

# 家用电器行业

## 从美的自我进化看格力渠道变革：顺势而变，行稳致远

分析师：曾婵



SAC 执业证号：S0260517050002

SFC CE.no: BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：袁雨辰



SAC 执业证号：S0260517110001

SFC CE.no: BNV055



021-38003640



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：王朝宁



SAC 执业证号：S0260518100001



021-38003640



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 核心观点：

- **引言：**美的作为空调领域的追赶者，在渠道端一直进行着适应市场的变革，可谓是顺势而变的典范。本文将详细复盘美的历史上历次重要的渠道转折或者改革，并重点分析 2017 年后帮助美的开启逆势追击的渠道改革和背后机理，为研究格力后续的改革方向和成效提供参考。
- **美的渠道变革史：顺势而变，行稳致远。（1）2005 年及以前：依托代理，层层分销。**实行代理制，代理商在渠道链条中发挥主导作用。（2）**2005-2012：代理商+美的合资建立销售公司，助力渠道下沉。**2006 年以来，美的开始学习格力，推行合资销售公司模式。销售公司的董事长由代理商担任；总经理则由美的电器派驻，负责企业内部运作。（3）**2012-2017：销司自负盈亏，发力线上渠道。**2012 年，美的开启战略调整，应对行业刺激政策的退出。冰洗业务重回代理制；空调业务持续销售公司模式：总部权力下放给销司，销司自负盈亏。转型背景下 2012 年收入利润有所下滑，但随着改革红利显现，2013 年开始重回高速增长水平。同时，加大布局电商渠道，根据美的的年报数据，2012-2017 年，美的电商全网零售额 5 年复合增长率高达 92.8%。（4）**2017 至今：总部将销司权力收回，持续推进渠道扁平化。**组织架构方面，空调事业部的销售公司模式变为管理中心模式，总部将权利收回，弱化利润考核指标；渠道端，通过美云销实现网批模式，缩短渠道层级；生产端，持续探索 T+3 模式，重塑全流程供应链。
- **以美的为鉴，展望格力渠道改革可能方向：缩减渠道层级，发力电商渠道，加强数字化建设。（1）格力当前改革进程：**部分地区已进行销售公司及代理商职能转变；通过“格力董明珠店”推广新零售模式，与原有线下销售渠道实现平台共享。（2）**改革阵痛：**销司利益理顺过程中，中短期收入与盈利能力回落。（3）**改革方向展望：**格力目前尚未有明确的改革计划，展望格力未来渠道改革，其方向可能包括：缩减渠道层级，通过促使销售公司与代理商职能转化推动渠道扁平化；发力电商渠道，提升线上份额；加强仓储物流与数字化建设的底层支持。
- **投资建议：**白电行业已经迈入综合竞争阶段，以数字化带动的全产业链效率提升或为企业未来制胜的关键之一。当前，美的产销端的渠道改革红利已经初步释放。复盘其改革历程，过程中也经历了阵痛，正如如今的空调龙头格力。未来格力需要完成的渠道改革有以下三点关键：缩减渠道层级、发力电商渠道、加强数字化和物流建设。白电龙头凭借产业链一体化的制造壁垒、强大的品牌与渠道能力，适应时代的发展不断进行自我革新，看好未来强者恒强。基于此，我们继续美的集团、海尔智家、格力电器。
- **风险提示：**渠道改革进程不及预期；需求持续低迷；行业竞争格局恶化；原材料价格大幅上涨。

### 相关研究：

家用电器行业:我国空调行业格局变迁史：四十年回顾，现强者恒强

2020-05-05

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：高润鑫 gaorunxin@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
美的集团	000333.SZ	人民币	68.00	2020/9/6	买入	81.67	3.57	4.08	19.03	16.67	13.51	11.22	21.10	21.21
海尔智家	600690.SH	人民币	22.00	2020/8/30	买入	24.59	1.01	1.23	21.83	17.89	12.02	8.57	12.35	13.10
格力电器	000651.SZ	人民币	55.28	2020/8/31	买入	63.04	3.06	3.94	18.05	14.03	11.06	8.13	16.03	18.35

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中收盘价为 2020/9/14 收盘价。所有公司 2020 年、2021 年预测数据与广发外发报告一致。

## 目录索引

一、引言	6
二、美的渠道变革史：顺势而变，行稳致远	7
（一）2005 年以前：依托代理，层层分销	7
（二）2005-2012：代理商+美的合资建立销售公司，助力渠道下沉	7
（三）2012-2017：销司自负盈亏，发力线上渠道	9
（四）2017 至今：总部将销司权力收回，持续推进渠道扁平化	12
三、以美的为鉴，展望格力改革可能方向：缩减渠道层级，发力电商渠道，加强数字化和物流建设	19
（一）格力当前渠道改革进程：渠道层级优化，推广新零售模式	19
（二）改革阵痛：市场地位阶段性被超越及自身业绩回落	21
（三）改革方向展望：缩减层级，重视线上，加强仓储物流数字化建设	23
四、投资建议	26
五、风险提示	26

## 图表索引

图 1: 美的渠道结构变化历史 .....	6
图 2: 美的空调内销出货端历史份额 .....	6
图 3: 2005 年以前美的实行“总公司-分公司-代理商-经销商-终端”代理制度 .....	7
图 4: 美的合资销售公司制下的渠道结构与股权结构 .....	8
图 5: 美的销售公司组织架构: 董事长代理商担任, 管理人员由美的派驻 .....	8
图 6: 2012 年后美的冰洗重回代理制, 空调继续销售公司模式 .....	9
图 7: 美的与格力营业收入 YoY (%) .....	10
图 8: 美的与格力归母净利 YoY (%) .....	10
图 9: 美的线上渠道发展大事记 .....	11
图 10: 2012-2017 美的电商全网零售额复合增长率高达 92.8% .....	12
图 11: 2017 年美的各主要品类线上份额 .....	12
图 12: 苏宁零售云门店加速扩张 .....	13
图 13: 京东家电专卖店 .....	13
图 14: 美的线下渠道变革 .....	13
图 15: 美的网批模式: 借助美云销, 实现终端经销商与厂商的直接对接 .....	14
图 16: 空调行业销售具有季节波动性 .....	15
图 17: 美的空调 5-7 月旺季零售量占全年比例不断下滑 .....	15
图 18: 美的 T+3: 从“以产定销”到“以销定产” .....	15
图 19: 美的与格力空调出货端份额差距从 2015 年的 19% 扩大 6pct 至 2016 年的 25% .....	16
图 20: T+3 模式下美的兑现成本红利, 率先降价 (元) .....	17
图 21: 美的、格力线下零售量份额 .....	17
图 22: 美的基于一盘货策略, 建立库存中心, 进行全渠道库存管理与调度 .....	18
图 23: 各品牌年度空调出货端内销量份额: 美的 2020M1-7 位居第一 .....	18
图 24: 各品牌年度空调线下零售端销量份额: 美的 2020M1-7 位居第一 .....	18
图 25: 各品牌月度空调线上零售端销量份额 .....	19
图 26: 各品牌月度空调线下零售端销量份额 .....	19
图 27: 格力渠道层级: 核心经销商是公司的第二大股东 .....	20
图 28: 董明珠的店运营模式 .....	20
图 29: 原山东格力空调销售总监转投美的 .....	21
图 30: 2019 年年初以来格力空调内销同比增速落后于美的, 5 月起落后于行业 (受渠道改革、去库存等因素影响) .....	22
图 31: 各品牌空调内销出货端份额: 格力与美的间差距逐渐缩小 (受渠道改革、去库存等因素影响) .....	22
图 32: 格力、美的、海尔分季度营业收入 YoY: 受渠道改革、去库存等因素影响, 2019Q4 以来格力大幅下滑 .....	22
图 33: 格力、美的、海尔分季度归母净利 YoY: 受渠道改革、去库存等因素影响, 2019Q4 以来格力大幅下滑 .....	22
图 34: 格力、美的、海尔分季度销售毛利率 (%) .....	23

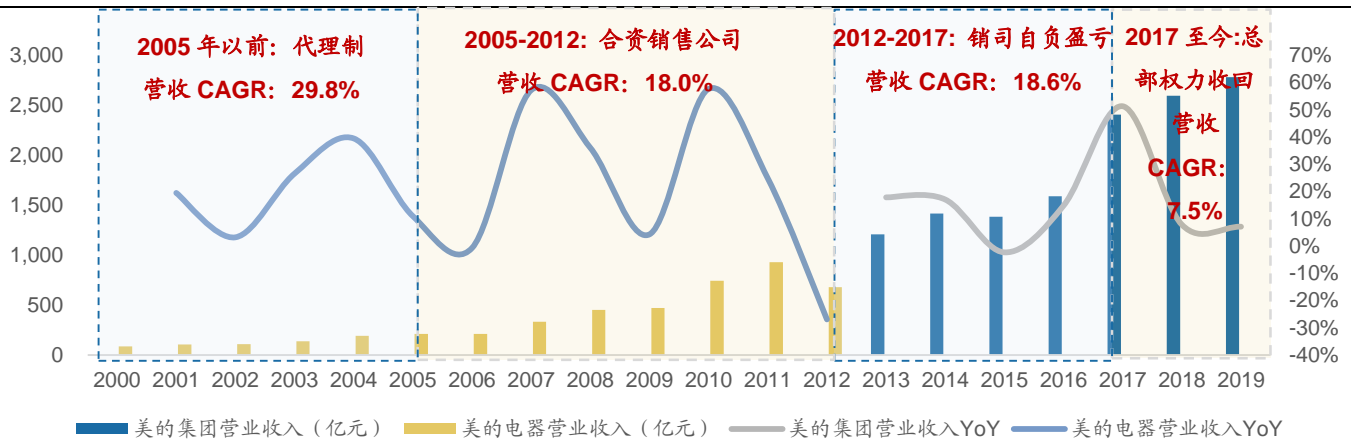
图 35: 格力、美的、海尔分季度销售净利率 (%) .....	23
图 36: 美的线上销量份额领先于格力 .....	24
图 37: 空调线上线下零售量 (万台): 2020H1 线上占比攀升至 54% .....	24
图 38: 格力层层分销模式下仓储、物流分别由各个环节负责 .....	25
表 1: 美的 KA 与旗舰店发展历程 .....	11
表 2: 美的生产端 IT 基础平台建设 .....	25
表 3: 格力在渠道进销存、物流管控端与美的有较大差距 .....	26

## 一、引言

渠道变革是近几年家电行业最牵动人心的话题。美的作为空调领域的追赶者，在渠道端一直进行着适应市场的变革。从最初的学习格力“区域销售公司”模式，到后期总部将销司收回变成运营中心，同时配合“T+3”模式进行渠道扁平化、开启网批模式，在新的零售环境下逐渐阶段性超越格力，可谓是顺势而变的典范。

本文将详细复盘美的历史上历次重要的渠道转折或者变化，并重点分析2017年后帮助美的开启逆势追击的渠道改革和背后机理，以及彼时因改革而经历的阵痛。最后，虽然格力与美的两家厂商与渠道之间的历史渊源、利益牵扯、博弈关系并不简单的相提并论，但我们依然试图通过美的渠道的变化，为格力后续的改革方向和成效提供参考。

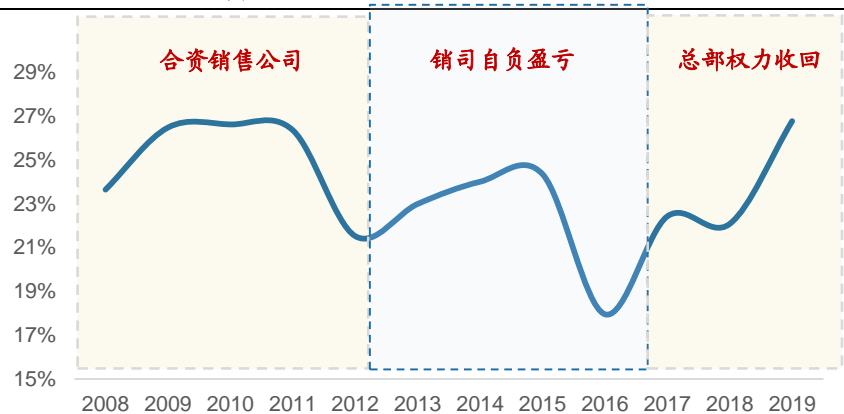
图 1：美的渠道结构变化历史



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：2013年美的电器终止上市，美的集团整体上市，因此该年营收同比数据不连续。

图 2：美的空调内销出货端历史份额



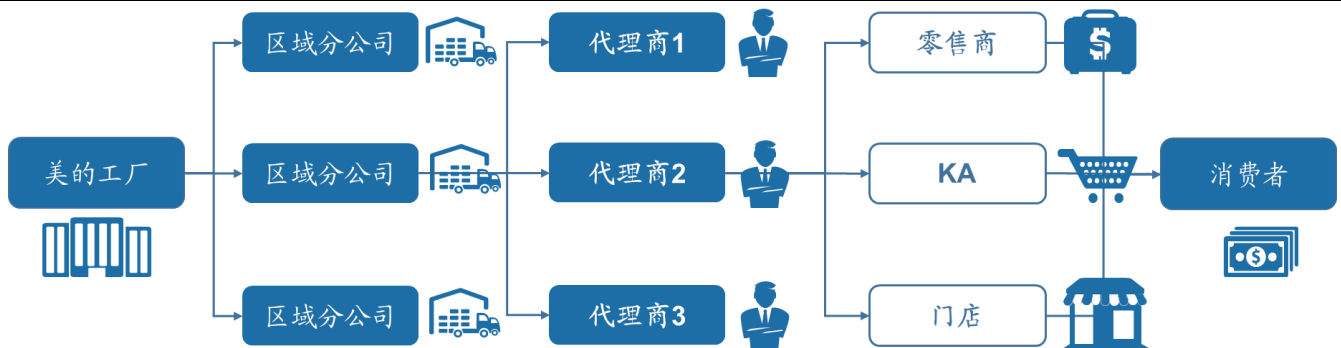
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

## 二、美的渠道变革史：顺势而变，行稳致远

### （一）2005 年以前：依托代理，层层分销

这一阶段，美的实行代理制，渠道层级为“总公司-分公司-代理商-经销商-终端”，代理商在渠道链条中发挥主导作用。美的在国内各行政省设立分公司。在每一个区域市场中往往有多个代理商，美的区域分公司直接向代理商供货。代理商则可以自由地向区域内的零售商供货。

图 3：2005 年以前美的实行“总公司-分公司-代理商-经销商-终端”代理制度



数据来源：《美的渠道变革之轨迹》，广发证券发展研究中心

### （二）2005-2012：代理商+美的合资建立销售公司，助力渠道下沉

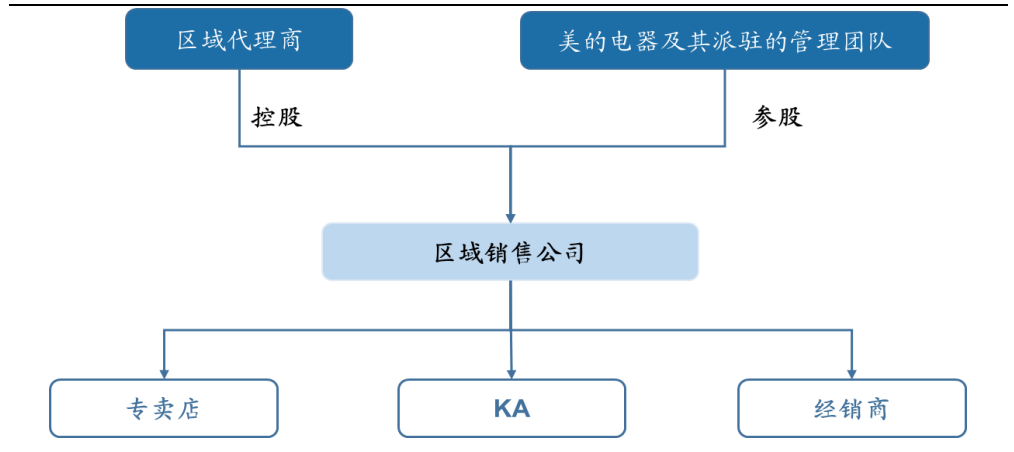
2006年以来，三四级市场需求大幅增长，与代理商合资成立销售公司、自建渠道，是加强渠道合作的一种方式，有利于美的深入三四级市场。

2006年，美的开始学习格力，推行合资销售公司模式。从渠道结构来看，由“总公司—分公司—代理商—经销商”变为“总公司—合资销售公司—经销商”。其运作模式为，美的电器在各地区与原先的一级代理商合资组建区域销售公司，由这个公司来代替美的电器在当地管理销售市场。坚持区域自治原则，确保各级经销商合理利润。

从股权结构来看，代理商与美的电器共同参股。原代理商为控股股东，美的电器及其派驻的管理团队为参股股东。通过多方参股的合资公司形式，可以确保美的电器与当地家电渠道共进退、同发展。



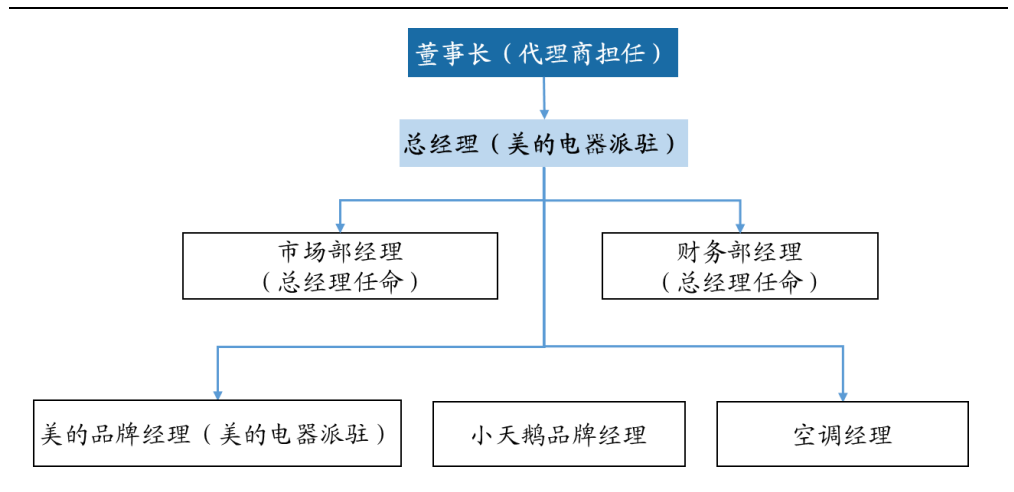
图 4: 美的合资销售公司制下的渠道结构与股权结构



数据来源：第一财经，广发证券发展研究中心

从组织架构来看，美的向各区域销售公司输出各类销售管理人员，以协助代理商经营管理。区域销售公司的董事长由代理商担任；总经理则由美的电器派驻，负责企业内部运作，管理市场部经理、财务经理、品牌经理，其中品牌经理由美的电器派驻，负责进行人员管理、网络开发、活动策划、产品规划。同时，根据新浪财经报道，美的承诺，如果区域销售公司产生亏损，美的将予以财政补贴。

图 5: 美的销售公司组织架构：董事长代理商担任，管理人员由美的派驻



数据来源：《海尔集团美的电器营销渠道策略对比研究》，广发证券发展研究中心

2008年成立营销总部，整合空冰洗对外销售。2007年，美的空调在中国市场的 58 家分支机构已有 45 家改造为独立法人、变为销售公司；2008年末，空调产品管理中心已经全部转为销售公司，完成了一次深刻的营销体制变革。同时，2008年美的电器将空调、冰箱、洗衣机等各事业部的销售职能剥离出来，成立了“制冷营销总部”，所有大家电产品通过销售总部对外销售。



销售公司制下，公司形成了全方位与立体式市场覆盖。截至2011年底，公司空调、冰箱、洗衣机网点总数超过70,000家，其中综合网点超过40,000家；截至2012年底，公司渠道网点已经实现了一、二级市场实现全覆盖，三、四级市场覆盖率达95%以上。

### （三）2012-2017：销司自负盈亏，发力线上渠道

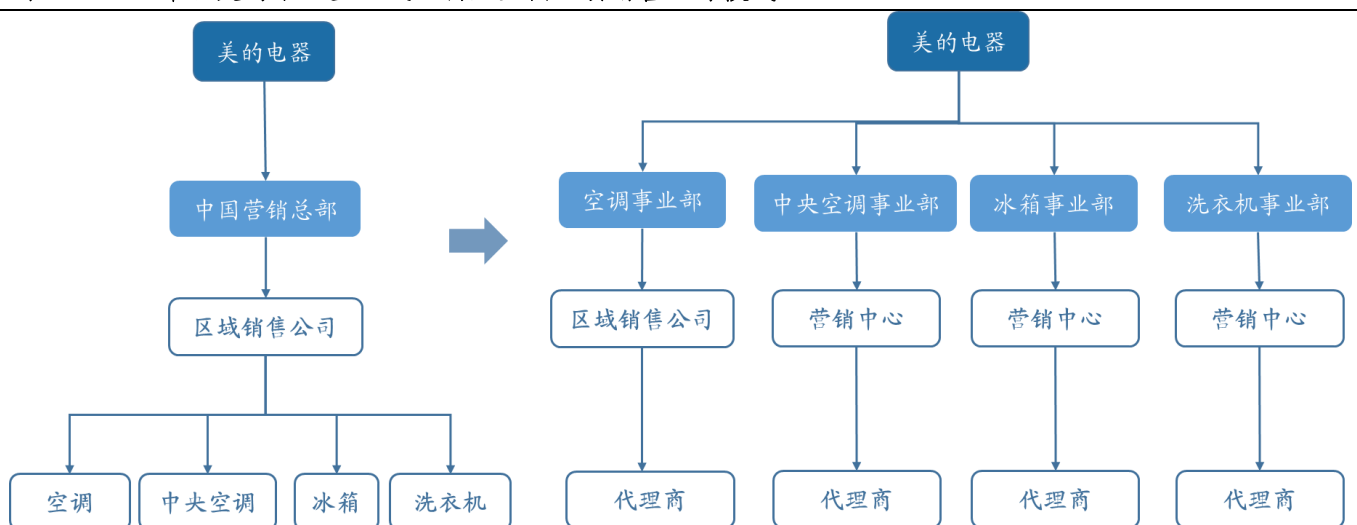
#### 1. 冰洗重回代理制，空调继续销售公司模式

**冰洗回归产品事业部，重回代理制。**2012年，美的将冰洗业务从区域销售公司独立出来，回归各自的产品事业部；重回代理制，实行“事业部营销中心+代理商”模式。此前，空冰洗业务同属区域销售公司之下，但空调业务往往较为强势，冰洗业务则处于附属地位，重回事业部独立运营更有利于“研、产、销”一体化，结合冰洗产品特性，制定出针对性的营销方案。

**空调业务持续销售公司模式，总部权力下放，销司自负盈亏，进一步向格力靠拢。**具体来看：

- （1） 财政权与经营权下放：相关的预算费用由总部下放到销售公司，同时总部也不再干预销售公司的具体经营；
- （2） 销售公司自负盈亏，总部不再进行补贴；
- （3） 大量裁撤冗余销售人员，对销售体系进行减员增效，压缩成本，节省开支。

图 6：2012年后美的冰洗重回代理制，空调继续销售公司模式



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

同时，在2012年行业增速放缓的背景下，公司主动推动有质量增长的战略转型。大幅缩减产品品类，注重产品结构的改善与优化，并主动放弃了部分低毛利产品的销售。改革伴随着阵痛，转型背景下当年公司收入与利润有所下滑。2012年美的电器整体收入同比下降 26.89%，归母净利润同比下降6.25%。但随着改革带来的长期产品结构升级，成本控制，效率提升等红利显现，2013年开始，美的收入与归母净利润开始重回高速增长水平。

图 7：美的与格力营业收入YoY (%)

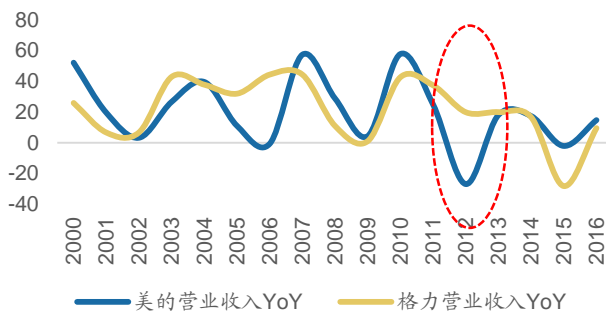
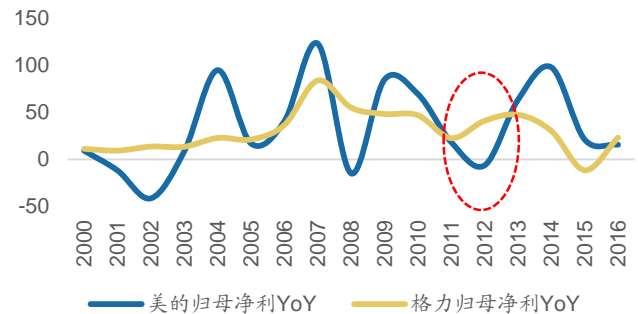


图 8：美的与格力归母净利润 YoY (%)



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：2000-2012 年增速为美的电器，2013 年及以后为美的集团

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：2000-2012 年增速为美的电器，2013 年及以后为美的集团

## 2. 深化与KA合作，加强自身旗舰店建设

公司重视与KA渠道合作，不断提升连锁渠道零售能力。据年报披露，2014年，公司与苏宁、国美和各区域 70 多家优秀家电专业连锁建立起战略合作关系；2016年，公司区域性连锁渠道整体零售收入迈入百亿门槛；

同时加强自身旗舰店建设。据公司年报，2014、2015年美的旗舰店在三四级市场分别实现了超过 70%、90%的覆盖。2017年，公司渠道网点已实现一、二级市场全覆盖，三、四级市场覆盖率达 95%以上。

表 1: 美的 KA 与旗舰店发展历程

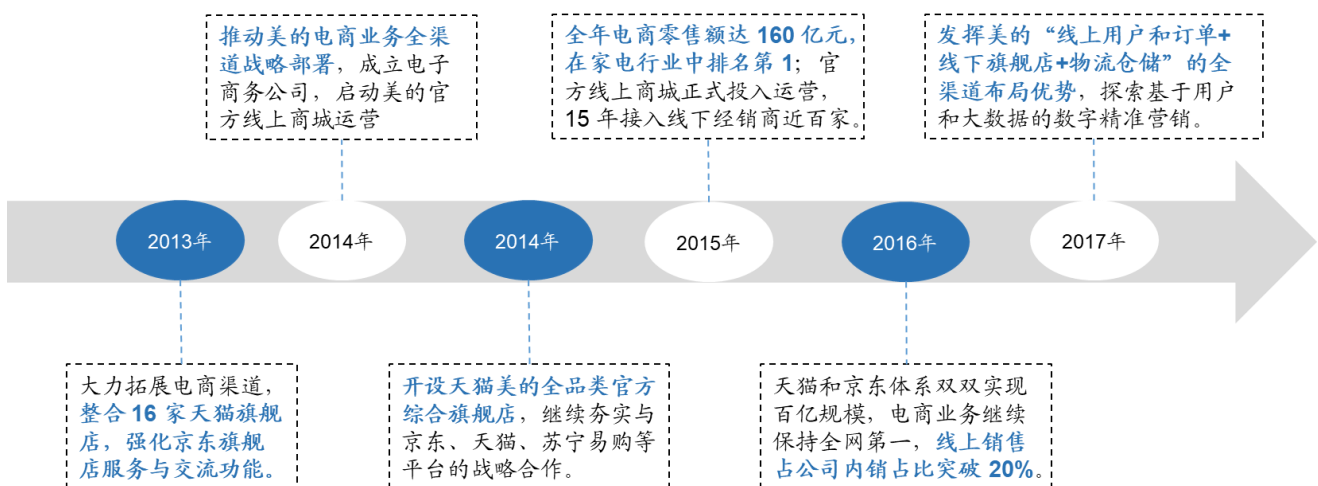
	时间	内容
KA	2012	在成熟稳定的一二级市场，公司与国美、苏宁等大型家电连锁卖场一直保持着良好的合作关系
	2014	公司与苏宁、国美和各区域 70 多家优秀家电专业连锁建立起战略性合作关系，通过提供定制或包销产品型号、规模奖励、品牌专场、多品类联合套购促销等政策支持，确保美的份额不断提升。
	2015	公司继续强化与苏宁和国美两大 KA 连锁渠道及 80 多家 TOP 俱乐部客户的战略协作，常态化开展了具有品牌专属性或排他性的联合促销活动。
	2016	公司深入拓展旗舰店、苏宁、国美、区域性连锁（TOP100）、小区域连锁（VIP200）和乡镇专卖店 6 大渠道，区域性连锁渠道整体零售收入迈入百亿门槛
	2017	继续深化与国美、苏宁的合作，积极推进与 TOP 俱乐部合作，加强 VIP 中小连锁俱乐部建设。
旗舰店	2014	定位于零售、售后服务、送装服务和会员社区等功能“四位一体”的旗舰店总数已突破 1900 家，其中当年新增近 1400 家；美的旗舰店在三四级市场已实现了超过 70%的覆盖。
	2015	美的旗舰店总数突破 2200 家，在三四级市场已实现了超过 90%的覆盖。
网点	2017	公司渠道网点已实现一、二级市场全覆盖，三、四级市场覆盖率达 95%以上

