

家电行业：价格为何而战？

——“见微知著”系列报告之五

2019年12月11日

看好/维持

家电

行业报告

事件：

从“双十一”大促至今，空调行业各品牌的优惠政策层出不穷，龙头围绕不同能效级别和不同促销力度展开促销活动，部分中小品牌由于品牌溢价能力薄弱、边际生产成本较高，在高强度营销挤压下市场份额收归龙头，行业集中度提升。

观点：

1. 低价竞争是短期获得市场份额最有效的方式之一

“世上没有降价两分钱抵消不了的品牌忠诚。”性价比是放之四海皆准的法则，拥有庞大大众市场的中国尤甚。复盘近年的“后起之秀”的表现以及两次（2000-2004年、2014-2016年）空调行业价格战，我们可以清晰的看到低价战术带来的空调行业各品牌市占率的短期波动，空调市场份额短期受价格影响显著。

长线看，空调行业市占率是波动一直存在，**行业格局依长期稳固而趋集中**。复盘空调行业市占率的变化不难看出，龙头市占率由于产品提货节奏、渠道促销策略以及库存结构等因素影响下，年内数据一直处于变化之中。**年来来看，空调行业双寡头格局从未改变**。从冷年销量来看，2007冷年之后格力和美的在市场整体份额上总和超过50%，我国空调行业内销双寡头竞争格局确立并逐步强化。

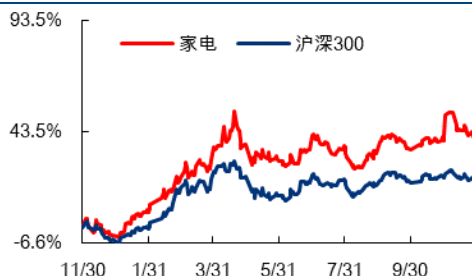
我们认为，**市场占有率波动不是行业格局的代名词**，中小品牌依靠短期降价攫取的市场份额的战术有效但不可持续。

未来3-6个月行业大事：

2019年年报及2020年一季报。

行业基本资料	占比%
股票家数	71 1.91%
重点公司家数	- -
行业市值	13097.94 亿元 2.15%
流通市值	12057.99 亿元 2.68%
行业平均市盈率	18.39 /
市场平均市盈率	16.50 /

