

海信家电 (000921)

风好正扬帆，多元化集团冉冉升起

公司白电主业稳固，央空业务增速强劲，同时收购三电布局新能源汽车热管理，有望打开新增长曲线：

白电业务：内销品类升级，外销品牌出海，主业地位稳固

内销：在白电更新需求成主导的格局下，公司积极布局品类升级：空调方面持续加码新风空调概念，在细分领域份额靠前；冰箱方面容声 WILL 系列主打高端化，品牌竞争力强劲，高端市占率持续提升。外销：公司通过外延并购+品牌出海打造全球化家电企业，在中国企业出海的大背景下，公司依托全球化生产+研发在多个市场取得一定进展，同时在欧洲收购本土品牌古洛尼，通过与海信品牌在产品和渠道上的协同，未来有望产生更多协同效应。

中央空调业务：高利润优质资产，海信日立强者恒强

21 年以来我国中央空调市场规模保持高速增长，从产品结构来看家用多联机占主导地位，公司通过“海信+日立+约克”三品牌在相关领域补足产品矩阵，市场地位稳固。后续央空行业或受益于地产端政策利好，以及精装房渗透率及央空配套率提升等因素影响保持增长，公司作为龙头企业有望尽享红利。而商用领域则受益于新基建以及“东数西算”等产业政策带来的新增需求有望进一步发展，公司积极布局。

热管理业务：跨界收购三电，进军高成长性赛道

新能源汽车热管理市场受益于新能源车渗透率提升、热管理系统单车价值量提升等因素有望量价齐升，三电作为热管理系统核心部件电动压缩机的主要生产商，全球市占率仅次于电装，同时积极布局热泵系统和二氧化碳冷媒等新技术趋势，产品力较强。后续依靠海信丰富整合经验，有望产生更多协同效应，为公司打开新增长曲线。

投资建议：公司白电主业稳固，央空及热管理二三增长曲线较为明确。白电方面，内销依托品类升级，外销则通过全球化生产研发以及海外并购切入当地市场实现稳定增长；央空方面，海信日立龙头地位稳固，未来若地产改善刺激需求则有望率先收益；热管理方面公司收购三电改革效果凸显，亏损大幅减少，后续有望凭借三电强产品力叠加海信成本及制造优势贡献收益。利润方面并表后续央空业务持续增长、三电扭亏、成本压力缓解等因素有望带来盈利能力持续修复。根据可比公司估值法，给予公司22 年目标价 17.45-19.18 元，上调至“买入”评级。

风险提示：宏观经济尤其房地产市场波动风险；市场竞争风险；原材料价格大幅波动风险；汇率变动风险；三电整合进度不及预期风险；不同市场存在一定的估值体系差异，存在可比公司估值偏差风险

证券研究报告
2022 年 05 月 23 日

投资评级

行业 家用电器/白色家电

6 个月评级 买入（调高评级）

当前价格 12.62 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 903.14

流通 A 股股本(百万股) 902.83

A 股总市值(百万元) 11,397.57

流通 A 股市值(百万元) 11,393.74

每股净资产(元) 7.78

资产负债率(%) 71.70

一年内最高/最低(元) 17.38/10.62

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《海信家电-季报点评:收入业绩超预期，空调业务增速亮眼》 2022-04-12
- 2 《海信家电-年报点评报告:央空业务高速增长，三电经营状况有所改善》 2022-03-31
- 3 《海信家电-季报点评:央空延续领先优势，多联机增速跑赢行业》 2021-11-01

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	48,392.87	67,562.60	77,978.45	86,145.75	93,671.95
增长率(%)	29.21	39.61	15.42	10.47	8.74
EBITDA(百万元)	5,024.42	5,604.77	4,083.45	4,259.27	4,622.09
净利润(百万元)	1,578.88	972.58	1,468.18	1,666.64	1,801.94
增长率(%)	(11.97)	(38.40)	50.96	13.52	8.12
EPS(元/股)	1.16	0.71	1.08	1.22	1.32
市盈率(P/E)	10.99	17.84	11.82	10.41	9.63
市净率(P/B)	1.77	1.68	1.53	1.37	1.22
市销率(P/S)	0.36	0.26	0.22	0.20	0.19
EV/EBITDA	1.33	1.07	2.11	(0.37)	0.21

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 多元化集团再启航	6
1.1. 沧桑历尽，破旧迎新	6
1.2. 混合所有制改革落地，优化股权结构	7
1.3. 央空及外销维持高速增长，成本上涨影响盈利能力	8
2. 白电业务：内销品类升级，外销品牌出海	9
2.1. 内销：布局品类升级，高端化步调坚定	9
2.1.1. 更新需求成为主导，品类升级决定未来空间	9
2.1.2. 公司空冰洗份额保持相对稳定，冰洗增长势头向好	11
2.1.3. 推进白电品类升级高端化，加码保鲜冰箱+新风空调	12
2.2. 外销：外延并购+品牌出海打造全球化家电企业	15
2.2.1. 海外市场大有可为，家电出海大势所趋	15
2.2.2. 海信积极布局海外业务，品牌出海勇立潮头	16
2.2.3. 全球化研发+生产助力出海启航	17
2.2.4. 收购古洛尼，品类互补+渠道协同有望带动欧洲市场份额增长	18
3. 中央空调业务：高利润优质资产，海信日立强者恒强	20
3.1. 中央空调市场维持高景气度，多联机占主导地位	21
3.2. 央空渗透持续提升，地产政策利好提供后续增长动能	23
3.2.1. 短期来看：地产政策有望逐步回暖，拉动户用多联机需求	23
3.2.2. 长期来看：零售渗透率持续提升，同时地产精装房需求有望带动多联机央空增长	24
3.2.3. 海信日立：强产品力+强品牌力，行业地位稳固	26
3.3. 公司加速布局商用中央空调，有望享受稳增长红利	28
3.3.1. 稳增长背景下基建需求或有助于商用央空增速上行	28
3.3.2. 公司加快布局商用领域，承包多项基建商用空调项目	29
4. 热管理业务：跨界收购三电，进军高成长性赛道	30
4.1. 热管理市场空间：量价齐升，前景广阔	30
4.1.1. 新能源车成长趋势明确，拉动热管理需求量增	30
4.1.2. 新能源车对于温度方面要求提升，热管理价值凸显	31
4.1.3. 电动压缩机作为热管理核心器件价值量较高，热泵空调与 CO ₂ 冷媒渗透有望进一步提升其价值量	32
4.2. 海信收购三电，进军热管理市场	35
4.2.1. 全球汽车热管理老牌厂商，电动压缩机产品极具竞争力	35
4.2.2. 宏观环境变化+治理因素导致三电经营不善，海信入主有望实现共赢	37
5. 财务分析	39
6. 盈利预测	41
估值分析及投资建议	42
风险提示	43
附录	44

图表目录

图 1: 公司股价复盘 (元)	7
图 2: 公司落实混改, 股权结构优化(截至 2022 年 4 月 30 日).....	8
图 3: 公司营收及增速	9
图 4: 公司归母净利润及增速	9
图 5: 公司分业务营收及增速 (亿元, %)	9
图 6: 公司分内外销营收及增速 (亿元, %)	9
图 7: 对标日本, 我国冰洗保有量已见顶而空调仍有空间 (台)	10
图 8: 我国空冰洗城镇和农村百户保有量变化情况 (台)	10
图 9: 2022-2024 年我国大家电内销规模测算 (万台)	10
图 10: 冰箱品类升级与均价提升趋势	11
图 11: 洗衣机品类升级与均价提升趋势	11
图 12: 空调品类升级与均价提升趋势	11
图 13: 空冰洗均价提升与品类升级占比相关性较高	11
图 14: 海信空冰洗销额及增速 (亿元)	12
图 15: 海信空冰洗内销市占率	12
图 16: 冰箱行业及容声冰箱线下均价	12
图 17: 空调行业及海信空调线下均价	12
图 18: 容声 WILL 系列主打采用多种创新技术, 定位高端	13
图 19: 容声品牌冰箱高端领域市占率逐步提升 (销额口径)	13
图 20: 对比行业价格段分布水平, 容声在高端化方面仍有提升空间	13
图 21: 2021 年新风空调月度规模及同比	14
图 22: 新风空调线上线下销售渗透情况	14
图 23: 2021 年 1-10 月新风空调线上均价 (元)	14
图 24: 2021 年 1-9 月各品牌新风空调线上份额	15
图 25: 2021 年 1-9 月各品牌新风空调线下份额	15
图 26: 全球分地区大家电销量增速	15
图 27: 全球分地区大家电销量 2016-2021CAGR	15
图 28: 我国空冰洗外销规模持续增长 (万台)	16
图 29: 中国企业全球家电生产份额 2021 年达 44%	16
图 30: 2016-2021 年海信空调和冰箱外销量及增速 (万台, %)	17
图 31: 2016-2021 年海信家电空调和冰箱外销份额变化	17
图 32: 海信全球研发中心分布	17
图 33: 海信全球生产中心分布	17
图 34: 海信大家电在多国市场市占率持续提升	18
图 35: 海信冰箱产品在多国市场市占率持续提升	18
图 36: 海信与全球主要家电品牌大家电份额变化	18
图 37: 东欧市场 2021 年大家电 CR5 市占率	19

图 38: 西欧市场 2021 年大家电 CR5 市占率	19
图 39: 海信品牌与古洛尼品牌 2021 年东欧市场市占率	19
图 40: 海信品牌与古洛尼品牌 2021 年西欧市场市占率	19
图 41: 海信日立营收净利及增速	20
图 42: 海信日立利润水平远高于公司整体水平	20
图 43: 海信日立家用领域产品及品牌矩阵	21
图 44: 海信日立商用领域产品及品牌矩阵	21
图 45: 2015-2022 年 2 月中央空调市场规模及增速	22
图 46: 2019-2022 年 2 月多联机市场规模及增速	22
图 47: 2021 年中央空调分类型份额	22
图 48: 2021 年中央空调分渠道份额	22
图 49: 2021 年家装渠道央空产品结构情况	23
图 50: 2019 年多联机渠道结构情况（销量占比）	23
图 51: 中央空调与地产增速 17 年以来呈现出较强相关性	23
图 52: 21 年下半年以来商品房销售持续走弱	24
图 53: 21 年下半年以来施工竣工持续走弱	24
图 54: 2022 年中央及地方房地产相关政策梳理	24
图 55: 央空销额/家空销额比例持续提升	25
图 56: 近年来我国精装房渗透率持续攀升（%）	25
图 57: 2018 年各国精装房渗透率情况（%）	25
图 58: 我国精装修中央空调项目套数及配套率	26
图 59: 各品牌中央空调产品对比	27
图 60: 日立全国网点分布（22 年 4 月，总计 2145 个）	27
图 61: 2020-2021 年央空家装零售渠道各品牌市占率	28
图 62: 2021M1-M10 精装修市场中央空调 Top10 品牌份额	28
图 63: 精装修市场中央空调 Top5 品牌份额走势	28
图 64: 中国商用中央空调规模及增速	29
图 65: 城市轨道交通空调系统中标企业数和中标项目数	29
图 66: 城市轨道交通空调系统中标金额及增速	29
图 67: 中国新能源乘用车市场规模	31
图 68: 传统燃油车热与新能源车热管理系统对比	31
图 69: 温度过低会导致电池容量急剧衰减	32
图 70: 全球汽车 ECU 数量呈上升趋势	32
图 71: 传统热管理与新能源车热管理价值量对比	33
图 72: 热泵空调系统对整车续驶里程的影响	33
图 73: 热泵空调系统对 HVAC 能耗的影响	33
图 74: 各种冷媒性能属性比较	34
图 75: 三电营收占比以欧洲等海外地区为主（2020 年口径）	35
图 76: 三电动汽车系统业务主要产品	35
图 77: 2018 年全球汽车空调压缩机市场份额（%）	36
图 78: 2018 年全球汽车空调电动压缩机市场份额（%）	36

图 79: 三电电动压缩机产品在排量及供电电压等方面优势明显	36
图 80: 三电热泵系统产品采用自研压缩机制热.....	37
图 81: 三电二氧化碳压缩机产品示意	37
图 82: 过往三电受多重外部环境因素影响导致经营不善	37
图 83: 三电近年营收及增速.....	38
图 84: 三电近年净利及增速.....	38
图 85: 海信收购前三电前十大股东结构及占比.....	38
图 86: 公司振兴计划预计的公司未来营收规模及增速.....	39
图 87: 公司振兴计划预计三电将在 2022 财年实现扭亏	39
图 88: 可比公司毛利率对比 (%)	40
图 89: 公司分业务毛利润水平 (%)	40
图 90: 可比公司销售费用率对比 (%)	40
图 91: 可比公司管理费用率对比 (%)	40
图 92: 可比公司研发费用率对比 (%)	40
图 93: 可比公司财务费用率对比 (%)	40
图 94: 可比公司存货周转天数对比 (天)	41
图 95: 可比公司应收账款周转天数对比 (天)	41
图 96: 可比公司应付账款周转天数对比 (天)	41
图 97: 可比公司营业周期对比 (天)	41
图 98: 大家电内销量测算	44
图 99: 考虑疫情带来的缺口后 22-24 年大家电内销量	44
表 1: 公司品牌矩阵覆盖国内及海外主要市场	16
表 2: 公司中央空调部分商用项目一览	30
表 3: 中国与全球新能源汽车电动压缩机市场规模测算	34
表 4: 电动压缩机主要性能指标	36
表 5: 公司分业务盈利预测 (亿元, %)	42
表 6: 白电业务可比公司估值	42
表 7: 热管理业务可比公司估值	43

1. 多元化集团再启航

海信家电集团股份有限公司于 1984 年成立，其前身为海信科龙电器股份有限公司，2018 年更名为“海信家电”。公司主要从事电冰箱、家用空调、中央空调、洗衣机、厨房电器、环境电器、商用冷链、模具等领域产品的研发、制造、营销和售后服务，产品涵盖海信、科龙、容声、日本“HITACHI”、美国“YORK”（中国区域）、Gorenje 古洛尼、Asko、三电“Sanden”八大品牌，现已成为全球超大规模以家电制造为主的企业，并成功跨界进入汽车热管理等领域。

公司在顺德、青岛设立了研发中心，并在美国、日本、英国等地设立了科研机构，时刻站在世界主流家电技术前沿，曾两次获得国家科技进步二等奖，以及联合国节能明星大奖、中国专利奖外观设计金奖、IF 设计奖等殊荣，多次获得省级以上科技大奖；生产基地分布于山东青岛、广东顺德、广东江门、江苏扬州、浙江湖州、四川成都等多个国内城市，产品销往全球 130 多个国家和地区。

1.1. 沧桑历尽，破旧迎新

公司自成立以来，不断探索新业务新增长曲线，共经历了如下四个发展阶段：

国营企业转型至上市（1984 年-1999 年）：1984 年，海信家电前身“珠江冰箱厂”成立，开始批量生产电冰箱，主打容声品牌。1992 年，乘着改革开放东风，率先改制为股份公司。伴随着中国家电行业的高速发展，公司规模和业务不断扩张，广东科龙分别于 1996 年、1999 年在港交所、深交所上市。

业务扩展成长为优质白电企业（2000 年-2010 年）：2005 年，公司被海信集团收购，更名为“海信科龙电器股份有限公司”。2010 年，海信科龙收购母公司青岛海信空调股份有限公司旗下冰箱、空调、模具等白电资产，解决集团间的同业竞争问题，充分发挥协同效应。

更名“海信家电”，聚焦央空业务（2011-2019 年）：2018 年，公司更名为“海信家电集团股份有限公司”，收购欧洲老牌白电企业 Gorenje。同时，公司于次年取得海信日立控制权。公司聚焦中央空调细分市场，转型为中央空调龙头企业。

把握新风向，收购三电转型多元化集团（2020 年至今）：除了深耕智能家电行业，公司也在利用深厚的技术、人才梯队与生产制造资源优势，把握市场风向、推进创新变革。公司抓住新能源汽车行业风口，于 2021 年收购日本三电，拓展业务至电动压缩机、综合热管理系统和汽车空调等领域。

图 1：公司股价复盘（元）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

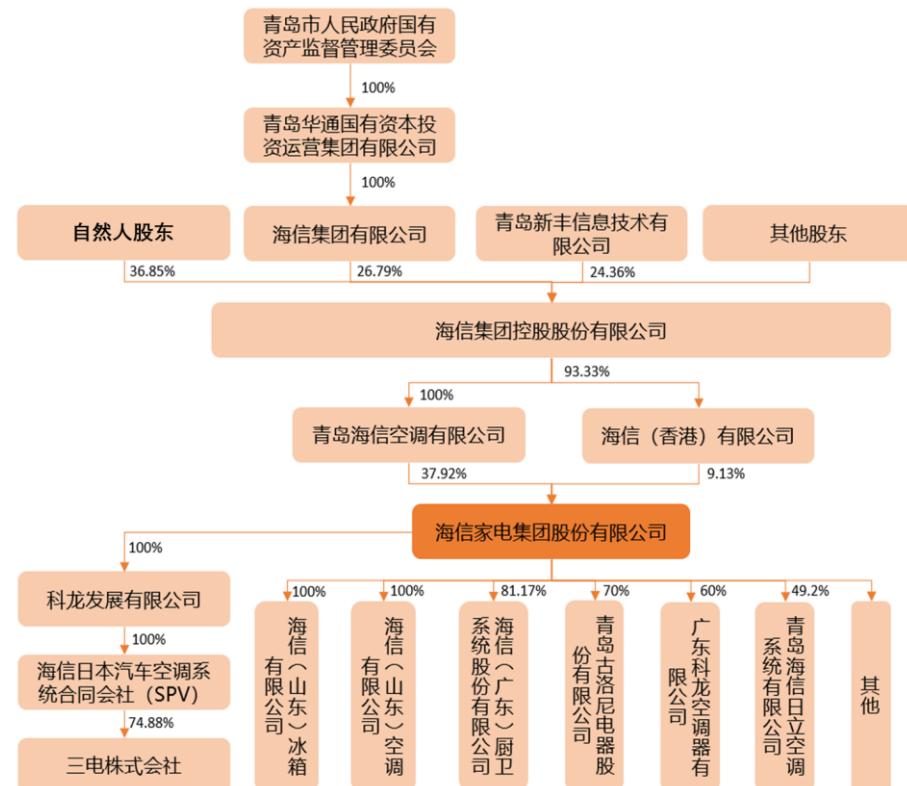
注：截至 22 年 4 月 21 日

1.2. 混合所有制改革落地，优化股权结构

混改前，公司由青岛市国资委最终控制。海信集团控股(2021年1月20日前为海信电子)是海信集团旗下子公司，海信集团持有海信电子32.36%股份，是海信电子的第一大控股股东。同时，海信电子通过海信空调、海信香港间接持有海信家电44.52%股份，为海信家电第一大控制主体。混改前，海信电子第一大股东海信集团由青岛市国资委100%控股，因此海信家电由青岛市国资委最终控制。

