

# 又见格力“百亿让利”，这次有什么不同？

## ——两轮空调“价格战”的比较

行业专题

### ◆事件：

继今年“11.11”开展“30亿大让利”活动，并实现100亿总销售额后，格力在11月26日宣布开展“再掀11.11百亿大让利”活动，从11月27日开始，以和“11.11”期间相同的价格，在格力分销平台和各地授权专卖店销售“俊越”、“T爽”系列空调。

### ◆上一轮空调“价格战”复盘（2014-2016）

**背景：**空调零售需求在2012-14年间没有明显增长，但格力和美的出货端较为激进，渠道库存不断积压，最高曾达到6个月以上的销量。

**过程：**2014年国庆前夕格力率先降价，龙头在零售端通过抢份额加快库存消化。格力、美的均大幅减少工厂端出货，加速渠道库存去化。

**结果：**“休克疗法”导致龙头收入端大幅下滑，部分二线品牌零售份额被挤出导致其收入下滑，而龙头利润端的韧性要明显强于二线。因奥克斯的崛起，“价格战”后行业内销量CR3反而从77%下降到70%左右。

**股价表现：**需求走弱时龙头股价即下跌；15Q3真正开始“休克式”去库存时股价已见底；去库存最后阶段，需求还未回暖，股价已提前上涨。

### ◆这一轮“价格战”有什么不同？

**出发点不同：**本轮“价格战”短期目的是抢份额保增长，中期目的是重塑格局，并非库存，不会出现类似15年的“休克式”去库存，不用担心龙头业绩的大幅下滑。

**结果不同：**份额向头部品牌集中的趋势已经非常明确，行业份额将再次稳定集中到“双寡头”手中，和过去不同，格力和美的不会再主动给二线品牌突围的机会。

**股价：**根据经验，若悲观预期已经反应，股价有望先于需求回暖。

### ◆投资建议：

我们认为，龙头主动出击重塑格局有利于长期竞争格局和盈利能力的稳定性。作为成熟消费品公司，家电龙头的估值框架有望从PE-G向PB-ROE过渡，随着全球资产隐含回报率的下降，高ROE且估值较低的家电公司的吸引力将上升。重点推荐：格力电器、美的集团、海尔智家。

### ◆风险分析：

1.宏观经济不景气的系统性风险；2.地产销量出现大幅度萎缩；3.家电行业原材料价格大幅上涨。

## 增持（维持）

### 分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

[jinxing@ebsec.com](mailto:jinxing@ebsec.com)

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

[ganjun@ebsec.com](mailto:ganjun@ebsec.com)

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)

021-52523880

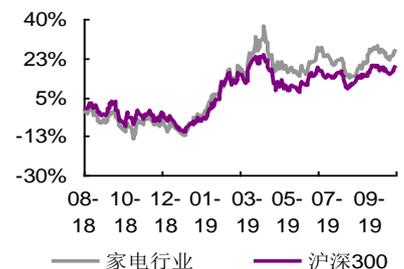
[wangqq@ebsec.com](mailto:wangqq@ebsec.com)

王彦玮 (执业证书编号：S0930519100001)

021-52523879

[wangyw@ebsec.com](mailto:wangyw@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

竣工兑现支撑需求，美的海尔份额提升——家电行业每周观点 20191124

..... 2019-11-24

“双11”表现突出的家电企业做对了什么？

——家电行业每周观点 20191117

..... 2019-11-17

与库存无关，与地位有关——空调价格战八问八答

..... 2019-11-11

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
000651	格力电器	57.71	4.36	4.88	5.35	13	12	11	买入
000333	美的集团	54.30	2.92	3.48	4.05	19	16	13	买入
600690	海尔智家	17.06	1.17	1.47	1.43	15	12	12	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月29日

