

与库存无关，与地位有关

——空调价格战八问八答

行业简报

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

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)

021-52523880

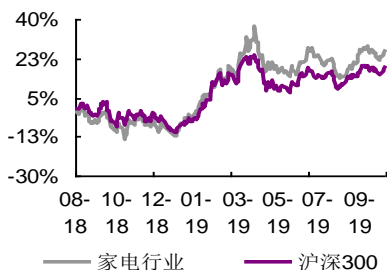
wangqq@ebscn.com

王彦玮 (执业证书编号：S0930519100001)

021-52523879

wangyw@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

内销品牌业务爆发力大超预期——新宝股份 (002705.SZ) 2019 年三季报点评

..... 2019-10-29

收入利润均好于预期，边际改善有望持续——新宝股份 (002705.SZ) 2019 年中报点评

..... 2019-08-28

盈利能力明显修复，利润高增长有望持续——新宝股份 (002705.SZ) 2018 年业绩快报点评

..... 2019-01-28

事件：

“双十一”前的周末，空调行业风云涌动，格力 11 月 9 日晚间发文称，“双十一”将让利 30 亿元打击低质伪劣产品。变频空调最低 1599 元，定频空调最低 1399 元。此次活动将在各大授权电商平台以及线下 3 万多家格力专卖店同步展开，统一价格，活动仅限“11.11”期间，活动结束后即回归原价。

此举一石激起千层浪，美的、海尔等也对应调整产品价格，跟进活动。事件的发生引发了市场对行业价格战的担忧。我们将用八问八答的形式对这一问题进行探讨。

点评：

◆Q1：促销降价的幅度如何？让利产品价格环比-40%，但“双十一”不过是定价持续收缩加速器

主推定频和变三中低端产品，环比降价达到 30%~40%

格力本次让利促销主推变三和定频产品。从定价来看，基本采取标价五折销售，环比 10 月 ASP 降幅也达到 30%~40%的水平，单就降价幅度来看，可谓震撼力十足。而在格力宣布让利活动后，美的、海尔等主要竞争对手也纷纷对标跟进。产品定价略低于格力（便宜 100~200 元）。

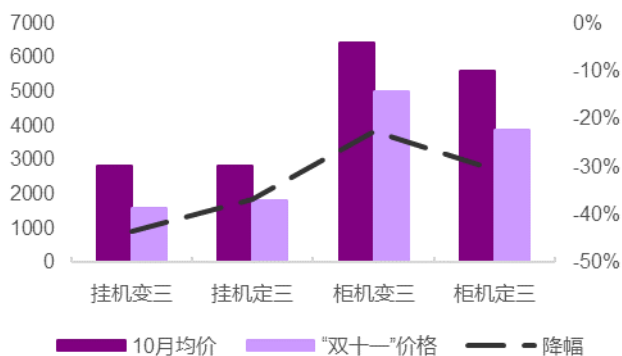
降价大趋势贯穿全年，10 月空调线上/线下 ASP 分别同比-13.5%/-7.1%

市场对于本次“双十一”如此阵仗似乎未有预期。但是回溯 19 年以来，空调行业的整体格局和定价走势，就会发现本次大规模让利不过是全年定价收缩的集中体现和爆发。

春季零售后美的出于对增长的追求，率先开启降价促销，而后主要品牌商在份额压力下纷纷跟进，ASP 增速一路下行。根据奥维统计，10 月行业线上线下均价分别同比-13.5%/-7.1%。美的热销挂机 10 月价格较年初下降达 20% 左右。

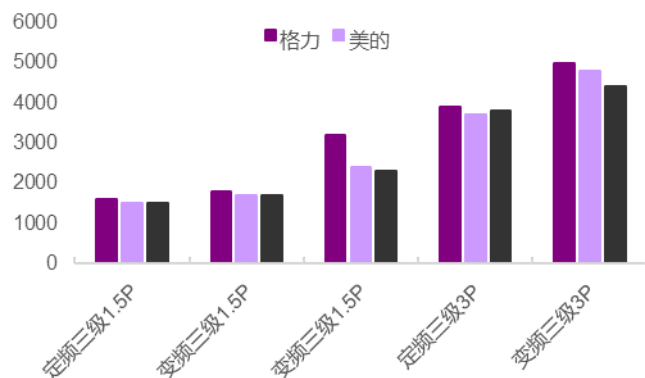
总结：本次“双十一”中家电产品的“诚意满满”的降价力度看似“意料之外”，但结合 19 年以来的 ASP 不断收缩的走势来看，又在“情理之中”，实质上可以理解为全年定价持续收缩的加速。

