台) 及 YoY (右轴)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

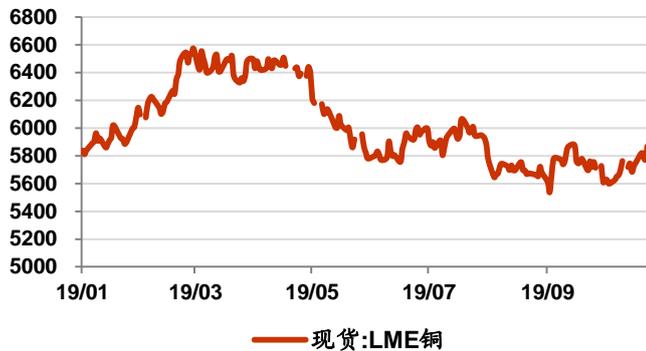
图 15: 洗衣机月度销量 (万台) 及 YoY (右轴)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

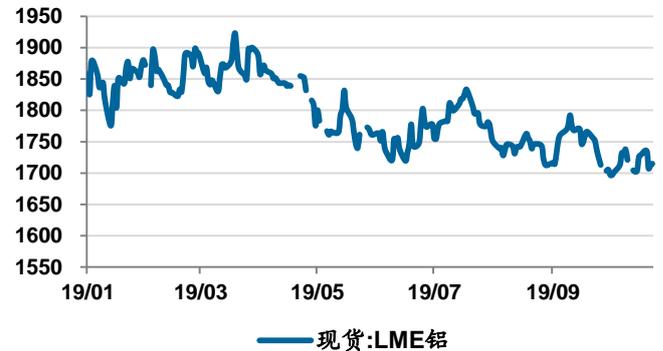
原材料价格及汇率变动跟踪

图16: LME铜价格(美元/吨)本周上涨2.5%



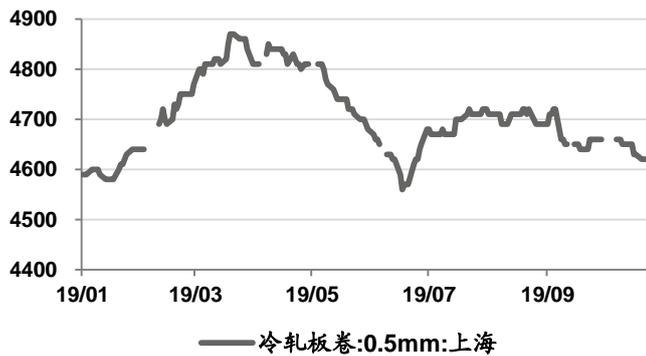
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心
注: 本周指 2019.10.18-2019.10.24, 下同

图17: LME铝价格(美元/吨)本周下跌0.6%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 冷轧卷板价格(人民币元/吨)本周下跌0.2%



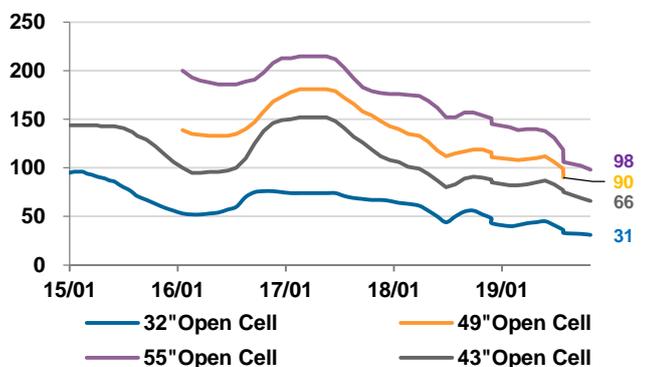
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 布伦特原油期货价格(美元/桶)本周上涨2.9%



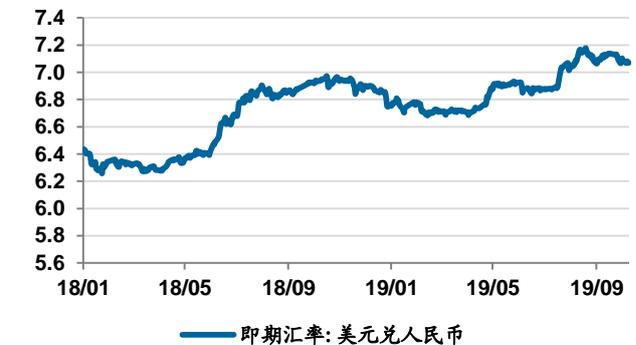
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 面板价格: 截至2019年10月, 主要尺寸面板价格(美元/片)继续低位深度下探



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率升值(本周末1美元=7.0702人民币, 上周末1美元=7.0841人民币)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

本周重点报告回顾

三花智控三季报点评：收入稳健增长，经营状况趋好

- **收入增长稳健经营状况趋好，Q3 单季外汇衍生品浮亏拖累净利润**

公司披露2019年三季报：2019年前三季度收入86.2亿元（YoY+4.3%），毛利率28.7%（YoY+0.8pct），归母净利10.6亿元（YoY+3.2%），净利率12.3%（YoY-0.1pct）。扣非后归母净利10.5亿元（YoY+2.9%）。

