

## 家用电器行业 2020 年度投资策略

推荐 (维持)

## 效率升级, 品牌制胜——家电渠道深度研究

- **白电行业渠道之变: 效率升级。**白电行业增速有所放缓, 渠道竞争愈发激烈。近年来随着电商平台崛起, 线上渠道份额提升明显, 但同时受流量红利消退影响, 电商巨头加码布局线下, 新零售市场蓬勃发展, 白电渠道竞争加剧。为适应渠道环境的变化且提高公司的经营效率, 三大白电分别做出了相应的渠道变革, 日臻完善渠道模式。
- **格力电器: 以不变应万变。**公司线下渠道掌控力最强, 线上有待发力。目前格力产品销售仍依赖于其强大的线下经销商体系。区域性销售公司不仅控制了格力全国线下的经销商零售终端, 同时也是公司重要股东。作为中间连接体, 区域性销售公司是目前格力渠道中的核心组成部分, 也是我们认为未来渠道改革可能的重点。和其他主要竞争对手不同, 格力的销售公司在上市公司体外, 且是盈利性机构, 如果未来利益更加绑定, 我们认为销售公司存在向两头让利的可能性。
  - **美的集团: 积极拥抱渠道之变。**公司推进渠道扁平化改革, 线上与天猫京东等第三方电商平台达成战略合作协议, 另今年试点网批模式, 直接对接零售终端; 线下渠道缩减层级, 积极拓展和构建新零售渠道, 并打造线上线下数据融合, 提高整体渠道效率。另外, 公司成立区域市场运营中心强化全品类协同营销, 设立安得智联物流子公司实现全国乡镇网络直配, 在全国建有 110 多个中心仓进行统仓统配, 我们认为今年美的市场份额的提升主要得益于过往两年所修内功。
  - **海尔智家: 渠道正处改革, 效率有望提升。**公司于 2015 年末进行了渠道深度改革, 改变了过去 1169 客户服务线 (运营) 和 690 产品线 (出货) 两套体系并行的不利影响, 渠道调整效果显著。今年 6 月开始公司进行渠道新一轮改革, 改变经销商职能转向服务商, 实现统一仓储统一配送; 营销、信息、物流、服务网四网合一, 进一步提高效率, 变革预计将于明年显现效果。公司目前仍以传统专卖店渠道为主, 但同时也在积极推进新零售渠道建设。
- **厨电行业渠道之变: 品牌制胜。**厨电产品和地产关联度高且安装属性明显, 近年来工程渠道迅速兴起, 目前份额仍处低位, 随着地产回暖向好以及精装修政策的逐步落地, 预计年内工程渠道份额将持续提升。相较零售渠道, 工程渠道准入门槛较高, 对公司的产能、品控及资金流都具有较高要求, 该渠道龙头份额集中趋势更加明显, 2018 年厨电线下零售额 CR2 (老板+方太) 占比为 48%, 而精装渠道中 CR2 占比高达 70%, 龙头集中度在精装渠道中将进一步被放大。
- **老板电器: 品牌优势决胜工程渠道。**老板电器线下渠道仍为主要销售渠道, 同时电商与工程渠道近年来先后实现了长足发展。公司凭借突出的品牌优势及渠道的先发布局, 与碧桂园、万科、恒大等知名房地产公司保持良好合作关系, 目前工程渠道市场份额位列第一, 品牌优势凸显。后续或优先受益于地产回暖及精装修政策落地, 工程渠道收入贡献比重或将持续提升, 且随着消费者对品质生活的追求, 工程渠道产品结构持续优化升级, 或成为公司增长的重要驱动力。
  - **华帝股份: 品牌升级, 加码工程。**2018 年公司基本完成渠道改革, 已基本实现全国一二三四级市场乃至乡镇市场的全覆盖。公司对标准专卖店进行升级, 发力 KA 渠道, 整合部分盈利能力弱的乡镇专柜。同时配合品牌高端转型升级战略, 在各地兴建新形象旗舰店。工程渠道方面, 华帝采用自主经营与代理制相结合的模式, 打造多层次、深渗透、广覆盖的销售体系。华帝工程渠道布局相对较晚, 目前仍在持续加码, 后续随着工程渠道布局的日益完善, 料将助力公司稳步发展。
- **投资策略:** 随着企业减税落地, 后续交房预期回暖, 以及消费政策的试点推行, 家电行业有望受益回暖; 另外 MSCI 纳入因子逐步提升, 北上资金料将持续流入, 看好行业中长期配置价值, 行业评级维持“推荐”。重点推荐确定性较高以及预期改善品种: 1) 高壁垒、低估值以及未来发展值得期待的龙头公司: **格力电器、美的集团和海尔智家**; 2) 受益于竣工预期改善的厨电龙头公司: **老板电器和华帝股份**; 3) 抗周期性强的小家电龙头公司: **苏泊尔、九阳股份和新宝股份**。
- **风险提示:** 宏观经济下行; 终端需求不及预期; 地产调控影响。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
格力电器	64.08	4.8	5.28	5.83	13.35	12.14	10.99	4.22	强推
美的集团	59.39	3.46	3.91	4.45	17.16	15.19	13.35	4.98	强推
海尔智家	18.01	1.44	1.48	1.58	12.51	12.17	11.4	2.98	强推
老板电器	32.67	1.7	1.88	2.08	19.22	17.38	15.71	5.13	强推
华帝股份	12.66	0.89	1.03	1.18	14.22	12.29	10.73	4.26	强推
苏泊尔	80.36	2.43	2.87	3.3	33.07	28.0	24.35	11.17	强推
九阳股份	25.7	1.11	1.27	1.44	23.15	20.24	17.85	5.18	强推
新宝股份	17.13	0.84	0.98	1.1	20.39	17.48	15.57	3.52	强推

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 11 月 05 日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师: 龚源月

电话: 021-20572560

邮箱: gongyuanyue@hcyjs.com

执业编号: S0360519060003

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	59	1.59
总市值(亿元)	13,427.84	2.13
流通市值(亿元)	12,504.47	2.71

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	12.76	9.16	42.73
相对表现	7.83	6.87	20.05

2018-11-07~2019-11-05



## 相关研究报告

《零售终端表现略显疲软, 厨电板块迎来边际改善——9 月家电零售及地产数据点评》

2019-10-20

《家用电器行业周报 (20191021-20191027): 产业在线 9 月空调数据点评: 空调出货端持续回暖, 行业双寡头格局稳定》

2019-10-27

《家用电器行业 2019 年三季度总结: 聚焦高确定性, 关注边际改善》

2019-11-03

# 目录

<b>一、白电行业渠道之变：效率升级</b> .....	<b>6</b>
(一) 行业增长放缓，渠道竞争加剧.....	6
1、行业整体放缓：外销普遍加速，空调短期承压.....	6
2、渠道竞争加剧：线上渠道崛起，线下电商入局.....	8
(二) 格力电器：以不变应万变.....	11
1、区域性销售公司是重要中间体.....	11
2、销售返利筑就利润蓄水池.....	13
3、未来猜想：销售公司将是改革重点.....	14
(三) 美的集团：积极拥抱渠道之变.....	15
1、整合组织架构，加速变革进程.....	15
2、渠道扁平化改革，缩减层级提升效率.....	16
3、完善仓储物流，助力实现一个美的.....	17
(四) 海尔智家：渠道正处改革，效率有望提升.....	19
1、渠道精简改革，明晰两个上市主体定位.....	19
2、渠道把控力较强，四网合一提升效率.....	20
3、深化零售终端转型，助力智慧家庭落地.....	21
<b>二、厨电行业渠道之变：品牌制胜</b> .....	<b>23</b>
(一) 厨电渠道结构多元，工程渠道迅速崛起.....	23
(二) 地产数据回暖向好，厨电行业迎来改善.....	25
(三) 政策促进精装渠道发展，厨电行业集中趋势明显.....	28
(四) 龙头企业优势明显，品牌价值决定市场地位.....	30
1、老板电器：品牌优势决胜工程渠道.....	30
2、华帝股份：品牌升级，加码工程.....	32
<b>三、风险提示</b> .....	<b>35</b>

# 图表目录

图表 1	我国家用空调、冰箱及洗衣机总销量增速	6
图表 2	我国家用空调、冰箱及洗衣机内销量增速	6
图表 3	我国家用空调、冰箱及洗衣机出口量增速	7
图表 4	我国市场白电各品类全渠道推总零售额增速	7
图表 5	1982 年-2018 年我国城镇主要白电保有量	7
图表 6	1982 年-2018 年我国农村主要白电保有量	7
图表 7	2016 年-2019 年空调分渠道零售额占比	8
图表 8	2016 年-2019 年空调分渠道零售额同比增速	8
图表 9	2016 年-2019 年冰箱分渠道零售额占比	8
图表 10	2016 年-2019 年冰箱分渠道零售额同比增速	8
图表 11	2016 年-2019 年洗衣机分渠道零售额占比	9
图表 12	2016 年-2019 年洗衣机分渠道零售额同比增速	9
图表 13	京东家电专卖店	9
图表 14	天猫优品电器体验店	9
图表 15	天猫优品 VS 京东家电加盟条件对比	10
图表 16	京东家电专卖店货物流转层级短	10
图表 17	2018 年至今空调行业及主要企业线上销售额同比（阿里渠道）	11
图表 18	2019 年至今空调行业及主要企业客单价同比（阿里渠道）	11
图表 19	格力电器销售体系	12
图表 20	格力电器股权结构（截至 2019 年三季度）	12
图表 21	格力电器渠道体系相关股权结构	13
图表 22	2007 年-2019H1 其他流动负债项下销售返利规模及占比	13
图表 23	销售返利政策变动下对毛利率和净利率的影响	14
图表 24	区域性销售公司为核心中间连接体	15
图表 25	区域性销售公司利润粗略测算（亿元，假设利润率 5% 不变）	15
图表 26	美的集团组织架构	16
图表 27	美的集团渠道体系	17
图表 28	安得全渠道配送价值链	18
图表 29	中心仓缩减周转次数	18
图表 30	海尔智家与海尔电器股权结构体系（截至 2019 年中报）	19
图表 31	2018 年格力电器、美的集团及海尔智家各员工人数	20
图表 32	海尔智家渠道体系	21

图表 33	海尔“5+7+N”智慧全场景定制化成套方案	22
图表 34	传统渠道：以卖产品为主	22
图表 35	新渠道：向卖方案升级	22
图表 36	2018 年主要家电品类销量情况（单位：万台）	23
图表 37	主要家电城镇百户保有量情况	23
图表 38	主要家电农村百户保有量情况	23
图表 39	厨电市场渠道形式多样	24
图表 40	厨电市场渠道结构变化	24
图表 41	2018 年多国和地区厨房大电渠道占比结构对比（按销量）	25
图表 42	家电子品类与地产关联度测算	26
图表 43	地产竣工和销售数据回暖向好	26
图表 44	油烟机销量增速	27
图表 45	Q3 厨电线下表现有所回暖	27
图表 46	平板玻璃内销量当季同比	27
图表 47	电梯、自动扶梯、升降机产量同比	28
图表 48	促进精装修房相关政策梳理	28
图表 49	精装房开盘套数及同比增速（单位：万套）	29
图表 50	精装修厨电项目个数情况（单位：个）	29
图表 51	2018 年精装修厨电项目品牌结构	29
图表 52	2018 年精装修市场厨电部品配置率	29
图表 53	2018 年精装渠道与整体线下市场渠道龙头企业市占率对比	30
图表 54	老板电器营业收入及同比增速	31
图表 55	老板电器归母净利润及同比增速	31
图表 56	油烟机分品牌零售额市场份额	31
图表 57	油烟机分品牌零售量市场份额	31
图表 58	老板电器销售渠道结构	32
图表 59	华帝股份营业收入及同比增速	33
图表 60	华帝股份归母净利润及同比增速	33
图表 61	烟灶消套装平均客单价对比	33
图表 62	烟灶消套装客单价同比变动趋势对比	33
图表 63	华帝股份销售渠道结构	34
图表 64	华帝股份线下渠道门店数量（单位：个）	34
图表 65	华帝股份各渠道占营业收入比重变化情况	34
图表 66	华帝股份线上渠道收入增长情况	35

图表 67 主要家电品牌线上销售额同比增速对比 .....	35
图表 68 华帝股份工程渠道收入增长情况 .....	35
图表 69 2018 年华帝股份各销售渠道收入情况 .....	35

## 一、白电行业渠道之变：效率升级

### （一）行业增长放缓，渠道竞争加剧

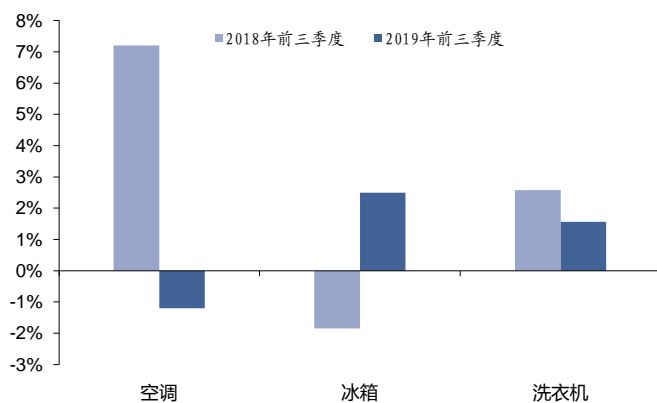
#### 1、行业整体放缓：外销普遍加速，空调短期承压

**白电行业整体增速有所放缓。**从出货端来看，根据产业在线数据显示，2019 年 1-9 月家用空调、冰箱和洗衣机的总销量分别达 12,301 万台、5,844 万台和 4,834 万台，同比增速分别为-1.2%、+2.5%和+1.6%。与 2018 年同期相比，各品类表现有所分化，其中冰箱受外销市场拉动明显，同比增速扭负为正，洗衣机增速小幅略降，而空调总销量增速出现明显下滑，由 2018 年前三季度累计的同比 7.2%的增速下滑至-1.2%，主要系内外销市场均略显疲软影响。

**内销表现平淡，外销冰洗增长加速。**分市场来看，内销市场表现平淡，家用空调、冰箱和洗衣机同比增速分别为-0.7%、-1.7%、-0.5%，其中空调与 18 年同期相比增速下滑明显，主要受宏观市场环境及全国气候（今夏多雨水且气温普遍较低）等多因素影响。外销市场普遍增长加速，家用空调、冰箱和洗衣机出口量同比增速分别为-1.9%、+8.1%、+6.1%，冰洗增速提振明显，而空调或受前期抢出口影响，同比增速由正转负，呈负增长态势。

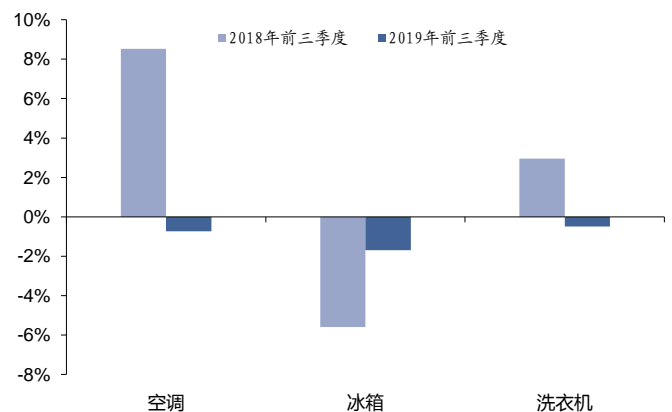
**零售端各品类增速均呈现不同幅度放缓。**从零售端来看，根据奥维云网数据显示，2019 年 1-9 月空调、冰箱和洗衣机全渠道推总的零售额同比增速分别为-4.0%、-1.1%、+1.8%，增速较去年同期（2018 年 1-9 月）均呈现不同幅度下滑，或主要受国内经济环境下整体消费市场增速放缓影响。分品类来看，空调和冰箱增速均放缓至负增长，且空调受气候因素叠加影响下，增速下滑最为明显。

图表 1 我国家用空调、冰箱及洗衣机总销量增速

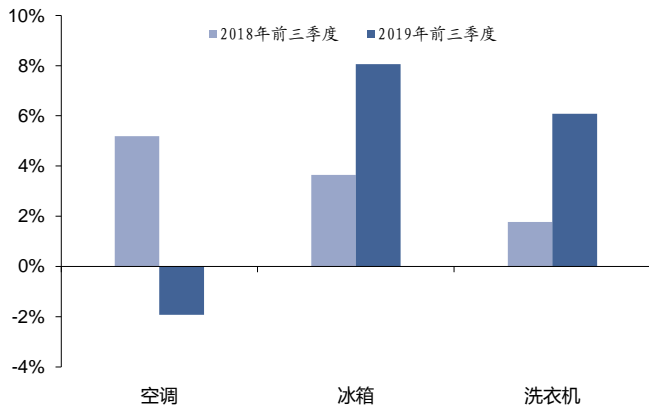


资料来源：产业在线，华创证券

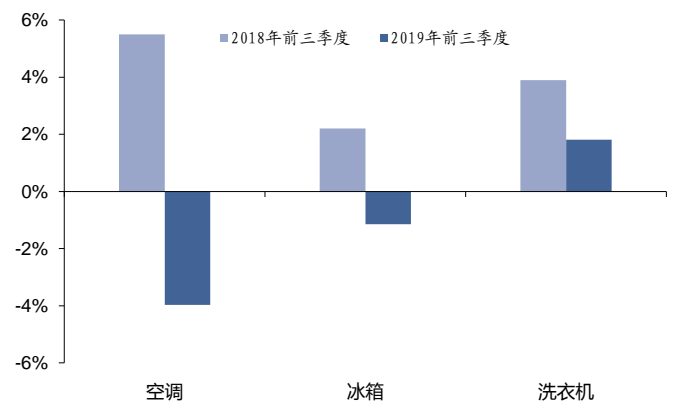
图表 2 我国家用空调、冰箱及洗衣机内销量增速



资料来源：产业在线，华创证券

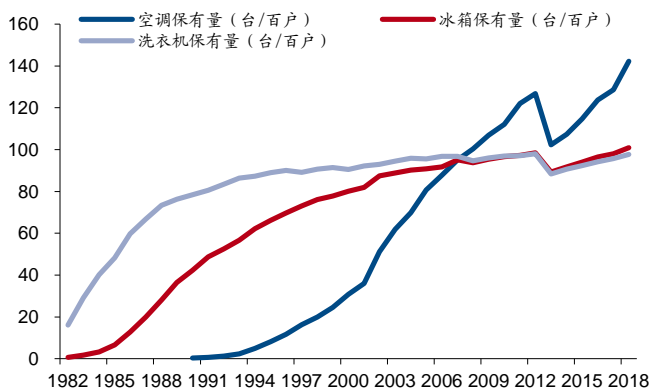
**图表 3 我国家用空调、冰箱及洗衣机出口量增速**


资料来源：产业在线，华创证券

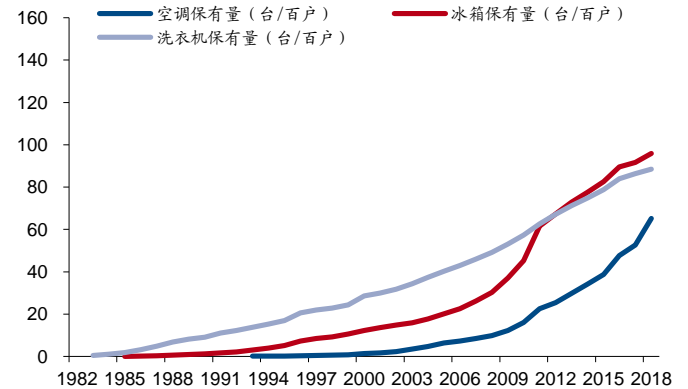
**图表 4 我国市场白电各品类全渠道推总零售额增速**


资料来源：奥维云网，华创证券

**空调短期略有承压，长期市场依旧广阔。**从 2019 年 9 月累计数据来看，无论是出货端还是零售端，空调品类的总销量及零售额规模增速均呈负增长态势，目前仍处承压状态，主要系国内整体消费增速放缓及今夏气候等多因素叠加影响。但从长期来看，空调仍是增长最有潜力的品类之一。**冰洗：**我国冰洗普及时间相对较早，目前在城镇中已完成初步普及，在农村中处普及后期，城镇与农村保有量差距相对较小（10 台/百户以内），行业增长主要依靠更新换代需求驱动。**空调：**我国空调渗透率仍有较大的提升空间：**1）城镇保有量和农村保有量仍有较大差距**，2018 年城镇空调保有量提升至 142.18 台/百户，而农村空调保有量仅 65.25 台/百户，空调具备一户多机属性，目前城镇空调保有量已远超冰洗，未来随着农村人民生活水平的提高及销售渠道的下沉，农村空调保有量将继续保持高速增长，有望超过冰箱和洗衣机的保有量；**2）与生活习惯相似的日本相比，我国城镇空调的保有量仍处于低位**，2018 年日本空调保有量高达 281.3 台/百户，未来随着经济发展、城镇化率的推进，我国空调保有量将稳步提升。从渗透率及空调本身一户多机属性来看，空调品类保有量仍存在明显的提升空间，长期来看是增长最有潜力的品类之一。

