

## 家用电器行业

三季度板块表现略超预期，继续推荐白电、厨电龙头

行业评级

持有

前次评级

持有

报告日期

2019-11-03

### 核心观点:

#### ● 投资建议：三季度板块表现略超预期，继续推荐白电、厨电龙头

本周家电板块三季报公布完毕，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，板块有望迎来拐点。我们继续推荐短期增长稳健，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；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。

#### ● 本周重点报告回顾

- 家电行业三季报总结：龙头业绩韧性十足，竣工驱动拐点将至
- 家电行业三季度持仓：配置比例仍处近年同期高位
- 家电行业 9 月数据点评：竣工企稳带动家电社零同比回暖，空调出货环比改善显著
- 格力电器公告点评：混改即将落地，估值中枢提升可期
- 美的集团三季报点评：Q3 业绩超预期，彰显龙头实力
- 海尔智家三季报点评：业绩符合预期，卡萨帝收入增速环比提升
- 格力电器三季报点评：业绩平稳，混改落地有望提升估值
- 老板电器三季报点评：收入增速环比改善，盈利能力超预期
- 九阳股份三季报点评：收入保持良好增长，经营趋势持续向上
- 小熊电器三季报点评：收入高增长，加大费用投入导致利润增速放缓
- 莱克电气三季报点评：收入下滑，人民币贬值带动盈利能力提升
- 飞科电器三季报点评：收入下滑幅度略有收窄
- 苏泊尔三季报点评：收入保持平稳增长，彰显龙头实力
- 新宝股份三季报点评：内销收入加速增长，业绩超预期
- 海信家电三季报点评：Q3 主业收入降幅收窄，海信日立并表完成估值有望重构

#### ● 一周行情回顾（2019.10.28-2019.11.01）

沪深 300 指数本周涨幅为 1.4%，家电板块表现处于全行业上游水平，上涨 8.7%，其中白电指数上涨 9.3%，视听器材指数下跌 1.7%。

#### ● 2019W43（2019.10.21-2019.10.27）白电厨电主要品类线上线下数据

- 空调：线下销量 YoY+16.9%（环比+37.7pct），线上销量 YoY-15.4%（环比-44.5pct）。
- 冰箱：线下销量 YoY+12.1%（环比+20.4pct），线上销量 YoY+12.3%（环比-11.3pct）。
- 洗衣机：线下销量 YoY+4.0%（环比+20.9pct），线上销量 YoY+17.8%（环比-3.0pct）。
- 油烟机：线下销量 YoY-5.7%（环比+26.3pct），线上销量 YoY+9.9%（环比-18.7pct）。

#### ● 行业回顾

##### 行业动态：

- 2019 年 9 月全产业链数据发布
- 9 月空调内销意外高增，四季度能否持续？
- 便携式品质小家电消费时代正悄然来临

##### 公司动态：

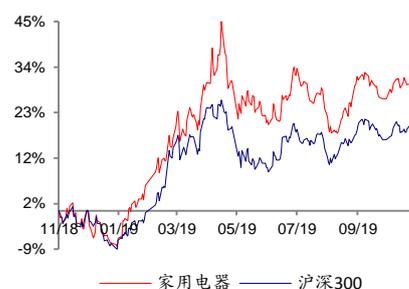
- 美的全屋定制取暖盛大发布，创新产品精准匹配消费者取暖需求

#### ● 原材料价格及汇率变动跟踪：本周铝价格上涨，铜、布伦特原油、冷轧板卷价格下降；10 月面板价格继续下降；本周人民币兑美元升值。

#### ● 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：龙头业绩韧性 2019-10-31

十足，竣工驱动拐点将至

家用电器行业：2019Q3 公募 2019-10-29

及北上持仓：配置比例季节性

下调但仍处近年同期高位

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	63.78	2019/10/30	买入	72.58	4.70	5.18	13.58	12.30	7.84	6.67	25.97	24.46
海尔智家	600690.SH	人民币	17.36	2019/10/30	买入	19.84	1.47	1.24	11.80	14.06	7.78	5.92	19.52	14.08
美的集团	000333.SZ	人民币	58.89	2019/10/30	买入	73.17	3.44	3.85	17.12	15.29	13.12	11.00	24.37	23.82

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中收盘价为 2019/11/01 收盘价

## 目录索引

投资建议：三季报板块表现略超预期，继续推荐白电、厨电龙头 .....	5
一周行情回顾（2019.10.28-2019.11.01） .....	7
2019W43（2019.10.21-2019.10.27）行业主要品类线上线下单周及累计数据回顾 .....	7
行业回顾 .....	9
行业动态：9月全产业链数据；空调 Q4 出货前瞻；便携式小家电 .....	9
公司动态：美的采暖全屋定制 .....	15
原材料价格及汇率变动跟踪 .....	16
本周重点报告回顾 .....	17
家电行业三季报总结：龙头业绩韧性十足，竣工驱动拐点将至 .....	17
2019Q3 持仓：配置比例仍处近年同期高位 .....	18
9月数据点评：竣工企稳带动家电社零同比回暖，空调出货环比改善显著 .....	19
格力电器公告点评：混改即将落地，估值中枢提升可期 .....	20
美的集团三季报点评：Q3 业绩超预期，彰显龙头实力 .....	21
海尔智家三季报点评：业绩符合预期，卡萨帝收入增速环比提升 .....	22
格力电器三季报点评：业绩平稳，混改落地有望提升估值 .....	23
老板电器三季报点评：收入增速环比改善，盈利能力超预期 .....	24
九阳股份三季报点评：收入保持良好增长，经营趋势持续向上 .....	25
小熊电器三季报点评：收入高增长，加大费用投入导致利润增速放缓 .....	25
莱克电气三季报点评：收入下滑，人民币贬值带动盈利能力提升 .....	26
飞科电器三季报点评：收入下滑幅度略有收窄 .....	27
苏泊尔三季报点评：收入保持平稳增长，彰显龙头实力 .....	28
新宝股份三季报点评：内销收入加速增长，业绩超预期 .....	28
海信家电三季报点评：Q3 主业收入降幅收窄，海信日立并表完成估值有望重构 .....	29
风险提示 .....	30

## 图表索引

图 1: 本周家电板块表现强势, 全行业排名第一.....	7
图 2: 2019W43 (2019.10.21-2019.10.27) 单周销量同比数据: 冰箱整体零售表现优异.....	7
图 3: 2019W43 (2019.10.21-2019.10.27) 单周线上线下均价.....	8
图 4: 2019W43 (2019.10.21-2019.10.27) 单周线上线下均价同比: 空调均价同比有明显下滑.....	8
图 5: 2019W1-W43 (2019.1.01-2019.10.27) 累计销量同比数据: 线上优于线下.....	8
图 6: 2019W1- W43 (2019.1.01-2019.10.27) 累计线上线下均价: 空调线上线下价差最小.....	8
图 7: 2019W1- W43 (2019.1.01-2019.10.27) 累计线上线下均价同比: 空调油烟机线上线下价格均承压.....	8
图 8: 9 月份主要家电品类产销同比变动.....	10
图 9: 2019 年 1-9 月中国家用空调内销出货增速 (%).....	12
图 10: 2018-2019 中国家用空调分季度国内出货增速及预测 (%).....	13
图 11: 2019 年 10 月、11 月转自压缩机和空调内销排产增速 (%).....	13
图 12: LME 铜价格 (美元/吨) 本周下跌 0.7%.....	16
图 13: LME 铝价格 (美元/吨) 本周上涨 1.6%.....	16
图 14: 冷轧卷板价格 (人民币元/吨) 本周下跌 0.2%.....	16
图 15: 布伦特原油期货价格 (美元/桶) 本周下跌 2.3%.....	16
图 16: 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.....	16
图 17: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率升值 (本周末 1 美元=7.0350 人民币, 上周末 1 美元=7.0702 人民币).....	16
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值.....	5
表 2: 本周家电指数涨幅高于沪深 300 指数 7.3 个百分点.....	7

## 投资建议：三季度报板块表现略超预期，继续推荐白电、厨电龙头

本周家电板块三季度报全部公布完毕，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期不远，届时将有效拉动终端需求，板块筑底后的经营拐点有望来临。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，我们继续推荐短期业绩增长稳健，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；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 2019/11/01	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	63.78	人民币	4.36	4.70	5.18	17%	8%	10%	13.6	12.3
000333.SZ	美的集团	买入	58.89	人民币	3.04	3.44	3.85	17%	18%	12%	17.1	15.3
600690.SH	海尔智家	买入	17.36	人民币	1.17	1.47	1.24	8%	26%	-16%	11.8	14.1
002508.SZ	老板电器	增持	32.95	人民币	1.55	1.69	1.92	1%	9%	14%	19.5	17.1
002035.SZ	华帝股份	增持	11.90	人民币	0.77	0.90	1.07	33%	16%	18%	13.4	11.8
002242.SZ	九阳股份	买入	22.91	人民币	0.98	1.07	1.23	9%	8%	15%	21.5	18.7
002032.SZ	苏泊尔	买入	79.21	人民币	2.03	2.34	2.66	26%	15%	14%	33.9	29.8
002050.SZ	三花智控	买入	14.30	人民币	0.61	0.50	0.56	5%	6%	14%	28.8	25.3
603868.SH	飞科电器	增持	36.23	人民币	1.94	1.75	1.90	1%	-10%	8%	20.7	19.1
000921.SZ	海信家电	增持	11.23	人民币	1.01	1.13	1.29	-32%	12%	14%	9.9	8.7
00921.HK	海信家电	增持	7.92	港币	1.13	1.26	1.44	-32%	12%	14%	8.9	7.8
002705.SZ	新宝股份	增持	17.90	人民币	0.62	0.85	0.99	23%	22%	16%	21.1	18.2
002677.SZ	浙江美大	增持	13.93	人民币	0.58	0.70	0.81	24%	20%	15%	19.9	17.3
603579.SH	荣泰健康	增持	29.13	人民币	1.78	1.84	1.86	15%	3%	1%	15.8	15.7
603355.SH	莱克电气	增持	21.86	人民币	1.05	1.19	1.29	16%	13%	8%	18.3	17.0
600060.SH	海信电器	增持	9.26	人民币	0.30	0.24	0.30	-59%	-21%	27%	39.1	30.8
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.58	人民币	0.24	0.31	0.37	-10%	28%	18%	18.0	15.2

