

家用电器行业

我国空调行业格局变迁史：四十年回顾，现强者恒强

分析师：曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE.no: BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001

SFC CE.no: BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **第一阶段（1980-1997）：行业发展初期，卖方市场百花齐放。**（1）行业规模：根据国家统计局数据，产量从 22 万台提升至 849 万台，复合增速 69%。（2）行业格局：卖方市场，格局分散。外资企业纷纷在中国建厂，内资企业以春兰、华宝为两大龙头。（3）竞争要素：产能成为制约销量的核心。
- **第二阶段（1997-2005）：快速成长期前半段，竞争恶化到行业出清，形成三足鼎立。**（1）行业规模：根据国家统计局数据，产量从 849 万台提升至 7469 万台，复合增速 31%。（2）行业格局：从混乱竞争迈入良性成长，形成三足鼎立格局。供过于求下小厂以价博量发动价格战，行业均价持续下滑。原材料持续上涨、国美等第三方渠道崛起进一步蚕食制造商价值，行业加速出清，形成格力、美的、海尔三足鼎立格局。（3）竞争要素：企业战略+产品质量+渠道选择。格力专注空调业务，提出“精品战略”，进行区域销售模式、经销商返利、自有渠道体系建设；美的进行灵活的渠道模式；海尔专注产品质量；春兰盲目多元化导致空调霸主地位不再。
- **第三阶段（2005-2013）：快速成长期后半段，龙头份额稳步提升，双寡头格局稳固。**（1）行业规模：根据产业在线数据，内销量从 2634 万台提升至 6235 万台，复合增速 11%。（2）行业格局：双寡头格局形成，格力、美的 CR2 达 67%。（3）竞争要素：渠道优势+规模效应及产业链一体化带来的成本优势。广袤的三四线城市需求崛起，格力、美的通过自有渠道深度下沉，海尔扁平化策略渠道攻击性较弱失去市场份额。同时，格力、美的向上游进行产业链一体化深度布局，压缩机等核心零部件自制提高产品适配性、出货稳定性同时降低成本。
- **第四阶段（2013-至今）：稳定增长期，强者恒强。**（1）行业规模：产业在线数据，内销量从 6235 万台提升至 9216 万台，复合增速 7%。（2）行业格局：电商红利+低价位段定位助力奥克斯份额一度追平海尔，龙头针对性打击后奥克斯份额迅速回落，双寡头格局再次稳固。（3）竞争要素：迈入综合竞争，品牌力及运营效率提升成主导。美的数字化建设、海尔“统仓统配”、格力线上线下融合初步试水，行业增速放缓后精细化运作是为核心。
- **投资建议：**空调行业在我国已经历四十年的发展，龙头在历次行业洗牌当中不断提升自身实力，在制造、产品、渠道、品牌等各方面已经构筑起全面且深厚的竞争壁垒，未来有望继续保持强者恒强，基于此，我们继续推荐业绩稳健、长期竞争力显著的白电龙头：**格力电器、美的集团、海尔智家**。同时推荐受益消费升级和新渠道快速增长的小家电龙头：**小熊电器、九阳股份、苏泊尔、新宝股份**；关注受益竣工基本面触底有望回升的厨电龙头：**老板电器、华帝股份**。
- **风险提示：**需求持续低迷、渠道大变革带来行业格局变化、原材料和汇率风险。

相关研究：

家用电器行业：行业景气底部，静待春暖花开

2020-05-01

家用电器行业：家电补贴政策专题：复盘上轮三大补贴政策，此次重启效果有待观察

2020-04-28

家用电器行业：公募持仓近期低位，需求边际改善，估值有望修复

2020-04-26

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
格力电器	000651.SZ	人民币	54.77	2020/4/30	买入	57.30	3.82	4.38	14.33	12.50	8.85	7.27	19.55	19.75
海尔智家	600690.SH	人民币	15.46	2020/4/30	买入	16.95	1.13	1.27	13.74	12.18	7.45	5.36	13.60	13.30
美的集团	000333.SZ	人民币	53.75	2020/4/30	买入	60.89	3.58	4.05	15.01	13.26	10.37	8.47	21.09	21.06
老板电器	002508.SZ	人民币	31.88	2020/4/28	买入	36.40	1.82	2.05	17.55	15.54	14.13	11.93	20.03	18.45
华帝股份	002035.SZ	人民币	11.34	2020/4/30	买入	13.50	0.90	1.03	12.59	11.03	9.04	7.26	20.68	19.10
九阳股份	002242.SZ	人民币	31.40	2020/4/30	买入	37.42	1.17	1.30	26.85	24.07	25.42	22.78	22.92	24.32
苏泊尔	002032.SZ	人民币	65.88	2020/4/29	买入	78.40	2.48	3.02	26.61	21.83	20.45	17.64	24.91	24.35
新宝股份	002705.SZ	人民币	26.68	2020/4/28	增持	26.00	1.04	1.21	25.60	22.07	13.80	12.05	16.12	15.75
小熊电器	002959.SZ	人民币	101.30	2020/4/29	买入	117.20	2.93	3.70	34.55	27.40	25.38	19.78	17.45	18.04

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中收盘价为 2020/4/30 收盘价。所有公司 2020 年、2021 年预测数据与广发外发报告一致。

目录索引

一、第一阶段（1980-1997）：行业发展初期，卖方市场百花齐放.....	7
（一）行业规模：产量从 22 万台提升至 849 万台，复合增速 69%.....	7
（二）行业格局：卖方市场，合资与内资品牌百花齐放.....	8
（三）竞争要素：生产产能.....	9
二、第二阶段（1997-2005）：快速成长期前半段，竞争恶化到市场出清，形成三足鼎立	9
（一）行业规模：产量从 849 万台提升至 7469 万台，复合增速 31%.....	9
（二）行业格局：从混乱竞争迈入良性成长，形成三足鼎立格局	10
（三）竞争要素：企业战略+产品质量+渠道策略	17
三、第三阶段（2005-2013）：快速成长期后半段，龙头份额稳步提升，双寡头格局稳固	22
（一）行业规模：内销量从 2634 万台提升至 6235 万台，复合增速 11%.....	22
（二）行业格局：双寡头格局形成，CR2 达 67%.....	23
（三）竞争要素：渠道优势为主，规模效应及产业链一体化带来的成本优势加深壁	
垒	24
四、第四阶段（2013-至今）：稳定增长期，强者恒强.....	30
（一）行业规模：内销量从 6235 万台提升至 9216 万台，年复合增速 7%	31
（二）行业格局：奥克斯阶段性扰动不改双寡头地位稳固	32
（三）竞争要素：迈向综合竞争阶段，品牌力+运营效率是核心	37
五、投资建议	38
六、风险提示	38

图表索引

图 1: 1990-1997 年空调产量年均复合增速 69%	8
图 2: 1990-1997 年城镇空调每百户保有量从不足 1 台提升至 16 台	8
图 3: 我国空调形态的演变	8
图 4: 1997-2005 年我国空调产量年复合增速 31%	10
图 5: 1997-2005 年城镇每百户空调保有量从 16 台提升至 81 台	10
图 6: 2002 起内销出货量增长放缓	11
图 7: 2000 年起空调市场供过于求	11
图 8: 奥克斯《空调行业白皮书》中首次拆分空调价格构成	11
图 9: 2001-2004 年我国空调行业内销出货均价年均下滑 17.4%	12
图 10: 2001-2004 年我国空调行业内销量增速持续高于销额增速	12
图 11: 2004 年起上游原材料价格 (美元/吨) 持续上涨	13
图 12: 2006 年国美门店数量拓展至 572 家	14
图 13: 2004 冷年一级市场 KA 连锁市占率达到 67%	14
图 14: 2002 年后空调核心企业净利率不足 5%	14
图 15: 2002-2005 年各公司空调毛利率 (%) 触底	14
图 16: 2002-2005 年品牌数量从 400 个骤减至 30 个	15
图 17: 2006 年第一阵营集中度提升至 54.66%	15
图 18: 2001-2005 年奥克斯空调销量从 90 万台提升至 420 万台, 年复合增速 47%	16
图 19: 2005 年行业前四强分别为海尔、美的、格力和志高	16
图 20: 2002-2005 空调排名前四名品牌	16
图 21: 2002 年海尔、格力、美的位居前三甲	17
图 22: 格力、美的空调营业收入 (亿元) 逐渐加大领先优势	17
图 23: 春兰开启多元化扩张	18
图 24: 格力以区域销售公司为主, 美的采用分级销售, 海尔通过工贸进行分销	20
图 25: 海尔 1999 年 11 月-2000 年 10 月零售市占率 (%) 约为格力、美的 2 倍	21
图 26: 海尔 2000 冷年商场覆盖率 (%) 最高	21
图 27: 2005-2013 年我国空调产量年复合增速 7%	22
图 28: 2005-2013 年城镇、农村每百户空调保有量分别从 81 台、6 台提升至 102 台、30 台	22
图 29: 2005-2013 年我国空调内销从 2634 万台增长至 6235 万台, 复合增速 11%	23
图 30: 2005-2013 年我国空调行业外销从 2615 万台增长至 4882 万台, 复合增速 8%	23
图 31: 2008-2013 年 CR2 内销市占率从 59% 提升至 67% (产业在线)	24
图 32: 2007-2013 年 CR3 市占率从 33% 提升至 46% (中怡康)	24
图 33: 格力、美的空调业务收入 (亿元) 规模与其他品牌差距不断拉大	24
图 34: 至 2012 年空调下乡销量达到 1442 万台, 占行业内销比例提升至 25%	25

图 35: 三四线城市零售量增长快于一二线城市	25
图 36: 家电连锁在一二级市场具有渠道垄断地位	26
图 37: 国美门店(家)在三四级市场拓展缓慢	26
图 38: 美的 2011 专卖店近 1.4 万家, 终端网点数超过 7 万家	28
图 39: 各企业单台空调生产成本(元)	29
图 40: 各企业原料铜采购均价(元/千克)	30
图 41: 各企业原料铝采购均价(元/千克)	30
图 42: 各企业原料钢采购均价(元/千克)	30
图 43: 各企业塑料采购均价(元/千克)	30
图 44: 2013-2019 年我国空调产量年复合增速 0.2%	31
图 45: 2013-2019 年城镇、农村每百户空调保有量分别从 102 台、30 台提升至 142 台、65 台	31
图 46: 2013-2019 年我国空调内销从 6235 万台增长至 9216 万台, 复合增速 7%	31
图 47: 2013-2019 年我国空调行业外销从 4882 万台增长至 4368 万台, 复合增速 -2%	31
图 48: 2014-2020Q1 奥克斯内销市占率从 4%提升至 10%后回落至 7%(产业在线)	32
图 49: 2013-2020Q1 年 CR2 市占率从 46%提升至 66	32
图 50: 2015 年起奥克斯空调业务收入高速增长	33
图 51: 2015-2018 年奥克斯空调业务收入增速高于三大白电空调业务	33
图 52: 奥克斯内、外销量(万套)及增速(%)	33
图 53: 2015-2018 年奥克斯空调业务内销量占比从 57%提升至 63%	33
图 54: 空调行业零售量线上占比逐年提升	34
图 55: 奥克斯电商渠道占比不断提升	34
图 56: 奥克斯线上占比显著高于行业平均	34
图 57: 2018 年奥克斯线上市场份额 29%	34
图 58: 奥克斯零售均价(元)低于龙头公司	35
图 59: 各品牌线上销售均价(元)	35
图 60: 各品牌线上销量市场份额	35
图 61: 各品牌线下销售均价(元)	36
图 62: 各品牌线下市场份额	36
图 63: 奥克斯压缩机主要从美芝和海立外采, 外采比例分别为 69%、15%	37
图 64: 奥克斯空调盈利能力(毛利率, %)弱于龙头	37
表 1: 外资企业纷纷在中国设厂	9
表 2: 2001-2002 年间各厂商纷纷降价	12
表 3: 行业形成三大阵营	15
表 4: 质量问题层出不穷	19
表 5: 2007-2013 年国美不断强调对二级市场的重视	26
表 6: 格力推出持股计划进一步深度绑定经销商	27

表 7: 格力不断加强下沉市场专卖店建设	27
表 8: 美的渠道由区域营销中心向销售公司转变	27
表 9: 海尔主要通过日日顺体系进行下沉	28
表 10: 格力、美的向产业线上游布局进行深度整合	29
表 11: 2019 年双十一格力、美的、海尔价格大幅下探，奥克斯失去价格优势 ..	36

经历四十年的发展，我国空调行业已经历了发展初期、快速发展期和稳定发展期，2019年总产量达1.5亿台、内销量达9216万台，城镇每百户保有量从不足1台提升至142台、农村保有量提升至65台，空调已经从高能耗奢侈品向可选耐用消费品再向必选耐用消费品转型。

在这四十年的发展过程中，除了空调市场规模的快速扩大之外，行业内参与企业数量、主要龙头也经历了不断变化，空调行业格局的变迁背后反映的是不断提高的制造优势、适应时代变化的渠道优势和品牌效率的综合优势。空调行业过去四十年的格局变迁过程也是典型的制造业和消费品行业格局形成案例，因此我们在此做一个回顾分析和展望，希望对理解空调企业的核心竞争力有帮助，对家电领域其他子行业或其他行业的格局演变也有一定的借鉴和启示意义。

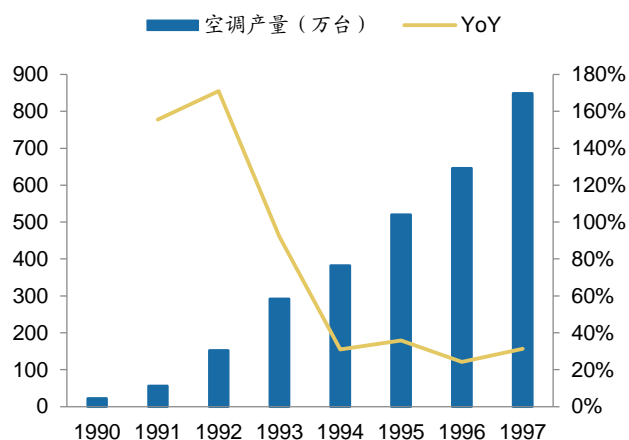
一、第一阶段（1980-1997）：行业发展初期，卖方市场百花齐放

这一阶段空调完成从高耗能奢侈品定位到产业政策放开后耐用消费品的转身，行业逐渐进入黄金时期。

（一）行业规模：产量从 22 万台提升至 849 万台，复合增速 69%

九十年代初行业进入发展初期，空调完成从高能耗奢侈品向耐用消费品的转身。1990-1997年城镇每百户保有量从不足1台提升至16台，根据国家统计局数据，空调产量从22万台提升至849万台，年复合增速高达69%。与此同时，空调的应用场景、产品形态也发生一定演进。

