

家用电器行业

双十一空调促销点评：龙头竞争策略更加积极，短期价格竞争不改长期价值

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。

核心观点：

● 格力电器发布双十一特价让利活动，弱需求背景下，短期价格战有愈演愈烈之势

2019年11月9日，格力电器发布《关于“11.11”让利30亿元打击低质伪劣产品的公告》。公告中称，将拿出精品机型和最优惠价格回馈消费者，变频空调最低1599元，定频空调最低1399元，总让利高达30亿元，将在各大电商平台及3万多家格力专卖店同步开展，统一价格且活动仅限于“11.11”期间，活动结束后即回归原价。观察具体的特价机型名单，降价后的格力空调虽然售价仍高于同性能美的、海尔品牌促销机型，但价差由原本的600-700元缩小至仅为100-200元。格力电器发布公告后，美的集团、海尔智家等随即展开回应，营销重点聚焦于滞销品与库底货。总体而言，格力电器双十一高调发声促销使空调行业的价格战有愈演愈烈之势。

● 凉夏、地产、消费羸弱导致空调终端需求不及预期，库存、竞争、成本红利促使格力电器高调加入竞争

由于2019年夏天华东多数时间偏凉爽、华南多雨，仅华北较为炎热，整体气候趋近于凉夏叠加地产低景气、消费需求羸弱导致空调终端需求不及预期。原材料、减税等成本端利好为厂商降价竞争奠定基础，以美的集团为代表的降价促销在今年对于终端需求及市场份额拉动显著，加之格力电器在渠道端的库存略高于往年，混改目前也告一段落，因此现阶段借助双十一进行积极促销去化实属正常。我们前期曾在空调行业深度报告《以史为镜，看空调价格战会否上演？》中针对空调行业短期价格战的深化程度作出推演，目前情况与我们当时推演基本相符。

我们认为格力电器本次营销噱头大于实质竞争：从时点上，格力电器自Q3起已经开始依托特价引流机型降价促销，本次促销可视为其下半年以来积极政策的延续；从力度上，我们无须过分担忧所谓“30亿”让利对盈利能力的影响，参考降价幅度，实现30亿让利意味着双十一当天销量需超过300万台，而根据产业在线数据，去年11月份整个月格力电器内销出货量仅为264万台，因此我们认为双十一真正实现让利30亿的可能性极小，但不排除后续格力电器基于外部情况会一定程度延续促销活动。

● 空调价格短期需求影响因素较多，目前价格战仍属良性；行业长期量价空间无虞，龙头基于竞争优势仍将获益

消费景气、地产、天气、成本、竞争策略都是影响空调价格的短期因素，2019年需求端的负面效应与成本端的红利导致了阶段性的价格战，但我们认为价格战并非恶性，而是由龙头主导，在当前环境下，基于盈利最大化（平稳甚至稍有提升的盈利与更大的量）与格局优化所做出的更为积极的竞争策略。放眼长期，我国城镇空调保有量与日本尚有近1倍差距，均价相较于日本2018年零售均价5200元仍有较大提升空间，随着需求端居民收入水平提升，消费升级，供给端产品能效提升、结构升级，空调行业量价皆有提升空间。从短期来看，竣工回暖拉动需求、消费景气回升、以及新能效标准推出加速产品结构升级，均有望使空调行业重回量价齐升的正常轨道，行业龙头基于突出的竞争力，将继续最大程度获益行业增长红利。

● 投资建议

短期价格竞争无碍行业长期发展空间，龙头积极的竞争策略有望加速优化行业竞争格局，基于此，继续推荐产品、成本、渠道、品牌竞争力突出的白电龙头：格力电器、美的集团、海尔智家。关注受益产业政策推动的空调零部件龙头：三花智控。

● 风险提示

空调价格战演化为恶性竞争，原材料价格大幅上升，空调终端需求不及预期。

相关研究：

家用电器行业：以史为镜，看空调价格战会否上演？

2019-04-25

家用电器行业：家电海外专题（9）：从日本空调50年发展史来看中国市场

2019-07-09

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：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	63.61	2019/10/30	买入	72.58	4.70	5.18	13.55	12.27	7.81	6.64	25.97	24.46
海尔智家	600690.SH	人民币	18.56	2019/10/30	买入	19.84	1.47	1.24	12.61	15.03	8.39	6.48	19.52	14.08
美的集团	000333.SZ	人民币	59.62	2019/10/30	买入	73.17	3.44	3.85	17.33	15.48	13.29	11.15	24.37	23.82

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中收盘价为 2019/11/08 收盘价

图 1: 格力电器发布双十一让利公告

关于“11.11”让利 30 亿元打击低质伪劣产品的公告

致广大消费者:

为了让消费者免受低质伪劣产品之害,享受高质量的生活,建立诚信、公平的市场环境,我司作为荣获“中国质量奖”的企业,有义不容辞的责任和担当。为此,我司将拿出精品机型和最优价格回馈消费者,变频空调最低 1599 元,定频空调最低 1399 元,总让利高达 30 亿元。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。活动机型数量有限,欢迎广大消费者选购,体验格力高品质的产品和服务。



图 2: 格力空调苏宁促销价格

数据来源: 格力电器官方公众号, 广发证券发展研究中心

数据来源: 苏宁易购, 广发证券发展研究中心

图 3: 美的空调苏宁促销价格

数据来源: 苏宁易购, 广发证券发展研究中心

图 4: 海尔空调苏宁促销价格

数据来源: 苏宁易购, 广发证券发展研究中心

图 5: 美的空调双十一宣传海报



数据来源: 京东, 广发证券发展研究中心

图 6: 海尔空调双十一宣传海报



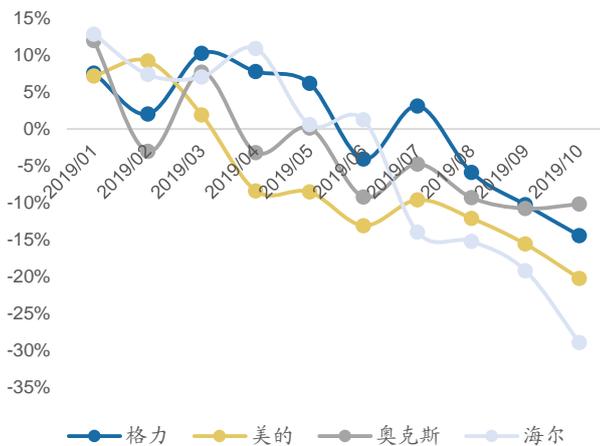
数据来源: 京东, 广发证券发展研究中心

表 1: 本次格力电器促销价格相较 10 月格力空调均价降幅

序号	机型	双十一终端促销价 (元)	10 月线上均价 (元)	10 月线下均价 (元)	线上降幅	线下降幅	
1	定频三级	KFR-26GW/(26559)NHAB-3	1399	2012	2251	-30.5%	-37.8%
2		KFR-35GW/(35559)NHAB-3	1599	2320	2834	-31.1%	-43.6%
3	变频三级	KFR-26GW/(26559)FNhAb-A3	1599	2467	2419	-35.2%	-33.9%
4		KFR-35GW/(35559)FNhAb-A3	1799	2700	2839	-33.4%	-36.6%
5	变频柜机	KFR-50LW/(50532)FNhAa-A3	3999	5429	5320	-26.3%	-24.8%
6	三级	KFR-72LW/(72532)FNhAa-A3	4999	6838	6446	-26.9%	-22.4%

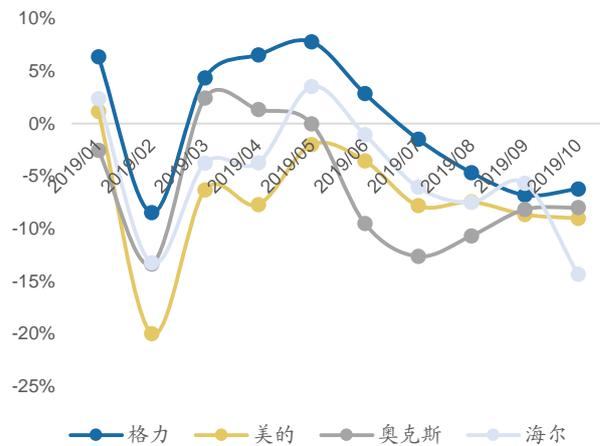
数据来源: 京东, 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 7: 格力空调线上自 6 月份均价开始出现同比下降



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 8: 格力空调线下自 7 月份均价开始出现同比下降



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

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。