

家用电器

从11月数据看龙头集中度提升

11月内销小幅增长。单11月份，空调销量920万台，同比增长1.6%，其中内销509万台，同比增长0.20%，出口411万台，同比增长3.30%。2019年1-11月，空调累计销量13992万台，同比下滑0.8%，其中内销8568万台，同比下滑0.6%，出口5425万台，同比下滑1.2%。**1) 内销端：**美的由于去年同期基数较低叠加双十一促销，依然保持高速增长；格力受同期基数较高影响，内销量近双位数下滑。结合双十一终端增速较高，我们认为公司渠道去库存趋势依旧，后续出货端或逐渐与零售端增速匹配，迎来高速增长。海尔做出价格调整，增速依然位居前列；二线品牌中表现平平，奥克斯、TCL和海信内销量均有所下滑。**2) 外销端：**单11月份，美的保持双位数增长，海尔、奥克斯、海信均保持个位数增长，格力下滑幅度较大。

零售端：双十一大促，KA与线上高增长。本次双十一格力率先发起较为积极的价格策略，美的、海尔等龙头跟进，最后蔓延至二三线品牌。根据中怡康数据，单11月空调行业线下销量整体上涨61.25%。其中，格力、美的、海尔分别上涨113.07%、80.01%、51.29%。二线品牌中，奥克斯降幅进一步扩大，十一月下滑27.44%。

格力双十一促销效果立竿见影，美的韧性较强。11月格力促销力度空前，线下均价下滑36.5%，份额同比提升10.80pct，线上均价降幅达12.83%，份额同比提升12.62pct，本次低价促销针对低端市场，与格力网点布局匹配，格力实际市占率可能更高；11月美的线下均价下降27.46%，份额同比提升2.73pct，线上降幅5.90%，份额同比提升9.33pct，美的施行T+3模式提高生产效率，享受原材料成本下降红利，以及在年轻人中的品牌口碑，市场表现较好。

二线品牌或失去线上最后一块栖息地。根据中怡康数据，11月格力美的均价下降后已经与奥克斯几乎持平，而奥克斯2018年净利率1.6%，降价空间不大，其11月份额下滑10.24pct，海尔跟进降价，线下降幅22.02%，份额下滑0.14pct，线上降幅16.56%，份额提升0.36pct，本次价格战，海尔份额保持不变，维持行业平均增速相当水平。

投资建议，继续关注三大白电。重点推荐格力电器、海尔智家和美的集团。1) 格力电器在价格策略调整后，市占率将进一步恢复，股权转让落地，分红预期提升；2) 海尔智家渠道调整进一步优化，卡萨帝恢复高增长，未来将提振收入端表现；3) 美的集团积极推进数字化改造和渠道层级削减提升效率，长期竞争力不断提升。

风险提示：终端需求不及预期，行业竞争加剧，产业在线等第三方数据统计有误差。

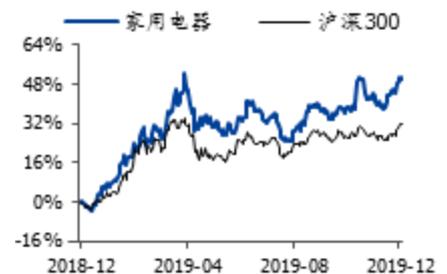
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000651	格力电器	买入	3.72	4.36	4.80	5.42	14.6	14.9	13.5	12.0
000333	美的集团	买入	2.49	2.91	3.35	3.83	21.5	20.0	17.3	15.2
600690	海尔智家	买入	1.09	1.17	1.41	1.43	15.8	15.9	13.2	13.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

研究助理 高润鑫

邮箱：gaorunxin@gszq.com

相关研究

- 1、《家用电器：产业重塑格局，资本重塑估值——当前时点如何看白电》2019-12-11
- 2、《家用电器：10月空调数据点评，海尔表现亮眼》2019-11-19
- 3、《家用电器：盘点家电双11：数字背后的趋势》2019-11-14



内容目录

出货端：11月内销回暖.....	3
零售端：双十一大促，KA与线上高增长.....	4
格力双十一促销效果立竿见影，美的韧性较强.....	5
格力双十一大促力度空前，美的积极跟进，龙头恒强.....	5
二线品牌或失去线上最后一块栖息地.....	7
投资建议：继续看好白电龙头的投资机会.....	10
风险提示.....	10

