

# 从小天鹅成功案例看空调格局变动

## ——家电行业每周观点 20190602

行业周报

### 增持（维持）

#### 分析师

金星（执业证书编号：S0930518030003）

021-52523878

[jinxing@ebscn.com](mailto:jinxing@ebscn.com)

甘骏（执业证书编号：S0930518030002）

021-52523877

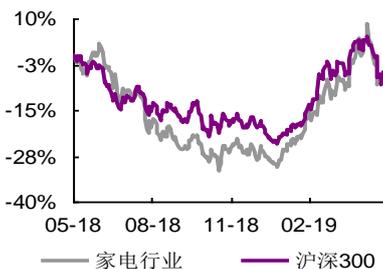
[ganjun@ebscn.com](mailto:ganjun@ebscn.com)

王奇琪（执业证书编号：S0930519050001）

021-52523880

[wangqq@ebscn.com](mailto:wangqq@ebscn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

#### 相关研报

空调变局，奥克斯表现如何？——家电行业每周观点 20190526

2019-05-26

从美的高歌猛进看空调行业的变化——空调行业专题思考

2019-05-21

空调销量增速维持 50%+，美的米家份额走强——家电行业 2019 年 4 月淘宝数据跟踪与解读

2019-05-13

2012 年之后白电行业进入相对稳定的龙头垄断周期，主要品牌的份额一般不会在中短期内发生较大的变化。但是最为典型的反例就是 2013 年后小天鹅在洗衣机领域的快速崛起以及 2019 年以来美的在空调领域的高歌猛进。那么，究竟是行业和公司的什么因素，带来了这样的格局变动。

◆回顾小天鹅的崛起：行业结构性变化为重要推手，主要竞争对手塑造相对宽松环境，公司产品+效率升级红利充分展现。

回溯小天鹅的市场表现：价格让利，份额走强。2014-2017 年是美的洗衣机市场份额快速增长的 4 年，根据中怡康数据，美的系销量份额从 2013 年的 19.0% 提升到 2017 年的 27.4%，并一举塑造了洗衣机行业的双寡头格局（海尔&美的）。而从对应时间段内的品牌均价数据来看：美的系品牌均价有一定幅度的让利，与行业龙头海尔之间形成了显著的价格落差。（2018 年后由于小天鹅品牌加大中高端产品线布局，均价提升较快）。

1、份额提升背后的行业抓手：滚筒升级的结构机会。我们认为，在相对稳定的洗衣机行业，美的系可以在短时间内实现份额的快速提升，行业的结构性变化是背后重要的推动因素。2012 年以来，洗衣机进入滚筒化升级的大周期，滚筒产品销量份额从 2012 年的 26% 提升至 2018 年的 51%，几乎翻番（中怡康口径）。

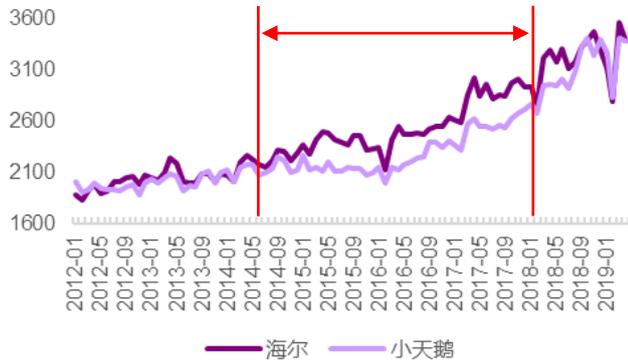
而美的的快速崛起正是以这样的结构性变化为抓手。相比门槛较低的波轮产品，滚筒内资品牌中海尔和小天鹅具备硬性的技术壁垒，龙头可以更好的通过价格战实现行业洗牌，美的也正是通过推出高性价比的滚筒产品，成功推升自身在滚筒领域的份额，并带动品牌整体份额的增长。如果没有这样的结构性变化，或许份额会有稳步提升，但过程将会更加缓慢。