**图表 5 1982 年-2018 年我国城镇主要白电保有量**


资料来源：wind，华创证券；备注：2013 年下滑是由于统计口径变化

**图表 6 1982 年-2018 年我国农村主要白电保有量**


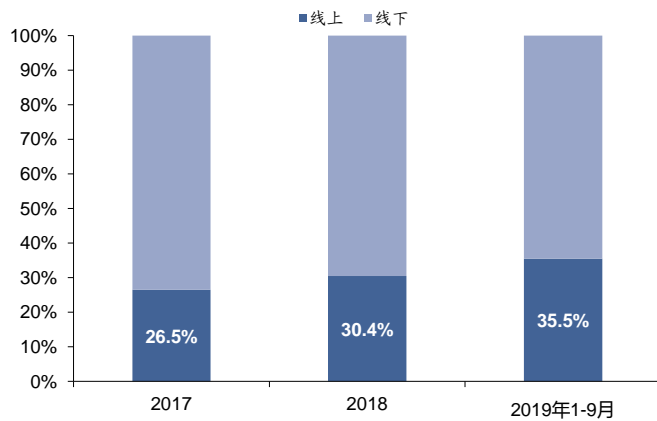
资料来源：wind，华创证券

## 2、渠道竞争加剧：线上渠道崛起，线下电商入局

行业渠道多样化，线上渠道份额提升。家电行业渠道模式多样，零售端可分为线上渠道和线下渠道，其中线下渠道主要包括 KA（典型代表有国美、苏宁易购等线下商超）和专卖店（经销商门店、代理商直营门店等），线上渠道主要包括入驻电商平台和自建网上商城。受益于智能终端的普及和配套设施的完善，家电线上渠道崛起，线上零售额份额占比逐年稳步提升。根据奥维云网数据显示，2019 年 1-9 月空调、冰箱和洗衣机的线上零售额份额较 2018 年全年有所提升，分别达 35.5%、35.0%、36.4%，线上渠道逐步成为白电各品类的重要渠道。

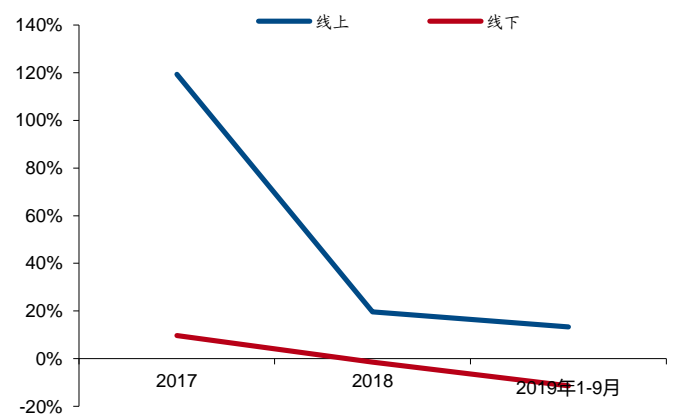
线上渠道成为市场增长引擎，但流量红利逐步消退。分渠道来看，线上渠道零售额同比增速表现亮眼，2017 年空调、冰箱和洗衣机的线上同比分别高达+119.3%、+37.6%、+38.6%，远超同期线下增速。受线上流量红利消退影响，近年来，白电各品类线上零售额增速均呈下滑态势，2019 年 1-9 月空调、冰箱和洗衣机的线上同比增速已分别下滑至+13.4%、+12.5%、+16.1%，但基于线下市场需求略显疲软，线上渠道仍是行业增长的主要驱动力。

图表 7 2016 年-2019 年空调分渠道零售额占比



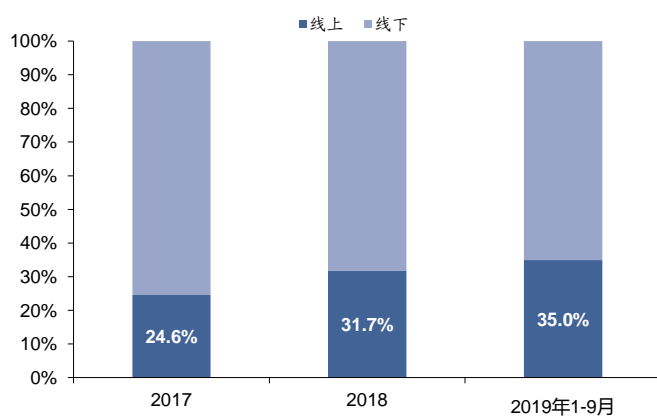
资料来源：奥维云网，华创证券；备注：2019 年为 1-9 月累计

图表 8 2016 年-2019 年空调分渠道零售额同比增速



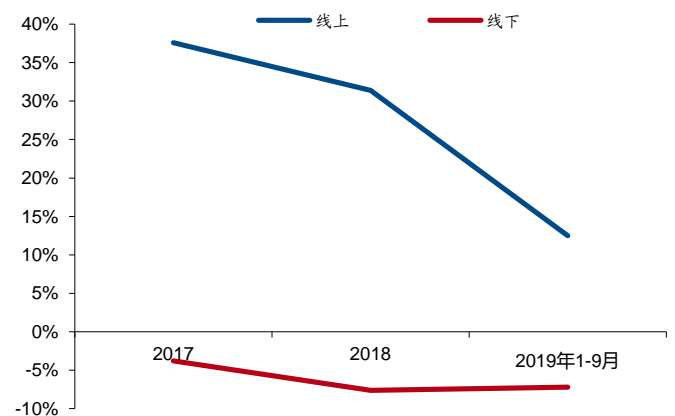
资料来源：奥维云网，华创证券；备注：2019 年为 1-9 月累计

图表 9 2016 年-2019 年冰箱分渠道零售额占比



资料来源：奥维云网，华创证券；备注：2019 年为 1-9 月累计

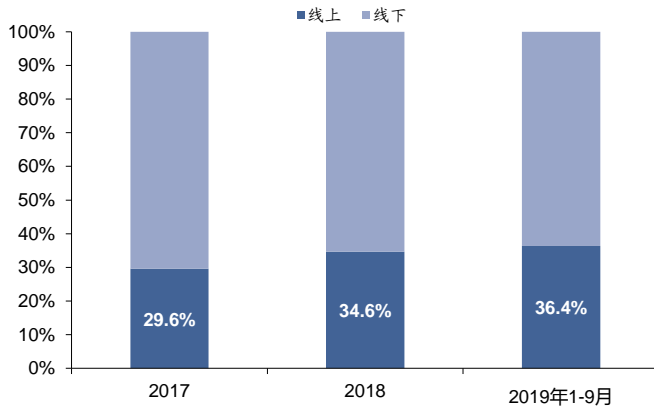
图表 10 2016 年-2019 年冰箱分渠道零售额同比增速



资料来源：奥维云网，华创证券；备注：2019 年为 1-9 月累计

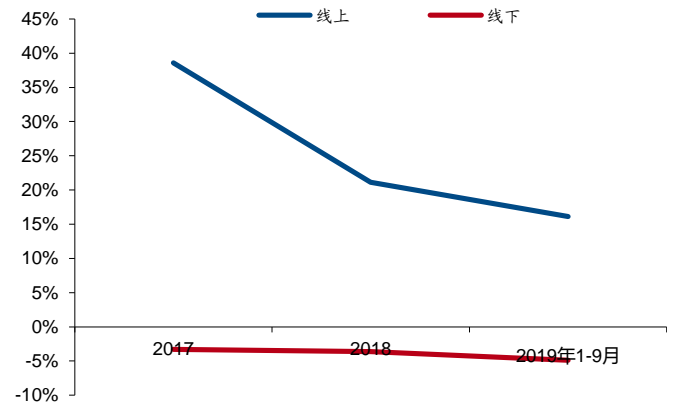


图表 11 2016 年-2019 年洗衣机分渠道零售额占比



资料来源：奥维云网，华创证券；备注：2019 年为 1-9 月累计

图表 12 2016 年-2019 年洗衣机分渠道零售额同比增速



资料来源：奥维云网，华创证券；备注：2019 年为 1-9 月累计

**渠道竞争愈发激烈，电商巨头布局线下。**移动互联网已经逐步从流量时代进入存量竞争时代，根据 QuestMobile 数据显示，2019 年上半年移动互联网月活跃人数仅净增 570 万，其中 Q2 净降 193 万，用户规模扩张触顶。受线上红利逐步消退影响，尽管近年来家电线上渠道零售额份额持续提升，但线上增速已明显放缓，此外基于线上获客和运营成本的攀升，电商巨头纷纷布局线下门店以获取新的流量入口。在线上红利消退及白电行业整体增速有所放缓的背景下，行业渠道竞争愈发激烈，行业开启线上线下融合的全渠道竞争模式。

**京东：线下京东家电专卖店已超 1.2 万家。**2016 年京东首次提出京东家电专卖店战略，主攻低线市场，形成“在一二线城市建立以体验为主的超级体验店，三线城市推进一城一店，四到六线城市乡镇市场大力发展家电专卖店”的线下渠道体系。2017 年京东提出计划在全国县镇村开设超过 1 万家京东家电专卖店，发展至今，京东家电专卖店已覆盖全国 2.5 万个乡镇，60 多万个行政村，根据 36kr 新闻报道，截至 2019 年 9 月京东家电专卖店数量已超 1.2 万家，第四季度仍将继续增加门店数量。

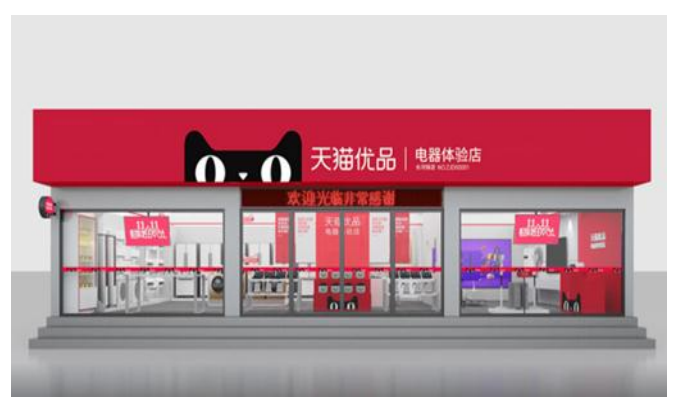
**天猫：加快渠道下沉，农村战略是公司三大战略之一。**2014 年阿里将农村战略作为公司三大战略之一，注重下沉市场的深耕。2017 年阿里将农村淘宝战略升级后，正式落地天猫优品项目，触达低线市场消费者。阿里计划 2019 年天猫优品门店将覆盖全国 1500 个县，实现 1 万家门店的开店运营（含天猫优品-电器体验店/合作店）。

图表 13 京东家电专卖店



资料来源：京东

图表 14 天猫优品电器体验店



资料来源：天猫

**京东与天猫采取加盟方式，进入门槛相对较低。**电商巨头京东和天猫在下沉市场时均采用加盟方式，不收取加盟费，两者均采用轻运营模式，由平台备货，无需库存，其中京东家电专卖店依托京东帮服务店进行配送和安装，天

猫优品要求加盟店铺自主配备家电送装能力。此外，平台对加盟者的从业经营年限、门店选址及面积等都有一定标准，但整体来说加盟的条件较为宽松，进入门槛相对较低，资金要求也不高。加盟方式能够帮助实现门店的迅速扩张，但也对电商巨头的门店管理能力和渠道控制力提出了要求。

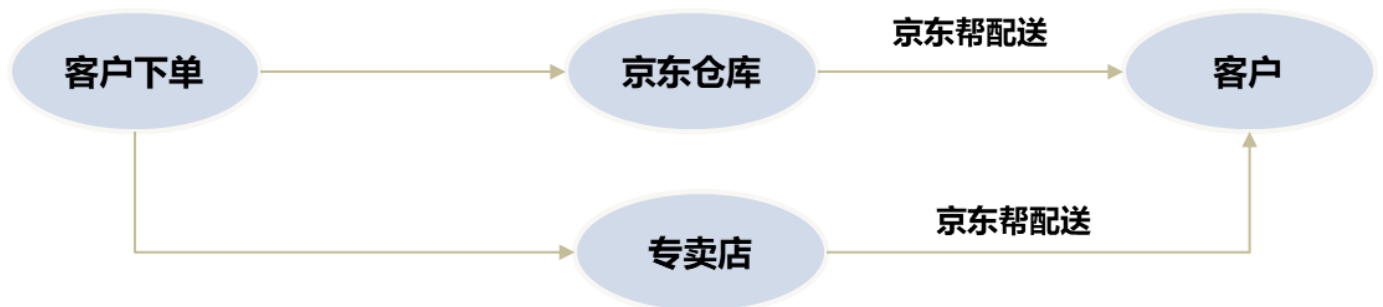
图表 15 天猫优品 VS 京东家电加盟条件对比

	天猫优品-电器体验店/合作店	京东家电专卖店
资质要求	从事过家电行业优先；从业年限需 3 年以上；具备大家电送装能力	经营范围需具备家电字样；家电从业者优先；3 年以上经营经验
地址	县域人流量密集、临街的核心商圈，家电一条街为最佳	独立临街门店
门店面积	体验店(县区)120-200 平，合作店(镇)80-120 平，面宽 6 米以上	乡镇不低于 100 平，县城不低于 200 平，且可按京东要求装修

资料来源：天猫，京东，搜狐，华创证券

**京东帮承担配送和安装，线下货物流转层级较短。**与天猫平台不同，京东家电专卖店对加盟者不要求具备自主配送安装家电的能力，而是通过京东帮服务店提供相应的服务。京东帮成立于 2015 年初，同样采取加盟方式，承担京东在县域最后一公里的配送、安装等售后服务的职能。京东家电专卖店线下货物流转层级相对较短，客户下单后货物即可从京东仓库配送至终端网点京东帮服务店，再由京东帮负责配送至消费者家中进行安装，流程链条相对传统的经销模式更短。

图表 16 京东家电专卖店货物流转层级短



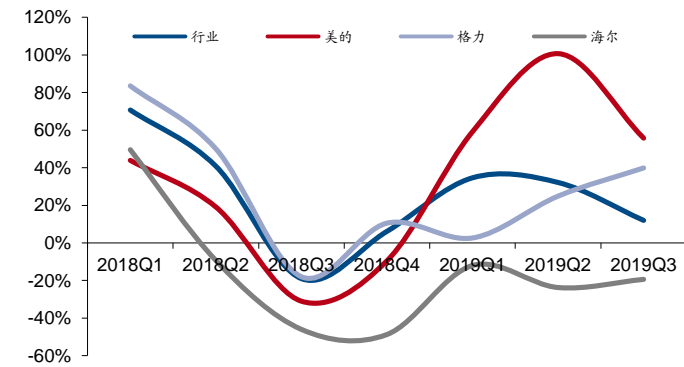
资料来源：渠道调研，华创证券

**三大白电对电商线下门店合作态度略有分化。**京东和天猫线下家电专卖店积极与各大品牌商展开合作，丰富门店的产品品类，但家电主要公司对电商的线下门店合作态度略有不同。**美的集团：**美的集团与京东于今年 3 月达成年度战略合作，双方在供应链、会员体系、用户体验、渠道下沉、产品定制、市场营销等六个领域展开合作。美的将以京东家电专卖店体系为主要载体，实现旗下全品类产品直供 4-6 级县级以下市场，全面采取积极拥抱态势，打通双方会员体系，实现京东、美的商城、线下多渠道数据共享，同时京东也为美的提供更多的展示空间。**海尔智家：**海尔于 3 月和京东达成战略合作，重点在定制家电和渠道下沉领域展开深度合作，海尔全品类参与京品家电的定制打造；并且以京东家电专卖店为主要载体，实现海尔各品类产品的渠道下沉，具体而言，海尔将各区域中心与京东区域团队实现对接，且打通线上线下考核，激励全员积极性。今年 8 月海尔智家再次与京东家电专卖店合作启动“京海计划”，将京东专卖店项目组与海尔新渠道并联为一个团队，旨在实现 8-10 月海尔产品在京东家电专卖店量价的全面提升。**格力电器：**格力对电商线下专卖店体系保持“远观”态势，尚未进驻天猫优品及京东家电专卖店，今年 8 月与京东达成的战略协议仅针对冰洗品类和电饭煲品类，而非格力本身强优势的空调产品，涉及的是网络销售、服务、智能研究等领域，但未明晰与线下京东家电专卖店渠道的合作。

