

# 龙头重塑格局，空调集中度提升

## ——格力双11促销事件点评

✍️：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

双11格力推出“让利30亿”促销活动，引发市场关注。

### 投资要点

#### □ 触发此轮促销战的原因是格局波动

此次格力促销引发探讨，对此我们认为，触发此轮竞争的主要原因是格局波动，并非需求下行、库存积压等因素，18年至今空调终端销量保持小幅增长，且当前格力渠道库存处于3-4个月的良性水平，美的等渠道库存更低，而电商崛起引发空调格局变化较大：目前国内空调线上销售占比已上升至30%左右，电商渠道的重要性日益突出，为保护线下渠道利益，龙头此前对电商投入较少、定价较为保守，奥克斯借助电商实现弯道超车、线上份额高达27%，而格力线上份额仅有14%；此外，19H1美的率先促销、均价降幅7%+，导致格力线下市占率下降4pct至30%。

#### □ 小品牌无力跟进，格局向好确定

龙头此次促销或只是开始，未来格力发力的主要方向将是电商，近日格力成立了高规格电商子公司，意在重塑线上格局，此次促销也在线上同步推进，电商有望成为格力提升市占率的主要手段，在线下市场，8月新冷年开盘以来格力加强了线下促销力度，而格力等龙头余粮丰厚，通过促销提升份额的同时龙头有望保持较高的盈利能力；小品牌份额将面临较大压力，首先小品牌盈利薄弱无力跟进，18年奥克斯空调净利率仅1.6%，此外，由于能效举报事件，小品牌为能效达标势必增加成本投入、进而推升价格，更出现“龙头降价、小品牌涨价”的剪刀差情形；综上，我们看好龙头份额提升、竞争格局向好。

#### □ 继续推荐格力电器、美的集团

需求层面，基于地产竣工改善，预计明年空调内销将有小幅增长，长期而言，从日本经验来看，保有量提升将驱动空调需求在较长时间内保持低速增长；而短期内竞争格局将上升为主要矛盾，随着龙头线上线下发力，市场集中度提升趋势确定；同时基于估值仍有提升空间、分红水平较高等因素，继续推荐两大空调龙头**格力电器（000651）、美的集团（000333）**。

风险提示：竞争加剧使得成本费用投入超预期、原材料成本上涨超预期

### 相关报告

- 1《家电行业三季报总结：板块业绩增长稳健，把握估值切换行情》2019.11.03
- 2《空调行业深度报告：龙头推进促销，格局改善可期》2019.10.20
- 3《空调后市展望：需求增长0-5%，竞争格局向好》2019.09.15
- 4《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
- 5《空调行业深度报告：网批袭来，空调格局生变？》2019.08.09

报告撰写人：

数据支持人：杨宝龙

## 正文目录

1、背景：触发此轮促销战的原因是格局波动.....	3
2、展望：小品牌无力跟进，格局向好确定.....	6
3、投资建议：继续推荐格力电器、美的集团.....	8

