

家用电器

三季报之后，为什么可以对家电龙头更加乐观？

行业概览：Q3 家电行业整体景气度仍处于低谷。2019年Q3家电行业收入2780.7亿元，同比增长4.39%，相比Q2增速仍有所放缓，分板块看，白电、厨电、照明和黑电收入增速仍呈现一定的放缓。利润增速改善优于行业端，原材料成本降低仍带来的毛利率小幅改善，叠加管理费用率等同比小幅下降，整体费用率控制良好，2019年Q3利润增为17.29%，环比Q2单季度9.97%的增速改善明显。

三大白电：稳健经营，交出满意答卷。美的集团Q3收入增长5.93%，相比H1基本持平。格力电器单季度收入增长0.50%，考虑到在去年高基数上实现正增长，显示了其经营韧性。海尔智家Q3增长4.91%，若剔除物流出表等因素，单季收入同比+9.1%，表现靓丽。**拆分三家公司驱动力：**海尔海外优势明显，美的空调在行业一枝独秀，格力在加码多元化。近年来格力收入与利润增速基本匹配，美的利润增速高于收入端，海尔收入增速略高于利润端，背后原因在于公司的不同策略选择。

为什么可以对三大白电基本面更加乐观？1) 行业层面：预期驱动因素将改善：2019年二季度开始，地产单月竣工下滑幅度开始收窄，9月单月出现年内首次正增长，地产竣工数据的改善预计将带来行业需求回暖；空调需求处于周期底部：目前库存处于合理水平，今年行业增速相对较低，给未来的增长留下空间。2) 公司层面看，龙头公司内部变革调整效果显现。**格力电器：**终端价格策略调整，零售份额将提升，目前格力的价格策略逐步开始产生效果；**海尔智家：**卡萨帝增速超预期，Q3单季度增速达42%；空调做出战略调整，精简SKU加大中低端覆盖，预计10月将增长10%，调整效果显现；渠道变革推进全网管理和统仓统配，未来有望提振收入，预计海尔Q4的内销将实现两位数以上的增长，环比Q1-3有较大幅度的提升。**美的集团：**通过全方位的效率升级，才能在保持毛利率提升的背景下获取市场份额。具体讲，T+3模式带给美的更多成本优势，渠道的扁平化和多元化，叠加品牌矩阵针对特定细分市场和渠道做精准定位，享受到增长的红利。美的持续灵活的经营策略将在未来继续带动公司收入稳健增长，同时效率的提升将使得公司利润率提升幅度更大。

关注家电行业的估值优势与提升空间。1) 家电龙头低估值，高盈利，现金流充沛。目前在消费品板块中，横向比较看，家电公司的估值整体处于较低水平，家电ROE仅次于食品饮料，现金流充沛，投资价值大。2) 低估值与业绩确定性预期有望带来板块Q4的估值切换，催化剂可能是外资不断流入。重点推荐格力电器、海尔智家和美的集团。

风险提示：地产竣工存不确定性；国内白电市场竞争加剧；原材料价格波动影响盈利能力。

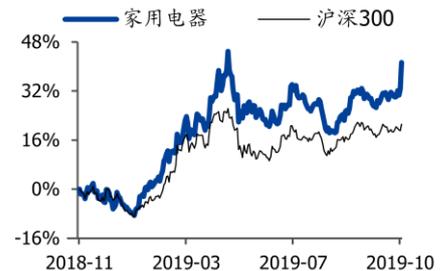
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000333	美的集团	买入	2.91	3.35	3.83	4.36	20.24	17.58	15.38	13.51
600690	海尔智家	买入	1.17	1.41	1.43	1.59	14.84	12.31	12.14	10.92
000651	格力电器	买入	4.36	4.80	5.42	6.01	14.63	13.29	11.77	10.61

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

相关研究

- 1、《家用电器：再论格力电器投资价值》2019-10-27
- 2、《家用电器：从9月空调数据看白电龙头的投资机会》2019-10-20
- 3、《家用电器：7月空调数据解读：2019冷年平淡收官，美的表现亮眼》2019-08-17



内容目录

1.行业概览：Q3 家电行业整体景气度仍处于低谷	4
2.三大白电：稳健经营，交出满意答卷	5
2.1 三家公司增长驱动力有所差异	6
2.2 净利润增速背后透露的三巨头不同道路选择	7
3.为什么可以对三大白电基本面更加乐观？	11
3.1 行业层面：预期驱动因素将改善	11
地产竣工改善将带动行业整体需求回暖	11
空调库存处于温和去化的周期	13
3.2 公司层面：内部变革调整效果显现	13
格力电器：终端价格策略调整，零售份额将提升	13
海尔智家：卡萨帝增速超预期，空调预计改善，渠道变革效果有望显现	14
美的集团：享受下沉市场的增长红利	15
4.关注家电行业的估值优势与提升空间	16
4.1 家电龙头低估值，高盈利，现金流充沛	16
4.2 四季度有望迎来估值切换行情	18
风险提示	19

图表目录

图表 1: 家电行业单季度收入与增速 (亿元, %)	4
图表 2: 家电分行业收入增速 (%)	4
图表 3: 家电行业单季度利润与增速 (亿元, %)	4
图表 4: 家电分行业利润增速 (%)	4
图表 5: 家电各子板块毛利率 (%)	5
图表 6: 家电板块期间费用率拆分	5
图表 7: 三大白电占行业收入比重 (%)	5
图表 8: 三大白电占行业净利润比重 (%)	5
图表 9: 三大白电 Q3 收入增速 (%)	6
图表 10: 海尔海外市场收入增速 (%)	6
图表 11: 空调行业各公司内销量和增速 (万台, %)	6
图表 12: 美的集团 2019 前三季度收入增速拆分	7
图表 13: 海尔智家前三季度内销收入增速拆分	7
图表 14: 三大白电收入和利润增速差异	8
图表 15: 美的毛利率和期间费用率变化(%)	8
图表 16: 美的线下渠道体系变化	9
图表 17: 青岛海尔并购海外资产历程梳理	9
图表 18: 海尔智家毛利率和净利率 (%)	10
图表 19: 格力电器收入和利润增速 (%)	10
图表 20: 格力电器毛利率和期间费用率(%)变动	11
图表 21: 格力电器其他流动负债 (亿元)	11
图表 22: 格力电器渠道模式	11
图表 23: 地产对家电需求拉动比例 (%)	12
图表 24: 地产住宅销售面积与竣工面积增速背离 (单位: %)	12
图表 25: 油烟机行业内销量 (万台, %)	12

图表 26: 厨电三家上市公司单季度收入增速 (%)	12
图表 27: 地产单月竣工面积增速 (%)	13
图表 28: 空调内销量 (万台, %)	13
图表 29: 格力 2019 年分月增速 (%)	14
图表 30: 格力 2019 年 1-9 月价格同比增速 (%)	14
图表 31: 格力 2019 年 1-9 月格力份额涨跌幅 (%)	14
图表 32: 卡萨帝收入增速 (%)	15
图表 33: 三四级市场空调份额占比提升	16
图表 34: 农村市场保有率快速提升 (%)	16
图表 35: 家电行业整体板块估值 (PE-ttm) 在消费品行业中偏低.....	16
图表 36: 家电行业整体板块 ROE (截止 Q3 平均收益法计算) 在消费品行业中领先	17
图表 37: 家电行业龙头公司经营性现金流 > 净利润 (亿元)	17
图表 38: 重点公司估值 (截止至 2019 年 11 月 1 日收盘数据)	18
图表 39: 格力电器近三月沪深港通持续流入.....	18
图表 40: 美的集团近三月沪深港通持续流入.....	19
图表 41: 海尔智家近三月沪深港通持续流入.....	19

