

家用电器行业

龙头业绩韧性十足，竣工驱动拐点将至

行业评级	持有
前次评级	持有
报告日期	2019-10-31

核心观点:

相对市场表现

● 外部环境承压，2019Q3 收入依然实现正增长，盈利能力持续改善

2019 年前三季度 A 股家电板块在宏观经济波动、地产景气度下行、终端需求相对羸弱的背景下，依旧实现营业总收入 (YoY+2.7%) 正增长；净利润 (YoY+10.7%) 增长优于收入。产品结构升级、原材料价格下行、增值税下调、汇率贬值等因素使板块盈利能力有所改善，毛利率 24.7% (YoY+0.4pct)，净利率 7.9% (YoY+0.4pct) 均有所提升。

2019Q3 单季度 A 股家电板块实现营业总收入 YoY-1.3%，收入增速环比继续下降，但若剔除收入变动与家电业务关系较小的异常公司，2019Q3 营业总收入 YoY+3.2%，板块收入端增速虽有所收窄，但仍然体现出较强韧性，好于市场悲观预期。净利润 YoY+11.1%，依旧显著优于收入增速。Q3 毛利率 24.0% (持平)，净利率 7.6% (YoY+0.5pct)，龙头费用控制能力突出使得净利率提升幅度相比 Q2 提升更为显著。

现金流来看，2019 年前三季度除黑电板块外，各子板块经营性现金流水平均有不同程度提升。Q3 除上半年现金流表现优异的白电、小家电板块，厨电板块现金流改善最为突出。较好的现金流，稳健的经营下，板块正在竣工企稳带动终端需求回暖，基数降低的背景下，静待拐点来临。

● 高基数下白电收入增速放缓，厨电业绩增速显著回暖

- **白电:** 2019Q1-Q3 营收/净利润 YoY+5.2%/+9.7%，Q3 单季营收/净利润 YoY+2.9%/+8.7%。高基数下收入业绩仍有较好增长；竣工好转叠加 Q4 低基数，稳健表现后将迎向上动能。
- **黑电:** 2019Q1-Q3 营收/净利润 YoY-3.3%/+30.5%，Q3 单季营收/净利润 YoY-12.9%/+193.4%。体育小年及行业竞争激烈导致收入下滑，业绩因低基数叠加成本下降呈现高弹性。
- **厨电:** 2019Q1-Q3 营收/净利润 YoY-2.6%/+46.8%，Q3 单季营收/净利润 YoY-2.7%/+48.0%。工程先行，龙头先于行业迎来收入拐点；竣工周期将至，板块整体迎来景气拐点。
- **小家电:** 2019Q1-Q3 营收/净利润 YoY+6.1%/+21.0%，Q3 单季营收/净利润 YoY+6.6%/+10.6%。收入依然保持稳健增长，盈利由于人民币贬值边际贡献减少所以增速放缓。
- **上游零部件:** 2019Q1-Q3 营收/净利润 YoY-0.5%/+2.0%，Q3 单季营收/净利润 YoY-1.5%/+7.6%。受下游需求影响，收入业绩表现承压，需自下而上挑选优质标的。

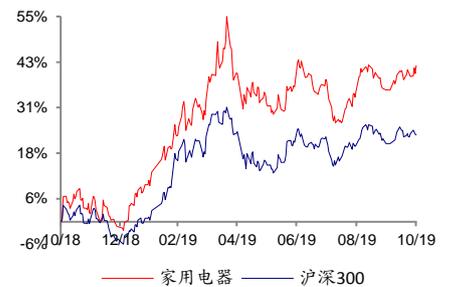
(注：以上出现的净利润、净利率口径均为剔除异常公司后的归母净利润、归母净利率。)

● 投资建议

2019Q3 板块在外部承压背景下收入依然实现正增长体现出极强的韧性。龙头基于良好的竞争格局及产业链优势地位，可受益于成本端红利，板块盈利持续改善。当下，竣工周期将至有望拉动终端需求，板块即将迎来拐点。我们建议继续关注短期增长稳健，Q4-Q1 享受估值切换行业行情，长期竞争力显著的白电龙头：**格力电器、美的集团、海尔智家**；同时建议关注竣工拉动下，基本面触底有望回升的厨电龙头：**老板电器、华帝股份**。

● 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。



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:2019Q3 公募及北上持仓: 配置比例季节性下调但仍处近年同期高位 2019-10-29

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	55.50	2019/10/30	买入	73.17	3.44	3.85	16.13	14.41	12.34	10.30	24.37	23.82
格力电器	000651.SZ	人民币	58.70	2019/10/30	买入	72.58	4.70	5.18	12.50	11.32	6.96	5.85	25.97	24.46
海尔智家	600690.SH	人民币	16.00	2019/10/30	买入	19.84	1.47	1.24	10.87	12.96	7.09	5.29	19.52	14.08

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	6
2019Q3 收入延续正增长，盈利能力提升；白电、小家电稳健，厨电拐点初现	7
白电：需求好转叠加 Q4 低基数，稳健表现背后仍有向上动能	12
黑电：体育小年收入增幅收窄，业绩低基数呈现高弹性	15
厨电：竣工周期将至，板块迎来景气拐点	17
小家电：厨房小家电龙头表现优异	20
上游零部件：受下游需求影响，收入业绩表现承压	23
风险提示	25

图表索引

图 1: 家电行业各板块营业总收入年度 YoY.....	9
图 2: 家电行业各板块营业总收入季度 YoY.....	9
图 3: 家电行业各板块归属净利润年度 YoY (剔除异常公司后)	9
图 4: 家电行业各板块归属净利润季度 YoY (剔除异常公司后)	9
图 5: 家电行业各板块年度毛利率.....	10
图 6: 家电行业各板块季度毛利率.....	10
图 7: 家电行业各板块年度净利率 (剔除异常公司后)	10
图 8: 家电行业各板块季度净利率 (剔除异常公司后)	10
图 9: 家电行业各板块年度经营性现金流量净额 YoY	11
图 10: 家电行业各板块季度经营性现金流量净额 YoY	11
图 11: 空冰洗 M1-M9 内销出货量累计同比增速: 表现均较为平淡	14
图 12: 空冰洗 M1-M9 外销出货量累计同比增速: 冰箱洗衣机增长良好.....	14
图 13: 空冰洗 2019M1-M9 线上线下累计零售量同比: 线上增速显著优于线下	14
图 14: 空冰洗 2019M1-M9 线上线下累计零售均价同比: 空调价格承压, 冰洗线 下均价提升, 线上下降	14
图 15: LCD 电视 M1-M9 内外销出货量累计同比增速: 内外销均表现羸弱	16
图 16: 主要尺寸液晶面板价格 (美元/片): 2019M1-M5 有所回升, M5 之后迅速 回落.....	16
图 17: 2019Q1-Q3 商品住宅销售、新开工、竣工面积同比增速: 开工整体增速 收窄, 竣工低迷 Q3 后逐渐回暖	18
图 18: 油烟机线上线下单月销售量 YoY: 2019 年行业线上表现整体优于线下 ..	19
图 19: 油烟机线上线下单月销售均价 YoY: 2019 年以来线上线下均价均有下滑	19
图 20: 厨房小家电单月线下均价同比: 2019 年以来均价整体提升	22
图 21: 厨房小家电单月线上均价同比: 2019 年以来均价集体下行	22
图 22: 美元兑人民币汇率: 2019 年 8 月后受贸易摩擦影响汇率进一步贬值, 使 2019Q3 汇率贬值红利仍在持续	22
图 23: LME 铝季度均价 (美元/吨) 及 YoY (右轴)	24
图 24: LME 铜季度均价 (美元/吨) 及 YoY (右轴)	24
图 25: 冷轧卷板季度均价 (人民币元/吨) 及 YoY (右轴)	24
图 26: 布伦特原油期货季度均价 (美元/桶) 及 YoY (右轴)	24

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值	6
表 2: 家电板块核心指标分年度情况	7
表 3: 家电板块核心指标分季度情况	8
表 4: 白电板块核心指标分年度情况	12
表 5: 白电板块核心指标分季度情况	13
表 6: 白电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点	13
表 7: 黑电板块核心指标分年度情况	15
表 8: 黑电板块核心指标分季度情况	15
表 9: 黑电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点	16
表 10: 厨电板块核心指标分年度情况	17
表 11: 厨电板块核心指标分季度情况	17
表 12: 厨电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点	18
表 13: 小家电板块核心指标分年度情况	20
表 14: 小家电板块核心指标分季度情况	20
表 15: 小家电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点	21
表 16: 上游零部件板块核心指标分年度情况	23
表 17: 上游零部件板块核心指标分季度情况	23
表 18: 上游零部件板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点	24

