

## 家电

行业研究/深度报告

# 行业景气复苏背景下，新能效标准影响几何

## —空调行业新能效标准等级深度解析

深度研究报告/家电

2020 年 05 月 18 日

### 报告摘要：

#### ● 新标准门槛大幅提升，约4成现有空调产品面临淘汰

2019 年底国家标准化委员会公布空调行业新版能效标准等级，新标将于 2020 年 7 月 1 日正式实施。新标统一了变频及定频空调能效标准，将能效标准评定分为 1-5 级，并将市场准入门槛大幅提升。当前市场绝大部分定频空调及部分 3 级能效变频空调或将不达新标的市场准入门槛，面临淘汰，涉及产品约占当前市场销量的 4 成左右。

#### ● 新标落地旧能效产品成本提升超6-10%，长尾品牌难守低价优势

提升空调产品能效比主要有三种方式：一是使用高端国产或进口压缩机，相较普通低能效压缩机产品价格提升 10-20%，带动整体生产成本提升 3-6%；二是内机冷凝器及外机散热器体积增加带来的换热效率提升，生产成本提升 1-2%；三是通过增加逆变器或购置高端电机等方式将交流电机改为直流电机，带来的生产成本提升约 2-3%。综合而言，原低能效标准产品为满足新标市场准入门槛，近硬件端带来的成本提升或超过 6-10%。考虑到长尾品牌多借助低价产品定位低端市场，生产成本的提升及产品结构强制性优化或迫使长尾品牌失守低价优势，进一步让出市场份额。

#### ● 龙头品牌规模优势、议价能力及研发储备全方位领先，集中度有望再提升

龙头品牌一方面规模优势及议价能力较长尾品牌优势显著，同时产品布局及结构偏向变频化、高能效等级产品，新标落地后核心零部件价格提升以及结构性变化或显著低于长尾品牌；另一方面在研发储备角度更具前瞻性，先发优势显著，集中度有望进一步提升。

#### ● 行业景气度复苏背景下，或推动龙头增长压力缓解，行业价格竞争节奏减弱

经历 2019 年凉夏及年初疫情连续冲击后，尽管当前行业景气度稳步复苏，但经销商增长压力尚存，对全年仍有价格竞争预期。新标落地有望推动龙头市场份额提升，缓解经销商增长压力，继而推动行业价格竞争节奏减弱，价格竞争的时长及幅度或受益减弱，行业表现好于此前市场悲观预期。

#### ● 投资建议

空调行业新标落地有望推动行业整体产品结构优化，推动龙头品牌份额进一步提升。重点关注增长动力充足，积极探索渠道融合的龙头**格力电器**；以及渠道效率优异，产品策略领先的龙头**美的集团**。

#### ● 风险提示

需求复苏不及预期，行业竞争加剧。

### 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 5月15日	EPS			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
000651	格力电器	57.93	4.18	4.81	5.05	13.8	12.0	11.5	推荐
000333	美的集团	56.95	3.63	4.10	4.55	15.7	13.9	12.5	暂无评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院

\*美的集团所有数据均来自 wind 一致性预期

### 推荐

维持评级

### 行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu\_yjs@mszq.com

### 相关研究

1. 长期空间不改，估值修复可期——厨电行业深度报告
2. 地产政策改善托底家电需求

## 目录

<b>一、我国能效政策历经多次迭代，2019 版标准全面升级</b>	<b>3</b>
(一) 我国能效等级多次修订，考核体系不断完善	3
(二) 2019 版标准全面升级，部分低能效产品一年后退出市场	4
(三) 当前超过 4 成现有产品或将面临淘汰	5
<b>二、新标落地两大利好龙头，行业集中度有望再提升</b>	<b>8</b>
(一) 压缩机等为能效提升关键，低能效机型成本提升约 6-10%	8
1、压缩机仍是技术核心，新能效等级下成本或提升 3-6%以上	8
2、冷凝器、蒸发器叠加电机优化，成本约提升 3-5%	10
(二) 2 成本上行及产品结构性优化，长尾品牌或丧失低价优势	10
(三) 龙头品牌具备研发前瞻性，先发优势显著	12
<b>三、新标准能效大幅提升，加速行业高端化进程</b>	<b>14</b>
(一) 增长压力下 2019 年掀起小幅度价格战，均价同比下降超 10%	14
(二) 疫情影响已逐步过去，全年价格竞争预期仍存	15
(三) 变频+高能效趋势已定，行业高端化驶入快车道	16
<b>四、风险提示</b>	<b>17</b>
<b>插图目录</b>	<b>18</b>
<b>表格目录</b>	<b>18</b>

## 一、我国能效政策历经多次迭代，2019 版标准全面升级

### （一）我国能效等级多次修订，考核体系不断完善

空调产品的能效比，指的是在空调运行过程中，单位输入功率能够转换成的制冷量，最基本的计算公式为： $\text{空调能效比} = \text{制冷量} / \text{制冷功率}$ 。目前主流的空调能效比计算指标有 EER、SEER、APF、HSPF 等，这些指标分别适用于考核不同类型的空调，其计算公式只是基本公式的衍生，根据不同工作场景对制冷量和制冷功率进行适当调试，计算逻辑并未发生改变。

通常而言，空调能效比的数值越大，表明该空调在运行过程中为达到相同制冷效果所消耗的电量越少，即节能效果越好。

表1：空调能效比不同评价指标对比

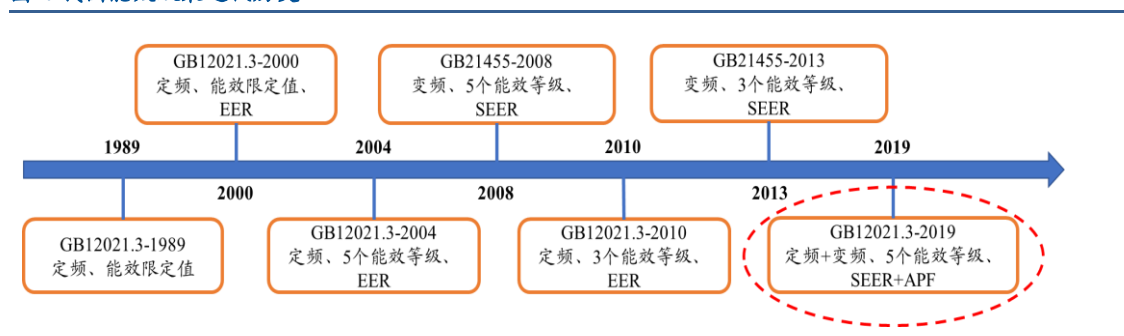
指标	概念	应用产品
EER	额定工况和规定条件下，空调器进行制冷运行时，制冷量与有效输入功率之比	单冷型&热泵型
SEER	制冷季节期间，空调器进行制冷运行时从室内除去的热量总和与耗电量的总和之比	单冷型空调
APF	空调器在制冷季节和制热季节期间，从室内空气中除去的冷量与送入室内的热量的总和与同期间内耗电量的总和之比	热泵型空调
HSPF	制热季节期间，空调器进行热泵制热运行时，送入室内的热量总和与耗电量的总和之比	空气源热泵

