

家用电器行业

家电行业海外专题（6）：百年松下，历久弥新

分析师：曾 婵 S0260517050002



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：袁雨辰 S0260517110001



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

● 松下电器：家电行业老牌巨头，迈入多元化新征程

松下电器始创于 1918 年，创始人是被誉为“经营之神”的松下幸之助。百年间，松下电器从一个五人小作坊，发展为营业收入近 8 万亿日元的全球 500 强巨头，业务横跨家电、汽车设备、环保方案、互联连接方案等多个行业。据公司 2018 财年年报显示，公司实现营业收入 7.98 万亿日元（对应目前汇率水平约 4948 亿元人民币），同比增长 8.7%；实现归属母公司净利润 2360 亿日元（对应目前汇率水平约 146.8 亿元人民币），同比增长 46.2%。全部营收中 53.4%来自海外市场，其中美国、中国两大主要市场分别贡献 15.5%和 12.3%。

● 松下百年发展历程：筚路蓝缕，玉汝于成

回顾松下发展历程可分为四个阶段：“初创期—成长期—成熟期—改革期”：具体来看：（1）**初创期**：1918-1949 年，从改良插座插头艰难起家，通过多产品策略带动企业规模迅速扩大，但二战使企业短暂陷入低谷；（2）**成长期**：1950-1989 年，通过合作打破技术瓶颈享受日本家电保有量提升红利，积极践行全球化开拓市场空间；（3）**成熟期**：1990-2011 年，改革中求变，错失电视、手机两大行业机遇，发展陷入瓶颈；（4）**改革期**：2012-2018 年，关停出售低利润业务，聚焦于家电、汽车、环境方案与互联解决方案四大核心业务并向 B2B 转型。

● 松下的现状与未来：家电业务平稳发展但全球竞争力有限，汽车业务与 TOB 转型成战略新重点

松下目前四大核心业务结构已基本定型，具体而言：（1）**家电业务**：经营状况稳定。2018 财年家电业务营业收入 2.58 万亿日元（对应目前汇率水平约 1605 亿人民币），营业利润 1043 亿日元（对应目前汇率水平约 65 亿人民币），近年盈利有所回升。松下在日本家电市场仍是龙头，冰箱、个护小家电、洗碗机等多品类市场份额第一。放眼全球竞争力有限，且盈利能力不及中国家电龙头；（2）**其他业务**：汽车业务成为布局重点业务部，转型 TOB 成为各业务战略重点。**放眼未来**：（1）电视、半导体等低利润业务将深化改革，汽车等高增长性业务将最大程度得到战略倾斜（2）各业务的 TOB 转型将继续深化，商用冰箱冰柜等产品的推出是松下家电业务布局 B 端的有力尝试。

● 松下百年发展经验总结

回顾松下百年发展历程对国内家电企业有如下启示：（1）如松下幸之助这样优秀的领导人是伟大企业的基石；（2）企业的战略应结合社会经济发展、企业自身能力、行业市场空间等因素综合决策；（3）妥善处理合作与竞争的关系，良性合作不仅利于提升企业技术水平，还可以加快产品开发进度；（4）成熟期的企业应该积极选择具备市场前景的行业进行多元化尝试，探寻新的发展空间，同时多元化之后企业组织臃肿导致效率低下的问题同样不可忽视。

● 投资建议

回顾松下百年发展历程我们不难发现，优秀的领导团队是企业发展的根基。领导人是企业发展初期的关键所在，而到成熟阶段，管理层乃至制度设计则成重点。因此，我们持续关注具备管理团队优秀，全球竞争力突出的两大白电龙头：**青岛海尔**、**美的集团**。此外，我们认为多元化发展过程中的不确定性需要重视，类似**格力电器**这样业务与业绩都具备极强确定性，且具备多元化资金与实力的单主业龙头同样值得关注。

● 风险提示：原材料价格上涨；全球经济低迷，需求疲软；多元化不利。

相关研究：

家电行业出口专题（5）：《广场协议》对日本家电行业影响的回顾、剖析与思考

2018-08-11

空调行业专题（3）：大金工业，砥砺前行全球空调单主业巨头

2018-08-06

目录

1. 投资故事.....	5
2. 松下百年发展历程.....	6
2.1 初创期：1918-1949 年，多品类齐头并进迅速扩大企业规模，战争动荡使企业陷入低谷.....	7
2.2 成长期：1950-1989 年，合作实现技术卡位，积极践行全球化.....	8
2.3 成熟期：1990—2011 年，改革中求变，错失两大行业机遇.....	11
2.4 改革期：2012-至今，聚焦核心业务，向 B2B 转型.....	17
3. 松下的现状与未来.....	18
3.1 主要业务概况.....	20
3.2 松下中国市场概况.....	25
3.3 未来战略：战略倾斜高增长性业务，深化 TOB 转型.....	26
4. 松下发展的启示.....	28
4.1 优秀企业家是伟大企业的基石.....	28
4.2 战略选择的启示.....	29
4.3 合作与竞争的启示.....	30
4.4 多元化与管理的启示.....	30
5. 投资建议.....	30
6. 风险提示.....	31
6.1 原材料价格上涨.....	31
6.2 全球经济低迷，需求疲软.....	31
6.3 多元化不利.....	31

图表索引

图 1: 松下电器百年发展历程重要事件概览	6
图 2: 初创期的松下电器依靠强大的自主开发能力, 多产品并进迅速扩大企业规模	7
图 3: 1918 年成立之后, 多品类发力使松下的规模迅速扩大	7
图 4: 松下 1951 年开发生产的第一台搅拌式洗衣机 MW-101	9
图 5: 松下第一代电视机 17K-531 (1952 年)	9
图 6: 松下第一代电冰箱 NR-351 (1953 年)	9
图 7: 松下通过合作突破技术瓶颈实现产品开发, 成功卡位日本经济回暖的窗口期, 收入与资本金均实现快速增长	10
图 8: 1960s 日本家庭月收入水平高速提升	10
图 9: 经济复苏下日本每百户家庭冰箱、电视保有量 (台) 快速提升	10
图 10: 核心大家电产品在 1960s、1970s 陆续进入保有量快速提升期	10
图 11: 成长期的松下在全球各地布局生产基地	11
图 12: 松下在成熟期营业收入处于波动状态	12
图 13: 松下在成熟期盈利能力未有显著提升, 少数年份曾出现较大亏损	13
图 14: 1990s 后日本主要大家电仅空调保有量 (台) 继续提升, 其余品类的保有量变化较小	13
图 15: 松下在成熟期盈利能力未有显著提升, 少数年份曾出现较大亏损	14
图 16: 松下通信与视听业务在 21 世纪初占比较高, 但手机与电视业务失利使收入产生断崖式下滑	14
图 17: 松下功能手机 P505iS (2003 年)	15
图 18: 新世纪以来日本手机保有量持续提升	15
图 19: 全球智能手机销售额及同比增速	15
图 20: 2008 年松下等离子电视市场销量市场份额高出第二名 LG 近 11 个百分点	16
图 21: 2012 年液晶电视出货量是等离子电视的出货量近 17 倍	16
图 22: 2016-2019 年松下电器 1 万亿战略投资计划重点深耕领域	17
图 23: 松下 2013-2017FY 营收 (十亿日元) 及 YoY	18
图 24: 松下 2013-2017FY 净利润 (十亿日元) 及 YoY	18
图 25: 2013-2018 松下毛利率、净利率变动情况	18
图 26: 2013-2018FY 松下分业务营业收入 (十亿日元)	19
图 27: 松下四大主要业务营收占比逐年上升	19
图 28: 2002-2018 松下家电业务营收稳定上行	19
图 29: 2013-2018FY 松下分区域营业收入 (亿日元)	19
图 30: 2013-2018FY 松下海外市场营收维持稳定	19
图 31: 2013-2018FY 家电业务营业收入及增速	20
图 32: 2013-2018FY 家电业务营业利润及增速	20
图 33: 松下家电业务营收结构: 白电与黑电占比较大	20
图 34: 2017 年松下主要家电品类在日本国内的市场份额	20

图 35: 松下家电近三年空调业务收入 (亿人民币) 对比	21
图 36: 2017 年松下主要家电品类在全球的市场份额	21
图 37: 松下家电业务的营业利润率明显低于美的集团与青岛海尔	22
图 38: 2017 年松下汽车工业部门结构及各业务收入占比	22
图 39: 松下与特斯拉共同成立汽车电池生产基地	22
图 40: 松下智能后视镜系统 (IRMS)	22
图 41: 2014-2018FY 松下汽车业务资本开支逐年上升	23
图 42: 2018FY 松下汽车业务资本开支占比超过六成	23
图 43: 2013-2018FY 汽车业务营业收入及同比增速	23
图 44: 2013-2018FY 汽车业务营业利润及同比增速	23
图 45: 松下动力电池出货量在外资品牌中占据领先地位	23
图 46: 全球新能源汽车销量迅猛增长, 市场前景广阔	24
图 47: 松下环境方案、连接方案部门业务组成及 2013 年环境方案部门收入结构	24
图 48: 松下中国业务发展过程	25
图 49: 2018 上半年松下空调中国市场零售额市场份额	25
图 50: 2018 上半年松下冰箱中国市场零售额市场份额	26
图 51: 2018 上半年松下洗衣机中国市场零售额市场份额	26
图 52: 松下白电在中国零售价格较高, 定位高端化, 受众较少	26
图 53: 松下万亿日元投资计划主要投向汽车动力电池等高增长性业务	27
图 54: 松下各项主业向 B 端改革举措	28
图 55: 松下幸之助生平一览	29
表 1: 松下电器业务分类情况	12
表 2: 等离子电视与液晶电视对比	16
表 3: 2017 年松下主要家电品类在日本国内的市场份额排名	21
表 4: 松下电器未来战略和主要产品细分情况:	27

1. 投资故事

多元化与全球化是家电企业发展到一定时期需要面临的必然选择，当下我国家电企业都在积极践行全球化以及多元化，但未来之路走向何方仍旧是未知数。而邻国的家电巨头松下电器时至今日已成立百年，百年过程中其从一个五人小作坊，成长为全球家电巨头，当下又在进行深度多元化转型。百年松下在全球化与多元化的宝贵经验值得所有中国家电企业学习与参考。故本篇报告我们继续将目光聚焦于日本，研究全球化、多元化并举的百年巨头——松下电器。

松下始创于1918年，创始人是被誉为“经营之神”的松下幸之助。据公司2018财年年报显示，公司实现营业收入7.98万亿日元（对应目前汇率水平约4948亿元人民币），同比增长8.7%；实现归属母公司净利润2360亿日元（对应目前汇率水平约146.8亿元人民币），同比增长46.2%。全部营收中53.4%来自海外市场，其中美国、中国两大主要市场分别贡献15.5%和12.3%。

（注：1.如未特殊说明，松下电器1990年以后的所有财务数据统计口径日本财年，即前一年的4.1至当年的3.31）

回顾松下电器百年历史，我们将松下电器的发展历程分为“**初创期—成长期—成熟期—改革期**”四个阶段，具体来看：

（1） 初创期：1918-1949年

从改良插座插头艰难起家，通过自主研发+兼并收购实现多产品并进带动企业规模迅速扩大，但二战及战后日本经济不振使企业短暂陷入低谷；

（2） 成长期：1950-1989年

营收规模从1955年的220亿日元到1989年已突破6万亿。惊人的增长一方面依赖于松下通过合作打破技术瓶颈，获得产品先发优势并充分受益日本家电保有量提升的行业红利。另一方面，松下积极在全球布局产能为其开拓了更大的市场。