投资建议

在宏观经济波动、地产景气度下行、消费羸弱的背景下，2019年前三季度家电板块表现不及过去两年，多数子板块的营收、净利润同比增速均有所放缓。从Q3单季度表现来看，板块收入增速表现进一步筑底，但受益大宗原材料价格下降、增值税下调、汇率贬值等多重成本端利好，业绩增速表现优于收入，盈利能力同比有所提升。板块在弱需求整体环境下个股表现出现分化，龙头公司基于产品、成本、渠道、品牌以及海外发展等优势，收入增长更为稳健，同时依托产业链优势地位带来的议价能力，得以更充分享受成本端红利。

短期来看，Q3地产竣工企稳，9月商品住宅竣工面积同比年内首次转正，地产竣工集中交付逻辑或为不远，届时将有效拉动终端需求，板块筑底后的经营拐点即将来临。长期来看，龙头公司的国际化、多元化、智能化等战略以及混改、股权激励等治理结构优化的措施将为其长期稳定发展贡献新的动能。因此，基于短期景气度回升及长期竞争力，以及收入业绩稳健增长带来的估值切换行情，我们建议继续关注短期业绩增长稳健，Q4-Q1享受估值切换行业行情，长期竞争力显著的白电龙头：**格力电器、美的集团、海尔智家**；同时建议关注竣工拉动下，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 2019/10/31	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	58.70	人民币	4.36	4.70	5.18	17%	8%	10%	12.5	11.3
600690.SH	海尔智家	买入	16.00	人民币	1.17	1.47	1.24	8%	26%	-16%	10.9	13.0
000333.SZ	美的集团	买入	55.50	人民币	2.91	3.44	3.85	17%	18%	12%	16.1	14.4
002508.SZ	老板电器	增持	31.51	人民币	1.55	1.69	1.92	1%	9%	14%	18.7	16.4
002035.SZ	华帝股份	增持	10.82	人民币	0.77	0.90	1.07	33%	16%	18%	12.0	10.1
002242.SZ	九阳股份	买入	22.20	人民币	0.98	1.07	1.23	9%	8%	15%	20.8	18.0
002032.SZ	苏泊尔	买入	74.63	人民币	2.03	2.34	2.66	26%	15%	14%	31.9	28.1
002050.SZ	三花智控	买入	14.00	人民币	0.61	0.50	0.56	5%	6%	14%	28.2	24.8
603868.SH	飞科电器	增持	35.15	人民币	1.94	1.75	1.90	1%	-10%	8%	20.1	18.5
000921.SZ	海信家电	增持	10.60	人民币	1.01	1.13	1.29	-32%	12%	14%	9.4	8.2
00921.HK	海信家电	增持	7.30	港币	1.12	1.25	1.43	-32%	12%	14%	5.8	5.1
002705.SZ	新宝股份	增持	17.16	人民币	0.62	0.85	0.99	23%	22%	16%	20.2	17.4
002677.SZ	浙江美大	增持	13.22	人民币	0.58	0.70	0.81	24%	20%	15%	18.9	16.4
603579.SH	荣泰健康	增持	28.50	人民币	1.78	1.84	1.86	15%	3%	1%	15.5	15.3
603355.SH	莱克电气	增持	21.18	人民币	1.05	1.19	1.29	16%	13%	8%	17.7	16.4
600060.SH	海信电器	增持	9.18	人民币	0.30	0.24	0.30	-59%	-21%	27%	38.8	30.6
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.57	人民币	0.24	0.31	0.37	-10%	28%	18%	18.0	15.2
002429.SZ	兆驰股份	增持	2.95	人民币	0.10	0.13	0.14	-26%	28%	10%	23.4	21.3
603515.SH	欧普照明	增持	25.91	人民币	1.19	1.12	1.26	32%	-6%	13%	23.1	20.5
002403.SZ	爱仕达	增持	8.71	人民币	0.42	0.43	0.47	-14%	1%	11%	20.4	18.4
002543.SZ	万和电气	增持	9.40	人民币	0.85	1.00	1.14	18%	17%	13%	9.4	8.3
603486.SH	科沃斯	持有	19.96	人民币	1.21	0.85	0.97	29%	-2%	15%	23.6	20.5

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 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 2019.10.30 收盘价: 1 港币=0.9008 人民币。

2019Q3 收入延续正增长，盈利能力提升；白电、小家电稳健，厨电拐点初现

本文选取了48家A股家电板块公司（包括白电9家、黑电6家、厨电4家、小家电14家、上游零部件15家），对这些公司2019年前三季度表现进行了回顾分析：

- ◆ **白电：**格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、长虹美菱、惠而浦、奥马电器、澳柯玛、春兰股份。
- ◆ **黑电：**海信电器、深康佳A、四川长虹、TCL集团、创维数字、兆驰股份。
- ◆ **厨电：**华帝股份、老板电器、浙江美大、万和电气。
- ◆ **小家电：**苏泊尔、九阳股份、爱仕达、飞科电器、新宝股份、莱克电气、奥佳华、荣泰健康、奋达科技、天际股份、哈尔斯、金莱特、开能健康、融捷健康。
- ◆ **上游零部件：**三花智控、盾安环境、华意压缩、海立股份、康盛股份、毅昌股份、东方电热、秀强股份、顺威股份、亿利达、地尔汉宇、和晶科技、拓邦股份、和而泰、英唐智控。

如无特殊说明，以下正文、图表中出现的净利润，净利率指的是归母净利润与归母净利润率。）

表 2：家电板块核心指标分年度情况

	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
营业收入 YoY	-4.1%	13.5%	30.0%	14.0%	2.7%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	-5.7%	15.6%	33.4%	14.9%	5.1%
归母净利润 YoY	-7.6%	30.9%	34.1%	-7.9%	11.5%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	-4.2%	30.9%	24.4%	12.5%	10.7%
毛利率	24.0%	25.2%	24.8%	24.3%	24.7%
净利率	5.6%	6.5%	6.7%	5.4%	7.3%
净利率 (剔除异常公司)	6.6%	7.5%	7.0%	6.9%	7.9%
销售费用率	11.5%	12.0%	11.1%	10.6%	10.6%
管理费用率 (包含研发费用)	5.8%	6.0%	5.8%	6.3%	5.8%
财务费用率	0.0%	-0.6%	0.6%	0.1%	-0.1%
经营性现金流净额 YoY	48.7%	-20.1%	-13.7%	40.1%	57.1%
ROE(摊薄)	13.3%	14.6%	16.4%	13.5%	13.7%
ROE(摊薄) (剔除异常公司)	15.3%	17.0%	18.0%	17.6%	17.4%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：（1）异常公司包括2018年因公司经营因素计提减值导致业绩大幅亏损的企业，其表现不能客观反映家电行业真实运行状况：1）白电：奥马电器；2）小家电：奋达科技，融捷健康；3）零部件：盾安环境，康盛股份，和晶科技，毅昌股份，秀强股份；4）黑电：2017年度非经常性损益影响较大的深康佳A，2019年完成重大资产重组交割的TCL集团。下文若无特殊说明，均指以上公司；（2）海尔智家由于物流业务出表，影响较大，本文分析时，用扣非后归母净利润同比增速替代归母净利润同比增速来处理，下同；（3）2019Q1-Q3 ROE分子利润取TTM归母净利，下同。

表 3: 家电板块核心指标分季度情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入 YoY	18.7%	14.8%	11.0%	11.9%	7.1%	3.5%	-1.3%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	19.7%	15.9%	11.8%	12.0%	5.6%	7.2%	3.2%
归母净利润 YoY	22.5%	23.6%	12.7%	-78.9%	8.4%	14.2%	10.6%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	20.7%	22.2%	17.8%	-15.1%	9.2%	11.3%	11.1%
毛利率	24.1%	24.6%	24.1%	24.3%	24.6%	25.3%	24.0%
净利率	6.2%	7.8%	6.2%	1.4%	6.3%	8.6%	6.9%
净利率 (剔除异常公司)	6.8%	8.6%	7.1%	4.8%	7.0%	8.9%	7.6%
销售费用率	10.4%	10.4%	10.4%	11.0%	10.8%	10.8%	10.3%
管理费用率 (包含研发费用)	5.3%	5.4%	6.3%	7.8%	5.7%	5.7%	6.0%
财务费用率	0.7%	-0.5%	-0.2%	0.3%	0.4%	-0.5%	-0.1%
经营性现金流净额 YoY	5.0%	5.7%	49.4%	70.9%	18.5%	276.7%	21.1%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

按照48家家电上市公司2019年三季报数据, 2019Q1-Q3家电行业营业总收入YoY+2.7%, 增速同比2018Q1-Q3收窄12.1pct; 分季度看, 2019Q3家电行业营业总收入YoY-1.3%, 增速同比2018Q3下降12.3pct, 环比2019Q2下降4.8pct。若剔除异常公司影响后, 2019Q3营业总收入YoY+3.2%, 环比2019Q2下降4.0pct。在宏观环境波动、地产景气度下行、终端需求平淡、行业竞争加剧以及空调渠道库存压力等多重因素影响下, 家电板块仍然显示出较强的增长韧性。而随着地产竣工企稳拉动后周期商品需求, 我们认为板块整体2019年以来的收入增速筑底之势已接近尾声, Q4有望迎来经营拐点。