资料来源：国家标准化委员会，民生证券研究院

我国自 1989 年首次制订空调能效标准，30 年来对其进行了多次迭代，截至目前一共出台了六部空调能效标准。我国能效标准制订之初只设置了最低限定值（即市场准入能效值），在之后的迭代过程中不断完善，逐步针对定频空调和变频空调制订不同考核指标，并划分多个能效等级。能效标准随空调行业发展而逐步修订完善。

此外，由于我国的空调能效标准是强制性实施的，即低于现行最低能效标准的产品将在一定宽限期后被禁止出售，因此客观而言每一次能效标准的修订都是行业准入门槛的提升，客观而言在一定程度上推进了空调产业技术升级及产品迭代。

图1：我国能效政策迭代历史



资料来源：国家标准化委员会，民生证券研究院

## (二) 2019 版标准全面升级，部分低能效产品一年后退出现场

2019 年 12 月 31 日，中国标准化委员会公布 GB21445-2019《房间空气调节器能效限定值及能效等级》(后文简称 2019 版标准)，和旧标准相比，2019 版标准主要有以下三点改变：

1、**统一定频、变频空调评价标准。**新标不再为定频、变频空调单独设置不同的考核体系，仅以单冷型和热泵型（即可制冷制热型）划分空调类型，并分别以 SEER 和 APF 作为能效评价指标。

2、**具体能效等级划分由旧标准的 3 级转变为 5 级，并进一步提升相应等级能效标准，部分原三级能效的变频空调、原三级能效的热泵型定频空调及所有能效等级的单冷型定频空调将面临淘汰，下文将就这一点进行详细阐述。**

### (1) 定频产品：原 3 级热泵型空调及所有单冷型定频空调不达新市场准入标准

根据 2019 版标准，定频空调的市场准入要求为不低于新标准下的 5 级能效。对比新旧标准不难发现，对于单冷型定频空调，原 1 级能效额定制冷量低于新标准下的 5 级能效，未达到新的市场准入要求，原有旧产品将面临全线淘汰；对于热泵型定频空调，原一、二级能效产品分别对应 2019 版标准下的四、五级能效，而原三级能效产品未能达到新标准准入标准，同样将面临淘汰。

表2：定频空调新旧能效标准对比

2019 版 标准	额定制冷量 (CC) / W	单冷型：制冷季节能源消耗效率 (SEER)						热泵型：全年能源消耗效率 (APF)					
		1 级	2 级	3 级	4 级	5 级		1 级	2 级	3 级	4 级	5 级	
	CC≤4500	5.8	5.4	5.0	3.9	3.7		5.0	4.5	4.0	3.5	3.3	
	4500<CC≤7100	5.5	5.1	4.4	3.8	3.6		4.5	4.0	3.5	3.3	3.2	
	7100<CC≤14000	5.2	4.7	4.0	3.7	3.5		4.2	3.7	3.3	3.2	3.1	
2010 版 标准	额定制冷量 (CC) / W	能效比 (EER)						能效比 (EER)					
					1 级	2 级	3 级				1 级	2 级	3 级
	CC≤4500				3.6	3.4	3.2				3.6	3.4	3.2
	4500<CC≤7100				3.5	3.3	3.1				3.5	3.3	3.2
	7100<CC≤14000				3.4	3.2	3.0				3.4	3.2	3.0

资料来源：国家标准化委员会，民生证券研究院

\*灰色阴影部分产品表示在 2020 年 7 月 1 日之后不可再生产，2021 年 7 月 1 日之后不可再销售

尽管 2019 版标准不再沿用 EER 作为评价指标，而是采用 SEER 和 APF 作为新的评价指标，但将计算方法不同导致的偏差考虑在内，原定频 3 级能效空调距离 2019 版标准下的市场准入门槛仍有明显差距。因此在 2019 版新标准落地之后，原定频产品中所有单冷型产品及 3 级能效热泵型产品将不能达到市场准入门槛。

## (2) 变频产品：部分原 3 级能效变频空调同样面临淘汰压力

根据 2019 版标准，变频空调的市场准入门槛为不低于新标准下的 3 级能效。对于单冷型产品，原 1 级和 2 级能效分别相当于新标准下的 2 级和 3 级能效，原 3 级能效略高于新标准 4 级能效，但考虑到新旧能效指标的测算误差，部分原单冷型 3 级能效产品仍然面临淘汰风险；对于热泵型产品，原 1 级和 2 级能效分别相当于新标准下的 2 级和 3 级能效，原 3 级能效与新标准 4 级能效相当，未达到新标准下的市场准入门槛。

表3：变频空调新旧能效标准对比

	额定制冷量 (CC) / W	单冷型：制冷季节能源消耗效率 (SEER)					热泵型：全年能源消耗效率 (APF)				
		1 级	2 级	3 级	4 级	5 级	1 级	2 级	3 级	4 级	5 级
2019 版标准	CC≤4500	5.8	5.4	5.0	3.9	3.7	5.0	4.5	4.0	3.5	3.3
	4500<CC≤7100	5.5	5.1	4.4	3.8	3.6	4.5	4.0	3.5	3.3	3.2
	7100<CC≤14000	5.2	4.7	4.0	3.7	3.5	4.2	3.7	3.3	3.2	3.1
	额定制冷量 (CC) / W	能效比 (EER)			能效比 (EER)			能效比 (EER)			
		1 级	2 级	3 级	1 级	2 级	3 级	1 级	2 级	3 级	4 级
2013 版标准	CC≤4500	5.4	5.0	4.3	4.5	4.0	3.5	4.5	4.0	3.5	3.3
	4500<CC≤7100	5.1	4.4	3.9	4.0	3.5	3.3	4.0	3.5	3.3	3.2
	7100<CC≤14000	4.7	4.0	3.5	3.7	3.3	3.1	4.2	3.7	3.3	3.1

资料来源：国家标准化委员会，民生证券研究院

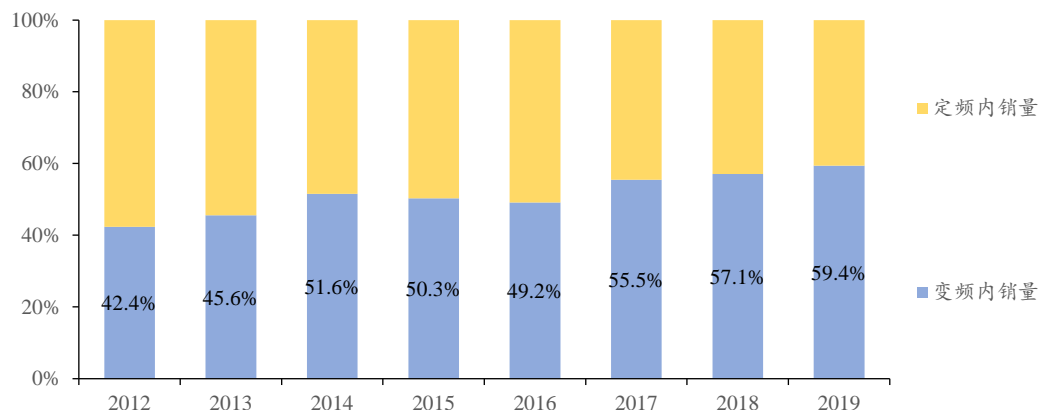
\*灰色阴影部分产品表示在 2020 年 7 月 1 日之后不可再生产，2021 年 7 月 1 日之后不可再销售

