

家用电器

证券研究报告/行业深度报告

2023年7月7日

评级：增持（维持）

分析师：邓欣

执业证书编号：S0740518070004

电话：021-20315125

Email: dengxin@zts.com.cn

重点公司基本状况

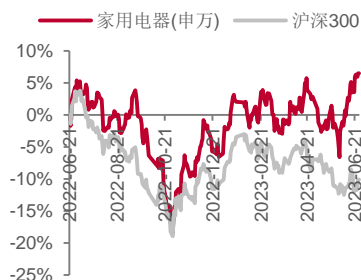
简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
美的集团	58.37	4.22	4.73	5.19	5.68	13.8	12.34	11.25	10.28	1.02	买入
格力电器	36.69	4.35	4.77	5.11	5.37	8.43	7.69	7.18	6.83	0.80	买入
海尔智家	22.80	1.56	1.78	2.04	2.30	14.6	12.81	11.18	9.91	0.91	买入
海信家电	25.04	1.05	1.14	1.39	1.58	23.8	21.96	18.01	15.85	2.56	买入

备注：收盘价为 2023/7/6

基本状况

上市公司数 81  
行业总市值(百万元) 1607939  
行业流通市值(百万元) 848995

行业-市场走势对比



相关报告

《厄尔尼诺来袭,继续强 call 空调》

2023/6/26

《2023 年空调,会是 2017 年重演吗?》2023/5/20

报告摘要

■ 本期我们研究对象为——当前空调竞争格局。承接此前深度《2023 年空调,会是 2017 年重演吗?》一文,已重点针对行业景气趋势加以研判,本文将更多侧重对一线、二线品牌行为逻辑的分析和竞争格局的推演。

■ 景气重申: Q2 空调零售增速快于出货,库存水位仍处较低;厄尔尼诺来袭,热夏概率加大;7、8 月企业排产已提升至积极, H2 空调有望在低预期之下延续高增。

■ 竞争分析: 生态修复,各线品牌生存空间扩大。一线品牌出于战略转变,提升均价保障盈利;二线品牌把握一线龙头留下的价格空间抢夺份额积极扩产,扩张式增长。

1、一线品牌: 短期以份额换利润,但长期格局稳定,更新需求更利好头部梯队站位。我们从龙头涨价动因出发: ①2020-2022 年原材料成本抬升,2023 年龙头通过调价格+调结构修复盈利,这是内在诉求;②2023 年库存低位需求好转,足以支撑头部企业涨价,这是外部保障。进一步看,空调已步入长期“提质”阶段: 我们认为①行业端的需求结构变化和②企业端的经营策略调整,将共同驱使行业均价长期持续向上,未来空调行业品牌化&升级化将是产业竞争核心,产业趋势长期利好头部梯队站位。

2、二线品牌: 短期龙头提价留足生存空间,长期二线胜者有望收割杂牌。2023 年 M1-5 一线份额略有收缩,二线份额明显扩张,背后是二线品牌紧抓窗口积极备货拉动销售高增。我们判断未来二线竞争胜负手在于“成本控制”,利润空间和管理效率支撑企业走得更远,胜者逐步出清收割杂牌。

3、一二线空间剖析及份额展望: 行业出现两级分化。①更新需求推升产品结构向上,这反应未来市场的主要基调;②消费环境复杂催生平价品牌扩产抢份额,这反应当前用户的核心诉求。本文测算 2023-2025 年,一线品牌需求占 60-70%,二线品牌占 30-40%。

■ 投资建议: 空调行业旺季修复、生态向好。一线品牌收获更佳的盈利确定性,二线品牌收获更大的盈利弹性,且杂牌格局有望出清。当前我们继续看好空调产业链: 建议坚守一线白马美的集团、格力电器;博弈二线弹性海信家电、长虹美菱、海尔智家。

风险提示: 三方数据有误、天气异常、地产回暖不及预期、二线空调出现零部件供应不足、龙头改变策略行业竞争加剧、文中测算存在较大误差而失真的风险、公开资料更新滞后风险。

## 内容目录

引言 .....	- 4 -
一、景气重申：2023H2 空调有望延续高增 .....	- 4 -
二、竞争分析：生态修复，各线品牌生存空间扩大 .....	- 6 -
1、一线品牌：短期份额换利润，长期格局稳定，更新需求利好头部 .....	- 7 -
2、二线品牌：短期龙头提价留足空间，长期二线胜者有望收割杂牌 .....	- 10 -
3、一二线空间剖析及份额展望 .....	- 13 -
三、投资建议 .....	- 14 -
四、风险提示 .....	- 15 -

## 图表目录

图表 1: 2023 年 4-5 月空调零售销量同比+42% .....	- 4 -
图表 2: 2023 年 4-5 月空调内销出货同比+32% .....	- 4 -
图表 3: 5 月工业库存增速为-6%，叠加去年预期低，目前库存仍处于低点 .....	- 4 -
图表 4: 7 月提升整体空调排产 .....	- 5 -
图表 5: 排产和当时销量密切相关 .....	- 5 -
图表 6: 6-7 月后龙头排产反超 TOP3-6 .....	- 5 -
图表 7: 近 30 天全国气温距平 .....	- 6 -
图表 8: 近 20 天全国降水距平 .....	- 6 -
图表 9: 2023M1-5 零售品牌销额增速 .....	- 6 -
图表 10: 2020-22 年美的暖通利润率不及 2019 年 .....	- 7 -
图表 11: 格力 2020-22 归母净利率少于 2016-17 .....	- 7 -
图表 12: 空调均价下滑伴随去库存 .....	- 7 -
图表 13: 2023M5 美的、格力销量头部单品单价大部分有提升 .....	- 8 -
图表 14: 2023M1-5 线上渠道空调销量结构变化 .....	- 8 -
图表 15: 2023M1-5 线下渠道空调销量结构提升 .....	- 8 -
图表 16: 2023M1-5 线上均价及同比 .....	- 8 -
图表 17: 2023M1-5 线下均价及同比 .....	- 8 -
图表 18: 2023M1-5 空调品牌销量份额变动，二线明显扩张，一线略收缩 .....	- 9 -
图表 19: 空调均价波动、冰、洗均价逐年提升 .....	- 9 -
图表 20: 空、冰、洗龙头市场份额走势 .....	- 9 -
图表 21: 美的销额份额稳定在高位 .....	- 10 -
图表 22: 2023M1-5 华凌销量销额高增 .....	- 10 -
图表 23: 2022-2023 年一二线空调价差拉大 .....	- 11 -
图表 24: 5-8 月空调旺季均价处于低位 .....	- 11 -
图表 25: 2023M1-5 线下空调销量占比 .....	- 11 -
图表 26: 2023M1-5 线上空调销量占比 .....	- 11 -
图表 27: 2023 年理论新增 2000 万台空调产能 .....	- 11 -
图表 28: 2023 年 4-5 月一二线市场销量份额变化 .....	- 12 -
图表 29: 我国空调内销销量拆分及预测 .....	- 13 -
图表 30: 终端门店数量统计 .....	- 14 -
图表 31: 各企业空调收入体量统计 .....	- 14 -

