



# 从三大白电财报差异看经营模式差异

## ——白电行业财报及产业分析

金星

执业证书编号：S0930518030003

甘骏

执业证书编号：S0930518030002

2018年9月6日

证券研究报告

1、从空调经营模式的特殊性说起——压货模式和返利的起源

---

2、为何格力的报表波动总是很难懂？——销售返利对财务报表的影响

---

3、同是空调，为何美的海尔报表不一样？——从报表差异看企业渠道模式与能力差异

---

4、面向未来，如何看待三家公司各自优势？——长看公司治理，短看经营周期

---

风险提示

---

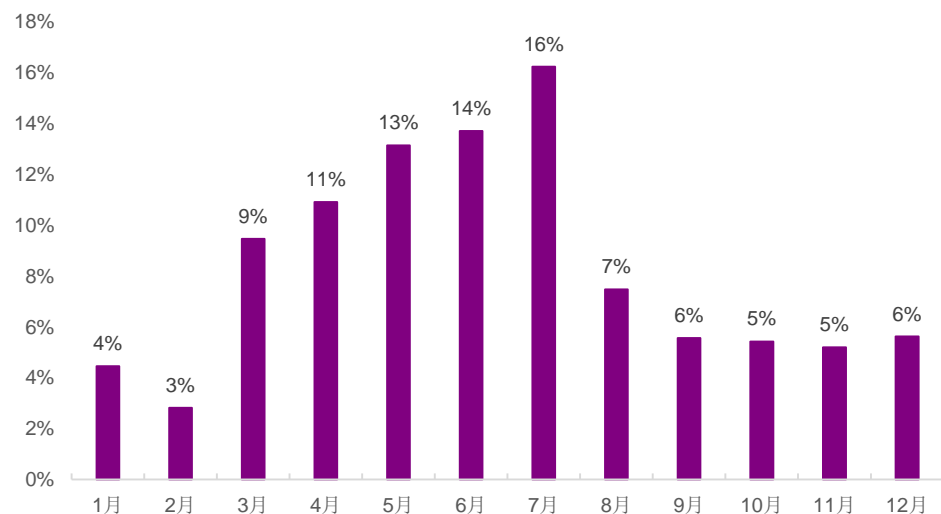
## 一、从空调经营模式的特殊性说起

### 压货模式和返利的起源

# 1.1 空调销售的淡旺季差异显著

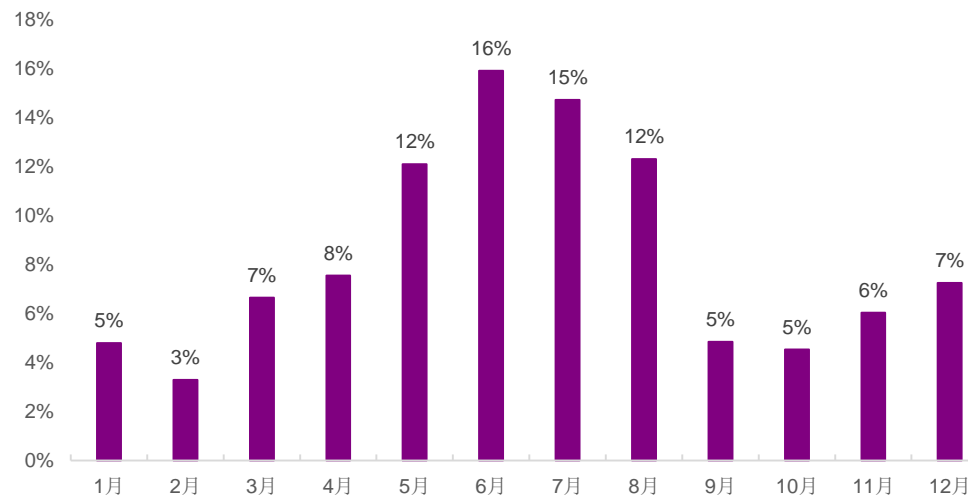
- 空调销售的淡旺季差异非常显著，2015-2017年4-7月四个月零售量平均占到全年零售量的54%，某龙头5-8月四个月安装卡占全年的55%。
- 在1990s和2000s，空调主要在夏季销售，空调销售的淡旺季差异更加明显。

图：2015~2017年各月空调零售量占比情况



数据来源：中怡康，光大证券研究所

图：2015~2017年某龙头月度空调安装卡占比情况

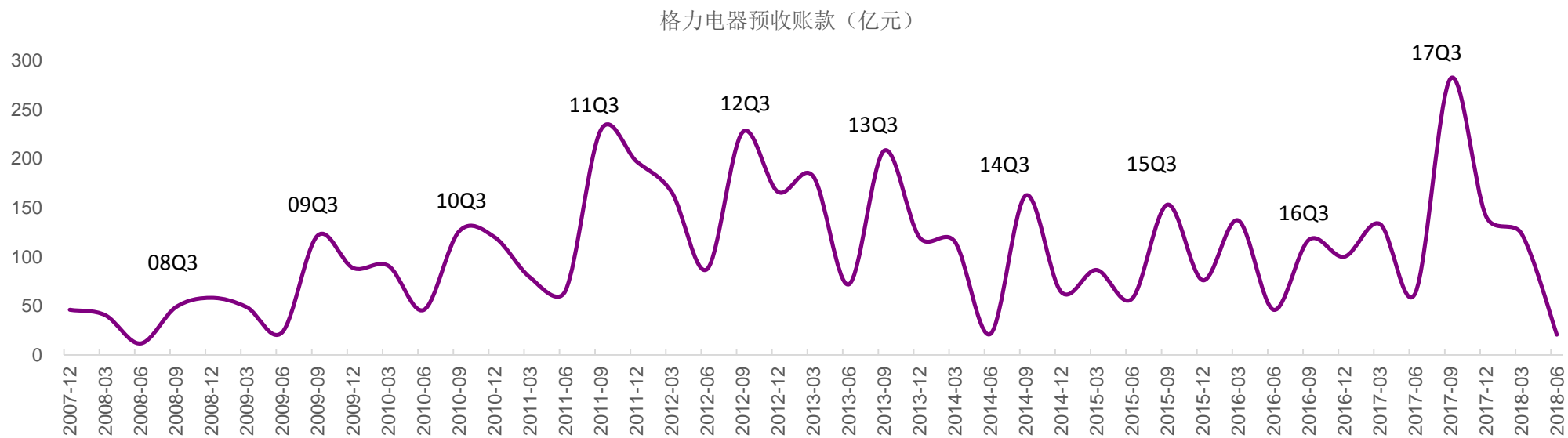


数据来源：市场调研，光大证券研究所

## 1.2 渠道打款压货模式及库存周期的由来

- 为了解决企业产能、销售与资金分配的不均衡，渠道打款支持公司的模式应运而生。
- 鼓励渠道在淡季打款提货实际上是利用渠道商的库存和资金来熨平整机厂的生产资金周期。

