

渠道之争中的提效与融合

——空调行业渠道变革探索系列报告之一

深度研究报告/家电

2020年09月22日

报告摘要:

● 空调普及年代，深度分销体系助白电龙头实现规模扩张

受益我国过去近 20 年的地产扩张大周期，叠加居民收入提升与“家电下乡”等政策利好，空调行业得以实现快速成长。在这一时期，格力、美的等空调龙头通过在低线市场自建渠道实现销售网络下沉，充分享受需求与渠道错配红利，继而通过布局上游产业链实现渠道优势向规模制造等底层优势的转化。

● 行业低增长与电商崛起背景下，传统深度分销遭遇效率瓶颈

近年来由于渗透率到达一定瓶颈叠加地产周期回落，我国空调行业需求结构由增量向存量转变，增长压力下厂商份额诉求增强。同时，互联网电商崛起使信息不对称的情况大幅消除，其相对扁平化的渠道模式相比传统分销也更具效率优势，家电行业零售不断向线上转移，渠道业态变化对竞争格局的冲击逐渐显现。

● 2019年价格战之鉴：品牌力与规模制造的底层核心竞争力难以撼动

与 2015 年以去库存为主要目的的价格战不同，2019 年空调价格战实为空调厂商的效率与份额之争。2015 年后，美的逐步完成生产与渠道端的系列变革，效率优势使其在价格竞争中筹码充足，市场份额迅速提升。在这一进程中，众多以低价优势为主要竞争力的中低端市场小品牌份额下滑惨重。格力在短暂调整后，通过跟进积极的价格策略实现了市场份额的失而复得，其品牌力与规模制造带来的底层核心竞争优势护城河依然稳固。

● 龙头份额短期承压但变革未晚，效率提升仍为核心要义

面对竞争对手变革提效和长尾品牌的灵活调整，格力在短期份额竞争中居于被动，但中长期来看格力在底层研发、生产制造和品牌方面的优势并未改变，社交电商等新兴渠道崛起也为渠道变革带来机遇。渠道层级缩短、周转率提升和数字化建设等高效变革有望助力供公司效率提升，在中长期尺度持续巩固、兑现其规模制造和品牌优势。

● 投资建议

空调行业景气度持续回暖，渠道库存去化至较低水位，随旺季到来行业出货及零售端均有望收获稳步增长。同时龙头有望凭借成本优势及研发能力在新能效标准中脱颖而出，市占率进一步提升。建议关注美的集团，格力电器。

● 风险提示

行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨等。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 9月21日	EPS			PE			评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
000651	格力电器	56.55	4.11	4.08	4.69	16.0	13.8	12.1	推荐
000333	美的集团*	70.03	3.47	3.53	4.06	16.8	19.8	17.2	/

资料来源：公司公告、民生证券研究院

*带星号的均为 wind 一致性预期

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

相关研究

- 1.【民生家电】8月空调行业数据点评：新冷年开盘销量同比+2.8%，内外销表现均稳健
- 2.8月家电行业电商数据报告：8月线上销售全面复苏，空调实现量价齐升

目录

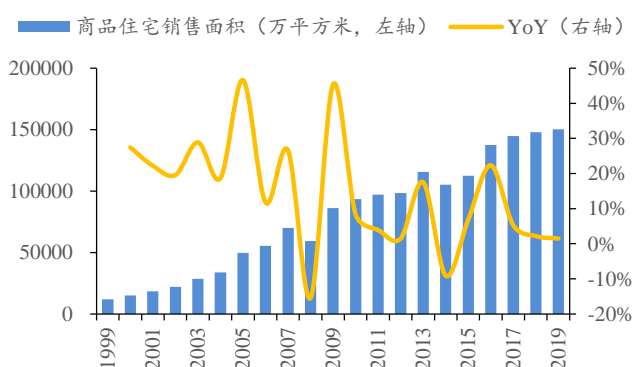
一、空调普及年代：深度分销助白电龙头实现扩张	3
(一) 地产扩张+政策利好+渗透率提升，空调需求迅速攀升.....	3
(二) 低线市场商品流通矛盾突出，龙头自建渠道脱颖而出.....	4
(三) 龙头拓展上游产业链强化底层优势，行业集中度不断提升.....	5
二、行业低增长叠加电商崛起，深度分销遭遇效率瓶颈	7
(一) 地产减速叠加政策退出，行业步入存量竞争时代.....	7
(二) 互联网崛起消灭信息不对称，电商打破传统渠道格局.....	7
三、2019 年价格战：美的效率提升后欲重塑行业格局	10
(一) 2015 与 2019：相同的价格战，不同的导火索.....	10
(二) 奥克斯线上渠道昙花一现的启示：效率之争背后，品牌力与规模制造仍是难以撼动的核心优势.....	12
四、龙头短期承压但变革未晚，效率提升仍为核心要义	16
(一) 渠道护城河短期受到冲击，但核心底层优势从未改变.....	16
(二) 变革应向何方？以效率为先或有望走出短期阴霾.....	18
(三) 格力踏上变革之路，挑战背后亦有巨大机遇.....	21
五、风险提示	23
插图目录	23

一、空调普及年代：深度分销助白电龙头实现扩张

(一) 地产扩张+政策利好+渗透率提升，空调需求迅速攀升

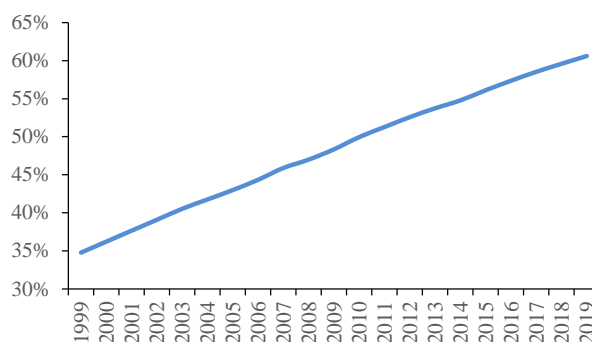
受益于过去近 20 年的地产扩张大周期，我国居民家电消费需求不断攀升，行业得以实现快速成长。据国家统计局数据，自 1999 年以来，我国商品房销售面积从 1.2 亿平方米上升至 2019 年的 15.0 亿平方米，城镇化率也从 34.8% 逐步上升至 60.6%。自 90 年代逐步成长为装修标配的空调、冰箱、洗衣机等大白电，产品普及率与行业规模近 20 年来随地产扩张和城镇化率提升实现快速增长。

图1：我国商品住宅销售面积不断增长



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

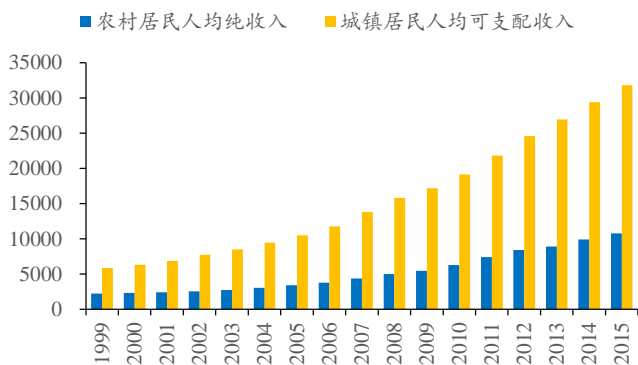
图2：我国城镇化率已超 60%



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

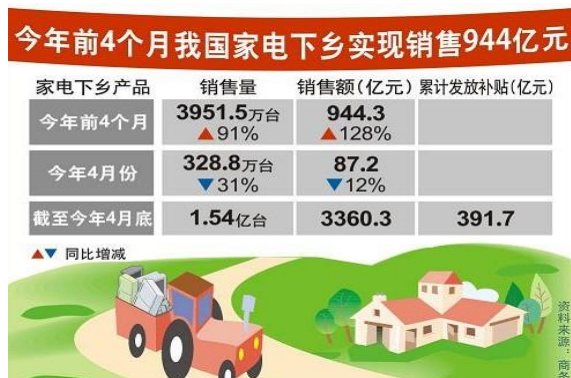
除受地产扩张拉动之外，我国居民收入提升也驱动空冰洗等必选家电的加速渗透。据国家统计局数据，从 1999 年到 2015 年，我国城镇和农村居民收入均实现 5 倍左右增长，在这一过程中空冰洗等家电渗透率随之迅速上升。2019 年城镇家庭的冰洗百户保有量已接近 100 台，达到阶段性保有量天花板；空调因其一户多机属性，百户保有量从 1999 年的 24.5 台上升至 2019 年的 148.3 台。此外，农村家庭受益于 2007 年左右开始的“家电下乡”政策，空冰洗渗透率上升速度更加迅速，空调百户保有量从 1999 年不足 1 台上升至 2019 年的 71.3 台。

图3：我国居民收入快速提升（单位：元）



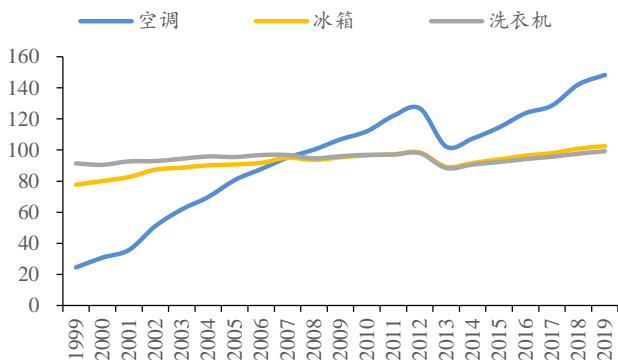
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图4：“家电下乡”推动需求上升（2011年）



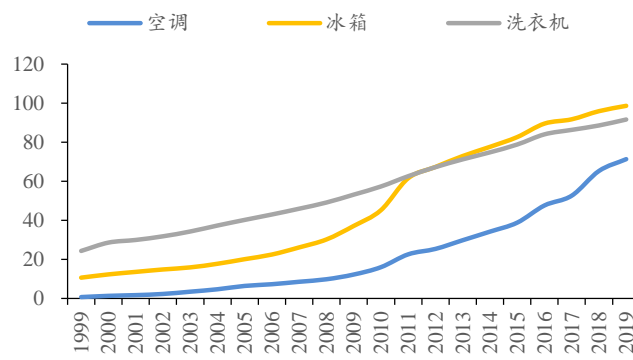
资料来源：商务部，民生证券研究院

图5: 城镇家庭空冰洗渗透率不断提升 (单位: 台/百户)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