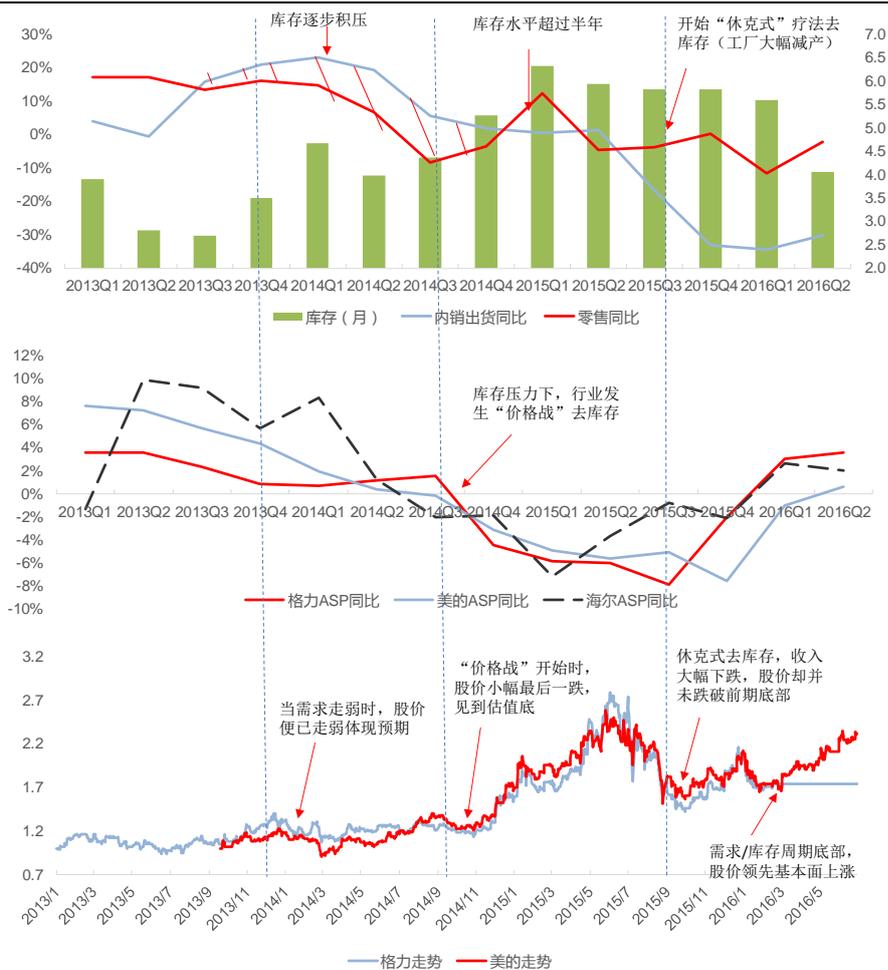
## 目 录

1、 上一轮空调“价格战”复盘（2014~2016） .....	3
1.1、 背景：需求不振靠压货增长，渠道库存积压过多 .....	3
1.2、 过程：格力发动“价格战”，其他品牌被迫跟进 .....	4
1.3、 结果：龙头业绩韧性好于二线，格局未变 .....	6
1.4、 股价表现：需求走弱即下跌，去库存尾声先上涨 .....	7
2、 这一轮“价格战”有什么不同？ .....	8
2.1、 出发点不同：并非库存，而是重塑格局 .....	8
2.2、 结果不同：格局有望重塑，份额稳定集中到双寡头手中 .....	10
2.3、 股价：已反应悲观预期，关注价值重估机会 .....	11
3、 投资建议 .....	11
4、 风险分析 .....	12

“百亿让利”的提法不禁让人想起格力在2014年国庆节期间主动挑起的上一轮空调“价格战”，为了更好地理解空调“价格战”的影响，我们将首先回顾上一轮空调“价格战”的背景、过程以及影响。五年后的今天，两次“价格战”有什么异同，这次将如何收场，又将对空调行业产生怎样深远的影响？

## 1、上一轮空调“价格战”复盘（2014~2016）

图1：上一轮空调“价格战”复盘（2014~2016）



资料来源：Wind，中怡康，光大证券研究所测算

2014年之前，董明珠曾在各种场合表示过对“价格战”的否定态度：“格力从不打价格战，两败俱伤的事，我们不做。”“消费者不是价格战的受益者，格力坚决不打价格战。”因此对于格力管理层来说，2014年主动挑起“价格战”估计也是万不得已才出此下策。

