

家电行业：美的渠道的开源与节流

——渠道专题研究之一

2020年04月23日

看好/维持

家电

行业报告

渠道赋能我家电企业“零售商”的角色，是产业链一体化中必不可少的一环。渠道开源指增加商品的易得性，更多的消费者触及商品；渠道节流即缩短流程，使商品以更低的成本触及消费者。

美的在上游原材料涨价、下游大 KA 崛起的压力中开始销售公司制的尝试。此次改革通过绑定经销商利益快速推进了网点铺设，在家电下乡中实现渠道下沉。但补贴政策退坡后，需求失速，暴露此轮改革体系臃肿和利益分配冲突的弊端。最后不得不进行拨乱反正。

后家电下乡时代，信息流和物流倒逼传统渠道转型。信息不对称是层层分销赖以生存的温床，但网络的发展使信息流通成本大大降低。电商需求量井喷摊薄了单件物流仓储费用，家电企业对原有渠道经销商在仓储层面的依赖减小。这一时期，美的积极拥抱线上渠道，旗下小天鹅试水 T+3 提高渠道效率。

当前美的形成扁平高效的渠道体系。代理渠道缩减渠道层级，取消二级经销商，紧抓核心代理商；形成矩阵管理，开展精准的多品类联合促销活动。自营渠道探索网批模式，拥抱电商新贵；线下旗舰店稳步推进高端和精品化。

主轴“T+3”本质上是由产销协同向供方协同思路转变，倒逼产销提效，以提高周转率和减轻渠道库存。这离不开“632”数字化改造和 CCS、RMS 系统实现的信息互通；离不开实现工厂到零售商、乡镇村的端到端的安得物流；也离不开深度绑定供应商利益。

长远来看，线上线下两种渠道业态深度融合是大势所趋。未来代理商的物流、仓储、分销职能被进一步替代，代理商会转型为运营商、服务商。开源节流是永恒的主题，离不开网点下沉提升可得性，也离不开扁平化提升效率。

投资建议：坚定看好 T+3 下库存控制良好、渠道层级精简、积极探索渠道新模式的美的集团。

风险提示：经济下行超预期；疫情影响超预期；供应商承压超预期；信息化建设进程缓慢。

行业重点公司盈利预测与评级

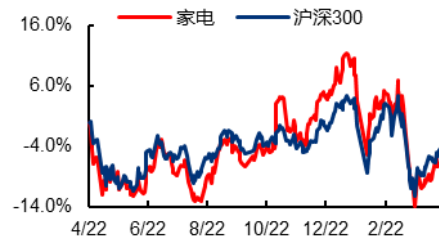
简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	18A	19E	20E	18A	19E	20E		
美的集团	2.91	3.35	3.83	18.5	16	14	3.61	强烈推荐
格力电器	4.36	4.1	4.11	12.74	13.75	13.71	2.98	强烈推荐

未来 3-6 个月行业大事：

行业基本资料

		占比%
股票家数	69	1.81%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	13835.21	2.13%
流通市值(亿元)	12002.81	2.51%
行业平均市盈率	18.65	/
市场平均市盈率	16.73	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：闵繁皓

010-66554036

minfh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070005

研究助理：徐程颖

xuchy@dxzq.net.cn

目 录

1. 在行业的快速成长长期推进渠道开源	4
1.1 因势而新，上下游承压之中谋变	4
1.2 顺势而为，乘家电下乡之东风推进渠道下沉	6
1.3 潮水退去，效率和利益分配始终无法规避	8
1.4 船行弯处须转舵，渠道改革及时纠错	10
2. 在物流信息流快速发展中推进渠道节流	12
2.1 突围“后家电下乡时代”需借力渠道提效	12
2.2 电商兴起，物流仓储权收归	14
3. 开源节流并举，扁平高效的渠道全景初显	16
3.1 打通“毛细血管”，扁平高效的渠道全景初显	16
3.2 T+3 的本质是供方协同，倒逼产销提效	18
3.3 T+3 究竟有什么好处？	19
4. 投资建议	20
5. 风险提示	20
6. 相关报告汇总	21

插图目录

图 1：美的事业部代理制初具雏形	4
图 2：2004 年以来主要原材料铜、铝价格上涨（美元/吨）	5
图 3：2005 年空调内销出现负增（万台）	5
图 4：2005 年各季度库存同比正增长	5
图 5：苏宁快速扩张，连锁服务收入高速增长	5
图 6：美的推动空调营销中心实体化运作	6
图 7：苏宁布局于一、二线城市的门店数量占整体的 80% 以上	6
图 8：农村冰洗在家电下乡期间保有量快速提升（台/百户）	7
图 9：空调 09 年起成为家电下乡受益品类（台/每百户）	7
图 10：制冷和日电集团分别成立中国营销中心统筹销售公司	7
图 11：2009-2011 年美的的网点和专卖店扩张迅速（单位：家）	7
图 12：2011 冷年空调总销量累计同比持续下行	8
图 13：2011 冷年末空调库存较冷年初的增长处于高位	8
图 14：2011 年冰洗面临较大的销售压力，总销量累计同比下行	8
图 15：美的的单月空冰洗内外销同比均在下半年转负	9
图 16：2011 年美的的单季度营收 YOY 持续下行	9
图 17：美的的派驻了大量销售人员	9
图 18：2011 年美的的应收账款和应收票据快速增长（亿元）	10
图 19：2011 年美的的经营活动现金流净额承压（亿元）	10
图 20：2011 年票据贴现利率攀升（%，以广东为例）	10
图 21：2011 年票据贴现带来当季财务费用飙升	10

图 22: 美的电器预收账款并未有明显提升 (亿元)	11
图 23: 美的电器采购渠道占款能力较格力弱 (亿元)	11
图 24: 美的对代理商亏损、拖欠经销商的费用进行处理 (万元)	11
图 25: 加强清理库存和回款, 经营性现金流逆势上升 (亿元)	11
图 26: 2011 年之前美的渠道建设历程	12
图 27: 2012 年以来冰洗内销累计同比增速中枢下行	13
图 28: 空调除 13 年迎来小阳春外面临需求和库存的压力	13
图 29: T+3 运作对销售、原料供应、生产、物流均提出了更高的要求	13
图 30: 阿里巴巴系活跃买家及 GMV 快速增长	14
图 31: 家电线上渠道的重要性日益凸显	14
图 32: 美的电商销售额全网第一, 电商营收占比持续增长	14
图 33: 交运、仓储和邮政固定资产投资完成额增长 (亿元)	15
图 34: 快递企业披露的物流单票成本持续走低 (元/票)	15
图 35: 安得建设了 12 个 5 万平方米以上基地仓	15
图 36: 安得配送仓辐射全国	15
图 37: 2011 年之后美的渠道建设历程	16
图 38: 美的高效扁平的渠道全景实际是个兼具信息化建设和物流的体系	17
图 39: 安得智联是渠道扁平化的重要帮手	17
图 40: 美的期末库存原材料占营收的比重下降	18
图 41: 供应商聚隆科技期末库存产成品占营收比重上升	18
图 42: 供应商聚隆科技应收账款周转率和存货周转率下降	18
图 43: 美的需深度绑定供应商, 建立战略合作的供需关系	19
图 44: 美的在降价促销下毛销差保持稳中有升	19
图 45: 18 年下半年以来原材料 ABS、铝价下行 (美元/吨)	19
图 46: 柔性生产之下美的快速兑现成本红利, 拉开价差 (元)	19
图 47: 出货端格力和美的空调内销量份额差异	20
图 48: 零售端格力和美的空调内销量份额差异	20

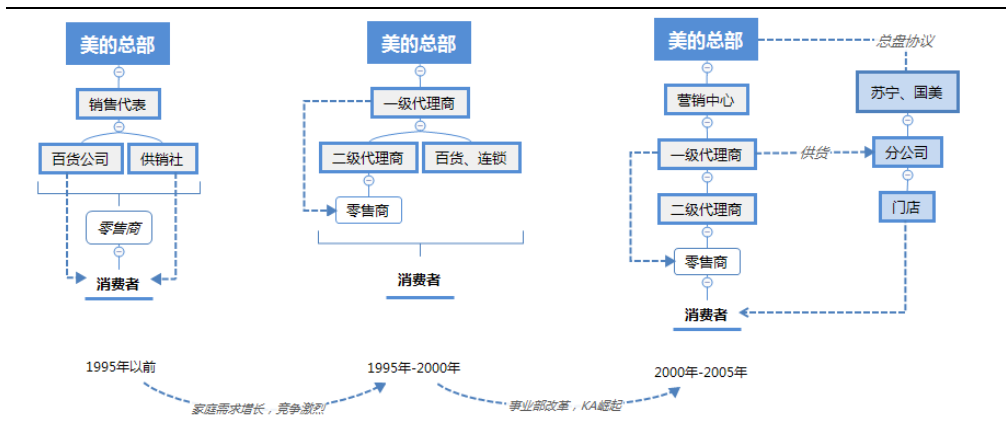
渠道开源指增加商品的易得性，更多的消费者触及商品；渠道节流即缩短流程，使商品以更低的成本触及消费者。渠道赋能我国家电企业“零售商”的角色，是产业链一体化中必不可少的一环。而美的经历了历次渠道的变革，因此本篇我们将立足美的，探究渠道的开源与节流。后续的报告我们将进一步探究海尔的渠道变革、小米借力渠道突围以及中外家电企业的渠道差异。

