

## 海信家电（000921.SZ）

强烈推荐（维持）

## 新起点新征程，多元化布局打开成长空间

**海信家电为中央空调及传统白电领军企业，2021年收购三电公司进入汽车热管理领域，形成多元化业务布局。公司中央空调业务市占率居首，产品、品牌及渠道壁垒深厚，有望持续高增；传统白电业务内销通过产品差异化策略实现突围，外销积极出海，依托集团优势份额持续提升；汽车热管理业务在积极推进经营整合及协同效应释放的作用下有望打造新增长曲线。集团层面国企混改落地，长期经营活力改善可期；短期地产行业边际改善及原材料成本下行有利于估值及盈利能力修复；公司站在多元化布局的新起点上，维持“强烈推荐”评级。**

**□ 中央空调业务：**海信日立行业龙头，市占率持续提升。中央空调行业2021年内销规模1120亿元，其中多联机占比超60%，中央空调及多联机2016-2021年CAGR分别为11.1%和15.8%，预计在家用市场渗透率提升、精装修配套率提升、新旧基建持续发力等多因素驱动下，行业将保持高景气度；海信日立中央空调21年收入和净利润分别为184亿元(+38%)和24.2亿元(+13.5%)；公司中央空调建立起“日立+海信+约克”业务领域和定位差异化的多品牌矩阵，产品和品牌口碑突出，在家装零售、精装修、工程项目渠道均领先布局、壁垒深厚，当前在中央空调整体及多联机领域均市占率居首，未来有望持续保持强势。

**□ 传统白电业务：**产品差异化驱动白电内销突围，积极出海效果显著。内销冰箱业务容声品牌凭借保鲜技术优势推动产品创新，高端市场占有率持续提升，家用空调业务保持市占率稳定的同时，紧抓消费者对舒适度的需求，布局新风空调，寻求差异化竞争优势；外销依托海信集团全球化优势乘风破浪，2021年冰箱外销出货量市占率提升1.7pct至18.9%，空调提升1.4pct至7.6%。

**□ 汽车热管理：**控股三电进入汽车热管理领域，积极整合+协同效应释放有望打造新增长曲线。新能源车热管理系统单车价值量是传统燃油车两倍以上，新能源车的渗透率快速提升促进热管理业务量价齐升，打开市场空间。三电为全球车载压缩机龙头，产品及客户优势明显；三电此前在内外部多重因素冲击下遭遇困境，海信入主后缓解三电现金流压力、凭借丰富并购整合经验推动三电内部治理改善、促进双方协同效应释放；三电公司当前积极聚焦新能源车热管理，有序推进振兴计划，今年望明显减亏，为海信打造新增长曲线。

**□ 地产修复+原材料下行带来估值及盈利修复弹性。**公司中央空调业务具有一定地产后周期属性，当前地产促进政策持续加码，有望促进公司估值修复；公司2021年受期间原材料成本大幅上涨等不利外部环境影响盈利能力受损严重，净利率及扣非后净利率分别为3.47%和0.99%，较2020年的5.88%和2.26%有明显下行，二季度起原材料成本快速下行，公司盈利能力有望快速修复。

**□ 盈利预测及投资建议。**我们预计公司2022-2024年实现归母净利润14.0/17.0/20.0亿元，YoY+44%/+21%/+18%；分别对公司中央空调、白电、三电热管理业务分部估值，我们认为公司的合理市值应为305-343亿元，公司当前市值192亿元，在手货币资金及交易性金融资产合计约118亿元，安全边际较高，维持“强烈推荐”评级。

**□ 风险提示：**终端需求不及预期、原材料成本提升、地产景气度下行、行业竞争加剧、汇率波动、三电控股整合不及预期。

消费品/家电

目标估值：NA

当前股价：14.07元

## 基础数据

总股本（万股）	136273
已上市流通股（万股）	90283
总市值（亿元）	192
流通市值（亿元）	127
每股净资产（MRQ）	7.8
ROE (TTM)	9.6
资产负债率	71.7%
主要股东	青岛海信空调有限公司
主要股东持股比例	37.92%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	-8	19
相对表现	19	-1	30



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《海信家电（000921）—央空业务延续高增，整体盈利能力承压》  
2022-03-31
- 《海信家电（000921）—央空延续高增，冰箱外销回落，整体盈利能力承压》  
2021-10-29
- 《海信家电（000921）—央空表现优异，冰箱外销高增，业绩超预期》  
2021-03-31

史晋星 S1090522010003

✉ shijinxing@cmschina.com.cn

陈东飞 S1090519070001

✉ chendongfei@cmschina.com.cn

彭子豪 研究助理

✉ pengzihao@cmschina.com.cn

纪向阳 研究助理

✉ jixiangyang@cmschina.com.cn

## 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	48393	67563	76318	84137	92409
同比增长	29%	40%	13%	10%	10%
营业利润(百万元)	3195	2781	3792	4698	5570
同比增长	56%	-13%	36%	24%	19%
归母净利润(百万元)	1579	973	1399	1699	1998
同比增长	-12%	-38%	44%	21%	18%
每股收益(元)	1.16	0.71	1.03	1.25	1.47
PE	12.1	19.7	13.7	11.3	9.6
PB	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、 白电起家，全球拓展.....	7
1、 三十载成就全球知名品牌，三大业务布局开拓创新 .....	7
2、 八大品牌并驱，内外销齐发力 .....	8
3、 混改释放活力，海丰助力、产业协同 .....	8
4、 收入稳增长，利润端近两年多因素干扰产生波动 .....	10
5、 原材料成本快速下行，盈利能力修复弹性大 .....	12
二、 中央空调，行业景气度向上，多品牌布局助力市占率提升 .....	13
1、 中央空调市场规模过去五年 CAGR 11.1%；多联机占比超过 60% .....	13
2、 产品力日渐突出，家装渗透率及精装修配套率提升+基建提振促行业保持高景气 .....	14
3、 海信家电中央空调产品与品牌领先，多渠道+品牌矩阵布局，有望保持快速增长 .....	18
三、 白电：内销差异化竞争，外销乘风破浪.....	22
1、 内销：推进高端化和产品差异化，增强竞争力 .....	22
2、 外销：依托集团全球化布局乘风破浪 .....	24
四、 三电控股：汽车压缩机龙头，受益电车热管理升级 .....	26
1、 新能源汽车渗透率持续提升，热管理提升价值量提升 .....	26
2、 三电控股为汽车空调压缩机龙头，全球布局客户基础好 .....	30
3、 海信收购整合经验丰富，积极推动三电经营改善，协同效应释放，打造新增长曲线 .....	32
五、 盈利预测及投资建议.....	34
六、 风险提示 .....	35

## 图表目录

图 1：海信家电历史沿革 .....	7
图 2：17-21 年海信家电分业务营收（单位：亿元） .....	8
图 3：海信汽车电子三大布局 .....	8
图 4：海信家电品牌矩阵 .....	8
图 5：混改前的股权结构简图 .....	9
图 6：混改后的股权结构简图 .....	9
图 7：海丰国际在亚洲区内的集装箱航线及航运物流服务网络 .....	10
图 8：2017-2021 年营收及同比增速 .....	10

图 9: 2017-2021 年归母净利润及同比增速.....	10
图 10: 2017-2021 年费用率.....	11
图 11: 2017-2021 年员工结构.....	11
图 12: 2017-2021 年分业务营收 (单位: 亿元) .....	11
图 13: 2017-2021 年分业务毛利率.....	11
图 14: 2017-2021 年内外销营收 (单位: 亿元) .....	12
图 15: 2017-2021 年内外销毛利率.....	12
图 16: 大宗原材料成本 22 年开始出现明显改善.....	12
图 17: 中央空调内销规模 (亿元) 及增速.....	13
图 18: 多联机中央空调内销规模 (亿元) 及增速.....	13
图 19: 2021 年不同类型中央空调规模 (亿元) 及增速.....	14
图 20: 多联机在中央空调中占比持续提升.....	14
图 21: 2021H1 主要品牌中央空调市占率.....	14
图 22: 2021H1 主要品牌多联机市占率 .....	14
图 23: 暖通空调与热泵-中央空调渠道结构.....	15
图 24: 艾肯制冷-中央空调渠道结构 .....	15
图 25: 中央空调和多联机内销和商品房销售相关度高 .....	16
图 26: 商品房销售面积累计同比下行 .....	16
图 27: 2022 年各城市放松政策一览 .....	17
图 28: 本轮地产放松政策城市数量 (个) .....	17
图 27: 精装修套数、中央空调配套数 (万套) 及配套率 .....	17
图 28: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比 .....	17
图 31: 海信日立收入业绩 (亿元) 规模、增速及利润率 .....	18
图 32: 中央空调市占率 .....	19
图 33: 多联机市占率 .....	19
图 34: 日立中央空调压缩机技术领先 .....	20
图 35: 日立中央空调变频技术领先 .....	20
图 36: 家装零售渠道品牌市占率 .....	20
图 37: 海信日立中央空调网点 .....	20
图 38: 精装修主要品牌市占率 .....	21
图 39: 冰箱行业内销出货量及同比 .....	22
图 40: 海信科龙冰箱内销出货量及同比 .....	22

图 41: 冰箱均价保持提升 .....	23
图 42: 容声冰箱价格带市占率变化 .....	23
图 43: 空调线上线下价格提升 .....	24
图 44: 新风空调价格高于非新风空调价格 .....	24
图 45: 空调内销出货量及同比 .....	24
图 46: 海信科龙空调内销出货量及同比 .....	24
图 47: 海信集团全球工业园区和生产基地 .....	25
图 48: 海信集团全球研发机构 .....	25
图 49: 冰箱行业外销出货量及同比 .....	25
图 50: 海信科龙冰箱外销出货量及同比 .....	25
图 51: 空调行业外销出货量及同比 .....	26
图 52: 海信科龙空调外销出货量及同比 .....	26
图 53: 17-21 年全球新能源乘用车销量及渗透率 .....	26
图 54: 12-21 年中国新能源汽车销量及渗透率 .....	26
图 55: 电动汽车热管理包含更多维度 .....	28
图 56: 电动汽车典型热系统组成示意图 .....	28
图 57: 电动汽车 PTC 热管理空调系统 .....	28
图 58: 电动汽车热泵热管理空调系统 .....	28
图 59: 电动汽车电池热管理系统 .....	29
图 60: 电动汽车电机电控冷却系统 .....	29
图 61: 2018 年全球汽车空调压缩机市占率 .....	30
图 62: 2018 年全球汽车空调电动压缩机市场份额 .....	30
图 63: 三电控股历史沿革 .....	30
图 64: 三电公司全球布局 .....	31
图 65: 三电公司汽车系统业务产品示意图 .....	31
图 66: 三电控股中国地区收入占比快速提升 .....	31
图 67: 三电控股研发费用率持续上行 .....	31
图 68: 全球汽车市场与三电控股营收变动 .....	32
图 69: 三电控股净利润出现较大幅度亏损 .....	32
图 70: SG&A 费用 (百万日元) 收入占比持续走高 .....	33
图 71: 三电控股前十大股东分散 (截止 2021/4/12) .....	33
图 72: 三电公司振兴计划营业收入目标 (百万日元) .....	33

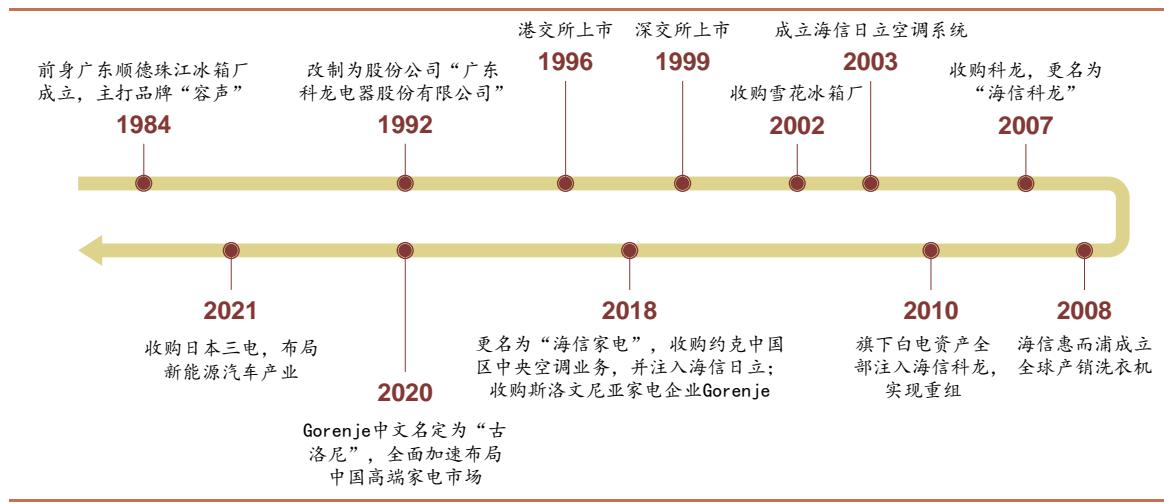
图 73: 三电公司振兴计划营业利润目标 (百万日元) .....	33
图 74: 海信家电历史 PE Band .....	35
图 75: 海信家电历史 PB Band .....	35
表 1: 混改时间表 .....	9
表 2: 家用中央空调和家用分体式空调对比 .....	14
表 3: 近期地产相关重点中央政策 .....	16
表 4: 日立、海信、约克品牌近期标杆性工程项目 .....	21
表 5: 海信集团全球分公司列表 .....	25
表 6: 部分国家、地区或城市燃油车禁售时间表 .....	27
表 7: 部分国家或地区新能源汽车发展规划 .....	27
表 8: 热泵空调与 PTC 空调对比 .....	28
表 9: 新能源车热管理核心组件价值量是传统车约 2 倍 .....	29
表 10: 三电公司电动压缩机规格 .....	31
表 11: 海信家电分业务收入预测 (亿元) .....	34
附: 财务预测表 .....	36

## 一、白电起家，全球拓展

### 1、三十载成就全球知名品牌，三大业务布局开拓创新

海信家电集团股份有限公司（以下简称“海信家电”）前身为 1984 年创立的广东珠江冰箱厂，1992 年 12 月改制为股份公司，1996 年、1999 年分别于港交所、深交所上市，海信家电乘改革开放的东风迅猛发展，并通过收购广东科龙及海外品牌规模进一步扩张，现已成长为全球知名白色家电制造企业。

图 1：海信家电历史沿革



资料来源：公司官网、招商证券

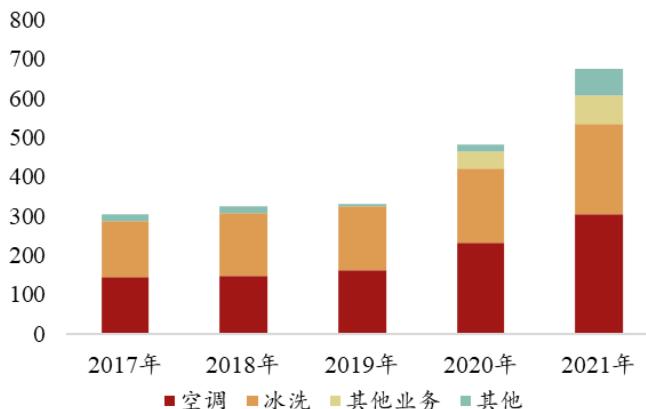
公司主营业务涵盖冰箱、中央空调、家用空调、冷柜、洗衣机、商用冷链、厨卫等电器产品的研发、制造和营销。2021 年公司完成了对三电公司的并购，实现向汽车空调压缩机、汽车空调产业拓展。公司的业务可分成以下三类：

**暖通空调业务：海信日立中央空调为主，积极创新。**自 2019 年 Q4 海信日立的中央空调业务并表，海信家电暖通空调业务贡献公司的主要营收，2021 年，公司空调业务营收 304.0 亿元，同比增长 30.00%，占比营收 49.75%。公司的暖通空调业务坚定执行“做高质量的好产品”战略，积极践行 ESG 发展理念，持续推进家电智能化战略。公司以中央空调业务为主，形成了以多联机为主，水机、风冷末端、空气源热泵为辅的产品结构，2021 年公司推出了行业首款场景中央空调——海信中央空调 Ai 家系列，实现了 AI 技术应用在中央空调领域的突破。家用空调方面，公司主要聚焦新风产品，例如海信春风系列新风空调以“丘陵柔风科技”满足客户多维度的舒适、健康需求。

**冰洗业务：面临结构转型，智能高端破局。**海信家电以冰箱业务起家，随着冰洗市场逐步向换新为主的存量博弈阶段，海信家电在转型阶段坚持差异化的多品牌运营战略，以高质量满足不同消费者的需求。2021 年海信家电推出真空保鲜冰箱、容声 WILL SPACE 超空间系列冰箱、“离子蒸烫洗”系列 S60 产品、G30 热泵干衣机等智能化、高端化产品。2021 年，公司冰洗业务营收 230.2 亿元，同比增长 23.03%，占比营收 34.32%。

**汽车空调压缩机及综合热管理业务：借力三电控股，拥抱新能源车浪潮。**2021 年 5 月底，海信家电完成对三电控股的收购，正式布局汽配业务。公司通过采取为三电控股制定全球客户发展战略，巩固客户资源优势；完善产品管理机制，坚持技术领先发展战略；发挥协同效应，提升产品力促进三电同海信的资源整合、技术共享与协同，从而在新能源汽车行业高速发展的风口上获益于汽车空调压缩机、综合热管理系统业务，该业务有望贡献新增长点。

图 2: 17-21 年海信家电分业务营收 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 3: 海信汽车电子三大布局



