

渠道改革进行时

——格力电器（000651）深度报告

分析师： 尤越

SAC NO: S1150520080001

2021年10月13日

证券分析师

尤越

022-23839033

youyue@bhzq.com

评级:

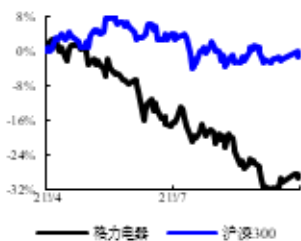
增持

上次评级:

目标价格:

最新收盘价: 39.44

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点:

● 多元化全球工业集团

珠海格力电器股份有限公司成立于1991年，1996年11月在深交所挂牌上市。公司前身为珠海市海利冷气工程股份有限公司，于1989年12月，由珠海经济特区冷气工程有限公司空调厂、珠海经济特区塑胶工业有限公司、珠海经济特区冠英贸易公司改组成立。

格力电器自成立以来，营收规模一直稳步提升，2020年受疫情影响，营收有所放缓。1996年至2020年，公司营业收入从28.41亿元，增长至1704.97亿元，复合增长率达17.80%。2021H1，实现营业收入920.11亿元，同比增加30.32%，较2019年H1同比下滑6.4%。

● “智能化+高端化+全球化”拉高行业天花板

随着人们生活水平的日益提升，消费者对家电高端化的需求也逐渐增加，尤其随着互联网技术的精进，促进了我国智能家电市场的蓬勃发展。据中商产业研究院统计数据显示，2016-2020年，我国智能家电市场规模由2240亿元增长至5155亿元。智能家电渗透率也不断地提升，据奥维云网统计数据显示，智能空调渗透率由2017年的31.4%增长至2020年的64.3%。疫情的影响，使人们生活理念和生活方式均发生了变化，消费者更加注重健康，关注生活品质的提高，因此主打智能、健康和舒适的高端化空调越来越被消费者接受。随着新能效标准的实施以及智能化、高端化空调占比的提升，也拉高了行业产品的均价，使产品结构逐渐调整。

● 渠道改革进行时

格力电器自成立后这三十年的发展历程中，伴随着多次的渠道变革，始终坚持自主管控、互利共赢的销售渠道建设及销售模式。目前，格力电器建立了覆盖全国的线下销售网络，通过27家销售公司、3万多家专卖店，为消费者提供服务。前期受疫情影响，让公司加速推动新一轮的渠道变革，格力电器开启双线融合的“新零售”营销模式变革，构建稳固的线上、线下业务布局，两种渠道彼此互补深度融合，打造全渠道销售平台。线上第三方电商平台、格力董明珠店与三万多家线下专卖店深度融合，提供线下体验、线上下单、全国统一配送和安装的双线联动一体化服务。

● 投资建议与盈利预测

公司目前渠道改革正在进行时，全面布局新零售模式，推动线上线下渠道深度融合。随着渠道改革的进行，有望提升渠道效率，促进业绩的回升。我们预计公司2021-2023年EPS分别为4.00、4.61和5.04元，对应PE分别为9.85、8.55和7.82倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● **风险提示**

宏观经济波动的风险；终端需求严重下滑的风险；渠道改革不及预期的风险；多元化发展不及预期的风险；空调市场份额下滑的风险等。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	200,508	170,497	205,117	234,023	257,706
(+/-)%	0.2%	-15.0%	20.3%	14.1%	10.1%
息税前利润 (EBIT)	28,227	23,126	28,506	32,370	35,366
(+/-)%	-5.8%	-18.1%	23.3%	13.6%	9.3%
归母净利润	24,697	22,175	24,084	27,736	30,330
(+/-)%	-5.7%	-10.2%	8.6%	15.2%	9.4%
每股收益 (元)	4.11	3.71	4.00	4.61	5.04

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	125,401	136,413	143,690	160,293	183,504	营业收入	200,508	170,497	205,117	234,023	257,706
应收票据及应收账款	8,513	8,738	8,429	8,976	9,179	营业成本	143,611	124,534	148,444	170,064	187,650
预付账款	2,396	3,129	3,077	3,660	4,102	营业税金及附加	1,543	965	1,404	1,542	1,680
其他应收款	159	147	170	198	216	销售费用	18,310	13,043	17,320	19,410	21,226
存货	24,085	27,880	26,537	32,332	37,077	管理费用	3,796	3,604	4,208	4,788	5,306
其他流动资产	23,091	15,617	15,617	15,617	15,617	研发费用	5,891	6,053	6,844	7,819	8,696
流动资产合计	213,364	213,633	216,244	249,217	278,613	财务费用	-2,427	-1,938	-8	-441	-510
长期股权投资	7,064	8,120	10,609	13,008	15,212	资产减值损失	-843	-466	0	0	0
固定资产合计	19,122	18,991	22,077	25,107	28,112	信用减值损失	-279	193	0	0	0
无形资产	5,306	5,878	6,819	7,659	8,506	其他收益	936	1,164	1,089	1,336	1,485
商誉	326	202	202	202	202	投资收益	-227	713	370	493	606
长期待摊费用	3	9	9	9	9	公允价值变动收益	228	200	0	0	0
其他非流动资产	15,372	6,062	6,062	6,062	6,062	资产处置收益	5	3	4	4	5
资产总计	282,972	279,218	289,319	329,685	366,284	营业利润	29,605	26,044	28,368	32,674	35,753
短期借款	15,944	20,304	0	0	0	营业外收支	-252	265	280	280	280
应付票据及应付账款	66,942	53,032	61,965	74,227	80,048	利润总额	29,353	26,309	28,648	32,954	36,033
预收账款	8,226	0	6,152	5,540	4,610	所得税费用	4,525	4,030	4,429	5,075	5,546
应付职工薪酬	3,431	3,365	3,404	4,186	4,665	净利润	24,827	22,279	24,219	27,880	30,487
应交税费	3,704	2,301	3,843	3,955	4,221	归属于母公司所有者的净利润	24,697	22,175	24,084	27,736	30,330
其他流动负债	68,609	65,418	65,418	65,418	65,418	少数股东损益	131	104	134	144	156
长期借款	47	1,861	1,861	1,861	1,861	基本每股收益	4.11	3.71	4.00	4.61	5.04
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	170,925	162,337	148,220	160,707	166,818	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股东权益	112,048	116,880	141,099	168,979	199,466	营收增长率	0.2%	-15.0%	20.3%	14.1%	10.1%
						EBIT 增长率	-5.8%	-18.1%	23.3%	13.6%	9.3%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润增长率	-5.7%	-10.2%	8.6%	15.2%	9.4%
净利润	24,827	22,279	24,219	27,880	30,487	销售毛利率	28.4%	27.0%	27.6%	27.3%	27.2%
折旧与摊销	3,137	3,589	324	318	315	销售净利率	12.4%	13.1%	11.8%	11.9%	11.8%
经营活动现金流净额	27,894	19,239	35,224	23,629	29,930	ROE	22.4%	19.3%	17.3%	16.6%	15.4%
投资活动现金流净额	-11,275	98	-7,160	-6,935	-6,627	ROIC	18.6%	14.1%	16.9%	16.0%	14.9%
筹资活动现金流净额	-19,222	-21,111	-20,786	-91	-91	资产负债率	60.4%	58.1%	51.2%	48.7%	45.5%
现金净变动	-2,400	-2,148	7,277	16,603	23,211	PE	15.96	16.70	9.85	8.55	7.82
期初现金余额	28,772	26,373	136,413	143,690	160,293	PB	3.58	3.23	1.70	1.42	1.20
期末现金余额	26,373	24,225	143,690	160,293	183,504	EV/EBITDA	9.07	9.67	3.31	2.41	1.56

