长虹美菱（000521.SZ）

如何看待公司经营改善持续性？

2023 年长虹美菱收入及业绩均表现强劲，利润率逐季高增。高基数下，市场对公司经营改善持续性产生担忧，本篇报告我们主要回答两个问题：1）如何看待公司后续收入增长的可持续性？2）如何看待公司后续利润增长的可持续性？综合来看，我们认为在“一个目标，三条主线”的目标指引下，公司在收入端及利润端表现无忧。

➢ 为什么 2023 年长虹美菱呈现高弹性？

从内销市场来看，二线标的在空调行业高景气度时收入、利润端的弹性更大，同时长虹美菱在线下的市场结构及代工大客户表现也在一定程度上印证了公司高弹性的来源；从外销市场来看，长虹外销结构与 2023 年出口市场的契合性解释了其优于行业 β 的表现。

➢ 如何看待公司后续收入增长的可持续性？

我们认为公司在内外销市场均有望延续增长。1）内销：公司近年来积极推进品牌年轻化战略，空调品类在四川市场有优势，冰箱品类线上线下均发力，产品结构近年来均有升级，未来份额提升可期；2）外销：外销仍有望延续 β 与 α 共振，一方面，欧美市场复苏可期，公司外销主打东南亚、中东非及拉美市场，当地欠发达地区仍有保有量提升逻辑；另一方面，长虹系自身供应链自配套能力+外销渠道布局完善，代工竞争力强劲，海外价值链条提效，对当地品牌具备议价权，盈利能力更优。

➢ 如何看待公司后续利润增长的可持续性？

我们认为公司的利润率仍有稳步提升空间。公司多年来坚持“一个目标，三条主线”的经营方针，着重强调“在盈利前提下，实现规模增长”。1）从管理视角来看，这是自上而下追求利润的过程，国企改革的深化推进叠加长虹系换届进行时，公司早年就曾推出过股权激励；2）从费用率视角看，公司在库存+营销+供应链全方位深化变革，周转效率以及销售费用率逐步优化。

盈利预期与投资建议。我们认为长虹美菱在低估值+国企改革提质增效+空调景气度延续+出口高增长下，经营改善具备持续性。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 7.51/9.02/10.53 亿元，同比增长 207.0%/20.1%/16.8%，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：地产销售复苏不及预期、终端消费需求疲软、大宗材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	18,033	20,215	26,001	30,491	34,324
增长率 yoy（%）	17.2	12.1	28.6	17.3	12.6
归母净利润（百万元）	52	245	751	902	1,053
增长率 yoy（%）	160.7	371.2	207.0	20.1	16.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.05	0.24	0.73	0.88	1.02
净资产收益率（%）	1.7	5.0	15.7	14.8	15.4
P/E（倍）	150.6	32.0	10.4	8.7	7.4
P/B（倍）	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0

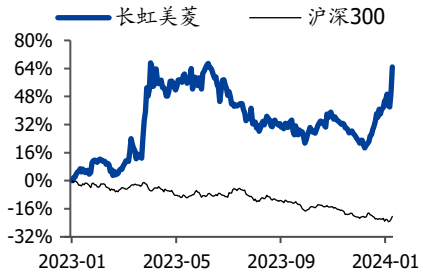
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2024 年 1 月 25 日收盘价

增持（首次）

股票信息

行业	白色家电
1 月 25 日收盘价(元)	7.59
总市值(百万元)	7,817.12
总股本(百万股)	1,029.92
其中自由流通股(%)	84.99
30 日日均成交量(百万股)	24.04

股价走势



作者

分析师　徐程颖
执业证书编号：S0680521080001
邮箱：xuchengying@gszq.com
研究助理　陈思琪
执业证书编号：S0680122070003
邮箱：chensiqi@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10830	11789	16023	16657	21088
现金	5939	6839	9384	10454	13232
应收票据及应收账款	1443	1307	2230	1918	2752
其他应收款	112	88	169	133	207
预付账款	30	46	51	63	66
存货	1356	1710	2390	2291	3033
其他流动资产	1950	1798	1798	1798	1798
非流动资产	4360	4411	4850	5067	5143
长期投资	87	100	119	142	167
固定资产	2303	2230	2730	3025	3197
无形资产	1041	1003	907	802	678
其他非流动资产	930	1079	1092	1098	1100
资产总计	15190	16200	20872	21723	26231
流动负债	9787	10267	14029	13855	17102
短期借款	623	674	674	674	674
应付票据及应付账款	7139	7882	11283	11124	14061
其他流动负债	2025	1710	2073	2057	2367
非流动负债	409	395	381	356	322
长期借款	168	148	135	110	76
其他非流动负债	241	247	247	247	247
负债合计	10196	10661	14410	14211	17425
少数股东权益	157	371	636	846	1152
股本	1045	1030	1030	1030	1030
资本公积	2683	2806	2806	2806	2806
留存收益	1157	1350	1981	2671	3515
归属母公司股东权益	4837	5168	5826	6666	7654
负债和股东权益	15190	16200	20872	21723	26231

现金流量表（百万元）

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	161	1465	3220	1669	3186
净利润	87	277	1016	1112	1358
折旧摊销	369	375	340	395	439
财务费用	-58	-55	-120	6	-105
投资损失	-129	-33	-52	-73	-72
营运资金变动	-154	671	2070	260	1594
其他经营现金流	46	230	-33	-31	-28
投资活动现金流	18	-506	-693	-509	-416
资本支出	262	276	419	195	51
长期投资	0	-377	-19	-22	-25
其他投资现金流	280	-607	-293	-336	-390
筹资活动现金流	-750	-755	17	-91	8
短期借款	-713	51	0	0	0
长期借款	-20	-20	-13	-25	-34
普通股增加	0	-15	0	0	0
资本公积增加	-1	124	0	0	0
其他筹资现金流	-16	-895	30	-66	42
现金净增加额	-585	273	2544	1070	2778

利润表（百万元）

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18033	20215	26001	30491	34324
营业成本	15870	17445	22257	26021	29247
营业税金及附加	129	159	221	254	273
营业费用	1365	1429	1604	1921	2180
管理费用	334	359	435	579	652
研发费用	466	560	715	839	944
财务费用	-58	-55	-120	6	-105
资产减值损失	-57	-56	-84	-109	-110
其他收益	109	103	106	106	106
公允价值变动收益	-3	24	29	23	18
投资净收益	129	33	52	73	72
资产处置收益	0	28	4	8	10
营业利润	85	286	1164	1190	1449
营业外收入	10	9	9	9	9
营业外支出	5	8	7	7	7
利润总额	90	287	1166	1192	1451
所得税	2	10	150	80	93
净利润	87	277	1016	1112	1358
少数股东损益	35	33	265	210	306
归属母公司净利润	52	245	751	902	1053
EBITDA	329	507	1308	1334	1579
EPS（元/股）	0.05	0.24	0.73	0.88	1.02

