



国企改革提升效率，扬帆出海开拓市场

——长虹集团改革历程及投资机会研究

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 2019-2023年，长虹系旗下主要上市公司归母净利润 CAGR 均超过 80%，业绩增速显著高于行业，公司盈利质量提升明显，我们认为这与集团一系列改革措施密不可分；2) 国企改革的契机下，长虹集团作为现在唯一的国有家电集团，国企改革为集团发展提供了关键的方向性指导；3) 长虹集团具有丰富的出海经验，国内市场家电保有量的见顶凸显了海外市场尤其是新兴市场的重要性，长虹集团有望凭借先发优势迎来高速发展。
- 长虹系业绩改善明显，仍有成长空间。** 自 2019 年至 2023 年，长虹美菱、长虹华意、四川长虹的归母净利润复合增长率分别为 90.4%、85.4%、83.6%，在中万分类家电行业中分别排名第三、第五及第六。作为综合型跨国家电企业集团，四川长虹及其家电业务子公司皆表现出明显的业绩改善，我们认为其改善背后一定存在集团层面改革的共因，因此应当以长虹集团为主体进行系统性研究，但横向对比来看，长虹集团各项业务盈利能力相较于同业仍存在提升空间，各业务单元内部提升是长虹集团未来增长的主要动力。
- 把握国企改革契机，内部提效明显。** 自 1984 年国企改革开展以来，已经历了两权分离、国资监管等一系列改革措施，长虹集团作为四川省工业龙头，始终在国企改革的推进中积极响应，从经营、管理层面做出多项改革。聚焦 2020 年以来的国企改革三年行动，长虹集团将各家电业务单元的销售渠道、物流运输进行统筹管理，提升交付速度、周转效率，订单交付周期自过去的 49 天缩短至 11 天，因此大幅降低了元器件、产成品库存和资金占用，降低了存货跌价风险，释放利润空间；彩电、空调代工业务的发展提高了产能利用率，放大采购规模优势。内部提效释放了长虹系公司的盈利能力，我们认为后续仍可通过统一采购进一步提效，品牌定位及产品结构也仍有升级空间。
- 新兴市场贡献出海动能，长虹系具有先发优势:** 从全球家电市场来看，以亚非拉美为代表的新兴市场相较于以欧美日韩为代表的成熟市场而言，表现出更高的规模增速，成为全球家电市场增长的主要动能，因此把握新兴市场成为家电出海这一长期课题的重点。新兴市场的家电行业竞争格局相较于成熟市场也更加分散，为中国家电企业的介入提供了空间。长虹作为中国最早一批出海的家电企业，其具有大规模、高度标准化的制造能力，在多年出海的过程中也积累了丰富的多元出海方案，我们认为长虹系在针对新兴市场的出海方面具有先发优势。
- 投资策略与重点关注个股:** 我们认为，家电行业内销需求在“以旧换新”政策催化下有所刺激，外销则凭借其全球化的制造优势、规模优势得以实现家电中长期维度上的出海发展，因此给予家电行业“强于大市”评级。四川长虹作为综合性家电跨国集团，产品涵盖空调、冰箱、洗衣机、电视等主流家电产品。过去长虹内部通过对不同业务单元的销售渠道、物流运输进行统一管理，提高了交付速度、周转效率；通过家电代工业务提高产能利用率，同时在采购端放大了规模优势。外部来看，长虹美菱持续优化产品结构、提升品牌定位，长虹华意的冰压产品通过提升变频、商用的占比来改善盈利能力。我们认为长虹系在针对新兴市场的出海方面具有先发优势，产品定位仍具有提升空间，内部管理也有加强统一采购以提效的操作空间。推荐关注冰箱均价提升明显，海外业务高速发展的长虹美菱 (000521.SZ)；以及产品结构持续升级，利润空间不断释放的冰压龙头长虹华意 (000404.SZ)。
- 风险提示:** 出海不及预期风险、竞争加剧风险、原材料涨价风险、汇兑风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000521	长虹美菱	9.6	买入	0.72	0.81	0.92	13.34	11.85	10.43
000404	长虹华意	6.73	持有	0.52	0.69	0.80	12.93	9.75	8.41

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

联系人: 方建钊
电话: 18428374714
邮箱: fjj@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

股票家数	91
行业总市值(亿元)	18,883.07
流通市值(亿元)	16,842.18
行业市盈率 TTM	14.9
沪深 300 市盈率 TTM	12.9

相关研究

- 家电行业: 以旧换新促内销, 扬帆出海求增量 (2024-10-02)
- 家电行业 2024 年中期投资策略: 百舸争流千帆竞 出海扬帆奋者先 (2024-07-05)
- 家电行业 2023Q4 机构持仓分析: 外销表现优于内销, 2024 寻求突破 (2024-02-05)
- 家电行业 2024 年投资策略: 平流稳进, 寻求突破 (2023-12-07)
- 家电行业 2023 年三季度报总结: 外销增长亮眼, 盈利持续向好 (2023-11-06)

目 录

1 长虹改革进行时，家电集团砥砺前行	1
1.1 长虹系业绩改善明显，多项指标有所提升.....	1
1.2 发展脉络：彩电立业，多元化发展，聚焦主业.....	1
2 把握国企改革契机，长虹内部提效明显	5
2.1 鉴古观今：国企改革持续推进，考核指标多次迭代.....	5
2.2 多业务单元统筹管理，积极改进交付效率.....	8
2.3 提升产能利用率，放大采购规模优势.....	11
2.4 国企改革方兴未艾，产品升级大有可为.....	13
3 乘出海东风，家电航母再启航	21
3.1 中国家电优势明显，出海为历史使命.....	21
3.2 新兴市场表现优于成熟市场，贡献出口动能.....	24
3.3 新兴市场为中国家电出口提供优质土壤.....	27
3.4 长虹出海经验丰富，多元模式切入新兴市场.....	30
4 重点关注公司	33
4.1 长虹美菱：二线白电龙头，品牌、产品双升级.....	33
4.2 长虹华意：发挥冰压龙头优势，结构升级释放利润空间.....	35
5 投资建议	39
6 风险提示	39

图 目 录

图 1: 四川长虹系公司归母净利润改善明显 (亿元)	1
图 2: 四川长虹分部税后净利润	1
图 3: 公司发展历程	2
图 4: 公司股权结构	4
图 5: 董事长变更情况梳理	4
图 6: 我国国企改革历程	6
图 7: 国企改革要求变化梳理	6
图 8: 家电行业利润总额增速情况 (整体法)	7
图 9: 家电行业净资产收益率情况 (整体法)	7
图 10: 家电行业营业现金比率 (整体法)	7
图 11: 家电行业资产负债率 (整体法)	7
图 12: 家电行业研发费用率 (整体法)	8
图 13: 家电行业人均创收 (万元/人, 整体法)	8
图 14: 2015 年共同设立智易家	9
图 15: 2015-2022 年智易家营收情况	9
图 16: 长虹民生股权结构	9
图 17: 2015-2023 年长虹民生营收及关联销售情况	9
图 18: 长虹营运改革梳理	10
图 19: 长虹黑电存货周转率及海信视像的对比	10
图 20: 白电存货周转率对比	10
图 21: 白电应收账款周转率对比	10
图 22: 长虹黑电存货变化情况 (亿元)	11
图 23: 黑电财务费用对比 (亿元)	11
图 24: 2000-2023 年中国彩电保有量 (台/百户)	11
图 25: 2000-2023 年中国空调保有量 (台/百户)	11
图 26: 2000-2023 年中国冰箱保有量 (台/百户)	12
图 27: 2000-2023 年中国洗衣机保有量 (台/百户)	12
图 28: 全球彩电市场基本饱和, 大屏化趋势明显	12
图 29: 彩电竞争加剧, 催生 ODM 需求	12
图 30: 2019-2023 年黑电代工出货量及同比情况	13
图 31: 2018-2023 年白电出货量及同比情况	13
图 32: 2019-2023 年家电国企归母净利润同比增长率	14
图 33: 混改后海信集团股权结构	15
图 34: 黑电毛利率情况对比	18
图 35: 黑电净利率情况对比	18
图 36: 彩电产品均价对比 (元/台)	18
图 37: 空调毛利率情况对比	19
图 38: 空调经营净利率情况对比	19
图 39: 空调产品均价对比 (元/台)	19

图 40: 冰洗毛利率情况对比.....	20
图 41: 冰洗经营净利率情况对比.....	20
图 42: 冰箱产品均价对比 (元/台).....	20
图 43: 2022-2023 年冰箱产品均价同比增速对比.....	20
图 44: 2020 年至今中国家电出口金额及占比 (亿美元).....	21
图 45: 申万分类下, 家电行业出口占比排名第二.....	21
图 46: 2023 年及 2024 年上半年我国家电出口目的地金额及同比.....	22
图 47: 2017-2027 (E) 年全球家电市场区域结构 (亿元).....	22
图 48: 2017-2027 (E) 年全球家电市场品类结构 (亿元).....	22
图 49: 中国空调产能全球占比.....	23
图 50: 中国冰箱产能全球占比.....	23
图 51: 中国洗衣机产能全球占比.....	23
图 52: 中国彩电产能全球占比.....	23
图 53: 家电零部件产量全球占比高.....	24
图 54: 中国家电具有毛利率优势.....	24
图 55: 家电出口“一带一路”金额增长迅速 (亿美元).....	24
图 56: 2023 年各国家 (地区) 大家电销量情况 (台/千户).....	25
图 57: 近五年各国家 (地区) 大家电销额增速情况.....	26
图 58: 分地区白电出口情况 (亿元).....	26
图 59: 空调产品外销增速对比.....	27
图 60: 冰箱产品外销增速对比.....	27
图 61: 2023 年各国家 (地区) 大白电前五大公司份额 (%).....	27
图 62: 2023 年各国家 (地区) 黑电前五大公司份额 (%).....	28
图 63: 中国彩电出货量及 LCD 面板出货量占比提升.....	29
图 64: 2023 年各国家 (地区) 大家电均价情况 (美元/台).....	30
图 65: 四川长虹出海历程和海外营收占比.....	31
图 66: 不同地区采取不同出口模式.....	32
图 67: 四川长虹全球布局.....	32
图 68: 长虹美菱发展历程.....	33
图 69: 一个目标、三条主线.....	33
图 70: 2018-2023 年长虹美菱营收情况 (亿元).....	34
图 71: 2018-2023 年长虹美菱业绩情况 (亿元).....	34
图 72: 长虹美菱分部营业利润情况.....	34
图 73: 长虹美菱营收结构拆分 (亿元).....	35
图 74: 长虹美菱内外销拆分 (亿元).....	35
图 75: 长虹华意发展历程.....	36
图 76: 公司压缩机销量 (万台).....	36
图 77: 2018-2023 年长虹华意营收情况.....	37
图 78: 2018-2023 年长虹华意业绩情况.....	37
图 79: 2018-2023 年长虹华意营收结构 (亿元).....	37
图 80: 长虹华意经营主体梳理.....	37
图 81: 长虹华意商用、变频结构占比.....	38

图 82: 长虹华意盈利能力稳定提升.....	38
图 83: 长虹华意股权激励考核目标.....	38
图 84: 长虹华意股权激励计划执行情况.....	38

表 目 录

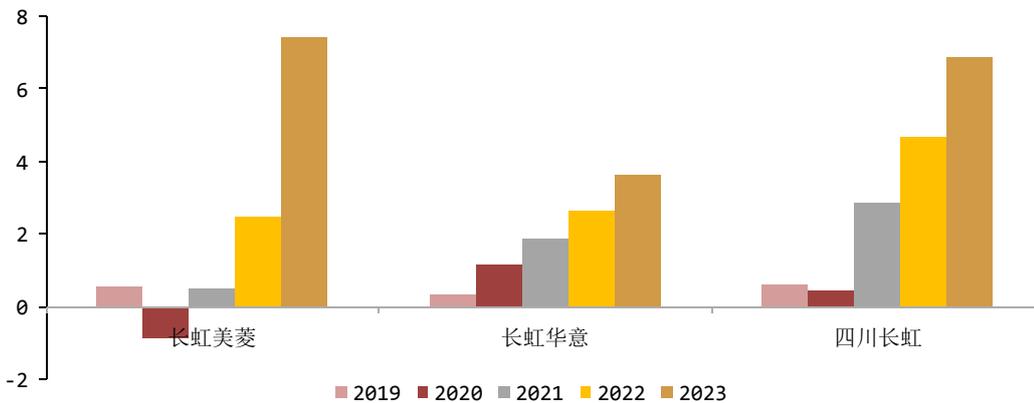
表 1: 公司主要业务结构.....	3
表 2: 家电国企梳理 (申万行业分类)	13
表 3: 混改后海信家电高管团队.....	15
表 4: 海信家电员工持股及股权激励计划.....	16
表 5: 长虹集团改革内容及细则	17
表 6: 长虹集团“十四五”发展战略.....	17
表 7: 2023 年全球主要市场家电渗透率情况.....	25
表 8: 全球前十大彩电专业代工厂及出货规模 (百万台)	29
表 9: 长虹美菱盈利预测与估值.....	35
表 10: 长虹华意盈利预测与估值.....	38
表 11: 重点关注公司盈利预测与评级	39

1 长虹改革进行时，家电集团砥砺前行

1.1 长虹系业绩改善明显，多项指标有所提升

2019-2023年间长虹美菱、长虹华意、四川长虹的归母净利润的复合增速分别为90.4%、85.4%、83.6%，在申万分类家电行业中分别排名第三、第五及第六。作为综合型跨国家电企业集团，四川长虹及其家电业务子公司皆表现出明显的业绩改善，对其业绩改善的内生动因研究也将成为家电行业研究中不可略过的重要课题。

图1：四川长虹系公司归母净利润改善明显（亿元）



数据来源：各公司公告，wind，西南证券整理

从分部经营情况来看，改善动力主要来自于集团主体的黑电业务、以长虹美菱为载体的白电业务以及以长虹华意为载体的压缩机业务。因此，我们在研究四川长虹业绩改善的历史动因以及未来空间时，也将围绕这三大业务主体进行展开，藉此寻找家电集团在当下的核心定位。

图2：四川长虹分部税后净利润

(亿元)	彩电	ICT	中间产品	白电	压缩机	房地产	特种业务	手机	其他	分部间抵消	合计
2023	1.0	3.3	1.0	7.3	5.1	-1.5	0.3	-	6.5	-5.0	18.0
2022	3.3	3.7	2.7	2.3	-	0.8	1.0	-	0.4	-2.9	11.3
2021	1.2	4.0	2.0	0.9	-	2.1	1.4	-	-0.4	-4.4	6.8
2020	-1.7	3.4	2.6	-0.7	-	0.4	1.8	-	16.0	-19.5	2.4
2019	-7.9	2.7	5.0	0.5	-	3.5	1.3	-0.3	16.6	-18.1	3.3
2018	-0.5	2.3	5.0	0.4	-	2.4	1.1	-0.7	6.3	-9.7	6.6
2017	0.9	2.3	7.2	0.5	-	0.5	-	-0.1	5.7	-10.4	6.6
2016	1.4	2.2	6.7	2.4	-	1.6	-	0.1	13.5	-16.3	11.6

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 发展脉络：彩电立业，多元化发展，聚焦主业

四川长虹电器股份有限公司由国营长虹机器厂于1988年在四川省绵阳市设立，1994年在上海证券交易所挂牌上市，发展初期以黑电业务为主，现在已发展成以家用电器业务、通用设备制造业务、ICT综合服务业务、精益制造服务业务、房地产业务以及其他特种业务等为主营业务的综合性跨国集团。

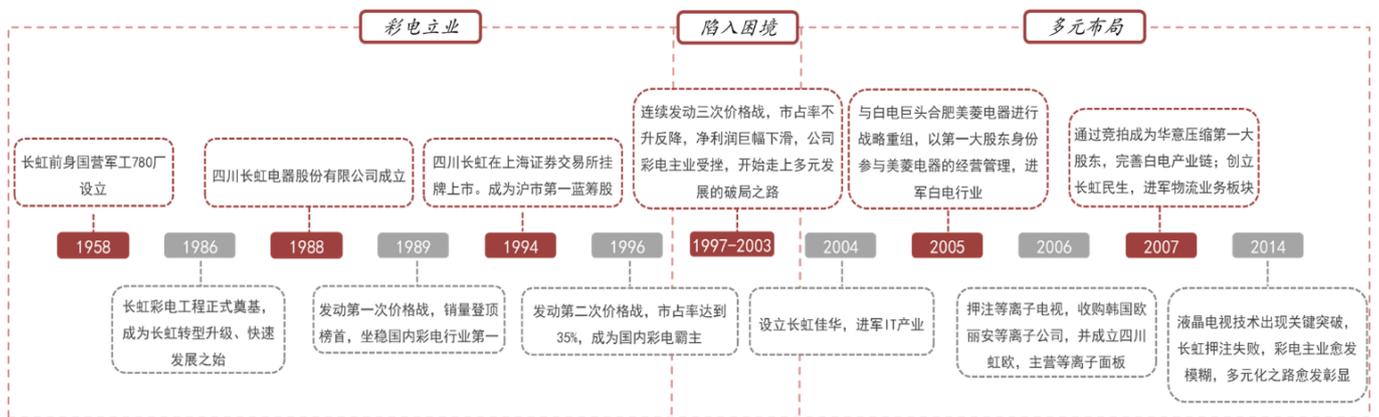
公司自区域性工厂发展至全球化企业集团，主要经历了三个发展阶段：

(1) 彩电兴业，转型发展抢滩市场：1958年，长虹前身国营780厂设立，是当时国内唯一的机载火控雷达生产基地；1972年12月，长虹第一台黑白电视机研制成功，标志着国营军工企业迈出了转型发展的第一步；1980年，长虹建立起彩电生产线并于1985年推出第一台国产化彩色电视机；1986年，长虹彩电工程正式奠基，成为长虹转型升级、快速发展的始点；1988年长虹机器厂发起的上市公司四川长虹电器股份有限公司成立，并于次年发起应对市场化竞争和国外品牌冲击的第一次价格战，依靠每台彩电降价350元迅速提升市场份额，销量登顶榜首，坐稳国内彩电行业第一，标志着国产彩电开始走出计划经济，走向市场经济。此后1992年，长虹彩电销量突破100万台；1993年，长虹自行设计制造的技术最先进的大屏幕彩电生产线建成投产；1994年，四川长虹在上海证券交易所挂牌上市；1996年，长虹发起第二次价格战，再次提升市占率，成为国内彩电行业霸主，次年市占率提升至35%。

(2) 竞争加剧，寻破局之路：1999年，面临愈加激烈的市场竞争，长虹电视份额不断丢失。在此情况下，长虹再次降价，市占率不升反降，净利润随之下滑，次年长虹发起第四次价格战，市占率回升至25%，销量重回第一，但净利润巨幅下滑；2003年，长虹发起第五次价格战，背投电视平均降幅达25%，加之海外经销商APEX公司欠缺信誉及还款能力拖欠账款，造成2004年公司巨额亏损；2006年，长虹押注等离子电视，收购韩国欧丽安等离子公司，并成立四川虹欧，主营等离子面板；2014年，因液晶电视技术出现关键突破，等离子电视行业大幅滑坡，虹欧公司面临巨大亏损，长虹出售虹欧公司，等离子战略宣告失败，长虹彩电主业标签愈发模糊，坚定走上多元化+出海的破局之路。

(3) 多元布局，持续拓展业务矩阵：2004年，长虹设立长虹佳华，进军IT产业；2005年与白电巨头合肥美菱电器进行战略重组，以第一大股东身份参与美菱电器的经营管理，进军白电行业；2007年通过竞拍成为华意压缩第一大股东，完善白电产业链，进一步提升竞争力；同年创立长虹民生，进军采购物流、生产物流、销售物流、售后物流、B2C物流及国际物流等多业务板块，为客户提供供应链一体化服务；2009年美菱收购长虹旗下空调业务完成产业重组；2013年，长虹佳华在香港上市；2016年，长虹民生在新三板上市；2022年，中科美菱在北交所上市。

