

评级：增持（维持）

分析师：姚玮

执业证书编号：S0740522080001

Email: yaowei@zts.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E		
海信家电	27.5	0.7	1.03	2.03	2.33	39	27	14	12	0.8	买入
海尔智家	24.1	1.38	1.56	1.78	2.05	17	15	14	12	0.8	买入
长虹美菱	8.8	0.05	0.24	0.68	0.81	176	37	13	11	0.6	未评级

备注：股价取自 2024/2/20 收盘价，长虹美菱取 wind 一致预测

基本状况

上市公司数 29

行业总市值(亿元) 152004

行业流通市值(亿元) 13536

行业-市场走势对比



相关报告

《海信家电：Q4 符合预期，改善逻辑持续兑现》2024.2.3

《海尔智家：多项业务进入向好拐点》2023.9.2

报告摘要

一、为什么现在关注冰箱？嵌入式的兴起成为行业短期变化的契机

冰箱作为成熟行业，量价通常难有波澜。刚需品销量通常稳健，每年产品升级带来的微弱均价提升也已经兑现在龙头公司的业绩预期中。

但今年来看：①弱环境下有销量确定性的品类已经难得；②冰箱行业兑现出了超越往年的均价升级水平。价格的驱动来自行业正进入新的产品周期：嵌入式产品的兴起，带来了高端产品的新一波加速渗透。2023 年，嵌入式产品的销额渗透率从年初的 9% 提升至年末的 34%，“来势汹汹”的新变化在成熟行业里相当难得。我们预计，这一产品变化在 2024 年仍将贡献出可观的均价提升。

新的产品变化有望在优质格局下创造出利润释放的契机。冰箱格局一向较好，少有空调的价格战频发之忧。除 CR4 外，竞争对手多为外资品牌，弱竞争力下份额逐年萎缩。当前 CR4 多有对利润考核的股权激励目标，我们预计 CR4 有望借产品契机携手提价，共同助推冰箱行业进入利润释放红利期。

二、如何看冰箱标的？更看好二线的弹性

行业红利已定，如何筛选标的？我们从份额竞争和利润弹性两条维度加以判断。

竞争维度：外资落后下国产 CR4 均有红利，嵌入式趋势有望助推集中度进一步提升。内资 CR4 集中投入嵌入式大趋势存红利机会；外资品牌产品线切换缓慢，份额恐将进一步承压。分内资品牌看：海尔有先发优势；二线海信、美菱正处追赶期，红利逐步释放。

弹性维度：二线的利润弹性大于一线。①业务层面看：二线的利润率起点更低，弹性强于一线；②外部渠道变革利好二线：2023 年起国美苏宁等 KA 滑坡加速，利好原本渠道掌控力度弱的二线品牌重新夺回利润；③海信、美菱等二线品牌存治理优化预期：若治理、分红掣肘得以解决，经营质量和估值中枢都有望得到提升。

三、投资建议与风险提示

推荐改革红利持续释放的海信家电，冰箱龙一海尔智家；关注存潜在变化的长虹美菱。

风险提示：新品渗透不及预期、竞争格局收紧、二线提效不及预期、第三方数据失真，研报使用信息更新不及时。

内容目录

1、为什么现在关注冰箱？嵌入式升级带来变化契机.....	- 4 -
2、如何看冰箱标的？二线弹性更大.....	- 10 -
3、投资建议	- 17 -
4、风险提示	- 18 -

图表目录

图表 1: 家电核心子行业 Q1-3 零售均价变动.....	- 4 -
图表 2: 冰箱历年来均价变动情况 (元)	- 4 -
图表 3: 嵌入式冰箱销额、销量渗透率在 2023 一年来迅速提升.....	- 5 -
图表 4: 冰箱行业门体升级相对慢 (销售量占比)	- 5 -
图表 5: 冰箱行业容积升级相对慢 (销售量占比)	- 5 -
图表 6: 嵌入式冰箱图示: 安装效果.....	- 6 -
图表 7: 嵌入式冰箱图示: 自由嵌 vs 零平嵌	- 6 -
图表 8: 嵌入式销额占比分类: 零平嵌是核心推动.....	- 6 -
图表 9: 冰箱均价 vs 嵌入式冰箱均价 (元, 线上+线下渠道)	- 7 -
图表 10: 2024 年冰箱行业潜在的均价涨幅估算.....	- 7 -
图表 11: 冰箱行业 CR5 份额高度集中 (2022.11-2023.11)	- 8 -
图表 12: 海尔、美的、海信已有披露的股权激励计划.....	- 8 -
图表 13: 各冰箱品牌在整体市场及在嵌入式冰箱市场的销额市占率.....	- 10 -
图表 14: 各冰箱品牌零平嵌渗透率对比 (销售额口径)	- 11 -
图表 15: 23 年冰箱品牌均价对比 (线上, 元)	- 11 -
图表 16: 23 年冰箱品牌分线上下均价变动.....	- 11 -
图表 17: 冰箱 CR4 线上份额一览.....	- 12 -
图表 18: 冰箱 CR4 线下份额一览.....	- 12 -
图表 19: 23H1 白电公司各项业务收入占比.....	- 12 -
图表 20: 白电品牌公司冰箱业务净利率 (估算)	- 13 -
图表 21: 长虹美菱分业务收入、利润预计拆分.....	- 13 -
图表 22: 海信家电分业务收入、利润预计拆分.....	- 13 -
图表 23: 家电行业渠道销售额占比变迁.....	- 14 -
图表 24: 海信家电分红率在 22 年上升至 50%	- 16 -
图表 25: 长虹美菱账上未分配利润空间较大 (亿元)	- 16 -
图表 26: 盈利预测及估值情况	- 17 -

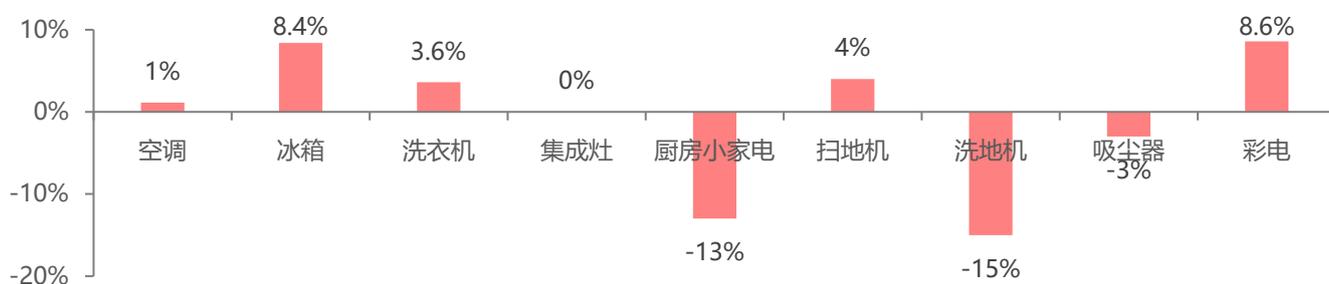
1、为什么现在关注冰箱？嵌入式升级带来变化契机

23年冰箱的均价提升是一个“加速的大幅提升”，值得重视。尽管市场一直对冰箱行业结构升级、均价提升的逻辑有所认知，但23年的冰箱均价，从横纵向对比来看，仍显出了其自己的稀缺可贵。

横向来看：23年Q1-3家电中兑现出大于5%的零售均价提升的只有2个行业：黑电（+8.6%）与冰箱（+8.4%）。在温和的上游原材料环境下，其余刚需品类大多均价趋稳；部分可选品类还在景气和竞争压力下出现了较明显的均价下探。

两个上行品类中：黑电的价格上涨存在上游的面板价格传导影响，而冰箱的提价推动则来自于：比往年进展更明显的结构升级。

图表1：家电核心子行业Q1-3零售均价变动



来源：奥维云网、中泰证券研究所

纵向对比看：2023年的均价提升幅度在冰箱近十几年的发展处于最高级别。

除去2021年受上游原材料价格飙升传导影响，产品均价被动提升外；2023年Q1-3的均价涨幅为历年来最高级别。特别考虑2023年为原材料温和环境，提价不存在显著的上游传导影响，主要来自产品结构升级催化。这一上涨则显得更为难得。

图表2：冰箱历年来均价变动情况（元）

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-3
冰箱均价	2336	2452	2561	2612	2685	2697	2660	2781	2928	2782	2764	3046	3099	3225
YOY	0.2%	5.0%	4.4%	2.0%	2.8%	0.4%	-1.4%	4.6%	5.3%	-5.0%	-0.6%	10.2%	1.7%	8.4%

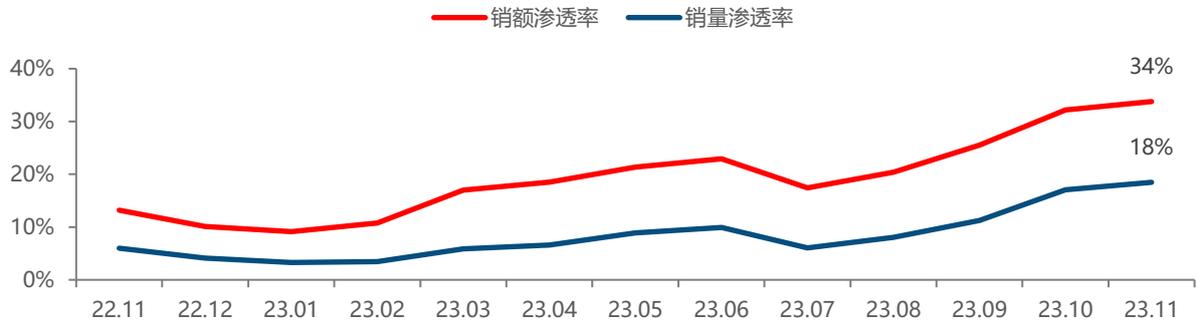
来源：奥维云网、中泰证券研究所

均价提升来源于怎样的产品升级？本轮冰箱的产品升级主要是：嵌入式冰箱的迅速渗透。参考奥维统计，仅一年维度，嵌入式冰箱销售额占比从22年末的10%水平提升至23年11月的34%，销量占比从个位数提升至18%，实现翻倍以上的跃升。

在冰箱这样一个相对稳定的成熟行业中，这样“来势汹汹”的新变化并不多见。

除去 2016-2018 年变频冰箱替代定频的快速渗透外,后续类似冰箱门数(法式、四门等)、容量升级的变化相对而言都较稳健;本次嵌入式冰箱的渗透可理解为一次较大且兑现迅速的产品升级机会。

图表 3: 嵌入式冰箱销额、销量渗透率在 2023 一年来迅速提升



来源: 奥维云网、中泰证券研究所

图表 4: 冰箱行业门体升级相对慢 (销售量占比)



来源: 奥维云网、中泰证券研究所

图表 5: 冰箱行业容积升级相对慢 (销售量占比)



来源: 奥维云网、中泰证券研究所

嵌入式冰箱是什么? 相较此前的冰箱升级了什么功能? 嵌入式冰箱较普通冰箱最大的差别就是能实现冰箱紧密贴合橱柜, 不留缝隙。

- **优点:** 在于大气美观、空间利用率高, 不留卫生死角。本质上满足的就是消费者升级需求下对美观的追求。
- **缺点:** 安装相对复杂化, 需要与橱柜设计去做更好的配套, 做好空间预留。这也导致嵌入式冰箱的销售与橱柜定制的趋势有一定相关性。但过去几年