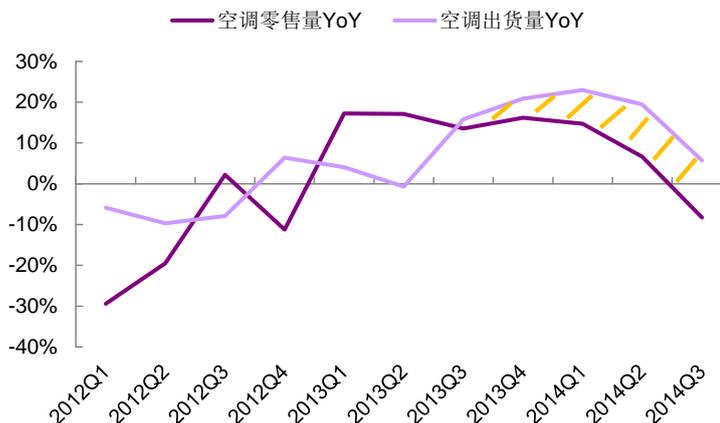
### 1.1、背景：需求不振靠压货增长，渠道库存积压过多

2011年后，由于前期补贴性政策逐步退出，且国内市场消费信心不足，持续增长的空调需求突然失速，2012年零售量下滑接近20%，2013年虽然

有所恢复，但 2014 年的“凉夏”导致需求再次滑坡，即零售需求在 2012-14 年间没有明显增长。

而 2012 年正是董明珠和方洪波分别出任格力和美的董事长的元年，急需靓丽的财务表现证明自己，董明珠更是在上任时提出五年再造一个格力的目标，即每年收入增长 200 亿，格力和美的对业绩较强的诉求导致其空调出货端较为激进，渠道库存不断积压。

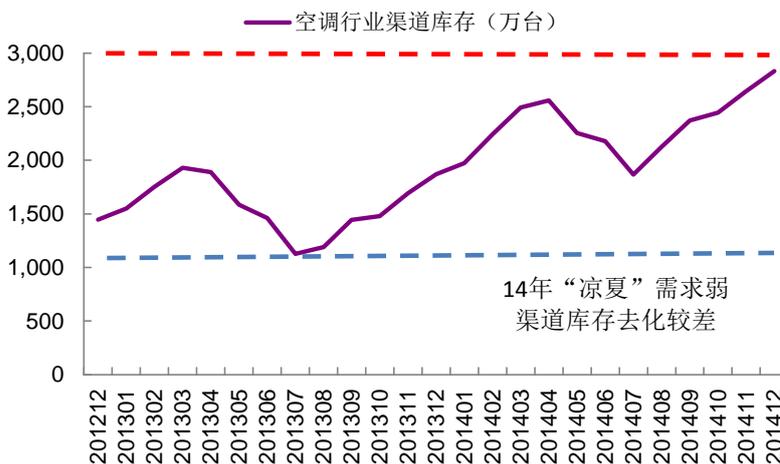
图 2：空调出货持续高于零售导致渠道库存积压（2012-2014）



资料来源：中怡康，产业在线，光大证券研究所

2014 年“凉夏”导致的需求滑坡是压垮渠道体系的最后一根稻草，渠道库存进一步积压，根据产业在线统计，2014 年底空调全行业渠道库存超过 3500 万台，综合不同口径，我们预计全渠道库存至少有 3000 万台左右，达到 6 个月以上的销量。

图 3：预计 2014 年底全渠道库存至少有 3000 万台左右（示意图）



资料来源：光大证券研究所综合不同口径测算

## 1.2、过程：格力发动“价格战”，其他品牌被迫跟进

2014 年国庆节前夕，格力山东销售公司在报纸上刊登了一则写给家电同行的敬告，称：“格力电器 20 年首次将发动价格战，斥资百亿回馈光大消费者。国庆期间优惠力度空前。如因此触及到您的利益，我们深表歉意！”“价格战”一触即发，美的、奥克斯、志高、格兰仕等空调企业纷纷正面迎战。

图 4：2014 年国庆节前夕，格力在报纸上刊登的格力敬告同行书

# 格力敬告

尊敬的家电同行：  
 格力电器20年首次发动价格战，斥资百亿回馈广大消费者。国庆期间优惠力度空前。如因此触及到您的利益，我们深表歉意！

格力电器  
 2014年9月26日

资料来源：济南日报，光大证券研究所

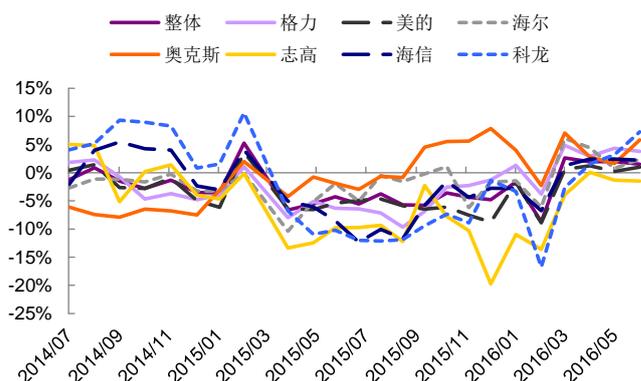
上一轮“价格战”零售均价降幅在5%左右，最大降幅10%。2014年底“价格战”初期，各品牌均价降幅在5%以内，降幅并不大，到2015年，空调零售需求并未看到好转迹象，各品牌均加大降价力度，行业整体均价降幅达到5~7%，二线品牌，如科龙等降幅达到10%。

