

# 家用电器

## 关注行业估值优势和提升空间

**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。

**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。**

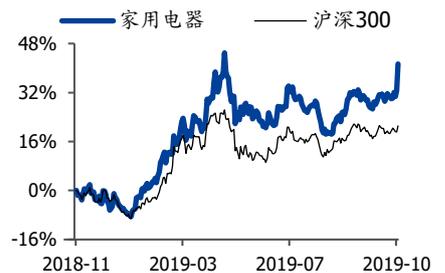
**周度数据:** 板块表现: 家电板块上涨 8.5%, 跑赢沪深 300 指数 7.07pct。本周涨跌幅前三名: **华帝股份、新宝股份、老板电器**; 涨跌幅后三名: **奥佳华、阳光照明、海信电器**。本周白电企业除海信家电外, 均有资金净流入, 其中格力变动比例较大, 流入资金占自由流通股本的 0.91%。厨电板块均有资金流入, 华帝股份资金流入变动比例达 2.34%, 小家电板块苏泊尔有小幅资金流出, 九阳股份资金流入变动比例达 0.53%。此外, 海信电器、三花智控有资金流入, 变动比例分别为 -0.50%/-0.55%。铜价指数在年初以来和本期分别下跌 1.48%、0.57%, 铝价指数分别上涨 3.31%、0.51%; 年初以来, 中塑指数下降 6.75%, 本周中塑指数下降 0.86%。

**投资建议: 继续推荐三大白电龙头。重点推荐格力电器、美的集团和海尔智家。**1) 格力电器在价格策略调整后, 份额逐步回升, 看好未来市占率恢复上升的趋势; 股权转让事件逐步落地, 分红预期提升, 且目前估值较低。2) 美的集团积极推进数字化改造和渠道层级削减提升效率, 长期竞争力不断得到提升。3) 海尔智家 Q3 空调业务逐步回暖, 渠道调整进一步优化, 未来将提振收入端表现。

**风险提示:** 产业在线、中怡康等数据统计口径有偏差; 行业需求不及预期。

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: 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

一、本周观点：三季报后关注家电行业估值优势和提升空间.....	4
行业概览：Q3 家电行业整体景气度仍处于低谷 .....	4
为什么可以对三大白电基本面更加乐观？ .....	5
行业层面：预期驱动因素将改善 .....	5
公司层面：内部变革调整效果显现 .....	7
关注家电行业的估值优势与提升空间 .....	10
家电龙头低估值，高盈利，现金流充沛 .....	10
四季度有望迎来估值切换行情 .....	11
二、近期重点公司报告 .....	12
美的集团：增长稳健，现金流充沛 .....	13
海尔智家：卡萨帝增速回升，期待渠道升级成效 .....	13
格力电器：出货有所控制，终端表现回升，期待股改落地开启新篇章 .....	14
三、本周重点公司跟踪 .....	15
重点公司三季报业绩 .....	15
其他公司新闻公告 .....	15
四、本周重要行业新闻 .....	16
五、本周板块涨跌幅 .....	16
六、本周沪深港通资金流向 .....	17
七、家电行业上下游 .....	18
八、本周行业销售数据（W43） .....	19
九、重点公司估值 .....	20
风险提示 .....	20

## 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: 地产对家电需求拉动比例（%） .....	5
图表 8: 地产住宅销售面积与竣工面积增速背离（单位：%） .....	6
图表 9: 油烟机行业内销量（万台，%） .....	6
图表 10: 厨电三家上市公司单季度收入增速（%） .....	6
图表 11: 地产单月竣工面积增速（%） .....	6
图表 12: 空调内销量（万台，%） .....	7
图表 13: 格力 2019 年分月增速（万台，%） .....	7
图表 14: 格力 2019 年 1-9 月价格同比增速（%） .....	8
图表 15: 格力 2019 年 1-9 月格力份额涨跌幅（%） .....	8
图表 16: 卡萨帝收入增速（%） .....	8
图表 17: 三四级市场空调份额占比提升 .....	9
图表 18: 农村市场保有率快速提升（%） .....	9
图表 19: 家电行业整体板块估值（PE-ttm）在消费品行业中偏低 .....	10
图表 20: 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 .....	10

图表 21: 家电行业龙头公司经营性现金流>净利润(亿元) .....	11
图表 22: 重点公司估值(截止至 2019 年 11 月 1 日收盘数据) .....	11
图表 23: 格力电器近三月沪深港通持续流入 .....	12
图表 24: 美的集团近三月沪深港通持续流入 .....	12
图表 25: 海尔智家近三月沪深港通持续流入 .....	12
图表 26: 三季度家电业绩 .....	15
图表 27: 本周家电板块表现强于市场(%) .....	17
图表 28: 本周涨跌幅前十名公司(%) .....	17
图表 29: 本周涨跌幅后十名公司(%) .....	17
图表 30: 板块重点公司沪深港通资金变化 .....	18
图表 31: 沪铜指数 .....	18
图表 32: 沪铝指数 .....	18
图表 33: 中塑指数 .....	19
图表 34: 中怡康销售增速(%) .....	19
图表 35: 重点公司估值 .....	20

## 一、本周观点：三季度后关注家电行业估值优势和提升空间

### 行业概览：Q3 家电行业整体景气度仍处于低谷

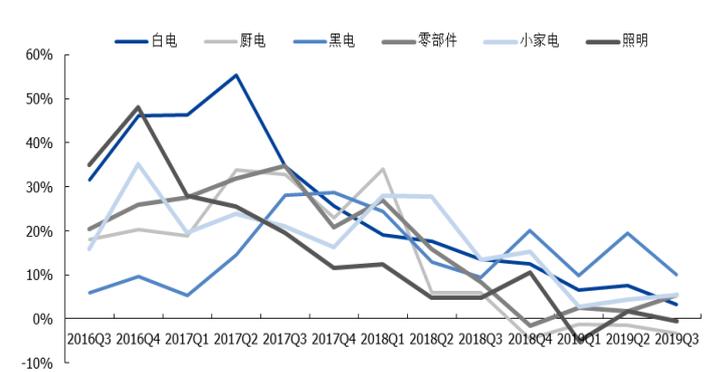
2019年Q3家电行业收入为2780.7亿元，同比增长4.39%，相比Q2增速仍有所放缓。分板块看，白电、厨电、照明和黑电收入增速也仍呈现出一定的放缓态势。

