家电及相关

2019/20 空调价格战，格力渠道变革背水一战

观点聚焦

何伟
分析员
SAC 执证编号：S0080512010001
SFC CE Ref：BBH812
wei3.he@cicc.com.cn

韦一飞
联系人
SAC 执证编号：S0080119080093
yifei.wei@cicc.com.cn

投资建议

我们分析了消费品模式、互联网模式、仿互联网模式[1]下典型的价格战案例，其核心因素不同，结局大不相同。2019/20 空调价格战相比 2014/15 有类似之处，但本质不同。本次涉及到产业链效率提升的比拼，格力渠道改革效果将决定本轮价格战结局。我们预计格力渠道改革将经历阵痛，但也将涅槃，未来的暖通空调市场依然是寡头垄断的格局。

理由

仿互联网模式易陷入价格战泥潭：1）互联网模式下，网络效应、用户习惯可能产生用户粘性。市场参与者初期以激烈的价格战或用户补贴抢占龙头地位，是这一模式下的竞争特点，最终胜出的龙头往往赢者通吃。典型如移动支付推广、拼多多“百亿补贴”。2）仿互联网模式不产生用户粘性，补贴带来的暂时性领先不具有意义。反而随着用户规模、销售规模扩大成为日益加重的负担，最终崩盘。典型如乐视 TV、共享单车。3）空调市场的挑战者奥克斯，以网批模式快速兴起，试图改变空调市场格局。但网批模式下消费者不具有粘性，当美的将渠道效率提升到类似的水平时，奥克斯线上份额得而复失。

2019/20 空调价格战的特别之处：1）消费品价格战短期可扩大份额，但维持市场成果需要建立永久性的产业链优势，如规模效应、产业链一体化、或者品牌。2）美的在微波炉市场挑战格兰仕，空调业务输血数年，期间美的建立了产业链一体化优势，最终与格兰仕形成稳定的寡头垄断。3）2014/15 年空调价格战，是简单的需求下滑时渠道去库存；当市场需求好转，价格战即结束。4）2019/20 空调价格战有更深层次的因素，美的通过 T+3、渠道扁平化，率先提升产业链效率，格力美的竞争实力对比有变化。格力的产业链效率是否可以跟上美的？

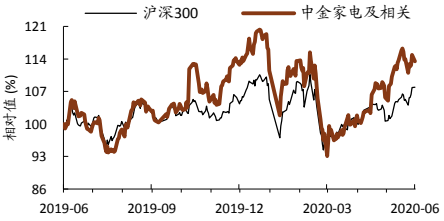
格力渠道改革背水一战：1）格力与经销商深度绑定，在行业中向线上转型最慢。格力层层分销、压库存的模式增加渠道仓储、运输、资金成本，以及管理复杂渠道的管理成本。2）2016/17/18 年格力、美的 1.5P 变频空调价差分别为 319 元、463 元、554 元，2019 年 4 月最高达 987 元。深层次原因是美的空调业务 2017 年推行 T+3、2018 年引入商务中心、2019 年推行网批模式，产业链效率逐步领先格力。3）当前，我们认为格力向线上转型的决心已定。幸运的是，低成本的直播电商流量给了格力向线上转型的机会，格力线上导流、订单分配给就近专卖店的模式具有可行性。渠道扁平化过程中，格力产业链的优势地位给了调整线下经销商更大的操作尺度。

盈利预测与估值

空调行业拐点已经出现，我们看好美的集团、格力电器、海信家电 A+H，上述公司维持跑赢行业评级。

风险

空调价格战未能如预期结束；市场需求低于预期。



股票名称	评级	目标价格	P/E (x) 2020E	2021E
美的集团-A	跑赢行业	72.20	17.1	14.3
格力电器-A	跑赢行业	69.70	15.9	12.8
海信家电-A	跑赢行业	14.42	14.4	9.7
九阳股份-A	跑赢行业	41.00	30.3	25.2
小熊电器-A	跑赢行业	120.00	43.9	35.9
苏泊尔-A	跑赢行业	79.50	29.5	25.1
视源股份-A	跑赢行业	100.00	36.2	26.9
老板电器-A	跑赢行业	42.30	18.6	15.7
华帝股份-A	跑赢行业	13.80	13.1	10.3
欧普照明-A	跑赢行业	31.07	23.4	20.3
浙江美大-A	跑赢行业	14.26	16.8	14.4
海信家电-H	跑赢行业	10.60	10.0	6.7
TCL 电子-H	跑赢行业	4.80	7.2	5.0
中金一级行业				可选消费

相关研究报告

- 家电及相关 | 行业拐点明确，需求改善叠加国企混改 (2020.05.30)
- 家电及相关 | 白电、厨电市场底部持续验证，零售持续改善 (2020.05.28)
- 家电及相关 | 线下线上同增长，这就是大家期待的“报复性”消费 (2020.05.13)
- 家电及相关 | 更多关注未来利好因素，白电、厨电周期底部可配 (2020.05.11)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

[1] 指行业本质上不具备互联网属性，但采取类似互联网企业“烧钱圈地”的方式抢占市场份额。



立即扫码

猫眼商业资料社群

现在扫码 添加客服 免费加入资料分享社群

每天分享20-40份各行业最新

商业资料和商业报告

芯片半导体 5G 快消品 ERP LGBT 文创文旅 泛娱乐 区块链 物联网 无人机 房地产 游戏 智能制造 建筑 园林 社交 ACG 新能源 KOL KOC 社交电商 STEAM 新媒体 云计算 医疗健康 抖音快手 智能硬件 B站 互联网 健身 长租公寓 MCN 科技创投 PPP 生物医药 乡村振兴 新基建 大数据 食品饮料 物流 IDC 旅游旅行 酒店 自动驾驶 人工智能 3D打印 SPACS 航空航天 生鲜 CRM 化妆品 工业4.0 企业服务

目录

价格战百态，不一样的价格战 3
不一样的价格战 3
互联网模式：用户粘性导致价格战后赢者通吃 3
仿互联网模式：难以形成用户粘性 5
消费品：价格战的本质是效率的比拼 6
空调市场 20 年，三次价格大战 8
2002-2004 年空调价格战 8
2014/15 空调价格战 9
格力、美的价差分析，看 2019/20 空调价格战 9
格力背水一战的渠道变革 12
格力线上转型最慢 12
美的、格力渠道差异 13
压库存模式的优劣势 14
格力渠道转型如何平衡线上、线下冲突 14
直播的低成本流量，给格力转型带来时间窗口 15

图表

图表 1：消费品、互联网模式下的价格战各不同 3
图表 2：互联网模式的价格战，通过先发优势形成用户粘性 4
图表 3：拼多多 GMV 和净利润 4
图表 4：拼多多“百亿补贴” 4
图表 5：移动支付在中国已十分普及 4
图表 6：移动支付渗透率在 2017 年爆发式增长 4
图表 7：乐视将封闭体系视为生态，有违常理 5
图表 8：当乐视电视销量高峰，补贴已经无以为继 5
图表 9：前期投入的大量共享单车报废 6
图表 10：消费者更偏好新车，对品牌忠诚度较低 6
图表 11：随着美的产品降价，奥克斯线上市场份额得而复失 7
图表 12：过去二十年，中国空调市场历经 3 次激烈的价格战 8
图表 13：2005 年之前空调市场价格战激烈 9
图表 14：价格战中，行业集中度提升 9
图表 15：一般而言均衡状态下，格力美的价差 400-600 元，格力零售量份额 30%-35% 10
图表 16：格力、美的线下渠道效率比较（估计） 11
图表 17：家电零售中电商占比快速提升 12
图表 18：格力线上销售占比最低 12
图表 19：格力和经销商交叉持股，利益绑定（2020/4/10） 12
图表 20：美的、格力渠道差异（2019/12） 13
图表 21：压库存模式的 SWOT 分析 14
图表 22：格力渠道转型，线上订单就近分配给专卖店（2020） 15
图表 23：中国网络直播渗透率已高于 50% 16
图表 24：互联网平台获客成本增加 16
图表 25：线上流量入口快速变化，格力积极探索线上转型 16
图表 26：可比公司估值表（2020/06/22） 17

价格战百态，不一样的价格战

不一样的价格战

我们梳理了两种商业模式下的价格战。

互联网模式：1）通过较大规模的补贴扩大用户规模，由于用户粘性，先发优势会不断自我加强。用户粘性来自于网络效应、用户习惯改变。2）仿互联网模式难以形成用户粘性，最终或以现金流断裂告终。

消费品模式：1）短期亏损扩大市场份额，然后通过建立规模优势，提升产业链效率，将优势固化。比如美的和格兰仕之间的微波炉价格战。2）纯粹因为需求不佳，去库存导致的价格战。一旦库存恢复正常、需求改善，行业价格战就会结束，比如 2014/15 年空调市场价格战。3）一方提升产业链效率后，为改变格局而发动的价格战。2019/20 年空调价格战本质上是美的产业链效率提升后对格力的挑战。

图表 1：消费品、互联网模式下的价格战各不同

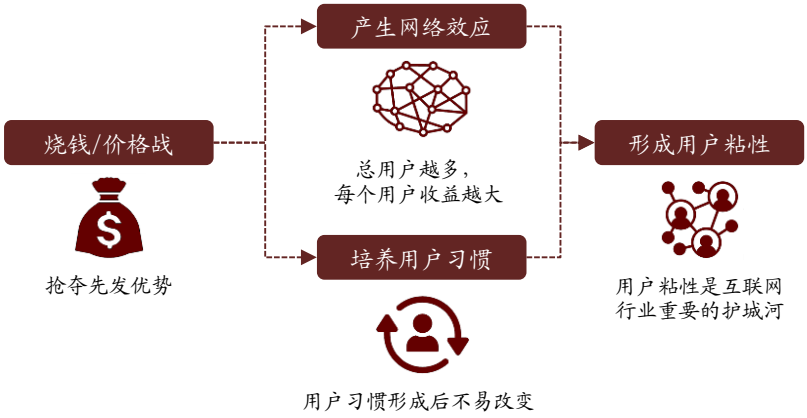


资料来源：百度图片，中金公司研究部

互联网模式：用户粘性导致价格战后赢者通吃

互联网模式创业初期往往给人以投入较多补贴的印象，因为先发优势非常重要，胜出的龙头可能赢者通吃。而这背后主要是由于网络效应以及用户习惯形成后，容易产生较强的用户粘性，后期可以通过减少补贴或者提价实现盈利。

图表 2：互联网模式的价格战，通过先发优势形成用户粘性

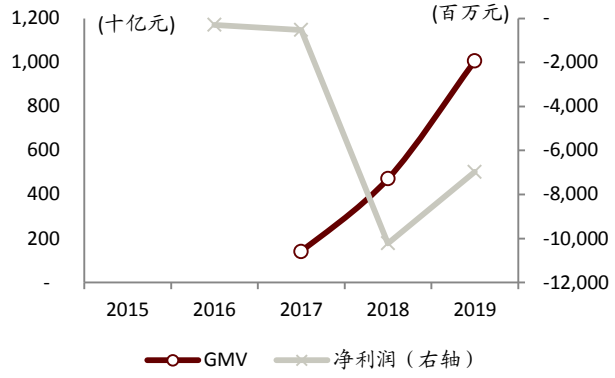


资料来源：中金公司研究部

▶ 案例：拼多多的拼团模式+“百亿补贴”

拼多多成立于 2015 年，通过补贴以及“拼团”的购物模式快速扩张。虽然 Tmall、JD 已经培育了大量中国电子购物的消费者，但在低层级市场，还有很多消费者在拼多多低价的吸引下初次尝试电子购物。2019 年 6 月拼多多又推出“百亿补贴”大促，向品牌商家和大商户扩展，同时也为了吸引 Tmall、京东的用户。

图表 3：拼多多 GMV 和净利润



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 4：拼多多“百亿补贴”



资料来源：百度图片，中金公司研究部

▶ 案例：支付宝、微信的移动支付推广

中国的移动支付普及率领先全球，离不开推广阶段两大移动支付龙头的大力度补贴推广。例如支付宝 2016 年底发布了移动支付推广计划，在未来三年内最少补贴 10 亿元用于移动支付的推广。而腾讯为了赶超支付宝，也在不断投入补贴，例如设置鼓励金政策，活动期间使用微信支付第一笔消费可获得随机鼓励金，单笔最高 888 元。

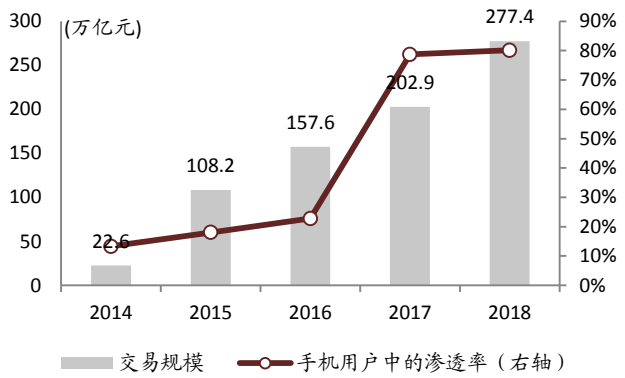
2016 年中国有 23%的用户每天使用移动支付，而到了 2017 年，每天使用移动支付的用户比例大幅增长至 79%。支付宝和微信凭借先发优势，目前占据了中国移动支付 90%左右的市场份额。

图表 5：移动支付在中国已十分普及

图表 6：移动支付渗透率在 2017 年爆发式增长



资料来源：百度图片，中金公司研究部



资料来源：中国支付清算协会，中金公司研究部

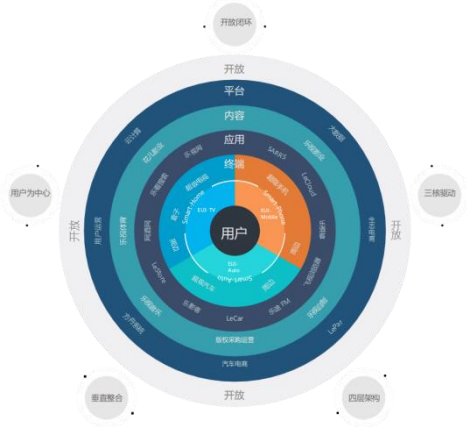
仿互联网模式：难以形成用户粘性

仿互联网模式初期和互联网模式运营方式如出一辙，靠融资、投入补贴获得短期的领先优势。但是在仿互联网模式下难以形成用户粘性，暂时的领先无法维持，甚至因为现金流断裂而倒闭。

▶ 案例：乐视 TV

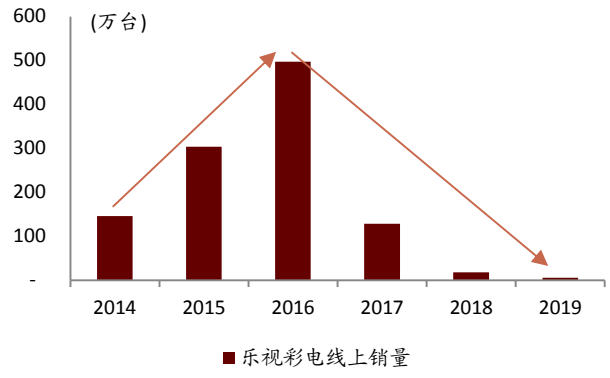
硬件本身不容易形成用户粘性，乐视试图通过软硬件一体的销售方式，利用内容+应用的方式打造生态，增强用户粘性。但其商业漏洞在于，乐视内容不具有吸引力，吸引消费者购买乐视电视的主要原因是企业补贴，产品低价。乐视无力维持彩电每台数百元的补贴力度：当彩电年销量达到较高的水平的时候，维持补贴力度导致亏损大幅扩大；上调彩电售价，性价比优势不再，份额大幅下降。

图表 7：乐视将封闭体系视为生态，有违常理



资料来源：百度图片，中金公司研究部

图表 8：当乐视电视销量达到高峰，补贴已经无以为继



资料来源：AVC，中金公司研究部

▶ 案例：共享单车

共享单车的商业漏洞在于，虽然通过补贴培养了消费者使用共享单车的习惯，但是消费者天然具有偏向新商品的使用习惯，初期的领先对未来的市场份额帮助较小。消费者通常会优先选择周围车况更好的单车，初期对市场的培育并没有产生较好的效果。

2016-2017 年，共享单车市场品牌爆发，各品牌大力投放单车数量、提供用车补贴，试图通

过较多的补贴圈占份额。但共享单车行业的补贴无法产生类似互联网公司的网络效应，每一次共享单车的骑行都是一次独立的决策。盲目的车辆投放又带来巨大的维护、整修成本，2018 年共享单车品牌纷纷开始退出市场。ofo 在 2018 年 9 月被供应商起诉违约，后遭遇用户退押金“挤兑”，目前已基本停止服务。而在如今街头，消费者已经骑上了美团、哈罗等品牌投放的最新的单车。

图表 9：前期投入的大量共享单车报废



资料来源：百度图片，中金公司研究部

图表 10：消费者更偏好新车，对品牌忠诚度较低



资料来源：百度图片，中金公司研究部

消费品：价格战的本质是效率的比拼

消费品企业通过价格战试图扭转行业格局，最终都是效率的比拼。可以先获得效率，再发动价格战；也可以先发动价格战，在竞争中获得效率。我们认为最终无法沉淀为效率差异的价格战大概率将以失败告终。

形成寡头垄断之后，如果没有发生效率的变化，市场价格一般是稳定的，价格战不会改变格局。当某一寡头试图通过降价提升销量的时候，通常需要考虑总利润是否提升。一般情况下，考虑到竞争对手跟随降价，其销量的增加是有限的，降价带来的销量提升不足以弥补价格下降，反而可能导致利润总额降低。因此，在寡头垄断市场的纳什均衡下，厂商倾向于维持市场价格的稳定，不会轻易采取价格战的策略。

