

家用电器

证券研究报告/行业报告简版

2023 年 06 月 20 日

分析师：邓欣

电话：021-20315125

邮件：dengxin@r.qlzq.com.cn

执业证书编号：S0740518070004

分析师：姚玮

电话：021-20315125

邮件：yaowei@r.qlzq.com.cn

执业证书编号：S0740522080001

投资要点

- **中泰家电：新方向与冷思考。**本期我们研究对象为老牌国企——四川长虹，分析内容聚焦于公司核心业务——黑电板块近年的改善原因及改善趋势。

- **近年公司利润释放的核心：黑电业务盈利改善。**

2019 年以来，四川长虹的黑电分部利润表现呈现出逐年改善之势，向上拉动公司业绩。我们分析：

①**公司过去几年的利润改善主要来自周转效率的提升：**此前公司周转效率低于同业，带来较明显的存货减值以及存货资金占用问题，2019 年起公司推动订单驱动生产，提升周转率后，存货减值及财务费用等问题得以逐步优化。

②**公司下一阶段利润改善可能主来自零售均价的提升：**当前公司利润率较行业龙头海信视像仍有明显差距，分析可见公司在产品结构、终端价差上都有改善空间，未来若公司能进一步强化品牌渠道等提升零售定价，主业利润率则有更大向上机会。

我们提示关注公司在国企改革浪潮下可能迎来的有效进展。

- **中泰家电观点重申：坚守空调，加配顺周期及重回低位的可选。**

我们重申 Q2 观点，梳理布局方向：

► 坚守空调：

产业链上下游维持景气趋势，Q2 低基数下零售回款快速增长，后续内销增长的驱动力有望从补库转换为终端动销，估值仍有提升空间；此外短期政策预期及资金面回流等情绪转好有望助推修复。

推荐标的：坚守一线美的集团、格力电器；博弈二线海信家电、关注长虹美菱。

► 关注地产链：

弱经济环境下进入政策博弈期，厨电 Q2 环比 Q1 出现边际改善，低估值厨电有望展现弹性。

推荐标的：老板电器、亿田智能、火星人。

► 关注可选链：

内销 618 中小熊、石头线上渠道维持高增，科沃斯全渠道有超预期机会；此外若外销订单好转，出口占比高的新宝、石头在低基数下有望受益。

推荐标的：科沃斯、石头科技、新宝股份、小熊电器、关注倍轻松。

- **风险提示：**文中测算存在较大误差而失真的风险、第三方数据失真、复苏进度低于预期

1、如何看待四川长虹的分业务贡献？

四川长虹为黑电起步的多元化集团公司。公司创建于 1958 年，从期初立业、彩电兴业，到如今的多元化拓展，已成为涉及家电、核心部件等多项业务的综合型企业集团。目前四川长虹下属有四家上市公司：长虹美菱（000521.SZ），长虹华意（000404.SZ），长虹佳华（3991.HK），中科美菱（835892.BJ）。

公司为国有企业，实际控制人为绵阳国资委。公司控股股东为四川长虹电子控股集团有限公司，截至 2023 年一季度末持有公司 23.22% 股份。穿透看，公司实际控制人为绵阳国资委。四川长虹也是绵阳地区的第一大国企。