图3：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

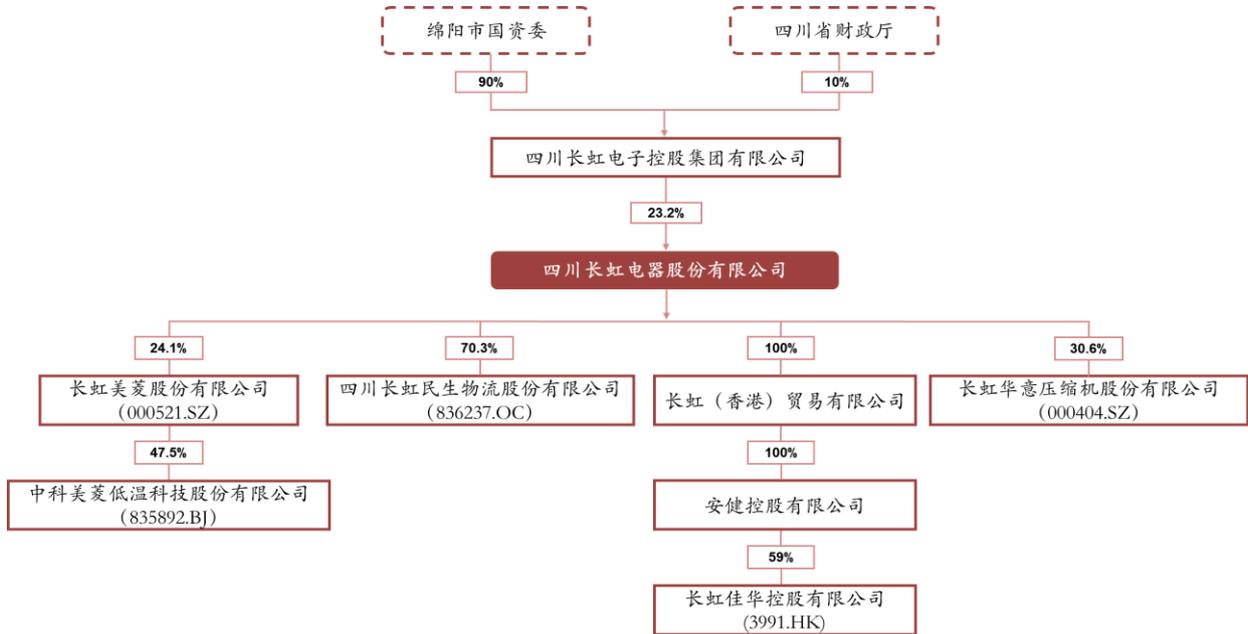
公司多元化布局产业，现已成为集消费电子、核心器件研发与制造为一体的综合型跨国企业集团，目前主营业务包括以电视、冰箱（柜）、空调、洗衣机等为代表的家用电器业务，以冰箱压缩机为代表的通用设备制造业务，以 ICT 产品分销和专业 ICT 解决方案提供为代表的 ICT 综合服务业务，以电子制造（EMS）为代表的精益制造服务业务，房地产业务以及其他相关特种业务等，盈利稳定且持续性强。

表 1：公司主要业务结构

业务	业务主要载体	介绍
黑电	四川长虹	主要包含电视的研发、制造和销售。目前旗下有以先进科技为标签，定位高端的“CHiQ”，主打年轻消费群体的“Oboni”及传统品牌“长虹”。
白电	长虹美菱	主要包含冰箱（柜）、空调、洗衣机的研发、制造和销售。冰箱（柜）、空调为美菱传统强势业务，洗衣机是美菱在综合白电领域的重要布局及白电产业新的增长曲线。
厨卫及小家电	长虹美菱	主要为厨卫大电和生活小电的研发、制造与销售，聚焦茶饮、清洁和燃热产业，通过经销或自营销售产品。
通用设备制造	长虹华意	主要为冰箱压缩机及新能源汽车空调压缩机的研发、生产及销售。旗下拥有“HUAYI”（华意）、“JIAXIPERA”（加西贝拉）、“CUBIGEL”（酷冰）等一流压缩机品牌。
ICT 产品及综合服务	长虹佳华	主要以数字化、智能化核心能力提供泛 ICT 线上线下新流通生态服务、ICT 基础设施及服务、上云云上数字智能服务。
特种业务	零八一集团	主要为特种电源业务及其他特种业务，专注于锂离子蓄电池、镍镉蓄电池、银锌蓄电池、燃料电池及其电源系统等产品的研发、生产和销售等。
中间产品	-	主要包括为家电等终端产品提供部件、模具等相关配套业务。
网络通讯终端	-	主要为集路由器、网关、光猫、机顶盒等宽带网络、物联网系统及终端产品的研发、生产、销售及服务于一体，为电信运营商、综合服务运营商、各类生态服务公司以及物联网垂直行业服务提供商等客户提供产品和服务。
物流服务	长虹民生	主要提供干线运输、仓储、装卸、区域配送、多式联运、国际货代、物流信息咨询等服务。
房地产	长虹置业	主要基于公司及下属子公司的工厂搬迁后，在属地政府的支持下，对老厂区土地实施土地变性后进行的房地产开发业务。

数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定。四川长虹电子控股集团有限公司为四川长虹最大股东，持有其 23.2% 股权，其 90% 的股份为绵阳市国资委持有，10% 股份被四川省财政厅持有，绵阳市国资委是四川长虹的实际控制人。其次，香港中央结算有限公司为公司第二大股东，持股 2%。其旗下拥有长虹美菱、长虹华意、长虹佳华、长虹民生、中科美菱等子公司，用以开展不同业务。

图 4：公司股权结构


数据来源：wind，西南证券整理

国企换帅，开启新征程。2023年7月赵勇先生因年龄原因辞去董事长，同年12月柳江先生上任。梳理公司发展历程，我们认为四川长虹在倪润峰董事长时代下，四川长虹通过多次发起价格战，抢占彩电市场份额，彼时战略目标为**“做大彩电规模”**；赵勇董事长于2004年接任后，在白电、压缩机等领域进行兼并收购，并积极推动长虹出海发展，战略目标变更为**“做大家电规模”**；随着柳江董事长上台，结合当下国企改革所提出的**“一费五率”**考核指标，我们认为长虹未来发展战略主要为**“聚焦主业，提升效率”**，表现为盈利能力的提升和业绩端的增长。

我们预计换届后张英先生将继续负责公司出口业务，而杨金先生统筹内外销，此外吴定刚先生继续负责公司白电板块。分工体系清晰化下，公司黑白电、内外销业务间将更好发挥协同效益。

柳江先生曾任绵阳市政府秘书长，我们预计在新领导班子带领下，长虹将会更聚焦于家电核心主业，也会更加重视品牌建设。

图 5：董事长变更情况梳理

姓名	任期	标志事件	战略目标
倪润峰	1985-2004	多次发起价格战，抢占市占率	彩电规模
		与APEX公司贸易	
赵勇	2004-2023	兼并收购美菱、华意等	家电规模
		主持长虹出海	
		押注等离子	
柳江	2023至今	聚焦主业，提升效率	

数据来源：公司官网，西南证券整理

2 把握国企改革契机，长虹内部提效明显

2.1 鉴古观今：国企改革持续推进，考核指标多次迭代

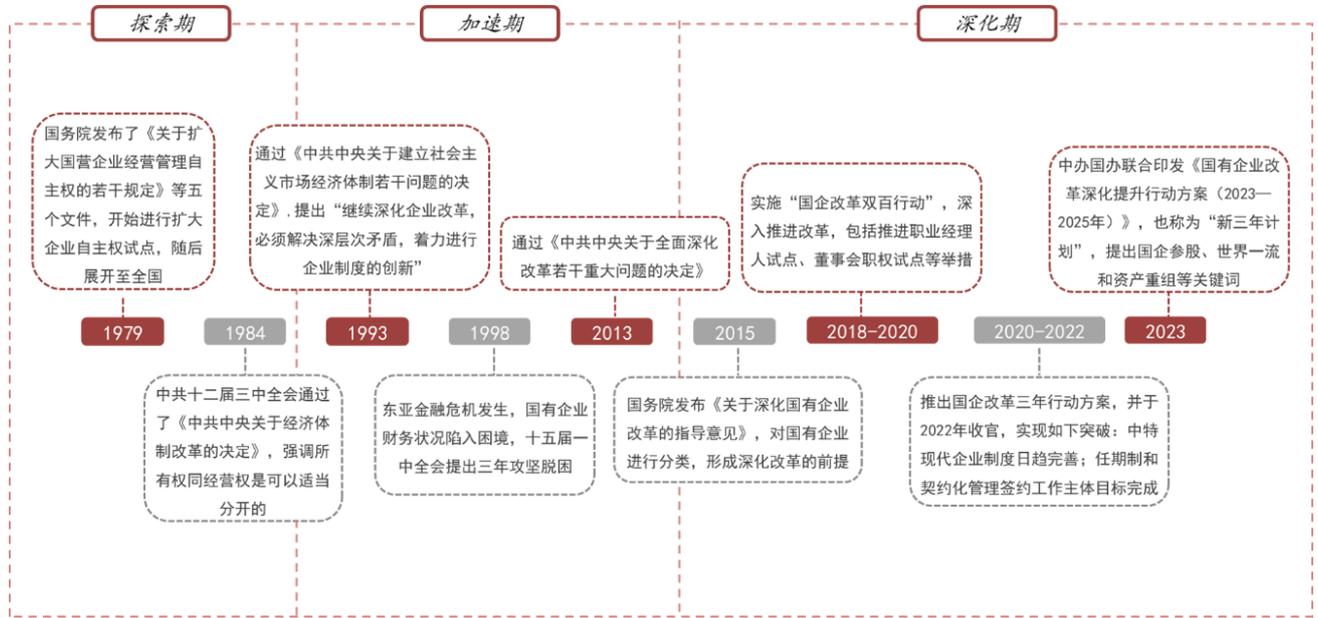
改革开放以来，以 10-20 年的时间维度去梳理我国的国有企业改革，可大致分为三个阶段：

摸索期（1978-1992 年）：1978 年改革开放以来，我国也开始进行针对国企改革的探索期，该期间针对权责制度进行梳理：**1) 放权让利：**1979 年 7 月，国务院发布了《关于扩大国营企业经营管理自主权的若干规定》等五个文件，开始进行扩大企业自主权试点，随后展开至全国，该项举措承认了国企的独立地位，减少代理问题，提高生产积极性；**2) 两权分离：**1984 年 10 月，中共十二届三中全会通过了《中共中央关于经济体制改革的决定》，《决定》强调，所有权同经营权是可以适当分开的，要使企业真正成为相对独立的经济实体，成为自主经营、自负盈亏的社会主义商品生产者和经营者，具有自我改造和自我发展的能力，国营企业开始由计划经济向市场经济转变。

加速期（1993-2012 年）：1993 年 11 月，中共十四届三中全会通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，概况了过去国企改革成果：“十几年来，采取扩大国有企业经营自主权、改革经营方式等措施，增强了企业活力，为企业进入市场奠定了初步基础”，并提出“继续深化企业改革，必须解决深层次矛盾，着力进行企业制度的创新”：**1) 三年攻坚脱困：**1998 年东亚金融危机发生，国有企业财务状况陷入困境，十五届一中全会提出三年攻坚脱困，到 2000 年底，亏损的国有企业已减少 70% 以上；**2) 加强国资监管：**随着中国加入 WTO，国企改革开始向管理体制改革侧重，通过成立国资委，明确了国有资产监管的责任主体，进一步强化了监管力度。在此基础上推进的股份制度改革、健全董事会制度、央企兼并重组等一系列改革措施，有效促进了国有经济的壮大和对国有资产的保护。

深化期（2013 年至今）：国企改革进入深水区，更加注重在监管、产权、经营等多个方面全面深化改革：2013 年 11 月，中共十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，就下一步国企改革提出新的论断，包括“积极发展混合所有制经济”、“以管资本为主加强国有资产监管”、“准确界定不同国有企业功能”、“国有企业要合理增加市场化选聘比例”等诸多重要内容；2015 年 9 月，中共中央国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，对国有企业进行分类，形成深化改革的前提；2016 年央企十项改革，发改委首批混改，混改试点逐步开启，并于 2017 年逐步铺开；2018 年-2020 年期间实施“国企改革双百行动”，深入推进改革，包括推进职业经理人试点、董事会职权试点等举措；2020 年推出国企改革三年行动方案，并于 2022 年收官，实现如下突破：中特现代企业制度日趋完善；任期制和契约化管理签约工作主体目标完成；国企创新能力得到明显加强；国企合规管理体系建设水平提高。2023 年，中办国办联合印发《国有企业改革深化提升行动方案（2023-2025 年）》，也称为“新三年计划”，提出国企参股、世界一流和资产重组等关键词。

图 6：我国国企改革历程

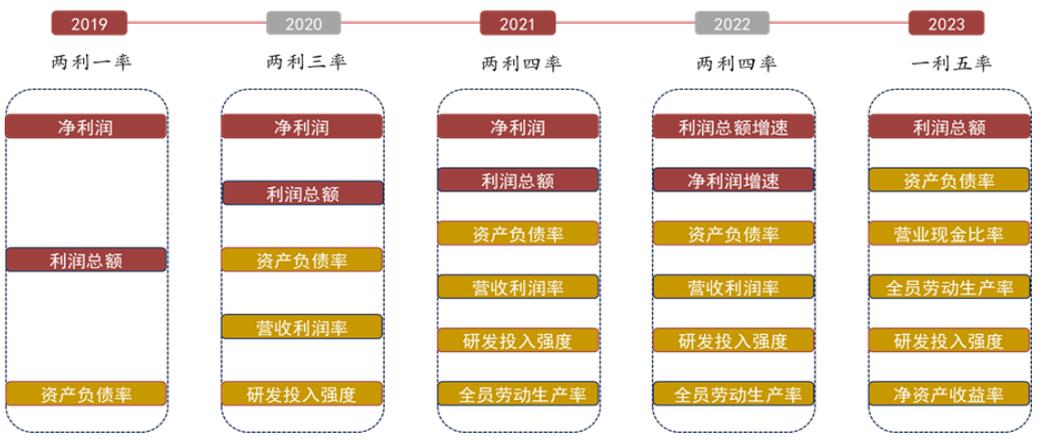


数据来源：中共中央，国务院，西南证券整理

近年来，国企改革考核体系发生多次变化，考核体系的变化体现了国资委对国企经营层面期望、要求的调整，也代表了国企未来持续发展的路径选择问题，因此，在针对家电国企的研究中，对国企考核体系变化以及国企改革抓手的研究是有必要的。在 2023 年国资委召开的负责人会议中，针对部分企业存在的回报水平不优、盈利质量不高、市场竞争力不强、创新能力不足等短板，会议确定了央企考核体系从“两利四率”调整为“一利五率”。

“一利五率”即利润总额、资产负债率、净资产收益率、全员劳动生产率、研发投入强度、营业现金比率。2023 年“一利五率”考核指标相较于 2022 年“两利四率”，对于与利润总额较为同质化的净利润调整为净资产收益率，主要考虑净资产收益率能够衡量企业权益资本的投入产出效率，反映企业为股东创造价值的能力；二用营业现金比率替换营业收入利润率指标，体现国资委更加关注现金流的安全，更加关注可持续投资能力的提升。

图 7：国企改革要求变化梳理



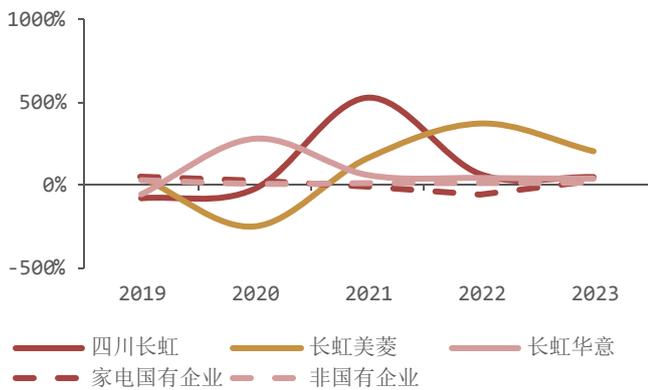
数据来源：政府网站，西南证券整理

以 2023 年更新的“一利五率”国企改革考核体系来回顾，四川长虹的考核指标整体有了明显改善，我们选取了四川长虹、长虹美菱、长虹华意三家公司与申万行业分类下家电行业中国有企业、非国有企业进行对比：

以**成长能力**来看，2019-2023 年长虹系公司业绩成长表现优于行业水平，年复合增长率水平平均达到 80%以上，而家电国有企业和非国有企业整体复合增速分别为-14.7%及 10.1%。

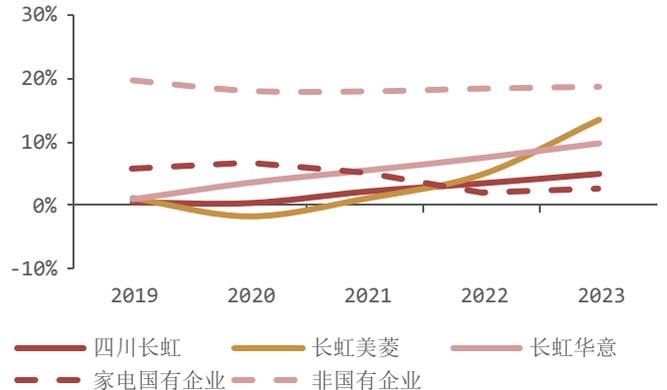
以**盈利能力**来看，长虹系公司盈利能力改善明显，2021 年前，长虹系公司盈利能力均低于家电国企整体水平，2023 年均已超过家电国企整体水平，但相较于非国有家电企业水平仍存在一定差距。

图 8：家电行业利润总额增速情况（整体法）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：家电行业净资产收益率情况（整体法）

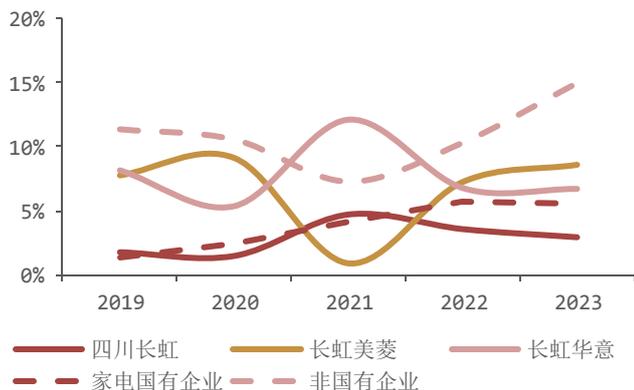


数据来源：Wind，西南证券整理

以**收益质量**来看，家电国有企业整体水平低于非国有企业，长虹美菱和长虹华意在大多数时间表现优于其他家电国企。

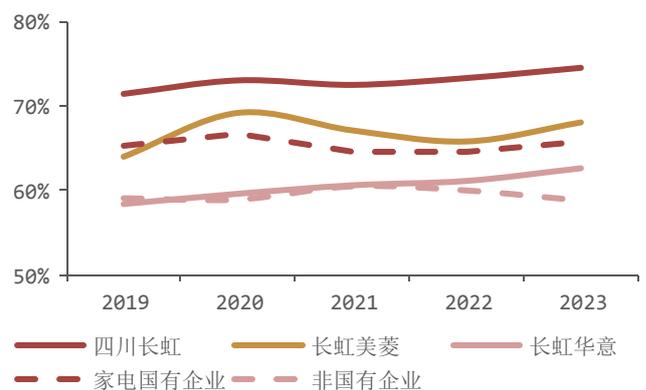
以**资本结构**来看，家电国有企业负债率高出非国有企业约 10pp，近年来长虹集团负债率有所抬升。