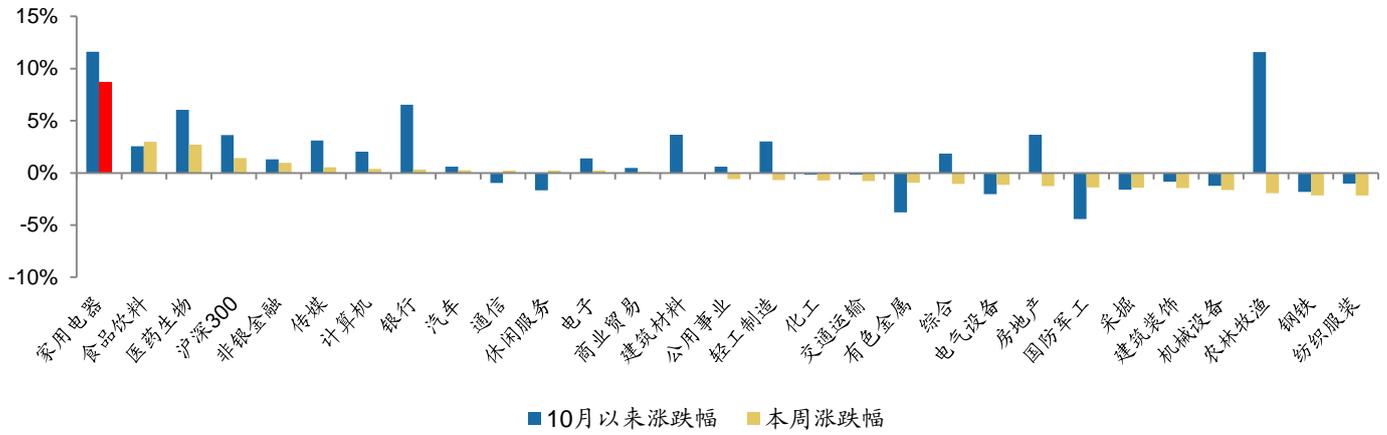
002429.SZ	兆驰股份	增持	2.97	人民币	0.10	0.13	0.14	-26%	28%	10%	23.6	21.4
603515.SH	欧普照明	增持	26.43	人民币	1.19	1.12	1.26	32%	-6%	13%	23.6	20.9
002403.SZ	爱仕达	增持	8.94	人民币	0.42	0.43	0.47	-14%	1%	11%	20.9	18.9
002543.SZ	万和电气	增持	9.86	人民币	0.85	1.00	1.14	18%	17%	13%	9.8	8.7
603486.SH	科沃斯	持有	20.12	人民币	1.21	0.85	0.97	29%	-2%	15%	23.8	20.6

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2019.11.01收盘价：1港币=0.8977人民币。

## 一周行情回顾（2019.10.28-2019.11.01）

图 1：本周家电板块表现强势，全行业排名第一



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：本周家电指数涨幅高于沪深300指数7.3个百分点

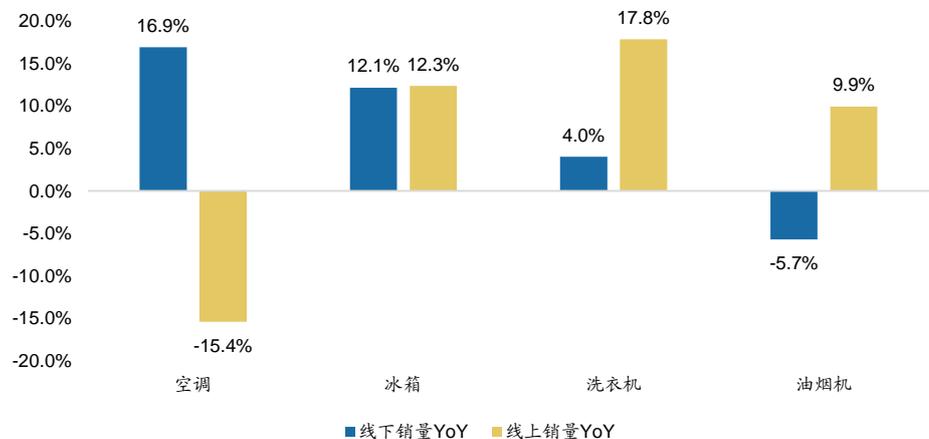
	本周涨跌幅	本周跑赢市场（百分点）	10月以来涨跌幅	2019年以来涨跌幅
沪深 300	1.4%		3.6%	31.3%
家用电器	8.7%	7.3	11.6%	52.9%
视听器材（申万）	-1.7%	-3.1	2.3%	20.4%
白色家电（申万）	9.3%	7.9	12.2%	55.2%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 2019W43（2019.10.21-2019.10.27）行业主要品类线

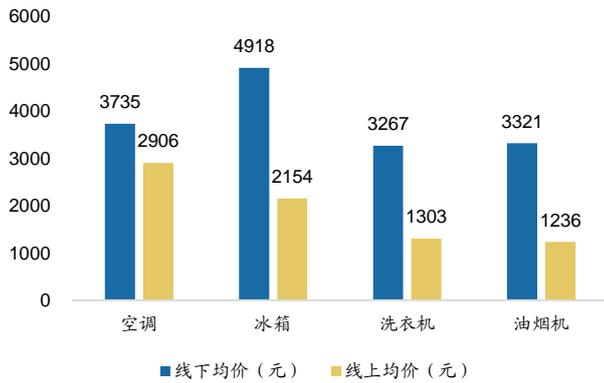
### 上线下单周及累计数据回顾

图 2：2019W43（2019.10.21-2019.10.27）单周销量同比数据：冰箱整体零售表现优异



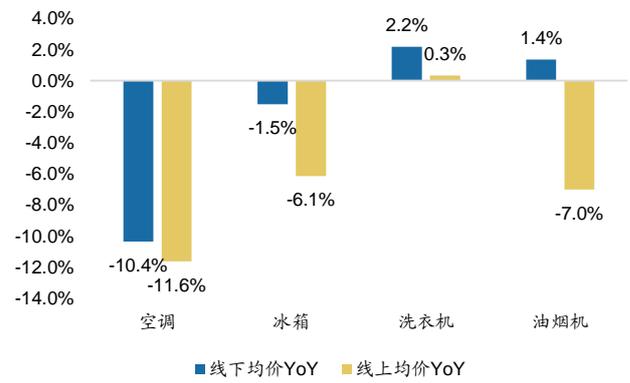
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 3: 2019W43 (2019.10.21-2019.10.27) 单周线  
上线下均价



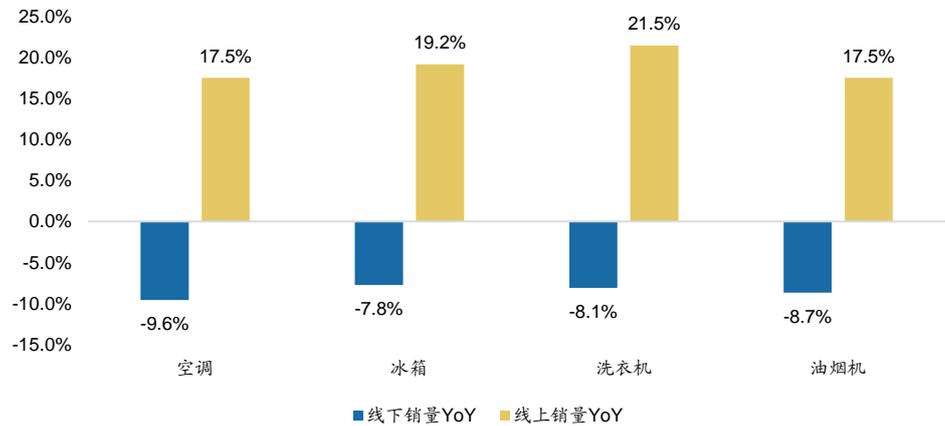
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 4: 2019W43 (2019.10.21-2019.10.27) 单周线  
上线下均价同比: 空调均价同比有明显下滑



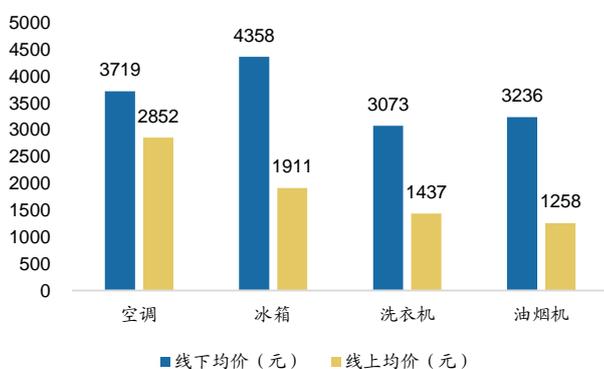
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 5: 2019W1-W43 (2019.1.01-2019.10.27) 累计销量同比数据: 线上优于线下



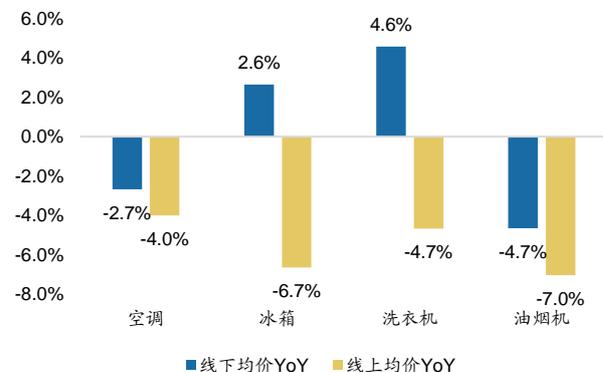
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 6: 2019W1-W43 (2019.1.01-2019.10.27) 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-W43 (2019.1.01-2019.10.27) 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：9月全产业链数据；空调Q4出货前瞻；便携式小家电

#### ➤ 2019年9月全产业链数据发布

产业在线最新数据显示，2019年9月整体产业链迎来了下半年来的最好表现，大电类产品除洗衣机和电视外均呈增长态势，小家电涨跌互现。值得关注的是，空调产业链上下游都实现了良好增长，壁挂炉以86.5%的增长迎来了今年的最高峰，而三大制冷剂产品价格均下跌。

#### 主要家电品类：

**家用空调：**产销同比增长，其中内销出货量666.9万台，同比增长8.1%；出口303.8万台，同比增长8.1%。9月份产销实现双增长，整体也在意料之中。内销增长主要原因是去年基数小，企业方面美的表现突出，带动了大盘。出口方面主要是北美市场启动，整体出口相对平稳。

**中央空调：**市场增速出现回升，其中内销额同比增长3.4%，出口同比增长0.8%。由于二三线工程市场的需求显现及较高的市场认可度，商用大多联的稳定表现拉动9月整体市场回涨，离心机保持稳中有增态势。出口市场受冷水机组需求回落影响增速收紧，单元机出口增速加快。

**冰箱：**生产持续增长，销售与去年同期基本持平。其中出口量为278万台，同比增长1.5%；内销量365.3万台，同比下降0.9%。受上月促销拉升影响，本月行业内销出货与上月相比略有回落，而与去年同期相比基本保持平稳。出口方面，受国际经济贸易增长放缓以及中美贸易战影响，出口增幅继续降低。

**洗衣机：**旺季开局后，情况不甚理想，内销市场增长乏力，更新换代市场需求在两个月后的双十一销售大节之前更加放缓。各渠道反馈零售价格呈现下降趋势，高端市场升级转移到中高端市场后，消费者接受程度不如高端市场，突出表现在价位较低产品销售占比提升，同时重新回到价格竞争时代。

**电视：**产销同比均下滑，其中出口884.9万台，同比下滑14.3%，内销518.9万台，同比微增3.5%。传统旺季的拉力在互联网时代越来越不明显，内销依旧是比较低迷的态势，作为行业增长拉力的出口在本月出现大幅下滑。受贸易战的影响，北美出货下滑幅度达到年度最大，降幅为-41.2%。

**油烟机：**内销出货157.0万台，同比增长1.3%；出口出货97.2万台，同比增长43.6%。本月油烟机产销市场高歌猛进，主要来自于外销的超强助力和内销的稳定增速。内销方面为迎接双十一的到来，各个企业都在积极备货，出货进度良好。出口方面，虽然在量上实现高增长，但金额方面增速并没有那么快。

**空气净化器：**产销增长，其中内销出货29.1万台，同比下降8.6%；出口70.8万台，同比上涨55.9%。9月是2019年3季度结束，同时也是天气转冷的开始，企业为了冲业绩，通常会在第三季度结束前进行一轮大规模的销售，同时，随着天气转冷，雾霾重现，零售市场回暖也是增量增加的主要因素。

**净水器：**产销处于持平状态，市场变化不大，其中内销156.7万台，同比下滑1.6%。

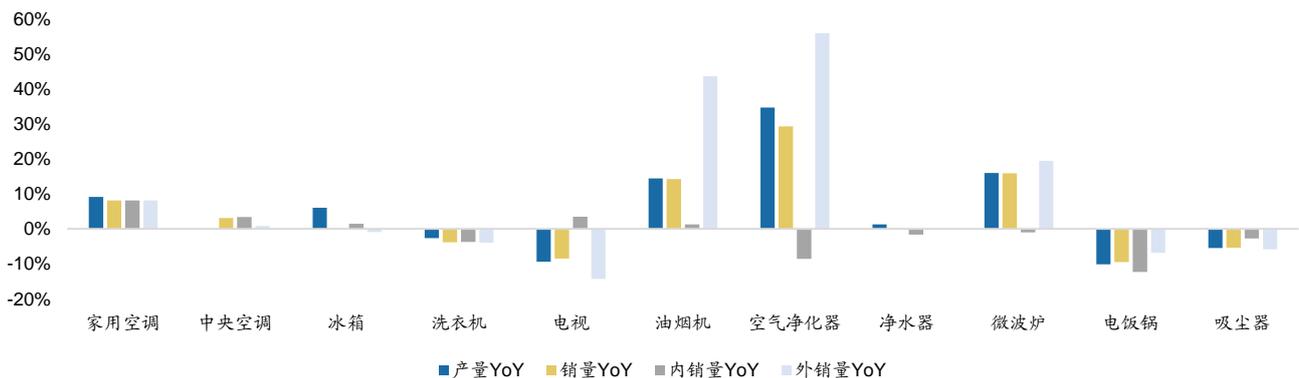
9月开始进入双十一备货阶段，但由于今年上半年市场增长缓慢，企业都有一定的库存量，出货走稳健策略。目前净水全国普及率已近20%，早起净水市场红利逐步释放，进入竞争加剧的深耕迭代阶段。

**微波炉：**产销大幅增长，其中内销出货90.8万台，同比下滑1.0%；出口出货532.2万台，同比增长19.4%。内销方面在产品竞争能力逐渐减弱的情况下，市场没有新进入者，只有TOP2企业在玩，整个市场链条陷入死循环。出口方面，本月除了大宇其他企业皆有不同程度的增长。

**电饭锅：**产销整体出现大幅度下滑，内外销市场都不景气。其中内销出货389.4万台，同比下滑12.3%；出口出货439.5万台，同比下滑6.8%。内销方面产品创新欠缺，无法判断新的消费，一些企业想通过功能细分来占领市场但市场反馈不佳，小米表现良好。出口方面，美的重回榜首，同比增长3.0%。

**吸尘器：**产销开始下滑，内销表现平平，外销压力重重。内销出货171.3万台，同比下滑2.7%；出口1192.7万台，同比下滑5.8%。市场表现倍显疲软，但吸尘器品类普及率还较低，标志着庞大的潜在需求市场还是存在的。出口方面，美国增加关税政策对吸尘器影响较大。

图8：9月份主要家电品类产销同比变动



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

**其他电器品类：**

**空气源热泵：**内销市场伴随着煤改电旺季到来，采暖市场下滑的趋势有所减缓，家用机市场在9月表现较好。出口一直延续了前几个月平稳增长，从而提升了整体市场的销售。

**燃气壁挂炉：**随着三季度以来“煤改气”项目的持续加速，进入9月迎来了今年的第一波销量高峰期，尤其是9月下半月壁挂炉产品集中出货，增长爆发。出口市场依旧表现的比较消极

**冷柜：**继续保持增长，生产前十企业除了奥马和美菱外基本够呈增长趋势，产品方面家用以及轻商产品都呈增长趋势。内外销方面出口依然高于内销。除了127.7万台同比增长10.5%，出口单价同比略有下降。内销出货量为79.3万台，同比增长4.8%，内销前十企业中宏泰、海容增幅较高。

**陈列柜：**销售情况较好，本月增长主要来自出口贡献。价格下调是刺激销量增

长的原因之一，本月销售额同比下降3%，销售总额约2亿元，根据去年销售波动情况，第四季度预计将继续增长。

#### 上游零部件：

**转子压缩机：**产销同比明显加快，环比增速转正，整个行业情况较为乐观。主要源于出口市场的提前启动，带动了整体出货节奏

**涡旋压缩机：**延续8月的反弹走势，产销同环比均出现小幅增长。内外销市场表现不一，内销反弹趋势走弱，再度步入下滑区间，究其原因，国内涡旋市场已经进入存量竞争阶段。出口市场本月强势反弹，实现了高增长。

**全封活塞压缩机：**由于部分厂家在做库存储备，产量明显高于销量。销量增长除了出口市场的带动外，细分产品市场表现良好，内销市场略有增长。

**空调电机：**同环比均呈增势。内销市场一方面是工人检修本月妇产对产品采购恢复正常；另一方面是因为去年同期基数相对较低。出口市场环比小幅下探，受去年同期基数相对较低的影响，同比继续保持增势。

**洗衣机电机：**产销增长，但增速明显收窄，其中内销下滑，出口继续暴增，拉动了整体市场的增长。洗衣机产销下降影响下洗涤电机内销直线下滑。同时在整机价格下滑的趋势下，势必给上游配件企业带来新的压力，预计洗涤电机旺季市场将波澜起伏。

**空调阀：**国内销售受下游需求提振，本月环比回归正增长。去年同期行业正逢低点，因此虽然淡季不断深入，但本月同比仍呈正增长，各产品相较上月出货均有不同幅度增长。后市来看，行业库存近月虽有缓解，但终端市场无太大利好传出，因此短时间内行业将以弱势运行为主。

#### 制冷剂：

**R22：**主流厂家产销弱势，制冷剂用途和TFE原料用途两大主要需求价格均震荡下行。预测10月HFC-22在原材料价格震荡下行和供需压力持续高企的双重利空因素影响下，整体将震荡探底运行为主。

**R32：**市场在供大于求，需求疲软，原材料跌价等一系列利空因素导致底部价格再度下行震荡。预测后市市场供大于求的困局难以突破，产品价格跌破成本线之后，竞争加剧或将使得行业产能出现有效和无效产能的分化，但供大于求格局下，10月HFC-32将很难出现大涨的可能。

**R134a：**受原材料氟氯酸跌价和供需压力影响，价格连续震荡下行。氟氯酸的原料萤石粉价格居高不下使得酸企成本压力大，价格下行震荡。预测后市供需压力仍然存在，原材料价格探底结束使得成本支撑将趋强，在供需博弈和成本支撑下，后市上涨乏力，价格走势或将承压维稳为主，也有可能缓慢下行。

（新闻来源：产业在线）

### ➤ 9月空调内销意外高增，四季度能否持续？

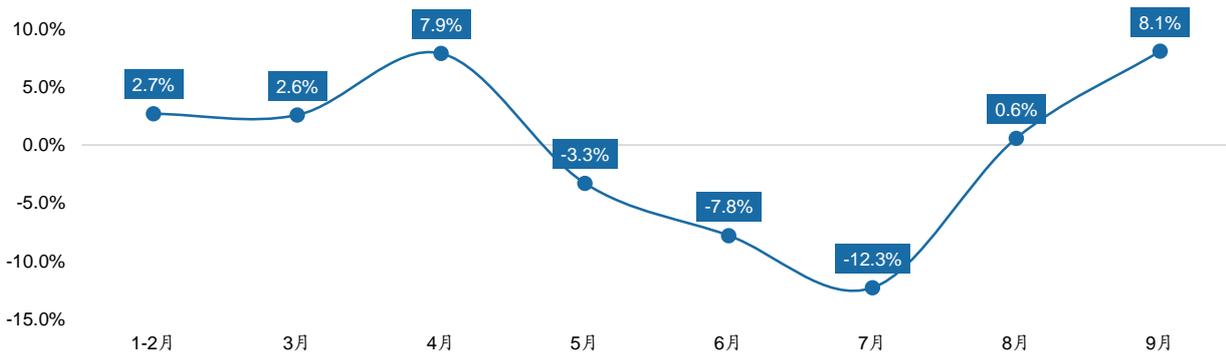
中国家用空调国内出货在同比增速连续收窄乃至下跌之后，8月份重现增长，9月出货增长率再跃至8%。在当前没有明显外部利好因素促进的局面下，这一数据确

实让人感到意外，是什么促成了当下的增长？这种恢复性的增长是否可具有持续性？2019年四季度会呈现怎样的发展趋势？

### 8%增长背后的推力

从今年整个国内空调行业发展的季节特征来看，呈现V字型趋势。1-4月出现了一波“小阳春”的增长行情，5月之后在需求疲软以及库存高企的压力下增速迅速收窄向下，6月和7月的旺季由于天气不热，需求没有改善的情况下出现较大幅度的同比下滑。

图9：2019年1-9月中国家用空调内销出货增速（%）



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

连续三个月的同比下滑，一度让行业对下半年行情的担忧甚嚣尘上，鉴于上半年超预期的小幅增长，有人曾悲观的预判说今年下半年工厂可以休息了。但是同比下降的势头在8月就被扭转，9月的内销出货增速甚至达到了年度最高。