Q3单季收入27.9亿元（YoY+4.3%），毛利率29.6%（YoY+1.1pct），归母净利3.6亿元（YoY+4.9%），净利率13.0%（YoY+0.1pct）。扣非后归母净利4.1亿元（YoY+17.9%），其中单季度持有金融产品造成的投资损失达6913万元（该项损失同比扩大4606万元），对净利润造成一定拖累。

- **下游景气度相对低迷，稳健增长弥足珍贵**

制冷业务方面：2019年1-8月空调、冰箱行业产量分别1.1 / 0.5亿台（YoY-1.8% / +2.9%）；2019年1-8月电子膨胀阀、截止阀、四通阀行业累计内销量分别为0.4 / 1.9 / 0.9亿支（YoY+6.9% / +4.5% / +1.8%）；7-8月电子膨胀阀、截止阀、四通阀行业累计内销量分别为888 / 4202 / 1871万支（YoY+5.1% / +16.0% / +9.0%）。

汽零业务方面：2019前三季度汽车行业产量1809万台（YoY-13.2%），其中新能源车、燃油车行业产量分别87 / 1721万台（YoY+12.9% / -14.2%）；2019Q3汽车行业产量595万台（YoY-9.1%），其中新能源车、燃油车行业产量分别24 / 571万台（YoY-20.8% / -8.5%）。

- **毛利率改善费用率下行，汇兑收益减少**

公司2019年第三季度单季销售、管理、研发、财务费用率分别为3.8% / 5.2% / 5.1% / -1.5%（YoY-1.4pct / -0.2pct / +0.8pct / +0.8pct）。

- **盈利预测与投资评级**

考虑到(1)家电能效要求提升，电子膨胀阀需求将释放，公司制冷板块受益；(2)公司新能源汽车零部件在手订单充足，主要客户Tesla上海工厂建设进度超预期，预计未来两年新能源车汽零业务将快速放量。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6.3% / 13.6% / 15.1%，最新收盘价对应2020年PE25.1x。考虑到新能源汽零业务的放量，给予公司2020年PE30.0x，对应合理价值16.8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。

浙江美大三季报点评：弱市下增长动力得以延续，盈利能力基本持平

- **弱市下增长动力得以延续，盈利能力基本持平**

2019年前三季度公司实现营业总收入11.4亿元（YoY+22.4%），毛利润6.0亿元（YoY+25.1%），毛利率52.5%（YoY+1.1pct），归母净利3.0亿元（YoY+23.1%），对应净利率26.7%（YoY+0.2pct）。

Q3单季营业总收入4.4亿元 (YoY+18.1%)，毛利润2.2亿元 (YoY+16.5%)，毛利率50.8% (YoY-0.7pct)，归母净利1.2亿元 (YoY+20.4%)，对应净利率27.9% (YoY+0.5pct)。

整体来看地产交付周期拉长后竣工持续低迷，国家统计局数据显示2019年前三季度商品房竣工3.31亿平方米 (YoY-8.5%)，其中第三季度单季竣工1.01亿平方米 (YoY-0.5%)。集成灶在厨电需求偏弱背景下渗透率仍有提升，实现超越厨电行业整体的增长，公司作为细分龙头持续受益。

● **Q3 单季度费用投放有所控制，预收款环比上行同比略有下降**

公司2019年前三季度销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别为14.0% / 4.5% / 3.1% / -0.5% (YoY+2.6pct / -1.8pct / +0.5pct / -0.1pct)，其中第三季度单季相应费用率分别为10.0% / 4.8% / 2.5% / -0.3% (YoY -1.4pct / -0.2pct / +0.2pct / +0.1pct)。整体看前三季度在成本压力缓解的背景下公司毛利率有所上行，尽管费用投放加大但盈利能力基本持平；Q3单季度毛利率同环比均有所下降，但费用投放有所控制，单季盈利能力也基本持平。

另一方面截止至2019Q3季末公司账上预收账款1.78亿元 (QoQ +20.0%，YoY-1.7%)经销商打款积极程度仍高。

● **盈利预测与投资评级**

我们认为厨电行业在长周期的维度上具备确定的成长空间，集成灶低渗透高成长的行业特征给予了公司充分发挥其先发优势的机会，助其尽享行业成长红利；未来竣工集中交付带来的需求回暖也将使得行业与公司受益。预计2019-2021年公司归母净利润分别为4.5、5.2、5.8亿元，同比增速分别为19.8%、15.0%、12.3%，最新收盘价对应2019年PE为19.0x，综合考虑可比公司估值与业绩增速，给予2019年PE20.0x，对应合理价值为14.0元/股，维持“增持”评级。

● **风险提示**

地产景气度持续下降；费用投放收获不及预期；行业竞争格局恶化。

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。