图 10：家电行业营业现金比率（整体法）



数据来源：Wind，西南证券整理

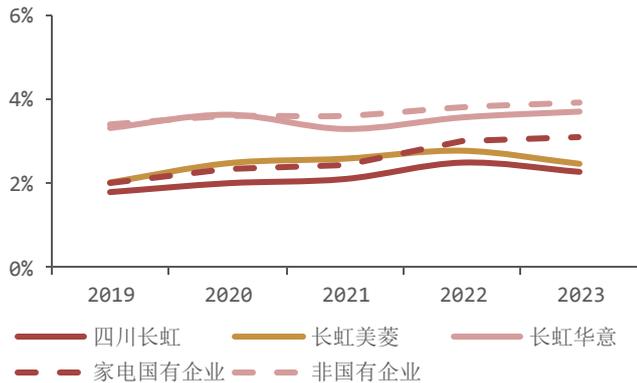
图 11：家电行业资产负债率（整体法）



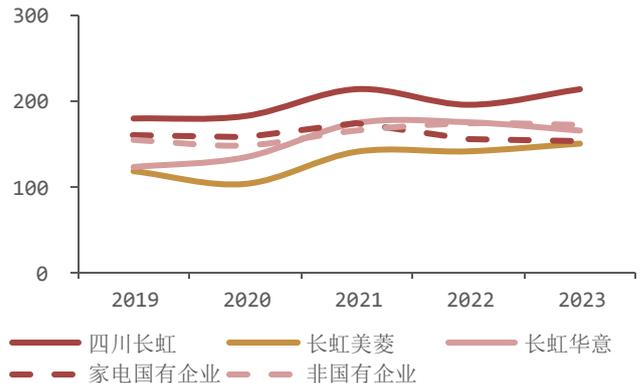
数据来源：Wind，西南证券整理

以研发投入来看，家电国有企业研发经费投入强度上弱于非国有企业，但近几年在国企改革浪潮下差距有所缩小。长虹集团中，长虹华意研发投入更高，长虹美菱及四川长虹在研发投入上有增强空间。

以全员劳动生产率来看，我们选择以人均创收指标作为参考，四川长虹人均创收表现优于行业，长虹美菱、长虹华意则与行业水平接近。

图 12：家电行业研发费用率（整体法）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：家电行业人均创收（万元/人，整体法）


数据来源：Wind，西南证券整理

综合来看，长虹集团在过去几年国企改革进程中主要表现出来较好的成长性，盈利能力实现明显改善，但相较于非国有家电企业而言仍具有一定提升空间，主要体现在提高研发投入、提升人均创收等方面。

2.2 多业务单元统筹管理，积极改进交付效率

我们认为，长虹集团改革主要通过周转效率、产能利用率等经营细节改善来释放利润空间，具体改革动作及成效如下文：

销售渠道、物流运输统筹管理，发挥协同效应。2015 年四川长虹与长虹美菱共同出资设立四川智易家网络科技有限公司，其中四川长虹持股比例为 70%，长虹美菱持股比例为 30%；2019 年 8 月长虹美菱增资智易家，增资后四川长虹、长虹美菱各自持有 50%。长虹美菱增资后逐步通过智易家开展国内白电、厨电及小家电的部分销售业务，利用前期黑电渠道优势，整合渠道资源。我们认为，智易家作为线上线下一体化 O2O 运营平台，将长虹美菱经营的白电产品交由其统一销售，能够充分利用四川长虹黑电业务的成熟渠道，发挥协同效应，提升销售效率。

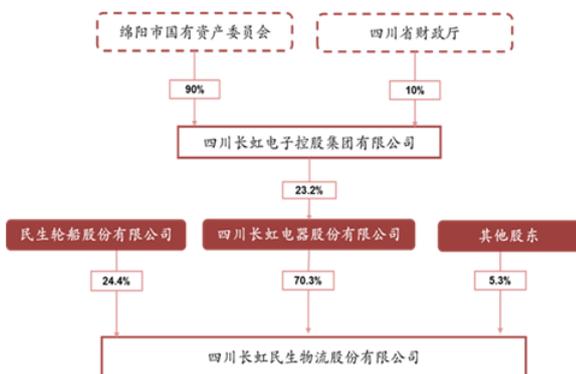
图 14：2015 年共同设立智易家



数据来源：公司公告，西南证券整理

除去销售渠道的复用外，公司产品销售过程中的物流则统一由内部物流公司长虹民生进行运输。2023 年长虹民生实现营收 21.3 亿元，其中关联销售占比为 41.1%。销售渠道、物流运输的统筹管理能够确保长虹系家电产品在终端销售、交付的高效运转。

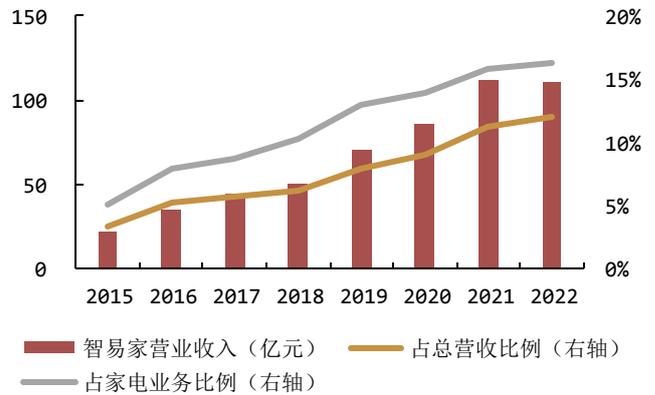
图 16：长虹民生股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

部门内部效率提升，黑电交付周期持续缩短。公司一边通过不同业务单元的渠道整合提升整体经营效率，一边也积极改进部门内部交付效率。近年来，长虹智慧显示（中国）公司大力创新推行工业互联网“C+3”运营模式，以用户订单驱动全价值链运营，快速满足用户需求，订单交付周期从 49 天缩短到 11 天，商业库存周转率提升 145%，库存成本节省近 1 亿元，提升了公司产品设计、质量管理、成本控制、产品交付及服务等方面的能力和效率。

图 15：2015-2022 年智易家营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：2015-2023 年长虹民生营收及关联销售情况

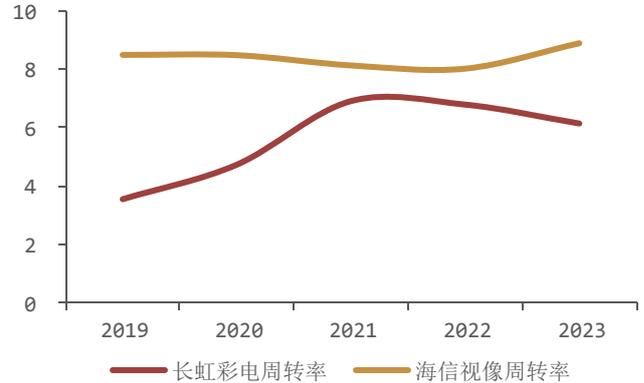


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：长虹营运改革梳理

	2019	2020	2021	2022
改革动作	整合销售渠道	SKU 缩减36%		推进C+3订单运营模式
交付时间	28天	21天	15天	优化14.2%

数据来源：公司公告，西南证券整理

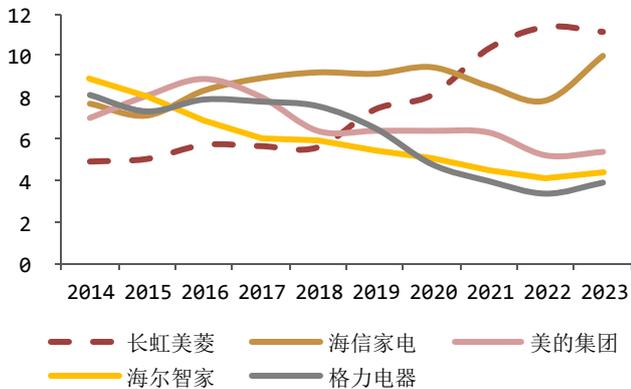
图 19：长虹黑电存货周转率及海信视像的对比


数据来源：各公司公告，西南证券整理

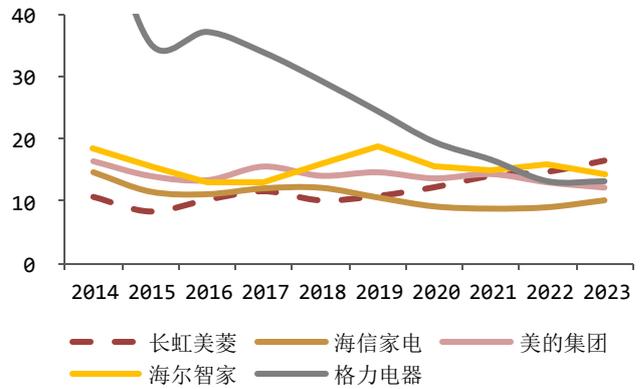
备注：长虹黑电周转率利用四川长虹口径剔除长虹美菱、长虹华意、长虹佳华、房地产口径后计算得出，仅作为趋势判断

渠道整合，改善白电营运效率。如前文我们所分析的那样，四川长虹将大家电的销售渠道整合，并由集团内的长虹民生提供物流服务，实现了从订单到物流、从信用到收款、从商务到结算的高效运转，提升了存货周转率及应收账款周转率，这一点在长虹集团的白电业务上也有所体现。

以白电业务来看，2019 年长虹美菱的存货周转效率提升明显，并在 2019-2022 年间持续提升，应收账款周转率自 2019 年开始也有了明显改善。

图 20：白电存货周转率对比


数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 21：白电应收账款周转率对比


数据来源：各公司公告，西南证券整理

彩电行业发展至今，行业利润空间薄，且受面板价格波动影响大，公司通过对多业务单元进行统筹管理，实现了周转率的改善，周转率提高也通过以下两个方面改善利润空间：

(1) 减少存货跌价准备

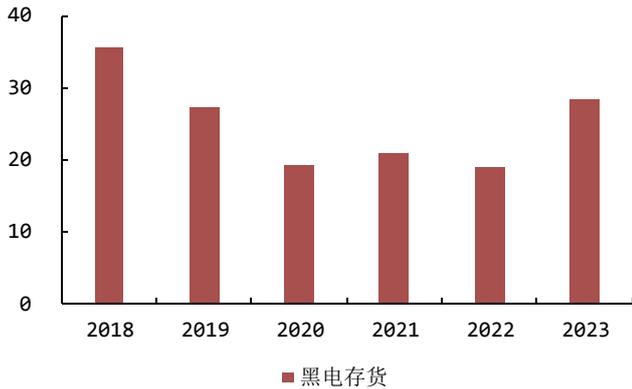
近年来，公司每年都存在 2-4 亿元的存货跌价损失，对利润水平蚕食严重，面板是彩电的主要存货成本来源，过去公司库存周转效率低下，也会相应拖累上游的采购周期、下游的成品销售周期，彩电面板价格的波动会致使公司存货价值波动，从而形成存货跌价损失。

(2) 减少现金占用

我们通过刨除其他业务的存货来估算黑电存货的变动趋势，近年来下降较为明显，占用资金差值最高可达 15 亿元，按现行利率粗略计算，对应财务费用负担约数千万元。

横向对比来看，黑电财务费用占用现象减缓后，和海信视像的财务费用差距缩小明显，财务费用压力的减小释放出 2-3 亿元的利润空间。

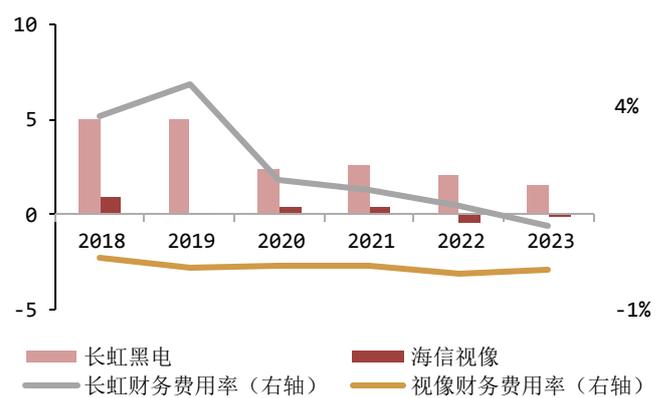
图 22：长虹黑电存货变化情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

备注：长虹黑电利用四川长虹口径剔除长虹菱菱、长虹华意、长虹佳华口径得出，仅作为趋势判断

图 23：黑电财务费用对比（亿元）



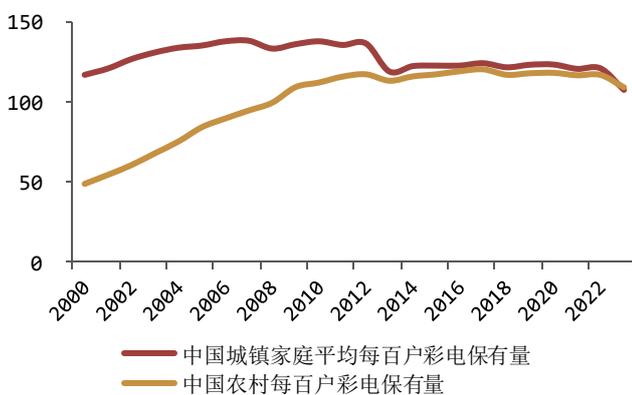
数据来源：各公司公告，西南证券整理

备注：长虹黑电利用四川长虹口径剔除长虹菱菱、长虹华意、长虹佳华口径得出，仅作为趋势判断

2.3 提升产能利用率，放大采购规模优势

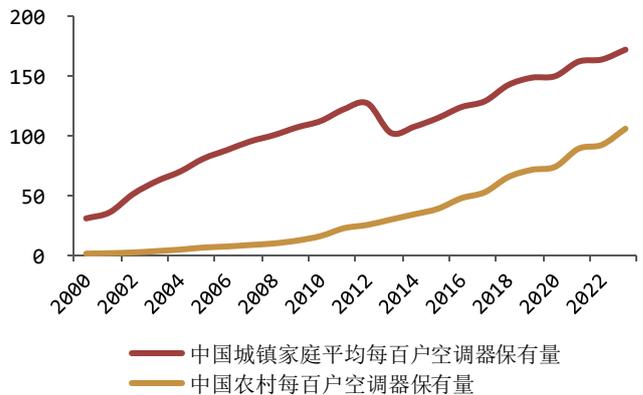
中国黑白电市场保有量见顶。随着中国“家电下乡”活动的开展，中国黑电、白电的保有量迎来快速提升，发展至今，国内家电市场已经基本饱和，开始进入存量竞争，黑电和白电也表现出不同的发展趋势。

图 24：2000-2023 年中国彩电保有量（台/百户）

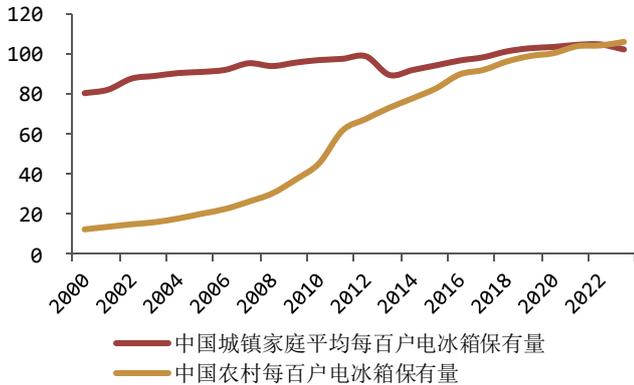


数据来源：国家统计局，西南证券整理

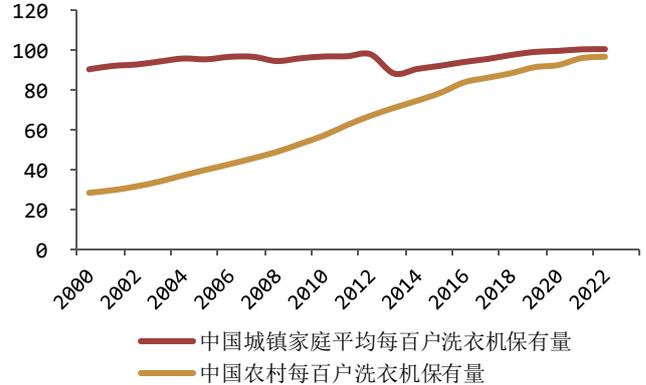
图 25：2000-2023 年中国空调保有量（台/百户）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 26：2000-2023 年中国冰箱保有量（台/百户）


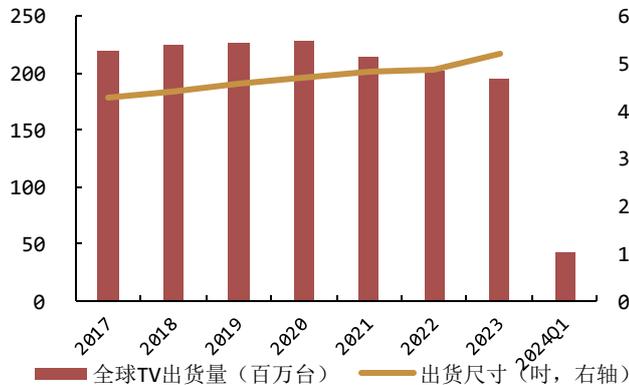
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 27：2000-2023 年中国洗衣机保有量（台/百户）


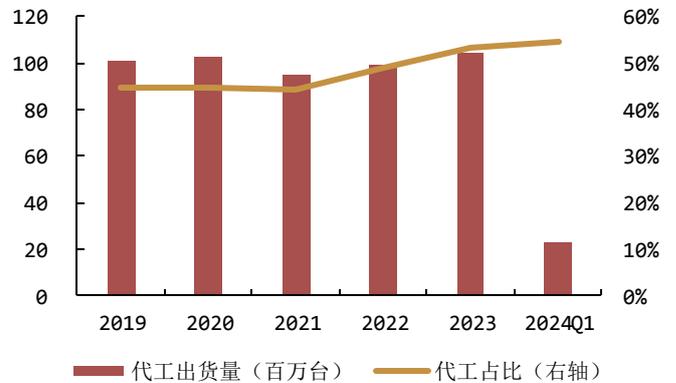
数据来源：国家统计局，西南证券整理

全球彩电销量下滑，大屏化趋势明显。从全球市场来看，自 2020 年全球彩电出货量达到 2.3 亿台高点后，开始逐年下滑。相较于销量的提升，彩电行业大屏化趋势更加明显，平均出货尺寸自 2017 年的 42.7 吋提升至 2023 年的 52.1 吋。

结构升级下竞争加剧，催生 ODM 需求。家电行业作为自动化水平高，高度成熟的制造行业，存在大量的设备投资，因此产能利用率的高低会对利润空间形成较为明显的影响。技术成熟后，彩电品牌厂商的竞争更多体现为规模制造下的同质化竞争，行业利润空间缩小，催生了规模效应更强的彩电 ODM 发展。

图 28：全球彩电市场基本饱和，大屏化趋势明显


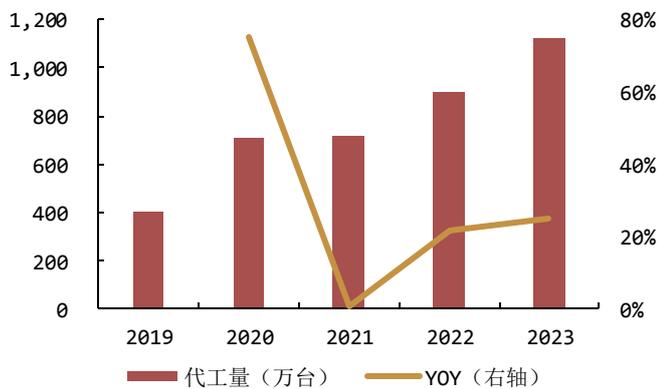
数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 29：彩电竞争加剧，催生 ODM 需求


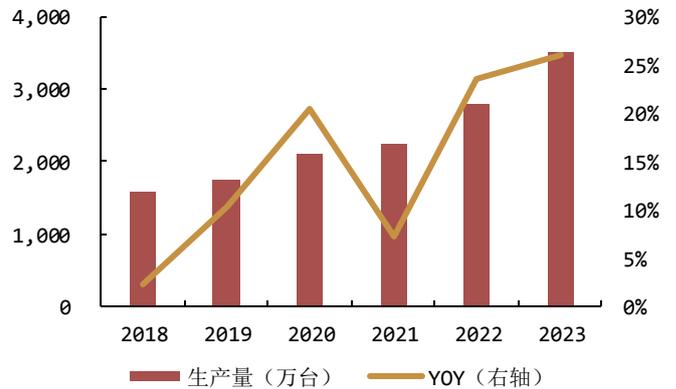
数据来源：奥维云网，西南证券整理

长虹系在黑电产品方面，通过 TV 代工业务提升产能利用率，2020 年承接沃尔玛订单实现出货量 75% 的增长，2021 年导入小米、华为等国内客户，实现产能高效利用，释放利润空间；