子版块来看, 各版块Q3收入增速表现继续分化, Q3单季收入同比增速: 小家电>白电>零部件>厨电>黑电。小家电板块在中式厨房小家电龙头苏泊尔与九阳股份、西式厨房小家电龙头新宝股份的带动下表现最为稳健; 白电板块在龙头美的集团稳健增长带动下仍实现同比正增长, 但受格力电器Q3增速放缓影响, 海尔智家物流出表导致报表收入相比实际增速收窄, 使得板块收入同比增速相较于Q2收窄4.6pct; 零部件板块受下游需求疲软影响, 收入小幅下滑; 厨电受益于龙头老板电器发力精装修工程渠道, 跌幅有一定收窄; 黑电板块收入同比显著下滑主要由于板块内收入占比较大的TCL剥离资产导致收入大幅下滑。

图1: 家电行业各板块营业总收入年度YoY

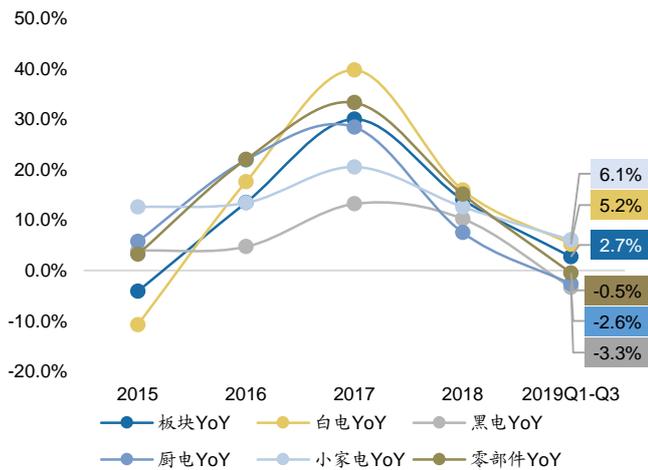
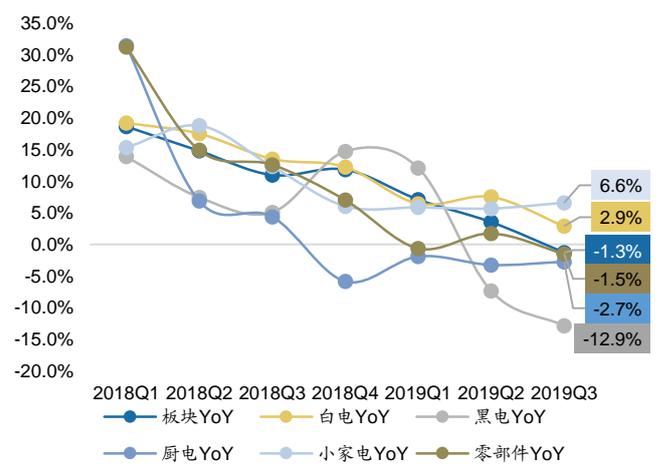


图2: 家电行业各板块营业总收入季度YoY



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从业绩端来看, 2019Q1-Q3家电行业净利润(剔除异常公司, 下同)YoY+10.7%, 增速同比2018Q1-Q3收窄9.0pct。分季度看2019Q3, 家电行业净利润YoY+11.1%, 增速同比2018Q3收窄6.7pct, 环比2019Q2微幅下滑0.2pct。

子板块来看, Q3单季净利润同比增速: 黑电>厨电>小家电>白电>零部件。盈利能力较低的黑电板块在2018年同期负增长, 基数较低的情况下, 净利润有同比大幅提升。厨电板块在老板电器净利润增速恢复的带动下, 重回20%以上增长, 相较Q2扩大11.2pct; 小家电板块净利润增速受到飞科电器、奥佳华(有去年非经常性损益导致基数较高因素)等公司净利润同比负增长影响导致同环比均有一定程度收窄, 但仍保持单季10%以上增长。白电行业虽然美的集团的净利润增速表现超预期, 但格力电器Q3单季净利润在高基数背景下维持平稳使得板块整体对比Q2增速收窄2.6pct, 但进入Q4之后基数显著降低, 我们认为白电板块净利润增速有望回升。零部件板块是唯一净利润负增长的, 主要受到地尔汉宇、英唐智控等拖累。

图3: 家电行业各板块归属净利润年度YoY (剔除异常公司后)

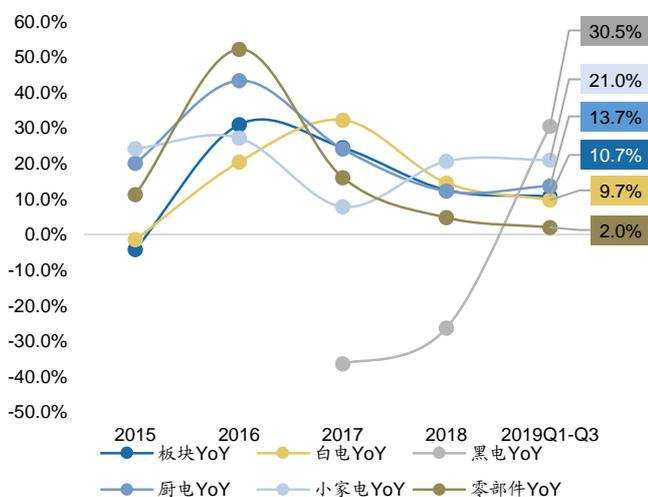
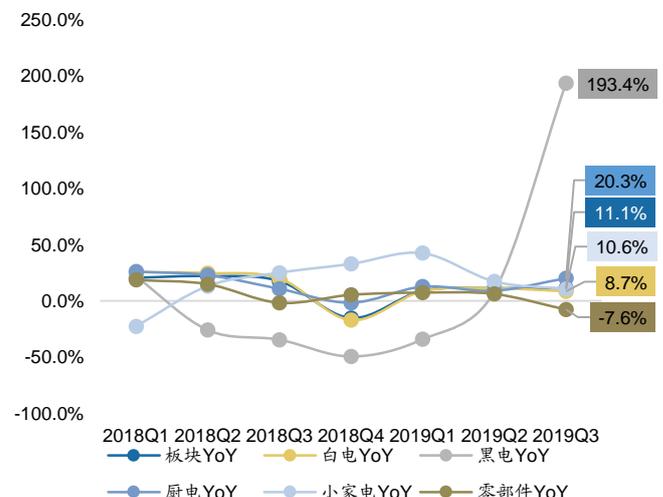


图4: 家电行业各板块归属净利润季度YoY (剔除异常公司后)



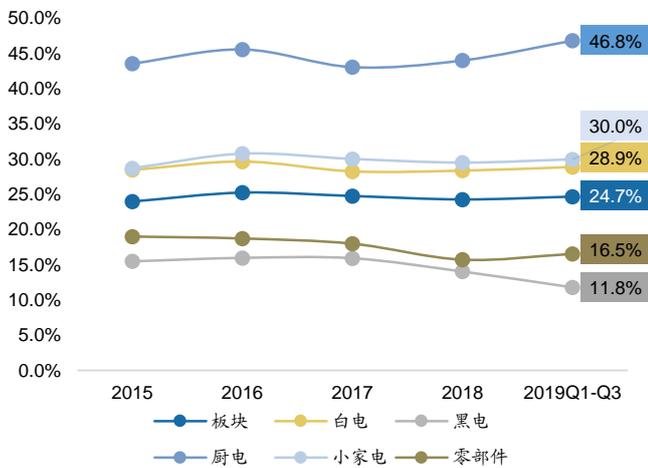
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从盈利能力来看，2019Q1-Q3板块毛利率、净利率分别为24.7%、7.9%，同比2018 Q1-Q3分别提升0.4pct、0.4pct。分季度看2019Q3毛利率24.0%、净利率7.6%，同比去年分别持平、提升0.5pct。大宗原材料价格下降、增值税减税利好、汇率贬值、以及龙头公司降本控费等多方面因素共同推动板块盈利提升。

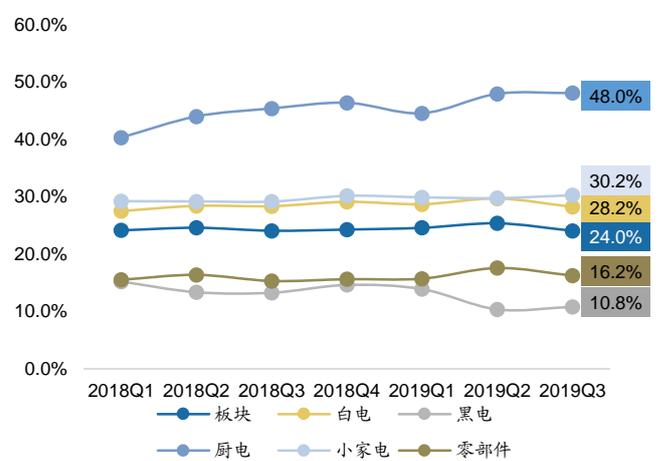
分板块对比，盈利能力无论是毛利率还是净利率均为：厨电>小家电>白电>上游零部件>黑电。厨电板块也是盈利能力同比提升最为显著的板块，毛利率YoY+2.7pct、净利率YoY+2.9pct，虽然外部环境承压，龙头依托温和的竞争格局，充分享受成本端的多重红利。小家电板块毛利率和净利率也均实现提升。白电板块毛利率小幅下滑，但依托较好的费用控制，净利率同比仍有提升。

