



渠道建设改革折射出的发展阶段

沧海明珠之格力电器(000651)系列二

主要观点:

► 从零起步，渠道定价权逐渐转移。

格力的渠道建设变革经历了从依靠个人与经销商力量，逐渐向后期成立区域性销售公司，以资本为纽带绑定经销商，加强对经销商的管理和终端控制力。格力在不同时期致力于平衡掣肘厂商间的利益与竞争，逐渐发展为专业代理模式。

► 打破零售连锁垄断，自建专卖店渠道。

随着我国零售业态的不断成熟，以国美、苏宁等为代表的家电连锁商崛起。2004年因国美大幅降低格力畅销产品价格、扰乱格力价格体系，双方合作破裂后，格力走上自建专卖店网络的道路。格力目前的销售渠道主要是北京盛世恒兴格力国际贸易有限公司，并由旗下的多家盛世欣兴负责格力品牌的渠道管控。

► 格力渠道建设的得与失

我国家电企业自建渠道走在前列，相较美国几大零售巨头垄断销售渠道，目前全国连锁渠道、地方连锁渠道、百货、超市、乡镇零售店等构成整个线下市场。格力依赖线下经销商体系，在渠道间的利益平衡和掣肘中不断细化改革方向，而对电商渠道前期缺乏重视和投入。线上渠道的高效变革在我国行业集中度最高的空调行业亦对格局产生影响，主因渠道扁平化带来更高的渠道效率，且渠道模式对应不同的竞争策略。格力逐渐发力线上渠道，成立电商公司收回代运营权，看好未来对市场的整合及线上渠道建设。

盈利预测与估值

我们维持原先盈利预测不变，预计公司2019-2021年实现营业收入同比增长5.12%/7.74%/9.97%，归母净利润同比增长7.73%/7.82%/11.10%，EPS为4.69/5.06/5.62元，对应当前股价为13/12/11倍。结合可比公司PE水平，我们给予公司2020年15倍PE，对应目标价75.9元，维持目标价不变，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行风险、原材料价格变动风险、竞争格局变动风险。

评级及分析师信息

评级: 买入
上次评级: 买入
目标价格: 75.9
最新收盘价: 62.99

股票代码: 000651
52周最高价/最低价: 65.0/35.68
总市值(亿): 3,789.31
自由流通市值(亿): 3,760.45
自由流通股数(百万): 5,969.92



分析师: 汪玲

邮箱: wangling1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100002
联系电话:

联系人: 王映雪

邮箱: wangyx3@hx168.com.cn

联系人: 段家琪

邮箱: duanjiaqi@hx168.com.cn

相关研究

1. 格力投资故事看业绩增长和估值

2019.12.11

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150019.55	200024.00	210267.76	226541.38	249124.74
YoY (%)	36.24%	33.33%	5.12%	7.74%	9.97%
归母净利润(百万元)	22400.48	26202.79	28229.57	30437.48	33816.23
YoY (%)	44.86%	16.97%	7.73%	7.82%	11.10%
毛利率 (%)	33.50%	30.87%	30.95%	30.93%	30.99%
每股收益 (元)	3.72	4.36	4.69	5.06	5.62
ROE	34.14%	28.69%	23.37%	20.14%	18.29%
市盈率	16.69	14.27	13.25	12.29	11.06

资料来源: wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 从零起步，渠道定价权逐步转移	4
1.1. 起步初期，更多依赖个人与经销商的力量	4
1.2. 成立区域性销售公司，厂商间渠道博弈制衡	5
2. 打破零售连锁垄断，自建专卖店渠道	6
3. 格力渠道建设的得与失	8
3.1. 格力依赖线下经销商体系，传统渠道优势巩固	8
3.2. 格力与线上红利的错失	11
3.3. 成立电商公司，收回代运营权	15
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	17

图表目录

图 1 格力的销售渠道网络（1985-1994）	4
图 2 格力的销售渠道网络——联合代理模式（1997-1999）	5
图 3 格力的销售渠道网络——专业代理模式（2000-2003）	6
图 4 格力的销售渠道网络——加速自建专卖店（2004-2013）	7
图 5 格力的销售渠道网络（2014 至今）	8
图 6 2018 年线下市场渠道格局	9
图 7 2018 年线上市场渠道格局	9
图 8 2018 年全渠道格局	9
图 9 2019 年上半年全渠道格局	9
图 10 格力电器线下经销体系与线上电商渠道	10
图 11 销售返利（亿元）及同比增长率	11
图 12 2007-2018 年销售返利/销售额	11
图 13 社会消费品网上零售额（亿元）及增速	11
图 14 B2C 家电网购市场规模（亿元）及增速	11
图 15 奥克斯的收入及产量	12
图 16 奥克斯的渠道占比	12
图 17 奥克斯的市占率提升	12
图 18 奥克斯的空调板块毛利率与净利率	12
图 19 线上与线下销售层级	14
图 20 格力电器 2015-2018 年线上销售额（亿元）	16
图 21 美的集团 2013-2018 年全网销售额（亿元）	16
图 22 美的空调零售均价（元）	16
图 23 美的内销市占率变化	16
图 24 格力空调零售均价（元）	16
图 25 格力内销市占率变化	16
表 1 后大户阶段的负面效应及措施	5
表 2 区域股份制销售公司模式	6
表 3 格力电器渠道利润	10
表 4 同性能产品价格对比（元）	13
表 5 空调厂商不同的销售模式及特点	13
表 6 不同渠道的销售模式及利润空间	14

1. 从零起步，渠道定价权逐步转移

1.1. 起步初期，更多依赖个人与经销商的力量

1994 年及以前，空调受众面较小，产品面向社会集体、机关、企业等客户，渠道建设处于初期，主要依靠业务员个人力量进行推销，业务员需要到全国各地去推销，业绩激励以提成为主。在此期间，公司收入增速主要源于行业的高成长和销售人员的个人贡献，个人推广模式下销售人员的工资远高于研发人员，引发公司内部部门间的不平衡，而调低销售提成比例导致业务人员的跳槽出走。1994 年公司认为不同区域之间市场差异较大，单纯以销售额为考核标准不够公平，将销售提成比例从 0.66% 降至 0.28%-0.38%。