图 5：2015 年空调零售需求依然一般



资料来源：中怡康，光大证券研究所

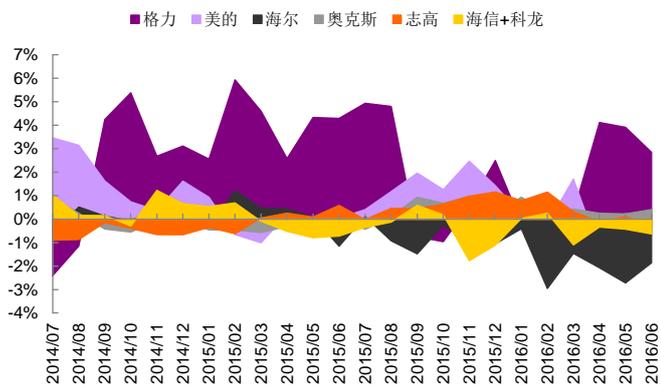
图 6：上一轮“价格战”在 2015 年达到高潮



资料来源：中怡康，光大证券研究所 注：图中所示为各品牌零售均价平均调整幅度

零售端抢份额+工厂端暂停出货，2015 年龙头加速库存去化。2014 年 9 月开始，格力单月零售额增幅接近 5pct，美的零售额增幅也在 1pct 以上，龙头在零售端通过抢份额加快库存消化。与此同时，格力、美的均大幅减少工厂端出货，加速渠道库存去化。

图 7：龙头降价对份额的提升立竿见影



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 8：龙头暂停工厂出货，加速渠道去库存

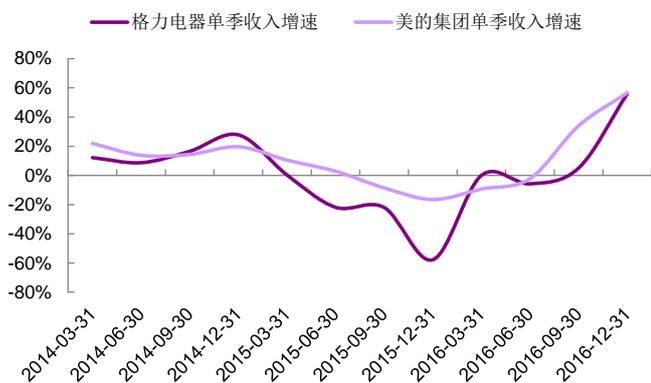


资料来源：中怡康，光大证券研究所

### 1.3、结果：龙头业绩韧性好于二线，格局未变

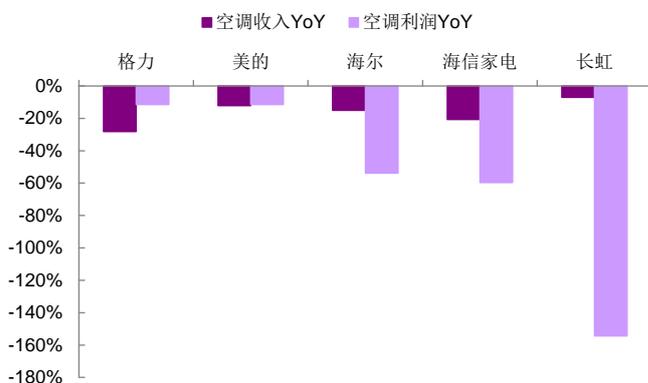
上一轮“价格战”对家电公司报表端最大的影响体现在 2015 年，因“休克疗法”导致龙头收入端大幅下滑，二线品牌虽然库存压力较小，但零售份额被挤出导致收入同样下滑，而龙头利润端的韧性要明显强于二线。

图 9：因“休克疗法”导致龙头收入端大幅下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所

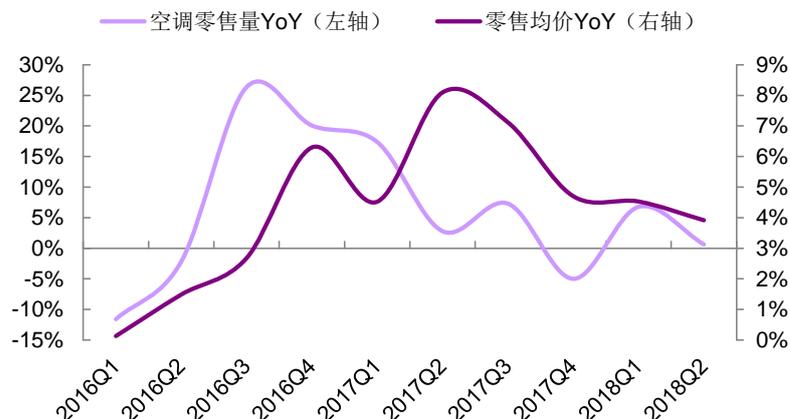
图 10：2015 年各品牌空调收入和利润增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