图5：家电行业各板块年度毛利率



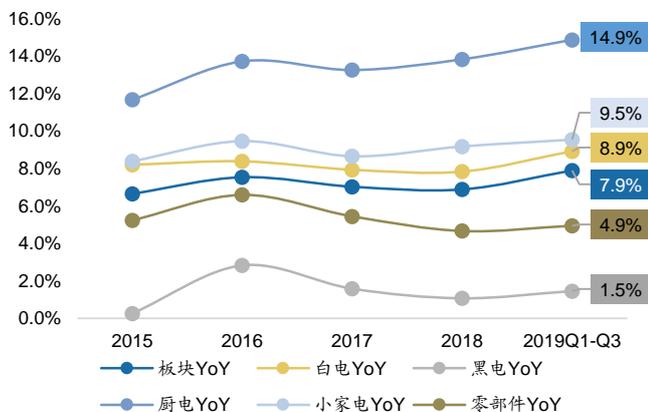
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：家电行业各板块季度毛利率



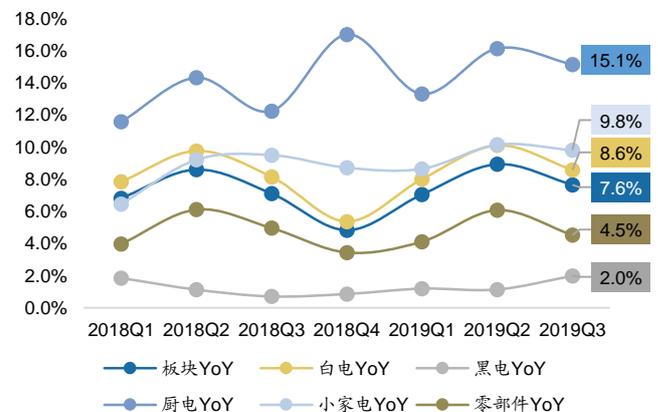
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：家电行业各板块年度净利率（剔除异常公司后）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

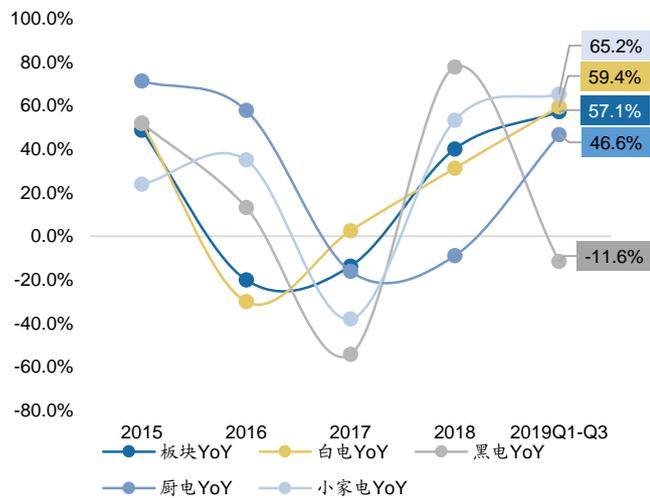
图8：家电行业各板块季度净利率（剔除异常公司后）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从现金流来看，虽然2019年前三季度在需求单触底情况下，家电公司的经营仍然稳健，除黑电板块以外，无论是前三季度还是Q3单季，经营性现金流同比显著提升，除了延续上半年优异表现的白电、小家电板块，厨电板块在进入Q3之后现金流质量也大幅改善，部分程度打消先前市场对于工程占比提升影响现金流的担忧。

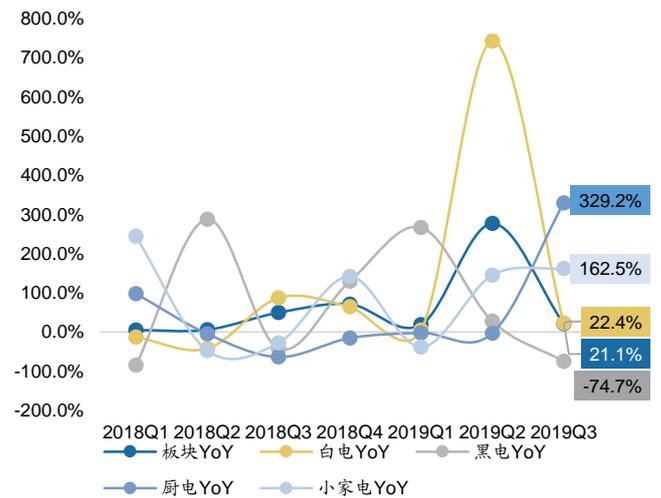
图9: 家电行业各板块年度经营性现金流量净额YoY



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 零部件公司现金流变化幅度较大, 故未做图示

图10: 家电行业各板块季度经营性现金流量净额YoY



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

白电：需求好转叠加 Q4 低基数，稳健表现后将迎向上动能

白电行业2019年前三季度营业收入（剔除异常公司）YoY+5.4%，净利润（剔除异常公司）YoY+9.7%。2019Q3营业收入（剔除异常公司）YoY+3.2%，净利润（剔除异常公司）YoY+8.7%，收入增速环比2019Q2收窄4.3pct，净利增速环比2019Q2收窄2.6pct。

从行业层面来看，2019Q3白电内销需求依然平淡，空调出货端在去年同期基数回落的情况下，Q3同比降幅相比Q2仍有小幅扩大；冰洗内销也依旧维持弱景气态势。从零售市场来看，虽然促销使得月度间数据有所波动，但总体并未有趋势性拐点出现。值得一提的是，空冰洗Q3外销均表现出较高景气，部分程度弥补了内销的羸弱。

龙头依旧主导了白电板块收入整体走势。美的集团表现最为优异，依托不断提升的产品力、积极拥抱新渠道以及灵活的定价策略，收入稳健增长，业绩超预期。海尔智家在海外市场、高端品牌卡萨帝上均实现较好增长，其物流业务出表也一定程度上影响板块收入表现。格力电器虽然Q3报表端在高基数情况下收入业绩维持平稳，但终端竞争策略更为积极，份额改善已逐步体现。在弱需求环境下，龙头基于产品、成本、渠道、品牌优势，灵活的价格策略，以及海外市场的有效拓张，收入端的增长具备高稳健性。板块业绩端同比增速表现持续优于收入端，原因在于具备终端定价权的龙头能最大程度的获益大宗原材料价格下行、增值税下调以及汇率贬值带来的利好。展望Q4及全年，行业需求在竣工引领下有望迎来回暖，业绩端基数显著降低，龙头自身更是具备强大的竞争优势，我们认为板块收入业绩增速向上动能充足。

表 4：白电板块核心指标分年度情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019Q1-Q3
营业收入 YoY	-10.7%	17.6%	39.7%	15.9%	5.2%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	-10.9%	17.7%	39.7%	16.0%	5.4%
归母净利润 YoY	-1.2%	20.3%	32.2%	9.7%	9.7%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	-1.4%	20.4%	32.2%	14.5%	9.7%
毛利率	28.4%	29.6%	28.2%	28.4%	28.9%
净利率	8.2%	8.3%	7.9%	7.5%	8.9%
净利率 (剔除异常公司)	8.2%	8.4%	7.9%	7.8%	8.9%
销售费用率	13.7%	14.5%	13.1%	12.3%	12.6%
管理费用率 (包含研发费用)	5.7%	5.9%	5.6%	6.4%	5.9%
财务费用率	-0.7%	-1.2%	0.5%	-0.3%	-0.5%
经营性现金流净额 YoY	51.9%	-30.1%	2.5%	31.2%	59.4%
ROE(摊薄)	20.0%	20.4%	22.3%	20.4%	19.8%
ROE(摊薄) (剔除异常公司)	20.1%	20.5%	22.5%	21.3%	20.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 5: 白电板块核心指标分季度情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入 YoY	19.2%	17.5%	13.5%	12.3%	6.4%	7.5%	2.9%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	19.1%	17.7%	13.5%	12.5%	6.5%	7.5%	3.2%
归母净利润 YoY	25.9%	24.9%	19.1%	-37.9%	8.7%	11.3%	8.6%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	25.7%	24.8%	20.1%	-16.9%	8.7%	11.3%	8.7%
毛利率	27.5%	28.4%	28.3%	29.1%	28.7%	29.7%	28.2%
净利率	7.8%	9.7%	8.0%	4.0%	8.0%	10.1%	8.5%
净利率 (剔除异常公司)	7.8%	9.8%	8.1%	5.4%	8.0%	10.1%	8.6%
销售费用率	11.9%	11.7%	12.2%	13.5%	12.7%	12.7%	12.3%
管理费用率 (包含研发费用)	5.3%	5.2%	6.6%	8.6%	5.7%	5.7%	6.3%
财务费用率	0.3%	-0.8%	-0.5%	-0.1%	0.1%	-1.0%	-0.4%
经营性现金流净额 YoY	-12.8%	-42.4%	87.0%	64.3%	5.0%	742.6%	22.4%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 6: 白电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点