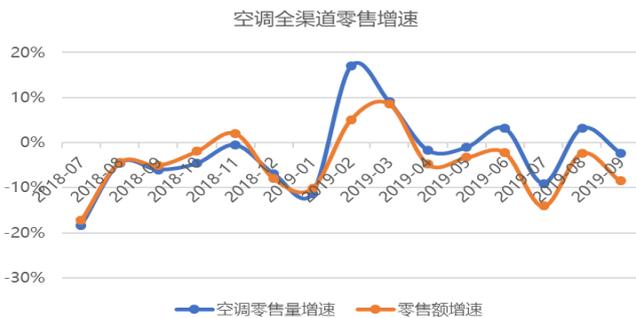
## 图表目录

图 1：今年前三季度空调终端零售量同比持平，保持平稳.....	3
图 2：今年格力线上、线下市占率均有所下降.....	3
图 3：近年格力美的合计市占率有所下降.....	3
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.....	3
图 5：格力美的合计内销出货市占率下降，奥克斯提升.....	4
图 6：2016-2018 年奥克斯内销出货增长明显超过其他品牌.....	4
图 7：上半年美的通过降价促销实现市占率跃居第一.....	4
图 8：今年美的率先发起大规模降价促销.....	4
图 9：举报事件后奥克斯电商市占率出现大幅下降.....	5
图 10：举报事件后中小品牌零售均价出现逆市上涨.....	5
图 11：新冷年格力明显加强降价促销力度.....	5
图 12：9 月以来格力份额跌势逐步实现企稳.....	5
图 13：格力此次参与促销的俊越系列降价幅度大约为 40%.....	6
图 14：竞品的双 11 活动价格只比格力低 100 元左右.....	6
图 15：格力电商份额仅 14%，与其行业龙头地位不匹配.....	6
图 16：格力电商定价保守，线上线下价差小于竞争对手.....	6
图 17：中小品牌净利率普遍在 3% 以下，盈利能力远低于龙头.....	7
图 18：中小品牌体量较小使其规模经济远低于龙头企业.....	7
图 19：7000 元以上高端市场，格力市占率超过 50%.....	7
图 20：原材料成本红利仍在延续.....	7
图 21：奥克斯的铜采购成本平均比格力高 16%.....	8
图 22：奥克斯的钢材采购成本平均比格力高 13%.....	8
表 1：相关标的估值对比.....	8

## 1、背景：触发此轮促销战的原因是格局波动

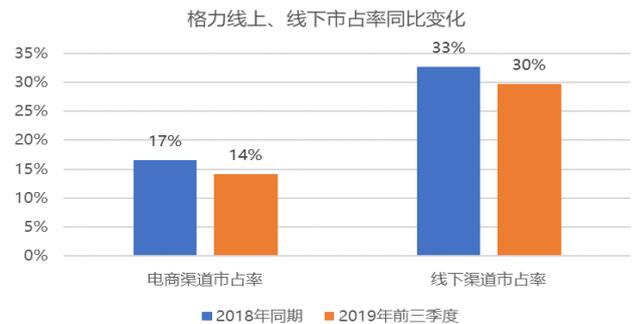
此次格力促销引发探讨，对此我们认为，**触发此轮竞争的主要原因是格局波动**，并非是需求下行、库存积压等因素，18年至今空调终端销量保持小幅增长，且当前格力渠道库存处于3-4个月的良性水平，美的等渠道库存更低；而格局层面变化较大，一方面奥克斯借助电商渠道实现崛起，挤占了部分龙头份额，另一方面今年美的率先降价促销，也使得格力线下份额有所下降。

图 1：今年前三季度空调终端零售量同比持平，保持平稳



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 2：今年格力线上、线下市占率均有所下降



资料来源：奥维，浙商证券研究所

首先，此前奥克斯借助电商快速增长，挤占了部分龙头份额：得益于互联网战略的先发优势以及格力对电商渠道相对保守的策略，近年奥克斯通过电商渠道异军突起，挤占了部分龙头份额，奥维统计，2018年奥克斯电商市占率达29%，高居行业第一，而根据产业在线数据，2011-2015年格力美的内销合计市占率稳定在65%-70%，但2016-2018年回落至60%左右，背后主要原因就是奥克斯的强势增长，2016-2018年奥克斯内销量累计增长231%，远高于行业同期48%的增幅，内销市占率则从4.3%迅速提升至9.6%，提升幅度恰好与龙头市占率降幅相一致。

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



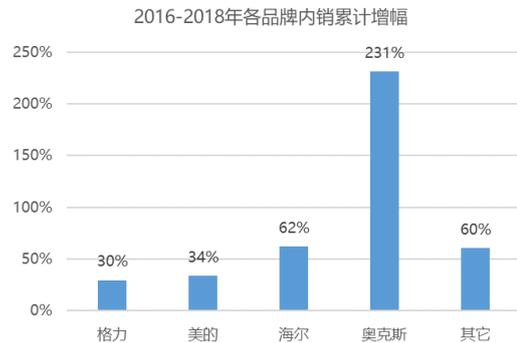
资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 5：格力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