图 1：格力主打让利机型均价折扣情况（元）



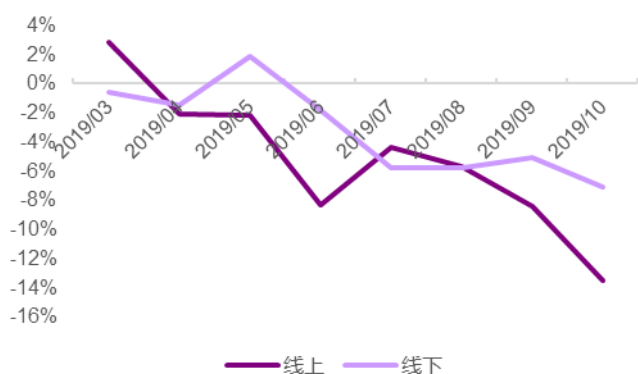
资料来源：奥维云网，光大证券研究所整理

图 2：格力美的的海尔部分可比产品均价对比（元）



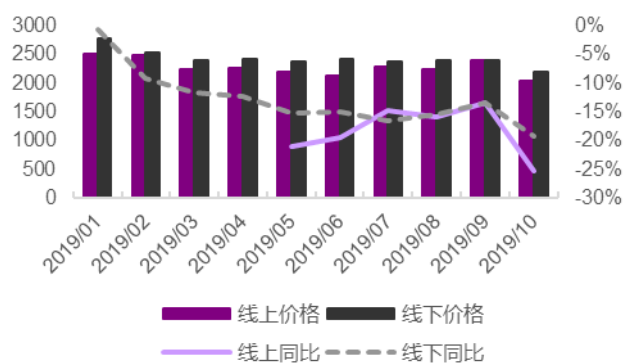
资料来源：奥维云网，光大证券研究所整理，对标产品中格力美的的为 1.5 匹，海尔为 1.5 匹（含统帅，小超人等子品牌），为“双十一”活动当天价格

图 3：空调 ASP 同比增速走势



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 4：美的热销 1.5P 变三产品价格走势（元）



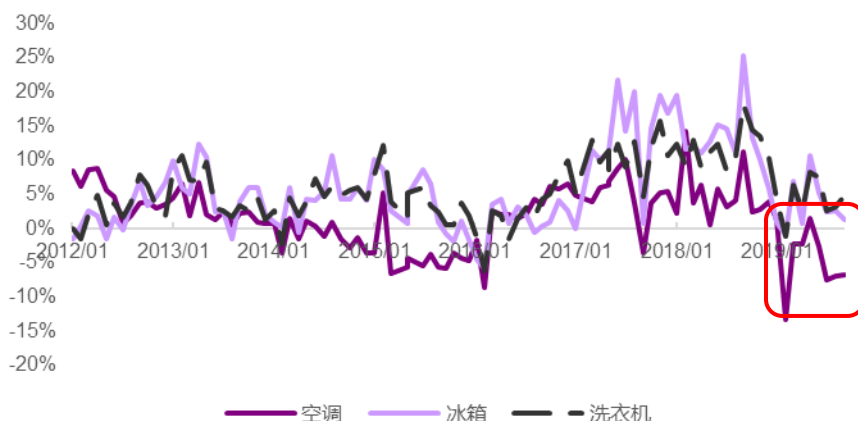
资料来源：奥维云网，光大证券研究所整理

◆Q2：为何行业定价持续收缩？根本是龙头经营策略转向：从量价齐升到保份额保增长。

与前期“产品升级”和“量价齐升”不同的，家电行业 19 年以来整体定价一直保持加速收缩的态势。我们在年度和中期策略报告中就曾经指出，量价齐升的支撑并不是产品升级（仅是催化剂）。提价逻辑真正的前提是：1) 供需均衡；2) 内部竞争稳固；3) 外部产业链定价权稳定。

分别对照来看，12-18 年量价齐升逻辑得以成立：1) 多轮洗牌后多余产能出局，结合稳步扩张的需求，供给略微趋紧；2) 双寡头格局形成，龙头默契提价；3) 产业链上下游高度一体化，外部议价权强。但 19 年行业进入弱周期后，需求收紧，而龙头处于对增长追求，经营策略势必从“适度规模增长下利润率提升”转向“保份额保增长”阶段。

图 5：空冰洗 ASP 在 12-18 年绝大部分时间内都保持同比提升



资料来源：中怡康，光大证券研究所，数据截止 2019 年 9 月

总结：弱需求下龙头主动寻求竞争使得支撑量价齐升的逻辑不复存在，导致 19 年以来行业持续维持紧缩定价。（详细论述可参考：《怀抱确定，布局成长——家电行业 2019 年投资策略》）

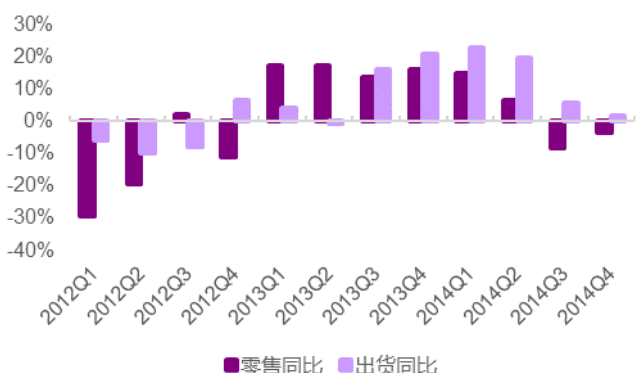
◆Q3：那么这轮价格战和 14 年有何区别？14 年为库存倒逼，本轮核心为龙头对份额的诉求