代码	公司	2019Q1-Q3 营业收入 YoY	2019Q1-Q3 归母净利润 YoY	2019Q3 营业收入 YoY	2019Q3 归母净利润 YoY	核心关注点
000651.SZ	格力电器	4.3%	4.7%	0.03%	0.7%	2019Q1-Q3 在行业终端需求平淡、渠道略有库存承压, 报表端基数较高的情况下, 收入、业绩增长符合预期。新冷年开盘后公司采取积极竞争策略重拾强大竞争力, 出货端也环比改善。长期来看, 空调行业仍有发展空间, 公司具备产品、渠道、品牌多重护城河, 将最大程度受益行业发展红利。此外, 公司混改即将落地, 最终受让方为高瓴资本主导的珠海明骏, 有望对公司新阶段发展形成正向引导, 长期压制公司估值的治理结构因素也有望消除。
000333.SZ	美的集团	7.4%	19.1%	6.4%	23.5%	2019 Q1-Q3 在空调积极促销带动下, 整体收入稳健增长, 业绩超预期。Q3 除小天鹅完全并表贡献约 5% 的业绩增速外, 零售端除空调外产品均价稳步提升、成本端大宗原材料价格下行、增值税下调、汇率贬值多重利好继续推动盈利改善。此外, 库卡 Q3 单季收入端跌幅收窄, 利润恢复增长。长期来看, 公司优秀的治理结构、高效的执行力使其可灵活地根据市场变化调整战略, 各品类市占率有望进一步提升, 渠道改革、事业部整合、股权激励稳步推进等使公司长期竞争力更值得期待。
600690.SH	海尔智家	7.7%	26.2%	4.6%	91.0%	2019Q1-Q3 收入平稳增长, 业绩符合预期。Q3 剔除物流业务出表因素费用率平稳, 盈利能力基本持平。进入 Q3 后公司内销大力促销下各品类份额回升明显, 卡萨帝品牌高端化成效显著。Q3 重回高增长超市场预期。海外市场全面增长, Candy 整合期基本渡过, 业绩大幅

识别风险, 发现价值

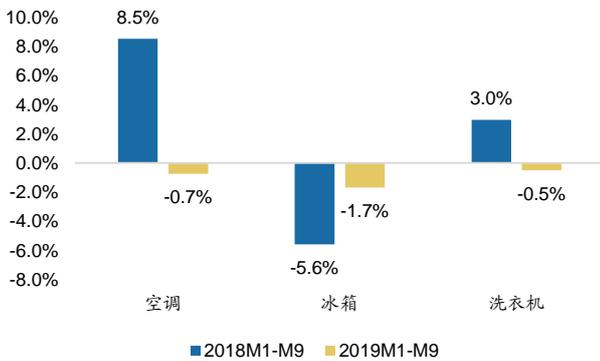
请务必阅读末页的免责声明

						改善。长期来看，全球化、高端化、智能化将长期驱动公司成长。
000921.SZ	海信家电	-6.2%	17.6%	-4.5%	9.6%	2019Q1-Q3 收入略有下滑，业绩符合预期，Q3 单季收入环比跌幅收窄，冰洗业务边际改善，空调业务仍有拖累，海信日立 Q3 在外部环境承压背景下依靠工装市场表现超预期。海信日立于 9 月 30 日完成资产负债表并表，利润表及现金流量表明细项目将从 10 月并入，公司即将成为 A 股中最纯正的中央空调概念股，估值有望得到重构。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

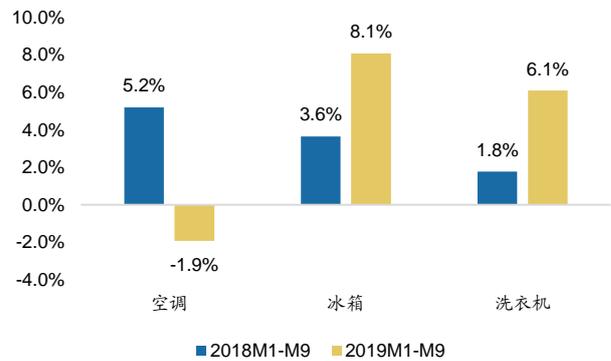
注：2019Q3 海尔智家物流业务出表，剔除物流出表因素后 2019Q1-Q3 收入 YoY+9.5%，Q3 单季收入 YoY+9.1%，处置物流股权贡献归母净利润 14.4 亿元，剔除以非流动资产处置收益为主的非经常性损益后，2019Q1-Q3 扣非净利润 YoY+5.6%。

图 11: 空冰洗 M1-M9 内销出货量累计同比增速: 表现均较为平淡



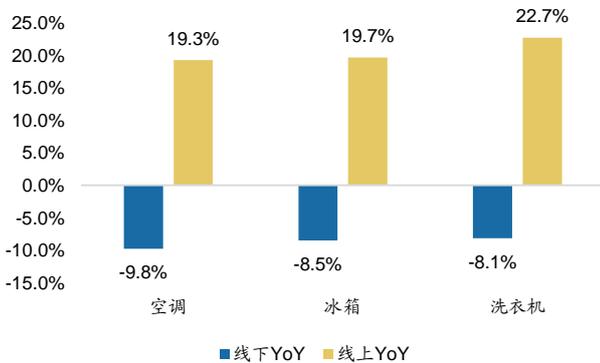
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 12: 空冰洗 M1-M9 外销出货量累计同比增速: 冰箱洗衣机增长良好



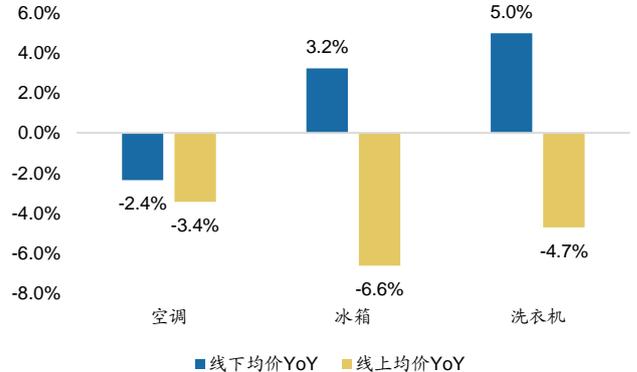
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 13: 空冰洗 2019M1-M9 线上线下累计零售量同比: 线上增速显著优于线下



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 14: 空冰洗 2019M1-M9 线上线下累计零售均价同比: 空调价格承压, 冰洗线下均价提升, 线上下降



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

黑电：体育小年收入增幅收窄，业绩低基数呈现高弹性

黑电行业2019年前三季度营业总收入（剔除异常公司）YoY+4.7%，净利润（剔除异常公司）YoY+30.5%；Q3营业总收入（剔除异常公司）YoY+3.6%，净利润（剔除异常公司）YoY+193.4%。

2019年作为体育小年，前三季度LCD电视内外销出货疲软，板块收入同比增速较Q2回落，但业绩却逆势出现高增速，核心在于低基数背景下，板块中以兆驰股份、创维数字为代表的公司依托成本红利、加强费用管理等方式改善盈利能力，从而实现业绩高增。

面板价格目前虽然深度下探，但由于行业格局相对分散，以小米为代表的互联网电视品牌采取低价竞争策略，且目前已经占据较大市场份额，使得成本端红利传导至利润端相对有限，黑电板块整体盈利能力仍居于家电板块末位。

表 7：黑电板块核心指标分年度情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019Q1-Q3
营业收入 YoY	3.9%	4.7%	13.2%	10.3%	-3.3%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	6.2%	6.8%	13.9%	8.7%	4.7%
归母净利润 YoY	-72.4%	207.5%	99.9%	-44.9%	11.2%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	-89.1%	1058.3%	-36.4%	-26.3%	30.5%
毛利率	15.5%	16.0%	15.9%	14.0%	11.8%
净利率	0.7%	2.0%	3.6%	1.8%	2.2%
净利率 (剔除异常公司)	0.3%	2.8%	1.6%	1.1%	1.5%
销售费用率	8.6%	8.4%	7.6%	7.0%	5.7%
管理费用率 (包含研发费用)	5.1%	5.7%	5.5%	5.2%	4.7%
财务费用率	1.1%	0.5%	0.8%	0.7%	0.8%
经营性现金流净额 YoY	51.9%	13.2%	-54.3%	77.7%	-11.6%
ROE(摊薄)	2.0%	5.2%	9.0%	4.5%	4.7%
ROE(摊薄) (剔除异常公司)	0.7%	7.2%	4.4%	3.1%	3.7%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 8：黑电板块核心指标分季度情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入 YoY	13.9%	7.5%	5.1%	14.7%	12.1%	-7.4%	-12.9%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	17.1%	5.1%	1.9%	11.8%	2.7%	7.8%	3.6%
归母净利润 YoY	43.8%	41.3%	-8.0%	-79.3%	-8.7%	31.6%	5.3%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	21.8%	-25.8%	-34.4%	-49.3%	-34.0%	8.5%	193.4%
毛利率	15.2%	13.3%	13.2%	14.6%	13.9%	10.3%	10.8%
净利率	2.1%	2.2%	1.6%	1.5%	1.7%	3.1%	1.9%
净利率 (剔除异常公司)	1.8%	1.1%	0.7%	0.9%	1.2%	1.1%	2.0%
销售费用率	7.3%	7.3%	6.6%	6.9%	6.7%	5.0%	5.2%

管理费用率(包含研发费用)	4.9%	5.1%	5.2%	5.6%	5.1%	4.6%	4.3%
财务费用率	0.8%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	0.7%	0.8%
经营性现金流净额 YoY	-85.0%	287.5%	-42.2%	129.3%	266.7%	27.4%	-74.7%

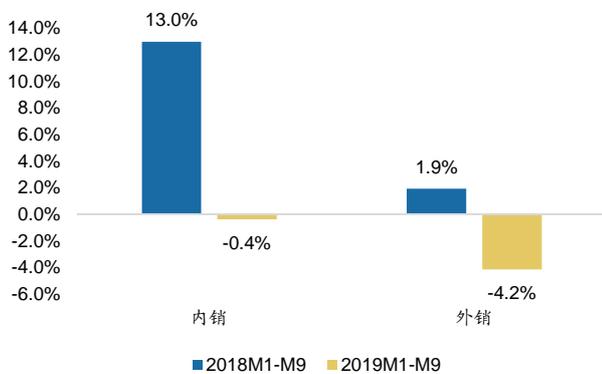
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 9: 黑电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点

代码	公司	2019Q1-Q3 营业收入 YoY	2019Q1-Q3 归母净利润 YoY	2019Q3 营业收入 YoY	2019Q3 归母净利润 YoY	核心关注点
600060.SH	海信电器	-2.9%	-21.1%	-17.4%	+46472.6%	2019Q1-Q3 收入小幅下滑, 业绩跌幅收窄, Q3 单季受内销需求疲软以及 TVS 并表统计口径差异影响收入不及预期, 但业绩边际改善明显。面板价格下降以及产品结构改善推动毛利率提升, 渠道投入增加导致销售费用率上行。TVS 在渠道调整逐步完成后将扭亏贡献业绩。
002429.SZ	兆驰股份	0.6%	88.0%	-4.8%	149.7%	2019Q1-Q3 收入平稳, 业绩超预期, Q3 单季净利润创历史新高, 预计是公司有效的成本管控以及 LED 系列产品产能释放带来盈利能力结构性改善。LED 产业链布局的进一步完善有望为公司带来新的增长点。

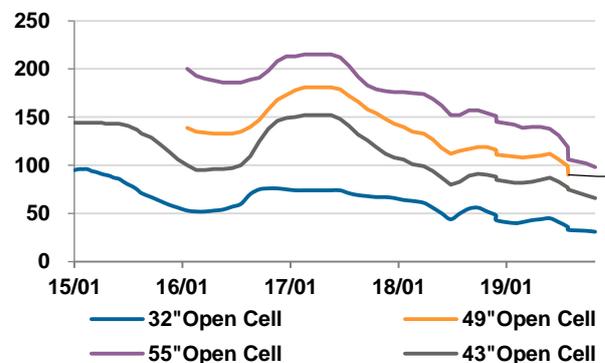
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: LCD 电视 M1-M9 内外销出货量累计同比增速: 内外销均表现羸弱



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 主要尺寸液晶面板价格(美元/片): 2019M1-M5 有所回升, M5 之后迅速回落



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

厨电：竣工周期将至，板块迎来景气拐点

厨电板块2019Q1-Q3实现营业总收入YoY-2.6%，净利润YoY+13.7%。Q3营业总收入YoY-2.7%，净利润YoY+20.3%，收入降幅环比Q2收窄0.5pct，净利润增速环比大幅提升11.3pct。

作为受地产影响最直接的子板块，精装房崛起带来的工程渠道增量为龙头老板电器先于板块迎来收入拐点提供坚实支撑，也带动板块跌幅环比收窄。展望Q4及明年，根据前期三四线房屋销售高峰期（2017年伊始）以及销售到交房存在的硬性约束（2-3年），在Q3竣工数据已经趋稳的情况下，预计2019Q4竣工同比有望实现正增长，届时将有效带动后周期商品零售端需求，并传导至公司的收入端使得板块整体迎来收入拐点。

Q3行业均价虽然有一定承压，但厨电行业各品牌定位分明且各价格段格局较为稳固，相对温和的竞争环境使得各公司尤其是龙头仍可较大程度获益原材料价格下行、增值税下调的成本端红利，同时各公司也加强了费用的管控，收入拐点叠加盈利能力改善持续，业绩端后续的弹性也值得期待。

长期来看，油烟机保有量尤其是农村仍有较大提升空间，洗碗机、嵌入式蒸烤箱等新兴品类尚处于导入期。消费升级趋势下传统品类高端化、新兴品类扩张、套系化消费将支撑厨电行业平稳发展。

表 10：厨电板块核心指标分年度情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019Q1-Q3
营业收入 YoY	5.8%	21.9%	28.4%	7.5%	-2.6%
归母净利润 YoY	20.1%	43.3%	24.0%	12.2%	13.7%
毛利率	43.6%	45.6%	43.0%	44.0%	46.8%
净利率	11.7%	13.7%	13.2%	13.8%	14.9%
销售费用率	22.9%	22.9%	21.2%	21.3%	23.6%
管理费用率（包含研发费用）	7.8%	7.3%	6.7%	7.1%	6.7%
财务费用率	-1.0%	-0.9%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
经营性现金流净额 YoY	71.2%	57.7%	-16.2%	-8.9%	46.6%
ROE(摊薄)	17.6%	21.7%	22.4%	22.2%	23.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 11：厨电板块核心指标分季度情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入 YoY	31.5%	6.9%	4.4%	-5.9%	-1.9%	-3.2%	-2.7%
归母净利润 YoY	26.1%	23.0%	10.9%	-1.5%	12.7%	9.1%	20.3%
毛利率	40.3%	44.0%	45.4%	46.3%	44.5%	47.9%	48.0%
净利率	11.6%	14.3%	12.2%	17.0%	13.3%	16.1%	15.1%
销售费用率	21.3%	21.1%	24.9%	18.2%	23.4%	23.2%	24.1%
管理费用率（包含研发费用）	5.8%	6.3%	7.6%	8.7%	5.9%	6.8%	7.4%

财务费用率	0.3%	-1.2%	-0.8%	-0.2%	-0.2%	-0.7%	-0.9%
经营性现金流净额 YoY	97.9%	-4.7%	-63.9%	-15.5%	-2.1%	-2.9%	329.2%

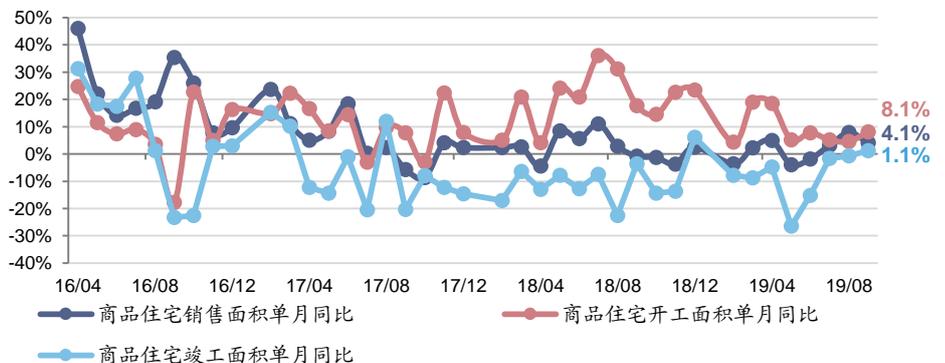
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 12: 厨电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点

代码	公司	2019Q1-Q3 营业收入 YoY	2019Q1-Q3 归母净利润 YoY	2019Q3 营业收入 YoY	2019Q3 归母净利润 YoY	核心关注点
002035.SZ	华帝股份	-8.0%	16.9%	-8.6%	22.2%	2019Q1-Q3 收入下滑、业绩维持增长, Q3 单季收入下滑延续, 但受益增值税下调、原材料价格下行以及自身控费显著成效, 盈利能力提升。随着公司渠道库存去化完毕, 地产竣工回暖带动零售需求回升, 以及公司积极拥抱新零售渠道进行下沉, Q4 有望迎来收入拐点。
002508.SZ	老板电器	4.3%	7.3%	10.6%	18.2%	2019Q1-Q3 收入、业绩超预期, Q3 单季工程渠道强势表现驱动收入环比大幅改善, 原材料价格下行带动盈利能力提升。Q3 地产竣工数据向好, 公司预计全年业绩增速 2%-10%。公司正加速布局精装修业务及渠道整合, 工程渠道将为未来 3-5 年业绩提供确定性增量。此外, 公司在品类上的积极拓展为长期发展积聚更多动能。
002677.SZ	浙江美大	22.4%	23.1%	18.1%	20.4%	2019Q1-Q3 收入、利润维持较快增长, Q3 单季在弱市下增速环比放缓, 盈利能力基本持平, 销售费用有所控制, 研发投入继续加码。持续完善的产能布局以及多元化渠道优势, 使得公司企稳集成灶龙头地位, 有望充分获益行业红利。
002543.SZ	万和电气	-9.4%	20.9%	-18.6%	25.9%	2019Q1-Q3 收入下滑, 业绩保持增长, Q3 单季收入跌幅扩大, 但收益于产品结构调整以及政府补贴增加, 业绩进一步向好。公司正加快品牌高端化、拓宽渠道布局以及海外自主品牌建设, 中长期将助力公司整体向好。

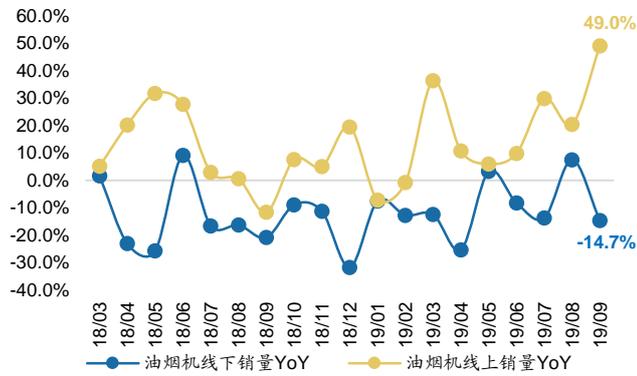
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2019Q1-Q3 商品住宅销售、新开工、竣工面积同比增速: 开工整体增速收窄, 竣工低迷 Q3 后逐渐回暖



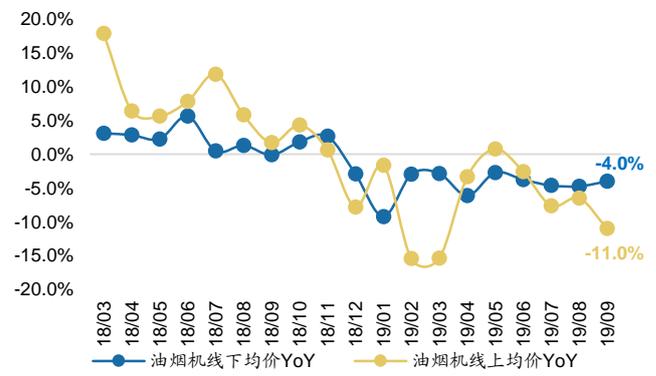
数据来源: Wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图18: 油烟机线上线下单月销售量YoY: 2019年行业线上表现整体优于线下



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 油烟机线上线下单月销售均价YoY: 2019年以来线上线下均价均有下滑



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

小家电：厨房小家电龙头表现优异

小家电板块2019年前三季度营业总收入（剔除异常公司）YoY+6.8%，净利润（剔除异常公司）YoY+21.0%。Q3营业总收入（剔除异常公司）YoY+7.2%，净利润（剔除异常公司）YoY+10.6%。

受宏观经济下行、消费需求羸弱影响，小家电板块收入端自2018Q4开始增速换挡并维持平稳增长，2019Q3增速环比有小幅回升，其中中式厨房小家电龙头苏泊尔、九阳股份，西式小家电龙头新宝股份基于自身产品力、营销能力，单季收入同比表现均优于行业平均水平。业绩端，板块2019年前三季度业绩增速与2018年相当，但年内分季度业绩增速逐季收窄，与汇率贬值红利逐渐消失、部分公司收入下滑导致费用率提升、以及非经常性损益导致往年基数较高有关。

短期而言，个性化长尾需求目前开始显现，新功能、新设计、新渠道、新媒体、新营销层出不穷，具备强大产品力以及创新营销推广能力的小家电公司有望依靠爆品实现增长。长期来看，龙头在品类扩张、新品迭代、推新卖贵、国际拓展上经验更为充分，长期收入与业绩增长伴随消费升级大背景更具稳定性。

表 13：小家电板块核心指标分年度情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019Q1-Q3
营业收入 YoY	12.6%	13.4%	20.5%	12.6%	6.1%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	10.8%	12.8%	17.9%	13.7%	6.8%
归母净利润 YoY	28.7%	28.2%	8.1%	-22.5%	14.6%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	24.2%	27.2%	7.8%	20.6%	21.0%
毛利率	28.7%	30.8%	30.0%	29.5%	30.0%
净利率	8.8%	9.9%	8.9%	6.1%	9.2%
净利率 (剔除异常公司)	8.4%	9.5%	8.6%	9.2%	9.5%
销售费用率	11.2%	12.1%	11.4%	12.2%	12.2%
管理费用率 (包含研发费用)	7.3%	7.0%	6.9%	7.4%	7.6%
财务费用率	-0.6%	-0.7%	0.9%	-0.1%	-0.3%
经营性现金流净额 YoY	23.8%	35.0%	-38.0%	53.3%	65.2%
ROE(摊薄)	14.4%	14.6%	12.7%	10.0%	10.4%
ROE(摊薄) (剔除异常公司)	15.4%	15.7%	14.5%	17.1%	18.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 14：小家电板块核心指标分季度情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入 YoY	15.3%	18.8%	12.4%	6.0%	5.9%	5.7%	6.6%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	13.5%	17.9%	13.4%	10.9%	6.5%	6.6%	7.2%
归母净利润 YoY	-19.9%	11.7%	19.5%	-134.6%	33.9%	10.7%	5.9%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	-22.5%	13.3%	25.1%	33.0%	42.5%	17.4%	10.6%
毛利率	29.2%	29.2%	29.1%	30.1%	29.9%	29.7%	30.2%

净利率	6.6%	9.2%	9.6%	-2.5%	8.3%	9.7%	9.5%
净利率（剔除异常公司）	6.5%	9.2%	9.5%	8.7%	8.6%	10.1%	9.8%
销售费用率	11.7%	12.8%	11.3%	12.8%	12.5%	12.6%	11.7%
管理费用率（包含研发费用）	6.3%	7.3%	7.1%	8.6%	7.0%	7.9%	7.8%
财务费用率	1.8%	-1.4%	-0.9%	0.3%	0.9%	-0.9%	-0.9%
经营性现金流净额 YoY	244.1%	-46.9%	-27.8%	141.7%	-38.5%	145.1%	162.5%

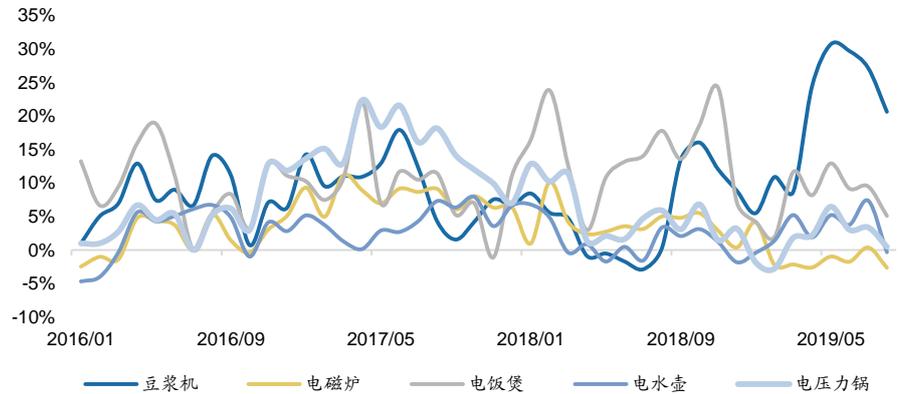
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 15：小家电板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点

代码	公司	2019Q1-Q3 营业收入 YoY	2019Q1-Q3 归母净利润 YoY	2019Q3 营业收入 YoY	2019Q3 归母净利润 YoY	核心关注点
002032.SZ	苏泊尔	11.2%	13.0%	11.4%	12.4%	2019Q1-Q3 收入、业绩稳健增长，Q3 经营平稳，产品结构优化推动盈利能力提升，经营性现金流明显改善。长期来看，消费升级趋势下传统品类量价齐升走势明确，新品类扩张为公司带来产品结构完善以及多元化支撑，同时背靠 SEB 的订单转移有望实现稳定增长。
002242.SZ	九阳股份	15.0%	8.5%	15.0%	6.4%	2019 Q1-Q3 收入稳健增长，扣非业绩高增长，整体符合预期。公司近两年产品、渠道、品牌力不断巩固，内销抓住新品类扩张机会，外销母公司收购的 SharkNinja 有望加速公司打开国外市场。
603868.SH	飞科电器	-3.5%	-14.5%	-0.8%	-13.0%	2019Q1-Q3 收入、业绩均下滑，Q3 收入降幅环比收窄，随着渠道调整负面影响逐步减弱，公司经营压力有所下降，凭借稳固市场地位，收入端或即将迎来拐点。长期看，品类延伸、国际拓展有望为公司提供新的增长动力。
002705.SZ	新宝股份	9.2%	44.9%	11.8%	26.6%	2019Q1-Q3 收入稳健增长，业绩超预期，Q3 收入增速扩大，摩飞品牌销售靓丽，汇率变动利好外销增长，毛利率大幅提升。公司较强的产品研发及自动化改造驱动效率提升，爆款打造能力逐步成熟，外销订单稳定，共同推动收入业绩持续快速增长。
603579.SH	荣泰健康	-7.3%	13.7%	1.9%	69.5%	2019Q1-Q3 收入下滑、业绩符合预期，Q3 收入增速由负转正，公司逐渐消化共享按摩椅收入规模锐减、外销增速下滑等不利因素，受益于资产处置的非经收益业绩端有明显提升。Q4 有望在基数效应、外销订单恢复、内销新品上市等因素拉动下经营改善。长期来看，老龄化趋势将助推按摩椅普及率提升，公司作为行业龙头有望获益。

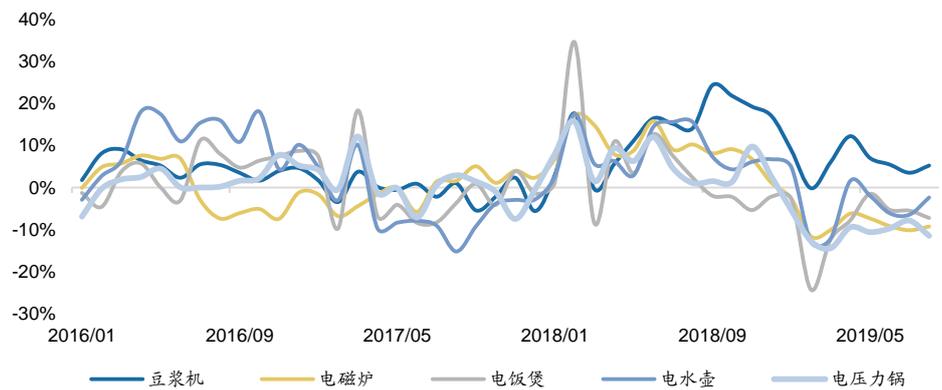
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图20: 厨房小家电单月线下均价同比: 2019年以来均价整体提升



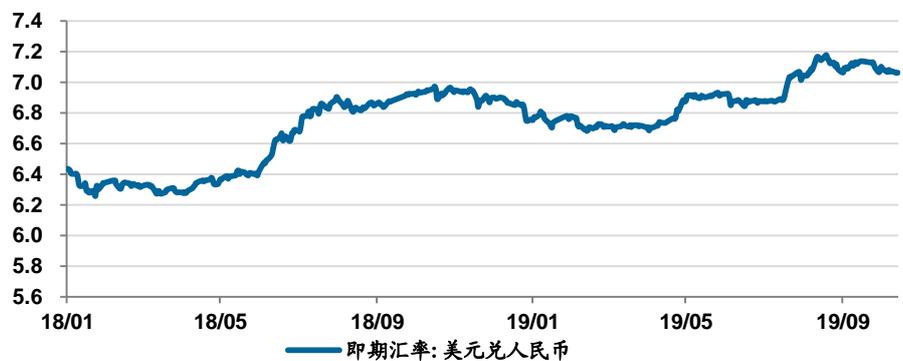
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图21: 厨房小家电单月线上均价同比: 2019年以来均价集体下行



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图22: 美元兑人民币汇率: 2019年8月后受贸易摩擦影响汇率进一步贬值, 使2019Q3汇率贬值红利仍在持续, 但有所收窄



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

上游零部件：受下游需求影响，收入业绩表现承压

上游零部件板块 2019 年前三季度营业总收入（剔除异常公司）YoY+4.0%，净利润（剔除异常公司）YoY+2.0%。Q3 营业总收入（剔除异常公司）YoY+1.3%，净利润（剔除异常公司）YoY-7.6%。

受下游需求疲软影响，零部件板块收入小幅下滑。大宗原材料价格带来的成本红利依旧，毛利率相比去年同期有一定提升。但受制于产业链地位，板块毛利率及净利率与下游除黑电外的整机厂商相比都处于劣势。对于零部件企业，我们仍应自下而上，将目光聚焦于具备技术壁垒且发展相对稳健的龙头企业。此外，在 5G 即将大规模应用，物联网时代即将来临的当下，上游控制器龙头当下也值得关注。

表 16：上游零部件板块核心指标分年度情况

	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
营业收入 YoY	3.2%	22.0%	33.2%	15.1%	-0.5%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	3.6%	20.9%	40.5%	22.3%	4.0%
归母净利润 YoY	16.9%	53.2%	-5.6%	0.0%	49.3%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	11.2%	52.1%	16.0%	4.7%	2.0%
毛利率	19.0%	18.7%	18.0%	15.7%	16.5%
净利率	4.2%	5.3%	3.8%	-3.4%	4.7%
净利率 (剔除异常公司)	5.2%	6.6%	5.4%	4.7%	4.9%
销售费用率	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.2%
管理费用率 (包含研发费用)	9.1%	8.1%	7.1%	7.5%	7.1%
财务费用率	0.6%	0.3%	1.4%	1.1%	1.1%
经营性现金流净额 YoY	3.1%	-47.6%	-94.8%	4108.7%	329.3%
ROE(摊薄)	5.6%	7.5%	6.2%	-7.1%	-4.4%
ROE(摊薄) (剔除异常公司)	6.6%	9.0%	8.6%	8.5%	8.3%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 17：上游零部件板块核心指标分季度情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入 YoY	31.3%	14.9%	12.6%	7.0%	-0.6%	1.7%	-1.5%
营业收入 YoY (剔除异常公司)	40.2%	20.4%	19.6%	18.0%	3.6%	6.9%	1.3%
归母净利润 YoY	12.7%	-0.6%	-66.8%	-3348.3%	-3.7%	56.8%	156.8%
归母净利润 YoY (剔除异常公司)	18.7%	15.0%	-1.6%	5.5%	7.4%	6.3%	-7.6%
毛利率	15.5%	16.4%	15.3%	15.6%	15.7%	17.6%	16.2%
净利率	3.5%	4.6%	1.3%	-23.8%	3.4%	7.0%	3.5%
净利率 (剔除异常公司)	4.0%	6.1%	5.0%	3.4%	4.1%	6.1%	4.5%
销售费用率	3.0%	3.3%	3.3%	4.3%	3.1%	3.2%	3.3%
管理费用率 (包含研发费用)	6.1%	6.4%	7.4%	10.0%	6.8%	7.2%	7.2%
财务费用率	2.0%	0.1%	0.4%	1.8%	1.8%	0.6%	0.8%
经营性现金流净额 YoY	-30.9%	193.1%	467.3%	26.4%	169.7%	41.3%	81.5%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 18: 上游零部件板块主要公司收入、业绩表现及核心关注点

代码	公司	2019Q1-Q3 营业收入 YoY	2019Q1-Q3 归母净利润 YoY	2019Q3 营业收入 YoY	2019Q3 归母净利润 YoY	核心关注点
002050.SZ	三花智控	4.3%	3.2%	4.3%	4.9%	2019Q1-Q3 收入、业绩稳健增长，Q3 业绩趋好，但外汇衍生品浮亏略有拖累。产品结构改善、原材料价格和外汇环境改善共同驱动盈利能力提升。空调新能效标准即将出台有望驱动电子膨胀阀加速放量。长期看空调行业增长趋势仍然明确，公司作为全球制冷零部件龙头将受益行业发展。汽零业务在手订单继续增长，有望在未来两年持续放量，带动产品结构优化，盈利能力提升。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: LME 铝季度均价 (美元/吨) 及 YoY (右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: LME 铜季度均价 (美元/吨) 及 YoY (右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 冷轧卷板季度均价 (人民币元/吨) 及 YoY (右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 布伦特原油期货季度均价 (美元/桶) 及 YoY (右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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

汇率波动会影响出口型企业的营业收入、毛利率及财务费用，从而影响公司盈利能力稳定性。

行业需求趋弱

家电行业整体需求趋弱会导致家电公司销售量下行，进而影响公司收入与业绩。

市场竞争环境恶化

行业竞争格局决定公司定价空间，竞争环境恶化会导致公司盈利能力弱化。

广发家电行业研究小组

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

广发证券—行业投资评级说明

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

广发证券—公司投资评级说明

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

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 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

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

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

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

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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