1.行业概览：Q3 家电行业整体景气度仍处于低谷

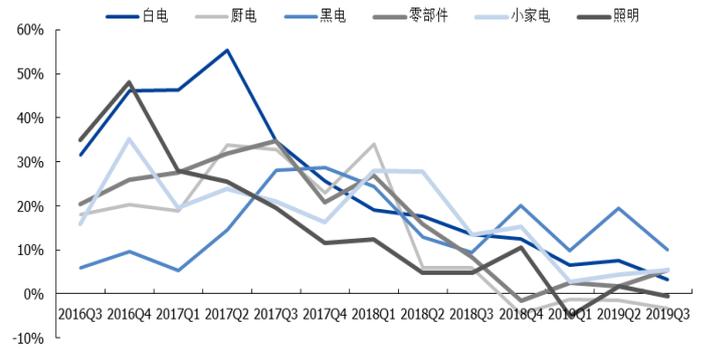
2019年Q3家电行业收入为2780.7亿元，同比增长4.39%，相比Q2增速仍有所放缓。分板块看，白电、厨电、照明和黑电收入增速也仍呈现出一定的放缓态势。

图表1: 家电行业单季度收入与增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

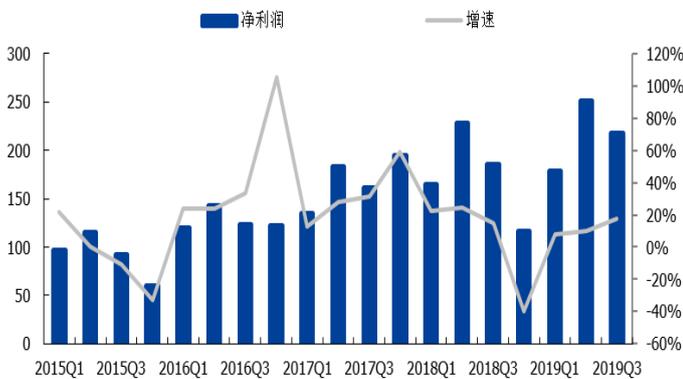
图表2: 家电分行业收入增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

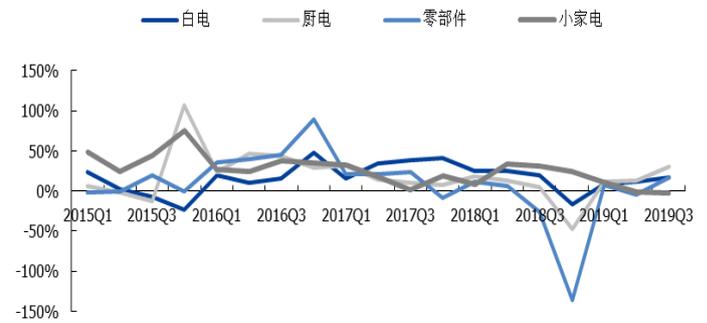
利润端看，2019年Q3利润增为17.29%，环比Q2单季度9.97%的增速改善明显。白电、厨电和零部件三个子板块利润端增速改善幅度较大。

图表3: 家电行业单季度利润与增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 家电分行业利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

利润增速改善优于行业端，原材料成本降低仍带来的毛利率小幅改善，叠加管理费用率等同比小幅下降，整体费用率控制良好。

图表 5: 家电各子板块毛利率 (%)

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
行业整体	25.35%	25.51%	25.88%	26.54%	25.44%
白电	27.86%	28.49%	28.24%	29.30%	27.84%
厨电	43.55%	43.62%	43.62%	45.60%	46.32%
黑电	10.92%	11.90%	11.33%	10.73%	11.64%
零部件	20.07%	23.99%	17.72%	19.98%	19.11%
小家电	35.88%	37.36%	38.98%	35.67%	37.55%
照明	27.55%	28.08%	28.04%	29.23%	30.19%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 家电板块期间费用率拆分

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
销售费用率	11.31%	11.94%	11.71%	11.67%	11.29%
管理费用率	3.24%	3.68%	2.81%	2.91%	2.94%
研发费用率	3.05%	3.75%	2.84%	2.76%	3.10%
财务费用率	-0.30%	0.07%	0.25%	-0.74%	-0.28%
期间费用率	17.30%	19.43%	17.61%	16.60%	17.05%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.三大白电: 稳健经营, 交出满意答卷

作为家电行业最重要的三大白电公司, 经营表现依旧稳健。

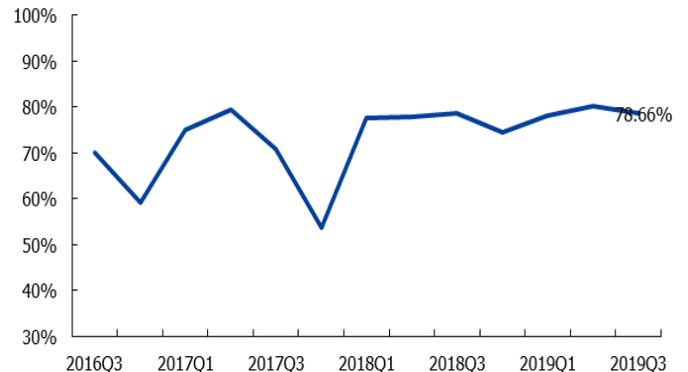
2019年Q3, 三大白电公司收入占行业比重为63.18%, 净利润占比78.66%, 基本与去年同期持平。

图表 7: 三大白电占行业收入比重 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

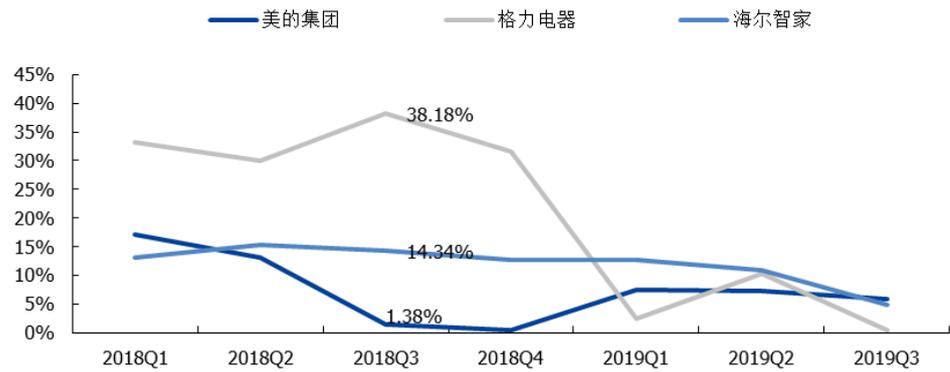
图表 8: 三大白电占行业净利润比重 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分公司看, **美的集团** Q3 收入同比增长 5.93%, 增速相比 H1 基本持平, 各类业务表现均衡。**格力电器** 单季度收入增长 0.50%, 考虑到去年同期因为 2000 亿的收入目标 Q3 增速达 38.18%, 在高基数上实现正增长显示了其经营的韧性。**海尔智家** Q3 单季度增长 4.91%, 若考虑到剔除物流出表等因素, 海尔单季收入同比+9.1%, 收入表现靓丽。

图表 9: 三大白电 Q3 收入增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.1 三家公司增长驱动力有所差异

1) 拆分内外销看: 海尔的海外优势明显

美的集团内外销增长均衡: 前三季度累计收入同比+7%, 其中内销收入同比+6.2%, 外销收入同比+8%; **格力电器预计内销收入表现优于出口:** 根据产业在线数据显示, 格力电器 1-9 月出口下滑 8.2%, 内销下滑 4.8%。 **海尔智家海外业务表现亮眼:** 前三季度海外市场收入增幅 25%, 内销因为物流出表等因素下滑 4%左右。

图表 10: 海尔海外市场收入增速 (%)