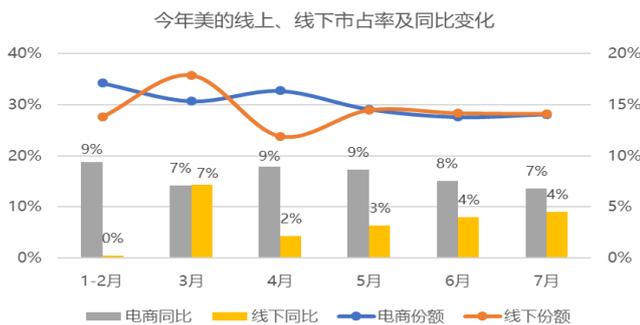
图 6：2016-2018 年奥克斯内销出货增长明显超过其他品牌



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

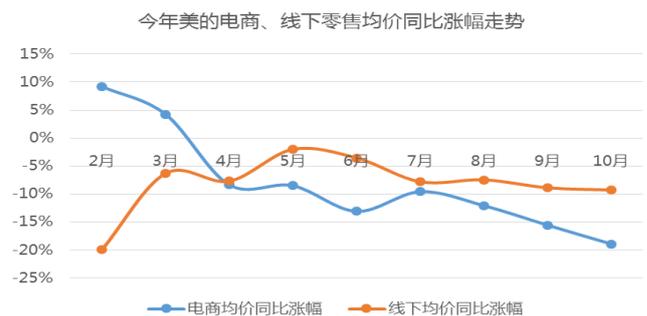
其次，美的上半年率先降价促销，使得格力线下主阵地份额进一步下降：由于原材料成本下行以及 T+3 改革使得自身渠道库存压力较低，上半年美的率先启动降价促销，而格力由于渠道库存较重，上半年并未跟进促销战，双寡头之间价差的扩大使得美的份额迎来大幅提升，而格力市占率尤其是线下主阵地份额则出现一定下滑，奥维统计上半年美的的线下市占率同比+3.9pct 到 29%，电商市占率+7.7pct 到 29%，全渠道综合来看，美的份额实现了对格力的反超、跃居行业第一，而格力线下、电商市占率则分别同比下降 4.0、4.2pct。

图 7：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 8：今年美的率先发起大规模降价促销

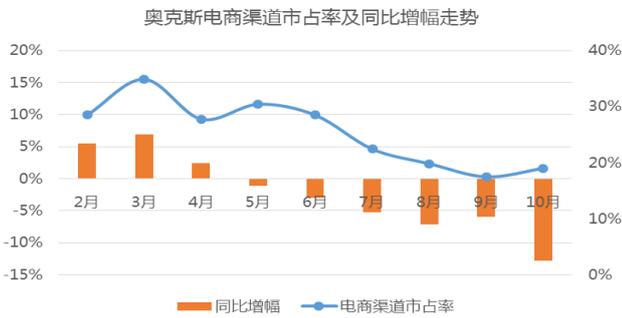


资料来源：奥维，浙商证券研究所

在线上、线下格局均有波动背景下，格力出手应对就显得势在必行，实际上年中以来格力已经在陆续调整布局，此次双 11 大促虽然分外抢眼，但实际也是公司一系列前期铺垫的升级和延续：

首先，格力在 6 月实名举报奥克斯能效虚标，打击小品牌低质伪劣产品、清理不公平竞争现象。受举报事件影响，奥克斯电商份额出现持续性大幅下降，同时举报事件使得小品牌制造成本被迫抬升，导致举报事件后小品牌在龙头降价促销的背景下反而逆市提价，价差优势的缩水使得小品牌份额普遍承压，不过由于格力此时仍未跟进促销，因此举报事件后小品牌丢掉的份额主要是被美的所吃掉。