目 录

1、好空调，格力造	6
1.1 多元化全球工业集团	6
1.2 格力电器发展历程	6
1.3 受疫情影响，营收有所放缓	7
2、空调市场步入存量发展阶段	10
2.1 政策刺激空调保有量的迅速提升	11
2.2 价格竞争伴随市场格局重塑	15
2.3“智能化+高端化+全球化”拉高行业天花板	17
3、渠道改革进行时	18
3.1 发展历程中伴随着多次渠道变革	18
3.2 推动双线融合的新零售体系	19
4、投资建议与盈利预测	21
5、风险提示	21

图 目 录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 公司营业总收入及同比增速 (单位: 亿元; %)	8
图 3: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 亿元; %)	8
图 4: 公司整体毛利率短期承压	9
图 5: 公司整体毛利率短期承压	9
图 6: 城镇居民空调平均每百户保有量 (台)	10
图 7: 农村居民空调平均每百户保有量 (台)	10
图 8: 家用空调内销量及同比增速 (单位: 万台)	10
图 9: 家用空调总销量及同比增速 (单位: 万台)	11
图 10: 家电下乡政策分阶段梳理	12
图 11: 家电下乡补贴金额累计值 (单位: 亿元)	13
图 12: 2007-2012 年三大白电每百户保有量 (台)	13
图 13: 家电下乡期间三大白电农村每百户保有量提升情况	13
图 14: 以旧换新政策共两阶段	14
图 15: 家电以旧换新五大类产品销售情况	14
图 16: 家用空调总销量及同比增速 (单位: 万台)	16
图 17: 空调行业库存周期情况	16
图 18: 空调行业单月线上均价及变动 (元)	17
图 19: 空调行业单月线下均价及变动 (元)	17
图 20: 2016-2021 年中国智能家电市场规模统计 (亿元)	17
图 21: 2017-2020 年智能空调渗透率统计 (%)	17
图 22: 格力电器渠道变革	19
图 23: 董明珠部分全国巡回直播战报	20

1、好空调，格力造

1.1 多元化全球工业集团

多元化、科技型的全球工业集团。珠海格力电器股份有限公司成立于 1991 年，1996 年 11 月在深交所挂牌上市。公司前身为珠海市海利冷气工程股份有限公司，于 1989 年 12 月，由珠海经济特区冷气工程有限公司空调厂、珠海经济特区塑胶工业有限公司、珠海经济特区冠英贸易公司改组成立。

格力电器旗下拥有格力、TOSOT、晶弘三大品牌，产品覆盖家用消费品和工业装备两大领域，包括以家用空调、暖通空调、冰箱、洗衣机、热水器、厨房电器、环境电器、通讯产品、智能楼宇、智能家居在内的消费领域；包括高端装备、精密模具、冷冻冷藏设备、电机、压缩机、电容、半导体器件、精密铸造、基础材料、工业储能、再生资源在内的工业领域，产品远销 160 多个国家及地区，为全球超过 4 亿用户提供满意的产品和服务，致力创造美好生活。

1.2 格力电器发展历程

格力电器从成立初期一个年产值不到 2000 万的小厂，发展至今成为一个多元化、国际化的工业集团，在这三十年间，格力电器完成了一个国际化家电企业的成长蜕变。回顾格力电器的发展历程，我们大致可以分成以下三段：

第一阶段：初创期（1991-1994 年）注重研发，实施“精品战略”，推行“零缺陷工程”，研制出当时世界上制冷效果最好的空调器——节能型分体机“空调王”，能效比远超国家标准。

第二阶段：高速发展登上国际舞台（1995-2011 年）公司重视产品品质，签发“总经理 12 条禁令”，严保质量关。格力空调的质量体系开始与国际接轨，多项核心技术取得重大突破。渠道端，成立由经销商共同参股的区域性公司，开创了 21 世纪经济领域的全新营销模式。2005 年，公司在全球 100 多个国家和地区建立了销售和服务网络，公司家用空调销量突破 1000 万台，实现销售世界第一的目标。

第三阶段：多元化发展（2012-2019 年）这阶段，格力电器陆续进军智能装备、通信设备、精密模具、再生资源等领域，实现了多元化发展。

第四阶段：推动双线融合与渠道变革（2020-至今）受新冠肺炎疫情等因素的影响，使空调线下市场停摆。格力电器加速渠道变革，积极布局新零售渠道，推动3万家线下专卖店的线上格力董明珠店开业，进一步增进消费者与品牌间的交流，2020年全年共举办八站全国巡回直播活动，推动双线融合。

图 1：公司发展历程

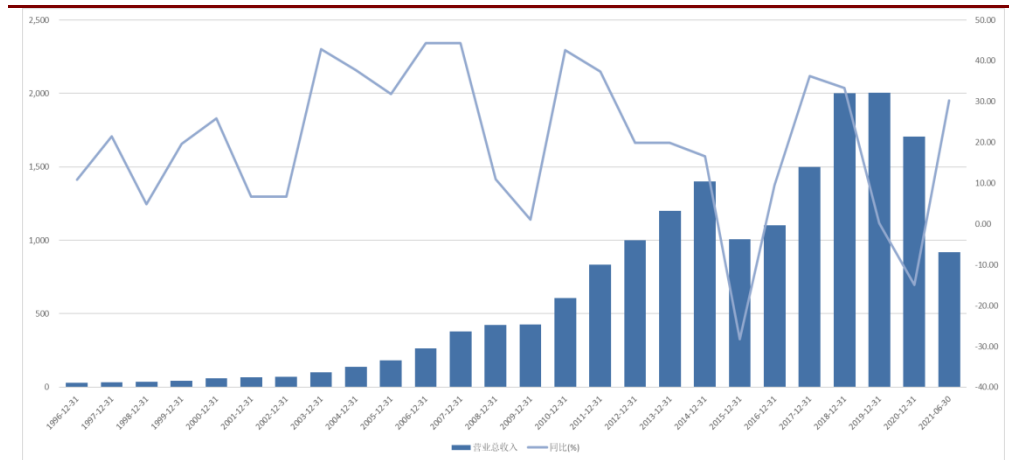


资料来源：《朱江洪自传》、《格力董明珠：中国制造2025》，渤海证券

1.3 受疫情影响，营收有所放缓

格力电器自成立以来，营收规模一直稳步提升，2020年受疫情影响，营收有所放缓。1996年至2020年，公司营业收入从28.41亿元，增长至1704.97亿元，复合增长率达17.80%。2021H1，实现营业收入920.11亿元，同比增加30.32%，较2019年H1同比下滑6.4%。今年上半年营收规模放缓主要受行业整体影响，由于空调行业终端销售市场较为疲软，尤其步入二季度，行业增长略显乏力，在传统的销售旺季呈现出“旺季不旺”的现象。我们认为上半年市场与去年比相对较为冷清主要有以下两点原因：1、受天气影响，今年夏季多雨水，平均气温较低；2、产品终端价格提升导致部分价格敏感客户消费迟疑。据奥维云网统计数据显示，H1空调市场全渠道零售量为2721.6万台，同比下滑5.7%；零售额857.9亿元，同比增长3.3%，呈现额涨量降的态势。

