

# 空调后市展望：需求增长 0-5%，竞争格局向好

## ——空调行业研究报告

✍️：吴东炬 执业证书编号：S1230519040004  
☎️：021-80106027  
✉️：wudongju@stocke.com.cn

### 行业评级

家用电器 看好

### 报告导读

随着新冷年开盘，空调市场已步入销售淡季，在凉夏天气使得旺季表现相对一般的背景下，后续空调终端需求走势如何？竞争格局又将有哪些变化？

### 投资要点

#### □ 受天气因素影响，7-8月空调需求小幅下滑 4%

受美的等大力度促销带动，上半年空调零售量同比增长 1.5%，表现略好于预期，尤其美的增长远好于行业；下半年开局，由于凉夏天气以及前期促销透支夏季刚需，7月空调零售量下滑 9%，但随着 8 月南方高温增多，8 月空调零售增速回升至 5%，环比改善明显，综合来看，7-8 月空调终端需求小幅下滑 4%。

#### □ 基于地产竣工逻辑，预计此轮淡季空调需求增长 0-5%

通过拆分淡旺季并分析历史数据，我们得出“空调淡季主要看地产、旺季兼顾地产与天气”的结论，其中淡季需求滞后地产销售约半年，不过这一轮地产与以往不同、交付周期明显拉长，这从厨电等后周期行业可以得到验证，导致空调相对地产销售的滞后期也有拉长，当前直接关注地产竣工数据更有意义。

具体来看，2016 年期房销售高峰大概率在今年下半年逐步进入交付节点，使得下半年地产竣工有望逐步好转，进而对空调需求构成一定支撑，此外 18 年上半年空调终端需求增长 12%、下半年下滑 10%，今年下半年基数压力也有改善，叠加龙头积极促销，综合来看，预计此轮淡季（19 年 8 月-20 年 4 月）空调终端需求将增长 0-5%，而此后的旺季表现如何将取决于明年夏季天气情况。

#### □ 格局判断：龙头份额提升，中小品牌承压

我们判断短期龙头表现将好于中小品牌，尤其是格力份额将逐步回升，逻辑在于基于成本红利龙头持续降价促销、而举报事件使得中小品牌被迫提价，“龙头降价、中小品牌涨价”将使得中小品牌价格优势显著削弱，这其中格力上半年未参与促销、份额有所下降，下半年跟进促销将推动格力份额有所反弹；奥维统计，8 月格力、美的电商均价分别同比下降 6%、12%，由于份额下滑严重，奥克斯短期仍保持着一定促销力度，但其它中小品牌均价普遍上涨。

#### □ 投资建议：持续推荐龙头格力电器、美的集团

基于需求平稳增长以及龙头份额提升的判断，我们预计下半年龙头业绩将保持稳健增长；而中长期看，国内空调户均保有量仍有提升空间，一户多机仍有望支撑行业需求平稳向上，看好龙头业绩保持稳定增长；当前家电龙头估值略高于历史中枢水平，基于业绩稳健增长预期以及其他优质白马的估值溢价表现，家电龙头尤其是推进国企改革的格力估值仍有一定提升空间，此外，家电板块现金分红水平也相对较高，持续推荐行业龙头**格力电器、美的集团**。

风险提示：市场竞争加剧超预期、原材料成本上涨超预期

### 相关报告

- 1《2019 家电行业中报总结：业绩保持稳健增长，持续推荐白电龙头》2019.09.04
- 2《空调行业深度报告：网批袭来，空调格局生变？》2019.08.09
- 3《家电行业周报（7.15-7.21）—6 月空调内销继续下滑，出口增速 2 月以来首次由负转正》2019.07.21
- 4《家电行业周报（7.8-7.14）—空调企业变革进行中，旺季促销仍在继续》2019.07.14
- 5《家电行业周报（7.1-7.7）—下半年家电行业有望稳中向好，贸易战缓和降低出口风险》2019.07.07

报告撰写人：

数据支持人：杨宝龙

## 正文目录

<b>1、上半年回顾：受促销带动，需求表现略好于预期</b>	<b>4</b>
<b>2、基于地产竣工改善，预计此轮淡季需求增长 0-5%</b>	<b>6</b>
2.1 下半年开局：受天气影响，7-8 月市场需求小幅下滑	6
2.2 如何判断后续淡季需求？历史经验：核心变量在地产	7
2.3 当前变化：地产交付周期拉长，关注竣工数据更有意义	9
<b>3、格局判断：龙头份额提升，中小品牌承压</b>	<b>12</b>
<b>4、投资建议：持续推荐龙头格力电器、美的集团</b>	<b>14</b>

## 图表目录

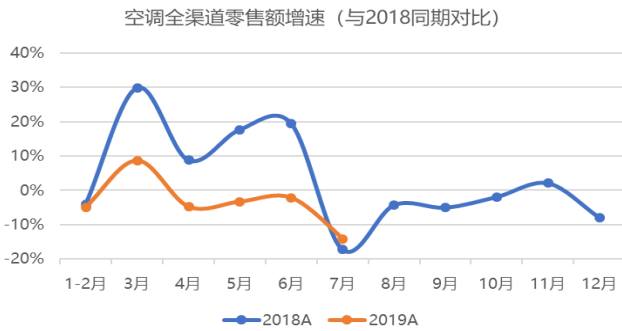
图 1: 在去年同期高基数背景下，上半年空调需求增长 1.5%	4
图 2: 上半年线上空调零售量增长 21%，线下下滑 9%	4
图 3: 今年电商渠道美的零售均价同比降幅最大	4
图 4: 今年线下渠道美的零售均价降幅同样最大	4
图 5: 上半年铜、钢等空调原材料价格处于低位	5
图 6: 估算上半年空调制造成本同比约下降 7%	5
图 7: 美的电商份额自 7 月起反超奥克斯跃居第一	5
图 8: 美的线下份额自 5 月起反超格力跃居第一	5
图 9: 7 月空调市场需求下滑 9%、8 月增长 5%	6
图 10: 8 月空调市场需求表现环比 7 月有所改善	6
图 11: 7 月南方天气较往年明显偏凉，导致空调需求低迷	6
图 12: 8 月份南方高温天气增多，带动空调需求回升	6
图 13: 8 月美的线上份额+7pct，格力+1.8pct，奥克斯-7pct	6
图 14: 8 月美的线下份额+4.7pct 到 29%、格力-1.7pct 到 24%	6
图 15: 按空调销售分布，将全年分为 5-7 月旺季和 8-次年 4 月淡季两个阶段	7
图 16: 需求淡季阶段地产与空调销售相关系数高达 0.73	7
图 17: 8 月份空调需求与天气因素的相关系数达到 0.71	7
图 18: 2013 年 8 月我国出现大范围持续罕见高温	8
图 19: 2013 年 8 月空调零售大幅增长 41%，环比改善显著	8
图 20: 6-7 月空调需求与旺季天气相关系数为 0.6	8
图 21: 5 月份是空调终端价格全年最低的时点	8
图 22: 5-7 月空调需求与地产相关系数为 0.53	8
图 23: 五一当周空调销量约占 5 月全月销量 40%	8
图 24: 2018 年以来住宅新开工、施工改善，但竣工仍下滑	9
图 25: 近年期房销售占比持续提升	9
图 26: 这轮地产周期主要由三四线楼市带动	9
图 27: 2016 以来油烟机零售增速明显慢于地产销售增速	9
图 28: 2016 以来空调零售增速与地产销售增速依然匹配	10