全屋定制的崛起已经给嵌入式冰箱留好了渗透的土壤。

为什么 2023 年嵌入式冰箱能够实现快速渗透？我们认为这是产业趋势和外环境的共振。

- **内生上：产品性能的优化。**过去的嵌入式冰箱多为自由嵌，需要在机身旁预留 2cm 空隙，存在死角与橱柜贴合不紧密，美观受限；2023 年零平嵌类产品集中推出，优化了嵌入式冰箱的美感体验，把嵌入式的优点更加发挥地淋漓尽致。
- **外在上：疫情后人们更新换代冰箱的需求势能加速释放，升级趋势被催化。**

图表 6：嵌入式冰箱图示：安装效果



来源：海尔官网、中泰证券研究所

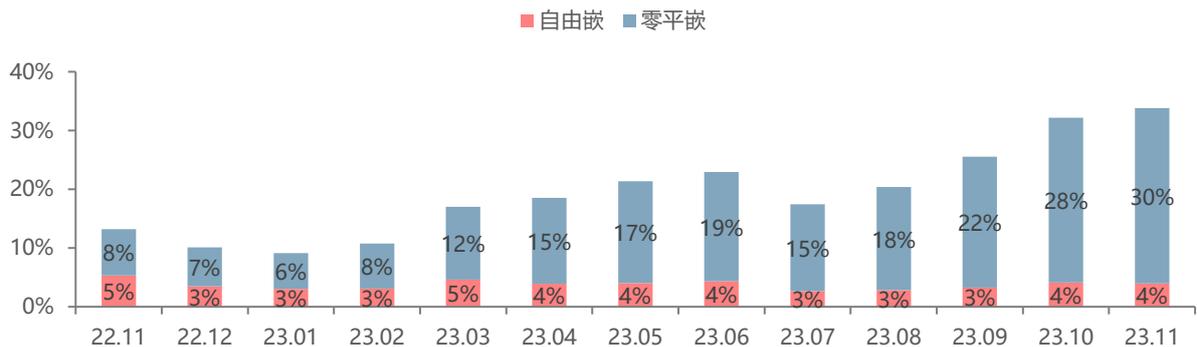
图表 7：嵌入式冰箱图示：自由嵌 vs 零平嵌



左：自由嵌。需预留 2cm 空隙来方便冰箱门打开。
右：零平嵌。与橱柜无缝衔接，不留死角

来源：中泰证券研究所绘制

图表 8：嵌入式销额占比分类：零平嵌是核心推动



来源：奥维云网、中泰证券研究所

如何展望嵌入式冰箱升级给行业带来的空间？我们认为：**2024 年这一产品升级的红利仍有望持续。分量价讨论：**

量：24 年我们预计嵌入式渗透红利仍持续，短期存在翻倍增长潜能。

- **短期维度考虑：**即使假设①24 年冰箱行业销量 0 增长，②嵌入式冰箱不再进一步渗透，24 年仅维持 23 年 11 月的销量渗透率（线上下共计 18%）。

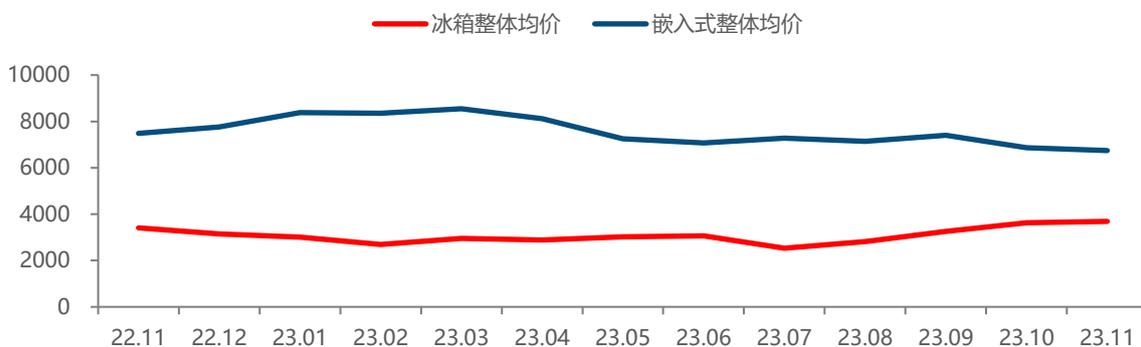
考虑 23 年 1-11 月嵌入式冰箱销量渗透率为 9%，按以上假设，预计嵌入式冰箱销量 24 年仍能有接近翻倍维度增长。

- **中期维度考虑：**考虑安装难度，预计嵌入式冰箱的渗透与全屋定制、整体橱柜定制趋势相关。参考中研网，目前定制橱柜在我国的渗透率已经达到 60%水平，而上文所述嵌入式冰箱销量渗透率仅在 9%水平，仍存在较大的市场渗透空间。

价：嵌入式冰箱较普通冰箱的价差有多大？基本约在 1 倍左右。

结合奥维数据看，冰箱行业整体均价一般在 3000 元水平；但嵌入式冰箱均价基本在 7000 元上下，约有 1 倍价差，能给行业拉开较大的均价上涨空间。

图表 9：冰箱均价 vs 嵌入式冰箱均价（元，线上+线下渠道）



来源：奥维云网、中泰证券研究所

2023 年行业已经兑现了较好的均价提升，如何看 2024 年的均价上涨幅度？我们做一个简单测算：假设行业在 2024 年维持 2023 年 11 月的产品结构和均价（即不考虑进一步渗透），那么 24 年行业均价为 3688 元，相较 23 年 1-11 月的均价 3072 元，有接近 20%的均价上涨空间。

图表 10：2024 年冰箱行业潜在的均价涨幅估算

		2023 年 1-11 月	2024E
嵌入式产品渗透率	销量	9%	18%
	销额	22%	34%
对应的冰箱行业整体均价（元）		3072	3688
对应的均价涨幅		-	20%