图：格力预收账款变动情况

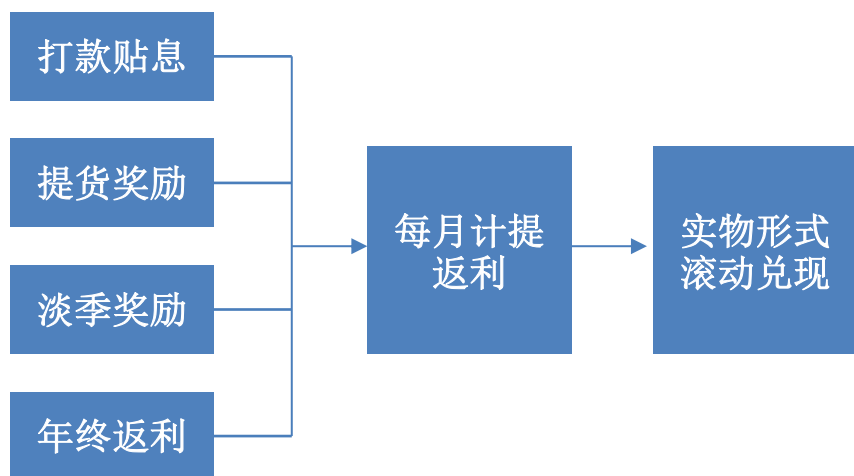


数据来源：Wind，光大证券研究所

# 1.3 返利的发明

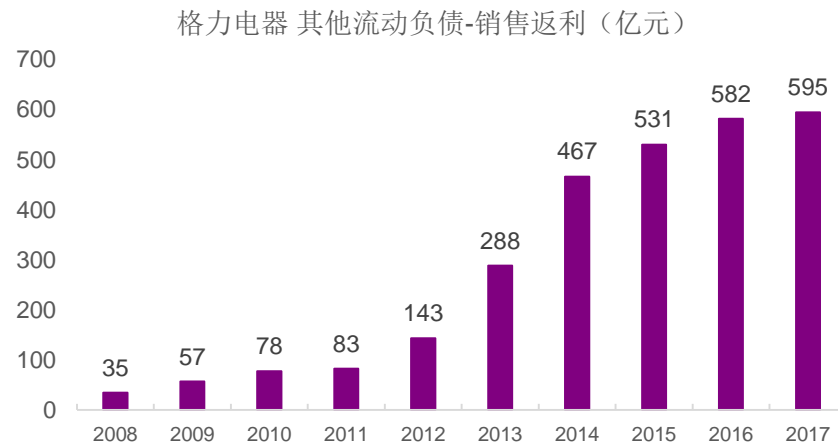
- 返利模式的发明：1996年，凉夏导致空调滞销，朱江洪和董明珠研究决定，按商家的提货额2%作为“返利补贴”。
- 返利进一步优化了对渠道资源的管控与调配。早期：返利作为经销商经营成果的补贴，当年直接现金给予。后期：随着格力对经销商掌控力加强，返利逐步变为实物返利并滚动兑现。
- 目前格力返利来源有：打款贴息、提货奖励、淡季奖励、年终返利等，计提政策多变，采用实物返利方式滚动兑现。

图：格力返利的来源/计提/兑现



数据来源：渠道调研，光大证券研究所

图：格力电器计提的销售返利已经累计近600亿元



数据来源：格力电器年报，光大证券研究所

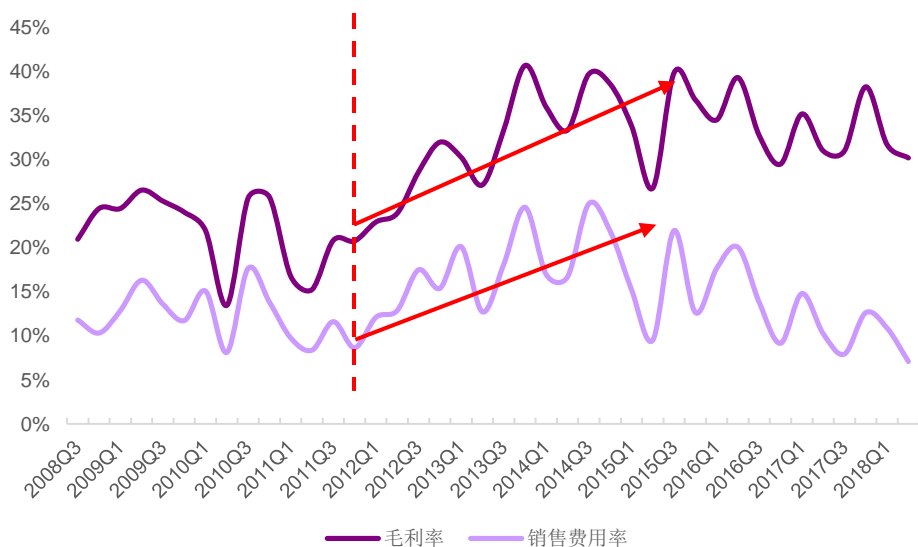
## 二、为何格力的报表波动总是很难懂？

销售返利对财务报表的影响

## 2.1 格力返利政策影响的三个主要财报科目

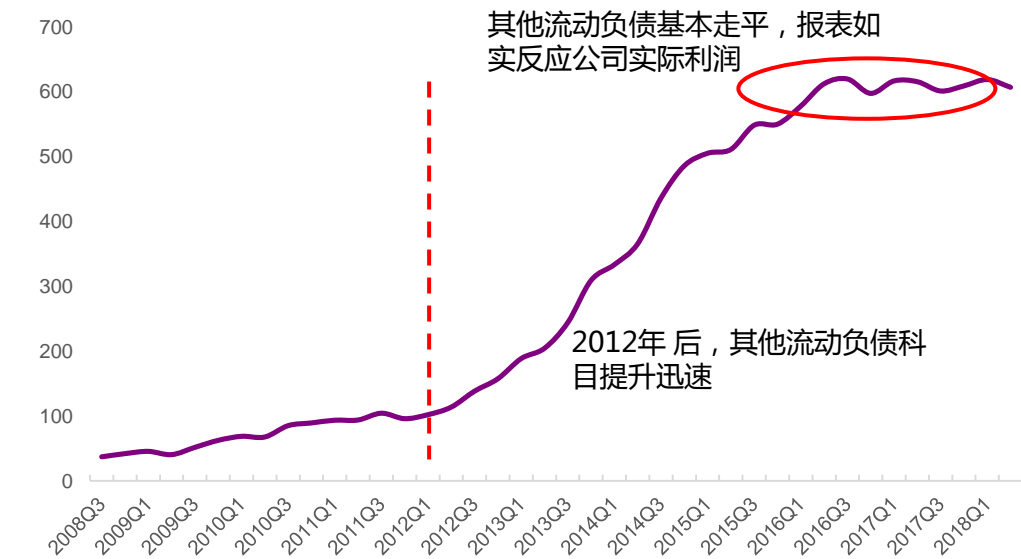
- 格力拥有相对复杂的返利计提和兑现体系：利润表中的**毛利率**、**销售费用率**以及资产负债表中**其他流动负债**三个科目综合反映了公司与经销商之间的结算关系，与渠道端的利益切分。
- 返利计提和兑现周期带来毛利率和销售费用率波动。**其他流动负债科目为公司利润蓄水池**：若当期该科目出现环比提升，则表现出公司存在一定的超额费用计提，利润有所低估；反之，则说明费用冲抵更多，计提较少。

图：压货返利模式带动2012年之后格力毛利率和销售费用率波动上升



数据来源：Wind，光大证券研究所

图：格力电器其他流动负债科目的变动情况（亿元）



数据来源：Wind，光大证券研究所

## 2.2 返利计提和兑现带来的财报科目变动示意

返利  
计提

### 打款阶段：

借：应收票据或银行存款 2340元  
贷：预收账款 2340元

### 出货完成销售阶段：

#### 确认收入：

借：预收账款 2340元  
贷：主营业务收入 2000元  
    应交税费-增值税 340元

#### 结转成本：

借：主营业务成本 1400元  
贷：库存商品 1400元

#### 计提返利：

借：销售费用-返利 200元  
贷：预提费用（其他流动负债）200元

成本1400元，实际出货价格售价2000-返利200=1800元，通过计提返利费用，提高收入和毛利率。毛利率、费用率齐升。

返利  
兑现

### 实物返利视同销售处理：

#### 转结成本：

借：主营业务成本 140元  
贷：库存商品 140元

#### 确认收入：

借：应收帐款 234元  
贷：主营业务收入 200元  
    应交税费-增值税 34元

### 红字冲销收入：

#### 冲销收入：

借：应收帐款 -234元  
贷：主营业务收入 -200元  
    应交税费-增值税 -34元

#### 冲销费用：

借：销售费用-返利 -200元  
贷：预提费用（其他流动负债）-200元

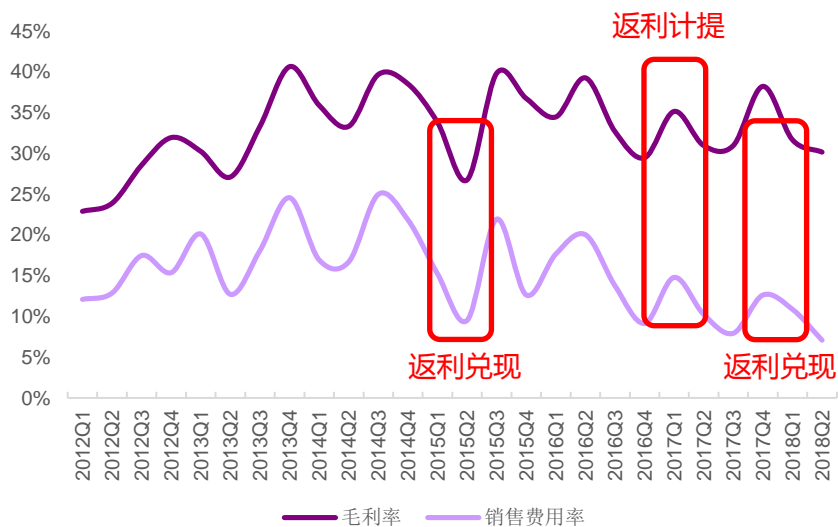
返利兑现当期，主营业务成本净增加，毛利率降低，销售费用红字冲销，费用率同步降低。

## 2.2 返利计提和兑现带来的财报科目变动

三个指标该具体应该如何看 ?