2、竞争环境：主要竞争对手处于自身经营调整周期，美的快速崛起环境宽松。作为洗衣机领域的龙头，2014 年前，海尔在产品技术和市场份额方面有显著的领先优势。但 2014-2016 年期间，海尔自身渠道架构处于磨合和调整期，经营出现较大压力，因而对于“来势汹汹”的美的没有进行及时的反制和应对，美的的快速崛起获得了一个相对宽松的外部环境。

3、公司的内在能力：产品+效率双轮驱动为抓住结构性机会保驾护航。美的集团 2013 年后将战略重心确定为：产品+效率。同时在管理上充分放权，将小天鹅作为独立的事业部运营，出色的治理团队和独立的运营空间保障集团战略得以切实落地。公司在滚筒领域大展身手的背后还是来源于坚实的滚筒产品力的保障。公司研发支出从 2012 年的 2.4 亿，提升至 2017 年的 9.1 亿，占营收比例也从 3.5% 提升至 4.3%。而高性价比产品的“攻城略地”的支撑来源于生产端去除冗余无效的 SKU、渠道端实行“T+3”带来的效率提升，生产成本与渠道成本的节约保障了高性价比与公司利润率的稳步提升的兼容。

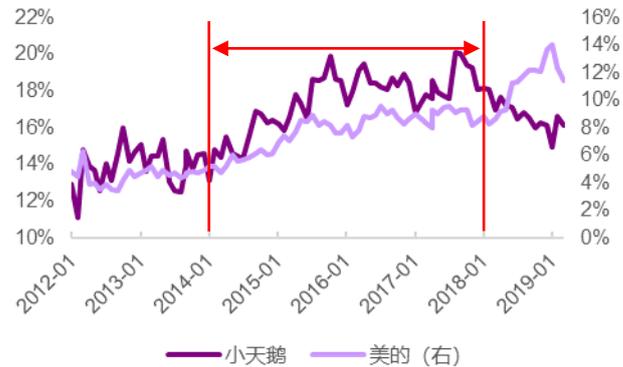
所以综合来看，行业的结构性机会、主要竞争对手竞争策略的宽松、小天鹅自身的改革进化红利是品牌份额快速提升的三个核心驱动。

