家用电器

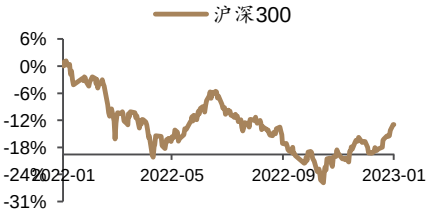
优于大市（维持）

证券分析师

谢丽媛
资格编号：S0120523010001
邮箱：xiely@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



相关研究

1.《线下出行环比修复，消费复苏在即》，2023.1.15
2.《极米科技股权激励点评：重视人才激励与稳定，激发活力，保障长足发展》，2023.1.10
3.《多家家电企业亮相 CES，石头、极米发布海外新品》，2023.1.8

思考随笔：线下修复之际，探讨渠道壁垒的底层逻辑是什么？

投资要点：

- **渠道壁垒的底层逻辑：**我们尝试拆分渠道壁垒的底层逻辑。我们认为，渠道壁垒建立的逻辑可以进一步拆分成“搜索阻力”和“位置阻力”。“搜索阻力”：即消费者做出购买决策之前获取所需信息的阻力（比如哪个品牌及型号的产品质量高、性能好、性价比高等等）；“位置阻力”：即消费者去往想购买的商品所在门店的距离带来的阻力。

- **消费品研究四象限框架强化：**我们对此前构建的消费品研究框架进行进一步完善强化。我们在《从营销理论更迭看框架思维重构》中将消费品商业模式分为下图的四象限，我们的消费品研究框架从需求角度进一步完善至供给角度，各象限企业的核心竞争力也更加清晰：**（1）第一象限（极致的产品）：**核心竞争力在于产品力，同时营销的着力点需放在功能参数的展示强化与宣传；**（2）第二象限（渠道深耕）：**核心竞争力在于渠道深耕，快消品更换成本较低，因此产品力方面只要做到足够丰富且品质稳定，更核心的是渠道能力的构建；**（3）第三象限（快速迭代与多 SKU）：**这一类模式经常会被混淆或者忽视，很多投资者认为很难看清他们的核心竞争力或者壁垒所在；我们认为其核心竞争力在于基于对消费者需求的理解快速迭代出顺应需求变化的新品，以及时刻跟随消费者情绪出口的渠道布局（比如抖音等“兴趣电商”），还有由于前述的快速迭代的多 SKU+时刻变化的渠道而构建的较高的运营能力壁垒；**（4）第四象限（消费者心智）：**这一类企业具备很长周期且很高的壁垒，是很多企业向往达到的目标，核心竞争力在于消费者心智的长久获取，其他企业很难在短期内复制其成功路径。

- **阻力的变迁：**我们尝试分析消费品企业竞争要素变化的底层逻辑，基于上述分析，竞争壁垒来自于阻力，我们认为搜索阻力和位置阻力的变化是消费品企业竞争要素变化的关键因素。从现实情况来看，近几十年在中国消费社会影响较大的两大节点：（1）互联网、电商和物流的发展（供给端的变化）；（2）从功能消费为主到情绪消费为主（需求端的变化）。相应地，我们对于四大象限中各类型企业面临的竞争力变化也分别做了详细分析。

- **结论：**疫后复苏之际，消费修复备受关注，而此时消费品企业的打法也至关重要。我们认为，**更加注重“体验式营销”是所有消费品企业都会面临的重要课题；第一象限的品类需要愈加强化自己的产品力，并通过内容平台“种草”等形式强化消费者的认知；第二象限的品类面临的竞争要素变化相对较少，疫后线下复苏对其改善较为直接；第三象限的品类客单价低且满足情绪需求，如果在此时抓住并强化消费者“情绪出口”变化带来的渠道营销变迁，将会受益消费者“报复性消费”获得最大的弹性；第四象限的品类竞争要素变化也相对较少，更多是与消费者的消费能力与意愿变化相关。**

- **风险提示：疫后修复不及预期风险。**

内容目录

1. 引言 4
2. 当谈论渠道壁垒，我们在谈论什么？ 4
3. 阻力，壁垒，与竞争力：四象限框架强化 5
4. 阻力的变迁 8
5. 结论 10
6. 风险提示 10