（3） 成熟期：1990-2011年，

行业进入成熟期加上多事业部的低效管理使松下的营收仅有小幅增长，而盈利能力反而有所下降，甚至部分年份出现亏损。事业部改革为松下短期内注入了新的活力，但公司反应迟钝导致松下错失智能手机风口，押注等离子失败使松下在2011财年录得史上最大亏损7722亿日元，松下再次陷入困境。

（4） 改革期：2012-2018年

关停等离子电视产线，出售低利润的半导体业务，将业务聚焦于家电、汽车、环境方案与互联解决方案四大核心业务并向B2B转型。新能源汽车的广阔前景也使汽车业务也接棒家电成为松下下一个百年最重要的战略核心业务。

虽然当下松下的家电业务营收规模突破2.58万亿日元（对应目前汇率水平约1610亿元人民币），并且在日本国内依然优势显著。但放眼全球来看，其市场地位并不突出，而日本国内较高的生产成本使高端化定位的松下在盈利能力上尚不如我国家电巨头美的集团和青岛海尔。

松下的发展历史再一次提示我们一个优秀的领导人对于一个企业发展的重要性。而企业关键时刻的能否作出与经济环境、自身能力以及市场空间相匹配的战略选择、

能否通过合作实现共赢，能否在企业多元化、规模化中避免管理效率低下都决定了一个企业能否在不同阶段持续成长。

回顾松下的风雨百年，领导人是企业发展初期的关键所在，而到成熟阶段，管理层乃至管理制度设计则成为重点。因此，我们持续关注具备管理团队优秀，全球竞争力突出的两大白电龙头：青岛海尔、美的集团。此外，我们认为多元化发展过程中的不确定性需要重视，类似格力电器这样业务与业绩都具备极强确定性，且具备多元化资金与实力的单主业龙头同样值得关注。

风险提示：原材料价格上涨；全球经济低迷，需求疲软；多元化不利

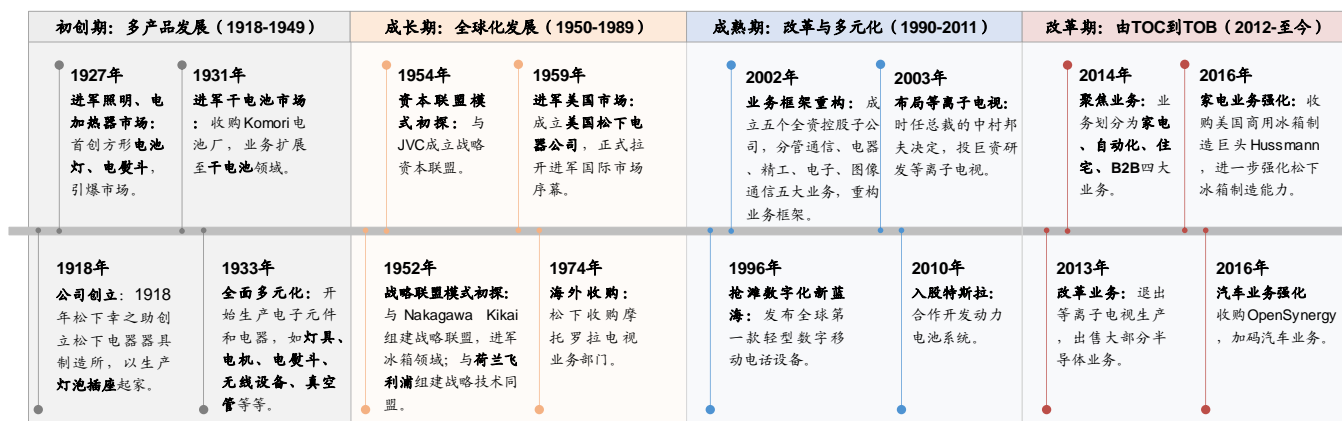
2. 松下百年发展历程

1918年，松下幸之助在大阪创立了松下电气器具制作所，以生产改良版的插座插头起家开启了百年松下的辉煌之路。1923年，松下推出名为National lamp的子弹型自行车灯迅速引爆市场成为日后松下无数款明星产品的开山之作。百年以来，松下电器从一个仅有5人的小作坊，发展为营业收入接近8万亿日元（约等于人民币5000亿日元），业务横跨家电、汽车电子与机械系统、环境方案、互联解决方案等多个行业，职工人数超过27万人的全球500强巨头。

回顾松下的发展历史，我们将其成长之路分为4个阶段：

- **初创期：**1918-1949年，以自主研发+兼并收购践行多产品策略加速企业规模扩大，二战使企业短暂陷入低谷
- **成长期：**1950-1989年，合作打破技术瓶颈，获益日本家电行业增长红利；积极践行全球化战略；
- **成熟期：**1990-2011年，消费电子支撑收入，内部改革提升效率；手机与电视战略决策失误错失发展动能并使企业陷入亏损
- **改革期：**2012年至今，放弃低利润业务，整合四大业务并将战略中心转移至以汽车电子与机械系统为代表的TOB业务。

图1：松下电器百年发展历程重要事件概览



数据来源：松下年报，公司官网，广发证券发展研究中心整理

2.1 初创期：1918-1949 年，多品类齐头并进迅速扩大企业规模，战争动荡使企业陷入低谷

1918年，松下幸之助在大阪正式创立了松下电气器具制作所，以生产改良的插座、插头起家。成立初期的松下并未聚焦插座插头这个单一品类上，而是积极观察市场需求，通过自主研发开发了包括自行车灯、电熨斗、收音机等多款明星产品实现公司规模的迅速扩大。此外，公司还通过对成熟企业的兼并收购涉足新兴领域，例如收购Komori电池厂进入干电池生产。

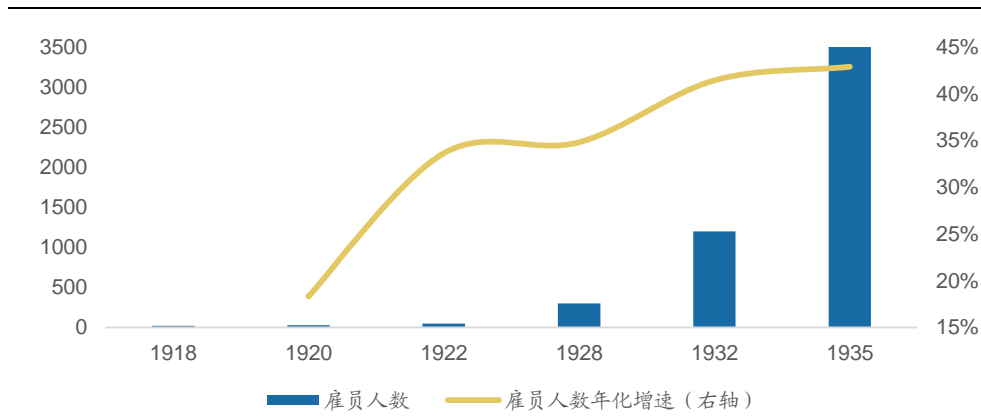
图2：初创期的松下电器依靠强大的自主开发能力，多产品并进迅速扩大企业规模



数据来源：松下官网，广发证券发展研究中心

依靠对市场需求的准确洞察，在自主创新和兼并收购两大方式的助力下，松下在成立之后便实现了快速扩张，从成立之初仅5人的家庭小作坊到1935年公司的雇佣人数已经达到了3500人。

图3：1918年成立之后，多品类发力使松下的规模迅速扩大



数据来源：松下官网，广发证券发展研究中心

我们认为多产品策略是公司早期取得成功并实现规模快速扩大的核心因素。我

们认为这一选择是在当时的外部环境下最优策略。而这个策略的完美执行依赖于公司敏锐的社会洞察力、优秀的领导人以及高素质的员工，具体来看：

- **外部因素：行业尚处导入期，众多需求尚待挖掘。**20世纪前半叶，日本家电、电子行业尚处于导入期。而市场上的家用电器类产品多存在**设计粗糙、实用性差、定价过高等**诸多痛点。因此，在市场机会众多的情况下，公司选择多品类切入而非聚焦单品客观上加速了企业的成长
- **内部因素：对社会需求的敏锐洞察以及强大的产品开发能力。**
 - 1) **对社会需求的敏锐洞察：**以公司第一款明星产品子弹型自行车灯为例，正是由于松下幸之助敏锐捕捉到市面上传统自行车灯存在使用时间短、稳定性差的痛点。与此同理，其它明星产品的开发的起点，也都在公司对于社会需求以及市场痛点的敏锐洞察
 - 2) **强大的产品开发能力：**松下将自行车灯的一次性使用时间从2-3小时大幅提升至30-40小时，同时实用性和稳定性大幅提升；松下改良设计后的电熨斗在功能相同的情况下实现30%的成本压缩。强大的产品开发能力使松下的产品多具有“低价高质”的特点，从而迅速占领市场。

然而1937年后二战全面爆发，政府对工业原材料、工业产品的强监管迫使松下进入军工产业，涉足船舶、飞机制造。但战争过程中，松下32座工厂（或办公室）被毁；日本战败导致海外工厂网点被没收，并且被美国列为受关注企业，资金被冻结、生产被限制。在此期间，松下员工从最峰值的25000人下跌至仅4000人左右。而1948美国的金融限制、1949年的为遏制日本通胀实施的道奇计划，让彼时的松下雪上加霜，负债累累的松下经历了成立以来的最低谷。

2.2 成长期：1950-1989 年，合作实现技术卡位，积极践行全球化

虽然战争使松下短暂陷入低谷，但之后松下的发展令人惊叹。在1955年松下的营收规模仅为220亿日元，而到1989年松下幸之助去世时，公司营收规模已超过6万亿，超过1955年收入规模的270倍。我们认为该阶段松下迈入成长期并取得如此巨大成功的原因在于：

- (1) 以合作打破技术瓶颈获取先发优势从而在日本家电保有量提升期最大程度获益
- (2) 前瞻性确定全球化战略并积极践行全球化扩张，扩大了市场空间

2.2.1 以合作加速突破技术瓶颈获取先发优势从而最大程度获益日本家电保有量快速提升

1950年后日本经济已有复苏迹象，在当时还被认为是高端产品的洗衣机、电视、冰箱等实际上即将迎来需求爆发期。松下在1951年即独立开发了第一款洗衣机，而面对电视、冰箱等产品的生产技术瓶颈，松下采取与其它公司合作的方式，加速技

术瓶颈突破，具体来看：

- **1952年：**与Nakagawa Kikai达成技术合作，提升公司**冰箱制造能力**；
- **1952年末：**与飞利浦达成合作协议，共同创立松下电子公司，**提升电视等家电的制造水平**；
- **1953年：**建立中央研究实验室，进一步提升公司研发能力；
- **1954年：**与JVC合作，加速了松下视频技术的发展，为日后VHS格式录像机的生产问世奠定基础。

图4：松下1951年开发生产的第一台搅拌式洗衣机MW-101



数据来源：松下官网，广发证券发展研究中心

图 5：松下第一代电视机 17K-531（1952 年）



数据来源：松下官网，广发证券发展研究中心

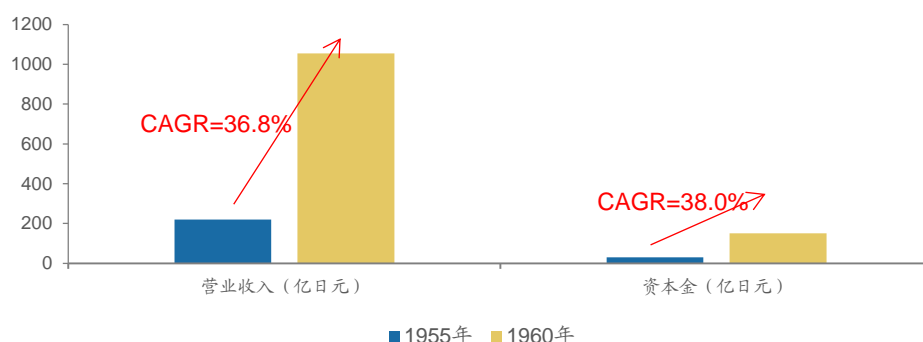
图 6：松下第一代电冰箱 NR-351（1953 年）



数据来源：松下官网，广发证券发展研究中心

依靠合作突破核心技术瓶颈后，松下第一代电视、冰箱也相继于1952、1953年问世；之后的1958年，松下推出第一台窗式空调，成本低且安装便利；1960年松下又上市了第一台彩色电视机K21-10。核心家电产品陆续推出使松下实现了在日本大家电市场的卡位，营业收入与资本金均实现快速增长。