图 1：海尔小天鹅产品均价走势对比



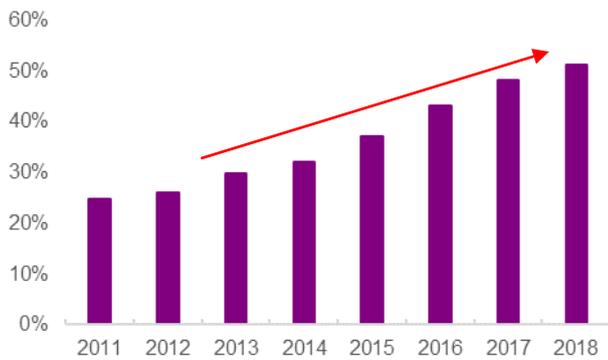
资料来源：中怡康，光大证券研究所，截止 19 年 4 月

图 2：小天鹅美的的洗衣机销量份额走势



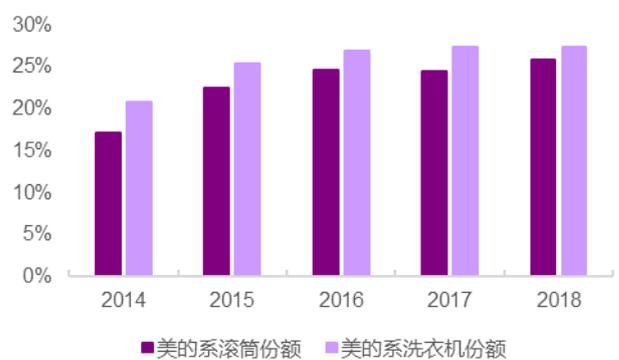
资料来源：中怡康，光大证券研究所，截止 19 年 4 月

图 3：滚筒洗衣机销量占比



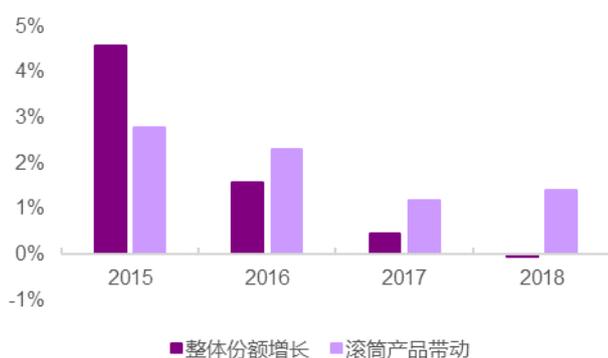
资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 4：美的系洗衣机在滚筒及整体市场中销量份额



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 5：滚筒销量份额提升支撑公司整体份额表现



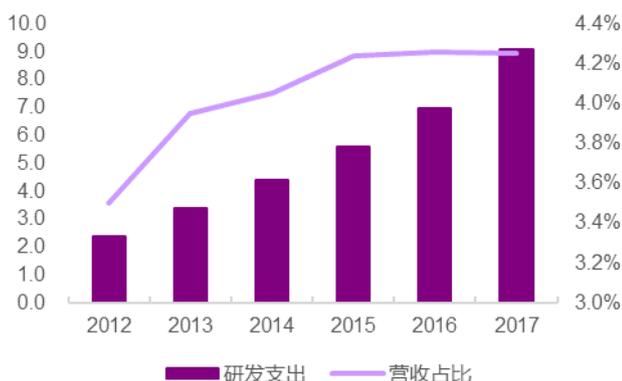
资料来源：中怡康，光大证券研究所测算。其中 2016 年后波轮等其他产品线对份额表现为负贡献，主要系整体波轮市场的萎缩，公司实际在波轮市场的份额表现保持稳健。

图 6：海尔在滚筒市场销量份额走势



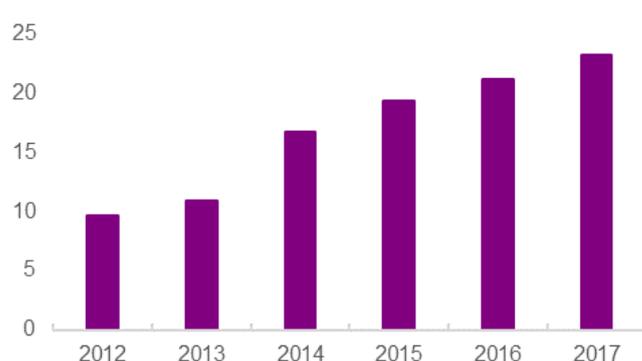
资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 7：小天鹅研发支出（亿元）及营收占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：小天鹅 ROE 走势 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆ 审视本轮空调格局变动：渠道下沉为行业结构性变化，美的积极拥抱渠道带来快速增长

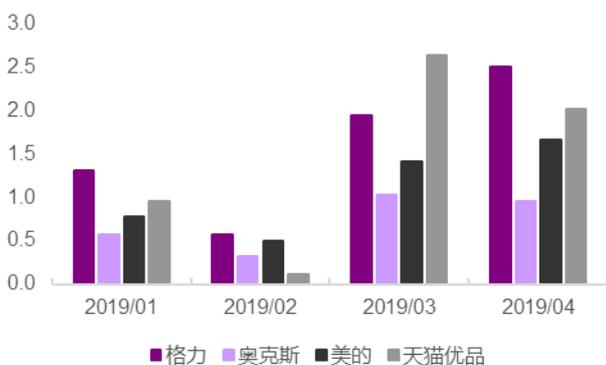
在完成了对小天鹅上轮崛起周期的回顾后，我们依次对照：行业结构变动、主要竞争对手策略和公司自身变化三个维度来对 2019 年以来空调行业格局的变动进行审视。

1、**空调行业最大结构性变化来源于渠道端：低线网批渠道快速放量。**与洗衣机行业格局变动类似的，2019 年以来空调行业同样存在显著的结构变化。只是并非来源产品结构，而是渠道端的变动。

**渠道快速下沉，高效网批渠道崛起。**对于低线级城市/农村市场来讲，过去粗放的层层分销体系带来的过高流通成本是阻碍产品普及的重要因素。但随着电商、物流的逐步发达，商品触达低线消费者的成本正在下降，而居民整体收入和消费水平的提升也使得品类普及被搬上议程，空调等普及空间仍在，需求刚性的家电品类需求正逐步释放。

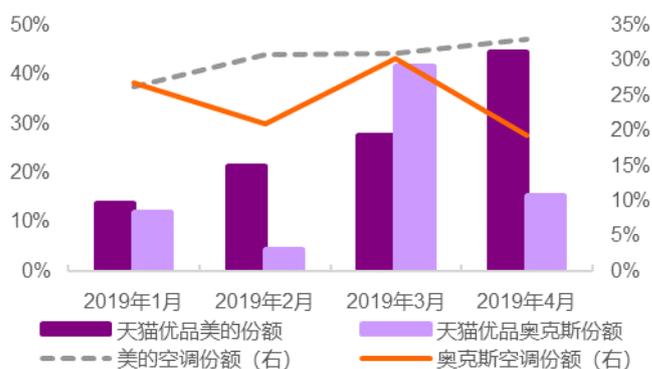
从具体数据来看，流通效率更高的三四线网批渠道正在高速增长：主打县镇市场的苏宁云加盟店从 2017 年的 39 家快速提升至 2018 年的 2071 家，并仍在快速扩张，而 2018 年 10 月营业的天猫优品店铺（定位农村淘宝的线上线下联动平台）在经过几个月的发展后，整体规模快速提升。所以在新渠道中份额表现好的品牌商在整体市场份额中也会表现更佳。

图 9：部分店铺空调销售金额（亿元）



资料来源：淘数据，光大证券研究所，品牌均为旗舰店口径

图 10：优品销售额份额与品牌整体份额表现相关度较高



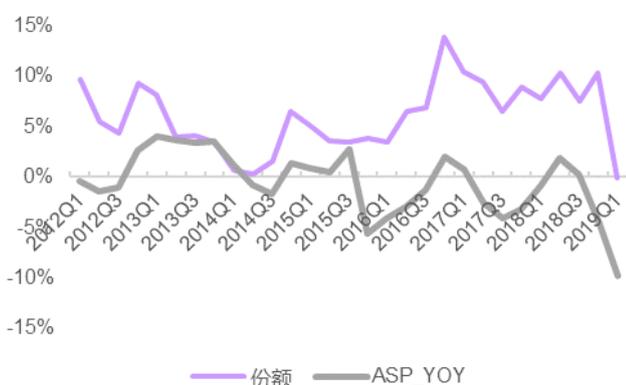
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

## 2、竞争环境：格力-美的产品均价差距拉大，格力对于新兴渠道投入较少。

弱成本周期下，格力 ASP 仍同比增长，两者产品价差拉大。2019 年以来美的对于多款热销产品进行“降价引流”，产品性价比快速提升。公司淘宝平台均价已与奥克斯基本相同，而同期格力均价同比有所上涨，两者价格落差快速拉大。从历史数据来看，作为空调领域的双寡头，格力美的的定价差异是影响各自份额的重要变量。

格力对于新渠道发力较少。相比较美的积极拥抱了新渠道，格力一直以来更为依靠传统的线下经销商体系，渠道间可能存在一定的利益掣肘；同时股权转让为公司现阶段的工作重心，所以对于本轮新兴渠道的崛起没有进行着重发力。