来源：奥维云网、中泰证券研究所（注：2024E 的渗透率、均价假设与 2023 年 11 月同一水平）

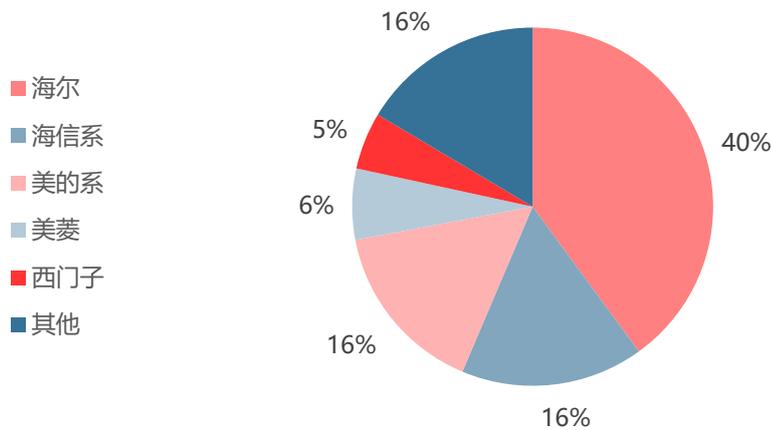
当然，以上仅为简单测算结果，我们也反对简单粗暴地“从产品升级直接推导至均价提升”。以上 20%的测算结果往往在实际竞争中无法有效兑现，因为家电行业的均价表现最终往往是由竞争格局塑造的，而非单纯的产品决定，玩家的价格策略比起产品升级本身更重要。例如空调/黑电行业，受制格局之争，虽有产品升级，但拉长长时间看均价维度的表现却低于预期。

但这次看：我们认为冰箱行业的确有较好的竞争环境，本轮产品升级仍然还是有望在一定程度上兑现成企业的均价、利润红利。

④中期维度看：冰箱本身格局优秀，国产中小品牌/外资品牌均已在多年竞争中掉队，CR5 占据 84%核心份额。

- 冰箱行业持续的产品升级（嵌入式、高保鲜、大容量、超薄化、智能化等）在不断地拉大龙头与中小品牌在产品研发、生产端的差距，中小品牌的生存空间持续被压缩，仅留下海尔、海信、美的、美菱四大国产龙头。
- 外资品牌在白电行业的本土化一直不理想，线上走强+线下 KA 式微的渠道变化更加强了这一趋势。当前仅剩西门子在冰箱行业中保有 5%份额，松下、东芝、博世等均相对走弱，当前份额低于 2.5%。

图表 11：冰箱行业 CR5 份额高度集中（2023.01-2023.11）



来源：奥维云网、中泰证券研究所

②短期维度看：国产 CR4 大多有股权激励等考核目标，短期有利润释放的诉求。

一般弱周期环境下，龙头对于份额的诉求强于利润；即使格局稳定较优，也会有阶段性收紧的诉求。但对于冰箱行业的 CR4 而言，海尔、美的、海信在未来 2-3 年内均有股权激励对利润目标的约束，预计对份额的追求不会过度激进。美菱亦处于国企改革浪潮中，预计亦有利润稳定增长的经营要求。

图表 12：海尔、美的、海信已有披露的股权激励计划

公司	对应激励计划	2023 目标	2024 目标
海尔智家	2023 年度 A/H 股核心员工持股计划	2023 年度扣非归母净利润增速不低于 15%（按增速完成率考核），ROE 不低于 16.8%（含）	2024 年度扣非归母净利润较 22 年的复合增速不低于 15%（按增速完成率考核），ROE 不低于 16.8%（含）
美的集团	2023 持股计划/限制性股票激励计划	2023 年加权平均净资产收益率不低于 20%及 2024 年和 2025 年加权平均净资产收益率不低于 18%，	
海信家电	2024 年 A 股员工持股计划	-	24 年净利润较 22 年增长 98%（触发值）~122%（目标值）

来源：各公司公告、中泰证券研究所

为了在弱周期下完成利润目标，预计更可能的格局是：CR4 借产品升级机会携手提价，共同实现利润释放。且除 CR4 外的品牌大多竞争力偏弱（除西门子外

份额均低于 2.5%)，即使 CR4 提价，也难有对手趁虚而入形成抢夺份额。

总结本章观点：

①嵌入式冰箱是冰箱行业十年一遇级别的大型产品升级机会，形成了行业利润释放的催化剂。

②优质、稳定的格局成为了行业能借此产品红利实现利润释放的保证。看好 2024 年冰箱行业的红利持续。

2、如何看冰箱标的？二线弹性更大

结合以上讨论，我们认为冰箱行业已迎来嵌入式升级这一显著产品红利。那么如何看这一变化对行业内玩家的影响？投资上看，哪个标的会更加受益？

我们从竞争和弹性两个维度加以判断：竞争维度展望行业份额、均价等变化，弹性维度展望利润释放强度。

①先谈竞争：海尔还是最强龙头，但 CR4 都有红利机会。

嵌入式冰箱行业有哪些参与者？国产 CR4 海尔、美的、海信、美菱均参与，外资落后。代工方中雪祺电气受益（代工客户含美的、美菱，IPO 募投扩 100 万台嵌入式冰箱产能）；奥马出口海外为主，嵌入式影响较少。