图表目录

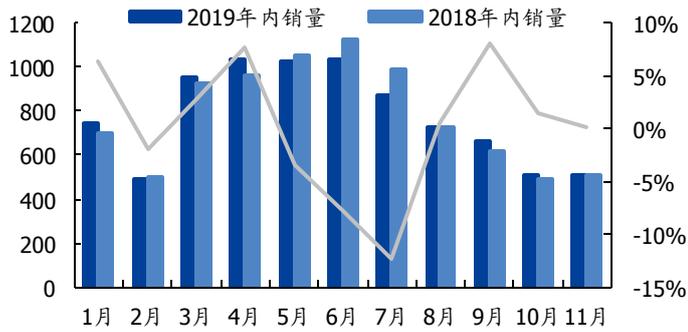
图表 1: 2019年1-11月内销(万台)及增速(%).....	3
图表 2: 2019年1-11月外销(万台)及增速(%).....	3
图表 3: 2019年1-11月各品牌内销(万台)及增速(%).....	3
图表 4: 2019年11月各品牌内销(万台)及增速(%).....	3
图表 5: 2019年1-11月各品牌外销(万台)及增速(%).....	4
图表 6: 2019年11月各品牌外销(万台)及增速(%).....	4
图表 7: 主要品牌线下销量增速(%).....	4
图表 8: 2019年1-11月线上销量增速(%).....	5
图表 9: 2019年11月各品牌线上销量增速(%).....	5
图表 10: 格力线11月下均价同比下降(%)幅度最大.....	6
图表 11: 格力份额同比(pct)大幅提升.....	6
图表 12: 美的均价同比(%)不断下降.....	6
图表 13: 美的份额同比变动幅度(pct).....	6
图表 14: 格力线上均价同比(%).....	7
图表 15: 格力线上份额同比(pct).....	7
图表 16: 美的线上均价同比(%).....	7
图表 17: 美的线上份额同比(pct).....	7
图表 18: 各品牌空调均价(元).....	8
图表 19: 奥克斯线上份额同比(pct).....	8
图表 20: 2018年11月各品牌线上份额占比(%).....	8
图表 21: 2019年11月各品牌线上份额占比(%).....	8
图表 22: 海尔空调线下均价同比(%).....	9
图表 23: 海尔空调线下份额同比(pct).....	9
图表 24: 海尔空调线上均价同比(%).....	9
图表 25: 海尔空调线上份额同比(pct).....	9
图表 26: 各品牌线上均价(元).....	9

出货端：11月内销小幅增长

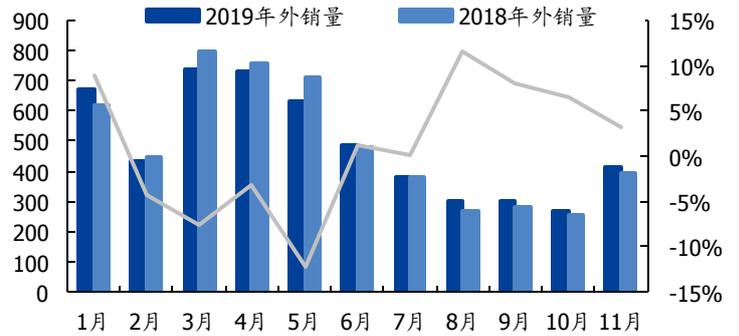
1)单11月份,空调销量920万台,同比增长1.6%,其中内销509万台,同比增长0.20%,出口411万台,同比增长3.30%。

2)2019年1-11月,空调累计销量13992万台,同比下滑0.8%,其中内销8568万台,同比下滑0.6%,出口5425万台,同比下滑1.2%。

图表 1: 2019年1-11月内销(万台)及增速(%)



图表 2: 2019年1-11月外销(万台)及增速(%)



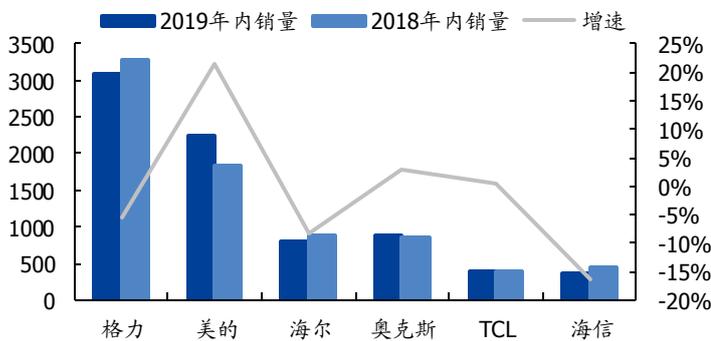
资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

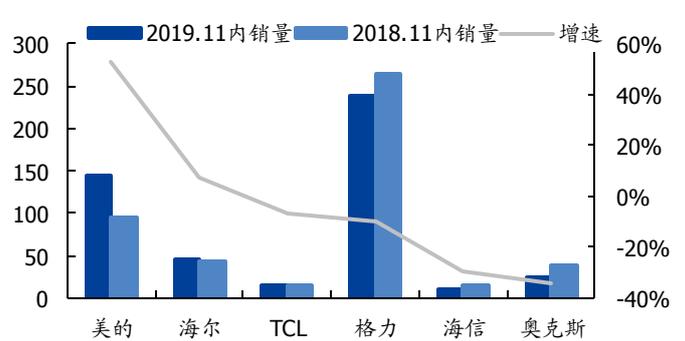
➤ 内销方面: 美的持续高增长, 格力出货端仍有所控制

11月内销中, 美的由于去年同期基数较低叠加双十一促销, 依然保持高速增长; 格力受同期基数较高影响, 内销量近双位数下滑。结合双十一终端增速较高, 我们认为公司渠道去库存趋势依旧, 后续出货端或逐渐与零售端增速匹配, 迎来高速增长。海尔做出价格调整, 增速依然位居前列; 二线品牌在11月表现平平, 奥克斯、TCL和海信内销量均有所下滑。2019年1-11月内销中, 美的表现依然远超行业水平, 奥克斯和TCL小个位数增长, 其他公司均有不同程度下滑。

图表 3: 2019年1-11月各品牌内销(万台)及增速(%)



图表 4: 2019年11月各品牌内销(万台)及增速(%)



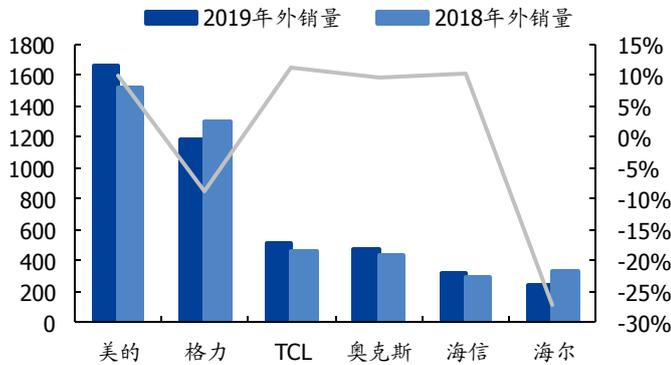
资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

➤ 外销方面

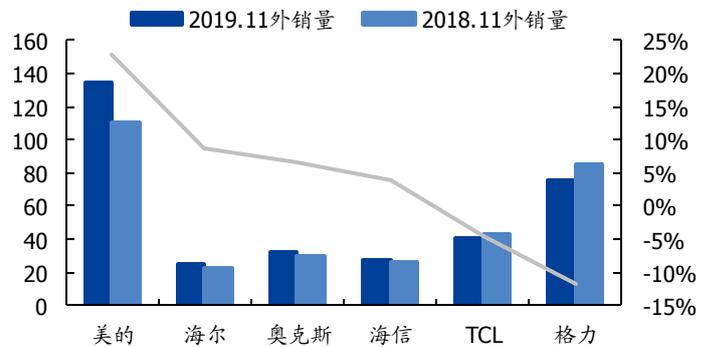
单 11 月份，美的保持双位数增长，海尔、奥克斯、海信均保持个位数增长，格力下滑幅度较大；1-11 月累计数据中，海尔下滑幅度较大，格力个位数下滑，其余品牌均保持 10% 左右增长。

图表 5: 2019 年 1-11 月各品牌外销 (万台) 及增速 (%)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

图表 6: 2019 年 11 月各品牌外销 (万台) 及增速 (%)



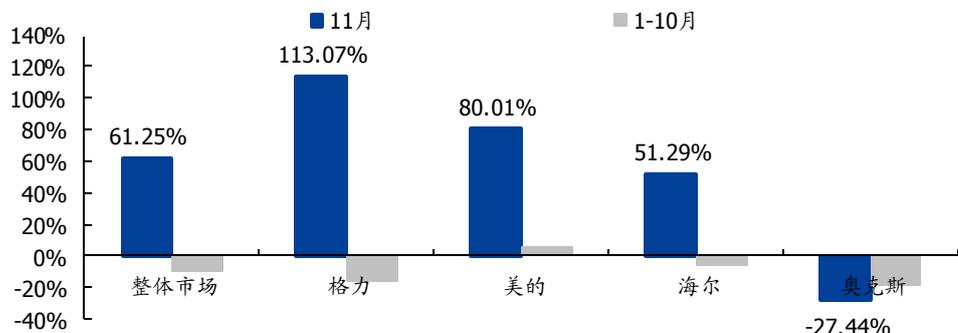
资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

零售端: 双十一大促, KA 与线上高增长

本次双十一格力率先发起较为积极的价格策略, 美的、海尔等龙头跟进, 最后蔓延至二三线品牌, 导致本月空调行业整体促销力度空前, 且呈现线上线下联动趋势, 数据端线上线下销量均大幅提升。

根据中怡康数据, 单 11 月空调行业线下销量整体上涨 61.25%。分品牌来看, 龙头表现明显好于市场平均, 格力以 113.07% 增长居于榜首, 增速两倍于市场平均水平; 美的表现同样亮眼, 增速达 80.01%; 海尔增长 51.29%。二三线品牌受冲击较大, 如奥克斯十一月销量下滑 27.44%, 下滑幅度进一步扩大。

图表 7: 主要品牌线下销量增速 (%)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

根据淘数据显示, 作为双十一的主战场, 线上 11 月空调行业以 166.58% 的增速爆发式

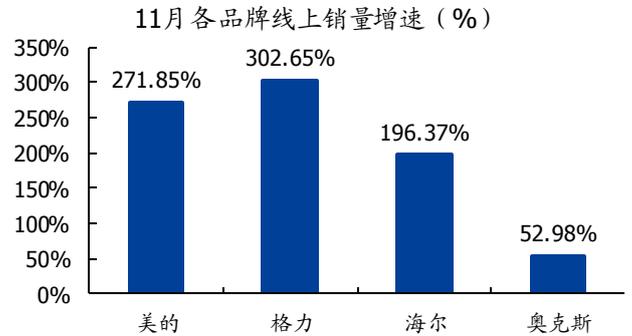
增长。龙头表现依旧远超行业水平。其中，格力增速高达 302.65%，翻三倍增长；美的以 271.85%水平紧跟其后，海尔 196.37%同样亮眼。而奥克斯在其大本营则受冲击较大。增速 52.98%低于平均。

图表 8: 2019 年 1-11 月线上销量增速 (%)



资料来源：淘数据，国盛证券研究所

图表 9: 2019 年 11 月各品牌线上销量增速 (%)



资料来源：淘数据，国盛证券研究所

格力双十一促销效果立竿见影，美的韧性较强

本月数据背后两大关注：1) 格力双十一大促力度空前，效果立竿见影，份额迅速回升；美的积极跟进，韧性超预期；2) 海尔略有冲击，奥克斯等二三线品牌生存艰难。

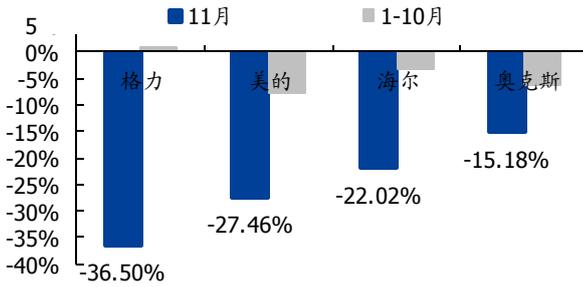
格力双十一大促力度空前，美的积极跟进，龙头恒强

我们在之前的报告中反复强调，格力后续将进行更为积极的价格策略抢占市场份额，重塑行业龙头地位（原文请参考《从 9 月空调数据看白电龙头的投资机会》《格力电器三季报点评：出货有所控制，终端表现回升，期待股改落地开启新篇章》），且详细剖析本次格力率先开启“百亿大让利”活动，在“意料之外也是情理之中”（原文请参考《格力突放大招，“双十一”拉开空调行业三国杀？》）。在双十一战报中，对于格力双十一当天空调 200%增长的优秀表现已经有了初步感知（原文请参考《盘点双十一：数字背后的趋势》）。本月线上线下数据将进一步从定量角度印证我们之前的判断。同时，值得一提的是，美的在这一轮促销风暴中表现出了超出市场预期的韧性。

1) 线下数据

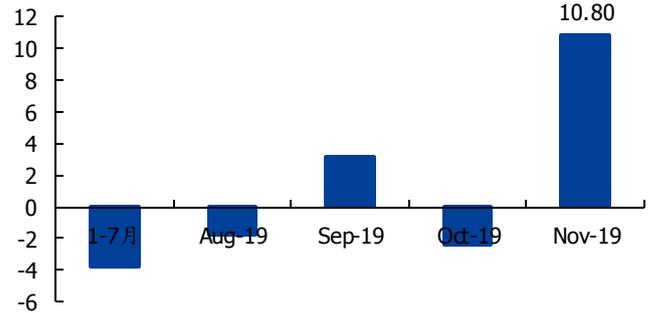
11 月格力促销力度空前，均价下滑 36.5%。而此前我们测算两款（俊越/T 爽）双十一特价机型线下专卖店降价比例为 35%左右，基本可以判断单月销售主要以促销机型为主。大力促销带动格力当月份额同比提升 10.80pct 至 46.77%，占线下 KA 销售比例近半。再考虑到本次低价促销多为低端机型，或主要针对低线市场家电下乡的更新需求释放，而格力自有专卖店体系在下沉市场密集的网点布局与之更加匹配，格力实际市占率可能更高。足以见得格力王者地位依然难以撼动，一旦促销效果立竿见影。

图表 10: 格力线 11 月下均价同比下降 (%) 幅度最大



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 11: 格力份额同比 (pct) 大幅提升



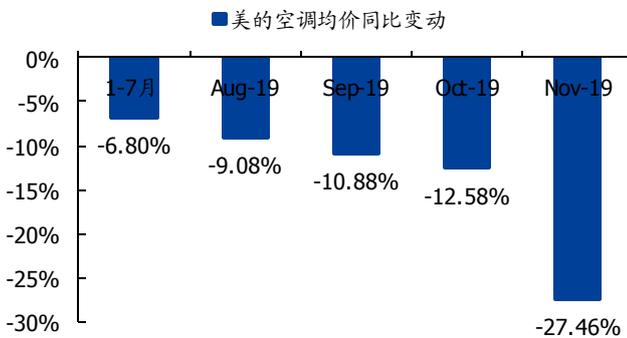
资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

美的在价格冲击下表现出超出市场预期的韧性。

美的空调施行 T+3 模式提高生产效率, 年初以来充分利用原材料成本下行周期带来的红利, 不断通过更灵活的价格策略抢占份额。市场一直担心, 随着格力高成本库存逐渐消化, 后续跟进降价会对美的产生直接冲击, 此次 11 月数据显示美的依然保持良好销售趋势。

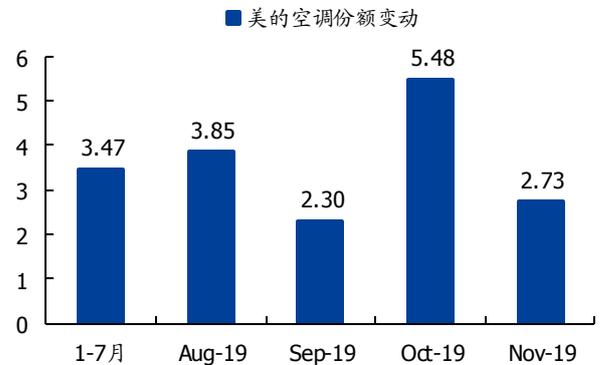
中怡康数据显示, 单 11 月美的均价下降 27.46%, 份额同比提升 2.73pct, 延续前期份额的稳定提升。在市场环境变动的冲击下, 全年经营保持了极强的稳定性和韧性。

图表 12: 美的均价同比 (%) 不断下降



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 13: 美的份额同比变动幅度 (pct)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

2) 线上数据呈现出与线下相同的态势

格力此次双十一加大联动力度, 未来或加码线上渠道。根据淘数据, 11 月格力均价年度首次下降, 且降幅达 12.83%, 带动线上份额同比提升 12.62pct 至 37.33%。我们认为, 基于利益平衡, 格力一直对线上渠道重视程度不够, 但设立电商子公司, 双十一首次试水线上线下联动, 加码双十一活动不断推广董明珠的店这一购买渠道等一系列操作, 或预示着未来线上渠道重视度有望持续提升。且高瓴入局, 或对线上线下运营带来改善。

美的线上表现依然亮眼, 得年轻者得天下。年初以来美的线上均价一直保持与线下相同程度幅度下降, 11 月在格力冲击下并没有加大下探力度, 降幅为 5.90%, 但同期份额提升幅度依然高达 9.33pct 至 32.95%。我们认为, 线上渠道多为年轻群体购买, 美的近年不断塑造品牌形象, 在年轻人中已经形成较强的品牌口碑。即使价格下降幅度较小也能

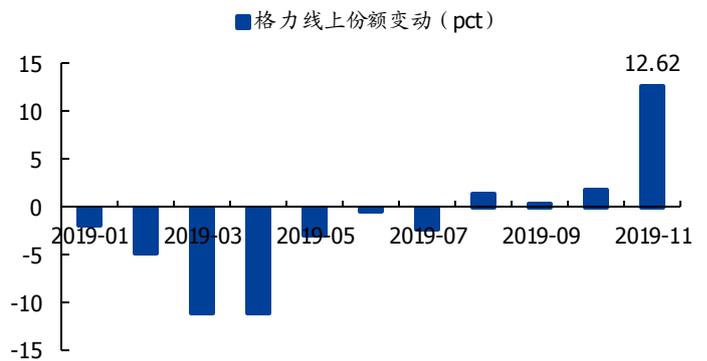
靠品牌力收割年轻消费者。

图表 14: 格力线上均价同比 (%)



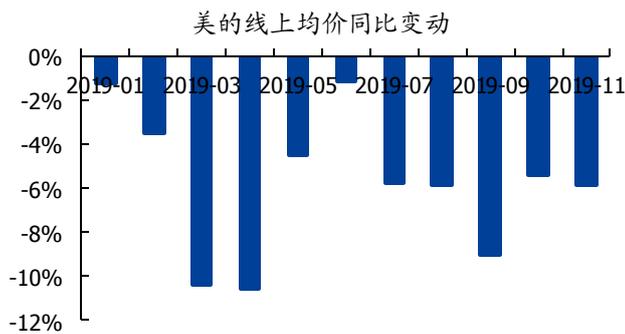
资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

图表 15: 格力线上份额同比 (pct)



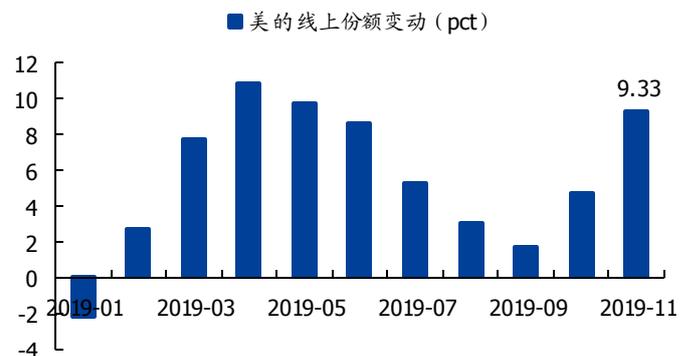
资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

图表 16: 美的线上均价同比 (%)



资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

图表 17: 美的线上份额同比 (pct)



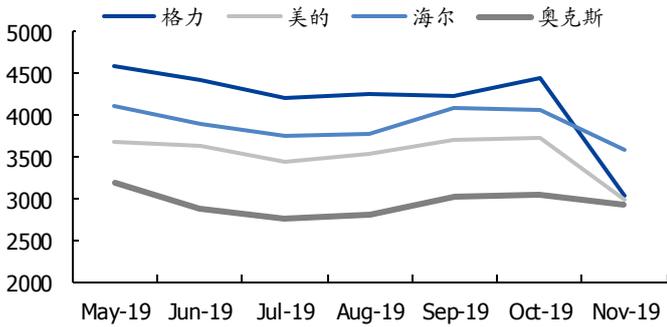
资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

二线品牌或失去线上最后一块栖息地

奥克斯价格优势被抹平, 破局或更为艰难。 由于本月淘数据未披露奥克斯销售额, 奥克斯均价无法计算得出, 但我们可以通过线下数据进行价格比较。根据中怡康数据, 11月格力美的均价下降后绝对值已经与奥克斯几乎持平, 而考虑到奥克斯 2018 年 1.6% 净利率水平, 进一步降价空间不大。

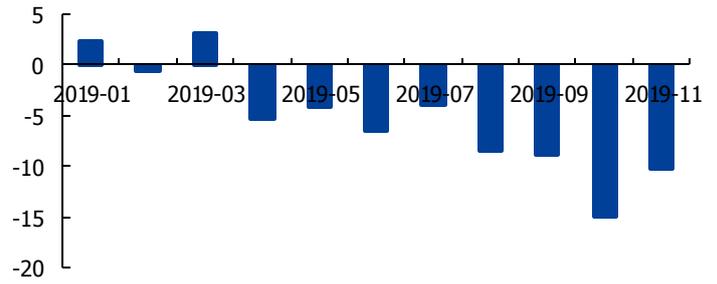
份额上, 奥克斯 4 月以来被龙头不断蚕食, 11 月份额下滑 10.24pct 至 13.8%。对比去年同期线上格局, 已经从格力、奥克斯、美的三足鼎立变成格力、美的双寡头格局。未来随格力进一步加大线上重视程度, 奥克斯或无法恢复线上强势地位。

图表 18: 各品牌空调均价 (元)



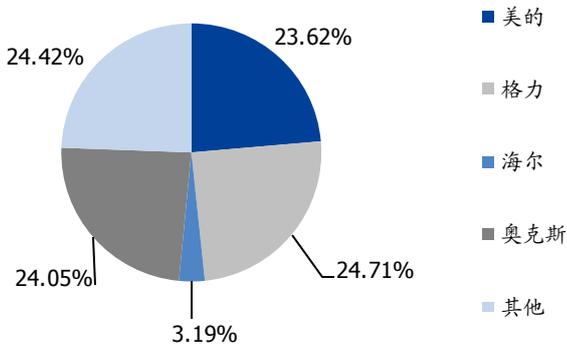
资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 19: 奥克斯线上份额同比 (pct)



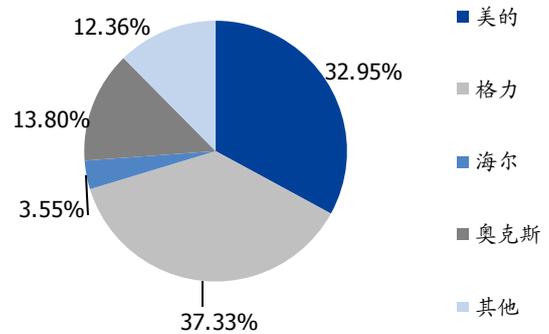
资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

图表 20: 2018年11月各品牌线上份额占比 (%)



资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

图表 21: 2019年11月各品牌线上份额占比 (%)

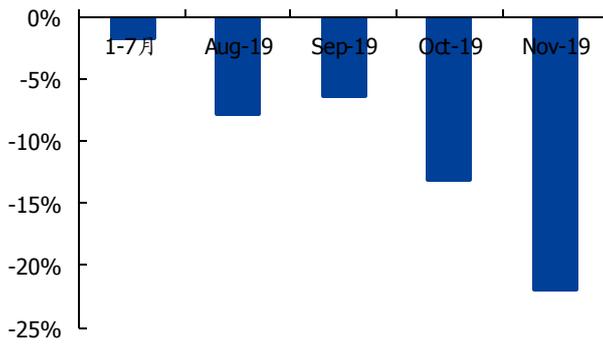


资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

同样值得关注的是海尔双十一表现。在十月数据点评报告中我们指出, 海尔在新冷年开盘后调整空调行业战略, 将价格带进一步拓宽至低价位段, 弥补一直未加以重视的引流机型短板, 带动 10 月份额提升明显。这一提升趋势受双十一影响并未延续。

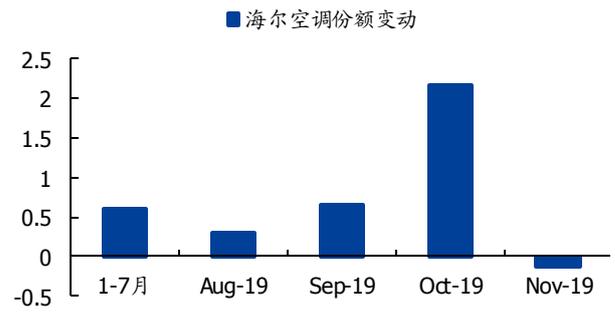
1) 线下来看, 海尔跟进了格力美的的降价策略, 降幅达 22.02%, 低于格力和美的的幅度, 在强竞争环境下空调略显薄弱, 份额下滑 0.14pct。2) 线上来, 均价下降 16.56% 幅度大于格力、美的, 但受制于前期价格基数较高, 均价绝对值与格力几乎持平, 依然高于美的, 海尔线上份额仅小幅提升 0.36pct。总结来看, 本次龙头发起价格竞争, 海尔虽有跟进, 份额基本持平, 增速与行业平均水平相当。在格力和美的的强势的竞争压力之下, 海尔份额基本平稳, 其空调策略调整呈现一定效果。

图表 22: 海尔空调线下均价同比 (%)



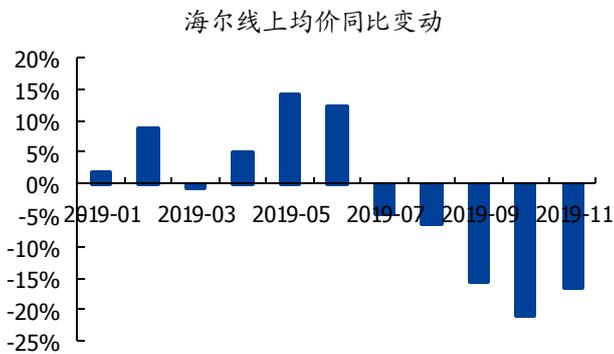
资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 23: 海尔空调线下份额同比 (pct)



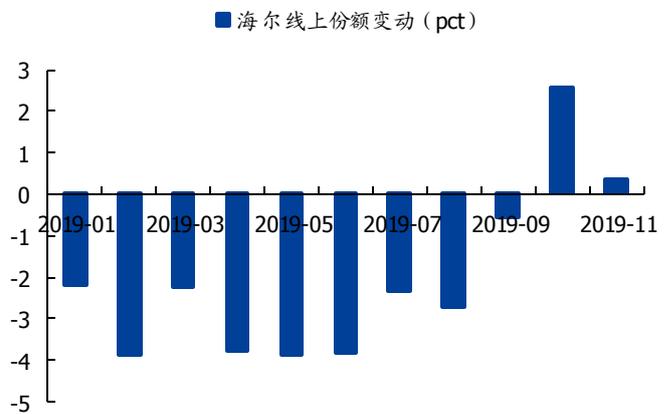
资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 24: 海尔空调线上均价同比 (%)



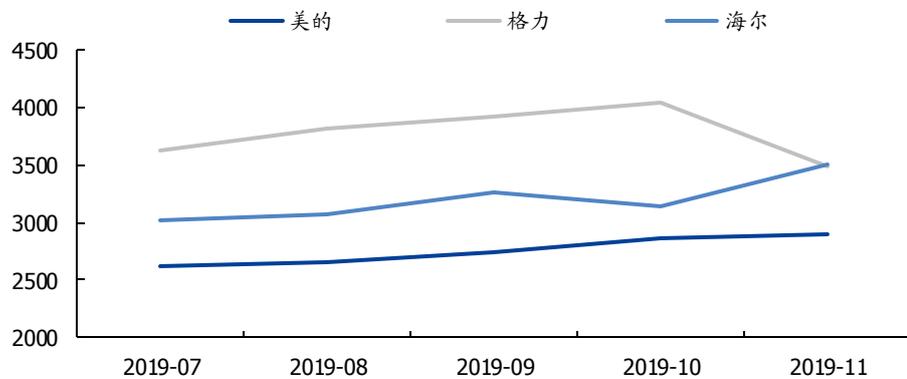
资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

图表 25: 海尔空调线上份额同比 (pct)



资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

图表 26: 各品牌线上均价 (元)



资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

投资建议：继续看好白电龙头的投资机会

行业层面：1) 龙头加大终端销售力度，逐渐收紧格局，随龙头渠道库存不断去化，后续出货端有望好转。2) 资金结构中长线资金占比不断增加，对高 ROE 低估值的白电龙头将更加青睐。

公司层面：**重点推荐格力电器、海尔智家和美的集团。**1) 格力电器在价格策略调整后，市占率将进一步恢复，股权转让落地，分红预期提升；2) 海尔智家渠道调整进一步优化，卡萨帝恢复高增长，未来将提振收入端表现 3) 美的集团积极推进数字化改造和渠道层级削减提升效率，长期竞争力不断提升。

风险提示

终端需求不及预期，行业竞争加剧，产业在线等第三方数据统计有误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com