图 1 格力的销售渠道网络（1985-1994）



资料来源：公开资料整理，华西证券

1994 年后，行业需求的快速发展导致业务员个人力量无法满足快速的市场扩张需求，加之业务人员的跳槽出走，公司进行渠道结构的调整，转向大客户经销商模式。在此阶段，家庭端作为空调需求端快速崛起，空调厂商生产规模扩大产能扩张，供给端扩容。

“大户阶段”期，公司与各地大型经销商合作，采用基于一级分销商来开发二、三级分销商或零售商的营销体制，通过年终返利和淡季返利政策刺激经销商的采购和合作，同时淡季回款让公司的现金流更加稳健。淡季让利政策即每年淡季 9 月至来年 4 月将订货价逐步上调至旺季价位，鼓励经销商淡季多打款提货。淡季打款政策帮助格力锁定资金实力雄厚的大户，淡季让利换取经销商资金的提前锁定。

后大户时代，多个大户在同一区域之间竞争资源，争夺二三级经销商，压价窜货，恶性倾销。公司采取“发展大户，开拓市场；均衡大户，稳定市场”的政策，扶持培育中小型经销商，在一个区域内设定多家一级经销商相互制衡，但中小型经销商成长为大户后依旧出现恶性竞争的情况。

表 1 后大户阶段的负面效应及措施

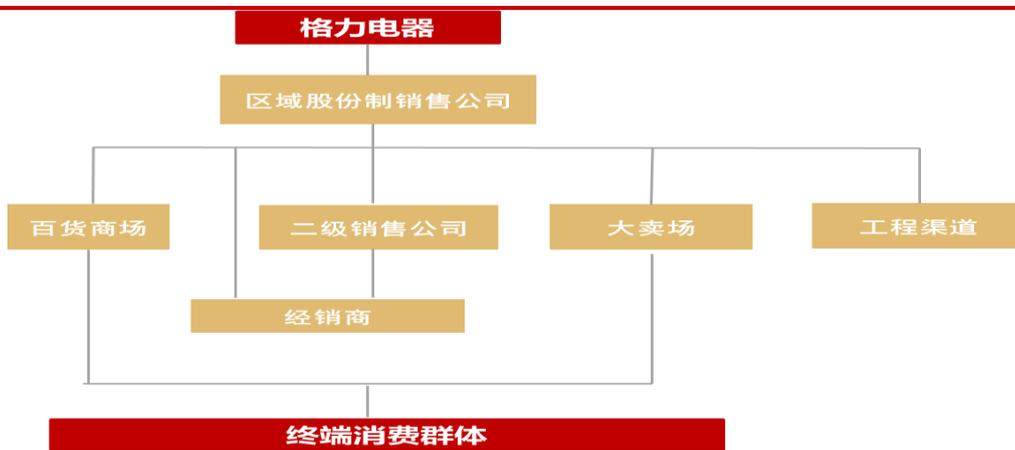
大户模式带来的负面效应	大户靠提货量决定年终返利，为扩大规模而争夺区域销售寡头，低价销售无利润经营	大户成长为超级大户后施压于厂家，不利于厂商合作
措施	实行局部代理制	每个省会城市发展扶持 3-5 个经销商，增强其力量，削弱原本的超级大户
	对产品实施条码管理制度	防止窜货，进行责任追溯
	完善原本的返利政策	保障和协调经销商利益

资料来源：公开资料整理，华西证券

1.2. 成立区域性销售公司，厂商间渠道博弈制衡

厂商间的博弈不断，为制衡成立区域性销售公司。1996 年格力在湖北的 4 家经销商为了抢占市场份额进行恶性竞争，降价、窜货对格力空调的市场价格造成了不利影响。基于此，1997 年格力与湖北经销商联合，成立湖北销售公司，即多家大户一起成立专营格力的股份制销售公司。作为公司主体进行统一定价出货给二三级经销商，最终统一享受销售公司的分红利得，实现统一批发、统一价格、统一渠道、统一管理和统一服务，建立起联合代理模式，由此大户之间形成利益共同体。

图 2 格力的销售渠道网络——联合代理模式（1997-1999）



资料来源：公开资料整理，华西证券

表 2 区域股份制销售公司模式

模式	在每个省选定几家大的经销商，共同出资参股组建销售公司，形成利益共同体
优势	集中区域内优质经销商资源，统一网络、统一渠道和服务，有利于优质资源共享
	增强渠道把控力，有效平衡经销商的竞合关系，避免区域内经销商因为自身利益使公司利益受损
	绑定经销商利益，实现公司与经销商的共赢

资料来源：公开资料整理，华西证券

联合代理模式的进一步完善——专业代理模式。在联合代理模式下，由于公司对于区域经销商的监管有限，导致二级及以下经销商的利益无法得到保障，甚至有可能出现利用格力经营其他品牌产品的情况。因此，在 2001 年，格力在湖北成立“湖北新兴格力电器销售有限公司”取代湖北格力销售公司，负责对湖北地区的市场进行监管，公司开始向专业代理模式转变。2002 年，各地销售公司相继建立，模式基本是在当地成立由格力电器和经销商联合组成的合资公司；2003 年格力对各地股份制销售公司增资控股，使其直接成为格力驻当地的分公司，与二三级经销商直接合作。

图 3 格力的销售渠道网络——专业代理模式（2000-2003）



资料来源：公开资料整理，华西证券

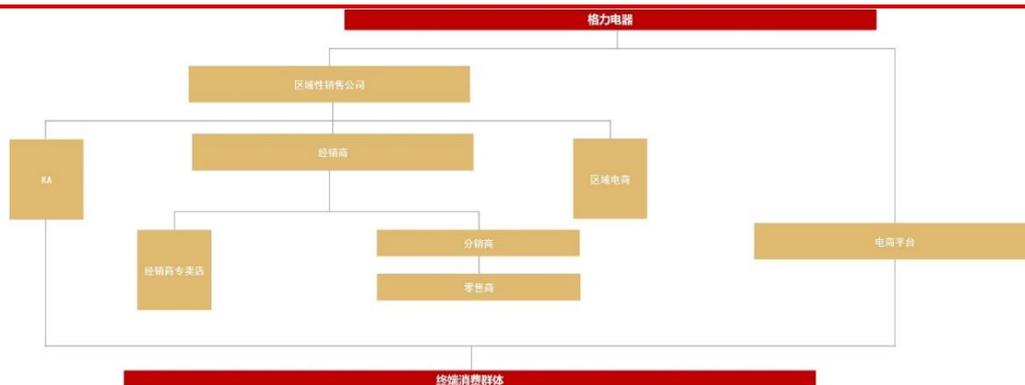
2. 打破零售连锁垄断，自建专卖店渠道

随着我国零售业态的不断成熟，以国美、苏宁等为代表的家电连锁商崛起。家电连锁商经营规模大、资本雄厚，跨地域连锁经营下掌握庞大的销售网络，零售终端高效率且专业化。家电连锁商在零售价格、品种、数量等层面与其他销售渠道有明显优势，能够以承担销售风险的方式获得家电生产企业最大限度的让利。