- 从份额角度看，国产 CR4 本轮均有红利，有望持续抢占外资份额。国产 CR4 在嵌入式市场的份额集中度显著优于整体市场集中度，基本没有掉队玩家，均在本轮竞争中有受益机会。反观外资品牌，受到产品结构、企业内部决策周期等影响，产品线结构切换较为缓慢。
- **短期优势兑现充分的玩家：海尔。**其嵌入式冰箱份额显著高于其在整体市场的份额，核心受益于其卡萨帝品牌在高端升级上有显著优势，龙头风范尽显。23H1 卡萨帝品牌嵌入式冰箱销售额同比增长超 100%，销售额占比增加 30pct；海尔品牌零距离嵌入式冰箱收入增长超 50%。
- **海信（容声）：以平嵌为抓手迅速起跑。**容声 22 年发布平嵌冰箱，23 年推出双净 Pro·平嵌冰箱 506 系列，率先实现平嵌产品矩阵落地。
- **美菱的嵌入式主要集中在自由嵌，零平嵌占有率望进一步上升。**美菱的嵌入式冰箱更多在自由嵌，但当前高速渗透的为零平嵌类产品。考虑自由嵌已经给美菱积累了较好的品牌基础，后续产品跟上后有望迅速提升零平嵌类市占率。2024 年 1 月，美菱发布“零零嵌”新品冰箱，加大对零平嵌类产品布局，预计 24 年有望看到美菱在嵌入式产品市占率的提升。

图表 13：各冰箱品牌在整体市场及在嵌入式冰箱市场的销额市占率

品牌	整体	嵌入式	零平嵌	自由嵌
海尔（含卡萨帝）	41%	49%	52%	24%
美的	14%	14%	16%	5%
容声	15%	12%	13%	0%
美菱	6%	7%	4%	29%
其他品牌	24%	18%	15%	42%

来源：奥维云网、中泰证券研究所（注：数据取 2023 年 11 月，考虑嵌入式当前处于高速渗透期，份额变动快，我们取最新的 11 月月单月旺季数据作为参考）

从各个品牌零平嵌冰箱在自身销售占比看：海尔作为龙头显著领先；二线海信美菱已开启追赶，展望 24 年有空间有弹性。截至 23 年 11 月，海尔零平嵌渗透率已达到 38% 水平；容声、美菱随自身产品节奏，23H2 开始渗透率亦有明显提升，24 年预计将兑现较优的同比涨幅。

图表 14: 各冰箱品牌零平嵌渗透率对比 (销售额口径)

日期	23.01	23.02	23.03	23.04	23.05	23.06	23.07	23.08	23.09	23.10	23.11
海尔	12%	14%	21%	25%	26%	27%	23%	27%	31%	37%	38%
美的	5%	7%	13%	14%	20%	21%	12%	16%	22%	33%	33%
容声	1%	1%	2%	7%	12%	13%	12%	14%	19%	23%	27%
美菱	3%	4%	7%	4%	8%	9%	3%	5%	10%	18%	22%

来源: 奥维云网、中泰证券研究所 (注: 其中海尔含卡萨帝)

从嵌入式冰箱均价表现看: 海尔、容声嵌入式冰箱产品均价大幅领先行业, 美菱主打性价比且有追赶空间。参考 11 月单月旺季数据看行业各品牌均价: 海尔存高端子品牌卡萨帝加持, 拉高嵌入式冰箱均价天花板; 容声平嵌类产品反响好, 均价同样处于较高水位。美菱此前更强调性价比, 且主攻自由嵌导致嵌入式均价较低, 预计零平嵌产品上市后均价有拉升机会。

图表 15: 23 年冰箱品牌均价对比 (线上, 元)

均价 (23 年 11 月单月)	整体	嵌入式	非嵌入式
海尔	3958	8472	2920
美的	3976	5708	3346
容声	3765	6994	3218
美菱	3702	4355	2845

来源: 奥维云网、中泰证券研究所 (注: 其中海尔含卡萨帝)

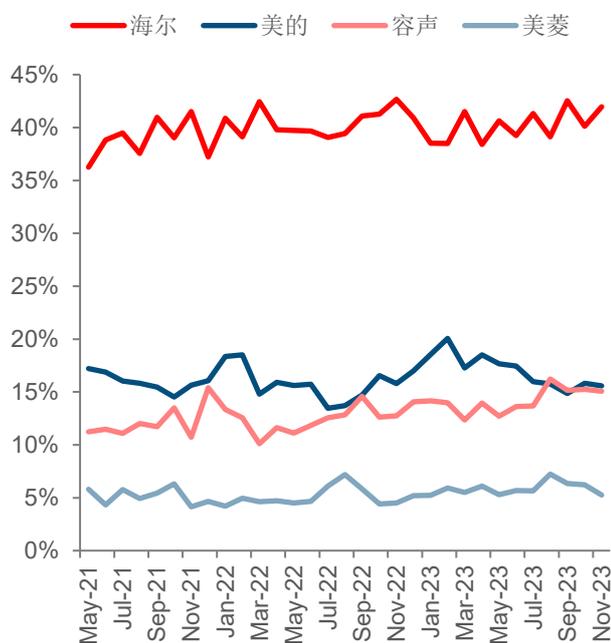
落到嵌入式对零售均价同比表现的拉动上: 美的、容声、美菱等在线上兑现出更显著均价涨幅。海尔此前产品升级进度领先行业, 价格基数相对较高, 但均价同比表现仍实现稳中有升。美的、容声、美菱等后发追赶者则在 23 年的均价表现上有更明显兑现, 线上均价基本均有双位数水平涨幅。

