

家用电器行业

空调出货维持正增长，继续推荐白电、厨电龙头

核心观点：

- 投资建议：空调出货维持正增长，继续推荐白电、厨电龙头。**本周产业在线公布空调 10 月产销数据。受 2018 年同期基数较低以及零售端增速环比改善影响，内销出货连续 3 个月维持正增长。外销在各区域需求表现稳定的情况下，自 6 月份以来的正增长趋势继续维持。短期来看，我们认为随着竣工周期来临，影响消费景气的负面因素逐渐消除，家电行业 2020 年在需求端有望迎来触底反弹，子行业中空调、厨电最具弹性。长期来看，我们看好家电龙头在生产、品牌端高筑的护城河，在渠道模式、股权治理结构上的积极变革以及践行高端化、国际化、智能化、多元化的开拓能力。当下时点，无论是横向对比其它消费行业龙头，还是国际家电巨头，还是纵向对比历史，作为核心资产的家电龙头，我们认为其估值仍未反映其合理价值。在外资持续流入背景下，基于海外消费龙头估值体系，ROE 和分红率有望成为家电龙头长期价值的定价之锚驱动家电龙头的估值再上行。**对于 2020 年，我们的投资主线聚焦于价值的再认知与行业需求拐点的弹性期待：**基于长期竞争力、盈利稳定性以及被低估的内在价值，我们推荐白电龙头：**美的集团、格力电器、海尔智家**。基于地产竣工改善带来的景气度回升以及精装渠道带来的行业格局再洗牌，我们推荐厨电龙头：**老板电器、华帝股份**。
- 本周重点报告回顾**
 本周公牛集团、石头科技过会，前期相关深度研究包括：
 - **家电商业模式专题（1）：公牛，流通渠道王者**
 - **石头科技：正在崛起的扫地机器人新龙头**
- 一周行情回顾（2019.11.18-2019.11.22）。**沪深 300 指数本周跌幅为 0.7%，家电板块表现处于全行业下游水平，下跌 1.7%，其中白电指数下跌 1.9%，视听器材指数上涨 1.1%。
- 2019 W45-46（2019.11.04-2019.11.17）双周（双十一期间）白电厨电主要品类线上线下数据**
 - **空调：**线下销量 YoY+99.6%，线上销量 YoY+114.8%。
 - **冰箱：**线下销量 YoY+17.6%，线上销量 YoY+30.3%。
 - **洗衣机：**线下销量 YoY+8.7%，线上销量 YoY+17.6%。
 - **油烟机：**线下销量 YoY+5.9%，线上销量 YoY+38.0%。
- 行业月度数据回顾（2019 年 10 月）**
 - **产业在线月度空调数据回顾：**内外销持续维持维持正增长。2019 年 10 月产量 832.5 万台，YoY+8.2%（1-10 月 12956.1 万，YoY-0.4%）；销量 772.0 万台，YoY+3.1%（1-10 月 13072.5 万，YoY-1.0%）；内销 506.6 万台，YoY+1.4%（1-10 月 8058.5 万，YoY-0.6%）；外销 265.4 万台，YoY+6.4%（1-10 月 5014.0 万，YoY-1.5%）。美的海尔内外销表现优异。
- 原材料价格及汇率变动：**本周铝、铜、冷轧板卷、布伦特原油期货价格均有上涨；11 月面板价格较上月持平；本周人民币兑美元贬值。
- 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。

行业评级

持有

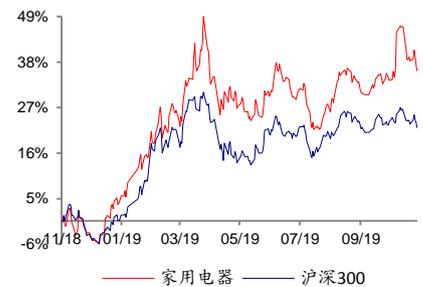
前次评级

持有

报告日期

2019-11-24

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:竣工周期已至,需求改善可期 2019-11-17
- 家用电器行业:2019 双 11 家电销售总结:龙头交出优异答卷 2019-11-12
- 家用电器行业:2020 年投资策略:迎风而起,逐浪而行 2019-11-12

联系人：

黄涛 0755-82771936

szhuangtao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
格力电器	000651.SZ	人民币	56.72	2019/10/30	买入	72.58	4.70	5.18	12.08	10.94	6.61	5.54	25.97	24.46
海尔智家	600690.SH	人民币	17.61	2019/10/30	买入	19.84	1.47	1.24	11.97	14.26	7.91	6.04	19.52	14.08
美的集团	000333.SZ	人民币	55.73	2019/10/30	买入	73.17	3.44	3.85	16.20	14.47	12.39	10.35	24.37	23.82
老板电器	002508.SZ	人民币	30.50	2019/10/28	买入	34.56	1.69	1.92	18.08	15.86	15.47	13.00	20.93	19.26
华帝股份	002035.SZ	人民币	11.65	2019/11/10	买入	13.91	0.90	1.07	12.94	10.89	9.29	7.21	24.10	22.20

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中收盘价为 2019/11/22 收盘价

目录索引

投资建议：空调出货维持正增长，继续推荐白电、厨电龙头.....	5
一周行情回顾（2019.11.18-2019.11.22）.....	7
2019W45-46（2019.11.04-2019.11.17）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：发改委发布家电回收《意见》；家用空调行业规模下滑风险正在减退	9
公司动态：公牛集团主板过会、石头科技科创板过会	10
产业在线月度空调数据回顾（2019年10月）	12
原材料价格及汇率变动跟踪.....	14
重点报告回顾.....	15
家电商业模式专题（1）：公牛，流通渠道王者	15
石头科技：正在崛起的扫地机器人新龙头.....	16
风险提示	17