资料来源: 2021 青岛智能网联新能源汽车发展论坛、招商证券

## 2、八大品牌并驱，内外销齐发力

海信拥有八大品牌，实现多元产品覆盖，也海外市场开拓上取得良好成绩。海信家电于 1992 年旗下拥有“科龙”和“容声”两大品牌，主营冰箱的生产销售业务；2010 年，海信集团将旗下白电资产全部注入公司，自此海信家电新增“海信”品牌，主营业务新增家用空调和洗衣机等多元白电业务；2018 年，海信家电收购“约克”中国区中央空调业务并注入海信日立，同年并购欧洲家电巨头“古洛尼”以拓展海外市场，古洛尼旗下“ASKO”品牌也极大推动了海信家电的高端化转型；2019 年，公司受让股权成为海信日立控股股东，同年海信日立并表海信家电；2021 年，公司收购日本三电控股，正式布局汽车空调压缩机及综合热管理业务。

图 4: 海信家电品牌矩阵



资料来源: 公司年报、招商证券

## 3、混改释放活力，海丰助力、产业协同

海信集团成立于 1969 年，拥有海信视像 (600060)、海信家电 (000921) 和三电控股 (6444) 三家在上海、深圳、香港、东京四地的上市公司。2021 年，海信实现营业收入 1755 亿元，同比增长 24%。海外收入 725 亿元，同比增长 32%；自主品牌占比超过 80%。2018 年 7 月，海信将产业相近、技术相近或业务模式相近的产品公司进行整合，实现资源与管理共享，提高运营效率，在海信集团公司下面成立三个产业集团：海信电子信息集团、海信家电集团和海信智能科技集团。

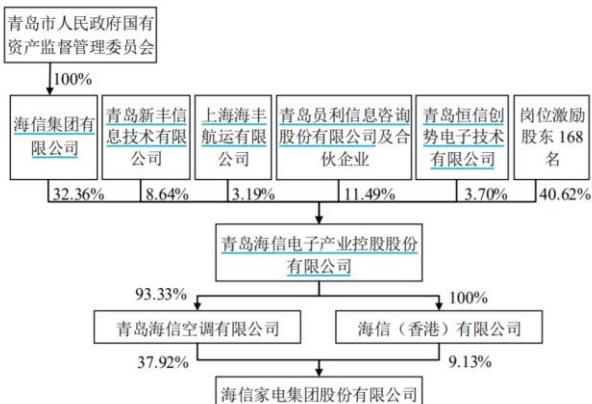
**2020 年 5 月，海信集团深化混改拉开帷幕。**海信集团以海信电子控股为主体公开挂牌、增资扩股，引入具有产业协同效应、能助力海信国际化发展的战略投资者青岛新丰，青岛新丰与海信电子控股签署了增资协议。具体混改方案及混改前后公司股权结构变化如下：

**表 1：混改时间表**

时间	混改方案
2020 年 12 月 24 日	经过青岛产权交易所公开挂牌和竞争性谈判，确定青岛新丰信息技术有限公司（青岛新丰）为本次成功征集的战略投资者，海信电子控股已与青岛新丰签署《关于青岛海信电子产业控股股份有限公司之增资协议》
2020 年 12 月 28 日	青岛海信电子产业控股股份有限公司（海信电子控股）根据青岛市人民政府国有资产监督管理委员会（青岛市国资委）《关于印发〈海信集团深化混合所有制改革实施方案〉的通知》（青国资委[2020]77号）已办理完成增资扩股引入战略投资者的工商变更登记，并换领了新的营业执照
2020 年 12 月 30 日	海信集团有限公司（海信集团公司）根据青岛市国资委《关于海信集团有限公司股权转让给青岛华通国有资本运营（集团）有限责任公司的通知》（青国资委[2020]78号），已办理完成海信集团公司 100% 股权划转给青岛华通国有资本运营（集团）有限责任公司的相关工商变更登记

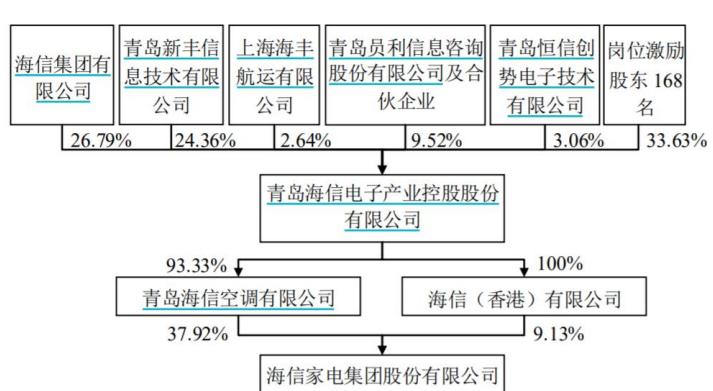
资料来源：公司公告、招商证券

**图 5：混改前的股权结构简图**



资料来源：公司公告、招商证券

**图 6：混改后的股权结构简图**

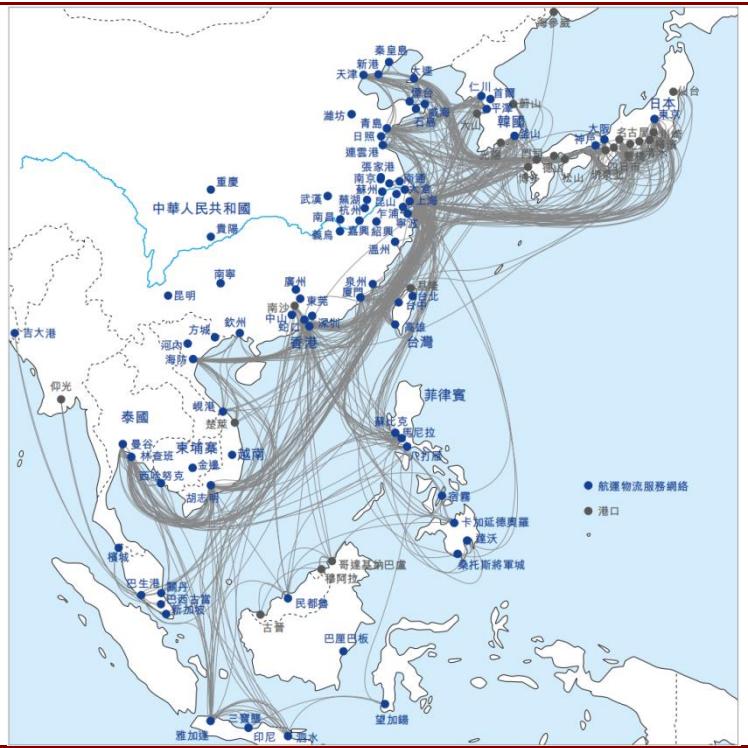


资料来源：公司公告、招商证券

**海信集团混改之后，海信电子控股变更为无实际控制人，股权结构更加多元和市场化。**具体内容包括：(1) 海信电子控股不存在任何单一股东（含一致行动人）持股比例超过 30%，或可以控制海信电子控股超过 30% 表决权。(2) 海信电子控股不存在任何单一股东（含一致行动人）决定董事会半数以上成员的选任或依据所提名董事控制董事会的情形。海信电子控股董事会由九名董事组成，其中海信集团公司推荐两名董事候选人，战略投资者青岛新丰及上海海丰推荐两名董事候选人，董事会过半数推荐一名独立董事候选人，其余四名董事候选人从现任经营管理骨干优秀成员中推选产生。(3) 各股东之间、各股东与海信电子控股之间均不存在一致行动的情形（除青岛新丰与上海海丰为一致行动人外）。(4) 国有股东对私有化控制海信电子控股拥有一票否决权。

青岛新丰实际控制人杨绍鹏为海丰国际（香港主板上市公司，股票代码：01308，海丰国际与青岛新丰、上海海丰及其关联方合称“海丰”）的实际控制人，控制海丰国际 51.74% 的权益。海丰是一家总部位于香港的以亚洲区为主的航运物流领军企业，并开始向非洲等亚洲区域以外市场加大拓展业务力度。其发展战略是以自营及轻资产模式为主，建立海陆一体化的物流渠道和设施，不断完善高频率、高密度的海上班轮网络，为客户提供量身定做的物流服务，并提供专、精、特、新的差异化服务。截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有自有集装箱船舶 68 艘，租赁集装箱船 28 艘；经营 74 条航线，网络覆盖中国大陆、日本、韩国、中国台湾、中国香港、越南、泰国、菲律宾、柬埔寨、印度尼西亚、新加坡、文莱和马来西亚 13 个国家和地区的 72 个主要港口。以运力计，截至 2021 年 12 月 31 日，海丰国际在全球集装箱航运企业中排名第 16 位；物流方面，海丰国际在中国青岛、上海、宁波、天津、大连，越南海防、胡志明，泰国曼谷、林查班，南非约翰内斯堡已建成经营堆场、仓储业务的物流园。

图 7：海丰国际在亚洲区内的集装箱航线及航运物流服务网络



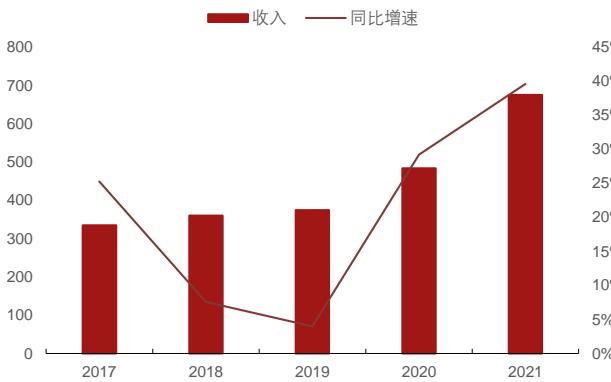
资料来源：公司公告、招商证券

海丰作为海信电子控股的长期战略投资者，有助于海信电子控股进一步优化股权结构，改善董事会结构和法人治理结构，促使海信电子控股的股东大会和董事会的决策和运作更加市场化。这也将为公司引入更加灵活的市场机制，激发公司活力、提升效率，借助与战略投资者的产业协同效应，加速公司的国际化发展战略，给公司带来更好的发展前景。同时海丰在国际航运、仓储、物流服务方面的资源能够助力海信的国际化发展战略，本次混改也有助于海丰与海信在提供综合物流服务方面实现产业战略协同。

4、收入稳增长，利润端近两年多因素干扰产生波动

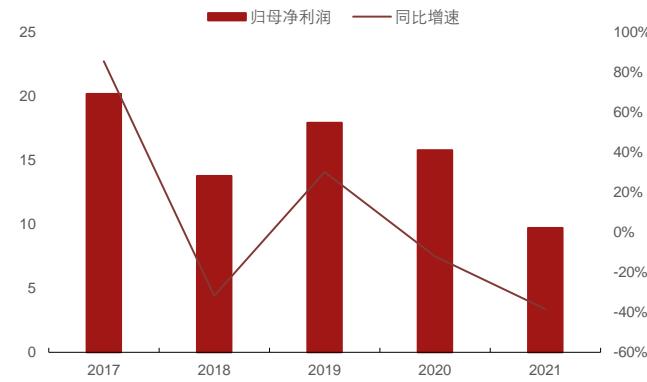
从公司经营业绩来看，在白电行业疲软的大环境下，海信家电 2016 年以来整体营收规模仍实现稳步扩张，营业收入由 2017 年 304.3 亿元提升至 2021 年的 675.6 亿元，五年 CAGR 达 17.3%。2020 年和 2021 年公司归母净利润分别为 15.79 亿元、9.73 亿元，同比下滑 11.97%、38.40%，主要原因系疫情冲击传统白电内销业务、海运价格上涨、家电原材料成本大幅上涨，以及日本三电公司并表等影响。

图 8：2017-2021 年营收及同比增速



资料来源：公司年报、招商证券

图 9：2017-2021 年归母净利润及同比增速



资料来源：公司年报、招商证券

从公司费用管理来看，2021年受原材料成本大幅上涨、海运物流及疫情波动等不利因素影响，海信家电持续强化提

效降本工作。公司近年来销售效率大幅提升，销售费用率从17年的14.25%降低到21年的11.36%，销售团队员工占比从17年的42.4%降低至21年的28.0%。研发投入力度不断加大，研发费用率从17年的1.85%提升至21年的2.94%，技术团队人员占比从17年的13.24%提升至21年的15.61%。2021年公司收购并表三电控股，对其内部组织架构调整，导致管理费用率稍有提升，但整体仍处于较低水平。

图 10：2017-2021 年费用率

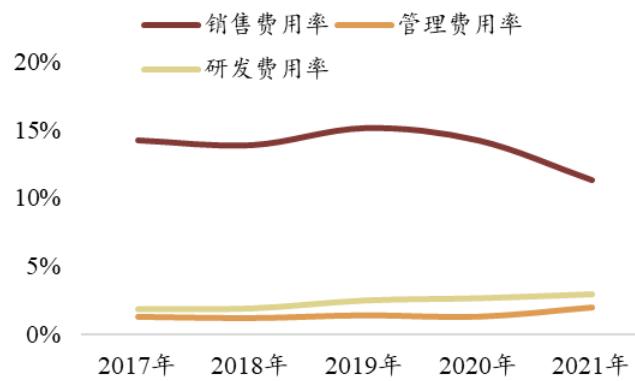


图 11：2017-2021 年员工结构

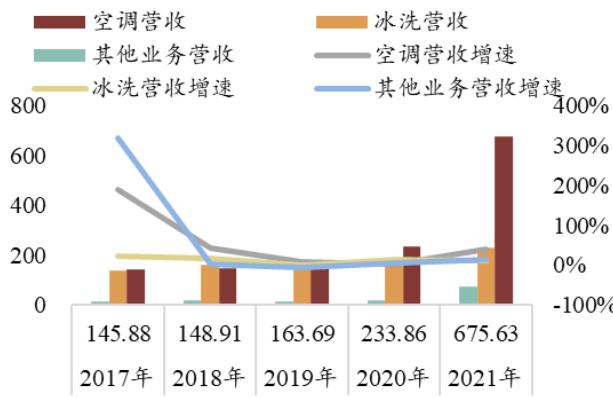


资料来源：公司年报、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

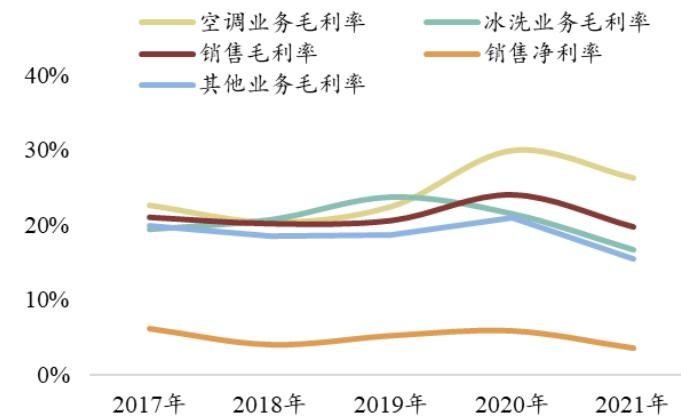
分业务来看，2019年Q4海信日立并表后公司空调业务贡献公司的主要营收，其次为冰洗业务。2021年公司暖通空调业务实现主营业务收入304.0亿元，同比增长30.00%，收入占比45%(-3.3pct)，是公司最主要的业务；实现毛利率26.3%，同比下降3.7pct。冰洗业务实现主营业务收入230.2亿元，同比增长23.0%，收入占比34.1%(-4.6pct)；实现毛利率16.7%，同比下滑4.4pct。其他业务实现主营业务收入73.4亿元，同比增长319.7%。实现毛利率15.5%，同比下滑5.4pct。2021年以来的大宗原材料成本大幅上涨全面影响公司各项业务毛利率水平，公司2021年整体毛利率为19.7%，同比下降4.3pct。

图 12：2017-2021 年分业务营收（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

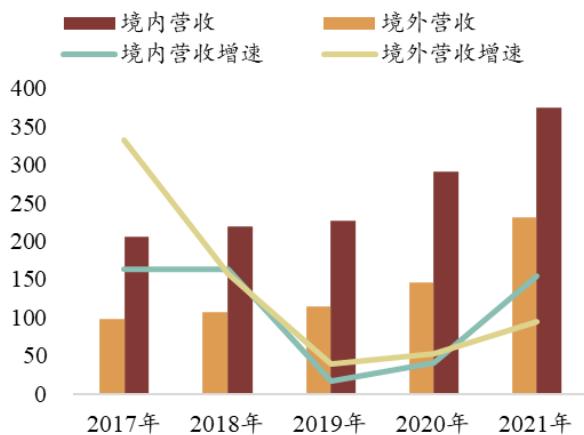
图 13：2017-2021 年分业务毛利率



资料来源：Wind、招商证券

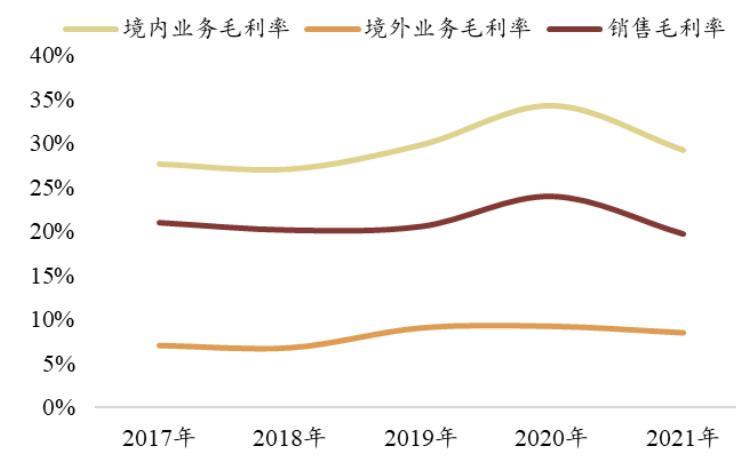
分地区来看，海信家电在我国白电制造水平不断提升、海外需求加大的背景下，一方面向国际推广自主品牌，另一方面以收购进军海外市场，同时持续发力体育营销，积极拓展海外销售规模，外销业绩良好。2021年公司外销收入231.6亿元，同比增长58.2%；内销收入376.0亿元，同比增长28.7%。根据产业在线统计，2021年海信空调出口销量为515.9万台，同比增长37.1%；海信冰箱出口销量为754.7万台，同比增长7.4%，冰箱出口额居行业第一。盈利能力层面，公司2021年外销毛利率8.53%，同比下降0.7pct，内销毛利率29.3%，同比下降5.1pct。