图 29: 从年度数据拟合看, 近年两者增速同样匹配 .....	10
图 30: 2016-2018 年我国连续炎夏天气支撑了空调需求增长 .....	10
图 31: 2018 旺季天气仍较热, 但地产因素拖累空调需求 .....	10
图 32: 地产施工加快和旧楼加装推动电梯产量显著增长 .....	10
图 33: 交房压力下, 下半年地产竣工数据有望加速好转 .....	10
图 34: 竣工数据好转有望带动空调装修需求增长 .....	11
图 35: 2018 上半年空调零售增长 11.5%, 下半年下滑 10%.....	11
图 36: 18 年上半年行业内销出货增长 21%, 下半年下滑 12%.....	11
图 37: 上半年格力内销-3.6%、美的+23%, 其它品牌合计-7%.....	11
图 38: 近年美的产品结构变频挂机占比提升, 定频挂机下降 .....	12
图 39: 格力通过新品提价实现产品价格领涨行业 .....	12
图 40: 格力、美的专注产品升级给了中小品牌更多生存空间 .....	12
图 41: 格力、美的在定频挂机市场份额下降明显 .....	12
图 42: 上半年美的通过降价促销实现市占率跃居第一 .....	13
图 43: 8 月格力线上、线下零售均价同比涨幅由正转负 .....	13
图 44: 8 月份龙头品牌保持积极促销, 中小品牌却逆势提价 .....	13
图 45: 环比 7 月看, 8 月龙头促销加强, 中小品牌逆势提价 .....	13
图 46: 奥克斯净利率远低于龙头格力 .....	14
图 47: 举报事件后, 奥克斯电商份额持续下滑且跌幅扩大 .....	14
表 1: 相关标的估值对比 .....	14

## 1、上半年回顾：受促销带动，需求表现略好于预期

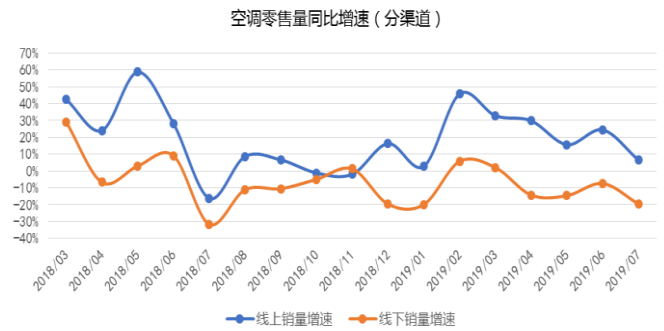
**上半年空调需求略好于预期：**奥维统计，上半年空调全渠道零售量同比增长1.5%，其中线上+21%、线下-9%，考虑到地产放缓以及上年同期基数较高，今年上半年空调需求表现要略好于预期，其原因主要在于美的等大力度促销对需求形成一定刺激；具体来看，美的促销力度最大的3月、6月是上半年市场表现最好的两个月份，其中3月空调零售量增长9%、6月增长3%，而其它月份均为1%-2%小幅负增长（1-2月合并计算）。

图 1：在去年同期高基数背景下，上半年空调需求增长 1.5%



资料来源：奥维，浙商证券研究所

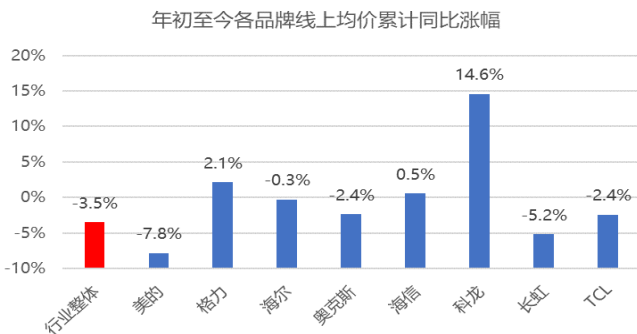
图 2：上半年线上空调零售量增长 21%，线下下滑 9%



资料来源：奥维，浙商证券研究所

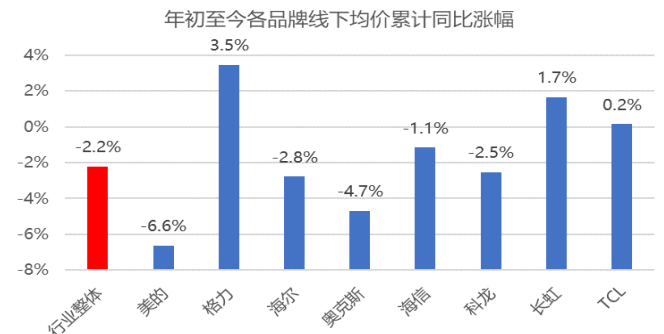
**空调零售均价略有下降：**价格层面，上半年美的零售均价降幅较大，尤其是引流的特价机降价20%左右，但由于另一龙头格力并未跟进促销，因此行业整体均价降幅并不明显，据奥维统计，年初至今空调线下零售均价同比下降2.2%，其中美的降幅6.6%，空调电商零售均价同比下降3.5%，其中美的降幅7.8%。

图 3：今年电商渠道美的零售均价同比降幅最大



资料来源：奥维，浙商证券研究所

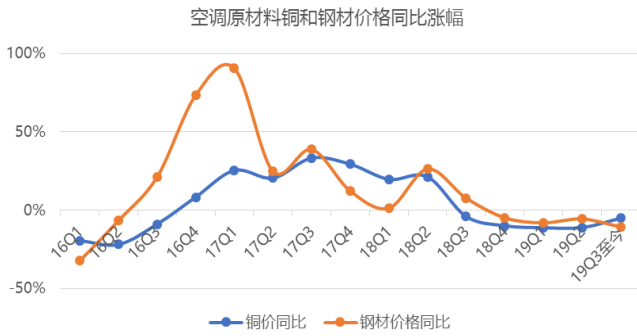
图 4：今年线下渠道美的零售均价降幅同样最大



资料来源：奥维，浙商证券研究所

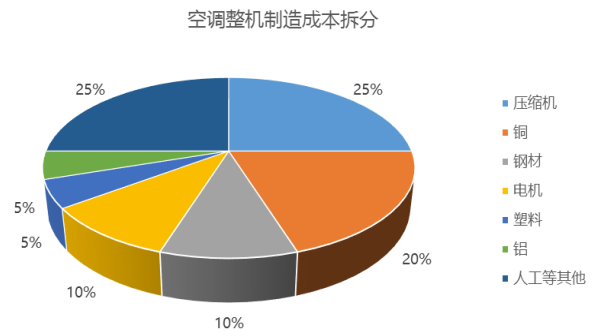
**美的降价促销空间源于成本红利，**我们测算上半年空调的制造成本同比降幅约为7%，其中核心原材料铜价下降11%、钢材（冷轧板卷）下降6%；此外美的通过T+3改革使得周转明显加快、渠道库存常年处于低位，这种模式让美的能够在原材料价格下降周期快速享受到成本红利，而由于渠道库存略高、贸然跟进促销的代价较大，格力在上半年并未跟进美的的降价促销。

