

网批袭来，空调格局生变？

——行业深度报告

✍️：吴东炬 执业证书编号：S1230519040004
☎️：021-80106027
✉️：wudongju@stocke.com.cn

报告导读

我们从价差角度分析了网批模式对三四线市场可能产生的影响，而龙头拥有绝对品牌力壁垒与成本优势，通过优化调整自身渠道，行业双寡头格局依然稳固。

投资要点

□ 奥克斯网批模式问世，空调格局生变？

复盘来看，奥克斯崛起是抓住了电商红利，通过将电商渠道节约的加价率让利给消费者，奥克斯与龙头价差扩大至44%，推动其线上份额超过30%、排名第一；而网批模式问世，中小品牌取消代理商向门店直供、零售巨头向低线市场下沉，推动三四线市场经销商小B、小KA这两类渠道网点大幅增加，更重要的是，取消中间层级、小KA线上线下同价将使得中小品牌在三四线的价差优势扩大，类似于当年电商渠道的情形，或对三四线竞争格局形成一定冲击。

□ 举报推升成本，短期中小品牌份额承压

从短期格局来看，受格力举报影响，为了实际能效达到标称能效，中小品牌势必增加采用节能零部件、进而推升成本，而中小品牌盈利能力薄弱、难以内部消化所增加的成本，只能通过上调售价来转嫁压力，将导致中小品牌终端市场价差优势削弱、进而丧失部分市场份额；未来空调能效标准将进一步上调，龙头技术储备充足，而中小品牌核心零部件依赖外购，长期面临的压力逐步增加。

□ 龙头核心壁垒深厚，长期格局依旧稳固

网批推动中小品牌渠道数量增加、更会带来价差优势的扩大，将削弱龙头的渠道优势，进而或对三四线格局造成一定影响；不过龙头核心竞争壁垒深厚，拥有绝对的品牌力壁垒与超过8%的成本优势，龙头完全有能力有空间来应对网批；基于横向竞争格局可能的趋势、纵向与零售巨头的价值链博弈两个层面来看，预计两大龙头调整自身渠道的概率较大，我们认为格力美的将进一步维护并优化其自建的专卖店渠道体系，通过加快周转、压缩渠道加价率以提升渠道效率，降低三四线市场与中小品牌之间的价差水平，进而保持稳定的竞争格局。

□ 稳健增长预期不变，继续推荐两大龙头

基本面层面，基于保有量提升与更新需求释放的逻辑，国内空调需求仍有望保持稳中有升的趋势，结合上述对竞争格局的判断，我们预计龙头业绩仍将实现稳健增长；当前家电龙头估值处于历史中枢水平，结合国内经济环境、资本市场改革方向以及其他优质白马估值的溢价表现，家电龙头尤其是推进国企改革的格力估值仍有一定提升空间，此外，家电板块现金分红水平也相对较高；综上，我们继续推荐两大空调龙头格力电器、美的集团。

风险提示：原材料价格大幅上涨、地产销售低于预期

行业评级

家用电器 看好

相关报告

- 1《家电行业周报（7.15-7.21）—6月空调内销继续下滑，出口增速2月以来首次由负转正》2019.07.21
- 2《家电行业周报（7.8-7.14）—空调企业变革进行中，旺季促销仍在继续》2019.07.14
- 3《家电行业周报（7.1-7.7）—下半年家电行业有望稳中向好，贸易战缓和降低出口风险》2019.07.07
- 4《家电行业周报（6.17-6.23）—5月空调内销小幅下滑，618大促各大品牌表现不俗》2019.06.23
- 5《618家电表现良好，格力线上份额提升》2019.06.23

报告撰写人：吴东炬
数据支持人：杨宝龙

正文目录

1、 奥克斯网批模式问世，空调格局生变？	5
1.1. 奥克斯：立足“性价比”的二线品牌	5
1.2 把握电商红利，实现弯道超车	6
1.3 网批模式袭来，线下格局生变？	9
2、 举报推升成本，短期中小品牌份额承压	12
2.1 受举报影响，中小品牌成本压力增加	12
2.2 从空调能效与成本结构看具体影响	13
2.3 能效标准提升，龙头技术优势尽显	16
3、 龙头核心壁垒深厚，长期格局依旧稳固	19
3.1 格力核心竞争壁垒——品牌力	19
3.2 规模与自制，龙头成本优势突出	22
3.3 渠道变革，龙头积极应对方是上策	24
4、 稳健增长预期不变，继续推荐两大龙头	30

图表目录

图 1: 本世纪初奥克斯等厂商带头发起行业最惨烈价格战	5
图 2: 奥克斯空调业务毛利率明显低于格力、美的	5
图 3: 奥克斯集团有空调、电力、医疗三大业务板块	5
图 4: 经过价格战洗牌，格力、美的龙头优势持续扩大	5
图 5: 奥克斯零售均价明显低于格力、美的	6
图 6: 低价竞争成为二线品牌的生存之道	6
图 7: 移动互联网时代，网购消费市场迅猛崛起	6
图 8: 奥克斯空调内销营收约占 70%，出口则以代工为主	6
图 9: 近年奥克斯空调全面转型电商渠道	7
图 10: 奥克斯电商渠道出货量急剧增长	7
图 11: 奥克斯在电商渠道市占率位列行业第一	7
图 12: 2010 年以来奥克斯线下市占率总体不断下滑	7
图 13: 07 年至今线下渠道各品牌均价与行业均价比较情况	7
图 14: 线下各品牌过去 3 年累计均价与行业均价对比	7
图 15: 相较线下，线上格力与奥克斯价差扩大至 44%	8
图 16: 电商渠道奥克斯坚守低价策略、美的定价有所变化	8
图 17: 15 年至今格力与奥克斯线上线下价差变动趋势	8
图 18: 格力品牌线上线下渠道价差 10%，美的奥克斯价差更大	8
图 19: 16 年以来线上渠道美的与奥克斯的价差明显下降	9
图 20: 美的线上份额持续提升，非常接近奥克斯	9
图 21: 网批模式核心在于取消中间层级、提升渠道效率	9

图 22: 传统代理分销渠道体系需要层层加价分销到终端	9
图 23: 借助新增渠道, 奥克斯下沉至三四线市场	10
图 24: 美的代理商依旧存在, 允许通过电商小 KA 门店下沉	10
图 25: 中小品牌代理商层级毛利率水平显著高于龙头	10
图 26: 小 KA 通过与线上同价降低线下价格	10
图 27: 2018 年三四线京东家电专卖店突破 1 万家	11
图 28: 天猫优品(村淘)在三四线建立的电器体验店	11
表 1: 格力举报奥克斯 8 款机型“能效虚标, 其中有 3 款为电商爆款	12
图 29: 6.10 之后奥克斯电商市占率急剧下降	12
图 30: 6.10 之后格力电商市占率跌幅收窄	12
图 31: 奥克斯盈利能力明显低于格力、美的	13
图 32: 相较奥克斯溢价下降将带来美的份额迅速提升	13
表 2: 我国现行空调能效标准(分体机)	13
图 33: 我国定速空调仍采用原有的 EER 评定标准	14
图 34: 变频空调改用 2013 版 APF 评定标准	14
图 35: 变频空调制冷循环示意图	14
图 36: 2017 年各品牌压缩机出货市占率对比	15
图 37: 压缩机的价格差异主要体现在匹数的不同	15
图 38: 空调换热器以铜管为主干、辅以铝翅片散热	15
图 39: 空调主要制冷剂价格以及市占率对比	15
图 40: 电子膨胀阀比热力膨胀阀、毛细管更加节能高效	15
图 41: 空调电机单价约为 40 元	15
图 42: 中小品牌盈利能力明显偏低	16
图 43: 今年格力较奥克斯零售价差进一步拉大	16
图 44: 目前定频空调销售比例仍有 40%+ (三级能效最多)	16
图 45: 目前一级能效空调销售占比仅有 20%	16
图 46: 2000 年左右日本空调实现全变频化	17
图 47: 90 年代日本空调能效得到大幅提升	17
图 48: 日本 1 匹和 1.5 匹挂机平均能效持续提升	17
图 49: 日本空调产品能效标识(达标为绿色, 不达标为橙色)	17
表 3: 日本 2013 版能效标准 APF 目标基准值	17
图 50: 热泵制热的能效远高于电制热	18
图 51: 格力领御等超高端机型使用了无需电辅热的压缩机	18
图 52: 家电行业核心竞争壁垒为品牌力, 渠道力次之, 产品力重要性相对较弱	19
图 53: 16 年至今格力定频挂机零售均价较行业均价高出 19%	20
图 54: 16 年至今格力在定频挂机市场份额大幅领先	20
图 55: 在高端市场各品牌空调零售价格较为相近	20
图 56: 格力在高端市场的份额持续提升并遥遥领先	20
图 57: 格力在超高端市场的领先优势更加显著	20
图 58: 格力在上海市场的市占率反超三菱电机跃居第一	20
图 59: 格力的品牌宣传一直围绕品质技术方面	21
图 60: 格力的品牌力日积月累、不断强化	21
图 61: 格力两款空调抽检实际能效为标注能效的 1.2 倍	21
图 62: 格力对媒体的曲解报道进行了澄清	21

图 63: 售价 2999 的格力“品圆”外机使用了双排冷凝器.....	22
图 64: 三款入门级产品中格力的额定能效最高、运行范围更广.....	22
图 65: 奥克斯的铜采购成本平均比格力高 16%.....	22
图 66: 奥克斯的钢材采购成本平均比格力高 13%.....	22
图 67: 相较格力自制, 奥克斯压缩机外购成本至少高出 6%.....	23
图 68: 格力有一体化产业链优势.....	23
图 69: 格力、美的畅销机型基本都使用了 R32 冷媒.....	23
图 70: 国内空调三大制冷剂占比以及价格情况.....	23
图 71: 压缩机、铜、钢是空调主要的零部件及原材料.....	23
图 72: 2018 年格力出货量 4900 万台、奥克斯 1400 万台.....	23
图 73: 2015 年格力平均单台成本比奥克斯低 12.6%.....	24
图 74: 格力的空调毛利率远高于奥克斯.....	24
图 75: 越到低线市场, 6 家中小品牌合计市占率越低.....	24
图 76: 在低线市场, 中小品牌对渠道让利空间更大.....	24
图 77: 格力县城网点主要是专卖店形式.....	25
图 78: 在三四线中小品牌网点主要是多品牌混合经营的夫妻店.....	25
图 79: 格力与全国总代理盛世恒兴没有股权关系, 但关系紧密、行动一致.....	25
图 80: 三季度新冷年开盘, 格力迎来渠道打款高峰.....	26
图 81: 销售返利的积累使得格力其他流动负债持续增加.....	26
表 4: 格力的渠道变革历程.....	26
图 82: 一二线渠道进入壁垒低, 中小品牌依旧难有表现.....	26
图 83: 中小品牌有望在三四线实现与电商渠道同等的价差.....	26
图 84: 网批之前龙头对中小品牌的渠道对比.....	27
图 85: 网批之后龙头与中小品牌的渠道对比.....	27
图 86: 随着规模提升、议价能力增强, 苏宁毛利率有所上升.....	28
图 87: 2006-2011 年苏宁盈利能力提升尤为明显.....	28
图 88: KA 直营门店难以下沉到三四线.....	28
图 89: 2004 年之后格力建立自建专卖店体系.....	28
图 90: 海外家电 KA 渠道商毛利率显著高于国内同行.....	29
图 91: 日本家电销售以 KA 连锁卖场为主.....	29
图 92: 80 年代之后 KA 连锁卖场成为日本家电销售主要渠道.....	29
图 93: 2000 年之后山田电机崛起成为日本 KA 卖场龙头.....	29
图 94: 我国家电销售渠道较为多元.....	29
图 95: 经销商门店等非 KA 渠道在线下占据主要地位.....	29
图 96: 美云销系统打通了工厂到用户间所有渠道的信息流.....	30
图 97: 美的安得物流承担仓储、配送.....	30
图 98: 国内空调保有量相较日本仍有提升空间.....	31
图 99: 90 年代后日本空调销量仍平稳增长.....	31
表 5: 国内空调更新需求测算 (万台).....	31

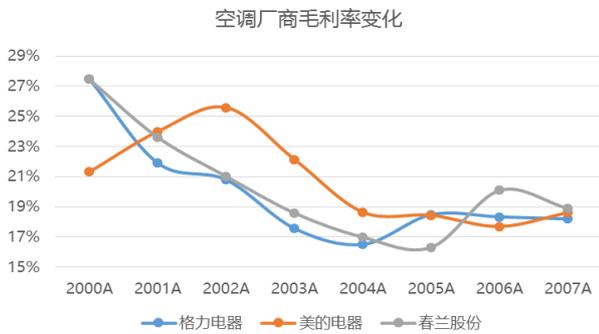
1、奥克斯网批模式问世，空调格局生变？

近年来二线品牌奥克斯迅速崛起，2015 年其国内市占率仅有 4%，到 2018 年则快速攀升至 10%（产业在线口径），今年已超越海尔成为空调行业第三大品牌，在竞争格局有所变化的情况下，今年 6 月 10 日格力实名举报奥克斯“能效虚标”，引起舆论广泛关注；而 2018 年奥克斯更进一步推出网批模式，剑指线下三四线市场；那么，奥克斯是凭借什么在短时间内做到行业第三？网批模式又会对空调行业格局产生什么影响？

1.1. 奥克斯：立足“性价比”的二线品牌

在空调行业历史上，奥克斯历来以“价格杀手”著称，“低价竞争”一直根深于其企业基因中。在浙江蛰伏了 6 年之后，2000 年奥克斯正式进军全国空调市场，打出“免检是爹，平价是娘”的鲜明口号，2002 年奥克斯发布《空调成本白皮书》，对外曝光了空调物料成本，并宣布 10 款主力机型全线降价，将行业惨烈的价格战推向高潮，凭借低价竞争的策略，奥克斯空调份额一度在 2003 年跃居行业第三。

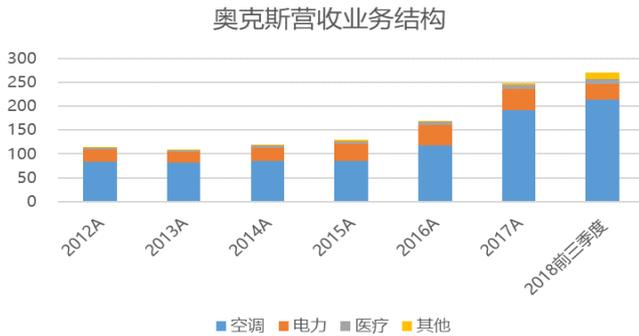
图 1：本世纪初奥克斯等厂商带头发起行业最惨烈价格战



资料来源：wind，浙商证券研究所

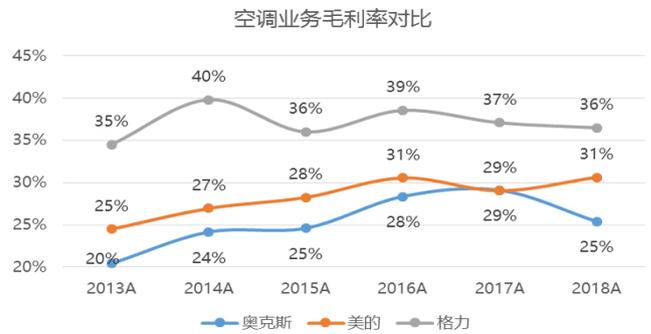
在此后空调行业的竞争洗牌过程中，奥克斯逐步沦为二线品牌，两大龙头格力美的凭借品牌力和强大的自建渠道逐步扩大优势，拉开了与二线品牌的差距，此外奥克斯转向多元化经营、集团资源分散也对其空调业务有一定影响。