### 增长背后的推动力

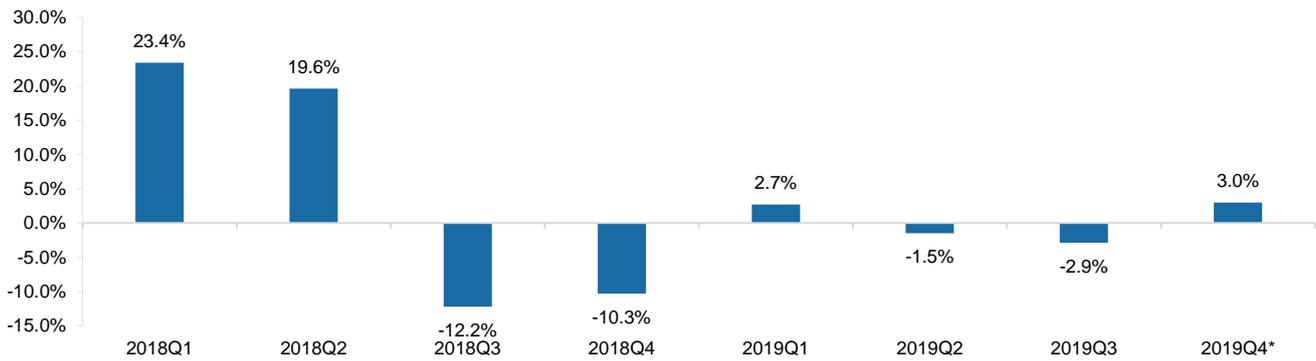
首先是和去年同期的基数直接相关，2018年9月内销出货同比下降达到23%，在这个基础上再下降的空间已经非常有限，因此今年9月虽然同比增长，但是与2017年的规模相比仍是下降7%。其次，今年空调终端零售虽然不景气，但是线上线下的总体零售规模在去年较高的基数下并没有出现大幅的萎缩，需求基础相对比较平稳，同时工程机市场的形势略有好转，也是利好，需求是空调生产和出货的最关键因素。

### 四季度的发展预判

2019年前三季中国家用空调累计内销总出货量是7552万台，同比微降0.7%。9月的大幅度增长在四季度是否具备可持续增长的潜力空间？又能持续到何时？同样用数据来判断：

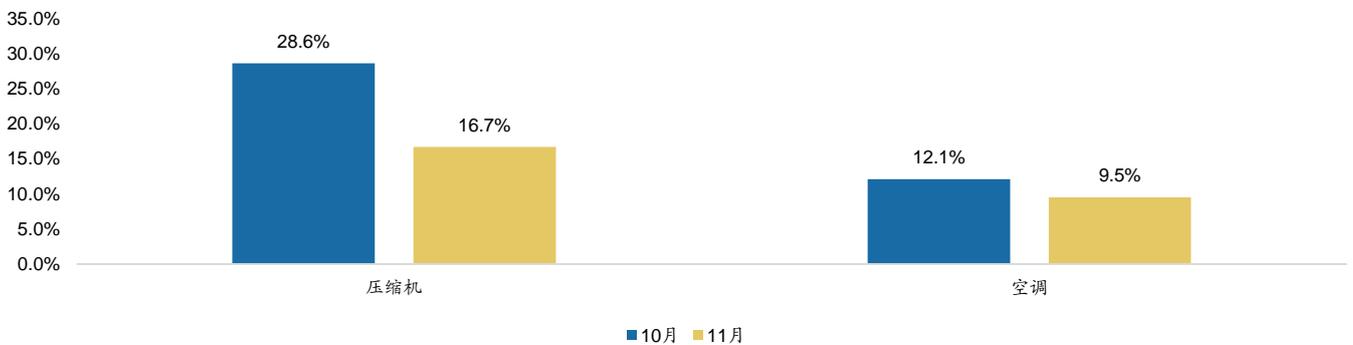
2019年二、三两个季度内销出货同比连续下滑，而2018年四季度总体内销出货规模同比下降10.3%，同样是大基数回调。另外同时也要考虑到空调上下游行业的排产趋势，根据产业在线的监测，2019年10月和11月空调和转子压缩机的排产都呈现增长的趋势，尤其是压缩机排产增速都在双位数。

图10: 2018-2019中国家用空调分季度国内出货增速及预测 (%)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图11: 2019年10月、11月转自压缩机和空调内销排产增速 (%)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

### 品牌发展差异性显著

多年来空调行业稳固的品牌格局在2019年出现了很多变化, 企业间战略方向和竞争手段的差异性, 导致品牌发展呈现完全迥异的表现。美的无疑是今年最为亮眼的品牌, 同时奥克斯也实现了逆市增长。更多的增长聚焦在少数品牌, 也正是少数品牌的的增长在很大程度上影响和改变了行业发展的趋势。

以截止到2019年9月的内销累计出货数据为例, 如果去掉美的和奥克斯, 其他品牌的累计增长是-8.2%, 而不是目前的-0.7%。如果单看9月数据, 去掉这2家的量, 其他品牌合计的出货规模是同比-6.2%的降幅, 而不是8.1%的正向增长。

对于今年的空调行业来说, 增长压力在, 但是盈利压力更为突出, 尤其是腰部品牌和众多小品牌, 龙头企业价格不断下探的过程, 带给这些企业更大的竞争和更多的盈利障碍。因此, 面对未来的发展, 企业一方面要做好一段时期内承压前行的心理准备, 另一方面也要把握发展的机会, 如能效新政策的机会, 变频、新冷媒以及家庭中央空调等细分产品市场的机会。

(新闻来源: 产业在线)

### ➤ 便携式品质小家电消费时代正悄然来临

近两年来，国内经济低迷，家电行业也受到的挑战，价格战再起。但是在这样的大背景下，小巧精致的便携式小家电成为冬日里的一枝独秀，根据奥维云网(AVC)监测数据显示，便携式小家电产品在2019呈现爆发增长，其中包含便携式随行杯、折叠电水壶、便携手持挂烫机等。

数据显示，目前欧美家庭平均每户拥有小家电超过30台，而我国城市户均小家电保有量仅在10台左右，农村户均保有量不到5台。所以未来小家电释放空间比较大。

**便携式产品是居家旅行的必备小家电，由于它的特殊属性，主要定位三大群体，租房人群、都市白领、差旅人群。**

租房族由于居住地不够稳定，大部分人不会使用较多高端以及超高端的家用电器，他们更注重产品功能是否满足需求，如果产品具有多功能那就更适合租房一族了；而对于都市白领来说，由于工作繁忙，空闲时间有限等原因，都市白领更看重操作简便、省时省力的家用电器，同时他们也会注重生活品质，比如在工作之余，更够给自己做一杯鲜榨果汁来补充维生素C,那么随行果汁杯就能给他们生活带来一丝丝乐趣；差旅人士由于工作性质的不同，那么小巧易收纳的电器比如便携式手持挂烫机算是出差必备小家电了，加之近段时间频频曝光的酒店卫生脏乱差比如“酒店住客用水壶煮内衣”等事件之后，便携式易折叠电水壶就对经常出差或旅游需要住酒店的人士就显得格外重要。

#### 百元以内机型最受欢迎

目前市场上较为火爆的便携式产品具有一些共同的特质，比如低价、高颜值，其中百元以内机型最受欢迎，以手持式挂烫机为例，根据奥维云网(AVC)监测数据显示，百元之内的手持式挂烫机份额在今年呈现明显的增长趋势，到2019年9月百元手持挂烫机销售额份额已经达到56.8%。

#### 高颜值便携式产品需求较高

除了价格便宜之外，外观精致、时尚的便携式小家电更受欢迎，目前较为流行的就属马卡龙系列。

#### 社交电商成为便携式小家电的主销平台之一

前几年，我们在线上购物途径比较单一，主要在传统电商，但是近几年的社交电商异军突起，也使得用户购物路径也发生了改变，从搜索式购物到发现式购物快速促成转化率，它与在传统电商购买很大的区别是非计划性需求，消费者在社交分享和内容的驱动下从注意到兴趣，产生非计划性购买需求更容易刺激消费者产生冲动型消费，而便携式小家电产品由于物美价廉，很容易在各大网红、达人等推荐下形成冲动购物。

随着生活节奏的加快，未来便携式小家电市场也将会逐渐增大，需要各大厂商去留意，这部分市场一定不可小觑，便携式品质小家电消费时代正悄然来临。

(新闻来源：奥维云网)

## 公司动态：美的采暖全屋定制

### 美的全屋定制取暖盛大发布，创新产品精准匹配消费者取暖需求

2019年10月31日，美的全屋定制取暖媒体发布会在杭州举行。美的生活电器事业部国内营销总经理廖润菲、美的生活电器事业部两季首席产品经理李殿飞、美的生活电器事业部冬季产品开发产品经理杜文波及全国二十多家媒体代表出席了此次活动。

#### 明星与场景相结合，沉浸式演绎全屋定制取暖体验

相比其他家电，取暖器始终难言满意。其最大的痛点，在于消费升级下，受众及其复杂的场景取暖痛点——卧室需要温湿度平衡，客厅需要大面积整体取暖、浴室需要安全快速升温……这样的多元化场景取暖需求，目前取暖器产品很难解决。

针对这种痛点，美的推出全新行业概念——全屋定制取暖——基于家庭环境中的不同场景，针对性推出匹配消费者痛点的场景取暖器，力图实现用户全屋场景下的“不冷场”。

为了让参观者更好的了解与体验，美的特意将三位大咖的“家”搬到了活动现场。分别打造了“李现的客厅”、“姜思达的书房”与“烈儿宝贝的卧室”——结合三位明星的不同调性与场景需求，将对应产品与明星匹配，营造出了沉浸式的全屋定制取暖体验与互动。

在全屋定制取暖概念形成之前，美的曾收集了网上数万名消费者对于取暖器的痛点与诉求并发现一个共性——不同场景下的不同取暖需求，不能被目前功能单一的取暖器产品所满足；在发现了这个隐藏的消费者需求后，美的研发人员又实地走访了150余家消费者家庭，真正了解到，场景取暖痛点的重要性，才开始着手研发，最终有了今天的全屋定制取暖系列产品。

如客厅场景中的M•Seasons，是美的行业首创。针对多人聚会、大空间的客厅场景特征，快速、整体均匀取暖的场景取暖痛点。Seasons创新的集取暖、加湿与冷风功能于一体，一台机器匹配一年四季。雾随风动的加湿技术配合广角摆风设计，不仅可以进行独立加湿，更可以与取暖或冷风功能相结合，于冬日释放温润暖风，在酷暑制造出凉爽微风。

又如匹配卧室的加湿踢脚线，更好地匹配了卧室休息需求。自下而上的加热系统，形成一堵暖墙，隔绝冷空气，在室内形成热循环，加热更快更立体。拥有独立的加湿功能，在调节温度的同步加湿空气，保证室内温度适中保持在舒适圈内。