2016 年“炎夏”使得渠道库存基本出清，16Q3“价格战”宣告结束。行业景气度逐步走出底部，受益于地产需求拉动，空调零售进入为期两年的高景气周期，均价也重回增长趋势。

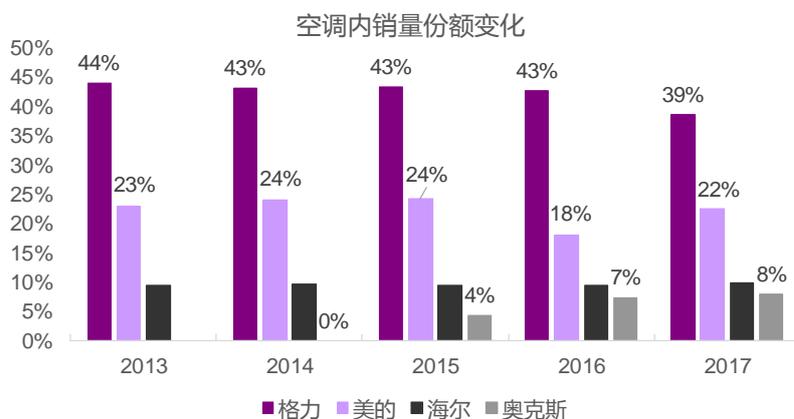
图 11：受益于地产需求拉动，16Q3 后空调零售进入高景气周期



资料来源：中怡康，光大证券研究所

因奥克斯的崛起，“价格战”后行业集中度反而有所下降。上一轮“价格战”期间龙头零售份额虽然明显上升，但因为采用“休克疗法”，内销出货端行业集中度并没有明显提升，反而因为奥克斯的逆势崛起，格力和美的内销量份额有所下降，内销量 CR3 从 2014 年底的 77% 下降到 2016 年底的 70% 左右。

图 12：空调“价格战”后行业集中度反而有所下降



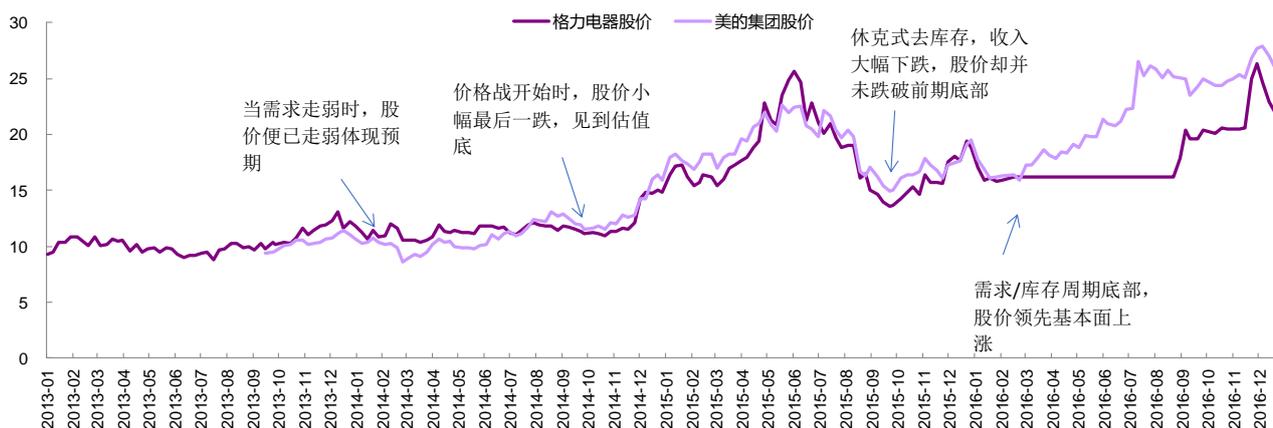
资料来源：产业在线，光大证券研究所

## 1.4、股价表现：需求走弱即下跌，去库存尾声先上涨

复盘上轮“价格战”中家电龙头的股价表现，我们发现：

- 1) 影响股价的核心因素是需求周期，需求走弱时就已经带动股价走弱，体现预期，“价格战”开始时股价仅小幅下跌；
- 2) 15Q3 真正开始“休克式”去库存时股价已见底，龙头收入大幅下跌，但股价却并未跌破前期底部；
- 3) 去库存最后阶段，需求还未回暖，股价已经领先基本面开始上涨。