图 3：奥克斯集团有空调、电力、医疗三大业务板块



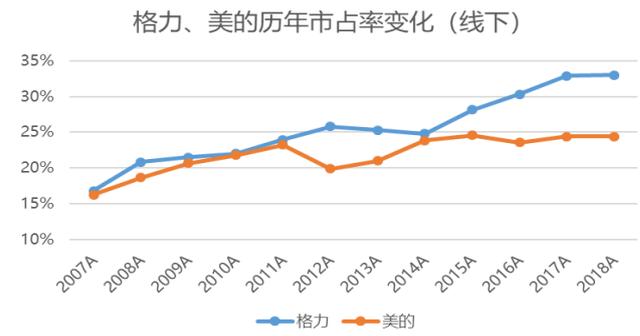
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：奥克斯空调业务毛利率明显低于格力、美的



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

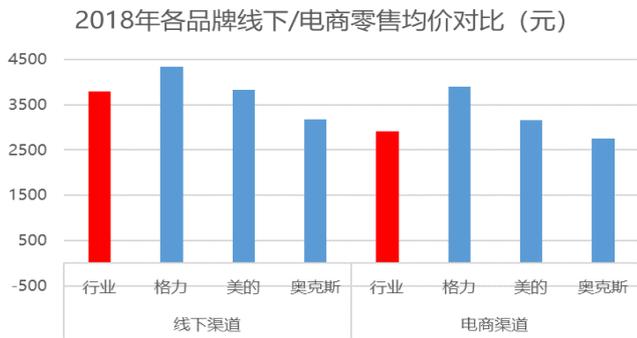
图 4：经过价格战洗牌，格力、美的龙头优势持续扩大



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

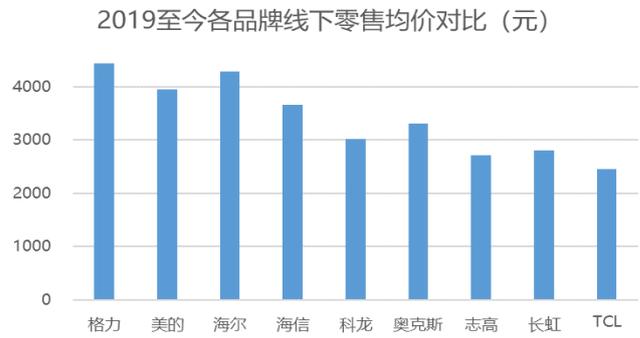
在双寡头格局趋于稳固背景下，与其他二线品牌一样，奥克斯只能通过“低价优势”勉强坚守自身份额，根据奥维统计，过去5年奥克斯线下均价较格力低27%，而在电商渠道没有兴起之前，奥克斯市占率仅有4%。

图 5：奥克斯零售均价明显低于格力、美的



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 6：低价竞争成为二线品牌的生存之道



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

1.2 把握电商红利，实现弯道超车

电商渠道的出现给中小品牌带来转机。由于与 KA 渠道之间价值链利益分争，2004 年行业龙头格力美的开始建立自主可控的渠道，逐步在三四线市场形成了完善的代理分销渠道体系，在一二线市场仍主要依赖 KA 渠道；对中小品牌而言，虽然在一二线市场同样可以获取 KA 渠道资源，但其品牌力较弱无法与龙头展开竞争，在三四线市场，中小品牌规模较小无力建立起庞大的代理分销渠道体系，更难以与龙头抗衡；总体而言，无论是在一二线还是三四线市场，中小品牌只能夹缝中求生存，偶尔在需求井喷时分得一杯羹。

不过随着电商渠道的崛起，中小品牌迎来了转机，奥克斯正是通过及时坚决的互联网转型，牢牢把握了这一轮电商红利，使得自身从二线品牌中脱颖而出，成为排名第三的行业黑马。

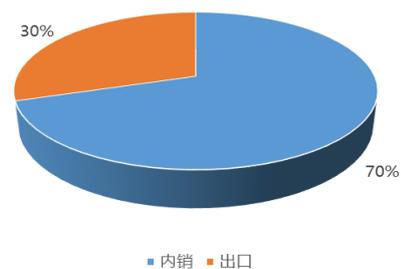
图 7：移动互联网时代，网购消费市场迅猛崛起



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 8：奥克斯空调内销营收约占 70%，出口则以代工为主

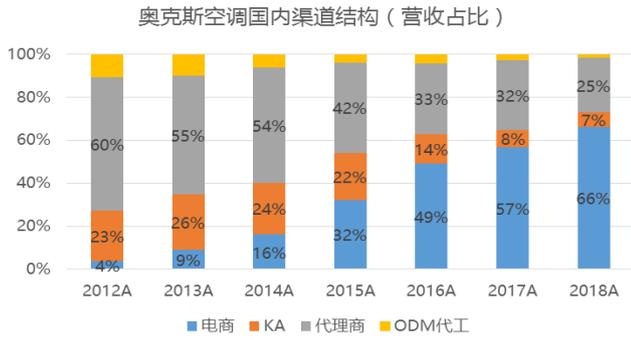
奥克斯空调业务内外销营收占比 (2017)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

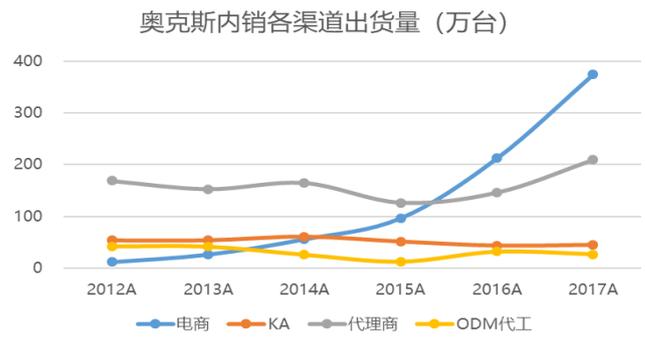
奥克斯正是借助电商实现弯道超车。在电商渠道快速崛起背景下，龙头担忧线下渠道受到冲击、对电商犹疑不决，而奥克斯在 2013 年就率先确立空调业务全面拥抱互联网的战略，将电商确立为核心销售渠道和主要发力方向；从结果来看，奥克斯成功把握住电商红利、渠道转型成效显著：首先，电商渠道市占率持续领跑，线上线下合计销量跃居行业第三，根据奥维统计，目前奥克斯电商渠道销量份额 31%，排名第一，在电商放量推动下，2014-2018 年奥克斯空调内销量也从 300 万台迅速增长到 900 万台，跃居行业第三；其次，渠道结构完成调整，2012 年奥克斯空调内销中电商占比仅 4%，2018 前三季度则达到 66%，与此同时，代理商渠道占比从 60% 萎缩到 25%。

图 9：近年奥克斯空调全面转型电商渠道



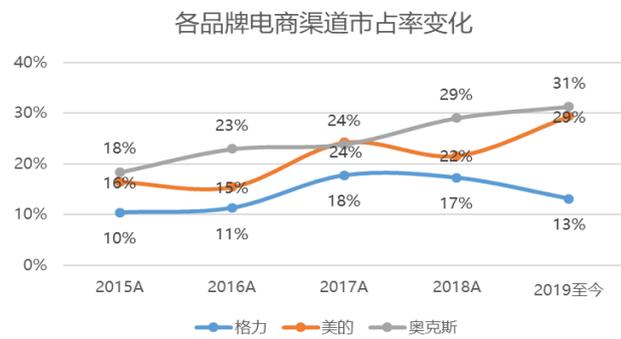
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：奥克斯电商渠道出货量急剧增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：奥克斯在电商渠道市占率位列行业第一



资料来源：奥维，浙商证券研究所

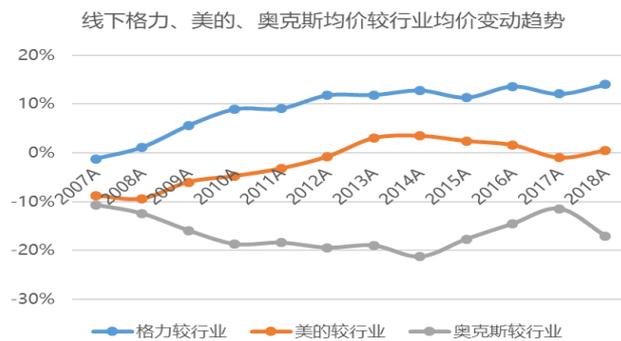
图 12：2010 年以来奥克斯线下市占率总体不断下滑



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

奥克斯电商战略大获成功的直接原因：更大的价差优势。奥克斯电商战略获得成功的原因是什么？为什么奥克斯在线下渠道不温不火，在电商渠道就能弯道超车？从复盘来看，奥克斯电商战略成功的直接原因依旧在于价格，即通过电商这个新兴渠道实现了与龙头品牌更大的价差。

图 13：07 年至今线下渠道各品牌均价与行业均价比较情况



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

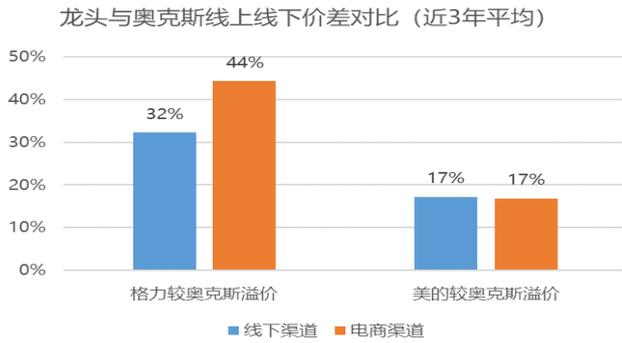
图 14：线下各品牌过去 3 年累计均价与行业均价对比



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

相较线下，在电商渠道格力与奥克斯的价差扩大了 12%。通过分析最近 3 年中怡康线下、奥维电商的零售均价数据我们发现，格力线下均价较奥克斯高 32%，美的较奥克斯高 17%，基于线下格局的长期稳定性，可以视之为品牌力差异形成的“合理价差”；但在电商渠道，格力较奥克斯溢价扩大到 44%，价差明显高于线下，奥克斯价格优势明显增强，反观美的，由于及时调整电商策略，过去 3 年美的与奥克斯的线上价差仍为 17%，这使得美的线上份额直追奥克斯，据奥维统计，2019H1 美的线上份额 29%，距离奥克斯 31% 一步之遥，而格力仅有 13%。

图 15: 相较线下, 线上格力与奥克斯价差扩大至 44%

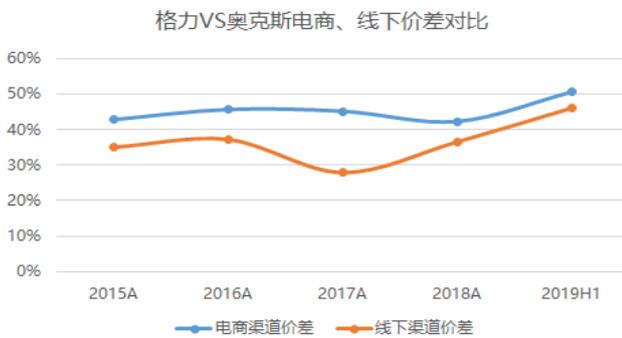


资料来源: 奥维, 浙商证券研究所

奥克斯在电商渠道能够扩大价差的原因在于, 中小品牌将电商较低的加价率让利给消费者, 而格力选择战略性保护线下渠道: 由于没有线下代理分销体系的层层加价, 电商天然具备较低的加价率, 在电商发展初期费用更低, 出于盈利诉求最近两年电商渠道费用率有所上升, 目前预计在 10%-15%, 而线下渠道加价率在 25%-30%, 从而使得电商价格较线下优势巨大; 奥克斯等中小品牌将电商渠道的低加价率让利给消费者, 从而提升低价竞争优势, 而格力担忧冲击线下渠道, 对消费者让利较小, 电商定价较为保守, 近三年格力电商均价较其线下渠道仅低 10%, 而美的、奥克斯电商均价较其线下均价分别低 20%+、15%+;

此外格力在电商也缺乏针对性的产品投放, 从各自京东自营旗舰店来看, 奥克斯在旗舰店有 18 款挂机, 其售价均低于 4000 元, 美的有 15 款挂机, 其中 3 款售价超过 4000 元, 作为行业龙头, 格力旗舰店仅有 13 款挂机, 其中 4 款是超过 4000 元的高端机型; 总体而言, 对电商保守的定价与产品投入共同压制了格力在电商渠道的市场份额。

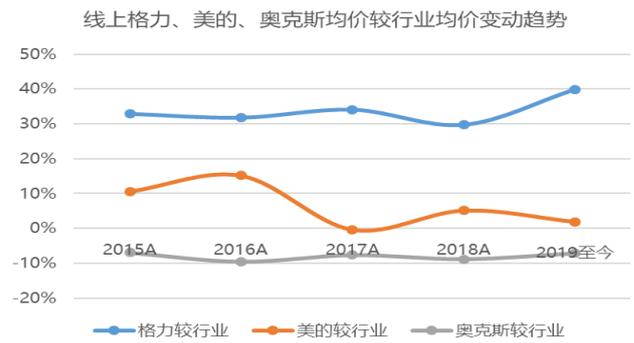
图 17: 15 年至今格力与奥克斯线上线下载差变动趋势



资料来源: 奥维, 浙商证券研究所

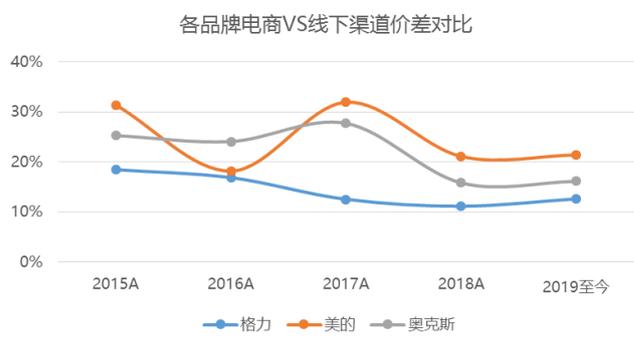
及时调整电商战略, 美的线上市占率直追奥克斯。虽然电商布局晚于奥克斯, 美的也通过调整价格迅速发力电商, 近年美的空调电商均价较奥克斯的溢价率持续下降, 价格的让步叠加相对强大的品牌力优势, 推动美的电商市占率迅速向奥克斯看齐; 根据奥维数据, 2015 年美的电商均价较奥克斯溢价 19%, 2016 年扩大至 27%, 但随后溢价率持续下降, 2019H1 已经仅有 10%, 受此拉动美的电商市占率从 2015 年的 16% 上升至 2019H1 的 29%。

图 16: 电商渠道奥克斯坚守低价策略、美的定价有所变化



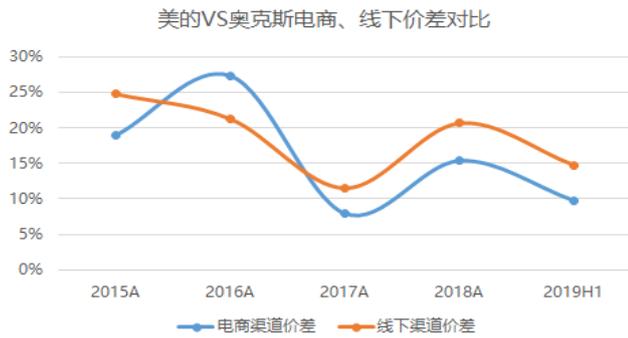
资料来源: 奥维, 浙商证券研究所

图 18: 格力品牌线上线下载差 10%, 美的奥克斯价差更大



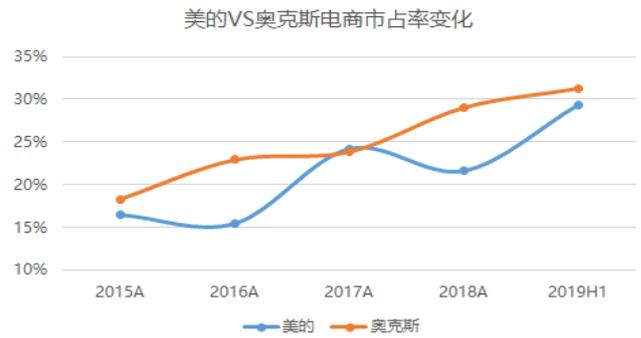
资料来源: 奥维, 浙商证券研究所

图 19：16 年以来线上渠道美的与奥克斯的价差明显下降



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 20：美的线上份额持续提升，非常接近奥克斯



资料来源：奥维，浙商证券研究所

除了价差优势扩大之外，电商渠道价格敏感性较高也是奥克斯能够成功的原因之一：淘宝京东等电商渠道在起步之初主打性价比概念，经过持续培育，电商消费者也更为关注产品性价比，虽然近年来电商渠道推进消费升级、低价竞争有所改观，但相较线下，总体而言电商消费者依旧更为看重价格，电商渠道的特点使得奥克斯价差优势得到了进一步放大，导致格力在电商难以获得较好的表现，而战略调整后美的电商份额持续提升，目前已超越其线下份额。

