

# 对于传统品牌来说，最好的反击是自我进化

## ——米家空调对空调行业的影响和启示

行业深度

### ◆小米发布米家变频空调，引发市场广泛关注

小米于7月23日发布定价1999元的米家变频空调，引发市场广泛关注。市场针对米家空调的发布抛出了一长串问题。除了米家空调产品和定价本身，我们在本文中对小米推出米家空调的时点选择、米家空调短中长期的发展空间、米家空调对行业的启示和传统品牌可行的反击方式等多个角度进行解析，力求全面客观，有所启发。

### ◆产品：还算“价格厚道”，但并不“感动人心”

米家空调本身延续了小米一贯的简约高颜值设计，但在价格和产品品质上均没有实现较大突破。本质上小米推出一款贴着米家LOGO的长虹空调，还算“价格厚道”，但并不“感动人心”。

### ◆时点：2018年是小米试水空调的黄金窗口期

论用户群体和市场规模，白色家电在生态链硬件中名列前茅，是小米生态链必须啃下的硬骨头。2018年供给环境更宽松、成本环境更稳定、竞争环境更宽容，给了小米试水空调行业一个很好的时间窗口，但退一步讲，即使外部环境没有这么理想，进军空调行业对于小米来说也是必选项，只是时间早晚的问题。因此，传统品牌绝不可有侥幸心理，趁早思考如何应对才是上上策。

### ◆空间：米家空调有没有可能跻身第一梯队

- **短期：“降价无能”，米家空调难成爆品。**从生产成本和定价率两个维度来看，米家空调短期很难形成价格优势。作为新进入者，若米家空调在价格上没有极强的竞争力，短期很难得到消费者认可。
- **中期：代工产能和第三方服务体系有明显瓶颈。**和代工产能非常充裕的电视和小家电等行业不同，空调行业前八大品牌占据空调总产能的90%以上，剩下的产能非常零散，很难利用起来。此外，若没有自己的售后服务体系，米家空调在旺季很难保证服务的及时性。
- **长期：空调行业的制造壁垒和品牌口碑很难被逾越。**即使小米进军空调制造和服务环节，解决了产能和售后的瓶颈，想要跻身第一梯队也机会不大，空调行业的制造壁垒和品牌口碑需要巨额的投入和时间的积累才能突破。

### ◆变革：传统品牌选择集体沉默，但自我进化才是最好的反击

在小米推出米家空调之后，相对资本市场的“熙熙攘攘”，产业界却选择集体沉默。我们认为小米的入场对空调行业的传统品牌来说是一个不能忽视的信号，是一味刺激传统龙头自我反思和进化的苦口良药。若原有价值链条上出现了裂痕，而龙头不能持续地自我进化，总会有人趁虚而入，或许是小米，或许是其他人。

### ◆风险分析：小米等新进入者颠覆行业格局，宏观经济下滑影响需求，原材料成本上升。

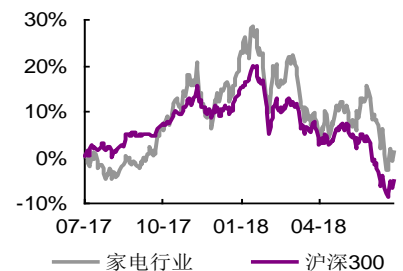
## 增持（维持）

### 分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)  
021-22169123  
[jinxing@ebsec.com](mailto:jinxing@ebsec.com)

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)  
021-22169171  
[ganjun@ebsec.com](mailto:ganjun@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

- 弱周期下家电配置价值还在不在？——家电行业中报预览 2.0  
..... 2018-07-22  
从格力增持海立看空调产业链的制造壁垒——对格力增持海立事件的思考  
..... 2018-07-15  
短期无忧，远虑仍存——对中美贸易争端扩大大家电征税范围的看法  
..... 2018-07-12

## 投资聚焦

### 研究背景

小米于7月23日发布定价1999元的米家变频空调，引发市场广泛关注。市场针对米家空调的发布抛出了一长串问题，包括米家空调的定价和产品性能如何，为何选择这个时点发布，米家空调短中长期的发展面临的挑战等等。

### 创新之处

小米已经在黑电行业站稳脚跟，并且搅动了小家电行业的格局，若认为此次小米进入空调行业“没有影响”显得避重。因此，与市场简单解读此次米家空调的定价和产品、重复强调空调行业的壁垒不同，我们对小米推出米家空调的时点选择、米家空调短中长期的发展空间、米家空调对行业的启示和传统品牌可行的反击方式等多个角度进行解析，力求全面客观，有所启发。

#### ◆产品：还算“价格厚道”，但并不“感动人心”

米家空调本身延续了小米一贯的简约高颜值设计，但在价格和产品品质上均没有实现较大突破。本质上小米推出一款贴着米家 LOGO 的长虹空调，还算“价格厚道”，但并不“感动人心”。

#### ◆时点：2018年是小米试水空调的黄金窗口期

论用户群体和市场规模，白色家电在生态链硬件中名列前茅，是小米生态链必须啃下的硬骨头。2018年的外部环境给了小米试水空调行业一个很好的时间窗口，但退一步讲，即使外部环境没有这么理想，进军空调行业对于小米来说也是必选项，只是时间早晚的问题。因此，传统品牌绝不可有侥幸心理，趁早思考如何应对才是上上策。

#### ◆空间：米家空调有没有可能跻身第一梯队

**短期：“降价无能”，米家空调难成爆品。**从生产成本和定倍率两个维度来看，米家空调短期很难形成价格优势。作为新进入者，若米家空调在价格上没有极强的竞争力，短期很难得到消费者认可。

**中期：代工产能和第三方服务体系有明显瓶颈。**和代工产能非常充裕的电视和小家电等行业不同，空调行业前八大品牌占据空调总产能的90%以上，剩下的产能非常零散，很难利用起来。此外，若没有自己的售后服务体系，米家空调在旺季很难保证服务的及时性。

**长期：空调行业的制造壁垒和品牌口碑很难被逾越。**即使小米进军空调制造和服务环节，解决了产能和售后的瓶颈，想要跻身第一梯队也机会不大，空调行业的制造壁垒和品牌口碑需要巨额的投入和时间的积累才能突破。

#### ◆变革：传统品牌选择集体沉默，但自我进化才是最好的反击

在小米推出米家空调之后，相对资本市场的“熙熙攘攘”，产业界却选择集体沉默。我们认为小米的入场对空调行业来说是一个不能忽视的信号。若原价值链条上出现了裂痕，而龙头不能持续地自我进化，总会有人趁虚而入，或许是小米，或许是其他人。