混改后，青岛市国资委退出实际控制。2020年12月24日海信集团以海信电子控股为主体，引入青岛新丰战略投资者，使其与一致行动人合计持股27%，青岛市国资委退出实际控制，完成国企混改。

图 2：公司落实混改，股权结构优化(截至 2022 年 4 月 30 日)



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.3. 央空及外销维持高速增长，成本上涨影响盈利能力

20 年以来公司营收规模保持了较快速的增长，拆分来看中央空调业务及外销增速较快。而利润端则由于成本上涨压力及并表三电影响，21 年同比承压。

分业务来看，央空及冰洗成为公司业务增长两大支柱。公司空调业务 19-21 年收入 CAGR 达到 36.3%，其中子公司海信日立（即中央空调业务）19-21CAGR 为 23.7%，剔除央空后公司空调业务 19-21CAGR 为 -4.7%；公司冰洗业务 19-21CAGR 达到 19.5%，保持较快增速，而其他主营业务 19-21CAGR 为 107.8%，主要系 21 年并表三电所致。

分地区看，公司外销增速喜人，出海进展顺利。公司外销 19-21CAGR 达到 42%，若按照三电 20 年营收地区占比剔除三电影响后公司外销 19-21CAGR 可达 28.7%，内销 19-21CAGR 为 28.7%，考虑到海信日立并表以及三电并表均对内销产生影响，综合来看外销增速高于内销，我们认为公司外销高增一方面由于疫情带来的海外停工停产刺激了我国家电出口，另一方面公司积极布局品牌出海战略，并取得一定进展。

图 3：公司营收及增速



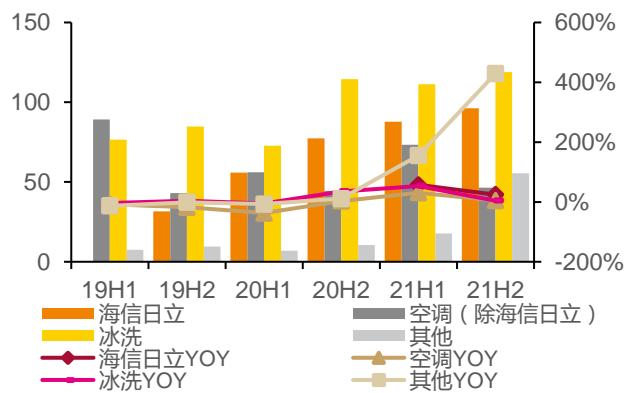
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司归母净利润及增速



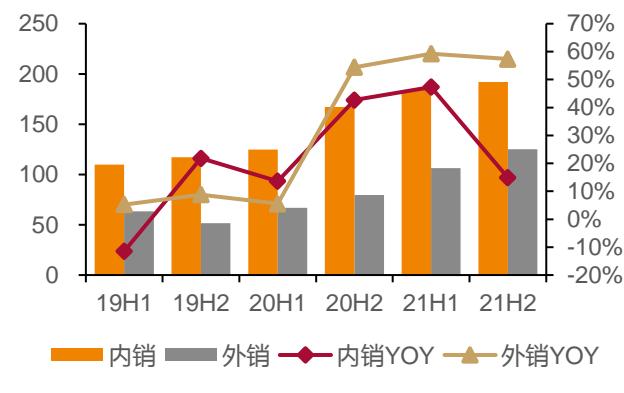
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司分业务营收及增速（亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：公司分内外销营收及增速（亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 白电业务：内销品类升级，外销品牌出海

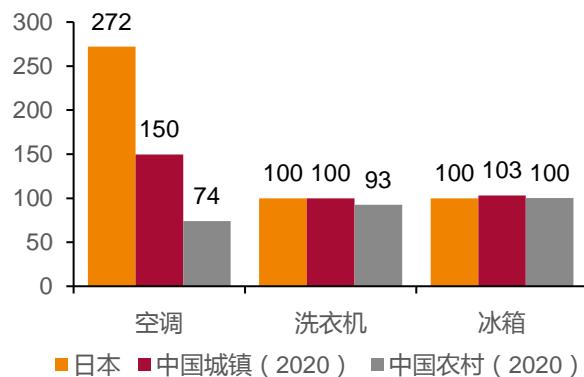
白电作为公司业务基本盘，近年来内销方面在国内保有量见顶的格局下，积极推动品类升级，空调及冰箱高端化进展顺利，而外销在中国家电企业出海的大势下，公司依靠品牌出海+外延并购的方式亦实现高速增长。

2.1. 内销：布局品类升级，高端化步调坚定

2.1.1. 更新需求成为主导，品类升级决定未来空间

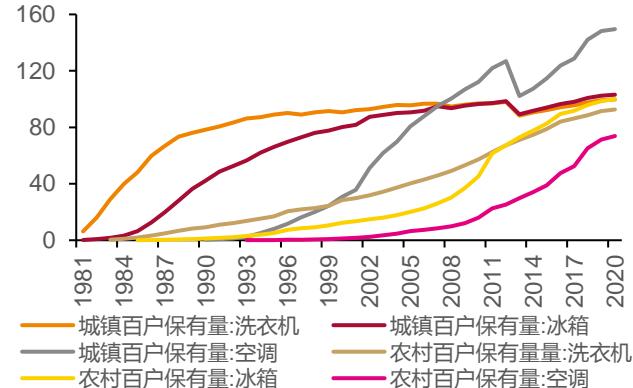
量的方面：保有量逐步见顶，更新需求成为主导。根据国家统计局数据，2020 年我国城镇空调/冰箱/洗衣机每百户保有量分别为 150/103/100 台，对标日本我国冰洗保有量已见顶，而空调保有量仍有部分上升空间。且伴随着人民消费升级和产品技术迭代加快，大家电产品的换新周期被压缩，存量更新成为内销需求的主要部分。我们按照经济社会发展，空冰洗百户保有量提升进行测算（具体测算内容见附录），同时考虑到受散发疫情、前期地产政策收紧、原材料成本上涨等因素影响，2021 年部分消费者家电购置需求延后，我国大家电内销较增长中枢形成缺口，而 2022 年此负面影响仍存在但将有所减轻，并逐步消化 2021 年延后需求，我们预计 2022 年空调/冰箱/洗衣机内销量将分别同比增长 7.46%/2.77%/0.44%。在存量需求为主的情况下，空冰洗内销量仍有望实现增长。

图 7：对标日本，我国冰洗保有量已见顶而空调仍有空间（台）



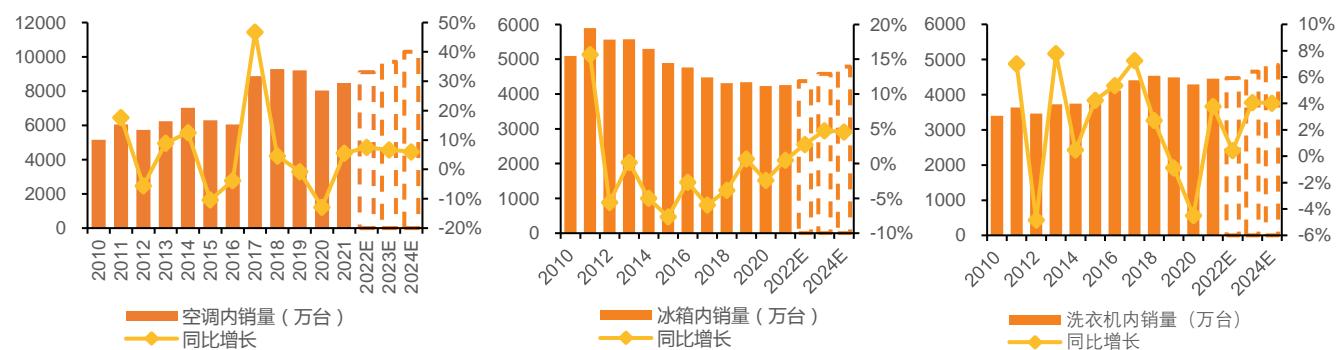
资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 8：我国空冰洗城镇和农村百户保有量变化情况（台）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

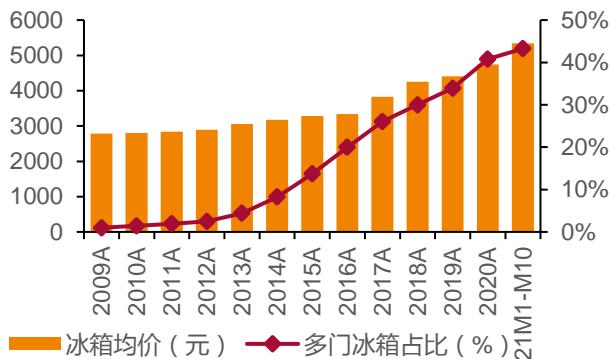
图 9：2022-2024 年我国大家电内销规模测算（万台）



资料来源：国家统计局，产业在线，Wind, 天风证券研究所

价的方面：存量更新主导下，品类升级成为价增的重要推动力。在更新需求逐渐成为主导的市场环境下，品类升级带来的均价提升成为空冰洗市场规模进一步增长的重要推动力。从历史数据来看，品类升级与空冰洗均价的提升均呈现出较强的相关性，其中：空调由于仍存在新增需求，以及价格战等因素，该相关性稍偏弱（变频空调销售占比与空调均价相关系数达到 0.76）；而冰洗则由于保有量见顶等因素，均价提升更加依赖于品类升级（冰箱均价与三门以上冰箱销售占比相关系数为 0.98，洗衣机均价与滚筒洗衣机销售占比相关系数为 0.96）。我们认为，在存量竞争的格局下，品类升级或将成为未来白电的竞争焦点，产品创新能力强的企业将比过去更加具有竞争优势。

图 10：冰箱品类升级与均价提升趋势



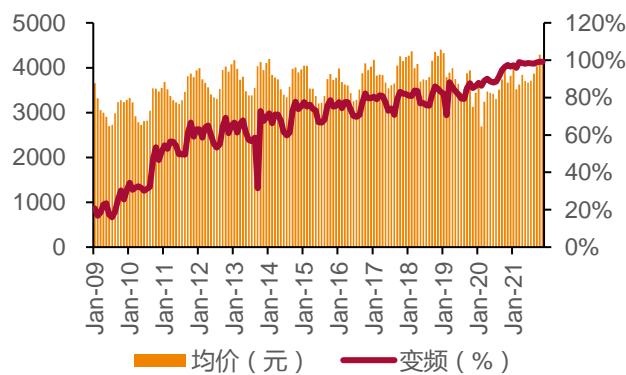
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 11：洗衣机品类升级与均价提升趋势



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 12：空调品类升级与均价提升趋势



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 13：空冰洗均价提升与品类升级占比相关性较高

	空调	冰箱	洗衣机
相关系数	0.76	0.98	0.96
R2	0.58	0.95	0.93

资料来源：奥维云网，天风证券研究所测算

2.1.2. 公司空冰洗份额保持相对稳定，冰洗增长势头向好

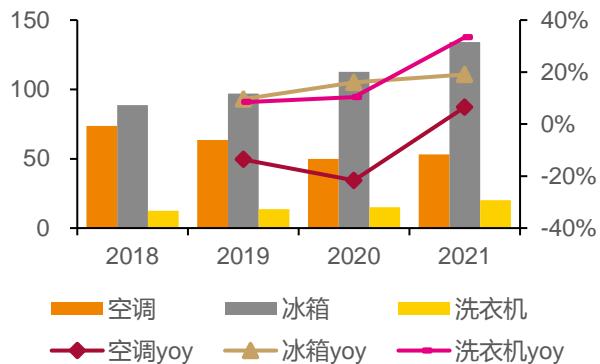
公司白电内销份额企稳，冰洗增长势头向好。根据奥维云网数据，公司空/冰/洗 2021 年全渠道销额分别为 53.1/134.1/20 亿元。其中冰洗销额近年来保持较好增长，根据奥维云网数据，2020 年以来公司冰洗全渠道销额基本保持在两位数；而空调增速则在 2019 及 2020 年持续承压，但 2021 年以来公司空调销额增速实现由负转正。

而从份额来看，冰箱方面：公司“海信”+“容声”双品牌冰箱表现较好，近年来内销市占率持续提升，2021 年全渠道市占率达到 15.3%；而在家用空调方面，19 年以来由于空调行业价格战等因素导致公司品牌市占出现一定程度下降，20-21 年以来公司“海信”+“科龙”双品牌市占保持相对稳定；洗衣机方面，公司“海信”+“容声”双品牌份额仍较低。

从均价来看，公司空调与冰箱均价变动趋势在过去几年中与行业保持一致，以奥维线下数据为例，容声品牌冰箱均价与冰箱行业线下均价一道持续上升，海信品牌空调均价与空调行业线下均价在经历 19 年价格战后有所下降，但 21 年原材料成本高企等因素重新导致价格上涨。

我们认为，过往公司白电业务增长相对稳定，而产品均价略低于行业平均水平，但公司目前正积极布局白电品类升级以顺应行业趋势，未来有望在价的方面有较大的升级空间。

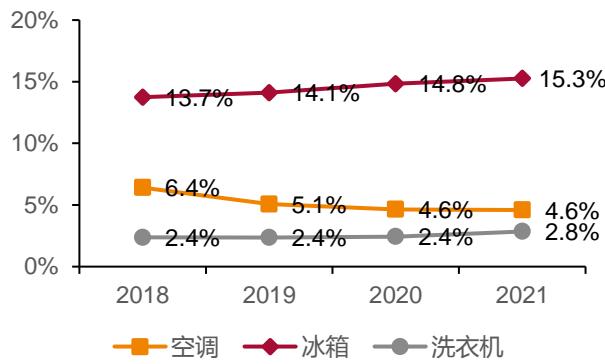
图 14：海信空冰洗销额及增速（亿元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

注：空调为奥维端海信+科龙品牌之和，冰箱和洗衣机为海信+容声品牌之和

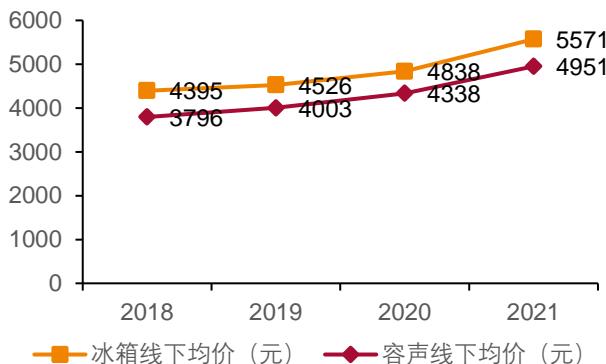
图 15：海信空冰洗内销市占率



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

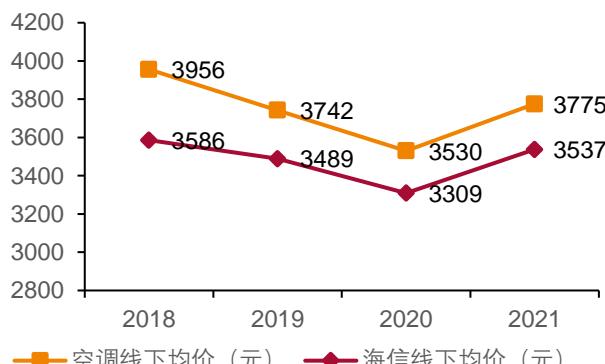
注：空调为奥维端海信+科龙品牌之和，冰箱和洗衣机为海信+容声品牌之和

图 16：冰箱行业及容声冰箱线下均价



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 17：空调行业及海信空调线下均价



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

2.1.3. 推进白电品类升级高端化，加码保鲜冰箱+新风空调

不断深化技术研发，实现白电全产品领域升级。公司始终坚持“技术立企”理念，将不断的技术创新和高质量的产品作为持续发展的核心竞争力。公司深挖用户需求，并以此为导向加大差异化技术预研与储备，加快转化。在冰冷产品方面，公司着重攻克食物保鲜性能和高科技智能化方向；家用空调方面则持续推进新风空调布局，立志成为新风领域的领跑者。

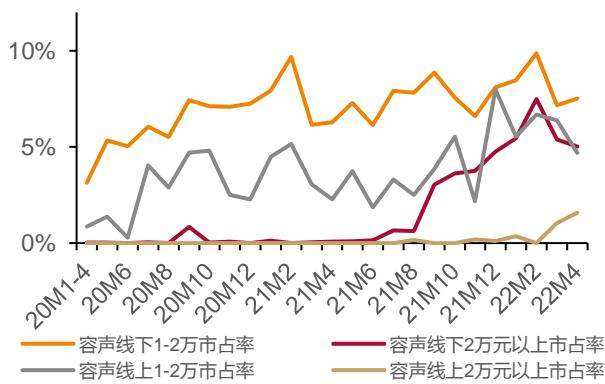
容声 WILL 系列高端化进展顺利，有望进一步提升品牌竞争力。近年来公司旗下“容声”品牌冰箱顺应市场趋势，推出 WILL 系列产品，成功实现高端化破局。WILL 系列冰箱，从消费者对于保持食物新鲜、消除冰箱异味、消灭细菌滋生等需求着手，以水、离子、光三项技术为核心，打造 WILL 养鲜公式。WILL 系列提出“放在冰箱里，继续长七天”的口号，成功捕捉消费者需求痛点，为容声品牌高端化打开了新局面。从市场端来看，根据奥维云网的数据显示，2021 年以来容声品牌在线下 2 万元+价格段以及线上 1-2 万元价格段市占率均呈现稳步抬升的态势，品牌高端化进展顺利。而通过将容声产品的价格结构与冰箱行业的结构对比来看，容声品牌目前仍处于高端化的早期阶段，高价格段收入占比仍明显低于行业水平，未来品类升级空间更大。

图 18：容声 WILL 系列主打采用多种创新技术，定位高端



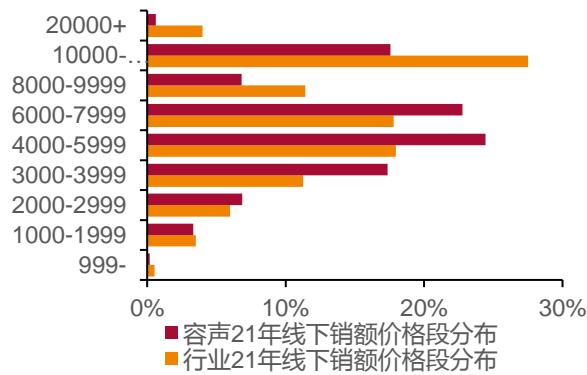
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 19：容声品牌冰箱高端领域市占率逐步提升（销额口径）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 20：对比行业价格段分布水平，容声在高端化方面仍有提升空间



