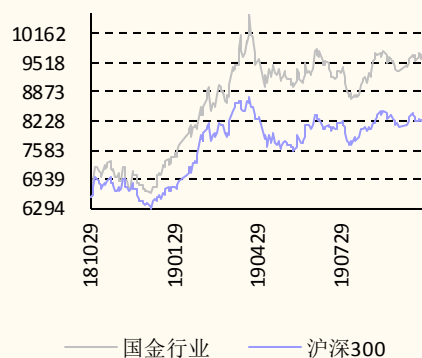


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金家电指数	9624
沪深300指数	3927
上证指数	2980
深证成指	9802
中小板综指	9315



相关报告

- 1.《内外销出货有所回暖，价格竞争保持良性-9月空调行业点评》，2019.10.20
- 2.《中报深度观察：成本+汇率红利超预期，下半年需求会回暖吗？-《...》，2019.9.14
- 3.《家电板块行业研究-贸易战对家电板块影响有限，建议关注因市场...》，2019.5.9
- 4.《2019年家电板块年度策略报告-白电强者恒强，小家电穿越周期》，2019.1.1

罗岸阳 分析师 SAC 执业编号: S1130519080001
luoanyang@gjzq.com.cn

格力补贴会引发新一轮行业价格战吗？

行业观点

- **格力补贴涉及的产品规模有多大？**根据国金业务口径数据统计，格力2019年“俊越”、“T爽”等三级能效空调合计销量不到100万台，对于今年双十一之前所购买的产品的补贴的资金规模约10~15亿元，对短期报表的影响不明显。
- **格力为什么要进行补贴促销？**1)从渠道库存的角度看，本轮促销对于去库存的直接带动效果较为有限，更多体现在通过引流的方式间接拉动其他产品销售。2)从市场份额的角度看，格力降价后市占率回升巩固的趋势较为明显。
- **低端机型的降价是否会持续？**格力以快准狠的方式完成双十一促销，已经一定程度上避免了将短期促销政策演变为多方拉锯性竞争降价的不可控后果，而将主动权和促销节奏掌控在自己手里。我们认为，从选择占比较小的低能效机型以及快刀斩乱麻的促销策略来看，格力主观上也在尽力避免出现行业恶性的价格战。
- **短期补贴促销会进一步扩大至价格战吗？**从外部环境的角度看：原材料红利出现收窄信号；行业渠道库存处于可控范围，空调内销景气度有所回暖；竞争格局对龙头有利，中小企业压力反而上升。
- **猜想：新游戏规则？**根据新的单元机能效标准以及新的空调能效标准征求意见稿，未来相同等级的空调必须大幅提高能效标准，而当前大部分定频产品只能达到未来的3级能效，当前的三级能效产品则直接面临被淘汰的风险。从受益者的角度看，格力、美的等龙头企业在低能效产品上早已实现升级替换和切换过渡。而低价竞争中小品牌，低端机型的占比显著更高，未来必定面临行业准入标准上升带来的压力，龙头的优势只会更加明显。

投资建议

从格力补贴方案推出的时点以及产品结构来看，作为行业龙头的格力也在尽量避免短期可控的降价促销向持续性的不可控价格战方向发展。我们认为，这一轮格力双十一的补贴，更像是一次在特定战场上的“定向爆破”策略，以伤害较小的“引流”方式间接收复市场份额，同时也体现出了格力在产品力和品牌力上的强大优势。而在原材料成本红利收窄以及竞争格局稳定的趋势下，各方经历过2015年惨痛的去库存经历，对于行业价格战的态度也都较为谨慎。而推演未来空调新能效推出后，以低能效产品为主的众多中小长尾厂商将面临低价品牌间内部竞争加剧，直至自然淘汰。对于各方龙头来说，维持目前大的竞争格局稳定更为有利，顺利过渡至新的标准后，将会更加强化龙头竞争优势，行业集中度有望进一步提升。