白电产品则主要通过为小米空调代工，在 2018-2019 年间，并未进行大规模产能扩张的背景下，生产量实现快速增长，提高产能利用率。此外，从采购端来看，产量的增长也提升了其原材料采购量，放大规模优势，形成成本优势。

图 30：2019-2023 年黑电代工出货量及同比情况


数据来源：产业在线，西南证券整理

图 31：2018-2023 年白电出货量及同比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

综上所述，我们认为四川长虹集团通过提升周转率、提高产能利用率等方式释放盈利能力，形成了过去几年中支撑公司业绩改善的主要动力。此外，公司也顺应家电出海大趋势，积极发展外销业务，外销业务增长迅速，支撑公司在过去几年实现规模增长、利润改善。

2.4 国企改革方兴未艾，产品升级大有可为

家电作为现代家庭生活的重要组成部分，不仅极大地提高了人们的生活质量，也成为衡量一个国家工业水平和民生发展的重要标志。自改革开放以来，家庭耐用消费品开始向电气化迈进，我国家电行业也迎来快速发展，开始涌现出大量家电国企，承担起带领我国家电行业发展的使命。在国有企业改革进程中，家电国企在这一过程中扮演了重要角色，国企改革不仅提高了家电国企的经营效率，还促进了产业结构的优化和升级。

截至目前，申万家电行业公司共有国资控股 14 家，其中深康佳为央企，其余 13 家则为地方国企。除此之外，格力电器、海信家电、海信视像曾作为国有企业，通过混合所有制改革，引入了非国有资本，股权结构现已变更为无实控人状态，混改改善了公司治理结构，增强了企业的市场竞争力。

表 2：家电国企梳理（申万行业分类）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	实控人属性	实控人
000651.SZ	格力电器	2209.76		
000921.SZ	海信家电	313.15		混改后无实控人
600060.SH	海信视像	203.51		
600839.SH	四川长虹	217.89	地方国资委	绵阳市国有资产监督管理委员会
002429.SZ	兆驰股份	196.47	地方国资委	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会
000801.SZ	四川九洲	82.44	地方国资委	绵阳市国有资产监督管理委员会
000521.SZ	长虹美菱	81.02	地方国资委	绵阳市国有资产监督管理委员会
000541.SZ	佛山照明	60.95	地方国资委	广东省人民政府国有资产监督管理委员会
300342.SZ	天银机电	50.62	地方政府	佛山市南海区国有资产监督管理局
600619.SH	海立股份	47.34	地方国资委	上海市国有资产监督管理委员会
000016.SZ	深康佳 A	43.56	国资委	国务院国有资产监督管理委员会

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	实控人属性	实控人
600336.SH	澳柯玛	42.61	地方国资委	青岛市人民政府国有资产监督管理委员会
000404.SZ	长虹华意	40.58	地方国资委	绵阳市国有资产监督管理委员会
300160.SZ	秀强股份	33.55	地方国资委	珠海市人民政府国有资产监督管理委员会
002676.SZ	顺威股份	28.08	地方国资委	广州市开发区国有资产监督管理局
603677.SH	奇精机械	19.37	地方国资委	宁波市人民政府国有资产监督管理委员会
002848.SZ	高斯贝尔	11.20	地方国资委	潍坊市人民政府国有资产监督管理委员会

数据来源: Wind, 西南证券整理

从家电国企业绩表现来看,近年来长虹集团和海信集团都表现出了较好的业绩成长性,2019-2023年间海信家电、海信视像归母净利润 CAGR 分别为 12.1%、39.3%;四川长虹、长虹美菱、长虹华意则分别为 83.6%、90.4%、85.4%。虽然海信集团经过混改后已经脱离国企范畴,但我们认为两大家电集团在近年来皆实行了一系列国企改革动作,也皆实现较好的业绩表现,值得将其进行对比研究,以探索长虹集团的改革动作及成效。

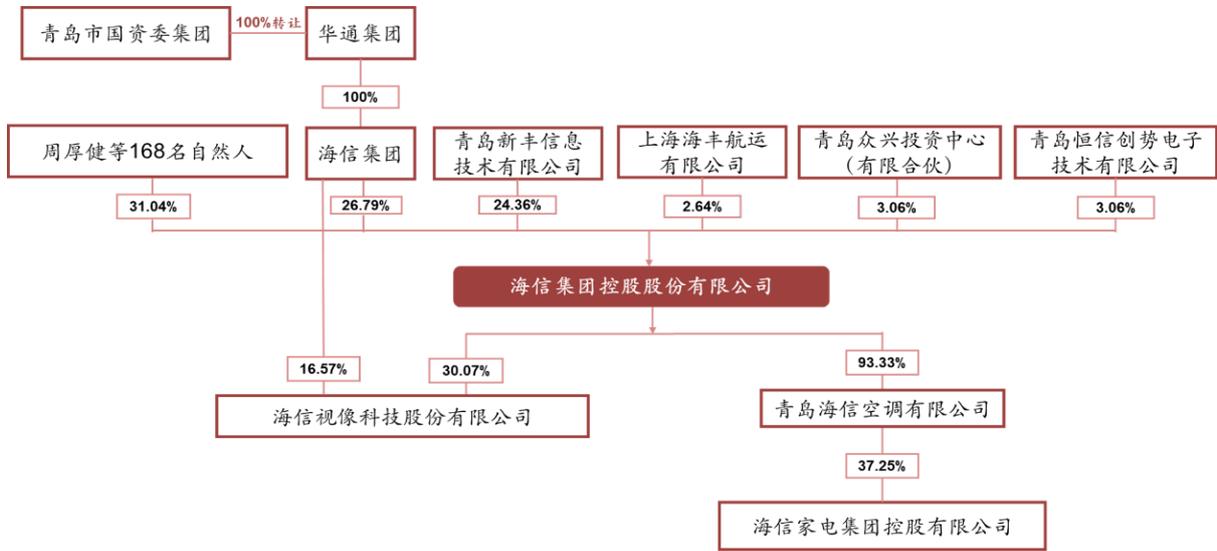
图 32: 2019-2023 年家电国企归母净利润同比增长率

家电集团	证券代码	证券简称	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
海信集团	000921.SZ	海信家电	30.2%	-12.0%	-38.4%	47.5%	97.7%	12.1%
	600060.SH	海信视像	41.7%	115.0%	-4.8%	47.6%	24.8%	39.3%
长虹集团	600839.SH	四川长虹	-81.3%	-25.1%	527.3%	64.4%	47.0%	83.6%
	000521.SZ	长虹美菱	46.0%	-251.6%	160.7%	371.2%	203.0%	90.4%
	000404.SZ	长虹华意	-57.6%	278.9%	59.8%	41.7%	37.8%	85.4%
其他	000651.SZ	格力电器	-5.7%	-10.2%	4.0%	6.3%	18.4%	4.1%
	002429.SZ	兆驰股份	151.5%	57.5%	-81.1%	244.1%	38.6%	9.1%
	000801.SZ	四川九洲	-69.4%	96.2%	88.8%	36.6%	1.2%	64.8%
	000541.SZ	佛山照明	-20.2%	7.0%	-21.1%	-23.1%	26.1%	-0.9%
	300342.SZ	天银机电	45.5%	-9.9%	-21.9%	-92.1%	319.1%	-30.6%
	600619.SH	海立股份	-8.2%	-43.0%	98.7%	-89.0%	-13.9%	-42.8%
	000016.SZ	深康佳A	-48.4%	125.3%	89.5%	-262.5%	-47.1%	-78.7%
	600336.SH	澳柯玛	176.1%	60.8%	-41.9%	-18.9%	-61.6%	-26.6%
	300160.SZ	秀强股份	153.6%	-2.4%	12.4%	34.4%	13.0%	13.6%
	002676.SZ	顺威股份	60.1%	199.7%	24.4%	24.0%	-16.8%	40.1%
	603677.SH	奇精机械	-1.8%	-26.4%	58.2%	-28.0%	8.0%	-2.4%
	002848.SZ	高斯贝尔	113.6%	-3723.7%	66.0%	95.7%	-1381.7%	-68.6%

数据来源: Wind, 西南证券整理

复盘海信集团国企改革历程,我们认为其主要通过混改优化顶层设计,激发企业活力,具体动作包含**股权混改**、**高管变更**、**股权激励**几个方面:

股权混改激发企业活力,引入战投产业协同。2020年5月,《海信集团深化混合所有制改革实施方案》获得青岛市人民政府批准,海信电子控股通过增资扩股引入战略投资者;同年12月,青岛新丰成为新的战略投资者,具备产业协同效应。混改完成后,海信电子控股旗下的海信家电、海信视像变更为无实控人状态,放大管理层话语权,激发企业活力。

图 33：混改后海信集团股权结构


数据来源：Wind，西南证券整理

配合股权混改，高管团队更替。伴随海信集团混改完成，集团层面及上市公司层面皆进行了高管团队的更换。其中：

- **集团层面：**由贾少谦接任董事长职务，于芝涛从常务副总裁晋升为集团总裁，两位70后接班人标志着海信管理层的年轻化转向，体现出集团对创新管理和组织效率提升的重视；
- **海信家电：**原总裁代慧忠与财务负责人高玉玲的回归分别担任董事长与财务总监，并聘任原海信视像副总裁胡剑涌担任总裁，聘任前海尔高管张裕欣担任董事会秘书；
- **海信视像：**聘任技术出身的李炜担任总裁。

表 3：混改后海信家电高管团队

姓名	职位	年龄	任职时间	高管介绍
代慧忠	董事长,法定代表人,非独立董事	58	2021/10/28	1966年出生,中国国籍,本科学历,历任青岛海信模具有限公司副总经理,海信视像科技股份有限公司董事、总经理,海信宽带多媒体技术(BVI)公司董事长、总裁,海信集团有限公司副总裁、高级副总裁。
胡剑涌	总裁,非独立董事	49	2023/2/28	本科学历,历任海信视像科技股份有限公司总经理助理、副总经理、总经理;海信营销管理有限公司总经理助理、副总裁。
高玉玲	非独立董事,财务负责人,总会计师	42	2021/6/25	管理学硕士,历任海信视像科技股份有限公司财务中心副总监,本公司财务负责人、总会计师,海信集团控股股份有限公司经营与财务管理部总经理、副总会计师。
张裕欣	董事会秘书	/	2022/8/18	清华大学学士学位、法律硕士学位,康奈尔大学公共管理硕士学位,曾任职于罗兰贝格咨询有限公司、瑞士银行、海尔智家股份有限公司。

数据来源：公司公告，西南证券整理

再推股权激励，赋能股权混改。经历股权混改和高管团队更替后，海信家电于 2023 年和 2024 年连续两年推出新的股权激励计划，距离公司 2010 年推出的股权激励计划已经经过十余年，彰显公司改革决心。

- **2023 年：**发布员工持股计划（覆盖董监高及核心员工，总计不超过 30 人）、限制性股票激励计划（覆盖中层管理人员及核心骨干，总人数 596 人）。两项计划对公司层面考核为：若 2023-2025 年归母净利润较 2021 年增长超过 50%/69%/87%，归属 80%；若 2023-2025 年归母净利润较 2021 年增长超过 62%/86%/109%，则 100% 归属。
- **2024 年：**发布持股计划，覆盖董监高、核心管理层及核心骨干，总人数不超过 279 人，提高了考核目标：以 2022 年为基数测算，24-26 年净利润增速不低于 98%/124%/155%，公司层面解锁 80%；达到 122%/155%/194%可全部解锁。

表 4：海信家电员工持股及股权激励计划

计划名称	被授予人员	职务	获授数量（万股）	占授予总数比例（%）
2022 年 A 股限制性股票激励计划	中层管理人员及核心骨干人员（596 人）		2961.8	100
	合计		2961.8	100
2022 年员工持股计划	代慧忠	董事长、总裁	90	7.69
	贾少谦	执行董事	55	4.7
	高玉玲	执行董事、财务负责人	55	4.7
	夏章抓	执行董事	45	3.85
	张裕欣	董事会秘书	18	1.54
	尹志新	监事	22	1.88
	其他核心员工（不超过 24 人）		685	58.55
	预留份额		200	17.09
	合计		1170	100
2024 年员工持股计划	代慧忠	董事长、总裁	20	1.44
	贾少谦	执行董事	20	1.44
	于芝涛	执行董事	20	1.44
	胡剑涌	董事、总裁	33	2.37
	高玉玲	执行董事、财务负责人	20	1.44
	夏章抓	执行董事	20	1.44
	张裕欣	董事会秘书	6	0.43
	尹志新	职工监事	13	0.93
	核心管理层及核心骨干（不超过 271 人）		1239.6	89.08
	合计		1391.6	100

数据来源：公司公告，西南证券整理

总体而言，海信集团的国企改革主要通过“**股权混改+高管更替+股权激励**”的组合拳，激发企业活力，捆绑员工长期利益，以释放业绩潜力。

对比来看，长虹集团作为四川省的工业龙头，肩负全省国有企业体制机制转变试点的重任。1993 年，长虹成为全省首批 10 个股份制改革的国企之一，并始终在国企改革的推进中

积极响应，实现了自身在经营、管理层面的不断优化，以 2013 年至今来看，长虹集团进行了以下改革动作：

表 5：长虹集团改革内容及细则

年份	改革内容	改革细则
2015	长虹控股公司完成第一届董事会组建工作，建设“外大于内”董事会结构，优化法人治理结构，提高科学决策水平	“四川长虹电子集团有限公司”改组更名为“四川长虹电子控股集团有限公司”，以理顺政企关系，将更专注于股权管理和投资运作，加强战略管理、投资管理，优化资源配置，调整产业结构，提升国有资本价值；
		长虹控股公司完成市场化选聘总经理工作，李进经过全球公开选聘成为长虹控股公司首任总经理，并实行契约化、任期制管理等。
2016	长虹通过四步改革释放活力	推进“授权、激励、干部管理”等领域机制改革，激发企业内生经营活力与产业增长动力；
		推动公司文化、组织、流程重塑，强调价值创造与执行力；
		创新干部选拔机制，促进干部队伍年轻化；
2018	开始制定混合所有制改革的方案	推进“职业经理人”制度，提高公司适应激烈市场竞争的能力
		引入民间资本在内的社会资本
		压缩减少管理层级，提升集团内部的管理水平
		经理层任期制和契约化管理、建立职业经理人制度
2021	《长虹控股集团公司变革方案》发布实施	实施中长期激励
2021	明确了国有资本投资控股定位，推动公司由管资产向管资本转型、由经营管理向投资控股迈进	
2022	长虹控股集团推进 BU 改革	根据产业相关性，长虹将 BU 划分为六大 BG（业务群），通过 BG 战略管控中心强化战略协同

数据来源：公司公告，西南证券整理

2021 年，长虹控股集团坚持党建引领，勇担国企使命，全面推进落实《国有企业改革三年行动方案》，提出了对应的“十四五”发展战略，其中：

表 6：长虹集团“十四五”发展战略

	改革内容
智能家电业务	坚持“全球经营”和“品牌倍增”双轮驱动，推进产业协同，提升品牌影响力；持续深耕海外主流市场，提升品牌业务占比；不断拓展新兴市场，提高品牌业务渗透率；持续强化品牌建设，打造知名品牌矩阵，提升品牌价值和影响力；持续加大产品研发投入，强化产品规划和设计，优化产品结构，提升产品品质和用户体验，形成差异化竞争力；推动“智改数转”提速攻坚，加快智慧家电产业高端化、智能化、绿色化、融合化发展；推进质量管理专项工程，狠抓全流程质量管控，为消费者提供质量过硬的产品和优质高效的服务。
通用设备业务	保持冰箱压缩机全球领先地位，继续加强技术研发，坚持致力于优化产品结构，提升盈利能力，实现稳定增长。在新能源汽车空调压缩机业务方面，将以战略客户为牵引，系统增强研发、制造、质控能力，持续向高端转型。积极把握新能源汽车市场的机遇，为客户提供高品质的产品和服务。
ICT 综合服务业务	在保持传统 ICT 分销业务稳健发展的基础上，积极把握万物互联、云应用的快速发展和数字化转型趋势，加大技术投入，增强自主创新，建设数字化、智能化核心能力，持续提升技术服务质量和差异化价值，促进产业做强做宽，拓展云应用、元宇宙、安全等行业新生态，实现向新时代卓越数字智能综合服务商和价值伙伴的战略转型。
特种业务	持续巩固航空领域电源装备优势地位提升技术水平和质量保障能力；以“智能化、信息化、系统化、绿色化”为牵引，专注于新能源系统技术研发和创新发展，围绕锂电池、模块电源、应急电源系统、绿色能源产品等细分领域，深入开展高新技术产品开发和技术创新；进一步拓展应用市场领域，推动跨越式发展，成为国际知名的电源系统解决方案提供商。

数据来源：公司公告，西南证券整理

综上所述，相较于海信集团大刀阔斧的进行顶层设计，自上而下改革激发企业活力，长虹集团的改革则主要从提升周转效率、提高产能利用率等经营细节入手，释放公司盈利能力。展望未来，在股权结构、股权激励等方面，长虹集团仍有明显的操作空间，以进一步激发公司发展潜力。

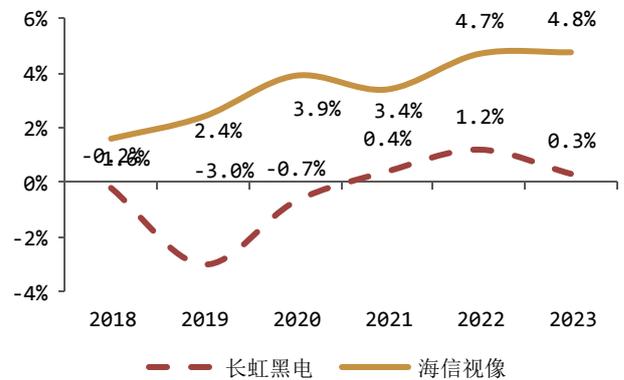
除公司治理的增长潜力外，从产品端来看，过去几年长虹黑电周转率提升明显，财务费用率实现改善，两方面促成了长虹彩电业务的扭亏为盈，但其盈利能力相较于海信视像来说仍有一定差距。我们认为，目前盈利能力的差距主要源自于彩电产品结构、业务模式上的差异，后续随着公司在战略引领下改善产品结构、优化尺寸结构、提升 OBM 占比，预计净利率有望进一步提升。

图 34：黑电毛利率情况对比



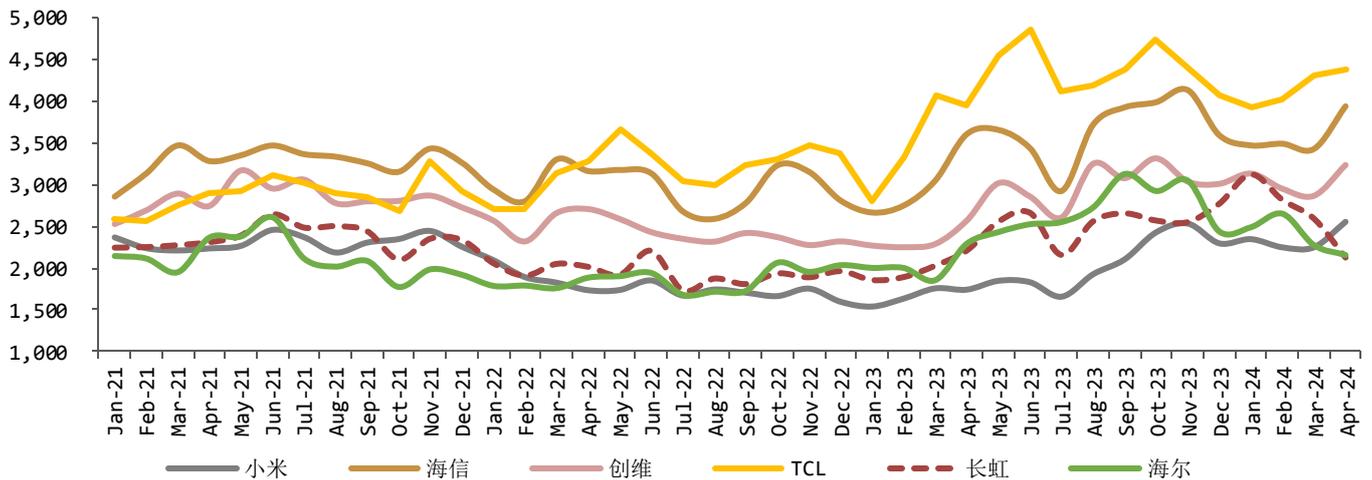
数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 35：黑电净利率情况对比