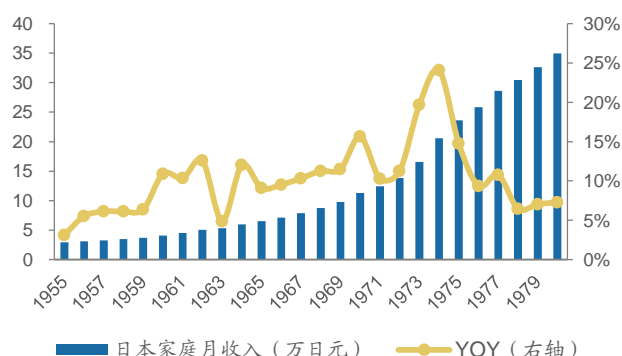
图7: 松下通过合作突破技术瓶颈实现产品开发, 成功卡位日本经济回暖的窗口期, 收入与资本金均实现快速增长



数据来源: 松下官网, 广发证券发展研究中心

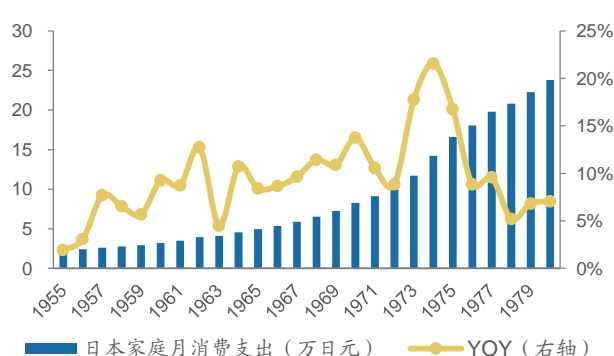
随着日本60年代日本经济由复苏步入繁荣, 日本家庭的收入水平和支出水平多数年份均保持10%以上的增速。家电保有量随着收入水平提升进入了快速提升阶段。拥有先发优势及产品优势的松下最大程度获益日本家电市场的增长红利。

图 8: 1960s 日本家庭月收入水平高速提升



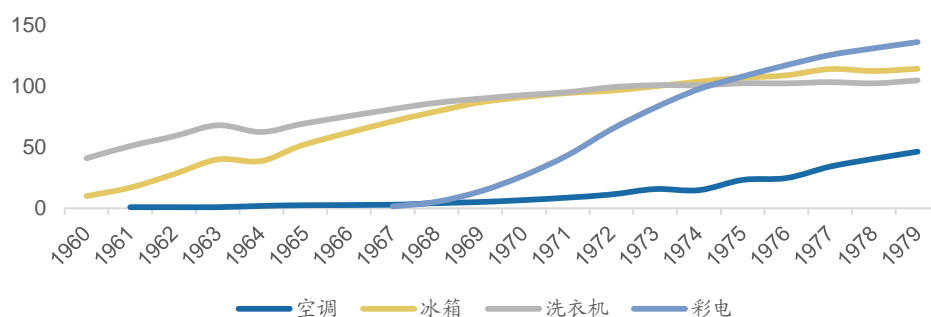
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 经济复苏下日本每百户家庭冰箱、电视保有量(台)快速提升



数据来源: 日本总务省统计局, 广发证券发展研究中心

图10: 核心大家电产品在1960s、1970s陆续进入保有量快速提升期



数据来源: 日本内阁府, 广发证券发展研究中心

2.2.1 积极践行全球化扩张，扩大市场空间

我们认为松下的成功不仅依赖于国内市场，其前瞻化的全球化布局与扩张，也是加速其成长的重要因素。松下的全球化布局最早可追溯至1935年成立松下电器贸易有限公司并开始向东南亚出口商品。1951年松下幸之助在企业仍处低谷时，就提出了“视野不能局限于本土，要放眼全球，认识到公司是一家全球性企业”。我们认为松下开展在此时确定全球化战略既顺应了时局，也具有高度前瞻性：

- **时局环境：**1950年朝鲜战争爆发，美国与日本签署特需订货协议，同时向日本开放国内市场，松下具备开展全球化的条件；
- **市场空间：**从长期来看，日本市场空间较小而全球市场空间更为广阔。

松下的全球化的全球化策略以1952年与荷兰飞利浦公司的国际合作起步，1959年建立了松下美国销售公司。而在1961年后，松下广泛地在全球各地建设生产基地，此举既加速松下品牌在当地的影响力，实现了公司在该国市场的深耕，同时也规避了当地原材料成本变动以及贸易格局变化所产生的风险。

图11：成长期的松下在全球各地布局生产基地



数据来源：松下官网，广发证券发展研究中心

除全球布局产能外，松下股票于1971年在纽约证券交易所上市、松下1974年并购了摩托罗拉电视部门的举措也进一步提升了其在美国乃至全球的影响力。40年间，松下逐步从一个日本本土企业发展成为全球家电巨头。海外业务也支撑了松下的快速成长。

2.3 成熟期：1990—2011年，改革中求变，错失两大行业机遇

2.3.1 行业步入成熟期，企业内部臃肿导致盈利能力不佳

90年代后到2011年，松下仍然可视作一家TOC业务公司，松下的业务由白色

家电、电视、手机、摄像机以及零配件设备等组成。松下在90年代期间推出的数字手机（重量不到100克）、数字电视产品都曾一度引领市场，以手机、电视、数码相机为代表的通信与影像业务成为其收入占比最高的主力业务。

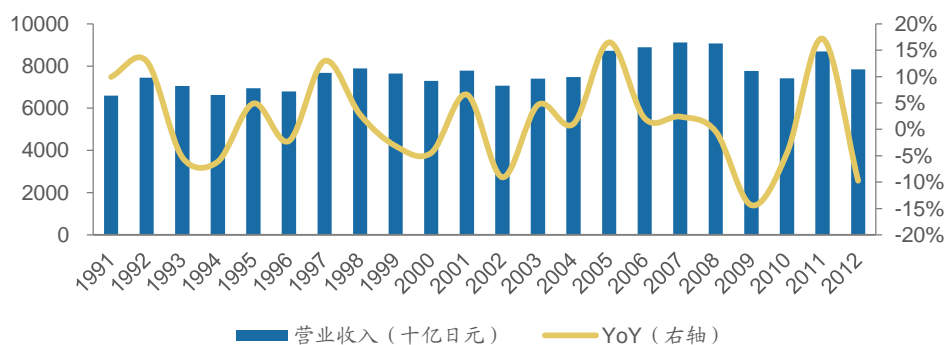
表 1：松下电器业务分类情况

行业细分	主要业务	主要产品
通信与影像	AVC	
	固网通信	彩色电视机、LCD 电视机、DVD/CD 播放器、数码相机、摄像机、SD 存储/读取设备、PC、手机、车载视频播放器等
	移动通信	
	汽车电子	
	系统解决方案	
家用电器	家用电器	白色家电：冰箱、家用空调、洗衣机、干衣机等
	家用医疗设备	小家电、厨电：吸尘器、个人护理、洗碗机、微波炉等
	照明	浴室电器、车载电器、家用医疗仪器等
	环境系统	中央空调、自动贩卖机
配件和设备	半导体	CRT、LCD 面板、PDPs、通用类电子元器件、配件
	外接播放器	
	电池	干电池、充电电池
	电子元器件	电动机、机械马达
	电机	
JVC 公司	JVC 公司的主要业务	数码家电：VCR、摄像机、家庭影音、DVD/CD 播放器、卡拉 OK 汽车音响设备、车载电子系统、教学用电器
其他业务	工业自动化	机器人、电子测量仪、电梯、租赁、进出口配件

数据来源：松下2004财年年报，广发证券发展研究中心

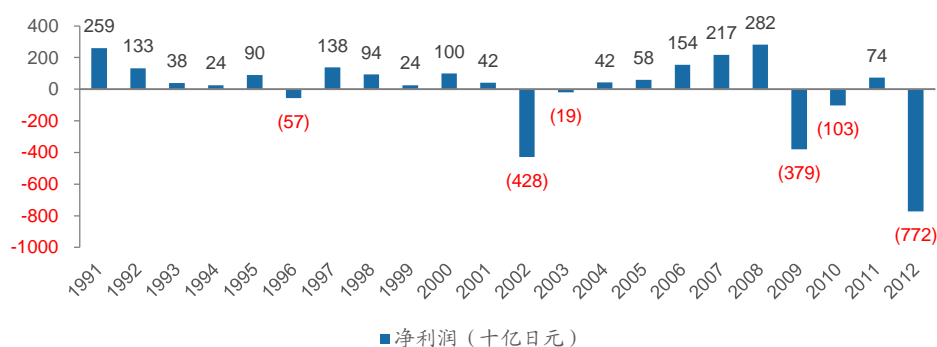
从1990年到2011年，松下在收入端虽然取得了一定增长，但盈利却不尽人意，松下的净利润在1991财年就已经达到了3050亿日元，然而之后仅在2008年超过这一数字达到3110亿，而在2002、2012财年都曾出现不同程度的巨额亏损。

图12：松下在成熟期营业收入处于波动状态



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图13: 松下在成熟期盈利能力未有显著提升, 少数年份曾出现较大亏损

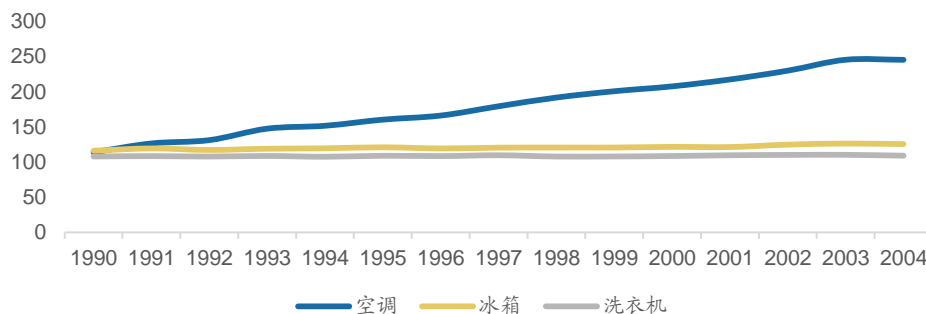


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

我们认为, 日本国内家电普及期完成, 松下内部事业部冗余效率低下、内耗严重是松下在90年代销售增长乏力并且盈利能力羸弱的主要原因:

- **家电普及期完成, 行业进入成熟期:** 1990年后, 传统白电仅空调保有量还在持续提升, 冰箱、洗衣机的保有量都趋于稳定。日本国内需求主要以更新需求为主, 市场缺乏增量需求导致松下的家电业务缺乏增长动力。

