

# 龙头推进促销，格局改善可期

## ——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

上篇报告我们重点预判空调短期需求，本篇聚焦竞争格局，基于近年行业集中度有所下降、历史规律与当前形势，我们看好龙头份额迎来回升。

### 投资要点

#### □ 奥克斯崛起，空调集中度有所下降

空调是竞争格局最好的家电子行业，格力美的双寡头领先优势明显，不过近年来空调行业集中度有所下降，2011-2015年格力美的合计内销份额稳定在65%-70%，而2016-2018年逐步回落至60%；**奥克斯借助电商实现崛起是行业集中度下降的主要原因**，在电商渠道快速崛起而龙头对线上较为保守的背景下，奥克斯早就率先确立了全面拥抱互联网、确立电商为空调核心销售渠道的战略，受此拉动过去三年奥克斯空调内销量实现累计增长208%，远高于行业同期的47.7%，同时2018年奥克斯内销出货市占率从此前的4.5%攀升至9.6%。

#### □ 回顾历史，下行周期龙头份额往往逆势提升

回顾历史来看，我们发现**历次景气下行周期龙头表现总体要好于小品牌**，在08-09、11-12、14-15三次景气下行周期中，格力美的内销合计份额均逆势提升，同时格力美的空调合计收入的增长总体也要好于二线品牌；龙头表现更好的原因在于其盈利能力较高、拥有更多筹码在手，在需求低迷阶段降价促销时有出现，龙头余粮丰厚、优势明显；08年至今共有两轮明显的降价周期，分别是08-09年、14-15年，空调零售均价降幅在5%-6%，在此期间龙头均实现份额提升。

#### □ 龙头实施促销策略，竞争格局向好可期

对于当前空调市场，历史规律中的共性因素依然存在，**龙头降价促销将显著打压小品牌生存空间，我们看好龙头份额迎来回升**，主要是基于以下两个方面：第一，举报事件正迫使小品牌陆续提价，小品牌低价优势持续缩水，从而导致小品牌份额进一步承压，7月份以来这一逻辑正加速兑现，奥克斯线上市占率显著回落；第二，龙头促销力度加大，而小品牌盈利能力较低、降价空间较小，上半年美的率先促销并取得明显效果，随着渠道库存压力减轻，新冷年开盘格力也开始跟进促销，推动其9月市占率实现同比提升，环比上半年改善明显。

#### □ 投资建议：持续推荐龙头格力电器、美的集团

考虑到地产竣工有望逐步回暖，预计空调短期需求仍有小幅增长，结合对龙头份额回升的判断，我们看好龙头业绩继续实现稳健增长；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，综上，我们维持推荐行业龙头**格力电器(000651)**、**美的集团(000333)**。

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《空调后市展望：需求增长0-5%，竞争格局向好》2019.09.15
- 2《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
- 3《空调行业深度报告：网批袭来，空调格局生变？》2019.08.09
- 4《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
- 5《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

报告撰写人：  
数据支持者：杨宝龙

## 正文目录

1、奥克斯崛起，16-18 年空调集中度有所下降.....	4
2、总结历史规律，通常下行周期龙头份额提升.....	7
3、当前龙头再推促销策略，空调格局向好可期.....	11
4、投资建议：持续推荐行业龙头格力、美的.....	13

## 图表目录

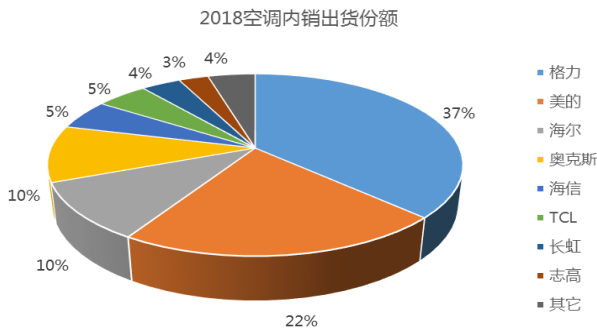
图 1: 空调行业格力、美的双寡头优势明显.....	4
图 2: 线下零售市场格力、美的遥遥领先.....	4
图 3: 近年格力美的合计市占率有所下降.....	4
图 4: 剔除个别年份节奏扰动，空调集中度下降结论依然成立.....	4
图 5: 格力美的合计内销出货市占率下降，奥克斯提升.....	5
图 6: 2016-2018 年奥克斯内销出货增长明显超过其他品牌.....	5
图 7: 目前国内电商渠道占比升至 40%（奥维口径）.....	5
图 8: 电商渠道格力美的合计份额优势明显弱于线下.....	5
图 9: 近年来奥克斯空调全面转型电商渠道.....	6
图 10: 奥克斯电商渠道出货量急剧增长.....	6
图 11: 奥克斯在电商渠道市占率位列行业第一.....	6
图 12: 2010 年以来奥克斯线下市占率不断下滑.....	6
图 13: 2016-2018 年空调市场迎来高景气周期.....	6
图 14: 2016-2017 年空调行业线下零售增速回升.....	6
图 15: 近年美的产品结构变化明显，变频占比显著上升.....	7
图 16: 格力产品结构变化不大，但新品提价幅度明显.....	7
图 17: 18 年下半年空调行业景气度逐步回落.....	7
图 18: 楼市调控使得地产销售进入低速增长.....	7
图 19: 景气下行时格力美的内销出货合计份额逆势提升.....	7
图 20: 景气下行时，格力+美的营收增速总体好于二线.....	7
图 21: 龙头盈利能力显著高于二线品牌.....	8
图 22: 2009、2014-2015 空调零售均价有所下跌.....	8
图 23: 16 年至今格力定频挂机零售均价较行业均价高出 19%.....	8
图 24: 16 年至今格力在定频挂机市场份额大幅领先.....	8
图 25: 在高端市场各品牌空调零售价格较为相近.....	9
图 26: 格力在高端市场的份额持续提升并遥遥领先.....	9
图 27: 格力在超高端市场的领先优势更加显著.....	9
图 28: 格力在上海市场的市占率反超三菱电机跃居第一.....	9
图 29: 奥克斯的铜采购成本平均比格力高 16%.....	10
图 30: 奥克斯的钢材采购成本平均比格力高 13%.....	10
图 31: 相较格力自制，奥克斯压缩机外购成本至少高出 6%.....	10
图 32: 格力拥有一体化产业链优势.....	10

