

家用电器

纵观日本家电发展史，探究品类发展与企业崛起之路

本文首先通过复盘日本百年家电历史，对日本不同时期家电品类的发展规律，以及行业中优秀企业的决策之路，进行深入探讨，得出了未来中国国内市场需求演变对应企业生存量价和竞争格局的判断，以及探究了日本家电企业出海、高端化要积累的能力。

日本家电行业发展经历萌芽、成长、成熟、下行期，不同时期对应不同品类发展阶段与企业战略方向。

①**萌芽期**（1910-1955年）：日本企业引进美国技术，在政策保护下初步实现家电产品国产化。

②**成长期**（1955-1973年）：日本经济高速发展，人口数、房地产迅速提升，大家电快速普及，品类普及速度与刚需程度、技术水平、价格水平相关。日企技术产品优势不断增强，初步开启海外市场征程。

③**成熟期**（1973-1990年）：日本经济进入中速增长阶段，美日贸易摩擦升级、日元升值等影响下日企产能开始大规模向海外转移。此时居民收入水平向上，家庭逐步小型化，消费升级趋势明显，家电行业在刚需品类首次购置需求满足后，逐渐走向结构升级，例如冰箱大容量、洗衣机双杠、彩电替代黑白等，厨小/录像机等多样需求产品兴起，此时日企加速海外投入。

④**下行及稳定期**（1990年后）：90年代初日本经济泡沫破灭。日本步入老龄化社会。消费较低迷、更趋于理性。家电行业整体呈萎缩趋势，从1990-2023年销售额CAGR来看，仅有冷柜、电热水器、热泵热水器、电动洗衣机、空调、洗碗机品类为正，产品结构升级持续。量价拆分开来，大部分品类销量下滑，仅洗碗机等新品类有所增长；空调、冰箱、洗衣机、电动剃须刀等产品均价有所提升，同时在行业下行期家电行业格局加速集中，更加利好龙头。此时日本黑电龙头地位不复，但家电出海进程持续。

探究日企出海、高端化的支撑、未来关注点，从中总结优秀家电的未来选择。

①**日企何以出海？**产品力是基础，性价比是硬道理。渠道为路，以点带面进行渠道打通。收购品牌，快速高效获取品牌、渠道、产品线、产能的扩充。产业投资思路，与当地制造商建立同盟。政府在进出口政策上给予本国企业保护、对企业良性竞争、技术共进的引导。商社的协同，助力企业引进来、走出去。

②**日企何以高端化？**技术领先、国力增强，此外面对竞争日企必须做出差异化，利用高端定位来获取更多利润。

③**当前日企关注点？**持续的全球化布局。研发更加绿色节能高效的产品。面对竞争，积极降本。To B业务的资源倾斜（针对综合业务公司）。提高分红。

④**优秀家电公司未来选择？**增加自主技术开发能力，建立长期竞争优势。发力自主品牌，提升海外定价能力。含有核心技术的品类行业往往能带来更好的竞争格局，例如暖通。面对贸易摩擦积极转移产能应对。出海把握新兴市场快速增长窗口，长期期待欧美自主品牌打造。TOB业务转型。

投资建议：建议关注大家电龙头美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、TCL智家。

风险提示：宏观经济波动导致需求回落风险，市场竞争加剧导致企业盈利下滑风险，贸易摩擦、海外运营风险，汇率波动风险，原材料价格波动风险，历史经验可能失效风险。

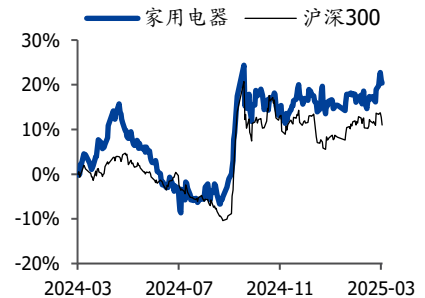
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000333.SZ	美的集团	买入	4.41	5.06	5.57	6.10	16.50	14.87	13.51	12.35
600690.SH	海尔智家	买入	1.77	2.04	2.33	2.64	17.30	13.50	11.80	10.41
000651.SZ	格力电器	买入	5.18	5.66	6.09	6.48	8.80	7.72	7.18	6.75
000921.SZ	海信家电	增持	2.05	2.38	2.70	3.04	14.10	12.64	11.17	9.89
002668.SZ	TCL智家	增持	0.73		1.08	1.21	16.10		10.55	9.41

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 徐程颖

执业证书编号：S0680521080001

邮箱：xuchengying@gszq.com

分析师 鲍秋宇

执业证书编号：S0680524080003

邮箱：baoqiuyu@gszq.com

相关研究

- 《家用电器：白电攻守兼备、小家电渠道新阿尔法、黑电走出经营底部》 2025-01-21
- 《家用电器：中长期看好家电出海，内需关注质价比》 2024-08-19
- 《家用电器：TCL系出海报告（黑电篇）——TCL专题报告系列二》 2024-07-25

内容目录

引言：日本家电品类发展与企业的崛起	5
一、复盘：自上而下分析日本家电发展四阶段	5
1.1、二战前后日本家电萌芽期：依赖电力发展、初步实现进口产品国产替代	5
1.2、成长期（1955-1973）：经济飞速发展，家电高速增长	7
1.3、成熟期（1973-1990）：结构升级与全面全球化	13
1.4、下行&稳定期（1990-至今）：结构升级、全球化、转型	20
二、思考：日本家电企业得以发展的原因、今后的关注点	29
2.1、探究：为什么日本家电企业能够出海？	29
2.1.1、产品力是基础，性价比是硬道理	29
2.1.2、渠道为路，以点带面进行渠道打通	30
2.1.3、收购品牌，快速高效获取品牌、渠道、产品线、产能的扩充	30
2.1.4、产业投资思维，与当地制造商建立同盟	31
2.1.5、政府的保护与引导	31
2.1.6、商社的协同，助力企业“引进来、走出去”	32
2.2、探究：为什么日本企业能够做高端化？	33
2.3、探究：当前节点日本家电公司的关注点？	34
2.3.1、持续的全球化布局	34
2.3.2、研发更加绿色节能高效的产品	34
2.3.3、面对竞争，积极降本	35
2.3.4、To B 业务资源倾斜	35
2.3.5、提高分红、提升日本股市投资价值	36
三、总结：优秀家电公司未来选择之路	37
四、投资建议	40
五、风险提示	41

图表目录

图表 1: 1882 年日本首个电弧灯于东京银座问世	5
图表 2: 日本家电产品的国产化时间线	5
图表 3: 战后 1946 年起日本各种电器生产的变化（台）	6
图表 4: 1957 年日本电影中出现了洗衣机、冰箱、小家电等产品	6
图表 5: 1955-1975 年日本名义 GDP 基本保持 10%+ 高速增长	7
图表 6: 日本个人名义 GDP 持续提升	7
图表 7: 日本钢铁生产量在 1960-1970 年快速增长	7
图表 8: 1956-1970 年日本民间企业设备支出增长	7
图表 9: 日本人口在 20 世纪 40-80 年代保持相对快速增长	8
图表 10: 日本 20 世纪 50-70 年代人口结构更偏年轻	8
图表 11: 日本家庭数与平均家庭人数的年度推移	8
图表 12: 日本新设住宅户数情况	9
图表 13: 日本地价急速上涨（假设 1930 年为 100）	9
图表 14: 日本城市化率提升	9
图表 15: 居民消费支出结构变化趋势	10
图表 16: 日本每月家居家庭用品支出变化趋势	10
图表 17: 主要耐用消费品的普及率（根据消费动向调查制作）	10
图表 18: 1958 年日本家电产品预想标准价格（日元）	11
图表 19: 1960 年日本厨房机器保有率（%）	11
图表 20: 日本厨房机器保有率逐渐提升（%）	11
图表 21: 日本电气制造企业 1955-1961 年度平均增长率	12
图表 22: 日本电气制造企业 1961-1970 年度平均增长率	12
图表 23: 70-80 年代日本出口金额急速增长	13

图表 24:	日本出口数量增长情况 (假设 1975 年为 100)	13
图表 25:	日元大幅度升值	14
图表 26:	美日贸易逆差持续增长 (千美元)	14
图表 27:	美国通过多种外部干预方式发难日本, 以缓解自身的贸易赤字问题	14
图表 28:	日本海外直接投资持续提升	14
图表 29:	日企对外投资区域占比	14
图表 30:	日本国民可支配收入增长明显	15
图表 31:	日本消费水平继续向上	15
图表 32:	1975-1990 年日本土地价格快速上涨	15
图表 33:	1970-1990 年日经 225 指数快速提升	15
图表 34:	日本消费结构变化情况	16
图表 35:	日本每月家居家庭用品支出绝对值仍然增加	16
图表 36:	日本女性初婚年龄增长, 人均生育数下降	16
图表 37:	日本结婚率下行	16
图表 38:	日本男女家务时间变化 (成人平均时间)	16
图表 39:	日本主要耐用消费品的普及率 (1957-2024 年)	17
图表 40:	日本冰箱大容量持续升级	17
图表 41:	日本洗衣机全自动保有量提升, 逐渐替代双缸 (台 (每 100 户))	17
图表 42:	日本彩电替代黑白电视机 (台 (每 100 户))	18
图表 43:	日本冷暖房空调保有量提升 (台 (每 100 户))	18
图表 44:	日本厨房小家电保有率提升 (%)	18
图表 45:	日本 VTR 保有量迅速提升 (台 (每 100 户))	19
图表 46:	松下海外生产比例	19
图表 47:	松下在东南亚的海外产量 (1984 年)	19
图表 48:	日本 GDP 不变价同比增速 (%) 进入 90 年代增速放缓	20
图表 49:	1992 年日本房价开始崩盘	20
图表 50:	东京日经 225 指数 1990-2010 年一路下滑	20
图表 51:	1991-2000 年日本失业率提升 (%)	20
图表 52:	1990 年后日本家庭财富缩水	21
图表 53:	日本存贷款利率 (%) 1991 年后下滑	21
图表 54:	日本人口增长速度进入 70 年代放缓	21
图表 55:	日本 65 岁人口占比逐渐提升 (%)	21
图表 56:	日本家庭消费支出同比减速	22
图表 57:	日本家庭耐用消费品支出及占比萎缩	22
图表 58:	日本个人所得税负水平下降 (%)	22
图表 59:	日本消费信心下降	22
图表 60:	日本家电出货额情况	23
图表 61:	日本家电各品类出货额 1990 年-2023 年 CAGR	23
图表 62:	日本冷热空调 2000 年后基本完全替代单冷空调	23
图表 63:	日本主要家电产品能耗效率的变化	23
图表 64:	日本冰箱大容量化	24
图表 65:	日本冰箱更加省电 (能效提升)	24
图表 66:	日本冷冻食品生产量持续提升	24
图表 67:	日本洗衣机向全自动、洗烘一体机升级 (台)	24
图表 68:	日本电视销额情况 (亿日元)	25
图表 69:	日本薄型平面电视尺寸大小销额占比	25
图表 70:	1990-2000 年日本厨卫&小家电市场 (17 类加总) 呈下滑趋势	25
图表 71:	日本热源为电气的电饭煲占比提升	25
图表 72:	日本电动马桶销售量持续提升, 且更为省电的瞬间式电动马桶占比提升	26
图表 73:	日本洗碗机销售量持续提升, 相比手洗更为省水	26
图表 74:	1990-2023 年日本家电各品类销量变化 (台)	26
图表 75:	1990-2023 年日本家电各品类均价变化 (日元)	26
图表 76:	日本家电品类集中度情况	27

图表 77:	2000 年后日本 DVD 销量反超 VTR 但随后又迅速没落	27
图表 78:	2007 年日本蓝光 DVD 份额首次超过高清	27
图表 79:	韩国黑电市占率反超日本	28
图表 80:	2003 年左右韩国液晶面板产量超越日本	28
图表 81:	日本家电龙头收入、净利润等情况	29
图表 82:	日本彩色电视制造成本低于英国和西德	30
图表 83:	日本电视机制造商在欧洲、亚洲、中南美洲、澳大利亚建有海外生产基地	30
图表 84:	大金收入实现持续增长	31
图表 85:	大金营收分地区占比	31
图表 86:	租赁场景单个热水器补贴 5 万-7 万日元	32
图表 87:	新房、既有房屋场景下热泵/混合能源热水器/家庭燃料电池解决方案补贴 8 万-18 万日元	32
图表 88:	大金未来发展战略	35
图表 89:	松下中长期战略	35
图表 90:	松下日本家电业务回顾及展望	35
图表 91:	松下: 热泵、海外电气建筑材料、CO2 冷藏系统为未来较快成长领域	36
图表 92:	日本上市企业分红和回购总额持续提升	36
图表 93:	日本家电公司分红率	36
图表 94:	松下直言 2023 财年未能达成日本家电业务市场份额目标主要因为中国竞争者的价格竞争	38
图表 95:	中国家电近年来海外重点举措	39
图表 96:	美的事业部结构	40

引言：日本家电品类发展与企业的崛起

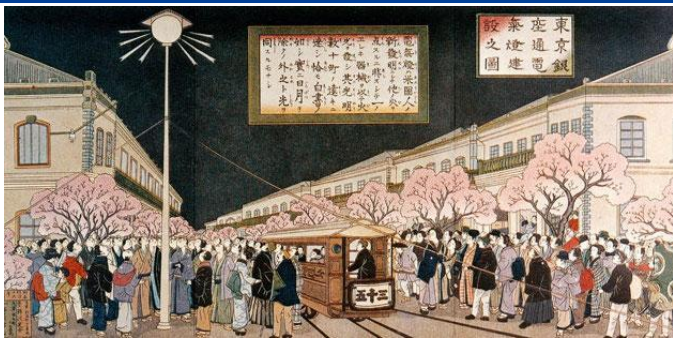
本文主要内容分为两部分，首先是对日本家电行业发展进行复盘，二战前后至今，日本家电行业经历了起步、快速成长、成熟、下行及稳定四个时期，我们分析不同阶段家电品类的发展情况，得出了未来中国国内市场需求演变对应企业生存量价和竞争格局的判断，以及对行业中优秀企业的决策之路进行深入探讨。第二部分为总结思考，我们将探究日本家电企业出海、高端化的支撑力量，以及当前节点日本家电公司的关注点，并从中总结优秀家电的未来选择。对于我国家电行业来说，当前也处于国内保有量接近饱和、出海正当时、贸易摩擦、产业链上下游延伸等阶段，发展路径与日本十分相似，复盘日本家电历史并总结其中经验对于我们研究中国家电行业未来发展具有一定借鉴意义。

一、复盘：自上而下分析日本家电发展四阶段

1.1、二战前后日本家电萌芽期：依赖电力发展、初步实现进口产品国产替代

二战前家电萌芽阶段（1910-1935年），家电初步国产化。日本在明治维新后经济开始走向工业化革命道路，同时电力的普及也奠定了家电产品发展的基础。1882年日本首个实用的电灯（电弧灯）于东京银座问世，标志着电灯时代的开启，随着发电厂的出现，东京实现了电灯的快速普及。到了1930年左右，日本电动洗衣机、电冰箱、吸尘器等产品也以进口产品为基础叠加海外技术引进实现了国产化。到二战之前，日本已经涌现出了东芝、日立、松下以及夏普等一批家电企业，家庭电气化的趋势稳步增强。然而20世纪30年代，由于二战爆发，日本家电行业发展暂时中断。

图表1: 1882年日本首个电弧灯于东京银座问世



资料来源：北陆电气官网，国盛证券研究所

图表2: 日本家电产品的国产化时间线

家电品类	使其国产化时间及公司
电风扇	1914年东芝
电冰箱	1930年东芝, 1933年三菱, 1935年日立
电动洗衣机	1930年东芝
真空吸尘器	1931年东芝, 1933年三菱
房间空调	1935年日立, 1936年东芝

资料来源：石井喜久雄&益本仁雄《家电产品的历史》，国盛证券研究所

战后经济修复阶段（1945-1955年），家电产品普及率迅速提升。战后日本家电快速发展主要得益于：

经济好是基础，出口带动日本经济快速恢复增长。二战后日本面临通货膨胀等问题，日本政府实施“倾斜生产”、“道奇计划”，但经济表现未有起色。直到1950年朝鲜战争爆发，日本成为美国军事基地，商品出口量飙升，所谓的“特需景气”时期到来。据发改委，日本经济的对外依存度从1946年的10%左右迅速提高到1960年的38.8%。此后，日本的出口产业发展更为迅速，60年代日本出口年均增长率高达16.8%，是同期世界贸易增长速度的两倍以上。

技术引进。战后日美同盟关系确立，日本家电企业频频从美国引进技术，日本国产黑电的诞生源于50年代引进美国RCA技术。1952年，夏普获得基本电视机专利技术转让，同年东芝也开始生产黑白电视。1953年，索尼与美国西部电器公司签署了专利授权协议

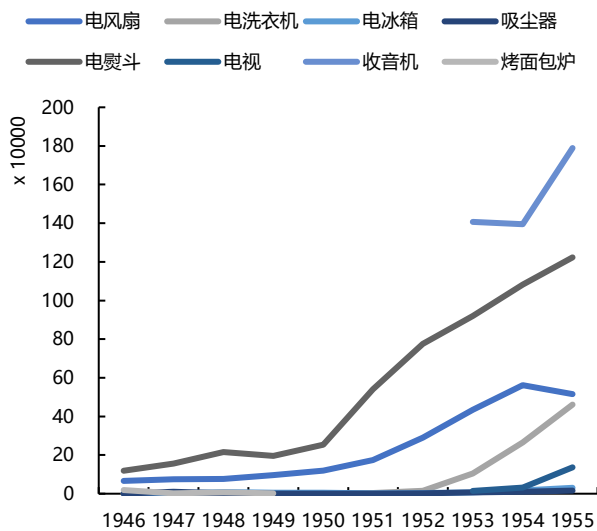
(晶体管技术), 1957年3月, 索尼推出世界上第一台小巧的半导体收音机。受此影响, 日立、三菱、NEC、OKI、东芝、三洋等公司, 相继从美国RCA和西屋电气, 购买了晶体管专利授权。此外1951年松下电器创始人松下幸之助与荷兰飞利浦公司合资设立松下电子, 引入冰箱等白电生产技术。

政策保护。50年代日本家电行业发展初期, 政府限制国外产品流入(降低原材料和初级产品关税, 对电器、汽车等制成品采取高关税等, 限制外国投资等), 以保护本国企业享受经济复苏市场的增长红利。例如1966年, 美国德州仪器为打开日本市场, 以自己拥有的IC制程核心专利向日本寻求合作, 日本通产省为了拿到技术, 同时保护日本市场, 在1968年4月, 由日本索尼社长井深大出面, 与德州仪器董事长哈格蒂(P.E.Haggerty)签署协议, 双方各占股50%, 设立合资公司, 条件是在三年内, 德州仪器必须向日本公开相关技术专利。并且德州仪器的产品, 在日本市场占有率, 不得超过10%。除此之外, 在大量引进技术后, 政府会主导集中某一领域的多家企业的科研力量进行研发合作, 以更好建立和维系自身的科研体系, 甚至一度默许垄断(扶持龙头)。

价格下探。1953年8月三洋推出了价格亲民、体积更小的波轮洗衣机, 售价仅有2.85万日元(当时高中毕业公务员初次任职工资近5400日元/月), 接近前代搅拌洗衣机价格的一半, 上市一年就实现爆炸式增长, 引发了日本家庭电动化的热潮。

美国文化渗透引发家电需求激增。二战后日本十分崇尚美国文化, 1)日本女性的社会地位进一步提升, 日本女性工作时间增多、家务时间减少, 对吸尘器、洗衣机等家电产品需求产生拉动, 2)饮食结构的西化, 小麦等食物用量提升, 为面包机、咖啡机等西式家电普及奠定基础。3)无线电广播、电影作为获取信息的手段和娱乐手段迅速普及, 1925年NHK开始进行无线电广播, 仅仅4年后订户数量就超过了60万, 西化思想以及家电产品进一步传播, 对于提升家电认知度及需求有较大帮助作用。

图表3: 战后1946年起日本各种电器生产的变化(台)



资料来源: 石井喜久雄、益本仁雄《家电产品的历史》, 国盛证券研究所

图表4: 1957年日本电影中出现了洗衣机、冰箱、小家电等产品



图4《青空娘》(1957年(昭和32年))

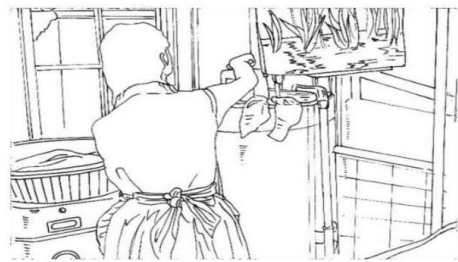


图5《青空娘》(1957年(昭和32年))

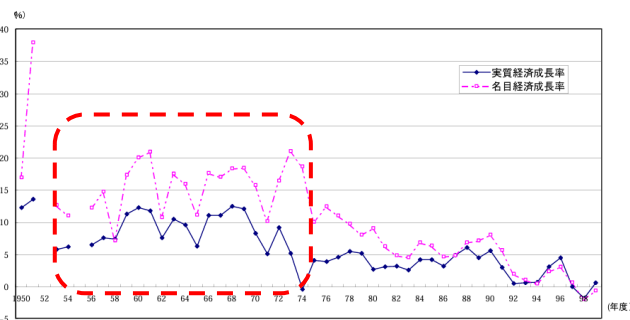
资料来源: 林原泰子《白色家电向家庭的引进和普及》, 国盛证券研究所

1.2、成长期（1955-1973）：经济飞速发展，家电高速增长

经济飞速发展、国民收入水平提升、房地产繁荣向上，以及家庭数量增多与美国生活文化的渗透，共同催生了**1955-1973**年日本社会大量生产、大量消费的浪潮，其中家电市场实现了大家电的全面普及以及部分新兴品类的崛起。

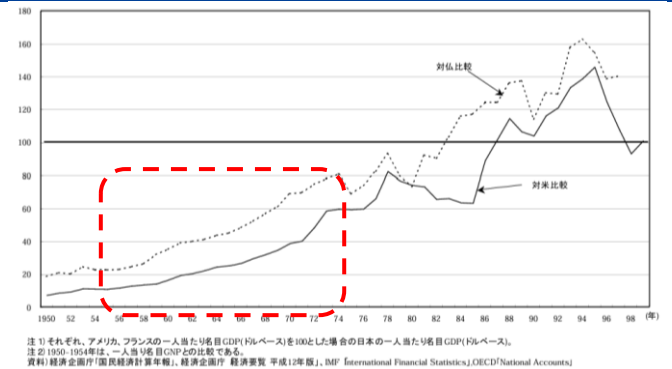
1955-1973年是日本迅速富裕的时期，企业积极进行设备投资。经济方面，日本经历神武景气、岩户景气、奥运景气、伊弉诺景气等时期，1955-1973年日本名义GDP基本保持10%+高速增长，1960年新上台池田内阁出台了1961-1970年“国民收入倍增计划”，该计划超额完成。产业方面，民间企业积极对工厂、设备进行投资，产业结构由出口拉动型转为投资拉动型，家电上游原材料钢铁、化工等行业迎来蓬勃发展，1955年粗钢产量从1020万吨增长到1975年的10231.3万吨，全球占比由3.5%提升至15.8%，仅次于美国和苏联。1950年代中期，日本三大神器黑白电视机，洗衣机和电冰箱开始普及，进入60年代，新三大神器，彩电、汽车、空调接力。

图表5: 1955-1975年日本名义GDP基本保持10%+高速增长



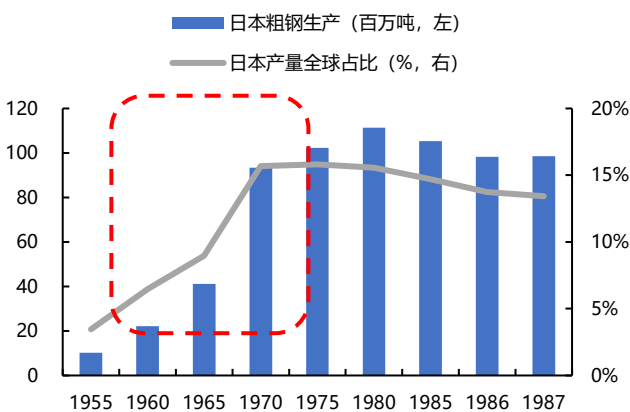
资料来源：日本内阁府，国盛证券研究所

图表6: 日本个人名义GDP持续提升



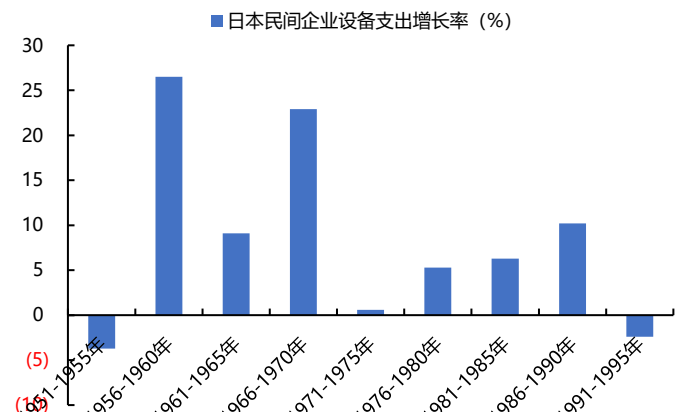
资料来源：日本内阁府，国盛证券研究所，注：分别将美国、法国的人均名义GDP（以美元为准）设为100时的日本的人均名义GDP（以美元为准）

图表7: 日本钢铁生产量在1960-1970年快速增长



资料来源：茶谷淳一《战后日本钢铁贸易》，国盛证券研究所

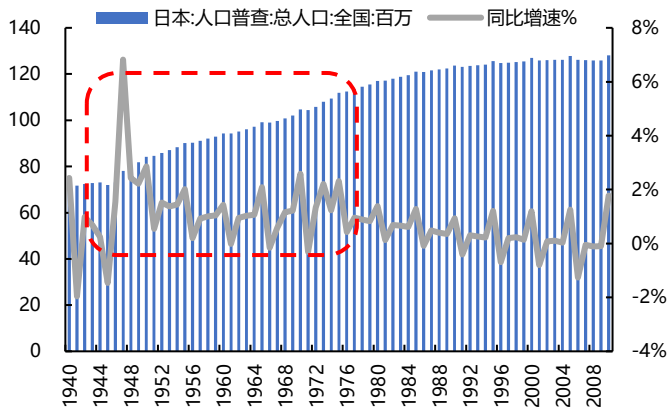
图表8: 1956-1970年日本民间企业设备支出增长



资料来源：日本内阁府，国盛证券研究所

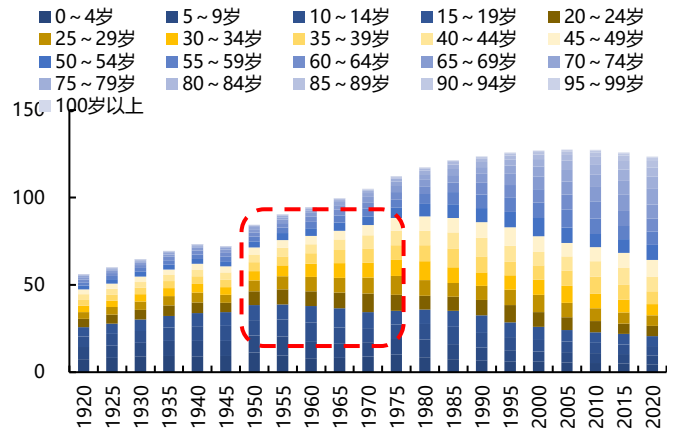
人口结构更偏年轻、平均家庭人数开始下降。1945-1950年婴儿潮于60-70年代逐步进入工作、适婚年龄，这个时期日本人口中青年占比较高。此外，受到城市化、公寓式住宅的兴起，小家庭结构占比提升，据厚生劳动省调查，1953年-1975年日本平均家庭人数持续下降。

图表9: 日本人口在20世纪40-80年代保持相对快速增长



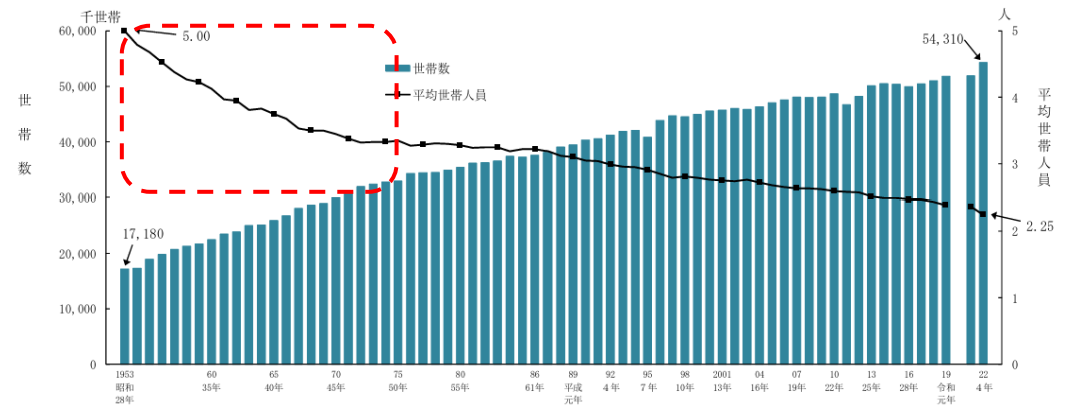
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表10: 日本20世纪50-70年代人口结构更偏年轻



资料来源: 日本统计局, 国盛证券研究所

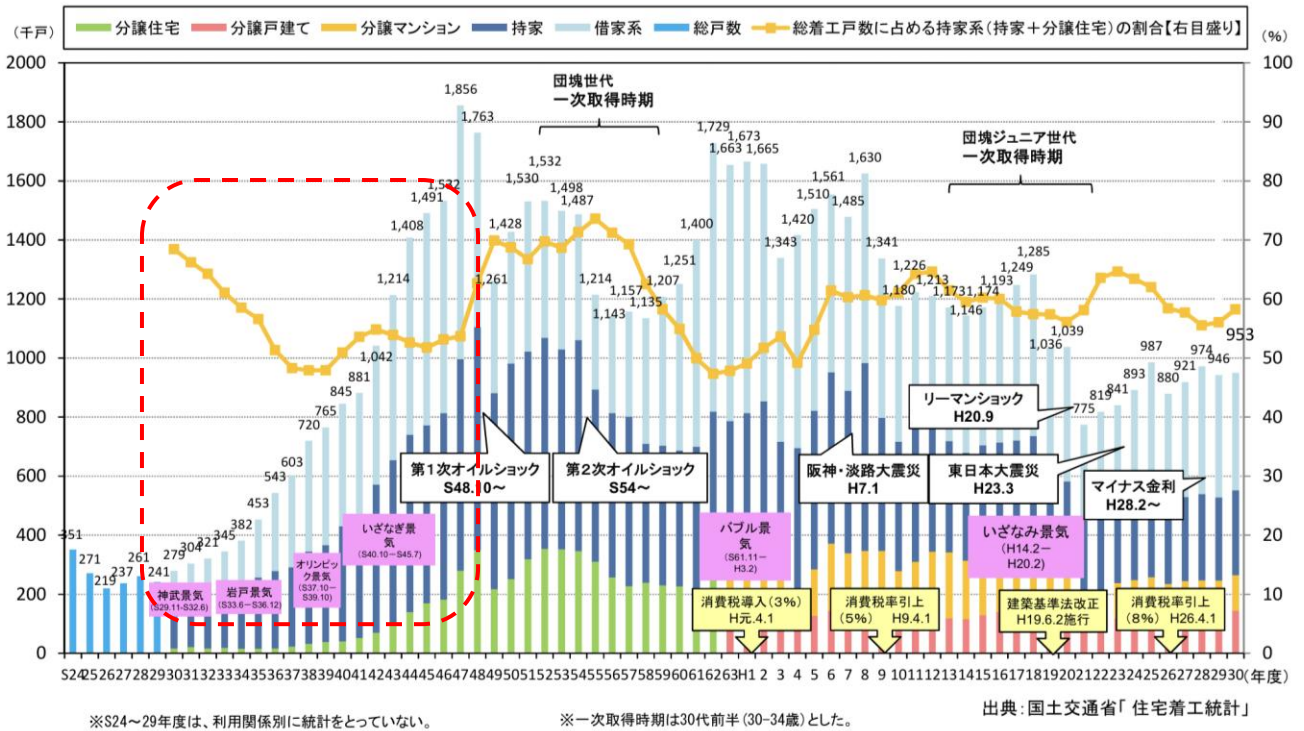
图表11: 日本家庭数与平均家庭人数的年度推移



资料来源: 厚生劳动省, 国盛证券研究所

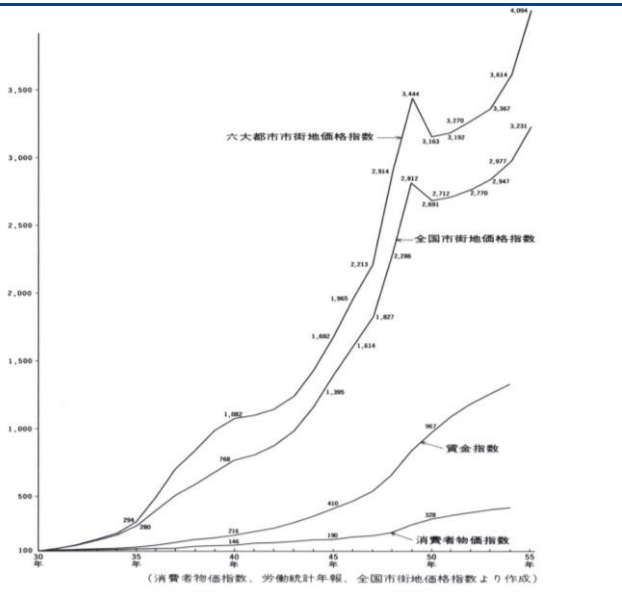
房地产市场进入急速增长阶段，城市化率快速提升。1950年代，日本政府推出公共住宅保障体系，通过低息贷款、公租房等措施保障低收入群体、工薪阶层的住房需求，日本新增户数开始进入快速增长时期，1951年为21.9万户，1971年增长至185.6万户，房价在1950-1980年也急速上涨。在战后经济崛起与工业发展的大背景下，50-60年代日本城市化进程进一步提速，1950年日本城市化率为37%，到了1975年大幅提升至76%，基本完成了城市化进程。

图表12: 日本新设住宅户数情况



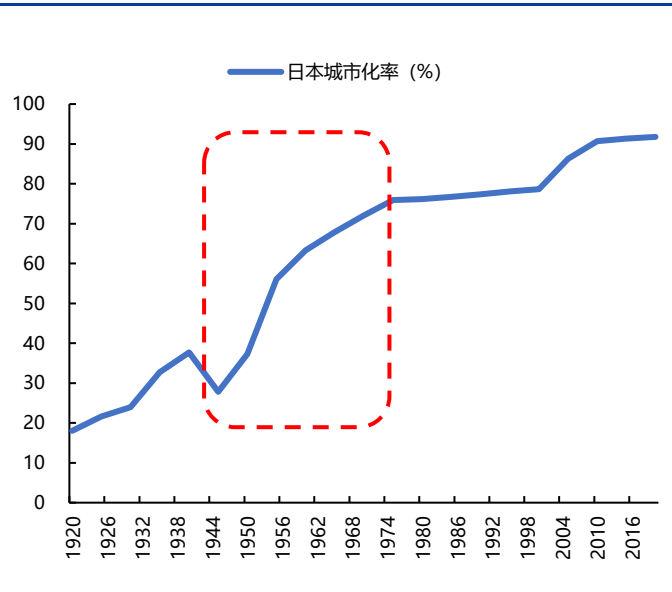
资料来源: 日本国土交通省, 国盛证券研究所

图表13: 日本地价急速上涨 (假设 1930 年为 100)



资料来源: 国土交通省, 国盛证券研究所

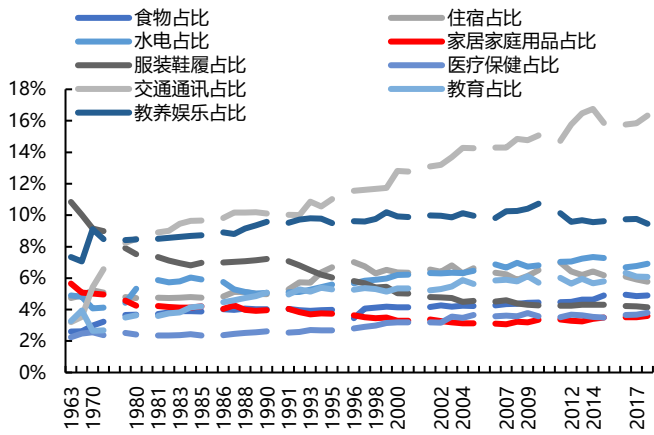
图表14: 日本城市化率提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

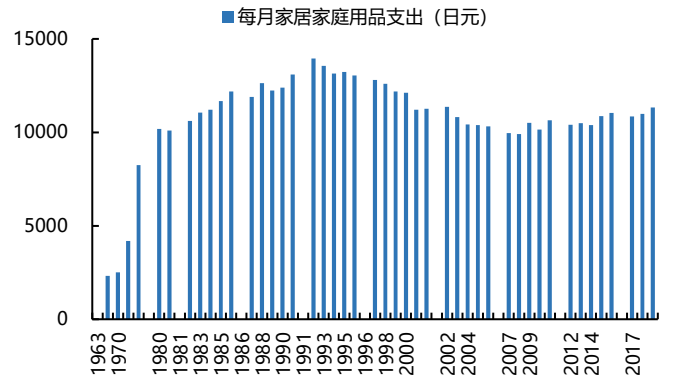
家居支出占比稳定, 美国消费文化加速渗透。1965-1970 年家庭消费支出中服饰、教养娱乐占比更大, 交通通讯占比迅速提升, 家居支出保持在 5% 以上比例, 并且支出绝对值持续增长至 1992 年, 再往后看家居支出占比有所下降, 但仍然稳定在 3-4% 左右。与此同时, 日美同盟关系的建立也推动了美国文化渗透, 日本国民开始憧憬美式生活方式, 三大神器、私家车、个人住宅成为日本国民美式新生活的代表。电视广播媒体的兴起进一步加速了美国文化的输入, 吸尘器、面包机等典型的西式家电也在这一时期加速普及。

图表15: 居民消费支出结构变化趋势



资料来源: 矢野恒太纪念会《日本的100年》, 国盛证券研究所

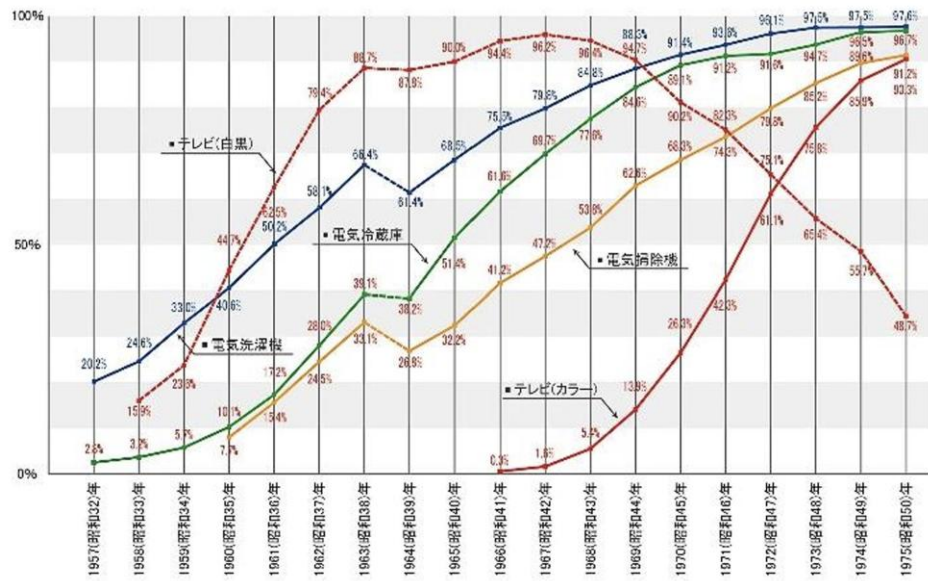
图表16: 日本每月家居家庭用品支出变化趋势



资料来源: 矢野恒太纪念会《日本的100年》, 国盛证券研究所

日本大家电快速普及。1955-1974年日本迎来大家电的全面普及, 据日本统计局统计, 1955年以冰箱、洗衣机、黑白电视机为代表的“三大神器”, 普及率分别不足1%、5%、1%, 但到1965年已经达到51%、69%、90%, 黑白电视机率先实现普及, 同时彩电开始逐步替代黑白电视机, 随后进入60年代, 以彩电、空调、汽车为代表的“新三大神器”接力。随着家电制造商建立大规模生产系统, 价格下降, 需求再次扩大, 形成了大量生产和大量消费的良性循环。

图表17: 主要耐用消费品的普及率 (根据消费动向调查制作)



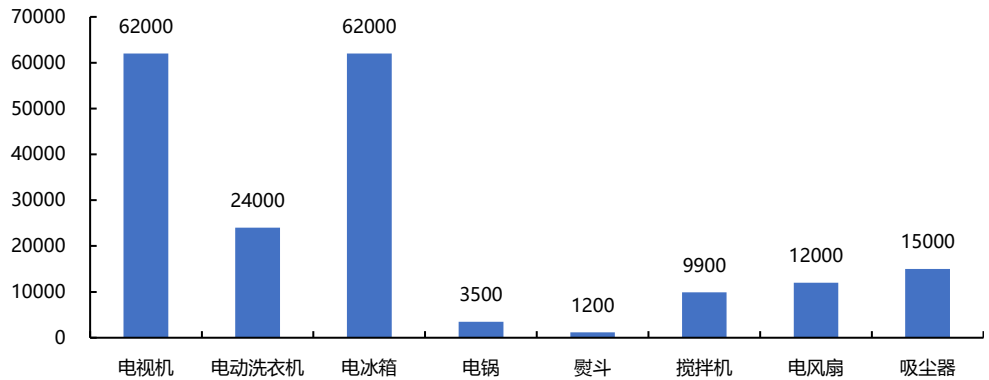
资料来源: 林原泰子《白色家电向家庭的引进和普及》, 国盛证券研究所

在这一阶段家电普及率快速提升, 大家电品类渗透速度为电视机→洗衣机→电冰箱→空调, 普及速度与刚需程度、技术水平、价格水平相关:

- 电视具有获取信息以及娱乐属性, 作为收音机的升级产品, 虽然昂贵, 但能带来更直观的画面信息和丰富的广播内容, 叠加1959年皇太子明仁大婚, 1964年东京奥运会电视直播刺激下渗透率提升迅速, 1958年日本黑白电视机普及率仅有16%, 1959年激增至24%, 1965年则达到90%, 基本实现了全面普及。
- 洗衣机则是因为解放双手洗衣的实用性以及相对低廉的价格而快速普及。

- 而冰箱、空调则受制于当时冷媒技术、冷冻技术等因素，叠加较高的售价，普及速度较慢，此外在冰箱普及之际也不能忽视非电力冰箱的存在，即为在具有保冷功能的壳体中放入冰块和食材进行低温保存的机器。根据1959年《电机》11月调查，非电力冰箱1959年8月末的普及率为28.4%，而冰箱普及率为20.5%，可见当时非电力冰箱的普及率仍高于冰箱。再加上上述价格差异的存在，无疑成为了阻碍冰箱引进的主要原因。

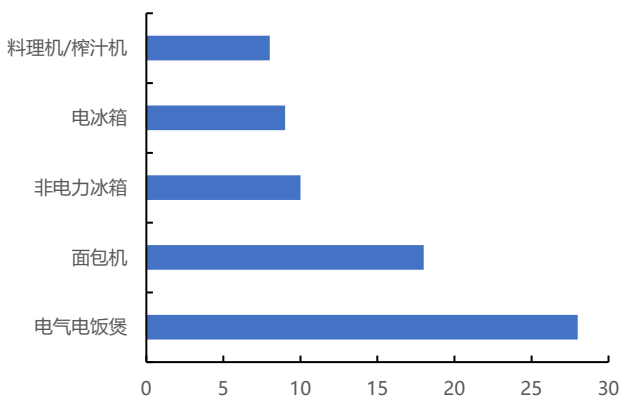
图表18: 1958年日本家电产品预想标准价格(日元)



资料来源: 林原泰子《白色家电向家庭的引进和普及》, 国盛证券研究所

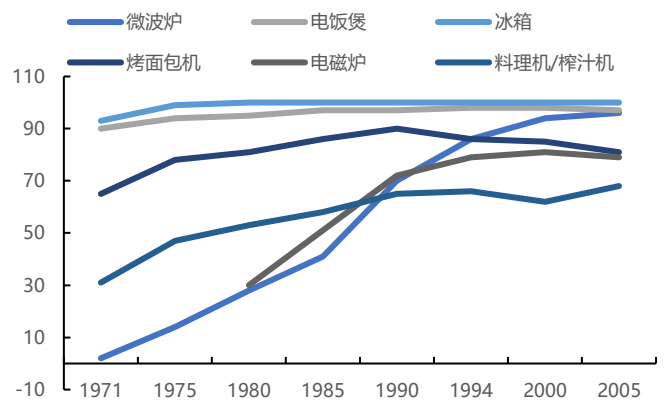
小家电品类涌现。这一时期除了大家电的率先普及，在国民购买力提升、产品技术进步和生活方式变化（公寓式住宅对清洁的需求，饮食结构、消费习惯加速西化）下部分小家电产品涌现，例如电饭煲、料理机、面包机、热水器、吸尘器等，以及娱乐属性的黑电产品，例如相机、音响。电饭煲价格相对较低，同时鉴于用餐空间、家庭结构、生活方式的变化迅速流行起来，根据日本中央调查社数据，1960年日本电饭煲普及率28%、面包机18%、料理机8%，到1975年已经分别上升到94%、78%、47%。根据日本内閣府数据，1960年日本吸尘器普及率8%，到1975年普及率突破90%。居民在消费力逐渐提升、美国文化影响、刚需品类初步满足后对可选品需求提升。

图表19: 1960年日本厨房机器保有率(%)



资料来源: 日本中央调查社, 国盛证券研究所

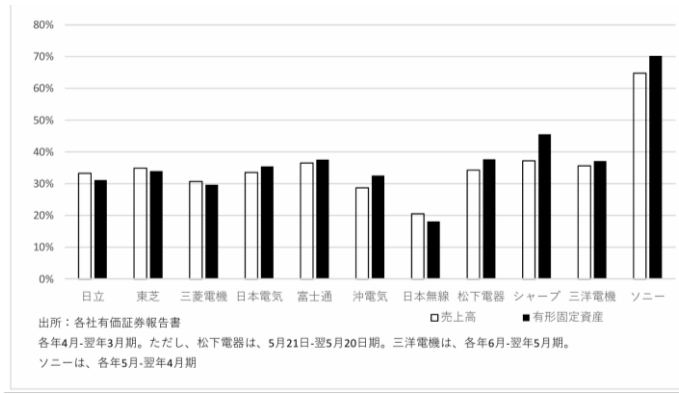
图表20: 日本厨房机器保有率逐渐提升(%)



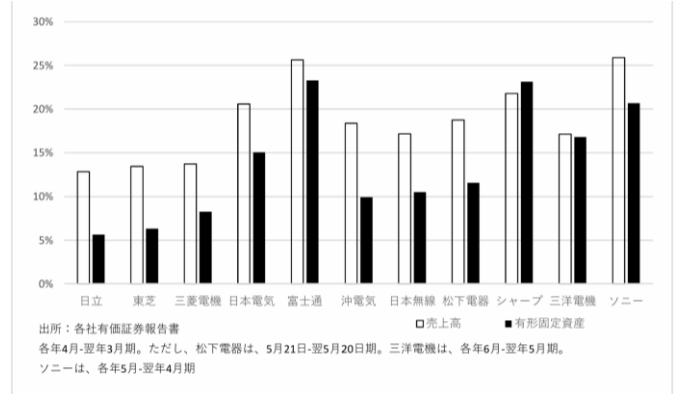
资料来源: 日本中央调查社, 国盛证券研究所

从企业层面来看, 60-70年代是日本家电的起步期。1955-1961年得益于国内经济崛起、政策保护、技术引进&进步下，日本国内家电需求迅速增长，企业收入快速提升，此时家电企业收入复合增速约在30%-40%左右水平。到1960-1970年，日本家电企业销售增速继续增长，收入复合增速在15%-20%左右水平，在基础工业完善、贸易自由化、出口振兴政策以及日美摩擦加剧情况下，日企在技术研发，海外开拓以及业务多元化方面逐步加强，加快了对欧美竞争对手的赶超。

图表21: 日本电气制造企业 1955-1961 年度平均增长率



图表22: 日本电气制造企业 1961-1970 年度平均增长率



资料来源: 石井晋《日本电气工业的发展史》, 国盛证券研究所

资料来源: 石井晋《日本电气工业的发展史》, 国盛证券研究所

对于企业来说, 此阶段最重要的是如何将引进的海外技术快速反应到产品上, 制造出更具优势的产品, 以及如何进行业务结构、业务战略的调整, 这取决于各企业的内部研发能力和管理层制定的发展战略。

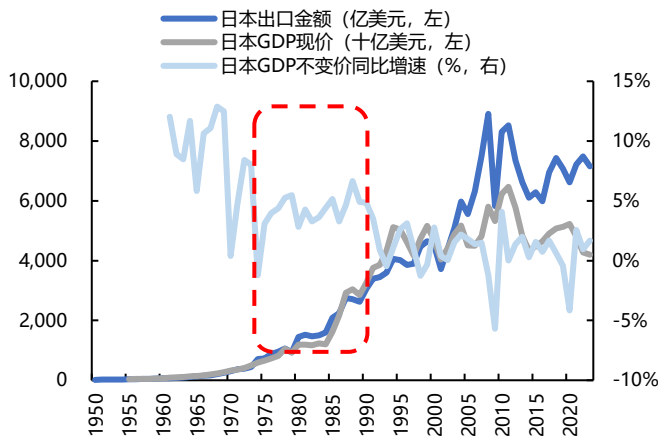
- 对于研发能力来说, 日本企业非常重视海外技术引进后的消化吸收, 追求实现完全自主研发设计。
- 在业务结构调整方面, 日本企业对自己有较为明确的定位。例如 1) 夏普与松下的差异化战略。夏普更加重视高级收音机和立体声音响等趣味产品, 松下注重销售全套家电。2) 索尼的取舍。索尼起初在半导体业务发展迅速, 但日后占比逐年下滑, 主要系创业社长井深大担心已进入 IC 时代的半导体业务竞争激烈和技术引进成本高, 对于当时较小规模的索尼来说难以完成, 因而回避了积极开展业务, 在这样的制约下, 索尼更重视终端产品, 而非电子元件半导体。
- 在产品的差异化方面, 此时日本拥有较低的人力成本和品牌溢价, 相较欧美主打高性价比。
- 在发展战略方面, 首先是出海, 家电企业初期主要开拓壁垒较低的东南亚市场。以进军海外市场较早的松下为例, 1959 年松下成立了美国分公司和国际总部, 正式开启海外扩张之旅。到了 1961 年, 松下在泰国建立了战后首个海外制造公司, 1962 年又在中国台湾设立了工厂。截至 1970 年, 松下已在马来西亚、哥斯达黎加、秘鲁、坦桑尼亚、菲律宾、澳大利亚、威尼斯、印度尼西亚、比利时等多个国家和地区设立了销售公司和工厂。产能转移的背后主要受到人工与原材料成本上升、汇率波动以及贸易摩擦等多重因素的影响。在 20 世纪 60 年代, 日本实施了国民收入倍增计划, 导致人工成本大幅飙升。进入 70 年代后, 受石油危机影响, 能源和原材料价格急剧上涨, 日元升值, 以及日美贸易摩擦不断升级, 这些因素共同促使日本家电企业将更多产能转移到东南亚地区, 旨在降低成本、规避汇率风险和应对关税保护。
- 其次在业务多元化方面, 日立、东芝、三菱本身就有强大的 ToB 业务基本盘 (重电机), 随着日本工业高速增长, 1960 年松下也设立特机事业本部、1964 年设立机器事业本部 (1968 年改名为住宅设备事业本部), 1968 年松下家电、特机、住宅设备营收比例达到 71%、17%、12%, 多元化经营逐步确立。

1.3、成熟期（1973-1990）：结构升级与全面全球化

这一阶段日本经济增速放缓，出口面临升级的贸易摩擦，日本企业产能出海大范围开启。此时日本居民消费水平依旧向上，但家庭结构小型化明显，家庭消费转向个人消费，家电市场开启了结构升级以及出海全面布局。

日本经济进入中速增长阶段。1974年第一次石油危机爆发，日本严重通货膨胀，导致经济增长显著放缓，日本政府开始推动产业结构转型，削减高耗能产业（钢铁、石化、机械制造），增加高附加值、低耗能产业（第三产业、汽车、计算机、电子、新能源新材料）。随着产业转型，日本出口规模快速增长，技术水平提升大大增强了日本制造业的国际竞争力，日本一跃成为仅次于美国的全球第二大经济体。1975-1990年日本进入经济增速在5%左右的中速增长阶段。

图表23：70-80年代日本出口金额急速增长



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表24：日本出口数量增长情况（假设1975年为100）

	纤维及纤维制品	纺织品	钢铁	机械制品	汽车	收音机	电视	机床	电机	半导体元件类
1955	31.5	35.3	6.7	1.6	0.1				0.2	
1960	51.4	53.1	7.8	4.9	1.5	44.6	0.8	19	2.5	2.2
1965	67.9	64.5	32.7	18.9	7.8	84.4	25.1	47.6	12.4	16
1970	95.5	82.6	59.4	49.7	42.1	128.2	92.4	98.5	42.9	29.3
1975	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1980	101.9	107.9	101.1	181.5	235.2	142.7	163.5	375.5	184.8	378.3
1985	117.6	103.8	111.2	280.9	276.7	164.6	255.3	646.3	347	1947.2
1987	103.8	97.7	85.8	283.7	251.6	97.2	103.5	706	443.2	1802.6

资料来源：茶谷淳一《关于战后日本的贸易分析》，国盛证券研究所

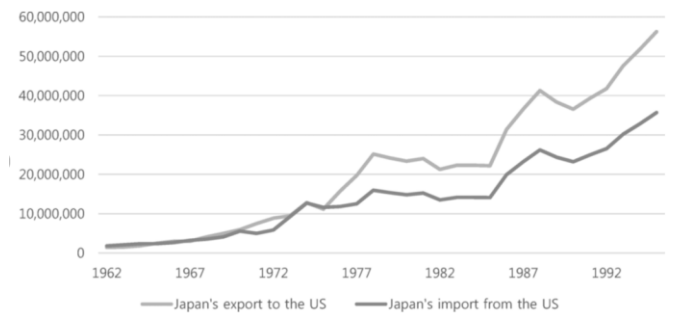
美日贸易摩擦升级、日元升值，日企产能向海外转移。随着金本位的布雷顿森林体系终结，1973年日本由固定汇率制度改为浮动汇率制度，日元大幅度升值，对日本的出口产业带来极大打击。此外，日本制造业不断挤压美国企业的生存空间，美日贸易逆差持续增长，因此美国采取一系列贸易限制措施限制日本出口，例如1977年美国迫使日本接受电视机出口限制，规定1977-1979年每年只能向美国出口175万台电视机；1985年9月22日，著名的广场协议签订，日美贸易摩擦持续升级，日元进一步大幅度升值，出口骤停，大量生产的集成电路等电子产品严重积压形成不良库存，供给的严重过剩使得经济成长从高科技产业内部开始崩溃。1987年，美国对日本电视和计算机征收100%的关税，但从长期角度来看，加征关税等因素并没有阻止日本企业出口的步伐，日本制造业开始大范围向海外转移以避免关税影响，日本对外直接投资增加，1970-1974年为20亿美元，1985-1989增加到了365亿美元（增田耕太郎《与“时代”一起深化的日本对外直接投资（回顾与展望）》），日企在美国投资产能占比提升，占比从1961-1970年的18.6%提升到1986-1988年的45.3%（小宫隆太郎、若杉隆平《日本的对外直接投资》）。

图表25: 日元大幅度升值



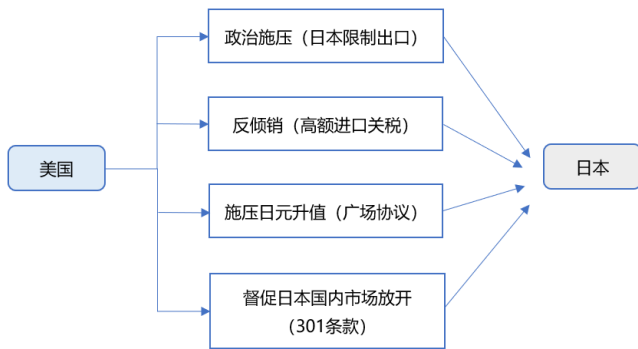
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表26: 美日贸易逆差持续增长 (千美元)



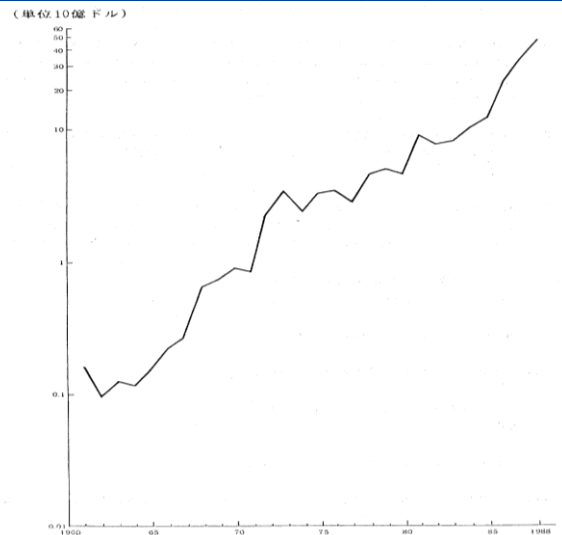
资料来源: ResearchGate, 国盛证券研究所

图表27: 美国通过多种外部干预方式发难日本, 以缓解自身的贸易赤字问题



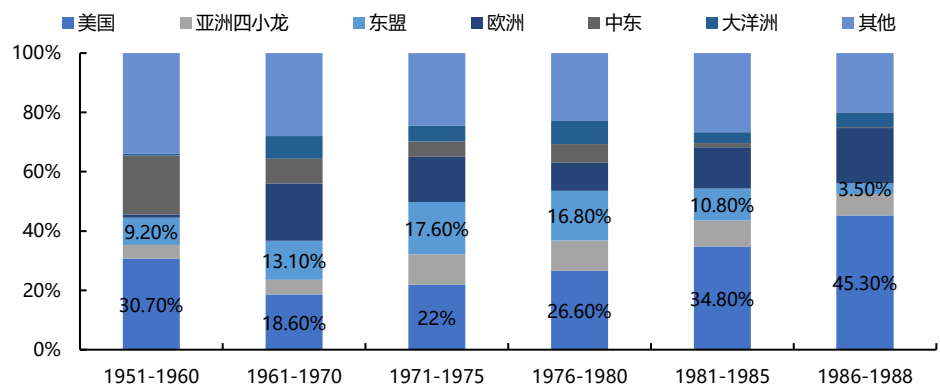
资料来源: 裴桂芬, 李珊珊《美国“301条款”在日本的运用、影响及启示》, 国盛证券研究所绘制

图表28: 日本海外直接投资持续提升



资料来源: 小宫隆太郎, 若杉隆平《日本的对外直接投资》, 国盛证券研究所

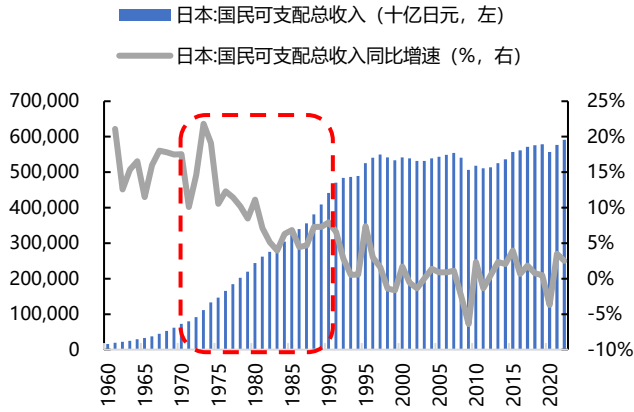
图表29: 日企对外投资区域占比



资料来源: 小宫隆太郎, 若杉隆平《日本的对外直接投资》, 国盛证券研究所

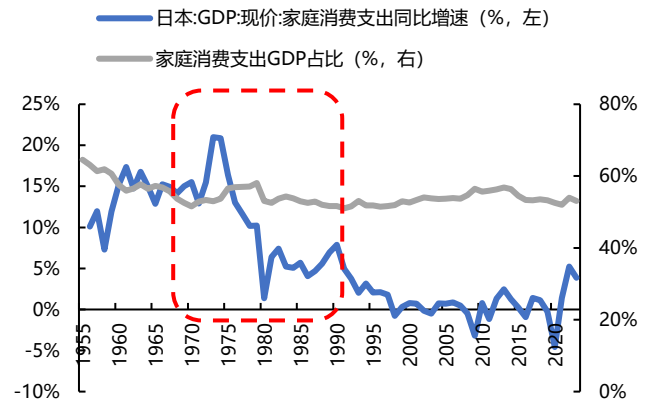
居民收入持续增长，消费水平继续向上。1975-1990年日本居民收入及家庭国内消费均呈现增长势头，此外房价上涨和股市繁荣使得日本居民财产性收入大幅增加，其中1975-1989年日经指数上涨了796%，工资收入和财产收入增长进一步提升了日本居民的购买力。消费水平向上，1990年日本家庭国内最终消费支出相比1980年增长76%。从消费结构上来看，交通通讯、教育娱乐等占比逐步上升，家居消费占比下降，但总体支出绝对值仍在增加。此外个性化、品牌化（日本80-90年代奢侈品疯狂消费）、服务消费（餐饮业、外卖业）增加。

图表30: 日本国民可支配收入增长明显



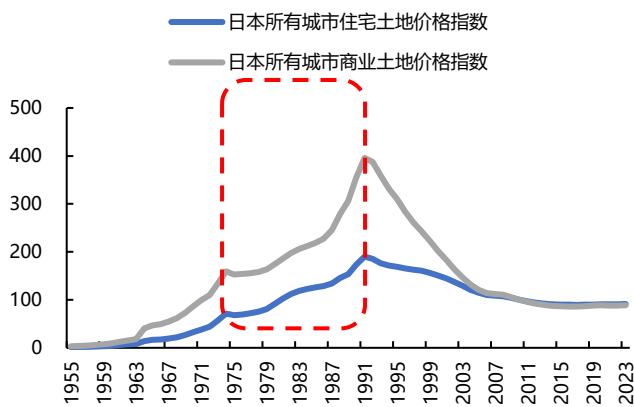
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表31: 日本消费水平继续向上



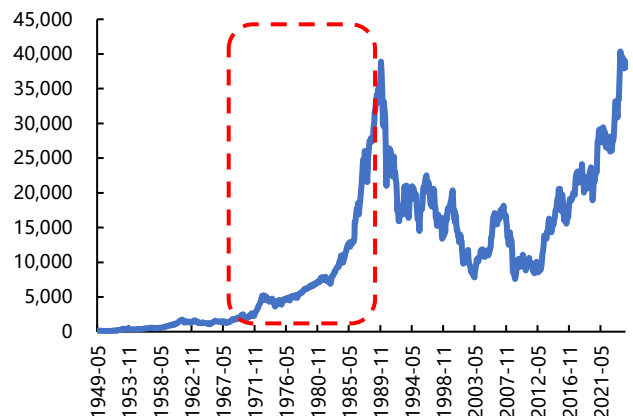
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表32: 1975-1990年日本土地价格快速上涨



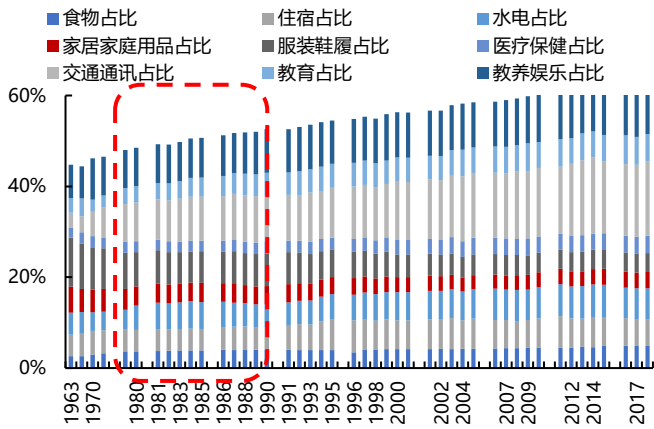
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表33: 1970-1990年日经225指数快速提升



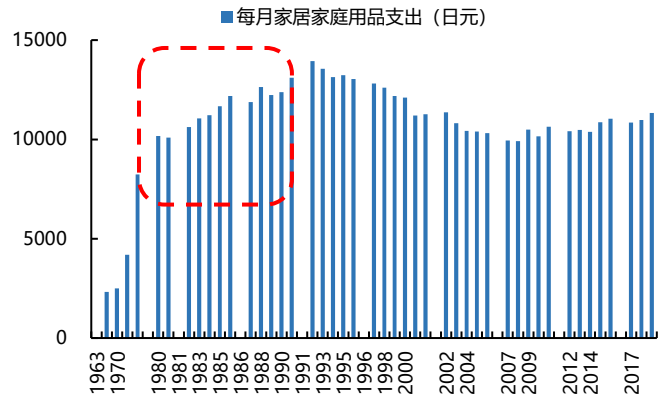
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表34: 日本消费结构变化情况



资料来源: 矢野恒太纪念会《日本的100年》, 国盛证券研究所

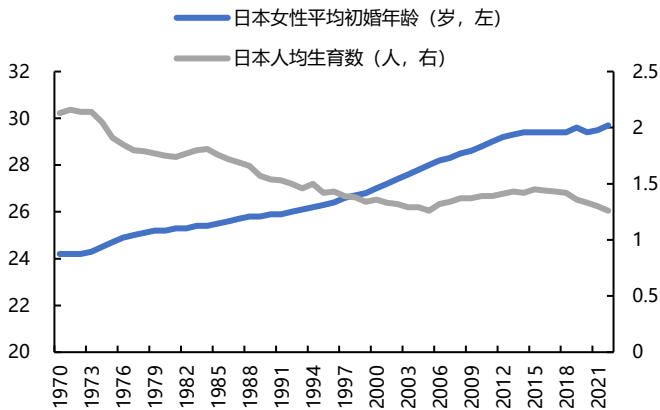
图表35: 日本每月家居家庭用品支出绝对值仍然增加



资料来源: 矢野恒太纪念会《日本的100年》, 国盛证券研究所

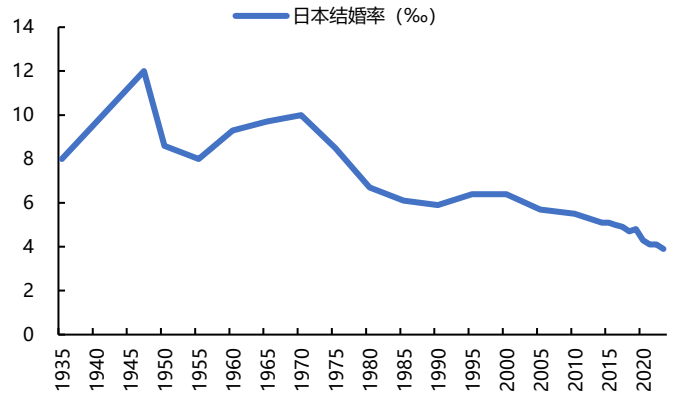
晚婚晚育少子情况逐渐明显, 由家庭到个人的消费升级趋势明显。随着经济增速放缓、结婚育儿成本上升、女性工作时间进一步增加, 日本社会晚婚晚育少子的情况逐渐明显, 日本家庭结构持续小型化, 日本单身、夫妻二人家庭增多。因此消费端也从家庭消费到个人消费, 例如当时的索尼的随身听在青少年群体中风靡一时。

图表36: 日本女性初婚年龄增长, 人均生育数下降



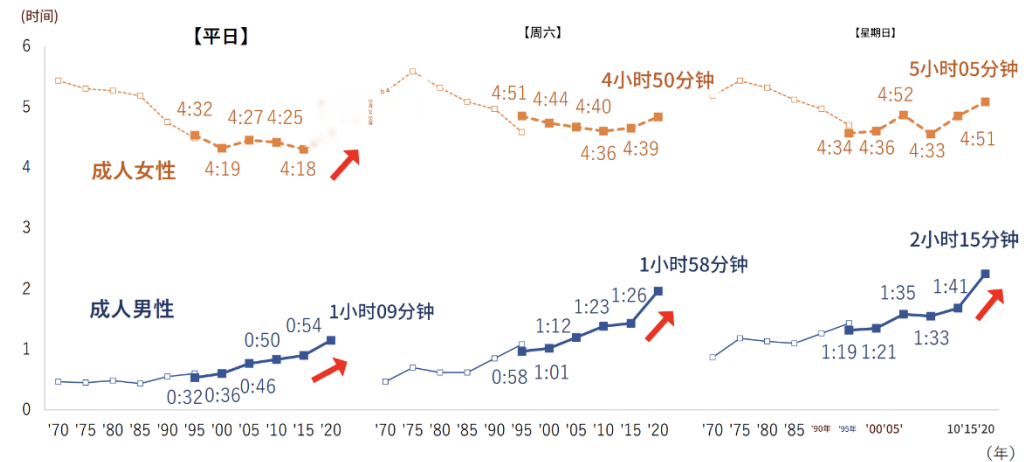
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表37: 日本结婚率下行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

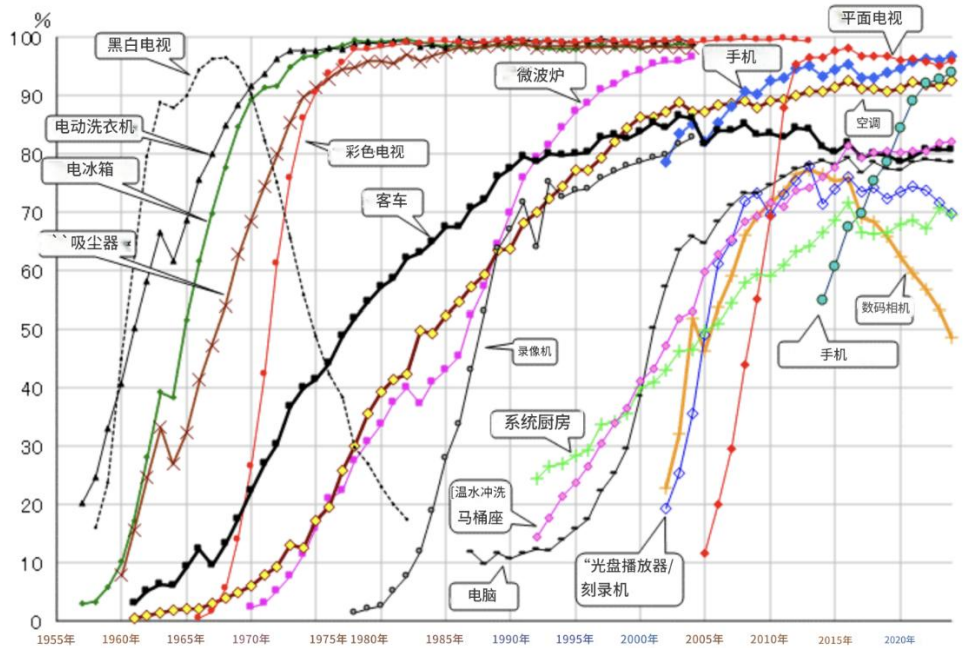
图表38: 日本男女家务时间变化 (成人平均时间)



资料来源: NHK文化研究所2020年日本人时间利用调查报告, 国盛证券研究所

家电行业走向结构升级。1955-1975年为家电同质化普及阶段，1975-1990年则出现了更加多样的表现。首先是传统的刚需品类在首次购置需求满足后，逐渐开启结构升级，如冰箱大容量、洗衣机双杠向全自动升级、彩电替代黑白、单制冷空调向冷暖空调升级等。其次是从刚需品类扩展到更多的可选品类，比如说咖啡机、加热马桶等。

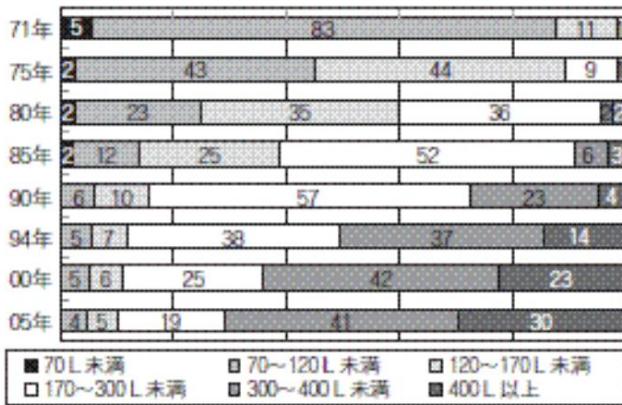
图表39: 日本主要耐用消费品的普及率 (1957-2024年)



资料来源: 日本内阁府, 国盛证券研究所

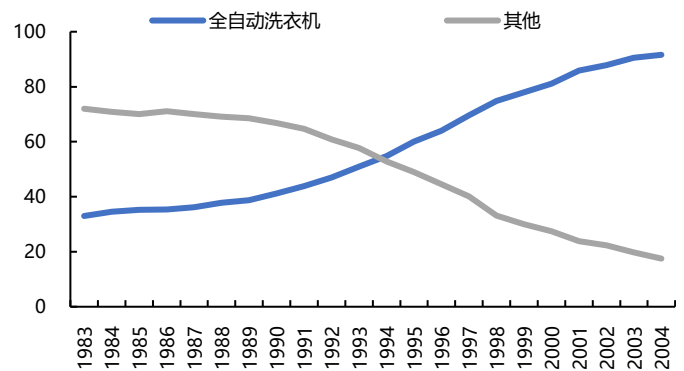
冰洗开启结构升级。冰箱持续向大容量升级，1975年至1990年170-300L冰箱占比从9%提升至57%，且往后年份来看容量提升趋势明显。洗衣机主要体现为全自动洗衣机的占比提升。

图表40: 日本冰箱大容量持续升级



资料来源: 日本中央调查社, 国盛证券研究所

图表41: 日本洗衣机全自动保有量提升, 逐渐替代双杠(台/每100户)

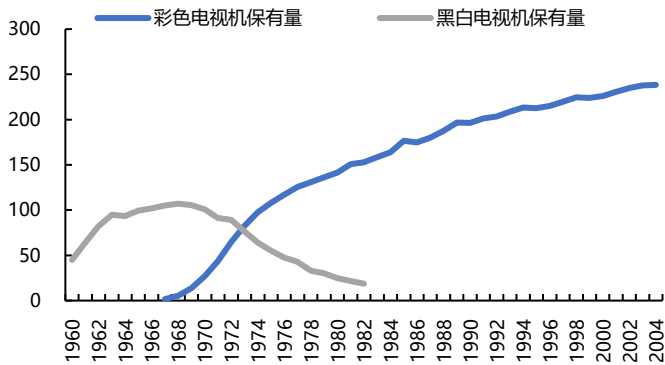


资料来源: 日本内阁府, 国盛证券研究所

由于一户多机需求的推动，彩电的家庭平均拥有量已经超过了2台。在黑白电视时代，日本的电视机家庭平均拥有量最高达到了1.07台。然而，随着彩色电视机的出现，日本在70年代初迅速实现了从黑白电视到彩电的转换。到了1975年，日本的彩电家庭普及率从1968年的5%跃升至90%，家庭平均拥有量也首次超过了1台。之后，随着一户多机需求的增长，家庭平均拥有量继续上升，1981年超过了1.5台，到了1991年更是突破了2台大关。

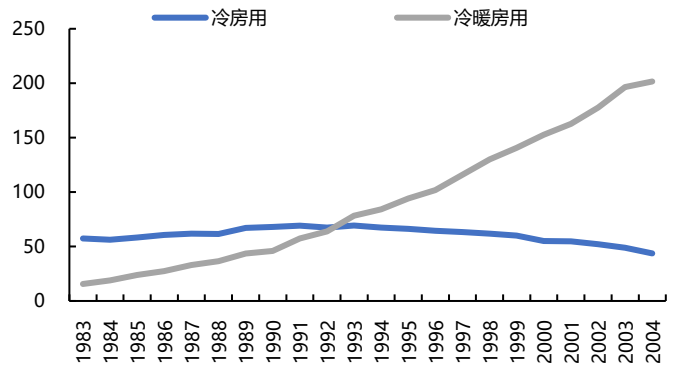
普及率提升叠加一户多机需求释放，空调规模持续增长。由于价格高昂、刚性属性相对不强、耗电等使用成本高以及冷媒技术发展的限制，直到60年代末空调才作为“新三大神器”之一开始普及，1975年日本空调家庭普及率突破15%，1985年突破50%。

图表42: 日本彩电替代黑白电视机(台/每100户)



资料来源: 日本内阁府, 国盛证券研究所

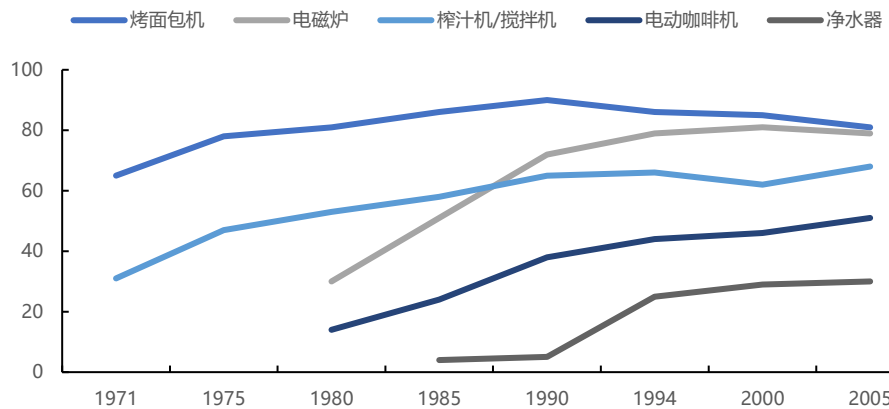
图表43: 日本冷暖房空调保有量提升(台/每100户)



资料来源: 日本内阁府, 国盛证券研究所

厨房小家电品类涌现尤为明显。规模较大的品类如热水器、微波炉，小众的品类如咖啡机、面包机、榨汁机、电热板。根据日本中央调查社统计，1971-1990年日本榨汁机、面包机、咖啡机保有率分别从31%、65%、0%提升到65%、90%、38%。

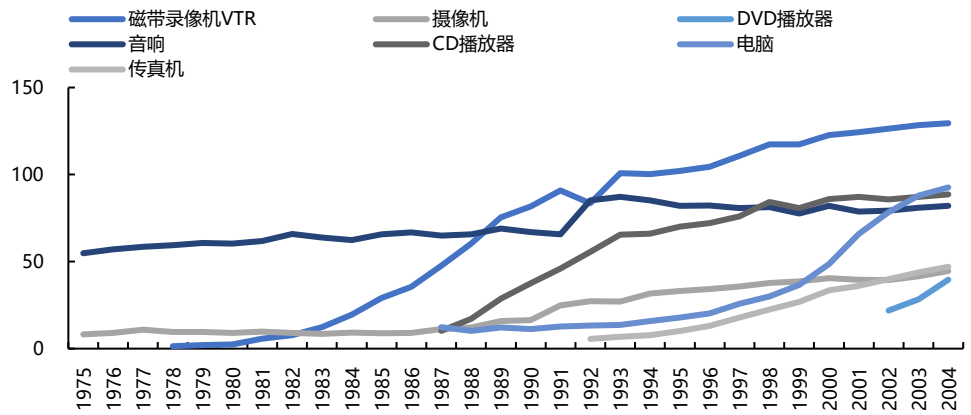
图表44: 日本厨房小家电保有率提升(%)



资料来源: 日本中央调查社, 国盛证券研究所

个性化家电兴起。伴随着消费电子产业的兴起、半导体技术的进步，70-80年代录像机、摄像机、收录机、音响、CD播放器等多种娱乐性的黑电产品也迎来了普及，尤其是VTR录像机成为当时日本黑电产业的一个重要品类。随着婴儿潮一代成为商品的主要消费者，他们对产品的价格和质量变得更加敏感，越来越倾向于购买适合他们口味和偏好的产品，这方面最典型的例子是音响设备，除了专业制造商外，家电制造商还创建了Technics(松下电器)、AUREX(东芝)等专业音频品牌，以提供满足年轻人需求的产品。

图表45: 日本VTR保有量迅速提升(台(每100户))



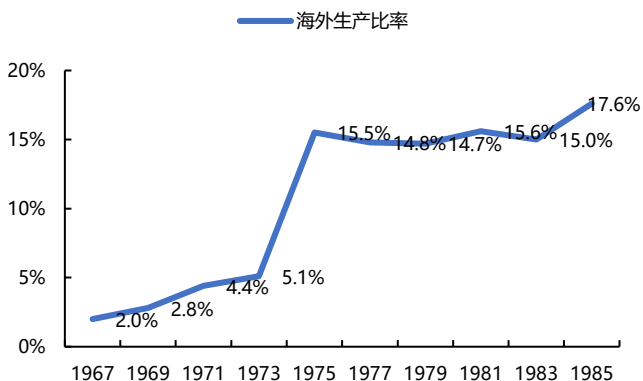
资料来源: 日本内阁府, 国盛证券研究所

从企业发展阶段来看:

日本黑色家电企业凭借技术反超、成本效率领先, 在全球范围内占据主导地位。进入 20 世纪 70 年代, 出于忽视采用集成电路、高自动化生产技术以及向发展中国家转移工厂等原因, 美国彩电领域被日本后来居上, 美国电视工厂被日本和欧洲收购, 20 世纪 80 年代, 美国产业朝高新技术高端制造业等倾倒, 传统制造业进一步衰退, 日本制造业走向国际化, 在黑电、VTR 以及后来的消费电子领域, 都建立了显著的领先优势。相比之下, 白色家电和小家电产业由于技术创新频率较低、电子/半导体产业的崛起对其影响较小以及欧美领先企业的稳固地位, 并未成为这一波国际化的核心。然而, 由于松下、三洋、东芝、日立等公司都是全面布局的综合性企业, 它们的白色家电和小家电业务也能够从黑色家电国际化的成功中获得益处。

日本家电企业加速海外投入。随着海外进军体制的完善, 松下加速海外投入, 据薛文肇《松下电器的企业国际化流程》, 松下在海外生产比例由 1973 年的 5.1% 增长至 1985 年的 17.6%。松下在欧、美、东南亚等地区均有布局, 公司思路初期为在发达国家设立销售公司, 发展中国家设立生产公司。日企选择在东南亚建厂前期主要是出于劳动力等成本优势, 为了拉开国内对手、欧美向亚洲扩张的对手的差距, 而在中南美洲产能投放是为了接近更具消费力的美国市场, 维持成本优势, 此外 1970 年后日美贸易摩擦频发, 海外建厂也是应对关税危机的方式之一。

图表46: 松下海外生产比例



资料来源: 薛文肇《松下电器的企业国际化流程》, 国盛证券研究所

图表47: 松下在东南亚的海外产量(1984年)

	新加坡 (6 家公司)	马来西亚 (4 家公司)
总资本	108 亿日元	60 亿日元
员工总数	4550 人	3700 人
总销售额	566 亿日元	364 亿日元
出口总额	465 亿日元	156 亿日元
出口比例	82%	43%
主要出口目的地	美洲、欧洲、亚洲	美洲、欧洲

资料来源: 薛文肇《松下电器的企业国际化流程》, 国盛证券研究所

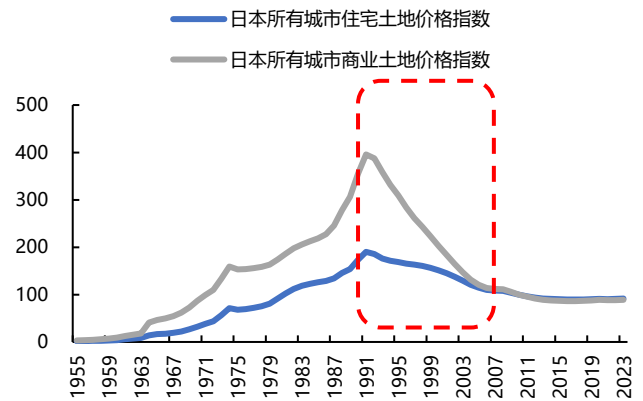
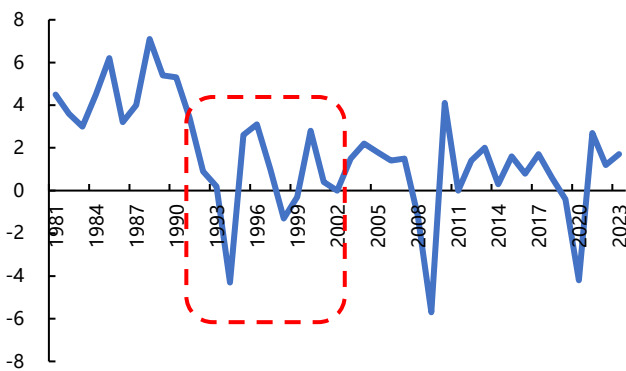
1.4、下行&稳定期（1990-至今）：结构升级、全球化、转型

90年代初日本经济泡沫破灭，家庭财富暴跌。80年代后期，为应对日元升值带来的压力，日本政府采取了宽松的货币政策和扩张性财政政策来扩大内需，大量资金流入推动日本股市、地价飞涨。

为抑制经济过热，1989年日本央行开始连续加息，1989.05-1990.08日本央行贴现率从2.5%一路上调到6%，金融政策的急剧紧缩直接导致了90年代初泡沫经济破灭，日本股票、土地价格暴跌，1989.12-1992.12日经指数累计下跌57%，1991-2000年日本六大城市商业、住宅价格指数分别下跌81%、55%，家庭资产大幅下降，叠加阪神大地震，沙林毒气杀人社会事件，亚洲金融危机，企业库存增加，设备投资&出口减速等一系列事件后，日本企业利润下降，大量企业倒闭、裁员，失业率不断上升，在此背景下，日本家庭收入增长明显放缓，日本经济由此陷入“失去的二十年”。虽然后续日本政府一直在通过宽松的货币政策和积极的财政政策恢复经济，但日本经济未见明显改善。

图表48: 日本GDP不变价同比增速(%)进入90年代增速放缓

图表49: 1992年日本房价开始崩盘

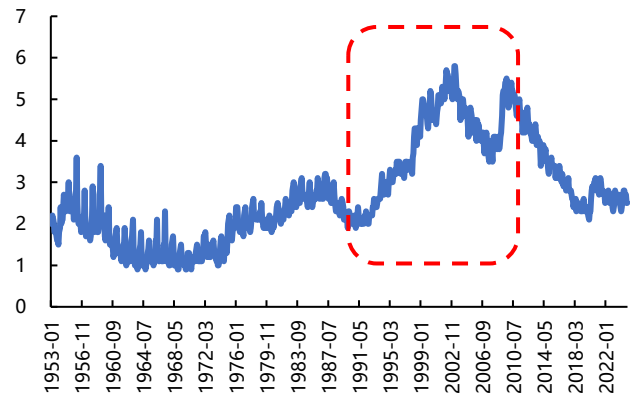
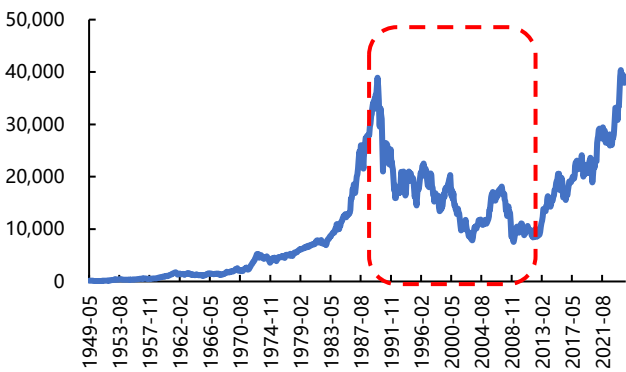


资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表50: 东京日经225指数1990-2010年一路下滑

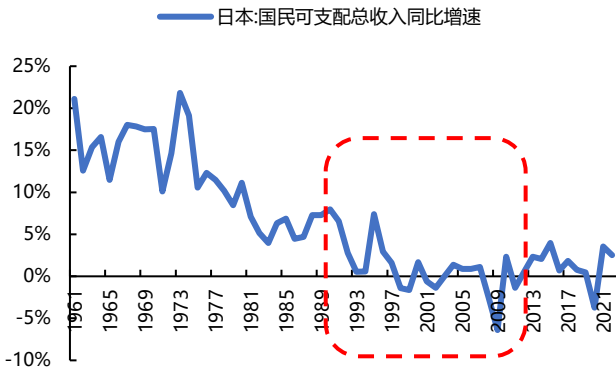
图表51: 1991-2000年日本失业率提升(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

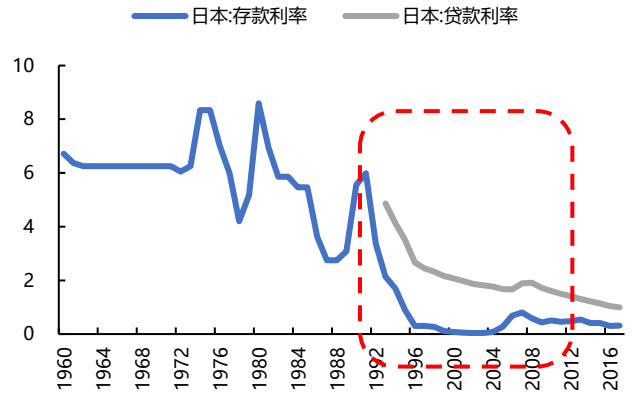
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表52: 1990年后日本家庭财富缩水



资料来源: wind, 国盛证券研究所

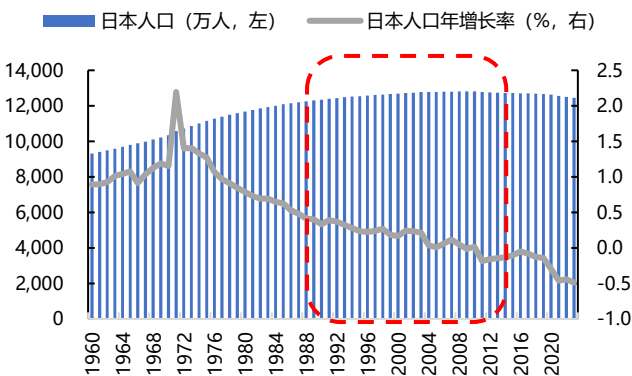
图表53: 日本存贷款利率(%) 1991年后下滑



资料来源: wind, 国盛证券研究所

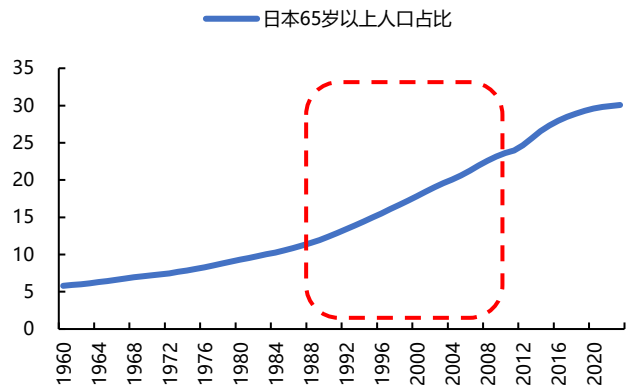
新生儿少, 日本步入老龄化社会。随着 20 世纪 70 至 80 年代晚婚晚育、单身化以及少子化趋势的持续, 日本的人口增长率不断下降, 导致自 90 年代起, 日本社会的老龄化问题逐渐显现。根据 wind, 1990 年日本 65 岁及以上老年人在总人口中的比例达到了 12%, 而到了 2023 年, 这一比例已上升至 30%。老龄化现象不仅削弱了家庭的收入能力, 还增加了养老和医疗等方面的负担, 从而影响了其他领域的消费。

图表54: 日本人口增长速度进入 70 年代放缓



资料来源: wind, 国盛证券研究所

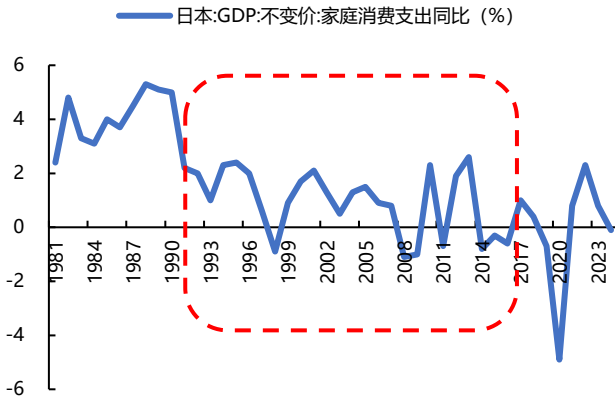
图表55: 日本 65 岁人口占比逐渐提升 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

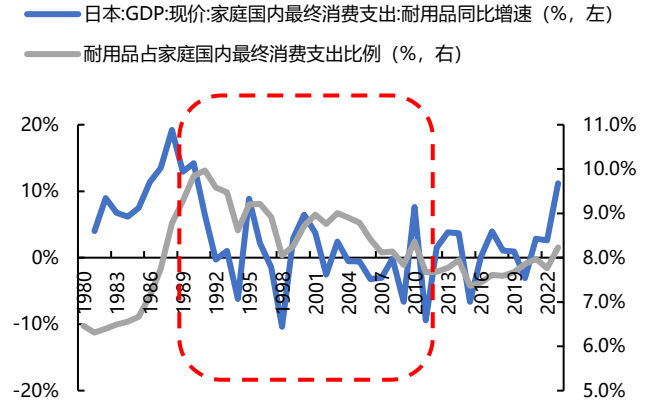
消费低迷, 消费更趋于理性。在 90 年代经济增长停滞, 财富缩水, 失业率上升、老龄化加重, 居民消费信心缺失的背景下。虽然期间日本政府出台了一些消费刺激政策, 比如降低个人所得税、住房消费税, 持续下调利率、刺激国民信贷消费等, 但总体上并未扭转消费低迷局面。从日本 GDP 现价中的家庭消费支出来看, 1980-1990 年该数据年化增速达 5.9%, 但 1990-2024 年这一口径却变为 1.0%。日本国民消费信心受到削弱, 在消费价值观上趋于理性、朴素。90 年代后保健医疗、交通通信等消费支出占比提升较为明显, 家居家庭用品的绝对额和支出占比均出现一定程度下降。

图表56: 日本家庭消费支出同比减速



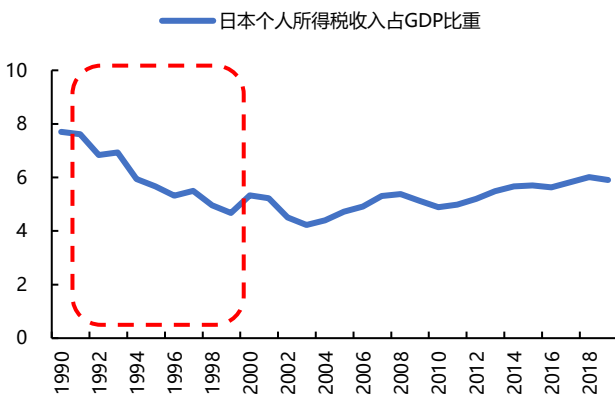
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表57: 日本家庭耐用消费品支出及占比萎缩



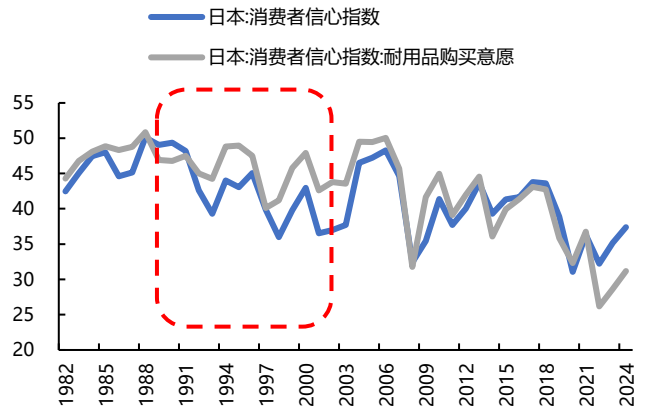
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表58: 日本个人所得税负水平下降 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表59: 日本消费信心下降

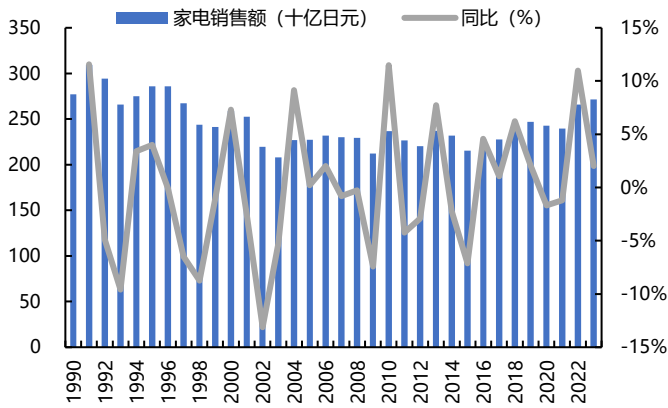


资料来源: wind, 国盛证券研究所

近年来日本经济企稳。2012年安倍政权上台,通过推行宽松货币政策、灵活的财政政策和结构性改革所构成的“三支箭”(即“安倍经济学”),取得一定成效,其中日本股市上扬带来的财富效应、非正式雇员增加带来的失业率改善、日元贬值背景下企业利润的回升、员工工资上涨,都一定程度提振了消费信心、刺激了需求改善,加之日元汇率持续贬值,中美贸易摩擦加剧,利好日本出口形势。

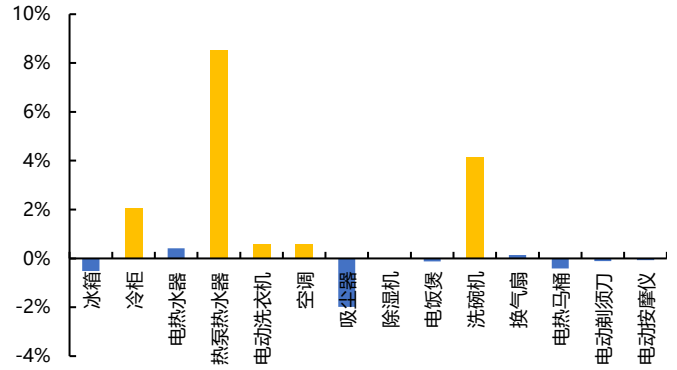
日本家电行业整体未有明显增长。根据日本电机工业协会(JEMA)统计,1990年后日本家电销售未有明显增长,1990-2023年家电销售额复合增长率为-0.1%。从统计1990-2023年销售额CAGR来看,冷柜、电热水器/热泵热水器、电动洗衣机、空调、洗碗机品类为正。

图表60: 日本家电出货额情况



资料来源: JEMA, 国盛证券研究所

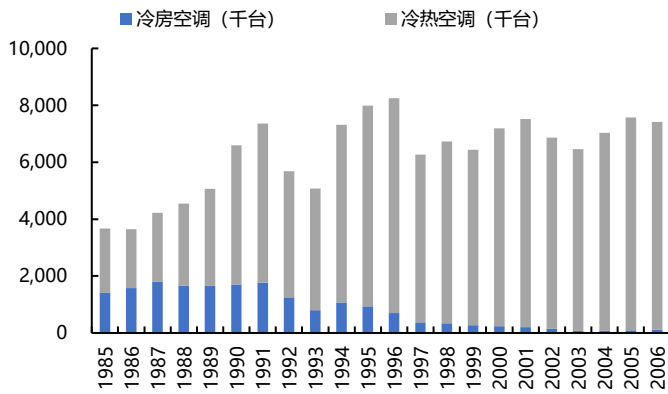
图表61: 日本家电各品类出货额 1990年-2023年 CAGR



资料来源: JEMA, 国盛证券研究所; 注: 统计时间热泵热水器为 2005-2023 年 CAGR; 电热马桶为 2000-2023 年 CAGR; 电动剃须刀为 1990-2021 年 CAGR, 其余品类为 1990 年-2023 年 CAGR

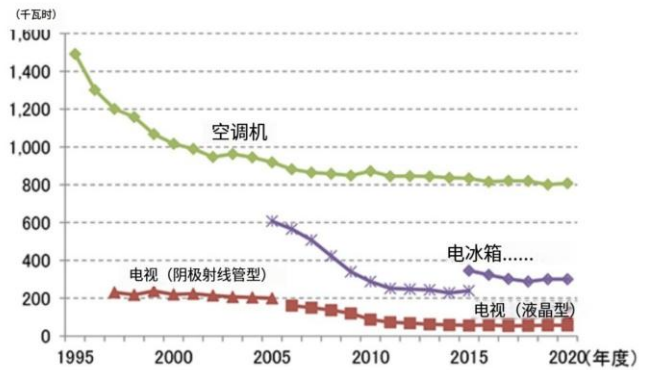
空调一户多机需求、技术创新下规模有所提升。空调 1990-2023 年日本空调销量从 628.6 万台提升至 878.4 万台, CAGR 达 1.02%。家庭每百户保有量从 1990 年的 114 台提升至 2004 年的 245 台, 原因很大程度上得益于一户多机的舒适性需求, 以及技术创新带来的产品升级, 例如冷暖空调、直流变频技术等, 空调能耗自 1995 年以来有较大优化。

图表62: 日本冷热空调 2000 年后基本完全替代单冷空调



资料来源: JRAIA, 国盛证券研究所

图表63: 日本主要家电产品能耗效率的变化



资料来源: 经济产业省, 国盛证券研究所

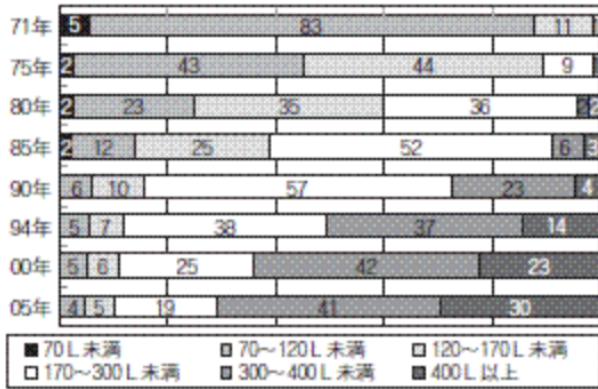
冰洗销量下滑, 但仍有产品升级。随着冰洗保有量提升, 考虑到冰洗一户一机属性, 以及产品升级对需求刺激程度边际减弱, 以及后续 2001 年日本《家电再生利用法》的实施, 消费者需要额外支付收集、运输以及再生利用的费用供厂家家电回收, 2014 年日本消费税从 5% 提升至 8%, 冰洗销量有所下滑。

- 但行业的产品升级仍在延续, 随着能效提升、速冻食品消费增加, 冰箱大容量趋势明显、冷柜销售额提升。1990 年日本主流冰箱容量在 170-300L, 2005 年主流冰箱容量已经上升到 300-400L, 受此推动, 90 年代后冰箱均价继续上涨, 根据 JEMA 统计, 2023 年日本冰箱出厂均价 15.7 万日元/台, 较 1990 年增长 88.3%, 年化涨幅 1.9%。
- 洗衣机向全自动持续升级、此外洗干一体机由于占地小也在迅速普及。80 年代全自动洗衣机迅速取代双缸成为日本市场主流, 90 年代全自动占比进一步提升, 据 JEMA 统计, 2004 年全自动销量占比从 1990 年 53.6% 提升到 92.3%。此后洗干一体机接力全自动成为洗衣机市场升级新趋势, JEMA 统计, 1999-2006 年洗干一体机占洗衣机销量比重从 0% 提升至 27.4%, 此后趋于稳定。受此推动, 1990-2023 年日本

洗衣机出厂均价从3.5万日元/台稳步上涨至8.9万日元/台，累计涨幅154.2%、年化涨幅2.9%。

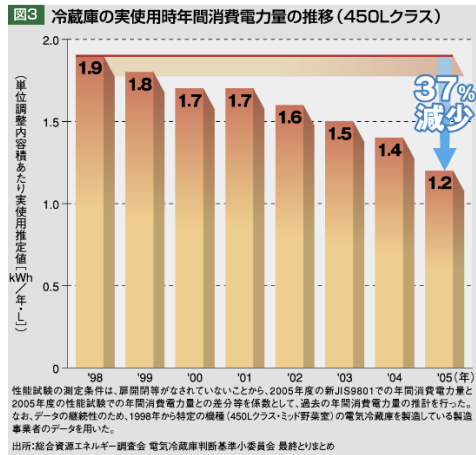
图表64: 日本冰箱大容量化

图6: 冷蔵庫 容量 (全体)



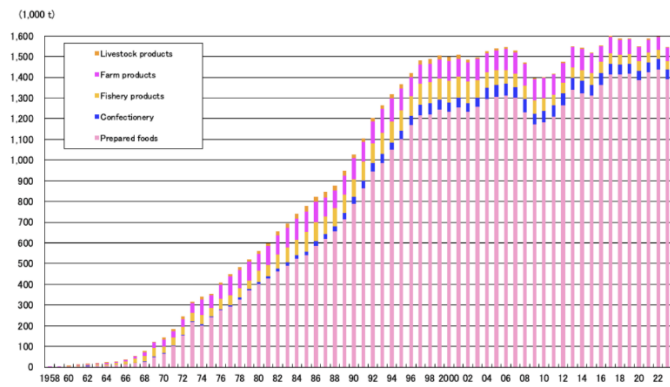
资料来源: 日本中央调查社, 国盛证券研究所

图表65: 日本冰箱更加省电 (能效提升)



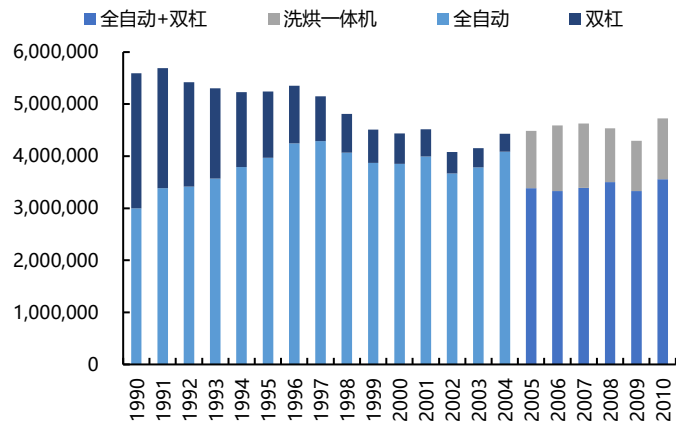
资料来源: JCCCA, 国盛证券研究所

图表66: 日本冷冻食品生产量持续提升



资料来源: 日本冷冻食品协会, 国盛证券研究所

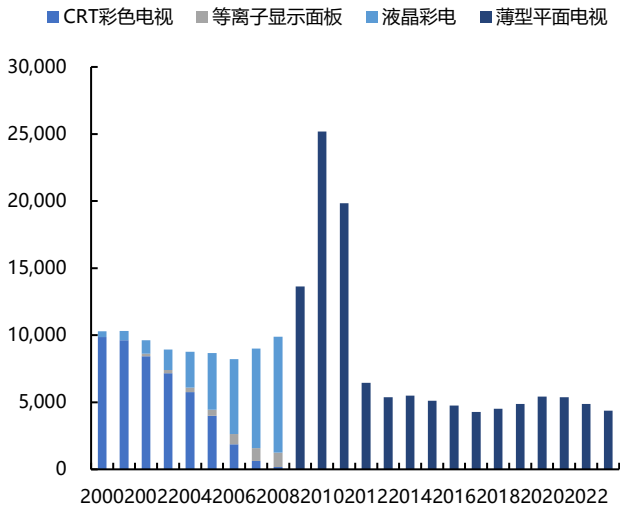
图表67: 日本洗衣机向全自动、洗烘一体机升级 (台)



资料来源: JEMA, 国盛证券研究所

电视处于产品更新换代时期，液晶超薄兴起，且向大屏化持续发展。2001年后液晶商业化时代到来，此后在与等离子竞争过程中，液晶技术尺寸、成本优势明显，同时显示效果差距缩小，推动电视迎来CRT向液晶升级浪潮。但后续随面板产业成熟、行业竞争加剧，液晶电视价格也在一路向下。2023年日本电视市场出货金额仅为5100亿日元，仅为2010年高峰的16.8%。

图表68: 日本电视销售额情况(亿日元)



资料来源: JEITA, 国盛证券研究所

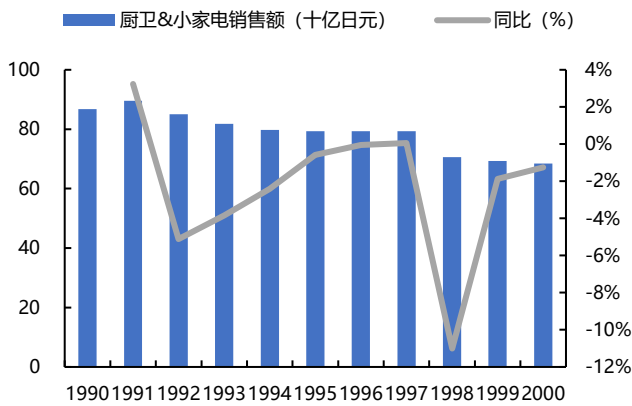
图表69: 日本薄型平面电视尺寸大小销额占比



资料来源: JEITA, 国盛证券研究所

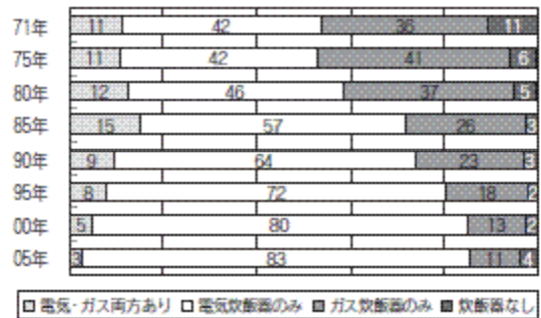
厨卫&小家电总体来说呈下降趋势,但也有结构亮点。日本厨卫&小家电市场 1990-2000 年年均复合下滑 2.4%, 偏可选属性的厨卫&小家电总体表现比较低迷,但也有部分亮点, 比如为了追求更低能耗, 热水器向热泵升级、洗碗机渗透率提升。温水座便器持续增长, 其中更节能的瞬间加热销售量增速快于储热式。电饭煲纯电气热源比例提升。

图表70: 1990-2000 年日本厨卫&小家电市场(17类加总)呈下滑趋势



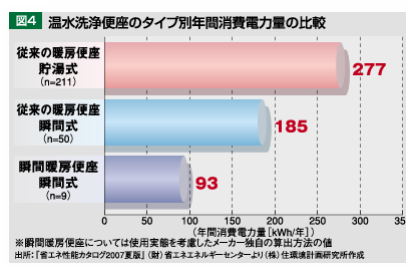
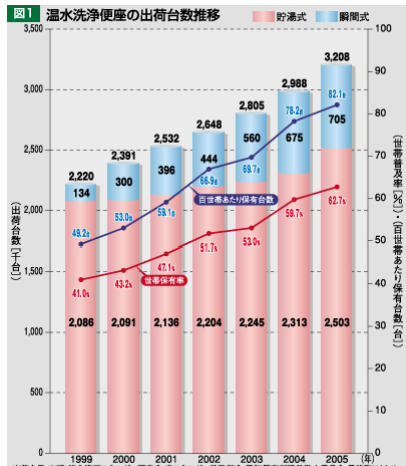
资料来源: JEMA, 国盛证券研究所

图表71: 日本热源为电气的电饭煲占比提升



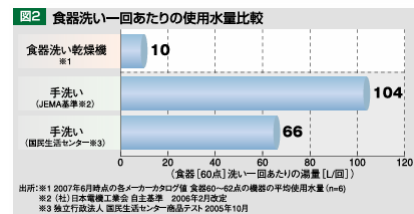
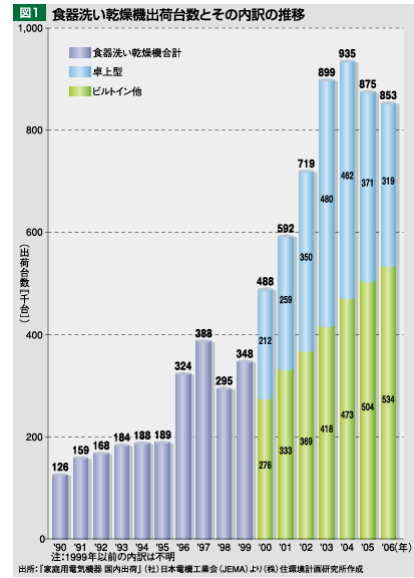
资料来源: 日本中央调查社, 国盛证券研究所

图表72: 日本电动马桶销售量持续提升, 且更为省电的瞬间式电动马桶占比提升



资料来源: JCCCA, 国盛证券研究所

图表73: 日本洗碗机销售量持续提升, 相比手洗更为省水



资料来源: JCCCA, 国盛证券研究所

拆分量价来看, 大部分家电品类在这一时期销量都处于下滑趋势, 除了较新的品类, 例如洗碗机。空调、冰箱、洗衣机、电饭煲、电热水器、电动剃须刀、电动按摩仪品类实现了明显的均价提升。

图表74: 1990-2023年日本家电各品类销量变化(台)

年	空调	冰箱	洗衣机	电热水器	洗碗机	吸尘器	微波炉	电饭煲	热水壶	电动剃须刀	电动按摩仪
1990	841911	511446	5594182	247291	6939968	5005835	7577756	501040	11479299	970121	
1991	964824	5135414	5691467	255179	6822413	4681190	7277965	5419001	13026341	987883	
1992	9321775	4607508	5421266	227071	6661920	4123448	7027399	5646111	12301065	1027153	
1993	7256959	4488694	5329439	215592	6233986	3774371	7146723	5770923	11774006	1109967	
1994	9066614	4899840	5229964	204151	6203874	3463590	7668839	5944760	13361158	974518	
1995	9998567	4983520	5242528	213810	6500539	3635376	7151285	6572435	13112796	1114952	
1996	10258064	5309024	5351265	238578	7081632	3745939	7489769	7025408	12091309	1465621	
1997	9237417	4423643	5151392	242012	6648803	4032013	8304114	6870846	10727709	1591250	
1998	8584273	5167899	4814378	217008	6192652	3683575	7234148	6027199	9438818	1409992	
1999	8957979	4880135	4511241	186403	5911403	3602214	7030351	5859352	9956731	1194139	
2000	9459700	4874232	4435690	218607	5885184	3649937	6694217	5683051	9045175	1117773	
2001	9879638	4793166	4520115	231718	5771723	5729346	6959543	6567201	5471022	8216361	
2002	7768463	4197789	4080808	234073	766972	5701650	563287	6715953	5237894	8644528	
2003	7207330	4119358	4154281	241729	957402	5677131	3524091	6610182	5112371	8814918	
2004	7646105	4380991	4427979	248778	982418	5988328	3478751	6719543	5088807	8330457	
2005	8062030	4389162	4488454	241447	921349	6072344	3683229	6931240	4978875	8033130	
2006	7954968	4360060	4590398	241847	861437	5992551	3644569	6992957	4722175	7552142	
2007	7571281	4067180	4626263	230224	753131	5370045	3559211	7200063	4823525	6407706	
2008	7393048	3797632	4535513	211298	670283	4949652	3408971	6743571	4668840	6896680	
2009	6370470	3569231	4294307	156861	567865	4722457	3187403	6542777	3486951	6573155	
2010	7280311	4018649	4727448	117632	592014	4986842	3300936	6910265	3557336	6957240	
2011	7282105	3789414	4883782	117631	658582	5061697	3453078	6588763	3642238	6689440	
2012	7403126	3908960	4278813	123278	703826	5388532	3490444	6430674	2987430	6809977	
2013	7804667	3989769	4462663	110067	751904	5431344	3275326	6348267	2847793	7043433	
2014	7461590	3757501	4376052	105516	722456	5082848	6440363	6340363	7499877	250044	
2015	7164043	3082068	3093227	94177	674659	3354119	6681350	8810994	223015		
2016	7463453	3052967	3381600	97920	712734	3141550	6309892	8251958	199626		
2017	7688352	2893132	3217672	91101	739938	3136466	5761466	7895987	121161		
2018	8037579	2795151	3295252	92278	754414	2726359	5531227	8044344	65082		
2019	7919977	2874448	3381022	92338	788079	2554502	5500220	7722655	179134		
2020	7759456	2676551	3230268	92202	760476	3678111	5426640	7071653	293185		
2021	7192268	2623964	3131068	86882	832130	3501846	4981073	6034703	278768		
2022	7271618	2561514	2684056	108472	828964	3682395	5005183	6251958	231113		
2023	7462834	2293076	2685322	87929	762774	3266221	4846430	6251958	228363		

资料来源: JEMA, 国盛证券研究所

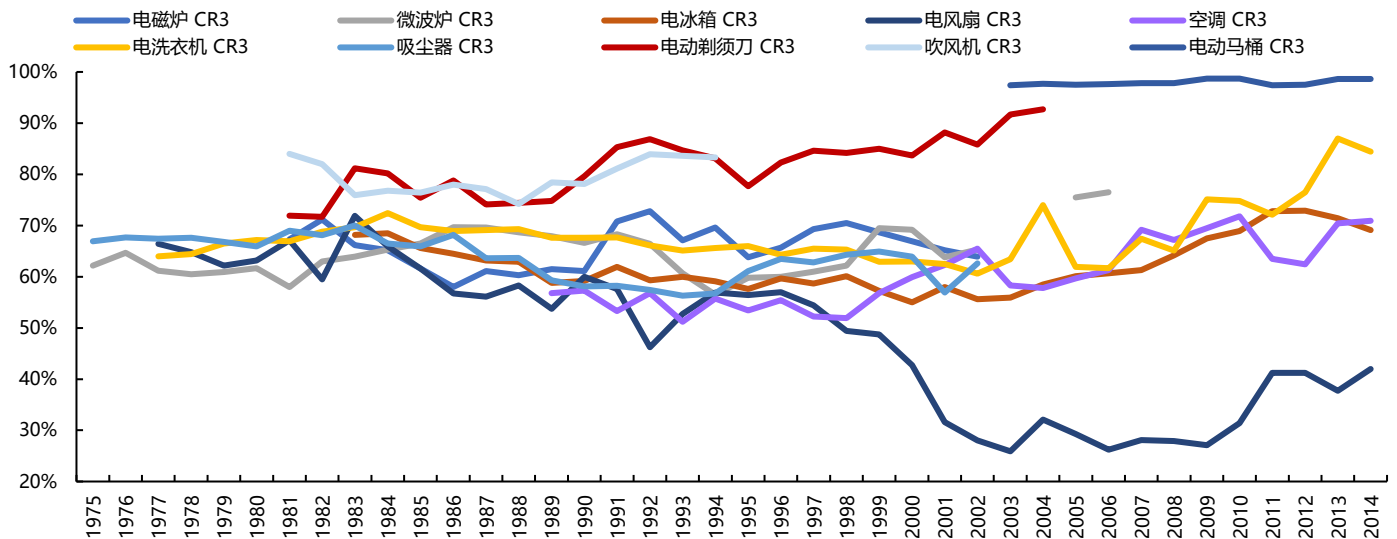
图表75: 1990-2023年日本家电各品类均价变化(日元)

年	空调	冰箱	洗衣机	电热水器	洗碗机	吸尘器	微波炉	电饭煲	热水壶	电动剃须刀	电动按摩仪
1990	141255	83334	34996	91190	17946	32500	11093	6489	2842	23825	
1991	146934	84652	36805	98689	17770	33815	12053	6686	3146	24403	
1992	146796	88472	38582	88957	17689	35625	12907	6733	2898	25401	
1993	156226	88832	39432	90293	17883	35101	13597	6531	3059	23899	
1994	132744	89908	40188	93852	17445	33670	13076	6228	3020	28397	
1995	132011	90226	38462	96554	16149	31390	12666	6041	3150	30543	
1996	126106	88186	38058	93122	15758	29112	11996	5816	3287	29056	
1997	121150	86708	38564	93122	15489	26577	11330	5927	3330	32109	
1998	117312	86788	39362	97669	15214	25682	11866	6012	3576	36782	
1999	112544	90160	41085	107547	186556	25699	12086	5857	3871	34792	
2000	114462	89424	42564	130165	53465	17194	24280	12457	5917	4073	
2001	109755	83918	43613	143830	50694	16973	21730	11943	5675	4196	
2002	118030	76934	40817	157553	46459	15522	19016	11837	5358	4245	
2003	115181	75953	41087	186556	45682	15955	17855	12190	4973	4429	
2004	117648	78660	42943	211482	45892	15568	17756	12256	4841	4436	
2005	113935	75894	42824	176904	43754	15490	19055	12424	4867	4386	
2006	119185	75156	44769	174991	41300	15665	20437	12498	5042	4318	
2007	127926	76255	43719	170091	42047	16577	19627	13392	4849	4638	
2008	134510	84059	45533	165283	42431	16133	19433	13932	4686	4547	
2009	135813	93918	45110	166364	41418	15920	19178	14401	4643	4352	
2010	138916	93034	44282	184142	40948	15033	20258	14959	4576	4382	
2011	129308	94981	43197	186166	43578	16213	19202	15179	4410	3867	
2012	127508	96956	42509	170282	41350	17144	19720	15199	4324	3673	
2013	130604	100983	47659	174939	41699	19420	20201	15737	4427	4521	
2014	140309	105338	48845	179992	42803	19641	18706	15648	4578	87657	
2015	148254	102629	46520	186372	42980	18056	15669	15669	4895	84562	
2016	152424	107326	46071	189154	42118	18700	15773	15773	4612	75977	
2017	153132	109201	48401	211315	41491	19255	16051	16051	4411	88816	
2018	161207	116906	50760	224539	42042	19468	15869	15869	4637	134768	
2019	171364	105084	52984	233295	42959	19614	15572	15572	4946	110156	
2020	163737	116649	54561	251491	44151	17043	14921	14921	5189	85543	
2021	172684	121646	56507	237069	45755	17431	15100	15100	5232	87352	
2022	194264	133099	82577	271213	55416	18948	15559	15559	50072	100072	
2023	192475	156960	88964	294021	58566	19673	16690	16690	50748	97748	

资料来源: JEMA, 国盛证券研究所

行业下行期家电行业格局加速集中。家电行业格局加速集中多出现在2000年后, 空调、冰箱、洗衣机、电动剃须刀等品类集中趋势相对更加显著, 电风扇品类则出现集中度下降的情况。我们认为与安装属性下渠道壁垒的生成、技术壁垒塑造产品力差距、展示属性下消费者对品牌力的看重有关, 相对来说这几个品类格局容易走向集中, 同时根据我们上文数据来看, 这几个品类也实现了均价提升, 更为利好龙头。

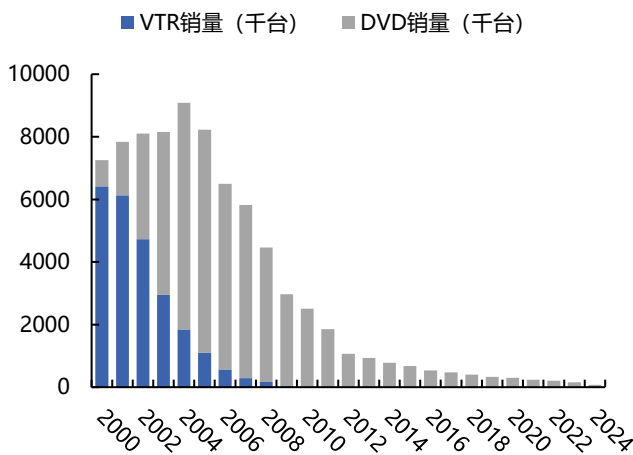
图表76: 日本家电品类集中度情况



资料来源: 日本公平交易委员会, 国盛证券研究所

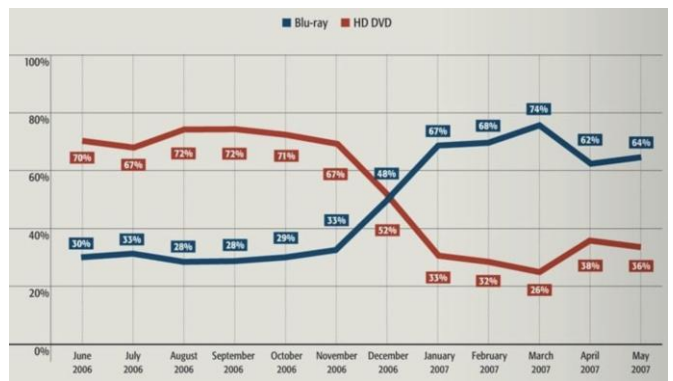
企业竞争加剧。1990年美日两国签署的《日美构造协议》中, 美国重点要求日本政府减少对产业的干预和投入, 并强化反垄断法执行, 日本政府商业引领能力被大幅削弱, 导致企业竞争加剧。以2000年后的DVD规格大战为例, 索尼、松下支持的蓝光阵营(Blu-ray Disc)与东芝、NEC、三洋为主的高清阵营(HD-DVD)展开从产品规格、供应链到影视资源的全方位对抗, 这场商业大战最终以2008年东芝黯然退场为结局。虽然最终在2007年蓝光阵营赢得了胜利, 但持续数年的DVD大战一方面耗费了双方大量的资金和精力, 也使得碟机产业始终难以形成统一的行业标准、发挥规模效应, 单品价格居高不下使日企产品始终未能实现更大范围普及, 这既为中国EVD联盟等其他企业阵营保留了市场空间, 也导致互联网视频兴起后, 碟机与碟片快速被其他播放、存储设备取代。此外, 受广场协议签订和次贷危机的影响, 日元大幅升值, 日本产品在国际市场的竞争力亦大大降低。

图表77: 2000年后日本DVD销量反超VTR但随后又迅速没落



资料来源: JEITA, 国盛证券研究所

图表78: 2007年日本蓝光DVD份额首次超过高清



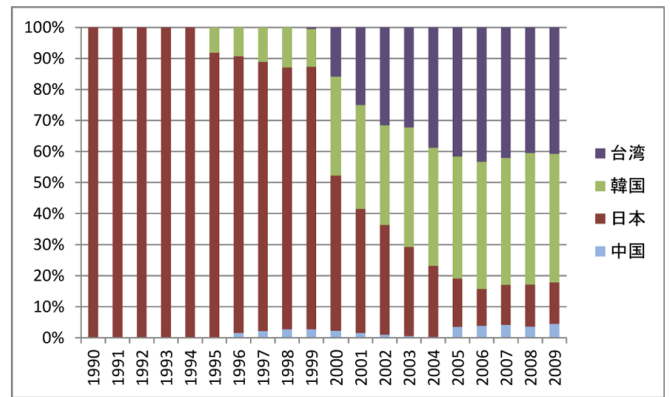
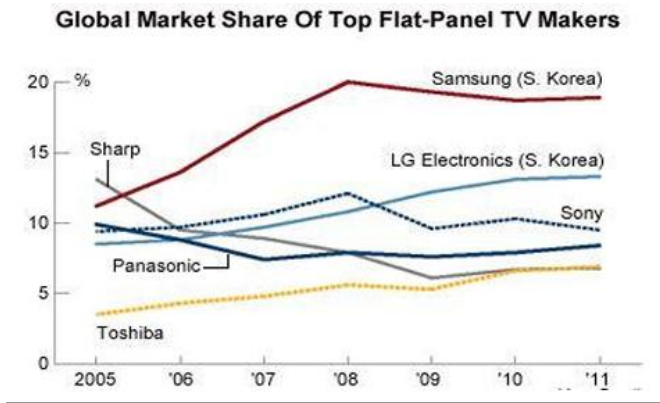
资料来源: ISITE, Nielsen, 国盛证券研究所

日本黑电龙头不复, 21世纪韩企取代日企成为全球黑电领军者。纵观日本家电发展, 黑电是家电品类中竞争力最强的行业之一, 在黑电CRT时代, 日企凭借晶体管、集成电路等核心技术引领, 掌握电视技术制高点, 但是90年代后韩国、中国相继崛起, 在亚洲金融危机后, 面对面板产业低景气, 韩企进行了大规模的反周期投资, 凭借着产能扩张和韩元贬值优势, 1999年三星、LG面板出货量陆续超越夏普跃居全球前二, 韩企实现了上游核心面板资源、显示技术、品牌塑造上的全面超越, 取代日企成为全球黑电产业的

领导者。而韩企则借助自身全产业链优势，确保了面板产能利用率的同时，通过面板显示技术的创新、核心面板资源的垄断，不断扩大电视整机制造的领先优势。

图表79: 韩国黑电市占率反超日本

图表80: 2003年左右韩国液晶面板产量超越日本



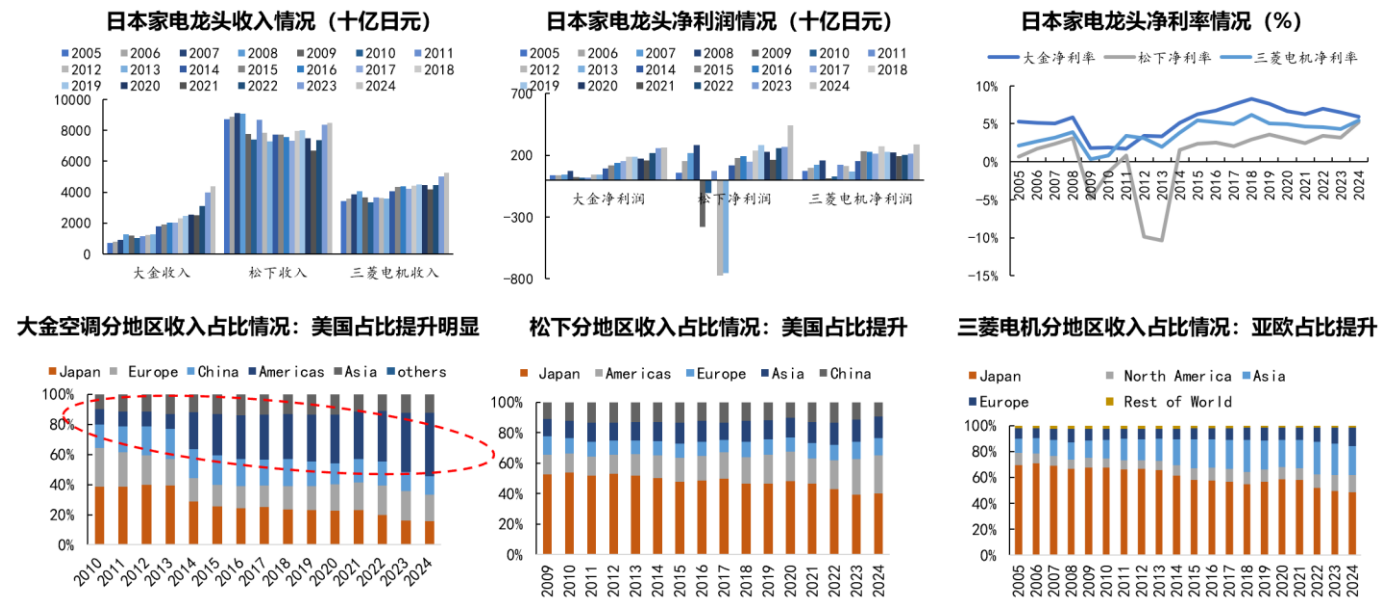
资料来源: SlideShare, 国盛证券研究所

资料来源: 长野宽之、石田修一、玄场公归《电子设备业务的后发优势机制--以液晶业务为例》, 国盛证券研究所

除了技术路线上渐趋保守，日企的组织管理模式也游离于全球产业分工之外。在内部协同方面，由松下幸之助创设的“事业部制”高度放权给各业务线，在企业发展期有利于快速占领市场，但各自独立的经营责任和经济利益又使得事业部之间在业务出现重叠时往往缺乏协调，各方都试图独享产业收益保持“垂直内包”，从而加剧了供应链和技术封闭。在外部拓展中，虽然美国贸易限制、日元升值等因素加快了日企在本土外设厂的节奏，但其海外事业部管理往往混乱且封闭，母公司通常只将海外子公司作为生产和销售单位，其本身既无研发职能和经营决策权，管理层也由日本直接派驻。在全球化竞争中，日系厂商往往经营策略保守、管理结构僵化，致使其对海外市场趋势、政策变动缺乏反应能力，导致其关键竞争期出现决策错误。2024年AWE期间，松下电器中国东北亚公司总裁CEO木下步在接受采访时坦言，松下在中国自2008年到2018年未取得业绩增长的原因，就在于公司重要的经营决策还是依靠日本团队。直到2019年，在进入中国市场整整40年后，松下集团才成立中国东北亚公司，这也是其首次赋予海外事业部经营决策权。

而到了2005年之后，日本家电龙头企业收入业绩依然实现了持续提升，我们认为与出海有关，而且是向发达国家出海。例如大金在美国的市场占比由2010年的9.5%提升至2024年的39.1%。

图表 81: 日本家电龙头收入、净利润等情况



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

二、思考: 日本家电企业得以发展的原因、今后的关注点

2.1、探究: 为什么日本家电企业能够出海?

2.1.1、产品力是基础, 性价比是硬道理

产品创新能力是关键, 助力日企开发更好的产品。纵观日本家电发展史, “后发制人”被演绎的淋漓尽致, 日本在技术发明、技术独创方面并不能算非常成功, 但是在技术引进、技术改造方面却达到了超一流水平, 非常追求技术的国产化。例如 1953 年索尼引入美国西部电器的晶体管技术, 当时晶体管在美国主要应用于军事领域, 美国西部电器并不认为晶体管是一种适合大众消费的技术, 但是索尼通过自己对技术的运用创新, 1957 年 3 月, 成功推出了世界上第一台便携式半导体收音机, 1959 年出口美国 400 万台、1965 年甚至飙升到 2400 万台。对先进技术的引进、消化、吸收再创新, 是日本产业竞争力的本质, 根据日本长期信用银行的调查, 日本战后每买进 1 美元的技术专利, 平均就要花 4-10 美元的消化和研发费用。

低成本、高效率, 夯实性价比领先优势。技术降本: 集成电路虽为美国研发, 但日本引进后非常重视集成电路技术的吸收与再创新, 集成电路技术用于彩电组装环节, 可大幅减少零部件数量、实现功能复合化改良。生产降本: 日本公司纷纷引进了自动化生产设备, 工序的自动化率达到 80-85%。追求良率: 加强供应、生产环节质量控制, 增加良率。再叠加当时日本制造业劳动力成本相对低, 形成了明显的成本效率优势, 在产品售价方面对美国竞争对手形成很大冲击, 进一步加速了美国竞争对手的衰落和退出, 许多美国彩电工厂被日本和欧洲厂商所收购, 根据日本经济企划厅数据, 1970 年美国电视市场本土品牌率 85%, 日本品牌只有 10%, 到 1975 年日本品牌份额已经提升至 24%, 其中索尼、松下各占 11%; 1976 年这一数据更是升至 33%, 日本彩电开始逐步占领美国市场。

海外建厂应对风险、延续成本优势。后续在日美贸易摩擦升级, 日元升值、本国劳动力等成本增加的情况下, 迅速开启海外建厂进程, 在美国、欧洲、亚洲 (尤其东南亚)、南美洲等地建立产能, 进一步提升本国产品相对美国的成本优势。

此外，延伸去看后续的韩国三星代替日本黑电也是同样的路径，三星先是以低成本优势占领全球的中低端市场，随后进军中高端市场，并最终在2006年达到面板TV市占率第一的地位。

图表82: 日本彩色电视制造成本低于英国和西德

(单位:ポンド, 工数は時間)

	日本	アメリカ	イギリス	西ドイツ	韓国
直接労務費	5.7	8.8	10.6	15.1	1.5
(平均工数)	(1.9)	(3.6)	(6.1)	(3.9)	(5.0)
(賃金/時間)	(3.0)	(2.5)	(1.7)	(3.9)	(0.3)
材料費	100	NA	126	119	113
工場間接費	11	NA	20	17	2
生産コスト計	116.7	NA	156.5	151.1	116.5

资料来源: 天野倫文《中日家电产业发展的动力机制(上)》, 国盛证券研究所国盛证券研究所

图表83: 日本电视机制造商在欧洲、亚洲、中南美洲、澳大利亚建有海外生产基地

	松下 電器産業	ソニー	東芝	シャープ	日本 ビクター	三洋電機	日立 製作所	三菱電機
アメリカ	○	○	○	○	—	○	○	—
欧州	○	○	○	◎	◎	○	○	—
イギリス	○	○	○	◎	◎	○	○	—
スペイン	○	○	○	◎	◎	○	○	—
中国	★	★	★	★	◎	○	○	—
ベトナム	★	★	★	★	★	○	◎	—
インドネシア	○	◎	★	★	○	○	◎	—
インド	★	★	○	◎	◎	—	○	—
タイ	○	—	○	◎	◎	—	○	—
マレーシア	○	◎	○	◎	◎	—	◎	—
フィリピン	○	○	○	○	○	○	○	—
シンガポール	○	○	○	○	○	○	○	—
台湾	○	○	○	○	○	○	○	—
中南米	○	◎	◎	★	★	—	◎	—
メキシコ	○	◎	◎	★	★	—	◎	—
ブラジル	○	◎	○	—	—	—	—	—
オーストラリア	○	○	○	—	—	—	—	—

(注) 2001年3月末現在の状況。複数進出の場合は最初の拠点を基準に。○印は84年前、◎印は85~93年、★印は94年以後進出したものを示す。—印は生産停止・撤退したもの。

资料来源: 天野倫文《中日家电产业发展的动力机制(上)》, 国盛证券研究所

理解市场，适应变化，推出符合当地消费习惯的产品。此外美国市场被日本占据的根本原因在于日本厂商一直进行着产品的升级优化，实施降低彩电价格、绿色节能等贴近消费者的战略，而美国产品迭代却相对更为缓慢。

2.1.2、渠道为路，以点带面进行渠道打通

优先攻克最大市场，更加高效。1968年索尼推出了日本彩电的跨时代作品—特丽珑，实现了技术、产品上的全球领先，在日本本土、东南亚地区获得了成功，然而在美国人眼中，索尼仅仅被认为是来自东方的杂牌货。索尼在面对全球化发展中决定在70年代中期进军美国这块市场空间大、极具消费力的市场，起初索尼通过大量投放广告和降价的手段，但效果甚微，降价反而损毁了索尼彩电的品牌形象。随后索尼计划先打入带头商店美国芝加哥最大的电器销售商马希利尔，拓展前期非常艰难，但打入后，索尼凭借优秀的产品品质受到消费者喜爱，通过了解地区市场特点、消费者喜好以及获得与美国批发商和经销商打交道的经验，站稳脚跟后，逐步扩大美国市场份额，不到3年在芝加哥市占率30%，最终打开美国市场。叠加美国1976年后电视节目增多，家庭第二台电视机需求增加，日本在美国彩电市占率急速提升。类似的例子还有日本丰田汽车也是先选择了加利福尼亚州作为美国市场的突破口，通过这种以点带面的方式打开销路。

低价先进，后续再提。日本企业会采用相对较低的进入市场的价格，虽然会让厂商和经销商利润受损，但日本企业认为最初几年受点损失无妨，更将其视为一种长久的投资。

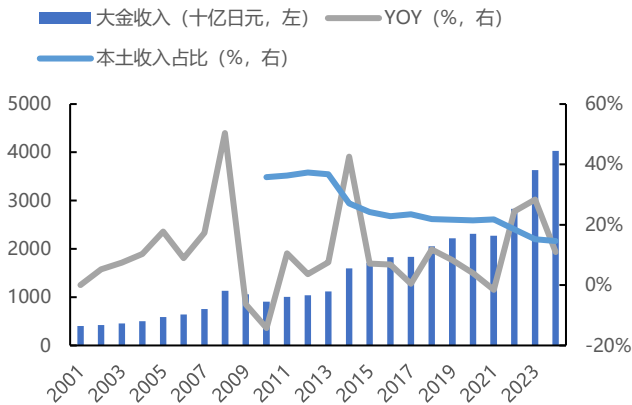
重视维护与经销商关系。日本企业非常重视搞好与美国经销商关系，提供各种帮助、支付优厚酬金，站在对方利益考虑问题，坚持“经销者利益第一、本企业利益第二”的原则，激发经销商经营日本产品的积极性。

2.1.3、收购品牌，快速高效获取品牌、渠道、产品线、产能的扩充

借助收购品牌，打入难以进入的市场。大金于1924年成立，技术领先使得大金产品力一直领跑行业。2010年大金海外收入占比64%，到了2024年已经升至85%。大金在1981、2000年两次进入美国市场都以失败告终，第一次主要是渠道问题，卷入与销售商的诉讼纠纷；第二次主要是产品问题，美日产品需求差异较大，大金既有的产品线（多联机、分体式空调）并不适合美国市场（多用窗机和风管机），此外，美国商用空调市场还有强大的本土水机品牌对手（约克、开利、特灵、麦克维尔）。后续美国市场的成功开

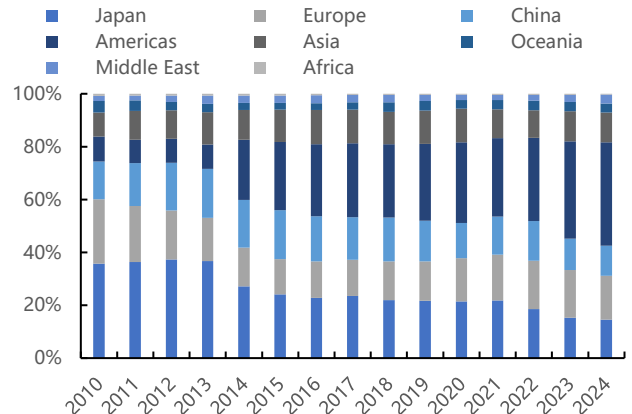
拓主要得益于两次成功并购：2006年大金抓住机会收购麦克维尔，弥补大金离心机、螺杆机等大型机组、美国产能短板，成功打进北美商用空调市场；2012年又成功并购北美家用空调龙头古德曼，获取了丰富的渠道资源，并在产品线上进一步形成互补协同。

图表84: 大金收入实现持续增长



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

图表85: 大金营收分地区占比



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

2.1.4、产业投资思维，与当地制造商建立同盟

日本企业更为注重“产业投资思路”，在缓解出海当地国的民族情绪，改善所在国媒体的负面形象，以及商业合作与政治关系有效融合方面，日本企业的做法值得学习。日企主要通过与其所在国企业建立合资公司，或者参股的方式，进行技术的传播与产业的扶持，与投资企业合作实现共赢局面。

美的与东芝在压缩机、中央空调等业务的合作。1993年5月，美的与东芝举行第一次技术合作的签约仪式，美的的分体式空调也由此而来。1998-1999年美的两次收购东芝万家乐，持股比例达到60%，正式成为东芝万家乐（1998年年产150万台压缩机，国内第三大压缩机生产商）的控股股东，东芝拥有40%股权成为二股东，合并公司更名为广东美芝制冷设备有限公司。1999年美的又从东芝引进中央空调系统技术，中央空调成为美的新的利润增长点。2011年美的与东芝开利合作成立变频技术研发中心，东芝将变频空调芯片、模块、控制算法等最为核心的技术共享给美的，并在合资工厂安排东芝的技术人员担任技术顾问。

海尔与三洋。1985年引进三洋的空调技术和生产线，研发出中国首台分体式空调。2002年在大阪设立合资公司三洋海尔株式会社，互换市场资源，建立新型的竞合关系。

海立与日立。1993年上海日立电器有限公司建立，上海冰箱压缩机股份有限公司持股75%，日本日立家用电器持股25%，上海日立并从日本引进压缩机生产线。后续在中日双方技术人员共同努力下，合资公司逐渐研发自己的压缩机、打造自己的“海立”品牌。

2.1.5、政府的保护与引导

政府实行贸易保护，行业发展初期限制进口，扶持本国企业发展。日本政府很好地扮演着扶持企业的角色。50年代日本家电行业发展初期政府限制国外产品流入，例如降低原材料及初级产品关税，但对电器、汽车、半导体等尚处于发展期的消费品内采取高关税并限制投资范围，以保护本国企业独立的技术发展、享受经济复苏市场的增长红利。

重视技术发展，发挥官产学一体，政府主导的产业协同。作为日本旧中央省厅之一的通产省，职能包括宏观经济管理、产业政策制定、进出口配额管制、知识产权管理等等，所涉领域涵盖了企业发展的方方面面。此前说到，日本的产业政策在以从美国引进技术

为基础的同时，也在广泛的技术领域追求技术的国产化。在各种领域迅速推进技术国产化的过程中，通产省、NHK 技研、业界团体、制造商的协调行动发挥了极好的作用。

- 1) 共同研究：在大量引进技术后，政府会主导集中某一领域的多家企业的科研力量进行研发合作，以更好建立和维系自身的科研体系，在黑白电视、彩色电视、零部件等开发阶段，日本以 NHK 技研等为中心，先行推进、共同研究，确立了彩色显像管的制作技术、各种部件、材料的基础技术，研究成果公布，为厂商的研发提供了基础。
- 2) 控制竞争：此外，黑白电视在推出时，由于企图利用外国专利进行电视生产的企业蜂拥而至，通产省只允许 37 家企业引进专利，并开始谈判降低专利费率。
- 3) 给予补贴：对技术试验研究给予补贴，并将相互竞争的制造商排除在补贴范围之外。
- 4) 制定标准：在黑白电视发展初期，政府设以 14 英寸为标准，利于企业集中生产，有效快速促进产品普及。
- 5) 物品税优惠。

由于产业初期阶段限制新企业进入市场，行业内出现了少数企业垄断竞争的局面。但与此同时寡头竞争促进了各企业开发新产品和引进新技术，使共同开发等协调行动成为可能。

此外政府在消费意愿不强时给予部分产业相应补贴，也极大助力新产品渗透率的提升，企业收入与现金流得以改善，使得企业有更多钱投入到产品结构升级之路。例如 2024 年日本新推出的热水器补贴政策，旨在引领普通燃气热水器向高效燃气热水器 (Eco Jozu) 和热泵热水器 (Eco Cute) 升级。

图表86: 租赁场景单个热水器补贴 5 万-7 万日元

設置する給湯器	追い焚き機能	補助額 (定額)	補助上限
エコジョーズ	なし	5万円/台	1住戸1台まで
	あり	7万円/台	
エコフィール	なし	5万円/台	
	あり	7万円/台	

资料来源: 日本 2024 住宅节能促销活动官网, 国盛证券研究所

图表87: 新房、既有房屋场景下热泵/混合能源热水器/家庭燃料电池解决方案补贴 8 万-18 万日元

設置する給湯器	補助額 (基本額)	補助上限
ヒートポンプ給湯機 (エコキュート)	8万円/台	戸建住宅: いずれか2台まで 共同住宅等: いずれか1台まで
電気ヒートポンプ・ガス瞬間式併用型給湯機 (ハイブリッド給湯機)	10万円/台	
家庭用燃料電池 (エネファーム)	18万円/台	

资料来源: 日本 2024 住宅节能促销活动官网, 国盛证券研究所

2.1.6、商社协同，助力企业“引进来、走出去”

商社是什么？

日本的财阀发展从无到有、从弱到强大约是经历了整个明治维新时期，明治政府时期实施“殖产兴业”政策方针（发展生产、振兴工业），将鼓励、扶持民营企业视为经济现代化成败的关键步骤，政府在其中发挥引导和服务的作用，因此日本政府选择有一定资本和一定经验的民营企业对其扶持，三菱、三井等传统财阀得以迅速发展。财阀下属的综合商社公司从事着各种进出口贸易的活动，经历了一系列战争（军需增加）得以迅速发展，助力日本经济繁荣。虽然 40 年代中期美国强力解散日本商社，但 50 年代中期美国已把注意力转移到苏联身上，日本商社又重新走上合并重组之路，战后基本确立了十大商社的格局（三井物产、三菱商事、伊藤忠、丸红、住友商事等），且向经营综合化的商社发展，50 年代中期以后，日本综合商社广泛与银行联姻，建立融通职能，助力中小企业发展。商社拥有广泛的贸易和情报网络、深厚的产业底蕴以及与之配套的金融力量，发展形式更偏产业投资，通过参股的方式渗透到海内外重要经济产业链上下游公司，再通过强大的贸易能力和物流网络建设能力，将资源链接联动，占据商权高点。1993 年三井物产甚至排名世界 500 强第一。

商社怎么帮助企业？

60年代日本企业刚刚走出去时面临很多难题，例如不熟悉海外法律、不懂得处理政府关系，不知道如何本土化，日本的综合商社则为日本企业的出海起到了指引航道的作用，日本的综合商社要比制造业更早进入海外市场，他们遍布海外的资源网络能在短时间内获取所需的对接资源和信息，为日本企业出海提供全面的服务。

1) 海外先进技术和设备的引进。从侦悉技术、设备的国际行情、交涉繁复的引进条件，再到合同的缔结、机器输入和安装等，能一手操办如此庞杂业务，非综合商事莫属，即便有引进项目未交给综合商社，商社也在个别引进环节上有协助，此外商事还要承担汇兑、运费、政治、贸易政策方面的变化。例如50年代中期到60年代，日本引进的大量国外技术集中于重化工部门，商社扮演着中间人和牵线人的角色，活跃在大规模装备引进的舞台上，重化工技术设备往往需要大量的资金、土地、人力的投入，产业周期长。民企一般不可能单独完成，风险可以由财团承担。此外，综合商社扮演协调人的角色，避免日本企业重复引进技术。根据日本长期信用银行的调查，1955-1970年，日本仅用了不到60亿美元的外汇就引入了欧美耗时50多年、花费2000亿美元研发的现金技术。

2) 产业投资布局为企业出海铺路。日本财团下属制造业企业开拓海外往往以综合商社以产业组织者身份当开路先锋。例如三井物产为东芝(三井财团)进入中国市场牵线搭桥，1981年三井物产在大连设立三井物产大连办事处，也是外商在辽宁第一次设立常驻机构，当时大连引进外商投资意愿强，1991年东芝大连有限公司成立；1993年三井物产携手昭和电线电子元器件技术株式会社帮助东芝大连在中国进行管理运营，注册资金增加至84亿元，投资总额185亿日元，三井物产占股3.8%，同年东芝大连正式投产，等到公司逐渐熟悉当地市场环境，2005年三井物产就完全退出东芝大连。后续东芝在大连的投资，也拉动了一大批日企来大连。三井物产在这个过程中，主要是保障企业的原料供应，培育新兴产业和大型制造业，为日本国内企业海外贸易和投资铺路搭桥。

3) 金融属性加持，利于扶持中小企业发展。中小企业资金匮乏等因素在日本50年代是普遍现象，协调大工业生产和中小企业关系这一重任就交给了综合商社，综合商社背靠财阀、与银行合作建立融通功能，拥有强资金筹资能力和风险承受的能力，在广泛情报网、专业研究团队加持下，能够充分了解中小企业，可向资金不足的中小企业开设借贷业务，不仅帮助中小企业渡过难关，还逐渐控制了中小企业的财务管理、供应链和供应链金融，同时成为实际意义上的产业组织者。例如索尼在研发彩电技术时面对濒临破产的窘境，依靠三井财团的背书，得以获得银行贷款，渡过难关，当然索尼也不负众望，成功生产出了具有跨时代意义的特丽珑电视机。

2.2、探究：为什么日本企业能够做高端化？

技术领先、国力增强。日本企业一开始也不是直接做高端产品，在当时70年代美国人眼中，日本牌子仍是二流品，但是日本企业随着技术的精进甚至超越，性价比优势逐渐拉开差距，从而攫取市场份额，后续随着持续的优秀品质和高技术水平，以及国力增强后在消费者心中品牌形象的升级，也能定位于高端。此外，日本企业还通过参与规则制定来创造有利于自身的市场力量。例如大金推动世界相关组织使用自己公司的节能且环境负荷小的制冷剂技术作为相关规定的标准，在空调市场掌握了主导权。

面对竞争日本企业也不得不去做高端。日本在面对发展中国家竞争时，发展中国家往往拥有较为便宜的劳动力成本、原材料成本等，能够生产出更为有性价比的产品。那么日本企业单纯做产品生产制造大概率会是亏损的结局(卷不动)。因此需要提升自己的研发实力，不断研发出产业中最先进的产品，夯实自己的品牌力，创造品牌溢价。

2.3、探究：当前节点日本家电公司的关注点？

目前日本家电行业格局较为集中，上市公司业务主要集中在暖通、热水器等技术壁垒较高、行业发展空间大的品类，例如大金工业、三菱电机、林内等，按照日本企业的思路，持续的全球化布局、研发更加绿色节能高效的产品、To B 业务开拓（针对转型公司）为当前阶段主要发展关注点，此外还有提高分红率、更多回馈股东等考虑点。

2.3.1、持续的全球化布局

持续的全球化布局对于大金这种专注于暖通行业的企业来说为最为主要的发展路径，2024 年大金日本国内的收入占比仅为 14.6%，美国、中国为大金最为主要的海外市场，另外大金还非常看重印度市场的发展潜力，计划在印度建设生产基地，用以支持亚洲地区发展。

在印度市场开拓的过程中，大金 1) **成立合资企业**：于 2000 年以合资企业的形式进入印度市场，与 Usha Shriram Group 合作，成立了 Daikin Shriram Airconditioning Pvt Ltd。2) 面对印度熟练工程师比例较低的问题，提供针对不同技术水平的**技术培训项目**。3) 推出**适合印度市场**的耐高温、耐腐蚀、抗颠抗摔以及功能简单但价格优惠的产品。4) **产能扩张**：2023 年 8 月，大金在非洲尼日利亚的代理商基地启动了“散件组装（Knock Down）”生产，进一步强化了其以印度为核心的全球南方市场战略。此外，大金计划在印度建设第三家空调工厂确立年产 500 万台空调的体制，以满足当地消费者对空调的需求，预计到 2030 年，商业制冷业务将增长到每年 100 亿卢比左右。5) **新研发基地**：大金投资 60 亿日元于印度新研发基地，致力于开发“IndiGo Model”的非洲款新机型，目的是使成本比现在降低 2 成，以在价格和节能性能等方面与中国企业竞争。6) **市场增长战略**：大金预计到 2025 年，其在印度的销售额将在 2021 年的基础上增长一倍，并且计划到 2026 年 3 月向非洲、中东、南美等 100 个国家出口空调。通过以上举措，大金工业不仅在印度市场取得了显著进展，也为全球南方市场的扩张奠定了坚实的基础。

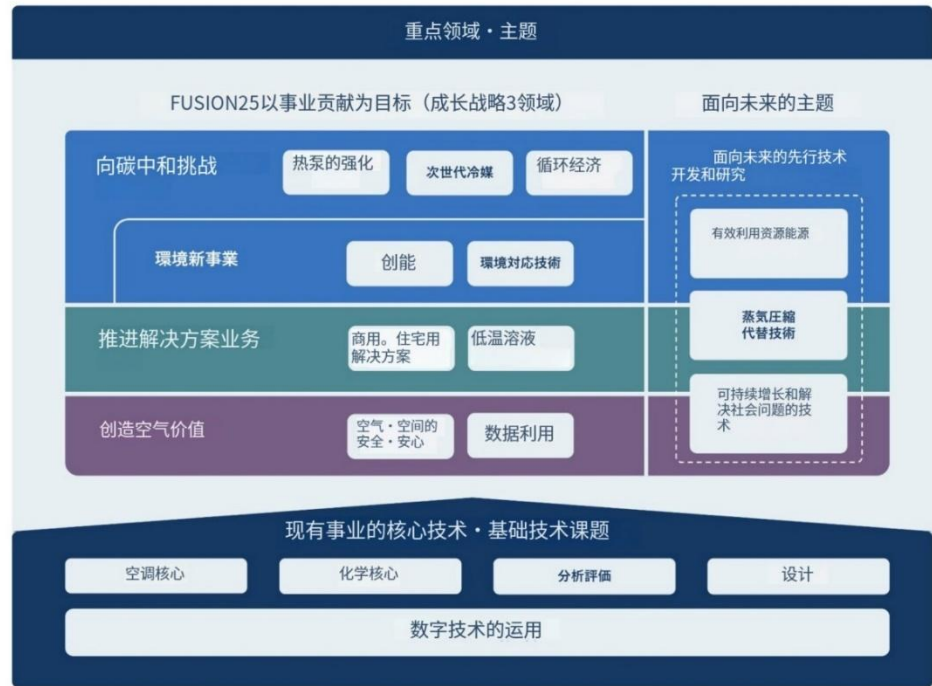
此外像三菱电机这种综合性公司，除了家电业务之外还有工业自动化、机电一体化、电梯、半导体等业务，2021 年家电业务占比仅有 24.4%，为了追求更大的市场空间、更为弹性的成长曲线，不太会在家电板块进行较大的资本支出去拓展新兴市场，而是将欧美市场作为主要发展地区。

2.3.2、研发更加绿色节能高效的产品

在复盘日本家电发展历史中，我们发现更加节能高效的产品一直都是家电升级的主要趋势之一，日本企业作为行业创新的领头羊，他们的产品创新方向往往也能代表全球家电行业的发展趋势。日本较为缺电、社会节能意识非常强，从 1999 年开始，日本独创了一种新型节能法律制度：领跑者制度，所谓的领跑者，是指汽车、电器等产品生产领域能源消耗最低的行业标兵，即规定部分行业节能指导性标准按当时最先进的水平制定，五年后这个指导性标准就变成强制性标准，达不到标准的产品不允许在市场上销售，而新的指导性标准又同时出台，不断提高行业整体节能水平。

节能产品在目前节点也仍然是主要的研发方向，大金研究所正在推进新一代技术的开发，“磁力冷冻”技术即借助靠近和远离磁铁来改变磁性材料的温度、通过把温度变化传递给水来制暖和制冷，这将改变空调自 120 多年前在美国被发明以来从未变化的基本原理。不需要冷媒，也不需要占空调耗电量 8 成的压缩机，不过实现的难度很高，大金将在 2025 年之前弄清磁力冷冻是否可行。此外，且日本政府也拿出财政预算去补贴住宅节能改造、支持企业开发新型节能技术等，例如 2024 年对热水器行业的专项补贴，针对租赁场景补贴 5-7 万日元，针对既有房屋场景补贴 8-18 万日元。

图表88: 大金未来发展战略



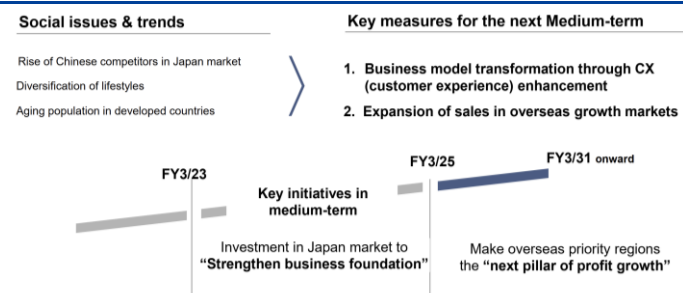
资料来源：大金官网，国盛证券研究所

2.3.3、面对竞争，积极降本

不可否认，中国家电企业的崛起给日本品牌带了很大压力。大金 2023 年开始在印度销售缩小版压缩机的低价变频空调，与非变频空调的价格差缩小到了 15% 左右；此外也通过减小压缩机产生的振动等，将马达转速提高 5 成，从而缩小整个压缩机尺寸，进而减少铜等材料的使用量来降低制造成本。同时大金将推进开发逆变器功能的核心部件——半导体微控制单元（MCU），2023 年大金使用的是半导体厂商设计的 MCU，今后将把一部分换成自主设计的 MCU，通过微细控制压缩机，能够减小控制电流所需的“反应器”等部件的尺寸，实现进一步降低部件成本。

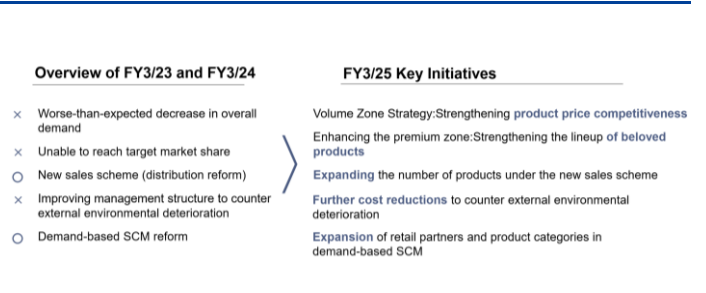
中国品牌冰洗、小家电近年凭借性价比优势对松下产生了冲击，松下面对挑战，1）短期目标：提高产品价格竞争力（性价比）、产品创新、扩大零售商和品类、降本。2）长期目标：加强客户体验、扩大海外成长市场。

图表89: 松下中长期战略



资料来源：松下 IR 资料，国盛证券研究所

图表90: 松下日本家电业务回顾及展望



资料来源：松下 IR 资料，国盛证券研究所

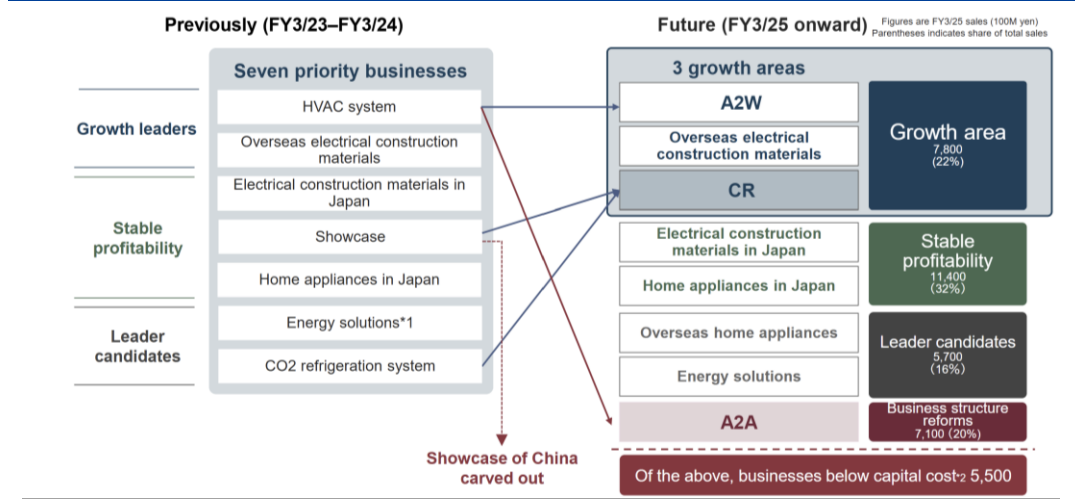
2.3.4、To B 业务资源倾斜

日本家电企业从业务发展结构来看与中国不同，TOB 业务并不是在家电行业发展接近成熟才选择去开拓的，而是伴随着家电业务的成长一起进步。面对目前家电行业收入放缓

的情况，日本家电企业也在积极做着向增速更高业务转变。例如松下认为未来增速更快的还是热泵、海外电气建筑材料、CO2 冷藏系统。

但值得注意的是，部分日本家电企业本身就有 ToB 基因，例如早在 1960 年松下设立特机事业部，B/C 端资源投入切换相对容易。若无 B 端基因，中国企业布局发力需要更多时间与投入。

图表 91: 松下: 热泵、海外电气建筑材料、CO2 冷藏系统为未来较快成长领域



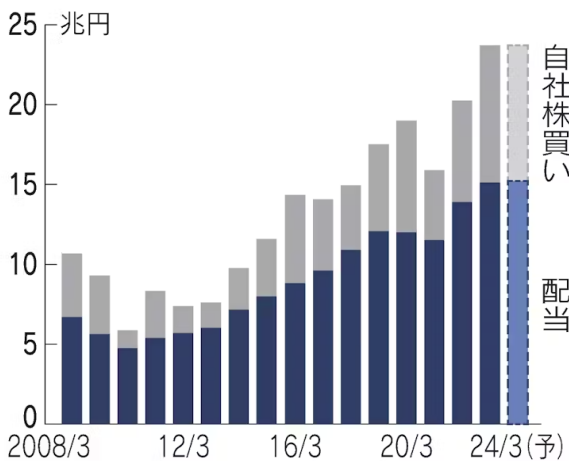
资料来源: 松下 IR 资料, 国盛证券研究所

2.3.5、提高分红、提升日本股市投资价值

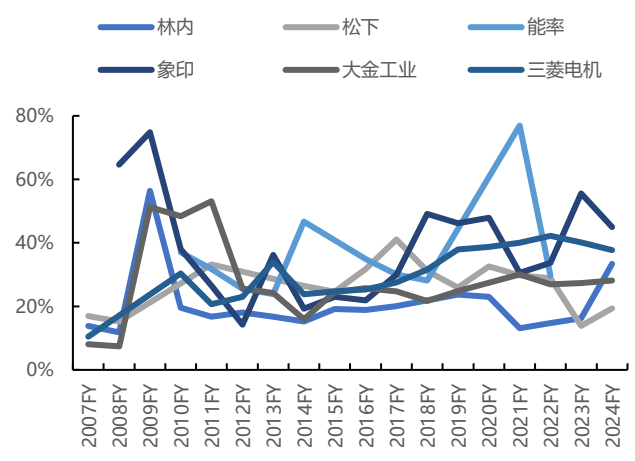
日本上市企业 2024 财年预期分红额合计达 15.2 万亿日元，有望连续 3 年刷新最高纪录。作为股东回报的一环而回购自有股票的行动也呈现接近历史新高的水平，背后存在东京证券交易所实施的举措以及企业经营意识改变。2023 年 3 月底，东证要求 PBR 低于 1 倍的日本上市企业等披露并实施提高股价水平的具体对策。在东证主板(Prime)上市的企业中，损害股东托管资本价值的“PBR 在 1 倍以下”企业截至 3 月底达到近 5 成。低 PBR 的原因在于过多的手头资金。日本上市企业(金融等除外)的手头现金截至 2022 年底已累积至约 100 万亿日元。上市企业原本应将通过业务赚取的资金作为本金，用于人才投资、研究开发和设备投资等，以期提高企业估值。多余的资金通过股票回购和分红分配给股东。以 QUICK FactSet 的数据为基础，比较显示净利润中有多少用于分红和回购股票的“总回报率”，美国 500 家主要企业接近 100%。日本仅为 5 成。这也是海外投资者此前一直对日本股市的评价无法提高的原因之一。日本企业也并未作壁上观。除了加强股东回馈以外，也开始从“囤积”现金的经营向“充分利用”现金的经营转变。

图表 92: 日本上市企业分红和回购总额持续提升

图表 93: 日本家电公司分红率



资料来源: 日本经济新闻, 国盛证券研究所



资料来源: wind, 国盛证券研究所

三、总结：优秀家电公司未来选择之路

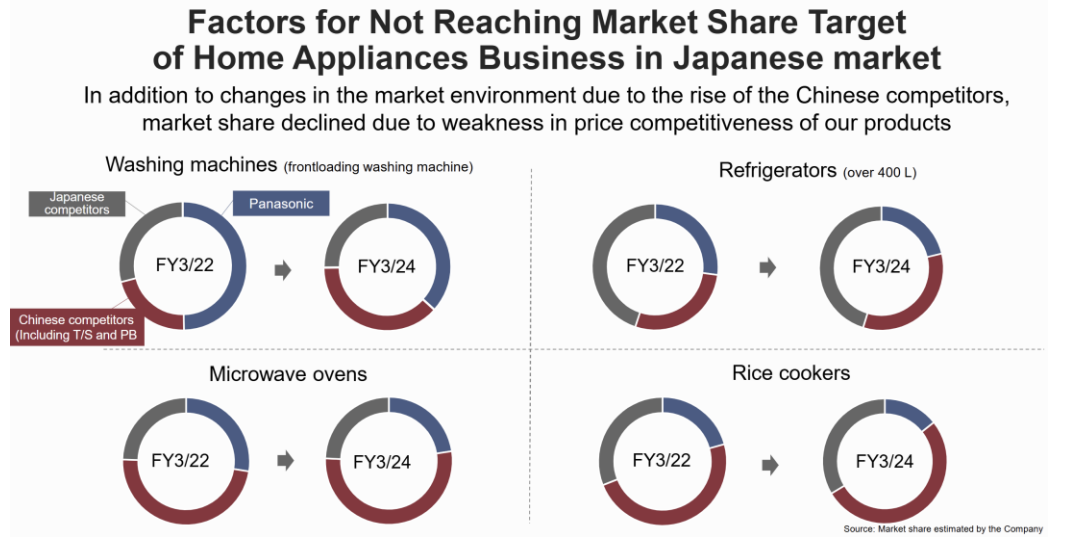
从企业规模角度来看，中国家电企业无疑统领全球家电市场，中国具有劳动力成本优势、产能充足、主要技术均已实现自主可控。中国家电企业当前的发展阶段与曾经的日本巨头们存在颇多相似之处：国内市场家电保有量提升速度趋缓，房地产下行拖累增量拓展；出海市场受地缘政治和贸易摩擦影响，对外投资设厂脚步加快；发力自有品牌、高端品牌；跨界布局新能源、机器人等领域，由传统制造业向综合型跨国科技集团转变。中国家电企业全球地位提升静待时间检验，那么什么样的家电企业有望成为全球制造龙头？

增加自主技术开发、革新能力，建立长期竞争优势。建立自己的技术优势是中国企业摆脱成本导向迈向长期主义的关键。从我们之前研究的日本电视产业发展来看，日本和中国产业所处的发展阶段虽有不同，在日本电视产业发展的时期，产业本身的成熟度尚浅，在国内形成产业是优先课题。政府在限制进入企业的同时，支持有实力的企业的共同开发和技术开发，在寡头垄断的市场中展开了新产品开发和市场占有率争夺。国内市场规模小，依赖出口的形式扩大了规模。另一方面，中国电视产业发展的时期，由于产业本身已经成熟，技术的确立并不是什么大问题。相反，为了应对急速扩大的内需，从海外引进技术，形成量产能力成为了优先课题。因此，基本上是以内需为基础扩大生产和进口替代。但总的来看，技术优势仍是企业长期向好发展不得不去实现的，技术优势并不单单局限于中国企业原本就有优势的规模化生产、组装环节，而且更应该注重原材料技术、零部件加工技术、产品设计技术等薄弱环节的研发。此外，技术研发也不能闭门造车，需要建立在对市场和用户需求充分洞察的基础上，坚持以用户为中心进行产品布局。同时，还需要在基础技术研发和产业链生态建设中加强协同，避免无效的竞争与内耗。

发力自主品牌，提升海外的定价能力。早年中国家电厂商的出海业务大部分以 OEM 或 ODM 代工为主，日企的海外影响力让我们认识到当出海业务发展到一定阶段，自有品牌的建设是必由之路，首先是产品高附加值中有着高品牌溢价，才能与下层品牌拉开差距，不然只会被卷入价格竞争、收益恶化，尤其是在目前家电品牌短期技术突破速度边际减缓的情况下（即目前家电产品已经实现大概好用的程度），品牌溢价带来的收益就尤为可观。中国家电龙头的海外自有品牌矩阵布局持续发展，1）例如美的、海尔、海信收购海外成熟品牌，一方面由于海外消费者品牌忠诚度较高，国内品牌出海知名度相对不足，收并购国外老牌可以快速打开海外市场；另一方面，收并购海外品牌也可以帮助中国企业更快获取渠道资源，降低拓渠道成本和难度。2）海信对欧洲杯等顶级赛事体育营销。

赛道很重要，含有核心技术的品类行业往往能带来更好的竞争格局。日本企业习惯将利润最丰厚的核心及高端产业牢牢掌握再自己手上，从而保持产业链创新第一。2016 年美的集团收购了东芝家电业务主体——东芝生活电器株式会社，该家电主体以冰箱、洗衣机、吸尘器等普通家电为主，东芝空调并不在此次收购范围内，而东芝空调才是东芝家电产业的核心，例如现在上海地铁 1 至 16 号线、上海虹桥&浦东、广州白云、杭州萧山等国际机场，东芝的身影也无处不在，可以说东芝空调依旧占据着中国高端市场份额。反观冰洗行业，相对来说产品优化速度放缓，在日本国内份额被中国企业抢夺严重，例如松下洗衣机 2022 年约占据日本洗衣机行业半壁江山，然后在 2024 年 3 月即降为 1/3 左右市占率水平，份额主要为中国公司抢夺；冰箱、微波炉、电饭煲也是同样的下降趋势。而在日本市场，空调品类、热水器品类仍然牢牢被日本企业所掌握着。

图表94: 松下直言 2023 财年未能达成日本家电业务市场份额目标主要因为中国竞争者的价格竞争



资料来源: 松下 IR 资料, 国盛证券研究所

面对贸易摩擦积极转移产能应对。目前中美贸易关系与日本 80 年代与美国的关系较像，均面临贸易摩擦加剧。但中国处境略好，中国对美出口额占整体出口比例低于日本 1984 年的 35%（日本出口对经济增长贡献一直在 30%），2024 年为 14.7%，并且中国目前家电的产能占全球比例高，以三大白为例，根据产业在线数据，2023 年全球产能超 9 亿台，中国产能近 6 亿台，占全球份额 65.5%，短时间中国仍为全球家电主要生产国，家电作为日常消费品，盲目加关税对美国消费者来说并不利好。此外，家电产业并不像芯片产业属于高新尖端技术行业，制裁意义不大。即使美国对我国家电产品提高关税，目前我国制造业也在对外开启产能转移，主要投资集中在东盟、墨西哥和埃及。例如美的将加大海外资本投入，用于在东南亚、中东、南美等发展中国家地区新建产能，海尔建立越南、埃及工厂等，小家电/工具类企业在美国零售商客户的要求下也向东南亚地区转移产能，例如欧圣电气向马来西亚、德昌股份向泰国转移产能。

比如海尔选择去埃及投资主要考虑几方面因素：一是物流便利，埃及地理位置与欧洲相离更近；二是市场庞大，埃及可以辐射阿拉伯联盟市场；三是埃及近年对整机进口有关税，鼓励海外公司到当地发展制造业。此外，埃及是“一带一路”沿线的一个支点国家。有效规避贸易壁垒的同时就近生产也在一定程度降低了运费、土地、水、电等成本及费用，同时离当地消费者更近也加强了产品的本土化创新。

图表95: 中国家电近年来海外重点举措

时间	公司	海外重点举措
2016	海信	收购夏普墨西哥彩电工厂
2016	海尔	收购GE家电
2016	美的	收购东芝白电业务、意大利中央空调企业Clivet和美国吸尘器企业EUREKA
2017	美的	收购德国库卡集团
2017	海信	收购东芝电视业务
2018	海信	收购斯洛文尼亚家电制造商Gorenje
2019	TCL	在越南平阳省建设电视生产基地
2019	海尔	越南滚筒洗衣机工厂投产
2019	莱克电气	越南吸尘器工厂投产
2019	海尔	收购意大利Candy公司
2019	奥克斯	泰国布局生产基地
2020	TCL	印尼空调工厂投产
2021	京东方	墨西哥设立彩电加工工厂
2021	海信	收购日本三电控股
2021	海信	泰国空调下线
2021	美的	收购日立泰国压缩机工厂
2022	美的	泰国空调工厂投产
2022	美的	印度空调压缩机工厂投产
2022	海信	墨西哥建成智慧家电产业园
2022	美的	埃及洗碗机工厂投产
2023	海尔	埃及生态园奠基
2023	美的	埃及制造基地奠基
2023	TCL	越南新增电视制造基地
2023	万和电气	泰国生产基地奠基
2023	新宝股份	印尼建设其首个海外工厂
2023	美的	巴西新工厂奠基
2023	TCL	巴西投资家电和光伏
2024	兆驰股份	越南电视代工工厂量产
2024	京东方	越南智慧终端二期开工
2024	海立股份	泰国压缩机新基地启动
2024	美的	印尼布局空调新基地

资料来源: 第一财经, 国盛证券研究所

出海短期把握新兴市场快速发展窗口期, 长期可期待欧美地区自主品牌发展。国内家电普及率较高, 发展增速逐渐放缓。家电受人口/户数限制明显(一家基本上一台冰箱/洗衣机), 国内大家电/刚需小家电保有量趋于稳定, 增速趋缓, 东南亚、中东非等新兴市场近年来发展迅速, 我们认为海外可提供更大的市场空间。国牌全球市占率有望持续提升, 家电板块技术壁垒相对不高, 国牌有望凭借产品力(持续迭代/物美价廉)+渠道持续铺设+品牌声量提升以获得更多海外市场份额, 增加企业营收。长期来看欧美地区仍然是消费力较强的市场, 随着中国企业品牌力逐渐提升, 可以期待后期在欧美地区自主品牌发力(先行者: 海尔智家, 收购美国 GE 品牌获得市占率提升)。

转型发力 TOB 业务。松下电器社长津贺一宏曾表示, 日本已经看到了传统家庭业务的天花板, 正在积极谋求转型, 将精力投向市场更为广阔的 B2B 领域, 基于在太阳能、电池等基础元器件领域领先世界的技术优势攫取更高利润, 例如为特斯拉提供电池等。美的集团在 2021 年定位其全新 1C+4B 事业群结构, 整合 C 端家电业务形成智慧家居事业群, 新增工业技术事业群、楼宇科技事业群、机器人及自动化事业群、数字化创新业务, 并确立了科技领先、用户直达、数智驱动、全球突破四大战略主轴, B 端业务重要性上升到战略高度, 公司向全球科技集团迈进, 业绩有望再度提速。

图表96: 美的事业部结构



资料来源: 美的集团官网, 国盛证券研究所

四、投资建议

建议关注大家电龙头美的集团(国内业务稳健, 发力更高增速的 ToB 业务)、格力电器(渠道改革见成效, 发力新兴市场)、海尔智家(美国自主品牌地位高, 产品结构更偏高端)、海信系(体育营销、全球布局下品牌力逐渐提升)、TCL 系(新兴市场开拓早, 黑白电整合发力新周期)。

五、风险提示

宏观经济波动导致需求回落的风险。家电行业带有偏可选及部分耐用品消费特征，用户收入水平、对未来收入增长的预期，均会对消费意愿产生一定影响，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造成压力。同时，若房地产销售出现回落则可能对家电销售带来短期影响。

市场竞争加剧导致企业盈利下滑风险。若行业面临需求不足、竞争加剧，可能导致行业出现价格战等，进而带来企业毛利率波动、营销费用率提升等问题，进一步导致企业盈利水平回落。

贸易摩擦、海外运营风险。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，如上述因素发生重大变化，将对我国家电出口企业当地运营带来一定挑战和风险。

汇率波动风险。家电产品进出口涉及美元、欧元、日元等外币汇兑，如果相关币种汇率波动，可能面临汇兑波动风险，对企业财务状况产生一定影响。

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，则可能对企业毛利率带来下滑风险。

历史经验可能失效风险。本文主要为复盘日本发展历史并总结其经验，不一定和中国发展趋势完全一致，存在历史经验可能失效风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com