

家电行业

看好（首次）

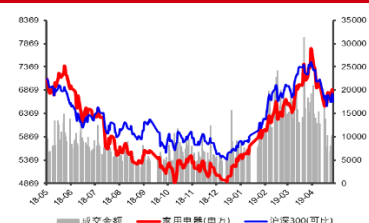
市场数据（2019-06-06）

	行业指数涨幅
近一周	-1.65%
近一月	-7.86%
近三月	-3.01%

重点公司

公司名称	公司代码	投资评级
格力电器	000651	强烈推荐
青岛海尔	600690	强烈推荐
美的集团	000333	强烈推荐

行业指数走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

贾俊超

执业证书编号：S0070517080001

电话：010-83991736

邮箱：jjajc@grzq.com

相关报告

三大白电龙头比较：别具一格，各领风骚

——家电行业专题研究

投资要点

- 格力电器：在单一领域的极致化发展铸成了强大的品牌护城河。**严苛的品控制度和产品可靠性，是其品牌力逐步增长的主要原因。品牌力离不开研发支持，格力坚持“自主创新”的研发战略，这种根植于DNA里的倔强，也是其把空调做到极致的主要原因。渠道方面，格力对下游渠道的把控能力毋庸置疑，但近些年在新零售的渠道变革冲击下，格力的多层渠道压货模式仍受市场的质疑，但对空调这种季节性产品，渠道的压货模式仍具有其存在的意义，短期无需担忧。担忧是格力面临单一化业务的瓶颈，未来如何开拓新的业务是它要面临的难题。
- 美的集团：强调主动变革，来适应新的趋势和环境。**渠道方面，美的推广T+3，积极拥抱新零售。相比格力只掌控渠道代理，美的野心是掌控所有终端零售，进而线下渠道全部实现网批模式。长期看，美的T+3布局需要全产业链的配合，具有相当的壁垒，这也将成为美的重要的竞争力。多元化方面，美的集团过去历史业绩表现优异，多元化业务使其具有较强的抗风险能力，而且并购库卡借助机器人产业开启自己的第二赛道。在研发方面，公司建立中央研究院整合集团研发资源，核心诉求是推动公司产品结构往高端化升级，结合美的对研发的投入积累，目前已经完全有能力来提升产品力。
- 青岛海尔：最先拥抱渠道变革的企业。**渠道方面，与格美不同的是，海尔很早就提出零库存下的按需即供的渠道模式，通过自建渠道，打通端到端的供应链。但由于其自营渠道销售费用投入较高以及渠道的持续整合，直到15年以后才有所改善。海尔冰箱、洗衣机内销市占率均为第一，其中研发功不可没，虽然从研发投入上看海尔规模小于格美，但我们更需要关注其与众不同的研发模式，即借助外部的力量做研发，包括研发的全球化和供应链模块化，这种模式对于其提升研发效率具有重要的意义。我们认为，未来随着国内渠道效率逐步提升以及持续的研发投入产品升级，公司仍将实现平稳增长。

目 录

1. 基本面：美的、海尔多元化布局最好，格力财务指标最突出	5
1.1 主营业务：不同的发展路径，不同的多元化的选择	5
1.2 收入状况：格力依靠内生增长，美的、海尔则靠外延	6
2. 市场竞争：从渠道、品牌、研发比较三大龙头	9
2.1 渠道格局演变推动产业变革，白电龙头渠道或出现分化	9
2.1.1 渠道变革打破原有产业链价值分配，给小厂商弯道超车机会	9
2.1.2 家电渠道变革方向：从分销模式走向高效零售，线下竞争将成为主战场	10
2.1.3 美的、海尔积极布局新零售，而格力渠道改革少有动作	11
2.2 品牌：消费品最深的护城河，白电龙头优势明显	13
2.2.1 品牌力与市占高度相关，口碑和销量成为消费者决策最好依据	13
2.2.2 对于白电龙头而言，品牌将成为其最重要的护城河	14
2.3 研发是产品持续创新的动力，三大龙头各有优势	16
2.3.1 青岛海尔：开放式创新的研发模式，强调协同互助	16
2.3.2 格力电器：更技术流的企业，强调自主创新	17
2.3.3 美的集团：设置中央研究院整合研究资源，加大研发创新力度	17
3. 估值分析与投资建议	19
3.1 外资持续进入有望驱动家电龙头估值提升	19
3.2 投资建议	21
4. 风险提示	22
4.1 宏观经济增速放缓导致需求下降风险	22
4.2 行业竞争加剧导致的价格战风险	22

插图目录

图 1: 空调是格力电器的核心业务	5
图 2: 并购库卡, 美的拓展非相关多元化与业务	5
图 3: 青岛海尔各大类家电发展较为均衡	5
图 4: 收入规模上, 美的领跑, 格力居中 (亿元)	6
图 5: 三大白电公司的收入增速情况 (%)	6
图 6: 利润规模上格力略超美的, 远超海尔	6
图 7: 三大白电公司业绩增速情况 (%)	6
图 8: 近 10 年来销售毛利率情况对比	7
图 9: 近 10 年来销售净利率情况对比	7
图 10: 三大白电 ROE 比较: 格力最高、美的次之, 海尔最小	7
图 11: 应收账款周转率格力远超美的、海尔	8
图 12: 货币资金占总营收之比, 格力最高	8
图 13: 2015 年以后, 美的存货周转率开始领先	8
图 14: 三巨头持有货币资金情况, 格力现金流充裕	8
图 15: 2018 年空调线上、线下品牌份额占比	9
图 16: 空调产业链价值拆分 (核心零部件占成本比重比较大)	9
图 17: 奥克斯空调销量从 16 年以来大幅增长	10
图 18: 三大龙头销售人员数量对比 (单位: 人)	11
图 19: 三大龙头销售人员占总员工的比例 (%)	11
图 20: 美的集团渠道改革前后的对比	12
图 21: 青岛海尔营销渠道更为扁平化	12
图 22: 格力电器的渠道体系	13
图 23: 品牌心智金字塔和理论上市场份额的分布	14
图 24: 空调龙头市占率变化情况 (%)	15
图 25: 冰箱龙头内销市占率变化情况 (%)	15
图 26: 空调分品牌价格对比情	15
图 27: 冰箱分品牌价格对	15
图 28: 三大白电龙头的毛利率显著高于二线品牌 (%)	15
图 29: 三大龙头的净利率显著高于二线品牌 (%)	15
图 30: 三大白电公司研发支出变化情况 (万)	16
图 31: 三大白电公司研发人员变化情况	16
图 32: 海达源平台的零部件需求	16
图 33: 消费板块加仓比例较大	19
图 34: 格力电器北上资金净买入 (2019 年 1-5 月)	19
图 35: 美的集团北上资金净买入 (2019 年 1-5 月)	19
图 36: MSCI 纳入时间表	20
图 37: 截止 2019 年 5 月 17 日, 国内及海外家电个股 PE (TTM) 估值对比	20