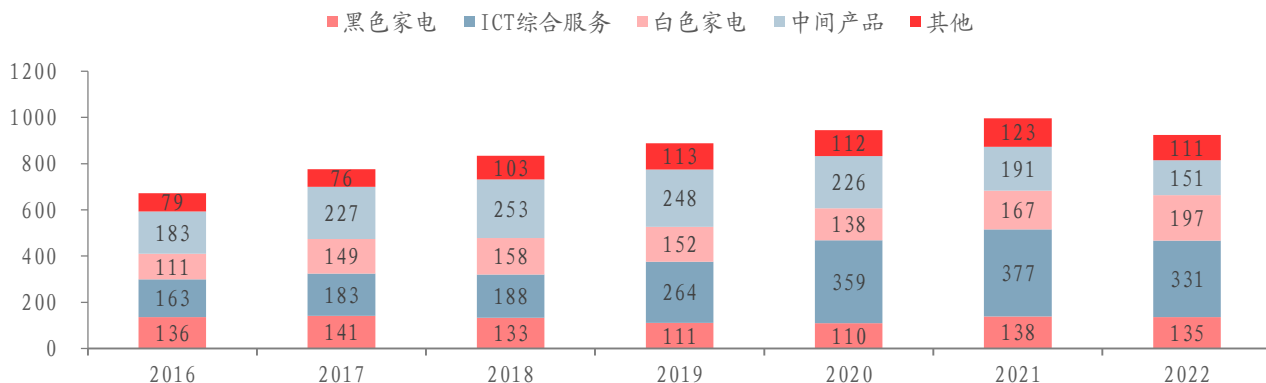
图表 1：四川长虹分业务情况



来源：公司公告、公司调研、中泰证券研究所

拆分四川长虹的收入结构：公司主要业务为黑电（母公司运营为主）、ICT（子公司长虹佳华）、白电（子公司长虹美菱）、中间产品（子公司长虹华意等）四项。其他房地产、机顶盒、军工等业务规模相对较小。

图表 2：四川长虹分业务收入（亿元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

从利润贡献角度看各项业务：黑电盈利的边际变化是核心重点。

结合公司利润的分部拆分可见：ICT、中间产品为公司净利润贡献的稳定来源；白电业务利润有所波动，22 年贡献较大。黑电业务此前一度显著亏损，近年来扭转颓势趋势向上。

结合存在少数股东权益影响考虑：ICT 长虹佳华 22 年母公司持股 77%，压缩机长虹华意持股 31%，白电长虹美菱持股 27%，导致其归母贡献相对有限；实际上黑电业务仍然是公司利润影响最核心重点。

尤其 2019-2022 年期间黑电业务利润逐步改善，带动公司整体净利润向上，为公司利润边际变化的核心来源。

图表 3：四川长虹分部利润拆分情况（扣除所得税后）

亿元	彩电	ICT	手机	中间产品	白电	房地产	特种业务	其他	抵消	合计 净利润	归母 净利润
2022	3.3	3.7	-	2.7	2.3	0.8	1.0	0.4	-2.9	11.3	4.7
2021	1.2	4.0	-	2.0	0.9	2.1	1.4	-0.4	-4.4	6.8	2.8
2020	-1.7	3.4	-	2.6	-0.7	0.4	1.8	16.0	-19.5	2.4	0.5
2019	-7.9	2.7	-0.3	5.0	0.5	3.5	1.3	16.6	-18.1	3.3	0.6
2018	-0.5	2.3	-0.7	5.0	0.4	2.4	1.1	6.3	-9.7	6.6	3.2
2017	0.9	2.3	-0.1	7.2	0.5	0.5	-	5.7	-10.4	6.6	3.6
2016	1.4	2.2	0.1	6.7	2.4	1.6	-	13.5	-16.3	11.6	5.5

来源：公司公告、中泰证券研究所（注：分部扣税利润未扣除内部抵消金额，仅代表业务趋势，不代表业务真实盈利情况）

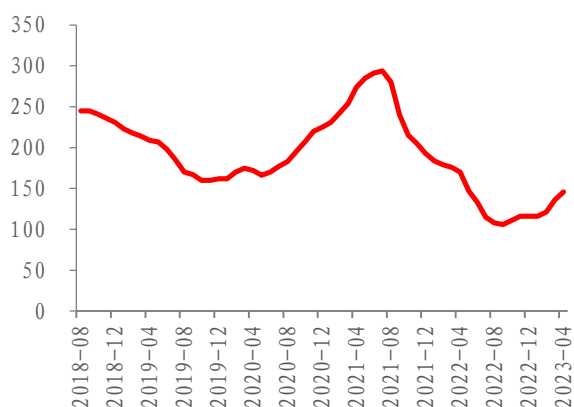
下文我们重点研究：黑电业务近年盈利改善的来源。

2、黑电业务盈利改善的来源是什么？

参考上文，2019 年起为公司黑电业务迎来拐点。但如果仅从面板价格的周期波动及毛利率角度审视，难以解释公司利润逐步释放的变化。尤其是 2021 年为行业面板价格高点，公司毛利率相对受损，这与公司当年黑电业务的盈利改善趋势明显存在矛盾。

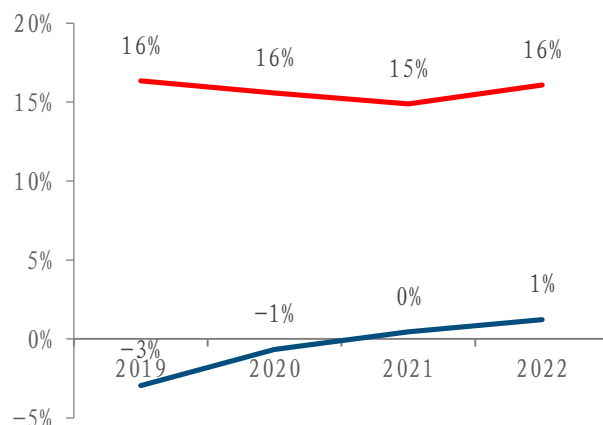
因此我们认为，除了近两年行业 beta 层面的面板价格因素外，公司自身亦存在一定的改善 alpha。

图表 4：65 寸液晶电视面板价格（美元）



来源：wind、中泰证券研究所

图表 5：长虹黑电业务毛利率&彩电分部净利率



来源：公司公告、中泰证券研究所（分部净利率采用税后利润/分部收入）

到底公司过去的黑电业务因何改善？

我们认为：过去两年的最大 alpha 来自周转效率的变化。

总结公司近年年报可见，公司推动 C+3 运营模式，采用订单驱动生产提升周转效率。公司订单交付周期持续缩短，从 2019 年的 28 天缩减至当前的 15 天以内；且参考长虹官网介绍，未来订单交付周期有望进一步缩减至 10 天内。

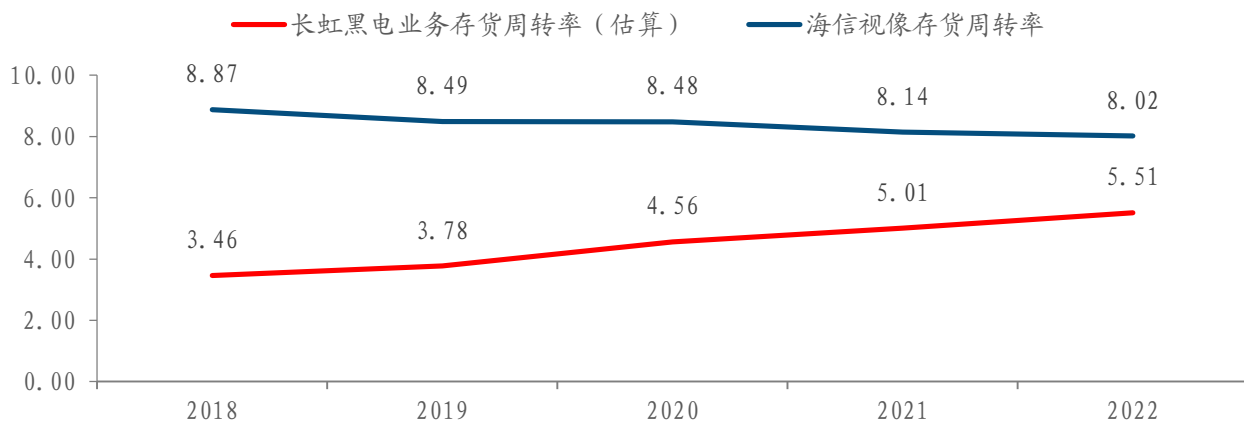
图表 6：公司黑电业务周转效率持续提升

	2019	2020	2021	2022
交付周期	28 天	21 天	15 天	订单交付天数优化 14.2%
商业库存周转				商业库存周转同比提升 25.5%
SKU 数量		SKU 缩减 36%		
渠道调整	优化整合部分线下渠道			

