

空调再起价格战？复苏无虞，寡头博弈

——家电行业每周观点 20201025

家电行业

增持（维持）

作者

分析师：金星

执业证书编号：S0930518030003

021-52523878

jinxing@ebscn.com

分析师：甘骏

执业证书编号：S0930518030002

021-52523877

ganjun@ebscn.com

分析师：王奇琪

执业证书编号：S0930519050001

021-52523880

wangqq@ebscn.com

分析师：王彦玮

执业证书编号：S0930519100001

021-52523879

wangyw@ebscn.com

要点

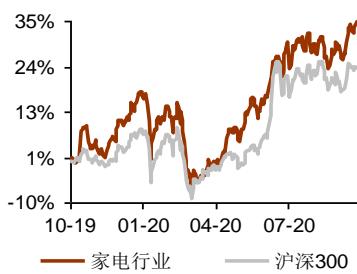
促销预热？美的特价挂机价格重回 2000 元，份额同比提升明显。

9月以来，美的空调份额表现出强势的进攻性。根据奥维云网统计数据，9月美的的线上/线下空调零售量份额分别同比+9.7/+13.6pct。而对比之下，格力单月线上/线下份额分别同比+4.2/-10.3pct，表现被动。

当然，需要指出的是，考虑到零售采样数据的误差和覆盖渠道的局限性（如格力发力较多的专卖店渠道没有采样覆盖），所以实际两者的动销差异没有这么份额表现出的这般大。9月美的的安装卡表现确实更强，估计同比增长在20%左右，格力弱于对手，但也基本同比持平。

9月零售数据结束了2020Q2以来双寡头份额竞争默契趋缓的局面。其实不难观察到，在2020Q2以来，随着格力终端零售价格下降，双方价差已经基本收缩到静态水平（格力ASP比美的高15%左右）。从份额表现来看，双方在竞争中都没有采取激进的举措，默契地温和收割行业份额，行业价格也稳步回暖。

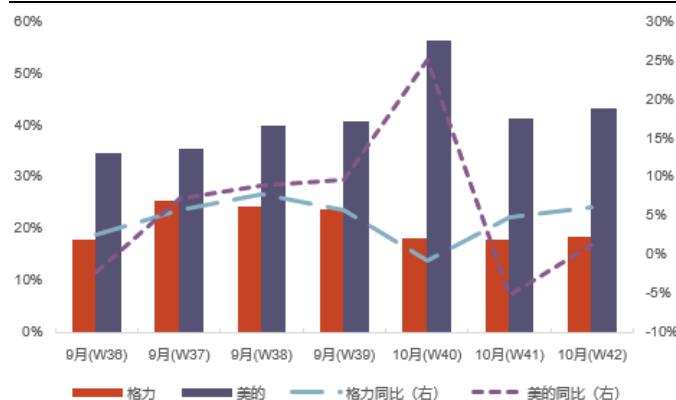
行业与沪深 300 指数对比图



为何9月格局再生变故？核心还是美的率先采取了进攻性的价格策略。美的9月份份额的快速提升还是来源于在价格段的竞争策略更主动。从奥维监测的零售数据我们可以看到，8月双方均价保持15%左右的价差，但进入9月之后，美的价格策略更为积极主动，主动降价，使得格力相较于美的的产品溢价重新拉大，造成双方零售份额表现的巨大分化。

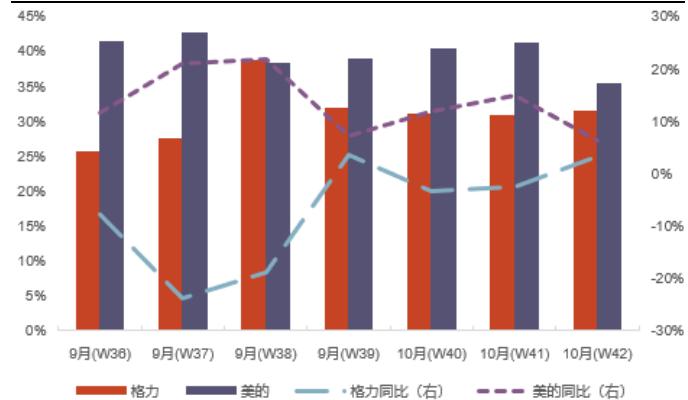
从畅销的1.5P变频挂机的价格来看，美的1.5P新一级能效挂机的线下均价低点一度降低到2000元左右的水平。基本与“618”促销的价格低点相当。

图 1：空调双寡头线上销量份额及同比变动（周度）



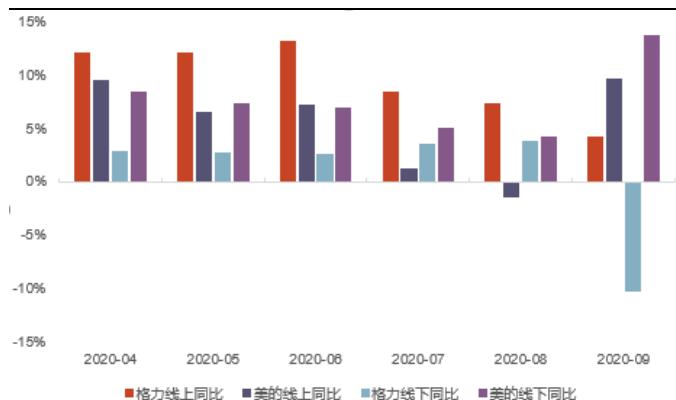
资料来源：奥维云网，光大证券研究所，W42 为 10 月 12-18 日，右、下同

图 2：空调双寡头线下销量份额及同比变动（周度）



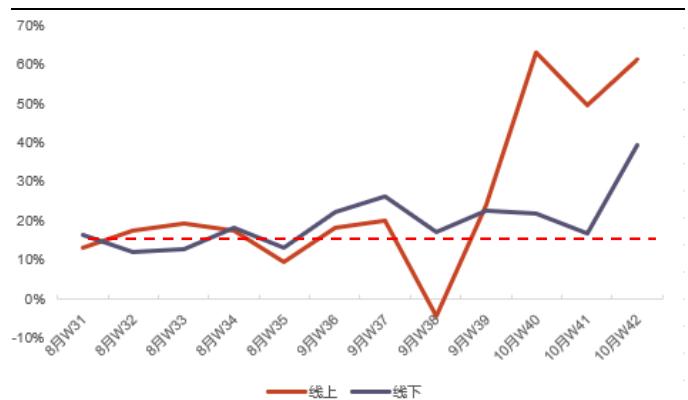
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 3：格力/美的空调零售量份额同比变动



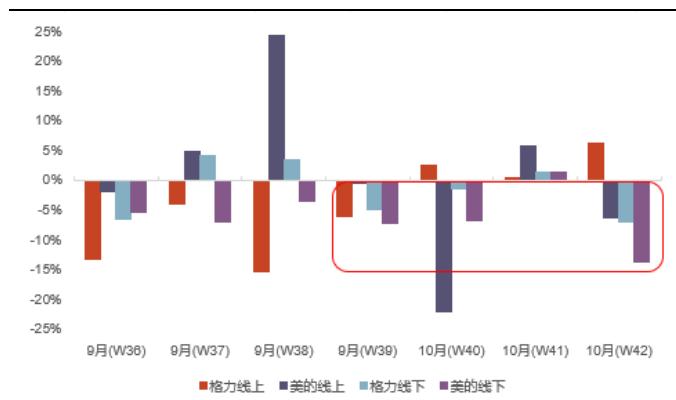
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 4：格力 ASP/美的 ASP 走势：9月以来价差重新拉大



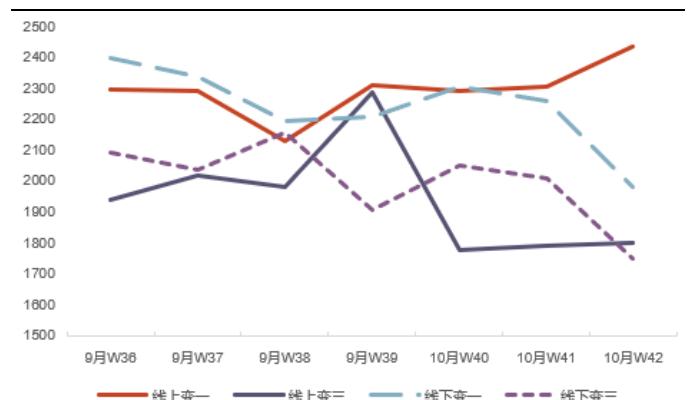
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 5：空调均价同比变动：美的价格出现明显同比下降



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 6：美的畅销 1.5P 一级变频挂机价格一度在 2000 元左右



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

单位：元

空调价格战再起？均价复苏大趋势判断不变，但价格竞争仍是双寡头博弈手段。

大趋势：维持价格底部，温和复苏的判断。2019年开启的行业价格战本质上是美的借助原材料成本红利、渠道变革红利和对手的经营调整等多方面的天时地利人和，主动出击。而2020年疫情带来的需求压力进一步加剧和延长了竞争。

但从当前时点来看，在一年多的价格竞争后，行业诸如奥克斯等二线品牌已经基本被明显打压，竞争进一步出清。行业整体基调就掌握在格力/美的两个龙头手中，所以对后续行业格局的判断还是应该锚定两者的竞争策略。

而PPI反弹大趋势下，原材料成本逐步走强，而格力虽然渠道仍在调整期，但库存水平已经得到明显下降，不再是核心的掣肘，价格竞争的潜在收益空间有限，预计双寡头之间不会出现“伤敌一千，自损八百”的非理性竞争（美的价格战中，自身利润率未受影响；格力利润增速也仅略低于空调收入增速）。所以，我们对空调行业价格的稳步回暖的大判断不变。

而三季度以来，美的/海尔利润增速高于收入增速，二线品牌开始扭亏或盈利明显改善都是对这一判断的佐证。

那如何理解美的近期的降价策略？寡头动态博弈，降价仍是重要的时点性手段。

美的：对手调整带来机会，会选择主动进攻。9~10月是格力以往最重要的线下发力时点（完成淡季打款，举办工厂巡展提振经销商回款）。但是格力因为销司处于调整期，经销商的信心也尚未恢复，所以线下零售促销活动难免会受到冲击。而美的为了维持自身的持续增长，进一步追近甚至超越对手，整体的竞争策略更加的积极主动（故而9~10月美的线下价格优惠大）。

格力：借助促销节点积极消化老能效库存。我们可以看到，与美的全面推行新能效的策略所不同，格力线上线下的主销产品仍是老能效产品。考虑老能效产品的销售期间只有一年，借助“双十一”、“元旦”等促销节点尽快完成库存去化和更迭，是必然的选择。所以，我们预计在这些节点，格力同样会降价去提升自己的动销。

图7：美的的促销爆款基本都是新能效产品



资料来源：淘宝网，光大证券研究所

图8：格力仍主推老能效产品，新品价格仍较高

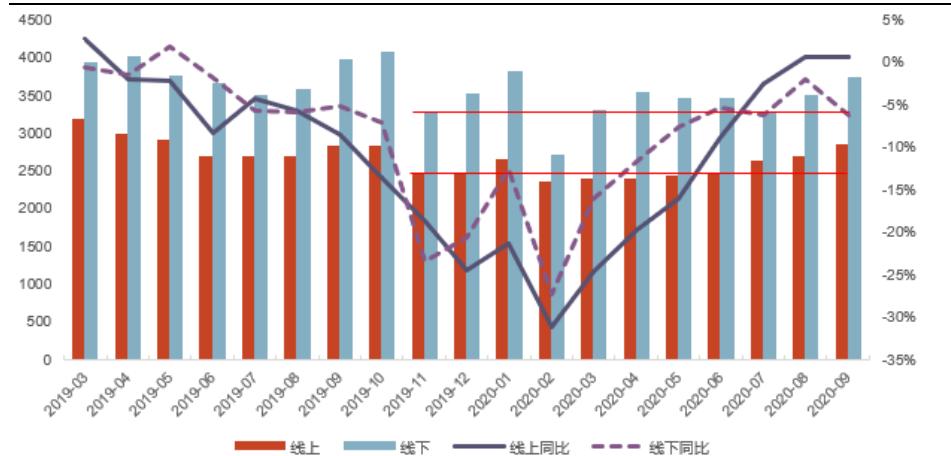


资料来源：淘宝网，光大证券研究所，两款均为3级能效产品

展望“双十一”：降价竞争不可避免，但是更多是双寡头节点性和局部性的举措。所以，本次“双十一”，格力/美的虽然各自出发点不同，但采取的价格策略都会相对积极。但我们认为，本次竞争应该定性为双寡头局部性的竞争策略，并非代表