图表目录

图 1：消费品商业模式四象限框架（需求角度）.....6
图 1：消费品商业模式四象限框架（供给角度）.....7
图 2：消费品商业模式四象限面临的变化（供给角度）.....10

1. 引言

正值疫后线下消费复苏之际，线下客流量和销售数据有望迎来拐点。但同时，如果抛开疫情的影响，其实消费品线下渠道正在经历新一轮变革，消费者的消费习惯和消费观念变化都对线下渠道的运营提出了更高的要求。因此哪怕疫后线下流量复苏，也并非所有线下门店都会显著好暖，甚至可能出现更进一步的分化，而这并非是由于疫后修复不及预期，而是线下门店的运营本身没有跟随时代而变化。**我们需要在这个时间点关注分析如何筛选可能更具竞争力的线下门店品牌。**

第三消费时代，随着供给侧变革和需求端跃迁，消费行业经历了线下到电商再到新零售等各阶段，这一过程中线上和线下的关系、新零售下消费品企业渠道护城河发生了哪些变化一直是颇有争议的话题。**关于电商与门店，曾经出现过如下的相对极端的观点：**（1）电商几乎消除了线下渠道壁垒；（2）相较于电商，线下的优势几乎只有体验，因此所有门店都需要以体验为核心重新改造；（3）电商=质量更差，电商不可能取代门店，消费终将回归线下。本篇思考短文致力于对这一问题进行底层逻辑的挖掘。

先看基本结论：

我们将消费品商业模式按照“搜索阻力”和“位置阻力”两大维度分成四个象限。

疫后复苏之际，消费修复备受关注，而此时消费品企业的打法也至关重要。我们认为，更加注重“体验式营销”是所有消费品企业都会面临的重要课题；第一象限的品类需要愈加强化自己的产品力，并通过内容平台“种草”等形式强化消费者的认知；第二象限的品类面临的竞争要素变化相对较少，疫后线下复苏对其改善较为直接；第三象限的品类客单价低且满足情绪需求，如果在此时抓住并强化消费者“情绪出口”变化带来的渠道营销变迁，将会受益消费者“报复性消费”获得最大的弹性；第四象限的品类竞争要素变化也相对较少，更多是与消费者的消费能力与意愿变化相关。

注：

本文重要参考文献：《不可消失的门店：后电商时代的零售法则》（下文简称《不可消失的门店》）大卫·贝尔，2017 年出版。贝尔教授执教于沃顿商学院，是电商和消费行为学领域的权威，还是一位活跃的著名天使投资人、营销咨询顾问，凭借其数十年的研究、投资与咨询经验，对不少知名零售企业给予极大支持和帮助，例如苹果公司、英特尔公司等。

贝尔教授对美国消费品企业进行大量分析得出书中的结论，我们根据定性判断选取其中适用于中国市场的部分进行借鉴分析。

2. 当谈论渠道壁垒，我们在谈论什么？

我们大概知道，壁垒就是阻止竞争对手进入行业或者提升份额的护城河，而渠道壁垒就是能够让消费者更快更便捷地看到、买到我们的产品，而不是竞争对手的产品。我们进一步去拆分这个底层逻辑。

我们在《不可消失的门店》中找到了初步的答案，**零售业的两大关键阻力在于：“搜索阻力”和“位置阻力”。**

- **“搜索阻力”**：即消费者做出购买决策之前获取所需信息的阻力（比如哪个品牌及型号的产品质量高、性能好、性价比高等等）；

- **“位置阻力”**：即消费者去往想购买的商品所在门店的距离带来的阻力。

显而易见，电商可以通过更多的评价信息和百度、小红书等丰富的信息渠道降低搜索阻力；并通过线上下单和送货到家降低位置阻力。但 BOPS（线上购买，线下取货）和 ROPO（线上研究，线下购买）等新零售模式也可以弱化电商的优势。

且不同品类面临的阻力不同，比如，差异化程度高的商品面临更高的搜索阻力；小众商品、人口密度低的地区的非必需品等面临更高的位置阻力。

当线上和线下购买面临的阻力相同时，线上线下购买的选择则取决于成本不同以及各品类对于线下体验的需求程度等。

也就是说，**渠道壁垒建立的逻辑可以进一步拆分成“搜索阻力”和“位置阻力”。**

3. 阻力，壁垒，与竞争力：四象限框架强化

为了明确我们是在进行供给端企业竞争力分析，需要对“搜索阻力”和“位置阻力”进行更清晰的定义，即这里的“阻力”是针对企业在触达消费者过程中面临的阻力而言。进而言之，