## 目 录

1、 产品：还算“价格厚道”，但并不“感动人心” .....	5
1.1、 定价还算厚道，至少小米已经尽力了.....	5
1.2、 颜值依旧不错，但产品远未做到感动人心 .....	6
2、 时点：2018 年是小米试水空调的黄金窗口期.....	9
2.1、 更宽松的供给环境.....	9
2.2、 更稳定的成本环境.....	10
2.3、 更包容的竞争环境.....	10
3、 空间：米家空调有没有可能跻身第一梯队 .....	12
3.1、 短期：“降价无能”，米家空调难成爆品 .....	12
3.2、 中期：代工产能和第三方服务体系有明显瓶颈 .....	14
3.3、 长期：空调行业的制造壁垒和品牌口碑很难被逾越.....	15
4、 变革：传统品牌选择集体沉默，但自我进化才是最好的反击 .....	17
4.1、 公牛对米家插线板的应对是经典范本.....	18
4.2、 传统品牌为何选择集体沉默？ .....	19
5、 风险分析.....	21

## 图表目录

图 1：米家空调零售价是 1999 元（加安装费后实际售价 2199 元）.....	5
图 2：主流空调品牌也都有不少到手在 2199 元以下的产品在售.....	6
图 3：米家空调首轮公测对销售数量和范围都相当谨慎.....	6
图 4：米家空调在千篇一律的空调外观中让人眼前一亮.....	7
图 5：2017 年空调销量大增，供需格局非常紧张.....	9
图 6：2018 年以来白电原材料成本指数稳中有降.....	10
图 7：格力、美的引领行业均价持续上行.....	11
图 8：空调内销量 CR2 近几年没有进一步上升.....	11
图 9：空调企业毛利率在持续上行.....	11
图 10：京东平台存在大量中小空调品牌.....	12
图 11：小米生态链爆品的成功都离不开极致性价比.....	12
图 12：米家空调从生产到销售的价值流动示意图.....	13
图 13：前八大品牌占据空调总产能的 90%以上.....	14
图 14：小米会不会用内部团队进入更多关键品类？.....	15
图 15：空调龙头的毛利率体现出明显优势.....	16
图 16：2017 年压缩机企业旋转压缩机销量份额.....	16
图 17：空调龙头进行了大量的研发投入才换来领先的质量和稳定性.....	17
图 18：因公牛的反击，青米（动力未来）2016 年业绩呈现明显压力.....	18
图 19：奥克斯在龙头“庇护”下迅速成长.....	19
图 20：奥克斯空调份额已逼近行业前三.....	19
表 1：智米选择长虹空调作为制造合作方.....	7
表 2：米家空调和长虹类似产品对比.....	8
表 3：米家空调和京东销量前三的同类产品对比.....	8
表 4：长虹空调产量和其他主流品牌有一定差距.....	13
表 5：米家空调无法形成对奥克斯等主流品牌直营电商渠道的明显优势.....	14
表 6：公牛迅速推出比小米性价比更高的插线板.....	18

## 1、产品：还算“价格厚道”，但并不“感动人心”

### 1.1、定价还算厚道，至少小米已经尽力了

米家产品发布的最激动人心的往往是最后的价格环节，2017 年的智米空调（4399 元）没能出彩，7 月 23 日发布的米家变频空调零售价是 1999 元（+200 元安装费后实际售价 2199 元），定价还比较“小米”，这或许是小米终于愿意给这款空调前面冠以米家品牌的最重要的原因。

图 1：米家空调零售价是 1999 元（加安装费后实际售价 2199 元）



资料来源：小米商城

同网上竞品横向比较来看，米家空调并未体现出价格差异度。京东平台 1.5 匹的冷暖变频空调最低价 1899 元，奥克斯、TCL 和科龙等主流空调品牌也都有不少到手在 2199 元以下的产品在售。不过从上午的 2199 元调整为下午的 1999+200 元的定价小插曲可以看出，小米在米家变频空调的定价上已经相当努力。

图 2：主流空调品牌也都有不少到手在 2199 元以下的产品在售



资料来源：京东，截图时间为 2018 年 7 月 29 日

米家空调的首轮公测仅有 700 台，对应 7 个城市，是受产能和售后约束，还是在智米空调遇冷后的谨慎行事，有待验证。公测价格仅为半价，即 999.5 元（另加安装费 200 元）。

图 3：米家空调首轮公测对销售数量和范围都相当谨慎

7月24日10:00 小米商城

半价公测  
¥ 999.5 ¥ 1999  
(另加安装费200元)

活动仅限北京、上海、广州、深圳、杭州、郑州、成都用户参加

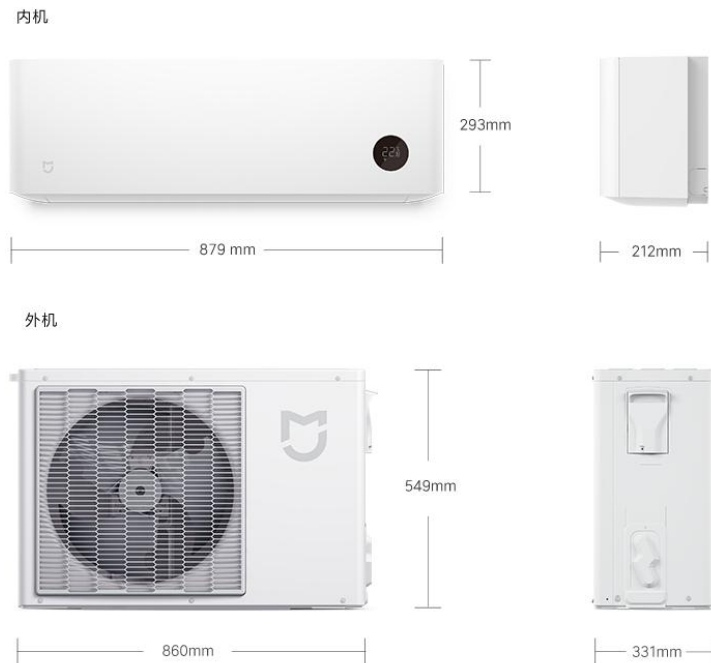
资料来源：小米商城

若撇开公测价格，米家空调值得买吗？

## 1.2、颜值依旧不错，但产品远未做到感动人心

a、米家空调沿用了上一代智米空调获奖的外观设计，简约优雅，颜值确实不错，在千篇一律的空调外观中让人眼前一亮，很符合年轻人的审美，这是米家产品一贯的优势。

**图 4：米家空调在千篇一律的空调外观中让人眼前一亮**



资料来源：小米商城

**b、小米最近两次空调产品试水，均由长虹空调负责制造环节。**从 3C 产品认证信息来看，第一代智米全变频空调就是由长虹空调代工，此次米家空调依然还是由长虹负责制造环节。

**表 1：智米选择长虹空调作为制造合作方**

制造商	生产厂	产品名称	型号/规格
北京智米电子科技有限公司	四川长虹空调有限公司	米家全变频空调	KFR-35GW/01ZM(M1), 220V 50Hz R410A
北京智米电子科技有限公司	四川长虹空调有限公司	米家变频空调	KFR-35GW-A1ZM-M3, 220V~ 50Hz R410A

资料来源：中国质量认证中心，光大证券研究所

我们在线上发现长虹 ZDHID(W1-J)+A3 空调和米家空调的参数非常相似，主要卖点 0.1 度精准控温也如出一辙，连包安装价格也是同样的 2199 元。长虹这款空调早在 2015 年 1 月就已经上市，显然此次小米和智米都没能在产品上帮上太多忙，一款 2015 年上市的空调的改良款自然也谈不上感动人心。

表 2：米家空调和长虹类似产品对比

对比指标/品牌	米家	长虹
型号	A1ZM-M3	ZDHID(W1-J)+A3
匹数	1.5P	1.5P
定频/变频	变频	变频
循环风量	650	650
制冷量 (W)	3500	3500
制热量 (W)	4400	3950
电辅热加热功率 (W)	900	900
APP 远程控制	支持	不支持
最低噪音 (dB)	22	24
冷媒	R410a	R410a
能效比	3.7	3.7
特色功能	0.1 度精准控温	0.1 度精准控温
能效等级	三级	三级
机器零售价	1999	2199
安装费用	200	免费
包安装价格	2199	2199
上市时间	2018 年 7 月	2015 年 1 月

资料来源：京东，小米有品

**c、和线上同类爆品对比，性能和价格都不够突出。**若对比京东单品销量前三的同类型产品来看，米家变频空调在其宣传的各项性能参数上均不太突出，在价格上和奥克斯之间也仅差 39 元。

表 3：米家空调和京东销量前三的同类产品对比

对比指标	米家	奥克斯	美的	格力
型号	A1ZM-M3	BpNFW+3	WDAA3@	FNhDa-A3
匹数	1.5P	1.5P	1.5P	1.5P
定频/变频	变频	变频	变频	变频
机器零售价	1999	2238	2799	3199
安装费用	200	免费	免费	免费
包安装价格	2199	2238	2799	3199
循环风量	650	630	660	630
APP 远程控制	支持	不支持	支持	不支持
最低噪音 (dB)	22	20	18	19
电辅热加热功率 (W)	900	1080	1050	1000
质保期	6 年	6 年	6 年	6 年
冷媒	R410a	R410a	R410a	R32
能效比	3.7	3.64	3.7	3.99
能效等级	三级	三级	三级	三级

资料来源：京东，小米有品

众所周知，空调是“半成品销售模式”，若抛开售后服务质量、稳定性、返修率等长跑指标，仅仅看小米此次发布的米家空调本身，**延续了一贯的简约高**

颜值设计，但在价格和产品品质上均没有实现较大突破。

本质上小米推出一款贴着米家 LOGO 的长虹空调，还算“价格厚道”，但并不“感动人心”。

## 2、时点：2018 年是小米试水空调的黄金窗口期

小米生态链何时推出空调一直备受关注，小米选择在 2018 年推出定价很“小米”的空调产品是出于何种考虑？仅仅是又一次简单的试水吗？

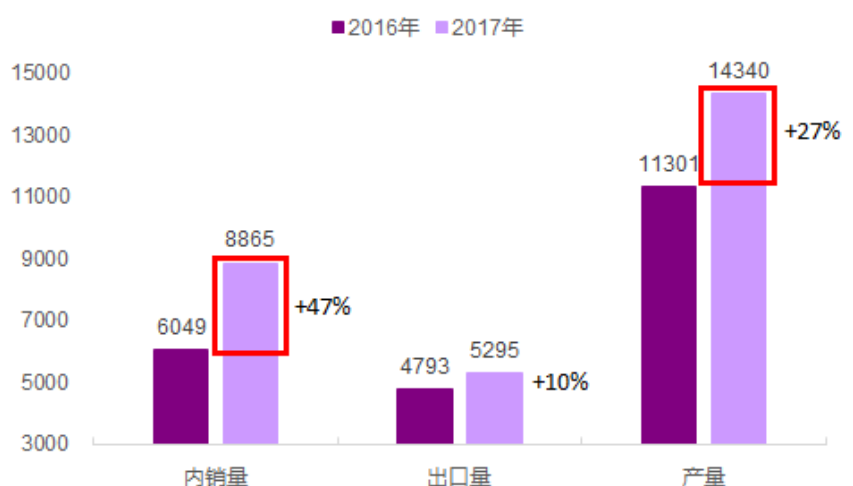
论用户群体和市场规模，白色家电在生态链硬件中名列前茅，是小米生态链必须啃下的硬骨头。尽管小米生态链已经在多个小家电品类中做到第一，但 2017 年生态链总收入仅为 234 亿元。而以空调为代表的白色家电市场规模巨大，2017 年奥维监测的空调零售均价为 3333 元，产业在线内销量 8865 万台，零售规模接近 3000 亿元。就用户群体和内销市场规模而言，空调等白色家电绝对属于潜力最大的小米生态链产品之一，是小米生态链引流和提高用户粘性的金矿。

相对 2017 年，2018 年是试水空调的黄金窗口期。相比在 2017 年推出智米空调，选择在 2018 年推出定价更“小米”的米家空调外部条件更成熟，也是更为明智的选择。

### 2.1、更宽松的供给环境

2017 年行业内销量从 6000 万台上升到接近 9000 万台，出口量也增长强劲，导致行业产能极度紧张，内部供应都不够，更别说给小米代工了。

图 5：2017 年空调销量大增，供需格局非常紧张（单位：万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

但去年空调企业都先后扩产，据产业在线数据，今年上半年空调内外销增速分别为 21% 和 6%，仅实现温和增长，供需格局大幅宽松，小米能够有充足

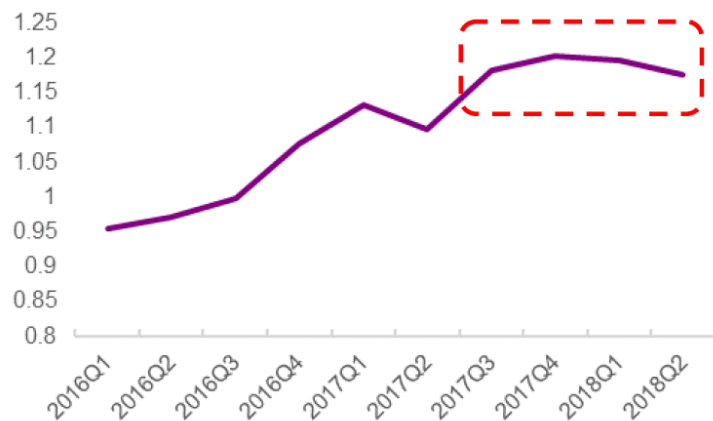
的代工产能保障。

## 2.2、更稳定的成本环境

米家空调采用的公测模式“期货”属性较强，由于价格在下单时即锁定，成本的大幅波动将影响盈利能力。在成本上行期，公司需要承担上游原材料成本的上升，盈利能力受损。而成本下行或稳定期，公司在定价上将更游刃有余，充分发挥其价格优势。

2018年以来白电成本稳中有降，对于米家空调的“期货”模式来说是理想的成本环境。

图 6：2018 年以来白电原材料成本指数稳中有降

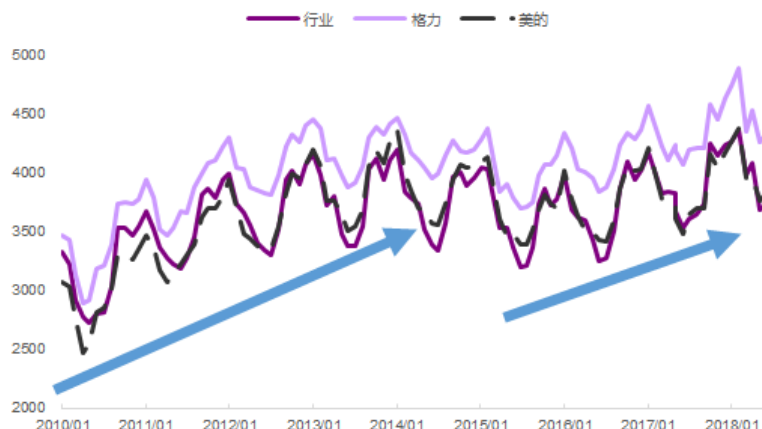


资料来源：Wind，光大证券研究所测算，注：白电原材料成本指数为各品类按销量和成本构成加权平均编制而成。

## 2.3、更包容的竞争环境

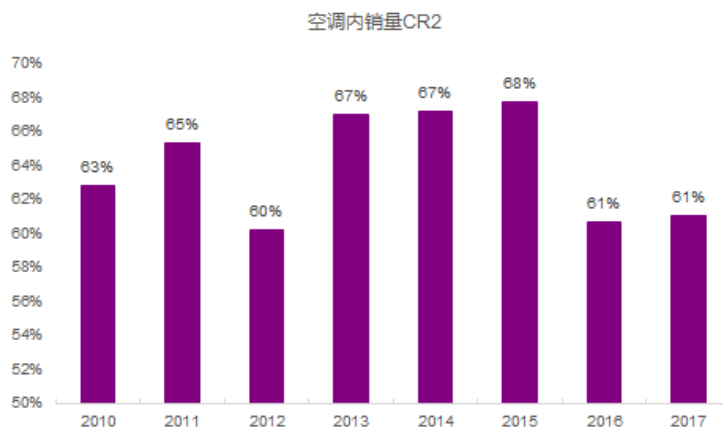
从竞争的角度，龙头品牌最近几年始终在推动行业均价上行，而不再刻意追求份额的提升。因此 2010 年以来 CR2 就不再明显提升，这给二线品牌创造了良好的成长环境，空调企业毛利率都在持续上行，盈利能力不错。

图 7：格力、美的引领行业均价持续上行（单位：元）



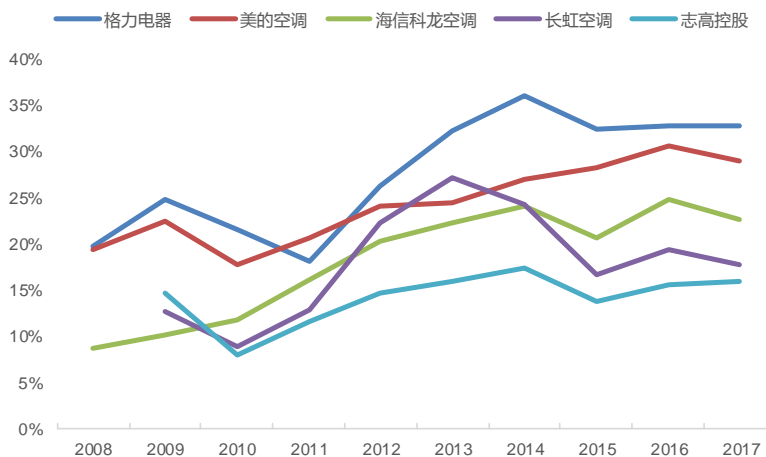
资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 8：空调内销量 CR2 近几年没有进一步上升



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 9：空调企业毛利率总体呈上行趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

不光是小米在觊觎空调行业丰厚的利润池，看似集中度很高的空调行业已经

涌现出相当多的中小空调品牌，仅京东平台就有 57 个空调品牌在售。

图 10：京东平台存在大量中小空调品牌

新科 (Shinco)		CMV		HITACHI 日立	荣事达 Royalstar 真好生活	帝智 (DIZHI)	JENSANY	MBO
	Casarte	红牌		乐京 (LEJIN)	sevenstars 七星	YZGACK	FZM	LG
Skyworth 创维	宾豪 (BINHAO)		MITSEIN	雪芬特	inyan	现代 (HYUNDAI)	中松	菱博士 (Lingboshi)
新迎燕 (X YING Y...)	金杨子	三星 (SAMSUNG)	美菱 (MeLing)	CLOOS	樱美 (MSHIMEI)	曼诺德	宜嘉屏 (Yijapu)	

资料来源：京东

从 3C 产品认证信息来看，未来可能还有一级能效的米家空调发布，公测只是个开始，小米的野心远不至于此。

(注：此次发布空调型号为 KFR-35GW-A1ZM-M3，小米同时还认证了 KFR-35GW-A1ZM-M1，有可能为未发布的一级能效产品)

2018 年的外部环境给了小米试水空调行业一个很好的时间窗口，但退一步讲，即使外部环境没有这么理想，进军空调行业对于小米来说也是大概率事件，只是时间早晚的问题。因此，传统品牌绝不可有侥幸心理，趁早思考如何应对才是上上策。

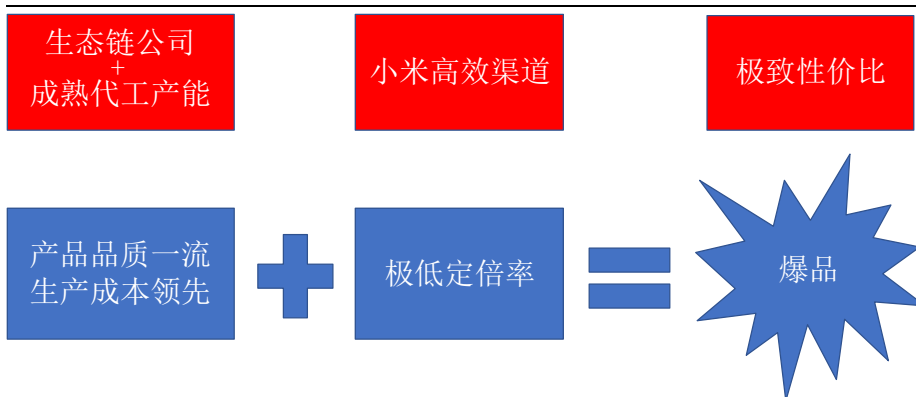
### 3、空间：米家空调有没有可能跻身第一梯队

空调龙头的壁垒到底有多高？长期来看，米家空调有没有可能跻身空调品牌第一梯队？我们将从短、中、长三个时间维度进行剖析。

#### 3.1、短期：“降价无能”，米家空调难成爆品

小米生态链体系的最大冲击力来自同等品质下的超低价格，但米家空调似乎陷入了“降价无能”的困境，这是米家空调短期成为爆品的最大障碍。

图 11：小米生态链爆品的成功都离不开极致性价比



资料来源：光大证券研究所绘制

### 3.1.1、成本端：长虹空调的生产成本预计略高于其他主流厂商

空调生产成本差异主要来自于采购规模和产业链一体化程度。根据产业在线数据，米家空调的合作方长虹空调 2017 年总产量 431 万台，在国内排第 8，占国内总产量的 3%，长虹的产量规模处于第一梯队的末端，和其他主流品牌有一定差距，而长虹空调核心零部件也主要对外采购。因此，从规模效应和产业链一体化的角度，长虹空调的生产成本预计略高于其他主流厂商。

表 4：长虹空调产量和其他主流品牌有一定差距

公司	2017 年产量 (万台)	产量占比
格力	4598	32.0%
美的	3488	24.3%
海尔	1237	8.6%
奥克斯	1226	8.5%
TCL	861	6.0%
海信科龙	756	5.3%
志高	591	4.1%
长虹	431	3.0%
春兰	25	0.2%
其他	1137	7.9%
总计	14350	100.0%

资料来源：资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3.1.2、渠道端：无法形成对直营电商渠道的明显优势

小米生态链产品上游制造一般选择成熟代工企业，下游销售依托小米自身渠道，因此米家空调主要经过代工厂和小米直营渠道两个加价环节：

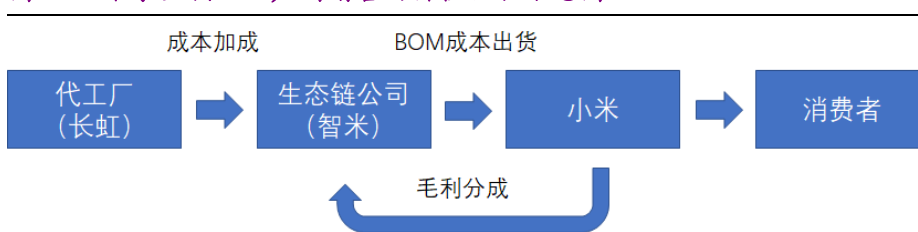
- 1) 代工厂商采用成本加成方式定价，根据历史毛利率水平，预计长虹空调代工的毛利率在 15% 左右；
- 2) 小米从生态链企业处按照 BOM 成本拿货，并加价销售，作为米家空调首代产品，预计小米出货毛利率控制在 10~15%，基本不盈利。

小米有一个概念叫定倍率，可以用来衡量生产成本到零售价格之间的加价倍数：

$$\text{零售价} = \text{制造成本} * \text{定倍率}$$

综合来看，我们预计米家空调的定倍率（零售价/生产成本）在 1.3~1.4 倍。

图 12：米家空调从生产到销售的价值流动示意图



资料来源：光大证券研究所绘制

米家空调无法形成对奥克斯等主流品牌直营电商渠道的明显优势。对于奥克斯、TCL 和科龙等品牌来说，京东等电商渠道的毛利率大概 10~15%，再加上品牌企业 20%左右的毛利率空间，定倍率在 1.4-1.5 倍左右，二线空调品牌的电商直营渠道加价率和米家空调的 1.3~1.4 倍比并没有明显差距。

**表 5：米家空调无法形成对奥克斯等主流品牌直营电商渠道的明显优势**

行业	公司	代工毛利率	小米+智米毛利率	定倍率
空调	小米	15%	10~15%	1.3~1.4
行业	公司	厂商毛利率 (出厂价-生产成本)/出厂价	电商加价毛利率	定倍率 零售价/生产成本
空调	奥克斯、TCL、科龙	~20%	10~15%	1.4-1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预计

因此从生产成本和定倍率两个维度来看，米家空调短期很难形成价格优势。

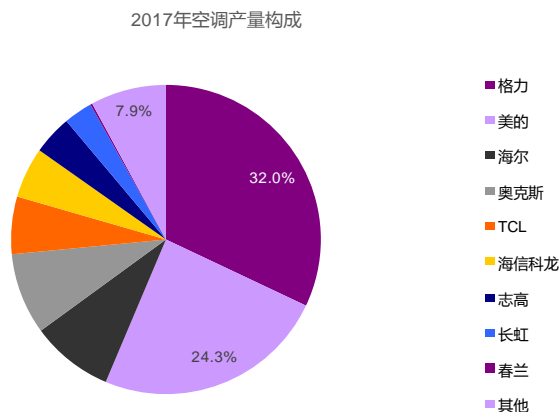
和空净等小米取得巨大成功的行业不同，空调行业并不存在严重的价格虚高。目前品牌间的定价差异，比较充分地体现了厂商间产品品质、品牌口碑的差异，格力定价最高，却依然销量第一。作为新进入者，若米家空调在价格上没有极强的竞争力，短期很难得到消费者认可。

### 3.2、中期：代工产能和第三方服务体系有明显瓶颈

若 999 元放开卖，米家空调有可能快速放量吗？在目前的模式下不可能，代工产能和第三方服务体系有明显瓶颈。

代工产能的瓶颈：如果米家空调的订单快速增长到 100 万台以上的体量，还会有主流品牌冒着被取而代之以的风险为其代工吗？和代工产能非常充裕的电视和小家电等行业不同，空调行业前八大品牌占据空调总产能的 90%以上，剩下的产能非常零散，很难利用起来。

**图 13：前八大品牌占据空调总产能的 90%以上**



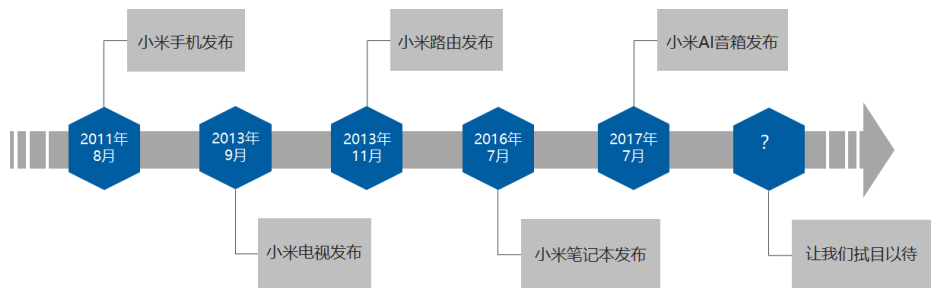
资料来源：产业在线，光大证券研究所

**服务体系的瓶颈：**目前米家空调的服务体系完全依赖长虹旗下的快益点平台，但空调的旺季销售属性非常明显，消费者对于售后安装的及时性要求很高，格力和美的经常通过补贴安装工在旺季抢占售后资源。若没有自己的售后服务体系，米家空调在旺季很难保证服务的及时性。

因此，若米家空调未来想要进入第一梯队，唯一的选择是自建或者并购产能和售后服务体系，这将迫使小米生态链从过去的轻资产模式变重，这无疑是生态链模式的重大转变。

但为了实现突破，小米已经多次“食言”，比如“只做线上”、“自己只做手机、电视和路由器”、“不做广告”等等，小米为了在空调品类上实现突破，自建或者并购产能和售后服务体系，甚至用内部团队进入空调品类也并不是没有可能。

图 14：小米会不会用内部团队进入更多关键品类？



资料来源：小米商城，光大证券研究所

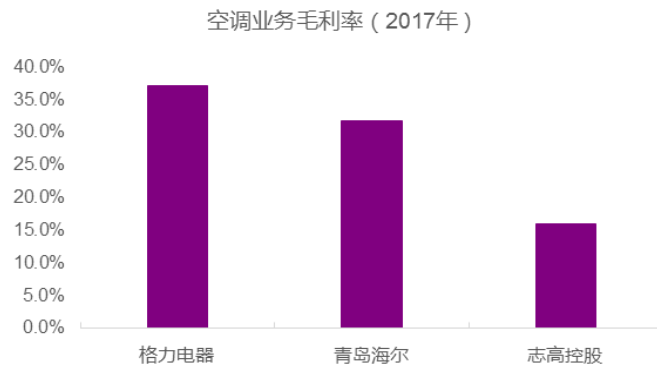
### 3.3、长期：空调行业的制造壁垒和品牌口碑很难被逾越

即使小米进军空调制造和服务环节，解决了产能和售后的瓶颈，想要跻身第一梯队也机会不大，空调行业的制造壁垒和品牌口碑需要巨额的投入和时间的积累才能突破。

我们在《从格力增持海立看空调产业链的制造壁垒》一文中曾从压缩机的角度梳理过空调行业的制造壁垒：

- 一方面，空调龙头凭借规模优势在大宗采购中拥有最强的议价能力，制造成本优势非常明显，2017年格力电器空调业务毛利率高达37.1%，青岛海尔为31.8%，志高控股仅为16%，在行业微利的情况下，美的和格力空调的净利率均能达到10%以上；

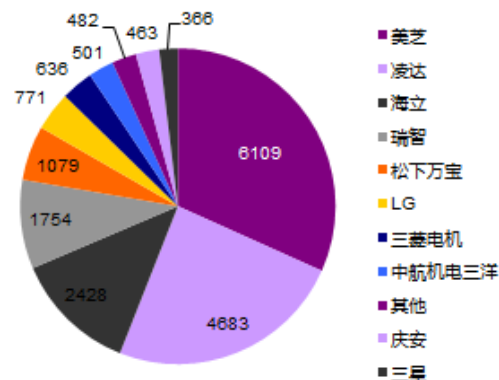
图 15: 空调龙头的毛利率体现出明显优势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

- 另一方面, 空调龙头通过产业链一体化, 掌控了大部分核心零部件产能。2018 年市场对格力和美的以外品牌的压缩机供应量预计仅略超 6000 万台, 只占总销量的 30% 左右, 其中还有相当部分来自美芝(美的子公司), 这意味着没有自配套压缩机产能的空调厂商的旺季供货将大大受限。

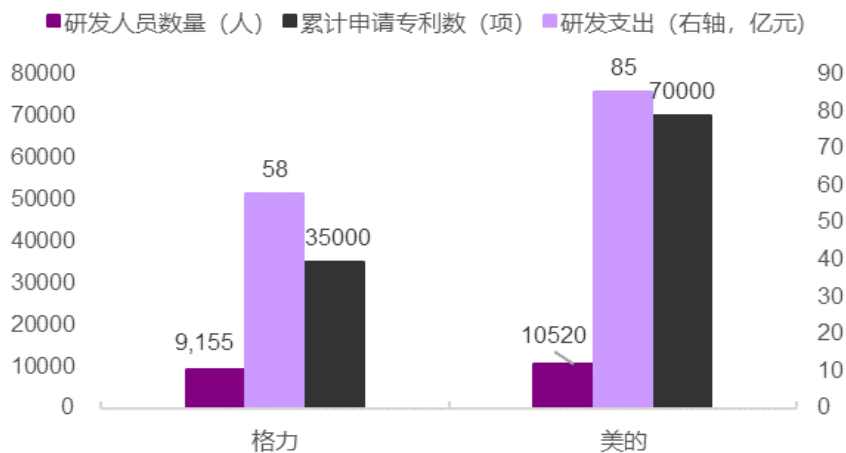
图 16: 2017 年压缩机企业旋转压缩机销量份额



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

此外, 空调龙头投入了大量的研发费用才换来领先的质量和稳定性。格力和美的做了大量的研发支出来保障产品的领先和质量的稳定性, 2017 年格力和美的的研发支出高达 58 亿和 85 亿元, 研发人员数量分别为 9155 人和 10520 人, 累计申请的专利数量分别超过 3.5 万项和 7 万项。作为对比, 米家空调目前主要依靠长虹、智米(小米持股)以及珠海三友环境和亚丁科技(小米全资)的研发力量, 小米自有空调相关专利数不超过 100 项。

图 17：空调龙头进行了大量的研发投入才换来领先的质量和稳定性



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

除产品外，消费者对于空调品牌的粘性很强，口碑的突破需要时间的沉淀。

空调作为更换频率较低的耐用消费品，质量和稳定性是非常重要的。1%返修率与使用寿命的差异放大到千万级别销量上，就会形成品质与品牌口碑的差异。并且因为消费频次低，往往品牌在代际间具有很强的粘性。这也是格力这么多年在空调领域一骑绝尘，形成很强的品牌壁垒的核心要素之一。想要跻身空调第一梯队，米家品牌的口碑必须要经历时间的考验和沉淀，并非一日之功。

长期来看，米家空调想要逾越空调龙头的制造壁垒和品牌口碑，跻身第一梯队必须要做到：

- **制造规模**：既要有足够大的整机制造规模以实现成本领先；
- **产业整合**：又要涉足压缩机等上游核心零部件环节，以保障产能供应；
- **研发投入**：还得长期大量地进行研发投入才能保障领先的质量和稳定性；
- **品牌积淀**：米家空调的口碑必须经历时间的考验和沉淀，而非一日之功。

这对于刚刚涉足空调领域的小米和智米团队来说是巨大的挑战，但小米已经在诸多不被看好的品类上证明过自己，米家空调能否再次逆袭，让我们拭目以待。



## 4、变革：传统品牌选择集体沉默，但自我进化才是最好的反击

在空调之前，小米已经对许多传统行业展开过猛烈的冲击，插线板行业就是其中之一，公牛作为行业龙头，不仅成功抵御住了小米的进攻，还因此实现了自我进化。那么，空调行业的龙头们会如何应对本次冲击，小米的入场对空调行业来说是福还是祸？

#### 4.1、公牛对米家插线板的应对是经典范本

2015 年小米推出了价格 49 元的小米插线板，实惠的价格和自带 USB 充电口等贴心的功能引发了消费者的哄抢。作为插线板行业绝对老大的公牛迅速反应，推出了外形和小米相似的产品公牛小白，并在电商进行了 48 元包邮的大规模促销。

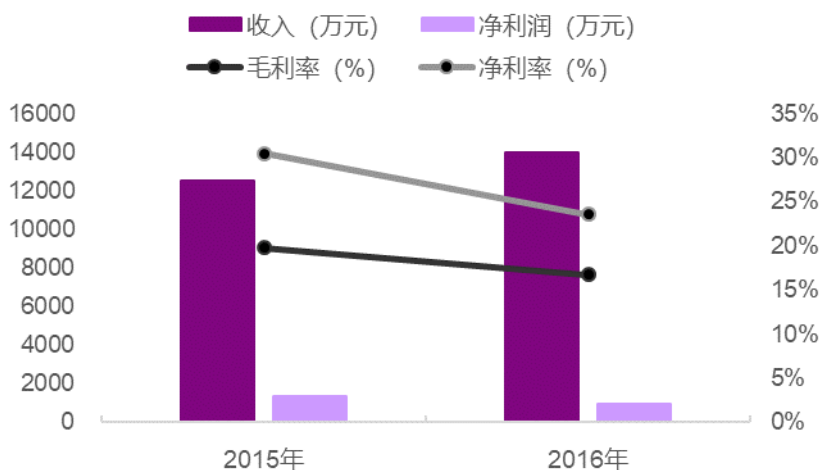
表 6：公牛迅速推出比小米性价比更高的插线板

产品	小米	公牛
外形		
价格	49 元	48 元（现卖 55 元）
全长	不超过 2m	1.8m
产品优势	三重安全保护	五重安全保护（加粗电源线等）

资料来源：天猫，光大证券研究所

公牛迅速压住了小米插线板的势头，消费者因专业定位认可其更高定价。因为公牛及时而强硬的反击，米家插线板背后的生态链公司青米（动力未来）2016 年收入仅增长 12%，毛利率同比下降 3pct，利润下滑 29%。现在公牛小白插线板的价格已经提到 55 元，但因其专业品质和口碑，线上销量和小米 49 元的插线板不相上下。

图 18：因公牛的反击，青米（动力未来）2016 年业绩呈现明显压力



资料来源：Wind，光大证券研究所

经历和小米的缠斗，公牛集团董事长阮立平在凤凰科技的采访中坦言要感谢小米，让公牛开始重视在产品上跟随技术的变化、跟随消费者需求的变化。虽然插线板和空调行业存在诸多不同，但公牛的应对之道已被证明其有效性，传统家电龙头或许可以积极借鉴。

## 4.2、传统品牌为何选择集体沉默？

愿望是美好的，但回到现实，在小米推出米家空调之后，相对资本市场的“熙熙攘攘”，产业界却选择集体沉默。

我们推测，空调领域的传统企业之所以选择沉默大抵有以下两种原因：

### 4.2.1、第一部分人认为小米做空调只是试水，成不了气候，也就不需要做什么应对。

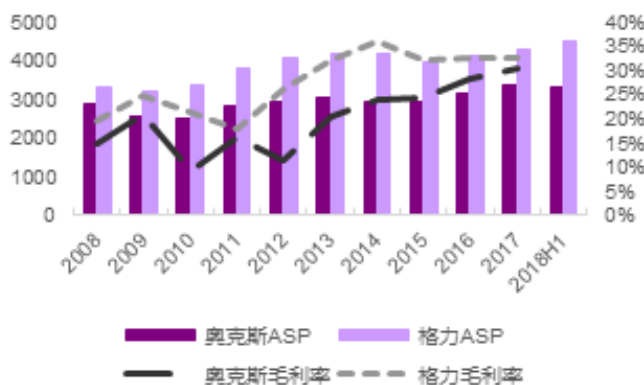
不可否认的是，相比小米大获成功的黑电和小家电等领域，空调龙头在制造和品牌上都具有较强的壁垒，小米短期很难实现大的突破。

但奥克斯的迅速崛起还历历在目，千万别忽视小米崛起背后的行业变革。

2012年后龙头品牌始终在推动行业均价上行，而不再刻意追求份额的提升。这给二线品牌创造了良好的成长环境，叠加2012-2016年间的原材料成本下降，空调企业毛利率都在持续上行，盈利能力不错，行业CR2没有再出现明显提升。

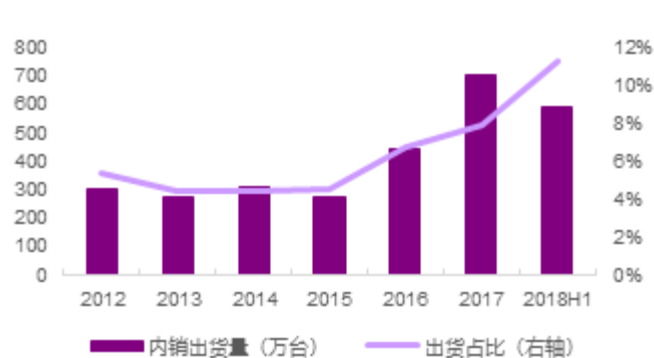
奥克斯成为宽松竞争环境和电商崛起背景下的黑马。电商渠道的崛起使得以奥克斯为代表的低价品牌通过线上渠道快速切入，市场份额不断提升。截至2018年上半年，奥克斯内销出货份额达11.25%，直逼市场前三（排名第三的青岛海尔2018上半年份额为11.73%）。

图 19：奥克斯在龙头“庇护”下迅速成长



资料来源：Wind，产业在线，光大证券研究所

图 20：奥克斯空调出货份额已达到 11% 以上



资料来源：Wind，产业在线，光大证券研究所

对于传统龙头来讲，对利润率的追求和选择性忽略电商渠道的崛起，使得奥克斯“试水”试成了行业第四，如果简单地觉得小米短期不足为惧，而忽视小米崛起背后的行业变革，是否是又一次“养虎为患”？

### 4.2.2、剩下一部分人则有很强的危机意识，但是关于如何应对，只有“无力感”

另一部分人对于小米在空调领域的“二次登场”表现出了很强的危机意识。但是面对这样一个崭新的对手和商业逻辑，还没有找到一个合适的反击方式。

**空调龙头自然地被小米推到了“价格厚道”的对立面。**传统企业都很清楚，米家空调就是披着小米马甲的长虹空调，在价格和产品性能上并不突出。但对年轻消费者而言，手举“价格厚道，感动人心”大旗的小米不仅仅是下一个奥克斯或长虹，而是极致性价比的消费新主张，此时获得巨大财务成功的空调龙头自然地被推到了小米的对立面，被贴上“价格不厚道”的标签。

为什么空调龙头不用更低的价格证明自己？那么问题来了，传统龙头为何不像公牛一样，以一款定价更低的针对性产品正面狙击小米呢？他们可能有两点考虑：

- 不同于公牛在插线板领域的一家独大，空调领域双寡头格局下，美的和格力或许都在“暗中观察”，等对方出手。
- 推出类似小米的低价爆品对传统品牌自身的价格体系也将造成巨大冲击，杀敌一千自损八百，米家空调还在试水阶段，而传统品牌依旧稳坐钓鱼台，还无法痛下决心。

传统品牌“集体沉默”的背后是旧商业模式在逐渐失效。过去，家电龙头通过大规模制造和大规模分销的商业模式享受到了丰厚的规模和渠道红利。但随着行业步入成熟期，以及电商等高效率渠道的崛起，旧商业模式已经不再能够创造增量用户价值，上一代商业模式受到挑战。面对小米这样紧紧围绕消费者价值设计产品开发和渠道模式的全新物种，传统品牌明显还有些“迷茫”。

空调龙头依然有很强的壁垒，但绝不是高枕无忧。在新的产业阶段，消费者的变化和小米全新的商业模式向家电行业的传统商业模式提出了挑战，新一轮竞争的本质回到产品和渠道两端，传统品牌可以做如下应对：

### **1、把自己的壁垒修得更高——坚持好产品不动摇是最大的基石**

小米生态链的诸多爆品本质上是更好地满足了消费者的需求，虽然传统品牌在技术积累上有显著优势，但是家电企业要反思的是，外观设计对传统品牌来说并不存在实质壁垒，但小米靠外观设计就能抢走大量粉丝，说明传统品牌跟用户距离太远。如果脱离消费者需求，累积再多的专利和技术都是无效的。

### **2、把自己的短板补上——从低效分销模式到高效零售模式的迁移**

小米等性价比模式本质是渠道效率升级的结果，产业链中间环节的不合理加价在逐步消失。随着信息与管理渗透到C端，品牌厂商也要通过品类协同、门店装修与服务体验升级等多种手段全面提升终端坪效，建立起面向C端的高效零售能力。这一升级过程将会带来消费者剩余的增加，并进一步强化龙头公司的壁垒。

本文的大部分篇幅在讨论小米，结论是空调龙头的壁垒很高，米家空调短期还不足为惧。但我们认为小米的入场对空调行业的传统品牌来说是一个不能忽视的信号，是一味刺激传统龙头自我反思和进化的苦口良药。**若原有价值链条上出现了裂痕，而龙头不能持续地自我进化，总会有人趁虚而入，或许是小米，或许是其他人。**

## 5、风险分析

- 1.小米等新进入者颠覆行业格局。
- 2.宏观经济下滑，导致家电需求趋弱。
- 3.成本上升，导致短期盈利能力承压。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	鹿舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiaoyu@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
		安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
		戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
吴冕			18682306302	wumian@ebscn.com	
吕程		021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
李经夏		021-22167371	15221010698	lijiaxia@ebscn.com	
高霆		021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元		021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	