同时，新能效标准也为企业留有政策缓冲期限，政策规定在 2020 年 7 月 1 日之前生产或进口的未达新标准市场准入门槛的产品，仍可在 2021 年 6 月 30 日之前销售。各品牌仍可利用政策缓冲期及时清理低能效产品库存，调整产品生产计划并完善产品布局。

3、扩大能效指标的应用范围，将低环境温度空气源热泵热风机等新型空调类产品纳入能效评定，主要以 HSPF 为考核指标，划分 3 个等级。低环境温度空气源热泵热风机是响应国家“煤改清洁能源”政策而推出的新型空调产品，将其纳入能效评定范围能够为行业提供产品能效评价标准，促进该产品市场的规范健康发展。

## (三) 当前超过 4 成现有产品或将面临淘汰

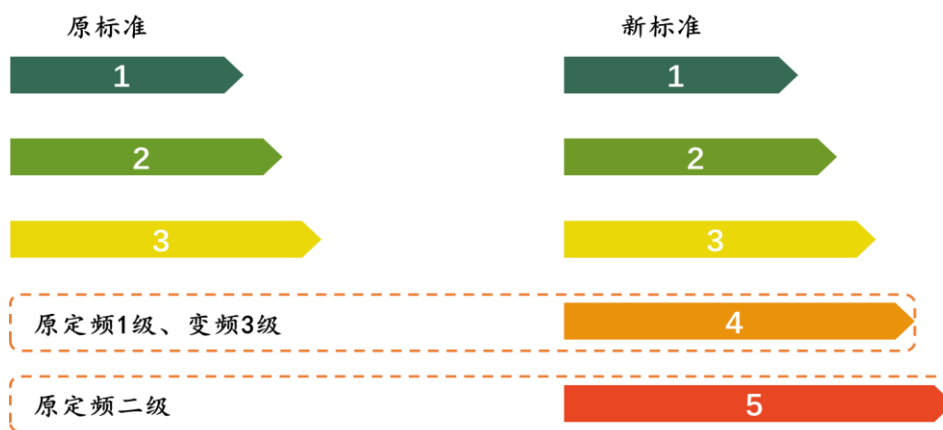
根据产业在线统计数据显示，我国变频空调在内销市场占比稳步提升，截至 2019 年，销量占比已达 59.4%，逐步成为主流销售产品。

**图2: 我国变频空调销量占比稳步提升至约 59.4%**


资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

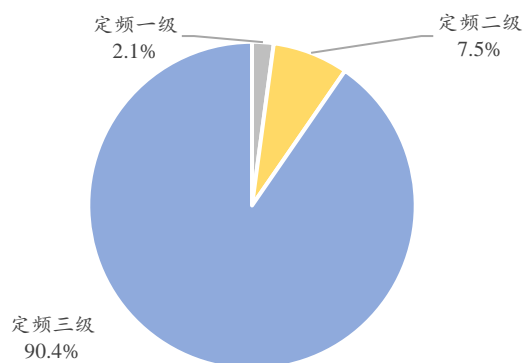
其中据中怡康统计显示, 变频空调中, 一级、二级、三级能效产品占比分别为 67.5%, 8.0% 和 24.5%; 定频空调中一级、二级、三级能效产品占比分别为 2.1%, 7.5% 和 90.4%。定频空调中三级能效占比超过 9 成。

据 2019 年新标准规定, 新能效标准下的定频 5 级以下产品 (对应当前标准下所有 3 级能效定频产品及部分 1 级、2 级能效定频产品) 及变频 3 级以下产品 (对应当前标准下部分 3 级能效变频产品) 将低于市场准入标准。简单测算可得, 新标准实施后, 当前市场销售的空调产品中或有超过 4 成将不达市场准入门槛, 面临淘汰。

**图3: 新旧能效对比**


资料来源: 国家标准化委员会, 民生证券研究院

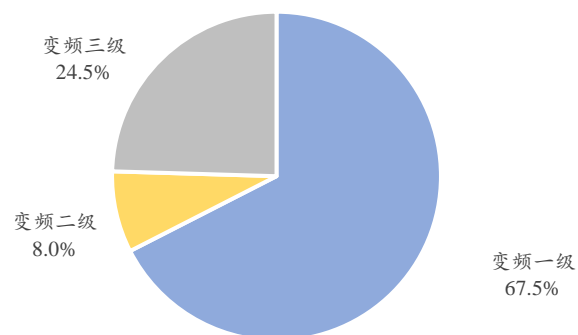
图4: 在售产品中，定频产品中 3 级能效占比超 9 成



资料来源：中怡康，民生证券研究院

\*所有数据均为 2019 年 1-7 月各型号产品累计销售额占比

图5: 在售产品中，变频产品中 3 级能效占比约 20.5%



资料来源：中怡康，民生证券研究院



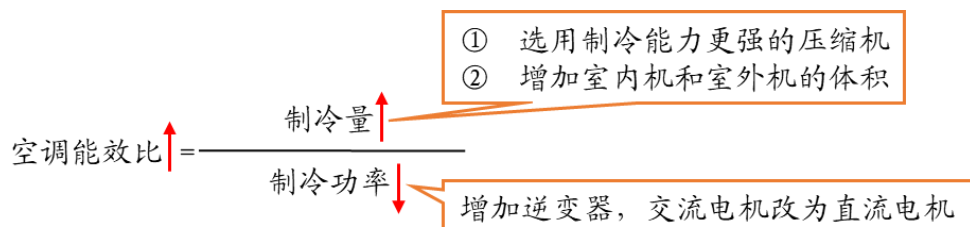
## 二、新标落地两大利好龙头，行业集中度有望再提升

### （一）压缩机等为能效提升关键，低能效机型成本提升约 6-10%

根据能效比计算公式“空调能效比=制冷量/制冷功率”，提升空调产品能效比主要有两条思路，一是提高额定制冷量，二是降低额定制冷功率。其中，具体实现方式如下：

- 1) **提高额定制冷量：更换优质或进口压缩机**；是最为直接也是最为有效提升额定制冷量的方式，目前市面上的一级能效变频产品基本采用进口压缩机或国产高端电机为主。
- 2) **提高额定制冷量：增加室内机冷凝器和室外机蒸发器的体积**；增加冷凝器及蒸发器的体积，即增加同等时间下室内释放冷风的风量及室外抽排热风的风量，能够达到提升额定制冷量的效果，但受制于空调内外机的整体体积，增加空间有限。
- 3) **降低额定功率：内外机之间增加逆变器，将交流电机改为直流电机**；交流电机改为直流电机可以直接提升电机运营效率，降低额定功率。
- 4) **提升硬件运营效率：优化内部结构，提升运营效率**。除硬件端的改善与性能提升外，还可通过改善硬件间的结构排布与配合等方式实现整体运营效率的提升，进一步达到提高额定制冷量或降低额定功率的目的。

图6: 空调能效比计算公式及提升方式



资料来源：国家标准化委员会，民生证券研究院

无论采用何种方式对能效等级进行提升，势必会带来成本不同程度地提升，下面将对各个方式进行详细讨论：

#### 1、压缩机仍是技术核心，新能效等级下成本或提升 3-6% 以上

压缩机仍是目前技术水平下，提升能效等级最直接且最行之有效的方法之一，不同压缩机对能效等级的影响也较大。根据目前市场上主流产品的拆机数据，当前空调市场的一级能效变频产品均采用国产高端压缩机/进口压缩机+进口电机的配比，多数国产压缩机目前仍然较难满足新能效标准的高市场准入要求。



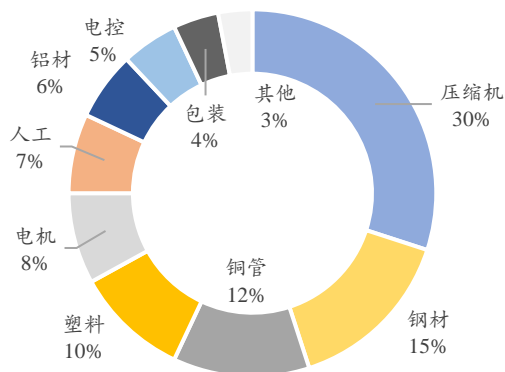
**表4：在售一级能效变频产品均采用国产高端压缩机/进口压缩机+进口电机的配比**

产品品牌	产品型号	能效等级	压缩机型号	电机型号
格力	云锦系列	一级变频	凌达 R32 冷媒	凯邦直流无刷电机
格力	品悦系列	一级变频	凌达 R32 冷媒	大洋直流无刷电机
美的	M 果系列	一级变频	美芝 R32 冷媒	威灵直流无刷电机
	MWOW 系列	一级变频	美芝 R32 冷媒	威灵直流无刷电机
海尔	简爱系列	一级变频	海立 R410A 冷媒	芝浦直流无刷电机
	净界系列	一级变频	日立 R410A 冷媒	芝浦直流无刷电机
智米	智米空调	一级变频	日立 R410A 冷媒	日立直流无刷电机
卡萨帝	天玺系列	一级变频	日立 R410A 冷媒	-
三菱电机	MSZ 系列	一级变频	三菱 R410A 冷媒	-

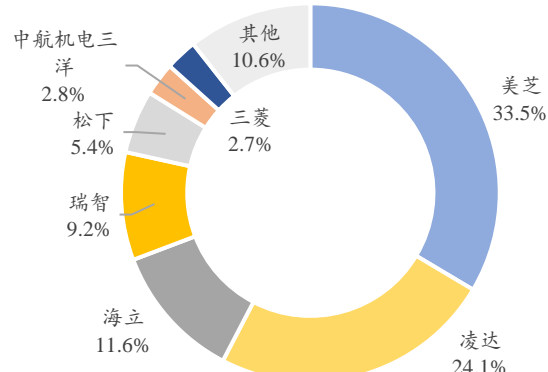
资料来源：各品牌天猫旗舰店，民生证券研究院

根据产业调研，目前低能效等级产品所采用的压缩机在性能上与高端国产及进口产品相比仍有一定差距，很难满足新能效标准的要求。并且压缩机的研发成本和失败率都比较高，因此短期内，长尾品牌突破自主研发或继续采用低端压缩机的可能性较小，将会更多地选择格美的系高端压缩机或进口压缩机。

通常而言，高端压缩机及进口压缩机单价高出普通压缩机 10-20% 左右，据产业在线数据，压缩机占到空调生产成本的 30% 左右，能效标准等级提升后，或迫使低能效等级产品压缩机升级换代，对应生产成本提升约 3%-6% 以上。

**图7：压缩机在空调成本中占比约 30%**


资料来源：产业在线，民生证券研究院

**图8：空调龙头压缩机布局领先同行**


资料来源：产业在线，民生证券研究院

此外，一方面考虑到国产压缩机市场集中度较高，美的系美芝及格力系凌达等占据近六成市场份额，长尾品牌购置高端压缩机的溢价能力较为被动；另一方面，外资品牌电机的采购价格根据不同品牌规模优势及议价能力差距有所浮动，格力、美的等龙头品牌与大金、松下、日立、芝浦等日本压缩机及电机厂商保有长期合作。综合而言，长尾品牌购置压缩机的实际价差或将更大。

## 2、冷凝器、蒸发器叠加电机优化，成本约提升 3-5%

增加空调室内机冷凝器和室外机蒸发器的排风及散热体积，主要通过使用性能更好的铜管、扰流效果更好的翅片等方式实现，以达到提升换热效率的目的。该部分对空调成本约在 1%-2% 左右。此外，电机部分的调整主要通过增加逆变器、或购置高端电机等方式实现，对成本的提升约在 2-3% 以上。综合而言，冷凝器、蒸发器体积增加叠加电机方面优化共将使得成本推升约 3-5%。

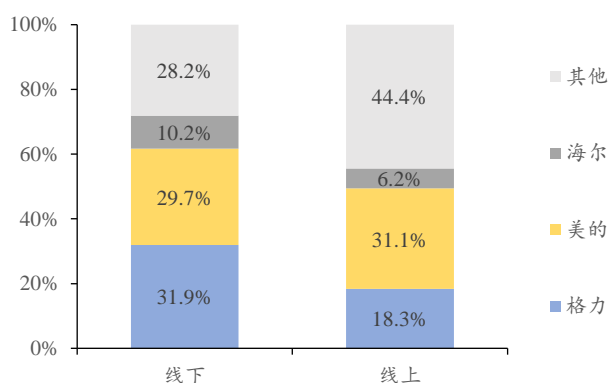
考虑到对内部硬件结构优化、提升运营效率等方面的投入短期难以量化，为满足新能效标准等级的市场准入标准，原低能效机型单纯从硬件产品调整方面带来的生产成本提升预计将达 6-10% 以上。

## （二）成本上行及产品结构性优化，长尾品牌或丧失低价优势

我国空调行业双寡头 CR2 接近 60%，龙头凭借强大产业链布局及渠道优势，护城河深厚，稳据中端及中高端市场，格局较为稳固。多数中小品牌及长尾品牌主要依赖低价优势生存于低端市场，同时整体产品结构偏向低能效等级。

根据奥维云网数据，2019 年我国空调行业线下渠道各品牌销售均价出现显著阶梯状分布，格力海尔美的三家龙头均价表现领先，均价在 3600-4000 元以上，而同时多数长尾品牌均价处于 3000 元以下，与龙头间价差超过 20%，差距显著。低价策略使得长尾品牌在中低端市场得以生存，市场份额合计约 30%。

图9: 2019 年我国空调行业 CR3 接近 70%，集中度较高



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图10: 2019 年长尾品牌线下渠道产品均价显著低于龙头



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

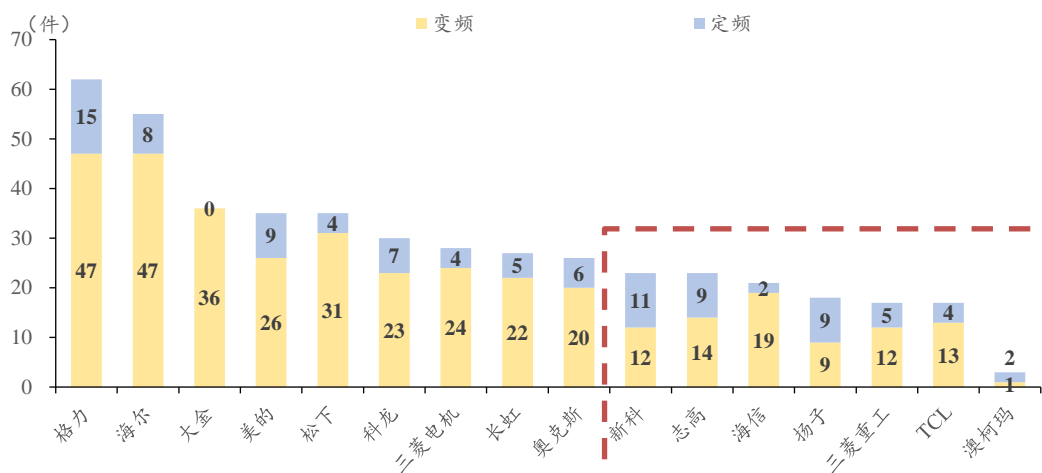
长尾品牌均价偏低主要基于以下两点因素：

1. 由于原材料、零部件等的差异，长尾品牌普遍生产成本偏低，结合低端市场定位，难以支撑品牌溢价，整体定价偏低；

2. 主营产品及销售结构方面相对更偏向低能效等级及定频产品，整体产品结构相对低端，综合均价进一步走低。据各空调品牌天猫旗舰店在售产品 SKU 及具体销售数据统计，格力、美的等龙头品牌不仅在产品布局方面更加完善，变频产品 SKU 超出长尾品牌的 100% 以上；同时从实际销售结构方面，龙头品牌变频及高能效产品同样具备显著优势。

我们认为，随 2020 年新标落地，长尾品牌得以维持低价的两大因素均将被打破，长尾品牌或将失去低价优势，进一步丧失低端市场竞争优势。

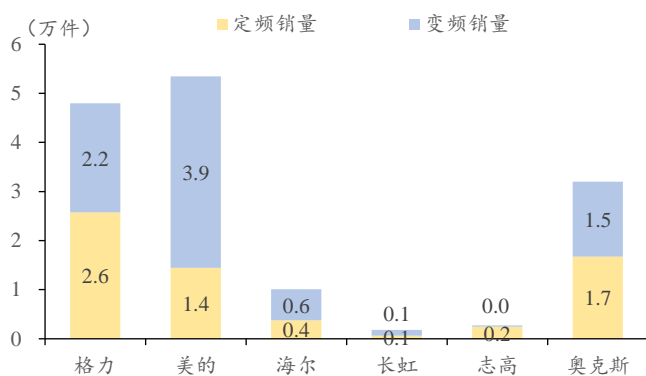
图11: 空调龙头品牌在售 SKU 布局更加完善



资料来源：各品牌天猫旗舰店，民生证券研究院

\*注：为避免低能效产品价格促销带来的扰动，所选取数据时间节点为 2019 年 8 月

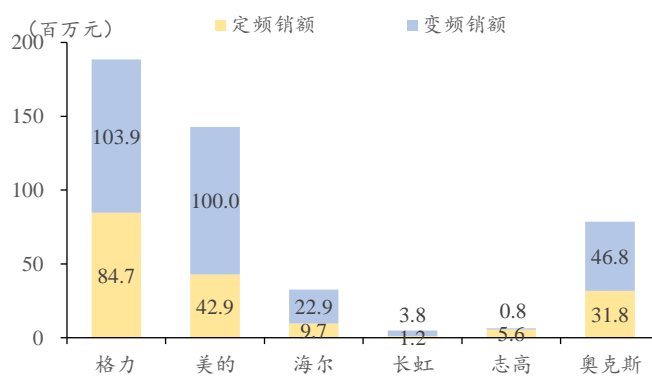
图12: 龙头品牌变频产品销量优势显著



资料来源：淘数据，民生证券研究院

\*注：为避免低能效产品价格促销带来的扰动，所选取数据时间节点为 2019 年 8 月

图13: 龙头品牌变频产品销售额优势显著



资料来源：淘数据，民生证券研究院

根据上文简单测算，高低能效等级产品间单纯由于硬件优化带来的成本差距约在 6-10% 以上。当前多数长尾品牌产品布局及主营产品以低能效等级产品为主，为满足新能效标准等级的市场准入门槛，对于产品能效等级的提升幅度相较龙头品牌更大。

简单假设新标落地后需优化的产品总量约等于目前所有在售定频产品数量,据各品牌天猫旗舰店数据,当前龙头品牌在售定频产品销售额占比约 25-40%,长尾品牌在售定频产品销售额占比约 50-100%,该部分产品优化分别为龙头品牌及长尾品牌所带来的整体成本提升约为 1-4%与 3-10%,成本端收窄幅度或达 5 PCT 以上。

**表5: 新能效标准等级下,不同品牌产品优化带来的成本提升测算**

产品品牌	定频产品销售额占比	硬件优化带来的单件成本提升	硬件优化带来的整体成本提升
龙头品牌	25-40%	6-10%	1% - 4%
长尾品牌	50-100%		3% - 10%

资料来源: 淘数据, 民生证券研究院测算

结合龙头品牌与长尾品牌间的规模优势、议价能力的差距,及龙头在产业链一体化布局方面的优势,龙头品牌成本优势或将进一步放大,实际品牌间价差收窄幅度或大于 5 PCT。

为消化成本上行带来的价差收窄,长尾品牌或将通过压缩盈利水平及提升终端售价等方式实现,而考虑到品牌溢价与产业链低位差距,长尾品牌在本身盈利能力较弱的前提下,终端售价提升带来的品牌间价差收窄也势必会推动市场份额进一步向龙头品牌集中。

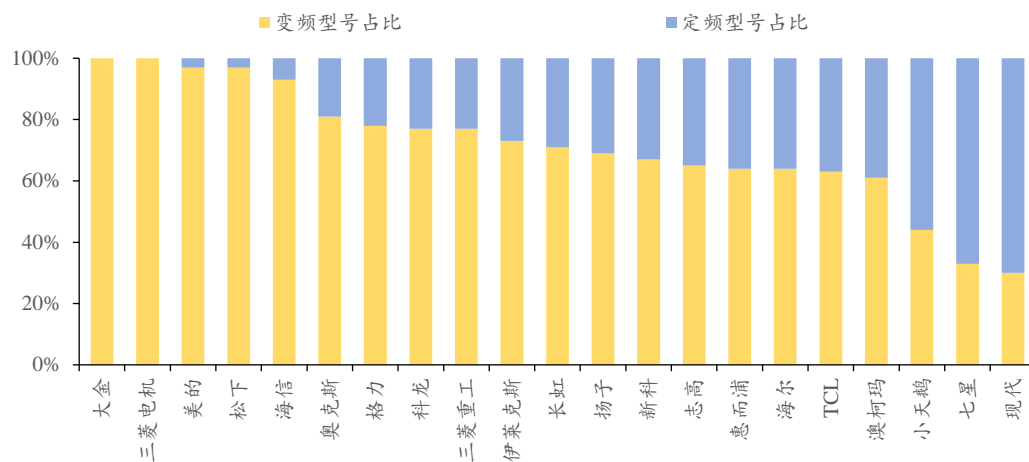
综上,我们认为目前众多长尾品牌主要依靠低价优势占据部分市场份额,在新能效标准落地之后,压缩机、空调内外机等零部件的更新换代都将显著提升生产成本,从短期来看,龙头企业将在短期内凭借规模优势建立成本优势,而在长期来看,龙头则将凭借领先行业的研发投入和产业链一体化能力放大成本优势。长尾品牌因成本提升而被迫提价而丧失低价优势,因此可以合理预期市场份额将进一步向龙头集中。