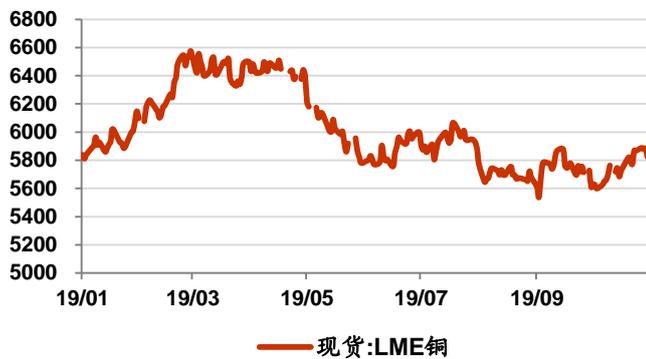
其他如浴室内防水还能烘衣服的凯旋门取暖器，还是小空间书房内小巧快速隐形取暖的“小情书”暖风机，无不从最细节着手，洞察消费者细小场景需求，匹配消费者场景取暖痛点。

目前，美的联合亚朵打造的数十间美的全屋定制取暖体验房已在全国各地面向公众开放，有兴趣体验定制场景取暖的消费者可以前往体验。

（新闻来源：艾肯家电网）

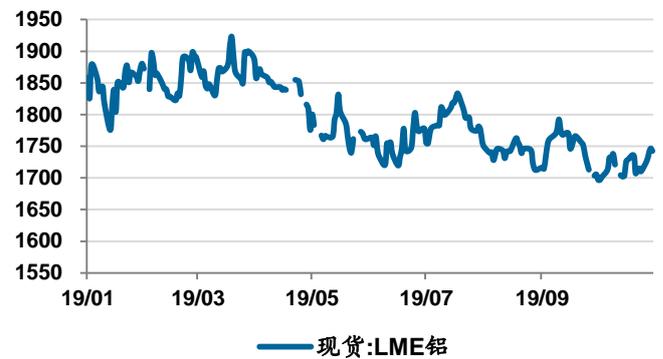
原材料价格及汇率变动跟踪

图12: LME铜价格 (美元/吨) 本周下跌0.7%



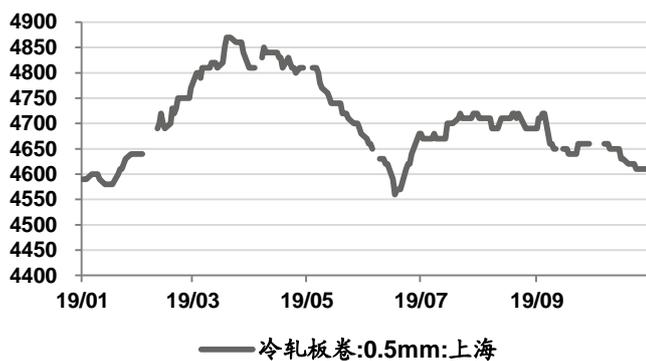
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心  
注: 本周指 2019.10.25-2019.10.31, 下同

图13: LME铝价格 (美元/吨) 本周上涨1.6%



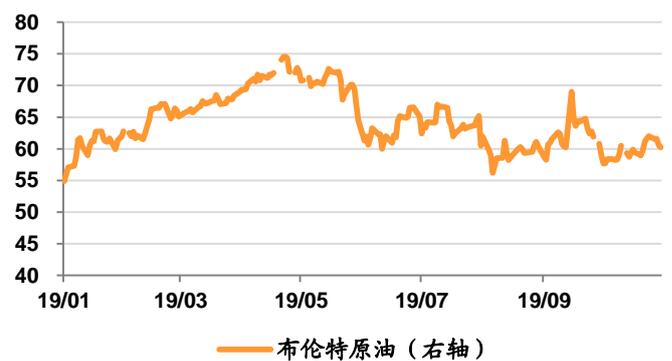
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 冷轧卷板价格 (人民币元/吨) 本周下跌0.2%



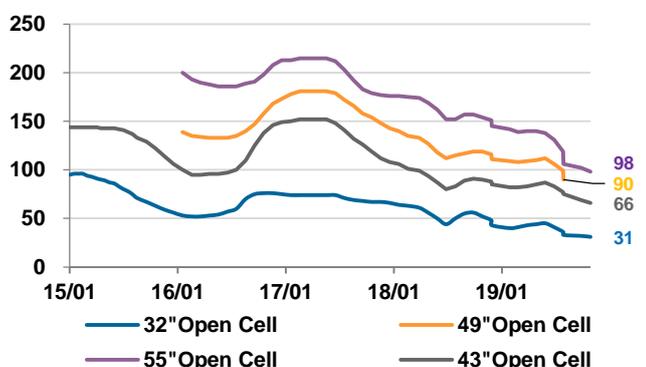
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 布伦特原油期货价格 (美元/桶) 本周下跌2.3%



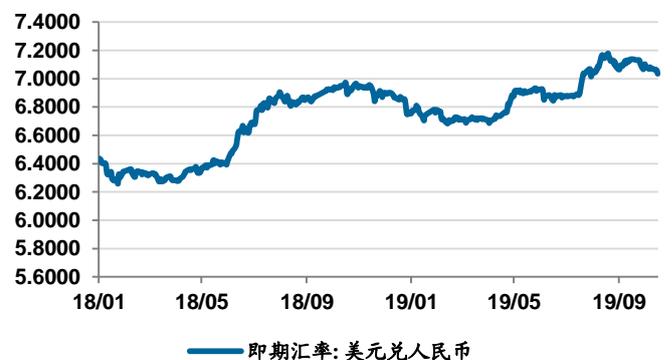
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 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17: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率升值 (本周末1美元=7.0350人民币, 上周末1美元=7.0702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

### 家电行业三季报总结：龙头业绩韧性十足，竣工驱动拐点将至

#### ● 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正增长（YoY+2.7%）；净利润增长优于收入（YoY+10.7%）。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，板块有望迎来拐点。我们建议继续关注短

期业绩确定性高，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。

## 2019Q3 持仓：配置比例仍处近年同期高位

### ● 公募基金重仓数据分析：Q3 配置家电板块比例环比略有下降，但仍处于近年来的同期高位

截止至最近一个交易日，公募基金2019年三季报已经披露完毕。Wind数据显示，公募基金重仓股配置消费龙头的意愿环比略有下降，其中持有家电板块市值达601亿元（QoQ -4%），对家电行业超配比例达3.2%（QoQ -0.7pct），配置比例达5.3%（QoQ -0.6pct），处于2008-2019年的历史第二高位，仅次于2017Q3。

从历史的角度来看，公募对家电板块的配置比例在三季度通常会受家电行业自身需求以及资产配置偏好的季节性因素影响处于相对低位，2008-2019年以来同年Q1 / 同年Q2 / 同年Q4 / 次年Q1公募基金配置家电比例平均高于Q3的幅度分别为0.38pct / 0.42pct / 0.41pct / 0.77pct，概率分别为75% / 58% / 64% / 82%。

分子行业来看：公募对白电、厨电、小家电行业的配置比例分别达到4.7% / 0.1% / 0.3%（QoQ -0.6pct / -0.1pct / -0.1pct），白电、厨电与小家电配置比例环比均略有下滑。

个股方面，公募基金重仓持股市值占个股流通市值比例环比2019Q2看：

(1)白电：美的集团、格力电器、海尔智家分别-0.6pct / 0.0pct / +0.1pct，二线龙头海信电器有所回升+0.7pct；

(2)厨电：浙江美大得到增持+0.5pct，老板电器、华帝股份则受到减持，所占比例分别下降1.1pct / 4.7pct；

(3)小家电：按摩椅公司荣泰健康获得0.2pct的小幅增持，奥佳华则继续二季度势头减持明显，所占比例变动达-7.7pct，九阳股份、新宝股份分别下滑0.9pct / 0.4pct，苏泊尔则略获增持0.3pct；

(4)照明&零部件：欧普照明略有减持0.5pct，阳光照明获增持0.2pct。

### ● 北上资金持仓数据分析：家电龙头仍受青睐

北上资金超配食品饮料、家电、医药、餐饮旅游、建材行业较多，超配比例分别达到13.4% / 8.0% / 3.0% / 1.5% / 1.3%（QoQ -1.6pct / -0.2pct / +0.2pct / -0.2pct / +0.2pct）。从家电板块的个股来看，截止至2019Q3持股占总股本比例TOP5的分别为美的集团、海尔智家、格力电器、老板电器、三花智控的14.8% / 12.0% / 11.9% / 11.4% / 9.4%。

三季度北上资金在家电龙头白马股中整体有所增持，截止至2019Q3持有市值占流通市值的比例：

(1)白电：持有美的集团、格力电器、海尔智家的占比分别15.1% / 12.0% / 12.5%

(QoQ +0.8pct / +1.4pct / +1.8pct) ;

**(2)厨电:** 持有老板电器、华帝股份、浙江美大的占比分别11.6% / 0.7% / 5.4% (QoQ +2.5pct / -0.2pct / +3.4pct) ;

**(3)小家电:** 持有苏泊尔、飞科电器、九阳股份、新宝股份的占比分别7.2% / 0.6% / 2.5% / 0.9% (QoQ +0.2pct / -0.5pct / +0.1pct / +0.1pct) ;

**(4)照明&零部件:** 持有三花智控、欧普照明的占比达到10.7% / 2.1% (QoQ +1.2pct / -12.8pct) 。

### ● 投资建议

我们认为竣工表现的逐渐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持续稳健增长，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马龙头：**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**。

### ● 风险提示

地产销售大幅下滑；国内消费力持续减弱；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

## 9月数据点评：竣工企稳带动家电社零同比回暖，空调出货环比改善显著

### ● 家电社零数据：竣工企稳带动地产后周期品种同比增速回暖

根据国家统计局数据，2019年9月社会消费品零售总额单月同比增长7.8%（较上月上升0.3pct）；限额以上企业消费品零售总额单月同比增长3.1%（较上月上升1.1pct），家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额同比增长5.4%（较上月上升1.2pct）。

### ● 地产数据：住宅竣工单月同比年内首度回正

根据国家统计局数据，2019年9月商品住宅销售面积同比上升4.1%（较上月下降3.7pct），商品住宅新开工面积同比上升8.1%（较上月上升3.6pct），商品住宅竣工面积同比上升1.1%（较上月上升1.8pct）。

### ● 汇率、原材料数据：人民币升值，面板价格持续下行

根据Wind数据，2019年10月以来人民币兑美元升值1.0%；10月铝、铜、布伦特原油分别上涨0.7%、2.5%、1.5%，冷轧板卷下降0.9%；LCD面板价格在历史低位继续下探。

### ● 白电出货端：空调内外销持续改善

根据产业在线数据，2019年9月，空调：内销666.9万台，YoY+8.1%（1-9月7551.9万，YoY-0.7%）；外销303.8万台，YoY+8.1%（1-9月4748.6万，YoY-1.9%）。冰箱：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%）。洗衣机：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%）。