图 2: 公司营业总收入及同比增速 (单位: 亿元; %)

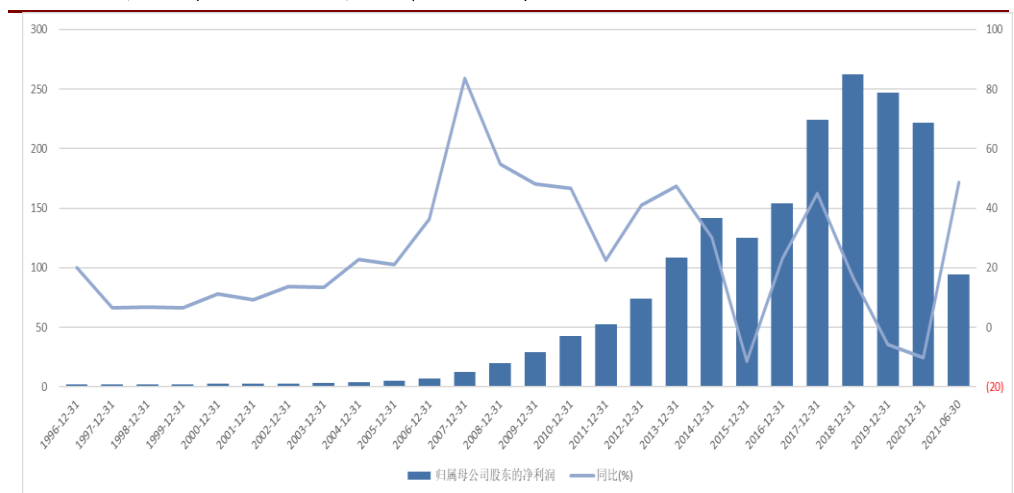


资料来源: wind, 渤海证券

从业务构成来看, 虽然公司推行多元化业务发展, 但空调仍是公司的第一大收入来源。2021H1 空调业务营收占比达 73.79%, 较 2020H1 占比提升 14.31%, 生活电器业务占比达 2.43%, 智能装备业务占比达 0.22%。从销售地区来看, 公司以内销为主, 2021H1 内销占比达 63.92%, 外销占比达 13.98%。

公司归母净利润从 1996 年的 1.86 亿元, 增长至 221.75 亿元, 复合增长率达 21.07%。2021H1, 实现归母净利润 94.57 亿元, 同比增加 48.64%。2019 年和 2020 年, 公司归母净利润有所下滑, 主要由于 2019 年末空调行业的第三次价格战以及 2020 年新冠肺炎疫情影响。

图 3: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 亿元; %)

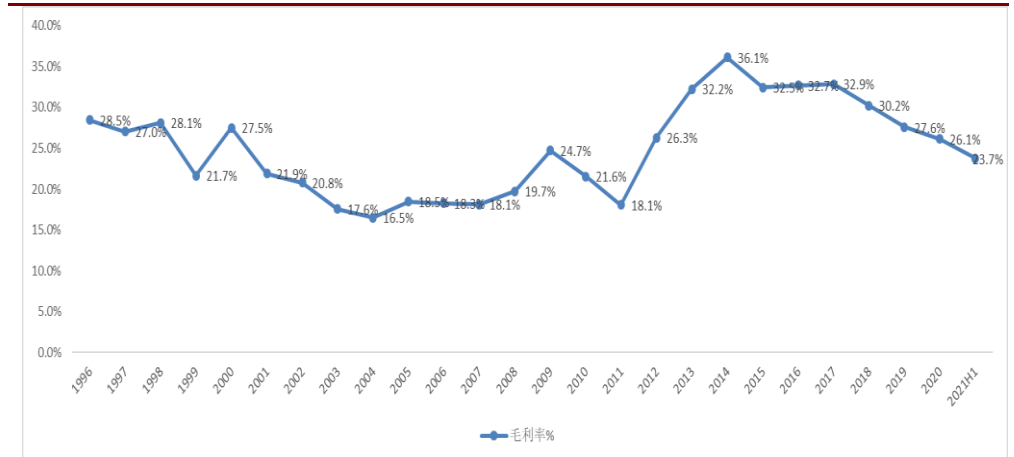


资料来源: wind, 渤海证券

受会计准则调整及上游原材料价格上涨因素的影响, 公司毛利率有所下滑。会计准则的调整, 使公司销售返利不再计入销售费用, 而直接冲减营业收入, 使公司

2020 年毛利率及销售费用率均有所下滑。2020 年,公司实现整体毛利率 26.14%, 同比下滑 1.44%, 2021H1 公司实现整体毛利率 23.74%, 同比提升 2.6%。2011 年起, 迎来空调行业的销售旺季, 公司毛利率大幅提升, 从 2011 年的 18.1% 提升至 2014 年的 36.1%。2013-2018 年, 公司整体毛利率均维持在 30% 以上。

图 4: 公司整体毛利率短期承压

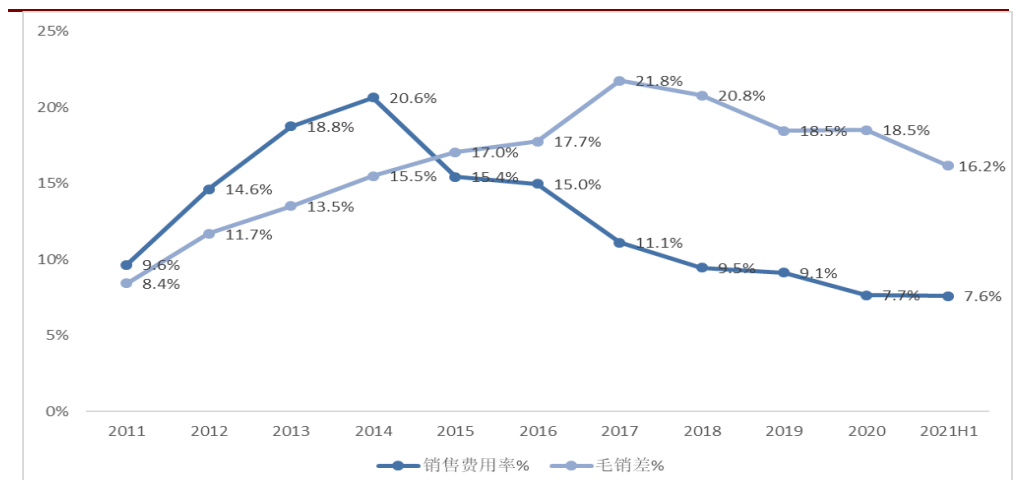


资料来源: wind, 渤海证券

销售费用率方面, 2011 年起, 公司销售费用率从 9.6% 大幅提升至 2014 年的 20.6%, 2015 年, 终端需求下滑, 空调龙头企业为了去库存, 开启价格战, 释放销售返利, 销售费用率下滑至 15.4%。受会计准则影响, 销售费用率 2020 年起有所下滑, 2020 年和 2021H1 公司销售费用率分别为 7.7% 和 7.6%。

