

家用电器行业深度研究报告

三问大金工业：家电百年老铺的成功经验总结

推荐（维持）

- **事件：**此前我们外发深度报告《家电行业 2019 年中期投资策略：观日本，映中国：借他山之石，琢己身之玉》，深入回顾日本家电行业发展史，以此对中国行业发展提供前瞻性指示。近期我们特赴日本调研，对日本家电行业以及龙头企业有了更深入的理解。我们调研发现，上世纪 90 年代以来，受宏观环境影响日本家电企业几乎陷入集体衰退的困境中，大金工业凭借产品和技术领先以及全球布局的远见，破局生存的同时还呈现逆势向上的发展势头，成为日本家电企业转型成功的代表。对于大金工业发展历程的成功经验，我们特别推出深度报告《三问大金工业：家电百年老铺的成功经验总结》。
- **大金工业如何立于不败之地？**大金工业创始于 1924 年，是集空调、冷媒、压缩机的研发、生产、销售、服务于一体的专业企业。公司目前 90% 营收来自空调业务，另外 10% 来自于服务化学和冷媒，是典型的单主业龙头。大金工业的营业额中 70% 来自于海外空调销售，目前已成为全球空调行业的龙头。在近百年的发展历程中存在许多关键因素决定了大金工业的成功，我们总结了以下三点：**国际化发展、品牌高端化、高附加值的服务。**全球化布局为公司提供长期增长动力；坚持高端定位，助力大金工业盈利能力稳步提升；优质售后服务为公司带来高附加值，提高顾客黏性的同时也为大金提供了新的利润增长点。
- **大金工业经历怎样的发展历程？**在日本家电市场整体进入衰退期后，大金凭借经营致胜，在产品和服务上始终保持领先地位，通过全球化布局、产品高端化升级以及差异性的高质量服务，实现了股价市值的持续攀升，成为全球空调的绝对龙头。大金工业主要经历了三段发展历程：**1) 1924 年-1975 年快速成长期：**大金凭借氟化学和冷冻机技术基础完成前向一体化布局，成功进入空调行业；**2) 1976 年-1993 年逆境生存期：**大金在多重困境中，不断调整业务范围和发展战略，通过持续进行产品技术创新、完善渠道建设、加强差异化售后服务，盈利能力不断提升，在逆境中破局生存；**3) 1994 年至今全球扩张期：**大金及时进行全球化布局，主营业务聚焦至以空调为核心，通过不断收购加速实现全球扩张。目前大金工业的主要营收来自美国、亚洲和欧洲，收入结构平衡，全球布局完善，业绩增长稳健，盈利能力稳定提升。从估值角度来看，由于大金更多定位于中高端和商用客户，同时受益于全球化布局完善，近年来大金工业估值平稳保持在 20 倍-25 倍左右，远高于国内空调龙头公司。
- **大金工业带给中国家电企业什么启示？****1) 全球化布局因地制宜：**中国家电企业在全球扩张的进程中需要综合分析不同国家市场特点、消费者偏好、行业竞争格局等，因地制宜，制定适合不同国家的策略；**2) 坚持产品高端化升级：**随着居民收入以及消费水平的提高，对产品功能和品质的追求将是长期主流，学习大金经验，我们认为中国家电企业应持续完善优化产品功能，坚持产品高端化升级，凭借高品质的产品及服务在消费升级的浪潮中取得领先；**3) 视服务与产品销售同等重要：**目前中国家电市场未能对售后服务环节给以足够的重视，通过建立完善的售后服务体系，能够帮助企业及时获取客户反馈，并让客户更加理解公司的价值，从而提升顾客忠诚度。
- **投资策略：**目前中国家电行业对应日本正处于成长期向成熟期过渡阶段，空调是最具增长潜力的家电品类之一：一方面空调的渗透率有较大提升空间，另一方面空调的一户多机属性有待释放。我国空调龙头公司盈利能力较强，业绩增速稳定，在全球范围内具有领先优势，随着产品竞争力的提升以及全球布局的逐步完善，国内家电公司料将有长期估值提升空间，市盈率水平有望持续赶超大金。重点公司推荐高壁垒、低估值以及未来发展值得期待的龙头公司：**格力电器、美的集团和海尔智家。**
- **风险提示：**日本行业发展对中国行业发展借鉴性不足。

华创证券研究所

证券分析师：龚源月

电话：021-20572560

邮箱：gongyuanyue@hcyjs.com

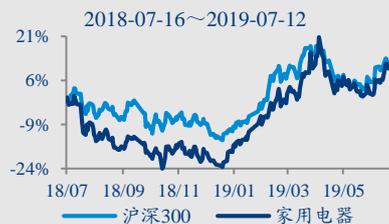
执业编号：S0360519060003

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	58	1.6
总市值(亿元)	12,267.65	2.07
流通市值(亿元)	11,386.27	2.6

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	7.45	33.91	15.14
相对表现	3.24	9.76	6.09



相关研究报告

《家电行业 2019 年中期投资策略：观日本，映中国：借他山之石，琢己身之玉》

2019-05-02

目录

一、大金工业如何立于不败之地？	5
(一) 国际化发展	5
1、全球化布局为公司提供长期增长动力	5
2、东南亚市场贡献利润再创新高	6
(二) 品牌高端化定位	7
1、坚持高端品牌定位，盈利能力稳步提升	7
2、中央空调核心主业，市场份额持续领先	8
(三) 高附加值的服务	10
二、大金工业经历怎样的发展历程？	10
(一) 中日家电行业发展历程回顾	10
(二) 大金在行业衰退期破局而生	12
1、稳健经营致胜，业绩稳中有升	12
2、大金估值领先，国内龙头有望赶超	16
三、大金工业带给中国家电企业什么启示？	17
(一) 全球化布局因地制宜	17
(二) 产品高端化升级	19
(三) 服务与销售同重	21
四、风险提示	23

图表目录

图表 1	大金工业全球化布局过程.....	5
图表 2	2018 年全球部分国家年中人口数（亿）.....	6
图表 3	全球部分国家空调普及率.....	6
图表 4	大金工业各地区空调业务收入（亿日元）.....	6
图表 5	大金工业各地区空调业务收入同比增速对比.....	6
图表 6	大金工业研发费用投入逐年提升.....	7
图表 7	大金工业研发费用率稳步上涨.....	7
图表 8	大金工业与国内龙头毛利率对比.....	8
图表 9	大金工业与国内龙头净利率对比.....	8
图表 10	大金工业管理费用率.....	8
图表 11	大金工业销售费用率.....	8
图表 12	1986 年-2018 年日本商用空调内销量及同比增长情况（台）.....	9
图表 13	大金“SkyAir”系列产品.....	9
图表 14	大金“VRV”系列产品.....	9
图表 15	大金日本市场商用空调市占率.....	10
图表 16	2018 年大金商用及家用空调收入增速对比.....	10
图表 17	目前中国与 1960s-1980s 阶段的日本有诸多相似之处.....	11
图表 18	日本家电行业发展阶段.....	12
图表 19	日本家用电器普及率水平较高（%）.....	12
图表 20	中国家电每百户保有量仍有提升空间（台）.....	12
图表 21	日本空调、彩电一户多机属性显现（每百户保有量：台）.....	13
图表 22	大金工业营业收入情况.....	14
图表 23	大金工业净利润情况.....	14
图表 24	大金工业净资产收益率情况.....	14
图表 25	大金工业市盈率情况.....	14
图表 26	大金工业毛利率情况.....	15
图表 27	大金工业净利率情况.....	15
图表 28	2018 年大金工业分地区营收结构.....	15
图表 29	2018 年大金工业分产品营收结构.....	15
图表 30	大金工业股价涨跌幅变动情况.....	16
图表 31	大金工业与国内家电龙头财务指标比较.....	16
图表 32	2014 年-2018 年我国三大白电国外收入（亿元）.....	17

图表 33	2014-2018 年我国白电与大金国外收入占比.....	17
图表 34	海尔主要海外并购梳理.....	18
图表 35	美的主要海外并购梳理.....	18
图表 36	海尔不同品牌目标客户群体.....	20
图表 37	2018 年白电龙头与大金研发费用率对比.....	20
图表 38	2018 年白电龙头研发人员数及占比.....	20
图表 39	2018 年商品大类投诉数量（件）.....	21
图表 40	2018 年商品细分领域投诉前十位（件）.....	22
图表 41	国内家电龙头包修政策一览.....	22

一、大金工业如何立于不败之地？

上世纪 90 年代以来，日本家电企业几乎陷入集体衰退的困境，作为日本家电企业转型成功的代表，大金工业不仅成功渡过困难期，而且呈现逆势向上的发展势头，对此我们特赴日本调研。日本大金工业创始于 1924 年，是集空调、冷媒、压缩机的研发、生产、销售、服务于一体的专业企业。公司目前 90% 营收来自空调业务，另外 10% 来自于服务化学和冷媒，是典型的单主业龙头。大金工业的营业额中 70% 来自于海外空调销售，在日本家电市场整体进入衰退期后，大金凭借经营致胜，逆势发展成为全球空调市场的龙头公司。在近百年的发展历程中存在许多关键因素决定了大金工业的成功，对此我们总结了以下三点：国际化发展、品牌高端化、高附加值的服务。

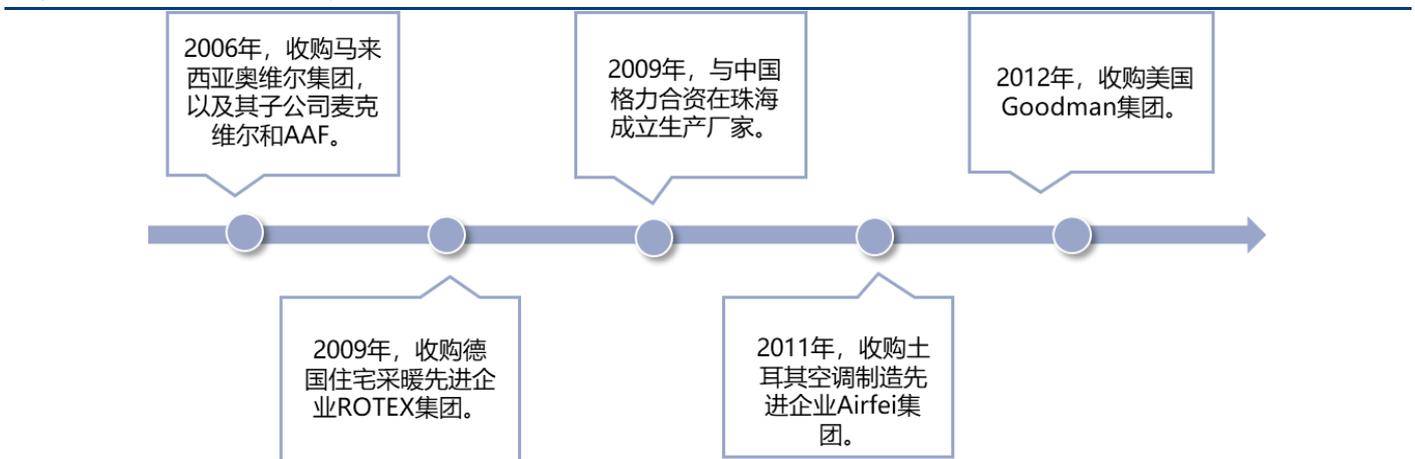
（一）国际化发展

1、全球化布局为公司提供长期增长动力

全球化布局为公司提供长期增长动力。日本家电行业在进入衰退期后，由于国内宏观经济下行明显，国内市场基本饱和，家电企业纷纷寻找发展的突破口，海外拓展成为有效途径之一。早在上世纪 60 年代末，大金就迈出走向海外的步伐。1969 年大金开始在澳大利亚成立销售公司，1972 又在比利时成立欧洲公司开拓欧洲市场；1982 年大金在泰国设立了生产基地，把目标转向东南亚市场；1994 年大金在美国建厂，以此削弱贸易政策和国内宏观经济下行对于公司的负面影响。与大多数竞争对手不同的是，大金全球化布局采取的策略为“地产地销”策略，即在当地生产当地销售。“地产地销”帮助大金扎根于各个国家，公司利用调研与反馈了解不同国家消费者需求痛点，针对不同国家生产不同的产品，更容易被当地消费者所接受；另一方面，地产地销可以极大缩短运输时间，顾客下订单后一周之内就可以到货，顾客消费体验更好，公司售后服务与信息反馈也更加及时。