超级终端具有出货快，现款现货，淡季打款的优点，但是零售终端话语权较强，经常为打造客流量和活动自行大幅降价，扰乱品牌的渠道价格秩序，损害了品牌形象和其他渠道经销商的利益，并且厂商对终端的控制能力弱。

格力的代理销售渠道与连锁销售渠道的矛盾凸显后格力自建专卖店网络。2004年2月，成都国美为启动淡季空调市场，把格力两款畅销空调的价格大幅度下降，零售价1680元的1匹挂机降至1000元，零售价3650元的2匹柜机被降至2650元。此举扰乱了格力价格体系，破坏了格力空调在市场中长期稳定、统一的价格体系。格力要求国美终止低价销售行为，在交涉未果后停止向国美供货。3月国美北京总部向全国销售分支发布了清理格力空调库存的通知，由此双方合作面临破裂。在此事件后，格力开始自建专卖店网络。

图4 格力的销售渠道网络——加速自建专卖店（2004-2013）

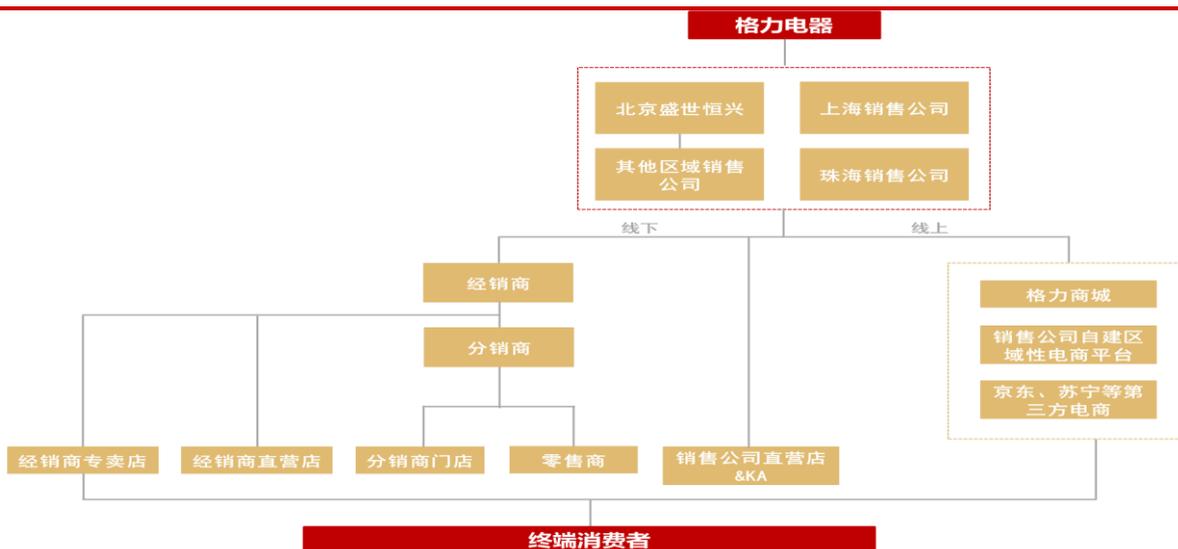


资料来源：公开资料整理，华西证券

2007年为深度绑定经销商利益，格力集团将其持有的10%的公司股权转让给由公司10家重要经销商组建而成的河北京海担保投资有限公司，作为公司战略合作伙伴引入。受让10%股权后，河北京海担保成为当时公司的第二大股东。

2009年北京盛世恒兴格力国际贸易有限公司成立，此后格力的销售渠道逐渐剥离给北京盛世恒兴格力国际贸易有限公司，并由旗下的多家盛世欣兴负责格力品牌的渠道管控。

图 5 格力的销售渠道网络 (2014 至今)



资料来源：公开资料整理，华西证券

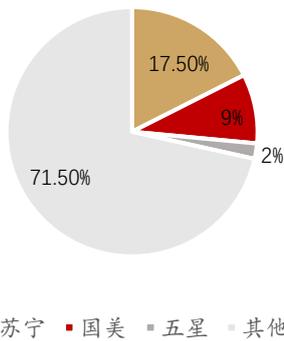
3. 格力渠道建设的得与失

3.1. 格力依赖线下经销商体系，传统渠道优势巩固

格力依赖线下经销商体系，在渠道间的利益平衡和掣肘中不断细化改革方向，而对电商渠道前期缺乏重视和投入。

我国家电企业自建渠道走在前列，相较美国几大零售巨头垄断销售渠道，我国苏宁、京东、天猫、国美、五星等渠道占比约一半。自格力国美事件后，格力走上了自建专卖店的道路，加强对终端的管控权和价格体系的稳固，家电其他企业也引以为戒加强了自主渠道建设，因此至今我国线下渠道处于分散的状态。目前线下渠道仍是家电市场的主力渠道，全国连锁渠道、地方连锁渠道、百货、超市、乡镇零售店等构成整个线下市场。根据中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心的数据，2018年家电线下渠道苏宁占比仅 17.5%，国美占比 9%，五星占比 2%；线上渠道相对集中，苏宁、京东、天猫、国美分别占据 30.1%、38.9%、24.9%和 3.5%的份额。2019 年上半年家电市场苏宁、京东占比分别为 22.4%和 14.1%，其他渠道占比达到 48.1%。