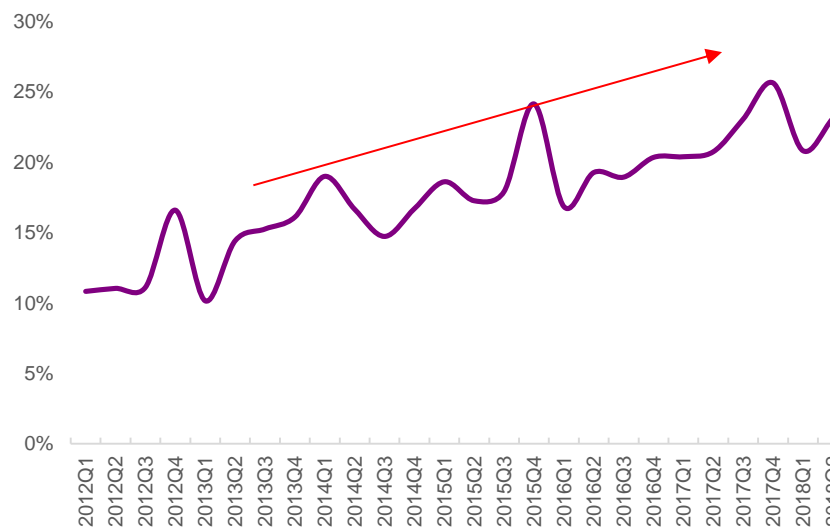
- 由于返利计提和返利兑现的存在，**毛利率-销售费用率**更能真实表现公司实际盈利能力的变动情况；
- **其他流动负债**科目的环比变动：一定程度的超额费用计提，会带来该科目的环比提升。

图：集中计提和兑现返利造成毛利率和费用率同向变动



数据来源：Wind，光大证券研究所

图：格力毛利率-销售费用率的季度变化（较毛利变化平缓）



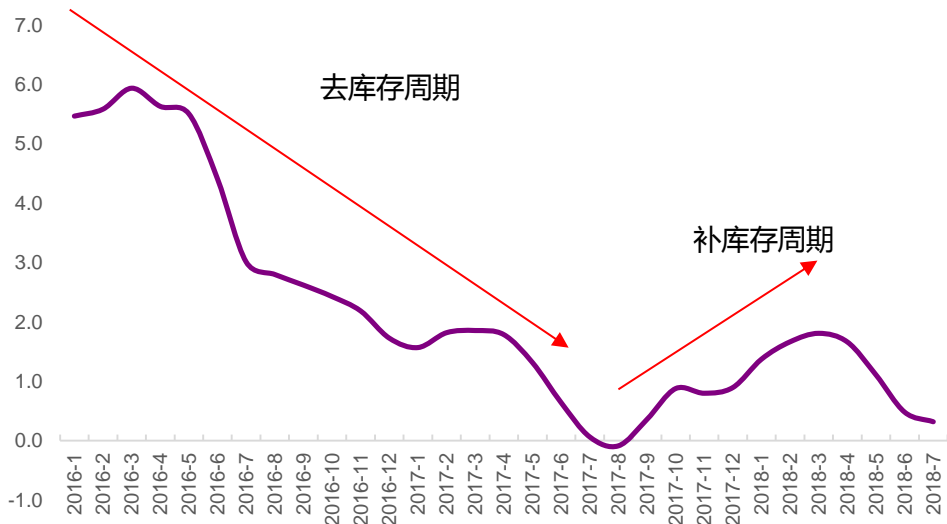
数据来源：Wind，光大证券研究所

- 毛利率-销售费用率的上行得益于多个方面：
  - (1) 良好格局下的垄断定价权；
  - (2) 原材料成本下行红利；
  - (3) **2016年起其他流动负债基本持平，无超额费用计提。**

## 2.3 为何近年来利润/费用率的波动趋于频繁

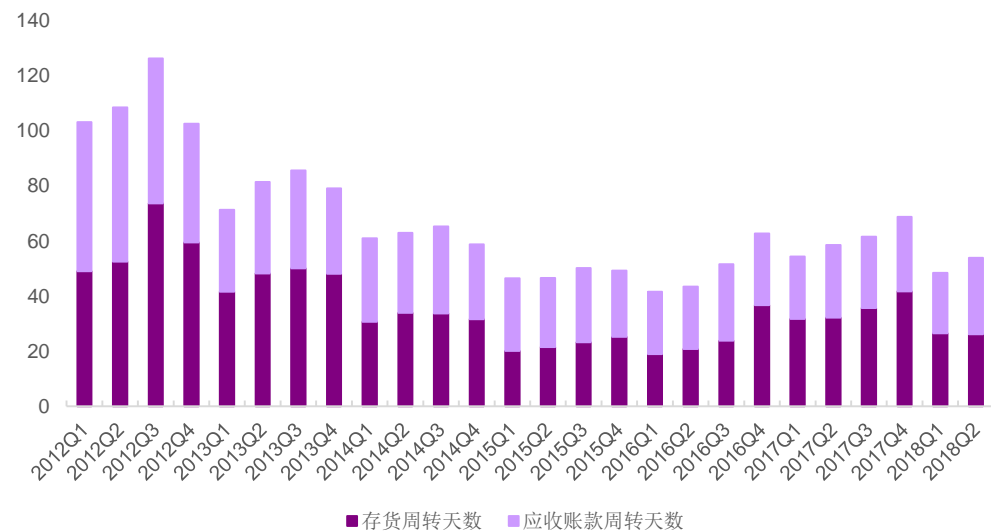
- **产业的变化**：地产红利逐步消失，行业告别单边向上，无脑压货时代结束，渠道追求高效和健康运转。
- **面对变化的应对之策**：美的在空调领域推行“T+3”改革提升渠道周转，格力加快返利兑现节奏改善渠道经营状况。
- **渠道提升效果**：龙头公司渠道管理能力逐步提升，上半年内销30%以上出货增速的背景下，渠道运转依旧维持良性。

图：某空调龙头渠道库存水平估测（单位：月）



数据来源：产业在线，光大证券研究所测算

图：小天鹅在T+3战略下，经营效率稳步提升

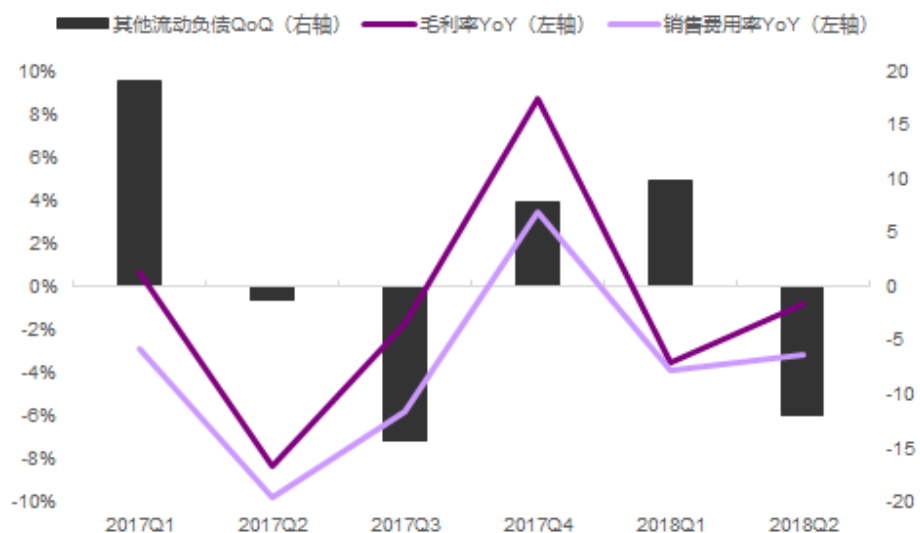


数据来源：Wind，光大证券研究所

## 2.4 如何通过财报判断产业周期——以格力18半年报为例

- **毛利率&销售费用率**：2018H1公司毛利率30%，同比-1.9pct，销售费用率同比-3.5pct。毛利率/销售费用率同向变动，体现公司主动兑现返利（主要反应在2018Q1），补贴经销商；
- **其他流动负债**：环比基本稳定，说明上半年财务数据基本反映了公司真实的盈利能力；

