



行业研究 | 深度报告 | 家用电器

# 论消费品价格战——基于功能识别和技术迭代视角

## 报告要点

价格战，或是在消费品投资中最希望被回避的场景，而同时，价格战往往十分常见，是消费品从形成期，到成长期，再到成熟期的发展历程中大多会面临的阶段。本文通过品类对比及历史复盘，希望对如下问题展开分析，进而提炼出对消费品价格战的部分框架性结论：1) 什么品类更容易发生价格战；2) 什么场景下更容易发生价格战；3) 经典品类历史上价格战对利润表现的极端影响到什么程度，不同品类间是否存在分化。

## 分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408



霍博

## 论消费品价格战—基于功能识别和技术迭代视角

### 品类属性：基于功能识别&技术迭代速度的划分

一方面，不同的消费品功能性识别度存在区分，即消费者在购买过程中对产品的核心功能感知程度存在一定区分，功能性识别度越高的品类，对应企业在研发端的投入会更加侧重，功能性识别度越低的品类，对应企业更需要通过渠道铺设和推广营销以最大化捕捉需求；另一方面，不同消费品的产品迭代速度存在差异，有效的产品迭代也有助于企业跳出单一维度的价格竞争。基于功能识别度和技术迭代进行划分，从价格带来看，功能识别度较高的品类产品价格带相对较窄，在锚定参数后尤其如此，而功能识别度较低的品类产品价格带则相对较宽，指向需求的多元化、个性化，从品类 2013 年至 2024 年价格的最大回撤幅度来看，家电等功能性识别度较高的品类价格回撤较为明显，同时手机作为功能性识别度较高的品类，得益于产品创新和持续迭代，欧睿口径下均价基本无回撤。

### 场景信号：外力环境支撑和企业规模需求的合力

外力环境因素来看，复盘空调/黑电赛道表现，价格战前期或持续阶段，行业特征或多表征为弱需求/低成本/高库存，指向外部环境需要通过一定的价格刺激需求，或成本等因素支撑进一步的价格下探。相较于外部环境，企业内生需求或是价格战发起的更为决定性因素。而从企业自身而言，价格竞争的目标或主要集中在自身份额的持续提升。基于有限次重复博弈和无限次重复博弈的理论来看，有限次重复博弈的最优策略或在于单次博弈均衡策略，而无限次重复博弈则最终更容易走向合作解。对应品类维度的差异性之外，企业间能力的阶段性差距以及龙头基于远期均衡份额衡量的预期回报，一定程度上决定了价格竞争的激烈程度。

### 影响幅度：极端场景下相关标的的利润表现

从价格战对于企业的盈利表现影响来看，功能性识别度性较高的品类在渗透率提升逐步趋缓而供需相对错配的阶段，价格竞争或相对激烈，价格战的持续时间或也相对较长。2003 年至 2006 年空调价格战中，头部企业净利率基本在低个位数左右，而在价格战出清之后，胜者的净利率、毛销差表现都优于价格战前；功能性识别度较高的品类，在龙头构筑显著成本优势后，价格竞争的延续性、激烈程度相较出清阶段都较为可控，从 2010 年至 2024 年期间发生的空调价格战来看，龙头利润率多表现稳健，重点企业波动较明显，重点企业全年不赚钱甚至亏钱或是极端信号。对于功能性识别度相对不高的品类，从两轮车企业表现来看，价格战阶段龙头的利润率也相对稳健，价格战持续时间也相对较短，考虑到去库、监管等因素扰动后影响幅度或更小。

### 落到投资：从逻辑和位置看胜率和赔率

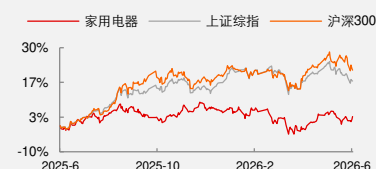
品类维度来看，功能性识别度较低、能够持续推进产品升级迭代的品类发生价格战的概率、幅度或都相对较小。内外环境来看，价格战前夕或期间外部环境大抵呈现弱需求/低成本/高库存的状态，而内生维度龙头基于自身能力以及远期均衡份额做出的回报判断，则是更核心的影响因素。品类维度、企业视角的差异或是价格战幅度和持续时间的主要影响因素，从赛道复盘来看，重点企业不盈利甚至亏损或迎来价格竞争相对极限阶段。落到投资而言，价格战对于消费品投资而言在大多数情景下或是希望回避的阶段，而转换视角来看，相对悲观的预期或也为投资者提供了相对高胜率和赔率的投资选择。

### 风险提示

- 1、宏观经济波动导致需求回落的风险；2、市场竞争加剧导致盈利回落风险；
- 3、原材料价格波动风险；4、海外业务运营风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《如何看待电动两轮车东南亚市场机遇？》2026-06-08
- 《产业亮点之十一：如何看待当前家电需求及提价节奏？》2026-05-10
- 《收入韧性，盈利分化——家电行业 2025 年年报及 2026 年一季报综述》2026-05-10



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 前言：基于品类属性看消费品价格战      | 6  |
| 品类属性：基于功能识别&技术迭代速度的划分 | 6  |
| 场景信号：外力环境支撑和企业规模需求的合力 | 9  |
| 外力环境：弱需求&低成本&高库存      | 9  |
| 内生需求：以短期盈利换长期份额       | 12 |
| 影响幅度：极端场景下相关标的的利润表现   | 16 |
| 落到投资：从逻辑和位置看胜率和赔率     | 18 |
| 风险提示                  | 19 |

## 图表目录

|                                                                     |    |
|---------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1：主要消费品品类部分公司 2025A 销售费率和研发费用率的分布表现                               | 6  |
| 图 2：基于品类的功能识别度及技术迭代速度进行划分的框架                                        | 7  |
| 图 3：功能性识别度较弱的品类对于的价格带也相对较宽                                          | 8  |
| 图 4：功能性识别度较低的品类 2013 年至 2024 年价格回撤的表现相对较少                           | 8  |
| 图 5：动态来看，同一品类随着产业阶段的变化竞争要素也会发生变迁                                    | 9  |
| 图 6：长维度来看贵州茅台销售费率中枢回落                                               | 9  |
| 图 7：2012-2024 年空调品类价格竞争多发生在凉夏、地产回落及特殊卫生事件影响等需求端偏弱阶段                 | 10 |
| 图 8：从空调品类来看，空调产品价格较大幅度的回撤大多发生在铜价成本相对友好的阶段                           | 11 |
| 图 9：从黑电品类来看，电视产品价格较大幅度的回撤大多发生在面板成本相对友好的阶段                           | 11 |
| 图 10：互联网电视品牌的份额在 2017Q3 同比实现下滑                                      | 11 |
| 图 11：进入到 2017 年面板价格提升后，小米电视主动提价明显                                   | 11 |
| 图 12：从空调品类来看，空调产品价格较大幅度的回撤之前渠道库存水位或都位置较高                            | 12 |
| 图 13：1999、2002、2005 冷年空调销量同比增长呈现压力                                  | 13 |
| 图 14：1999-2006 冷年家用空调市场工厂结算均价（元）                                    | 13 |
| 图 15：价格战期间格力份额快速提升                                                  | 13 |
| 图 16：期间空调品牌（个）大幅减少                                                  | 13 |
| 图 17：T+3 模式示意图                                                      | 14 |
| 图 18：渠道改革助力下美的通过价格竞争成功实现份额抢占                                        | 15 |
| 图 19：2024A 雅迪的两轮车出货均价（元）低于爱玛                                        | 15 |
| 图 20：相对低价竞争策略并未获得持续更优异的出货量（万台）表现                                    | 15 |
| 图 21：2025A 内外部因素共同拉动下雅迪两轮车产品均价（元）均呈提升态势                             | 16 |
| 图 22：2003-2006 年空调价格战期间，格力、美的等净利率降低至低个位数，格局出清后企业利润率表现分化，赢家利润率中枢显著提升 | 16 |
| 图 23：2014-2015、2019-2020 空调价格竞争期间，龙头净利率表现稳健，重点企业不盈利甚至亏损是较极限情况       | 17 |
| 图 24：2020 年、2021 年，重点电动两轮车利润率跌至低个位数                                 | 17 |
| 图 25：年度复盘来看，格力电器在价格战临近结束阶段开启戴维斯双击行情                                 | 18 |



|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 表 1：2003 年至 2007 年间格力不断收购上游企业，加强产业链整合 ..... | 13 |
|---------------------------------------------|----|

## 前言：基于品类属性看消费品价格战

价格战，或是在消费品投资中最希望被回避的场景，直接视角来看，价格战或直接意味着企业盈利中枢的下行，间接视角来看，价格战或指向产品形态逐步趋同、需求增速中枢下行以及商业模式有所变动等悲观情形。

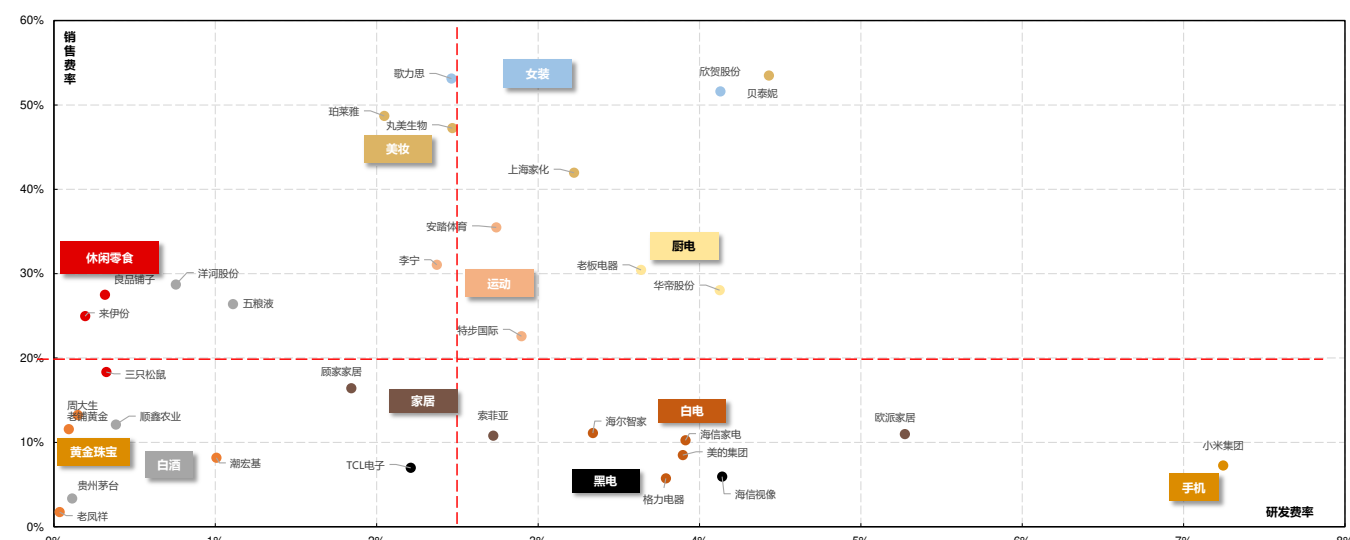
而同时，价格战往往十分常见，似乎是消费品从形成期，到成长期，再到成熟期的发展历程中大多要面临的阶段。从保胜率的角度而言，如何捕捉价格战发生的萌芽、如何确认价格战结束的右侧或是问题的关键，从搏赔率的角度而言，如何衡量价格战的压制影响，进而合理评估标的的价值则是重中之重。

本文基于品类对比及历史复盘，希望对如下问题展开分析，进而提炼出对消费品价格战的部分框架性结论：1) 什么品类更容易发生价格战；2) 什么场景下更容易发生价格战；3) 经典品类历史上价格战对利润表现的极端影响到什么程度，不同品类间是否存在分化。

## 品类属性：基于功能识别&技术迭代速度的划分

基于品类中公司销售费率和研发费率的分布来看，不同消费品品类的功能识别度高低存在差异。不同消费品在功能识别维度具备一定差异，消费者对不同产品功能的感知程度存在差异，如手机、家电等品类，产品的参数细节和功能宣传相对丰富，同时消费者可以相对清晰地感知不同产品的差异度，对应品类的标的会相对重视在研发维度的投放，对应研发费率表现相对突出；而如美妆、零食等品类，一方面产品的具体参数对于消费者而言差异感知或相对不明显，另一方面消费者的需求本身会相对个性化，对应品类标的则需要通过提升产品的曝光度以及综合运营效率来实现对应需求的捕捉，进而实现规模增长，对应销售费率相对较高。

图 1：主要消费品品类部分公司 2025A 销售费率和研发费率的分布表现



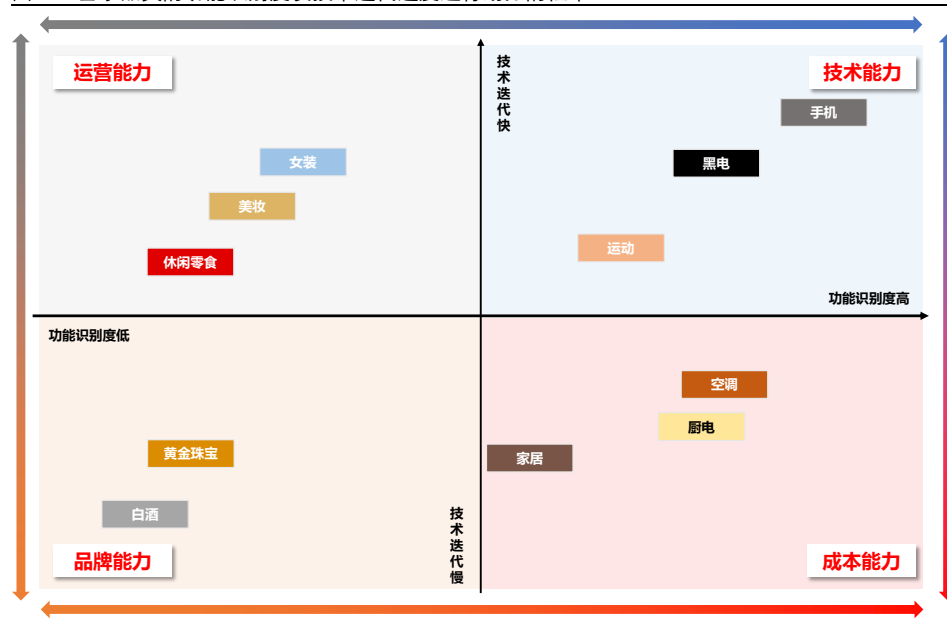
资料来源：iFinD，长江证券研究所

功能识别度高低使得我们可以从一个截面基于“消费过程中消费者多大程度为其感知到

的核心功能付费”，而动态来看，具体品类在发展过程中或伴随技术跃迁或伴随需求倾向变化，技术迭代的快慢也是一个重要的区分指标。消费品的功能识别度高低或指向同质化竞争的可能性和潜在幅度高低，而持续优质的产品迭代一方面有望助力于跳脱出围绕单一价格因素的竞争，另一方面产品技术迭代趋缓阶段或也需警惕后续潜在的价格竞争。

因此基于功能识别度高低和产品迭代速度快慢，我们对代表性的消费品类展开划分：1) 对于功能识别度高且技术迭代快的品类，如手机品类，竞争要素或主要在技术能力，消费者对应也愿意为技术支付一定溢价；2) 对于功能识别度高且技术迭代慢的品类，如家电品类，综合成本能力或是更为强调的竞争要素，同时技术迭代相对较慢的品类中或相对容易积淀出优质的品牌认知；3) 对于功能识别度低且技术迭代慢的品类，如白酒和黄金珠宝，消费者或更加注重品牌定位，优质品牌或意味着更高的信任度、更低的试错和维护成本；4) 对于功能识别度低且技术/产品形态迭代快的品类，如美妆和女装，一方面产品本身的参数化认知相对较低，另一方面新的风尚（如美妆的新成分、女装的新款式）也不断涌现，对于标的而言，综合组织运营能力的重要性则相对凸显。

图 2：基于品类的功能识别度及技术迭代速度进行划分的框架



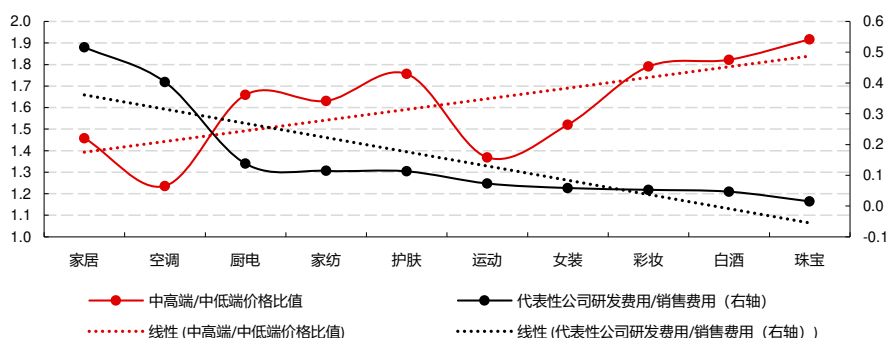
资料来源：长江证券研究所

从价格带的分布和过往行业均价的最大回撤来看，功能性识别度较低的品类价格带分布或相对较宽，功能识别性相对较高的品类行业均价的回撤表现或相对突出。从价格带的分布来看，参考淘宝上的品类价格表现，我们将覆盖 90% 销量的价格上限定义为中高端价格，将覆盖 30% 销量的价格上限定义为入门级价格，考虑到电商平台本身的价格下限偏低，我们将中高端价格和入门级价格的均值定义为中低端价格，功能性识别度越低的品类，如彩妆、白酒、珠宝等，中高端价格/中低端价格的比值相对较高，对应价格分布会相对宽泛，品类的需求或相对泛化，而从空调、厨电等功能识别度相对较高的品类来看，消费者对于核心功能的基本锚定，使得对应产品的价格区间相对较窄。

从价格的最大回撤表现来看，参考欧睿口径下 2013 年至 2024 年行业均价最大回撤幅度来看，功能性识别度较低的品类 2013 年至 2024 年价格回撤的表现相对较少，需求层面的扰动因素会相对偏多，而对于电视、空调等功能性识别度较高的品类而言，其均

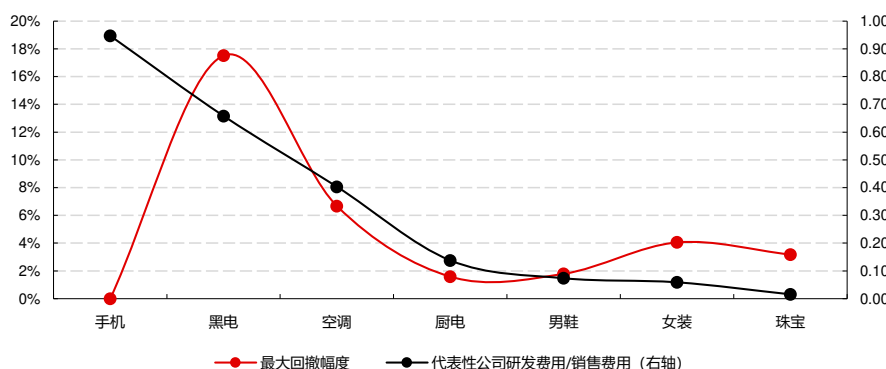
价回撤幅度则相对较大。此外欧睿口径来看 2012-2024 年手机行业均价持续提升，或对应消费者对手机产品的关注点或更聚焦在产品功能的持续迭代，功能的持续升级使得行业均价持续上行。

图 3：功能性识别度较弱的品类对于的价格带也相对较宽



资料来源：淘宝，iFinD，长江证券研究所

图 4：功能性识别度较低的品类 2013 年至 2024 年价格回撤的表现相对较少



资料来源：欧睿，iFinD，长江证券研究所

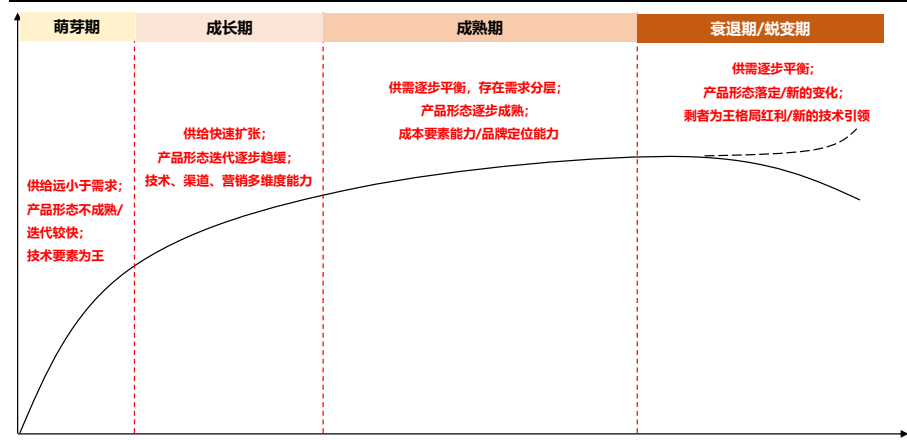
同时随着产业阶段的发展不同，竞争要素随发展阶段而变化，价格竞争的趋势/效益也会存在差异。产业阶段大多可依据渗透率等指标划分为萌芽期、成长期、成熟期和衰退期/蜕变期。萌芽期阶段，新的产品形态出现，供给或远小于需求，消费者愿意为技术支付溢价，价格竞争的效用和必要性不高；成长期阶段，供给快速扩张，产品形态在用户检验下逐步明确，技术迭代逐步趋缓，对应竞争要素也从单一的技术向渠道、营销等多维度能力升级，在前期有技术溢价带来较厚利润垫的背景下，价格竞争或成为推动行业出清的有力手段；成熟期，供给或逐步向需求中枢靠近，产品形态也逐步明晰，经历前期的行业竞争和能力积淀，格局或逐步落定，龙头企业或逐步积淀品牌认知、综合成本能力等相对竞争优势，价格竞争或更多见于供过于求场景，对于龙头企业而言价格竞争的效益或必要性在行业本身变革/龙头能力进一步提升场景下有所提升；衰退期或蜕变期，一方面，行业需求本身回落背景下尾部玩家或进一步出清，龙头有望享受格局红利并寻求赛道拓展，另一方面，产品形态或发生新的变化，引领升级的企业有望充分享受技术红利，包括一定的产品溢价。

举例而言，从茅台和五粮液销售费率中枢变化来看，早期双方都需要一定的销售投放实现品牌心智的积淀，用户心智形成后，对于功能识别度较低且产品形态变化不大的品类



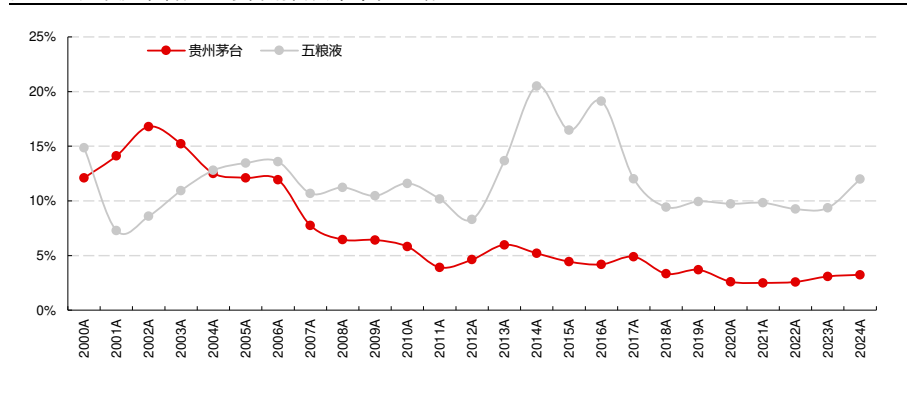
品牌本身成为一种符号和标签，对应茅台的销售费率中枢也逐步回落。

图 5：动态来看，同一品类随着产业阶段的变化竞争要素也会发生变迁



资料来源：长江证券研究所

图 6：长维度来看贵州茅台销售费率中枢回落



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 场景信号：外力环境支撑和企业规模需求的合力

### 外力环境：弱需求&低成本&高库存

复盘空调/黑电赛道表现，外力环境因素来看，价格战前期或持续阶段，行业特征或多表现为弱需求/低成本/高库存，指向外部环境需要通过一定的价格刺激需求，或成本等因素支撑进一步的价格下探。需求侧表现来看，参考 2012 年至 2024 年空调品类价格回落相对较为明显的阶段，分别为 2015 年/2019-2020 年/2023 年，大多伴随着地产需求低景气/当年凉夏等情形，一方面厂商或需要通过一定的低价手段促进当年的销售，一方面从挤压竞对生存环境的视角来看，需求旺盛阶段的价格策略成效或也相对较弱。

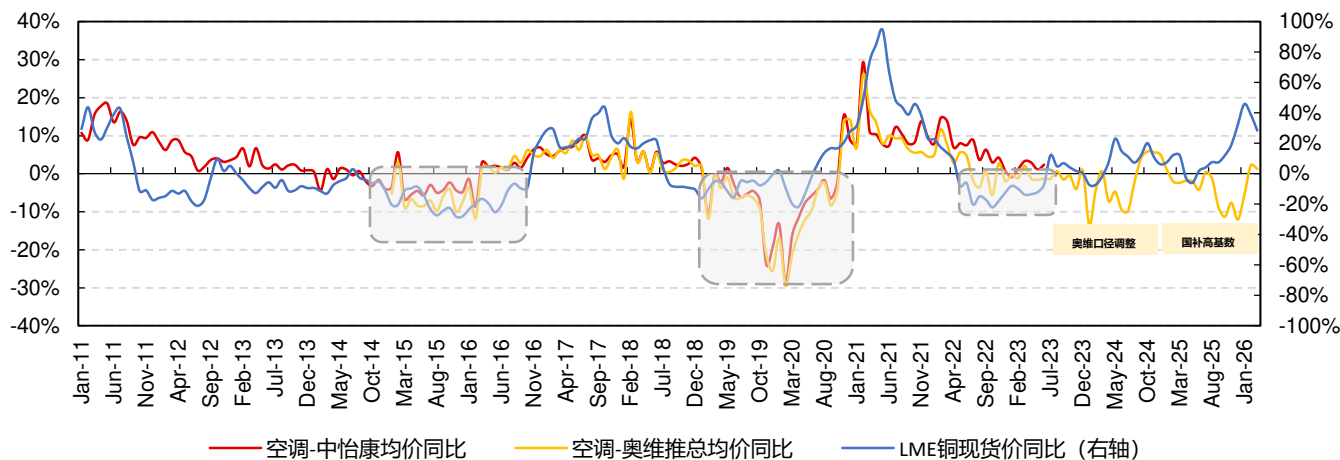
图 7：2012-2024 年空调品类价格竞争多发生在凉爽、地产回落及特殊卫生事件影响等需求端偏弱阶段

| 地产             | Q1全国新房销售面积同比 | 2012        | 2013 | 2014 | 2015 | 2016                        | 2017 | 2018 | 2019 | 2020   | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|----------------|--------------|-------------|------|------|------|-----------------------------|------|------|------|--------|------|------|------|------|
| 北京             |              | 1.04        | 1.00 | 1.01 | 0.98 | 0.98                        | 1.06 | 1.02 | 1.02 | 0.96   | 0.94 | 0.97 | 1.00 | 1.01 |
| 成都市            |              | 0.99        | 0.99 | 0.96 | 1.03 | 0.98                        | 1.01 | 1.03 | 0.93 | 1.06   | 0.99 | 0.96 | 1.00 | 1.06 |
| 福州市            |              | 0.98        | 0.98 | 0.96 | 0.98 | 1.03                        | 1.02 | 1.09 | 0.94 | 1.05   | 1.07 | 0.88 | 1.03 | 0.98 |
| 广州市            |              | 1.04        | 0.98 | 0.96 | 1.00 | 1.00                        | 0.97 | 1.07 | 0.96 | 1.05   | 1.09 | 0.92 | 1.01 | 0.96 |
| 贵阳市            |              | 1.01        | 1.00 | 0.95 | 1.03 | 1.00                        | 0.99 | 1.05 | 0.93 | 1.10   | 1.01 | 0.88 | 1.07 | 0.97 |
| 海口市            |              | 1.00        | 0.98 | 1.02 | 1.03 | 1.00                        | 0.97 | 1.01 | 0.98 | 1.04   | 1.06 | 0.91 | 1.01 | 0.97 |
| 哈尔滨市           |              | 1.04        | 1.13 | 0.90 | 0.90 | 1.01                        | 1.06 | 1.06 | 0.98 | 0.99   | 1.00 | 0.94 | 1.03 | 0.96 |
| 海口市            |              | 1.00        | 0.98 | 1.02 | 1.03 | 1.00                        | 0.97 | 1.01 | 0.98 | 1.04   | 1.06 | 0.91 | 1.01 | 0.97 |
| 杭州市            |              | 0.97        | 1.02 | 1.00 | 0.99 | 0.95                        | 1.02 | 1.06 | 0.98 | 1.05   | 1.04 | 0.92 | 1.01 | 0.99 |
| 合肥市            |              | 1.03        | 1.02 | 1.04 | 1.02 | 0.94                        | 1.05 | 1.02 | 0.97 | 1.04   | 0.98 | 0.96 | 0.96 | 0.98 |
| 呼和浩特市          |              | 1.10        | 1.08 | 0.93 | 0.96 | 0.92                        | 1.05 | 1.04 | 0.93 | 0.99   | 0.92 | 0.97 | 0.97 | 1.14 |
| 济南市            |              | 1.05        | 0.98 | 1.07 | 0.96 | 0.94                        | 1.07 | 0.98 | 1.03 | 0.98   | 0.95 | 0.99 | 0.97 | 1.04 |
| 昆明市            |              | 1.02        | 0.97 | 1.03 | 1.06 | 0.97                        | 0.93 | 0.95 | 1.09 | 1.01   | 1.06 | 0.88 | 1.06 | 0.97 |
| 拉萨市            |              | 1.11        | 0.96 | 1.06 | 0.99 | 0.93                        | 0.98 | 0.97 | 1.05 | 0.87   | 1.03 | 1.05 | 0.95 | 1.05 |
| 兰州市            |              | 1.00        | 1.03 | 0.94 | 0.95 | 0.92                        | 0.98 | 1.03 | 0.91 | 1.00   | 1.01 | 1.05 | 1.01 | 1.17 |
| 南昌市            |              | 0.99        | 1.02 | 0.96 | 1.00 | 0.94                        | 1.04 | 1.08 | 0.98 | 1.06   | 0.98 | 0.90 | 1.03 | 1.01 |
| 南京市            |              | 1.00        | 0.99 | 1.03 | 0.98 | 0.92                        | 1.03 | 1.01 | 1.00 | 1.05   | 1.01 | 0.99 | 0.98 | 0.99 |
| 南宁市            |              | 1.04        | 1.00 | 1.03 | 1.04 | 1.01                        | 0.97 | 1.04 | 0.95 | 1.05   | 1.03 | 0.90 | 0.99 | 0.96 |
| 上海市            |              | 1.00        | 1.00 | 1.02 | 0.96 | 0.96                        | 1.03 | 1.04 | 0.97 | 1.04   | 1.03 | 0.95 | 1.01 | 0.98 |
| 沈阳市            |              | 1.03        | 1.06 | 0.95 | 0.99 | 0.99                        | 1.03 | 1.02 | 1.07 | 0.94   | 0.92 | 0.97 | 1.02 | 1.01 |
| 石家庄市           |              | 1.05        | 0.98 | 1.06 | 0.97 | 0.96                        | 1.07 | 1.00 | 1.03 | 0.98   | 0.98 | 0.97 | 0.95 | 1.00 |
| 太原市            |              | 1.07        | 1.04 | 0.99 | 0.98 | 0.93                        | 1.07 | 1.02 | 0.99 | 1.02   | 0.97 | 0.91 | 0.93 | 1.08 |
| 天津市            |              | 1.04        | 0.98 | 1.02 | 0.98 | 0.97                        | 1.06 | 1.03 | 1.06 | 0.95   | 0.93 | 0.98 | 0.98 | 1.01 |
| 乌鲁木齐市          |              | 1.04        | 0.93 | 0.99 | 1.07 | 0.88                        | 1.04 | 0.88 | 0.83 | 1.11   | 1.05 | 1.21 | 0.86 | 1.12 |
| 武汉市            |              | 1.00        | 0.99 | 0.98 | 1.01 | 0.94                        | 1.02 | 1.05 | 0.96 | 1.04   | 0.99 | 0.96 | 1.01 | 1.04 |
| 西安市            |              | 1.00        | 1.01 | 0.98 | 0.99 | 0.94                        | 1.03 | 1.01 | 0.97 | 1.07   | 1.01 | 0.99 | 0.93 | 1.09 |
| 西宁市            |              | 1.01        | 1.01 | 0.96 | 1.01 | 0.96                        | 0.96 | 1.12 | 0.93 | 0.96   | 0.97 | 1.03 | 0.91 | 1.17 |
| 银川市            |              | 1.02        | 1.04 | 0.98 | 0.98 | 0.92                        | 1.02 | 1.04 | 0.92 | 1.00   | 0.99 | 0.99 | 0.96 | 1.12 |
| 长春市            |              | 1.03        | 1.08 | 0.91 | 0.96 | 0.99                        | 1.00 | 1.03 | 1.05 | 0.96   | 0.99 | 0.98 | 1.03 | 0.98 |
| 长沙市            |              | 1.03        | 1.06 | 1.02 | 1.00 | 0.91                        | 1.02 | 1.08 | 0.94 | 1.03   | 0.97 | 0.90 | 1.02 | 1.02 |
| 郑州市            |              | 1.01        | 0.97 | 1.03 | 0.95 | 0.94                        | 1.07 | 0.98 | 1.01 | 1.05   | 1.01 | 0.98 | 0.93 | 1.05 |
| 重庆市            |              | 0.98        | 0.98 | 0.93 | 1.01 | 1.00                        | 1.00 | 1.03 | 0.93 | 1.08   | 1.00 | 0.97 | 1.05 | 1.05 |
| 空调4月均价同比-中怡康口径 |              | 9%          | 7%   | -1%  | -6%  | 2%                          | 7%   | 6%   | -2%  | -12%   | 10%  | 7%   | 3%   |      |
| 空调5月均价同比-中怡康口径 |              | 6%          | 2%   | 1%   | -5%  | 2%                          | 7%   | 1%   | 1%   | -8%    | 8%   | 8%   | 1%   |      |
| 空调6月均价同比-中怡康口径 |              | 5%          | 1%   | 1%   | -6%  | 2%                          | 9%   | 6%   | -3%  | -6%    | 7%   | 7%   | 2%   |      |
| 空调4月均价同比-奥维推总  |              |             |      |      | -7%  | 2%                          | 5%   | 6%   | -4%  | -16%   | 13%  | 3%   | -1%  | -7%  |
| 空调5月均价同比-奥维推总  |              |             |      |      | -8%  | 0%                          | 9%   | 0%   | -1%  | -12%   | 8%   | 6%   | -2%  | -5%  |
| 空调6月均价同比-奥维推总  |              |             |      |      | -8%  | 2%                          | 6%   | 5%   | -6%  | -10%   | 10%  | 5%   | -1%  | -9%  |
| 备注             |              | 地产回落，连续两年凉爽 |      |      |      | 19年凉爽+地产回落；<br>20年上半年卫生事件冲击 |      |      |      | 奥维口径波动 |      |      |      |      |

资料来源：iFinD，奥维云网，中怡康，长江证券研究所（注：图中气温指标为当地当年5月气温均值/当地13年来5月气温均值）

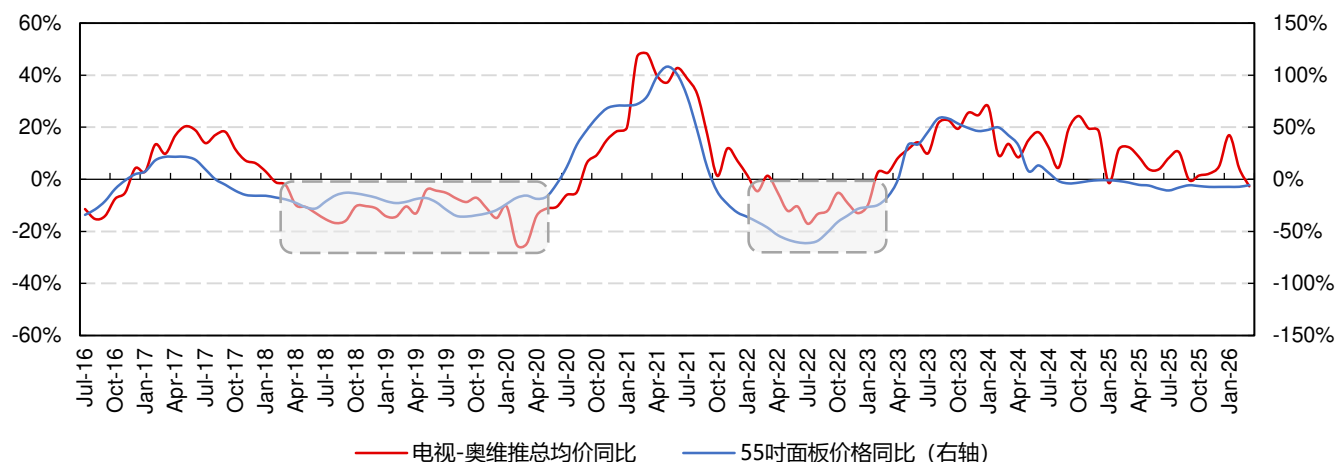
成本侧来看，价格战前夕成本多在相对低位。复盘 2011 年至 2025 年的空调/2016 年至 2025 年的黑电赛道，价格战期间铜价/面板成本多处于相对低位，或可理解为，成本低位阶段，企业有相对丰厚的利润垫展开竞争，同时，成本回升阶段往往进一步加剧企业成本压力，尾部企业加速出清，发起价格战的玩家利润率压力也超出价格战初期预期，如 2017 年面板价格上涨期间，小米电视提价坚决。

图 8：从空调品类来看，空调产品价格较大幅度的回撤大多发生在铜价成本相对友好的阶段



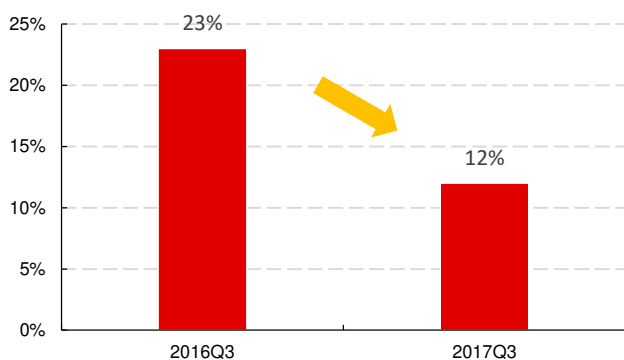
资料来源：iFinD，奥维云网，中怡康，长江证券研究所

图 9：从黑电品类来看，电视产品价格较大幅度的回撤大多发生在面板成本相对友好的阶段



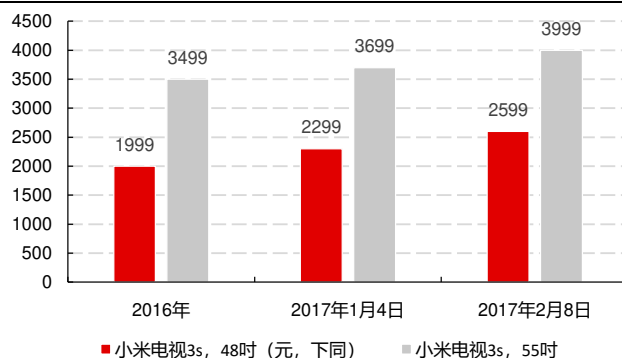
资料来源：iFinD，奥维云网，长江证券研究所

图 10：互联网电视品牌的份额在 2017Q3 同比实现下滑



资料来源：界面新闻，长江证券研究所

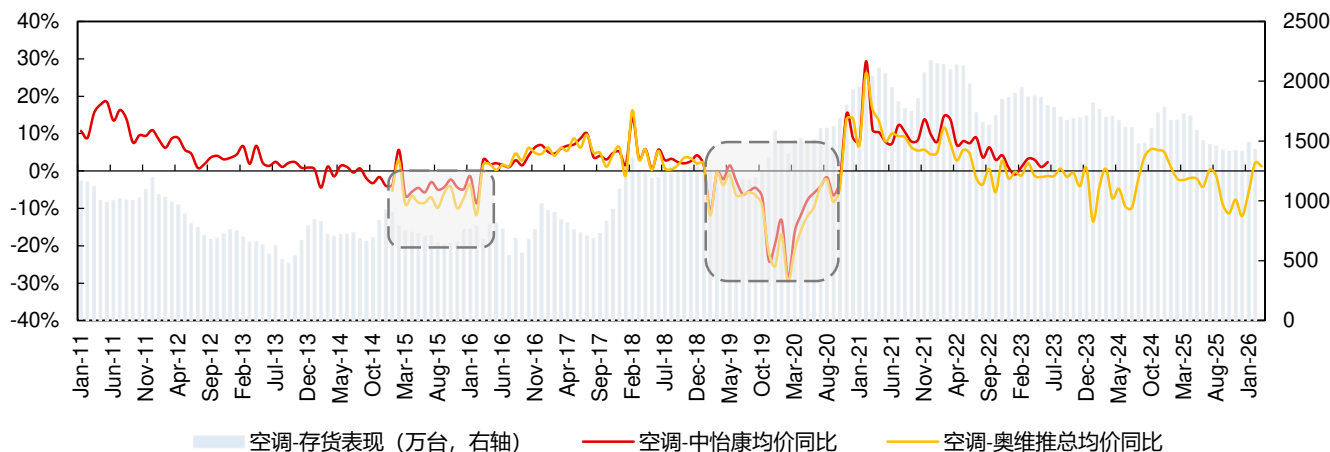
图 11：进入到 2017 年面板价格提升后，小米电视主动提价明显



资料来源：快科技，长江证券研究所

**库存端来看**，库存高位期间价格战发生的概率或更高。同时对于企业而言，高库存环境下本身就有出清需求，适当通过低价推动库存出清或本身利大于弊。

图 12：从空调品类来看，空调产品价格较大幅度的回撤之前渠道库存水位或都位置较高



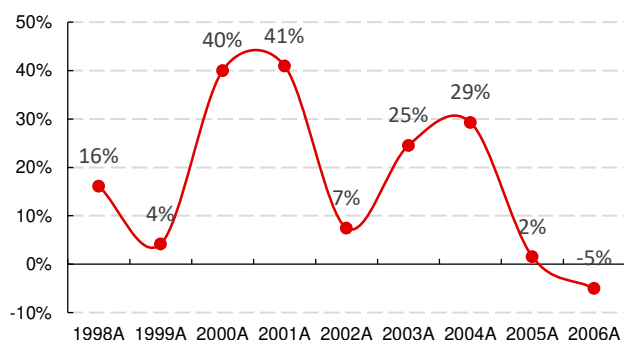
资料来源：奥维云网，中怡康，产业在线，长江证券研究所

## 内生需求：以短期盈利换长期份额

相较于外部环境，企业内生需求或是价格战发起的更为决定性因素。而从企业自身而言，价格竞争的目标或主要集中在自身份额的持续提升。基于有限次重复博弈和无限次重复博弈的理论来看，有限次重复博弈的最优策略或在于单次博弈均衡策略，而无限次重复博弈则最终更容易走向合作解。对应来看，若对于企业发起价格战能够积淀长期的能力，甚至推动行业一定程度的出清，则决策环境更像有限次重复博弈，希望通过彻底的价格竞争实现长期份额的提升；若企业发起价格战只能阶段性实现份额的提升，最终或更多在“以牙还牙”等触发策略下达成合作解，从这个角度来看，非理性的价格战终难以持续。

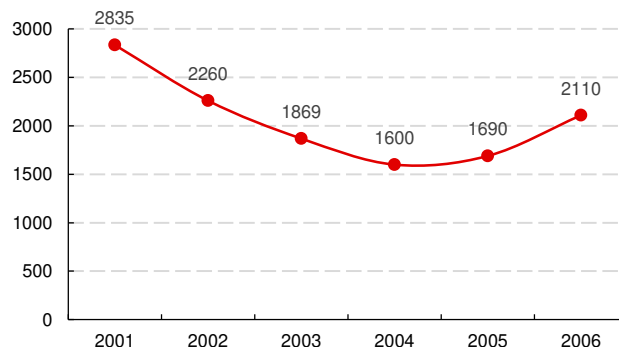
以空调行业两次较为典型的价格战为例，①2000 年以来空调行业保持快速成长，产销量大幅增长，也吸引了众多厂家进入，供给端快速扩容，2000~2004 年国内空调产量复合增速为 36.8%。供给快速增加以及技术持续进步迭代下行业竞争激烈，也由此引发第一轮大规模价格战，工厂结算价由 1999 年的 4878 元下探至 2004 年的 1600 元。2003 年底以来，家电上游主要大宗原材料包括铜铝等价格大幅上涨，在销售均价下探和成本上涨双重挤压下，行业盈利能力承压，龙头在此阶段的毛利率持续下行。规模相对较小的品牌利润压力要更甚于龙头，因此行业迎来了一轮快速出清与整合，根据空调销售杂志 2006 年的市场报告，国内空调品牌数量由 2002 年 400 家下降至 2005 年 30 家。

图 13：1999、2002、2005 冷年空调销量同比增长呈现压力



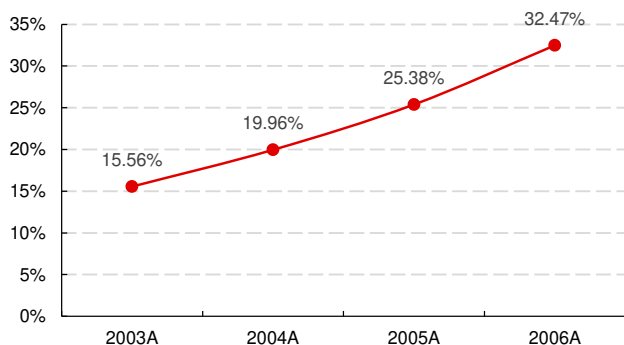
资料来源：格力电器增发 A 股招股意向书，长江证券研究所

图 14：1999-2006 冷年家用空调市场工厂结算均价（元）



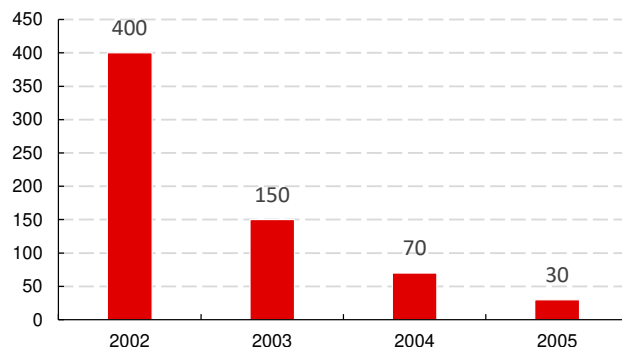
资料来源：格力定增意向书，长江证券研究所

图 15：价格战期间格力份额快速提升



资料来源：格力电器增发 A 股招股意向书，长江证券研究所

图 16：期间空调品牌（个）大幅减少



资料来源：本翼资本，长江证券研究所

行业出清背景下，格力全方位强化自身竞争实力，尤其是逐步实现对产业链上游资源整合以及强化渠道建设与控制。一方面，尽管在一定程度上受国有体制限制，但格力从 2004 年开始排除阻力逐步开展对上游零部件企业的整合，2004-2006 年公司先后五次对上游零部件企业进行股权收购，尤其凌达压缩机及凯邦电机的收购对格力技术实力提升意义深远；此外，格力也依托上市平台巩固生产能力，其 2003 年空调产能仅为 600 万套，但截至 2008 年达到 2700 万套。

表 1：2003 年至 2007 年间格力不断收购上游企业，加强产业链整合

| 时间     | 收购项目                           |
|--------|--------------------------------|
| 2004 年 | 收购珠海格力集团公司持有的珠海凌达压缩机有限公司 70%股权 |
| 2004 年 | 收购珠海格力电工有限公司 70%股权             |
| 2004 年 | 收购珠海格力新元电子有限公司 80%股权           |
| 2006 年 | 收购珠海凯邦电机制造有限公司 100%股权          |
| 2006 年 | 收购香港千钜有限公司持有的珠海凌达压缩机有限公司 30%股权 |

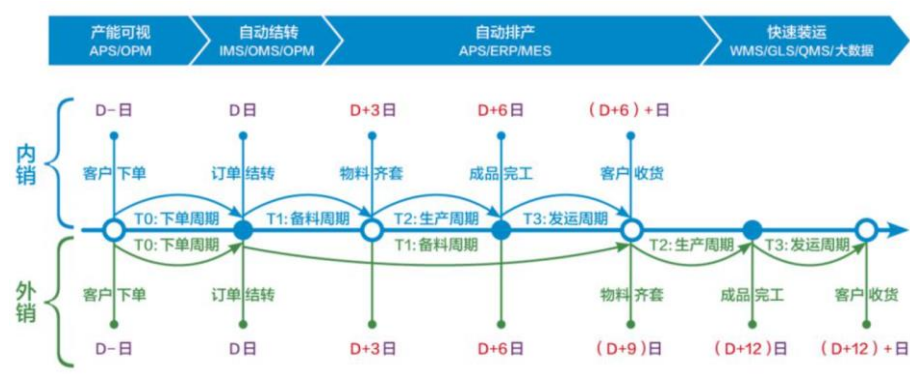
资料来源：公司公告，长江证券研究所

②美的在 T+3 策略的实施下实现综合成本的进一步优化，于 2019 年发动价格竞争使得其收获市场份额的同时，持续的效率优势也使得价格战结束之后的市场份额得以稳固。2014 年美的在小天鹅试水“T+3”模式，将产品从下单到交付分为 4 个阶段，即下单、



备料、生产和发运，T0 为下单周期，T1 为备料周期，T2 为生产周期，T3 为发运周期。通过全产业链优势，产供销联动，以及优化制造流程、升级制造设备和工艺，进一步压缩供货周期，总体交付周期压缩到 12 天以内。本质上 T+3 是改变了传统的大规模生产后，向渠道商压货分销的模式，转为以销定产，以消费者需求为中心，目的是提高全产业链运营效率并降低渠道库存。实施 T+3 变革后，小天鹅洗衣机仓库面积由 120 万  $m^2$  下降至 10 万  $m^2$ ，周转与经销效率大幅提升。

图 17：T+3 模式示意图



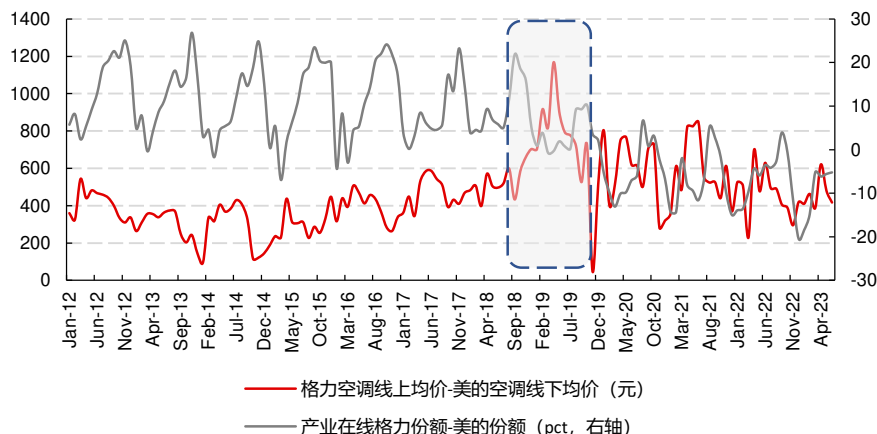
资料来源：《9 年 120 亿，美的数字化转型“三级跳”》 陈雪频（2021），长江证券研究所

2016 年开始，美的将 T+3 运营模式推广到空调品类，提高采购、生产及销售等环节效率，并致力于推动库存去化，虽然短期内由于产能和缺货导致空调市占率在 2016 年大幅下滑，但全链路提效后为渠道扁平化改革也提供基础。2017 年，公司着手对线下渠道进行改革，缩减线下渠道层级，取消二级经销商，推进代理商的优化与整合。与此同时，推出美云销系统，通过网批模式直接向中小零售商供货，去化了中间代理商环节，更进一步推进渠道扁平化，美云销平台实现价格、订单、销售与库存等信息透明共享，公司可以直接掌握终端门店的销售与库存状况。网批模式推出后，公司的零售商数量由 2018 年前的数千家增长至 2022 年底的 89087 家。

#### 掌握降价空间与时点的自主权后，2019 年原材料成本回落的催化下，美的开启价格战。

渠道层级削减后，美的掌握了降价的空间与时点的自主权，空间体现在于渠道扁平化减少了层层加价模式下的利润分摊，将节约的利润能够更多向厂商和消费者让渡。时点体现为渠道层级削减后，相较于层层流转的传统分销模式，渠道库存更少，并且通过美云销系统厂家能够及时掌握销售和库存状况并进行发货管控，因此在较轻的库存包袱下，对于终端需求变化及上游成本变化的响应也更加及时。2019 年大宗原材料成本下降后，美的也因而能够率先开启新一轮价格战，并在这轮价格战中受益最大，至 2021 年线上线下份额均为行业第一。

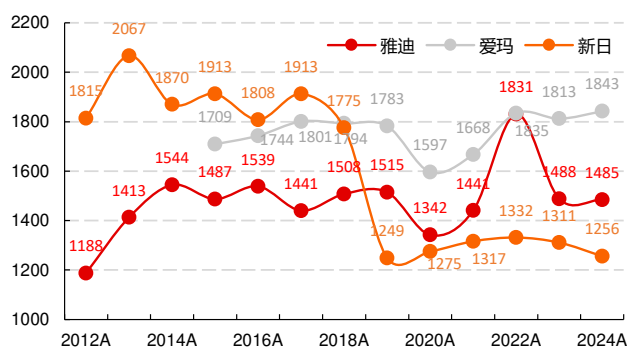
图 18：渠道改革助力下美的通过价格竞争成功实现份额抢占



资料来源：产业在线，中怡康，长江证券研究所

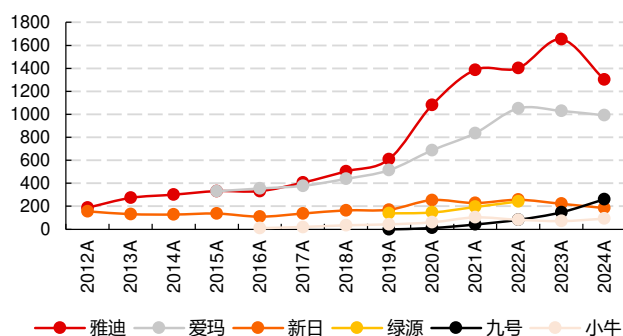
从两轮车赛道来看，从消费者购买的决策场景来看，线下渠道网点铺设和整体运维能力相对突出，品类的功能识别度或相对较低，对应相对非理性的价格竞争也较难延续。从2023A/2024A的出货均价表现来看，雅迪两轮车出货均价表现明显低于爱玛，但由于低价反而影响门店利润，同时也较难出清部分以组装为主的尾部厂商，叠加监管趋严等影响，尽管表观来看2023A雅迪通过低价策略实现了一定的份额提升，但在2024A出库存下更低的出货价并没有换来进一步的份额提升，雅迪的出货量表现在2024A反而有所回落，对应2025A雅迪均价同比即实现较快提升，外部国补有一定拉动因素，企业内部竞争导向或也逐步从价格竞争转向价值竞争。

图 19：2024A 雅迪的两轮车出货均价（元）低于爱玛



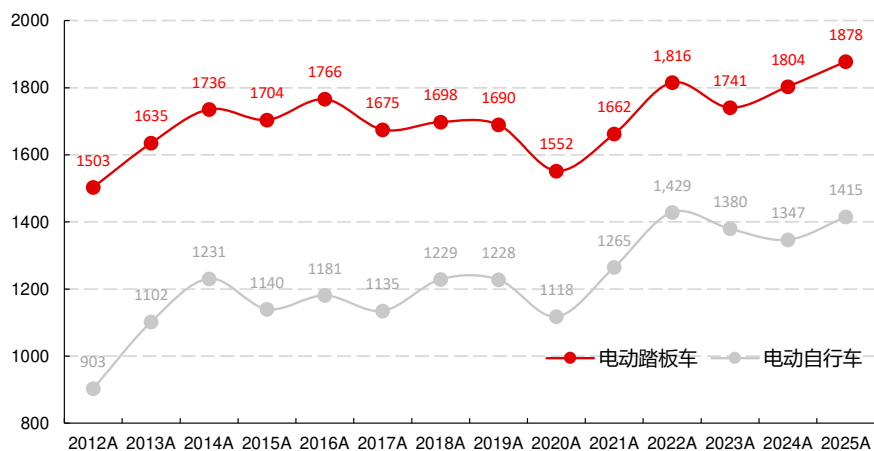
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 20：相对低价竞争策略并未获得持续更优异的出货量（万台）表现



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 21：2025A 内外部因素共同拉动下雅迪两轮车产品均价（元）均呈提升态势

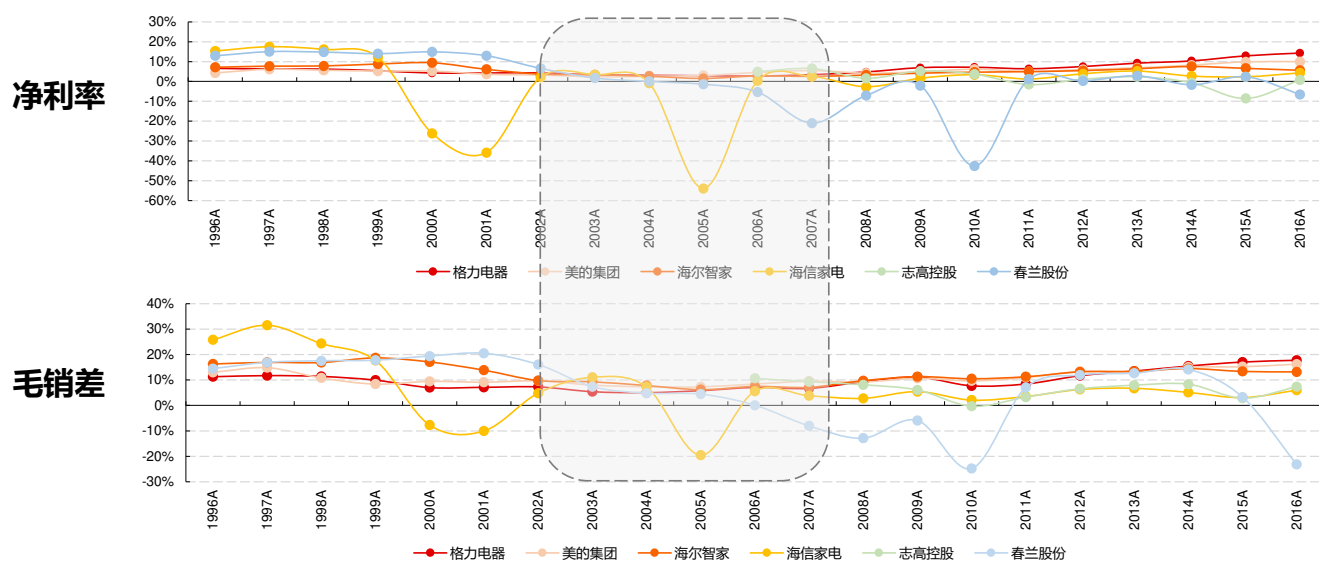


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 影响幅度：极端场景下相关标的的利润表现

从价格战对于企业的盈利表现影响来看，功能性识别度较高的品类在渗透率提升逐步趋缓而供需相对错配的阶段，价格竞争或相对激烈，价格战的持续时间或也相对较长。从2003年至2006年空调行业的价格战来看，渗透率趋缓背景下，企业间的价格战无论是幅度，还是持续时长都更为严峻。幅度上来看，大部分厂商的利润率降至低个位数，部分企业利润率多年维持为负。持续时长来看，相对低利润率的状态维持了4年以上。同时好的方面来看，不同标的的利润率趋势明显分化，格力、美的利润率逐步修复，利润率表现在格局出清后甚至优于价格战前。

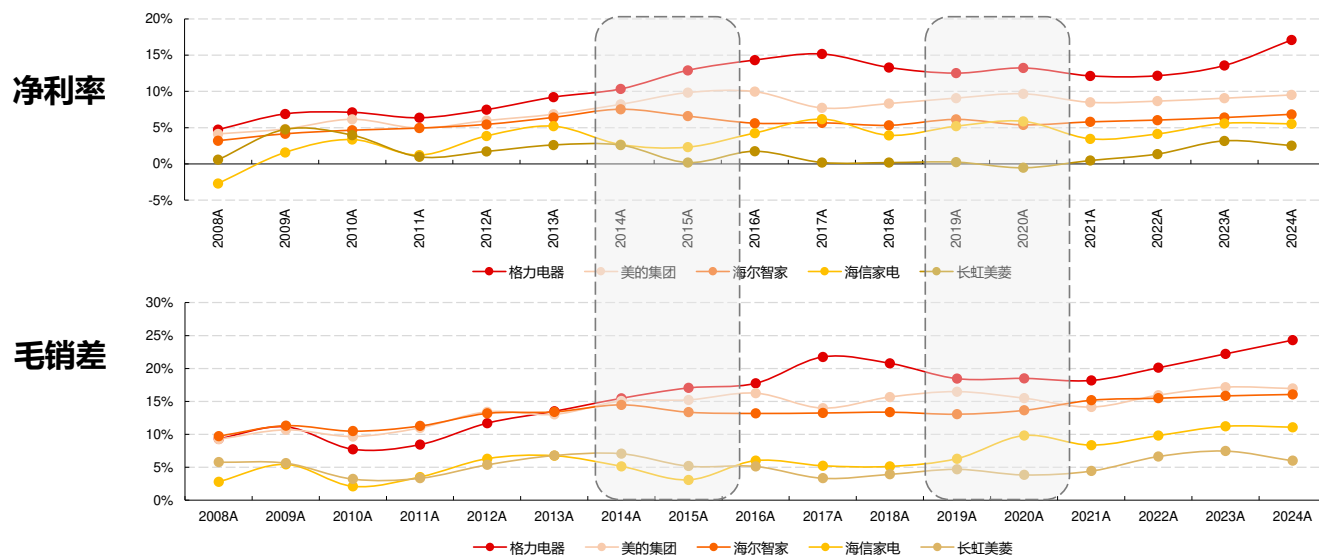
图 22：2003-2006 年空调价格战期间，格力、美的等净利率降低至低个位数，格局出清后企业利润率表现分化，赢家利润率中枢显著提升



资料来源：iFinD，长江证券研究所

对于功能性识别度较高的品类，在龙头构筑显著成本优势后，价格竞争的延续性、激烈程度相较于清阶段都较为可控。从 2014-2015 年和 2019-2020 年空调行业的价格竞争来看，持续时间都接近 2 年左右，同时从利润率表现来看，龙头净利率表现相对稳健，而重点企业的利润率波动性较为明显，较为极限的情况是重点龙头几乎不赚钱甚至亏钱。

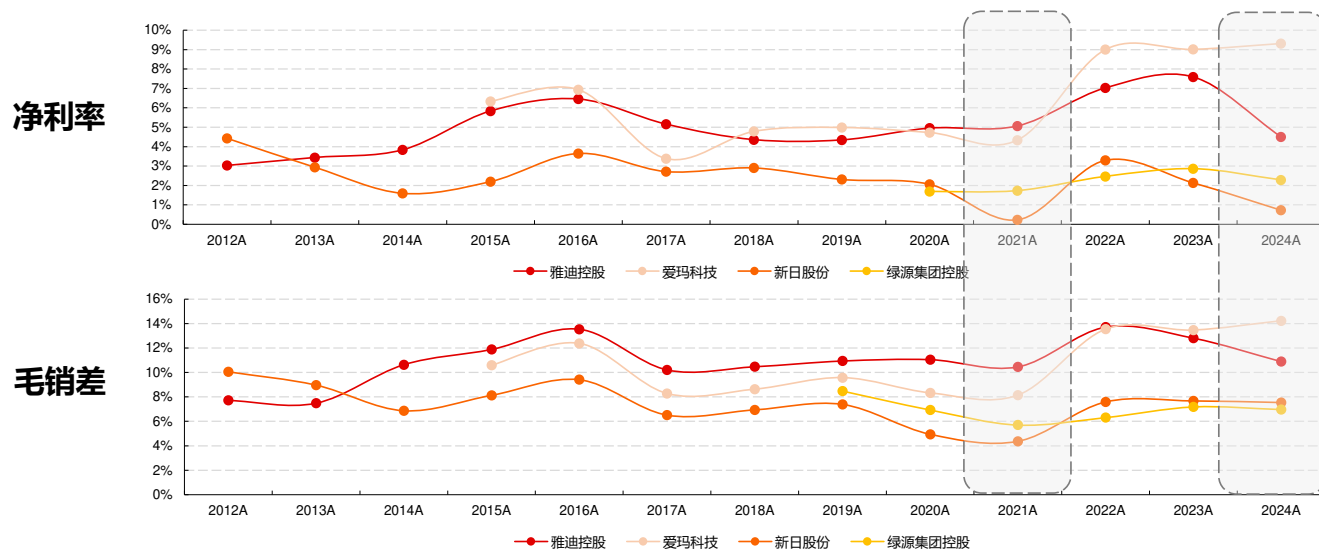
图 23：2014-2015、2019-2020 空调价格竞争期间，龙头净利率表现稳健，重点企业不盈利甚至亏损是较极限情况



资料来源：iFinD，长江证券研究所

对于功能性识别度相对不高的品类，从两轮车企业的表现来看，价格战阶段龙头的利润率也相对稳健，考虑到去库、监管等因素扰动后影响幅度或更小。从持续时长来看，明显的利润率回落或在一年内即迎来回升。从幅度来看，重点企业不盈利或是相对极限的情况。

图 24：2020 年、2021 年，重点电动两轮车利润率跌至低个位数

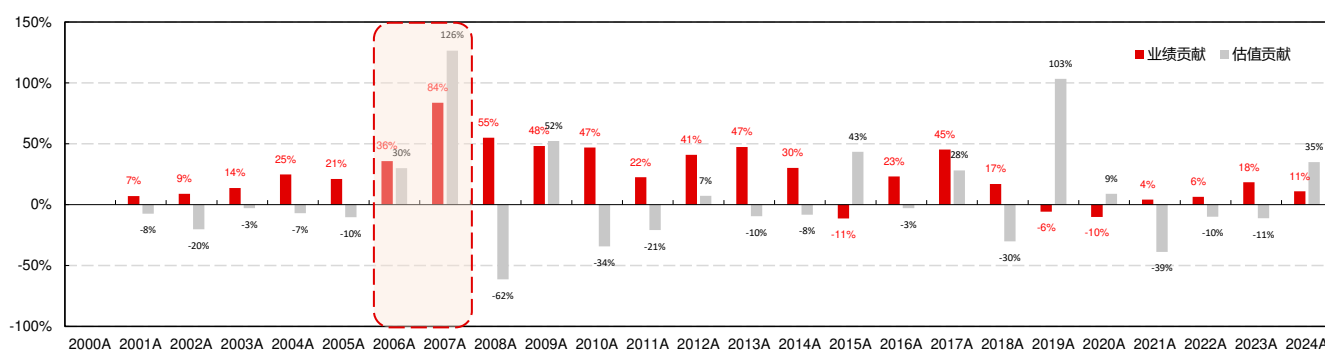


资料来源：iFinD，长江证券研究所

## 落到投资：从逻辑和位置看胜率和赔率

品类维度来看，功能性识别度较低、能够持续推进产品升级迭代的品类发生价格战的概率、幅度或都相对较小。内外环境来看，价格战前夕或期间外部环境大抵呈现弱需求/低成本/高库存的状态，而内生维度龙头基于自身能力以及远期均衡份额做出的回报判断，则是更核心的影响因素。品类维度、企业视角的差异或是价格战幅度和持续时间的主要因素。从赛道复盘来看，重点企业不盈利甚至亏损或相对极限阶段。落到投资而言，价格战对于消费品投资而言在大多数情景下或是希望回避的阶段，而转换视角来看，相对悲观的预期或也为投资者提供了相对高胜率和高赔率的投资选择。

图 25：年度复盘来看，格力电器在价格战临近结束阶段开启戴维斯双击行情



资料来源：iFinD，长江证券研究所

## 风险提示

**1、宏观经济波动导致需求回落的风险。**家电品类带有偏可选及部分耐用品消费特征，用户收入水平以及对未来收入增长的预期，将对产品购买意愿产生一定影响，如果宏观经济出现波动将导致用户购买意愿下降，或将对行业整体消费形势造成压力。同时，房地产销售也将对家电需求的节奏产生一定影响，若房地产销售出现回落则对家电销售可能带来短期影响。

**2、市场竞争加剧导致盈利回落风险。**家电行业充分竞争，近年来行业集中呈现提升态势，但部分子行业可能因行业需求回落，竞争可能加剧会导致价格战等风险，从而可能会带来行业毛利率波动的风险，同时可能带来相应营销费用投放加大、产出效率降低问题，进而可能综合带来企业端盈利的回落。

**3、原材料价格波动风险。**家电产品及核心零部件主要使用钢、铝、铜等金属原材料，以及塑料、发泡料等大宗原材料，如原材料价格出现持续大幅上涨，则可能对行业的毛利率带来回落的风险。

**4、海外业务运营风险。**由于家电行业全球化布局深入，海外业务对企业的经营重要程度提高，而海外市场经营受当地政治经济局势、税收政策、法律体系和监管制度等影响，若上述因素发生重大变化，将对家电企业当地运营带来一定挑战和风险。



## 投资评级说明

|       |                                                             |
|-------|-------------------------------------------------------------|
| 行业评级  | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：  |
| 看好    | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                         |
| 中性    | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                        |
| 看淡    | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                         |
| 公司评级  | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：      |
| 买入    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%                                     |
| 增持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间                                 |
| 中性    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                  |
| 减持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                      |
| 无投资评级 | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)



## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。