表格目录

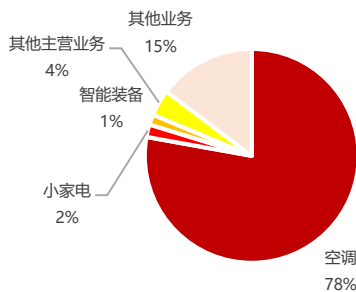
表 1：目前重点龙头公司的数据化系统一览	10
表 2：高低频次产品特征对比	14
表 3：美的股票期权激励计划中研发人员期权比例	18
表 4：重点推荐企业业绩、估值情况	21

1. 基本面：美的、海尔多元化布局最好，格力财务指标最突出

1.1 主营业务：不同的发展路径，不同的多元化的选择

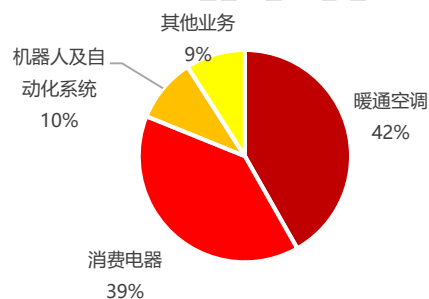
格力电器专注空调领域发展，空调业务占整个收入的 78%以上。与之不同的是，美的集团与青岛海尔均已成功实现多元化发展。美的集团在 2017 年并购德国库卡进入机器人领域后，其收入组成为消费电子占比 39%，暖通空调占比 42%，机器人及自动化系统占比 10%；青岛海尔通过集团母公司增资、外延式并购，其收入组成为冰箱占比 30%，空调占比 20%，洗衣机占比 17%，厨卫占比 14%，业务占比较为均衡。

图 1：空调是格力电器的核心业务



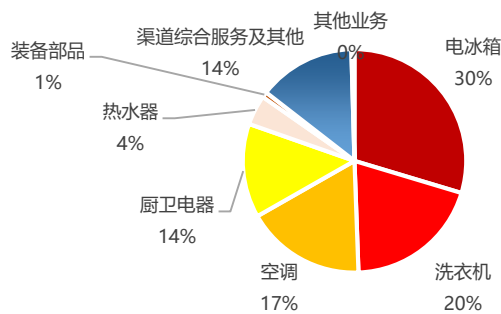
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2：并购库卡，美的拓展非相关多元化与业务



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 3：青岛海尔各大类家电发展较为均衡



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

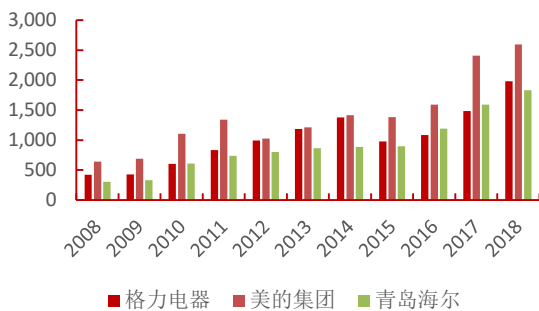
在单一领域的极致化发展铸成了格力电器强大的品牌护城河。目前空调是家电里最具成长空间的品类，只要格力未来深耕空调，仍有较大的增长空间；当然，公司也在尝试多元化发展，包括收购晶弘冰箱、建立洗衣机生产基地、推出格力手机、智能制造、芯片等业务，相比空调业务，这些业务规模尚小，更多是出于未来生态战略考虑布局。美的与海尔的多元化业务做的比较出众，这两家公司在原有业务稳定发展的同时不断挖掘新的业务：美的集团借助机器人产业开辟第二赛道；海尔在冰洗业务的基础上，国际化布局较为完善。

1.2 收入状况：格力依靠内生增长，美的、海尔则靠外延

从 2008 至 2018 年，美的集团、格力电器、青岛海尔的营业总收入 GAGR 全都超过 10%，其中格力（17%）<美的（15%）<海尔（20%）；归母净利润增速方面，海尔（25.49%）<美的（29.56%）<格力（29.74%）。三巨头为保持规模增长，海尔陆续收购美国 GE 家电业务、意大利 CANDY，进行全球赛道的布局；美的收购德国机器人公司库卡，开启新赛道；格力多元化也是动作频频，包括冰箱、洗衣机、小家电等品类等业务，但与美的、海尔不同的是，格力的增长为自主发展。

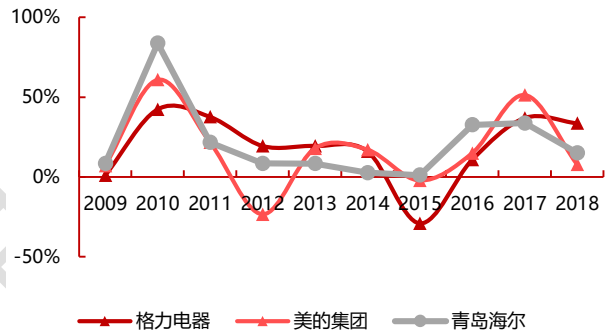
美的集团依靠内生与并购实现规模的扩张，利润也紧跟规模同步发展，十年间净利润提高 12.46 倍。不同于美的、海尔的外延式发展，格力电器仅靠空调业务的内生增长净利润提高 12.1 倍，并且在净利润规模上大幅超过美的，约 3.5 倍于海尔。