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

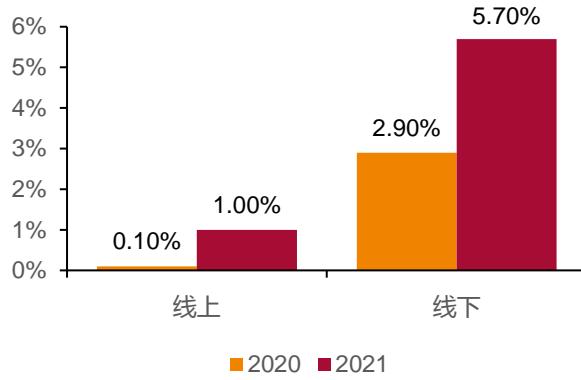
疫情以来消费者对健康的需求日益增加，“新风+空调”主打的健康理念空调热度高涨。随着人们对于舒适家居、品质生活的需求及疫情后用户对于空气清洁、健康的重视度提升，新风产品的关注度逐渐上升，成为备受追捧的新产品。2021年，新风空调线上、线下零售额分别达8.2亿元和19.1亿元，同比增长492.7%和57.4%。从渗透率的角度来看，2021年新风空调线上/线下销售占比分别达到1%/5.7%，分别同比+0.9pct/+2.8pct，新风空调作为高端品类，在流量机型销售占比较大的线上平台优势并不明显，而在线下平台销售渗透进展较为顺利。

图 21：2021 年新风空调月度规模及同比



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

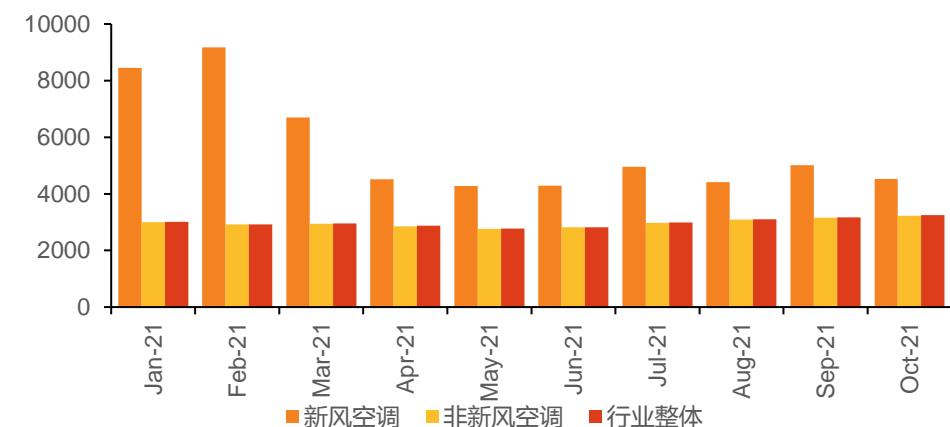
图 22：新风空调线上线下销售渗透情况



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

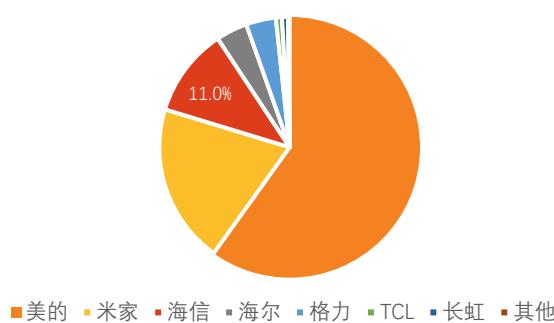
从线上均价来看，新风空调均价普遍高于行业整体 1500 元左右，由于新风空调有普通空调所不具备的换新空气、增氧除菌功能，相比普通空调具有一定溢价。我们认为，新风空调解决了部分用户需求痛点，满足消费者对于健康生活的追求，有望带动空调行业品类升级趋势。

图 23：2021 年 1-10 月新风空调线上均价（元）

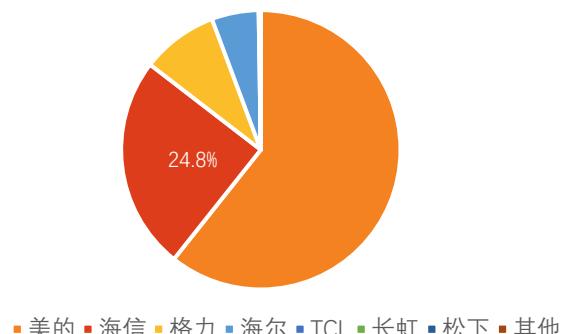


资料来源：奥维云网，天风证券研究所

海信持续投入新风空调研发，力争国内新风第一品牌。海信家电在新风领域深耕多年，拥有深厚的技术沉淀。公司坚持新风空调推广主线，有效占领细分市场，提升新风细分领域占有率。根据奥维云网零售监测数据，2021 年 1-9 月，海信新风空调产品线上零售额份额位居行业第三，海信新风空调产品线下零售额份额位居行业第二。此外，海信新风空调凭借出色的表现，通过了严苛的检测，成为全球首款通过 JQA(日本质量保证协会) 认证的新风空调产品。

图 24：2021 年 1-9 月各品牌新风空调线上份额


资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 25：2021 年 1-9 月各品牌新风空调线下份额


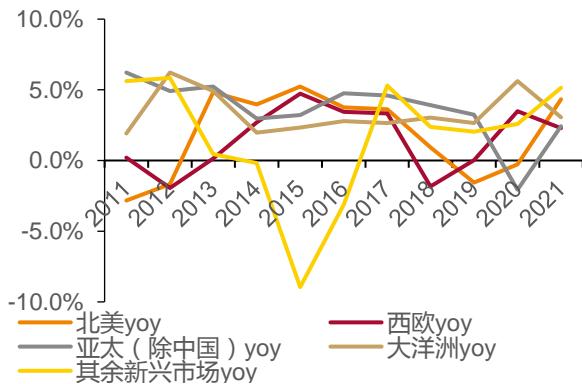
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

综上所述，我们认为在存量竞争的格局下，公司力推品类升级策略，在空调和冰箱等品类均取得较好进展，未来随着品类升级和高端化的策略持续推进，有望为公司白电内销业务增长注入新活力。

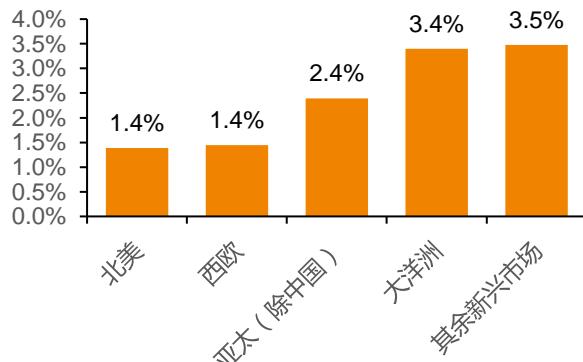
2.2. 外销：外延并购+品牌出海打造全球化家电企业

2.2.1. 海外市场大有可为，家电出海大势所趋

全球家电市场增长企稳，新兴市场增速较快。近年来，全球大家电市场持续保持了相对稳健的增长，根据欧睿国际的数据显示，北美/西欧/亚太（除中国）/大洋洲/其余新兴市场（东欧、中东、拉美等）2016-2021年大家电销量 CAGR 分别为 1.4%/1.4%/2.4%/3.4%/3.5%。分地区来看，北美、西欧等成熟市场增速保持稳定，而新兴市场增速则相对较快。

图 26：全球分地区大家电销量增速


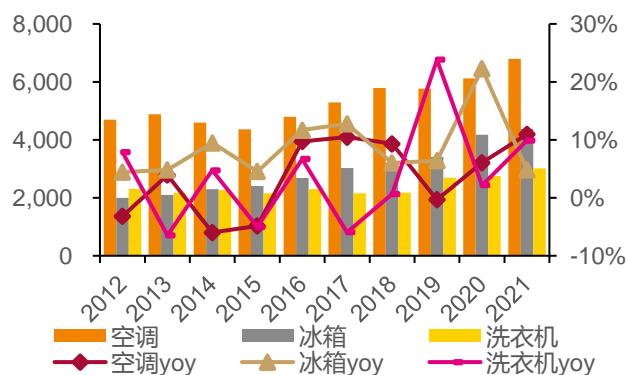
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 27：全球分地区大家电销量 2016-2021CAGR


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

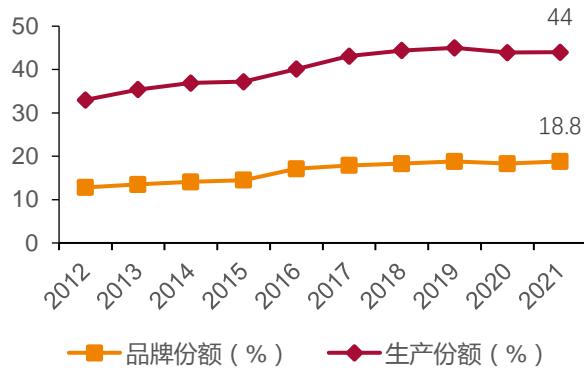
中国家电企业走向世界，生产及品牌占比稳步提升。在全球家电销售增速相对平稳的背景下，中国企业近年来在白电方面出口外销表现出较强的增长动能。根据产业在线数据，近年来我国白电外销量逐年提升，2011-2021 空/冰/洗外销 CAGR 分别达到 3.4%/8.6%/3.5%。另一方面，根据欧睿国际数据显示，近年来中国企业无论在生产端市占率（品牌+代工）还是品牌端市占率均有显著提升，占全球产能份额比重持续增加。我们认为，中国家电企业拥有完善的供应链、先进的生产技术及快速迭代产品的能力，未来有望通过推广自有品牌和出海并购等方式，进一步拓展海外市场。

图 28：我国空冰洗外销规模持续增长（万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 29：中国企业全球家电生产份额 2021 年达 44%



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.2.2. 海信积极布局海外业务，品牌出海勇立潮头

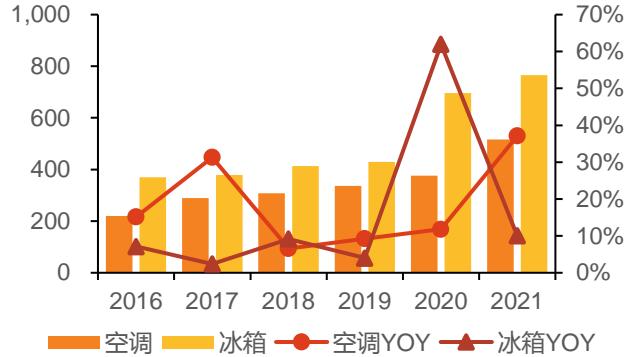
为了扩展全球家电业务，尤其是欧洲、北美业务，近年海信的海外收购动作频频。2018年8月，海信集团收购斯洛文尼亚白电制造商Gorenje获得欧盟委员会批准，宣告海信进军欧洲高端家电市场。Gorenje是斯洛文尼亚一家创立于1950年的老牌家电企业，产品覆盖洗衣机、冰箱、厨房电器等，尤其在厨电和洗衣机等方面有较强的实力。通过不断进取的全球化布局，公司已实现海信、容声、科龙、HITACHI、YORK、ASKO、Gorenje七大品牌的全球化协同运营，从“白电品牌”转型为“世界级的家电品牌集群”。2016-2021年海信家电外销业务也呈现增长态势，冰箱和空调在中国出口外销市占率分别由2016年的13.8%/4.6%增长为2021年的17.4%/7.6%，份额提升凸显其全球化战略的优势。

表 1：公司品牌矩阵覆盖国内及海外主要市场

品牌	产品范围	主要市场
Hisense	空冰洗、中央空调、商用冷链、无人零售柜、厨房电器	国内及海外
Ronshen	冰箱、洗衣机	国内
KELON	空调	国内及海外
gorenje	厨房电器、冰箱	欧洲
ASKO	厨房电器、洗衣机	欧洲
HITACHI	家用、商用中央空调	国内（合资公司）
YORK VRF		

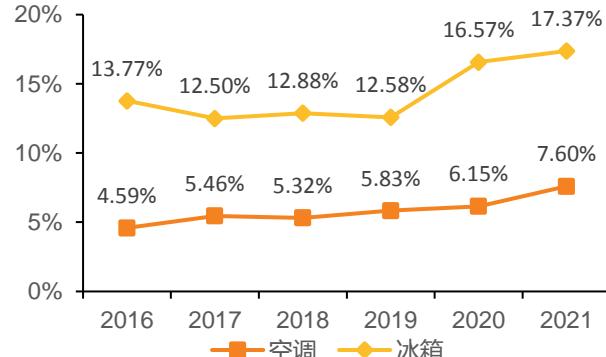
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 30：2016-2021 年海信空调和冰箱外销量及增速（万台，%）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 31：2016-2021 年海信家电空调和冰箱外销份额变化



资料来源：产业在线，天风证券研究所

2.2.3. 全球化研发 + 生产助力出海启航

公司在积极拓展品牌出海的过程中，也在全球范围内积极布局研发以及生产中心以进一步提升出海产品力。目前海信在全球有 29 个工业园区和生产基地 20 所研发机构，其中工业园区覆盖北美（墨西哥）、中东欧（斯洛文尼亚、塞尔维亚、捷克）、非洲（南非）等国家和地区，而研发中心也覆盖欧洲等主流市场。我们认为，在公司品牌出海的进程中，依托全球化的研发及生产网络，可以更快的捕捉当地市场需求并及时响应生产，进一步提升自有品牌在当地市场的竞争优势。

图 32：海信全球研发中心分布



资料来源：海信集团官网，天风证券研究所

注：此处所标注研发中心为集团口径

图 33：海信全球生产中心分布

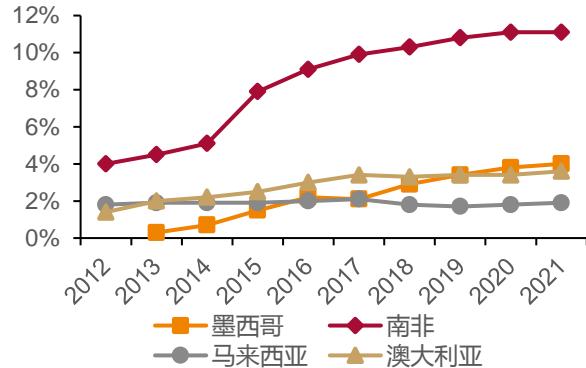


资料来源：海信集团官网，天风证券研究所

注：此处所标注生产中心为集团口径

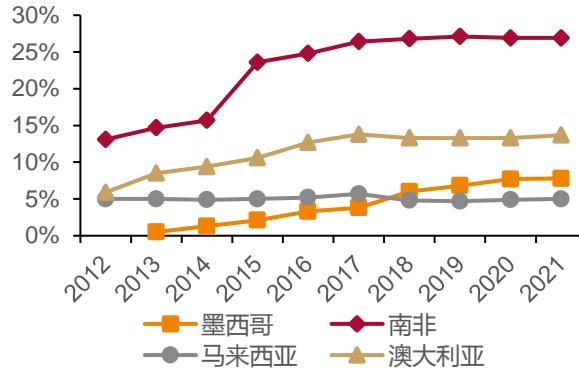
从市占率表现来看，公司全球化战略取得显著成效，大家电产品在全球多个市场均出现显著增长，范围包含多个大洲。海信品牌大家电产品在墨西哥、南非、澳大利亚等市场均增速较为显著，2013-2021CAGR 分别达到 38.2%/11.9%/7.6%，而其中冰箱品类表现较为优异，在上述市场 2013-2021CAGR 可分别达到 41%/7.8%/6.1%。未来随着全球化研发+生产的持续赋能，叠加渠道建设的逐步完善，公司出海有望进一步发展，打造全球化的家电品牌集群。

图 34：海信大家电在多国市场市占率持续提升



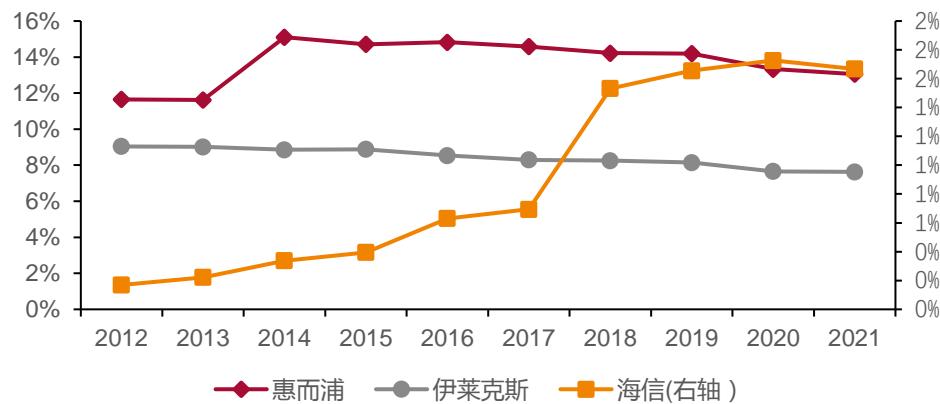
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 35：海信冰箱产品在多国市场市占率持续提升



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 36：海信与全球主要家电品牌大家电份额变化



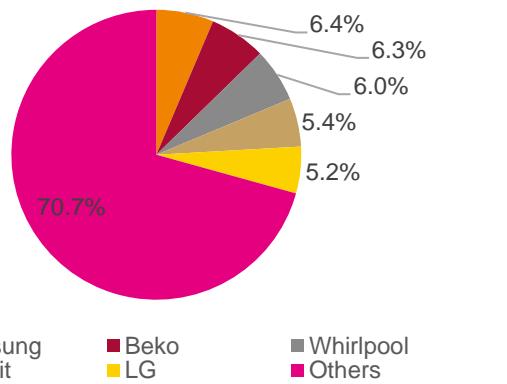
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.2.4. 收购古洛尼，品类互补+渠道协同有望带动欧洲市场份额增长

欧洲作为相对成熟的家电市场，外来企业在渠道和品牌形象的打造上相比新兴市场难度更大，同时，各国之间渠道和品牌认知的一致性不如中美等整体市场高，导致竞争格局较为分散，东西欧市场 CR5 仅能占到 30% 左右的份额。

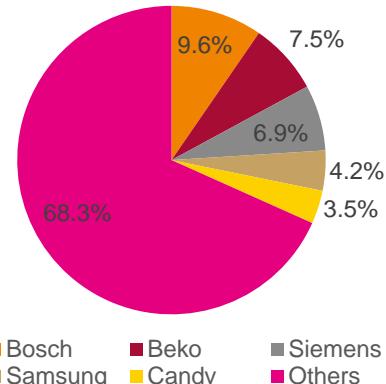
因此通过收购本土品牌的方式进入当地市场，成为了中国家电企业出海的选择方向之一。2018 年海信收购斯洛文尼亚厨电品牌古洛尼，仅 15 个月便通过成本控制协同等方式使品牌扭亏。

图 37：东欧市场 2021 年大家电 CR5 市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 38：西欧市场 2021 年大家电 CR5 市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