## 引言

2023 年行至中段，空调景气超预期已成市场共识，聚焦本轮行情的两大特点：一是空调在大家电中一枝独秀，景气显著好于冰洗厨；二是空调再现扩产潮，二线企业转向积极扩产。首先对于全年的景气趋势研判，请详见我们上一篇深度专题——《2023 年空调，会是 2017 年重演吗？》一文，本文将更多侧重竞争格局，对一线二线空调品牌的行为逻辑加以具体分析和推演。

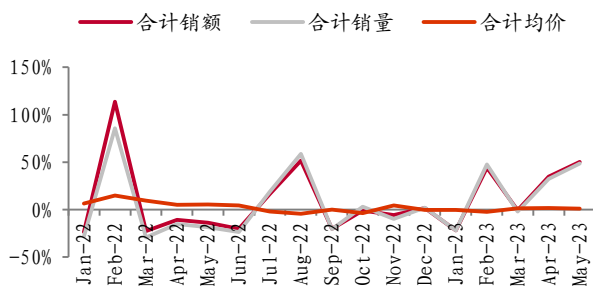
投资建议：继续看好空调产业链，坚守一线白马美的集团、格力电器；博弈二线弹性海信家电、长虹美菱、海尔智家。

## 一、景气重申：2023H2 空调有望延续高增

### 1、Q1 之后，如何解读 4-5 月空调的零售与出货？

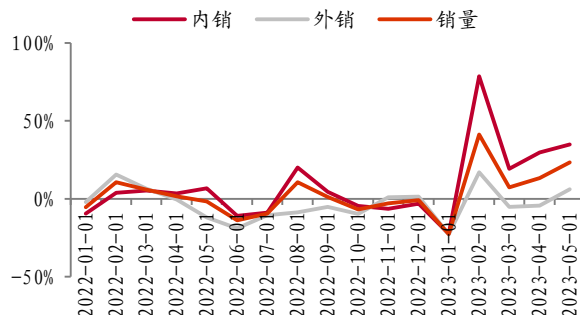
步入 Q2，空调零售增速已快于出货，而库存水位仍处较低。参考奥维云网、产业在线，4-5 月空调零售端正延续景气趋势，同时库存端仍处低位，5 月工业库存增速同比-6%，参考往年今夏旺季前的空调库存整体仍属偏低水平。

图表 1：2023 年 4-5 月空调零售销量同比+42%



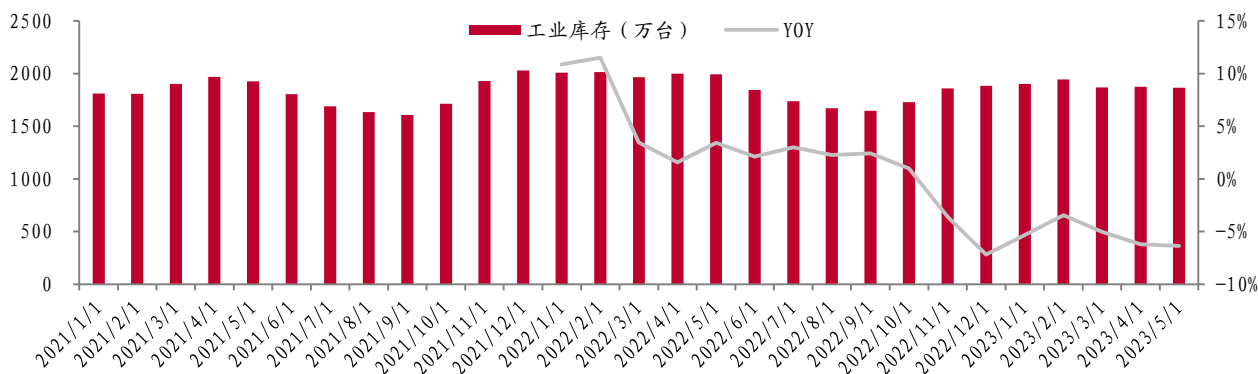
来源：奥维月度数据、中泰证券研究所

图表 2：2023 年 4-5 月空调内销出货同比+32%



来源：产业在线、通联数据、中泰证券研究所

图表 3：5 月工业库存增速为-6%，叠加去年预期低，目前库存仍处于低点



来源：产业在线、通联数据、中泰证券研究所

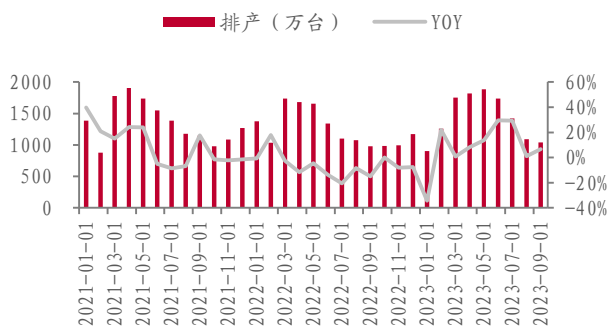
## 2、如何看待7月空调的排产反转？

在宏观经济不明朗、上年热夏高基数背景下，2023年的空调排产从过去的出货领先指标转变为零售的滞后指标，更多反应的是产业端的信心变化。

从大盘看，5月产业在线前期披露空调行业7月排产下行，但在4、5月零售高增之下，奥维云网、产业在线均上修7月排产指引，最新增速分别为22.6%、29.4%。

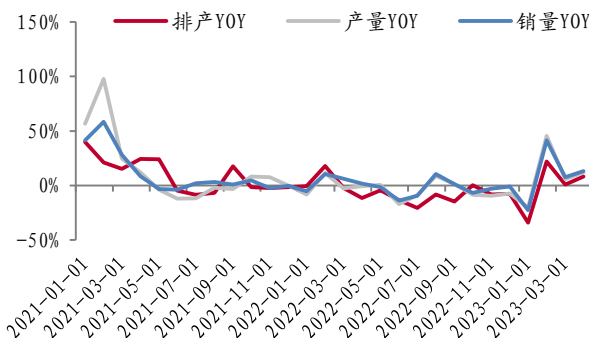
从结构看，一线龙头全年排产偏均衡，而二线企业前期备货更积极，表现为1-5月二线企业的排产高增，但到6-7月后龙头排产增速反而反超二线。

图表4：7月提升整体空调排产



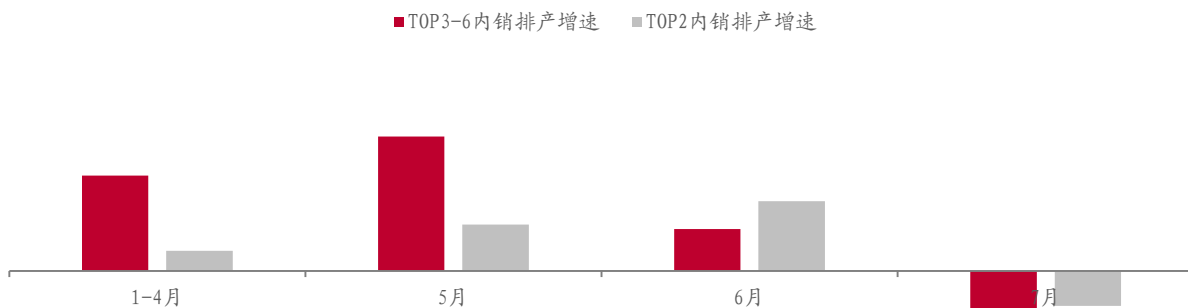
来源：产业在线、通联数据、中泰证券研究所

图表5：排产和当时销量密切相关



来源：产业在线、通联数据、中泰证券研究所

图表6：6-7月后龙头排产反超TOP3-6



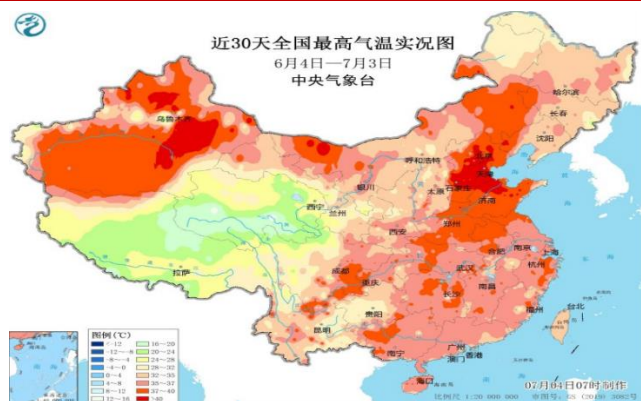
来源：产业在线、中泰证券研究所，注：该数据为2023年5月底的数据，存在一定滞后性，但也能显示出6-7月后龙头排产同比更快。

## 3、对2023H2景气判断可以更积极

上一篇我们外发空调报告《2023年空调，会是2017年重演吗？》中指出，2023年开年空调超预期，行业信心已进一步激发，后续炎夏与否是观察行业景气能否延续的核心因素，如夏季零售良好，全年出货其实可以更乐观。

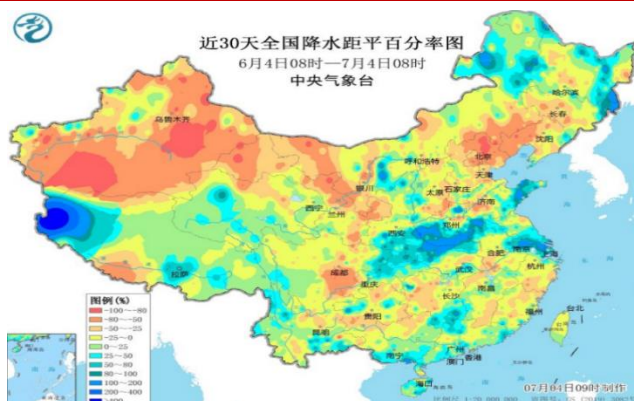
当前时点：厄尔尼诺来袭概率较高，全国普遍高温，我们对H2景气判断可以更积极。我国已明确提出2023年夏季进入厄尔尼诺状态。厄尔尼诺容易导致我国出现南涝北旱的情况，叠加全球变暖提升基础气温，加剧北方高温。根据国家气候中心预测，今年夏季全国大部分地区气温接近常年同期到偏高，其中华东、华中、新疆等地高温（日最高气温 $\geq 35^{\circ}\text{C}$ ）日数较常年同期偏多，可能出现阶段性高温。

图表 7: 近 30 天全国最高温实况图



来源: 中央气象局、中泰证券研究所

图表 8: 近 30 天全国降水距平



来源: 中央气象局、中泰证券研究所

## 二、竞争分析: 生态修复, 各线品牌生存空间扩大

### 格局一览: 二线品牌开年增速更高

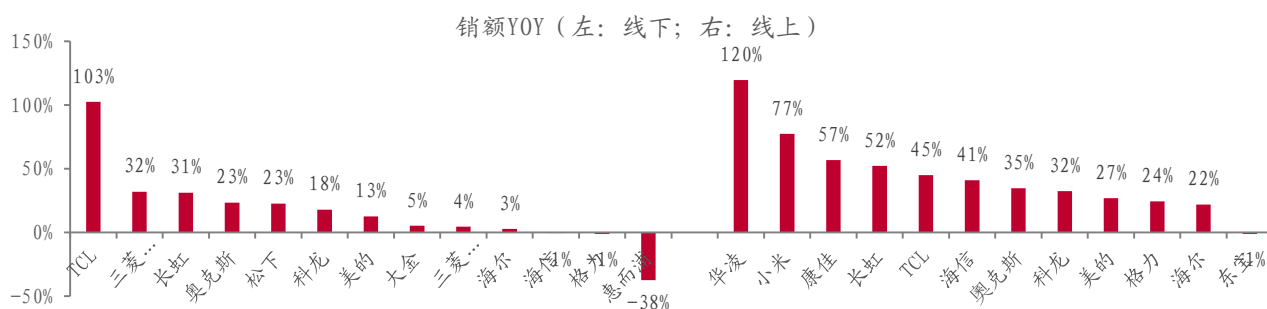
从增速看, 1-5 月主流品牌均有增长, 但二线较一线增速更高。上市公司报表层面, Q1 长虹美菱收入+25% (空调业务占收入 50%), 高于美的、格力增速; 另第三方线上跟踪印证, 中怡康 1-5 月典型二线品牌华凌、小米、康佳、长虹、TCL、海信、奥克斯、科龙, 线上增速从高到低依次为 120%、77%、57%、52%、45%、41%、35%、32%, 高于美的、格力的 27%、24% 水平。