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入（%）	17.2	12.1	28.6	17.3	12.6
营业利润（%）	197.6	237.8	307.1	2.2	21.8
归属母公司净利润（%）	160.7	371.2	207.0	20.1	16.8
获利能力					
毛利率（%）	12.0	13.7	14.4	14.7	14.8
净利率（%）	0.3	1.2	2.9	3.0	3.1
ROE（%）	1.7	5.0	15.7	14.8	15.4
ROIC（%）	-0.6	2.1	12.3	11.4	12.3
偿债能力					
资产负债率（%）	67.1	65.8	69.0	65.4	66.4
净负债比率（%）	-92.0	-104.5	-129.1	-125.6	-139.1
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	12.4	14.7	14.7	14.7	14.7
应付账款周转率	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.05	0.24	0.73	0.88	1.02
每股经营现金流（最新摊薄）	0.16	1.42	3.13	1.62	3.09
每股净资产（最新摊薄）	4.70	5.02	5.66	6.47	7.43
估值比率					
P/E	150.6	32.0	10.4	8.7	7.4
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	10.2	4.6	0.0	-0.6	-2.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2024 年 1 月 25 日收盘价

内容目录

1. 现象：公司收入稳增，利润高增长 5
2. 如何看待公司收入增长的可持续性？ 12
2.1 内销：生存空间打开，产品结构升级 12
2.2 外销：聚焦一带一路国家，营销+产品+渠道全面提升 18
3. 如何看待公司利润率提升的可持续性？ 22
3.1 供应链全面改革，提效降费进行中 22
3.2 激励：长虹换届推进中，早年曾推出激励方案 24
4.盈利预测与投资建议 26
4.1 盈利预测 26
4.2 投资建议 28
风险提示 29

图表目录

图表 1：2023 年内、外销市场二线白电品牌高速增长 5
图表 2：2018 年-2023Q1-Q3 公司营收（亿元）及增速（%） 6
图表 3：2018 年-2023Q1-Q3 公司归母净利润（亿元）及增速（%） 6
图表 4：2022Q1-2023Q3 公司毛利率（%）及净利率（%） 6
图表 5：2022Q1-2023Q3 公司期间费率（%） 6
图表 6：公司分产品、区域、毛利率情况一览（亿元；%） 7
图表 7：2022 年 1 月-2023 年 11 月空调内销量（万台）及同比增速（%） 8
图表 8：复盘空调高景气时公司收入及业绩表现，二线标的弹性更大 8
图表 9：长虹空调优势市场（四川省）在 2023 年上半年空调行业表现较佳 9
图表 10：2023 年小米空调线上销额高速增长 9
图表 11：小米在线上市场主要采用低价策略 9
图表 12：2022 年 1 月-2023 年 10 月冰箱外销量（万台）及同比增速 10
图表 13：2022 年 1 月-2023 年 10 月洗衣机外销量（万台）及同比增速（%） 10
图表 14：2023 年 1-11 月中国冰箱、空调出口分地区情况（人民币口径，出口金额增速） 11
图表 15：长虹开启品牌年轻化转型 12
图表 16：空调渠道碎片化趋势明显 13
图表 17：二三线空调品牌均价随行业均价提升 13
图表 18：长虹均价与行业价差 13
图表 19：空调行业格局落定后，共经历 3 次价格战（元） 14
图表 20：行业趋势下，长虹空调价格带上移 15
图表 21：格力与长虹空调线上均价差 15
图表 22：格力与长虹空调线下均价差 15
图表 23：美菱冰箱质地较优，提价及提份额空间充足 16
图表 24：美菱冰箱大容量升级趋势明显 17
图表 25：美菱冰箱主力价格段提升明显 17
图表 26：东南亚国家家电均价水平低于中国 18
图表 27：长虹海外业务 18
图表 28：长虹海外扩张路径 19
图表 29：长虹海外重要子公司 19
图表 30：长虹海外供应链模式 20

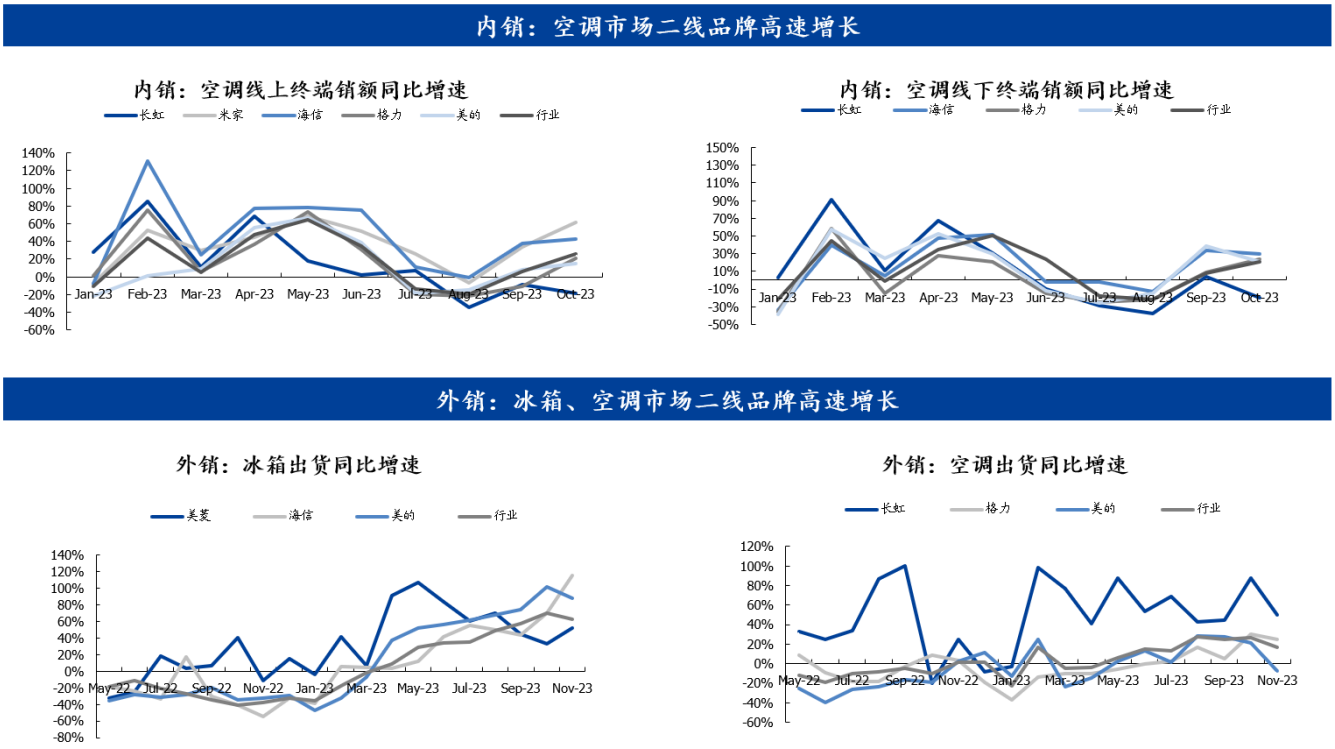
图表 31：长虹法国售卖产品 20
图表 32：亚马逊上 CHIQ 品牌一览 21
图表 33：公司空调外销净利率反超内销净利率 22
图表 34：往年除空调外，其他品类净利率基本在 1%左右 22
图表 35：长虹美菱提升与长虹民生物流关联交易 22
图表 36：长虹美菱提升与四川快益点电器服务连锁有限公司关联交易 22
图表 37：长虹美菱存货周转率提升明显 23
图表 38：智易家为长虹集团内销的统一营销平台，集团内子公司销售费用率下降明显 23
图表 39：长虹系供应链自配套能力强劲，内部加强廉政建设 24
图表 40：2018-2022 海信国际营销净利润（海信家电对其投资损益倒算） 24
图表 41：2018-2022 海信国际营销净利润（海信视像对其投资损益倒算） 24
图表 42：公司股权结构图 25
图表 43：2012 年公司推出业绩激励基金方案 25
图表 44：分业务收入预测一览（百万元） 27
图表 45：公司费率预测（%） 27
图表 46：长虹美菱 PE-PB Band 28
图表 47：可比公司归母净利润及 PE 估值对比（截至 2024 年 1 月 25 日） 28

1. 现象：公司收入稳增，利润高增长

➢ **现象：二线品牌表现强劲，长虹美菱利润率逐季高增**

2023 年二线品牌内外销表现强劲，长虹美菱尤其亮眼。内销：2023M1-M10 空调线上行业增速达 19%，整体取得高速增长，其中长虹/小米空调增速分别为 11%/38%；在线下市场，长虹空调增速为-8%，优于行业增速（-11%）。外销：2023M1-M11 美菱冰箱品类外销同比增速为 52%，对比美的/海信/行业平均增速为 34%/24%/25%；23M1-M11 长虹空调外销同比增速达 57%，对比格力/美的/行业平均增速为-5%/0%/6%。

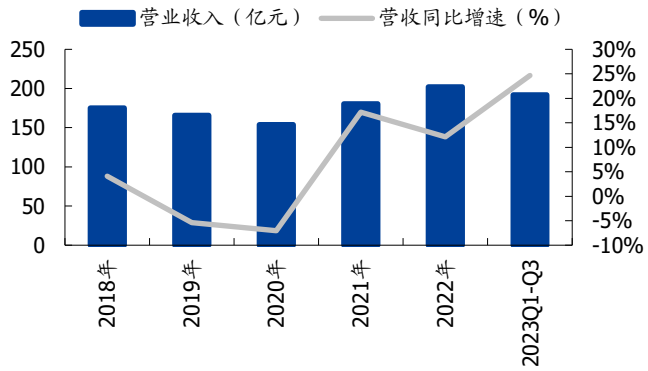
图表 1：2023 年内、外销市场二线白电品牌高速增长



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

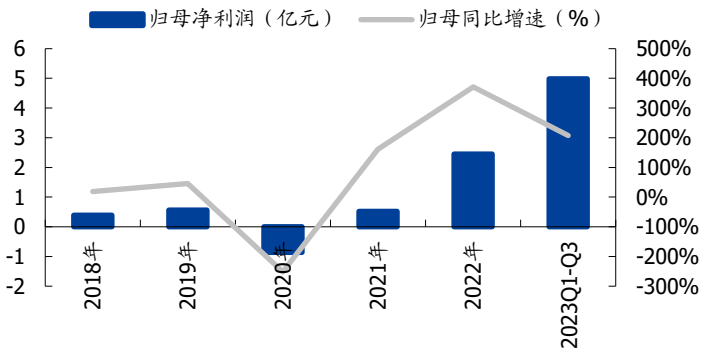
2022 年以来，公司营收及业绩高速增长。2020-2022 年公司营收 CAGR 为 14.6%，归母净利润于 2021 年转正，并在 2022 年实现大幅提升，同比增长 371.19%。在空调大年&冰洗外销市场结构性优势&大宗原材料价格下降之下，2023Q1-Q3 业绩再次高增，归母净利润为 4.99 亿元，同增 207.51%。

图表 2：2018 年-2023Q1-Q3 公司营收（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

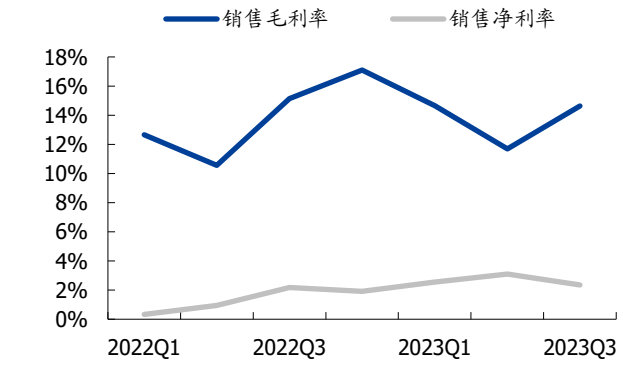
图表 3：2018 年-2023Q1-Q3 公司归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

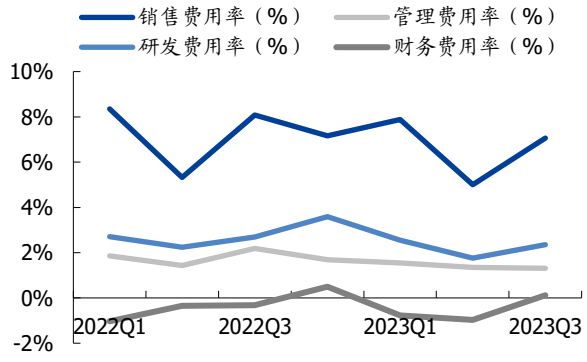
公司盈利能力逐月环比提升。自 2022Q1 以来，公司的净利率逐季环比提升，2023Q3 已达 2.35%，公司业绩高增主要系：1）空调大年之下，公司持续优化产品结构，加大与重点客户合作；2）抢抓海外冰箱、洗衣机订单，接单及发货均大幅增加；3）大宗材料价格同比下降；4）国企改革持续进行之下，公司提质增效成果显著。

图表 4：2022Q1-2023Q3 公司毛利率（%）及净利率（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