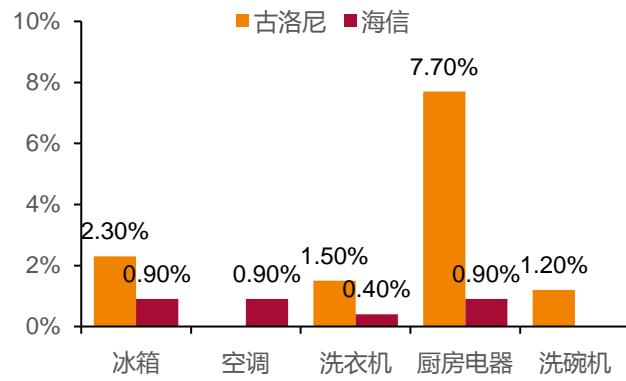
我们认为，古洛尼与海信除成本端的协同外，在市场端协同效应更为明显，具体表现为：

1.产品互补：从分品类市占率来看，古洛尼在厨房电器相关品类市占率较高，而海信则在空调及冰箱品类维持一定的市占率，收购古洛尼为公司带来了更加齐全的品类矩阵。

2.渠道协同：古洛尼作为较为老牌的欧洲大家电企业，其在欧洲各国（以中东欧和北欧为主）的线下渠道均有一定的布局，海信作为外来品牌可依靠其原有渠道布局实现扩张。

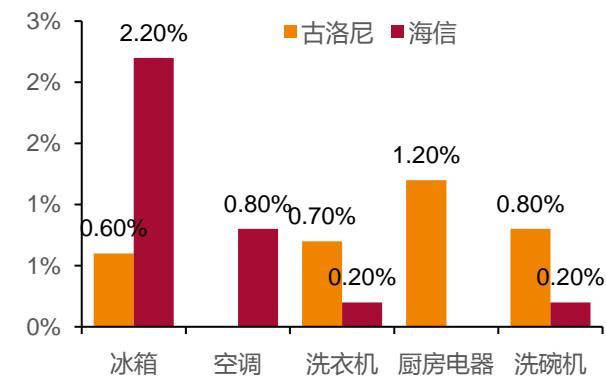
随着公司对欧洲已有品牌和渠道的进一步整合，上述优势有望在未来持续提升公司欧洲市场的竞争力。

图 39：海信品牌与古洛尼品牌 2021 年东欧市场市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 40：海信品牌与古洛尼品牌 2021 年西欧市场市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

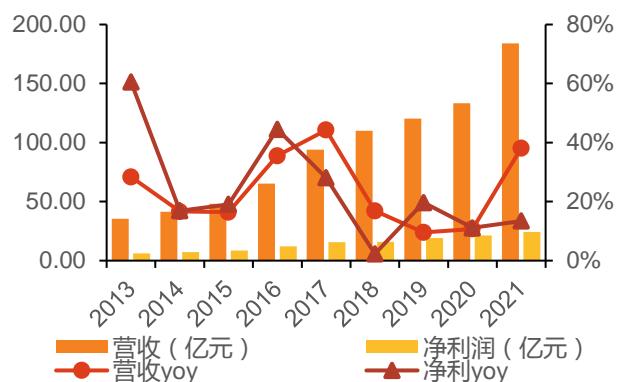
预计公司白电内销业务 22-24 增速为 10%/10%/10%，白电外销业务 22-24 增速为 12%/10%/8%。从过往来看，公司剔除央空后公司空调业务 19-21CAGR 为 -4.7%；公司冰洗业务 19-21CAGR 达到 19.5%。**内销方面：**从公司过往市占变化趋势出发，我们预计公司家空增速与行业保持一致，而冰洗增速略领先于行业；同时公司致力于推进白电品类升级，我们预计后续会对其在销额和利润方面有一定拉升作用，综合预计公司 22/23/24 白电内销增速分别为 10%/10%/10%。**外销方面：**根据产业在线数据，公司 21 年空调外销同比 +37%，冰洗外销同比 +10%，增速相对较高，考虑到虽然后续海外需求由于疫情好转可能有所回落，但公司积极推进品牌出海并在全球众多市场取得一定进展，综合预计公司白电外销业务 22/23/24 年营收增速分别为 12%/10%/8%。

3. 中央空调业务：高利润优质资产，海信日立强者恒强

公司 2019 年通过收购股份获得对合资公司海信日立的控制权，并于同年 9 月并表，从此海信日立旗下中央空调业务成为公司发展重心。近年来，海信日立营业总收入和净利润持续增长。2021 年海信日立中央空调全年实现营业收入 184.12 亿元，同比增长 38.1%，较 20 年提升 27.37 个百分点；净利润为 24.19 亿元，同比增长 13.44%，较 20 年提升 2.33 个百分点。

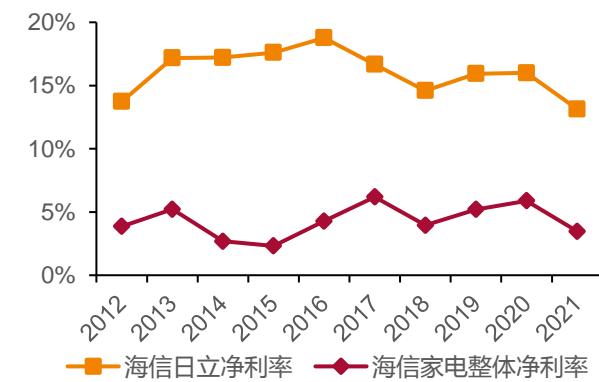
从利润端来看中央空调业务盈利能力明显高于公司整体水平，我们认为未来央空行业的持续增长有望使海信日立持续为公司贡献业绩，第二增长曲线较为明确。

图 41：海信日立营收净利及增速



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

图 42：海信日立利润水平远高于公司整体水平



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

目前，海信日立旗下拥有海信、日立、江森自控约克三品牌，初步构建品牌矩阵，价格段覆盖较全面。海信品牌主打性价比，以 IoT, 5G 互联等智能功能取胜，而日立、约克则定位中高端，针对别墅等大户型产品较多。

图 43：海信日立家用领域产品及品牌矩阵

品牌	日立			海信				约克										
系列	独墅——智 系列：VAM 尊睿别墅、 VAM尊睿无 界、VAM尊 睿全效内容	智选经典系 列： VAMmini、 EX-PRO II、 EX	智慧一平方 系列：UX、 US	热泵采暖热 水系列：水 墅适系列、 SET-FREE智 享系列、 VAM尊睿	5G荣耀家系 列	荣耀家系列	Ai家系列	变频R+系 列	地暖中央空 调YES-RM 系列	YES-smartII 系列	YES-mini系 列	U系列中央空 调：UD+舒 享系列、 UFII轻享系 列、UK经商 系列	YES-villa+ 系列	YES-comfortII 系列				
室外机																		
应用场景	别墅大宅	大平层经典 户型	小户型	别墅、大户 型、精致公 寓以及小户 型	别墅、大、 中、小户 型	大、中、小 户型	别墅、大、 中、小户 型	客厅、餐厅 、卧室	高端住宅、 大平层、复 式住宅、别 墅	两室一厅、 三室一厅、 单元式住宅	两室两厅、 三室两厅、 单元式住宅	客餐厅、卧 室、公寓、 小户型住 宅、宾馆客 房；便利店 、商场店铺 、办公室等 场所	别墅、花 园洋房、大平 层	高端住宅、 大平层、复 式住宅和别 墅				
特点	地暖采暖+高 效强劲的中 央空调制冷 双重解决方 案；5G智慧 互联	专利自清 洁；风冷和 冷媒冷却双 重散热技术	薄型机身	自动调整水 温，一机兼 顾地暖和制 冷；5G智能 物联	NB-IoT联网 方案，自带 网络流量， 远程控制， nanoe全健 康净化	nanoe全健 康净化，无 感除霜	5G物联网与 PLC技术优 势高度集成	nanoe全健 康净化	冬季速热养 生模式，夏 季智爽除湿 模式	温湿平衡，i- YES远程智控 模式	五维立体控 温，i-YES远 程智控	智能除霜、 运转稳定	集空调、地 暖、热水、 新风、除湿 于一体的五 维全效解决 方案，标配 NB-Lot物 联网智控模 块	鲜活富氧新 风				

资料来源：公司及各品牌官网，天风证券研究所

图 44：海信日立商用领域产品及品牌矩阵

品牌	日立				海信					约克								
系列	C-SPACE 系列	FLEXMULTI TI系列	SET-FREE 系列	MAT系列	轻型商用	商用变频 多联机	水动力机 组	风冷模块 和末端产 品	空气源热 泵系列	YES-super+系 列	YES-eng 系列	YES-slim+系 列	水源变频 中央空调 YES-aqua 系列	寒冷地变 频中央空 调YES-polar 系列	YES-edge+热 回收型变 频中央空 调			
系列细 分	F系列标准型 、F系列强热 型、CAM II 变频多联机 系列、高效 劲风系列柜 机、FLEXMULTI Renewal更 新机、 FLEXMULTI 寒冷地系列	FLEXMULTI 标准型、 FLEXMULTI 变频多联机 系列、水源 变频多联式 中央空调、 SET-FREE V +、SET-FREE V+、SET-FREE D、 SET-FREE E	SET-FREE A 系列、SET- FREE 侧出风 系列、水源 变频多联式 中央空调、 SET-FREE V +、SET-FREE V+、SET-FREE D、 SET-FREE E	MAT系列	轻型商用— 拖一、10HP— 拖二/柜机、 轻商+N+系 列、御风系 列、M系列	G2系列、 M2系列、 10HP— 拖二/柜机、 轻商+N+系 列、御风系 列、M系列	风冷螺杆式 冷水（热 泵）机组、 海信螺杆式 水冷冷水机 组Hi-SC S系 列、水 (地)源热 泵机组、海 信磁悬浮变 频离心机Hi- CC α系列	Hi-Mod风 冷模块(R 系列)、 Hi-Mod风 冷模块(2 系列)、风 机盘管机组 、空气处理 机组、组合 式空气处理 机组	蓝焰系列、 水润系列、 空气源热泵 机组、惠风系 列	YES-super+系 列	YES-eng 系列	YES-slim+系 列	水源变频 中央空调 YES-aqua 系列	寒冷地变 频中央空 调YES-polar 系列	YES-edge+热 回收型变 频中央空 调			
室外机																		
特点	智能除霜； 远程智能控 制	采用工业 级“变频器 控制压缩 机，实现无 级变频控制	节能性更出 色；降噪设 计打造安静 的商用空 间	运行环境温 度范围宽广	舒适性高、 安装便利、 运行稳定	室外机风扇 无级调速， 高效节能、 稳定可靠	智能除霜； 不同型号模 块之间可任 意并联	补气增焓技 术，高效满 足低温制热 水需求	静音舒适； 强劲高能效	室外机长配 管设计；运 行环境温度 范围广	降噪设计； 自适应除霜	强劲高能 效；机组放 置灵活	90s快速制热 启动、自适 应除霜	同时冷暖、 温湿分控、 三重智能除 霜，地暖制 热不间断				

资料来源：公司及各品牌官网，天风证券研究所

3.1. 中央空调市场维持高景气度，多联机占主导地位

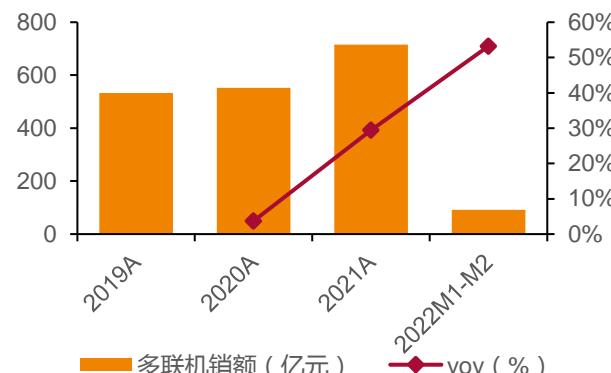
从市场规模来看，近年来，我国中央空调市场规模呈持续上升趋势。根据产业在线的数据，2021年中央空调市场销额达到1237.9亿元，同比增长27%，其中多联机销额达到714.9亿元，同比增长29.5%，2021年以来整体维持了较高速的增长。我们认为，消费升级、地产精装修房不断渗透以及节能环保需求等因素共振，共同造就了中央空调市场的高景气度。

图 45：2015-2022 年 2 月中央空调市场规模及增速



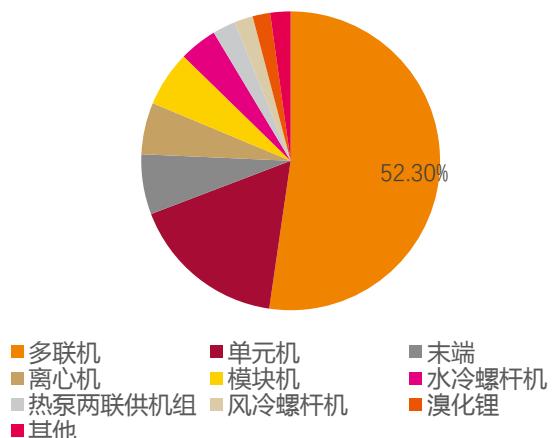
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 46：2019-2022 年 2 月多联机市场规模及增速



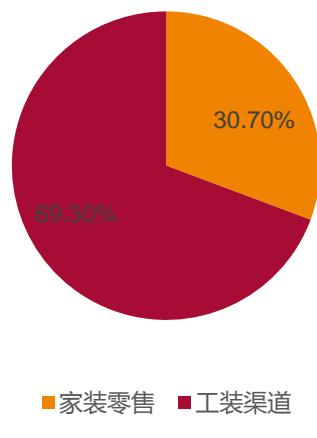
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 47：2021 年中央空调分类型份额



资料来源：艾肯网，天风证券研究所

图 48：2021 年中央空调分渠道份额



资料来源：艾肯网，天风证券研究所

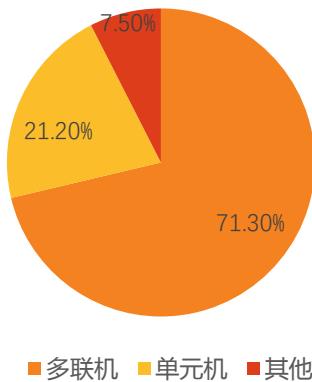
注：此处工装渠道包含地产精装修项目

从产品结构来看，中央空调可分为多联机、单元机、模块式冷水机组、螺杆式冷水机组、离心式冷水机组、水/地热源泵机组、溴化锂机组、末端产品，根据艾肯网数据，其中 2021 年多联机占据 52.3% 的份额，成为中央空调销额规模增长的重要推动力量。

而从渠道端来看，中央空调销售渠道大体可分为家装零售渠道、精装房配套以及工装渠道。传统家装渠道以及精装房配套渠道与地产后周期关联性较大，而精装房渠道随着渗透率以及中央空调配套率逐年提升，在逆周期中依然有较强的增长动能。工装渠道则主要以商业地产、公共设施、轨道交通以及数据中心等应用场景为主，提供整套空调解决方案，近年来随着新基建政策的提出，轨道交通以及数据中心等多种应用场景需求迎来增长，带动了工程领域相关需求。

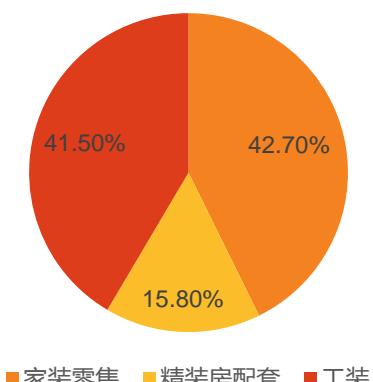
家用领域，多联机占据主导地位。家用中央空调领域，多联机优势凸显，占比达到 71.3%，而从多联机自身的渠道结构来看，家用占比亦明显高于央空整体的家装渠道占比。

图 49：2021 年家装渠道央空产品结构情况



资料来源：艾肯网，天风证券研究所

图 50：2019 年多联机渠道结构情况（销量占比）



资料来源：暖家通公众号，天风证券研究所

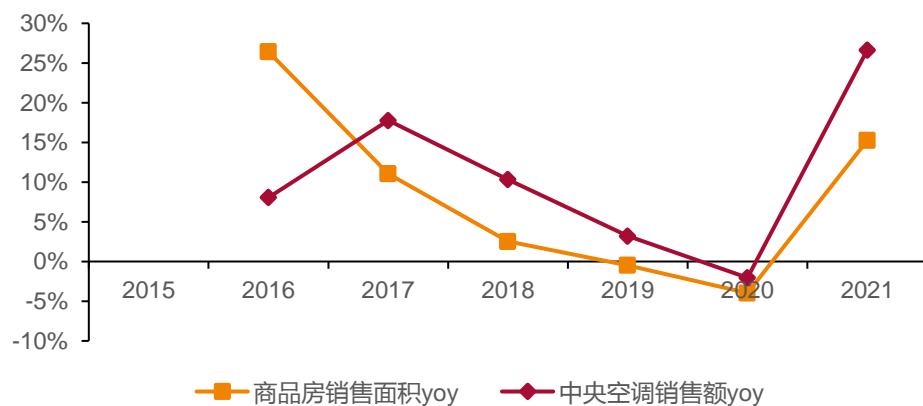
综合来看，21 年以来中央空调行业景气度上行，但目前央空仍处于低渗透的状态，后续渗透提升，以及地产利好有望为行业增长持续提供增长动能。

3.2. 央空渗透持续提升，地产政策利好提供后续增长动能

3.2.1. 短期来看：地产政策有望逐步回暖，拉动户用多联机需求

中央空调需求与地产销售较为相关。从历史数据表现来看，过往地产销售的景气程度持续拉动了中央空调行业内销的增长，二者相关性较高。与冰箱、洗衣机等以更新需求为主导的品类不同，中央空调以地产竣工带来的新增需求为主导。

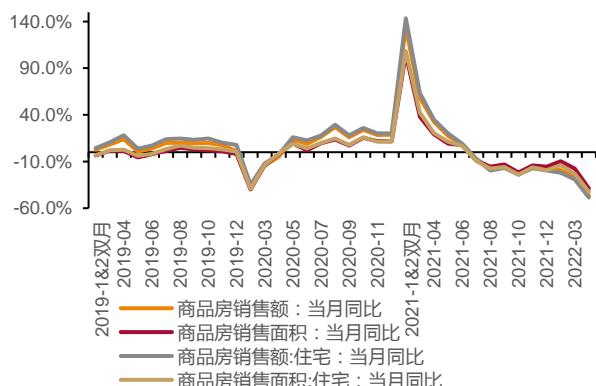
图 51：中央空调与地产增速 17 年以来呈现出较强相关性



资料来源：Wind，产业在线，天风证券研究所

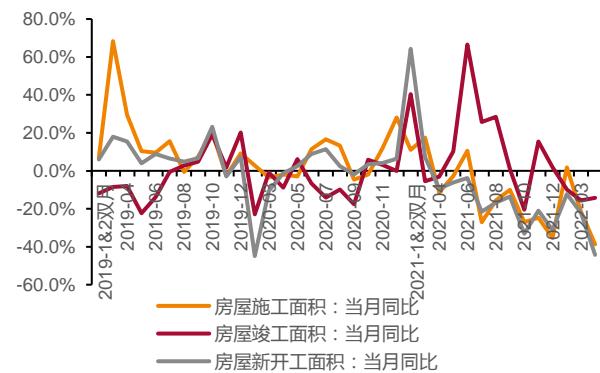
地产政策从严后逐步回暖，有望拉动空调需求。21 年下半年地产政策收紧，商品房销售同比以及竣工面积等指标下半年以来持续走弱，对整体空调需求造成了一定负面影响。2022 年初，中央及地方频频出台支持性房地产调控政策。1 月 LPR 下调至 3.70%，较上期下降 10 个基点；5 年期以上 LPR 为 4.60%，下降 5 个基点。政府工作报告提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。北海、自贡、重庆、赣州等多地调整房贷首付比例，郑州引导金融机构下调住房贷款利率。地产宽松信号持续释放，有望带动空调需求回暖。