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

### 3. 布局电商渠道，顺应线上线下融合趋势

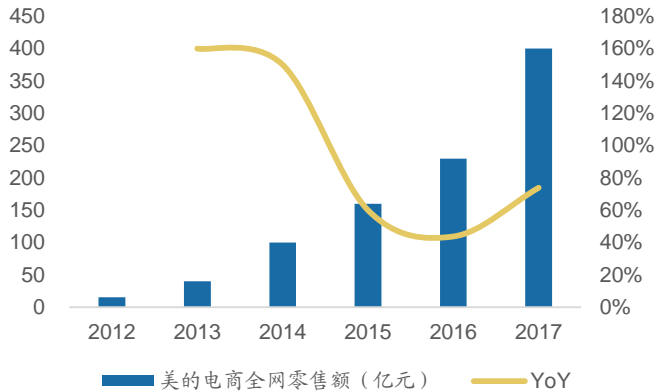
加大布局电商渠道，各品类线上份额领先。2013年起，美的抓住线上风口，开始布局线上渠道。据公司年报，2012-2017年，美的电商全网零售额从15亿元增长至400亿元，5年复合增长率高达92.8%。2017年，美的空调、冰箱线上份额位列第二，净水机线上份额位列第三，其他主要品类份额均位列行业第一。

图 9: 美的线上渠道发展大事记



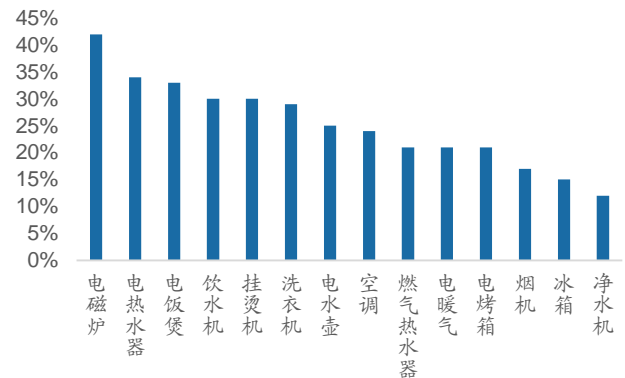
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 10: 2012-2017美的电商全网零售额复合增长率高  
达92.8%



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 11: 2017年美的各主要品类线上份额



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

#### (四) 2017 至今: 总部将销司权力收回, 持续推进渠道扁平化

##### 1. 组织架构: 变销售公司模式为管理中心模式, 总部权力收回

2017年, 美的将空调事业部的销售公司模式变为管理中心模式, 同时在全国成立 29 个商务中心。商务中心主要以省级为单位, 各省商务中心由美的集团用户与市场部管理。商务中心负责协调美的旗下不同产品线之间的市场营销推广业务, 有利于打破美的割裂的事业部制, 推动多品类协同。

变革前, 销售公司模式下, 各地销售公司自负盈亏, 其对利润指标更为重视。“舍利润换份额”的意愿较低, 这与总部彼时提升市场份额优先的宗旨相违背。变革后, 管理中心模式下, 总部将权利收回, 取消利润考核指标。各中心服从总部命令, 弱化利润, 转而以抢夺市场份额为核心, 由总部对中心的亏损进行补贴。

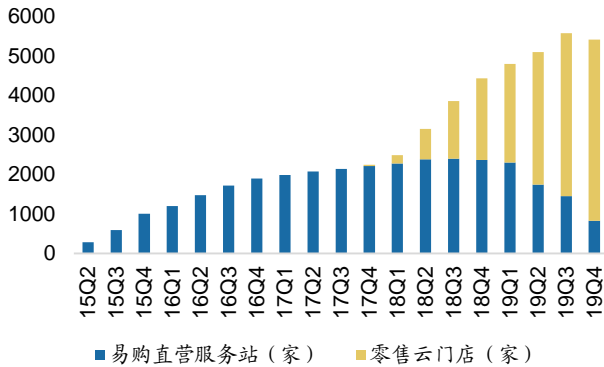
##### 2. 渠道端: 缩短渠道层级, 新增网批渠道, 直达终端小B

电商巨头加速渠道下沉。近年来, 以苏宁零售云、京东家电为代表的零售巨头正在加速向三四线市场渠道下沉。据京东官方数据, 截至2020年7月, “京东家电专卖店”数量已突破 1.5 万家, 实现对全国 2.5 万个乡镇、60 万个行政村的全面覆盖。而

据苏宁年报，截至2019Q4，苏宁零售云门店已达约4600家。

外部环境的变化倒逼美的开始缩减渠道层级，提升渠道效率。苏宁零售云等渠道通过品牌直采、工厂直供的方式，直接触达消费者。相比美的等家电企业层层分销的传统渠道，加价率更低，其终端价格甚至低于传统渠道批发价，更具竞争力。

图 12: 苏宁零售云门店加速扩张



数据来源: 苏宁公司公告, 广发证券发展研究中心

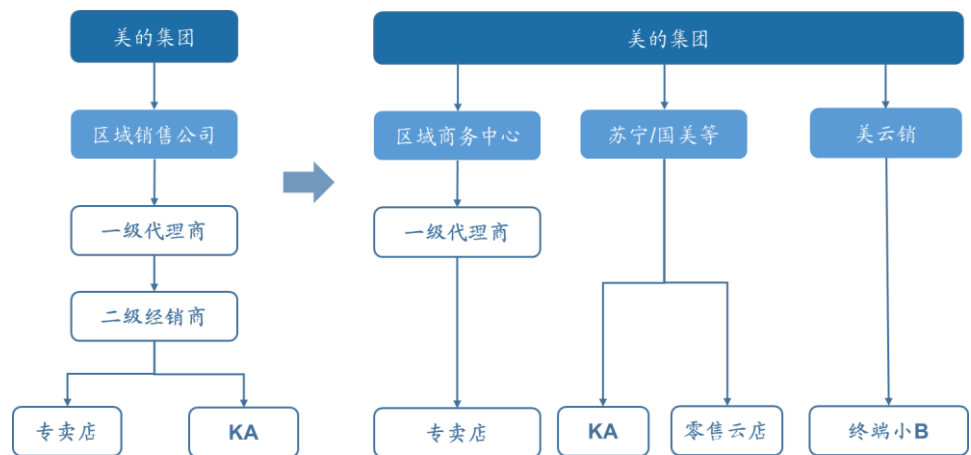
图 13: 京东家电专卖店



数据来源: 快科技, 广发证券发展研究中心

2017年，美的开始进行渠道层级扁平化。取消二级经销商，同时促进一级代理商职能向运营商转变，渠道层级由“美的-销售公司-代理商-二级经销商-终端零售商”变为“美的-商务中心-代理商（向运营商转变）-终端零售商”。

图 14: 美的线下渠道变革



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

与此同时，通过美云销实现网批模式，实现终端经销商与厂商的直接对接。传统的代理分销渠道体系下，渠道流通需经历“厂商-销售公司-代理商-终端经销商”等层层环节，而美的网批模式则实现了工厂直供经销商门店，“厂商-终端经销商”直接对接。通过压缩渠道层级节省了中间环节的代理商加价，从而将利润让渡于厂商、

终端经销商与消费者。同时，渠道云专注于线下客户的效率提升与营销赋能，帮助企业打通代理商、分销商、终端门店全渠道信息流。实现渠道销售情况、渠道库存数量、渠道政策等重要信息的数字化透明，从而促进渠道管理下沉和流通效率提高。

图 15: 美的网批模式: 借助美云销, 实现终端经销商与厂商的直接对接



数据来源:《电器》杂志, 广发证券发展研究中心

### 3. 生产端: 持续探索T+3模式, 重塑全流程供应链

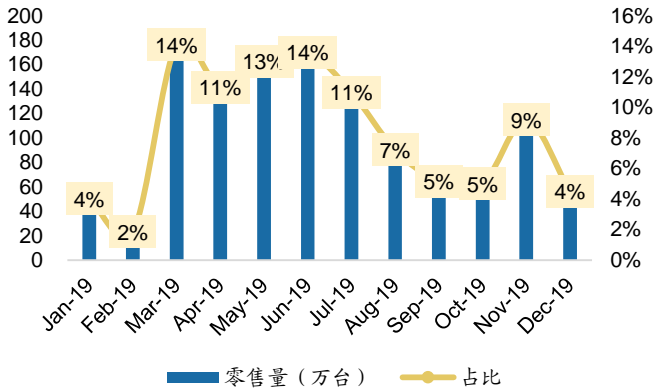
2014年, 美的率先在小天鹅试水“T+3”模式; 2016年, 美的开始将“T+3”推广到家用空调领域。