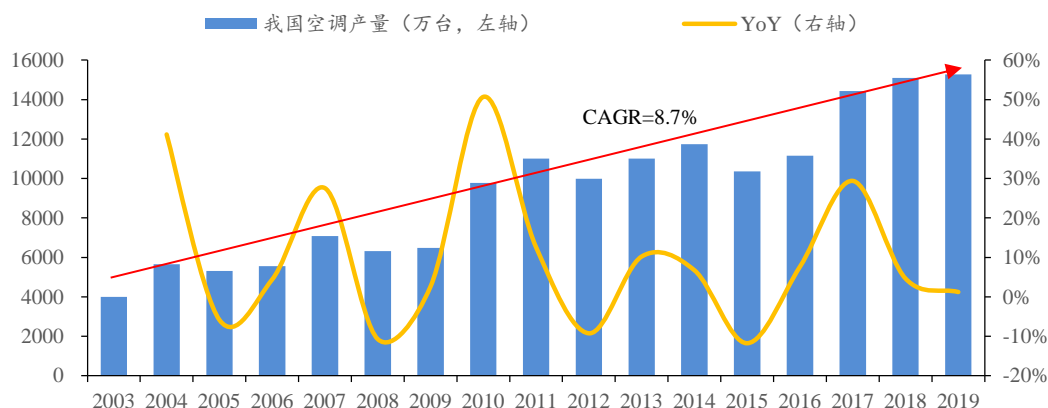
图6: 农村家庭空冰洗渗透率不断提升 (单位: 台/百户)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

在地产扩张、政策利好以及渗透率提升等多重利好因素驱动下, 我国空调行业规模实现迅速扩张。据产业在线数据, 我国空调行业产量自 2003 年以来基本呈现单边增长状态, 尽管增速呈现一定周期性特征, 但多数年份均实现双位数以上增长, 2003 年-2019 年行业规模年复合增长率达 8.7%。

图7: 我国空调行业产能持续增长



资料来源: 产业在线

民生证券研究院

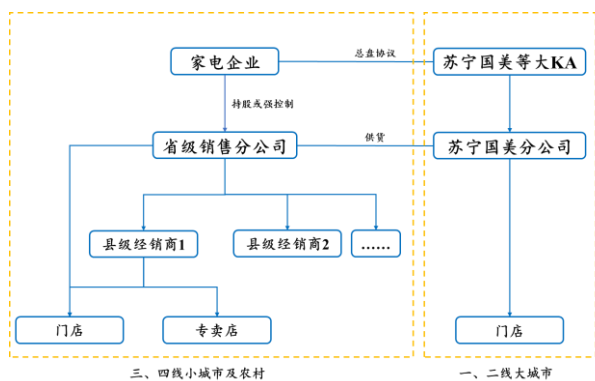
(二) 低线市场商品流通矛盾突出, 龙头自建渠道脱颖而出

在过去 20 年时间中, 一方面空调需求的快速扩张驱动行业产能迅速增长, 另一方面早期需求与渠道之间的错配问题导致商品流通矛盾突出。因此, 为迅速增长的产能寻找消化渠道成为家电行业的核心问题, 如何让消费者买到空调构成这一阶段的主要产业矛盾。

在行业快速扩张时期, 苏宁、国美等大 KA 构成家电企业在一、二线城市的销售渠道, 但在前期低线市场消费力尚弱阶段, KA 渠道在低线城市和广大乡村地区坪效过低, 因此这一渠道彼时并未继续向低线城市和乡村渗透。而且, 由于缺少现代化物流体系, 商品流通成本偏

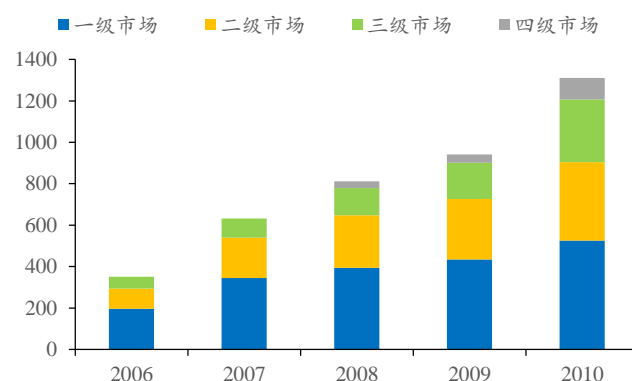
高，导致低线城市和乡村高涨的家电消费需求难以得到满足。格力、美的抓住此间供需错配带来的机会，在这一阶段通过持股等多种方式在全国各地建立销售公司、逐步铺设上万家终端网点进行渠道网络下沉，充分享受三、四线市场供需错配红利，实现营业收入快速增长，规模领先优势得以扩大。

图8: 白电龙头在行业扩张期的典型渠道模式



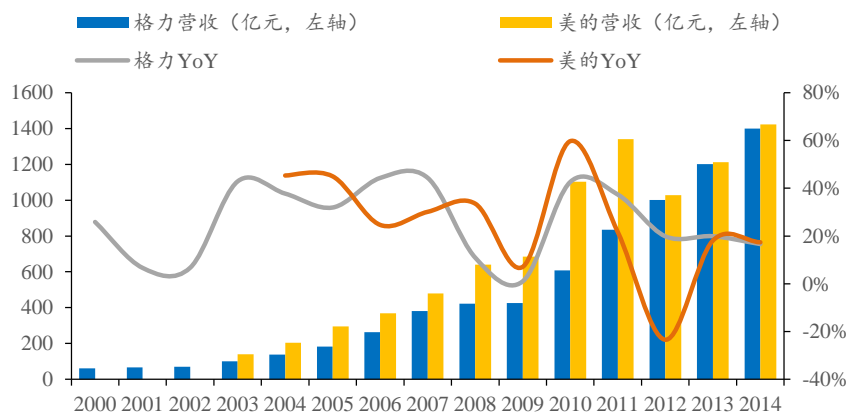
资料来源：公司公告，渠道调研，民生证券研究院

图9: 苏宁在低线市场门店数量偏低（单位：个）



资料来源：苏宁易购公司公告，民生证券研究院

图10: 格力美的的营收规模实现快速增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告

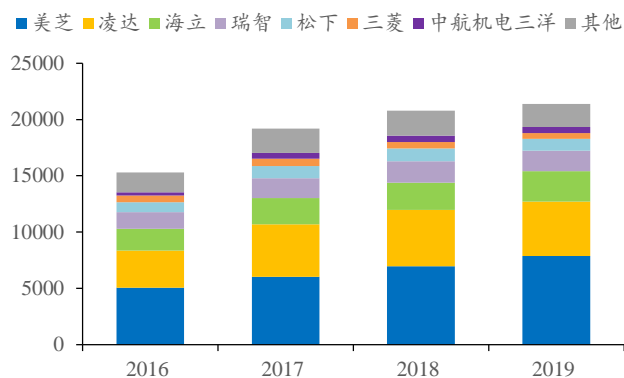
民生证券研究院

（三）龙头拓展上游产业链强化底层优势，行业集中度不断提升

通过自建渠道抢占低线市场份额实现规模扩张，销售及市占率优势得以巩固后，格力、美的又继续向产业链上游拓展，先后完成压缩机等关键零部件和技术的布局，不断将渠道优势沉淀为底层的规模制造优势。据产业在线数据，美芝（美的系）、凌达（格力系）生产的压缩机产能占比超过60%，美芝同时是部分空调品牌的主要压缩机供应商。尽管目前部分极高端压缩机依然依赖进口，但构成空调销售主力机型的压缩机方面，双寡头已基本实现上游布局与自给自足。巨大的产业链一体化优势不断兑现为龙头的成本优势，使其在竞争中筹码充足，更加游刃有余。

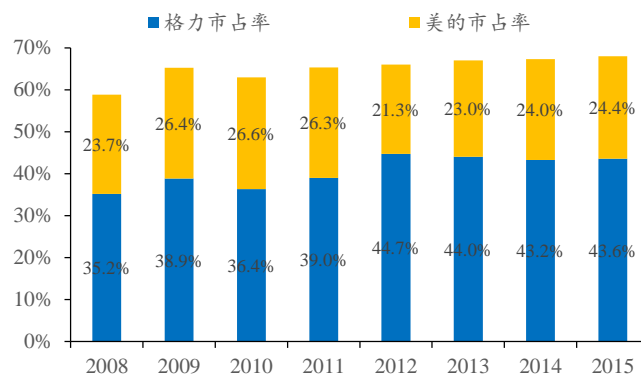
格力、美的凭借线下深厚的渠道护城河和显著的技术、成本优势，掌握了产业链定价权，在竞争中占据主动。据产业在线数据，2008年空调行业CR2仅58.9%，至2015年稳步上升至68%。至此，我国空调行业的双寡头格局逐渐稳定下来。

图11:我国主要空调压缩机品牌产量(单位:万台)



资料来源:产业在线,民生证券研究院

图12:2015年前双寡头份额稳步提升



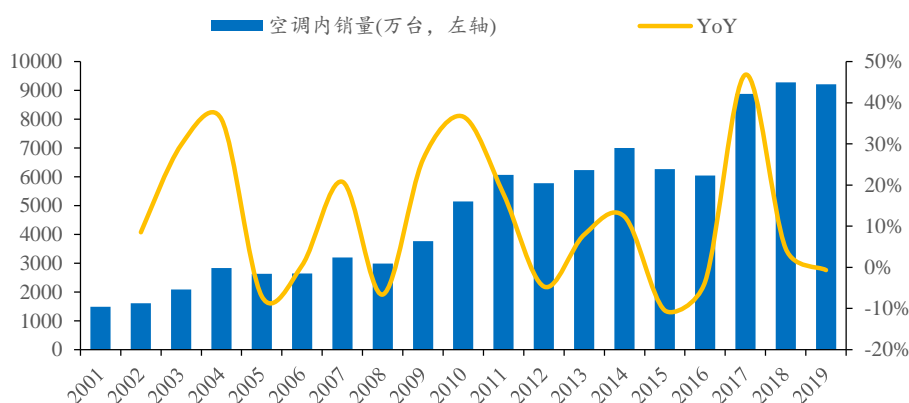
资料来源:产业在线,民生证券研究院

二、行业低增长叠加电商崛起，深度分销遭遇效率瓶颈

（一）地产减速叠加政策退出，行业步入存量竞争时代

2018 年以来我国地产行业增速受到政策等多重因素影响显著放缓，加之空调渗透率提升空间缩小，我国空调行业相较此前有所减速。据产业在线数据，2018-2019 年我国空调内销量增速分别为+4.6%、-0.7%。行业需求由增量向存量转变，更新、升级等存量替代成为需求的主要驱动力，行业驱动力的转变继而推动行业竞争方式发生改变，厂商对份额的诉求开始增强。