我们将时间拨回到 2014 年中秋国庆黄金周：14 年 9 月 26 日，格力山东分公司发文称：“格力电器 20 年首次将发动价格战，斥资百亿回馈全国消费者。国庆期间优惠力度空前。”与本次双十一类似的，格力的举措一石激起千层浪，主要品牌商加入降价，行业进入“价格战”。

那么本次价格收缩和 14 轮价格战究竟有何异同？

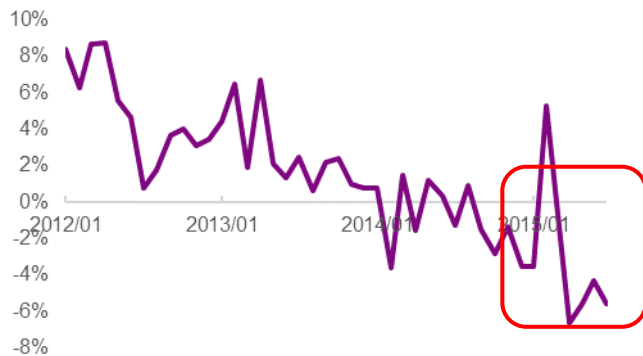
14 年周期为库存倒逼降价促销。回溯 14 年周期，由于 12~14 年行业出货增速持续高于零售需求，导致 14 年旺季过后，行业库存水位已达到半年以上，渠道已经无法维持正常运转，不得已情况下，格力通过降价带动终端零售，改善渠道动销。

图 6：12-14 年周期行业出货与零售表现有一定背离



资料来源：中怡康，产业在线，光大证券研究所

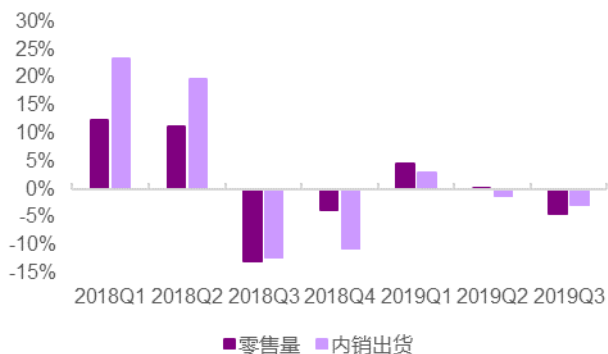
图 7：14 年旺季后格力发动价格竞争



资料来源：中怡康，产业在线，光大证券研究所

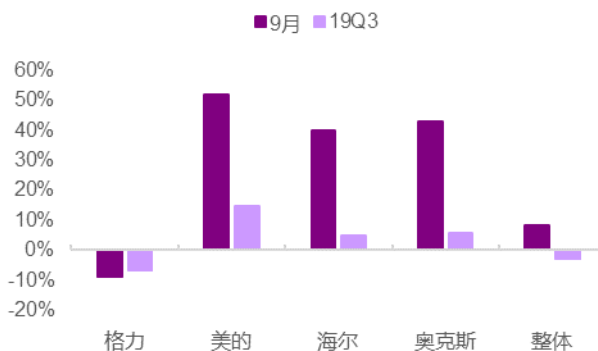
本轮降价，库存不是关键，核心矛盾在于龙头对份额的诉求。本轮周期中，行业出货数据和零售表现基本一致，19Q3 后，主要厂商基本处于库存底部，9 月还进行了适度的补库。即使前期有一定压货的格力，预计当前库存水平也仅为 4 个月左右，离历史高位仍有充足的安全边际。其主动发起价格竞争的核心矛盾在于份额。