数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 36：彩电产品均价对比 (元/台)

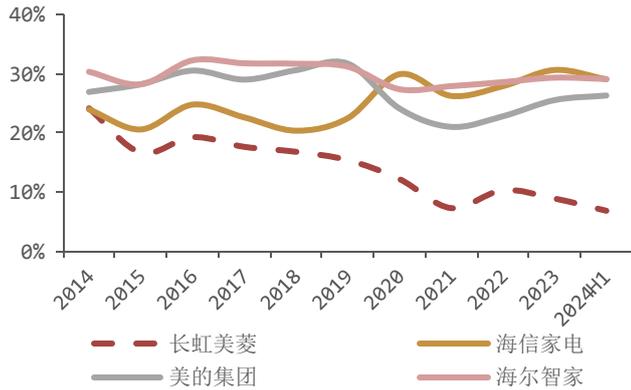


数据来源：奥维云网，西南证券整理

白电方面，空调、冰箱、洗衣机作为高度成熟的制造行业，内部调改带来的成本优势终究存在明显上限，向外发展品牌、提升产品结构，寻求溢价则成为了进一步释放利润空间的重要任务。

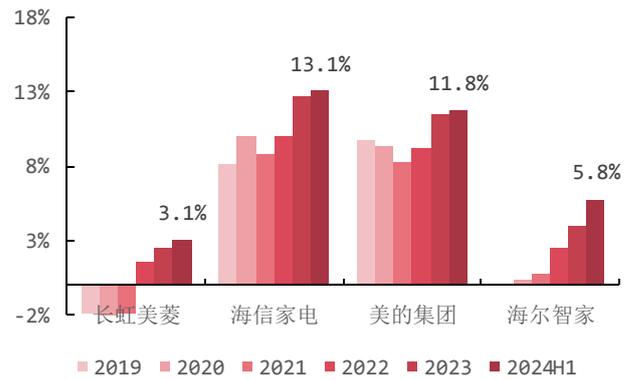
从空调来看：公司空调产品一方面为小米空调代工，另一方面发展自主品牌。小米空调品牌定位高性价比，为其代工主要出于提升产能利用率、管理效率考虑；自主品牌均价为 2500 左右水平，定位偏低，公司近年来通过精简 SKU 等方式提升美菱空调周转效率、盈利能力。后续空调业务提升空间主要在于**自主品牌占比提升+自主品牌定位提升**。横向对比来看，长虹美菱的空调产品毛利率相较于龙头美的集团、海尔智家而言存在明显差距，预计未来随着 OBM 占比提升、品牌定位提升，盈利能力有望实现明显改善。

图 37：空调毛利率情况对比



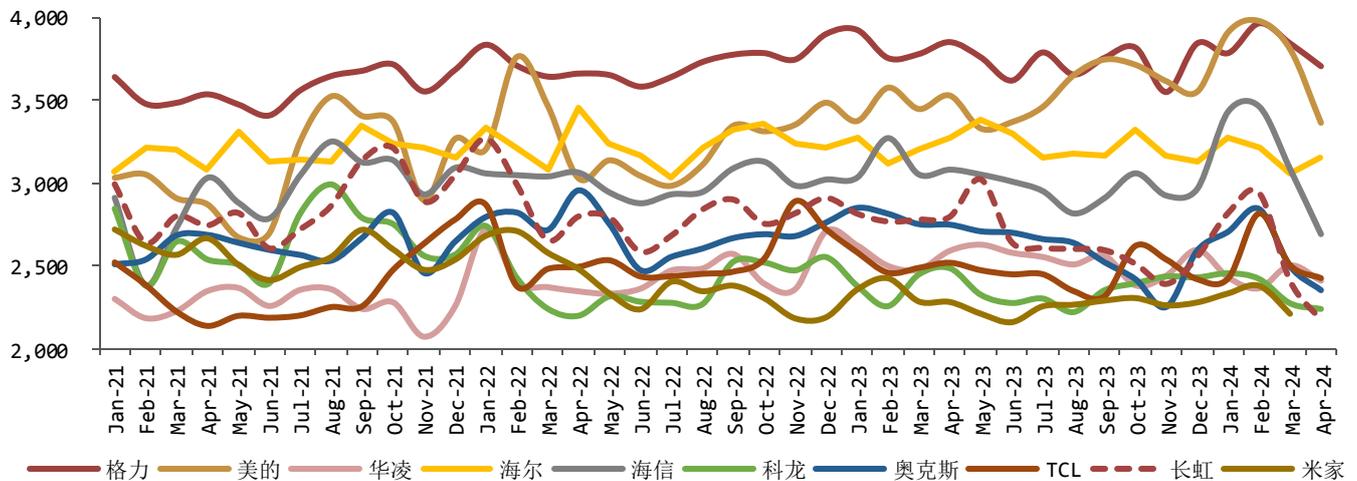
数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 38：空调经营净利率情况对比



数据来源：各公司公告，西南证券整理

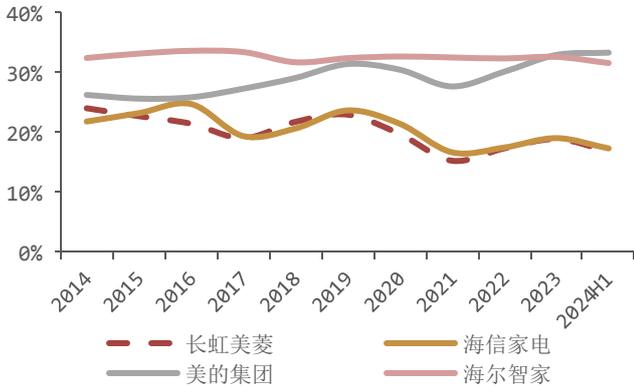
图 39：空调产品均价对比（元/台）



数据来源：奥维云网，西南证券整理

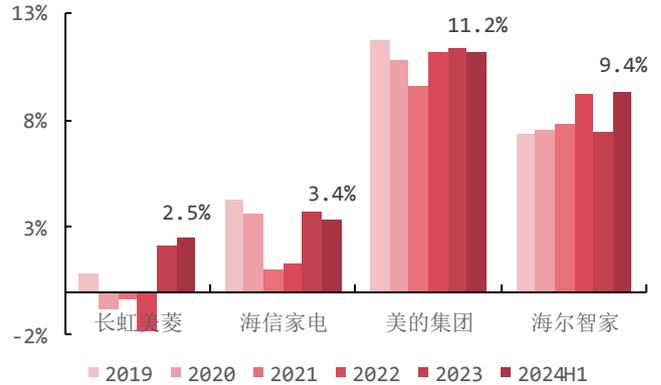
从冰洗来看：公司盈利能力与海信家电接近，与美的集团、海尔智家存在 7pp 左右的提升空间，差距主要来源于品牌定位、产品结构的区别。公司针对冰箱产品，持续优化产品结构，围绕保鲜、嵌入式、大容量等结构升级需求进行产品布局，产品结构升级成效显著，预计未来随着公司冰洗产品定位提升，盈利能力将逐渐向一线龙头品牌靠拢。

图 40：冰洗毛利率情况对比



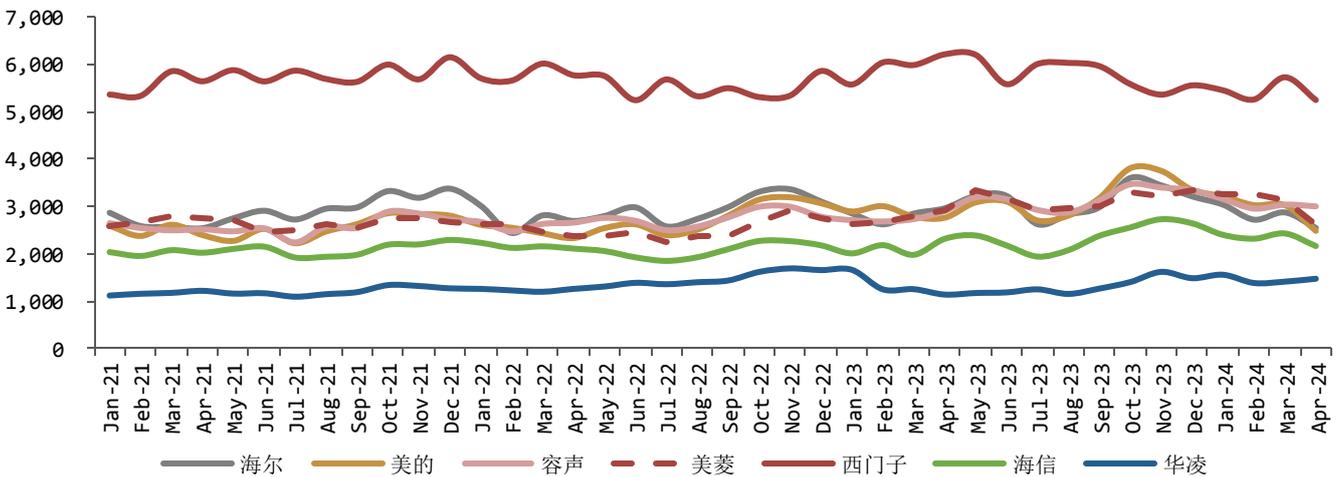
数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 41：冰洗经营净利率情况对比



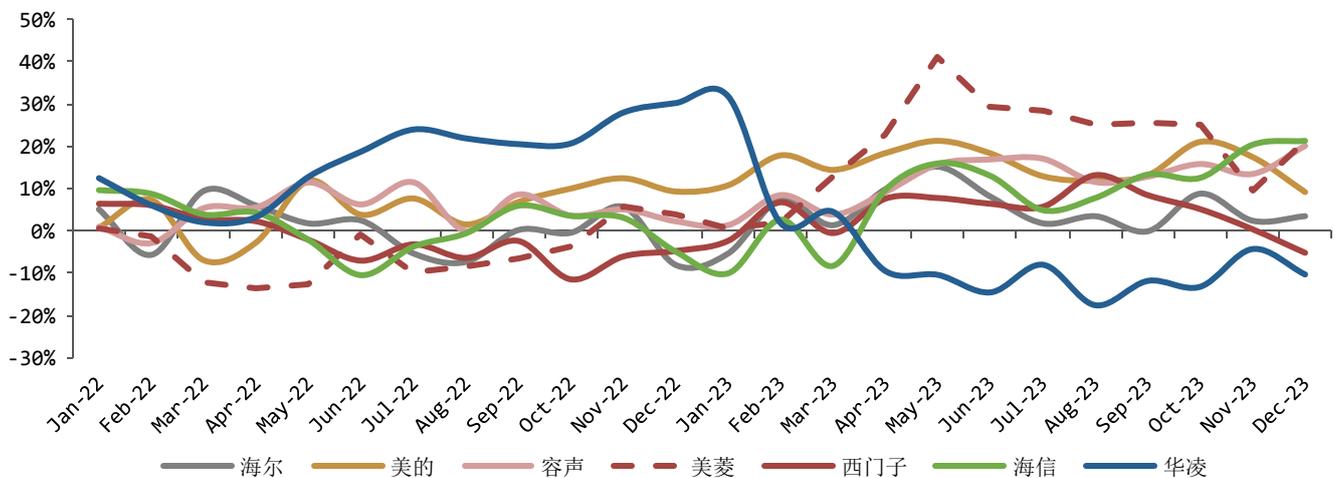
数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 42：冰箱产品均价对比（元/台）



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 43：2022-2023 年冰箱产品均价同比增速对比



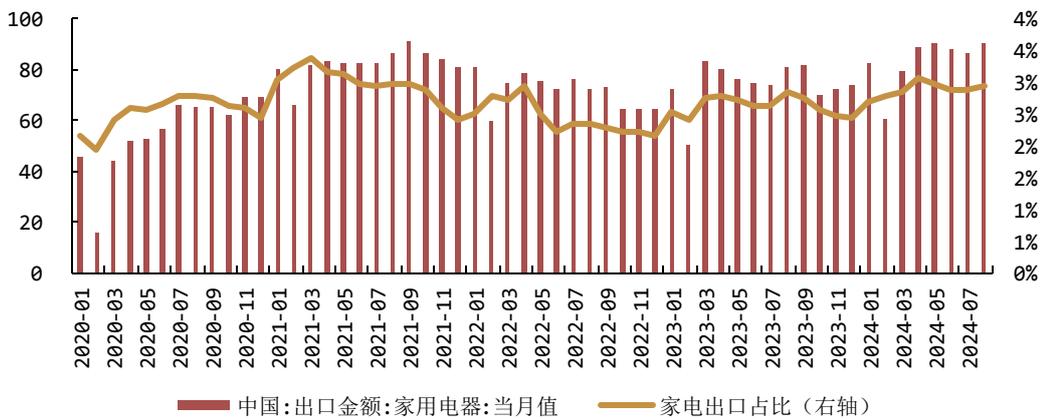
数据来源：奥维云网，西南证券整理

3 乘出海东风，家电航母再启航

3.1 中国家电优势明显，出海为历史使命

家电是我国重要出口产品，具有战略意义。根据海关总署数据，2020/2021/2022/2023年我国分别实现家电出口 662.3 亿美元/987.6 亿美元/856.6 亿美元/888.8 亿美元。近年来，我国家电出口虽受国际贸易摩擦、海外库存周期、海运费波动等因素影响而有所波动，但其出口金额占我国出口总额基本维持在 2% 以上，是我国制造业出口的重要组成部分。

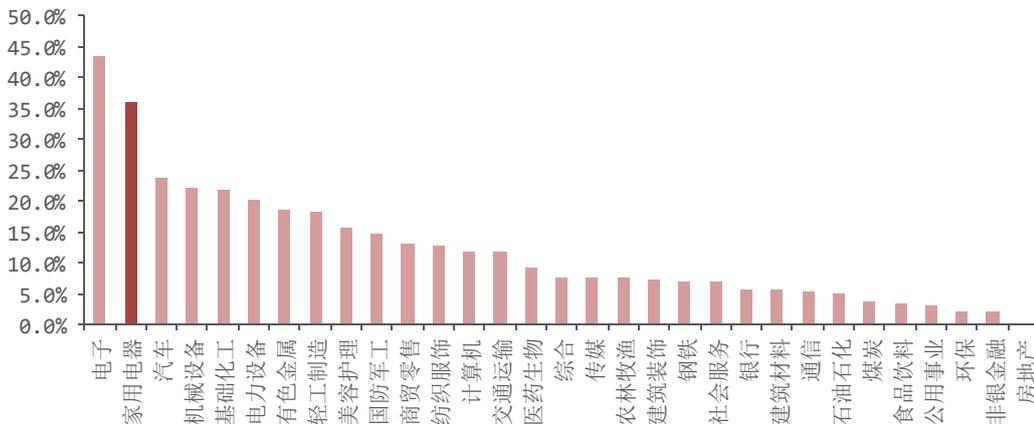
图 44：2020 年至今中国家电出口金额及占比（亿美元）



数据来源：Wind，海关总署，西南证券整理

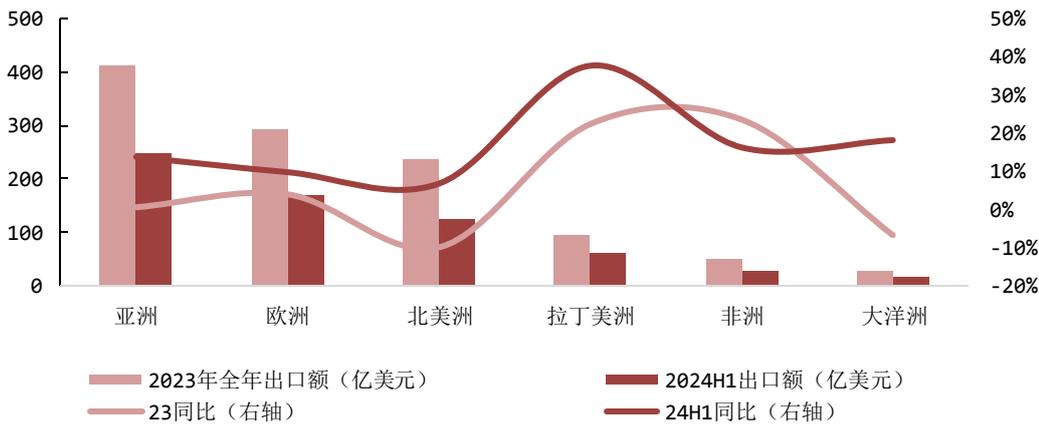
从行业对比来看，根据申万行业分类，2023 年家电行业境外营收占比达 36.2%，在各行业中排名第二。家电产品作为发展成熟的制造业，产业链条长，能够提供大量工业、就业需求，此外其生产过程强调规模优势，有利于我国长期维持出口优势，在我国出口发展上具有战略意义。

图 45：申万分类下，家电行业出口占比排名第二



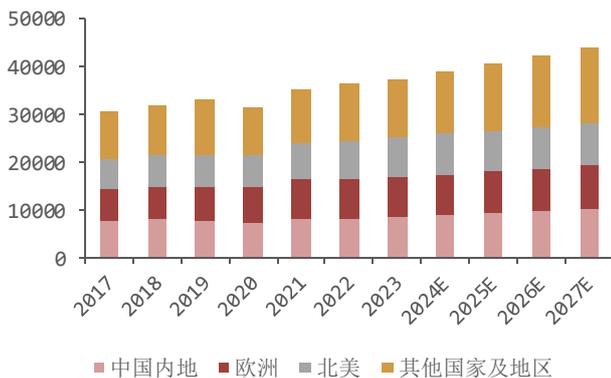
数据来源：Wind，西南证券整理

从出口目的地结构来看，亚洲、欧洲、北美分别为我国家电出口前三大市场，2023 年出口表现有所分化，2023 年我国对欧洲市场出口由负转正为 4%；对北美市场出口因通胀、加息、库存周期等影响，同比-10%，大洋洲市场同样受通胀和加息影响，同比-6.7%；拉丁美洲、非洲等新兴市场维持高速增长。2024 年上半年，随着成熟市场的库存回落，我国对各市场出口走势全面向好，其中拉丁美洲、非洲分别同比增长 37.7%、16.3%。

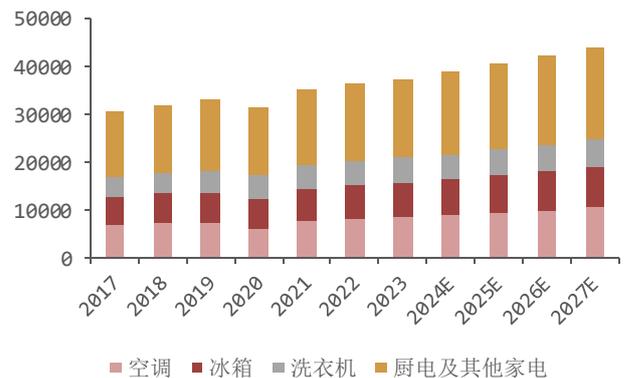
图 46：2023 年及 2024 年上半年我国家电出口目的地金额及同比


数据来源：中国机电商会，西南证券整理

全球家电市场以中欧美、白电为主。根据弗若斯特沙利文，2023 年全球家电销售额共 3.76 万亿，同比增长 2.6%，并预计 2023-2027 年保持 4.2% 的复合增速，全球家电市场仍有增长空间。分区域看，中国、北美与欧洲为三大主要市场，合计占比约 66%；分品类看，白电为家电市场主要品类，占比约 55%。