图 5：上半年铜、钢等空调原材料价格处于低位



资料来源：wind，浙商证券研究所

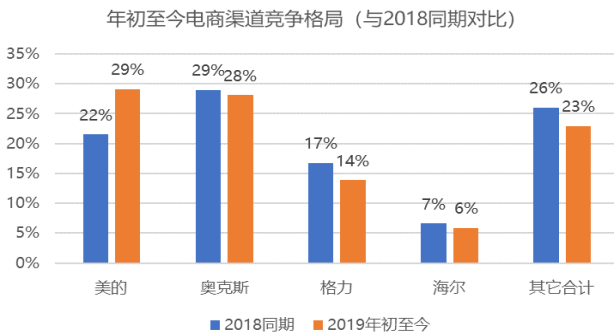
图 6：估算上半年空调制造成本同比约下降 7%



资料来源：渠道调研，浙商证券研究所

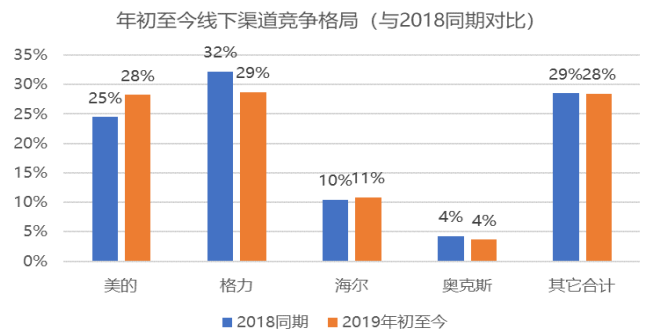
美的积极促销成效显著、份额大幅提升，凭借一线龙头的品牌力以及与竞争对手的策略差异，今年美的促销成果斐然，奥维统计，美的线下份额自 5 月起反超格力跃居第一、电商份额自 7 月起反超奥克斯跃居第一，年初至今线下累计份额 28%，同比+3.7pct，电商累计份额 29%，同比+7.6pct，表现均十分优异。

图 7：美的电商份额自 7 月起反超奥克斯跃居第一



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 8：美的线下份额自 5 月起反超格力跃居第一



资料来源：奥维，浙商证券研究所

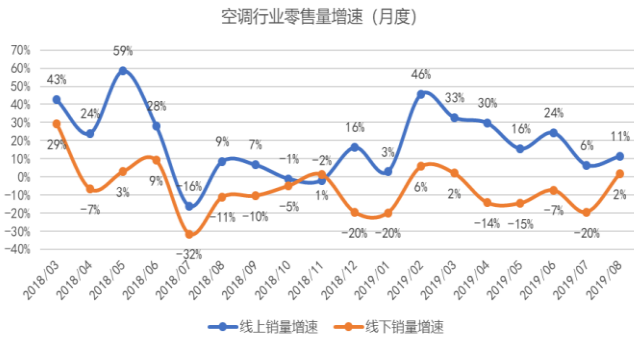
总的来看，由于美的等促销带动，上半年市场需求表现略超出预期，美的自身也实现了好于行业的增长；那么，后续市场需求如何判断？竞争格局又如何变化？

## 2、基于地产竣工改善，预计此轮淡季需求增长 0-5%

### 2.1 下半年开局：受天气影响，7-8 月市场需求小幅下滑

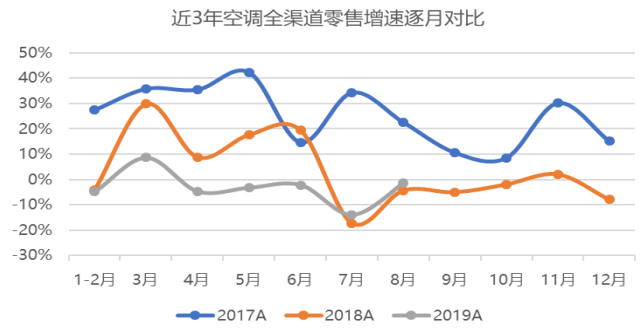
7-8 月空调需求同比下滑 4%：根据奥维统计，7 月空调全渠道零售量同比下滑 9%、8 月同比增长 5%，其中 7 月下滑主要是天气偏凉以及前期促销透支了部分夏季刚需，而随着南方高温增多，8 月空调需求环比有所改善。

图 9：7 月空调市场需求下滑 9%、8 月增长 5%



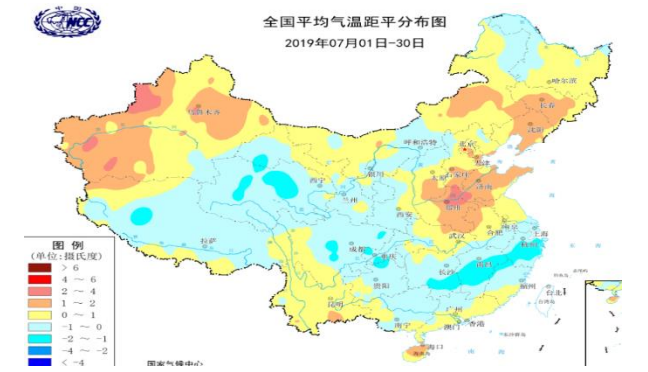
资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 10：8 月空调市场需求表现环比 7 月有所改善



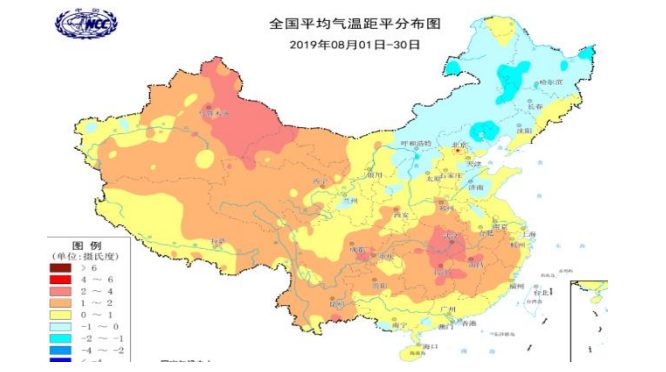
资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 11：7 月南方天气较往年明显偏凉，导致空调需求低迷



资料来源：气象局，浙商证券研究所

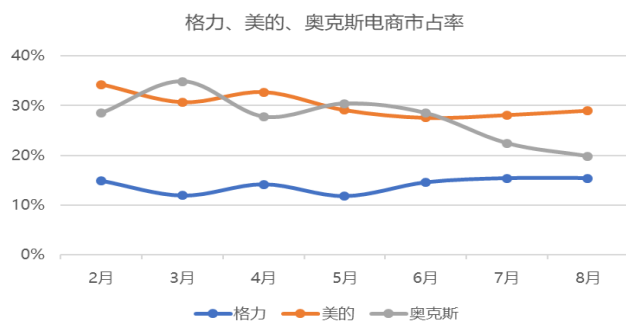
图 12：8 月份南方高温天气增多，带动空调需求回升



资料来源：气象局，浙商证券研究所

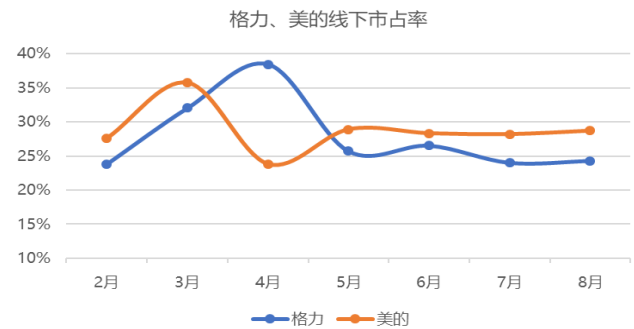
格局层面，“龙头降价促销、中小品牌被迫提价”态势显现：与我们在深度报告《网批袭来，空调竞争格局生变？》中的判断一致，基于成本红利，7-8 月龙头美的保持一定促销力度，而格力价格也逐步松动、促销力度逐步加强，反而中小品牌“受举报事件推升成本”影响、价格出现逆势上升，进而导致价差优势持续缩水，奥维统计，7-8 月美的份额持续提升，格力份额也止跌企稳，其中 8 月格力线上份额同比+1.8pct，扭转跌势，线下份额-1.7pct，跌幅也环比收窄。