图 8：行业出货节奏与零售表现一致度较高



资料来源：产业在线，奥维云网，光大证券研究所

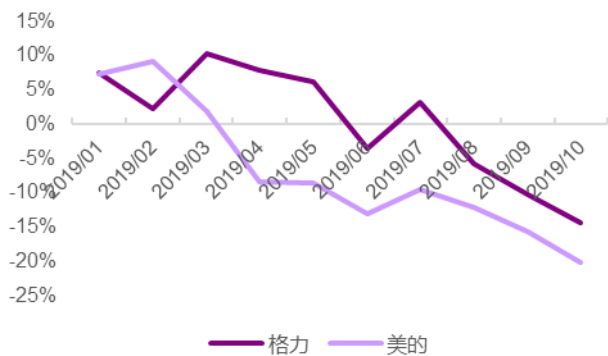
图 9：主要厂商内销出货量同比增速



资料来源：产业在线，光大证券研究所

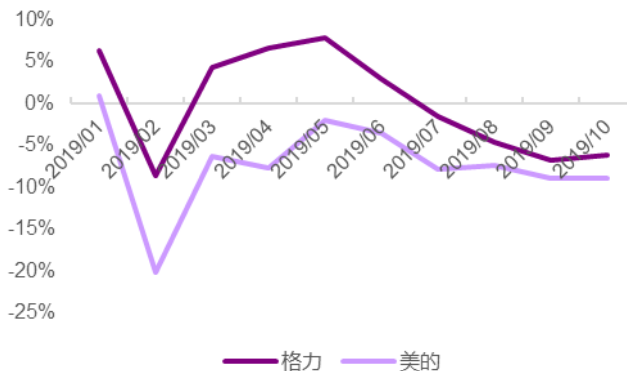
19 年以来，美的通过渠道效率提升，结合成本红利，带动了整体产品降价空间（热销产品同比降幅可达 10%~20%），并在网批、电商等新兴渠道也快速放量。与格力产品价差的快速拉大，美的线上/线下份额基本保持同比 6~9pct/3~5pct 的提升速度，格力一直以来稳固的霸主地位受到威胁。

图 10：格力美的线上 ASP 同比增速对比



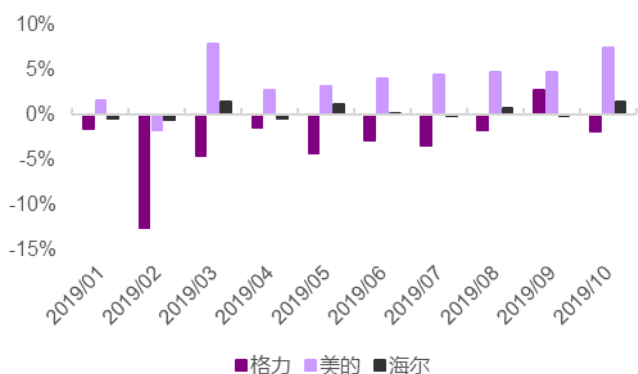
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 11：格力美的线下 ASP 同比增速对比



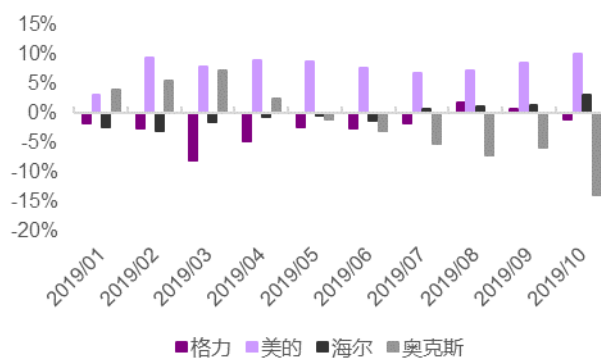
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 12: 空调线下渠道销量份额同比变动



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 13: 空调线上渠道销量份额同比变动



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

总结: 所以本轮格力挑起的价格战更多的是在美的攻势不减的情况下, 为了提升份额, 夺回竞争主动权而发起。

◆Q4: 份额承压已久, 为什么在这个时点进行反击? 完成新冷年打款, 淡季是格力转向进攻的最佳时间窗口。

为何格力终于出手反击? 短期去库存, 中期抢份额, 长期渠道升级。

1) 短期来看, 格力的渠道库存水平较主要竞争对手高, 有一定库存去化的需求;

2) 中期来看, 美的份额继续保持强势增长态势, 格力作为龙头份额不断被蚕食, 有重塑行业格局, 掌握竞争主导权的诉求;

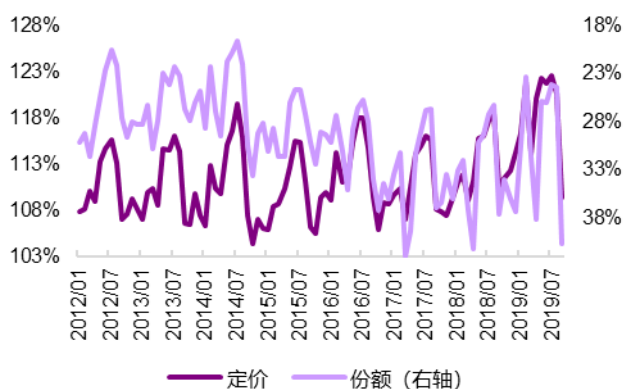
3) 长期视角下, 18-19冷年是美的在空调领域放弃压货分销, 转向扁平高周转模式的元年。是竞争策略的长期转变, 而非短期行为, 对于格力来讲, 渠道变革趋势势不可挡, 升级渠道为大势所趋(格力电商子公司的成立是一个积极的信号)。

为何选在这样的时间点? 降库存+抢份额一举两得, 淡季是格力转向进攻的最佳时点。

前期在《何时重塑格局, 期待王者归来》中我们就指出, 2020新冷年淡季是格力策略切换的良好时机。在格力的经营模式下, 完成新冷年打款提货的经销商当前库存和资金压力会集中凸显。所以为了改善其资金情况, 降低库存压力, 格力大规模促销基本发生在淡季(比如9-10月份的“格力工厂巡展”, 3-4月份的“万人空巷抢格力”)。

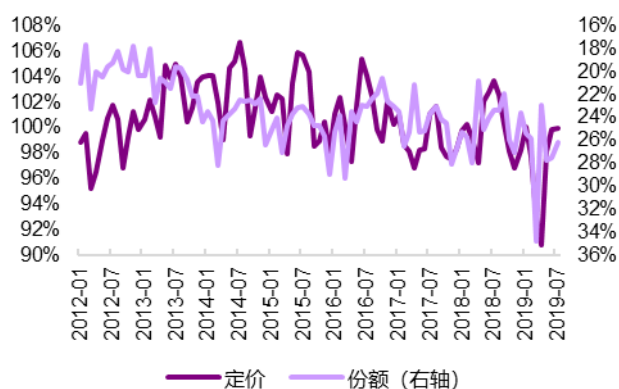
受益于领先的品牌号召力, 格力零售份额表现出极高的价格敏感度, 份额涨跌基本随着价格策略调整及时响应。所以格力在淡季进行大促, 只需确保产品有一定的价格让利, 即可带动零售量份额显著领先(对应图中朝下的尖头脉冲)。故而结合“双十一”这个特殊节点, 格力竞争策略正式从前期防守转向进攻。

图 14: 格力定价指数和销量份额走势 (份额刻度为逆序)



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所测算, 定价指数为品牌 ASP/行业 ASP, 数据为 2012-2019 年 9 月, 下同

图 15: 美的定价指数和销量份额走势 (份额刻度为逆序)



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所测算

总结: 在格力经营节奏中, 经销商完成打款提货的新冷年开盘是竞争策略转向的最佳时点, 去库存+提份额+渠道升级三重因素催动下, 促使其最终选择在当前时点发起反击。

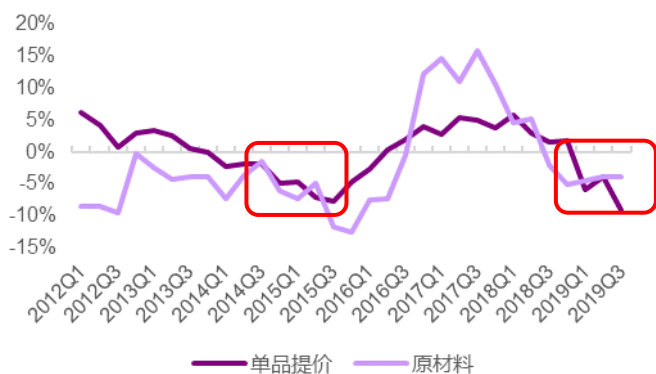
◆Q5: 价格竞争开启, 如何看待后续格局演变? 龙头掌握竞争主动权, 存量竞争时代份额为上

格力主动出击只是第一步, 更多的意味着接下去行业双寡头重塑格局的趋势已经基本确立。

无论从制造端产品力和成本还是零售端的品牌号召力, 龙头均掌握着绝对的主动权, 对比 19H1 不同企业空调业务表现可以显著看出二线品牌在盈利能力方面与龙头的显著落差, 龙头掌握绝对的竞争主导权。

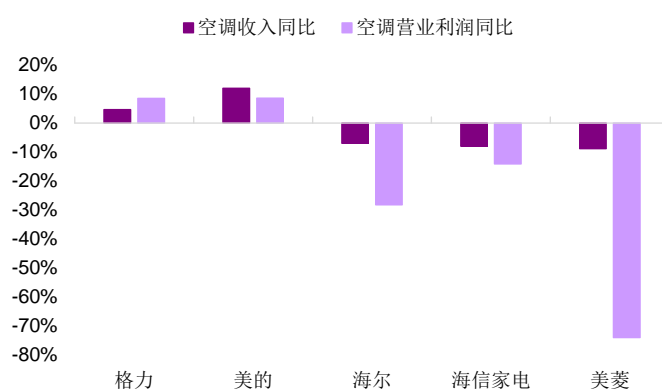
12-16 年弱成本周期中龙头行使垄断定价权, 产品温和提价, 推动利润率一路提升。但本轮同样的弱周期, 由于龙头竞争策略的转向, 定价随之收缩。客观来看, 随着人口红利逐步消失以及“房住不炒”的行业定调, 家电行业也已经逐步进入存量竞争时代, 龙头主动收紧竞争提升份额获得超越行业的收入和利润表现将取代利润率提升成为主旋律。

图 16: 空调提价与原材料成本走势



资料来源: Wind, 中怡康, 光大证券研究所测算

图 17: 白电企业的空调营业利润分化显著 (19H1)



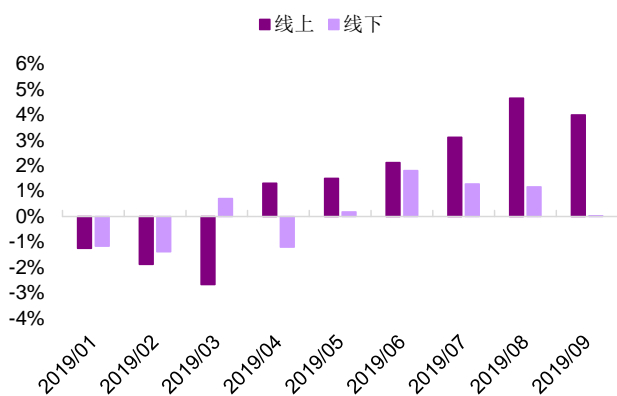
资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

所以我认为，以“双十一”为起点，行业定价收缩仍将继续，龙头制造+零售端优势将保障在利润率基本保持稳定的情况下，获得份额的稳步提升，而二线品牌则会在这一过程中受到份额和盈利的双重压力。

空调亦只是缩影，冰洗行业格局也可能逐步收紧

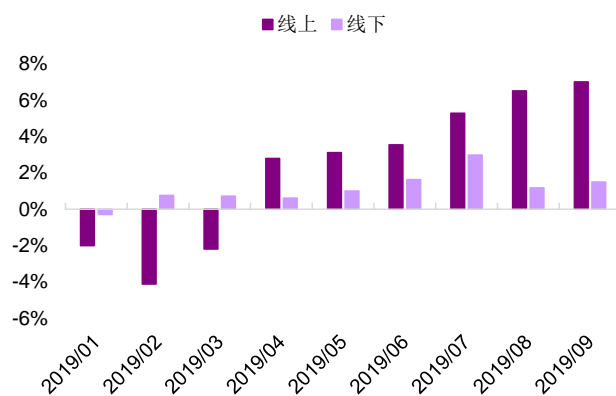
虽然今年以来，空调格局的收紧表现的更为明显，但是其背后逻辑确是相同的，同样进入存量竞争时代的冰洗行业在龙头 19Q2 竞争策略全面从升级提价转向份额至上后，格局亦表现出逐步收紧的趋势。

图 18：19Q2 后海尔冰箱零售量份额同比提升



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 19：19Q2 后海尔洗衣机零售量份额加速提升



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

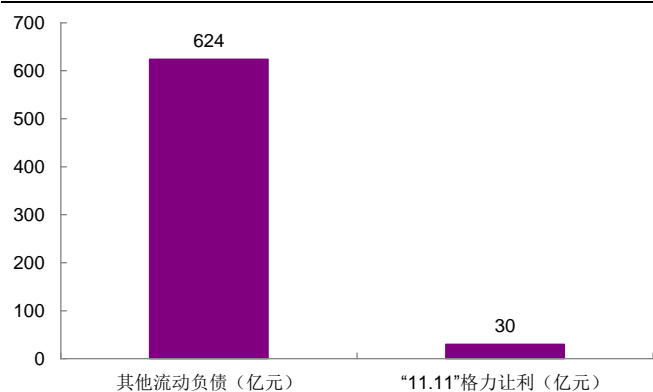
总结：格力这次的主动出击标志着空调行业进入双寡头收紧竞争，重塑格局的阶段。而这也是进入存量竞争时代后，龙头策略的必然转变。后续竞争格局的演变将取决于龙头份额提升与利润稳定的动态平衡。

◆Q6：价格竞争的加剧后龙头盈利能力是否会承压？余粮丰富补贴无需忧虑，不会出现无休止恶性竞争

短期格力确实有去库存的需要，但预计持续时间可控。根据产业链调研，格力当前渠道库存大概在 4 个月左右，相比 2014 年顶峰时相去甚远。本来四季度格力就已经通过常规的“工厂巡展”等优惠活动促进渠道去化，在今年“双 11”这样大力度的促销下，预计渠道库存去化的目标较快就能实现。

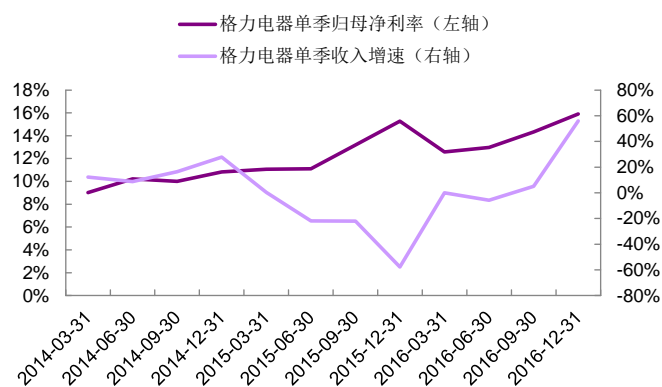
格力公告称在“双十一”期间总让利 30 亿元，主要是渠道在降价去化库存的同时，格力通过返利等方式补贴价差损失，相对格力账上 624 亿元的其他流动负债（返利留存）而言，30 亿的渠道补贴只是九牛一毛。价格战最为惨烈的 2015 年是最好的证明，当年格力虽然收入大幅下滑，但依然能够保持盈利能力稳定。

图 20: 30 亿的渠道补贴相比返利留存只是九牛一毛



资料来源: Wind, 格力公告, 光大证券研究所

图 21: 虽然格力 15 年收入下滑, 但盈利能力保持稳定



资料来源: Wind, 光大证券研究所

龙头中长期的盈利能力取决于竞争格局, 此轮龙头主动发起降价促销最重要的目的就是重塑行业格局。空调行业已经多年维持 CR2 接近 70% 的双寡头格局, 今年以来美的和格力不约而同地频频针对奥克斯发难, 也是意识到奥克斯规模快速增长带来的挑战, 因此本轮降价促销的终极目的是行业份额再次稳定集中到双寡头手中。

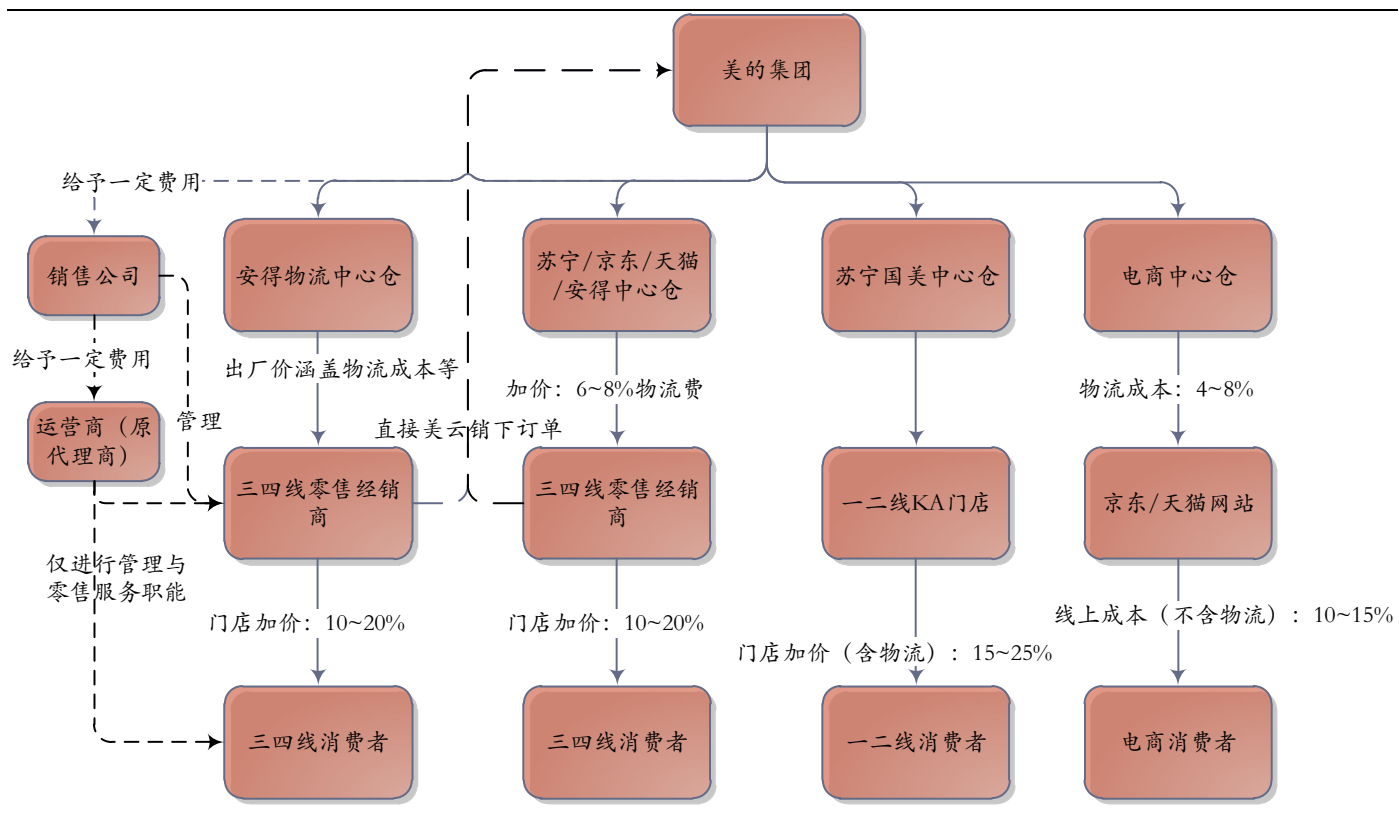
总结: 凭借当前规模下的制造优势和品牌优势, 格力/美的空调内销净利率分别接近 20%/15%, 此时行业第三已是微利。在此情境下, 从博弈论最优解角度, 只要遏制住追赶者规模增长的势头, 格力和美的之间进一步的价格竞争就是非理性的, 我们也能发现, 美的今年以来的降价也是在保证利润率的情况下争夺份额, 因此不用担心龙头间无休止的价格竞争。

◆Q7: 竞争格局重塑背后, 有没有更长期的变化? 跟踪渠道变革和企业战略配套升级。

渠道变革是空调行业格局变化的最重要变量。奥克斯的崛起和美的 2019 年以来的发力, 背后有一个共同原因: 提供高性价比产品, 享受到了电商、网批等新渠道的增长红利, 2019 年前三季度美的空调通过网批渠道实现收入 80 亿元。

和奥克斯不同的是, 传统品牌往往都有传统线下渠道的利益需要权衡。线上线下产品区隔只是权宜之计, 高效渠道必将取代低效渠道, 帮助传统渠道实现效率升级才是根本之策。

图 22：美的集团当前渠道模式一览



资料来源：公司调研，光大证券研究所绘制

美的空调近年来敢于放手拥抱各类新渠道，是因为过去数年美的在信息化与物流上投入数十亿，初步实现产业链数据的打通，并建立起自有大件物流配送体系，把销售公司转变为零售管理职能部门（成本中心），推动代理商逐步转型为进行零售管理的运营商，渠道层级扁平化，流通环节的利润留存也相应减少。

市场普遍非常关心混改落地后，格力在渠道变革上的推进力度。我们认为，管理层和渠道有望借混改的东风，进一步强化其与上市公司的利益一致性，从而减小渠道体系升级可能遇到的阻力。除此之外，高瓴在新零售领域有强大的资源和经验，有能力帮助格力实现渠道的升级变革。

虽然格力渠道变革的进展和效果仍需跟踪，但格力在空调赛道上已经积累的制造和品牌壁垒赋予其在转型过程中较强的安全垫。

总结：渠道变革是今年以来格局变化的主要因素，也是影响未来格局走势的重要变量，而对应的企业在变革趋势下战略的升级需中长期跟踪。

◆Q8：放弃用增长的单一视角选股，家电投资的多元逻辑是什么？投资回归龙头阿尔法逻辑，重申资金端结构变化

格力主动加大降价力度，市场短期高度关注竞争。行业增速中枢下行的趋势下，个股投资逻辑出现分化，弱需求下短期份额竞争激烈，“双11”格力主动加大价格竞争力度，让市场对竞争格局更为重视，能够在竞争中掌握主动权，实现份额提升的行业龙头短期业绩表现和确定性将更优。

对于步入成熟期的家电企业来讲，其核心价值在于依靠护城河持续创造价值的能力。短期的主动竞争反而是保障长期护城河的必要经营举措，等竞争格局再度明朗，具备极强的价值创造能力，且积极拥抱变革的家电龙头，无疑会受到市场的青睐。

虽然家电行业整体进入低增长阶段，但反而逐步迎来最好的投资阶段。长期看，经济增速换挡+资金结构变动（海外、长期投资者比例不断提升）共同作用下，优质资产有望迎来价值重估。投资逐步回归现金流折现的本质，成熟消费品的估值方法将从过去的PE-G 框架过渡到PB-ROE 框架。

◆投资建议

短期来看，格力主动发起的价格战会成为投资者关注的中心，考虑今年以来在估值修复支撑下，板块收益显著领先市场，短期股价有一定下行压力。

格力这次的主动出击背后的行业逻辑是存量竞争时代龙头对份额增长的诉求，竞争格局将取决于龙头对份额与盈利的动态平衡。行业投资逻辑将从过去的量价齐升贝塔逻辑转变到龙头主导格局的阿尔法逻辑。而中短期竞争格局稳定后，龙头应对渠道变革趋势下的战略升级将是影响长期格局和产业护城河走势的重要因素。

长期来看，资产供给+资金需求共同推动的估值修复逻辑仍在持续。结合短期格局主导权和长期估值方式切换，推荐：格力电器、美的集团、海尔智家。

◆风险提示：

1. 价格降低对份额支撑效果不佳，行业竞争格局快速恶化；
2. 宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
3. 地产销量出现大幅度萎缩，影响新增需求，造成需求下降；
4. 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。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
000651	格力电器	63.61	4.36	4.88	5.35	8	13	12	2.4	3.4	3.1	买入	维持
000333	美的集团	59.62	3.04	3.48	4.05	12	17	15	3.0	4.0	3.5	买入	维持
600690	海尔智家	18.56	1.17	1.47	1.43	12	12	12	2.3	2.4	2.1	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月8日

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会与，不与，也将不会与本报告中的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见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