图 52：21 年下半年以来商品房销售持续走弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 53：21 年下半年以来施工竣工持续走弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 54：2022 年中央及地方房地产相关政策梳理

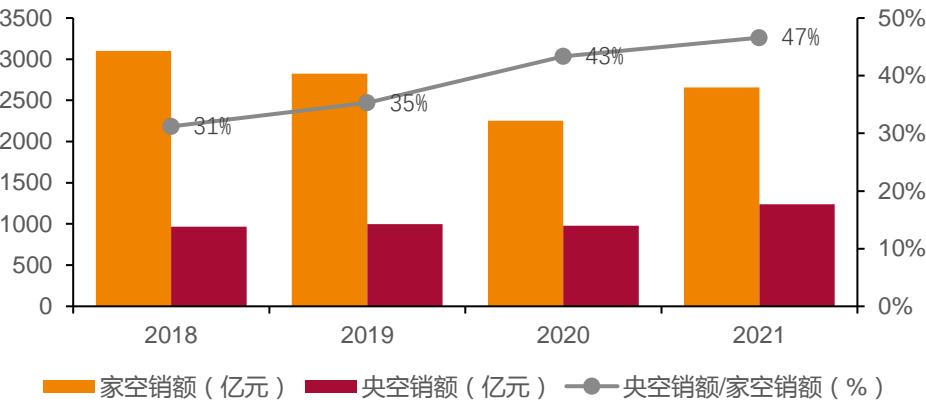
中央政策	地方政策
1月20日 全国住房和城乡建设工作会议 2022年要重点抓好加强房地产市场调控、推进住房供给侧结构性改革、实施城市更新行动、实施乡村建设行动、推动建筑业转型升级等八个方面的工作。加强房地产市场调控。毫不动摇坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不把房地产作为短期刺激经济的工具和手段，保持调控政策连续性稳定性，增强调控政策协调性精准性，继续稳妥实施房地产长效机制。	1月12日 北海市住房公积金管理委员会《关于调整住房公积金贷款政策的通知》 缴存职工家庭购买第二套住房或申请第二次住房公积金贷款的，最低首付比例由60%下调至40%。
1月20日 中国人民银行 中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022年1月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%。以上LPR在下一次发布LPR之前有效。	1月17日 自贡市住房公积金管理委员会《关于调整住房公积金政策相关问题的通知》 放宽住房套数认定政策。实行只认贷不认房的认定标准。既无住房公积金贷款记录，又无尚未完清的住房商业贷款，按首套房贷款政策执行；有一笔已结清的住房公积金贷款记录或一笔尚未完清的住房商业贷款，按二套房贷款政策执行。贷款记录以征信报告为准。取消两次住房公积金贷款须间隔12个月及以上的限制。
1月30日 中国人民银行、银保监会《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》 银行业金融机构向持有保障性租赁住房项目认定书的保障性租赁住房项目发放的有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。银行业金融机构要加大对保障性租赁住房的支持力度，按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，提供金融产品和服务。	春节前后 重庆 重庆部分银行陆续下调首套住房贷款首付比例，最低可至20%。
3月5日 政府工作报告 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。报告还提出，再开工改造一批城镇老旧小区。	春节前后 赣州 首套房贷首付比例为20%，二套房在非限购区首付30%、在限购区首付50%。
3月6日 中国银保监会、中国人民银行发布《关于加强新市民金融服务工作的通知》 针对新市民在创业、就业、住房、教育、医疗、养老等重点领域的金融需求，鼓励引导银行保险机构积极做好与现有支持政策的衔接，结合地方实际，因地制宜强化产品和服务创新，高质量扩大金融供给，提升金融服务的均等性和便利度。支持鼓励银行保险机构优化住房金融服务，助力增加保障性住房供给，支持住房租赁市场健康发展，满足新市民安居需求。	3月1日 《郑州市人民政府办公厅关于促进房地产业良性循环和健康发展的通知》 降低个人住房消费负担。引导在郑金融机构加大对个人住房按揭贷款投放，下调住房贷款利率。对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。推进信贷支持协作。对支持开发贷、降低个人按揭贷款利率的金融机构，在政府新增财政存款、基金账户等存放方面予以优先支持。

资料来源：新华网，中国政府网，中国货币网，中国证券网，各地政府官网，澎湃新闻，天风证券研究所

3.2.2. 长期来看：零售渗透率持续提升，同时地产精装房需求有望带动多联机央空增长

家装零售渠道：央空销售渗透率持续上行。从长期趋势来看，受益于经济增长带来的居民生活水平提高，家用中央空调逐渐受到消费者更多关注，从产品形态来看，央空与家空有较大差异，在能耗功率、制冷效果上优势明显；而从销售数据来看，央空销额与家用空调销额比例近年来持续提升。我们认为长期来看央空在零售渠道的渗透率有望持续上升。

图 55：央空销额/家空销额比例持续提升

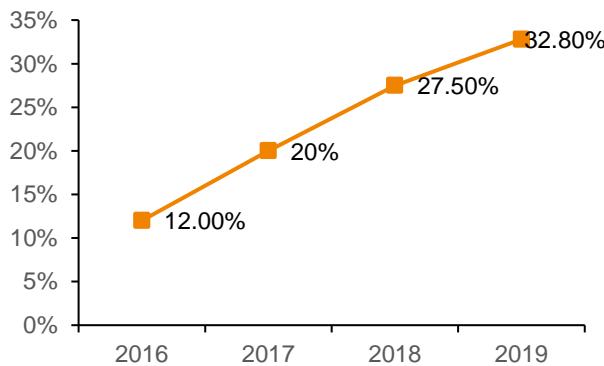


资料来源：产业在线，奥维云网，天风证券研究所

注：此处家用空调销额由奥维全平台均价*产业在线空调内销量得出

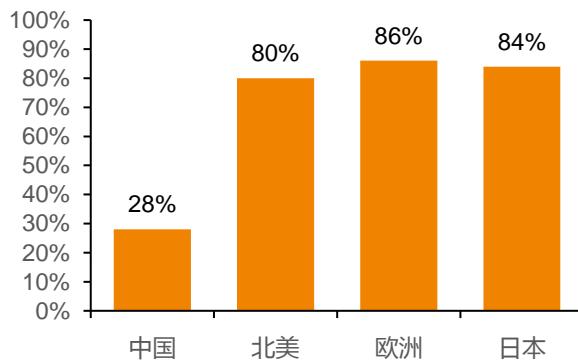
地产精装渠道：央空装配率持续攀升，渗透空间大。2008 年住房和城乡建设部《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》提出，完善扶持政策，推广全装修房。2012 年起，全国各省市陆续制定出台相关扶持政策，引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或菜单式装修模式。根据立鼎产业研究数据，近年来，我国精装修房渗透率持续攀升，由 2016 年的 12% 提升至 2019 年的 32.8%，我们认为，居民消费水平的提高以及房地产企业出于利润率的考虑等因素共同促进了我国地产精装修市场的繁荣。而从长期趋势来看，在 2018 年美欧、日本等发达地区精装修占比均达到 80% 以上，对比国内 30% 左右的渗透率水平，我国精装修房市场仍有较大的拓展空间。

图 56：近年来我国精装修房渗透率持续攀升 (%)



资料来源：立鼎产业研究，天风证券研究所

图 57：2018 年各国精装修房渗透率情况 (%)



资料来源：立鼎产业研究，天风证券研究所

在精装修市场持续火热的同时，精装修房中央空调配套率近年来也迅速提升，根据奥维云网的数据显示，2016 年我国精装修中央空调配套率仅为 4.2%，而到 2021 年 1 月 -10 月精装修中央空调配套率已提升至 35%，尽管 2021 年下半年以来地产调控政策趋严，导致整体精装修大盘有所回落，但央空配套率在 2021 年依然可以实现逆势上升，充分证明了中央空调在精装修市场的增长动能。我们认为精装修中央空调配套率的持续提升反映了精装修渠道是中央空调行业规模持续增长的重要支撑，各家企业逐步发力精装修渠道有望因此受益。

图 58：我国精装修中央空调项目套数及配套率



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

3.2.3. 海信日立：强产品力+强品牌力，行业地位稳固

海信日立作为合资品牌，在叠加日立技术优势的同时也兼具海信成本以及渠道方面优势，在央空市场中竞争优势明显，分渠道来看：

产品端：海信日立品牌矩阵完善，产品竞争力强。作为合资品牌，海信日立在技术及成本方面均具有优势，以日立中央空调旗舰机型 VAM 尊睿系列为例，全部采用日立专利涡旋式压缩机技术，产品力强劲的同时在价格端上明显低于同为日系品牌的大金：

1) 专利涡旋压缩机技术。相比于其他类型的压缩机，涡旋式压缩机有许多优点，其体积小、零件少、可靠性高，整机振动小、运转平稳，噪音也很低。此外，涡旋压缩机多机并联技术使其可满足较大冷量的使用需求。

2) 精滤回油设计，稳定可靠。压缩机低温制冷或低温制热启动时容易缺油，影响压缩机的安全使用。VAM 尊睿在日立独有的两级油分离基础上增加双毛细管回油设计，可保证压缩机的启动回油安全，确保机组的高效稳定运行。

3) 室外温度运行范围宽广，适用性强。制冷温度运行越高、制热运行温度越低，表明空调运行能力越强。日立中央空调系统能在较宽的温度范围内运行，适应各种气候，制热最低运行温度可达-23℃（低于大金、格力），可实现 52℃高温制冷，灵活满足不同地区的空调需求。

4) 内机运行噪音小。对比其他各品牌中央空调，日立利用先进技术从各个环节减少噪音值，室内机运行噪声仅为 20dB，小于格力智睿(28dB)、美的理想家 LX (22dB)。室外机具有夜间静音运行模式，营造舒适宁静的环境。

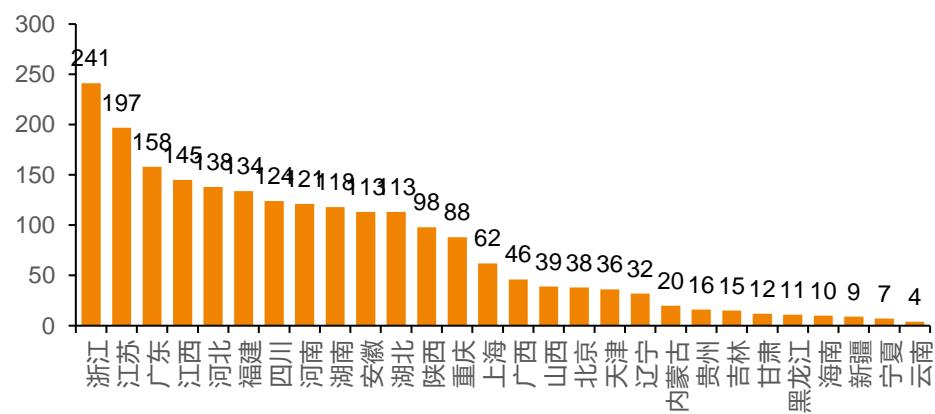
图 59：各品牌中央空调产品对比

品牌	日立	大金	美的	格力	海信
系列	VAM尊睿	金制全效系列	理想家LX系列	智睿系列	5G荣耀家系列
室外机					
压缩机类型	涡旋式压缩机	7匹以上涡旋式，7匹以下摆动式	双转子压缩机	双转子压缩机	双转子压缩机
油控制技术	两级油分离+双毛细管回油	无油分离技术	无油分离技术	无油分离技术	无油分离技术
制热最低运行温度	-23°C	-20°C	-25°C	-20°C	-5°C
制冷最高运行温度	52°C	52°C	55°C	55°C	46°C
内机噪音	20dB	17dB	22dB	28dB	20dB
适用户型	别墅、大户型、精致公寓以及小户型	大、中、小户型	大、中户型	大、中户型	别墅、大、中、小户型
功能	自清洁+空气净化，智能除霜模式，可选购除湿模块	自动除湿，双重净菌	尘满提醒，外机反转除尘	变频变容技术更节能，厨享内机过滤油烟	自带网络流量，信号全屋覆盖且稳定，nanoe全健康净化
参考价格	6匹一拖五4.15W	6匹一拖五7.1W	6匹一拖五3.86W	6匹一拖五5.42W	6匹一拖五4.4W

资料来源：日立中央空调官网，天猫，天风证券研究所

渠道端：网点分布较广，深入发达省份地区。中央空调作为家电中安装属性较强的品类，售前及售后服务均比较依赖于线下渠道人员，因此渠道的广度和深度对其销售规模影响较大。海信日立借助海信本土企业优势，构建了范围较广的渠道网点分布，同时在经济较为发达的省份地区重点布局，使其销售范围能够辐射到较多的目标用户。后续随着品牌渠道下沉持续推进，有望进一步拓展销售服务范围至更多的消费者群体。

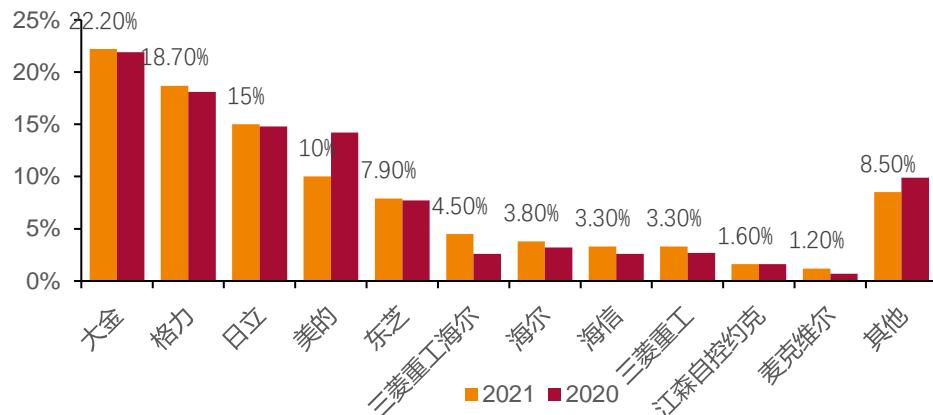
图 60：日立全国网点分布（22 年 4 月，总计 2145 个）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

日立家装零售渠道地位稳固，份额位居前列。家装零售领域，由于央空购买价格较普通分体式空调高出数倍，我们认为消费者往往在选购家用央空产品时对价格敏感程度不高，更加看重品牌以及性能等因素，因此如大金等日系品牌竞争优势较为明显，常年市占第一，而日立作为同样具有相关品牌和产品力的日系品牌，零售市场市占也位居行业前列，2021年达到 15%，份额持续稳步提升。

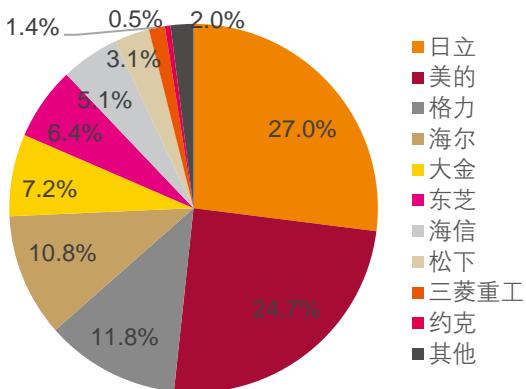
图 61：2020-2021 年央空家装零售渠道各品牌市占率



资料来源：艾肯网，天风证券研究所

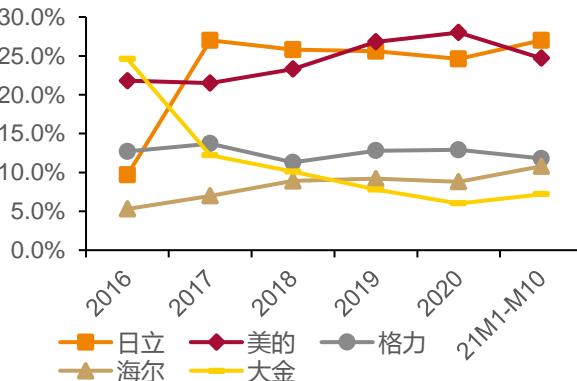
日立重点发力精装渠道，份额第一。由于精装房本身在我国渗透率仍较低，对于精装房渠道而言，开发商为彰显自身楼盘，高端属性，亦会选择较为高端的中央空调品牌来进行配套，日立品牌优势尽显，根据奥维数据，其地产精装渠道份额在 2017 年跃居行业第一，领先市场，2021 年 1-10 月日立的市场份额亦位居首位，占 27%，龙头地位稳固。

图 62：2021M1-M10 精装修市场中央空调 Top10 品牌份额



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 63：精装修市场中央空调 Top5 品牌份额走势



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

综合来看，未来海信日立凭借产品及渠道的优势，持续发力家装零售及地产精装渠道，未来有望进一步实现增长。

3.3. 公司加速布局商用中央空调，有望享受稳增长红利

3.3.1. 稳增长背景下基建需求或有助于商用中央空调增速上行

商用中央空调设备广泛应用于各种工业制冷场所以及写字楼、商场、轨道交通、机场、医院等各类公共建筑，市场前景向好。据立鼎产业研究中心，预计 2023 年我国商用中央空调市场规模将达 516.7 亿元，2026 年达 581.2 亿元。

图 64：中国商用中央空调规模及增速

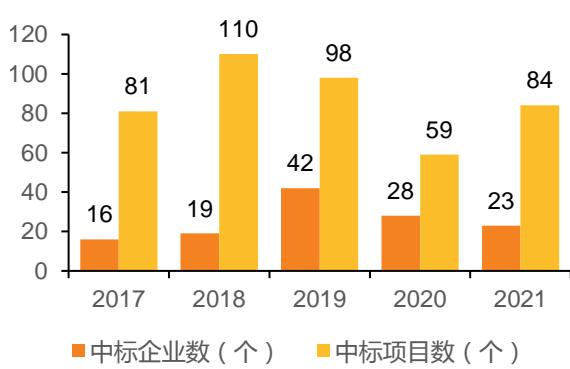


资料来源：立鼎产业研究中心，天风证券研究所

注：其中 2023 年增速为 21-23 复合增速，2026 年为 23-26 年复合增速

整个商用中央空调的市场需求很大部分都来自基建领域。其中从城市轨道交通这一方面来看，根据 RT 轨道交通数据显示，2021 年我国内地共有 34 座城市新增运营里程 1281.59 公里，新增运营车站 833 座。这也为中央空调系统中标项目数量的增加提供了发展基础，市场发展前景乐观。根据 RT 轨道交通数据，按照每座车站空调系统的造价 200 万元进行测算，预计城轨空调系统招投标金额 2023 年增速可达 13.55%。我们预计在“稳增长”的大背景下，基建需求有望进一步被刺激，从而带动商用央空增速上行。