图13: 2018年后空调行业增速放缓



资料来源：产业在线

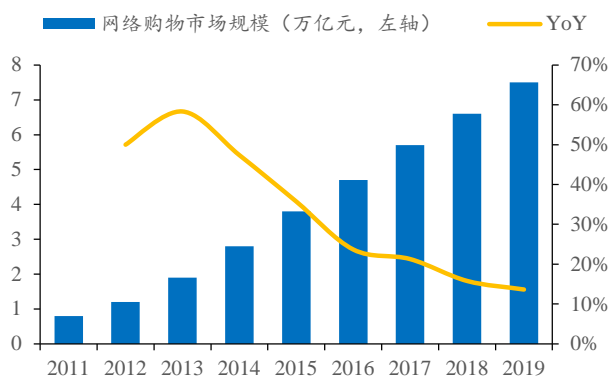
民生证券研究院

（二）互联网崛起消灭信息不对称，电商打破传统渠道格局

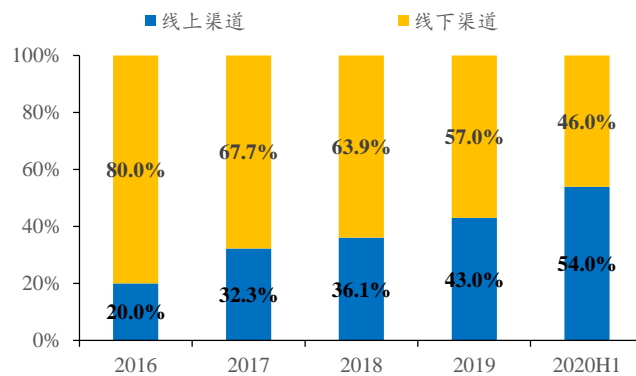
电商渠道崛起对传统渠道格局产生巨大冲击，是近年来家电行业的另一大变化。据中国产业信息网数据，从2011~2019年，我国网购规模从0.8万亿快速增长至7.5万亿。在这一过程中，空调零售也不断向线上转移，据奥维云网数据，从2016~2019年，空调线上零售量占比从20.0%快速提升至43.0%，2020 H1 受到疫情影响更是达到54%，首次超越线下渠道。

图14:我国互联网电商快速崛起

图15:空调零售量线上占比逐渐提升



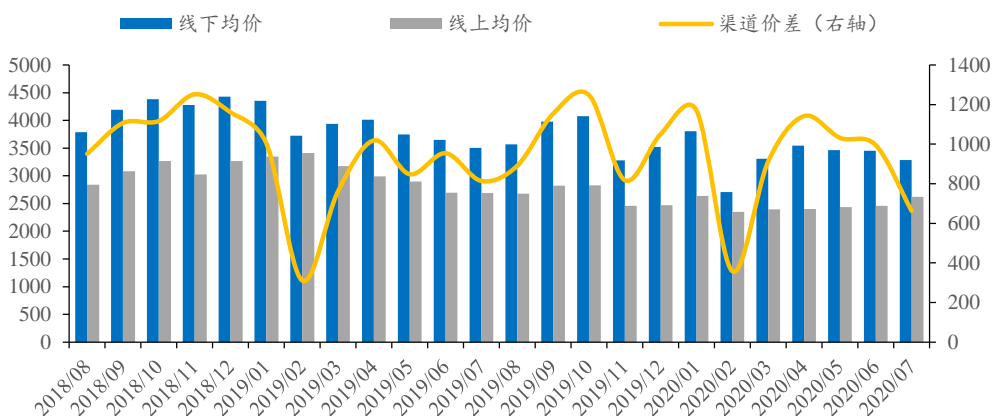
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

空调零售由线下渠道向线上渠道的转移，渠道间价差是主要作用力之一。据奥维云网数据，在过去两年左右时间中，空调行业线下均价始终显著高于线上均价，线上线下载差最大超过1200元，平均价差为947元。即使考虑线上线下所售产品型号及产品结构等方面的差异，两大渠道之间巨大的效率差异也很难忽视。

图16: 空调线上线下价差显著 (单位: 元)



资料来源：奥维云网

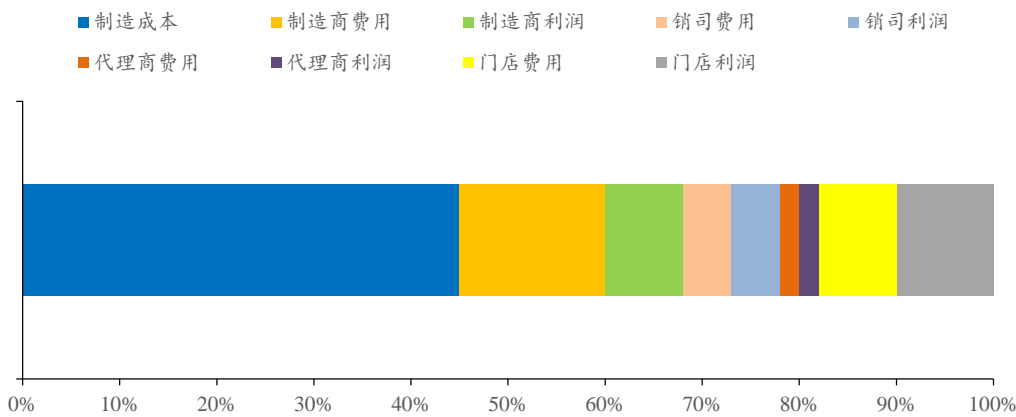
民生证券研究院

深度分销与信息不对称或是电商渠道崛起初期导致线上线下渠道间效率差异的重要原因之一。一方面，地理层面的幅员辽阔和深度分销模式的出现使得线下渠道的分销层级与加价环节众多；另一方面，在互联网崛起之前，同一产品信息在不同区域、不同批次和不同终端的消费者之间无法顺畅流通，这就为传统经销模式下的冗余加价提供了生存的温床。

而伴随互联网崛起，产品信息的透明度大幅提升，线下渠道效率相对低下、价格体系混乱等问题在电商渠道得以良好解决。短链条渠道层级使得加价环节大大减少，具备优势定价的空间，同时横向比价的便利性也使得消费者对价格的敏感度大幅提升。诸多消费者不再愿意支付线下渠道的冗余加价，而是去拥抱层级更加扁平、性价比更高的线上渠道，从而使得行业零售不断向线上转移。

图17: 线下渠道加价层级较多，渠道效率较低

资料来源：公司公告，



渠道调研，民生证券研究院

传统线下渠道除冗余加价较多导致效率偏低之外，在和更高效的线上渠道的对比中，以下的两点缺陷也不容忽视：

- 1) **企业与消费者之间的信息交互被经销商割裂，难以及时感知市场需求反馈。**在传统层层分销模式下，消费者直接面对的是零售水平参差不齐的零售店老板，缺乏与企业进行直接沟通的机会。在行业需求快速增长的年代，需求信息传递不畅不构成主要矛盾。但当行业进入存量竞争年代后，消费者需求变得更加多样化和碎片化，如果不能及时感知消费者需求变化，企业就难以及时根据需求变化调整竞争策略。
- 2) **渠道层级过多导致数据失真，由生产驱动销售易造成库存高企，仓储物流与资金成本偏高。**在传统分销模式下，由于缺少发达的信息系统，而渠道各层级之间又相互割裂，企业难以了解真实进销存数据。空调是典型的周期品，在这种情况下企业如果按计划排产分销，很容易造成库存周期，进而导致较高的仓储与资金成本。

综上所述，传统深度分销体系在我国空调行业快速发展阶段扮演了重要角色，使格力、美的等龙头企业得以渗透至广大低线市场，实现了销售规模快速增长。继而，龙头抓住机会实现产业链一体化，完成了底层优势沉淀。但是，近年来互联网电商崛起拆除了深度分销体系赖以生存的信息不对称“温床”，致使渠道业态发生变化，这也必然会在竞争格局的变动中有所体现。

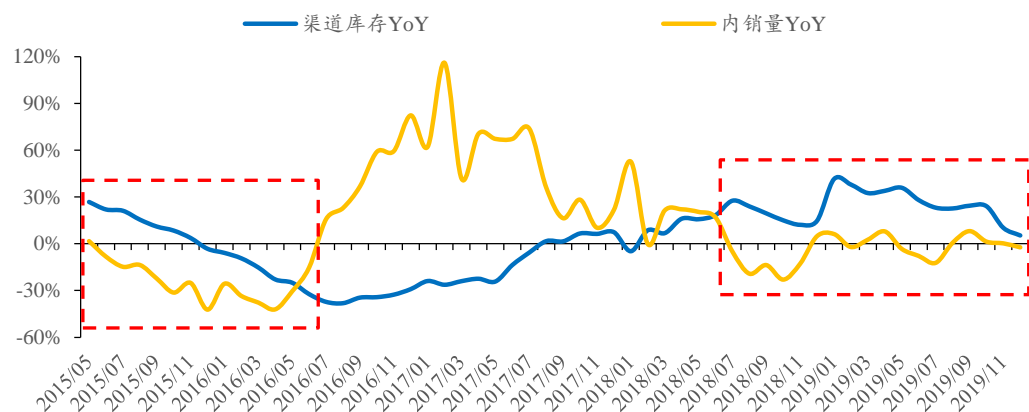
三、2019 年价格战：美的效率提升后欲重塑行业格局

(一) 2015 与 2019：相同的价格战，不同的导火索

2010 年以来，空调行业分别在发生在 2015 年和 2019 年爆发过两次价格战，尽管两次价格战爆发的逻辑不同，但都对行业竞争格局产生了深刻影响。

2014 年厂商持续压货造成渠道库存高企，叠加“家电下乡”等补贴政策退出、凉夏负面影响压制行业需求，厂商之间爆发激烈的“去库存”价格战，销售均价同比增速长期在-5%左右低位徘徊。与 2015 年价格战非常相似，2019 年价格战同样爆发于“需求不振+高库存”的背景下。且从价格战的激烈程度看，2019 年月度均价同比最低下探至-26.6%，幅度上远比 2015 年更加激烈。但如果探讨 2019 年价格战爆发的深层次原因，便会发现两次价格战爆发的逻辑并不相同。