图 9：举报事件后奥克斯电商市占率出现大幅下降



资料来源：奥维，浙商证券研究所

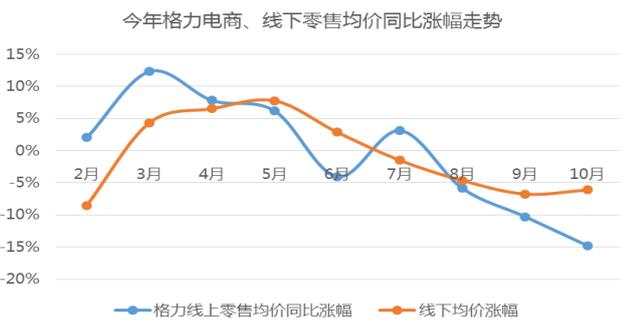
图 10：举报事件后中小品牌零售均价出现逆市上涨



资料来源：奥维，浙商证券研究所

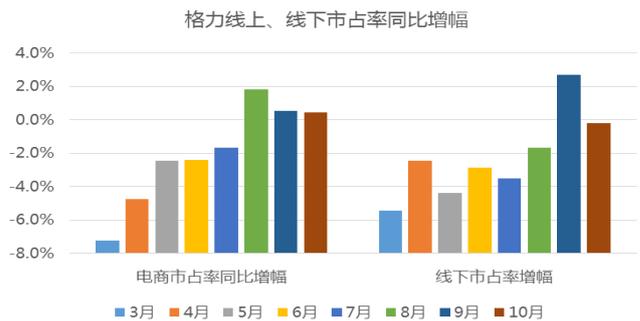
其次，随着自身渠道库存逐步消化，格力在新冷年正式跟进降价促销：8月新冷年开盘后，格力对开盘政策以及出厂价作出全面调整，终端零售价格促销力度逐步增强，奥维监测显示，9月格力线上、线下零售均价同比降幅分别达到10%、7%，10月份电商均价降幅进一步扩大到15%，线下维持在6%，受此推动，9月以来格力市占率逐步实现企稳，其中9月份线上、线下市占率分别+0.6、2.7pct，10月份大致同比持平。

图 11：新冷年格力明显加强降价促销力度



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 12：9月以来格力份额跌势逐步实现企稳



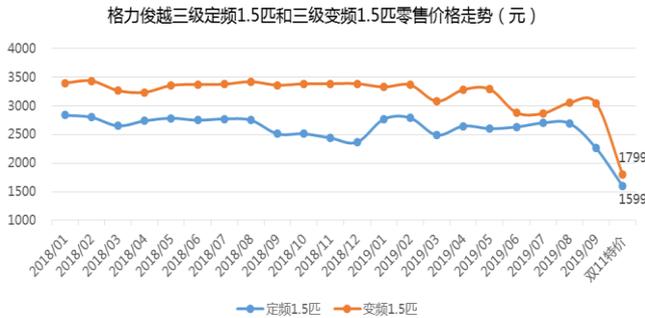
资料来源：奥维，浙商证券研究所

另外，格力近日还出资1亿元成立了高规格的电商子公司，由董明珠亲自担任董事长，公司发力电商、希望通过重塑线上格局实现份额提升的意图进一步明确；综上所述我们可以看到，在奥克斯强势崛起以及美的降价促销取得显著成效背景下，格力线上、线下份额均有所下降，格局变动推动格力逐步出手应对，而此次双11大促实际就是这一背景的集中体现。

## 2、展望：小品牌无力跟进，格局向好确定

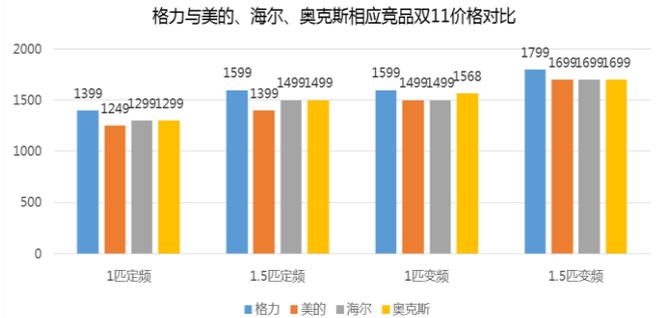
格力此次 30 亿促销直接将特价机价格拉低到了小品牌的极限承受水平，力度之大为此前所罕见，对比格力此次参与促销的“俊越”系列以及其它品牌竞品的双 11 活动价格，发现格力“俊越”此次降价幅度高达 40%，力度之大使得竞品只比格力低 100 元左右，考虑到格力强大的品牌力优势，可以预见格力此次促销将沉重打击小品牌双 11 战果。

图 13：格力此次参与促销的俊越系列降价幅度大约为 40%



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 14：竞品的双 11 活动价格只比格力低 100 元左右