目前行业价格战大幅扩散的内外部条件均不充分，整体风险可控。即便发生小规模的价格竞争，长期来看对于品牌、产品、制造、渠道等综合实力更强的龙头企业来说，只会进一步加快行业小厂商的边缘化出清。板块回调后，我们仍建议积极推荐配置的白电板块，重点关注白电龙头**格力电器、美的集团、青岛海尔**。

风险提示

- 宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；空调需求不及预期；行业竞争加剧风险等。

事件

从双十一前格力推出 30 亿元促销补贴，到双十一当天格力宣布 2019 年 1 月 1 日至 11 月 10 日期间，对购买过“俊越”、“T 爽”的用户进行补贴，本轮格力补贴的影响究竟有多大？我们试着从竞争格局以及企业决策等角度进行分析。

格力补贴涉及的产品规模有多大？

根据国金业务口径数据统计，格力 2019 年“俊越”、“T 爽”等三级能效空调合计销量不到 100 万台。目前格力官网尚未公布具体补贴细则，我们以天猫旗舰店月成交数为权重，对俊越、T 爽两款机型的降价情况进行估算，平均每台降价幅度约 1178 元。我们以上述测算结果作为每台补贴金额的上限测算，格力对于今年双十一之前所购买的产品的补贴的资金规模约 10~15 亿元。

图表 1：格力双 11 对“俊越”、“T 爽”降价情况

品名	型号	原价	双11到手价	价差	天猫月成交
俊越	大1匹3级变频	2899	1599	1300	790
俊越	大1.5匹3级变频	3299	1799	1500	694
俊越	大1匹3级定频	2399	1399	1000	1424
俊越	大1.5匹3级定频	2699	1599	1100	1130
T爽	2匹3级定频	5399	2899	2500	1
T爽	3匹3级定频	6399	3899	2500	12
T爽	2匹3级变频	5999	3999	2000	0
T爽	3匹3级变频	7099	4999	2100	3

来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

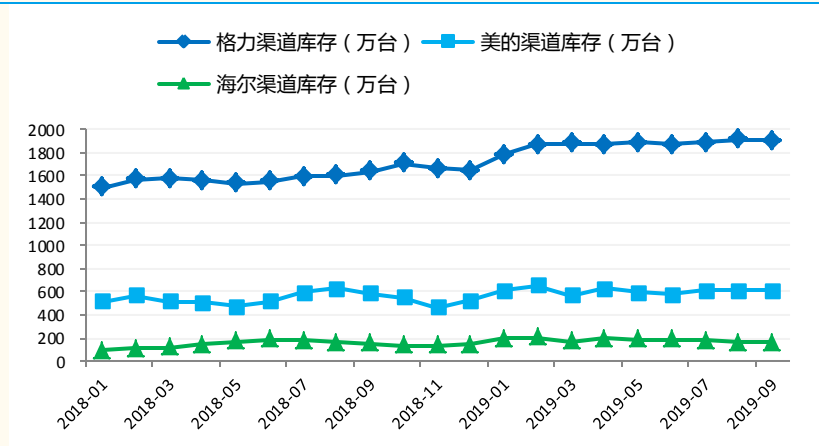
而从对短期财务报表影响的角度看，基于目前不少经销商经销差价空间较小，大幅度的价格促销势必带来渠道商利益受损，而格力补贴最终通过实物返利政策，与渠道共同承担的可能性很大。即使最终为上市公司全部承担，以当前格力账面上超过 600 亿元返利余额看，实际产生的影响也并不明显。