“搜索阻力”是指企业向消费者传递自己产品的高性能、高性价比等信息时所面临的阻力，比如高科技消费品需要通过测评类软文或短视频等向消费者解读自己的性能参数可靠性及其实际意义，而粮油、瓶装饮料等消费品则鲜有这类阻力。**具备较高搜索阻力的赛道，更容易形成品牌力，具备较高转换成本，因为消费者不愿意再次花费长时间研究这一品类，而倾向于重复购买同一品牌，并愿意主动进行口碑传播。**

“位置阻力”是指企业向消费者提供产品或服务时遇到的阻力，比如乳制品、瓶装水等即时性强、线上难以大幅取代线下的品类，企业必须通过大规模渠道铺货来提升份额，再比如医美、餐饮等强线下体验属性的行业，都面临较高位置阻力，而消费电子等品类则可实现大部分线上化或完全依赖第三方渠道，因为解决了搜索阻力之后的产品力本身可带来足够高的壁垒。**具备较高位置阻力的赛道，更容易形成渠道壁垒，企业可通过建立渠道护城河守住龙头份额，而新进入者很难在短期内快速实现大规模渠道建设。**

为了对各阻力程度不同的品类进行归纳分析，我们需要先分析阻力的来源。

- **搜索阻力的来源：**

贝尔教授认为，搜索阻力的来源有两种形式：**信息获得阻力**和**信息筛选阻力**。即信息门槛过高或同质化信息过多均会造成搜索阻力，据此，我们进一步将搜索阻力的来源归纳为：

- **高技术含量：**技术水平差别大，而显性性能与背后隐性技术水平之间有一定翻译阻力，消费者需要在购买决策前做功课研究性能和价格；比如扫地机器人、投影仪、手机、耳机、电脑等；但对于这一类产品，不同技术水平的产品使用体验差别较大，容易形成口碑效应和品牌力，构筑壁垒；

- **高更新周期/高客单价/高风险：**转换成本较高导致消费者会在消费决策前更加慎重并做更多功课。比如大家电（白电厨电黑电）、汽车、家具、建材、奢侈品（含茅台）、珠宝、医美。

- **过多同质化竞争产品：**当消费者面临较多选择，且各种选择同质化程度较高、难以有鲜明的高低对比，则意味着较大的信息筛选阻力。比如家居百货、美食街的众多餐厅等。

- **位置阻力的来源：**

我们认为，位置阻力的来源包括：线下门店位置有限带来的阻力、线下门店难以盈利带来的阻力、线下门店建立初期成本高的阻力，而电商发展之后，具备位置阻力的各品类是否具备可线上化的属性又进一步深化了一些品类的位置阻力，同时也深化了其渠道护城河。据此，我们进一步将位置阻力的来源归纳为：

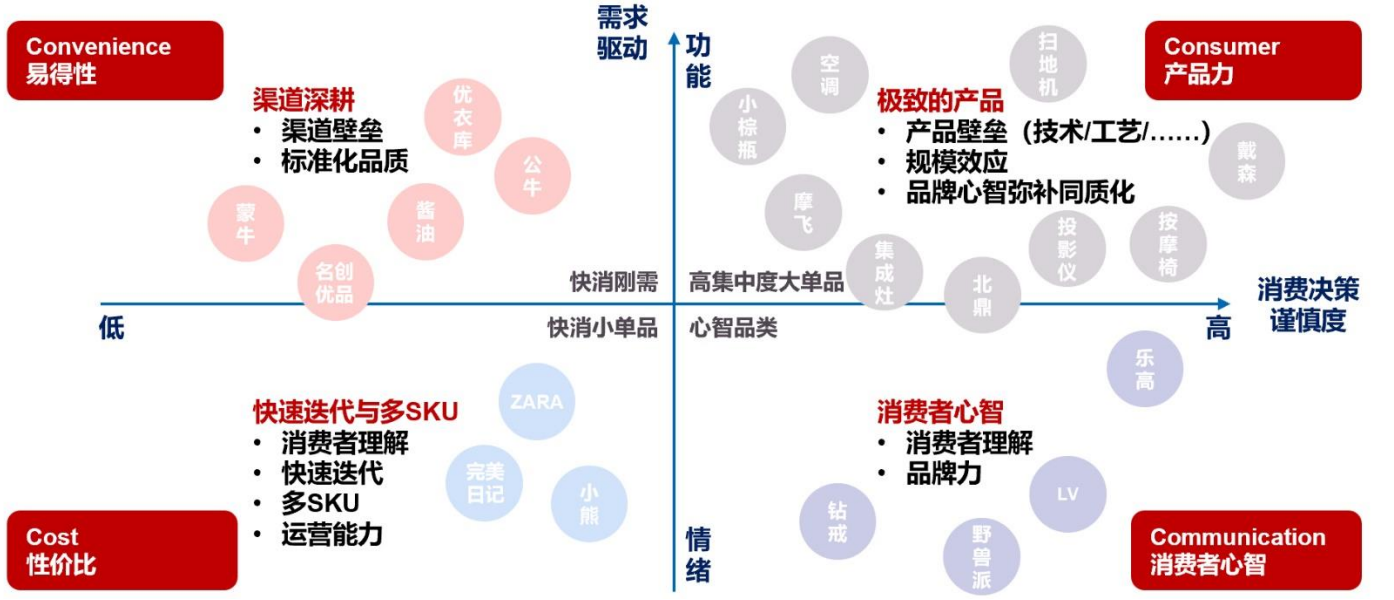
- **位置有限：**龙头垄断（垄断优质经销商/优质门店区位）带来的难以进入线下渠道的阻力；

- **难以盈利：**①低频且低客单价，或②定位小众/目标客户分散，导致第三方渠道没有意愿上货架、自建渠道难以盈利的阻力；

- **建立初期成本高：**安装属性强/体验属性强使得难以线上化、而线下门店铺设初期成本高的阻力。

基于上述框架，**我们可以对此前构建的消费品研究框架进行进一步完善强化。我们在《从营销理论更迭看框架思维重构》中将消费品商业模式分为下图的四象限，而此次我们将两大渠道阻力的逻辑套入这一框架，惊讶地发现竟然可以高度重合。**

图 1：消费品商业模式四象限框架（需求角度）



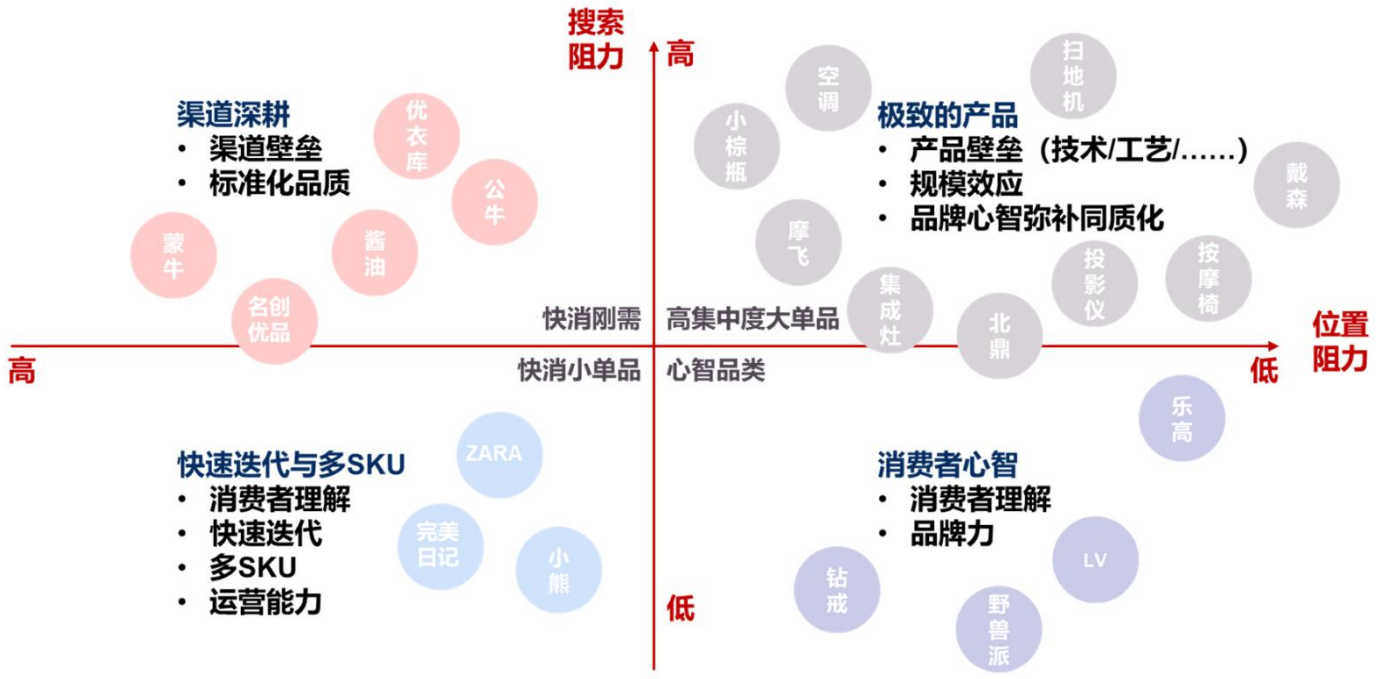
资料来源：德邦研究所绘制

套用阻力逻辑后的四象限如下图，我们将原本纵轴的“需求驱动因素”改为“搜索阻力”，将原本横轴的“消费决策谨慎度”改为“位置阻力”，发现逻辑基本可以完全吻合。经思考我们认为，这是因为**上图框架的底层逻辑是基于消费者需求端角度，而下图框架的底层逻辑则是基于品牌方构建壁垒的供给端角度。**进而言之，

- **对于需求驱动因素，**如果是**功能驱动为主**，则说明消费者看重其功能、功能参数基本可衡量产品的好坏，因此消费者在决策时需要进行“搜索”，从而带来较高的“搜索阻力”，而**情绪驱动为主的品类**，消费者购买多是基于情绪喜好，其好坏的主观性较强，因此搜索阻力较低（但比如如果消费者购买奢侈品时考虑其保值能力而进行搜索，那其实他的需求驱动因素已经转变为“功能”而非仅“情绪”，两图中都转移至第一象限，上述逻辑依然成立）；

- **对于消费决策谨慎度，**如果是**谨慎度较高的情况下**，客单价高或者耐用属性强，消费者会非常在意其品质，甚至不惜开车去较远的地方购买、或者找人从海外代购，附近是否有门店并不是最关键的因素，因此“位置阻力”较低；如果**是谨慎度较低的情况下，**通常客单价低、快消属性较强，消费者更在意能不能尽快就近买到，或者说消费者对产品不会过于挑剔，碰到喜欢的就会买，逛街顺便看到就会轻易购买，哪个品牌先接触到消费者就有可能获胜，因此“位置阻力”较高。

图 2：消费品商业模式四象限框架（供给角度）



资料来源：德邦研究所绘制

综上，我们的消费品研究框架从需求角度进一步完善至供给角度，各象限企业的核心竞争力也更加清晰：

- **第一象限（极致的产品）：高谨慎度/低位置阻力+功能驱动/高搜索阻力。**核心竞争力在于产品力，同时营销的着力点需放在功能参数的展示强化与宣传；

- **第二象限（渠道深耕）：低谨慎度/高位置阻力+功能驱动/高搜索阻力。**核心竞争力在于渠道深耕，快消品更换成本较低，因此产品力方面只要做到足够丰富且品质稳定，更核心的是渠道能力的构建；

- **第三象限（快速迭代与多 SKU）：低谨慎度/高位置阻力+情绪驱动/低搜索阻力。**这一类模式经常会被混淆或者忽视，很多投资者认为很难看清他们的核心竞争力或者壁垒所在。我们认为其核心竞争力在于基于对消费者需求的理

解快速迭代出顺应需求变化的新品，以及时刻跟随消费者情绪出口的渠道布局（比如抖音等“兴趣电商”），还有由于前述的快速迭代的多 SKU+时刻变化的渠道而构建的较高的运营能力壁垒；在营销方面，这类企业由于是情绪需求驱动，没有太多的功能参数可量化，因此其营销着力点需放在偏向感性层面的对于特定生活方式刻画构建的品牌形象；

- **第四象限（消费者心智）：高谨慎度/低位置阻力+情绪驱动/低搜索阻力。**这一类企业具备很长周期且很高的壁垒，是很多企业向往达到的目标。核心竞争力在于消费者心智的长久获取。他们为消费者刻画了某个向往的生活方式甚至某种思想，并通过高昂的价格提高消费者对其向往的程度，而他们的产品力很难通过可量化的参数来评判其价值，其他企业也很难在短期内复制其成功路径。

4. 阻力的变迁

社会环境的变化、消费者价值观的变化等都会带来消费品企业各方面关键竞争要素的变化，而在多数变化早期，品牌方对于这是否会是一个长期、底层的变化难以判断，从而难以决断是否要做大的战略调整，因此我们时常看到由于变革太慢而竞争力被削弱的企业，也时常看到由于过于频繁调整战略而降低效率的企业，而**在大多数时间都能够把握住变革方向并适时调整的企业则显得凤毛麟角，也是我们在投资中愿意去挖掘、追随的企业。**

因此我们尝试分析消费品企业竞争要素变化的底层逻辑，基于上述分析，竞争壁垒来自于阻力，消费者选购商品时的阻力包括搜索阻力和位置阻力，因此我们的初步结论是，**这两大阻力的变化是消费品企业竞争要素变化的关键因素。**

从现实情况来看，近几十年在中国消费社会影响较大的两大节点：**（1）互联网、电商和物流的发展（供给端的变化）；（2）从功能消费为主到情绪消费为主（需求端的变化）。**（节点选择的过程在此不再赘述，详见我们的报告《中国的第三消费时代——重读与解构<第四消费时代>》）

具体来讲，互联网的发展带来的重要意义在于：原来只能由渠道解决的搜索壁垒，如今可以通过互联网营销解决，甚至随着内容平台的崛起，逐步由原来的“人找货”变成“货找人”；电商解决的部分品类的位置阻力则不言而喻了。也正因为如此，我们在报告《中国的第三消费时代》中提出或由“营销为王”取代“渠道为王”。

复盘中国互联网发展的历程，对消费的影响基本可分为以下几个阶段：

- **2000 年，互联网起步，部分搜索信息开始可以通过互联网解决**（中关村在线 1999 年成立）；
- **2010 年，电商崛起，部分品类位置阻力降低**（淘宝商城 2009 年 11 月 11 日首次举办“双十一”购物节）；
- **2015 年，电商供应链成熟，更多品类位置阻力降低**（京东集团 2007 年开始自建物流，2017 年 4 月 25 日正式成立京东物流集团，并创新推出云仓模式）；

- **2020 年，第三消费时代萌芽，内容平台崛起，种草兴起（“人找货”→“货找人”）**（2016 年，抖音上线，2020 年 1 月日活破 4 亿）

因此，着眼于现阶段，承接 2020 年的趋势，最核心的变化是“种草文化”的兴起，加之疫情的影响，人们对互联网愈发依赖，而疫情好转后人们回归线下的欲望又愈发强烈，但这时候人们去线下场景消费的内容与心态将不同于以往，对线下场景带来的“情绪”和“体验”将更加重视，对单纯的购买则可能更加依赖电商。