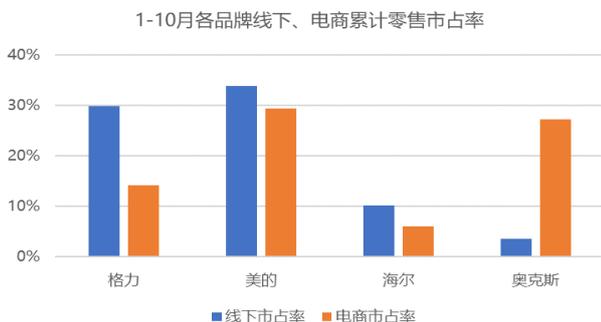
资料来源：京东，浙商证券研究所

展望未来，我们认为此次促销或只是开始，未来电商将成为格力主要的发力方向，而由于盈利能力薄弱以及举报事件迫使成本抬升，小品牌无力跟进促销，综合影响下，我们看好“龙头降价、小品牌涨价”推动龙头份额迎来提升、竞争格局向好：

首先，我们判断电商将成为格力的主要发力方向：目前格力在电商渠道份额仅有 14%，远低于其在线下 30%+ 的市占率，主要是出于保护线下渠道利益的考虑，格力对电商一直投入较少、定价较为保守，奥维显示格力线上均价较其线下低 21%，价差水平明显小于竞争对手，这不仅使其电商份额偏低，也为小品牌通过电商崛起提供了机会。

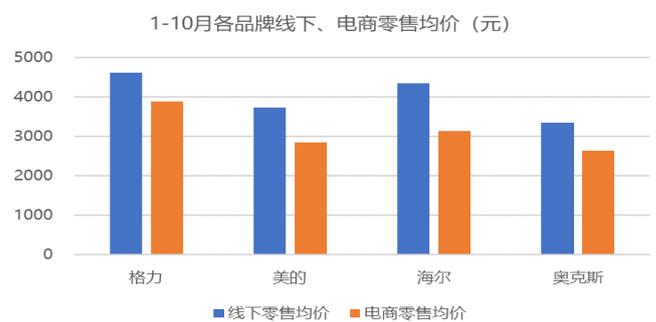
随着电商渠道重要性日益凸显、渠道占比达到 30%，同时行业步入弱景气周期，通过发力电商实现份额提升就对格力保持平稳增长显得至关重要，10 月格力电商均价同比降幅已经扩大到 15%，此次双 11 降幅更是力度罕见，叠加上成立电商子公司等动作，我们判断格力电商策略已经转变，将通过持续的发力电商重塑线上格局，考虑到格力目前电商份额仅有 14%，看好后续格力份额提升空间。