“人工造节”+更新替代需求增多等因素使空调季节性波动削弱, 更适应于T+3模式。此前, 业内普遍认为, “T+3”模式并不适合季节性较强的空调行业, 很容易造成旺季丢失市场份额或淡季产能过剩的后果。但根据中怡康数据, 近年来, 美的空调5-7月旺季零售量占全年比例不断下滑, 从2007年的55%下滑19pct至2019年的36%。其原因可能包括:

- (1) “京东618”, “双11”等购物平台的促销狂欢节以及商家的日常促销分散了旺季的空调购买量, 消费者选择在平台促销时购买空调的意愿强于在旺季购买的意愿。
- (2) 更新替代需求增多, 相比新增需求多集中在旺季, 更新需求导致的空调消费季节性更弱。

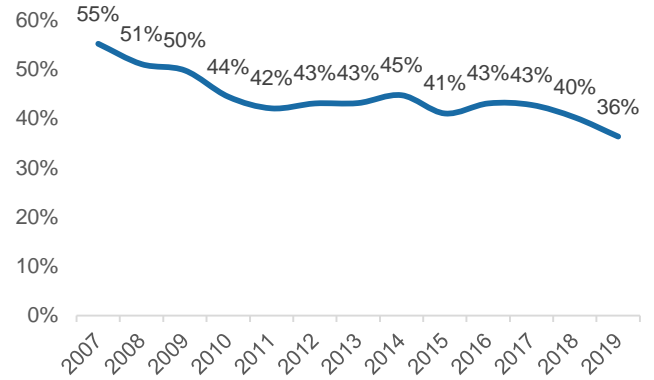


图 16: 空调行业销售具有季节波动性



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

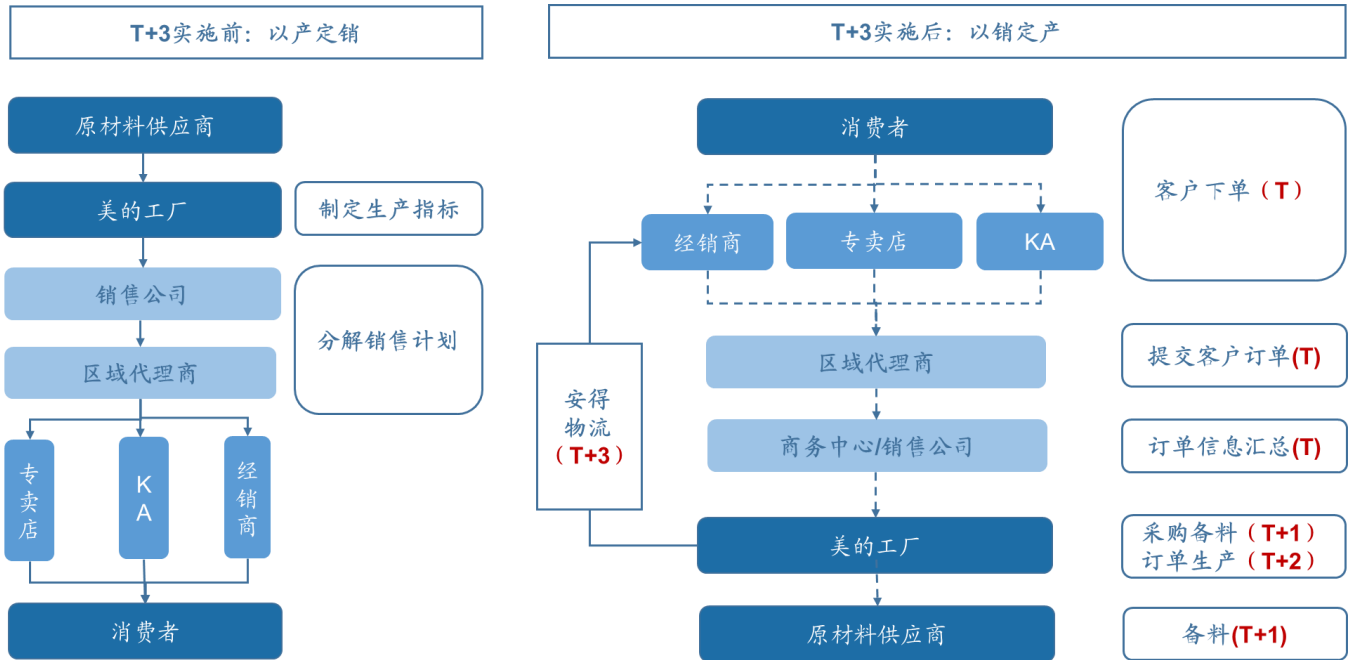
图 17: 美的空调 5-7 月旺季零售量占全年比例不断下滑



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

**T+3 模式下从“以产定销”到“以销定产”，实现“以消费者为中心”。**以产定销模式下，总部首先确定生产指标，再根据生产指标编制销售计划，企业的生产计划与终端消费者的产品需求脱节，无法敏锐感知市场变化。而以销定产模式下，消费者需求信息能层层传递至生产端与研发端，从而实现以消费者为中心的生产行为。

图 18: 美的T+3: 从“以产定销”到“以销定产”

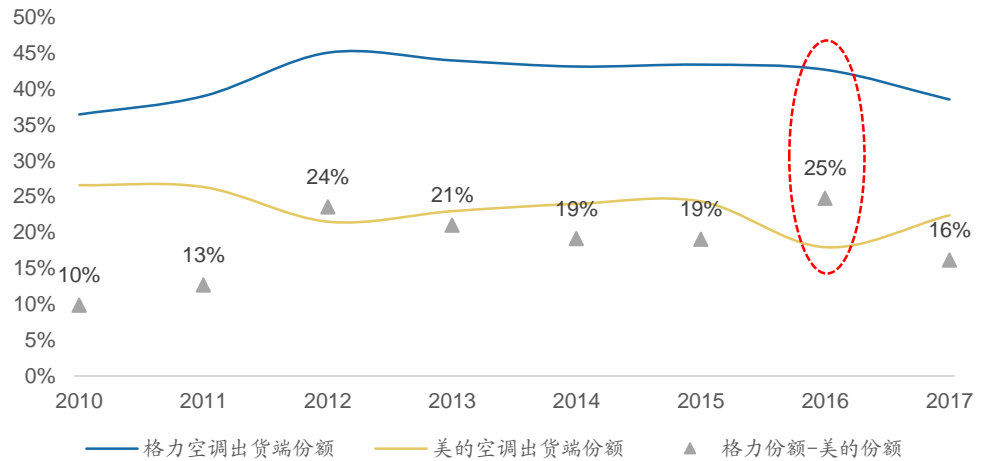


数据来源: 《深入浅出美的“T+3”》, 广发证券发展研究中心



**T+3导致的产能与缺货问题带来短期阵痛。**在空调领域实行初期，美的坚持降低工厂出货，将空调库存清理到底。在部分产品缺货的情况下，集团仍要求“坚决去库存，不囤货”，从而导致旺季需求集中爆发，而部分型号缺货现象严重，产能未能跟进，经销商无货可卖。2016年美的份额端数据不增反降。

**图 19: 美的与格力空调出货端份额差距从2015年的19%扩大6pct至2016年的25%**

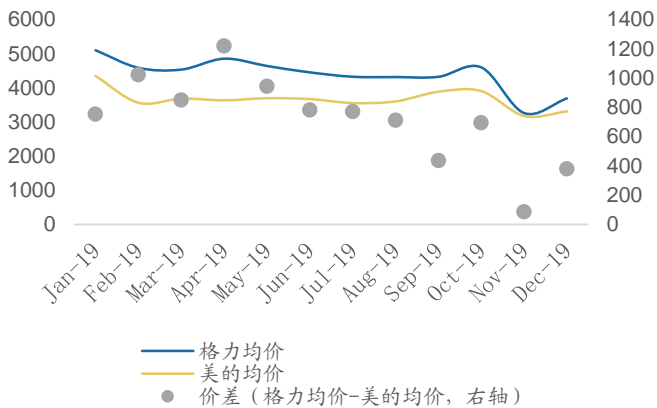


数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

此后，随着美的数字化与自动化程度提升，产能弹性与生产能力逐步增强。T+3以小批量、定制化的柔性制造产能替代大批量生产模式，通过弹性化生产实现产能的提升。据搜狐网报道，自2012年起，美的集团在中国没有新建一家工厂、一条产线，取而代之的是推动美的制造向智能化、柔性化前进，运用工业互联网，将工厂变为连接企业内部和外部的节点，用可视化数据指导生产和决策，通过智能排产、供应商协同和下线直发快速应对市场变化，提升生产与制造能力。

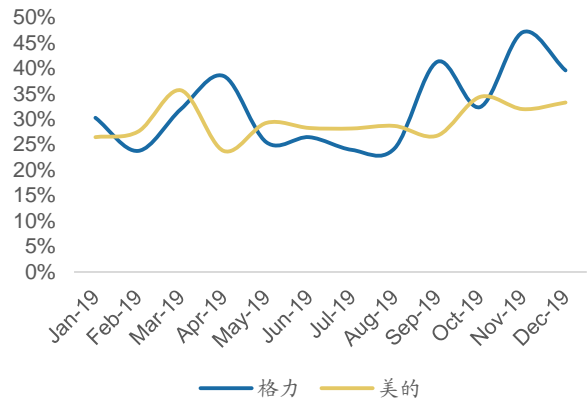
**T+3 模式下能更灵活的利用原材料成本周期，兑现成本红利。**T+3 模式下，能够更加灵活的利用原材料成本周期，在成本下行时延后生产兑现成本红利，成本上行时也可提前向上游备货，进可攻退可守。2019年3月起，美的率先降价，带动了终端份额提升；而格力受制于压货模式带来的渠道高价格库存，终端一直无法跟进降价，份额持续下滑。

图 20: T+3模式下美的兑现成本红利, 率先降价(元)



数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

图 21: 美的、格力线下零售量份额



数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

当然, T+3的实现离不开物流体系的支持, 美的借助安得物流, 实现了全渠道配套物流体系的数字化变革。

**(1) 仓储环节: 多仓合一, 一盘货共享。**安得将美的中心、销售公司、经销商及电商仓库四仓合一, 整合成协同仓, 从而实现多渠道库存的一盘货共享。最大化整合库存资源, 有效降低冗余库存; 实现工厂到渠道网点、用户的直配, 有效减少了渠道资金占用及多次配送装卸过程中的成本, 促进渠道成本的大幅降低。

**(2) 运输环节: 全程信息透明。**安得将端到端之间的运输流程打通, 并且整合上下游资源, 将物流服务的半径向前后端延伸, 为消费者提供包括仓储、干线、区域配送等服务在内的一体化智慧物流解决方案。

**(3) 配送环节: 配送直管, 送装一体。**在城配环节, 为了保障时效, 安得摒弃了以往将配送业务纯粹外包给供应商的形式, 将管理触角直达运力末端司机。此外, 在依托集团覆盖全国2500+最后一公里网点体系的基础上, 安得提供“送装一体”的服务, 送货即安装, 优化消费者服务体验。

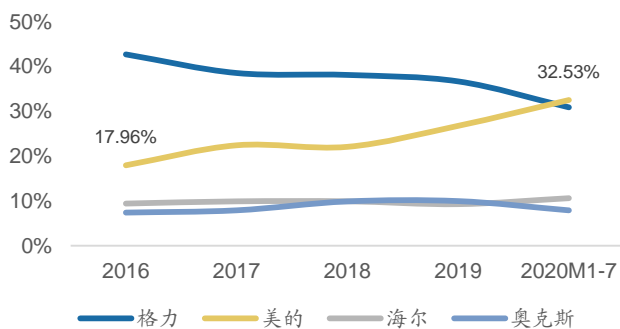
图 22: 美的基于一盘货策略, 建立库存中心, 进行全渠道库存管理与调度



数据来源: 物流沙龙, 安得智联官网, 广发证券发展研究中心

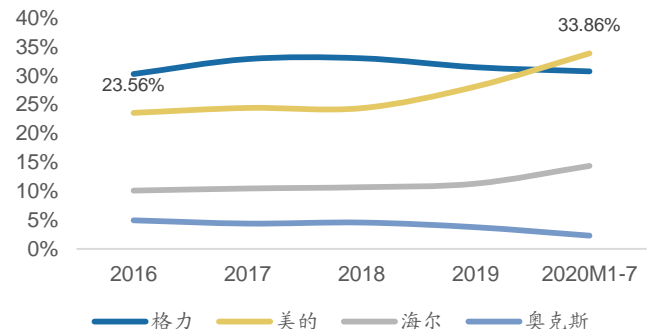
渠道变革对美的份额端提升明显, 2020M1-7超越格力。自2018年起, 美的空调出货端及零售端份额均保持持续增长, 并在2020M1-7实现了对龙头格力的超越。出货端来看, 根据产业在线数据, 美的从2018年的22.1%净增长10.4pct至2020M1-7的32.5%; 零售端来看, 根据中怡康数据, 美的从2018年的24.4%净增长9.5pct至2020M1-7的33.9%。

图 23: 各品牌年度空调出货端内销量份额: 美的 2020M1-7位居第一



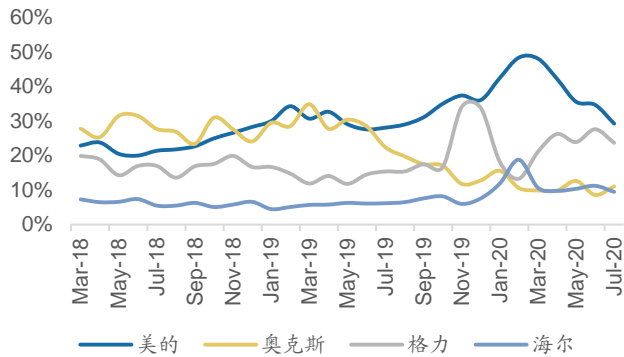
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 24: 各品牌年度空调线下零售端销量份额: 美的 2020M1-7 位居第一



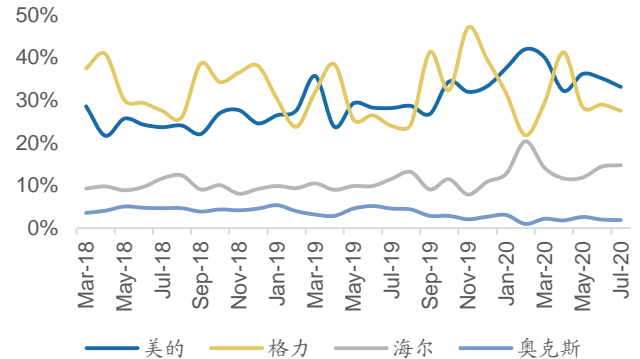
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 25: 各品牌月度空调线上零售端销量份额



数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

图 26: 各品牌月度空调线下零售端销量份额



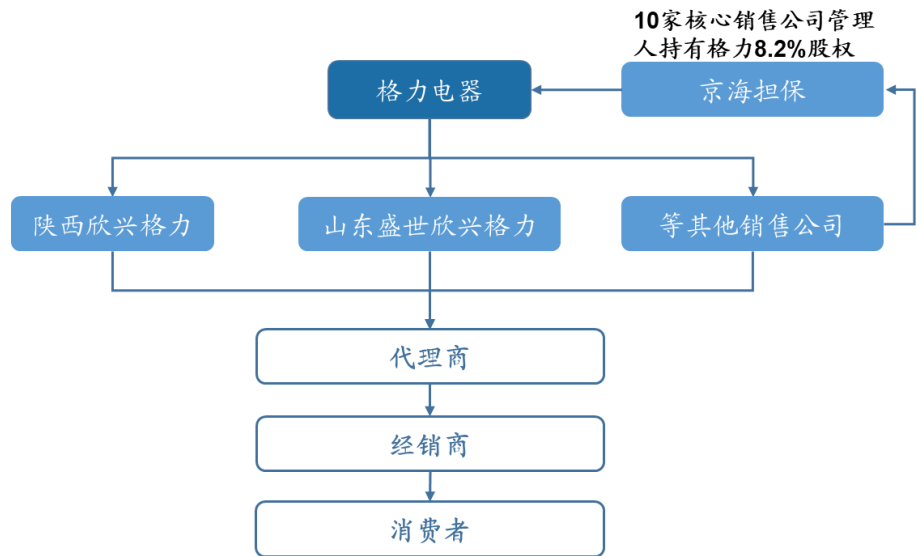
数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

### 三、以美的为鉴, 展望格力改革可能方向: 缩减渠道层级, 发力电商渠道, 加强数字化和物流建设

#### (一) 格力当前渠道改革进程: 渠道层级优化, 推广新零售模式

独有的“区域销售公司”渠道模式曾是格力成为空调霸主的重要因素。(具体详见报告《空调格局变迁史: 四十年回顾, 现强者恒强》)。同时京海担保反向持股格力 8.2% 股权。

图 27: 格力渠道层级: 核心经销商是公司的第二大股东



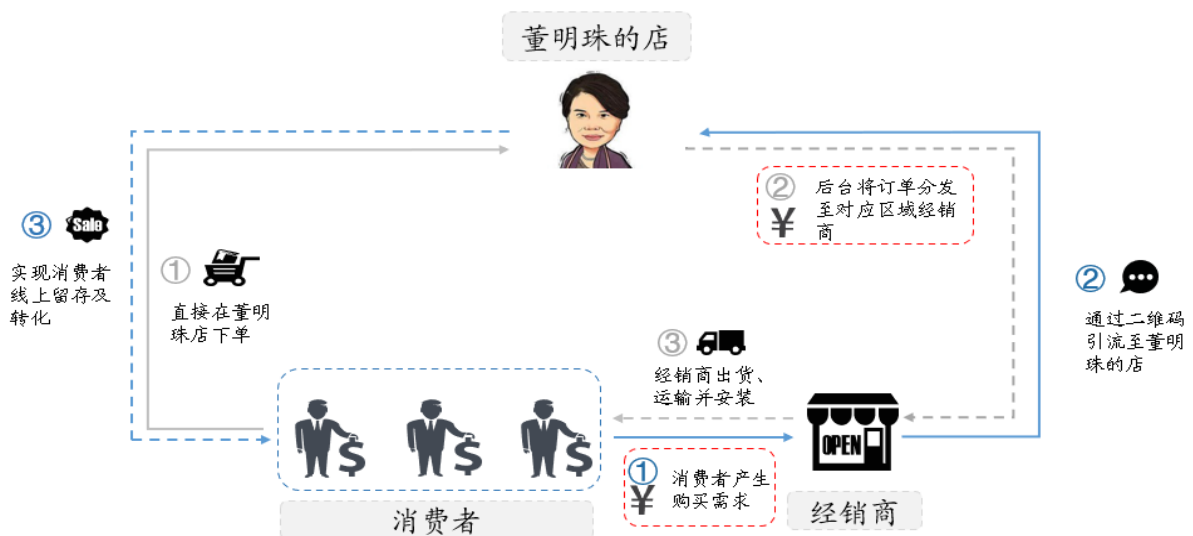
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

正如前文所述, 行业变化正在倒逼家电龙头进行自我进化, 当前, 格力的改革进程主要如下:

1. 部分地区进行销售公司及代理商职能转变。据搜狐网报道, 今年年初, 董明珠曾公开提出, 格力渠道的改革核心是转变各区域销售公司职能, 取消各级代理商, 由经销商直接向总部打款提货。当前, 格力已经开始在山东、上海、天津等地逐渐进行销售公司及代理商职能转变, 推进渠道改革。

2. 全国推广新零售模式。格力正在通过“格力董明珠店”在全国范围内推广新零售模式, 与原有线下销售渠道实现平台共享。(详见我们前期发布的深度报告《从“董明珠的店”看格力渠道转型》)

图 28: 董明珠的店运营模式

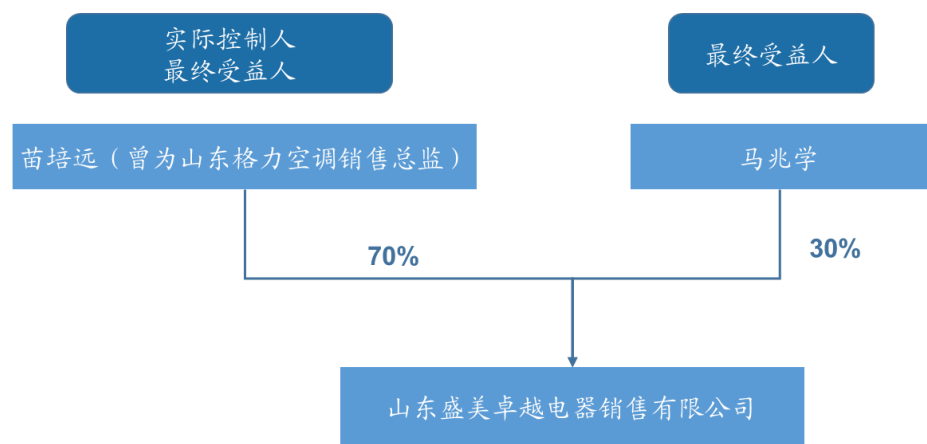


数据来源: 《独家揭秘董明珠直播》, 广发证券发展研究中心

(二) 改革阵痛：市场地位阶段性被超越及自身业绩回落

既然是改革，必然会有阵痛，渠道改革大概率最先触及销售公司的利益，改革后销售公司指导当地市场的职能与加价收益或被大幅削弱。据家电头条报道，今年8月，原山东格力销售公司的业务骨干团队，已带领旗下格力专卖店客户转投美的，成立了美的空调在山东的第四个业务平台山东盛美卓越电器销售有限公司。据企查查信息显示，现山东盛美卓越电器销售有限公司的实际控制人苗培远，曾为山东格力空调销售总监。

图 29：原山东格力空调销售总监转投美的



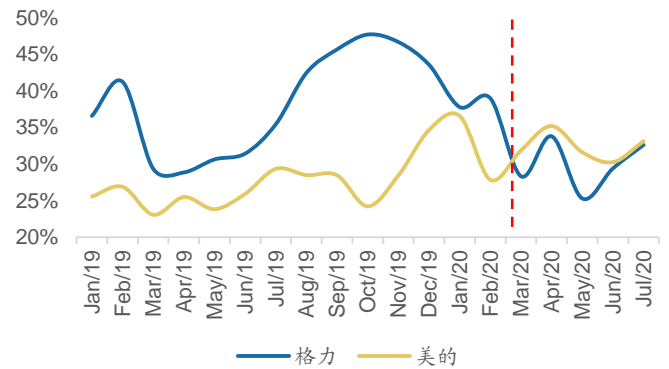
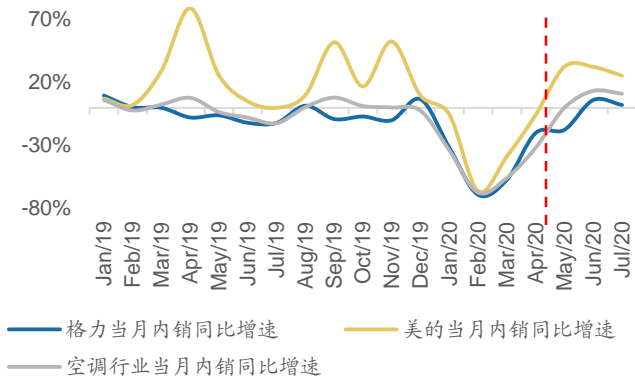
数据来源：企查查，广发证券发展研究中心

如何平衡渠道改革与销售公司、代理商之间的利益冲突已成为格力渠道改革的关键，这也一定程度上影响了格力的中短期业绩表现。

第三方数据层面，在去库存与渠道改革的双重因素影响下，2019年年初格力内销增速落后于美的，今年5月以来更是落后于行业；3月以来，格力内销出货份额被美的超越，5月份额差距甚至扩大至6.3pct。

图 30: 2019年年初以来格力空调内销同比增速落后于美的, 5月起落后于行业 (受渠道改革、去库存等因素影响)

图 31: 各品牌空调内销出货端份额: 格力与美的的差距逐渐缩小 (受渠道改革、去库存等因素影响)



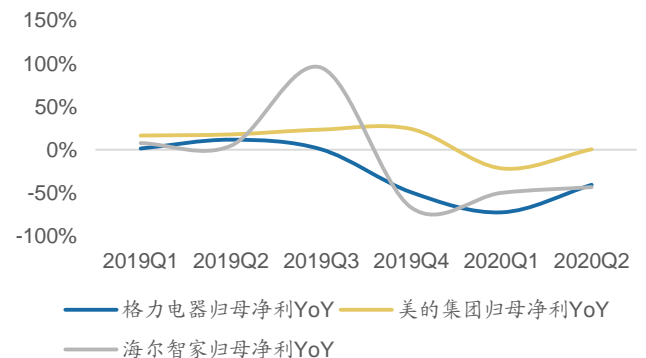
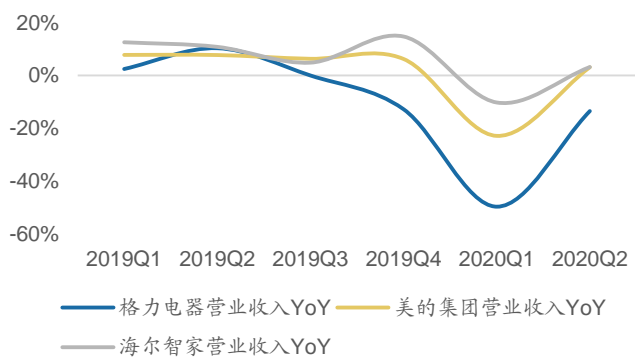
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

公司收入端来看, 在去库存与渠道改革的双重因素影响下, 2019Q4以来, 格力单季度营业收入同比增速由正转负, 2020Q2营业收入同比下滑13.47% (美的、海尔分别同比增长3.17%、3.24%); 利润端来看, 2019Q4以来, 格力单季度归母净利润同样开始大幅下滑, 2020Q2归母净利润同比下滑40.53% (美的同比增长0.65%)。

图 32: 格力、美的、海尔分季度营业收入YoY: 受渠道改革、去库存等因素影响, 2019Q4以来格力大幅下滑

图 33: 格力、美的、海尔分季度归母净利润YoY: 受渠道改革、去库存等因素影响, 2019Q4以来格力大幅下滑



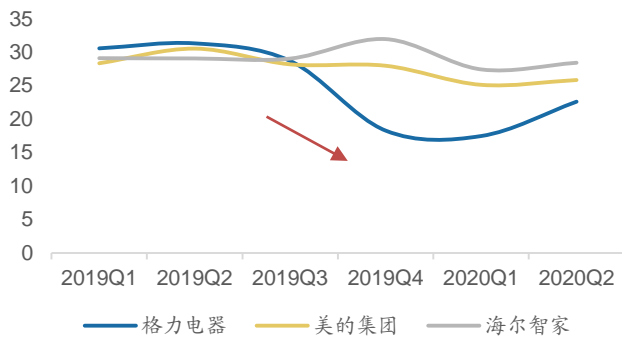
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

未建立在释放渠道提效红利基础上的大幅降价也使得格力在盈利上表现较弱。毛利率来看, 格力单季度毛利率从2019Q3的28.7%环比大幅下滑10.4pct至2019Q4的18.3%, 2020Q1、Q2均落后于美的、海尔; 净利率来看, 格力单季度净利率从2019Q3的14.6%环比大幅下滑8.5pct至2019Q4的6.1%。

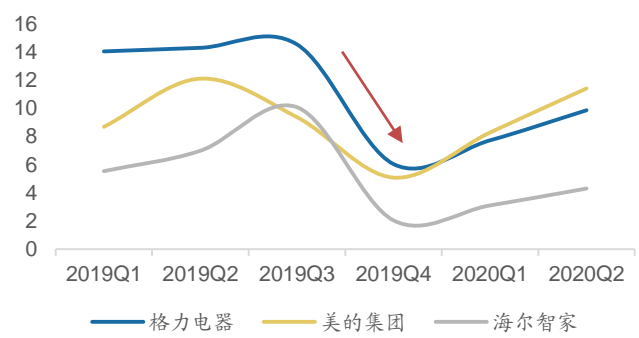


图 34: 格力、美的、海尔分季度销售毛利率 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 35: 格力、美的、海尔分季度销售净利率 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 改革方向展望: 缩减层级, 重视线上, 加强仓储物流数字化建设

格力目前尚未有明确的改革计划, 各省份推进程度也依照当地情况而定。在此, 我们不妨先按照产业逻辑, 以及美的改革的经验, 展望格力未来渠道改革可能的方向。我们认为, 未来格力需要完成的渠道改革或有以下三点关键: (1) 缩减渠道层级, 通过促使销售公司与代理商职能转化, 推动渠道扁平化。(2) 发力电商渠道, 提升线上份额。(3) 加强仓储物流与数字化建设的底层支持。

#### 1. 改革销售公司与代理商职能, 推动其向服务商与运营商转变

**销售公司:** 削弱指导当地市场政策权利, 减少加价, 变为服务商。(1) 格力销售公司承担着渠道的蓄水池功能, 调节当地销售政策, 引导市场销售。后续销售公司蓄水池及政策调节功能或弱化, 转为区域服务商。(2) 销售公司在拿到总部政策后往往会包装价格点位, 再给予代理商。未来销司加价率或将降低。

**代理商:** 层级减少, 运营半径扩大。参照美的, 未来代理商的改革方向或为: (1) 取消或大幅缩减代理商层级, 实现经销商与销售公司的直接沟通; (2) 取消或大幅缩减二级代理商, 削减渠道层级。代理商仓储物流等职能由总部接管, 代理商向服务职能转变, 同时扩大运营半径。

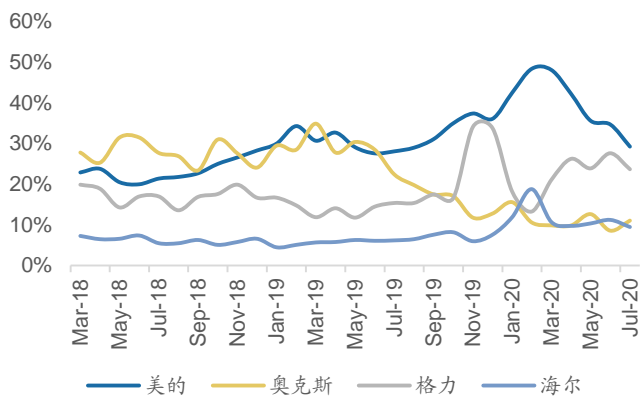
若改革推进顺利, 格力份额与盈利或有回升。随着渠道改革的推进, 销司与代理商层级被压缩后, 格力的渠道冗余加价有望得到释放, 渠道利润压缩部分有望降低终端零售价从而更有利于提升市场份额、或提升企业和终端经销商的盈利能力。

## 2. 发力电商渠道，提升线上份额

格力前期为了保护自身以“区域销售公司”为中心建立的庞大线下经销体系，战略性弱化线上渠道布局，长期以来线下渠道贡献绝大部分营收，线上收入占比仅为公司整体收入10%-15%。

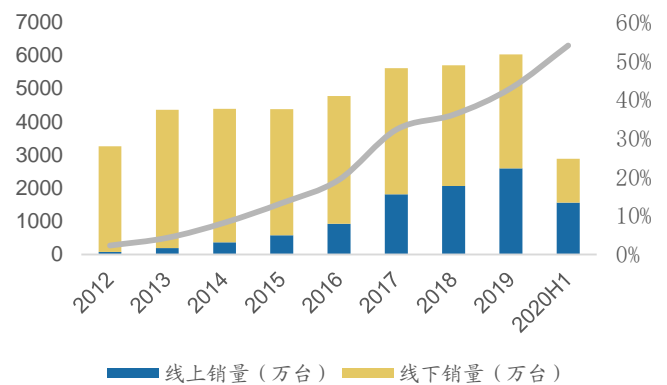
根据奥维数据，我国空调行业线上销量占比从2012年4%提升至2020H1年54%，线上已经成为空调销售的重要渠道。未来加码线上布局释放品牌张力是格力的发展重心之一。

图 36: 美的线上销量份额领先于格力



数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

图 37: 空调线上线下零售量(万台): 2020H1 线上占比攀升至 54%



数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

若改革推进顺利，线上线下协同或有增强。随着新零售模式的逐步推广以及渠道透明化程度增强，格力线上线下销售渠道的边界或将进一步被打破，平台共享与合作有望发展成熟。未来，产品销售或有望通过线上渠道进行，而线下专卖店则成为产品展示、顾客体验的场所。同时，通过直播合作等方式，实现线下专卖店与线上的完美联动。

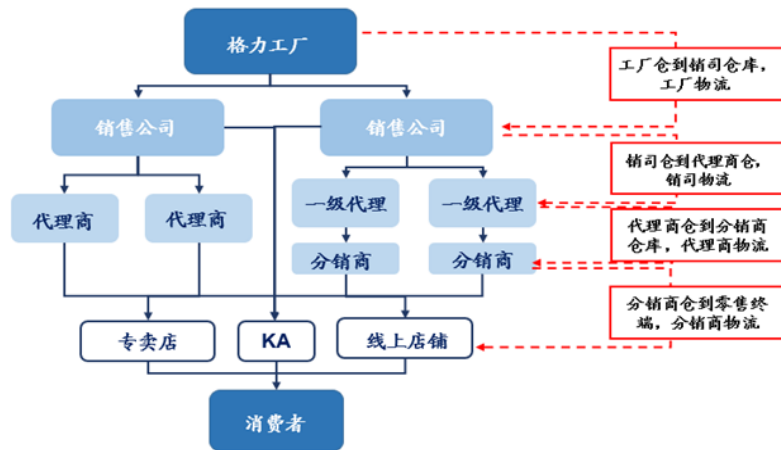
## 3. 加强仓储物流等基础设施与数字化系统建设

格力目前依然采取层层分销的模式，其每一级分销过程中均由不同环节的主体承担仓储、物流功能。若要达成一盘货，未来格力在仓储物流的改革方向可能有两种：

(1) **自建仓储物流。**由总部承担仓储成本(仓库以租赁为主)，仓库中货物的归属权也由销售公司变为总部。

(2) **将销售公司、经销商等仓库直接承接。**多仓合一，整合成协同仓，从而实现多渠道库存的一盘货共享。

图 38: 格力层层分销模式下仓储、物流分别由各个环节负责



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

在供应链、渠道、物流等管理方面，格力亟待加强信息化系统建设。

(1) 生产端：加强以数字化连接研发、计划、制造、采购、产品等全价值链各个环节，实现数据拉通与共享；

(2) 渠道端：打通物流信息化。通过与美的进销存的比较不难看出，格力在渠道透明度、销售数据动态跟踪等方面依然有较大不足。

若改革推进顺利，市场反馈速度或有望加快。数字化建设叠加渠道扁平化有利于格力及时获取市场信息反馈，减少信息传递障碍，从而使信息传递的真实性与执行效果得到保障，并根据市场的变化，快速做出相应决策。

表 2: 美的生产端 IT 基础平台建设

	系统名称	系统含义	作用
6 大运营系统	PLM	产品生产周期管理系统	减少工厂之间、事业部之间的信息不对称，实现信息共享
	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	
	CRM	客户管理系统	
	MDP	集成开发平台	
其他	MBS	精益运营系统	通过对生产线的精益转换，实现柔性化、标准化、去库存、拉动生产、稳定的日常管理。

数据来源：格力、美的的年报，广发证券发展研究中心

**表 3: 格力在渠道进销存、物流管控端与美的有较大差距**

	美的	格力
进销	通过云端平台直接订货；美云销显示提货进度及返利状况。	只能监测到销售公司层级的进销存，而对于代理商、经销商层级的进销存均未进行系统录入与实时监测。
库存	安得将美的中心、销售公司、经销商及电商仓库四仓合一，整合成中心仓，从而实现多渠道库存的数字化一盘货共享。	库存主要依靠人工盘点
物流	安得智联运用大数据技术实现对线下物流网络的优化管理，打造数字化的全网配送服务平台。	第三方承接，目前还未推进及打通全面信息化。

数据来源：格力、美的年报，广发证券发展研究中心

## 四、投资建议

白电行业已经迈入综合竞争阶段，以数字化带动的全产业链效率提升或为企业未来制胜的关键之一。当前，美的产销端的渠道改革红利已经初步释放。复盘其改革历程，过程中也经历了阵痛，正如如今的空调龙头格力。我们认为，未来格力需要完成的渠道改革有以下三点关键：（1）缩减渠道层级，改变销售公司和代理商层级的智能、缩小加价，同时指导终端经销商适应新零售模式变化；（2）发力电商渠道，实现线上线下融合；（3）加强数字化和物流建设，给新零售模式提供强大的后台和运行支持。

白电行业稳健增长，龙头凭借产业链一体化的制造壁垒、强大的品牌与渠道能力，适应时代的发展不断进行自我革新，看好未来强者恒强。基于此，我们继续美的集团、海尔智家、格力电器。

## 五、风险提示

### 改革进程不及预期

家电龙头传统渠道体系背后盘根错节的利益关系，或成为渠道改革的关键之一，导致渠道改革与线上改革进度不及预期。

### 需求持续低迷

受地产、经济影响，空调行业增速放缓；现又面临国内外疫情影响，对空调线上、线下需求产生影响。

### 行业竞争格局恶化

若渠道发生大变革可能给新进入者提供机会。行业内竞争格局将影响公司的盈利能力，竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

### 原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

## 广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 高 润 鑫：研究助理，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。



## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。