

2023年06月04日家电

ESSENCE

☑行业动态分析

证券研究报告

更新,添置:空调市场隐秘的角落

目空调更新需求逐步释放:空调的需求可分为新增需求、添置需求、更新需求。由于新增需求与新房销售直接相关,投资者关注较多;而另外两项需求难以直接测算,较为隐蔽,投资者关注较少,通常将其视为稳定变量。而实际上,添置与更新需求正在发生变化。我们认为,疫情影响了2020~2022年国内空调的添置与更新需求,在管控放开阶段,这部分需求将会释放,行业逐步复苏。我们测算,相较于2017~2019年,2020~2022年,国内空调添置与更新需求累计减少超过2000万台(表1及假设条件)。我们认为,这部分需求有望在疫情后的三年回补,回补进度将受到消费景气、天气影响。根据产业调研,我们观察到今年以来,空调头部企业的安装卡均实现了不错的增长,反映出终端需求恢复,也印证了我们的观点。

目如何看待空调内销量 CR2 下降:根据产业在线,2022~2023Q1 格力、美的空调内销量份额之和同比-4.1/-4.8pct,同期奥克斯、长虹等空调品牌内销量份额有所提升(图1),行业内销量 CR2 下降。在原材料价格下行阶段,我们看到 2023Q1 二线白电品牌盈利能力也在改善。空调行业产生这种现象,与国内消费景气波动、龙头品牌未进行价格战相关,并非是头部企业在产品与渠道的竞争力减弱。我们认为,长期来看,国内空调行业产业链发展成熟,竞争格局稳固,头部公司具有产品与渠道优势,随着消费景气逐步恢复,龙头销售市占率有望提升。

目白电企业盈利能力有望改善:成本方面,从 2022Q3 起,主要原材料价格下行,这将提振白电公司盈利能力;价格方面,根据奥维数据,今年以来,格力与美的线下空调零售均价提升、线上价格稳健(图 2~3)。从财报上,我们也看到 2023Q1 白电企业毛利率有不同程度提升(格力/美的/海尔/美菱 Q1 毛利率分别同比提升+3.8/+1.9/+0.2/+2.0pct)。在成本低位阶段,我们预期白电公司今年业绩弹性较大。

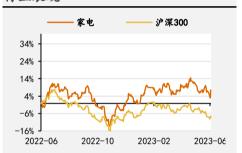
目投资建议:消费疫后复苏,地产政策触底,年初以来家电景气有所恢复。其中空调的恢复节奏相对较快,这得益于空调跟新需求逐步释放。结合去年的基数效应考虑,今年二季度空调行业的基本面有望出现明显复苏。我们推荐美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电、三花智控。

风险提示:成本大幅上涨、竞争格局恶化、测算假设存在局限性

投资评级 领先大市-A 维持评级

首选股票		目标价 (元)	评级
000651	格力电器	47.55	买入-A
000333	美的集团	72. 30	买入-A
600690	海尔智家	27. 75	买入-A
000921	海信家电	29.0	买入-A
002050	三花智控	27. 30	买入-A
000333 600690 000921	美的集团 海尔智家 海信家电	27. 75 29. 0	买入-A 买入-A

行业表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0. 2	3. 1	13.7
绝对收益	-3.9	-3. 1	8. 1

张立聪 分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

李奕臻 分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020001

liyz4@essence.com.cn

相关报告

需求拐点已显, 盈利能力持	2023-05-21
续改善	
成本红利持续释放,Q1 基金	2023-05-09
重仓家电比例环比回升	
Q1 单季度毛利率改善明显	2023-04-27
电动两轮车: 天花板已至?	2023-04-17
电动两轮车:天花板已至? 抖音电商强势崛起,厨房小	2023-04-17 2023-04-09



为了测算国内空调添置&更新需求, 我们做出以下假设与说明, 测算结果如表 1 所示:

- 1) 我们认为,每年空调内销出货量-当年渠道库存变化量=空调需求(新增)+空调需求(添置&更新)。其中,空调需求(新增)=新建住宅所带来的空调需求量,空调需求(添置&更新)=存量房中,居民换新、添置空调的需求量;
- 2) 根据我们前期发布的深度报告《迟来的爱——【家电先生算账】卷二: 地产对空调销售的影响有多大?》, 空调购买滞后于新建商品住宅5个季度;
- 3) 我们假设新建商品住宅对空调需求为套均2台, 测算空调更新&添置需求;
- 4) 假设新建住宅套均面积为同期30大中城市新建商品房销售套均面积;
- 5) 我们以类似的思路, 测算国内冰洗的添置&更新需求, 探讨大家电销售表现是否有一致性, 结果也如表 1 所示。需要留意的是, 冰洗测算暂不考虑渠道库存。

近三年,国内空冰洗的添置&更新需求下降。以空调为例(表1所示),我们取 2017~2019 年,空调添置与更新需求量的平均值,若以此为标准,则 2020~2022 年,国内空调添置与更新需求量累计减少 2300 多万台,这部分需求有望在疫后三年回补,冰洗情况与空调类似。

表1: 受疫情影响, 国内空冰洗添置&更新需求下滑

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
新建住宅销售面积(滞后5Q/万平)	132271	144617	148137	149100	149109	166696	126858
新建住宅套均面积(平/套)	105	104	106	106	107	108	109
新建住宅销售套数(滞后 5Q/万套)	1254	1391	1401	1401	1389	1549	1167
假设新建商品住宅对空调需求为套均2台							
空调需求-新增(万台)	2508	2781	2803	2802	2779	3097	2334
当年空调内销量 (万台)	8875	9280	9216	8028	8796	8754	-
当年渠道库存变化量 (万台)	-71	413	-7	-476	142	637	-
空调需求-添置&更新(万台)	6439	6086	6421	5701	5876	5019	-
2017~2019 年空调添置&更新需求均值(万台)				6315			
2020~2022 年空调添置&更新需求累计减少量(万台)				2349			
假设新建商品住宅对冰箱需求为套均1台							
冰箱需求-新增(万台)	1254	1391	1401	1401	1389	1549	1167
当年冰箱内销量(万台)	4480	4310	4338	4270	4265	4123	-
冰箱需求-添置&更新(万台)	3226	2919	2937	2868	2875	2574	-
2017~2019 年冰箱添置&更新需求均值(万台)				3027			
2020~2022 年冰箱添置&更新需求累计减少量(万台)				764			
假设新建商品住宅对洗衣机需求为套均1台							
洗衣机需求-新增(万台)	1254	1391	1401	1401	1389	1549	1167
当年洗衣机内销量 (万台)	4414	4533	4493	4291	4453	4077	-
洗衣机需求-添置&更新(万台)	3160	3142	3091	2889	3064	2528	-
2017~2019 年洗衣机添置&更新需求均值(万台)				3131			
2020~2022 年洗衣机添置&更新需求累计减少(万台)				912			
while the second state of							

资料来源: 产业在线、国家统计局,安信证券研究中心

我们对新建商品住宅的空调套均需求进行敏感性测算。我们假设新建住宅套均空调需求为0.5~3台(如表2所示),参考前文假设,对2020~2022年国内空调添置与更新需求量累计减少量进行测算。

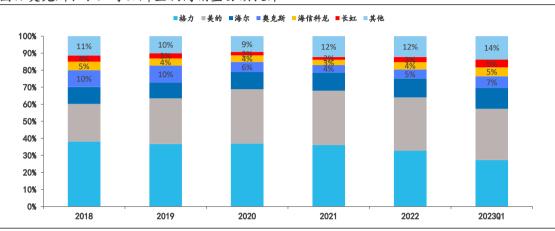


表2: 对新建商品住宅套均空调需求量进行敏感性测算

	新建商品住宅套均空调需求量(台/套)					
	0.5	1	1.5	2	2.5	3
2020~2022 年国内空调添置与更新需求量累计减少量(万台)	1909	2056	2202	2349	2496	2643

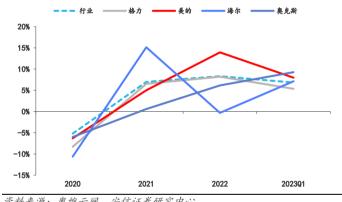
资料来源:产业在线、国家统计局,安信证券研究中心

图1. 奥克斯、长虹等品牌空调内销量份额提升



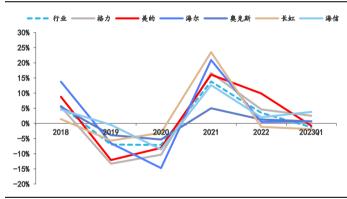
资料来源:产业在线,安信证券研究中心

图2. 各个空调品牌线下零售均价提升



资料来源: 奥维云网, 安信证券研究中心

图3. 近期,格力、美的空调线上均价同比较为稳定



资料来源: 奥维云网, 安信证券研究中心

风险提示

1. 成本大幅上涨

空调最为主要的原材料为压缩机、电机等原材料,其采购价格与大宗商品的价格波动密切相 关。如果原材料价格出现超出预期的波动,将对企业的生产经营产生不利影响。

2. 竞争格局恶化

行业内企业数量多, 市场竞争较为激烈, 各企业之间的竞争已经从低层次的价格竞争逐渐升 级到品牌、渠道、质量、服务、管理等的综合能力竞争。市场竞争的加剧可能导致行业平均 利润率的下滑, 从而对企业的生产经营带来不利影响。此外, 为了维持生存和发展, 不排除 部分竞争力较弱的企业通过以次充好、甚至冒充名牌产品等恶性竞争手段进行销售。这些不 规范行为会使消费者对厨电产品产生疑虑,进而对整个行业和公司的发展产生不利影响

3. 测算假设存在局限性



行业动态分析/家电

我们对国内空调更新与添置需求提出测算假设,若测算假设条件与实际背离较大,可能会对测算结果带来较大的误差。



目行业评级体系 ■■■

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%:

落后大市 —— 未来6个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据.特此声明。

■本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司(以下简称"本公司") 经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向本公司的客户发布。



■免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称"本公司")的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写,但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断,本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期,本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态,本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料,但不保证及时公开发布。同时,本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准,如有需要,客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下,本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务,提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素,亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议,无论是否已经明示或暗示,本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下,本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有,未经事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为"安信证券股份有限公司研究中心",且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设,并采用适当的估值方法和模型得出的,由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性,估值结果和分析结论也存在局限性,请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址: 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编: 518026

上海市

地 址: 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编: 200080

北京市

地 址: 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编: 100034