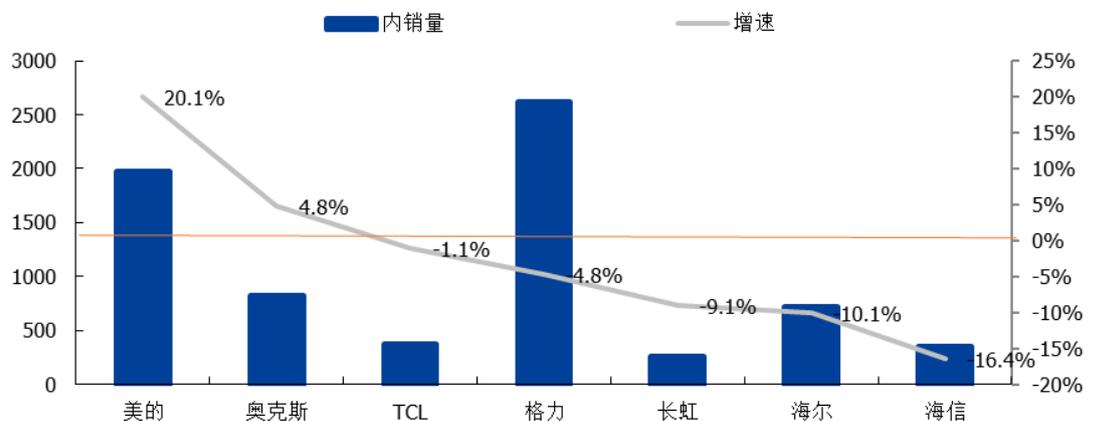
	北美	欧洲	南亚	东南亚	日本	澳新
增速 Q1-2	12.60%	244%	16%	10%	6.10%	2.60%
增速 Q1-3	11.60%	224.50%	14.10%	22.40%	9.70%	3.20%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2) 拆分业务板块看: 美的空调表现在行业一枝独秀

美的集团: 空调业务收入 5% 增速表现好于同行业竞争对手 (海尔空调内销下滑 20% 多, 格力空调增长基本持平), 主要得益于其灵活的生产模式和 T+3 的推进, 价格策略得当, 份额持续提升。

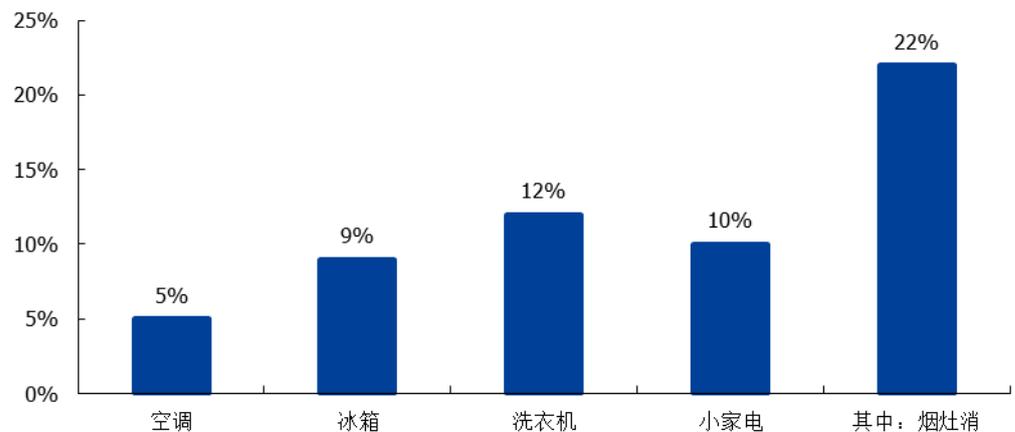
图表 11: 空调行业各公司内销量和增速 (万台, %)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

除了空调之外，美的的冰洗和小家电业务同样表现优异，但是库卡业务仍对整体有所拖累，根据库卡财报披露，Q3收入下滑2.1%。

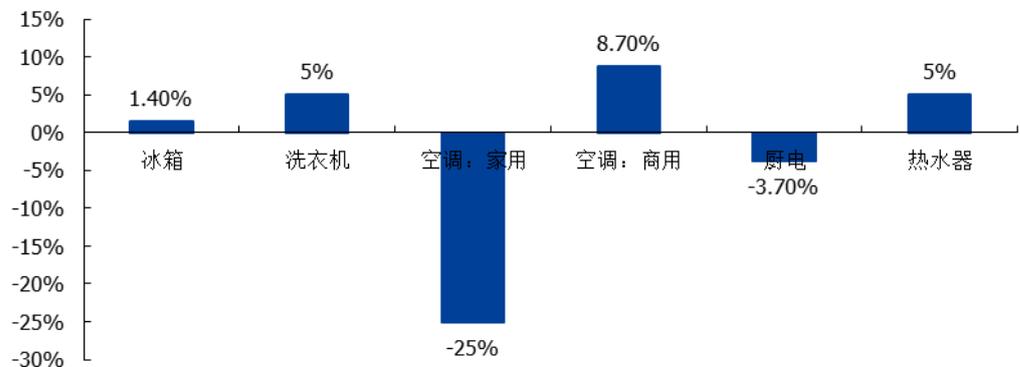
图表 12: 美的集团 2019 前三季度收入增速拆分



资料来源: 公司 Q3 业绩说明会, 国盛证券研究所

海尔智家: 海尔内销增长主要来自于冰洗和热水器业务，空调和厨电业务对收入增速有所拖累。但是海尔多品类、国内国外的矩阵式布局也使得公司的整体增长较为平稳，发挥了收入稳定器的作用。

图表 13: 海尔智家前三季度内销收入增速拆分



资料来源: 公司 Q3 业绩说明会, 国盛证券研究所

格力电器: 预计后续会在多元化中进一步发力。若单季度剔除晶弘冰箱等业务的并表贡献，格力原有主业业务略有小幅下滑。

公司在披露 3 季报时，同时发布公告修订公司章程，对经营范围做了一定修改，新增了“新能源发电产品、储能系统及充电桩；电源、变流器、逆变器电力产品；直流电器及设备；节能产品、照明灯具制造、节能工程；电工仪器仪表；工业自动控制系统装置；能源信息集成管理系统”等范围。预计后续多元化成长仍将是格力的重中之重。

2.2 净利润增速背后透露的三巨头不同道路选择

从三大白电收入与利润增速差异来看，表现存在一定不同。格力近年来收入增速与利润

增速基本匹配；美的利润增速高于收入端增速；海尔收入增速略高于利润端。

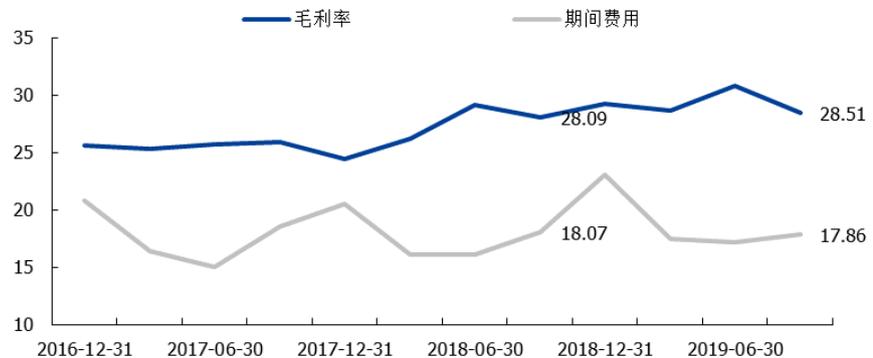
图表 14: 三大白电收入和利润增速差异

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
格力收入	38.18%	31.53%	2.45%	10.30%	0.50%
格力利润	38.35%	-26.75%	1.62%	11.82%	0.66%
美的收入	1.38%	0.48%	7.42%	7.33%	5.93%
美的利润	18.55%	1.97%	16.60%	17.93%	23.48%
海尔收入	14.34%	12.76%	12.63%	10.88%	4.91%
海尔利润	6.86%	5.63%	7.89%	4.72%	95.46%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1) 美的集团: 近年来收入端保持平稳增长, 但利润端增速远高于收入端, 背后是美的“产品领先”和“效率驱动”的不断深化和落地。