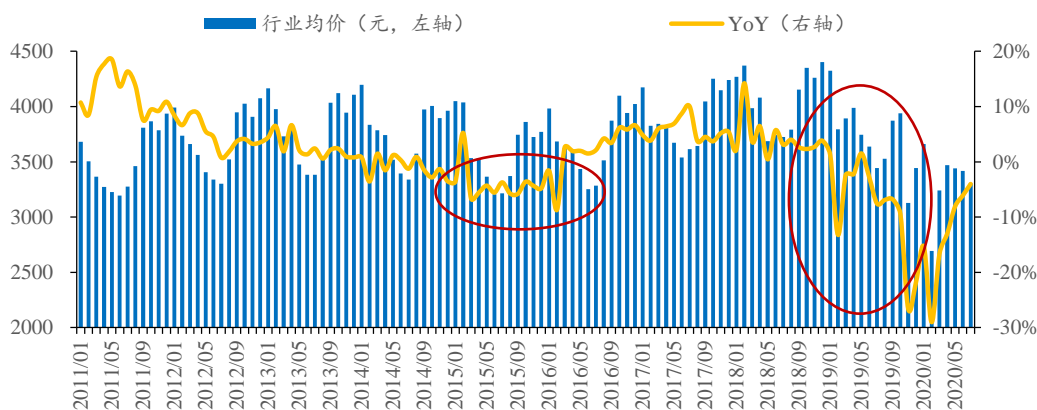
图18： 近 10 年空调行业内销量与库存量同比增速序列



资料来源：产业在线

民生证券研究院

图19： 2019 年空调行业价格战更加激烈



资料来源：中怡康，民

生证券研究院

2019 年空调价格战爆发的主要动因在于市场份额与渠道效率之争。一方面，在双寡头连续多年联手提价的背景下，中小品牌借由低价策略优势，在中低端市场具备充分的生存空间，部分中小品牌凭借电商渠道、网批模式等高效率渠道与运营，一度对龙头份额发起冲击；另一方面，以美的为首的行业龙头在完成变革、提升效率之后意欲在存量竞争中进一步收复市场份额，稳固优势地位，重塑行业格局。

经历 2015 年惨痛的价格战后，美的最早开始着手效率变革，利如在生产端推行“T+3”模式/渠道端缩减分销层级/斥资建设数字化系统等。在系列变革成果阶段性达成后，美的相比其他品牌更具效率优势，极大地缩短了生产、库存、销售的周期，周转率与运营效率大幅提升，重塑行业格局的基本条件已经具备。

2019 年主要空调原材料价格都处于下行周期，美的由于其生产模式变革后，对原材料价格变动及相应排产等环节能够实现快速调整与适应。这一时期，美的及时抓住原材料降主要价周期，加速排产。据产业在线数据，美的空调排产在进入 2019 年后相比空调行业整体和格力的排产进度显著有所加速，在这一周期内生产出大量具备成本优势的产品。同时，美的完成线下渠道改革后，渠道冗余加价得以让渡给消费者，性价比优势进一步凸显。期间虽然美的空调库存量阶段性走高，但实际其库存产品具备巨大的成本优势和降价空间，而这也成为美的重塑行业格局的重要“武器”。

图20:2019 年空调原材料处于降价周期

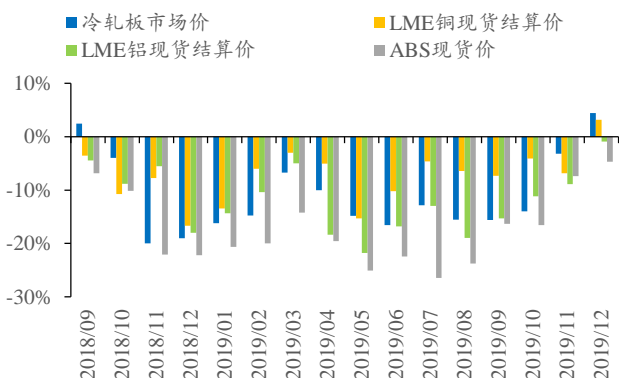
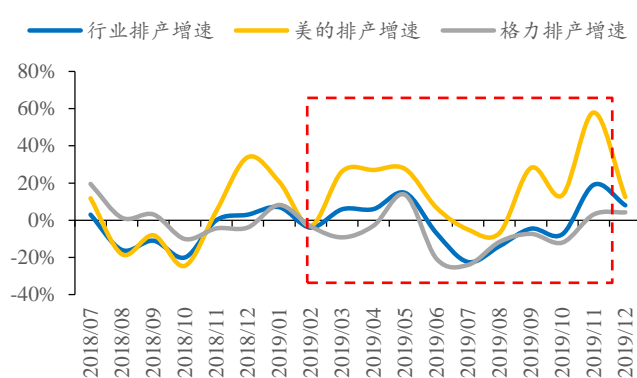
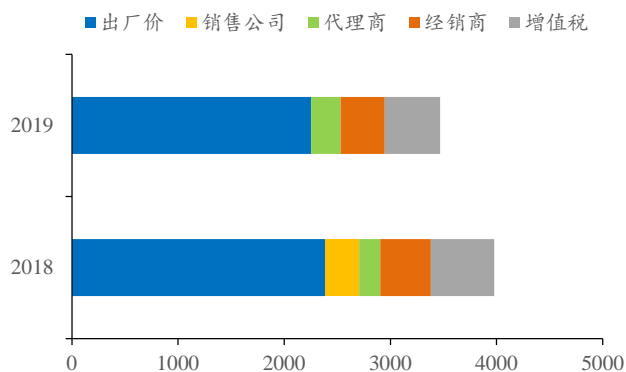


图21:美的利用原材料降价周期加快生产



资料来源: Wind, 民生证券研究院

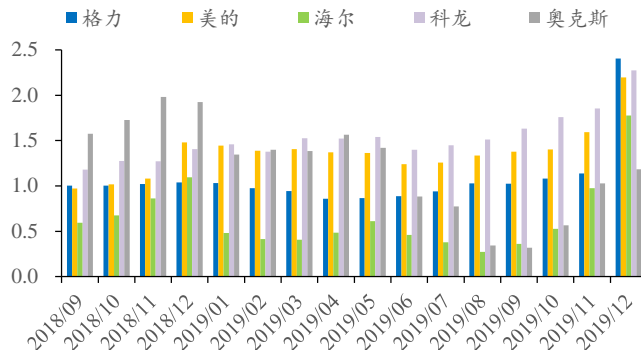
图22:美的缩减渠道层级后效率显著提升



资料来源: 渠道调研, 民生证券研究院

资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

图23:品牌库存/过去12个月平均内销量



资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

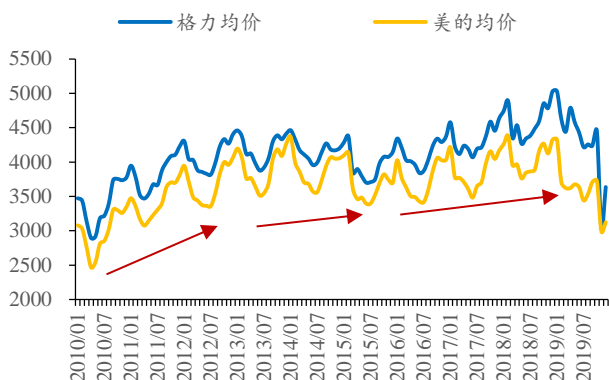
相比美的及时吸取 2015 年价格战教训并主动进行变革, 格力变革动作稍显滞后, 在 2016 至 2018 年这一周期内选择按兵不动并坚持其原有的反季节生产-压库存模式。由于空调行业在 2016、2017 年受益于棚改货币化、三四线地产高景气等利好因素的拉动重新步入景气区间, 格力未能及时变革提效的隐患并没有很快暴露。但伴随行业重新进入低增长周期, 存量竞争逐步趋于激烈, 效率相对低下、应对市场变化的调整速度较慢等问题逐步显现, 成为格力 2019 年以来增长乏力的主要诱因之一。

(二) 奥克斯线上渠道昙花一现的启示: 效率之争背后, 品牌力与规模制造仍是难以撼动的核心优势

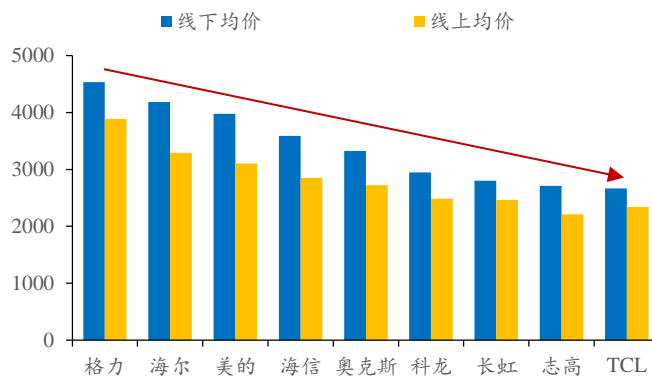
2019 年之前龙头品牌长期提价策略, 为众多长尾品牌生存留下充足利润空间。据中怡康数据, 2010 年至 2019 年, 格力、美的两家龙头公司空调产品零售均价累计上涨 1000 元以上。龙头持续提价为长尾品牌以低价优势占领低端市场提供了机会。据奥维云网数据, 2019 年以前众多长尾品牌均价和龙头差距相对较大, 长尾品牌在低价市场具备一定竞争力, 与龙头形成价格错位竞争。以奥克斯为例, 截至 2018 年底, 其线上线下渠道均价均和格力之间差距在 1000 元以上, 和美的均价差距也在 400~600 元左右, 而科龙、长虹、志高等品牌均价差距相较奥克斯更大。