并购助力大金工业实现迅速扩张。大金将成为全球第一空调厂商视为目标，通过不断并购与合作实现规模扩张。2006 年至 2012 年，公司通过收购马来西亚奥维尔集团、德国 ROTEX 集团、土耳其 Airfei 和美国 Goodman，在中国与格力成立合资生产厂家等一系列资本运作实现了疾速扩张，成为了全球空调行业龙头，成功渡过金融危机，营业收入稳中有增。在挑选并购企业目标时，大金工业结合考虑了行业发展阶段、行业格局、生产、渠道和产品特点，针对不同国家制定不同战略。比如美国市场的中央集成空调使用风管式系统，与日本和中国市场有异，在这种特定空调风管式系统领域本地竞争对手实力更强，大金并不占优势。大金于 1981 年、1994 年两次进入美国市场，均由于美国市场竞争激烈以失败告终。2006 年，大金改变思路，以收购美国大型中央空调市场龙头麦克维尔的方式真正打开美国市场，2012 年收购 Goodman 进一步加强了其在美国市场的地位，并购助力大金工业实现迅速扩张。

图表 1 大金工业全球化布局过程

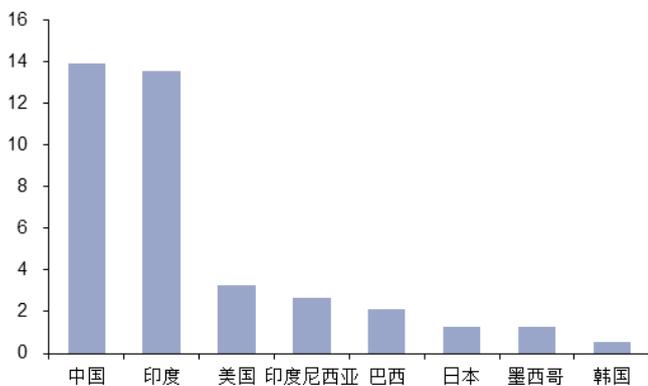


资料来源：公司公告，华创证券

2、东南亚市场贡献利润再创新高

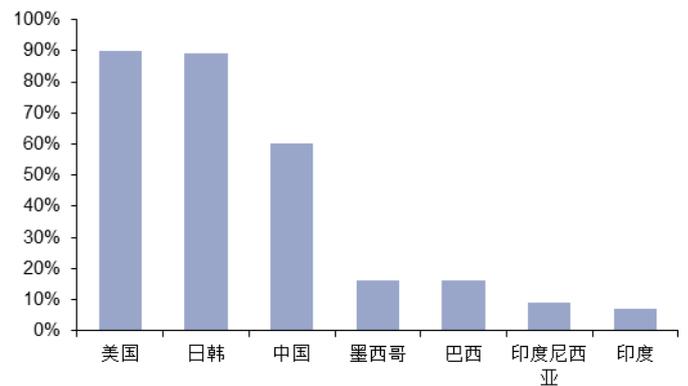
开拓东南亚新兴市场，贡献大金利润再创新高。在判断一个国家的空调市场是否具有发展潜力时，人口规模及气候条件常常作为参考因素。在人口规模相对较大的国家中，当前仅有日本、美国以及中国的空调普及率较高，超过 50%，而东南亚大部分国家人口密度及整体数量较大，且气候常年炎热，相比日美发达国家更存在对空调的刚性需求。由于人均收入水平较低，目前东南亚国家空调普及率仅为 10% 左右，远低于发达国家水平。随着各国经济增长及人均 GDP 持续提高，东南亚市场未来有较大增量空间。大金精准发现东南亚市场潜力，2006 年收购马来西亚奥维尔集团正式打开东南亚大门，并取得显著成效。根据大金工业年报数据披露，当前东南亚市场空调收入的同比增速同其他地区相比处于平稳较快水平，2018 年大金空调在亚洲市场（除中国、日本以外）收入同比增速为 11.46%，仅次于美国市场，排名第二。东南亚市场的开拓助推大金工业的营收和净利润规模再上新台阶，目前大金工业的营收结构中东南亚已成为与美国、日本、中国、欧洲四大区域平分秋色的市场之一，2018 年东南亚市场占大金工业整体收入结构比例为 16%，美国、日本、中国、欧洲占比分别为 25%、24%、15%、15%，营收结构平衡，业绩规模稳健增长。

图表 2 2018 年全球部分国家年中人口数（亿）



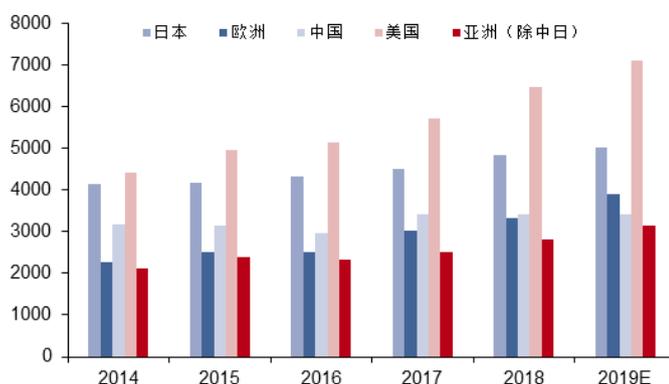
资料来源：wind，华创证券

图表 3 全球部分国家空调普及率



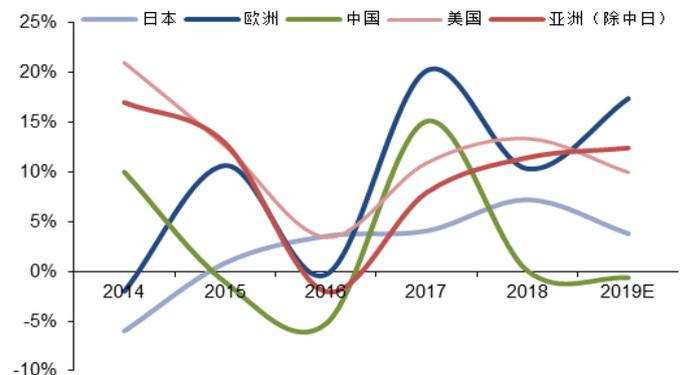
资料来源：落基山研究所，华创证券

图表 4 大金工业各地区空调业务收入（亿日元）



资料来源：大金年报，华创证券

图表 5 大金工业各地区空调业务收入同比增速对比



资料来源：大金年报，华创证券

（二）品牌高端化定位

1、坚持高端品牌定位，盈利能力稳步提升

日本空调品质消费日趋主导。上世纪 80 年代以后日本大部分家电品类已完成普及，替换型购买逐步成为增长主动力。在这个过程中，消费者对于家电产品个性化、多样化、深度化的需求逐步增多。据日本统计局对两人及以上家庭的统计数据，2018 年日本空调每百户保有量水平为 281.30 台。目前日本空调保有量已处于高位，行业发展的核心驱动力从增量需求转化为更新需求，消费升级成为主旋律，品质消费日趋主导，中高端产品定位优势显著。

坚持高端品牌定位，盈利能力稳步提升。大金工业在产品端一方面追求功能多样化，另一方面依靠产品质量获得品牌价值认可，真正实现了“人无我有，人有我优”，为消费者提供更好的产品使用体验。大金每一两年就会根据客户反馈进行技术革新、产品提升，通过持续产品革新保持消费者对公司的价值认可。在价格制定方面，大金空调定价相对高于市场水平，且基本不参与价格战抢占市场，而是将重点放在研发推新，近年来大金工业研发费用率逐年提升，2018 年大金研发费用为 488 亿日元（折合人民币约为 31 亿元），同比增长 9.75%，研发费用率为 1.97%。大金持续推陈出新，利用差异化多功能的高端产品吸引消费者，比如在日本国内大金推出的空调有加湿、空气净化等功能，而这类产品的定价相对更高。