1. 在行业的快速成长长期推进渠道开源

代理制有利于产品快速铺开。1995年前后，空调行业迎来产能扩张期，众多厂家参与竞争，家庭需求增长对安装提出了更高的要求，美的在这一阶段与大户绑定提供安装服务。随着集团事业部改制，2000年后各产品事业部成立营销中心，事业部代理制初具雏形。

这一阶段，产品以卖断形式销售给一级代理商，即事业部与一级代理商建立经销关系，不直接覆盖其他销售渠道。在与一级代理商合作过程中，公司提供必要的广告投放、推广策略等，其他销售安排均由一级代理商负责，如分销渠道选择、促销费、物流和仓储费等。

图1：美的事业部代理制初具雏形



资料来源：公司财报，《美的人生》，东兴证券研究所

美的借助经销商的力量构建了范围更广的销售网络，同时依赖经销商提供仓储、配送、安装和售后服务。但在这一体系下，经销商在城镇保有量尚有较大提升潜力的情况下缺乏继续下沉的推力，同时大代理商缺少制衡产生了新的矛盾。

1.1 因势而新，上下游承压之中谋变

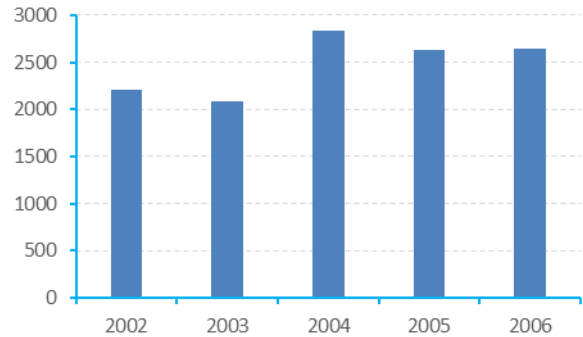
2005年大宗商品价格继2004年持续上行后保持高位震荡，给公司带来了生产成本的压力。但需求端受到地产调控和凉夏的双重影响，空调内销出现负增长，渠道库存增加，价格战一触即发，公司很难将生产成本的上升转嫁给消费者。

图2：2004年以来主要原材料铜、铝价格上涨（美元/吨）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

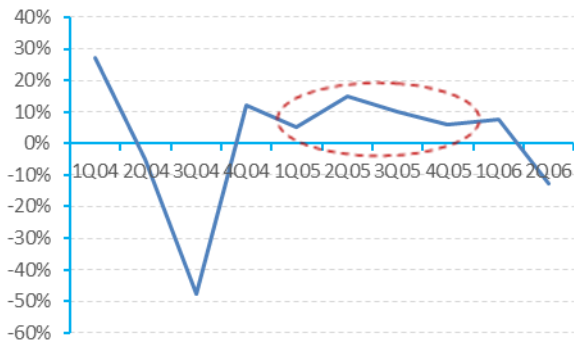
图3：2005年空调内销出现负增（万台）



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

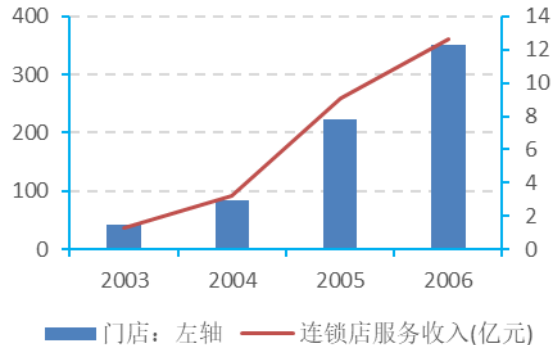
产业链下游的大KA苏宁、国美快速扩张，其话语权逐步增强。在支付方式上由过去的预付款改为由生产厂家提供一定的信用额度和按期结算。对厂商收取的进场费、展台费、促销费等进一步压缩了厂商的利润。当时美的进入大卖场一个单店的各种年度销售成本超过35万元，如果销售额不能突破100万元则面临亏损。

图4：2005年各季度库存同比正增长



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

图5：苏宁快速扩张，连锁服务收入高速增长



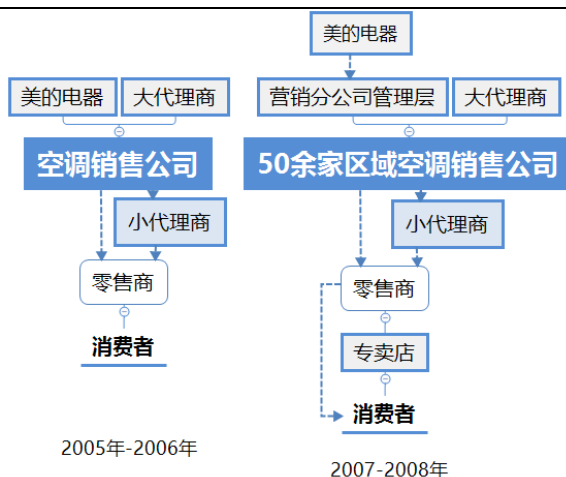
资料来源：苏宁易购招股说明书、财报，东兴证券研究所

备注：连锁店服务收入指供应商支付的广告促销收入、进场收入、商品展示收入及广告费等

美的当时的销售模式，是倚重经销商的格力模式和倚重大卖场的海尔模式的折中，在销售形势不好时，受到的压力会更明显。

面对来自上下游的压力，美的家用空调开始推行营销中心实体化运作试点，绑定经销商利益。2005年广东美的制冷设备有限公司分别与中山市顺昌投资发展有限公司、上海锦辉工业供销有限公司、浙江省五金交电化工有限公司组建“中山市美的空调销售有限公司”、“上海美的空调销售有限公司”、“浙江美的空调销售有限公司”，持股51%。2006年合资公司范围进一步扩大。

图6：美的推动空调营销中心实体化运作



资料来源：公司财报，《美的人生》，东兴证券研究所

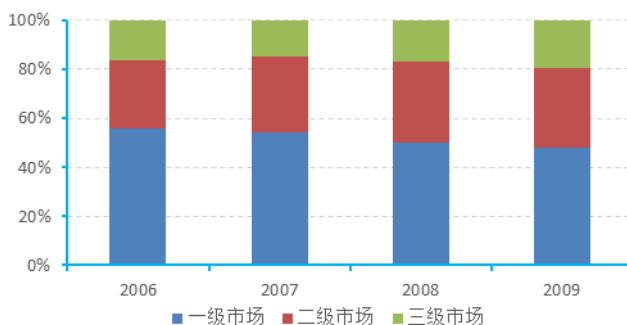
2007年制冷集团开始推动渠道社会化。2007年空调行业在经济稳步增长和夏季持续高温的催化下迎来恢复性增长，经销商积极性大增，公司从经销商处取得的预收款项大幅增加。制冷集团开始推动各地有实力的代理商出资设立销售公司并出任董事长，同时派驻管理团队负责具体运营，总经理持有一定股权。制冷集团不投资也不占股，和销售分公司则变成贸易关系。2008年上半年，制冷集团渠道社会化改制基本完成，在全国建立起58家营销分公司。

营销公司实体化使销售业务权力充分下放，销售公司取代一级代理商，拥有经营决策的自主权，直接面对各类分销商和小代理商，更快地响应终端市场需求。这也意味着美的由协助经销商操作市场转向绑定经销商利益，迫使区域市场做深做精，专卖店体系在这一时期开始建立。

1.2 顺势而为，乘家电下乡之东风推进渠道下沉

低线市场面临需求增长和网点不足的错配。随着人均可支配收入的提高和城镇化的推进，乡镇和农村的家电消费能力进一步提升。但受制于人流量及坪效，苏宁、国美等大KA主要集中于经济发达的东部地区及一二级市场。2009年苏宁位于副省级以上城市的门店数量占全部的47.7%，而位于地级市以下区域的门店数量仅占19.6%。