图 14: 2017-2021 年内外销营收 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 2017-2021 年内外销毛利率



资料来源: Wind、招商证券

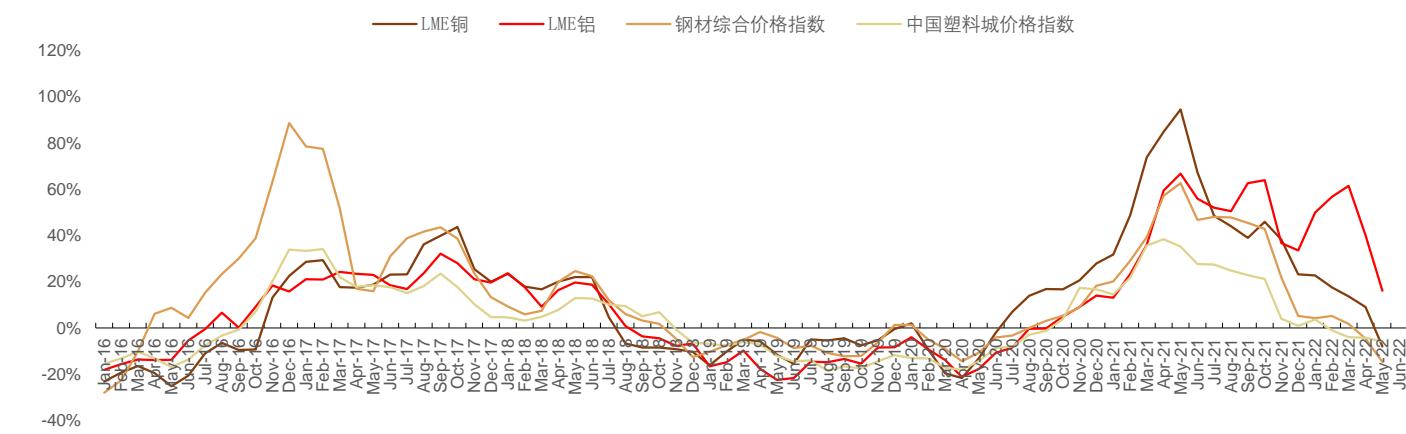
## 5、原材料成本快速下行，盈利能力修复弹性大

公司传统的白电业务及中央空调的成本构成中，原材料占比较大，原材料成本通常占总成本的 80%以上，原材料构成中，以铜、钢材、塑料、铝等为主（压缩机、电机等核心零部件的原材料构成也是以铜、钢材等为主），2021 年一季度以来上游大宗原材料成本大幅上行，给公司盈利能力造成较大影响，毛利率层面 2021 年暖通空调业务毛利率 26.3%，同比下降 3.7pct，冰洗业务毛利率 16.7%，同比下滑 4.4pct；净利率层面，公司 2021 年净利率为 3.47%，较 2020 年 5.88%有明显下行，扣非后净利率为 0.99%，较 2020 年的 2.26%同样下行明显。

2022 年以来，上游大宗原材料价格出行快速下行，同比增长幅度快速收窄，2022 年 2 月份附近，塑料价格指数同比转负，钢材、铜也分别在 4 月和 5 月附近转负，当前铝价虽然同比仍为正，22 年 6 月 LME 铝价同比增长 5.1%，增长幅度也大幅降低且出现持续下行的趋势。

公司 2022Q1 的毛利率为 18.53%，同比下降 2.0pct，净利率 3.12%，同比下降 0.35pct；考虑到公司的生产备货周期，我们预计 2022Q2 公司毛利率和净利率的降幅将明显收窄或同比略有改善，2022Q3 盈利能力环比及同比将有明显改善。公司 2021 年净利率水平是过去五年内最低点，我们预计随着原材料成本的持续下行，公司后期盈利改善的弹性较大。

图 16: 大宗原材料成本 22 年开始出现明显改善



资料来源: Wind、招商证券

## 二、中央空调，行业景气度向上，多品牌布局助力市占率提升

### 1、中央空调市场规模过去五年 CAGR 11.1%；多联机占比超过 60%

中央空调，可通过应用不同技术实现更大的制冷量，广泛应用于大型场馆、酒店、轨道交通等商用场景以及个人住宅等家用场景。从制冷原理上看，中央空调与家用分体式空调并无本质差别。中央空调与家用分体式空调的最大差别在于制冷量：卧室、客厅几十平方米的适用面积与大型商超、写字楼相比明显不在同一量级。中央空调需要更多的制冷剂，因此核心部件和制冷进程势必要有所调整。中央空调对家用分体式空调的升级主要体现在压缩机、冷却系统和冷量传递三个方面。

主流中央空调通常可以分为离心机、风冷螺杆机、水冷螺杆机、模块机、多联机、单元机、溴化锂、水地源热泵等多个机组类别。按照能源方式分类主要可以分为电制冷和热制冷，其中大部分中央空调类型为电制冷，溴化锂中央空调为热制冷，主要用于工业领域。电制冷中央空调中，离心机、风冷/水冷螺杆机和模块机以水为载冷剂，即通常意义上的“水机”，主要为商用，亦有部分小型户式冷水机为家用。多联机和单元机以氟为载冷剂，即通常意义上的“氟机”，在商用场景和中小型商用场景中应用广泛。多联机为变频一拖多机组，即一台室外机连接多台室内机，可以实现对多个房间温度的精准控制；单元机多指风管机和天花机，采用一台室外机连接一台室内机的形式，将室内机送出的冷热风通过风管输送到较远的地方。

中央空调行业 2021 年内销规模 1120 亿元，过去五年复合增速 11.1%。中央空调行业景气度高，过去 10 年除 2015 年及 2020 年外，其余年份均实现了正增长，根据产业在线数据，行业 2021 年内销市场规模为 1120.1 亿元，较 2020 年同比增长 27.0%，2016-2021 年的年复合增速 11.1%；行业 2022 年以来在疫情冲击、地产销售走弱等多重不利影响下仍实现较好增长，1-5 月中央空调内销额 440.4 亿元，同比增长 3.8%。

图 17：中央空调内销规模（亿元）及增速

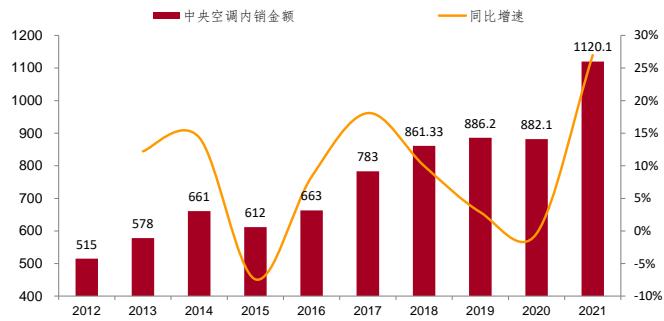


图 18：多联机中央空调内销规模（亿元）及增速

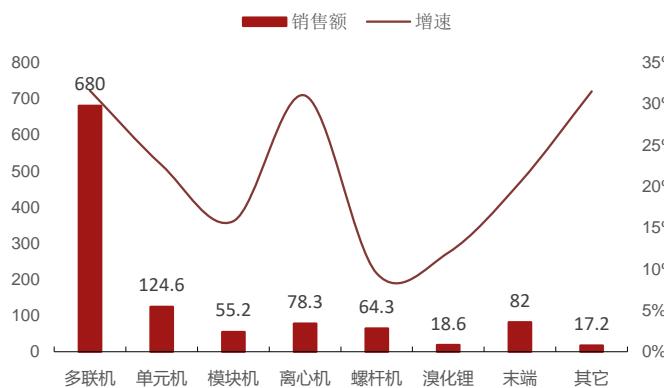


资料来源：产业在线、招商证券

资料来源：产业在线、招商证券

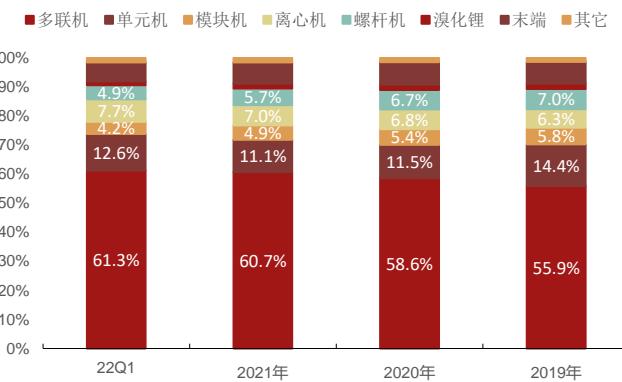
多联机为中央空调中最重要品类，内销占比持续提升至 60%以上。中央空调根据其补充能源方式、制冷方式、外部热循环及冷媒方式等不同可分为多联机、单元机、离心机、模块机等多种类型，其中多联机中央空调是中央空调中占比最大的产品类型，是影响中央空调行业增长的主要力量。2021 年多联机内销市场规模 680 亿元，同比增长 31.6%，增速在各类中央空调中居首，多联机过去 10 年内仅有 2015 年增速为负，其余年份均实现了正增长，其中 2016-2021 年的年复合增速为 15.8%；2022 年以来多联机市场延续较好表现，1-5 月内销累计 273 亿元，同比增长 6.4%；在持续高增的带动下，多联机在中央空调整体市场中的占比持续提升，根据产业在线数据，多联机 2014 内销占中央空调比重 42.5%，2021 年已提升至 60.7%，较 2020 年提升 2.1pct，22Q1 进一步提升到 61.3%。

图 19: 2021 年不同类型中央空调规模(亿元)及增速



资料来源：产业在线、招商证券

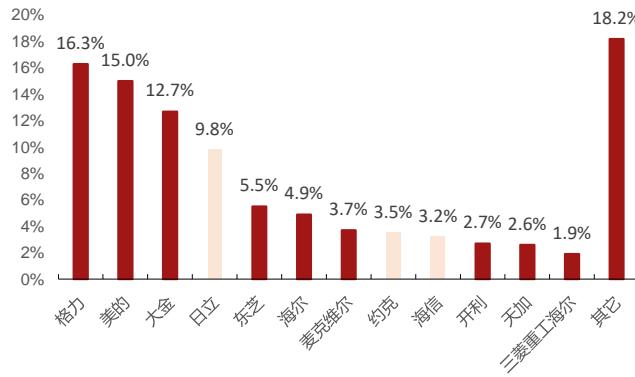
图 20: 多联机在中央空调中占比持续提升



资料来源：产业在线、招商证券

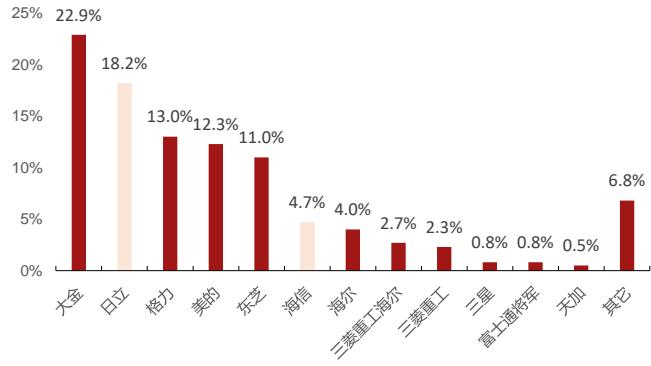
行业竞争格局清晰，大金、日立、格力、美的为市场份额层面的第一阵营，海信家电各品牌市占率合计居首。中央空调市场的竞争格局较为清晰。整体中央空调市场看，根据艾肯制冷数据，2021H1 格力、美的、大金、日立品牌市占率位于前列，分别为 16.3%、15%、12.7%、9.8%，其中海信家电旗下的日立、海信、约克品牌的市占率分别为 9.8%、3.2%、3.5%，合计 16.5%，居行业首位；如果仅看多联机市场，大金、日立、格力、美的、东芝品牌市占率位居前列，市占率分别为 22.9%、18.2%、13%、12.3% 和 11%，其中海信家电旗下日立品牌和海信品牌市占率分别为 18.2% 和 4.7%，合计 22.9% 行业居首。

图 21: 2021H1 主要品牌中央空调市占率



资料来源：艾肯制冷、招商证券

图 22: 2021H1 主要品牌多联机市占率



资料来源：艾肯制冷、招商证券

## 2、产品力日渐突出，家装渗透率及精装修配套率提升+基建提振促行业保持高景气

### (1) 中央空调产品力强，驱动接受度提升

中央空调与家用分体式空调相比，在美观程度、空间节省、使用寿命、节能、舒适度、噪音、输送空气质量等方面具有得天独厚的优势，家用中央空调与传统家用分体式空调相比，虽仍存一定溢价，但价格已非常亲民，近年来中央空调价格的下行已经逐渐凸显家用中央空调的性价比。

表 2: 家用中央空调和家用分体式空调对比

	家用中央空调	家用分体式空调
适用性	适用于新建/重新装修住宅，偏大户型等，且对层高有一定要求(大于 2.7 米)，当前适合小户型和低层高的产品不断出现	适用范围较广

	家用中央空调	家用分体式空调
空间	节省室内空间、释放更多使用面积	占用室内一定空间
安装	安装费用高，管道长，安装位置灵活，均有管道式或风机盘管送回风口直达各房间	安装便利，安装费用低，但因为受配管长度限制，内机只能安装在距离外机较近的位置
美观程度	吊顶式隐藏安装，最大程度地保持室内装修美观度	机身与出风口一体，无法做到隐藏式安装，所以会占用室内部分空间，外形看上去不够美观
出风及舒适度	出风方式灵活，可自上而下高位送风覆盖房间各角落，出风迅速、量大且均匀；温控能力更强，舒适度高，避免空调病	出风口位置和方向固定，出风不均匀，气流带和房间其他区域的温差会有明显分层，呈梯度式变化，舒适度低
使用寿命	故障率低，使用年限约 15-20 年	约 10-15 年
初始成本	机器价格相对较高	单台价格低，大户型购买多台费用上升
使用成本	开始运行时较耗电，室内温度稳定下来后用电量就会降低，且使用的时间越长便越省电，相对分体机更省电	多台及其同时运作耗电量大，使用电费高
总投入	前期投入高，后期使用上耗电量小，压缩机一直处于最佳工况，总投资低	前期投资少，后期耗电量大，维护投入高
噪声	噪声小，加装消声装置进一步降低噪音	噪声相对较大
拓展性	功能更综合，除了制冷/热、除湿、送风，可以接入新风系统，净化室内外空气，还可以连接地暖系统实现立体供热	拓展性相对较弱

资料来源：招商证券

## (2) 工程项目、家装零售、精装修三大市场

中央空调主要渠道可分为工程项目市场、家装零售市场、以及精装修市场。根据艾肯制冷的统计，2021 年中国中央空调市场中家装零售市场占比为 30.7%；艾肯制冷在统计中并未将精装修楼盘配套市场从工程项目市场中区隔出来单独统计，工程项目市场及精装修市场 21 年占比合计 69.3%。根据暖通空调与热泵发布的《2021 年度中国中央空调行业草根调研报告》数据，2021 年工程项目市场、家装零售市场、精装修市场的占比分别为 61.3%、28.2% 和 10.5%。不同机构对渠道占比的统计略有不同，但是整体而言，工程项目市场是中央空调市场出货的主要方向，占比超过 50%，家装零售和精装修市场占比接近 50%。

图 23：暖通空调与热泵-中央空调渠道结构

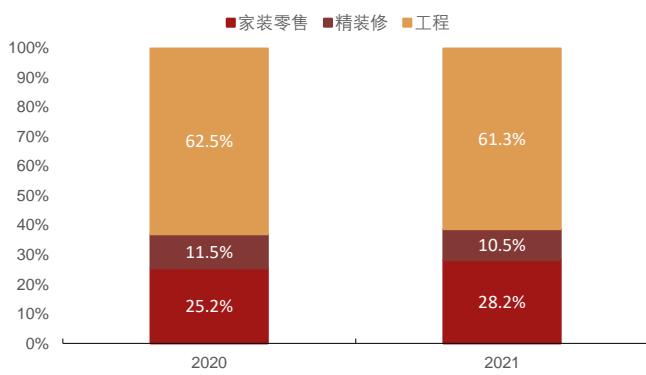
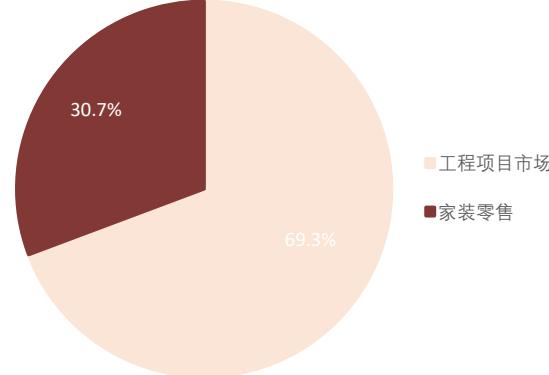