图24:格力美的空调长期提价 (单位: 元)

图25:2018年,长尾品牌均价显著低于龙头 (单位: 元)



资料来源：中怡康，民生证券研究院



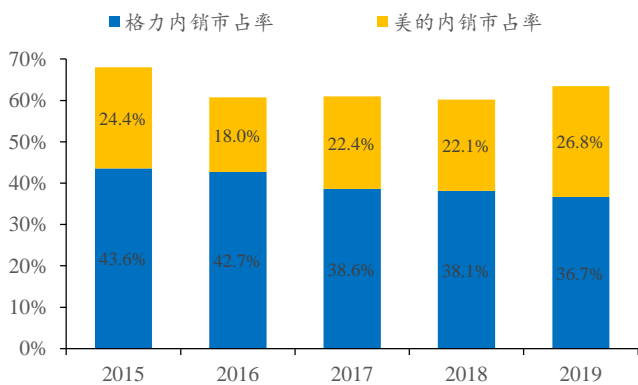
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

或由于龙头品牌此前长期提价的竞争策略,使得行业集中度在 2015 年之后未见持续提升,反之出现小幅下降态势,该趋势在 2018-2019 年初部分低端品牌加速发力的阶段表现更为显著。同时,由于线上渠道能够帮助长尾品牌绕过龙头线下深度分销护城河,更充分地发挥其低价优势,加之龙头品牌囿于庞大线下利益保护而无法发力线上,线上渠道与线下渠道行业集中度出现了一定分化。

据产业在线数据,我国空调内销量 CR2 在 2015 年达到阶段性峰值,约在 68.0%左右,此后集中度缓慢下行,2019 年内销量 CR2 约为 63.5%。同时,线下渠道的集中度也出现较为显著的分化,据奥维云网数据显示,2019 年我国空调行业线上渠道零售额 CR2 仅为 52.8%,和线下渠道的 65.7% 仍有较大差距。

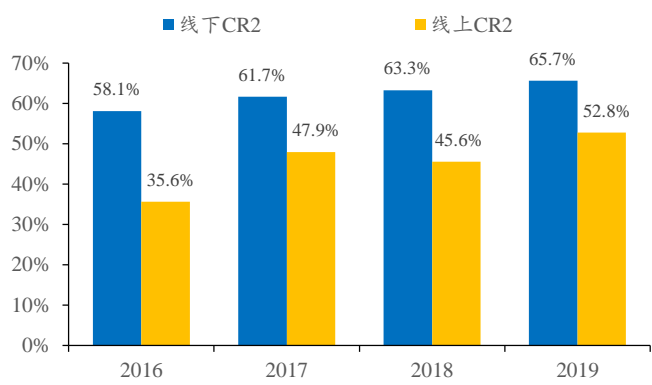
综上,双寡头 2019 年以前采取的长期提价策略致使行业集中度难以继续提升,叠加新渠道崛起为长尾品牌的生存提供了相对宽松的生存空间,这为奥克斯等以中低端为主打卖点的长尾品牌提供了崛起的重要契机。

图26:2015年后行业 CR2 并未继续提升



资料来源：产业在线，民生证券研究院

图27:线上渠道竞争更加缓和,为长尾品牌留有空间

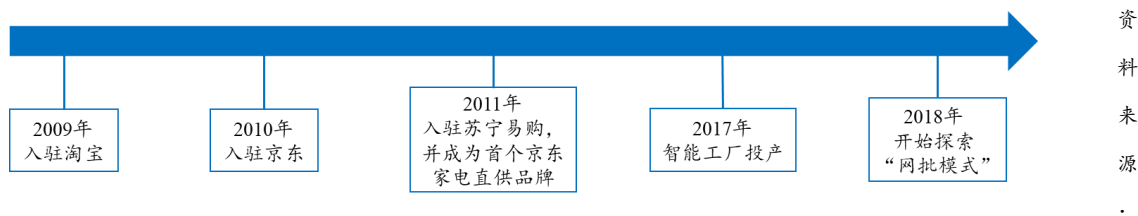


资料来源：奥维云网，民生证券研究院

奥克斯作为众多长尾品牌的代表,在 2018 年前后表现尤为亮眼,市占率一度提升至 10% 以上。研究其在价格战中的表现能够帮助我们更好地理解空调行业的竞争格局变化与核心竞争力等关键因素。

奥克斯虽然是以地方性小品牌起家，但其对渠道变化地嗅觉非常灵敏，是最早享受到线上红利的空调厂商之一。奥克斯早在 2009 年就入驻淘宝，之后又分别入驻京东、苏宁易购等主流线上购物平台，并在 2018 年开始探索“网批模式”，率先享受到新渠道所带来的高周转-低加价模式红利。

图28: 奥克斯较早地开始探索线上渠道

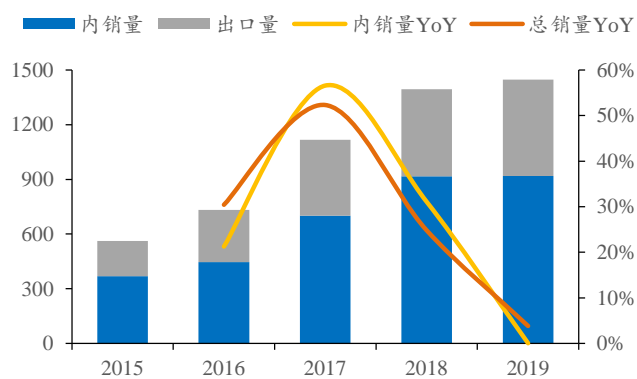


奥克斯集团公告，民生证券研究院

奥克斯以高性价比产品主打线上市场和“网批”模式，在短期取得显赫战果。据产业在线数据，奥克斯空调出货量在 2015~2018 年间实现快速增长，其中 2018 年总出货量高达 1447 万台，成为仅次于格力、美的之后的第三大空调厂商。

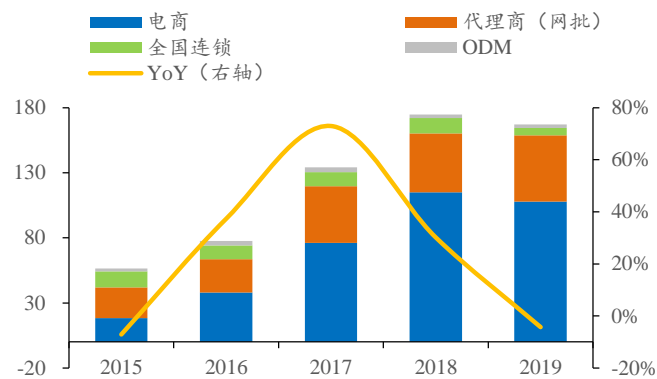
从渠道结构来看，在奥克斯崛起的过程中，线上渠道和“网批”模式功不可没。据奥克斯集团公告，电商渠道和网批渠道为其空调业务的快速增长贡献主要增量，其中代理商网批营收占比达到 30%以上，而电商渠道营收占比则从 2015 年的 32.3% 快速增加至 2018 年的 65.9%。

图29: 奥克斯空调出货量快速增长 (单位: 万台)



资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

图30: 电商和网批为奥克斯贡献主要增量 (单位: 亿元)



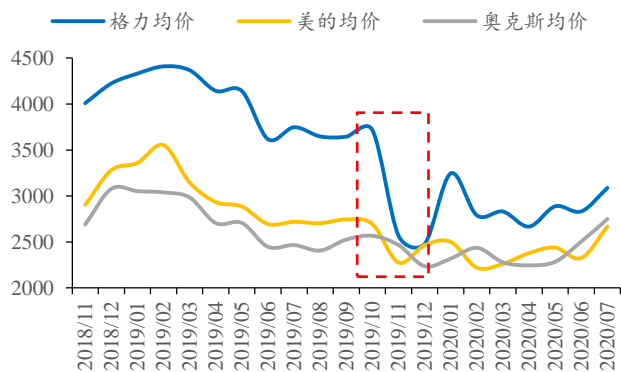
资料来源: 奥克斯集团公告, 民生证券研究院

奥克斯在线上渠道和“网批”模式的高歌猛进一定程度上给到龙头品牌不小的压力，2018-2019 年恰逢美的完成变革提效，追回市场份额、重塑行业格局的诉求势在必行。基于此，2019 年 3 月前后，美的率先实现大幅折扣及降价，打响行业价格战，此后众多品牌纷纷加入，低价品牌价格优势不断失守。加之 2019 年 6 月格力起诉奥克斯空调能效虚标事件，一定程度上对品牌声誉与终端销售造成了负面影响，奥克斯市场份额自 2019 年以来持续走低。据奥维云网数据，线上渠道奥克斯零售额份额最高时一度超过 30%，截止 2019 年底已重新回落至 10% 左右水平。

此外，格力在本轮价格战中的份额表现也值得关注。2019 年 10 月之前，由于并未跟进价

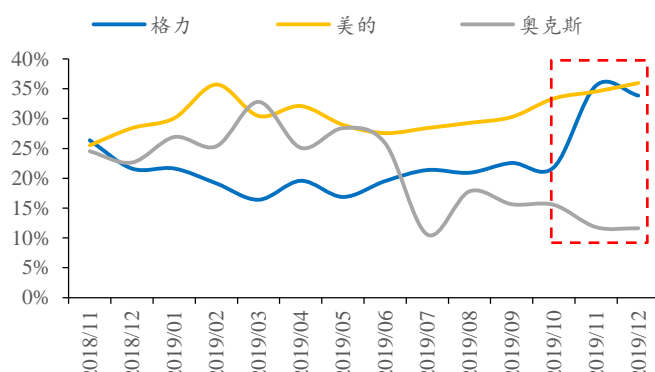
格策略，致使线上渠道销售额份额降至 20%左右，并始终在低位徘徊；2019 年双十一之后，格力通过“百亿补贴”等策略全面跟进价格战，收效显著，市占率迅速提升至 35%以上，与其线下渠道份额相仿。