图表 15: 美的毛利率和期间费用率变化(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

产品端: 通过研发投入和品质可靠性提升竞争优势

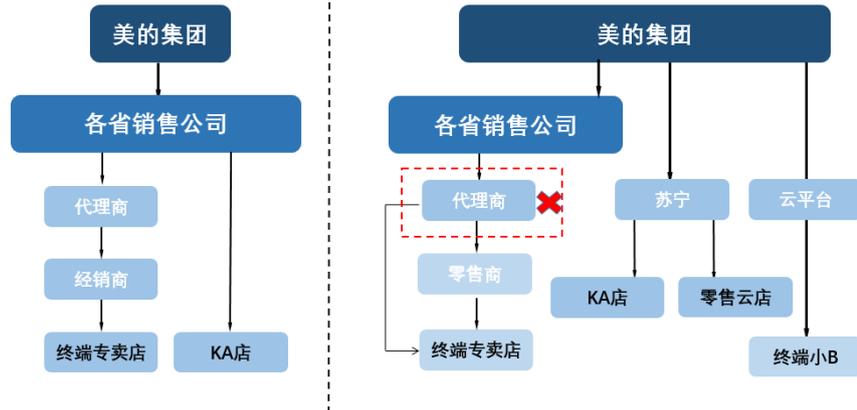
2018年美的集团的研发投入金额为98亿元, 位列家电行业第一, 研发投入占营业收入比例为3.78%。2014年成立的中央研究院大大提升了美的基础技术的积累, 建立集团与事业部的两层四级研发架构, 应对长期技术沉淀和短期产品创新的需求。产品质量提升上, 公司通过一系列措施切实提升了产品的可靠性, 核心包括: 推动建立关键零部件全检制度、事业部筛选车间以及推行精益生产等。

渠道端: T+3模式和扁平化高周转

在家电业务逐步进入存量竞争的时代下, 美的认为传统的压货模式的作用和壁垒优势在逐渐削弱。管理层坚定地推进T+3模式的运行, 以拉动整个供需价值链为主线进行变革, 积极响应用户需求和痛点, 在产销协同、交期透明、下线直发、供方协同4个方面展开深度变革, 在市场竞争格局剧烈变化的环境中, 形成一整套倒逼机制和市场终端拉动的供需模式。

在公司的渠道变革中, 渠道扁平化和效率提升是两个重要方向。美的在积极削减中间层级, 具体看, KA渠道此前很多也是由代理商供应, 近年来已经基本实现了总部直接供应。开辟新的渠道模式, 在苏宁零售云平台、美云销平台做好小B端对接。

图表 16: 美的线下渠道体系变化



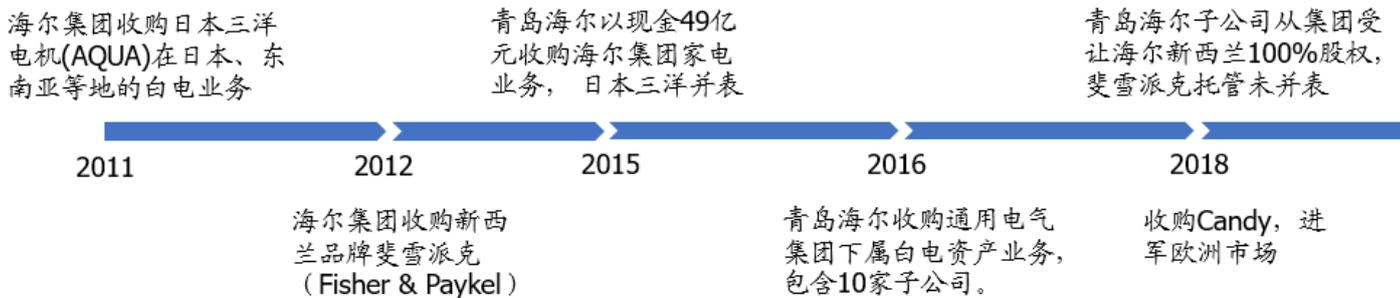
资料来源: 腾讯家居, 国盛证券研究所

在渠道层级扁平化和效率提升的背后, 是美的信息化系统、智能制造、物流一盘货的支撑, 能够加大公司在渠道的管理半径。

2) 海尔智家:

海尔的利润增速略低于收入端, 主要在于海尔更加重视业务的战略布局, 不计较短期得失, 后续通过整合降低成本。海尔这种策略选择在国际化和高端品牌的发展上均有体现。**海外并购走品牌全球化道路:** 成熟市场的家电龙头的成长路径告诉大家, 国际化是一条必然选择。海尔近年来通过收购, 完善来了全球布局。2011 年收购三洋电机进入日本、东南亚市场, 2012 年收购新西兰国宝级品牌斐雪派克, 布局澳新市场。2016 年收购北美第二大家电制造商通用电气集团旗下白电资产业务, 2018 年收购 Candy, 进军欧洲市场, 完善品牌布局最后一块重要版图。

图表 17: 青岛海尔并购海外资产历程梳理

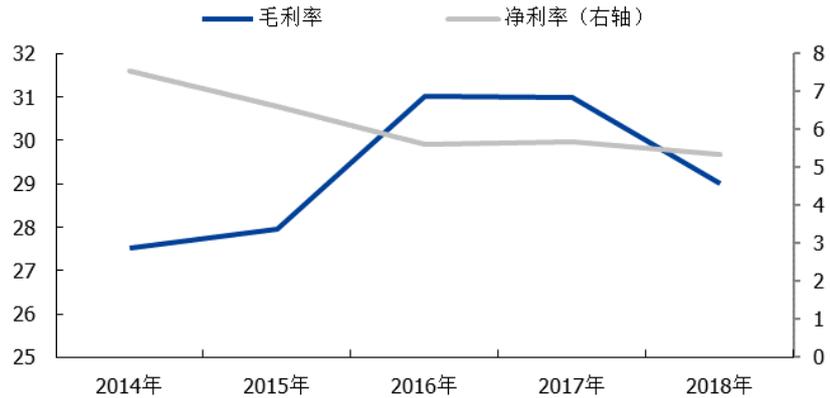


资料来源: 资产收购书, 国盛证券研究所

由于发达国家市场中, 家电普及率高, 已经是成熟市场。中国品牌想通过自有品牌内生增长抢占当地品牌市场份额阻力较大, 收购当地成熟品牌进而成为全球化的有效手段。因此, 海外并购是最优选择。

但是海外市场运营之路, 短期意味着更低的利润率水平。海外市场由于渠道整体更加强势, 人员管理费用更高, 导致净利率低于国内市场, 但是考虑到国际化带来的产品创新协同和成本协同, 海外市场是海尔坚定不移选择的道路。

图表 18: 海尔智家毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

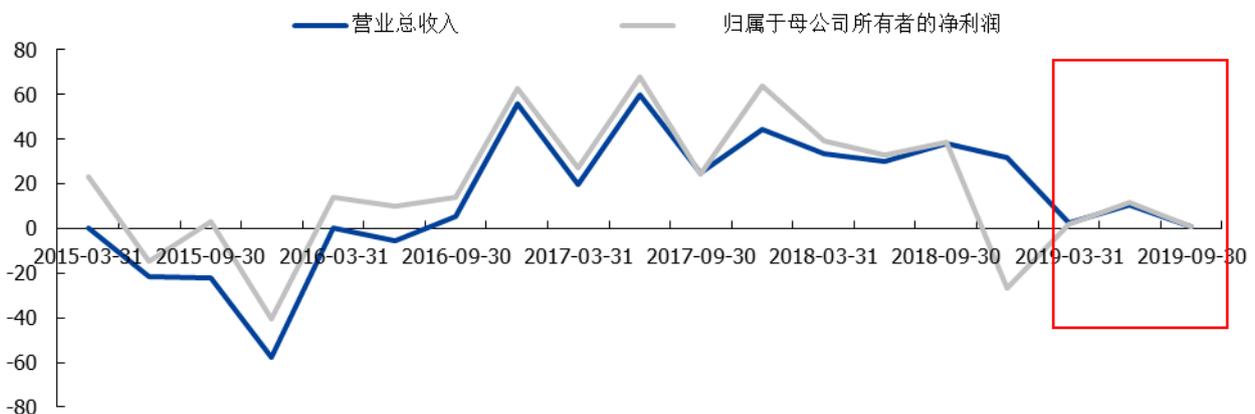
完成前瞻布局之后,新的课题是如何运营以降低成本。海尔的整合奉行轻度整合的理念。最大程度的保留被收购企业原有的运作机制。珍视品牌、管理独立、管理人员保留、注重文化融合,更多的是带去机制和组织上的调整。1) 组织的转型。组织转型由原来比较僵化的组织,整个市场反馈核反应相对比较慢,转型成让市场的压力直接能够和组织内部的资源做对接,加快决策的流程。从2017年到现在整体的市场份额GE增长了将近四个点的份额,完全是由于对整个对市长的反应速度。2) 机制变革。原来GE以固定薪酬为主,海尔推行业绩和小微挂钩,根据业绩上下浮动,在报酬上得到区分,激发了很多当地员工的活力。由于海外市场目前海尔的净利率整体较低,未来未来能够获得运营效率提升,降低成本,将带来利润端增速逐步和收入端靠拢。