1.3 网批模式袭来，线下格局生变？

奥克斯推出网批模式，取消中间代理商环节、改由工厂直供经销商门店，意在提升线下三四线市场表现。如前所述，借助电商渠道兴起的契机，奥克斯实现了弯道超车，但在线下市场尤其是三四线城市，渠道资源匮乏、价差不明显依旧制约着中小品牌，在电商渠道尝到甜头之后，奥克斯开始把“互联网模式”搬到线下，以期在线下三四线市场通过更大价差实现市场份额的提升。

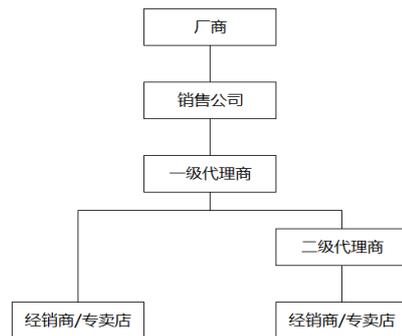
2017 年 9 月，奥克斯联合阿里、京东推出线上向线下延伸的“网批模式”，具体表现为奥克斯将物流仓储交给菜鸟、京东，去除渠道中间的代理商环节，将商品直接由工厂流通至门店，大大提升了渠道效率，将节省的代理商层级加价让利给消费者、终端门店，从而在实现终端售价下降、价差优势提升的同时，终端渠道网点数量也有一定增加。除了奥克斯，志高等中小品牌也加快了网批模式的推出。

图 21：网批模式核心在于取消中间层级、提升渠道效率



资料来源：百度，浙商证券研究所

图 22：传统代理分销渠道体系需要层层加价分销到终端

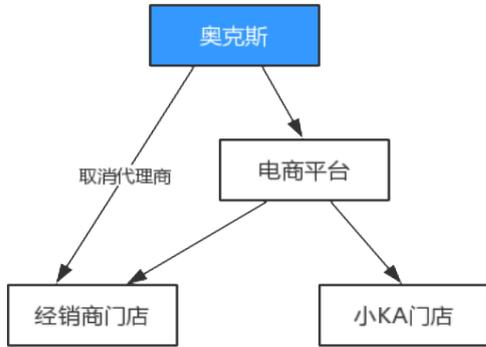


资料来源：浙商证券研究所

零售巨头向三四线下沉、新建小 KA 门店。在中小品牌变革自身渠道、推出网批模式之外，外部渠道也发生了较大变化，2018 年以来京东、阿里、苏宁等零售巨头的下沉战略同样指向三四线市场，使得三四线增加了相当数量的小 KA 门店。目前京东通过京东帮服务站（销送装修换一站式服务）和京东家电专卖店（仅负责销）这两类形式下沉到三四线，京东帮已经约有 2000 家、家电专卖店突破 1 万家（今年年底目标 1.5 万家）；阿里则通过天猫优品（农村淘宝）服务站下沉，目前已经建立了 3 万多个村级网点，在部分县镇市场还有天猫电器体验店；此外苏宁、国美等也在加速下沉三四线，2018 年苏宁零售云门店达到 2071 家，今年目标再建 2000 家，国美也正通过直营模式推进下沉，2018 年县域店达到 513 家，今年目标新增县域店 200 家、新零售店 500 家。

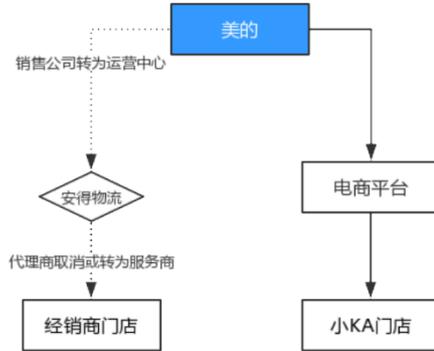
此外，空调从电商平台流向传统经销商门店的现象也开始显现。此前传统经销商门店主要从上级代理商处进行货源采购，但京东等平台价格低于经销商此前的采购价，再叠加电商的活动补贴，导致经销商从电商下单常常比向代理商采购有一定折扣，不过这种模式下，厂商较难管控产品价格和流向，实际上中小品牌有相当比例的电商渠道产品是通过流向线下从而实现销售的。

图 23：借助新增渠道，奥克斯下沉至三四线市场



资料来源：浙商证券研究所

图 24：美的代理商依旧存在，允许通过电商小 KA 门店下沉



资料来源：浙商证券研究所

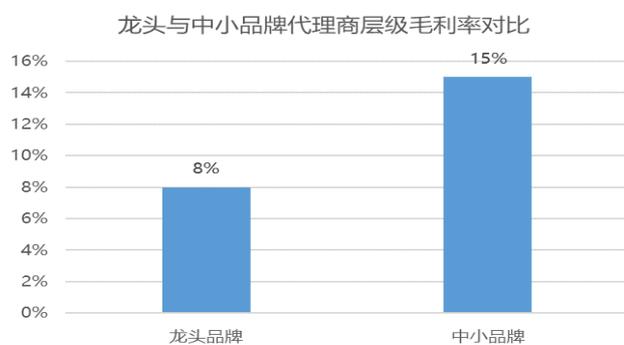
综合来看，我们认为中小品牌网批模式与零售巨头的下沉战略，或对三四线空调市场的竞争格局产生一定影响，这主要体现在价差优势、渠道数量这两个层面：

第一，在三四线市场，中小品牌价差优势扩大。我们认为，无论是中小品牌自身推动的网批模式，还是零售巨头下沉战略新增的小 KA 门店，均使得中小品牌在三四线市场实现了更大的价差优势，价差扩大或使得中小品牌在三四线表现有所提升；

首先，网批能够节约中小品牌 15% 的渠道费用。此前传统线下渠道至少有 3 个层级：省级销售公司、代理商、终端门店（也称为经销商、零售商），而网批模式则是工厂直接到门店，取消了中间代理商环节，从渠道调研得知，格力美的的代理商平均毛利率 7%-8%，而由于年销售额规模较小，中小品牌给予代理商的毛利空间更大，因此保守预计网批取消代理商层级将使得中小品牌节约 15% 的渠道费用，假设其中 5% 让利给终端门店、10% 让利给消费者，这将导致线下渠道格力相对奥克斯的溢价率提升至 42%，较为接近电商渠道 44% 的价差水平；

其次，零售巨头下沉，能够使得中小品牌在三四线市场实现与线上同等的价差优势，京东苏宁等零售巨头持续向三四线市场下沉新增数量可观的小 KA 门店，并采取线上线下同价策略，这使得下沉渠道的产品价格与线上保持一致，如前所述，奥克斯在电商获得成功的核心原因就在于把电商渠道较低的加价率让利给消费者，因此，渠道巨头的下沉战略使得中小品牌在线下三四线市场实现了与线上渠道同等的价差优势。

图 25：中小品牌代理商层级毛利率水平显著高于龙头



资料来源：渠道调研，浙商证券研究所

图 26：小 KA 通过与线上同价降低线下价格



资料来源：百度，浙商证券研究所

第二，中小品牌三四线网点数量获得大幅增加。此前三四线市场的空调销售渠道主要由格力美的等主导，中小品牌在渠道数量、渠道质量层面较龙头均相去甚远，但中小空调厂商的网批模式、京东苏宁等零售巨头的下沉战略，使得中小品牌在渠道层面的劣势有所改善。

首先，零售巨头下沉、小 KA 门店兴起，给中小品牌带来新的契机：由于体量较小、品牌力较弱等原因，此前中小品牌无力在三四线市场建立庞大且完善的代理分销体系，仅从渠道层面来看，中小品牌在三四线市场处于绝对弱势地位；而零售巨头下沉使得三四线市场新增了数量可观的小 KA 门店，这类渠道基本对所有品牌开放，中小品牌没有进入壁垒，因此，小 KA 门店兴起使得中小品牌在三四线市场获得了相较此前更多的渠道资源，进一步结合线上线下同价获得的价差优势，中小品牌在三四线的市占率或有一定提升。

图 27：2018 年三四线京东家电专卖店突破 1 万家



资料来源：百度，浙商证券研究所

图 28：天猫优品（村淘）在三四线建立的电器体验店



资料来源：百度，浙商证券研究所

其次，网批模式推动中小品牌经销商门店(小 B 网点)数量增加：网批模式取消代理商层级、节约渠道费用，使得奥克斯等中小品牌有能力对代理分销体系最末端的经销商门店进行让利，这将在一定程度上提升终端网点销售中小品牌的积极性，进而带来终端网点数量的增加，此外，电商平台向终端经销商的“批发业务”也在一定程度上提升了中小品牌的网点数量。目前通过网批模式提升渠道数量的具体效果还不得而知，但从渠道调研来看，中小品牌三四线经销商门店数量确有一定程度的提升。不过扁平化渠道网络更考验厂商的运营能力，网批模式下订单呈现高频率、小批量等特点，需要强大的物流和信息化能力做支撑，也需要中小品牌厂商对终端经销商的有效管理和服务。

2、举报推升成本，短期中小品牌份额承压

格力举报奥克斯“能效虚标”，导致中小品牌必须通过使用节能零部件、增加成本的方式来达到标称能效，而中小品牌盈利能力薄弱、难以自身消化所增加的成本，只能通过上调售价来转嫁压力，这将导致中小品牌在终端市场的价格优势削弱、进而丧失部分市场份额，推动空调行业竞争格局短期向好。

2.1 受举报影响，中小品牌成本压力增加

在奥克斯电商渠道强势增长、网批模式可能对线下构成挑战的背景下，6月10日格力重拳出击，举报奥克斯8款空调“能效虚标”，重重打击了奥克斯的品牌形象，这从618期间的销售数据上得到充分体现：

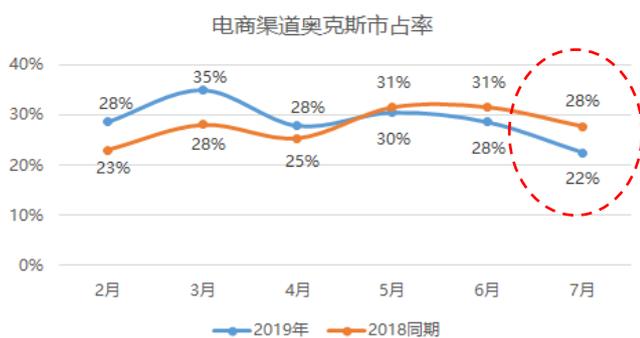
表 1：格力举报奥克斯 8 款机型“能效虚标，其中有 3 款为电商爆款

机型	1-23 周电商销量排行	1-23 周电商市占率	类型	标注能效
KFR-35GW/NFW+3	1	3.22%	定频	3 级
KFR-25GW/NFW+3	2	2.06%	定频	3 级
KFR-35GW/NFI19+3	4	1.78%	定频	3 级
KFR-25GW/NFI19+3	27	0.84%	定频	3 级
KFR-25GW/ZC+2	-	-	定频	2 级
KFR-35GW/ZC+2	-	-	定频	2 级
KFR-35GW/HFY+3	-	-	定频	3 级
KFR-26GW/NFA1+3	-	-	定频	3 级

资料来源：奥维，浙商证券研究所

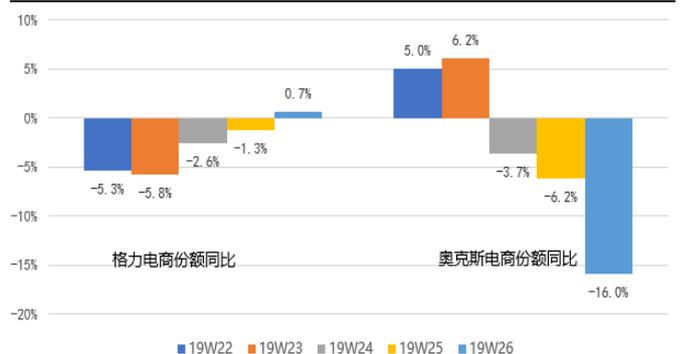
- 1) **奥克斯电商份额明显下降**：6月上旬奥克斯电商份额仍同比上升，但举报事件后，由于舆论影响以及所涉机型下架，6、7月奥克斯电商份额分别同比下降 3.0pct、5.2pct；
- 2) **美的反超奥克斯跃居第一**：得益于自身持续促销以及奥克斯份额下跌，7月美的电商份额达到 28%，同比 +6.8pct，反超奥克斯成为行业第一；
- 3) **格力电商份额跌幅收窄**：由于美的促销冲击，3-5月格力电商份额分别下降 7.3pct、4.8pct、2.5pct，但随着举报事件发酵，6、7月格力份额跌幅收窄至 2.4pct、1.7pct。

图 29：6.10 之后奥克斯电商市占率急剧下降



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 30：6.10 之后格力电商市占率跌幅收窄

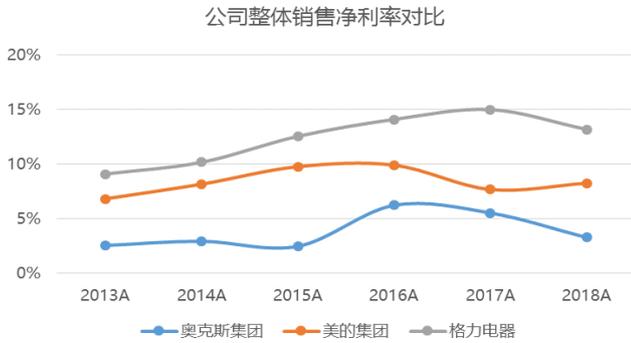


资料来源：奥维，浙商证券研究所

相较于短期的舆论压力，我们认为该事件最主要的影响在于**中小品牌成本提升、价差优势削弱，进而丧失部分市场份额**：不论最终“能效虚标”是否查实，在舆论与监管压力下，预计中小品牌将更加注重产品品质，为了实际能效能够达到产品标称能效，中小品牌不得不增加使用高效节能零部件，而这将使得制造成本有所上升，而其盈利能力普遍较低无法自身消化成本压力，成本上升最终只能转化为出厂价、零售价的上调，从而使得中小品牌价差优势有所恶化。

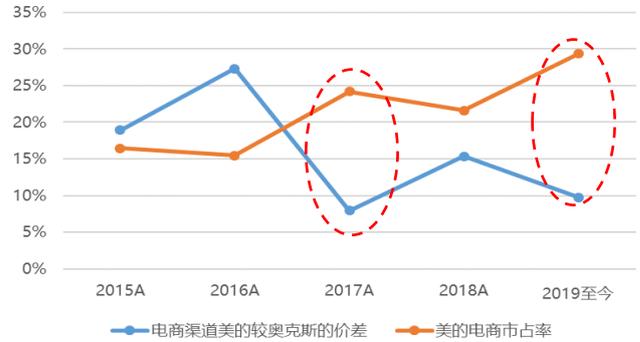
而美的电商市占率的后来居上已经表明，只要在合理的价差之下，凭借着强大的品牌力优势，一线龙头完全能够在电商渠道迅速赶超、压制中小品牌；因此随着举报事件影响的深入、中小品牌制造成本的提升，一线龙头无论在线上还是线下均有望从中受益。

图 31：奥克斯盈利能力明显低于格力、美的



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 32：相较奥克斯溢价下降将带来美的份额迅速提升



资料来源：奥维，浙商证券研究所

2.2 从空调能效与成本结构看具体影响

此次举报事件格力主要针对奥克斯虚标能效，随着发改委等七部委严厉打击能效虚标并鼓励自查，预计部分中小品牌势必要通过增加采用高效节能零部件来达到所标称的能效水平，以下我们将通过解析不同能效空调的成本差异，来评估其成本提升幅度。

从空调能效等级划分上，目前定频、变频空调都分 1、2、3 级能效，但依据的测定标准不同，其中定频空调依据 2010 版标准，只测制冷效率 (EER)，而变频空调依据 2013 版，通过引入 APF 方法测定包括制冷 (EER)、制热 (COP) 的全年综合能耗水平，较 2010 版更加科学规范。

表 2：我国现行空调能效标准（分体机）

空调类型	评价方法	额定制冷量	对应匹数	能效等级		
				1 级	2 级	3 级
定速空调	EER 能效评价	CC≤4500W	1P-小 2P	3.60	3.40	3.20
		4500W < CC≤7100W	小 2P-3P	3.50	3.30	3.10
		7100W < CC≤14000W	3P 以上	3.40	3.20	3.00
单冷变频	APF 能效评价	CC≤4500W	1P-小 2P	5.40	5.00	4.30
		4500W < CC≤7100W	小 2P-3P	5.10	4.40	3.90
		7100W < CC≤14000W	3P 以上	4.70	4.00	3.50
冷暖变频	APF 能效评价	CC≤4500W	1P-小 2P	4.50	4.00	3.50
		4500W < CC≤7100W	小 2P-3P	4.00	3.50	3.30
		7100W < CC≤14000W	3P 以上	3.70	3.30	3.10

资料来源：国家标准委，浙商证券研究所

由于定频空调只检测制冷效率、测定标准相对落后，不排除部分厂商为节省成本投机取巧，比如只做到制冷效率达标，但制热能力很差，甚至个别厂商铤而走险，在部分批次中虚标能效。

图 33：我国定速空调仍采用原有的 EER 评定标准

$$EER = \text{制冷能力 (TR)} / \text{耗电量 (KW)}$$

资料来源：国家标准委，浙商证券研究所

从空调构造来看，提升空调能效的途径主要有：第一，采用更高效的压缩机，第二，增加换热器的面积和效率，第三，用效率更高的直流电机、电子膨胀阀取代交流电机、毛细管等。

图 34：变频空调改用 2013 版 APF 评定标准

$$APF = \frac{CSTL + HSTL}{CSTE + HSTE}$$

式中：CSTL——全年制冷总负荷；

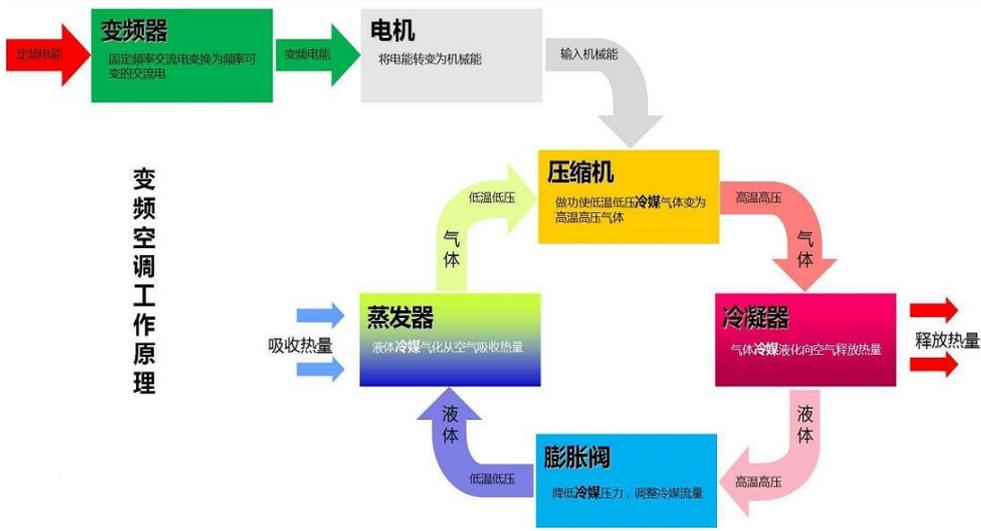
HSTL——全年制热总负荷；

CSTE——全年空调制冷消耗总功率；

HSTE——全年空调制热消耗总功率。

资料来源：国家标准委，浙商证券研究所

图 35：变频空调制冷循环示意图



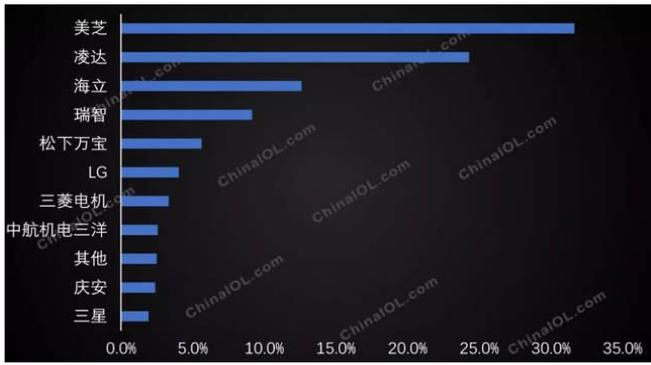
资料来源：百度，浙商证券研究所

通常上述方法组合使用，而非单纯提升某个部件，比如使用高效压缩机，换热器也要提升（增加铜的长度或管径），毛细管随之增加数量或者改用热力膨胀阀、电子膨胀阀等。以高端全直流一级能效变频空调为例，通常标配高效直流变频压缩机+双排换热器+电子膨胀阀+直流电机（压缩机、内外机风叶）。

第一，压缩机：如果单从价格角度看，同匹数高效/非高效压缩机价格相差并不大，很多三级能效和一级能效空调使用的都是同一款压缩机，但压缩机高集中度的竞争格局，使得中小品牌在压缩机采购选择层面存在较大劣势；目前美芝、凌达两大压缩机龙头作为美的、格力自配套企业，2018 冷年美芝产销量 7000 万台，满足美的的自用以外，也是市场最大的公开供应商，凌达产销约 5000 万台，已经基本能够满足格力自用，而海立作为最大的非自配套压缩机供应商（格力持股 10%），2018 销量 2300 万台，这其中供应格力接近 800 万台。

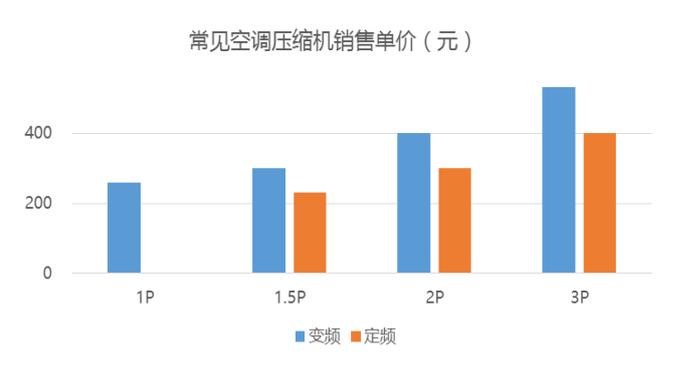
因此，压缩机主要产能被空调一线龙头牢牢把控，中小品牌在供应商、高端压缩机等方面选择并不多，这就使得中小品牌在确保产品力方面缺乏支撑。

图 36：2017 年各品牌压缩机出货市场占有率对比



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 37：压缩机的价格差异主要体现在匹数的不同



资料来源：产业调研，浙商证券研究所

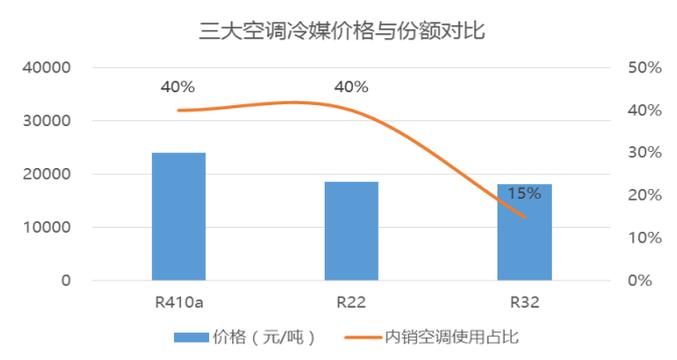
第二，换热器：包括外机冷凝器和内机蒸发器，均由铜管+铝翅片构成，由于铜的占比较高，换热器一直是部分中小品牌缩水省料的主要部件。影响换热器效率的因素主要包括导热材料、换热介质、换热面积，目前导热材料主要为铜管导热，冷媒在成本和环保综合影响下，R22（不环保）和 R410a（成本高）各占据 40%，两者性能接近，R32 占比 15%左右且仍在增长。因此，换热面积就成为影响空调换热效率高低的關鍵，而要增加换热面积，无论是增大铜管管径还是长度，都直接意味着成本上升。

图 38：空调换热器以铜管为主干、辅以铝翅片散热



资料来源：百度，浙商证券研究所

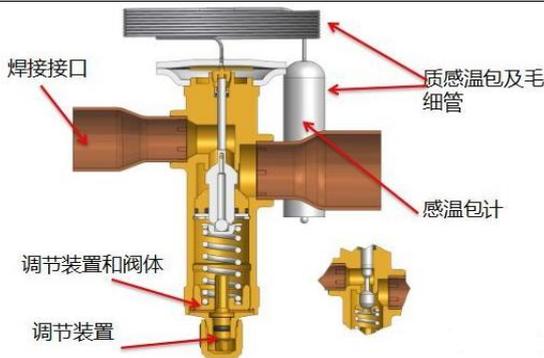
图 39：空调主要制冷剂价格以及市占率对比



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

第三，电子膨胀阀与直流电机：电子膨胀阀与毛细管、热力膨胀阀一样，三者都是冷媒节流装置，但是相比这两者，电子膨胀阀由控制器程序控制，开闭反应更快、调节范围更广，具有显著的节能效果，但单价也会高出几十块钱；同样电机方面，直流电机相较交流电机在调速范围、节能高效方面也更具优势，但价格也要贵几十元，部分直流空调出于成本考虑，仅压缩机采用直流电机，内外机风叶仍为交流电机。

图 40：电子膨胀阀比热力膨胀阀、毛细管更加节能高效



资料来源：百度，浙商证券研究所

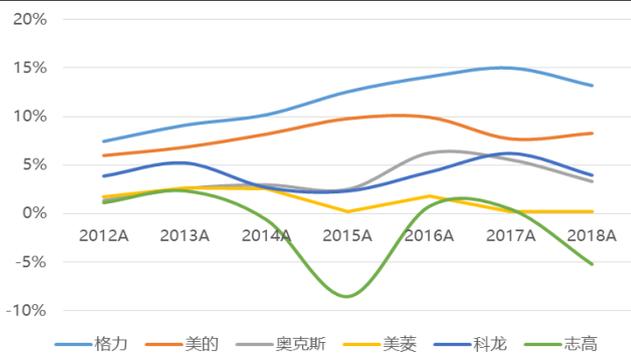
图 41：空调电机单价约为 40 元



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

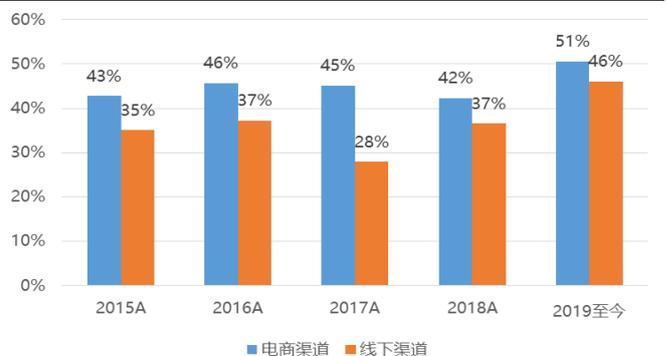
根据我们调研情况来看，1-3级能效空调，每提升一个能效等级平均增加约150元制造成本，占空调成本价10%左右，考虑到中小品牌空调业务净利率普遍在3%以下，如果成本抬升5%-10%，终端售价必然被迫上调，价格优势势必缩水。当然，目前举报事件尚未定论，即便部分品牌存在虚标，虚标比例也有待确定，因此总的成本冲击目前无从探讨，不过成本提升的压力确实存在。

图 42：中小品牌盈利能力明显偏低



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 43：今年格力较奥克斯零售价差进一步拉大



资料来源：奥维，浙商证券研究所

2.3 能效标准提升，龙头技术优势尽显

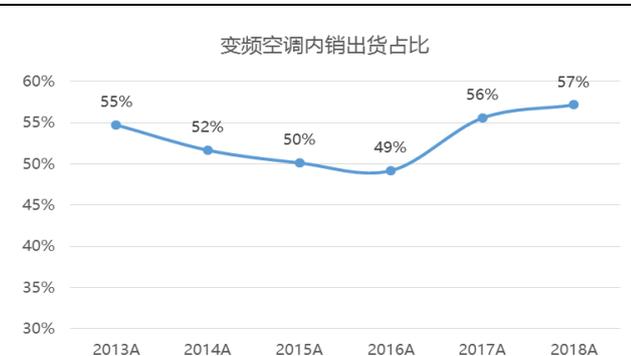
在政府持续推行节能减排政策的大背景下，家电行业总体能效水平将会得到进一步提升；具体到空调来看，空调用电占社会总体能耗的比重较高，根据发改委披露数据，目前我国每年制冷用电量占全社会用电15%以上，其中夏季占比高达30%-40%，而当前国内空调能效水平仍有较大提升空间，根据产业在线统计，2018年国内变频空调占比57%，其中一级能效占比仅有21%，未来长时间内节能仍将是空调产业的核心升级方向。今年6月13日，国家七部委联合印发《绿色高效制冷行动方案》，对制冷产品的节能化提出了总体目标和发展路线，其中家用空调方面的要求为：

第一，提升能效水平，其中准入水平达到或超过发达国家，一级能效达到国际领先，具体目标为2022年准入水平提高30%，2030年再提高15%以上，此外要淘汰20%-30%的低能效产品；

第二，完善能效制度，合并定频和变频空调能效标准，鼓励龙头企业制定高于国标的企业标准，试行能效“领跑者”、制冷剂GWP（低温室效应潜能值）等信息标注，加速淘汰HCFCs、限控HFCs制冷剂。

基于2022年空调准入门槛提高30%的目标，变频挂机APF能效最低要达到4.55，超过现行的一级能效标准4.50，当前最低要求是3.50，而2030年还将再提高15%，预计短期内新能效标准出台势在必行；此外定频与变频标准并轨，从成本以及舒适度层面来看，定频空调的生存空间将被大大压缩。

图 44：目前定频空调销售比例仍有40%+（三级能效最多）



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

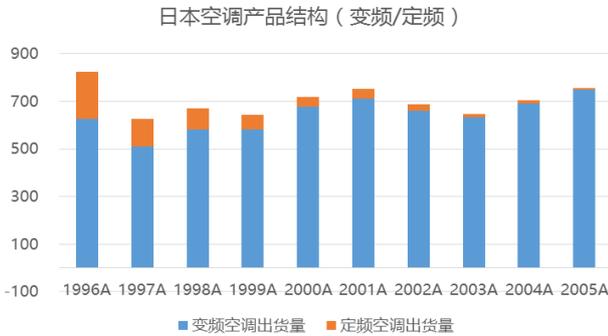
图 45：目前一级能效空调销售占比仅有20%



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

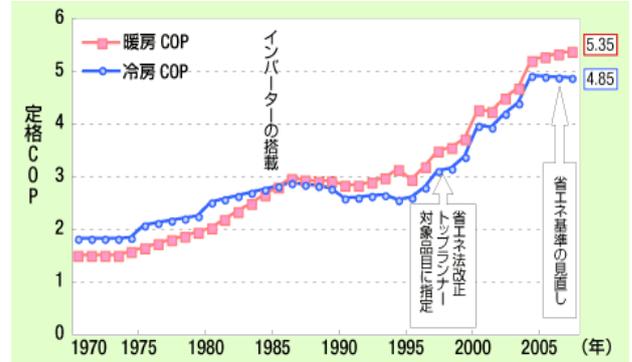
参照日本能效水平，国内空调能效提升空间巨大。经过多年发展日本空调能效水平已经达到较高水平，2015年日本1匹挂机实际平均APF值达到6.30、1.5匹为5.80，按照产品结构来看，预计我国1匹、1.5匹变频挂机能效APF值在4.0左右（1匹、1.5匹变频挂机能效准入门槛均为3.5），中国与日本能效水平差距超45%，未来提升空间巨大。

图 46：2000 年左右日本空调实现全变频化



资料来源：JRAIA，浙商证券研究所

图 47：90 年代日本空调能效得到大幅提升

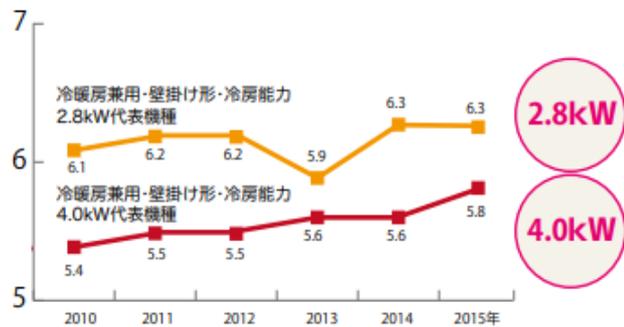


资料来源：日本环境省，浙商证券研究所

从日本空调能效发展历程来看，其也是经过了从定频到变频、变频能效持续提升的过程。90年代随着变频、高效压缩机等技术发展，日本空调能效水平开始大幅跃升，2000年左右日本实现了全部变频化，而COP能效也从1990年3.0左右提升到5.0左右。

实现全变频之后，日本通过能效标准继续推动空调能效提升，并在2005年率先提出综合制热、制冷能力的APF（全年能源消耗效率）测定标准，该标准目前已被国际广泛采用；与国内为强制性标准不同，日本能效标准并非强制，而是通过产品标识等方式让市场择优汰劣。

图 48：日本 1 匹和 1.5 匹挂机平均能效持续提升



资料来源：日本经济产业省，浙商证券研究所

图 49：日本空调产品能效标识（达标为绿色，不达标为橙色）



资料来源：三菱电机官网，浙商证券研究所

根据日本现行2013版标准，常见的1匹挂机APF基准值为5.80，1.5匹挂机为4.90，日本经济产业省统计2015年日本1匹挂机实际平均APF值达到6.30、1.5匹为5.80，超出能效标准设定的目标基准值10%-20%；而我国1匹、1.5匹变频挂机准入门槛（三级能效）均为3.50，与日本能效标准相差40%-70%；虽然日本是非强制性标准，我国在测算细节上也有所区别（根据气候条件以及供暖差异，日本计算权重上更侧重制热效率，我国更侧重制冷效率），但总体可以看出，我国空调能效水平较日本仍相差甚大。

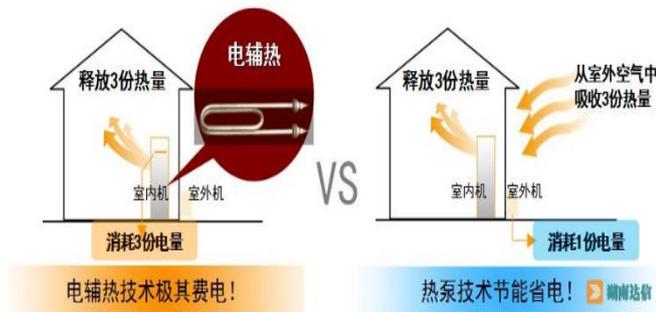
表 3：日本 2013 版能效标准 APF 目标基准值

冷暖机型		~ 3.2KW	~ 4.0KW	~ 5.0KW	~ 6.3KW	~ 7.1KW	~ 28.0KW
壁挂型	标准尺寸	5.80	4.90				
	非标尺寸	6.60	6.00	5.50	5.00		4.50
其它机种		5.20	4.80			4.30	
多联机		5.40			5.40		5.40

资料来源：JRAIA，浙商证券研究所

综上，在政策推动下未来国内空调能效标准将继续提升，龙头企业针对能效提升做了较多技术储备，而中小品牌核心零部件主要依赖外购，第三方供应商在压缩机等方面的技术升级能否跟得上新标存疑。

图 50：热泵制热的能效远高于电制热



资料来源：湖南达信，浙商证券研究所

图 51：格力领御等超高端机型使用了无需电辅热的压缩机



资料来源：格力官网，浙商证券研究所

单就空调制热层面来看，虽然热泵能效远高于电加热（热泵能效普遍超过 3，而电加热能效小于 1），但目前国产空调仍将电辅热作为主流标配，主要是由于国内压缩机无法在制热时实现低温启动或者制热不足，而更耗电的电辅热能够确保制热效果，且成本较低，也能达到现行能效标准，厂商没有动力升级压缩机技术，在广告宣传影响下消费者认为不带电辅热的空调制热效果差，从而产生了“劣币驱逐良币”的后果。目前龙头具备无需电辅热的高效压缩机技术，2016 年格力推出三缸双级变容压缩机，其在 -35°C 制热工况下仍可强劲制暖，目前格力家用的“领御”分体机和“火凤凰”多联机等多个高端机型均采用了该款压缩机，并将“无需电辅热”作为了一大卖点；随着能效标准持续提升，一旦电辅热难以达标，那么技术上的短板将大大限制中小品牌的竞争力。

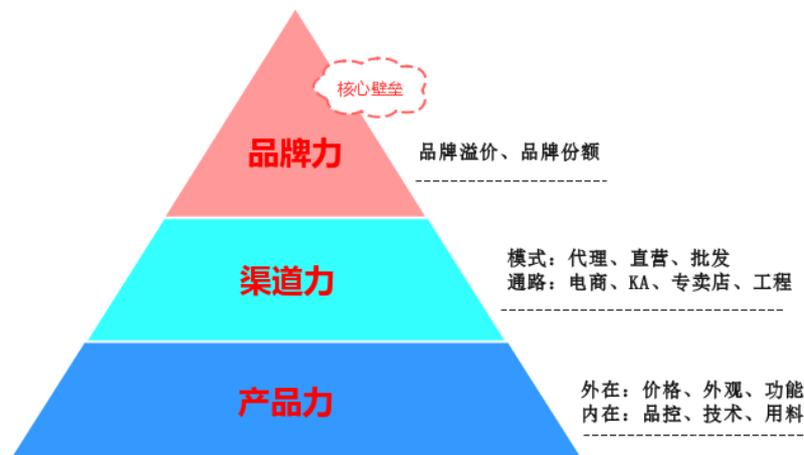
3、龙头核心壁垒深厚，长期格局依旧稳固

网批模式对现有渠道体系的冲击，引起部分投资者对空调长期竞争格局的担忧，尤其是渠道相对传统的格力。回归消费品竞争要素来看，我们认为格力核心竞争优势——品牌力依旧强大，作为电商渠道的延伸，中小品牌网批模式与零售巨头下沉改变的只是线下渠道，是对现有渠道体系的补充和修正，而非颠覆，我们认为强大的品牌力壁垒与显著的成本优势，使得龙头有足够的空间进行应对，网批不足以对格局产生重大影响，未来格力龙头地位与行业双寡头格局依然稳固。

3.1 格力核心竞争壁垒——品牌力

从消费品三大竞争要素——品牌、渠道、产品层面来看，经过三十年的充分竞争之后，目前龙头相对中小企业最为核心的竞争优势在于超强的品牌力；在产品力层面，空调核心技术较为成熟、技术进步空间较小，空调厂商在产品力层面差异较小，不过由于龙头占据主要的市场份额，规模效应使得龙头在成本层面也具有显著的竞争优势；在渠道层面，龙头在三四线市场拥有完善的自建渠道体系，而由于规模较小、品牌较弱等因素，中小品牌在三四线市场的渠道力明显弱于龙头，不过随着网批模式推进、零售巨头下沉战略实施，龙头在三四线市场的渠道优势有所削弱。

图 52：家电行业核心竞争壁垒为品牌力，渠道力次之，产品力重要性相对较弱



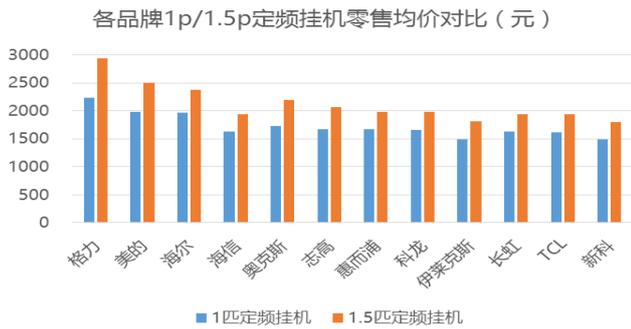
资料来源：浙商证券研究所

具体来看，格力的核心竞争壁垒在于品牌力，渠道力、产品力为次要竞争优势，只有品牌力才是格力与竞争对手最大的不同，主要体现在以来两个方面：

第一，低端市场最能体现格力的品牌力。众所周知，低端市场消费者价格敏感度最高，从渠道调研来看，一般情况下在高温天气来临、需求爆发时，三级定频挂机空调成为主力销售机型，即低端产品成为市场主流，其原因就在于这部分消费者对价格较为敏感，只有极端高温天气才能刺激需求释放；此外，由于品牌力与产品研发能力较弱，中小品牌只能选择固守低端市场，因此，低端产品也就成为众多中小品牌的必争之地，产品同质化严重、竞争最为激烈；

因此，在这块细分市场的表现最具说服力，而格力在低端市场取得的成绩是高溢价、高份额：根据中怡康数据，在偏低端的定频挂机市场，2016 年至今格力零售均价为 2540 元，较行业均价高出 19%，在实现大幅溢价的同时，在定频挂机领域格力以 31% 的市占率领跑行业，这足以体现出格力超强的品牌力。

图 53：16 年至今格力定频挂机零售均价较行业均价高出 19%



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

第二，高端市场格力市占率持续提升。在高端细分市场，各品牌均价较为相近，品牌力更多体现在市占率的变化层面，90年代以三菱电机、大金为代表的日系品牌一度占据国内高端市场，但随着内资龙头的品牌力提升，高端市场呈现出“国进洋退”趋势，尤其是在家电下乡政策结束、家电市场消费升级阶段表现更为明显，根据中怡康统计，在售价4000元以上的高端市场，格力价格实现赶超日系，同时其市占率优势不断扩大，2012年至今格力高端市场份额从32%上升至43%，三菱电机+大金则从15%降至7%；

图 55：在高端市场各品牌空调零售价格较为相近

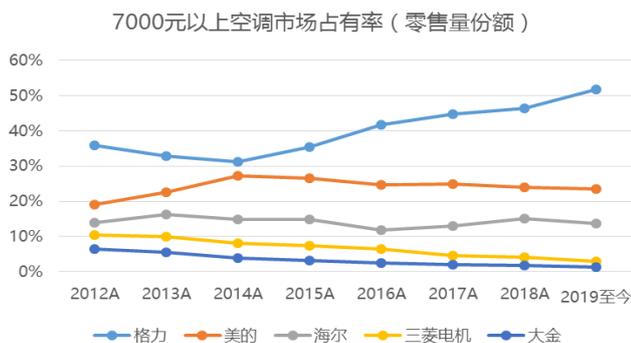


资料来源：中怡康，浙商证券研究所

进一步观察7000元以上的超高端市场，格力市占率更是从36%上升到52%，三菱电机+大金则从17%降到4%，份额被蚕食殆尽，格力的“一家独大”格局更加明显；此外，单就日系深耕的大本营上海市场而言，2017年格力零售额市占率也实现了对三菱电机的反超。

综合来看，无论是在低端市场的“溢价+份额”双重领先，还是在高端市场的份额优势持续扩大，格力的核心竞争壁垒——品牌力均显示出超强的优势。

图 57：格力在超高端市场的领先优势更加显著



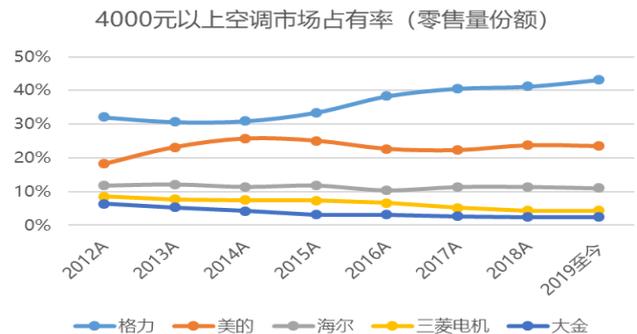
资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 54：16 年至今格力在定频挂机市场份额大幅领先



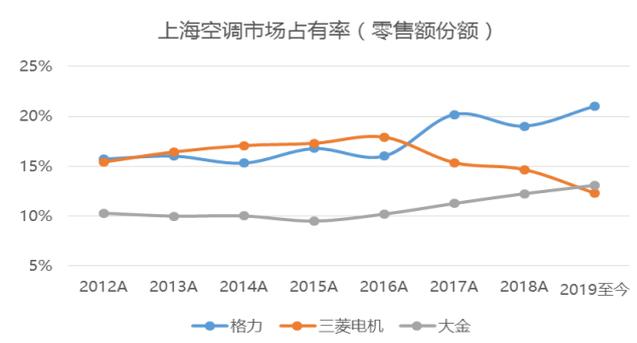
资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 56：格力在高端市场的份额持续提升并遥遥领先



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 58：格力在上海市场的市占率反超三菱电机跃居第一



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

那么格力的品牌力到底是如何形成的？回顾历史，我们认为格力的超强品牌力源自于对产品品质的长期坚持，空调核心技术已非常成熟，各品牌在制冷制热能力、外观设计等方面很难有长期显著的差异化，作为必需性较强的耐用品，消费者判断空调优劣主要就集中在了产品品质层面，尤其是 2000 年前后以价格为主要竞争手段的发展初期，空调厂商普遍对产品质量重视度不高，只有格力潜心坚持产品品质，经过长期口碑积累，品质逐步造就了格力的品牌力。

早在 1991 年空调厂商还在跑马圈地，格力尚处于第二梯队之时，刚上任格力总经理的朱江洪就果断叫停了重产量、轻质量的经营思路，亲自抓起质量整改；由于部分电容零部件不合格，1995 年格力一批产品出现异常停机现象，格力借机成立了“筛选分厂”，对所有外购部件进行进厂检查，同时针对空调外机容易生锈问题，格力还率先改用了镀锌板，经过一系列的质量整改措施，格力的产品品质在众多品牌中逐步脱颖而出。

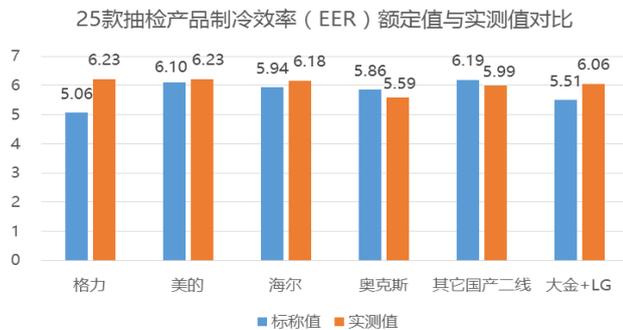
图 59：格力的品牌宣传一直围绕品质技术方面



资料来源：百度，浙商证券研究所

格力的产品品质久经市场考验，近日北京消协抽检了 16 个品牌 25 款热销机型，结果显示，格力的 2 款机型实测制冷效率（EER）均达到其标称的 1.2 倍，也就是实际能效更高，而与之对比，美的、海尔以及外资的大金、LG 实测能效也略好于标称值，显示了大品牌过硬的产品品质，但中小品牌却普遍存在实测能效低于标注能效的问题。

图 61：格力两款空调抽检实际能效为标注能效的 1.2 倍



资料来源：北京消协，浙商证券研究所

除了权威部门抽检，第三方的拆机测评也可以看出格力的品质领先，测评人蓝心极客说将米家与格力、三菱电机的入门级产品做了拆机对比，结果与消协的抽检结果一致，格力的实测制冷效率（EER）同样遥遥领先，拆机显示，直接原因在于格力的用料最足，三款产品只有格力使用了低端机很少使用的双排冷凝器，铜管数量较单排冷凝器多出一倍，直接保证了强大的换热效率。虽然这种个例不能代表整体，但也一定程度体现了格力过硬的品质。

图 60：格力的品牌力日积月累、不断强化



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

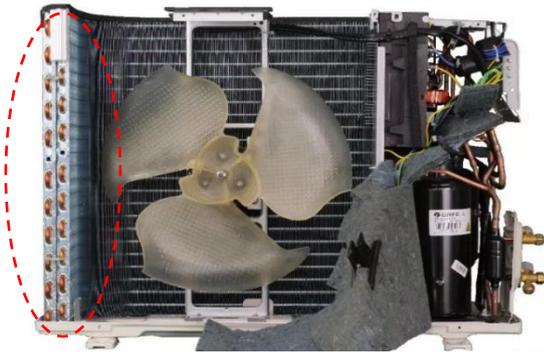
图 62：格力对媒体的曲解报道进行了澄清



近日，北京市消协对16个品牌25款空调产品抽测并对外公布测试结果，有部分媒体以“举报奥克斯后，格力空调自己也‘不达标’”为题进行曲解报道。本着对消费者高度负责的精神，我司特作如下声明：

资料来源：微博，浙商证券研究所

图 63：售价 2999 的格力“品园”外机使用了双排冷凝器



资料来源：蓝心极客说，浙商证券研究所

图 64：三款入门级产品中格力的额定能效最高、运行范围更广

		制冷量	输入功率	EER
米家	额定	3500	1090	3.21
	运行范围	450-4000	170-1600	2.65-2.5
格力品园	额定	3500	840	4.17
	运行范围	200-4200	90-1300	2.22-3.23
三菱电机	额定	3500	1210	2.89
	运行范围	1100-3900	250-1600	4.4-2.44

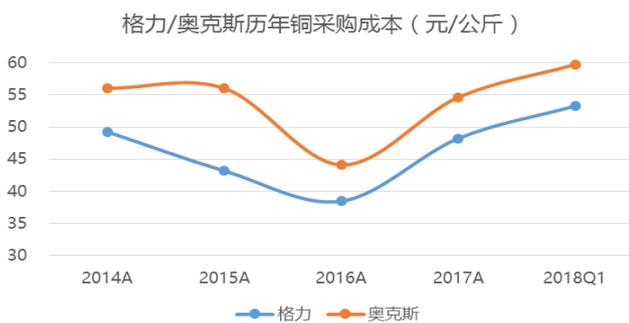
资料来源：蓝心极客说，浙商证券研究所

3.2 规模与自制，龙头成本优势突出

产品力层面，如前所述空调核心技术已非常成熟，消费者常见的制冷制热功能、能效、使用体验、外观等方面已很难做出显著的差异化，龙头较中小品牌相对明显的差别体现在前文所述的产品品质，不过提升品质相对容易实现(通过品质来提升品牌力则较难，尤其是当前空调格局已定的情况下)，从产品力层面来看，品质也并不意味着核心竞争壁垒，因此，在通常意义上的产品力层面，龙头空调与中小品牌差异并不明显，但在产品的另一端——生产制造层面，龙头厂商较中小品牌却有着显著的成本优势。

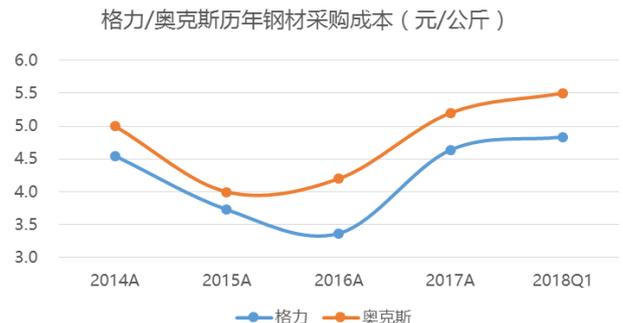
相对中小品牌，**规模效应、核心零部件自制，这两个层面造就了格力的成本优势**，通过测算我们预计**龙头相较中小品牌的成本优势超过 8%**：首先，规模效应使得龙头在原材料、零部件采购方面具有明显的价格优势，其中在铜、钢材等大宗原材料层面格力的采购成本明显低于奥克斯等中小品牌，根据公司公告，2014 年-2018Q1 奥克斯铜采购平均价格比格力高出 16%，钢材平均价格高出 13%，同时在空调阀、风叶等零部件方面的采购成本也高于龙头；除了外购原材料与零部件，规模效应还体现在折旧、费用摊销、渠道费用等诸多方面，单就销售渠道层面而言，规模优势使得两大龙头仅需给予每个渠道层级显著低于中小品牌的毛利空间，从而可以让龙头自身可以留存更多的利润。

图 65：奥克斯的铜采购成本平均比格力高 16%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 66：奥克斯的钢材采购成本平均比格力高 13%

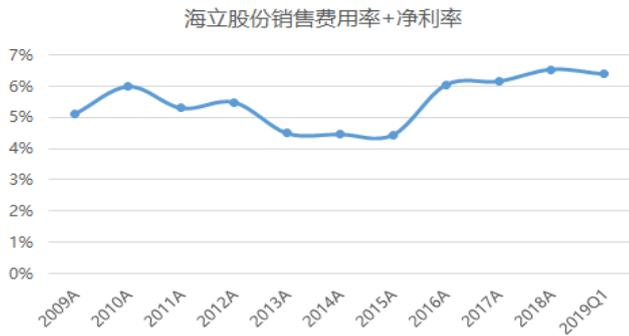


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

其次，龙头企业通过核心零部件自制实现一体化产业链优势，在压缩机、电机等零部件方面，格力、美的均实现了较高比例的自制，而中小品牌只能选择外购，其零部件成本明显高于龙头；此外，由于第三方零部件企业在产能、技术层面与龙头有一定差距，中小品牌在供应稳定性和品控等方面也处于劣势；而龙头企业开始进一步谋求对第三方零部件企业的控制，近年来格力参股了凌达、美芝之外的第三大压缩机厂商海立股份，在核心零部件供应链方面中小品牌面临的压力将持续增加。

仅就压缩机而言，假设格力凌达与海立必要的经营税费水平一致，且不考虑凌达的原材料成本优势，以近年海立股份净利率+销售费用率估算，奥克斯压缩机外购至少比格力自制的成本高出 6%。

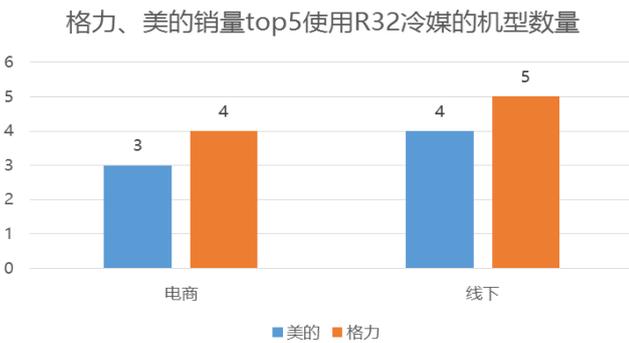
图 67：相较格力自制，奥克斯压缩机外购成本至少高出 6%



资料来源：wind，浙商证券研究所

此外龙头的成本优势还体现在制冷剂方面，目前格力、美的很多畅销机型均使用了 R32 制冷剂，由于 R32 存在可燃性、对售后安装要求较高，中小品牌只能退而求其次使用 R410a，而 R32 不仅成本更低（与传统 R22 相当），制冷制热效率也得到进一步提升。即便是在日本本土已经使用 R32 的日系品牌，由于在中国市场缺乏售后能力，也只能用 R410a 冷媒替代。

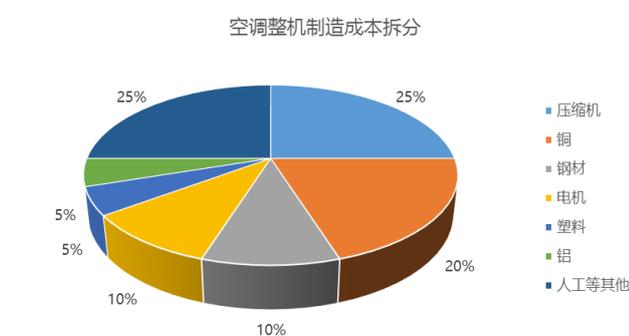
图 69：格力、美的畅销机型基本都使用了 R32 冷媒



资料来源：奥维，浙商证券研究所

综上，相较格力，奥克斯铜采购成本高出 16%、钢材高出 13%、压缩机高出 6%以上，保守假设奥克斯在电机、铝以及塑料方面的采购成本高出 10%、人工成本基本一致，那么格力的成本优势将达到 8%；根据公司数据，2013-2017 年格力空调平均单台成本 1269 元，仅比奥克斯 1286 元的平均成本低 1.4%，由于产品结构不同导致格力奥克斯的平均单台成本差异不明显，难以准确对比格力奥克斯的成本，不过 2015 年单年格力平均单台成本比奥克斯低 12.6%，可以在一定程度上说明格力的成本优势。

图 71：压缩机、铜、钢是空调主要的零部件及原材料



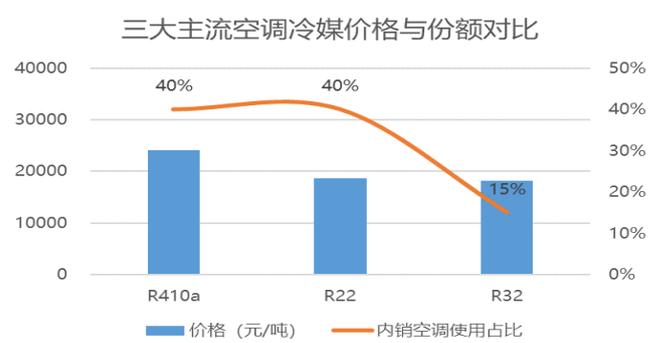
资料来源：产业调研，浙商证券研究所

图 68：格力有一体化产业链优势



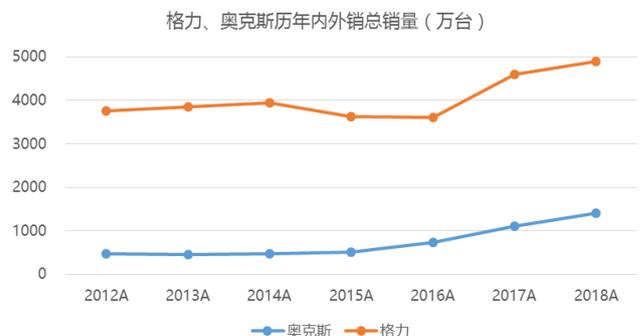
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 70：国内空调三大制冷剂占比以及价格情况



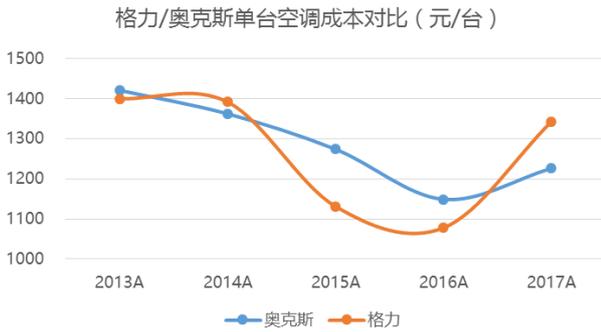
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 72：2018 年格力出货量 4900 万台、奥克斯 1400 万台



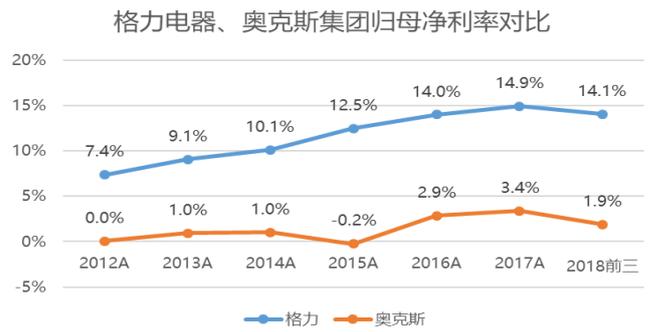
资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 73：2015 年格力平均单台成本比奥克斯低 12.6%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 74：格力的空调毛利率远高于奥克斯



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3 渠道变革，龙头积极应对方是上策

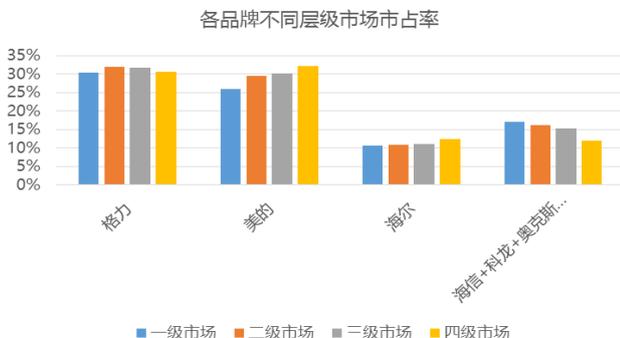
从表上面看，中小品牌网批模式+零售巨头渠道下沉战略，对三四线市场的影响在于中小品牌能够获得更多的渠道资源，实际上，其带来的真正影响在于中小品牌能够实现更大的价差优势，进而可能对三四线市场的竞争格局产生一定冲击。我们认为，当前的三四线渠道变革意味着层级减少、周转加快、效率提升，是家电行业销售模式进一步互联网化的结果，龙头要做的则是如何通过自身渠道调整来应对价差的扩大。

3.3.1 龙头在三四线建立了强大的渠道优势

在讨论渠道变革对竞争格局有何影响之前，我们首先来谈谈龙头的渠道力优势，在三四线市场，格力美的两大龙头的渠道拥有绝对优势，众所周知，由于与 KA 渠道之间的利益分争，2004 年格力美的开始建立自主的代理分销渠道体系，随着家电下乡等政策实施以及经济增长推动居民收入提升，2007 年开始三四线城市与农村市场空调需求大规模释放，由此龙头的代理分销渠道体系得以进一步发展壮大，目前格力全国专卖店数量超过 3 万家，预计美的的网点数量也达到同等水平；

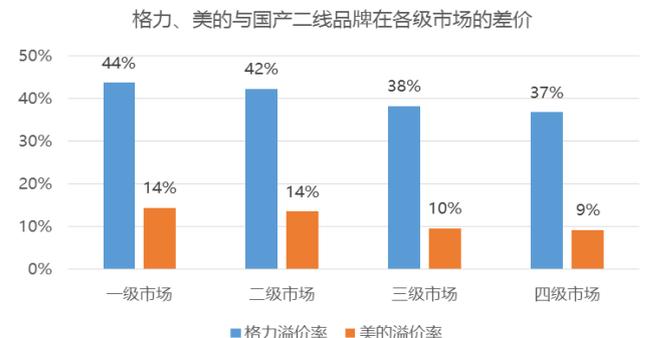
而中小品牌三四线渠道体量较龙头相去甚远，主要是由于品牌力较差、市占率低导致单店销售规模较小，终端门店所获得的利润绝对量较小，三四线经销商经营中小品牌的意愿不强，导致中小品牌只能集中覆盖区域市场，例如长虹空调主要面向安徽、四川，志高全国网点数量仅有 1 万多家，其他中小品牌网点覆盖情况也基本类似；进一步从渠道质量来看，三四线优质渠道资源早已被格力美的瓜分完毕，两大龙头代理商与经销商在资金实力、市场运作能力、优质安装工资源等方面优势明显，而为中小品牌所有的剩余渠道质量较差，一般是多品牌混卖的夫妻店等劣质网点。

图 75：越到低线市场，6 家中小品牌合计市占率越低



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 76：在低线市场，中小品牌对渠道让利空间更大



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

龙头渠道力从中小品牌在低线市场的表现就可窥一斑：其一，越到低线市场中小品牌市占率就越低，海信、科龙、奥克斯、长虹、TCL、志高 6 家中小品牌合计来看，其在 1-4 线市场的份额分别为 17%、16%、15%、12%，越是到

低线市场，中小品牌的市占率越低，其原因在于一二线市场渠道以 KA 为主、进入壁垒较低，中小品牌可以获得一定空间，而三四线市场没有 KA 渠道，中小品牌自建渠道严重不足，导致市场表现有所下降；

其二，在低线市场中小品牌对渠道让利空间更大，根据中怡康数据，6 家中小品牌在 1-4 级市场与格力平均价差分别为 44%、42%、38%、37%，与美的价差分别为 14%、14%、10%、9%，即越是低线市场，中小品牌价差优势就越弱，其原因在于中小品牌为获得渠道资源，给每一层级渠道的毛利空间高于龙头，费用多层级累加之后导致中小品牌的终端价差优势削弱，不过各级市场产品结构差异也对低线市场价差变小有一定影响，结合上述市占率层面来看，即便是给予更高的渠道毛利，也难以挽回中小品牌低线市场的劣势。

图 77：格力县城网点主要是专卖店形式



资料来源：百度，浙商证券研究所

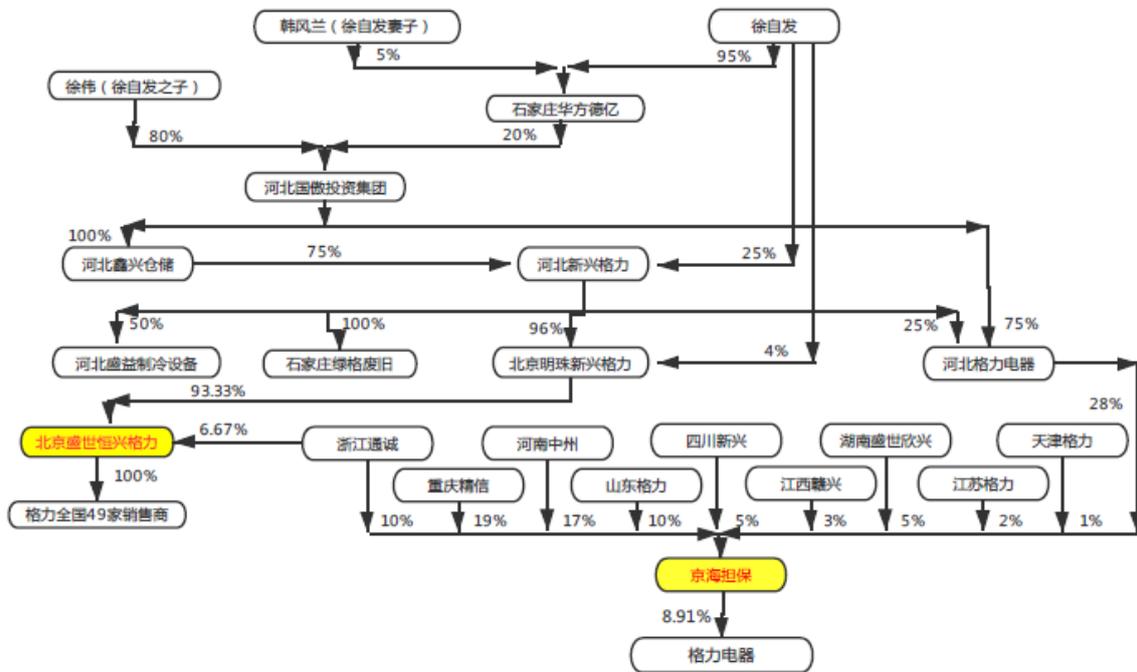
图 78：在三四线中小品牌网点主要是多品牌混合经营的夫妻店



资料来源：百度，浙商证券研究所

除了在渠道数量、质量层面拥有绝对优势，龙头对渠道也有着较强的掌控力，其中格力对渠道的绝对掌控力，来自于独特的“区域销售公司”模式对代理商的牢牢控制和绑定：目前格力渠道体系通过全国总代盛世恒兴旗下 26 家“区域销售公司”，向下通过代理商层层分销到专卖店为主的终端网点，而公司通过“先款后货”和“销售返利”等政策，控制了代理商大量的货款和返利，实现了对渠道的绝对话语权。

图 79：格力与全国总代理盛世恒兴没有股权关系，但关系紧密、行动一致

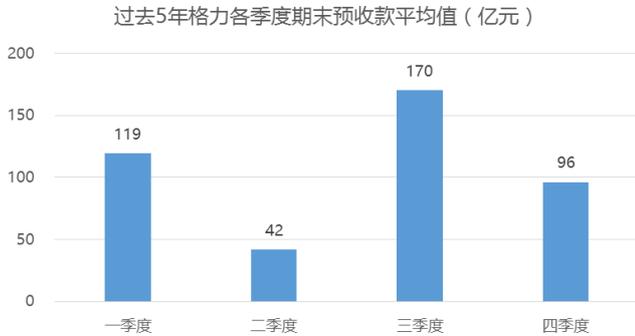


资料来源：天眼查，浙商证券研究所

格力的这种绝对掌控力在历史上得到过多次检验，2001 年由于湖北销售公司个别股东借“格力”品牌搞体外循环，格力新设“湖北新欣格力”迅速架空湖北格力，平定“湖北兵变”，后来湖北格力总经理接受采访时表示，当时长时间未公

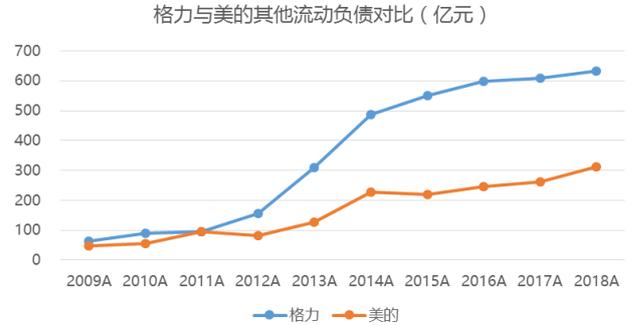
开抗议，正是由于 1000 多万年终返利掌握在格力手上；2011 年，格力通过全国总代盛世恒兴陆续收编各地销售公司，进一步加强集权，虽天津等个别地方有所抗拒，但被同样方式迅速平定；因此且不说代理商层级，即便是区域销售公司（股东为当地核心代理商）与格力发生利益冲突，格力也能绝对掌控、避免利益受损。

图 80：三季度新冷年开盘，格力迎来渠道打款高峰



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 81：销售返利的积累使得格力其他流动负债持续增加



资料来源：wind，浙商证券研究所

表 4：格力的渠道变革历程

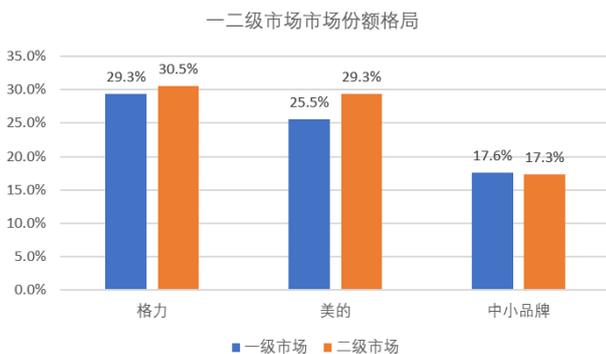
时间	格力渠道变革
90 年代初期	以专卖店和百货店为主，渠道较为混乱
1994 年	业内首创“淡季返利”和“年终返利”政策
1997 年	成立“湖北格力销售公司”，标志着区域股份制销售公司模式建立
2001 年	发生“湖北兵变”事件，格力成立“新欣格力公司”取代“湖北格力销售公司”
2004 年	格力与国美决裂，格力开始全面自建专卖店渠道
2007 年	格力集团将 10% 格力股权转让给由 10 家代理商组成的京海担保
2011 年	北京盛世恒兴开始陆续收编格力的各区域销售公司，成为格力全国唯一总代理

资料来源：浙商证券研究所整理

3.3.2 网批是如何削弱龙头渠道优势的？

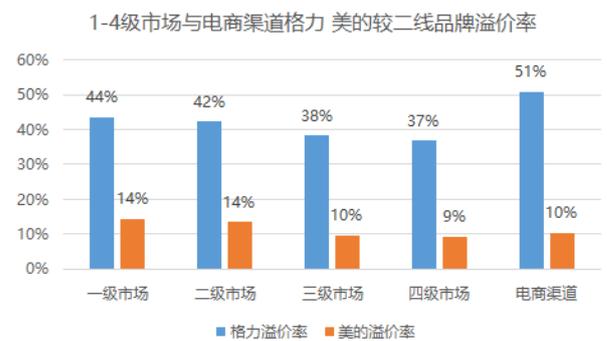
客观来看，随着网批模式问世、零售巨头渠道下沉，龙头在三四线市场的渠道优势有所削弱：正如 1.3 章节所述，渠道变革使得中小品牌在线下三四线市场实现更大价差优势的同时，其三四线网点数量也将得到一定程度的增加。如果仅仅是三四线网点数量增加，中小品牌很难对龙头产生实质性的冲击，这一点从一二线市场 KA 渠道资源不受限而中小品牌份额依旧较低就可以看出，此外，三四线优质渠道资源已被格力美的等龙头垄断，剩余渠道质量低劣短期难以构成威胁，因此，渠道数量增加并不是问题的关键；

图 82：一二线渠道进入壁垒低，中小品牌依旧难有表现



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

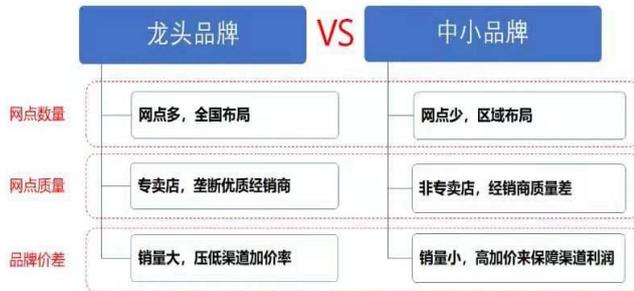
图 83：中小品牌有望在三四线实现与电商渠道同等的价差



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

能够产生实质影响的因素在于中小品牌价差的扩大，即在三四线市场，借助零售巨头下沉新增的小 KA 门店、网批模式下中小空调厂商新增的经销商小 B 网点，奥克斯等中小品牌有望实现与线上渠道同等的价差优势，进而对三四线竞争格局产生一定冲击；在线上渠道，格力较 6 家中小品牌均价溢价 51%，而在线下三四级市场，格力较 6 家中小品牌溢价仅有 37%-38%，渠道变革使得中小品牌能够在三四线市场扩大价差优势，或对竞争格局产生一定冲击。

图 84：网批之前龙头对中小品牌的渠道对比



资料来源：浙商证券研究所

图 85：网批之后龙头与中小品牌的渠道对比



资料来源：浙商证券研究所

结合 3.1、3.2 章节来看，我们认为龙头有足够空间来应对渠道变革带来的冲击。奥克斯网批模式的出现引起了资本市场的探讨，部分投资者认为，网批模式将在一定程度上冲击格力美的，并带来竞争格局的恶化，对此我们认为，龙头有足够空间应对渠道变化带来的影响，长期来看空调行业竞争格局不会发生变化，主要是基于龙头所拥有的绝对领先的品牌力壁垒以及成本优势：首先，作为核心技术变化较小的耐用消费品，品牌力是空调行业的核心竞争壁垒，而建立品牌并非一朝一夕之功，经过多年的投入，消费者对龙头品牌的认知已经根深蒂固，中小企业没有追赶的可能性；其次，规模优势以及核心零部件自制，使得龙头在成本方面的领先优势也难以追赶。

3.3.3 龙头如何来应对网批的威胁？

不过关于龙头是否需要调整自身渠道以应对网批，市场存在一定分歧：一方面，依靠代理分销体系下的预收、返利模式，格力实现了对优质代理商的紧密捆绑，通过这种模式格力获得了巨大成功，调整渠道不仅意味着放弃已有的优质代理商资源，也会由于渠道利益问题而面临一定阻力；另一方面，取消代理商层级之后，空调厂商尤其是龙头如何管理数量庞大、分布广泛的经销商门店也是一个难题。

我们认为，是否需要采取应对措施主要取决于渠道变革的进展情况，即一旦中小品牌网批模式、零售巨头下沉战略实施情况较好，中小品牌借此在三四线市场提升了市场份额，龙头厂商调整自身渠道来应对的概率将大大增加；总体而言，从近期美的针对渠道的一系列动作，以及渠道变革将提升中小品牌价差优势的逻辑来看，**两大龙头优化调整自身渠道的概率较大**。下面我们主要论述两个问题，第一，龙头是否应该调整渠道？第二，如果需要调整，龙头调整的方向会是什么？

第一个问题，龙头是否应该调整渠道？

我们认为，从横向竞争、纵向价值链博弈两个层面，龙头应积极主动调整自身渠道体系：

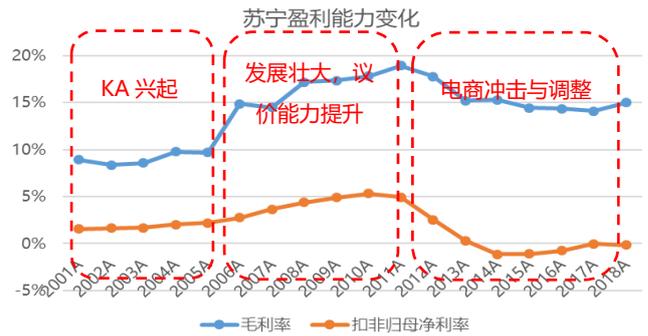
一方面，从横向竞争角度来看，渠道变革使得中小品牌在三四线获得更大价差优势，使得龙头需要采取应对措施。如前所述，中小品牌网批模式、零售巨头下沉战略，将在三四线市场分别带来经销商小 B 网点、小 KA 门店数量的显著增加，而此前三四线市场主要为龙头专卖店渠道所垄断，更为重要的是，渠道变革会导致中小品牌在三四线市场获得同等于线上渠道的价格优势，或将削弱龙头在三四线市场的表现；