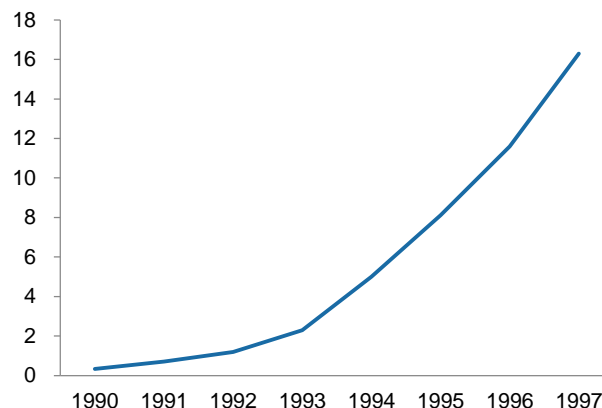
图 1：1990-1997年空调产量年均复合增速69%



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

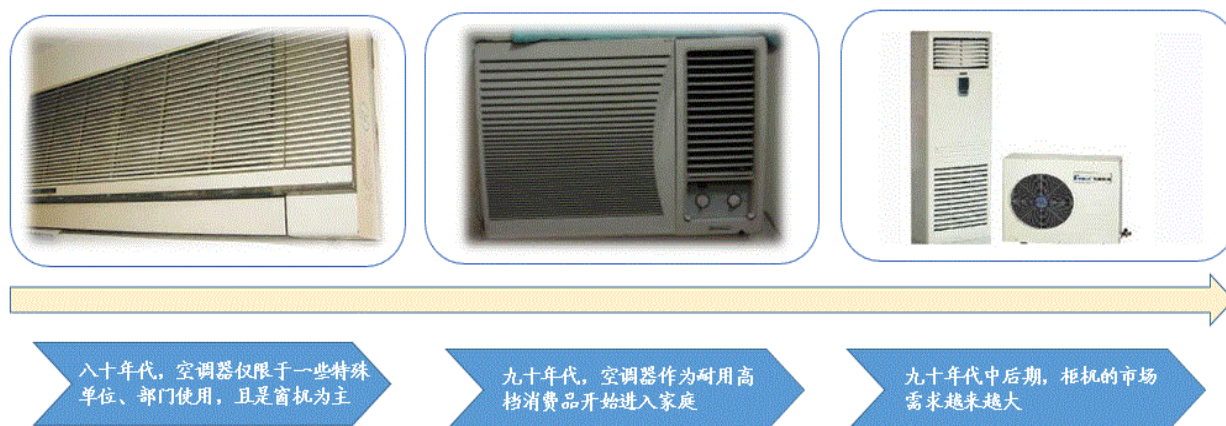
图 2：1990-1997年城镇空调每百户保有量从不足1台提升至16台

空调城镇每百户保有量 (台)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：我国空调形态的演变



数据来源：搜狐网，广发证券发展研究中心

（二）行业格局：卖方市场，合资与内资品牌百花齐放

低廉的劳动力成本及广阔市场空间吸引外资企业建厂，国内空调厂商起步期完成初步的技术积累。彼时中国空调市场处于发展萌芽期，巨大的市场容量及优惠的开放政策吸引外资企业进入中国寻求合作。80年代末，日本家电企业主要依靠提供技术、转让生产线与中国刚刚起步的家电企业合作；90年代初，索尼、松下、东芝等纷纷在国内建立合资企业。外资品牌为中国空调产业输入了大量的生产设备及前沿的产品技术，国内厂商在竞争中完成初步技术积累。

表 1：外资企业纷纷在中国设厂

家电企业	合资建厂案例
日立	1993年与上海海立股份有限公司共同成立上海日立电器有限公司
索尼	1993年与上海广电股份有限公司共同成立上海索尼电子有限公司
松下电器	1993年与广州万宝家电共同成立广州松下空调器有限公司
三洋电机	1994年与合肥荣事达共同成立合肥三洋荣事达电器有限公司

数据来源：日立集团官网等，广发证券发展研究中心

行业分散，卖方市场特征明显，合资企业与国内企业百花齐放。根据美的电器招股书披露，1992年国内市场生产能力达到300万台，但任何厂家规模最高不超过40-50万台，行业较为分散。除了合资品牌之外，国内市场以春兰、华宝两大品牌为首。行业卖方市场特征明显，野蛮生长过程中竞争较为无序。

（三）竞争要素：生产产能

从奢侈品向日常耐用消费品的定位转移过程中，空调需求迅速释放，但供给端产能尚未跟进。尤其是两大核心零部件压缩机、电机的生产和技术上还有较大提升空间。行业基本处于供不应求，生产即销售的卖方市场。一时间，产能瓶颈成为制约各大厂商销售的核心因素。《朱江洪自传》中格力此时面临的困境和选择一定程度上可以代表彼时大多数厂商面临的共性问题。

1992年格力仅有一条生产线，5台柜机需要三天时间才能装配完成。由于产能严重不够，格力开始对生产线进行改造，提高运行速度，工人24小时三班倒，人停机不停。当年在2万台能力的生产线上生产出12万台空调。于1993年将股份制改革的2亿募集资金全部投入至技术改造中，至1994年11月形成了年产100万台空调的生产能力。

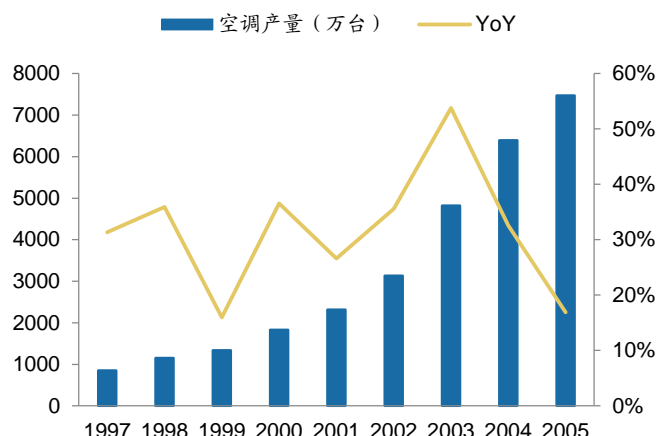
二、第二阶段（1997-2005）：快速成长期前半段，竞争恶化到市场出清，形成三足鼎立

这一阶段完成了从产能急剧膨胀到市场出清龙头开启良性增长的转化，为后续空调格局持续向好奠定基础。

（一）行业规模：产量从 849 万台提升至 7469 万台，复合增速 31%

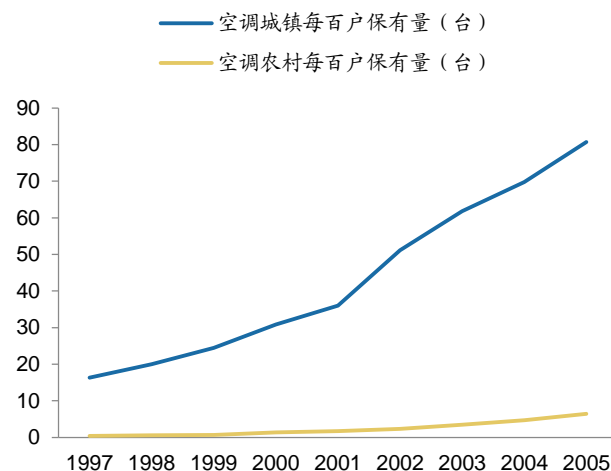
随着人均收入水平的提升，空调城镇每百户保有量从1997年16台提升至2005年81台，根据国家统计局数据，空调年产量从1997年849万台提升至2005年7469万台，年均复合增速高达31%，空调行业迎来了快速增长期。

图 4：1997-2005年我国空调产量年复合增速31%



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 5：1997-2005年城镇每百户空调保有量从16台提升至81台



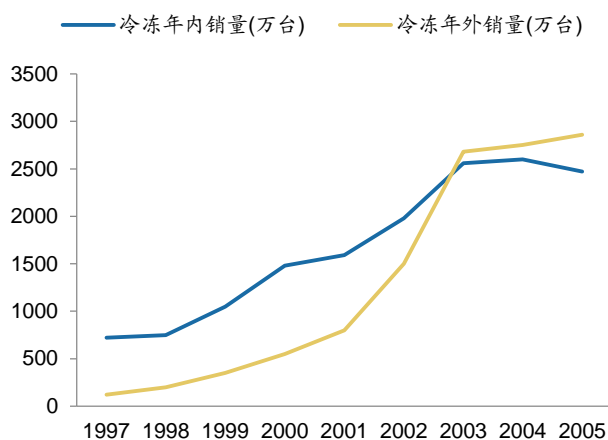
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）行业格局：从混乱竞争迈入良性成长，形成三足鼎立格局

1. 供过于求，小厂以价博量，行业均价持续下滑

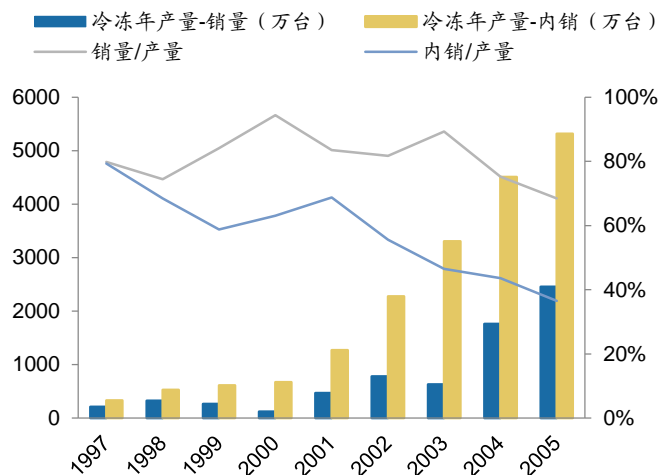
行业急剧膨胀过程中低门槛高盈利吸引小厂纷纷进入，随后呈现供过于求的买方市场竞争局面，于2001-2002年迎来了第一次库存危机，产能亟待出清。根据国家统计局数据，2002冷冻年空调产量规模达到2861万台，但当年国内市场容量仅为1590万台，尽管出口量激增至800万台，仍有近500万台剩余产能。根据家用电器协会的统计，2001年库存已经超过600万台，叠加新增库存后近千万台库存使得空调行业迎来前所未有的挑战。

图 6：2002起内销出货量增长放缓



数据来源：格力定增意向书，广发证券发展研究中心

图 7：2000年起空调市场供过于求

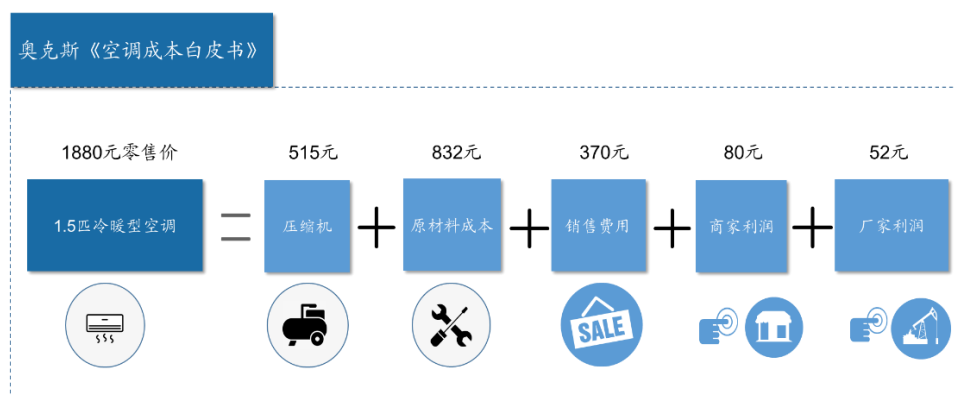


数据来源：国家统计局，格力定增意向书，广发证券发展研究中心

注：冷冻年产量根据国家统计局自然年度产量计算，N 冷冻年产量=N-1 年度产量*4/12+N 年度产量*8/12，此处假设各月份生产量相同；冷冻年销量为格力定增意向书披露。

小厂主动发起价格战开启恶性竞争，一度呈现以价博量的混战局面。其中最具标志性的事件即奥克斯于2002年发布《空调制造成本白皮书》，将空调价格构成进行拆分并公示。另外海信、科龙、长虹等也纷纷降价。2001-2004年我国空调内销出货均价从2835元下降至1600元，年均下滑17.4%。

图 8：奥克斯《空调行业白皮书》中首次拆分空调价格构成



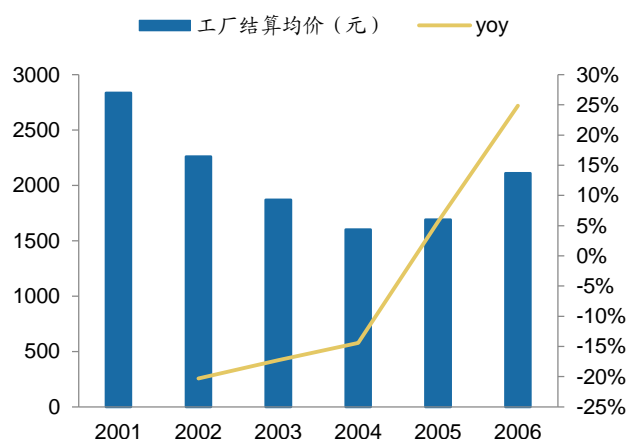
数据来源：奥克斯空调成本白皮书，广发证券发展研究中心

表 2: 2001-2002 年间各厂商纷纷降价

品牌	时间	具体降价措施
奥克斯	2002 年 4 月	奥克斯发布《空调制造成本白皮书》曝光空调行业秘密, 同年将 16 款产品全线降价, 产品涵盖了从 1 匹挂机到 2 匹柜机在内所有主力机型, 平均降幅达到 20%, 其中调价幅度最大近 26%。
	2003 年 4 月	4 月 10 日, 奥克斯 60 余款主力机型全线降价 30%。
海信	2003 年 3 月	海信宣布旗下主流变频空调全面降价, 最大降幅高达 30%, 一匹变频空调降到了 1999 元, 只比主流一匹定速空调贵二三百元。
科龙	2002 年 12 月	科龙公司推出全新的低端空调品牌——康拜恩。充分利用科龙产能优势, 推出品牌附加值高、价位超低(1000 元/台左右)的康拜恩空调来应对“杀敌一千、自损八百”的价格竞争局面, 采取“以毒攻毒”价格对杀的竞争略。
新科	2003 年度	科龙康拜恩从名不见经传到风生水起, 一跃成为整个空调业内势头最猛的品牌
	2002 年 9 月	新科连续展开“珠峰行动”、“暖心大行动”营销攻势。“珠峰行动”将旗下变频系列空调价格全面下调, 降幅在 20%-30%, 打响进军淡季空调市场的第一枪; “暖心大行动”以“变频”为主题掀起新一轮市场竞争
格兰仕	2002 年 2 月	格兰仕点燃 2002 年空调降价第一炮。自 2 月 23 日起, 格兰仕喷涂(AI 系列)空调全线降价, 平均降幅近 30%, 其中一款 1.5 匹分体畅销机(KF-33GW/AI-2)净降 1055 元。
	2002 年 9 月	为抢占 2003 年空调市场先机, 格兰仕称利用上亿元资源对全国市场进行细分并有针对性的设计促销组合, 同时为消费者返回优惠券。在其他空调企业盘点夏天营收时, 打响 2003 年空调大战第一炮。
长虹	2001 年 2 月	2001 年年前年后长虹空调价格两度跳水, 最高降价幅度达 2000 元。两次“跳水”都选择在上海进行, 都选择高技术含量的机器来进行, 是长虹公司从 98 年进入调整期后, 进军华东市场的战略性行为。
乐华	2001 年 12 月	从 2001 年 12 月开始, 乐华在营销上的逆向思维, 在各空调企业进入“冬眠”的时候, 在全国推出“破冰行动”, 推出可在超低温快速启动的辅助电加热系列空调, 销售之热大大出乎人们的意料。销售规模迅速扩大, 成为在中国空调新势力阵营中发展速度最快的品牌之一。