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：闵繁皓

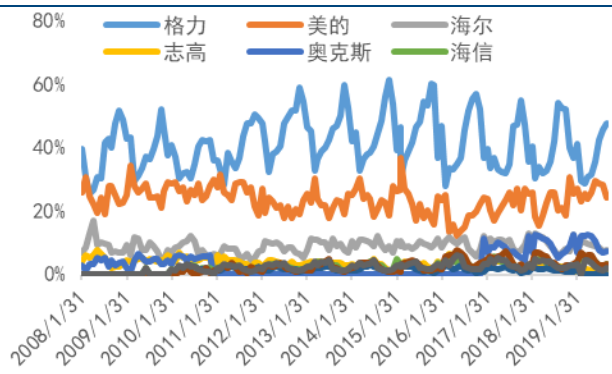
010-66554036

minfh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

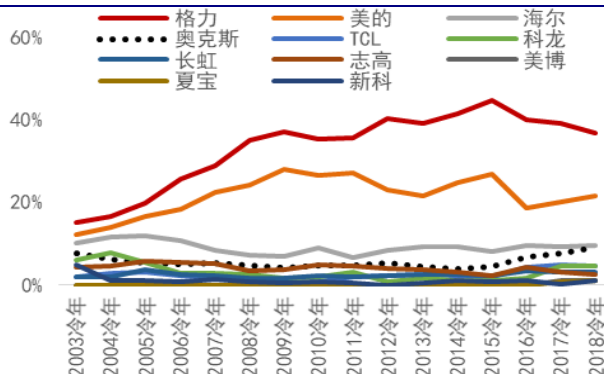
S1480519070005

图 1：市占率（量）波动长期存在，但总体格局从未改变



资料来源：产业在线、东兴证券研究所

图 2：我国空调市场竞争格局自 2007 年就已经形成

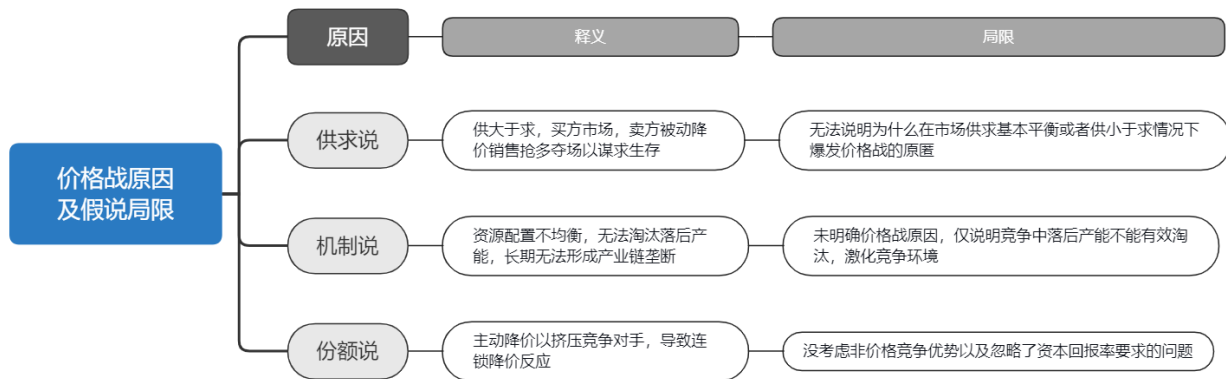


资料来源：艾肯、东兴证券研究所

2. 价格战的本质是对产业链资源的分配

围绕市场份额不能解释价格战的根本诉求。表面上，引起价格战的因素复杂多样，而价格战的诉求都围绕市场份额展开。各行业或多或少都有价格战发生，传统经济学的价格战诱因有**供求不均衡、资源匹配不合理**和**市场主动扩张**等原因。落脚到空调行业：一、为了**抢夺市场份额**进行的主动降价。二、产能扩张过度或空调库存积压引起的**供大于求**。无论对价格战表现诉求如何定义，我们认为，仅仅围绕短期市占率的变化，“以量补价”的提升市占率不能创造**可持续现金流的增长（不能改变行业格局）**。

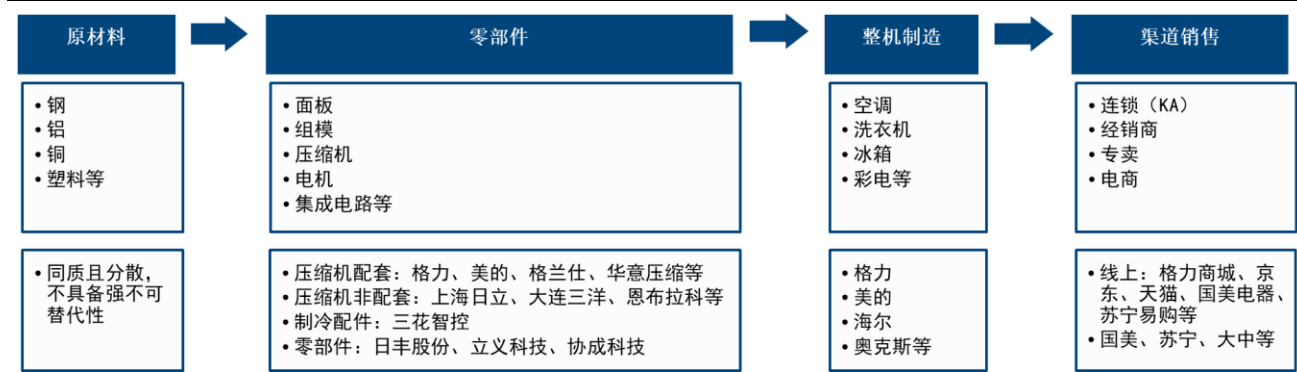
图 3：传统的价格战原因都存在明显的局限



资料来源：东兴证券研究所

本质上龙头发起价格战是为了**巩固其对于空调产业链的控制力**。价格战的终极目标是不断强化**成本优势**和**产业链上下游的议价能力**。行业龙头地位的形成，是市占不断突破瓶颈与产业链议价能力提升的正循环结果。厂家通过提升市场占有率以整合产业资源，以此获得更强的**规模效应**和**渠道话语权**，优势的积累又会进一步促进市占率集中，龙头品牌主动降价守卫市场份额，避免新晋玩家凭借“以价补量”（电商渠道低线市场高覆盖、低线市场走强等）的策略迎合当前市场偏好快速提升市占率，进而形成规模效应和上下游议价能力提升的正循环。

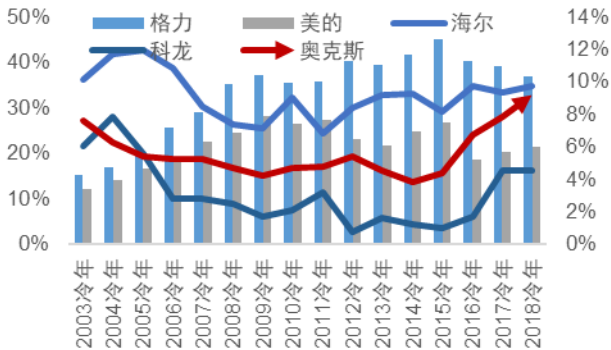
图 4：空调行业零部件生产厂商产能相对集中，产能相对稳定



资料来源：东兴证券研究所

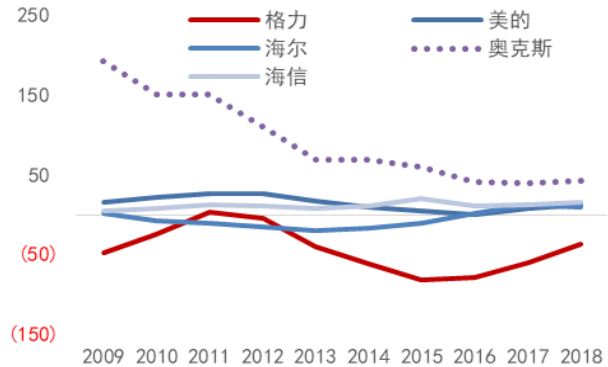
产业链的控制力越强，**资金占用和利润分配上越占优势**。从净营业周期的变化，我们能看出稳定的高市占率使得龙头企业通过上下游议价优势形成了较低的净营业周期，对上下游往来资金的把控力进一步加强了公司的资金链强度，这一点又会反过来强化公司经营和公司的行业地位。**新晋公司市占率的提升为其带来了产业链控制力的持续提升，营业净周期缩短的同时获得了营运能力持续提升**，扼制新晋企业势头也是本轮价格战的诱因之一。（相关详细内容，请参看《见微知著》之四：水大鱼大，空调行业格局未变）

图 5：“天时、地利、人和”使得奥克斯市占率快速提升



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6：资金的占用能力及各品牌资产的营运能力格局稳定



资料来源：wind、东兴证券研究所

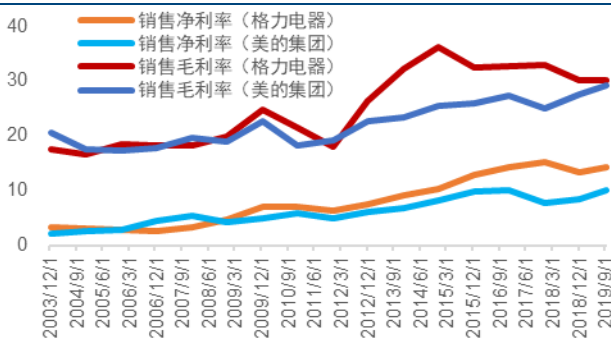
(注：净营业周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数)

3. 战争是为了和平，让利是为了盈利

品牌提升产业链控制力，是重塑竞争格局的过程。良好的竞争格局有利于行业稳定长期发展，更利于龙头企业盈利能力稳步提升。有研究指出“市场份额增长10%，将带来平均为5%的投资收益率增长(Gale and Buzzell, 1989)”。一方面，**产业链优势环节议价能力带来的高收益率**，另一方面，**价格领导企业对价格拥有的主动权**。空调行业属于技术稳定的**差别垄断行业**。2007年后，空调行业格局成形，市场份额与规模经济之间的正向循环使得空调行业毛、净利一直处于上行区间。同时寡头垄断的形式带来的价格领导优势也使得行业的均价在常规年份（非价格战、非低价竞争等）处于上行区间。

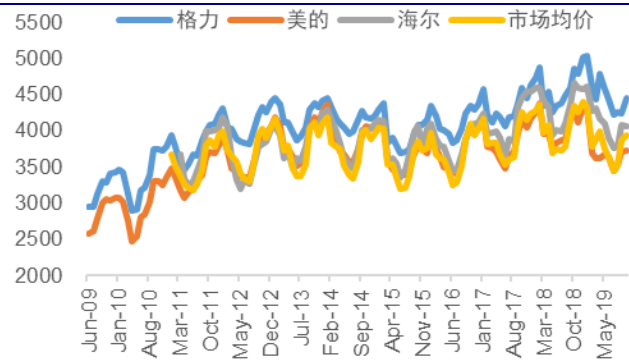
产业链控制力创造更多利润。复盘过去十年（2009-2019）空调行业零售端价格，空调的旺季价格十年间的复合增长率是2.91%，淡季为2.45%，格力、美的毛、净利率均提高了10%和5%左右，可以看出从盈利能力提升的角度来看，**asp的提升带来的盈利增长弱于规模效应**。比起好的格局带来的ASP持续提升，竞争格局中占优的企业更受益于规模效应。换句话讲，**产业链控制更重要。**

图 7：格局确立后，龙头盈利能力一直处于上行区间



资料来源：艾芬、东兴证券研究所

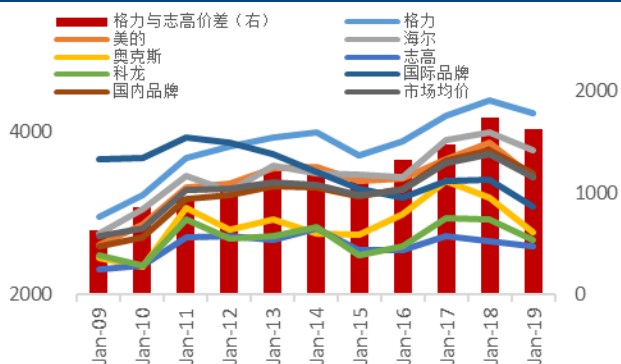
图 8：空调行业龙头盈利能力随格局提升



资料来源：Wind、东兴证券研究所

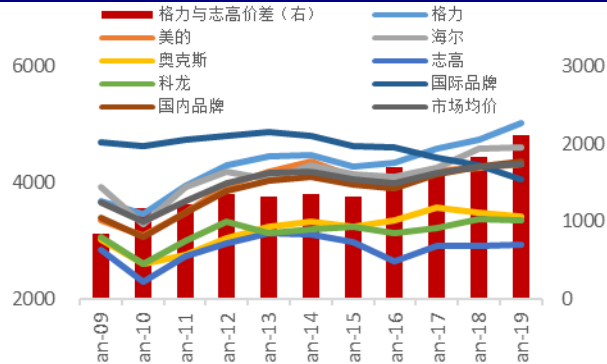
领导价格创造更多价格优势。空调是差别寡头型行业，龙头拥有定价权。随着市场格局的逐渐稳固，龙头对于C端客户的品牌溢价逾强，也与价格接受品牌价差逾大。以格力和志高为例，十年间格力淡旺季与志高的价差由841和631扩大到2150和1626，格力价格的利润空间要明显高于志高，这也使得格力更多的降价空间。**龙头长期价格领导带来的溢价优势，使得其在价格战中有更多操作空间和更丰富的操作策略。**

图 9：旺季价格受产品结构影响，均价更亲近大众市场



资料来源：产业在线、东兴证券研究所

图 10：十年间淡季价差扩大了近三倍



资料来源：Wind、东兴证券研究所

结论：

综上：首先，价格战形式上是对市场占份额的规整与收拢，本质上是通过占有大量市场份额来扩大规模效应形成正向的量、价循环。其次，价格战或低价竞争并不是适用于所有行业，空调行业产业链稳定性高，能够形成稳定的寡头格局和价格领导机制，价格战是维系格局的有效工具。我们看好龙头行业稳定行业格局的产业链控制力，空调行业未来集中度提升可期，行业终端零售均价逐步提升可期，我们维持行业“看好”评级，建议重点关注：格力电器、美的集团。

Reference: Gale, B. and Buzzell, R. (1989). Market perceived quality: Key strategic concept. Planning Review, 17(2), pp. 6-48.

风险提示：价格战成效不及预期；空调行业突发性技术更迭；产业政策调整；房地产销售大幅不及预期。

分析师简介

闵繁皓

金融硕士研究生，2017年5月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。