受疫情影响, 公司盈利能力有所下滑。2011-2018 年, 公司“毛销差”稳步提升, 由 8.4% 提升至 20.8%, 2020 年受疫情影响, 公司毛销差下滑至 18.5%。

图 5: 公司整体毛利率短期承压

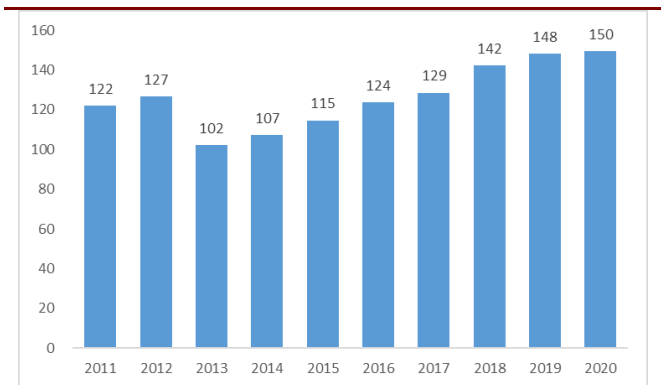


资料来源: wind, 渤海证券

2、空调市场步入存量发展阶段

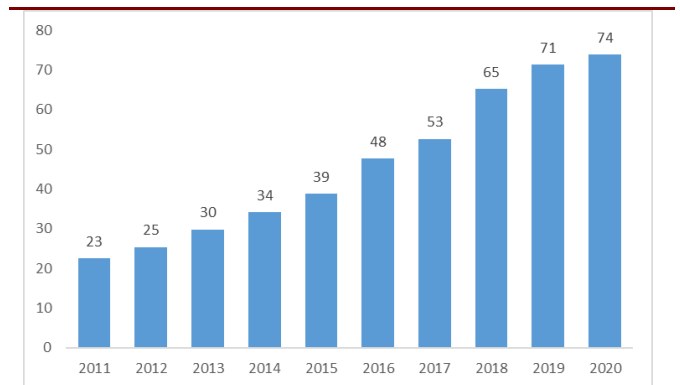
过去十多年，在政策激励、地产需求拉动以及居民可支配收入提升等因素的影响下，空调市场规模以及居民保有量均有较大提升。空调内销量从 2002 年的 605 万台增长至 2020 年的 8028 万台，复合增长率达 15.54%；总销量从 2002 年的 806 万台增长至 14146 万台，复合增长率达 17.25%。空调城镇居民平均每百户保有量从 2011 年的 122 台提升至 2020 年的 150 台，空调农村居民平均每百户保有量从 23 台提升至 74 台。

图 6: 城镇居民空调平均每百户保有量 (台)



资料来源: wind, 渤海证券

图 7: 农村居民空调平均每百户保有量 (台)



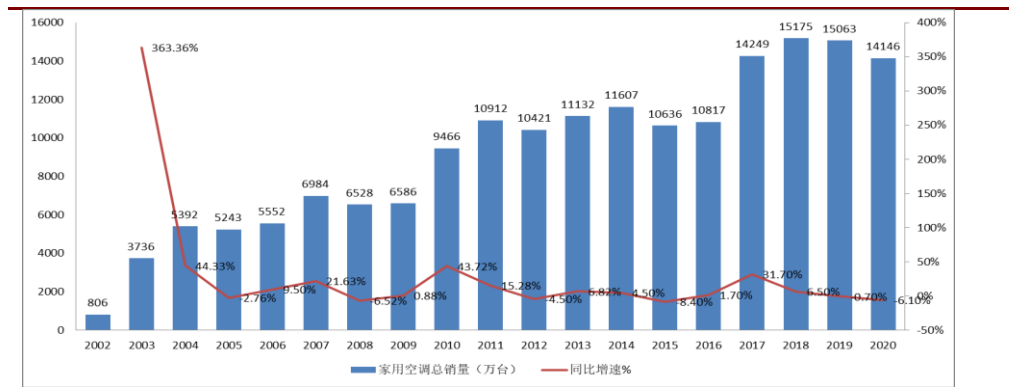
资料来源: wind, 渤海证券

图 8: 家用空调内销量及同比增速 (单位: 万台)



资料来源: wind, 渤海证券

图 9: 家用空调总销量及同比增速 (单位: 万台)



资料来源: wind, 渤海证券

2.1 政策刺激空调保有量的迅速提升

行业政策是对市场最直接、最有效的管理指导手段。回顾家电行业历史上, 2008年-2013年, 是行业利好政策集中推进的一个时期, 这期间“家电下乡”、“以旧换新”和“节能惠民”三大补贴政策相继登场。

家电下乡政策是所有政策中周期最长也是范围最广的政策。2007年起, 为了应对全球经济危机, 我国推出了家电下乡等一系列积极地刺激政策。

图 10: 家电下乡政策分阶段梳理

第一阶段

(2007年12月1日-2008年5月31日)：三省试点

- 为了稳妥推进国务院关于促进家电下乡的精神，2007年12月，商务部和财政部联合印发《家电下乡试点工作实施方案》的通知，决定在山东、河南、四川三省开展家电下乡试点工作。
- 对农民购买试点家电产品，由中央和试点地区财政以直补的方式，按产品售价的13%给予资金补贴。
- 品类包括彩电、冰箱、手机这三类产品，价格标准为彩电限价在1500元以下（含1500元），冰箱（含冰柜）限价在2000元以下，手机限价在1000元以下。

第二阶段

(2008年12月1日-2012年12月1日)：推广至14省，产品变四类

- 在总结试点经验的基础上，为扩大国内需求，改善民生，拉动消费带动生产，促进经济平稳较快增长，国务院决定在全国推广“家电下乡”。
- 2008年11月28日，财政部、商务部、工业和信息化部印发了《关于全国推广家电下乡工作的通知》（财建[2008]862号），通知中指出，山东、青岛、河南等14个省（自治区、直辖市、计划单列市）从12月1日起开始实施家电下乡补贴工作，下乡产品品类在之前三类的基础上又增加了冰箱。

第三阶段

(2009年2月1日-2013年1月31日)：推广至22省，产品变八类

- 家电下乡在原来14个省市的基础上，开始向吉林、新疆、甘肃、青海、宁夏、西藏、北京、天津、河北、山西、上海、江苏、浙江、宁波、福建、厦门、海南、江西、广东、深圳、云南、贵州等22个省（自治区、直辖市、计划单列市）及新疆生产建设兵团推广。
- 产品也从过去的四个增到八个，除了之前推出的“彩电、冰箱、手机、洗衣机”之外，本次家电下乡又新增了摩托车、电脑、热水器和空调。
- 它们和彩电等产品同样享受国家13%的补贴。
- 各个省市可以根据各地区不同的需求在这四个产品中选择两个进行推广。

第四阶段

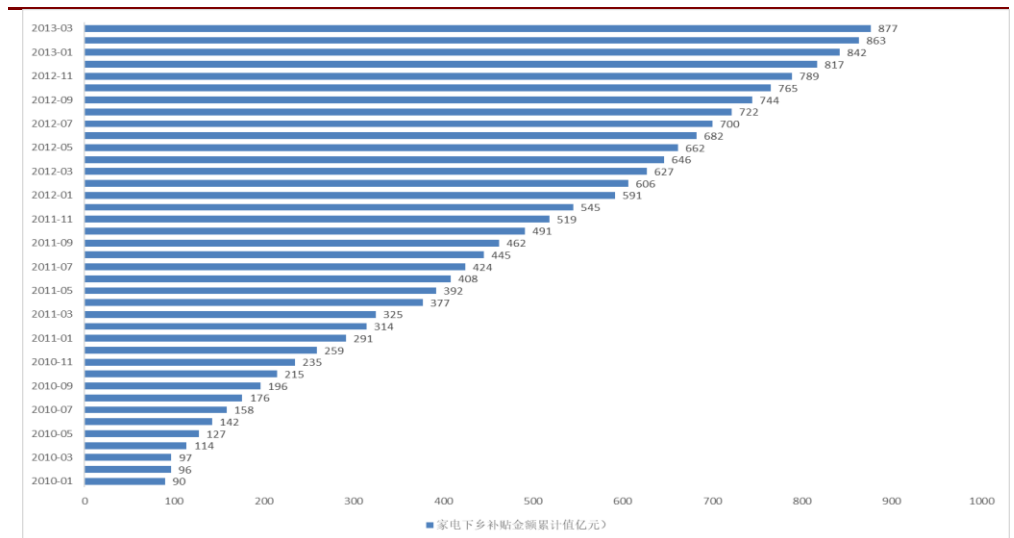
(2012年11月30日-2013年1月31日)：退出期

- 2012年11月7日，财政部、商务部发布《关于家电下乡政策到期后停止执行等有关问题的通知》，通知中明确了各地区不再享受财政补贴政策的时间。
- 2012年11月30日，内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西（以下简称十省市）家电下乡政策如期结束。
- 2013年1月31日，北京、天津、河北、山西、吉林、上海、江苏、浙江、宁波、福建、厦门、江西、广东、海南、贵州、云南、西藏、甘肃、青海、宁夏、新疆以及新疆生产建设兵团（以下简称二十二省市）家电下乡政策如期结束。

资料来源：财政部、商务部、百度百科，渤海证券

家电下乡政策自 2007 年起至 2013 年结束，共分为四个阶段。商务部和财政部预测，2008 年财政补贴家电下乡资金将达到 104 亿元，累计拉动消费 9200 亿元。据商务部统计数据显示，自 2007 年家电下乡政策起至 2013 年政策退出，全国家电下乡累计补贴金额达 877 亿元，家电下乡产品共销售 2.98 亿台，实现销售额 7204 亿元。

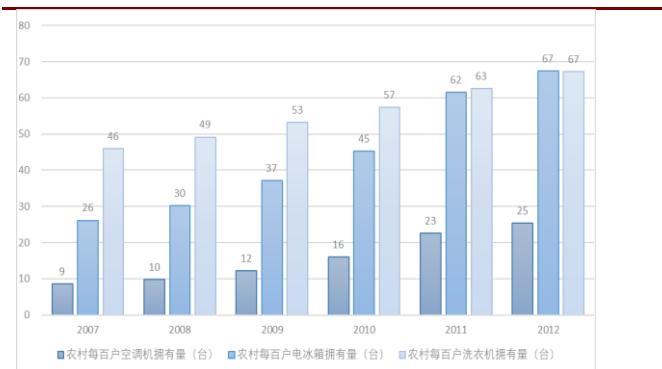
图 11: 家电下乡补贴金额累计值 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 渤海证券

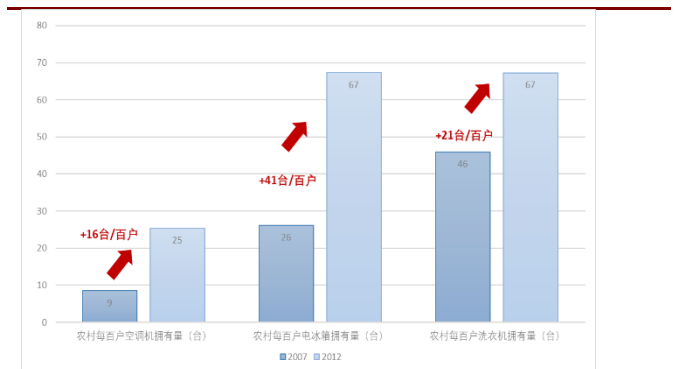
三大白电的销量在家电下乡政策的刺激拉动下快速爆发, 行业龙头借助政策利好率先扩大销售网络, 进行渠道下沉。通过家电下乡政策刺激, 空调农村保有量从 2007 年的 8.5 台大幅提升至每百户 25.4 台; 冰箱农村保有量从 2007 年的 26.1 台大幅提升至每百户 67.3 台; 洗衣机农村保有量从 2007 年的 45.9 台大幅提升至每百户 67.2 台。

图 12: 2007-2012 年三大白电每百户保有量 (台)



资料来源: wind, 渤海证券

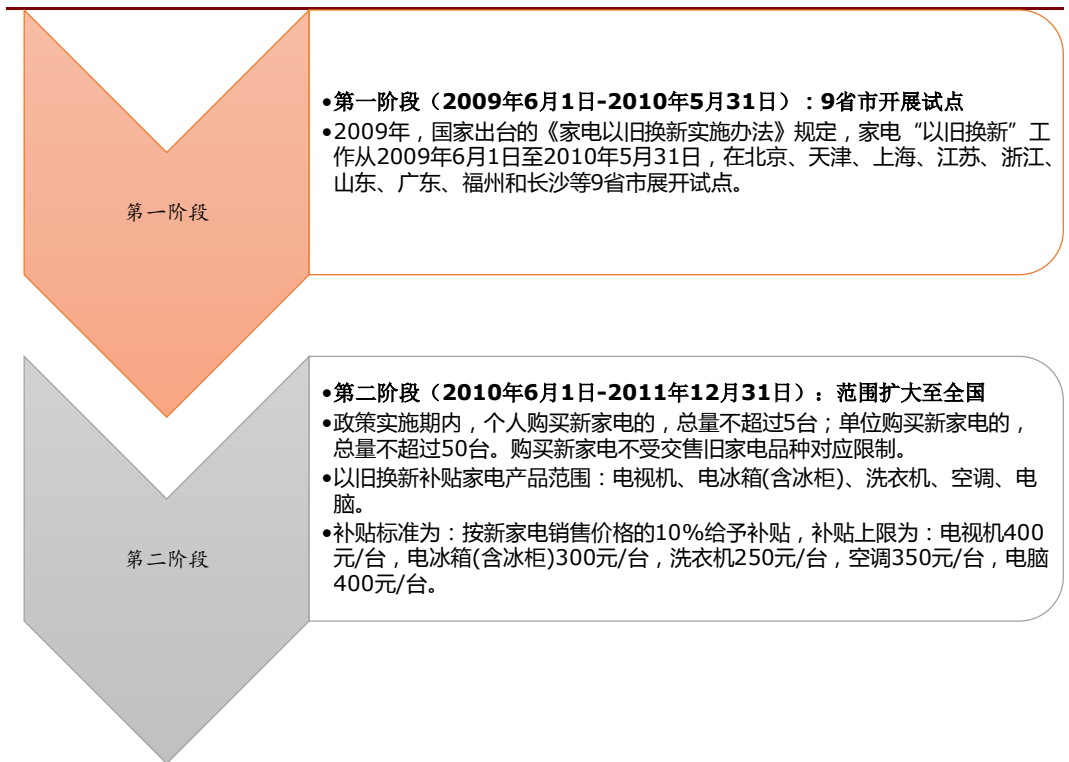
图 13: 家电下乡期间三大白电农村每百户保有量提升情况



资料来源: wind, 渤海证券

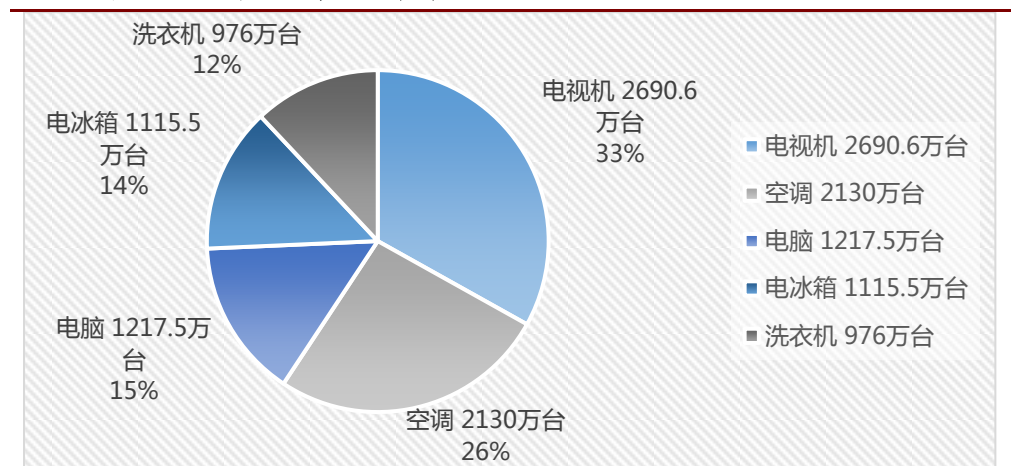
家电以旧换新政策是指中国政府动用政府资金鼓励消费者“以旧换新”, 用以购买家电, 以应对金融危机、培养经济新增长点。家电以旧换新政策主要分为两个阶段。据统计, 2009 年 6 月至 2011 年政策期间, 中央财政累计向各地预拨家电以旧换新补贴资金约 300 亿元。根据商务部的统计, 自 2009 年 6 月 1 日实施以来, 全国家电以旧换新政策拉动家电产品消费达到 3004.2 亿元, 销售新家电 8129.6 万台, 回收旧家电 8373.3 万台。

图 14: 以旧换新政策共两阶段



资料来源：商务部，渤海证券

图 15: 家电以旧换新五大类产品销售情况



资料来源：商务部，渤海证券

2013年6月1日起，自2007年底开始的家电行业三大刺激政策全部退出。在三大政策刺激期间，空调内销量从2008年的2965万台增长至2013年的6235万台，复合增长率达16.03%；总销量从2008年的6528万台增长至11132万台，复合增长率达11.26%。

2.2 价格竞争伴随市场格局重塑

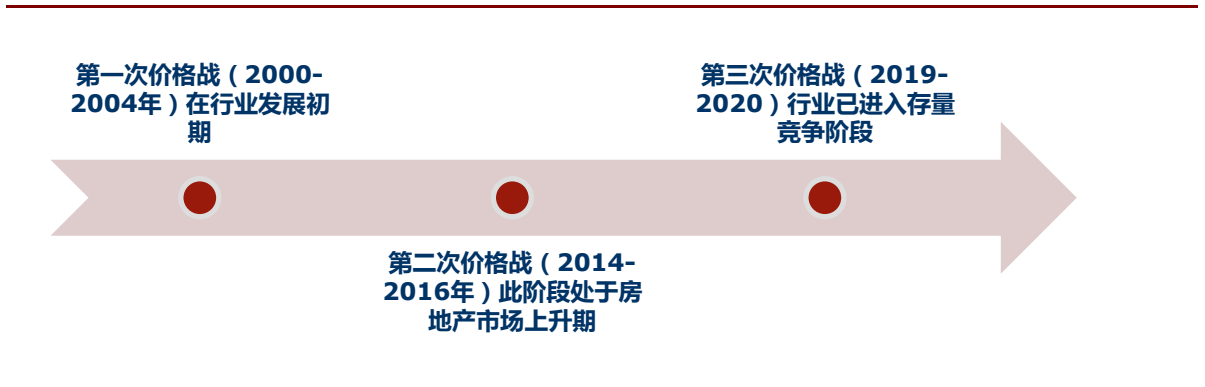
在国内空调的发展历程中，市场需求在阶段性的达到一定饱和后，从而诱导价格战。究其本质原因，我们认为主要有以下两点：1、供需失衡有可能导致库存量高企，从而诱发价格战；2、品牌商为了更大程度的征占市场份额，从而诱发价格战。历史上爆发过的三次价格战我们回顾一下：

第一次价格战（2000-2004 年），在行业发展初期，部分小品牌商为抢占市场份额而选择以价换量，致使行业均价下滑幅度高达 40%。最终以价格上涨，小品牌的出清宣告第一次价格战的结束。

第二次价格战（2014-2016 年），此阶段处于房地产市场上升期。财政部发布《关于停止节能家电补贴推广政策的通知》称，2012 年 6 月开始实施的针对空调、平板电视、电冰箱、洗衣机、热水器五类高效节能家电补贴推广政策到期后停止执行，即从 2013 年 6 月 1 日起，消费者购买上述五类节能家电产品不再享受中央财政补贴政策。家电补贴政策使家电市场提前透支了需求，节能补贴政策结束后，空调龙头企业为了去库存，于 2014 年 9 月开始降价，并在国庆节后恢复价格。这次短暂的降价并没有解决库存高企的问题，于是在 2015 年再次进行了降价，这次降价最终持续到 2016 年夏天，在高温天气的空调销售旺季，渠道去库存完成，价格战宣告结束。2014 年国庆期间，格力电器也加入了“价格大革命”，推出“裸价风暴”，大幅度低价促销、旧机可换购变频空调，2005 年前的格力空调可抵 1000 元，以缓解全国各地经销商的库存压力。

第三次价格战（2019 年-2020 年）此时行业进入存量竞争阶段。2019 年，美的的降价促销和格力双十一的 30 亿补贴意味着空调行业开始了新一轮的“价格战”。随着 2020 年三季度行业上游原材料价格提升，面对制造成本上涨的压力，部分企业选择提升产品价格来应对，这点在 2020 年的双十二大促上也表现得较为明显。大促期间，线上空调均价拉升至 2848 元，同比增长 18.7%，这也意味着第三次价格战落下了帷幕。

图 16: 家用空调总销量及同比增速 (单位: 万台)



资料来源: 渤海证券

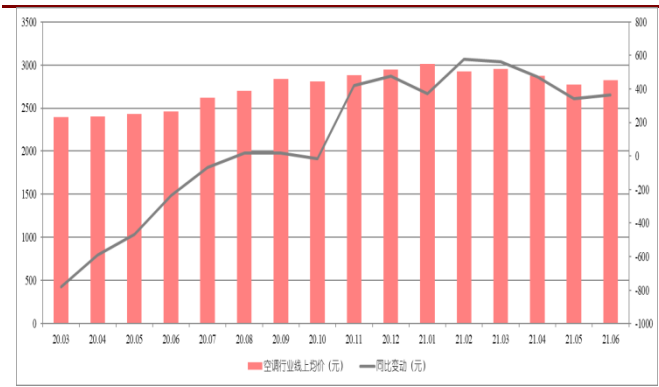
图 17: 空调行业库存周期情况



资料来源: wind, 渤海证券

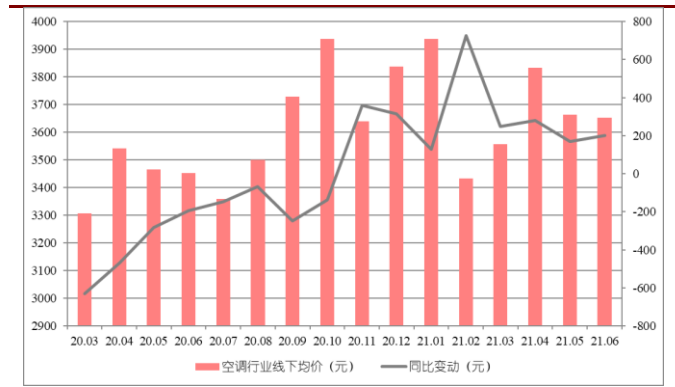
自去年起, 家电行业原材料价格便不断攀升, 今年起至 4 月份原材料价格连创新高, 自 5 月起价格已有所回落, 但目前仍然处于较高价位区间。上游大宗原材料价格大幅上涨, 导致终端产品价格进入上行通道。对于空调行业来说, 成本端承压叠加终端价格的提升将进一步推动行业格局的重塑与集中度的提升。

图 18: 空调行业单月线上均价及变动 (元)



资料来源: 奥维云网,渤海证券

图 19: 空调行业单月线下均价及变动 (元)

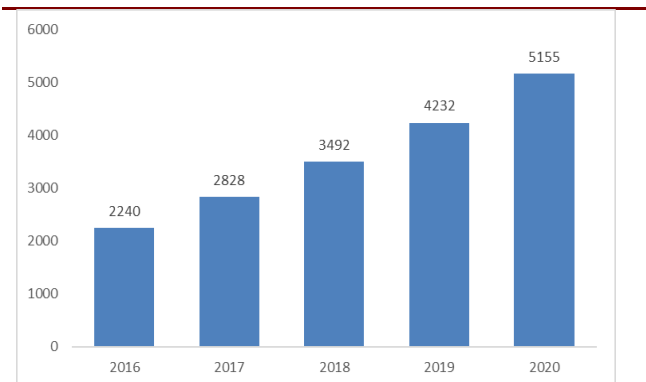


资料来源: 奥维云网,渤海证券

2.3 “智能化+高端化+全球化”拉高行业天花板

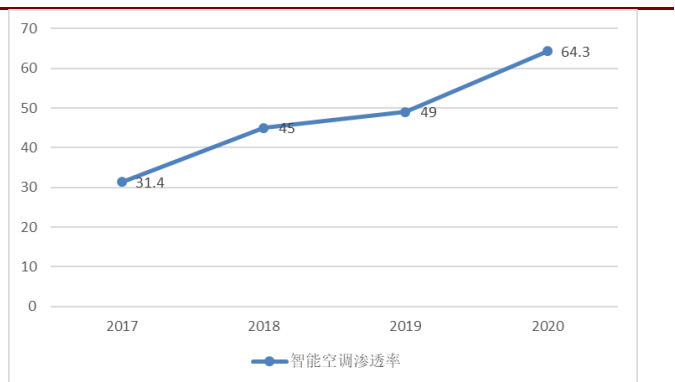
随着人们生活水平的日益提升,消费者对家电高端化的需求也逐渐增加,尤其随着互联网技术的精进,促进了我国智能家电市场的蓬勃发展。据中商产业研究院统计数据显示,2016-2020 年,我国智能家电市场规模由 2240 亿元增长至 5155 亿元。智能家电渗透率也不断地提升,据奥维云网统计数据显示,智能空调渗透率由 2017 年的 31.4% 增长至 2020 年的 64.3%。

图 20: 2016-2021 年中国智能家电市场规模统计 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院,渤海证券

图 21: 2017-2020 年智能空调渗透率统计 (%)



资料来源: 奥维云网,渤海证券

疫情的影响,使人们生活理念和生活方式均发生了变化,消费者更加注重健康,关注生活品质的提高,因此主打智能、健康和舒适的高端化空调越来越被消费者接受。去年 1 月 6 日,号称史上最严的空调新能效标准《房间空气调节器能效限定及能效等级》正式发布,并于 7 月 1 日正式实施。这次新能效标准是自 1989 年第一版空调新能效标准正式发布以来的第七次修订。此次能效新国标不再单独为定频空调和变频空调分别设置等级体系,而是将其合并为统一的标准体系,能效等级也从旧标准的 3 级新增至 5 级。具体来看,新能效标准的 1 级高于原有的标准要求,原有标准中的变频 1 级降为 2 级,变频 2 级降为 3 级,新能效标准中

的能效 4 级对应原有的变频 3 级和定频 1 级产品。而原有的定频 3 级则不符合新国标的标准，则被淘汰。随着新能效标准的实施以及智能化、高端化空调占比的提升，也拉高了行业产品的均价，使产品结构逐渐调整。

我国是全球最大的家电产能基地之一。2020 年，我国家电行业的出口量达 338997 万台，同比增长 14.2%；出口额达 661.28 亿美元，同比增长 23.5%。为了高效率低成本的利用整合全球资源，家电龙头企业实施全球化采购模式的同时，加大海外布局。随着我国品牌在国际市场的深耕以及知名度的提升，海外市场毛利率有望对标国内市场毛利率水平，得到进一步的提升。因此，我们认为，随着空调“智能化+高端化+全球化”的推进，有望拉升行业天花板，进一步提升行业市场空间。

3、渠道改革进行时

3.1 发展历程中伴随着多次渠道变革

格力电器自成立后这三十年的发展历程中，伴随着多次的渠道变革，始终坚持自主管控、互利共赢的销售渠道建设及销售模式。目前，格力电器建立了覆盖全国的线下销售网络，通过 27 家销售公司、3 万多家专卖店，为消费者提供服务。回顾格力电器的发展进程，渠道变革历程，主要有以下几个阶段：

第一阶段：首创淡季返利制度

格力电器成立初期，面临销售渠道混乱，回款困难，核心销售业务人员频繁跳槽等一系列问题。1994 年，时任经营部部长的董明珠首创“格力淡季销售政策”，每年空调销售淡季 9 月至次年 4 月逐步上调订货价至旺季价位，从而解决淡季资金回笼问题。面对当时销售渠道混乱问题，格力电器安排 23 名营销人员，每人负责一个省，并协调一级经销商，由一级经销商自由发展二级经销商，然后根据年销售额的不同，给予一级经销商返利。这样，一级经销商便动力十足，不断扩充格力的全国经销商。

第二阶段：执行股份制区域性销售公司模式

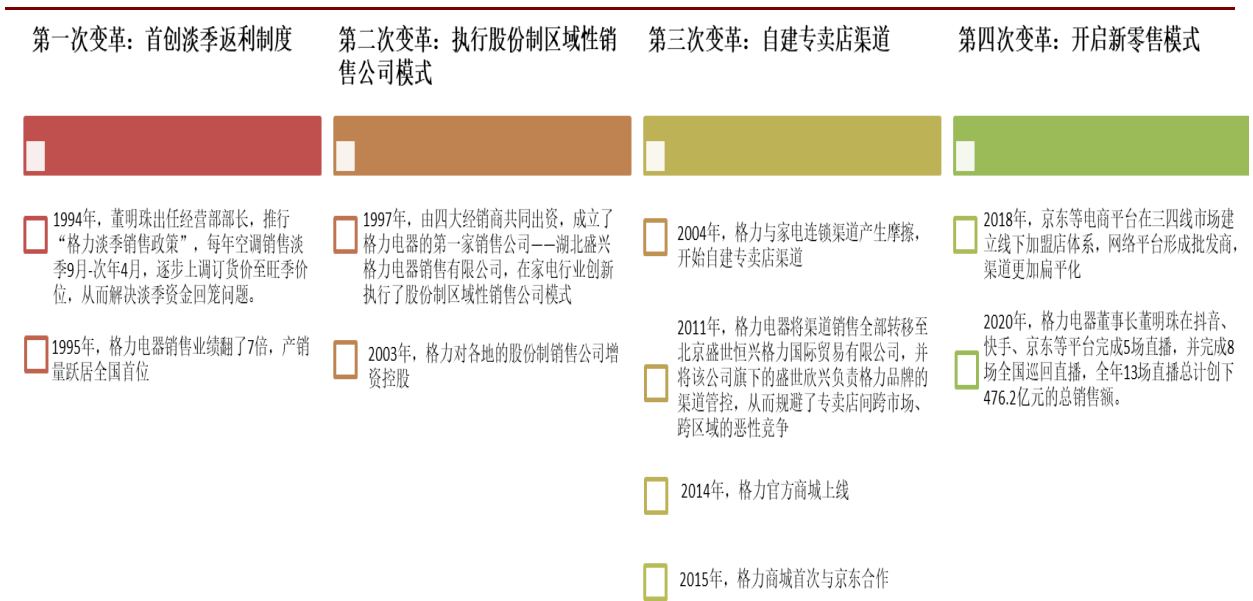
1997 年，湖北省四大经销商为了争夺市场份额，开始相互拆台，引发恶性价战。为解决这一恶性价战的蔓延，防止摧毁格力电器的统一价格体系，在格力电器的牵头下，由四大经销商共同出资，成立了格力电器的第一家销售公司——湖北

盛兴格力电器销售有限公司,在家电行业创新执行了股份制区域性销售公司模式。这样四大经销商组成“利益共同体”,既是销售者也是公司股东,不仅可以保证经销商的销售收益还有额外的公司分红。后来这一模式,迅速推向全国,目前已拥有 27 家销售公司,通过这些销售公司,格力电器实现统一的价格体系,也贯彻了格力的经营核心。

第三阶段: 自建专卖店渠道

2004 年,以国美电器和苏宁电器为代表的家电零售商崛起,当时国美电器便是拥有千余家实体连锁店,苏宁电器是在线上经营电器的超级大商城。由于渠道零售终端话语权较强,经常自行搞大型促销降价活动以吸引流量,从而与格力电器统一的渠道价格体系观点相违背,于是格力电器认为“借店营销”这条路走不远,便选择自建渠道。当时,格力电器不断加大投资,每年增加 5000 多家专卖店,目前已拥有 3 万多家专卖店。

图 22: 格力电器渠道变革



资料来源: 格力电器官网、《格力董明珠: 中国制造 2025》, 渤海证券

3.2 推动双线融合的新零售体系

近几年,随着渠道下沉、新型电商的兴起等来自渠道方面产业格局变化,家电行业正在进行新一轮的渠道变革。前期受疫情影响,让公司加速推动新一轮的渠道变革,格力电器开启双线融合的“新零售”营销模式变革,构建稳固的线上、线下业务布局,两种渠道彼此互补深度融合,打造全渠道销售平台。线上第三方电

商平台、格力董明珠店与三万多家线下专卖店深度融合，提供线下体验、线上下单、全国统一配送和安装的双线联动一体化服务。

信息化、数字化、智能化技术在格力“新零售”营销模式中得到了深入的应用。线上，通过商城平台、订单履约系统、网批系统、售后派工系统等新零售全链条建设与运营，实现格力新零售的用户触达，用信息化能力为渠道业务赋能，驱动营销数字化升级。线下，格力依托互联网工程化技术，融入人工智能、物联网及AR/VR技术，通过智能触控交互模式推动终端门店数字化升级，在云端实现了产品出样、调价、培训、用户价值标签沉淀和管理等功能，打造格力特色智慧导购门店，不断提升消费者的购物体验；通过库存数据分析和预警，销售数据动态展示和分析等功能，以数据驱动运营，不断满足消费者的新需求。

2020年，受疫情的影响，线下销售渠道停摆，直播带货随之兴起。2020年全年，格力电器董事长董明珠在抖音、快手、京东等平台完成5场直播，并完成8场全国巡回直播，全年13场直播总计创下476.2亿元的总销售额。2021年3月，在武汉的“格力致敬英雄城”直播活动中，格力电器以11.4亿元的佳绩迎来全国巡回直播的“开门红”。

图 23: 董明珠部分全国巡回直播战报



资料来源：公开资料，渤海证券

4、投资建议与盈利预测

公司目前渠道改革正在进行时，全面布局新零售模式，推动线上线下渠道深度融合。随着渠道改革的进行，有望提升渠道效率，促进业绩的回升。我们预计公司2021-2023年EPS分别为4.00、4.61和5.04元，对应PE分别为9.85、8.55和7.82倍，首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险提示

宏观经济波动的风险；终端需求严重下滑的风险；渠道改革不及预期的风险；多元化发展不及预期的风险；空调市场份额下滑的风险等。

投资评级说明:

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

分析师声明:

本报告署名分析师在此声明: 我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的数据和信息, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接的联系。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保, 投资者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书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司网址: www.ewww.com.cn