图 13：上一轮“价格战”期间格力和美的股价表现复盘（元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2、这一轮“价格战”有什么不同？

### 2.1、出发点不同：并非库存，而是重塑格局

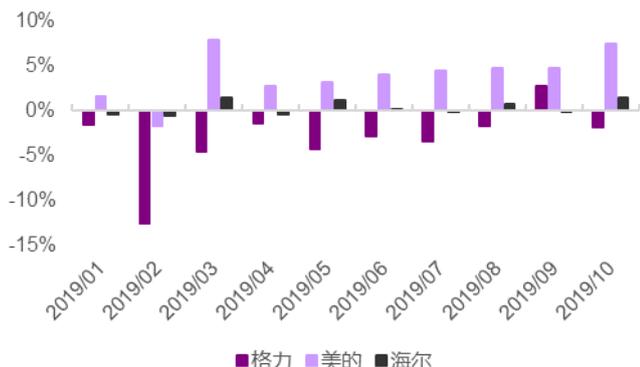
导致上一轮“价格战”的原因是渠道库存压力过大，倒逼格力率先降价去库存，美的等厂商跟进导致全面“价格战”爆发。而2019年以来，美的已经把渠道库存严格控制在1个多月，而格力渠道库存最高时也仅为5个月左右，相比上一轮“价格战”时期全行业超过6个月的渠道库存，2019年的库存压力小得多，因此本轮“价格战”的出发点并非库存，不会出现类似15年的“休克式”去库存，不用担心龙头业绩的大幅下滑。

**短期目的是抢份额保增长。**弱需求下唯有通过抢份额才能实现增长，厂商面临增长压力经营策略纷纷转向“抢份额保增长”，只不过有些厂商经营转向更前瞻，比如美的从18Q3起就开始清理渠道库存，为19年的经营策略转向做准备。

**中期目的是重塑格局。**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，18年奥克斯空调的上升势头依然强劲，更大的产销规模将意味着对渠道和供应商议价能力的进一步增强，对“双寡头”格局的威胁上升，与此同时，小米等新玩家还在加速进场，格力和美的不太可能还放任不管。

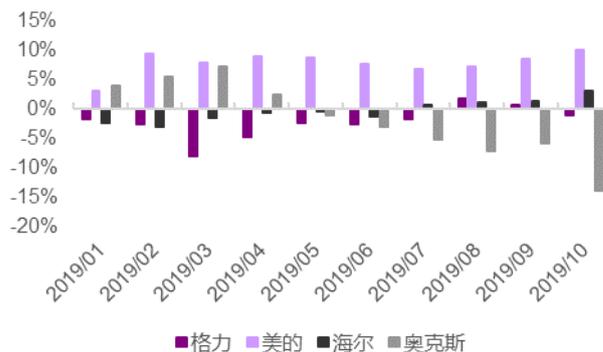
春节过后，美的空调“T+3”变革初见成效，低库存快周转模式使得生产端成本优势快速体现，渠道端经营策略更灵活，积极降价后，无论是传统渠道，还是网批等新兴渠道，美的的份额都有所提升，反映到最终结果上是远超行业的增长，并非价格促销这么简单。

图 14: 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 15: 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

和上一轮价格战由格力挑起, 美的跟进不同, 此轮价格战可以说是美的主导, 而格力终于跟进, 直到今年“双11”的“30亿大让利”活动以及11月26日宣布的“再掀11.11百亿大让利”活动, 格力的经营策略终于从防守转向进攻。