图 47：2017-2027 (E) 年全球家电市场区域结构 (亿元)


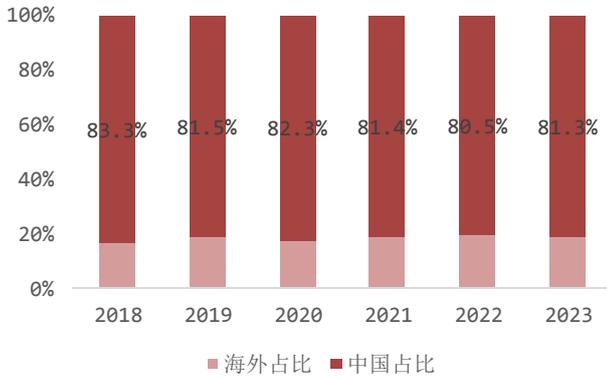
数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

图 48：2017-2027 (E) 年全球家电市场品类结构 (亿元)


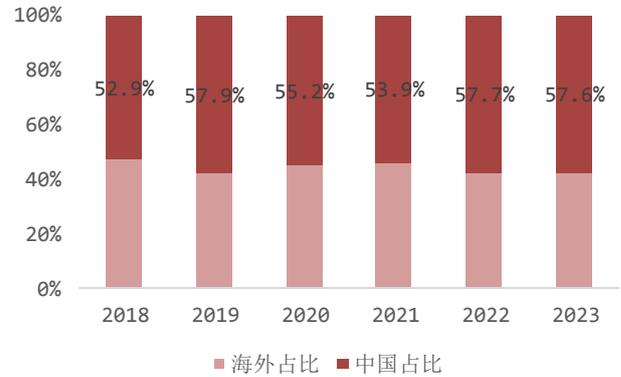
数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

产能布局是优势，也是护城河。以静态视角来看，中国家电经过多年发展，已经凭借成熟的制造能力实现家电产能集中布局，2023 年中国空冰洗产能分别占全球产能的 81.3%/57.6%/52%，2022 年彩电产能占全球 89.9%，家电作为高度成熟制造业，产业链的集聚和产能的集中助力中国家电行业形成明显规模优势；以动态视角来看，除成熟度高的空调外，冰箱、洗衣机、彩电产能占比在近几年都出现了明显的份额提升，中国家电产能优势还在提升进程中。

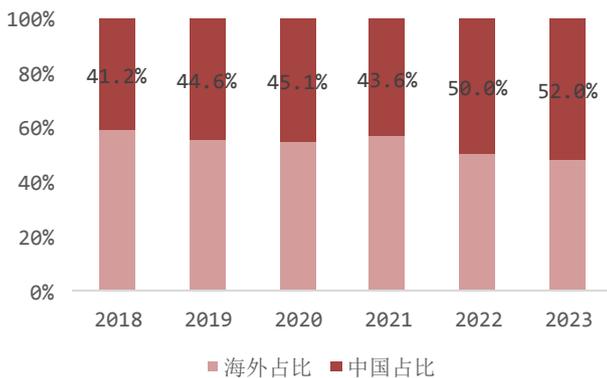
从全球产能格局来看，除中国外，亚洲（不含中国）、欧洲、北美等地区家电行业都存在明显的产能缺口，主要依赖向中国进口家电以满足本土需求。产业链布局的缺失并非是可以短期改变的现象，中国家电产能集中的优势也将成为其在全球家电竞争中的长期护城河。

图 49：中国空调产能全球占比


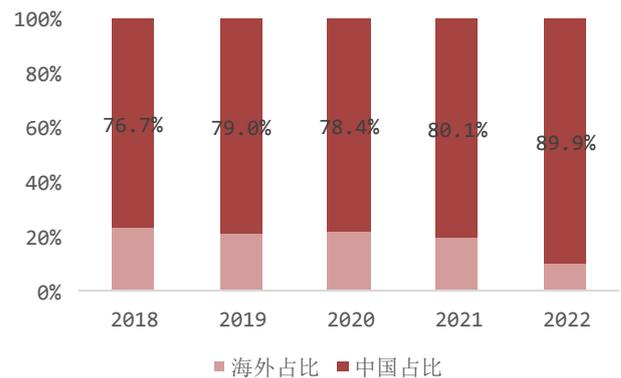
数据来源：产业在线，西南证券整理

图 50：中国冰箱产能全球占比


数据来源：产业在线，西南证券整理

图 51：中国洗衣机产能全球占比


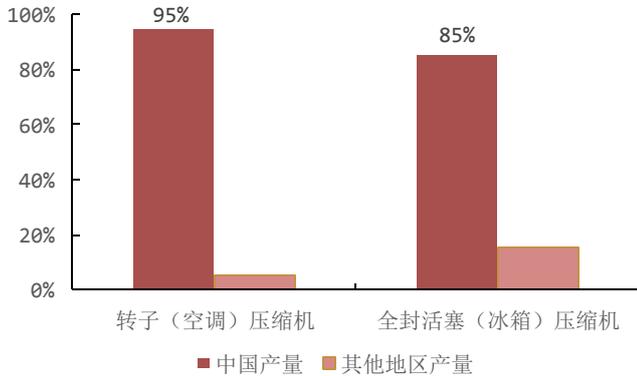
数据来源：产业在线，西南证券整理

图 52：中国彩电产能全球占比


数据来源：智研咨询，西南证券整理

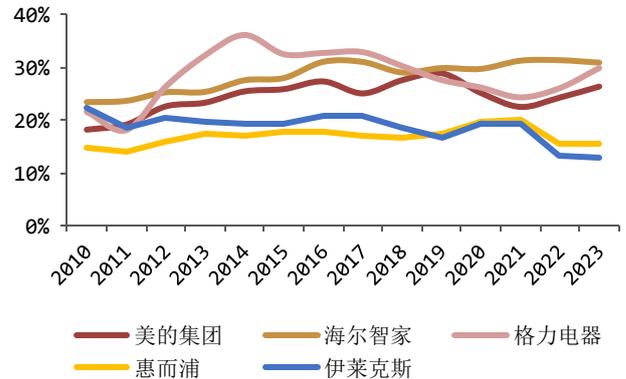
卡位上游零部件，构建出海优势。除产能集中带来的优势外，中国家电还具备产业链集中，卡位上游零部件的优势。根据产业在线数据，2023 年中国转子（空调）压缩机产量在全球占比接近 95%，全封活塞（冰箱）压缩机产量在全球占比提升至 85%，中国供应链卡位白电上游，具有核心地位。国内白电企业对产业链持续进行垂直整合，叠加规模效应，整体盈利能力持续增强，相较于海外头部白电企业，毛利率优势趋强，构成出海核心竞争力。

图 53：家电零部件产量全球占比高



数据来源：产业在线，西南证券整理

图 54：中国家电具有毛利率优势



数据来源：Wind，西南证券整理

“一带一路”政策催化下，家电出口快速增长。“一带一路”政策为中国家电出口发展提供强劲动力。根据海关数据，2015-2023 年间中国向共建国家出口空调、冰箱、洗衣机分别实现年复合增长率 9.9%、11.5%、11.7%，高于同期家电行业整体增速。截至目前，中国已与 20 多个共建国家建立了贸易畅通工作组，与 80 多个国家和国际组织参与了贸易投资的合作探索，同共建国家签署了一系列双多边贸易协定和投资协定，预计未来中国家电在政策催化下持续提高行业空间，维持快速增长。

图 55：家电出口“一带一路”金额增长迅速（亿美元）



数据来源：海关总署，西南证券整理

3.2 新兴市场表现优于成熟市场，贡献出口动能

从全球主要市场来看，北美、西欧等市场的家电渗透率均较高，东欧除空调、洗碗机外，其他品类家电渗透率较高。中东非、东南亚市场各家电品类渗透率均较低，核心大家电空调、冰箱、洗衣机仍处于渗透率提升进程中，洗碗机、吸尘器等可选品类受限于当地消费能力等因素，仍处于发展早期。

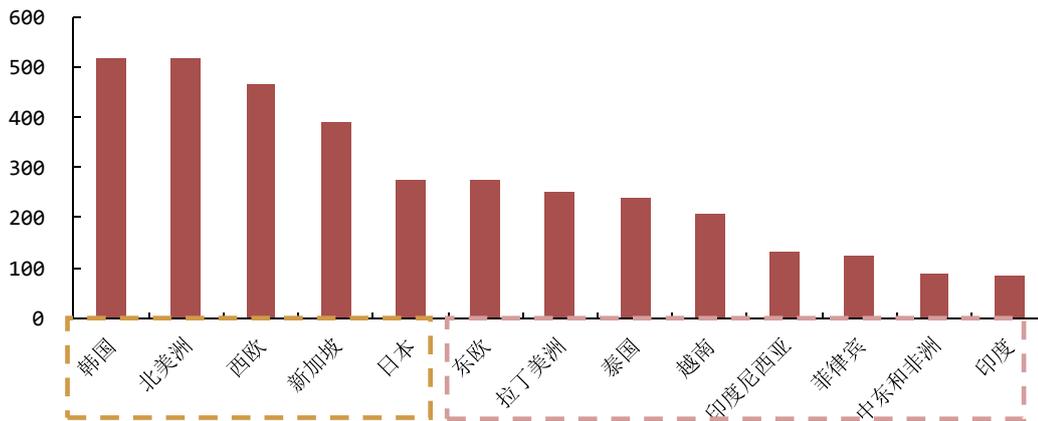
表 7：2023 年全球主要市场家电渗透率情况

	北美	西欧	东欧	中东非	东南亚（印尼）
空调	89%	32%	34%	19%	13%
冰箱	100%	99%	99%	54%	67%
洗衣机	87%	97%	94%	43%	39%
微波炉	96%	79%	78%	26%	26%
洗碗机	76%	70%	24%	5%	4%
吸尘器	96%	93%	94%	24%	8%

数据来源：欧睿，西南证券整理

我们以大家电每千户销量情况作为衡量一个国家（地区）的家电消费发展是否成熟的标准，将排名前五的国家（地区）划分为成熟市场，剩余部分划分为新兴市场。

成熟市场的居民家电消费能力强，家电户均消费量更高，新兴市场的家电消费习惯仍在培养进程中，发展空间更大。通过对全球家电市场的简单划分，便于我们观察在近年来全球家电市场的增长动力来源、消费均价趋势，以及思考未来中国家电企业的市场扩张方向及发展路径。

图 56：2023 年各国家（地区）大家电销量情况（台/千户）


数据来源：欧睿，西南证券整理

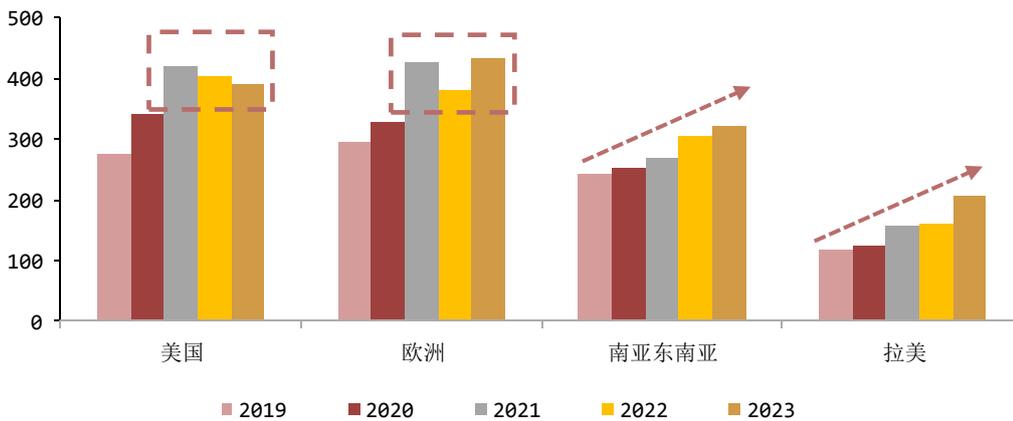
新兴市场拉动全球家电增长。2018-2023 年间，成熟市场与新兴市场的增速表现存在一定分化，根据欧睿数据来看，中国、北美、西欧、日本、新加坡等市场整体 CAGR 表现出 4%-6% 的增速，而东南亚、中东、非洲、拉丁美洲等市场由于自身家电规模较小，增长动力更加充足，实现了 5%-10% 的 CAGR，成为拉动全球家电市场增长的主要动力。

图 57：近五年各国家（地区）大家电销额增速情况

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
成熟市场	中国	4.5%	-2.6%	-4.8%	11.1%	-3.0%	3.8%	0.7%
	北美洲	17.6%	-0.5%	-2.8%	14.3%	5.3%	2.8%	3.7%
	西欧	0.9%	1.7%	4.8%	12.2%	5.8%	6.2%	6.1%
	日本	1.4%	3.3%	1.0%	4.1%	4.0%	0.6%	2.6%
	韩国	9.6%	12.2%	20.9%	15.6%	-1.6%	2.6%	9.6%
	新加坡	3.6%	0.5%	1.7%	7.1%	7.2%	8.6%	5.0%
	新兴市场	拉丁美洲	9.0%	7.5%	4.3%	13.4%	8.2%	19.4%
印度尼西亚	4.5%	3.8%	9.2%	7.3%	5.4%	8.4%	6.8%	
菲律宾	10.0%	6.3%	-12.0%	15.6%	12.5%	13.0%	6.6%	
泰国	3.9%	3.7%	8.5%	2.2%	9.2%	4.2%	5.5%	
越南	5.5%	3.9%	0.6%	1.0%	1.3%	3.5%	2.1%	
东欧	9.4%	6.8%	13.3%	15.5%	6.4%	2.5%	8.8%	
中东和非洲	7.8%	6.5%	4.5%	11.8%	22.9%	20.6%	13.0%	
印度	13.3%	11.4%	-4.9%	20.6%	16.1%	8.1%	9.9%	

数据来源：欧睿，西南证券整理

出口国家结构决定优秀出海表现。自 2023 年以来，我国家电出口表现持续超预期，在短期来看，主要是由补库需求所带动的欧美需求回暖；从中长期来看，新兴市场表现出来的增长更具有稳定性，也具有更大的空间。

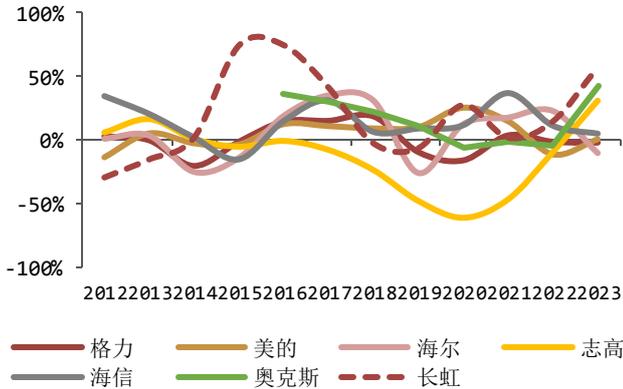
图 58：分地区白电出口情况（亿元）


数据来源：海关总署，西南证券整理

备注：欧洲地区选取德、法、意、西、英、俄罗斯六国；南亚东南亚选取泰国、马来西亚、新加坡、印度、越南、菲律宾、印度尼西亚七国；拉美选择巴西、阿根廷、墨西哥三国

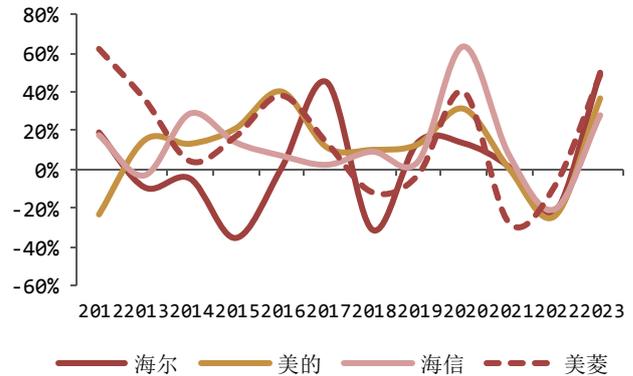
长虹集团核心经营区域包括东南亚、拉美、东欧、非洲、中亚、西欧等新兴市场，新兴市场的大家电渗透率相较于欧美等国家而言偏低，具有较大增长潜力。长虹集团凭借强劲的制造能力，依托一带一路政策，持续布局新兴市场，因此其空调、冰箱产品表现出更强劲的外销增长动力。

图 59：空调产品外销增速对比



数据来源：产业在线，西南证券整理

图 60：冰箱产品外销增速对比



数据来源：产业在线，西南证券整理

3.3 新兴市场为中国家电出口提供优质土壤

经过上文的分析，我们认为新兴市场的家电消费增长动力更加充足，能够为我国家电品牌提供更大的出口动能。落实到不同品牌的出口表现来看，我们选取了以下市场进行竞争格局、产业链分布的研究、分析。

首先是大白电方面，我们选择空调、冰箱、洗衣机三大品类，成熟市场的 CR5 能够达到 50%-70%，而新兴市场的 CR5 则为 30%-50%，市场更加分散，为中国品牌的出海突围提供了空间。

图 61：2023 年各国家（地区）大白电前五大公司份额（%）

	中国		北美		西欧				
	成熟市场	美的	30.7	海尔	11.2	博西家电	15.1		
海尔		21.9	惠而浦	9.7	Arçelik AS	13.0			
格力		16.0	Newell Brands Inc	8.2	惠而浦	9.8			
海信		4.0	霍尼韦尔	7.0	海尔	8.8			
TCL		3.0	Hunter Fan Co	5.0	伊莱克斯	6.7			
合计		75.6	合计	41.1	合计	53.4			
		日本		韩国		新加坡			
松下		17.6	LG	25.3	松下	15.9			
海尔		8.9	三星	24.0	Strategic Marketing	12.4			
Daikin Industries Ltd		8.7	信一	14.6	LG	10.3			
Hitachi Ltd	8.7	Winia Group	6.9	Khind Holdings Bhd	9.2				
Mitsubishi Electric Corp	7.8	Paseco	4.1	三星	8.1				
合计	51.7	合计	74.9	合计	55.9				
新兴市场	拉丁美洲		印度尼西亚		菲律宾		泰国		
	惠而浦	11.6	星宇	9.5	松下	13.5	Hatari Electric Co Ltd	29.9	
	伊莱克斯	9.5	鸿海	8.9	LG	8.3	Mitsubishi Electric Corp	10.6	
	Mondial Eletrodomésticos SA	6.6	松下	8.6	Fortune Buddies Corp	7.9	鸿海	7.7	
	SEB Groupe	6.5	Kencana Gemilang PT	8.6	Northern Islands Co Inc	6.7	美的	7.5	
	Controladora Mabe SA de CV	5.1	Maspion PT	7.7	Asahi Electric Mfg Corp	6.2	Imarflex Industrial Co Ltd	5.7	
	合计	39.3	合计	43.3	合计	42.6	合计	61.4	
		越南		东欧		中东非		印度	
	松下	13.0	Arçelik AS	13.8	Fresh Electric Co	10.0	Crompton	16.3	
	Tan Tien SENKO Co Ltd	11.7	海尔	12.1	LG	7.4	LG	9.8	
	美的	11.6	惠而浦	7.4	海尔	5.4	Usha International Ltd	9.1	
	SEB Groupe	10.3	LG	5.5	Midea Group Co Ltd	5.3	三星	8.3	
	三星	7.2	三星	4.6	三星	4.4	Havells India Ltd	6.2	
	合计	53.8	合计	43.4	合计	32.5	合计	49.7	

数据来源：欧睿，西南证券整理

从彩电产品来看，集中度整体高于白电产品，我们推测主要在于几个方面：1) 上游面板集中度高，下游竞争相对有序；2) 利润空间相较于白电更低，对规模效应要求更高；3) 电视具有操作系统，需要和内容供应商对接，因此市场集中度更高。