在此, 我们试图结合产业趋势和品牌策略, 分开分析各线品牌的份额走势。下述界定方式仅为分析用途, 不作对各个品牌的定性判断。

一线: 为美的、格力;

二线: 海尔、海信、奥克斯、科龙、华凌、小米、TCL、长虹。

图表 9: 2023M1-5 零售品牌销额增速



来源: 中怡康、中泰证券研究所

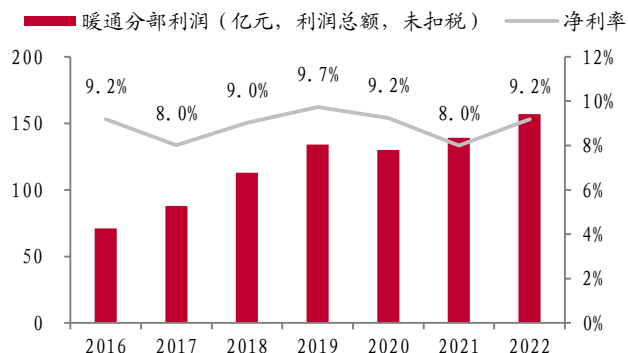


## 1、一线品牌：短期份额换利润，长期格局稳定，更新需求利好头部

### 从动因出发：一线为何涨价？

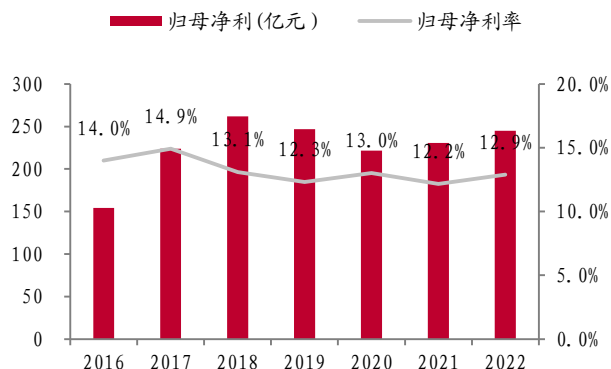
- ① **利润修复是核心诉求。**19 年价格战后行业连遭疫情和成本涨价，22 年企业利润承压，双寡头空调业务未修复至常态利润率水平，故盈利是核心诉求。

图表 10：2020-22 年美的暖通利润率不及 2019 年



来源：美的年报、中泰证券研究所

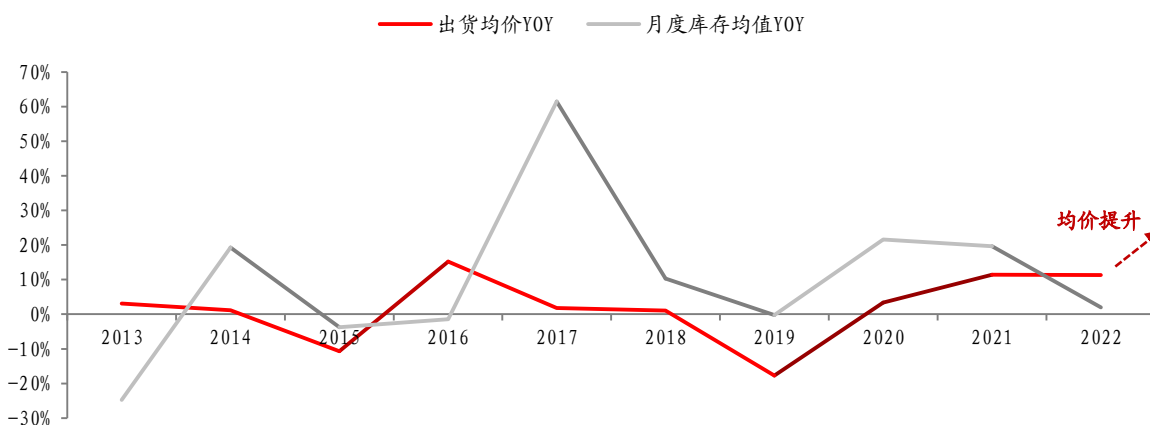
图表 11：格力 2020-22 归母净利润率少于 2016-17



来源：WIND、中泰证券研究所

- ② **库存低位需求好转是外部保障，足以支撑涨价。**历史看，空调均价下行显著的 15 年、19 年均是被动去库+需求疲弱环境，19 年后空调行业扁平化转型显著，考虑当前库存偏低且需求转暖，价格战概率实属不高。

图表 12：空调均价下滑伴随去库存



来源：艾肯家电网、产业在线、通联数据、中泰证券研究所，注：月度库存均值是取全年库存的均值计。

### 以何方式涨价？一线调价格和调结构并行，线下更为显著。

从均价看，一线品牌头部单品均价出现整体提升，线下涨价更为显著，线上格力有增长、美的略下滑。

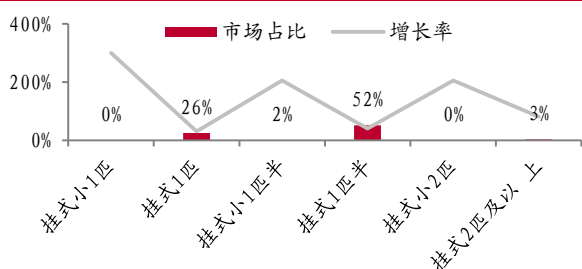
从结构看，制冷能力更强的产品增速上普遍更高，同样线下结构优化更为显著。

图表 13: 2023M5 美的、格力销量头部单品单价大部分有提升

线下				线上		
排名	2023M5 销量占比	2023/5 均价 (元)	均价同比 (%)	2023M5 销量占比	2023/5 均价 (元)	均价同比 (%)
美的销量单品						
第一	3.00%	2,803	6%	3.40%	2,666	-2%
第二	1.60%	2,615	6%	1.80%	2,466	-8%
第三	1.60%	3,324	11%	1.50%	2,258	-2%
格力销量单品						
第一	1.90%	3,075	18%	4.70%	2,996	4%
第二	1.90%	3,319	10%	1.90%	2,799	4%