图表 6 大金工业研发费用投入逐年提升



资料来源：Bloomberg，华创证券

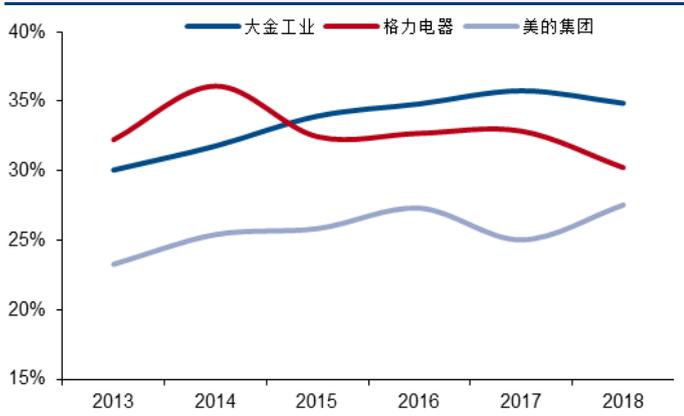
图表 7 大金工业研发费用率稳步上涨



资料来源：Bloomberg，华创证券

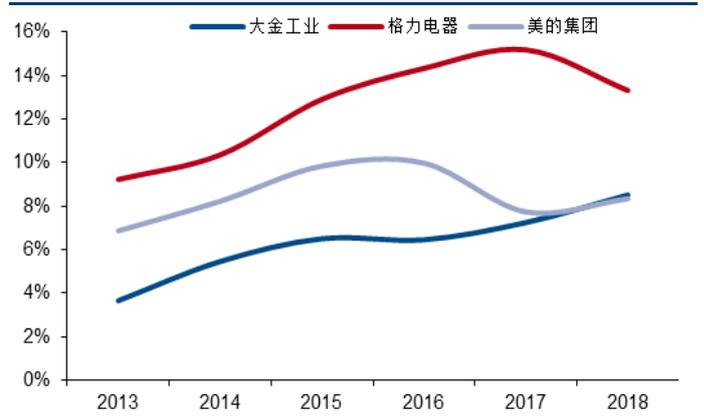
控费增效效果明显，大金毛利率、净利率大幅提升。2010 年大金工业的毛利率、净利率分别为 31.17%、1.71%，至 2018 年分别达到 35.02%、7.62%，其中毛利率增长 3.85pct，净利率增长近 3 倍。大金盈利能力大幅提升的主要原因一方面来源于新品高端化导致的均价上升，另一方面得益于对成本费用的有效控制。根据公司年报数据显示，2018 年大金管理费用率、销售费用率分别为 17.65%、2.25%，分别较 2009 年下降 2.86pct、0.87pct。同国内行业龙头格力电器、美的集团对比来看，当前大金工业的毛利率高于国内公司，而净利率处于较低水平。大金工业毛利率较高主要得益于品牌的高端定位以及商用客户比重较大。但与国内品牌相比，大金集研发、生产、销售和服务一体化，对于技术要求更高，在人工成本等方面投入更大，导致净利率相对较低。根据调研显示，公司凭借产品端的高端定位以及生产成本的持续降低，预计将在 2020 年净利润率实现 12% 的目标，盈利能力有望持续提升。

图表 8 大金工业与国内龙头毛利率对比



资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

图表 9 大金工业与国内龙头净利率对比



资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

图表 10 大金工业管理费用率



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 11 大金工业销售费用率

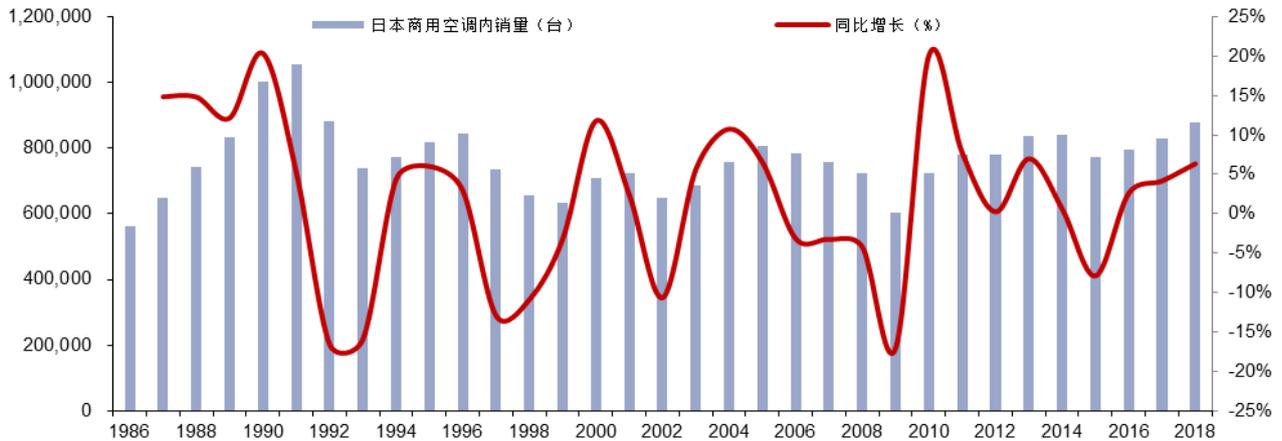


资料来源: Bloomberg, 华创证券

2、中央空调核心主业，市场份额持续领先

除产品定价相对较高以外，大金实现高端定位的另一个途径是将中央空调作为主要业务之一。日本泡沫经济破灭后，日本国内市场家用空调领域竞争进入白热化阶段。根据日本统计局数据，截止 2018 年，日本家用空调渗透率为 91.1%，家庭户均保有量已高达 281.3 台/百户，而每户家庭空调的极限保有量大约为 3 台（即 1 人 1 台）。随着日本家用空调保有量逐渐达到饱和，家用空调市场的增长空间十分有限，中央空调成为新的潜力市场和利润增长点。中央空调相较于传统分体空调来说具有使用更舒适、简约美观、使用寿命更长等优点，但其销售价格和安装费用均相对更高，对应的目标客户群体多为如写字楼、商场、医院等商用客户或大户型别墅类住宅。进入 21 世纪后，随着社会的发展大型现代化商业办公楼、宾馆、商场、超市不断兴起，为商用中央空调撑起巨大市场空间。根据 JRAIA 数据显示，1986 年-1991 年日本泡沫经济破灭前夕，伴随经济的过热增长，商用空调内销量迅速提升，五年复合增长率达到 13.4%。地产泡沫破裂后，经济增速放缓使得日本国内大型基建、商用建筑投资受限，商用空调的内销量有所回落，市场规模保持在 80 万-100 万台左右，仍有较大的增长空间。

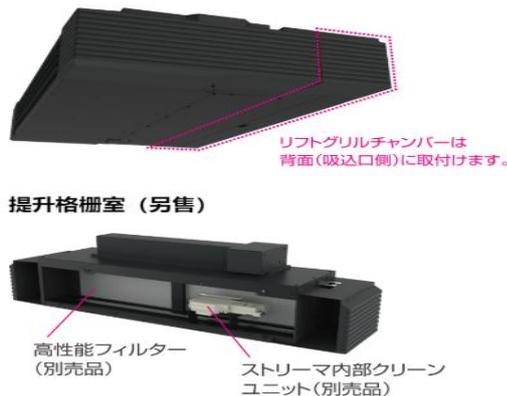
图表 12 1986 年-2018 年日本商用空调内销量及同比增长情况 (台)



资料来源: JRAIA, 华创证券

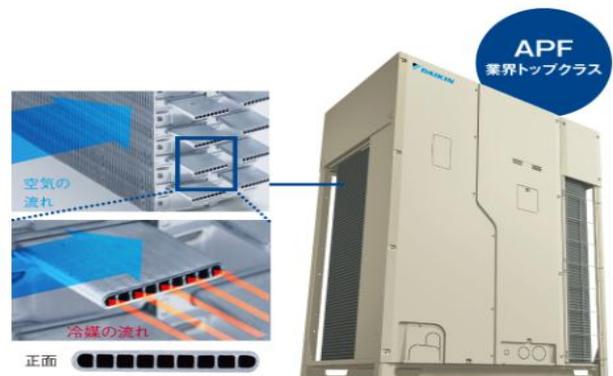
大金工业长期以来将商用空调作为主营业务之一，商用中央空调成为支撑大金工业逆势增长的利润增长点之一。根据公司调研显示，大金工业在日本市场商用空调占其收入比重达 60%，欧洲、美国及中国市场商用空调占比均在 50% 左右。大金工业针对不同使用场景设计了不同的商用空调产品，针对商店和办公室使用场景，大金推出“SkyAir”系列，注重强调个性化的操作和轻薄设计，有效节省空间；针对大型建筑、写字楼等使用场景，大金推出“VRV”系列，采用微通道换热器，增强节能效果和稳定性。据大金工业披露数据显示，凭借高质量的产品和服务，近 20 年来大金工业在日本国内市场商用空调市占率稳步提升，市场份额保持在 40% 左右，占据绝对主导优势，稳居行业第一。大金在中央空调市场的优势地位贡献了公司整体收入、现金流以及毛利率的提高，帮助公司在整体行业低迷期逆势增长。

图表 13 大金“SkyAir”系列产品



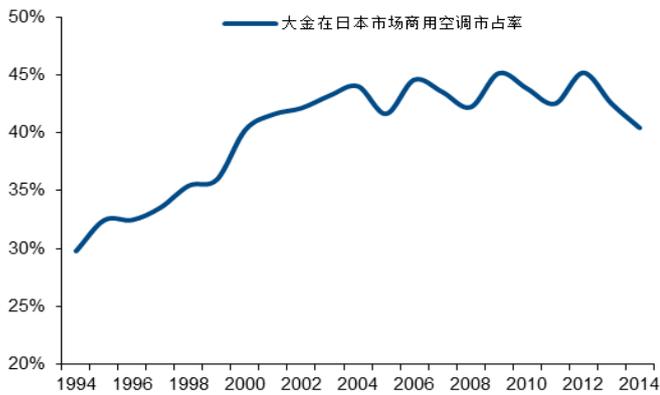
资料来源: 公司官网

图表 14 大金“VRV”系列产品



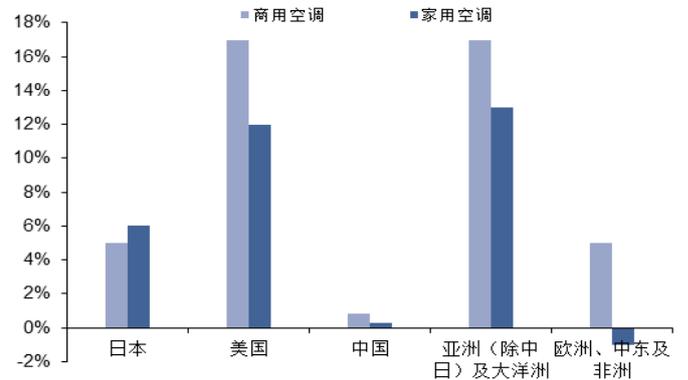
资料来源: 公司官网

图表 15 大金日本市场商用空调市占率



资料来源：大金官方杂志《Challenge》，华创证券

图表 16 2018 年大金商用及家用空调收入增速对比



资料来源：公司年报，华创证券

(三) 高附加值的服务

优质售后服务为公司带来高附加值。对家电行业而言，市场竞争日益加剧，企业的竞争力不应仅仅来源于硬件，更应注重软件方面。其中，硬件是产品与技术，软件即是服务与营销。日本家电行业销售规模近几年陷入瓶颈期，企业在销量增长方面难以实现突破，售后服务正是具有高附加值的环节。另一方面，从消费者角度而言，消费者对品质生活的要求日益提高，对家电企业提供的服务进一步提出多元化、深度化的需求，对服务价值也更加认同，愿意付出额外成本去享受好的服务。因此家电售后服务，可以说是家电产业链中的重要一环，而且未来可能是最具盈利性和成长性的一环。大金工业正是凭借高质量的售后服务获得消费者的认可，弘扬公司高品质价值理念的同时保持了与顾客的良好关系。

对于空调行业来说，由于空调是大家电中唯一需要施工安装的家电，因此施工团队至关重要，就算品牌产品做得再好，如果安装环节出现问题，也无法达到预期效果。大金不仅仅是把空调卖给客户，还提供之后长期的维修和保证，设立专门的子公司或者公司具体部门进行安装和售后服务，能够直接对应终端客户，让客户更加理解大金的价值，从而提高顾客黏性，这是大金领先国内企业的地方。除了能够与客户保持沟通以外，在后期的服务过程中也可以产生一部分收益，带动公司盈利水平持续提高。