图 4：收入规模上，美的领跑，格力居中（亿元）



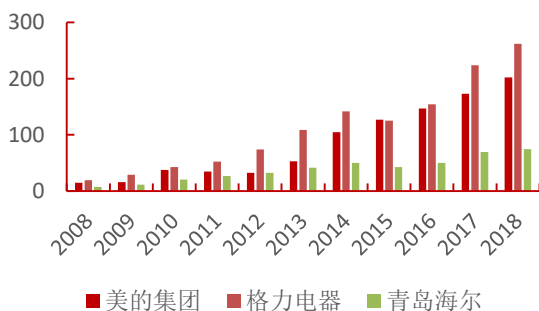
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 5：三大白电公司的收入增速情况（%）



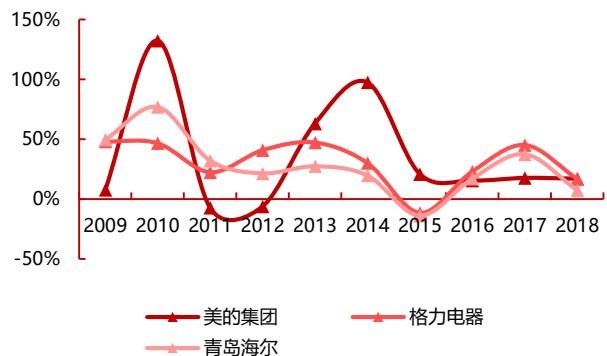
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 6：利润规模上格力略超美的，远超海尔



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 7：三大白电公司业绩增速情况（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

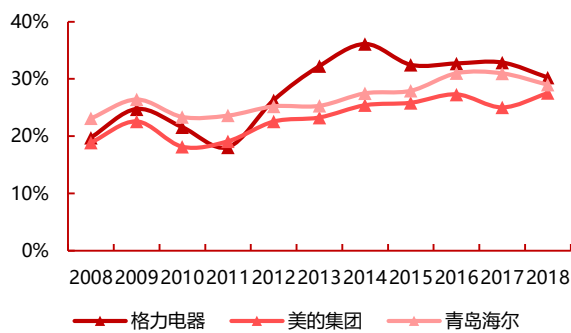
毛利率方面，格力从 12 年以来一直高于海尔和美的，但在 18 年幅度有小幅收窄；而销售净利率方面，格力也是一直高于美的和海尔，并且在 15 年以后与美的、海尔的幅度逐渐拉开，海尔一直维持高毛利率、低净利率的水平。从 2008 年至 2018 年，毛利率增长情况分别是，海尔(+5.9pct)<美的(+8.7pct)

<格力(+10.5pct);净利率增长情况分别是,海尔(+2.1pct)<美的(+4.2pct)<<格力(+8.6pct)。值得注意的是,专业化经营发展的格力电器毛利率和净利率提高最多。我们认为,格力毛利率、净利率的优势,一方面来自于稳定的市场地位和规模优势;另一方面,渠道稳固且把控力极强,整体期间费用可控。

美的集团的毛利率和净利率低于格力电器,与其多元化业务发展、外延式并购费用率高有较大提升。但与海尔不同的是,美的集团在一系列国内外并购事件后毛利率与净利率仍能保持增长,与公司大力推行 T+3 模式,进行渠道改革等因素有关。

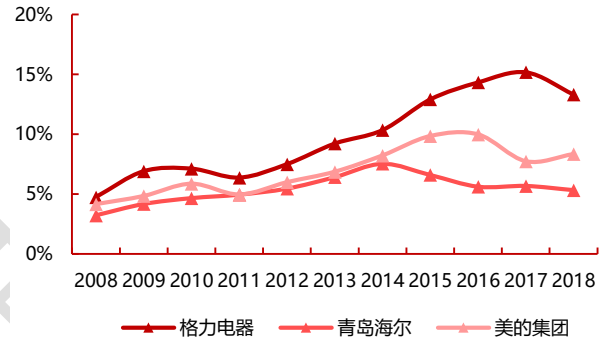
青岛海尔的净利率在三者中排最末,与其公司期间费用较高有关,主要原因是其高端品牌建设及海外市场布局带来的高费用支出,相比格力、美的,海尔自建的渠道使承担着较高的渠道费用,后续随着渠道梳理逐步完成,未来渠道优化带来期间费用率的降低将成为公司业绩增长的一个看点。

图 8: 近 10 年来销售毛利率情况对比



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

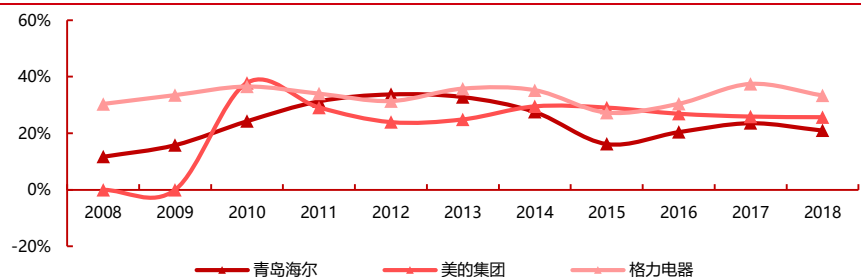
图 9: 近 10 年来销售净利率情况对比



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

ROE 方面, 2018 年, 格力电器、美的集团、青岛海尔 ROE 分别为 33.40%、25.80%、20.78%, 在家电企业里面居于前列。格力电器 ROE 较高主要受益较高的净利润率水平。美的集团 ROE 低于格力、高于海尔, 主要在于总资产周转率高于格力电器。青岛海尔 ROE 较低主要在于较低的净利率水平的影响。

图 10: 三大白电 ROE 比较: 格力最高、美的次之, 海尔最小

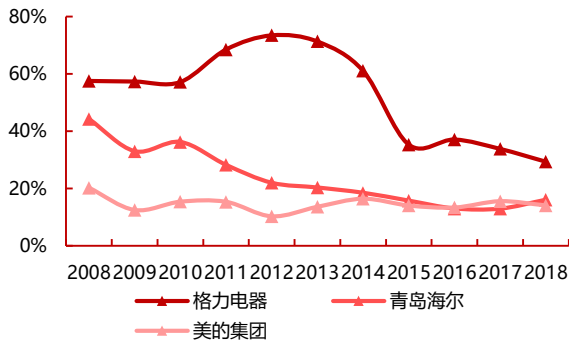


数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

从应收账款周转率来看, 格力高达 29%, 是美的和海尔的两倍不止, 格力对销售渠道的强话语权使得其现金流非常充裕。截止 2018 年报, 格力持有货币资金 1131 亿元, 远远超过美的的 279 亿元和海尔的 375 亿元, 这部分资金