图31:各品牌线上渠道产品均价（单位：元）



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图32:美的均价降低后，奥克斯市占率迅速降低



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

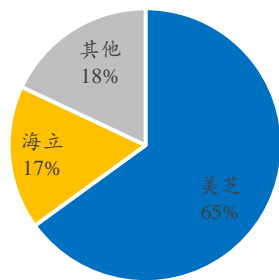
我们认为，空调行业效率与价格之争的背后，品牌力与规模制造仍然是难以撼动的核心竞争力，龙头品牌在短暂承压后可迅速通过效率提升与更为积极的价格策略实现市场份额的强势提升，表明市场对其品牌力的高度认可，在品牌间价差相对较小时，对于龙头品牌的品牌忠诚度较高；同时规模制造带来的成本、技术以及生产端等诸多优势也使得龙头在激烈的价格战当中有的放矢，筹码充足。

而反观以奥克斯为代表的中小品牌在线上渠道建立的优势，由于线上渠道是相对开放的，相较线下渠道的重资产属性与高度排他性也要弱得多，所以进入门槛相应较低，不同品牌均可以通过战略调整实现布局。龙头品牌此前出于保护线下渠道利益等隐性成本项的考虑，迟迟未在新渠道等方面展开布局，但在行业效率提升、新渠道顺势崛起的大背景下，龙头品牌自身渠道改革势在必行。

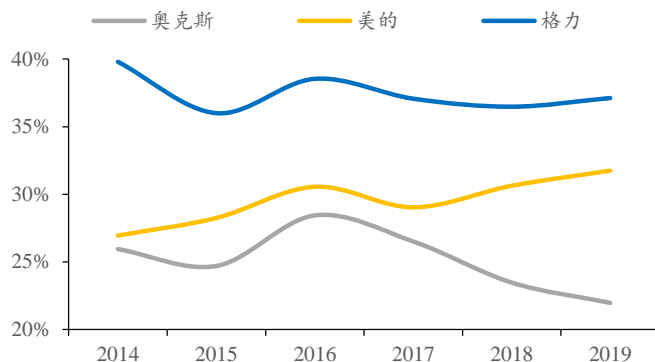
中小品牌缺少品牌力、一体化产业链以及规模优势等多方面桎梏将成为制约其更进一步的障碍。而龙头品牌完成渠道提效后，通过降价打入中低端的价格区间，大幅收窄品牌间价差，利用成本和品牌优势收割长尾品牌份额，在这样的冲击下长尾品牌很难不节节败退。以奥克斯为例，据奥克斯集团公告，奥克斯空调约 65%的压缩机采购自美芝，其生产成本与核心零配件极易受到龙头操纵，同时也使得其在失守低价、效率领先优势后，难再有进一步与龙头对抗的竞争筹码。

图33:奥克斯空调压缩机高度依赖美芝

图34:奥克斯空调毛利率逐步走低



资料来源：奥克斯集团公告，民生证券研究院



资料来源：公司公告，民生证券研究院

奥克斯和米家等品牌，在价格竞争与质量竞争中屡屡碰壁之后，加大了其在新能效标准方面的布局，希望借由行业新标的东风实现率先布局与差异化竞争。但在新能效产品方面，同样受到规模制造、产业链一体化以及技术沉淀的多方桎梏，难以实现重大突破。关于这一问题我们已在报告《行业景气复苏背景下，新能效标准影响几何——空调行业新能效标准等级深度解析》一文中详细测算与论述，在此不做赘述。

对比长尾品牌与龙头品牌在 2019 年价格战中的不同表现，我们认为产业链效率提升势在必行，但渠道的开放性也使得高效优势在短期内难以构成企业的核心竞争力，而品牌力与规模制造等维持品牌能够长久生存和成长的底层逻辑仍然是行业竞争中的核心壁垒。长尾品牌因缺少后者所以暂时不具备撼动行业竞争格局能力，而龙头品牌则需要通过拥抱前者以在中长期尺度持续巩固、兑现其底层优势。

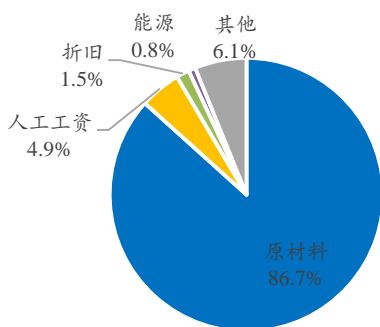
四、龙头短期承压但变革未晚，效率提升仍为核心要义

（一）渠道护城河短期受到冲击，但核心底层优势从未改变

由于长尾品牌的灵活调整加之竞争对手提前布局变革提效，导致格力在短期竞争态势当中居于被动，市场份额承压下行。但基于奥克斯案例中我们得出的结论，中长期来看格力在其底层研发、制造等方面的强大优势从未发生改变。因此，只要能够积极拥抱新式渠道，自上而下推进全渠道乃至全生产过程的效率优化，格力仍然能够迅速弥补其前期竞争短板，在中长期尺度持续巩固、兑现其底层优势，未来成长依旧值得看好。

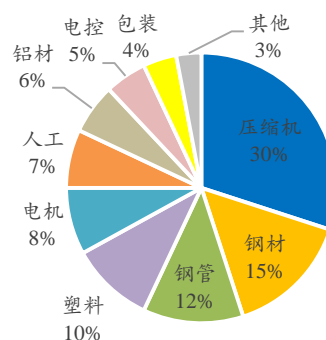
从制造端看，原材料占到格力总营业成本占比高达 86.7%；而在空调的原材料成本中，压缩机和电机作为核心零部件，占比分别约为 30%和 8%。格力坐拥凌达压缩机和凯邦电机两家上游分公司，压缩机和电机产能分别能够达到 5000 万台和 8000 万台，能够基本实现压缩机和电机等核心零部件的自给自足。而铜、钢、铝和塑料等原材料方面，格力亦通过规模优势拥有极强的议价能力。受益于产业链一体化优势，格力空调不仅拥有更稳定的性能和质量，在成本端亦有强大优势。

图35:原材料构成格力主要营业成本



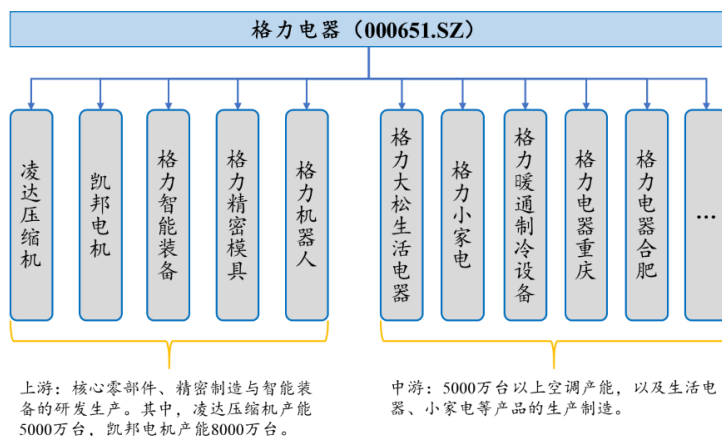
资料来源: 格力电器公司公告, 民生证券研究院

图36:空调各原材料成本占比



资料来源: 华经情报网, 民生证券研究院

图37: 格力具备完善的一体化产业链



资料来源: 格力电器公司

公告, 民生证券研究院

从研发端来看, 格力始终以注重研发投入见长, 专利申请数量和公布数量行业领先。据公司公告, 截止2019年底公司已经拥有专利共计6万多项, 相较之下美的拥有专利约5万项, 海尔和奥克斯则不足1万项, 格力在专利数量方面保持领先。

图38:格力专利申请数和公布数逐年增加

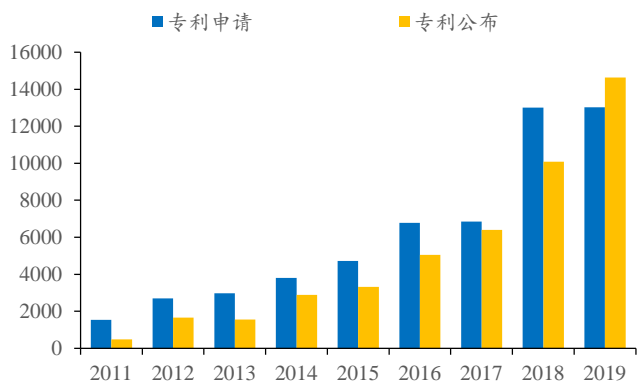
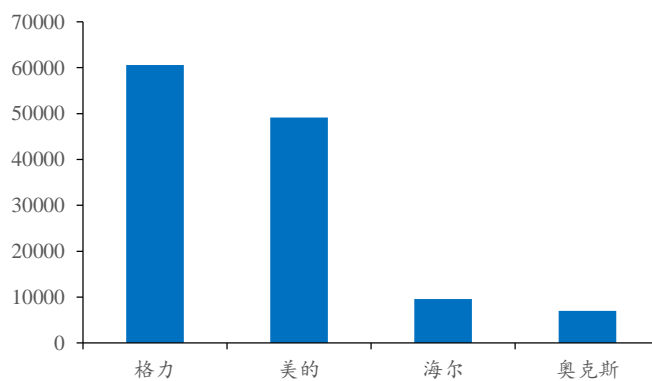