图 33: 从份额角度看, 2016-2018 中小品牌从 32%升至 40% .....	11
图 34: 从销量规模看, 中小品牌从 2000 增长到 3700 万台 .....	11
图 35: 今年美的率先降价促销, 推动市占率大幅提升 .....	11
图 36: 今年美的线上反超奥克斯跃居第一 .....	11
图 37: 8 月以来格力零售均价降幅开始扩大 .....	12
图 38: 9 月格力线上、线下份额同比涨幅全部转正 .....	12
图 39: 龙头品牌保持降价促销, 中小品牌逆势提价 .....	12
图 40: 线上渠道中小品牌逆势提价的逻辑加速兑现 .....	12
图 41: 线下渠道 TCL、志高等品牌也开始逆势涨价 .....	12
图 42: 举报事件后, 奥克斯电商份额持续下滑且跌幅扩大 .....	12
表 1: 相关标的估值对比 .....	13

## 1、奥克斯崛起，16-18 年空调集中度有所下降

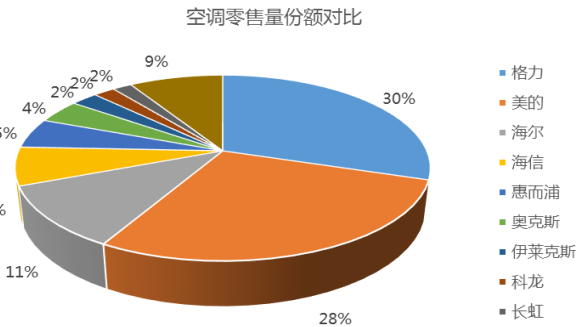
作为竞争格局最好的家电子行业，空调行业格力、美的双寡头领先优势较为明显，从厂商出货层面看，2019 年 1-8 月空调内销出货端格力美的合计份额为 60%，零售层面，奥维数据显示 2019 年 1-9 月空调零售端格力美的线下份额合计 58%（主要反映一二级市场）、线上份额合计 43%（样本数据覆盖全网），两大龙头市占率明显领跑行业。

图 1：空调行业格力、美的双寡头优势明显



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

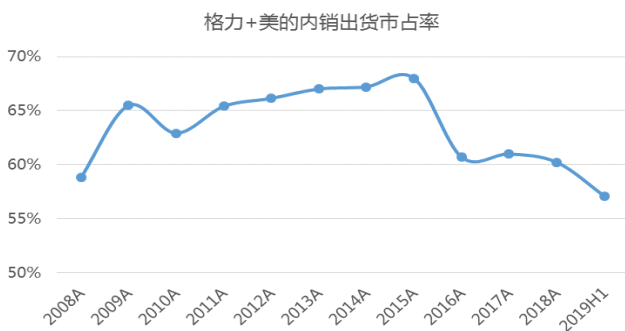
图 2：线下零售市场格力、美的遥遥领先



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

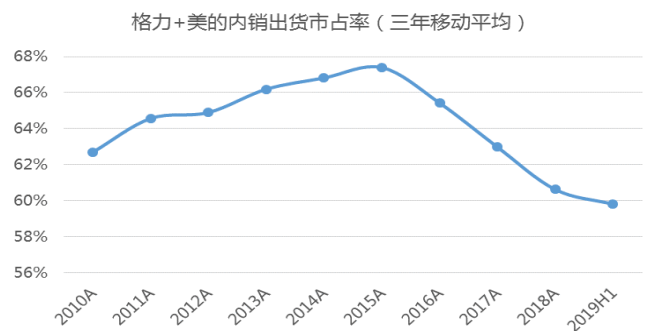
不过 2016-2018 年空调行业集中度实际有所下降。根据产业在线统计，2015 年格力美的内销出货份额合计最高为 68%，而今年前三季度两大龙头市占率为 60%，考虑到 2015 年等个别年份龙头压货节奏的扰动，我们取区间均值进行比较，2011-2015 年格力美的合计份额稳定在 65%-70%，而 2016-2018 年逐步回落至 60%；从中怡康、奥维等零售口径来看，两大龙头合计市占率仍有提升，但上述零售口径以一二级市场为主、覆盖度相对较窄，不能完全反映市场全貌；我们认为产业在线口径的集中度下降是可信的，这从奥克斯等小品牌快速崛起就可以看出。

图 3：近年格力美的合计市占率有所下降



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

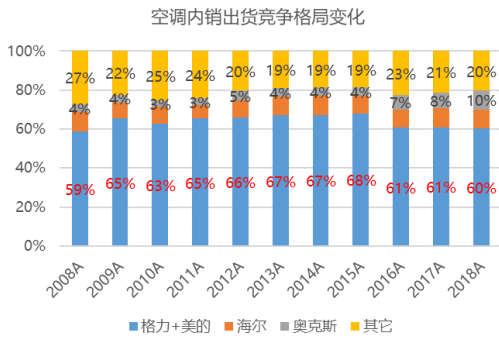
图 4：剔除个别年份节奏扰动，空调集中度下降结论依然成立



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

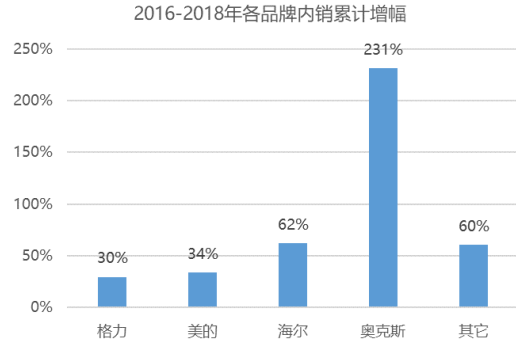
正是奥克斯崛起导致了空调集中度下降。从奥克斯自身披露数据来看，2016-2018 年其空调内销量累计增长 208%，远高于行业整体同期 47.7% 的增幅；从市占率层面来看，2013-2015 年奥克斯内销出货市占率稳定在 4.5%，此后迅速攀升，2018 年奥克斯内销出货市占率已经达到 9.6%，提升幅度达到 5 个点，这与格力美的份额下降幅度基本吻合；而从其他品牌表现来看，2016-2018 年海尔、科龙、长虹及志高等主要二线品牌空调收入合计基本与格力美的同步，并未有收入增长较为突出、市占率大幅提升的情况出现，因此，奥克斯大幅增长使得空调集中度有所下降的结论基本成立。

图 5：格力美的合计内销出货市占率下降，奥克斯提升



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 6：2016-2018 年奥克斯内销出货增长明显超过其他品牌