图7：苏宁布局于一、二线城市的门店数量占整体的80%以上

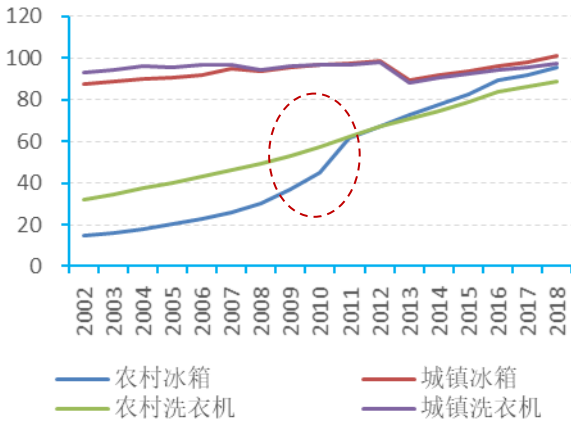


资料来源：苏宁易购财报，东兴证券研究所

备注：一级市场指副省级以上城市，二级市场指一级市场以外的地级市，三级市场指除一二级以外的市场

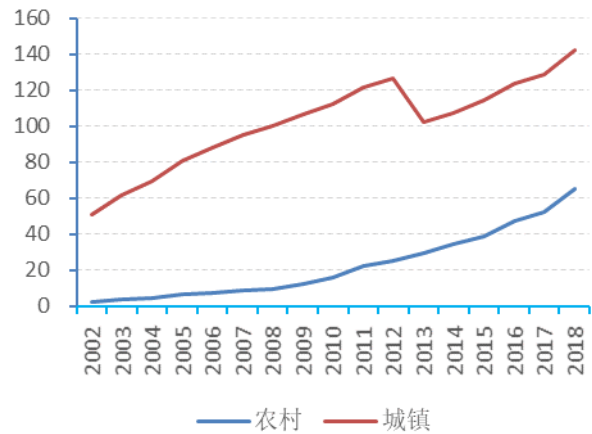
自建渠道急需下沉抢占市场，家电下乡提供了开发乡镇网点的契机。2009 年家电下乡在原来 14 省市的基础上，开始向全国推广，农村的家电消费潜力进一步变现，冰箱、洗衣机成为主要收益产品。下乡产品也从过去的四个增加到八个，空调在新增产品之列，空冰洗营销得以协同推进。

图8：农村冰洗在家电下乡期间保有量快速提升（台/百户）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图9：空调 09 年起成为家电下乡受益品类（台/每百户）

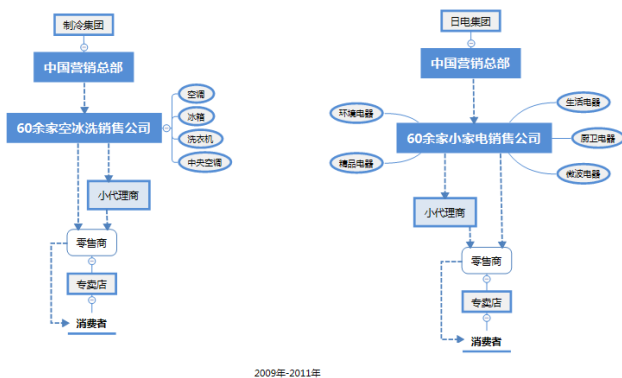


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

2009 年制冷集团以家用空调国内事业部营销公司为平台，整合冰箱、洗衣机事业部国内营销，成立中国营销总部。其成为空冰洗销售的总代理，统一管理内销市场，承担营销策略制定和协调、指导、服务各销售公司的职能。各个事业部原有的研发、采购、生产、计划、物流等诸多职能依然保留。

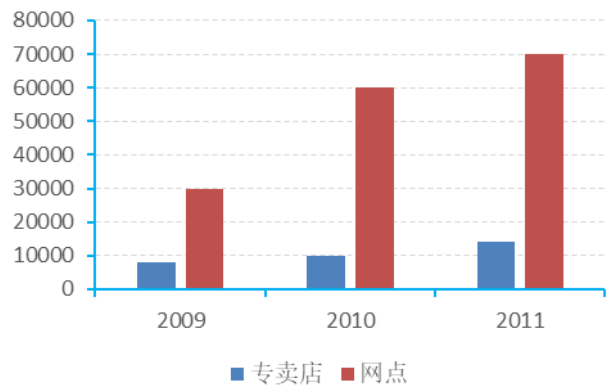
美的“农村包围城市”成效显著。经过三年时间，空、冰、洗网点由 3 万家增长至 7 万家，专卖店也由 0.8 万家增长至 1.4 万家，三四级市场的覆盖率已提升至 95%以上，对大 KA 的依赖减少。

图10：制冷和日电集团分别成立中国营销中心统筹销售公司



资料来源：公司财报，《美的人生》，东兴证券研究所

图11：2009-2011 年美的网点和专卖店扩张迅速（单位：家）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

与此同时，日电集团也开始全面推行渠道改革。原先日电各事业部分设营销机构，存在抢夺同一市场客户回款，对终端卖场资源重复投入不能发挥规模优势等问题。2010 年日电集团成立中国营销总部作为所有日电产品的总代理商，在全国设立 60 个销售分公司负责三四级市场的分销渠道开发。

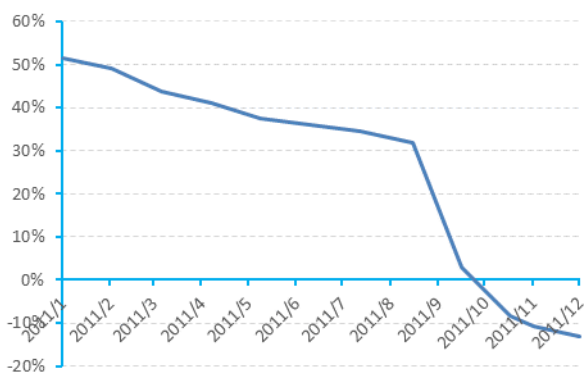
由于小家电品类众多单价较低，经销商资金实力较弱，因此没有一步到位建立社会化的渠道。销售分公司的主要股东仍然是日电集团，对社会股东也持开放态度。经销商可以入股，也可以选择不入股只是作为销售分公司的客户。

1.3 潮水退去，效率和利益分配始终无法规避

2011 年白色大家电面临内外需不振的冲击。年初“国八条”落地，限购、限价、限贷等地产调控政策全面升级；空调节能惠民政策退出，家电下乡、以旧换新补贴也逐渐退坡；海外市场则受到欧债危机的影响。

在内外需减退的冲击下，空调渠道库存持续处于较高水平。2011 冷年空调总销量累计同比持续下行，随着 2012 冷年开盘，总销量同比进入负增区间，下半年的销售形势格外严峻。另一方面库存则处于较高位置，2011 冷年末月库存较初月库存增长 29.85%，是六年来的最高值。