图表 16: 23 年冰箱品牌分线上下均价变动

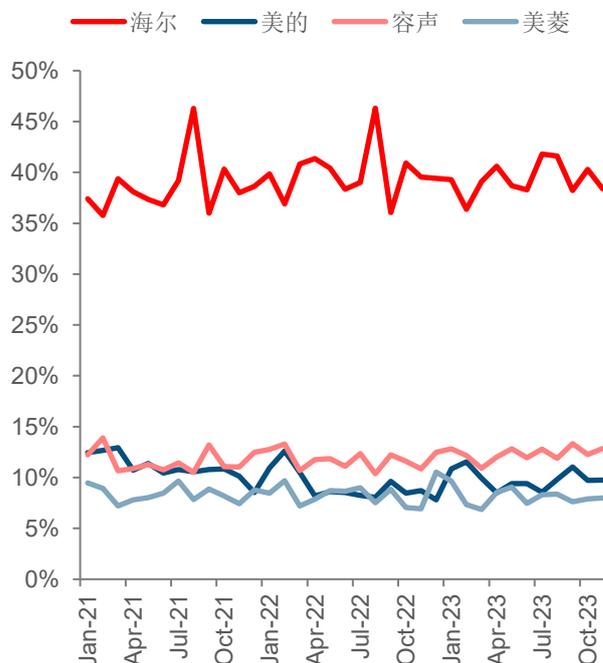
分类	品牌	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
线上	海尔	-5%	7%	1%	10%	15%	8%	2%	3%	0%	9%	2%	3%
	美的	11%	18%	14%	18%	21%	18%	13%	12%	13%	21%	17%	9%
	容声	1%	8%	4%	9%	16%	17%	17%	12%	13%	16%	13%	20%
	美菱	1%	2%	13%	23%	41%	29%	28%	25%	26%	25%	10%	20%
线下	海尔	3%	20%	6%	6%	4%	9%	8%	7%	6%	4%	7%	4%
	美的	1%	7%	7%	3%	-1%	6%	-3%	3%	4%	8%	14%	8%
	容声	0%	12%	4%	2%	1%	3%	-4%	2%	5%	3%	11%	6%
	美菱	2%	2%	-1%	8%	9%	5%	-4%	0%	0%	0%	1%	2%

来源: 奥维云网、中泰证券研究所 (注: 其中海尔含卡萨帝)

从行业整体份额上看，虽有提价，但CR4的份额仍维持了相对稳定。冰箱行业整体格局优质，未发生太大动摇；且正如上文所述，嵌入式等新产品红利还有望带给国内厂商格局侧机会，份额端整体预计压力不大。

图表 17: 冰箱 CR4 线上份额一览


来源：奥维云网、中泰证券研究所（注：其中海尔含卡萨帝）

图表 18: 冰箱 CR4 线下份额一览


来源：奥维云网、中泰证券研究所（注：其中海尔含卡萨帝）

②再谈弹性：从冰箱业务占比看，美菱、海尔为最直接标的；从利润弹性上看美菱等二线标的更优。

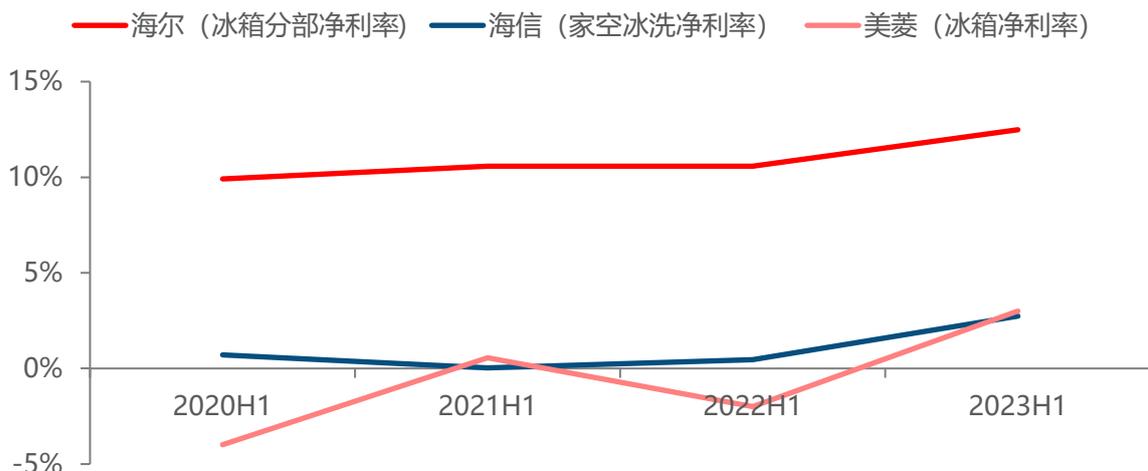
从业务纯度上看，冰箱 CR4 中，仅海尔、美菱冰箱业务收入占比超过 30%。

图表 19: 23H1 白电公司各项业务收入占比

公司	冰箱	洗衣机	空调	其他
海尔智家	31%	21%	21%	27%
美的集团	18%		33%	49%
海信家电	27%		49%	24%
长虹美菱	33%	4%	55%	8%

来源：公司公告、中泰证券研究所

观察 23H1 各公司冰箱业务净利率：均有一定幅度提升。其中美菱冰箱业务利润率的提升幅度相对其他公司预计更大。作为二线品牌，美菱、海信的净利率弱于海尔，但也容易释放成行业红利期的更大弹性。

图表 20: 白电品牌公司冰箱业务净利率 (估算)


来源: 公司公告、中泰证券研究所 (注: ①海尔取冰箱分部净利率; ②海信未单独披露冰箱业务, 用家空冰洗利润率代表趋势, 该利润率用总收入利润-中央空调、三电所得的收入利润估算; ③美的冰箱净利率为估算: 利润为总利润-空调、日电、中科美的等子公司利润计算, 收入为披露的冰箱收入-中科美的收入。)

从具体的业绩增速上看, 2023 年二线白电的表现也相当喜人。且从拆分看: 预计冰箱的利润贡献可观。以长虹美的为例, 市场多关注到 2023 年炎夏下公司空调业务收入增长亮眼, 但我们预计从利润角度看, 冰箱业务的贡献是利润提升的核心驱动。结合 23H1 看, 我们预计冰箱业务为美的归母净利润贡献 2 亿左右同比增量, 贡献度大于空调。海信家电家空冰洗业务利润亦有较好增长, 预计其中冰箱也有较好贡献。