同样的先布局卡位再降低运营成本的做法也在国内的卡萨帝品牌上演。2007年当海尔开始布局高端品牌卡萨帝时,国内正是家电下乡的时候,更多企业考虑的是如何降低价格以符合补贴目录要求,但是海尔考到消费升级的趋势,坚决培育高端品牌。尽管卡萨帝增速真正迅速提升是15年左右,但是如果没有这之前在产品研发,品牌营销等的投入,海尔就无法实现在高端品牌的突破。尽管之前对卡萨帝费用的投入可能会带来当时利润的减少,但是未来的卡萨帝规模效应显现,将拉升公司盈利能力。

格力电器:

上一轮15年到17年从去库存到补库存完整的景气周期中,格力利润端增速高于收入端,而格力电器近几个季度收入端和利润端增速基本匹配。

图表 19: 格力电器收入和利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

拆分公司毛利率和期间费用率，近几个季度毛利率和期间费用率变化幅度基本相同，整体盈利能力同比变化比较小。并且近几个季度格力其他流动负债科目基本保持在600多亿的稳定水平，变化较小，利润表基本反映其实际的营运变化。

图表 20: 格力电器毛利率和期间费用率(%)变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

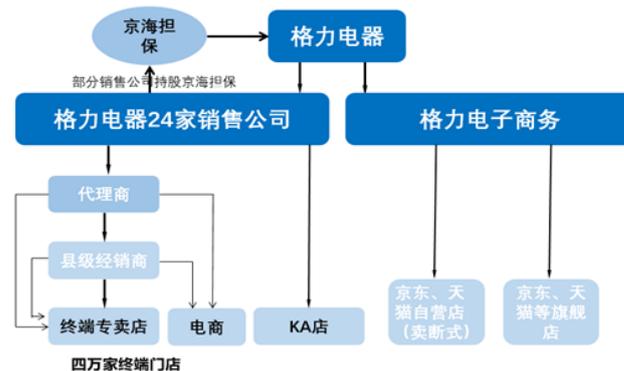
图表 21: 格力电器其他流动负债(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

相比于美的和海尔的持续在渠道中的变革，格力的策略更多是延续此前提前生产和压货的模式，渠道中也对原有渠道体系的运营进行优化。

图表 22: 格力电器渠道模式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

18年底以来，原材料价格处于下行的周期，美的能够通过灵活的生产和销售模式渠道获取市场份额，但是格力由于生产和销售的模式决定了其库存成本相对较高，其对外部成本的变化反应没有美的灵活，导致格力短期的利润率提升并不明显。后续随着格力的高价库存消化，格力的灵活性也将提升。

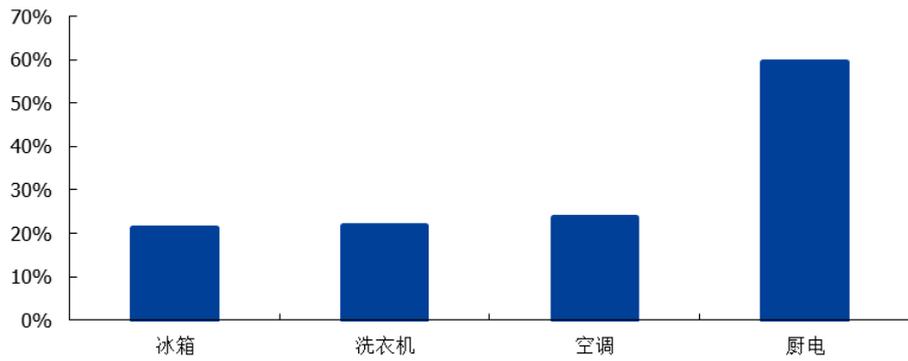
3.为什么可以对三大白电基本面更加乐观?

3.1 行业层面: 预期驱动因素将改善

地产竣工改善将带动行业整体需求回暖

家电行业作为地产后周期行业，其需求不可避免受到地产景气度影响，根据我们的测算，厨电和地产的关联度最高，约60%来自新房销售，空调和冰洗来自地产的带动相对较低，均为20%多。

图表 23: 地产对家电需求拉动比例 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

由于开发商资金链紧张等原因, 2017 年开始左右开始的地产竣工持续负增长, 与地产销售趋势相背离。商品房销售并没有实际产生对家电行业的需求, 而是因为交房的延后而被推迟。

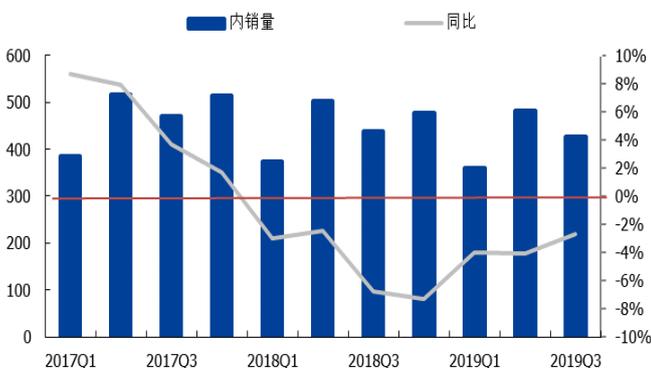
图表 24: 地产住宅销售面积与竣工面积增速背离 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

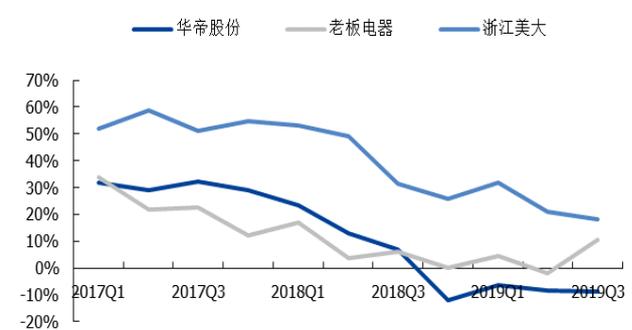
从与地产关系最密切的厨电上市公司的收入增速看, 无论是老板华帝等传统厨电龙头还是浙江美大集成灶公司, 收入增速均逐渐放缓。

图表 25: 油烟机行业内销量 (万台, %)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

图表 26: 厨电三家上市公司单季度收入增速 (%)

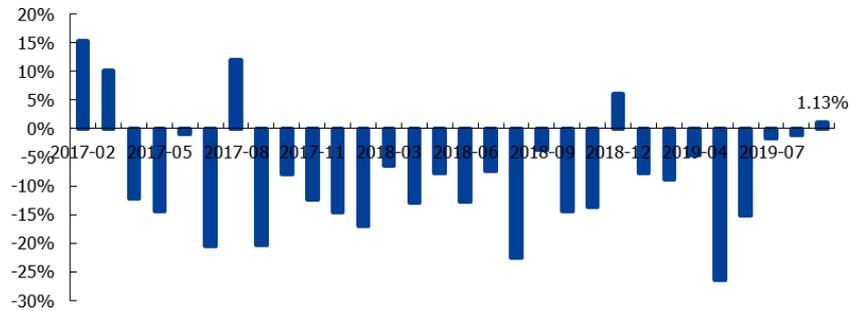


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年二季度开始, 地产单月竣工下滑幅度开始收窄, 9 月单月出现年内首次正增长,