二、大金工业经历怎样的发展历程？

(一) 中日家电行业发展历程回顾

纵观日本的发展历程，我们认为日本经济及家电行业主要经历了以下四个阶段：

第一阶段（1878-1954 年）：日本经济战后复苏阶段，家电行业处于萌芽期。此阶段日本大力发展近代工业，消费呈现大都市倾向，冰箱、洗衣机、空调、收音机等各类产品开始陆续涌现；

第二阶段（1955-1974 年）：日本经济开始高速增长（约 10%），家电行业进入成长期。受益于“国民收入倍增计划”，人均可支配收入快速提升，经济的腾飞带来了大量生产和消费，家电产品推陈出新，产品日渐丰富，电视机、洗衣机、冰箱、吸尘器等相继完成普及，彩色电视的出现实现了对黑白电视的替代；

第三阶段（1975-1990 年）：日本经济增速开始换档（约 5%），家电行业步入成熟期。受“尼克松冲击”、“石油危机”等影响，日本经济增速放缓，在此阶段单身人口比例逐年提高，消费呈现个性化、高端化及品牌倾向，彩电

及空调的保有量水平不断提升，小家电品类丰富并快速普及，产品结构持续升级；

第四阶段（1990年至今）：日本经济泡沫破裂，家电行业开始衰退。日本陷入“失去的二十年”，经济增长几乎停滞，老龄化现象加剧，消费特征回归追求性价比、无品牌倾向，家电行业整体销售额增速转负，开始进入衰退期，但空调一户多机属性日渐凸显，保有量水平仍稳步上升。

对比中日两国的宏观经济情况，目前中国所处的阶段与 1960s-1980s 的日本有诸多的相似之处：**1) 国际贸易环境：**美国均向中日挑起贸易争端，引起贸易摩擦；**2) 国内宏观形势：**经济增速有所放缓，中国当前人均 GDP、城镇化率水平较低，相当于日本 1980s 水平；**3) 人口结构：**中国当前人口增速放缓，老龄化程度加深，单人家庭的比例逐步提高，同日本 1980s 类似；**4) 消费主体：**日本消费主体为婴儿潮一代，中国为“计划生育”时期出生的 90 后，二者均有强调个性化和品牌化的消费取向。从人均 GDP 水平、人口结构、消费特征等方面看，中国目前所处环境与日本上世纪 80 年代左右相似，虽然并非完全相同，但以邻为镜，日本 80 年代前后经济波动带来的消费趋势变化，对我们看待中国未来消费趋势或许可以起到借鉴作用。

图表 17 目前中国与 1960s-1980s 阶段的日本有诸多相似之处

	日本（1960s-1980s）	当下的中国
GDP 水平及其增速	整体 GDP 增速约为 5%；1980 年人均 GDP 约为 9000 美元，1970-1980 年复合增速为 16.60%	整体 GDP 增速为 6%-7%；2017 年人均 GDP 为 8827 美元，2007-2017 年复合增速为 12.60%
人均可支配收入	1968 年人均可支配收入为 450391 日元，折合人民币约为 27000 元（按照 1 日元=0.06 人民币折算）	2017 年人均可支配收入为 28228 元
城镇化率	1960 年为 63.27%	2017 年为 59.15%
人口增速	1980-1990 年复合增速为 0.55%	2007-2017 年复合增速为 0.53%
人口及家庭结构	1989 年 15-64 岁年龄段的人口比例为 69.53%，65 岁以上的人口比例为 11.5%；1960 年单人家庭占比为 16.10%	2017 年 15-64 岁年龄段的人口比例为 71.82%，65 岁以上的人口比例为 11.4%；单人家庭占比提高至 15.58%
消费主体及其消费取向	婴儿潮一代：追求个性化、多样化、差异化、品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向	“计划生育”时期出生的 90 后：强调个性化的产品，追求高端化、智能化，品牌意识与质量意识强
耐用消费品占人均可支配收入的比例	1960 年耐用品消费支出占人均可支配收入的比例为 1.09%	2012 年城镇居民耐用消费品支出占人均可支配收入的比例为 2.59%
国际贸易环境	1968 年起日美发生贸易摩擦，《美国 1974 年贸易法》、《日美彩电协定》相继实施，松下、索尼及大金等纷纷开启海外布局	2018 年中美发生贸易摩擦，美国欲对中国输美产品加征关税，至今双方仍未达成共识

资料来源：Wind，日本统计局，华创证券

具体到家电行业来看，日本家电行业共经历了萌芽期、成长期、成熟期与衰退期四个阶段。**1) 萌芽阶段：**二战前后家电产品开始涌现，大家电普及率较低，产品结构较为单一；**2) 成长阶段：**1955-1974 年日本经济高速增长，大家电迅速普及，各类小家电全面涌现；**3) 成熟阶段：**1975-1990 年家电产品结构开始升级，各类家电基本完成普及，空调一户多机属性释放；**4) 衰退阶段：**1991 年至今日本经济环境面临内忧外患，家电行业整体销售额增速转负，但空调受一户多机属性影响，保有量水平仍在提升。

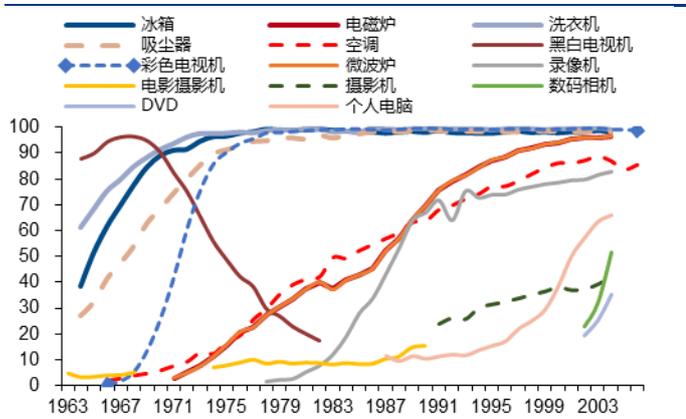
图表 18 日本家电行业发展阶段

	萌芽时期（二战前后）	成长时期（1955-1974 年）	成熟时期（1975-1990 年）	衰退时期（1991 年至今）
耐用品消费支出占比	较低	约 2%	约 1.5%	1%-1.5%
产品普及率及保有量	较低	电视机、洗衣机、冰箱相继完成普及；完成彩色电视对黑白电视的替代；吸尘器在该阶段也基本完成普及	彩电及空调保有量水平不断提升；小家电品类丰富并开始快速普及	家电行业整体销售额增速转负，空调一户多机属性凸显，保有量水平持续上升
产品价格	稳定	较为稳定	出现提升	开始回落，由于竞争激烈，电视的价格下降尤为明显
产品结构	单一	产品开始丰富	产品结构升级	产品结构继续升级

资料来源：三浦展：《第四消费时代》，华创证券

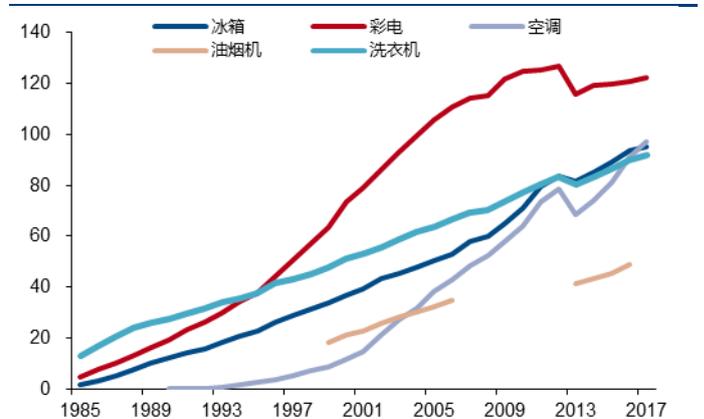
将日本和中国的家电行业进行对比，我们认为对应日本中国家电行业正处于由发展期向成熟期过渡阶段，行业天花板仍远。我国家电行业兼具成长期与成熟期的特点：一方面，我国家电普及率仍有待提高，另一方面，我国家电产品结构正在不断升级，普及率的提升及产品结构升级正同步进行。从以下四个方面对中日家电行业进行对比：1) 发展空间：相比日本来说，我国家电产品保有量水平仍未达到天花板，其中空调的保有量释放空间最大。2) 竞争格局：对比中日家电行业的竞争格局，我国国内竞争格局已经较为稳定，绝对龙头地位已经确立，国外影响力仍有待提升。3) 产品结构：中国家电行业产品结构稳定升级进行中，价格呈现上升趋势，高端产品比例提升明显。4) 消费特征：中国单身经济进行时，便捷化、品质化产品成趋势，与日本家电行业成熟期特点相近。

图表 19 日本家用电器普及率水平较高（%）



资料来源：日本统计局，华创证券

图表 20 中国家电每百户保有量仍有提升空间（台）



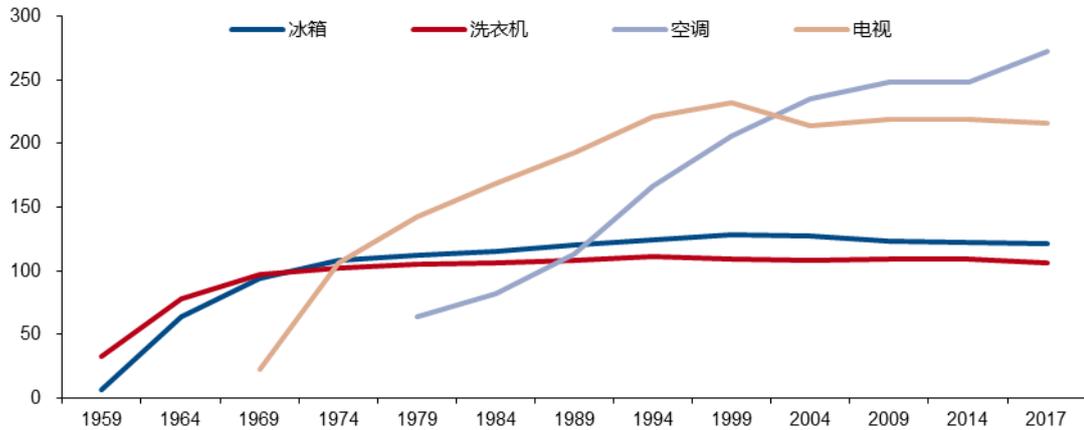
资料来源：Wind，华创证券

（二）大金在行业衰退期破局而生

1、稳健经营致胜，业绩稳中有升

日本家电行业进入衰退期后，空调成为白电板块唯一保有量仍在提升的品类。回顾日本的白电行业发展历程，冰箱及洗衣机于 1970s 分别先后达到饱和状态，维持一户一机水平；电视机产品每百户保有量 1970s-1990s 持续上升，目前稳定在户均约 2 台的水平，由于个人电脑等电子产品的兴起，电视机的市场趋于饱和，每百户保有量水平维持稳定；而空调产品的一户多机属性凸显，每百户家庭保有量水平呈稳步提升态势，成为日本家电行业进入衰退期后，白电板块唯一保有量仍不断提升的品类。