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

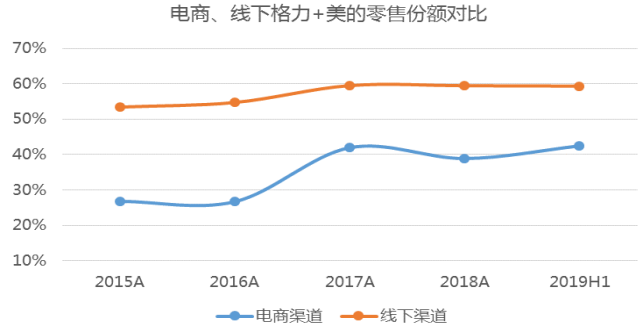
奥克斯崛起的背景主要在于行业渠道变革、电商渠道兴起，根据奥维统计，空调电商渠道销售占比从 2014 年 8.2% 的大幅提升至 2018 年的 36.1%，使得传统的线下渠道模式受到一定冲击，为保护线下渠道利益，格力等龙头对电商渠道的投入较为保守（2017 年美的才开始大举进入电商），而线下经销商渠道规模小、包袱轻让奥克斯等小品牌得以快速拥抱电商，并实现市占率快速提升，根据奥维统计，目前格力美的的线上市场合计市占率仅为 42%，而其线下合计市占率达到 59%。

图 7：目前国内电商渠道占比升至 40%（奥维口径）



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 8：电商渠道格力美的合计份额优势明显弱于线下

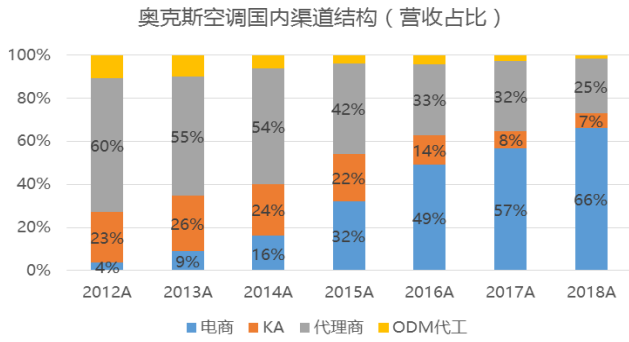


资料来源：奥维，浙商证券研究所

奥克斯借助电商实现弯道超车。在电商渠道快速崛起背景下，奥克斯在 2013 年就率先确立空调业务全面拥抱互联网的战略，将电商确立为核心销售渠道和主要发力方向；从结果来看，奥克斯成功把握住电商红利、渠道转型成效显著：首先，电商渠道市占率持续领跑，线上线合计销量跃居行业第三，根据奥维统计，目前奥克斯电商渠道销量份额 31%，排名第一，在电商放量推动下，2014-2018 年奥克斯空调内销量也从 308 万台迅速增长到 885 万台，跃居行业第三；其次，渠道结构完成调整，2012 年奥克斯空调内销中电商占比仅 4%，2018 年则达到 66.5%，与此同时，代理商渠道占比从 60%萎缩到 25%。

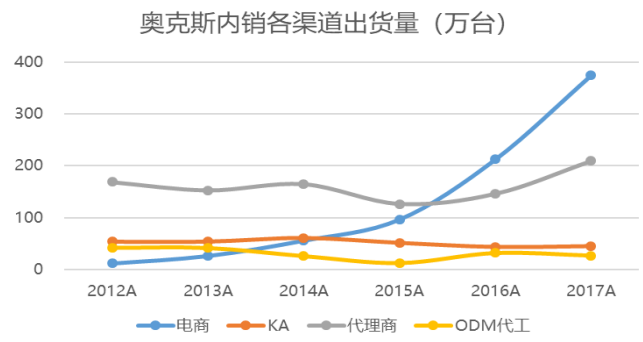


图 9：近年来奥克斯空调全面转型电商渠道



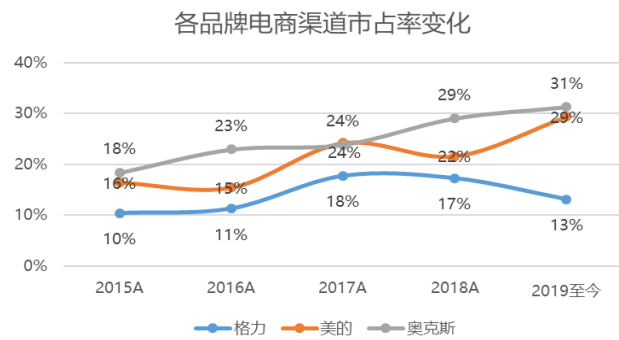
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：奥克斯电商渠道出货量急剧增长



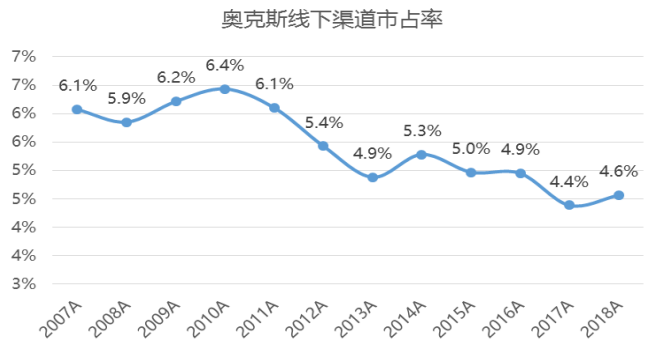
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：奥克斯在电商渠道市占率位列行业第一



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 12：2010 年以来奥克斯线下市占率不断下滑



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

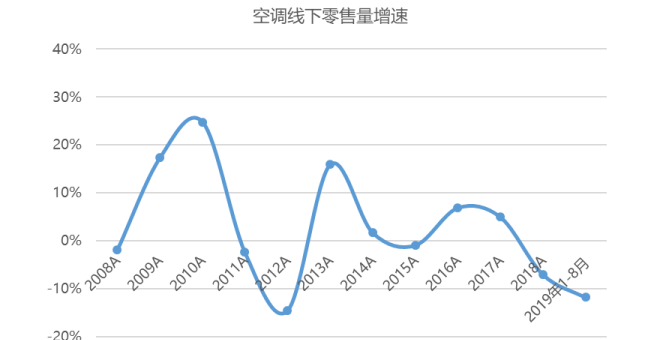
除了电商渠道兴起带来的契机之外，2016-2018 年国内空调需求爆发也给奥克斯崛起创造了客观条件。在地产需求与旺季高温拉动下，过去三年空调市场迎来高景气周期，空调内销出货量从 2016 年 6300 万台增长到 2018 年的 9300 万台，2017 年旺季格力美的在部分地区出现销售断货的情况，使得小品牌获得了一定生存空间。此外，近年来两大龙头均追求产品结构升级，以期通过均价提升实现公司业绩的进一步增长，这也让专注于低端市场的奥克斯等小品牌获得喘息之机。

图 13：2016-2018 年空调市场迎来高景气周期



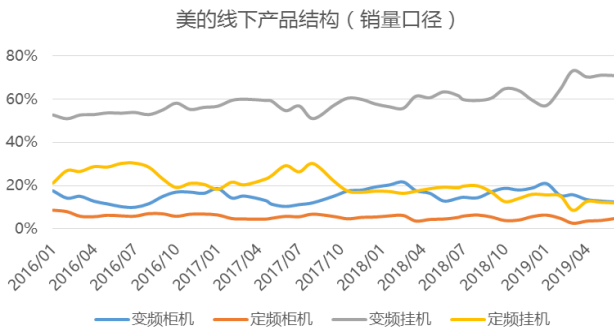
资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 14：2016-2017 年空调行业线下零售增速回升



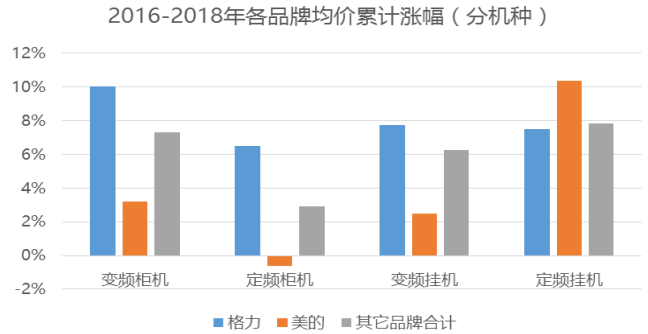
资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 15：近年美的产品结构变化明显，变频占比显著上升



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 16：格力产品结构变化不大，但新品提价幅度明显

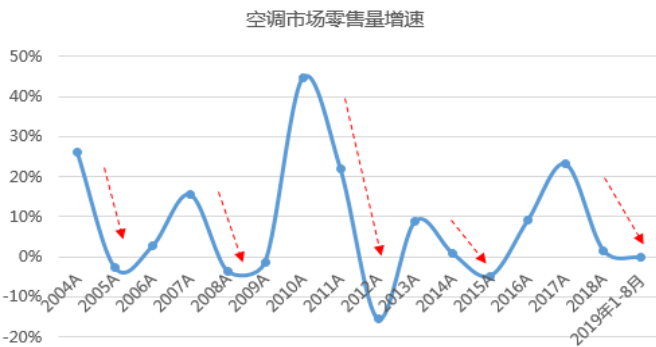


资料来源：中怡康，浙商证券研究所

## 2、总结历史规律，通常下行周期龙头份额提升

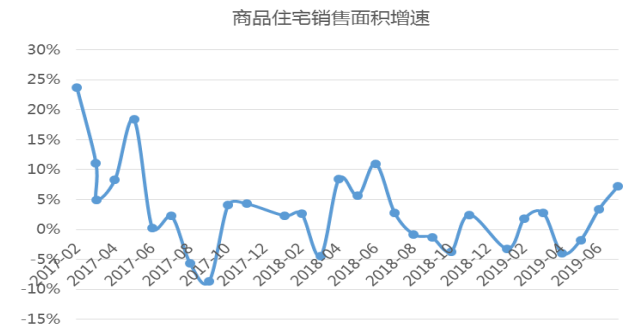
实际上，由于地产放缓以及凉夏天气，去年下半年开始空调行业景气度就已逐步回落，根据奥维统计，2018H1、2018H2、2019H1 空调市场零售量增速分别为 11.5%、-9.6%和 1.5%，展望后续，考虑到“房住不炒”政策基调以及宏观经济增速放缓，预计空调需求将维持低速增长，相较 2016-2018 高景气周期，空调市场环境将略微偏紧，在此背景下，判断公司的业绩表现更需要关注市场格局变化。

图 17：18 年下半年空调行业景气度逐步回落



资料来源：奥维，浙商证券研究所

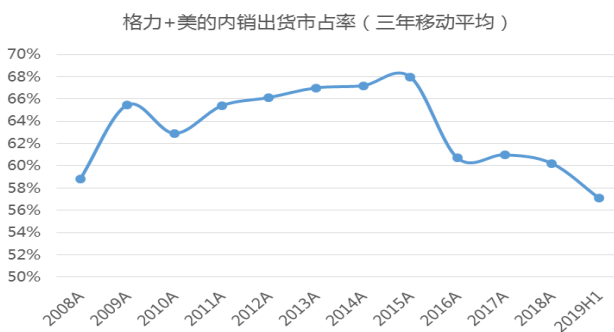
图 18：楼市调控使得地产销售进入低速增长



资料来源：wind，浙商证券研究所

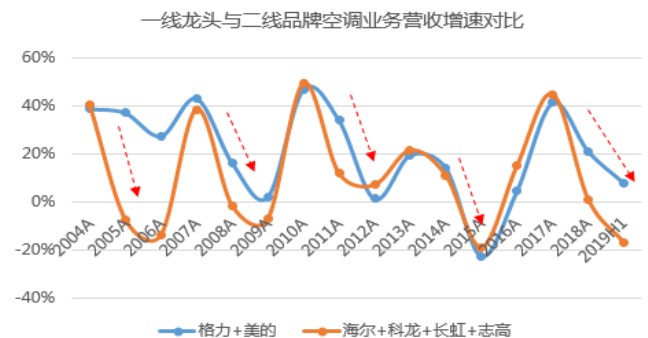
回顾历史来看，我们发现历次景气下行周期龙头表现总体要好于小品牌，根据产业在线数据，在 2008-2009、2011-2012、2014-2015 三次景气下行周期中，格力美的的内销出货合计份额均逆势提升，而从营收数据看，在这几次景气下行周期，格力与美的的空调业务合计收入的增长总体也要好于二线品牌（个别年份例外，比如 2012 年美的的战略转型、2015 年龙头去库存）。

图 19：景气下行时格力美的的内销出货合计份额逆势提升



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

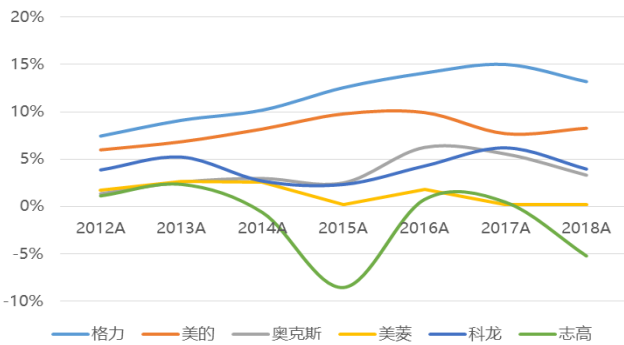
图 20：景气下行时，格力+美的的营收增速总体好于二线



资料来源：wind，浙商证券研究所

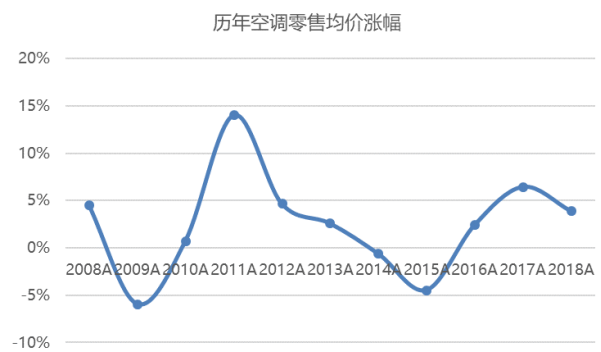
龙头在下行周期表现更好的原因在于其拥有更多筹码在手、盈利能力较高，景气下行往往伴随降价促销，龙头优势得以凸显。在需求下行时，降价促销成为市场竞争常规手段，甚至偶尔出现价格战（2015年），从中怡康统计来看，2008年至今共有两轮明显的降价周期，第一次在2008-2009年，经过07年的大幅增长之后，08-09年国内空调市场略显低迷，叠加08年下半年铜价大幅下跌超过60%，受此影响09年空调行业零售均价下跌6%；第二次是2014-2015年，受连续两年凉夏天气、地产销售持续低迷影响，14-15年空调零售市场较为低迷，叠加格力压货较多导致渠道库存大幅积压，为了消化渠道库存，格力美的推动降价促销，导致14-15年空调行业零售均价累计下跌5.1%。因此，在景气下行周期，由于盈利能力较高、产品组合丰富，龙头在降价空间、促销节奏上具有更多主动权和竞争力，龙头仅需将部分低端机大幅降价，即可沉重打击中小品牌核心市场。

图 21：龙头盈利能力显著高于二线品牌



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 22：2009、2014-2015 空调零售均价有所下跌



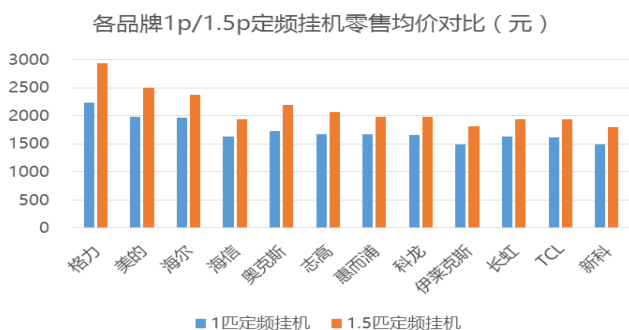
资料来源：中怡康，浙商证券研究所

龙头高盈利能力源自于在品牌力、成本优势等层面建立起来的核心竞争壁垒，首先，在品牌力层面龙头领先优势明显，这其中格力的表现尤为突出：

第一，低端市场最能体现格力的品牌力。众所周知，低端市场消费者价格敏感度最高，从渠道调研来看，一般情况下在高温天气来临、需求爆发时，三级定频挂机空调成为主力销售机型，即低端产品成为市场主流，其原因就在于这部分消费者对价格较为敏感，只有极端高温天气才能刺激需求释放；此外，由于品牌力与产品研发能力较弱，中小品牌只能选择固守低端市场，因此，低端产品也就成为众多中小品牌的必争之地，产品同质化严重、竞争最为激烈；

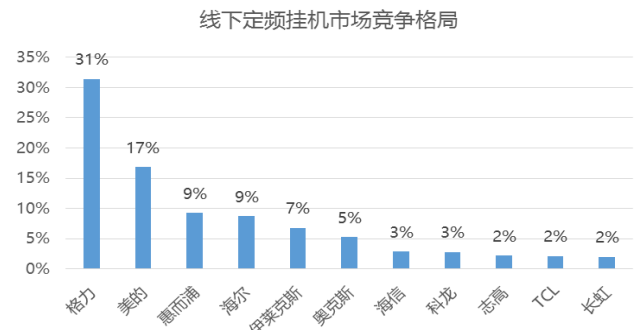
因此，在这块细分市场的表现最具说服力，而格力在低端市场取得的成绩是高溢价、高份额：根据中怡康数据，在偏低端的定频挂机市场，2016年至今格力零售均价为 2540 元，较行业均价高出 19%，在实现大幅溢价的同时，在定频挂机领域格力以 31% 的市占率领跑行业，这足以体现出格力超强的品牌力。

图 23：16 年至今格力定频挂机零售均价较行业均价高出 19%



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 24：16 年至今格力在定频挂机市场份额大幅领先

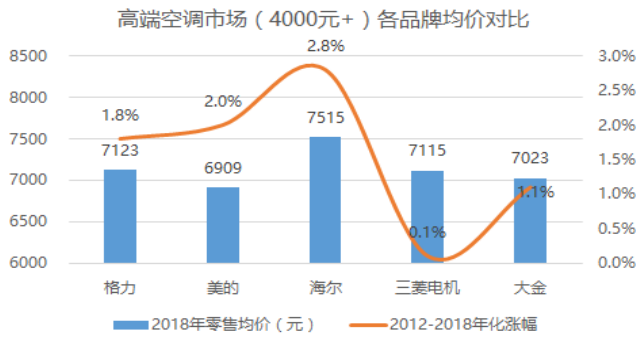


资料来源：中怡康，浙商证券研究所



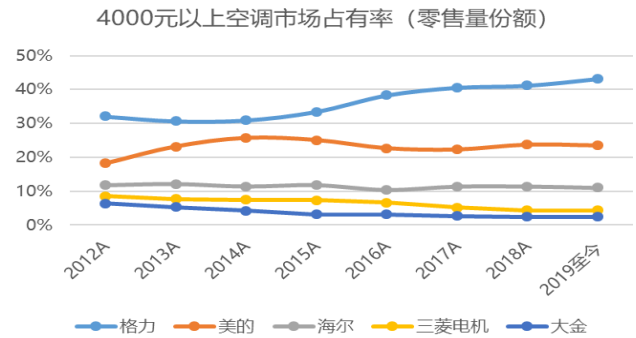
第二，高端市场格力市占率持续提升。在高端细分市场，各品牌均价较为相近，品牌力更多体现在市占率的趋势变化层面，90年代以三菱电机、大金为代表的日系品牌一度占据国内高端市场，但随着内资龙头的品牌力提升，高端市场呈现出“国进洋退”趋势，尤其是在家电下乡政策结束、家电市场消费升级阶段表现更为明显，根据中怡康统计，在售价4000元以上的高端市场，格力价格实现赶超日系，同时其市占率优势不断扩大，2012年至今格力高端市场份额从32%上升至43%，三菱电机+大金则从15%降至7%；

图 25：在高端市场各品牌空调零售价格较为相近



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

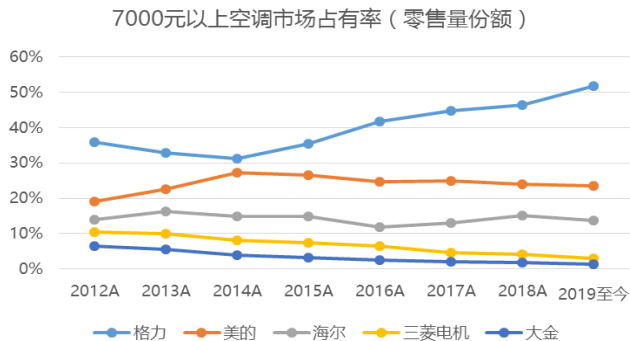
图 26：格力在高端市场的份额持续提升并遥遥领先



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

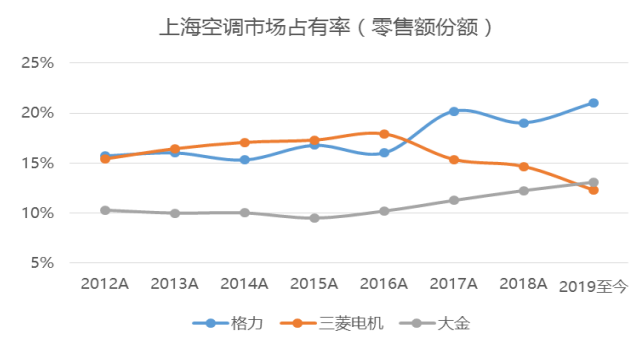
进一步观察7000元以上的超高端市场，格力市占率更是从36%上升到52%，三菱电机+大金则从17%降到4%，份额被蚕食殆尽，格力的“一家独大”格局更加明显；此外，单就日系深耕的大本营上海市场而言，2017年格力零售额市占率也实现了对三菱电机的反超。综合来看，无论是在低端市场的“溢价+份额”双重领先，还是在高端市场的份额优势持续扩大，格力的核心竞争壁垒——品牌力均显示出超强的优势。

图 27：格力在超高端市场的领先优势更加显著



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

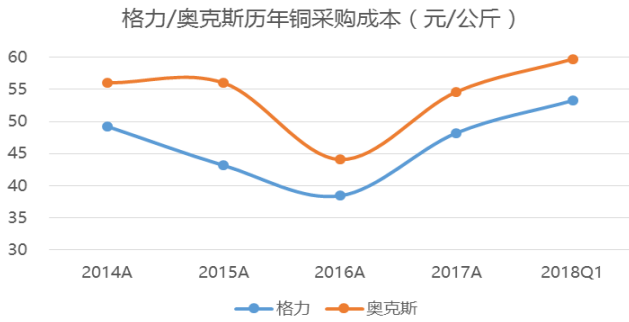
图 28：格力在上海市场的市占率反超三菱电机跃居第一



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

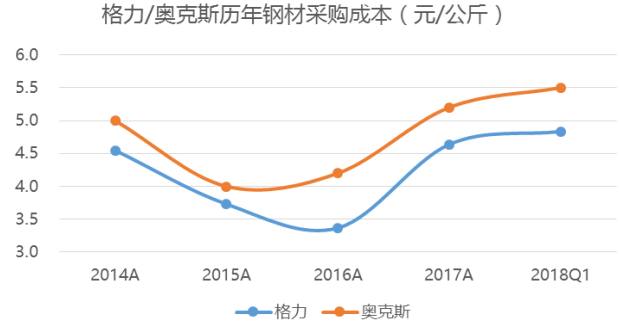
其次，规模效应、核心零部件自制造就了龙头的成本优势，通过测算我们预计龙头相较中小品牌的成本优势超过8%：首先，规模效应使得龙头在原材料、零部件采购方面具有明显的价格优势，其中在铜、钢材等大宗原材料层面格力的采购成本明显低于奥克斯等中小品牌，根据公司公告，2014年-2018Q1奥克斯铜采购平均价格比格力高出16%，钢材平均价格高出13%，同时在空调阀、风叶等零部件方面的采购成本也高于龙头；除了外购原材料与零部件，规模效应还体现在折旧、费用摊销、渠道费用等诸多方面，单就销售渠道层面而言，规模优势使得两大龙头仅需给予每个渠道层级显著低于中小品牌的毛利空间，从而可以让龙头自身可以留存更多利润。

图 29：奥克斯的铜采购成本平均比格力高 16%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

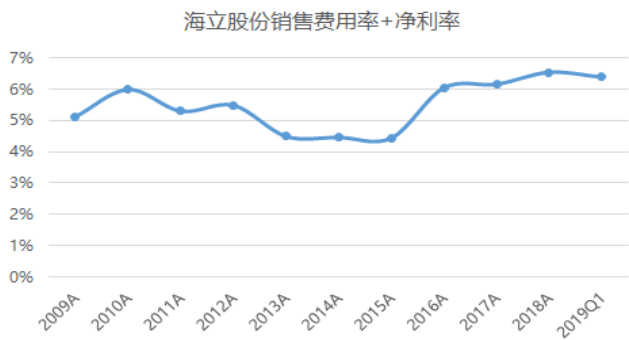
图 30：奥克斯的钢材采购成本平均比格力高 13%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