图 16: 格力“30亿大让利”活动公告

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。



资料来源: 公司信息, 光大证券研究所

图 17: 格力“再掀11.11百亿大让利”活动公告

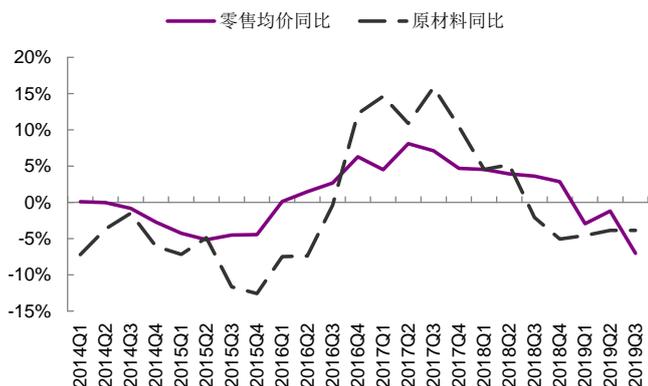
时间: 2019年11月27日开始  
销售渠道: 格力网“董明珠的店”及全国各地授权专卖店  
活动机型: “11.11”同类机型, “俊越”“T爽”系列空调。  
价格政策: “11.11”同等价格, 变频空调最低1599元, 定频空调最低1399元。  
希望此次活动给广大消费者带来美好享受!



资料来源: 公司信息, 光大证券研究所

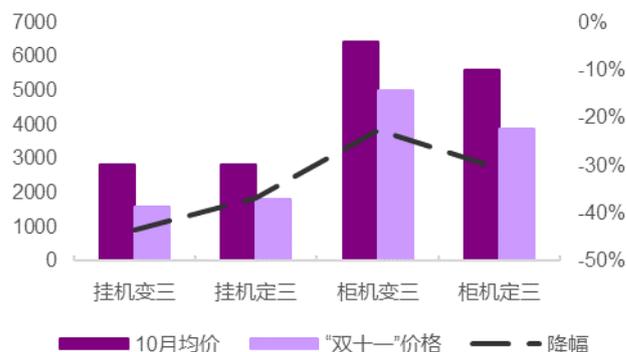
均价下降幅度大于上轮, 龙头态度更坚决。由于并非简单出于短期去库存的需要和短期利润考量, 而是希望抢份额保增长, 并成功遏制住“奥克斯们”, 因此此次均价下降幅度要大于上轮, 龙头将成本红利悉数传递给终端消费者。

图 18: 此次均价下降幅度要大于上轮



资料来源: 中怡康, Wind, 光大证券研究所测算

图 19: 格力 2019 年“双 11”降价力度较大

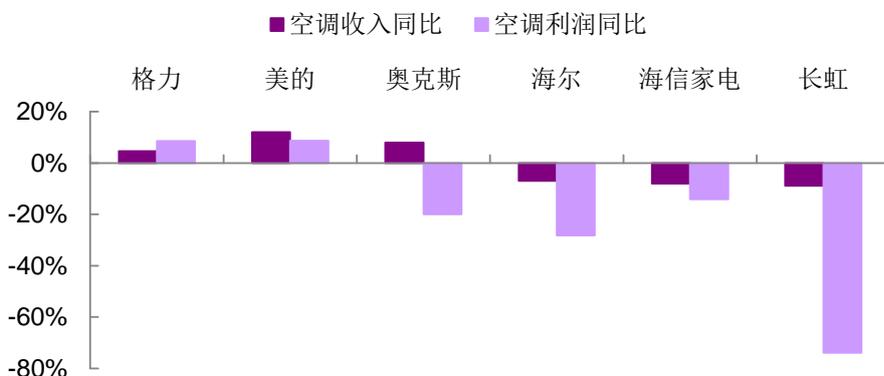


资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

## 2.2、结果不同: 格局有望重塑, 份额稳定集中到双寡头手中

受益于强大的品牌号召力, 此次“双 11”格力全渠道实现销售 100 亿元以上, 零售表现出极高的价格弹性。和上一轮“价格战”相似之处是龙头在“价格战”中拥有绝对主导权, 份额快速提升, 利润端也表现出很强的韧性, 而 19Q3 后估计二线品牌空调收入和利润均会出现不同程度的下滑。

图 20: 龙头在价格战中占据绝对主导权, 业绩韧性更强 (19H1)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

龙头希望通过“价格战”, 短期抢份额保增长, 中期遏制二线品牌重塑格局, 目前来看较为顺利, 份额向头部品牌集中的趋势已经非常明确, 行业份额将再次稳定集中到“双寡头”手中。