图表 21 日本空调、彩电一户多机属性显现（每百户保有量：台）



资料来源：日本统计局，华创证券（注：此处统计口径为日本两人及以上家庭每百户保有量，其中 2009 年前，电视的统计口径为彩色电视（显像管），自 2009 年起，考虑到等离子、液晶及有机 EL 电视对彩色电视（显像管）的冲击，我们综合考虑这些品类作为电视保有量的估计值。）

在家电行业进入衰退期后，由于日本国内宏观经济下行明显，国内市场基本饱和，家电企业纷纷寻找发展的突破口，海外拓张成为有效途径之一，其中全球化扩张最为成功的代表当属大金工业。通过回顾大金工业的成长历史我们发现，产品与技术端领先以及全球布局的远见是大金在多次市场波动中立于不败之地的基础，更保障了公司长期可持续发展。

大金工业的成长之路可以划分为几个重要阶段：

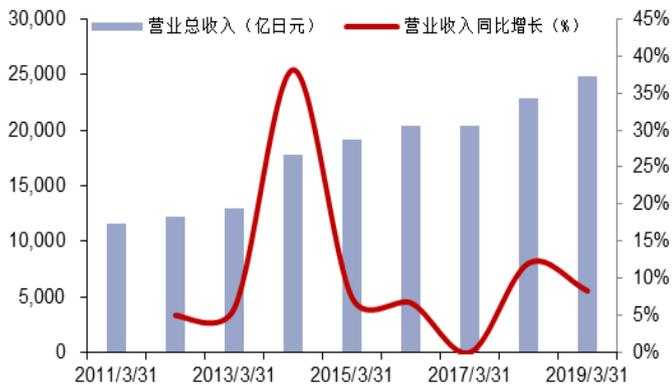
1924 年-1975 年快速成长期：公司成立之后主要投入于研究氟化学和冷冻机技术，1955 年，制冷机领域出现了商用“空气调节”的需求，大金凭借氟化学和冷冻机技术基础完成前向一体化布局，成功进入空调行业。

1976 年-1993 年逆境生存期：日本经济增速持续低迷，宏观环境受到“石油危机”、“广场协议”等事件影响，整体经济增速放缓，家电行业产品普及率开始达到天花板，行业增速收窄。大金在多重困境中，不断调整业务范围和发展战略，通过持续进行产品技术创新、完善渠道建设、加强差异化售后服务，盈利能力不断提升，在逆境中破局生存。

1994 年至今全球扩张期：日本泡沫经济破灭，家电行业整体进入衰退期，大金及时进行全球化布局，公司陆续收购奥维尔，Goodman 等龙头企业，主营业务聚焦至以空调为核心，通过不断收购加速实现全球扩张，稳居全球空调龙头地位。

大金业绩表现优秀，成为全球最大的空调企业之一。2010 年以来，大金的全球化布局逐渐完善，空调业务盈利能力走强，带动收入和利润规模逐年上升。2018 年公司实现营业收入 24811 亿日元（折合人民币约为 1578 亿元），同比增长 8.32%；净利润达到 1,890 亿日元（折合人民币约为 120 亿元），同比与上年持平。2013-2018 年，大金工业的营业收入五年复合增速达到 6.83%，净利润五年复合增速为 15.52%，业绩成长表现优秀。从净资产收益率角度来看，2010 年-2018 年，大金工业 ROE 从 4.06% 增长至 13.33%，提升了 9.27pct，公司获利能力提升明显。从估值角度来看，由于大金更多定位于中高端和商用客户，同时受益于全球化布局完善，业绩稳定性强，近年来大金工业估值平稳保持在 20 倍-25 倍左右，远高于同行业竞争对手。

图表 22 大金工业营业收入情况



资料来源: Bloomberg, 华创证券 (注: 汇率选取 2019 年 7 月 12 日 1 人民币= 15.7208 日元)

图表 23 大金工业净利润情况



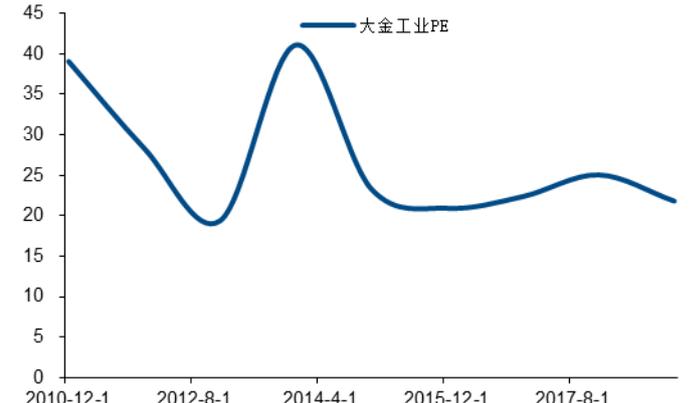
资料来源: Bloomberg, 华创证券 (注: 汇率选取 2019 年 7 月 12 日 1 人民币= 15.7208 日元)

图表 24 大金工业净资产收益率情况



资料来源: Bloomberg, 华创证券

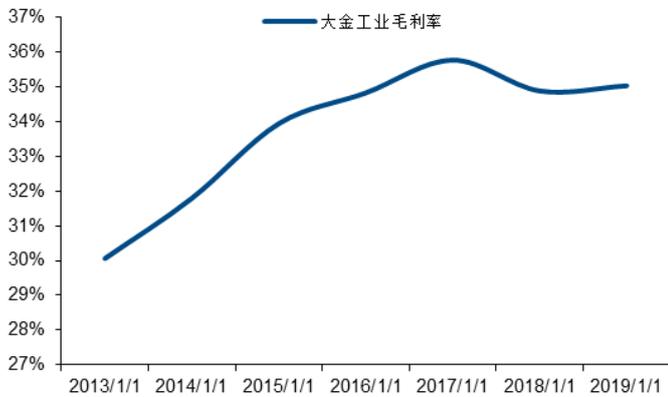
图表 25 大金工业市盈率情况



资料来源: Bloomberg, 华创证券

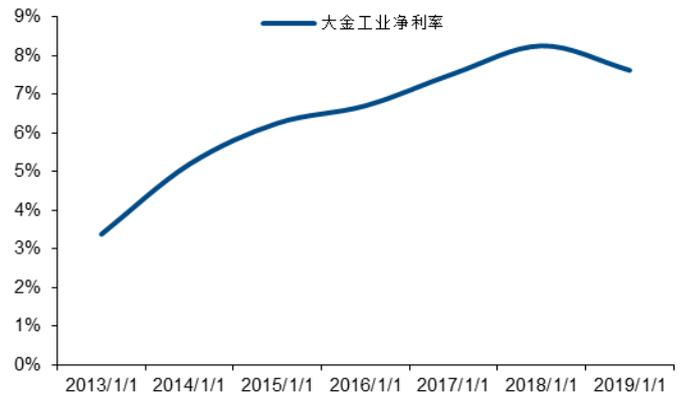
发展现状: 空调仍为绝对主业, 盈利能力稳中有升。根据财报数据显示, 近年来大金的销售毛利率和净利率整体呈现稳定提升的趋势, 2010 年至 2018 年, 大金工业毛利率从 31.17% 提升至 35.02%, 增长了 3.85pct; 净利率从 1.71% 提升至 7.62%, 增长了 5.91pct, 盈利能力稳定提升。从分地区营业结构来看, 大金工业的主要营收来自美国、亚洲和欧洲, 收入结构平衡, 全球布局完善。2018 年大金来自美国、日本的营收占比分别为 25%、24%, 中国市场占据 15%, 排名第四; 分品类营业结构来看, 目前空调仍为公司的绝对主业, 营收占比达到 90%, 公司是地位稳固的全球空调行业龙头。

图表 26 大金工业毛利率情况



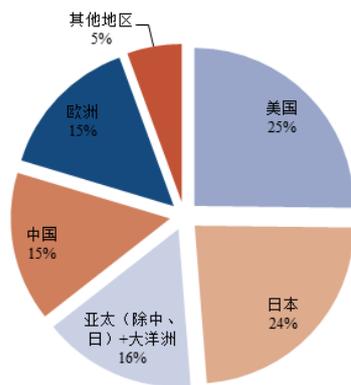
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 27 大金工业净利率情况



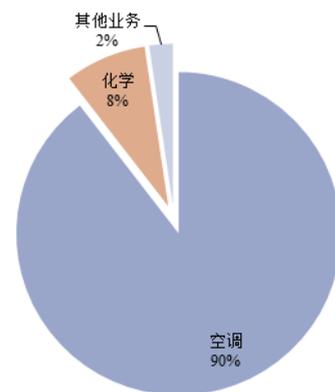
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 28 2018 年大金工业分地区营收结构



资料来源: Bloomberg, 华创证券

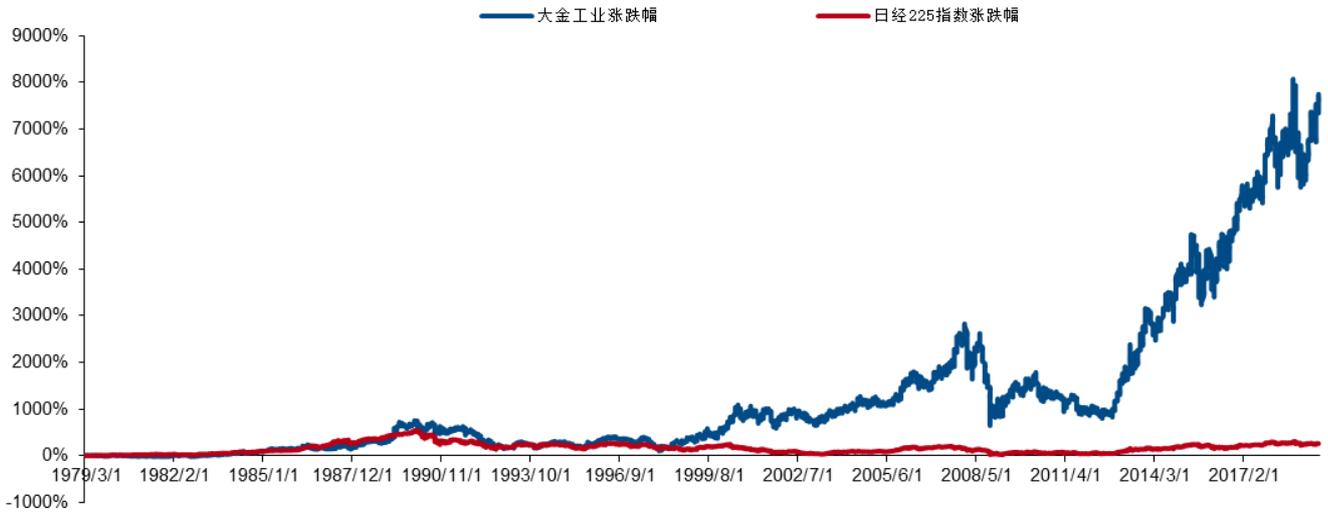
图表 29 2018 年大金工业分产品营收结构



资料来源: Bloomberg, 华创证券

百年老铺大金工业成为日本市场少见的“百倍股”。大金工业成立至今已近百年，从上世纪 80 年代以来，大金工业股价持续攀升，虽然受到宏观经济及行业因素影响略有波动，但整体向上趋势不改。从 1979 年的 188 日元/股，至 2019 年最新的 14045 日元/股，大金工业成为日本股票市场少见的“百倍股”，其稳健成长性可见一斑。上世纪末泡沫经济破灭以后，日本陷入“失落的二十年”，近二十年来股市整体持续低迷。在多重困境中，大金凭借经营致胜，在产品和技术上始终保持领先地位，通过全球化布局、产品高端化升级以及差异性的高质量服务，聚焦空调主业，实现了股价市值的持续攀升，大幅跑赢大盘，成为全球空调的绝对龙头。大金工业在面对困境时的策略选择值得国内家电企业借鉴与学习。