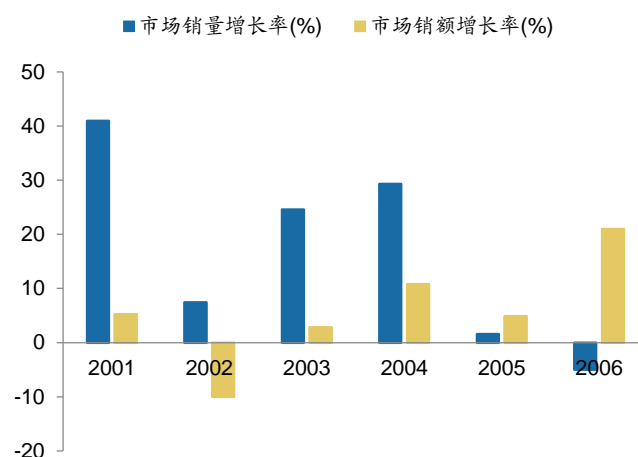
数据来源: 奥克斯空调白皮书等, 广发证券发展研究中心

图 9: 2001-2004 年我国空调行业内销出货均价年均下滑 17.4%



数据来源: 格力增发说明书, 广发证券发展研究中心

图 10: 2001-2004 年我国空调行业内销量增速持续高于销额增速

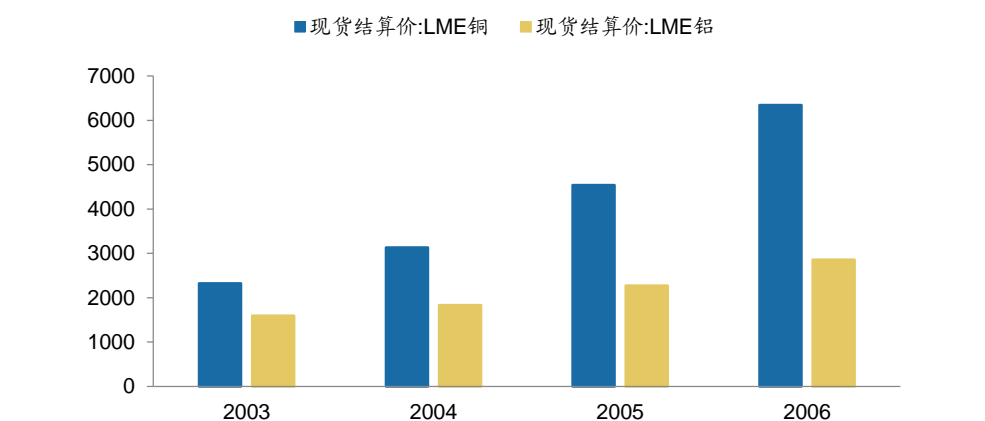


数据来源: 格力增发说明书, 广发证券发展研究中心

2. 原材料持续上涨叠加国美等第三方渠道崛起进一步蚕食制造商价值，企业盈利能力持续下滑

上游：持续的原材料成本上涨因价格竞争无法转嫁，在2005年急剧上涨后成为压垮小厂的最后一颗稻草。2004年起铜、铝价格开始进入上涨通道，2005年铜、铝价格大幅分别上涨48%、25%。延续数年的价格战已经把行业利润压制到微利水平，成本上涨使得中小企业难以达到盈亏平衡，加快行业出清速度。

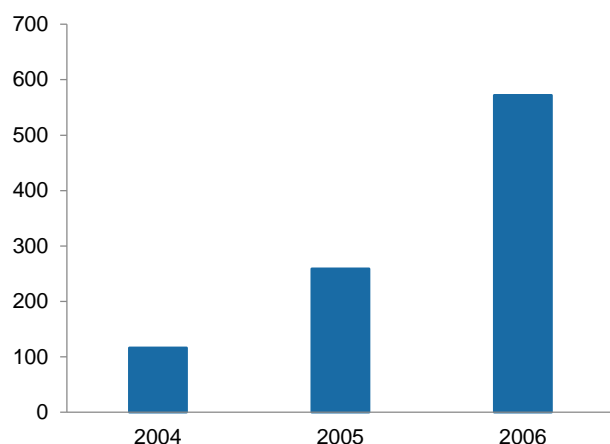
图 11：2004年起上游原材料价格（美元/吨）持续上涨



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

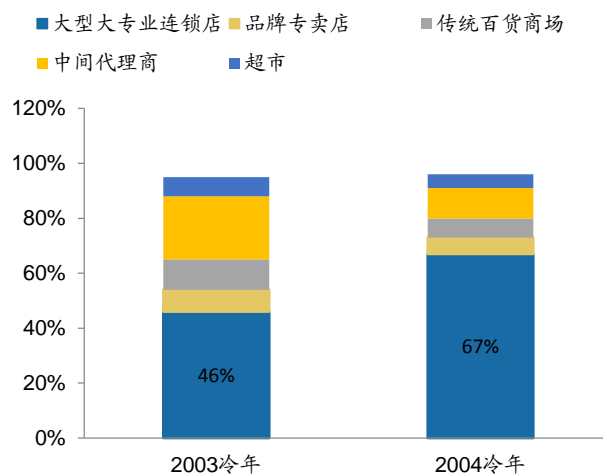
下游：国美等电器连锁崛起从产业链价值中分走部分利润，品牌商进一步受到挤压。伴随家电行业飞速发展，国美、苏宁等家电连锁顺势兴起，国美在1999年首次走出北京在天津开设两家直营门店，开始了全国化扩张，至2006年门店数量已经拓展至572家。根据空调行业白皮书，2004冷年一级市场中，连锁渠道销售占比已经达到67%，基本形成了对一二线城市的垄断。家电连锁为间互相竞争或为了与其他渠道抗衡，往往压低向制造商集中采购价格，而处于激烈竞争的制造商面对已经形成垄断地位的家电连锁，一定程度上处于弱势，失去议价能力后本就微薄的盈利空间进一步被挤压。

图 12: 2006年国美门店数量拓展至572家



数据来源: 国美年报, 广发证券发展研究中心

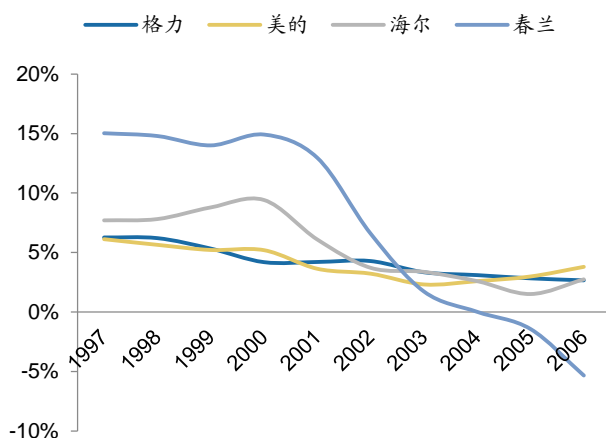
图 13: 2004冷年一级市场KA连锁市占率达到67%



数据来源: 中国空调行业白皮书, 广发证券发展研究中心

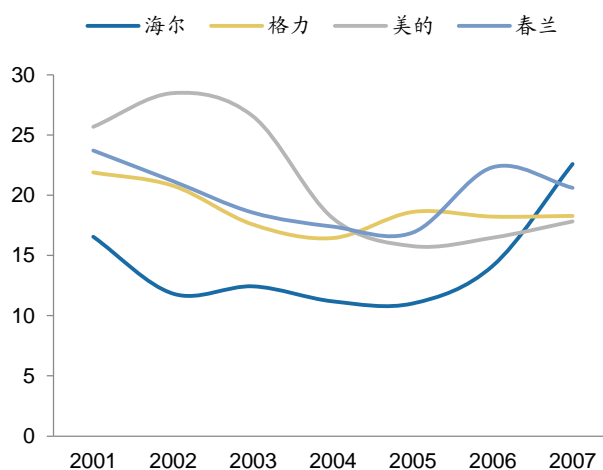
白热化竞争叠加上下游的双重挤压下, 空调企业盈利能力不断下滑。2001年核心企业空调业务毛利率进入下滑通道, 直到2005年才触底回升。2002年起净利率不足5%, 已经濒临盈亏平衡。

图 14: 2002年后空调核心企业净利率不足5%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 2002-2005年各公司空调毛利率 (%) 触底



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3. 竞争格局: 行业加速出清, 三足鼎立格局形成

总的来说, 持续的价格战叠加上下游挤压下企业盈利能力羸弱, 这一阶段行业完成了市场出清, 初步形成以格力、美的、海尔为主的三足鼎立格局。但格力、美的并未一开始就占领优势, 洗牌过程中伴随着昔日龙头春兰、华宝的衰落、奥克斯等以价博量的此消彼长, 以及海尔空调绝对龙头地位的被追赶。

大体来看, 最终格力、美的、海尔为主的三足鼎立格局初步奠定, 内销量CR3提升

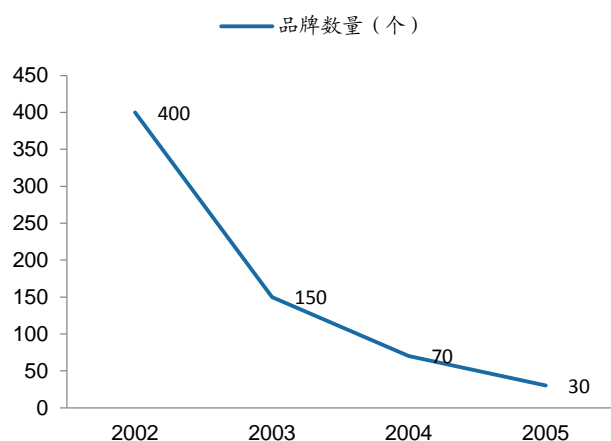
至54.66%。经历这一轮行业出清后，行业内品牌数量从2002年400个骤减至2005年30个，空调市场逐渐分成三个梯队。（1）第一梯队：格力、美的、海尔，内销量不低于300万套；（2）第二梯队：海信、奥克斯、春兰等，内销量在100-300万套之间；（3）第三梯队：LG、日立、华凌等，内销量不足100万套。根据格力定增说明书，内销量CR3份额从2003年37.37%提升17pct至2006年54.66%。

表 3：行业形成三大阵营

类型	标准（年销售量）	主要品牌
第一阵营	不低于300万套	格力、美的、海尔
第二阵营	100-300万套之间	海信、奥克斯、春兰、志高、科龙、长虹、松下 LG、日立、华凌、TCL、格兰仕、新科、扬子、新飞、三菱电机、三菱重工、澳柯玛、三星、双鹿、
第三阵营	低于100万套	双菱、美歌、夏普、索伊、德贝里克、现代、富士通、小天鹅、三洋

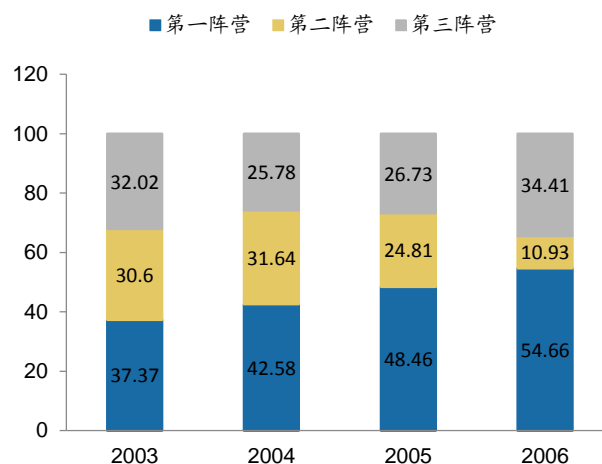
数据来源：格力定增说明书，广发证券发展研究中心

图 16：2002-2005年品牌数量从400个骤减至30个



数据来源：2006 年空调行业白皮书，广发证券发展研究中心

图 17：2006年第一阵营集中度提升至54.66%



数据来源：格力增发说明书，广发证券发展研究中心

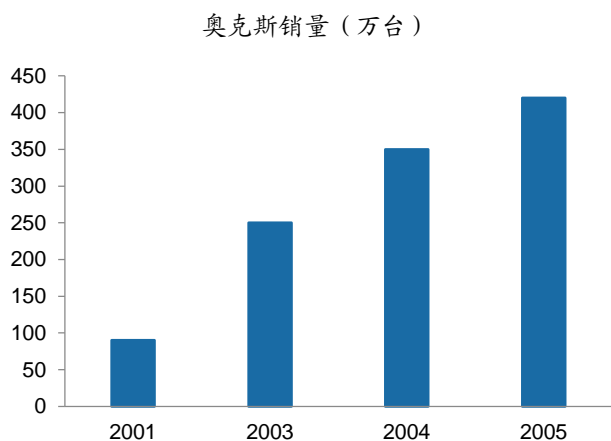
具体来看，从上一阶段的百花齐放到这一阶段行业格局初步确定的过程中，伴随着主要三方面的变化。

（1）春兰、华宝的衰落。昔日空调龙头春兰在上一阶段市占率一度高达40%，华宝也一度称霸。但后期春兰多元化策略分散大量资金和精力，同时对经销商利益关注度不够，导致在第一次激烈的价格战竞争中逐渐衰落。华宝则因经营不善，1998年被科龙收购，收购后对于品牌建设重视度不够逐渐没落。

（2）奥克斯等以价博量的此消彼长。在激烈的价格竞争中，厂商始终没有放弃对份额的追求。奥克斯依靠低价策略效果最为突出，空调销量从2001年不足90万台提升至2005年420万台，并曾一度跃升至行业第三名。行业黑马志高以高速增长的

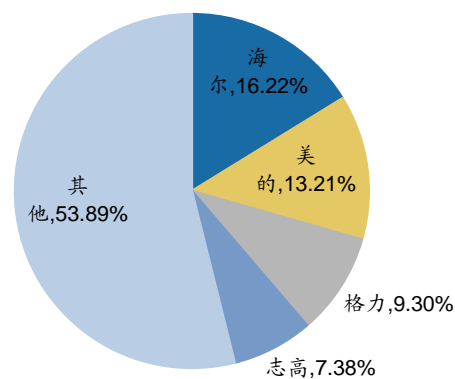
产销量于2004年位列空调行业第五，2005年进一步升至行业第四，根据2005冷冻年度白皮书显示，当年市场份额增至7.38%。科龙也在2003、2004年位列行业第三、第四位置，后因质量问题逐渐退出第一梯队。