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

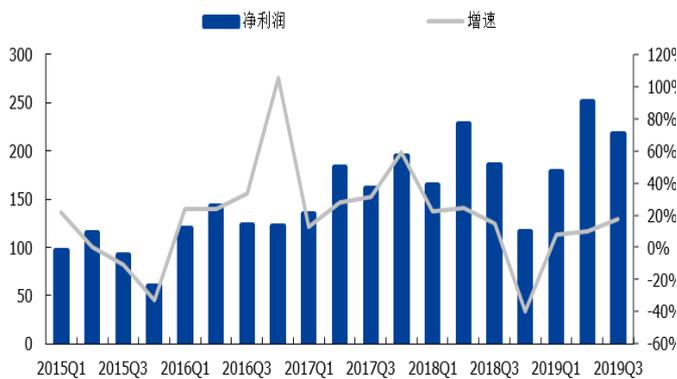
图表2：家电分行业收入增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

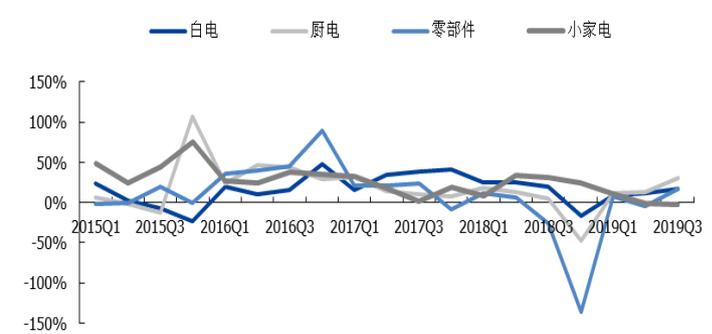
利润端看，2019年Q3利润增为17.29%，环比Q2单季度9.97%的增速改善明显。白电、厨电和零部件三个子板块利润端增速改善幅度较大。

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

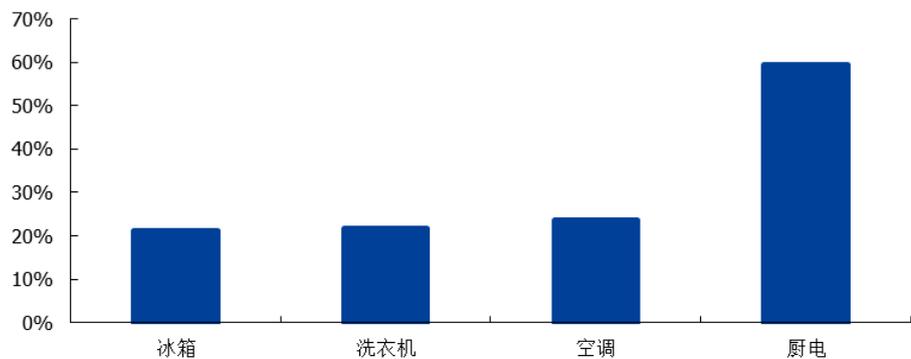
## 为什么可以对三大白电基本面更加乐观?

### 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 7: 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。

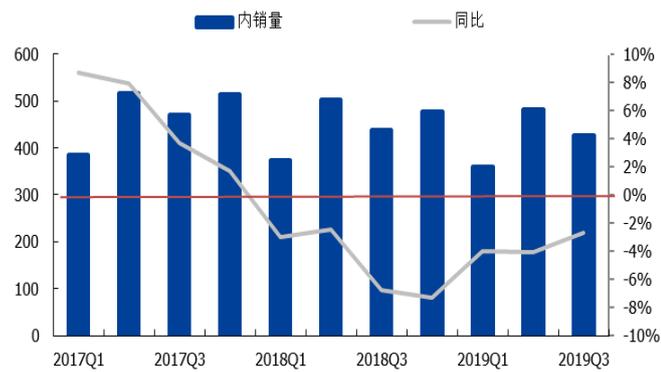
图表 8: 地产住宅销售面积与竣工面积增速背离 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

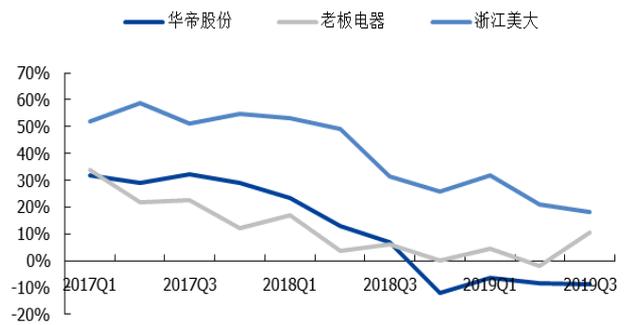
从与地产关系最密切的厨电上市公司的收入增速看, 无论是老板华帝等传统厨电龙头还是浙江美大集成灶公司, 收入增速均逐渐放缓。

图表 9: 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

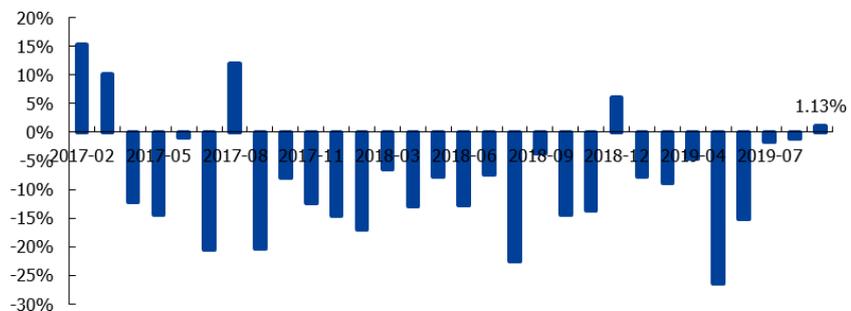
图表 10: 厨电三家上市公司单季度收入增速 (%)



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 11: 地产单月竣工面积增速 (%)

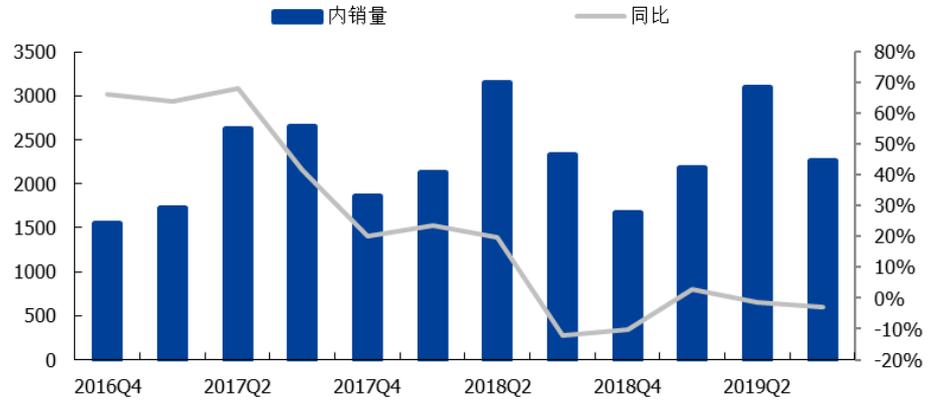


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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 12: 空调内销量 (万台, %)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

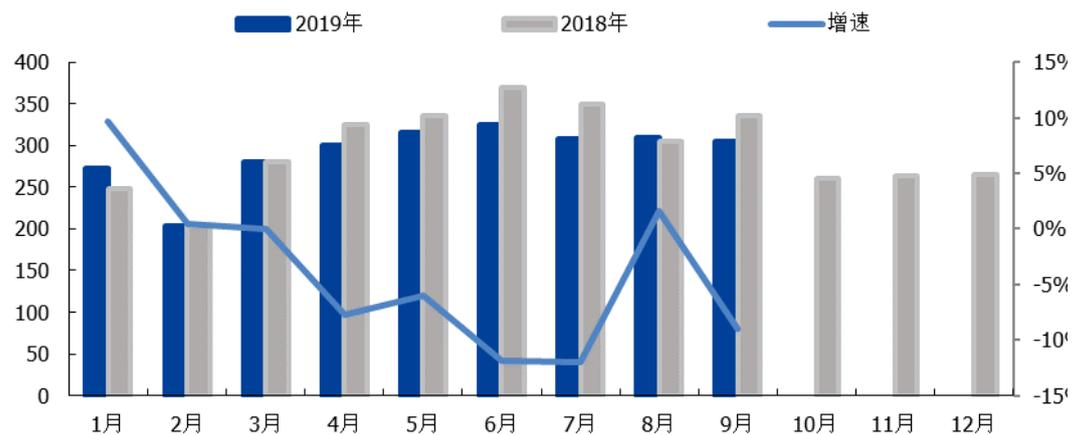
**需求处于周期底部:** 库存处于合理水平, 今年行业增速相对较低, 给未来的增长留下空间。展望四季度, 由于去年同期基数较低, 并且随着交房数据回暖, 空调行业的需求增速有望逐步回升。

#### 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 13: 格力 2019 年分月增速 (万台, %)



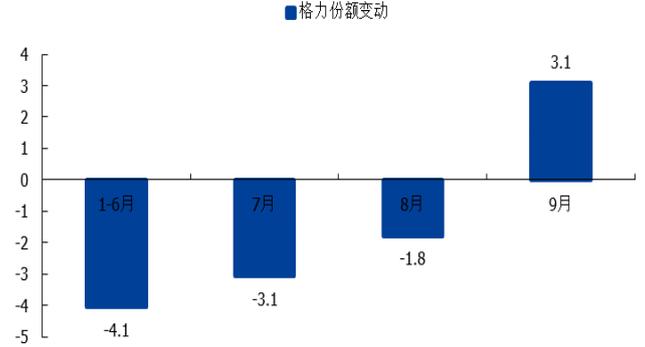
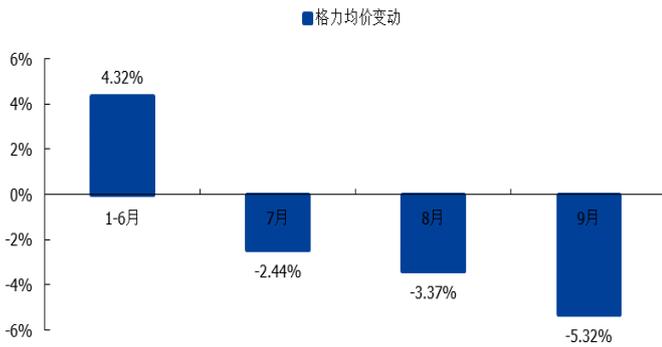
资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

**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一二线空调品牌。

图表 14: 格力 2019 年 1-9 月价格同比增速 (%)

图表 15: 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

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 16: 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，是美的的战略布局和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和渠道做精准定位，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 17: 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 18: 农村市场保有率快速提升 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

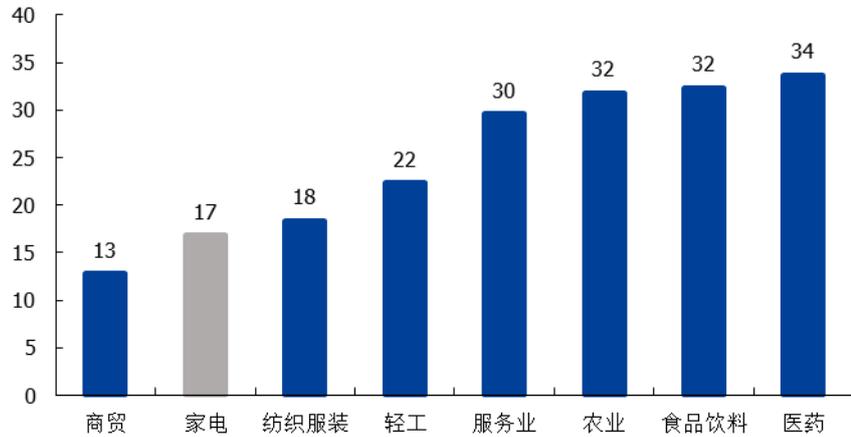
美的持续灵活的经营策略将在未来继续带动公司收入稳健增长，同时效率的提升将使得公司利润率提升幅度更大。

## 关注家电行业的估值优势与提升空间

### 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）。

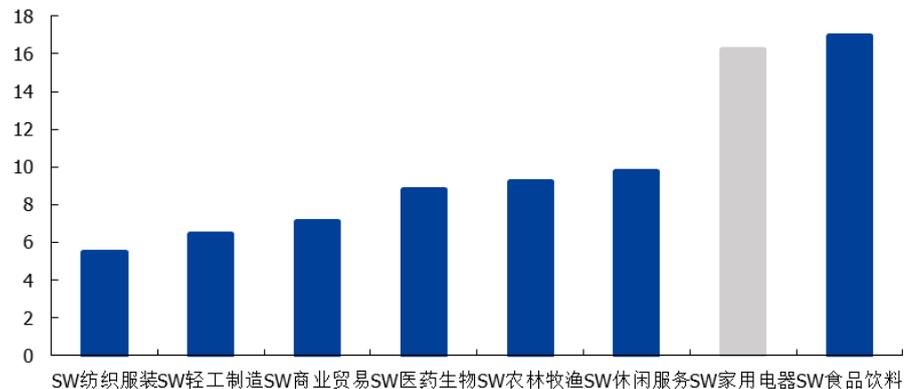
图表 19: 家电行业整体板块估值 (PE-ttm) 在消费品行业中偏低



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%)。

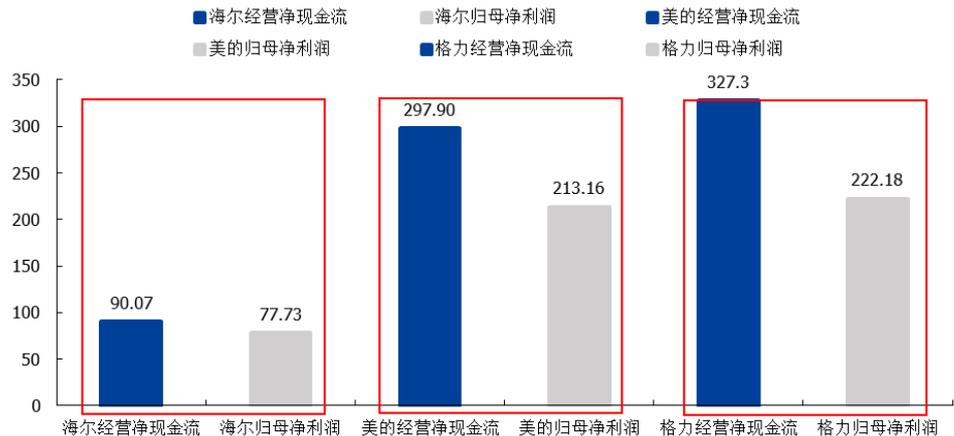
图表 20: 家电行业整体板块 ROE (截止 Q3 平均收益法计算) 在消费品行业中领先



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 21: 家电行业龙头公司经营净现金流>净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 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 22: 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	

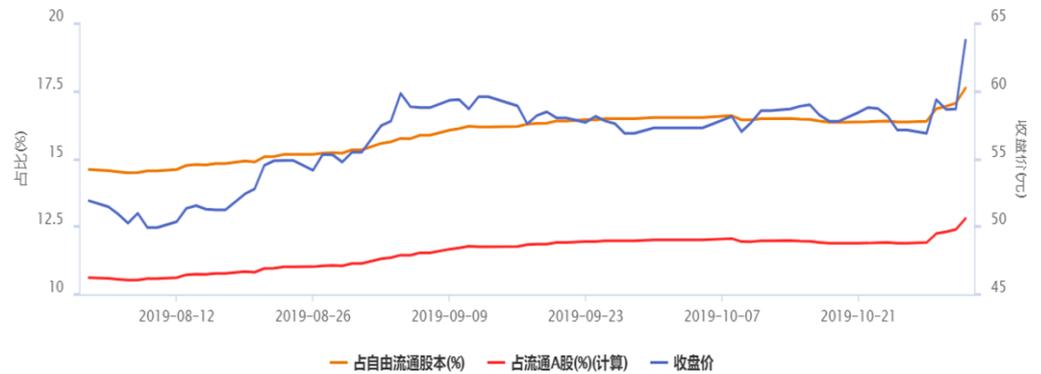
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 其中, 格力、美的、海尔智家 EPS 为国盛证券研究所预测, 其他公司为 wind 一直预测

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

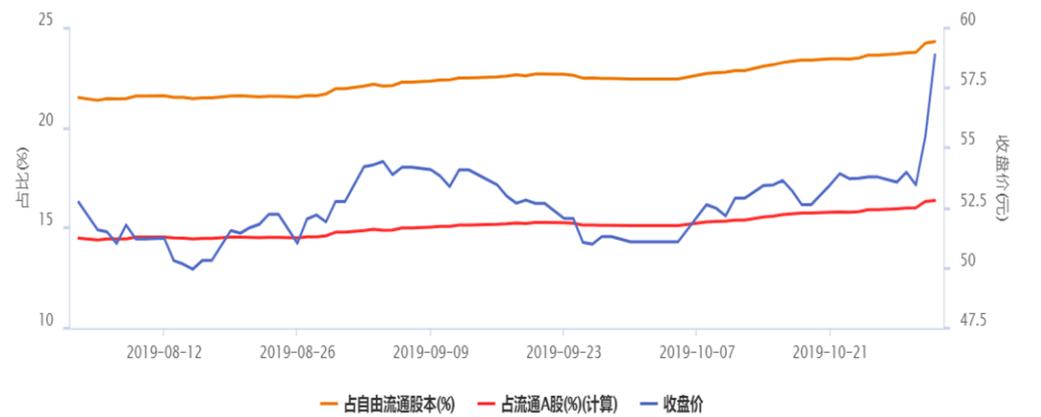
和美的集团。

图表 23: 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 24: 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 25: 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

二、近期重点公司报告

## 美的集团：增长稳健，现金流充沛

**三季报业绩超预期。**2019 前三季度实现营业收入 2217.7 亿元，同比增长 6.93%；归母净利润 213.16 亿元，同比增长 19.08%；扣非净利润 205.98 亿元，同比增长 19.39%。单三季度实现营业收入 674.4 亿元，同比增长 5.92%；归母净利润 61.29 亿元，同比增长 23.48%；扣非净利润 60.42 亿元，同比增长 27.16%。

**空调业务增长引领行业，库卡收入仍有下滑。**1) 空调业务：预计 Q3 公司空调内销增速环比 H1 有所放缓。上半年美的空调内销增速达 19%，Q3 新冷年开盘后，由于美的在空调中加大推进 T+3 力度，淡季经销商提货有所放缓，预计前三季度增收增速放缓至 10% 左右。2) 家用电器稳健增长：预计洗衣机业务出口端表现优于内销，整体增增速相比 H1 有所回升；冰箱业务预计维持上半年增长态势；厨电业务表现较好带动小家电业务回升。3) 库卡收入小幅下滑：根据库卡三季报，19Q3 库卡收入 8.33 亿欧元，同比下降 2.1%，订单增速仍有个位数下滑。

**盈利能力继续提升。**Q3 单季度毛利率提升 0.83pct，相比 H1 的提升幅度有所收窄，我们认为 Q3 原材料红利相比 H1 有所较弱，且公司空调均价仍有下行，导致毛利率增幅降低。费用端控制良好，期间费用率下降 0.21pct，其中管理/研发费用率同比下降 0.46/0.20pct，公司加大销售力度导致销售费用率提升 0.29pct，财务费用率提升 0.16pct。小天鹅少数股东权益并表增厚公司净利润；综上，公司净利率提升 1.29pct 至 9.09%。

**现金流充沛。**公司前三季度经营性现金流净额 297.9 亿元，同比增长 52%，现金流充沛。应收账款+票据同比增长 4%，均与公司收入相匹配，经营情况稳定。Q3 预收账款同比下降 8%，我们认为与公司不断推动以销定产，减少压货的模式有关。截止三季度末，公司其他流动负债为 418.6，相比年初提升 105.4 亿，预提费用充足，预计公司后续将通过返利等方式推动产品结构升级。

**盈利预测与投资建议。**Q3 季度收入、利润继续维持高增长，经营情况稳定。预计公司 2019-2021 年归母净利润 232.96、266.42、303.57 亿元，同比增长 17.05%、15.15%和 14.36%。目标市值 4530 亿，目标价 65.28 元（对应 19/20 年 PE 19.4/17.0 倍），维持买入评级。

## 海尔智家：卡萨帝增速回升，期待渠道升级成效

**公司三季报符合预期。**2019 公司前三季度实现营业收入 1488.96 亿元，同比增长 7.79%（剔除物流出表因素，1-9 月收入增幅为 9.5%）；归母净利润 77.73 亿元，同比增长 26.16%；扣非净利润 58.34 亿元，同比增长 5.65%。单三季度实现营业收入 499.2 亿元，同比增长 4.92%（剔除物流出表因素，同口径 7-9 月收入增幅为 9.1%，基本与 H1 增速持平）；由于处置物流股权贡献归母净利润 14.4 亿元，Q3 归母净利润 26.22 亿元，同比增长 90.97%；扣非净利润 11.31 亿元，同比增长 8.13%。

**内销卡萨帝亮眼，海外市场全面增长。**1) 冰洗继续扩大领先优势，空调业务回暖。1-9 月线下市场，冰洗份额提升 1.4/2.7pct，分别是第二名品牌的 3.3/2.1 倍。上半年空调表现不佳，三季度公司及时调整价格策略，销量提升明显。产业在线数据显示，海尔 Q3 内销增速为 4.8%。2) 卡萨帝品牌单三季度恢复 42% 的高速增长，与上半年 15% 增速相比大幅提升。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，我们预计 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。3) 海外市场全面增长。海外市

场收入增长 25%，环比 H1 略有加速。分区域来看，欧洲市场受益于 Candy 并表增长 224.5%，成熟市场中北美市场增速 11.6%，南亚、东南亚增速 14.1%、22.4%。

**盈利能力良好，预收款增幅较大。**受益于卡萨帝增速回升、原材料成本下降等因素，Q3 毛利率提升 0.73pct 至 29.06%。Q3 费用有所上升，期间费用同比提升 0.58pct，其中管理/研发/财务费用率分别上升 0.22/0.40/0.27pct，销售费用率基本与去年持平。由于处置物流股权贡献归母净利润 14.4 亿元，带来 Q3 净利率提升 2.88pct。前三季度应收账款+票据同比下降 13%，回款情况良好；经营现金流净额与同期基本持平；预收账款同比增长 51%，显示经销商打款积极性较高。

**智慧家庭发力，渠道体系继续升级。**公司继续推进“5+7+N”全屋智慧场景解决方案，9月6日海尔智家 001 号体验中心在上海落成。内部持续推动四网合一，优化渠道效率，预计在 2020 年将初步取得成效。

**盈利预测与投资建议。**公司 Q3 高端品牌及海外市场表现亮眼，我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 89.49/91.16/101.41 亿元，给予公司目标市值 1361 亿元，目标价 21.37 元，对应 19/20 年 PE15.2/14.9 倍，维持买入评级。

### 格力电器：出货有所控制，终端表现回升，期待股改落地开启新篇章

**三季报表现略低预期。**公司 2019 前三季度实现营业收入 1566.8 亿元，同比增长 4.42%；归母净利润 221.17 亿元，同比增长 4.73%；扣非净利润 215.65 亿元，同比增长 1.03%。其中，单三季度实现营业收入 583.4 亿元，同比增长 0.50%；归母净利润 83.67 亿元，同比增长 0.66%；扣非净利润 81.72 亿元，同比下降 6.21%。

**控制出货节奏降低库存，核心是看终端动销。1) 新冷年格力对出货节奏有所控制：**产业在线数据显示，公司 Q3 空调内销/外销分别同比-6.77%/-3.15%，由于 18 年基数较高，渠道库存需要一定消化周期，出货端仍有所控制。从预收账款指标看，截止 Q3 预收款同比下降 16%，公司新冷年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。**2) 终端零售在改善：**上半年格力由于成本端相比竞争对手不占优，导致终端销售较为被动。随着原先高价库存的消化，格力在三季度开始更加主动参与竞争，价格策略有所调整，市场份额有所回升。根据中怡康数据，格力 7-9 月均价同比分别下降 3.76%/5.13%/7.83%，终端均价下降带动零售份额提升，7-8 月零售份额降幅收窄，9 月份额同比提升 3.10pct。我们认为公司目前正处于温和库存去化过程，促销带动终端回暖，后续有望进一步传导至出货端。展望四季度，预计公司的收入端增速将环比改善。

**盈利能力保持稳定。**公司 Q3 毛利率同比下降 0.75pct 至 29.44%，销售费用率同比下降 0.24pct，毛销差同比下降 0.51pct。我们认为由于今年空调市场竞争较为激烈，Q3 均价下降导致毛利率有所降低。此外，研发费用率、财务费用率下降 0.88/0.11pct，管理费用率几乎持平。整体看，Q3 归母净利率与同期持平。截止三季度末其他流动负债 623.90 亿元，较上季度末环比下降了 13.43 亿，同比基本持平，报表基本反映公司实际经营情况。前三季度公司销售商品收到的现金大幅提升，经营性现金净额同比增长 117%，报表质量较高。

**股权转让落地，开启新篇章。**高瓴成为受让方，预计将给格力带来更多的产业协同，无论是在多元化的发展、海外市场的拓展还是空调主业的升级和优化，均有所裨益。

**盈利预测与投资建议。**预计终端销售回暖将进一步传导至出货口径，Q4 增幅有望扩大。我们维持公司 2019-2021 年净利润 288.46/326.32/361.54 亿元的预测，对应 PE

12.2/10.8/9.8 倍，维持“买入”评级。

### 三、本周重点公司跟踪

#### 重点公司三季报业绩

图表 26: 三季报家电业绩

公司	收入 (亿元)		2019Q3 收		利润 (亿元)		2019Q3 净	
	2019Q1-3 收入	增速	入	增速	2019Q1-3 净利润	增速	利润	增速
格力电器	1566.76	4.42%	583.35	0.50%	222.18	4.60%	84.02	0.55%
美的集团	2217.74	6.93%	674.41	5.93%	223.60	17.13%	63.00	18.64%
海尔智家	1488.96	7.72%	499.16	4.56%	112.68	42.67%	50.37	148.09%
华帝股份	42.75	-7.98%	13.44	-8.63%	5.26	15.94%	1.24	19.55%
老板电器	56.25	4.29%	20.98	10.56%	11.00	8.24%	4.23	18.72%
欧普照明	57.70	3.26%	19.91	-3.32%	6.02	5.60%	1.98	-7.04%
浙江美大	11.42	22.38%	4.38	18.05%	3.05	23.12%	1.22	20.37%
苏泊尔	148.96	11.22%	50.62	11.36%	12.45	12.82%	4.08	11.92%
九阳股份	62.55	15.02%	20.68	14.98%	6.08	7.47%	2.08	7.38%
飞科电器	27.20	-3.51%	9.95	-0.80%	5.29	-14.67%	1.93	-13.04%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 其他公司新闻公告

##### 【格力电器】对外投资事项进展公告

2019年11月1日，格力电器发布公告，格力电器、珠海融林成为闻泰科技的股东，持有闻泰科技的股份数分别为3586万股、9242万股，占闻泰科技募集配套资金实施前总股本的股权比例分别为3.45%、8.88%。

##### 【美的集团】关于高级管理人员减持股份计划完成的公告

美的集团于2019年5月31日披露了公告，公司董事会秘书江鹏先生计划自减持计划公告之日起15个交易日后的六个月内以集中竞价的方式减持公司股份不超过152,825股（占本公司总股本的0.0022%）。2019年11月1日，公司收到董事会秘书江鹏先生出具的《股份减持计划完成情况告知函》，江鹏先生已完成上述减持计划。

##### 【惠而浦】关于第二大股东股权解质押的公告

2015年5月22日国资公司将持有惠而浦股权的45%即80,484,480股抵押给兴业银行，为其2014年度第一期中期票据提供担保。该中期票据已到期兑付，国资公司将抵押的80,484,480股股票解除质押，并于2019年10月31日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成股票质押解除手续。截止目前，公司第二大股东合肥市国有资产控股有限公司仍持有惠而浦178,854,400股，占公司总股本的23.34%。

##### 【海尔智家】美的发布全屋定制取暖概念及产品

2019年10月31日，美的全屋定制取暖媒体发布会在杭州举行。会上，中国家电协会副理事长徐东生与中国国家电网总编辑吕盛华先后上台致辞发言，针对目前中国家电及取暖器市场进行了深刻的剖析与解读，美的冬季产品开发产品经理杜文波上台发布了“全屋定制取暖”概念及系列产品。

#### 【苏泊尔】关于调整社会公众股份回购价格上限的公告

2019年10月25日起调整回购方案中回购价格上限，具体如下：公司本次回购股份最高价将由不超过75.48元/股调整为75.22元/股，因本次预计回购股份数量不低于4,105,600股（含）且不超过8,211,199股（含）。按调整后的回购股份最高价不超过人民币75.22元/股计算，用于回购股份的资金总额最高不超过人民币61,764.64万元（含）且不低于人民币30,882.32万元（含），资金来源为自有资金。

#### 【三花智控】关于2018年限制性股票激励计划第一个解除限售期解除限售条件成就、调整回购价格及回购数量的公告

2019年10月24日召开第六届董事会第五次临时会议，调整后的2018年限制性股票激励计划的回购价格为6.4385元/股。调整后的2018年限制性股票激励计划的数量为1342.9万股。

## 四、本周重要行业新闻

**1、11月1日，家用电器板块上涨6.51%，位居申万一级行业涨幅榜首位，板块内康盛股份、华帝股份涨停，格力电器、海尔智家涨幅超8%，苏泊尔、美的集团涨幅超6%。**市场人士表示，家电行业头部公司凭借品牌实力、经营状况、现金流等优势，带来的确定性投资机会一直受到市场关注，同时，稳定的分红也能给投资者带来额外收益。基于此，长期看好家电行业龙头企业。

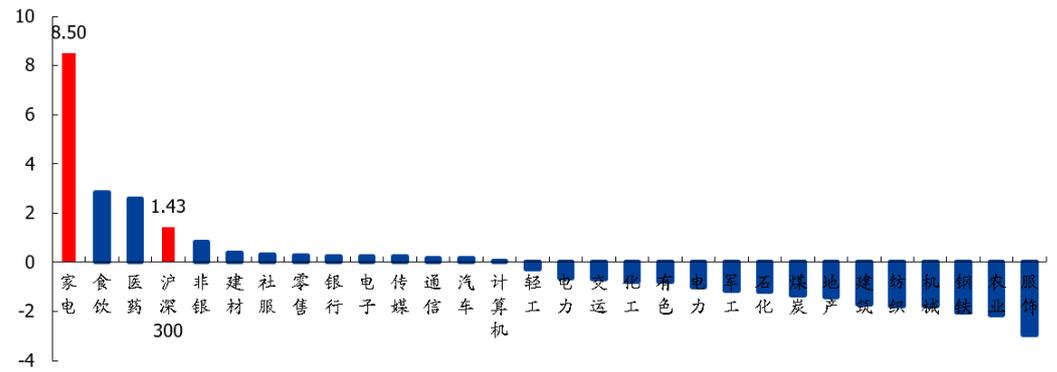
**2、据奥维网报道，首份《中国家电创新零售发展研究白皮书》发布，《白皮书》是在中国家电协会指导下，由中国国家电网和奥维云网联合撰写，课题组成员还包括京东家电、今日头条、苏宁易购、有赞、天猫等各类电商平台和内容平台。白皮书内容由中国家电零售行业现状，技术推动与智能化升级，消费变革与家电创新零售，家电创新零售驱动力及展望以及京东家电、今日头条、苏宁易购、天猫、有赞等家电创新零售重点案例五大部分组成。**

**3、据国家电网报道，10月25日，2019中国厨电行业高峰论坛在广东佛山举行，A.O.史密斯、博世家电、卡萨帝、海尔、统帅、培恩、老板、睿尚等国内外知名家电品牌及奥维云网等行业数据机构代表齐聚一堂，共同探讨厨房电器行业的现状与未来，共谋行业发展新机遇。**

## 五、本周板块涨跌幅

板块表现：家电板块上涨8.5%，跑赢沪深300指数7.07pct。

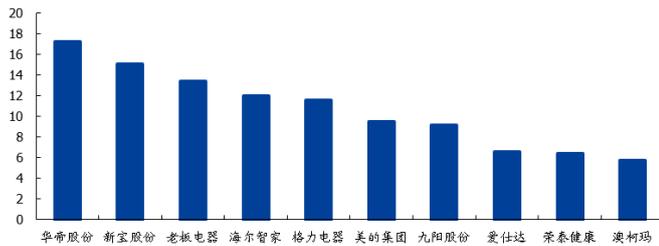
图表 27: 本周家电板块表现强于市场 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

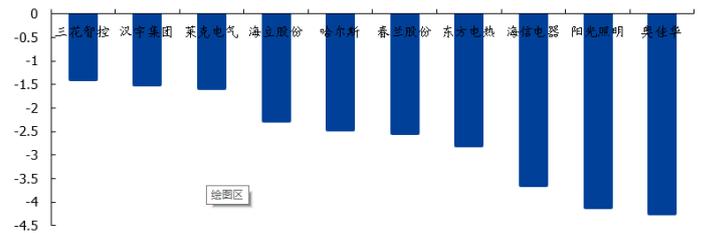
本周涨跌幅前三名: 华帝股份、新宝股份、老板电器; 涨跌幅后三名: 奥佳华、阳光照明、海信电器

图表 28: 本周涨跌幅前十名公司 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 本周涨跌幅后十名公司 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 六、本周沪深港通资金流向

本周白电企业除海信家电外, 均有资金净流入, 其中格力变动比例较大, 流入资金占自由流通股本的 0.91%。厨电板块均有资金流入, 华帝股份资金流入变动比例达 2.34%, 小家电板块苏泊尔有小幅资金流出, 九阳股份资金流入变动比例达 0.53%。此外, 海信电器、三花智控有资金流入, 变动比例分别为-0.50%/-0.55%。

