

## 家电行业

### 看好（首次）

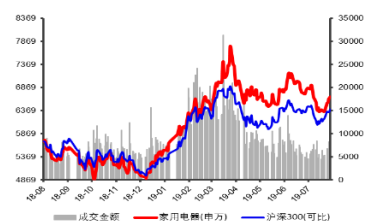
#### 市场数据（2019-08-30）

行业指数涨幅	
近一周	1.26%
近一月	1.63%
近三月	4.84%

#### 重点公司

公司名称	公司代码	投资评级
格力电器	000651	推荐
美的集团	000333	强烈推荐

#### 行业指数走势图



数据来源：Wind，研究与战略发展部

#### 研究员

贾俊超

执业证书编号：S0070517080001

电话：010-83991736

邮箱：jjajc@grzq.com

#### 相关报告

## 空调渠道变革进行时：论美的、格力渠道模式

### ——家电行业专题研究

#### 投资要点

- 线上红利逐步消退，线下市场成为焦点，未来存量竞争态势凸显。** 基于线上渗透率的高位水平（30%以上）以及行业需求放缓（18年线上增速首次降至20%），线上红利逐步消退已是不争的事实。在寻找增量的市场过程中，低线城市基于其较高的人口基数和较低的消费占比，已经成为各方争夺的焦点。不过我们也需要注意到，随着空调行业的基数越来越大，未来空调内销量的增速中枢势必会下降，存量竞争将会越演越烈。
- 专业渠道商下沉+小厂商激进“网批”模式，倒逼传统企业渠道改革。** 随着线上红利的式微，专业渠道商借助其供应链和物流优势，加速渠道下沉。从渠道效率来看，专业渠道商的“网批”模式改善了传统线下渠道层层加价的弊端，具备较强的渠道成本优势（渠道加价率最低与电商持平）；从与厂商的议价力来看，随着线下渠道的份额占比逐步提升，这种大规模的开店模式不仅挤占了传统代理商的生存空间，而且也会提升其渠道议价力。同时，作为中小厂商代表的奥克斯，大力革新传统线下渠道层层分销的经销模式，打造“工厂+自营店+用户”的垂直零售体系，去掉中间代理环节，将节省出来的渠道利润分给零售商和消费者，正是依靠这种模式，奥克斯才得以实现性价比销售，进而帮助其实现销量的弯道超车。
- 传统压货返利的渠道模式弊端已现，未来渠道改革迫在眉睫。** 2019H1空调内销低迷的背景下，格力、美的、奥克斯的内销出货增速分别为-3.64%、22.88%，出现明显的分化。核心的原因在于传统渠道层层压货返利模式难以快速响应市场需求的变化。厂商主导下，空调渠道商利润水平合理，已无过多下调空间，而传统层层压货返利的模式难以快速响应市场需求的变化。未来空调行业渠道改革不应关注于现有利润的重新分配，而在于提升周转率、减少资金占用方面。随着越来越多的渠道模式出现，家电企业的传统渠道体系所面临的竞争也越来越激烈，改革迫在眉睫。

■ **渠道变革方向：提升渠道效率，掌控终端零售。**美的率先对其传统的空调渠道进行改革，其取得的成果是渠道改革的典型案例。**其提升渠道效率的措施主要包括：**1) 全面提升应对需求变化的反应能力，美的推行的 T+3 改革，交货周期由之前的 1.5 月降至 2 周。2) 减少渠道层级，优化渠道链条，目前美的渠道层级的压缩方式主要包括：优化传统渠道层级和全面推行“网批模式”。**未来渠道的发展方向：**1) 掌控零售终端：目前美的所推行的网批模式，终极目的在于全面掌控终端零售，进而实现以销促产；2) 实现“线上线下一盘货”，在物流方面，实现库存完全共享，未来力争实现线上、线下同 SKU。综上所述，我们认为想要实现渠道改革的成功，需要全方位的改革配合才行，并不是靠某一方面的改革就可以完成，目前来看美的已走在前面。

■ **投资建议：**

1、**格力电器：渠道模式待优化，但核心定价壁垒犹在。**短期看，我们认为在高库存和终端零售不及预期的背景下，不排除格力发动价格战的可能，下半年的表现可能会差强人意。不过，需要关注财报不及预期所带来的左侧投资机会以及近期混改落地之后的估值提升预期。长期看，格力的品牌和产业链优势难以颠覆，核心壁垒犹在。然而其渠道模式的缺陷已愈发凸显，返利蓄水池的调节能力将越来越弱。摆在格力面前的是渠道全面改革之路，然而要跨出这一步并不容易。

2、**美的集团：渠道改革走在前列，未来份额有望持续增长。**短期看，从中报分析，美的为家电板块表现最好的公司之一，中报收入增速在 8% 左右，利润增速在 17% 左右，目前美的估值约 15 倍，结合 2-3 个点的股息，仍具性价比；长期看，美的 T+3 布局需要全产业链的配合，具有相当的壁垒，而这一点，美的已经走在了前面，持续长期看好。

■ **风险因素：**宏观经济波动风险，市场竞争加剧风险。

## 与市场不同的认识

### 1) 市场对于格力的压货模式存在争议

我们认为格力的渠道压货返利模式亟待改革。首先，随着空调行业基数越来越大，未来行业存量竞争将会越演越烈，格力的销售返利超额计提将不复存在，未来返利的蓄水池或只能逐步放水，返利工具用一次少一次，边际效应越发明显。其次，我们拆分了格力渠道的利润水平，发现过去的三年以来，格力渠道商利润蛋糕不断被切分，目前已然到了极限，渠道端很难再向格力提供更多的业绩增量。基于上述两点，我们认为，格力返利模式更适用于行业快速扩容，集中度逐步提升的阶段。随着行业进一步成熟，寡头格局日益清晰，增量蛋糕变小、存量竞争加剧，压货返利模式的弊端显现，格力的渠道改革迫在眉睫。格力的渠道占位模式应当开始转变，向渠道要利润不如向效率要利润，低毛利、高周转将成为未来趋势。