图表 21: 长虹美的分业务收入、利润预计拆分

单位: 亿元		2022H1	2023H1
空调	收入	54	70
	归母净利润	1.1	2.0
冰箱	收入	36	42
	归母净利润	-0.8	1.2
其他	收入	12	16
	归母净利润	0.3	0.4
合计	收入	102	128
	归母净利润	0.6	3.6

来源: 公司公告、中泰证券研究所 (注: 利润为参考各业务子公司利润情况做预计拆分, 仅代表大体趋势, 存在误差风险)

图表 22: 海信家电分业务收入、利润预计拆分

单位: 亿元		2022H1	2023H1
中央空调	收入	100	111
	归母净利润	6.5	8.1
家空冰洗	收入	227	259
	归母净利润	1.1	7.1
三电等其他	收入	56	60
	归母净利润	-1.4	-0.2
合计	收入	383	429
	归母净利润	6.2	15

来源: 公司公告、中泰证券研究所 (注: 利润为参考各业务子公司利润情况做预计拆分, 仅代表大体趋势, 存在误差风险)

总结以上观点:

①竞争角度看: 龙头海尔份额优势领先, 二线海信、美的已经开启追赶步伐。参考嵌入式冰箱各品牌份额及渗透率可见, 龙头海尔为嵌入式冰箱行业先发者, 红利已有充分体现; 二线海信、美的 23 年开始加大追赶力度, 预计 24 年仍在红

利期，均价有望持续释放出弹性。

②**利润角度看：二线基数更低，利润弹性更大。**海尔冰箱预计已实现接近双位数净利率水平，但海信、美菱等冰箱业务净利率预计仍在中小个位数，存在较大追赶空间。尤其在行业产品进步红利期，二线更容易释放出更大弹性。

话题展开：上述二线白电的利润释放，除了冰箱产品升级外，持续多元化、碎片化的渠道变化也带来了更多机会——KA式微，新渠道崛起，对二线白电的利润形成利好。

回顾家电自 2018 年的渠道变迁：电商兴起，冲击了全国连锁 KA 和专卖店业态。过去家电渠道的传统格局是线下为主，其中 KA 占领一二线，专卖店铺主打三四线；但电商对这一业态形成强烈冲击。

参考奥维数据，2018-2022 年间，随电商（含下沉店）兴起（占比从 25-30% 抬升至 50%），明显受冲击的是以苏宁国美为代表的全国 KA（从 18% 下滑至 10%，且预计 2023 年进一步明显收缩），以及品牌专卖店（从 30-35% 下滑至约 15%）。

图表 23：家电行业渠道销售额占比变迁

渠道分类		2018	2022
线上	电商（含下沉）	25%-30%	50%
	直播电商	0	3%
	线上合计	25%-30%	53%
线下	KA-全国连锁	15%-20%	10%
	KA-地方连锁+百货商超	16%-19%	16%-18%
	专卖店等	30%-35%	14%-16%
	精装、家装等	4%-9%	5%
	线下合计	70%-75%	47%

来源：奥维云网、中泰证券研究所（注：KA-地方连锁+百货商超含奥维口径的 TOP 渠道、超市等；精装、家装渠道含工程、家装等；奥维除 KA、精装家装外的线下渠道我们归类为专卖店等）

渠道的变化如何影响品牌？过去专卖+KA 的业态对应着对高坪效的强势要求，显著利好一线品牌。对于二线品牌而言：

- **专卖店（三四线市场）：**大量二线品牌品类布局不充分（没有美的、海尔的全品类布局），单一品类又品牌力有限（没有格力在空调单品领域的极强品牌地位），难以支撑起专卖店的坪效要求。大多二线品牌的专卖店都集中在自己的区域强势地区，难以实现全国性铺开。
- **KA 渠道（一二线市场）：**二线品牌由于难以支撑一二线市场专卖店坪效，线下渠道必须依附于 KA，导致产业链地位低，在价格/账期谈判上往往弱势，

普遍难以真正在 KA 渠道获利。

总结看，之前渠道环境下，二线品牌产生的问题：①空白区域多、无力开拓；② KA 强势下线下净利率水平低、账期长周转弱。

但当前 KA 的式微以及电商及其下沉渠道的崛起可能颠覆这一传统。过去低利润率的 KA 所承载的人流量/需求开始被电商等新业态分流，而电商对于一、二线品牌在区域布局、渠道加价、账期谈判上都是一个较 KA 更平等的对手方。①有利于二线品牌的利润率向上回升。②有利于二线品牌从局限在区域性品牌，变为借电商下沉渠道逐步开启全国性的布局。当然从节奏上看：预计利润的回升逻辑更顺畅，份额的提升仍需要看品牌力的构建。

2023 年，KA 的加速回落，新渠道的快速分流预计也加速了我们上文所述的二线品牌利润回升。当前国美在全国大中城市的门店逐步关停，苏宁也开始逐步转向轻资产运营的零售云店，KA 主导家电流通的市场大幕已逐步落下，过去被压制的二线品牌也迎来了向上的机会。

综上所述：在产品创新带来的冰箱行业机会、以及 KA 式微带来的新渠道环境下，我们预计当前二线品牌有望释放出更强的盈利弹性。

二线品牌自身也处于有望兑现经营改革的提效期，内外部的影响有望形成阶段性共振。

过去的两大典型二线白电，海信家电和长虹美菱此前均为国有性质，市场一度质疑其经营的灵活性：外部给了行业性机会，公司是否能抓住？但当前看，我们认为两家公司都有足够的改革动能和向上预期抓住本轮竞争红利。

先谈海信家电：经营向上进行时，混改后红利持续强势释放。公司 2020 年开启混改，2023 年初推出市场期待已久的员工持股和限制性股票激励计划，历时一年激励效果显著，以利润率为代表的经营质量已出现大幅改善。