图 18：2001-2005年奥克斯空调销量从90万台提升至420万台，年复合增速47%



数据来源：《奥克斯空调三大瓶颈》，广发证券发展研究中心

图 19：2005年行业前四强分别为海尔、美的、格力和志高



数据来源：2005 冷冻年度白皮书，广发证券发展研究中心

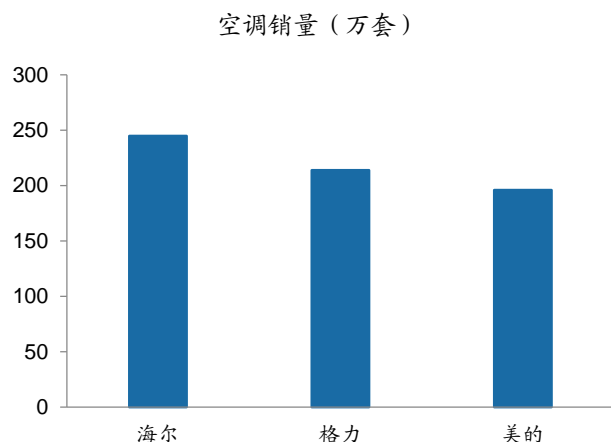
（3）三巨头间的霸主异位。海尔在春兰、华宝的没落过程中，率先接替并一度保持着行业第一的地位，直至2003年首次被格力超越。虽然在2005年短暂重回第一，但其在渠道策略选择、产业链一体化的布局等方面已经为被格力、美的逐渐超越埋下伏笔。在空调领域的绝对霸主地位不在。

图 20：2002-2005空调排名前四名品牌

	2002	2003	2004	2005
第一名	海尔	格力	格力	海尔
第二名	格力	美的	海尔	美的
第三名	美的	科龙	美的	格力
第四名	奥克斯	海尔	科龙	志高

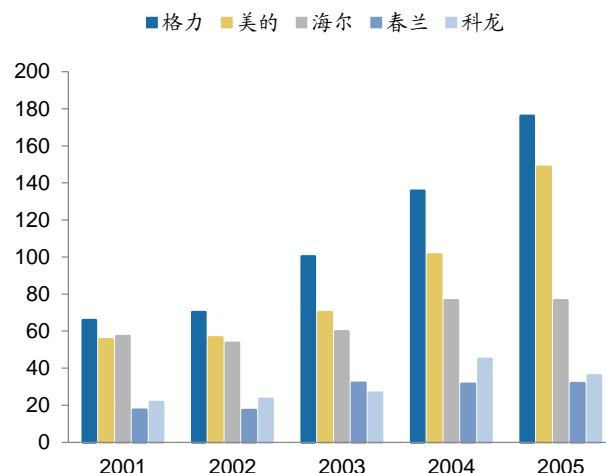
数据来源：《2002年度空调市场大盘点》等，广发证券发展研究中心

图 21：2002 年海尔、格力、美的位居前三甲



数据来源：《2002 年空调年度大盘点》，广发证券发展研究中心

图 22：格力、美的空调营业收入（亿元）逐渐加大领先优势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）竞争要素：企业战略+产品质量+渠道策略

1. 企业战略

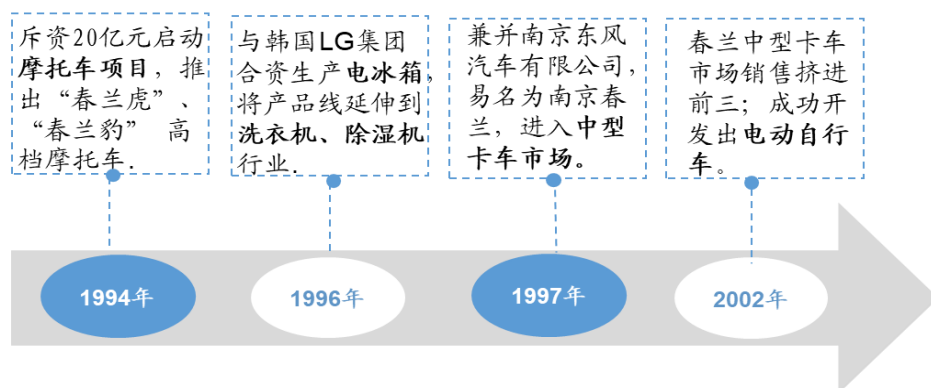
这一阶段我国空调市场尚处于起步期，企业出于自身战略考量对于空调业务的规划一定程度上决定了日后其在空调领域的地位。其中最为鲜明的对比即为专注的格力与盲目多元化的春兰。

（1）格力：专注空调业务，深耕细作。格力在这一阶段专注空调领域不断深耕细作，在一定时间内未进行冰洗等家电业务的拓展，一定程度上保持着单主业经营。正是这份专注，使得其后续在产品、渠道、品牌端不断积累，成为中国乃至世界空调龙头。

（2）美的：多元化战略充分协同与发展。在上世纪 90 年代初，美的便开始实行多元化扩张策略。1996 年美的已经拥有五大类 200 多种产品。1997 年，美的进行了事业部改造，形成了以空调为首的五大产品事业部并带来了业务的快速扩张。

（3）春兰：盲目多元化，昔日空调霸主逐渐没落。上世纪 90 年代，春兰在中国空调领域一度稳坐霸主地位，市场占有率最高曾达 40%。但在 2000 年，公司管理层认为家电是夕阳产业，随后开启了轰轰烈烈的多元化扩张之路，进入汽车/摩托车等众多协同性较差的产业之中，错失空调行业的发展机会。

图 23: 春兰开启多元化扩张



数据来源: 《从昔日巨头到面临退市, 春兰的多元化战略问题何在》, 广发证券发展研究中心

(4) 科龙: 收购华宝后多品牌战略失误。上世纪 90 年代, 科龙在空调领域举足轻重, 中国第一台分体式空调器、第一台立柜式空调器均诞生于科龙。1998 年科龙收购华宝后, 生产能力大大提升, 成为国内最大的空调器制造商。科龙始终将空调作为仅次于冰箱的第二大业务, 专注拓展“冰箱”及“空调”核心业务。

然而, 收购华宝之后, 科龙忽视了品牌建设, 在实行多品牌战略的过程中, 华宝空调品牌与科龙空调的品牌定位矛盾, 损害了华宝在消费者心中的形象, 最终导致华宝品牌没落。2006 年, 由于经营不善, 科龙被海信收购, 在兼并融合过程中, 逐渐错失行业高速发展的良机。

2. 产品质量

行业快速扩容时期, 许多小厂奉行机会主义思路, 用低质量的原材料质量粗制滥造的产品。在竞争的白热化阶段, 中国空调行业又一度陷入了“概念”误区, 一时间“光触媒”、“24小时换气”等新概念层出不穷, 但对于消费者真正关心的产品质量稳定性、可靠性则重视度始终不够。当行业产能过剩时, 产品质量成为消费者用脚投票的关键。

表 4：质量问题层出不穷

具体类型	相关案例
产品质量下降	空调品牌繁多，多数小企业为抢占市场，采取粗制滥造、以次充好的手段，导致产品返修率增加。
虚假宣传	有些企业为压低成本，使用低质原材料生产，但在广告宣传中却以次充好，用虚假宣传误导消费者。广州一消费者购买了号称装有100%三菱压缩机的柜式空调，但其实是另外的品牌
旧机翻新	有厂家专门低价购买废旧劣质配件进行翻新拼装，一台正品压缩机需600元左右，而一台旧的翻新压缩机仅百元左右。同时还有个别空调企业将外国旧的空调经过喷涂、维修之后，作为新空调出售。

数据来源：《电器制造商》2001年第8期 等，广发证券发展研究中心

（1）格力：“好空调、格力造”，贯彻精品战略。根据《朱江洪自传》，格力在1994年首次提出“精品战略”构思，并力于1995年建立“筛选分厂”——由300人组成，对外购零部件进行逐一检验，并退回不合格产品，其成为格力质量管理的一大特色。在行业高速发展时依然没有粗制滥造，继续坚持贯彻“精品战略”，短期的成本消耗以及量增损失在未来撬动更大的市场份额。“好空调、格力造”的口碑也由此传播。

（2）海尔：提出价值战不要价格战。海尔固守价值战不要价格战的理念，并于2002年在各地开启“打开机器说亮话”的活动，让消费者明明白白买空调。

值得强调的是，格力、海尔注重产品质量并不等同于将价格高高挂起，更多的是在二三线品牌还在热衷于单一的以价换量的策略时，龙头逐渐依靠产品口碑建立市场地位，一旦主动加入价格竞争便加快对小品牌的出清。事实上，格力、美的、海尔等经历2001-2002年小厂发起的价格竞争后，于2003年开始主动加入价格竞争，依靠前期积累起来的良好口碑形成对小企业的围剿。

3. 渠道策略

前文所述，这一阶段下游渠道结构发生了变化。对于企业而言，渠道策略的选择一定程度上影响其后续空调业务的发展。

图 24：格力以区域销售公司为主，美的采用分级销售，海尔通过工贸进行分销



数据来源：《朱江洪自传》，朱江洪，企业管理出版社，广发证券发展研究中心

（1）格力：区域销售公司模式，深度绑定经销商。1997年，格力首家销售公司——“湖北销售公司”挂牌成立，开启了独具特色的区域销售公司模式。这一模式的最初目的是防止同一地区的格力代理商彼此互相竞争。当时湖北省共有4家代理商负责格力全省的批发业务，但当年市场竞争激励，代理商间为了竞争互相压价，极大损害了零售商的利益。区域销售公司成立之后，源头上进行批价、货源的控制。2002年各省市都按此模式成立了格力销售公司。

维护中小经销商利益。为了进一步补贴经销商并提升销售积极性，格力在1996年初步尝试“返利补贴”，按提货额2%比例补贴给经销商。且一直关心经销商利益，2001年对于湖北销售公司抬高价格侵占经销商利益的行为予以处罚。

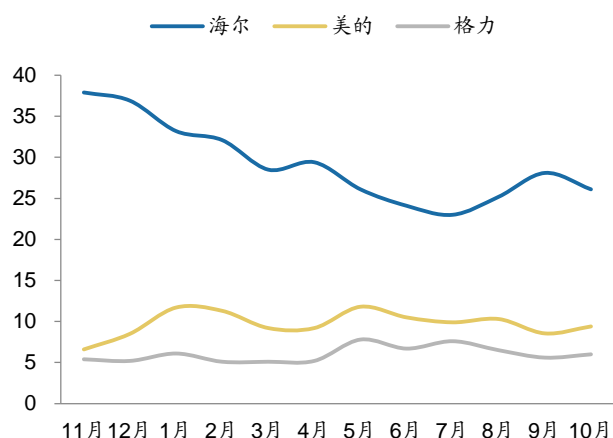
与国美决裂，发展自建专卖店渠道，掌握渠道自主权。2004年国美未与格力协商

便私自大规模促销，格力于 3 月全面退出国美，开启全面自建渠道之路。前文所述，国美等连锁在账期、进场费、扣点等方面不断侵占制造商利益，格力此举另辟蹊径，掌握了渠道自主权，为此后的扩张奠定基础。

（2）美的：分级经销商模式，渠道策略更为灵活。美的在面对下游渠道崛起时，采取的策略较为灵活。总体上采用分级经销商模式，同时提出“限制大户、扶持中户、发展散户”的理念。即加强自有渠道建设的同时也与第三方渠道合作，多渠道齐头并进获取市场份额。

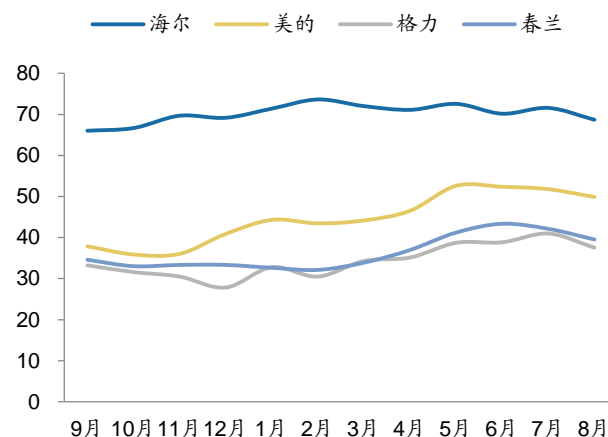
（3）海尔：侧重于 KA、商场等第三方渠道合作：与格力、美的等依靠社会资源的渠道模式不同，海尔主要通过 42 家工贸公司在各地设立分支机构，向 KA、百货等第三方渠道直接供货，更注重与第三方渠道的合作。通过两组数据我们可以侧面了解海尔当时的渠道选择倾向。（1）根据中怡康数据，海尔 2000 年零售端的市占率至少为格力、美的的 2 倍以上，但 2001 年海尔空调收入为 57.3 万元，与格力（65.9 万元）、美的（55.5 万元）相差不多，即便考虑到出口影响，也无法达到国内市场 2 倍以上的市占率差距。主要系中怡康监测口径与海尔在第三方渠道的布局匹配度更高所致。（2）2000 冷年海尔商场覆盖率达到约 70%，远高于同为龙头的格力、美的。可见海尔在发展过程中更加注重与第三方渠道的合作。这也成为之后抑制其空调发展的因素之一。

图 25：海尔1999年11月-2000年10月零售市占率（%）约为格力、美的2倍



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 26：海尔2000冷年商场覆盖率（%）最高



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

（4）春兰：取消经销商返利，失去渠道优势。除了众所周知的盲目多元化策略外，上个阶段的空调巨头春兰对待经销商的态度也为其后续衰落埋下隐患。2000 年在行业微利、经销商压力较大的情况下取消经销商返利，导致前期积累的经销商资源大量流失。

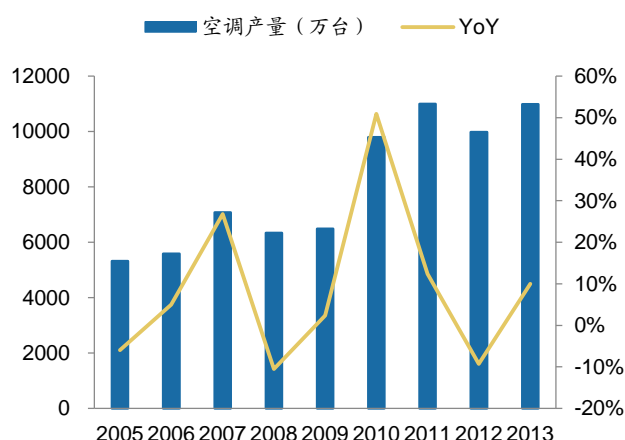
三、第三阶段（2005-2013）：快速成长期后半段，龙头份额稳步提升，双寡头格局稳固