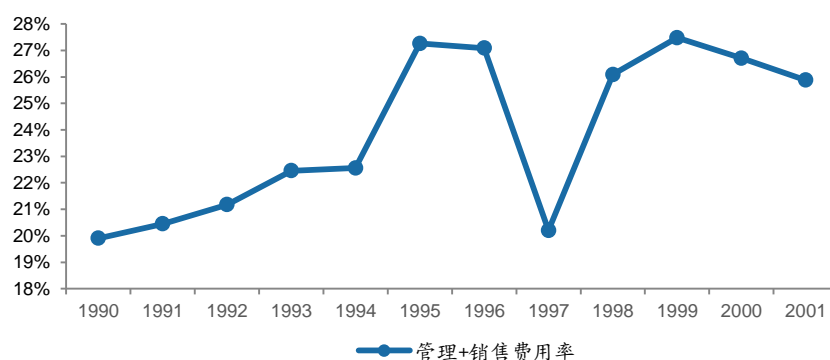
图14: 1990s后日本主要大家电仅空调保有量(台)继续提升, 其余品类的保有量变化较小



数据来源: 日本内阁府, 广发证券发展研究中心

- **多事业部间效率低下, 内耗严重:** 1933年由松下幸之助创立的事业部制度曾经引领松下迈向辉煌并成为众多企业效仿的典范。但进入90年代后, 松下的事业部数量已超过百个, 并且各事业部资源分散, 缺乏沟通且重复业务繁多, 例如传真机、数码机等产品都有多个独立事业部各自开发, 导致资源极大浪费。日趋臃肿的事业部也使得松下的管理+销售费用率在进入90年代后逐年递增, 进而影响松下的盈利能力。

图15: 松下在成熟期盈利能力未有显著提升, 少数年份曾出现较大亏损



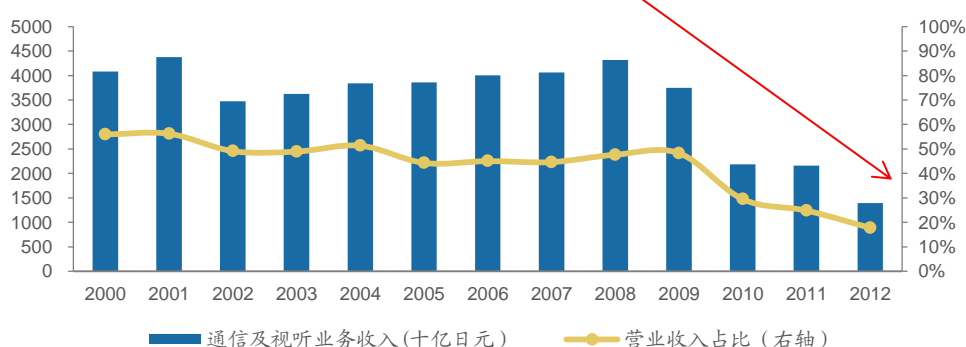
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2000中村邦夫上任后,松下对事业部制度进行改革,松下维系近70年的消费品、工业品事业分类体系被AVC网络、家电、通信系统、环保解决方案、汽车系统、设备制造、能源7大主要经营领域所替代。改革对松下的业务造成了短暂冲击,但之后的松下立即凭借等离子电视等核心产品走出困境。2004年到2008年也成为了松下在成熟期罕有的利润持续增长期。

2.3.2 手机电视战略失误导致错失增长动能并拖累公司陷入巨额亏损

虽然事业部制度的改革使松下短暂迈入了盈利增长轨道,但在电视和手机两大核心产品上的战略失误,则使松下错失了在C端持续增长的最大动能。

图16: 松下通信与视听业务在21世纪初占比较高, 但手机与电视业务失利使收入产生断崖式下滑



数据来源: 中商情报网, 广发证券发展研究中心

(1) 手机业务: 功能机领先者错失智能手机革命

松下在功能机时代是领先者,松下手机在质量、外观、摄影上均可圈可点。2001年的松下是日本手机的第二大制造商,仅次于NEC(日本电气股份有限公司),国内市占率高达19%。但到了2013年松下却选择退出手机市场,我们认为主要有以下2点原因:

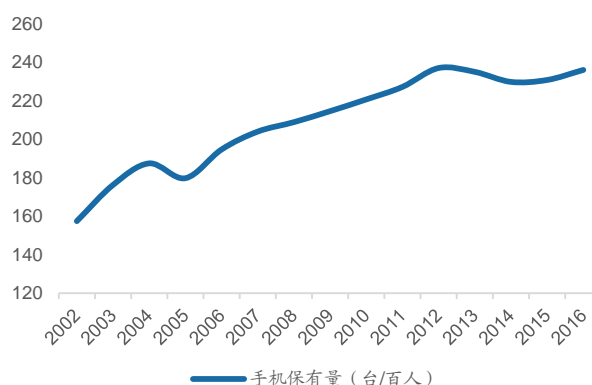
- **内部因素：**旧时代的成功使松下在行业革新来临时思维僵化，反应迟钝。直到2011年才推出首款智能机Prototype，但此时苹果、三星等已占据智能手机市场的先发优势；
- **社会环境：**日本社会整体对于智能手机的接受程度不及其它国家客观上也阻碍了松下乃至其它日本企业对于智能手机的研发。这个原因也导致日本品牌手机整体匿迹于智能手机市场。

如今全球智能手机已经是一个规模超过7000亿的巨大市场，孕育了包括小米、Oppo、Vivo等行业生力军。

图 17：松下功能手机 P505iS（2003 年）



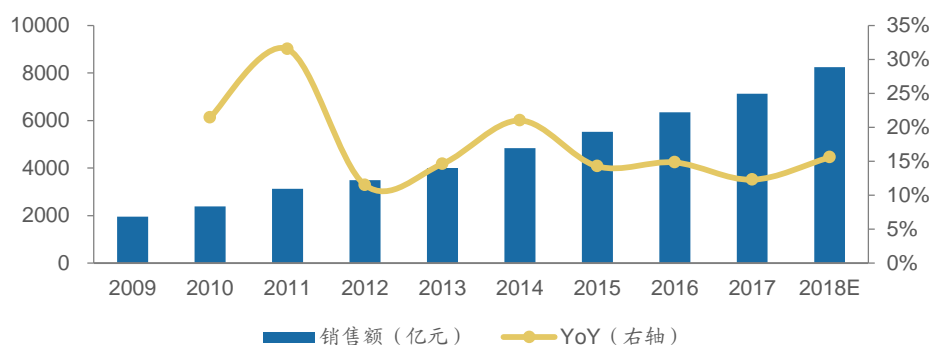
图 18：新世纪以来日本手机保有量持续提升



数据来源：驱动之家，广发证券发展研究中心

数据来源：日本内阁府，广发证券发展研究中心

图 19：全球智能手机销售额及同比增速



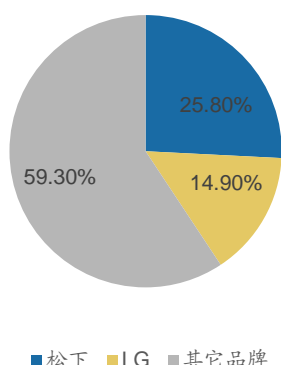
数据来源：中商情报网，广发证券发展研究中心

（2）电视业务：依托等离子电视短暂成功，但液晶电视崛起使押注等离子的松下严重亏损

从2003财年到2008财年净利润的持续增长除了与事业部改革有关外，松下在电视业务尤其是等离子电视上的强势发力同样功不可没。松下自2003年强势布局等离子电视后，市场份额节节高升。2008年松下等离子电视的全球市场份额曾高达25.8%，出货量超过600万台。但随着液晶电视的崛起，等离子电视在与液晶电视的竞争中节节败退。完全押注等离子而未布局液晶的松下随着行业的衰落，除营收受到较大影

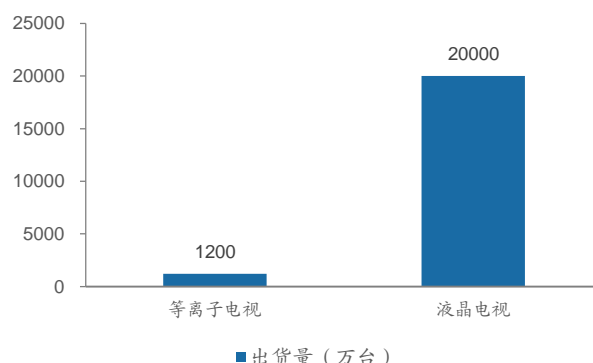
响外，同时在2011财年迎来了有史以来最大的一次亏损。

图 20：2008 年松下等离子电视市场销量市场份额高出第二名 LG 近 11 个百分点



数据来源：驱动之家，广发证券发展研究中心

图 21：2012 年液晶电视出货量是等离子电视的出货量近 17 倍



数据来源：日本内阁府，广发证券发展研究中心

松下在电视行业最终落败，从表面上看是其在等离子电视上的过于激进的政策导致其错失了液晶这个真正的风口。但在发展初期，等离子电视与液晶电视的对比时并未有明显劣势、甚至在图像柔和度等方面胜过液晶电视。作为行业龙头的松下汇聚资源发展等离子电视，从选择上并不能说存在绝对的方向性失误。

表 2：等离子电视与液晶电视对比

	液晶电视	等离子电视
优点	<ol style="list-style-type: none"> 外观：更加轻薄，重量仅为普通电视 1/3 左右； 能耗：绿色环保，耗电量相对更低； 亮度：较高，明亮环境下对比度表现出色； 显示：图像没有行间和大面积闪烁； 	<ol style="list-style-type: none"> 外观：容易实现大屏幕化； 能耗：- 亮度：可视角更大，亮度均匀性表现更优； 显示：图像层次感丰富，清晰度更高；
缺点	<ol style="list-style-type: none"> 外观：屏幕大小存在技术上限； 能耗：- 亮度：全屏亮度均匀性差，对比度差； 显示：彩色还原能力差，彩色覆盖率小； 	<ol style="list-style-type: none"> 外观：一般为大屏设计，特别易碎，运输难度大； 能耗：耗电量很大，一台 60 寸的耗电量可达 600W； 亮度：对比度暗室表现出色但明室表现较差； 显示：容易出现烧屏现象以及黄绿色拖尾现象；

数据来源：亚马逊，广发证券发展研究中心整理

我们认为等离子电视乃至松下落败的深层次原因在于，技术门槛相对较高且投入大、大屏导致应用范围较窄（液晶小屏可用于笔记本、手机等）使等离子电视缺少新晋参与方、而松下等离子技术上绝对垄断主义与不分享政策使得虽然使其获得了独一无二的行业地位，但也使等离子阵营中缺少与松下并肩的“战略同盟”共同革新等离子电视技术。

索尼、三星等知名厂商完全加入液晶阵营使液晶电视整体在技术迭代速度上远胜等离子电视，液晶电视与等离子电视在技术差距不断缩小且成本优势逐步显现。此外，多厂商的合力宣传营销上也比单兵作战的松下更为有效。

总的来说，多方参与使后期的液晶电视在产品、成本、营销上均优于等离子电视。松下最初胜于在等离子电视市场的一枝独秀，但最终也败于独木难支的等离子电视市场。

2.3.3 布局新能源汽车为未来转型奠定基础

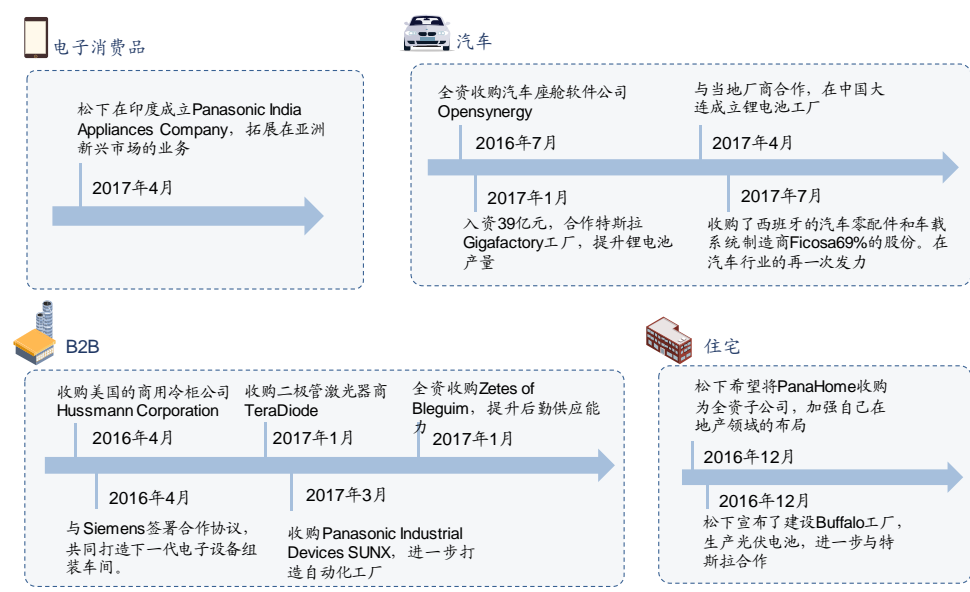
虽然松下在手机、电视领域错失行业风口导致市场尽失，但在2010年松下布局汽车锂电池业务并以3000万美元入股持有美国特斯拉2%股份，合作开发生产电动汽车用动力锂电池系统。这成为了松下的在该时期最具前瞻性的战略选择。