图 86：随着规模提升、议价能力增强，苏宁毛利率有所上升



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 87：2006-2011 年苏宁盈利能力提升尤为明显



资料来源：wind，浙商证券研究所

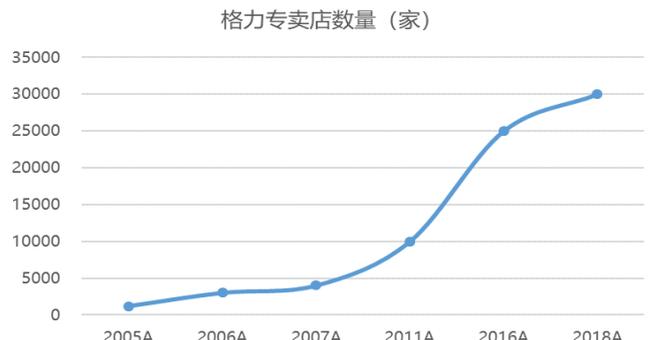
另一方面，从纵向的价值链博弈角度来看，**家电龙头需要保护其自建专卖店渠道以抗衡零售巨头**；制造企业零售渠道之间的利益博弈是个永恒话题，2004 年就出现过格力与 KA 的公开决裂，2000 年以来国美、苏宁等专业连锁卖场（KA）逐步成为主流的家电销售渠道，随着体量增长带来的话语权提升，KA 渠道与家电厂商的博弈开始加剧，2004 年 2 月成都国美 6 家门店未经格力允许擅自降价，格力为维护代理商利益决定对国美停止供货，随后国美全国范围“清场格力”，双方走向决裂；除了价格管控问题，2006 年开始苏宁等 KA 渠道开始逐步提升针对家电厂商的费用，我们可以看到苏宁空调、小家电、彩电等业务毛利率呈现持续上升趋势，同时苏宁净利率也随之提升，这在一定程度上体现了家电制造厂商与零售渠道之间的博弈问题；

图 88：KA 直营门店难以下沉到三四线



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 89：2004 年之后格力建立自建专卖店体系

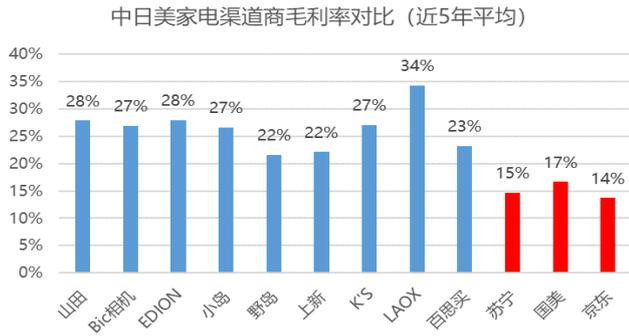


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

由于 KA 渠道议价权增强导致渠道费用率持续上升，格力美的逐步开始以代理分销模式建立自主可控的渠道体系，2018 年格力全国专卖店超过 3 万家，专卖店渠道销售额占内销比重达到 50% 以上，使得家电龙头对 KA 渠道依赖度有所降低，进而能够在与 KA 巨头的价值链博弈中不落风；

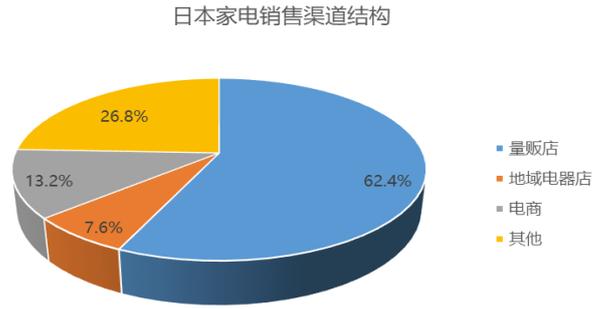
一旦主要依赖 KA 渠道，那么格力美的或难以实现当前较高的盈利水平，从海外市场来看，如果家电厂商没有自建渠道，零售渠道商将享受较高的盈利能力，我们统计了日本美国 9 家家电连锁卖场，其毛利率普遍在 20%-30%，而国内苏宁、国美、京东毛利率均在 15% 左右，明显低于海外同行，这种差异正是由国内外渠道结构不同所致，根据日本 MSM 研究院统计，2015 年日本家电销售额中量贩店（类似于国美苏宁）占比 62%，而 2018 年我国家电销售额中苏宁国美五星合计占比仅有 30%，其中在线下渠道，经销商门店为主的非 KA 渠道占比高达 72%；

图 90：海外家电 KA 渠道商毛利率显著高于国内同行



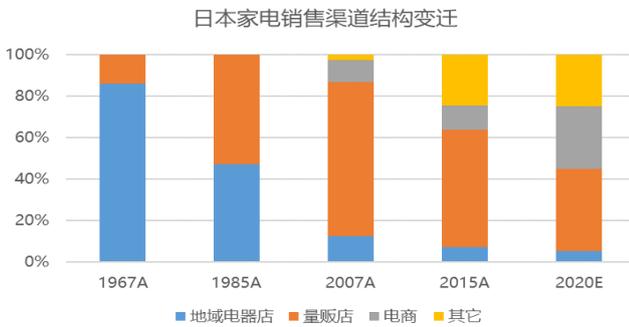
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 91：日本家电销售以 KA 连锁卖场为主



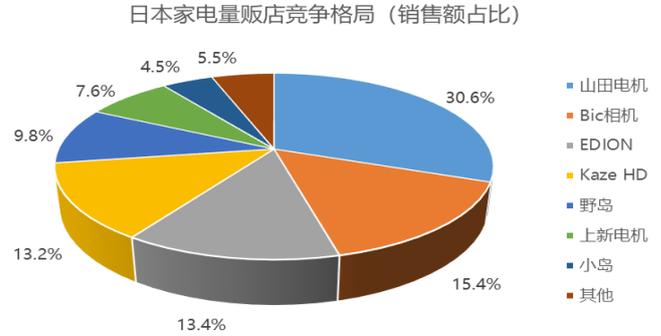
资料来源：日本 MSM 研究院，浙商证券研究所

图 92：80 年代之后 KA 连锁卖场成为日本家电销售主要渠道



资料来源：日本 MSM 研究院，浙商证券研究所

图 93：2000 年之后山田电机崛起成为日本 KA 卖场龙头

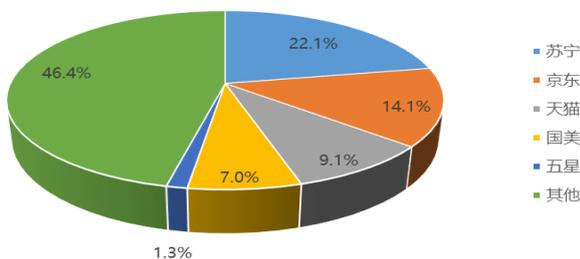


资料来源：日本 MSM 研究院，浙商证券研究所

因此，从纵向价值链角度来看，在三四线市场，龙头需要保护其自建渠道体系，而不能变成主要依赖零售巨头下沉的小 KA 门店；不过渠道变革使得三四线市场新增大量的小 KA 门店与经销商小 B 网点，龙头三四线专卖店的生存压力在逐步加大，如前所述，这种压力主要是由渠道变革导致中小品牌在三四线市场价差优势扩大所致；我们认为，在与新增渠道的对抗中，龙头提升自身专卖店的竞争力将是关键。

图 94：我国家电销售渠道较为多元

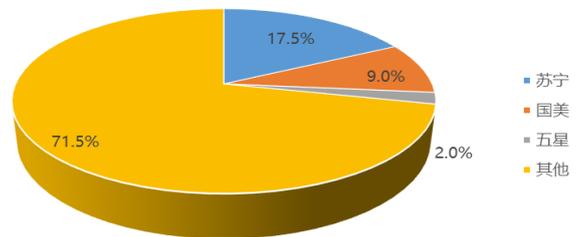
2018年我国家电销售渠道结构 (线上+线下)



资料来源：家电研究院，浙商证券研究所

图 95：经销商门店等非 KA 渠道在线下占据主要地位

2018年我国家电销售渠道结构 (线下)



资料来源：家电研究院，浙商证券研究所

第二个问题，龙头调整的方向是什么？

我们认为，调整的核心方向将是提升渠道效率、缩减渠道费用。渠道变革将使得三四线市场网点数量显著增加，而对龙头而言，这部分新增渠道客观上无法回避，龙头无法阻止小 B 网点与小 KA 门店的扩张，不过龙头可以通过调整自身来避免价差扩大，只要实现合理的价差，龙头依旧能在三四线市场实现较高的市场份额，这从美的线上市占率

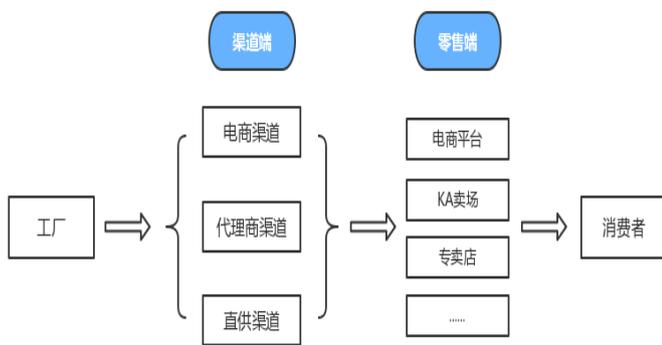
变化就可以看出，在电商战略调整、与中小品牌价差缩窄之后，美的在电商的市场表现直追奥克斯。对龙头而言，提升渠道效率、缩减渠道费用，是降低产品终端价格、缩窄与中小品牌的价差、进而增强专卖店竞争力的最好手段。

首先，龙头渠道效率尚有优化空间：龙头尤其是格力的代理分销渠道体系有较大改善空间，由于格力采取压货模式，使得格力渠道常态库存水平相对偏高，导致代理商经销商资金占用、仓储费用较高，而美的 T+3 模式改革能够在一定程度上加快渠道周转、提升渠道效率，从渠道调研来看，通过 T+3 改革美的渠道周转已经达到 6-7 次，而格力渠道平均周转大概 3-4 次，周转加快可以减少代理商资金占用、降低仓储费用，最终能够压缩渠道中间层级的加价率，在不牺牲格力美的自身盈利能力的情况下，通过优化渠道效率推动其终端售价下降、缩小与中小品牌的价差。

其次，龙头也有可能通过削减渠道层级来缩减渠道加价率：目前格力美的空调从出厂到终端零售的加价率在 25%-30%，仍有一定改善空间，除了通过加快周转优化渠道效率，龙头也有可能通过削减代理商层级来进一步缩减渠道加价率，其中美的取消代理商层级、推进网批的可能性相对较大，虽然目前美的尚未实质性推进网批改革，公司已明确提出加强工厂直供、弱化代理分销、渠道扁平化的改革方向，无疑指向了网批模式；而借助“美云销”与 CCS 等管理系统、安得物流，美的 T+3 改革已为推进网批模式打下了坚实基础：

其一，通过“美云销”与 CCS 等信息管理系统，美的打通了工厂到用户的信息流，既能实现经销商直接向工厂下单，工厂也能实时监控终端动销、库存、商品流向等情况，为全渠道客户基础信息维护、购销关系管理、进销存数据管理、价格/订单/销售管理、政策兑现等提供支持保障，打通出货、分销与零售，实现业务全程在线化、信息可视化，进一步提升渠道效率；其二，美的通过旗下安得物流打通了工厂到用户的货物流，目前安得物流承担起了渠道库存仓储和配送服务，较此前大大减少了仓库数量和周转搬运次数，并实现了不同渠道不同区域之间库存资源的共享，目前安得在全国拥有 117 个中心仓、2500 个最后一公里送装网点，实现了对低线市场的全面覆盖。

图 96：美云销系统打通了工厂到用户间所有渠道的信息流



资料来源：浙商证券研究所

图 97：美的安得物流承担仓储、配送



资料来源：安得，浙商证券研究所

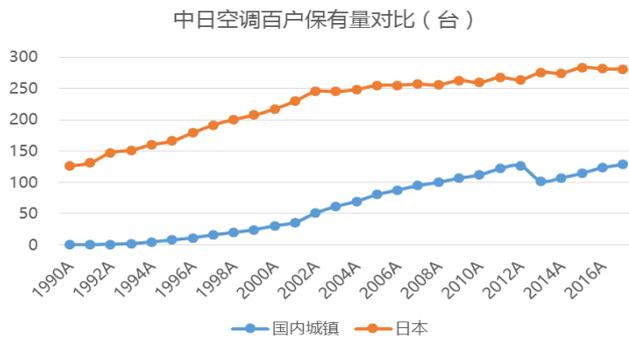
通过渠道信息化转型以及 T+3 改革，美的为渠道进一步改革打下了坚实基础，最终是否需要大规模全方位推进网批，仍要视中小品牌网批模式与零售巨头下沉战略的效果而定，从逻辑上来看，渠道变革尤其是零售巨头下沉的小 KA 门店，能够让中小品牌在三四级市场获得更大价差，进而在一定程度对龙头专卖店渠道体系造成影响，因此，我们认为两大龙头调整自身渠道的概率较大，渠道变革并非是中小品牌的专利，格力美的也有能力进一步压缩渠道加价率。

4、稳健增长预期不变，继续推荐两大龙头

从需求层面来看，我们认为空调行业销量有望保持稳中有升的趋势，主要是基于以下两个方面：第一，支撑空调内销进一步增长的核心逻辑仍在于国内空调保有量有提升空间，目前国内城镇、农村空调每户保有量仅为 1.29、0.53 台，远低于气候、消费习惯相近的日本市场（日本平均每户保有量 2.8 台），虽然由于地产放缓等因素，未来国内保有量提升速度或有放缓（即保有量每年增幅环比有所下降），但保有量提升仍能拉动销量稳步增长，这从日本 2000 年以后空调需求震荡上升就可以得到验证；第二，更新需求逐步接力也能提供一定支撑，国内空调需求加速释放源自于 2007

年推行的家电下乡等政策，目前政策距今已超过 10 年，更新需求高峰即将到来，我们测算 2020 年更新需求将超过 4000 万台、占内销比重有望达到 50%。

图 98：国内空调保有量相较日本仍有提升空间



资料来源：统计局，浙商证券研究所

图 99：90 年代后日本空调销量仍平稳增长



资料来源：JRAIA，浙商证券研究所

表 5：国内空调更新需求测算 (万台)

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A
历史出货量	2838	2634	2647	3197	2986	3755	5143	6052
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
对应更新需求		2706	2826	2943	3313	3565	4236	4809

资料来源：产业在线，浙商证券研究所

竞争格局方面，综上，短期随着举报事件与能效核查影响的显现，迫使中小品牌必须通过使用节能零部件、增加成本的方式来达到标称能效，而中小品牌盈利能力薄弱、难以自身消化所增加的成本，只能通过上调售价来转嫁压力，这将导致中小品牌在终端市场的价格优势削弱、进而丧失部分市场份额，推动空调行业竞争格局短期向好；

长期来看，中小品牌网批模式与零售巨头下沉战略引发的渠道变革或对行业产生一定影响，不过格力美的两大龙头拥有核心竞争壁垒——品牌力，同时成本优势超过 8%，有足够的空间来应对渠道变革的冲击，空调行业格力龙头地位与双寡头格局不会发生大的变化；具体而言，渠道变革尤其是零售巨头下沉新增的小 KA 门店，将使得中小品牌在低线市场的价差优势扩大，因此，我们认为两大龙头大概率将对渠道进行一定程度的调整，以进一步压缩渠道加价率、提升渠道效率，在不牺牲自身盈利能力的情况下，龙头能够通过调整渠道来应对渠道变革的冲击。

总体而言，基本面层面基于对空调需求、竞争格局的判断，我们预计龙头业绩仍将实现稳健增长；而当前家电龙头估值处于历史估值中枢水平，结合国内经济大环境、资本市场改革方向以及其他优质白马估值溢价表现，家电龙头尤其是推进国企改革的格力估值仍有一定提升空间，此外，家电板块现金分红水平也相对较高；综上，我们继续推荐两大空调龙头格力电器、美的集团。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200128

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>