图 65：城市轨道交通空调系统中标企业数和中标项目数



资料来源：RT 轨道交通公众号，天风证券研究所

图 66：城市轨道交通空调系统中标金额及增速



资料来源：RT 轨道交通公众号，天风证券研究所

3.3.2. 公司加快布局商用领域，承包多项基建商用空调项目

海信中央空调作为暖通空调行业的引领者，承包多项大型基础设施建设。海信中央空调在数据中心、轨道交通、国际机场、国家会展中心、运动会场馆等大型项目均有建设经验，凭借其高能效、高稳定性、高品质的绿色创新科技产品矩阵，提供具有特色的暖通空调解决方案。例如，海信中央空调助力“京津走廊”新基建，为“京东集团华北云数据中心”提供产品支持与服务保障，也助力了西藏拉林铁路完善暖通新基建，为中国铁路事业贡献一份“中国智造”的力量。我们认为，在新基建蓬勃发展的背景下，海信中央空调凭借其

大型项目的建设经验、绿色智能的产品，未来将会承接更多的项目。

表 2：公司中央空调部分商用项目一览

项目	机型
海信	京东集团华北云数据中心
	西藏拉林铁路途径的车站
	国家会展中心（天津）
	青岛胶东国际机场
	第十四届全运会 8 个大型场馆项目，包括杨凌网球运动中心、小轮车比赛场馆、户县十四运新建体育馆、大荔沙苑沙滩排球馆、榆林乒乓球馆、西安国际港务区实验（全运村）中小学建设 EPC 项目等
	2022 北京冬奥会首钢滑雪大跳台项目和首钢老工业区改造的冬训中心运动员公寓项目
日立	青岛海天中心
	郑州国际会展中心
	青奥体育公园
	苏州东方之门高端住宅项目
	北京中国尊
约克	宁波象山亲和源养老院
	沃尔沃成都新能源电池车间
	复旦大学附属儿科医院
	大连地铁五号线
	无锡山水城商务中心
	约克 VRF YES-RM 整体式系列机组
	约克 VRF YES-edge+ 系列
	约克 VRF YES-AHU 直膨式组合空气处理机组
	约克 VRF YES-super+ 系列
	约克 VRF YES-Super+ 喷气增焓变频多联式空调机组
	约克 VRF YES-Super+ 喷气增焓变频多联式空调机组

资料来源：公司及各品牌官网，天风证券研究所

预计公司央空业务 22/23/24 营收增速分别为 15%/13%/12%。海信日立作为央空领域龙头企业，受益于地产 21 年上半年景气上行，叠加低基数效应，21 年营收同比增长达 38.11%，增速较快。展望后市，央空行业与地产关联程度较高，我们预计 21 下半年地产遇冷后，竣工及交房压力将在 22 年持续体现，但之后会有所好转。而从竞争格局的角度来看，公司在产品及渠道方面的优势使其有望进一步蚕食大金份额，但同时也须应对如格力、美的等国产品牌的竞争压力。我们预计公司央空业务 22/23/24 营收增速分别为 15%/13%/12%，盈利能力方面在 22 年会有所恢复，但由于竞争加剧较往年水平仍有所下降。

4. 热管理业务：跨界收购三电，进军高成长性赛道

2021 年海信通过收购日本三电正式进军新能源汽车热管理领域，三电主做电动压缩机等汽车热管理系统中价值量较高的部件，产品竞争力强。我们认为，新能源汽车热管理行业有望量价齐升，海信整合三电后有望依靠其强产品力充分享受行业增长红利。

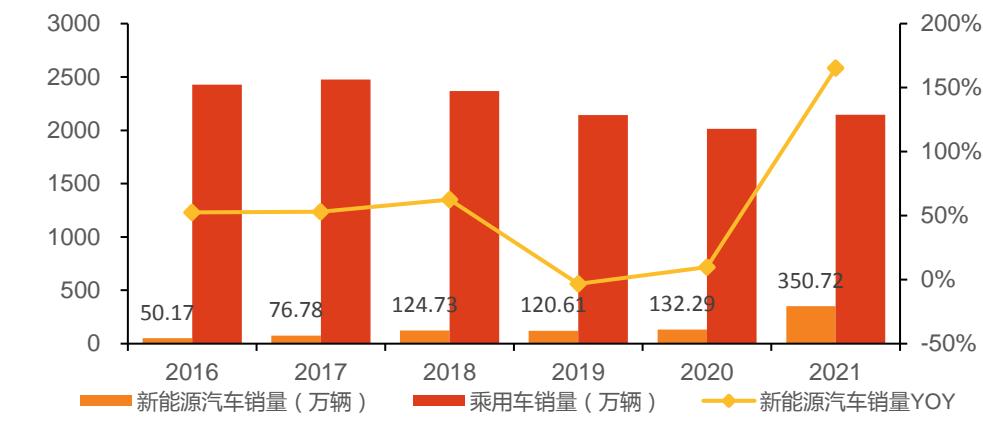
4.1. 热管理市场空间：量价齐升，前景广阔

4.1.1. 新能源车成长趋势明确，拉动热管理需求量增

新能源车成 2021 年汽车行业最大亮点，增长趋势较为明确。根据中国汽车工业协会数据，2020 年中国新能源汽车销量 132.29 万辆，2021 年达到 350.72 万辆，呈现爆发式增长，市

场占有率达到 16.34%，同比+9.77pct。根据测算（具体内容见下文），预计到 2025 年我国新能源汽车新车销量将达到 1326 万辆。

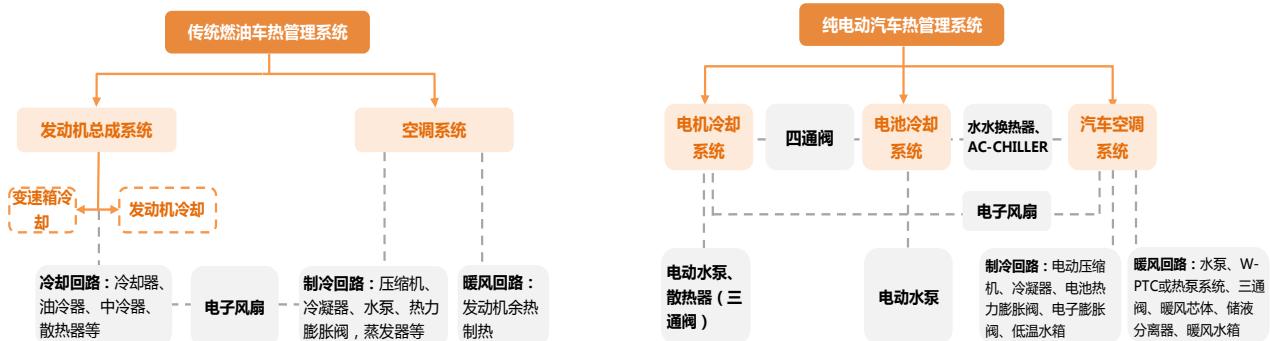
图 67：中国新能源乘用车市场规模



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，天风证券研究所

电动化浪潮来临，新增“三电”系统的热管理需求。传统燃油车热管理主要指发动机热管理和空调系统，驾驶舱内由发动机带动空调压缩机、水泵运转制冷，利用发动机余热供暖。有别于传统燃油车，新能源车热管理系统由电机、电池、汽车空调热管理系统三个部分构成：**电机回路**通过散热器与电子风扇制冷（无需制暖）；**电池回路**通过水水换热器接收来自于空调暖风回路的热量进行制暖，通过 AC-CHILLER（电池换热器）引入回路中的冷媒，经串联的电子膨胀阀节流后蒸发并吸收冷却回路中冷却液的热量制冷；**空调制冷回路**中电动压缩机替代了传统压缩机，并以动力电池进行驱动制冷，**空调暖风回路**是由 PTC 或热泵系统加热。新能源汽车的热管理系统重点在于动力电池的热管理和汽车空调的制热系统。

图 68：传统燃油车热与新能源车热管理系统对比



资料来源：佐思汽研，天风证券研究所

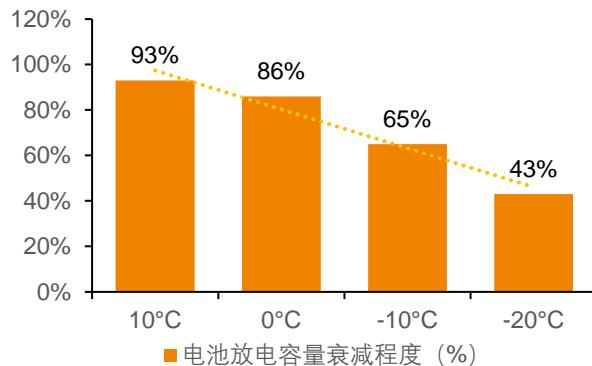
4.1.2. 新能源车对于温度方面要求提升，热管理价值凸显

我们认为由于以下几方面因素，新能源汽车对热管理系统有更高的要求，热管理系统重要性显著提升：

动力电池需要精细化热管理系统。电池工作过程中，温度对其性能影响较大，温度过低可

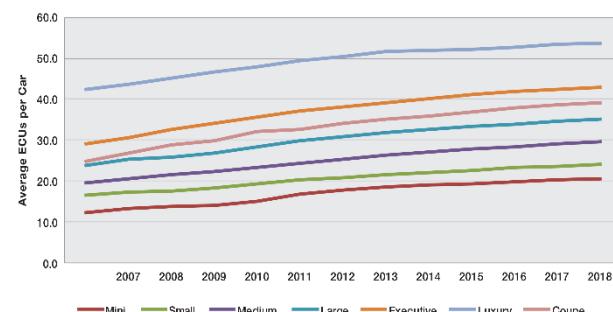
能会导致电池容量和功率的急剧衰减，甚至出现电池短路；温度过高可能导致电池出现分解、腐蚀、起火甚至爆炸。通常来讲，电池温度需控制在 15° C-35° C 的区间范围内，而电池间温差则需控制在 5° C 以内，因此电池热管理需要做到对稳定精确控制，热管理系统的重要性大大提升。

图 69：温度过低会导致电池容量急剧衰减



资料来源：《新能源汽车热管理技术发展趋势分析》作者：朱培培、臧金环，
天风证券研究所

图 70：全球汽车 ECU 数量呈上升趋势



资料来源：Strategy Analytics，天风证券研究所

电驱及电子器件对温度较为敏感。新能源汽车电驱期间长期在高电压电流环境中运行，同时智能驾驶技术日益复杂的背景下，对于温度较为敏感，因此新能源车对于电驱及电子器件热管理的精确度也有较高的要求。无论对于电驱系统中的功率半导体元器件，亦或是智能驾驶系统中的芯片等半导体元件，温度过高都会影响其疲劳老化寿命。工作温度每上升 10%，就会加速半导体元器件疲劳老化寿命减少 50%。预计未来，随着新能源汽车电机功率密度继续提升，以及智能化程度提高带来的半导体器件功耗增大，电驱及电子器件热管理系统的价值将愈发凸显。

消费者对于更舒适车内环境的需求日益提升。随着居民收入水平提高，消费者对于汽车舒适性的需求越来越高，也提升了座舱热管理系统的重要性。如新能源汽车空调制冷系统普遍采用涡旋式压缩机，相比传统汽车采用的斜盘式压缩机，具备高效、量轻、噪声小等特点。

4.1.3. 电动压缩机作为热管理核心器件价值量较高，热泵空调与 CO₂冷媒渗透有望进一步提升其价值量

新能源汽车热管理系统单车价值量提升约 2-3 倍，其中电动压缩机价值量占比最高。与传统汽车热管理系统相比，新能源汽车热管理系统在设计和控制上更加复杂，涉及到的核心零部件也更多，而如 PTC 加热器、电动压缩机、电子膨胀阀等关键部件，单车价值量相对传统部件而言更高，从整车价值量的角度来看，根据三花智控可转债募集说明书显示，新能源汽车热管理系统核心组件单车价值量可达到 6410 元，是传统汽车热管理系统核心组件单车价值量的 2 倍有余。而压缩机作为热管理系统的核心部件，由传统燃油汽车上的普通空调压缩机升级至新能源汽车热管理系统的涡旋式电动压缩机，在各个组件中价值量提升最为明显（根据三花募集说明书，由 500 提升至 1500 元）。

图 71：传统热管理与新能源车热管理价值量对比

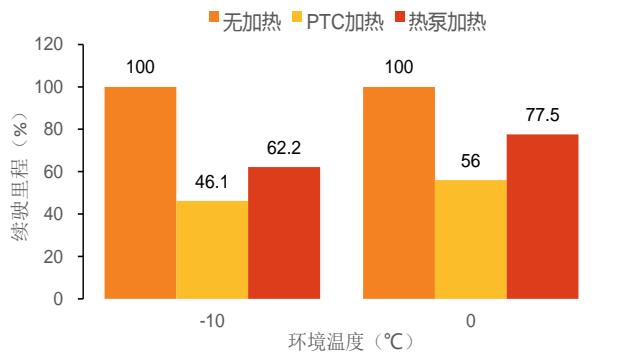
传统热管理核心组件	价值量(元)	新能源汽车热管理核心组件	价值量(元)
散热器	450	电池冷却器	600
蒸发器	180	蒸发器	720
冷凝器	100	冷凝器	200
油冷器	300	热泵系统(或PTC加热器)	1,500
水泵	100	电子系统	840
空调压缩机	500	电动压缩机	1,500
中冷器	200	电子膨胀阀	500
其他	400	其他	550
合计	2,230	合计	6,410

资料来源：三花智控募集说明书，天风证券研究所

我们认为，新能源汽车热管理系统及电动压缩机等核心部件，未来在以下趋势下价值量有望进一步提升：

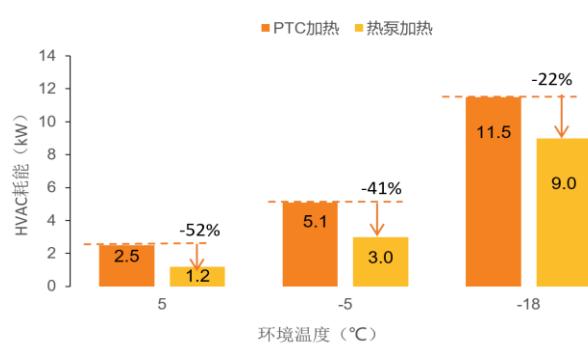
热泵系统是新能源汽车空调的未来趋势。新能源车空调制热分为 PTC (正温度系数热敏电阻) 和热泵两种技术路径。当前 PTC 技术的应用更为广泛，但其电 - 热效率有理论上限，存在制暖时耗电量较大、冬天采暖严重影响电池续航里程的问题，根据《电动汽车热泵空调系统技术研究》(作者胡志林等) 中实验数据表明，单纯采用高压 PTC 加热，整车续驶里程平均将缩减 50% 左右，而采用热泵系统进行乘员舱加热，相对于 PTC 加热方式，整车续驶里程可提升 35% 左右。这是由于热泵空调系统可以通过电动压缩机将外部环境温度中的热量吸取并输送到车厢内，导致制热能效比远高于 PTC 加热。由于热泵系统中电动压缩机承担的功能更为复杂，对其性能及质量要求会更高，我们认为热泵系统中电动压缩机的单车价值量会相对 PTC 系统而言更高。但热泵管路复杂、设计难度较高导致现阶段成本相对较高，国内市场仅相对略高端的车型有所配套。未来随着热泵技术的成熟和成本的降低，其渗透率有望加速提升，逐渐成为新能车空调系统的主流配置。

图 72：热泵空调系统对整车续驶里程的影响



资料来源：《电动汽车热泵空调系统技术研究》胡志林等，天风证券研究所

图 73：热泵空调系统对 HVAC 能耗的影响



资料来源：《电动汽车热泵空调系统技术研究》胡志林等，天风证券研究所

CO₂冷媒或将加速渗透，重塑行业格局。热泵空调按制冷剂划分主要有 R134a 型和 CO₂型，相比 R134a，CO₂热泵空调性能优势明显，长远来看在新能车领域具有广阔的应用前景：1) CO₂具有良好的热物理性能，R134a 的制热能效比会随环境温度降低而快速降低；2) CO₂更能满足环保要求，其 GWP (全球变暖潜能) 是 R134a 的千分之一；3) CO₂更加便宜且易获取。但 CO₂冷媒具有极高的工作压力，为传统空调系统的 10 倍左右，对其关联零部件的性能要求较高。我们认为，一方面制冷剂的切换将使得包括电动压缩机在内的热管理

零部件价值量进一步提升；另一方面，提早布局新制冷剂技术的厂商有望形成先发优势和进入壁垒。

图 74：各种冷媒性能属性比较

项目		CO2	R1234yf	R134a
环保性	全球变暖系数GWP	1	4	1300
	臭氧系数ODP	0	0	0
燃烧性	不燃	弱可燃	不易燃	
生物毒性	无毒	燃烧后有毒	无毒	
回收要求	无需回收	需回收	需回收	
成本	0.3元/辆	400元/辆	20元/辆	
工艺环保	吸附收集环保性好	生产过程会产生HCl	环保性好	
临界压力	7.39Mpa	3.38Mpa	4.066Mpa	
制热性能	性能强项	低温性能差	低温性能较差	
标准大气压下气化温度 (°C)	-78.5	-29.4	-26.1	

资料来源：《纯电动汽车 CO₂热泵空调及整车热管理概述》李江峰等，《新能源汽车热泵空调技术研究与应用》魏秋兰等，《汽车空调替代制冷剂的比较》孙西峰等，天风证券研究所

我们基于如下假设对中国及全球新能源汽车电动压缩机市场规模进行测算：

1. 新能源汽车渗透率假设：根据新能车高速发展的势头，预计到 2025 年全球和中国的新能源车销量将分别达 2523 万辆和 1326 万辆。
2. 热泵搭载渗透率假设：热泵空调对于能效提升效果显著，各大新能源车厂均积极采用，预计热泵技术在 2025 年达到可观普及度，假设 2022-2025 年热泵系统的渗透率分别为 20%/30%/40%/50%。
3. 根据三花智控募集说明书披露，我们假设电动压缩机单车价值量为 1500 元(PTC 模式)，而热泵替代将使其价值量抬升，我们假设为 2500 元。