地产竣工数据的改善预计后续将带来行业需求整体性回暖。

图表 27: 地产单月竣工面积增速 (%)

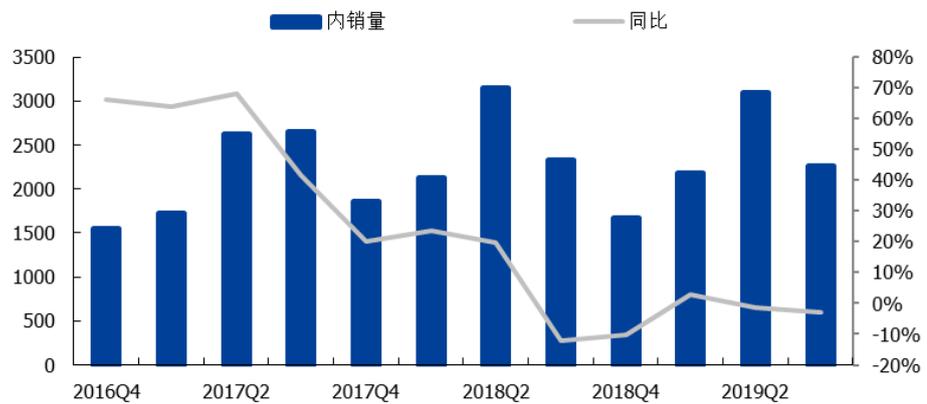


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

空调库存处于温和去化的周期

2018 年空调行业内销量达到 9280 万台, 创历史新高。尤其是格力电器 2018 年空调收入增幅达 26%, 渠道中累积的库存量较高。2019 年以来空调行业进入较低的增速区间, 主要龙头公司中格力电器不断在消化其渠道库存, 美的进一步推行 T+3 模式以销定产, 海尔 2019 年终端零售有所下滑, 行业中库存压力在不断消退。

图表 28: 空调内销量 (万台, %)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

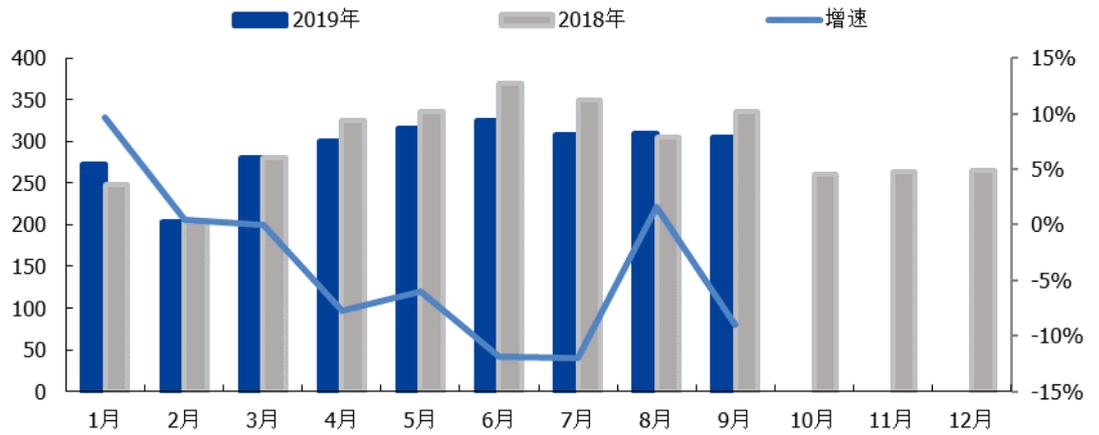
需求处于周期底部: 库存处于合理水平, 今年行业增速相对较低, 给未来的增长留下空间。展望四季度, 由于去年同期基数较低, 并且随着交房数据回暖, 空调行业的需求增速有望逐步回升。

3.2 公司层面: 内部变革调整效果显现

格力电器: 终端价格策略调整, 零售份额将提升

格力三季度收入基本同期持平; 从预收账款指标看, 截止 Q3 预收款同比下降 16%, 公司新冷年开盘对于经销商打款政策执行力度有所放松, 以维持渠道良性发展。

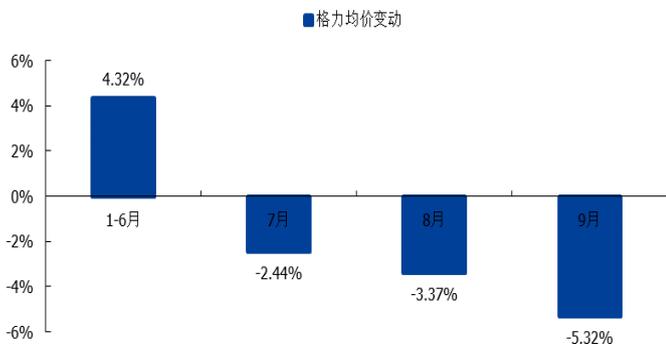
图表 29: 格力 2019 年分月增速 (万台, %)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

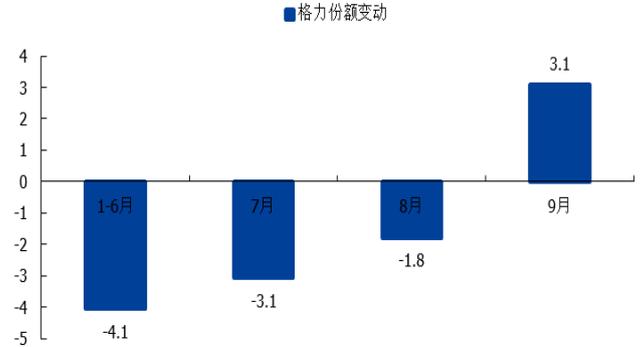
格力 9 月零售端均价继续下调, 终端份额提升明显。根据中怡康数据, 从 7 月开始, 格力的线上均价开始同比下降, 8 月新冷年开盘之后, 格力均价继续同比下降, 单 9 月份数据来看, 格力均价同比下降 7.83%。且从均价的环比数据来看, 9 月只有格力一家出现 0.45% 的小幅下降, 其余同比有所提升。单 9 月份, 格力市场份额大幅提升 3.10pct 至 40.71%, 格力的价格策略逐步开始产生效果, 逐渐收复失地。美的份额小幅提升 2.30pct 至 24.24%, 海尔的策略调整小幅提升 0.65pct。从效果来看, 格力抢占的份额主要来自于一些二线空调品牌。

图表 30: 格力 2019 年 1-9 月价格同比增速 (%)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 31: 格力 2019 年 1-9 月格力份额涨跌幅 (%)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

Q4 格力出货端数据有望改善。综合格力出货端和零售端表现看, 我们认为格力目前渠道库存正处于良性去化过程, 一方面出货有所控制, 另一方面终端零售表现逐步回暖, 整体运营情况良好。随着格力价格策略持续带来的终端份额的进一步提升, 会逐渐传导至出货口径, 后续公司层面出货端数据有望进一步回暖。