图表索引

图 1: 本周家电板块表现弱于沪深 300 指数, 处于全行业下游	7
图 2: 2019W45-46 (2019.11.04-2019.11.17) 双周销量同比数据: 双十一大促期间行业维持较高景气	7
图 3: 2019W45-46 (2019.11.04-2019.11.17) 双周线上线均价	8
图 4: 2019W45-46 (2019.11.04-2019.11.17) 双周线上线均价同比: 空调促销最为积极	8
图 5: 2019W1-W46 (2019.1.01-2019.11.17) 累计销量同比数据: 线上优于线下	8
图 6: 2019W1-W46 (2019.1.01-2019.11.17) 累计线上线均价: 空调线上线价价差最小	8
图 7: 2019W1-W46 (2019.1.01-2019.11.17) 累计线上线均价同比: 空调油烟机线上线价格均承压	8
图 8: 空调月度内销 (万台) 及 YoY (右轴)	13
图 9: 空调月度外销 (万台) 及 YoY (右轴)	13
图 10: 空调月度销量 (万台) 及 YoY (右轴)	13
图 11: LME 铜价格 (美元/吨) 本周上涨 0.4%	14
图 12: LME 铝价格 (美元/吨) 本周上涨 0.5%	14
图 13: 冷轧卷板价格 (人民币元/吨) 本周上涨 0.9%	14
图 14: 布伦特原油期货价格 (美元/桶) 本周上涨 0.1%	14
图 15: 面板价格: 截至 2019 年 11 月, 主要尺寸面板价格 (美元/片) 较上月持平	14
图 16: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率贬值 (本周末 1 美元=7.0356 人民币, 上周末 1 美元=7.0121 人民币)	14
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值	5
表 2: 本周家电指数跌幅大于沪深 300 指数 1.0 个百分点	7
表 3: 空调行业产量、销量、库存情况 (万台、%)	12
表 4: 空调各品牌 2019 年 10 月内销情况及同比增速 (万台、%)	13
表 5: 空调各品牌 2019 年 10 月外销情况及同比增速 (万台、%)	13

投资建议：空调出货维持正增长，继续推荐白电、厨电龙头

本周产业在线公布空调10月产销数据。受2018年同期基数较低以及零售端增速环比改善影响，内销出货连续3个月维持正增长。外销在各区域需求表现稳定的情况下，自6月份以来的正增长趋势继续维持。短期来看，我们认为随着竣工周期来临，影响消费景气的负面因素逐渐消除，家电行业2020年在需求端有望迎来触底反弹，子行业中空调、厨电最具弹性。长期来看，我们看好家电龙头在生产、品牌端高筑的护城河，在渠道模式、股权治理结构上的积极变革以及践行高端化、国际化、智能化、多元化的开拓能力。当下时点，无论是横向对比其它消费行业龙头，还是国际家电巨头，还是纵向对比历史，作为核心资产的家电龙头，我们认为其估值仍未反映其合理价值。在外资持续流入背景下，基于海外消费龙头估值体系，ROE和分红率有望成为家电龙头长期价值的定价之锚驱动家电龙头的估值再上行。因此对于2020年，我们的投资主线聚焦于价值的再认知与行业需求拐点的弹性期待：

基于长期竞争力、盈利稳定性以及被低估的内在价值，我们推荐白电龙头：美的集团、格力电器、海尔智家。

基于地产竣工改善带来的景气度回升以及精装渠道带来的行业格局再洗牌，我们推荐厨电龙头：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 2019/11/22	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	56.72	人民币	4.36	4.70	5.18	17%	8%	10%	12.1	10.9
000333.SZ	美的集团	买入	55.73	人民币	3.04	3.44	3.85	17%	18%	12%	16.2	14.5
600690.SH	海尔智家	买入	17.61	人民币	1.17	1.47	1.24	8%	26%	-16%	12.0	14.3
002508.SZ	老板电器	买入	30.50	人民币	1.55	1.69	1.92	1%	9%	14%	18.1	15.9
002035.SZ	华帝股份	买入	11.65	人民币	0.77	0.90	1.07	33%	16%	18%	12.9	10.9
002242.SZ	九阳股份	买入	22.43	人民币	0.98	1.07	1.23	9%	8%	15%	21.1	18.3
002032.SZ	苏泊尔	买入	74.43	人民币	2.03	2.34	2.66	26%	15%	14%	31.8	28.0
002050.SZ	三花智控	买入	15.43	人民币	0.61	0.50	0.56	5%	6%	14%	31.1	27.3
603868.SH	飞科电器	增持	36.22	人民币	1.94	1.75	1.90	1%	-10%	8%	20.7	19.1
000921.SZ	海信家电	增持	10.15	人民币	1.01	1.13	1.29	-32%	12%	14%	9.0	7.9
00921.HK	海信家电	增持	7.27	港币	1.12	1.26	1.43	-32%	12%	14%	8.1	7.1
002705.SZ	新宝股份	增持	15.95	人民币	0.62	0.85	0.99	23%	22%	16%	18.8	16.2
002677.SZ	浙江美大	增持	13.60	人民币	0.58	0.70	0.81	24%	20%	15%	19.4	16.9
603579.SH	荣泰健康	增持	28.44	人民币	1.78	1.84	1.86	15%	3%	1%	15.4	15.3
603355.SH	莱克电气	增持	22.50	人民币	1.05	1.19	1.29	16%	13%	8%	18.9	17.5

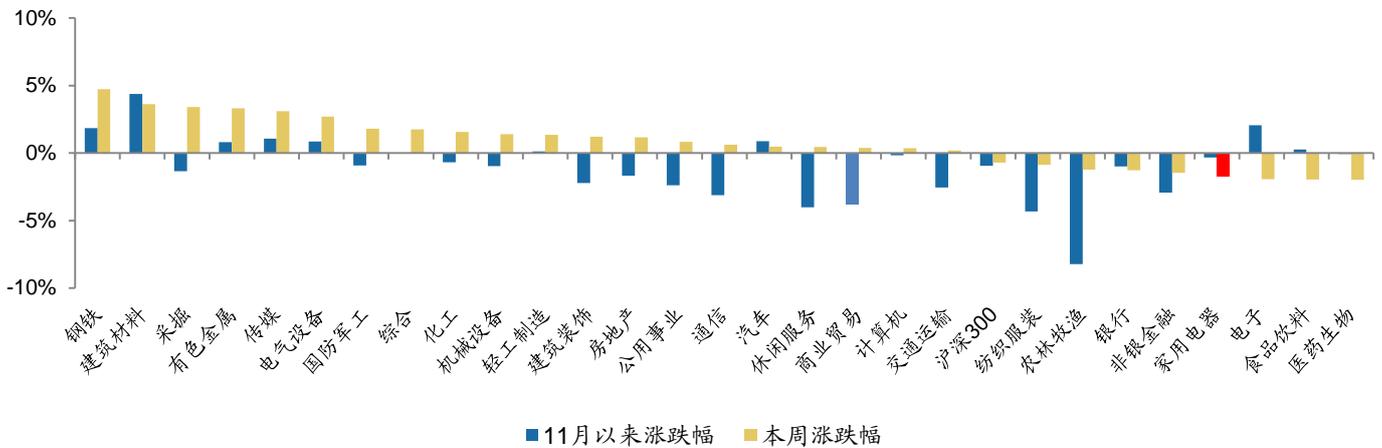
600060.SH	海信电器	增持	9.33	人民币	0.30	0.24	0.30	-59%	-21%	27%	39.4	31.1
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.24	人民币	0.24	0.31	0.37	-10%	28%	18%	16.9	14.3
002429.SZ	兆驰股份	增持	2.83	人民币	0.10	0.13	0.14	-26%	28%	10%	22.5	20.4
603515.SH	欧普照明	增持	26.40	人民币	1.19	1.12	1.26	32%	-6%	13%	23.5	20.9
002403.SZ	爱仕达	增持	8.50	人民币	0.42	0.43	0.47	-14%	1%	11%	19.9	17.9
002543.SZ	万和电气	增持	9.32	人民币	0.85	1.00	1.14	18%	17%	13%	9.3	8.2
603486.SH	科沃斯	持有	19.73	人民币	1.21	0.85	0.97	29%	-2%	15%	23.3	20.2

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2019.11.22收盘价：1港币=0.8993人民币。

一周行情回顾 (2019.11.18-2019.11.22)

图 1: 本周家电板块表现弱于沪深 300 指数, 处于全行业下游



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 本周家电指数跌幅大于沪深 300 指数 1.0 个百分点

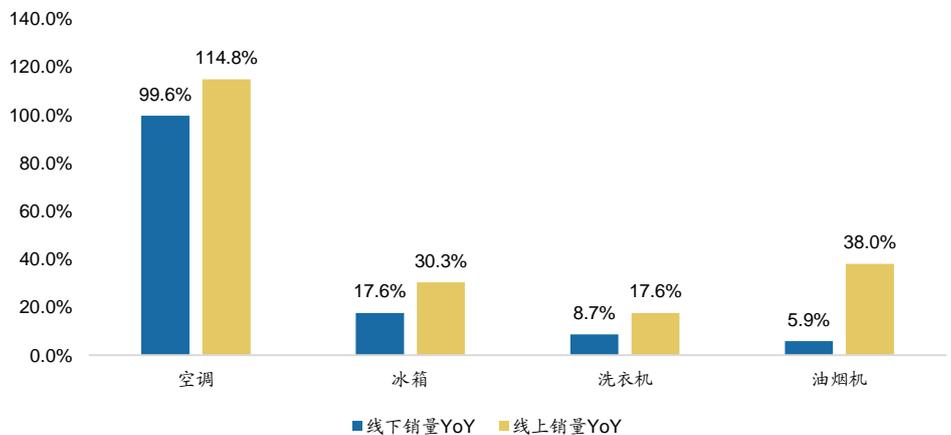
	本周涨跌幅	本周跑赢市场 (百分点)	11 月以来涨跌幅	2019 年以来涨跌幅
沪深 300	-0.7%		-0.9%	27.9%
家用电器	-1.7%	-1.0	-0.3%	43.1%
视听器材 (申万)	1.1%	1.8	-1.3%	17.2%
白色家电 (申万)	-1.9%	-1.2	-0.3%	44.9%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2019W45-46 (2019.11.04-2019.11.17) 行业主要品类

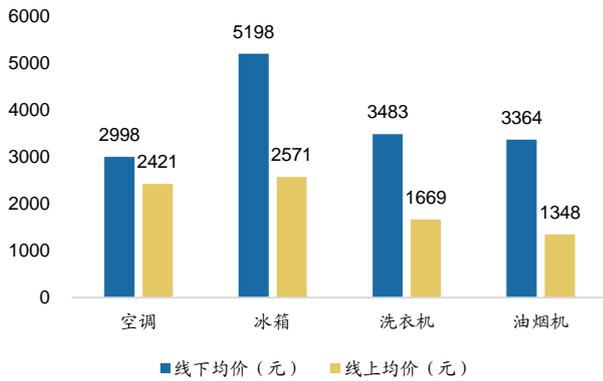
线上线下双十一期间及累计数据回顾

图 2: 2019W45-46 (2019.11.04-2019.11.17) 双周销量同比数据: 双十一大促期间行业维持较高景气



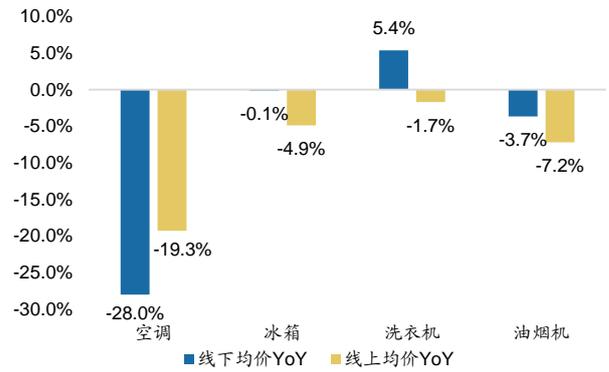
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 3: 2019W45-46 (2019.11.04-2019.11.17) 双周线上线均价



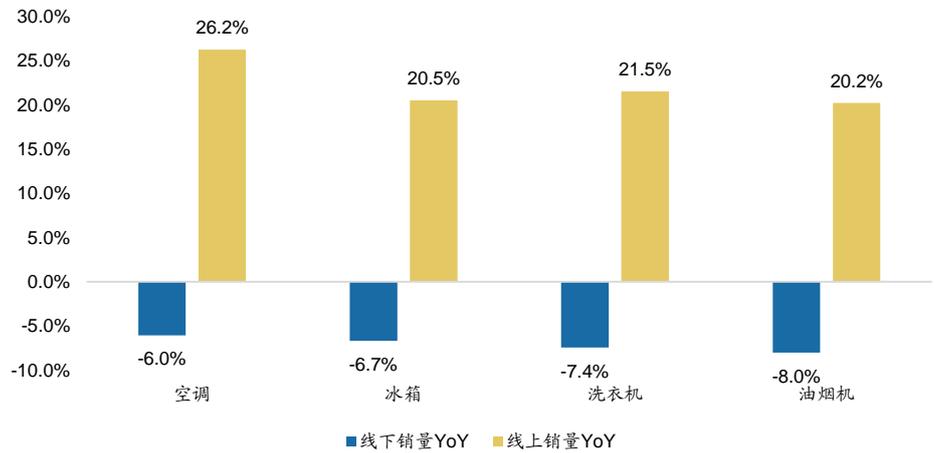
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 4: 2019W45-46 (2019.11.04-2019.11.17) 双周线上线均价同比: 空调促销最为积极



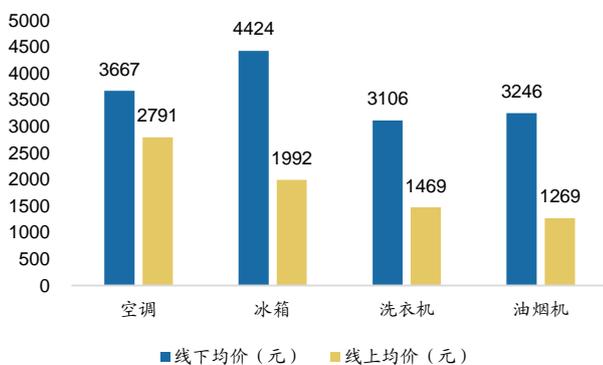
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 5: 2019W1-W46 (2019.1.01-2019.11.17) 累计销量同比数据: 线上优于线下



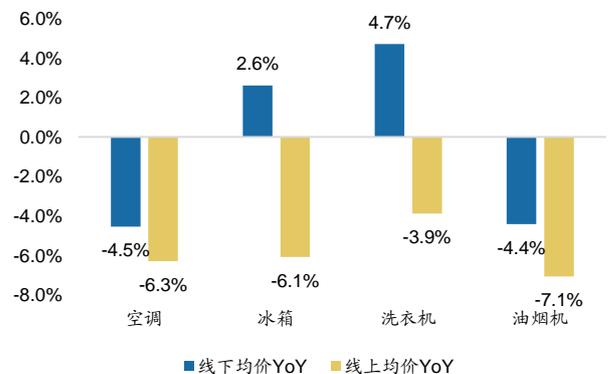
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 6: 2019W1-W46 (2019.1.01-2019.11.17) 累计线上线均价: 空调线上线下价差最小



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 7: 2019W1-W46 (2019.1.01-2019.11.17) 累计线上线均价同比: 空调油烟机线上线下价格均承压



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：发改委发布家电回收《意见》；家用空调行业规模下滑风险正在减退

➤ 发改委：健全消费电子、家电等废旧产品回收拆解体系

11月15日下午消息，国家发展改革委、工业和信息化部、中央网信办、人民银行等十五部门于近日发布《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》(以下简称为《意见》)。

《意见》指出，先进制造业和现代服务业融合是顺应新一轮科技革命和产业变革，增强制造业核心竞争力、培育现代产业体系、实现高质量发展的重要途径。近年来，我国两业融合步伐不断加快，但也面临发展不平衡、协同性不强、深度不够和政策环境、体制机制存在制约等问题。为推动先进制造业和现代服务业融合发展，经中央全面深化改革委员会第十次会议审议同意，现提出以下意见。

其中在推动消费品工业和服务业深度融合领域，国家发改委表示，**将注重差异化、品质化、绿色化消费需求，推动消费品工业服务化升级。以智能手机、家电、新型终端等为重点，发展“产品+内容+生态”全链式智能生态服务。**

此外，发改委还表示，**将以家电、消费电子等为重点，落实生产者责任延伸制度，健全废旧产品回收拆解体系，促进更新消费。**

(新闻来源：中国家电网)

➤ 家用空调——硝烟弥漫的战场

对于空调人来说，2019年注定难以忘记。一方面是空调行业规模进入周期性的下滑，另一方面是空调行业日渐激烈的价格竞争。当大多数空调品牌用惨烈的价格战却只换来自身规模同比降幅缩窄，空调行业的恶劣生存环境可见一斑。

时至今日，空调行业规模下降空间已经不大了。这一判断基于以下三点：**第一，据中怡康测算，影响空调行业的重要因子——房地产对空调消费的影响，从2019年下半年起，将由负面影响转为正面影响；第二，处于待替换的空调规模迅速攀升。**众所周知，空调产品在家电下乡时期(2009-2012)销量激增，据测算，空调产品在2008年的零售量是2575万台，而在2009-2012年空调产品的平均销量是3410万台，相比2008年增长了32.4%。按照空调产品的生命周期为10年计算，家电下乡时期的空调进入了替换高峰期，当消费者自身收入和对收入预期开始提升时，那这批替换空调需求将转化为大量实际的空调销量；**第三，三四级市场的普及需求正在处于爆发期。**据国家统计局数据，2018年农村空调每百户保有量是65.2台，由于空调一户多机的特性，农村空调市场的爆发潜力十分巨大。据中怡康线下月度零售监测数据，**2019年1-9月，三、四级市场的零售量同比增幅分别为4.5%、17.8%，这两个数据大幅高于整体线下市场的增速。**

但从价格来看，目前空调市场的价格空间还在下探。据中怡康线下周度零售监

测数据，2019年十一期间（9.16-10.16），线下和线上空调市场均价同比分别为-7.2%和-8.9%。将市场分为各规格品类来看，空调主要规格的价格同比均大幅下滑，尤其是挂机APF三级，在线下和线上的价格同比分别为-12.3%和-16.2%，创下本次空调规格均价降幅之最。更悲观的是，十一的价格并不是本次价格战的最低值，从厂家的反馈来看，双十一的空调价格竞争将比十一的价格竞争更为惨烈。

到这里，我们可以做一个小结，中怡康认为，目前对行业伤害最大的是价格竞争，并且这个伤害还在加剧；之前大家忧虑的行业规模下滑风险其实正在减退，到2020年年中左右，预期空调市场将恢复正增长。据中怡康预测，2020年，家用空调市场的零售量和零售额规模将分别为5732万台和1892亿元，分别同比增长2.8%和0.6%。

（新闻来源：中怡康时代）

公司动态：公牛集团主板过会、石头科技科创板过会，珠海市全力支持格力电器发展

➤ 公牛集团 IPO 上市过会，首发不超过 6000 万股

2019年11月21日，插座界斗士公牛集团IPO上市首发申请获得了证监会的通过，将于上交所上市，这标志着公牛集团将进入到一个新的发展阶段。

公司首次公开发行的A股不超过6000万股，占发行后总股本的10%。据招股书显示，公牛集团拟募集资金488660.10万元，此次募集的资金将用于年产4.1亿套墙壁开关插座生产基地建设、年产1.8亿套LED灯生产基地建设、渠道终端建设及品牌推广、信息化建设、研发中心及总部基地建设、年产4亿套转换器自动化升级建设等项目。

公牛集团成立于2008年，总部位于浙江省宁波市慈溪市，是一家专注于以转换器、墙壁开关插座为核心的民用电工产品的研发、生产和销售的企业，主要包括转换器、墙壁开关插座、LED照明、数码配件等电源连接和用电延伸性产品，广泛应用于家庭、办公等用电场合。

公牛集团自从创立以来，始终坚持以“成为国际民用电工行业领导者”为愿景，秉承“忠信诚和、专业专注”的核心价值观，以消费者需求为导向，以产品品质为根本，从“插座”（即转换器）这一细分领域开始，不断推动功能、技术与设计的创新，开发出了大批受消费者喜爱的新产品，并在多年的发展过程中逐步拓展、形成了“安全插座”、“装饰开关”、“护眼LED灯”、“数码速充配件”等品类定位鲜明、可持续发展的业务组合，“公牛”已成为一个家喻户晓的公众品牌。

（新闻来源：中华网）

➤ 小米生态链企业突围：石头科技科创板过会

近日上交所官网显示，科创板上市委同意北京石头世纪科技股份有限公司发行

上市。获得受理半年多，历经四轮问询后，石头科技这一典型的小米生态链企业终于成功过会。

石头科技创立于2014年，2016年9月推出首款产品小米定制品牌“米家智能扫地机器人”，在小米生态链站稳脚跟。从2016年到2018年石头科技营收达到了从1.83亿元到30.51亿元的爆炸式增长。

根据招股书，石头科技主营业务为智能清洁机器人等智能硬件的设计、研发、生产和销售，主要产品为小米定制品牌“米家智能扫地机器人”、“米家手持无线吸尘器”，以及自有品牌“石头智能扫地机器人”和“小瓦智能扫地机器人”。

小米与生态链企业合作模式主要为：在小米与生态链企业合作的过程中，生态链企业自行采购核心原材料或通过小米采购基础原材料，按照要求委托代工厂商生产相关硬件产品，小米向生态链企业采购上述产品，然后通过线上渠道和线下渠道向个人客户及公司客户销售。

在这个过程中，小米强大的品牌和渠道优势让生态链企业在创立初期便得以迅速打开销量，但同时生态链企业也对小米存在严重的依赖。从2016到2018三年间，石头科技的第一大客户均为小米集团，三年间对小米集团的销售金额分别为1.83亿元、10.11亿元和15.29亿元，占其主营业务收入的比例分别高达100%、90.36%和50.17%。

目前石头科技面临一个问题，就是是否要“去小米化”。上市委在问询中也进一步要求说明，未来研发投入在自有品牌和米家品牌之间是否有侧重。“公司与小米集团的合作包括小米集团对公司的财务性投资和小米集团作为公司主要渠道之一销售定制产品，公司在资产、人员、财务、机构、业务等方面均保持独立，公司不属于小米集团定义的典型生态链企业”。

（新闻来源：新浪财经）

➤ 郭永航姚奕生到珠海格力电器股份有限公司调研：举全市之力支持格力电器做强做优做大

11月22日下午，市委书记、市人大常委会主任郭永航，市委副书记、市长姚奕生到珠海格力电器股份有限公司，就深入学习贯彻党的十九届四中全会精神，认真落实习近平总书记对格力电器重要讲话和重要指示精神，推动格力电器在自主创新方面取得更大突破，实现更高质量发展进行调研。

在珠海格力智能装备有限公司、精密数控机床研制中心，郭永航、姚奕生走进智能制造研发生产一线，深入考察工业机器人制造和自动化生产等情况，勉励企业勇攀科技高峰，加强关键核心技术、关键零部件、关键设备科技攻关，加快科技成果转化应用，牢牢掌握发展主动权。随后，郭永航、姚奕生与珠海格力电器股份有限公司董事长、总裁董明珠等座谈交流，详细了解格力电器生产经营、技术研发、人才引进和未来发展等情况，听取意见建议，现场协调解决相关问题。郭永航、姚奕生对格力电器今年以来取得的新业绩表示祝贺，对格力电器多年来为珠海经济社会发展作出的重要贡献表示感谢。

郭永航强调，珠海将持续深入学习贯彻习近平总书记对广东重要讲话和重要指示精神，认真落实全省推动制造业高质量发展大会部署要求，高高举起实体经济和先进制造业大旗，举全市之力支持格力电器做强做优做大，推动格力电器打造成为世界级的先进制造业、现代多元化发展的标杆企业。希望格力电器牢记习近平总书记殷殷嘱托，不断加强关键核心技术攻关，加快推进重大创新平台建设，加速集聚高端创新人才，进一步增强自主创新能力和实力，努力在自主创新上取得新的更大突破。党委政府要为格力电器发展提供贴身式、保姆式服务，做到“有叫必到、有求必应、有需必供”，让格力电器牢固扎根珠海、实现更高质量发展。

市领导曾进泽、吴轼、刘嘉文、张宜生参加调研。

(新闻来源：珠海特区报)

产业在线月度空调数据回顾（2019年10月）

内外销持续维持维持正增长。2019年10月产量832.5万台，YoY+8.2%（1-10月12956.1万，YoY-0.4%）；销量772.0万台，YoY+3.1%（1-10月13072.5万，YoY-1.0%）；内销506.6万台，YoY+1.4%（1-10月8058.5万，YoY-0.6%）；外销265.4万台，YoY+6.4%（1-10月5014.0万，YoY-1.5%）。

美的、海尔内外销均表现优异。2019年10月格力内销242.0万台，YoY-6.9%（1-10月2861.0万，YoY-5.0%），外销50.0万台，YoY-16.7%（1-10月1108.0万，YoY-8.6%）；美的内销122.8万台，YoY+17.0%（1-10月2096.8万，YoY+19.9%），外销90.0万台，YoY+20.0%（1-10月1529.0万，YoY+9.0%）；海尔内销40.0万台，YoY+19.4%（1-10月755.5万，YoY-8.9%），外销13.0万台，YoY+18.2%（1-10月219.5万，YoY-29.9%）；奥克斯内销38.0万台，YoY+2.7%（1-10月857.0万，YoY+4.7%），外销20.0万台，YoY+5.3%（1-10月442.0万，YoY+9.7%）；海信科龙内销16.0万台，YoY-5.9%（1-10月362.0万，YoY-16.0%），外销14.0万台，YoY+7.7%（1-10月289.5万，YoY+10.9%）。

表3：空调行业产量、销量、库存情况（万台、%）

项目	10月						财年累计			
	2019年		2018年		2017年	2019年		2018年		2017年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
1 产量	833	8.2%	769	-20.6%	968	12956	-0.4%	13012	5.0%	12392
2 销量	772	3.1%	749	-13.5%	866	13073	-1.0%	13199	5.8%	12480
3 出口	265	6.4%	249	14.9%	217	5014	-1.5%	5091	5.6%	4820
4 内销	507	1.4%	500	-23.0%	649	8059	-0.6%	8108	5.9%	7660
5 在库	902	-0.8%	909	9.7%	829	902	-0.8%	909	9.7%	829
6 产销率	92.7%	-4.8%	97.4%	8.9%	89.4%	100.9%	-0.5%	101.4%	0.7%	100.7%
7 内销比重	65.6%	-1.6%	66.7%	-11.0%	74.9%	61.6%	0.4%	61.4%	0.1%	61.4%

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 4: 空调各品牌 2019 年 10 月内销情况及同比增速 (万台、%)

企业/项目	10 月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
格力	242	-6.9%	260	-15.6%	308	2861	-5.0%	3010	7.3%	2804
美的	123	17.0%	105	-40.3%	176	2097	19.9%	1749	2.8%	1701
海尔	40	19.4%	34	-17.3%	41	756	-8.9%	830	9.6%	757
奥克斯	38	2.7%	37	2.8%	36	857	4.7%	819	31.2%	624

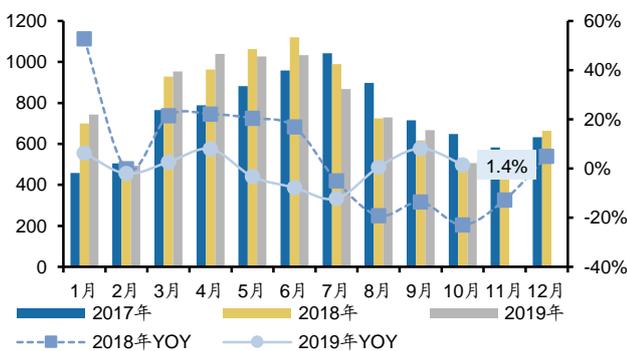
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 5: 空调各品牌 2019 年 10 月外销情况及同比增速 (万台、%)

企业/项目	10 月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
格力	50	-16.7%	60	25.0%	48	1108	-8.6%	1212	16.7%	1039
美的	90	20.0%	75	21.0%	62	1529	9.0%	1402	4.3%	1344
海尔	13	18.2%	11	22.2%	9	220	-29.9%	313	30.5%	240
奥克斯	20	5.3%	19	72.7%	11	442	9.7%	403	11.3%	362

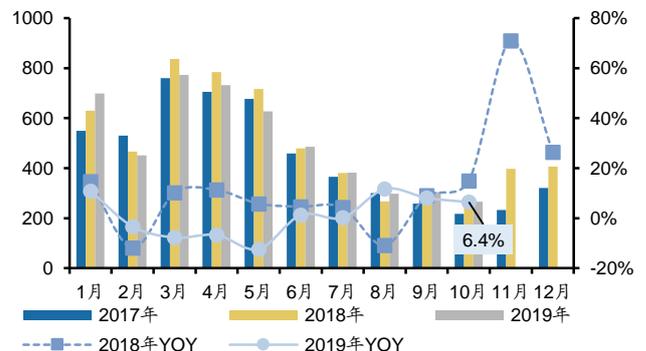
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 8: 空调月度内销 (万台) 及 YoY (右轴)



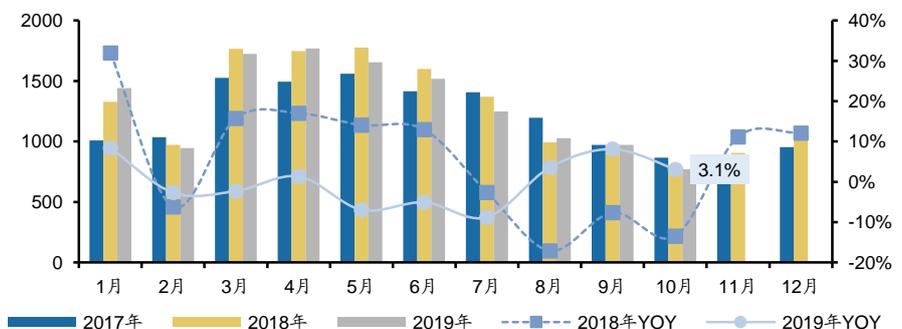
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 9: 空调月度外销 (万台) 及 YoY (右轴)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

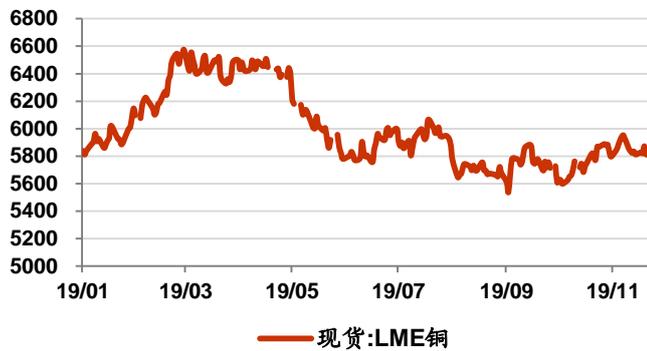
图 10: 空调月度销量 (万台) 及 YoY (右轴)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

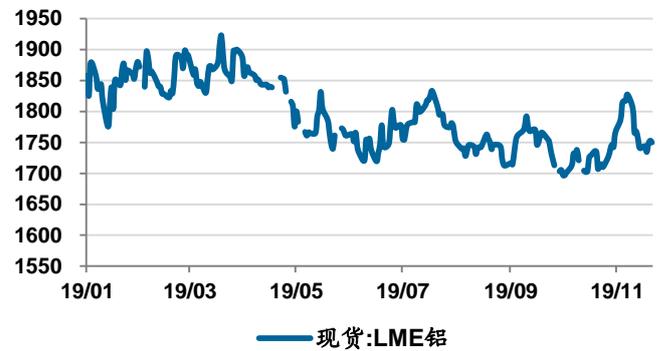
原材料价格及汇率变动跟踪

图11: LME铜价格(美元/吨)本周上涨0.4%



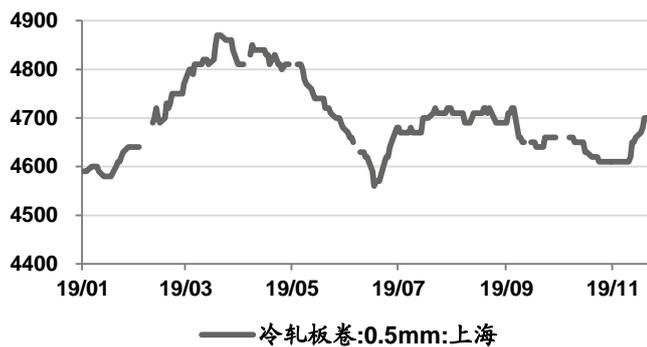
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心
注: 本周指 2019.11.08-2019.11.14, 下同

图12: LME铝价格(美元/吨)本周上涨0.5%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 冷轧卷板价格(人民币元/吨)本周上涨0.9%



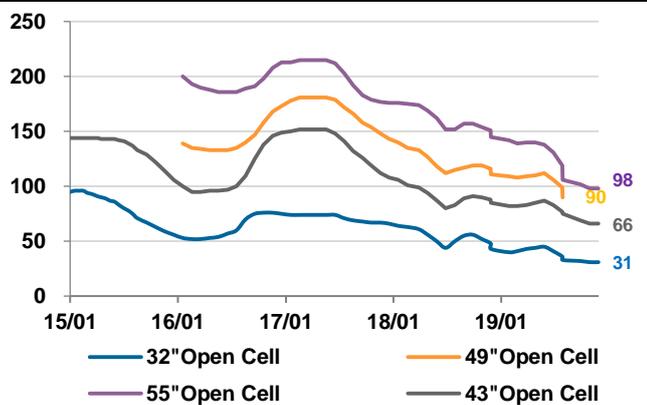
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 布伦特原油期货价格(美元/桶)本周上涨0.1%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 面板价格: 截至2019年11月, 主要尺寸面板价格(美元/片)较上月持平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率贬值(本周末1美元=7.0356人民币, 上周末1美元=7.0121人民币)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

重点报告回顾

家电商业模式专题（1）：公牛，流通渠道王者

● 以公牛集团为例，探讨渠道力中流通渠道的作用

根据消费品研究框架，产品力、渠道力和品牌力皆为优秀公司成功所必备的元素，但不同的发展阶段、不同的产品属性对这三大要素的侧重也会不同，下文我们以公牛集团为例，试图分析：1）渠道力强的公司会具有怎样的优势；2）公牛的案例对家电公司有什么样的启示。

选取公牛作为例子的主要原因：1）公牛集团的网点数量非常多，渗透率极高。全国范围内，公牛拥有近100万个网点，而传统白电龙头网点约3-4万个；2）公牛集团网点与传统家电企业不同，具有独特性。公牛的网点以大流通渠道为主，如五金日杂店、办公用品店、建材店等，而传统家电企业以KA、专卖店为主。