图表 30 大金工业股价涨跌幅变动情况



资料来源: Bloomberg, 华创证券

2、大金估值领先，国内龙头有望赶超

同行业对比：大金估值领先，国内龙头仍具估值提升空间。我们将大金工业与国内龙头公司的各项财务指标进行对比，并计算了毛利率、净利率、ROE、营业收入和净利润复合增速。相比来看，大金工业 2018 年毛利率为 35.02%，显著高于国内三大龙头公司，我们认为主要原因在于大金更多定位于中高端和商用客户，盈利能力更强。但在净利率和净资产收益率方面，大金工业相比国内龙头并无显著优势，2018 年大金工业净利率 7.62%，略高于海尔智家，但明显低于格力电器与美的集团；ROE 为 13.33%，均低于三家国内公司。我们进一步对比四家公司最近五年的收入和净利润 CAGR 可以发现，大金净利润复合增速均保持平稳较快增长，收入复合增速略低于国内水平。总体来看，大金工业作为全球领先的空调行业龙头，盈利能力较强，业绩增速稳定，其估值水平长期保持在 20 倍以上，在全球范围内具有领先优势。相比而言，国内家电龙头公司格力、美的以及海尔净资产收益率表现优秀且业绩复合增速较高，当前估值略低于大金工业。我们预计随着产品竞争力的提升以及全球布局的逐步完善，国内家电公司将有长期估值提升空间，市盈率水平有望持续赶超大金。

图表 31 大金工业与国内家电龙头财务指标比较

证券代码	证券简称	PE (2019E)	毛利率 (%)	净利率 (%)	ROE (%)	2018 年营业收入 (亿元)	2018 年净利润 (亿元)	CAGR (2013-2018 年)	
								收入	净利润
000651.SZ	格力电器	11.4	30.23	13.31	28.69	2,000.24	263.79	10.75%	19.24%
600690.SH	海尔智家	13.0	29.00	5.33	18.88	1,833.17	97.71	16.21%	11.97%
000333.SZ	美的集团	16.7	27.54	8.34	24.35	2,618.20	216.50	16.64%	21.15%
6367.JT	大金工业	20.1	35.02	7.62	13.33	1,578.31	120.22	6.83%	15.52%

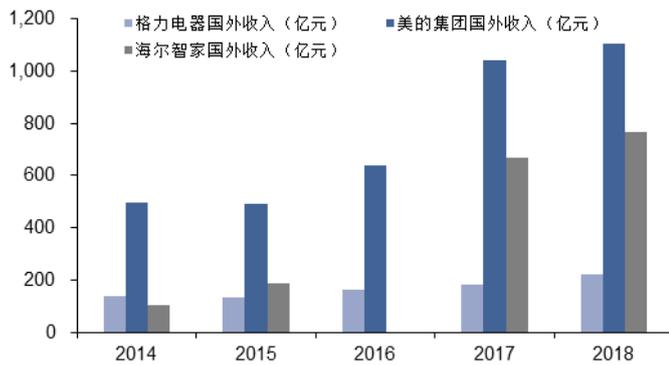
资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券 (注: PE 选取 2019 年 7 月 12 日收盘价计算, 汇率选取 2019 年 7 月 12 日 1 人民币= 15.72 日元)

三、大金工业带给中国家电企业什么启示？

（一）全球化布局因地制宜

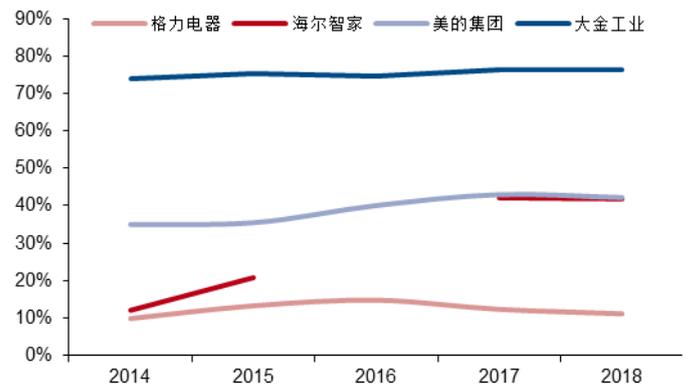
海外市场逐步成为我国白电龙头重要收入来源，未来仍有较大发展空间。家电行业发展至今，我国已成为全球家电消费和生产大国，海外市场逐渐成为我国家电企业的重要收入来源。2014年以来，我国白电龙头海外收入均有不同幅度增长，其中海尔智家由于收购 GEA（2016.06）增速最快，以 63.61% 的复合增速增长至 766.77 亿元，美的集团复合增速以 22.03% 居中（2017.01 完成收购 KUKA），格力电器则相对缓慢在 12.69%，但我国白电龙头海外收入复合增速仍超过大金工业（7.56%）。从海外收入的体量和占比来看，我国龙头企业各不相同。2018 年格力海外收入 222.70 亿元，且海外营收占比波动下滑，2018 年仅 11.13%，主要是格力更加专注于国内市场，海外布局稍逊一筹。美的和海尔海外市场表现更优，两者凭借着海外收购国际品牌市场收入增长迅速，其中美的海外收入体量和占比领先，2018 年美的实现海外收入 1,104.08 亿元，营收占比 42.17%，但仍不及大金，大金海外收入占比常年维持在 70% 以上。整体来看，我国白电龙头公司均在积极布局海外市场，已逐步成为公司重要收入来源，未来仍有较大发展空间。

图表 32 2014 年-2018 年我国三大白电国外收入(亿元)



资料来源：Wind，华创证券

图表 33 2014-2018 年我国白电与大金国外收入占比

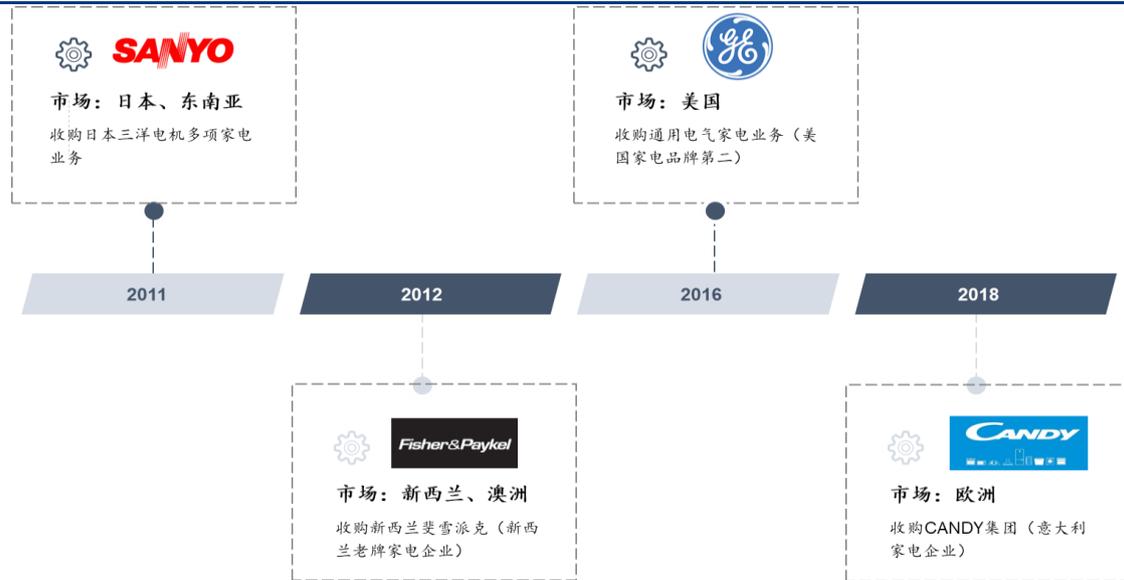


资料来源：Wind，Bloomberg，华创证券

白电龙头海外创收侧重点不同。我国企业进军海外市场主要依靠贴牌代工或自主品牌两种方式。初期由于我国家电行业起步晚于欧美及日本等发达国家，自主品牌在国际市场知名度不足，我国家电企业以贴牌代工的方式出口创汇，经过多年发展逐步转向自主品牌拓展的方式。我国白电龙头中格力偏重于代工出口的方式，海尔则坚持以自主品牌输出，美的介于两者之间。具体来看，格力重心主要在国内市场，目前在海外仅建立了巴西和巴基斯坦两个生产基地；海尔坚持“自主品牌+本土化运营”，其海外收入几乎全部来源于自主品牌出口，且根据欧睿数据显示海尔品牌已经连续九年蝉联全球家电零售量第一，此外海尔还通过收购海外品牌与自身品牌形成多品牌矩阵布局全球市场；美的此前以贴牌代工为主，近年来加大海外收购步伐，海外品牌格局初现，目前自主品牌占出口收入比重约 1/3，未来占比有望逐步提升。

海尔海外以本土化运营为主，海外并购覆盖全球市场。2001 年海尔并购了意大利迈尼盖蒂公司旗下一家冰箱厂，成为当时中国白电企业的首次跨国并购，2006 年开始海尔从国际化战略向全球化战略转变，2011 年开始海外并购加速，先后收购了日本三洋、新西兰斐雪派克、美国通用电气家电业务和意大利 Candy 集团，完成了日亚洲、大洋洲、美洲、欧洲各大洲市场的覆盖。海尔通过海外并购当地市场成熟的家电品牌，获得当地的生产基地和销售渠道，凭借当地品牌迅速切入市场，完善全球布局。截至 2018 年底，海尔在全球设有 29 个制造基地、8 个综合研发中心、19 个海外贸易公司。