图 24：艾肯制冷-中央空调渠道结构



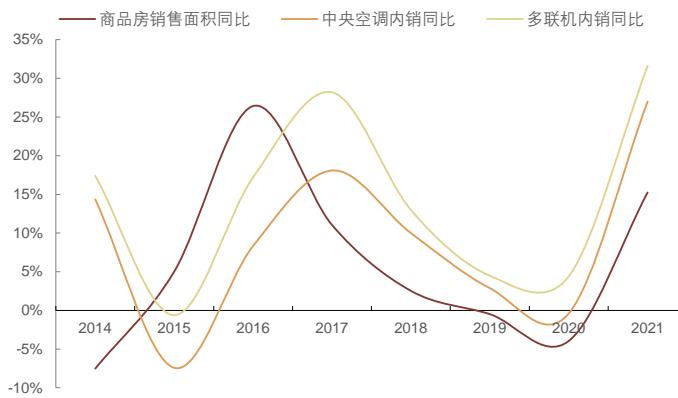
资料来源：暖通空调与热泵、《2021 年度中国中央空调行业草根调研报告》、招商证券

资料来源：艾肯制冷、招商证券

### (3) 地产景气度相关度大，地产修复提升中央空调需求

地产景气度是影响中央空调行业景气度的主要因素之一，两者相关度较高，特别是多联机中央空调，由于其更多应用于住宅及小型商业设施，和地产相关度更高。从 2014-2020 年的数据来看，中央空调增速和滞后一年的商品房销售面积增速具有较高一致性；2020 年之后，中央空调销售同比和商品房销售面积的滞后相关性似乎消失，变的更加同步，我们认为这可能是年度间的波动，以及消费者对中央空调的偏好持续上行带来二手房对中央空调的需求有较快增加所致。但整体而言，中央空调的前装属性决定了其和地产的相关度仍较大。

图 25：中央空调和多联机内销和商品房销售相关度高



资料来源：Wind、招商证券

图 26：商品房销售面积累计同比下行



资料来源：Wind、招商证券

22 年以来地产销售面积同比持续走弱，地产政策持续发力有望带来需求修复。2021 年 6 月地产销售面积月度同比开启了同比下滑的趋势，22 年延续这一趋势，2022 年 1-2 月、3 月、4 月、5 月销售面积同比下滑 9.6%、17.7%、39.0% 和 31.8%，5 月份出现边际改善趋势，虽仍下滑但幅度有所收窄；前 5 个月累计同比下滑-23.6%。地产景气度的下行给中央空调的需求带来一定压力，但随着地产政策放松的传导。中央空调需求有望迎来较好修复。地产政策的因城施策松动在 2021 年四季度逐渐展开，今年以来政策持续加码。4 月 29 日召开的政治局会议再次强调各地完善房地产政策、保证刚性住房需求，部分地区发布取消限购、降低社保要求、取消限价、降低首付比例等措施，5 月央行下调房贷利率 20BP，稳定楼市的同时减轻居民房贷压力。中央层面持续出台地产宽松政策的同时，地区因城施策宽松政策也同步出台，近期有北京、上海等一线城市、杭州、贵阳、合肥、郑州等二线城市及其它数量较多的三四线城市出台地产边际宽松政策、2022 年 1-6 月每月出台地产相关政策的城市数量分别为 20、27、26、38、45、65 个，政策加码明显。根据统计局数据，2022 年 1-5 月全国商品房销售面积 5.07 亿平方米，同比降幅扩大至-23.6%。根据招商地产统计，6 月前三周（6/1-6/17）36 城新房销量同比下滑 35%，环比 5 月跌幅收窄 19 个 pcts，13 城二手房销量同比下滑 9%，环比 5 月跌幅收窄 21 个 pcts，目前地产政策底已现，经历政策传导期后预计 22 年 10 月左右地产单月销量增幅转正。

表 3：近期地产相关重点中央政策

日期	发布部门	政策概要
2022/5/15	央行、银保监	对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。
2022/5/20	央行	贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.7%，5 年期以上 LPR 为 4.45%（原 4.6%）
2022/5/30	央行	促进房地产市场平稳健康发展；优化房地产市场供给；扩大保障性租赁住房供给，综合利用税费手段，加大保障性租赁住房金融支持力度。健全房地产金融审慎管理制度，因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持房地产企业的合理融资需求。
2022/7/1	发改委	各地发展改革部门在开展投融资合作对接工作时，应将盘活存量资产作为重点内容，积极推介有关项目

资料来源：政府官网、招商证券

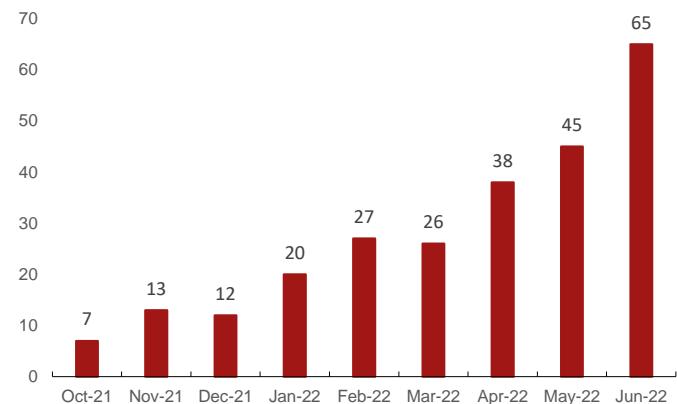
图 27: 2022 年各城市放松政策一览

2022年各城市放松政策一览



资料来源：各政府官网、招商证券房地产、招商证券

图 28: 本轮地产放松政策城市数量(个)



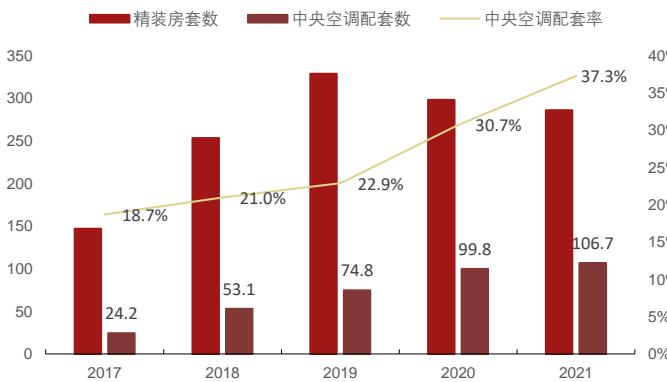
资料来源：各政府官网、招商证券房地产、招商证券

#### (4) 精装修市场配套率持续提升

**精装房规模短期承压，长期有望保持较高规模。**据奥维云网（AVC）监测数据显示，2021年中国房地产精装修市场新开盘项目3489个，同比下滑6.8%，市场规模286.1万套，同比下滑12.1%；精装房市场规模同比下滑有疫情影响、地产景气度疲软等多重因素的影响。我国精装房比例当前约30%，和海外发达国家60%的水平相比仍有较大空间；微观层面而言，当前3-4线市场精装房占比较低、腰部房企的精装房比例较低，叠加房企利润及融资驱动的动力下，我国精装房占比有望持续提升，精装房市场规模有望保持较高规模。

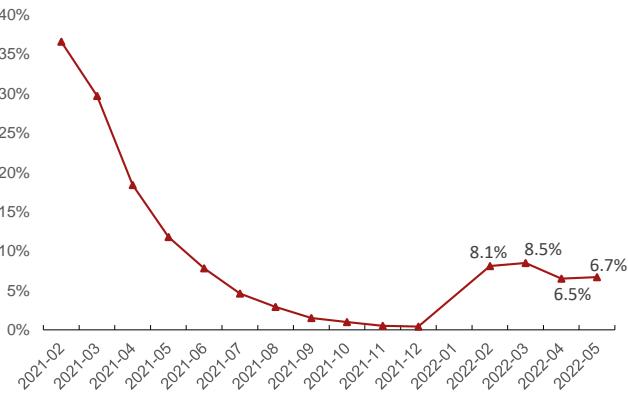
**中央空调在精装房中的配套率快速上升，配套数稳步提升。**精装房市场中的空调品类配套以中央空调为主，分体空调为辅，根据奥维云网数据，2021年精装修配套的空调中88%为中央空调，较2017年大幅提升22.8pct。2021年国内精装房套数为286万套，同比下降4.1%，其中中央空调配套数为106.7万套，同比增长6.9%，在2021年精装房市场出现下行的不利外部环境下，中央空调精装修配套数受益于配套率上行取得了逆势增长的成绩；2021年中央空调精装修房配套率为37.3%，同比提升6.6pct；2017-2021年，中央空调配套率实现了持续快速上行，平均每年提升4.65pct。假设2022-2025年我国精装房套数保持每年3%的增长，中央空调配套率保持每年5%提升，则中央空调精装修市场规模2021-2025年有望实现15%的年复合增长。

图 29: 精装修套数、中央空调配套数(万套)及配套率



资料来源：奥维云网、招商证券

图 30: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比



资料来源：国家统计局、招商证券

#### (5) 基建持续发力，对中央空调需求有进一步支撑

**基建投资增速回升，稳增长政策主线下有望保持强势。**中央空调行业另一大权重市场是工程项目市场，根据艾肯网2021年报告显示，包含精装修楼盘配套市场在内的工程项目市场的占比高达69.3%，工程项目市场相对稳定，在行业大盘出现小幅下滑的2019年和2020年，工程项目市场也保持了个位数的温和增长，2021年工程项目市场的增幅超过了25%。基础设施建设一直是工程项目市场最为重要的一个细分市场，其包含的交通运输、机场、港口、供电设施、科教文卫等设施均会衍生出了众多的中央空调应用项目。以城市轨道交通为例，2022年华东地区拟开通线路24条，华南地区拟开通线路14条，西南地区拟开通线路11条，全年预计有26个城市总共69个项目开通；除了传统的基建项目外，数据中心等新基建细分领域也对中央空调有较大需求。2022年1—5月份，基础设施投资（不含水电燃气）同比增长6.7%，增速比1—4月份加快0.2个百分点，比全部投资增速高0.5个百分点，单月增速7.2%，较4月回升4.3个百分点。当前稳增长主线下，基建重要性突出，基建投资增速有望保持强势，将有效带动中央空调需求。往长期看，基建投资为政府债务驱动，理论上基建投资增速若保持和名义GDP增速一致则为较好水平，可达到拉动经济增速的同时并不增加政府杠杆率，长期维度看，基建投资有望保持稳健增长，对中央空调需求，特别是工程项目市场的中央空调需求有较稳定支撑。

### 3、海信家电中央空调产品与品牌领先，多渠道+品牌矩阵布局，有望保持快速增长

#### （1）海信日立收入利润实现稳健增长，利润率短期承压

**公司中央空调业务主要依托子公司海信日立进行。**海信日立成立于2003年1月，是由海信集团与江森自控日立空调共同投资在青岛建立的，集商用与家用中央空调系统技术开发、产品制造、市场销售和用户服务为一体的大型合资企业，是日立空调在日本本土以外的大型变频多联式空调系统生产基地。海信集团和日立空调分别持有合资公司49%的股份。2019年3月，公司受让联合贸易持有的海信日立0.2%的股权，受让完成后公司持股49.2%的股权，将海信日立纳入合并报表范围。2018年2月江森自控将约克多联机中国区业务转移至海信日立旗下，进一步提升海信日立在多联机领域的影响。海信与日立作为合资公司双方，基于各自的核心优势进行了较明确的分工，其中日立发挥自身技术和产品方面的优势主要负责技术研发、生产管理和产品品控等，海信则凭借其强大的销售网络和售后体系负责渠道开拓、产品销售和售后服务等。

**海信日立收入和利润稳健增长，盈利能力稳定。**海信日立2021年收入184.12亿元，同比增长38.1%，在2020年因疫情冲击增速降低至10.7%后快速恢复了高增，净利润为24.19亿元，同比增长13.5%，主要受2021年原材料价格大幅上涨所致，对应的2021年净利率为13.1%，较前期15%左右的净利率中枢有所降低，预计随着当前原材料成本的下行可得到快速恢复；回顾过去五年（2016—2021），海信日立收入从65.2亿元增长至184.12亿元，CAGR 23.1%，利润从12.23亿元增长至24.19亿元，CAGR 14.6%，公司收入业绩增速均实现了稳健增长。

图31：海信日立收入业绩（亿元）规模、增速及利润率

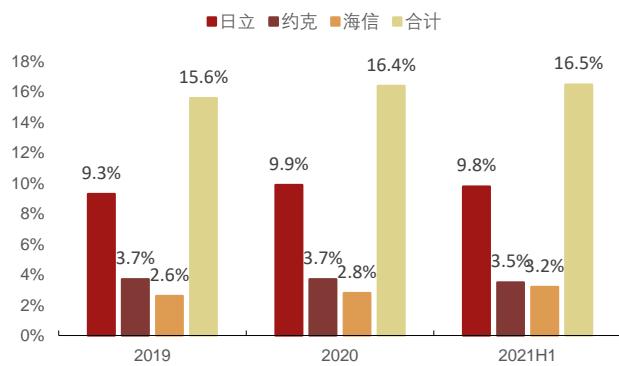


资料来源：Wind、招商证券

**良好品牌矩阵布局，市占率稳步提升。**海信家电中央空调实现了良好的品牌矩阵布局，旗下中央空调包括“日立、海信、约克”三大品牌，三者清晰、差异化定位，最大化覆盖中央空调市场。具体而言，1) 日立品牌定位高端，其解决方案覆盖各类家用及多种细分商用使用场景；日立品牌的家用中央空调解决方案包括独墅一智系列（别墅大宅）、智选经典系列（大平层经典户型）、智慧一平方系列（小户型）、厨房专用、新风设备等多个系列，商用解决方案包括 C-SPACE 系列、FLEZMULTI 系列、SET-FREE 系列、MAT 系列等多个针对不同使用场景的系列；2) 海信品牌定位中端市场，强调高性价比，产品涵盖家用及商用中央空调，在家用空调领域的品牌导向上主打健康，强调“除甲醛、分解 PM2.5、抑制霉菌、抑制病毒和细菌、去除异味”等五类空气净化价值，以及“隐性”空气维度带来的舒适感，在商用空调领域涵盖轻型商用、商用变频多联机、水动力机组、风冷模块和末端产品、空气源热泵系列等多种产品类型；3) 约克品牌同样覆盖家用及商用中央空调，起到了对日立和海信品牌的技术和市场补充。

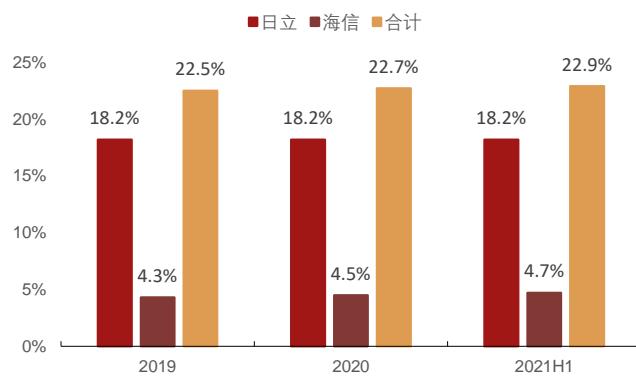
根据艾肯制冷数据，2021年上半年中央空调整体市占率中，公司的日立、海信、约克品牌的市占率分别为 9.8%、3.2%、3.5%，合计 16.5%，居行业首位；单看独立的品牌，日立品牌居于第一阵营，海信、约克品牌居于第二阵营；往前回溯 3 年，公司中央空调市占率处于稳步提升的趋势中，其中海信品牌中央空调市占率从 2019 年的 2.6% 提升至 21H1 的 3.2%，日立品牌从 2019 年的 9.3% 提升至 2021H1 的 9.8%，约克品牌则有轻微下滑。如果仅看多联机市场，公司日立品牌和海信品牌市占率分别为 18.2% 和 4.7%，合计 22.9% 行业居首，单看独立品牌表现，日立品牌和海信品牌分别居于第一阵营和第二阵营；往前回溯 3 年，公司多联机份额稳步提升，其中日立品牌保持稳定，海信品牌从 2019 年的 4.3% 提升至 21H1 的 4.7%；整体而言，公司在中央空调整体和多联机市场品牌矩阵布局良好，市场地位领先。

图 32：中央空调市占率



资料来源：艾肯制冷、招商证券

图 33：多联机市占率



资料来源：艾肯制冷、招商证券

## (2) 日立中央空调技术优势突出

日立中央空调历史悠久，技术积淀深厚，为全球范围内多联机技术领先企业，日立中央空调传统核心技术优势主要体现在压缩机和变频控制等领域：

1) 压缩机是空调系统的核心，涡旋压缩机相比活塞式和转子式压缩机的优势明显，因为运动部件更少，振动与泄漏更少，转换效率也更高，使用寿命更长。日立是涡旋压缩机的开创者，日立早在 1983 年发明了世界上第一台空调用涡旋压缩机并拥有专利，2003 年首次推出具有内部油分离功能的新型高背压涡旋压缩机，2008 年将领先水平的大容量涡旋压缩机应用于新一代商用空调；日立当前在涡旋压缩机行业处于领先地位，是当前世界上最大的涡旋压缩机生产企业，也是全球唯一能生产第三代曲线涡旋压缩机的企业，这也是日立中央空调确保行业领先地位的关键因素之一。和行业竞争对手相比，日立压缩机具有更好的稳定性，噪音更低，做到内部油分离，产品体验更好。

2) 日立的无线变频控制技术领先。日立家用中央空调压缩机的运作可以实现无极变频——工作效率可根据系统容量的变化进行连续、精确地自由调节，日立无极变频技术的核心之一是 DIP-IPM 变频器，其输出频率变化范围为 0-240HZ（相当于压缩机运转频率 0-115Hz），控制精度为 0.01Hz，工作频率可根据实际空调负荷的变化进行连续、快速、精确地自由调节能力输出；通过 DIP-IPM 变频器以及 PAM（脉冲幅度调制）、PWM（脉冲宽度调制）、PFC（功率

因素校正)组合控制技术,日立家用中央空调可实现无极变频,具有节能效果明显、运行经济、室内环境自然舒适等优势。

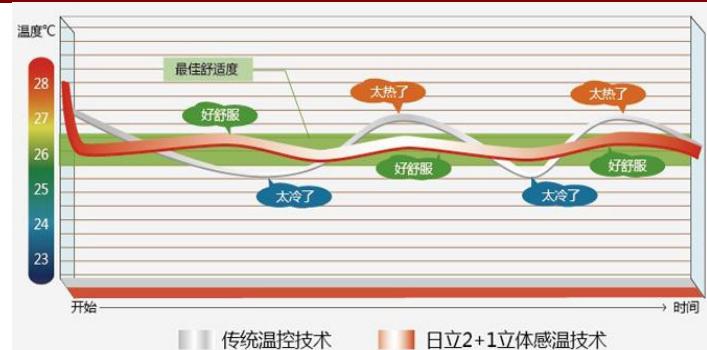
除此之外,日立在直流电机、智能控制器、智能化控制系统等方面也具有业内领先的技术。

图 34: 日立中央空调压缩机技术领先



资料来源: 公司官网、招商证券

图 35: 日立中央空调变频技术领先



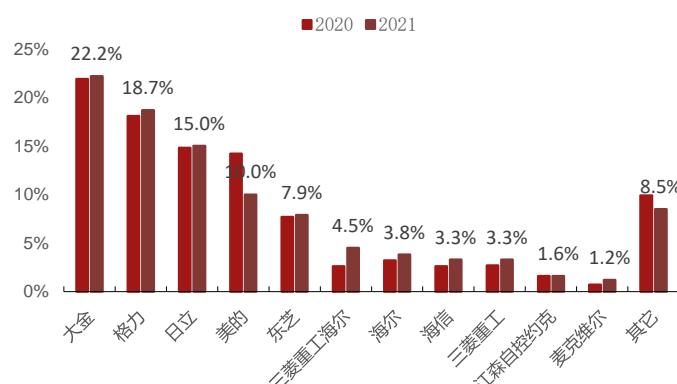
资料来源: 公司官网、招商证券

### (3) 日立家装渠道市占率领先,网点快速扩张

**海信家电中央空调业务在家装渠道优势领先。**根据艾肯制冷数据,2021年家装零售市场中海信家电旗下日立+江森自控约克+海信品牌合计市占率19.9%(+0.9pct),仅次于大金,在行业内属于领先水平。其中,日立、江森自控约克、海信品牌的份额分别为15%、1.6%、3.3%,同比提升0.2、0.0、0.7pct,各品牌均实现了稳中有升的较好表现。

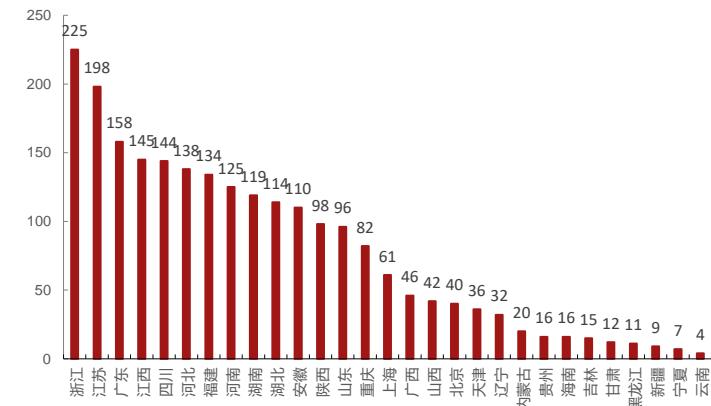
**家装零售渠道终端网点布局全,数量多。**截止2022年6月,公司中央空调终端网点覆盖全国超过28个省或直辖市地区,数量为2253个,较2020年增加超过150个,覆盖了全国272个城市;从具体的区域来看,公司在华东、华南等中央空调市场占比比较大的区域针对性的侧重布局,契合行业发展特征。整体而言,公司终端网点在数量和区域覆盖率上均有较好布局,有力保障公司中央空调市场家装零售渠道业务的增长。

图 36: 家装零售渠道品牌市占率



资料来源: 艾肯制冷、招商证券

图 37: 海信日立中央空调网点



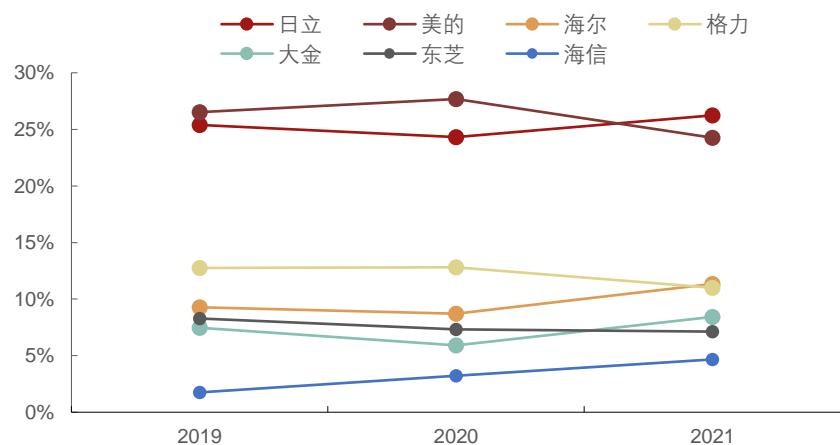
资料来源: 公司官网、招商证券

### (4) 精装修领域市占率领先

**日立中央空调精装修领领域市占率领先,地产企业认可度高,高端项目优势突出。**根据奥维云网数据,2021年日立中央空调在精装修市场中市占率超过26%,超过美的实现当年市占率第一,同比提升接近2pct,若加上海信品牌及江森自控约克品牌,则市占率合计可达到31%以上,同比提升3pct,领先优势进一步扩大。在2022中国房地产TOP500高峰论坛(由中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心共同主办)中,日立中央空调再次斩获

“空调类首选率第一”及“中央空调多联机首选率第一”的桂冠，这是日立中央空调自 2020 年起连续三年荣获“空调类首选率第一”的认证。根据奥维云网 2021 年 1-7 月高端地产中央空调分监测数据，在高端地产中日立稳居市场 TOP1，其中 10W 以上的楼盘中，日立以 60.21% 的份额稳居第一。目前日立中央空调服务的全国 10 万元/m<sup>2</sup> 高端地产项目包括：深圳湾 1 号深圳汉京九榕台、广州佳兆业天墅、广州海珠半岛花园、北京盘古大观、上海中粮天悦壹号、上海华润静安府、北京融创使馆壹号院等；高端项目的实施为日立中央空调树立良好的市场口碑，也促进海信品牌中央空调的认可度提升；截止目前，日立中央空调已与全国 400 多家知名地产公司达成合作，其中有 50 余家签订长期战略性合作协议。

图 38：精装修主要品牌市占率



资料来源：奥维云网、招商证券

## (5) 工程项目标杆项目突出

海信日立中央空调在工程项目领域同样表现突出，公司日立、海信、约克三个品牌凭借其高能效、高稳定性、高品质的绿色创新科技产品矩阵，在大型工程项目领域均有突出的历史成绩，承接过较多标杆项目，涵盖轨交、机场、会展中心、摩天大楼、大型公共建筑、工业生产车间等多种传统基础设施建设项目，以及数据中心为代表的新基建项目。在技术、服务优势的支撑下，凭借着过往标杆项目的加持，公司中央空调业务在工程市场有未来有望保持较快拓展。

表 4：日立、海信、约克品牌近期标杆性工程项目

品牌	项目	解决方案
日立	青岛海天中心	日立水源变频多联式中央空调系统
	南京青奥体育公园	水源变频多联机系列产品
	郑州国际会展中心	水机主机加末端系统的方案
	西安电子科技大学新校区公共教学楼群行政楼与图书馆工程项目	FLEX MULTI D 系列
	北京冬奥会场馆 - 首都体育馆	FLEXMULTI D 系列
	天府国际机场	热回收式变频多联式空调等
	苏州地标“东方之门”	日立水源多联机
	北京中国尊	水源多联机
海信	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	Hi-Multi G 系列、海信 Hi-MultiM 系列、海信 5G 荣耀家等
	绵阳市儿童医院	NEW M2 系列、新风处理机、全热交换器、海信集中控制系统
	北大医学科技楼	M2 系列多联式中央空调机组
	青岛胶东国际机场	M 系列多联机、新风系统等
	第十四届全运会 8 个大型场馆项目	H+系列、M2 系列、NEW M2 系列、多联机+风冷模块、多联机+直膨机
	天津国家会展中心	变频多联机 Hi-Multi New M2 系列+直膨机的组合方案

西藏拉林铁路	高效旋涡压缩机
京东集团华北云数据中心	Hi-Multi X 系列中央空调
青岛地铁 1 号线	
浙商银行西安科研中心项目	水源多联机
山东临沂慧谷星岸城项目	YES-Slim+产品
合肥城市云数据中心项目	-
约克	YES-edge+系列中央空调
沃尔沃成都新能源电池车间	YES-super+系列产品
大连地铁五号线	YES-RM 整体式系列机组
宁波象山亲和源养老院	YES-AHU 直膨式组合空气处理机组
复旦大学附属儿科医院	

资料来源：公司官网、招商证券

### 三、白电：内销差异化竞争，外销乘风破浪

#### 1、内销：推进高端化和产品差异化，增强竞争力

2022 年冰箱内需受疫情冲击表现疲软，海信家电冰箱业务市占率稳定。国内当前冰箱的保有率已达到较高水平，2021 年城镇和农村每百户拥有冰箱量分别为 104.2 和 103.5，国内冰箱市场由更新换代的存量市场为主。2022 年以来，冰箱行业内销出货量走弱，1-5 月合计出货量下滑 6.8%，特别是 4-5 月受局部地区疫情影响分别同比下滑 20.8% 和 9.9%。海信冰箱内销出货量表现略优于行业水平，1-5 月合计下滑 4.7%，预计随着疫情得到较好的防控，终端需求将得到较好恢复。海信家电冰箱业务通过“容声”和“海信”品牌进行，市占率居行业前列，根据产业在线数据，海信家电冰箱内销市占率 2020/2021/2022M1-5 分别为 11.2%、12.0%、11.3%，保持稳定。

价格层面，冰箱产品升级驱动均价提升的趋势明显，根据中怡康数据，2018-2021 年多门冰箱占比分别为 29.92%、33.96%、40.81%、43.94%，保持稳步提升，当前仍有较大提升空间，对应 2019-2021 年国内品牌的产品均价分别为 4077、4366、5058 元，同样保持稳步提升，容声冰箱 2019-2021 年均价为 3920、4269、4828 元，和行业均价基本保持一致。

聚焦用户，产品升级，结构优化。公司持续聚焦满足用户需求和提升用户体验，打造“超薄”冰箱精品，报告期内先后推出了海信真空•超薄冰箱、容声 WILL SPACE 超空间系列冰箱，满足“小体积大容积”的用户需求；中高端产品矩阵进一步完善，产品竞争力进一步提升，进而提升冰箱中高端市场的地位。根据奥维云网数据统计，多款高端产品年累进入畅销榜 TOP20，容声冰箱线下年累高端占有率达到 3.2 个点；根据中怡康数据，容声冰箱 2019-2021 年在 3000 元以下价格带中的市占率分别为 12%、11.3%、10.9%，3000-7000 元价格带的市占率为 14.1%/14.3%/15.1%，7000 元以上的价格带的市占率为 6.6%/8.2%/9.3%；明显可见，容声冰箱在保持整体市占率稳定的同时，中低端产品市占率下降，中高端产品市占率持续提升，产品结构升级取得较好结果。

图 39：冰箱行业内销出货量及同比

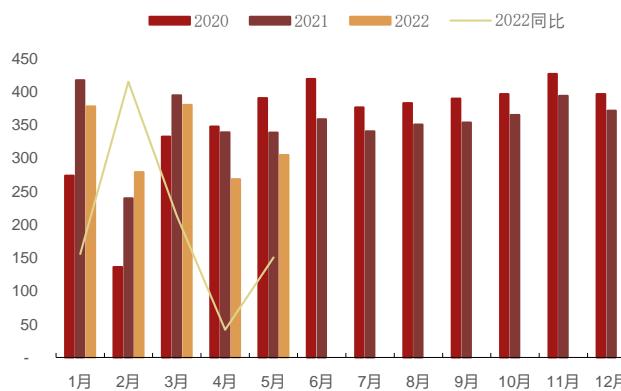
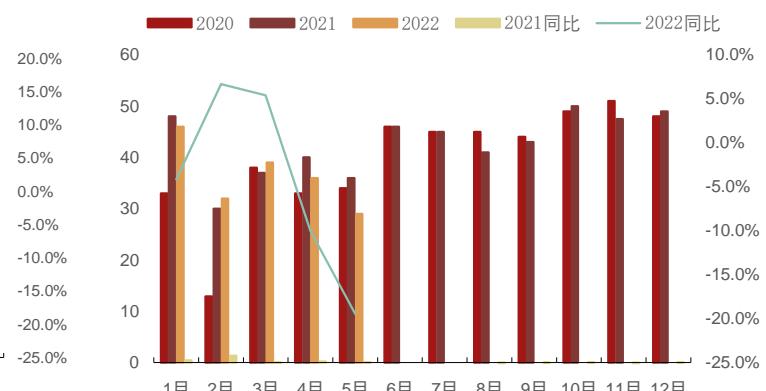


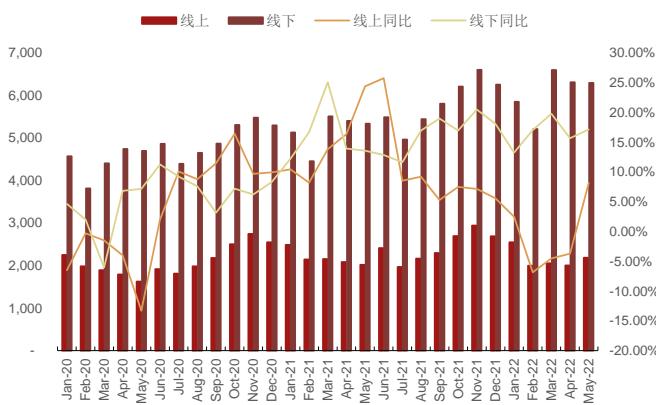
图 40：海信科龙冰箱内销出货量及同比



资料来源：产业在线、招商证券

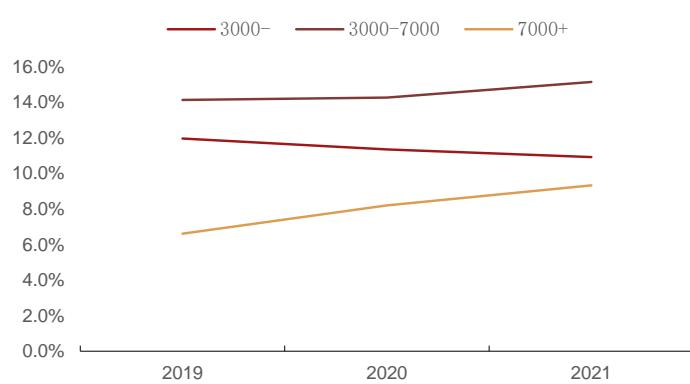
资料来源：产业在线、招商证券

图 41：冰箱均价保持提升



资料来源：奥维云网、招商证券

图 42：容声冰箱价格带市占率变化

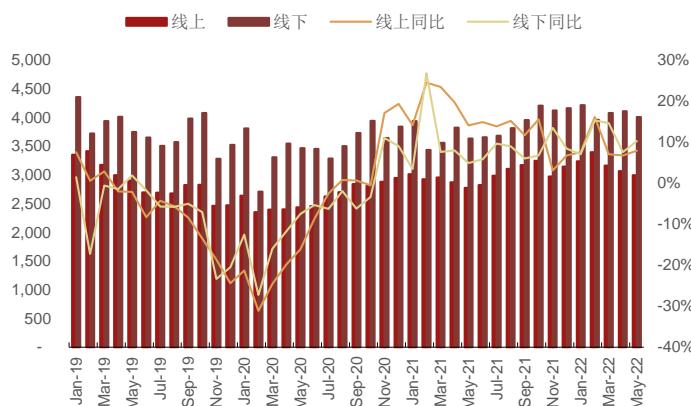


资料来源：中怡康、招商证券

**空调内销市占率稳定，价格持续提升。**空调内销市场当前竞争格局已较稳定，根据产业在线数据，格力、美的、海尔的内销出货量合计市占率近几年已稳定在 75-80%，家用空调品类底层技术未有大的变化，功能导向，在此基础上家用空调行业产业一体化程度较高，格力美的为代表的头部企业把握从上游的压缩机、电机等核心零部件的研发和自给、制造端持续投入、下游渠道布局和品牌打造等全环节，在成本端和规模效应等方面有更明显的优势，并形成正反馈促进市场份额的提升，当前渠道端并未有大规模的新渠道革新，二三线玩家在定价多采取跟随策略，难有弯道超车机会。根据产业在线数据，2021 年行业内销出货量 8470 万台，同比提升 5.5%，2022 年前五个月内销出货量同比提升 1.7%，实现稳健增长，其中 5 月份内销出货量同比增长 6.7%；我们认为家用空调内销市场当前渗透率仍有提升空间，出货量稳态应在 1 亿台/年以上，随着疫后消费的复苏，出货量有望延续稳健增长。海信家电空调业务国内出货量市占率 2020/2021/2022M1-5 分别为 3.8%、3.2%、4.0%，保持稳定水平，未来有望跟随行业复苏实现出货量平稳增长。价格层面，行业经历了 2019 年的价格战后，2020 下半年逐渐进入价格向上通道，当前仍在这一进程之中；根据奥维云网数据，行业 2021 年线上及线下均价同比提升 13.8% 和 7.1%，2022 年前五个月延续增长趋势，同比提升 21.2% 和 15.5%；行业均价当前基本回到 2019 年水平，行业当前未有渠道库存问题，龙头竞争策略未有价格战征兆，后续价格提升仍有空间。

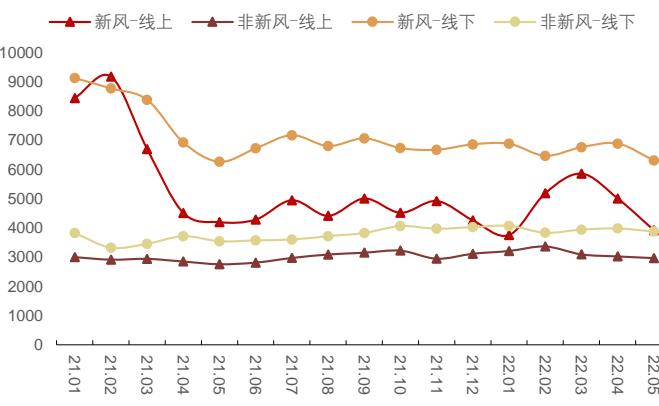
**布局新风空调，寻求差异化竞争优势。**根据奥维云网监测数据，2021 年新风空调规模 8.2 亿元，规模同比提升接近 500%，占比提升 0.9pct 至 1%，线下监测规模为 19.1 亿元，同比提升 57%，占比提升 2.0pct 至 5.7%。2022 年前 5 个月，在家用空调市场大环境下滑的背景下，新风空调逆势增长，线下销额 8.7 亿，同比增长 10.5%，线上销额 5.7 亿元，增速 136%。海信空调在家用空调业务聚焦新风产品，2021 年于 3 月、5 月、6 月在线上和线下均分别推出新风空调产品，2021 年主持制定家用空调领域首个新风空调行业标准——《房间空调器新风功能评价规范》，持续升级新风健康空调；2021 年企业标准领跑者活动颁布，海信新风空调 3 项标准上榜，入围数量为行业第一，且为行业唯一新风标准领跑者。

图 43：空调线上线下价格提升



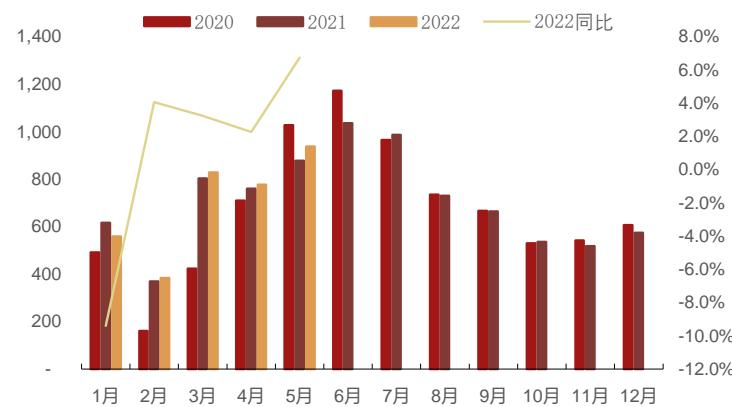
资料来源：奥维云网、招商证券

图 44：新风空调价格高于非新风空调价格



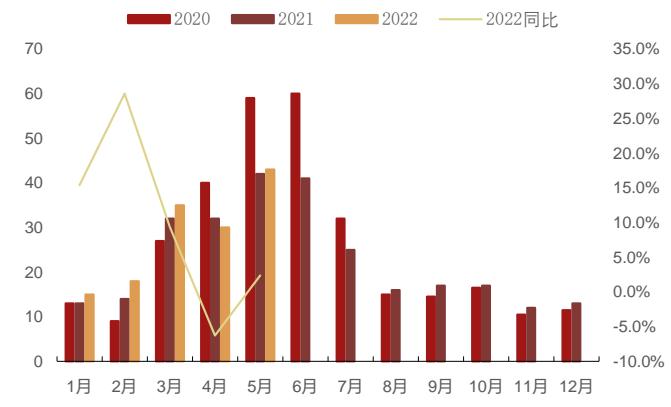
资料来源：奥维云网、招商证券

图 45：空调内销出货量及同比



资料来源：产业在线、招商证券

图 46：海信科龙空调内销出货量及同比



资料来源：产业在线、招商证券

## 2、外销：依托集团全球化布局乘风破浪

海信家电依托海信集团全球化优势，发挥协同效应，积极开拓海外业务。海信集团在生产、研发、渠道端有较好的全球化布局，当前全球范围内布局已 29 个工业园区和生产基地、22 所研发机构，37 个分公司。在中国外文局对外发布的《中国国家形象全球调查报告》中，海信已经连续 6 年成为海外民众最熟悉的排名前十位的中国品牌，产品远销 160 多个国家和地区，连续赞助 2016 年欧洲杯、2018 年世界杯和 2020 年欧洲杯、2022 年世界杯等世界顶级体育赛事。

图 47：海信集团全球工业园区和生产基地



资料来源：公司官网、招商证券

资料来源：公司官网、招商证券

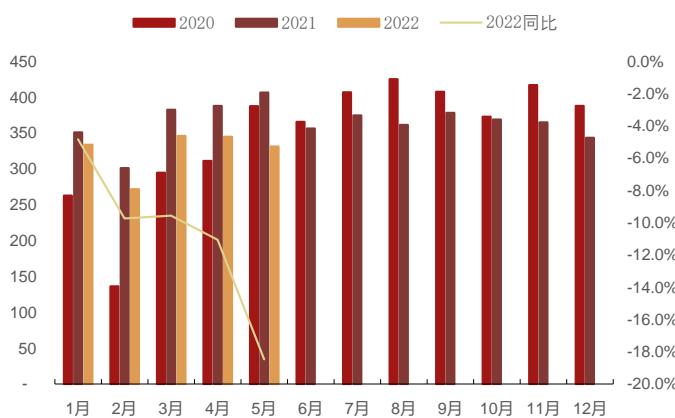
表 5: 海信集团全球分公司列表

大洲	分公司地区
美洲	加拿大、美国、墨西哥、巴西、阿根廷、智利哥伦比亚
欧洲	北欧分公司、英国、法国、西班牙、德国、意大利、捷克斯洛伐克、奥地利、波兰、匈牙利、斯洛文尼亚、克罗地亚、波黑、黑山、阿尔巴尼亚、北马其顿、保加利亚、罗马尼亚、塞尔维亚、乌克兰、俄罗斯
亚洲&大洋洲	日本、泰国、马来西亚、印度、印度尼西亚、迪拜、哈萨克斯坦、澳大利亚
非洲	南非

资料来源：公司官网、招商证券

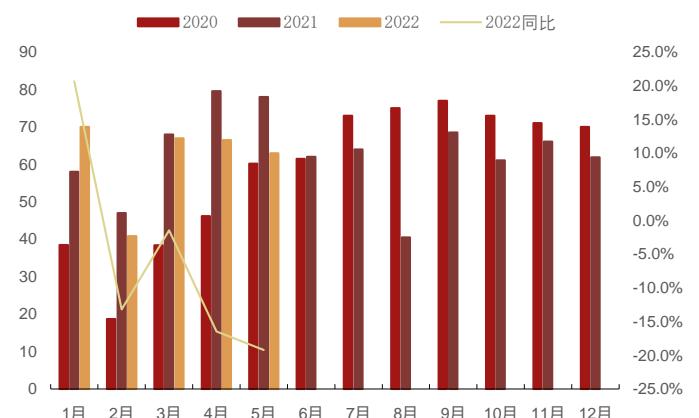
冰箱外销市占率提升明显，22年以来高基数下出现下滑。根据产业在线，冰箱行业2019-2021外销增速分别为6.7%、22.9%、4.8%；2022年前五月在上年高基数等影响下同比下滑11%；在公司出海战略及集团全球化优势的协同作用下，海信家电冰箱外销从2020年起表现显著优于行业，2019-2021年同比增长4.8%、63.5%、7.4%，2022年1-5月下滑7.0%，下滑幅度小于行业水平；市占率层面看，海信家电冰箱外销市占率2019/2020/2021/2022M1-5分别为12.9%、16.8%、17.2%、18.9%，保持稳健提升的趋势。

图 49：冰箱行业外销出货量及同比



资料来源：产业在线、招商证券

图 50：海信科龙冰箱外销出货量及同比



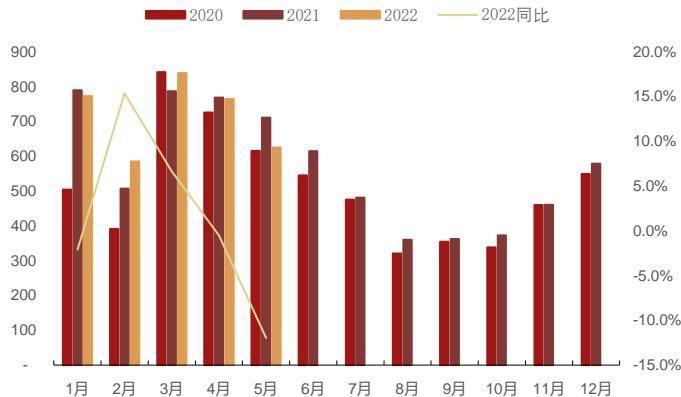
资料来源：产业在线、招商证券

空调外销市占率加速提升，22年前5月同比增长33.6%。海信家电空调领域外销相对于行业的表现更加突出，根据

敬请阅读末页的重要说明

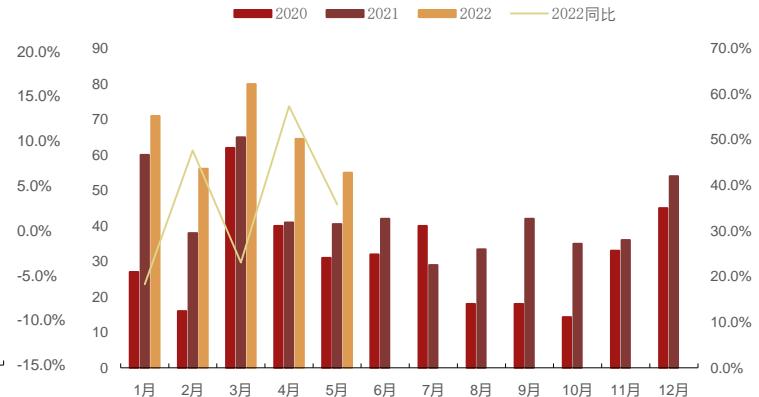
产业在线，空调行业 2019-2021 外销增速分别为 -0.8%、4.6%、11.0%；2022 年前五月在上年高基数等影响下同比微增 0.7%；海信家电空调外销显著优于行业，2019-2021 年外销出货量同比增长 9.3%、11.8%、37.1%，2022 年 1-5 月增长 33.6%；市占率层面看，海信家电空调外销市占率 2019/2020/2021/2022M1-5 分别为 5.8%、6.2%、7.6%、9.1%，呈现加速提升的趋势。

图 51：空调行业外销出货量及同比



资料来源：产业在线、招商证券

图 52：海信科龙空调外销出货量及同比



资料来源：产业在线、招商证券

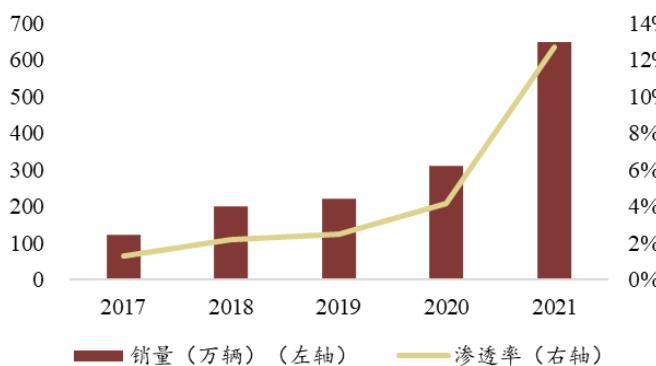
## 四、三电控股：汽车压缩机龙头，受益电车热管理升级

### 1、新能源汽车渗透率持续提升，热管理提升价值量提升

在全球减碳的大背景下，各国政府大力推动新能源汽车发展。根据 CleanTechnica 和中汽协数据显示，2021 年全球新能源乘用车销量达到 649.5 万辆，同比增长 107.9%，渗透率已提升至 12.7%；2021 年中国新能源汽车销量达到 352.1 万辆，同比增长 157.6%，渗透率已提升至 13.4%，在全球新能源市场占比超过 44%，成为全球单一最大新能源汽车市场。根据工信部 2020 年发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》，到 2025 年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右；根据中汽数据发布的《2021 节能与新能源汽车发展报告》判断，中国 2035 年新能源汽车销量占比将达到 60%。

各国政府通过从“管控+激励”两方面提出一系列法规、政策，如直接补贴、减免税费、基础设施建设、促进公共领域电动化、引入 NEV 双积分等措施限制燃油车、推动新能源汽车普及和市场化进程。总体来说，全球新能源汽车市场已经进入到市场驱动的高速增长阶段，长期来看成长性确定。

图 53：17-21 年全球新能源乘用车销量及渗透率



资料来源：CleanTechnica、EV Sales、招商证券

图 54：12-21 年中国新能源汽车销量及渗透率



资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

表 6：部分国家、地区或城市燃油车禁售时间表

国家、地区或城市	时间	禁售车型
挪威	2025	汽油车、柴油车
巴黎、马德里、雅典、墨西	2025	柴油车
美国加州	2029	燃油公交车
荷兰	2030	汽油车、柴油车
德国	2030	汽油车、柴油车
英国	2040	汽油车、柴油车
丹麦	2030	汽油车、柴油车
中国海南	2030	汽油车、柴油车
冰岛	2030	新燃油车
英国苏格兰	2032	汽油车、柴油车
日本	2035	汽油车、柴油车
加拿大魁北克	2035	汽油车、柴油车
中国台湾	2040	汽油车、柴油车
法国	2040	汽油车、柴油车
西班牙	2040	汽油车、柴油车及混合式动力车型

资料来源：各国政府规划、招商证券

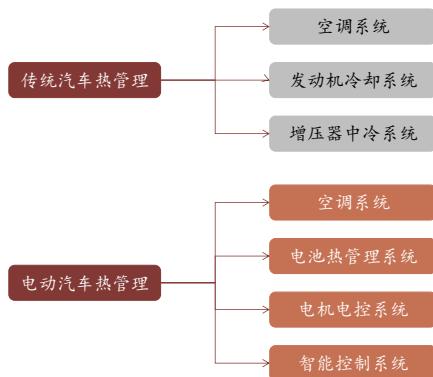
表 7：部分国家或地区新能源汽车发展规划

国家或地区	规划
英国	到 2030 年，50%~70% 的新销售乘用车、40% 的新销售轻型厢式货车是超低排放汽车，2040 年新车销售全部是新能源汽车
爱尔兰	计划未来十年新能源汽车数量增长 20 倍，2030 年减排 51%
挪威	2025 年新车销售全部是新能源汽车
丹麦	2030 年新车销售全部是新能源汽车
德国	2030 年新车销售全部是新能源汽车
法国	2040 年新车销售全部是新能源汽车
韩国	计划到 2025 年和 2030 年，新能源汽车分别增至 283 万辆和 785 万辆
日本	2030 年新能源汽车市场占有率达到 50%-70%
美国加州	2025 年新能源汽车销量达到整体新车销售的 15%
加拿大不列颠哥伦比亚	2025 年新能源汽车销量占比 10%，2030 年占比 30%，2040 年占比 100%

资料来源：各国政府规划、招商证券

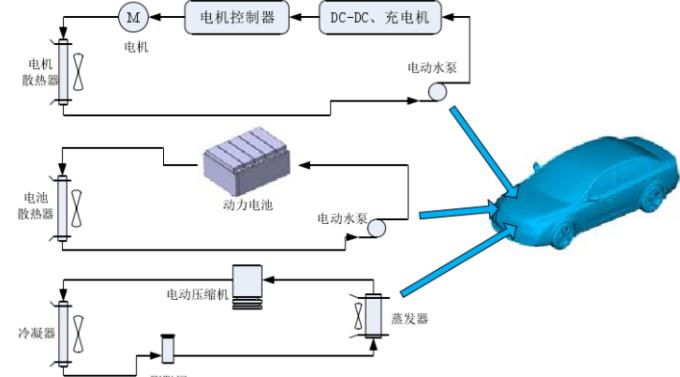
新能源汽车的高速发展给整车热管理产业带来了新的机遇。根据上海新能源汽车空调工程技术研究中心数据显示，2021 年中国汽车热管理产业已经发展到 2618.2 万套，与 2020 年相比增加了 5.09%，产业规模在 656.8 亿元，其中新能源汽车热管理 2020 年新增 119.69 亿元左右。新能源汽车热管理包括空调系统、电池热管理、电机电控和其他电子设备的热管理，插电式混合动力汽车热管理还包括发动机、变速箱的冷却。新能源汽车热管理系统在原来传动动力空调的基础上增加了电池热管理模块、电机电控热管理、能量流智能控制及智能运维保障三个领域，包括电动压缩机、电子水泵、电池冷却器、电子膨胀阀、膨胀水壶、温度传感器、高压 PTC 水加热器、回路阀件、电池冷板等零部件及水回路集成及控制。