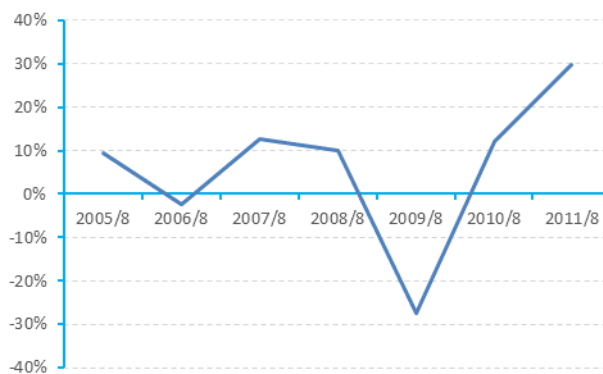
图12： 2011 冷年空调总销量累计同比持续下行



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

注：即当月至冷年最初月销量相对上年当月至上年冷年最初月销量增长

图13： 2011 年冷年末空调库存较冷年初的增长处于高位

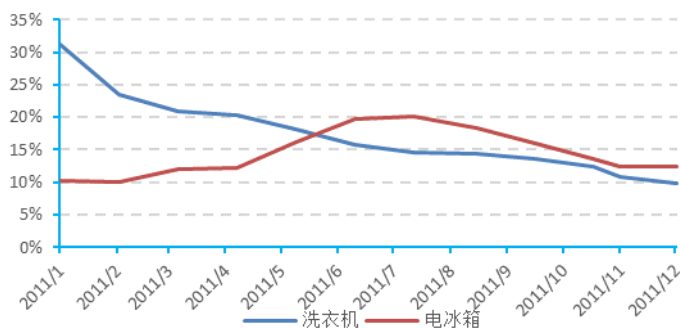


资料来源：产业在线，东兴证券研究所

注：即冷年末月库存相对最初月库存增长（避免季节性及销售量级的影响）

冰洗也面临较大的销售压力。洗衣机从年初开始总销量累计同比持续下行，冰箱下半年的单月销量也逐渐走低。2011 年全年冰洗销量同比仅增 12.49%，9.92%。

图14： 2011 年冰洗面临较大的销售压力，总销量累计同比下行

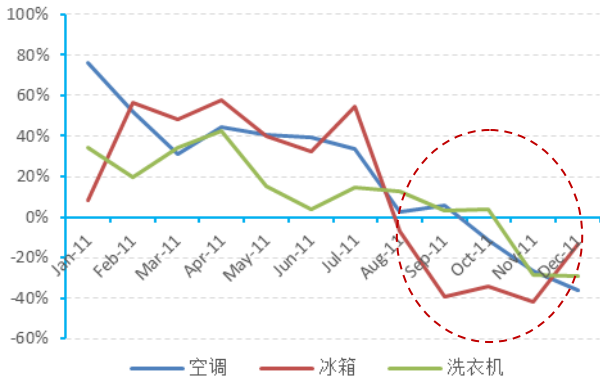


资料来源：产业在线，东兴证券研究所

备注：即当月至初月销量相对上年当月至上年初月销量增长

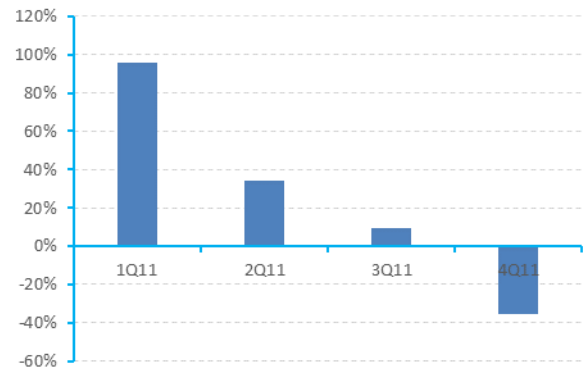
美的在行业不景气的大环境下也难有起色。公司的单月空冰洗内外销同比均在下半年转负，营收也随之面临较大压力，第三季度营收同比仅增长 9.4%，第四季度则负增 35.5%。降价走量的竞争策略也使得毛利率依然在低位徘徊。

图15：美的单月空冰洗内外销同比均在下半年转负



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

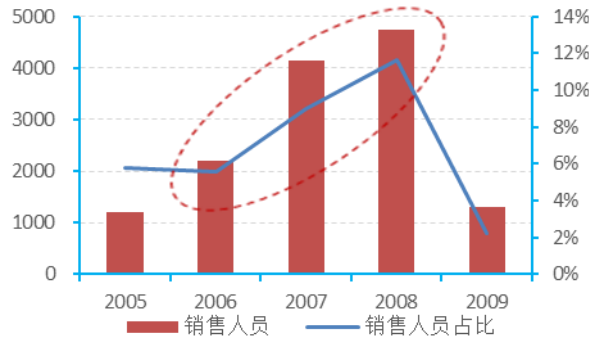
图16：2011年美的单季度营收 YOY 持续下行



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

营销体系臃肿的问题开始暴露，销售人员成为沉重的成本负担。各销售公司是一个五脏俱全的小麻雀，有运营、财务等各种部门。为了提升业绩，不少销售公司还招聘大量的销售人员采取“人海战术”。这就意味着渠道下沉伴随着每个渠道放更多的人。虽然实现了渠道社会化，但在实际操作中，美的仍对各公司进行补贴和兜底。当行业景气度下行，创收不足和成本增加的矛盾难以平衡。

图17：美的派驻了大量销售人员

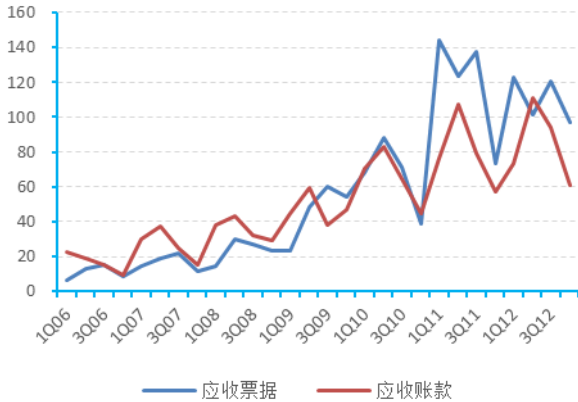


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

注：09年实现渠道社会化，报表披露销售人员减少

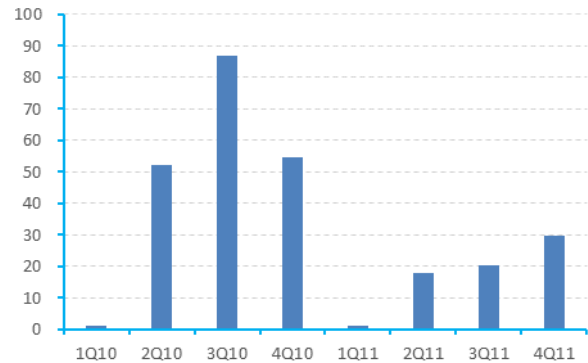
渠道低效增加了美的经营性现金流的压力。2011年以来，公司为了减轻销售公司资金压力，降低了回款要求，导致应收票据和应收账款快速增长，经营性现金流较上年同期始终处于较低水平。而以增加应收票据贴现缓和经营性现金流的方式，则直接受到票据贴现率攀升的影响，财务费用压力加大。

图18： 2011年美的应收账款和应收票据快速增长（亿元）



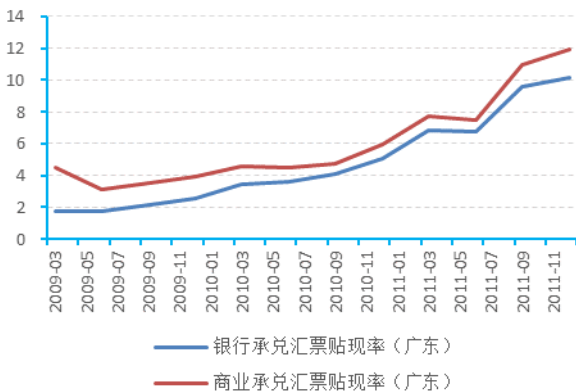
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图19： 2011年美的经营活动现金净额净额承压（亿元）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

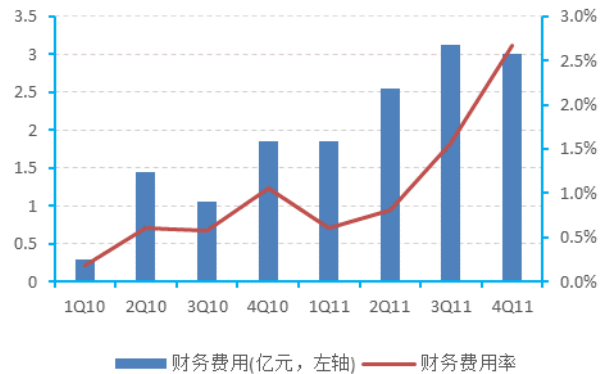
图20： 2011年票据贴现利率攀升（%，以广东为例）



资料来源：中国人民银行，Wind，东兴证券研究所

注：各地贴现率有细微差别，以广东为例

图21： 2011年票据贴现带来当季财务费用飙升



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

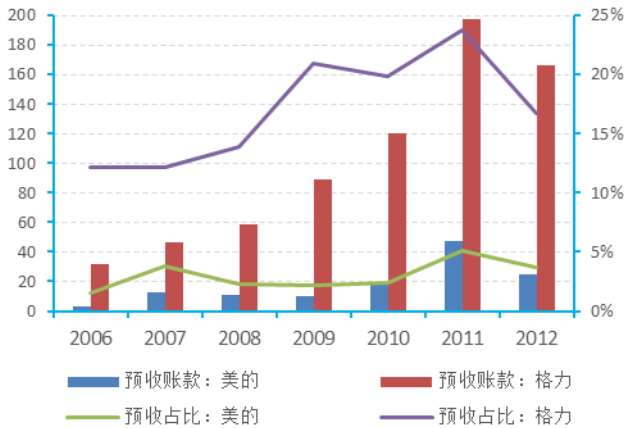
渠道收权则导致利益分配的冲突。在全面控制渠道之前，制造商大量的推广投入往往让渠道商占到更多便宜。随着改革的推进，美的朝“小区域代理+直营”的模式加强对销售公司运营权的把控，将原来的市级大代理商的区域大幅缩小甚至砍掉，由下派的职业经理人直接操作具体的市场业务，分食渠道利益，挫伤了早期为美的拓展市场做出巨大贡献的代理商的积极性。

1.4 船行弯处须转舵，渠道改革及时纠错

销售公司改革后，美的利用上下游资金加杠杆的金融属性并未得到实质提升。其预收账款依然在低位徘徊，而同样自建渠道的格力则继续提升，两者预收账款占比的差距也进一步拉开。

对上游的占款相比格力也较弱。我们以原材料存货+预付账款-应付票据-应付账款的余额来衡量对上游原材料商的占款能力，美的和格力这一余额均为负值，表明均可利用供应商资金，但美的能力稍弱。占用的上游资金一段时期后将变成现金支付需求，在产品相对不强势的情况下，新增结构性负债的能力必然降低。