图 6 2018 年线下市场渠道格局



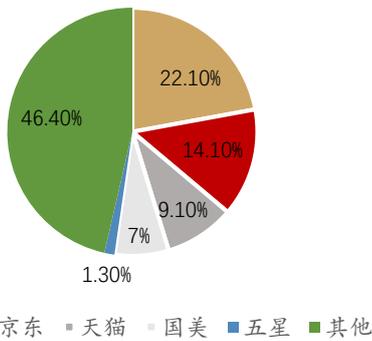
资料来源：全国家用电器工业信息中心，华西证券

图 7 2018 年线上市场渠道格局



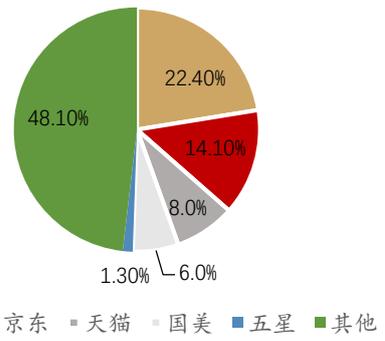
资料来源：全国家用电器工业信息中心，华西证券

图 8 2018 年全渠道格局



资料来源：全国家用电器工业信息中心，华西证券

图 9 2019 年上半年全渠道格局

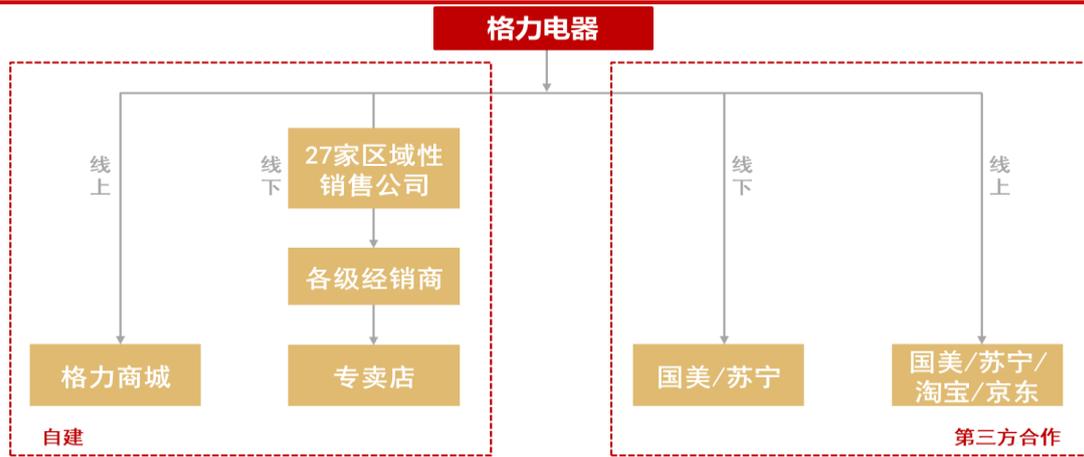


资料来源：全国家用电器工业信息中心，华西证券

在传统厂商主导的模式下，格力经过多年的建设和厂商博弈，各层级的渠道商利润水平合理。同时在淡季返利和年底返利的模式下，公司现金流和利润蓄水池充足。

格力的返利政策促使渠道商进行加库存，经销商压货的情况下格力的销售额得到提升，而格力的返利以非现金形式支付，因此在财报中体现在其他流动负债，计提与兑现时影响销售费用。产品的周转率和返利程度影响经销商的销售利润率，在销售旺季，渠道易于形成正循环。

图 10 格力电器线下经销体系与线上电商渠道



资料来源：公开资料整理，华西证券

表 3 格力电器渠道利润

	2014	2015	2016	2017	2018
内销量 (万台)	3029	2731	2584	3423	3539
空调收入 (亿元)	1187	837	881	1234	1557
海外收入 (亿元)	138	133	163	185	223
空调内销收入 (亿元)	1049	704	718	1049	1334
出厂均价 (元/台)	3464	2577	2780	3065	3770
零售均价-中怡康	4171	3970	4128	4310	4605
渠道利润 (元/台)	707	1393	1348	1245	835
渠道利润率	17.0%	35.1%	32.7%	28.9%	18.1%

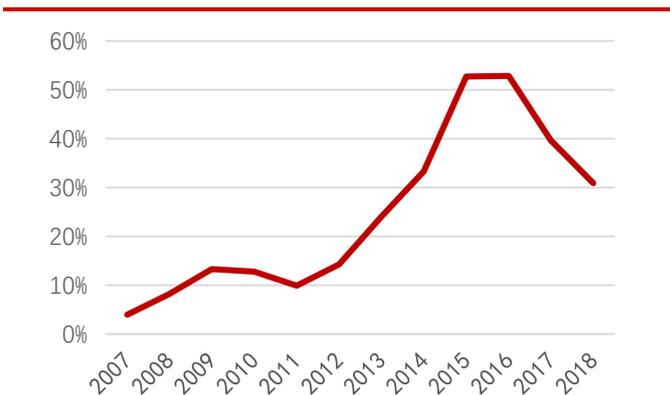
资料来源：中怡康，wind，华西证券（海外收入较少涉及小家电，因此用空调收入-海外收入来计算空调内销收入）