图39:格力专利数量领先竞争对手



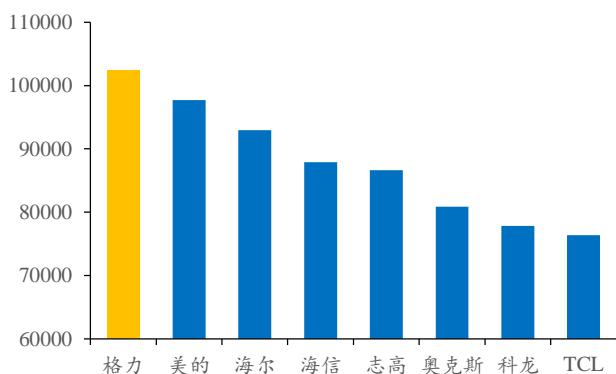
资料来源：Wind，民生证券研究院

格力在研发制造端形成的长期优势也助其获得了良好口碑，空调作为产品形态已经相对稳固的耐用消费品，其使用周期与产品更新换代周期均较长，因此产品与品牌口碑具备较强粘性。在长期的使用过程中，消费者对“好空调，格力造”以及“格力，掌握核心科技”等品牌形象高度认可，并愿意给予其一定空间的品牌溢价。

因此，我们有理由认为口碑粘性能为格力进行渠道改革提供一定的缓冲时间，在因价格策略与效率问题短暂丢失部分市场份额之后，格力仍有望通过积极变革重新收复市占率，稳固行业龙头地位。观测格力自2019年双十一的“百亿补贴”政策过后的市场表现，与其他品牌价差重回消费者容忍区间后，格力市占率得以强势回升，尽管2020年5月之后价格环比有所回暖，公司市场份额提升趋势仍旧维持稳健。

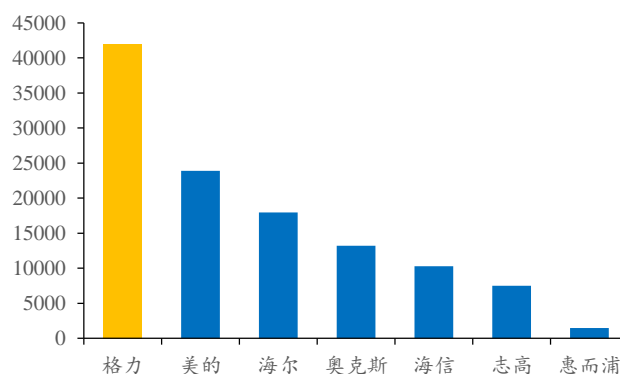
资料来源：Wind，民生证券研究院

图40:空调十大品牌投票, 格力稳居第一



资料来源：中国品牌榜，民生证券研究院

图41:“格力”热搜排名空调行业第一(8/27-9/3)



资料来源：站长之家，民生证券研究院

(二) 变革应向何方? 以效率为先或有望走出短期阴霾

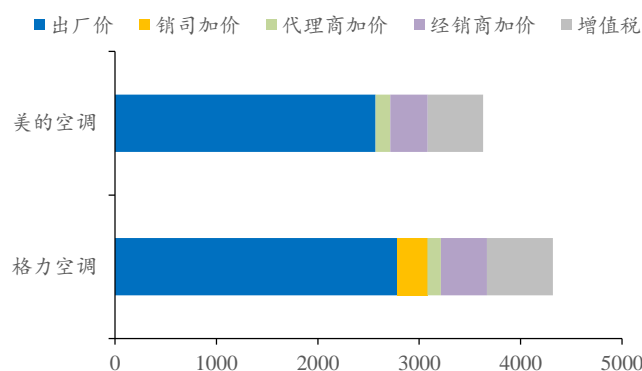
格力线下体系的成功与完备布局，反而在渠道变革、效率为先的时期成为其变革的桎梏，随近年部分品牌渠道改革的推进与效率的提升，格力与其他品牌间价差在2016-2019年期间有所扩大。据奥维云网数据，2010年到2014年间，格力与美的空调零售均价间价差始终维持在300~450元左右水平，加之格力凭借出色的产品力和渠道掌控力使消费者对10-15%左右的品牌溢价接受度较高，其市场份额在这一时期稳步提升，长期维持在40%以上；2015年后，格力与美的间价差不断扩大，至2019年受到美的积极的价格策略影响，最高达到693元，价差高达20%-25%以上，或超过了消费者对于品牌溢价的容忍区间，导致格力市场份额接连失守，2015年-2019年五年期间，格力市场份额累计下降约6.9 PCT。

图42:价差扩大导致了格力份额走低

图43:格力渠道冗余加价显著高于美的



资料来源：产业在线，中怡康，民生证券研究院

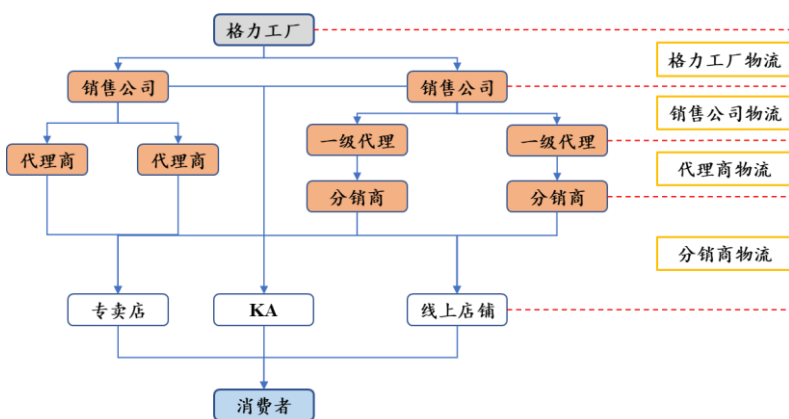


资料来源：奥维云网，渠道调研，民生证券研究院

2015年至2018年期间，美的一方面通过“T+3”模式大幅提升生产与周转效率，另一方面通过缩减线下渠道层级等方式，将渠道利润让渡给消费者以实现渠道效率提升。同时线上线下的渠道间效率差异缩小也使得美的能够放手拥抱线上渠道，系列渠道改革措施较好地迎合了渠道融合与发展趋势，为美的在此后的价格竞争与渠道变革中备足筹码。而彼时的格力囿于线下渠道的庞大布局与利益关系，在渠道间关系处理与效率提升方面布局相对缓慢，尽管以渠道间产品区隔、区域间产品区隔等措施加以应对，但均因未触及变革本质而收效甚微。

通过研究格力的渠道体系，我们可以发现格力现行渠道层级较多，渠道的冗余加价侵占了过多消费者剩余，与信息透明度较高的消费时代趋势有所背离。同时渠道中每一层级的仓储、物流功能均由不同主体承担，或造成结构性缺货等摩擦性成本问题。

图44: 格力现行渠道和物流体系

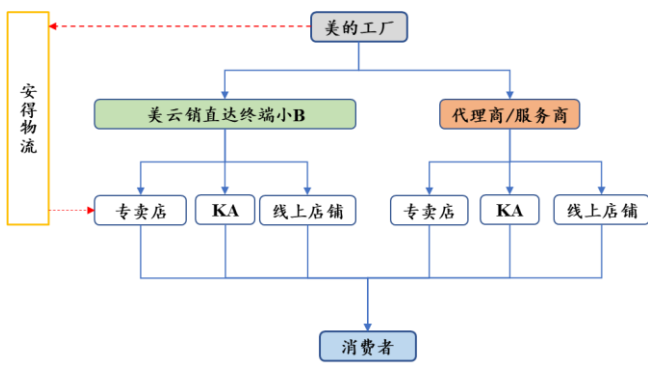


资料来源：格力电器公司

公司公告，渠道调研，民生证券研究院

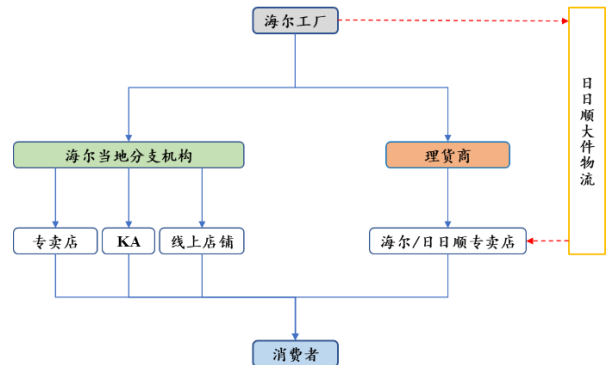
在渠道改革方面，无论从当前行业发展趋势还是品牌变革先例出发，不难看出效率为先仍然是改革的核心要义，渠道层级的削减、周转效率的提升、规模化运营体系等均是必经之路。以率先完成改革的美的为例，美的在渠道改革中完成了传统经销商角色的转变，促使其从原来的“利润分享者”逐步向“职业经理人”转变，更多承担维护市场的功能；同时，美的还收编经销商仓储物流职能，通过安得物流实现工厂到零售商、乡镇村的点对点物流，实现仓储物流的规模化效率提升。

图45:美的现行渠道与物流体系



资料来源：美的集团公司公告，渠道调研，民生证券研究院

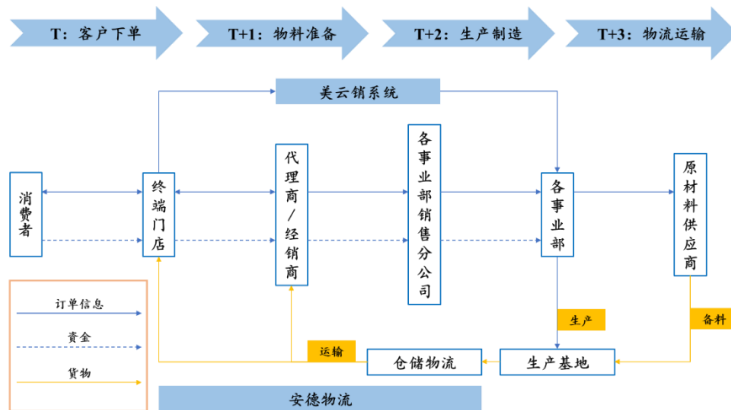
图46:海尔现行渠道与物流体系



资料来源：海尔智家公司公告，渠道调研，民生证券研究院

同时，库存模式方面，空调行业以往长期存在的高库存熨平周期的模式同样需要适度向高周转模式转变。传统压货模式虽然有利于平滑淡旺季生产，保证旺季销售货源充足，但同时也极易造成渠道库存高企以及昂贵的仓储物流与资金成本，客观降低周转效率与速度，不利于整体渠道效率的释放。渠道效率与库存周期的平衡，或是下一轮渠道调整中重要的课题。