着行业价格战的重启。所以代表性机型应该不会明显突破前低，而均价同比来看，也将基本企稳，或控制在个位数下降。

图 9：2019 年 11 月价格绝对值已经基本探底，预计今年同比不会再有大幅下降



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

单位：元

展望后续，在格力渠道体系调整到位之前，双寡头之间或仍会有经营层面的动态博弈，所以阶段性的价格会有一定波动。但考虑多因素拖累下，2020 年以来空调价格为行业历史大底，所以我们维持价格回升，竞争收敛的趋势判断不变。

投资建议：

板块本周小幅跑赢大盘，白电板块表现最好。随着三季度以来，行业量价复苏，公司利润修复的复苏拐点逐步明确，家电板块作为为数不多的低估值优质消费资产，板块和龙头获得的关注度还在逐步提升。

下周将进入三季报的密集发布期，重点公司业绩表现将确立景气度上行趋势。展望未来 2~3 个季度，经济仍在持续复苏，基数却对应走低，业绩增速有望逐季提升。

结合重点公司各自的估值水平、景气周期情况，我们推荐三条主线：

- 1) 复苏拐点确立，未来 2~3 个季度景气度向上确定性高的白电龙头：**美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电**；
- 2) 小家电仍是增速最好的成长板块，疫情催化结束后，优选具备中长期持续成长能力的：**九阳股份、新宝股份**；
- 3) 估值底部，经营逐季改善：**老板电器、华帝股份、欧普照明**。

周市场回顾

市场表现回顾：市场小幅下跌，家电板块小幅跑赢大盘，主要系白电整机板块带动。上周沪深 300 指数-1.5%，家电板块整体-0.3%。其中白电整机（+0.7%）、黑电整机（-1.3%）、厨电与小家电（-3.3%）、照明（-3.5%）、家电零部件（+0.9%）。

1) 上周板块表现

表 1：家电行业及子板块市场表现

	家电板块	沪深 300	白电整机	黑电整机	厨电与小家电	照明	家电零部件
上周表现	-0.3%	-1.5%	0.7%	-1.3%	-3.3%	-3.5%	0.9%
年度至今	13.8%	13.8%	9.3%	26.0%	16.9%	8.0%	30.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所

2) 上周个股表现

表 2：家电行业个股表现

	上涨前五		下跌前五	
第一名	和晶科技	32.2%	长青集团	-12.5%
第二名	英唐智控	29.3%	新宝股份	-8.1%
第三名	拓邦股份	12.0%	小熊电器	-8.1%
第四名	厦华电子	4.5%	东方电热	-7.3%
第五名	中科新材	4.5%	地尔汉宇	-7.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所

风险提示：经济回暖不及预期，地产销售/竣工复苏不及预期，疫情出现反复。

表 3：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)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
000333.SZ	美的集团	75.11	3.47	3.46	4.04	22	22	19	买入
600690.SH	海尔智家	22.72	1.25	1.16	1.30	18	20	17	买入
000651.SZ	格力电器	58.32	4.11	3.35	4.34	14	17	13	买入
002242.SZ	九阳股份	43.70	1.07	1.26	1.45	41	35	30	买入
002705.SZ	新宝股份	45.13	0.86	1.27	1.56	52	36	29	买入
002032.SZ	苏泊尔	73.88	2.34	2.38	2.63	32	31	28	买入
002959.SZ	小熊电器	115.60	2.23	3.26	3.68	52	35	31	增持
000921.SZ	海信家电	12.03	1.32	1.07	1.21	9	11	10	增持
002508.SZ	老板电器	32.87	1.68	1.82	2.04	20	18	16	买入
002035.SZ	华帝股份	9.26	0.86	0.93	1.05	11	10	9	买入
603515.SH	欧普照明	27.03	1.18	1.26	1.45	23	21	19	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020-10-23

行业及公司评级体系

评级	说明
行业及公司评级	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曾与，不与，也将不会与本报告中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版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 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