图 11 销售返利（亿元）及同比增长率



资料来源：wind，华西证券

图 12 2007-2018 年销售返利/销售额



资料来源：wind，华西证券

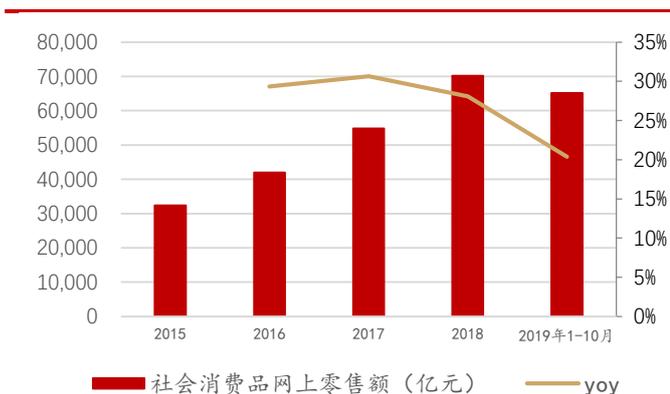
3.2. 格力与线上红利的错失

格力通过区域性销售公司和返利政策铸就了线下渠道体系，线上布局相对较少，具有弱势。

3.2.1. 线上渠道高增长带来格局的扰动

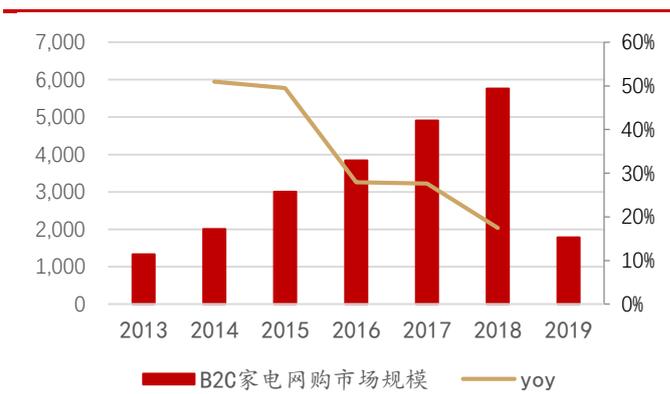
近几年线上销售渠道呈现高速增长的状态，B2C 家电网购市场规模亦繁荣，家电网购渗透率逐年提升。2019 年上半年，中国家电市场线上线下规模分别为 1784 亿元和 2513 亿元，家电网购渗透率达到 41.5%，线上渠道对家电销售的贡献了首次超过 40%。而 2016 年和 2017 年家电网购渗透率分别为 19.95% 和 26.50%，线上渗透率提升速度较快，消费者的消费习惯转移带来了现有格局的扰动。

图 13 社会消费品网上零售额（亿元）及增速



资料来源：国家统计局，华西证券

图 14 B2C 家电网购市场规模（亿元）及增速



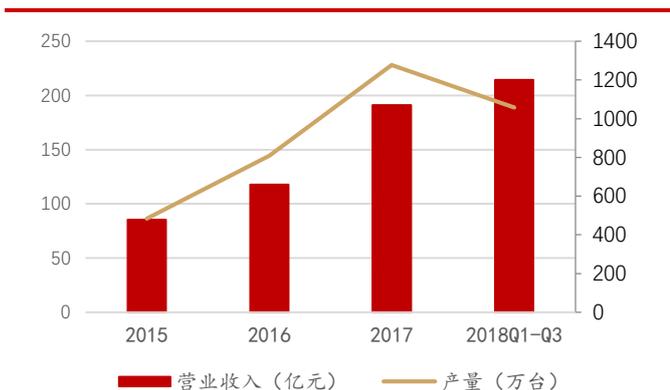
资料来源：工业和信息化部赛迪研究员，华西证券

渠道对消费习惯及市场格局的塑造作用强，线上渠道的高效变革在我国行业集中度最高的空调行业亦对格局产生影响。在线上渠道崛起之前，消费品依靠层层分销的模式进入销售市场触及消费者，消费品可选性主要体现在渠道深度和产品可见性，

渠道深度一定程度上影响消费习惯，对市场格局的塑造能力强，因此格力构建了庞大的经销网络，并在不断平衡厂商关系的过程中实现市场格局的集中。2016 年以后线上渠道的高增速和零售变革影响了消费者的消费习惯和产品选择，对原有格局产生扰动，线上渠道在高速增长的同时，具有与线下消费者不同的消费习惯和价格敏感度，因此契合线上消费者消费心理与价位的产品获得高增长。

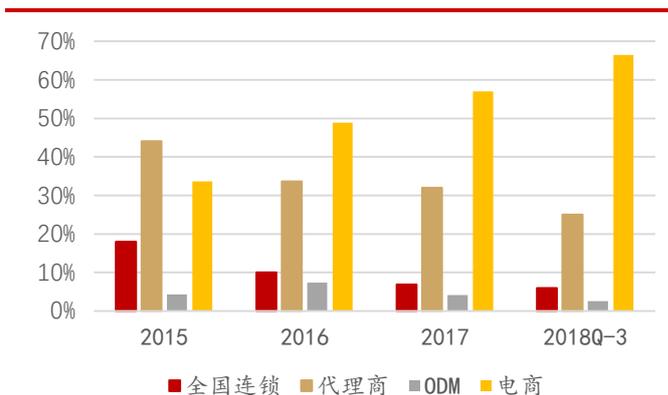
奥克斯的高增长源于电商渠道红利和低端市场宽松的竞争环境。虽然我国空调行业整体呈现双寡头格局，格力、美的在格局稳固的背景下注重利润率的提升，给低端市场留下了合理的利润空间和宽松的竞争环境。奥克斯切入低端市场，以“网批模式”构建互联网直卖模式，实现产品的放量和份额的提升。

图 15 奥克斯的收入及产量



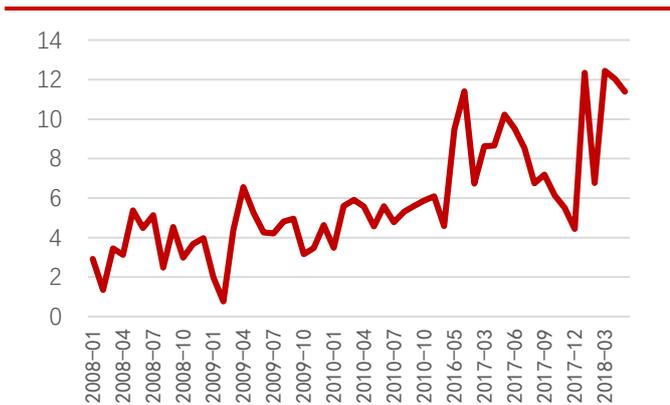
资料来源：奥克斯集团 2019 年第一期短期融资券，华西证券

图 16 奥克斯的渠道占比



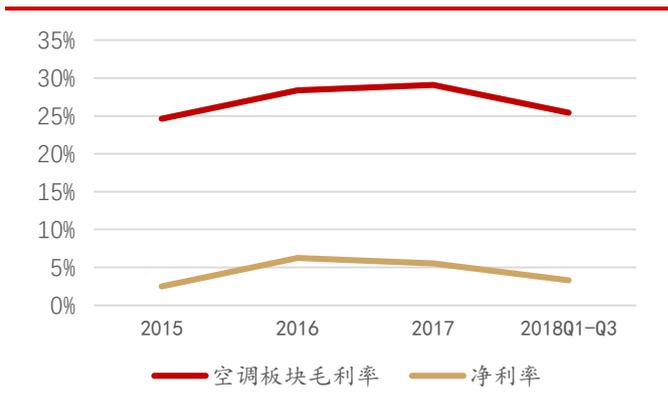
资料来源：奥克斯集团 2019 年第一期短期融资券，华西证券

图 17 奥克斯的市占率提升



资料来源：产业在线，华西证券

图 18 奥克斯的空调板块毛利率与净利率



资料来源：奥克斯集团 2019 年第一期短期融资券，华西证券

表 4 同性能产品价格对比（元）

	1 匹、三级能效、定频	1 匹、三级能效、变频	1 匹、一级能效、变频	1.5 匹、三级能效、定频	1.5 匹、三级能效、变频	1.5 匹、一级能效、变频
格力俊越系列（原价）	2399	2899		2699	3299	
格力风采/品悦系列（原价）	2849	3049	3499	2849	3449	3799
美的智弧/小鲸鲨系列	1499	1599		1699	1799	
美的智行/小白鲨系列	1899	2699	2699	2099	2499	2999
奥克斯极速侠系列	1299	1499		1499	1699	
奥克斯京灿/京裕/京速/明月侠系列	2099	2299	2299	2299	2499	2499

资料来源：淘宝，华西证券

奥克斯的均价低于同性能产品，利润管控严格。空调作为标准化较高的产品，龙头企业具有较强的规模化生产下的成本领先优势，而奥克斯可以作为同性能产品下均价较低，主要源于将渠道利润返还给消费者。从奥克斯的毛利率和净利率水平来看，其毛利率仅为 25%-30%，净利率近几年的高点仅为 6.25%，而低点时仅为 2.49%，可以看出公司严格把控成本和效率，以低价换量。

表 5 空调厂商不同的销售模式及特点

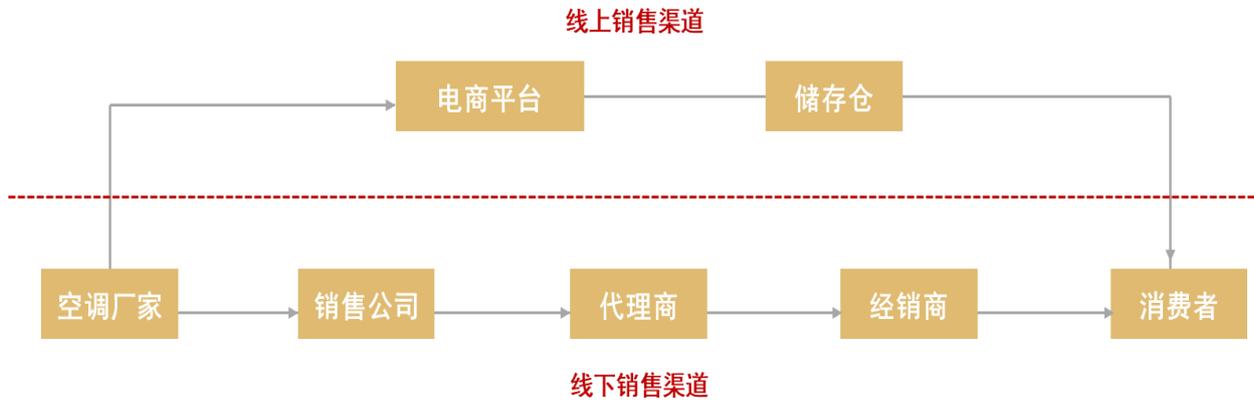
公司	销售模式	特点
格力	区域性销售公司下与经销商深度绑定	与经销商深度绑定，通过淡季返利、年底返利的方式促使经销商备货，占用经销商资金
美的	T+3 生产模式	以销定产，将整个供应链分成：筹集订单、准备物料、生产产品和物流配送四个环节，备货生产后省去中间环节直接发货，强化采购、生产、物流环节的效率提升。
奥克斯	互联网直卖、网批模式	线上直销，线下网批，厂家直供终端，取消层层加价的代理模式，缩短渠道环节和利润，实现产品高性价比优势

资料来源：公司公告，华西证券

3.2.2. 渠道扁平化带来更高的渠道效率和回报率

对于厂商而言，渠道扁平化带来更高的渠道效率和回报率，由于渠道层级产生的多环节加价率得以缩减，直接让利消费者带来市场份额的有效提升。但渠道的扁平化建设依赖于物流体系的完善和信息化建设。空调的内销量除更新需求外，保有量的提升主要依靠低线城市的增长和城镇化率的提升，传统线下渠道模式下依靠深度分销触及低线消费者，由此带来多渠道层级。线上渠道依靠互联网流量触及消费者的成本下降，流通成本较低，资产周转率更高。

图 19 线上与线下销售层级



资料来源：公开资料整理，华西证券

表 6 不同渠道的销售模式及利润空间

	线上渠道	经销渠道	KA 渠道
库存	基本无库存	约 2-4 个月	约 1-2 个月
返利	无返利	淡季返利，高返利 15%	低返利 5%
货款模式	先货后款	先款后货	先货后款
扣点率	2-3%		约 15%
综合加价率	约 15%-18%	约 20%	约 25%

资料来源：华西证券

线上渠道与 KA 渠道和经销渠道相比，具有明显更短的渠道层级。线上电商渠道一般由厂家自建天猫旗舰店，厂家直接发货；线下经销渠道一般具有三层分销层级，由销售公司给代理商和经销商供货，代理商和经销商进行分销铺货。渠道层级的缩短带来更低的加价率。线上电商渠道一般 2-3%的扣点率，无需店铺租金、固定资产投资等成本，虽然厂商承担推广费用，但电商渠道亦自带部分推广效果；KA 渠道的进场成本较高，扣点率较高，并且推广费用主要由厂商承担，KA 的综合加价率约 25%；经销体系下线下经销商需要承担库存，淡季返利政策下经销商现金被占用的比例较大。

3.2.3. 渠道模式对应不同的竞争策略

空调厂商之间不同的渠道模式导致其在不同的市场环境中具有不同的竞争策略。格力通过与经销商利益绑定实现对经销体系的直控管理，格力与区域销售公司之间的股权关系让格力可以实现向渠道压货。因此在 2017 年空调行业高景气度的市场环境下，格力表现出更高的收入利润弹性，既有本身品牌渠道产品力带来的高增长，亦有渠道助力的加成作用。而美的无法像格力一样向经销商压货来占用经销商资金，因此推行扁平化的销售模式进行渠道变革。

美的扁平化的渠道建设依托于以销定产的生产模式、高效的物流体系和美云销平台的数字化信息化建设。T+3 生产模式下可以实现低库存高周转和即时反应，安得物流的统一配送替代传统代理商的职能，美云销平台帮助厂商直面销售商，有助于减少代理层级。在扁平化的渠道建设下，美的在今年上半年原材料成本下行的期间实现快速反应，并顺势终端让利提升市场份额。而格力的提前生产与压货模式使其在上半年面对行业的价格竞争表现出防守的态势。此外，格力由各级渠道加价带来的稳固经销体系使其无法像奥克斯一样将渠道层级取消，由厂商直面终端，用极致的性价比来抢占低端市场份额。格力在渠道扁平化的变革之路上弱于美的和奥克斯，渠道变革对空调行业的影响较大。

3.3. 成立电商公司，收回代运营权

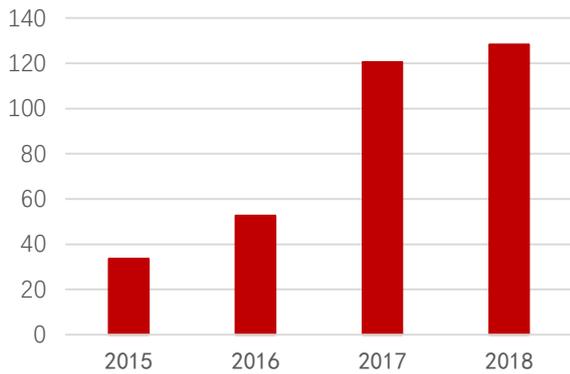
从格力对线上渠道的建设来看，公司与京东的合作在 2013 年，与天猫的合作在 2014 年。2013 年格力销售公司自建电商，并且自行入驻京东；2014 年格力成立电商团队，开设天猫官方旗舰店。2014-2017 年间格力在专卖店渠道、KA 渠道和电商渠道的空调销售一直保持领先的地位，但自 2018 年起线上渠道地位出现挑战，美的与奥克斯相继崛起。

成立电商公司收回代运营权，实现价格的一致性。据天眼查信息显示，2019 年 11 月，格力电器注资 1 亿元成立电子商务公司，由格力电器 100% 持股。格力成立电商公司后，由第三方代运营的电商有望转移到总部电商公司来，总部将逐渐回收各个分区的电商权力，实现统一管理，稳固产品 SKU 和价格全国的一致性。

格力渠道调整的同时发力对低端市场的整合。2016 年以后奥克斯凭借低价切入低端市场获得市场份额的快速提升，当格力和美的并未将低端市场作为重点发力市场之时，奥克斯相较美的、格力的价格优势让其在线上渠道实现快速增长。2019 年美的和格力相继加大促销力度后，奥克斯的比较优势逐渐弱化，而龙头企业在品牌优势下的降价策略带来的整合弹性较大，降价策略下的份额提升显著。

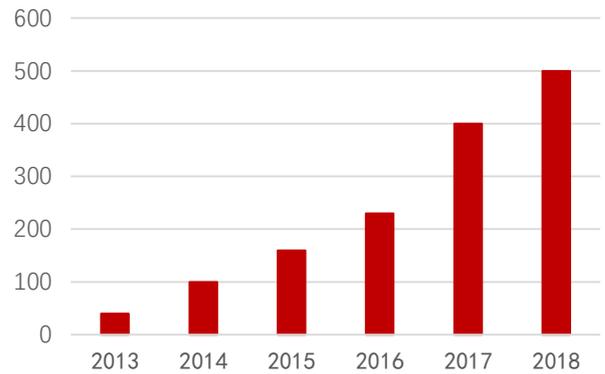
格力凭借品牌优势的降价竞争策略效果显著。针对奥克斯的线上低价和美的上半年的促销策略，格力在下半年价格竞争策略从防守转向进攻，活动延续时间长、力度足。双十一前夕，格力提出让利 30 亿元打击低质伪劣产品，在各大授权电商平台以及线下 3 万多家格力专卖店同步开展促销活动，将原先线下的引流机型带至线上销售，格力“俊越”、“T 爽”系列变频空调最低 1599 元，定频空调最低 1399 元。此后格力延续双十一让利活动，以双十一同类机型、同款价格进行销售，并且在“俊越”、“T 爽”系列产品处于负责状态下，将“品悦”、“悦风 II”系列产品接棒让利活动。我们可以看出格力促销决心大力度足，但促销机型集中在三级能效低端产品，由此可看出格力意在整合低端市场。双十一期间线上促销机型的引流成效显著，格力双十一全网全品类销售额超 41 亿元，同比增幅 200%。

图 20 格力电器 2015-2018 年线上销售额 (亿元)



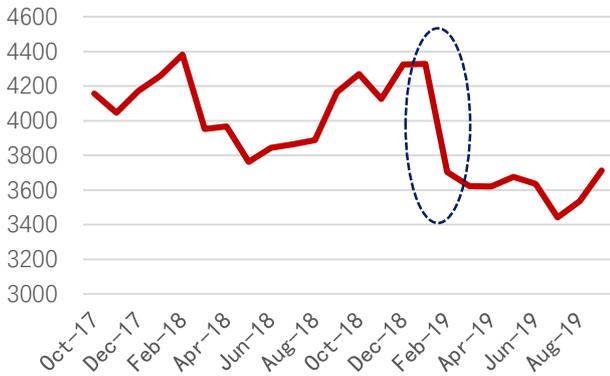
资料来源: wind, 华西证券

图 21 美的集团 2013-2018 年全网销售额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华西证券

图 22 美的空调零售均价 (元)



资料来源: 中怡康, 华西证券

图 23 美的内销市占率变化



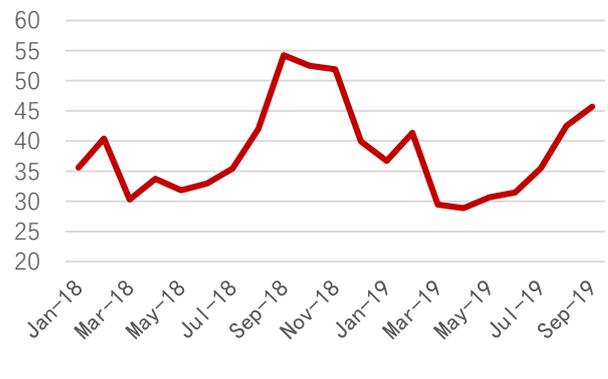
资料来源: 产业在线, 华西证券

图 24 格力空调零售均价 (元)



资料来源: 中怡康, 华西证券

图 25 格力内销市占率变化



资料来源: 产业在线, 华西证券

4. 盈利预测与估值

我们维持原先盈利预测不变，预计公司 2019-2021 年实现营业收入 2102.68 亿元、2265.41 亿元、2491.25 亿元，同比增长 5.12%/7.74%/9.97%，归母净利润 282.30 亿元、304.37 亿元、338.16 亿元，同比增长 7.73%/7.82%/11.10%，EPS 为 4.69/5.06/5.62 元，对应当前股价为 13/12/11 倍。公司混改成功落地，高瓴入主的同时管理层持股比例与话语权增强，对未来的股权激励计划、分红率等均有明确的规定，我们认为股权转让有利于公司治理结构的改善和业务多元化及渠道变革层面的提升，长期被压制的估值水平预计将得到提升，同时公司优秀的竞争格局和良好的利润率下现金流充沛，结合可比公司 PE 水平，我们给予公司 2020 年 15 倍 PE，对应目标价 75.9 元，维持目标价不变，维持“买入”评级。

5. 风险提示

宏观经济下行风险：我国宏观经济增速放缓，若经济下行程度超预期，可能引发居民收入水平增速不及预期，及消费意愿的削弱，导致公司收入端受到一定程度的影响。

行业价格竞争风险：在今年空调需求较弱的背景下，美的率先在上半年进行促销收割收入增速。在美的利用成本红利采取的促销政策下，尾部企业或跟进或淘汰，行业其他参与者被迫参与其中。未来空调行业在不同年份或有景气度的不同，但整体行业步入成熟期后面临存量市场的竞争，行业价格竞争或趋激烈影响行业格局和利润率。

原材料价格变动风险：公司受原材料价格变动影响较大，上半年行业享受原材料价格下降带来的红利，下半年若原材料价格变动会对终端市场竞争带来一定程度的影响。未来原材料价格变动会影响公司不同时期的竞争策略。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	200024.00	210267.76	226541.38	249124.74	净利润	26379.03	28371.43	30590.43	33986.16
YoY (%)	33.33%	5.12%	7.74%	9.97%	折旧和摊销	3110.33	2808.63	3189.42	3627.69
营业成本	138280.17	145191.17	156469.36	171921.88	营运资金变动	-1210.81	-7948.93	5887.98	-468.43
营业税金及附加	1741.89	1471.87	1585.79	1743.87	经营活动现金流	26940.79	23438.88	40180.72	37617.02
销售费用	18899.58	21447.31	22654.14	24912.47	资本开支	-3831.25	-4572.53	-4043.59	-4800.30
管理费用	4365.85	3889.95	4077.74	4484.25	投资	-9796.61	-2140.00	-1140.00	-1040.00
财务费用	-948.20	368.49	145.82	-243.52	投资活动现金流	-21845.77	-5142.53	-4483.59	-5140.30
资产减值损失	261.67	518.47	9.09	18.46	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	106.77	200.00	200.00	200.00	债务募资	3406.81	-1298.88	-286.40	-1161.22
营业利润	30996.88	33352.72	36003.19	40013.58	筹资活动现金流	2513.85	-1577.36	-1830.20	-2654.35
营业外收支	276.62	240.00	240.00	240.00	现金净流量	7608.87	16718.99	33866.93	29822.38
利润总额	31273.51	33592.72	36243.19	40253.58	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	4894.48	5221.30	5652.76	6267.42	成长能力 (%)				
净利润	26379.03	28371.43	30590.43	33986.16	营业收入增长率	33.33%	5.12%	7.74%	9.97%
归属于母公司净利润	26202.79	28229.57	30437.48	33816.23	净利润增长率	16.97%	7.73%	7.82%	11.10%
YoY (%)	16.97%	7.73%	7.82%	11.10%	盈利能力 (%)				
每股收益	4.36	4.69	5.06	5.62	毛利率	30.87%	30.95%	30.93%	30.99%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	13.19%	13.49%	13.50%	13.64%
货币资金	113079.03	129798.02	163664.95	193487.33	总资产收益率 ROA	10.43%	9.85%	9.34%	9.33%
预付款项	2161.88	2269.92	2446.25	2687.83	净资产收益率 ROE	28.69%	23.37%	20.14%	18.29%
存货	20011.52	19204.03	20695.77	22739.63	偿债能力 (%)				
其他流动资产	64458.52	81018.56	82919.72	85732.35	流动比率	1.27	1.42	1.57	1.74
流动资产合计	199710.95	232290.54	269726.69	304647.14	速动比率	1.13	1.29	1.43	1.60
长期股权投资	2250.73	2290.73	2330.73	2370.73	现金比率	0.72	0.79	0.95	1.11
固定资产	18385.76	18730.68	18450.73	18276.86	资产负债率	63.10%	57.31%	53.08%	48.51%
无形资产	5204.50	6008.84	6837.28	7842.57	经营效率 (%)				
非流动资产合计	51523.21	54267.11	56001.28	57953.88	总资产周转率	0.86	0.78	0.74	0.72
资产合计	251234.16	286557.65	325727.97	362601.02	每股指标 (元)				
短期借款	22067.75	20768.87	20482.47	19321.25	每股收益	4.36	4.69	5.06	5.62
应付账款及票据	49822.80	49426.85	57203.89	59967.67	每股净资产	15.18	20.08	25.12	30.73
其他流动负债	85795.58	93191.66	94380.91	95765.24	每股经营现金流	4.48	3.90	6.68	6.25
流动负债合计	157686.13	163387.38	172067.27	175054.17	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	833.32	833.32	833.32	833.32	PE	14.27	13.25	12.29	11.06
非流动负债合计	833.32	833.32	833.32	833.32	PB	2.35	3.10	2.47	2.02
负债合计	158519.45	164220.70	172900.59	175887.49					
股本	6015.73	6015.73	6015.73	6015.73					
少数股东权益	1387.62	1529.47	1682.43	1852.36					
股东权益合计	92714.71	122336.94	152827.38	186713.54					
负债和股东权益合计	251234.16	286557.65	325727.97	362601.02					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任食品饮料&农林牧渔行业首席分析师，具有多年投资及研究经验。

对大消费行业具有深刻理解，站在产业资本和投资的角度，重视战略研究和逻辑推演，善于从行业发展趋势规律、公司价值挖掘等维度出发，实现具有深度和前瞻性价值的特色研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。