图 13：8 月美的线上份额+7pct，格力+1.8pct，奥克斯-7pct



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 14：8 月美的线下份额+4.7pct 到 29%、格力-1.7pct 到 24%



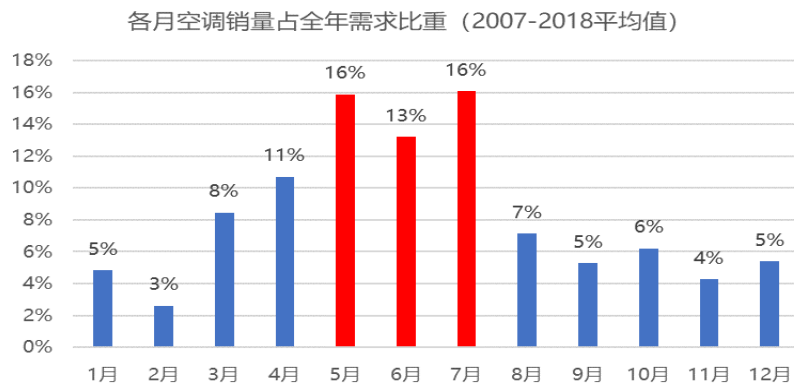
资料来源：奥维，浙商证券研究所

## 2.2 如何判断后续淡季需求？历史经验：核心变量在地产

预计后续淡季（2019年8月-2020年4月）空调需求增长0-5%：随着旺季结束，天气对空调需求的影响大幅减弱，我们通过分析历史数据总结了影响空调淡旺季需求的核心驱动因素，得出“淡季看地产、旺季兼顾地产与天气”的结论，结合近年地产交付周期拉长的变化以及基数、促销因素，判断后续淡季（2019年8月-2020年4月）空调市场总体需求有望实现0-5%平稳增长。

地产和天气一直是影响空调短周期需求的两个重要变量，如果将空调市场分为旺季（5-7月）、淡季（8月-次年4月）两个阶段，那么地产与天气在不同阶段的影响有何区别？我们分别将淡旺季空调零售量增速与地产、天气（炎热指数）历史数据拟合对比，得到以下结论：

图 15：按空调销售分布，将全年分为 5-7 月旺季和 8-次年 4 月淡季两个阶段



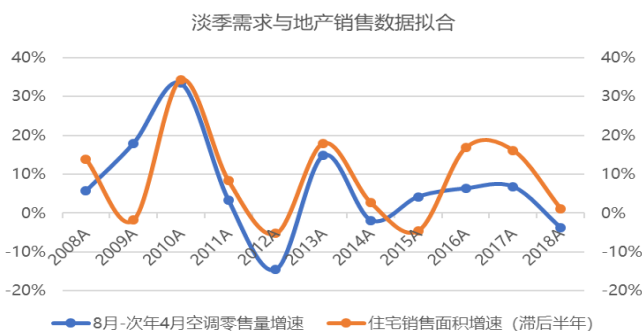
资料来源：中怡康，浙商证券研究所

- 1) 判断空调淡季需求关键看地产，滞后地产销售约半年：将历年8月-次年4月的空调淡季零售增速与住宅销售增速（滞后期取半年）拟合，发现两者相关系数达到0.73，除了2009年等极个别年份由于刺激政策扰动使得走势背离，大部分年份两者都走势一致，这表明空调淡季需求与地产销售高度相关，且滞后期半年左右。

而对于天气因素，我国总体为大陆性季风气候，冬冷夏热、四季分明，夏季高温带来了空调的刚性需求，但在其它季节，天气对空调需求的影响并不大（春秋气候温和，冬季北方集中供暖、南方没有严寒），这也是5-7月是空调销售旺季的原因，因此将空调淡季销售数据与淡季天气数据拟合没有实际意义。

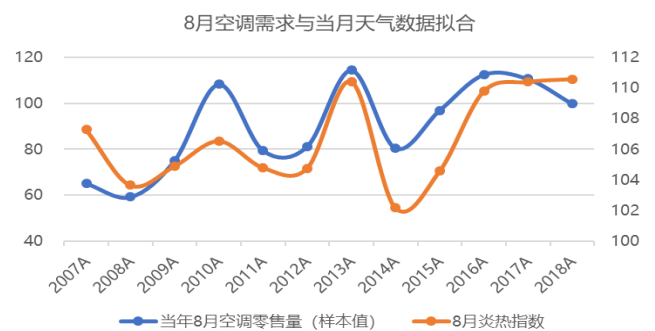
不过如果单看8月份，虽然8月已过销售旺季，但由于天气依然炎热，因此8月的空调销售与天气有较高的关联性，将历年8月的空调零售量数据与当月天气数据（8月炎热指数）拟合，两者关联度高达0.71；典型的比如2013年，由于8月份长江流域出现罕见持续高温，当年8月空调销售增速从7月1.8%大幅提升到41%。

图 16：需求淡季阶段地产与空调销售相关系数高达 0.73



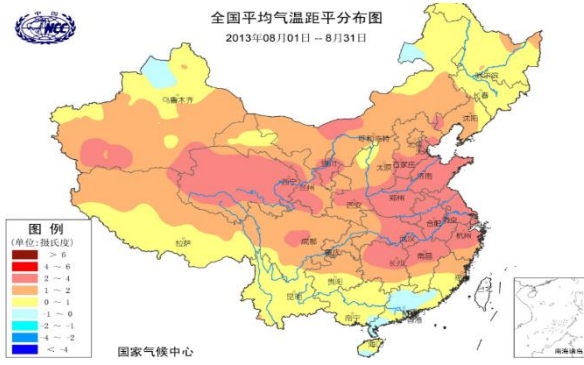
资料来源：中怡康，统计局，浙商证券研究所

图 17：8 月份空调需求与天气因素的相关系数达到 0.71



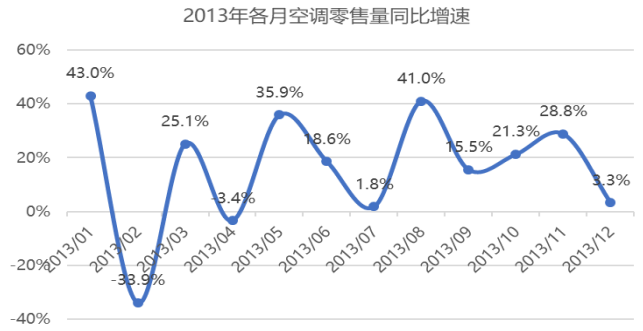
资料来源：中怡康，气象局，浙商证券研究所

图 18：2013 年 8 月我国出现大范围持续罕见高温



资料来源：气象局，浙商证券研究所

图 19：2013 年 8 月空调零售大幅增长 41%，环比改善显著



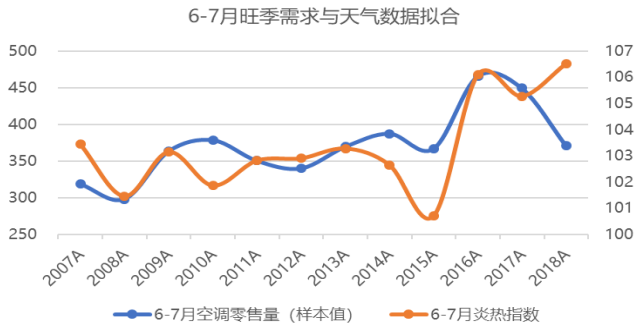
资料来源：中怡康，浙商证券研究所

2) 判断空调旺季需求要兼顾地产和天气：空调旺季的首要影响因素就是天气，我们将历年 5-7 月空调零售数据与天气数据（取 6-7 月平均炎热指数，5 月尚未进入炎夏）拟合，发现两者相关系数只有 0.30，但如果只拟合 6-7 月空调零售数据，相关系数大幅提高到 0.60，这表明 6-7 月空调需求确实与天气强相关；