来源：公司公告、中泰证券研究所

从定量的存货周转率年度维度对比看：据我们对黑电业务存货周转率估算，2019 年改革以来，公司黑电周转率从 3.78 提升至 2022 年的 5.51。对比行业龙头海信视像，公司在周转率上的差距已经逐步缩小（数据由于采用估算，并不完全精准，但可见公司黑电周转提升的明确趋势）。

图表 7：公司黑电业务存货周转率持续提升（%，估算）



来源：公司公告、中泰证券研究所（注：长虹未单独披露黑电业务存货，本文采用四川长虹总存货减长虹美菱、佳华、华意以及房地产业务存货的方法估算黑电业务存货规模，再用黑电业务收入/当年黑电估算存货规模的方式计算周转率。具体数据可能有一定误差，本图表仅反映趋势变化）

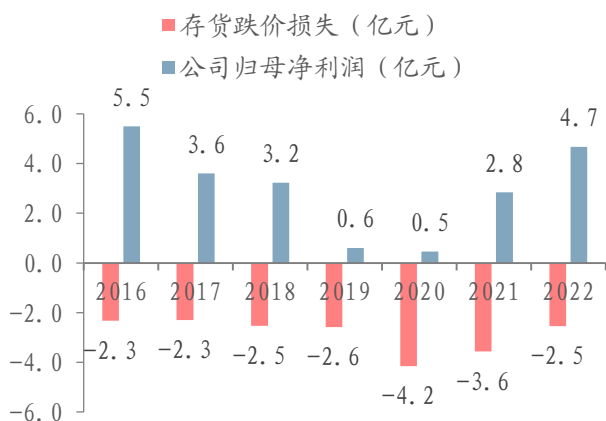
公司周转率的提升如何影响利润表？我们认为核心来自①减少存货减值的计提；②提升了资金的周转效率。

2016-2022 年间，公司基本每年存在 2-4 亿的存货减值影响。考虑公司过去每年归母净利润在 0-5 亿水平，大额存货减值对公司利润的影响较为显著。从存货减值损失/当年存货这一指标看，长虹存货减值比例也远高于同业海信视像，这也成为了两公司净利率差距的来源之一。

为什么会存在大额存货减值计提？核心来源于面板价格的波动。公司黑电业务核心原材料为面板，而面板价格历年均存在一定的周期波动。公司此前备货周期相对偏长的情况下，容易造成①采购时面板价格在高位，但生产销售时面板价格已经下降的问题；②渠道库存销售周期长，零售端降价后，降价损失仍然由公司承担，进而出现了较大存货减值。

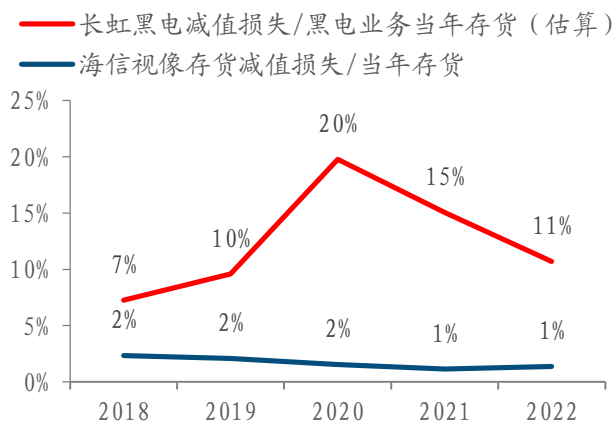
公司提升周转率后，存货减值有望逐步得到控制。对比可见，存货周转率较高的海信视像则受这一波动带来的减值影响明显较少。随着公司对周转率的考核提升，未来存货减值对利润的影响有望得到一定程度控制。