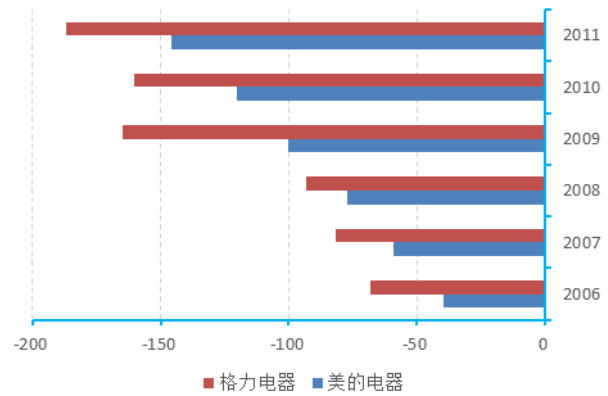
图22：美的电器预收账款并未有明显提升（亿元）



资料来源：公司财报，Wind，东兴证券研究所

注：预收占比=预收账款/营业收入

图23：美的电器采购渠道占款能力较格力弱（亿元）



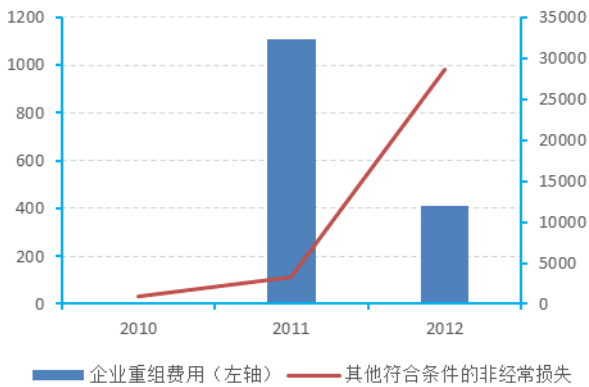
资料来源：公司财报，Wind，东兴证券研究所

注：应收占比=应收票据及账款/营业收入

本轮渠道改革在内忧外患之中不得不进行拨乱反正。不可否认，自建渠道攻城略地成效不小，在网点铺设和专卖店建设层面取得巨大成就。但由此而付出的人力物力等成本，以及与代理商的争端，却成了美的沉重的包袱。

2011年下半年开始美的通过库存补贴、费用补贴等方式对代理商亏损、拖欠经销商的费用进行了处理。当年企业重组费用达1108万元，次年计入其他符合条件的非经常损失高达2.87亿元。2012年着手清理渠道库存，加强应收账款回款，在营收利润下滑的情况下实现了经营性现金流的回升。

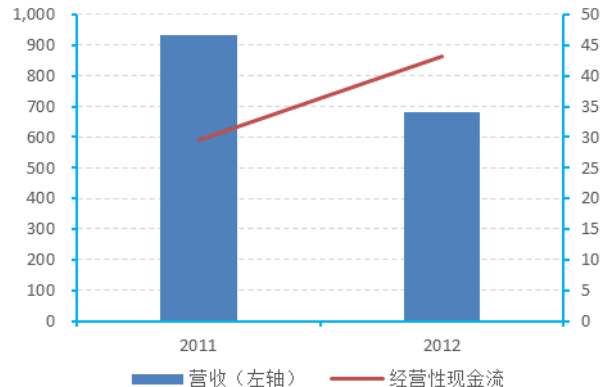
图24：美的对代理商亏损、拖欠经销商的费用进行处理(万元)



资料来源：公司财报，Wind，东兴证券研究所

注：企业重组费安置员工的支出、整合费用

图25：加强清理库存和回款，经营性现金流逆势上升（亿元）



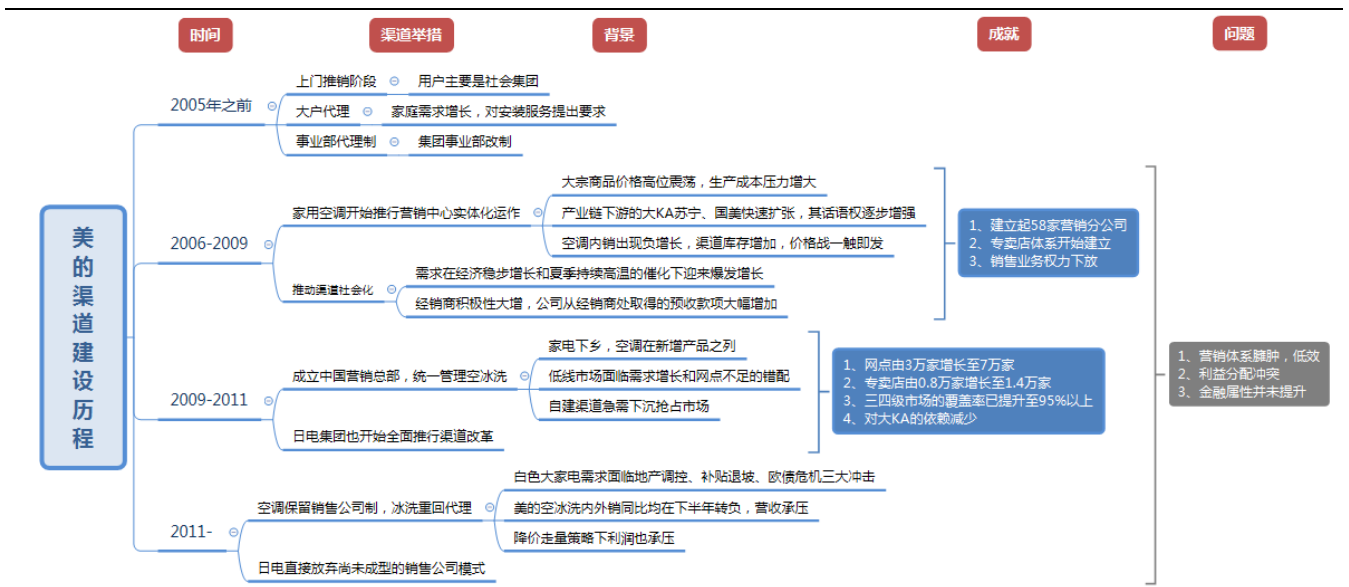
资料来源：公司财报，Wind，东兴证券研究所

空调保留销售公司制，冰洗重回代理制。2011年制冷集团撤销中国营销总部，冰箱、洗衣机回归事业部独立运营，重返区域代理制，区域营销公司专注于高毛利率的空调业务，自负盈亏，总部不再进行补贴。空调销

售具有明显的季节性，但在生产端需保持平滑，销售公司制能够发挥渠道蓄水池的优势，保证厂家的淡季出货和回款。同时冰箱、洗衣机也没有空调那样的售后安装的门槛，走代理制可以更加节省成本。

日电则直接放弃了尚未成型的销售公司模式。60余家区域销售公司直接砍掉50家，仅保留11家，被砍掉的全部恢复到原先区域代理商的模式。小家电体积小、单价低，品牌多样和终端销售形式多样导致竞争激烈，销售公司以规模为导向，利润非常低。而代理制下代理商可能代理多种品牌，积极性更高。

图26： 2011年之前美的渠道建设历程



资料来源：东兴证券研究所

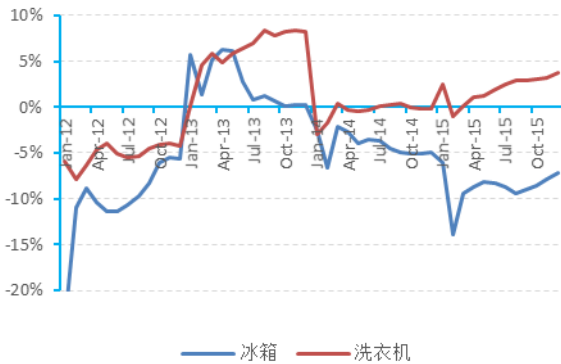
2. 在物流信息流快速发展中推进渠道节流

2.1 突围“后家电下乡时代”需借力渠道提效

后家电下乡时代，继续耕耘低级市场会面临高营销成本、高服务成本和低回报的难题。一方面冰洗的销量增速中枢下行，行业逐步从成长期过渡到成熟期。经过一轮家电消费刺激，部分农村冰洗的需求已被透支，其保有量已迅速提升至每百户70台的水平。

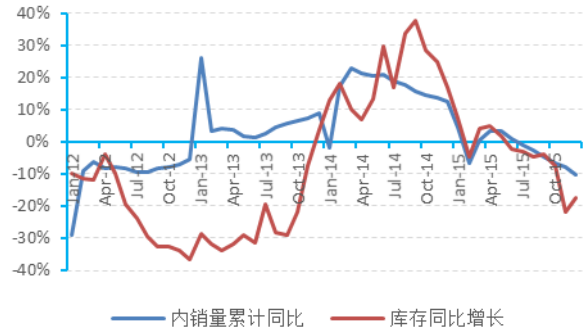
空调又难以跳脱库存和终端需求的周期。2012年下半年以来的地产热销为2013年的白电销售积聚刚需，5-6月终端需求逐步释放，直至高温引爆7月。渠道库存处于低位又带动了主动补库的需求，2013处于小周期景气高点。2014年持续向渠道压货，库存创历史新高，而下游需求则受到地产销量下滑的滞后性影响，新冷年开盘后价格战爆发。2015年仍面临消化库存的巨大压力。

图27： 2012 年以来冰洗内销累计同比增速中枢下行



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

图28： 空调除 13 年迎来小阳春外面临需求和库存的压力



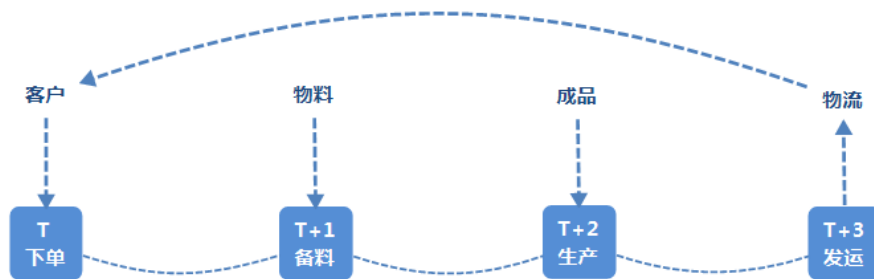
资料来源：产业在线，东兴证券研究所

另一方面，网络的发展使得信息流通成本大大降低。信息不对称是经销商赖以生存的温床，同一产品的信息流在不同区域市场、批零之间、终端之间都无法有效交互，为传统层层分销提供了谋利空间。信息流通开始倒逼渠道提升快捷运营能力。

美的开始试验提高周转来提升渠道的经营效益。洗衣机的特性适合成为勤进快销的试验田。洗衣机产品型号相对精简，物料模块化和标准化程度高，柔性生产有利于开展。同时销售没有明显的季节性，物料和产成品的季节性备货压力都较小。

2015 年小天鹅大力推动 T+3 客户订单制新型产销模式，以适应市场快速变化。推行下线直发，减少中转、装卸等中间环节，推动渠道库存共享，统筹调配全渠道库存，最大化降低终端不良库存，以加快周转并提升市场竞争力。

图29： T+3 运作对销售、原料供应、生产、物流均提出了更高的要求



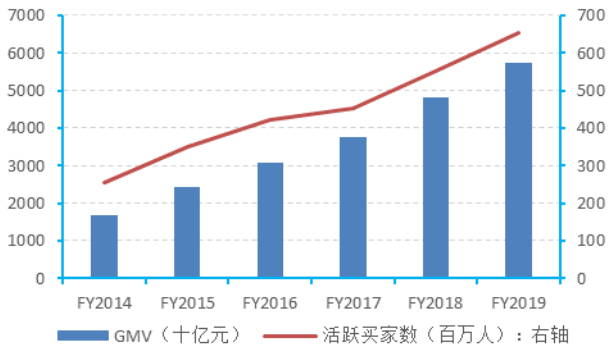
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

T+3 实际上通过对备料、生产、物流等各个环节均提高了要求，倒逼销售端的经销商转变意识，加强订单及库存管理。由于勤进快销，小天鹅对经销商承担库存仓储的依赖也随之减少。

2.2 电商兴起，物流仓储权收归

家电线上渠道重要性日益突出。随着人均可支配收入提高、移动终端普及，我国电子商务快速发展，阿里巴巴 2019 财年 GMV 高达 5.7 万亿元，活跃买家数高达 6.5 亿人。家电行业线上零售额也由 2013 年的 522 亿元快速增长至 2019 年的 3510 亿元，线上零售额占比以每年 5% 的增幅提高至 41.5%。

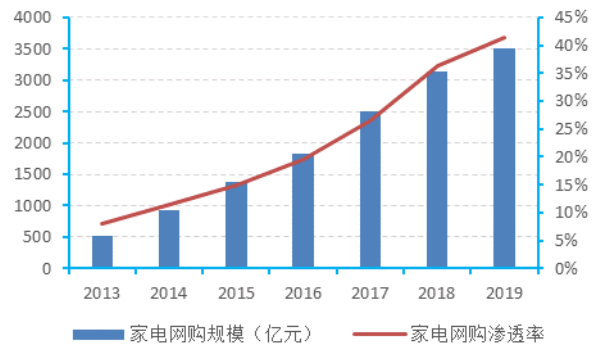
图30： 阿里巴巴系活跃买家及 GMV 快速增长



资料来源：阿里巴巴财报，东兴证券研究所

注：阿里财年指当年的 4 月 1 日至次年的 3 月 31 日

图31： 家电线上渠道的重要性日益凸显

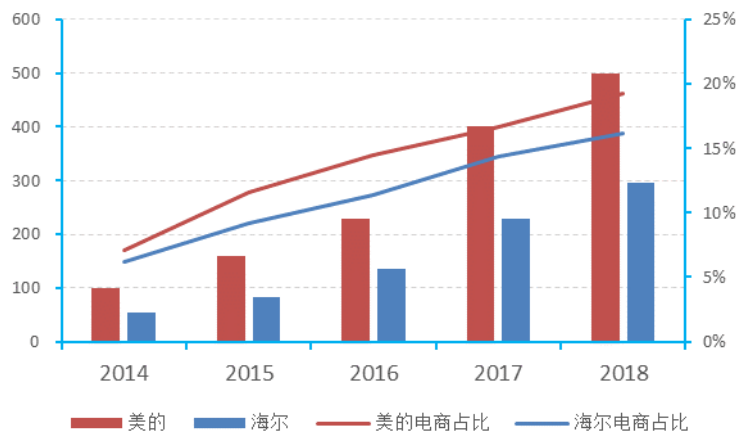


资料来源：工业和信息化部赛迪研究院，中国家用电器协会，东兴证券研究所

注：统计范围包含电视、空、冰、洗、两净、厨房电器、吸尘器和扫地机器人

美的积极参与线上渠道布局。早在 2013 年美的着手为电商自营做准备，整合 16 家天猫店，规范管理。2014 年设立电子商务公司，由生活事业部直接推进，当年全网零售额突破 100 亿元。2017 年继续推进全品类直营，全网销售额再次提速。2018 年销售额全网第一，超过 500 亿元，仅京东一个平台就超过 300 亿元。

图32： 美的电商销售额全网第一，电商营收占比持续增长

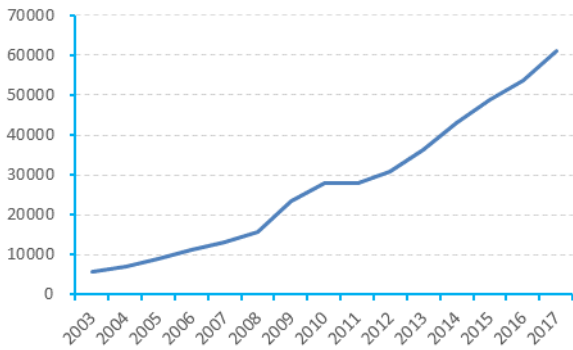


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

电商的发展减少了公司对线下经销商在送货层面的依赖。我国交运、仓储和邮政固定资产投资完成额始终保持较高增速，铁路、公路等基础设施不断普及和完善，带来乡镇物流普及，2018 年全国乡镇快递网点覆盖率已达 92.4%。

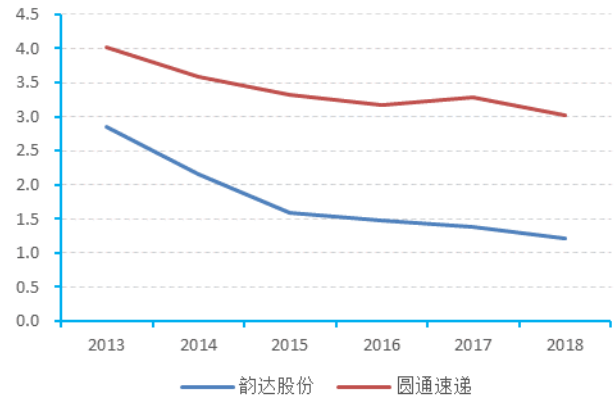
电商需求井喷产生规模效应，进一步摊薄物流送达成本。韵达、圆通披露的单票成本明显下降，德邦披露的单位货量运输成本也持续走低，专业的第三方物流平台在大家电的城乡配送中能发挥更大的作用。

图33： 交运、仓储和邮政固定资产投资完成额增长（亿元）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图34： 快递企业披露的物流单票成本持续走低（元/票）



资料来源：公司财报，招股说明书，东兴证券研究所

电商的发展还减少了公司对线下经销商在仓储层面的依赖。渠道巨头建立起直通乡镇市场的仓储网络。目前无论是京东、苏宁还是阿里，都已经成功打造自己的物流仓储体系，愿意与家电企业共享自身在技术、物流、服务和大数据上的优势，进一步立足县城向农村市场辐射和扩张。

官方自营旗舰店会直接面临备货，尤其是在618、双11等大促会面临脉冲式需求。对公司来说，自建仓储中心，能集中规划线上客户货源，统仓统配减少成本。

安得智联在集团仓储物流业务中发挥的作用越来越大。安得智联成立于2000年，以社会资源为主，自有资源为辅，主要提供干线运输和仓储服务。在美的统仓统配的战略下，安得智联重点发展支线和最后一公里，减少中间环节，实现美的工厂到零售商、乡镇村的端到端的物流，构建“共用仓储、统一调度、快速响应、快速配送”的供应链物流体系。

图35： 安得建设了12个5万平方米以上基地仓



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图36： 安得配送仓辐射全国



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

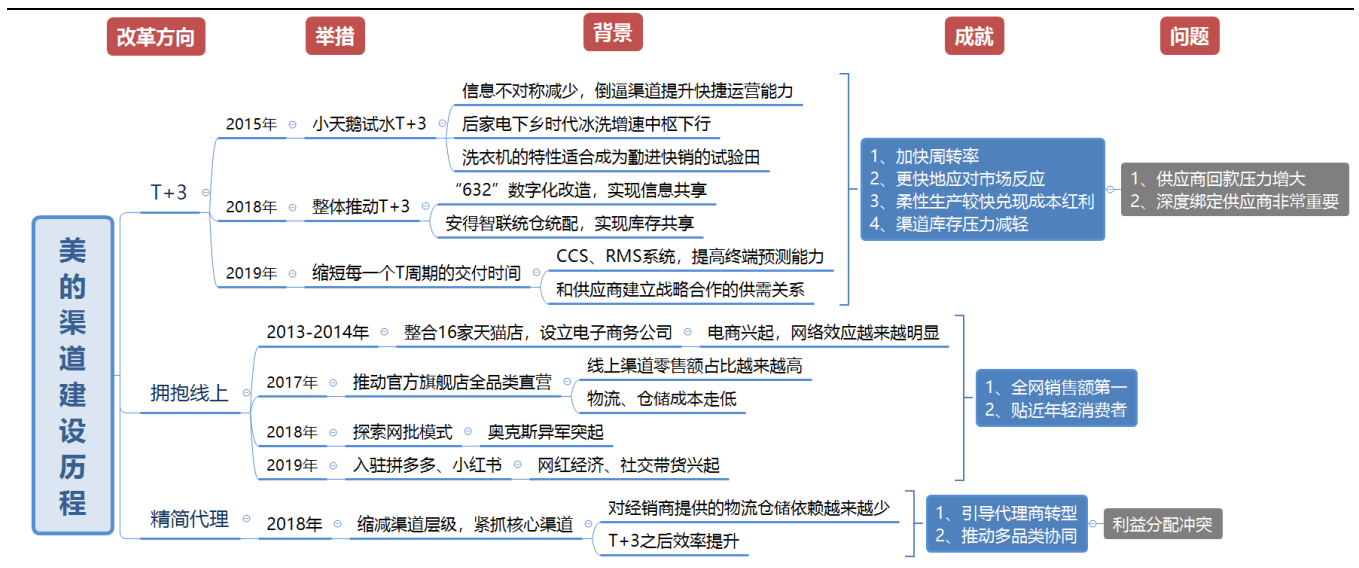
2017 年端到端仓配一体业务占安得智联收入比重达到 20%，2018 年安得智联已建设 118 个城市物流中心，24 小时内可送达 19956 个乡镇，24-48 小时内可送达 16511 个乡镇，全国乡镇 48 小时配送覆盖率可达 87.6%。

3. 开源节流并举，扁平高效的渠道全景初显

长远来看，线上线下两种渠道业态深度融合是大势所趋。电商平台纷纷布局线下实体店，而传统线下渠道也在尝试运用电商发展。不管是线上还是线下，离不开网点下沉提升可得性，也离不开扁平化提升效率。开源节流是永恒的主题。

美的凭借信息化和物流体系的建设，促进线下渠道提效，加速线上和线下渠道的融合，逐步形成相对稳定的渠道局面。未来随着代理商的物流、仓储、分销职能被逐步替代后，代理商会进一步转型为运营商、服务商。

图37： 2011 年之后美的渠道建设历程



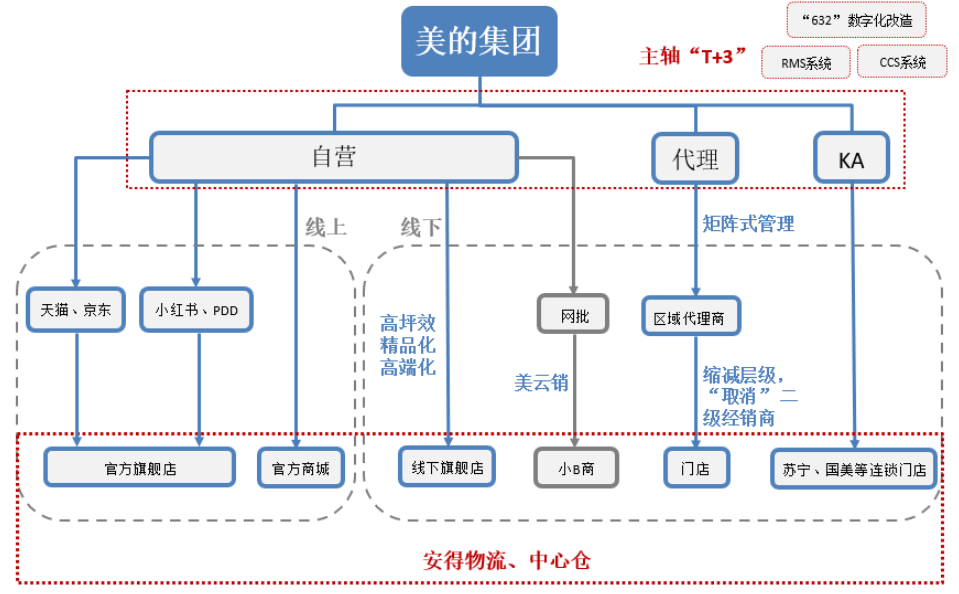
资料来源：东兴证券研究所

3.1 打通“毛细血管”，扁平高效的渠道全景初显

当前美的渠道变革的主轴是“T+3”，自18年起在各事业部推广“T+3”。以客户下单为起点，拉动整个供需价值链为主线进行变革，积极响应用户需求和痛点，在产销协同、交期透明、下线直发、供方协同4个方面展开深度变革。

“T+3”的前提是信息互通。美的推出“632”项目数字化再造3大管理平台，2大集成平台和PLM产品生产周期管理系统、ERP企业资源计划管理系统、APS高级计划排产系统、MES制造执行系统、SRM供应商关系管理系统和CRM客户管理系统这6大运营系统，减少工厂之间、事业部之间的信息不对称，实现信息共享。CCS系统直观捕获消费者需求，提高用户忠诚度。RMS系统对接终端导购，获取宝贵的终端销售数据。

图38：美的高效扁平的渠道全景实际是个兼具信息化建设和物流的体系



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

线下渠道扁平高效且具有差异化。代理渠道缩减渠道层级，“取消”二级经销商，紧抓核心代理商；同时在全国设立多个区域市场运营中心，进行矩阵管理，开展精准的多品类联合促销活动。自营渠道“美云销”上线网批产品对接小B商，探索网批模式；线下旗舰店稳步推进高端和精品化，打造美的品牌形象。线上渠道积极拥抱电商新贵拼多多、小红书，加强网红带货营销。

毛细血管式的网点离不开物流仓储的支持。从2015年开始，美的集团全国各营销中心、代理商、分销商的仓库与库存，由安得智联进行统一的管理、配送。通过统仓统配，实现了库存共享；通过端到端建设，深化“送装一体”服务。

图39：安得智联是渠道扁平化的重要帮手

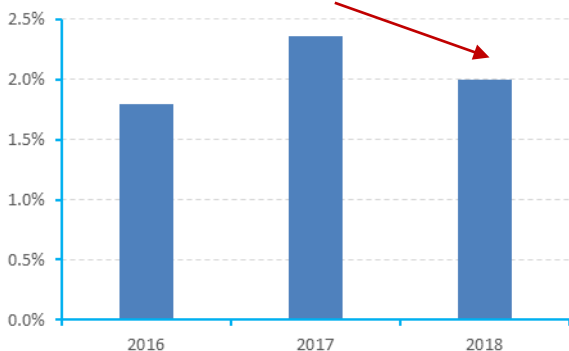


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.2 T+3 的本质是供方协同，倒逼产销提效

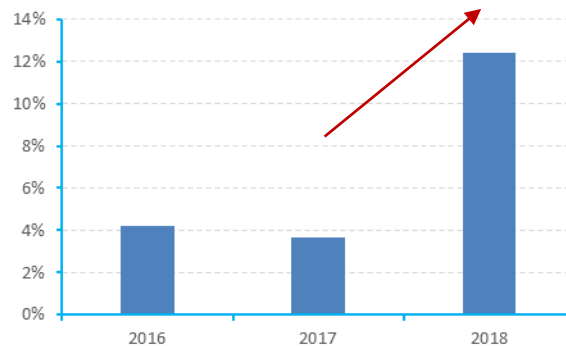
T+3 本质上是由原来的产销协同向供方协同思路转变，倒逼产销提效。尽管美的采取柔性化生产，对于上游的原材料及零部件供应商而言，大规模的平滑生产仍是最优策略，因此部分原本能够转移至美的的“原材料”被迫以“产成品”库存的形式留在供应商。

图40：美的期末库存原材料占营收的比重下降



资料来源：公司财报，wind，东兴证券研究所

图41：供应商聚隆科技期末库存产成品占营收比重上升

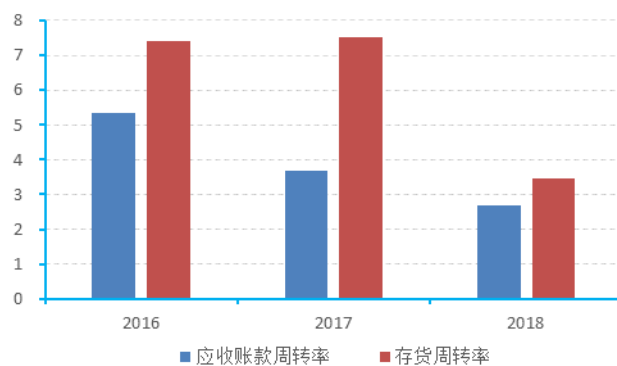


资料来源：公司财报，wind，东兴证券研究所

注：聚隆科技是美的洗衣机减速离合器的重要供应商

供应商的回款压力增大。家电产业链中，强势的整机厂和零部件供应商采用“3+6”模式进行结算，享有3个月的信用期和6个月的承兑汇票期。美的“T+3”之后，对零部件的弹性需求必将导致供应商回款节奏变慢，回款周期变长。

图42：供应商聚隆科技应收账款周转率和存货周转率下降

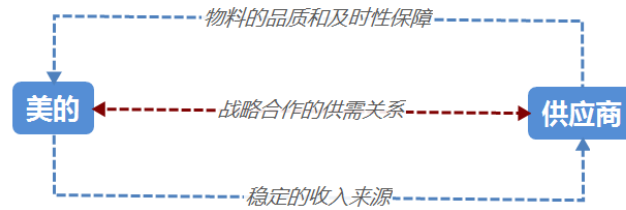


资料来源：公司财报，wind，东兴证券研究所

注：聚隆科技是美的洗衣机减速离合器的重要供应商

深度绑定供应商来保障 T+3 实施非常重要。在 T+3 模式中，产业链中本就弱势且盈利能力不强的供应商承受更多的现金流压力，建立战略合作的供需模式是非常必要的。对美的而言，引入行业内的优秀供应商并发展独家供货关系，能够缩短采购周期，保证物料品质和及时性。对于供应商来说，能够主供强势的整机厂也是稳定盈利的保证。

图43：美的需深度绑定供应商，建立战略合作的供需关系

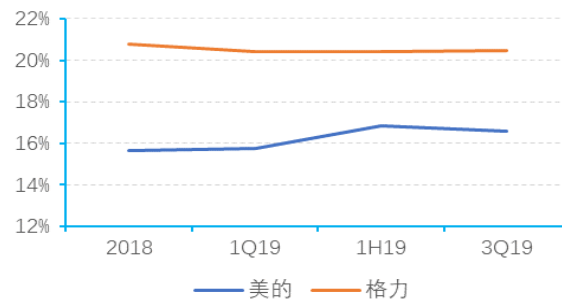


资料来源：东兴证券研究所

3.3 T+3 究竟有什么好处？

T+3是订单式生产必然会加快周转率。但在美的的报表中未见有明显的存货周转率和应收账款周转率的提升，我们认为是电商业务的高速发展压制了效率提升在财务上的表现。电商业务中，美的中心仓备货需要自行承担相应的库存，同时京东平台具有较长的账期，天猫也面临消费者确认收货的时滞。**美的在降价促销下毛销差依然保持稳中有升，我们认为是T+3带来的降本增效。**

图44：美的在降价促销下毛销差保持稳中有升



资料来源：公司财报，wind，东兴证券研究所

以销定产能够更快地应对市场反应。对于市场反响好的产品，销售数据能直接传导至生产端，再进一步传导至研发端，形成产研销的正反馈。经销商承担的物流仓储职能越来越小，实现零售商向服务商的转变。

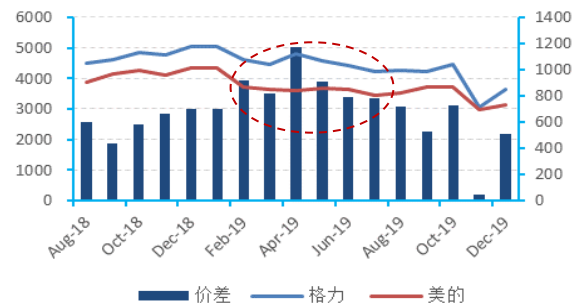
柔性生产较快兑现成本红利。18年下半年主要原材料ABS、铜、铝均出现价格下行，T+3模式下美的能够将原材料成本下降的红利传导至产品端，在19年3月份空调产品主动降价，进一步拉开和格力的价差。

图45：18年下半年以来原材料ABS、铝价下行（美元/吨）



资料来源：LME，Wind，东兴证券研究所

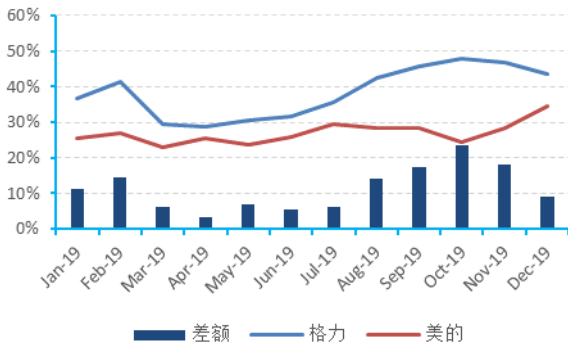
图46：柔性生产之下美的快速兑现成本红利，拉开价差（元）



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

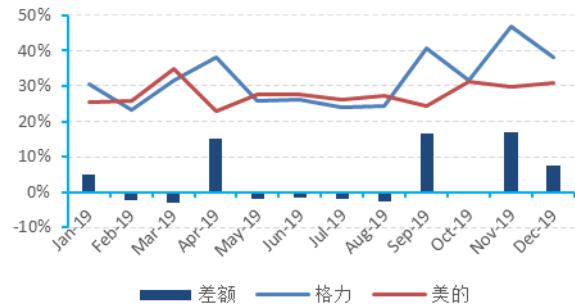
线上思路的线下化带来轻资产运营，渠道库存压力减轻。T+3 的背后是全渠道库存透明和协同，一盘货管理之下全渠道库存得以共享和消化，渠道库存能够处于动态调节的平衡，网批模式也能稳步落实。从零售端数据来看，19 年上半年在美的主动降价拉开价差之后，和格力空调销量份额已经逐渐拉平，但出货端显示仍有一定差距。我们认为，这主要是格力的部分出货由渠道加库存吸收。

图47： 出货端格力和美的空调内销量份额差异



资料来源：产业在线,东兴证券研究所

图48： 零售端格力和美的空调内销量份额差异



资料来源：中怡康,东兴证券研究所

4. 投资建议

除了品牌之争和产品博弈，建设一个高效的渠道已成为家电企业不得不思考的问题。一方面奥克斯、小米凭借较少的加价层级实现了快速发展；另一方面渠道商苏宁开始尝试推出贴牌电器产品。家电渠道时刻都充满变数，每个厂家都在不同的渠道模式中寻找利于自己的渠道模式。

美的唯一不变的就是在变。美的渠道在不同的历史时期多次变革，并能及时进行拨乱反正。当前美的凭借提前布局的物流体系和正在打造的信息化进程，以“T+3”作为主轴，形成了线上线下相融合的高效渠道体系。

我们坚定看好 T+3 下库存控制良好、渠道层级精简、积极探索渠道新模式的美的集团。

5. 风险提示

经济下行超预期；疫情影响超预期；供应商承压超预期；信息化建设进程缓慢。

6. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	“后疫情”专题之家电行业：世界家电工厂的“湿雪”和“长坡”。	2020-04-01
专题报告	【东兴家电】见微知著系列报告(5)：价格为何而战？	2019-12-12
专题报告	【东兴家电】“见微知著”系列报告：水大鱼大，空调行业格局稳固	2019-08-28
专题报告	【东兴家电】行业专题：低线市场二三事	2019-07-02
行业事件点评报告	【东兴家电】行业事件点评：政策刺激更新需求，利好多品类龙头	2019-06-11
专题报告	行业专题报告：关于多品牌布局的一些思考	2019-06-03
产业报告	LED照明产业：在集中中走向繁荣	2019-05-13
公司财报点评	美的集团（000333）年报点评：销售毛利提升，东芝、库卡可期	2019-04-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

闵繁皓

金融硕士研究生，2017年5月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

徐程颖

北京大学硕士，CFA level III(passed)，2019年7月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526