► 案例：美的格兰仕的微波炉价格战，先获得份额，再建立优势

美的在微波炉数年的价格战中，靠空调业务“输血”，在价格战中建立了规模优势、产业链一体化优势。2000 年，中国微波炉市场龙头格兰仕市场份额高达 74%，具有较高的性价比。美的 1999 年进入微波炉市场，2000 年时市场份额仅 5%。2000-2005 年，美的战略性亏损，在微波炉市场和格兰仕价格战。2003、2004 年美的微波炉公司分别亏损 2556 万元、3130 万元，分别占当时美的电器净利润的 15%、10%，当时微波炉事业部是在空调事业部的输血下维持长期价格战。随着美的微波炉市场份额的扩大，确立了规模优势；此外，美的自产磁控管，确立了产业链一体化优势。2000-2005 年价格战期间，夏普、日立、三星、万和、安宝路等一系列中外品牌被边缘化，形成了美的、格兰仕的双寡头垄断格局。2006 年美的表示“不再盲目跟随格兰仕、不打价格战”。2008 年格兰仕从“价格战”策略转向“价值战”策略，行业竞争趋缓。2011 年美的表示“退出 300 元以下的微波炉市场”，宣告美的和格兰仕之间长达十年的价格战画上句号。目前，美的的微波炉产业具有很强的盈利能力。

► 案例：奥克斯效率优势无法维持，市场份额得而复失

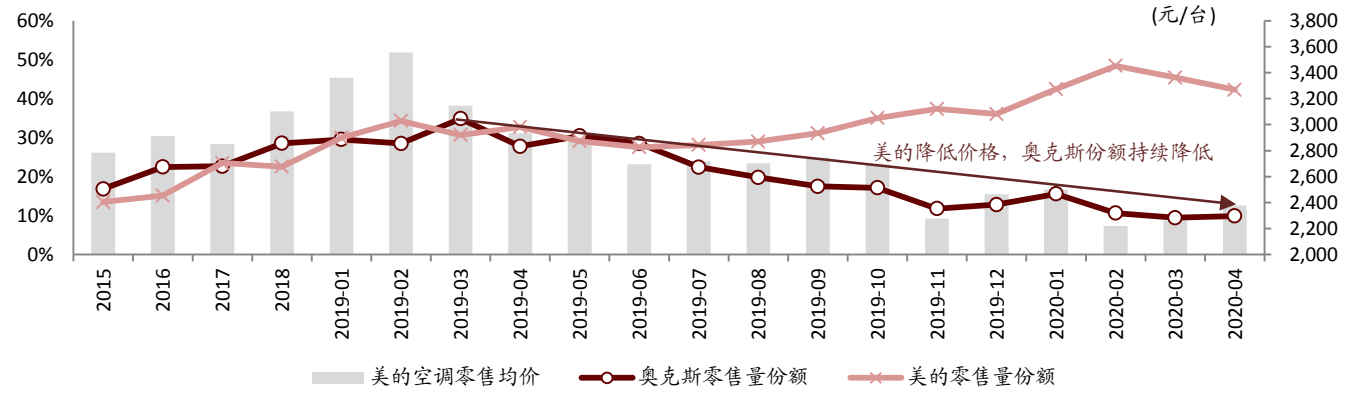
由于线上、线下存在渠道效率差异，2018 年市场兴起网批模式，苏宁易购、京东等电商平

台在三四五线市场建立线下加盟店体系，网络平台成为批发商，市场称为“网批模式”。相比传统的层层加价的批发模式，渠道更加扁平。奥克斯和电商平台合作密切，2018 年奥克斯空调线上零售份额达到 26%，超越了格力和美的。

面对这样的变化，2019 年美的积极拥抱互联网思维，大胆启用互联网人才，改变传统的线下销售思维模式。通过渠道扁平化，减少二级经销商分销功能，同时也主动配合崛起的网批模式。

相比于美的，奥克斯对渠道没有主导能力，需要京东等电商平台的配合。美的原本面临线上、线下的冲突，但是积极通过各种方法提升线下效率。转型后的美的对渠道控制力要优于奥克斯。2019 年 2 月，美的开始降价促销，奥克斯无力抵挡龙头的降价攻势，市场份额不断降低。2019 年 6 月，格力举报奥克斯虚表能效，导致奥克斯品牌形象受损。总体而言，奥克斯的网批模式没有最终形成用户粘性，市场份额得而复失。

图表 11：随着美的产品降价，奥克斯线上市场份额得而复失



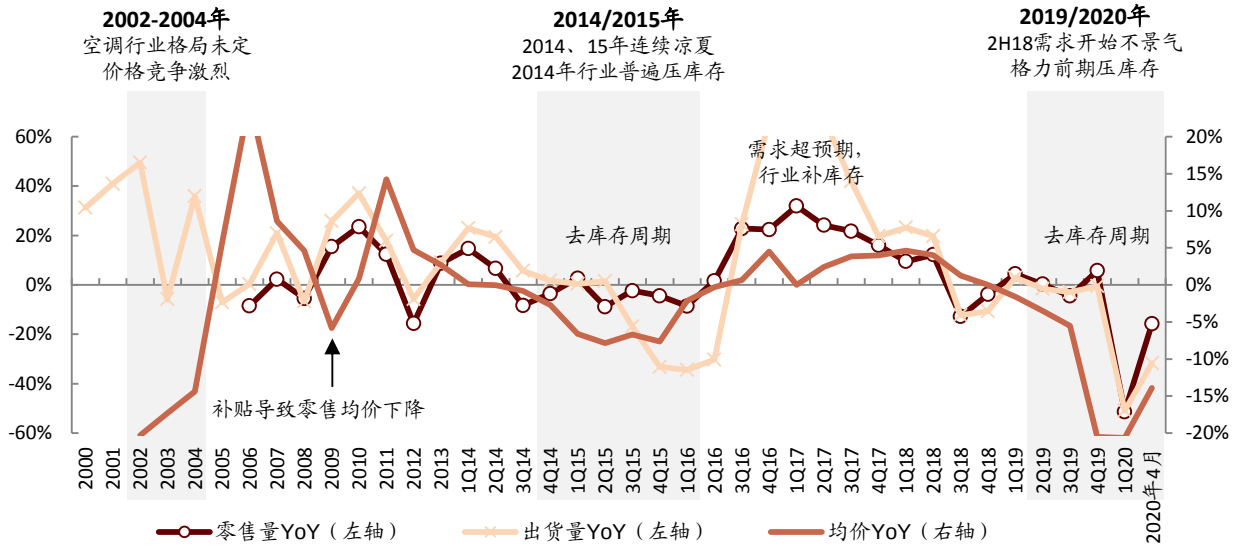
资料来源：AVC，中金公司研究部

2019/20 空调价格战与 2014/15 年空调价格战的区别，在于美的通过内部变革实现了渠道效率提升，竞争力加强。在这次价格战中，美的一方面打击了奥克斯，阻止其市场份额继续提升；另一方面在挑战格力的行业地位，倒逼格力进行渠道变革。本轮价格战结束后，我们预计空调行业格局会在美的、格力的博弈后到达新的均衡，反映两个企业竞争力的相对变化。

空调市场 20 年，三次价格大战

过去二十年，中国空调市场历经 3 次激烈的价格战：1）2002-2004 年，空调行业格局未定，市场价格竞争十分激烈。在激烈的价格战中，格力、美的份额提升，在竞争中确立规模优势、产业链一体化优势。2）2014/15 年，渠道库存积压、需求下滑导致行业通过价格战去库存。3）2019/20 年，美的产业链效率提升，试图通过价格战重塑行业格局。期间还夹杂着需求下滑、渠道库存高、奥克斯的挑战等因素。

图表 12：过去二十年，中国空调市场历经 3 次激烈的价格战



注：2002-2006 年的均价 YoY 使用出厂均价计算；2006 年之后的均价 YoY 均使用零售均价计算；格力增发招股意向书为 2007 年 12 月 6 日公告
资料来源：格力增发招股意向书，AVC，产业在线，中金公司研究部

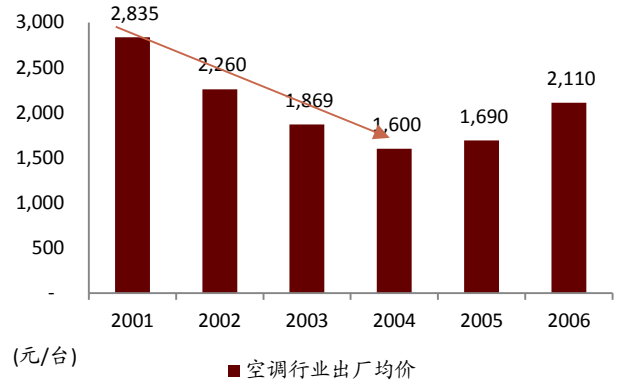
2002-2004 年空调价格战

2000 年之前，国内空调行业处于高速成长期，吸引了很多中小品牌。国内空调厂商为了满足日益增长的需求，大幅度扩张产能，也造成行业 2002 年开始面临产能过剩、供过于求的局面。

2002 年奥克斯发布《空调制造成本白皮书》，拆解空调成本，并大力度降价，由此开启了这一轮价格竞争的序幕。此后各品牌纷纷开始跟进。2001-2004 年，我国空调内销出厂均价从 2835 元下降至 1600 元，平均年降幅达到 21%。