图 15：格力电商份额仅 14%，与其行业龙头地位不匹配



资料来源：奥维，浙商证券研究所

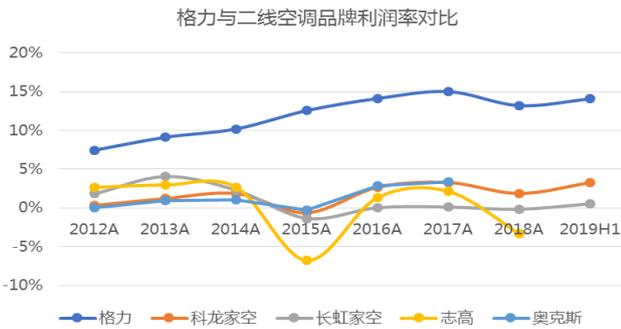
图 16：格力电商定价保守，线上线下载差小于竞争对手



资料来源：奥维，浙商证券研究所

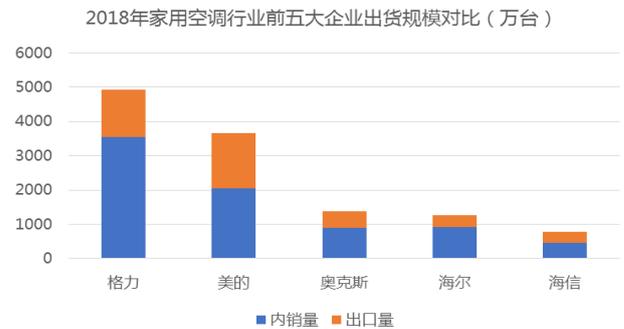
其次，小品牌难以跟进格力促销，将进一步利好格力份额提升：我们判断小品牌很难有效跟进格力的促销，这从此次双 11 奥克斯价格仅比格力低 100 元就可以得到佐证，原因主要在于小品牌的盈利能力十分薄弱，在本身就已力拼性价比的背景下，进一步降价空间十分有限，从公司披露数据看，由于规模经济远低于龙头企业又不具备品牌溢价、且产品结构集中于中低端，奥克斯、科龙、长虹、志高等品牌空调业务净利率普遍在 3% 以下，而格力净利率高达 14%；另外，能效举报事件也使得小品牌为实现能效达标而增加成本投入、进而导致举报事件后小品牌逆市涨价，这进一步限制了小品牌跟进促销的空间。

图 17：中小品牌净利率普遍在 3% 以下，盈利能力远低于龙头



资料来源：wind，浙商证券研究所

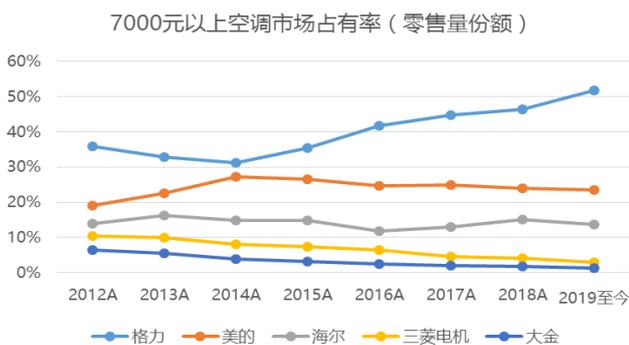
图 18：中小品牌体量较小使其规模经济远低于龙头企业



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

成本红利叠加强大的规模经济优势，预计格力盈利能力仍将保持稳定：从盈利能力层面来看，我们判断格力盈利能力并不会受到促销战的明显影响，盈利能力仍有望维持稳定，一方面是上游的铜、钢材等成本红利仍在，另一方面格力巨大的规模经济优势也将随着主营增长进一步凸显，根据公司公告，2014 年-2018Q1 奥克斯铜采购平均价格比格力高 16%，钢材平均价格高 13%，综合测算单台空调制造成本格力平均比奥克斯低 8%；在此背景下，稳定的盈利能力将确保公司业绩稳健增长。

图 19：7000 元以上高端市场，格力市占率超过 50%



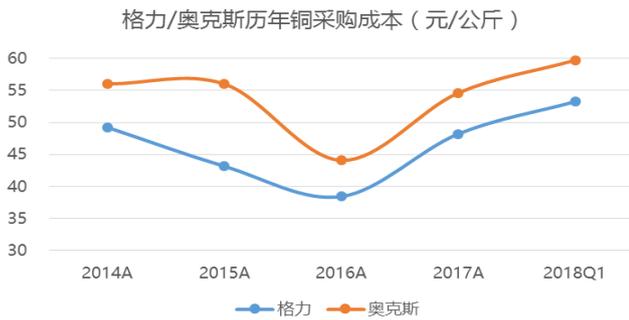
资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 20：原材料成本红利仍在延续



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 21：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 22：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

综上，我们判断格力将重点发力电商、而中小品牌盈利能力薄弱无力跟进，格力份额将逐步回升，推动主营平稳增长，而综合考虑当前成本红利以及格力的规模经济优势，格力盈利能力有望维持，确保业绩稳健增长。

### 3、投资建议：继续推荐格力电器、美的集团

需求层面，基于地产竣工改善，预计明年空调内销将有小幅增长，长期而言，从日本经验来看，保有量提升将驱动空调需求在较长时间内保持低速增长；而短期内竞争格局将上升为主要矛盾，随着龙头线上线下发力，市场集中度提升趋势确定；同时基于估值仍有提升空间、分红水平较高等因素，继续推荐两大空调龙头格力、美的。

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	3,826.61	14.07	13.43	12.07	4,042.35
000333.SZ	美的集团	4,136.97	17.50	17.41	15.28	4,572.38

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>