**三大白电龙头线上表现各异。**2019 年以来白电龙头中美的和格力线上表现分化明显，根据阿里数据显示，2019 年以

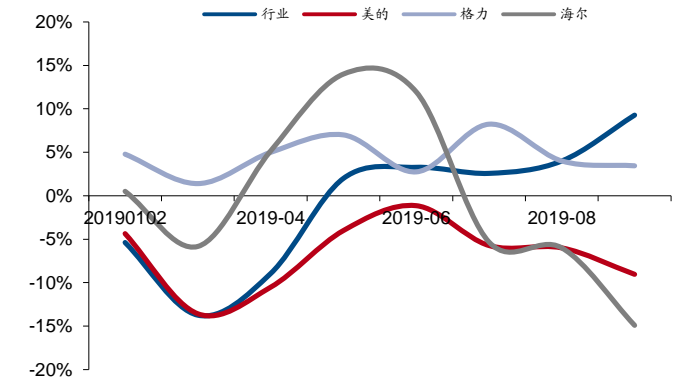
美的空调品类线上收入增速领跑行业，Q1、Q2 和 Q3 在阿里渠道线上增速分别高达 59%、101%和 56%；而同期格力增长 3%、25%和 40%。美的在线上的亮眼表现主要系年初以来持续的降价促销政策效果显现，背后是依赖于 T+3 模式改革下原材料价格下行的成本红利得以优先反映。

**图表 17 2018 年至今空调行业及主要企业线上销售额同比（阿里渠道）**



资料来源：淘数据，华创证券

**图表 18 2019 年至今空调行业及主要企业客单价同比（阿里渠道）**



资料来源：淘数据，华创证券

**白电龙头渠道模式存在差异，日臻完善追求效率提升。**白电龙头在线上表现的差异主要是由于渠道策略的不同。**格力电器**：公司线下渠道掌控力最强，产品销售依赖于强大的线下经销体系；**美的集团**：积极拥抱新零售，推进渠道扁平化改革，注重全渠道布局，2019 年线上发力明显；**海尔智家**：销售体系位于上市公司体内，渠道把控能力较强，正推进渠道扁平化变革。白电龙头渠道策略各有侧重，近年来为适应渠道环境的变化、提高公司的经营效率，三大白电巨头分别做出了相应的渠道变革，日臻完善渠道模式，追求经营效率的提升。

## （二）格力电器：以不变应万变

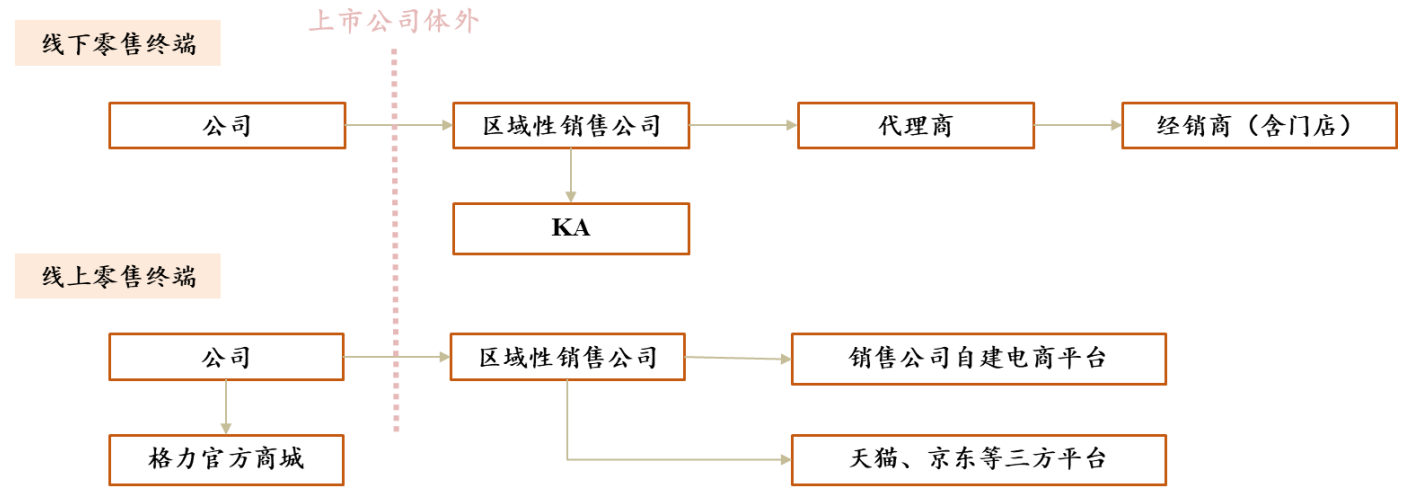
**格力电器：以不变应万变。**公司线下渠道掌控力较强，线上有待发力，4 月在经营范围中增加电子商务业务。目前格力产品销售仍依赖于其强大的线下经销商体系。截至 2018 年底，格力在全国拥有 4 万多家网点，由 26 家区域性销售公司控制。区域性销售公司不仅是格力电器销售体系中重要部分，控制了全国线下的经销商零售终端，同时也是公司重要的股东，拥有重要话语权。作为中间连接体，区域性销售公司是目前格力渠道中的核心组成部分，也是我们未来渠道改革可能的重点，和其他主要竞争对手不同，格力的销售公司在上市公司体外，且是盈利性机构，如果未来利益更加绑定，我们认为这部分盈利空间有向上市公司或者消费者（降价提高市占率）转移的可能性。

### 1、区域性销售公司是重要中间件

**公司销售主要依赖于线下专卖店模式。**截至 2018 年底，公司在全国拥有 26 家区域性销售公司，4 万多家网点，与阿里、京东、苏宁和国美等电商及 KA 均保持良好合作伙伴关系。**线下渠道**：根据渠道调研结果，我们预计公司线下渠道营收占比在 85%左右，为公司的主导渠道。线下渠道主要包括 KA 和专卖店，公司销售主要依赖于线下专卖店的模式。专卖店可以分为销售公司直营店、代理商直营店和经销商门店，基于经销商的触达范围广泛及数量众多，经销商门店是专卖店收入的主要贡献来源。从货物流转层级来看，KA 直接向销售公司拿货，层级较短；销售公司直营店、代理商直营店和经销商门店的流转层级依次递增，其中经销商门店需要经过销售公司-代理商-经销商，层级相对较多。**线上渠道**：主要包括格力自建的官方商城、天猫等三方电商平台旗舰店及销售公司自建区域性电商平台，线上渠道多向销售公司直接拿货，层级较短。

销售物流多与三方合作。公司旗下设有全资子公司珠海格力运输有限公司，成立于 2017 年，经营范围包括仓储运输服务，但尚不具备辐射全国的能力。公司货物销售依赖于区域性销售公司和线下专卖店终端渠道，终端门店物流配送多由区域性销售公司各自招标，如上海盛世欣兴将物流委托给三方上海中超物流有限公司。

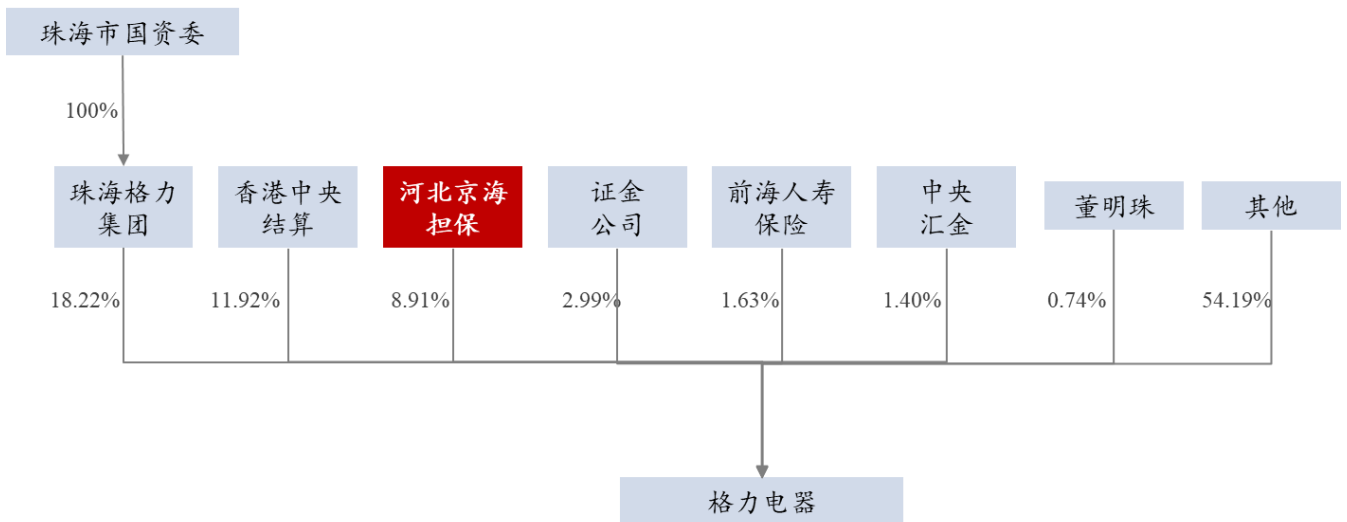
图表 19 格力电器销售体系



资料来源: wind, 渠道调研, 华创证券

格力股权层面深度绑定经销商利益。2007 年格力电器引入由 10 家核心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投资者。京海担保在受让公司第一大股东格力集团持有的公司 10% 股权后，成为第二大股东，从股权层面深度绑定了经销商的利益。而后经销方持股比例虽有波动，但仍维持较高话语权，截至 2019 年三季度，京海担保持有公司 8.91% 股权，为公司第三大股东。

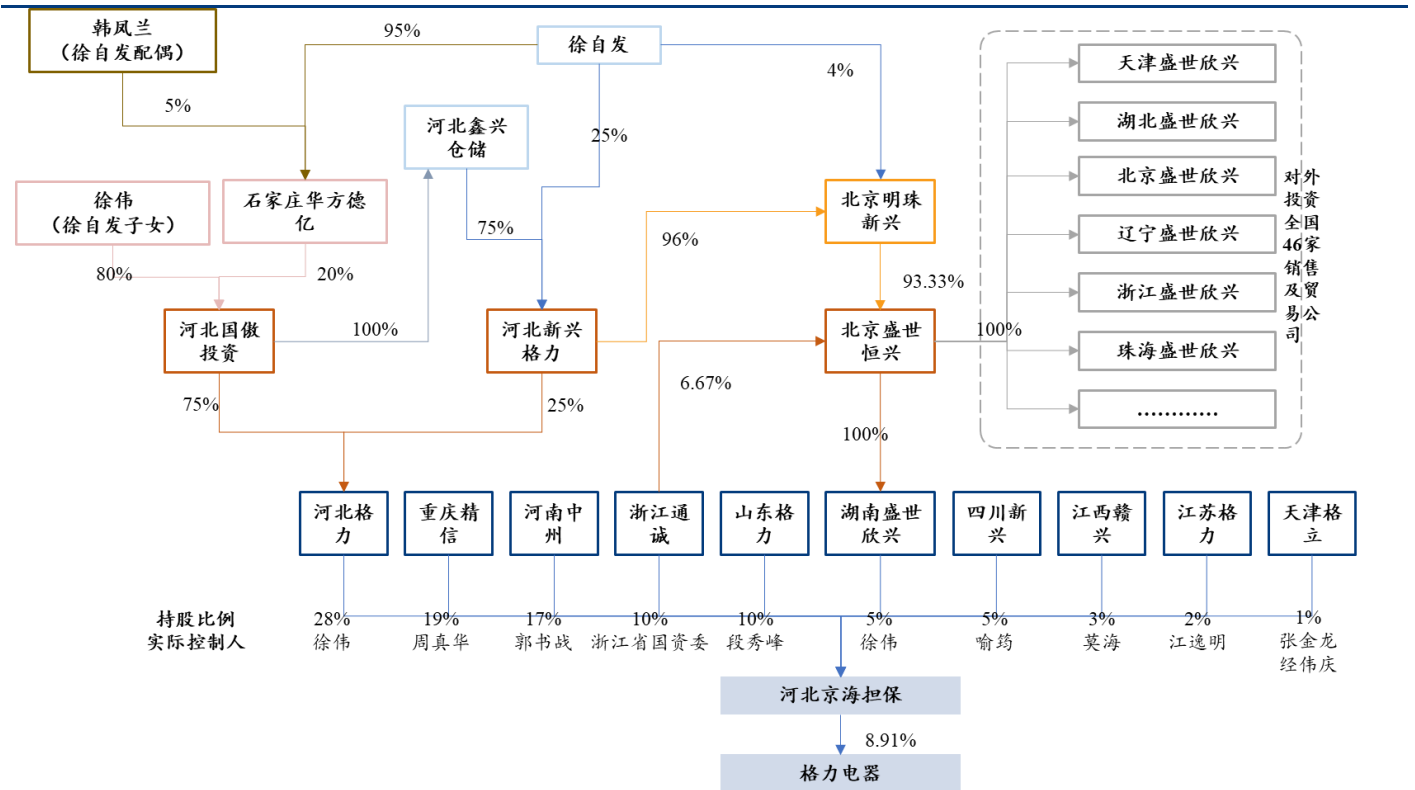
图表 20 格力电器股权结构 (截至 2019 年三季度)



资料来源: wind, 华创证券

京海担保实际控制人同时掌控格力全国销售公司。河北京海担保实际控制人为徐自发家族，徐自发与其配偶、子女通过以直接和间接持股的方式拥有对北京盛世恒兴格力国际贸易有限公司的绝对控制权，而北京盛世恒兴持有全国各区域性销售公司及贸易公司的 100% 股权。徐自发家族实际控制京海担保及格力全国销售公司，股权绑定下其利益与公司具有高度的一致性。

图表 21 格力电器渠道体系相关股权结构



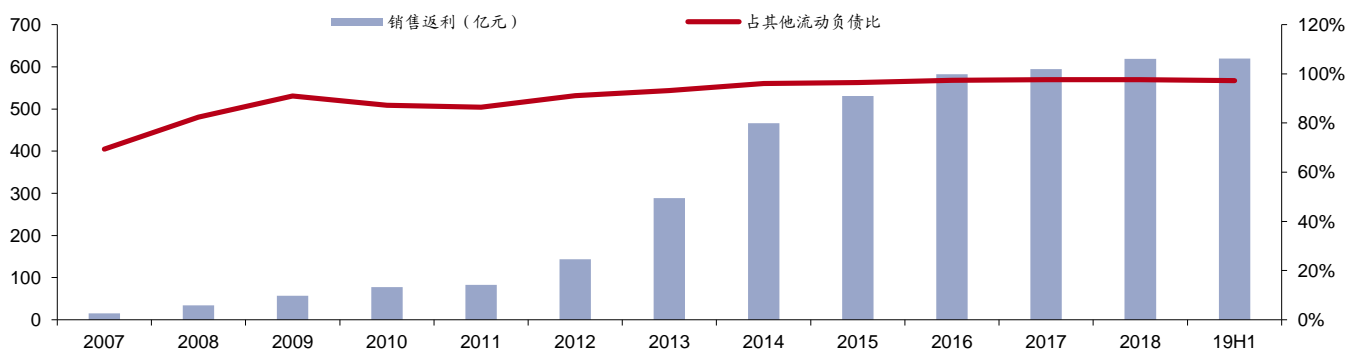
资料来源：wind，华创证券；备注：北京盛世恒兴对外投资的全国46家公司中含湖南盛世欣兴

## 2、销售返利构筑利润蓄水池

**返利拉动销售积极性。**销售返利指经销商在一定期限内累计购买货物达到一定数量，或者由于市场价格下降等原因，公司给予经销商相应的价格优惠或补偿等。销售返利以返还部分利益的方式拉动经销商销售积极性，在一定程度上能够助力公司营收增长。

**销售返利政策构筑富余利润池。**根据公司公告等公开资料可知，格力的销售返利以非现金支付，销售返利的计提和兑现主要影响“销售费用”和“其他流动负债”这两个科目，返利的计提和兑现力度变动会影响利润，因此其他流动负债项目一直被视为公司重要的利润蓄水池。2019H1 公司其他流动负债 637.33 亿元，其中销售返利 619.57 亿元，占比 97.21%。

图表 22 2007 年-2019H1 其他流动负债项下销售返利规模及占比



资料来源：公司公告，华创证券

**销售返利如何影响公司利润？**我们在 8 月外发的《格力电器（000651）深度研究报告：风劲帆满海天阔——行业新趋势下格力剑指何处》中，已经对销售返利的处理做出详细的剖析。根据公司公告等资料合理推测销售返利的会计处理。假设成本为营收的 60%，销售返利计提比例为营收的 10%，销售返利外的期间费用为营收的 15%，为简便计算假设公司的营收按每年 100% 增长，当年计提的销售返利次年会足额兑现，不考虑所得税影响，测算发现：1) 当销售返利计提比例提升时，公司毛利率不变，净利率下降，其他流动负债增长；2) 销售返利计提比例减少时，公司毛利率不变，净利率提升，其他流动负债减少；3) 销售返利兑现比例增大时，公司毛利率下降，净利率提升，其他流动负债减少；4) 销售返利兑现比例减少，公司毛利率提升，净利率下降，其他流动负债增加。

**图表 23 销售返利政策变动下对毛利率和净利率的影响**

单位（万元，%）	营业收入	营业成本	营业成本（返利兑现）	毛利润	期间费用	销售费用（返利计提）	销售费用（返利兑现）	净利润	毛利率	净利率	其他流动负债变动值
第一年仅计提不返利	100	60	0	40	15	10	0	15	40%	15%	10
第二年正常计提兑现	200	120	6	74	30	20	-10	34	37%	17%	10
第三年正常计提兑现	400	240	12	148	60	40	-20	68	37%	17%	20
计提比升至 20%	400	240	12	148	60	80	-20	28	37%	7%	60
计提比降至 0%	400	240	12	148	60	0	-20	108	37%	27%	-20
兑现比例提升	400	240	24	136	60	40	-40	76	34%	19%	0
兑现比例为 0%	400	240	0	160	60	40	0	60	40%	15%	40

资料来源：华创证券测算

**利润蓄水池如何放水？**通过合理推测调节计提和兑现的力度可以影响公司毛利润和净利润。当公司适当降低返利计提比例，加大当期返利兑现力度使得销售返利的计提金额小于兑现支付金额，其他流动负债减少，公司销售费用会相应降低，因此企业的净利润将对应增加。

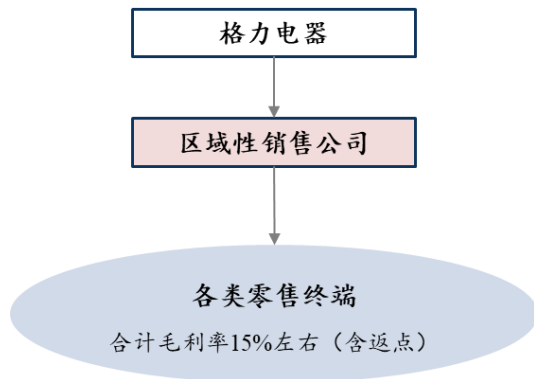
### 3、未来猜想：销售公司将是改革重点

**区域性销售公司是重要的中间连接体。**销售公司不仅是格力电器销售体系中重要部分，控制了全国线下的经销商零售终端，同时也是公司重要的股东，持有 8.91% 股权，拥有重要话语权。综合来看，区域性销售公司是重要的中间连接体，在股权绑定情况下与格力电器利益相对保持一致。