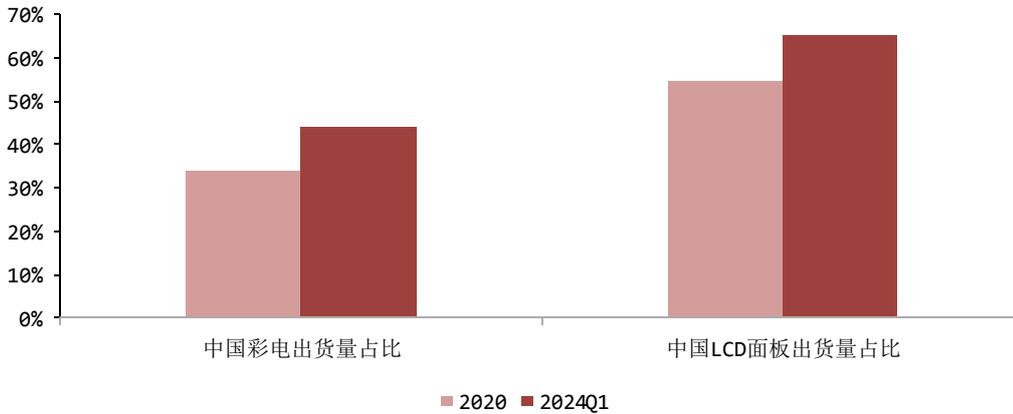
图 62：2023 年各国家（地区）黑电前五大公司份额（%）

	中国		北美		西欧				
	小米	22.8	三星	18.9	三星	23.2			
海信	22.4	TCL	18.0	LG	21.1				
创维	13.9	Vizio	14.8	飞利浦	9.1				
TCL	12.3	LG	12.3	海信	6.0				
海尔	6.4	海信	11.8	松下	6.0				
合计	77.8	合计	75.8	合计	65.4				
成熟市场	日本		韩国		新加坡				
	海信	36.4	三星	27.8	三星	30.6			
	鸿海	21.6	LG	20.4	LG	23.5			
	索尼	13.0	Shinsegae Co Ltd	1.5	松下	13.2			
	松下	12.6	SmartHome	1.4	索尼	11.8			
	LG	3.5	Tvera Corp	1.2	Prism Tech Pvt Ltd	6.9			
	合计	87.1	合计	52.3	合计	86.0			
	新兴市场	拉丁美洲		印度尼西亚		菲律宾		泰国	
		LG	27.9	LG	22.6	三星	31.9	三星	30.1
		三星	22.7	三星	19.4	LG	24.6	LG	22.0
TCL		13.2	鸿海	14.5	TCL	18.2	TCL	14.8	
海信		5.9	TCL	11.5	海信	4.1	海信	11.5	
飞利浦		3.9	创维	8.0	索尼	2.3	松下	7.0	
合计		73.6	合计	76.0	合计	81.1	合计	85.4	
		越南		东欧		中东非		印度	
		三星	36.4	LG	15.2	三星	26.2	小米	12.2
		LG	19.5	三星	13.7	LG	21.4	三星	11.6
		索尼	18.3	海尔	5.8	海信	16.6	LG	10.2
		TCL	10.5	松下	5.0	TCL	7.3	BBK	8.5
		Others	15.3	海信	4.3	索尼	2.0	TCL	7.1
		合计	100.0	合计	44.0	合计	73.5	合计	49.6

数据来源：海关总署，西南证券整理

因此，我们认为彩电产品的出海分为两条路径：1) 自主品牌出海，以中低端产品为切入点，突围日韩品牌份额；2) 代工出海，以规模优势+制造能力，为品牌端代工实现海外市场份额的间接增长。

自主品牌出海方面，中国品牌在全球彩电市场市占率不断提升，根据奥维睿沃数据显示，中国彩电品牌（海信、TCL、创维、长虹、康佳、海尔、小米以及华为）的全球出货量占比从 2020 年的 34.1% 提升至 2024 年第一季度的 44%。我们认为其原因一方面在于中国品牌积极拓展海外市场，另外一方面则是液晶面板产业链集中在中国，为中国品牌扩张提供重要保障。中国面板厂 LCD 面板出货量的全球占比从 2020 年的 54.8% 提升至 2024 年第一季度的 65.1%。

图 63：中国彩电出货量及 LCD 面板出货量占比提升


数据来源：奥维睿沃，中国电子报，西南证券整理

代工出海方面，彩电 ODM 厂强调规模效应，因此整体市场格局比较集中且稳定，CR10 维持在 75% 左右水平。目前全球前十大代工厂多位于中国大陆，产业链集中，代工技术成熟，后续有望凭借代工优势持续扩大彩电代工份额。

表 8：全球前十大彩电专业代工厂及出货规模（百万台）

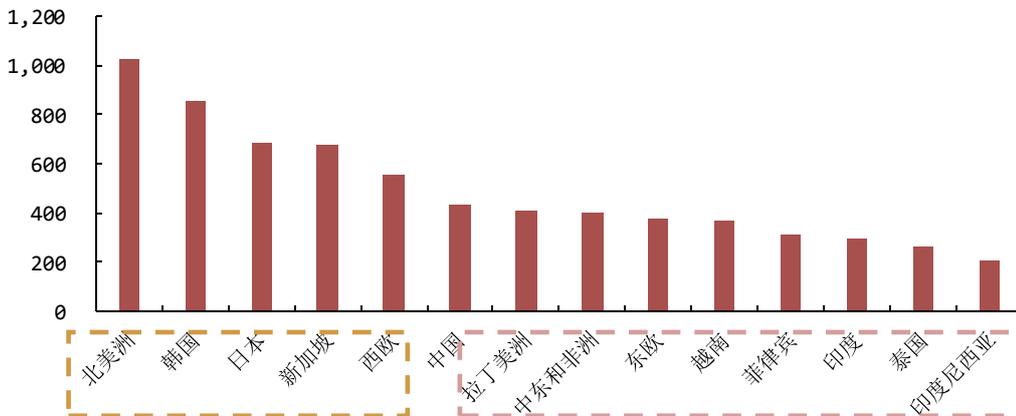
排名	2021		2022		2023		2024H1		地区
1	TPV	14.2	TPV	13.57	MOKA	14	MOKA	7.49	大陆
2	兆驰	10.6	TCL	12	TPV	11.74	兆驰	5.08	大陆
3	Foxconn	10	Foxconn	8.89	兆驰	10.5	TPV	4.64	台湾
4	TCL	9.8	兆驰	8.5	BOE	8.2	KTC	4.59	大陆
5	KTC	8.4	BOE	8.2	KTC	8	Express Luck	3.98	大陆
6	BOE	5.9	KTC	7	HKC	6.2	BOE	3.75	大陆
7	HKC	5	HKC	5.2	Foxconn	5.9	HKC	3.26	大陆
8	群创	4.2	Express Luck	5	Express Luck	5.82	Foxconn	2.59	大陆
9	Express Luck	4	JPE	4.6	JPE	3.9	JPE	2.00	大陆
10	JPE	3.9	群创	3.1	群创	2.85	群创	1.10	台湾

数据来源：洛图科技，西南证券整理

备注：不含长虹、创维、康佳、海信四家自有工厂

因此，我们认为新兴市场的白电品牌竞争格局相较于成熟市场来说更为分散，具有容纳中国品牌份额提升的空间；黑电方面，得益于中国彩电品牌厂、面板产业链、代工厂的集中优势、规模效应，后续中国彩电在新兴市场的份额有望持续提升。

除去品牌、产业链的竞争格局外，我们认为对于新兴市场而言，家电市场发展的主要动力还是来自于渗透率、保有量的提升。得益于中国优秀的制造能力和规模优势，大家电产品均价于新兴市场最为接近，我们认为，均价—消费能力的高匹配度将成为中国家电出口新兴市场的重要竞争优势，后续长虹系有望把握出海机会，享受新兴市场家电发展红利，实现营收、业绩双增。

图 64：2023 年各国家（地区）大家电均价情况（美元/台）


数据来源：欧睿，西南证券整理

3.4 长虹出海经验丰富，多元模式切入新兴市场

在家电出海的长期课题下，长虹作为我国最早一批出海的家电企业，经过多年发展已成为综合型跨国企业集团。截至目前，公司产品及服务已覆盖 160 多个国家和地区，为 2 亿多用户提供服务，海外营收增长至 209.3 亿元。

复盘长虹的出海史，在**市场选择**上，长虹先是从较易进入的印尼市场起步，再布局欧洲、中东、东南亚；

(1) 印尼市场：1999 年电视产品进入印尼市场，2000 年在印尼建立第一个海外工厂，2008 年合资控股 88% 建立长虹印尼电器有限公司。目前长虹在印尼建有电视、冰箱的生产基地，其他产品通过进口进入印尼市场。

(2) 欧洲市场：2005 年公司投资签约欧洲项目，为应对欧洲市场对中国彩电征收高额反倾销关税，公司于 2006 年在捷克成立欧洲长虹并于当地投资建厂，2007 年长虹捷克工厂正式投产，是中国家电企业在欧洲自主投资的第一个海外生产基地；2013 年长虹将欧洲营销总部设在德国；2016 年，长虹设置欧洲研发中心。截至目前，长虹捷克工厂是中国在捷克已建成的规模最大的制造型企业，产品覆盖捷克、德国、法国、英国、意大利、西班牙等欧洲国家。

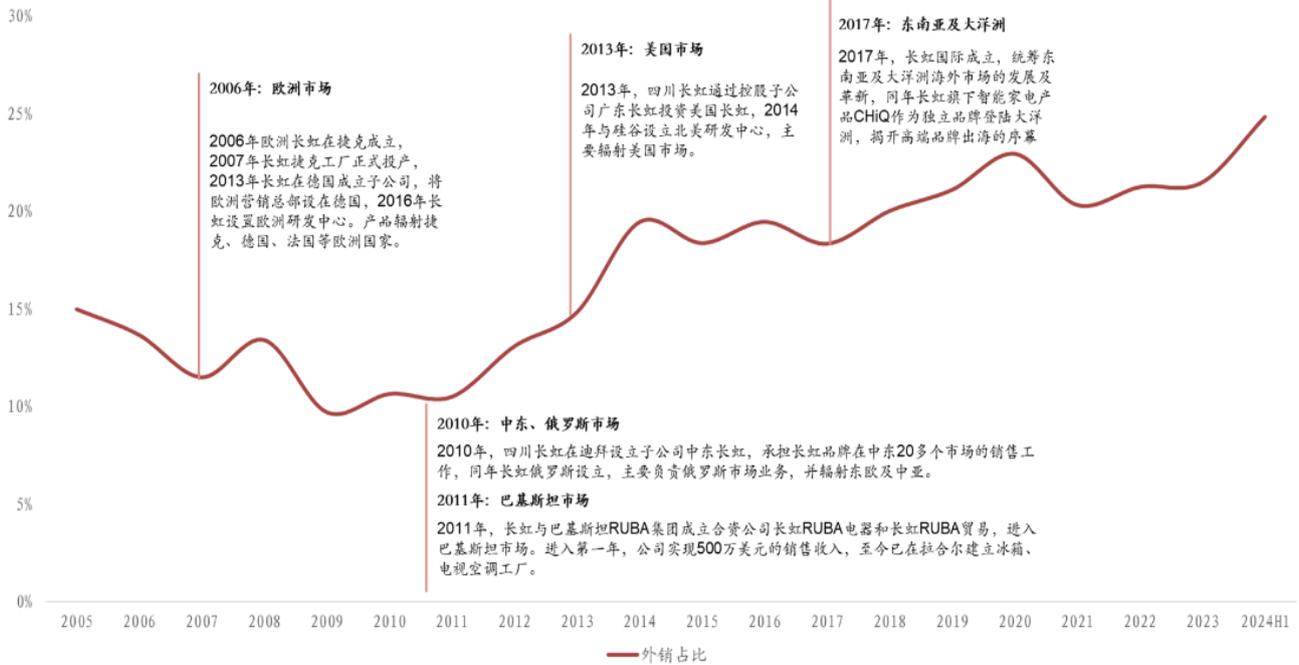
(3) 中东及俄罗斯市场：2010 年前，长虹的电视机产品主要以 OEM 的方式进入中东市场，2010 年 5 月，四川长虹正式在迪拜设立子公司中东长虹，承担中东地区 20 多个市场的销售工作，同年设立长虹俄罗斯，主要负责俄罗斯地区市场业务，并辐射东欧及中亚。

(4) 巴基斯坦市场：2011 年，长虹与巴基斯坦最大的家电分销商 RUBA 集团成立合资公司长虹 RUBA 电器和长虹 RUBA 贸易。长虹 RUBA 贸易公司负责渠道销售；长虹 RUBA 电器为制造公司，目前已经在巴基斯坦拉合尔建立了冰箱、电视、空调工厂，以及饮水机、微波炉、音响系统生产线，并计划引进其他生产线而拥有全品类家用电器的生产能力。

(5) 美国市场：2013 年，四川长虹通过控股子公司广东长虹电子投资美国长虹，2014 年于硅谷成立北美研发中心，主要辐射北美市场。

(6) 大洋洲市场：2017年，长虹国际成立，统筹东南亚及大洋洲海外市场的发展及革新；同年长虹旗下智能家电产品 CHIQ 作为独立品牌登陆大洋洲市场，揭开高端品牌出海的序幕。

图 65：四川长虹出海历程和海外营收占比

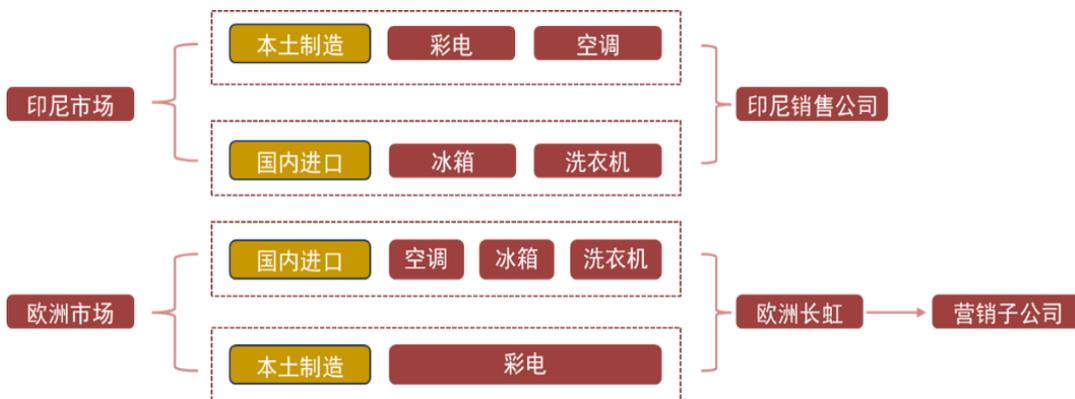


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

谋求自主品牌国际化，将“中国制造”变成“当地制造”。在模式上，长虹先布点成立代表办事处，完成市场调研等前端工作，使得长虹产品跟本地市场的结合度较高，从而为品牌进入打下坚实的基础，再根据条件情况发展经营子公司，在各地设置销售及生产基地，后续成立研发中心形成完整产业链。长虹的出海响应了国家“一带一路”的战略，糅合了**独资建厂、合资建厂、并购等多种途径**，多种举措并举：

面对欧美等成熟市场，选择从 OEM、ODM 等业务切入，在熟悉市场后通过并购的方式切入当地市场；面对印尼、巴基斯坦等相较来说的欠发达市场，则多以**独资建厂或合资建厂**的方式进入。

图 66：不同地区采取不同出口模式



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 67：四川长虹全球布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

综上所述，在国内家电保有量基本见顶的背景下，出海已经成为中国家电企业的长期课题。从近年来看，海外新兴市场具有增速快、市场集中度低等优势，同时其当地消费能力与中国家电产品均价匹配度高，出海新兴市场成为中国家电发展的重点。长虹作为最早一批出海的家电企业，历史上以多元化模式切入包含印尼、中东、巴基斯坦等新兴市场，出海经验丰富，后续有望在家电出海的浪潮中抢占先机，迎来发展新阶段。

4 重点关注公司

4.1 长虹美菱：二线白电龙头，品牌、产品双升级

长虹美菱前身为合肥第二轻工机械厂，于 1983 年转产家用电冰箱，开始了专业制冷之路。1992 年 10 月公司实行股份制改造，正式成立合肥美菱股份有限公司。1993 年 10 月“皖美菱”股票在深圳交易所正式挂牌上市，成为安徽省第一家规范化的股票上市公司。1996 年 8 月美菱 B 股股票在深圳证券交易所挂牌交易，简称“皖美菱 B”，是唯一一家拥有 A 股、B 股的企业。2005 年 11 月合肥美菱与四川长虹进行战略重组，拉开了黑白家电强强联合的序幕。2016 年 2 月中科美菱登陆新三板，正式布局生物医药产业，为美菱在 A 股、B 股上市后增添新力量，同时也成为国内首家深冷冰箱领域新三板挂牌企业。2018 年 7 月，公司全称由“合肥美菱股份有限公司”变更为“长虹美菱股份有限公司”。2022 年 10 月 18 日，美菱旗下子公司——中科美菱在北交所成功上市，是 2022 年安徽省北交所“第一股”。

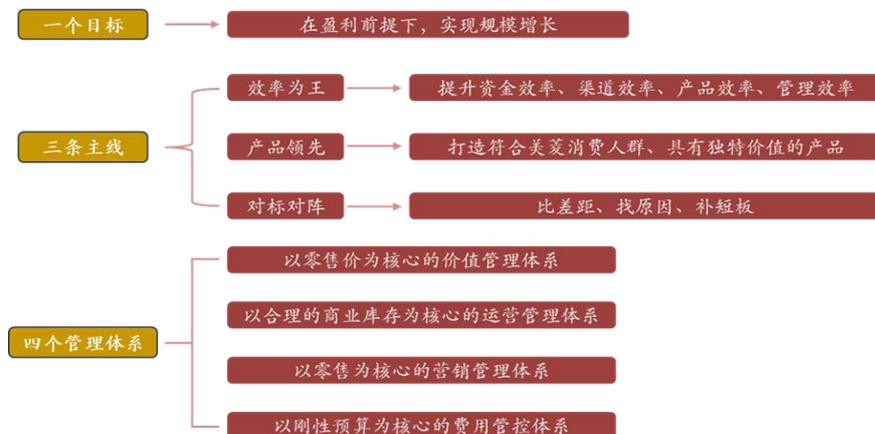
图 68：长虹美菱发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

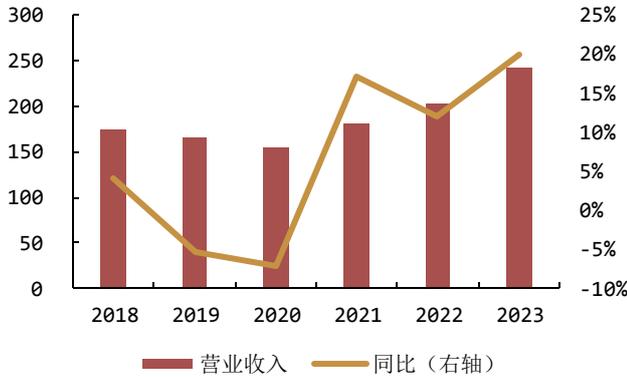
2020 年美菱提出“以盈利前提下，提升份额”的目标，通过“效率为王、产品领先、对标对阵”三条主线实现该目标，并在 2021—2023 年不断兑现，熨平公司长期以来的利润波动问题。

图 69：一个目标、三条主线

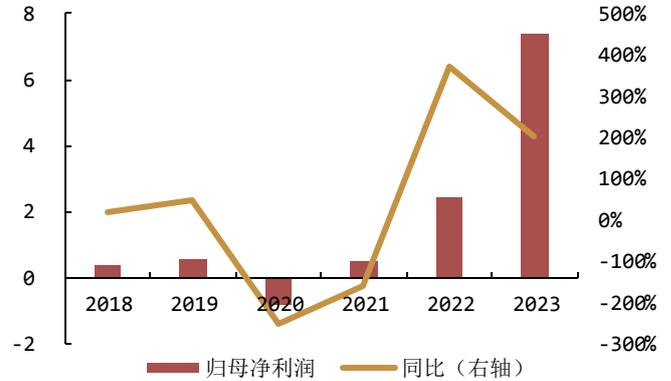


数据来源：公司公告，西南证券整理

随着长虹美菱“一个目标、三条主线”的提出，公司的营收、利润也逐年出现明显的改善。2023年长虹美菱实现营收242.5亿元，同比增长19.9%；归母净利润7.4亿元，同比增长203%；扣非净利润7.5亿元，同比增长629.4%。

图 70：2018-2023 年长虹美菱营收情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 71：2018-2023 年长虹美菱业绩情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

从分部情况来看，公司近年来空调和冰洗分部的盈利能力改善明显，但相较于其他白电企业仍有进一步改善空间。

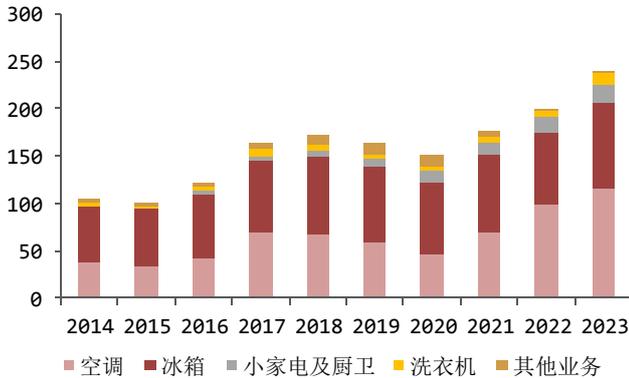
图 72：长虹美菱分部营业利润情况

(亿元)	空调	冰洗	小家电	其他	分部间抵消	合计
2023	3.0	2.3	0.5	0.4	0.0	6.2
2022	1.6	-1.6	0.3	0.4	0.0	0.7
2021	-1.4	-0.3	0.3	0.3	0.0	-1.1
2020	-2.4	-0.8	0.3	0.4	0.0	-2.6
2019	-1.2	0.8	0.2	0.3	0.0	0.2
2018	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.4	0.6

数据来源：公司公告，西南证券整理

发展外销释放增长潜力。国内白电行业经过多年发展，已形成以“格美海”为代表的三大头部品牌，相较于其他企业，三大头部品牌消费者认可度高，规模优势明显。长虹美菱持续发展外销业务，外销占比从2022年的1/4提升至2023年的1/3，外销多为代工，内销中冰箱以自主品牌为主，空调由代工和自主品牌组成。

长虹美菱的外销目的地主要以亚洲、非洲、拉美等新兴市场为主，正如我们前文分析那样，新兴市场含有更强的内生性增长趋势，能够带动外销快速放量，为美菱的增长提供了动力来源，也释放了后续的增长潜力。

图 73：长虹美菱营收结构拆分（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 74：长虹美菱内外销拆分（亿元）


数据来源：奥维云网，西南证券整理

长虹美菱（000521.SZ）：1）2023 年公司外销业务显著增长，同比增长 46.5%至 75.8 亿元，同时外销毛利率 13.2%，同比提升 0.9PP。公司外销业务以发展中国家为主，市场空间广阔，未来仍有望保持较快增长；2）公司各项业务均实现较为快速成长，各项业务产业协同性加强，与母公司黑电协同，公司套系化能力增强，从传统冰箱企业逐渐成长为综合家电品牌商；3）2023 年公司现金分红率有所提升，现金分红 3.1 亿元，现金分红比例达到 2023 年全年利润的 41.7%。

表 9：长虹美菱盈利预测与估值

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	24247.68	27656.04	30716.19	33733.50
增长率	19.95%	14.06%	11.07%	9.82%
归属母公司净利润（百万元）	741.04	838.69	947.24	1082.05
增长率	203.04%	13.18%	12.94%	14.23%
每股收益 EPS（元）	0.72	0.81	0.92	1.05
净资产收益率 ROE	12.48%	12.87%	13.23%	13.70%
PE	13	12	10	9
PB	1.60	1.45	1.32	1.20

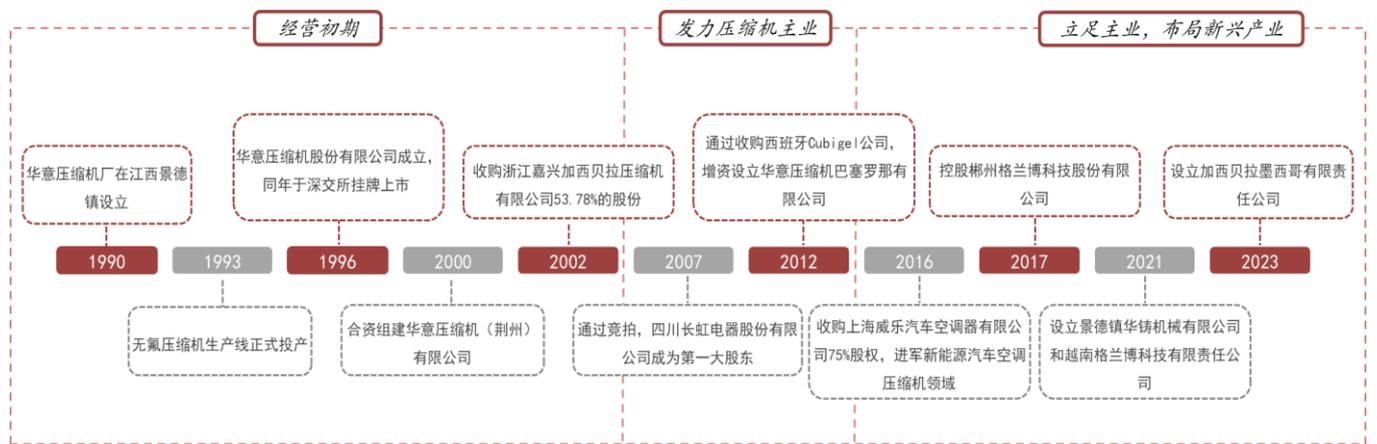
数据来源：Wind，西南证券

风险提示：外销增长不及预期、消费不及预期、竞争加剧等风险。

4.2 长虹华意：发挥冰压龙头优势，结构升级释放利润空间

长虹华意压缩机股份有限公司于 1990 年在江西省景德镇市设立，1993 年正式投产，1996 年在深圳证券交易所成功上市，是以研发，生产冰箱、冷柜、饮水机、制冰机及除湿机等制冷电器的各类压缩机为主营业务的大型企业。目前在全球拥有四个压缩机生产基地，超 8000 名员工，产销规模超 5600 万台，连续多年稳居全球同行业第一。产品具备高效率、宽电压、多工质、低噪声、高可靠性的特性，性能国际领先，通过了 CCC、VDE、KC、SASO、GOST 和 UL 等认证。凭借覆盖定频与变频的规格齐全的产品系列与声品质、气流脉动、流固耦合等方面的研究成果，公司研制的超高效、变频系列压缩机技术填补了中国空白，打破了国外企业的技术垄断，成为全国最大的环保、节能、高效冰箱压缩机生产、出口企业。

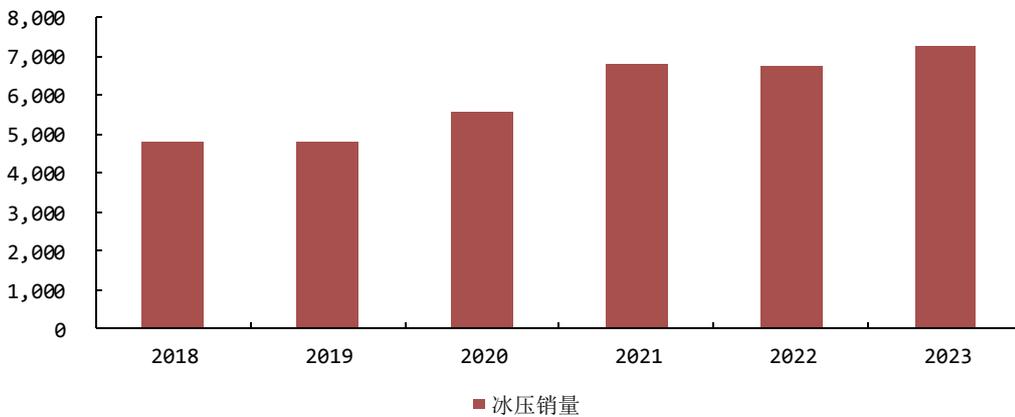
图 75：长虹华意发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

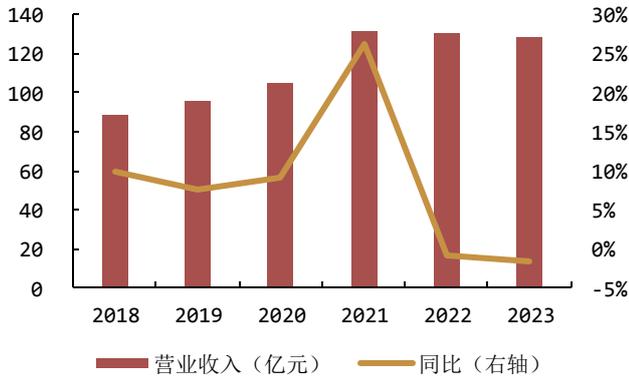
根据产业在线数据，2022 年全封活塞压缩机市场规模约为 2.7 亿台，同比下降 12%，国内供应链贡献了全球 74% 的全封活塞压缩机供货量。长虹华意聚焦压缩机产业，持续扩大压缩机产销规模，推动技术创新，营收增长平稳，2023 年销售压缩机约 7300 万台，占全球 27% 的市场份额，为全球冰压龙头。

图 76：公司压缩机销量（万台）

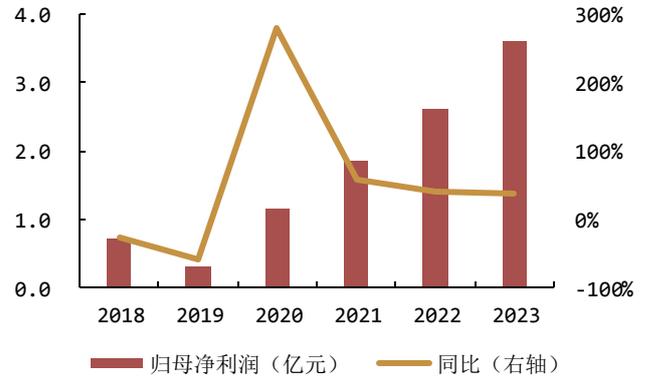


数据来源：公司公告，西南证券整理

2023 年公司实现营收 128.9 亿元, 同比下降 1.6%, 系原材料及配件销售业务减少所致; 实现归母净利润 3.6 亿元, 同比增长 37.8%。整体来看, 压缩机市场增长动能偏弱, 公司主要发展战略为结构性升级。

图 77：2018-2023 年长虹华意营收情况


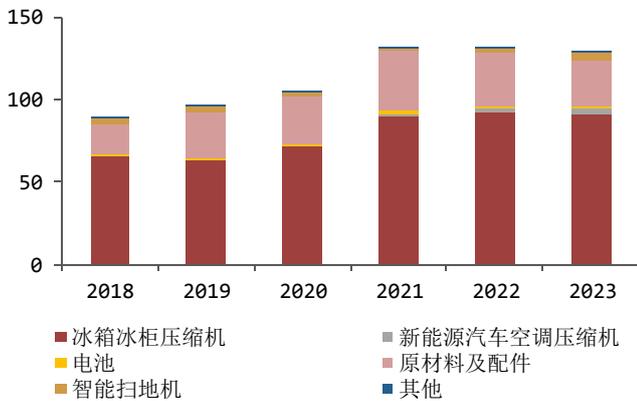
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 78：2018-2023 年长虹华意业绩情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

聚焦压缩机主业，布局新兴产业。公司主营业务可以分为压缩机（2022 年后细分为冰箱冰柜压缩机与新能源汽车空调压缩机）、原材料及配件、智能扫地机及电池四大板块，其中压缩机是公司最大营收来源，原料及配件业务位居第二，两者合计占公司营业收入超过 95% 的份额。

新能源汽车空调压缩机业务增长强劲。2023 年实现营收 2.8 亿，同比高增 33.9%，营收占比 2.2%，同比增长 0.6pp。业务载体的浙江威乐抓住高速增长机会，加强重点客户开发，全年完成压缩机销量 38 万台，同比增长 62%，远超新能源汽车行业 34% 的增幅，提升市场占有率 1% 以上，成为公司营收新增长点。

图 79：2018-2023 年长虹华意营收结构（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

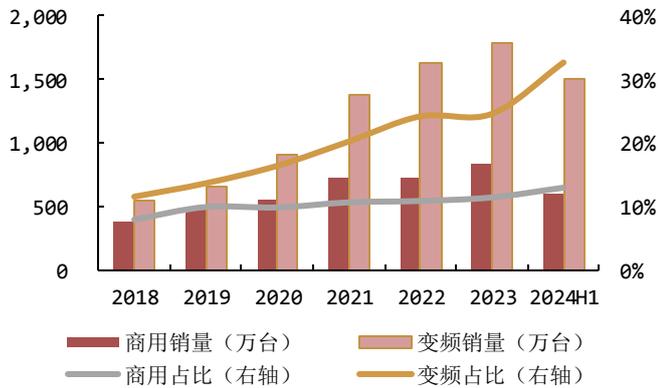
图 80：长虹华意经营主体梳理

业务	经营主体	公司介绍
冰箱压缩机	长虹华意	公司核心业务，主要包括冰箱压缩机、商用压缩机的研发、生产和销售。冰箱压缩机主要用于家用冰箱、冰柜等家用电器；商用压缩机主要用于超市冷冻陈列柜、保鲜柜和机场、写字楼等楼宇的自动售货机等领域。
	华意荆州	
	华意巴塞罗那	
	加西贝拉	
新能源汽车空调配件	浙江威乐	公司近年来着力拓展的新业务，新能源汽车空调压缩机是新能源汽车空调的核心部件。
智能扫地机器人	格兰博	扫地机器人是家庭服务机器人的主要成员，主要应用于家庭清洁服务。因行业发展不佳于 2023 年被剥离。

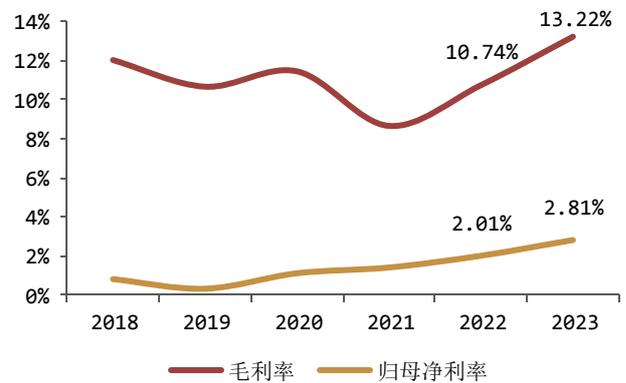
数据来源：公司公告，西南证券整理

产品结构升级是盈利能力改善主要动力。公司整体毛利率水平整体稳中有增。从长期看，公司冰压业务持续进行结构优化，2023 年，冰箱压缩机销量 7273 万台，同比增长 8%，其中商用压缩机销量 834 万台，同比增长 14%，变频压缩机销量 1791 万台，同比增长 10%。高附加值的变频和商用压缩机具有更高的毛利率水平，公司产品结构的优化有望持续提升公司毛利率水平。

从归母净利率水平来看，整体表现为上升态势，公司运营情况良好。一方面为疫情影响冲淡，原材料等重要成本有所下滑；另一方面公司产品结构不断优化，核心竞争力不断提升，不懈培育新的增长点，未来或将持续改善。

图 81：长虹华意商用、变频结构占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 82：长虹华意盈利能力稳定提升


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2022 年 1 月 28 日出台了《长虹华意压缩机股份有限公司十四五业绩激励方案》，提出考核目标包括以 2020 年归母净利润为基数，2021-2025 年度归母净利润复合增长率不低于（含）12%等条件，达到条件后按公司归母净利润的 10%提取激励基金，激励基金总金额的 90%用于分配激励对象，10%留存作为吸引外部优秀人才及对公司做出特殊贡献奖励的资金来源。激励对象承诺在收到业绩激励基金 3 个月内通过公开市场购买公司股票，股票购买金额由分配的税后激励基金和部分年度基本薪酬决定，且高管 3 年内不可减持，员工 1 年后可减持 50%。通过加深利益绑定，留住人才，激发员工的积极性，提高公司凝聚力和活力。

图 83：长虹华意股权激励考核目标

年份	实际归母净利润 (亿元)	目标归母净利润 (亿元)	实际增长率	是否计提激励基金
2020	1.16	-	-	-
2021	1.85	1.3	59.80%	是
2022	2.63	1.46	41.70%	是
2023	3.62	1.63	37.80%	是
2024	-	1.83	-	-
2025	-	2.05	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 84：长虹华意股权激励计划执行情况

激励计划	数量总额	分配金额	激励人数
2021年计提业绩激励基金	1,850.00万元	1,665.00万元	59人
2022年计提业绩激励基金	2,627.51万元	1,968.90万元	67人
2023年计提业绩激励基金	3,622.00万元	3,259.80万元	-
合计	8,093.51万元	6,893.70万元	

数据来源：公司公告，西南证券整理

长虹华意（000404.SZ）：1）2023 年公司实现冰箱冰柜压缩机产量 7368 万台，同比增长 10%；实现销量 7273 万台，同比增长 8%，近三年年复合增长率 9.3%，高于全球行业 1.2%的平均增长水平，行业龙头地位稳固；2）公司 2023 年毛利率同比提升 2.5pp 至 13.2%，其中冰箱冰柜压缩机毛利率为 16.3%，同比+4.2pp，毛利率的改善主要来自于主业冰箱空调压缩机的结构调整使高附加值的产品占比提高和低毛利业务在营收占比中的减少。

表 10：长虹华意盈利预测与估值

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12889.01	12099.35	13040.07	14084.16
增长率	-1.58%	-6.13	7.77	8.01
归属母公司净利润 (百万元)	362.16	478.79	560.01	648.37
增长率	37.83%	32.20%	16.96%	15.78%
每股收益 EPS (元)	0.52	0.69	0.80	0.93
净资产收益率 ROE	10.23%	12.34%	13.13%	13.76%

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
PE	13	10	8	7
PB	0.90	0.82	0.75	0.68

数据来源: Wind, 西南证券

风险提示: 原材料价格波动、新业务拓展不及预期、结构调整效果不及预期汇率波动等风险。

5 投资建议

我们认为,过去长虹集团作为老牌家电国企,同时也是当前唯一的国有化家电集团,在国企改革浪潮下持续优化自身经营水平,集团内部通过对不同业务单元的销售渠道、物流运输进行统一管理,提高了交付速度、周转效率;黑电产品代工出货量快速增长,为小米等客户代工空调,一方面实现了产能的高利用率,另一方面也在采购端放大了规模优势。外部来看,长虹持续优化白电产品结构,缩小与海尔等品牌均价差距,长虹华意的冰压产品也通过提升变频、商用的占比来改善盈利能力,最终实现了近几年长虹系公司的明显业绩改善。

展望未来,从产品端来看,长虹空调、冰箱等产品价格带定位仍然较低,后续仍然具有品牌溢价提升空间;从市场来看,出海已成为中国家电企业的长期课题,其中又以增速更快、格局更分散的新兴市场为重点,长虹系均价定位与新兴市场匹配度高,具有大规模、高度标准化的制造能力,在多年出海的过程中也积累了丰富的多元出海方案。为此,我们认为长虹系在针对新兴市场的出海方面具有先发优势,产品定位仍具有提升空间,内部管理也有加强统一采购以提效的操作空间。推荐关注冰箱均价提升明显,海外业务高速发展的长虹美菱(000521.SZ);以及产品结构持续升级,利润空间不断释放的冰压龙头长虹华意(000404.SZ)。

表 11: 重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	投资评级	EPS (元)			PE (倍)		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000521.SZ	长虹美菱	9.60	买入	0.72	0.81	0.92	13	12	10
000404.SZ	长虹华意	6.73	持有	0.52	0.69	0.80	13	10	8

数据来源: Wind, 西南证券

6 风险提示

出海不及预期风险、竞争加剧风险、原材料涨价风险、汇兑风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn