

如何看待 3 月美的空调价格促销份额提升？

——家电行业每周观点 20190421

行业周报

增持（维持）

分析师

金星（执业证书编号：S0930518030003）

021-52523878

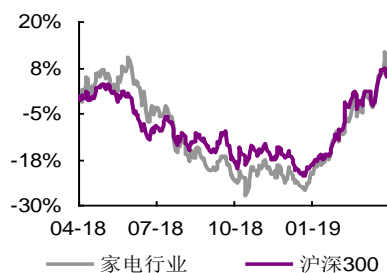
jinxing@ebscn.com

甘骏（执业证书编号：S0930518030002）

021-52523877

ganjun@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

解构空调3月线上高增长，继续看好板块机会——家电行业每周观点20190414

..... 2019-04-14

三月空调需求超预期，格力股权变更有望催化混改及蓝筹行情——每周观点20190407

..... 2019-04-07

空调销量同比+87%，美的价格让利份额提升——家电行业3月淘宝数据跟踪与解读

..... 2019-04-07

◆3月数据陆续出炉：美的空调价格让利，线上线下份额双线飘红

近期3月行业监测数据陆续出炉，总体呈现两个主要特征：（1）空调/厨电线上线下需求增速环比改善。（2）美的空调线上线下份额表现亮眼。

由于从价格数据来看，需求压力下企业普遍加大和提前促销，市场担心价格促销带动的需求增长会不会对旺季需求产生透支？我们认为无需过于悲观，市场过去习惯性用地产销售模型去滞后推算推空调、厨电的需求，19年全年看，交房改善确定性强，对于地产后周期产业链来讲，需求韧性依旧。

而对于美的单季的强势表现，市场也有一定担忧：美的实现以价换量是不是意味着行业在需求压力下即将进入无序的价格竞争中。对于这一问题，我们将从定量的数据维度进行分析和解答。

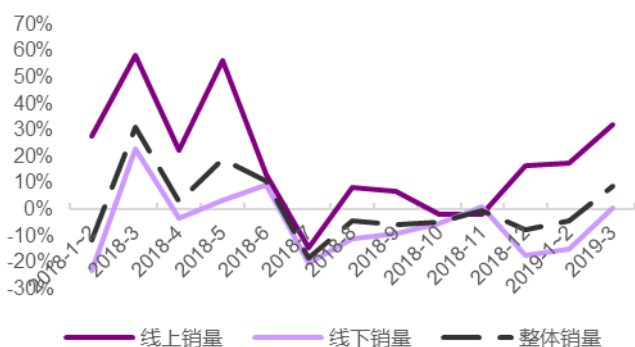
◆同样是紧缩定价，19年以来的降价促销和14~15年周期有何异同？

19Q1 降价促销大背景下，空调行业再现收缩定价。从我们对原材料成本以及产品提价走势的拟合来看，19Q1以来，空调龙头的定价出现了较快收缩，单季产品价格降幅（剔除结构变动部分）已经超过原材料价格降幅。2012年以来，由于龙头普遍实施适度规模增长下利润率提升，定价策略普遍较为宽松，弱成本周期下的收缩定价仅在14~15年出现过。

14~15年为库存压力所致，19Q1为企业经营的主动调整。但是结合14-15年和19年的整体行业环境来看，14年中秋-国庆假期前后开始的降价促销更多的是为了消化当时高企的渠道库存压力，是不得已而为之的被动行为。但是本轮周期中，企业经营节奏出现一定分化，除了格力在18H2弱需求中仍采取较快的出货节奏外，美的海尔等企业都进行了较快收缩；而即使是库存压力相对较大的格力，由于整体销量规模的提升，库存月份数（库存量/年销量规模）也尚未到达历史高点，整体渠道依旧保持正常运转。

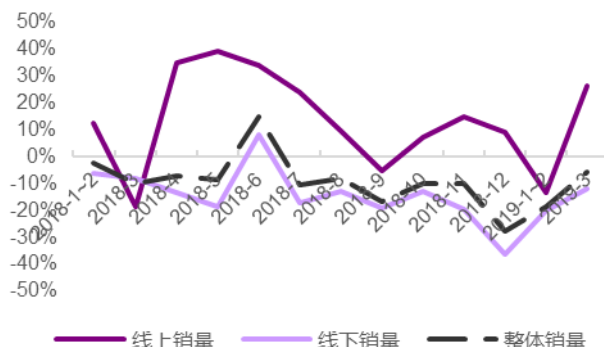
所以我认为，本轮降价促销更多的是来源于企业主动的经营转向。我们在前期报告中就多次指出，本轮周期最大的不同便是大部分企业选择结合市场需求情况，及时甚至提前调整自身的经营节奏。在对于19年需求判断较为谨慎的情况下，美的为代表的企业为了追求收入的增长，自然会将份额提升目标放在首位，而对利润率的追求则退居其次。叠加原材料逐步进入弱周期，企业的降价促销有了良好保障。

图 1：奥维空调推总销量同比增速



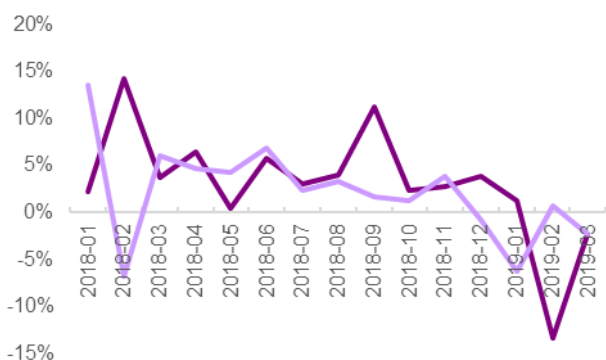
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 2：奥维油烟机推总销量同比增速情况



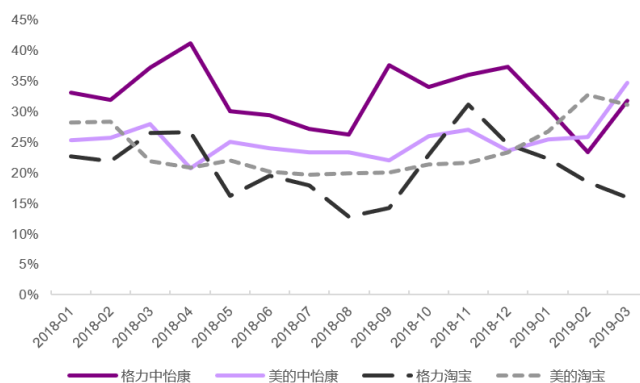
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 3：中怡康空调/烟机均价同比



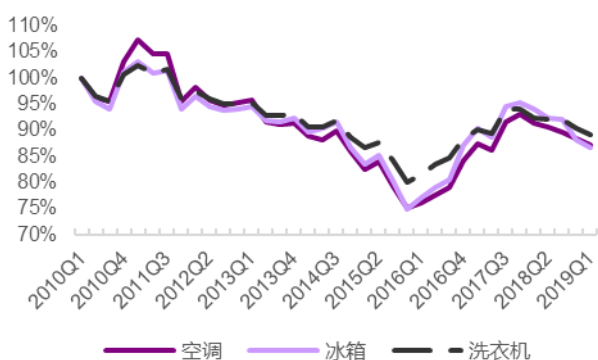
资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 4：美的空调中怡康和淘系销量份额走势



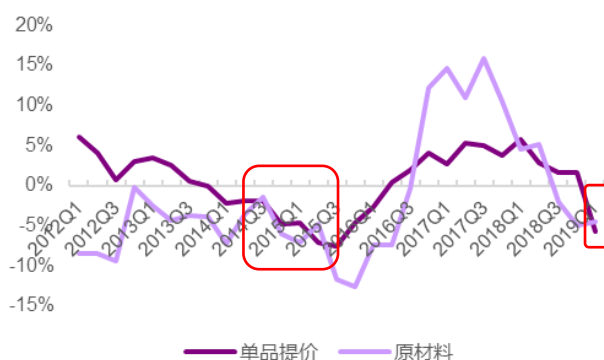
资料来源：中怡康，淘数据，光大证券研究所

图 5：原材料成本走势



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 6：空调提价与原材料价格走势



资料来源：中怡康，Wind，光大证券研究所测算

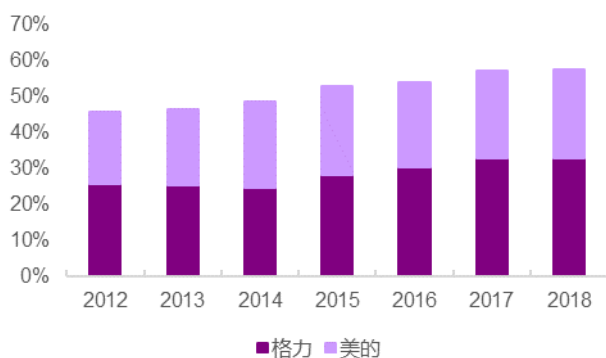
◆家电行业“价格战”本质上为双寡头主导的价格策略

首先，我们想明确的是空调整体仍为稳定的双寡头格局，降价促销为经营策略，不等于无序的行业价格战。

空调行业仍由格力和美的主导，“价格战”本质为龙头主导的价格策略。整体看，12年以来空调行业一直是双寡头默契提价的一种经营环境。而无序的行业价格战往往伴随着产能供给过剩，行业进行洗牌带来份额巨大变动。

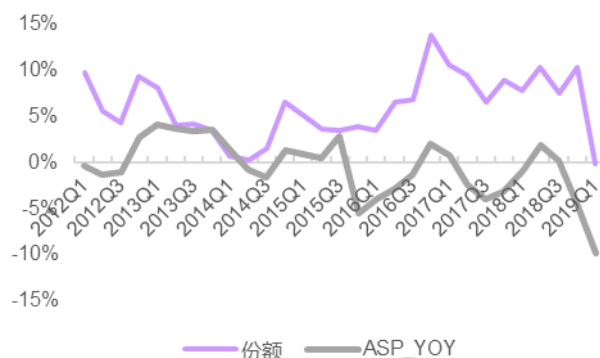
但观察格力美的两者中怡康空调均价和销量份额相对走势，不难看出，两者份额差距的走势与两者定价策略一致度较高。双方谁的价格让利更大，往往就会表现出更强的份额走势。这也在一定程度上表明，即使行业看上去发生“价格战”，其本质上是追求业绩增长，由双寡头主导的价格策略而已。

图 7：中怡康空调销量份额情况



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 8：美的格力份额走势与两者定价策略相关度较高



资料来源：中怡康，光大证券研究所测算

注：份额指标为格力销量份额-美的销量份额；ASP_YOY 指标为美的 ASP 同比增速-格力 ASP 同比增速

◆为何本轮空调降价促销中美的率先领跑？

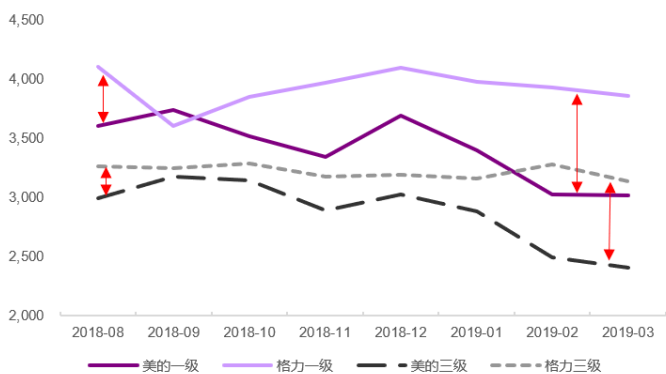
14-15 年降价促销由格力发起。14 年格力维持 20% 的年收入增速目标不变，保持较快出货节奏。但当年夏季气温较低，旺季需求弱，库存压力凸显。而进一步观察当时的中怡康数据我们也看到，美的由于 12 年以来的改革逐步见效，整体产品和渠道经营处在上升周期中，对格力零售份额产生了一定的压力（美的 14 年部分月份销量份额反超格力）。所以在渠道库存压力下，格力在 14 年旺季过后带头发动价格战，并在 15 年愈演愈烈，试图通过降价促销带动零售需求增长。

那么，为何美的在当前时点率先降价抢份额？我们认为有两点原因：（1）美的轻库存战略优势；（2）两者公司治理层面差异。

渠道轻装上阵，T+3 模式得以迅速享受成本红利。对于美的来讲，由于“T+3”战略的实施，相较格力整体库存压力较小。在原材料成本进入弱周期后，能够更为快速的利用成本红利生产出“低价”产品，价格调整更迅捷，故而在终端价格战的实施上占据主动。

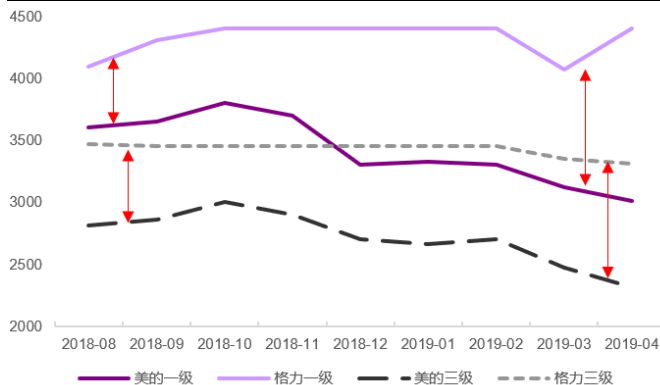
成熟职业经理人体系，企业经营调整迅速。美的拥有成熟职业经理人体系，考核机制完善，要求有较快的短期经营调整能力，故而在 19 年弱需求预期下，快速调整企业战略，实现紧定价抢份额。而反观格力，前期管理层连任事件落定后，短期业绩考核压力相对较小，故而经营调整速度较慢。同时，当前阶段公司重心为股权转让事项，短期没有选择快速跟进。

图 9：格力美的中怡康热销 1.5 匹变频挂机价格



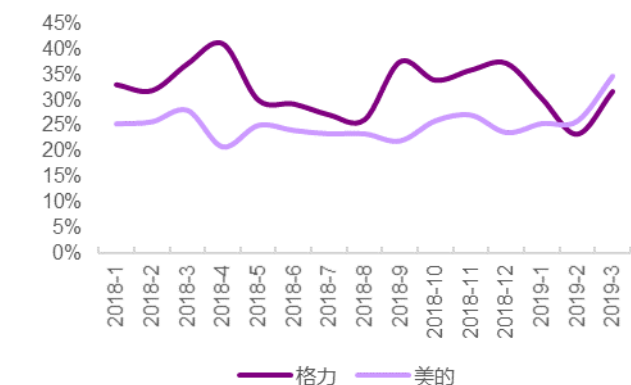
资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 10：格力美的淘宝热销 1.5 匹变频挂机价格



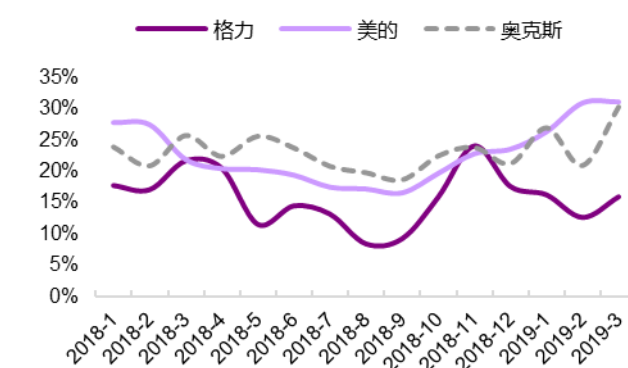
资料来源：淘数据，光大证券研究所

图 11：中怡康空调销量份额走势



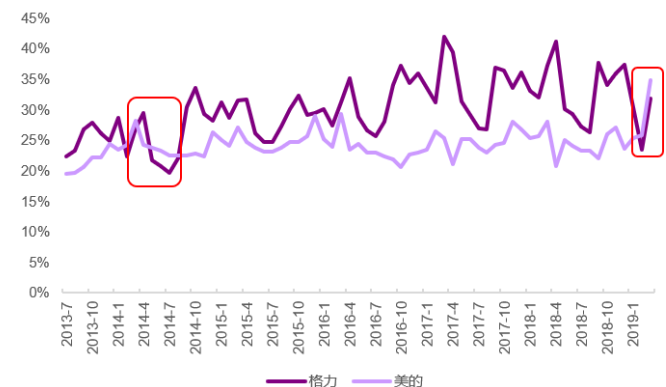
资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 12：淘宝网空调销量份额走势



资料来源：淘数据，光大证券研究所

图 13：美的空调销量份额在 2014 年中曾经领先过格力



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 14：格力美的空调内销出货量同比增速



资料来源：中怡康，Wind，光大证券研究所测算

◆格局依旧稳定，但效率升级已逐步成为新周期关键词。

综合来看 3 月我们认为空调行业格局依旧稳定，无论是 14-15 年还是 19 年，价格促销并不代表着无序的行业价格战，背后是需求周期和企业战略周期带来的寡头竞争策略变化。但美的 19Q1 表现出的强势，也从一个侧面反映出弱需求环境下，其高周转低库存战略带来的灵活经营的优势。如我们在渠道专题报告（《家电/家居的下一个十年：从深度分销走向高效零售》）中提出的，在家电行业整体需求红利淡化、增速中枢下移的过程中，过去大开大合，利用压货实现经营杠杆的优势逐步缩小，而渠道效率、零售效率的升级必然是龙头新一轮成长的关键词。

◆投资建议

结合一季度零售数据和企业经营情况来看，需求韧性较强，家电整体零售表现稳定。龙头企业经营调整迅速，利用原材料成本红利进行零售端积极促销，整体表现超越行业，一季报确定性较高。后续来看，地产销量持续复苏，竣工数据确定性改善，叠加降税政策的实施与潜在的行业补贴，对后续需求与板块估值无需过于悲观，建议积极配置家电板块。我们建议关注：

1) 混改预期的落地有望持续带来格力电器的价值重估，同时随着一季报披露高峰期临近，建议关注一季报表现稳定或好于市场预期的龙头公司：美的集团（小天鹅 A）、青岛海尔、九阳股份。

2) 受益一二线地产销量回暖与竣工改善的中央空调、厨电、照明等板块，从基本面跟踪来看，数据持续改善，建议关注：海信家电、欧普照明、老板电器、华帝股份。

周市场回顾

市场表现回顾：整体表现强于大盘，家电所有细分板块均有所上涨。本周沪深 300 指数+3.3%，家电板块整体+7.9%，行业表现强于大盘。其中白电整机(+11.7%)、黑电整机(-1.1%)、厨电与小家电(+2.1%)、照明(+2.1%)、家电零部件(+4.0%)。

本周板块表现

表 1：家电行业及子板块市场表现

	家电板块	沪深 300	白电整机	黑电整机	厨电与小家电	照明	家电零部件
本周表现	7.9%	3.3%	11.7%	1.1%	2.1%	2.1%	4.0%
年度至今	50.7%	35.7%	57.7%	53.3%	41.8%	33.0%	34.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所

本周个股表现

表 2：家电行业个股表现

	上涨前五		下跌前五	
第一名	康盛股份	28.3%	海联金汇	-5.4%
第二名	顺威股份	20.5%	乐金健康	-5.1%

第三名	格力电器	19.2%	新宝股份	-4.9%
第四名	奥马电器	16.6%	*ST 圣莱	-3.4%
第五名	天际股份	13.0%	地尔汉宇	-3.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所

◆风险提示：

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
- 2.地产销量出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升，毛利率下降。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