### 2) 市场认为，相比 2015 年，下半年格力仍将维持防守的价格策略

我们认为下半年，格力的竞争策略可能会从之前的防守转为进攻。主要基于以下几点：**首先**，参考产业在线的数据，截至 7 月底，格力的库存则高达 8 个月（接近 15 年最高水平），库存水平持续高企，去库压力繁重。**其次**，行业需求持续低于预期，不论是从出货端还是零售端的数据口径，格力等主要空调都面临终端销售压力。**再次**，传统家电企业的专卖店渠道体系面临越来越多的渠道竞争，线下零售正面临着之前从未有之压力，空调企业势必要采取措施，进而保障渠道端的盈利水平，同时提升渠道效率。**最后**，从厂商的角度来讲，美的上半年率先发起的价格战，占尽先发优势。而随后海尔、奥克斯等企业，为了扭转之前的销售颓势，有望转变销售策略，参与到价格竞争序列，未来格力所面临的价格竞争会越来越激烈，其他厂商的降价策略，也将会倒逼格力采取更为积极的价格策略。

## 目录

<b>1. 行业发展环境改变，倒逼传统渠道模式转型升级</b>	<b>6</b>
1.1 线上渠道增速开始放缓，线下市场待挖掘	6
1.2 行业增速中枢下移，未来存量竞争将加剧	7
1.3 专业渠道下沉倒逼企业渠道改革	7
1.3.1 专业渠道商的网批模式，将会极大挤占传统渠道的生存空间	7
1.3.2 依靠自身流量优势，渠道商自建品牌将有效抢占市场	9
1.4 中小型厂商的激进式渠道变革，大幅挤占行业份额	9
1.4.1 奥克斯依靠渠道变革，实现销量的崛起	9
1.4.2 奥克斯网批模式：核心在于去代理，打造线上线下一盘货	10
<b>2. 渠道变革：渠道效率升级将是不可阻挡的趋势</b>	<b>11</b>
2.1 传统空调渠道模式难以适应多变需求，改革迫在眉睫	11
2.1.1 上半年格力、美的销量走向分化	11
2.1.2 格力坚守传统压货模式，美的率先启动渠道改革	11
2.1.3 从渠道利润角度，解析格力、美的渠道模式的差异	12
2.1.4 从渠道库存角度，解析格力、美的渠道模式的差异	13
2.1.5 从返利模式比较格力、美的对渠道掌控的差异	13
2.2 渠道变革方向：提升渠道效率，掌握终端零售	14
2.2.1 渠道效率提升：关键在于提升应对需求的能力和优化渠道层级	14
2.2.2 未来渠道的发展方向：掌控零售终端的同时实现“线上线下一盘货”	15
<b>3. 投资建议</b>	<b>17</b>
3.1 格力电器：渠道模式待优化，但核心定价壁垒犹在	17
3.2 美的集团：渠道改革效果显著，未来份额有望持续增长	17
<b>4. 风险提示</b>	<b>19</b>
4.1 宏观经济增速放缓导致需求下降风险	19
4.2 行业竞争加剧导致的价格战风险	19

## 插图目录

图 1: 线上增速回落至低位 (%)	6
图 2: 线上零售额占比提升幅度较大 (%)	6
图 3: 各级市场零售额占比情况 (%)	7
图 4: 农村社会消费品零售总额占比较小 (%)	7
图 5: 空调行业内销增速	7
图 6: 日本与中国空调每百户保有量情况	7
图 7: 苏宁易购零售云加盟店数量快速攀升	8
图 8: 苏宁零售云加盟店的区域分布	8
图 9: 全渠道家电渠道的市场份额, CR5 也接近 50%	8
图 10: 苏宁易购空调品类的增速较快	8
图 11: 奥克斯空调销量从 16 年以来大幅增长	9
图 12: 奥克斯渠道销售额占比情况 (%)	10
图 13: 网批模式推广以来代理渠道和电商渠道的均价趋同	10
图 14: 格力电器的渠道结构体系	12
图 15: 美的集团渠道改革前后的对比	12
图 16: 格力与美的近几年的渠道利润对比	12
图 17: 美的集团 2016 年各季度渠道利润和内销量情况	12
图 18: 格力的销售返利与渠道利润情况	14
图 19: 美的集团渠道利润和销售返利的情况	14

## 表格目录

表 1: 空调企业销量增速、份额变动情况	11
表 2: 目前重点龙头公司库存数据情况	13
表 3: 重点推荐企业业绩、估值情况	18

## 1. 行业发展环境改变，倒逼传统渠道模式转型升级

近年来渠道的变化，使得投资者对于空调行业的竞争格局产生一定担忧，在此背景下，我们推出本篇专题，旨在理清空调渠道变革所蕴含的行业背景变化，并通过对比龙头之间的渠道模式，进一步探讨未来渠道变革的方向。

### 1.1 线上渠道增速开始放缓，线下市场待挖掘

**线上市场：增速开始放缓，未来存量竞争态势凸显。**据奥维云网统计，2018 年中国空调零售额同比增长约 4.1%，其中，线上渠道规模 612 亿元，占比为 30%。增速方面，在经过 2017 年的高增速之后，2018 年线上增速回落至 20%。2018 年线上增速的回落，一方面在于行业需求下滑，另一方面在于线上渗透率逐步提升，基数越来越大。我们认为，随着线上渗透率的逐步提升，线上红利逐步消退已是不争的事实。

图 1：线上增速回落至低位（%）

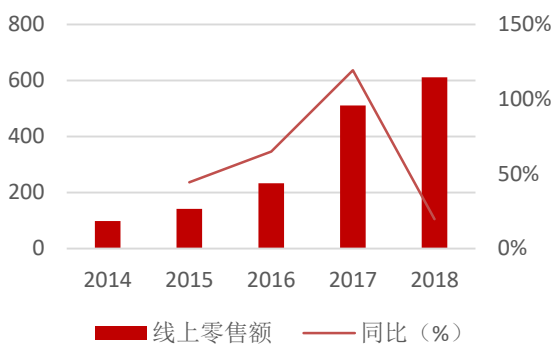
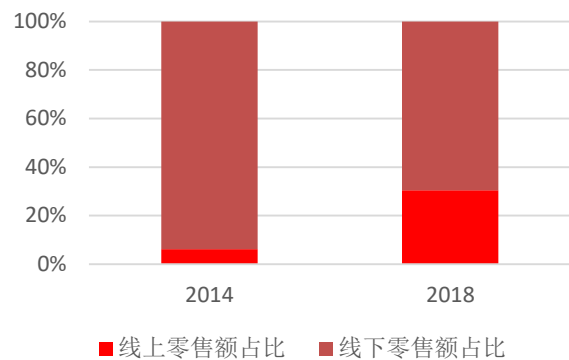


图 2：线上零售额占比提升幅度较大（%）



数据来源：奥维云网（推总），国融证券研究与战略发展部

数据来源：奥维云网（推总），国融证券研究与战略发展部

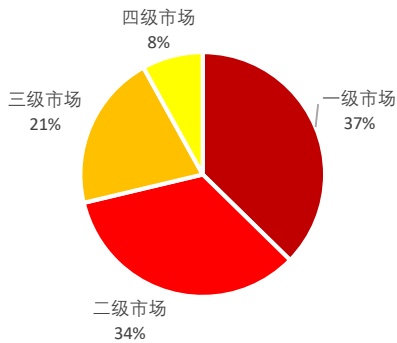
**线下市场：在寻找增量市场过程中，低线市场成为焦点。**

1) **从人口规模来看，低线市场人口比重大：**2017 年数据可得的 28 个省及直辖市中，合计约 59% 的人口长期生活在县级及以下行政单位。而我国有 300 多个地级市，2800 多个县级市及 4 万多乡镇，69 万个农村家庭，占我国家庭总量的 67.6%。

2) **从市场规模看，低线市场消费占比低：**从中怡康的数据可知，目前空调行业的销售额主要集中于 1-3 级市场，4 级市场份额占比不到 10%。考虑到中怡康数据统计的口径问题，我们又选取了国家统计局数据，其近年来的农村社会消费品零售总额占比不到 15%；结合上述两个口径，我们认为占 50% 以上人口的低线城市，其消费规模占整体的比重较低，可见低线市场仍有较大拓展空间。

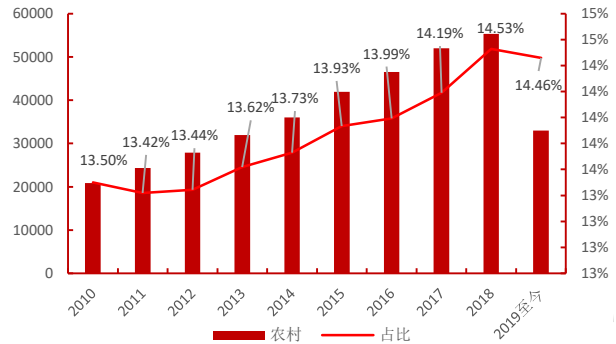


图 3：各级市场零售额占比情况（%）



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

图 4：农村社会消费品零售总额占比较小（%）



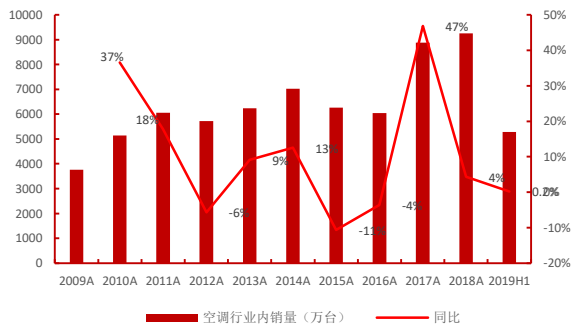
数据来源：国家统计局，国融证券研究与战略发展部

## 1.2 行业增速中枢下移，未来存量竞争将加剧

2019 年 1-6 月，行业总体内销出货量同比仅微增 0.46%，相比于 17/18 年的 66%、21% 的增速下降明显。虽然短期的波动容易受周期影响，但不可否认的是，目前空调内销规模接近 1 亿台，基数巨大，虽然国内的空调对标日本以及考虑到其一户多机的需求性质，未来的需求空间仍在，但未来保有量的提升所带来的拉动效果定是边际递减。

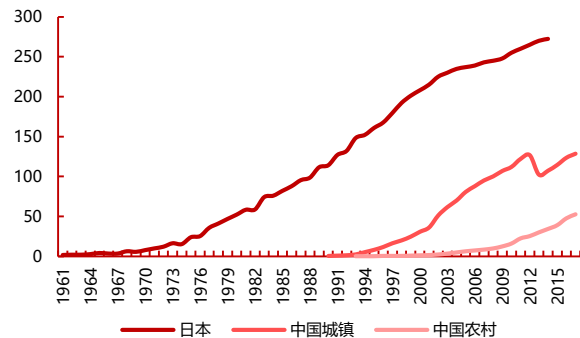
我们不否认地产周期会带来销量的波动，但拉长来看，未来空调内销量的增速中枢势必会下降，存量竞争将更为加剧。

图 5：空调行业内销增速



数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

图 6：日本与中国空调每百户保有量情况



数据来源：国家统计局，国融证券研究与战略发展部

## 1.3 专业渠道下沉倒逼企业渠道改革

### 1.3.1 专业渠道商的网批模式，将会极大挤占传统渠道的生存空间

**专业渠道商加速渠道下沉：**相较于原有大店模式，低线城市的布局多采用：

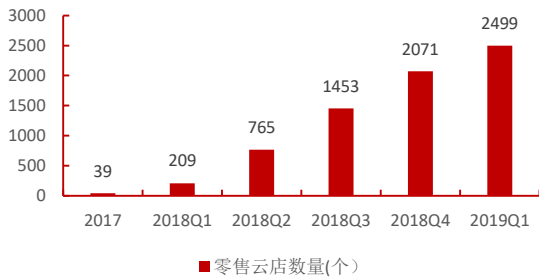
- 1) 缩减 SKU，减少门店面积，精选适合低线消费者的商品；
- 2) 通过加盟形式，整合本地化资源，输出管理，进而解决渠道下沉过程中管理半径过长的问题；

3) 客户只需要在专卖店扫码购买商品,专业渠道商为其提供仓储、配送、安装、维修等服务,线上线下一盘货;

4) 全国统一零售价,完善全渠道比价、线下扫码线上购买等体验,符合低线城市消费者价格敏感性较高的消费习惯。

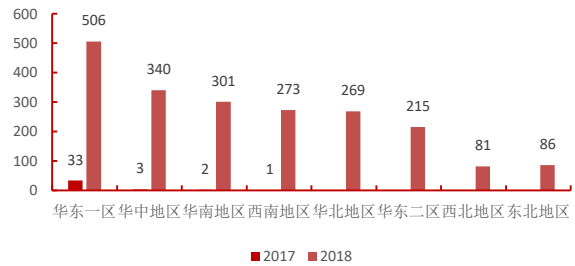
我们认为,这种模式改善了传统线下渠道层层加价的弊端,打破区域价格垄断,加速了零售巨头低线城市的下沉。以苏宁为例,截至2019Q1,苏宁易购直营店达到2306家,零售云加盟店数量已达到至2499家,增长强劲。

图 7: 苏宁易购零售云加盟店的数量快速攀升



数据来源: 公司公告, 国融证券研究与战略发展部

图 8: 苏宁零售云加盟店的区域分布

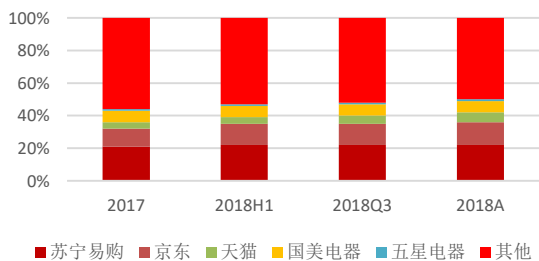


数据来源: 公司公告, 国融证券研究与战略发展部

从渠道效率来看,专业渠道商的“网批”模式具备较强的渠道成本优势。相比于传统渠道分销网络层级过多的问题(省级代理→二级代理→零售商,加价率至少在25%以上),专业渠道商借助其供应链与物流优势,往往从企业出厂端仅增加5%左右的物流成本,便送达三四线的零售经销商网点。由于渠道加价率明显下降,产品往往具备较高的性价比,使得低线消费者的需求得到充分满足,带动“网批”渠道的销量快速增长。

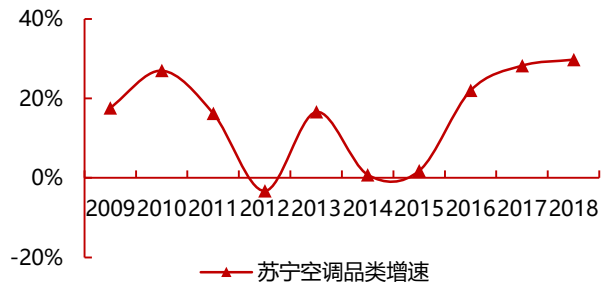
从与厂商的议价力来看,低线城市渠道下沉有望提升渠道议价力。家电渠道与厂商的博弈一直都存在,专业渠道商的渠道盈利能力取决于其对厂商的议价力。当前全渠道家电市场份额中,前五大家电渠道的市占率已经达到50%以上。由于部分家电品类仍会附加特殊的功能溢价,需要线下体验,所以未来全渠道经营或是未来演进的方向。以苏宁为例,2018年空调行业增速下移,但在苏宁的全渠道中仍能实现30%的增速,凸显其增长的能力。当前渠道商向低线渠道下沉,意味着其向上游议价力的进一步提升。

图 9: 全渠道家电渠道的市场份额, CR5 也接近 50%



数据来源: 产业在线, 国融证券研究与战略发展部

图 10: 苏宁易购空调品类的增速较快



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部



### 1.3.2 依靠自身流量优势，渠道商自建品牌将有效抢占市场

相比于传统的家电厂商，专业渠道商不仅具有大规模流量优势，同时拥有更为丰富的零售数据，依靠“反向定制”等模式，可以向低线市场提供更适合的产品。以苏宁为例，其2010年以来自己运营的品牌就已超过10个，包括烟机、空调等。2019年苏宁自有品牌法迪欧油烟机表现突出，1-4月三四线的份额达到10%以上，冲进前三，实现弯道超车的原因主要在于两方面，一是终端门店的快速扩张带动，二是定价较低、主打性价比（烟机均价约为1600元，低于行业均价），迎合低线市场消费需求。

短期来看，专业渠道商的自主品牌，依靠流量变现，抢占低线以及线上市场，从而带动销量增长；长期来看，渠道拓展的边界决定其增长的规模大小，且专业渠道商的自主品牌能否持续进行技术进化进而比肩行业龙头仍待观察。

## 1.4 中小型厂商的激进式渠道变革，大幅挤占行业份额

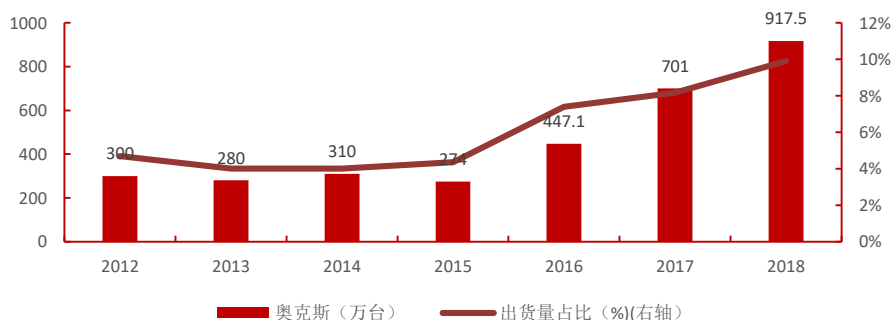
### 1.4.1 奥克斯依靠渠道变革，实现销量的崛起

2016年之前奥克斯销量一直在300万套规模徘徊。2016年以来，奥克斯依靠电商发展的浪潮，其产品通过线上渠道快速放量，市场份额不断提升，2017年就实现电商渠道产品销量行业第一的名次。同年公司加大产能投放，空调产能由原来的700万套提升为1200万套。截至2018年底，奥克斯内销出货份额达9.9%，出货量917万台，几乎与行业第三的海尔不相上下。