由于气温较低，天气对 5 月空调需求影响程度弱于 6-7 月，数据拟合也支撑这一结论；厂商促销力度也对 5 月需求有一定影响，从空调月度价格走势来看，一般情况下空调行业自 3 月份开始加大促销、9 月份促销结束价格回到高位水平，5 月是空调全年终端价格最低的时点，促销刺激消费者提前购买为即将到来的夏季作准备；

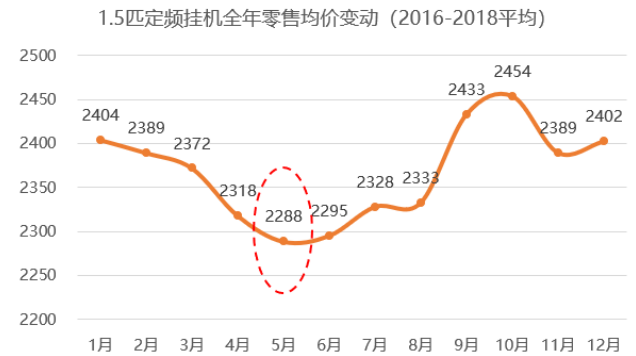
除了天气因素，地产对空调旺季销售的影响同样不容忽视，将历年 5-7 月空调旺季零售增速与住宅销售增速（滞后期取半年）拟合，两者相关系数仍达到 0.53，虽低于淡季的 0.73，但仍足以表明地产与空调旺季需求具有较强相关性。

图 20：6-7 月空调需求与旺季天气相关系数为 0.6



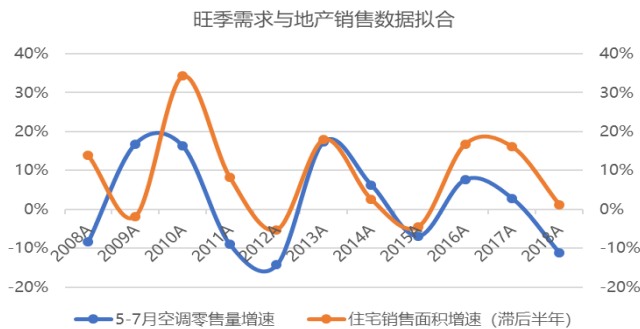
资料来源：中怡康，气象局，浙商证券研究所

图 21：5 月份是空调终端价格全年最低的时点



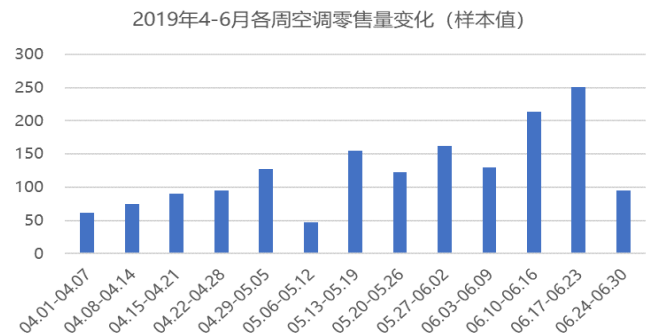
资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 22：5-7 月空调需求与地产相关系数为 0.53



资料来源：中怡康，统计局，浙商证券研究所

图 23：五一当周空调销量约占 5 月全月销量 40%



资料来源：奥维，浙商证券研究所



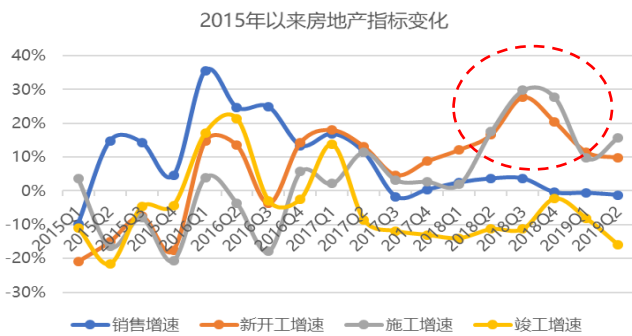
综上，从历史经验来看，判断8月-次年4月空调淡季需求的关键是看前期的地产销售数据，滞后期约为半年，但例外是8月份，除了地产因素，天气的影响也比较大；而判断5月-7月空调旺季需求需要兼顾前期地产销售（滞后半年）以及旺季天气表现，例外是5月份，除了地产和天气，促销力度也对5月需求有一定影响。

### 2.3 当前变化：地产交付周期拉长，关注竣工数据更有意义

**交房周期拉长，历史经验需要修正：**上述历史经验表明，空调淡季需求与地产销售密切相关，且地产销售→空调需求滞后周期约为半年，但2016年以来，由于三四线期房销售占比上升以及房地产融资收紧，期房交付周期明显拉长，使得2016年前后的地产销售高峰至今未转化为家电需求，因此空调需求与地产的关联性依然成立，但由于交房周期的变化，历史经验中半年的滞后周期需要修正。

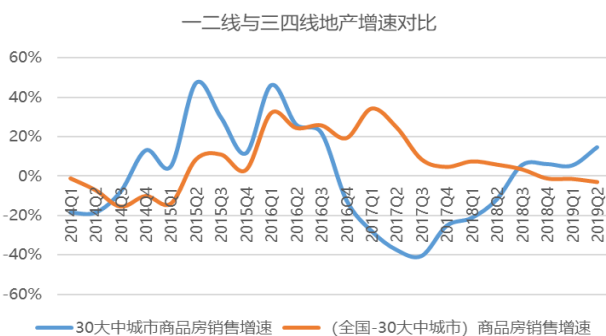
从统计局数据看，在2016年地产销售大幅增长22%之后，直到2018年住宅新开工、施工增速才开始显著提升，而竣工数据直到目前仍呈负增长态势（7月竣工下滑幅度已有一定收窄）；从与地产关联度最强的厨电市场来看，2016-2018年全国住宅销售面积分别增长22%、5%、2%，但同期油烟机需求增速仅为0.4%、2.9%、-8.8%（奥维），厨电需求持续弱于地产表现，也表明了交房周期拉长这一变化。