图：格力毛利率、销售费用率和其他流动负债变动



数据来源：中怡康，光大证券研究所

- **预收账款**：2018H1期末预收账款同比大幅减少，与收入大涨似乎不符，结合产业实际情况的分析如下：
  - (1) 18H1需求好于预期，冷年任务提前完成，期末打款减少。
  - (2) 后续需求放缓，公司主动补贴并放松打款要求，减轻渠道压力。
  - (3) 前期任务基本完成，减少打款以蓄力新冷年目标。

注：还有哪些年份异常？推荐阅读我们2015~17的年报、半年报点评

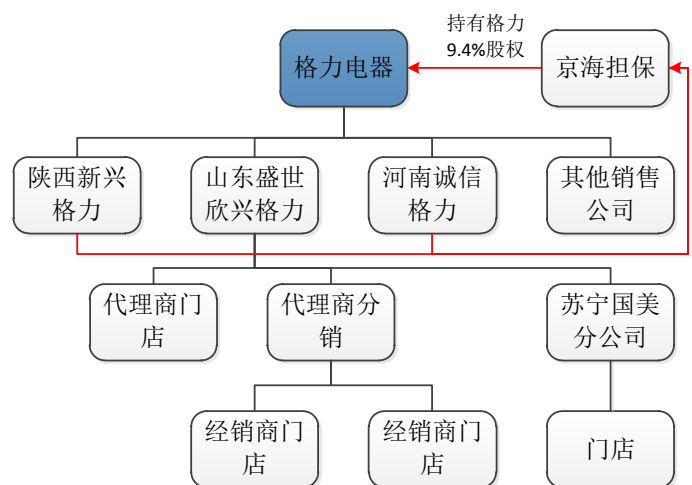
### 三、同是空调，为何美的海尔报表不一样？

从报表差异看企业渠道模式与能力差异

# 3.1 形似——表面看来，渠道都以销售公司为核心

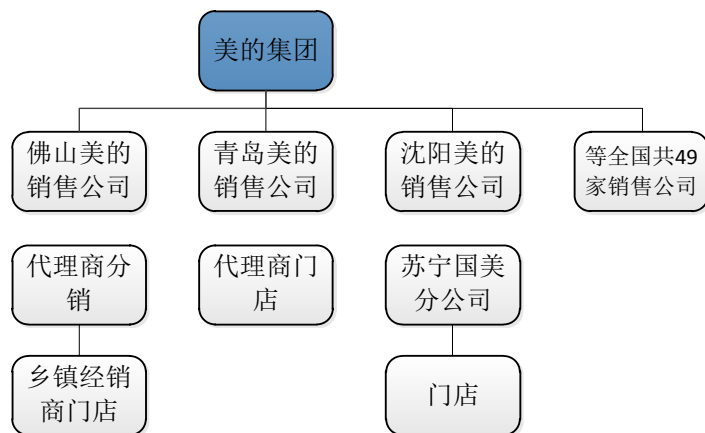
- **格力电器**：销售公司由特定区域内核心代理商联合成立，公司不持有股权，但具备强控制
- **美的集团**：销售公司数量更多，虽同样与上市公司无股权关系，但人员均由总部派驻，相当于内部职业经理人
- **青岛海尔**：销售公司在上市公司体内（渠道分销业务），且销售人员均为总部派驻的职业经理人

图：格力渠道结构（蓝色代表上市公司部分）



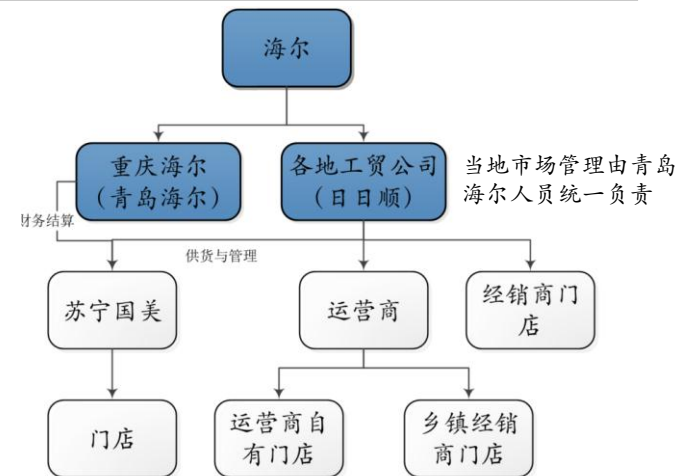
数据来源：渠道调研，光大证券研究所

图：美的渠道结构（蓝色代表上市公司部分）



数据来源：渠道调研，光大证券研究所

图：海尔渠道结构（蓝色代表上市公司部分）

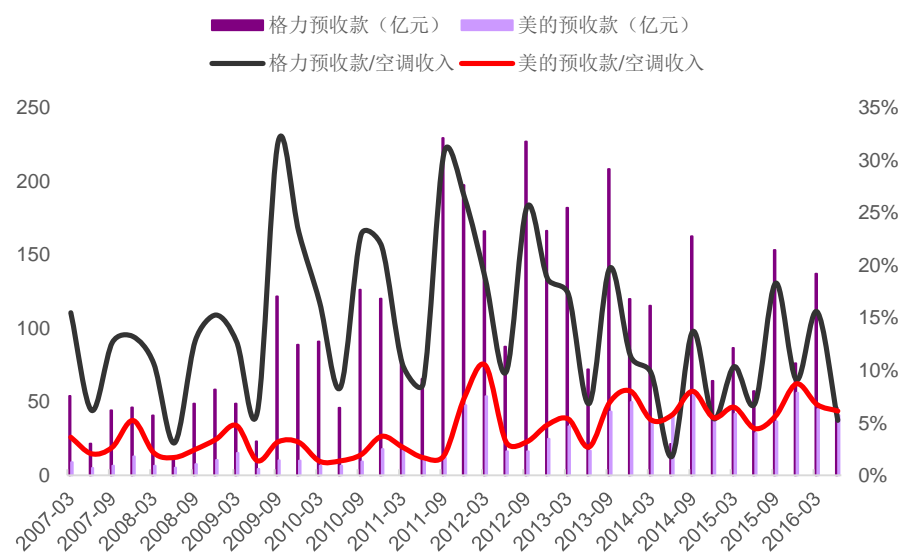


数据来源：渠道调研，光大证券研究所

## 3.2 神不同：背后的模式和代理商能力有差异

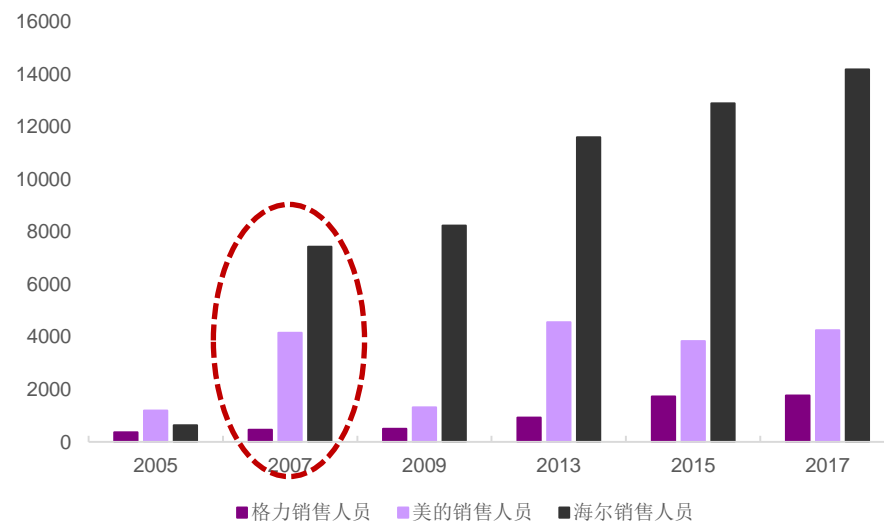
- **格力电器**：总部销售人员较少，营销职能放权充分。销售公司直接承担当地经营管理职责，且因渠道发展早、公司扶持代理商做大，格力掌握着行业内渠道分销能力最强、资金杠杆能力最高的经销商资源。
- **美的集团**：更强调总部控制力，保留大量销售人员（后期下放至销售公司），销售公司以执行功能为主，代理商销售规模、资金体量相对较少（**比较两家公司早期淡季打款规模十分直观**）。
- **青岛海尔**：销售公司在上市公司体内（渠道分销业务），且销售人员均为总部派驻的职业经理人，渠道更加扁平零散