2.4 改革期：2012-至今，聚焦核心业务，向 B2B 转型

2012财年（2011年），电视与手机业务乏力、强行并购三洋电机造成的2500亿日元亏损减计使松下创纪录亏损7727亿日元，这也是松下有史以来最大的亏损。此外，日元持续走强、日本海啸及泰国洪水灾害造成的停产断供，以及中国竞争对手的崛起也加剧了松下的危机。重重困难之下，松下再度走上了改革之路。

2012年6月新总裁津贺一宏上任，上任伊始就关停了等离子电视的生产并剥离出售了大部分半导体业务。津贺一宏的改革以利润为导向：“对于没有达到5%营业利润率的事业部，我们目前全力以赴地进行结构调整，或者进行转型”。津贺一宏进一步分设家电、汽车电子与机电系统、环保方案和互联解决方案四大事业公司聚焦核心业务，并以一系列投资、并购等资本运作加速公司从B2C到B2B的转型。

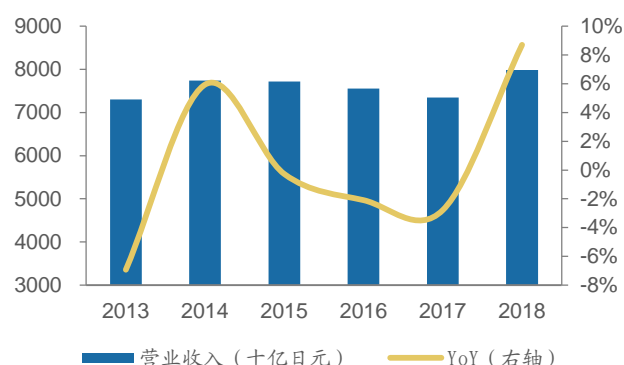
图22：2016-2019年松下电器1万亿战略投资计划重点深耕领域



数据来源：松下2017财年年报，广发证券发展研究中心

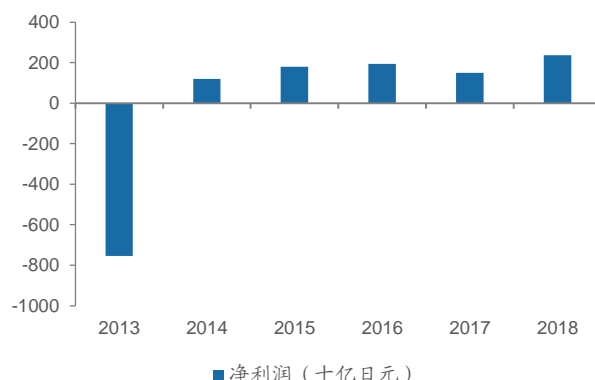
在津贺一宏大刀阔斧改革下，松下在2014财年收入小幅增长，并摆脱了巨额亏损的困境。但近几年松下的收入与净利润仍处于波动状态，改革之路仍处探索中。

图 23: 松下 2013-2017FY 营收 (十亿日元) 及 YoY



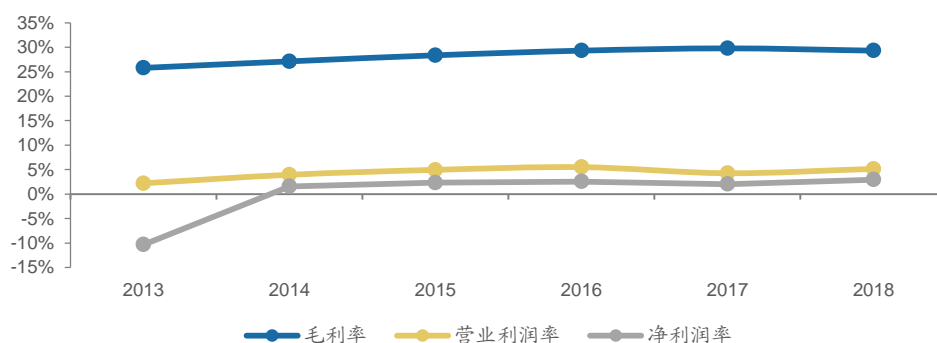
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 24: 松下 2013-2017FY 净利润(十亿日元)及 YoY



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 25: 2013-2018松下毛利率、净利率变动情况



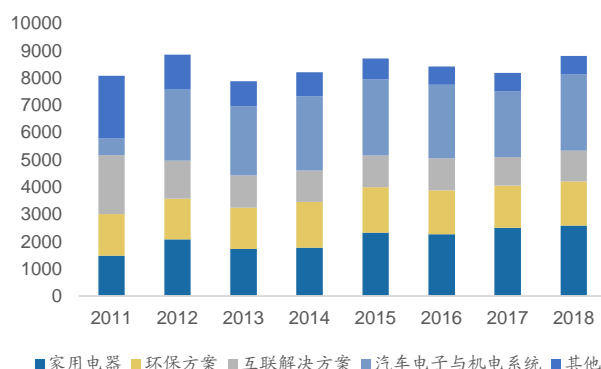
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

3. 松下的现状与未来

2018财年松下全年实现营业收入约7.98万亿日元（对应目前汇率水平约4948亿元人民币），同比2017财年增长8.7%；实现归属母公司净利润2360亿日元（对应目前汇率水平约146.8亿元人民币），同比2017财年大幅增长46.2%。

改革之后的松下从收入已经稳定划分为家电、汽车电子与机电系统、环保方案和互联解决方案四大部分。其中家电和汽车电子与机电系统是当今松下的两大主业，2018财年营收占比分别达到的29%和32%。此外，环保方案业务收入占比18%，互联解决方案业务收入占比13%，松下四大主业的营收占比已高达92%，相较改革前的2011年的71.5%有大幅提升，业务集中整合已见成效。但除了互联解决方案因业务变动营业利润率有明显提升外，其它业务的盈利能力未有显著变化。

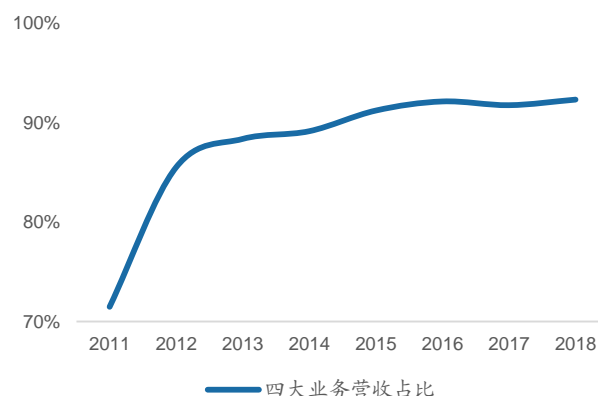
图 26: 2013-2018FY 松下分业务营业收入 (十亿日元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

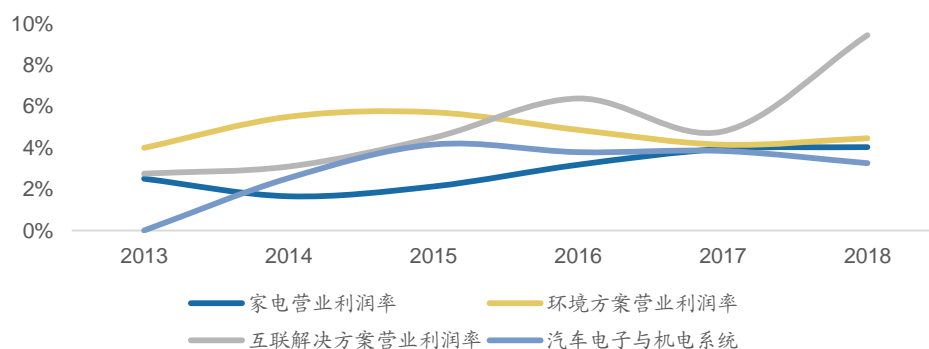
注: 互联解决方案前身即为通信及视听业务

图 27: 松下四大主要业务营收占比逐年上升



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

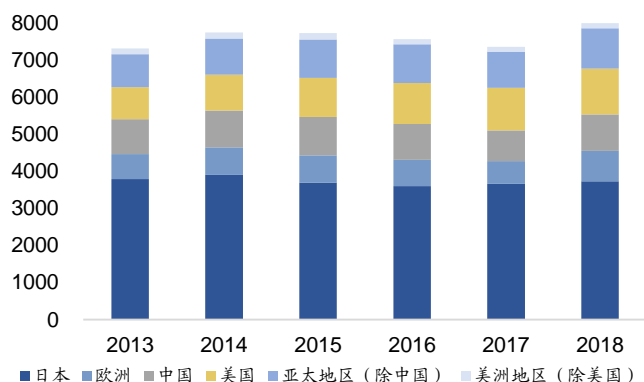
图 28: 2002-2018松下家电业务营收稳定上行



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

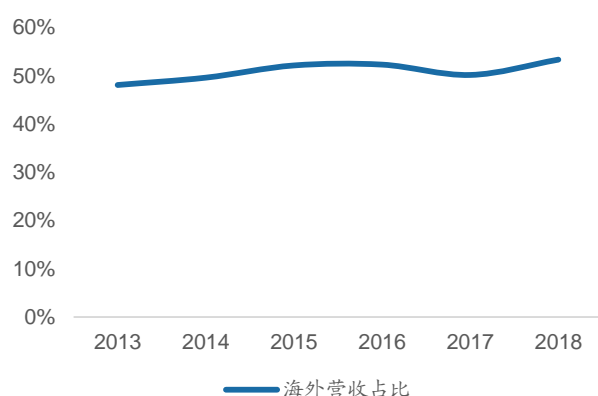
国际化方面, 2018财年松下在日本实现营收占比为47%, 53%来自海外市场。其中美国、中国两大主要市场分别贡献了16%、12%的营收。松下的国际化程度在近几年始终维持稳定。

图 29: 2013-2018FY 松下分区域营业收入 (亿日元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 30: 2013-2018FY 松下海外市场营收维持稳定



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

3.1 主要业务概况

3.1.1 家电业务：经营状况稳定，盈利能力持续回升

作为松下的传统业务，家电业务近年来在收入与盈利均有所回升。2018财年家电业务营业收入为2.58万亿日元（约1605亿人民币），营业利润为1043亿日元（约65亿人民币），均创造了21世纪以来的新高。

图 31：2013-2018FY 家电业务营业收入及增速

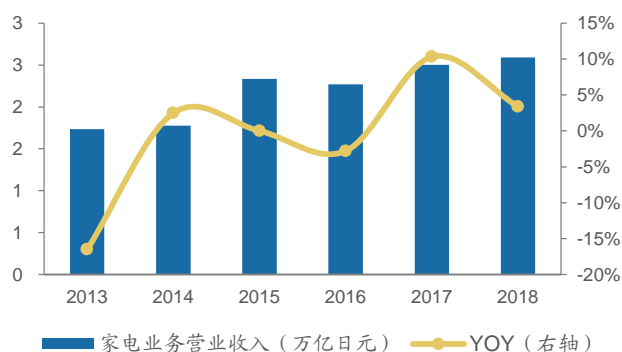
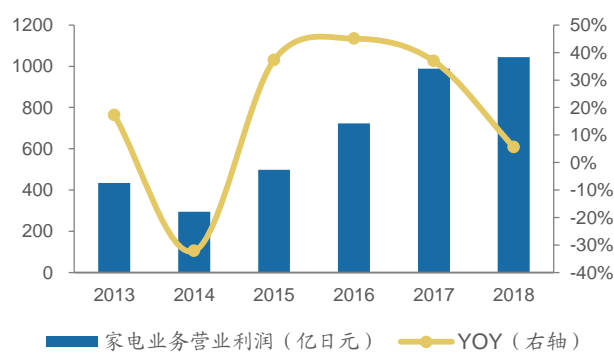


图 32：2013-2018FY 家电业务营业利润及增速



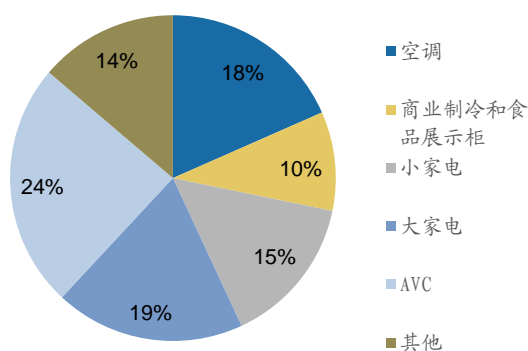
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：松下2015年家电业务口径调整导致收入扩大，增速为当年年报公布数字，下同

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

从产品来看，松下实现了白电、黑电、厨电、小家电全品类覆盖。其中白电（大家电+空调）与AVC的占比较大，分别达到37%和24%。

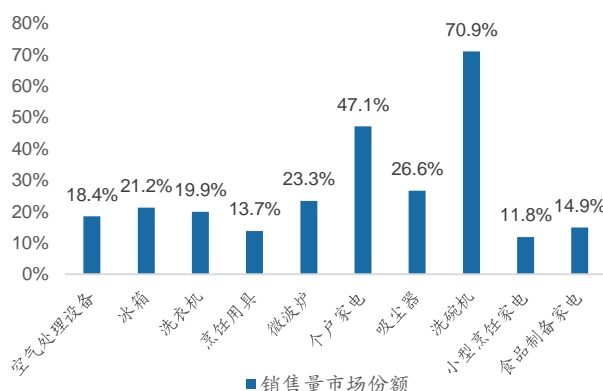
图 33：松下家电业务营收结构：白电与黑电占比较大



数据来源：松下2018财年年报，广发证券发展研究中心

注：小家电包括厨电、个护用品；大家电包括冰箱、洗衣机、吸尘器；AVC包括电视及其他家庭娱乐设备

图 34：2017 年松下主要家电品类在日本国内的市场份额



数据来源：GFK，广发证券发展研究中心

注：空气处理设备包括空调+空气净化器

从日本国内家电市场来看，松下依旧是当之无愧的龙头。根据GFK统计数据，2017年包括空气处理设备、冰箱、微波炉、洗碗机、个户家电等多个品类占据国内

市场第1名，其中洗碗机以及个护小家电的市占率分别高达70.9%、47.1%，大幅领先竞争者。但在全球视角下，松下家电在全球的地位与日本国内差距较大，根据GFK统计数据，2017年仅有空气处理设备和微波炉市场份额位居前3。

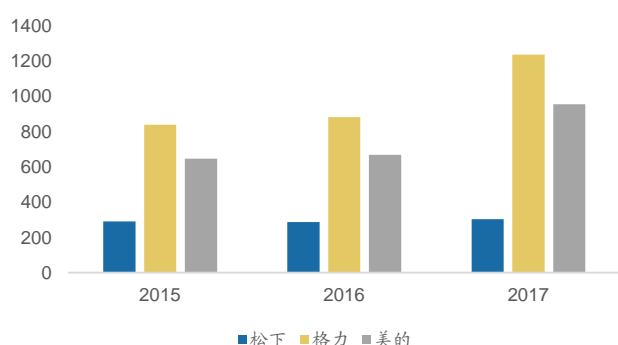
表 3：2017 年松下主要家电品类在日本国内的市场份额排名

品类	空气处理设备	冰箱	洗衣机	烹饪用具	微波炉	个护小家电	吸尘器	洗碗机	小型烹饪家电	食品制备家电
日本市占率排名	1	1	2	3	1	1	1	1	3	2
全球市占率排名	3	10	9	35	3	5	8	9	9	17

数据来源：GFK，广发证券发展研究中心

松下在全球面临着中国家电龙头的强有力竞争。以空调为例，作为松下家电业务主要品类的空调，其收入规模与中国空调龙头格力、美的相距甚远，并且格力、美的空调收入依托中国市场目前仍处于增长当中，但松下近三年的空调营收几乎没有增长。

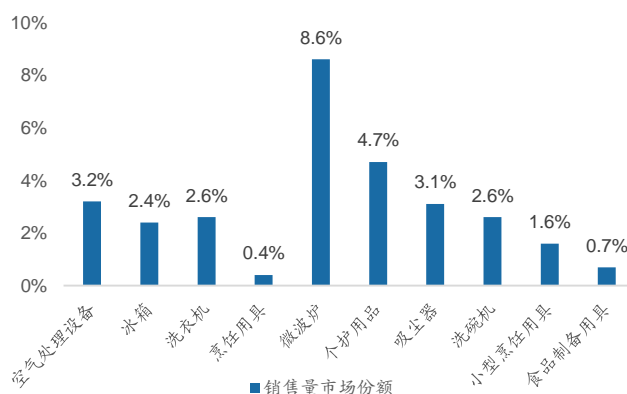
图 35：松下家电近三年空调业务收入（亿人民币）对比



数据来源：松下2018财年财报，Wind，广发证券发展研究中心

注：松下收入已将财年调整为自然年，汇率根据当年平均汇率换算

图 36：2017 年松下主要家电品类在全球的市场份额

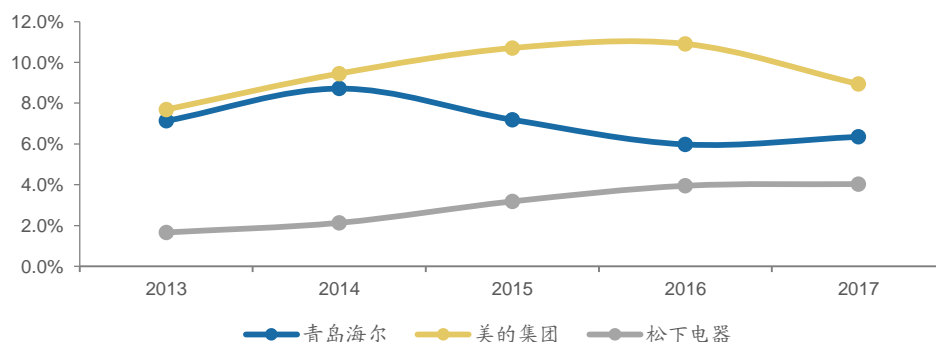


数据来源：GFK，广发证券发展研究中心

注：空气处理设备包括空调+空气净化器

我们认为，松下电器在全球范围内缺乏竞争力的核心原因在于日本国内生产成本偏高。虽然近年来走的是高端化的高价路线，但松下家电业务从盈利能力与同为多主业布局的美的、海尔相比仍然较低。具备成本优势，且目前技术已经没有明显落后的中国家电龙头显然在未来全球家电行业竞争中占据了优势地位。

图37：松下家电业务的营业利润率明显低于美的集团与青岛海尔

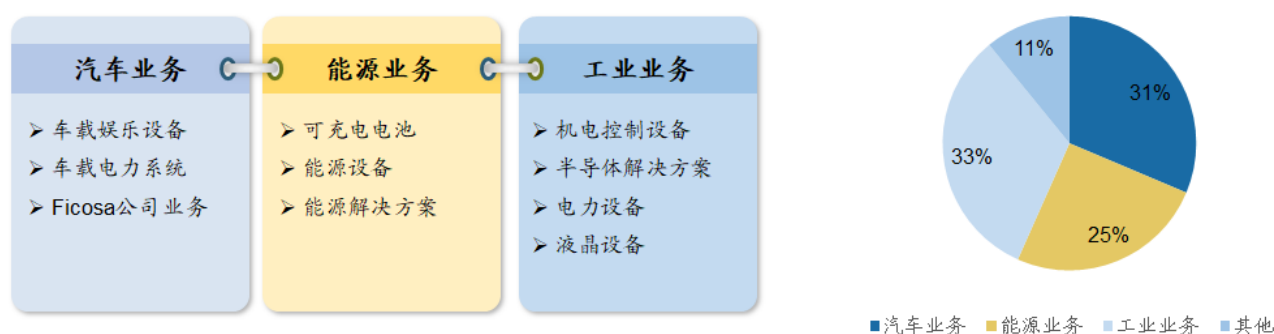


数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

3.1.2 汽车业务：需求红利驱动高速成长

汽车电子与机电系统业务是松下改革后的发展重点。松下的汽车工业部门目前下辖汽车业务、能源业务、工业业务三大板块，战略聚焦环境保护和驾乘安全两大主题；主打产品包括新能源汽车电池（与特斯拉深度合作），驾驶辅助系统（ADAS）、智能后视镜系统（IRMS）等。

图38：2017年松下汽车工业部门结构及各业务收入占比



数据来源：松下2017财年业绩报告，广发证券发展研究中心

图 39：松下与特斯拉共同成立汽车电池生产基地



图 40：松下智能后视镜系统（IRMS）



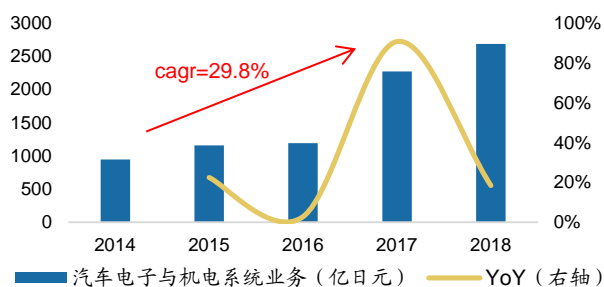
数据来源：松下2017财年年报，广发证券发展研究中心

数据来源：松下2017财年年报，广发证券发展研究中心

松下目前已将战略中心完全转移到涵盖新能源汽车电池这一最具前景行业的汽

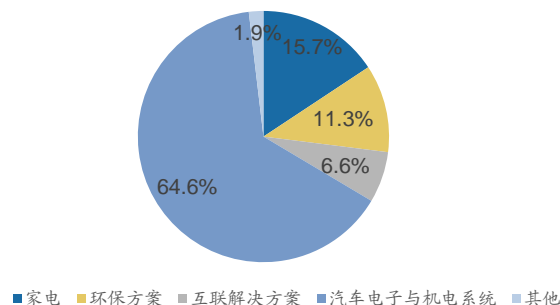
车电子与机电系统业务上。2014—2018年汽车业务资本开支连年提升，复合增速达到29.8%，而同期家电业务资本开支复合增速仅为14.8%。而在2018财年，松下集团汽车业务资本开支占公司全部资本开支的比例高达64.6%。

图 41：2014-2018FY 松下汽车业务资本开支逐年上升



数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

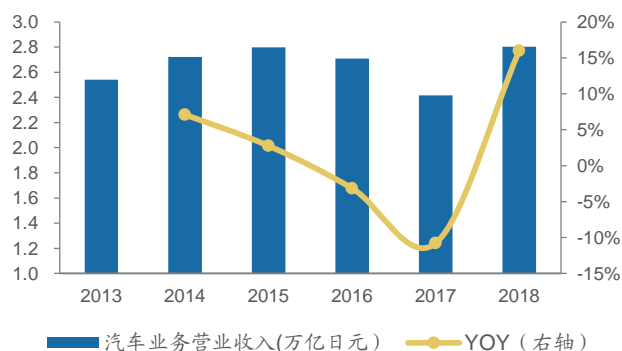
图 42：2018FY 松下汽车业务资本开支占比超过六成



数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

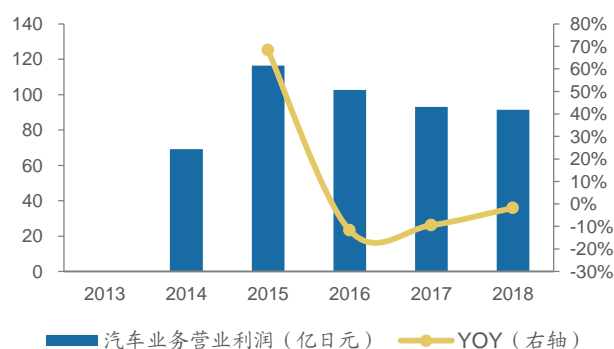
汽车业务近几年在营收与利润上并无亮眼表现，但松下的持续投入使其掌握了动力电池最先进的技术，松下的动力电池出货量连续多年保持领先。虽然在2017年出货量被中国的宁德时代（CATL）所超越，但作为特斯拉的唯一电池供应商，未来随着特斯拉的产能放量以及全球新能源汽车市场的蓬勃发展，作为动力电池龙头的松下有望最大程度获益新能源汽车行业的增长红利。

图 43：2013-2018FY 汽车业务营业收入及同比增速



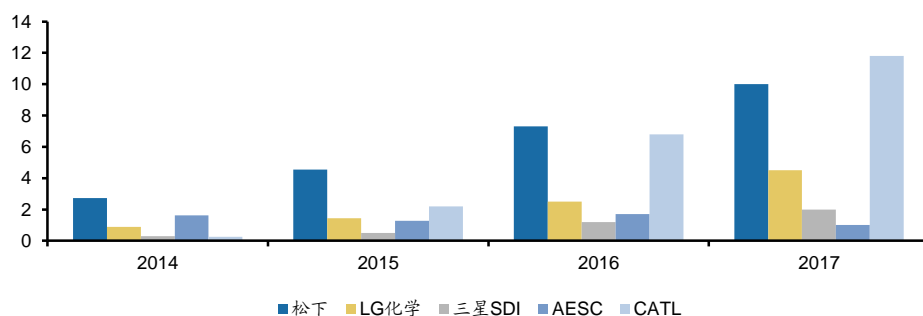
数据来源：松下2013-2018财年年报，广发证券发展研究中心

图 44：2013-2018FY 汽车业务营业利润及同比增速



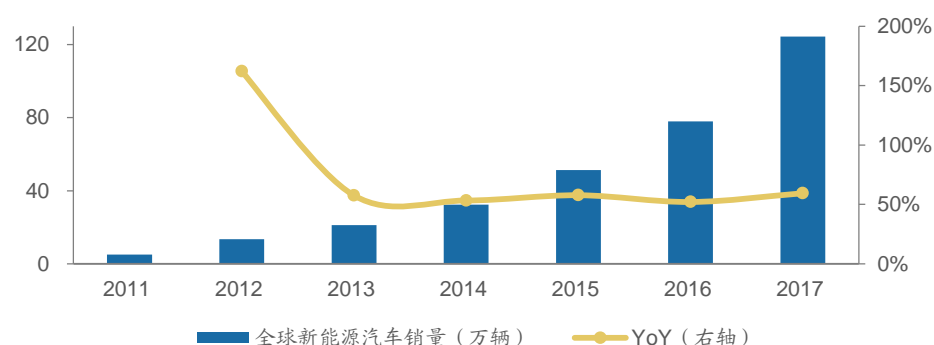
数据来源：松下2013-2018财年年报，广发证券发展研究中心

图 45：松下动力电池出货量在外资品牌中占据领先地位



数据来源：松下、LG、三星、AESC、CATL官网，广发证券发展研究中心

图46：全球新能源汽车销量迅猛增长，市场前景广阔

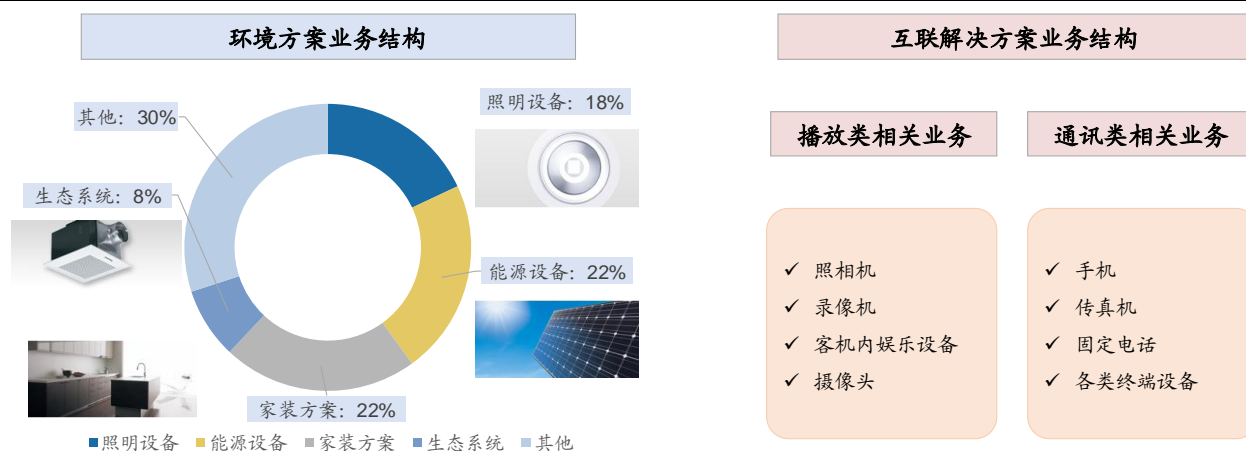


数据来源：Frost&Sullivan，广发证券发展研究中心

3.1.3：其他业务：发力B端实现客户多元

除家电和汽车工业之外，松下另外两大主要业务部门分别为环境方案部门以及连接方案部门。环境方案部门主要负责照明、节能设备制造，以及全套家装、能源解决方案的设计。连接方案部门则主要致力于播放与通讯类设备的制造以及配套解决方案的提供，包括手机、传真、摄像头、摄像机、移动工作站等等。

图47：松下环境方案、连接方案部门业务组成及2013年环境方案部门收入结构



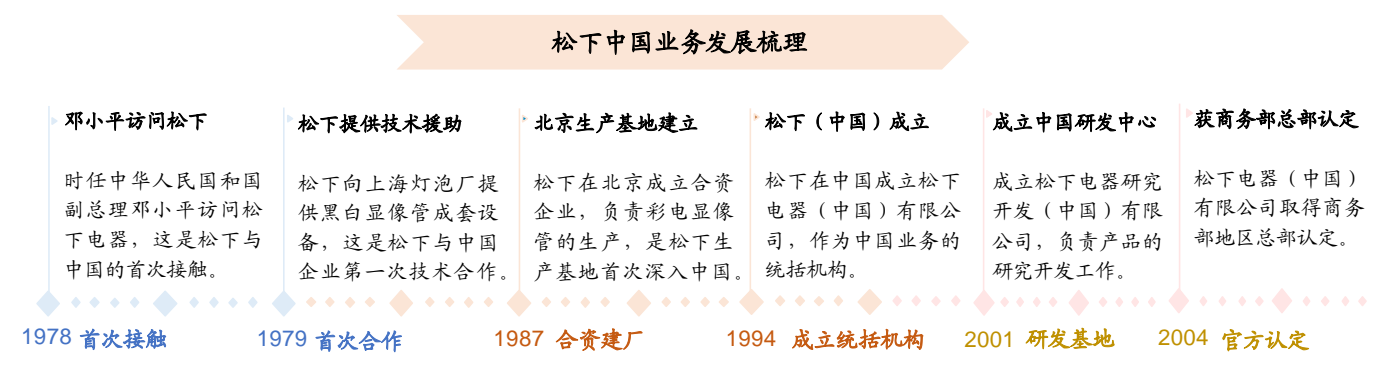
数据来源：松下官网、松下2013财年年报，广发证券发展研究中心

B端市场是松下在这些业务上寻求拓展的主要路径，以互联解决方案业务为例，其近年来的重要突破包括与飞机制造商合作完成客机内影音娱乐设备的安装，为公安部门提供的监控系统全套解决方案等。

3.2 松下中国市场概况

松下1987前正式进入中国市场，从最初的建设工厂，到后期完善销售网络，再到成立中国产品研发中心，目前中国成为仅次于美国是松下海外第二大市场，2018财年营业额为584亿元人民币。截止2018年3月31日，松下在华公司数量为75家，雇员人数达到57692人。

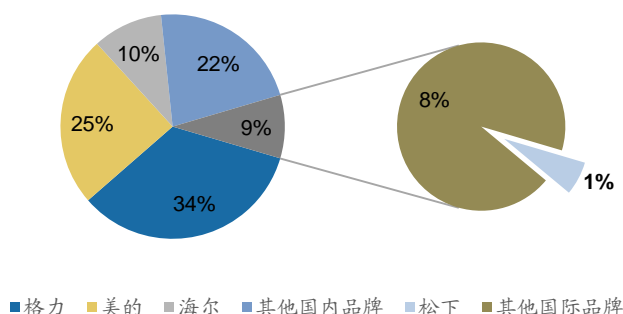
图48：松下中国业务发展过程



数据来源：松下中国官网，广发证券发展研究中心

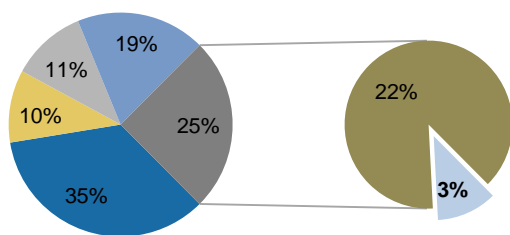
松下在中国市场已经实现生产、渠道、研发的完整布局，松下品牌在中国也始终具有较高的美誉度。虽然在与本土龙头竞争的过程中，松下应对乏力，市场份额远不及龙头企业。以白电品类为例。松下洗衣机的市场份额达7%，冰箱市场份额为3%，而空调市场份额则不足1%。

图49：2018上半年松下空调中国市场零售额市场份额



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

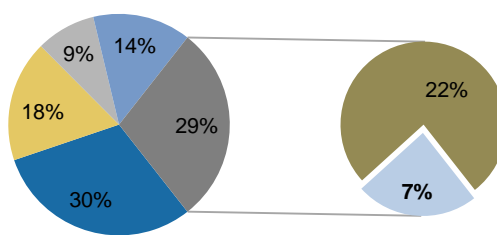
图 50: 2018 上半年松下冰箱中国市场零售额市场份额



■ 海尔 ■ 容声 ■ 美的 ■ 其他国内品牌 ■ 松下 ■ 其他国际品牌

数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 51: 2018 上半年松下洗衣机中国市场零售额市场份额



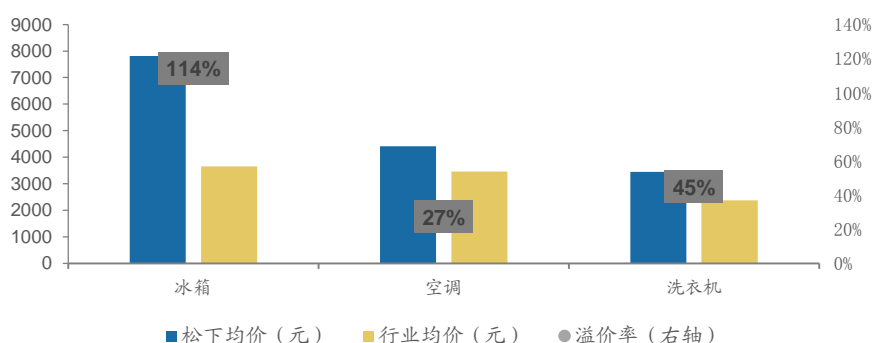
■ 海尔 ■ 小天鹅 ■ 美的 ■ 其他国内品牌 ■ 松下 ■ 其他国际品牌

数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

我们认为, 松下家电目前在中国的市场份额较低的主要为源于价格、渠道以及管理等3方面因素:

➤ **价格:** 松下产品定价高, 受众面相对而言较小;

图 52: 松下白电在中国零售价格较高, 定位高端化, 受众较少



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

➤ **渠道:** 松下在渠道下沉上不及国内龙头品牌;

➤ **管理:** 松下并未给予中国公司足够的决策自由, 导致中国公司无法积极应对中国市场的变化。

总的来说, 由于价格、渠道、管理的缺陷导致在中国市场竞争乏力是国际品牌的通病, 松下也同样不可避免, 但松下在洗衣机、冰箱市场仍能占据一席之地, 证明了其产品与品牌的优异。

3.3 未来战略: 战略倾斜高增长性业务, 深化 TOB 转型

新的百年, 松下继续以“A Better Life, A Better World”为口号, 但征途与过去 100 年的大多数时间均有较大差异。展望公司未来, 公司将延续对高增长性的投资以及对低利润业务的改革。此外, 公司在维持现有 C 端业务的情况下, 将继续深化向 B 端

的转型。

3.3.1 战略倾斜高增长性业务，改革低利润业务

虽然业务仍然庞大，但松下已经对各业务的未来前景有着清晰的判断。汽车动力电池等作为高增长性业务，未来将持续获得较大的资本投入。而电视、半导体等低利润业务，将继续面临业务转型即固定成本削减。而稳定增长业务则被公司定义为利润来源，用以支持高成长性业务的发展。

表 4：松下电器未来战略和主要产品细分情况：

分类	战略概述	主要产品（FY2018）
高增长性业务	依托于 销售收入和销售利润的高增长 ，集中管理分配资源，对高增长型业务投入大量资本	汽车动力电池、新一代汽车驾驶座舱系统、高级驾驶辅助系统、空调、机电设备等
稳定增长业务	集中在公司具有 比较优势 的产品，通过他们产生的 稳定的收入和利润 ，投资于公司高增长性业务	白色家电、小家电、食品物流、电子布线设备、照明器材、住宅装修、老年人关怀设备、航空电子设备、过程装备自动化、安防摄像头、电子材料、干电池等
低利润业务	主动改变 以提升低利润业务的盈利能力，包括： 业务转型、固定成本削减和合理化利用资源 等	电视、固定电话和传真、建材、光伏设备、商用计算机、半导体、LCD 面板等

数据来源：松下2017财年年报，广发证券发展研究中心

图53：松下万亿日元投资计划主要投向汽车动力电池等高增长性业务



数据来源：松下官网，广发证券发展研究中心

3.3.2 深化TOB转型，探索新的盈利渠道

TOB转型将松下未来将继续深化的重要战略，在万亿投资布局中B2B也被单独列示可见其重要意义。除了本来就是纯B端的汽车业务外，无论是家电、环境方案、以及互联方案业务都在力图实现TOB转型。

图54：松下各项主业向B端改革举措

B2B改革举措	抓住气候变化和环境保护诉求的机遇，深耕海外商用市场
家电	<ul style="list-style-type: none"> 收购Husmann,与西门子达成合作 在商用空调、商用制冷设备、食品展示柜业务线发力 研发CO₂制冷技术，助力小企业发展 <p>国内市场稳定增长，抓住海外市场增长机会</p>
环境方案	<ul style="list-style-type: none"> 对接上游地产开发商和房产经纪人，获取更多项目 在LED照明、空净设备、光伏电池等领域提供整体装配方案 加大市场推广力度，提升产品质量，协同PanaHome共同发展 <p>大规模资本投资，致力于减少交通事故，减轻环境污染</p>
汽车和机电	<ul style="list-style-type: none"> 收购OpenSynergy，投资特斯拉Gigafactory电池工厂 在中国大连投资锂电池制造商，提升在全球的汽车电池产量 完善车载信息系统、数字化驾驶舱技术、驾驶辅助系统 <p>为社会问题、环境问题和企业管理问题提供解决方案</p>
互联解决方案	<ul style="list-style-type: none"> 结合技术、产品、管理上的优势，巩固松下商业模式 为企业、公共事业提供管理咨询方案 助力工厂提高自动化程度 完善企业物联网技术，向全球推广

数据来源：松下官网，广发证券发展研究中心

4. 松下发展的启示

松下电器自1918年成立以来，正值百年。公司历经繁荣，也曾陷入低谷。回顾松下百年历史，我们认为有以下几点无论对于我国家电企业的发展，还是对于投资人投寻找优秀企业，都具有很强的启发意义。

4.1 优秀企业家是伟大企业的基石

我们认为，企业家精神是一家企业发展壮大的核心要素。纵观松下的过往发展历程，创始人松下幸之助可以说为松下百年基业的奠定起到了举足轻重的作用。

松下幸之助作为领导人的优秀体现在：

- **具备极强的市场敏锐性：**无论是发展早期的自行车灯，还是五十年代后的洗衣机等大家电产品
- **具备卓越的管理能力：**松下被后世誉为“经营之神”。由他首创的“终身雇佣制”、“年功序列”等管理制度在特定历史时期降低了松下内部的劳资纠纷，极大提高了生产效率，之后被众多日本企业所效仿。
- **具有高度前瞻性：**50年代初松下前瞻性为松下定了全球化战略加速了松下的发展。此外，同时以具备哲学高度的“自来水哲学”经营理念引领松下一步步迈上世界巅峰。
- **具备社会责任感：**松下认为企业经营的最终目的不是利益，而只是将大众寄托在企业肩上的希望通过数字表现出来，完成对社会的义务。因此企业的责任是：把大众需要的东西，变得像自来水一样便宜。这一经营理念被后世概括为“自来水哲学”。高度的社会责任感使松下使松下树立了良好

的品牌形象。

虽然松下幸之助1961年即辞去了社长职务，但其在世时始终领导着松下前行。而在松下幸之助去世后至今，松下的收入与盈利水平也未有显著提高，也从侧面体现了一个优秀的领导人对于企业发展的决定性意义。

图55：松下幸之助生平一览



数据来源：松下中国官网，广发证券发展研究中心

4.2 战略选择的启示

松下在其发展过程中曾多次经历面临战略选择，包括：

- 成立初专一化与多样化
- 1950s本土化与全球化
- 21世纪初等离子电视与液晶电视以及放弃等离子电视业务
- 2012年后将战略重心转向以汽车业务为代表的TOB业务

我们认为松下早期的成功与其在特定阶段结合经济发展、自身能力、市场空间等作出准确的战略选择有直接关系。多样化使松下早期可以充分发挥自身在产品开发上的优势，迅速做大市场规模；而全球化则使得松下获取了先进技术、同时开拓了海外更广阔的市场，从而突破日本国内市场空间较小的限制。

而在等离子电视与液晶电视战略选择的失败，我们认为在松下在等离子颓势已现的情况下，仍然大规模投入导致最后创纪录的巨额亏损。但后期果断地停产等离子又使得颓势得以及时被挽回，避免了企业被低利润业务更长时间的拖累。

4.3 合作与竞争的启示

松下在成长期可以快速突破制造技术瓶颈，开发出优质产品，与其早期积极地与荷兰飞利浦、Nakagawa Kikai、JVC实现技术合作有直接关系。我们认为对于试图进入新领域的企业，与海内外优秀企业实现合作，不仅可以提升企业本身的技术水平，还可以加快产品开发进度，从而在新领域成功卡位获得先发优势。

而成熟期松下在等离子业务上的失败，除了在与液晶的战略决策上存在偏差外，其错误的处理了合作与竞争的关系。松下在发展等离子电视的过程中，忽略对于等离子电视来说，最大的竞争来自于液晶电视对行业空间的挤占。松下对于等离子核心技术的保守策略最终使等离子电视整体的发展速度趋缓最终完全被液晶电视打败。因此，特定时期有效的合作与分享虽然可能降低自身的优势，但行业发展所带来的红利可能远远大于行业内地位短暂下滑的损失。

4.4 多元化与管理的启示

松下的百年发展也提示着中国家电企业，在行业步入成熟阶段的时候，积极的多元化才能为企业增添新的增长动能。而松下的多元化历程也表明了企业应该积极选择具备市场前景的行业，例如松下错失的智能手机以及如今正在参与的汽车业务。

从另一个角度来看，多元化的成功往往意味着企业规模的扩大，伴随企业扩大的可能是臃肿的机构设置与逐渐降低的决策效率，90年代到21世纪初松下纷繁的事业部就是最好的反面教材。因此，在多元化的过程中，如何平衡各部门资源，在实现有效管理的同时激发各业务部门的主观能动性，也是我国家电龙头在多元化过程中需要面对处理的重要问题。

5. 投资建议

回顾松下百年发展历程我们不难发现，优秀的领导人是企业发展的根基所在。松下电器的创始人松下幸之助以其敏锐的市场洞察力、卓越的管理能力、高度的前瞻性以及社会责任感带领松下从一个小作坊发展成世界500强企业。而准确的战略选择，妥善的处理合作与竞争的关系，以及合理的多元化并实现高效的管理也是企业能否发展的重要因素。我们认为企业在发展初期领导人是重要因素，而到了成熟阶段，管理层乃至制度设计成为了企业能否持续具备成长性的关键要素。

我们认为，国内多主业家电龙头美的集团拥有优秀的职业经理人管理制度，CEO方洪波与其领导下的管理层主导了美的2012年的改革使美的重获增长动能，当下完善的事业部制度以及员工股权激励机制保证了其长远发展。而另一大多主业龙头青岛海尔由管理大师张瑞敏掌舵，其提出的“人单合一”、“小微”机制等使海尔的内部组织具备超时代的前瞻性，我们同样看好青岛海尔的未来发展。

此外，百年松下的多元化之路也提示了我们，成功的多元化可以助推企业快速成长，但例如像等离子电视这样错误且需要付出高额投入的战略选择则使得多元化之路面临较大风险。我们认为多元化发展过程中巨大的不确定性是需要重视的问题，在当下我们认为类似格力电器这样业务与业绩都具备极强确定性的单主业龙头也同样值得我们关注。

因此我们继续关注具备全球竞争力，深耕空调行业的单主业龙头**格力电器**。此外，同样关注具备优秀领导团队，具备巨大全球化竞争力另外两大白电龙头：**青岛海尔**、**美的集团**。

6. 风险提示

6.1 原材料价格上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

6.2 全球经济低迷，需求疲软

海外市场如果整体需求减弱，将影响公司的收入以及利润。

6.3 多元化不利

企业在进入新领域的过程中必将面临挑战，若应对不善，则将影响公司的收入与利润。

广发家电行业研究小组

曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 年进入广发证券发展研究中心。
袁雨辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。