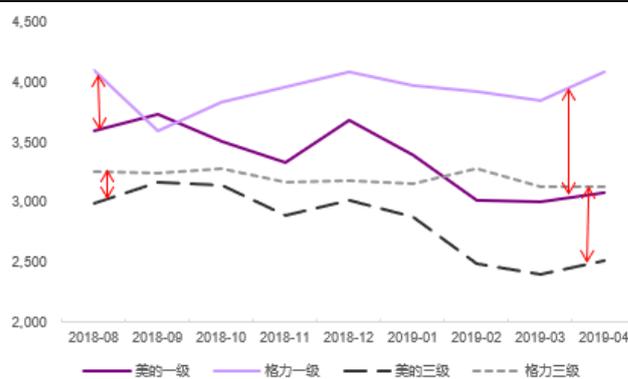
图 11：美的格力份额走势与两者定价策略相关度较高



资料来源：中怡康，光大证券研究所测算

注：份额指标为格力销量份额-美的销量份额；ASP\_YOY 指标为美的 ASP 同比增速-格力 ASP 同比增速

图 12：格力美的中怡康热销 1.5 匹变频挂机价格（元）



资料来源：中怡康，光大证券研究所

## 3、内在支撑：坚定的空调“T+3”与渠道效率再升级

空调事业部“T+3”变革保障终端价格竞争力。2016 年底美的集团将推动小天鹅变革的事业部领导调至空调事业部，推动空调的“T+3”变革。与小天鹅转型之后，渠道效率提升，渠道加价率降低所类似的。正是由于美的空调的快周转和低库存，一方面，成本红利快速展现，另一方面，渠道加价率降低，使得终端产品的价格竞争力显著提升。

致力传统渠道的进一步扁平，积极拥抱新兴渠道。随着公司“美云销”系统发展、安得物流仓储物流能力的提升，美的正进一步致力于渠道层级的扁平，已经基本去除代理商的物流仓储职能，尽可能实现公司与“小 B”端的直接对接。正是由于对传统渠道结构进一步的大力变革，在面对电商、网批等新型高效渠道的时候，美的可以更好的协调渠道间的利益，以更积极的心态拥抱新渠道并分享结构红利。

## 4、如何看待后续行业格局走势：格力制造与品牌壁垒依旧领先，但新周期中渠道变革将带来格局变动

格力产品与制造端护城河依旧最为深厚。空调作为耐用消费品的典型代表，更迭周期较长，产品品质和可靠性形成的代际口碑和品牌力粘性较强。龙头

的品牌力和口碑有显著的市场号召力。举例来看，美的在整体均价于奥克斯基本持平后，其份额表现显著强于对手。

格力在空调制造端的成本优势、产品可靠性和品牌口碑依旧是其最大的壁垒和优势。显著领先行业的利润水平、更低的KA扣点率、空调行业的“倒金字塔”结构就是最好证明（格力在空调领域的品牌力超过冰洗领域的海尔）。中长期来看，产品端的护城河与能力，是较难被颠覆的。

**但渠道效率升级与否可能带来新周期下格局变动。**格力在股权转让完成后对于新兴渠道会采取什么样的态度？美的空调业务能否复制小天鹅的成长历程，进一步逼近格力？对于美的的“来势汹汹”，格力会不会强势回击？这一系列问题都还需要继续观察并等待数据的检验。但可以确定的是渠道变革速度超出我们的想象，并且在低线城市需求占比提升的背景下，电商、网批等直达终端的高效渠道占比势必会继续提升，过去传统多层分销的代理商模式会进一步受到挤压。这可能是一个比洗衣机滚筒升级更迅捷更颠覆的结构性变化。而在行业结构性变化的趋势不可逆的背景下，若传统制造企业依旧死守低效粗放的层层分销模式，不仅会错失新渠道需求红利、终端产品价格竞争力也会下降，随着渠道结构的变动，稳定多年的行业格局发生变动也就并非危言耸听了。

#### ◆投资建议

从2019年以来的各个数据变化来看，渠道变革的速度比我们在18年渠道变革报告中所说的来的更加迅捷与猛烈。在2013年小天鹅的崛起后，我们在2019年又看到了渠道变革更加主动、对新渠道拥抱更加积极的美的在空调领域取得了不俗的增长，格局“一潭死水”的白电行业似乎有了新的变化。从制造端来看，龙头领先的品牌力、产品力仍是保障增长确定性的最深厚且短期难以颠覆的壁垒，但渠道变革将会驱动行业显著的结构变化，而在这一变化过程中，传统家电制造企业不同的应对方式可能将带来对行业格局的重新思考。

投资层面来看，近期市场因中美贸易争端、货币政策边际偏紧的系统性因素回调。但后续板块将从单纯的估值修复阶段逐步过渡到基本面驱动阶段，考虑到市场对板块盈利预期仍在底部，伴随需求逐季改善与成本红利带来的利润弹性，具备较大的预期差，我们继续建议把握系统性回调带来的布局机会。

个股建议关注三条主线：

- 1) 具备产业链定价权，年内有望充分享受成本红利，业绩确定性较高的龙头公司：美的集团（基本面向上动力充足）、格力电器（混改预期）、青岛海尔。
- 2) 具备弱周期属性，自身经营周期向上的小家电公司新宝股份、九阳股份。
- 3) 受益一二线地产销量回暖与三四线交房改善的中央空调、厨电、照明等板块：海信家电、欧普照明、华帝股份、老板电器。

## 周市场回顾

**市场表现回顾：**整体表现逊于大盘，家电所有细分板块除白电以外均有所上涨。本周沪深 300 指数+1.0%，家电板块整体-0.7%，行业表现逊于大盘。其中白电整机（-1.5%）、黑电整机（+1.6%）、厨电与小家电（+0.0%）、照明（+1.6%）、家电零部件（+1.0%）。

## 本周板块表现

表 1：家电行业及子板块市场表现

	家电板块	沪深 300	白电整机	黑电整机	厨电与小家电	照明	家电零部件
本周表现	-0.7%	1.0%	-1.5%	1.6%	0.0%	1.6%	1.0%
年度至今	27.1%	19.6%	34.7%	28.9%	20.1%	9.4%	6.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 本周个股表现

表 2：家电行业个股表现

	上涨前五		下跌前五	
第一名	和晶科技	12.9%	海联金汇	-6.5%
第二名	英唐智控	11.3%	老板电器	-6.2%
第三名	奋达科技	10.3%	九阳股份	-4.5%
第四名	中科新材	9.0%	华帝股份	-4.4%
第五名	海立股份	7.7%	澳柯玛	-3.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所

### ◆风险提示：

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
- 2.地产销量出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升，毛利率下降。

## 行业重点上市公司评级与估值指标

证券代码	公司名称	流通A股 (百万)	当前 股价	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	上次	本次
000333	美的集团	6,463	49.60	3.08	3.54	3.97	16.1	14.0	12.5	买入	买入
000651	格力电器	5,971	52.31	4.36	4.88	5.35	12.0	10.7	9.8	买入	买入
600690	青岛海尔	6,097	15.90	1.21	1.30	1.43	13.1	12.2	11.1	买入	买入
000921	海信家电	902	12.40	1.01	1.21	1.38	12.3	10.2	9.0	买入	买入
603515	欧普照明	128	32.57	1.19	1.40	1.74	27.4	23.3	18.7	买入	买入
002508	老板电器	935	25.37	1.55	1.75	1.95	16.4	14.5	13.0	买入	买入
002035	华帝股份	783	11.67	0.77	0.90	1.07	15.1	13.0	10.9	买入	买入
002242	九阳股份	762	20.21	0.99	1.07	1.24	20.4	18.9	16.3	增持	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价为 2019-5-31 收盘价

## 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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中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，本公司的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，本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。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。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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