这一阶段行业呈结构性高增长，三四线市场需求崛起，格力、美的等自建专卖店渠道深化下沉市场布局，进一步巩固双寡头格局。

（一）行业规模：内销量从 2634 万台提升至 6235 万台，复合增速 11%

行业内销复合增速11%，平稳增长同时需求增量向三四线市场转移。根据产业在线数据，2005-2013年空调产量年复合增速7%，内销从2634万台提升至6235万台，复合增速11%。在经历上一阶段后城镇空调已经完成初步普及，这一阶段每百户保有量从81台进一步提升至102台，三四线城市及农村市场需求广阔，其中农村百户保有量从6台提升至30台。

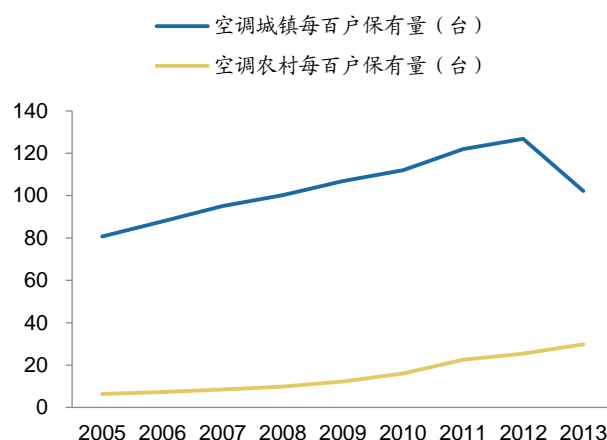
图 27：2005-2013年我国空调产量年复合增速7%



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

注：此处采用产业在线空调产量数据，与上一阶段国家统计局口径存在差异，故 2005 年产量数据有差异

图 28：2005-2013年城镇、农村每百户空调保有量分别从81台、6台提升至102台、30台



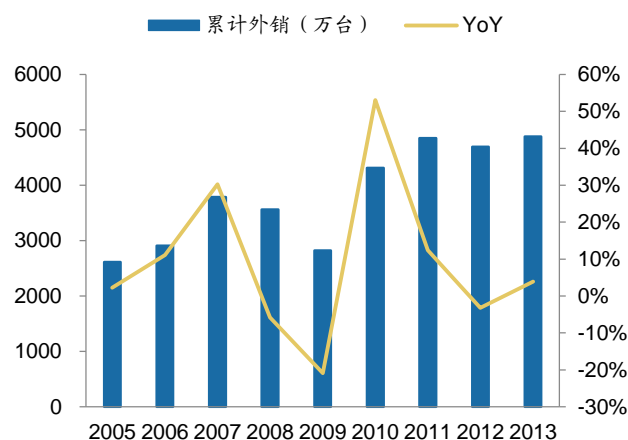
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 29：2005-2013年我国空调内销从2634万台增长至6235万台，复合增速11%



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 30：2005-2013年我国空调行业外销从2615万台增长至4882万台，复合增速8%

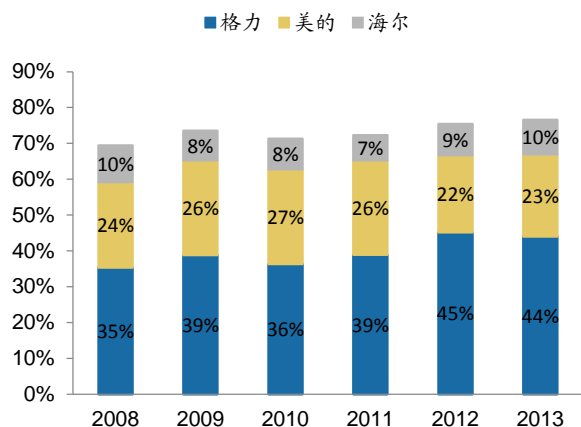


数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

（二）行业格局：双寡头格局形成，CR2 达 67%

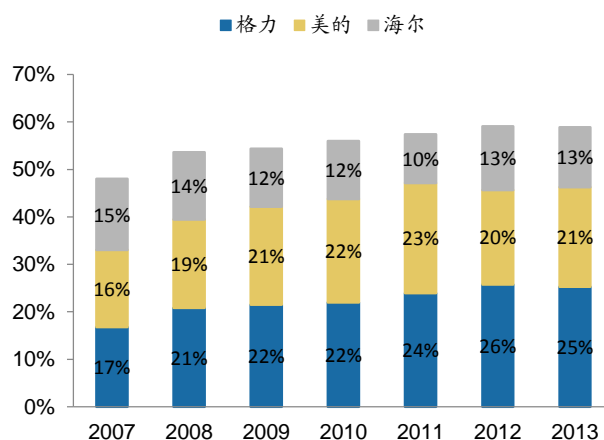
从三足鼎立到双寡头格局，CR2进一步提升至67%。上一阶段末行业基本形成了以格力、美的、海尔为首的第一梯队，这一阶段格力、美的与海尔间差距进一步拉大，行业呈现双寡头格局。（1）第三方数据层面，根据产业在线口径，CR2内销市占率从59%提升8pct至67%，中怡康口径CR2从33%提升13pct至46%，考虑到格力美的在三四线城市的自有渠道布局尚未被纳入中怡康统计范畴，实际占比产业在线口径更为客观。（2）公司收入层面，格力、美的、海尔空调营业收入分别从2005年163/148/76亿元提升至2013年1055/622/180亿元。

图 31：2008-2013年CR2内销市占率从59%提升至67%（产业在线）



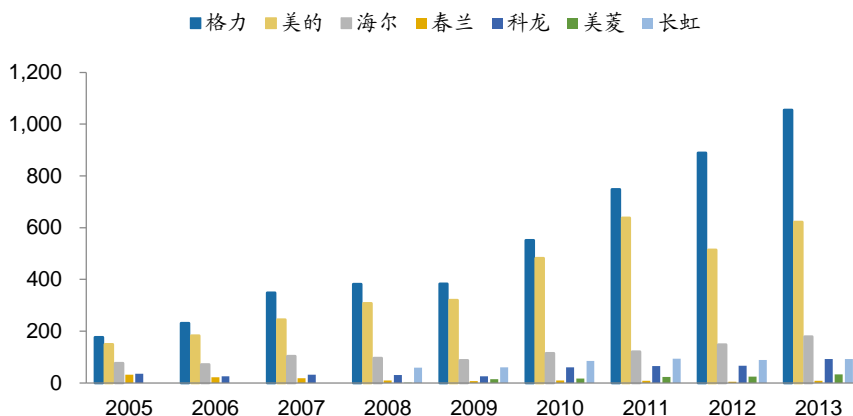
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 32：2007-2013年CR3市占率从33%提升至46%（中怡康）



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 33：格力、美的空调业务收入（亿元）规模与其他品牌差距不断拉大



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）竞争要素：渠道优势为主，规模效应及产业链一体化带来的成本优势加深壁垒

这一阶段伴随着新能效标准的出台，变频空调占比提升过程中技术壁垒及成本上升一定程度上促使上一阶段角逐留存的中小厂商进一步出清，但我们本章着重讨论市场格局如何演变成双寡头格局。

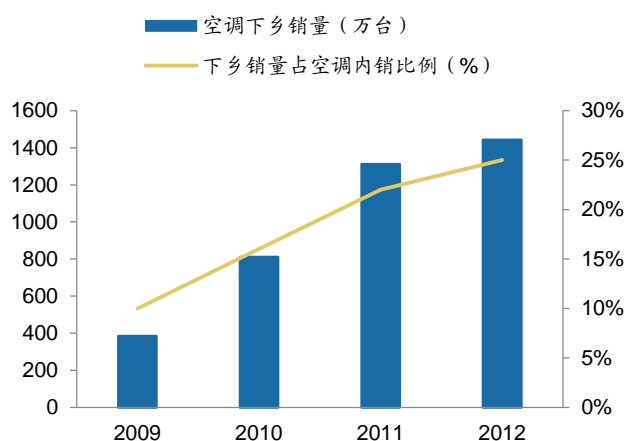
1. 渠道端：自有渠道布局深化带动下沉市场份额提升

空调市场进入到“得渠道者得天下”的阶段，厂商和第三方渠道进入了对三四线市场的全面争夺。家电连锁下沉不利的情况下格力、美的通过加强自建渠道、经销体系改革等方式进一步扩大领先优势巩固龙头地位。

外部环境：需求下沉至三四线市场，家电连锁下沉市场拓展不利

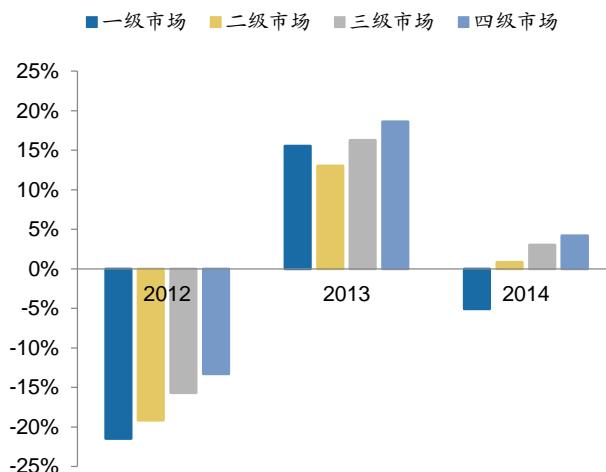
低基数+家电下乡政策促进三四线市场需求崛起。在上一轮行业扩张的过程中，一二线空调市场渗透率已经提升至较高水平，但三四线城市及农村市场空调保有量尚处于低位，仍有较大提升空间。2009年2月，空调首次被纳入家电下乡政策之中，同年4月将柜机纳入补贴范畴，5月将中标最高限价从2500元提升至4000元，不断丰富产品及价格段，进一步触发广袤的下沉市场需求。据商务部及中怡康统计，当年空调仅家电下乡产品即贡献新增需求的10%，至2012年这一比例提升至25%。

图 34：至2012年空调下乡销量达到1442万台，占行业内销比例提升至 25%



数据来源：家电下乡信息系统，广发证券发展研究中心

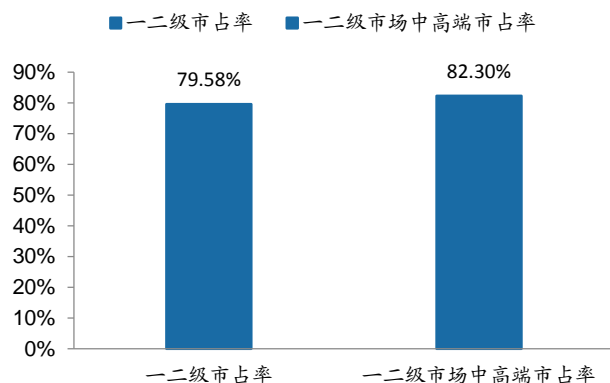
图 35：三四线城市零售量增长快于一二线城市



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

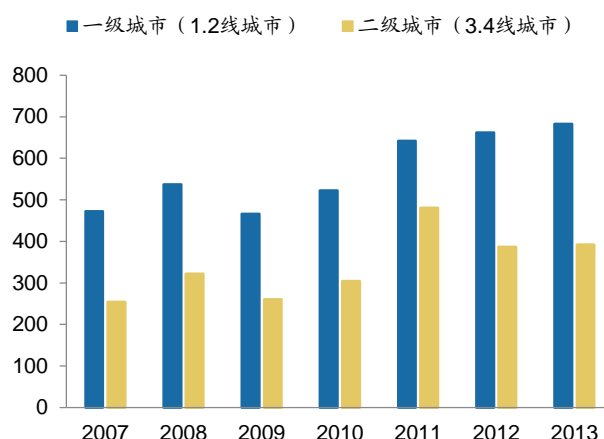
需求下沉背景下家电连锁的渠道下沉却并不顺利。根据苏宁发布的空调市场白皮书，经历上一阶段的扩张家电连锁在一二级市场已经形成垄断地位，2007年渠道市占率高达79%。但是，由于三四线城市在人均密度、消费能力以及购买习惯等与一二线城市不同，家电连锁在下沉市场的拓展中并没有继续高歌猛进。根据国美历年年报的表述，其从2007年就意识到三四线城市的重要性，并不断强调下沉市场拓展，但门店数量仅从2007年254家拓展至2013年392家。其中2011年进行了较为激进的门店拓展，但盈利不佳使得2012年三四线城市门店关闭较多，相比之下一二线城市门店在高基数下依然稳中有增。

图 36: 家电连锁在一二级市场具有渠道垄断地位



数据来源: 2007 年中国空调行业白皮书, 广发证券发展研究中心

图 37: 国美门店(家)在三四级市场拓展缓慢



数据来源: 国美历年年报, 广发证券发展研究中心

表5: 2007-2013年国美不断强调对二级市场的重视

时间	渠道扩张及发展战略
2007年	继续加强对二级市场门店的政策倾斜和管理力度; 成立专门的二级市场管理机构对二级市场实施精细管理; 在开发上实施连片开发, 实现二级分部规模优势; 选择核心商业区开门店; 借助家电下乡政策拓展分销渠道, 带动二级市场销售。
2009年	继续增加二级市场门店数量, 优化门店网络来提升网络有效覆盖率, 整合二级市场供应链, 提升二级市场商品供应及物流配送能力和效率; 专门成立二级市场业务管理中心; 增设物流中心。
2010年	充分利用多区域品牌、抓住二级市场在租金、广告促销及人员等成本低、竞争不充分的机会, 进一步发展门店网络和物流网络, 加大开店速度, 采取优先发展五个集群市场的二、三级市场战略方针; 加强供应链、管理链和物流配送链建设;
2011年	通过精细化管理, 对原有门店深入挖掘, 完善门店网络布局; 在保证供应链支援到位的基础上, 加大二级市场开店速度; 加快物流配送体系和信息化平台建设, 提升二级市场营运能力。
2012年	计划分批分期采取低成本、可复制的扩张策略进入二级市场, 在二级市场以核心大店带卫星小店连片开发模式; 同时对经营不善、抵消亏损门店推行关闭政策, 对于重叠门店通过转租进行优化。
2013年	提升门店终端管理, 完善二级市场供应链, 提升二级市场营运能力; 此外, 继续推动招减退租, 关闭弱势门店, 保持整体竞争力。

数据来源: 国美历年年报, 广发证券发展研究中心

注: 国美年报中表述对应一级市场对应中怡康一二级市场, 二级市场对应中怡康三四级市场

内生增长: 不同企业的渠道选择进一步加大分化

格力、美的充分利用渠道杠杆快速进行分销, 主动占据未触及的三四线城市, 海尔推行的扁平化渠道策略及前期对第三方渠道的依赖一定程度上导致其失去分享行业增长红利的机会。

(1) 格力: 进一步绑定经销商利益, 专注自有渠道建设。在上一阶段创立了销售公司模式, 对经销商进行返利之后, 这一阶段格力更加专注于自有渠道体系的建设, 和渠道利益的深度捆绑。先后两次通过定增、股转等方式进行经销商激励。其中 2007 年京海担保反向持股格力近 10% 股权, 实现渠道与上市公司利益一致。自有渠道建设方面, 持续加强对三四线市场专卖店建设, 根据中国商业电讯披露, 至 2012

年格力自有专卖店数量达到1.5万家，实现了下沉市场密集的自有网络布局。

表 6：格力推出持股计划进一步深度绑定经销商

公告名称	公告日期	增发股数/转让股数	激励对象
格力募集 10 亿元优先考 虑经销商	2006 年 8 月 9 日	非公开发行新股不超过 1.25 亿股,每股面值 1 元	不超过 10 名特定对象
格力电器与经销商建立 产权关系	2007 年 5 月 8 日	转让 8054.1 万股,占股本 10 %	河北京海担保投资有限公司

数据来源：《格力募集 10 亿元优先考虑经销商公告》等，广发证券发展研究中心

表 7：格力不断加强下沉市场专卖店建设

时间	营销渠道建设
2007 年	销售网络更趋于完善，专卖店快速发展。发展专卖店坚持“关联性、统一性、连锁性”三原则，增强专卖店的整体力量。
2008 年	加强对销售网络特别是专卖店的授权管理，对不能适应公司发展的经销商进行了清理，直接出资经营深圳及珠海的销售公司。
2009 年	继续加大专卖店建设步伐，完善专卖店建设布局，借助“节能惠民工程”在中心城市建设格力标志性的形象旗舰店；在家电下乡政策下，进一步加快对三、四级市场的开发、建设。
2012 年	销售渠道进行市场规范管理，对渠道尤其是专卖店进行转型升级，由外延式拓展到内涵拓展，由家用空调专卖到制冷暖通设备销售服务集成商，并在条件好的中心城市建设旗舰店、体验店，将工作重点转移到消费者。
2013 年	力推渠道升级，除在重点大城市建设旗舰店外，在全国建升级版形象店，展示品牌形象，打造格力产品群的高端化，强调服务性，提供从选型、设计、安装到维护、保养等全过程的专业、规范、人性化的立体服务。

数据来源：格力年报，广发证券发展研究中心

（2）美的：学习格力模式，从区域营销中心向销售公司模式过渡，拓展专卖店及网点。2006年起，美的进行自身销售体系变革，在8个城市试点销售公司模式，2008年末，空调产品管理中心已经全部转为销售公司，完成了一次深刻的营销体质变革。此轮变革后，美的向格力的销售模式靠拢，销售公司拥有自主经营权、管理权，是当地独家代理，从职业经理人的被动考核变为自负盈亏，进一步激发渠道活力。

表 8：美的渠道由区域营销中心向销售公司转变

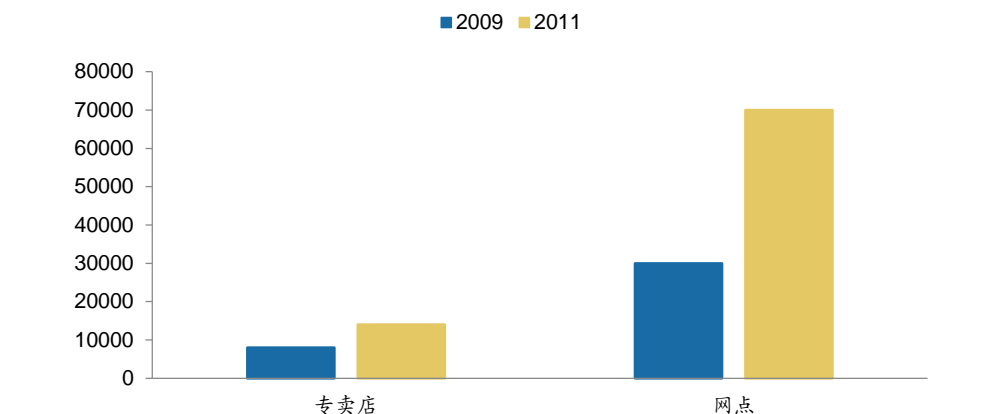
时间	销售渠道相应变革
2006 年	美的在 8 个城市试点合资销售公司，按设想当地经销商与美的下派经营者各占 80%、20%股权，具体经营由后者负责
2007 年	美的空调在中国市场的 58 家分支机构已有 45 家改造为独立法人，变为销售公司
2008 年	空调产品管理中心均转为销售公司

数据来源：《美的空调渠道变革原因分析及对空调渠道模式的思考》，广发证券发展研究中心

加快自有专卖店建设及网点布局。2008年起推动下沉市场网点建设，丰富渠道数量，根据美的电器年报披露，2009年专卖店数量8000家，网点近3万家，2011年新

建专卖店数量超过3000家，专卖店总数1.4万家，新增网点近6000家，总网点数超过7万家。密集的终端网点渗透至乡镇空白市场，

图 38: 美的2011专卖店近1.4万家，终端网点数超过7万家



数据来源：美的年报，广发证券发展研究中心

注：由于美的在这一阶段推行营销总部进行内销整合，此处专卖店、网点数量均为空冰洗合计

(3) 海尔：提出“零库存”目标，推行扁平化。通过日日顺体系进行自有渠道下沉，销售公司职能在公司体内，渠道较为扁平。其中海尔专卖店主要布局三四线市场，日日顺专卖店主要布局农村市场。起初日日顺专卖店同时负责海尔集团及其他品牌家电产品的销售，后因品牌见竞争等问题盈利不佳，退出第三方家电分销聚焦集团业务。海尔销售公司职能在公司体内，直接对接县级经销商，渠道较为扁平。

表 9: 海尔主要通过日日顺体系进行下沉

时间	日日顺体系建设过程
2006 年	青岛海尔设立重庆海尔家电销售公司及 42 家分公司负责青岛海尔相关产品的销售，取代关联企业海尔工贸等 42 家工贸公司。负责直营渠道
2008 年	海尔电器设立重庆日日顺电器销售公司，主攻三、四线渠道
2010 年	青岛日日顺向集团收购海尔物流 100% 股权，同时通过收购或自主设立地方日日顺经销公司，以海尔电器为主的分销渠道初步建成。
2011 年	海尔电器收购集团的售后服务以及电商平台。
2015 年	海尔电器主动退出低盈利的第三方家电分销业务。

数据来源：青岛海尔及海尔电器资产收购书，广发证券发展研究中心

“零库存”策略失去渠道进攻性。海尔在2008年提出“零库存下即供即需”的商

业模式，围绕客户订单组织生产，转变空调领域惯有的压货模式。这一模式具有前瞻性，但一定程度上与当时行业发展阶段并不匹配，存在旺季缺货，压货力度不够导致进攻性较弱等问题。

2. 制造端：产业链一体化及规模优势构筑循环壁垒

压缩机等核心零部件自制提高产品适配性、出货稳定性同时降低成本。格力2004年收购凌达压缩机、新元电子、格力电工等完善配套产业链，美的1997年即收购东芝万家乐进入压缩机领域，虽然美的收购初衷主要是解决当时压缩机产能不足带来的生产瓶颈，但2004年后我国市场压缩机产能已不是核心问题。空调行业季节性较强，格力、美的向上游深度整合保证了旺季核心零部件的供给稳定性，以及产品适配性，同时降低成本。

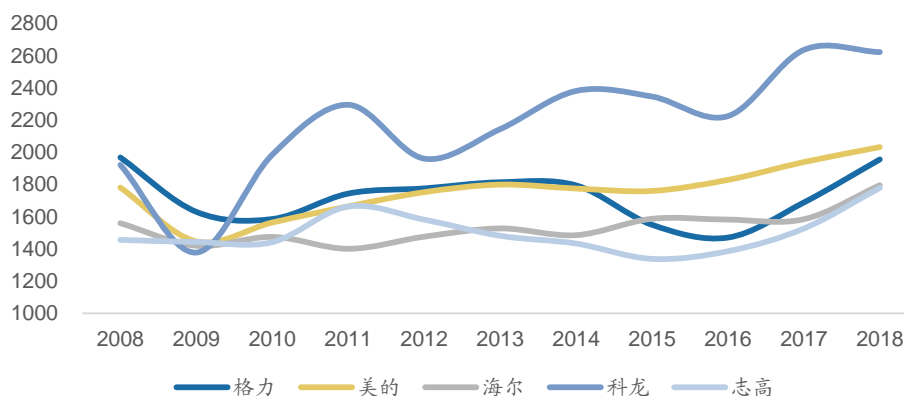
表 10：格力、美的向产业线上游布局进行深度整合

公司	上游布局过程及零部件采购来源
格力	2004 年收购凌达压缩机、新元电子、格力电工等完善配套产业链
美的	1997 年收购东芝万家乐进入压缩机领域
海尔	核心压缩机来自三菱、松下等

数据来源：格力收购书等，广发证券发展研究中心

规模效应进一步推动成本下降。格力、美的生产规模不断扩大，原材料采购成本、规模效应的固定成本分摊等优势进一步体现，构筑循环壁垒。主要原材料铜、铝等采购成本，格力、美的均低于奥克斯。

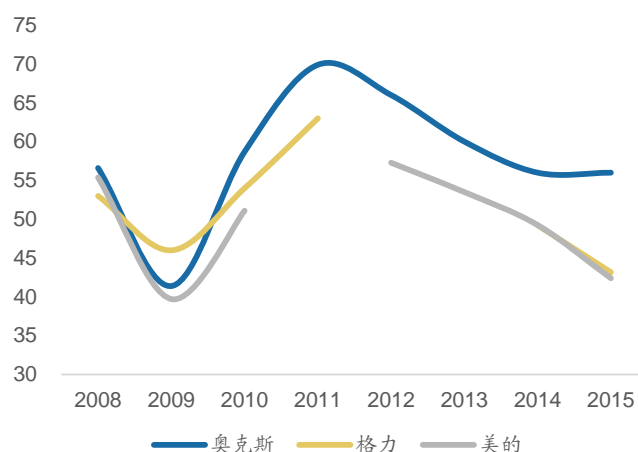
图 39：各企业单台空调生产成本（元）



数据来源：公司年报，产业在线，广发证券发展研究中心

注：单台空调生产成本=空调主营业务成本/空调年累计产量，其中空调主营业务成本来自年报，年累计产量来自产业在线。

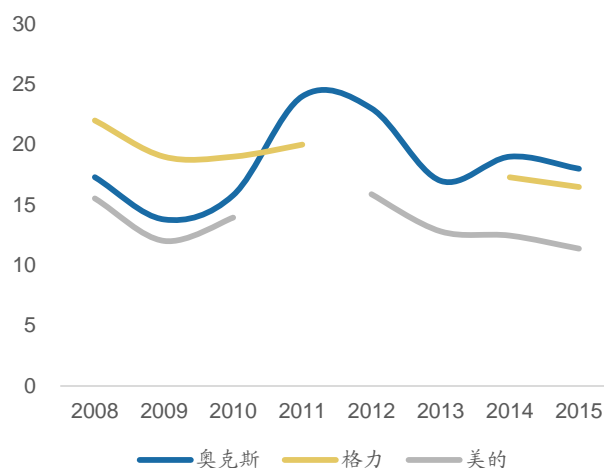
图 40: 各企业原料铜采购均价 (元/千克)



数据来源: 公司债券募集说明书, 公司债券评级报告, 广发证券发展研究中心

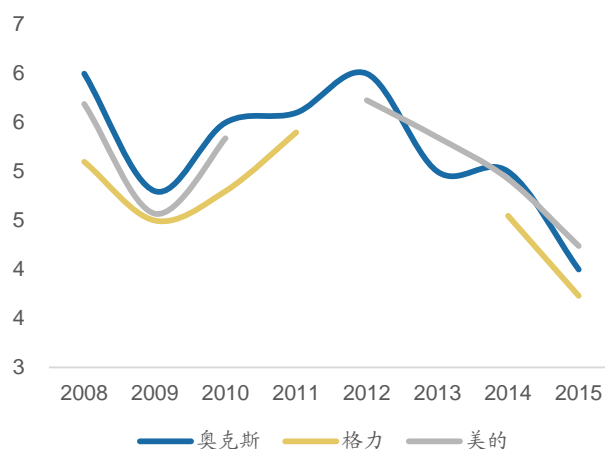
注: 格力集团、奥克斯集团 2011 年为 Q3 数据, 美的 2010、2015 年为 Q3 数据, 下同

图 41: 各企业原料铝采购均价 (元/千克)



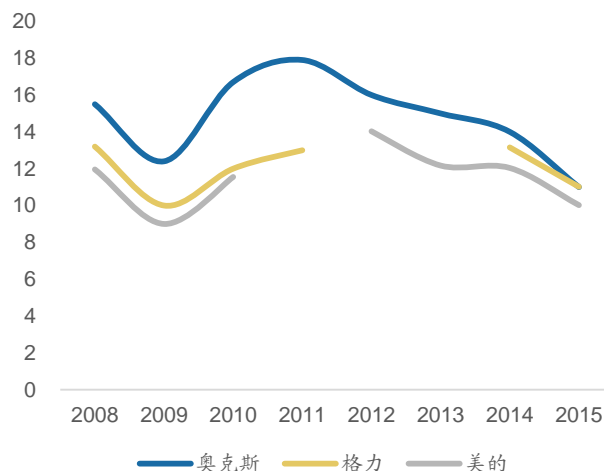
数据来源: 公司债券募集说明书, 公司债券评级报告, 广发证券发展研究中心

图 42: 各企业原料钢采购均价 (元/千克)



数据来源: 公司债券募集说明书, 公司债券评级报告, 广发证券发展研究中心

图 43: 各企业塑料采购均价 (元/千克)



数据来源: 公司债券募集说明书, 公司债券评级报告, 广发证券发展研究中心

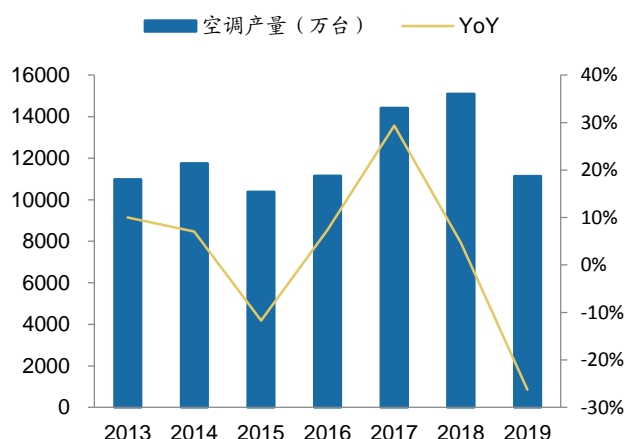
四、第四阶段 (2013-至今): 稳定增长期, 强者恒强

这一阶段行业增速放缓, 逐步进入成熟期, 格力美的竞争壁垒深厚。虽然奥克斯通过线上渠道红利实现了三四年的快速增长, 但龙头长期积淀的优势仍在, 针对奥克斯的打击措施很快制止了其上升势头, 双寡头格局再次稳固。行业迈入综合竞争后, 运营效率提升是未来核心方向。

(一) 行业规模: 内销量从 6235 万台提升至 9216 万台, 年复合增速 7%

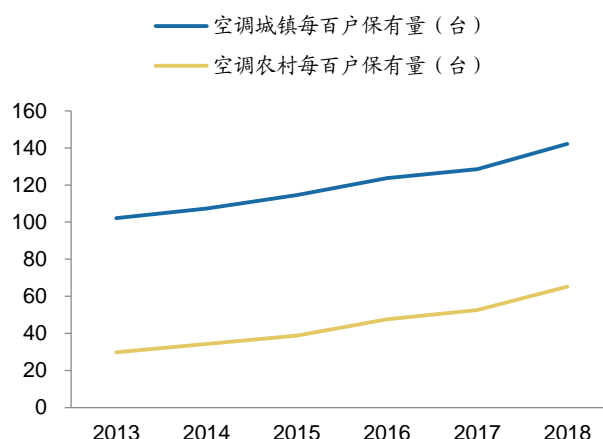
政策退补后在高基数背景下, 空调行业增速进一步放缓, 城镇保有量区域饱和。根据产业在线数据, 2013-2019年产量年复合增速0.2%, 内销量从2013年6235万台增长至2019年9216万台, 年复合增速7%。每百户保有量方面, 根据统计局数据, 一户多机属性带动下城镇保有量从102台提升至142台, 农村渗透率持续提升, 从30台提升至65台。

图 44: 2013-2019年我国空调产量年复合增速0.2%



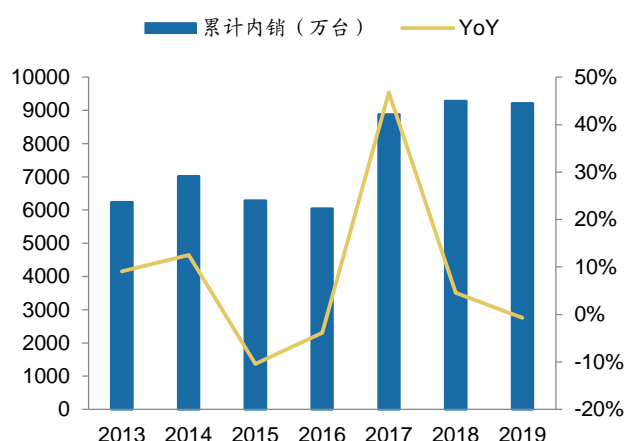
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 45: 2013-2019年城镇、农村每百户空调保有量分别从102台、30台提升至142台、65台



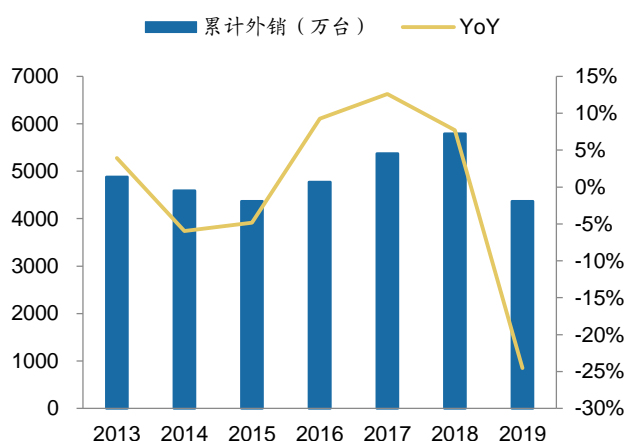
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 46: 2013-2019年我国空调内销从6235万台增长至9216万台, 复合增速7%



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 47: 2013-2019年我国空调行业外销从4882万台增长至4368万台, 复合增速-2%

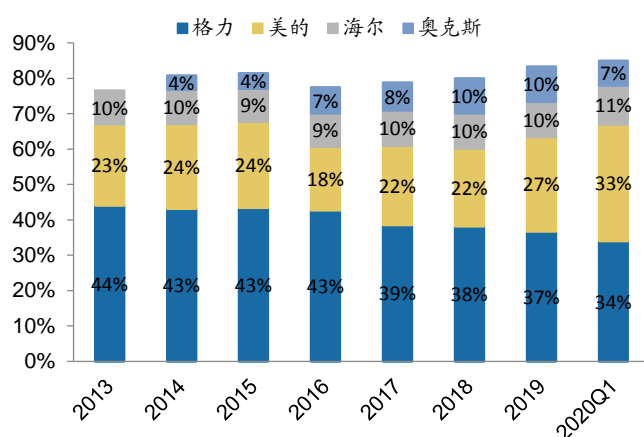


数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

(二) 行业格局：奥克斯阶段性扰动不改双寡头地位稳固

双寡头格局稳定，奥克斯阶段性异军突起。这一阶段格力、美的继续巩固双寡头地位，产业在线口径内销市占率保持65%左右水平，中怡康市占率从46%提升至66%。值得一提的是，行业趋于成熟后，奥克斯异军突起，产业在线内销份额从2015年4%提升至2018年10%，一度比肩海尔。但从2019年起逐渐被龙头压制，2020年1-3月市占率回落至7%，并有继续下滑的趋势。

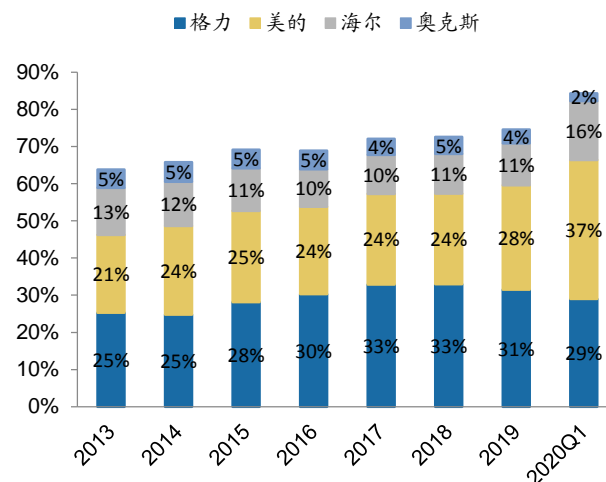
图 48：2014-2020Q1 奥克斯内销市占率从4%提升至10%后回落至7%（产业在线）



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

注：2013 年奥克斯数据缺失，并非为 0

图 49：2013-2020Q1 年CR2市占率从46%提升至66%（中怡康）



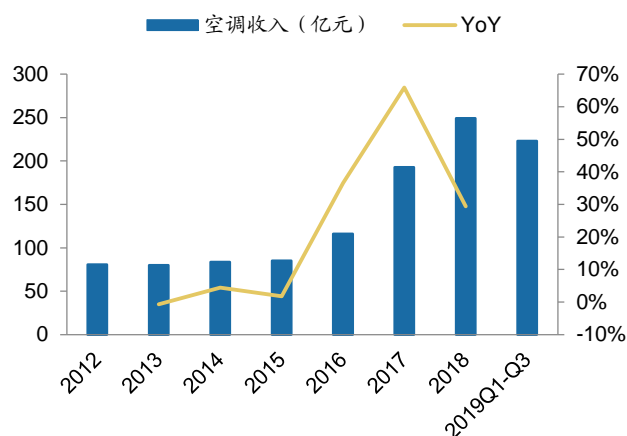
数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

在此，我们分成两个阶段讨论奥克斯缘何崛起，又为何衰败。

1. 2015-2018年：电商红利+低价位段定位助力奥克斯高速增长

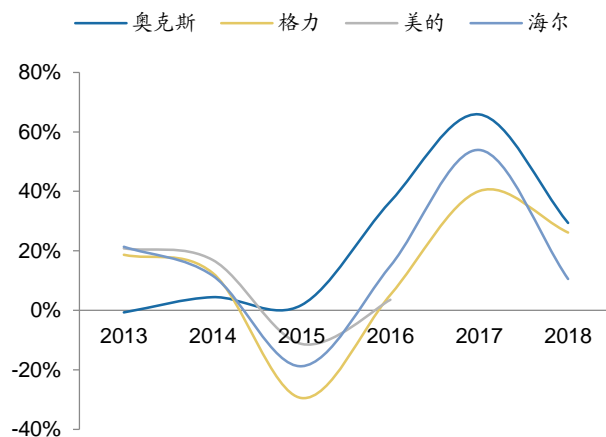
2015-2018年奥克斯空调业务收入年复合增速41.3%。根据奥克斯债券信评报告，奥克斯空调业务收入从2015年85.06亿元提升至2018年249.33亿元，年复合增速达41.3%。横向比较以抹平行业增长带来的共性影响，其空调业务收入增速依然高于格力、美的、海尔。且根据公司披露的销量数据，2015-2018年内销占公司空调销量比例从57%提升至63%，即不考虑均价大幅变化的情况下，内销收入增速高于空调业务总体水平。

图 50：2015年起奥克斯空调业务收入高速增长



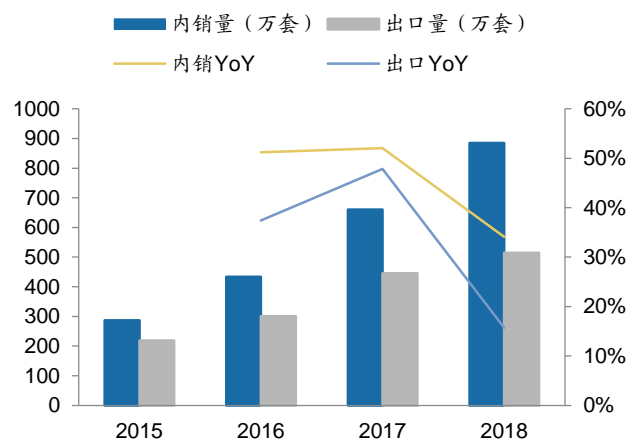
数据来源：2018年第二期中票信用评级报告等，广发证券发展研究中心

图 51：2015-2018年奥克斯空调业务收入增速高于三大白电空调业务



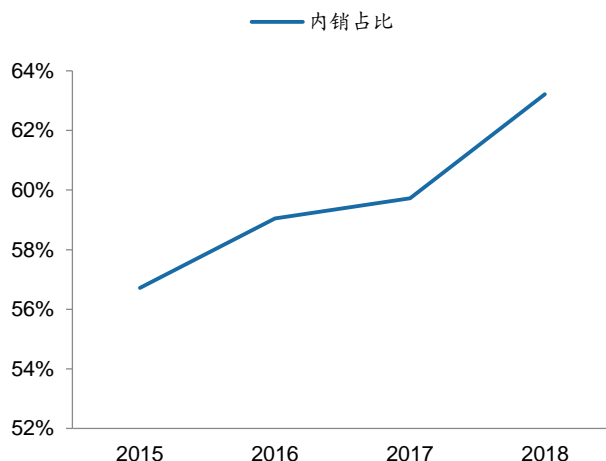
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 52：奥克斯内、外销量（万套）及增速（%）



数据来源：2019年主体长期信用评级报告，2020年第一期中票信用评级报告，广发证券发展研究中心

图 53：2015-2018年奥克斯空调业务内销量占比从57%提升至63%

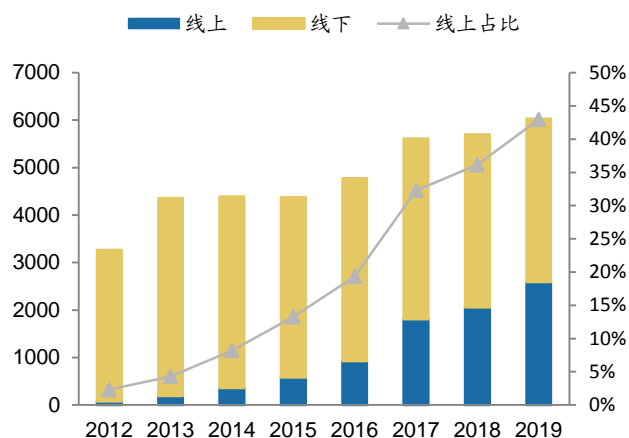


数据来源：2019年主体长期信用评级报告，2020年第一期中票信用评级报告，广发证券发展研究中心

电商崛起背景下龙头战略性弱化线上布局，奥克斯顺势把握渠道红利，电商渠道占比达66%，线上份额提升至29%。这一阶段渠道结构迎来了新一轮变化，根据中怡康及奥维数据，空调线上零售量占比从2013年4%提升至2019年43%，电商打破了家电市场较为封闭的渠道结构和下沉分销过程中相对不透明的利润分配体系，但格力等龙头出于自身渠道体系及利益分配问题战略性弱化线上渠道布局。与此同时，

根据奥克斯债券信评报告，奥克斯线上渠道占空调收入比例从2013年9%提升至2018年66%，远高于行业平均26%水平。在龙头未重点布局的线上渠道，奥克斯份额从2014年13%提升至2018年29%。

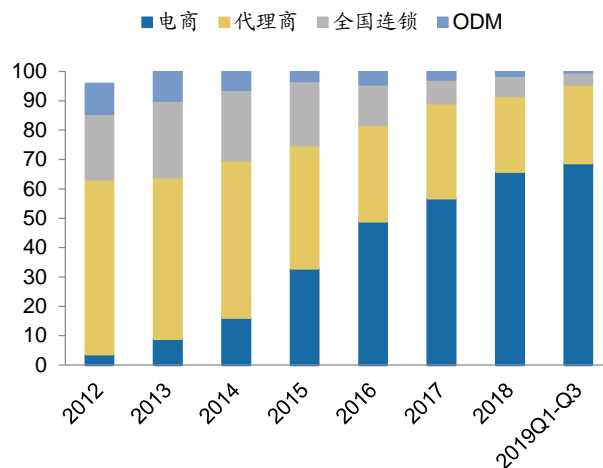
图 54：空调行业零售量线上占比逐年提升



数据来源：奥维，中怡康，广发证券发展研究中心

注：2019年数据为2019年1-11月与12月数据加总计算

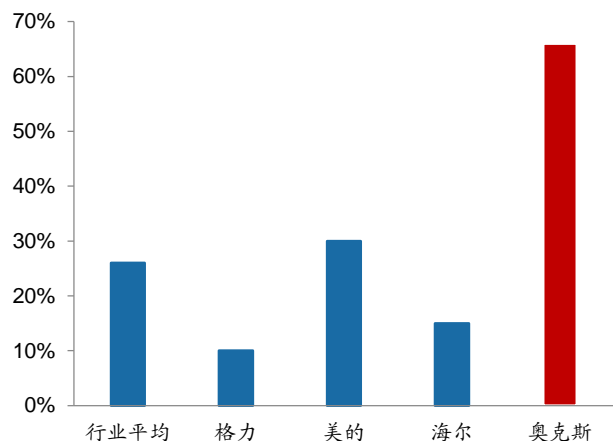
图 55：奥克斯电商渠道占比不断提升



数据来源：奥克斯各期中票评级报告，广发证券发展研究中心

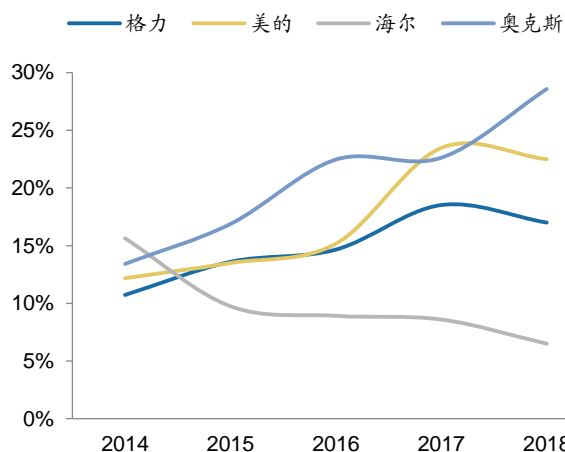
注：2012年另有其他销售渠道占比3.8%

图 56：奥克斯线上占比显著高于行业平均



数据来源：奥维，奥克斯2020年第一期中票信用评级报告，广发证券发展研究中心

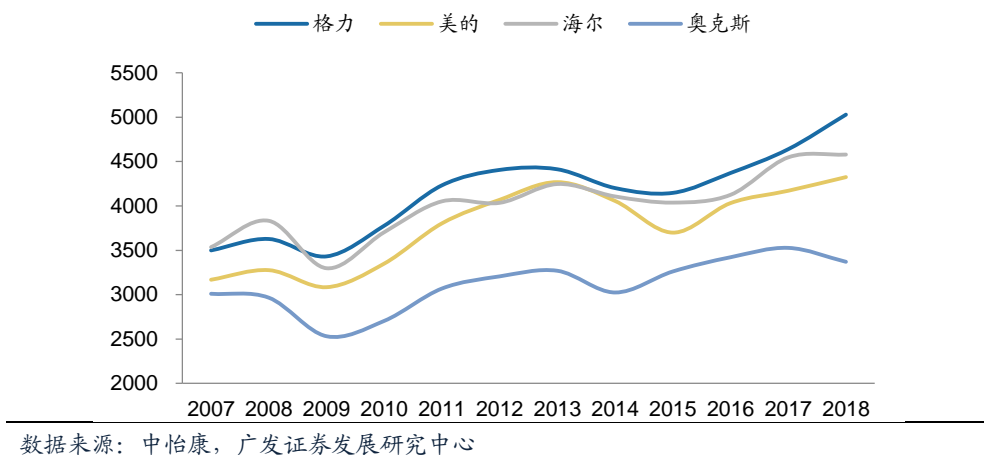
图 57：2018年奥克斯线上市场份额29%



数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

龙头不断提价让出低价位段空间，奥克斯低价取胜。格局逐渐稳定的过程中龙头持续提价，近十年间均价提升超过1000元，让出3000-3500元价格段空间。奥克斯坚持走性价比路线吸引价格敏感型消费群体。

图 58: 奥克斯零售均价（元）低于龙头公司



2. 2019年至今：龙头主动进行价格竞争，奥克斯失去价格“护身符”后隐忧尚存

2019年初，美的率先进行温和降价，随后的双十一格力发布“百亿补贴”公告，线上线下联动，全面开启价格战。均价方面，奥克斯线上线下价格几乎被穿透，其中作为大本营的线上份额从2019年1月22%下滑9pct至2020年2月13%。

图 59: 各品牌线上销售均价（元）

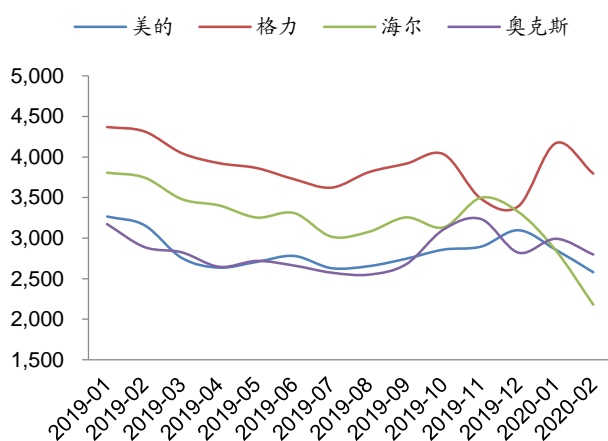


图 60: 各品牌线上销量市场份额

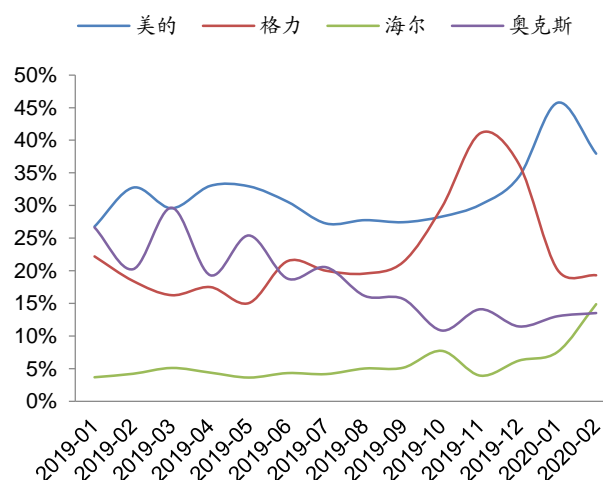
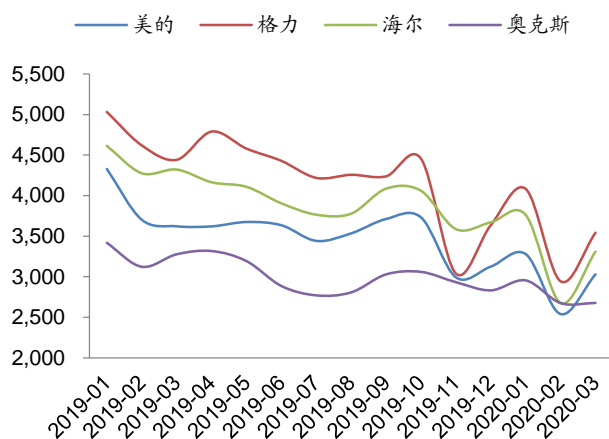
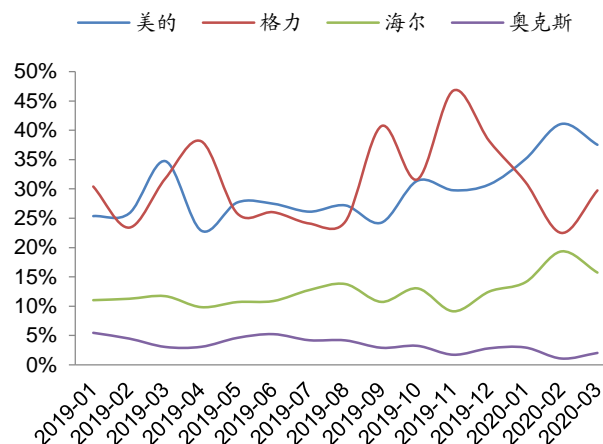


图 61: 各品牌线下销售均价 (元)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 62: 各品牌线下市场份额



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

表 11: 2019年双十一格力、美的、海尔价格大幅下探, 奥克斯失去价格优势

参数	品牌	型号	线上 原价	线上 双十一价	降价 额度	降价 比例	线下 原价	线下 双十一价	降价 额度	降价 比例
大 1 匹 3 级定频	格力	KFR-26GW/(26559)NhAb-3	2399	1399	1000	42%	2099	1399	700	33%
	美的	KFR-26GW/DYDH400(D3)	1799	1299	500	28%		1299		
	海尔	KFR-26GW/05JDM33	2999	1299	1700	57%		1299		
	奥克斯	KFR-26GW/TYC2+3a	1498	1299	199	13%				
1.5 匹 3 级定频	格力	KFR-35BGW/(35559)NhAb-3	2699	1599	1100	41%	2499	1599	900	36%
	美的	KFR-35GW/DY-DH400(D3)	1999	1499	500	25%		1499		
	海尔	KFR-35GW/01JDM33	3199	1499	1700	53%		1499		
	奥克斯	KFR-35GW/TYC2+3a	1698	1499	199	12%				
1.5 匹 3 级变频	格力	KFR-35GW(26559)FNhAb-3	3299	1799	1500	45%	2899	1799	1100	38%
	美的	35AG400 (B3) /35PH400 (B3)	2199	1699	500	23%		1699		
	海尔	KFR-35GW/27JDM23A	3299	1699	1600	48%		1699		
	奥克斯	KFR-35GW/BpR3TYC2+3	1899	1699	200	11%				

数据来源: 天猫、京东、广发证券发展研究中心

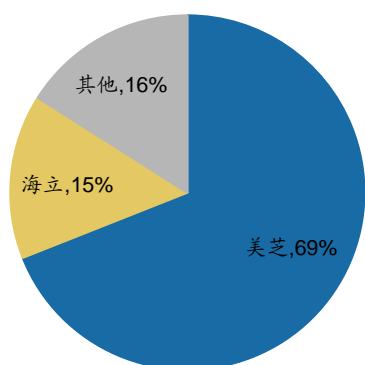
注: 格力、海尔空调线上价格采用双十一当天天猫旗舰店数据; 美的、奥克斯空调线上价格采用双十一当天京东平台数据

奥克斯在失去价格优势后, 制造、品牌、渠道端短板凸显。(1) 上一阶段中, 龙头构筑起的制造壁垒依然无法撼动。奥克斯压缩机全部为外采, 在核心零部件上受

制于竞争对手。（2）奥克斯长期的低价策略形成了中低端品牌的固有形象，不仅在价格向上周期提价困难，一旦龙头开始降价，也无法固守自身价格带阵地。

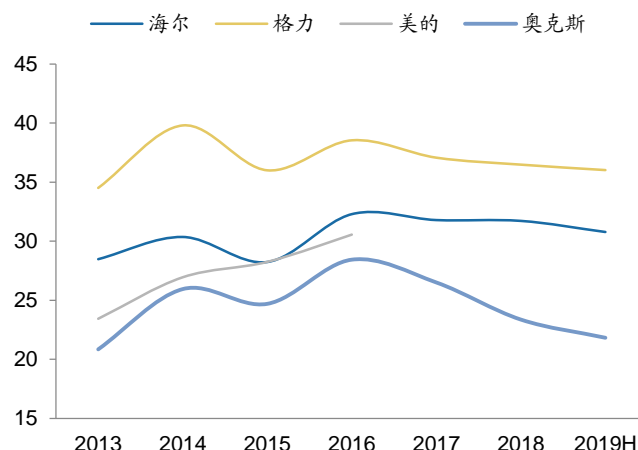
（3）渠道自主性与丰富性较差，多数与京东等线上渠道合作，在账期、扣点等方面控制力不够。制造端规模效应较弱+均价较低导致空调盈利能力弱于格力、美的，进一步降价空间不大。

图 63：奥克斯压缩机主要从美芝和海立外采，外采比例分别为69%、15%



数据来源：奥克斯 2020 年第一期中票信用评级报告，广发证券发展研究中心

图 64：奥克斯空调盈利能力（毛利率，%）弱于龙头



数据来源：wind，奥克斯 2020 年第一期中票信用评级报告，广发证券发展研究中心

注：奥克斯为 2019 年 Q1-Q3 数据

（三）竞争要素：迈向综合竞争阶段，品牌力+运营效率是核心

长期积累的品牌口碑是龙头制胜关键。经历空调行业的几轮洗牌，龙头在制造、渠道、技术等方面差别已不太明显，迈向综合竞争后，品牌口碑的积淀成为消费者选择的关键。耐用消费品由于更新周期长，品牌力需要一轮完整的产品生命周期进行沉淀或更替。从奥克斯失去价格优势后份额迅速被抢占也可以侧面反映出，龙头长期积淀的品牌口碑壁垒深厚。

运营效率提升和精细化管理也是加深竞争壁垒的下一个方向。行业逐渐成熟，粗放式经营分享行业增长红利的时代已经过去，对企业精细化管理、全流程运营效率的提升提出了更高要求。事实上，苏宁、京东等网批模式下沉缩短分销环节，零售环境倒逼企业改革一定程度上正在发生。

1. 美的：数字化改革与“网批”模式的渠道调整

美的提出“效率驱动”的战略目标，围绕全产业链提效做出如下改革：（1）数字

化系统改造：2014年起建立涵盖6大运营系统、3大管理平台、2大技术平台的集团632项目；（2）T+3生产模式推广：将小天鹅的产销模式复制到空调领域，实现以销定产的柔性生产；（3）渠道端推行扁平化：改变层层分销的渠道模式进行网批；（4）同时，通过安得物流一盘货作为配合，将仓储、物流功能收回到公司层面，进一步提升运营效率。

2. 海尔：推行统仓统配，四网合一，“小微”试点

海尔在渠道充分扁平化的基础上关注乡镇终端零售，同时进行渠道组织架构与权责分配调整，进一步放权激发终端活力。（1）依托日日顺物流的大件配送优势，进行最后一公里下沉，打通从县一级至乡一级的物流环节，将理货商变成终端运营商，减少理货商加价。（2）组织架构上，推行“小微”试点。将产品结构与定价权、费用投入及售后结算等权利下放给当地小微，进一步激发渠道活力。

3. 格力：尝试流量入口多元化、进行信息系统建设

格力在新一轮的竞争中，也开始尝试改变封闭的渠道体系，并增强渠道透明度。2019年11月格力成立电商子公司，随后的双十一线上线下联动、大力推广“董明珠的店”等行为，或预示着昔日依托自有线下渠道体系的空调巨头或将战场拉到线上。

五、投资建议

空调行业在我国经历四十年发展已逐渐成为成熟市场，龙头在历次行业洗牌当中不断提升自身实力，在制造、产品、渠道、品牌等各方面已经构筑起全面且深厚的竞争壁垒，未来有望继续保持强者恒强，基于此，我们继续推荐业绩稳健、长期竞争力显著的白电龙头：格力电器、美的集团、海尔智家。同时推荐受益消费升级和新渠道快速增长的小家电龙头：小熊电器、九阳股份、苏泊尔、新宝股份；关注受益竣工基本面触底有望回升的厨电龙头：老板电器、华帝股份。

六、风险提示

续期持续低迷

受地产、经济影响，空调行业增速放缓；去年中美贸易战也增加了关税，现又面临国内外疫情影响，均对空调出口、内需产生影响。

行业竞争格局恶化

若渠道发生大变革可能会对传统龙头中短期产生转型压力，也可能给新进入者提供机会。行业内竞争格局将影响公司的盈利能力，竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

原材料价格大幅上涨

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。

汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损，影响公司利润。

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，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，带领团队荣获 2019 年新财富家电行业第三名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名团队成员。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名团队成员。

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。
- 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	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 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	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。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。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，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认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。