图47: 美的推行 T+3 模式，周转效率大幅提升



资料来源：美的集团

公司公告，渠道调研，民生证券研究院

最后，自上而下的完善的数字化系统作为效率提升背后的支撑，同样将是渠道改革中不可或缺的部分。数字化系统可提升快速响应和匹配订单与生产的能力，实现对全产业链的匹配。从目前来看，美的与海尔在数字化系统方面已有一定布局，其中美的通过“美云销”把 To C 玩法 To B 化，实现对终端小 B 的直接对接；而海尔也通过巨商汇、易理货、e-store 和顺逛等数字系统提升了运营效率。

（三）格力踏上变革之路，挑战背后亦有巨大机遇

上文提到，出于线下庞杂布局及多方利益等因素牵绊，格力在线上渠道的布局相对薄弱，进入时间相对较晚，营收占比较低。自 2019 年以来，格力逐步加大电商渠道布局，除在天猫、京东等传统第三方电商平台布局外，也自建了“格力商城”和“董明珠的店”等自有渠道，构建多方位电商渠道体系。

图48: 格力线上渠道发展史



资料来源：
格力电器

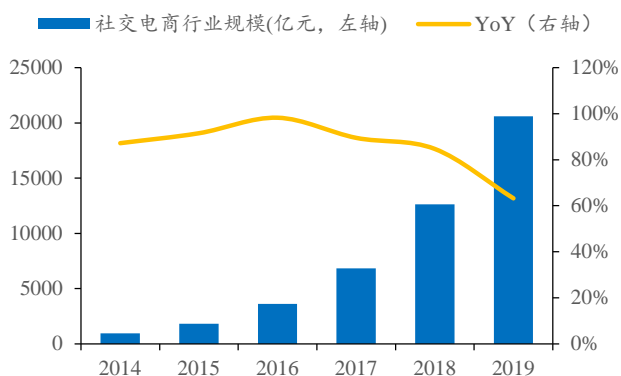
器公司公告，民生证券研究院

同时，2019 年电商渠道内部裂变又带来了新的机会——社交电商。格力在社交电商兴起的东风之下，开始积极对探索渠道改革方向，试图从渠道裂变当中把握新的变革机会。据公司公告，格力从 2020 年 4 月 24 日以来一共进行了 5 场大型带货直播，成交额不断攀升，从第一次仅 23 万元上升至第 5 次的 102.7 亿元。

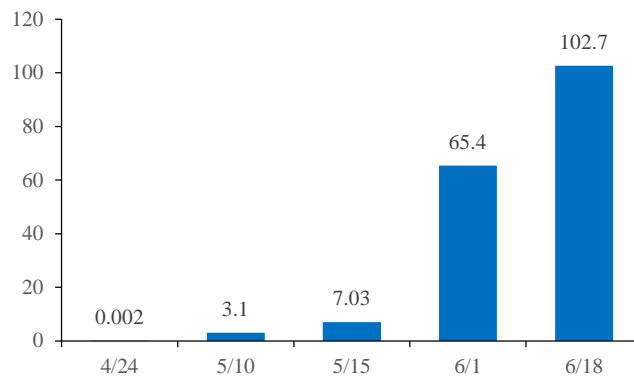
直播电商的探索一方面展现了格力积极拥抱新渠道变革的决心，为其电商渠道的客群转移与流量积累奠定了基础；另一方面也变相为其线下经销商网批提货、削减传统渠道冗余层级以及渠道间融合提供了绝佳契机。

图49:社交电商处于快速增长期

图50:格力直播带货成交额不断上升（单位：亿元）



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院



资料来源：新浪财经，民生证券研究院

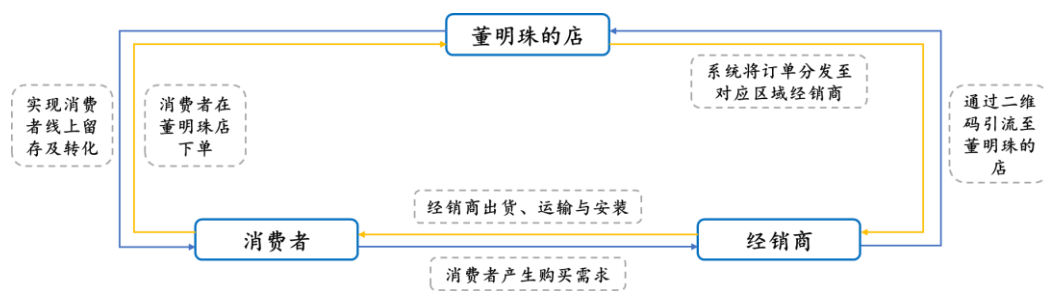
我们观测“董明珠的店”当前运营模式，发现其与传统意义上的电商渠道与网店不尽相同，目前“董明珠的店”主要有两种典型的运营模式：

(1) 在进行直播期间，一方面由直播带来巨大线上流量，并导向格力自有电商渠道；另一方面，由经销商进行线下地推，线下消费者通过扫描经销商特有二维码进入“董明珠的店”，继而实现消费者的线上留存及转化。

(2) 在非直播期间，消费者通过不同渠道进入并直接在“董明珠的店”下单，系统将订单分发给对应区域经销商，由当地地方经销商负责出货、运输与安装等。

从“董明珠的店”的运营模式不难看出，除去单纯的电商渠道构建外，格力在促进线上线下载体融合、推进经销商分享新渠道模式红利等方面做出了相当积极探索。在未来格力的渠道改革中，“董明珠的店”与格力带货直播或将发展成为一种新的全渠道共同参与运营的“网批模式”。

图51: 董明珠的店运营模式



资料来源：格力

电器公司公告，渠道调研，民生证券研究院

短期维度上，“董明珠的店”通过董明珠自身及集中直播模式带来的流量吸引顾客，在极短的时间内聚集大量客流与目光，同步实现了宣传、造势、销售、引流等多种目的，一定程度上对疫情影响之下销售惨淡的现状有所缓解；中期维度上，2019年以来累积高企的渠道库存得以逐步出清，为后续周转与库存模式的转变扫清障碍；长期维度上，传统低效的线下渠道逐步淡化已是大势所趋，新的渠道结构与提货模式或将帮助线下经销商打通线上通路，充分拥抱和享受直播电商带来的趋势红利，拓宽线下渠道的流量和收入来源，继而推动经销商的角色转

型。

综上所述，渠道改革已经是大势所趋，效率提升仍是核心要义，只有实现传统渠道的效率变革才能放手拥抱效率更高的新兴渠道。虽然格力在变革路上暂时落后于竞争对手，但其底层优势与核心竞争力从未发生改变，叠加直播电商等新兴渠道正处于快速发展的红利期，格力仍有望通过把握渠道变革实现效率提升，将线下渠道层级冗余、变化速度慢的劣势扭转，将新渠道的高效与流量赋能传统线下渠道，继而持续稳步地将其规模制造、技术积累等核心优势兑现在未来的市场竞争当中。

五、风险提示

行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨等。

插图目录

图 1: 我国商品住宅销售面积不断增长.....	3
图 2: 我国城镇化率已超 60%	3
图 3: 我国居民收入快速提升（单位：元）	3

图 4: “家电下乡”推动需求上升 (2011 年)	3
图 5: 我国城镇家庭空冰洗渗透率不断提升	4
图 6: 我国农村家庭空冰洗渗透率不断提升	4
图 7: 我国空调行业产能持续增长	4
图 8: 白电龙头在行业扩张期的典型渠道模式	5
图 9: 苏宁在低线市场门店数量偏低	5
图 10: 格力美的营收规模实现快速增长 (单位: 亿元)	5
图 11: 我国主要空调压缩机品牌产量 (单位: 万台)	6
图 12: 2015 年前双寡头份额稳步提升	6
图 13: 2018 年后空调行业增速放缓	7
图 14: 我国互联网电商快速崛起	7
图 15: 空调零售量线上占比逐渐提升	7
图 16: 空调线上线下价差显著 (单位: 元)	8
图 17: 线下渠道加价层级较多, 渠道效率较低	8
图 18: 近 10 年空调行业内销量与库存量同比增速序列	10
图 19: 2019 年空调行业价格战更加激烈	10
图 20: 2019 年空调原材料处于降价周期	11
图 21: 美的利用原材料降价周期加快生产	11
图 22: 美的缩减渠道层级后效率显著提升	12
图 23: 品牌库存/过去 12 个月平均内销量	12
图 24: 格力美的空调长期提价 (单位: 元)	12
图 25: 2018 年, 长尾品牌均价显著低于龙头 (单位: 元)	12
图 26: 2015 年后行业 CR2 并未继续提升	13
图 27: 线上渠道竞争更加缓和, 为长尾品牌留有空间	13
图 28: 奥克斯较早地开始探索线上渠道	14
图 29: 奥克斯空调出货量快速增长	14
图 30: 电商和网批为奥克斯贡献主要增量	14
图 31: 各品牌线上渠道产品均价	15
图 32: 美的均价降低后, 奥克斯市占率迅速降低	15
图 33: 奥克斯空调压缩机高度依赖美芝	15
图 34: 奥克斯空调毛利率逐步走低	15
图 35: 原材料构成格力主要营业成本	17
图 36: 空调各原材料成本占比	17
图 37: 格力具备完善的一体化产业链	17
图 38: 格力专利申请数和公布数逐年增加	17
图 39: 格力专利数量领先竞争对手	17
图 40: 空调十大品牌投票, 格力稳居第一	18
图 41: “格力”热搜排名空调行业第一 (8/27-9/3)	18
图 42: 价差扩大导致了格力份额走低	18
图 43: 格力渠道冗余加价显著高于美的	18
图 44: 格力现行渠道和物流体系	19
图 45: 美的现行渠道与物流体系	20
图 46: 海尔现行渠道与物流体系	20
图 47: 美的推行 T+3 模式, 周转效率大幅提升	20
图 48: 格力线上渠道发展史	21
图 49: 社交电商处于快速增长期	21
图 50: 格力直播带货成交额不断上升 (单位: 亿元)	21
图 51: 董明珠的店运营模式	22

分析师简介

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

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

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

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

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

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

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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

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

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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

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

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

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