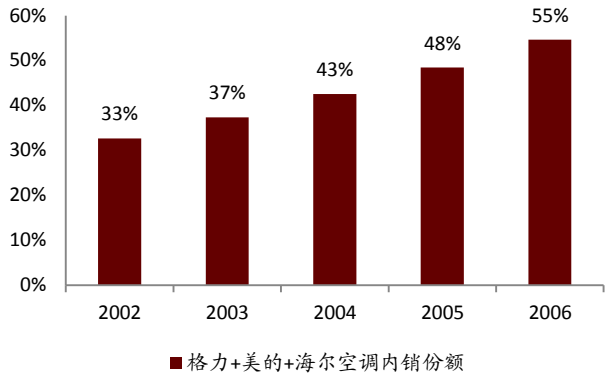
这一轮价格战中，格力美的积极扩大规模优势、产业链一体化优势，格力建立了品牌影响力。在未来的发展中，格力、美的保留并加强了这一次价格战胜利的成果。

图表 13: 2005 年之前空调市场价格战激烈



资料来源：格力增发招股意向书，中金公司研究部

图表 14: 价格战中，行业集中度提升



资料来源：格力增发招股意向书，中金公司研究部

2014/15 空调价格战

2014 年空调行业面临补贴政策退出和凉夏的负面影响，零售量同比持平。但空调企业在 2014 年选择压库存，行业内销出货量同比增长 12.5%，造成渠道库存累积。

2015 年行业库存高企：1）2014 年底，空调行业渠道库存水平 6 个月左右；而到 2015 年 5 月，空调行业渠道库存逼近 12 个月。2）2015 年“凉夏”持续，导致空调需求不及预期，同时 2014 年房地产市场不景气也对 2015 年需求造成滞后的负面影响。3）在巨大的库存压力下，空调行业爆发了较为严重的价格战。

格力打着“清理行业杂牌的旗号”，从 3Q14 就开始降价促销，至 2015 年价格战愈演愈烈。美的最便宜的 1P 定频空调价格降至 999 元，和奥克斯等小品牌处于同一区间。全年空调行业零售均价 3331 元，同比下降 7%。

2016 年，随着空调市场需求回暖，空调行业又进入一轮成长期。

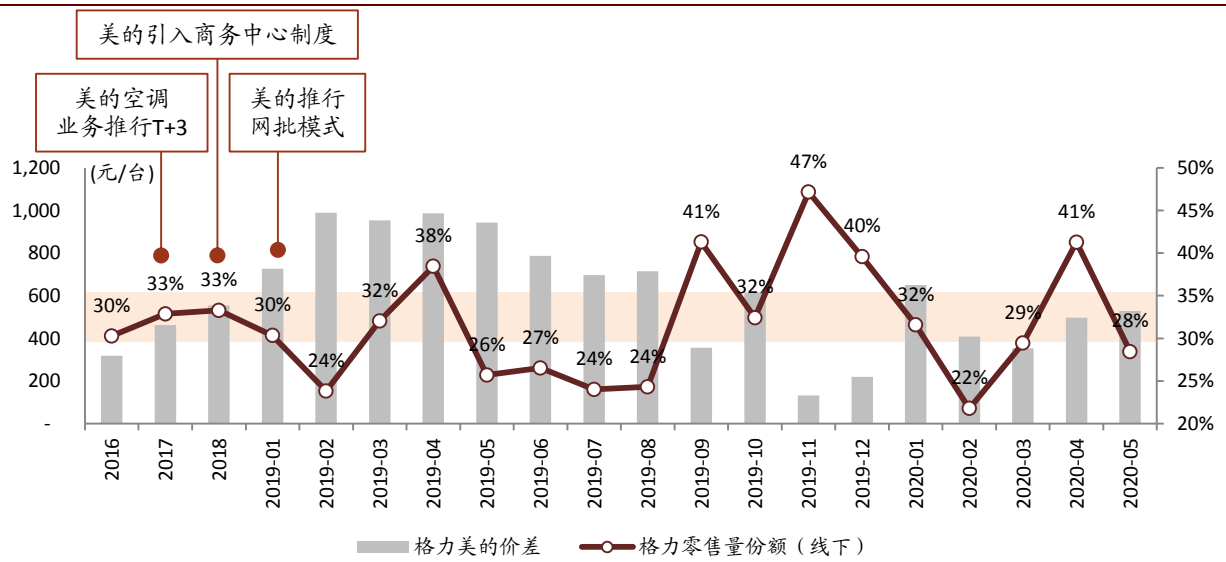
格力、美的价差分析，看 2019/20 空调价格战

经历了 2 年高增长，空调需求从 2H18 开始进入不景气周期。3Q18-2Q19 期间，格力、奥克斯等品牌继续加库存，导致渠道库存较高。美的吸取了 2014/15 的教训，坚持 T+3 高周转模式。

本轮价格战：1）表面原因是市场需求不佳、渠道库存较高导致的价格战。诱因是奥克斯以网批模式低价销售，通过线上抢占市场份额。2）深层次原因是美的提升产业链效率，期望改变行业格局。2019 年 2 月美的开始大力度降价促销，压制奥克斯，同时抢夺格力份额。半年后，即 2019 年“双十一”，格力开始进行激烈的反击，加剧行业价格战。

美的和格力的产业链效率变化反映在了他们的产品价差中：美的自 2017 年开始在空调业务推行 T+3；2018 年渠道改革引入商务中心制度，提高省级代理效率；2019 年推行网批模式，压缩市县级代理分销权。从格力、美的价差看，2016-2019 年价差逐渐扩大，并非是品牌定价能力扩大，而是效率提升后靠价差提升市场份额。

图表 15：一般而言均衡状态下，格力美的价差 400-600 元，格力零售量份额 30%-35%

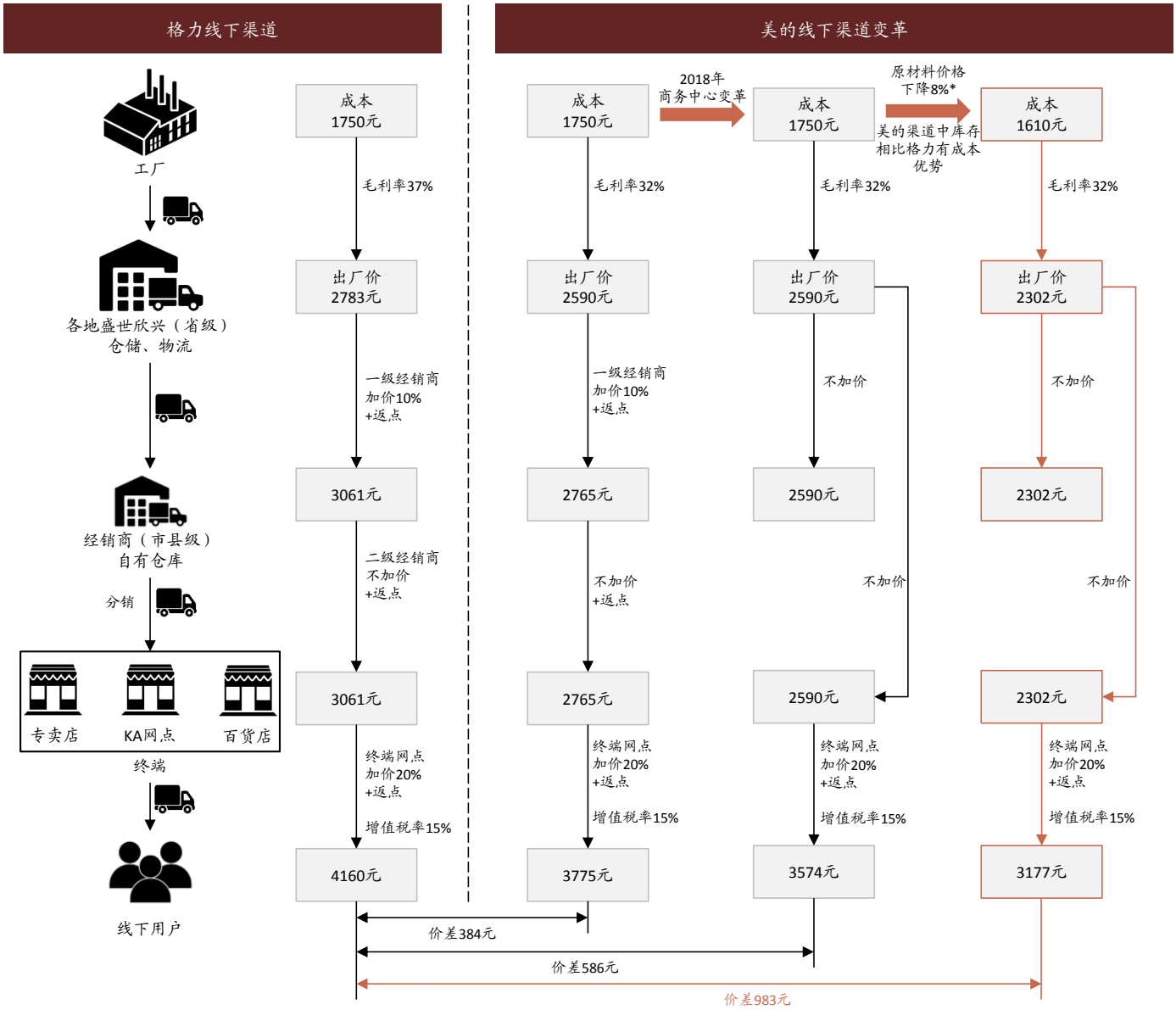


注：格力美的价差为 1.5P 变频空调价差。
资料来源：AVC，中金公司研究部

过去均衡状态下，格力、美的的产品价差在 400-600 元左右的范围，此时格力的零售量份额稳定在 30%-35%左右的水平。一旦价差过大，格力丢失市场份额。2019 年开始美的明显降价，格力和美的的价差最高超过 990 元，格力零售量份额最低下滑至 24%。2019 年 11 月，格力大幅降价，与美的之间的价差明显缩小，格力零售量份额当月飙升至 47%。

2019 年格力、美的价差扩大原因：1）我们测算估计，格力、美的生产成本相同的情况下，渠道效率不同，格力、美的终端零售价差在 586 元。2）1H2019 是原材料成本下行周期，美的 T+3 模式、格力压库存模式下，美的渠道的空调成本获得 8%的优势，导致美的、格力零售价价差扩大到 987 元/台。

图表 16：格力、美的线下渠道效率比较（估计）



*注：*我们对比了 2019 年 1 月和 2018 年 6 月铜、钢、铝、塑料的价格变动，根据空调成本结构测算美的 1 月生产的空调成本比半年前格力 6 月成本降低 8%。*
资料来源：中金公司研究部

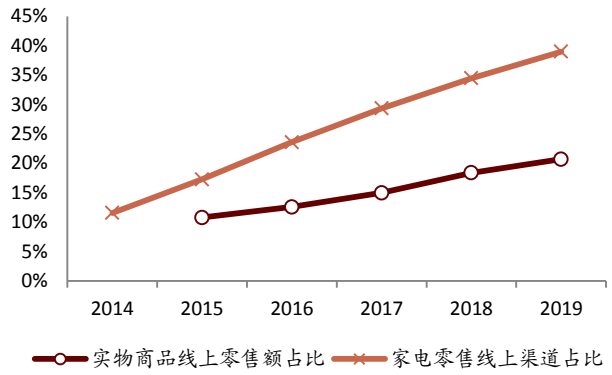
格力背水一战的渠道变革

格力线上转型最慢

电商经过多年的高速发展，中国家电零售市场电商渗透率已经从 2014 年的 12%提高至 2019 年的 39%，其中小家电渗透率 50%、非安装类大家电渗透率 39%、安装类大家电渗透率 33%。三大白电龙头中，格力电商渠道占比最低，线上渠道转型速度最慢。

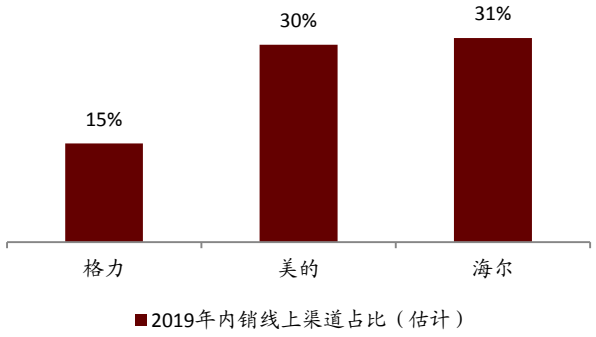
格力过去的成功成为转型的障碍。格力的经销商制度和专卖店体系确立了格力在线下销售网点的优势。格力和经销商利益深度绑定，第二大股东是经销商组成的河北京海担保。这导致格力顾及线下经销商的利益，渠道转型进程明显落后。

图表 17：家电零售中电商占比快速提升



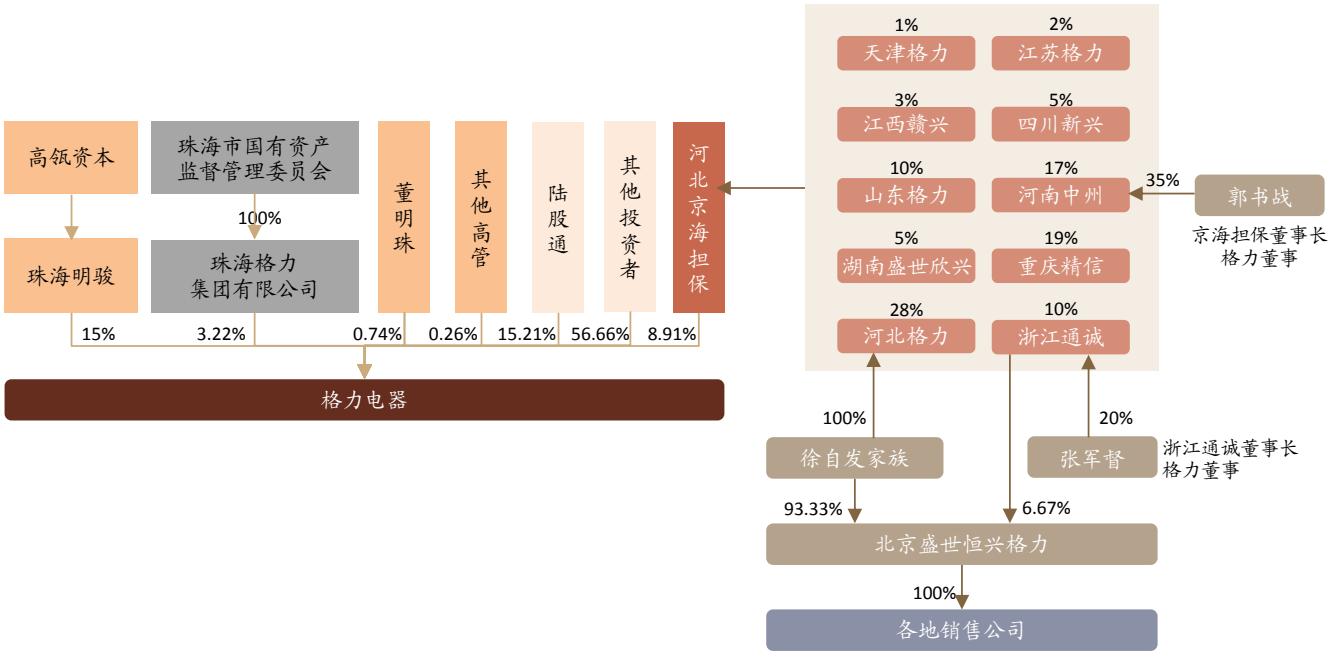
资料来源：AVC，统计局，中金公司研究部

图表 18：格力线上销售占比最低



注：上市公司内销包括工程渠道，因此内销电商渗透率比零售市场要低。
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 19：格力和经销商交叉持股，利益绑定（2020/4/10）



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

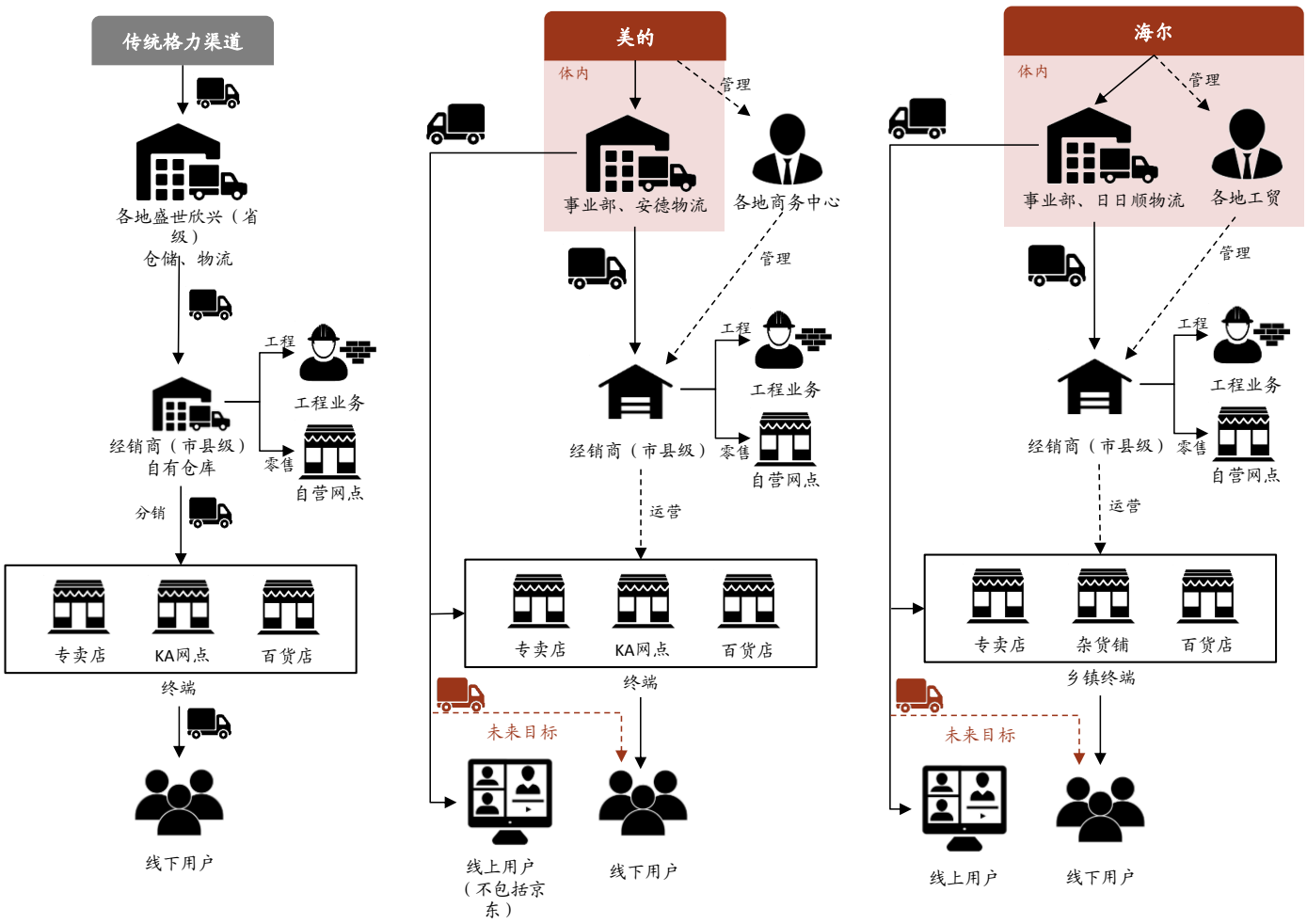
美的、格力渠道差异

当初美的曾学习格力的压库存模式，但 2012 年美的集团转型后确立了“产品领先、效率驱动、全球经营”的战略，在渠道布局上紧跟时代发展。

美的、格力当前渠道差异体现在：1）美的具备电商物流能力（安德物流）、渠道扁平化（推行商务中心制度、网批模式）、执行 T+3 模式。格力目前渠道模式层层分销、压库存，导致在仓储、物流、资金成本方面比美的更高，以及还要付出更高的管理成本。2）美的商务中心替代省级经销商，目前只起到管理市场功能，不再进行分销。而格力的省级经销商（各地盛世欣兴）负责分销，并且要承担压库存模式下大量仓储的功能，成本高。3）美的物流能力强，安德物流学习日日顺物流发展出电商物流能力。安德物流可以将货物直接配送给市县级经销商，2019 年又直接配送到终端网点，未来目标是配送到终端消费者，这减少了物流、仓储成本，渠道更加扁平化。

格力、美的价差 586 元/台（含增值税）或 509 元/台（不含增值税）时，我们测算估计：价差的 1/4 转换为格力相比美的赚取更多的净利润；价差 3/4 成为格力渠道相比美的增加的各类成本，包括仓储、物流、资金、渠道更高利润导致的税收，以及复杂的经销商体系产生更高的管理成本。

图表 20：美的、格力渠道差异（2019/12）



资料来源：百度图片，公司公告，中金公司研究部

压库存模式的优劣势

1）我们对比分析了格力和美的过去 20 年在生产端的效率，发现压库存模式平衡淡旺季生产可以降低生产成本，但并不显著，反而会导致渠道仓储、资金成本明显增加。美的 2017 年全面推行 T+3 策略之后，生产成本并没有明显增加。例如 2019 年美的、格力人工成本占生产成本比重分别为 6.2%、4.9%；折旧占生产成本比重分别为 1.7%、1.5%，我们估计美的生产成本比格力高 1.5%，而格力因此导致的渠道成本增加明显更高。

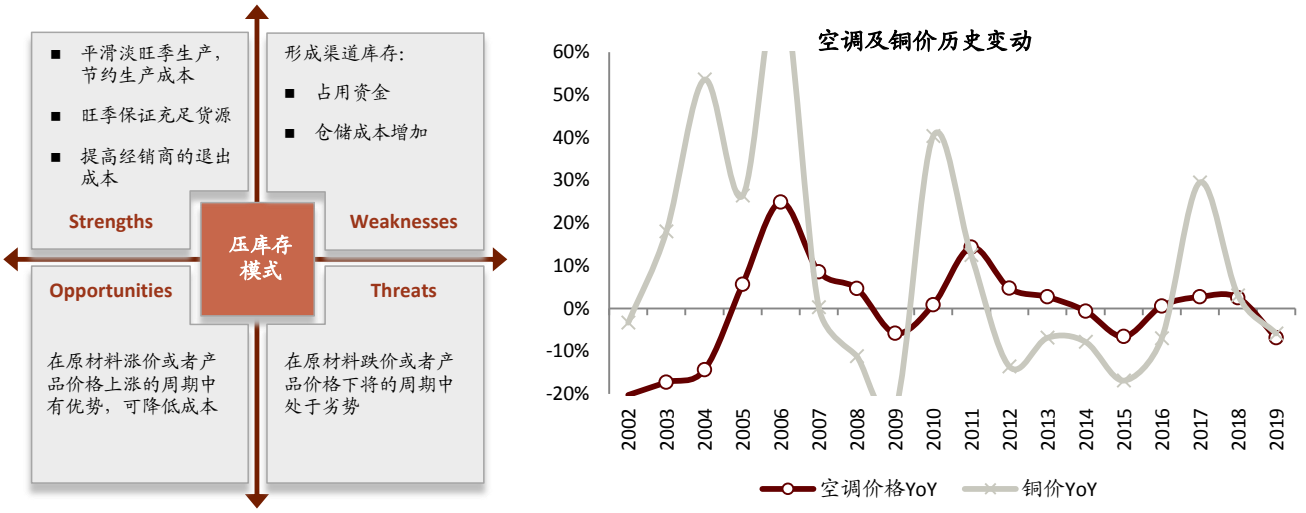
2）压库存模式在需求快速增长的周期中具有优势。例如销售旺季，行业渠道库存不足时有利于格力抢占市场份额。

3）压库存模式在原材料成本上升周期、空调价格上升周期中有利。过去 15 年中空调零售价格有 10 年上涨。

4）综合而言，格力层层分销的经销商体系、压库存模式导致渠道需要支付更多的仓储、物流、资金成本。格力为了维持原有的体系，采用复杂的返点政策以调动经销商囤货的积极性，这也增加了管理成本。

以上原因，导致美的、格力的产品价差自 2016 年以来逐步扩大，高峰时高达 987 元/台。

图表 21：压库存模式的 SWOT 分析



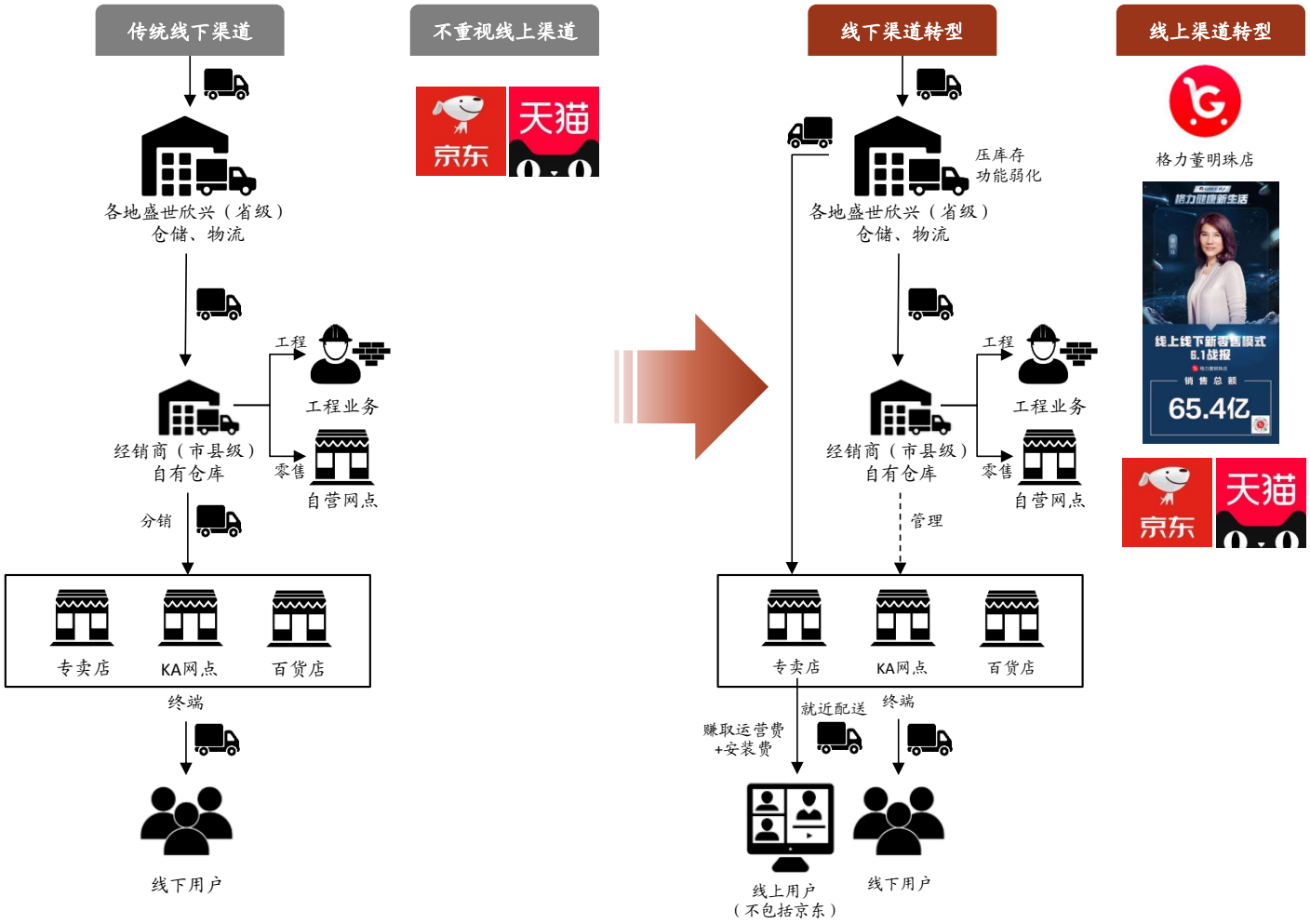
注：2002-2006 年的均价 YoY 使用出厂均价计算；2006 年之后的均价 YoY 均使用零售均价计算。
资料来源：格力增发招股意向书，AVC，中金公司研究部

格力渠道转型如何平衡线上、线下冲突

2020 年一季度国内疫情突发，线上渠道的重要性凸显，格力也开始积极利用直播带货的渠道，进行线上转型。5 月格力董事长董明珠女士尝试抖音、快手、淘宝直播、京东直播带货，效果越来越好，体现了公司在学习、在进步。6 月 1 日董事长董明珠女士在线上 6 大平台开启直播，同时线下 3 万家门店也同步直播，体现公司利用线上影响力为线下导流，继续探索线上、线下结合的销售模式。

为平衡线下的利益，格力直播订单根据收货地址分配到就近的专卖店，由专卖店配送和服务。线上销售，美的通过安得物流和区域中心仓直接配送给消费者，然后由当地服务团队负责安装与售后工作。格力目前的模式是转型第一步，由于进一步提升渠道效率是客观需求，我们估计最终格力线上销售将由总部直发给消费者。目前的情况下格力可以照顾线下渠道利益，同时用专卖店物流能力弥补自身电商物流能力的不足。

图表 22：格力渠道转型，线上订单就近分配给专卖店（2020）



资料来源：百度图片，公司公告，中金公司研究部

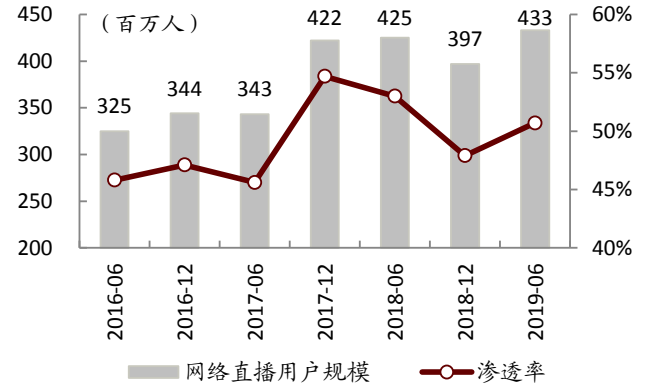
直播的低成本流量，给格力转型带来时间窗口

2012-2015 年是传统电商平台低成本流量时期，格力当时错过了互联网转型的第一个窗口期。近年传统电商平台的获客成本不断上升，此时转型线上必然面临更多的困难。但 2019 年直播的快速兴起又带来一波线上低成本流量的红利，给了格力线上转型的机会。

直播带货模式开始流行：1）国内直播行业自 2015 年开始；2016 年，淘宝平台上线直播功能；至 1H19 国内网络直播用户规模已经达到 4.33 亿人，渗透率 50.7%（QuestMobile）。2）2020 年春节期间，由于疫情影响线下实体店销售，淘宝直播对厨房小家电的带货量也出现明显提升。

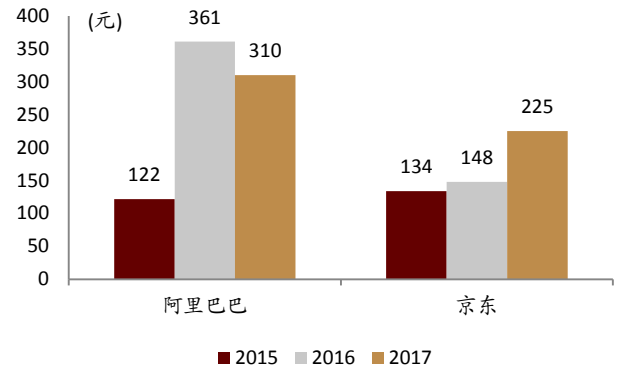
直播改变了原有的线上流量格局。经过几个月的摸索，格力已经掌握了直播的特点，近期的线上直播效果越来越好。

图表 23：中国网络直播渗透率已高于 50%



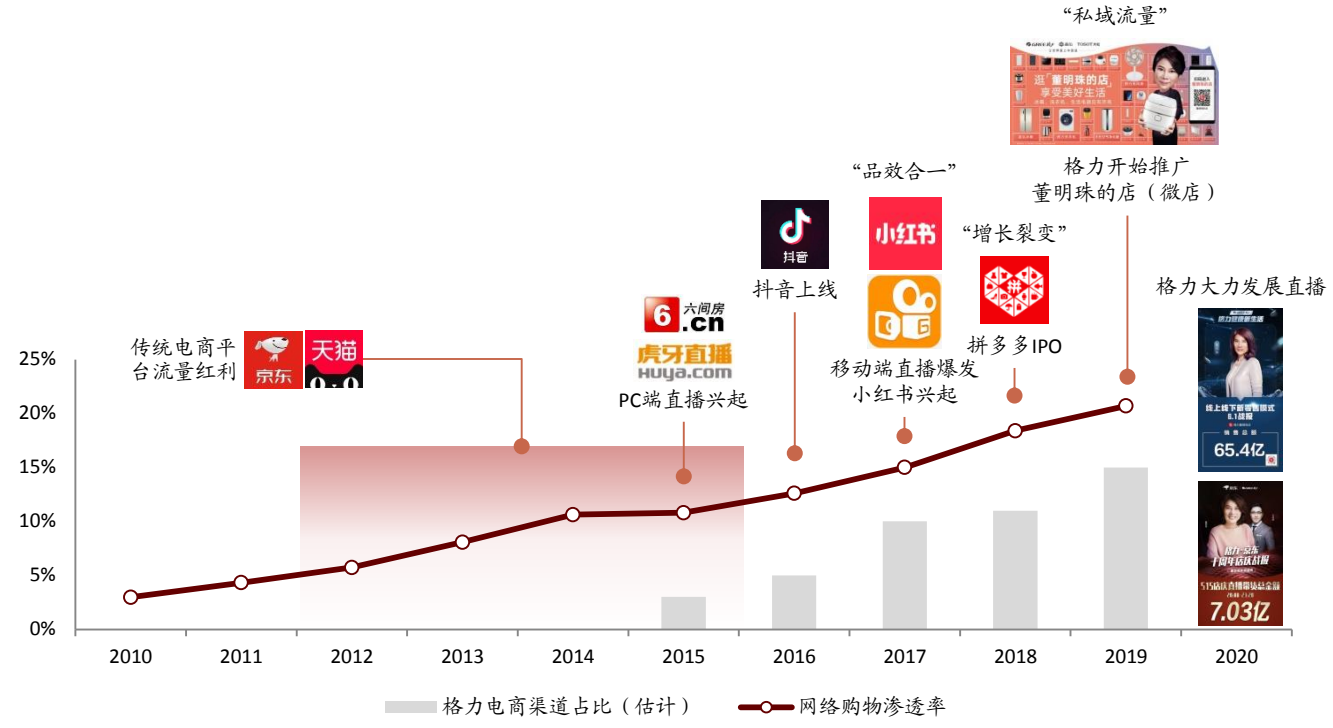
资料来源：QuestMobile，中金公司研究部

图表 24：互联网平台获客成本增加



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 25：线上流量入口快速变化，格力积极探索线上转型



资料来源：百度图片，格力微信公众号，艾瑞咨询，国家统计局，中金公司研究部

图表 26：可比公司估值表（2020/06/22）

代码	公司	总市值 百万美元	货币	收入（百万） 2019A FY/19/20	净利润(百万) 2019A FY/19/20	EPS 2019A FY/19/20	EPS 2020E FY/20/21	EPS 2021E FY/21/22	归母净利润 YoY 2019A FY/19/20	归母净利润 YoY 2020E FY/20/21	归母净利润 YoY 2021E FY/21/22	P/E 2019A FY/19/20	P/E 2020E FY/20/21	P/E 2021E FY/21/22
A股														
000651.SZ	格力电器	48,687	Rmb	198,153	24,697	4.11	3.60	4.47	-5.7%	-12.2%	24.1%	13.9	15.9	12.8
000333.SZ	美的集团	58,477	Rmb	278,216	24,211	3.46	3.45	4.12	19.7%	-0.3%	19.5%	17.1	17.1	14.3
002508.SZ	老板电器	4,266	Rmb	7,761	1,590	1.68	1.71	2.02	7.9%	2.1%	18.2%	19.0	18.6	15.7
002035.SZ	华帝股份	1,258	Rmb	5,748	748	0.86	0.78	1.00	10.5%	-9.5%	28.2%	11.9	13.1	10.3
002032.SZ	苏泊尔	7,995	Rmb	19,853	1,920	2.34	2.34	2.75	15.0%	0.0%	17.5%	29.5	29.5	25.1
002242.SZ	九阳股份	3,844	Rmb	9,351	824	1.07	1.17	1.41	9.3%	9.0%	20.2%	33.0	30.3	25.2
002959.SZ	小熊电器	2,710	Rmb	2,688	268	1.72	2.15	2.63	44.6%	25.2%	22.3%	55.0	43.9	35.9
603355.SH	莱克电气	1,310	Rmb	5,703	502	1.25	1.34	1.48	18.7%	6.7%	11.1%	18.5	17.3	15.6
603868.SH	飞科电器	2,838	Rmb	3,759	686	1.57	1.56	1.68	-18.8%	-1.2%	8.0%	29.3	29.6	27.4
002705.SZ	新宝股份	4,011	Rmb	9,125	687	0.86	0.92	1.06	36.6%	7.4%	15.3%	41.3	38.5	33.4
002403.SZ	爱仕达	381	Rmb	3,550	128	0.37	0.80	0.48	-13.9%	118.1%	-39.2%	21.0	9.7	15.9
600060.SH	海信视像	2,249	Rmb	34,105	556	0.42	0.40	0.59	41.7%	-5.0%	45.8%	28.6	30.1	20.7
300403.SZ	汉宇集团	418	Rmb	864	163	0.27	0.28	0.33	0.2%	2.9%	18.0%	18.1	17.6	14.9
000921.SZ	海信家电	2,242	Rmb	37,453	1,794	1.32	0.81	1.20	30.2%	-38.6%	48.7%	8.8	14.4	9.7
603515.SH	欧普照明	2,955	Rmb	8,355	890	1.18	1.18	1.36	-1.0%	0.3%	15.0%	23.5	23.4	20.3
603579.SH	荣泰健康	538	Rmb	2,314	296	2.11	2.07	2.36	18.6%	-2.0%	14.2%	12.9	13.1	11.5
002614.SZ	奥佳华	723	Rmb	5,276	289	0.51	0.61	0.74	-34.2%	17.6%	21.5%	17.7	15.0	12.4
002677.SZ	浙江美大	1,002	Rmb	1,684	460	0.71	0.65	0.76	21.6%	-8.4%	16.9%	15.4	16.8	14.4
603195.SH	公牛集团	13,844	Rmb	10,040	2,304	3.84	3.99	4.81	37.4%	3.9%	20.6%	42.5	40.9	33.9
002843.SZ	视源股份	8,948	Rmb	398	62	2.46	2.67	3.59	60.4%	8.6%	34.5%	39.3	36.2	26.9
600690.SH	海 尔智家	16,955	Rmb	200,762	8,206	1.20	1.09	1.33	10.3%	-9.3%	22.0%	14.6	16.1	13.2
	A股平均											**18.0**	**19.1**	**15.7**
H股														
0751.HK	创维数码	944	Rmb	37,277	747	0.24	0.24	0.28	10.3%	-3.4%	17.9%	8.8	8.8	7.4
1070.HK	TCL电子	1,043	HKD	46,991	2,279	0.96	0.47	0.69	141.4%	-50.7%	44.6%	3.5	7.2	5.0
0921.HK	海信家电	1,591	Rmb	37,453	1,794	1.32	0.81	1.20	30.2%	-38.6%	48.7%	6.2	10.2	6.8
1691.HK	JS环球生活	3,413	USD	3,016	42	0.01	0.05	0.06	20.7%	273.2%	28.0%	80.6	21.6	16.9
1169.HK	海 尔电器	8,978	Rmb	75,880	7,351	2.61	1.37	1.54	94.0%	-47.4%	12.4%	8.5	16.1	14.3
	H股平均											**9.2**	**14.4**	**11.6**
美国														
WHR US	Whirlpool	7,900	USD	20,419	1,184	19.05	9.44	12.42	NA	-50.5%	31.6%	6.7	13.5	10.2
AOS US	A.O.Smith	7,620	USD	2,993	370	2.30	1.82	2.26	-16.7%	-20.6%	23.9%	20.6	26.0	21.0
IR US	Ingersoll-Rand plc	12,002	USD	2,452	159	0.38	-0.01	0.78	-40.9%	NA	NA	75.4	N.A.	36.9
HELE US	Helen of Troy Ltd	4,554	USD	1,707	152	6.03	6.78	6.03	-9.6%	12.4%	13.7%	29.9	26.6	29.9
JCI US	Johnson Controls	25,529	USD	23,968	5,674	7.63	1.72	2.10	162.4%	-77.4%	21.6%	4.5	19.9	16.4
IRBT US	IROBOT	2,270	USD	1,214	85	3.06	1.31	1.66	-3.1%	-57.1%	26.2%	26.6	62.0	49.1
	平均											**7.9**	**25.3**	**18.6**
欧洲														
690D GR	海 尔智家- D	4,998	Rmb	200,762	8,206	1.20	1.09	1.33	10.3%	-9.3%	22.0%	4.1	4.5	3.7
ELUXB.SS	Electrolux	5,100	USD	12,588	265	0.86	0.50	1.27	-34.1%	-41.5%	152.0%	19.2	32.8	13.0
DLG.IM	De'Longhi	3,893	USD	2,352	180	1.21	1.11	1.20	-12.8%	-8.4%	8.1%	21.6	23.4	21.6
SK.FP	SEB	7,836	USD	8,233	425	8.45	5.90	9.38	-9.4%	-31.2%	59.0%	18.4	26.4	16.6
RAA GY	Rational	6,378	USD	944	192	16.89	6.11	11.19	9.1%	-64.1%	83.1%	33.2	91.8	50.1
PHIA.NA	Philips	42,205	USD	21,809	1,306	1.46	1.62	2.14	7.1%	9.5%	32.1%	32.3	29.1	22.0
METN SW	Metall zug	5,013	USD	1,203	29	13.34	13.71	18.12	-54.0%	-0.7%	31.0%	170.5	166.0	125.5
	平均											**29.4**	**32.4**	**22.5**
日本														
6367.JP	Daikin Industries	45,570	USD	23,460	1,571	5.36	4.55	5.36	-9.7%	-16.6%	47.4%	29.0	34.2	29.0
6752.JP	Panasonic	21,979	USD	68,904	2,076	0.85	0.54	0.85	-20.6%	-36.6%	41.7%	10.6	16.5	10.6
6503.JP	Mitsubishi Electric	28,001	USD	41,050	2,041	0.95	0.65	0.95	-2.1%	-32.7%	47.7%	13.7	20.1	13.7
5943.JP	Noritz	618	USD	1,912	14	0.27	-0.90	0.70	-73.8%	NA	NA	44.6	-13.5	17.3
5947.JP	Rinnai	4,354	USD	3,132	198	3.84	3.56	3.84	5.3%	-8.2%	18.9%	22.0	23.7	22.0
7965 JP	Zojirushi Corp	1,070	USD	723	37	0.51	0.43	0.43	-7.9%	-17.2%	-0.3%	28.7	34.1	34.2
6755 JP	Fujitsu	2,201	USD	2,411	53	0.49	0.70	0.49	-35.2%	40.6%	43.0%	41.5	29.0	41.5
	平均											**17.3**	**24.1**	**17.3**
韩国														
066570.KS	LG Electronics	9,101	USD	53,484	27	0.16	6.29	7.79	-97.5%	3899.5%	23.8%	338.9	8.8	7.1
005930.KS	Samsung Electronics	255,834	USD	197,777	18,460	3.09	3.37	4.96	-51.0%	13.3%	47.1%	13.9	12.7	8.6
021240.KS	Coway	4,371	USD	2,591	286	3.87	4.39	4.87	-4.9%	17.8%	10.9%	15.3	13.5	12.2
	平均											**14.3**	**12.5**	**8.6**
其他														
CIC PM	Conception Industrial	165	USD	291	18	0.05	0.03	0.06	3.7%	-33.9%	87.1%	9.0	13.4	7.2
ARCLK.TI	Arcelik	1,743	USD	5,630	163	0.24	0.21	0.27	8.6%	2.8%	33.8%	10.7	12.6	9.4
VESBE TI	VESTEL	729	USD	1,228	100	0.53	0.50	0.56	-8.8%	14.5%	12.4%	7.3	7.7	6.8
9911 TT	TAIWAN SAKURA	368	USD	204	29	0.13	0.12	0.13	11.1%	-8.4%		12.8	13.4	12.8
PMM MK	Panasonic Manufacturing Mala	415	USD	277	25	0.41	0.45	0.43	0.2%	9.3%	12.6%	16.6	15.2	16.0
BRG AU	BREVILLE GROUP	2,228	USD	544	48	0.35	0.35	0.40	15.2%	11.2%	14.1%	46.2	46.4	40.7
	平均											**14.7**	**16.2**	**13.3**

注：灰色标注股票使用中金预测，其他股票数据来自彭博一致预测。
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：格力电器-A。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层 | 邮编：100004
电话：(+86-10) 6505 1166
传真：(+86-10) 6505 1156

美国
CICC US Securities, Inc
32th Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

英国
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road,#33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

香港
中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319-5000
传真：(86-755) 8319-9229

CICC
中金公司