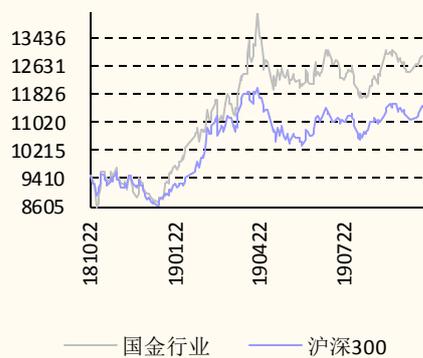


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金白色家电指数	12726
沪深300指数	3869
上证指数	2938
深证成指	9534
中小板综指	9031



10月社零数据点评：家电增速表现相对疲软，结构性改善值得关注

整体消费依然疲软，双11预售及国庆假期影响十月表现

2019年10月家用电器和音像器材类零售额增速较为疲软。从分品类的终端零售数据来看，家电各大品类线下终端销售同比均为负增长，终端需求较为低迷。

国庆长假旅游出行增加导致家电消费短期下降。今年十一黄金周旅游出行人数增加，导致家电购买需求受到冲击，十一促销期间家电各大品类零售额均出现同比下降的情况。同时，天猫、京东等线上平台从10月开始进行“双11”预售，家电厂商积极开展促销活动，一定程度上减弱了当月购买需求。从量价策略上看，在终端需求未显著回暖的情况下，家电厂商采取以价换量的策略，对销售额的增速造成不利影响。

农村表现优于城市，消费渠道下沉趋势明显

城市和农村表现依然存在差异，农村市场表现明显优于城镇市场。我们认为，随着农村家庭人均可支配收入的上升和购买力的增强，三四线家电需求将明显受益于消费升级趋势，尤其是小家电和空调等农村渗透率相对较低的品类。

受益地产竣工，厨电边际改善明显

从家电细分品类来看，受益于地产数据的回暖，厨电全渠道销售量增速逐步企稳，线下销售量增速环比有显著改善。在房地产竣工面积连续两个月同比转正的背景下，厨电短期需求将有确定性较强的提升。

空调行业库存良性，排产显著回暖

尽管空调终端需求处于低迷的状态，但从出货端看，内销增速连续两个同比转正，并且行业积极进行排产，反映出空调厂商对终端需求的乐观预期。行业库存周转保持良性，距离2015年高位仍有较大空间，可以预期终端销售情况未来的改善。

投资建议

建议积极关注效率改善、长期竞争力上升的**美的集团**，关注**格力电器**（混改及未来股息率提升预期带来估值上升），以及受益于冰洗消费升级、行业集中度持续上升的**海尔智家**；此外建议积极关注出口代工地位提升、摩飞品牌持续超预期的**新宝股份**。

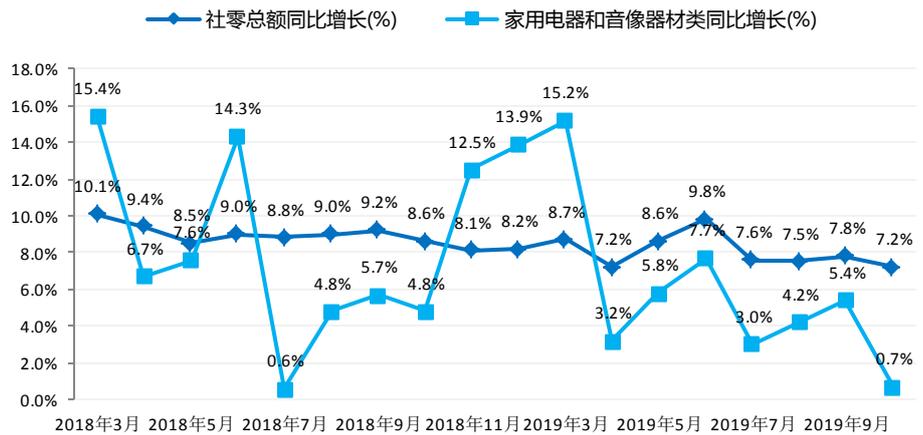
风险提示

宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险等。

事件

国家统计局发布社会消费品零售数据，2019年10月社会消费品零售总额38104亿元，同比增长7.2%。家用电器和音像器材类增速不振，零售额总额678亿元，同比增长0.7%。从累计增速看，2019年1-10月社会消费品零售总额334778亿元，同比增长8.1%；其中，月家用电器和音像器材类零售额7195亿元，同比增长5.4%。

图表 1: 社会消费品零售增速及家电和音像器材零售增速

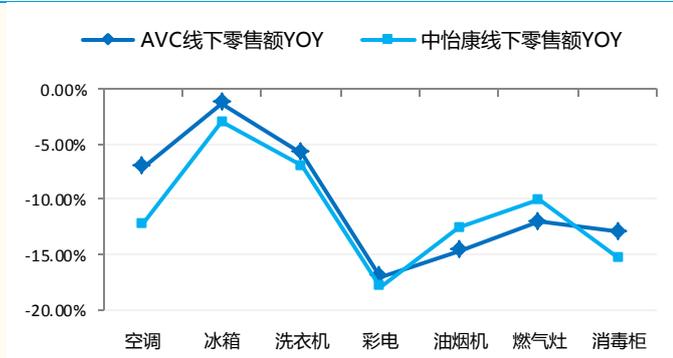


来源：国家统计局，国金证券研究所

1. 整体消费依然疲软，双 11 预售及国庆假期影响十月表现

2019年10月家用电器和音像器材类零售额增速较为疲软，同比增速仅为0.7%，增速环比-4.7pct，同比-13.2pct，远低于社会零售额整体的增长水平。从分品类的终端零售数据来看，家电各大品类线下终端销售同比均为负增长，终端需求较为低迷。

图表 2: 10 月份家电终端零售低迷

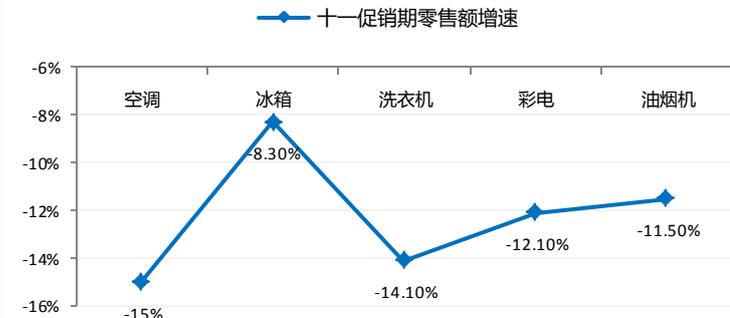


来源：中怡康，奥维云网，国金证券研究所

国庆长假旅游出行增加导致家电消费短期下降。今年十一黄金周旅游出行人数增加，导致家电购买需求受到冲击，十一促销期间家电各大品类零售额均出现

同比下降的情况。同时，天猫、京东等线上平台从 10 月开始进行“双 11”预售，家电厂商积极开展促销活动，一定程度上减弱了当月购买需求。从量价策略上看，在终端需求未显著回暖的情况下，家电厂商采取以价换量的策略，对销售额的增速造成不利影响。

图表 3：双 11 促销期间各大家电品类零售额负增长



来源：奥维云网，国金证券研究所

2. 尽管整体数据不佳，家电需求存在结构性改善

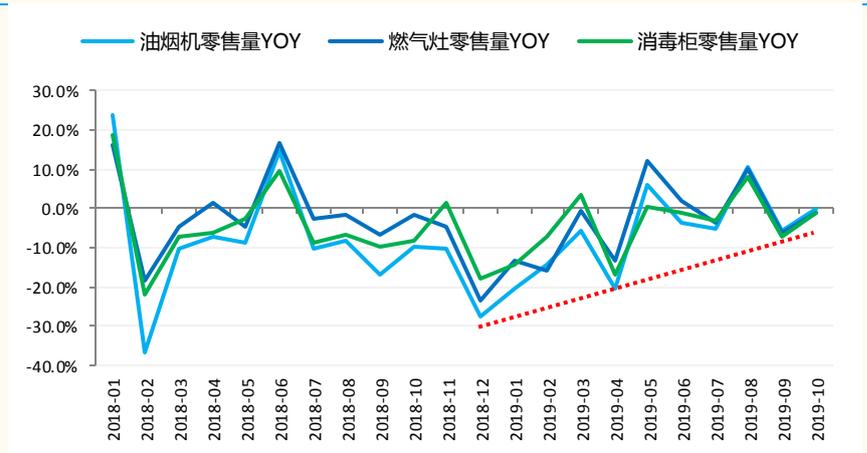
(1) 农村表现优于城市，消费渠道下沉趋势明显

城市和农村表现依然存在差异，农村市场表现明显优于城镇市场。10 月份城镇消费品零售额 32744 亿元，同比增长 7.0%；乡村消费品零售额 5360 亿元，增长 8.6%。1-10 月份，城镇消费品零售额 286268 亿元，同比增长 7.9%；乡村消费品零售额 48510 亿元，增长 9.6%。我们认为，随着农村家庭人均可支配收入的上升和购买力的增强，三四线家电需求将明显受益于消费升级趋势，尤其是小家电和空调等农村渗透率相对较低的品类。

(2) 受益地产竣工，厨电边际改善明显

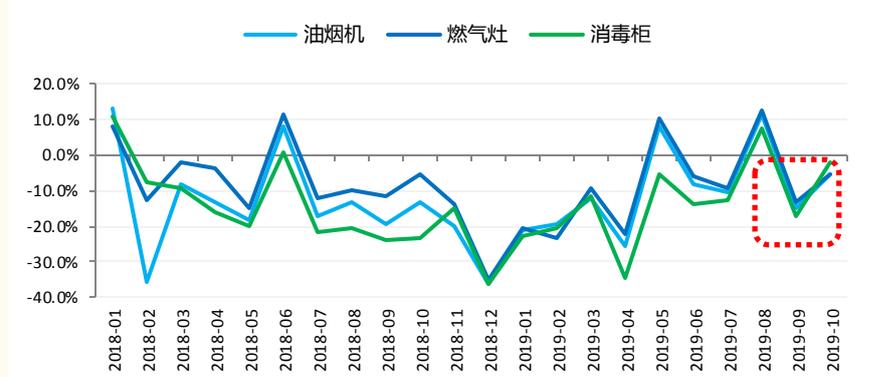
从家电细分品类来看，受益于地产数据的回暖，厨电全渠道销售量增速逐步企稳，线下销售量增速环比有显著改善。在房地产竣工面积连续两个月同比转正的背景下，厨电短期需求将有确定性较强的提升。

图表 4: 厨电全渠道增速底部企稳



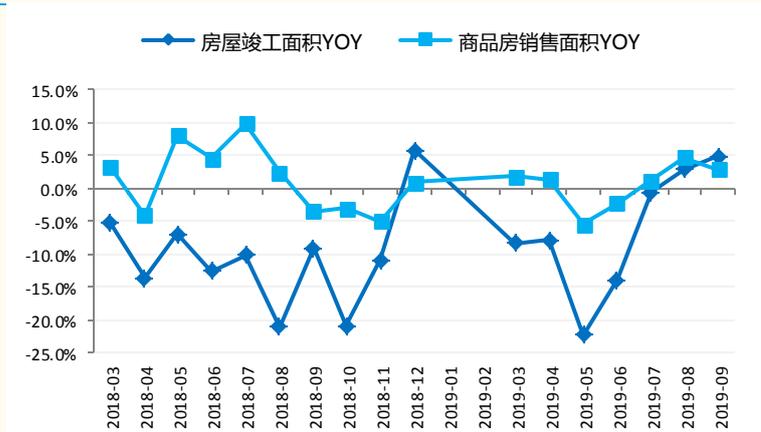
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 5: 厨电线下零售量增速环比明显改善



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 6: 房地产数据回暖



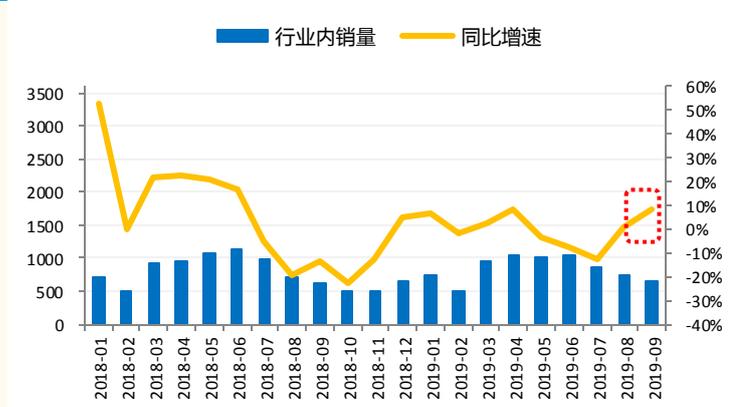
来源: WIND, 国金证券研究所

(3) 空调行业库存良性, 排产显著回暖

尽管空调终端需求处于低迷的状态, 但从出货端看, 内销增速连续两个同比转

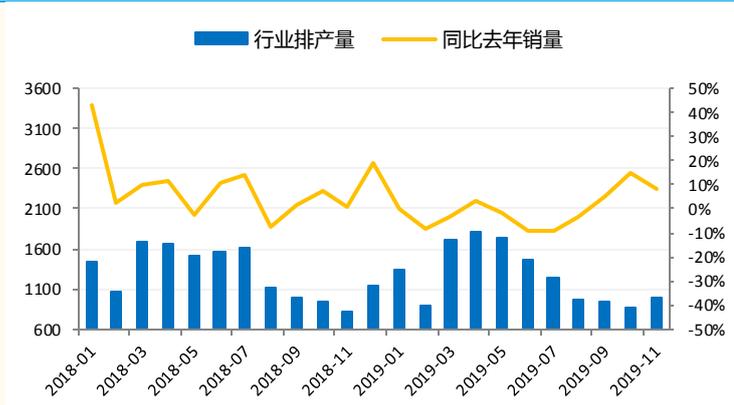
正，并且行业积极进行排产，反映出空调厂商对终端需求的乐观预期。行业库存周转保持良性，距离 2015 年高位仍有较大空间，可以预期未来终端零售情况的改善。

图表 7: 空调行业内销增速转正



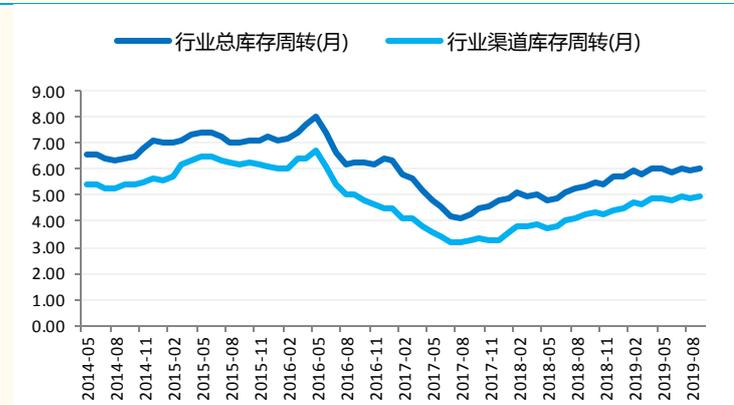
来源：产业在线，国金证券研究所

图表 8: 空调行业排产同比增速转正



来源：产业在线，国金证券研究所

图表 9: 空调行业库存保持良性



来源：产业在线，国金证券研究所

投资建议

建议积极关注效率改善、长期竞争力上升的**美的集团**，关注**格力电器**（混改及未来股息率提升预期带来估值上升），以及受益于冰洗消费升级、行业集中度持续上升的**海尔智家**；此外建议积极关注出口代工地位提升、摩飞品牌持续超预期的**新宝股份**。

风险提示

宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险等。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH