国元证券 GUOYUAN SECURITIES

# 耐用消费品与服装行业研究报告

2020 年 11 月 18 日

# 全产业链竞争铸就龙头深厚壁垒

## ——空调行业深度报告之二

**中性|维持**

**过去一年市场行情**




资料来源：Wind

**相关研究报告**

《国元证券行业研究-空调行业深度报告之一：长期增长可期，新增市场迁移》2020.07.26

《国元证券行业研究-家电行业 2019 年报&2020Q1 季报分析：线上迁移加速，强者恒强延续》2020.05.07

**报告作者**

分析师　邢瀚文
执业证书编号　S0020520010001
电话　021-51097188-1833
邮箱　xinghanwen@gyzq.com.cn

**报告要点：**

- **悟已往：全产业链竞争铸就龙头深厚壁垒**

行业起落的背后是企业间不同的公司战略在产能、产品、渠道等各个方面的竞争，以及在这个竞争下行业格局的逐渐形成。对比日本空调行业以及对我国四次空调价格波动进行梳理，我们发现我国空调行业从单一产能竞争逐渐构筑产能、产品、核心零部件、渠道壁垒。行业龙头通过在过剩的行业产能下构筑产能壁垒、上下游一体化构筑成本壁垒、产品同质化下产品领先、自建渠道快速扩张后扁平化提高效率，市场份额逐步提升。

- **知来者：多元竞争，多劳多得**

互联网的渗透使得产业链数字化程度增加，分工更加细化和明晰。从生产、销售、运输到售后一条完整的产业链利润逐渐固定。同时，厂家和渠道的竞争也逐渐细化为对生产销售的各个细分环节职能的取代。行业竞争转向全产业链布局完善度以及对于客户、商品数据的收集、分析以及应用。行业龙头通过完善的数字化时代基础设施，取代原有代理商职能，多劳多得，强者恒强。

- **新变化：资金壁垒或将出现，已有护城河产生溢价**

首先，全产业链布局下，公司流动资金或将产生新的壁垒。厂商对经销商进行扁平化改造的过程中将承接经销商原有货流并消耗自身资金流；其次，随着产业链各个职能细分固定，行业龙头将加速“出圈”。龙头护城河或将获得外部溢价。

**投资建议**

我们认为空调行业未来仍有 4.5%年复合增长率。在行业增速逐渐稳定的前提下，行业格局会在龙头产业链一体化以及数字化进程中继续集聚。在此轮产业链变革中提前进行产业链一体化布局的龙头企业或将延续强者恒强。维持行业“中性”评级，建议关注行业龙头美的集团（000333.SZ）、海尔智家（600690.SH）以及格力电器（000651.SZ）。

**风险提示**

行业龙头渠道变革进度不及预期；行业龙头品类拓展不及预期；汇兑及成本大幅波动的风险。

**附表：重点公司盈利预测**

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘（元） | 总市值（百万元） | EPS | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |
| 000333 | 美的集团 | 增持 | 89.92 | 631399.89 | 3.60 | 3.71 | 4.13 | 24.98 | 24.08 | 21.63 |
| 000651 | 格力电器 | 增持 | 68.40 | 411475.99 | 4.11 | 3.17 | 3.58 | 16.64 | 21.03 | 18.65 |
| 600690 | 海尔智家 | 增持 | 29.10 | 191465.39 | 1.29 | 1.15 | 1.37 | 22.63 | 24.39 | 20.46 |

资料来源：Wind，国元证券研究中心

# 目 录

1.全产业链竞争铸就龙头深厚壁垒 ..... 7
1.1 日本空调行业：产能外包格局分散，价格持续走低 ..... 7
1.2 我国空调行业：从产能壁垒到多元竞争，龙头壁垒逐渐深厚 ..... 8
2.紧跟行业快速成长就是胜利（1990 年-2004 年） ..... 16
2.1 紧跟行业产能增长 ..... 16
2.1.1 产能策略不同，新老龙头换代 ..... 18
2.1.2 产能助力龙头价格战胜出 ..... 24
2.2 行业快速扩张下空调厂商的渠道初次建立 ..... 28
2.3 随着公司发展，内部治理逐渐提上议程 ..... 36
2.3.1 股权稳定铸就发展基石 ..... 36
2.3.2 组织架构变革引分化 ..... 41
3 产业链拓展，双寡头格局形成（2005-2009 年） ..... 48
3.1 标准提升推动空调产品升级 ..... 48
3.2 产业链加深布局应对成本上涨 ..... 50
3.3 连锁市场高速增长，龙头渠道布局出现分化 ..... 56
4.“家电下乡”加速农村市场发展（2009-2012 年） ..... 61
4.1 龙头渠道延展到三四线 ..... 61
4.2 龙头产能策略产生分化 ..... 64
5 双寡头格局稳定，数字化带来新机遇（2013-至今） ..... 69
5.1 线上渠道发展，行业格局出现变化 ..... 69
5.2 龙头筑起核心零部件产能壁垒 ..... 74
5.3 能效提高聚焦研发竞争，龙头利润优势明显 ..... 75
5.4 未来：多元竞争，多劳多得 ..... 78
6.投资建议 ..... 82
7.风险提示 ..... 82

# 图表目录

图 1：日本空调价格在持续走低后逐渐企稳 ..... 7
图 2：随着我国空调崛起，日本空调产能逐渐外包 ..... 8
图 3：日本空调格局始终保持稳定，未能形成与我国类似格局 ..... 8
图 4：四轮价格战后，2019 冷年内销 CR5 占有率达到 79.2% ..... 9
图 5：随着空调格局变化我国出现四次价格战 ..... 10
图 6：经过三十年发展，空调产量已逐渐集中在中国 ..... 11
图 7：龙头产能逐渐提升 ..... 11
图 8：美芝与凌达逐渐成为压缩机行业龙头（08 年内环、17 年外环） ..... 13
图 9：1993 年到 1998 年分体机占比大幅提升 ..... 13
图 10：2010 年后变频机占比持续提升 ..... 14
图 11：产品的更新换代由研发能力提升作为支撑 ..... 14

图 12：行业龙头由自建渠道向全渠道融合发展 ..... 15
图 13：耐用品保有量变化图 ..... 16
图 14：居民可支配收入 ..... 17
图 15：家电行业市场空间变化图 ..... 17
图 16：1990-2004 年空调行业产量急剧提升 ..... 18
图 17：产能过剩刺激空调出口 ..... 18
图 18：空调产能大幅扩张以及压缩机产能不足使得进口压缩机大幅提升 ..... 19
图 19：回溯来看格力美的在此阶段跟住行业增长 ..... 20
图 20：格力产量增速跟随行业产量增速 ..... 22
图 21：格力美的在建工程投入高于海尔 ..... 24
图 22：格力美的资产负债率高于春兰海尔 ..... 24
图 23：产能过剩，空调价格连年下降 ..... 25
图 24：奥克斯《空调制造成本白皮书》 ..... 25
图 25：产品由窗机变成分体机 ..... 26
图 26：价格战使得格力美的毛利率下降 ..... 27
图 27：2002-2005 年品牌数大幅减少 ..... 28
图 28：专业连锁店和专卖店逐渐兴起 ..... 28
图 29：苏宁门店个数快速增长 ..... 29
图 30：苏宁其他利润来源于向厂家收取费用 ..... 30
图 31：苏宁其他利润占总利润逐年升高 ..... 30
图 32：春兰采用双体系运行的方式 ..... 31
图 33：淡季返利使得公司营收波动更加平缓 ..... 32
图 34：联合代理模式下格力渠道结构 ..... 33
图 35：20 世纪 90 年代公司渠道逐渐由个人模式向大户制发展 ..... 34
图 36：1999 年起公司开始全国营销渠道“扁平化”以及市场“精耕细作” ..... 35
图 37：海尔工贸公司渠道模式 ..... 36
图 38：以空调为中心，横纵扩张，逐步扩大产能 ..... 37
图 39：格力集团减持格力电器股权 ..... 37
图 40：美的 1998 年 MBO 实现私有化，2013 年换股实现集团整体上市 ..... 38
图 41：美的经过多轮股权转让成功实现私有化 ..... 39
图 42：海尔股权结构演化 ..... 40
图 43：收购华宝后，科龙空调收入并没有增加 ..... 41
图 44：内部控制体系逐步完善 ..... 42
图 45：1993-1996 年公司增长 413.1%，1997 年出现负增长 ..... 43
图 46：1993 年-1999 年公司品类逐渐多元化 ..... 43
图 47：公司建立以市场为导向的事业部制 ..... 44
图 48：公司事业部根据市场进行整合 ..... 44
图 49：2002 年美的对总部管理机构进行精简 ..... 45
图 50：海尔实行事业部制 ..... 45
图 51：直线结构转变为矩阵结构 ..... 46
图 52：海尔超事业部制成立 ..... 46
图 53：2005-2009 年空调龙头崭露头角 ..... 48

图 54：2008 年开始变频机占比持续提升 ..... 49
图 55：龙头专利数持续领先 ..... 50
图 56：2006 年格力生产成本较 2002 年起提升 50% ..... 51
图 57：行业龙头出厂价格增幅远低于成本增幅 ..... 51
图 58：龙头毛利率水平持续提升 ..... 51
图 59：格力美的持续增加空调产能投入 ..... 52
图 60：格力、美的产能持续提高 ..... 52
图 61：2004-2010 年家电龙头营收增长大幅高于同行业 ..... 53
图 62：海尔在建工程/净现金流不足 ..... 53
图 63：海尔空调业务收入占比直线下降 ..... 54
图 64：海尔海外毛利率低于美的海外毛利率 ..... 54
图 65：格力零部件子公司在收归上市公司后产能大幅增长 ..... 55
图 66：凌达压缩机份额逐渐提升 ..... 56
图 67：格力单位空调毛利提高 159 元 ..... 56
图 68：苏宁 2004-2011 年店面数量从 84 家增长到 1724 家 ..... 57
图 69：格力在国美的销量占格力总销量仅为 2% ..... 57
图 70：厂商与渠道更强势一方往往会取得超额毛利率 ..... 58
图 71：自建渠道使得格力返利模式逐渐形成 ..... 59
图 72：格力季度营收更为平滑 ..... 59
图 73：2000 年起公司逐渐尝试多元化渠道布局 ..... 59
图 74：2008 年后美的加快专卖店建设 ..... 60
图 75：2010 年美的渠道以直营+经销为主 ..... 60
图 76：海尔国美部分采购金额（亿元） ..... 60
图 77：苏宁 2006-2015 年不同市场级别门店数量增长 ..... 62
图 78：在“国美事件”后，格力公司加速专卖店建设 ..... 62
图 79：2008 年后美的加快专卖店建设 ..... 63
图 80：2010 年美的渠道以直营+经销为主 ..... 63
图 81：海尔将其销售体系分为日日顺及销售公司两部分 ..... 63
图 82：节能惠民政策使得节能空调比例大幅提升 ..... 64
图 83：推测格力出厂价 ..... 65
图 84：格力零售价稳定上升 ..... 65
图 85：格力空调产能扩张 ..... 66
图 86：压缩机产能扩张 ..... 66
图 87：2010 年公司地域销售占总收入比例 ..... 66
图 88：格力向消费地建立生产基地 ..... 67
图 89：美的科技月累计奖金 2004-2010 年增长明显 ..... 68
图 90：美的专利数大幅增加 ..... 68
图 91：奥克斯市场份额持续提升 ..... 69
图 92：二线品牌出货量占行业出货总量上升 ..... 70
图 93：奥克斯空调电商渠道销售额及占比（%） ..... 71
图 94：奥克斯 2013-2018 不同渠道占比变化 ..... 71
图 95：主要品牌空调价格均价变化 ..... 71

图 96：格力线上渠道建设滞后于美的 ..... 72
图 97：格力空调销量增长缓慢 ..... 73
图 98：美的电商业务不断拓展 ..... 74
图 99：公司已初步实现渠道扁平化构建 ..... 74
图 100：龙头产能逐渐提升 ..... 75
图 101：美芝与凌达逐渐成为压缩机行业龙头（08 年内环、17 年外环） ..... 75
图 102：变频空调零售份额占比(%） ..... 76
图 103：产品的更新换代由研发能力提升作为支撑 ..... 77
图 104：奥克斯毛利率低于格力美的 ..... 77
图 105：线上化进程使得此次渠道和厂商的竞争表现为对产业链职能的抢占 78
图 106：随着产业链职能细分，渠道向传统生产业务渗透 ..... 78
图 107：在全产业链布局下，厂商将承接经销商部分职能 ..... 79
图 108：美的集团通过数字化增强全产业链布局 ..... 79
图 109：龙头全产业链布局，使其资金优势或形成新的壁垒 ..... 80
图 110：格力向新能源以及全屋管理发展 ..... 80
图 111：美的核心零部件向新能源汽车拓展 ..... 81

表 1：我国空调行业产能始终处于过剩状态 ..... 10
表 2：空调能效比提升，龙头竞争壁垒向核心零部件延伸 ..... 10
表 3：产能的投资产生品牌分化 ..... 19
表 4：春兰大量投资新领域 ..... 21
表 5：格力投资 10.9 亿元扩产能 ..... 21
表 6：美的通过收购扩展空调业务 ..... 23
表 7：90 年代和 02 年畅销机型对比（产品升级价格下降） ..... 26
表 8：格力终结价格战 ..... 27
表 9：苏宁单店投资额较高 ..... 29
表 10：各个品牌尝试不同的渠道策略 ..... 30
表 11：个人推广模式优缺点 ..... 31
表 12：大户模式使公司迅速成长 ..... 32
表 13：专业代理模式使得厂商利益均衡 ..... 33
表 14：华宝经历两次转制 ..... 40
表 15：空调国家标准持续提升 ..... 49
表 16：2004 年海尔春兰 LG 仍具有一定市场 2010 年格力美的海尔则成为空调主流 ..... 50
表 17：行业龙头逐渐布局核心零部件 ..... 55
表 18：格力进一步捆绑与经销商利益 ..... 58
表 19：海尔与大型连锁展开中后台合作 ..... 60
表 20：家电下乡为农村渠道建设铺平道路 ..... 61
表 21：七大销售区域比例相对稳定，华东略有提升 ..... 67
表 22：美的投入 10.4 亿于产能技术改造 ..... 67
表 23：主要品牌线上布局 ..... 70

表 24：奥克斯上市产品中大部分为变频产品 ..... 72
表 25：直播带货已为格力带来 273 亿元收入 ..... 73
表 26：空调能效比提升，龙头竞争壁垒向核心零部件延伸 ..... 76

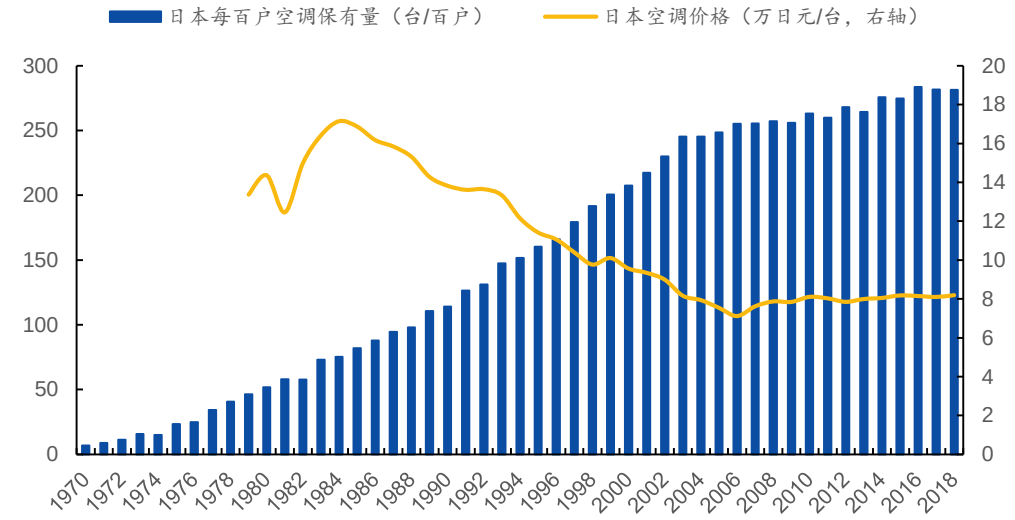
# 1.全产业链竞争铸就龙头深厚壁垒

上篇，我们从宏观角度印证居民收入、空调价格、地产、天气以及政策是影响空调天花板的几大因素。**本篇我们对空调行业发展历史梳理，发现行业起落的背后是企业间不同的公司战略在产能、产品、渠道等各个方面的竞争，以及在这个竞争下行业格局的逐渐形成。**对比日本空调行业，**我国空调行业从单一产能竞争逐渐构筑产能、产品、核心零部件、渠道壁垒，并在数字化时代逐步走向产业链一体化以及对数据的应用的更为深厚的壁垒。**

## 1.1 日本空调行业：产能外包格局分散，价格持续走低

**与我国不同，日本在 20 世纪 80 年代随着快速扩张期结束，日本空调价格随之步入长达二十多年的下行期，直到 2006 年日本空调价格逐渐保持稳定。**回溯来看，**产能外包下核心竞争力缺失以及行业格局持续分散**是行业价格持续走低的重要原因。

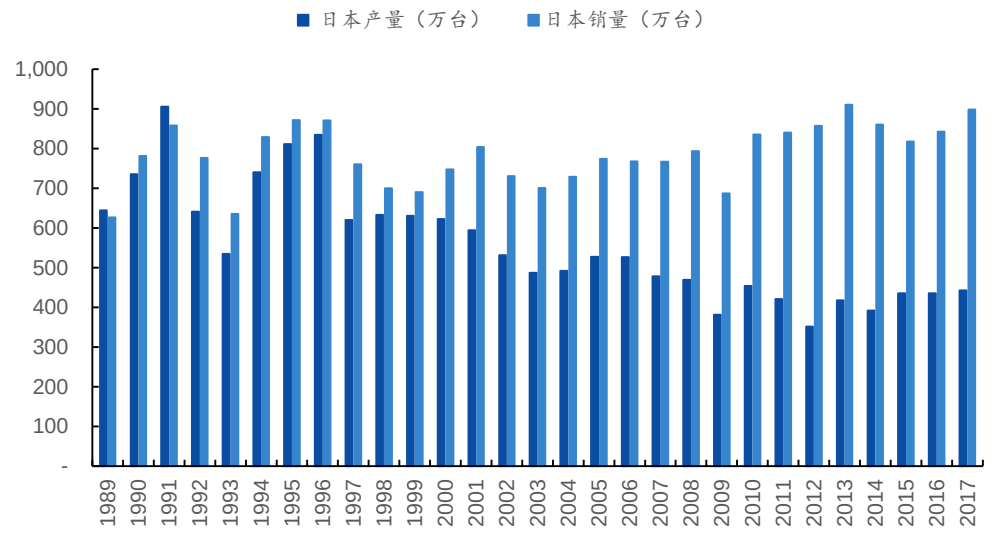
**图 1：日本空调价格在持续走低后逐渐企稳**




资料来源：JRAIA，日本统计局，国元证券研究中心

- **制造能力外包，日本龙头未能形成相对产能优势。**由于日本空调行业空间较小，20 世纪 90 年代我国空调行业发力后，日本本土空调逐渐由自产转为进口，这使得日本空调龙头无法获得产能优势。

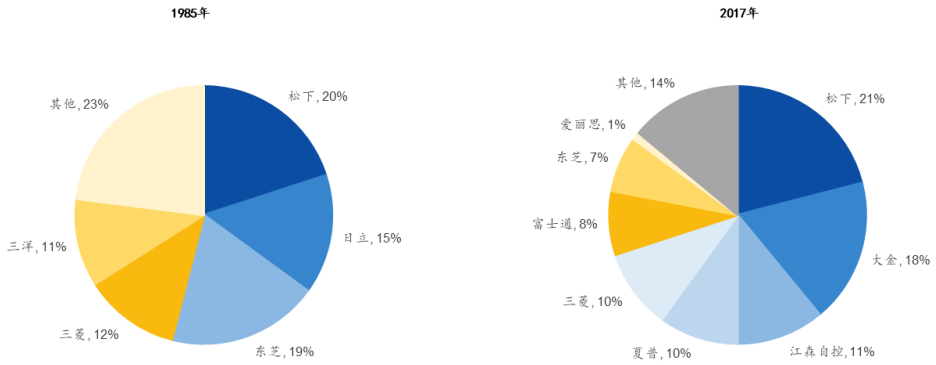
**图 2：随着我国空调崛起，日本空调产能逐渐外包**




资料来源：JRAIA，日本经济产业省，国元证券研究中心

- **相对完全竞争格局造成空调价格持续走低。**从 20 世纪 80 年代起，日本空调行业格局相对稳定，CR5 在 1985 年为 77%而到 2017 年 CR5 降低至 70%，市场空间更加分散，这使得空调企业间相互制衡，空调价格也随着持续走低。

**图 3：日本空调格局始终保持稳定，未能形成与我国类似格局**

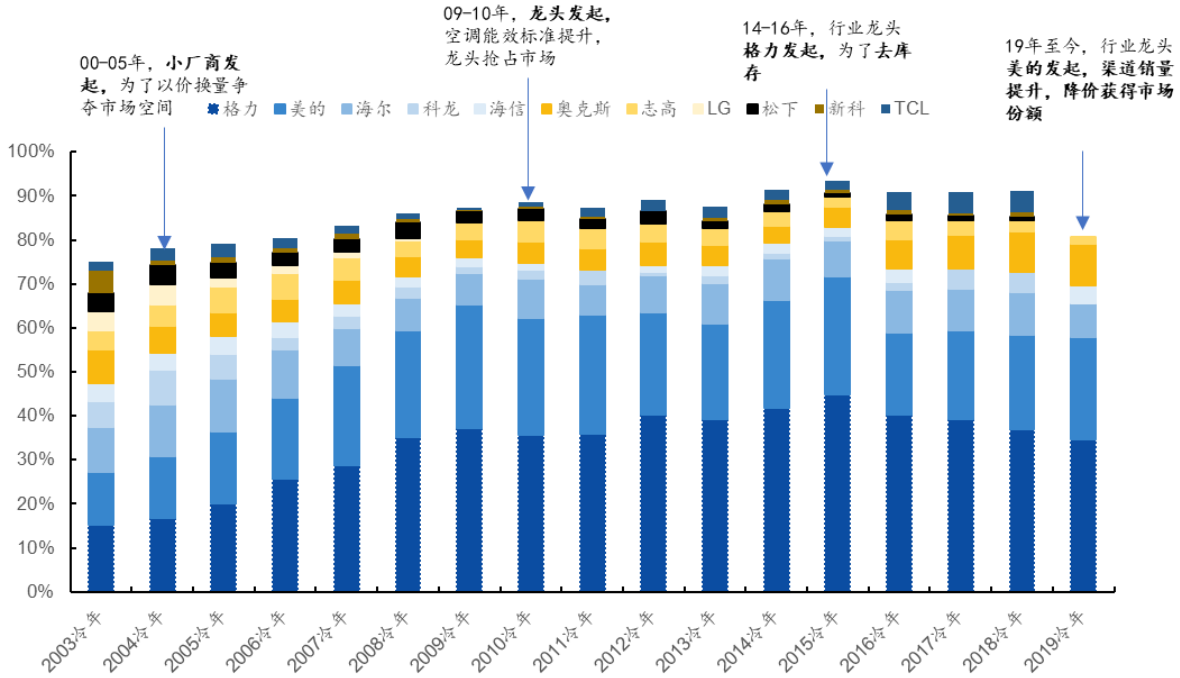



资料来源：《日本空调现状》，Euromonitor，国元证券研究中心

## 1.2 我国空调行业：从产能壁垒到多元竞争，龙头壁垒逐渐深厚

**我国空调行业在粗放经营期过后，格局持续向龙头集中。**CR5 由 2003 冷年 55.1%增加至 2019 冷年 79.2%；CR2 更是由 27.3%增长至 57.9%。

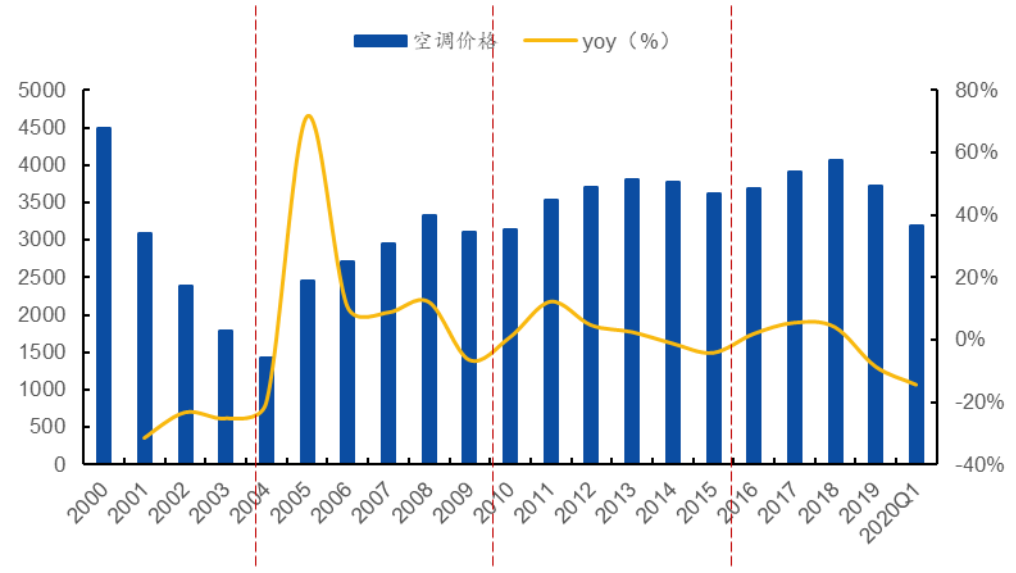
**图 4：四轮价格战后，2019 冷年内销 CR5 占有率达到 79.2%**




资料来源：艾肯家电网，国元证券研究中心

**行业格局逐渐集中使得空调价格始终保持稳健增长。但随着行业竞争从构筑产能壁垒向产品结构、渠道的多元竞争，空调价格出现四次较大波动。**2000-2005 年，空调小厂为获得市场空间纷纷降价促销获得市场，此时行业龙头已从产能竞争扩展到供应链竞争，凭借更低的价格，行业龙头在市场出清中完成集中度提升；2009-2010 年，行业龙头借行业能效标准提升的推动，降价获得市场；2014-2016 年由于行业出现阶段性饱和，格力第一次主动发起价格战，行业龙头纷纷进行库存清理；2019 年至今，美的集团基于渠道数字化变革的效率提升，降价获得更大的市场份额。目前行业形成了格力美的为首，二超多强的行业格局。

图 5：随着空调格局变化我国出现四次价格战




资料来源：中怡康，国元证券研究中心

**行业龙头在这四次波动中凭借在产能、成本、产品以及渠道的优势逐渐形成龙头集聚的行业格局：**

➢ **过剩的行业产能下构筑产能壁垒**

**由于空调销售的季节性以及空调厂商通过产能优势构筑行业壁垒，空调行业产能始终处于过剩状态。**空调发展初期由于各个厂商对于市场份额的提前布局，产能快速提升，到 1994 年，行业产能 500 万台，而行业产量仅为 380 万台，产能利用率 76%。随着空调行业竞争加剧，行业龙头通过扩大产能提升行业壁垒，2018 冷年我国空调产能达到 2.6 亿台，但产品产量为 1.5 亿台，产能利用率为 58%。

表 1：我国空调行业产能始终处于过剩状态

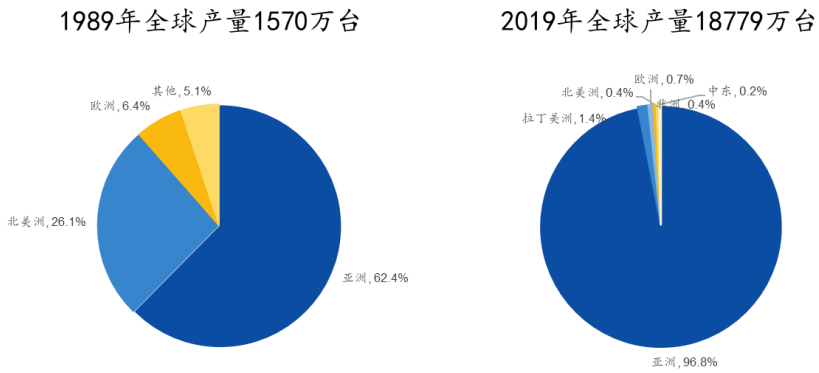
| 时间 | 行业产能 | 行业产量 | 产能利用率（%） |
|---|---|---|---|
| 1994 年 | 500 万台 | 380 万台 | 76% |
| 2001 年 | 3270 万台 | 2312 万台 | 71% |
| 2018 冷年 | 2.6 亿台 | 1.5 亿台 | 58% |

资料来源：Wind，《棋行天下》，艾肯家电网，国元证券研究中心

注：2018 冷年数据根据艾肯家电网新闻及数据整理

**产能的快速扩充使得全球产能迅速向我国集中。**从全球产能变化来看，亚洲空调产能占比从 1989 年 62.4%增长至 2019 年 96.8%。空调主要生产国从 1989 年日本（占比 38.9%）、美国（占比 26.1%）、东南亚（占比 23.6%）以及欧洲（占比 6.4%）逐渐变为中国（2019 年占比 81%）。

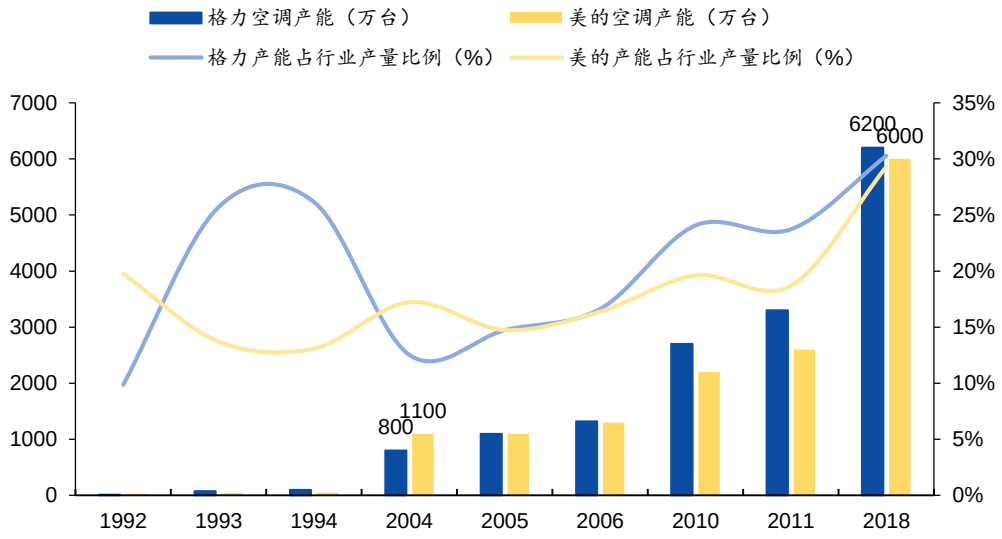
**图 6：经过三十年发展，空调产量已逐渐集中在中国**




资料来源：产业在线，JARN，国元证券研究中心

**经历了 2000-2005 年价格战后，空调龙头纷纷通过提升产能构筑行业壁垒。**格力空调产能由 2004 年 800 万台增长至 2018 年 6200 万台，年复合增长率为 15.8%。美的空调产能由2004 年1100 万台增长至2018 年6000 万台，年复合增长率为12.9%。格力美的两大龙头产能占行业产量比例由 2004 年的 12.5%以及 17.2%增长至 2018 年 30.3%以及 29.3%，已从产能端建立雄厚的行业壁垒。

**图 7：龙头产能逐渐提升**




资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

➢ **上下游一体化构筑成本壁垒**

**2010 年开始，我国空调能效标准逐渐提升，空调龙头的竞争也从空调产能转移到对核心零部件的布局。**从能效来看，分体式 CC≤4500 一级能效空调最低标准由 2010 年 3.6 提升至 2013 年 5.4,即将实行的 2020 年新标准则提升至 5.8。