表 3：中国与全球新能源汽车电动压缩机市场规模测算

量：中国及全球新能车销量预测	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新能源车销量 (万辆)	221	305	630	943	1325	1818	2523
YoY		38%	107%	50%	41%	37%	39%
渗透率	2%	4%	8%	11%	16%	21%	28%
中国新能源车销量 (万辆)	121	134	351	520	727	982	1326
YoY		12%	161%	48%	40%	35%	35%
渗透率	5%	5%	12%	19%	26%	34%	44%
海外新能源车销量 (万辆)	100.5	170.4	279.6	423	598	836	1197
YoY		70%	64%	51%	41%	40%	43%
价：单车热管理价值量							
新能车热泵渗透率	2%	5%	10%	20%	30%	40%	50%
热泵空调电动压缩机价值量 (元)	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
非热泵空调电动压缩机价值量 (元)	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500
市场规模（预测结果）							
全球新能源车电动压缩机市场规模 (亿元)	55	75	151	217	292	382	505
YoY		36%	103%	43%	34%	31%	32%
中国新能源车电动压缩机市场规模 (亿元)	30	33	84	120	160	206	265
YoY		10%	156%	42%	34%	29%	29%

资料来源：中汽协，乘联会，Markline，天风证券研究所

根据测算可得，2025 年我国新能源汽车电动压缩机市场规模可达到 265 亿元，2021-2025CAGR 可达 33%；而 2025 年全球新能源汽车热管理模块市场规模可达 505 亿元，2021-2025CAGR 可达 35%。整体来看，中国与全球新能源汽车电动压缩机市场未来空间广

阔，且规模增速较快。

4.2. 海信收购三电，进军热管理市场

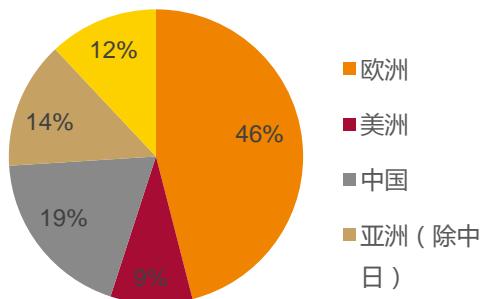
4.2.1. 全球汽车热管理老牌厂商，电动压缩机产品极具竞争力

日本三电控股集团 (Sanden Holdings Corporation) 成立于 1943 年 7 月，主要从事汽车热管理相关业务要生产车用空调压缩机、HVAC 系统、热交换器、电子冷却液加温器、空调管道、和热泵系统。

公司业务遍及全球多个国家和地区，在中国、欧洲、东南亚等地区设立分公司。目前国内主要由天津三电、重庆三电等子公司负责汽车空调相关业务，与华域集团合资的华域三电专门从事汽车空调压缩机相关业务。

1962 年，日本三电于东京证券交易所上市。2020 年公司因经营不善申请事业再生 ADR 程序，随后 2021 年，中国海信控股出资约 13 亿人民币增发认购三电股份，成为三电集团的最大控股股东。

图 75：三电营收占比以欧洲等海外地区为主（2020 年口径）



资料来源：三电官网，天风证券研究所

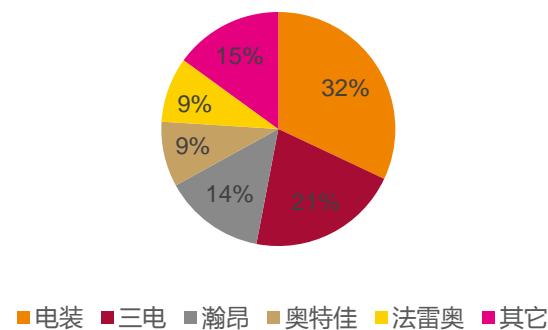
图 76：三电汽车系统业务主要产品



资料来源：三电官网，天风证券研究所

三电压缩机拥有较强竞争力，有望充分享受热管理市场发展红利。汽车空调压缩机领域主要市场份额长期被电装、瀚昂等日韩企业把持，国内企业如奥特佳和海立股份等虽也有产品技术积累，但在产品力方面仍较日韩企业偏弱。三电作为老牌日系厂商，汽车空调压缩机产品具有较强的竞争力，根据前瞻产业研究院的数据显示，2018 年全球汽车空调压缩机市场中三电份额为 21%，全球电动压缩机市场中份额为 15%，均处于仅次于日本电装的水平。三电于汽车空调压缩机领域深耕多年，客户覆盖下游等车企，成为众多优质客户的一级供应商，合作关系稳固。我们认为，随着新能源汽车带来的热管理市场量增有望使包括三电在内的头部厂商充分受益。

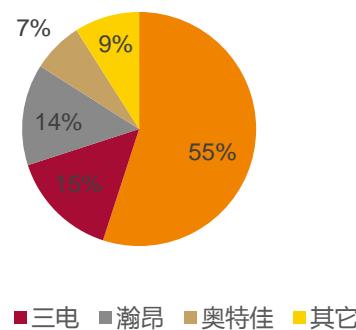
图 77：2018 年全球汽车空调压缩机市场份额 (%)



■电装 ■三电 ■瀚昂 ■奥特佳 ■法雷奥 ■其它

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 78：2018 年全球汽车空调电动压缩机市场份额 (%)



■电装 ■三电 ■瀚昂 ■奥特佳 ■其它

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

三电积极布局新技术，先发优势有望筑高竞争壁垒。从产品矩阵来看，三电的电动压缩机产品满足多种不同场景的需要，应用领域较广，在排量以及适配电压等方面性能优异。除此之外，三电积极布局诸如热泵系统以及二氧化碳压缩机等新技术。在热泵系统方面，三电早在 2017 年便开始大规模量产相关产品，并在 2018 年成为中国市场上首家生产热泵系统的厂商，三电在其热泵系统中使用其自产的压缩机以及换热器等产品，对于产品质量的控制力较高。而在二氧化碳压缩机方面，三电也在 2017 年便推出了相关产品，为市场上首家。我们认为，三电领先布局新技术领域，有望伴随技术渗透而获得先发优势，在热泵以及二氧化碳冷媒等方面的技术储备以及品牌效应的形成有望成为三电在未来竞争中的新壁垒。

表 4：电动压缩机主要性能指标

电动压缩机主要性能指标	
排量	衡量压缩机的制冷能力，一般在 25cc-45cc 不等
供电电压	压缩机接入的电源电压范围
容积效率	代表压缩机吸气能力
等熵效率	压缩过程中等熵压缩的需求功与实际耗费功比值。衡量压缩机做功效率
转速范围	范围越广，制冷区间越大

资料来源：盖世汽车，天风证券研究所

图 79：三电电动压缩机产品在排量及供电电压等方面优势明显

GEN2



Specifications

Discharge capacity	15cc	33cc	33cc
Voltage	24v	48v	High voltage

GEN3



Specifications

Discharge capacity	27cc	33cc
Voltage	High voltage	High voltage

GEN4

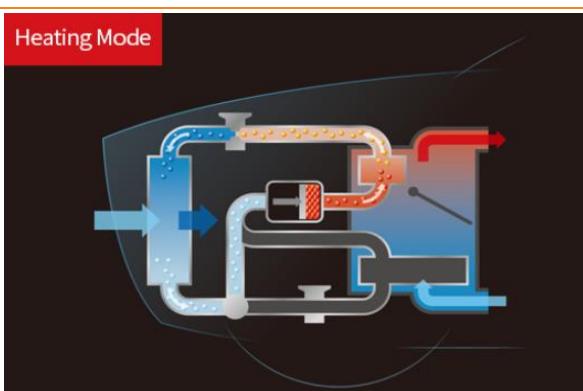


Specifications

Discharge capacity	33cc	45cc
Voltage	High voltage	High voltage

资料来源：三电官网，天风证券研究所

图 80：三电热泵系统产品采用自研压缩机制热



资料来源：三电官网，天风证券研究所

图 81：三电二氧化碳压缩机产品示意

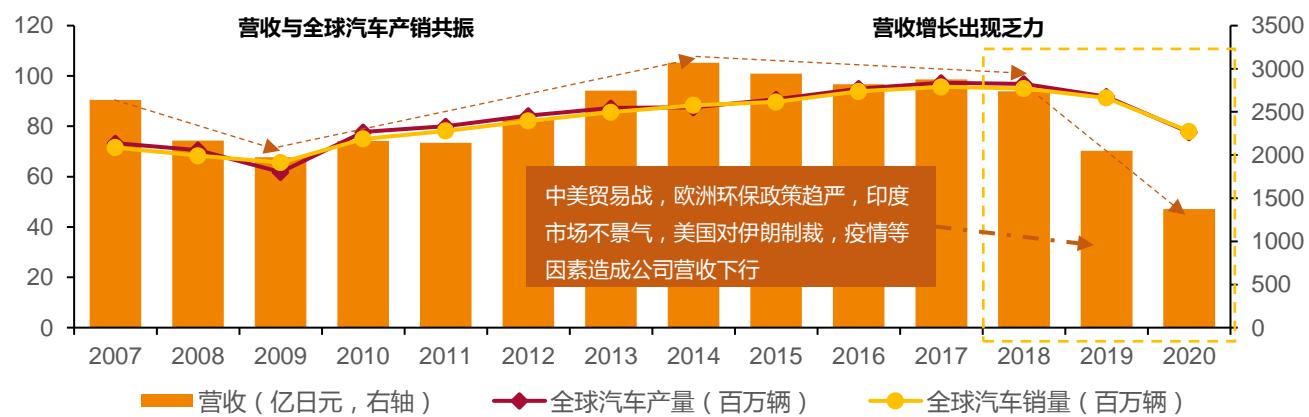


资料来源：三电官网，天风证券研究所

4.2.2. 宏观环境变化+治理因素导致三电经营不善，海信入主有望实现共赢

疫情带来的汽车行业产销疲弱，叠加全球政治经济摩擦等因素导致公司营收下行。从历史数据回溯来看，公司营收增速与全球汽车行业产销增速关联性较高，2007-2014 年期间营收规模增长趋势与汽车产销增长趋势保持一致，14 年后逐步出现背离。而 2018 年以来，需求端由于中美贸易摩擦、欧洲环保政策趋严、印度市场不景气以及美国对伊朗经济制裁等一系列原因导致全球汽车产销下滑，而供给端则由于 2020 年以来全球疫情限制产能释放，最终导致三电在 2018-2020 年营收下滑，2019、2020 年 yoy 分别为 -25.2%、-32.9%。从利润端来看，三电盈利能力也跟随营收规模下降出现问题，2018 年及 2020 年分别亏损 -231 亿及 -453 亿日元(2019 年净利回升主要系出售零售店业务子公司所致)。面对亏损，近年来三电亦采取多项措施进行应对，如出售撤裁零售店事业部以及生活环境事业部，专注汽车热管理主业、撤裁转让伊朗业务以应对美国对伊朗经济制裁等措施。我们认为，一方面随着公司更加于专注新能源汽车热管理业务，短期扰动因素影响褪去后有望充分享受全球新能源汽车渗透红利；另一方面，海信入主三电后，有望在原材料采购、生产端成本控制等方面为三电带来更多协同效应，为三电后续增长注入新活力。

图 82：过往三电受多重外部环境因素影响导致经营不善



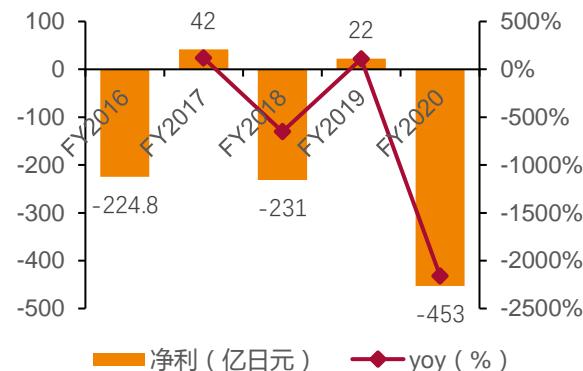
资料来源：Wind，三电公告，天风证券研究所

图 83：三电近年营收及增速



资料来源：三电公告，天风证券研究所

图 84：三电近年净利及增速



资料来源：三电公告，天风证券研究所

收购前股权结构分散带来经营效率低下。从三电被收购前股权结构来看（2021年4月12日披露），公司前十大股东控制权占比较低，且以基金、银行、信托等金融机构为主，管理层持股的 Sanden's Business Partner Share Holding Association 控制权占比仅为4.7%。我们认为三电过往股权结构分散容易造成代理问题而导致公司运营效率低下，而海信入主后持股比例大幅提升，将有望提升三电整体运营效率。

图 85：海信收购前三电前十大股东结构及占比

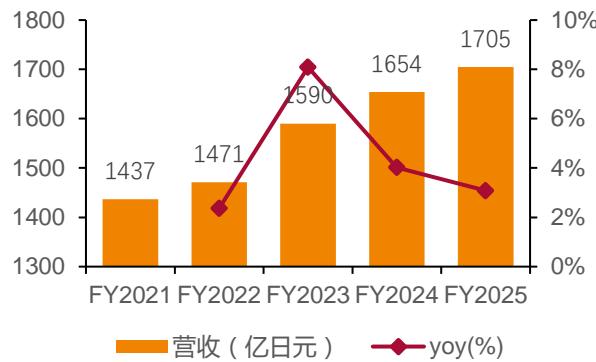
	股东名称	持股数	控制权百分比
1	BBH (LUX) FOR FIDELITY FUNDS PACIFIC FUND	2,150,000	7.7%
2	The Master Trust Bank of Japan, Ltd. (Trust Account)	1,868,900	6.7%
3	Sanden's Business Partner Share Holding Association	1,319,005	4.7%
4	JPMBL RE NAMURA INTERNATIONAL PLC 1 COLL EQUITY	1,144,528	4.1%
5	Mizuho Bank, Ltd.	1,017,622	3.6%
6	The Gunma Bank, Ltd.	1,017,540	3.6%
7	Daido Life Insurance Company	694,200	2.5%
8	Custody Bank of Japan, Ltd. (Trust account)	593,100	2.1%
9	Custody Bank of Japan, Ltd. (Trust account 5)	427,500	1.5%
10	CLEARSTREAM BANKING S.A.	389,640	1.4%
合计		10,622,035	37.9%

资料来源：三电公告，天风证券研究所

注：截至2021年4月2日三电控股股本结构

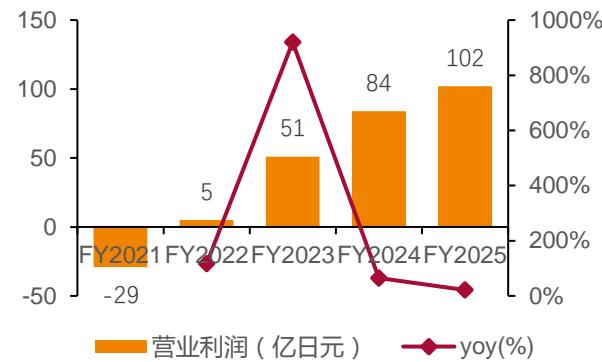
海信海外并购经验丰富，收购三电协同效应明显。海信作为中国企业出海的典范，拥有较为丰富的跨境并购资本运作经验，2018年收购欧洲高端白电品牌古洛尼（Gorenje）在经历15个月后亦实现扭亏为盈。根据三电的振兴计划，预计将于2022财年实现扭亏，至2025年营收有望达到1705亿日元（按当前汇率计算约89亿人民币），营业利润有望达到102亿日元（按当前汇率计算约5亿人民币），而海信作为三电控股股东，报表端亦将产生对应的边际变化。

图 86：公司振兴计划预计的公司未来营收规模及增速



资料来源：三电公告，天风证券研究所

图 87：公司振兴计划预计三电将在 2022 财年实现扭亏



资料来源：三电公告，天风证券研究所

我们认为，本次海信收购三电后将从以下几个方面对三电经营带来改善：

从中短期来看，海信可利用自身采购体量为三电控制成本；在组织架构上通过人事调整、结构改革等方式提升整体经营效率；同时优化产品结构，专注新能源汽车领域，通过提升电动压缩机等主流热管理产品的产能以满足市场需求（22 年 2 月电动压缩机产能提升至 85 万台/年，三个月时间内提升 36%；ECH 未来计划产能提升至 23 万台/年）。

从长期来看，一方面未来若海信将三电产能向国内迁移则将进一步降低三电生产成本，另一方面在未来热管理产品形态上，三电业务有望与海信集团已有的汽车电子等业务产生更多协同效应，打造更加智能的整车热管理系统。

综合来看，三电过往由于宏观环境以及治理问题等原因而导致经营不善，但其产品在新能源汽车热管理市场仍极具竞争力，海信收购三电后，在业务协同、成本控制、组织运营等方面帮助三电改善相关问题，有望释放更多协同效应，汽车热管理业务亦有望成为海信的新增长曲线。

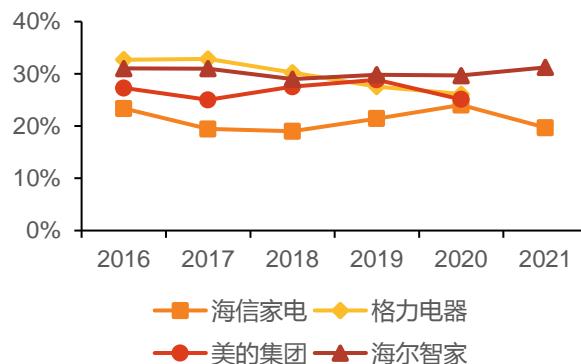
对海信报表端影响：其他主营业务（含三电）22/23/24 年预计增速分别为 20%/14%/5%。公司 21 年 6 月正式并表三电，结合 6-12 月三电对公司营收端影响情况及三电历年报表端营收情况，我们预计三电正常经营情况下营收约在 70-90 亿，22 年三电经过海信整改后有望恢复正常规模营收，后续考虑新能源汽车热管理市场量价齐升趋势，三电强产品力地位稳固等因素，营收规模有望进一步增长。我们预计海信其他主营业务（含三电）22/23/24 年增速分别为 20%/14%/5%。

5. 财务分析

利润端：中央空调业务带来毛利率提升。2017-2020 年，公司综合毛利率不断上升，2020 年综合毛利率为 24%，同比+2.6pct，但对比具有产业链整合优势和规模优势的格力、美的等企业仍偏低。而 21 年由于原材料成本压力及并表三电等影响，毛利率同比-4.3pct。

分业务看：近年来冰洗毛利率整体平稳，自 2018 年起空调毛利率提升，主要系海信日立业务并表，中央空调业务利润水平较高所致。根据公司 21 年年报，冰洗业务毛利率为 16.73%，空调业务毛利率为 26.28%。

图 88：可比公司毛利率对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

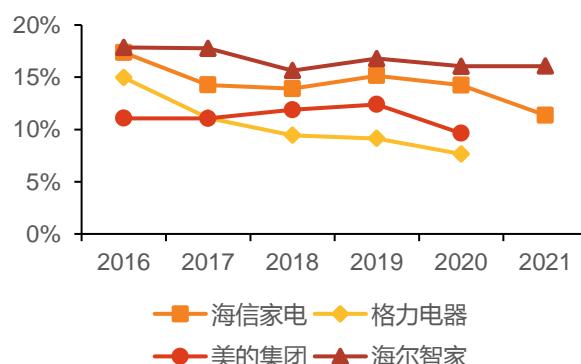
图 89：公司分业务毛利润水平（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