**乡镇直营改革的意义相对有限。**根据渠道调研结果显示，在 2019 冷年开盘初（18H2），格力在部分区域试点推进乡镇直营，即代理商转经销商，改革后经销商的利润会高一些（相对原代理商），但同时需要承担风险。我们认为目前渠道利润压缩的空间并不大（合计毛利率在 15% 左右），且代理商的存在能够帮助调节运营风险、提供资金安全垫，综合来看我们认为这样改革（代理转经销）的意义并不大，猜想区域性销售公司将是未来渠道改革可能的重点。

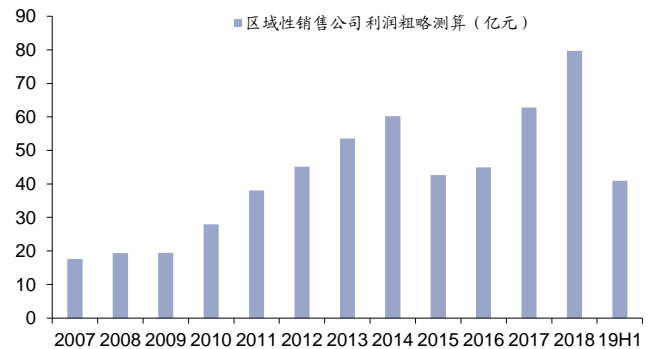
**区域性销售公司利润蓄水丰富，或是渠道改革重点。**作为中间连接体，区域性销售公司是目前格力渠道中的核心组成部分。从盈利情况来看，和其他主要竞争对手不同，格力的销售公司在上市公司体外，且是盈利性机构，若假设区域性销售公司的利润率为 5%，将格力电器空调和小家电收入之和粗略视为区域性销售公司的销售收入，粗略测算下，2019H1 区域性销售公司利润在 40 亿元左右（2019H1 格力电器归母净利润为 137.50 亿元）。如果未来利益更加绑定，我们认为销售公司存在向两头让利的可能性（上市公司、消费者）。

图表 24 区域性销售公司为核心中间连接体



资料来源：渠道调研，华创证券

图表 25 区域性销售公司利润粗略测算（亿元，假设利润率 5% 不变）



资料来源：wind，华创证券测算

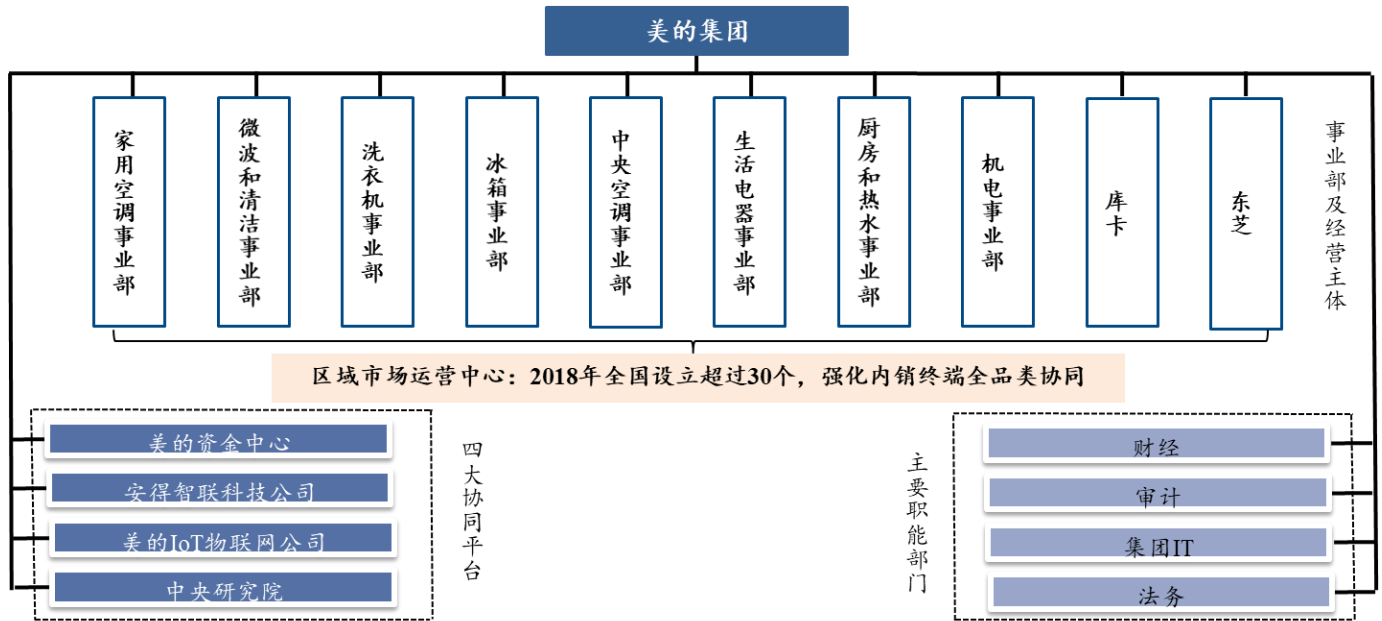
### （三）美的集团：积极拥抱渠道之变

**美的集团：积极拥抱渠道之变。**为提升公司整体运营效率，公司推进渠道扁平化改革，线上与天猫京东等第三方电商平台达成战略合作协议，另今年试点网批模式，直接对接零售终端；线下渠道缩减层级，积极拓展和构建新零售渠道，并且打造线上线下数据融合，提高整体渠道效率。另外，美的成立区域市场运营中心强化全品类协同营销，且设立安得智联物流子公司实现全国乡镇网络直配，在全国建有 110 多个中心仓进行统仓统配，我们认为今年美的在市场份额的提升主要得益于过往两年所修内功。

#### 1、整合组织架构，加速变革进程

**美的明确三层架构体系，以事业部为核心。**1997 年美的实施事业部制改革，以产品为中心划分为空调、风扇、厨具、电机和压缩机共 5 个事业部，各个事业部以利润为中心，拥有独立的产品和市场，进行独立运营和核算。此后，美的进行多轮组织架构的改革，2018 年美的集团加速推进新一轮的组织变革，将厨电与热水器合并成立厨热事业部，生活电器与环境电器事业部合并为生活电器事业部。经过系列整合改革后，美的集团明确三层架构体系，即事业部及经营主体、协同平台、职能部门。**第一层事业部及经营主体：**主要包括家用空调事业部等在内的八大事业部及库卡、东芝，以及中国区域、美的国际、美云智数、美的金融等经营主体；**第二层四大协同平台：**包括安得智联科技公司、IOT 公司、中央研究院和资金中心，负责横向推动体系的协同工作；**第三层职能部门：**包括审计、法务、IT 等各专业领域的管理主体，负责相应专业性和一致性管理和风险控制，职能部门配备的人员数量相对较少，除 IT 外全部职能部门人数约 200 人左右，旨在打造小而转的服务型部门。此外，公司成立区域市场运营中心强化终端全品类协同，2018 年全国区域市场运营中心已超过 30 个，通过开展更精准的多品类联合促销活动，从多个方面推动内销协同。

图表 26 美的集团组织架构



资料来源：公司官网，苗兆光&施炜《企业成长导航》，华创证券；备注：机电事业部即原部品事业部

**事业部结构激发组织活力，助美的发挥协同优势。**美的集团以产品线划分事业部，有助于专业化生产和管理，可以让专业的人做专业的事，并节约经营和沟通成本，提高各级决策效率和执行力，进而保证了组织活力。各事业部以产品为中心，独立经营、独立核算，享有极高的自主经营权。

**效率驱动为公司三大转型主轴之一。**2011年美的集团便明确“产品领先、效率驱动、全球经营”的三大主轴的全面转型战略。近年来公司坚持贯彻效率驱动，组织架构经历多番调整，朝着促进公司整体可持续发展利润最大化及效率提升的方向发展。此外，在生产上，公司推出T+3模式，以销定产，一方面能够帮助公司及时把握市场需求，另一方面能够提升周转效率；在渠道上，公司持续推进扁平化改革，积极拥抱新零售，提升运营效率。

## 2、渠道扁平化改革，缩减层级提升效率

**美的集团已形成全方位、立体式市场覆盖。**公司积极深入拓展旗舰店、苏宁、国美、区域性连锁、小区域连锁和乡镇专卖店等6大渠道，逐步形成相对稳定的渠道局面。在成熟的一二级市场，公司与大型家电连锁卖场保持良好合作关系；在三四线市场中，公司以旗舰店、专卖店、传统渠道和新兴渠道为有效补充，形成全方位、立体式的市场覆盖。全国市场来看，电商/KA/经销商渠道三分天下，渠道布局均衡发展。为适应市场环境变化，追求运营效率的提升，近年来美的集团持续推进渠道扁平化改革，已初获成效。

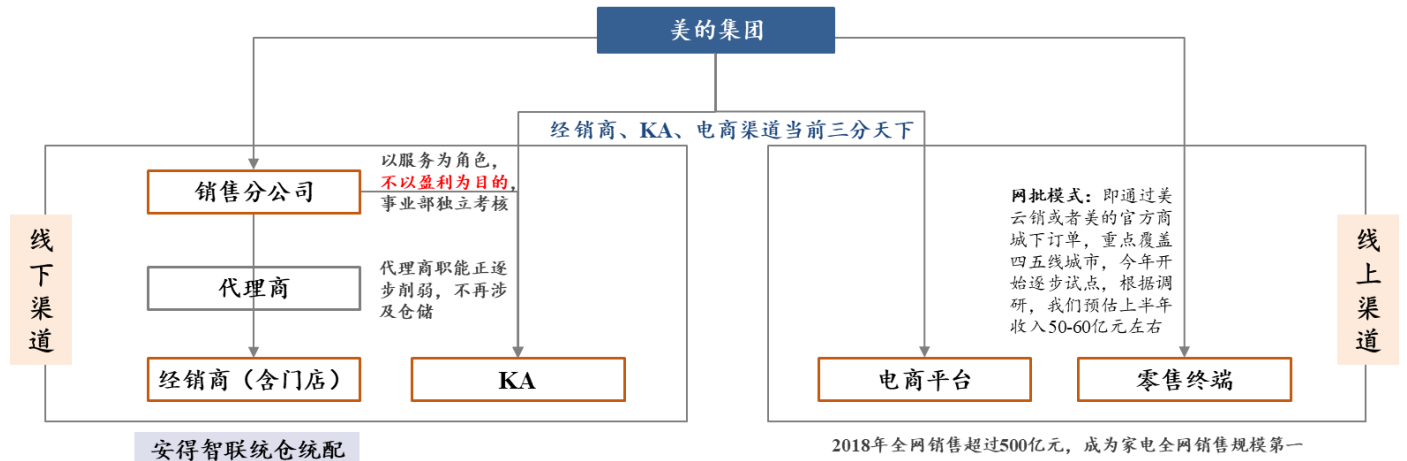
**线下：取消二级经销商，缩短流通层级。**公司线下渠道包括KA及经销商门店，其中KA直接对接公司，经销商渠道在2017年全部取消原有二级经销商，目前销售层级缩减为：分公司-代理商-经销商-门店，货物由公司安得智联直接从大仓进行统仓统配至门店（不经过中间层级），流通层级得以缩减，代理商和经销商的职能将持续减弱，逐步转换成服务配套商。此外，公司积极在线下拓展和构建新零售渠道，重新规划线下零售业态，在建材家装渠道开设美的慧生活体验中心139家，打造全屋家电销售能力，从单品拓展到全屋智能家电，提高终端出货能力，设立物流子公司助力渠道，且将线上线下数据融合，提高整体渠道效率。

**线上：开启网批模式，全网销售规模领先。**公司线上渠道布局较为完善，与天猫、京东等电商平台达成战略合作协



议，并开启网批模式，即通过美云销或美的官方商城直接对接零售终端。线上渠道均直接对接总公司，流通层级较短。公司在线上布局效果显著，2018 年美的全网销售额超过 500 亿元，已是中国家电全网销售规模最大的公司，在京东、天猫、苏宁易购等主流电商平台均保持家电全品类第一的行业地位。

图表 27 美的集团渠道体系



资料来源：公司公告，新浪新闻，搜狐网，渠道调研，华创证券

美的与格力在线上布局上分化明显，我们认为主要原因：

- 1) 主营业务结构的差异。**格力电器对空调单业务的依赖性较强，19H1 空调业务收入占比近 81%，而美的集团业务多元化效果显著，19H1 暖通空调、消费电器业务贡献收入比分别为 46% 和 38%。相较于格力电器，美的集团生活电器业务对收入贡献较高，而生活电器在家电产品中安装属性相对较弱，购买配置最为便捷和灵活，其对线下渠道的依赖性相对较低，更适应于线上推广销售。根据中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心联合发布的《2018 年中国家电行业年度报告》显示，2018 年家电各主要品类中生活电器线上渠道零售额占比 59.1%，远超白电及厨电品类，线上渠道已成为生活电器的主导渠道。因此对生活电器收入贡献较高的美的集团来说，完善其线上布局尤为重要。
- 2) 线下渠道模式不一。**格力电器的线下渠道模式中，区域性销售公司是重要的中间连接体，销售公司本身以盈利为目的，控制了全国线下的经销商零售终端，同时与格力电器在股权层面进行了深层次的利益绑定，或为线上布局带来掣肘。相比之下，美的集团线下渠道并没有股权上的深层绑定，此外美的集团线下渠道的销售分公司以服务为角色，不以盈利为目的，事业部独立考核，考核指标（KPI）以现金流、利润、收入为主，综合来看，美的集团在线上线下渠道的利益平衡上相对容易一些。

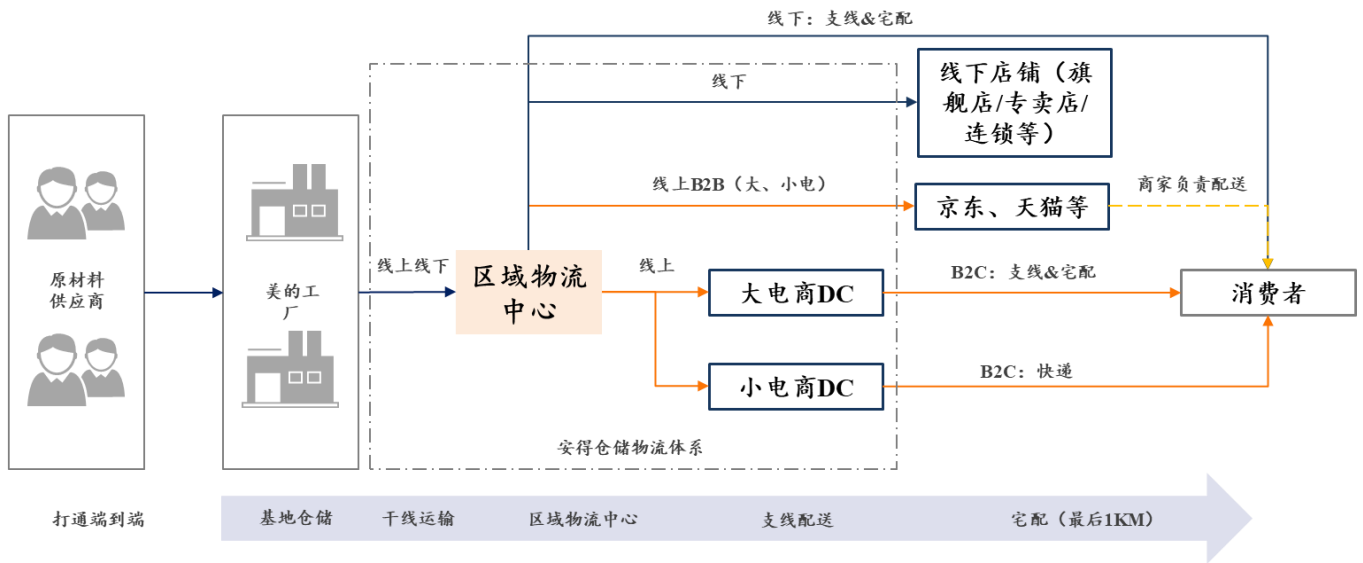
**美云销模式未来猜想：**美的实施网批模式，零售终端可通过美云销下单，未来美云销模式完全贯彻实施后，代理商层级或将被取消，经销商可直接对接总部，这个模式的优点在于渠道层级进一步缩短，运营效率可进一步提升，且取消后可节省下原有需要分配给代理商/服务商的部分利润，但由于美的多年来都是代理+分销模式，尽管目前代理商的职能在削弱，但代理商的规模仍然较大，完全取消改革的风险系数将会相对较高。未来美云销模式是否能完全贯彻实施仍需视市场环境和美的集团内部而定。

### 3、完善仓储物流，助力实现一个美的

**设立安得智联物流子公司，实现全国乡镇全面直配。**为助力渠道转型，美的集团设立全渠道物流服务的现代物流企业——安得智联科技股份有限公司。安得智联成立于 2000 年，美的集团通过直接和间接的方式共持有 80% 的股权，

为实际控制人。近年来安得智联发展迅速，基本替代了代理商的仓储物流职能，实现工厂到经销商仓库的直配，在全国提供配送、送装一体产品。2018 年安得智联城配及宅配业务规模同比增长达 300%，安得智联拥有超过 500 万仓储面积，已实现 24 小时内可送达 19,956 个乡镇，24-48 小时内可送达 16,511 个乡镇，全国乡镇 48 小时配送覆盖率可达 87.6%。安得智联帮助美的实现工厂到门店的统仓统配，依托安得智联物流体系，美的实现货物流转层级缩减，渠道运营效率提升。