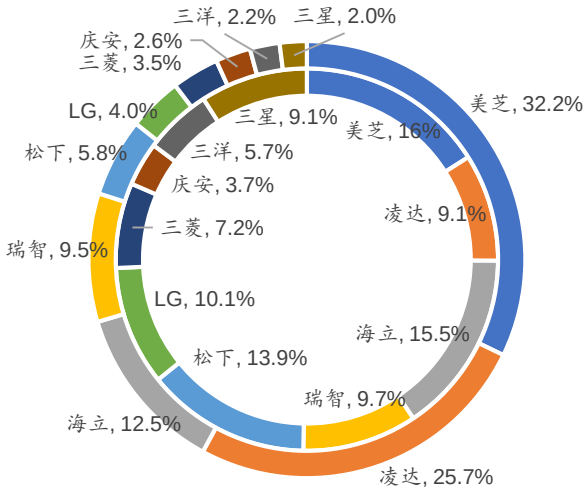
**表 2：空调能效比提升，龙头竞争壁垒向核心零部件延伸**

| 时间 | 测量指标 | 额定制冷量（CC） | 1 级 | 2 级 | 3 级 | 4 级 | 5 级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004 年 | 整体式：能效比（EER） | | 3.1 | 2.9 | **2.7** | 2.5 | 2.3 |
| | 分体式：能效比（EER） | CC≤4500 | 3.4 | 3.2 | 3 | 2.8 | 2.6 |
| | | 4500<CC≤7100 | 3.3 | 3.1 | **2.9** | 2.7 | 2.5 |
| | | 7100<CC≤14000 | 3.2 | 3 | 2.8 | 2.6 | 2.4 |
| 2008 年 | 分体式：制冷季节能源消耗效率（SEER）指标 | CC≤4500 | 5.2 | 4.5 | 3.9 | 3.4 | 3 |
| | | 4500<CC≤7100 | 4.7 | 4.1 | **3.6** | 3.2 | 2.9 |
| | | 7100<CC≤14000 | 4.2 | 3.7 | 3.3 | 3 | 2.8 |
| 2010 年 | 分体式：能效比（EER） | CC≤4500 | 3.6 | 3.4 | 3.2 | | |
| | | 4500<CC≤7100 | 3.5 | 3.3 | **3.1** | | |
| | | 7100<CC≤14000 | 3.4 | 3.2 | 3 | | |
| 2013 年 | 整体式：能效比（EER） | | 3.3 | 3.1 | **2.9** | | |
| | 热泵型转速可控型房间空气调节器能效：全年能源消耗效率 | CC≤4500 | 4.5 | 4 | 3.5 | | |
| | | 4500<CC≤7100 | 4 | 3.5 | **3.3** | | |
| | | 7100<CC≤14000 | 3.7 | 3.3 | 3.1 | | |
| | 单冷式转速可控型房间空气调节器能效：制冷季节能源消耗效率 | CC≤4500 | 5.4 | 5 | 4.3 | | |
| | | 4500<CC≤7100 | 5.1 | 4.4 | **3.9** | | |
| | | 7100<CC≤14000 | 4.7 | 4 | 3.5 | | |
| 2020 年 | 热泵型房间空气调节器能效等级指标值：全年能源消耗效率（APF） | CC≤4500 | 5 | 4.5 | 4 | 3.5 | 3.3 |
| | | 4500<CC≤7100 | 4.5 | 4 | **3.5** | 3.3 | 3.2 |
| | | 7100<CC≤14000 | 4.2 | 3.7 | 3.3 | 3.2 | 3.1 |
| | 单冷式房间空气调节器能效等级指标值：制冷季节能源消耗效率（SEER） | CC≤4500 | 5.8 | 5.4 | 5 | 3.9 | 3.7 |
| | | 4500<CC≤7100 | 5.5 | 5.1 | **4.4** | 3.8 | 3.6 |
| | | 7100<CC≤14000 | 5.2 | 4.7 | 4 | 3.7 | 3.5 |

资料来源：中国标准在线服务网，国元证券研究中心

**2017 年，格力美的两大龙头已实现核心零部件的产能壁垒，行业 CR3 十年增长 25.0pct。**2008 年美芝、海立以及松下分列行业前三，市场份额为 16.0%、15.5%以及 13.9%，而 2017 年，美芝、凌达已占据行业近 60%的份额，分别为 32.2%以及 25.7%，行业第三的海立市场占有率为 12.5%。

图 8：美芝与凌达逐渐成为压缩机行业龙头（08 年内环、17 年外环）

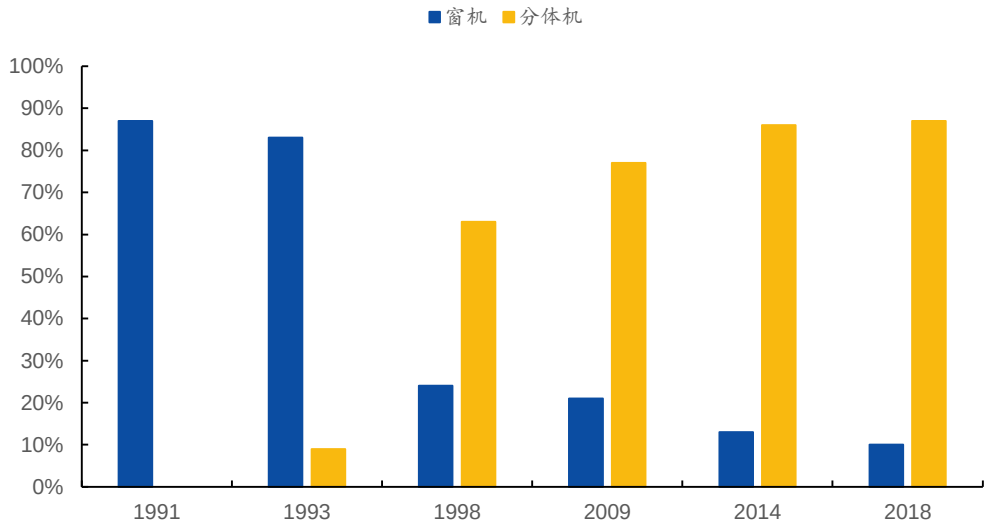



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

➢ **产品同质化下产品领先**

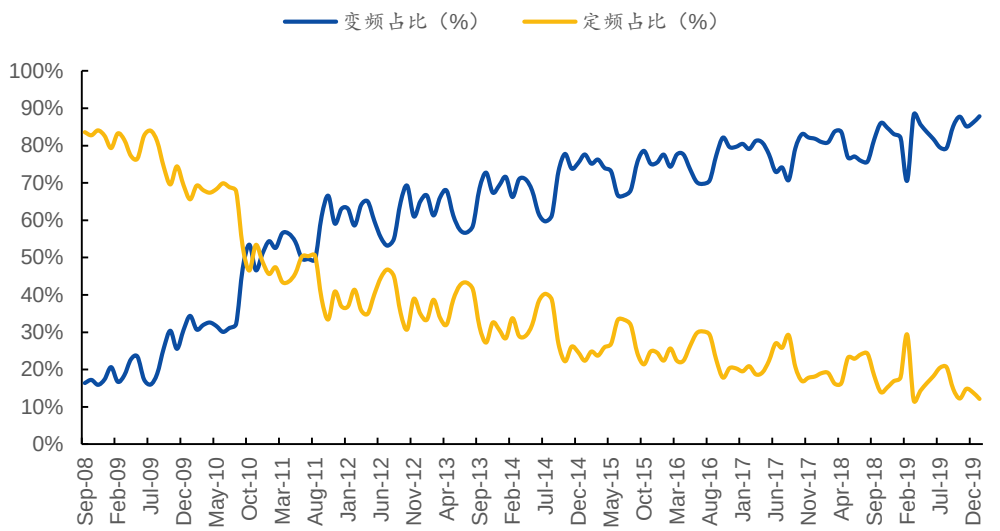
**产品端来看，随着行业研发能力逐渐提升，空调产品由窗机发展到分体机，由定频发展到变频。**空调行业在 1998 年完成主力产品由窗机变为分体机，分体机占比由 1993 年 9%提升至 1998 年 63%，窗机占比则由 1993 年 83%降至 1998 年 24%。在 2010 年，空调产品开始由定频向变频的切换。根据中怡康统计，截至 2019 年变频空调市场份额达到 80%左右，较 2010 年提升近 50pct。

图 9：1993 年到 1998 年分体机占比大幅提升




资料来源：《电子质量》，《棋行天下》，产业在线，国元证券研究中心

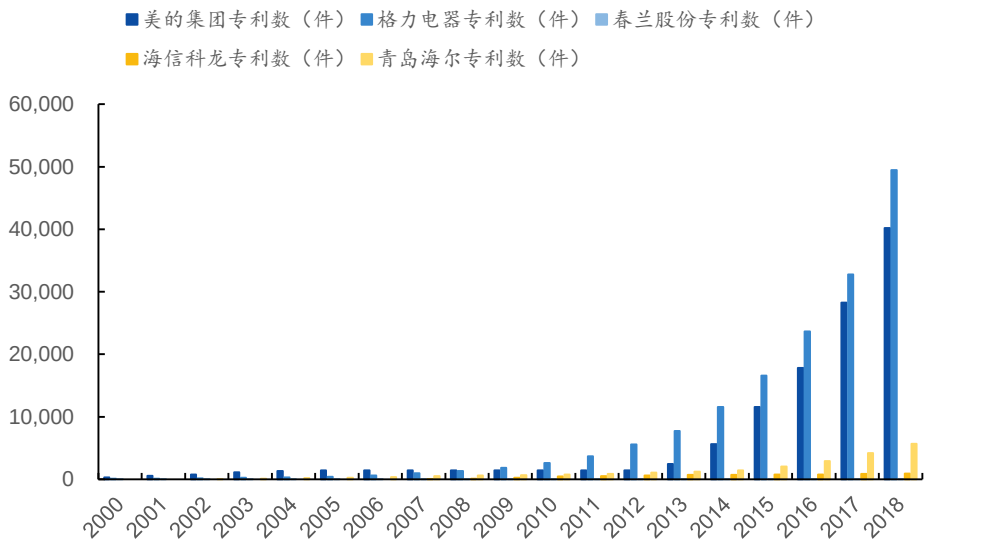
图 10：2010 年后变频机占比持续提升




资料来源：中怡康，国元证券研究中心

**产品更迭的过程中，行业龙头逐渐通过研发能力提升构筑产品壁垒。**从专利情况来看，美的集团专利数由 2000 年 315 件提升至 2018 年 40205 件，年复合增长率为 30.9%。格力电器专利数由 2000 年 79 件提升至 2018 年 49489 件，年复合增长率为 43.0%。

图 11：产品的更新换代由研发能力提升作为支撑

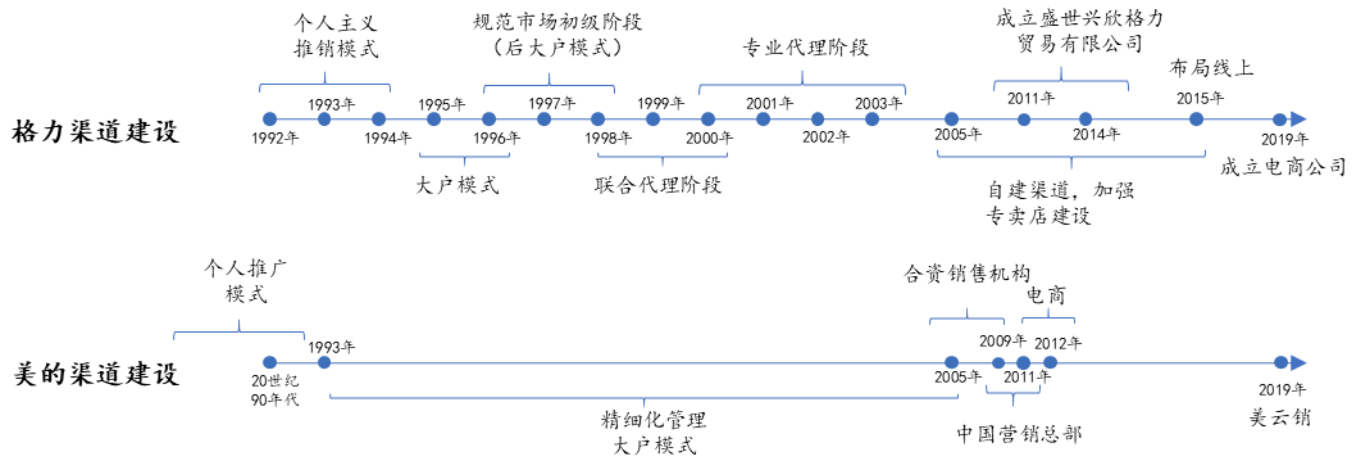



资料来源：Wind，国元证券研究中心

➢ **自建渠道快速扩张后扁平化提高效率**

**渠道端来看，空调行业已从自建渠道向多渠道融合发展。**空调行业共经历了三次渠道变化，20 世纪 90 年代，随着居民空调消费的兴起，空调渠道模式从个人推广向大户模式转变。在 2011 年前后，行业龙头通过自建渠道以及成立合资销售机构逐渐完成渠道布局。**2015 年后，随着线上规模逐渐扩大以及对数字信息的利用，空调渠道在形成线上线下两个市场后逐渐开始相互融合，同时，行业分工进一步细化，行业龙头通过库存管理实现对线上线下渠道管控。**

**图 12：行业龙头由自建渠道向全渠道融合发展**



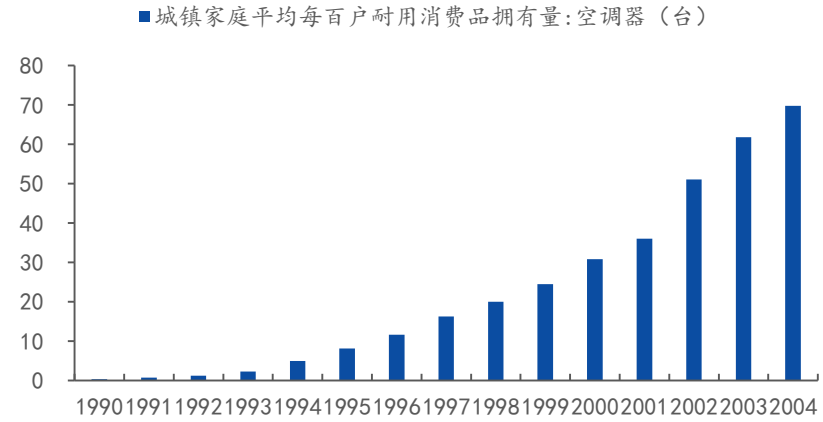

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**回溯空调三十年发展，我们认为在各个阶段，行业龙头通过在产能、渠道、产品以及上下游一体化上的发力逐渐形成了坚实的行业壁垒。**站在目前的节点上，渠道数字化带来的全产业链变革将会对目前已有行业格局进行冲击，空调行业的竞争将从传统的较为单一的方向竞争转向以效率为导向的对客户、渠道、产品以及公司治理更为细分、更加系统化的竞争。我们期望对空调行业历史复盘，找到未来空调行业演变的核心驱动力。

# 2.紧跟行业快速成长就是胜利（1990 年-2004 年）

**跟上行业发展的节奏是空调厂商发展初期都需要面对的问题。**空调户均保有量仅用八年时间就迅速完成城镇居民每百户保有量从 20 台/百户提升至 80 台/百户，CAGR 达到 22.0%。由于行业集中度较低，空调市场量增价减，各大品牌商在产品、产能上激烈竞争，抢占市场份额。与此同时，由于市场的快速扩充，空调渠道也由百货渠道向经销渠道转移，苏宁国美则在这个时间段内崛起，品牌商与渠道商的利益分配溅起家电行业渠道初次变革的惊涛骇浪。而在这一阶段空调厂商的组织架构改革也加速了空调龙头的新旧更替。

**图 13：耐用品保有量变化图**

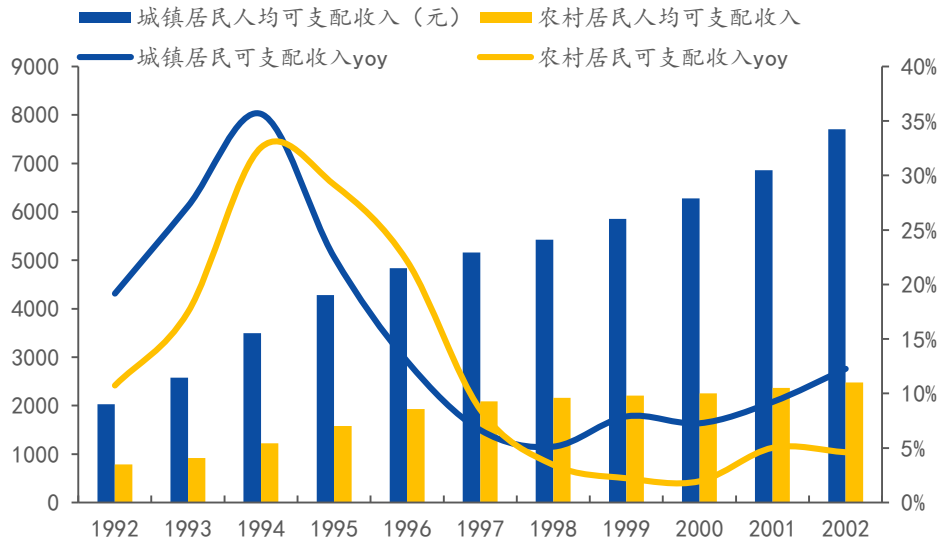



资料来源：wind，国元证券研究中心

## 2.1 紧跟行业产能增长

**1990 年随着居民消费收入提升，消费者购买力和需求稳步提升，家电消费品市场开始蓬勃发展，空调市场也随之迎来高速增长期。**家电市场由 1992 年 1340 亿元提升至 2002 年 3940 亿元，年复合增长率达到 15%。

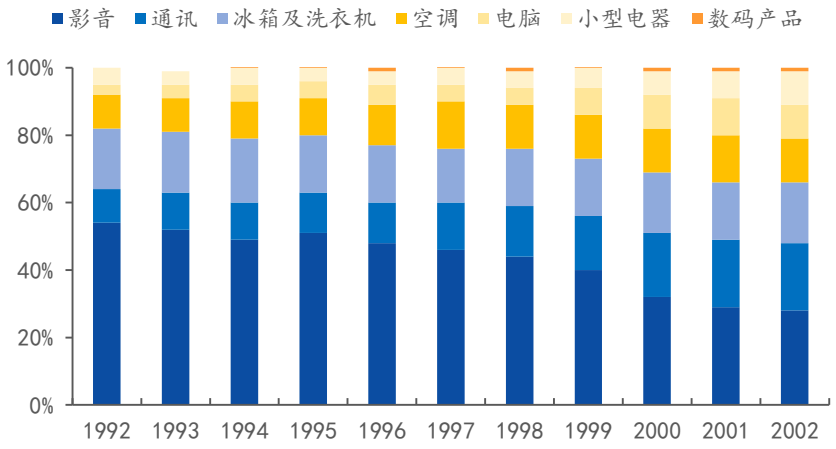
图 14：居民可支配收入




资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

从市场结构来看，空调市场持续扩张。在家电市场中占比由 1992 年的 10%提升至 2002 年的 13%。

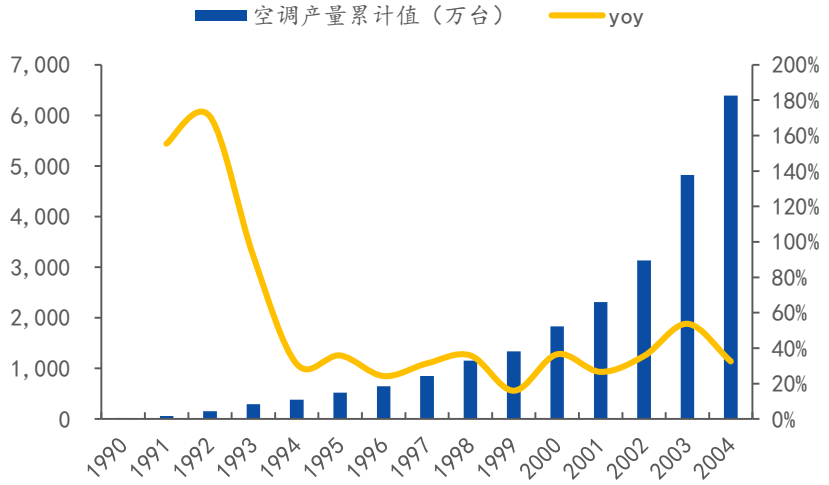
图 15：家电行业市场空间变化图




资料来源：国美招股说明书，国元证券研究中心

**需求提升使得 1990-2004 年空调行业产量急剧提升，年复合增长率高达 50%。**1990 年，空调产量仅为 21.96 万台；随着需求的增加，1990-1993 年，空调产量激增，复合增长率高达 136.87%，1993 年达到 291.84 万台；此后，空调产量增速放缓，增长率稳定在 30%。到 2004 年，空调年产量已突破 6000 万台。

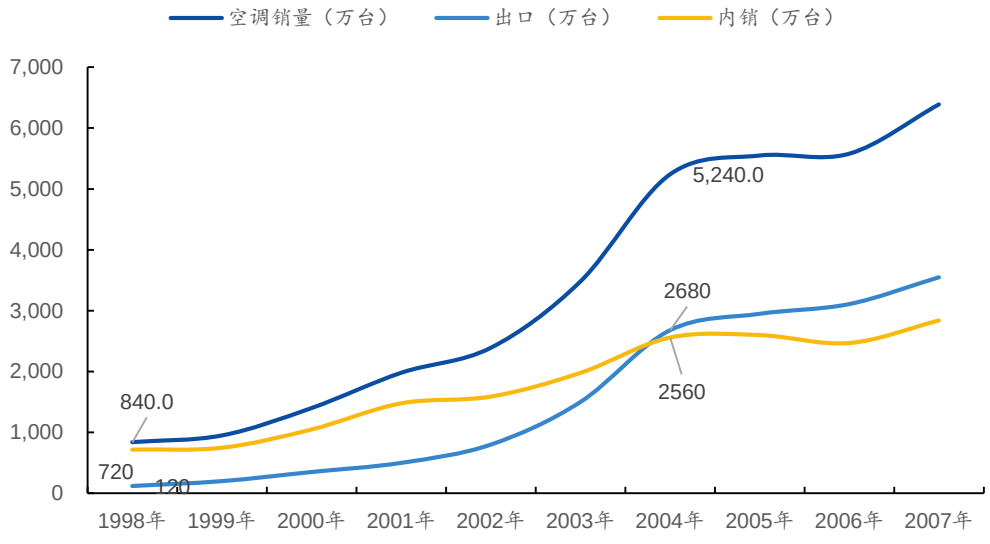
图 16：1990-2004 年空调行业产量急剧提升




资料来源：Wind，国元证券研究中心

**随着产能的不断扩张，空调内销始终保持 20%的平稳增长；而闲置的产能刺激着出口的大幅增长，年复合增长率高达 69%。**1998-2002 年，产量增长保持在稳定趋势，年复合增长率约为 28%，此时空调内销年复合增长率为 20%，而出口年复合增长率为 69%。2002 年开始，空调产量飙升；至 2004 年，产量复合增长率达到 50%，出口销量反超内销达到 2680 万台。

图 17：产能过剩刺激空调出口



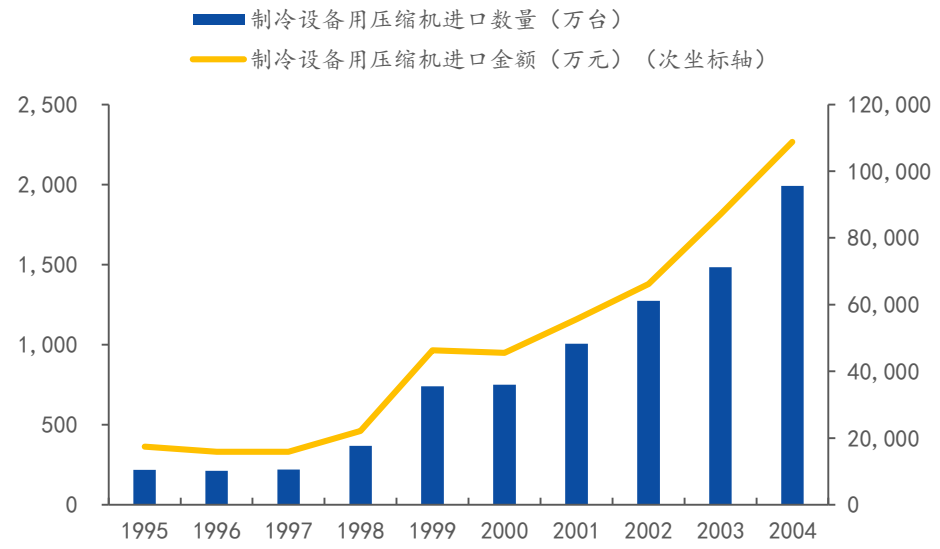

资料来源：Wind，国元证券研究中心

### 2.1.1 产能策略不同，新老龙头换代

**在行业刚起步阶段，各个厂商产品多以仿制和授权为主，产品同质化严重。**空调产能

的大幅增长使得压缩机进口数量大幅提高。1995 年，进口压缩机数量仅为 218 万台；到 2004 年达到了 1992 万台，增幅 9 倍以上。

**图 18：空调产能大幅扩张以及压缩机产能不足使得进口压缩机大幅提升**




资料来源：Wind，国元证券研究中心

**在技术和产品无本质差别的情况下，对于空调产能的投资决定了新旧龙头分化。**正是由于不同厂商在这一时期对产能的不同选择，导致了行业格局的变化：春兰逐渐退出空调头部厂商，而格力美的，则在这一时期迅速成长。

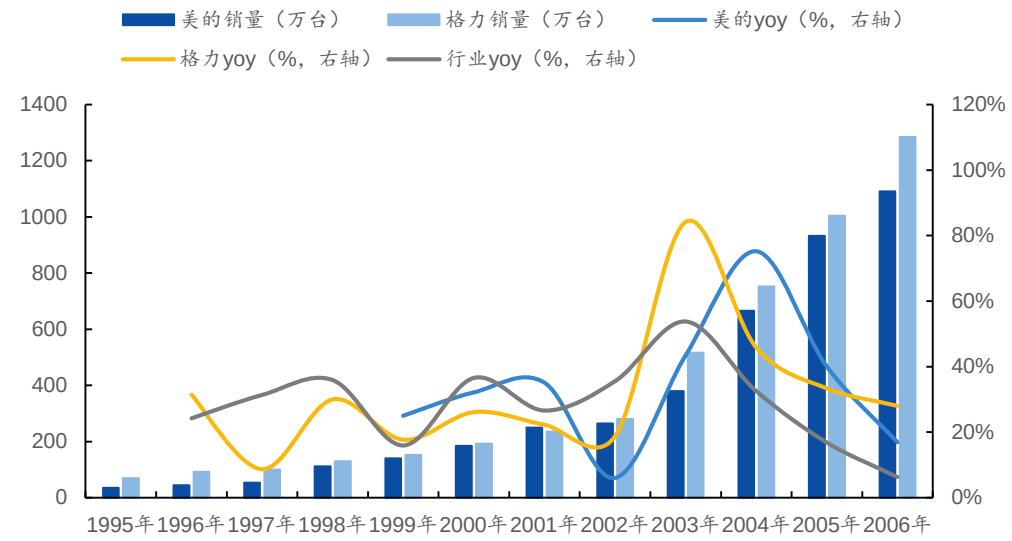
**表 3：产能的投资产生品牌分化**

| 品牌 | 产能策略 | 格局分化 |
|---|---|---|
| 春兰 | 多元化投资 | 让出龙头地位 |
| 格力 | 内部投资 | 快速增长 |
| 美的 | 收购+内部投资 | 快速增长 |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心整理

**美的格力在此阶段也仅仅跟住了行业的增长，尚未达到引领空调行业的绝对领先位置。**1996 年开始，行业销量增长率保持在 30%左右，在 2003 年一度高达 53.8%；而格力、美的的销量增长呈现出与行业相同的趋势，平均增长率分别为 33%和 31%，在 2003 年左右达到增长顶峰。从整个时间段来看，格力美的销量增长率略高于行业平均水平，但无明显优势。

**图 19：回溯来看格力美的在此阶段跟住行业增长**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

➢ **春兰：多元化投资让出龙头地位**

**1995 年，春兰开始采取多元化策略，也为让出“空调龙头地位”埋下了伏笔。**1994 年，春兰集团斥资近 20 亿元启动摩托车项目； 1996 年，春兰将产品线延伸到洗衣机、除湿机等行业并与韩国 LG 集团开始合资生产电冰箱； 1997 年，兼并南京东风汽车有限公司，进入中型卡车市场。

**由于大部分投资用于新领域的开发，春兰的空调业务的投资受到了影响。**从 1999 年开始，春兰空调的销售业务开始下滑，1999 年春兰空调业务销售收入为 19.5 元，而到 2000 年，已下滑到 17.6 亿元。

**表 4：春兰大量投资新领域**

| 投资项目 | 计划投资额 | 实际投资额 | 承诺收益 | 实际收益（截止 2000.12.31） |
|---|---|---|---|---|
| 参股设立江苏春兰洗涤机械有限公司 | 11130 万 | 11130 万元 | 投产后年产值 80000 万元，利税 11564 万元，投资利税率 29.67%，投资回收期 3.57 年 | 实际销售 69467 台，实现利税 202 万元。 |
| 研制、开发变频柜式空调器，并形成规模生产能力 | 3000 万 | 3000 万 | 投产后第一年将生产 3-5 万台变频柜式空调，每台税后利润估计为 600 元，新增利润 2400 万元；第二年将生产 8-10 万台，每台税后利润估计为 500 元，新增利润 5850 万元；预计投产后 1.25 年收回全部投资 | 已形成批量生产能力，平均每台税后利润 697 元。 |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

- **格力：内部发力扩产能**

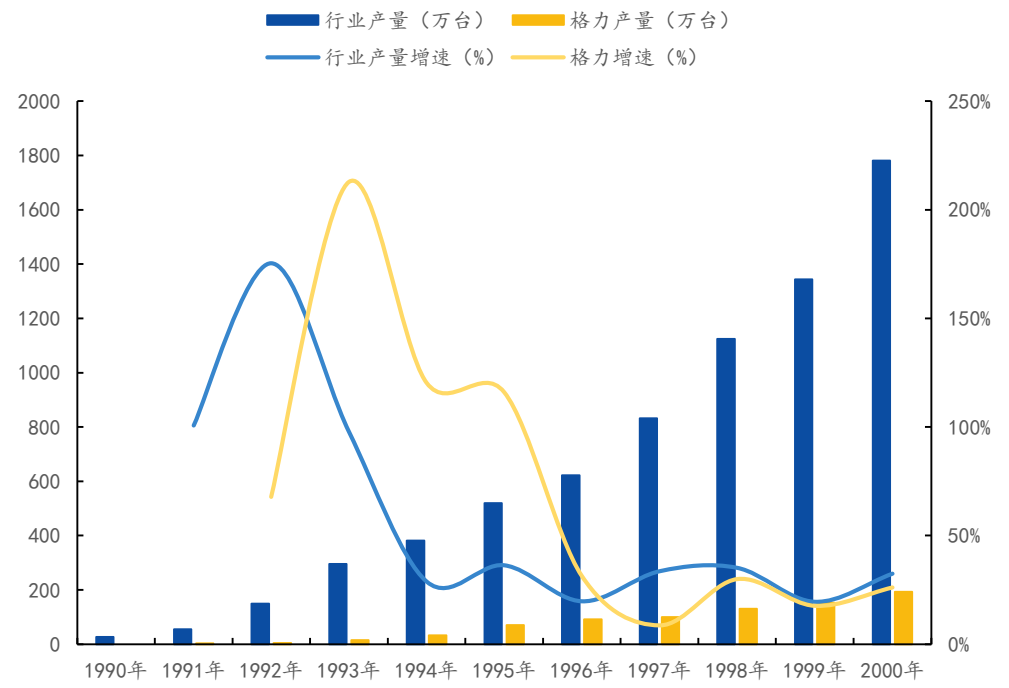
**格力采取内部扩产能的方式，通过大量的在建工程，发展产能。**这段时期公司以珠海作为生产基地，通过珠海一期技改、二期、三期以及四期工程不断扩大产能，共计投入资金约 10.9 亿元。在大力投资下，公司产能也从 1989 年 27 万台增长至 2000 年 2780 万台。

**表 5：格力投资 10.9 亿元扩产能**

| 时间 | 品牌 | 投资额 | 完工后预计产能 |
|---|---|---|---|
| 1993 年 | 一期技改 | 2 亿 | 100 万台 |
| 1996 年 | 二期工程 | 5.6 亿 | 250 万台 |
| 1999 年 | 三期工程 | 1 亿 | 600 万台 |
| 2001 年 | 四期工程 | 2.3 亿 | 800 万台 |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 20：格力产量增速跟随行业产量增速




资料来源：国家统计局，《行棋无悔》，国元证券研究中心

➢ **美的：收购上下游产业链扩产能**

**美的通过收购并自建扩产的方式扩充自身产能。**1998-2000 年，美的收购广东东芝万家乐制冷设备有限公司、广东东芝万家乐电机有限公司和广东美芝制冷设备有限公司，**在扩充自身产能的同时也开始向空调核心零部件产业布局。**

**表 6：美的通过收购扩展空调业务**

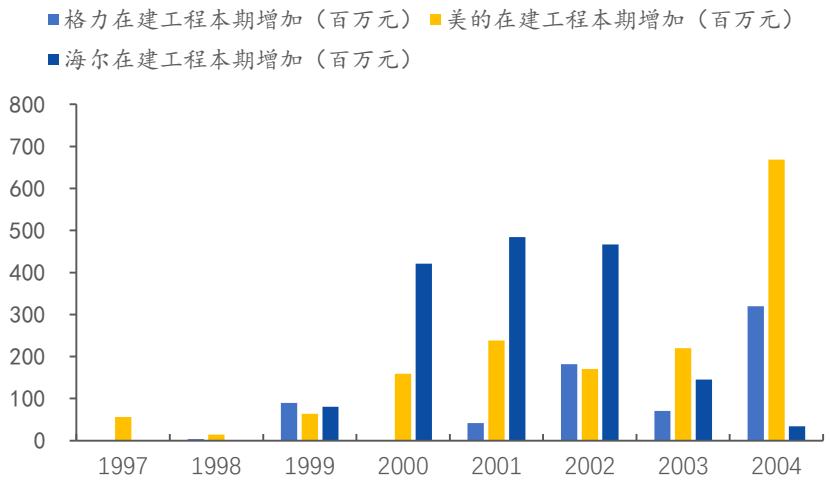
| 年份 | 标的公司 | 详情 | 股权占比（%） | 金额（百万元） |
|---|---|---|---|---|
| 1998 年 | 广东东芝万家乐制冷设备有限公司、广东东芝万家乐电机有限公司 | （1）拟出资 5422 万元，受让广东万家乐集团公司所持广东东芝万家乐制冷设备有限公司及广东东芝万家乐电机有限公司各 40%的股权；（2）拟出资 2711 万元，受让日本株式会社东芝所持广东东芝万家乐制冷设备有限公司及广东东芝万家乐电机有限公司 60%股权中各 20%的股权。 | 60% | 81.33 |
| 1998 年 | 广东美的集团芜湖制冷设备有限公司 | 拟出资 2480 万元，受让芜湖光华集团有限公司所持广东美的集团芜湖制冷设备有限公司 40%的股权。 | 40% | 24.8 |
| 2000 年 | 广东美芝制冷设备有限公司和广东美芝电机有限公司 | 报告期内非募集资金投资金额为 59,477.31 万元，主要用于收购广东美芝制冷设备有限公司和广东美芝电机有限公司之外方股东日本株式会社东芝所持有的各 20%股权。 | 20% | 594.77 |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**2004 年，美的收购华凌，公司主营业务扩充至冰箱洗衣机的同时，产能进一步提升。**2004 年 11 月在广州市政府的支持下，公司获得华凌集团 42.4%的股权。华凌在 2004 年拥有冰箱产能 140 万台，空调产能为 120 万台，在国内白色家电市场份额约处于行业第七位。在收购华凌后，美的空调产能从 1100 万台增加至 1220 万台，增长 10.91%。

**龙头的分化在资产负债表上有了提前的显现，格力美的在建工程自 2000 年起大幅增长。**

图 21：格力美的在建工程投入高于海尔

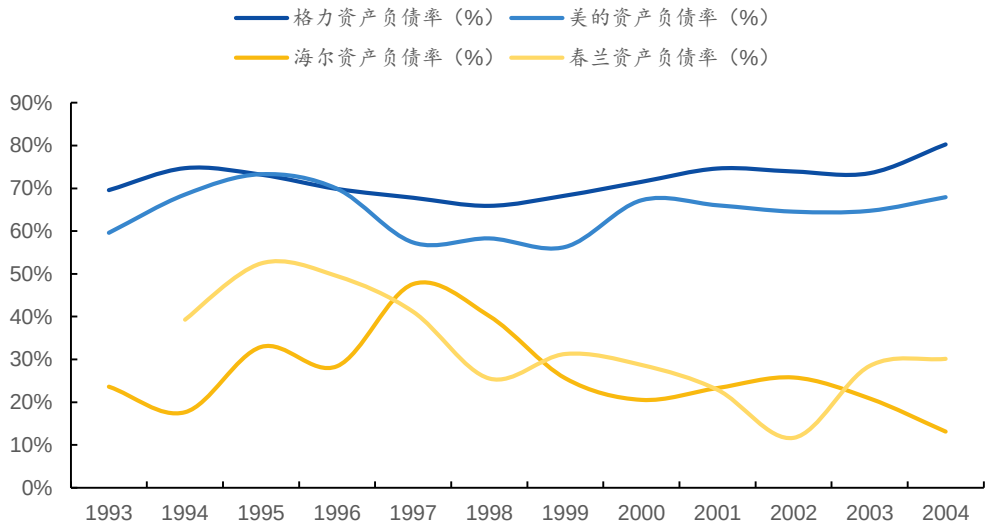



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

*1997、1998 年海尔数据缺失

**产能的快速增加也加剧了公司经营压力，格力美的资产负债率较春兰海尔高近 30pct。**

图 22：格力美的资产负债率高于春兰海尔

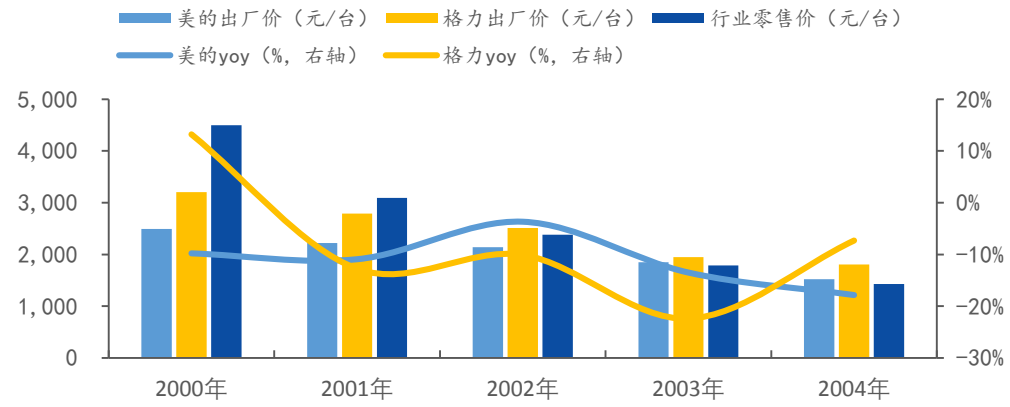



资料来源：wind，国元证券研究中心

### 2.1.2 产能助力龙头价格战胜出

**随着产能过剩，供大于求，空调价格逐渐走低。**2000 冷冻年度全行业产量为 2200 万台，全国有 700 万台库存；而到 2001 年底，我**国空调业的产能达到 3270 万台，这已经是目前我国空调市场需求总量的 2 倍，仅旺季生产能力就能满足国内和出口两个市场的需求。过剩的产能使得空调价格逐年走低。2000 年空调行业平均售价为 4500 元；到 2004 年，平均售价已降低到 1428 元**，年复合增长率为-25%。

图 23：产能过剩，空调价格连年下降




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**2002 年开始，以奥克斯为代表的小厂正式发起价格战开启恶性竞争，进一步刺激价格降低。**奥克斯于 2002 年发布《空调制造成本白皮书》，将空调价格构成进行拆分并公示。由于技术同质化这一根本问题，海信、科龙、长虹等空调厂商也不得不接连降价争取市场。2001-2004 年我国空调内销出货均价从 2835 元下降至 1600 元，年均下滑 17.4%。

图 24：奥克斯《空调制造成本白皮书》



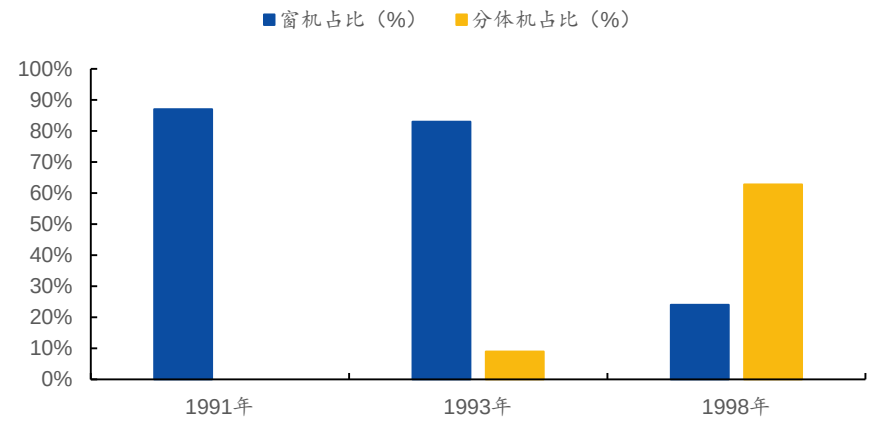

资料来源：空调制造成本白皮书，国元证券研究中心

表 7：90 年代和 02 年畅销机型对比（产品升级价格下降）

| 1993 年空调机型及价格 | | | | 2004 年空调机型及价格 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 型号 | 规格 | 价格（元） | 备注 | 型号 | 规格 | 价格 | 备注 |
| 古桥 | KC-1811（单冷） | 2990 | 窗式 | 海尔 | KFR-23GWZ | 1607 | 冷暖分体壁挂 |
| 兰波希岛 | KC-20（单冷、遥控） | 3500 | 窗式 | 海尔 | KFR-32GWZ | 2063 | 冷暖分体壁挂 |
| 东宝 | KCD-20H（冷暖） | 3250 | 窗式 | 美的 | KFR-32GWDY-Z | 1652 | 冷暖分体壁挂 |
| 古桥 | KCD-25（冷暖） | 3790 | 窗式 | 奥克斯 | KFR-23GWHA | 1086 | 冷暖分体壁挂 |
| 琴岛海尔 | KF-27（单冷） | 6940 | 分体式 | 美的 | KFR-22GWDY-Z | 1245 | 冷暖分体壁挂 |
| 科龙 | KF-25（单冷） | 6280 | 分体式 | LG | LSL-3681HT | 2016 | 冷暖分体壁挂 |
| 美的 | KF-25（单冷） | 5479 | 分体式 | 海尔 | KFRG-46LWZ | 3075 | 冷暖电加热柜机 |
| 日立（进口） | 1P（单冷） | 7700 | 分体式 | 美的 | KFR-32GWDY-T1 | 1812 | 冷暖分体壁挂 |
| 格力 | KFR-25（冷暖） | 6430 | 分体式 | 格力 | KFR-23GWK | 1521 | 冷暖分体壁挂 |
| 琴岛海尔 | KFR-35（冷暖） | 7800 | 分体式 | 春兰 | KFR-35GWT | 2068 | 冷暖分体壁挂 |
| 三菱（进口） | 12DC 1.5P（冷暖） | 13920 | 分体式 | 海信 | KFR-2619GWBPR | 2091 | 冷暖分体壁挂 |
| 新乐 | KFL-120DS（冷暖） | 22490 | 柜式 | 海尔 | KFR-23GWKB | 1403 | 冷暖分体壁挂 |
| 东芝（进口） | 3P | 23000 | 柜式 | 松下 | CSC-703KW | 1830 | 冷暖分体壁挂 |
| 三洋（进口） | 5P | 26000 | 柜式 | 格力 | KFR-32GWKB | 1953 | 冷暖分体壁挂 |

资料来源：《电器》，国元证券研究中心

图 25：产品由窗机变成分体机

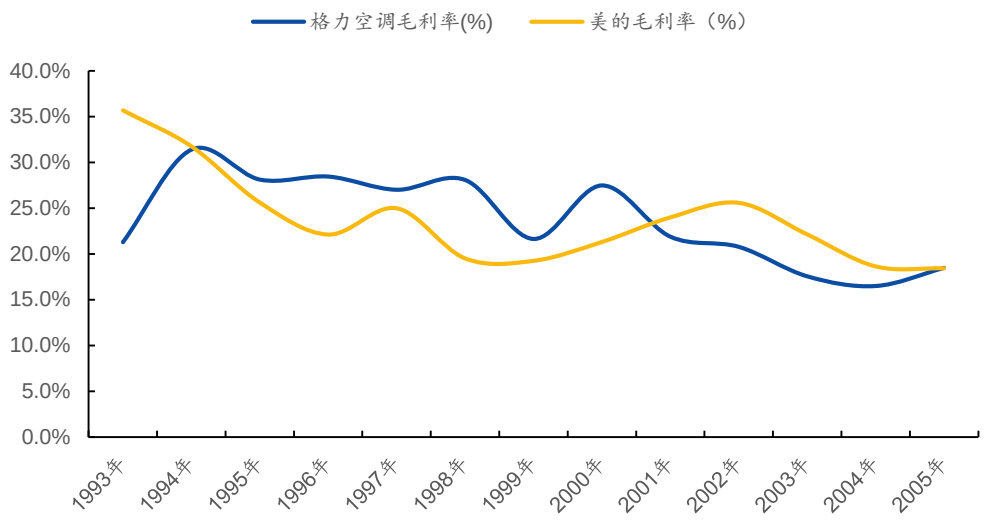



资料来源：《棋行天下》，国元证券研究中心

**一线品牌的入局使得市场进一步加速出清，空调行业竞争格局开始向龙头集中。**行业初期竞争由于各个企业无明显技术优势，在产品同质化的情况下，价格战成为主要手段。2003 年开始，海尔、格力、美的等原一线空调品牌在全国范围内大规模降价。2004 年，美的集团空调业毛利润首次跌破 20%。凭借降价，奥克斯空调销量上升到

325 万套，销量增长高于行业平均水平。2003 年奥克斯空调销量排名从 2000 年的第七位一跃到全国前三名。

**图 26：价格战使得格力美的毛利率下降**




资料来源：wind，国元证券研究中心

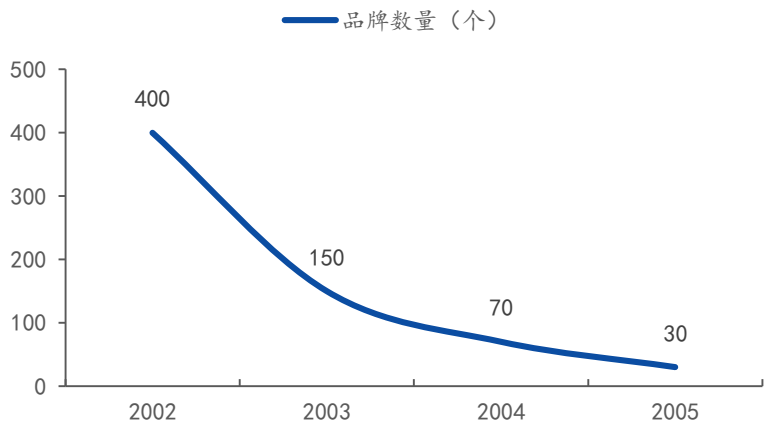
**表 8：格力终结价格战**

| 时间 | 品牌 | 降价力度 |
|---|---|---|
| 2000 年 | 乐华 | 空调价格全线降低。 |
| 2002 年 | 格兰仕 | 2 匹柜机跌破 3000 元；<br>2003 年，格兰仕空调喷涂型系列空调全线降价，平均降幅近 30%。 |
| 2002 年 | 奥克斯 | 2002 年 4 月，奥克斯公发布了空调成本白皮书，列举了其 1.5 匹冷暖型空调 1880 元零售价的几大组成部分：生产成本 1378 元，销售费用 370 元，商家利润 80 元，厂家利润 52 元。 |
| 2003 年 | 格力 | “新蜂蝶”系列中的一款机型从 1620 元降至 1099 元，降幅超过 30%。 |

资料来源：搜狐，新浪，国元证券研究中心

**从结果来看，价格战主导者们纷纷溃败，仅仅通过降价无法长久维持市场，规模成本最终占优。**一线品牌的入局使得三四线品牌仅仅凭借单纯降价的模式失败。由于毛利的不断压缩，企业盈利能力受到重创。森宝，飞歌在 2001 年破产，乐华 2003 年破产。2004 年万家乐、迎燕空调破产。

图 27：2002-2005 年品牌数大幅减少

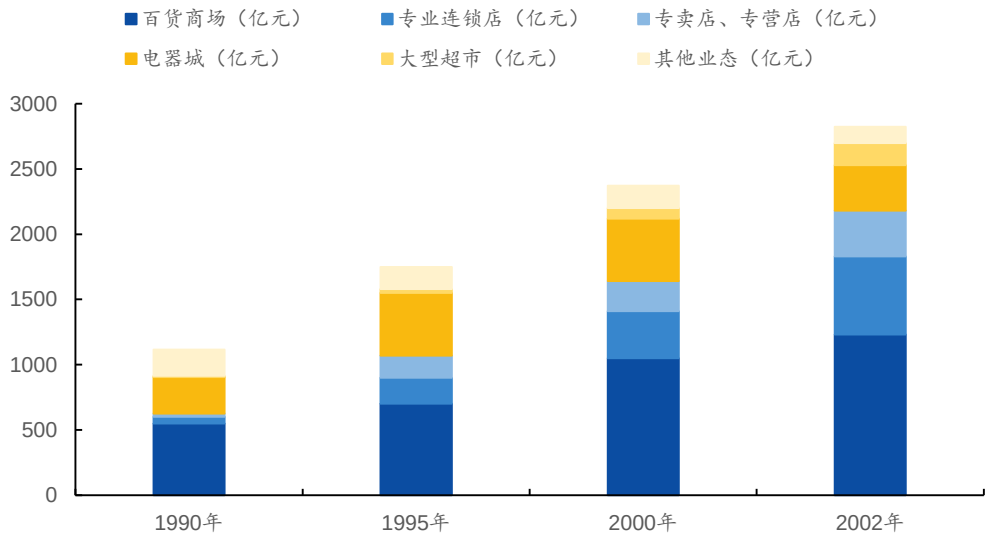



资料来源：gfk，国元证券研究中心

## 2.2 行业快速扩张下空调厂商的渠道初次建立

**随着行业的扩张，百货渠道已无法覆盖全部销售区域，专业连锁店和专卖店开始兴起。**1990-2002 年，百货商场一直维持着空调销售主要渠道，但随着空调市场的扩大，专业连锁店和专卖店渠道逐渐兴起。1990 年，专卖店年营收占全部销量的仅 2%，而到 2002 年，已达到 12%；同样，专业连锁店在 1990 年时市场份额仅为 4%，而 2002 年达到 21%。**随着连锁的发展，厂商与品牌商冲突逐渐加剧。**

图 28：专业连锁店和专卖店逐渐兴起




资料来源：苏宁招股说明书，国元证券研究中心

**相较于传统百货，专业连锁高效率使得产品价格更低，这也促使专业连锁逐渐兴起；同时，由于较高的投资壁垒，专业连锁在与品牌专卖店的竞争中通过更丰富的产品类型逐渐胜出。**苏宁 2001 年招股说明书中显示，苏宁连锁店在各个区域单店投资额

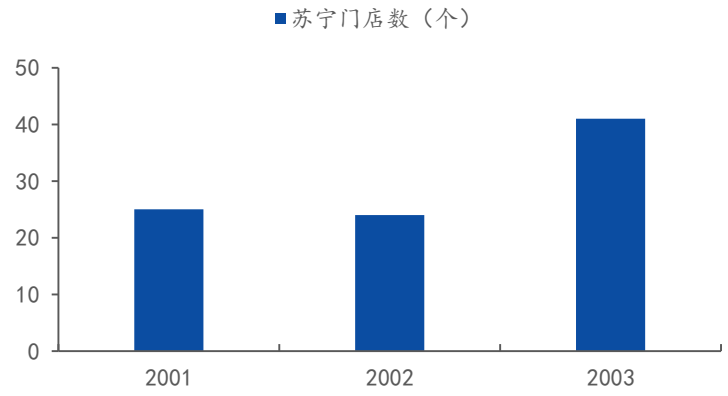
均达到 1000 万元以上，在总部所在地南京单店投资额更是接近 1 亿元。截止 2003 年末，苏宁共有 41 家门店，平均单店占用资金 962 万元，每平方米占用资金 2061 元。正因为如此，专业连锁店得以高速发展。2003 年，苏宁门店数同比增长 71%。

**表 9：苏宁单店投资额较高**

| | 南京 | 北京 | 上海 | 浙江 |
|---|---|---|---|---|
| 单店投资（万元） | 9,963.2 | 1,392.9 | 1,065.9 | 1,150.4 |
| 单店面积（平方米） | 10,240.0 | 5,200.0 | 3,900.0 | 4,112.5 |
| 单店固定资产投资（万元） | 8,716.5 | 908.9 | 678.2 | 754.4 |
| 单店流动资产投资（万元） | 1,246.7 | 484.0 | 387.8 | 396.0 |
| 单店营收（万元） | 96,600.0 | 29,333.3 | 23,500.0 | 24,000.0 |
| 单店利润（万元） | 1,557.3 | 211.1 | 171.0 | 185.7 |
| 单店建设期（月） | 12.0 | 2.0 | 1.5 | 1.5 |
| 收回投资时间（年） | 6.4 | 6.6 | 6.2 | 6.2 |

资料来源：苏宁招股说明书，国元证券研究中心

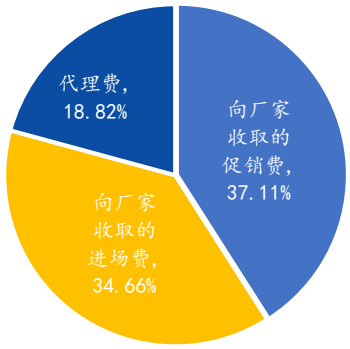
**图 29：苏宁门店个数快速增长**




资料来源：苏宁招股说明书，国元证券研究中心

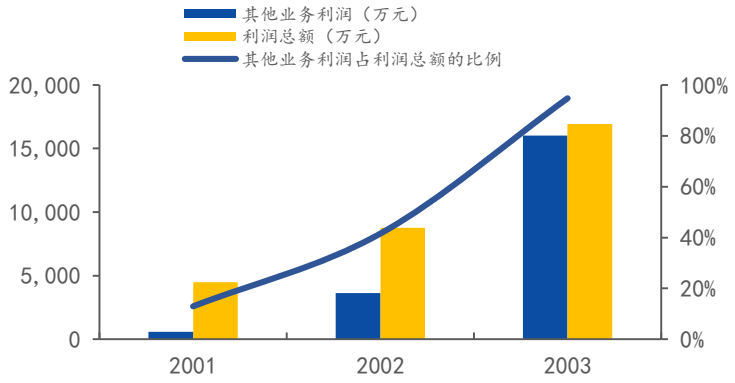
**家电连锁企业的利润来源于家电企业投入的费用。家电企业以销售产品获得价差盈利，家电连锁通过向厂家收取进场费、促销费和延期支付上游供应商货款的资金循环的方式进行盈利。盈利模式上的差别造成家电连锁企业和家电厂商的根本冲突。**苏宁 2004 年招股说明书显示，苏宁的其他利润中向厂家征集的费用占到了 71.77%。同时，苏宁也在不断提升对厂家费用的收取。2001 年苏宁其它利润在总利润占比仅为 13%，而 2003 年占比高达 95%。这进一步激化了厂商矛盾，迫使厂家自建渠道。

图 30：苏宁其他利润来源于向厂家收取费用




资料来源：苏宁招股说明书，国元证券研究中心

图 31：苏宁其他利润占总利润逐年升高




资料来源：苏宁招股说明书，国元证券研究中心

在这过程中，厂商对于自建渠道采用了多种模式尝试：

表 10：各个品牌尝试不同的渠道策略

| 品牌 | 渠道 |
|---|---|
| 春兰 | 经销商和专卖店双体系并行 |
| 格力 | 个人主义→大户模式→联合代理→专业代理 |
| 美的 | 个人主义升级为大户模式 |
| 海尔 | 建立销售分公司 |

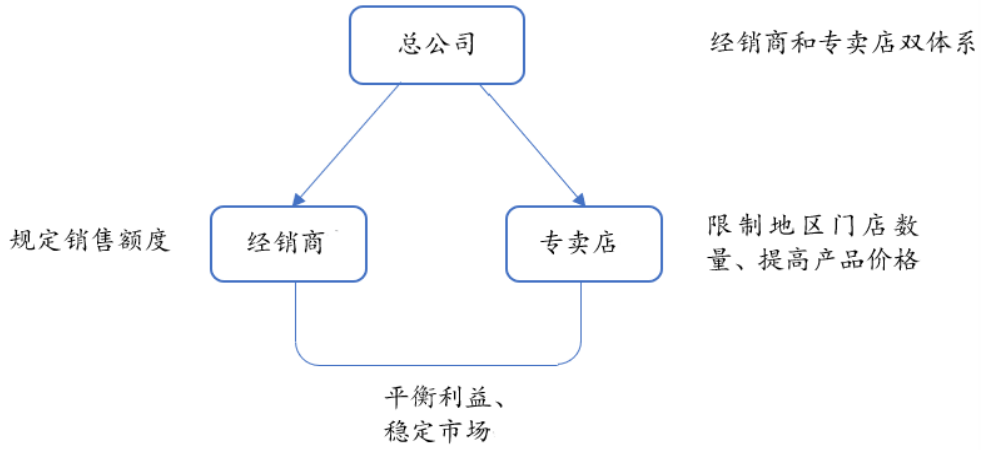
资料来源：公司公告，国元证券研究中心整理

➢ **春兰：经销商和专卖店双体系并行**

**春兰主要采取经销商和专卖店双体系。在经销商的管理上，春兰创新厂商合作方法“受控代理制”。**供货商必须提前将货款以入股方式交予春兰公司，才能按照全国统一规定，提走货物。此外，春兰公司大幅度让利经销商并在年末允许厂家分红，每年年末返利高达 80%。在这种管理模式下，尽管春兰集团让出了部分利润，但解决了公司资金流动问题，因而实现了长时间的发展。

**同时，为了使经销商的经营业绩有一个比较规范的衡量标准，春兰集团还在全国范围内建立了 150 家春兰星威专卖店。**但为了避免与经销商的利益发生冲突，春兰专卖店的规模一般不超过经销商的水平，在每座城市专卖店的数量也限制在 2~3 家以内，而且在专卖店中销售的春兰空调定价也略高于经销商的价格，这种做法对稳定价格、平衡市场起到了积极作用。

图 32：春兰采用双体系运行的方式




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

➢ **格力：个人主义升级为大户模式，创新联合代理模式、专业代理制**

**在 90 年代初期，格力依靠推销员个人能力打天下，以业务提成作为激励手段，通过赊销完成销售。**但由于先货后款的模式，格力经营现金流一直处于缺乏状态。

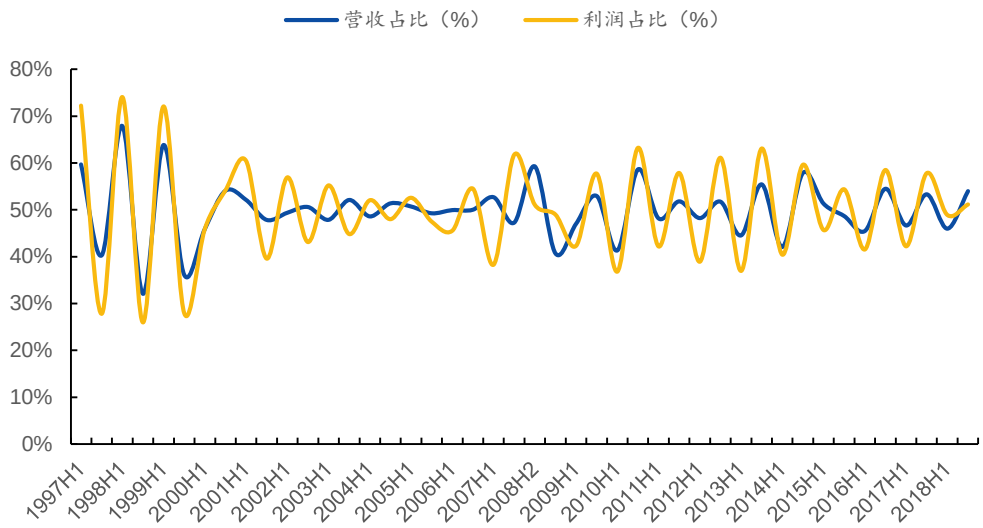
表 11：个人推广模式优缺点

| | 推广模式时期 |
|---|---|
| 优点 | 1、公司把控销售人员，激励到位 |
| 痛点 | 1、赊销，企业不把控现金流 |
| 问题 | 1、三角债，应收账款多<br>2、个人激励在公司内产生不平衡 |

资料来源：《行棋无悔》，国元证券研究中心

**随着我国销售渠道的兴起以及空调家装属性对于安装水平的要求，区域大户崭露头角。**公司通过年终返利以及首创的淡季返利对大户进行激励，由此进入大户模式。**淡季返利模式为公司的长期发展提供了资金保障。**由于空调具有明显的淡旺季区别，通过淡季回款，使得公司营收更加平稳，也使得公司在淡季现金流不足的问题得到了本质性的改变。

图 33：淡季返利使得公司营收波动更加平缓




资料来源：Wind，国元证券研究中心

**同时，大户模式的负面效应也在渠道力量逐渐增强的过程中显露出来。**首先，大户过多寄希望于惊喜返利，自发让利于消费者，自身无利润经营，公司控价努力付诸东流；其次大户在成长起来后对厂家利益形成危险，区域大户出现网络争夺战，小商家关门歇业。

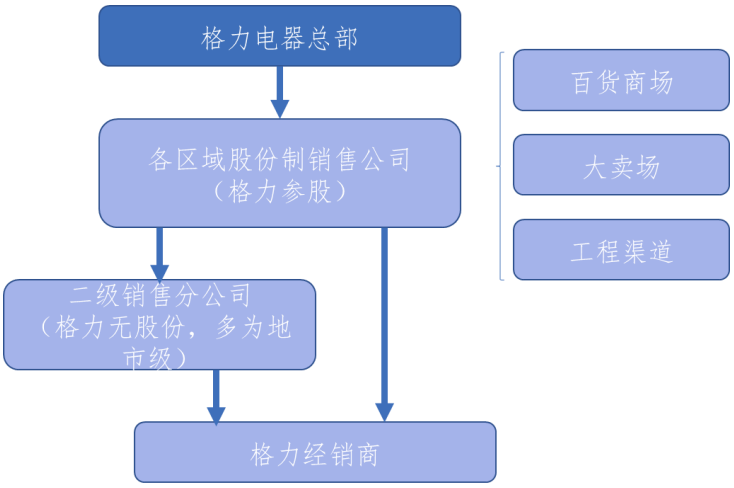
表 12：大户模式使公司迅速成长

| 大户模式 | |
|---|---|
| 优点 | 1、品牌力增长，客户认同度提升<br>2、江苏五交化大户示范作用<br>3、制度创新优势 |
| 痛点 | 1、过多寄希望于惊喜返利，自发让利于消费者，自身无利润经营，公司控价努力付诸东流<br>2、大户威胁厂家利益，高买低卖，窜货，小商家关门歇业 |
| 问题 | 1、如何保障消费者服务<br>2、如何保障二三级经销商利益 |

资料来源：《行棋无悔》，国元证券研究中心

**随着“大户模式”由于经销商间利益不平衡走向终结，为了维护经销商间的利益平衡，格力开始采取联合代理模式。**1997 年底格力开始尝试将区域内经销商捆绑在一起，以资产为纽带、格力品牌为旗帜、互利双赢的经济联合体模式开始出现。联合代理模式通过统一渠道、统一网络、统一市场、统一服务，开辟了独特的专业化销售道路。但事实上，联合代理模式依然没有解决经销商利用自治权擅自获取其他利润的行为，经销商管理并不十分有效。

图 34：联合代理模式下格力渠道结构




资料来源：《格力渠道式》，国元证券研究中心

**2001 年，格力在湖北成立“湖北新兴格力电器销售有限公司”取代湖北格力销售公司，进一步加强对经销商的管理，格力也开始由联合代理模式转向专业代理模式。**专业代理模式相当于格力的二级管理机构，负责对当地市场进行监控，规范价格体系以及进货渠道，以统一的价格把产品批发给下一级经销商。格力通过提出“三个代表”（代表消费者利益、代表经销商利益、代表格力企业利益）的方针，较好地解决了企业、销售公司、经销商的利益关系。

表 13：专业代理模式使得厂商利益均衡

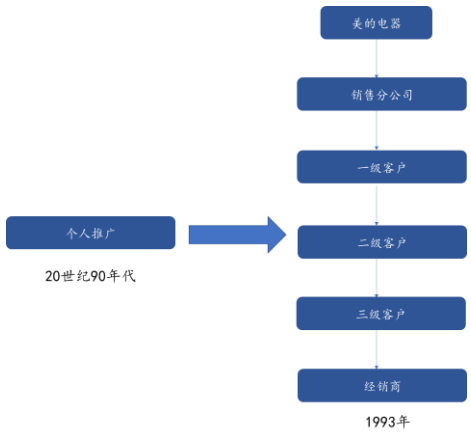
| 专业代理模式 | |
|---|---|
| 条件 | 1、品牌生命力持久，厂商互相信任<br>2、当地大经销商不超过五个<br>3、经销商主推一个品牌，格力销量至少 70%以上 |
| 优点 | 1、决策链短，反应迅速<br>2、灵活价格调整，广告有自主权<br>3、群策群力，调动积极性<br>4、有利于做大市场和市场稳定 |

资料来源：《行棋无悔》，国元证券研究中心

➢ **美的：从个人模式到大户模式**

**美的在这一时期的渠道演化与格力类似，由个人模式逐渐发展为大户制。**在此阶段美的内销市场以广东（占比 25%）、湖南湖北（占比 13%）为主。美的目标将渠道从华南、中南地区向华北、华东、西南、东北等地区开拓和延伸,并力图覆盖我国大部分地区。随着我国销售渠道的兴起以及空调家装属性对于安装水平要求的变化，区域大户崭露头角。1993 年，美的上市后开始在全国重点市场设立销售分公司对大户进行精细化管理。同时，通过营销委员会对产品开发、生产、广告宣传、销售、售后服务实施统一指挥和管理。

图 35：20 世纪 90 年代公司渠道逐渐由个人模式向大户制发展




资料来源：《美的：从“精耕细作”到“决胜终端”》，公司公告，国元证券研究中心

**随着大户的发展，美的开始通过“限制大户、扶持中户、发展散户”的策略对渠道进行梳理。**1999 年，风扇事业部首先提出了全国营销渠道要推行“扁平化结构”和对市场“精耕细作”的要求，并着手对全国级市场的客户网络进行全面梳理和优化整合。在一级客户重叠的省份，美的通过与客户沟通协调，将不能适应新形势要求的大户调整为二级客户，并将他们的市场进行重新划分，从而缩短整个销售通路的长度，提高网络的市场应变速度。同时，美的将经营和通路管理的重心下移，从省会、经济发达的城市逐步向地市、县镇一级市场推进，并在当地筛选有潜力的二级经销商，对其加大支持倾斜，扶植和培养二级市场的经销大户。

编码制、三方协议登录制、产品“一夫一妻制”在此阶段助力公司的“扁平化”改造：

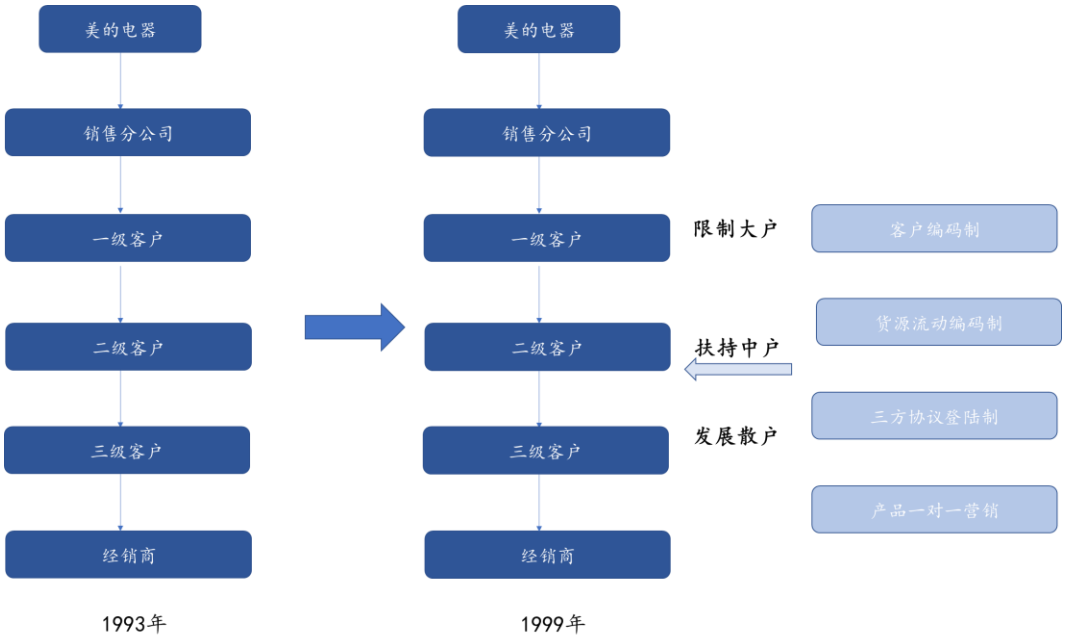
**1. 客户编码制。**美的家电通过对经销商统一编码登记，建立详细的经销商资料数据库，并发放《指定经销商证书》以确认其身份合法性。

**2. 货源流动编码制。**货物外包装上加盖货源编码章，严格按货源划分区域销售。发现外地冲击货源，马上核查其货源编码，查明是哪个省的哪家经销商的冲货行为，对冲货者进行处罚。

**3. 三方协议登陆制。**由厂家牵头，在充分尊重各方意见的基础上，遵循下游经销商选择上游经销商的原则，由厂家、一级客户、二级客户签订三方协议，二级客户按该协议登陆到整个美的家电的销售网络平台上，其所应享受的经销权益才会受到完全保障。

**4. 产品“一夫一妻制”。**针对不同地区的客户，生产不同的产品，实行“1：1 营销”。

**图 36：1999 年起公司开始全国营销渠道“扁平化”以及市场“精耕细作”**

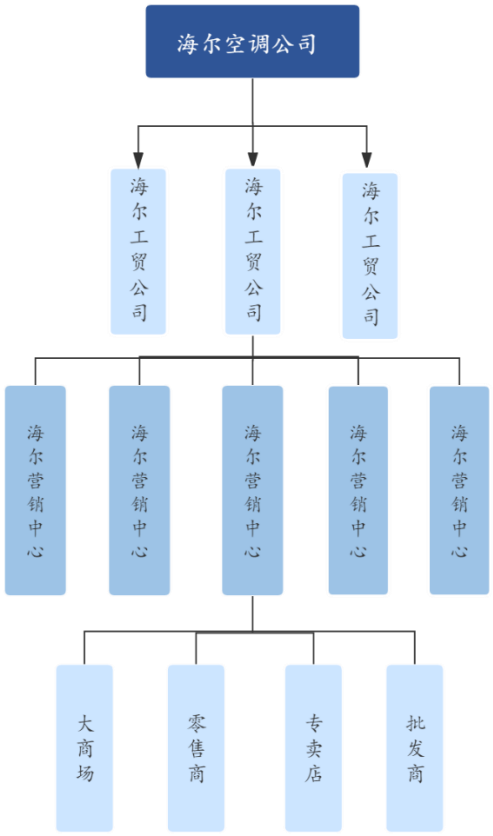



资料来源：《美的人生》，《美的：从“精耕细作”到“决胜终端”》，国元证券研究中心

➢ **海尔：销售分公司实现渠道终端控制**

海尔在**省会城市、地级城市和县级城市都设置了分支机构来建立销售网络和渠道**，发展零售商。**发展初期，海尔通过建设自己的专卖店，树立起品牌知名度和信誉度。**在 1996 年市场还是大商场销售作为主体销售渠道的时候，海尔建立了中国第一家海尔专卖店。这使得海尔在 1996-1999 年渠道初期变革过程当中实现快速发展。**当市场逐渐扩展，海尔开始布局全国性网络，在全国每个省建立自己的销售分公司——海尔工贸公司。**海尔工贸公司在渠道中起着总代理商的作用，它主要分布在一级城市，可以直接向厂家进货，然后供货给零售商；在二级城市设有海尔营销中心，主要管理零售商等。在这样的模式下，海尔取消了中间环节，增强了对零售终端的销售的控制和管理。

图 37：海尔工贸公司渠道模式




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

## 2.3 随着公司发展，内部治理逐渐提上议程

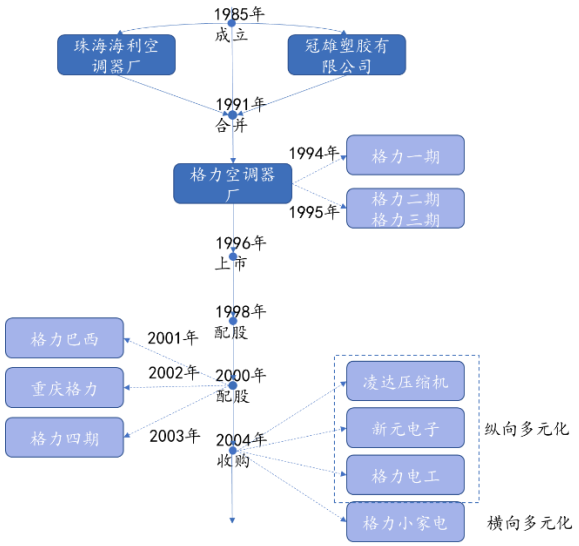
### 2.3.1 股权稳定铸就发展基石

**随着家电企业规模扩大，公司内部结构治理问题也逐渐显露，不同企业在这一时期的股权改革也为公司未来的发展走势埋下伏笔。**格力美的采取不同的股权变革方式而华宝则因产权转制而失去龙头地位。

➢ **格力：国有控股定位不变**

格力电器成立于 1991 年，其前身为珠海市海利冷气工程股份有限公司，公司于 1989 年 12 月由珠海经济特区冷气工程有限公司空调器厂、珠海经济特区塑胶工业公司、珠海经济特区冠英贸易公司改组成立。公司最初以生产空调为主，辅之以生产干衣机、抽湿机和电风扇。在 1996 年上市后，公司逐渐聚焦到空调行业，通过扩大产能、自主研发的独立自主发展的道路逐渐成为全球最大的空调生产厂商。

**图 38：以空调为中心，横纵扩张，逐步扩大产能**

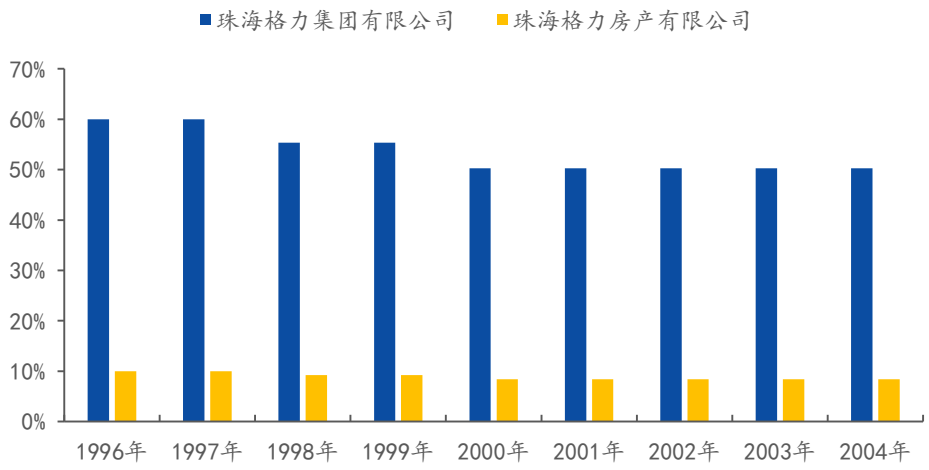



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

**格力电器 1996 年 11 月 18 日挂牌上市，上市之时是一家国有控股公司，最大股东为珠海市国资委 100%控股的格力集团持股。**上市之时，格力集团为格力电器最大股东，控股 60%。尽管格力电器第二大股东为格力房产，持股为 10%；但事实上，格力集团控股格力房产，因此格力集团对格力电器处于绝对控股地位。格力电器作为混合所有制企业。

**但此后，格力集团持续减持格力电器股份。**1997 年后，格力集团开始进入减持模式，股比从 60%一直到 2004 年时 50.28%，但依然是绝对控股东。不断减持格力集团，也为日后格力集团股份转让奠定了基础。

**图 39：格力集团减持格力电器股权**

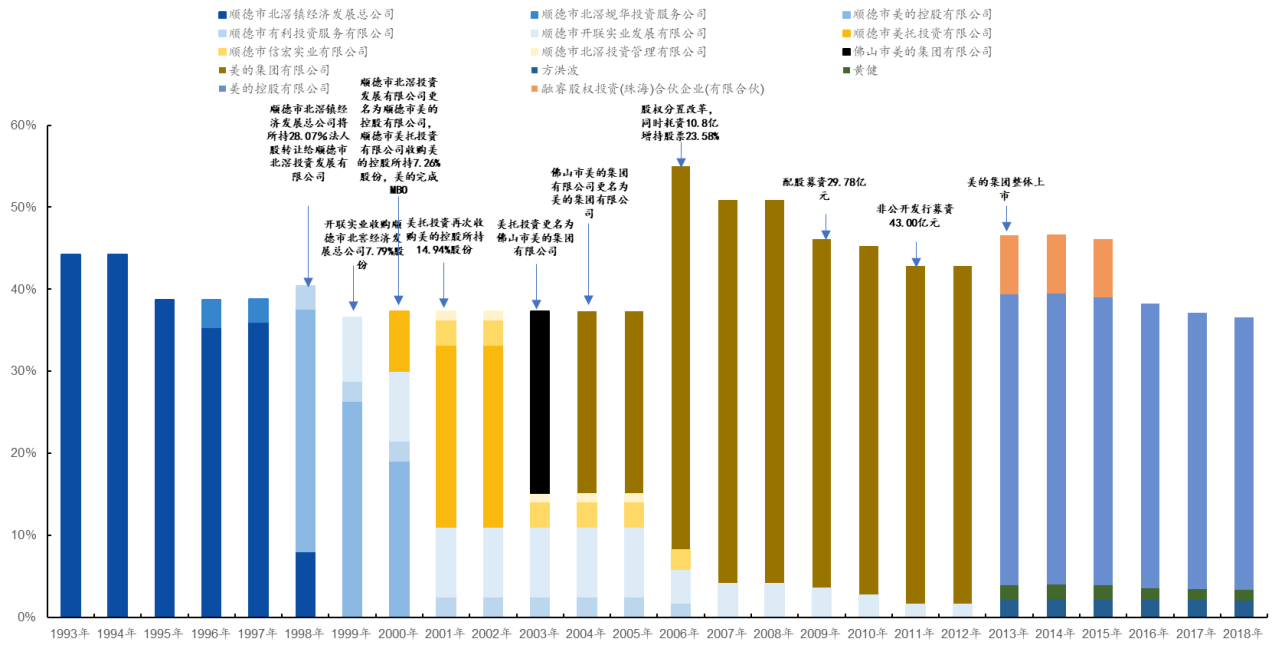



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

### ➢ 美的：MBO 私有化奠定上市基础

1993 年 11 月 12 日，美的电器股票在深圳证券交易所挂牌上市，成为中国证监会批准的第一家由乡镇企业改制而成的上市公司，公司股权得到确立。随后，从 1998 到 2001 年，经过三年的资本运作，公司通过 MBO 逐步实现私有化。2001 年 1 月，美托投资再次协议收购顺德市美的控股有限公司所持美的电器 7243 万股法人股，所占比例为 14.94%，以何享健先生为核心的美的集团管理层及其亲属通过美托投资和开联实业获得上市公司美的电器 29.99%的股权。

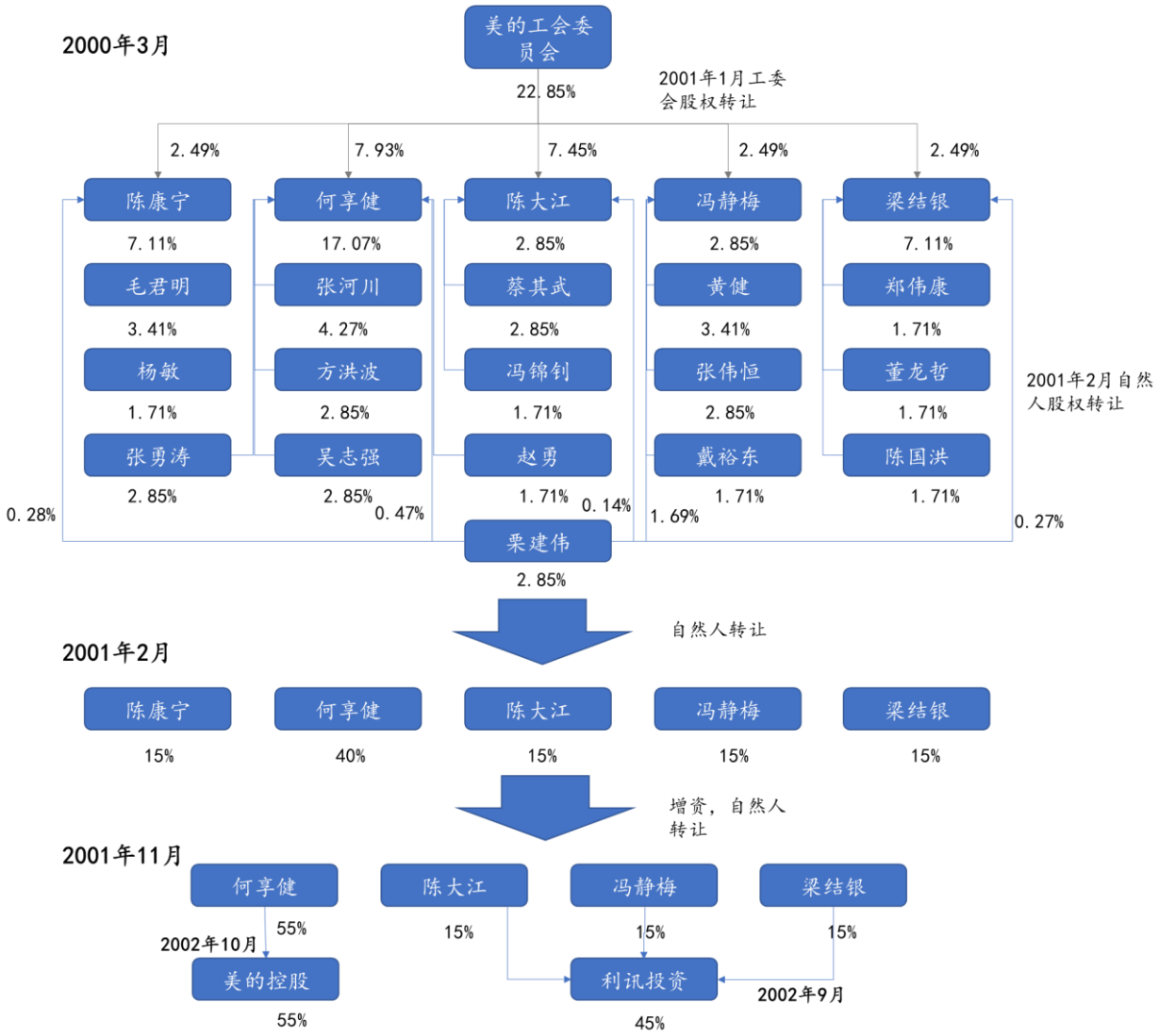
**图 40：美的 1998 年 MBO 实现私有化，2013 年换股实现集团整体上市**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

在完成公司收购的同时，何享健先生也通过美托投资内部股权转让逐步将美的私有化。2000 年 4 月美的工会委员会和何享健先生等 21 名自然人共同以货币出资设立了“顺德市美托投资有限公司”； 2001 年 1 月，何享健先生等 5 名自然人股东与美的工会委员会签订《股权转让合同》，工委会将其持有的美的有限的 7.9%股份转让给何享健先生。通过 2001 年 2 月、2002 年 9 月以及 2002 年 10 月的自然人间股权转让，何享健先生实现了对美的有限的控股，此时美的控股占比 55.0%，利讯投资占比 45.0%。

**图 41：美的经过多轮股权转让成功实现私有化**



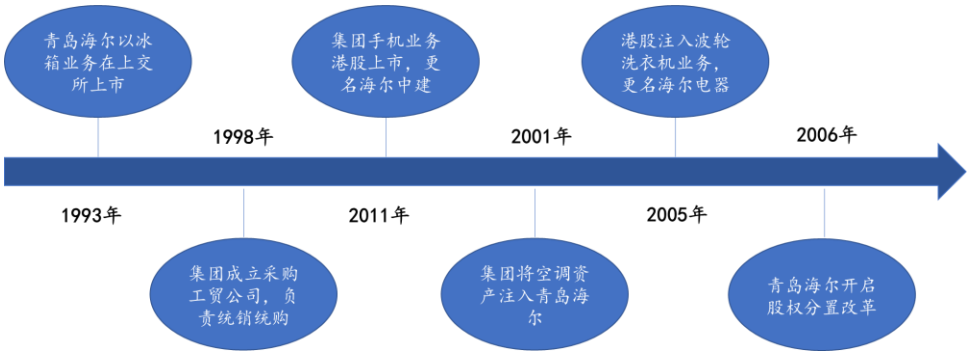

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

- **海尔：集体化企业曲折探寻**

**海尔集团管理层早期无法获得市场化激励，A 股拓展受到影响。**1993 年，青岛海尔以冰箱业务在上交所上市，但是 A 股股权分置改革迟迟未能展开，集团核心管理层利益无法通过迁移到 A 股平台实施市场化激励。

**A 股市场化激励不足迫使海尔转向港股平台，海尔电器注入大量白电资产。**青岛海尔上市初期是白电业务主体，而海尔电器仅仅拥有初期借壳注入的移动手机业务。但是由于 A 股一直未能进行股权分置改革，集团开始向港股平台寻求市场化激励。2005-2006 年间，向海尔电器平台分次注入洗衣机、热水器资产，资本平台的运作重心开始转向港股平台。此后，**随着 A 股崛起，港股平台的定位转型分销，双上市公司架构正式形成。**

图 42：海尔股权结构演化




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**双上市公司架构虽在短期内解决了海尔的问题，但长期来看，两个平台的利益难以统一，利益一致性不足。**尽管海尔智家持有海尔电器 6%以上的股份，但由于是非全资控股，其各自股权激励独立进行，两个平台的利益体系没有做到完全统一。

- **华宝：两次转制走向没落**

**华宝空调作为当时与春兰齐名的空调品牌，两次转制使得其产权混乱，最终退出历史舞台。**

**华宝的成功极大地依赖顺德市政府背后的支持。**改革开放初期，顺德政府形成了“顺德模式”，即“以集体经济为主、以工业为主、以骨干企业为主”的经济发展思路。可以说，顺德整个工业的发展其实都是由政府推动发展起来的。

**然而，也正是由于“顺德模式”的局限性与政府的干预，华宝空调在之后一共经历了两次转制，产权极度混乱，也最终导致了这一品牌的没落。**

表 14：华宝经历两次转制

| 时间 | 转制内容 |
| --- | --- |
| 1993 年 | 1993 年，华宝集团与香港蚬壳股份集团签订股权转让协议，华宝集团和华宝空调器厂变成了香港蚬壳股份集团的控股企业；<br>1994 年，香港蚬壳股份集团退股华宝集团。 |
| 1999 年 | 科龙发行 1.1 亿股用于收购“华宝两厂”（即华宝空调厂和大型注塑厂）。 |

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

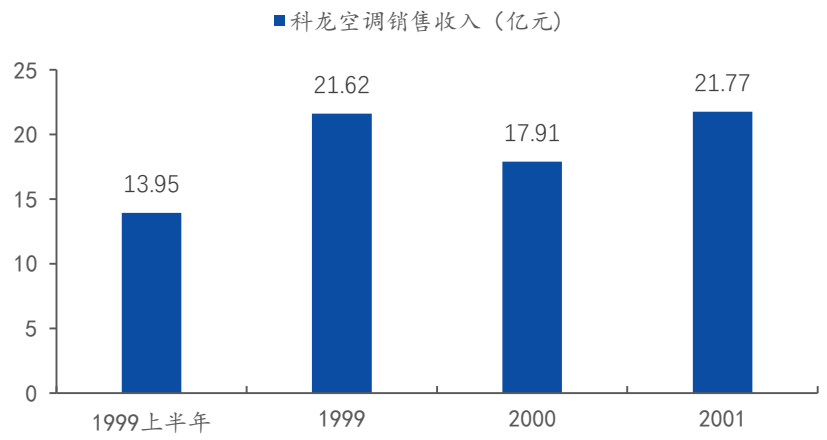
**广东华宝的第一次转制发生在 1993 年。**当时的华宝集团在 4 月份刚刚完成了股份制改造，成为包含法人股和内部职工股的广东华宝集团股份有限公司。表面上看，华宝空调器厂正处在高速发展的时期，但其背后“高负债经营”模式下的生产经营已然出现了问题，只是暂时在政府的支持下被暂时掩盖。1993 年国家经济环境开始变化，国家紧缩政策与“高负债经营”模式产生了根本上的矛盾，华宝的问题暴露得更加明显。为了通过转制再造顺德的优势，摆脱面临的各种风险，在政府的主持下，同年 11 月，华宝集团与香港蚬壳股份集团签订股权转让协议，

华宝集团和华宝空调器厂变成了香港蚬壳股份集团的控股企业。

**这次改制使华宝内部管理产生了巨大问题，也因此错失了高速发展的机遇。**一方面，治理理念的差异给华宝多年来形成的管理体制和形式造成了极大的混乱；另一方面，华宝转制完成后的两年正是空调业高速发展的时期，华宝转制过程中出现的质量问题以及管理问题，使得华宝丧失了一些重要的不可复得的时机以及经销商和客户对品牌的支持和信任。最终，在一年左右的内部矛盾之后，香港蚬壳股份集团退股华宝集团，这次转制以失败告终。

**1998 年，华宝陷入债务危机，面临破产的边缘，公司不得不开始第二次转制。**1999 年，在政府的干预下，科龙发行 1.1 亿股用于收购“华宝两厂”(即华宝空调厂和大型注塑厂)。本以为会出现强强联合的“超强空调品牌”，但由于多品牌战略等问题，合并后的“科龙”不但没有出现预期的销售大幅度上升的效果，反而出现了负增长的局面。“华宝” 也从原来全国三强的位置上急剧下降，退出前十名。此后，华宝空调也逐渐失去了声音，最终淡出历史舞台。

**图 43：收购华宝后，科龙空调收入并没有增加**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

### 2.3.2 组织架构变革引分化

**历史经验来看，股权结构的不同并不能决定一个公司未来发展。若有与之相匹配的公司治理模式，各种股权结构均会获得较好的发展。格力美的采用不同的方式，通过逐步匹配完善内部的组织架构，在市场竞争中胜出。**

- **格力：完善内部控制体系**

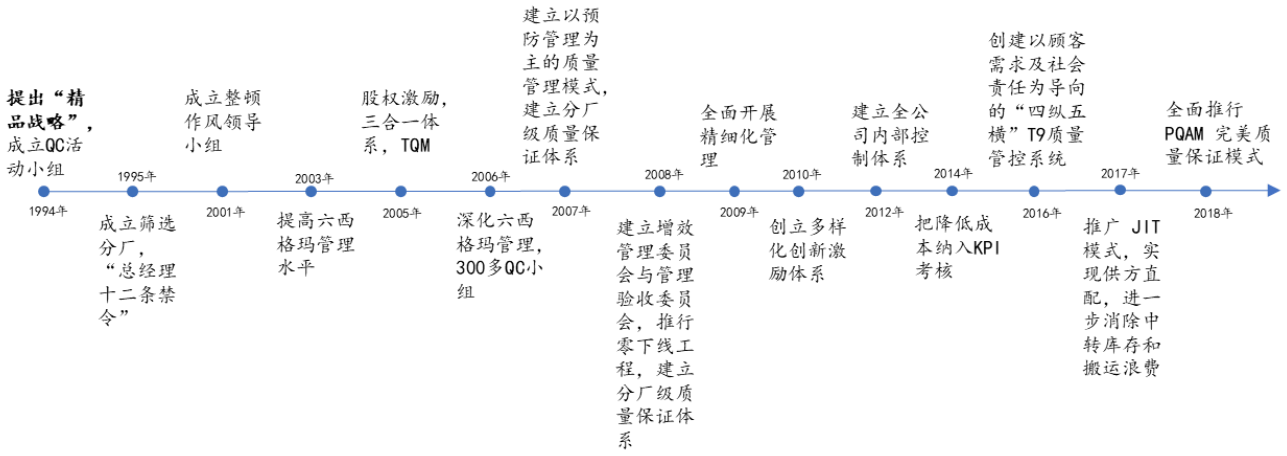
**伴随格力电器在产品以及渠道端不断地创新，公司内部控制体系也逐步完善。**1994 年公司首次提出“精品战略”，将国际最好的空调作为赶超目标，把空调“做精、做强、做大”。

**为此，公司成立 QC 小组对可能影响产品质量的各个环节进行科学有效地控制，确保产品在全过程的质量稳定。**当时由于主要零部件均为外部采购，公司成立由三百多人组成的筛选分厂，将重要零件在上线装配前逐一检验筛选。同时，为了强化员工严

格遵守工艺规程，朱江洪先生提出“总经理十二条禁令”，违反者不讲理由，立即除名。通过“左手拿鞭，右手拿刀”的方式，公司生产流程逐渐规范。公司于 1994 年通过美国 UL、德国 GS、日本 JLS、欧盟 CE 等产品质量认证，1995 年通过 ISO9000 质量体系认证。

**随着公司的发展，公司继续完善内部控制体系。**2003 年开始逐步提高六西格玛管理水平；2005 年实行三合一体系；2007 年成立以预防管理为主的质量管理模式，建立分厂级质量保证体系；2009 年全面开展精细化管理；2012 年建立全公司内部控制体系。到 2018 年，公司全面推行 PQAM 完美质量保证模式，内部控制体系逐渐建设完善。

**图 44：内部控制体系逐步完善**

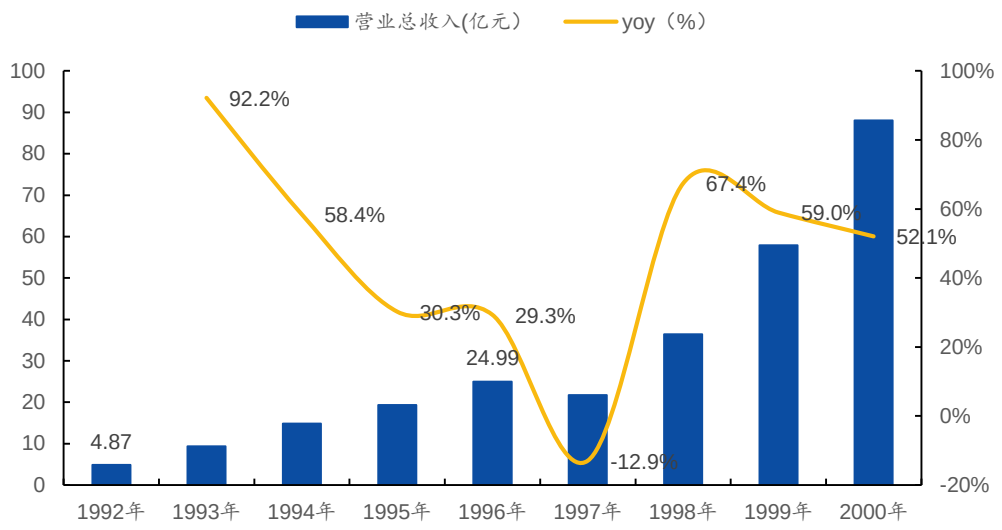



资料来源：公司公告，《朱江洪自传》，国元证券研究中心

### ➢ 美的：建立以市场部为导向的事业部制

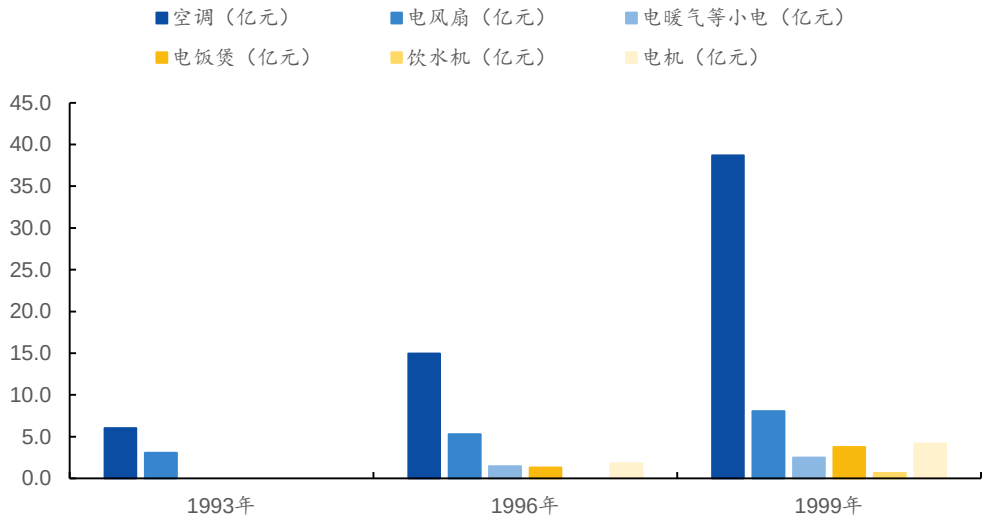
**1997 年前，美的奉行集权式管理体制和垂直管理模式，从生产到销售环节全部由总部统一负责。**随着公司营收的增加与产品品类的拓展，集权式管理已逐渐制约公司增长。

图 45：1993-1996 年公司增长 413.1%，1997 年出现负增长




资料来源：Wind，国元证券研究中心

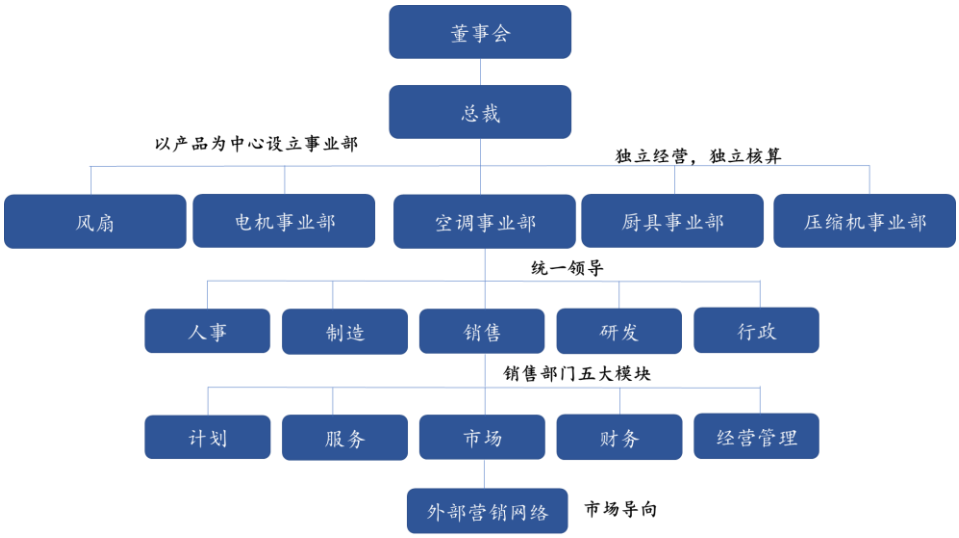
图 46：1993 年-1999 年公司品类逐渐多元化




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**1997 年起，公司开始进行全面的组织变革，建立以市场为导向的事业部制。**公司将业务按照产品划分，分为空调、电风扇、厨具、电机以及压缩机五个事业部。各个事业部拥有自己的产品和独立的市场，享有很大的经营自主权，独立经营、独立核算。各个事业部是受公司控制的利润中心，对产、销、研以及行政、人事等管理负有统一领导职能。各事业部内部的销售部门设立了市场、计划、服务、财务以及经营管理五大模块，形成以市场为导向的组织架构。

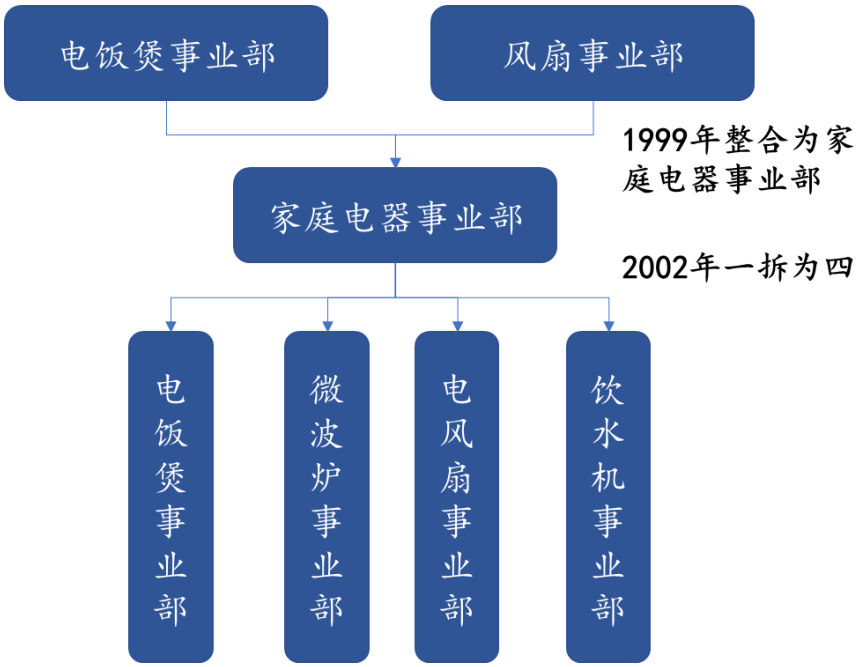
图 47：公司建立以市场为导向的事业部制




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**美的事业部几经 “拆”与“合”。何享健先生认为需要根据市场，在产品结构和事业部制模式不能支持产品经营时，进行拆或合。**以家庭电器事业部为例，1999 年公司整合电风扇和电饭煲事业部，成立了家庭电器事业部，而在 2002 年 6 月，公司又将家庭电器事业部一拆为四，分成电饭煲、微波炉、电风扇和饮水机事业部。

图 48：公司事业部根据市场进行整合




资料来源：《何享健谈美的战略》，国元证券研究中心

在对事业部不断进行梳理的同时，公司也加强了对成本管理能力，并精简化内部管理

机构，将美的总部分为行政管理部、财务部、投资企划部、法务审计部以及市场部。

**图 49：2002 年美的对总部管理机构进行精简**



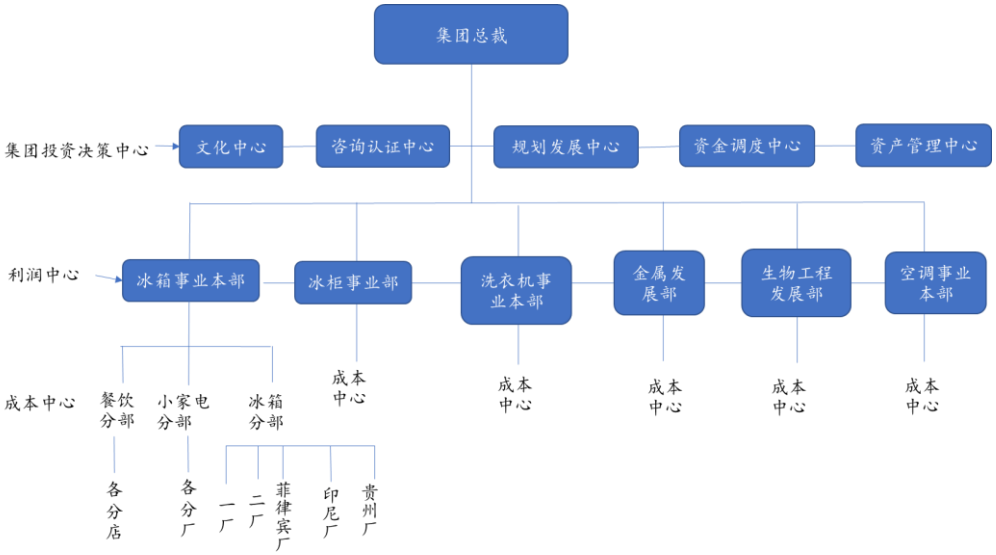

资料来源：《美的人生》，国元证券研究中心

- **海尔：组织架构潜藏整合危机**

1996 年以前，海尔实行直线职能型组织架构，通过对终端的控制，实现快速发展。但随着公司规模的发展，这种模式难以跟上市场变化，迫使海尔进行进一步的组织架构改革。

**1996 年，随着海尔进入产品多元化战略阶段，事业部制开始实行。**在这种模式下，集团奉行“集中政策，分散经营”，即在集权领导下实行分权管理。下属企业在集团内部是事业本部，听从集团统一协调；对外则是独立法人，可以独立进入市场经济。各公司可以“各自为战”，但不能“各自为政”。但在这种情况下，事业部直接面对上级而非市场，企业灵活性极差。

**图 50：海尔实行事业部制**

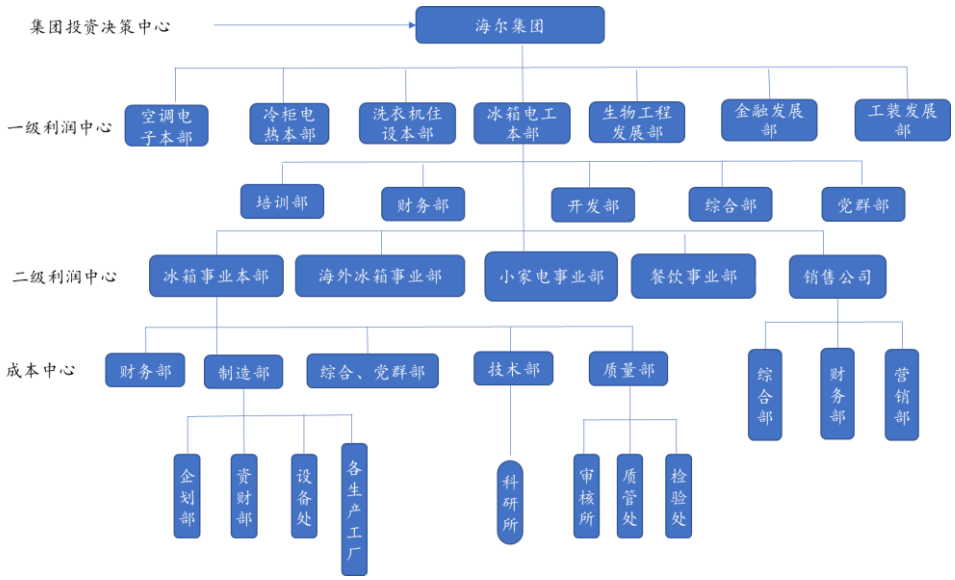



资料来源：《现代企业组织设计》，国元证券研究中心

**1998 年，海尔在原有事业部制基础上进一步优化，把“金字塔”式的直线结构转变成矩阵结构。**这次转变，保留了原有事业部制下从研发、采购到销售的完整流程，但各个事业部可以由项目发生关联，不再“各自为政”。同时，在事业部业务流程下成立若干项目小组，项目小组有权直接面对市场和用户，抽调各事业部职能部门协助完成整个业务流程。但由于项目组权力过大又过于松散，职能部门不仅需要听命于上级，也需要听命于项目小组，这种矛盾的特质使得统一管理职能乏力，实行仅仅几个月就

被废除。

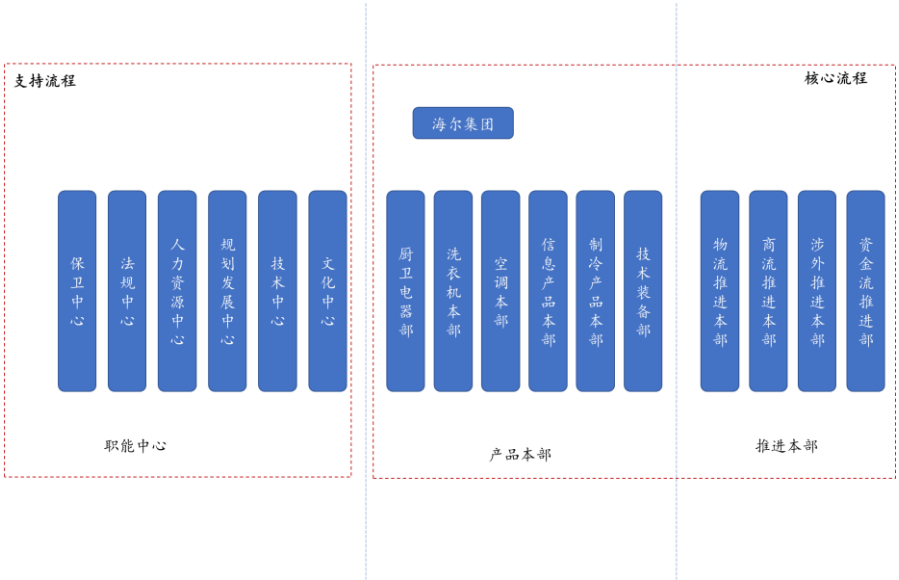
**图 51：直线结构转变为矩阵结构**




资料来源：《现代企业组织设计》，国元证券研究中心

**1999 年 8 月，海尔开始 BPR 革命，成立超事业部制结构，开启组织结构的深度变革，形成产品和渠道双维度架构。**海尔将原来分属于每个事业部的职能部门独立出来，成立物流、商流、涉外以及资金推进本部；同时将人力资源开发、技术质量管理、信息管理等部门从事业部独立出来，成立单独的经营的服务公司。经过此次改革，原来职能型的组织结构转变成流程性的网状结构，管理效率大大提高，但同时复杂的管理成本也可能产生问题。

**图 52：海尔超事业部制成立**



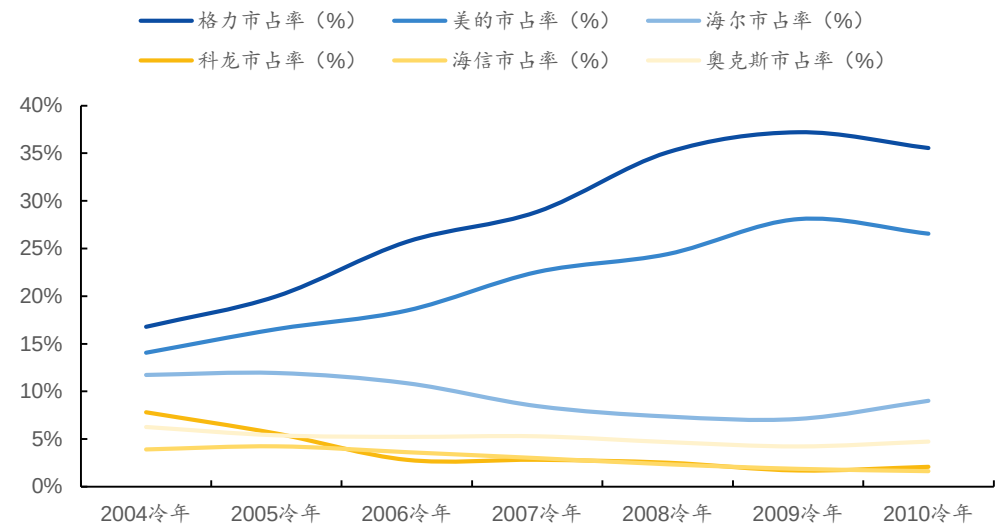

资料来源：《现代企业组织设计》，国元证券研究中心

2005 年，在原有的组织架构上，张瑞敏向底层员工提出“人单合一”理念。

# 3 产业链拓展，双寡头格局形成（2005-2009 年）

在经历了史上最激烈价格战后，2005-2009 年空调行业增长放缓，全行业空调产量由 2004 年 7005.5 万台增长至 2009 年 8070.3 万台，年复合增长率仅为 2.9%。而行业龙头则在此期间正式确立了双寡头的行业格局，格力美的市场份额由 2005 冷年 36.5%增长至 2009 冷年 65.3%。

图 53：2005-2009 年空调龙头崭露头角




资料来源：艾肯家电网，国元证券研究中心

**细分来看，行业龙头在产品、产能以及上下游布局使得行业格局逐渐走向强者恒强：1.随着我国空调国家标准的一再提升，我国空调产品逐渐由引进吸收转向自主研发，格力电器在此阶段专利数由 2004 年 307 件提升六倍至 2009 年 1929 件；2.行业龙头产能持续提升，**格力美的占行业总产能分别由 2004 年 13%、17%提升至 2020 年 24%、20%，内销量由 2004 冷年年 430 万、360 万台提升至 2010 冷年 1540 万以及 1150 万台；**3.核心零部件实现自产后逐渐完成产能集中，格力压缩机产能从 2004 年 130 万台增加至 2012 年 2650 万台，电机的产能从 2004 年的 150 万台增加至 2011 年的 4200 万台。**

## 3.1 标准提升推动空调产品升级

2004 年后，空调行业逐渐走出价格战的阴影，而**国家空调标准的一再提升也推动空调向产品竞争的方向发展。**2004 年我国第一次提出以五级能效来区分空调等级，之后能效等级持续提升，2010 年 4500<CC≤7100 三级分体式空调能效较 2004 年同等级提升 0.2。

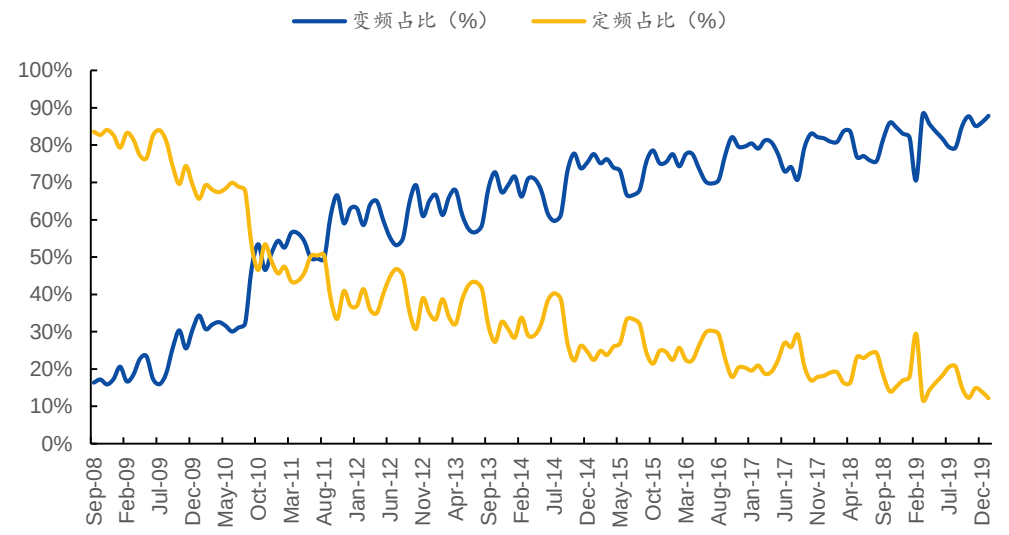
**表 15：空调国家标准持续提升**

| 时间 | 测量指标 | 额定制冷量（CC） | 1 级 | 2 级 | 3 级 | 4 级 | 5 级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 整体式：能效比（EER）W/W | | 3.1 | 2.9 | 2.7 | 2.5 | 2.3 |
| 2004 年 | 分体式：能效比（EER）W/W | CC≤4500 | 3.4 | 3.2 | 3 | 2.8 | 2.6 |
| | | 4500<CC≤7100 | 3.3 | 3.1 | 2.9 | 2.7 | 2.5 |
| | | 7100<CC≤14000 | 3.2 | 3 | 2.8 | 2.6 | 2.4 |
| 2008 年 | 分体式：制冷季节能源消耗效率（SEER）指标 | CC≤4500 | 5.2 | 4.5 | 3.9 | 3.4 | 3 |
| | | 4500<CC≤7100 | 4.7 | 4.1 | 3.6 | 3.2 | 2.9 |
| | | 7100<CC≤14000 | 4.2 | 3.7 | 3.3 | 3 | 2.8 |
| 2010 年 | 分体式：能效比（EER）W/W | CC≤4500 | 3.6 | 3.4 | 3.2 | | |
| | | 4500<CC≤7100 | 3.5 | 3.3 | 3.1 | | |
| | | 7100<CC≤14000 | 3.4 | 3.2 | 3 | | |
| | 整体式：能效比（EER）W/W | | 3.3 | 3.1 | 2.9 | | |

资料来源：国家标准网，国元证券研究中心

行业标准的变化，促使空调产品逐渐向变频机发展。根据中怡康数据，空调行业变频机占比 2008 年 15%迅速提升至 2010 年 50%以上。

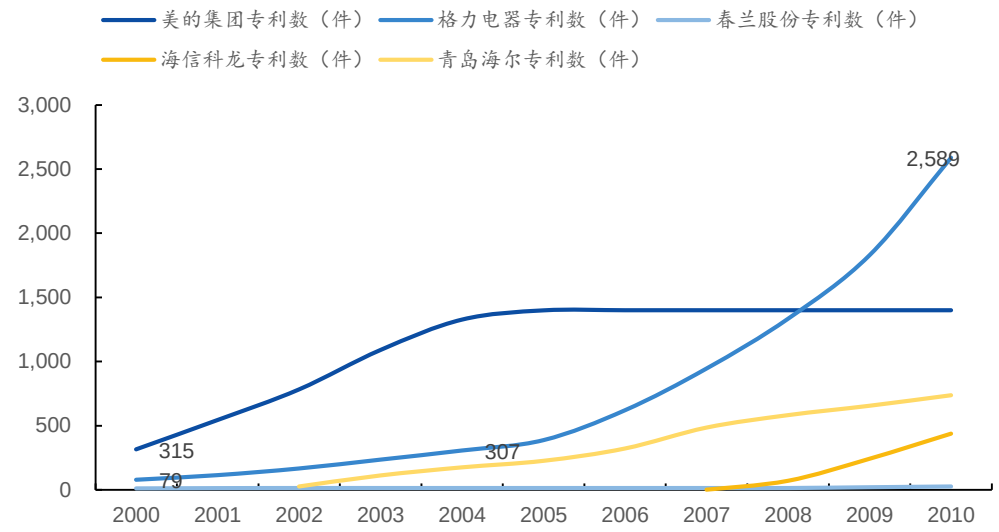
**图 54：2008 年开始变频机占比持续提升**




资料来源：中怡康，国元证券研究中心

**空调行业竞争逐渐由产能竞争向专利竞争转变，而龙头则在此期间逐渐建立产品壁垒。**根据 Wind 统计，格力专利数由 2004 年 307 件提升至 2010 年 2589 件，年复合增长率达到 42.7%，远超同行业公司。

图 55：龙头专利数持续领先




资料来源：Wind，国元证券研究中心

**研发上的发力使得行业龙头产品逐渐领先。**行业畅销品牌排行来看，LG、春兰逐渐退出畅销品牌而格力畅销型号则由 2004 年的 1 款增加至 2010 年 3 款。

表 16：2004 年海尔春兰 LG 仍具有一定市场 2010 年格力美的海尔则成为空调主流

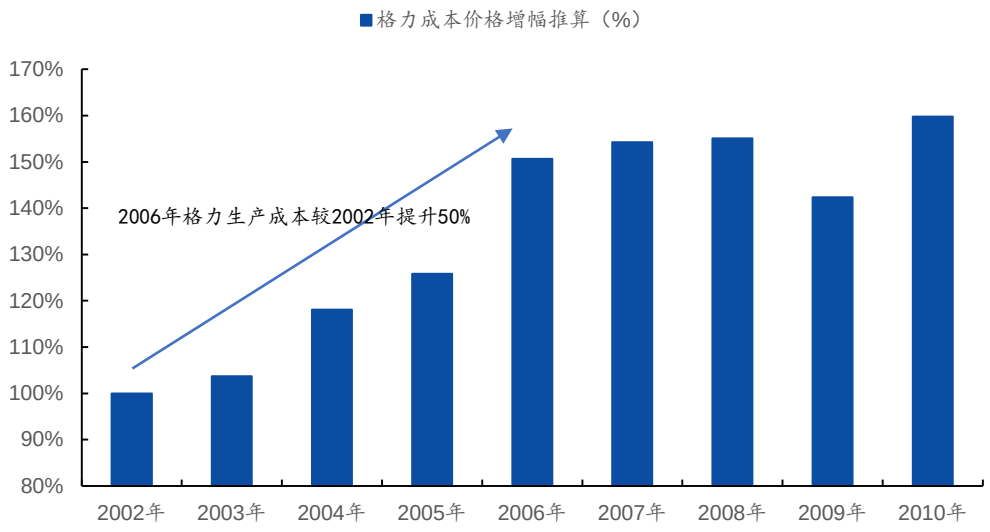
| 2004 年 2 月空调销量排行 | | | | 2010 年 2 月排行前十 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 排名 | 品牌 | 型号 | 参考价格（元） | 排名 | 品牌 | 型号 | 参考价格（元） |
| 1 | 海尔 | KFR-23GWZ | 1607 | 1 | 美的 | KFR-32GW/DY-X(E2) | 2092 |
| 2 | 海尔 | KFR-32GWZ | 2053 | 2 | 海尔 | KFRd-35GW/02RA(F)-S2 | 2399 |
| 3 | 美的 | KFR-32GWDY-Z | 1652 | 3 | 奥克斯 | KFR-35GW/SA1-1 | 2702 |
| 4 | 奥克斯 | KFR-23GWHA | 1086 | 4 | 格力 | KFR-23GW/K(23556)D | 1758 |
| 5 | 美的 | KFR-22GWDY-Z | 1245 | 5 | 格力 | KF-26GW/K(26356)D1-N | 1754 |
| 6 | LG | LSL-3681HT | 2016 | 6 | 志高 | KFR-25GW/VD(V96A)+1 | 1480 |
| 7 | 海尔 | KFRG-46LWZ | 3075 | 7 | 奥克斯 | KFR-32GW/SA1-1 | 2504 |
| 8 | 美的 | KFR-32GWDY-T1 | 1812 | 8 | 海尔 | KFRD-26GW/02ZC(F)-S2 | 2298 |
| 9 | 格力 | KFR-23GWK | 1521 | 9 | 格力 | KFR-26GW/K(26556)D | 2061 |
| 10 | 春兰 | KFR-35GWT | 2068 | 10 | 美的 | KFR-23GW/DY-X(E2) | 1742 |

资料来源：《电器》，国元证券研究中心

## 3.2 产业链加深布局应对成本上涨

原材料价格持续走高使得公司运营成本提升。我们测算，2002 年-2006 年格力电器平均成本较 2002 年增长 50%，随后逐渐稳定。

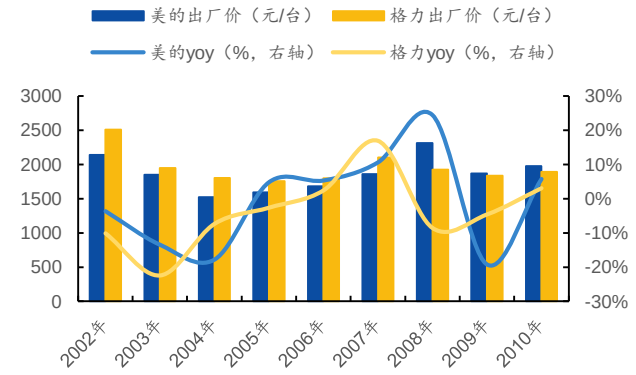
图 56：2006 年格力生产成本较 2002 年起提升 50%




资料来源：国元证券研究中心测算

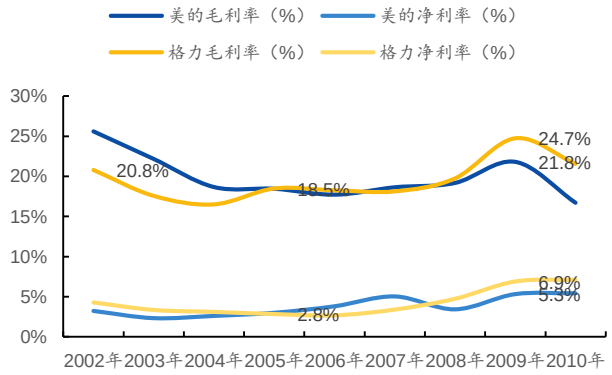
**行业龙头在此时进一步提升产能获得规模效应并开始通过资产核心零部件获得产业一体化红利推动其毛利率持续升高。**相较于原材料成本大幅增长，格力空调出厂价格从 2002 年最高 2508.9 元/台降低至 2005 年 1755.8 元/台，随后正逐渐稳定在 1850 元/台。但格力电器毛利率却从 2005 年最低 18.5%提升至 2009 年 24.7%，较 2002 年价格高点仍高出 3.9pct。

图 57：行业龙头出厂价格增幅远低于成本增幅




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 58：龙头毛利率水平持续提升

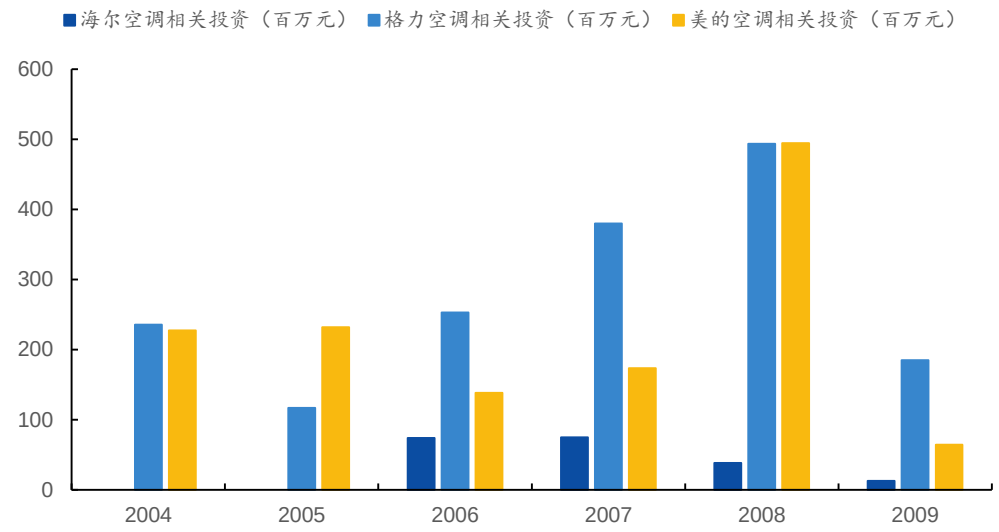



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

➢ **龙头产能进一步提升，规模效应提升**

2004 年之后，家电龙头在逐步梳理销售渠道的同时，继续提升自身产能。格力美的空调相关投资远超行业水平，2004-2009 年间，格力年均空调相关投资 2.8 亿元、美的年均空调相关投资 2.2 亿元。

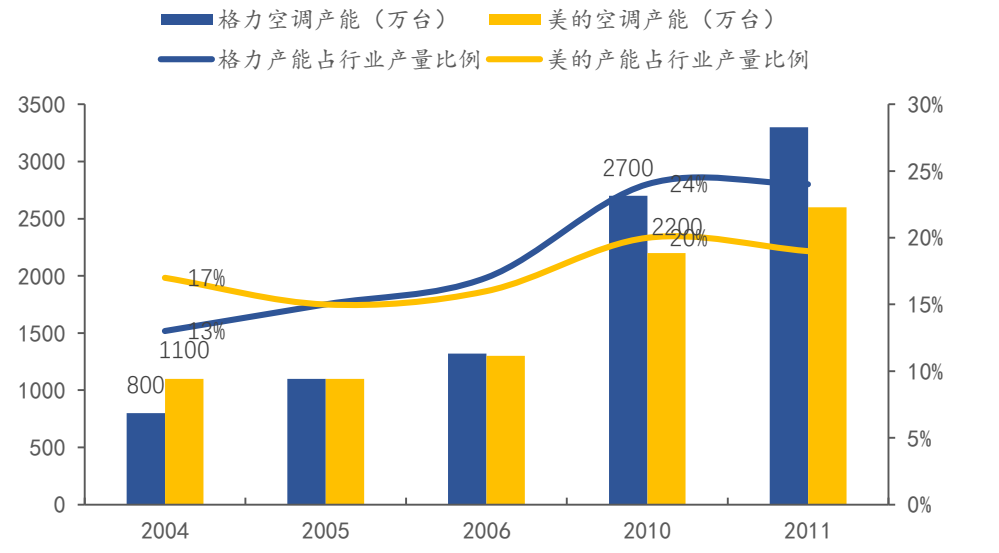
图 59：格力美的持续增加空调产能投入




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**持续的投资使得空调龙头产能逐渐与同行业拉开，产能壁垒逐渐增强。**格力以及美的空调产能由 2004 年 800 万台/年以及 1100 万台/年提升至 2010 年 2700 万台每年以及 2200 万台/年，年复合增长率分别达到 44.2%以及 26.0%。

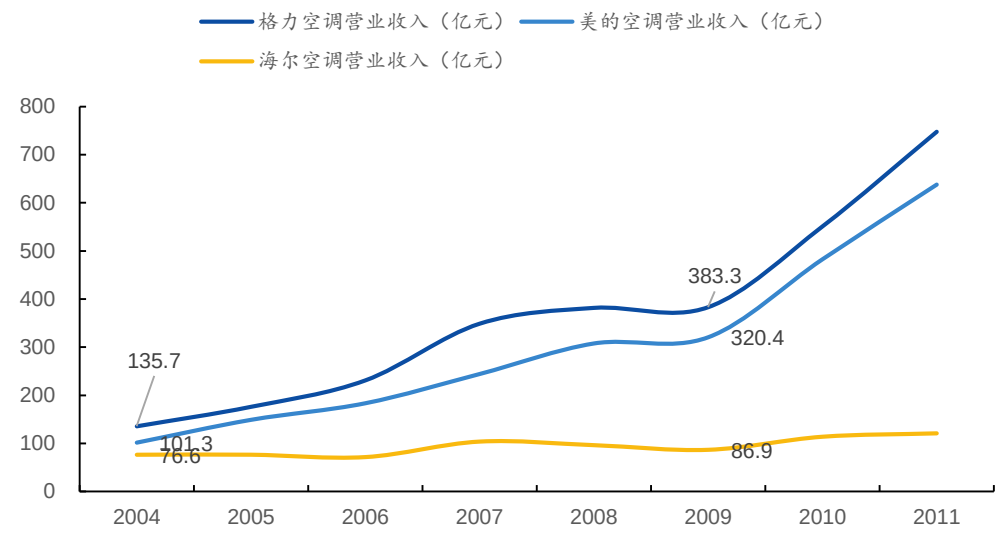
图 60：格力、美的产能持续提高




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**凭借产能优势，格力美的营收与同行业迅速拉开。**格力空调营收由 2004 年 135.7 亿元增长至 2009 年 383.3 亿元，年复合增长率达到 23.1%；美的空调营收由 2004 年 101.3 亿元增长至 2009 年 320.4 亿元，年复合增长率达到 25.9%。而海尔空调营收仅从 2004 年 76.6 亿元增长至 2009 年 86.9 亿元，年复合增长率仅为 2.6%。

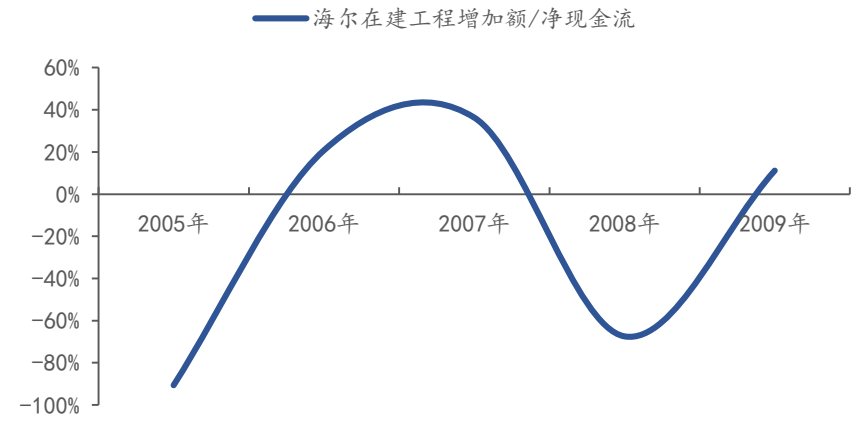
图 61：2004-2010 年家电龙头营收增长大幅高于同行业




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

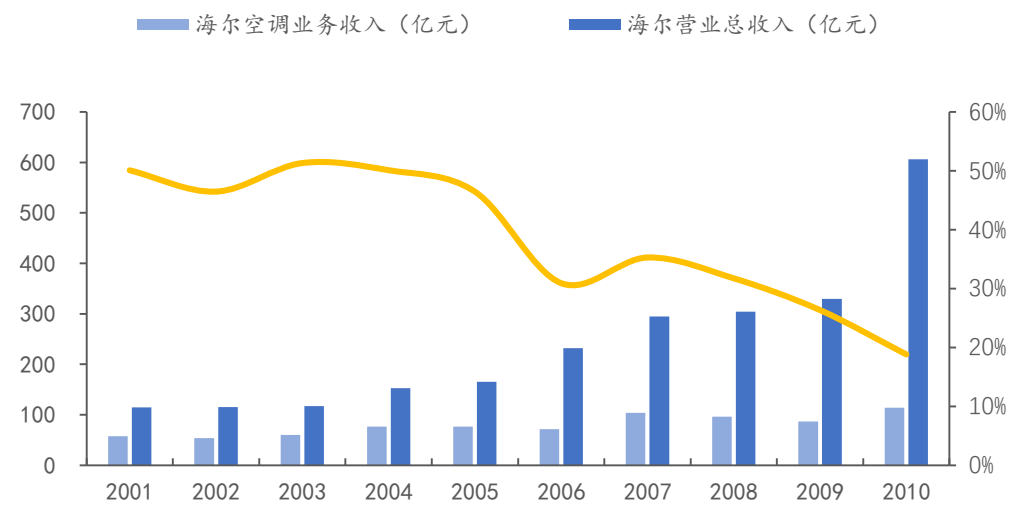
**海尔在这一时期选择投资扩张海外项目，未对国内产能进行大规模有效整合，逐渐失去国内原有的空调市场份额。**2005 年，海尔正式开启全球化战略，聚焦海外投资。频繁投资建厂给国内的扩张带来了资金压力。2001 年海尔支付 20 亿元溢价收购青岛海尔空调器公司，短期内投资额受限，难以投入大量资金于扩建项目。从 2001 年开始，海尔的空调业务收入占比不断下降，空调业务也从原有的市场份额第一逐渐落到第三的位置。

图 62：海尔在建工程/净现金流不足




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

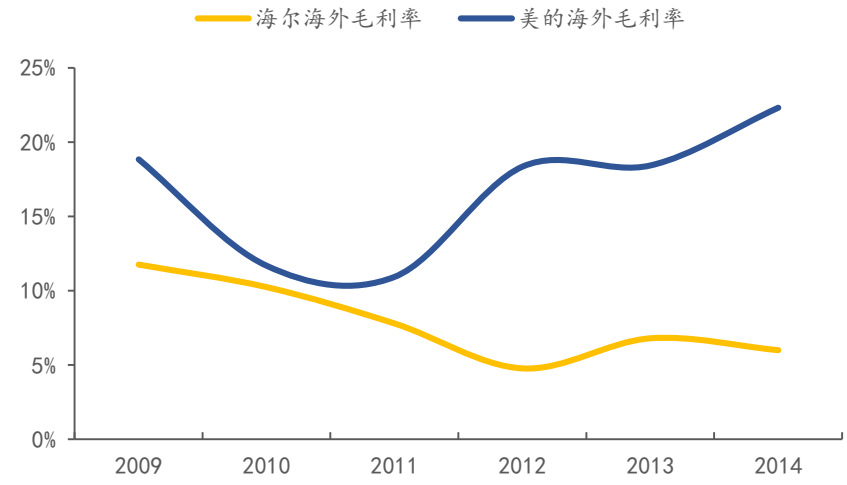
图 63：海尔空调业务收入占比直线下降




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**海外投资并未给海尔规模效应，短期来看，海外业务毛利润低于竞争对手。**理论上海尔自有品牌的推广模式可以更大程度获得产业链的利润，但从短期利润表现来看，美的成熟的 OEM 业务模式产出了更高的毛利率：海尔海外业务毛利率仅维持在 5%-10%，而美的则维持在 10%-20%，平均高出了 8.8pct。

图 64：海尔海外毛利率低于美的海外毛利率




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

➢ **向产业链上游扩张，龙头产业一体化红利显现**

**行业龙头向上游布局让其在原材料价格上涨过程中更好地抵御风险，获得成本优势。**两大龙头均在上世纪末开始逐步切入核心零部件市场，美的在 1998 年收购东芝万家乐后进入压缩机以及电机等上游核心零部件。格力进入时间早于美的，在 2004 年相关零部件公司才通过收购方式进入上市公司体系，进入快速发展车道。

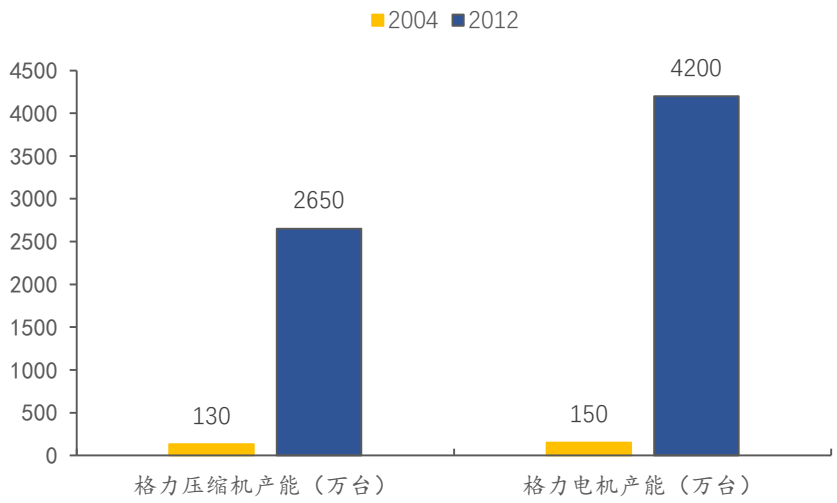
**表 17：行业龙头逐渐布局核心零部件**

| 公司名称 | 内容 | 上游产业链 |
| --- | --- | --- |
| 格力 | 2004 年，收购珠海凌达压缩机有限公司 70%股权、珠海格力电工有限公司 70%股权、珠海格力新元电子有限公司 80%股权；<br>2006 年格力收购珠海凯邦电机 100%股权；<br>2009 年投资珠海格力大金精密磨具公司和珠海格力大金机电设备公司； | 压缩机、漆包线和电容器等空调核心零部件 |
| 美的 | 1998 年美的收购东芝万家乐压缩机和电机公司；<br>2000 年收购美芝制冷设备和美芝电机公司 | 压缩机等空调核心零件 |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2004 年格力将其上游子公司收入上市公司体系时，格力压缩机产能仅有 130 万台，电机产能 150 万台。而到 2012 年，格力压缩机产能提升 20 倍至 2650 万台，电机产能提升 28 倍至 4200 万台。

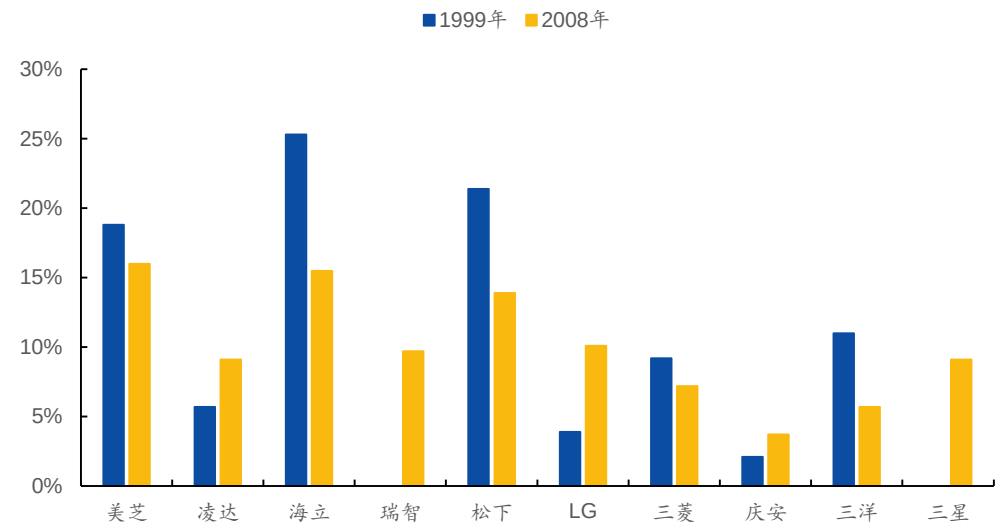
**图 65：格力零部件子公司在收归上市公司后产能大幅增长**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

格力压缩机市场份额也大幅提升。凌达市场份额由 2004 年 5.7%提升至 2008 年 9.1%，提升 3.4pct。

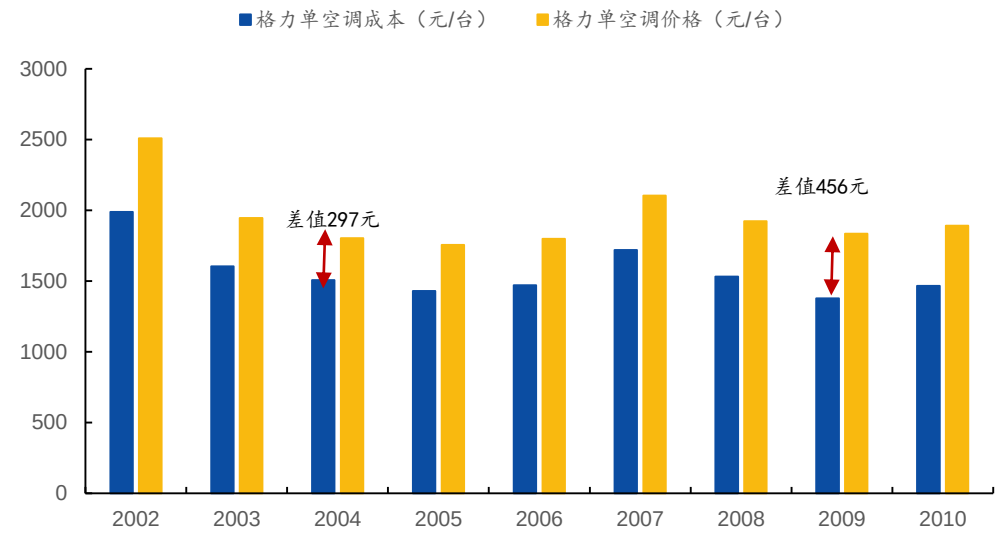
图 66：凌达压缩机份额逐渐提升




资料来源：《电器》，国元证券研究中心

**龙头产业链延伸使得单品毛利率提升。**根据我们测算，格力空调单位毛利由 2004 年 297 元提升至 2009 年 456 元，提高 53.5%。

图 67：格力单位空调毛利提高 159 元

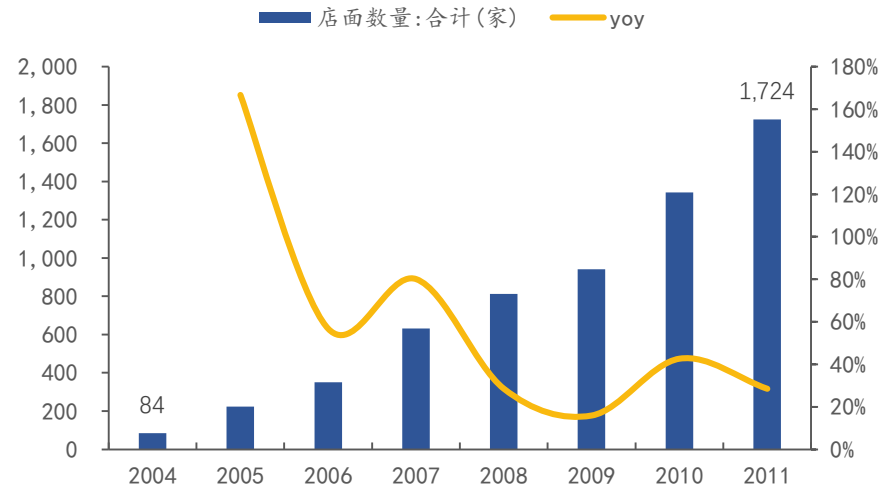



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

## 3.3 连锁市场高速增长，龙头渠道布局出现分化

**家电连锁企业在物流以及商品流上更专业的把控，迅速崛起，连锁商城逐渐占领一二级市场。**2004-2011 年，苏宁门店数量从 84 家增长到了 1724 家，复合增长率达到 54%。同一时期，国美门店的复合增长率 33%。而从市场占有率角度，家电连锁在一二级市场中占有率高达 79.9%，远超其他渠道。

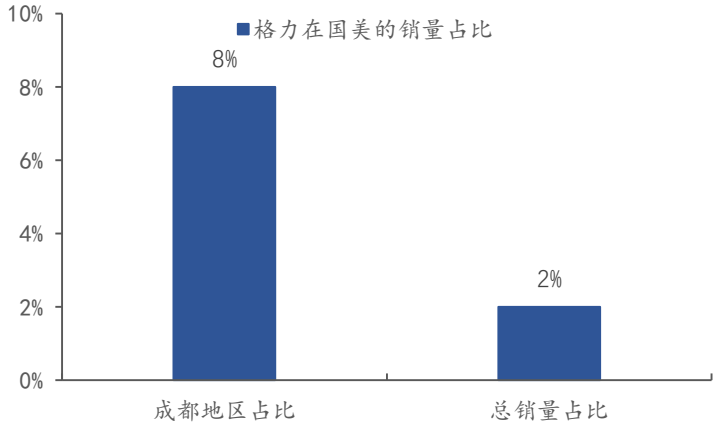
图 68：苏宁 2004-2011 年店面数量从 84 家增长到 1724 家




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**2004 年以“格力、国美决裂”为标志，家电制造商与家电连锁的矛盾更加凸显。**2004 年 2 月，国美成都分公司在未与格力沟通的情况下，开展空调促销，将原价 1680 元的挂机降为 1000 元、原价 3650 元柜机降至 2650 元。此举引来格力的反击，要求国美“即刻停止降价行为，并向格力致歉”。国美电器也确实表达了歉意，然而之后，国美发布“关于清理格力空调库存的紧急通知”。格力果断决定撤出国美，不再向国美供货。

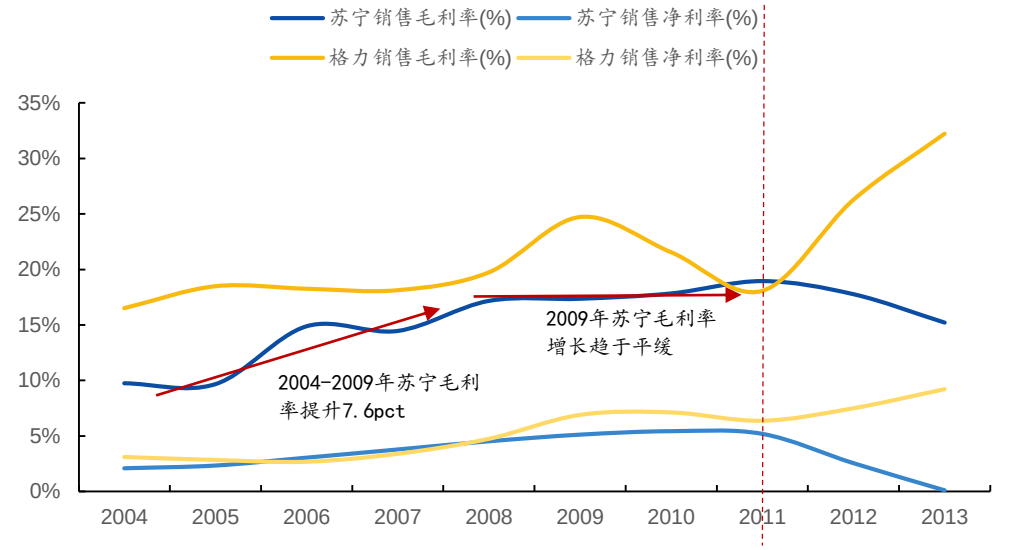
图 69：格力在国美的销量占格力总销量仅为 2%




资料来源：《格力渠道之变》，国元证券研究中心

**格力国美的矛盾反映出家电制造商和家电连锁贸易商在产业价值链上的竞合关系。**家电连锁通过与消费者之间进行交易，延期支付上游供应商货款的资金循环的方式进行盈利，因此追求以低价吸引更多客户，从而提高渠道影响力；而对于厂商来说，降低价格以及账期延长无疑会加剧企业经营压力。双方对于价值的追求决定了二者永恒的竞争合作关系。

图 70：厂商与渠道更强势一方往往会取得超额毛利率




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**渠道的新变化令家电龙头基于自身战略做出了不同的选择。**对于家电制造商而言，借道家电连锁无疑会带来渠道的扩展和销售收入的增长，但却使家电制造商处于被动地位，长远上并不利于品牌的发展。而自建渠道面临的是较高成本压力、渠道管控和物流、信息流以及售后体系的搭建。面对家电连锁的快速发展，**选择和家电连锁合作还是自建渠道掌握主动权，成为家电制造商们的不可回避的关键问题。而这个问题格力美的海尔分别给出了不同的答案。**

➢ **格力：自建渠道应对连锁趋势**

**格力在渠道建设中始终牢牢把握渠道的话语权。国美决裂后，格力通过构建与经销商的股权关系，进一步捆绑与经销商利益，持续加强下沉渠道专卖店建设。**2006 年格力发出定向增发公告，募集 10 亿元优先考虑经销商，作为捆绑经销商利益的第一步。2007 年，格力通过转让 10%的股权给河北京海担保投资有限公司（其股东是格力多家经销商）的方式完成经销商入股。

表 18：格力进一步捆绑与经销商利益

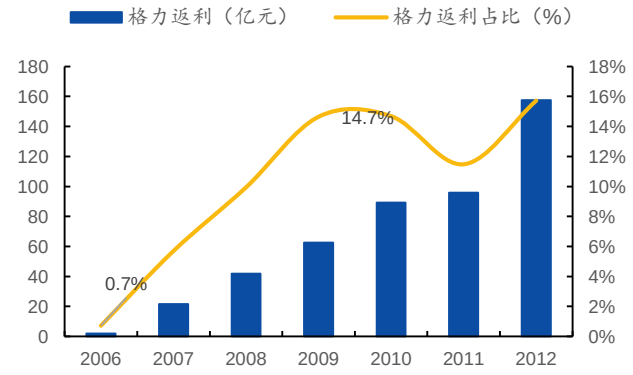
| 公告 | 时间 | 内容 | 对象 | 备注 |
|---|---|---|---|---|
| 格力募集 10 亿元优先考虑经销商 | 2006. 8. 8 | 非公开发行新股不超过 1. 25 亿股，每股面值 1 元 | 不超过 10 名特定对象 | 证监会否决 |
| 格力电器与经销商建立产权关系 | 2007. 5. 18 | 转让 80,541,000 股，占格力总股本 10% | 河北京海担保投资有限公司 | |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**自建渠道使得格力淡季打款返利模式逐渐形成。**由于空调是具有明显淡旺季的产品，提前压货无疑会使经销商面临旺季无法出售的巨大压力。为了激励经销商，格力根据

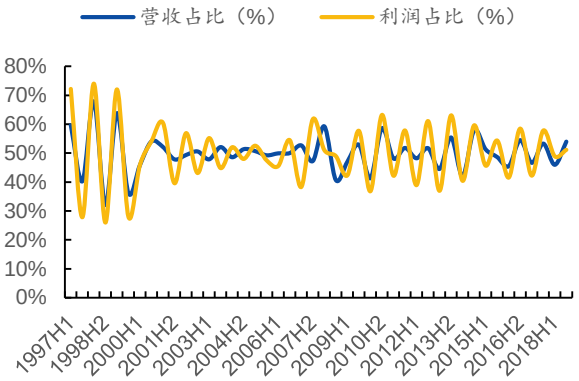
经销商压货的额度提供一定的返利，压货越多，返利越高。通过自建渠道，格力对其经销商把控力度加强，通过淡季打款返利的模式，格力将经销商现金归拢到上市公司体内，报表端的其他流动负债持续提升，格力返利占比由 2006 年 0.7%提升至 2009 年 14.7%。

**图 71：自建渠道使得格力返利模式逐渐形成**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**图 72：格力季度营收更为平滑**

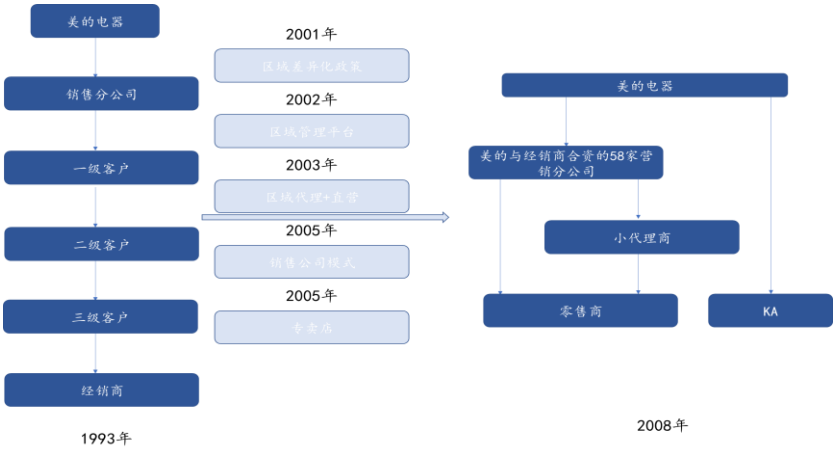



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

➢ **美的：平衡渠道，多元发展**

**相较于格力的全面自建，美的渠道建设更为多元化。通过经销+直销的方式，在一二级市场与苏宁国美等大型家电连锁合作，在三四级市场以经销商和专卖店作为补充。**2005 年，美的决定颠覆过去的区域代理制，学习格力渠道模式进行改革，尝试与代理商合资的区域销售公司模式，与经销商建立起利益纽带。2005 年，广东美的制冷设备有限公司与代理商合作成立了三家控股销售合资公司，分别为中山美的空调销售有限公司、浙江美的空调销售有限公司以及上海美的空调销售有限公司。2006 年，公司进一步在北京、上海、杭州、重庆、长沙、芜湖等地与经销商成立 8 家合资公司。2008 年，公司基本完成渠道改制，在全国建立起 58 家营销分公司。

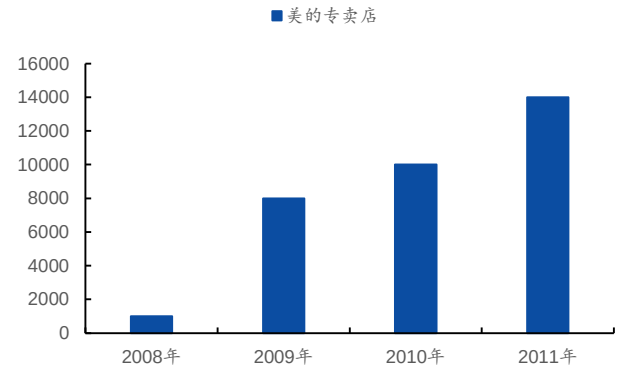
**图 73：2000 年起公司逐渐尝试多元化渠道布局**




资料来源：《美的渠道变革之轨迹》，国元证券研究中心

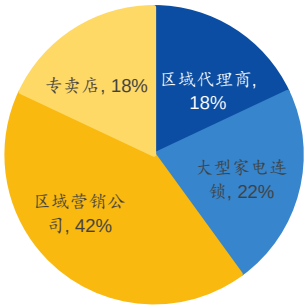
**在家电连锁覆盖不完善的三四线城市，美的通过开设专卖店连接终端。**2009 年美的电器年报中指出公司将继续加大力度丰富渠道数量，拓展三、四级市场，开发乡镇网点。2009-2011 年，美的专卖店数量增加近 6000 家，网点增加近 40000 家，达到近 7 万家。通过自建渠道的方式，渗透至三四线空白市场。

**图 74：2008 年后美的加快专卖店建设**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**图 75：2010 年美的渠道以直营+经销为主**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

➢ **海尔：拥抱连锁，自建日日顺**

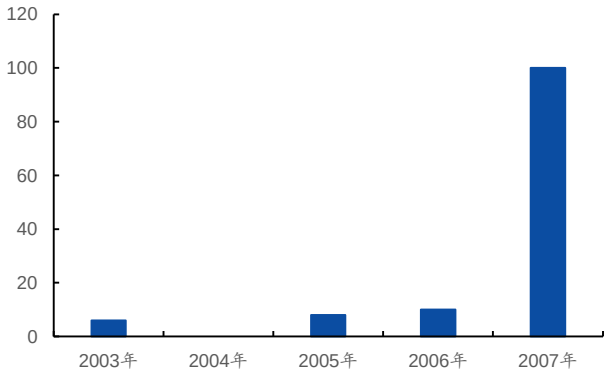
**海尔采取了与美的相似的策略，在积极拥抱大型连锁的同时发展自有渠道。**2004 年以来，海尔调整战略，空调等产品改走优质平价路线，与国美的合作不断升级。2005 年 6 月，国美海尔签订 6 亿订单，创造了当时国美一次性采购金额的最高纪录，且双方互相承诺开辟供货和结款等诸多方面的“绿色通道”。同时，**海尔将其中后台与国美苏宁积极接入，通过共享物流、信息流的方式加强对用户需求的把控。**

**表 19：海尔与大型连锁展开中后台合作**

| 年份 | 合作机构 | 合作方式 | 合作内容 |
|---|---|---|---|
| 2004 年 | 苏宁 | 共建联合经营推进机构 | 商品库存、定制包销、产品销售对接管理 |
| 2007 年 | 苏宁 | ECR 合作 | 海尔按照需求进行产品研制 |
| 2007 年 | 国美 | 店中店 | 市场调研、产品研制、信息化建设和物流管理 |

资料来源：公开资料整理整理，国元证券研究中心

**图 76：海尔国美部分采购金额（亿元）**




资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

# 4. “家电下乡”加速农村市场发展（2009-2012 年）

## 4.1 龙头渠道延展到三四线

**2009 年，家电连锁在一二线市场占有绝对的地位。但由于人口密度、消费水平不同等因素，家电连锁难以渗透三四线市场。**在“家电下乡”政策推动下，苏宁在 2009 年开始布局四级市场，然而到 2011 年仅从 40 家扩展到 136 家。

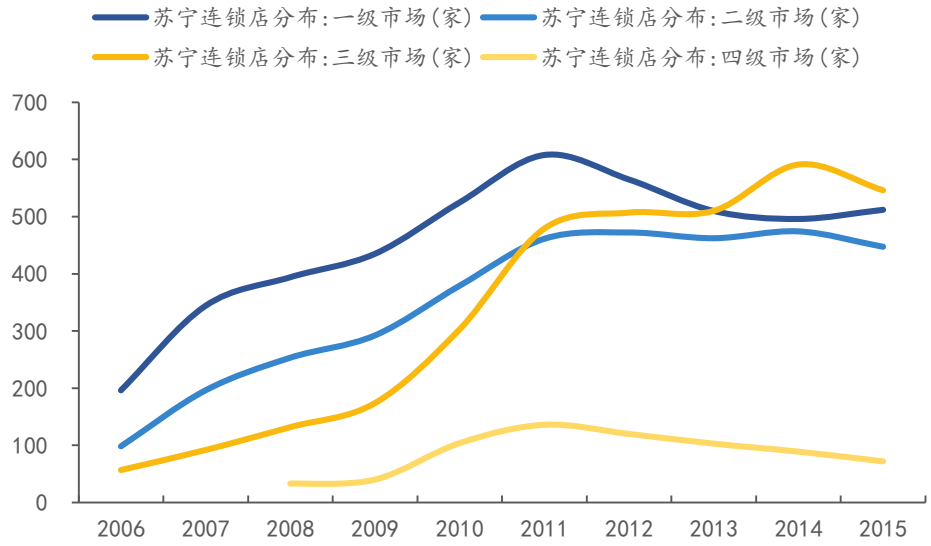
**三四线市场给了家电厂商进一步完善和掌握渠道的机会。**由于一二线城市需求量有限，渠道下沉是必然趋势。同时，在面对家电连锁在一二线市场的绝对份额以及家电下乡的政策支持下，家电连锁无法渗透的三四线城市成为家电厂商们的主要渠道布局方向。**因而，博弈中话语权更高的龙头企业在政策的推动下，纷纷选择自建渠道，主动占据未触及的三四线城市，加强自己的竞争力。**

**表 20：家电下乡为农村渠道建设铺平道路**

| 时间 | 政策名称 | 发布部委 | 试点省份 |
|---|---|---|---|
| 2007 年 11 月 20 日 | 家电下乡试点工作实施方案 | 商务部，财政部 | 山东、河南、四川 |
| 2008 年 5 月 26 日 | 关于继续实施家电下乡政策的通知 | 商务部，财政部 | |
| 2008 年 10 月 16 日 | 关于印发《家电下乡推广工作方案》的通知 | 财政部、商务部 | 内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、山东、青岛、河南、湖北、湖南、广西、重庆、四川、陕西 |
| 2008 年 12 月 5 日 | 《关于全国推广家电下乡工作的通知》 | 财政部、商务部、工信部 | 各个省份 |
| 2009 年 3 月 6 日 | 《关于加大家电下乡政策实施力度的通知》 | 财政部、商务部、工信部 | 各个省份 |
| 2010 年 3 月 29 日 | 《新增家电下乡补贴品种实施方案》 | 财政部、商务部、工信部 | 各个省份 |
| 2010 年 5 月 31 日 | 《家电下乡售后维修服务体系建设工作方案》 | 工业和信息化部、财政部、商务部、国家质量监督检验检疫总局 | 各个省份 |
| 2010 年 6 月 30 日 | 《家电下乡流通网点管理实施细则》 | 商务部、财政部、工业和信息化部、发展改革委、税务总局、工商总局、质检总局 | 各个省份 |

资料来源：中国政府网，国元证券研究中心

图 77：苏宁 2006-2015 年不同市场级别门店数量增长

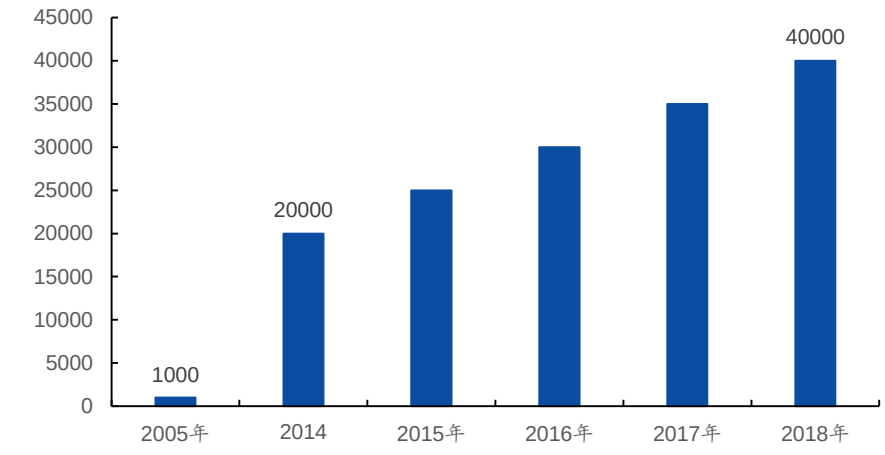



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

➢ **格力：加强专卖店建设**

**格力通过树立连锁性、统一性、关联性的建设原则，在几年时间里，在全国建设了上万家专卖店。**公司形成以全国 29 家盛世欣兴格力贸易有限公司为主体的渠道网络并在全国建有 4 万家以上专卖店。随着零售业态的不断变化，格力也在逐渐调整公司与各零售渠道的利益关系。

图 78：在“国美事件”后，格力公司加速专卖店建设



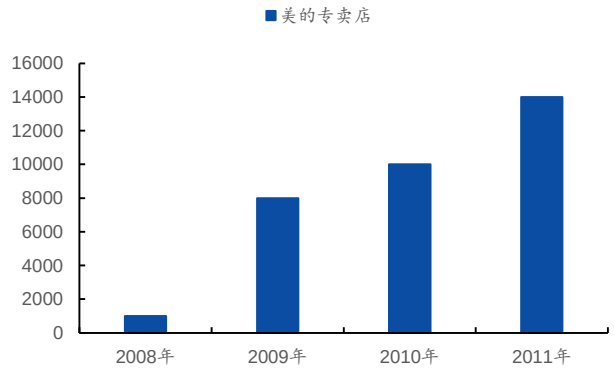

资料来源：公司公告，《朱江洪自传》，国元证券研究中心

➢ **美的：开设专卖店连接终端**

**在家电连锁覆盖不完善的三四线城市，美的通过开设专卖店连接终端。**2009 年美的电器年报中指出公司将继续加大力度丰富渠道数量，拓展三、四级市场，开发乡镇网

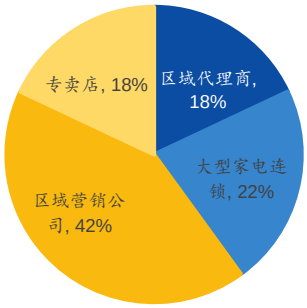
点。2009-2011 年，美的专卖店数量增加近 6000 家，网点增加近 40000 家，达到近 7 万家。通过自建渠道的方式，渗透至三四线空白市场。

**图 79：2008 年后美的加快专卖店建设**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**图 80：2010 年美的渠道以直营+经销为主**

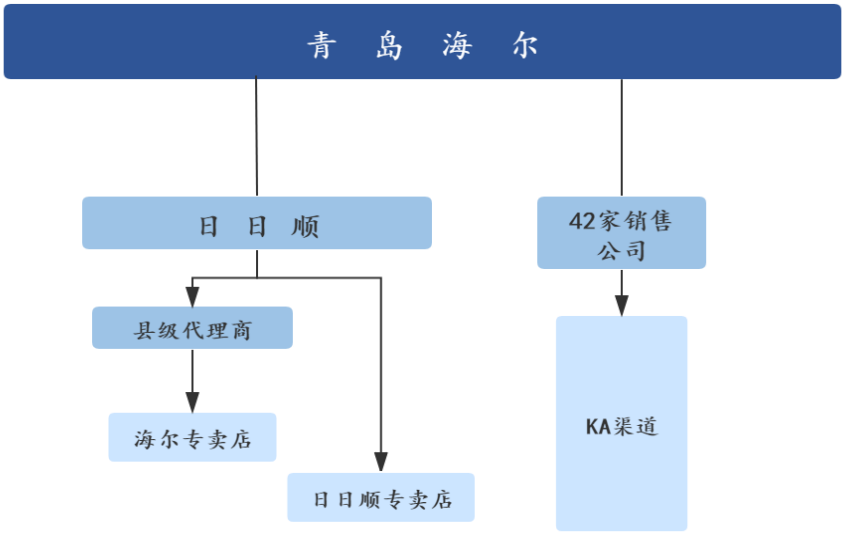



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

➢ **海尔：日日顺体系渠道下沉**

**海尔通过建立日日顺体系实现自有渠道的下沉。**2008 年，海尔成立重庆日日顺电器销售有限公司，作为其运营三四级市场的主要渠道。2009 年，青岛海尔超过 40%的销售收入是通过日日顺销售获得的。到 2009 年底，日日顺则在全国共计拥有约 6000 个县级网络，3 万家左右的乡镇网络以及 8 万多家村级网点。已有的 6000 多家海尔专卖店布局三四级市场。

**图 81：海尔将其销售体系分为日日顺及销售公司两部分**



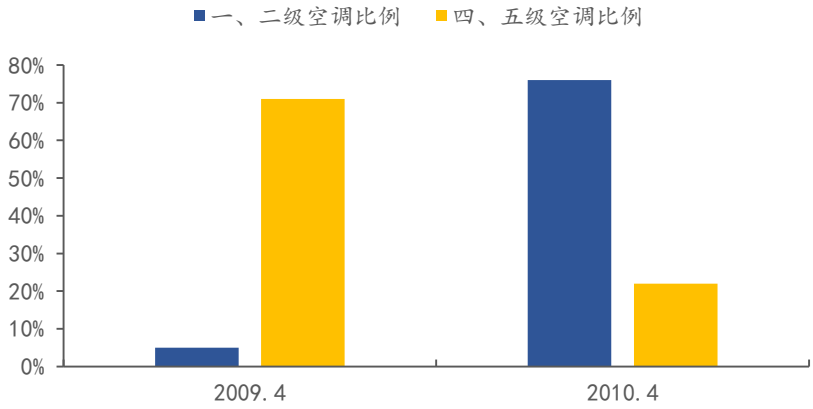

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

## 4.2 龙头产能策略产生分化

**随着家电下乡以及节能惠民政策的刺激，高能效空调市场崛起。**2009 年，家电下乡政策明令规定下乡产品必须是 3 级能效以上、明确淘汰 4、5 级高能耗空调；同时，2010 年“节能惠民政策”也进一步促进了新一轮的产品升级。2009 年 4 月，一、二级空调比例为 5%，到 2010 年 4 月，一、二级高能效空调占比上升到 71%。

**在这样的背景下，厂商们对于产能的选择也使得未来发展道路出现分化。**

图 82：节能惠民政策使得节能空调比例大幅提升

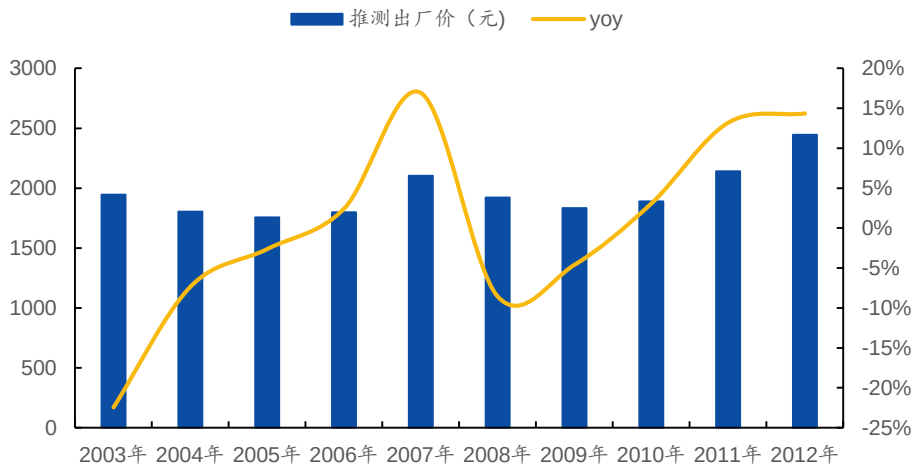



资料来源:，中怡康，国元证券研究中心

➢ **格力：持续扩厂扩产能**

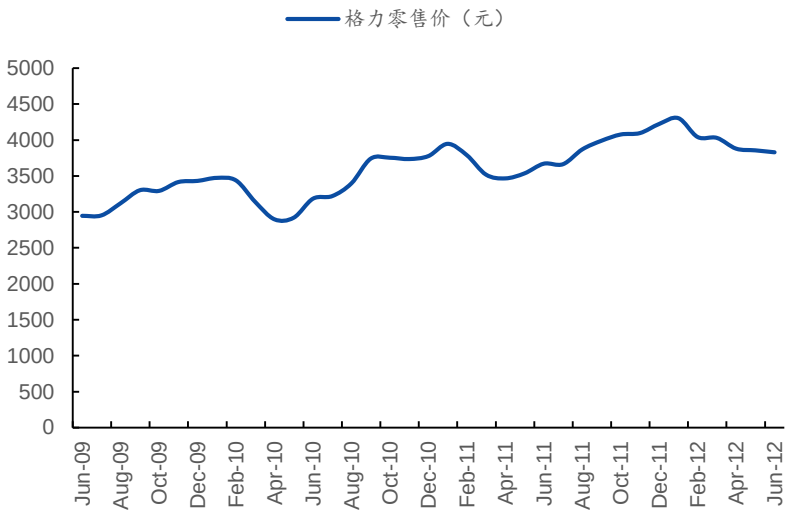
**在 2008 年之后，市场结构的逐渐稳定，格力进入了毛利率提升阶段，在此阶段产能的扩充助力公司毛利率迅速修复。**从成本角度来看，在经历了 2009 年短暂下降后，原材料成本迅速提升至 2011 年的历史最高位，较 2002 年累计增长 67%，随后成本一路走低。这使得格力毛利率在 2009 年上升至 24.7%后重新回到 2004-2008 年水平，随后受益于产能提升以及费用投入，毛利率一路走高至 2014 年 36.1%，并在此之后稳定在 30%以上。在此期间，公司出厂价由 2008 年 1922.7 元提升至 2012 年 2446.6 元；中怡康统计格力零售价由 2009 年 6 月的 2944.0 元提升至 2012 年 6 月 3830.0 元，增长 30.1%。

**图 83：推测格力出厂价**




资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

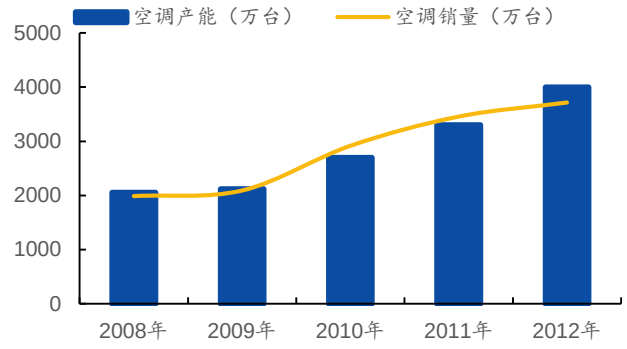
**图 84：格力零售价稳定上升**




资料来源：中怡康，国元证券研究中心

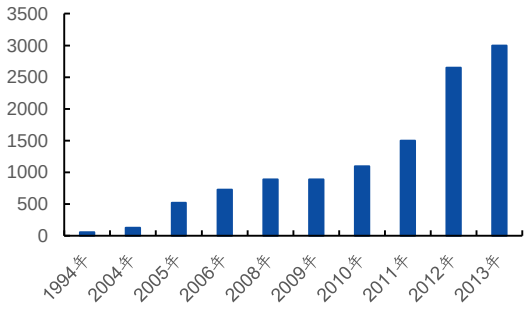
格力开始进行异地扩张，并以生产基地的形式建立配套完善的工厂，公司空调产能随之扩大，从 2008 年 890 万台增加值 2012 年 2650 万台。零部件产能逐渐实现自产化，压缩机产能从 2004 年 130 万台增加至 2013 年 3000 万台。

图 85：格力空调产能扩张




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

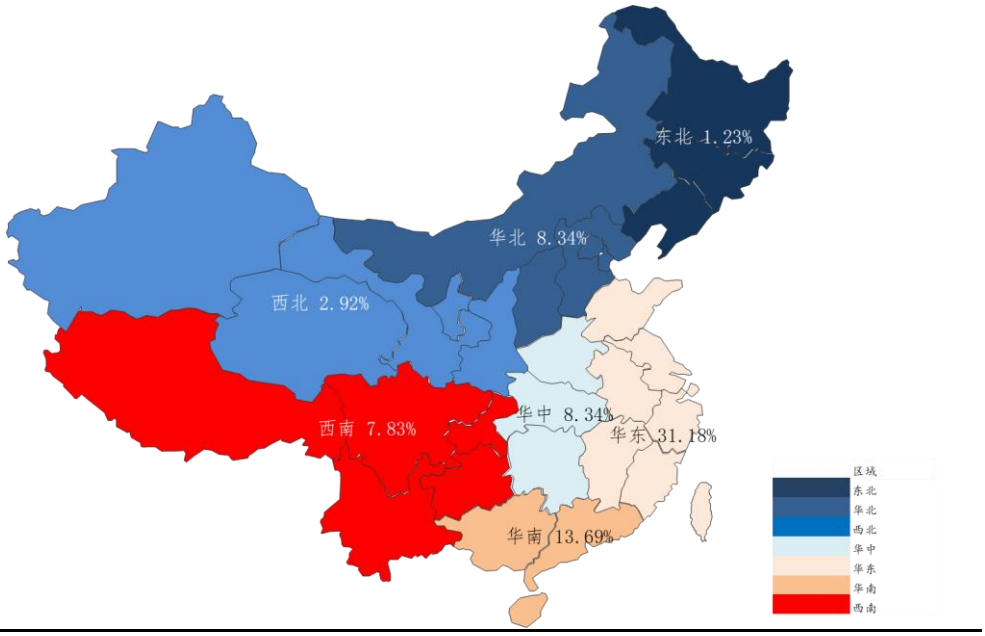
图 86：压缩机产能扩张




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**在持续扩产能的同时，格力区域布局开始向沿主要消费区转移。**2010 年公司主要销售区域分布在华东、华南、华中地区，占比分别为 31.2%、13.7%以及 8.3%，西南及华北各有近 8%的销量。总体来看，销售区域集中在胡焕庸线以东，并去除高纬度的东北地区。公司产能扩张也由点及面，向主要销售区覆盖。2001 年公司重庆基地奠基，公司完成了对西部地区产能布局。随后，在 2006 年，公司开拓安徽基地，正式进入主要销售区域华东地区。在 2010-2014 年间，公司依此建立了洛阳、芜湖、武汉、石家庄以及长沙基地，产能完全覆盖华东、华南以及华中地区。目前公司已建有 14 个生产基地，并配套有完善的家电产品上游工厂以及钣金、两器管路、控制器等配套车间，在完善空调生产的同时也为拓展冰箱、洗衣机等产业提供了健全的供应链支持。

图 87：2010 年公司地域销售占总收入比例



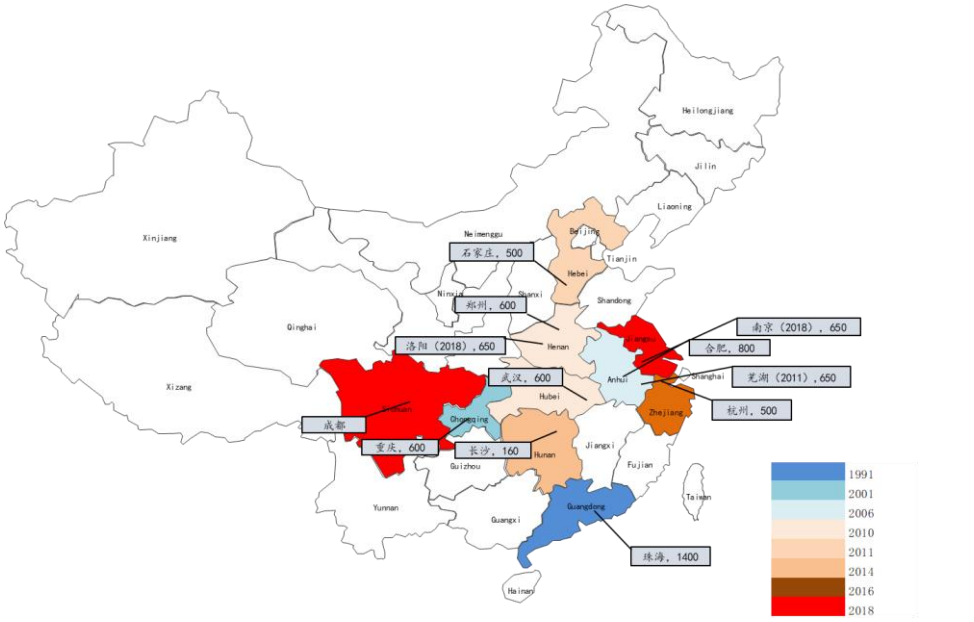

资料来源：公司配股说明书，国元证券研究中心

**表 21：七大销售区域比例相对稳定，华东略有提升**

| 区域 | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年（1~9 月） | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 东北 | 0.85% | 0.87% | 0.97% | 0.85% | 0.99% | 1.26% | 1.23% |
| 华北 | 7.69% | 8.29% | 7.62% | 7.34% | 8.36% | 9.79% | 8.34% |
| 西北 | 2.40% | 2.49% | 2.72% | 3.23% | 2.50% | 2.96% | 2.92% |
| 华中 | 18.80% | 15.44% | 14.85% | 13.86% | 15.46% | 18.75% | 17.51% |
| 华东 | 28.55% | 28.68% | 28.60% | 24.03% | 32.01% | 32.28% | 31.18% |
| 华南 | 16.09% | 16.55% | 14.35% | 17.75% | 15.58% | 12.50% | 13.69% |
| 西南 | 9.40% | 8.12% | 8.80% | 9.52% | 6.43% | 7.54% | 7.83% |

资料来源：公司配股说明书，国元证券研究中心

**图 88：格力向消费地建立生产基地**




资料来源：朗迪集团 2016 年招股说明书，公司公告，国元证券研究中心

➢ **美的：技术改造提升空调能效**

**随着家电下乡以及节能惠民政策的刺激，高能效空调崛起，促使美的这一时期在扩产能的同时，更加注重技术的改造和升级。**2010 年，变频空调首次入选家电下乡招标品类，变频空调消费比率开始明显上升，零售市场的市场份额已超过了 20%。意识到这一点的美的从 2009 年开始，美的共投入约 10.42 亿元于空调技术改造项目。

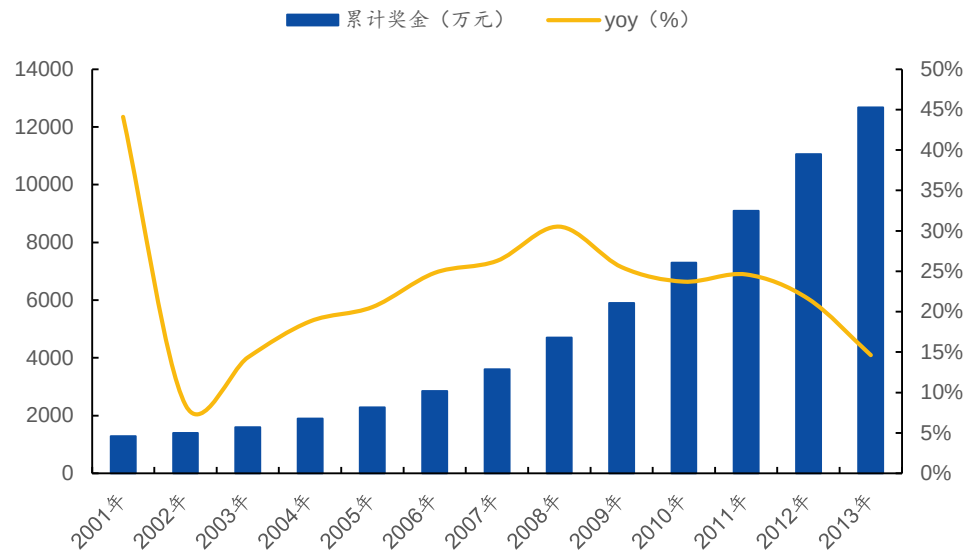
**表 22：美的投入 10.4 亿于产能技术改造**

| 年份 | 项目 | 投资额 |
|---|---|---|
| 2009 | 中央空调技改扩产能项目 | 4.38 亿 |
| 2010 | 空调能效升级改造项目 | 6.04 亿 |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

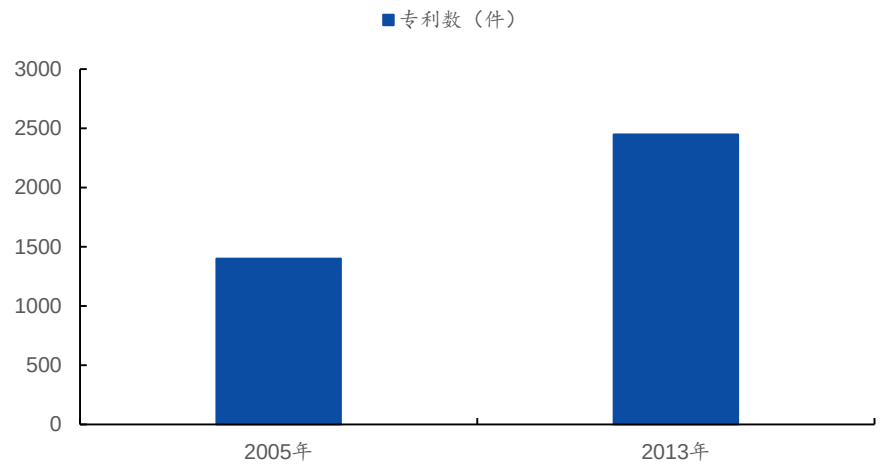
**这一时期美的发力科研，投入更多资金进行研发。**美的科技月 1996 年创办，2002 年奖金仅为 109 万元，2013 年达到 1617.3 万元，增长 14.8 倍，截止 2013 年已累计发出奖金 1.2 亿元。同时，美的专利数由 2005 年 1440 件增长至 2013 年 2448 件。研发的大幅投入支撑了美的战略由“产品领先、效率驱动、全球运营”进阶到“全面数字化、全面智能化”。

**图 89：美的科技月累计奖金 2004-2010 年增长明显**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**图 90：美的专利数大幅增加**



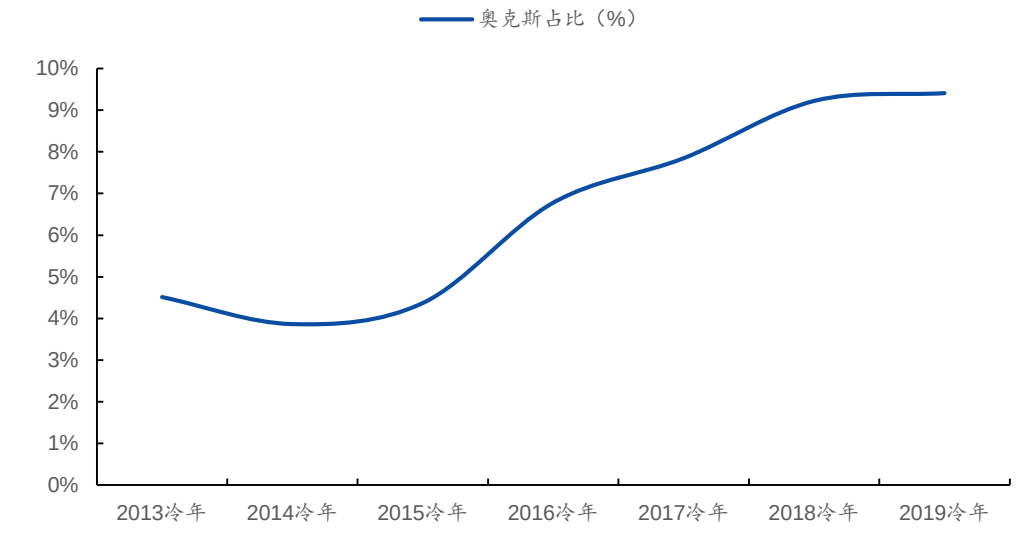

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

# 5 双寡头格局稳定，数字化带来新机遇（2013-至今）

## 5.1 线上渠道发展，行业格局出现变化

**家电渠道从 2013 年发生结构性变革。线上零售增长迅猛，线上渠道逐渐成为家用空调零售市场仅次于经销渠道和大家电连锁渠道的第三大渠道。**新兴渠道低成本以及数字化的优势冲击了行业已有渠道格局，给予了更多小型品牌增长的机会，并使得行业龙头产生分化。奥克斯在这一竞争中异军突起，凭借渠道红利成功跻身市场前列，，奥克斯市占率由 2014 冷年 3.9%提升至 2019 冷年 9.4%。

**图 91：奥克斯市场份额持续提升**




资料来源：艾肯家电网，国元证券研究中心

**相较于龙头企业，二线厂商对于新兴渠道需求更为迫切，更早的享受到渠道变革的红利。**龙头企业现有渠道布局十分稳固，线上渠道的拓展会损害经销商利益，在新兴渠道兴起初期，没有强烈动力进行渠道变革；但对于二线厂商来说，线下渠道无法与龙头企业正面竞争，新的销售渠道将成为新的增长点；同时更低的线上渠道营运成本，给了尚未形成完善的线下销售网络的二线厂商汲取渠道红利的机遇。从旗舰店成立时间来看，龙头品牌对线上市场反应较中小品牌反应时差大约在 2 年；以奥克斯为首的二线厂商，则抓住机遇，迅速崛起。

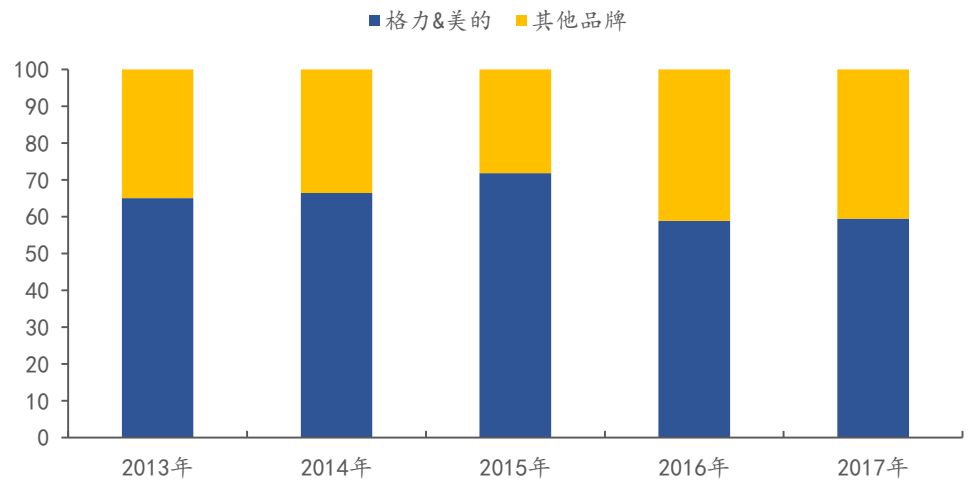
**表 23：主要品牌线上布局**

| 淘宝店铺名称 | 天猫旗舰店称号 | 推测建店年份 |
|---|---|---|
| 奥克斯旗舰店 | 天猫 9 年店 | 2011 年 |
| 海尔空调旗舰店 | 天猫 11 年店 | 2009 年 |
| 美的空调旗舰店 | 天猫 8 年店 | 2012 年 |
| GREE 格力官方旗舰店 | 天猫 4 年店 | 2016 年 |

资料来源：天猫，国元证券研究中心

**依靠电商渠道的红利优势，二线厂商出货量提升较快。**根据艾肯家电网数据，2016 年格力、美的空调出货量占总体市场的 58.9%，与其 2015 年占比 71.8%相比产生较大下滑。但同时其他厂商出货量增长较快，出货量占全行业出货总量占比迅速上升，稳定在 40%左右。

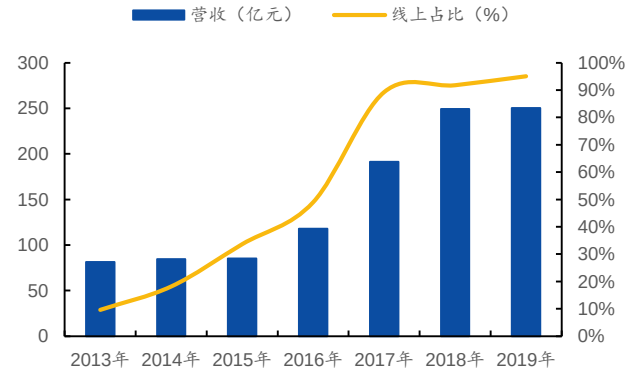
**图 92：二线品牌出货量占行业出货总量上升**




资料来源：艾肯家电网，国元证券研究中心

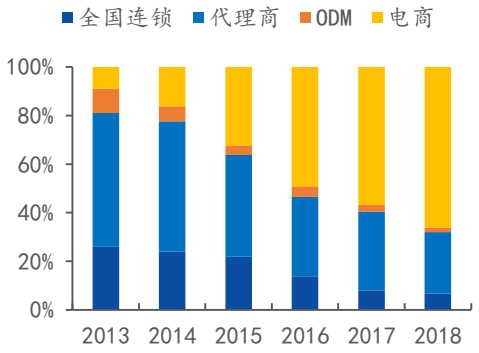
以奥克斯为例。2015 年，奥克斯仅有 8000 个线下服务网点，与拥有着 20000 个服务网点的格力电器线下覆盖率差距较大。随着电商崛起，奥克斯抓住机遇，拓展新兴渠道。奥克斯在 2015 年开设京东官方旗舰店后迅速扩张线上渠道，2016 年线上销售额达到 57.7 亿元，同比提升 100.8%，线上占比达到 49.0%。电商渠道首次超过代理商渠道，成为奥克斯的首要销售渠道。随后在 2018 年公司线上销售额达到 228.7 亿元，线上占比达到 91.7%，发展态势迅猛。

图 93：奥克斯空调电商渠道销售额及占比（%）




资料来源：中国产业信息网，国元证券研究中心

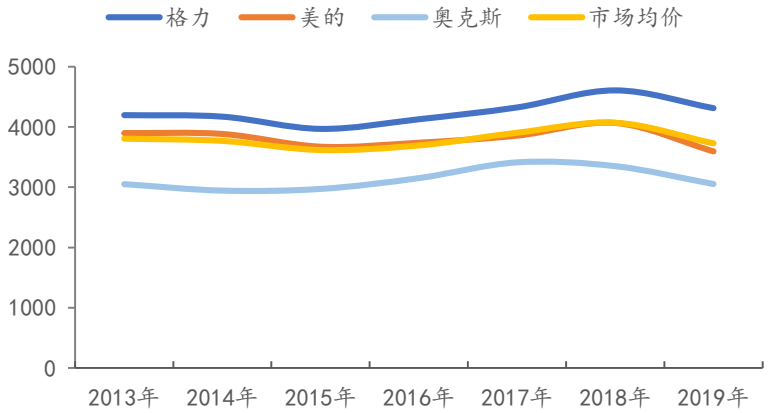
图 94：奥克斯 2013-2018 不同渠道占比变化




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**匹配线上用户需求，奥克斯抓住龙头品牌让出的低价空间，坚持以低价策略占领市场。**格局逐渐稳定的过程中龙头持续提价，近十年间均价提升超过 1000 元，不断让出低价空间。2010-2015 年，龙头企业的空调零售价几乎保持在 3500 元以上，奥克斯则抓住低价市场机会，通过将均价调至 3000 元以下，迅速抢占低价市场。

图 95：主要品牌空调价格均价变化




资料来源：中怡康，国元证券研究中心

**产品结构升级使奥克斯在二线品牌中脱颖而出。**在 2017-2019 年奥克斯上市的 14 款空调产品中，有 12 台为变频空调。据奥维云网统计，2019 年奥克斯线上零售中变频产品占比达到 58%，与格力相当。但变频挂机价格却为格力的 71%。

表 24：奥克斯上市产品中大部分为变频产品

| 家用空调 | 型号 | 空调功率 | 工作方式 | 空调类型 | 能效等级 | 上市时间 | 价格 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | KFR-35GW/BpR3QYQ1+1 | 1.5 匹 | 变频 | 壁挂式 | 一级 | Dec-18 | 2199 |
| 爱琴海系列 | KFR-35GW/BpR3QYQ2+2 | 1.5 匹 | 变频 | 壁挂式 | 二级 | Jan-19 | 1899 |
| | KFR-35GW/BpR3QYQ1+1 | 大 1 匹 | 变频 | 壁挂式 | 一级 | Dec-18 | 2199 |
| 梦之舞系列 | KFR-72LW/BpR3BHB19+1 | 3 匹 | 变频 | 柜机 | 一级 | Sep-19 | 5999/4999 |
| | KFR-35GW/BpR3NYA19+1 | 1.5 匹 | 变频 | 壁挂式 | 一级 | Dec-18 | 2299 |
| 雅典娜系列 | KFR-35GW/BpR3NYA29+2 | 1.5 匹 | 变频 | 壁挂式 | 二级 | Apr-17 | 1899 |
| | KFR-26GW/BpR3NYA29+2 | 大 1 匹 | 变频 | 壁挂式 | 二级 | Apr-17 | 1599 |
| 倾城系列 | KFR-72LW/BpR3NHA29+1 | 3 匹 | 变频 | 柜机 | 一级 | Nov-18 | 5499 |
| | KFR-35GW/BpR3TYD29+3 | 1.5 匹 | 变频 | 壁挂式 | 三级 | May-19 | 1899 |
| | KFR-26GW/BpR3TYD29+3 | 1 匹 | 变频 | 壁挂式 | 三级 | Jan-19 | 1799 |
| 舒适侠 | KFR-35GW/TYD29+3a | 1.5 匹 | 定速 | 壁挂式 | 三级 | May-19 | 1799 |
| | KFR-26GW/TYD29+3a | 大 1 匹 | 定速 | 壁挂式 | 三级 | May-19 | 1599 |
| | KFR-72LW/BpR3TYK19+1 | 3 匹 | 变频 | 柜机 | 一级 | Aug-18 | 5299 |
| 阿波罗系列 | KFR-51LW/BpR3TYK19+1 | 2 匹 | 变频 | 柜机 | 一级 | Nov-18 | 4299 |

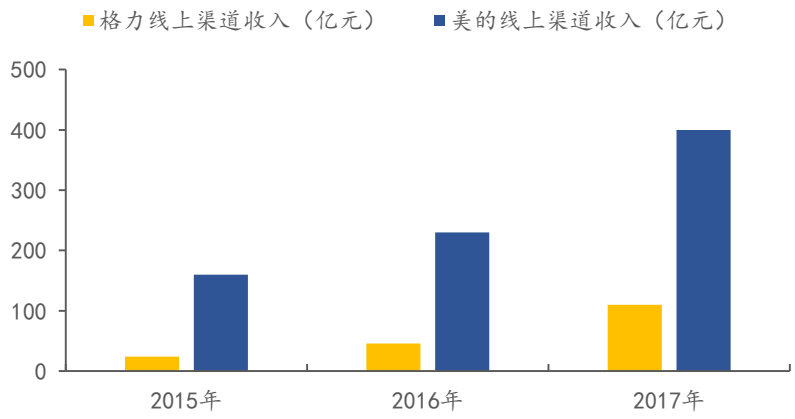
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**面对电商渠道的兴起，格力美的渠道策略出现分化，格力选择谋定后动，完善线下的同时通过线上直播重塑渠道链条。而美的则通过“一盘货”、“美云销”以及经销商层级改造，积极拥抱电商。**

➢ **格力：谋定后动，直播重塑渠道链条**

**由于线下渠道布局完善，格力线上拓展进度滞后于行业进度。**格力空调作为行业领头羊，依靠完善的由总部、分公司、经销商三位一体构成的线下销售系统领跑全行业。2015 年市场份额达到了峰值 46.3%。但其线上建设稍显滞后，格力于 2014 年正式成立电商团队，建设“格力商城”，并入驻天猫、京东、苏宁易购等电商平台，但只是处于试水阶段，其战略重心仍在加强线下销售渠道建设上。

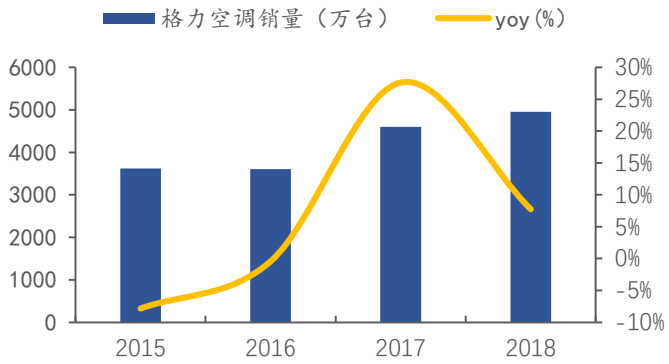
图 96：格力线上渠道建设滞后于美的




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**渠道变革下，格力原有的线下销售渠道与线上趋势产生冲突。**格力与经销商深度绑定，格力层层分销、压库存的渠道模式导致了供应链中有较多库存，若要大力推行线上渠道销售，则会伴随着大幅度降价趋势，损害经销商利益，拥有众多线下经销商的格力转型需要时间。因此，线上渠道拓展乏力的格力在 2015 年后销量增长较慢，2015、2016 年空调销量增长率甚至为负数，格力空调遇到发展瓶颈。

**图 97：格力空调销量增长缓慢**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**为解决困境，格力于 2019 年开始大力开展数字化运营以及线上渠道布局。2020 年，格力通过直播的方式重新梳理渠道网络。**目前，“董明珠的店”注册分销店铺超 10 万家，直播带货在打通线上线下渠道的同时，也为公司带来 273.1 亿元的收入。

**表 25：直播带货已为格力带来 273 亿元收入**

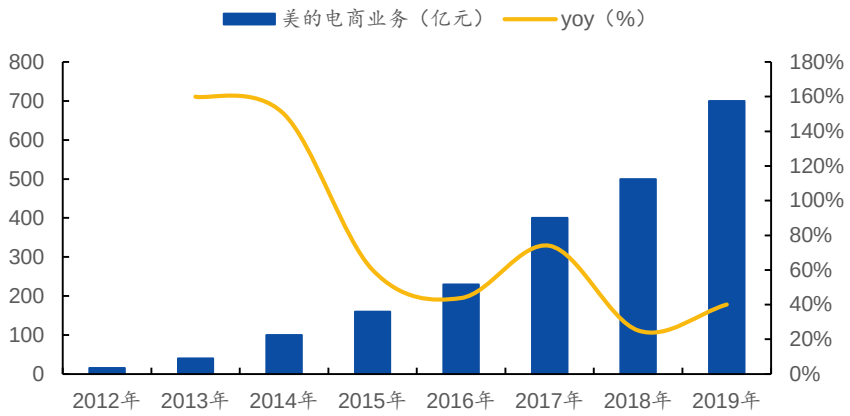
| 时间 | 地点 | 销售额（亿元） |
|---|---|---|
| 2020.07.10 | 赣州 | 50.8 |
| 2020.08.01 | 洛阳 | 101.2 |
| 2020.09.19 | 桂林 | 11.8 |
| 2020.09.28 | 德州 | 22.2 |
| 2020.09.30 | 临沂 | 52.8 |
| 2020.10.18 | 澳门 | 9.1 |
| 2020.10.30 | 江宁 | 25.2 |
| 共计 | | 273.1 |

资料来源：公司公众号，国元证券研究中心

- **美的：全面数字化，全面智能化**

**借力电商，完成全渠道数字化改造。**美的最早于 2008 年开始试水电商渠道业务，2012 年成立天猫旗舰店，从产品、政策、人才等方面迅速布局电商渠道； 2015 年电商渠道总销售额约为 160 亿元。之后，美的推出官方线上商城，围绕全渠道“一盘货”核心能力以搭建物流网络，构建 O2O 平台，加强电商合作，推行“数字化 2.0”项目，以数字化赋能全价值链经营管理。

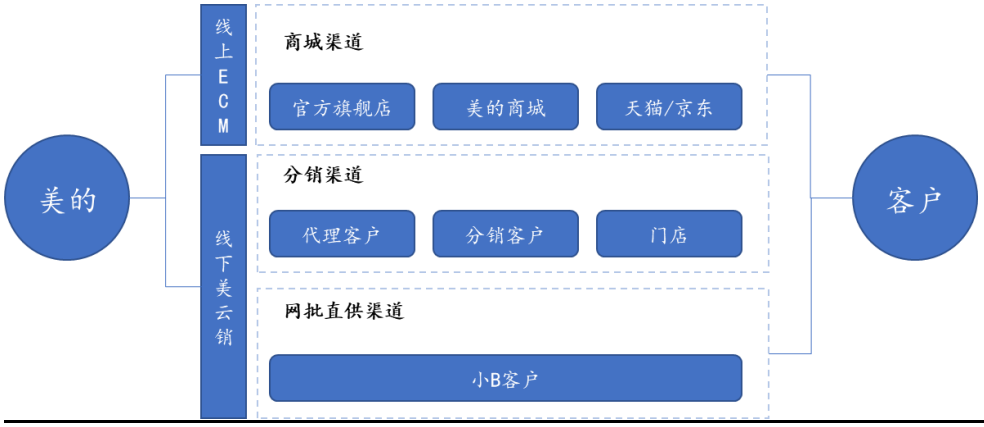
图 98：美的电商业务不断拓展




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**目前美的已初步实现渠道扁平化构建。**在“一盘货”以及“数字化 2.0”初步搭建完毕的同时，美的的渠道也初步实现扁平化构建。线下，公司通过将代理商转变为服务商，减少经销商层级并将仓储物流的代理商智能收入体内。并通过美云销建设直供小 B 客户；线上，公司在巩固已有的天猫京东以及官方旗舰店渠道下，拓展自身美的商城业务，通过会员模式提高客户粘性以及客户感知度。

图 99：公司已初步实现渠道扁平化构建

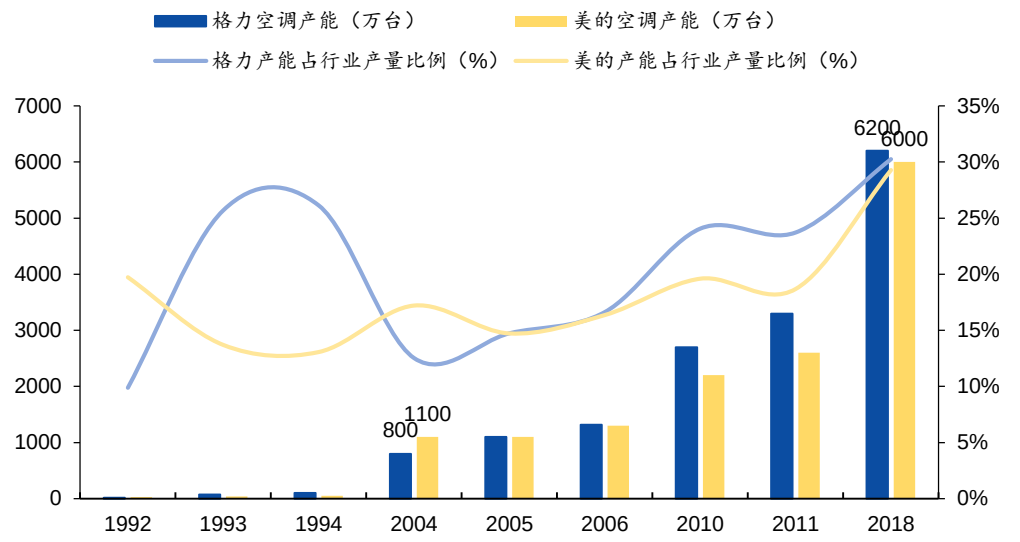



资料来源：《电器》，国元证券研究中心

## 5.2 龙头筑起核心零部件产能壁垒

**在双寡头格局下，格力和美的纷纷通过提升产能构筑行业壁垒。**格力空调产能由 2004 年 800 万台增长至 2018 年 6200 万台，年复合增长率为 15.8%。美的空调产能由 2004 年 1100 万台增长至 2018 年 6000 万台，年复合增长率为 12.9%。格力美的两大龙头产能占行业产量比例由 2004 年的 12.5%以及 17.2%增长至 2018 年 30.3%以及 29.3%。相比而言，2018 年奥克斯空调产能为 1636 万台，仅为格力、美的产能的 30%。

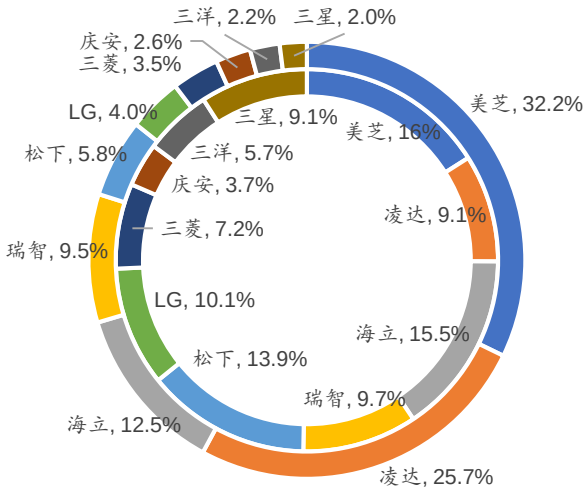
图 100：龙头产能逐渐提升




资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

**伴随产能扩张，格力美的进一步完善产业链，核心零部件的产能壁垒逐渐形成,行业 CR3 十年增长 25.0pct。**2008 年美芝、海立以及松下分列行业前三，市场份额为 16.0%、15.5%以及 13.9%，而 2017 年，美芝、凌达已占据行业近 60%的份额，分别为 32.2%以及 25.7%，行业第三的海立市场占有率为 12.5%。

图 101：美芝与凌达逐渐成为压缩机行业龙头（08 年内环、17 年外环）




资料来源：产业在线，国元证券研究中心

## 5.3 能效提高聚焦研发竞争，龙头利润优势明显

**空调能效标准的逐步提升，使得空调行业竞争从空调产能转移到产品竞争。**2020 年

分体式 CC≤4500 一级能效空调最低标准为 5.8，较 2010 年的 3.6 提升 2.2。

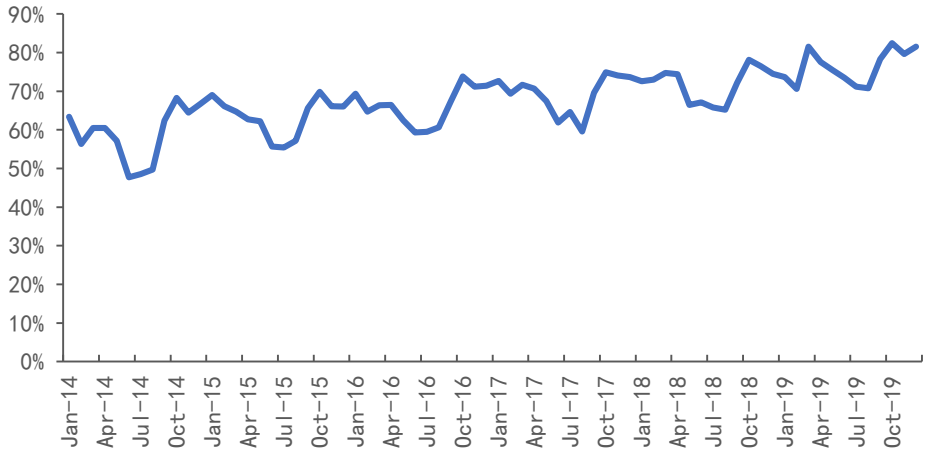
**表 26：空调能效比提升，龙头竞争壁垒向核心零部件延伸**

| 时间 | 测量指标 | 额定制冷量（CC） | 1 级 | 2 级 | 3 级 | 4 级 | 5 级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 年 | 单冷式转速可控型房间空气调节器能效：制冷季节能源消耗效率 | 7100<CC≤14000 | 3.7 | 3.3 | 3.1 | | |
| | | CC≤4500 | 5.4 | 5 | 4.3 | | |
| | | 4500<CC≤7100 | 5.1 | 4.4 | **3.9** | | |
| | | 7100<CC≤14000 | 4.7 | 4 | 3.5 | | |
| 2020 年 | 热泵型房间空气调节器能效等级指标值：全年能源消耗效率（APF） | CC≤4500 | 5 | 4.5 | 4 | 3.5 | 3.3 |
| | | 4500<CC≤7100 | 4.5 | 4 | **3.5** | 3.3 | 3.2 |
| | | 7100<CC≤14000 | 4.2 | 3.7 | 3.3 | 3.2 | 3.1 |
| | 单冷式房间空气调节器能效等级指标值：制冷季节能源消耗效率（SEER） | CC≤4500 | 5.8 | 5.4 | 5 | 3.9 | 3.7 |
| | | 4500<CC≤7100 | 5.5 | 5.1 | **4.4** | 3.8 | 3.6 |
| | | 7100<CC≤14000 | 5.2 | 4.7 | 4 | 3.7 | 3.5 |

资料来源：中国标准在线服务网，国元证券研究中心

**能效标准的提升推动空调产品变频化，行业产品升级。**2015 年开始，我国空调市场变频化趋势明显，家电行业消费升级趋势显著，变频产品需求量激增。据中怡康数据，变频产品普及加速，变频空调零售量比重从 2013 年的 54%上升到 2015 的 62%，并在后续四年期间波动上升，最终稳定在 75%左右，占据国内空调市场大部分的份额。

**图 102：变频空调零售份额占比(%)**

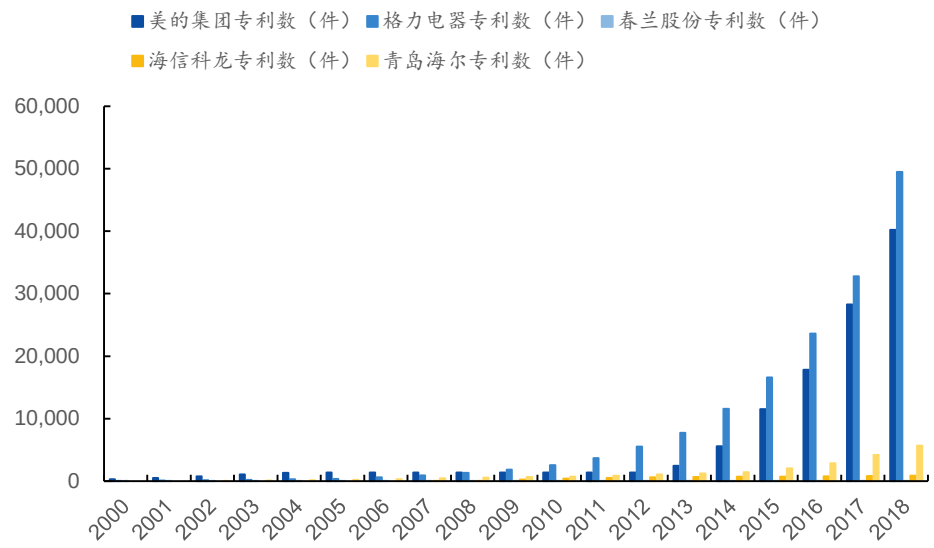



资料来源：中怡康，国元证券研究中心

**产品更迭的过程中，行业龙头逐渐通过研发能力提升构筑产品壁垒。**从专利情况来看，美的集团专利数由 2000 年 315 件提升至 2018 年 40205 件，年复合增长率为

30.9%。格力电器专利数由 2000 年 79 件提升至 2018 年 49489 件，年复合增长率为 43.0%。

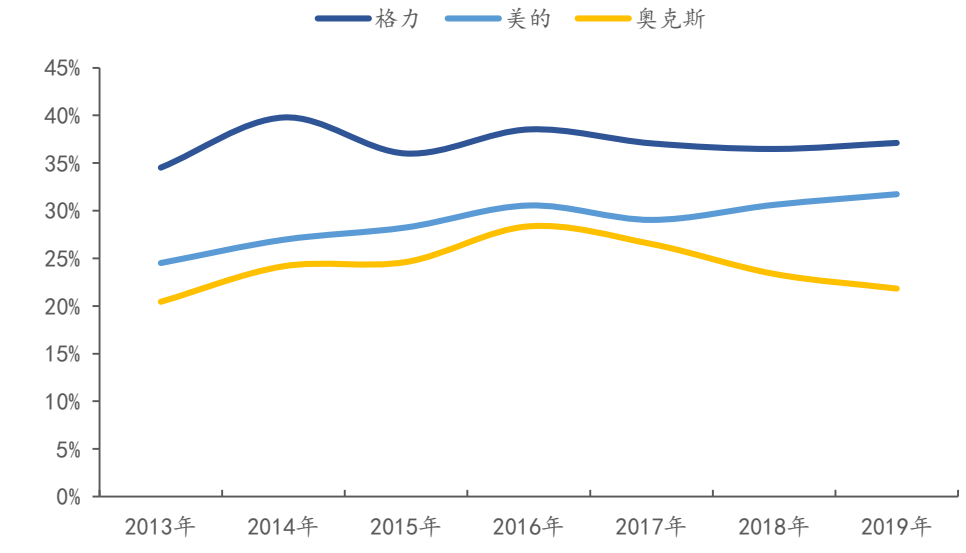
**图 103：产品的更新换代由研发能力提升作为支撑**




资料来源：Wind，国元证券研究中心

**龙头企业产业链完善带来毛利优势。**格力空调的毛利率在 2015 年后虽有小幅度的下滑但其始终维持在 35%以上，为行业领先水平，并在 2019 年有上升态势。另一方面，美的毛利率在 2017 年下滑至 29.0%，随后增长至 31.8%。

**图 104：奥克斯毛利率低于格力美的**

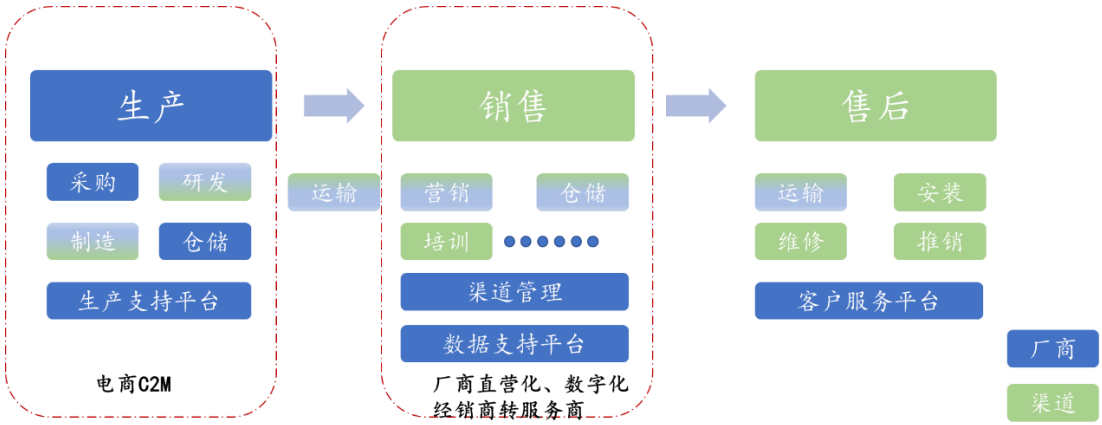



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

## 5.4 未来：多元竞争，多劳多得

**互联网的渗透使得产业链数字化程度增加，分工更加细化和明晰。从生产、销售、运送到售后服务一条完整的产业链利润逐渐固定。同时，厂家和渠道的竞争也逐渐细化为对生产销售的各个细分环节职能的抢占。产业链溢价逐渐从品牌溢价向职能数量转移。行业竞争转向全产业链布局完善度以及对于客户、商品数据的收集、分析以及应用。**

**图 105：线上化进程使得此次渠道和厂商的竞争表现为对产业链职能的抢占**




资料来源：国元证券研究中心

阿里在 2020 年 9 月推出犀牛制造，通过从淘宝天猫大数据组合预测消费需求，为平台品牌商提供销售预测建议，指导品牌商生产。**阿里通过 C2M 以数据作为支撑，将业务切入到传统制造企业中。**

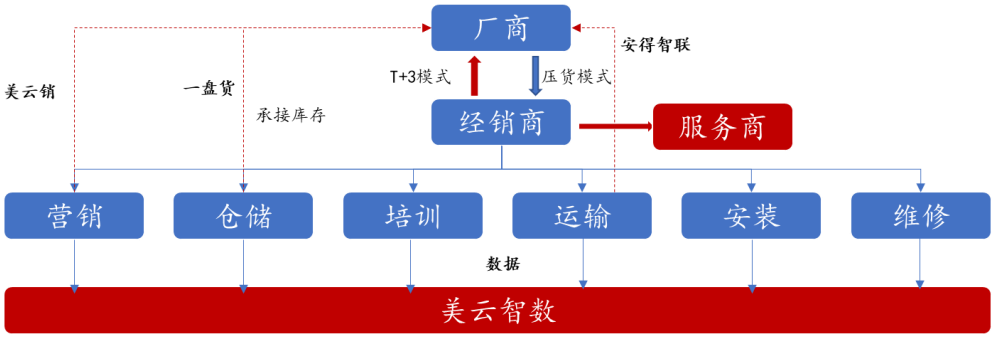
**图 106：随着产业链职能细分，渠道向传统生产业务渗透**




资料来源：犀牛官网，国元证券研究中心

**与此同时，传统制造企业也在向销售端扩张。**美的通过“一盘货”、“美云销”、渠道扁平化布局，将传统经销商的仓储、运输以及部分营销职能收归体内。并在渠道较短的小家电行业试行线下直营，逐步将经销商转换为服务商。

**图 107：在全产业链布局下，厂商将承接经销商部分职能**




资料来源：国元证券研究中心

在初步构建线下数字化基础设施的同时，美的也通过 M.IoT 实现全产业链数字打通。通过数据流动进一步加强美的护城河。

**图 108：美的集团通过数字化增强全产业链布局**

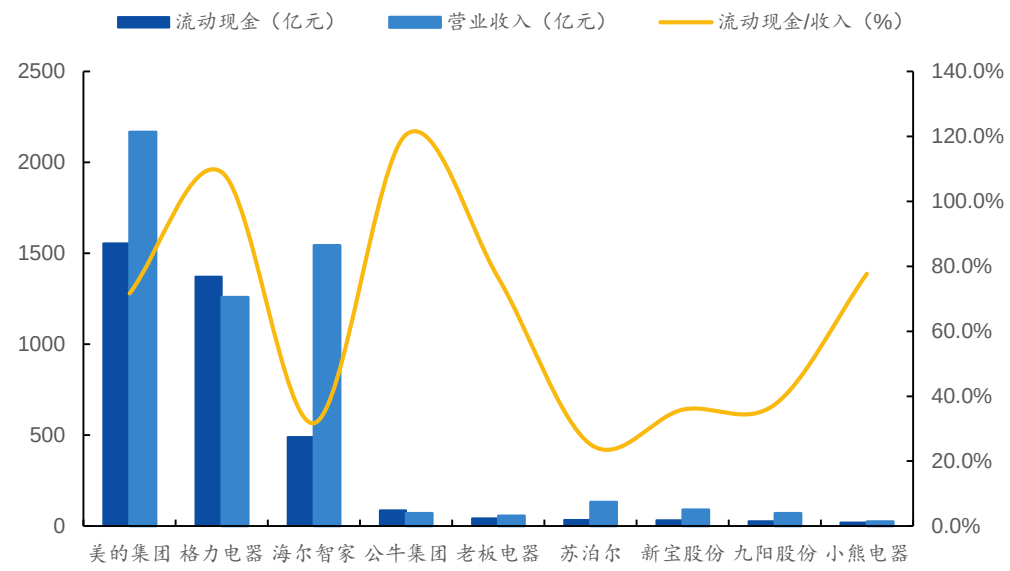



资料来源：美的官网，国元证券研究中心

**首先，全产业链布局下，公司流动资金或将产生新的壁垒。**经销商的优势在于其对区域客流、货流、资金流以及信息流的把控。随着产业链数字化进程，区域优势逐渐被规模优势取代。厂商对经销商进行扁平化改造的过程中将承接经销商原有货流并消耗自身资金流。

**充裕的流动现金对渠道扁平化起到有力的支撑。**从 2020 年 Q3 情况来看，格力美的流动现金分别为 1372.1 亿元以及 1554.1 亿元，流动现金/收入分别为 109.0%以及 71.7%。而传统小家电龙头苏泊尔以及九阳流动现金/收入比例为 25.2%以及 37.4%。

**图 109：龙头全产业链布局，使其资金优势或形成新的壁垒**




资料来源：Wind，国元证券研究中心

**其次，随着产业链各个职能细分固定，行业龙头将加速“出圈”。龙头护城河或将获得外部溢价。**格力依靠其制冷功底向新能源以及全屋管理发展；美的依靠其核心零部件业务向新能源企业业务扩张。

**图 110：格力向新能源以及全屋管理发展**




资料来源：格力官网，国元证券研究中心

**图 111：美的核心零部件向新能源汽车拓展**




资料来源：公司官网，国元证券研究中心

## 6.投资建议

综合我们空调行业两篇深度报告，我们认为空调行业未来仍有 4.5%年复合增长率。在行业增速逐渐稳定的前提下，行业格局会在龙头产业链一体化以及数字化进程中继续集聚。在此轮产业链变革中提前进行产业链一体化布局的龙头企业或将延续强者恒强。维持行业“中性”评级，建议关注行业龙头**美的集团（000333.SZ）、海尔智家（600690.SH）以及格力电器（000651.SZ）。**

## 7.风险提示

行业龙头渠道变革进度不及预期的风险；

行业龙头品类拓展不及预期的风险；

汇兑及成本大幅波动的风险。

## 投资评级说明

| （1）公司评级定义 | | （2）行业评级定义 | |
|---|---|---|---|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心


| 合肥 | 上海 |
|---|---|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 |
| 传真：（0551）62207952 | 传真：（021）68869125 |
| | 电话：（021）51097188 |