费用端：研发力度加大，销售费率下行。销售费率近年略有波动，我们认为或与公司发力海外渠道营销有关，但整体呈下降趋势；公司管理费用率基本保持稳定；研发费用率我们认为由于一方面公司致力于白电品类升级，同时并表三电导致上升。与可比白电公司相比，公司在销售及财务费用率方面处于中游，而管理及研发费用率则较低。

图 90：可比公司销售费用率对比（%）



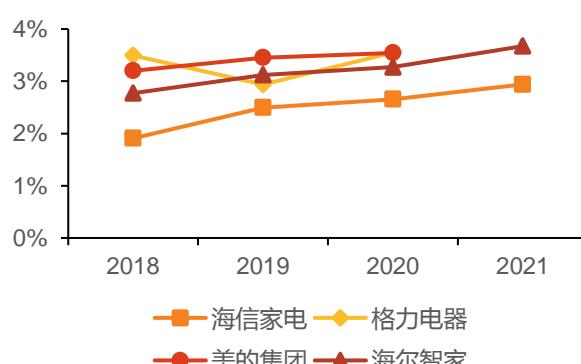
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 91：可比公司管理费用率对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 92：可比公司研发费用率对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

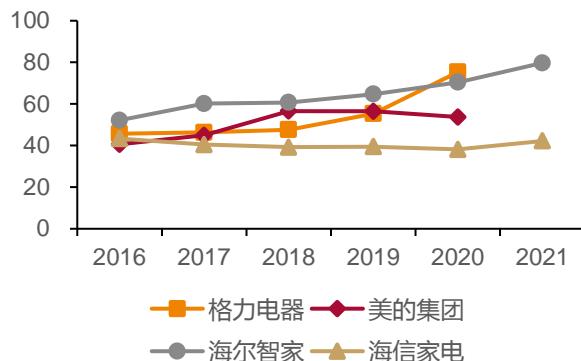
图 93：可比公司财务费用率对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

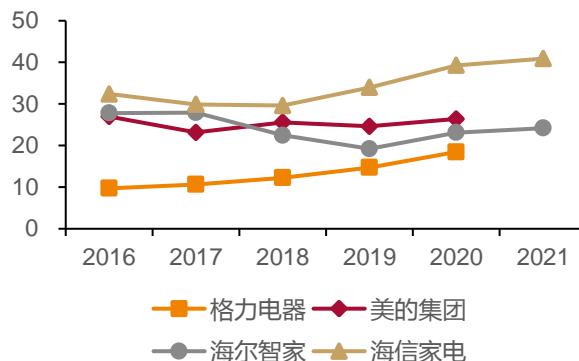
运营能力：公司存货及应付周转天数表现良好，少于可比白电企业；而应收周转天数则由于中央空调业务性质导致回款周期较长。整体来看公司运营能力在同业中表现较好。

图 94：可比公司存货周转天数对比（天）



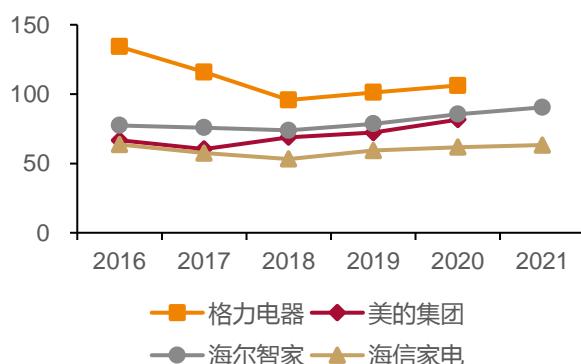
资料来源：wind, 天风证券研究所

图 95：可比公司应收账款周转天数对比（天）



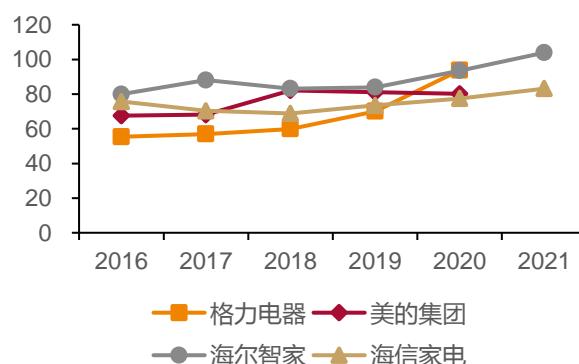
资料来源：wind, 天风证券研究所

图 96：可比公司应付账款周转天数对比（天）



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 97：可比公司营业周期对比（天）



资料来源：wind, 天风证券研究所

6. 盈利预测

基于以上分析，我们对公司未来分业务营收规模做出如下判断：

中央空调业务： 22/23/24 营收增速分别为 15%/13%/12%。

白电内销： 22/23/24 白电内销增速分别为 10%/10%/10%。

白电外销： 22/23/24 年营收增速分别为 12%/10%/8%。

热管理（三电）业务： 其他主营业务（含三电）22/23/24 年增速分别为 20%/14%/5%。

表 5：公司分业务盈利预测（亿元，%）

	2021A	2022E	2023E	2024E
海信日立（央空业务）	184.12	211.73	239.26	267.97
<i>yoy</i>	38.11%	15%	13%	12%
占比	27.3%	27.2%	27.8%	28.6%
内销（海信日立除外）	191.90	211.09	232.20	255.42
<i>yoy</i>	20.9%	10%	10%	10%
占比	28.4%	27.1%	27.0%	27.3%
外销	178.72	200.17	220.19	237.80
<i>yoy</i>	22.1%	12.0%	10%	8.00%
占比	32.2%	32.1%	31.8%	31.2%
其他主营业务（21 年起并表三电）	73.42	88.10	100.44	105.46
<i>yoy</i>	319.67%	20%	14%	5%
占比	10.87%	11.30%	11.66%	11.26%
主营外其他	68.00	68.68	69.37	70.06
<i>yoy</i>	49.52%	1%	1%	1%
占比	10.07%	8.81%	8.05%	7.48%
合计	675.63	779.78	861.46	936.72
<i>yoy</i>	39.61%	15.42%	10.47%	8.74%

资料来源：wind，天风证券研究所

注：此处外销依据三电业务比例扣除三电影响

估值分析及投资建议

由于目前三电业务仍处于亏损状态，我们分部对公司家电业务采用可比公司 PE 进行估值，热管理业务采用可比公司 PS 进行估值。

白电方面，我们选取格力电器、美的集团、海尔智家作为可比公司，22 年平均 PE 为 11.5，考虑到公司央空业务高成长性，给予公司白电业务 22 年 12-13xPE，对应市值 176 到 191 亿元。

表 6：白电业务可比公司估值

市值（亿元）	业绩（亿元）		P/E	
	2022E	2023E	2022E	2023E
格力电器	1790.07	275.0	299.4	6.5
美的集团	4015.61	317.2	364.5	12.7
海尔智家	2298.04	150.5	173.3	15.3
均值			11.5	10.1

资料来源：wind，天风证券研究所

注：1) 可比公司盈利预测均选取天风预测值；2) 市值为 2022/5/17 收盘价对应市值

热管理方面，由于在电动压缩机相关技术方面国内企业与海外公司仍有差距，我们选取日本电装及韩国瀚昂作为汽车热管理领域可比公司，22 年平均 PS 为 0.83，考虑到可比公司中电装在电动压缩机领域处于龙头地位，且三电仍处于整合阶段，尚未恢复正常运营能力，给予公司热管理业务 22 年 0.7-0.8xPS，对应市值 62-70 亿。

表 7：热管理业务可比公司估值

	当前市值 (亿美元)	营收(亿美元)		P/S	
		2022E	2023E	2022E	2023E
电装	448.8	481.1	507.6	0.93	0.88
瀚昂	47	65.0	67.3	0.72	0.70
平均				0.83	0.79

资料来源：彭博，天风证券研究所

注：1) 电装与瀚昂盈利预测来自彭博一致预期；2) 市值为 2022/5/17 收盘价对应市值；3) 此处均以自然年而非财年口径计算营收发生额

综上所述，我们预计公司 22 年市值可达 238-261 亿元，对应目标价 17.45-19.18 元。

公司白电主业稳固，央空及热管理二三增长曲线较为明确。白电方面，内销依托品类升级，外销则通过全球化生产研发以及海外并购切入当地市场实现稳定增长；央空方面，海信日立龙头地位稳固，未来若地产改善刺激需求则有望率先获益；热管理方面公司收购三电改革效果凸显，亏损大幅减少，后续有望凭借三电强产品力叠加海信成本及制造优势贡献收益。利润方面并表后续央空业务持续增长、三电扭亏、成本压力缓解等因素有望带来盈利能力持续修复。根据可比公司估值法，给予公司 22 年目标价 17.45-19.18 元，上调至“买入”评级。

风险提示

宏观经济尤其房地产市场波动风险：公司白电主业以及央空业务销售情况与地产关联性较高，22 年以来虽政策端对地产持续宽松，但其实际销售仍有可能受多种因素影响不及预期，影响公司业务。

市场竞争风险：日立品牌央空市场地位相对稳固，但后续内资品牌竞争对手持续发力仍有可能使日立面临更大的竞争压力。

原材料价格大幅波动风险：22 年以来原材料价格仍处于高位，后续波动将对公司盈利能力产生较大影响。

汇率变动风险：公司白电外销及热管理业务遍及全球多个国家地区，汇兑风险对其盈利能力会产生较大影响。

三电整合进度不及预期风险：目前三电仍处于亏损状态且处于整合期，若三电整合进度不及预期则持续亏损将影响海信整体盈利能力。

不同市场存在一定的估值体系差异，存在可比公司估值偏差风险：针对公司热管理业务估值时，可比公司来自不同市场，估值体系差异或导致结果存在偏差。

附录

大家电市场空间测算

核心假设如下：

1. 据《国家人口发展规划(2016-2030 年)》，2030 年全国总人口有望达 14.5 亿人，常住人口城镇化率达 70%，我们保守预计到 2035 年我国总人口为 14.6 亿人，城镇化率为 73%，预计 2019-2035 年每年城镇及农村每户人数为 3 人；
2. 假设空冰洗更新周期为 10 年；
3. 参考日本及我国往年大家电增长情况，预计至 2035 年我国空/冰/洗每百户保有量分别为 264/113/105 台；
4. 由于散发疫情、原材料成本上涨等因素，2021 年部分消费者家电购置需求延后，我国大家电内销较增长中枢形成缺口。假设 22 年此类负面影响仍存在但有所减轻，22-24 年缺口为上年的 80%。

图 98：大家电内销量测算

	2019	2035E
全国总人口(百万)	1400	1460
城镇化率	61%	73%
城镇人口(百万)	854	1066
农村人口(百万)	546	394
城镇每户人数	3	3
农村每户人数	3	3
城镇户数(百万户)	285	355
农村户数(百万户)	182	131
空调全国保有量 (万台)	55053	128711
空调保有量新增值 (万台)		6010
空调更新需求(万台)		10887
空调内销量 (万台)	9212	16897
冰箱全国保有量 (万台)	47196	54975
冰箱保有量新增值 (万台)		135
冰箱更新需求 (万台)		5523
冰箱内销量 (万台)	4338	5658
洗衣机全国保有量 (万台)	44926	51100
洗衣机保有量新增值 (万台)		114
洗衣机更新需求 (万台)		4514
洗衣机内销量 (万台)	4504	4628

资料来源：国家统计局，产业在线，Wind，天风证券研究所

图 99：考虑疫情带来的缺口后 22-24 年大家电内销量

单位：百户保有量(台)；内销量(万台)	2019	2035E	合计增幅(pct)	CAGR						
空调百户保有量	118	264	124.19	5.18%						
空调内销量	9212	16897	83.42	3.86%						
冰箱百户保有量	101	113	11.69	0.69%						
冰箱内销量	4338	5658	30.42	1.67%						
洗衣机百户保有量	96	105	9.07	0.54%						
洗衣机内销量	4493	4628	3.00	0.19%						
大家电内销量 单位：万台	21年	22年	23年	24年						
	中枢预测	实际值	缺口	中枢预测	考虑缺口预测	考虑缺口增速	中枢预测	考虑缺口预测	中枢预测	考虑缺口预测
空调	9938	8470	15%	10322	9102	7.5%	10721	9707	11135	10293
冰箱	4485	4255	5%	4560	4373	2.8%	4736	4581	4919	4790
洗衣机	4509	4453	1%	4518	4473	0.4%	4692	4655	4873	4842

资料来源：国家统计局，产业在线，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,110.77	7,022.57	7,619.13	17,751.91	14,662.74	营业收入	48,392.87	67,562.60	77,978.45	86,145.75	93,671.95
应收票据及应收账款	7,142.60	8,985.33	16,141.06	9,224.08	18,357.11	营业成本	36,756.30	54,250.07	61,936.30	68,209.23	73,848.00
预付账款	224.43	346.07	397.91	372.38	460.16	营业税金及附加	326.89	399.11	555.87	614.09	667.74
存货	4,295.26	8,436.70	5,315.30	9,842.31	6,557.27	营业费用	6,891.39	7,672.00	8,967.52	9,949.83	10,865.95
其他	11,458.36	14,898.95	9,187.37	10,057.58	11,571.03	管理费用	619.16	1,326.89	1,515.85	1,610.93	1,742.30
流动资产合计	30,231.42	39,689.62	38,660.77	47,248.26	51,608.30	研发费用	1,284.85	1,986.67	2,729.25	3,187.39	3,653.21
长期股权投资	523.75	1,436.22	1,436.22	1,436.22	1,436.22	财务费用	(109.88)	56.66	(42.78)	(56.87)	11.56
固定资产	3,879.40	5,188.75	4,213.18	3,237.60	2,262.02	资产减值损失	(39.80)	(51.65)	61.72	19.43	78.88
在建工程	228.89	665.96	665.96	665.96	665.96	公允价值变动收益	20.70	34.06	19.10	24.62	25.93
无形资产	1,745.05	1,644.45	1,416.29	1,188.12	959.95	投资净收益	195.66	507.12	608.37	437.05	517.51
其他	5,203.12	7,313.34	5,339.01	6,018.05	6,209.01	其他	(747.88)	(1,399.21)	(281.55)	(391.38)	(193.03)
非流动资产合计	11,580.21	16,248.73	13,070.65	12,545.95	11,533.16	营业利润	3,195.48	2,780.90	3,287.19	3,503.63	3,698.56
资产总计	41,811.64	55,948.55	51,731.42	59,794.20	63,141.46	营业外收入	304.25	191.50	207.33	234.36	211.06
短期借款	22.03	2,858.98	0.00	0.00	0.00	营业外支出	14.60	55.86	33.05	34.50	41.13
应付票据及应付账款	18,067.21	23,293.24	19,373.99	26,856.70	25,552.48	利润总额	3,485.13	2,916.54	3,461.47	3,703.49	3,868.49
其他	7,529.58	10,713.15	13,597.17	11,554.59	13,314.09	所得税	639.10	573.74	623.06	666.63	696.33
流动负债合计	25,618.81	36,865.37	32,971.17	38,411.29	38,866.58	净利润	2,846.03	2,342.80	2,838.40	3,036.86	3,172.16
长期借款	0.00	32.38	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	1,267.15	1,370.22	1,370.22	1,370.22	1,370.22
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,578.88	972.58	1,468.18	1,666.64	1,801.94
其他	685.78	2,312.43	1,223.20	1,407.14	1,647.59	每股收益(元)	1.16	0.71	1.08	1.22	1.32
非流动负债合计	685.78	2,344.82	1,223.20	1,407.14	1,647.59						
负债合计	27,405.12	40,357.30	34,194.37	39,818.43	40,514.17						
少数股东权益	4,627.40	5,248.90	6,208.05	7,304.46	8,446.38						
股本	1,362.73	1,362.73	1,362.73	1,362.73	1,362.73						
资本公积	2,061.71	2,069.25	2,069.25	2,069.25	2,069.25						
留存收益	6,317.10	6,816.81	7,844.54	9,178.14	10,679.85						
其他	37.58	93.57	52.49	61.21	69.09						
股东权益合计	14,406.52	15,591.25	17,537.05	19,975.78	22,627.30						
负债和股东权益总计	41,811.64	55,948.55	51,731.42	59,794.20	63,141.46						
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,846.03	2,342.80	1,468.18	1,666.64	1,801.94	成长能力					
折旧摊销	1,024.21	1,136.88	1,203.74	1,203.74	1,203.74	营业收入	29.21%	39.61%	15.42%	10.47%	8.74%
财务费用	(118.40)	120.73	(42.78)	(56.87)	11.56	营业利润	55.52%	-12.97%	18.21%	6.58%	5.56%
投资损失	(195.66)	(507.12)	(608.37)	(437.05)	(517.51)	归属于母公司净利润	-11.97%	-38.40%	50.96%	13.52%	8.12%
营运资金变动	(328.25)	4,695.84	(5,110.69)	6,962.68	(5,443.00)	获利能力					
其它	2,734.78	(3,475.36)	1,389.32	1,394.84	1,396.15	毛利率	24.05%	19.70%	20.57%	20.82%	21.16%
经营活动现金流	5,962.71	4,313.78	(1,700.59)	10,733.98	(1,547.12)	净利率	3.26%	1.44%	1.88%	1.93%	1.92%
资本支出	936.27	2,113.11	1,089.23	(183.94)	(240.45)	ROE	16.15%	9.40%	12.96%	13.15%	12.71%
长期投资	55.67	912.46	0.00	0.00	0.00	ROIC	172.57%	-662.38%	-80.61%	108.87%	-48.55%
其他	(4,892.49)	(7,448.86)	5,039.90	110.73	(790.82)	偿债能力					
投资活动现金流	(3,900.55)	(4,423.29)	6,129.14	(73.21)	(1,031.28)	资产负债率	65.54%	72.13%	66.10%	66.59%	64.16%
债权融资	20.65	2,954.46	(2,939.39)	70.14	9.86	净负债率	-49.00%	-25.40%	-42.99%	-88.40%	-64.29%
股权融资	(455.95)	63.52	(892.60)	(598.14)	(520.64)	流动比率	1.13	1.04	1.17	1.23	1.33
其他	(2,077.16)	(1,543.07)	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.97	0.82	1.01	0.97	1.16
筹资活动现金流	(2,512.46)	1,474.92	(3,831.99)	(527.99)	(510.77)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	7.93	8.38	6.21	6.79	6.79
现金净增加额	(450.30)	1,365.41	596.56	10,132.78	(3,089.18)	存货周转率	12.42	10.61	11.34	11.37	11.42
						总资产周转率	1.28	1.38	1.45	1.54	1.52
						每股指标(元)					
						每股收益	1.16	0.71	1.08	1.22	1.32
						每股经营现金流	4.38	3.17	-1.25	7.88	-1.14
						每股净资产	7.18	7.59	8.31	9.30	10.41
						估值比率					
						市盈率	10.99	17.84	11.82	10.41	9.63
						市净率	1.77	1.68	1.53	1.37	1.22
						EV/EBITDA	1.33	1.07	2.11	-0.37	0.21
						EV/EBIT	1.66	1.33	2.99	-0.52	0.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com