格力为什么要进行补贴促销？

我们认为，格力借双 11 之际进行大规模的补贴促销，主要可能出于以下几方面的考量：

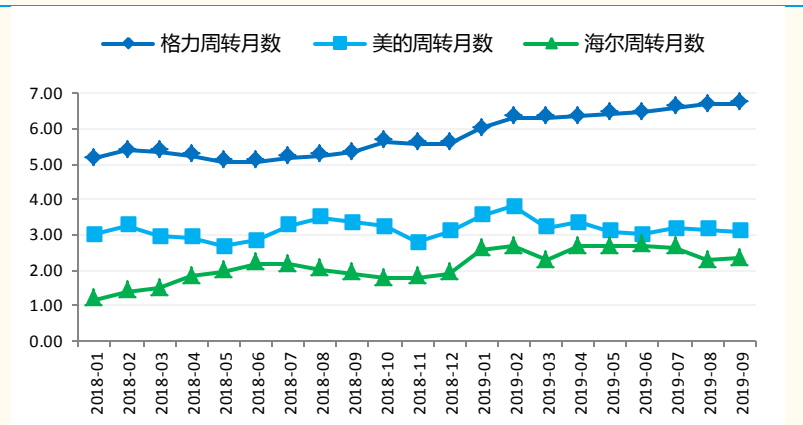
1) 从渠道库存的角度看，本轮促销对于去库存的直接带动效果较为有限，更多体现在通过引流的方式间接拉动其他产品销售。事实上，格力目前的产品结构中，三级能效产品所占比例已经很低。根据国金业务口径数据估算，2019 年格力三级能效空调出货量占比仅约 3.9%，以渠道库存结构等比例去测算，格力流转于渠道中的三级能效空调的库存规模仅约不足百万台，对于整体库存的影响十分有限。

图表 2：格力库存绝对值处于高位



来源：产业在线，国金证券研究所

图表 3：格力库存周转月数不断走高

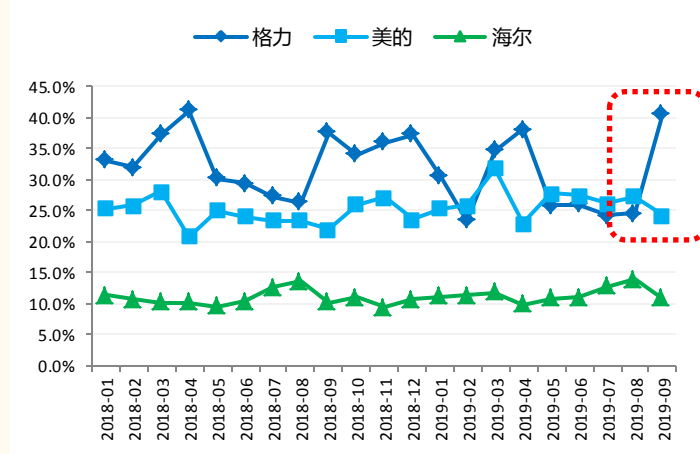


来源：产业在线，国金证券研究所

因此，我们认为，格力本轮补贴存在高库存的背景条件，但企业选择对于自身杀伤性较小低能效产品，而不是选择占比更高的主力产品进行补贴促销，实际上已经是出于企业利益与实际情况权衡的结果，而通过低价引流的间接方式带动主力产品消化才是最终希望达到的目的。

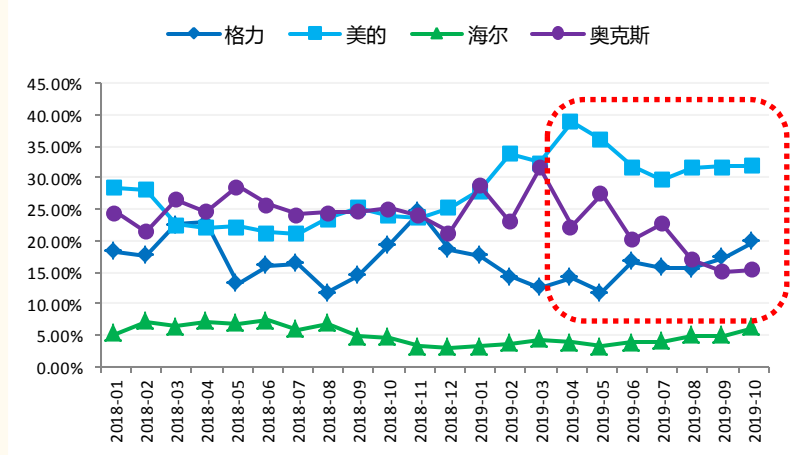
2) 从市场份额的角度看，格力降价后市占率回升巩固的趋势较为明显。今年以来，竞争对手美的通过降价促销的方式抢占了一定的市场份额。三季度以来随着格力与竞争对手在原材料成本上的差距消失，在将原材料红利通过价格促销等策略让出给消费者后，我们在终端数据上确实看到短期市场份额在回升。格力通过对低端机型进行价格补贴，恢复和巩固市场份额的意图明显，尤其在中低端机型覆盖度更高的三四线城市。