奥克斯又是怎样实现弯道超车呢？我们认为主要是：低端市场宽松的竞争格局和电商渠道红利。1）2016-2018年，龙头更注重提升盈利水平而不是份额（18年CR2相比于15年下降8个百分点），在低端市场，给奥克斯等小厂商提供发展的温床。2）电商对传统渠道而言，最核心的特点是渠道效率高（渠道层级少），从而奥克斯在价格这个维度上具有优势。

随着线上增长红利日渐式微，奥克斯主动探索线下零售的“网批模式”，构建起“工厂+自营店+用户”的垂直零售体系，大幅度革新传统渠道层层分销的经销模式，最终将渠道环节的费用，直接还给直营销和用户，实现工厂、零售商和消费者在互联网时代的新利益共赢模式。

图 11：奥克斯空调销量从 16 年以来大幅增长



数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

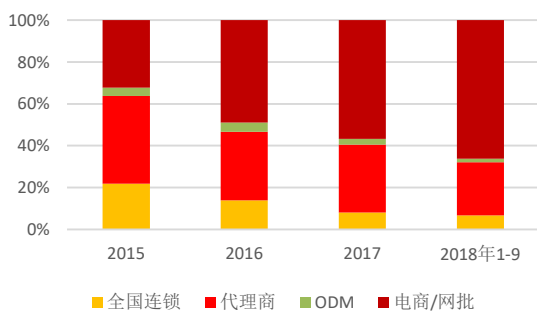
### 1.4.2 奥克斯网批模式：核心在于去代理，打造线上线下一盘货

奥克斯“网批”模式的核心是去代理商：构建“工厂→经销商→消费者”的垂直零售模式，首先是去掉了中间代理层级，我们看到从 2015 年以来，公司代理商的收入占比逐年降低（由 15 年的 42% 下降至 18 年的 25%），代理去化十分显著。其次则是打造线上线下一盘货模式，线下的渠道成本逐渐向电商靠拢，我们可以看到，2016 年以来，线下代理的拿货价与电商拿货价格基本相同。

奥克斯的网批模式依靠京东等三方物流体系，效率得以快速提升：奥克斯借助京东物流的仓配管理体系实现精准布仓、配送等。2017 年全行业年周转率尚未达到四次，而奥克斯很多经销商达到了年周转八次甚至十次。

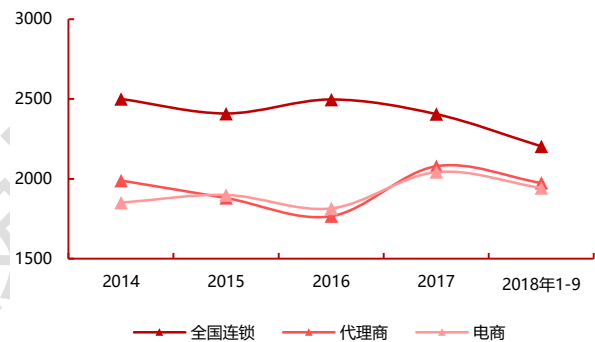
我们认为，奥克斯的“网批”模式是其结合自身条件（船小好调头、线上占比高等），在全渠道融合道路上做出的一次探索，现阶段能有效解决线上线下的利益冲突。但这并不意味着当前奥克斯的渠道模式是绝对有效的，渠道变革的探索仍需深入。

图 12：奥克斯渠道销售额占比情况（%）



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 13：网批模式推广以来代理渠道和电商渠道的均价趋同



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

## 2. 渠道变革：渠道效率升级将是不可阻挡的趋势

### 2.1 传统空调渠道模式难以适应多变需求，改革迫在眉睫

#### 2.1.1 上半年格力、美的销量走向分化

2019年1-6月，行业总体内销出货量同比仅微增0.46%，空调行业需求处于低迷期。而各品牌却出现了明显分化，销量方面，美的、奥克斯逆势增长，其中美的上半年销量增速达到了22.88%，格力却低于行业增速，同比下滑3.64%；市场份额方面，美的提升4.56个pct，格力下滑1.36个pct。

表 1：空调企业销量增速、份额变动情况

内销-累计	标的	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04	2019/05	2019/06
销量同比增速	格力	10%	6%	3%	0%	-1%	-4%
	美的	7%	5%	14%	29%	28%	23%
	海尔	4%	-7%	-12%	-11%	-13%	-14%
	奥克斯	9%	8%	4%	5%	4%	4%
	行业	6%	3%	3%	4%	3%	0%
份额同比变化	格力	1.14%	0.97%	0.16%	-1.46%	-1.36%	-1.36%
	美的	0.26%	0.58%	2.38%	4.81%	4.96%	4.56%
	海尔	-0.22%	-1.14%	-1.81%	-1.82%	-1.89%	-1.74%
	奥克斯	0.35%	0.45%	0.14%	0.10%	0.16%	0.44%

数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

表象上来看，上半年美的、奥克斯销量大增是由降价带来的，但我们认为本质的因素在于空调行业的渠道变革。厂商主导下，空调渠道利润水平合理，已无过多下调空间，而传统层层压货、深度分销的模式难以快速响应市场需求的变化。空调行业渠道改革不应关注于现有利润的重新分配，而在于提升周转率、减少资金占用、以销促产，通过提升渠道效率从而获取成本红利。

#### 2.1.2 格力坚守传统压货模式，美的率先启动渠道改革

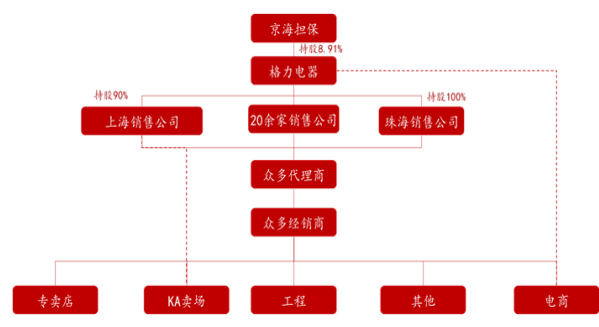
我们先来看一下目前空调行业的几种渠道模式。空调作为改善需求的可选消费品，受天气影响较大，所以淡旺季差异非常显著。空调企业根据产品的季节属性，演化出不同的渠道模式：

**1. 格力独创“股份制区域性销售公司”模式，与渠道商深度绑定。**并且通过实行淡季贴息返利、年终返利等政策，鼓励经销商淡季打款提货，占用经销商的资金及库存，从而平滑生产淡旺季提升生产效率。目前格力账上返利余额高达600亿。

**2、美的“T+3 模式”。**美的把供应链分成集单、备料、生产和物流四个环节，从客户（零售商）下单这一环节（T 环节）开始算起，每个环节尽可能压缩天数，通过自建物流、仓储和数字化渠道体系，以最快的速度直接响应零售需求，减少渠道层级，提升渠道效率。

从上述模式对比分析，可以发现美的渠道变革致力于解决因层层压货导致的产销脱节，提升渠道效率从而节省中间费用。而这正是格力渠道模式的痛点，成为格力未来发展的重大挑战。

图 14：格力的渠道结构体系



数据来源：公司调研，国融证券研究与战略发展部

图 15：美的集团渠道改革前后的对比



数据来源：公司调研，国融证券研究与战略发展部

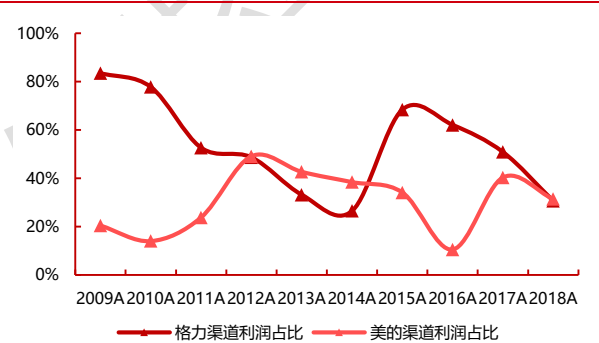
### 2.1.3 从渠道利润角度，解析格力、美的渠道模式的差异

1) 格力的渠道利润 18 年已达到了 14 年空调价格战时期的历史低位，我们认为该利润水平下，经销商已处于微利甚至亏损状态。从近三年的数据来看，16-18 年，零售均价增长幅度仅为 11%，而出厂价增长幅度为 38%，说明格力通过侵蚀渠道利润实现了自身业绩的增长。这也解释了为什么 2018 年格力的收入增速远高于其他空调企业，实现了 2000 亿收入规模的目标。

2) 美的从 2012 年以来，排除掉 2016 年的异常值，2018 年的利润水平也为历史的最低点。相比于格力，美的渠道利润水平基本维持在 40% 以下，我们认为主要在于两方面，一方面，公司空调业务线上占比（约 30%）大幅高于格力，而经验得知线上渠道利率低于线下专卖店、KA 等渠道；另一方面，公司在推行渠道改革，缩减渠道层级，进而减少了不必要的渠道加价率所致。

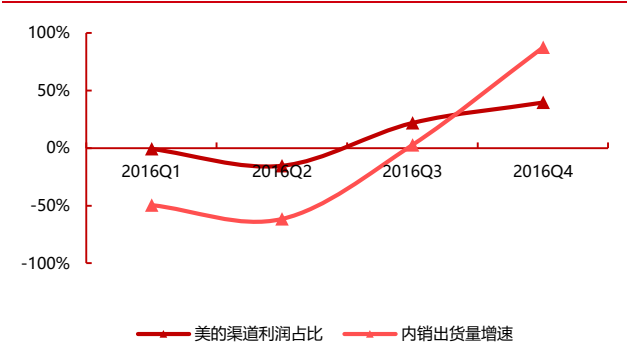
2016 年美的渠道利润占比一度下降到 11%，主要在于经过 2015 年的价格战之后，美的已经认识到渠道压货的模式弊端，2016 年初以来，采取控制内销出货量、降价等措施，逐步解决掉 2015 年以来的渠道库存问题。

图 16：格力与美的近几年的渠道利润对比



数据来源：中怡康，产业在线，国融证券研究与战略发展部

图 17：美的集团 2016 年各季度渠道利润和内销量情况



数据来源：中怡康，产业在线，国融证券研究与战略发展部

### 2.1.4 从渠道库存角度，解析格力、美的渠道模式的差异

近十多年来，格力始终都采用渠道压货的模式，来平衡其生产周期。这种压货模式一旦遇到较长的经济下行周期，其弊端也是显而易见的。从 2018 年以来，空调行业面临着长时间的下行周期，我们可以看到，不论是行业还是格力，基本上都是在缓慢的被动地去库存。截至 2019 年 6 月，格力的库存水平接近 7 个月，行业旺季库存不降反增，高库存对应渠道低周转率，说明渠道资金压力凸显。

而对比美的来看，随着内部 T+3 模式的推进，其渠道库存转而变好。2018 年以来，美的库存水平保持在 3 个月左右，甚至在整个行业需求大幅下滑的背景下，美的库存仍能够实现小幅下滑，截止到 2019 年 6 月，其库存水平仅为 3.1 个月，远低于格力和行业。美的空调库存基本维持低位水平，低库存对应高周转，说明美的渠道改革卓有成效。

表 2：目前重点龙头公司库存数据情况

	行业	格力	美的	海尔	奥克斯
2018 年 1 月	3.5	5.4	3.0	1.7	2.2
2018 年 3 月	3.8	5.6	3.0	2.0	2.9
2018 年 6 月	3.8	5.3	2.8	2.8	3.5
2018 年 9 月	4.2	5.7	3.5	2.8	3.6
2018 年 12 月	4.4	5.9	3.2	2.8	3.9
2019 年 3 月	5.0	6.7	3.3	3.3	5.0
2019 年 6 月	5.2	6.8	3.1	3.9	5.6

数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

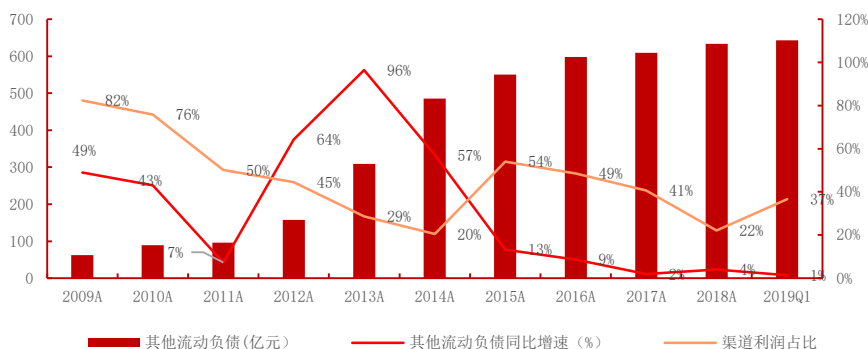
### 2.1.5 从返利模式比较格力、美的对渠道掌控的差异

从格力来看，销售返利是其控制渠道的重要手段，在上一轮空调价格战中，格力凭借释放销售返利，取得了全面胜利。从历史的数据对比来看，销售返利（其他非流动负债）超额计提时，渠道利润率相应下滑，销售返利释放时，渠道利润率会相应上行，销售返利成为调节渠道利润的有效工具。但近两年这两个指标却出现了明显背离。2016 年以来，销售返利基本没有超额计提，但渠道利润占比却逐年下滑。

结合渠道利润的情况，我们认为，格力对渠道端资金、库存的利用几乎已达到了极致，渠道端已承担不起更多压力，未来返利的蓄水池或只能逐步放水了，返利工具用一次少一次，边际效应越发明显。过去的三年，格力渠道商利润蛋糕不断被切分，目前已然到了极限，渠道端很难再向格力提供更多的业绩增量，格力的渠道占位模式应当开始转变，向渠道要利润不如向效率要利润，低毛利、高周转将成为未来趋势。



图 18：格力的销售返利与渠道利润情况

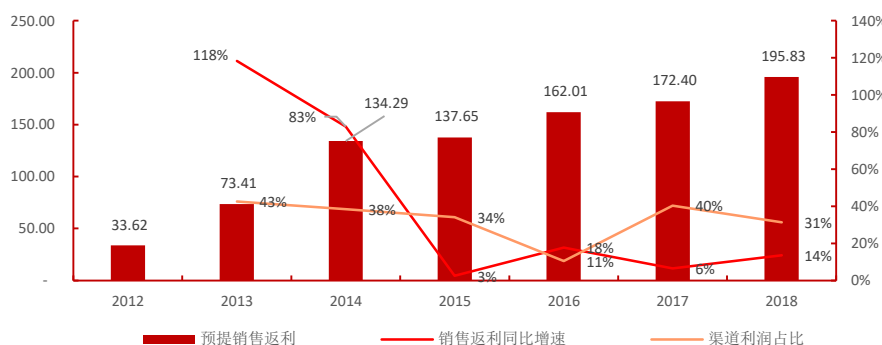


数据来源：wind，产业在线，中怡康，国融证券研究与战略发展部

从美的的角度来看，对比发现，美的返利的规模远小于格力，这就导致了其在本种渠道模式之下，难以与龙头格力进行竞争。以 2015 年空调价格战为例，格力仅仅依靠销售返利余额放缓增长让利于渠道，就让美的在价格战中处于较为被动的地位，收入、毛利率水平皆受到影响。核心原因在于：美的当时与格力采用同样的压货返利模式，且当时的库存水平与格力相当，但利润弹药却相差较多，可想而知，一旦行业爆发价格战，本就在品牌上处于弱势的美的，很难通过传统的压货返利模式根本难以在未来的竞争中取得胜利。

经过 15 年的阵痛，美的在原有冰洗的经验基础上，2016 年以来开始在空调领域推行 T+3，希望改变传统的渠道层层压货模式，进而全面提升渠道效率。可以验证的是，经过近几年的渠道变革，美的在 2019H1 行业景气度下滑的背景下，依靠其高效的渠道体系和灵活的定价策略，实现空调销量的快速增长。

图 19：美的集团渠道利润和销售返利的情况



数据来源：wind，产业在线，中怡康，国融证券研究与战略发展部

我们认为，传统的返利模式更适用于行业快速扩容，集中度逐步提升的阶段。随着行业进一步成熟，寡头格局日益清晰，增量蛋糕变小、存量竞争加剧，压货返利模式的弊端显现，传统的渠道层层压货、分销的模式改革迫在眉睫。

## 2.2 渠道变革方向：提升渠道效率，掌握终端零售

### 2.2.1 渠道效率提升：关键在于提升应对需求的能力和优化渠道层级



电商渠道的快速增长以及专业渠道商的加速下沉，正在倒逼传统家电企业改变其原有的渠道模式，提升渠道效率。如果仍坚持传统的层层加价的低效模式，空调渠道格局必然会受到新零售的冲击。目前部分空调企业的渠道利润水平已达低位水平，可压缩的空间不大，未来空调行业渠道改革不应只关注于现有利润的重新分配，更应该重视如何提升周转率、减少资金占用、以销促产，通过提升渠道效率从而获取成本红利。

这里，我们主要以美的渠道改革为例。美的集团作为空调行业的龙头，率先对其传统的空调渠道进行改革，是本轮传统企业渠道改革典型的案例。

**1、提升应对需求变化的反应能力是基础：美的在空调领域推行 T+3 改革，主要目的就是要提升周转率：**

1) 在生产制造端：美的加大机器人替换力度，提高生产效率；

2) 在物流仓储端：核心内容是通过子公司安得物流整合代理商仓库，实现工厂到用户的直配；同时，减少了各级仓储职能，大幅降低渠道成本！

3) 在信息技术端：依靠美云销等互联网模式，打通全渠道的信息流，以需定产，实现效率提升。

通过上述基础设施的不断完善，我们看到，美的在推行 T+3 之后，其空调交货周期由之前的 1.5 个月大幅缩短至 2 周，交货周期大幅缩短，与之对应的则是可以减少不必要的渠道库存，实现以需定产的高效模式，从而摆脱传统渠道层层压货的弊端。

**2、减少渠道层级，优化渠道链条，实现效率提升。传统模式下，渠道层层分销，中间层级越多，所带来的费用、成本就越多。目前美的渠道层级的压缩方式主要包括：**

1) 传统渠道的压缩：整合省级销售公司，将其调整为各个事业部在当地的销售中心，并转而承担运营职能，从某种程度上看相当于缩减了一层渠道，而安得物流则负责各条业务线统一的仓储与物流服务；

2) 推行网批模式：通过 KA 或者美云销 app，直接让小 B（终端零售商）从 KA 或者厂家拿货，这种模式没有中间渠道，直接由厂商或者 KA 对接终端零售商，节省中间渠道的加价费用，从而实现高性价比的销售。

销售体系扁平化意味着将会减少商品不必要的加价率，那么腾挪出的渠道利润，要么提供消费者更优质的服务/满意的商品、要么让利于渠道和消费者。从目前来看，传统渠道压缩基本完成，正在推行网批模式，规模较小。

## **2.2.2 未来渠道的发展方向：掌控零售终端的同时实现“线上线下一盘货”**

对于美的来讲：

1) **掌握终端渠道：**美的终极目标是将所有的零售终端都把握在自己的手中，进而实现以需促产。目前美的正在大力推广的线下网批模式，通过云端平

台实现事业部直接与零售商交互订单流，未来理想情况下，美的所有的零售商直接厂商订货，美的直接掌控下游零售资源。

2) **实现“一盘货”**：美的大物流（一盘货）的目标是实现库存完全共享，未来想调整成线上线下同 SKU 的模式。

3) **推动管理下沉，帮助代理从买断模式向运营模式转型**。随着渠道改革的推进，未来代理商买断赚取进销差价的模式将会变为收取固定比例的运营费用模式。随着盈利模式的转变，代理商需要增强运营、服务等能力，进而实现与厂家共盈。

综上所述，如果想要实现渠道改革的成功，需要全方位的改革配合才行，并不是仅靠某一方面的改革就可以完成。对于美的来讲，其实行的 T+3，需要全产业链协同，目前看来具有很强的竞争壁垒，在众多企业网批转型的企业中，美的布局最为领先。

### 3. 投资建议

#### 3.1 格力电器：渠道模式待优化，但核心定价壁垒犹在

格力上半年表现低于预期，主要在于：

1、**表观原因是：销售策略没有及时跟进，渠道利润可被压缩的空间已到极限。**近三年以来，格力渠道商利润蛋糕不断被切分，目前已然是极限水平，渠道端再也切不出更多的利润提供其业绩增量：即：格力难以通过量 or 价压缩渠道来实现收入端的弹性调整。

2、**核心原因是：传统渠道层层压货返利模式难以快速响应市场需求的变化。**厂商主导下，空调渠道商利润水平合理，已无过多下调空间，而传统层层压货返利的模式难以快速响应市场需求的变化。格力的渠道占位模式应当开始转变，向渠道要利润不如向效率要利润，低毛利、高周转或将成为未来趋势。

3、**投资建议：**

1) **短期看，格力大概率会发动价格战去库存，下半年财报表现会略低预期。**如果终端销售持续较差，且高库存（6.8 个月）降不下来，未来不排除发动价格战，降低出厂价格，以维系渠道利润。这样逻辑推演下，格力下半年的表现可能会差强人意。不过，需要关注财报不及预期所带来的左侧投资机会以及近期混改落地之后的估值提升预期。

2) **长期看，格力多年经营的品牌和产业链优势难以颠覆，但其渠道模式的缺陷已愈发凸显，返利蓄水池的调节能力将越来越弱。**摆在格力面前的是渠道全面改革之路，然而要跨出这一步并不容易。

3) 我们预计公司 2019 年的 EPS 为 4.3 元，对应的估值 12.9 倍。短期业绩承压，长期仍旧看好。

#### 3.2 美的集团：渠道改革效果显著，未来份额有望持续增长

美的上半年表现超预期，主要在于：

1、**表观的原因是：先于市场发起降价策略，实现了销量的大幅增长，2019 年上半年空调表现远超行业平均。**

2、**核心的原因是：通过推行 T+3 模式，以解决因层层压货导致的产销脱节问题，提升渠道效率。**美的在全产业链推行 T+3，在大幅提升生产效率的同时又降低了渠道库存。同时，也通过自建物流、仓储和数字化体系，主动缩减渠道层级，实现以需定产，快速响应零售需求，全面提升渠道效率。与格力相比，美的 T+3 模式决定其渠道的库存仅需要维持较低的水平就可以实现下游的动销平衡，从近年来的销售情况反馈，这种模式也许更够适应下游需求的变化。

3、**投资建议：**

1) **短期看**，从中报分析，美的为家电板块预期最好的公司之一，中报收入增速在 8%左右，利润增速在 17%左右，目前美的估值约 15 倍，结合 2-3 个点的股息，仍具性价比；

2) **长期看**，美的 T+3 布局需要全产业链的配合，具有相当的壁垒，而这一点，美的已经走在了前面。持续长期看好。

3) 我们预计公司 2019 年的 EPS 为 3.50 元，对应 PE15 倍，给予“强烈推荐”评级。

表 3：重点推荐企业业绩、估值情况

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	最新收盘价	EPS (2019)	19 年 PE	推荐评级
000651.SZ	格力电器	3339	55.50	4.30	12.90	推荐
000333.SZ	美的集团	3662	52.78	3.50	15.08	强烈推荐

数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

## 4. 风险提示

### 4.1 宏观经济增速放缓导致需求下降风险

白色家电产品属于耐用消费类电器产品，消费者收入水平以及对未来收入增长的预期，将对产品购买意愿产生一定影响，如果宏观经济增幅放缓导致消费者购买力下降，将对行业增长产生负面影响。另外，房地产市场增幅放缓也将对市场需求产生一定负面影响，间接影响家电产品的终端需求。

### 4.2 行业竞争加剧导致的价格战风险

白电行业充分竞争、产品同质化较高，近年来行业集中呈现提升态势，但个别子行业因供需失衡形成的行业库存规模增加可能会导致价格战等风险。

## 投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上；  
推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；  
中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；  
谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

国融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。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。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。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。投资者不应将本报告视为作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。