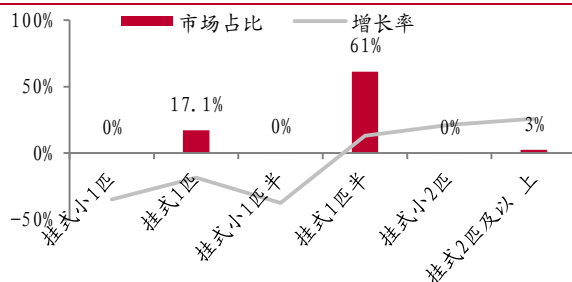
来源: 中怡康、中泰证券研究所整理

图表 14: 2023M1-5 线上渠道空调销量结构变化



来源: 中怡康、中泰证券研究所, 注: 挂式小 1 匹的增长率为 1643%。

图表 15: 2023M1-5 线下渠道空调销量结构提升



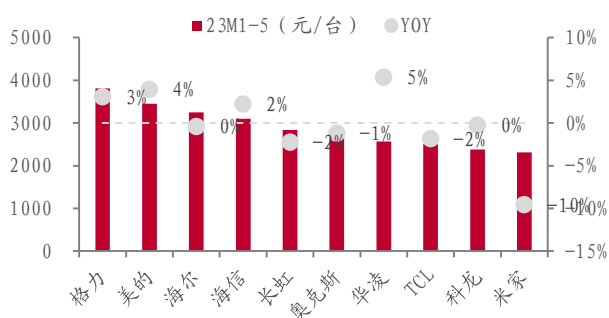
来源: 中怡康、中泰证券研究所

### 涨价结果: 一线以份额换利润。

零售端, 奥维显示 1-5 月双寡头线上线下均价皆现提升; 出货端, 产业趋势上, 美的持续提升智能化品牌布局、突破高端市场。

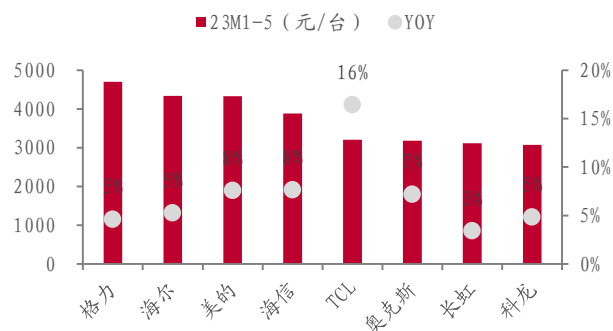
份额端, 涨价趋势下双寡头 CR2 短期下滑, 二线企业份额有明显扩张。

图表 16: 2023M1-5 线上均价及同比



来源: 奥维云月度数据、中泰证券研究所

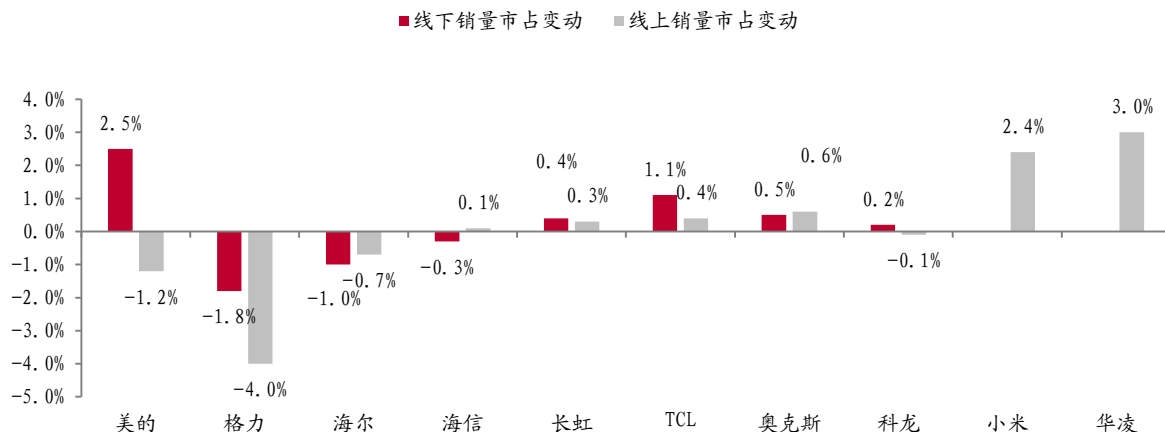
图表 17: 2023M1-5 线下均价及同比



来源: 奥维云月度数据、中泰证券研究所



图表 18: 2023M1-5 空调品牌销量份额变动, 二线明显扩张, 一线略收缩



来源: 中怡康、中泰证券研究所

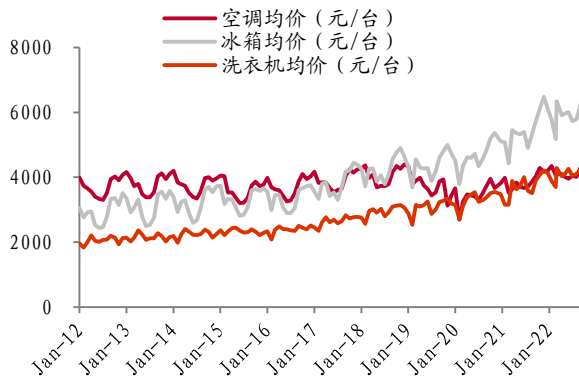
进一步看长期, 空调行业已步入“提质”阶段。我们认为行业端的需求结构变化+企业端的经营策略调整, 将共同驱使行业均价长期持续向上。

#### ① 行业需求结构变化: 从新增需求到更新需求。

我们把空调需求分为新增需求(新房及渗透提升所对应的需求)、更新需求(老品替换所对应的需求), 其中更新需求往往对应偏高端化。据我们下文预测, 2023-2025 年行业整体将有约 3-4 成需求来自于更新换代, 需求结构推动产品结构长期向上优化。