● 公牛集团：流通渠道的王者，最广最深的渠道覆盖面，树立强大壁垒、推动产品多元化

公牛的渠道以经销为主、直销为辅，销售渠道深度下沉并覆盖全国。就现阶段而言，近100万网点+高粘性经销商，构成强大的渠道壁垒。具体来看，其优势分别为：

- ◆ 优势一：流通网点亦是广告，有助于提升品牌认知度。近三年，公牛的市场推广费在收入中的占比逐年提升，这反映公司对经销商的支持力度不断提升，具体来看，公司大力支持经销商在终端售点投放“公牛”店头招牌、店内店外陈列展示和宣传物品等广告资源，效果也很显著，如今“公牛”品牌成功传播到大小城市及各级乡镇，网点的宣传使消费者形成专属产品认知，即，渠道力促进了品牌力提升。
- ◆ 优势二：线下渠道高度渗透，竞争对手难以短期内实现模仿。公牛集团多年深耕渠道，在民用电工领域形成了线下、线上协同发展的强大营销体系，完美贴合消费者“就近购买”的需求。
- ◆ 优势三：复用渠道，多元化贡献成长性。公牛主要围绕民用电工类产品做相关多元化，2001年公牛插座市场份额达到第一，自此，市场份额逐年提升，2007年，公牛进入墙壁开关领域；2014年，公牛墙壁开关销售规模跻身行业前三，多元化战略推行顺利。

● 公牛的渠道力探讨对家电企业有所启示

- ◆ 线下渠道对于具有以下特征的产品更为重要：价格低；需求迫切度高；同质化高；功能型产品（SKU少）。对于此类产品，消费者一般会采取就近购买的消费策略，此时渠道的下沉情况将大幅影响产品的销售。我们认为未来家电产品，尤其是必需性高的小家电产品，产品价格相对于可支配收入的比例将降低，流通渠道对其的重要性将提升。
- ◆ 公司对于渠道结构中的每一环的管理均很重要，环环相扣的最终效果将是事半功倍。（1）对经销商的管理：经销商负责对接终端门店，是终端网点资源的实际掌握者，对经销商的激励以及约束均非常重要。（2）对网点的管理：网点对接消费者，品牌宣传、产品摆放的位置等都将影响实际的品牌

宣传以及产品销售。公司往往会配备渠道管理人员，他们负责维系与经销商的关系，了解经销商的需求，对接经销商完成公司的活动以及宣传要求等，他们具有“桥梁”作用，对于整个渠道管理至关重要。

- ◆ 强大的渠道资源，将转化为成长性，即，渠道力强的公司，多元化战略推进将更为顺利，但是在推进多元化时，需要考虑品牌的延展度是否足够、新产品是否可以复用原有渠道资源。

● 投资建议

通过对公牛集团的研究，我们认为，渠道力是企业一大优势资源，尤其是短期难以被竞争对手模仿的线下资源，建议继续持有线下渠道资源丰富的白电、小家电龙头，推荐美的集团、青岛海尔、格力电器、苏泊尔。

- **风险提示：**渠道拓展不力，渠道管理失控渠道库存积压。

石头科技：正在崛起的扫地机器人新龙头

● 石头科技：成立不到五年的扫地机器人新秀正在崛起

石头科技成立于 2014 年 6 月根据公司招股说明书数据目前创始人昌敬持股 30.99% 为公司第一大股东，小米系的顺为与天津金米分别持股 12.85%、11.85%，核心高管均有持股。公司本次公开发行新股总数不超过 1666.7 万股，占发行后总股本比例 25% 拟募集资金金额扣除发行费用后约 13.0 亿元，主要用于新一代扫地机器人项目、商用清洁机器人产品开发项目、石头智连数据平台开发项目等。

公司专注于家用智能清洁机器人的研发和销售，生产外包。根据公司官方网站 2016 年 9 月联合小米发布首款产品“米家”扫地机器人，2017 年 9 月发布第二款自有品牌产品“石头”扫拖一体机，凭借产品领先、小米背书，销量快速增长，根据中怡康数据，目前两款产品占据国内市场份额合计超过 20%。根据公司招股说明书数据 2018 年公司实现营业收入 30.5 亿元（YoY+172%），实现归母净利润 3.1 亿元（YoY+359%），扣非后归母净利润 4.6 亿元（YoY+407%）。

● 扫地机器人行业：消费升级背景下行业空间广阔，石头科技后来居上跃居行业第二

扫地机器人行业规模近年来高速发展，根据中怡康数据，2018 年中国扫地机器人市场总销售量为 577 万台（YoY+42%），总销售额 86.6 亿元（YoY+55%）。依据测算我国扫地机器人城镇家庭渗透率在 2018 年初也仅为 6%，发展空间仍然广阔。LDS 激光+vSLAM 融合导航将是扫地机器人产品的发展趋势，结合大数据分析与人工智能算法，未来的扫地机器人将更加智能化，应用场景也将更加多元，保有量有望持续提升。

根据中怡康数据，扫地机器人目前以线上销售为主，2018 年线上销售占比达 92%；科沃斯连续多年占据行业第一，2018 年线上销售额市占率 38.6%，但相比 2016 年高位 50.2% 已有所下滑。石头科技自发布首款产品尚未满三年，目前米家石头的合计销售额市占率已经达到 23.7%，稳居行业第二。与传统龙头 iRobot 和科沃斯对比，石头收入规模、毛利率暂时落后，但增速大幅领先；凭借较低的销售费用率和周转率，净利率和 ROE 亦更高。

● 核心竞争力：团队优势、技术突出、小米助力

(1) 团队优势：以董事长昌敬为代表的高管团队多为互联网产品出身，能够准

确把握用户需求。2) 技术突出公司以行业领先的 LDS 激光雷达与 SLAM 算法、人工智能导航算法为核心, 并辅以大量的运动控制模块调试连续打造米家、石头两大爆款产品; (3) 小米助力: 小米在渠道、品牌上的支持使公司早期可以专注产品树立口碑根据公司招股说明书数据, 2016-18 年小米模式销售金额占比分别为 100%、90.4%、50.2%。

● **风险提示**

扫地机器人在国内的渗透不及预期; 扫地机器人行业竞争加剧; 与小米的合作关系发生变化; 与代工厂的合作关系发生变化。

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。