此外龙头企业通过核心零部件自制实现一体化产业链优势，在压缩机、电机等零部件方面，格力、美的均实现了较高比例的自制，而中小品牌只能选择外购，其零部件成本明显高于龙头；此外，由于第三方零部件企业在产能、技术层面与龙头有一定差距，中小品牌在供应稳定性和品控等方面也处于劣势；而龙头企业开始进一步谋求对第三方零部件企业的控制，近年来格力参股了凌达、美芝之外的第三大压缩机厂商海立股份，在核心零部件供应链方面中小品牌面临的压力将持续增加。仅就压缩机而言，假设格力凌达与海立必要的经营税费水平一致，且不考虑凌达的原材料成本优势，以近年海立股份净利率+销售费用率估算，奥克斯压缩机外购至少比格力自制的成本高出 6%。

图 31：相较格力自制，奥克斯压缩机外购成本至少高出 6%



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 32：格力拥有一体化产业链优势

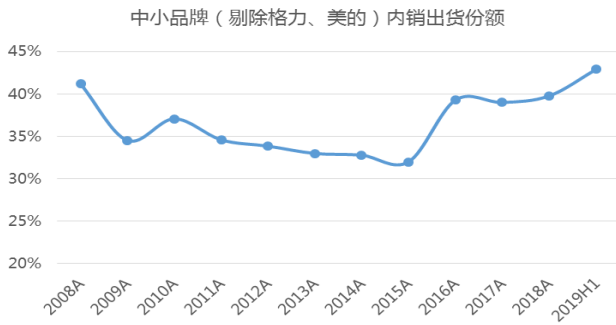


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3、当前龙头再推促销策略，空调格局向好可期

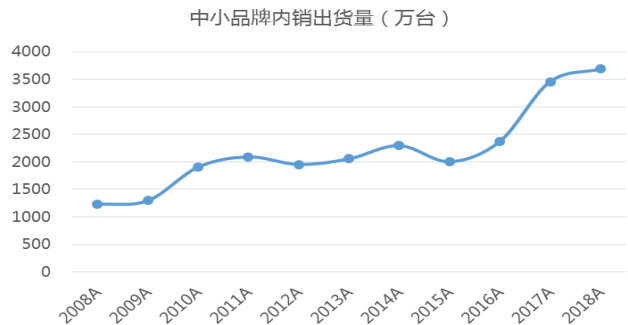
对于当前的景气下行，历史规律中的共性因素依然存在，尤其是龙头降价促销将显著打压小品牌生存空间，此外格力举报奥克斯事件也正迫使小品牌被动涨价，从而使得市场逐步呈现出“龙头降价、小品牌涨价”局面，在此背景下，价差收窄将明显削弱中小品牌价格优势、带来份额下降压力，考虑到近年奥克斯份额有明显上行，龙头份额反弹有望带来可观增量，份额回升将成为支撑龙头短期业绩稳健增长的重要驱动力。

图 33：从份额角度看，2016-2018 中小品牌从 32% 升至 40%



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

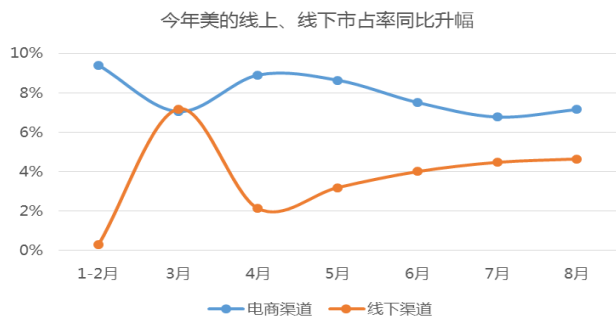
图 34：从销量规模看，中小品牌从 2000 增长到 3700 万台



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

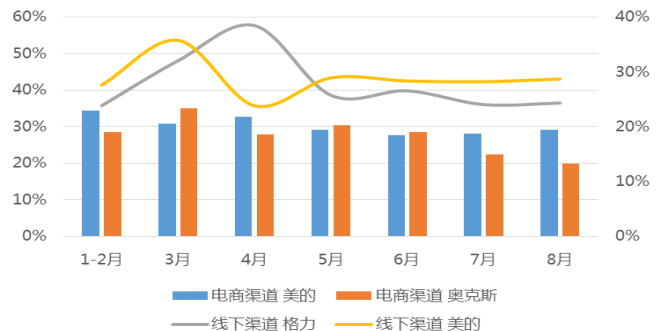
首先，格力已跟进促销，龙头降价促销将极大挤压小品牌空间。今年行业景气虽然高位回落，但原材料成本下降为厂商提供了更多操作空间，基于原材料成本下行以及 T+3 改革使得渠道库存较低，今年上半年美的已率先发起降价促销并取得明显成效，根据奥维统计，年初至今美的线下、线上份额分别同比+3.7pct、7.6pct，电商份额自 7 月份起反超奥克斯跃居第一。

图 35：今年美的率先降价促销，推动市占率大幅提升



资料来源：奥维，浙商证券研究所

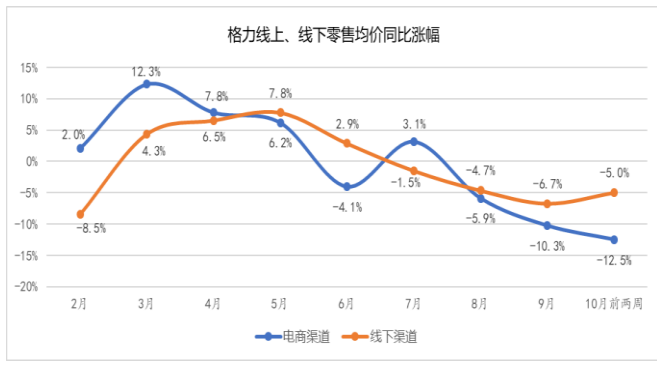
图 36：今年美的线上反超奥克斯跃居第一



资料来源：奥维，浙商证券研究所

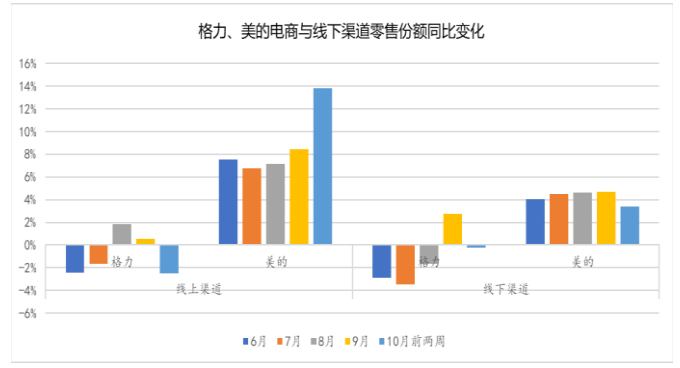
下半年格力跟进促销并取得明显成效。由于渠道库存偏高，上半年格力并未跟进促销，但随着 7-8 月渠道库存持续消化，当前格力渠道库存压力已经有所减弱，从渠道调研来看，新冷年开盘格力明显加强了降价促销力度，奥维数据显示 9 月格力线下均价同比下跌 7%、10 月前两周下跌 5%，线上均价下跌幅度更大，目前促销已取得一定成果，9 月格力线下渠道市占率实现同比提升 2.7 个点、10 月前两周同比基本持平，摆脱了上半年份额有所下跌的局面。目前两大龙头格力美的均实施促销策略，考虑到小品牌盈利能力较低难以跟进，我们预计龙头市占率将迎来进一步提升。

图 37：8 月以来格力零售均价降幅开始扩大



资料来源：奥维，浙商证券研究所

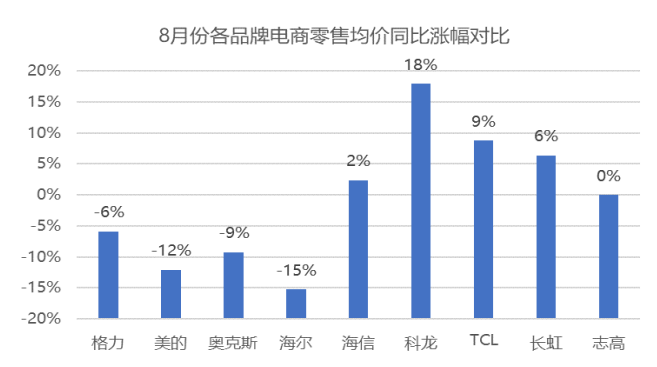
图 38：9 月格力线上、线下份额同比涨幅全部转正



资料来源：奥维，浙商证券研究所

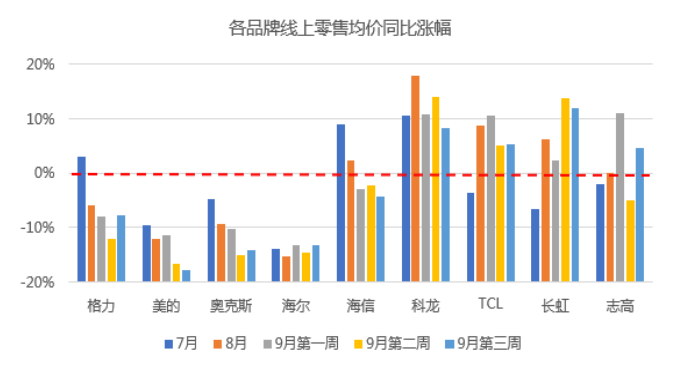
其次，举报事件正迫使小品牌陆续提价，小品牌价格优势持续缩水：我们在此前报告中多次论述，今年格力举报奥克斯能效造假事件，主要影响将体现在后续小品牌将被迫涨价，从而导致小品牌价格优势削弱、份额进一步承压；从奥维监测数据看，7 月份以来这一逻辑正加速兑现，一方面格力、美的积极降价促销，另一方面中小品牌却纷纷逆势提价，尤其是电商渠道小品牌涨价较为明显，而跟随龙头促销的仅有份额下降明显的奥克斯和冰洗龙头海尔。

图 39：龙头品牌保持降价促销，中小品牌逆势提价



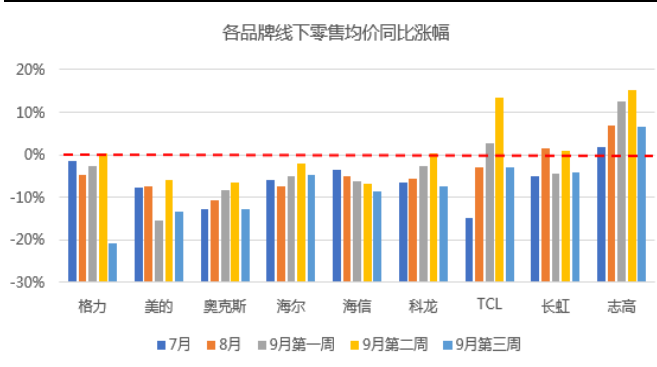
资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 40：线上渠道中小品牌逆势提价的逻辑加速兑现



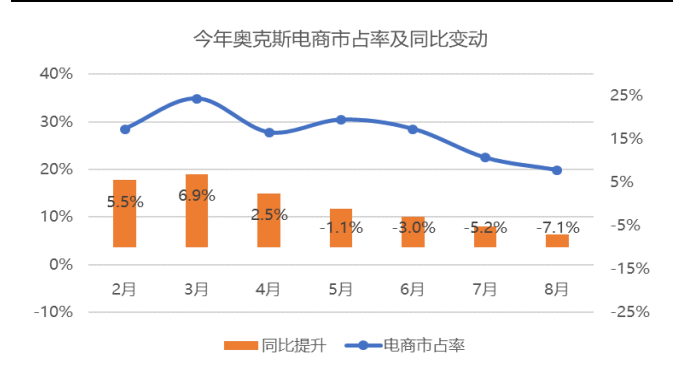
资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 41：线下渠道 TCL、志高等品牌也开始逆势涨价



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 42：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

总的来说，一方面，在景气下行周期，考虑到龙头竞争壁垒深厚、盈利能力较高，小品牌盈利薄弱难以跟进龙头的降价促销策略，另一方面，受举报事件影响，为达到标称能效，小品牌制造成本有所提升，形成了“龙头降价、小品牌涨价”的局面，使得小品牌面临的压力进一步增加，随着促销效果的逐步显现，我们看好龙头份额迎来持续回升。

## 4、投资建议：持续推荐行业龙头格力、美的

考虑到地产竣工有望逐步回暖，预计空调短期需求仍有小幅增长，结合对龙头份额回升的判断，我们看好龙头业绩继续实现稳健增长；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，综上持续推荐行业龙头**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	3498.15	12.89	12.24	10.98	3684.33
000333.SZ	美的集团	3653.33	16.25	15.63	13.80	4092.77

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>