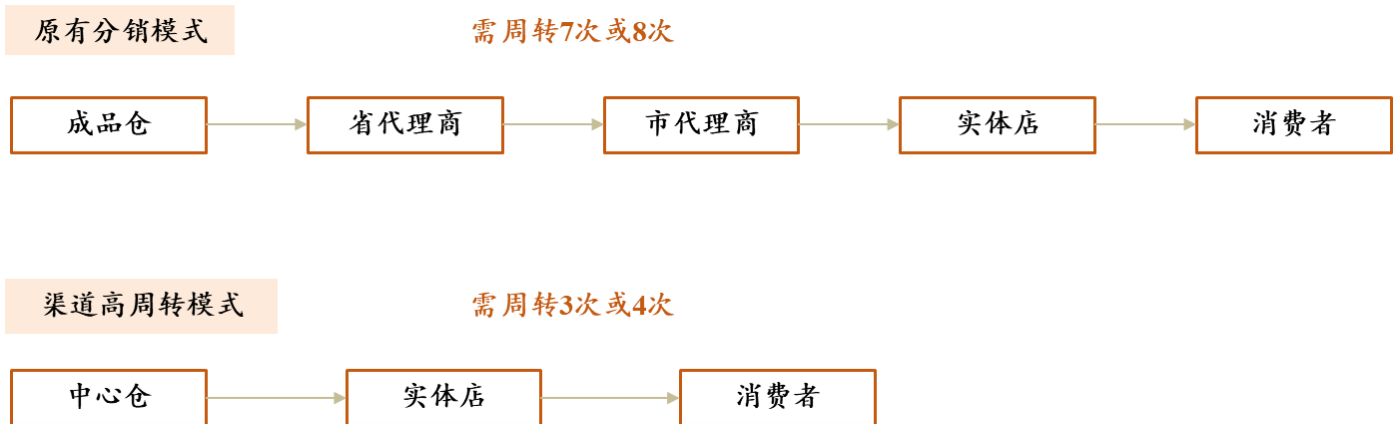
图表 28 安得全渠道配送价值链



资料来源: wind, 美的社会责任报告, 安得智联, 华创证券

美的中心仓缩短层级，助力实现一个美的。美的集团根据大数据整合和系统分析，在全国建有 110 余个区域中心仓，信息系统上和不同层级、不同类别的经销主体直接对接，原有的共要周转七、八次的“成品仓-省代理商-市代理商-实体店-消费者”的传统分销模式改变为只需要周转三、四次的“工厂-中心仓-实体店-用户”的高渠道周转模式，产品销售渠道的物流效率大幅提高，成本大幅降低。目前中心仓已基本覆盖全国，实现集中管理，改变了经销商原有的模式，经销商处基本不再存有库存，更多得承担体验服务的职能，不良品比例得以大幅降低。

图表 29 中心仓缩减周转次数



资料来源: 新浪, 搜狐, 华创证券

#### （四）海尔智家：渠道正处改革，效率有望提升

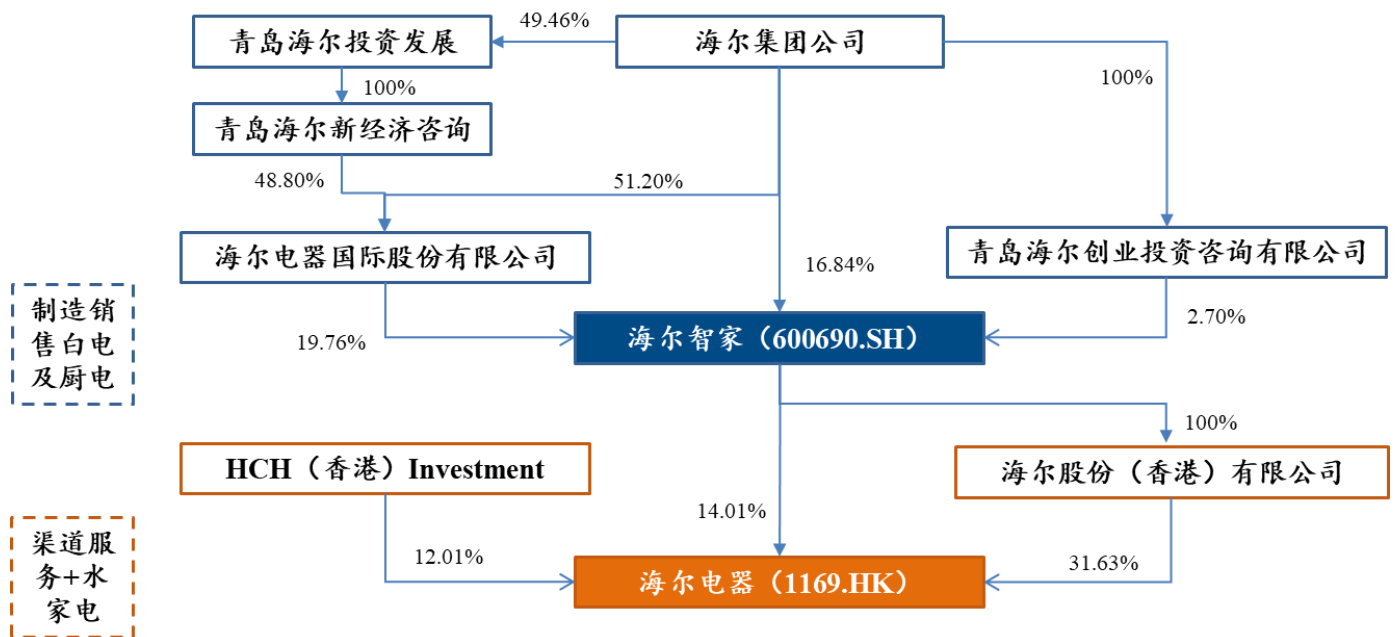
**海尔智家：渠道正处改革，效率有望提升。**公司于 2015 年末开始进行渠道改革，改变过去 1169 客户服务线（运营）和 690 产品线（出货）两套体系并行的不利影响，渠道调整效果显著。今年 6 月开始公司进行渠道新一轮改革（方向类似美的），改变经销商职能转向服务商，实现统一仓储统一配送；营销、信息、物流、服务网四网合一，进一步提高效率，变革预计将于明年显现效果。另外海尔智家目前仍以传统专卖店渠道为主，但同时积极推进新零售渠道建设。根据调研显示，智慧家庭门店于 2019 年上半年新增 400 家左右，下半年预计将继续保持高速开店态势。

##### 1、渠道精简改革，明晰两个上市主体定位

**海尔集团旗下目前有两个上市主体：**海尔智家（600690.SH）及海尔电器（1169.HK）。其中，海尔智家于 1993 年于上交所上市，原名称为“青岛海尔”，为了更好地推进公司物联网智慧家庭战略的实施，2019 年 7 月 1 日变更为“海尔智家”，目前以制造销售冰箱、空调等白色家电及厨电为主。海尔电器于 1997 年在香港主板上市，目前以渠道服务及制造销售洗衣机、热水器等家电为主。

**海尔智家合计持有海尔电器 45.64% 股权。**根据 2019 年半年报披露，海尔智家直接持有海尔电器 14.01% 的股权，通过海尔股份（香港）有限公司间接持股 31.63%，合计持有 45.64% 股权，且海尔智家与海尔电器的重要股东 HCH 签署了股东表决权委托协议，海尔智家合计持有海尔电器 57.65% 表决权，拥有经营决策的实际控制权。

图表 30 海尔智家与海尔电器股权结构体系（截至 2019 年中报）



资料来源：wind，华创证券

**渠道改革明晰定位，激励机制完善激发员工积极性。**2015 年以前，主要负责渠道的海尔电器和主要负责产品的海尔智家在渠道方面职能部分重叠且各自设立不同考核体系，降低渠道效率且浪费集团资源。公司于 2015 年末开始进行渠道整合，改善管理职能重叠、组织架构相对臃肿的问题，使渠道扁平化发展，同时统一两家公司管理考核目标。经过对渠道的改革以及精简，有效提升公司的经营效率。另一方面，海尔将销售权利下放到小微，加强小微渠道自主管理的能力并完善对其的激励机制，充分刺激了员工的积极性。

**海尔电器物流业务出表，打造“水家电+健康家平台”。**海尔电器以贯美（上海）企业管理有限公司持有的冰戟（上海）企业管理有限公司 55% 股权与海尔国际持有的青岛海施水设备有限公司 51% 股权进行置换，冰戟公司间接控制

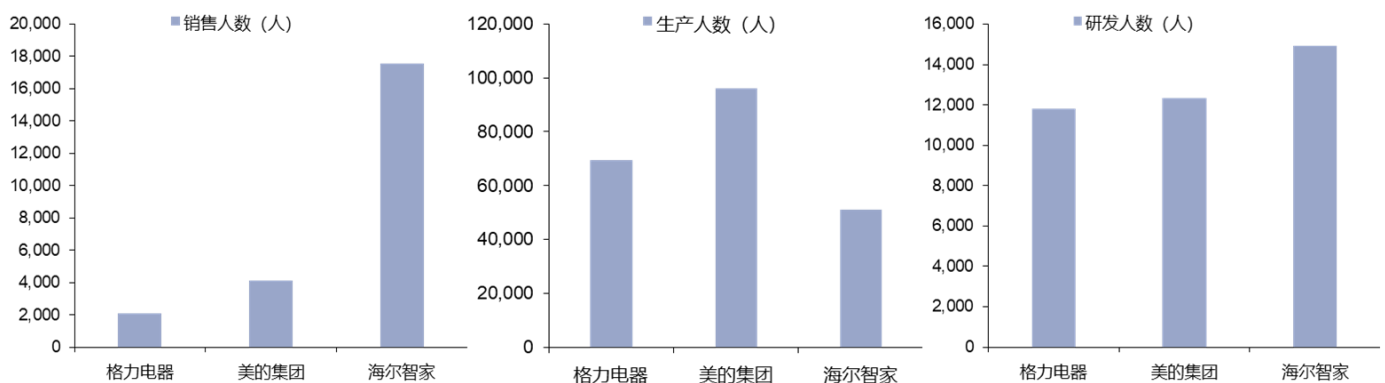
青岛日日顺物流有限公司（主要涉及海尔电器的物流业务板块），即以物流业务置换净水业务，目前该项资产置换已于 2019 年 7 月完成。资产置换完成后，海尔电器仍持有日日顺物流 47% 股权（置换前：56.4%），海尔智家及海尔电器对日日顺物流不再并表。净水业务置入后，明晰了海尔电器的“水家电+健康家平台”定位，帮助增强公司在家电业务的布局，与原有的洗衣机业务协同，有助于构造完整的智能家居水生态系统。尽管日日顺业务出表，但基于日日顺大件物流领域的优质服务能力及保持物流服务的一致性考虑，海尔电器将继续与日日顺物流合作。

## 2、渠道把控力较强，四网合一提升效率

**海尔智家销售体系位于上市公司体内，渠道把控力较强。**在经过 2016 年的渠道改革后，改变过去 1169 客户服务线（运营）和 690 产品线（出货）两套体系并行的不利影响，渠道调整效果显著。此前海尔成立工贸公司，工贸公司由海尔管控组织，全国 42 家工贸公司负责在境内销售海尔产品，2012 年海尔将工贸公司试水小微模式，从原有的管控关系改为合作关系，工贸公司部分员工相应转出，当年海尔销售人员骤减 6,000 余名。从组织关系来看，海尔小微可理解为海尔体系内的销售公司，受到总部制约没有完全放权，但相较以往已有明显改善。

**海尔销售人员数量仍远超格力美的。**海尔的销售公司属于上市公司体系内，且销售人员多为总部派驻的职业经理人，加上并表的海尔电器部分员工数（主要业务为渠道综合服务），海尔的销售人员数量显著高于其他公司。2018 年海尔智家销售人员数高达 17,565 人，是美的集团的 4.3 倍，是格力电器的 8.4 倍。

图表 31 2018 年格力电器、美的集团及海尔智家各员工人数

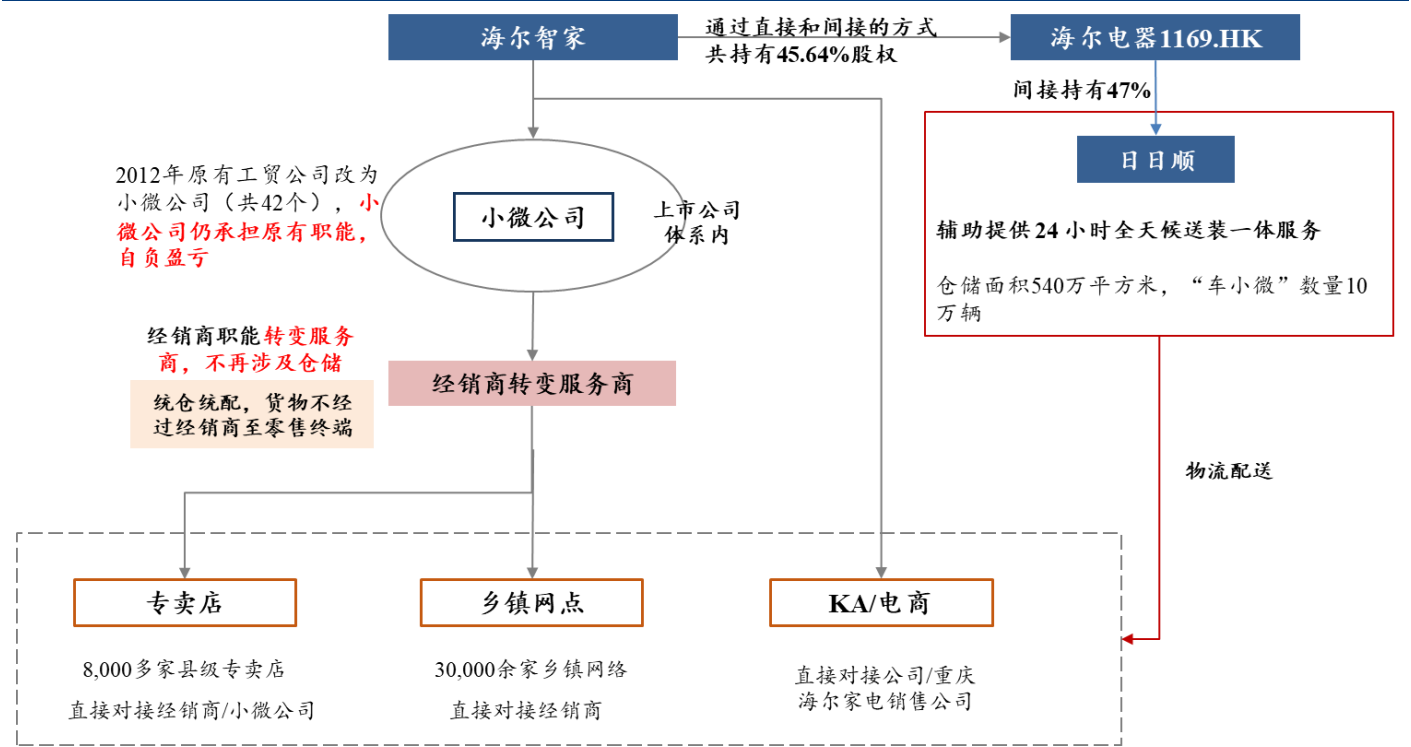


资料来源：wind，华创证券

**原有渠道模式：线下专卖店流通层级较多。**海尔渠道体系相对繁杂，一二线市场主要以 KA、电商等为主，直接对接公司/重庆海尔家电销售有限公司（由海尔智家直接及间接合计持股 100%）；三四线城市自建专卖店渠道，在全国拥有 8000 多家县级专卖店和 3 万余家乡镇网点，其中县级专卖店与经销商/小微公司对接，乡镇网点与经销商对接。相比于电商或 KA，专卖店渠道需要经过“小微公司-经销商-县级专卖店/乡镇网点”，层级相对较多。

**日日顺辅助提供物流配送。**尽管海尔电器已将物流业务置出（海尔电器仍持有 47% 日日顺股权），但基于日日顺在大件物件运输上的服务优势及公司为保障服务的一致性，海尔电器仍将与日日顺物流保持良好的合作关系，由日日顺辅助提供 24 小时全天候送装一体服务。目前日日顺物流已建立辐射全国的三级云仓网络，拥有 15 大发运基地、136 个智慧物流仓、6000 多家微仓，仓储面积 540 万平方米，“车小微”数量 10 万辆，服务范围覆盖全国 2915 个区县，实现到村入户的物流配送服务。

图表 32 海尔智家渠道体系



资料来源：wind，渠道调研，华创证券

**今年来公司主要渠道变革点：**1) **改变经销商职能。**经销商在原有的渠道体系中扮演对接下层专卖店的角色，今年6月起公司改变经销商的职能，向服务商转变，不再承担仓储，物流流转不经过经销商；2) **四网合一、统仓统配。**四网合一即将营销、信息、物流和服务网四网融合，实现产品、客户、用户和员工信息的互联互通，提升全流程的服务质量。巨商汇平台目前已覆盖全部经销商客户，易理货平台覆盖 3.3 万乡镇客户，云仓模式助力提升物流配送到低线区域的能力。统仓统配即指将线下乡镇级代理货物进行集中仓储统一管理，并根据经销商的订单进行合理规划仓储存放、运送时间和运输路线等，统一配送。此番变革将进一步提高效率，预计明年有望显现效果；且有利于提高产品品控，降低不良品比例，适应市场变化，同时经销商职能转变后利润率预计略有下滑。

### 3、深化零售终端转型，助力智慧家庭落地

**公司更名海尔智家，定位于智慧家庭。**2019年6月公司发布更名公告，为更好地体现全球化发展，推进公司物联网智慧家庭生态品牌战略的实施，公司将全称由“青岛海尔股份有限公司”变更为“海尔智家股份有限公司”，相应的证券简称也由“青岛海尔”变更为“海尔智家”。海尔智家更名是公司顺应物联网时代要求，将公司主攻方向由传统家电向智慧家庭转变，未来将拓展成套家电、智慧家庭以及衣食住娱全生态，通过全场景解决方案为用户定制生活。

**智慧家庭注重“一站式、全场景、定制化”。**公司更名后主攻智慧家庭，旨在打造一站式、全场景、定制化的成套智慧家庭解决方案。2018年公司将原先的“4+7+N”升级为“5+7+N”智慧全场景定制化成套方案，其中5大物理空间包括智慧客厅、智慧厨房、智慧浴室、智慧卧室和智慧阳台，7大方案涵盖全屋空气、全屋用水、全屋洗护、全屋安防、休闲娱乐、全家美食和全屋视听。相比于传统家电，智慧家庭更注重提供成套化、一站式、全场景的服务体验，为助力智慧家庭的落地，公司从原有的传统渠道向新零售渠道升级。

图表 33 海尔“5+7+N”智慧全场景定制化成套方案



资料来源：海尔智慧家庭微信公众号，华创证券

海尔智家目前仍以传统渠道为主，同时深化零售终端的转型，推进从“卖产品”到“卖方案”的升级。

**传统渠道方面“卖产品”为主。**公司多元化渠道体系已实现一二三四市场的全覆盖，全国建有 8,000 多家县级专卖店、30,000 余个乡镇网络，与国美、苏宁等家电专业连锁、天猫、京东等电商平台保持良好战略合作关系。但传统渠道销售仍以卖产品为主。

**新零售渠道方面向“卖方案”升级。**为推进成套智慧家电解决方案的市场落地，打造“一站式、全场景、定制化”的消费体验，公司深化零售终端转型，推进智慧门店的铺设，从“卖产品”向“卖方案”升级。根据公司年报披露，2018 年建设 4 个智慧家庭城市体验中心、423 个全屋智慧家庭集成店，3037 个全网智慧家庭体验店，全屋集成渠道零售额超过 50 亿元，增长超过 100%。根据调研显示，智慧家庭门店于 2019 年上半年新增 400 家左右，下半年预计将继续保持高速开店态势。

图表 34 传统渠道：以卖产品为主



资料来源：大众点评

图表 35 新渠道：向卖方案升级



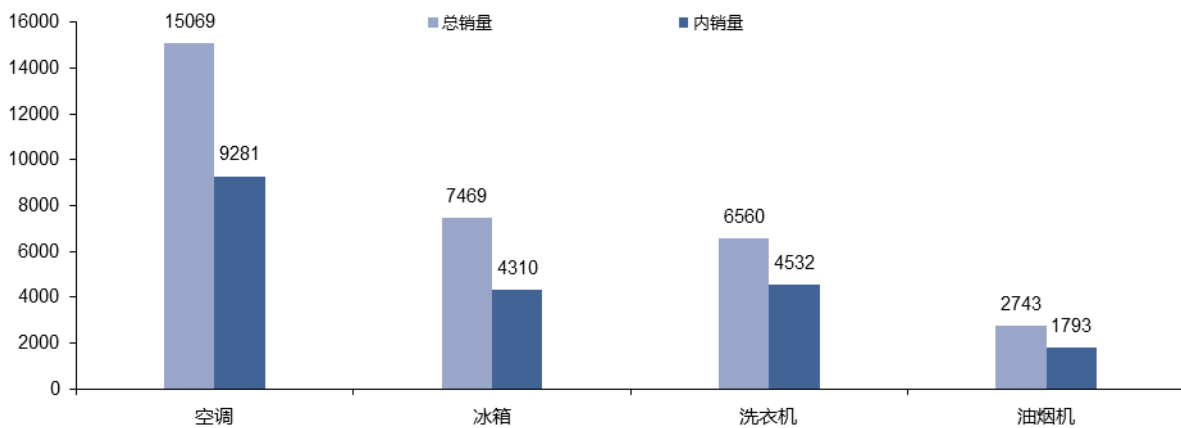
资料来源：公司官网

## 二、厨电行业渠道之变：品牌制胜

### （一）厨电渠道结构多元，工程渠道迅速崛起

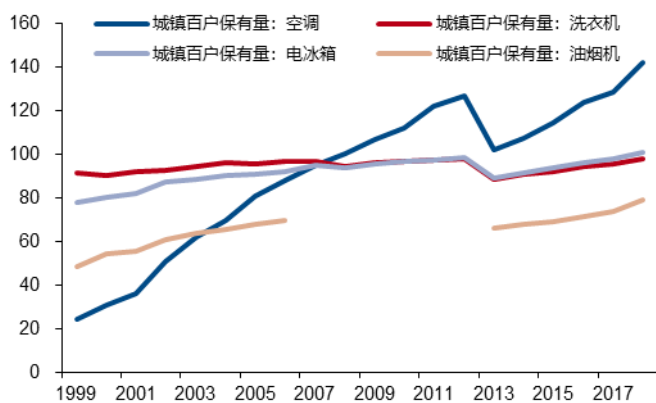
厨电市场保有量较低，看好长期成长空间。我们选取油烟机为代表来观察厨电行业，根据产业在线数据显示，2018 年油烟机内销量仅为 1793 万台，总销量为 2743 万台，而空调内销达到 9281 万台，总销量超过 1.5 亿台，冰箱和洗衣机内销分别为 4310 万台、4532 万台，均远高于油烟机市场规模。当前油烟机销量规模与白电相比相对较小，仍有较大的发展空间。渗透率方面，2018 年油烟机在城镇的保有量为 79.09 台/百户，农村为 26.00 台/百户，而空调、冰箱及洗衣机的城镇保有率分别为 142.18、100.92 和 97.69 台/百户，农村保有率分别为 65.25、95.87 和 88.55 台/百户，均远高于油烟机。厨电行业历经二十年的高速发展，我国油烟机保有量已得到大幅提升。但是与同样具有一户一机属性的冰箱、洗衣机等白电相比，我国城镇家庭的油烟机百户保有量仍处于冰洗 20 年前的水平，农村家庭油烟机百户保有量甚至不超过 30 台/百户，整体来看，我国厨电保有量仍有较大的提升空间。

图表 36 2018 年主要家电品类销量情况（单位：万台）



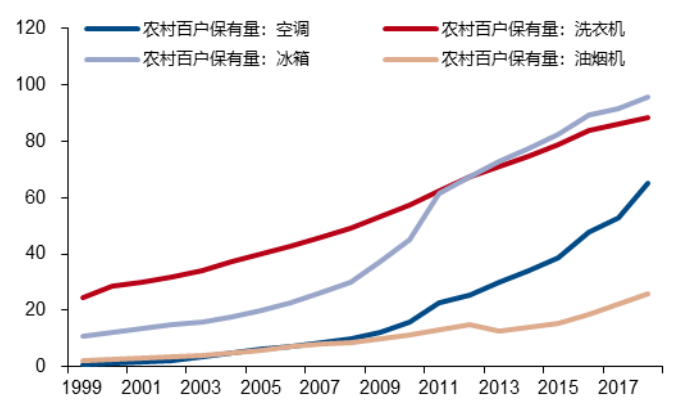
资料来源：产业在线，华创证券

图表 37 主要家电城镇百户保有量情况



资料来源：wind，华创证券

图表 38 主要家电农村百户保有量情况



资料来源：wind，华创证券

厨电渠道结构多元化明显，线下市场仍为主要渠道，线上渠道、工程渠道快速崛起。厨电渠道形式多元化，可分为 2C 渠道和 2B 渠道，其中 2C 渠道终端形式丰富，仍为厨电目前的主导渠道，而 2B 工程渠道近年来受益于精装修政策的逐步落地增长迅猛。**2C 渠道**：包括线上渠道和线下的 KA、专卖店等，受益于近年来电商平台的蓬勃发展及智

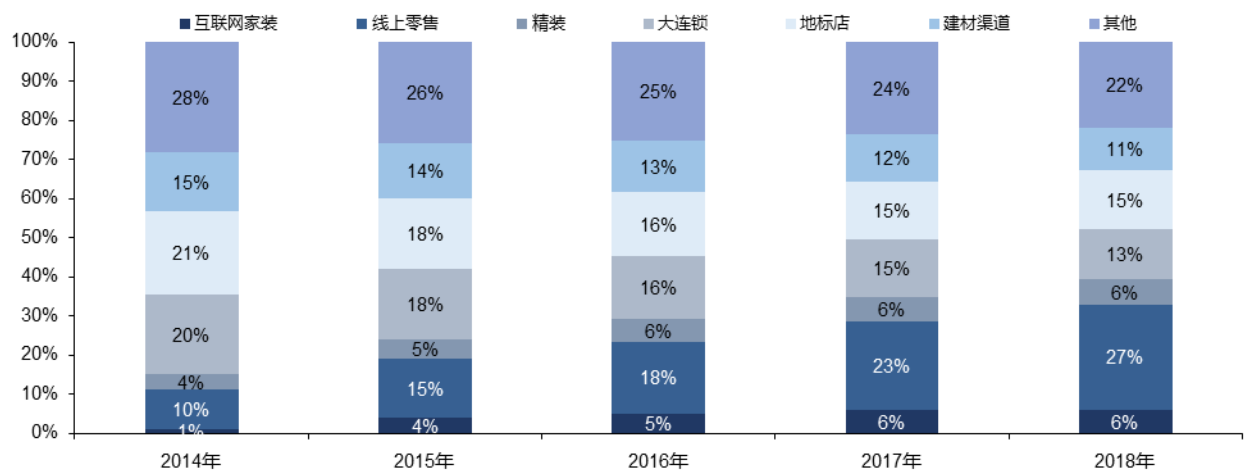
能终端的普及，厨电线上渠道份额逐步提升，根据奥维云网数据显示，2014 年-2018 年线上零售渠道占比从 10% 提升至 27%。随着互联网红利的逐步消退，厨电线上零售额增速逐步放缓，但线上表现仍优于线下，受流量红利消退及竞争愈发激烈影响，我们预计零售端线上渠道份额仍将持续提升，但增速将有所放缓。**2B 渠道：**受益于地产精装修政策的逐步落地，厨电 2B 渠道迅速兴起，根据奥维云网数据，精装房和互联网家装渠道的收入占比也迅速提升，合计从 2014 年的 5% 提升至 2018 年的 12%。但值得注意的是，受制于整体精装修渗透率以及产品配套情况的差异，目前我国厨电工程渠道占比相较于日本、韩国、美国等发达国家市场来看仍有较大的成长空间。根据 Euromonitor 数据显示，2018 年中国大陆工程渠道销量占比为 4.8%，而日本、韩国、美国工程渠道分别达到 81.6%、43.0%、23.6%，我国工程渠道正处于起步阶段，未来发展前景广阔。

图表 39 厨电市场渠道形式多样



资料来源：公司官网，和讯网，天猫，华创证券

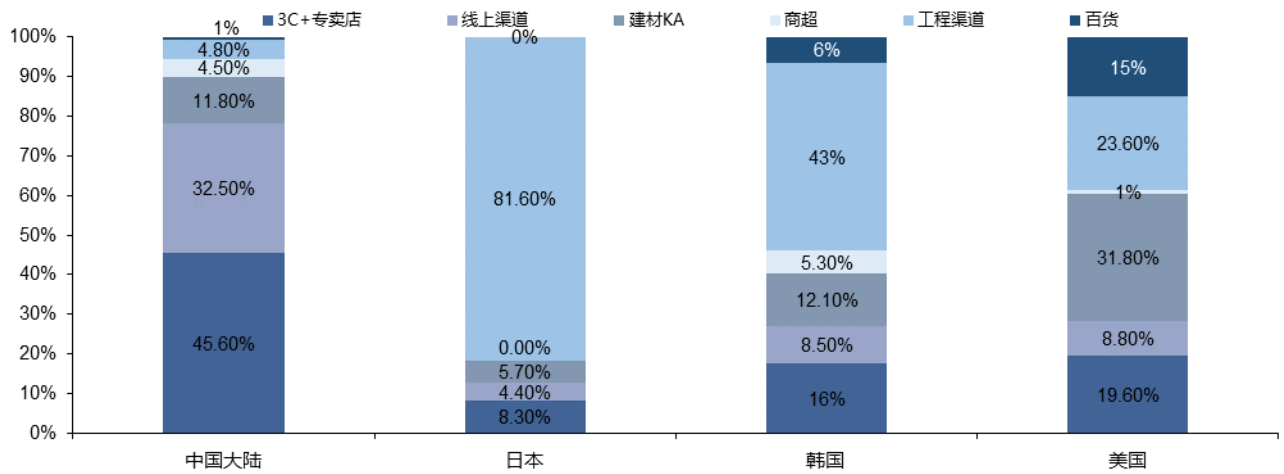
图表 40 厨电市场渠道结构变化



资料来源：奥维云网，华创证券（注：其他指品牌专卖店、专营店、夫妻店等）



图表 41 2018 年多国和地区厨房大电渠道占比结构对比（按销量）



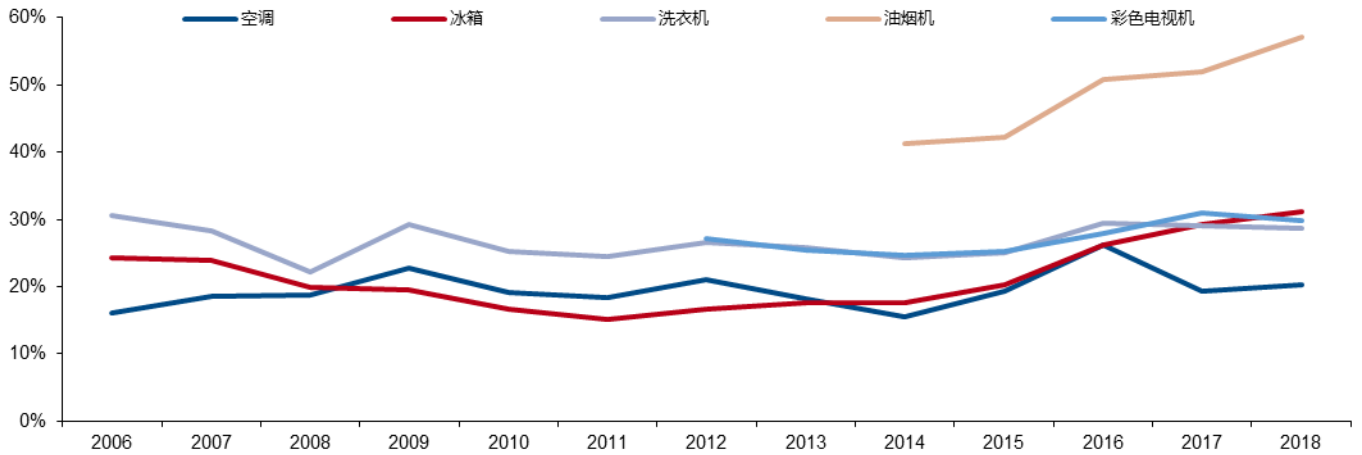
资料来源: Euromonitor, 华创证券

## （二）地产数据回暖向好，厨电行业迎来改善

厨电受地产拉动效应最为明显。家电行业处于房地产下游，地产的景气情况在一定程度上会影响到家电行业的发展。在不考虑地产的滞后周期下，按每年住宅销售套数\*保有量/销量来测算家电与地产间的关联度。家电行业与地产行业间具有相关性，且不同的子品类相关程度不同。分品类来看，地产销量增长对厨电的拉动效应最为明显。厨电类与地产关联度最高，2018 年关联度测算达 57%；空调、冰箱、洗衣机和电视等普及度较高的成熟品类与地产的关联度相对较小。

地产对家电的拉动差异与产品特性和普及程度相关。从产品特性来说，厨电类产品尤其是油烟机具有较强的装修属性，且由于其嵌入式、不易移动等特点往往在装修过程中需要前期购买，而冰箱、洗衣机等普通家电的配置则相对灵活。从家电普及情况来看，厨电的普及率较其他家电产品处于低位，目前空调和电视的城镇保有量已突破每百户 120 台（2018 年空调城镇保有量已达 142.18 台/百户），冰箱和洗衣机的城镇保有量分别为 100.92 台/百户及 97.69 台/百户，而油烟机城镇保有量仅 79 台/百户。相对而言，厨电进入中国市场较晚，目前仍处于普及的初期及中期阶段。因此两类因素叠加下，地产周期对厨电的影响显著高于其他家电品类。

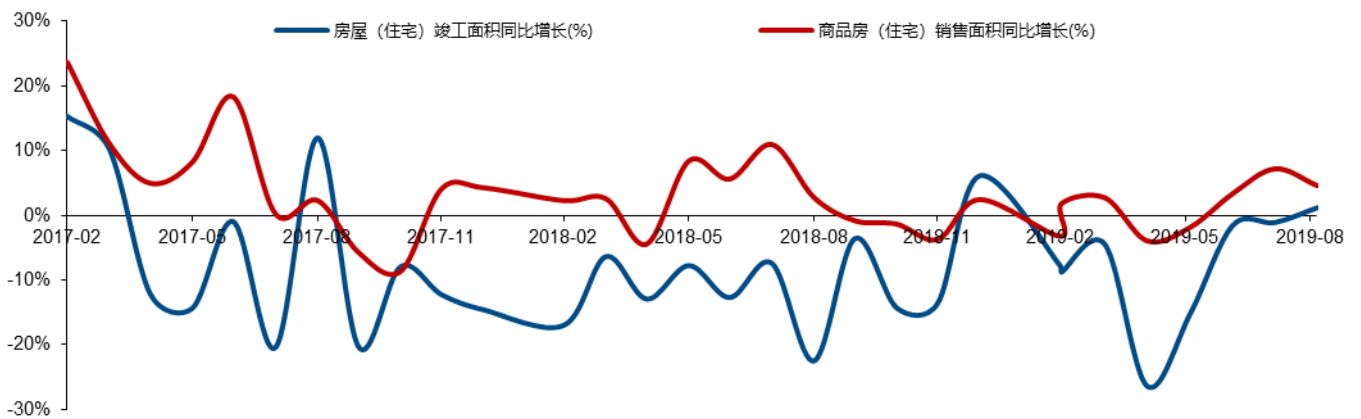
图表 42 家电子品类与地产关联度测算



资料来源: Wind, 观研天下, 华创证券

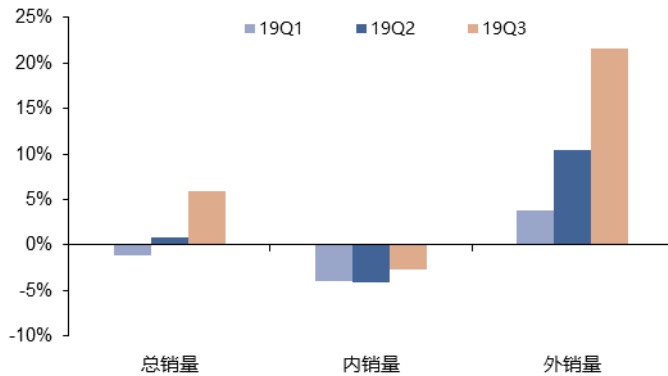
**地产竣工回暖向好, 厨电内销线下有所改善。**国家统计局于近日公布 2019 年 9 月房地产竣工及销售累计数据。2019 年 9 月当月房屋(住宅)竣工面积同比增长 1.13%, Q3 以来地产竣工持续回暖向好, 7 月和 8 月的竣工面积降幅较前期收窄明显, 9 月情况持续好转, 出现年内首次正向增长。受益于此, 厨电板块在三季度开始有望实现筑底反弹。根据产业在线数据, 19Q3 油烟机销量同比+5.9%, 环比前两个季度增速大幅改善, 其中 Q3 内销增速为-2.7%, 降幅有所收窄, 外销增速为+21.5%。奥维云网数据显示, Q3 受益于地产竣工回暖影响, 厨电线下及线上渠道零售额分别同比-6.6%和+5.4%, 较 Q2 分别+4.6pct 和+1.0pct, 增速均小幅提振。

图表 43 地产竣工和销售数据回暖向好



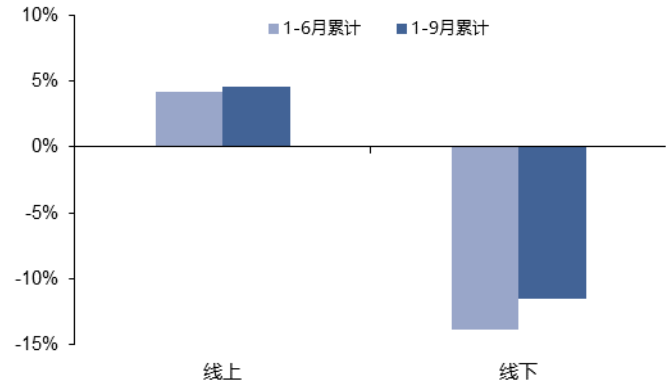
资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 油烟机销量增速



资料来源：产业在线，华创证券

图表 45 Q3 厨电线下表现有所回暖



资料来源：奥维云网，华创证券

**竣工领先指标维持较快增速，厨电 Q4 有望持续改善。**竣工数据由于统计的部分局限性，并不能真实反映实际情况。我们认为玻璃和电梯产销数据在一定意义上都能作为竣工领先指标。2019 年以来平板玻璃和电梯产销量增速持续回暖，2019Q3 平板玻璃内销同比增速提振至 10.01%，电梯产量数据自年初以来亦维持较快增速。整体来说，竣工领先指标增速仍维持较快增长，地产竣工有望随之回暖，厨电受地产拉动效应最为明显，Q4 有望持续改善。

图表 46 平板玻璃内销量当季同比



资料来源：Wind，华创证券

图表 47 电梯、自动扶梯、升降机产量同比



资料来源: Wind, 华创证券

### (三) 政策促进精装渠道发展, 厨电行业集中趋势明显

政策推动下房地产精装修成大势所趋。精装修房最早出现在上世纪末, 但因市场需求较小且缺乏政策支持, 至 2013 年之前精装市场发展速度缓慢, 市场仍以毛坯房为主导。2013 年国务院发布《关于转发发展改革委、住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》, 从国务院角度明确了推行全装精装的战略指引, 随后各地政府先后出台精装修推广政策, 精装全装市场开始逐步走向标准化、专业化。2017 年住建部在十三五规划中明确提出, 到 2020 年新开工全装修成品住宅面积要达到 30%, 政策推动下房地产精装修成大势所趋。在政策的推动下, 2019 年精装修市场仍保持增长势态, 根据奥维云网(AVC)预测, 预计 2019 年全年精装修市场规模将达到 336 万套, 市场渗透率将达到 32%。

图表 48 促进精装修房相关政策梳理

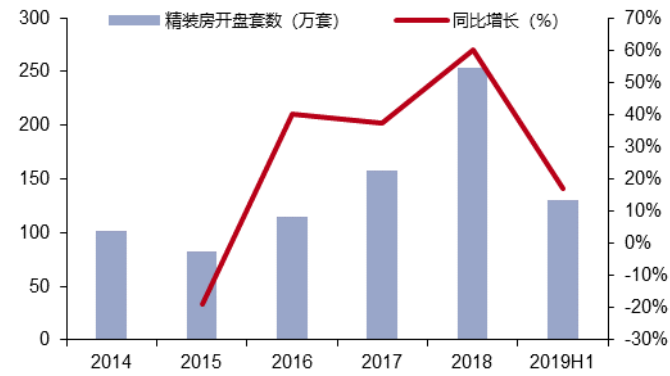
时间	政策名称	政策内容
1999 年 8 月	《关于推进住宅产业现代化, 提高住宅质量的若干意见》	首次以政府文件的形式提出了加强住房装修管理, 积极推广一次性装修模式或菜单式装修模式, 避免二次装修造成的破坏结构、浪费建材、扰民等现象。
2002 年 2 月	《住宅室内装饰装修管理办法》	规范和推动了住宅装修行业的发展, 提出住宅设计要向精细化发展, 逐步取消毛坯房, 达到对资源、能源的充分合理利用。
2008 年 8 月	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	制定出相关扶持政策, 引导鼓励新建商品住宅一次装修到位, 达到根据本地实际, 科学规划, 分步实施, 直接向消费者提供全装修成品房的目标。
2013 年 1 月	《关于转发发展改革委、住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	从国务院角度明确了推行全装修的战略指引, 精装全装市场开始逐步政策落地, 走向标准化、专业化。
2016 年 9 月	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	鼓励推进建筑全装修; 实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。提出力争用 10 年左右的时间, 使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017 年 4 月	《建筑业发展“十三五”规划》	制定新建建筑全装修交付的鼓励政策, 提高新建住宅全装修成品交付比例, 并明确提出到 2020 年, 新开工全装修成品住宅面积达到 30%。

资料来源: 住房和城乡建设部, 中国政府网, 华创证券整理

精装房发展迅速拉动厨电销量高增长。随着政策的推进, 目前我国精装修市场进入高速发展期, 根据奥维云网数据显示, 精装房开盘套数自 2015 年的 82 万套提升至 2018 年的 253 万套, 3 年时间累计增长 209%, 精装市场爆发式

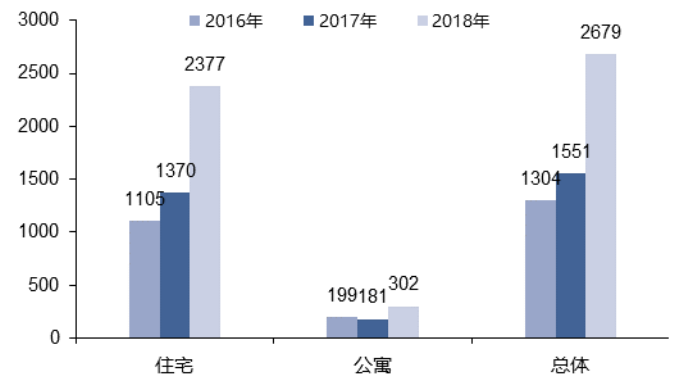
增长，下游家电行业发展受精装模式的影响预将逐步扩大。家电行业中，厨房大电在精装房的配套率相对较高，据奥维云网房地产精装修监测数据显示，烟机和灶具在精装住宅中配套率分别达到 98% 和 95%，精装房高增速将拉动厨电销量高增长。奥维云网《中国房地产精装修市场研究报告》称，2018 年精装修工程市场厨电项目整体规模同比迅速增长，精装修厨电项目工程项目个数达到 2679 个，同比增长 72.73%，其中住宅项目 2377 个，公寓项目 302 个。

**图表 49 精装房开盘套数及同比增速（单位：万套）**



资料来源：奥维云网，华创证券

**图表 50 精装修厨电项目个数情况（单位：个）**

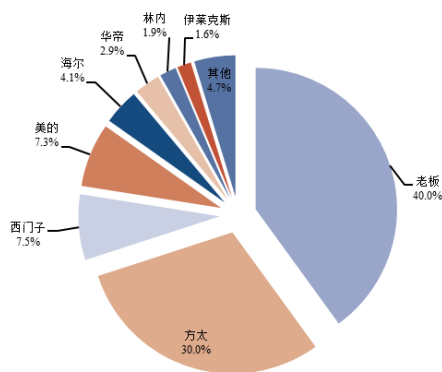


资料来源：奥维云网，华创证券

**精装渠道要求较高，龙头企业品牌制胜。**精装渠道对于厨电供应商的要求较高，具体体现在对服务能力、交付能力、账期承担能力等方面的要求。由于一些小品牌无法满足庞大的产能需求，且产品质量稳定性较差、资金不够充裕等缺陷也难以支撑较长的回款周期。因此，现金流充裕、具备品牌优势、经营稳健的厨电龙头企业在精装渠道更有优势。所以相较于零售渠道，精装房渠道的市场集中度更高。根据奥维云网数据监测显示，2018 年精装渠道中，老板电器以 40% 的份额遥遥领先于其他品牌，方太市场份额 30%，西门子以 7.5% 排名第三，美的以 7.3% 排名第四，老板、方太双寡头格局稳定。

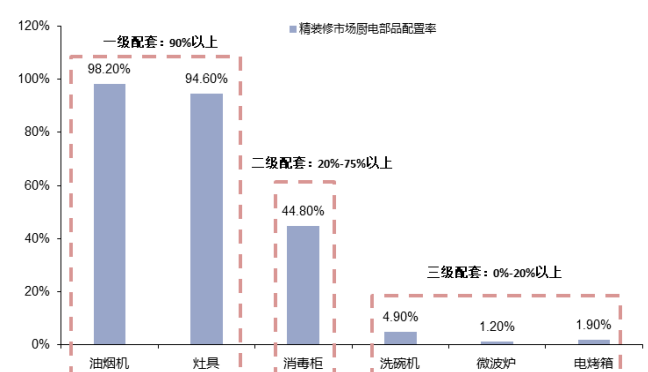
**精装渠道各类厨电配置差异显著，烟灶配置率接近 100%。**受产业链发展及装修关联差异影响，各类厨房电器在精装渠道配置率差异显著。其中，在各类厨电产品中，油烟机、灶具配置率最高，2018 年配置率分别为 98.2%、94.6%，属于一级配套产品，因此工程渠道对以烟灶为主营产品的家电企业的影响最为显著；二级配套产品为消毒柜，配置率不足 50%；洗碗机、微波炉、电烤箱等可选产品配置率较低，属于三级配套产品，2018 年配置率不超过 10%，短期内与精装市场的波动关系尚不明显。

**图表 51 2018 年精装修厨电项目品牌结构**



资料来源：奥维云网，华创证券

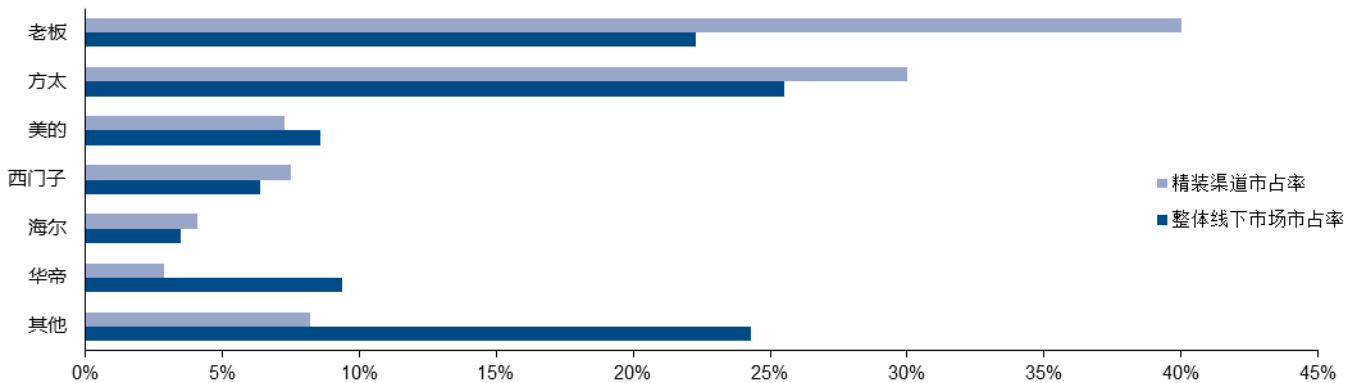
**图表 52 2018 年精装修市场厨电部品配置率**



资料来源：奥维云网，华创证券

**展望厨电精装渠道：龙头份额集中趋势明显。**当前一二线城市地产企业集中度逐年提升，龙头房企具备现金流充裕、土地储备丰富等优势，房地产行业呈现典型的强者恒强趋势，头部效应愈加明显，家电企业合作的地产商往往限于几家大客户，形成的合作关系长久且稳定。在工装渠道中，地产企业选择合作家电品牌时通常需要考虑住户对品牌的普遍认知、产品质量、供应能力等因素，因此合作品牌一般为有一定知名度、产品质量优秀、产能充足的龙头家电企业。而对于厨电企业来说，精装渠道虽然相较传统渠道毛利率更低，但能够增加品牌曝光度，同时还能扩大消费群体。长期来看，我国房地产市场正逐步进入存量房市场，消费者对于厨电的更新需求正逐步释放。因此消费者在重新装修、更换厨电时，龙头品牌根深蒂固的品牌形象将有利于再次消费，进一步促进龙头企业扩大市场份额。根据奥维云网数据，2018 年线下厨电整体市场零售额占比中，老板、方太 CR2 为 48%；而精装渠道中老板、方太 CR2 占比高达 70%，由此可见，龙头集中度在精装渠道中被进一步放大。

**图表 53 2018 年精装渠道与整体线下市场渠道龙头企业市占率对比**

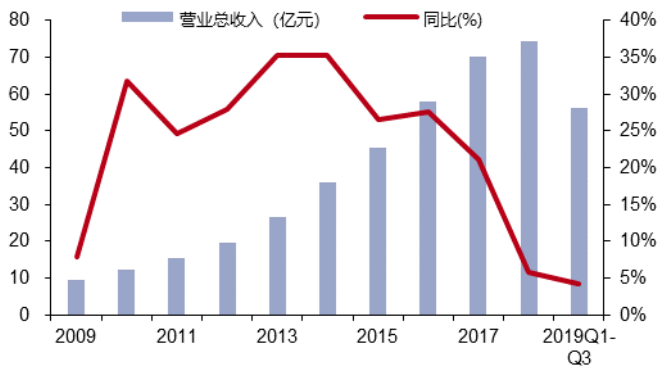


资料来源：奥维云网，华创证券

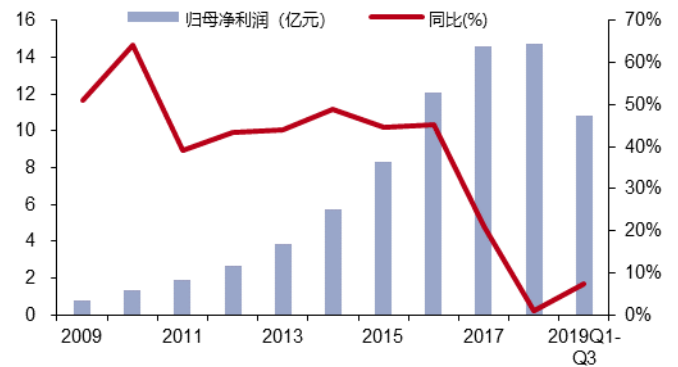
#### (四) 龙头企业优势明显，品牌价值决定市场地位

##### 1、老板电器：品牌优势决胜工程渠道

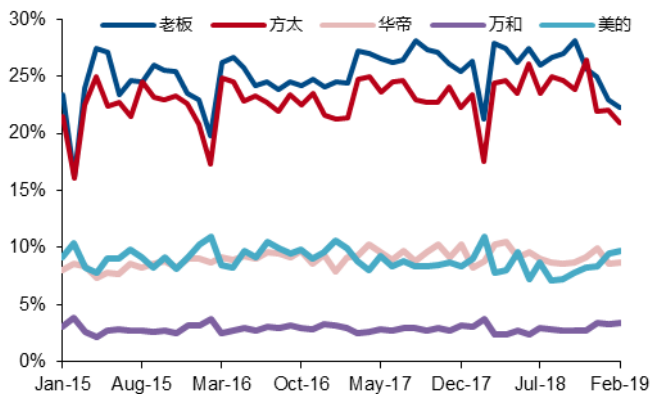
**老板电器品牌优势突显，龙头地位稳固。**老板电器扎根厨电三十年，多年来坚持高端品牌定位，同时稳步推进多品类、多品牌以及技术升级三大战略，作为高端厨电行业龙头，老板品牌优势明显。自上市以来，公司业绩持续稳步增长，受房地产行业调控影响，2018 年厨电行业整体低迷，在这样的背景下公司的营业收入和归母净利润增速有所下滑，但仍保持正增长。2019 年 Q1-Q3，公司实现营业总收入 56.25 亿元，同比增长 4.29%；实现归母净利润 10.86 亿元，同比增长 7.31%，利润增速优于收入。市占地位方面，根据中怡康监测数据，截止 2019 年 9 月 30 日，老板油烟机、灶具、微波炉零售额市场份额分别为 25.22%、23.07%、36.17%，均位居行业第一，公司龙头地位稳固。嵌入式产品拓宽公司业务的同时有望成为新的业绩增长助力点，截止 2019 年 9 月 30 日，公司嵌入式产品表现亮眼，嵌入式蒸箱、嵌入式消毒柜、洗碗机等新品类份额稳居市场前列，市占率分别为 31.85%、26.42%、7.85%，均为行业前三位。随着品类以及品牌扩张推进顺利，老板电器规模优势有望进一步显现。

**图表 54 老板电器营业收入及同比增速**


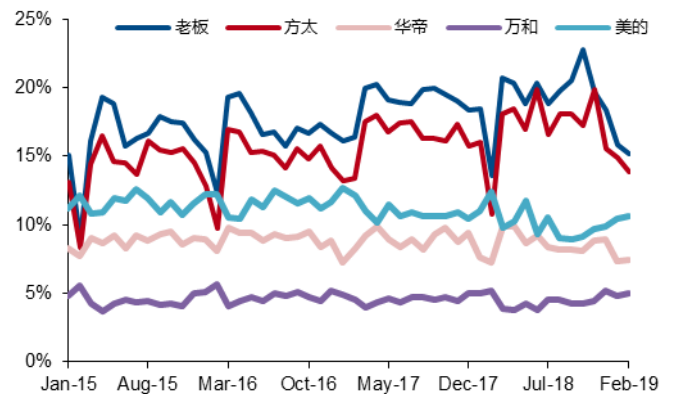
资料来源: wind, 华创证券

**图表 55 老板电器归母净利润及同比增速**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 56 油烟机分品牌零售额市场份额**


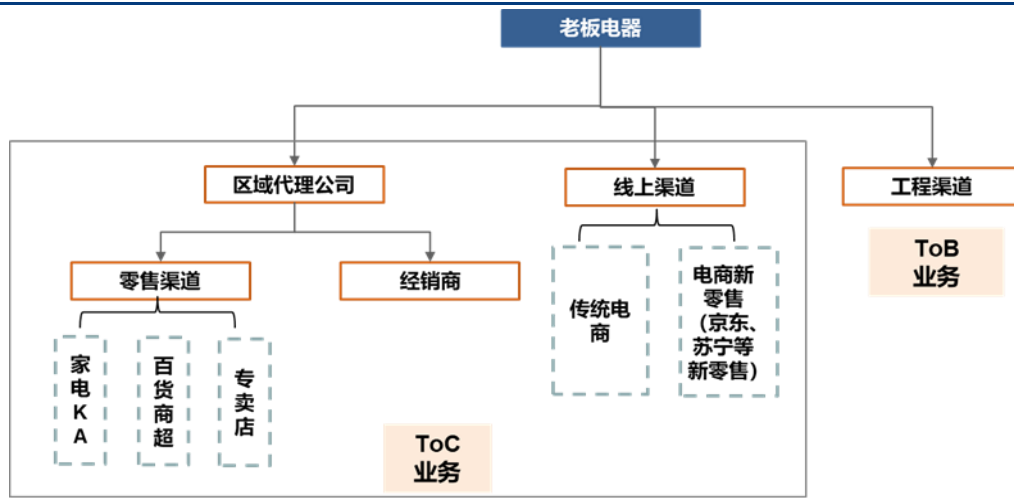
资料来源: 中怡康, 华创证券

**图表 57 油烟机分品牌零售量市场份额**


资料来源: 中怡康, 华创证券

渠道方面，老板电器渠道结构多元化，工程渠道发展领先行业。当前老板电器已形成全面的多元化渠道体系，包括线下渠道、线上渠道和工程渠道，其中线下渠道包含零售渠道的KA、商超、专卖店等，还包括经销商渠道。当前老板电器线下渠道仍为主要销售渠道，同时电商与工程渠道近年来实现了长足发展。根据公司2018年度报告数据，2018年老板电器代理公司模式下确认的主营业务收入金额为29.25亿元，占主营业务收入总额的40.51%。截止2018年底老板电器共有城市公司155家，专卖店3258家，较强的专卖店体系构筑起公司的渠道壁垒。电商渠道方面，近年来随着公司在电商的销售占比提升，线上渠道的重要性不断提升，公司结合线上线下融合的形势，积极推进新零售模式的开展。

图表 58 老板电器销售渠道结构



资料来源：公司公告，华创证券整理

**工程渠道品牌优势突出，市场份额领先。**公司在工程渠道端与碧桂园、万科、恒大、融创等知名房地产开发商保持良好合作关系。近年来精装修政策的逐步落地，厨电工程渠道迅速兴起。作为厨电龙头，公司优先受益，工程渠道业务保持高速增长，目前市场份额领先，我们认为主要原因是：1) 公司在工程渠道布局较早，先发布局优势明显；2) 工程渠道的进入门槛相对较高，公司在高端厨电市场积累了良好的产品口碑和服务能力，品牌优势突出。2019年前三季度公司工程渠道销售额实现翻倍以上增长，未来工程渠道预计仍将是公司增长最快的渠道之一，持续为公司贡献收入增量。

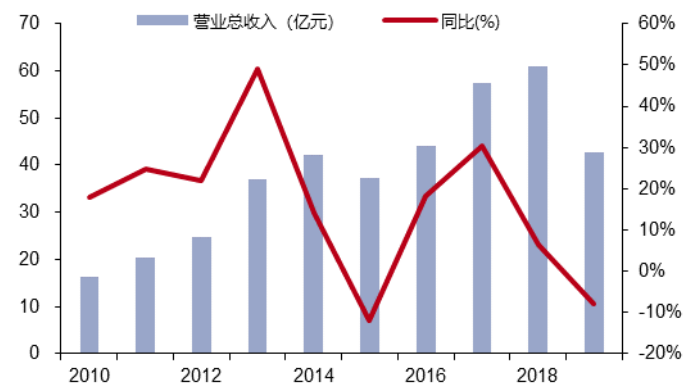
**公司未来渠道结构猜想：**公司渠道布局多元化，但受宏观经济及人们的消费习惯影响，预计原来传统的专卖店、KA等线下零售渠道增速相对弱势；线上渠道相对较快，但受红利消退影响，增速逐步放缓；而受益于精装政策逐步落地，工程渠道或将实现高速增长。预计公司未来仍以零售渠道为主，工程渠道的份额料将有明显提升，未来工程渠道份额或提升至20%以上。

## 2、华帝股份：品牌升级，加码工程

**华帝品牌升级叠加渠道拓展，品牌力持续提升。**华帝股份自1992年成立至今，专注厨卫电器领域，现已成长为国内颇具影响力的优质厨电企业。2015年，公司调整公司战略方针并改善公司治理结构，首次确立“高端智能厨电”的品牌定位，促进产品转型升级。2016-2017年，公司经营情况改善明显，收入和归母净利润恢复较高速增长，战略转型初显成效。2018年受地产行业影响增速有所回落，但仍保持稳步增长态势。2019Q1-Q3公司实现营业总收入42.75亿元，同比-7.98%；归母净利润5.17亿元，同比+16.87%

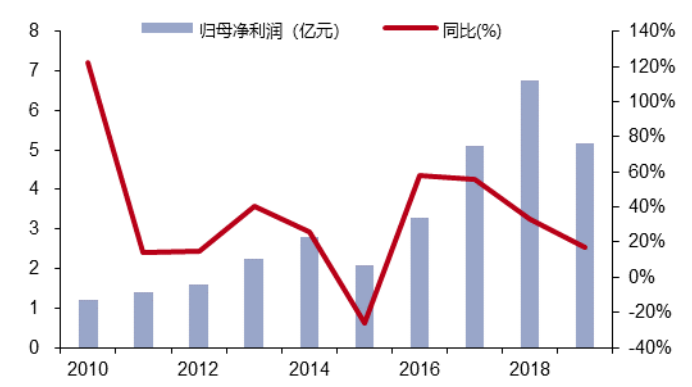


图表 59 华帝股份营业收入及同比增速



资料来源: wind, 华创证券

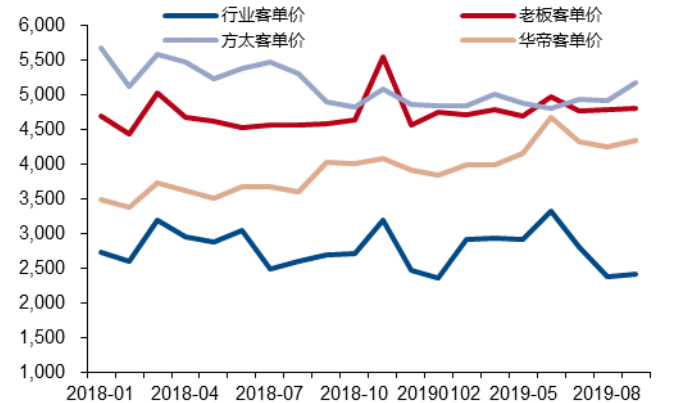
图表 60 华帝股份归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 华创证券

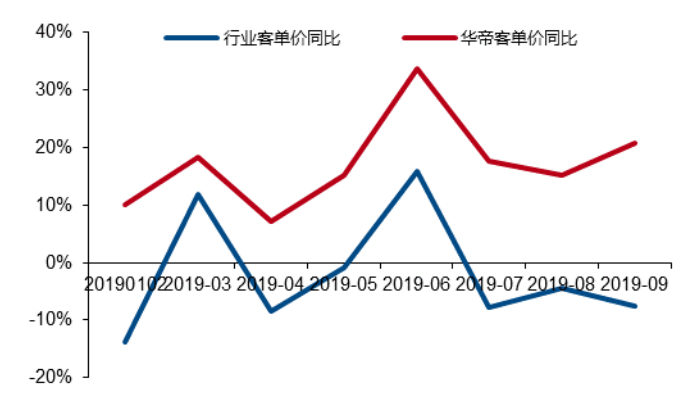
近年来公司持续深化品牌升级战略，产品结构逐步向高端升级，产品均价稳步提升。根据淘数据显示，2019年1月-9月，厨房大电烟灶消套装行业线上平均客单价为2756元，华帝线上平均客单价为4197元，仅次于老板和方太，产品高端转型成效显著。对比客单价同比增速来看，受行业低迷影响，年初以来烟灶消套装行业线上平均客单价同比增速除3月、6月以外全部呈现负增长趋势，在这样的背景下，华帝品牌平均客单价保持稳定的提价趋势，品牌力持续提升。产品升级叠加原材料价格下降和增值税改革等利好因素，华帝股份2019H1整体毛利率较去年同期+3.37pct至49.92%，其中高毛利率产品品类油烟机、灶具、燃气热水器19H1毛利率分别+3.13pct、+2.51pct、2.82pct至50.68%、53.57%、50.65%，盈利能力明显提升。

图表 61 烟灶消套装平均客单价对比



资料来源: 淘数据, 华创证券

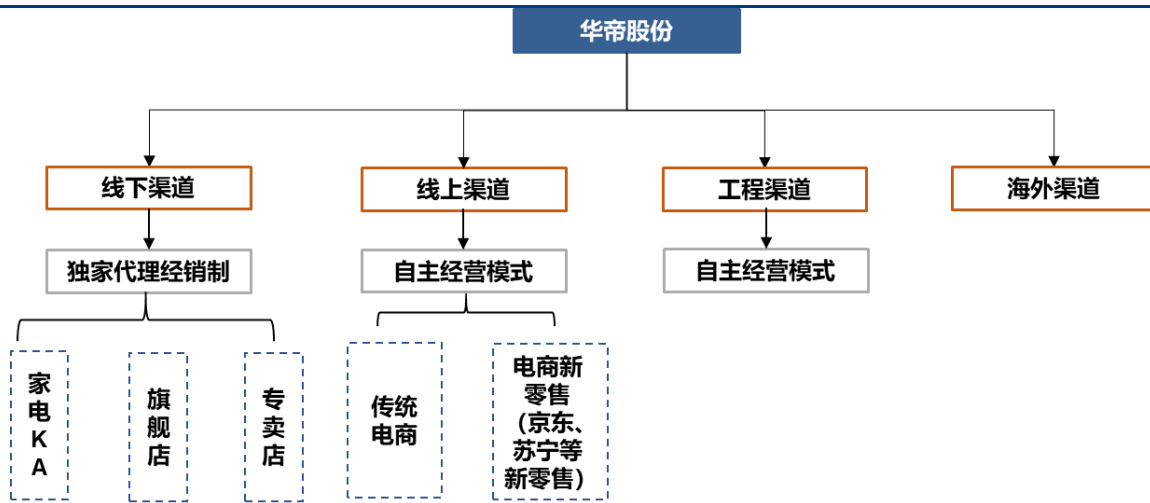
图表 62 烟灶消套装客单价同比变动趋势对比



资料来源: 淘数据, 华创证券

渠道方面，公司各渠道发力多点开花，持续加码工程渠道。2018年公司基本完成渠道改革，目前已形成包括线下渠道、线上渠道、工程渠道和海外渠道的多元化渠道体系，公司销售渠道基本实现全国一二三四级市场乃至乡镇市场的全覆盖。2018年公司线下渠道营业收入34.22亿元，同比减少3.17%，电商渠道营业收入16.07亿元，同比增长25.34%，海外渠道5.26亿元，同比增长4.48%，工程渠道4.39亿元，同比增长54.49%，工程渠道同比增速表现亮眼。

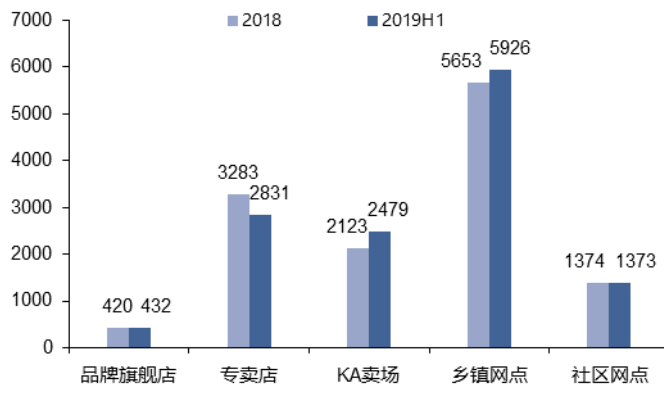
图表 63 华帝股份销售渠道结构



资料来源：公司公告，华创证券整理

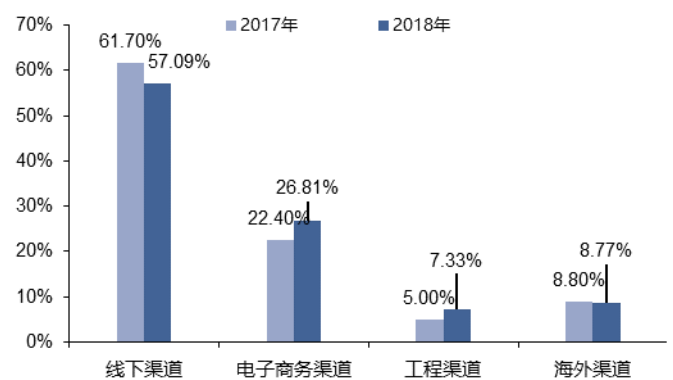
线下渠道方面，公司持续进行渠道升级和下沉。华帝在全国各地兴建新形象旗舰店，升级标准专卖店，发力 KA 渠道。2018 年，公司旗舰店地级市及以上覆盖率达 56.8%，同比提升 20.2 个百分点，新建 KA 旗舰店 111 家，新增华帝品牌旗舰店 186 家，专卖店 322 家，社区网点 67 家。截至 2019 年 6 月，华帝品牌拥有一级经销商 123 家，品牌旗舰店 432 家，专卖店 2,831 家，KA 卖场店 2,479 家，乡镇网点 5,926 家，社区网点 1,373 家，渠道覆盖率行业第一。根据公司公告披露，2018 年公司线下渠道收入达 34.22 亿元，同比下降 3.17%，占主营业务收入比例达到 57.09%，相比去年同期下降 4.61pct，电商渠道、工程渠道占收入比重有所提升，海外渠道基本持平。

图表 64 华帝股份线下渠道门店数量（单位：个）



资料来源：公司公告，华创证券

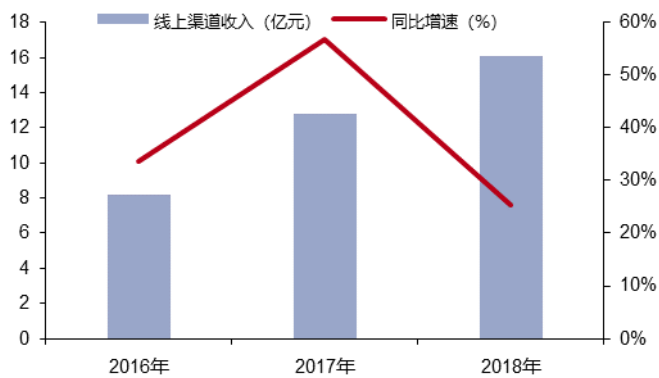
图表 65 华帝股份各渠道占营业收入比重变化情况



资料来源：公司公告，华创证券

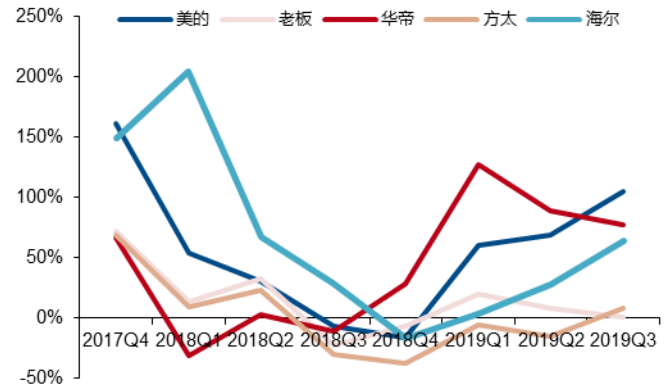
线上渠道方面，公司较早布局，把握电商发展红利。公司不断发展电商渠道，先后与天猫、淘宝、京东、苏宁易购、国美在线、当当网等电商平台展开合作，并逐步将电商代运营转为自主运营模式。受益于电商的高运营水平及产品价位与线上消费者高匹配度，公司线上收入同比保持较快的增长，根据公司公告披露，2018 年公司电商渠道收入达 16.07 亿元，同比增长 25.34%；2019H1 公司电商渠道实现营业收入 8.30 亿元，同比+4.08%，占主营业务收入的 28.68%。年初至今在行业需求低迷背景下，前三季度公司电商渠道销售额达 12.96 亿元，同比增长 13.76%，超过行业平均水平，华帝线上渠道成绩优异，仍然成为我们跟踪的重点公司中表现最优的品牌之一。

图表 66 华帝股份线上渠道收入增长情况



资料来源：公司公告，华创证券

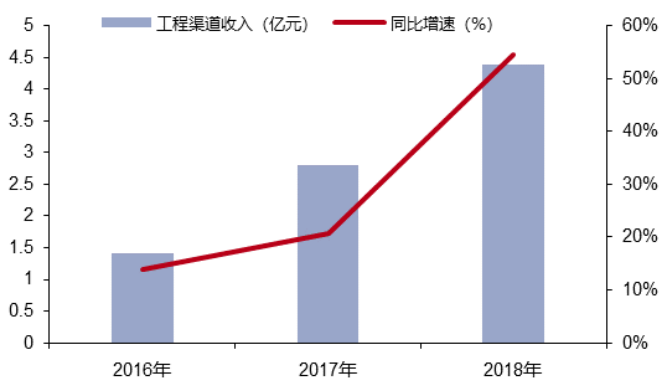
图表 67 主要家电品牌线上销售额同比增速对比



资料来源：淘数据，华创证券

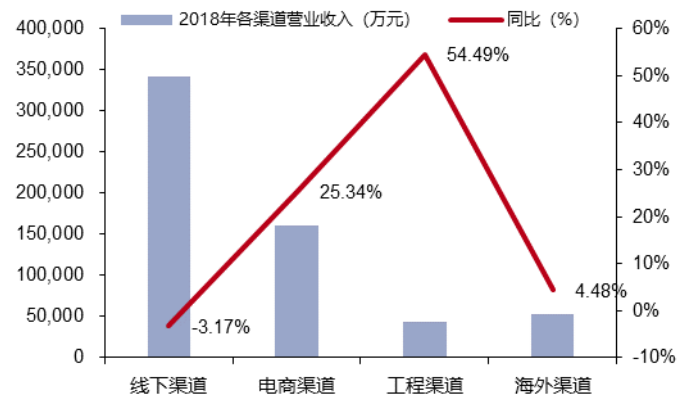
**工程渠道方面，华帝积极开拓，备战精装房市场。**根据公司年报披露，2018 年华帝工程渠道收入 4.39 亿元，工程渠道销售额同比增长 54.49%，增速位于所有渠道中最快，占主营业务收入比例从 2017 年的 5.0% 增长至 2018 年的 7.3%。2019 年工程渠道受阶段性调整以及收入确认方式转变影响，报表端下滑较为明显。根据 2019 年半年报披露显示，上半年公司工程渠道实现收入 0.90 亿元，同比下降 44.85%，1-9 月降幅有所收窄。调研显示，公司将于年末针对工程渠道进行组织架构变革以及考核方式调整，工程渠道恢复性增长可期。华帝近年来大力加码工程渠道，积极合作地产头部企业。2018 年，公司新增融创地产、中国铁建、奥园集团、山湖海集团等 14 家战略采购客户，已合作战略采购客户累计达 41 家。同时，公司积极开拓工程渠道代理商，采用开放合作的模式拓展工程渠道，抢占精装房行业机会。截止 2019 上半年已签约工程渠道代理商 27 家，未来工程渠道有望恢复较快增速，持续为公司贡献收入增量。

图表 68 华帝股份工程渠道收入增长情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 69 2018 年华帝股份各销售渠道收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

### 三、风险提示

宏观经济下行；终端需求不及预期；地产调控影响。

## 家电组团队介绍

**组长、首席分析师：龚源月**

法国 ESSEC 商学院硕士。曾任职于弘则研究。2017 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：贺虹萍**

上海财经大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500