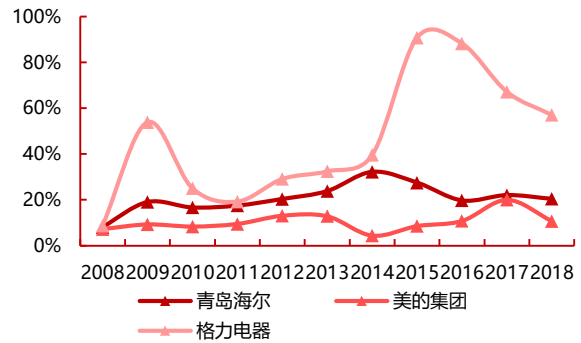
占营业总收入之比分别为格力 57%、海尔 20%、美的 11%。从存货周转率来看，2015 年开始美的开始领先于格力和海尔，主要与其内部实施的“T+3”等措施，提升产业链的效率有关。

图 11：应收账款周转率格力远超美的、海尔



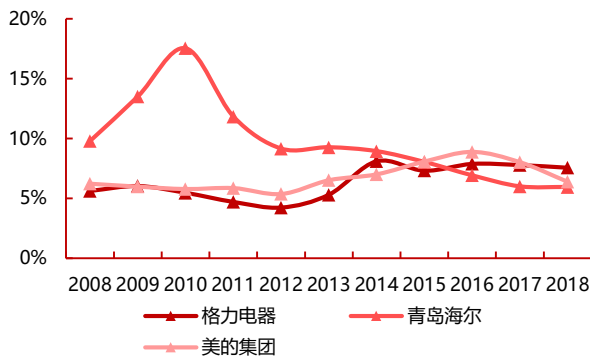
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 12：货币资金占总营收之比，格力最高



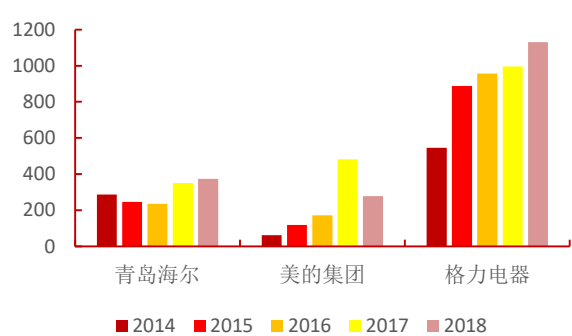
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 13：2015 年以后，美的存货周转率开始领先



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 14：三巨头持有货币资金情况，格力现金流充裕



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

总体来看，格力受空调行业的增长以及良好的竞争格局，近 10 年来实现了较高的增长，但单一空调业务受地产和库存周期影响较大，尤其是 2015 年，出现了房地产景气度下行+行业库存积压严重的情况，格力由于渠道主动去库，导致营收和利润分别同比下降 29.04%和 11.46%，但拉长来看，格力的利润复合增速远好于美的、海尔，表现最为亮眼；相比之下，多元化的美的集团表现出一定的抗风险能力，2015 年营收 1393 亿元，同比微跌 2.28%，净利润同比增长 21%。在逆境之下，美的表现优于格力与海尔，主要原因是其多元的产品结构（尤其是冰洗，受地产影响小），能够抵御地产周期的波动，由此可见，多元化业务能够在一定程度上平抑周期的波动，但在增速的弹性上，可能略显不足。

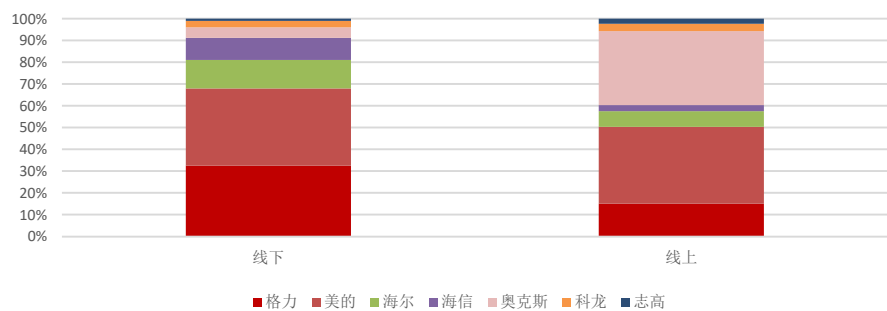
2. 市场竞争：从渠道、品牌、研发比较三大龙头

2.1 渠道格局演变推动产业变革，白电龙头渠道或出现分化

2.1.1 渠道变革打破原有产业链价值分配，给小厂商弯道超车机会

近些年家电渠道格局最大的变化即是电商渠道的占比大幅提升。主要在于电商解决了传统龙头线下渠道的信息不透明缺点，打破了传统厂商的渠道优势，给行业新进入者实现弯道超车的机会，因此我们可以看到一些产品，开始从线上突破，如近年来的奥克斯。

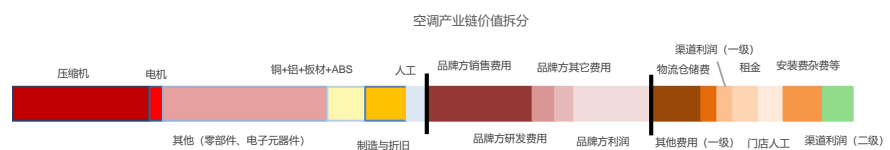
图 15：2018 年空调线上、线下品牌份额占比



数据来源：奥维云网，国融证券研究与战略发展部

对传统的渠道来讲，厂商只对接渠道，很少直接掌控下游零售信息。同时厂商方面，主要由生产驱动销售，库存水平高导致仓储物流、资金成本高企。最重要的是，渠道层级多，各级均有较多的人员、费用及相应利润。因此，传统分销模式的低效导致了早期家电过高的流通成本。我们从下图可以看出，制造端成本仅占商品价值的 42%左右，消费者为渠道支付了近 25%的成本。