图表 30: 板块重点公司沪深港通资金变化

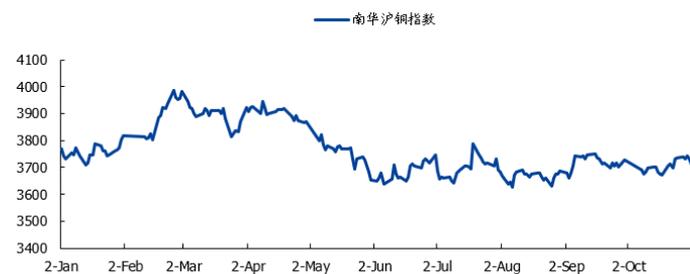
板块	公司名称	最新沪深港通持股数(万股)	最新沪深港通持市值(亿元)	占自由流通股本(%)	占流通A股持股数(%)	本周累计增减持股数量(万股)	占自由流通股本的变动比例
白电	美的集团	110999.47	620.38	24.34%	16.39%	3096.38	0.46%
	海尔智家	80880.98	140.41	22.97%	13.26%	2880.28	0.47%
	格力电器	76450.59	487.6	17.62%	12.81%	5452.57	0.91%
	海信家电	4274.53	4.8	11.09%	4.74%	-99.98	-0.11%
厨电	老板电器	12173.04	40.11	27.93%	13.02%	714.75	0.76%
	华帝股份	2462	2.93	3.92%	3.14%	1833.43	2.34%
	浙江美大	1598.46	2.23	7.42%	5.10%	50.97	0.16%
小家电	苏泊尔	4500.07	35.65	30.07%	7.38%	-28.75	-0.05%
	九阳股份	2449.44	5.61	9.85%	3.21%	405.64	0.53%
	飞科电器	222.89	0.81	2.11%	0.51%	8.24	0.02%
按摩椅	奥佳华	1135.76	1.18	4.38%	3.41%	-122.3	-0.37%
	荣泰健康	112.94	0.33	2.58%	2.20%	11.39	0.22%
黑电	海信电器	2179.55	2.02	3.00%	1.67%	659.48	0.50%
照明	欧普照明	1541.37	4.07	12.06%	2.04%	-12.89	-0.02%
零部件	三花智控	26646.36	38.1	22.94%	10.51%	1393.54	0.55%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 七、家电行业上下游

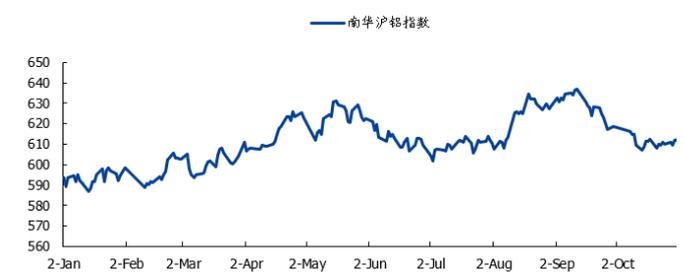
铜价指数在年初以来和本期分别下跌 1.48%、0.57%，铝价指数分别上涨 3.31%、0.51%；年初以来，中塑指数下降 6.75%，本周中塑指数下降 0.86%。

图表 31: 沪铜指数



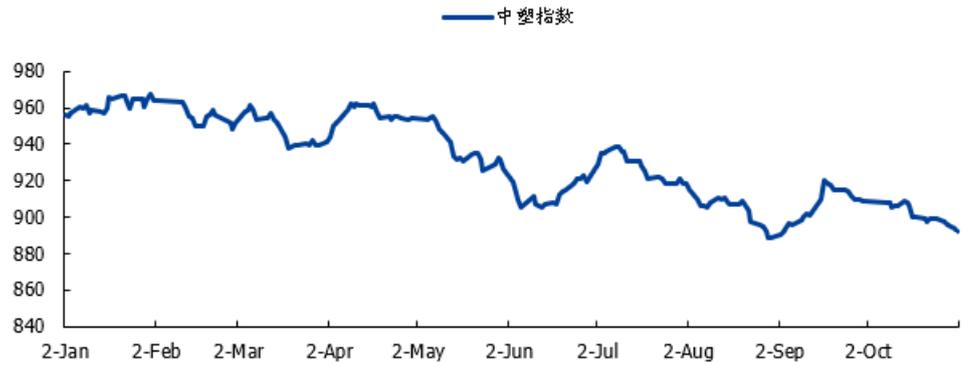
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 沪铝指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 中塑指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 八、本周行业销售数据 (W43)

中怡康第 43 周数据显示, **1) 销量方面**, 线上销量均有较大幅度上升, 其中冰箱增幅达 43.1%。线下空调冰箱洗衣机销量也有所上升, 空调增幅达到 14.1%, 而厨电销量有所下降, 油烟机销量下降达 8.4%。**2) 均价方面**, 线上渠道中, 各品类均价都小幅下降, 油烟机均价降幅达 9.91%。线下渠道中空调、冰箱均价下降, 空调均价降幅达 9.82%, 其余品类均价小幅上涨。

图表 34: 中怡康销售增速 (%)

	线上			线下		
	销量	销额	均价	销量	销额	均价
空调	36.10%	29.50%	-4.85%	14.10%	2.90%	-9.82%
冰箱	43.10%	32.40%	-7.48%	11.10%	10.40%	-0.63%
洗衣机	35.80%	25.10%	-7.88%	4.00%	7.50%	3.37%
油烟机	17.00%	5.40%	-9.91%	-8.40%	-6.00%	2.62%
燃气灶	21.20%	19.90%	-1.07%	-7.60%	-2.20%	5.84%

资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

## 九、重点公司估值

图表 35: 重点公司估值

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	14.6	13.3	11.8	3836.83	买入
	美的集团	58.89	2.91	3.35	3.83	20.2	17.6	15.4	4086.32	买入
	海尔智家	17.36	1.17	1.41	1.43	14.8	12.3	12.1	1079.84	买入
	海信家电	11.23	1.01	1.18	1.34	11.1	9.5	8.4	134.14	
厨电	老板电器	32.95	1.55	1.69	1.88	21.2	19.5	17.5	312.7	
	华帝股份	11.9	0.78	0.89	1.04	15.3	13.3	11.5	103.84	
	浙江美大	13.93	0.58	0.72	0.87	23.8	19.3	16	89.99	
小家电	苏泊尔	79.21	2.03	2.36	2.75	38.9	33.6	28.8	650.41	
	九阳股份	22.91	0.98	1.09	1.25	23.3	21.1	18.4	175.79	
	飞科电器	36.23	1.94	1.79	1.9	18.7	20.3	19	157.82	
照明	欧普照明	26.43	1.19	1.27	1.48	22.2	20.8	17.9	199.83	
黑电	海信电器	9.26	0.3	0.24	0.36	30.9	38.8	25.9	121.17	
按摩椅	荣泰健康	29.13	1.78	1.9	2.14	16.4	15.3	13.6	40.78	
	奥佳华	10.39	0.78	0.84	1.04	13.3	12.4	10	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

## 风险提示

产业在线、中怡康的第三方机构统计口径有所偏差; 行业需求不及预期等。

### 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