图表 8：四川长虹存货跌价损失与归母净利润对比



来源：wind、中泰证券研究所

图表 9：长虹黑电 vs 海信存货减值/当年存货占比

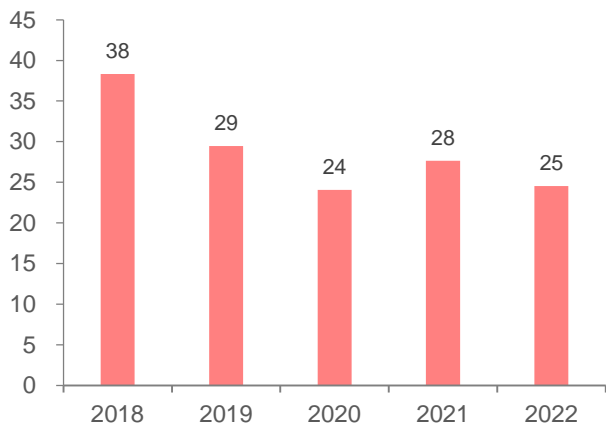


来源：公司公告、中泰证券研究所（黑电业务存货同上文估算方式，存货减值为四川长虹存货减值-长虹美菱、佳华、华意存货减值*持股比例估算）

同时，公司提升周转效率后，存货占用金额逐步走低。据我们估算，公司2018-2022年末黑电存货金额，从38亿缩减至25亿，减少了约10亿的资金占用。

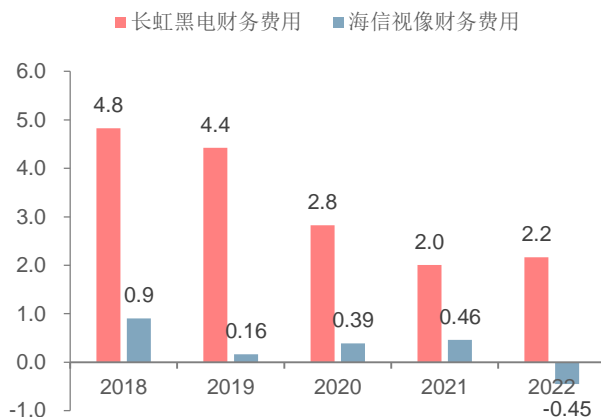
资金占用减少后，公司财务费用压力减小。由于存货周转问题等，公司此前年度财务费用明显高于海信视像，但近年来差距有所缩窄。从我们估算情况看，黑电业务年度财务费用从2018年的4.8亿缩减至2022年的2.2亿，带来约2亿利润释放。

图表 10: 公司黑电存货金额绝对值逐步走低 (亿)



来源：公司公告、中泰证券研究所（采用上文对黑电存货估算方式）

图表 11: 长虹黑电业务财务费用估算 vs 海信 (亿)



来源：公司公告、中泰证券研究所（估算方法：用四川长虹财务费用-长虹美菱、华意、佳华财务费用*持股比例）

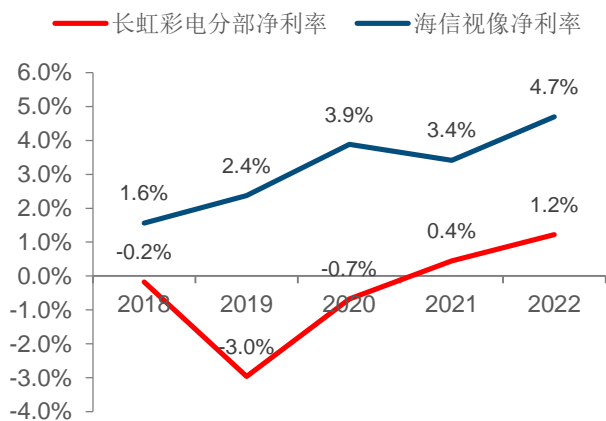
未来公司黑电业务的盈利能力能否进一步改善？

我们认为：提升周转率是第一步，下一步核心关注提升价格。

对比四川长虹黑电分部与海信视像净利率，2022年长虹净利率1.2%，海信净利率4.7%，仍存在接近3.5pct的差距。未来这一差距如果要缩窄，除了上文提及的提升周转率外，预计更大的改善点在于终端均价的改善。

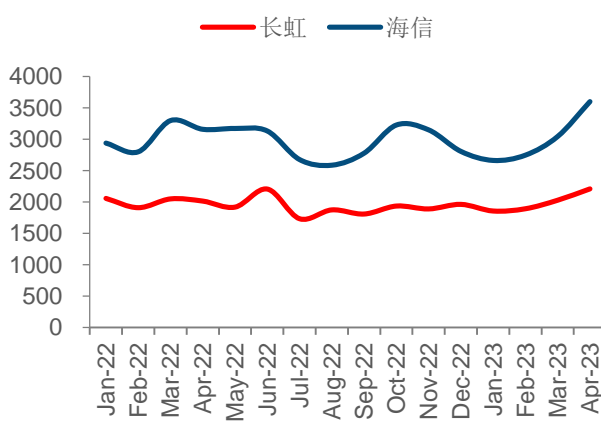
参考奥维线上口径，长虹零售均价约在2000元水平，海信则约在3000元，存在接近1000元级别的价差。

图表 12: 长虹黑电分部 vs 海信视像净利率



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 长虹 vs 海信电视线上均价 (元)

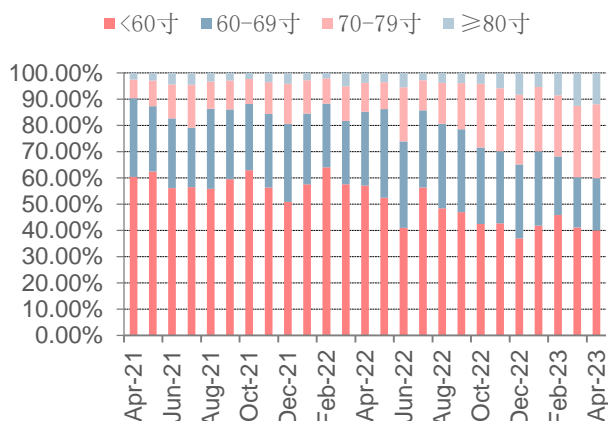


来源：奥维云网、中泰证券研究所

追溯这一价差来源：

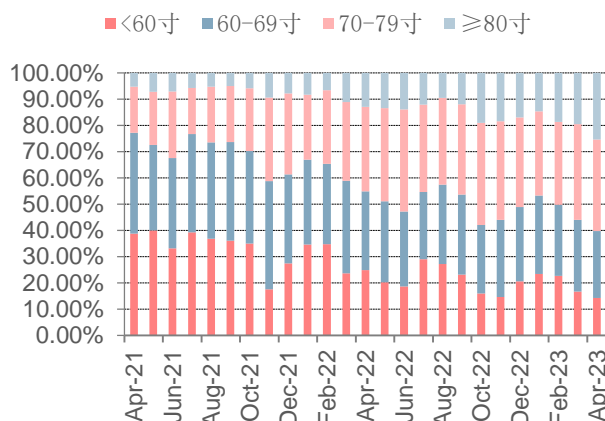
①产品结构上，长虹较海信存追赶空间。对比长虹&海信产品线上结构：长虹60寸以上电视零售额占比约40-60%，海信60寸以上零售额占比约60-80%，说明在大尺寸销售上海信有明显优势。