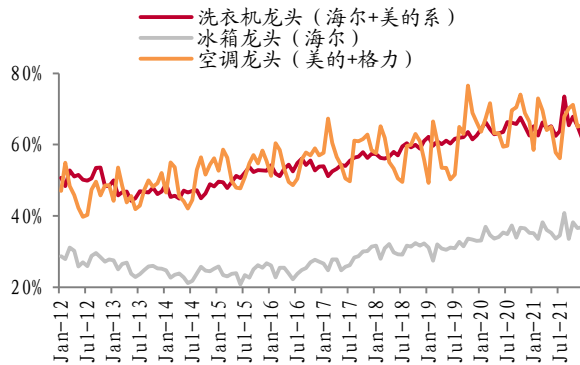
参考同为大家电的冰洗行业: 价格竞争已趋弱。近十年间, 冰洗通过产品结构升级, 均价皆呈现稳步提升趋势; 反观空调则因周期性价格战, 均价水平始终于 3000-4000 元区间内振动。随着更新需求占比的逐渐提升, 未来空调有望在均价表现、份额表现上复制冰洗行业长期稳步升级的发展路径。

图表 19: 空调均价波动, 冰、洗均价逐年提升



来源: 中怡康、中泰证券研究所

图表 20: 空、冰、洗龙头市场份额走势



来源: 中怡康、中泰证券研究所

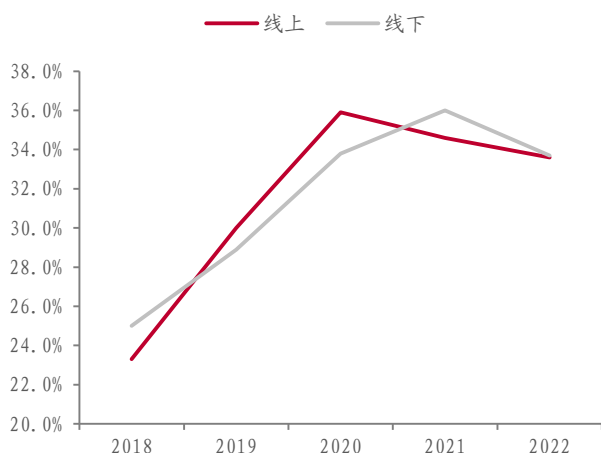
## ② 巨头经营战略调整：从追求规模到追求利润。

空调双寡头之一美的，2019 年公司以价格战方式成功实现份额跃升并将份额水平持续稳定在 30+%，份额达到高位后再进一步向上的难度已然陡增。2021 年底公司提出经营战略转变指向“收入合理、盈利恢复”，大家电以空调提价为其战略调整的核心。

主品牌提价意在提升调性修复盈利，子品牌华凌则承接一部分低端需求。“华凌”品牌主打流量，流量品牌可很好承接提价所留出的空白市场，避免因此丧失过多的低端份额，主副品牌分工结果体现在 2023 年 1-5 月，华凌品牌的线上销额、销量皆已翻倍，且在销量上已达相当于美的主品牌一半的份额体量。

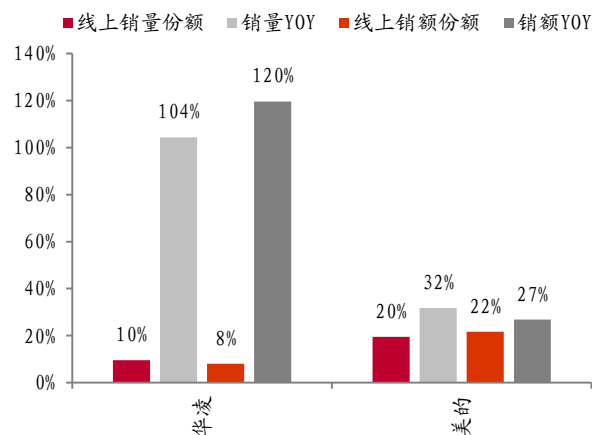
第二引擎 2B 业务的战略加码，长期需要稳定的盈利与现金流为后盾。美的点燃 2B 引擎开创性切入楼宇、电车、储能、机器人等诸多领域，可以预见其资本开支需求相较过往专注于 2C 的历史阶段将有显著提升，保障盈利或是公司长期战略加码 2B 业务的发展基石。

图表 21：美的销额份额稳定在高位



来源：奥维云、美的集团年报、中泰证券研究所

图表 22：2023M1-5 华凌销量销额高增



来源：中怡康、中泰证券研究所

一线龙头当前虽以份额换利润，但若行业均价长期向上，我们判断未来空调行业的品牌化和升级化将会是产业竞争的核心，长期看格局趋向稳定，因升级趋势更为利好头部梯队站位。

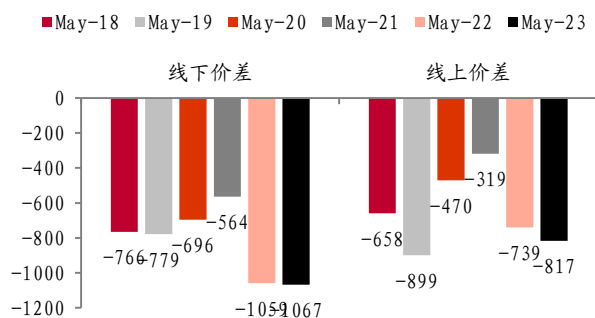
## 2、二线品牌：短期龙头提价留足空间，长期二线胜者有望收割杂牌

### 二线份额弹性更高的表现？

从一二线价差角度看：龙头提价留足空间。2022 年起美的、格力均价提升明显，一二线品牌价差扩大，驱动二线品牌份额提升显著。

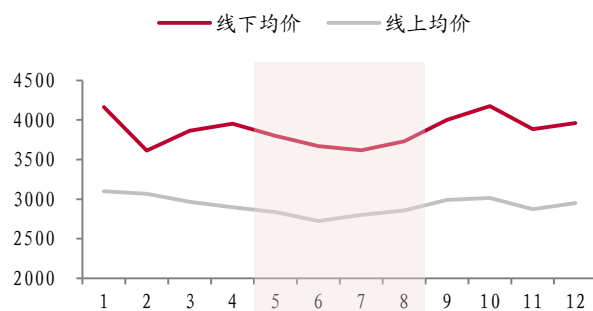
从产品结构角度看：今夏特价机旺销，利好中小份额提升。今夏高温环境下，空调购买需求多为应急刚需，购置更侧重性价比，从 2018-2022 年月均数据看，5-8 月均价水平明显低于其他月份。

图表 23: 2022-2023 一二线空调价差拉大 (元/台)



来源: 奥维云、中泰证券研究所, 注: 一线品牌格力、美的, 二线品牌线上包括奥克斯、海尔、TCL、科龙、米家、海信、长虹、华凌, 线下包括海尔、海信、奥克斯、科龙、长虹、TCL

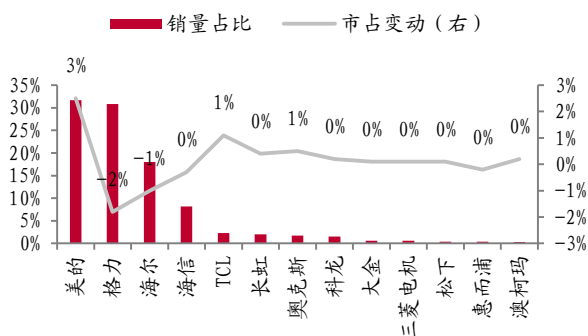
图表 24: 5-8 月空调旺季均价处于低位 (元/台)



来源: 奥维云、中泰证券研究所, 注: 均价为 2019-2022 年月度平均价格。

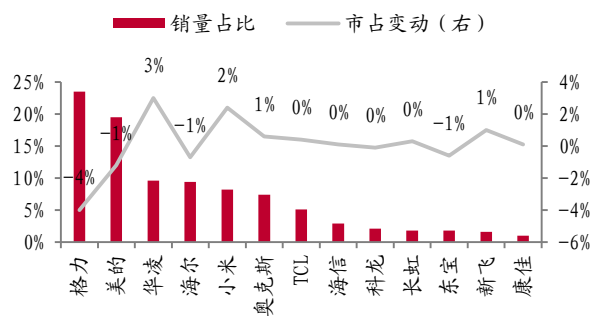
从渠道结构角度看: 线上化率提升, 利好中小品牌露出。因线上相对线下更趋扁平, 线上格局相对分散, 给予中小品牌更多露出机会, 华凌、小米、奥克斯均借线上平台占据一席之地。根据中怡康和奥维云, 2023M1-5 格力、美的线上均价分别+3%和+4%, 销量份额分别收缩 4%和 1%, 线下份额则变动更小。

图表 25: 2023M1-5 线下空调销量占比



来源: 中怡康、中泰证券研究所

图表 26: 2023M1-5 线上空调销量占比



来源: 中怡康、中泰证券研究所

份额表现背后, 是新一轮空调扩产潮拉动销售高增。2022 年末至今, 多家空调企业新基地密集投产, 新增理论最大产能合计近 2000 万台, 企业在投产仪式上均与渠道拓展紧密结合, 中小品牌在供给端的自主化给予经销商较高信心。从 1-5 月市场表现看, 已投产的月兔、TCL 线下销量分别已同比增长 9669%和 102%。

图表 27: 2023 年理论新增 2000 万台空调产能

公司	投产情况
TCL	2023.3 武汉制造基地投产, 首期年产能 600 万
中汇达	2023.3 九江基地投产, 一期产能 330 万台飞利浦 22.12 滁州基地投产, 整体投产后 500 万产能
飞利浦	2022.12 滁州基地投产, 整体投产后 500 万产能
月兔	2023.2 马鞍山投产, 产能 100 万套, 整体产能 400 万
乐京	2023.3 安徽乐京空调基地投产, 最大产能 300 万套

来源: 艾肯家电网、中泰证券研究所

进一步看长期，空调杂牌仍存出清空间，我们认为未来二线梯队竞争胜负手在于“成本控制”，利润空间和管理效率将使胜者行稳致远。

由于二线品牌的产品定位及渠道特性，下沉市场很难说是一个利基丰厚的优质市场，模式类似“薄利多销”，考验中小企业的成本控制能力，最终拥有利润空间和管理效率的企业才能走得更远，当前单纯依赖低价促销的杂牌市场仍有出清空间。从 2023 年 4-5 月看，二线品牌销量份额迎来扩张，收割其他杂牌份额。

具体我们认为能最终区分成本控制和管理效率的竞争优势包括：①企业产能规模，集中采购及成本规模效应；②工业自动化程度，良品率；③企业信息化程度，打通从前端到供应端链路的管理效率，降低库存周期和原材料折旧。

**图表 28：2023 年 4-5 月一二线市场销量份额变化**

各线品牌销量份额变化	4 月线下	5 月线下	4 月线上	5 月线上
一线	0.2%	-0.1%	-0.7%	-8.5%
二线	1.3%	1.0%	4.4%	5.5%
其他	-1.5%	-0.9%	-3.7%	3.0%

来源：中怡康、中泰证券研究所，注：一线品牌为美的、格力；二线线下品牌为海尔、海信、TCL、长虹、奥克斯、科龙，线上为华凌、海尔、小米、奥克斯、TCL、海信、科龙、长虹。

### 3、一二线空间剖析及份额展望

当前时点，空调消费出现两级分化。一方面，更新需求推升行业产品结构向上，这是未来市场的主流基调。另一方面，消费环境复杂，热夏刺激平价品牌扩产抢夺份额，这是当前用户的核心诉求。针对上述两种需求，本文对 **2023-2025 年空调终端需求份额**作出测算，

**1) 一线品牌需求占 60-70%: 更新需求有望成为未来主流趋势，巨头在高端需求上占领心智。**2009-2013 年家电下乡热潮将空调内销量带上新台阶，经过十余年的使用，大量空调进入换新阶段。而消费者倾向于在更新上选配高端产品。经过多年布局，美的、格力作为知名品牌，均价和市场份额位居前列，成为高端需求首选。

**2) 二线品牌需求约占 30-40%: 短期热夏催化渗透率提升，长期展望二线品牌收割杂牌。**农村空调百户拥有量仅为城镇的 56%，消费以新增渗透需求为主，其渗透率影响节奏在于热夏催化、低价刺激、农村可支配收入，其中热夏是其最直接的刺激因素，带动 2023 年二线品牌需求。长期看，海信、长虹、小米等品牌力虽不及美的、格力，但大众认知度高，同时这些品牌公司治理和成本控制能力相对强，产量规模较大，能够向下收割杂牌市场。

**图表 29：我国空调内销量拆分及预测**

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
空调销量拆分（万台）									
更新需求	2787	2936	3239	2454	2865	2755	3086	3592	4583
占比	31%	32%	35%	31%	34%	33%	31%	34%	42%
YOY		5%	10%	-24%	17%	-4%	12%	16%	28%
地产需求	2508	2820	3052	3110	3313	2103	2905	3608	3317
占比	28%	30%	33%	39%	39%	25%	29%	34%	30%
YOY		12%	8%	2%	7%	-37%	38%	24%	-8%
渗透提升需求	3581	3526	2926	2464	2350	3571	3870	3466	2996
占比	40%	38%	32%	31%	28%	42%	39%	32%	27%
YOY		-2%	-17%	-16%	-5%	52%	8%	-10%	-14%
合计	8,876	9,281	9,216	8,028	8,527	8,429	9862	10666	10895
YOY		5%	-1%	-13%	6%	-1%	17%	8%	2%
一二线品牌渗透率（%）									
一线品牌渗透率	59%	61%	64%	69%	68%	65%	63%	64%	64%
二线品牌渗透率	41%	39%	36%	31%	32%	35%	37%	36%	36%
一二线品牌销量同比（%）									
一线品牌需求		8%	4%	-7%	6%	-5%	13%	9%	3%
二线品牌需求		0%	-8%	-24%	8%	7%	25%	7%	0%

来源：WIND、贝壳、国家统计局、产业在线、通联数据、中泰证券研究所测算

注：测算方式：1) 更新需求：空调的寿命为 12 年，保守假设下，12 年前购买的空调有 50%要更新、11 年前有 30%的空调要更新、10 年前有 20%的空调要更新，2020-2022 年有所调整。2) 地产需求：空调需求分为新房+二手房，新房假设为 2 年前销售的期房\*80%+1 年前销售的期房\*20%+当年销售的现房，根据贝壳，二手房销售套数约为新房的 1/3。假设 2023-2025 年后的需求按照竣工数据来。3) 渗透率提升需求：除地产和更新外的需求，2017-2022 年数据为整体内销-更新-地产需求，2023-2025 年的需求按照农村和城镇保有量扣除地产影响后计算。另外一线品牌渗透率假设参考美的、格力的等中高端品牌市场份额计算，2023-2025 年的假设为合理的线性外推。

### 三、投资建议

我们认为 2023H2 空调需求有望延续高增，当前时点看产业格局，空调行业旺季修复、生态向好。一线品牌收获更佳的盈利确定性（主动提价释放利润），二线品牌收获更大的盈利弹性（补足短板改善收入利润），且最终杂牌格局有望出清。

我们建议坚守一线白马：美的集团、格力电器；博弈二线改善型标的份额利润弹性：海信家电、长虹美菱、海尔智家。

#### 1、坚守高确定一线龙头：美的集团、格力电器

**美的集团：**暖通贡献收入一半，贡献 45% 税前利润，原材料价格提升致公司 2020-2022 年暖通分部毛利率下滑，2023 年随原材料高位回落及产品持续提价，利润展现更高增速。

**格力电器：**空调占公司近 9 成毛利，2023 年 M1-5 均价上行带动净利率进一步提升，Q1 合同负债（预收账款）达 240 亿元为 17Q3 以来的最高值。

#### 2、博弈改善型二线龙头：海信家电、长虹美菱、海尔智家

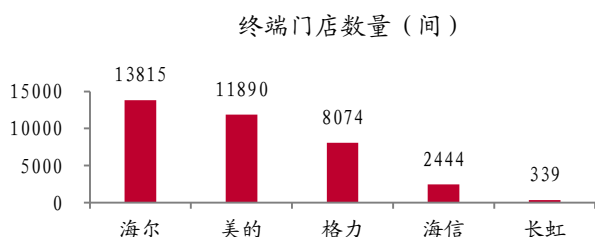
长远看，二线空调利润空间为共性掣肘，需供应端建立规模效应及渠道端建立壁垒，净利率普遍集中在 1-3%。海信家电、长虹美菱、海尔智家当前空调体量仍有空间，但均具备上述两端发展潜力，伴随空调景气有望实现收入利润扩张。

**海信家电：**2022 年 9 成利润源于中央空调，2023 年家空冰洗盈利、三电减亏成利润增长重点，2023Q1 原材料下行，归母同比 131%，展望 Q2-3，家空仍具弹性，同时公司改善供应链、强化渠道引流，2023 年空调收入利润将进一步好转。

**长虹美菱：**2022 年大部分利润源于空调，2023 年 1-5 月长虹自主品牌及小米代工增速较高，公司受益于原材料及海运的成本费用下行，和爆品经营战略的推进。

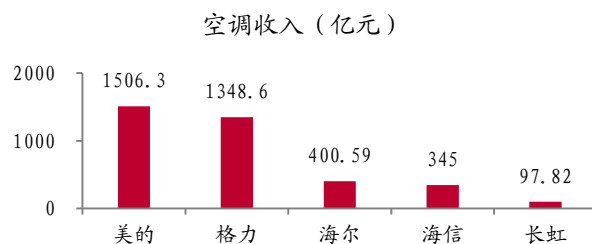
**海尔智家：**2022 年国内空调分部约贡献 9% 内销利润，2023 年初自建压缩机，以卡萨帝布局高端空调补足短板，空调板块的收入利润有望释放较大提升空间。

图表 30：23/6 终端门店数量统计



来源：百度地图、中泰证券研究所

图表 31：2022 年各企业空调收入体量统计



来源：WIND、中泰证券研究所



#### 四、风险提示

- 1、三方数据有误风险：**三方数据来源为分布式抽样数据，可能存在误差，影响对公司收入判断。
- 2、天气异常风险：**空调的销售很大程度取决于气温，假设今年没有出现热夏，或者降水充沛，则较大影响 H2 空调需求。
- 3、地产回暖不及预期：**空调与地产销售仍有一定关联，假设地产竣工回暖未传达至空调销售层面，会降低空调行业整体增速。
- 4、二线空调出现零部件供应不足风险：**2023 年理论新增投产值达到 2000 万台，而压缩机、电机等空调零部件上游企业产能短期难以快速提升，有可能出现供应不足的更新。
- 5、龙头改变策略行业竞争加剧风险：**本次行业格局好转源于美的、格力双龙头提价，假设他们再次回到追求份额的地步，降价放量，对二线市场的影响较大。
- 6、文中测算存在较大误差而失真的风险：**具体测算方法于对应图表下给予解释。但测算数据存在失真风险，仅代表业务趋势以佐证我们判断，不代表真实业务情况。
- 7、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

**投资评级说明：**

	评级	说明
<b>股票评级</b>	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
<b>行业评级</b>	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。本报告仅供本公司的客户使用。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。