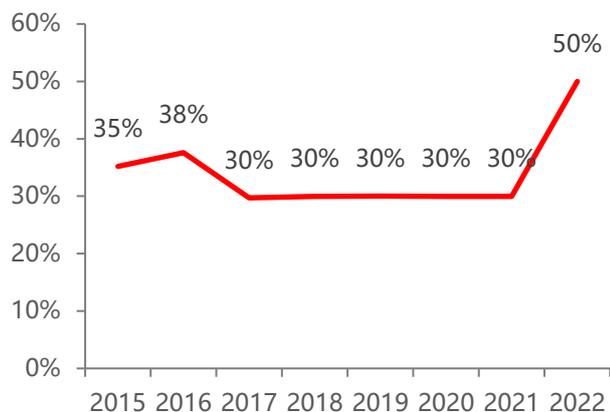
2024 年初，公司再推新一期激励计划，锚定未来三年约 CAGR15% 的增长目标，改革红利有望持续释放。

再看长虹美菱：长虹系董事长新官上任，潜在变化亟待开启。2023 年 7 月，长虹集团（长虹美菱母公司）迎来新董事长柳江。柳江总为政府出身背景，在当前国企改革浪潮下，我们期待看到未来长虹系的下一步蜕变与转型。

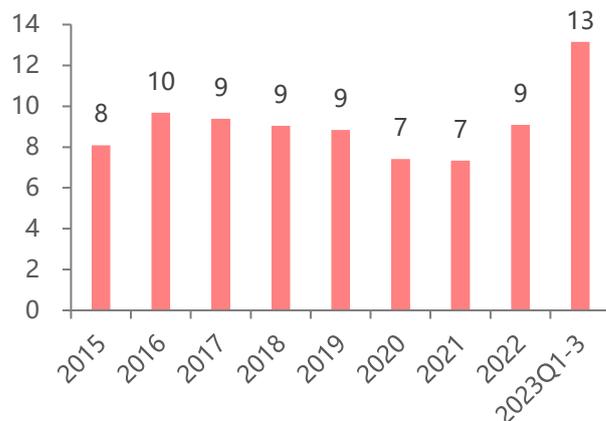
此外，改革利益理顺后，我们预计二线白电分红率也能获得一定提升，对中长期估值有利好。

以海信家电为例：2022 年度公司分红率提升至 50%，较此前年度出现大幅跃升。

而从长虹美菱看：公司过去 2015-2021 年间每年分红约在 0.5 亿元上下，2022 年业绩较好分红提升至 0.9 亿元（分红率 38%）。2023 年公司业绩表现较好，账上未分配利润出现大规模跃升。若公司利益理顺，提升分红金额的潜在空间较大。

图表 24: 海信家电分红率在 22 年上升至 50%


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 25: 长虹美菱账上未分配利润空间较大 (亿元)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

总结看: 当前外部环境已带来较好的向上机会, 未来二线若持续优化“治理”和“分红”两大掣肘, 除经营质量外, 也有望带来估值中枢的抬升空间。

短期以冰箱为切口, 我们期待看到海信家电、长虹美菱在业绩上明年持续享有行业红利; 以中期渠道变革和公司提效为基础, 我们期待看到二线白电经营质量和估值获得持续性的中期提升。

3、投资建议

我们当前持续看好二线白电，基于以下理由：

天时：冰箱的嵌入式产品当前在高速渗透期，预计将拉动明年行业均价有较好增长。在冰箱行业格局较优的前提下，我们认为产品升级能转化成公司的业绩释放。

地利：渠道的变革短期利好二线。过去一线品牌打造的 KA+专卖店为主的渠道模式逐步被电商替代，电商作为更平等的渠道带来了二线品牌份额和盈利更好的机会。2023 年 KA 更开始加速下滑，渠道红利进入加速期。

人和：二线白电当前存经营改善的改革预期，利润率和经营质量有望逐步上行。治理和分红的优化有望带来更优的估值中枢。

同时也持续看好一线白电龙头海尔智家：内销主业冰箱进入红利期，卡萨帝调整完成、恢复向好；海外有望受益美国降息后地产修复，同时欧洲区有望持续整合提效、贡献利润增量。

投资建议：推荐改革红利持续释放的海信家电，冰箱龙一海尔智家，关注潜在变化在路上的长虹美菱。以上白电公司估值均处于低位，存在向上空间，并持续期待业绩稳健释放。

图表 26：盈利预测及估值情况

公司	市值 (亿元)	收入 (亿元)			归母 (亿元)			收入增速		利润增速		PE	
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023	2024
海信 家电	342	741	854	937	14	28	32	15%	10%	97%	15%	12	11
海尔 智家	2135	2435	2637	2846	147	168	192	8%	8%	14%	14%	13	11
长虹 美菱	82	202	243	272	2	6.3	7.5	20%	12%	157%	20%	13	11

来源：wind、中泰证券研究所（市值取自 2024 年 2 月 20 日，长虹美菱盈利预测取 wind 一致预期、其余为中泰预测）

4、风险提示

1、新品渗透不及预期的风险。

本文预计嵌入式冰箱为冰箱行业产品变革的明显趋势，但存在消费环境压力下，行业产品升级表现不及预期的风险。

2、竞争格局收紧的风险。

本文预期冰箱行业明年大概率 CR4 携手提价，助力行业利润释放；但也存在弱行业环境下，龙头加大份额诉求，竞争格局收紧的风险。

3、二线企业经营提效不及预期的风险

我们预计二线企业存在持续的改革提效预期，但内部提效进度难以准确量化监控，存在内部改革进度与预期不匹配的风险。

4、第三方数据失真

本文采用较多奥维云网等第三方数据对行业进行描摹，存在第三方数据失真或样本统计有限，导致行业判断存在明显误差的风险。

5、研报使用信息更新不及时风险

本文部分数据、信息来源为第三方媒体、产业调研等，存在所引用信息未及时更新，未能反映当前最新情况的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。