图表 4：格力线下零售份额回升



来源：中怡康，国金证券研究所

图表 5：格力天猫线上零售份额回升



来源：淘数据，国金证券研究所

通过降价补贴举措，格力在此次双 11 收获了较好的表现。根据格力电器公众号披露，格力全网全品类销售额 41 亿，同比增加 200%；格力空调第三方平台销售额 36.4 亿，全网第一，同比+178%。从不同平台空调销售额排名来看，格力在天猫空调板块排名第一，在京东和苏宁易购稳居第二。根据星图数据，天猫是双 11 的主要销售平台，在全网销售额中占比 65.5%，远高于京东（17.2%）和苏宁易购（4.9%）。

图表 6：各平台双十一空调销售额排行榜

排名	天猫	京东	苏宁易购
1	格力	美的	美的
2	美的	格力	格力
3	奥克斯	奥克斯	奥克斯
4	海尔	海尔	海尔
5	小超人	TCL	惠而浦
6	米家	华凌	海信
7	TCL	松下	三菱重工
8	科龙	米家	TCL
9	海信	科龙	科龙
10	统帅	海信	新科

来源：天猫、京东、苏宁易购官网，国金证券研究所

格力的补贴促销格力的补贴促销会扩大为行业价格战吗？

1) 低端机型的降价是否会持续？

首先，在未来新能效标准可能推出的背景下，各空调品牌厂商共同面临低端机型淘汰的风险；其次，随着电商渠道不断向价格敏感度相对较高的三四线城市下沉，对低端机型进行打折促销，无疑可以起到提高市场份额和知名度的作用。而从长期的角度看，低价补贴的策略未来是否会再次出现，则需要根据竞争对手的跟进情况去判断。

根据我们之前的双十一预售报告，在格力推出双十一补贴前，美的在空调预售的促销力度是高于其他品牌的。格力本次并无明显预兆的情况下推出补贴政策，并且 11 月 11 日 24:00 整点之后结束恢复原价，事实上并未留出给竞争对手在双十一调整策略反应跟进的时间。我们认为，格力以快准狠的方式完成双十一促销，已经一定程度上避免了将短期促销政策演变为多方拉锯性竞争降价的不可控后果，而将主动权和促销节奏掌控在自己手里。我们认为，从选择占比较小的低能效机型以及快刀斩乱麻的促销策略来看，格力主观上也在尽力避免出现行业恶性的价格战。