### (三) 龙头公司具备研发前瞻性,先发优势显著

除去硬件方面的差异,高能效等级产品对品牌在研发端的要求更高,不同硬件间的结构排布、性能配合及实际使用方面的调适均对研发储备、研发投入及研发团队提出较高的要求。其中龙头品牌在研发团队及投入方面具备显著优势,同时凭借前瞻性的研发储备,对产业发展趋势判断更为准确清晰,并于较早时期即开始产品结构调整,在变频化+高能效赛道上具备一定先发优势。

根据中怡康时代数据,2018 年 8 月至 2019 年 6 月间上市的空调新品中,美的和格力变频型号占比分别高达 97%和 78%,而长尾品牌新上市 SKU 当中,仍有 40%-60%为定频及低能效等级产品。不同品牌间布局及产品战略分化明晰。新能效政策落地将利好空调龙头,进一步放大龙头公司在变频+高能效赛道上的领跑优势。

图14: 2018 年 8 月至 2019 年 6 月新上市空调新品型号中，龙头品牌变频型号布局领先



资料来源：中怡康，民生证券研究院

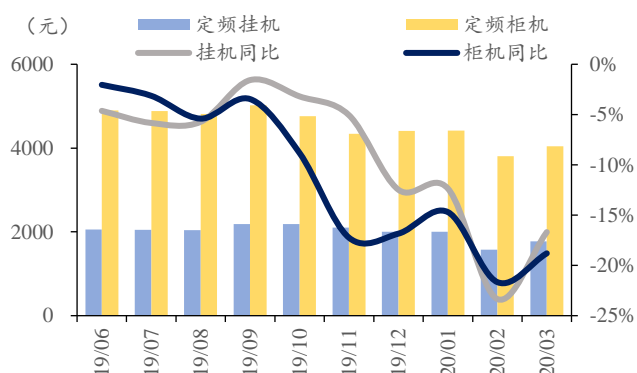
### 三、新标准能效大幅提升，加速行业高端化进程

#### （一）增长压力下 2019 年掀起小幅度价格战，均价同比下降超 10%

2019 年初以来，一方面，国家标准化委员会发布了新能效标准的征求意见稿；另一方面，以美的为首的空调行业龙头率先调整产品价格，将 1 匹单冷空调价格降至 1599 元左右，大 1.5 匹变频空调价格降至 2299 元左右，打响了空调行业新一轮价格战。二线品牌纷纷调整价格迎战，格力也在双十一推出了“百亿补贴”活动，正式应战。此后以低能效产品为主的空调价格不断下调，品牌及卖场促销活动也较为频繁。

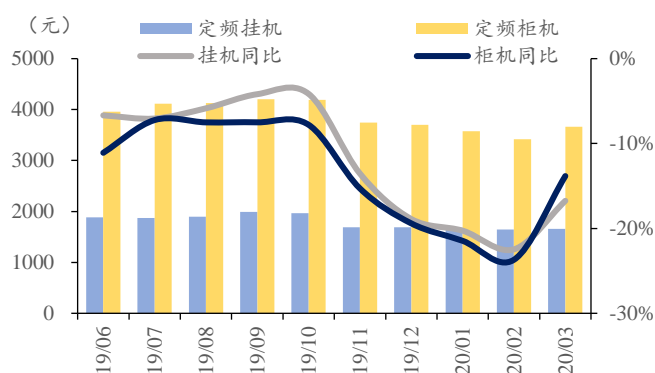
据奥维云网数据，自 2019 年初开始定频空调始终保持同比负增态势，且降幅逐步有所扩大。2020 年 3 月，线下定频挂机价格同比-16.7%，定频柜机同比-18.8%，线上定频挂机同比-16.8%，线上定频柜机同比-13.8%。线上线下渠道价格均出现较大幅度下降。

图15: 线下定频空调价格同比下降超过 15%



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

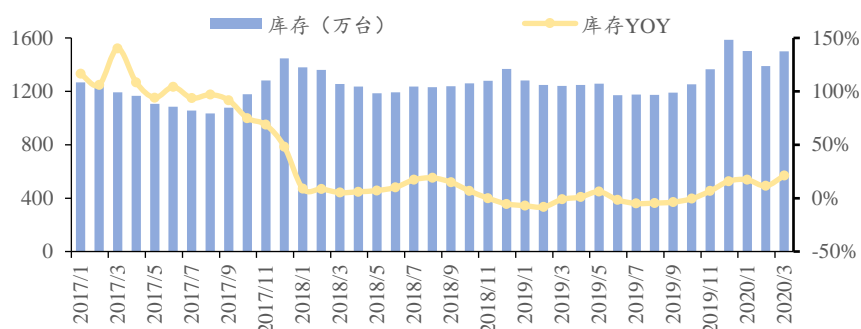
图16: 线上定频空调价格下降幅度与线下相仿



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

本轮价格战与往次不同，行业面临的库存压力相较以往尚在合理可控范围之内，价格策略的出发点更多源自龙头自身的增长压力，叠加原材料价格进入走弱周期，给品牌方以充足的降价空间，因此部分行业龙头选择从淡季开始采取积极的价格策略以实现市场份额的提升和销售额的逆势增长，同时也客观推动了低能效产品库存的去化。

图17: 2019 年空调行业库存水平处于小幅去化周期

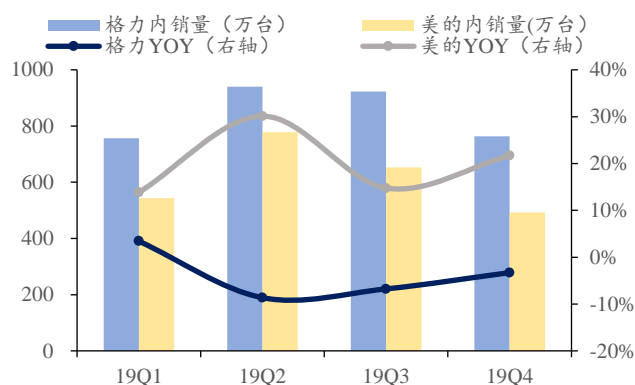


资料来源：产业在线，民生证券研究院



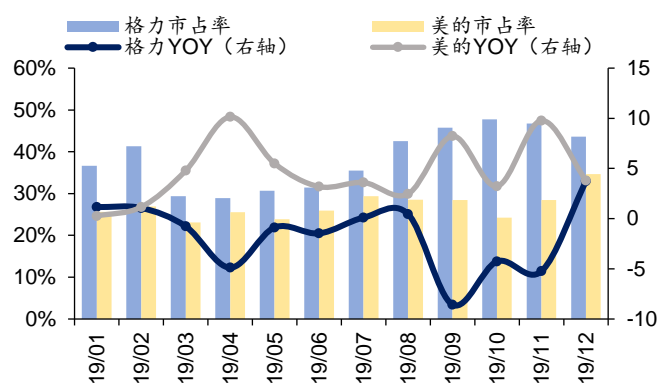
由于此轮价格战主要由龙头增长压力推动,因此龙头市占率的提升、销量增长与行业需求复苏或是价格战力度减弱的关键信号。据产业在线数据统计,2019年美的内销出货量同比+20.4%(空调行业内销出货量同比-0.7%),市占率达26.8%,同比+4.7PCT,实现逆势增长的同时市占率大幅提升;格力尽管2019年Q2-Q3碍于价格策略丢失了部分市场份额,但在双十一、双十二两次强势补贴活动后,销量同比降幅有所收窄,市占率同比增速也在2019年12月由负转正,进入修复区间。2019年Q1-Q4,格力内销出货量分别同比+3.4%,-8.6%,-6.8%和-3.3%。

图18: 美的19年全年实现高增长,格力Q4降幅有所收窄



资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

图19: 美的市占率大幅提升,格力12月市占率同比由负转正



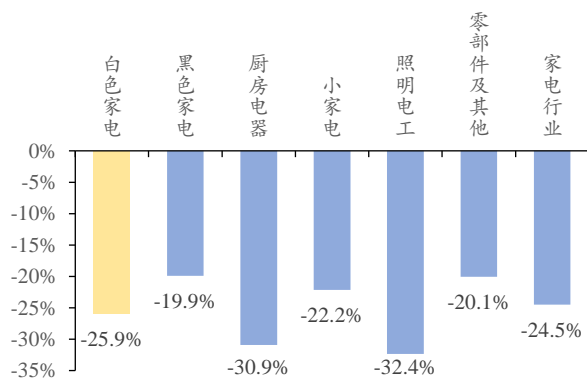
资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

截至2019年底,龙头主导的价格战已初见成效,促增长、争份额的目标阶段性达成,价格战本有望随之逐步减弱,但节奏受到新冠疫情打断。

## (二) 疫情影响已逐步过去,全年价格竞争预期仍存

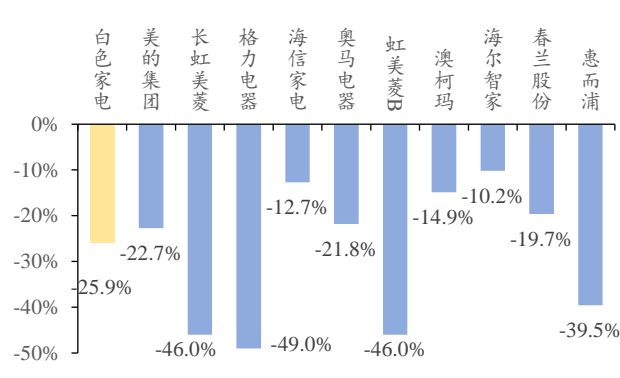
疫情造成生产、供应链、及销售等多维度停工,对传统制造业影响较大,其中白电、厨电及照明等由于安装属性较为复杂,受影响大于行业整体。根据一季报披露,家电板块2020Q1共实现营收2192.9亿元,同比-24.5%;白电行业Q1实现营业收入1380.7亿元,同比-24.5%。

图20: 2020Q1白色家电行业营收降幅高于家电行业



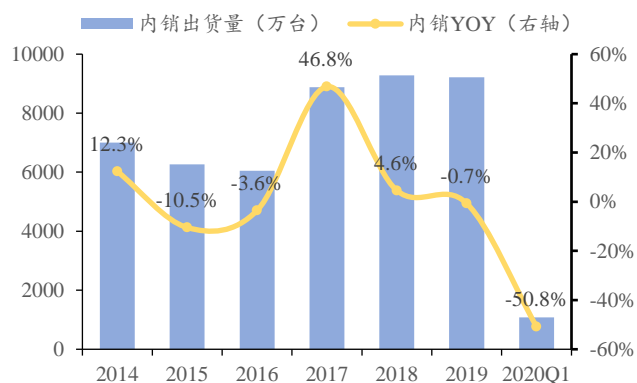
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图21: 2020Q1白色家电行业及个股营收同比降幅

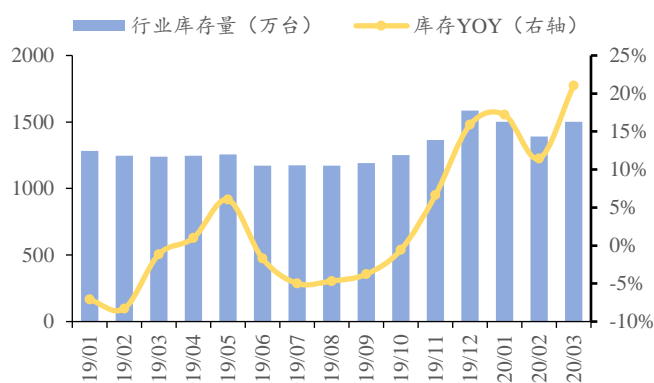


资料来源: Wind, 民生证券研究院

据产业在线数据，2020Q1 空调行业内销出货共计 1076.2 万台，同比-50.8%，表现弱于冰洗等其他白电行业。库存方面，2019 年 1 月-11 月行业处于库存去化周期，库存水平保持同比个位数左右降幅，自 2019 年 12 月疫情逐步蔓延开始，空调行业出货端与零售端出现双向低迷态势，整体库存水平承压上行。2020 年 3 月行业库存达 1050.5 万台，同比+21.1%，相较去年同期有较大抬升。

**图22: 2020Q1 空调内销出货量同比下滑 50.8%**


资料来源：产业在线，民生证券研究院

**图23: 承压于出货与零售端双向低迷，行业库存水平有所上**


资料来源：产业在线，民生证券研究院

疫情冲击下，打乱了前期龙头市占率提升及复苏节奏，行业库存压力上行，纵观全年来看，为修复一季度收入同比下行以及库存累积的压力，龙头品牌延续价格战策略、持续推行积极的价格策略的预期仍在，但持续时长及强度或将好于市场悲观预期。

我们认为，在国内疫情逐步得到有效控制、复工复产稳步进行的背景下，装修市场及空调销售逐步进入旺季，配合地产竣工数据稳步回暖等有利因素，空调行业销售复苏具备较高确定性。据民生家电草根调研反馈，4月各地经销商销售情况已实现全面复苏，销售额平均同比降幅收窄至10%上下，并有望在5月恢复至同比持平乃至有所增长水平，修复节奏良好。

空调行业整体需求的稳步复苏有望一定程度上缓解龙头增长压力，加速库存去化速度，价格战策略或将受益在时长及幅度方面有所减弱。

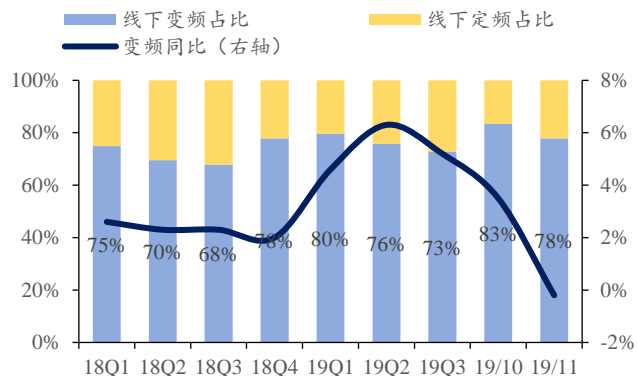
### （三）变频+高能效趋势已定，行业高端化驶入快车道

变频产品本身因节能高效，省电环保而受到消费者青睐，在对产品品质更为注重的线下渠道表现尤甚。据奥维云网数据，变频产品在线下渠道的销量占比不断提升，截至2019年底占比已至8成左右。其中，1级能效产品销量占比同步走高，截至2019年底，1级能效产品占到变频产品销量比例高达6-7成。

尽管2019年11-12月，受到行业龙头推出定频特价机实行促销的影响，行业变频产品销量占比出现短暂下滑，在排除短期价格策略扰动后，行业变频化、高端化趋势不改。同时随新能效标准等级的落地，有望加速这一趋势，对线下乃至线上渠道的空调产品销售结构实行进一

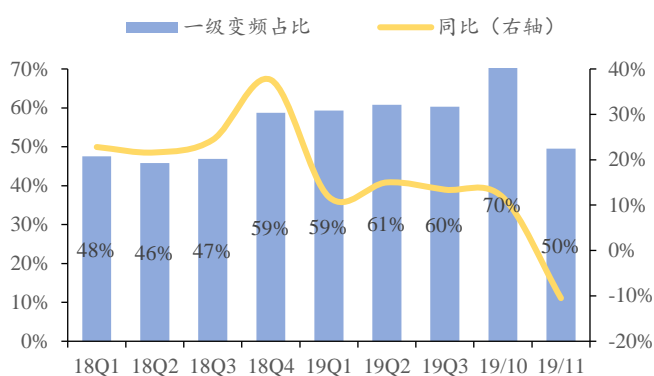
步优化。

图24: 变频空调占比已提升至8成左右



资料来源: 奥维云网, 民生证券研究院

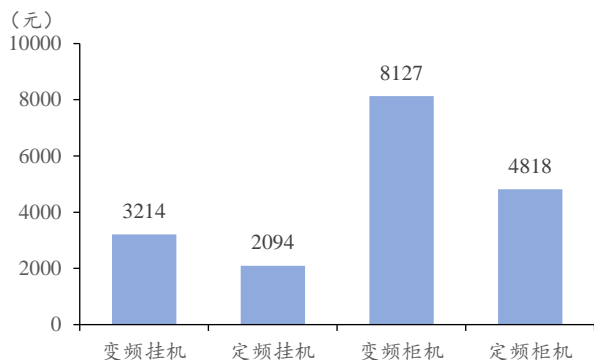
图25: 变频产品中1级能效销量占比稳步提升



资料来源: 奥维云网, 民生证券研究院

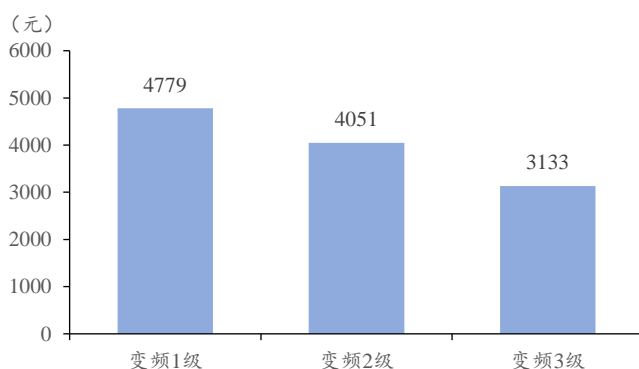
通常而言, 变频产品均价高出定频产品 50%以上, 不同能效等级产品间价差同样高达 20%-30%。新标落地后能效标准等级的硬性提升无疑将带动整体产品结构优化、行业均价稳步抬升。

图26: 变频空调均价显著高于定频空调 50%-70%



资料来源: 奥维云网, 民生证券研究院

图27: 不同能效等级产品间均价价差约 20%-30%



资料来源: 奥维云网, 民生证券研究院

\*注: 所有价格均为 2019 年 1-7 月累计平均值

在新能效标准出台之前, 空调行业沿变频+高能效方向演进已较为显著。随新能效标准等级的出台, 政策将作为外力将加速这一进程, 助推行业高端化步入快车道。新标落地之后, 绝大部分定频产品将退出市场, 叠加产品的高能效趋势, 空调行业整体均价水平有望摆脱短期价格竞争桎梏, 实现稳步提升, 长期来看企业利润亦有望随之增厚, 步入良性循环。

## 四、风险提示

需求复苏不及预期, 行业竞争加剧。

## 插图目录

图 1: 我国能效政策迭代历史.....	3
图 2: 我国变频空调销量占比稳步提升至约 59.4%.....	6
图 3: 新旧能效对比 .....	6
图 4: 在售产品中, 定频产品中 3 级能效占比超 9 成.....	7
图 5: 在售产品中, 变频产品中 3 级能效占比约 20.5%.....	7
图 6: 空调能效比计算公式及提升方式.....	8
图 7: 压缩机在空调成本中占比约 30% .....	9
图 8: 空调龙头压缩机布局领先同行.....	9
图 9: 2019 年我国空调行业 CR3 接近 70%, 集中度较高 .....	10
图 10: 2019 年长尾品牌线下渠道产品均价显著低于龙头 .....	10
图 11: 空调龙头品牌在售 SKU 布局更加完善.....	11
图 12: 龙头品牌变频产品销量优势显著 .....	11
图 13: 龙头品牌变频产品销售额优势显著 .....	11
图 14: 2018 年 8 月至 2019 年 6 月新上市空调新品型号中, 龙头品牌变频型号布局领先 .....	13
图 15: 线下定频空调价格同比下降超过 15% .....	14
图 16: 线上定频空调价格下降幅度与线下相仿 .....	14
图 17: 2019 年空调行业库存水平处于小幅去化周期.....	14
图 18: 美的 19 年全年实现高增长, 格力 Q4 降幅有所收窄 .....	15
图 19: 美的市占率大幅提升, 格力 12 月市占率同比由负转正 .....	15
图 20: 2020Q1 白色家电行业营收降幅高于家电行业 .....	15
图 21: 2020Q1 白色家电行业及个股营收同比降幅 .....	15
图 22: 2020Q1 空调内销出货量同比下滑 50.8%.....	16
图 23: 承压于出货与零售端双向低迷, 行业库存水平有所上行 .....	16
图 24: 变频空调占比已提升至 8 成左右.....	17
图 25: 变频产品中 1 级能效销量占比稳步提升 .....	17
图 26: 变频空调均价显著高于定频空调 50%-70%.....	17
图 27: 不同能效等级产品间均价价差约 20%-30%.....	17

## 表格目录

表 1: 空调能效比不同评价指标对比.....	3
表 2: 定频空调新旧能效标准对比.....	4
表 3: 变频空调新旧能效标准对比.....	5
表 4: 在售一级能效变频产品均采用国产高端压缩机/进口压缩机+进口电机的配比 .....	9
表 5: 新能效标准等级下, 不同品牌产品优化带来的成本提升测算 .....	12

## 分析师简介

**杨柳**，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。