我们对四个象限类型消费品面临的变化进行逐一分析：

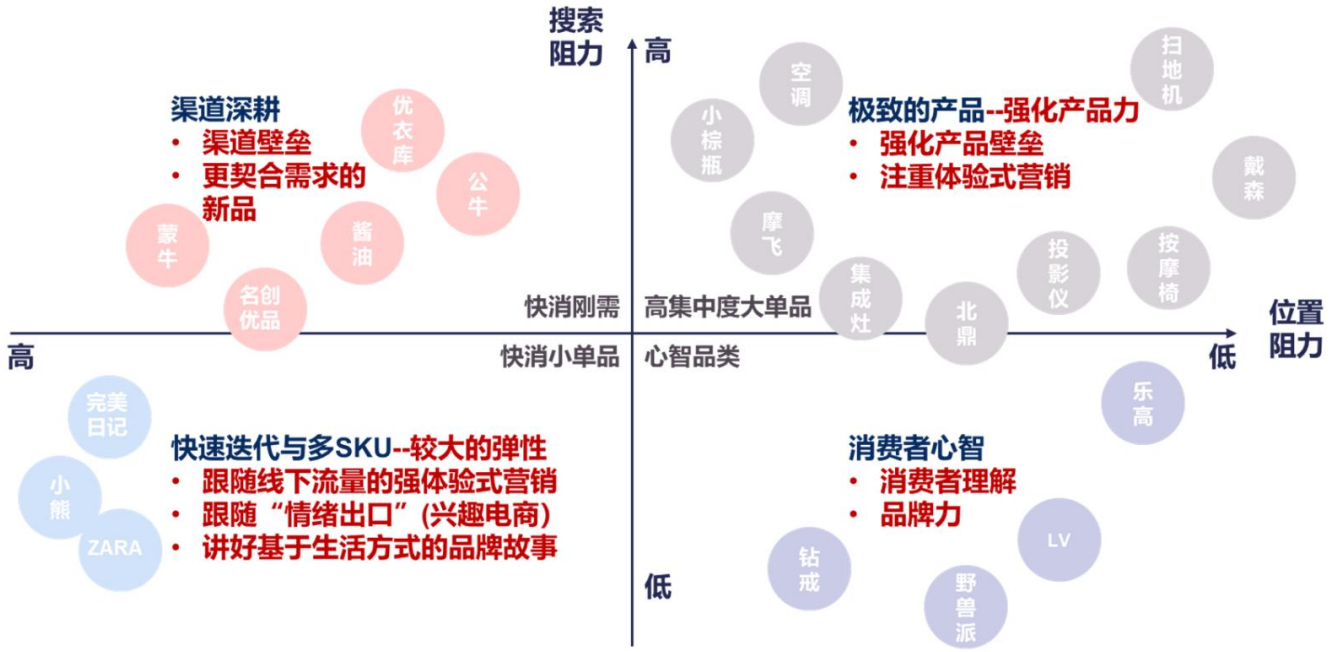
- **第一象限（极致的产品）：**“种草文化”使得消费者更容易挖掘产品的真实实力，**产品力变得更加重要**；**渠道方面“体验”变得更加重要，单纯的渠道数量带来的壁垒有所降低**（投影仪、扫地机等新品类都不急于快速扩张线下渠道，因为产品力是更关键的因素）；

- **第二象限（渠道深耕）：**随着人们重新回归线下，渠道壁垒依然较高，同时，基于满足人们对生活方式向往的新产品和营销也愈发重要（e.g.,认养一头牛，元气森林气泡水等）；

- **第三象限（快速迭代与多 SKU）：**这一象限的产品主要满足情绪需求，且由于客单价低、容易产生冲动消费，因此**渠道方面跟上消费者的“情绪出口”至关重要**（e.g.,抖音的兴趣电商），而线下高流量渠道的强体验式营销也至关重要；产品和营销方面则更需要契合“种草文化”基于生活方式与价值观讲出好故事；

- **第四象限（消费者心智）：**这一象限多为类似奢侈品的产品，既不依赖于很高的渠道壁垒，也不依赖于可量化的产品功能参数，因此**预计其护城河不会发生太大变化**，依然跟随消费者价值观变化、维持较高定位，即可保持竞争力。

图 3：消费品商业模式四象限面临的变化（供给角度）



资料来源：德邦研究所绘制

5. 结论

疫后复苏之际，消费修复备受关注，而此时消费品企业的打法也至关重要。我们认为，

- 更加注重**“体验式营销”**是所有消费品企业都会面临的重要课题；
- **第一象限**的品类需要**愈加强化自己的产品力**，并通过内容平台“种草”等形式强化消费者的认知；
- **第二象限**的品类面临的**竞争要素变化相对较少**，疫后线下复苏对其改善较为直接；
- **第三象限**的品类客单价低且满足情绪需求，如果在此时**抓住并强化消费者“情绪出口”变化带来的渠道营销变迁，将会受益消费者“报复性消费”获得最大的弹性；**
- **第四象限**的品类**竞争要素变化也相对较少**，更多是与消费者的消费能力与意愿变化相关。

6. 风险提示

疫后修复不及预期风险。

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017 年新财富入围团队成员，2017、2018 年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**类 别**	**评 级**	**说 明**
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，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。
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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。