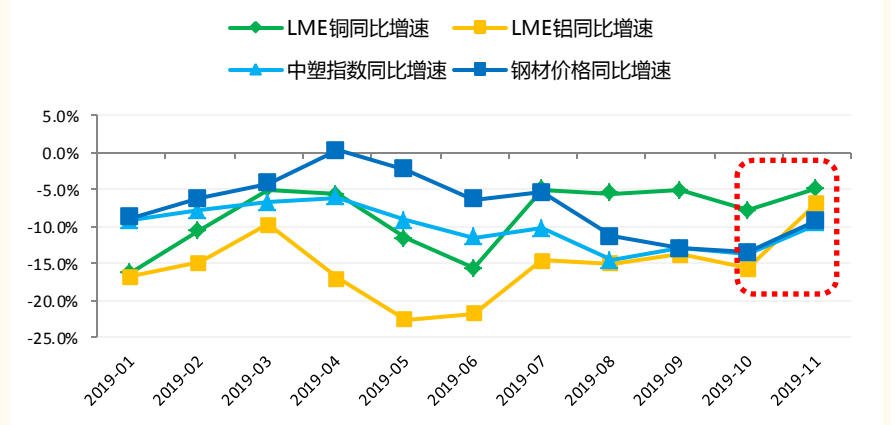
2) 短期补贴促销会进一步扩大至价格战吗？

根据国金业务口径数据，目前格力和美的的三级能效及以下的机型在 2019 年空调销量中的占比都不超过 5%，因此如果单纯针对低端机型进行降价促销的话，对于龙头企业的收入和利润伤害都相对可控，那么未来进一步的降价会扩大到主力机型，竞争对手会持续跟进吗？

从外部环境的角度看：

原材料红利出现收窄信号。2019 年 11 月大宗原材料仍低于去年同期价格水平，但同比降幅已经开始有收窄的趋势，如果未来一旦成本红利开始消失，进一步持续性的降价必然会对毛利率产生影响，在外部环境上的条件并不充分。

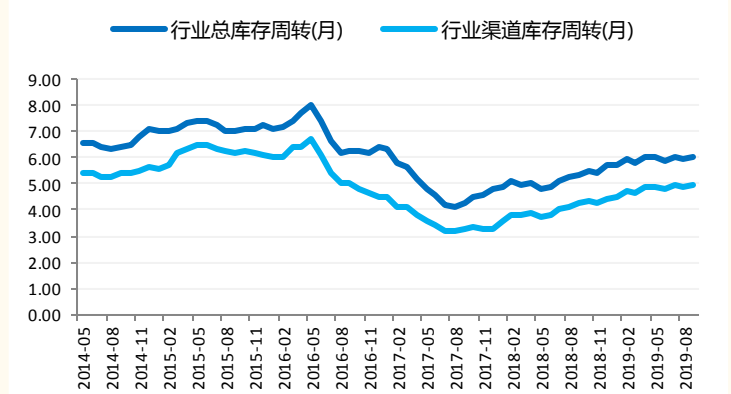
图表 7: 原材料价格降幅收窄



来源: WIND, 国金证券研究所

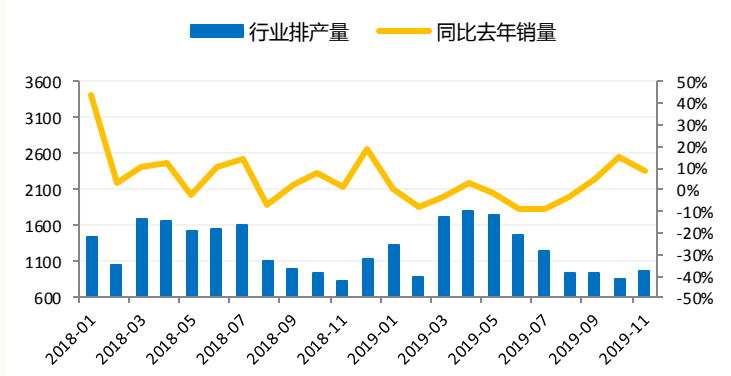
行业渠道库存处于可控范围, 空调内销景气度有所回暖。从产业在线数据上看, 旺季结束之后, 随着新冷年开盘, 整体渠道库存并没有进一步上升, 基本保持环比平稳状态。而排产数据的连续转正, 也从侧面印证了当前行业的景气度有所回暖。