图 24：2018 年以来住宅新开工、施工改善，但竣工仍下滑



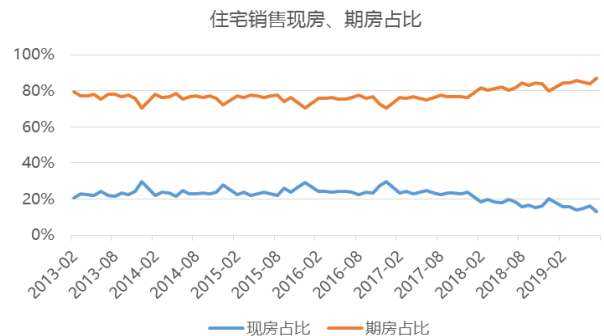
资料来源：统计局，浙商证券研究所

图 26：这轮地产周期主要由三四线楼市带动



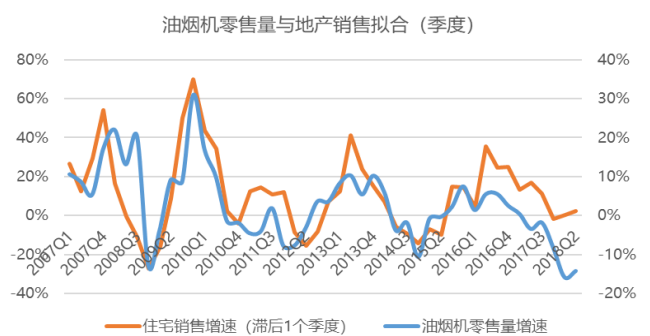
资料来源：统计局，浙商证券研究所

图 25：近年期房销售占比持续提升



资料来源：统计局，浙商证券研究所

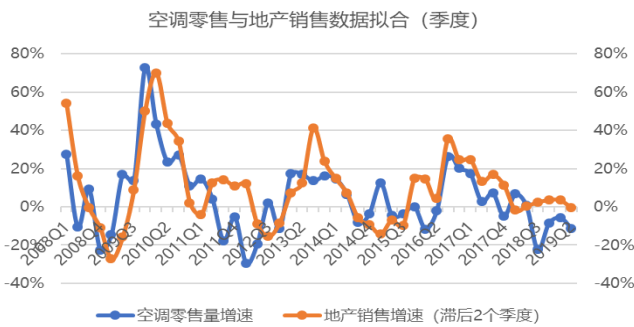
图 27：2016 以来油烟机零售增速明显慢于地产销售增速



资料来源：奥维，浙商证券研究所

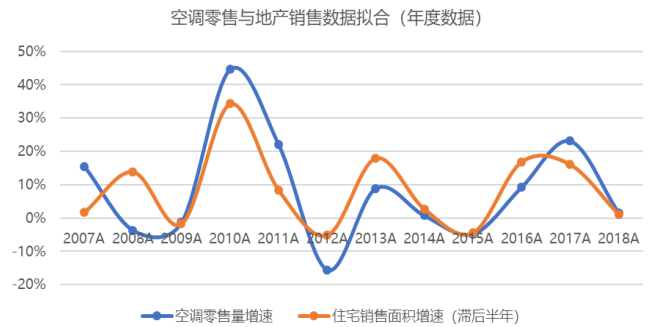
**天气因素掩盖了近年交房周期拉长对空调需求的影响：**近年空调零售增速与地产销售增速仍匹配较好，我们认为这并非代表地产交付周期拉长的结论不成立，而是因为空调的需求不像厨电一样高度依赖地产，还有天气等因素影响，2016-2018 年空调全渠道零售量增长 9.1%、23.1%、1.6%（奥维），与提前半年的地产销售数据高度匹配，这主要是由于这几年连续热夏，有利的天气因素弥补了地产交付周期拉长带来的拖累。

图 28：2016 以来空调零售增速与地产销售增速依然匹配



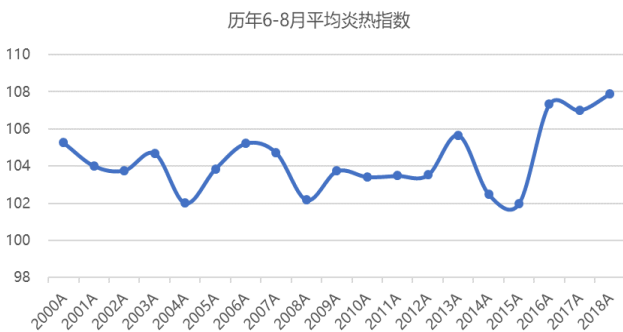
资料来源：中怡康，统计局，浙商证券研究所

图 29：从年度数据拟合看，近年两者增速同样匹配



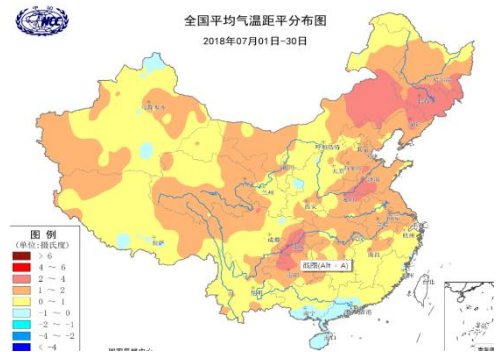
资料来源：奥维，统计局，浙商证券研究所

图 30：2016-2018 年我国连续炎热夏天天气支撑了空调需求增长



资料来源：气象局，浙商证券研究所

图 31：2018 旺季天气仍较热，但地产因素拖累空调需求



资料来源：气象局，浙商证券研究所

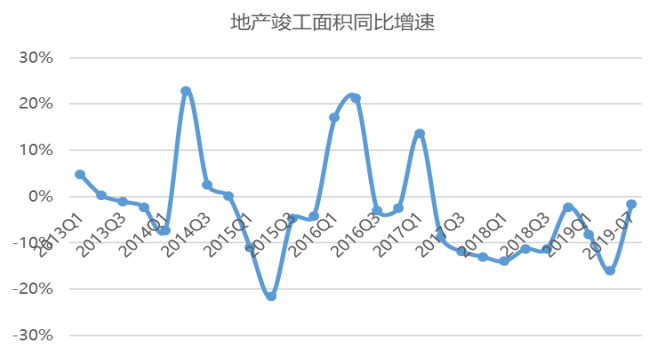
交付周期临近，直接关注竣工数据：由于交房周期的拉长，滞后销售半年的历史经验失去了意义，但在购房合同约定下，期房交付不可能无限拖延，以平均交房周期 2-3 年估算，2016 年销售高峰大概率在今年下半年逐步进入交付节点，因此在交房压力下，下半年地产竣工数据有望逐步好转，进而逐步转化为家电需求；因此要判断接下来的空调淡季需求走势，应该直接关注竣工数据。

图 32：地产施工加快和旧楼加装推动电梯产量显著增长



资料来源：wind，浙商证券研究所

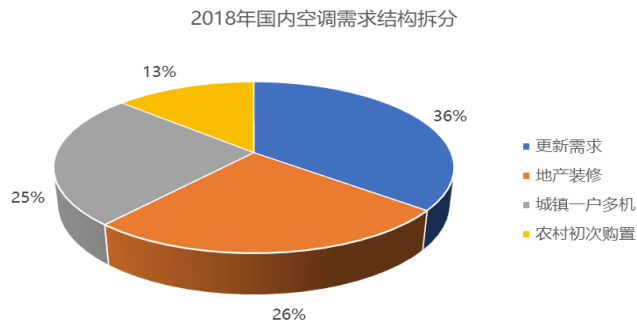
图 33：交房压力下，下半年地产竣工数据有望加速好转



资料来源：统计局，浙商证券研究所

**预计后续淡季（2019年8月-2020年4月）空调终端需求保持0-5%平稳增长：**首先，作为影响空调淡季需求的主要变量，地产竣工好转将对市场需求构成一定支撑，这一逻辑预计将从四季度开始逐步显现；其次，去年上半年空调零售量增长12%、下半年下滑10%，下半年的基数压力也将显著改善；此外，在成本下降红利背景下，龙头保持积极促销也有利于支撑需求增长；综合判断，我们预计后续淡季（2019年8月-2020年4月）空调终端需求有望实现0-5%平稳增长。