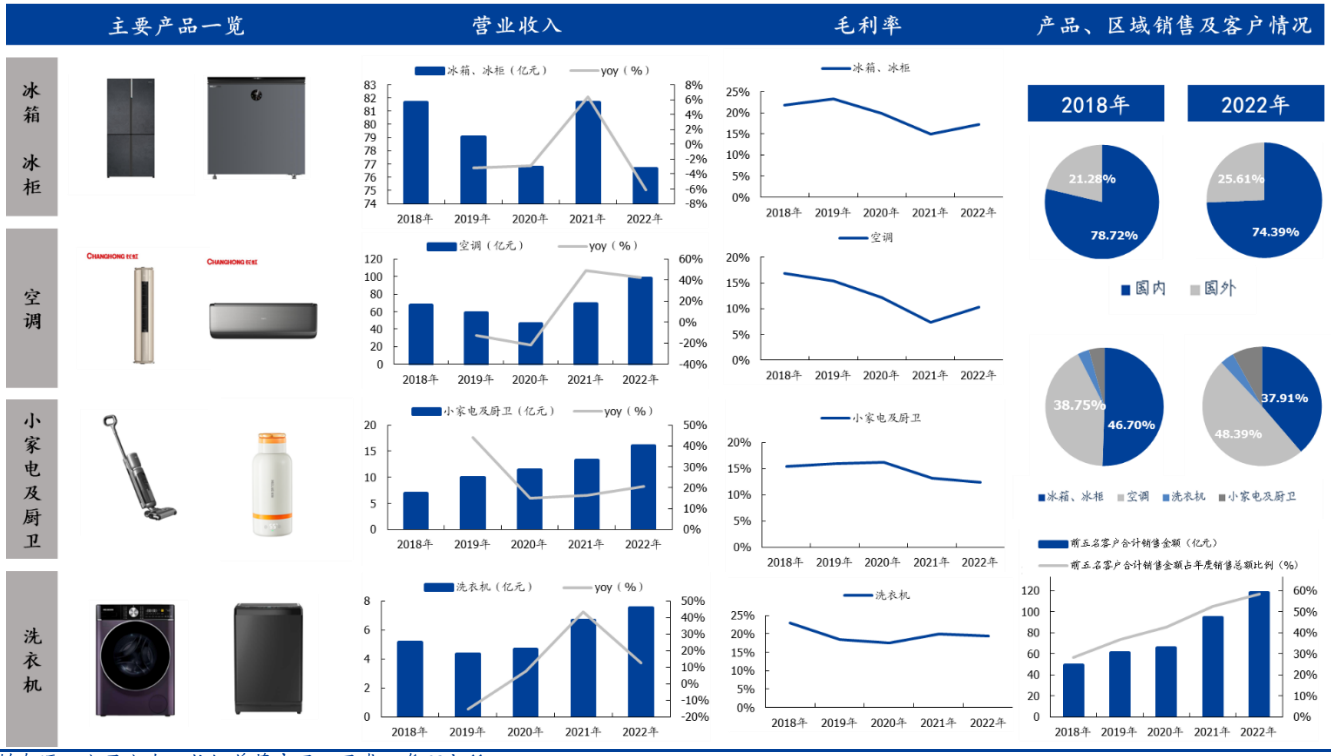
图表 5：2022Q1-2023Q3 公司期间费率（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

公司主销冰箱和空调，盈利能力逐步提升。从内外销来看，公司以国内销售为主，但随着逐年拓展外销业务，公司的外销占比也从 2018 年的 21%提升至 2022 年的 26%。从产品销售来看，公司收入主要来自空调和冰箱，二者合计占比达 85%，公司目前以“长虹”品牌开展空调业务，以“美菱”品牌开展冰箱业务，2022 年空调业务增速较快，主要系高温天气拉动零售、O2O 下沉渠道超预期以及公司 ODM 业务增幅较大，此外，其他业务也在稳步发展；从盈利能力来看，公司的冰箱业务毛利率相对更高，为公司主要的盈利来源，而空调的毛利率也在 2022 年实现提升。

图表 6：公司分产品、区域、毛利率情况一览（亿元；%）



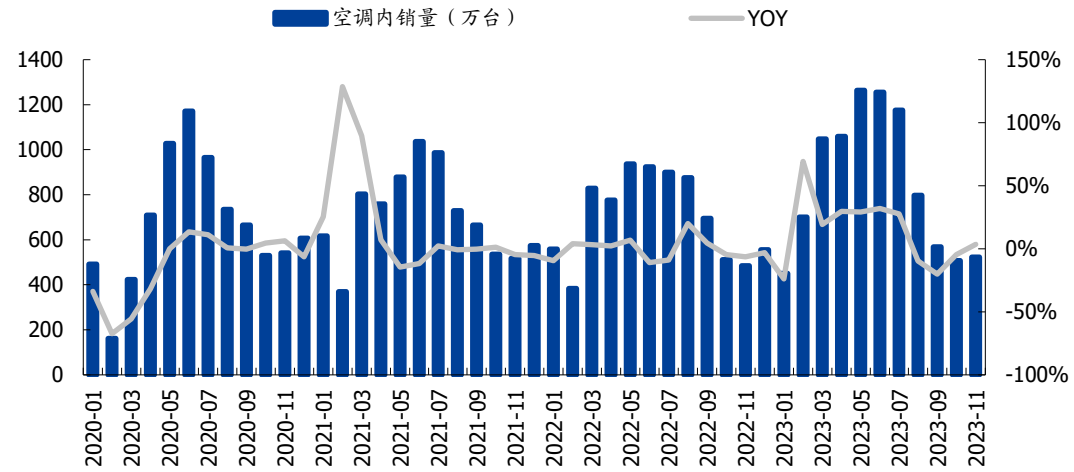
资料来源：公司公告，长虹美菱官网，国盛证券研究所

➢ **为什么长虹美菱呈现高弹性？**

我们认为：从内销市场来看，二线标的在空调行业高景气度时收入、利润端的弹性更大，同时长虹美菱在线下的市场结构及代工大客户表现也在一定程度上印证了公司高弹性的来源；从外销市场来看，长虹外销结构与 2023 年出口市场的契合性解释了其优于行业 β 的表现。

内销：2023 年空调行业内销高增长。从空调内销来看，2022 年空调内销基数较低，据产业在线数据，2022 年中国家用空调内销 8429 万台，同比下降 0.5%。同时，2022 年 7、8 月份的持续高温促进了空调内销的出货也加快了空调的生产节奏，终端空调库存甚至有断货倾向。2023 年，低基数&部分装修需求递延释放之下，内销维持高增长。

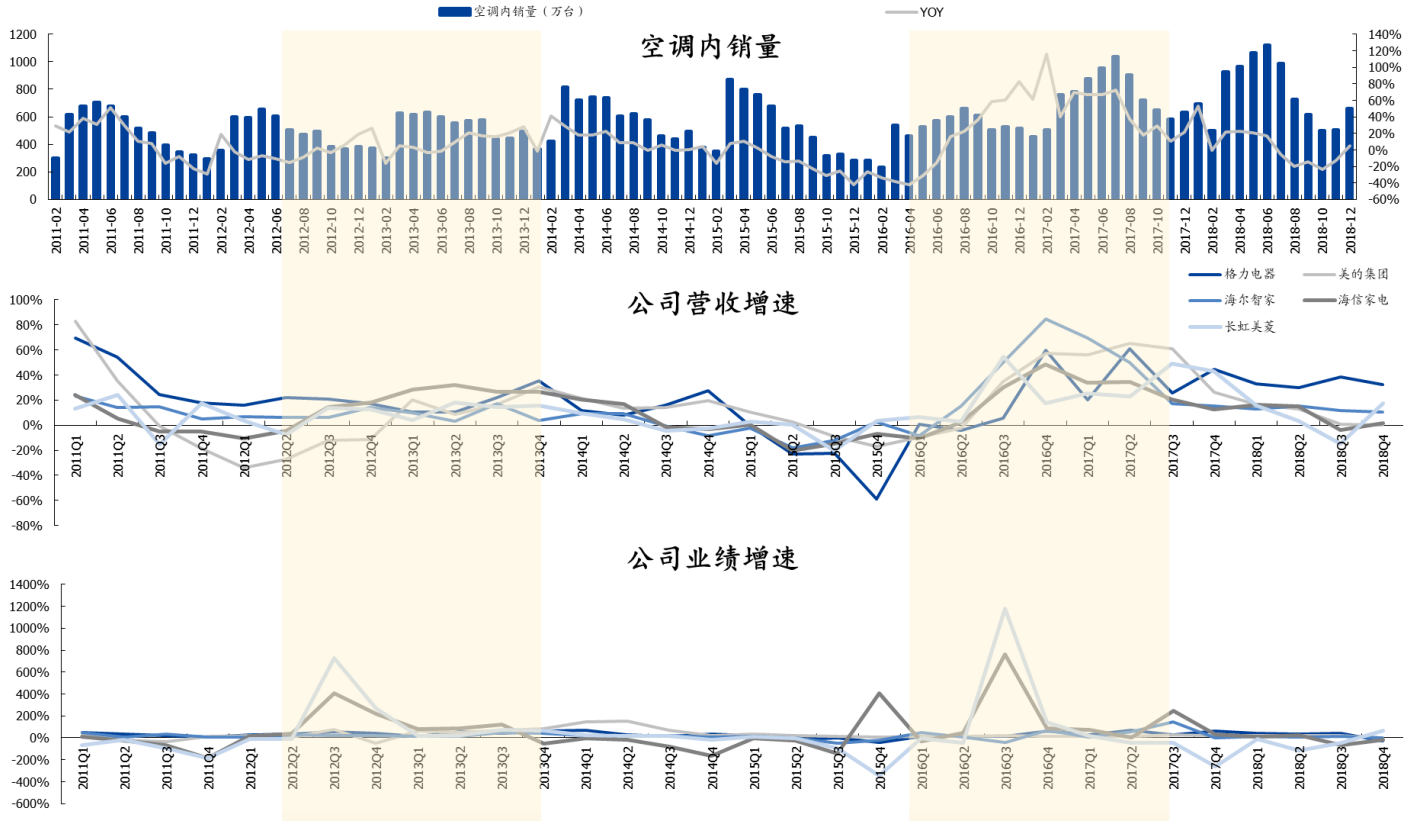
图表 7：2022 年 1 月-2023 年 11 月空调内销量（万台）及同比增速（%）



资料来源：产业在线，国盛证券研究所

复盘历史，空调高景气度下二线标的弹性更大。从逻辑上来讲，经营结构更纯粹、基数更低的公司，在行业高景气度时弹性更大，也即主要指向二线标的。我们复盘历史上空调行业高景气度时主要企业的收入及业绩表现，2013、2016 年在终端需求驱动下，空调行业出货量高增长，主要企业也都随之取得了较好的表现，海信家电和长虹美菱更是高速增长。

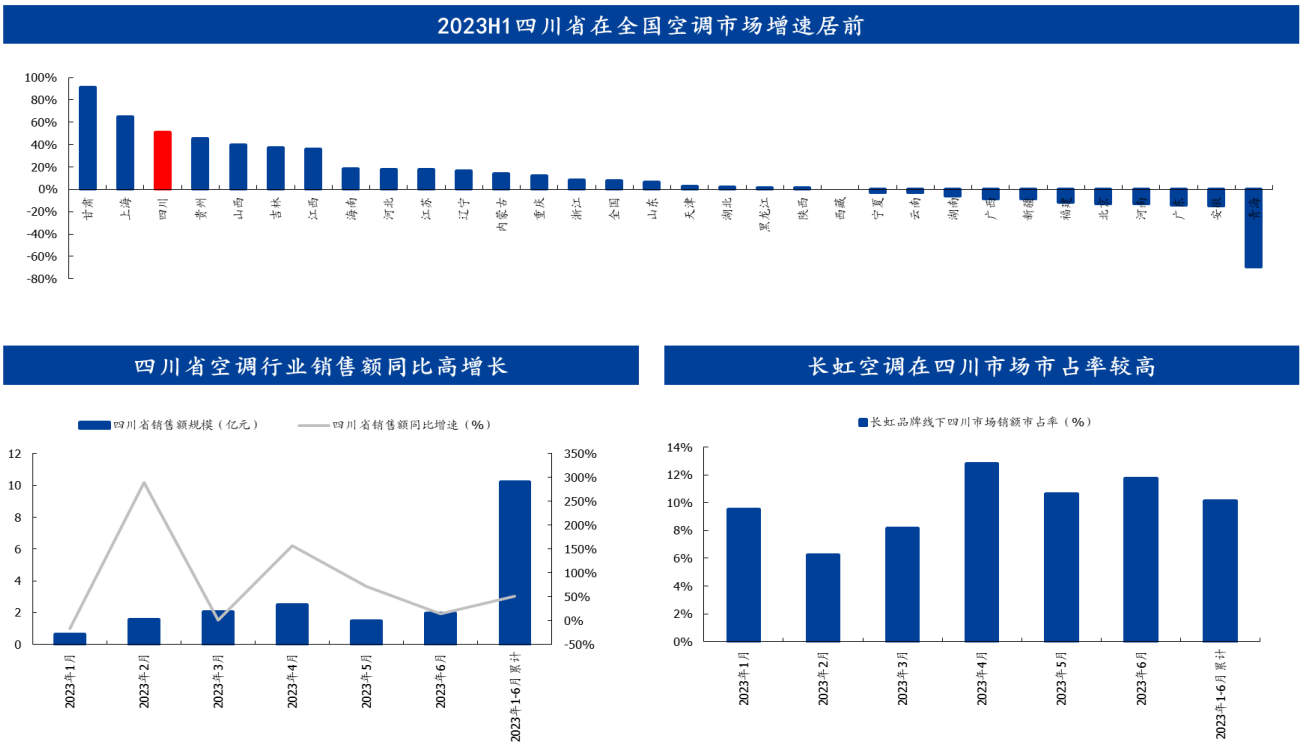
图表 8：复盘空调高景气时公司收入及业绩表现，二线标的弹性更大



资料来源：产业在线，Wind，国盛证券研究所（注：海尔及美的在 2016、2017 年受到收购影响）

从自主品牌的角度看，公司在线下持续深耕川渝市场。公司在空调线下市场采用以川渝地区为根据地，逐步向全国扩展的市场规划。长虹空调在四川市场的市占率远高于其在全国的市占率，2023 年上半年其市场份额达 10%。公司的线下结构恰好与 2023 年的行业市场结构相契合。2023 年上半年四川市场整体空调增速居行业前列，2023 年上半年四川省空调销售额同增 51%，增速位列全市场前三。

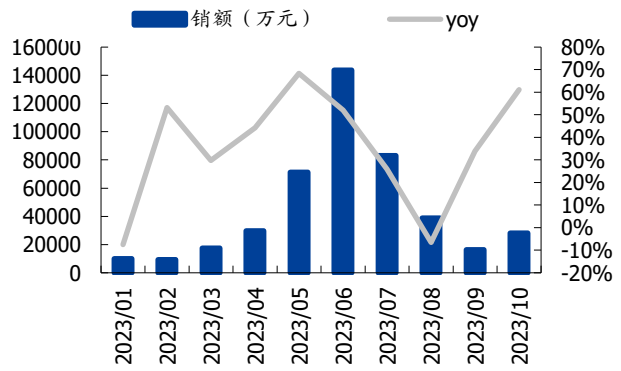
图表 9：长虹空调优势市场（四川省）在 2023 年上半年空调行业表现较佳



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

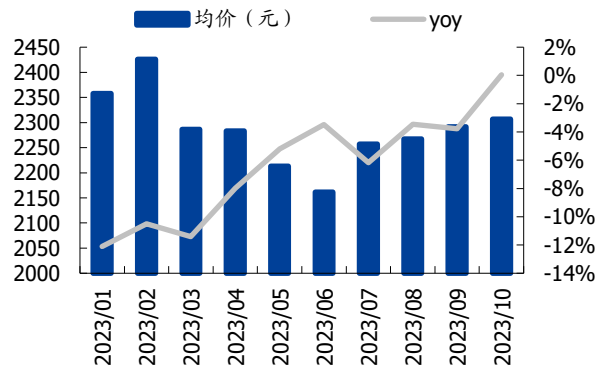
从代工的角度看，公司加大与主要客户合作，客户终端销售高增长。公司空调的代工客户有小米，2023 年小米通过降价实现线上销额高速增长，2023 年 10 月小米空调线上销额增速达 61%，同时在线上的销额份额也提升至 5%，预计公司与小米的合作订单也在稳步增长。