图表 14：长虹电视分尺寸零售额占比（线上口径）



来源：奥维云网、中泰证券研究所

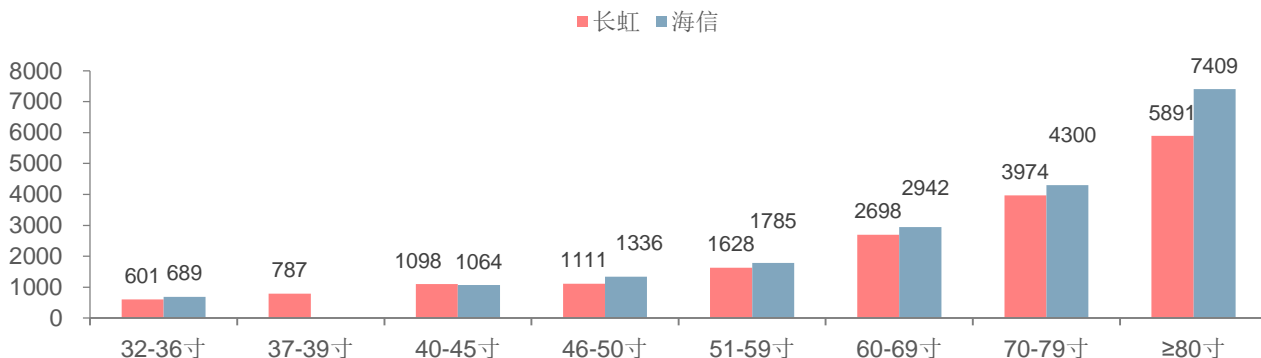
图表 15：海信电视分尺寸零售额占比（线上口径）



来源：奥维云网、中泰证券研究所

②同一尺寸下，长虹较海信更有100-300元价差。我们认为这一价差更多来自品牌溢价的差距，未来这一定位差异若要缩窄，可能有赖于长虹在品牌、渠道的进一步持续建设。

图表 16：长虹 vs 海信电视不同尺寸的线上均价（2023年1-5月，元）



来源：奥维云网、中泰证券研究所

总结看：未来长虹在黑电板块的盈利提升，除向内进一步优化周转效率外，还将向外更多优化品牌、渠道从而带来定价的提升。包括但不限于①提升大尺寸产品竞争力，②缩小与头部品牌价差，公司作为电视行业第一梯队的老牌玩家，具有深厚的品牌底蕴，期待其内部理顺后，深化营销转型，提升溢价能力。

3、核心结论

四川长虹为老牌国企，近年来公司核心支柱黑电业务利润得以逐步释放，向上拉动公司业绩。我们分析：

①黑电过去几年的利润改善主要来自周转效率的提升：此前公司周转效率低于同业，带来较明显的存货减值以及存货资金占用问题，2019年起公司推动订单驱动生产，提升周转率后，存货减值及财务费用等问题得以逐步优化。

②黑电下一阶段的利润改善可能来自零售均价的提升：当前公司利润率较行业龙头海信视像仍有明显差距，可见公司在产品结构、终端价差上都有改善空间，未来看若公司能进一步强化品牌渠道等提升零售定价，主业利润率则有更大向上机会。

建议关注公司在国企改革浪潮下可能迎来的进展。

4、中泰家电观点重申

我们重申 Q2 观点，梳理布局方向：

➤坚守空调：

产业链上下游维持景气趋势，Q2 低基数下零售回款快速增长，后续内销增长的驱动力有望从补库转换为终端动销，估值仍有提升空间；此外短期政策预期及资金面回流等情绪转好有望助推修复。

推荐标的：坚守一线美的集团、格力电器；博弈二线海信家电、关注长虹美菱。

➤关注地产链：

弱经济环境下进入政策博弈期，厨电 Q2 环比 Q1 出现边际改善，低估值厨电有望展现弹性。

推荐标的：老板电器、亿田智能、火星人。

➤关注可选链：

内销 618 中小熊、石头线上渠道维持高增，科沃斯全渠道有超预期机会；此外若外销订单好转，出口占比高的新宝、石头在低基数下有望受益。

推荐标的：科沃斯、石头科技、新宝股份、小熊电器、关注倍轻松（爆品提振）。

风险提示

文中测算存在较大误差而失真的风险。考虑上市公司部分信息未直接披露（如黑电业务真实利润、周转率等），本文采用倒轧、估算等方式测算该业务信息。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。

第三方数据失真。本文采用较多第三方数据描述公司业务情况，存在第三方数据失真或者未及时更新，导致数据呈现与真实情况存在差异的风险。

复苏进度低于预期。存在消费复苏节奏弱于预期，影响整体行业景气的风险。

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。