图：格力预收款规模及占比远高于美的



数据来源：Wind，光大证券研究所

图：格力美的海尔销售人员对比

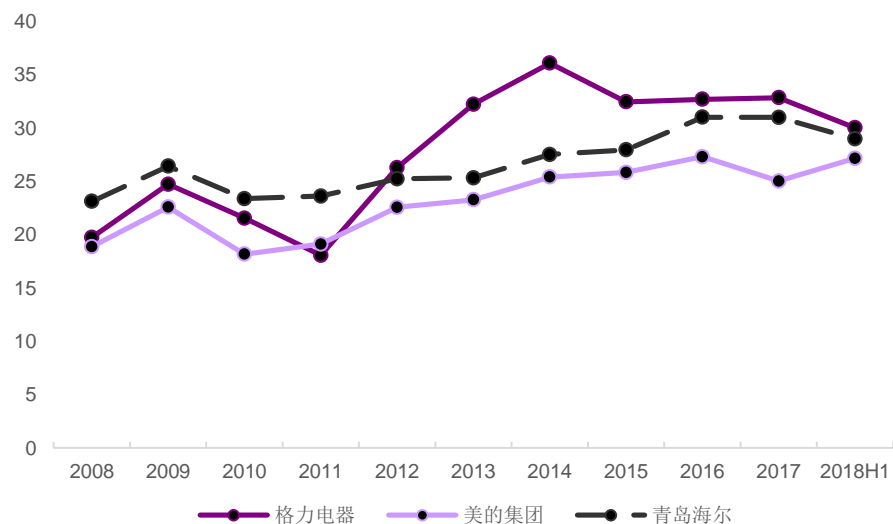


数据来源：Wind，光大证券研究所

### 3.3 渠道模式差异导致毛利率/费用率差异

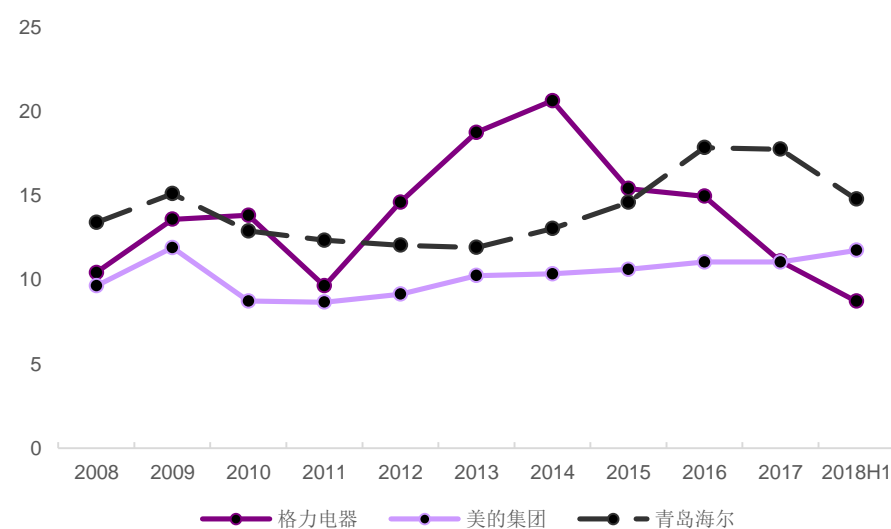
- 了解了渠道模式的差异，便可以了解三家公司毛利率/销售费用率的差异来源
- **格力电器——返利模式显著影响毛利率费用率波动**：2012年之后，格力压货返利模式带来显著的高毛利率高销售费用现象，并于2014年达到顶峰。近年来返利兑现更加频繁，毛利率和费用率出现同向回落
- **海尔为什么费用率高于美的**：与格力美的不同的，海尔的渠道分销环节在上市公司体内，销售公司市场人员属于上市公司销售人员，因此其无论是报表中的销售人员数量还是毛利率、销售费用率均高于美的

图：格力美的海尔销售毛利率对比（%）



数据来源：Wind，光大证券研究所

图：格力美的海尔销售费用率对比（%）

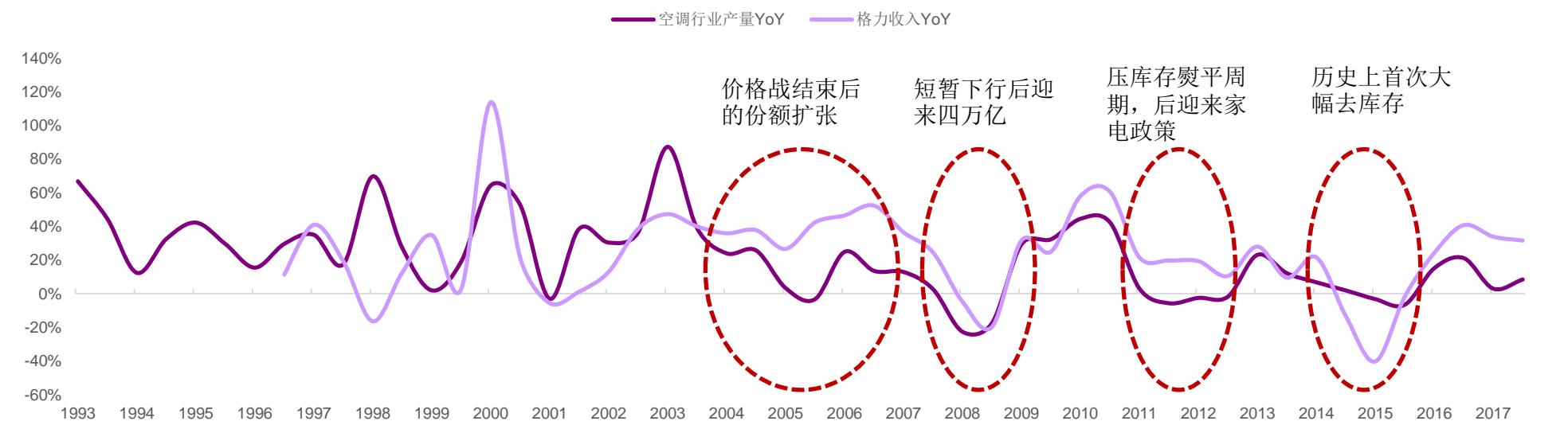


数据来源：Wind，光大证券研究所

## 3.4 渠道模式孰优孰劣？好战略要和产业发展周期相匹配

- 近20年的产业周期，空调销量持续单边上涨：少有的下行期（08年下滑后迎来4万亿刺激，12年下滑后迎来家电政策）
- 规模扩张时代：淡季压货多，旺季弹性大，比拼渠道加杠杆能力，一直到2015H2之前，压货总是受益的
- 渠道能力是格力持续领先的核心要素之一：格力代理商无论销售规模和资金杠杆能力均大幅领先竞争对手
- 格力报表波动更频繁的原因：2012年前后逐步收编渠道体系，更加自如的在公司与渠道间进行资源与价值的调配。

图：空调行业产量增速及格力收入增速

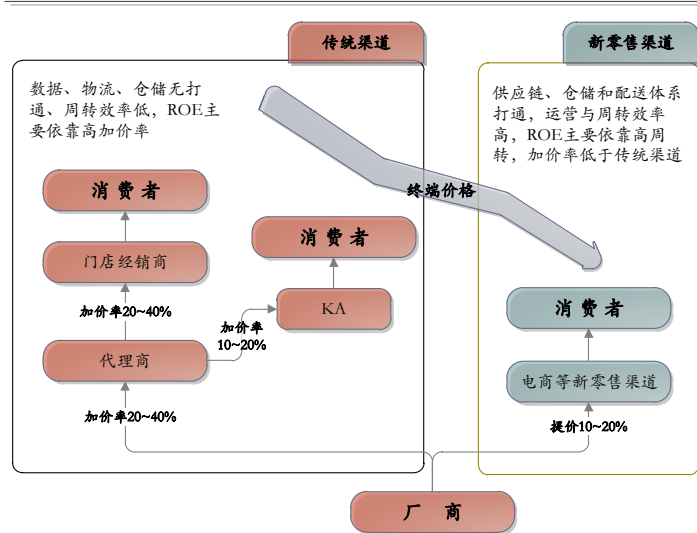


数据来源：Wind，光大证券研究所

# 3.5 规模红利远去？从分销模式走向面向C端的高效零售

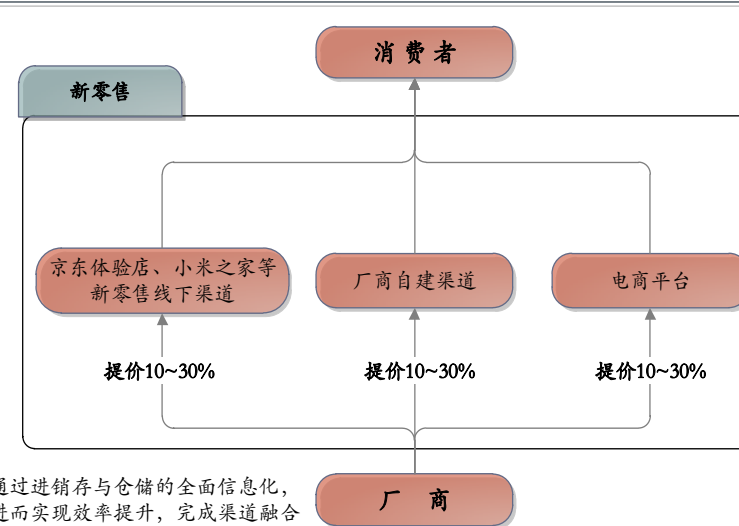
- **规模红利远去**：需求告别单边上涨，波动收敛，躺着赚钱的时代结束了
- **从分销模式走向面对C端的高效零售**：分销模式不面对消费者，依靠经销商个体能力，跟随行业扩张；存量竞争下做零售则意味着品牌商需要强化渠道零售能力（**标准化/风格化**）、优化渠道效率（**供应链优化/品类协同**），敏锐感知需求（**信息化与快速反应**）
- **三大白电各自探索渠道变革**：海尔的扁平化、协同零售体系；美的T+3模式与商务中心的尝试；格力更加关注渠道盈利与资金状况

图：传统渠道亟待效率升级



数据来源：光大证券研究所绘制

图：实现效率升级与渠道融合



通过进销存与仓储的全面信息化，进而实现效率提升，完成渠道融合

数据来源：光大证券研究所绘制

## 四、面向未来，如何看待三家各自优势？

长看公司治理，短看经营周期

# 4.1 5~10年的长跑：公司治理与管理层是核心

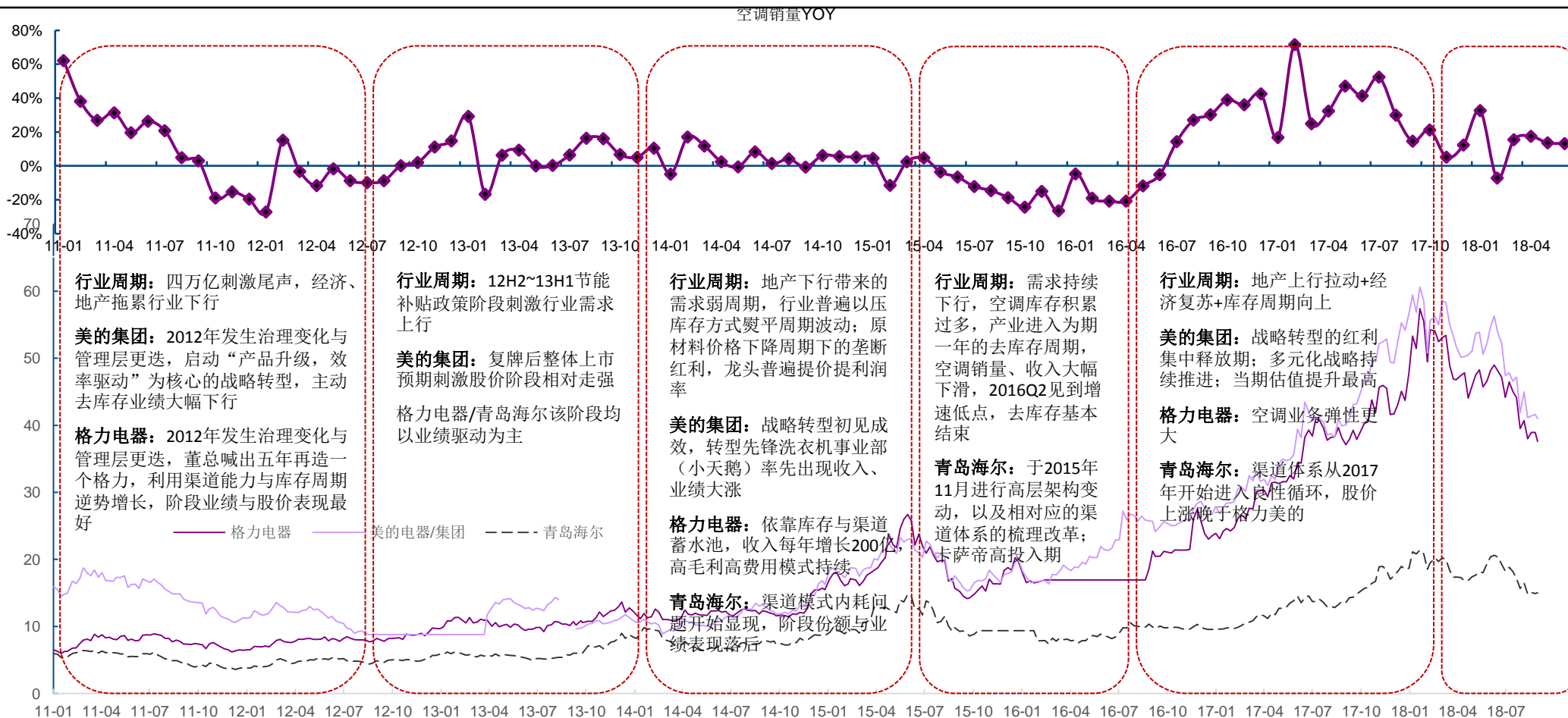
## 美的集团、青岛海尔、格力电器公司治理相关情况对比

	公司性质与股权结构	治理架构	高管与员工股权激励	子业务股权结构
美的集团	民企，大股东持股比例绝对领先	以方洪波（51岁）为核心的职业经理人团队	方洪波直接持股比例2.07%，另有核心管理团队持股计划、合伙人计划、限制性股票/期权等多层次激励	除小天鹅（53%持股比例）外，其余事业部为美的集团100%持股
青岛海尔	大股东海尔集团为集体所有制企业	海尔集团董事局主席、首席执行官：张瑞敏（69岁） 海尔集团董事局副局长、总裁：周云杰（52岁） 海尔集团董事局副局长、执行总裁：梁海山（52岁）	高管在集团其他业务或平台进行股权激励 16年起每年推出核心员工持股计划，最新一期约2.7亿规模，涵盖600名员工	上市公司持有港股海尔电器55%股权，为洗衣机、热水器、渠道分销业务，海尔电器持有物流业务40%股权
格力电器	国企，大股东持股比例相对较低	董事长、总裁：董明珠（63岁） 副总裁：黄辉 国资委派驻董事：叶志雄	董明珠直接持股比例约0.74%，其余董事合计持股比例约0.3%；京海担保作为渠道持股平台持股约9%	晶弘冰箱业务为渠道销售公司所持有，与上市公司无股权关系

资料来源：公司公告，光大证券研究所

# 4.2 2~3年的维度：行业周期与治理&经营周期的叠加

## 空调行业周期与公司治理经营周期回顾

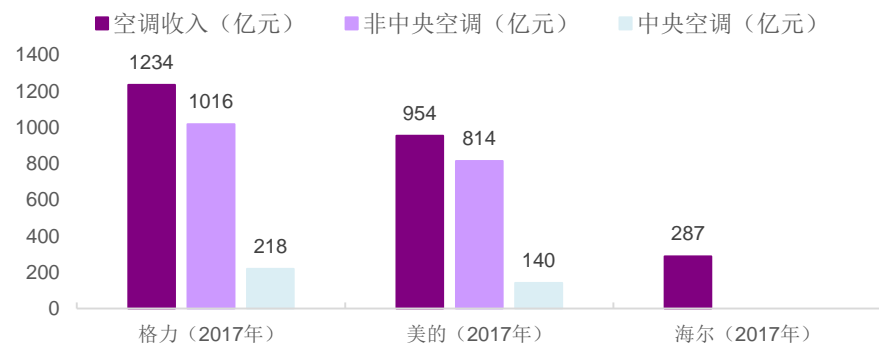


资料来源：Wind，产业在线，光大证券研究所（上图为空调销量增速，下图为白电龙头股价走势）

## 4.3 各自优势行业与未来产业空间对比

- **空调产业规模**：格力/美的双寡头地位牢固，家用稳定增长，中央空调普及，产品&品牌升级决定了空调仍有稳定成长空间

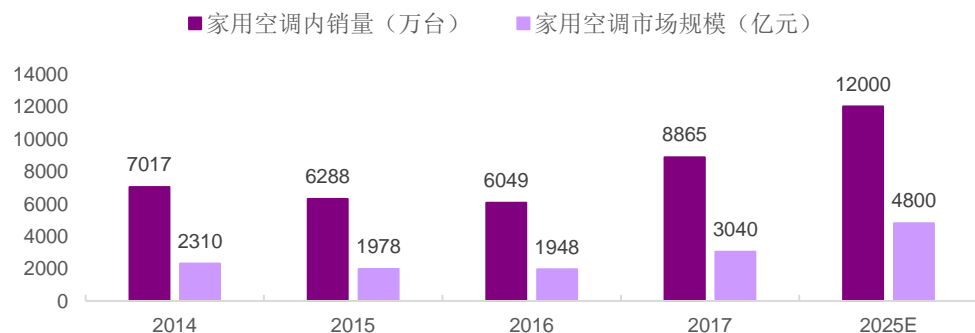
图：格力/美的空调收入规模遥遥领先



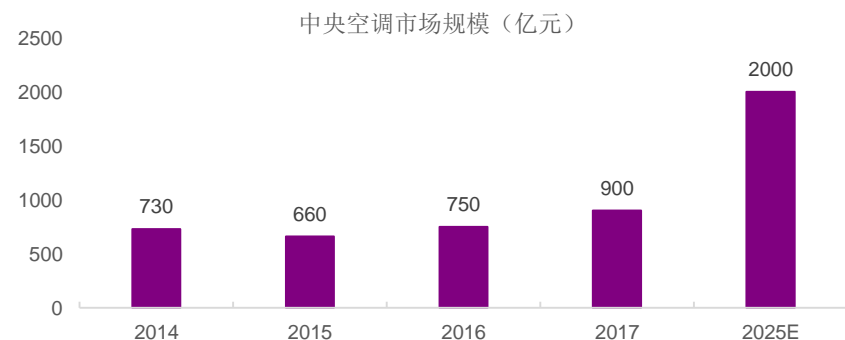
图：格力/美的空调销量遥遥领先



图：家用空调内销市场规模还有较大增长空间



图：我国中央空调市场还有较大增长空间

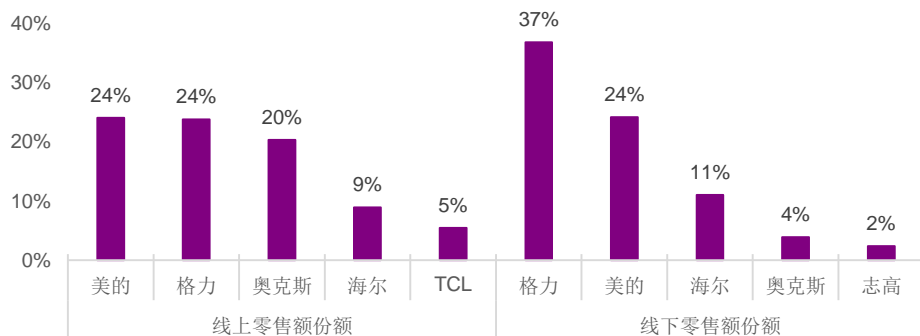


数据来源：Wind，产业在线，艾肯家电，光大证券研究所预测

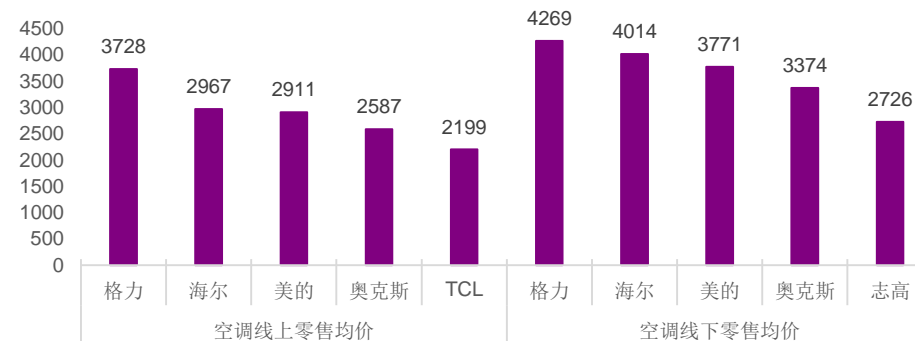
## 4.3 各自优势行业与未来产业空间对比

■ 空调行业竞争格局：双寡头市场地位、定价权与产业链控制力依旧强大。

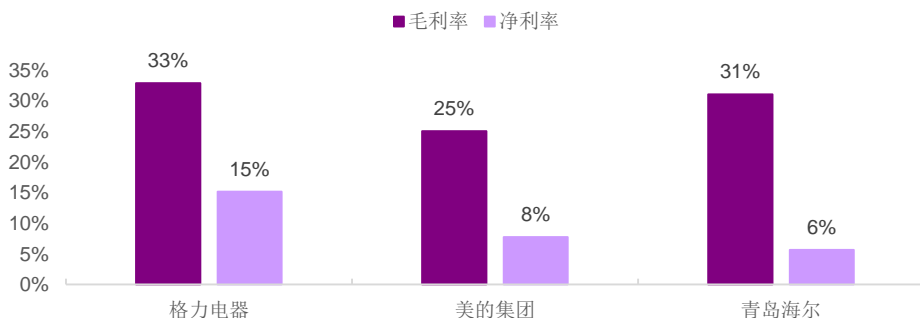
图：空调各品牌线上线下零售额份额对比（2017年）



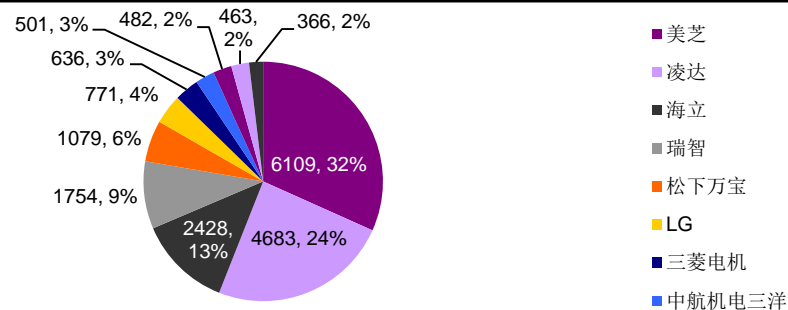
图：空调行业2017年各品牌线上线下均价对比（元）



图：三大白电2017年毛利率/净利率对比



图：格力/美的牢牢把控上游压缩机供应（产量：万台，2017年）



数据来源：中怡康，Wind，产业在线，光大证券研究所

## 4.3 各自优势行业与未来产业空间对比

家电多元化市场的潜在空间：白电达7000亿，合计近2万亿市场空间

品类	预计单价 (元)	潜在户均 保有水平 (台)	更新周期 (年)	产业空间 (亿)	
白电	空调	4000	2	10	3840
	冰箱	4000	1	10	1920
	洗衣机	3000	1	10	1440
	<b>白电合计</b>	<b>11000</b>		<b>10</b>	<b>7200</b>
厨卫	烟灶	4800	1	10	2304
	嵌入式微蒸烤	3000	0.3	8	540
	洗碗机/消毒柜	3500	0.5	10	840
	热水器	3000	1	10	1440
	<b>厨卫合计</b>	<b>10550</b>			<b>5124</b>
厨房小电	料理机、电饭煲、电水壶等				总计约1200
黑电	电视	3500	1.2	10	2016
生活电器	吸尘器	800	0.6	4	576
	空净	2000	0.3	4	720
	净水	2500	0.3	4	900
	个护小家电				预计总计1500
	<b>生活电器合计</b>				<b>3696</b>
<b>合计</b>					<b>19236</b>

资料来源：产业在线，中怡康，光大证券研究所测算，总家庭数按4.8亿户估算，各品类潜在空间按各自预计可达的稳态规模计算。

- **白电**：规模扩张进入中后期，主要依靠产品&品牌升级驱动，**产品力和品类协同是未来重心，同时利用品牌矩阵实现消费者分层，充分挖掘价值**
- **厨电**：烟灶普及尚有空间，新兴品类快速成长，整体潜在规模超过空调，多品类扩张建立规模优势和产品协同壁垒为第一要务
- **小家电**：总体空间充足但品类繁多，单品规模较小，核心同样为建立品类协同的产品矩阵优势与供应链/渠道管理能力

## 4.4 美的、海尔未来产品与渠道能力对比

### ■ 行业规模红利减弱后，龙头的二次成长核心要素：

- (1) **产品进一步领先**：更新为主的需求结构、商品流通环节效率提升，使得产品创新的重要性升级
- (2) **品类协同的高效零售**：从分销到做零售，以及渠道效率的比拼，都需要品类协同带来的客流量与坪效提升
- (3) **多元品牌与消费者分层**：构建完善的品牌矩阵，有效实现消费者分层，在占住大众市场的同时充分挖掘高端市场潜力

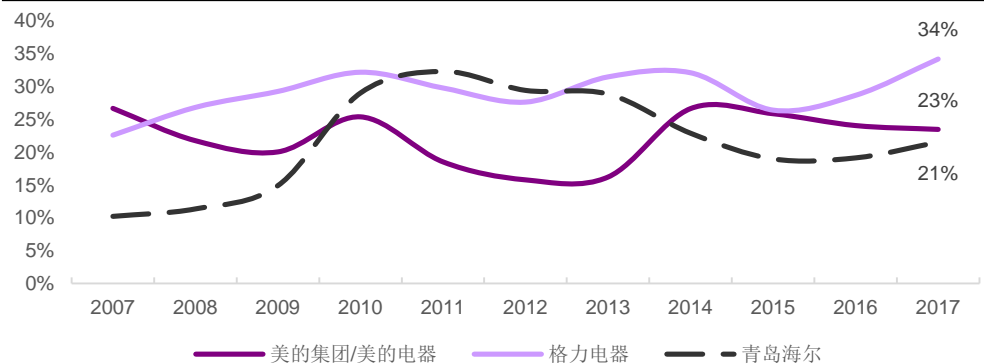
### 海尔美的发展对比

	产品能力	产品矩阵	品牌矩阵	未来发展核心
美的集团	空调、冰洗均稳居前二， 小家电行业领先	除黑电外，产品线布局完 善	美的大众品牌形象深入人心 高端品牌相对较弱	产品进一步提升；补全高端品 牌布局；建立品类协同体系
青岛海尔	冰洗行业第一，空调弱于 美的	白电布局较全；小家电领 域暂无布局	海尔占据中端、统帅面对低 端、卡萨帝实现高端品牌突 破	卡萨帝加速增长；品类协同驱 动份额提升；补全空调短板

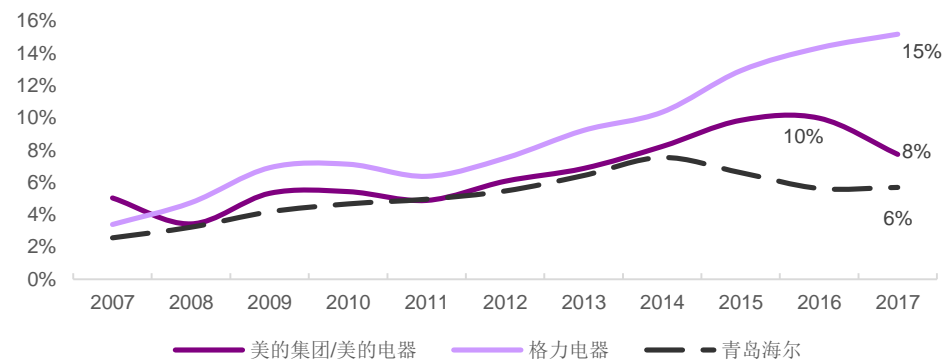
资料来源：公司公告，光大证券研究所

# 4.5 其他财务指标与估值对比

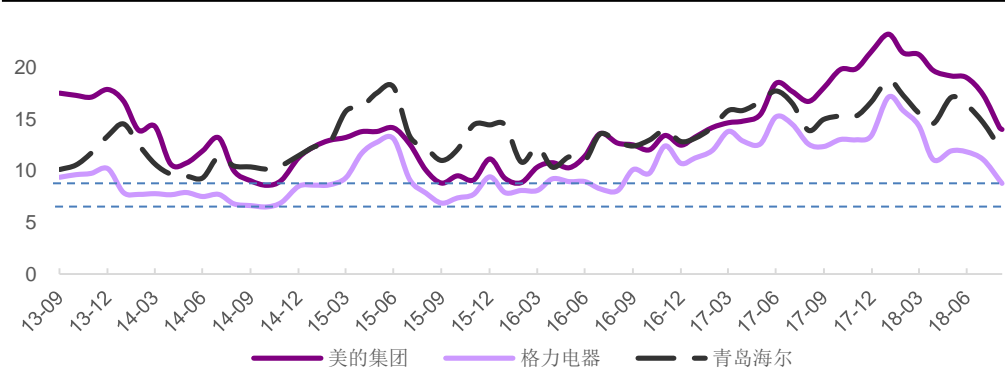
图：三大白电近十年ROE对比



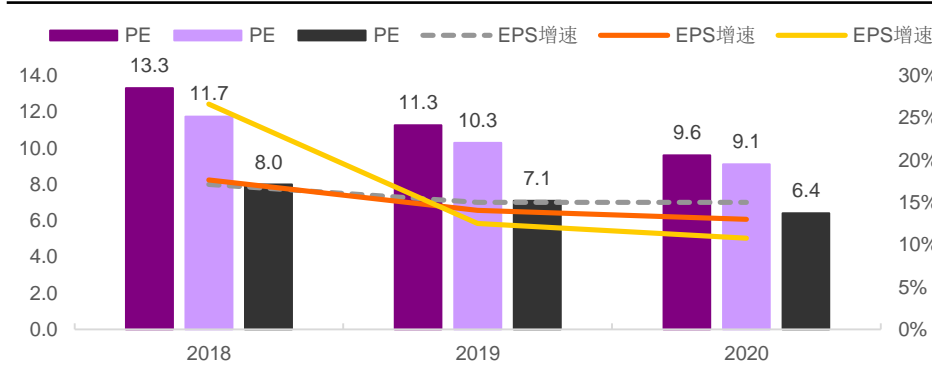
图：三大白电近十年净利率对比



图：三大白电近五年PE ( TTM ) 对比



图：三大白电未来三年EPS增速预测及对应PE



数据来源：Wind，光大证券研究所预测

# 风险提示

- **原材料价格大幅上涨**：原材料价格的大幅上涨会对行业整体毛利率带来负面影响；
- **地产销量大幅下滑**：作为地产后周期行业，地产销量若出现超预期下滑，会进而影响后续家电需求；
- **海外整合不达预期**：过去两年，龙头公司普遍进行了较多的海外并购，若整合低于预期会影响报表业绩表现。

# 谢谢观看！

THANK YOU!

## 光大证券研究所家电研究团队

**金星**

**光大家电首席分析师**

执业证书编号：S0930518030003

电子邮件：jinxing@ebscn.com

联系电话：021-22169123

**甘骏**

**光大家电分析师**

执业证书编号：S0930518030002

电子邮件：ganjun@ebscn.com

联系电话：021-22169171

国投瑞银

## 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。

## 行业及公司评级体系

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。

## 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述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述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。