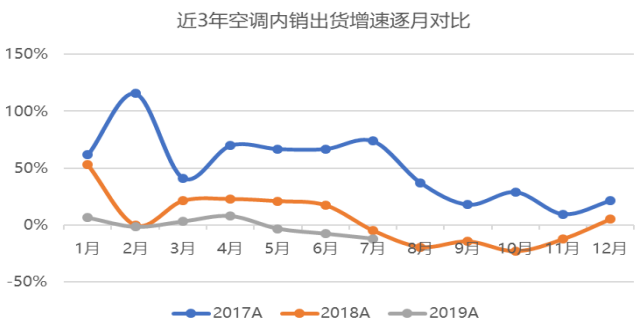
**图 34：竣工数据好转有望带动空调装修需求增长**



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

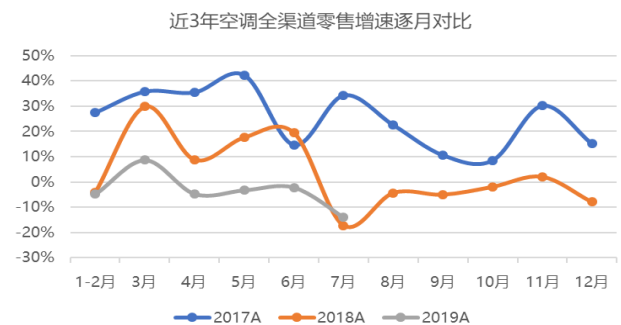
基于终端需求平稳增长、渠道库存处于良性水平，**预计空调出货端也有望平稳增长：**出货层面，考虑到终端需求平稳增长、渠道库存仍处于良性水平以及去年下半年的出货基数较低，同时结合龙头开盘政策力度加大，预计行业出货也将扭转5月以来下滑颓势、逐步实现平稳增长，其中龙头表现会持续好于中小品牌。

**图 36：18年上半年行业内销出货增长21%，下半年下滑12%**



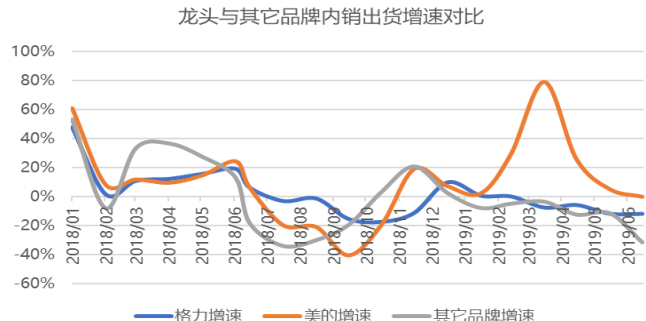
资料来源：产业在线，浙商证券研究所

**图 35：2018上半年空调零售增长11.5%，下半年下滑10%**



资料来源：奥维，浙商证券研究所

**图 37：上半年格力内销-3.6%、美的+23%，其它品牌合计-7%**



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

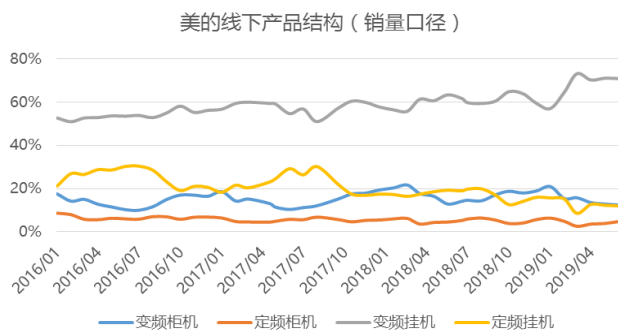
### 3、格局判断：龙头份额提升，中小品牌承压

我们判断龙头表现将持续好于中小品牌，尤其是格力份额将逐步回升，逻辑在于龙头持续降价促销、同时举报事件又迫使中小品牌提价，两者共同作用带来龙头品牌与中小品牌价差缩小、中小品牌价格优势削弱，这其中格力由于上半年未参与促销、份额有所下降，下半年的跟进促销将使其份额反弹更加明显。

首先，龙头积极促销将极大挤压中小品牌生存空间：近年龙头专注于产品升级，客观上给了中小品牌较大的生存空间，尤其是此前主攻大众市场的美的，近年持续推进“推新卖贵”战略，产品结构、新品定价都朝高端化持续升级，即使今年降价促销，活动也主要是围绕低端特价引流机进行，“推新卖贵”战略并未改变，而格力借助品牌力优势，近年新品价格也不断上涨。

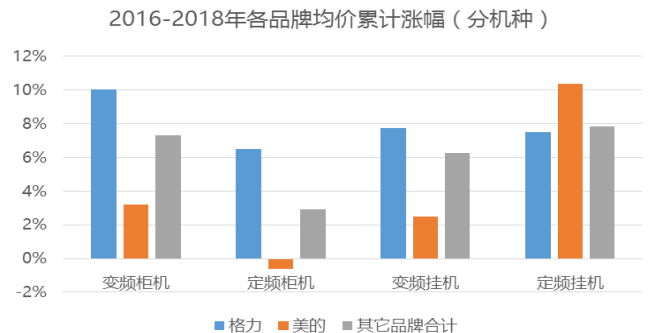
在此背景下，近年中小品牌市占率有所提升，尤其在中低端市场提升明显，产业在线统计，2015年格力+美的内销市占率为68%，2018年降至60%，而中怡康统计，在线下低端的定频挂机市场，2017年格力+美的市占率为49%，2018年降至44%，2019H1进一步降至42%。

图 38：近年美的产品结构变频挂机占比提升，定频挂机下降



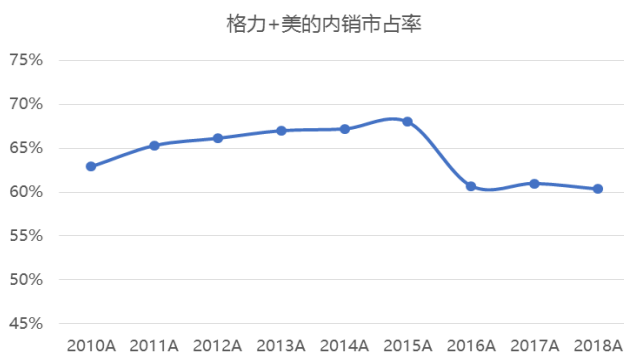
资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 39：格力通过新品提价实现产品价格领涨行业



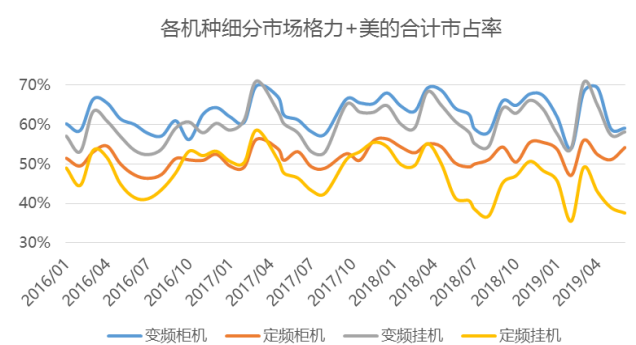
资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 40：格力、美的专注产品升级给了中小品牌更多生存空间



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 41：格力、美的在定频挂机市场份额下降明显

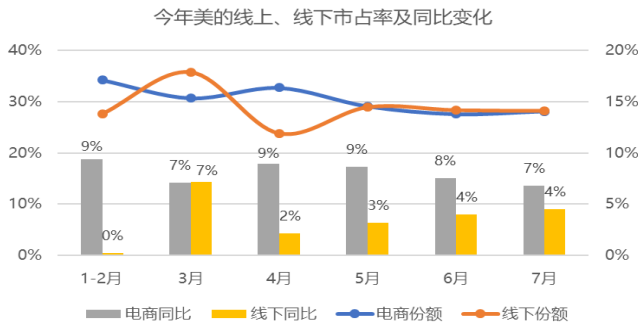


资料来源：中怡康，浙商证券研究所

上半年美的率先降价促销，已经取得良好效果。由于原材料成本下行以及 T+3 改革使得自身渠道库存压力较低，上半年美的率先发起大规模促销，从效果看，奥维统计年初至今美的线下、线上份额分别同比+3.7pct、7.6pct，线下份额自 5 月起反超格力跃居第一、电商份额自 7 月起反超奥克斯跃居第一，成效极为明显。

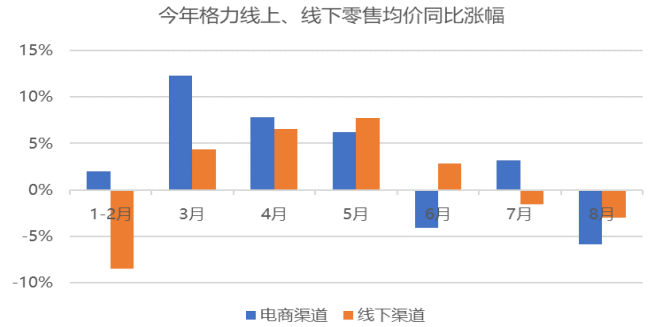
经过渠道库存消化，格力正跟进促销。格力上半年由于渠道库存较重、并未跟进促销战，但随着 7-8 月渠道库存进一步消化，近期格力价格已经逐步松动，奥维监测，8 月格力线上、线下均价同比涨幅全部转负，结合上半年份额下降以及新冷年开盘政策力度加大，预计格力将进一步加强促销，以实现份额回升。

图 42：上半年美的通过降价促销实现市占率跃居第一



资料来源：奥维，浙商证券研究所

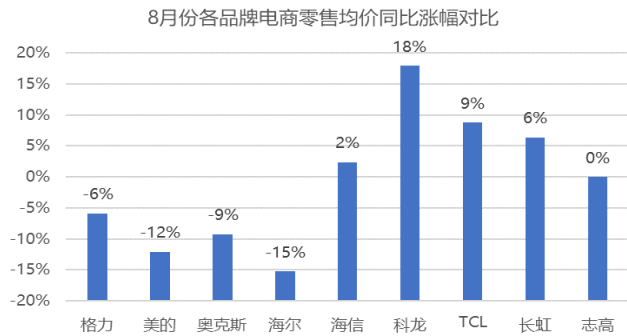
图 43：8 月格力线上、线下零售均价同比涨幅由正转负



资料来源：奥维，浙商证券研究所

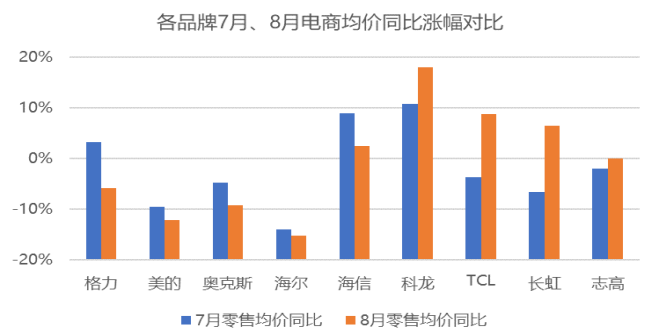
其次，“举报事件迫使中小品牌提价”的逻辑加速兑现，中小品牌价格优势削弱：正如我们在深度报告《网批袭来，空调格局生变？》中论述，格力举报奥克斯事件，除了短期的舆论影响，更大的影响在于舆论与监管压力将迫使中小品牌提升产品品质，而用料做工的提升和节能零部件的使用将抬升制造成本，由于中小品牌净利率普遍不到 3%，因此成本上升将进而迫使其上调价格，从而导致中小品牌价格优势削弱。

图 44：8 月份龙头品牌保持积极促销，中小品牌却逆势提价



资料来源：奥维，浙商证券研究所

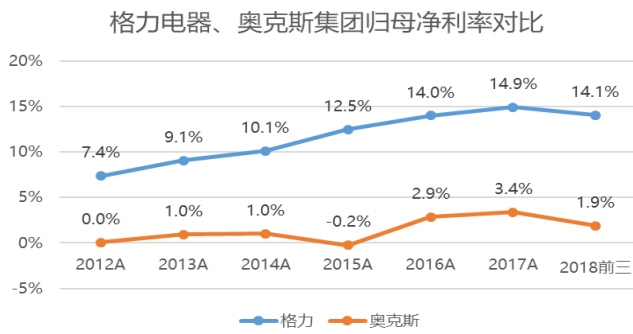
图 45：环比 7 月看，8 月龙头促销加强，中小品牌逆势提价



资料来源：奥维，浙商证券研究所

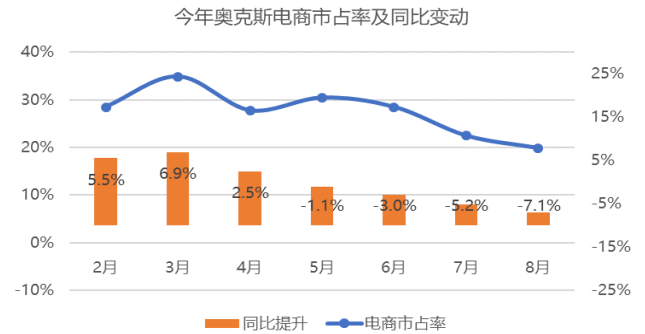
从奥维监测数据看，7 月以来中小品牌价格走势逐步与龙头品牌背离，龙头保持降价促销，中小品牌促销力度反而减弱甚至逆势涨价，根据奥维统计，8 月格力、美的电商均价分别同比下跌 6%、12%，奥克斯由于份额下滑严重，短期仍保持着较大促销力度，但其它中小品牌均价普遍同比上涨；基于这种价格走势的背离，随着中小品牌价差优势持续缩水，预计下半年龙头品牌份额将持续提升。

图 46：奥克斯净利率远低于龙头格力



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 47：举报事件后，奥克斯电商份额持续下滑且跌幅扩大



资料来源：奥维，浙商证券研究所

## 4、投资建议：持续推荐龙头格力电器、美的集团

综上所述，基于需求平稳增长以及龙头份额提升的判断，我们预计下半年龙头业绩将保持稳健增长；而中长期看，国内空调人均保有量仍有提升空间，一户多机仍有望支撑行业需求平稳向上，看好龙头业绩保持稳定增长；当前家电龙头估值略高于历史中枢水平，结合国内经济环境、资本市场改革方向以及其他优质白马估值的溢价表现，家电龙头尤其是推进国企改革的格力估值仍有一定提升空间，此外，家电板块现金分红水平也相对较高，持续推荐行业龙头**格力电器（000651）**、**美的集团（000333）**。

表 1：相关标的估值对比

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE			企业价值
			TTM	2019E	2020E	
000651.SZ	格力电器	3585.98	13.21	12.53	11.24	3772.16
000333.SZ	美的集团	3753.95	16.70	16.06	14.18	4193.39

资料来源：wind，浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200128

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>