### ● 白电厨电零售端：电商表现维持良好景气

根据奥维云网数据，2019年9月，空调、冰箱、洗衣机、油烟机线下零售量YoY: -7.4%、-6.8%、-13.3%、-14.7%，线上零售量YoY: +16.0%、+20.0%、+21.9%、+49.0%；空调、冰箱、洗衣机、油烟机线下均价YoY: -5.1%、-0.1%、+4.2%、-4.0%，线上均价YoY: -8.4%、-6.8%、-5.9%、-11.0%。

### ● 投资建议

9月宏观家电社零数据有所回暖，微观线下零售数据回落，线上保持强势。总体来看，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。

### ● 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。

## 格力电器公告点评：混改即将落地，估值中枢提升可期

### ● 高瓴资本主导的珠海明骏成为格力 15% 股权最终受让方

2019年10月28日晚，格力电器发布公告称控股股东格力集团拟协议转让公司15%股权的最终受让方为高瓴资本主导的珠海明骏，其需在10个工作日内与格力集团签署《股权转让协议》。为维护管理层稳定，珠海明骏已向格力电器管理层提出合作邀请，若管理层接受邀请，双方需在《股权转让协议》签署前对外披露具体合作方案。

### ● 回顾混改历程，历经 7 个月落地在即

2019年4月1日格力电器首次发布公告称控股股东格力集团正筹划转让所持有部分格力电器股权；4月9日公告拟转让股本9.0亿股（占总股本15.0%），转让价格不低于45.67元/股（后除权除息调整为44.17元/股）；8月12日公告珠海国资委同意格力电器国有股权转让项目公开征集受让方方案，对意向方法律主体作出规定，并在促进公司发展、管理层稳定、治理结构改善等方面提出要求；9月3日公告两家意向受让方分别为高瓴主导的珠海明骏与厚朴主导的格物厚德。10月28日晚公告高瓴主导的珠海明骏成为最终受让方，标志着历经7个月左右的混改落地在即，格力电器将从国有控股转为股东属性多元化的股权结构。

### ● 高瓴资本多领域投资成绩斐然，与管理层有望实现良好协同

珠海明骏背后的高瓴资本在消费、先进制造等领域过往投资成绩斐然，拥有较好的战略资源储备，有望对格力电器新阶段的发展形成正向引导。考虑到珠海明骏已向格力电器管理层提出合作邀请，我们预计现有管理层将维持稳定并在经营层面保持高度自主，绑定公司与管理层利益的股权激励等措施预计也将随合作方案（或在后续）推出，从而进一步优化公司治理结构。

### ● 投资建议

公司作为空调行业龙头，从生产、产品、渠道、品牌等多维度均具备显著的竞争优势。随着混改即将落地，基于受让方与管理层的诉求，公司未来治理结构优化、稳定分红预期均值得期待，长期压制估值的因素有望消除，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

控股股东股权转让终止；地产销售大幅下滑；国内消费力持续减弱；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

## 美的集团三季报点评：Q3 业绩超预期，彰显龙头实力

### ● Q3 单季收入符合预期，业绩超预期，龙头实力凸显

2019Q1-Q3公司实现营业收入2209.2亿元（YoY+7.4%），归母净利213.2亿元（YoY+19.1%），毛利率29.1%（YoY+1.8pct），净利率9.6%（YoY+0.9pct）。Q3单季营业总收入671.5亿元（YoY+6.4%），净利润63.0亿元（YoY+18.6%，该口径可视作剔除小天鹅Q3并表影响），归母净利61.3亿元（YoY+23.5%），毛利率27.5%（YoY+0.7pct），净利率9.1%（YoY+1.3pct）。

Q3收入符合预期，业绩超预期。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。费用端，Q3销售、管理、研发费用率分别同比变动+0.2、-0.5、-0.2pct，控费降本有效驱动单季业绩超预期。

### ● 促销带动空调零售持续亮眼，冰洗线下产品结构升级带动均价提升

出货端，根据产业在线数据，2019Q3美的空调、冰箱、洗衣机内销出货量YoY分别为+14.8%、+2.5%、-3.9%，空调比行业增速高18.4pct，冰箱、洗衣机分别比行业增速低1.0pct、2.8pct，主要是上半年出货增多所致。美的空冰洗外销出货量YoY分别为+14.2%、+8.1%、+20.1%，比行业增速高18.8pct、5.2pct、14.0pct。均价端，根据奥维云网数据，美的空冰洗及小天鹅洗衣机前三季度线下/线上零售均价YoY分别-5.9%/-8.6%、+4.9%/-10.3%、+1.2%/-8.0%、+14.1%/-6.0%。空调基于前期原材料价格下行带来的成本红利，年初以来通过有力促销抢占市场份额，冰洗线上通过打造高性价比爆款机型带动份额拉升，在线下则依托产品结构升级实现均价、份额齐升。总的来说，公司家电原主业依靠不断提升的产品力、积极拥抱新渠道以及灵活的销售策略，增长依旧稳健。

### ● 库卡单季收入端跌幅收窄，利润恢复增长，受外部环境短期仍将承压

根据库卡三季报数据，受下游汽车行业景气持续低迷影响，2019Q1-Q3库卡收入23.7亿欧元（YoY-3.1%），税后利润0.62亿欧元（YoY-15.0%）。Q3单季收入8.3亿欧元（YoY-2.1%），税后利润0.27亿欧元（YoY+19.1%），收入端跌幅收窄，在去年同期低基数下利润端恢复增长。截至9月底库卡在手订单20.6亿欧元，YoY-6.3%，预计短期仍将承压。

### ● 投资建议

我们预测2019-2021年公司归母净利分别为239.5、268.1、300.4亿元，同比分别增长18.4%、12.0%、12.0%。结合Q3业绩超预期，公司龙头地位稳固，同时正从家电集团向科技集团不断迈进，股权激励继续强化，业绩持续增长可期。考虑公司业务多元，选取家电龙头作为可比公司，参考平均估值，考虑到公司综合龙头地

位，各品类竞争力均较为突出，应给予一定估值溢价，故给予2020年19xPE，上调合理价值至73.17元人民币/股，维持“买入”评级。

● **风险提示**

原材料价格大幅上涨；房地产低迷；行业竞争格局恶化。

**海尔智家三季报点评：业绩符合预期，卡萨帝收入增速环比提升**

● **剔除物流出表因素后主业增长符合预期，盈利能力基本持平**

公司发布2019年三季报：2019年前三季度公司实现营业总收入1489亿元（YoY+7.7%），毛利率29.1%（YoY+0.0pct），归母净利77.7亿元（YoY+26.2%），归母净利率5.2%（YoY+0.8pct）。Q3单季营业总收入499.2亿元（YoY+4.6%），毛利率29.1%（YoY+0.1pct），归母净利26.2亿元（YoY+91.0%），归母净利率5.3%（YoY+2.4pct）。

剔除物流出表因素后前三季度收入增速为9.5%，第三季度单季收入增速为9.1%，其中处置物流股权贡献归母净利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，前三季度扣非净利润增速为5.6%。

● **内销份额继续提升，卡萨帝增速环比提升，外销维系较快增速**

内销业务在弱市之下份额继续提升。中怡康数据显示，公司冰/洗/空/热/厨电线下与线上市场份额分别提升1.4pct / 2.7pct / 0.7pct / 1.9pct / 0.8pct；1.9pct / 1.3pct / 0.1pct / 1.5pct / 1.1pct。卡萨帝增速环比提升，前三季度收入增长25%，其中第三季度单季收入增长42%。

公司海外收入前三季度增长25%，其中北美 / 欧洲 / 南亚 / 东南亚 / 日本 / 澳新 / 中东非分别增长 11.6% / 224.5% / 14.1% / 22.4% / 9.7% / 3.2% / 9.2%，其中欧洲区域受到并表Candy的影响增长明显，多方面平台整合促进的协同效应也使其三季度业绩大幅改善，经营成果逐步体现。

另外公司继续引领场景化方案、生态覆盖行业的转型，加大AI-IoT投入：家具一体化方案平均用户价格高达40万元；食联网、衣联网、空气网生态收入分别达到7.3亿元 / 16.2亿元 / 9.4亿元（YoY +40% / 46% / 79%）；前三季度网器绑定量、白电智能产品激活率、用户活跃数分别增长137% / 92% / 195%。

● **毛利率费用率平稳，盈利能力基本持平**

公司2019年前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为15.3% / 4.6% / 3.0% / 0.6%（YoY-0.3pct / +0.2pct / +0.2pct / +0.1pct）整体费用水平基本平稳。

● **业绩预测**

预计2019-2021 年归母净利润分别为93.7 / 78.7 / 86.1亿元，同比增长26.0 / -16.1% / 9.5%，若剔除非流动资产处置收益的影响预计实际利润增速略快于收入增速。考虑到公司前瞻性的战略布局以及未来经营持续改善的预期，结合可比公司利润增速与估值水平，给予公司2020年16.0xPE，对应合理价值为19.84元/股，维持“买入”评级。

● **风险提示**

原材料价格、汇率大幅波动；经济和消费增速放缓；竞争格局恶化。

### 格力电器三季报点评：业绩平稳，混改落地有望提升估值

#### ● 弱需求下 Q3 单季收入业绩维持平稳，经营性现金流显著改善

2019Q1-Q3公司实现营业收入1550.4亿元（YoY+4.3%），归母净利221.2亿元（YoY+4.7%），毛利率30.2%（YoY+0.01pct），净利率14.3%（YoY+0.1pct）。Q3单季营业收入577.4亿元（YoY+0.03%），归母净利83.7亿元（YoY+0.7%），毛利率28.7%（YoY-1.6pct），净利率14.5%（YoY+0.1pct）。Q3费用率，销售、管理、研发分别为8.2%（YoY-0.2pct）、1.8%（YoY+0.02pct）、2.8%（YoY-0.9pct），毛销差为20.5%（YoY-1.4pct），结合公司新冷年政策，我们认为公司在出货端让利渠道的力度有所加大使得Q3毛销差有一定下行。

在其他核心指标上，公司经营性现金流净额显著改善（YoY+117.1%），主要是公司加快了现金回笼使销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加。其他流动负债623.9亿元，相比年初维持平稳。预收款项YoY-16.1%，我们认为与新冷年在弱需求环境下公司为渠道解压有关。

#### ● Q3 竞争策略更为积极，季末市占率改善显著，渠道库存可控

进入Q3后，面对竞争对手持续促销竞争，公司的竞争策略尤其在新冷年开盘后更为积极。奥维云网数据显示，Q3公司空调线下、线上均价月平均YoY分别为-4.3%、4.3%（Q2分别为3.3%、5.9%），促销使公司重拾强大竞争力，线下市占率在9月更是重回40%以上。出货端，产业在线数据显示，2019Q3内销YoY-6.8%（Q2-8.6%），外销YoY+2.3%（Q2-15.0%），内外销环比均有改善。目前公司渠道库存仅略高于历史平均水平，随着2018Q4内销出货基数进一步降低，我们预计Q4出货表现将进一步改善。

#### ● 混改落地，高瓴资本助力治理结构优化，估值空间有望打开

根据公司10月28日晚公告，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，11月11日前将与格力高管达成是否合作的协议、与格力集团签署《股权转让协议》。高瓴资本在消费、先进制造等领域投资成绩斐然，战略资源储备充足，有望对格力电器新阶段发展形成正向引导。此外，珠海明骏已向格力电器管理层提出合作邀请，预计管理层将维持稳定并在经营层面保持高度自主，同时股权激励计划也有望在后续推出。在高瓴资本助力下，长期压制公司估值的治理结构因素有望消除。

#### ● 投资建议

公司作为空调行业龙头，从生产、产品、渠道、品牌等多维度均具备显著的竞争优势，在2018Q3高基数的背景下公司收入业绩依然表现平稳。随着混改即将落地，基于受让方与管理层的诉求，公司未来治理结构优化、稳定分红预期均值得期待，长期压制估值的因素有望消除。我们预计2019-2021年归母净利润为282.4、313.0、344.6亿元。外资流入叠加混改即将落地将有效驱动估值中枢提升，基于此我们继续给予格力电器对应2020年PE 14.0x，合理价值72.58元/股，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

控股股东股权转让终止；地产销售大幅下滑；国内消费力持续减弱；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

## 老板电器三季报点评：收入增速环比改善，盈利能力超预期

### ● 收入增速环比改善，盈利能力上升

2019年前三季度收入56.3亿元 (YoY+4.3%)，毛利率55.0% (YoY+1.7pct)，归母净利10.9亿元 (YoY+7.3%)，净利率19.3% (YoY+0.5pct)。Q3单季收入21亿元 (YoY+10.6%)，毛利率55.7% (YoY+2.6pct)，归母净利4.2亿元 (YoY+18.2%)，净利率19.8% (YoY+1.3pct)。公司预计2019年归母净利15.0亿元至16.2亿元，同比增长2%-10%，其中Q4单季度归母净利变动幅度对应为-2.2%至16.5%。

### ● 竣工释放仍待兑现零售景气度相对较低，精装修推动工程渠道放量

零售端：奥维云网数据显示2019年前三季度油烟机线下 / 线上销售额分别为47.5 / 32.2亿元 (YoY-12.9% / +8.7%)，2019Q3油烟机线下 / 线上销售额分别为16.3 / 11.1亿元 (YoY-10.3% / +20.7%)，其中老板电器2019Q3线下 / 线上市场份额分别为27.5% / 21.7% (YoY-1.5pct / +2.9pct)，整体看零售线下压力较大，线上相对较好，但Q3环比均略有改善。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%)，9月单月转正，交付释放拉动零售需求仍待兑现。

工程端：奥维云网数据显示，2018年全装修开盘套数253万套 (YoY+60%)，渗透率达17% (YoY+6pct)，而其中传统厨电产品的配套率超过95%。老板电器在全装修市场优势明显，全装修交付比例提升带动公司工程渠道放量，是公司收入增长改善主要原因。

### ● 成本压力缓解带动盈利能力提升，工程渠道账期较长略微拉低周转率

2019年以来厨电主要原材料冷轧板价格持续下行，为公司成本压力缓解作出了显著贡献，叠加增值税调整等利好因素带动公司整体毛利率、净利率在弱市下仍有上行。

考虑到行业惯例，地产下游的供应商通常会有不同程度的垫资行为，随着工程收入占比的提升公司应收账款与票据有所上升，截止至2019Q3公司账上应收票据 / 账款分别为16.4亿元 / 5.0亿元 (YoY+31.3% / +63.5%)，相比期初增长3.7亿元 / 0.6亿元。

### ● 盈利预测

一方面考虑到地产竣工周期拉长后的集中释放，厨电需求在未来几个季度或有望触底回升迎来好转，公司作为龙头将有所受益；另一方面工程渠道增长情况良好，公司作为高端品牌竞争力显著，成为新的增长点。因此，我们预计2019-2021年公司归母净利润分别为16.0 / 18.3 / 20.6亿元，同比增速分别为8.6% / 14.0% / 13.1%。考虑到公司工程渠道放量以及盈利能力超预期，参考可比公司平均估值水平以及公司的业绩增速，给予公司2020年18.0xPE，对应合理价值34.56元/股，上调至“买入”评级。

## 九阳股份三季报点评：收入保持良好增长，经营趋势持续向上

### ● 收入持续保持良好增长

2019年前三季度公司实现营业总收入62.5亿元（YoY+15.0%），毛利润20.2亿元（YoY+14.8%），毛利率32.3%（YoY-0.1pct），归母净利6.2亿元（YoY+8.5%），净利率9.9%（YoY-0.6pct），扣非归母净利润5.8亿元（YoY+25.2%）。

Q3单季营业总收入20.7亿元（YoY+15.0%），毛利润6.7亿元（YoY+19.5%），毛利率32.3%（YoY+1.2pct），归母净利2.1亿元（YoY+6.4%），净利率10.2%（YoY-0.8pct），扣非归母净利润2.1亿元（YoY+18.7%）。

Q3收入保持良好增长，毛利率提升1.2pct，费用率整体有所下降，所以扣非归母净利同比增速快于收入。但由于Q3投资收益和资产处置收益减少、捐赠支出增加等非经常收益同比减少，所以扣非后归母净利快于归母净利同比增速。

### ● 产品力、渠道力持续提升，经营情况持续向好

短期来看：公司产品端、渠道端持续优化，收入利润有望持续保持良好增长，具体来看：1) 产品力：公司产品创新能力较强，近年来产品结构持续优化，多品类战略卓有成效，公司推出的新款静音破壁机、电饭煲等，市场反响良好。2) 渠道力：经过线下经销商调整、门店升级，渠道力提升，持续拓展品牌店，逐步建立立体化渠道结构。

长期来看，内销业务，公司作为小家电行业龙头，未来市场份额有望持续提升，同时公司激励良好，长期发展值得期待；外销业务，主要来自于九阳为母公司收购的SharkNinja的代工订单，我们预计未来关联交易会持续增加，外销收入有望实现高速增长。

### ● 投资建议

盈利预测基本假设：我们预计小家电行业集中度持续提升，基于此，我们预测公司2019-2021年归母净利分别为8.2、9.4、10.6亿元，同比增长分别为8.4%、15.3%、12.6%。公司作为小家电创新龙头，渠道力、产品力持续提升，业绩持续保持良好增长，参考小家电公司2020年平均PE估值20倍，给予九阳2020年20xPE，对应合理价值24.6元人民币/股，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

新品推广低于预期；原材料价格上涨；行业竞争恶化；消费升级趋势放缓；均价提升速度放缓；公司宣传投入过大。

## 小熊电器三季报点评：收入高增长，加大费用投入导致利润增速放缓

### ● Q3 收入保持快速增长，销售费用率提升导致利润同比增速慢于收入

2019年前三季度公司实现营业总收入17.2亿元（YoY+30.6%），毛利润6.1亿元（YoY+38.8%），毛利率35.3%（YoY+2.1pct），归母净利1.7亿元（YoY+40.5%），净利率9.7%（YoY+0.7pct）。

Q3单季营业总收入5.3亿元（YoY+33.1%），毛利润1.8亿元（YoY+33.1%），毛利率33.7%（YoY+0.0pct），归母净利3986万元（YoY+14.7%），净利率7.5%（YoY-1.2pct）。

Q3收入保持快速增长，归母净利同比增速显著慢于收入增速，主要由于Q3销售费用率同比提升5pct至16.9%，我们认为，公司在三季度产品推广费用投入力度加大，导致销售费用率同比上升。

● **长尾精品开发，特色品牌营销，助力公司实现快速增长**

公司将品牌差异化地定位于“萌”家电，聚焦小家电长尾市场，产品兼具功能、颜值、性价比，依赖电商渠道，采取创新营销手段，近年来，收入实现快速增长。长期来看，公司有望保持良好增长，主要来自于：

1) 行业：均价提升叠加产品扩容将使得小家电行业继续维持稳健增长。根据Frost & Sullivan 预测，2018-2023 年行业整体CAGR=12%，线上占比也有望延续过往提升趋势；

2) 公司：目前公司主要产品产销率大于95%，产能利用率大于9成、募投产能放量有望打开公司增长空间；

3) 新品的有效拓展也是公司增长的另一大驱动要素，未来有望持续贡献新的增长点。

● **盈利预测与投资建议**

我们假设：1) 消费升级趋势持续，销量、均价保持稳步提升；2) 毛利率：公司聚焦新兴长尾品类，格局受到冲击的可能性较小，因此假设毛利率维持平稳。预计公司19-21年归母净利润分别为2.4亿、3.0亿、3.7亿元，同比增长30%、25%、24%，对应19-21年EPS分别为2.01、2.52和3.11元。公司作为创意小家电细分市场龙头，近年来，收入利润实现快速增长，以苏泊尔、九阳股份等多家A股上市小家电公司作为估值参考，2020年平均PE估值为20.4倍，考虑公司内销占比较高且成长性更足，我们给予公司一定溢价，给予2020年30xPE，对应合理价值为75.6元人民币，给予“增持”评级。

● **风险提示**

销售渠道聚焦线上，过于单一；小米、精品电商冲击，分流长尾市场；开发新兴品类推广不及预计；传统龙头加大线上布局力度，竞争格局恶化。

**莱克电气三季报点评：收入下滑，人民币贬值带动盈利能力提升**

● **受外销业务影响，Q3收入下滑，人民币贬值带动盈利能力提升**

2019年前三季度公司实现营业总收入42.1亿元（YoY-1.2%），毛利润11.1亿元（YoY+7.2%），毛利率26.3%（YoY+2.1pct），归母净利3.8亿元（YoY+13.0%），净利率9.1%（YoY+1.1pct）。

Q3单季营业总收入14.2亿元（YoY-1.6%），毛利润3.9亿元（YoY+9.2%），毛利率27.5%（YoY+2.7pct），归母净利1.5亿元（YoY+9.3%），净利率10.3%（YoY+1.0pct）。

Q3收入同比下滑，我们认为，主要受到外销业务的影响。利润增速快于收入增速，主要原因：Q3毛利率提升2.7pct，具体来看：一方面，毛利率更高的内销业务占比提升，带动了毛利率提升；另一方面，人民币（兑美元）相对去年同期贬值，也会导致毛利率提升。同时，公司加大研发投入，研发费用率同比提升2.1pct至5.6%。