图表 10：2023 年小米空调线上销额高速增长



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

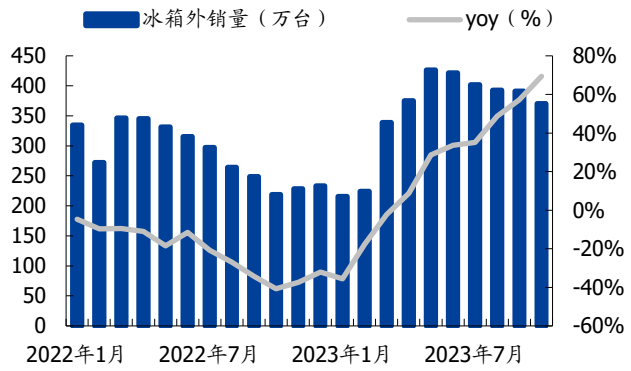
图表 11：小米在线上市场主要采用低价策略



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

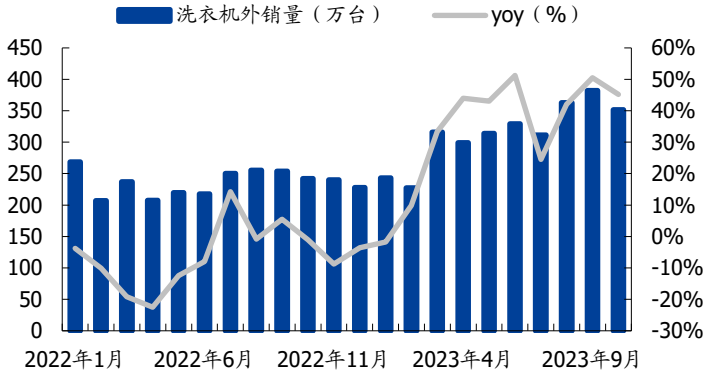
外销：冰洗行业外销逐月恢复增长。冰洗外销来看，2022 年海外主要经济体受通胀高企以及高库存影响，家电行业整体出口压力较大。据产业在线数据，2022 年全年冰箱、洗衣机出口销量分别下滑 12.6%/7.9%。2023 年，在环境变动影响消退加上人民币汇率走低，冰洗行业出口同比增速逐月恢复增长。产业在线数据显示，2023 年 10 月，冰箱/洗衣机外销量同比增长 69.39%/45.17%。

图表 12：2022 年 1 月-2023 年 10 月冰箱外销量（万台）及同比增速



资料来源：产业在线，国盛证券研究所

图表 13：2022 年 1 月-2023 年 10 月洗衣机外销量（万台）及同比增速（%）



资料来源：产业在线，国盛证券研究所

我们认为长虹外销结构与 2023 年出口市场的契合性解释了其优于行业 β 的表现。冰箱品类出口看，根据海关 2023 年 M1-M11 出口数据，沙特等东南亚及中东地区增速表现最好，美国地区表现一般；空调品类看，法德等欧洲区域与印尼表现最好，美国、巴基斯坦地区相对承压。长虹在中东非、东南亚、欧洲等地区拥有较大优势，均设有当地制造基地或营销公司。

图表 14：2023 年 1-11 月中国冰箱、空调出口分地区情况（人民币口径，出口金额增速）

冰箱出口增速								
	巴基斯坦	印度尼西亚	沙特阿拉伯	阿联酋	德国	法国	澳大利亚	美国
202301	6419.6%	-0.1%	31.5%	28.4%	-1.6%	-13.2%	5.1%	-39.0%
202302	590.7%	228.1%	72.5%	11.0%	-21.7%	-6.1%	-61.3%	-48.1%
202303	255.2%	145.6%	-42.5%	-12.0%	-14.8%	9.6%	-10.7%	-33.4%
202304	862.4%	52.5%	232.9%	-20.9%	0.1%	49.6%	-43.4%	-39.3%
202305	2030.0%	9.9%	5.9%	-5.4%	-17.1%	1.9%	-21.8%	-9.1%
202306	-51.1%	-3.2%	84.4%	-12.3%	-13.3%	18.6%	-30.9%	-30.2%
202307	7.2%	40.9%	24.6%	26.0%	38.7%	25.0%	-54.1%	-32.9%
202308	7554.3%	-7.0%	126.1%	83.5%	0.7%	-10.3%	-27.9%	13.4%
202309	-90.0%	85.2%	151.9%	90.1%	57.4%	-4.5%	7.5%	7.9%
202310	-97.3%	203.6%	131.1%	-7.6%	-3.9%	-27.0%	49.4%	31.4%
202311	4.1%	-28.1%	47.3%	39.5%	-10.1%	-13.5%	-22.7%	62.0%
cagr	52.3%	42.8%	235.1%	133.3%	79.8%	115.9%	80.5%	59.7%

空调出口增速								
	法国	德国	澳大利亚	阿联酋	沙特阿拉伯	印度尼西亚	美国	巴基斯坦
202301	-4.0%	70.8%	0.1%	29.0%	24.2%	-45.1%	-4.6%	-92.1%
202302	77.8%	-12.7%	61.0%	57.8%	28.2%	3.8%	-36.1%	-87.0%
202303	-14.1%	8.2%	23.3%	-6.8%	-38.2%	39.3%	-20.1%	-84.4%
202304	177.5%	41.3%	7.2%	19.6%	26.3%	-31.3%	-1.3%	-63.6%
202305	131.5%	-4.1%	9.0%	-49.2%	-9.9%	15.5%	-15.3%	-45.2%
202306	-48.6%	302.5%	-51.4%	-2.0%	40.1%	16.4%	-3.6%	-44.9%
202307	-41.2%	184.2%	-34.3%	-24.8%	-19.4%	133.6%	-40.8%	-47.2%
202308	32.2%	381.4%	-6.7%	43.4%	113.4%	118.1%	18.0%	409.2%
202309	76.0%	-63.8%	60.2%	67.0%	40.7%	23.0%	-3.0%	3047.7%
202310	342.8%	97.5%	54.5%	61.1%	150.3%	94.5%	1.7%	7401.3%
202311	151.1%	-59.3%	19.1%	66.3%	11.5%	45.8%	17.8%	335.5%
cagr	33.6%	28.0%	9.6%	7.3%	17.9%	31.8%	-14.3%	-58.6%

资料来源：海关总署，国盛证券研究所

随着 2023 年公司收入及利润基数的提高，市场对长虹美菱后续的表现产生担忧。本篇报告我们主要回答两个问题：1）如何看待公司后续收入增长的可持续性？2）如何看待公司后续利润增长的可持续性？综合来看，我们认为在“一个目标，三条主线”的目标指引下，公司在收入端及利润端表现无忧。

2. 如何看待公司收入增长的可持续性？

我们认为公司在内外销市场均有望延续增长。1）内销：公司近年来积极推进品牌年轻化战略，空调品类在四川市场有优势，冰箱品类线上线下均发力，产品结构近年来均有升级，未来份额提升可期；2）外销：外销仍有望延续β与α共振，一方面，欧美市场复苏可期，东南亚、拉美及中东非等欠发达地区仍有保有量提升逻辑；另一方面，长虹系自身供应链自配套能力+外销渠道布局完善，代工竞争力强劲。

2.1 内销：生存空间打开，产品结构升级

从品牌的角度看，公司近年来积极推进品牌年轻化战略；从产品的角度看，空调品类在四川市场有优势，冰箱品类线上线下均发力，产品结构近年来均有升级，未来份额提升可期。

品牌年轻化：近年来公司通过跨界联名、直播带货、明星代言以及赛事绑定等多样化营销手段来重塑品牌形象，加速品牌年轻化进程。一方面联袂时尚界、寻求更为年轻化的代言人宣传产品，另一方面深耕年轻化社交场景，通过直播带货、体育营销等方式释放品牌年轻生态。

图表 15：长虹开启品牌年轻化转型



资料来源：搜狐、中国家电网、新浪，国盛证券研究所

➢ **空调产品：四川市场有优势，生存空间打开**

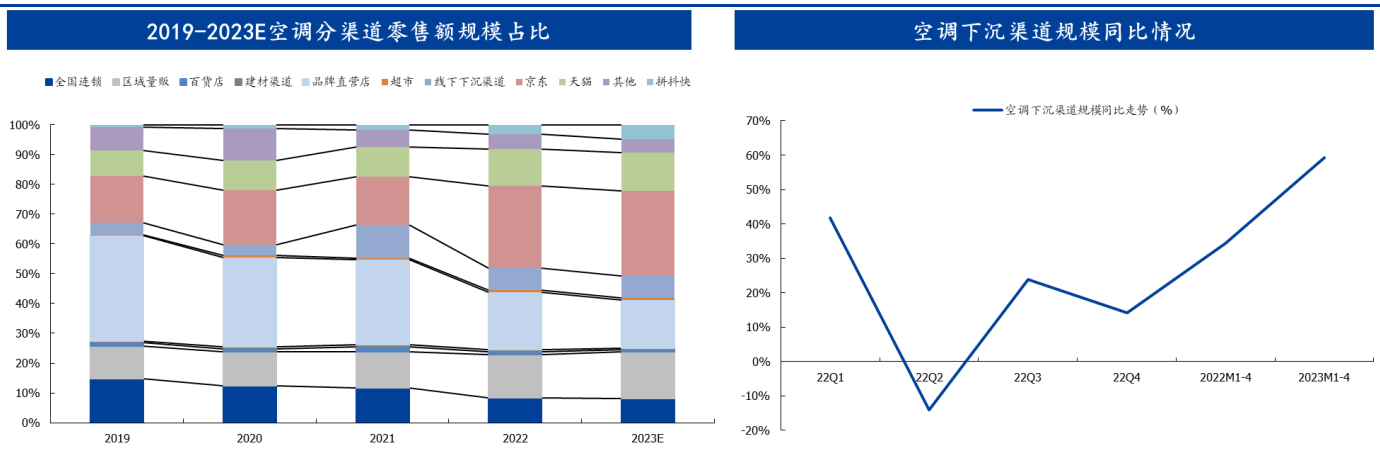
空调业务“小而美”。公司的空调业务主要定位“小而美”，核心还是聚焦线下川渝市场。从份额提升的角度看，我们认为渠道碎片化下二线品牌获得生存空间，长虹空调未来提升份额的核心仍在品牌力和渠道力的不断深耕；从价格提升的角度看，公司近年来随行业实现产品结构的提升，更强调聚焦 SKU，产品方向以健康和舒适为核心。

● **量：渠道碎片化带来长期生存空间打开。**

渠道碎片化下，长虹等二三线品牌将赢得生存空间。当前家电渠道呈现出高度碎片化的特征，且物流等社会化资源更加易得，传统的渠道壁垒得到一定削弱，同时线上线下融

合化发展下，以天猫、京东和苏宁主要构建的下沉渠道成为优质载体，据奥维云网，2023 年 1-4 月空调在下沉渠道规模同增 59.2%。众多渠道及物流资源为二三线品牌生存赢得更大空间，行业格局或较难持续出清，企业间份额激烈式涨跌可能性较小。

图表 16：空调渠道碎片化趋势明显

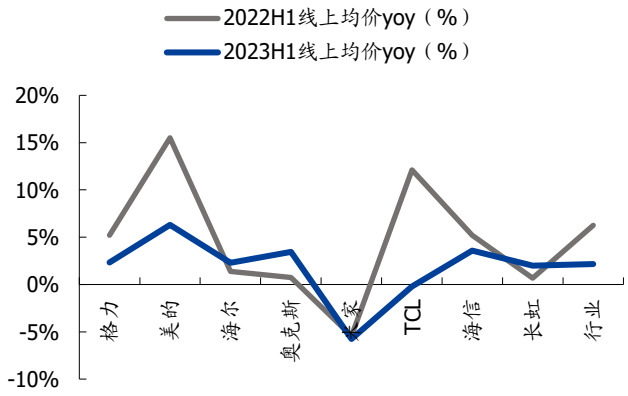


资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

- **价：短期行业仍以稳价提价为主，中长期公司产品结构升级明显**

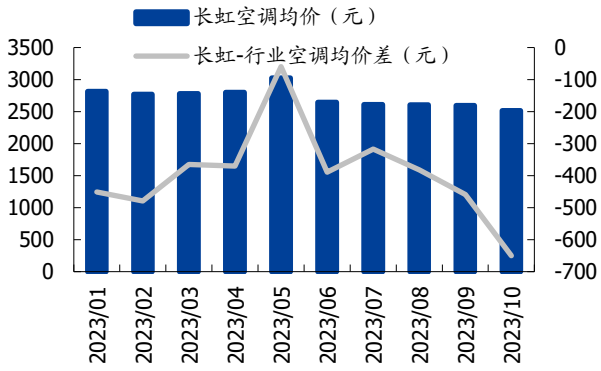
短期：空调行业价格大概率以稳价提价为主。我们认为，行业的价格变动与龙头的竞争策略高度相关，在空调格局基本落定后，行业级别的价格战主要有 3 轮，其行业背景均为“需求走弱+库存高企”。站在当前时点，美的以稳价提价策略为主，格力在历史上较少将价格作为主要竞争手段，同时行业需求向好且库存水位良性，我们认为行业价格预计平稳提升，这也有望为二线标的带来了更为充足的提价空间。

图表 17：二三线空调品牌均价随行业均价提升



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

图表 18：长虹均价与行业价差



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

图表 19：空调行业格局落定后，共经历 3 次价格战（元）



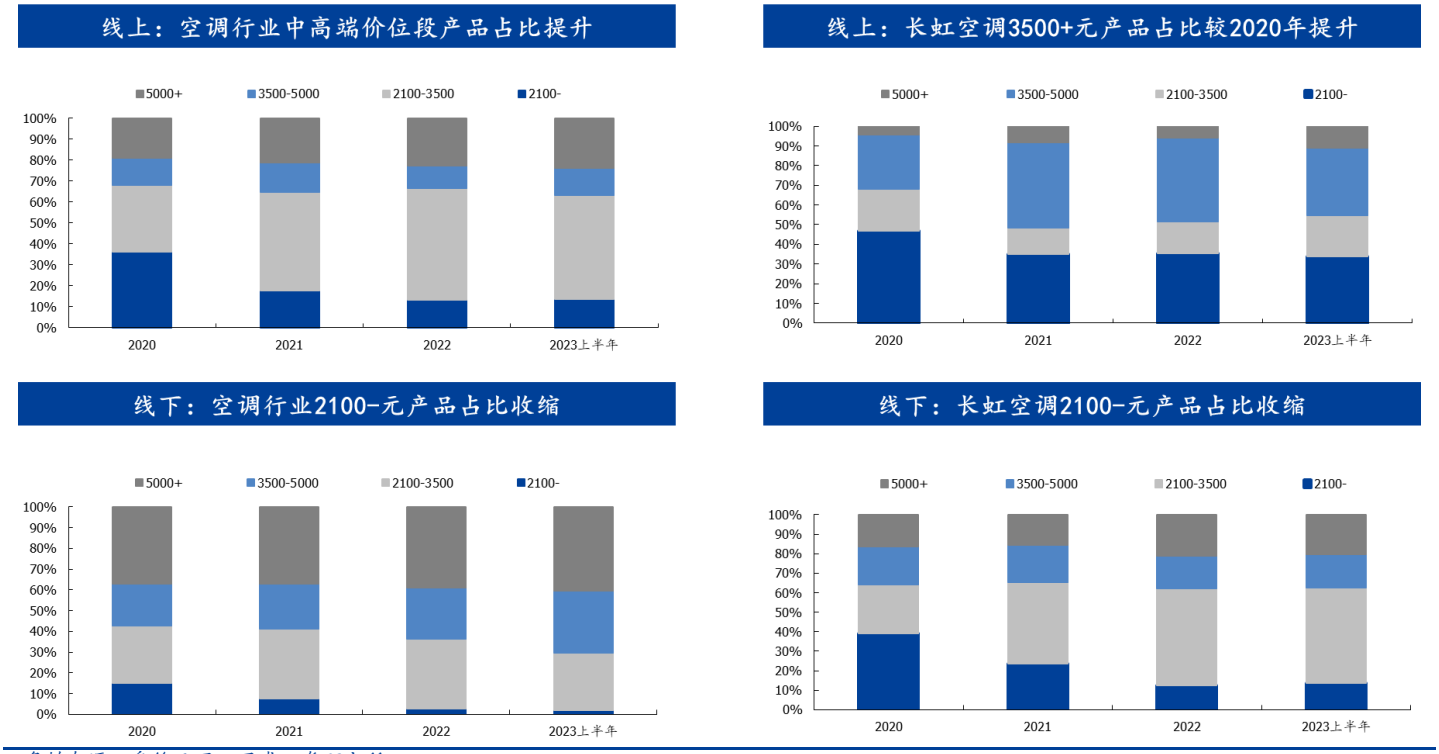
资料来源：奥维云网，国盛证券研究所（注：坐标纵轴为空调行业均价（元），横轴为年份）

中长期：一方面过去几年公司的产品结构有较为明显的升级；另一方面，与行业对比来看，公司空调价格仍有较大产品升级空间。

- ✓ **公司自身：线上价位段提升，线下收缩低端产品。**线上市场：长虹空调在 3500-4000 元价格带占比提升最为明显，在其内部结构占比从 2020 年的 10%已经提升至 2023 年上半年的 23.61%，同时公司在 5000 元以上的高端价格带也有布局，丰富自身产品结构；线下市场：公司在 2100-3500 元价位段产品占比提升明显，在其内部结构占比从 2020 年的 25%已经提升至 2023 年上半年的 49%，同时公司也有意收缩 2100 元以下的低端产品，其内部占比已下降至 14%。

- ✓ **对比行业：公司线上、线下产品升级空间较大。**线上市场：2023 年上半年空调行业 5000 元以上高端产品占比为 24%，长虹高端产品内部占比为 11%，相对比而言提升空间较大；线下市场：2023 年上半年空调行业 5000 元以上高端产品占比已达 40%，长虹的主力价位段则在 2100-3500 元，高端产品占比为 20%。

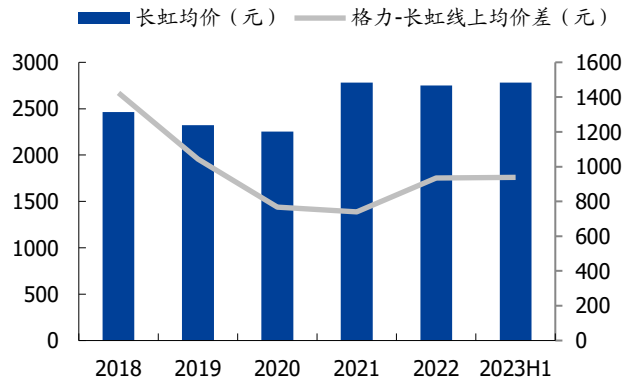
图表 20：行业趋势下，长虹空调价格带上移



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

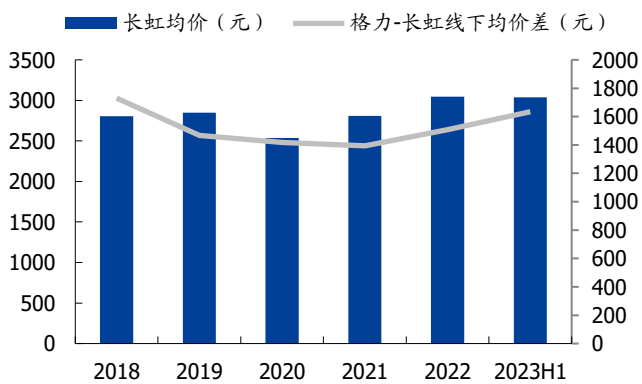
✓ **与龙头对比：空调产品仍需深耕品牌与渠道布局，与龙头价差有待缩窄。**目前公司在空调行业与龙头仍有较大的价差，根据奥维云网数据，2023 年上半年格力与长虹空调在线上市场的价差为 938 元，在线下市场的价差为 1635 元，较往年虽有一定缩窄，但仍有不小差距。一方面，公司均价随着行业景气度及龙头策略变化而变动，长虹仍需修炼内功，提升自身品牌力；另一方面，随着渠道碎片化，格力、美的在下沉市场份额达 70%，长虹也需要在渠道多元化方面进一步建设。

图表 21：格力与长虹空调线上均价差



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

图表 22：格力与长虹空调线下均价差



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/246243154011010042