图 16：空调产业链价值拆分（核心零部件占成本比重比较大）



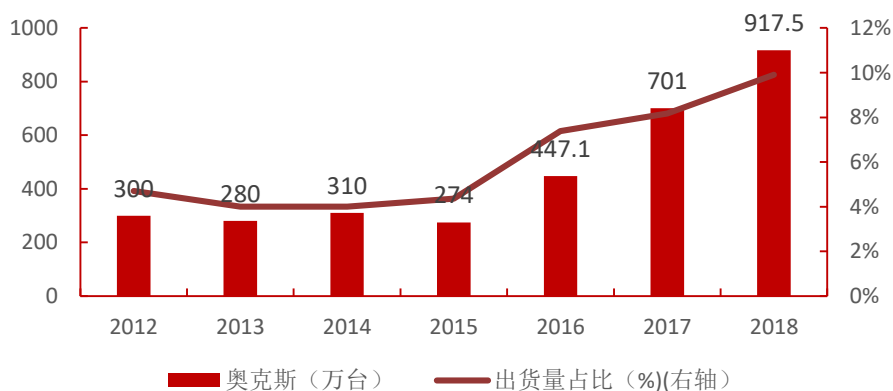
数据来源：据招股说明书整理，国融证券研究与战略发展部

渠道变革对竞争格局的影响：即通过打破原有产业链的价值分配，给新品品牌突破的空间与机会。近年来，家电各子行业，均出现了因电商崛起导致的品牌格局变化，即使是制造与产业链壁垒相对强势的白电产业，也出现了奥克斯这样的黑马。2016 年前奥克斯销量一直在 300 万套规模徘徊。2016 年以来，奥克斯依靠电商发展的浪潮，其低价产品通过线上渠道快速放量，市场份额不断提升，2017 年就实现了电商渠道产品销量行业第一的名次。同年公司加大产

能投放，空调产能由原来的 700 万套提升为 1200 万套。截至 2018 年底，奥克斯内销出货份额达 9.9%，出货量 917 万台，几乎与行业第三的海尔不相上下。

奥克斯又是怎样实现弯道超车呢？我们认为主要是：宽松的竞争格局和电商渠道红利。1) 2016-2018 年，龙头更注重提升盈利水平而不是份额（18 年 CR2 相比于 15 年下降 8 个百分点），在低端市场，给奥克斯等小厂商提供发展的温床。2) 电商对传统渠道而言，最核心的特点是渠道效率高（渠道层级少），从而在价格这一渠道比拼的关键维度上产生了优势。所以主要依托线上渠道进行销售的奥克斯能够以更低的成本和更高的效率，将产品输送至下游零售端，进而快速打开低价市场。

图 17：奥克斯空调销量从 16 年以来大幅增长



数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

2.1.2 家电渠道变革方向：从分销模式走向高效零售，线下竞争将成为主战场

之前我们分析过传统渠道的分销模式的主要不足点，由于目前线上渠道模式基本已经成熟，未来渠道的竞争，将更多集中于线下的渠道改革上。我们认为线下渠道改革更多的将从以下几个方面入手：

1. 打通全渠道的信息流，以需定产，实现效率提升

从分销转向零售，打通渠道的信息流至关重要。这样带来的好处显而易见，打通以后，厂商可以了解终端零售情况以及产业链库存水平，以根据下游订单来驱动生产，而且能够把握下游需求变化，做出符合客户要求的优质产品，同时能够降低整条产业链上的库存水平，提升周转率。近些年，领先的龙头公司已经开始加大渠道 IT 系统的建设。例如海尔的巨商汇、e-store 系统，易理货系统；美的集团的“美云销”系统等。

表 1：目前重点龙头公司的数据化系统一览

公司	代理商进销存系统	二级客户进销存系统
美的集团	美云销	美云销
青岛海尔	巨商汇、E-store	易理货

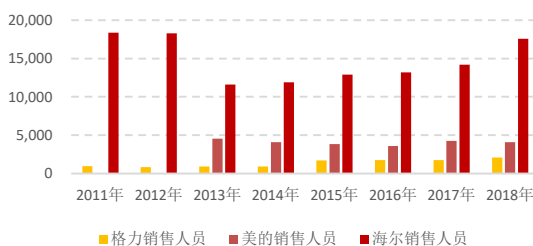
数据来源：渠道调研，国融证券研究与战略发展部

2. 打通供应链，全面掌控终端零售

1) 打通供应链：将“需求反馈与订单、生产制造、仓储物流配送”一整条供应链全面打通。这样不仅减少了渠道的层级，而且降低了库存及仓储费用，提升了整条产业链的效率。例如在物流方面，美的、海尔目前均有独立的物流、仓储公司，从而实现工厂到用户的直配。

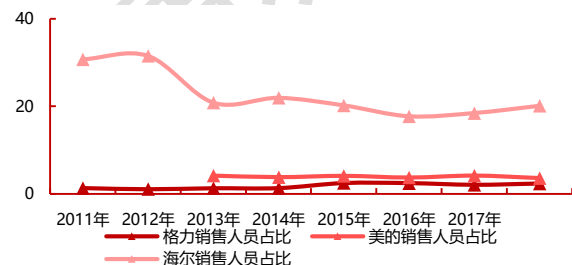
2) 全面掌控终端零售，优质公司壁垒会更强。随着企业自身物流体系逐步加强，代理商的分销工程将逐步弱化，取而代之的是代理未来更加偏向于运营。而对于终端零售，可能会出现厂商独自管理（海尔模式）或者仍以渠道管理为主的模式（渠道由代理转为运营）。真正做到“高效零售”，需要较高的投入与管理门槛，优质公司的壁垒会变得更强大。要实现“高效零售”，需要IT、物流、供应链的持续投入与整合，不仅仅是投入多少钱的问题，而且还需要管理下沉到C端，未来品牌商需要投入更多的销售管理人员，建立精细化的管理模式。例如渠道模式相对扁平的海尔，销售人员数量要高于格力、美的。

图 18：三大龙头销售人员数量对比（单位：人）



数据来源：公司年报，国融证券研究与战略发展部

图 19：三大龙头销售人员占总员工的比例（%）



数据来源：公司年报，国融证券研究与战略发展部

2.1.3 美的、海尔积极布局新零售，而格力渠道改革少有动作

1) 美的集团：渠道变革持续推进，由洗衣机品类逐步拓展到空调业务。13年之前，美的渠道一直都采取的是渠道代理制，由批发商带动零售商，制造商负责促销，但不直接向零售商供货。13年以来，美的开始进行渠道改革，在行业内首推T+3模式，这个模式在洗衣机品类中应用非常好，直接推动了洗衣机等产品的产品销量和份额的大幅提升。在洗衣机品类的成功经验指引下，2018年美的全面启动空调事业部的“T+3”变革。

美的“T+3”渠道变革的核心环节主要是大物流平台建设和“美云销”的渠道信息平台铺设。物流平台建设方面，核心内容是通过子公司安得物流整合代理商仓库，实现工厂到用户的直配，从而颠覆传统流通通路“中心仓—代理商仓—终端门店”的物流模式，提升渠道流通效率。渠道信息平台推广方面，主要是将下游零售订货全部统一在“美云销”系统，改变传统的零售商向经销商订货的模式，从而实现厂商直接掌控终端零售的信息情况。未来理想状态下，美的零售商也能够通过系统直接向工厂下单，区域销售公司的职能也开始侧重市场运作，完成分销商向服务运营商的转变。我们认为，美的推行的渠道变革虽然缓慢，但终将到来，T+3的布局需要全价值链的配合，是具有相当壁垒的一个模式，在家电行业众多渠道转型的企业中，毫无疑问美的走在前列。

图 20：美的集团渠道改革前后的对比

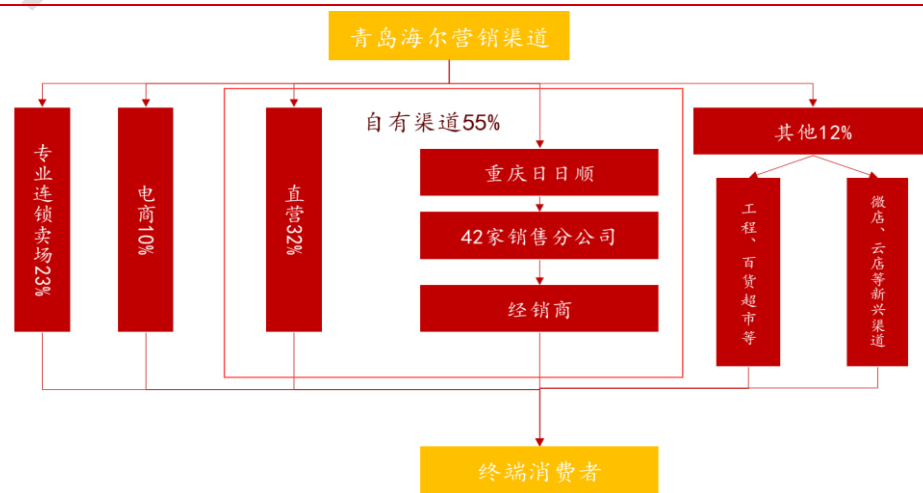


数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

2) **青岛海尔：打通端到端的供应链，完成人单合一体系的闭环。**海尔早在 2007 年就开始启动“人单合一”的变革，提出零库存下的即需即供的目标。所以我们看到，海尔为了推行“端对端”供应链改革，很早就开始自建销售公司（各地的工贸公司），通过工贸来直面终端零售；青岛海尔渠道的扁平化使销售模式实现了从压货式销售到以销定产的转变，但海尔因其自营渠道销售费用投入较大使其销售费用率较高。同时，但内部管理的混乱以及渠道的持续整合，导致海尔错过了增长的黄金期。

渠道信息化方面，海尔通过“巨商汇”、“易理货”平台连接经销商，实现数据共享，海尔借助其数字化营销系统，所有经销商都在线上完成进货、对账、培训，其运营效率大大提升。**物流建设方面**，海尔通过自建日日顺物流，实现工厂到用户的直配，从而颠覆传统流通通路“中心仓—代理商仓—终端门店”的物流模式。2018 年底，海尔在全国范围内共有 8000 多家县级专卖店、30000 余家乡镇网络。作为渠道变革比较超前的企业，之前渠道效果显现较慢主要在于治理方面的问题，2015 年逐步理顺之后，我们看到公司产品的份额和销量有明显的提升，但我们看到海尔目前渠道营销费用相比格力、美的仍较高，后续随着渠道治理的理顺，经营效率以及相应的成本改善将成为可能。

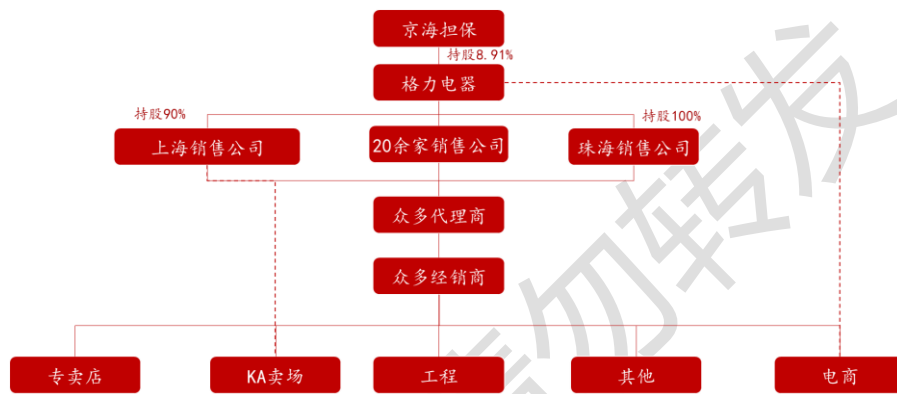
图 21：青岛海尔营销渠道更为扁平化



数据来源：渠道调研，国融证券研究与战略发展部

3) 格力电器：线下渠道以自营为主，电商、KA 渠道为辅。在 2004 年国美宣布全线清理格力产品后，格力电器开始尝试全面自建营销渠道，与各省市的大经销商联合出资成立股份制区域销售公司，由各地销售公司负责销售政策的制定、市场开拓以及售后管理等等；在此渠道体系之下，格力空调渠道体系整体以自营渠道为主，并不过于依赖 KA 与电商。

图 22：格力电器的渠道体系



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

而目前市场对于格力的传统渠道模式存在一定的质疑，主要是面对扁平化的电商渠道或者网批模式的竞争，其传统的线下渠道层级偏多是否会影效率？我们认为作为空调品来讲，这种模式的存在仍具有其合理性。主要在于空调产品存在明显的淡旺季销售特征，格力可以通过强大的渠道库存来平衡需求端与生产端的矛盾，从而实现最优的生产效率；此外，从管理的角度来讲，格力庞大的销售规模也有一定的影响，即在公司收入规模大、终端客单数量较多情况下，扁平化渠道结构会给公司管理上带来较大难度，因此增加渠道层级以承担批发、仓储以及管理等职能是厂商的合理选择。但是长期来看，格力相比于美的、海尔，虽然对渠道具有强力掌控，但不代表其能够强力掌控终端零售，这对于其营销策略以及产品排产仍会有影响。所以，基于信息化时代下流通环节效率逐步提升，格力也需顺应时代变化对渠道进行主动优化调整。

2.2 品牌：消费品最深的护城河，白电龙头优势明显

品牌的知名度源于渠道的营销和销售网络的铺设，品牌的美誉度源自公司对产品质量的把控以及对品类的创新。强有力的品牌力是影响消费者偏好和提升公司市场占有率的核心。

2.2.1 品牌力与市占高度相关，口碑和销量成为消费者决策最好依据

消费者在选购商品时对不同品牌会有排序。排序等于品牌在顾客心智的占比，品牌被选择的概率对应其市场份额，随着排序逐级递减，顶端一般为该品类中的行业领先者。定位理论认为：一般消费者最多不会记住同一品类超过七个品牌。

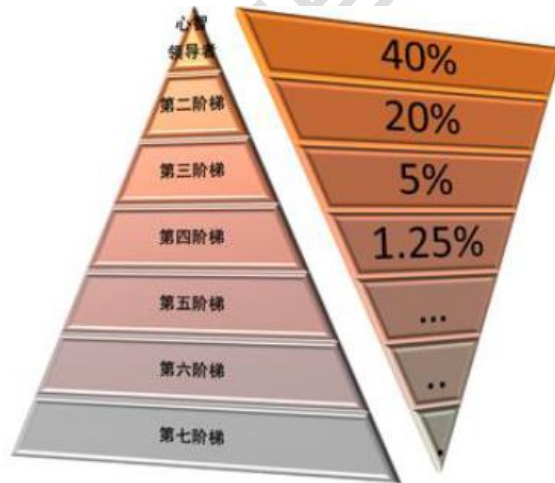
表 2：高低频次产品特征对比

消费频次	购买决策	产品特征	代表品类
高频次产品	决策时间短，价格敏感度不高，相对敏感	寿命短；购买高重复；更新快；价格低	日用品、食品饮料等
低频次产品	决策时间长，对价格敏感，相对理性	购买低重复；产品耐用；专业；技术发展慢；价格高	房地产、汽车、大家电等

数据来源：国融证券研究与战略发展部

当消费群体心中对品类有了品牌认知之后，七个品牌最终在消费者心智中往往会演化为两个头部品牌占领过半市场的格局，在这个演化过程中，一般由高端品牌和高性价比品牌占领大部分份额形成 M 型消费，满足了大部分需求，其他处于两者之间的品牌会遭到挤压。高度成熟的同质化市场中，领导品牌市场份额是第二名的两倍，第三名是第二名的 1/4。这个顺序往往就是品牌进入心智的顺序，所以对于企业来说，抢先占领心智比抢占市场份额更易操作，也更直接。

图 23：品牌心智金字塔和理论上市场份额的分布



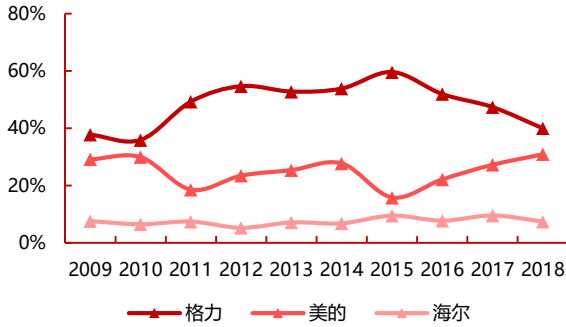
数据来源：特劳特，国融证券研究与战略发展部

2.2.2 对于白电龙头而言，品牌将成为其最重要的护城河

口碑和销量成为消费者做出购买选择决定的最好依据。尤其是家电等耐用产品的消费者，产品的比较成本较高且很难提前全面体验，这就使得口碑和销量对于消费者执行购买决定起到了重要作用。

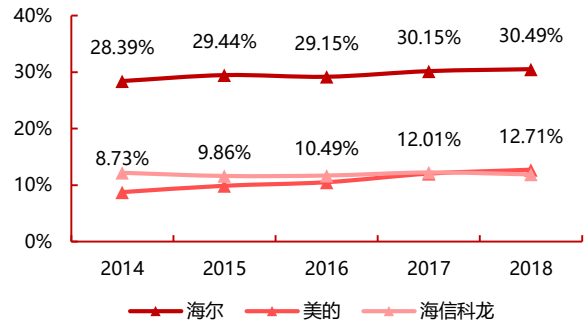
对于家电龙头企业而言，品牌价值建设对于提高公司知名度，提升市场占有率有显著作用，而且品牌溢价也使得家电龙头盈利水平明显优于二三线家电企业。因此品牌价值建设的过程也是不断加强家电企业竞争壁垒的过程。我们看到，近年来，格力、美的、海尔等龙头公司借助于强大的品牌影响力和广覆盖的渠道分销能力，在空冰洗等领域的市占率逐年提升。

图 24：空调龙头市占率变化情况（%）



数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

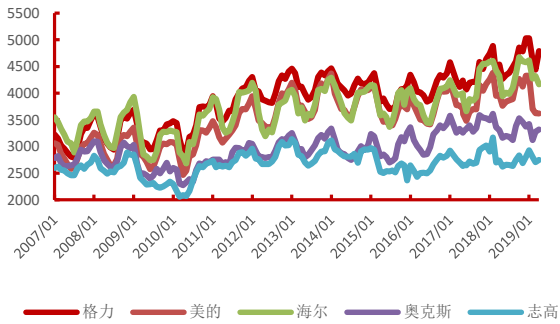
图 25：冰箱龙头内销市占率变化情况（%）



数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

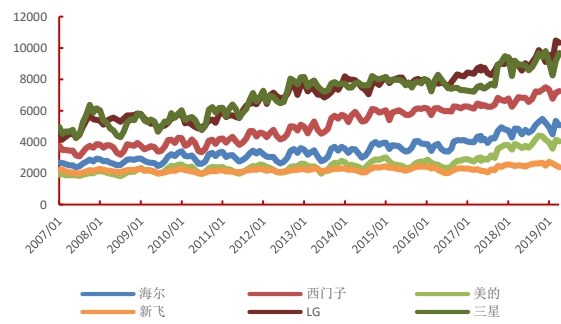
格力、美的、海尔等龙头公司凭借对消费者的强大品牌影响力和广覆盖的渠道控制能力，掌握了全产业链的定价权，从空调和冰箱的均价来看，龙头品牌产品均价明显高于二三线品牌及市场整体均价。

图 26：空调分品牌价格对比



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

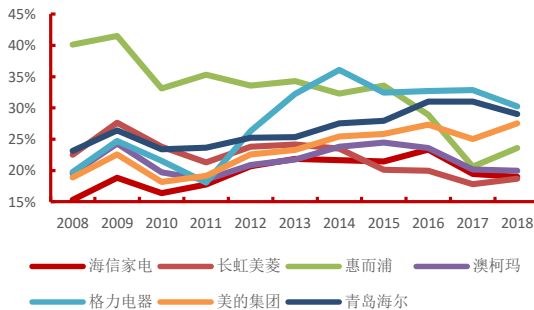
图 27：冰箱分品牌价格对比



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

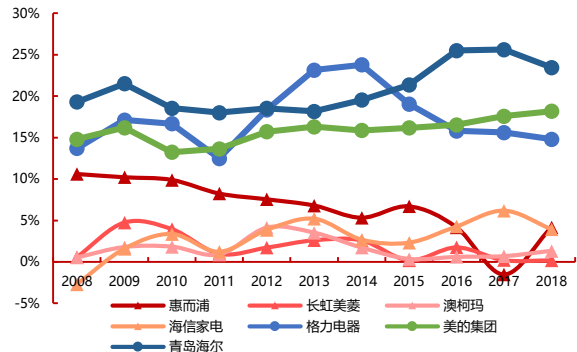
从盈利能力来看，家电行业龙头品牌优势显著，格力、美的、海尔等家电龙头近年来品牌溢价更加突出，其毛利率和净利率普遍高于二线品牌。

图 28：三大白电龙头的毛利率显著高于二线品牌（%）



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

图 29：三大龙头的净利率显著高于二线品牌（%）



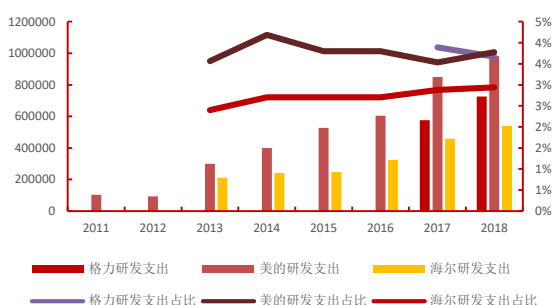
数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

2.3 研发是产品持续创新的动力，三大龙头各有优势

家电行业市场成熟度不断提升，消费者的更新需求也直接对未来产品的性能要求越来越高，未来产品力占据重要位置。而产品力的提升取决于研发，那些愿意真正去投研发，修炼内功提升产品力企业，才能在未来长期竞争中胜出。

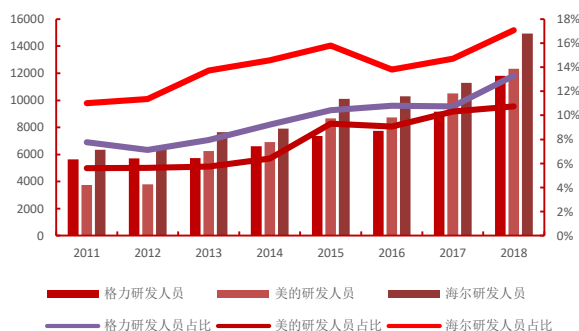
我们统计了三大白电的研发支出、研发人员的数据，可以看到：美的研发支出绝对额已经成为行业第一，且近四年年均复合增速达 30%，而格力电器和青岛海尔分列于第二、第三名。

图 30：三大白电公司研发支出变化情况（万）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 31：三大白电公司研发人员变化情况



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2.3.1 青岛海尔：开放式创新的研发模式，强调协同互助

海尔借助外部力量协同研发，实现开放式创新研发模式。去分析海尔的研发数据时，我们需要关注海尔与众不同的研发模式，包括研发的全球化和供应链模块化。海尔实际上借助了外部的力量在做研发，因此在研发支出上看到海尔的数据相比其余两家更低：

1) 与供应商协同，实现模块化研发。海尔认为，公司的核心优势在于资源的整合，零部件并不是公司核心的关注点。海尔的模块化研发，实际上是借助了供应商的研发力量。海尔旗下的供应商资源平台为“海达源”，模块供应商在海达源平台上能够直接看到海尔的需求。供应商根据自身的能力和兴趣自抢单，与海尔共同组成一个开发用户体验解决方案的利益共同体。

图 32：海达源平台的零部件需求



数据来源：海达源平台官网，国融证券研究与战略发展部

4. 风险提示

4.1 宏观经济增速放缓导致需求下降风险

白色家电产品属于耐用消费类电器产品，消费者收入水平以及对未来收入增长的预期，将对产品购买意愿产生一定影响，如果宏观经济增幅放缓导致消费者购买力下降，将对行业增长产生负面影响。另外，房地产市场增幅放缓也将对市场需求产生一定负面影响，间接影响家电产品的终端需求。

4.2 行业竞争加剧导致的价格战风险

白电行业充分竞争、产品同质化较高，近年来行业集中呈现提升态势，但个别子行业因供需失衡形成的行业库存规模增加可能会导致价格战等风险。

投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上；
推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。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。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。