和过去不同, 格力和美的不会再主动给二线品牌以突围的机会, 长期竞争格局的稳定性比短期盈利能力更重要, 这一点在格力和美的看来已经非常明确。

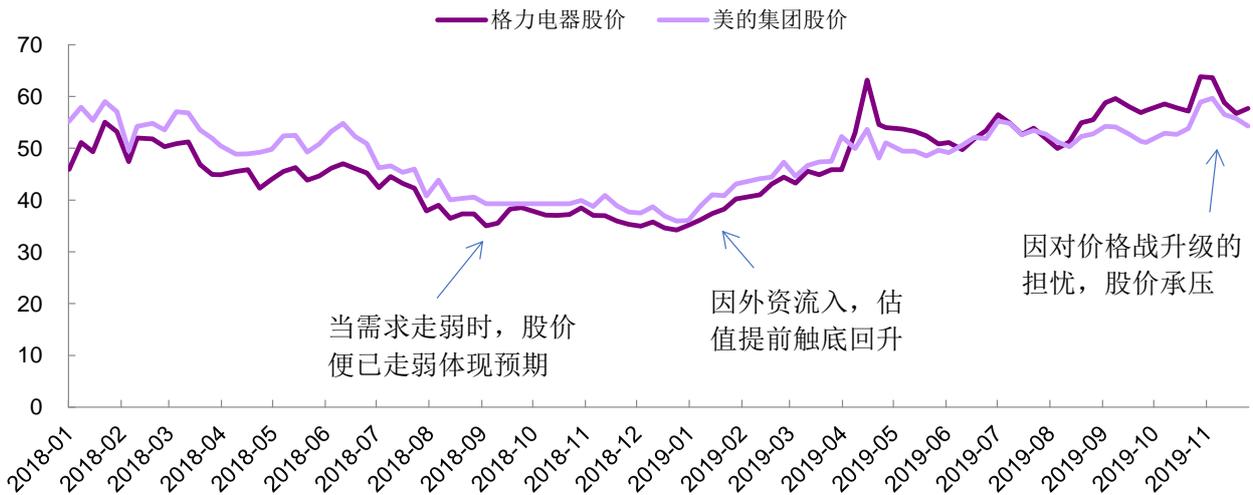
凭借当前规模下的制造优势和品牌优势, 格力/美的空调内销净利率分别接近 20%/15%, 行业第三已是微利。在此情境下, 格力和美的之间进一步的价格竞争就是非理性的, 我们也能发现, 美的今年以来的降价也是在保证利润率的情况下争夺份额, 因此不用担心龙头间无休止的价格竞争。

## 2.3、股价：已反应悲观预期，关注价值重估机会

回顾这轮“价格战”前家电龙头的股价表现，我们发现：

- 1) 2018H2 空调需求的走弱立即在格力和美的股价上体现出来；
- 2) 2019Q1 虽然需求尚未回暖，但因为外资流入，家电龙头的估值提前触底回升。
- 3) 近期因对“价格战”升级的担忧，格力和美的股价再度承压。

图 21：这轮“价格战”前家电龙头的股价表现回顾（元）



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制，股价截至2019年11月29日

根据上一轮“价格战”经验，若悲观预期已经在股价中反应，股价有望先于需求回暖。此外，我们认为，龙头主动出击重塑格局有利于长期竞争格局和盈利能力的稳定性。长期来看，格力和美的作为成熟消费品龙头的估值框架有望从PE-G向PB-ROE过渡，在PB-ROE框架下，长期竞争格局的稳定性比短期业绩增速更重要。

## 3、投资建议

通过复盘格力发起的上一轮“价格战”，我们认为此轮价格战和上一轮的本质区别是出发点并非库存，不会出现类似15年的“休克式”去库存，不用担心龙头业绩的大幅下滑。

此次龙头发起“价格战”的短期目的是抢份额保增长，中期目的是重塑格局。和上一轮“价格战”相似之处是龙头在“价格战”中拥有绝对主导权，份额快速提升，利润端也表现出很强的韧性，不同之处是行业份额有望再次稳定集中到“双寡头”手中。

近期因对“价格战”升级的担忧，格力和美的股价再度承压。我们认为，龙头主动出击重塑格局有利于长期竞争格局和盈利能力的稳定性。格力和美的作为成熟消费品龙头的估值框架有望从PE-G向PB-ROE过渡，随着全球资产隐含回报率的下降，高ROE且估值较低的家电公司的吸引力将上升。  
继续重点推荐：格力电器、美的集团、海尔智家。

## 4、风险分析

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
- 2.地产销量出现大幅度萎缩，影响新增需求，造成需求下降；
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升。

## 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	57.71	4.36	4.88	5.35	13	12	11	6.0	3.1	2.8	买入	维持
000333	美的集团	54.30	2.92	3.48	4.05	19	16	13	4.5	3.7	3.3	买入	维持
600690	海尔智家	17.06	1.17	1.47	1.43	15	12	12	7.3	2.3	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 29 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