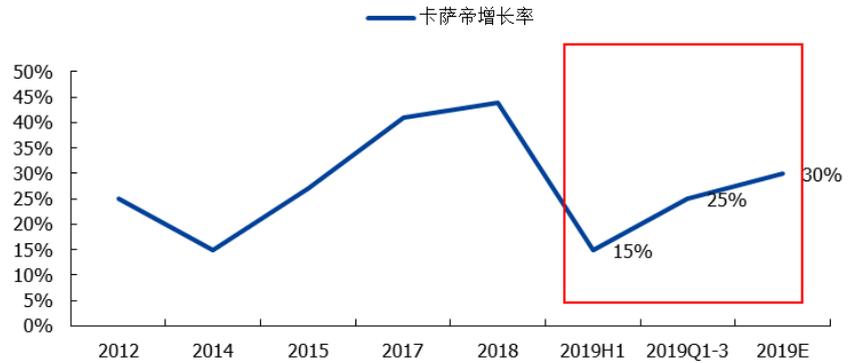
海尔智家: 卡萨帝增速超预期, 空调预计改善, 渠道变革效果有望显现

1) 卡萨帝增速回升

卡萨帝收入上半年增速为 15%, 相比去年同期 40% 以上的增速放缓明显, 引发市场对

卡萨帝的增长担忧。Q3 单季度卡萨帝增速恢复至 42% 的高速增长，带动 1-9 月收入增长 25%。上半年拖累增速的产能问题得到解决，同时卡萨帝不断推出新产品，拓展产品价格段实现高增长（尤其是卡萨帝空调 1-9 月增幅超过 120%，万元以上翻番增长，实现高端突破）。随着新品推出和渠道不断建设，预计 Q4 卡萨帝仍将保持 30-40% 左右的增长区间，全年收入保持 25-30% 左右增长。

图表 32: 卡萨帝收入增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2) 空调改变经营策略, 加码销售力度

8 月开始公司对空调的战略做了一系列调整, 精简整体 SKU, 加大对中低端机型的覆盖, 更强调销售规模的扩大以提升利润率。截止三季报, 家用空调增速为下滑 24%, 但是 10 月份公司空调收入预计将实现 10% 左右的增长, 调整的效果将显现。

3) 海尔推进渠道变革, 后续有望提升效率

实行渠道全网管理: 公司在同一个区域将统一管理当地的 KA 以及各类专卖店渠道价格体系, 维护区域价格良性发展, 减少内部不同渠道体系价格竞争带来的效率损耗。

统仓统配提升渠道运作效率。 海尔在统仓统配上, 进一步发挥自身日日顺物流大件配送优势, 将县一级的配送拓展到乡镇网点, 提高运转效率, 进一步夯实自身在三四级市场的渠道优势。海尔之前在县一级到乡镇的配送中, 货物流向和信息流公司端没有掌握, 对客户的存货也无法做到明确掌握。通过乡镇市场的统仓统配覆盖和数据化运营体系, 支撑营销管理到镇、不良品快速处理、订单全流程可视, 提升乡镇市场精细化运营水平; 驱动服务商聚焦乡镇市场的零售竞争力, 通过送装同步、服务乡镇客户, 打造良好的口碑。变革后直接由海尔能够统仓统配, 配给乡镇的网络, 系统下单, 价格可视, 改变原来县级服务商(经销商)的盈利模式, 由原来单纯的做差价转型为做零售和服务。同时, 更多去指导乡镇网络如何做展台、做营销, 提升终端的零售能力。

4) 展望四季度, 我们预计海尔 Q4 的内销将实现两位数以上的增长, 考虑到海外市场表现良好, 预计 Q4 收入端增速将环比 Q1-3 有较大幅度的提升。

美的集团: 享受下沉市场的增长红利

2019 年美的在行业景气度底部表现靓丽, 是美的的战略布局 and 外部市场需求的结构变化发生了共振。

今年来, 随着社会化物流体系的完善以及电商普及, 下沉市场的需求得到不断释放, 从家电行业的结构看, 三四线以及农村市场的需求增长更迅速。占比在提升。2018 年农村空调每百户的保有量从 2017 年 52 台提升至 2018 年的 65 台, 提升幅度达 25%。相比于一二线城市, 下沉市场和农村对价格更加敏感。价格竞争力成为获取份额的有力武器。美的通过全方位的升级, 成本更低, 效率更高, 才能在保持毛利率提升的背景下获取市场份额。具体讲, T+3 模式带给美的更多成本优势, 渠道的扁平化和多元化, 叠加品牌矩阵针对特定细分市场 and 渠道做精准定位, 则享受到增长的红利。例如美的前三季度在

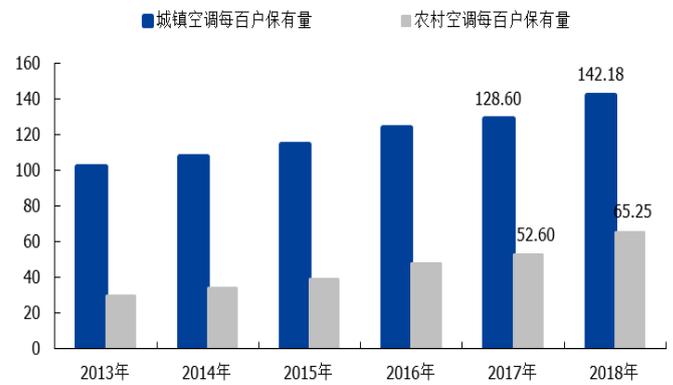
新零售渠道的网批业务规模做了70亿，通过美云销直销给经销商（小B）做了10亿。品牌方面，旗下的华凌2019年前三季度在线上渠道进入份额前十，对美的整体份额的提升起了很重要的作用。

图表 33: 三四级市场空调份额占比提升



资料来源: 《2018冷年国内空调市场分析及2019冷年的预测》, 国盛证券研究所

图表 34: 农村市场保有率快速提升 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

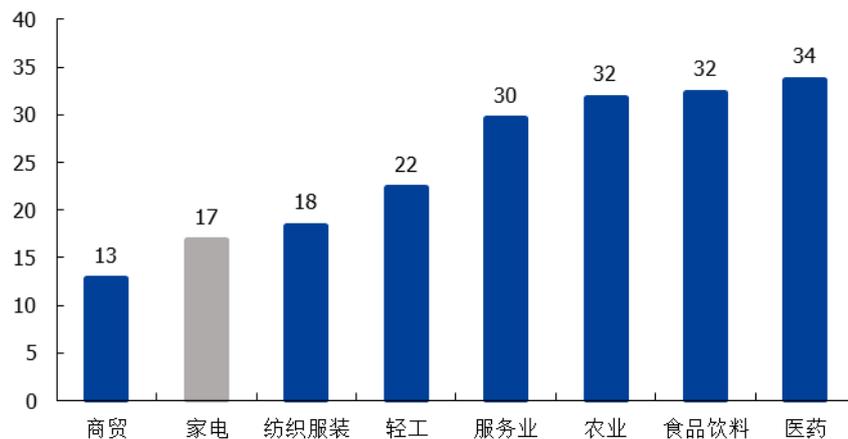
美的持续灵活的经营策略将在未来继续带动公司收入稳健增长，同时效率的提升将使得公司利润率提升幅度更大。

4. 关注家电行业的估值优势与提升空间

4.1 家电龙头低估值，高盈利，现金流充沛

目前在消费品板块中，横向比较看，家电公司的估值整体处于较低水平。并且家电板块中龙头公司的估值还普遍低于板块均值（按照PE-TTM算，格力14倍，海尔12.2倍，美的17.3倍）。

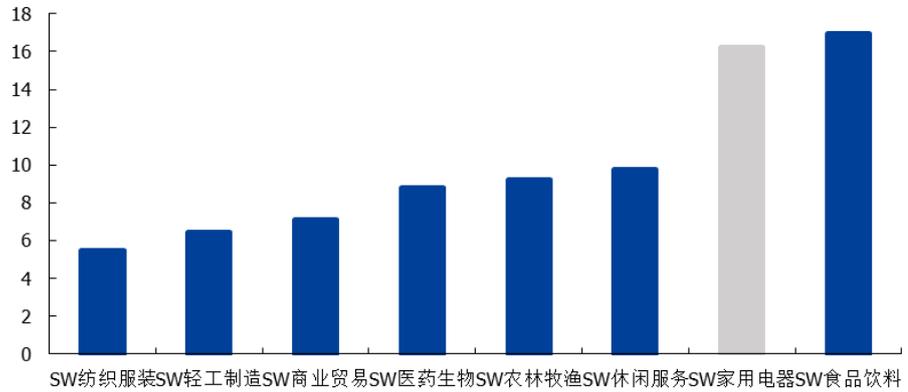
图表 35: 家电行业整体板块估值 (PE-ttm) 在消费品行业中偏低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从行业的盈利能力看(ROE), 家电板块在消费品行业中排名第二, 仅次于食品饮料行业。并且从龙头公司的ROE强于行业平均(美的23%, 格力23%, 海尔智家18%)。

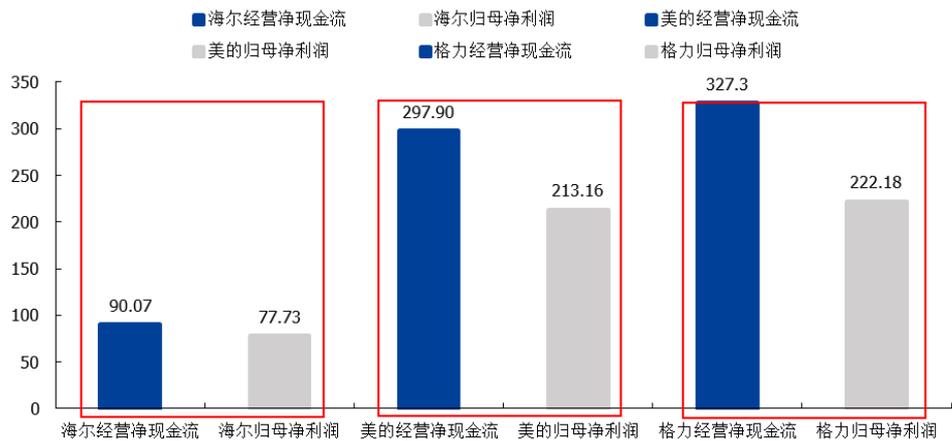
图表 36: 家电行业整体板块 ROE (截止 Q3 平均收益法计算) 在消费品行业中领先



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从现金流角度看, 格力、美的和海尔的经营性净现金流均远超净利润。

图表 37: 家电行业龙头公司经营性现金流 > 净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 四季度有望迎来估值切换行情

家电行业估值切换的基本要素：低估值与业绩确定性预期

家电行业中各行业龙头公司整体估值较低。

图表 38: 重点公司估值 (截止至 2019 年 11 月 1 日收盘数据)

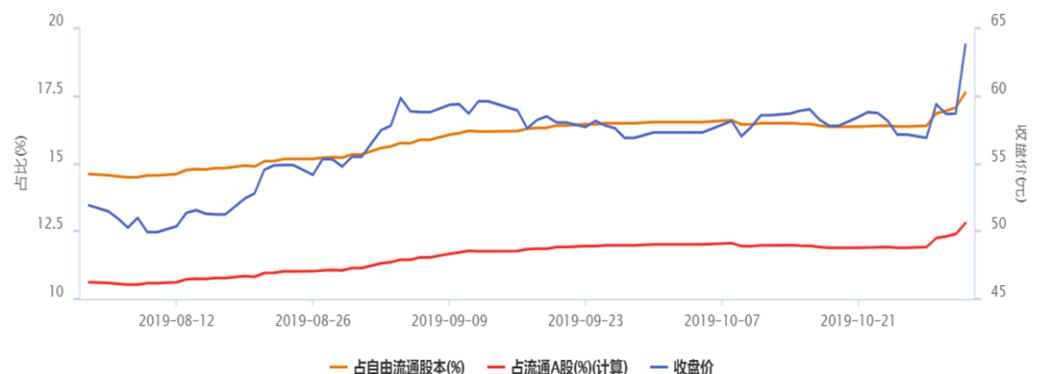
板块	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE			市值 (亿元)	评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
白电	格力电器	63.78	4.36	4.8	5.42	13.5	12.2	10.8	3836.83	买入
	美的集团	58.89	2.91	3.35	3.83	18.4	16	14	4086.32	买入
	海尔智家	17.36	1.17	1.41	1.43	14.7	12.2	12	1079.84	买入
	海信家电	11.23	1.01	9.55	8.37	11.1	9.5	8.4	134.14	
厨电	老板电器	32.95	1.55	1.7	1.9	21.2	19.51	17.54	312.7	
	华帝股份	11.9	0.78	0.9	1	15.3	13.33	11.49	103.84	
	浙江美大	13.93	0.58	0.7	0.9	23.8	19.29	16.02	89.99	
小家电	苏泊尔	79.21	2.03	2.4	2.8	38.9	33.62	28.78	650.41	
	九阳股份	22.91	0.98	1.1	1.2	23.3	21.06	18.37	175.79	
	飞科电器	36.23	1.94	1.8	1.9	18.7	20.27	19.03	157.82	
照明	欧普照明	26.43	1.19	1.3	1.5	22.2	20.75	17.89	199.83	
黑电	海信电器	9.26	0.3	0.2	0.4	30.9	38.76	25.88	121.17	
按摩椅	荣泰健康	29.13	1.78	1.9	2.1	16.4	15.3	13.6	40.78	
	奥佳华	10.39	0.78	0.8	1	13.8	12.38	9.96	58.32	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 其中, 格力、美的、海尔智家 EPS 为国盛证券研究所预测, 其他公司为 wind 一直预测

完成估值切换的另一个必要条件在于业绩增速的确定性。由于年报和一季报的披露需要在第二年的 3-4 月份, 三季报之后有长达近半年左右的业绩真空期。因此三季报业绩以及对于四季度和明年的展望则显得至关重要。从行业层面看, 2020 年整体竣工数据回升将带来行业性的新增需求改善, 而更新换代的需求在近年来逐步起来, 因此从行业层面对明年的增长并不悲观。从公司层面看, 几家龙头公司都存在基本面改善或确定性增长的预期, 因此, 值得期待 Q4 的业绩切换行情。

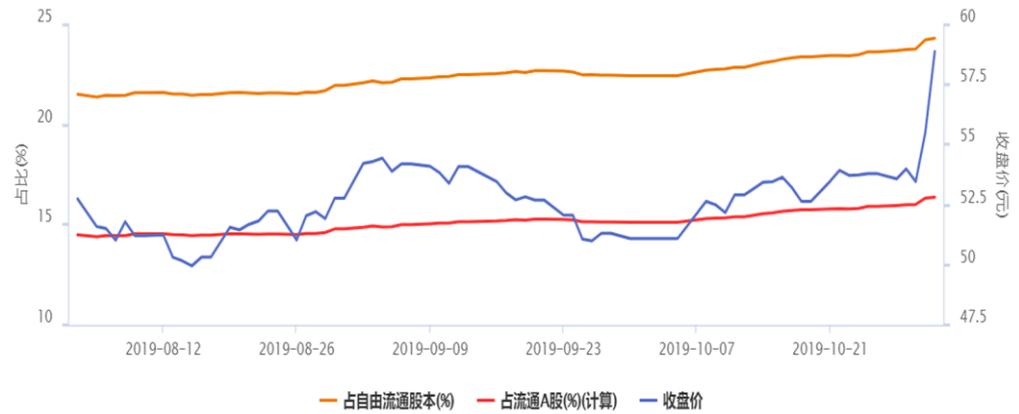
催化剂可能是外资的不断流入。外资的持续流入不断改变 A 股的定价体系, 家电低估值、增长确定性强的属性是外资偏好的品种。近段时间以来, 沪深港通的北上资金持续买入家电龙头公司, 将对整体估值的提升带来催化。重点推荐白电龙头格力电器、海尔智家和美的集团。

图表 39: 格力电器近三月沪深港通持续流入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 美的集团近三月沪深港通持续流入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 海尔智家近三月沪深港通持续流入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

地产竣工存不确定性: 行业需求受地产拉动, 但地产竣工数据的改善存在不确定性, 导致需求端低于预期。

国内白电市场竞争加剧: 新入局者增多, 存量市场下国内白电市场竞争有进一步加剧的风险。

原材料价格波动影响盈利能力: 2019 年行业受益于原材料成本红利, 若价格后续上行, 将影响行业盈利能力。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com