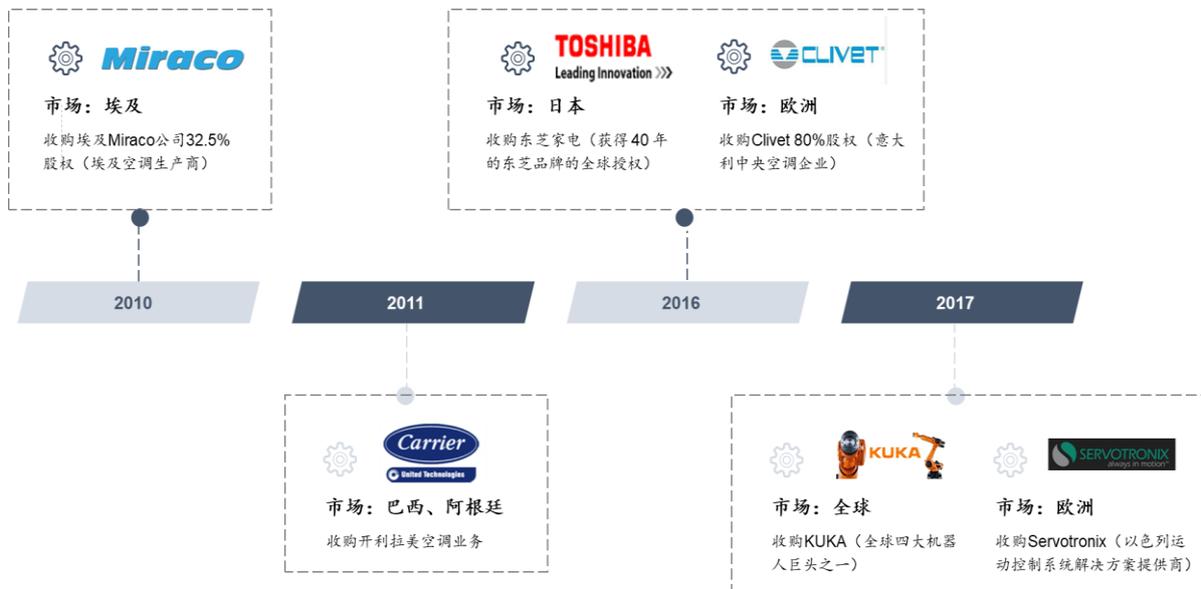
图表 34 海尔主要海外并购梳理



资料来源: 公司公告, 华创证券

美的自主品牌海外知名度相对较弱, 全球布局依赖海外并购。相比于海尔的海外收入几乎全部来自于自主品牌, 美的海外出口中贴牌代工占比仍然较高。2010年起美的加速海外并购步伐, 收购埃及、拉美、意大利的空调制造商和日本东芝家电, 拓展家电业务海外市场, 2017年美的先后收购全球四大机器人巨头之一的 KUKA 和以色列运动控制系统解决方案提供商 Servotronics, 进军机器人市场, 拓展集团多元化布局。目前美的全球业务覆盖 200 多个地区和国家, 拥有约 200 家子公司和 60 多个海外分支机构。

图表 35 美的主要海外并购梳理



资料来源: 公司公告, 华创证券

大金“地产地销”策略完善全球布局。大金海外收入占比常年维持在 70% 以上, 主要源于全球布局完善。2006 年至 2012 年, 大金通过收购马来西亚奥维尔集团、德国 ROTEX 集团、土耳其 Airfei 和美国 Goodman, 在中国与格力成立合资生产厂家等一系列资本运作实现了疾速扩张。大金海外布局主要依靠“地产地销”策略, 在全球化的过程中

充分考虑各国区域的市场的不同特征，美国市场中央集成空调使用特定排管形式，在这种特定空调风管式系统领域本地竞争对手实力更强，大金此前进入美国市场也均因市场竞争激烈而失败告终，大金而后改变策略，通过收购美国本土公司 Goodman，迅速切入美国市场，美国市场收入占大金总公司营收比维持在 25% 左右。

全球化布局因地制宜。我国是全球家电生产大国，随着国内家电市场行业增速有所放缓，全球市场成为家电企业的重要收入来源与增长驱动力。大金在全球化过程中面对不同市场所采取的策略以及成败值得我们借鉴。我国家电企业在全球扩张的进程中可综合分析不同国家市场特点、消费者偏好、行业竞争格局等，因地制宜，制定适合不同国家的策略。比如美国市场在空调施工过程中较为特殊、欧洲市场对空调的环保节能标准较高，目前我国家电企业以自身品牌进入美国和欧洲市场存在较大难度。我国家电企业或可借鉴大金“地产地销”策略，通过国外建厂或与当地品牌并购、合作等方式进入当地市场。目前我国白电龙头能够较好地践行这一策略，海尔通过收购美国老牌家电品牌 GEA 迅速切入美国市场。此外，随着国内监管机构在家电环保、能效等相关方面的要求日渐严格，鼓励节能环保政策的陆续出台，未来绿色高效空调产品将成为市场主流，我国企业在欧洲市场的产品竞争力有望提升。

（二）产品高端化升级

消费升级是市场长期趋势。近年来市场对消费品行业存在消费分级之争，消费者对产品的关注重点“性价比”与“高品质”并存，前者观点主要源于线上渠道部分低价品牌的快速崛起，典型代表为拼多多上市、小米高性价比产品热销；而后者观点主要来源于家电产品结构升级以及产品均价上涨，变频空调、中央空调、滚筒洗衣机及多门冰箱等产品占比持续提升，产品功能完善优化且品质不断升级。长期来看，随着居民收入及消费水平的整体提高，我们认为对产品功能和品质的追求将是长期主流，行业发展的核心驱动力从增量需求转化为更新需求。在消费升级的长期市场趋势下，家电企业对高端布局和产品品质愈发重视。

海尔实行全球多品牌战略满足不同用户需求。海尔通过自设品牌及海外并购，实现了“海尔、卡萨帝、统帅、美国 GE Appliances、新西兰 Fisher & Paykel、日本 AQUA、意大利 Candy”全球多品牌战略。海尔凭借更加完善的产品布局，形成了针对不同客户群体的品牌矩阵，国内品牌统帅、海尔、卡萨帝分别定位于个性年轻群体、现代都市主流群体、都市富裕群体；国外品牌 GEA 和斐雪派克分别定位于都市上层及都市层峰人群。

海尔在高端品牌市场深耕多年，卡萨帝获市场高度认可。卡萨帝是海尔自主创设的高端家电品牌，成立于 2006 年，发展至今已覆盖白电、厨电、小家电等多个细分领域，产品线丰富满足消费者不同需求。渠道建设日趋完善，2018 年底卡萨帝门店新增超过 1800 家，累计门店数超过 8000 家、卡萨帝成套品牌厅 600 家。凭借着完善的产品线和渠道发力，卡萨帝市场份额持续引领高端市场且占比稳步提升，2018 年在中国万元以上冰洗家电市场份额达到 42.7%，其中冰箱和洗衣机分别在万元以上市场份额高达 36% 和 76.9%，较去年分别提升 5pct 和 8pct。受份额提振拉动，2018 年卡萨帝收入增长 44%，增速远超海尔整体营收增速。

美的打造高端品牌体系，重新进入高端市场。相比于海尔从 2006 年开始布局高端市场，美的高端化之路并不平坦。近几年美的重新推进高端化，2017 年通过日本东芝进入高端微波炉和洗碗机市场，同年美的与伊莱克斯成立合资公司引入德国高端家电品牌 AEG，合作的重点在冰箱和厨电领域的高端产品，弥补了美的相应产品在高端市场的不足。除合作品牌外，美的打造自主高端品牌协同发展，此前美的曾自设品牌凡帝罗和比佛利，定位于高端系列，从自身成熟产品冰箱和洗衣机入手。2018 年美的推出家电高端品牌 COLMO，以 AI 科技家电为切入点，将 AI 技术融于高端家电中，产品包括燃气灶、吸油烟机、冰箱、洗衣机等。美的以收购合作及自主子品牌重新进入高端市场，后续表现有待市场验证。

格力着重向中央空调产品升级。格力品牌在空调领域领跑全球市场多年，以优质的品质塑造了强大的品牌力，格力家用空调的定价超过其他国内品牌，与国际品牌看齐。近年来随着人民生活水平的提高叠加全装修政策的推行，中央空调凭借着能效高、送风均匀、噪音小等优点受消费者青睐，行业规模不断扩张。格力在家用空调领域优势明显，

凭借多年技术积累和沉淀发力中央空调领域，目前已取得一定成就，格力在中央空调领域市占率第一，单元机上竞争优势明显。格力中央空调收入占比约 15%，中央空调产品价格更高，一拖三的机型售价在 2 万元左右，而三台挂式或柜式价格在 1 万元左右，且中央空调毛利率更高。格力正逐步向中央空调领域发力，未来中央空调收入占比将持续提升。

图表 36 海尔不同品牌目标客户群体

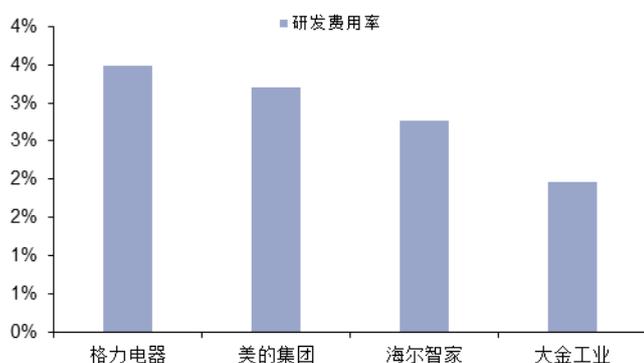


资料来源：搜狐网，华创证券

大金坚持高端品牌定位，转向商用空调领域。大金产品坚持高端定位，产品定价相对高于市场水平，依靠产品品质获得品牌价值人口，定期根据客户反馈进行技术革新、品质升级。大金在升级产品品质的同时向商用空调方向发展且取得一定成就，公司收入来源主要来源于商用领域，日本本国内商用空调占其收入比重达 60%，欧洲、美国及中国市场商用空调占比均在 50% 左右。

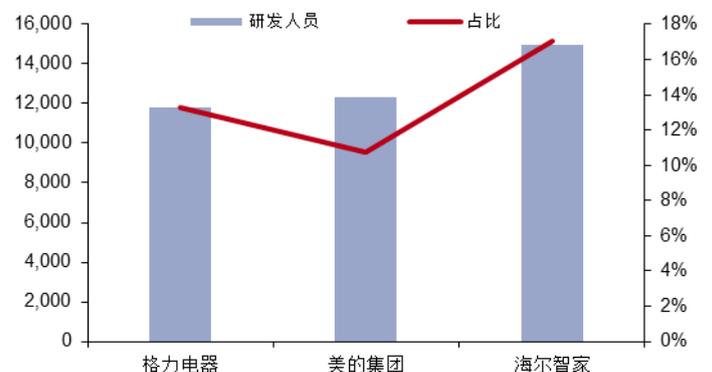
白电龙头持续加码研发投入，升级产品品质。尽管三大白电龙头在高端市场布局策略不同，但企业共同意识到技术升级、品质优化的重要性，尤其是近年来家电产品朝绿色化、智能化发展，对技术提出了更高的要求，龙头企业为巩固自身地位，加快绿色智能产品布局，持续加码研发投入。我国白电龙头研发费用占收入比重均超过大金，其中格力 2018 年的研发费用率 3.49%，领先于美的（3.20%）与海尔（2.77%）。从研发人员配置来看，我国三大白电龙头的研发人数均超过 1 万名，海尔以 14,941 名研发人员领先一筹，且海尔研发人员占总员工比例最高。

图表 37 2018 年白电龙头与大金研发费用率对比



资料来源：Wind, Bloomberg, 华创证券

图表 38 2018 年白电龙头研发人员数及占比



资料来源：Wind, 华创证券

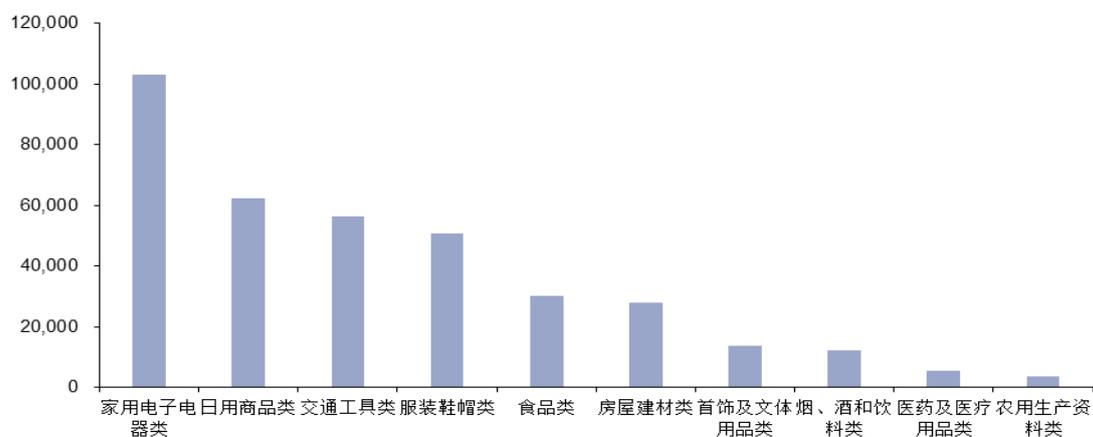
坚持产品高端化升级。随着居民收入水平及文化水平的整体提高，对产品功能和品质的追求将是长期主流。高端市场布局上，海尔卡萨帝领先多年，收入高速增长且市场份额持续上行，已获市场认可；美的自设高端品牌 COLMO，以 AI 科技家电为切入点进入高端市场，并与收购合作品牌东芝和 AEG 协同发展；格力凭借多年技术积累，转向高端产品中央空调发力取得不俗成绩，市占率位列第一，单元机优势明显。白电龙头均看重技术研发，优质的产品需要技术奠基，尤其是近年家电产品智能化绿色化的新趋势对技术升级提出更高要求，2018 年三家研发费用率超过大金，研发人员配置均超过万名。大金的成功经验已经验证，产品质量能够帮助企业获得品牌价值认可，大金在日本消费升级的市场趋势下，凭借着高端品牌定位、产品的升级、技术的革新，实现盈利能力的稳步提升。学习大金经验，我们认为中国家电企业应持续完善优化产品功能，坚持产品高端化升级，凭借高品质的产品及服务在消费升级的浪潮中取得领先。

（三）服务与销售同重

存量规模和消费理念共同促进家电服务市场需求释放。我国已发展成为全球家电生产和消费大国，家电存量市场规模较大。空调仍处于普及中期，目前我国城镇保有量 128.6 台/百户，而农村保有量不足 53 台/百户，城乡差距明显；尽管城镇空调保有量已超百台/百户，但与生活习惯相似的日本（281.3 台/百户）相比仍处于低位，未来仍有较大增长空间。空冰洗等大家电使用年限一般在 10 年左右，巨大的家电存量市场催生家电服务需求。此外，随着我国消费者愈加关注服务体验，需求从原有的产品品质拓展至消费的售前、售中、售后及增值服务每个环节，拉动家电服务市场规模增长。据中国家用电器服务维修协会数据显示，2017 年家电服务收入超过 5000 亿元，其中传统型服务（送货、安装、上门服务及零部件）收入 2600 亿元，而新型家电服务（维护、延保、集成整套解决方案）收入 2800 亿元，且预计 2020 年家电服务市场规模或将超万亿，市场前景广阔。

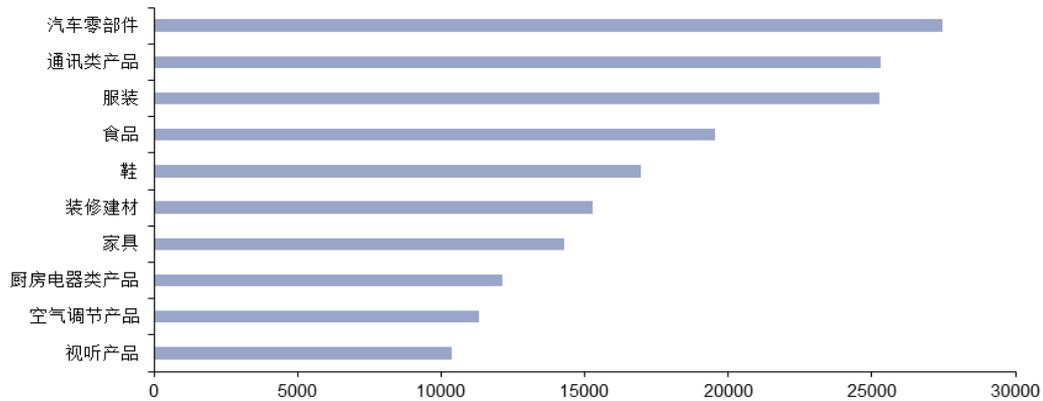
家电服务市场行业仍有待规范。家电服务市场规模日渐扩大，市场参与者众多，但尚未形成稳定竞争格局，市场仍有诸多乱象。2018 年全国消协组织受理家用电器类投诉 103,213 件，占总量的 28.26%，位居商品类投诉第一，其中家电类 54,023 件，占总量的 14.79%。分具体商品类型来看，厨房电器、空调和视听产品进入细分领域投诉前十位。今年 315 晚会又曝光了家电行业部分特约售后服务维修中心小病大修、虚假维修等乱象，涉及小天鹅、美的、惠而浦等多家特约服务网点。家用电器常年位居消费者投诉前列，家电产品中厨电、空调和视听类都是消费者投诉重点品类，家电服务市场乱象频发，行业亟待进一步规范。

图表 39 2018 年商品大类投诉数量（件）



资料来源：中国消费者协会，华创证券

图表 40 2018 年商品细分领域投诉前十位（件）



资料来源：中国消费者协会，华创证券

我国白电龙头售后服务需加强。我国多数家电企业将产品销售的环节置于企业经营的核心地位，将售后服务置于从属地位，售后家电服务市场乱象频发。格力美的和海尔作为国内三大白电龙头在家电服务上引领行业标杆，但与日本大金相比仍有较大的提升空间。2005 年格力率先推出最高标准的家用空调 6 年免费包修政策，目前三家空调的包修政策均是免费 6 年，高于“整机 1 年保修，零部件 3 年保修”的全国标准；而冰箱方面，三家均遵循了国家标准。我国白电龙头在保修政策方面领先于国家标准和其他同业，引领行业最高标准，但售后服务上仍受消费者诟病，主要是因为售后服务多以“外包”模式运作。由于我国地区分布广泛，企业自设维持维修网点的成本较高，家电企业多数采取外包签约技术服务网点来提供售后服务。三大白电龙头的售后基本采取下放经销商的模式，由各地区的经销商负责，由于空调产品对安装工的要求较高，厂家均会定期组织安装技能的培训与考核。但售后服务处于公司体系之外，使得家电厂商对售后服务的把控力不足。

图表 41 国内家电龙头包修政策一览

公司	包修政策
格力	空调：2019 年度家用空调（制冷量小于或等于 14000W）、移动空调、除湿机整机包修六年 冰箱：整机包修一年；主要零部件包修三年（家电下乡中标型号和其他特殊规定的冰箱保修除外）
美的	空调：挂机/柜机（家庭用）享受整机（含所有零部件，包括压缩机）免费保修 6 年，移动空调整机免费保修 2 年 冰箱：整机包修 1 年，主要零部件保修三年
海尔	空调：2013 年 9 月 15 日以后购机，整机和主要部件包修六年 冰箱：整机包修 1 年，主要零部件保修三年（含家电下乡空调）

资料来源：公司官网，华创证券

大金工业售后服务体系完善。空调是大家电中唯一需要施工安装的家电，素有“三分质量，七分安装”的说法，为保证空调安装的质量并提供长期的维修和保证，大金工业设立专门的子公司或者公司具体部门进行安装和售后服务，能够直接对应终端客户，让客户更加理解大金的价值，从而提高顾客黏性，这是大金领先国内企业的地方。大金将售后服务体系置于公司体系内，在一定程度上能够保证服务质量，避免外包可能产生的虚假维修等乱象。除了能够与客户保持沟通以外，在后期的服务过程中也可以产生一部分收益，带动公司盈利水平持续提高。

视服务与产品销售同等重要。我国多数企业售后服务体系搭建的不完善，售后服务管理的不健全，三大白电龙头尽管在保修政策上引领行业标杆，但售后服务体系多下放至经销商处，对服务人员的把控力不足，从而影响到公司的品牌形象。今年的 315 晚会上美的因特约维修网点的虚假维修事件而遭央视点名，对企业品牌形象造成一定负面影

响，美的随后紧急发声严处此类事件。我国家电存量市场规模仍在持续扩张，且随着消费者愈加注重服务体验，家电服务需求日渐增长，优质的售后服务能够为公司带来高附加值，是家电产业链上潜力巨大的增长点。日本大金工业便充分挖掘家电服务市场，在完成销售之后更重视提供完善的售后服务，设立专门的子公司或者具体部门完成安装和售后服务，售后服务把控在公司体系内，能够在一定程度上保证服务质量。我国家电企业在售后服务上仍有欠缺，或可借鉴大金工业经验，通过建立完善的售后服务以及监督体系，能够帮助企业及时获取客户反馈，并让客户更加理解公司的价值，从而提升顾客忠诚度。

四、风险提示

日本行业发展对中国行业发展借鉴性不足。

家电组团介绍

组长、高级分析师：龚源月

法国 ESSEC 商学院硕士。曾任职于弘则研究。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panya@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500