图表 8: 行业库存保持平稳可控, 较 15 年最高点仍有距离



来源: 产业在线, 国金证券研究所

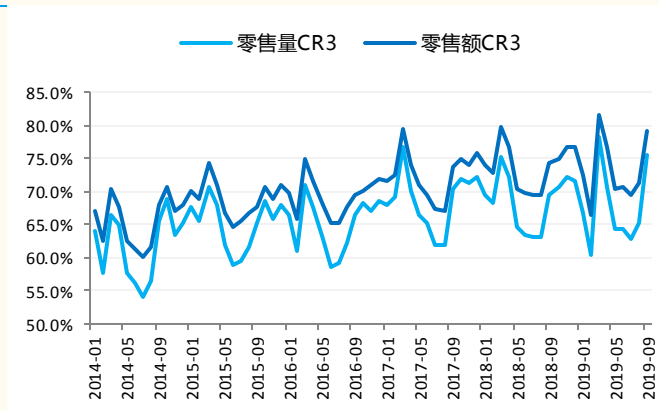
图表 9: 内销排产计划连续多月转正



来源: 产业在线, 国金证券研究所

竞争格局对龙头有利，中小企业压力反而上升。无论从产业在线出货端，还是线上、线下零售端的数据来看，空调行业的集中度仍处于螺旋上升趋势。而随着奥克斯线上份额的衰退，对于格力、美的、海尔传统三强来说 CR3 份额集中度在进一步提升。

图表 10：空调行业集中度 CR3 仍保持螺旋上升趋势



来源：中怡康，国金证券研究所

3) 猜想：新游戏规则？——空调新能效标准出台前的试水

2019年4月4日，国家市场监督管理总局及国家标准化管理委员会发布了 GB 19576-2019《单元式空气调节机能效限定值及能效等级》，将于2020年5月1日起正式实施。新版的《房间空气调节器能效限定值及能效等级》征求意见稿也已经于2019年3月6日公示。

根据新的单元机能效标准以及新的空调能效标准征求意见稿，未来相同等级的空调必须大幅提高能效标准，而当前大部分定频产品只能达到未来的3级能效，当前的三级能效产品则直接面临被淘汰的风险。低能效产品比重及库存较高的并非格力、美的等龙头厂商，而是更多的长尾三四线厂商。

从受益者的角度看，格力、美的等龙头企业在低能效产品上早已实现升级替换和切换过渡。而低价竞争中小品牌，低端机型的占比显著更高，未来必定面临行业准入标准上升带来的压力，在新的游戏规则下，龙头的优势只会更加明显。

图表 11：新旧能效标准对比

额定制冷量CC (W)	旧标准(分体式)			新标准(单冷式房间)			新标准(热泵型房间)		
	1级	2级	3级	1级	2级	3级	1级	2级	3级
CC≤4500	3.60	3.40	3.20	5.80	5.40	5.00	5.00	4.50	4.00
4500 < CC ≤ 7100	3.50	3.30	3.10	5.50	5.10	4.40	4.50	4.00	3.50
CC > 7100	3.40	3.20	3.00	5.20	4.70	4.00	4.20	3.70	3.30

来源：国家标准化管理委员会，国金证券研究所

投资建议

我们认为，从格力补贴方案推出的时点以及产品结构来看，作为行业龙头的格力也在尽量避免短期可控的降价促销向持续性的不可控价格战方向发展。我们认为，这一轮格力双十一的补贴，更像是一次在特定战场上的“定向爆破”策略，以伤害较小的“引流”方式间接受复市场份额，同时也体现出了格力在产品力和品牌力上的强大优势。而在原材料成本红利收窄以及竞争格局稳定的趋势下，各方经历过 2015 年惨痛的去库存经历，对于行业价格战的态度也都较为谨慎。

而推演未来空调新能效推出后，以低能效产品为主的众多中小长尾厂商将面临低价品牌间内部竞争加剧，直至自然淘汰。对于各方龙头来说，维持目前大的竞争格局稳定更为有利，顺利过渡至新的标准后，将会更加强化龙头竞争优势，行业集中度有望进一步提升。

我们认为，目前行业价格战大幅扩散的内外部条件均不十分充分，整体风险可控。即便发生小规模的价格竞争，长期来看对于品牌、产品、制造、渠道等综合实力更强的龙头企业来说，只会进一步加快行业小厂商的边缘化出清。板块回调后，我们仍建议积极推荐配置的白电板块，重点关注白电龙头格力电器、美的集团、青岛海尔。

风险提示

宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；空调需求不及预期；行业竞争加剧风险等。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15% 以上；
 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH