

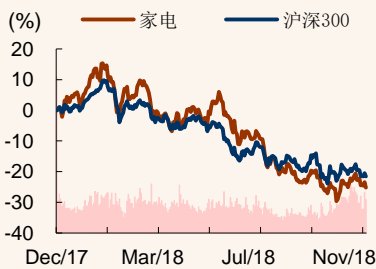
推荐 (维持)

外资品牌在中国：从配角到群演？

2018年11月30日

冰洗行业内外资品牌竞争格局探讨

上证指数	2567		
行业规模	占比%		
股票家数 (只)	59	1.7	
总市值 (亿元)	9778	2.2	
流通市值 (亿元)	8615	2.4	
行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	0.5	-23.3	-26.9
相对表现	-1.5	-5.8	-4.3



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 《家电行业 2019 年度投资策略-价值清晰,趋势未明》2018-11-26
- 《家电复盘笔记 -外资品牌的份额去哪儿了?》2018-11-21
- 《家电行业周观点 18w44—海尔系,份额趋势与性价比兼具》2018-11-05

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

吴昊

0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

研究助理

隋思誉

0755-83215913
suisiyu@cmschina.com.cn

- **现象观察：外资家电品牌份额在下降吗？** 存量市场中,竞争格局无非是双方力量你强我弱之间的博弈。整体而言,冰洗行业中外资份额确实在下降,无论是销量角度还是销额角度;而且外资品牌销额份额高于销量份额,产品均价高于内资品牌;分行业来看,外资品牌在洗衣机行业的市占率高于冰箱。
- **十年纷争：本土家电企业如何实现逆袭？** 1) **渠道力：内资品牌渠道更深更广,且对渠道的把控能力更强。** 初始定位高端的外资品牌“偏居一隅”,发力大城市和 KA 渠道。“家电下乡”与“以旧换新”两大政策直接或间接地助力了内资家电品牌的份额扩张与渠道完善。空调的季节性特征以及格力的“先款后货”模式一度将本土家电的渠道效用演绎到了极致;此后又有小天鹅的“T+3”模式迅速攫取了洗衣机中低端市场份额。2) **品牌力&产品力：中资企业与外资企业差距逐渐缩小。** 内外资品牌的价差持续收窄以及海尔卡萨帝的高歌猛进是显性标志。3) **外资的选择：扬短避长的窘迫与收缩战场的无奈。** 惠而浦、伊莱克斯的贴牌代工模式使其丧失自身固有的“洋品牌”优势,而东芝等品牌的卖身与松下等品牌的战略收缩也为中资品牌腾挪出了市场空间。
- **趋势展望：本土冰洗家电品牌能否扩大战果？** 1) **时代特征：弱化渠道差异,聚焦产品本身。** 这是研判未来的前提。如果在渠道变革的演进温和、内资企业不会大幅丧失渠道力的条件下,在品牌力和产品力差距逐渐缩窄的趋势下,我们依然看好内资品牌将获得更高的市场份额。2) **底线思维：哪些外资品牌能占据市场一席之地？** 如果说“你死我活”显得有些太过悲壮,我们认为在技术或工艺上有突出亮点的外资品牌 (B 端基因),在中国市场的生命力比较顽强。3) **路径猜想：内资份额的突破口在哪里？** 落实到具体品牌,在制造端采用代工模式的惠而浦、伊莱克斯在未来的近身肉搏中将首当其冲,韩企三星、LG 逆水行舟不进则退,B 端优势企业博世、西门子、松下等,在份额之争中虽具有一定的先天优势,但前提是自身不出现重大的战略调整失误。
- **投资建议：看好内资龙头企业良好的份额上行趋势。** 尽管外资企业在品牌力和产品力上具有一定的先发优势,但近年来优秀内资企业通过运营高端品牌、收购海外优秀企业,与外资在品牌力和产品力差距逐渐缩窄。在外资品牌整体战斗力趋弱的背景下,我们看好内资品牌将获得更高的市场份额。由于本文主要讨论的是冰洗领域的份额变化,龙头青岛海尔、美的集团将在内资品牌份额提升趋势中最为受益。
- **风险提示：外资可能降低品牌定位以换取短期市场份额、宏观经济继续放缓**

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
格力电器	37.07	3.72	4.67	4.68	7.9	7.9	2.6	强烈推荐-A
美的集团	38.80	2.63	3.10	3.56	12.5	10.9	3.1	强烈推荐-A
青岛海尔	13.79	1.09	1.24	1.41	11.1	9.8	2.3	强烈推荐-A
小天鹅 A	46.02	2.38	2.88	3.46	16.0	13.3	3.7	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

引言：存量时代, 锱铢必较.....	4
现象观察：外资家电品牌份额在下降吗？	5
1、整体而言, 外资份额确实在下降.....	5
2、外资家电品牌份额都在下降吗？	5
3、外资品牌全都定位高端吗？	7
4、为什么洗衣机的外资份额更高？	9
刨根问底：外资品牌的份额还会下滑吗？	10
1、十年纷争：本土家电如何实现逆袭？	10
渠道力：内资品牌渠道更深更广, 且对渠道的把控能力更强.....	10
品牌力&产品力：中资企业与外资企业差距逐渐缩小	11
外资的选择：扬短避长的窘迫与收缩战场的无奈	13
2、趋势展望：本土冰洗家电品牌能否扩大战果？	14
时代特征：弱化渠道差异, 聚焦产品本身.....	14
底线思维：哪些外资品牌能占据市场一席之地？	15
路径猜想：内资份额的突破口在哪里？	16
投资建议：看好内资龙头企业良好的份额上行趋势.....	17
风险提示	18

图表目录

图 1：2007 年以来冰箱内销量及同比增速	4
图 2：2007 年以来洗衣机内销量及同比增速.....	4
图 3：城镇农村每百户冰洗保有量走势.....	4
图 4：2018 年冰洗零售品牌格局.....	4
图 5：近年来内外资家电品牌销量市场份额变化	5
图 6：近年来内外资家电品牌销额市场份额变化	5
图 7：主要海外家电品牌洗衣机销量市占率	6
图 8：主要海外家电品牌冰箱销量市占率	6
图 9：西门子洗衣机产品销售结构演进.....	7
图 10：伊莱克斯洗衣机产品销售结构演进.....	7
图 11：伊莱克斯冰箱产品销售结构演进.....	8

图 12: 海尔洗衣机产品销售结构演进	8
图 13: 空调市场前三强市场份额变化	11
图 14: 洗衣机市场前三强市场份额变化.....	11
图 15: 海尔冰箱产品销售结构演进: 高端产品占比逐渐提升.....	12
图 16: 中国本土与外资品牌的整体均价差持续收窄: (外资 ASP-本土 ASP) / 外资 ASP	13
图 17: 伊莱克斯、惠而浦在中国的商业模式简图	14
图 18: 家电细分行业的外资品牌与国内品牌份额比较 (% , 截至 2018.9)	15
表 1: 2018 年前 9 月冰箱&洗衣机主要外资品牌份额对比.....	9
表 2: 福建省家电以旧换新中标销售企业名单 (部分)	10
表 3: 近年来中国家电企业并购海外家电企业案例	12
表 4: 博世、松下业务概况 (以中国区为例)	16

引言：存量时代, 锱铢必较

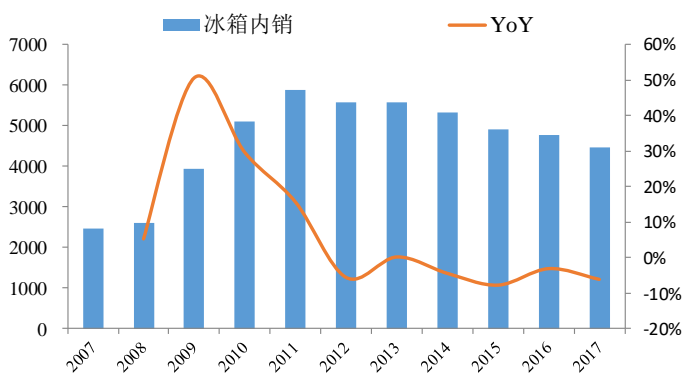
格力和美的极为耀眼的主角光环(格力甚至是国内唯一大行业份额超40%的家电企业)使得空调行业几乎被本土企业垄断。**冰洗市场的竞争演绎又是否能复刻类似的传奇呢?**

冰洗行业已经进入典型的存量时代。据国家统计局,2017年城镇冰箱户均保有量为0.98台/户,城镇洗衣机户均保有量为0.96台/户;农村冰箱户均保有量为0.92台/户,农村洗衣机户均保有量为0.86台/户:这意味着几乎每家每户都已经购置了冰箱与洗衣机。**在更新需求主导行业景气的背景下,销量波动较小:**洗衣机,过去五年CAGR+4.9%;冰箱在09-11年受家电下乡等政策影响最大,透支了后期的需求,过去五年CAGR-4.3%。

行业整体波澜不惊,但企业间的竞争不会停止。2014年以来,我们看到海尔冰箱的销量份额由23.6%提升至30.4%,美的冰箱的销量份额由10.7%提升至11.8%;海尔洗衣机销量份额由26.7%提升至30.7%,美的系洗衣机销量份额由20.8%提升至26.8%。目前冰箱行业CR3/CR5分别为54.3%/71.5%,洗衣机行业CR3/CR5分别为65.2%/76.1%,冰洗行业的整体集中度确实已经比较高,但是我们仍要探寻,冰洗行业是否还有进一步集中的可能?毕竟我们看到市场份额小于1%的品牌仍有很多,而知名外资品牌近年也似乎在节节败退。存量时代,锱铢必较。

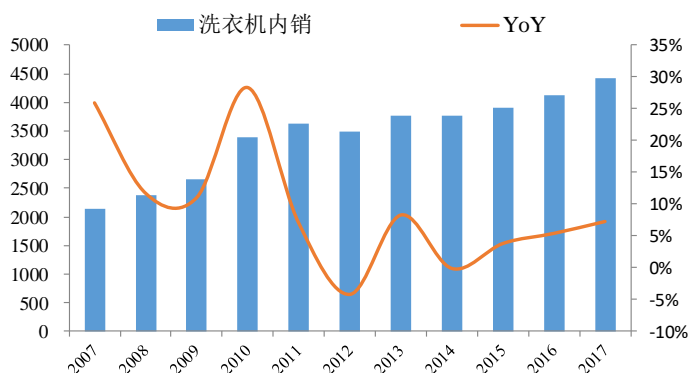
本文我们聚焦外资品牌,分析在这个存量博弈的市场中,外资品牌面对内资品牌的激烈竞争,将何去何从。

图 1: 2007 年以来冰箱内销量及同比增速



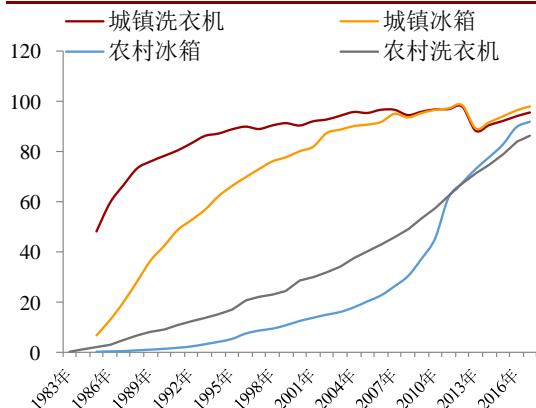
资料来源: 产业在线、招商证券

图 2: 2007 年以来洗衣机内销量及同比增速



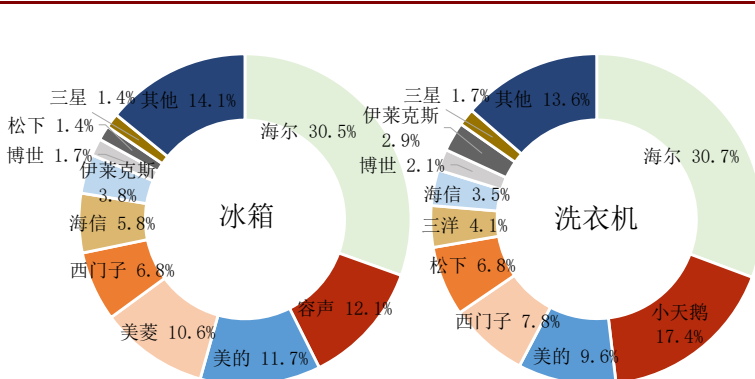
资料来源: 产业在线、招商证券

图 3: 城镇农村每百户冰洗保有量走势



资料来源: 中国统计局、招商证券

图 4: 2018 年冰洗零售品牌格局

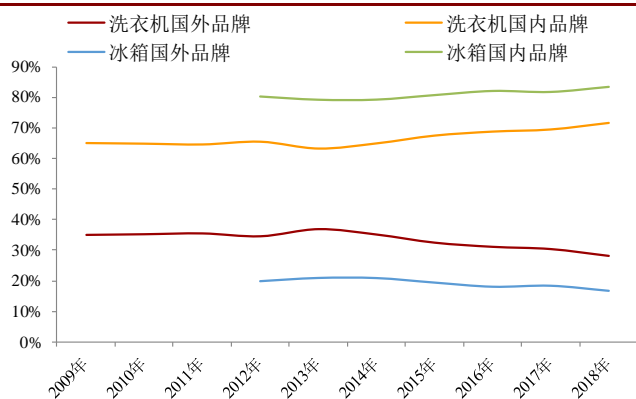


资料来源: 中怡康、招商证券

现象观察：外资家电品牌份额在下降吗？

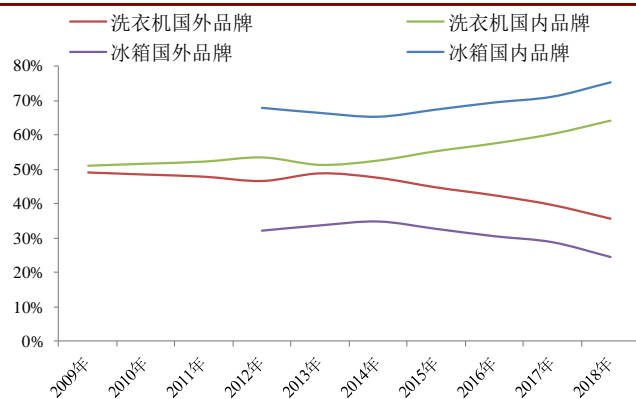
1、整体而言,外资份额确实在下降

图 5：近年来内外资家电品牌销量市场份额变化



资料来源：中怡康、招商证券

图 6：近年来内外资家电品牌销额市场份额变化



资料来源：中怡康、招商证券

从图 5 图 6 我们可以得到三个直观结论：

- 1) 外资家电品牌市场份额确实在下降,无论是销量角度还是销额角度;
- 2) 外资家电产品整体均价高于内资品牌,外资品牌的销额份额高于销量份额;
- 3) 外资家电品牌在冰箱行业的市占率低于洗衣机行业的市占率。

基于上述三个结论,我们也可以进一步延伸出以下三个问题进行讨论:

- 1) 所有的外资家电品牌都在下滑吗? 是否仍然有佼佼者?
- 2) 整体均价虽高,但所有外资品牌都定位高端吗?
- 3) 为什么洗衣机行业的外资品牌市占率会比冰箱高?

2、外资家电品牌份额都在下降吗？

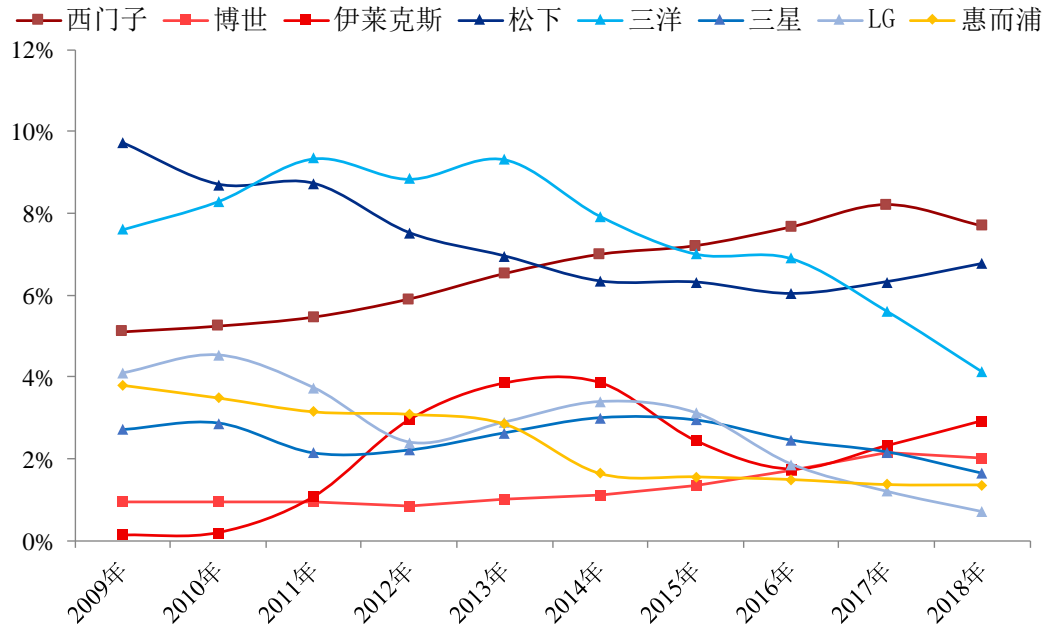
并没有。

在外资整体份额下滑的趋势中,我们看到外资品牌内部表现分化: 博世、西门子整体表现稳定,三洋、惠而浦等品牌下滑明显。

我们将外资品牌分为欧洲系(博世、西门子、伊莱克斯等)、日韩系(松下、三洋、三星、LG 等)、北美系(惠而浦等)三类,并分别以红色系、蓝色系、黄色系进行标注。主要外资品牌的份额走势见图 7、图 8。

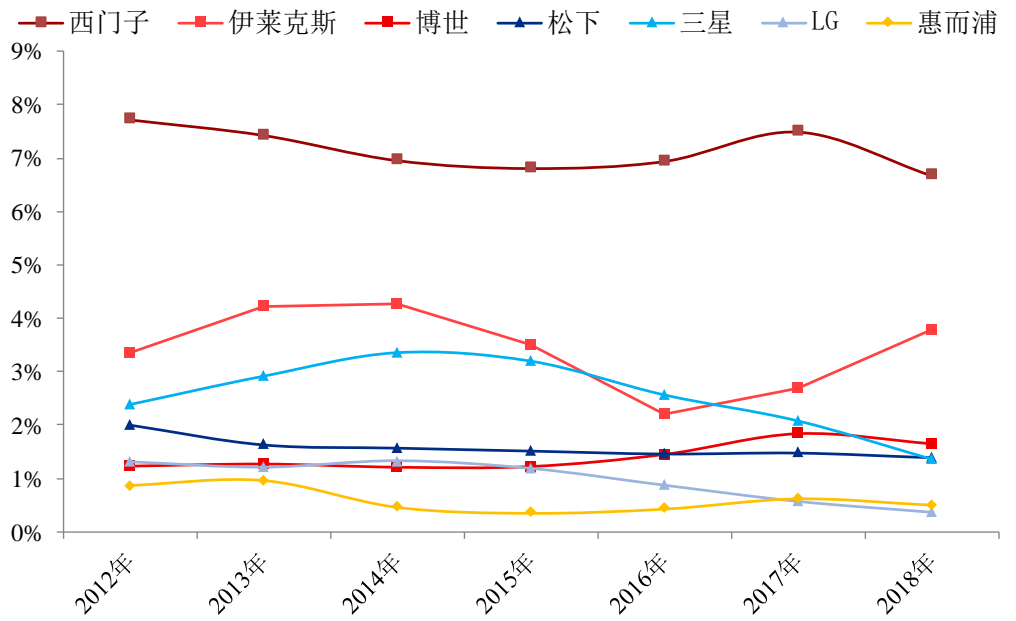
趋势显示,以博世、西门子为代表的欧洲家电品牌整体表现好于其他:尤其在洗衣机行业,2009-2017 年整体销量份额逐渐提升;伊莱克斯整体份额有所波动,2014-2016 年份额下降明显,于 2017 年起止跌回升;日韩系、北美系整体下滑趋势明显。

图 7: 主要海外家电品牌洗衣机销量市占率



资料来源: 中怡康、招商证券

图 8: 主要海外家电品牌冰箱销量市占率



资料来源: 中怡康、招商证券

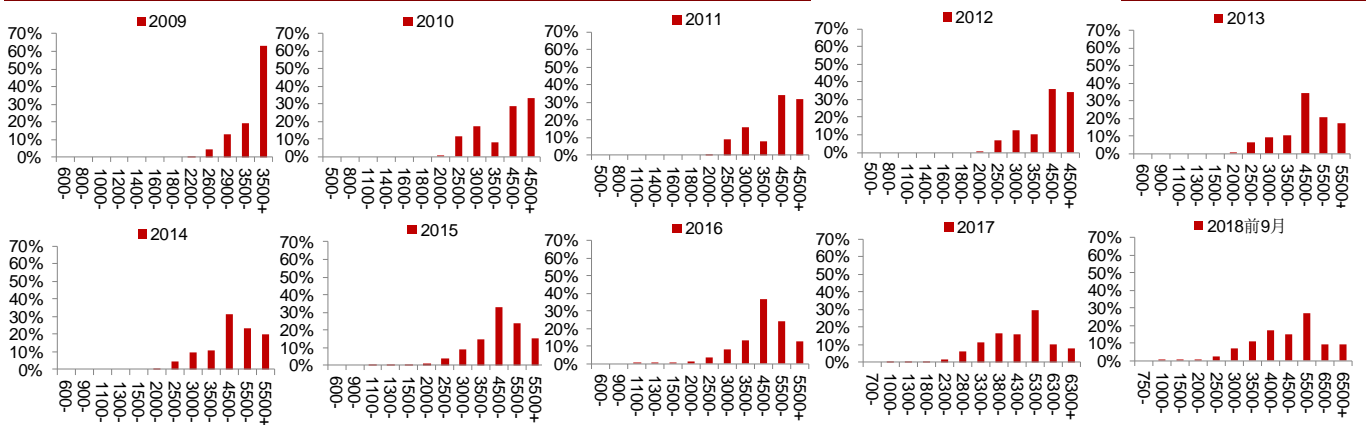
3、外资品牌全都定位高端吗？

也不是。

受历史因素影响,中国消费者对外资品牌具有相对较高的信任度,认为“洋品牌”较为高端。很多中国消费者认为,外资家电产品科技含量高、质量稳定、品牌强大,即使价格较高,也是物有所值,甚至有些消费者带有很强的“崇洋媚外”心理。

我们测算了主要家电品牌的产品销售结构(该品牌相应价格段的销量/该品牌总销量),我们发现大多数外资品牌早期的产品结构显著偏向于高价格段,此后向中高价格段进行扩展,如西门子洗衣机的产品销售结构演进状态(图9)。

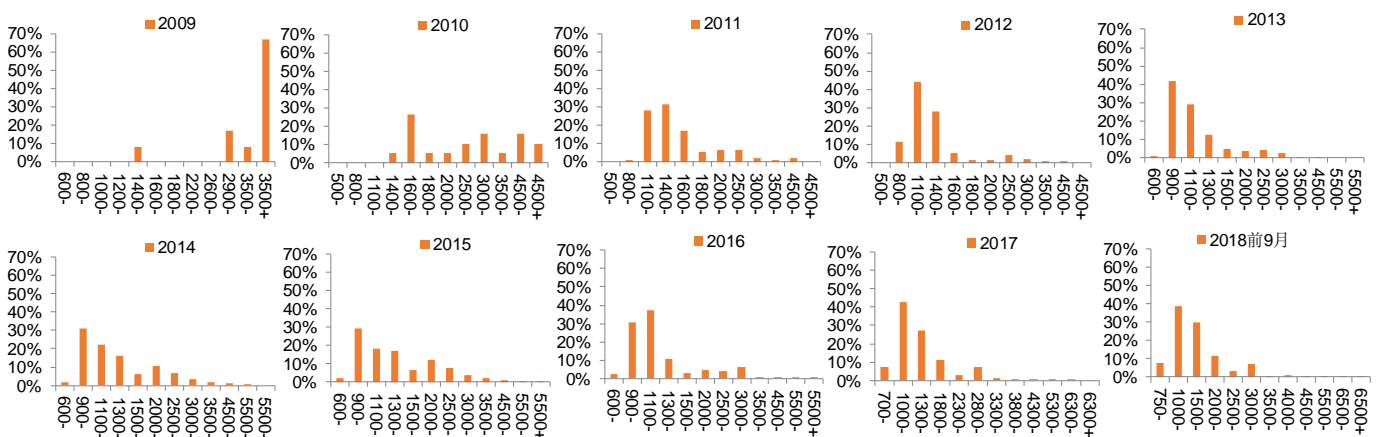
图 9： 西门子洗衣机产品销售结构演进



资料来源：中怡康、招商证券

但是也有例外,比如伊莱克斯,其销售的洗衣机在 2009 年时几乎全部为高端产品,但当年的销量市占率也相对较低(0.13%);从 2010 年开始伊莱克斯的产品扩散到高中低各个价格段,此后逐渐向中低端偏移,与此同时,市占率也在逐渐提升,2014 年达到近几年的最高份额 3.9%,此后开始下降。

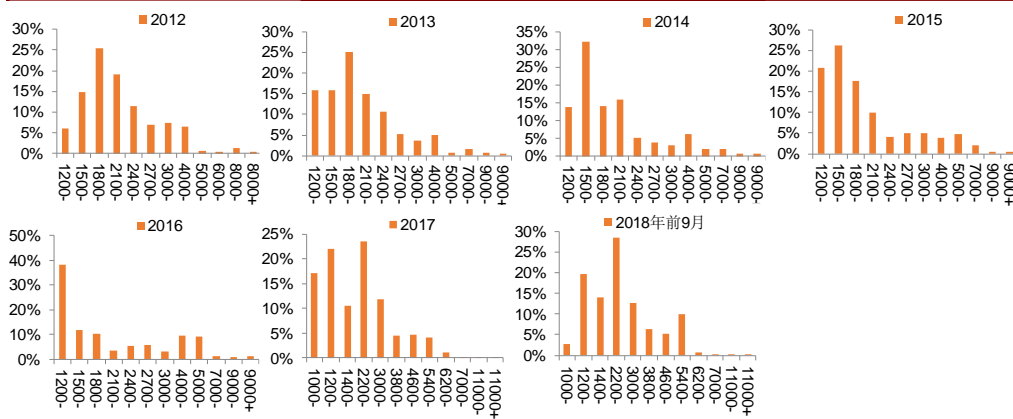
图 10： 伊莱克斯洗衣机产品销售结构演进



资料来源：中怡康、招商证券

然而有意思的是,伊莱克斯的冰箱出现了“战略漂移”。在2016年前,伊莱克斯销售的冰箱以1100元以下的低端产品为主,但从2017年起将产品结构略微向中端调整,结果其销量市场份额反而有明显回升(见图8)。

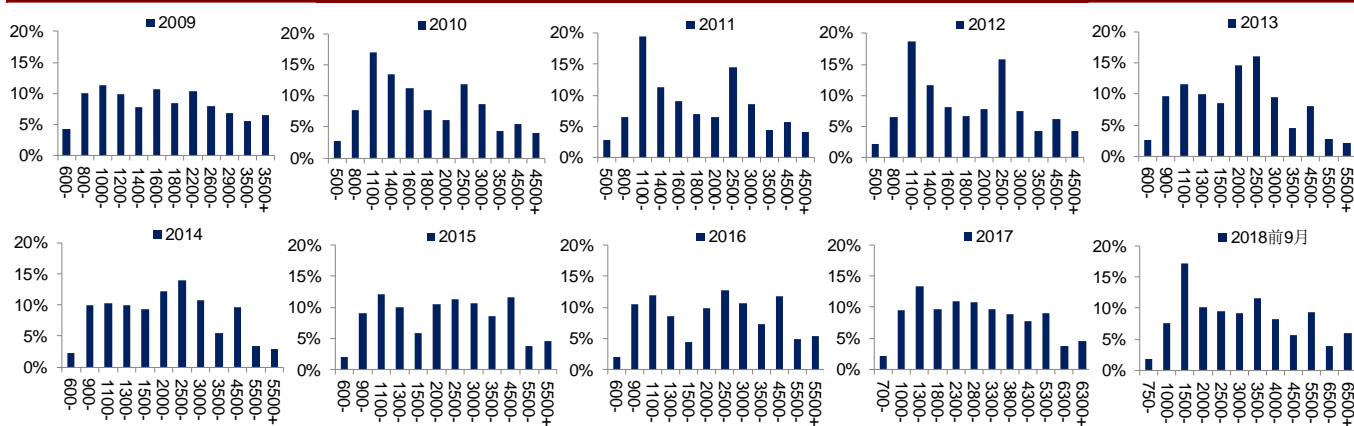
图 11: 伊莱克斯冰箱产品销售结构演进



资料来源: 中怡康、招商证券

与外资品牌相对应,内资品牌的产品结构相对更为均衡,并没有比较明显的偏移,也与内资品牌整体较高的市场份额相匹配。

图 12: 海尔洗衣机产品销售结构演进



资料来源: 中怡康、招商证券

4、为什么洗衣机的外资份额更高？

对比中国市场冰箱和洗衣机行业的外资品牌份额,可以发现洗衣机行业外资品牌销量占比 28.3%,冰箱行业外资占比 16.7%,比洗衣机行业低了 11.6pct。

表 1: 2018 年前 9 月冰箱&洗衣机主要外资品牌份额对比

零售量	国外品牌	国内品牌	西门子	松下	三洋	伊莱克斯	博世	三星	惠而浦	LG
洗衣机	28.27%	71.73%	7.69%	6.76%	4.12%	2.93%	2.03%	1.65%	1.36%	0.70%
冰箱	16.68%	83.32%	6.68%	1.39%	-	3.79%	1.64%	1.37%	0.50%	0.36%
差值	11.59%	-11.59%	1.01%	5.37%	4.12%	-0.86%	0.39%	0.28%	0.86%	0.34%

资料来源: 中怡康、招商证券

影响外资整体份额高低的两个主要因素: 1) 外资品牌的数量; 2) 各个品牌的具体份额。中怡康月度零售数据会对 25 个重点品牌做具体份额披露(洗衣机 25 个品牌加总份额占比 97.5%,冰箱 25 个加总 96.9%,几乎可以代表整体市场)。截止 2018 年 9 月,在洗衣机的 25 个重点品牌中,有 11 个外资品牌,而冰箱的 25 个重点品牌中只有 8 个,这是数量上的差异; 且日本品牌三洋在中国市场仅售洗衣机不售冰箱,该品牌洗衣机市场份额 4.1%,是 11.6pct 差额的重要组成部分。另外,其他可比品牌中,松下洗衣机比冰箱强势: 松下洗衣机市占率 6.8%,仅次于西门子,但松下冰箱市占率 1.4%,松下单一品牌就贡献了 11.6pct 差额中的 5.4pct。所以松下+三洋两个品牌就已经解释了冰洗外资品牌占比差距的主要部分。

刨根问底：外资品牌的份额还会下滑吗？

在总结了上文所述的现象后,我们引导大家做进一步的思考:

首先,为什么外资品牌的整体份额会出现趋势性下滑?

其次,从上一节论述的三个微观现象出发,引申出三个问题:

- 1、为什么外资品牌的份额趋势有所分化?
- 2、外资品牌的高端定位会不会动摇?
- 3、为什么松下与三洋在洗衣机行业的优势更明显?

我们试图构建一个完整的逻辑,以期排解上述疑惑,并对未来行业格局的演进路径进行研判。

1、十年纷争：本土家电如何实现逆袭？

在这一部分,我们先解决第一个问题,即为什么外资品牌的整体份额会出现趋势性下滑。竞争格局无非是双方力量你强我弱之间的博弈。内资品牌在渠道上的显著优势以及日益上升的产品力与渠道力,为自身赢得丰厚筹码;而外资企业自身的战略选择,也为其份额渐失打下伏笔。

渠道力：内资品牌渠道更深更广,且对渠道的把控能力更强

初始定位高端的外资品牌“偏居一隅”,发力大城市和 KA 渠道;与内资品牌发力自建渠道有明显区别。

2009-2011 年,“家电下乡”“以旧换新”两大政策直接或间接地助力了内资家电品牌的份额扩张。“家电下乡”政策产品通过公开招标方式确定,中标企业以内资厂商为主,直接助力内资家电品牌在农村市场的下沉;“以旧换新”政策需要消费者在申请了“以旧换新凭证”后,到中标的家电销售商购买家电,内资家电品牌凭借更多的自建销售网络,在渠道的广度和深度上优势明显:如消费者欲购买外资品牌大多通过苏宁、国美等 KA 渠道,且部分低级别市场 KA 尚未进入;而如果购买内资品牌,除通过 KA 外,诸多专营店也为消费者提供了更多购买通路。

表 2: 福建省家电以旧换新中标销售企业名单(部分)

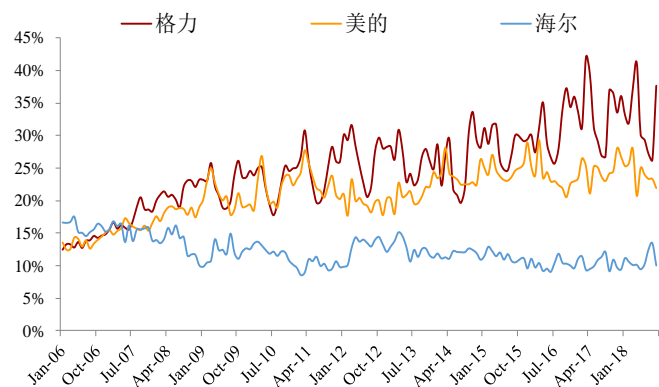
中标企业	中标区域
福州国美电器有限公司	福州市、三明市、莆田市、南平市、宁德市
厦门国美电器有限公司	泉州市、漳州市、龙岩市
福建苏宁电器有限公司	福州市、三明市、莆田市、泉州市、漳州市、南平市、龙岩市、宁德市
福州家乐福商业有限公司	福州市、莆田市
福州沃尔玛百货有限公司	福州市、莆田市、泉州市、漳州市
福建格力电器销售有限公司	福州市、三明市、莆田市、泉州市、漳州市、

	龙岩市、宁德市
福建美的制冷产品销售有限公司	福州市、三明市、莆田市、南平市、宁德市
厦门美的制冷产品销售有限公司	泉州市、漳州市、龙岩市
重庆海尔家电销售有限公司福州分公司	福州市、三明市、莆田市、泉州市、漳州市、南平市、龙岩市、宁德市
深圳创维-RGB 电子有限公司福建分公司	福州市、三明市、莆田市、泉州市、漳州市、南平市、龙岩市、宁德市
四川长虹电器股份有限公司福州销售分公司	福州市、三明市、莆田市、泉州市、漳州市、南平市、龙岩市、宁德市
福州 TCL 电器销售有限公司	福州市、三明市、莆田市、泉州市、漳州市、南平市、龙岩市、宁德市
海信科龙电器股份有限公司福建分公司	福州市、三明市、莆田市、泉州市、漳州市、南平市、龙岩市、宁德市
康佳集团股份有限公司福州分公司	福州市、三明市、莆田市、泉州市、漳州市、南平市、宁德市

资料来源：互联网公开资料、招商证券

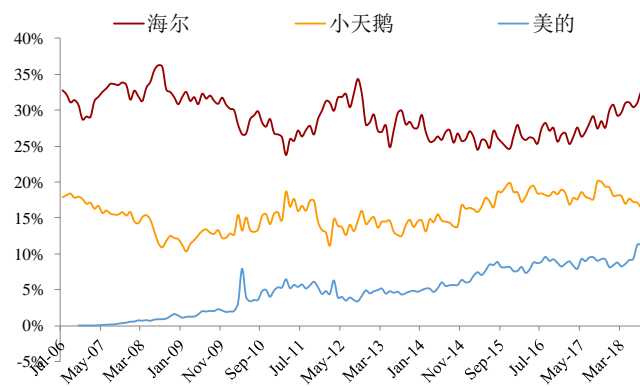
内资企业对于渠道强大的把控能力也让外资品牌望尘莫及。格力电器从 90 年代初开始尝试推行先款后货的销售模式,并一直沿用至今,将公司与经销商紧密绑定。先款后货模式不仅帮助公司更好地管理现金流,提高资金周转效率,同时也帮助销售公司和经销商更合理地进货、更积极地销货,并增大了渠道的转换退出成本。格力通过淡季打款、销售返利、先款后货等渠道政策,对渠道具有极强的把控能力。此外,美的旗下的小天鹅通过“T+3”的产销新模式,快速响应用户需求,提高周转效率,销量和市场份额也获得显著提升。

图 13: 空调市场前三强市场份额变化



资料来源：中怡康、招商证券

图 14: 洗衣机市场前三强市场份额变化

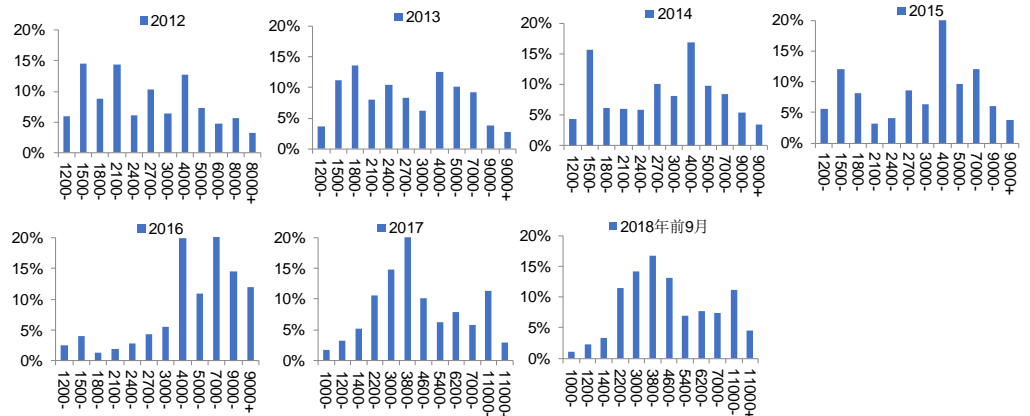


资料来源：中怡康、招商证券

品牌力&产品力：中资企业与外资企业差距逐渐缩小

1) **品牌力**：海尔、美的等内资优质企业通过推出高端品牌,进一步抢占高端市场份额: 海尔旗下卡萨帝品牌 18Q1-Q3 收入 YoY+49%,高端市场巩固绝对优势,万元以上冰箱份额达 36%,万元以上滚筒洗衣机份额达 77%;小天鹅旗下的高端品牌比弗利,在线下洗衣机市场已经获得 4%的市场份额,这个数据已经优于某些美国以及韩国老牌。

图 15: 海尔冰箱产品销售结构演进: 高端产品占比逐渐提升



资料来源: 中怡康、招商证券

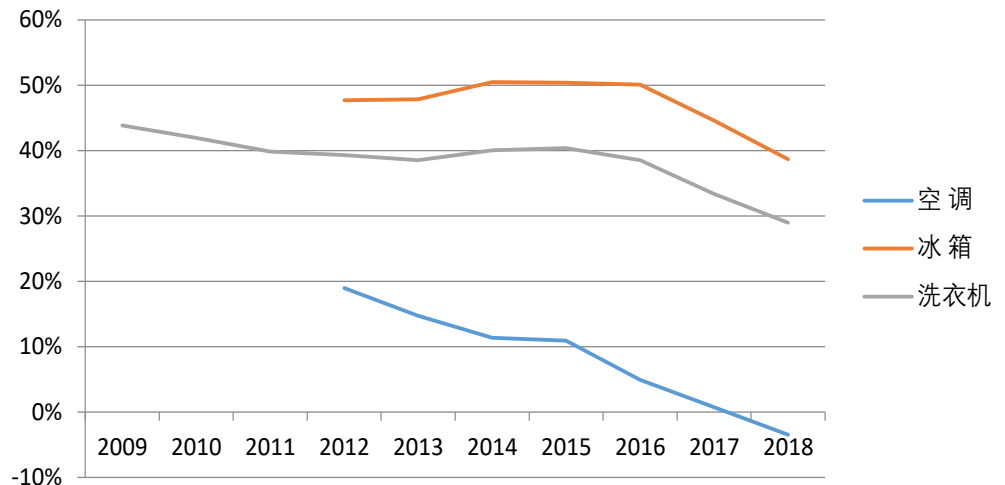
2) 产品力: 并购使得部分内资品牌在技术领域获得加分项。近年来内资企业通过海外收购直接获得了海外企业的部分优势技术,比较典型的如海尔在收购了新西兰斐雪派克后,将直流电机技术应用到高端洗衣机产品中,为消费者加深了内资品牌高技术含量的认识,内外资品牌的价差也在持续收窄。

表 3: 近年来中国家电企业并购海外家电企业案例

收购方	收购标的	时间	对价及意义
海尔	三洋在日本、东南亚的白电业务	2011/10/18	海尔以 8.27 亿元人民币收购三洋电机在日本的洗衣机和家用冰箱业务及其在印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和越南的洗衣机、家用冰箱和其他家用电器销售业务等 9 家子公司。允许海尔在一定期限内东南亚市场使用三洋品牌,三洋电机在上述公司中的电冰箱、家用和商用洗衣机的相关专利、设计和注册商标也转让给海尔。以此为契机,实施海尔在东南亚市场 (Haier 及 SANYO) 以及在日本 (Haier 及 AQUA) 的双品牌运作机制,实现全流程的以创新为导向的市场瞬间扩充。
	斐雪派克超过 90% 的股份	2012/11/6	海尔以每股 1.28 新西兰元的要约收购价格,花费 9.27 亿新西兰元 (约合 7.66 亿美元) 收购新西兰家电制造商斐雪派克电器有限公司超过 90% 的股份。此次增持是海尔全球化品牌战略发展的重要步骤之一,有助于海尔在新西兰、澳大利亚以及欧美市场稳固地位。斐雪派克拥有诸多的技术专利以及研发资源,能继续强化海尔的全球竞争优势。
	GEA100% 股权	2016/1/16	海尔花费 54 亿美元,获得 GE 及其子公司所持有的家电业务资产。这其中包括 GE 家电全部的研发制造能力、在美国的 9 家工厂以及遍布全球的渠道和售后网络。海尔获得 GE 商标四十年的使用权,GE 最大优势产品是厨电,整合后引进厨电技术和理念,结合海尔本土化经营,实现国内厨电业务快速增长。
	CANDY100% 股权	2018/9/29	通过境外全资子公司海尔欧洲,现金方式支付 4.75 亿欧元 (折合人民币约 38.05 亿元) 收购意大利家电公司 Candy100% 股份,希望 Candy 品牌发挥在技术和欧洲的优势,借助 CANDY 集团进一步提升双方在欧洲乃至全球市场的竞争力。
美的	东芝家电 80.1% 股权	2016/3/13	美的以约 537 亿日元 (约 4.73 亿美元) 获得东芝家电业务主体——东芝生活电器株式会社 80.1% 的股份,东芝将保留 19.9% 的股份。收购后,美的可在全球范围内使用东芝家电品牌,许可期限为 40 年。此外,美的还会受让超过 5000 项专利技术。东芝的生产制造能力和工艺水平,与美的的供应链体系、规模化生产经验之间存在巨大的互补性。
	Clivet80% 股权	2016/6/24	2016 年 6 月 24 日,美的集团发布公告,与意大利著名中央空调企业 Clivet S.p.A 正式签订战略合作协议,收购 Clivet S.p.A. 80% 股权,双方均未透露具体交易金额。通过本次收购,美的可获得欧洲知名中央空调品牌,提升在欧洲市场的品牌力; 获得欧洲市场成熟的中央空调销售渠道; 获得成熟完整的大型中央空调产品生产线、技术优势及沉淀; 消除海外市场上项目竞争中的品牌壁垒。

资料来源: 互联网公开资料、招商证券

图 16: 中国本土与外资品牌的整体均价差持续收窄: (外资 ASP-本土 ASP)/外资 ASP



资料来源: 中怡康、招商证券

外资的选择: 扬短避长的窘迫与收缩战场的无奈

站在外资的角度,战场上对手强大固然是失势的一方面原因,但部分外资品牌近几年的下坡路更大程度上仍归结于主动的战略失误或被动的卖身离场。

部分外资“扬短避长”

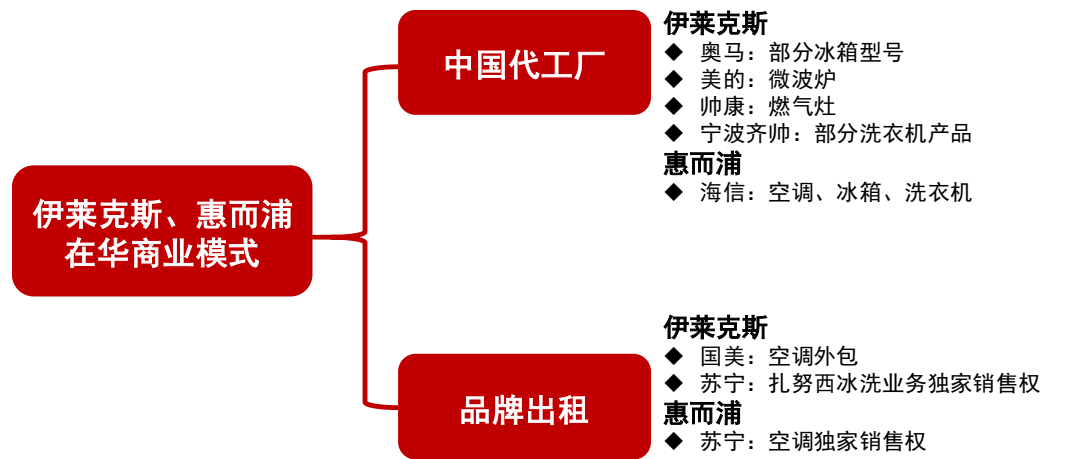
对于伊莱克斯、惠而浦这类综合型家电公司而言,与走品质与技术路线的日系德系企业相比特质不够鲜明;此外,这两个品牌考虑到经营成本问题,放弃在中国市场通过自建工厂进行产品生产,而是通过代工贴牌模式,在质量与品控层面严谨不足。

伊莱克斯在中国的主要商业模式有两种: 1) 由中国企业代工,贴伊莱克斯品牌销售。据媒体报道,伊莱克斯的冰箱业务外包给美菱,甚至在全球市场将部分型号的冰箱委托给奥马直接代工;微波炉由美的代工;燃气灶由帅康代工;洗衣机部分产品由宁波奇帅电器代工。2) 与国内家电零售商进行独家包销合作,将品牌出租给零售商,但零售商依然需要寻求代工厂进行制造。如将空调业务直接外包给国美,赚取品牌租赁费用;而另一家电连锁巨头苏宁则获得了伊莱克斯子品牌扎努西的冰箱和洗衣机在华独家销售权。代工企业在技术创新、产品质量、工艺设计上难以达到最佳状态,在华市场逐渐衰落也并不意外。

此外,本文图 10 刻画了伊莱克斯洗衣机产品结构演进路线图,其产品由早期的高端产品主导逐渐演变为中低端产品主导,可视为公司主动放弃了自身的品牌定位。事实证明,放低身段后扩大了一部分市场份额,但达到一定程度后此后依然难改份额下滑的命运。

在商业模式上,惠而浦与伊莱克斯相近。惠而浦在中国的冰箱、空调、洗衣机的生产工作由战略合作伙伴海信完成,双方设立合资工厂,销售则由惠而浦自己负责;但惠而浦已将空调的独家销售渠道锁定苏宁电器。

图 17: 伊莱克斯、惠而浦在中国的商业模式简图



资料来源: 招商证券

部分外资收缩战场

我们先谈彻底卖身离开的企业。典型的案例如**东芝**。早年东芝集团选择进军核电事业,是公司后期连年亏损的主要原因。面对经营压力,东芝只能将自身卖掉: 2016 年将白电业务卖给美的,2017 年将黑电业务卖给海信,老牌电器王国黯然落幕。

类似的卖身案例还有**三洋**: 鼎盛时的三洋年销额超过千亿元人民币,但由于自身经营不善逐渐没落,在 2008 年被松下收购,2011 年海尔集团收购三洋电机在东南亚地区的洗衣机、冰箱和其他家用电器业务。在中国市场,三洋于 1994 年与原合肥荣事达集团公司成立合肥荣事达三洋合资公司; 2014 年 9 月,惠而浦(中国)投资有限公司收购合肥三洋,控股比例为 51%,合肥市国资委和其他股东持股 49%,三洋电机方面则全面退出。

再聊聊一些业务版图收缩的企业。**松下**押注等离子电视失败,在经过一段时间业务整合后,自 2014 年起开始在家电、车载、住宅等五个方面助力解决中国社会问题,向 B2B 业务转型。尽管松下一再强调不会放弃家电业务,但目前松下中国有 80% 的收入来自于 B2B 业务,家电早已不是松下舞台的主角。此外,松下在中国的产能也逐渐缩减,2015 年松下将立式洗衣机和微波炉的生产从中国迁回位于静冈县和神户市的工厂。**三星**、**LG** 在中国的主战场是面板、手机等消费电子领域,中国市场的家电业务一直都不瘟不火,市场份额本就不高,且逐渐下滑; 而近期韩系手机在中国市场节节败退,甚至 LG 手机已经宣布彻底退出中国市场,在一定程度上也影响了企业在中国市场的经营士气。

2、趋势展望: 本土冰洗家电品牌能否扩大战果?

以上是我们回溯历史、拨云见日后作出的归纳总结,接下来我们将对未来家电市场的竞争格局做一个简单的展望。

时代特征: 弱化渠道差异,聚焦产品本身

一般而言,我们认为在中国市场内资品牌的渠道力优于外资,凭借对本土市场更深的了解以及更多的投入,内资品牌的渠道更深入也更广泛。然而变革之中智者胜,在全新的互联

网时代,线上消费改变了传统的购物习惯,并在一定程度上提高了商业效率。拥抱更高效的渠道模式是市场经济下的必然趋势。因此对于内资品牌而言,传统的渠道优势固然珍贵,确是红利渐消,这意味着内资品牌也不可坐吃山空。在渠道变革的时代里,反而给内资外资带来了相对平等的竞争机会。

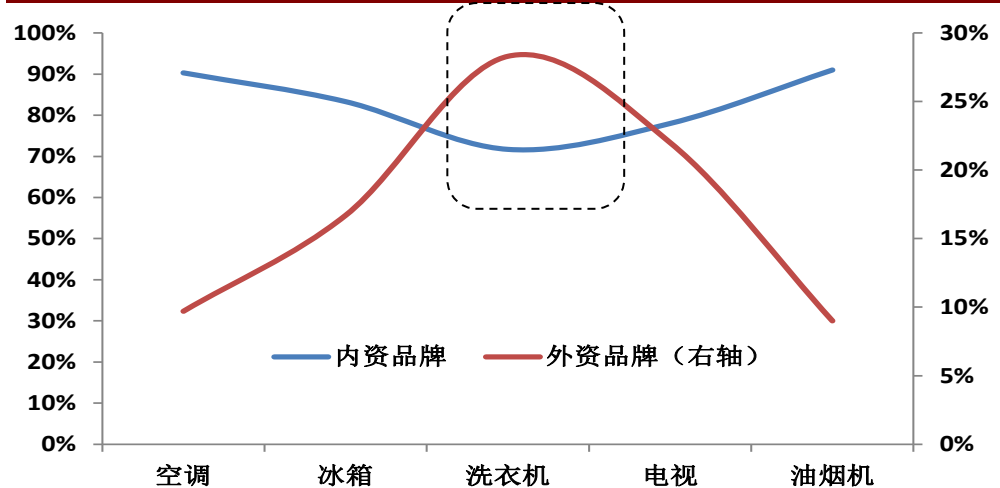
小米、拼多多在中国的崛起顺应了人们追求高性价比产品的初心,网易严选、名创优品的走红也在一定程度上显露出“去品牌化”的苗头。大众消费品在经历新品红利、渠道红利、甚至是某些特有的政策红利后(如家电下乡),仍要回归产品本源,中国的家电已经逐渐进入到比拼产品力的新时代中。上节已述,内资家电品牌立足本土市场,通过规模化生产、持续的研发投入以及海外并购,产品品质不断提升。内外资品牌的价差持续收窄以及海尔卡萨帝的高歌猛进是显性标志。

因此,在研判趋势之前,我们需要首先明确一个前提:如果在渠道变革的演进温和、内资企业不会大幅丧失渠道力的条件下,在品牌力和产品力差距逐渐缩窄的趋势下,我们依然看好内资品牌将获得更高的市场份额。

底线思维: 哪些外资品牌能占据市场一席之地?

即使我们认为内资品牌对外资品牌份额的挤占会持续,但我们依然需要为外资品牌留有余地,可参照几乎被本土企业垄断的空调行业,外资品牌依然有约 10% 的销量市占率。那么什么样的外资品牌能在竞争激烈的中国市场中占据一席之地呢?

图 18: 家电细分行业的外资品牌与国内品牌份额比较(%, 截至 2018.9)



资料来源: 中怡康、招商证券

我们在分析冰洗市场中的外资品牌份额前,先依照企业的比较优势,将外资家电厂商分为 B 端优势企业以及 C 端优势企业两类。

B 端优势企业: 产品的技术、品控等方面有突出亮点。典型企业如“德国品质”博世、西门子(家电已被博世收购)以及“日本品质”松下。我们追溯此类企业的基因,一般都具有较强的工业属性,B 端客户为企业所在集团的客户主体。

C 端优势企业: 企业各方面优势比较均衡,业务架构以家电或消费电子为主,整体具有较强的消费属性,C 端客户较多,如伊莱克斯、惠而浦、三星、LG 等。

表 4: 博世、松下业务概况 (以中国区为例)

公司	概况
博世	博世在中国生产和销售汽车零部件和售后市场产品、工业传动和控制技术、包装技术、电动工具、博世家电、博世服务解决方案、安防和通讯系统以及热力技术。
松下	为推进在华 B2B 业务发展,松下自 2014 年起在中国成立了 B2B 事业解决方案本部,主攻方向包括电动车电池、车载电子,住宅,安防,冷链事业等方面。松下目前家电业务只占松下在中国收入的 20%,余下近 80%的收入都来自 B2B 业务。

资料来源: 互联网公开资料、招商证券

一般在 2B 的业务中,竞争形势往往比较透明,哪家技术好,哪家成本低,交易双方都是行家,一目了然; 所以优秀的 2B 企业往往都有自己的杀手锏,特质突出。德国品牌博世、西门子,日本品牌松下都有比较强大的技术基因,在家电产品中的电机、控制系统等方面有良好的口碑。在“产品力+品牌力+渠道力”的传统消费品研究框架中,**B 端优势企业的“产品力”更博人眼球; 而对于 C 端优势企业而言,产品、品牌、渠道往往比较均衡,甚至在品牌与渠道方面更具优势。**

对于在中国市场打拼的外资品牌而言,B 端优势企业更容易借力。原因很简单,消费者在购买产品时,已经在潜意识中给外资品牌赋予了更高的“品牌力”,所以**对于 C 端优势企业而言,品牌的优势很难叠加凸显;**而此时如果有公司凭借独特的产品优势,将很容易脱颖而出,比如博西系凭借“德国品质”一直在中国市场表现较为稳健,松下、三洋凭借较强的电机技术在国内洗衣机市场口碑较好。因此,**我们认为在技术或工艺上有突出亮点的外资品牌,在中国市场的生命力将更加顽强。**

路径猜想: 内资份额的突破口在哪里?

落实到具体的品牌,我们认为 C 端优势企业中“扬短避长”的企业护城河最浅,即在制造端采用代工模式的惠而浦、伊莱克斯在未来的近身肉搏中将首当其冲;而 C 端优势企业中,经营重心长期不在家电领域的韩企三星、LG,逆水行舟不进则退,份额也许会进一步丧失。目前惠而浦+伊莱克斯依然占据洗衣机/冰箱行业 4.3%/4.3%的市场份额,三星+LG 占据洗衣机/冰箱行业 2.4%/1.7%的市场份额,这些外资品牌所拥有的市场份额也许是比较容易被友商攻取的。**B 端优势企业博世、西门子、松下等,在份额之争中具有一定的先天优势,抗冲击的能力更强,比如在空调行业,最终还能在内资品牌的围剿中获得一席之地的也多为三菱、大金等 B 端优势企业; 但前提是自身不出现重大的战略调整失误,能有效避免跨国企业常见的“大企业病”和“水土不服”症状,且有效控制生产以及人员成本。**

仅以西门子为例做简单探讨。2014 年,西门子集团宣布退出家电行业,将其拥有 50% 的股份出售给博世集团,目前西门子家电产品由博西家电生产、销售,并提供售后服务,西门子作为投资方并不参与运营。此后,原本定位高端市场的西门子家电,战略似乎发生了变化,开始采取低、中、高等不同层次的产品线和价格体系,企图向中低端市场要份额: 如西门子洗衣机下到两三千、上至两三万,均有产品布局。基于我们上一小节对于外资品牌定位的探讨,西门子此番战略调整的有效性需要打一个问号,而从第三方数据角度,我们也看到了 2018 年西门子产品份额的环比下行 (见图 7、图 8)。

行文至此,我们基本上已经可以回答本节开头的三个问题,并以此作一个简单小结。

1) 为什么外资品牌的份额趋势有所分化?

这个问题的本质在于找到优秀外资企业的核心竞争力。制造端优势明显的 B 端优势企业叠加中国消费者潜在赋予的品牌力,在与 C 端优势企业竞争中更具辨识度,所以 B 端优势企业在中国市场具有一定的先发优势,比如德国品质的博西系以及松下、三洋等日系企业,趋势向上的概率更高;但是仍要考量企业自身的修行,比如松下的转型、三洋的卖身,将不可避免地影响企业的经营状态。因此,我们看到博世、西门子这种出身较好且少犯错误的企业,整体上仍然具有比较强的竞争优势。

2) 外资品牌的高端定位会不会动摇?

这个问题的本质是要探讨外资企业在本土的战略取舍。我们以伊莱克斯的经历做初步判断,放弃高端定位也许能够在短期内获得更高的市场份额,但是从长期来看对品牌的伤害较大;而当伊莱克斯将其冰箱产品结构做适度提升后,市场份额反倒有所恢复。因此我们认为,对于外资品牌而言,最优的策略仍然是坚持高端定位不动摇,而不苛求整体市场份额。

3) 为什么松下与三洋在洗衣机行业的优势更明显?

这个问题我们想强调的是,不同细分行业的特质不同,也将对行业的竞争格局产生不同的影响。从洗衣机的产品功能出发,电机技术是洗衣机的关键,将影响洗衣机的耐用性、清洁效果、噪声控制等多个指标,是产品力的集中表现;而冰箱的核心技术在于温控系统,而此项技术依赖于长期的经验积累。我们看到松下、三洋的技术突出,所以在洗衣机行业中依然是有一定影响力的外资品牌;而在冰箱行业中,松下等品牌与冰箱内功深厚的博世、西门子对比就相形见绌。因此,也许在洗衣机行业的格局演进中,最终外资的份额也是要高于冰箱行业的。

投资建议：看好内资龙头企业良好的份额上行趋势

尽管外资企业在品牌力和产品力上具有一定的先发优势,但近年来我们看到优秀的内资企业通过运营高端品牌、收购海外优秀企业,在品牌力和产品力上都获得了较大的提升。反观部分外资企业,伊莱克斯、惠而浦采用代工模式消耗了洋品牌固有的本质优势,而白电领域也一直不是三星 LG 等韩企在中国的重点业务板块,松下在中国市场的重心转向 B2B 业务,一直定位高端的西门子也出现了战略上的动摇。因此,在品牌力和产品力差距逐渐缩窄的趋势下,在外资品牌整体战斗力趋弱的背景下,我们看好内资品牌将获得更高的市场份额。由于本文主要讨论的是冰洗领域的变化,龙头青岛海尔、美的集团将最为受益。

风险提示

宏观经济整体增速放缓,或将影响行业整体景气度。

内资企业与外资企业的品牌力与产品力虽有所收窄,但外资企业仍有可能凭借深厚的积累在高端市场维持既有优势。

如果外资品牌降低自身定位以博取份额,内资企业在短期内也将面临市场份额被挤压的风险。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组:

纪敏 复旦大学,计算机专业学士和硕士。2012-至今,任招商证券家电行业首席分析师。

吴昊 新加坡南洋理工大学金融学硕士,美国爱荷华大学金融学和经济学双学士。2015-至今,任招商证券家电行业资深分析师。

隋思誉 北京大学金融硕士,香港中文大学经济学硕士,北京大学文学和经济学双学士。2017年入职。

团队荣誉:

新财富: 2017-第4名 2016-第3名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第5名

金牛奖: 2017-第2名 2016-第4名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第4名

水晶球: 2017-第2名 2016-第5名 2015-第4名 2014-第4名 2013-第5名

保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2017-第2名 2016-第3名 2014-第3名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内,公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内,行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。