图 55：电动汽车热管理包含更多维度



资料来源：公开资料整理、招商证券

图 56：电动汽车典型热系统组成示意图



资料来源：《热管理系统散热冷却建模及电池组温均控制策略研究》、招商证券

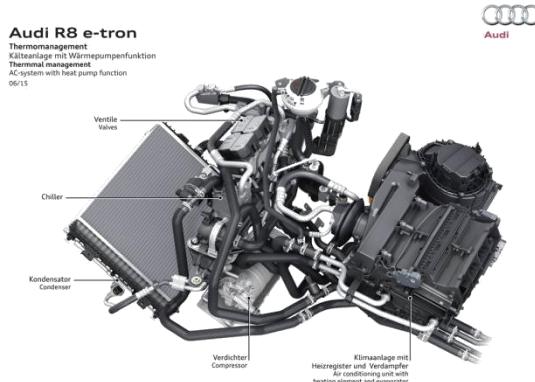
**汽车空调系统**通过循环制冷剂并反复压缩和膨胀来交换环境热量，从而“冷却和加热”。传统燃油车空调系统通常为单冷，冷媒单向运转，系统结构简单，可以利用发动机的余热进行采暖，核心零部件包括蒸发器、冷凝器、压缩机、热力膨胀阀等等。新能源汽车动力驱动来源于动力电池，无法利用内燃机余热采暖，因此制冷方面使用电动压缩机取代传统压缩机；通暖方面使用 PTC 加热或者热泵空调技术。

图 57：电动汽车 PTC 热管理空调系统



资料来源：热设计、招商证券

图 58：电动汽车热泵热管理空调系统



资料来源：奥迪官网、招商证券

PTC 加热是使用 PTC（热敏电阻）直接对制冷剂（通常为水、乙二醇或二者混合物）进行加热，再通过暖风散热器对座舱进行加热，PTC 系统成本较低，但能耗大、安全存在隐患，尤其制热过程对续航里程影响较大，最多约影响 25% 的续航里程。热泵空调相较于 PTC 热效率更高、更加高效节能，因此也成为新能源汽车空调系统的应用趋势，热泵系统制热原理与家电空调类似，利用四通阀使热泵空调的蒸发器和冷凝器功能对换、改变热量移动方向，达到制热的效果。新能源汽车热泵空调的主要冷媒包括 R123a、R1234yf、CO<sub>2</sub> 等，相较于传统的 R123a 和 R1234yf，CO<sub>2</sub> 冷媒环境更友好、低温性能更优，有望成为热泵冷媒的主流技术路线。

表 8：热泵空调与 PTC 空调对比

空调系统	优势	劣势	应用车型
热泵空调	高效节能	低温下制热能力差	BWM i3、蔚来 ES6、荣威 EI5 等
PTC 空调	低温工作条件下制热效果好	耗电	Model X、Bolt、EC220、iEV6E

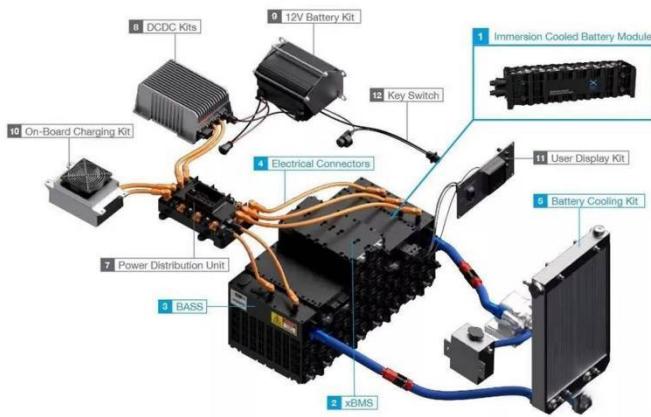
资料来源：公开资料整理、招商证券

**电池热管理**是新能源汽车热管理系统的根本。电池高效工作温度范围较窄，热管理系统是维持电池性能和安全性的关键。动力电池能完全发挥性能的温度范围通常为 0°C~40°C。温度过低，电池充放电功率性能下降，整车表现出动力不足、续航缩减；温度过高会产生电池热失控风险，威胁整车安全。目前常用的电池散热系统主要有风冷式和液冷式。风冷系统结构简单、成本低，但效果相对一般，主要应用于 A00 级等中低端车型；液冷系统效果好、同时热度均匀，但成本较风冷略高，目前在 A 级以上中高端车型应用较多，是目前的主流技术路线，占比 60% 以上。随着电池容量、

功率提升，高效的液冷已经成为主要的电池冷却方式。

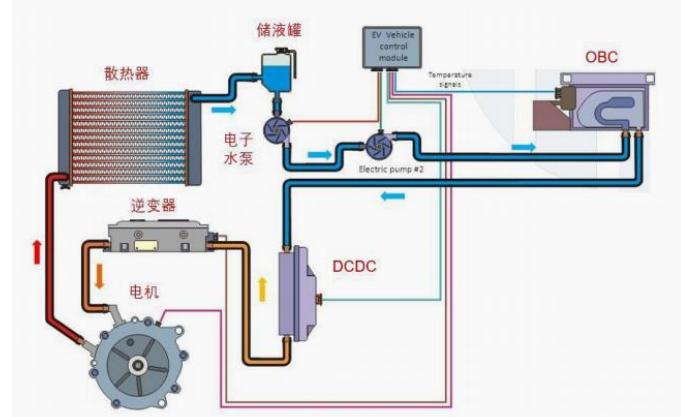
**电机电控**是新能源汽车一大发热源，在高功率输出和充电情况下电机绕组和IGBT会产生大量热，若热量不能及时散去，电磁、电子元件在高温下性能和寿命下降，最终致整车性能减弱甚至引发故障停机，因此电机电控热管理也是至关重要的。根据介质种类，电机冷却系统分为空冷、水冷和油冷，空冷即风冷，散热能力有限，通常用于功率不高的微小型电动车；水冷是目前电机的主流散热方式，冷却液通过流经电机壳体带走热量，但由于内部元件的热量需经过层层部件传导至外壳与冷却液热交换导致传递路径长、温度梯度大、散热效率低；油冷方式需要增加一个油冷却器使油与冷却液进行热交换，油冷系统复杂、技术难度大、成本高，目前除特斯拉外应用并不多。电控系统的发热部件主要来自IGBT等功率元件，对电机高功率的追求和对电控系统紧凑化设计的要求向电控系统尤其是功率元件的散热提出更高的挑战。目前通常把电控系统和电机串联在一个冷却回路，通过散热器散热，架构与发动机散热系统相似。

图 59：电动汽车电池热管理系统



资料来源：2019欧洲电池展、招商证券

图 60：电动汽车电机电控冷却系统



资料来源：热设计、招商证券

**能量流智能控制及智能运维保障**是针对乘员舱内温湿度精确控制、电池冷热温度控制、智能识别乘员和电池热负荷需求变化和智能响应以及物理操作器的人机界面(包括语音识别、手势识别等)、远程预冷预热控制、远程标定和远程故障诊断等方面进行软件开发以智能管理。智能一体化热管理成为了智能化新能源汽车的升级趋势。通用、福特、丰田、本田、宝马等汽车企业纷纷与国际知名汽车热管理研发机构合作，通过数字化仿真软件和热力学风洞试验共同开发新型整车热管理系统，作为长期发展战略以应对新型智能汽车所面临的技术挑战。

新能源汽车热管理系统相比于传统汽车的更加复杂，较传统汽车新增冷却板、电池冷却器、电子水泵、电子膨胀阀、PTC加热器或热泵系统等，这使得新能源汽车热管理系统的价值更高。根据三花智控可转债募集说明书数据，新能源汽车热管理系统核心产品价值量从2230元提升至6410元左右，即新能源汽车热管理价值量比传统提升近2倍，此外考虑到新能源热管理系统核心器件的规格、用量、技术路线等因素，价值量可能会更高。

表 9：新能源车热管理核心组件价值量是传统车约2倍

传统热管理核心组件	结算价格(元)	新能源汽车热管理核心组件	结算价格(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	1500
水泵	100	电子系统	840
空调压缩机	500	电动压缩机	1500
中冷器	200	电子膨胀阀	500
其他	400	其他	550
<b>合计</b>	<b>2230</b>	<b>合计</b>	<b>6410</b>

资料来源：三花智控可转债募集说明书，招商证券

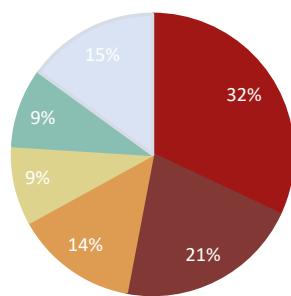
## 2、三电控股为汽车空调压缩机龙头，全球布局客户基础好

**三电控股历史悠久、技术成熟、客户广泛。**三电控股成立于 1943 年，是汽车空调压缩机和汽车空调系统一级制造供应商。其开发的新一代电动压缩机、综合热管理系统和汽车空调产品在新能源汽车领域已经得到大量应用。三电控股 1970 年开始生产汽车压缩机，进入汽配制造行业、空调制造行业，在汽车空调压缩机行业发展超过 50 年，1981 年生产并销售了世界上第一台用于汽车空调系统的涡旋式压缩机。客户遍布全球，为大众、戴姆勒、通用、标致、福特、本田及奔驰等等知名汽车制造商供货。公司 2020 年收入占比最大的客户为大众和戴姆勒，销售收入占比分别为 13.5% 和 12.1%。根据前瞻产业数据，日本三电 2018 年全球汽车空调压缩机市占率为 21%，全球汽车空调电动压缩机市场份额为 15%，均处于行业领先地位。

三电公司积极拓展新能源汽车制造商客户。近日，根据财联社报道，财联社记者从海信集团内部人士获悉，三电美国公司近日获得全球领先新能源汽车制造商客户在美国生产的两款电动压缩机项目订单，锁定一定年限并预计上量后有较可观订单价值量。三电公司和华域汽车在中国市场合资企业华域三电汽车空调有限公司（华域三电，三电公司持股 43%）致力于纯电动汽车、插电式混合动力汽车等新能源汽车热泵系统、电动空调压缩机的研发、试制，2021 年成功为上汽乘用车、智己汽车、上汽大众、上汽通用、特斯拉、上汽大通、沃尔沃、长城汽车、吉利汽车、长安汽车、江铃汽车等混动、纯电相关车型提供配套，全年共完成电动压缩机批量供货 51 万台（套）。

图 61：2018 年全球汽车空调压缩机市占率

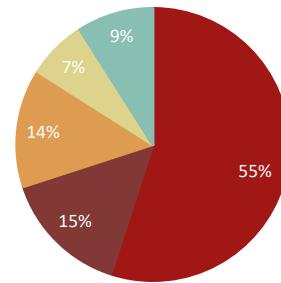
■ 电装 ■ 三电 ■ 瀚昂 ■ 奥特佳 ■ 法雷奥 ■ 其它



资料来源：前瞻产业研究院、招商证券

图 62：2018 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、招商证券

图 63：三电控股历史沿革



资料来源：公司官网、招商证券

**三电控股全球布局，产品领先。**三电控股自 1974 年开始进军海外市场，现在已形成较为完整的全球产销基地布局，

敬请阅读末页的重要说明

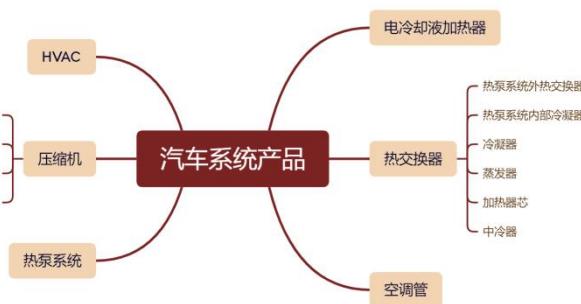
目前公司已在 20 多个国家和地区建立起产销公司，形成以日本、中国、美国（墨西哥）、法国（波兰）、东南亚地区等 5 块主要的生产基地，为公司的业务高效推进打下良好基础。欧洲仍为第一大市场，中国市场占比持续提升。三电公司汽车系统业务全球化布局，当前欧洲市场仍为收入占比最大的区域，2018-2021 年欧洲市场收入占比分别为 31%/35%/45%/38%，中国市场为成长最快的区域市场，收入占比从 2018 年的 17.2% 提升至 2021 年的 26%；日本市场占比逐年萎缩，当前为 11%，较 2018 年的 33% 下滑较多，亚洲其它区域及美洲市场收入占比保持稳中有升的趋势。

图 64：三电公司全球布局



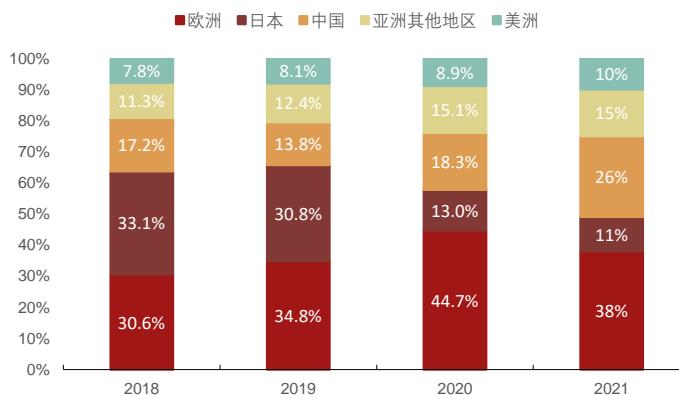
资料来源：公司年报、招商证券

图 65：三电公司汽车系统业务产品示意图



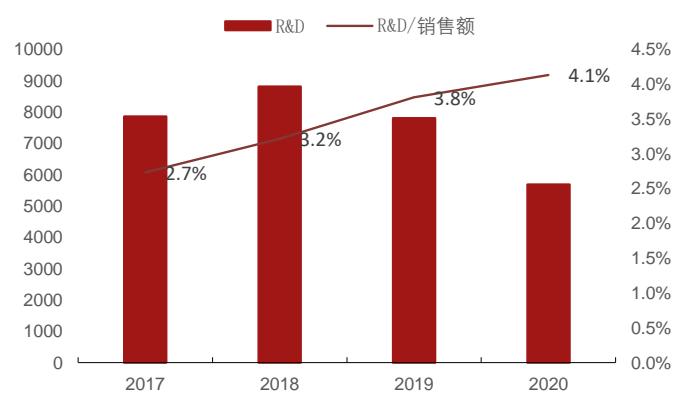
资料来源：公司年报、招商证券

图 66：三电控股中国地区收入占比快速提升



资料来源：公司年报、招商证券

图 67：三电控股研发费用率持续上升



资料来源：公司年报、招商证券

**研发费用率持续提升，汽车热管理业务产品齐全。**公司当前汽车系统业务相关的产品有压缩机、HVAC、热泵系统、电冷却液加热器、热交换器、空调管等。三电公司近几年在经营乏力的背景下，仍保持研发端的积极投入，研发费用率从 2017 年的 2.7% 逐年提升至 2020 年的 4.1%，在研发资源持续投入的支持下，公司产品保持迭代和较强竞争力，电动压缩机领域公司已推出第四代产品，第四代压缩机是大容量、高效率、高耐用性的机型，可适用于集成热管理系统；在更前沿的二氧化碳压缩机领域，三电 2017 年全球率先量产二氧化碳压缩机；在热泵系统领域，三电 2017 年开始量产热泵系统，2018 年在全球首次在中国市场将热泵系统应用于电动汽车空调，三电的热泵系统产品采用了自己的关键部件电动压缩机和热交换器，并应用了其独特的系统配置和控制技术，可实现更低温度下使用、以及更高的工作效率。

表 10：三电公司电动压缩机规格

规格	第二代			第三代		第四代	
	放电容量	15cc	33cc	33cc	27cc	33cc	33cc
电压	24v	48 伏	高压	高压	高压	45cc	高压

资料来源：公司官网、招商证券

### 3、海信收购整合经验丰富，积极推动三电经营改善，协同效应释放，打造新增长曲线

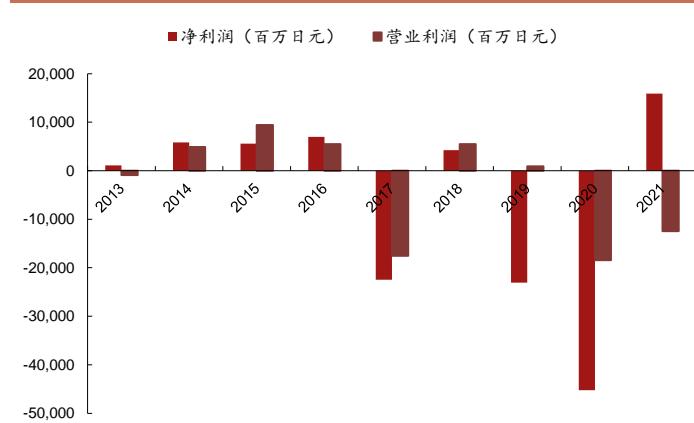
三电控股经营不善、外加全球汽车市场近十年来增速放缓使得公司面临财务危机。近年来全球汽车市场出现一定程度的低迷，根据全球汽车制造商协会的数据，2005-2019年全球汽车销量年复合增长为2.35%，但2018年起全球汽车销售出现下滑，2018-2020年分别同比下滑0.6%、4.9%和13.8%，汽车市场的低迷及疫情等外部环境影响对三电公司经营产生较大不利影响；此外公司经营效率较低，以及公司此前主要客户为传统燃油车企业的客户结构需在新能源车占比快速提升的背景下快速转型等内部因素共同导致公司经营受到较大冲击，公司2017-2020年收入分别为2876/2739/2049/1375亿日元，同比+2.0%/-4.8%/-25.2%/-32.9%；随着公司自17年开始逐步退出生活与环境系统业务和中东业务，公司业绩出现短暂回升，但是随之2019-2020年公司营业利润分别为8.9亿日元及亏损184亿日元，净利润分别亏损230.6亿日元及452.5亿日元；同期公司资产负债率持续上行，截止2021年12月31日，公司资产负债率为84.2%，其中短期贷款和当期到期的长期借款占比较高，偿债压力较大。

图 68：全球汽车市场与三电控股营收变动



资料来源：公司年报、招商证券

图 69：三电控股净利润出现较大幅度亏损

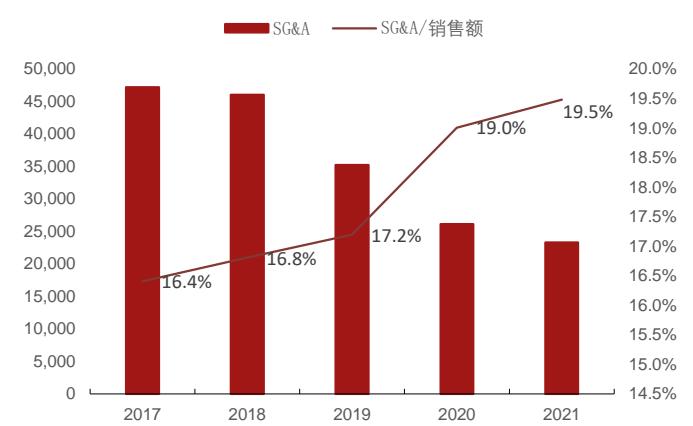


资料来源：公司年报、招商证券

**费用把控不力，SG&A 费用率持续走高。**三电 SG&A 费用率（Selling, General and Administrative Expenses，即销售、一般和管理费用）水平较高，2017-2021年（2021年为4月至12月）SG&A 费用率从16.4%提升至19.5%，持续走高，较高的SG&A费用率对公司业绩造成较大侵蚀。三电 SG&A 费用较高预计与公司内部人员冗余，管理效率较低以及全球范围内产能及需求匹配程度不够高等多因素有关。

**公司股权结构分散，不利于治理效率提升。**截至2021年4月12日，公司第一大股东BBH(LUX) FOR FIDELITY FUNDS PACIFIC FUND持股占比7.66%，第二大股东持股占比6.66%，其余股东持股比例不超过5%，其中管理层持股占比0.18%，前十大股东持股合计37.86%；股东持股分散使得管理效率难以提升，管理层持股比例极低也容易诱发委托代理等不良问题。

图 70: SG&amp;A 费用 (百万日元) 收入占比持续走高

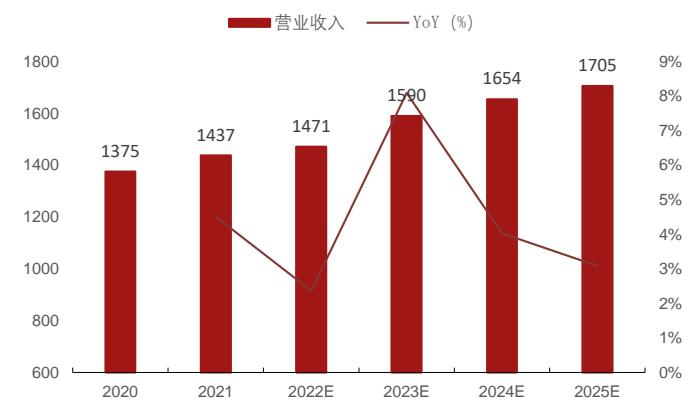


资料来源：公司年报、招商证券

**海信积极推进整改，三电公司制定五年振兴计划。**为解决公司困境，三电通过对海信集团旗下的海信家电集团第三方向增发，筹集了约 214 亿日元。2021 年 5 月底付款完成，三电纳入海信旗下，海信持股 75%（按表决权计算）。三电吸收合并日本国内 7 家子公司，2022 年 1 月把名称由三电控股变更为“三电”。在 2021 年 12 月下旬的临时股东大会上，新会长人选获得通过，新的经营体制终于正式启动。海信收购三电后对其进行了一系列改革整合，三电公司亦制定五年复兴计划，主要措施包括：1) 调整全球生产布局，提升生产基地的规模化优势和盈利能力、提升新能源车相关产品占比；2) 降低库存、提升盈利能力，包括加强生产流程成本管控、推进自动化生产线改造等（如公司 2021 年 8 月通过 3 个月将电动压缩机自动化生产线产能提升 36% 至 85 万套/年、计划在 2024 年将 ECH 产能提升至 23 万套/年，并将生产成本降低 53%）；3) 持续提升产品和技术升级；4) 提升现金流管理能力；5) 提升公司内部决策效率等；三电公司亦制定了五年振兴计划的营业收入及营业利润目标，预计 2025 年营业收入稳步增长至 1705 百万日元，营业利润 2022 年扭亏，2025 年达到 102 百万日元。

**海信与三电协同效应有望释放。**海信与三电在采购、技术、资金、市场等方面有较多协同空间：（1）汽车空调系统和传统的白电及中央空调业务领域在部分技术领域、原材料采购等方面有一定的共通之处，两者在技术共享、供应链优化、生产效率提升等方面具有一定优化空间；2) 三电依托海信集团有望实现更低息融资，降低财务成本；3) 海信集团在智能座舱等新能源车电子领域已有一定的布局，两者在客户资源等方面的共享有望促进市场及客户拓展。在未来，随着整改逐渐完成，海信与三电的协同效应进一步释放，三电公司汽车热管理及相关业务有望成为海信新一轮的增长点。

图 72: 三电公司振兴计划营业收入目标 (百万日元)



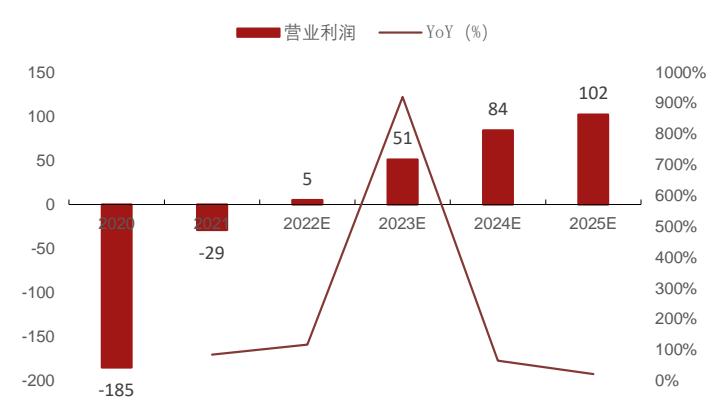
资料来源：公司官网、招商证券

图 71: 三电控股前十大股东分散 (截止 2021/4/12)

序号	股东名称	持股数	持股占比
1	BBH (LUX) for Fidelity Funds Pacific Fund	2,150,000	7.66%
2	The Master Trust Bank of Japan, Ltd. (Trust Account)	1,868,900	6.66%
3	Sanden's Business Partner Share Holding Association	1,319,005	4.70%
4	JPML RE NOMURA INTERNATIONAL PLC 1 COLL EQUITY	1,144,528	4.08%
5	Mizuho Bank, Ltd.	1,017,622	3.63%
6	The Gunma Bank, Ltd.	1,017,540	3.63%
7	Daido Life Insurance Company	694,200	2.47%
8	Custody Bank of Japan, Ltd. (Trust account)	593,100	2.11%
9	Custody Bank of Japan, Ltd. (Trust account 5)	427,500	1.52%
10	Clearstream Banking S.A.	389,640	1.39%
合计		10,622,035	37.86%

资料来源：公司年报、招商证券

图 73: 三电公司振兴计划营业利润目标 (百万日元)



资料来源：公司官网、招商证券

## 五、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 763.2、841.4、924.1 亿元，同比增长 13.0%、10.2%、9.8%。分业务看：

- 空调业务（家空+央空）2022-2024 年预计收入 349.6、397.9、448.4 亿元，YoY+15.0%/+13.8%/+12.7%；其中家空收入 137.9、154.4、168.3 亿元，YoY+15.0%/+12.0%/+9.0%，央空收入 211.7、243.5、280.0 亿元，YoY+15.0%/+15.0%/+15.0%；
- 冰洗业务 2022-2024 年预计收入 244.0、261.1、279.3 亿元，YoY+6.0%/+7.0%/+7.0%；
- 三电业务收入 2021 年 6 月起并表于其他主营业务中，2021 年并表金额 51.1 亿元，预计 2022-2024 年实现收入 75、83.2、92.4 亿元；
- 公司其它业务保持平稳增长。

我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 14.0/17.0/20.0 亿元，YoY+44%/+21%/+18%。

**表 11：海信家电分业务收入预测（亿元）**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>					
收入	483.9	675.6	763.2	841.4	924.1
YoY (%)	29.2%	39.6%	13.0%	10.2%	9.8%
毛利率	24.0%	19.7%	20.5%	21.3%	21.7%
<b>空调</b>					
收入	233.9	304.0	349.6	397.9	448.4
YoY (%)	42.9%	30.0%	15.0%	13.8%	12.7%
其中：家空	100.6	119.9	137.9	154.4	168.3
家空增速	-26.4%	19.3%	15.0%	12.0%	9.0%
其中：央空	133.3	184.1	211.7	243.5	280.0
央空增速	10.7%	38.1%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	30.0%	26.3%	27.6%	27.9%	28.1%
<b>冰洗</b>					
收入	187.1	230.2	244.0	261.1	279.3
YoY (%)	16.0%	23.0%	6.0%	7.0%	7.0%
毛利率	21.5%	16.7%	18.0%	18.5%	18.5%
<b>其他主营业务(2021 年起含三电并表)</b>					
收入	17.5	73.4	99.52	110.22	122.08
YoY (%)	2.9%	319.7%	35.6%	10.8%	10.8%
毛利率	20.9%	15.5%	12.8%	14.6%	16.2%
<b>其他业务</b>					
收入	45.5	68.0	70.04	72.15	74.31
YoY (%)	39.7%	49.5%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	5.4%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：Wind、招商证券

估值层面，我们采用分部估值方法：

- 中央空调行业景气度较好，若假设海信日立 22 年实现 YoY+15% 的业绩增长，全年贡献业绩约 14.0 亿元，考虑到海信日立龙头地位，以合理动态市盈率 15-17 倍匡算，可对应约 210-240 亿估值；
- 公司传统白电主业盈利尚可，外销份额持续提升，若以可比公司长虹美菱/奥马电器等作为参考，可对应约 50-60 亿估值；
- 汽车热管理及相关业务市场空间较大，三电公司市场地位较强，前期因为经营不善等因素出现亏损，当前处于整合期未能实现较好盈利，采用 PS 估值给予 22 年 0.6x PS，对应估值 45 亿元；

即公司对应合理估值应为 305-343 亿元，公司当前市值 192 亿元；此外，公司截止 2022 年一季报在手货币资金及交易性金融资产（银行理财）合计约 118 亿元，公司安全边际较高，维持“强烈推荐评级”。

## 六、风险提示

### 1、原材料成本提升

公司原材料成本占营业成本的比重较高，原材料成本的提升对公司盈利能力造成不利影响。

### 2、地产景气度下行

公司中央空调业务、白电业务均具有一定的地产后周期属性，如果地产景气度持续下行则会对终端需求产生不利影响。

### 3、行业竞争加剧

行业竞争加剧可能会对参与者毛利率产生不利影响。

### 4、汇率波动

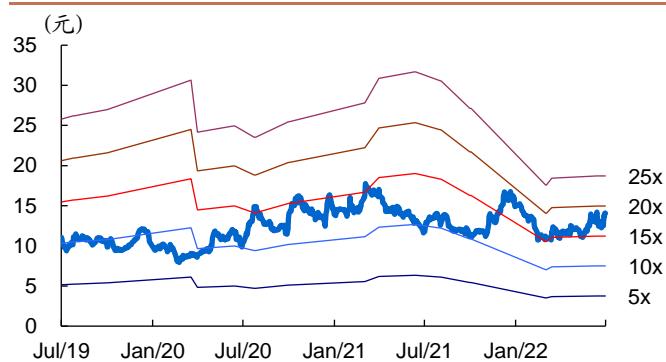
公司外销占比比较大，汇率波动可能会对公司盈利能力造成影响。

### 5、三电控股整合不及预期

公司积极推动三电控股整合，改善内部经营管理；若三电控股整合不及预期，则不利于双方协同效应的释放以及不利于三电抓住当前新能源车热管理市场快速爆发的契机。

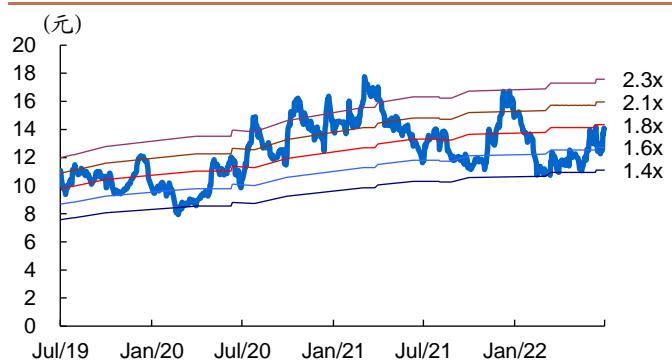
## PE-PB Band

图 74：海信家电历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 75：海信家电历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	30231	39700	42466	47805	54457
现金	7111	7023	6685	9035	12501
交易性投资	2621	5626	5626	5626	5626
应收票据	548	228	258	284	312
应收款项	6594	8757	9642	10630	11675
其它应收款	398	484	547	603	662
存货	4295	8437	9382	10247	11185
其他	8664	9145	10326	11381	12496
<b>非流动资产</b>	11580	16249	17221	17999	18619
长期股权投资	524	1436	1436	1436	1436
固定资产	3879	5189	6354	7304	8079
无形资产商誉	1878	1871	1684	1515	1364
其他	5299	7753	7748	7743	7740
<b>资产总计</b>	<b>41812</b>	<b>55949</b>	<b>59687</b>	<b>65804</b>	<b>73076</b>
<b>流动负债</b>	26719	38012	38933	41695	45037
短期借款	22	2859	422	100	100
应付账款	18067	23293	26043	28444	31048
预收账款	1101	1147	1283	1401	1529
其他	7530	10713	11187	11750	12360
<b>长期负债</b>	686	2345	2345	2345	2345
长期借款	0	32	32	32	32
其他	686	2312	2312	2312	2312
<b>负债合计</b>	<b>27405</b>	<b>40357</b>	<b>41278</b>	<b>44040</b>	<b>47382</b>
股本	1363	1363	1363	1363	1363
资本公积金	2062	2069	2069	2069	2069
留存收益	6355	6910	8018	9297	10785
少数股东权益	4627	5249	6959	9035	11477
归属于母公司所有者权益	9779	10342	11450	12729	14217
<b>负债及权益合计</b>	<b>41812</b>	<b>55949</b>	<b>59687</b>	<b>65804</b>	<b>73076</b>

## 利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	48393	67563	76318	84137	92409
营业成本	36756	54250	60653	66247	72311
营业税金及附加	327	399	451	497	546
营业费用	6891	7672	8471	9339	10257
管理费用	619	1327	1603	1767	1941
研发费用	1285	1987	2244	2474	2772
财务费用	(110)	57	(14)	(103)	(155)
资产减值损失	(40)	(52)	(52)	(52)	0
公允价值变动收益	21	34	34	34	34
其他收益	370	414	400	400	400
投资收益	220	513	500	400	400
<b>营业利润</b>	3195	2781	3792	4698	5570
营业外收入	304	191	191	191	191
营业外支出	15	56	56	56	56
<b>利润总额</b>	3485	2917	3928	4834	5706
所得税	639	574	818	1059	1267
少数股东损益	1267	1370	1710	2076	2442
<b>归属于母公司净利润</b>	1579	973	1399	1699	1998

## 主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业收入	29%	40%	13%	10%	10%
营业利润	56%	-13%	36%	24%	19%
归母净利润	-12%	-38%	44%	21%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.0%	19.7%	20.5%	21.3%	21.7%
净利率	3.3%	1.4%	1.8%	2.0%	2.2%
ROE	16.1%	9.4%	12.2%	13.3%	14.1%
ROIC	17.2%	11.6%	15.2%	16.0%	16.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.5%	72.1%	69.2%	66.9%	64.8%
净负债比率	0.1%	5.5%	0.8%	0.2%	0.2%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
存货周转率	9.4	8.5	6.8	6.7	6.7
应收账款周转率	7.9	8.4	8.1	8.1	8.1
应付账款周转率	2.4	2.6	2.5	2.4	2.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.16	0.71	1.03	1.25	1.47
每股经营净现金	4.38	3.17	2.77	3.16	3.78
每股净资产	7.18	7.59	8.40	9.34	10.43
每股股利	0.35	0.21	0.31	0.37	0.44
<b>估值比率</b>					
PE	12.1	19.7	13.7	11.3	9.6
PB	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	17.8	18.5	13.8	11.5	9.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 招商家电研究组：

**史晋星：**复旦大学世界经济硕士，2017年-2021年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得2017年水晶球第四，2019-2020年水晶球第五，2017/2020年新财富入围等奖项。

**陈东飞：**美国莱斯大学统计学硕士，中国人民大学环境经济管理学学士。2017年入职招商证券，任环保与公用事业行业分析师，2020年任家电行业分析师。

**彭子豪：**北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020年加入招商证券家电研究团队。

**纪向阳：**上海财经大学经济学类硕士，南京航空航天大学工学学士，曾就职于民生证券研究院，2022年加入招商证券研发中心，从事家电行业研究。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。