● **海外建厂有望帮助外销业务改善，同时期待内销业务逐步好转**

外销业务：受中美贸易摩擦的影响，外销业务增长乏力，但是2019年8月28日公司公告拟在泰国设立子公司，扩大海外生产能力，公司未来将会更好地应对未来的贸易环境动荡。

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

● **投资建议**

我们预计：1) 内销：吸尘器等家居小家电渗透率将逐步提升，同时公司通过拓展线上、线下渠道，持续开拓自主品牌业务，有望促进市场份额的提升；2) 外销：随着外销环境改善，有望恢复良好增长；3) 原材料价格下降，盈利能力提升。基于此，我们预测2019-2021年归母净利为4.8、5.2、5.7亿，同比增速分别为13%、8%、10%，参考可比公司估值，给予公司2020年18xPE，对应合理价值23.22元人民币/股，维持“增持”评级。

● **风险提示**

汇率大幅波动，原材料大幅涨价，海外经济低迷，吸尘器市场竞争加剧，家居类小家电渗透速度放缓，公司渠道拓展不力。

**飞科电器三季报点评：收入下滑幅度略有收窄**

● **收入下滑幅度略有收窄**

2019年前三季度公司实现营业总收入27.2亿元 (YoY-3.5%)，毛利润10.6亿元 (YoY-5.0%)，毛利率39.0% (YoY-0.6pct)，归母净利5.3亿元 (YoY-14.5%)，净利率19.5% (YoY-2.5pct)。

Q3单季营业总收入10亿元 (YoY-0.8%)，毛利润3.9亿元 (YoY-1.9%)，毛利率39.6% (YoY-0.4pct)，归母净利1.9亿元 (YoY-13.0%)，净利率19.5% (YoY-2.7pct)。

Q3收入下滑幅度有所收窄，收入同比增速环比加快4.8pct，期待公司经营情况持续恢复。利润增速慢于收入增速，主要由于销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别提升0.6/1.0/0.6pct。

● **公司市场地位依然稳固，期待渠道稳定后公司恢复增长**

国内整体消费需求趋弱，在此环境下，2019Q2公司将省区批发调回全国批发，优化批发经销商的考核激励机制，充分调动经销商的积极性，利用批发的优势对线下市场进行补充，2019Q3收入下滑幅度已经收窄，我们期待渠道稳定以后恢复增长。

公司作为美容小家电龙头，地位依然稳固。中长期来看，品类延伸、国际拓展也将是新的增长点。

● **投资建议**

盈利预测基本假设：1) 行业集中度将持续提升；2) 消费升级趋势持续；3) 新品类稳步上市。根据以上假设，我们预计2019-2021年归母净利7.6、8.3和8.8亿元 (同比增速分别为-9.7%、8.4%、6.3%)，参考小家电企业的平均PE估值为2020年20.5倍，但考虑到公司收入增速慢于同行业其他公司，给予2020年19xPE，对应

合理价值36.1元人民币/股。维持“增持”评级。

● **风险提示**

内销需求低迷；新品拓展不力；行业竞争格局恶化；消费升级趋势不达预期。

**苏泊尔三季报点评：收入保持平稳增长，彰显龙头实力**

● **收入保持平稳增长，彰显小家电龙头抗风险能力**

2019年前三季度公司实现营业总收入149亿元（YoY+11.2%），毛利润45.7亿元（YoY+12.9%），毛利率30.7%（YoY+0.5pct），归母净利12.5亿元（YoY+13.0%），净利率8.4%（YoY+0.1pct）。

Q3单季营业总收入50.6亿元（YoY+11.4%），毛利润15.4亿元（YoY+16.1%），毛利率30.5%（YoY+1.2pct），归母净利4.1亿元（YoY+12.4%），净利率8.1%（YoY+0.1pct）。

Q3收入保持平稳增长，彰显小家电龙头抵御较为疲软的消费环境的实力，我们预计内外销均保持良好增长。Q3毛利率同比提升1.2pct，但研发费用率提升0.8pct，最终盈利能力保持平稳。

● **行业地位稳固，有望长期保持稳健增长**

短期来看，国内消费需求趋弱，在2018年高基数之下，苏泊尔收入增速有所放缓，但是苏泊尔在厨房小家电市场依然拥有稳固的行业地位，随着行业市场集中度的提升，市场份额有望持续提升。同时，公司于2019年8月29日公告拟与苏泊尔集团合资设立浙江苏泊尔热水器公司，新品类热水器有望为公司带来新的增长动力。

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

● **盈利预测**

我们预计厨房小家电行业集中度持续提升，同时海外市场复苏，海外代工订单增加。根据以上假设，我们预计2019-21年公司归母净利分别为19.2、21.8、24.6亿元，同比分别增长14.9%、13.6%、12.7%，考虑公司是小家电公司龙头，消费升级中最为受益，过去六年收入、利润均保持稳健增长，业绩稳定性高于其他小家电公司，且未来业绩有望持续稳健增长，维持合理价值78.4元人民币/股的判断不变，对应2020年28.7xPE，维持“买入”评级。

● **风险提示**

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

**新宝股份三季报点评：内销收入加速增长，业绩超预期**

● **内销收入加速增长，业绩超预期**

2019年前三季度公司实现营业总收入68.3亿元（YoY+9.2%），毛利润15.8亿元（YoY+28.0%），毛利率23.1%（YoY+3.4pct），归母净利5.2亿元（YoY+44.9%），

净利率7.6% (YoY+1.9pct)。

Q3单季营业总收入27.8亿元 (YoY+11.8%)，毛利润7.1亿元 (YoY+33.5%)，毛利率25.6% (YoY+4.2pct)，归母净利2.8亿元 (YoY+26.6%)，净利率10.0% (YoY+1.2pct)。

Q3收入加速增长，主要原因：1) 人民币贬值。人民币(兑美元)相对去年同期贬值3-4%，预计外销业务结算将导致外销收入同比增加3-4%；2) 内销业务加速增长。具体来看：摩飞品牌二代随行杯以及多功能锅等爆品销售靓丽，带动摩飞业务实现翻倍以上的增长，进一步带动内销业务快速增长。

Q3利润增速快于收入增速，主要由于毛利率同比提升4.2pct，具体来看：1) 由于产品技术创新及自动化改造带来的效率提升，带动产品盈利能力增强；2) 内销业务盈利能力高于外销，内销业务占比提升带来毛利率的提升；3) 人民币(兑美元)贬值及原材料价格下降。

#### ● 打造爆品能力逐步成熟，有望带动收入实现持续良好增长

公司拥有较强的产品研发设计能力以及高于同行的大规模制造下的品控能力，我们认为，公司未来在保持外销业务稳健增长的同时，内销业务有望实现快速增长，同时在汇率、原材料价格逐步稳定的环境下实现盈利能力持续改善，具体来看：1) 外销：公司作为西式厨房小家电龙头，出口行业集中度将持续提升带动公司外销业务稳健增长；2) 内销：品牌平台战略推进，摩飞旗下持续推出优质产品，凭借逐步成熟的网红产品运营能力、借助新兴渠道的爆发红利，带动内销收入快速增长。

#### ● 投资建议：维持“增持”评级

我们预计2019-2021年归母净利分别为6.8、7.9、9.2亿元，同比增长35%、16%、17%，参考小家电企业2020年平均估值约为19xPE，给予公司2020年19xPE，对应合理价值18.81元人民币/股，公司业绩快速增长，且经营改善趋势有望持续，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

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

### 海信家电三季报点评：Q3 主业收入降幅收窄，海信日立并表完成估值有望重构

#### ● Q3 主业收入降幅收窄，海信日立优异表现及非流动资产处置收益驱动业绩增长

2019Q1-Q3公司实现营业总收入270.1亿元 (YoY-6.2%)，归母净利13.5亿元 (YoY+17.6%)，毛利率20.4% (YoY+1.5pct)，净利率5.0% (YoY+1.0pct)。Q3单季营业总收入80.6亿元 (YoY-4.5%)，环比Q2 (YoY-9.9%) 降幅收窄，归母净利3.9亿元 (YoY+9.6%)，毛利率20.5% (YoY+0.5pct)，净利率4.8% (YoY+0.6pct)。2019Q1-Q3海信日立净利润YoY+19.2%，以及非流动资产处置获得1.49亿元增量，驱动公司业绩表现显著优于收入。

盈利能力端，根据奥维云网数据，2019Q1-Q3容声/海信冰箱线下均价

YoY+6.9%/+9.1%，线下冰箱受益产品结构升级带来的均价提升，以及成本端大宗原材料价格下行共同促进毛利率提升，但成本端红利收窄叠加弱需求背景下终端促销竞争加剧使毛利率提升幅度小于上半年。费用端，Q3单季销售、管理费用金额维持稳定，研发费用金额YoY+14.8%，合计费用率20.3%因营收下滑有所提升（YoY+1.4pct）。

### ● Q3 冰箱内销出货量降幅收窄带动整体收入表现优于 Q2

根据产业在线数据，2019Q3公司冰箱内/外销出货量YoY-5.3%/+4.7%，相比Q2内/外销量YoY-17.4%/+0.8%均有改善，预计冰箱内销量降幅收窄是原主业收入表现优于Q2的主要因素。2019Q3公司空调在行业需求羸弱、龙头竞争策略更加积极的情况下，内/外销出货量YoY-32.1%/+2.3%，对比Q2内/外销量YoY-15.3%/+5.8%，内销降幅扩大，外销增长放缓，表现承压。

### ● 行业承压背景下海信日立表现稳健，并表完成有望重构公司估值

产业在线数据显示2019年1-8月中央空调市场销售额YoY+1.5%，地产低景气导致行业增速持续收窄。行业承压背景下作为多联机龙头的海信日立依托工装市场强势表现前三季度实现收入12.5%的优异增长，其中Q3收入增速环比Q2仍有一定提升。

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。中央空调长期发展空间依旧广阔，公司作为竞争力十足的多联机龙头，估值有望得到重构。

### ● 盈利预测

由于海信日立利润表细项未知，故暂不考虑利润表并表情况，预计2019-21年公司归母净利15.4亿元、17.6亿元、19.4亿元。传统白电与中央空调业务差别较大，采用分部估值法分析公司价值。中央空调业务预计2020年贡献10.8亿元净利润，参照国际中央空调龙头大金工业估值，给予15xPE；传统白电业务预计贡献净利润6.8亿，参考一线龙头平均估值水平并考虑各方面差距折价给予7xPE，两部分相加合理市值209亿元，对应A股合理价值15.34元，维持“增持”评级。H股股价目前相对A股折价30%，考虑两市场流动性差异，同样对合理市值折价30%，对应H股合理价值11.91港元，给予H股海信家电“增持”评级。

### ● 风险提示

家用中央空调渗透率提升不及预期；原材料价格大幅上涨。

## 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 婵：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。