

家电/家居的下一个十年：从深度分销走向高效零售

——家电家居产业框架研究报告

行业深度

◆从白电成长历史看耐用消费品上一轮的三大核心红利。需求红利来自于地产大周期的推动以及渗透率的提升。规模制造红利一方面来自于白电标品制造的属性、封闭且稳定的产业链，另一方面则是“价格战”洗礼之后，龙头产能渠道加速扩张，最终造就了寡头垄断格局，进一步强化规模优势。最独特的是渠道红利，中国特殊的地理与经济因素带来了与欧美迥异的渠道格局，龙头通过自建分销体系与专卖店网络，实现规模的大幅扩张并建立渠道壁垒，深度掌控产业链定价权。

◆渠道变迁推动产业变革滚滚而来。伴随地产大周期进入尾声，渗透率提升趋缓，行业性的需求红利已经结束。同时传统渠道分销模式逐步暴露出层级过多、效率低下、成本费用高、远离消费者的弱点。渠道变革的本质是由于基础设施建设与互联网的发展，消费者获取商品的途径更加多样便捷，倒逼流通环节整合提效。同时在电商崛起/KA 下沉的背景下，渠道格局的演变同时带来了产业链价值的重新分配与竞争格局的松动，小米/苏泊尔厨电/奥克斯等便是竞争者借助渠道变革崛起的典型案例。

◆家电变革之道：以产品能力和品牌运营为基础，从分销模式走向高效零售。家电渠道成本中 70% 来源于人员及营销费用/仓储物流费用/租金，存在大幅整合与下降空间。品牌商将从过去粗放的分销模式逐步走向“高效零售”：1) 打通消费者端数据，实现全产业链信息化；2) 强化品类协同，降低单位渠道成本；3) 供应链打通、管理下沉，实现“类直营”。这一过程也伴随着组织架构的变革与精细化管理能力的提升，意味着品牌商将深度介入零售。渠道变革的本质目的是以更低的流通成本将优质的产品有效地送达消费者，同时保证流通环节的基本投资回报率。

◆以家电看家居：竞争更加聚焦零售端，比拼供应链与渠道的精细化管理。对于家居各品类而言，生产端规模效应弱于标品属性的家电，并且渠道成本占产业链价值比重高达一半以上，因此发展方向在于全产业链（特别是渠道）价值的整合。例如：定制家居约 20% 产业链成本来自设计/安装等人工服务，需要依靠品类扩张与设计/服务环节的整合优化，从而降低产业链综合单位成本；软体/照明等近 30% 产业链成本是租金/门店员工费用，核心方向是利用品类扩张与服务能力提升坪效这一关键指标。支撑战略落地的核心是供应链与渠道的精细化管理能力，期待万亿家居市场能够诞生全产业链深度整合，具备零售思维的品牌巨头。

◆投资建议：基于文中的高效零售分析框架，具体到家电/家居两大细分板块，未来的选股思路也将从需求/库存周期的简单维度，转向以产品与品牌运营为基础，高效零售能力为导向的自下而上判断。家电推荐青岛海尔、美的集团、格力电器、苏泊尔；家居推荐欧普照明、顾家家居、索菲亚，关注欧派家居、尚品宅配。

◆风险分析：竞争格局风险、组织架构调整风险、成长低于预期的风险。

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
600690	青岛海尔	13.59	1.09	1.21	1.35	12	11	10	买入
000333	美的集团	36.99	2.61	3.06	3.40	14	12	11	买入
000651	格力电器	36.65	3.72	4.82	5.11	10	8	7	买入
603515	欧普照明	26.19	0.9	1.14	1.35	29	23	19	买入
603816	顾家家居	45.27	1.91	2.48	3.33	24	18	14	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 11 日

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebsecn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebsecn.com

黎泉宏 (执业证书编号：S0930518040001)

liqh@ebsecn.com

袁雯婷 (执业证书编号：S0930518070003)

021-52523676

yuanwt@ebsecn.com

投资聚焦

报告缘起

近两年来，我们一直在深入研究家电行业的渠道变革，并不断强调，伴随着家电过去二十年黄金成长期的几大红利步入尾声，旧的产业逻辑已经逐步失效，行业增速、需求/库存周期的传统框架，已远远不能解释消费行业中长期正在发生的变化。近几年我们目睹了小米的崛起、黑电的竞争格局巨变、空调黑马奥克斯的快速扩张，以及以渠道管理能力见长的“新物种”欧普和公牛的成长，种种产业案例都在告诉我们，**渠道变革背景下的商业模式升级，已经是目前消费品行业最重要的产业趋势。**

为什么渠道变革如此重要？它会怎样影响现有的行业格局？渠道变革究竟要达到什么样的目标与结果？同时，家电作为一个经历了完整需求周期，诞生了数千亿市值龙头公司的行业，其发展历程对同为地产后周期的家居行业也有很大的参考意义，家居产业链特征与家电有何不同？能否形成家电一样的高集中度？龙头的成长路径与核心能力究竟是什么？为了解答这些疑问，2018年我们组织了4次大规模跨行业渠道调研，与各大龙头公司核心高管深入交流，结合详实的产业案例与渠道经营数据，撰写本报告。

报告中，我们选取了家电/家居里最具代表意义的几个品类，开创性地使用了从生产到消费者全产业链价值拆分的研究方式。市场过去对消费品的研究集中在上市公司环节，渠道调研往往只是作为草根调研了解景气度的途径。但研究渠道变革，需要对产品到渠道整条产业链的价值做具体拆分，才能帮助我们更好地认清商业模式的本质，从而抓住企业成长的核心变量。同时，为了研究渠道模式与盈利能力的异同，我们也首次将家电/家居各细分品类的经销商 ROIC 模型进行了横向拆分与对比。相信这些差异化研究，能够帮助投资者更好地理解耐用消费品的商业模式与发展规律。

我们不同于市场的观点

复盘白电的成长历史，究竟什么因素支撑了龙头过去二十年的持续成长？首先便是需求红利，来自于近二十年地产销量的持续增长以及渗透率从0到1的过程。其次是规模制造红利，一方面来自于白电特殊的产业链特征（标品属性、易形成规模效应与技术壁垒，详见正文空调产业链价值拆分），另一方面则是在残酷“价格战”洗礼之后（详见正文1.2部分对1998~2005空调“价格战”前后企业的收入与利润率变化的分析），龙头通过产能与渠道的加速扩张，最终形成寡头垄断格局，强化了规模优势。

此外，过去二十年的耐用消费品（特别是家电），普遍享受了一轮特殊的渠道红利。基于复杂的地理环境与过去较低的城镇化水平，国内一直没有形成现代化的零售平台与物流体系。对于三四线城市的消费者来说，能买到什么品牌的商品，取决于谁把分销网络覆盖到了家门口。因此渠道分销能力（而非产品力）是那个阶段消费品公司最重要的能力与优势，率先完成渠道下沉与全国性布局的公司均享受了一轮高速成长。在这一背景下格力/美的等龙头公司的自建渠道体系长期屹立不倒，也因此获得了对下游环节极强的定价权，这与欧美成熟国家以连锁卖场为核心的渠道结构截然不同。

走到今天，为什么消费品的渠道开始发生变化？渠道变化的本质是由于

基础设施建设的发达以及互联网的普及，使得商品触达消费者的方式更加便捷，流通的成本下降。同时，过去伴随经济高速增长、地产销量扩张的需求红利结束了，行业从增量逻辑转向存量竞争。传统的分销网络因为效率低下、价值链冗长，消费者为流通环节支付了过多的成本，渠道变革则给了竞争者打破原有产业链价值分配，改变行业格局的机会。小米的崛起、黑电/厨电的格局变化、空调黑马奥克斯，均是渠道变革影响品牌格局的典型案例。（详见正文 2.3 针对上述案例的展开分析）

未来消费品（家电）的渠道模式将如何演变？我们认为必将从深度分销走向高效零售。高效零售的定义包括：

1) 打通从生产端到渠道再到消费者这一整条产业链的信息流与数据系统。

2) 通过品类扩张与协同，降低单位渠道成本（营销引流费用、仓储物流、租金、人工等）。然而这不是以前我们理解的简单的增加一个新业务，品类扩张之后，还需要在渠道和终端形成协同和融合，绝非易事。清晰的战略、合适的组织架构与优秀的管理能力缺一不可。（详见正文 3.12 对美的/海尔两家公司在渠道变革所做的努力以及当前两家公司组织架构的差异，以便理解为什么这轮组织变革对美的至关重要）

3) 打通供应链，管理下沉，走向“类直营”。这一点既包括对供应链的打通：将需求反馈与订单、生产制造、仓储物流配送（从工厂到门店）一整条供应链全面打通。也包括品牌商渠道管理的进一步下沉，将经销商职能弱化，由厂商指导零售。（这个环节海尔/方太/公牛等对零售探索靠前的厂商均有已初见成效的产业案例）

最终，高效零售的目标是为了以更便捷的方式、更低的流通成本，将产品与服务送达消费者，同时保证渠道环节（经销商）的投资回报。积极拥抱渠道变革的厂商有望在新的时代建立起新的零售能力壁垒，从而实现份额的扩张或高 ROE 的维持。

以上我们的分析集中在家电领域，那么家电的渠道变革对家居行业有何借鉴意义呢？

首先，与家电相比，家居是一个具有非标品属性、制造端规模效应有限、渠道端职能和成本占比更高的行业（详见正文 4.1 对定制家居、照明、软体不同品类的产业链价值拆分对比）。当前家居行业的成长困境来自于地产/开店红利的暂缓、产品同质化带来的竞争加剧，以及渠道碎片化带来的流量分散，未来如何才能走出大市值公司？

从产业链拆分以及不同消费品的 ROIC 对比，可以看出基于品类非标、碎片化的特性，家居行业仅靠制造端整合很难直接复制家电行业的集中度，未来的破局方向一定来自于全产业链的整合（特别是渠道价值），其背后的核心变革是坪效的提升与渠道职能的整合，从而带来单位费用的降低。具体的方向可能体现在：

1) 品类扩张，以及多品类在渠道的有效融合将是家居行业最重要的成长逻辑；2) 深度整合渠道职能并优化渠道成本，意味着品牌商对零售端的介入将进一步加深。

产品端碎片化、非标准化的行业出现大市值巨头，一定是将渠道环节深度整合，具备零售思维的品牌商。以全球纺织服装、家居行业为例，当产品端的差异化与规模效应不足以实现高集中度时，一定是将全产业链价值优化整合的公司能够成长为巨头，优衣库、ZARA、宜家无一例外。与家电的渠道变革相似，我们认为家居行业也将逐步从前期的制造型企业向零售型企业过渡，将渠道端职能和价值进行深度整合，从而降低单位渠道成本，实现规模效应与集中度的提升，最终诞生大市值的行业龙头。

投资建议

基于文中的高效零售分析框架，具体到家电/家居两大细分板块，未来的选股思路也将从需求/库存周期的简单维度，转向以产品与品牌运营为基础，高效零售能力为导向的自下而上判断。

1) 家电个股推荐：支撑行业过去二十年发展的规模红利、渠道红利逐步消退。渠道变革不断冲击原有的产业链价值分配，并影响竞争格局。未来行业将从传统的“制造-分销”模式，逐步向以产品与品牌运营为基础，建立高效零售能力的方向转变。这个框架下，最优选择仍是产品端有壁垒、积极做渠道优化的白电龙头，推荐渠道模式领先的**青岛海尔**；公司治理最优、品类最全的**美的集团**；行业最好的大单品（空调）中地位牢固的**格力电器**。小家电领域是有完善团队机制，品类管理具备快消公司特征的**苏泊尔**。

2) 家居个股推荐：面对地产销量见顶、开店增速放缓、渠道碎片化的趋势，家居行业将从前期的制造端整合进一步发展到全产业链的价值优化，核心是优化从生产到销售整条供应链的效率，从而带来渠道职能的整合与渠道成本的下降，最终带来市场份额的进一步提升。品类扩张、渠道融合是最重要的抓手，背后核心是组织与管理能力的比拼。推荐**欧普照明**、**顾家家居**、**索菲亚**，关注**欧派家居**、**尚品宅配**。

目 录

1、 从白电看耐用消费品的上一轮红利.....	6
1.1、 需求红利：地产大周期与渗透率提升.....	6
1.2、 规模制造红利：特殊的产业链特征与残酷“价格战”的洗礼.....	7
1.3、 渠道红利：特殊的渠道格局与产业链定价权.....	11
2、 渠道格局变迁推动产业变革滚滚而来	14
2.1、 规模红利尾声：增量逻辑转向存量竞争	14
2.2、 渠道红利尾声：电商崛起打破原有渠道格局.....	15
2.3、 如何理解渠道格局演变对竞争格局的冲击？	16
3、 家电渠道变革方向：从分销模式走向高效零售.....	24
3.1、 如何定义“高效零售”？	24
3.2、 如何判断家电渠道格局的变化趋势？	28
4、 从家电看家居：深度零售整合，方能成就巨头.....	30
4.1、 对比家电，家居是一门怎样的生意？	30
4.2、 如何理解当前家居行业的成长困境？	32
4.3、 从产业链特征寻找破局之道	35
5、 投资建议.....	37
6、 风险分析	37

1、从白电看耐用消费品的上一轮红利

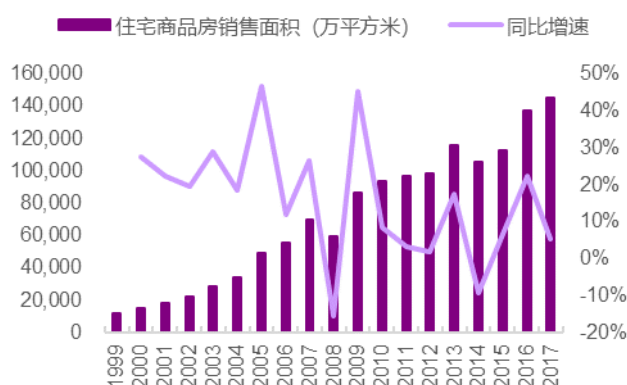
众所周知，格力/美的/海尔当前是家电收入规模领先、品牌知名度突出、利润规模前三的细分行业龙头。那么究竟是什么样的产业红利铸就了白电当前的市场地位与财务表现？梳理清楚过去二十年黄金发展期的时代红利，也能够帮我们看清下个时代，企业所需要面对的产业环境究竟有什么变化。

1.1、需求红利：地产大周期与渗透率提升

家电的需求红利一方面来自于地产大周期的持续拉动。自 2000 年以来，中国城镇化率从不足 35% 大幅提升至 2018 的 58%，住宅商品房面积从 1.5 亿平方米增长到 2017 年的 14.5 亿平方米，销售套数（一手房）从两三百万套/年提升至超过 1300 万套/年。房地产的大发展也带动着后周期消费产业的欣欣向荣，家电作为典型的地产后周期消费品，近 20 年也显著受益于城镇化与地产销量的持续增长。

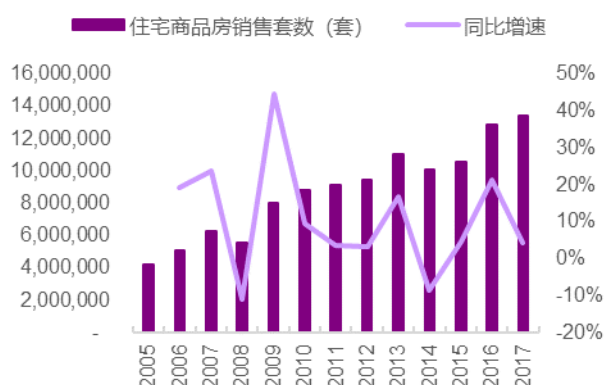
地产周期之外，家电作为典型的家庭耐用消费品，渗透率的提升同样驱动着销量的持续增长。家庭耐用消费品渗透率提升的本质，一看其功能与必需属性高低，二看居民收入水平的变化。作为接近必需品的大家电，随着居民收入水平的不断提升，基本实现了产品的全面普及。其中，冰箱、洗衣机从 40~50 台/每百户的水平提升至 90 台/每百户以上，空调甚至完成了渗透率从 0 到 1 的大跨越（每百户保有量从个位数提升至 100 台）。

图 1：中国商品住宅销售面积（万平方米）及增速



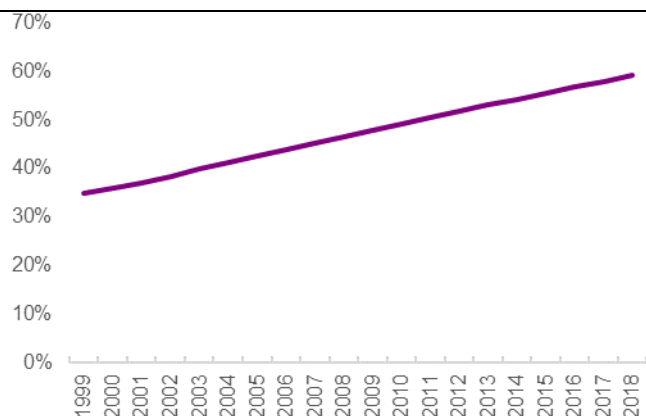
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 2：2005 年以来中国商品住宅销售量（套）及增速



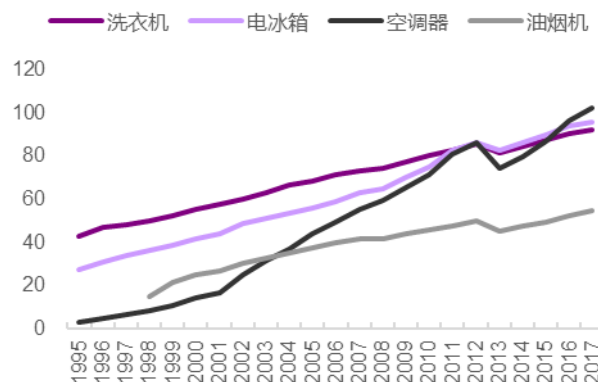
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 3：中国 20 年来城镇化率变化



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

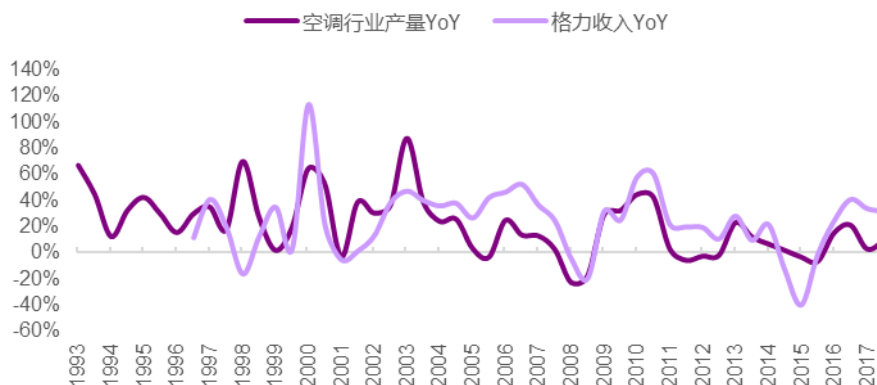
图 4：大家电每百户保有量变化（单位：台）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算汇总

在地产新增需求与渗透率提升的强大拉力下，白电二十年间完成十倍乃至二十倍的增长。空调是最典型的案例，近 20 年销量基本维持单边增长（仅个别年份下滑），在消费品里极其罕见。产量翻了 20 倍以上，年复合增速达到 17%。

图 5：近 20 年空调行业产量增速及格力收入增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、规模制造红利：特殊的产业链特征与残酷“价格战”的洗礼

1.2.1、白电的标品属性与产业链特征

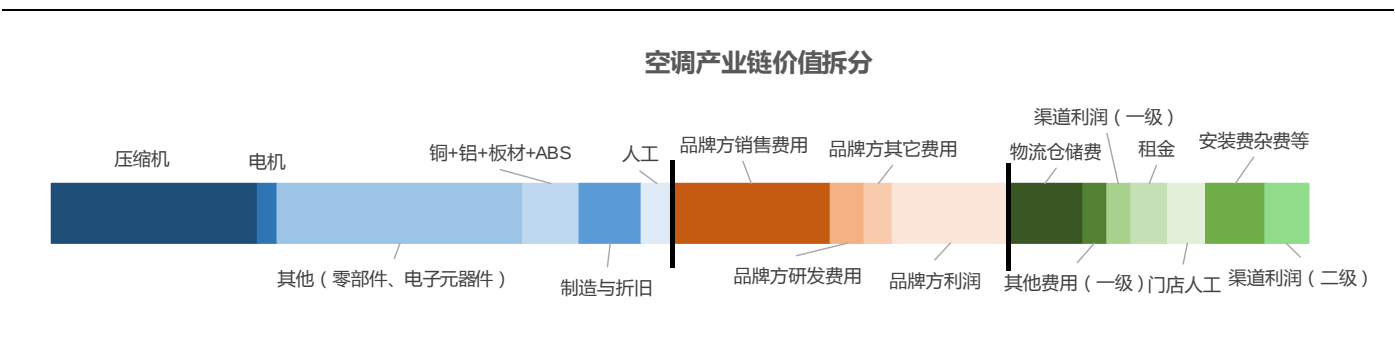
为什么白电能形成消费品领域罕见的优良竞争格局？最本质的原因离不开产品本身的属性及产业链的特征：白电属于典型的标品制造业，又以功能属性驱动购买，同样品质的情况下，价格（成本）非常重要。从成本拆分来看，空冰洗的产品制造成本占整体价值的 50~55%，成本加价率在 2 倍以内，在消费品中属于制造成本占比较高的品类。

此外，产业链还有以下典型的特征：

- 1) **产品非常标准化，空调尤为突出：**消费者对产品以功能需求为主，外观和造型统一。其中最为标准化的是空调，基本除了压缩机制冷功率差异外，其他模具、零部件等基本一致。冰箱、洗衣机因为容量、外观的差异，产品型号更多，供应链复杂程度要高于空调。
- 2) **产业链一体化带来显著的规模效应与稳定性优势：**白电制造成本中，除了部分大宗原材料外，很多来自于中间环节的核心零部件，如下图所示，空调压缩机占制造成本达到 30~40%，其他一些核心零部件成本占比也有 30% 以上。由于技术变化相对较慢，龙头公司得以通过自建产能控制整条供应链，一方面带来显著的规模效应与成本优势，另一方面也通过持续的自产和磨合提高了产品的质量稳定性，形成了技术壁垒（对白电这种更换频率较低的耐用消费品而言，稳定性是产品质量的核心差异）。而黑电就是一个因技术变化快，产业链无法被深度整合，导致终端环节竞争格局分散的典型案列。

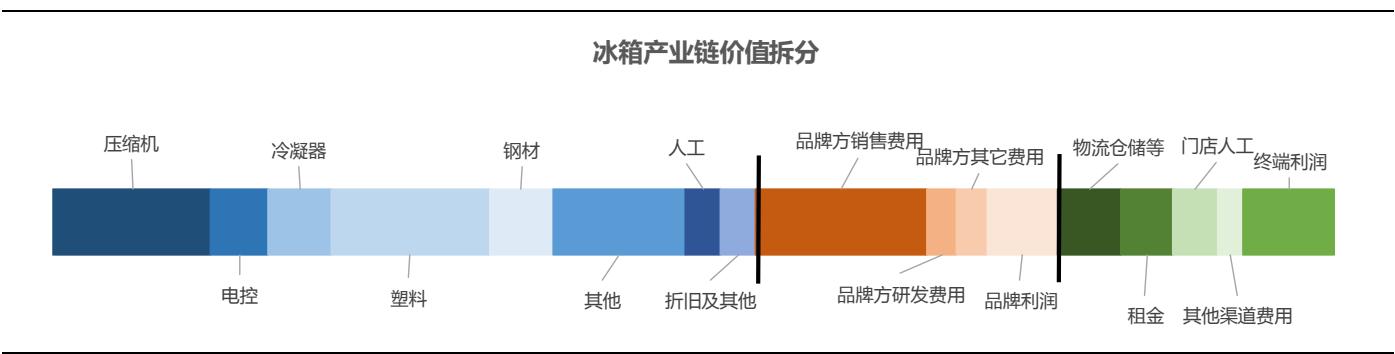
并且由于产业链配套完整的因素，中国家电产业逐步发展成为全球制造机器，分享了全球家电市场的巨大需求蛋糕，进一步强化了规模优势。

图 6：空调产业链价值拆分（核心零部件占成本比重较大）



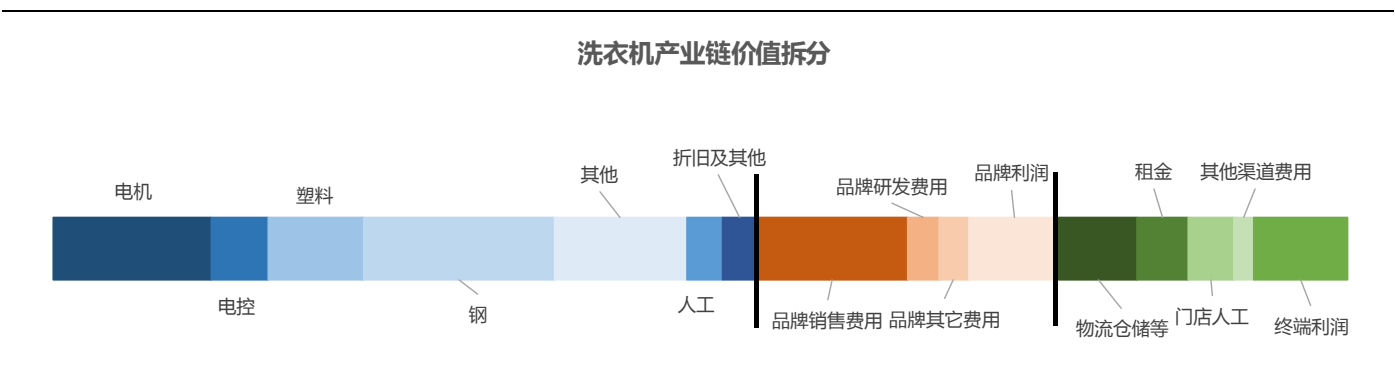
资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算

图 7：冰箱产业链价值拆分



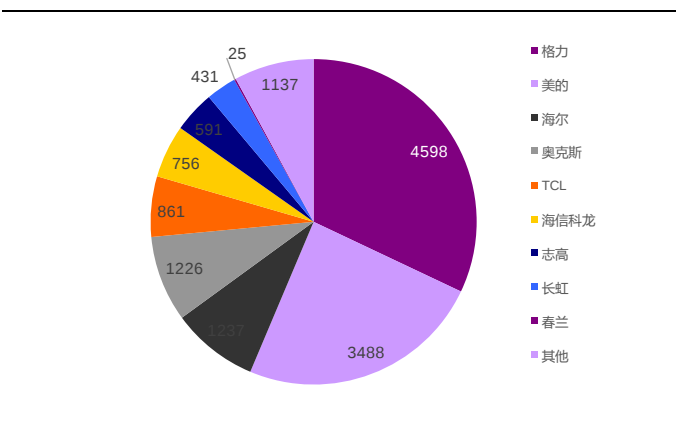
资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算

图 8：洗衣机产业链价值拆分



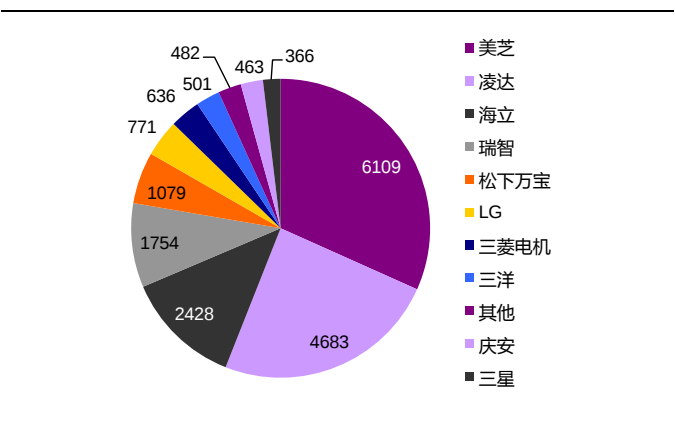
资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算

图 9：2017 年国内空调产量分布（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 10：2017 年全球压缩机产量分布（万台）



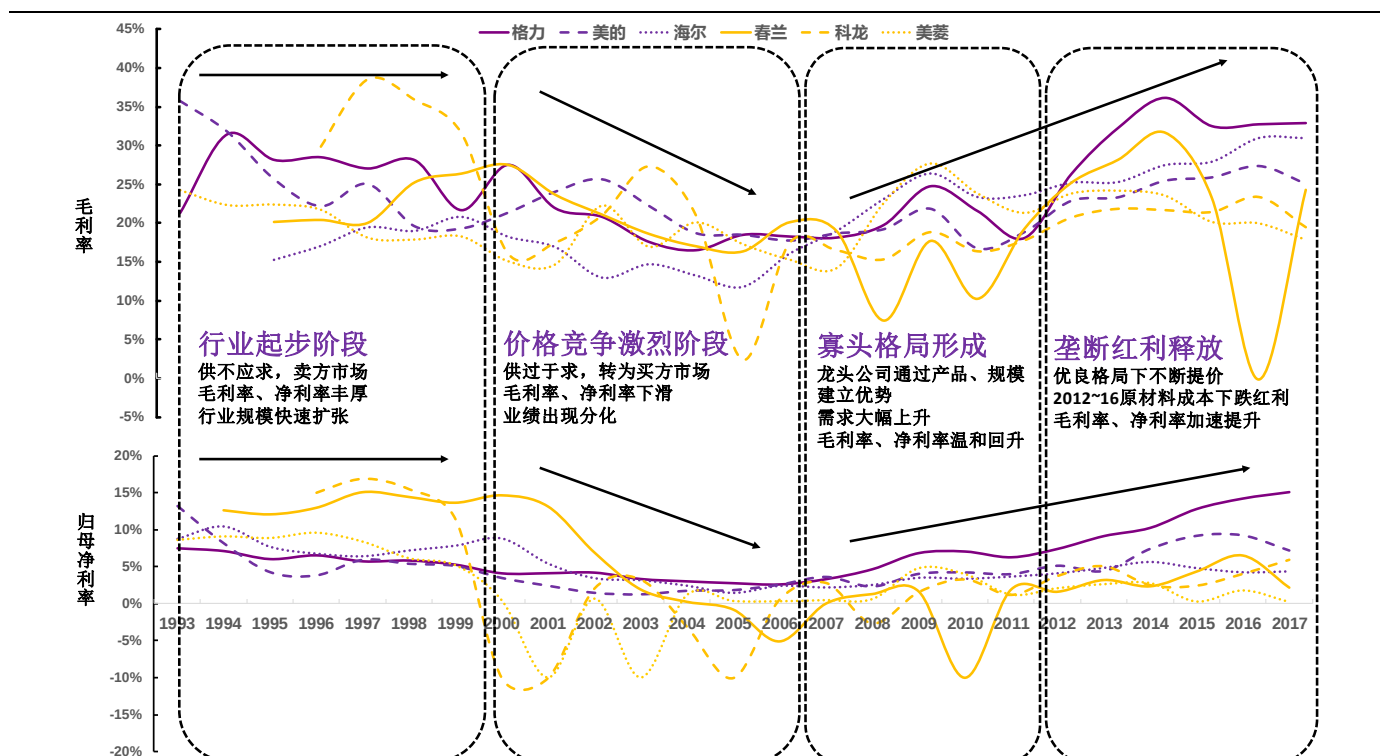
资料来源：产业在线，光大证券研究所

1.2.2、复盘空调“价格战”：双寡头格局如何形成？

那么白电又是如何形成规模效应以及当前稳定竞争格局的？这就要说起上世纪 90 年代末一直到 2003~05 年期间长达数年的激烈竞争期（“价格战”）了。

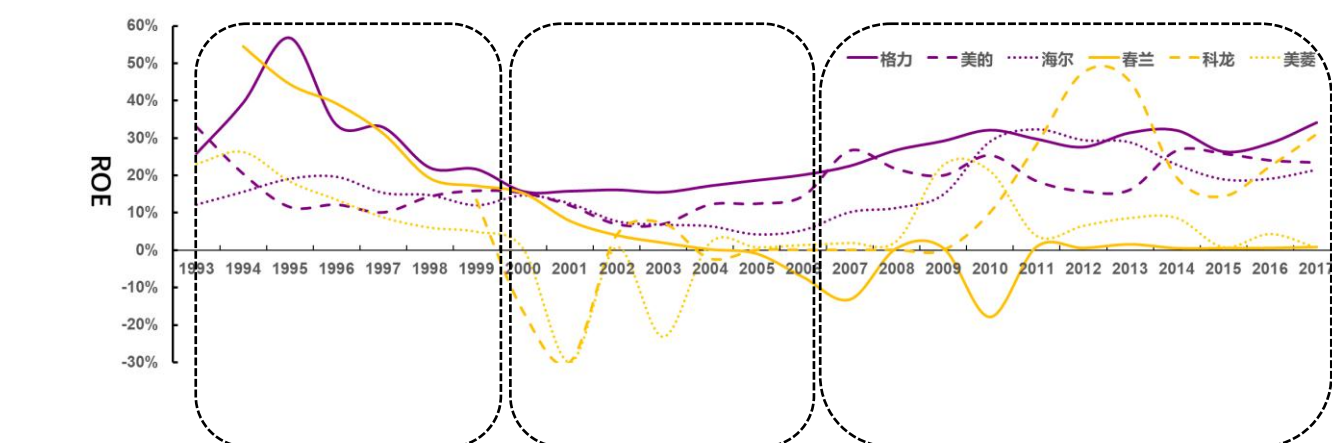
以空调行业为例，从上世纪 90 年代初的春兰、华宝，到当前的格力、美的，无数空调企业在惨烈的“价格战”中经历了洗牌。最终，质量领先、渠道能力强大的企业从中脱颖而出，实现份额提升与规模扩张，并进一步加固其规模壁垒，直至最终形成品牌壁垒，演化成如今的寡头格局。

图 11：1996-2017 年空调行业毛利率、净利率变化历史



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：春兰、科龙、美菱均出现过净利率大幅为负的状况，为方便作图效果，低于-10%的净利率统一用-10%表示。

图 12：1996-2017 年空调行业主要厂商净资产收益率 (ROE)

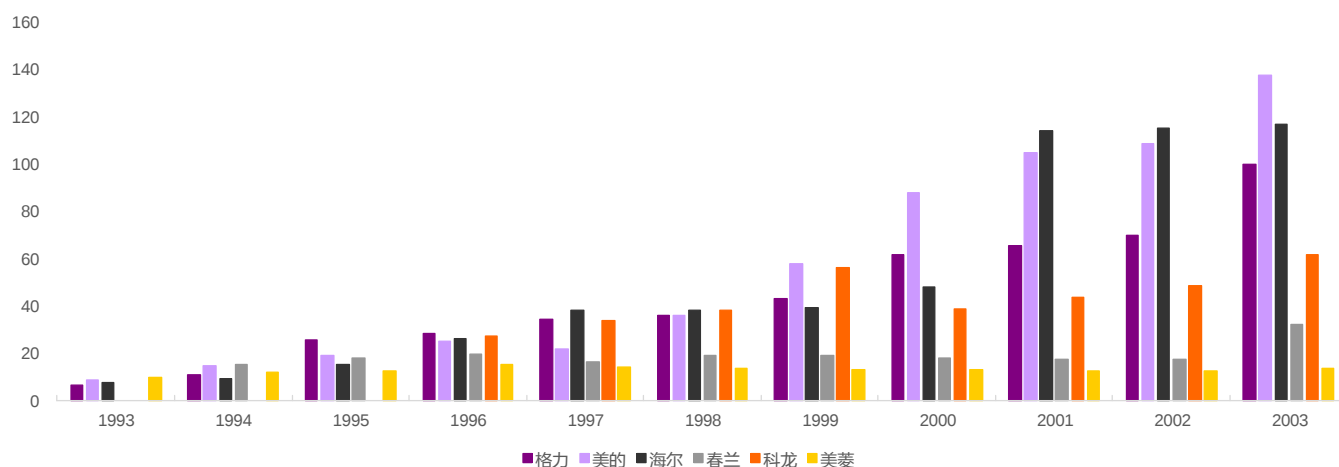


资料来源：Wind，光大证券研究所

1990~1998 年，需求萌发、供给逐步提升，行业的起步阶段。在改革开放初期，空调由于能耗高属于限制发展的行业。90 年代初，从春兰和华宝开发出第一台柜机及壁挂机，空调正式走入产业化时代。在国民快速增长的消费需求面前，产品供不应求，空调处于卖方市场，以春兰、华宝、格力、美的为代表的各品牌空调如雨后天春笋般涌现。**1990~2000 年，各企业均开始第一轮产能扩张，全国空调产量由 24 万台/年大幅提升至 1780 万台/年，2000 年空调品牌达 400 余家。财务表现层面则是规模扩张的同时保持了高盈利能力，格力、春兰等主要品牌毛利率均在 25~30% 左右。**

1998~2004 年，价格竞争最为激烈的阶段。1998~2000 年，业内企业纷纷通过资本市场完成融资并加大产能建设，行业供给大幅增长，与此同时渠道能力尚未提升、需求短期也未到爆发阶段，当出现“凉夏”需求低于预期时，产能过剩的问题便开始显现。为抢占市场份额和消化库存，各空调品牌正式拉开“价格战”帷幕。价格竞争压力下，空调品牌相继掉队：春兰在摩托车、卡车等多元化项目等占用资源过多，市场份额不断萎缩，退出空调行业第一梯队；科龙等企业受制于企业体制改革与治理大幅变动，营收规模停滞不前。**2002~03 年价格竞争进入白热化阶段，空调品牌数下降至 140 余家，后续品牌继续逐步出清，至 2005 年，市场活跃品牌仅剩 50 余家。该阶段龙头公司的财务表现则是规模高增、盈利下滑，例如格力电器 1998~2004 年收入复合增速 25%，归母净利复合增速仅 12%，净利率持续下降，最低仅 2~3%。**

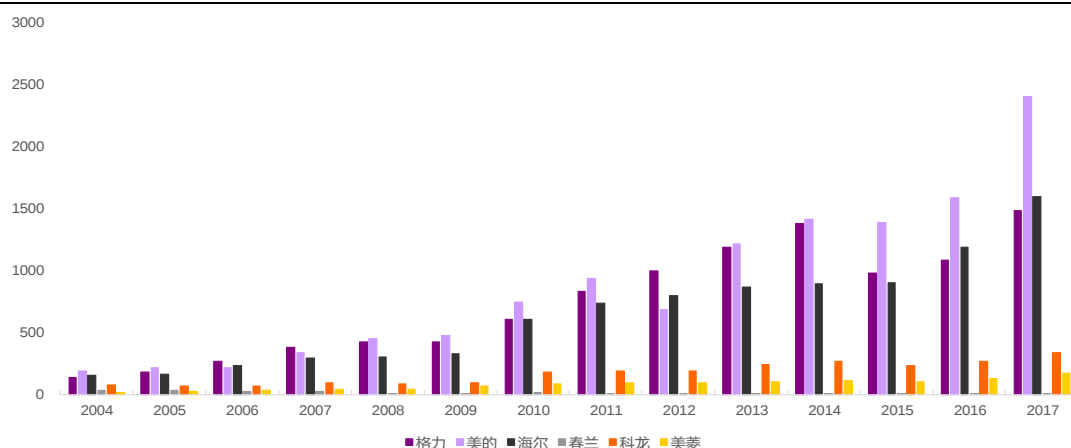
图 13：1993~2003 年空调行业主要厂商营业收入（亿元）



资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算

2004~2011 年，洗牌结束后龙头产能/渠道加速扩张，迎来需求黄金成长期，一举奠定寡头格局。在经历洗牌之后，格力、美的等龙头公司一方面向产业链上游拓展，先后完成对压缩机等关键环节布局，同时作为首批渠道下沉的龙头公司，充分享受三四级市场需求红利，加大规模领先优势，08 年之后空调品牌下降至 30 家以下。随后在 09~11 “家电下乡”、“以旧换新”等一系列政策刺激下需求高速增长，龙头企业抓住机遇，双寡头格局正式确立。这一阶段龙头财务表现为营收快速增长，同时盈利能力逐步提升，例如 2004~11 格力营收复合增速 29%，利润复合增速 43%，净利率从 2~3% 提升至 6~7%。

图 14：2004~2017 年空调行业主要厂商营业收入（亿元）



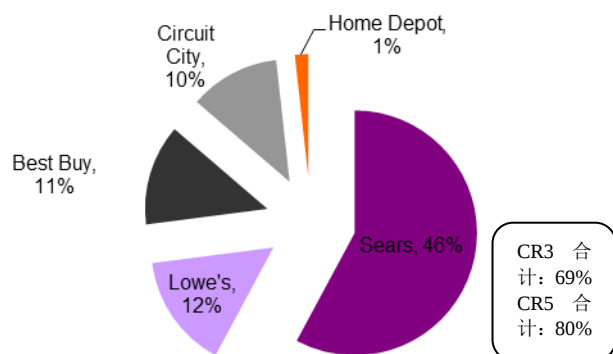
资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算

1.3、渠道红利：特殊的渠道格局与产业链定价权

上文提到，渠道在白电寡头格局形成过程中扮演了极其重要的角色。家电的渠道模式有一定特殊性，产业链的许多特点在其他消费品行业并不具备。这些产业链的特殊因素给家电渠道提供了独立、规模化运作的土壤，叠加中国过去较低的城镇化水平、多元的区域结构，导致中国并没有形成美国那样以家电连锁为主的渠道模式。格力/美的/海尔等龙头厂商，多年来通过深度分销体系的建立，实现了全国性的专卖店覆盖与渠道扩张，不仅成功消化了增长的产能，带来了规模的大幅增长，同时建立起深度的线下渠道壁垒，以及“先款后货”的优异现金流模式，掌控了产业链定价权。

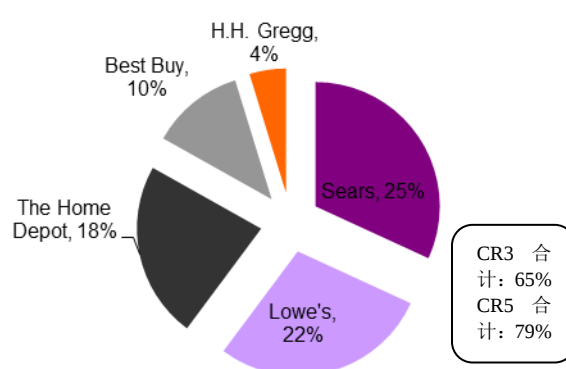
反观美国市场，由于城镇化率较高，家电连锁成为家电零售核心渠道，品牌商话语权受到压制。由于美国在很早就完成了城镇化进程，全国交通便捷，家电连锁顺势得到快速发展。2000 年美国前五大家电零售商整体市占率超过 80%，渠道集中度极高。到 2010 年，前五大家电零售商 Sears、Lowe's、Home Depot、Best Buy、Walmart 份额攀升至 85%，集中度进一步提升。并且，家电连锁商的自有品牌家电，在美国家电品牌份额中，普遍能达到前三。零售商强大的话语权，导致无论在价格谈判还是结款模式及账期上，品牌商的利益都受到了压制，导致北美家电制造商即便坐拥良好竞争格局，盈利能力也普遍低于国内龙头公司。

图 15：2000 年美国家电连锁销售占比



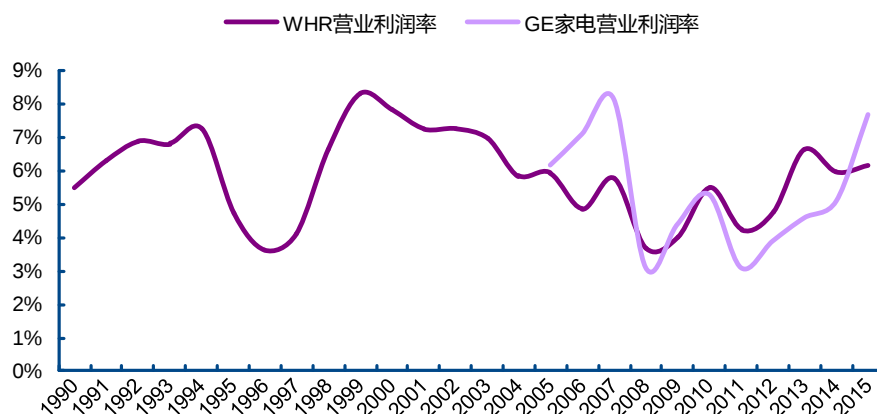
资料来源：奥维云网推总数据，光大证券研究所绘制

图 16：2014 年美国家电连锁销售占比



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所绘制

图 17：美国家电品牌龙头营业利润率



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

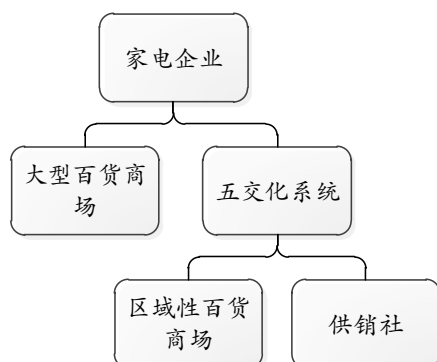
我们将在下文中，对家电渠道模式的起源及发展历程做简单复盘，帮助投资者理解中国特殊渠道模式的形成。

1.3.1、复盘家电深度分销模式的前世今生

1980s~1995：从产销分离到代理销售。早期的家电渠道，依托于国营的第三方渠道，即家电制造企业纯负责生产，只设立一个对外的供销科，负责产品原料采购和产品定价，与供销科对口的是各种国营渠道，零售终端几乎全部以国营百货商场、供销社的形态出现，渠道体系简单粗放。

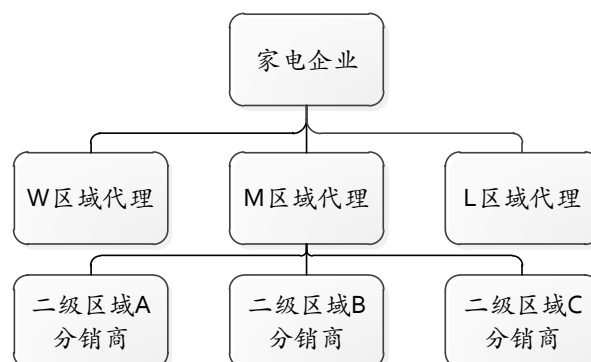
随着企业规模扩大，急需为产能找到扩张的需求出口，渠道由传统的国营零售渠道逐步转变为代理销售的模式。初期的代理销售模式解决了国营渠道区域单一，扩张不便的缺点，但也逐步暴露出管理粗放、效率低下的问题。例如存在大代理商与公司争利或侵蚀下一级中小经销商利益的现象。并且，由于渠道层级结构混乱，区域划分不合理，厂商对区域的价格体系普遍没有管控，而是由当地代理负责，“窜货”现象严重，这也为之后的自营渠道进一步变革埋下了伏笔。

图 18：产销分离的国营渠道



资料来源：光大证券研究所绘制

图 19：代理销售渠道



资料来源：光大证券研究所绘制

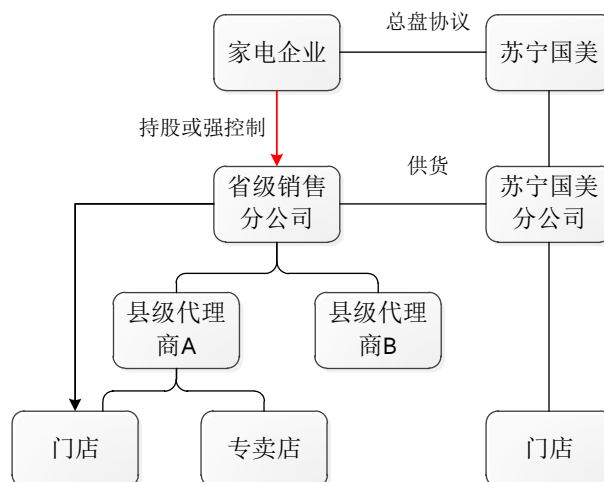
1995~2010：自建分销渠道体系逐步完善。90年代末期，家电企业经历了持续的产能扩张，行业早期供不应求的局面得以解决，新的问题接踵而来：如何将产品销售给全国的消费者？彼时，中国城镇化程度较低，也远没有现

代化的物流体系，更别说覆盖全国的零售平台。通过自建渠道体系，层层分销触达消费者，成为品牌厂商所必须要走的路。

成熟的家电自建渠道以省级销售公司为核心单位，对下级市场普遍有严格的价格管控与销售指导。典型家电制造商的自建渠道多数通过对此前代理商体系的扁平化改造实现。家电制造商在一二级直接对接苏宁、国美等 KA 卖场（相当于取代了原区域总代理的职能），在三四级市场通过县级经销商辐射广袤的农村区域。部分在三四级市场分销、物流体系完善的家电制造商在强势区域甚至直接对接经销商零售门店。

2000~2010：蓬勃发展的家电连锁。90 年代中后期，以苏宁、国美为代表的家电连锁的快速发展逐步改变了中国家电零售格局。2000 年左右苏宁、国美等家电连锁从一、二线市场起步，迅速完成了对百货商店等渠道体系的替代，实现了全国性门店布局。2001 年家电连锁在一、二线家电市场的销售份额首次突破 10%，2004 年一举超过百货业成为第一，2007 年之后份额更是达到 75% 以上，成为一、二级市场最主要的家电零售业态。

图 20：家电连锁兴起后典型的家电企业渠道模式



资料来源：光大证券研究所绘制

2010 年至今：线下 KA 与自建渠道分庭抗礼的格局。KA 连锁在零售市场份额达到 20% 以后，后期随着制造商线下自有渠道效率不断提升，加上三四级市场的市场特点（人群密度、物流成本、渠道坪效等不足以支撑连锁大卖场式的业态），导致连锁卖场在低线市场并没有体现出效率提升，下沉受限。逐步形成了现在的城市地区以 KA 渠道为主，郊县与乡镇以龙头品牌专卖店为主的渠道格局。

1.3.2、传统线下渠道总结：to B 的层层分销模式

过去二十年的家电企业，本质上都只是制造商，并不涉及零售，而是依靠分销体系触达消费者，是一种较为粗放的 B2B 模式。品牌企业只负责产品的生产制造，销售是依靠层层分销的体系，在终端面对消费者的是一个经销商个体。厂商并不直接面对消费者，并且由于信息的不通畅，厂商对终端的需求、产业链的库存与经营状况的感知也是相对滞后的。

但正因为过去二十年的中国市场，缺乏现代化的物流与零售体系，商品

流通的成本较高，如何将商品卖到消费者那里是最核心的产业矛盾。因此，渠道能力才成为上个阶段家电行业，乃至很多耐用消费品行业，最重要的经营能力。在这个产业阶段中，将分销体系做到极致的格力、美的等龙头厂商得以在上一个 20 年的产业周期里迅速崛起。

同时，家电的渠道模式在财务上也是一种特殊的经营加杠杆模式。在需求高速扩张的年代，品牌商利用渠道的社会资金杠杆，来保障生产资金的充裕与产能利用率的稳定。上市公司账面充裕的现金主要来自于对上下游的占款（预收款、应付款、其他流动负债等），也因对渠道的占款降低了实际的净资产规模，放大了企业 ROE。

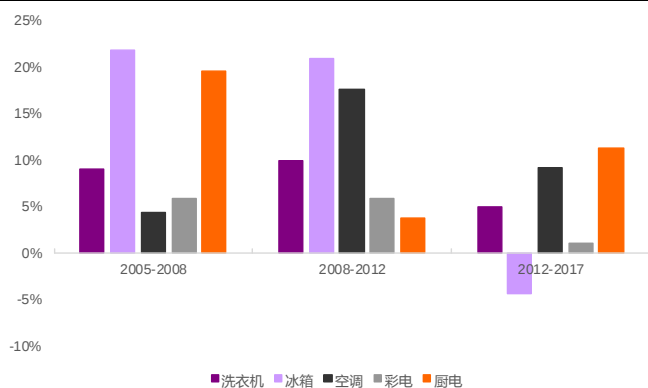
2、渠道格局变迁推动产业变革滚滚而来

2.1、规模红利尾声：增量逻辑转向存量竞争

哪些支撑过去家电二十年成长的因素在发生变化？

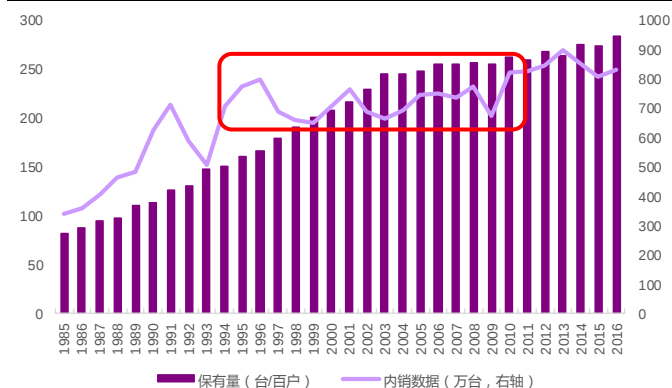
首先是规模红利的逐步弱化。随着地产销量达到或处于历史峰值，人口结构拐点，以及大家电渗透周期的尾声，以大量新增需求驱动销量成长的时代逐步步入尾声。中长期来看，虽然空调/厨电等行业渗透率仍有提升空间，但渗透率的提升并不意味着内销需求的大幅增长（参见日本空调案例，虽然渗透率仍在提升，但内销规模一直处于低个位数波动）。对于中国来讲，由于地产快速扩张周期的结束、人口增速和家庭结构变动的放缓、预计总保有量提升速度会对应放缓，进而带动需求增速中枢下移。

图 21：四大家电不同阶段年复合增速对比



资料来源：产业在线，光大证券研究所

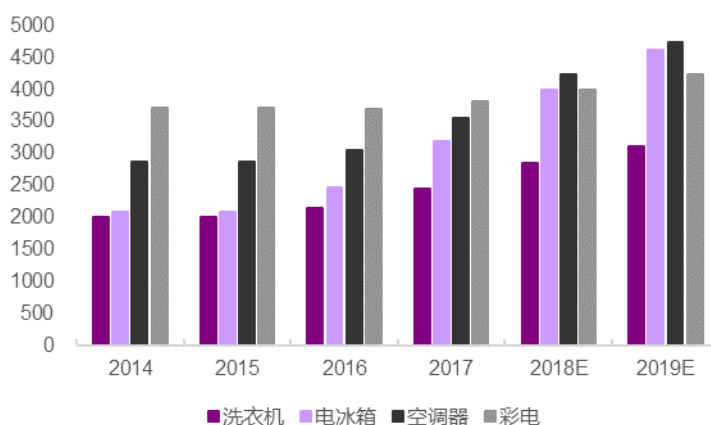
图 22：日本空调户均保有水平及内销量变动



资料来源：日本内阁府，日本冷冻工业协会

需求结构向更新换代转变，企业为了寻找增长，对份额的诉求将逐步上升。单品最终稳定状态下的销量规模取决于户均拥有量、家庭户数（也即人口）、更换频次等长期因素。随着产品渗透率与销售规模的提升，更新换代需求的占比将逐步提升，我们看到 2022 年后，冰洗等成熟家电更新需求比例或将接近 70% 甚至更高，空调也将达到一半以上。随着需求由增量逐步转向存量更新，企业对份额的诉求将不断上升，竞争环境也将随之发生变化。

图 23：2014-2019E 大家电更新需求估计（万台）



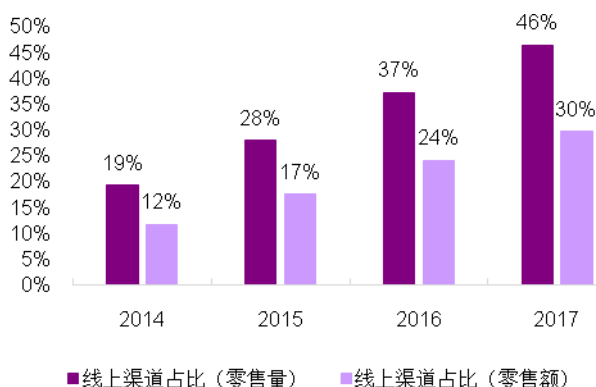
资料来源：国家统计局、产业在线，光大证券研究所预测。注：更新需求测算方式为过去 7-11 年的年销量平均

2.2、渠道红利尾声：电商崛起打破原有渠道格局

渠道作为商品触达消费者的媒介，其竞争的核心在于价格、效率以及体验。其中价格本质上也跟效率有关，高效渠道的加价率低于低效渠道。因此，每一次渠道格局的更替本质上都是源于效率或是体验的提升。例如一、二线市场的 KA 卖场模式带给了用户集中选购、一站式服务的优异体验，并且发展初期利用其统一规模采购的议价优势迅速做大。但后续随着其迫于盈利能力，价格优势逐步下降，以及在三四线城市因为人口流量导致较低的坪效，效率提升遭遇瓶颈，最终形成了 KA 与专卖店在各自区域分庭抗礼的格局。

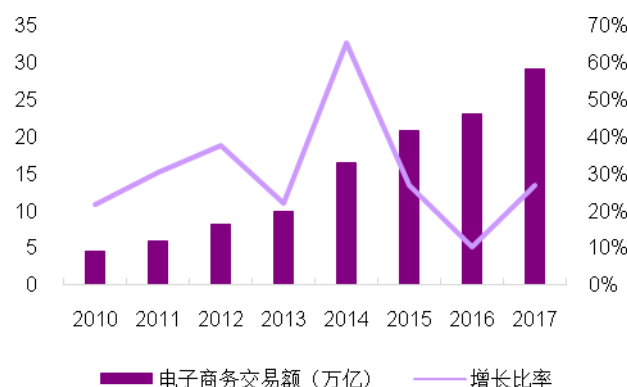
而近些年家电渠道格局最大的变化即是电商渠道的占比提升。互联网不仅解决了信息不透明的问题，同时打破了地域限制，极大地提升了商品触达消费者的便利性，提升了购物体验。同时，由于渠道层级短，可以不需要实体店，节省了店租，人员成本等也大幅降低，效率远高于传统渠道，使得家电电商渠道得以高速发展。

图 24：家电线上渠道占比逐步上升



资料来源：奥维云网推总数据，光大证券研究所

图 25：电子商务规模不断扩大



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

2014 年以来的物流体系发展使得电商的崛起进一步加速。家用电器作为耐用消费品也是大件商品，对于物流体系有着较高的要求。由于早期物流体系发展较慢，在传统的家电购买模式中，就近购买占据着主导地位，电商渠道存在感较弱，这也与家电连锁、专卖店的发展逻辑相符，即尽量辐射更

广的区域，吸收更多的客户。我们也因此见证了过去 20 年“渠道为王”的景象，格力等家电巨头远超同行的专卖店数量为其提供了强劲的发展动力。

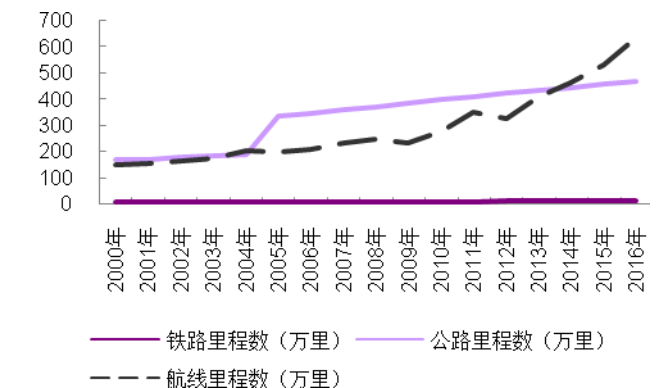
但随着物流体系的发展，基础设施建设的完善，大件商品运输成本/费用开始下降，电商发展的核心问题得以解决，效率提升得以加速，这是近 5 年电商占比加速提升的核心推动要素。

图 26：快递与物流公司迅速发展



资料来源：光大证券研究所根据公开资料整理

图 27：基础设施建设走向成熟



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

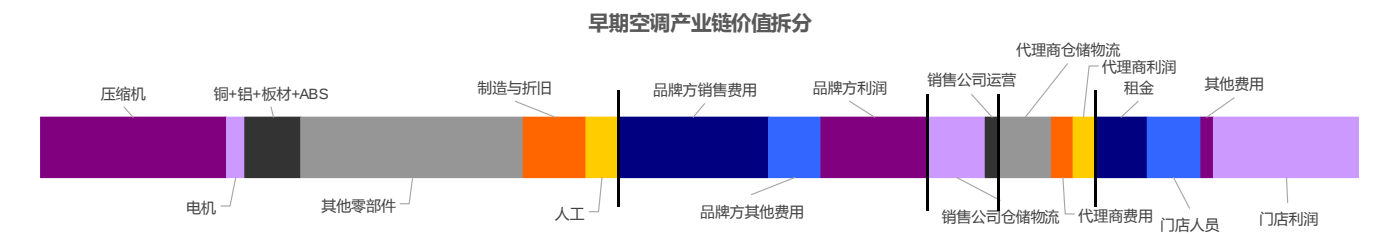
2.3、如何理解渠道格局演变对竞争格局的冲击？

我们以早年空调的产业链价值拆分来观察传统分销模式的低效之处。这一传统的分销模式在 2012 年以前尤为典型，彼时在需求的高速增长环境下，品牌商最大的难点是如何迅速的将产品卖给消费者，相应的渠道只是一个触达消费者的途径。叠加当时相对不便的交通与极高的渠道成本，形成了一个层层分销、相对低效的渠道体系。这一体系的典型特征包括：

- 1) 厂商并不直接面对消费者，与 C 端割裂，无法感知需求变化。品牌商本质上只是一个制造商，与消费者之间隔着一级又一级分销渠道，真正面对消费者承担销售职能的是一个一个门店装修、销售能力参差不齐的专卖店老板，零售能力差。在早年需求持续增长、供不应求的时代，也并不是主要矛盾；但随着需求转向更新换代，竞争从增量转向存量，以及消费者需求的更加碎片化、多样化，要求厂商更多的直接接触用户，感知消费者需求。
- 2) 各级之间数据不透明，由生产驱动销售，库存水平高导致仓储物流、资金成本高企。由于缺乏有效的互联网工具和信息化系统，分销体系之间也是相对割裂的，厂商无法了解渠道数据与终端需求，由生产端按计划生产并向渠道分销，库存水平无法监控，因为需求的周期性波动而产生库存周期，带来较高的仓储物流与资金成本。
- 3) 渠道层级多，各级均有较多的人员、费用及相应利润。例如上市公司、销售公司、代理商/经销商公司所需的销售人员相关费用；各级均需要保留仓储物流职能；各级渠道均有一定的合理利润。

因此，传统分销模式的低效导致了早期家电过高的流通成本，我们从下图可以看出，制造端成本仅占商品价值的 40% 左右，消费者为渠道支付了相对较高的成本。

图 28：空调产业链价值拆分（核心零部件占成本比重较大）

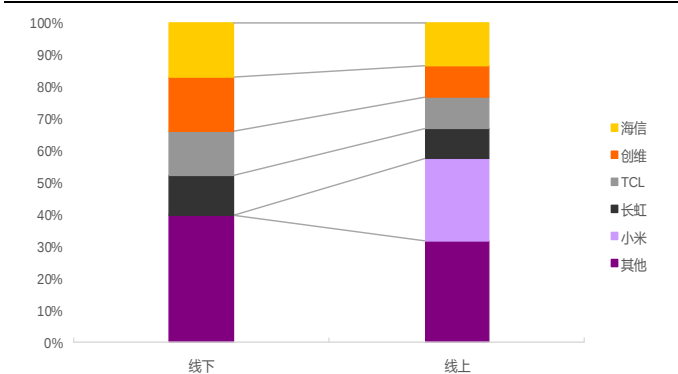


资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算

那么渠道更迭对竞争格局的影响就显而易见了：即通过打破原有产业链的价值分配，给新品牌突破的空间与机会。近年来，家电行业各子行业，均出现了因电商崛起导致的品牌格局变化，即使是制造与产业链壁垒相对强势的白电产业，也出现了奥克斯这样的黑马。举例而言：

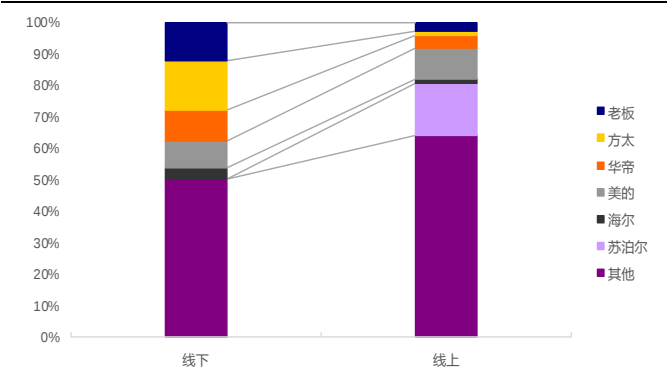
1) 电商打破了线下渠道的信息不透明与投入壁垒。等于绕过了传统厂商的先发优势，其他行业新进入者打造爆款单品即可通过电商渠道放量，因此我们可以看到一些产品差异化相对较低、品牌集中度还不够高的行业，线上集中度明显低于线下，新品牌普遍从线上开始突破，如近年来的黑电/厨电。

图 29：2018 年电视机线上线下品牌份额对比



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

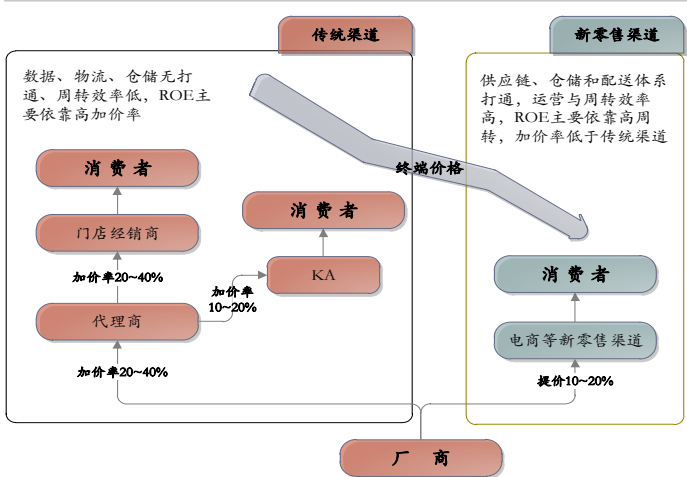
图 30：2018 年燃气灶线上线下品牌份额对比



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

2) 电商的扁平层级与极高的运营效率，在同等 ROE 的情况下，加价率低于传统渠道，带来产业链效率的优化。

图 31：新零售渠道对传统渠道的冲击与替代



资料来源：光大证券研究所绘制

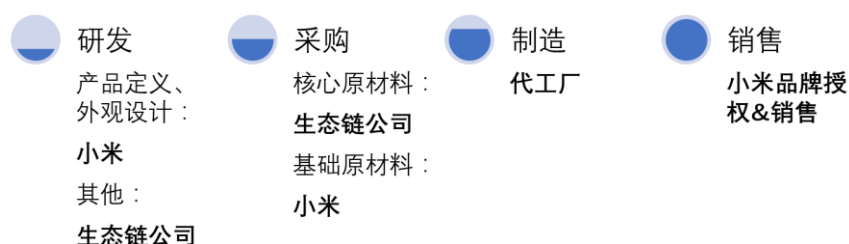
接下来我们会分享三个不同的产业案例，不仅包括近两年大热的“小米”，也包括传统品牌中的跨界者。这些看似毫不相干的产品和品牌，背后其实都是渠道变迁大背景下，利用产业变革机会迅速崛起的案例。

2.3.1、新品牌借助渠道变革崛起案例——小米生态链

小米生态链是渠道变革影响竞争格局的典型案列。“小米”其实可以定义为一种模式或现象，近年来涌现的小米、网易严选、京东京造，本质上是类似的，均是消费品渠道变革背景下的产物。“小米们”能够成功的本质原因也是因为过去耐用消费品的流通环节与分销模式非常低效，有太多不合理的成本与加价。而“小米们”通过整合供应链，为优质产能赋能（提供品牌、流量、渠道等），利用高效的运营能力与渠道，以较低的成本加价率和很高的性价比，将产品卖给消费者。

作为制造业大国，中国有众多优质制造产能，小米通过借助外部人才和制造红利，“轻”资产模式扩张。以家电为例，全球约 60~70% 左右大家电产能、80% 以上小家电产能集中在中国。小米通过投资孵化外部生态链企业的方式扩张品类，在流程中只把关生态链产品的产品定义、设计和销售等协同环节，把研发和生产等重资产环节均交给生态链公司和上游代工厂商完成，在动用的人力和资本都有限的情况，得以实现品类的快速扩张。2017 年生态链收入已达到 234 亿元，但小米生态链部门仅有 955 人。

图 32：小米生态链产品的大部分环节依靠外部人才和制造资源

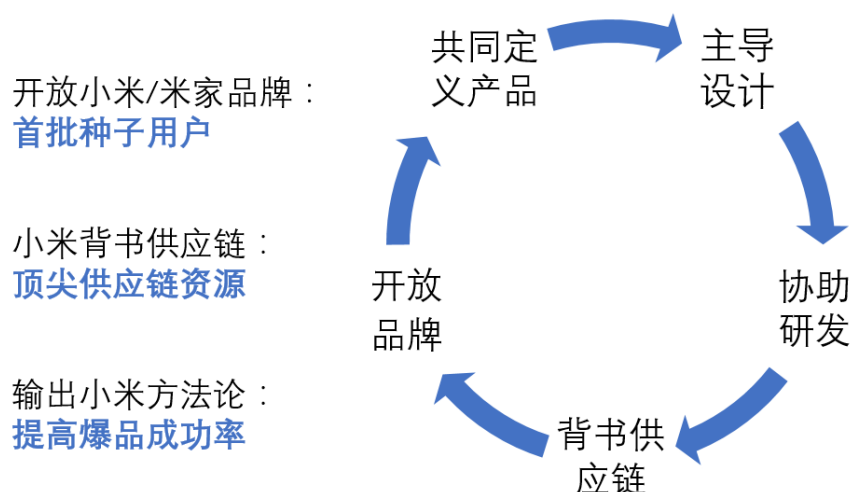


资料来源：光大证券研究所

在过去的产业环境与渠道环境下，消费品公司最核心的能力是渠道力（对于消费者而言，能够买到什么品牌的产品取决于哪个品牌将店开到了家门口），而线下渠道资源被已经通过持续投入建立了分销体系的传统龙头公司把控。众多公司即使有能力做出优质的产品，缺乏渠道、品牌资源依然只能在产业链扮演代工者的角色。渠道变革为“小米们”，也为这些优质制造产能提供了弯道超车的机会。

1) 小米通过向生态链企业输出产品定义、设计、品牌能力。小米为生态链企业提供全方位的创业支持，与生态链企业共同定义产品、主导设计、协助研发、背书供应链，最后为通过小米内测的产品按类别开放米家和小米两个品牌。只要能做出符合小米要求的产品，生态链体系帮助创业公司解决首批种子用户、供应链资源和产品成功率三个大难题，只要能做出符合小米方法论的产品，首款产品的成功概率大大提升。

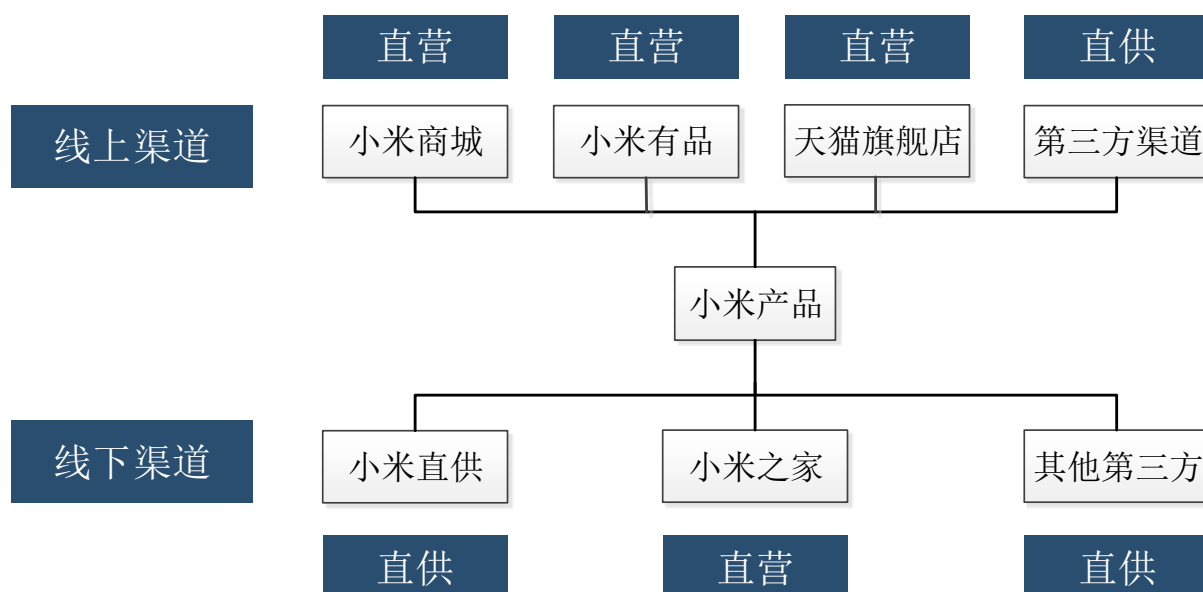
图 33：小米生态链为生态链企业提供诸多帮助



资料来源：洪华、董军《小米生态链战地笔记》，光大证券研究所

2) 小米同时提供了扁平、高效的零售渠道。小米的渠道均为直营直供，中间商不多于一层。线上渠道以小米商城、小米有品、天猫旗舰店三大直营渠道为主，并辅以京东、苏宁等第三方渠道，线下渠道以直营的小米之家为主，为了加快对渠道的覆盖，小米还进驻了部分电器连锁，并推出小米直供体系（小米小店）作为补充。即使是第三方渠道，小米都选择直供，保证中间商不多于一层。

图 34：小米渠道均为小米直营直供



资料来源：公司公告，光大证券研究所

高效渠道带来了突出的性价比优势：渠道效率+诚实定价，定倍率控制在 2 倍以内。小米生态链只有代工制造和小米渠道两个加价环节，由于自营渠道效率较高，且遵循诚实定价原则，而传统家电渠道由于层级较多，而且按照利润导向定价。综合来看，小米生态链产品的定倍率应该在 1.2 到 2 之间，远低于传统家电渠道体系的定倍率。

图 35：小米生态链产品的定倍率控制在 2 倍以内



经测算，小米生态链产品的定倍率在 1.2 到 2.0 之间

资料来源：洪华、董军《小米生态链战地笔记》，光大证券研究所

“小米”模式在哪些市场容易成功？我们总结，大部分小米成功的产品满足以下两个维度：1) 该产品技术壁垒相对较低，或制造产能较为富余，能够找到相对优质的制造型公司；2) 该产品流通环节较为低效，存在相对不合理的加价或过高的利润空间。在这两个维度下的行业，由于小米生态链产品既有品质保障，又能实现较低的加价率，往往能够直击消费痛点，一举放量，例如电视机、充电宝、净水器、空气净化器等。而对于有一定技术和制造壁垒的大白电，突破就相对没那么容易。

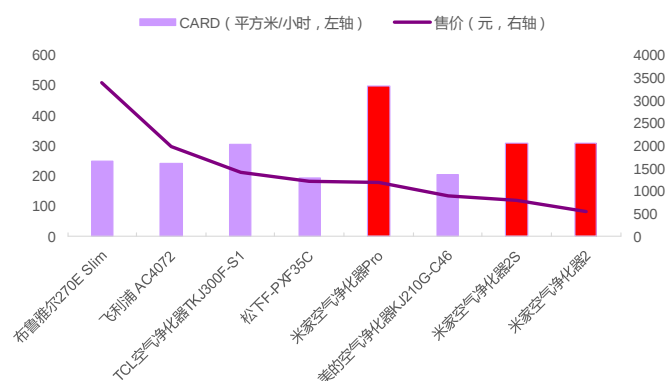
表 1：小米/米家旗下多款产品性价比优势凸显（元）

产品类别	产品名称	定价	主流品牌价格区间
IH 电饭煲	米家 IH 电饭煲 3L	399	500-2000
扫地机器人（全局规划式）	米家扫地机器人	1699	2000-8000
净水器	小米净水器 1A（厨下式）	1499	2000-5000
空气净化器	小米空气净化器 2	699	2000-10000

资料来源：淘宝网，光大证券研究所

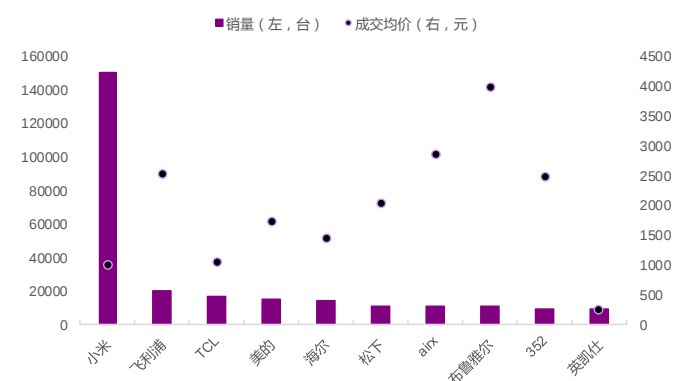
小米空净案例：2017 年全市场市占率接近 50%。据中怡康统计，2017 年全市场空净零售量 654 万台。智米披露 2017 年小米空净销量 300 万台，推算小米空净市占率接近 50%。从淘宝系数据来看，小米空净的销量牢牢占据空净类市占率第一，且显著领先第二名。

图 36：小米空净的性价比直观感受很高



资料来源：天猫，光大证券研究所

图 37：小米空净占据淘宝系销量第一

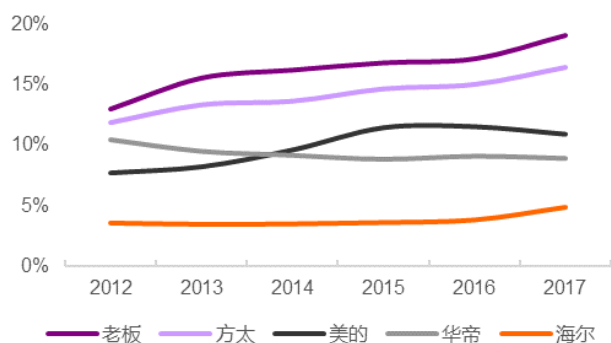


资料来源：淘数据，光大证券研究所。数据为 2018 年前 11 月累计

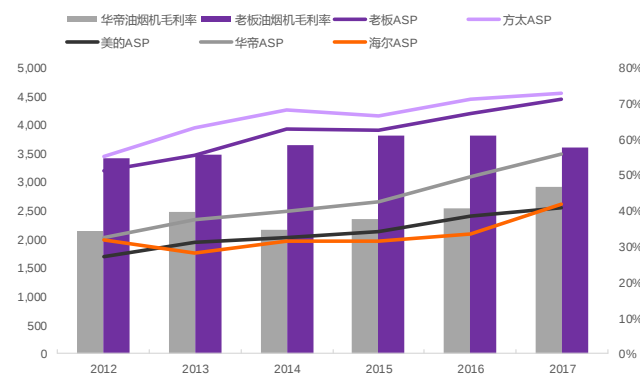
2.3.2、新品牌借助渠道变革崛起案例——苏泊尔厨电

厨电，是最近两年来竞争格局被电商显著影响的另一个典型案例。在电商尚未大幅兴起时，厨电品牌厂商主要通过线下 KA 渠道以及经销商开设的专卖店进行销售。老板、方太等龙头公司借助自身的品牌优势，利用高毛利率高费用率的模式，对 KA 渠道大举投入，建立渠道进入的壁垒。因此过去数年线下渠道格局均相对稳定，厂商价位段区隔显著，盈利能力稳步提升。

图 38：过去五年龙头线下零售量份额稳步提升



资料来源：中怡康，光大证券研究所

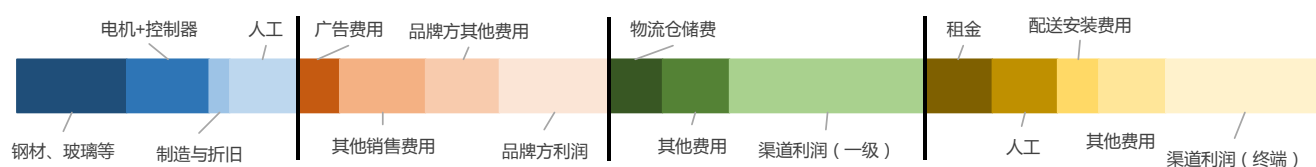
图 39：过去五年龙头 ASP 与盈利能力稳步提升
(单位：元)

资料来源：Wind，中怡康，光大证券研究所

但从油烟机的产业链价值分配来看，厨电渠道层面的价值占比与盈利水平在耐用消费品里均属于较高的水平。我们下图以国内几家龙头公司的产业链价值分配为例，油烟机生产成本占产业链价值为 20% 左右，成本加价率达到 5 倍甚至更高。分销体系整体分为两级，各级渠道的盈利水平平均较高。

图 40：油烟机产业链价值拆分

油烟机产业链价值拆分



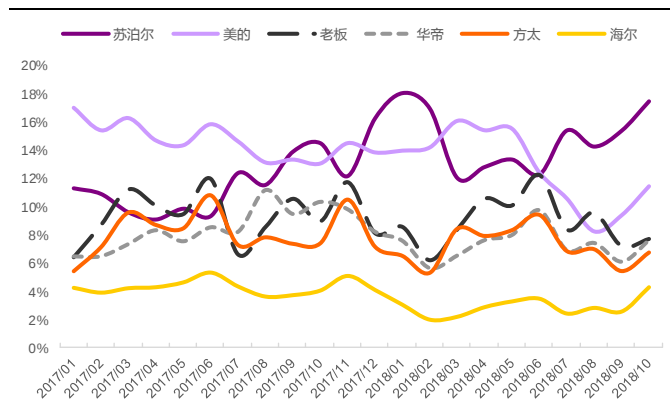
资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算

电商渠道的崛起给了其他品牌迅速切入产业的机会与时间窗口。电商能够绕过线下渠道的建设直达用户，并且厨电的线上加价率远低于线下传统渠道，带动线上销售占比持续提升。随着越来越多的品牌利用线上市场切入行业，厨电线上均价从 2018 年开始出现一定的压力，市场集中度也趋于分散。

苏泊尔 2014 年开始研究大厨电产业机会，2017~18 通过清晰的定位，利用电商红利迅速做大，从 0 到 1 成为行业重要玩家。公司发展初期，将资源集中在电商渠道，瞄准千元以下灶具，1000~2000 元烟机这一缺乏知名品牌的空白价位段，在电商平台迅速做大，三年之内做成超 10 亿元的大单品。

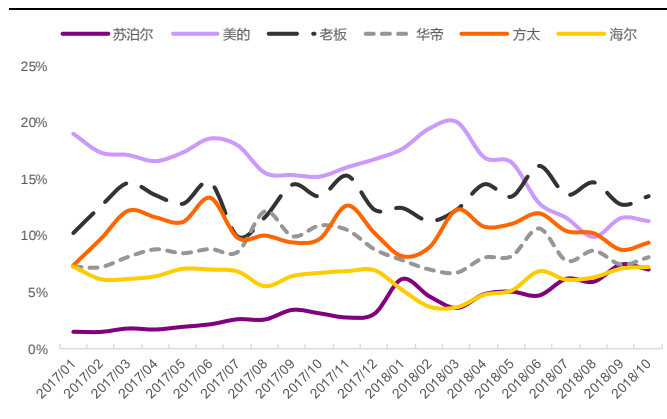
后续自建产能、发展线下渠道、完善产品线，有望继续做大，成为行业重要参与者，是利用渠道变革改变产业格局的重要案例。

图 41：灶具线上市场零售量份额变化



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 42：油烟机线上市场零售量份额变化



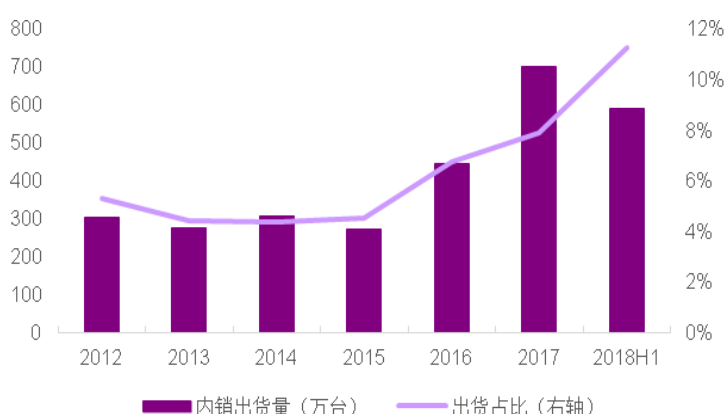
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

2.3.3、新品牌借助渠道变革崛起案例——奥克斯

空调，作为耐用消费品里竞争格局最好、寡头地位牢固的行业，近年来也诞生了奥克斯这匹黑马，充分印证了渠道变革对竞争格局的影响。

奥克斯 1994 年便已成立，但其实 2016 年前，销量一直在 300 万套左右徘徊不前。2016 年，奥克斯紧跟电商渠道崛起的浪潮，其低价产品通过线上渠道快速放量，市场份额不断提升。2017 年奥克斯电商渠道产品销量位居行业第一。同年公司更是公布之前开工的工厂将于年底投产，空调产能由原来的 700 万套提升为 1200 万套。截至 2018 年上半年，奥克斯内销出货份额达 11.25%，直逼市场前三（排名第三的青岛海尔 2018 上半年份额为 11.73%）。

图 43：奥克斯空调份额已逼近行业前三



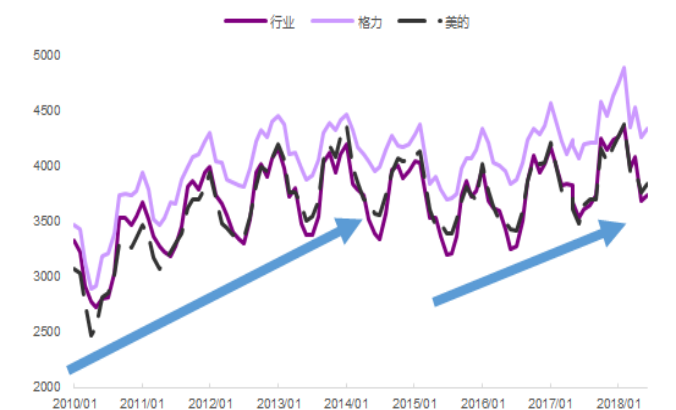
资料来源：产业在线，Wind

其实在 2016 年奥克斯崛起之前，市场普遍认为空调行业格局已经稳定，那么奥克斯又是怎样在这种市场环境下作为黑马发展至今的呢？

- 1) 更加宽松的竞争环境与持续提升的盈利水平。随着空调寡头格局形成后，叠加 2012~16 年市场需求增速放缓，龙头品牌对规模增长以

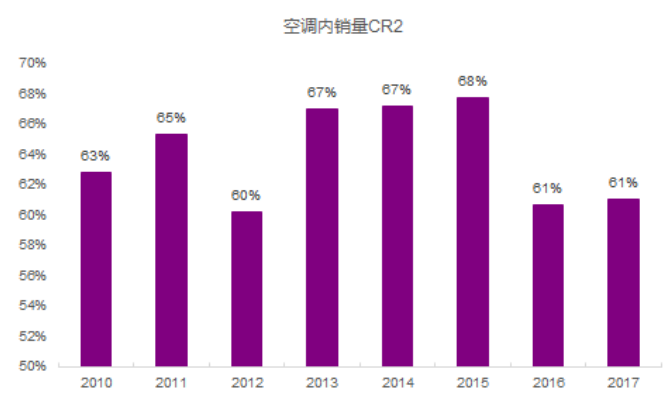
及份额的诉求下降,转而追求利润率的提升。因此 2010 年以来 CR2 就不再明显提升,行业均价持续上行,叠加 17 年之前原材料价格的下降,盈利能力持续提升,产业链利润较厚,给二三线品牌留下了生存空间。以 2017 年为例,格力电器的净利率已经达到了 15%,内销净利率估计达到了 17%以上。

图 44: 2010 年以来格力美的引领行业均价上行(元)



资料来源: Wind, 产业在线, 中怡康。数据截至 2018 年 6 月

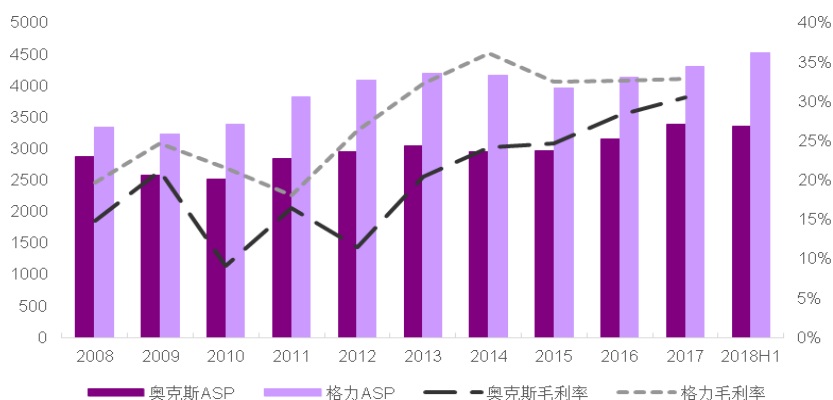
图 45: 空调内销量 CR2 近几年没有进一步上升



资料来源: Wind, 产业在线, 中怡康

2) 宽松的竞争格局是基础,本质上带来奥克斯崛起风口的是电商渠道红利。正如上文提到的,电商对传统渠道而言,最核心的特点是渠道效率高,从而在价格这一渠道比拼的关键维度上产生了优势。在同等 ROE 水平的情况下加价率远低于传统渠道。同等品质的产品,消费者自然有意愿选择价格更低的。所以主要依托线上渠道进行销售的奥克斯能够以更低的成本将产品输送至 C 端,进而快速打开低价市场。

图 46: 奥克斯在电商渠道改革推动下迅速成长(左轴单位: 元)

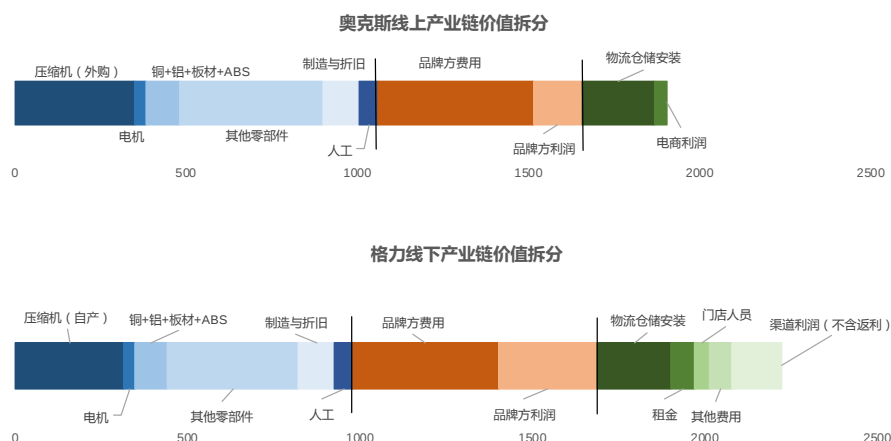


资料来源: 产业在线, Wind

我们用下面这一张产业链价值对比图可以清晰地展现奥克斯与格力的差异。在同款产品的假设下(以奥克斯的单位成本作为样本基础),格力产业链一体化以及规模优势带来更低的成本,我们估算单台成本比奥克斯低 8~10%左右。但在以下两个层面,奥克斯实现了成本费用的节约,带来了突出的性价比优势: 1) 格力线下渠道存在销售公司、代理商、经销商多个层级,以及支撑多层级销售渠道所需的各类费用、盈利;奥克斯直接通过电商渠道进行销售,而主流电商平台的空调加价率普遍在 15%左右。2) 上市公

司层面，格力目前坐拥 17% 左右净利率，而奥克斯空调内销净利率在 7% 左右。

图 47：奥克斯、格力产业链价值拆分对比



资料来源：中怡康，产业在线，wind，光大证券研究所。注：为便于作图比较，我们将格力线下多个层级的价值分配统一画在一个环节。

3、家电渠道变革方向：从分销模式走向高效零售

3.1、如何定义“高效零售”？

3.1.1、打通渠道信息流，直面消费者

既然从分销转向零售，第一件事就是要打通从生产端到消费者这一整条渠道的信息流。通过互联网的工具与信息系统的建立，全面了解终端零售情况以及产业链库存水平，以需求驱动生产。这样带来的好处显而易见，不仅能够更加敏锐的把握需求变化，做出击中消费者痛点的优质产品，同时能够降低整条产业链上的库存水平，减少冗余的仓储、运营费用，提升周转效率，驱动全产业链 ROE 的提升。

近些年，领先的龙头公司已经在持续改造传统分销产业链，建立打通到消费者端的数据系统。例如海尔现在的巨商汇、e-store 系统，已经实现了对服务商（一级代理商）以及直营客户（一级经销商）的进销存管控，并开始向乡镇网点客户（二级）推广“易理货”系统；美的集团的“美云销”系统已经实现代理商层面的进销存管控以及经销商的订货，对经销商零售端的打通也在持续推进中；欧普照明也已通过数据系统实现了对运营商（一级代理）进销存管控，并试点推广对终端门店的数据打通。

对渠道信息流的掌控要求厂商对 IT 系统持续投入，并要对经销商有较强的控制力，并非一日之功。目前各上市公司在推进信息化时遇到的典型问题是：1) 经销商并不愿意让厂商知晓自身的经营与盈利情况，因此对信息流的打通存在抗拒心理；2) 一些低线城市的乡镇网点受制于区域经济发展水平与日常使用习惯，并不按照系统要求进行操作。因此并非启用数据系统就能实现完全的信息流打通，过程中不仅需要厂商对渠道体系有较强的掌控能力，同时系统不断迭代更新、简化操作，最终真正实现有效打通。

表 2：目前重点龙头公司的数据化系统一览

公司	代理商进销存系统	二级客户进销存系统
美的集团	美云销	美云销
青岛海尔	巨商汇、E-store 等	易理货
欧普照明	A8 等	欧管家、欧立方等

资料来源：光大证券研究所

3.1.2、强化品类扩张与协同，降低单位渠道成本

根据上文的产业链拆分测算，大家电单位渠道成本中，人员及营销费用、仓储物流、租金占比达到 70% 以上。其中人员及营销费用指的是上市公司及各级渠道为提供销售支持所支付的人员工资以及相关的营销引流成本；仓储物流费用指的是从工厂到各地销售公司/代理商仓储、销司/代理商配送至经销商、经销商最后一公里的各级仓库以及配送费用。渠道效率的提升离不开这些主要渠道成本的下降。

表 3：大家电细分品类渠道成本构成

细分品类	人员费用占比	仓储物流及安装占比	租金占比
空调	25~30%	25~30%	10~15%
冰洗	25~30%	20~25%	15~20%

资料来源：光大证券研究所估算

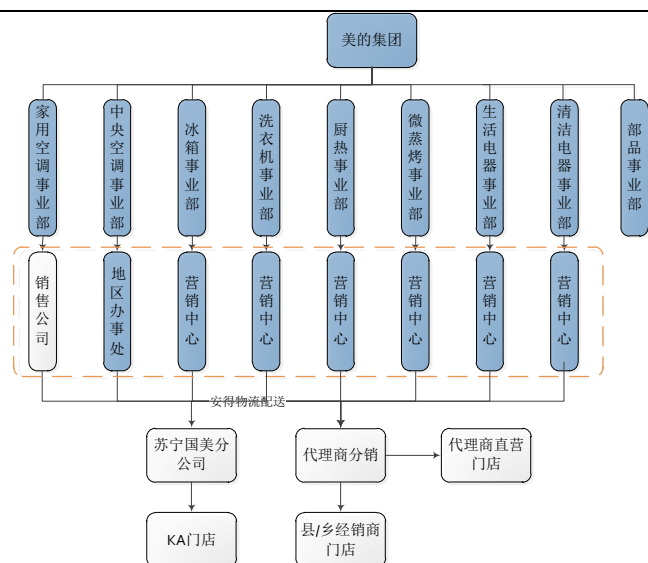
多品类、多品牌融合能够有效提高坪效，并降低人员费用（包括营销引流成本）、租金这类单位渠道成本，以及最终的加价率。在行业粗放发展的时代，家电公司普遍以单品扩张为主，未来要想实现渠道效率的革命性提升，品类协同是尤为重要的抓手。

我们以目前大家电里品类/品牌融合做的相对较好的海尔为例，在我们调研的中西部典型地区，海尔市区大店（苏宁国美等 KA 店）坪效可以达到 5~8 万，远超行业平均，三四线地区（包括县级城市）的专卖店也普遍可以做到 2~3 万甚至更高。品类充分融合后，销售管理人员的配置上也可以做到更高效率。因此，海尔的直营经销商（由销售公司对接，只做门店零售）加价率无论和 KA 或线上相比均已较为接近。

过去二十年是各品类家电需求高速扩张的时代，为了快速灵活的做大单品规模，家电公司普遍是单品事业部的架构，各品类独立考核、独立发展渠道（当然大家电较高的价值量也给了单品独立渠道得以存活的基础），美的集团将事业部架构充分发挥的典范。海尔则经过多年摸索逐步形成了相对复杂的矩阵式管理架构，以实现多品类/多品牌的渠道协同。我们用下面两张图清晰的表现了两家公司当前组织架构的差异，未来围绕品类协同的组织架构变革将是家电公司最重要的战略方向之一。

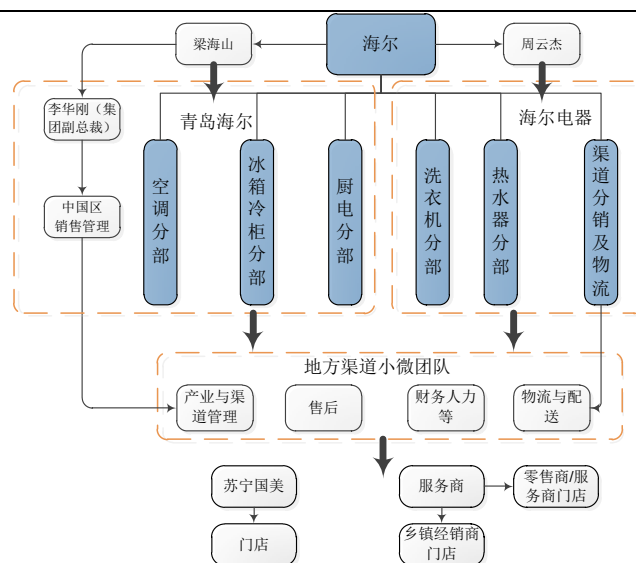
注：空调是大家电中坪效最高的优质单品特例，主要体现在大量工程机销售并不需要门店陈列，经销商个体的销售规模也因此大幅提升，降低了单位渠道成本（特别是租金）。

图 48：美的集团管理架构图表（不涉及财务结算关系）



资料来源：光大证券研究所绘制

图 49：青岛海尔管理架构图表（不涉及财务结算关系）



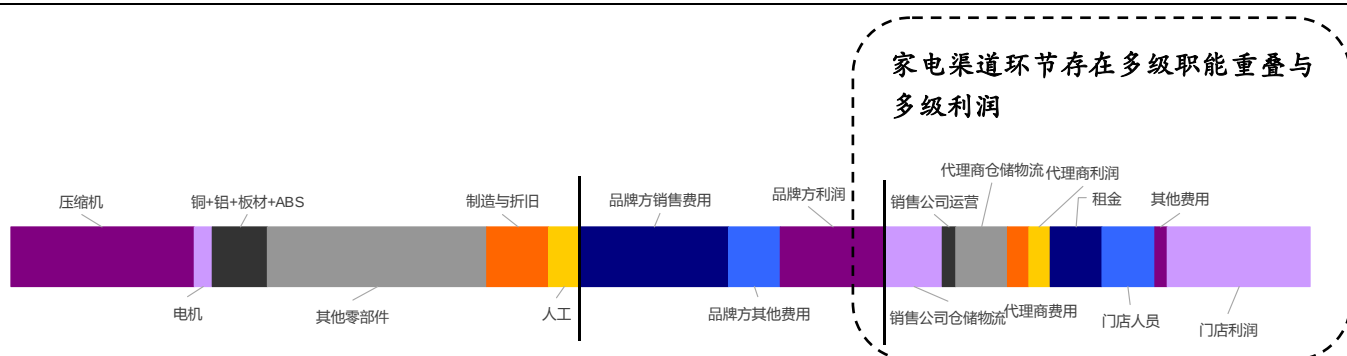
资料来源：光大证券研究所绘制

3.1.3、打通供应链，管理下沉，走向“类直营”

我们从空调早期的产业链价值拆分可以看出，渠道的各类职能分别由不同的渠道层级来承担。其中，销售公司承担着从工厂到省级区域的干线仓储物流，以及各地的经营管理职能；代理商承担从省级仓储到地县市的二级仓储物流，以及部分分销职能；经销商则负责终端的门店经营与零售职能。同时各级渠道也同时承担着各自的资金投入与现金流任务。

多级渠道存在大量冗余费用与不合理利润，渠道层级存在大幅整合简化空间。前期我们提到，家电分销模式的低效原因之一便是层级过多，各级之间费用投放冗余不高效，并且都需要有一定合理利润。如果将很多职能与投入进行统一的统筹和管理，势必带来渠道层级的减少和产业链效率的大幅提升。事实上，最能够全面管控渠道，实现渠道价值最优解的模式便是直营模式。服装领域的 ZARA、优衣库，家居领域的宜家，包括现阶段一二线城市的小米之家，均是通过直营模式实现渠道统一高效管理的典型案例。

图 50：早年空调产业链价值拆分（渠道各层级分别承担着不同的职能）



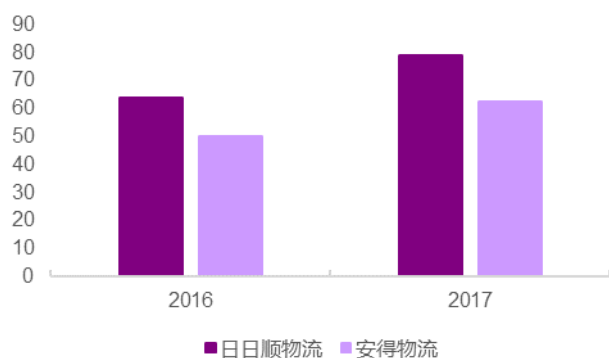
资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算

中国复杂的地理环境与人口密度、局域经济发展不均衡的特征决定了纯直营模式无法全面复制，“类直营”模式应该是未来的发展方向。“类直营”

的定义是，本质上仍是经销商模式，但产业链特征与管理方式与直营接近。例如：

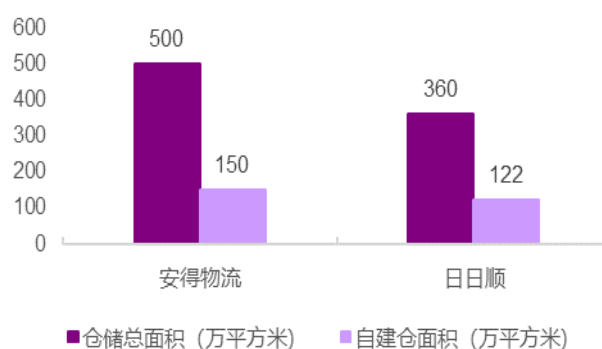
- 1) **打通供应链：将需求反馈与订单、生产制造、仓储物流配送（从工厂到门店）一整条供应链全面打通。**这样不仅减少了费用多级投放，并且以需求驱动生产，降低了库存及仓储费用，提升了整条产业链的效率。背后当然也需要前文提到的信息流打通作为基础。规模效应高、综合能力强的企业会选择自建物流体系实现供应链打通，例如美的/海尔体内目前均有独立的大件物流公司并实现代理商、经销商仓储的全面接入；规模相对较小的企业，无论是借助第三方，还是自身的经销商体系，也需要全面打通仓储物流，实现高效运营。

图 51：美的、海尔物流业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所估算

图 52：美的、海尔物流仓储面积

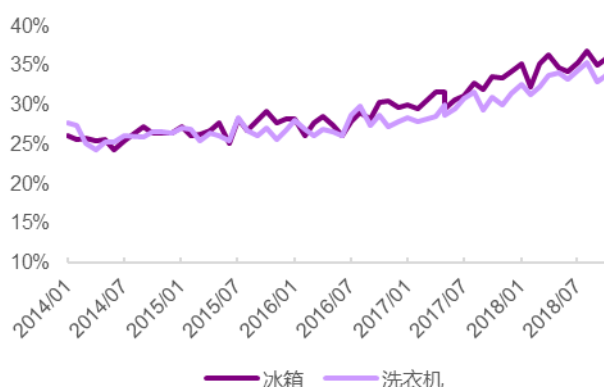


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

- 2) **管理进一步下沉，经销商职能弱化，厂商指导零售。**如果我们将渠道代理商/经销商的职能分为投资、分销（即仓储物流）、门店经营管理这三类，随着企业自身物流体系或供应链的能力与覆盖面逐步加强，代理商的分销职能将逐步弱化甚至消失。此外，为了进一步强化终端零售能力，而不仅是依靠经销商个体做零售，厂商的销售人员将直接参与到终端门店的经营管理上去。

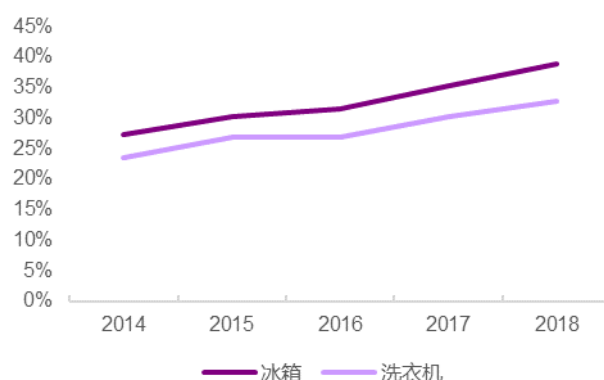
目前家电行业中海尔已实现以门店零售额考核自身销售人员，从而做到以体系化、标准化的方式（门店装修及陈列、导购话术、活动推广、客户维护等多方面）指导终端零售的目的，在渠道体系理顺后，市场份额实现了快速有效的提升。方太公司的渠道管理模式也值得借鉴：经销商只保留投资职能，公司给予经销商稳定且相对合理的回报，但门店经营管理全部由公司的销售人员负责。此外，即将上市的公牛，也是依靠精细化的渠道与门店管理，在开关、插排这两类小市场，在五金店这种不起眼的街边小网点，成长为细分领域龙头，做到了年收入超过 70 亿的水平。

图 53：海尔冰箱洗衣机零售额份额变化



资料来源：中怡康，光大证券研究所。数据截至 2018 年 11 月

图 54：海尔冰箱洗衣机高端市场零售量份额变化



资料来源：中怡康，光大证券研究所。注：冰箱中价格在 6200 元以上定义为高端市场，洗衣机中价格在 4500 元以上定义为高端市场。

3.2、如何判断家电渠道格局的变化趋势？

在渠道变革的大潮下，未来家电的渠道格局会怎样演变，以及对竞争格局还会有怎样潜移默化的影响？苏宁/国美在 2005~2010 年间曾进行过第一轮渠道下沉的尝试，彼时受制于经济发展水平与物流成本的制约，下沉并未成功，近两年家电连锁为了寻求新一轮增长开始重启渠道下沉，物流成本有所下降后，这轮下沉是否能够成功？家电经销商体系是否会受到冲击？电商平台、线上品牌（小米、奥克斯）也在尝试走向线下，又会遇到怎样的挑战？这是我们这一章节想要回答的问题。

我们认为，渠道之间竞争的本质是看效率和终端的资本回报率（ROIC）两个维度。用通俗的话说，就是以相对低的加价率，建立起一个高效且具备零售能力，同时能够正常盈利（经销商有钱赚）的渠道网络，将产品送达消费者。

3.2.1、效率比拼进一步提升线下竞争门槛

首先是效率，如上文所述，最终表现为消费者为线下渠道所支付的成本（产业链价值）。家电作为典型的功能型耐用消费品（大家电尤甚），同等性能、质量的情况下，价格是消费者购买的重要驱动因素。前面我们已经论述了多个通过降低渠道流通成本，增加消费者剩余，从而带来份额大幅提升的典型案例。因此，渠道格局是否进入稳态核心的要素是各个平台效率即价格体系能否接近一致。

对于现有品类/品牌而言，自身渠道效率越高，加价率越低，受渠道变革/新渠道冲击就越小。例如需求较早进入成熟期的冰洗行业，海尔、美的均已逐步践行渠道效率升级（海尔的按需即供、小天鹅的 T+3 模式），现阶段线下已相对高效，受电商冲击就较小，线上/线下同款产品价差较低，增速也接近趋同。而线下渠道加价率相对较高（除去一些必需的仓储物流、人员管理费表用之外）的品类，受电商等新零售平台冲击就相对明显。

表 4：当前不同家电品类渠道加价率对比

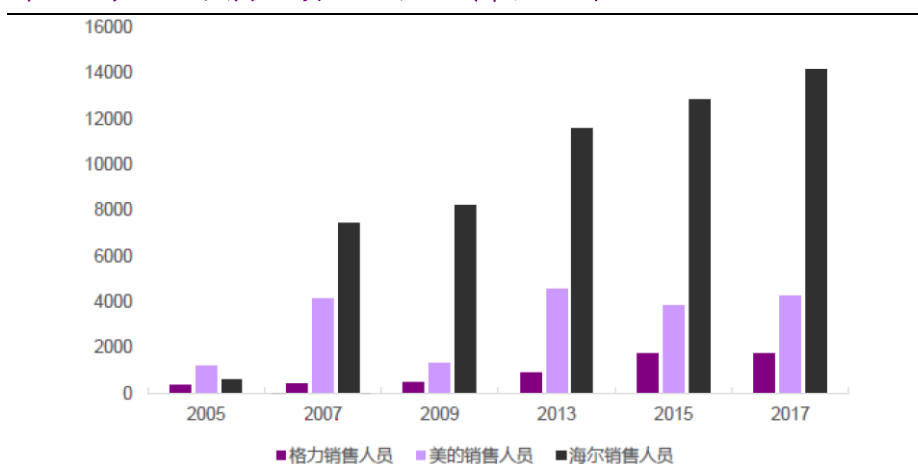
	空调	冰洗	厨电	小家电
线下	25~35%	20~30%	100~200%	60~100%
线上	15~25%	15~25%	25~40%	40~50%

资料来源：光大证券研究所根据调研情况估算

对于上一张表的数据，我们需要强调的是：并不是加价率越低就一定代表着是正确的模式，也要考虑产品本身的属性和消费者购买的驱动因素。例如，白电消费者购买频次低，付出的价格高，因此对价格会更加关注；同时单品价值高、市场集中度高，品牌和渠道都具备规模效应，渠道具备独立性、坪效也较高，因此白电的渠道加价率就相对较低。相反，小家电在上述表格中虽然渠道加价率高，但主要因为其购买频次高、单价低，相应价格就不敏感，就近购买、冲动购买的因素居多；同时因为单品价格低、坪效低，渠道往往是综合性渠道而非独立运作，加价率也因此相应较高。

下一轮的竞争将从线上转下线下：真正做到“高效零售”，需要投入与管理门槛，既会使一些优质公司的壁垒变得更强大，也会有一些新公司脱颖而出。要做到“高效零售”，既需要 IT/物流/供应链的持续投入与整合，资本投入不是几千万就可以解决的问题；而管理下沉到 C 端也意味着品牌商需要投入更多的销售管理人员，建立精细化的管理模式。例如渠道模式相对扁平的海尔、公牛等公司普遍销售人员数量要高于同行，供应链高度整合的 ZARA 甚至会每年投入数十亿资本开支维护自建的飞机机队。

图 55：家电公司销售人员数量对比（单位：人）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2.2、终端资本回报率也不容忽视

效率升级并不意味着一味降低加价率，终端的资本回报率也不容忽视。商业的本质离不开盈利，即使是渠道全部自营，终端的盈利模型也是需要独立成立的，更何况我们前面已经提到，中国的市场环境，纯直营模式是无法复制到广阔的三四级市场的。因此，效率提升的同时也需要考虑，如何保证终端（无论是以经销商还是以门店为单位）依旧能够获得相对合理的资本回报率？

以我们近期的渠道调研作为案例，三大白电龙头的专卖店体系之所以能够与 KA、电商分庭抗礼，本质上便是在渠道加价率相对不高的情况下，依然实现了较高的终端资本回报率，使得经销商有钱赚。

1) 首先,专卖店模式得以成立的根基在于:由于中国特殊的经济环境与区域差异,三四线城市零售商的大店模式坪效没有优势。与零售商上一轮下沉相比,这几年随着物流成本有所下降,部分零售商开始重启三四线大店战略。但我们调研了部分零售商在中西部县级市场开的大店(普遍面积1000~2000平左右),运营三年左右坪效在1~1.5万左右,从坪效和盈利来说还是要比市区门店低很多,也落后于龙头经销商门店,投资回报率较低。我们认为本质原因可能是因为人口密度和客流量的差异,中国的渠道业态会远比城镇化率较高、人口密度平均的发达国家更为复杂。

2) 三大白电的专卖店体系依旧稳定。从调研来看,格力因为在空调单品领域极强的品牌地位,以及特殊的渠道模式(工程机等),经销商体系坪效与盈利依旧强大;海尔在冰洗领域中高端产品、品牌的差异化,以及这些年渠道转型带来的体系化做零售的能力、品类协同优势使得其能够更加坦然的面对渠道变化(例如海尔既在KA门店可以做到30%的零售额占比,也可以直接在KA附近开设专卖店,不同的渠道加价率和价格体系基本一致)。

对比不同品类与公司的终端 ROIC,我们可以探究其渠道模式得以成立的根源。一方面,自然是来自于高效零售转型带来的体系化零售能力、运营效率提升,另一方面,则是在各自领域的高份额和品牌号召力、产品多元化带来的引流与坪效优势。这也是我们后续思考企业商业模式与扩张能力的核心维度之一。

表 5: 家电/家居主要消费品渠道门店 ROIC 对比

ROIC 拆解模型	高端厨电	空调龙头	冰洗龙头	照明龙头	软体龙头	定制龙头
典型门店坪效(元/平方米)	1.5 万~2 万	3 万~4 万	1.5 万~2.5 万	6000~1 万	6000~1 万	1 万~1.5 万
典型门店面积(平方米)	150	200	300	400	400	300
零售额(税前,万元)	250~300	600~800	500~700	300~350	300~350	350~400
毛利率(含价外返利)	50%	25%	25%	45%	45%	50%
利润(万元)	50~60	80~100	60~80	30~40	25~30	30~35
净利率	15~20%	8~12%	8~12%	8~12%	6~10%	8~10%
存货周转次数	4	4	8	8	6	/
每经营周期投入(万元)	80~90	180~200	90~100	80~90	100~110	80~90
ROIC(每经营周期)	384%	236%	393%	234%	185%	237%
ROIC(年化)	31%	19%	31%	24%	17%	33%

资料来源:光大证券研究所根据渠道调研情况测算。注:经营周期指每个装修周期,家电假设为5年,照明和软体为4年,定制为3年。

从终端的资本回报率模型,我们也可以看得出来未来渠道 ROIC 与企业 ROE 的支撑要素的转变。渠道端,高效零售管理的行业,经销商将从过去的依靠高毛利率支撑投资回报率的模式,转向利用高坪效、高周转效率的方式,达到降低费用率,提高 ROIC 的目的。企业端的现金创造与高 ROE 也将告别过去渠道优势带来的经销商占款,转向高效现金周期、高效周转模式。

4、从家电看家居:深度零售整合,方能成就巨头

4.1、对比家电,家居是一门怎样的生意?

本篇报告,我们选取家居里最具代表意义的几个品类,分别是定制家居、软体家具、照明,结合其渠道及全产业链价值的特征,做具体分析。纵观市场过去阶段的行业研究,投资者的关注与分析重点往往集中在上市公司环

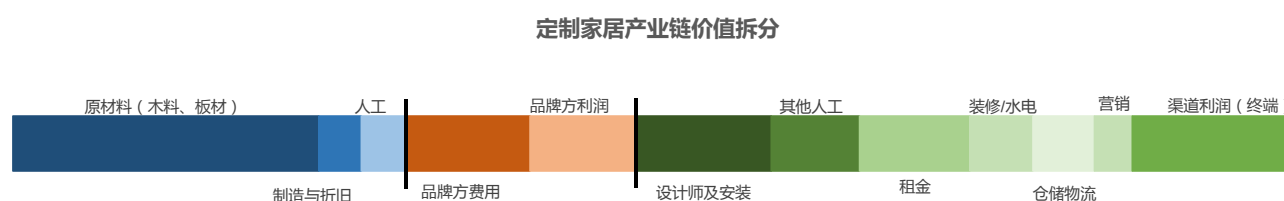
节。渠道虽然是产品销售的重要通路，但由于相对碎片化的结构以及较难获得的系统性数据，渠道研究往往也只是作为草根调研了解需求景气度的一种方式。

但对于家居这类服务属性以及渠道价值占比非常高的行业，对渠道的研究就不应局限于对需求的感知，将渠道的价值做具体的拆分，能够帮助我们更好的认清商业模式的本质，从而抓住行业发展与企业成长的核心变量。

通过对几种不同的家居品类做产业链价值的拆分，我们得到了以下几条关于家居商业模式的结论：

- 1) **与家电相比，家居产品非标程度更高。**无论是定制家居、软体家具，还是照明产品，消费者对产品的外观、材质、造型都有不同的审美需求，而不仅仅是功能属性。对应这些审美、材质、设计所产生的成本差异也较大，导致产品价格区间跨度较大，这是与家电的标品属性有本质区别的，也导致了家居产品普遍 SKU 较多，供应链管理相对复杂。
- 2) **产品制造端规模效应有限，或规模效应集中在标准品部分。**从家居各品类的成本拆分来看，中间的核心零部件占比不高，更多是直接外购原材料，进行一步加工，制作工艺或门槛相对家电要更低。同时因其非标属性，整体的制造端规模效应相对有限。或者部分厂家通过聚焦少量 SKU 的方式，来提高部分标准品的制造规模效应。
- 3) **渠道端职能和成本占比远超家电。**对比家居、家具、照明几个核心公司的产业链价值拆分，其渠道端的价值占比普遍高于家电，达到 50~60%左右，部分单品可能会更高。形成这一现象的原因我们会在下文分品类具体展现。

图 56：定制家居公司产业链价值拆分



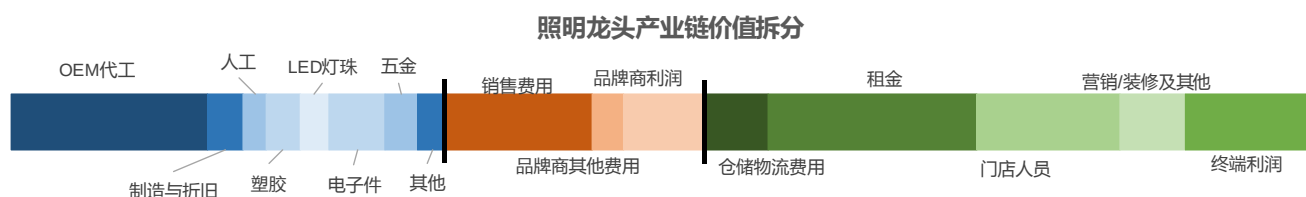
资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算

定制家居的最典型产业链特征是“制造+服务”双重属性。制造层面相较于家电这类工业制造品而言要相对简单，核心在于柔性供应链，即 SKU 数量和规模效应的平衡。另外，整个产品的组成并不仅仅只是制造环节，还包括测量设计、安装等服务环节，渠道整体的成本占到产业链成本的一半左右。相对应的，设计师/安装等人工成本、租金（因为坪效相对较低，导致单位租金成本高）也是整个产业链成本的重要组成部分。

这也解释了为何定制家居仅靠制造端成本优势是无法形成白电行业那样的集中度。即中小品牌在设计、租金等环节降低一定成本，即可抵消掉龙

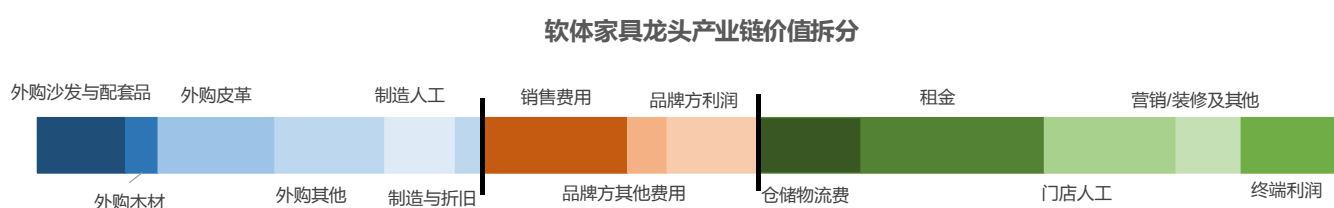
头公司制造端的成本优势，而消费者往往只关注最终的价格是否划算，而并不关心产业链成本如何在制造、服务环节进行分配。

图 57：家居照明行业（专卖店渠道）产业链价值拆分



资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算

图 58：软体家居公司产业链价值拆分



资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算

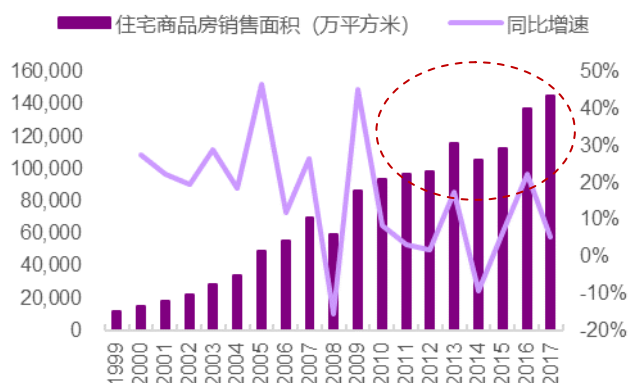
我们将家居照明和软体家具放在一起比较，主要是这两个产业链具有很高的相似度。一方面，产品端因为多 SKU 的非标品属性，导致供应链非常碎片化，这从成本构成上即可充分展现。另一方面，由于这两个行业目前的几个特性（价值量较低、集中度较低、所需展示面积较大），专卖店坪效普遍较低（平均 5000~8000 元/平方米左右）。因此渠道的单位成本，无论是单位租金还是单位人工费用，都显著高于其他耐用消费品品类。碎片化的供应链、高企的渠道成本，这也是这类行业过去难出大市值公司的根本原因。

4.2、如何理解当前家居行业的成长困境？

4.2.1、地产红利与开店红利暂缓

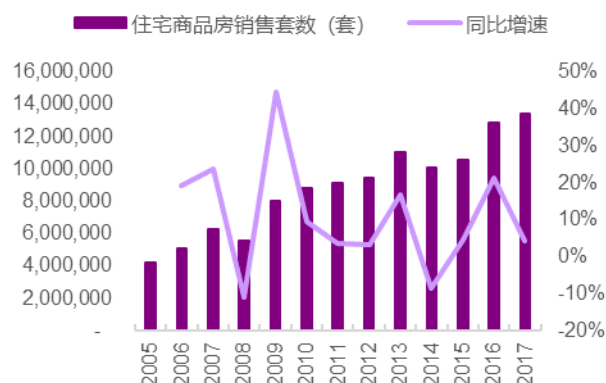
家居行业作为地产强相关行业，近 10 年的发展离不开房地产销量的高速增长。厨电、定制家居、LED 照明无一例外享受了最近 5~10 年房地产销量的高速增长。随着房地产销量接近历史峰值，后续行业增速将主要来自于各细分品类自身渗透率的提升，或品牌市场份额的提升，企业经营思路也将从增量主导逐步转向兼顾存量竞争。

图 59：中国商品住宅销售面积（万平方米）及增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 60：2005 年以来中国商品住宅销售量（套）及增速

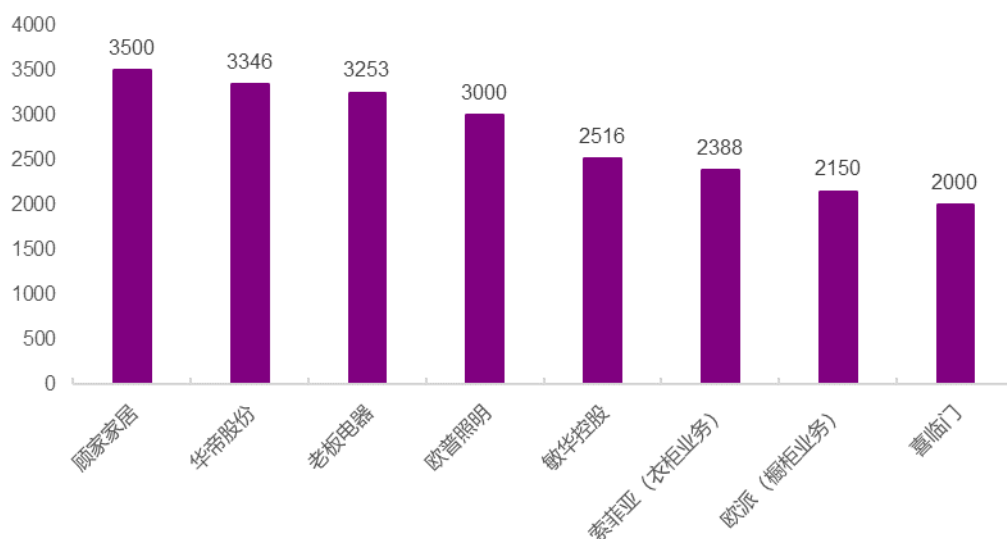


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

开店扩张短期进入瓶颈期：绕不开的 3000 家门店的魔咒？与普遍专卖店/网点数量达到 2~3 万的白电龙头不同，无论厨电、定制家居、品牌照明或是软体家居，当前龙头公司普遍收入体量均为 50~100 亿之间，并且当单品专卖店数量达到 3000~4000 家左右时，普遍会遇到开店数量的瓶颈。

当然，开店数量的短期停滞不前，与其行业集中度水平是分不开的。中国合计有 2876 个县级行政区（包括市辖区），3000 家店意味着已经基本完成了对县级以上区域的全覆盖，如果当前龙头公司的竞争优势和壁垒不足以让其他品牌退出市场，短期开店速度必然会遭遇瓶颈。只有当达到白电这般寡头式的市场集中度以及渠道覆盖面，才可能将网点数量达到数万家（覆盖乡镇级区域）。

图 61：家电家居类公司专卖店数量（家）



资料来源：公司年报，光大证券研究所。顾家、欧派数据来自于 2017 年年报，欧普数据为光大证券研究所估算，其他公司来自于 2018 年半年报。

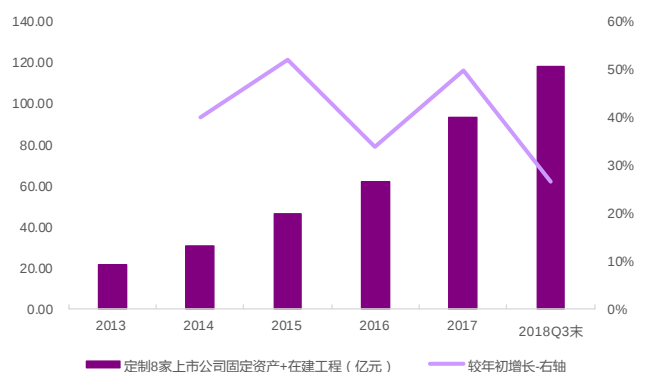
4.2.2、产品同质化/产能扩张导致的竞争边际加剧

当前家居行业公司普遍制造业属性较强，渠道以经销制为主，尚未出现对生产——零售全产业链深度整合的公司。以上文家居各细分行业的产业链价值拆分为例，当前家居行业上市公司对产业链的整合主要还集中在制造

端，优化供应链、建立柔性生产线、提升自动化幅度，从而逐步降低综合制造成本。

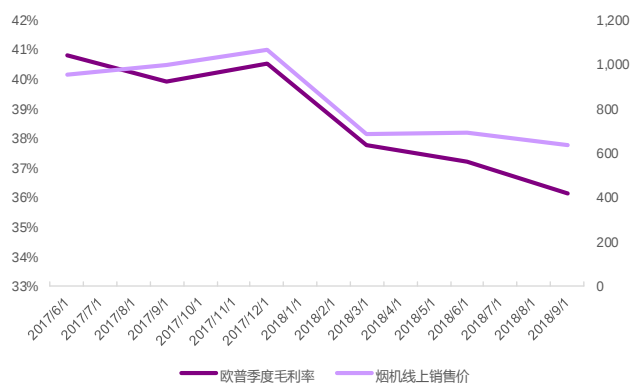
但我们也应看到，家居的制造门槛相较于家电更低，并且当前上市公司的渠道相关职能普遍由经销商来负责。在渠道端成本占产业链价值的比重远大于家电的情况下，如果不对渠道端职能、成本进行系统性的优化整合的话，如果仅凭制造端成本的优势，是不足以产生足够大的竞争壁垒促使中小品牌退出市场的。

图 62：定制家居公司固定资产与在建工程



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 63：家居行业产品均价（元）/公司毛利率变化



资料来源：淘数据，Wind，光大证券研究所

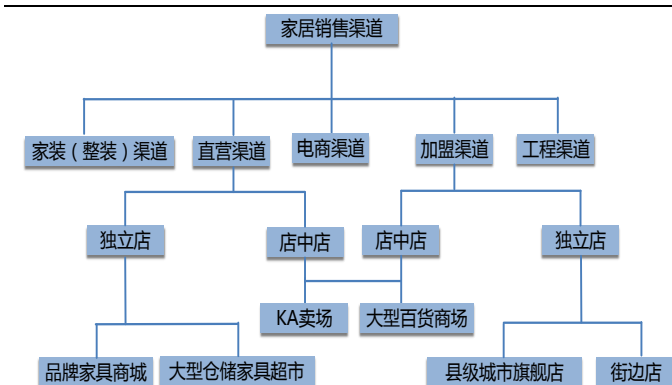
同时，由于前几年行业红利的持续释放，家居行业产能持续增加，当需求增速放缓之时竞争边际开始加剧。我们看到定制家居、照明、厨电等行业 2018 年来都出现了更多的新进入者，原有的品牌方也在不断增加产能，产品价格开始下降，行业竞争正在边际趋紧。

4.2.3、渠道碎片化带来的流量分散

几乎所有的消费品子行业，现在都在面临渠道多元化与流量分散的局面。其背后的本质原因是基础设施建设的发达、互联网的普及，使得消费者触达商品的途径更加简单快捷。在这一背景下，原先较为单一的获客途径，如家居行业的各类家居建材城、家电的线下 KA 卖场，开始被家装（整装）渠道、精装修、电商等新渠道分流。

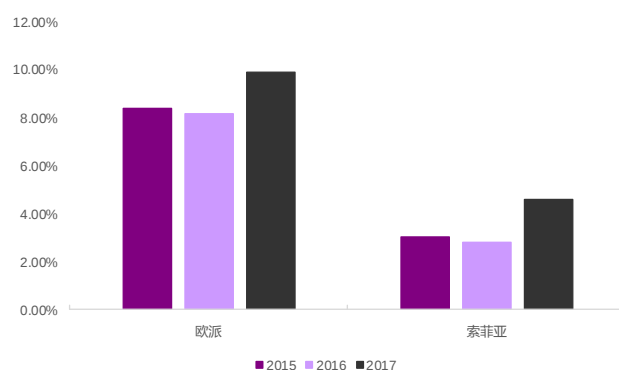
渠道的多元化，要求企业有更精细化的渠道管理能力，来解决各个渠道之间的流量与利益冲突。与第二部分家电行业的渠道变革分析类似，当原有的渠道运营与价值整合相对低效，需要较多的成本和费用时，新渠道往往会对传统渠道的产业链价值分配带来冲击，从而影响经营的稳定或带来竞争格局的变化。因此，越来越碎片化的渠道与获客方式，要求企业高效、精细地运营不同的渠道，并且通过好的架构设计解决流量与利益冲突问题。

图 64：家居行业目前面临的渠道多元化现状



资料来源：光大证券研究所绘制

图 65：定制家居当前工程渠道占收入比例



资料来源：Wind，光大证券研究所

4.3、从产业链特征寻找破局之道

与家电的渠道变革相似，我们认为家居行业也将逐步从前期的制造型企业向零售型企业过渡，将渠道端的职能和价值进行深度整合，从而降低单位渠道成本，实现规模效应与集中度的提升，最终诞生大市值的行业龙头。

表 6：家电/家居主要消费品渠道门店 ROIC 对比

ROIC 拆解模型	高端厨电	空调龙头	冰洗龙头	照明龙头	软体龙头	定制龙头
典型门店坪效	1.5 万~2 万	3 万~4 万	1.5 万~2.5 万	6000~1 万	6000~1 万	1 万~1.5 万
典型门店面积（平方米）	150	200	300	400	400	300
零售额（税前，万元）	250~300	600~800	500~700	300~350	300~350	350~400
毛利率（含价外返利）	50%	25%	25%	45%	45%	50%
利润（万元）	50~60	80~100	60~80	30~40	25~30	30~35
费用率	30~35%	12~15%	12~15%	33~38%	35~40%	38~42%
净利率	15~20%	8~12%	8~12%	8~12%	6~10%	8~10%
存货周转次数	4	4	8	8	6	/
每经营周期投入（万元）	80~90	180~200	90~100	80~90	100~110	80~90
ROIC（每经营周期）	384%	236%	393%	234%	185%	237%
ROIC（年化）	31%	19%	31%	24%	17%	33%

资料来源：光大证券研究所根据渠道调研情况测算。注：经营周期指每个装修周期，家电假设为 5 年，照明和软体为 4 年，定制为 3 年。

家居模式升级的本质与家电类似，即如何在满足经销商基本的投资回报率的情况下，实现较低的渠道加价率。通过不同消费品的 ROIC 对比，我们能够看出几个不同品类渠道模式的典型特点，其中白电龙头，以较低的渠道加价率水平，依然实现了较高的投资回报率。而家居各品类的典型特征均是：由于渠道所承担的职能与费用率较高，导致必须通过高加价率来保证经销商的回报。其背后的核心变革方向是坪效的提升与渠道职能的整合，从而带来单位费用的降低。

- 1) 品类扩张仍是现阶段家居企业提高坪效的有效方式。过去定制家居、软体家居企业多以单一品类的生产为主，如衣柜、橱柜、沙发等，但随着消费者购物习惯的改变及企业生产技术、供应链管理、品牌运营及研发能力的提升，家居企业逐步从单一品类向多品类生产发展。从企业层面来看，多品类销售一方面有利于促进各个品类之间的协同作用，达到互相引流的效果；另一方面，更重要的是，

在家居产品规模效应相对有限，不足以达到白电行业集中度的情况下，品类扩张和延伸将是打开企业成长天花板并提升客单值和坪效的重要抓手。

表 7：主要上市定制企业覆盖的产品品类

定制家居龙头企业	覆盖产品品类
索菲亚	全屋定制：衣柜、橱柜、木门、地板等； 配套品：窗帘、沙发、床垫等；
欧派家居	全屋定制：衣柜、橱柜、木门、卫浴等； 配套品：墙饰、沙发、床垫等；
尚品宅配	全屋定制：衣柜、橱柜、木门、卫浴等； 配套品：窗帘、沙发、床垫等；
好莱客	全屋定制：衣柜、橱柜等； 配套品：床垫、沙发、窗帘等；
志邦股份	定制橱柜、定制衣柜、木门

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2) 渠道融合是实现“大家居”、成长为具备零售能力巨头的必经之路。

上一点提到现阶段家居企业通过品类扩张/延伸来实现坪效的提升，但多数企业在品类扩张的过程中，不同品类仍采取独立开店的模式（如衣柜、橱柜门店独立），实际在工厂端（生产）、经销商管理、门店布局、前端设计等环节均未实现真正的“融合”，与消费者理想的“一站式购物”模式仍存在一定差距。虽然家居企业越来越重视大家居趋势，并逐步尝试开设全品类融合店/零售大店，但目前仍处于在部分城市试点的阶段，战略意义大于实际意义。我们认为，渠道融合背后更深层次的要求是有效的解决品类和渠道矩阵式管理的问题（参考家电部分对美的、海尔组织架构的对比），本质上是公司治理与管理能力的比拼。

3) 深度整合渠道职能并优化渠道成本，意味着品牌商对零售端的介入将进一步加深，全面提升渠道端效率。

由于家居行业尤其是定制家居行业，消费者购买的是产品+服务的组合，其中服务端主要由经销商来完成，因此经销商所承担的职能以及成本费用远超家电，除了依靠提高坪效能够降低的单位租金、人工成本外，设计、分销、仓储物流、零售管理等职能都可以由品牌公司层面统筹优化，利用信息流、供应链的打通，全面提升渠道端的效率。

案例：尚品宅配 AI 云设计，通过总部云设计系统减轻对前端设计师的依赖，提高转化率，降低设计环节单位成本。从定制家居产品销售的各环节来看，设计方案的质量是影响订单转化率的重要因素，也就是前端销售对设计师的方案设计能力存在一定依赖性。尚品宅配通过推出云设计系统，对原始设计方案进行系统自动优化并结合云端资深设计师的快速修改，提升设计方案质量并减轻对前端设计师的依赖，通过提升客户满意度从而提高转化率（该系统仍在试点阶段，尚未有全面数据支撑），降低设计环节单位成本。

碎片化的行业出现大市值巨头，一定是将渠道环节深度整合，具备零售思维的品牌商。以全球纺织服装、家居行业为例，当产品端的差异化与规模效应不足以实现高集中度时，一定是将全产业链价值优化整合的公司能够成

长为巨头，优衣库、ZARA、宜家无一例外。中国市场较为复杂的地理与经济环境意味着家居龙头的成长路径不会简单的复制宜家，但与家电的分析类似，在第一轮的粗放成长中，品牌商依靠经销商承担全部渠道职能，包括投资、分销、设计安装、门店管理等，未来品牌商的管理半径必然不断下沉，经销商职能将会被持续整合弱化，最终诞生具备零售能力的品牌巨头。

5、投资建议

伴随着地产大周期渐入尾声，支撑家电/家居等耐用消费品规模扩张的外部红利逐步消退。同时，在互联网、物流等基础设施建设逐步发达的今天，商品触达消费者的途径更加多样便捷，带来渠道的多元化与碎片化。新零售渠道带来产业链价值的重新分配，使得耐用消费品传统的分销模式效率低下、费用冗余的缺点逐步暴露。展望未来，耐用消费品的经营模式将从传统的制造-分销逐步向高效零售转变，真正具备零售思维的品牌公司能够顺利应对渠道变革，实现模式升级，带来市场份额与竞争壁垒的进一步提升。

基于文中的高效零售分析框架，具体到家电/家居两大细分板块，未来的选股思路也将从需求/库存周期的简单维度，转向以产品与品牌运营为基础，高效零售能力为导向的自下而上判断。

- 1) **家电**：支撑行业过去二十年发展的规模红利、渠道红利逐步消退。渠道变革不断冲击原有的产业链价值分配，并影响竞争格局。未来行业将从传统的制造-分销模式，逐步向以产品与品牌运营为基础，建立高效零售能力的方向转变。这个框架下，最优选择仍是产品端有壁垒、积极做渠道优化的白电龙头，推荐渠道模式领先的**青岛海尔**；公司治理优异、品类最全的**美的集团**；大单品（空调）中地位牢固的**格力电器**。小家电领域是有完善团队机制，品类管理具备快消公司特征的**苏泊尔**。
- 2) **家居**：面对地产销量见顶、开店增速放缓、渠道碎片化的趋势，家居行业将从前期的制造端整合进一步发展到全产业链的价值优化，核心是优化从生产到销售整条供应链的效率，从而带来渠道职能的整合与渠道成本的下降，最终带来市场份额的进一步提升。品类扩张、渠道融合是最重要的抓手，背后核心是组织与管理能力的比拼。推荐**欧普照明**、**顾家家居**、**索菲亚**，关注**欧派家居**、**尚品宅配**。

6、风险分析

- 1、竞争格局风险：产业商业模式发生较大变化，可能会对行业竞争格局产生较大冲击；
- 2、组织架构调整风险：新周期下，公司商业模式的转型会带来的组织架构调整，中短期看可能会带来业绩阵痛；
- 3、成长低于预期的风险：若公司转型不力，可能会导致实际业绩增长速度低于市场预期。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
600690	青岛海尔	14.07	1.09	1.21	1.35	13	12	10	2.8	2.4	2.0	买入	维持
000333	美的集团	39.84	2.63	3.06	3.40	15	13	12	3.5	3.1	2.7	买入	维持
000651	格力电器	37.73	3.72	4.82	5.11	10	8	7	3.5	2.4	2.5	买入	维持
002032	苏泊尔	50.07	1.59	2.08	2.55	31	24	20	7.9	6.4	5.3	买入	维持
603515	欧普照明	27.67	0.90	1.14	1.35	31	24	20	5.8	4.9	4.2	买入	维持
002572	索菲亚	16.97	0.98	1.19	1.44	17	14	12	3.5	3.0	2.6	买入	维持
603816	顾家家居	45.27	1.91	2.48	3.33	24	18	14	4.9	3.8	3.3	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 11 日。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，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，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
北京	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
深圳	苏一耘		13828709460	su1@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
私募业务部	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebsecn.com