

家用电器行业

中央空调专题（二）：海信日立—中国多联机龙头，发展空间广阔

分析师：曾婵



SAC 执业证号：S0260517050002

SFC CE.no: BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：袁雨辰



SAC 执业证号：S0260517110001

SFC CE.no: BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：王朝宁



SAC 执业证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **海信日立：合资企业，多联机龙头。（1）股权与组织架构：**海信家电持股海信日立 49.2%，并于 2019Q4 并表。日立负责技术、生产管理和产品品控，海信负责销售和售后服务。**（2）业务概览：**海信日立旗下共有“日立中央空调”、“海信中央空调”、“约克多联机”三大品牌；包括家用中央空调与商用解决方案两大系列；公建、房地产、家装零售市场全面发展。
- **行业趋势：供需双向利好将推动多联机为主的家用中央空调市场维持良好增长。（1）市场规模：**根据暖通空调，2019 年中央空调市场规模 961 亿元，2012-19 年 CAGR 6.7%。分产品来看，多联机占比从 2008 年 30% 增长 19.5pct 至 2019 年 49.5%；分应用场景来看，家用中央空调占比从 2015 年 26% 增长 6pct 至 2019 年 32%。**（2）增长潜力：**中央空调制冷效果好、送风均匀、节省空间等优势使其在消费升级的大背景下有望吸引更多潜在消费者；而政策要求带来的精装修占比提高将进一步推动家用中央空调需求。
- **竞争优势：产品力强+性价比高+渠道布局广。（1）份额表现：**2019 年“海信”+“日立”+“约克”合计市场占有率 23.8%，首次超越大金，跃升行业第一。**（2）核心竞争力：产品力强，性价比高，渠道布局广。**日立既有压缩机等核心技术硬实力，又有针对本土市场进行创新产品开发的软实力。同时，作为定位高端的日资背景品牌，日立相比大法则更具性价比。渠道方面，截止 2020 年 8 月 16 日官网数据，日立渠道网点（2141 家）多于大金（1487 家），借助海信本土渠道资源，深耕二三线市场。
- **海信日立增长空间测算：（1）历史业绩：**2010 至 2019 年，海信日立营业收入从 16.2 亿增长至 120.4 亿，CAGR 达 25.0%；净利润从 1.9 亿增长至 19.2 亿，CAGR 达 29.3%。**（2）未来空间测算：长期稳态下空间测算（预计 15-20 年后，下同），**多联机市场规模 1224 亿元（其中家用：商用=10:3），较 2019 年有 157% 空间；对家用部分多联机渗透率与海信日立份额进行双变量敏感分析，假设日立商用/家用系数与行业相同为 0.3，测算得海信日立总收入为 257 亿元—490 亿元，较 2019 年有 114%-308% 空间（中性假设下营收规模 367 亿元，205% 空间）。**短期业绩测算，**预计海信日立 2022 年营业收入将达到 169 亿元，较 2019 年有近 41% 增长空间。
- **投资建议：**以多联机为代表的中央空调市场规模仍有广阔空间，供需多方面利好有望推动家用中央空调市场维持良好增长。重点推荐产品力强且性价比高，未来有望继续借助本土资源、通过旗下多品牌矩阵，实现多联机市场份额持续增长的海信家电；同时推荐产品技术不断升级后有望进一步缩小与大金等外资品牌差距、渠道资源丰富、发展潜力可期的本土中央空调龙头美的集团、格力电器、海尔智家。
- **风险提示：**中央空调渗透率低于预期；需求持续低迷；行业竞争格局恶化；原材料价格大幅上涨。

相关研究：

家用电器行业:家电牛股复盘：探过去牛股，寻未来方向

2020-05-30

家用电器行业:我国空调行业格局变迁史：四十年回顾，现强者恒强

2020-05-05

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：高润鑫 gaorunxin@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海信家电	000921.SZ	人民币	13.55	2020/4/29	增持	13.00	1.00	1.15	13.60	11.79	8.81	7.03	14.24	14.95
美的集团	000333.SZ	人民币	72.04	2020/4/30	买入	60.89	3.57	4.04	20.18	17.82	14.40	12.00	21.09	21.06
海尔智家	600690.SH	人民币	22.30	2020/7/30	买入	19.15	1.01	1.19	22.13	18.82	12.20	9.03	12.35	12.68
格力电器	000651.SZ	人民币	56.25	2020/7/14	买入	63.27	3.07	3.95	18.33	14.22	11.47	8.50	16.07	18.41

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中收盘价为 2020/8/14 收盘价。所有公司 2020 年、2021 年预测数据与广发外发报告一致。

目录索引

一、海信日立：合资企业，多联机龙头.....	5
（一）股权与组织架构：海信家电持股 49.2%， “日立+海信”技术+销售优势互补	5
（二）业务概览：海信+日立+约克三品牌并行，商用+家用市场齐头并进	7
二、行业趋势：供需双向利好将推动以多联机为主的家用中央空调市场维持良好增长...	10
（一）市场规模：2019 年中央空调 961 亿市场规模，多联机主导增长.....	10
（二）增长潜力：消费升级、精装修占比提升以及售后完善加速家用中央空调普及	12
三、竞争优势：多联机龙头，产品力强，性价比高，渠道布局广	14
（一）公司份额：海信日立多联机市占率持续提升，2019 位居第一为 23.8%	14
（二）核心竞争力：产品力强，性价比高，渠道布局广	15
四、海信日立增长空间测算	19
（一）历史业绩：2010-2019 营业收入 CAGR 25.0%，净利润 CAGR 29.3%.....	19
（二）未来空间测算：长期稳态角度，中性假设条件下海信日立收入存在 2 倍空间	19
五、投资建议	22
六、风险提示	23

图表索引

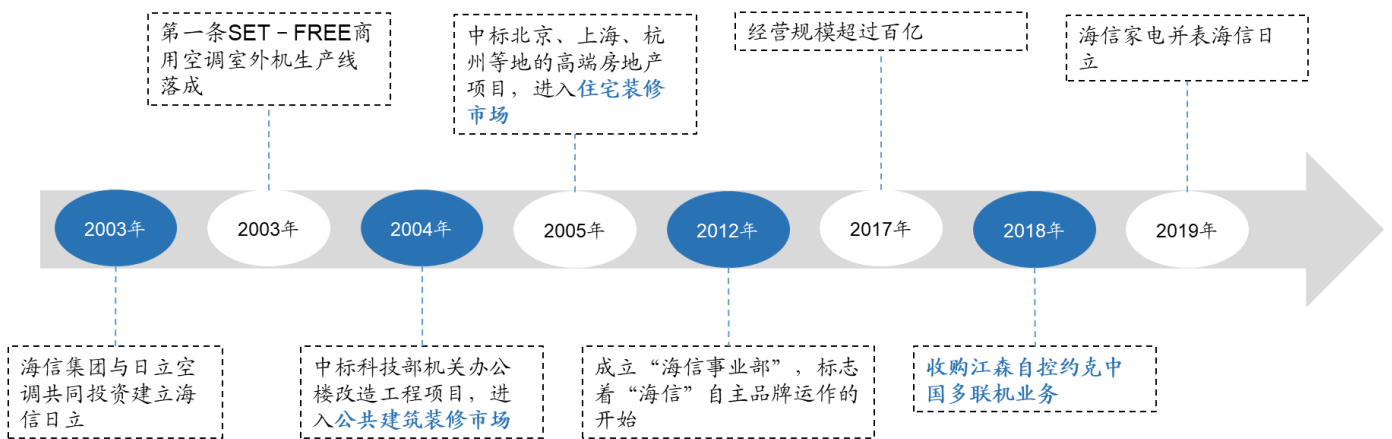
图 1: 海信日立发展大事记.....	5
图 2: 海信日立股权结构: 海信系占比 49.2%, 日立系占比 49% (截止 2019 年).....	6
图 3: 海信日立组织架构: 技术总监由日方人员担任, 市场总监由中方人员担任 (2015 年).....	6
图 4: 海信日立旗下品牌矩阵.....	7
图 5: 海信日立产品矩阵.....	8
图 6: 中央空调按功能类型分类.....	10
图 7: 2012-2019 年我国中央空调、多联机市场规模 (亿元) 及同比增长率.....	11
图 8: 我国中央空调各子品类 2019 年市场规模 (亿元) 及 2012-2019 年 CAGR.....	11
图 9: 我国中央空调市场各品类销售额口径占比: 多联机从 2008 年的 30% 增长 17.9pct 至 2020H1 47.9%.....	11
图 10: 2015-2019 年我国家用中央空调市场规模占中央空调规模比例从 26% 提升 6pct 至 32%.....	12
图 11: 2019 年我国家用中央空调市场多联机占比 69.4%, 单元机占比 25.2%.....	12
图 12: 海信日立多联机市场份额从 2013 年 17.5% 提升 6.3pct 至 2019 年 23.8%.....	14
图 13: 海信日立营业收入及同比增长率.....	19
图 14: 海信日立净利润及同比增长率.....	19
图 15: 2019 年家用、工程与商用多联机规模 (亿元) 及占比.....	21
表 1: 海信日立公建、房地产与家装零售领域发展历程与荣誉.....	9
表 2: 以多联机为主的家用中央空调更符合消费升级、节省空间的需求.....	12
表 3: 政策要求带来的精装修占比提高将进一步推动多联机等家用中央空调需求.....	13
表 4: 主流多联机品牌售后维修政策.....	13
表 5: 各品牌家用中央空调一拖五多联机 (6HP) 性能对比.....	16
表 6: 日立针对房地产市场推出的创新产品.....	17
表 7: 各品牌家用中央空调价格对比 (元).....	17
表 8: 日立与大金全国网点数量对比: 日立 (2141 家) 多于大金 (1487 家).....	18
表 9: 海信日立 20 年后长期稳态收入测算 (亿元).....	20
表 10: 海信日立收入 (亿元) 在家用中央空调渗透率及海信日立份额双因素变量下的敏感性测算.....	20
表 11: 海信日立未来空间测算.....	22

一、海信日立：合资企业，多联机龙头

（一）股权与组织架构：海信家电持股 49.2%， “日立+海信”技术+销售优势互补

海信日立（全称青岛海信日立空调系统有限公司）于2003年1月8日成立于青岛，由海信集团与江森自控日立空调共同投资建立，是一家以中央空调生产及销售为主要业务的大型合资企业，也是目前日立空调在日本本土以外规模最大的变频多联式中央空调系统生产基地。

图 1：海信日立发展大事记

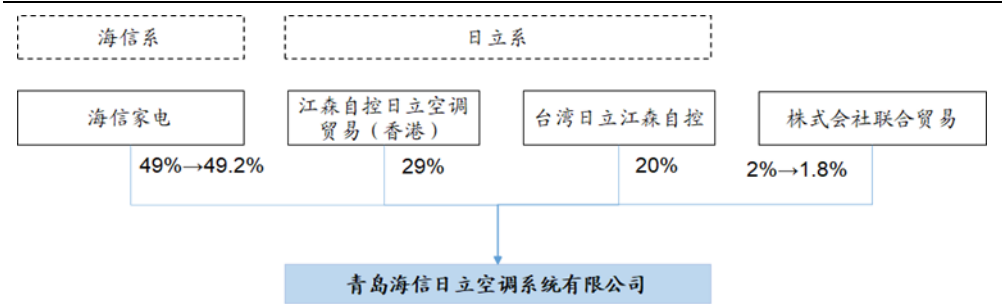


数据来源：海信日立官网，广发证券发展研究中心

1. 股权结构：海信家电持股49.2%

2019年9月2日，海信家电取得0.2%海信日立股权，受让完成后共持股海信日立49.2%股权，取得海信日立控制权，并于2019Q4将海信日立纳入合并报表。同时，江森自控日立空调贸易（香港）与台湾日立江森自控（均属于日立系）分别持股海信日立29%、20%股权。

图 2: 海信日立股权结构: 海信系占比49.2%, 日立系占比49% (截止2019年)



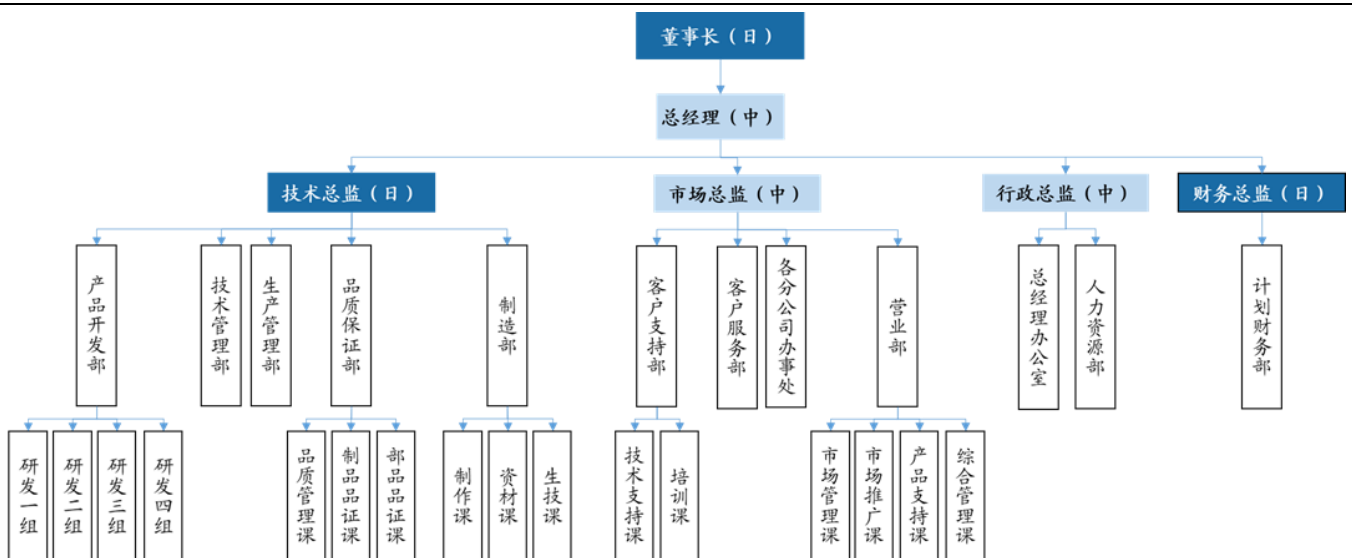
数据来源: 海信家电年报, 广发证券发展研究中心

2. 组织架构: 海信技术+日立销售, 分工明确优势互补

作为合资双方, 海信与日立分工明确, 技术、生产管理和产品品控方面由日立负责, 销售和售后服务则由海信负责。这一分工是基于合资双方各自的核心优势确定的。其中, 日立的优势在于技术与产品; 而海信的优势则是其在中国市场强大的销售网络和售后服务体系。

组织架构方面, 海信日立的董事长由日方派出, 总理由中方派出。下设四个总监, 其中技术总监和财务总监由日方人员担任, 市场总监和行政总监由中方人员担任。

图 3: 海信日立组织架构: 技术总监由日方人员担任, 市场总监由中方人员担任 (2015年)



数据来源: 《嵌入 GVC 贴牌到自主品牌创建困境与对策研究——以海信日立合资公司为例》, 广发证券发展研究中心

(二) 业务概览：海信+日立+约克三品牌并行，商用+家用市场齐头并进

1. 品牌矩阵：“海信+日立+约克”多品牌并行

海信日立旗下共有“日立中央空调”、“海信中央空调”、“约克多联机”三大品牌矩阵。

(1) 日立是中国中央空调市场（尤其是多联机市场）的龙头品牌。

日立牌是海信日立旗下的最核心的中央空调品牌，品牌主打产品为变频多联式商用空调系统和变频家用中央空调系统。

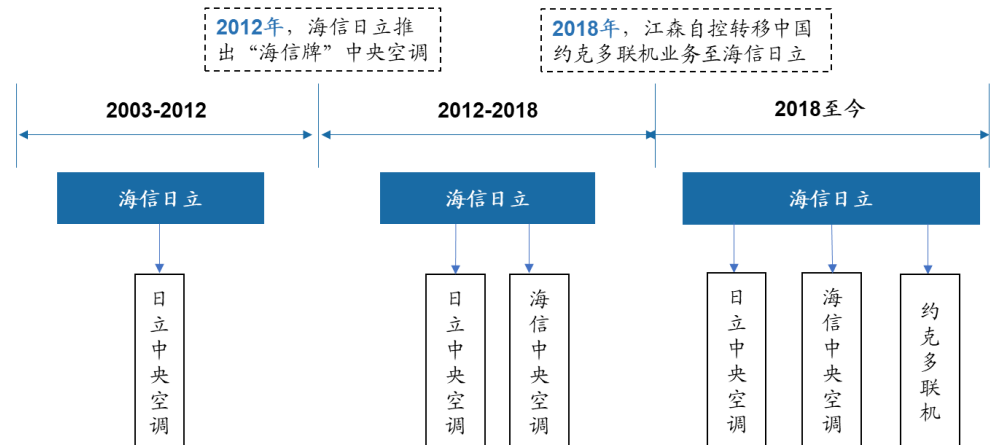
(2) 海信是国内多联机市场中唯一一个由合资平台出品的国产品牌。

2012年，海信日立正式成立“海信事业部”，全面推出“海信中央空调”自主品牌。“海信牌”在技术上整合海信集团、日立空调的领先技术，在价格上相比“日立牌”的高端定位则更具性价比。

(3) 约克是国内冷水机组市场的老牌龙头，其多联机业务属于海信日立旗下。

2018年2月1日，江森自控发布公告，将约克多联机中国区业务转移至海信日立旗下，此次业务转移有利于进一步提升海信日立在多联机领域的影响力与份额。

图 4：海信日立旗下品牌矩阵



数据来源：公司年报，公司官网，广发证券发展研究中心

2. 产品系列：家用+商用产品线齐全，应用场景丰富

从产品系列来看，日立中央空调旗下产品主要包括家用中央空调与商用解决方案两大系列。

家用中央空调: 主要包括VAM系列、EX-PRO系列、UX系列、D系列等; 根据应用场景, 又可以划分为独栋一智系列(针对大户型别墅)、智选经典系列(针对经典户型)、智慧一平方系列(针对小户型)等。

商用解决方案: 主要包括C-SPACE 系列、FLEXMULTI 系列、SET-FREE 系列等。

图 5: 海信日立产品矩阵



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

3. 渠道结构: 公建、房地产、家装零售市场全面发展

2004年, 海信日立中标科技部机关办公楼改造工程项目, 开始进入公共建筑装修市

场；2005年，海信日立中标了包括北京外企国际公寓在内的北京、上海、杭州多地的高端房地产项目，开始进入房地产市场；2008年，海信日立开始进入家装零售市场。多年来，海信日立逐步形成了公建、房地产、家装零售市场的全面发展。

表 1：海信日立公建、房地产与家装零售领域发展历程与荣誉

领域	时间	发展历程与荣誉
公建领域	2007年12月	生产的多联式空调机组被列入《节能产品政府采购清单》
	2007年12月	采用公司变频多联商用中央空调的武钢技术中心科技大厦、黄岛海关综合业务技术用房两工程获得2007年度我国建筑行业工程质量方面的最高荣誉奖——“鲁班奖”
	2008年8月	获得“08年中国政府采购节能环保信得过品牌”。
	2010年4月	荣获“2010年政府采购低碳节能推荐品牌”称号。
	2011年9月	荣获“2011年中国政府采购中央空调首选品牌”称号
	2012年11月	荣获“政府采购最佳供应商奖”；荣获“绿色低碳政府采购优秀供应商
	2015年8月	荣获2014年度金融采购行业“优秀供应商”
	2015年8月	荣获2015年中国石油化工工程技术与物资装备会“优秀供应商”
房地产领域	2008年11月	获得“2008年中国房地产最佳供应商”称号。
	2009年10月	成为中国房地产协会会员；获得“房地产行业重点推荐品牌”称号
	2009年12月	获“2009年中国房地产最佳供应商”称号；与万科集团签订年度集中采购合作协议。
	2010年10月	荣获“中国房地产住宅产业化推荐使用产品”称号。
	2013年3月	连续三年蝉联“中国房地产开发企业500强空调类首选供应商称号”。
	2013年5月	荣获中国地产金融拓展联盟评选的“2013诚信优质供应商”奖项。
	2013年12月	蝉联四届中国房地产工程采购“金伙伴”奖
	2014年3月	独家荣膺2014地产供应商综合实力TOP5；荣获招商地产“2013年度优秀战略供应商”；与上海绿地、北京鸿坤签订战略合作。
	2015年4月	2015年以来，与全国400多家房地产公司长期保持项目合作，其中与百强地产48家签订长期战略合作，与前10强房地产企业中的9家建立了全国或区域战略合作。
	2016年	合作地产战略商达到48家，商业连锁战略近30家；第6次蝉联“中国房地产开发企业500强空调类首选供应商·空调类”
	2019年3月	成为空调类唯一连续五届蝉联“万科集团材料设备类A级供应商”的中央空调品牌。
2020年4月	荣获龙湖集团2020年度“A级供应商”称号。	
家装零售领域	2016年5月	家装专业店突破1700家，已实现6年保持60%以上的持续增长
	2019年10月	天猫携手海信日立发布中央空调新零售战略。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

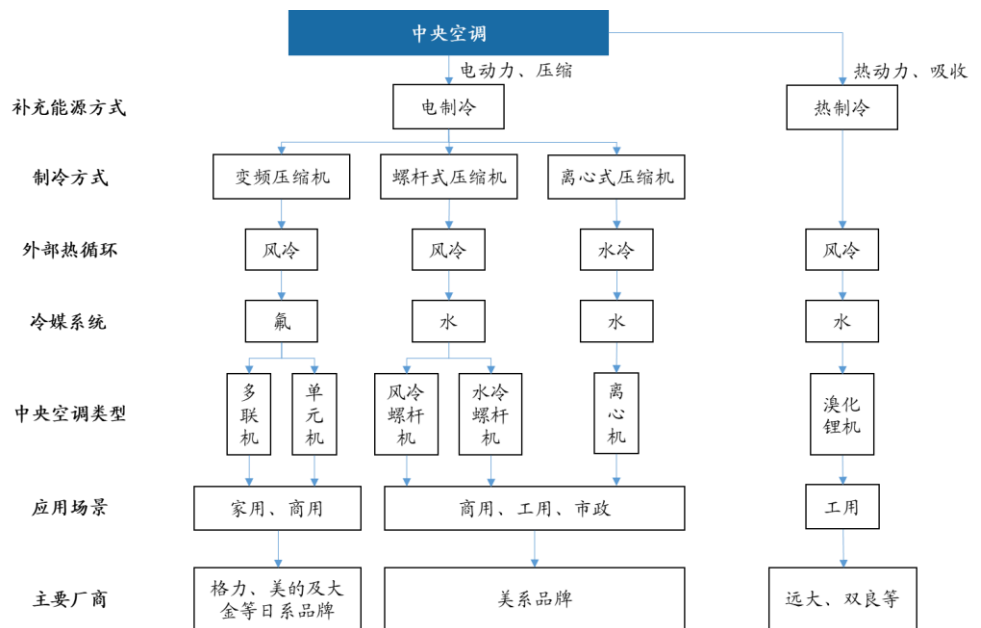
二、行业趋势：供需双向利好将推动以多联机为主的家用中央空调市场维持良好增长

（一）市场规模：2019年中央空调961亿市场规模，多联机主导增长

从产品分类来看，中央空调可分为多联机、单元机、离心机、风冷螺杆机、水冷螺杆机、模块机、溴化锂机、末端以及热泵两联供机组（含户式水机）共九大类产品；从应用场景来看，中央空调可分为家用中央空调及非家用（包括商用、工用、市政）中央空调。

多联机和单元机主要为家用和小型商用，冷水机组（包括离心机、风冷螺杆机、水冷螺杆机）则为大型商用、工用及市政项目等使用。

图 6：中央空调按功能类型分类

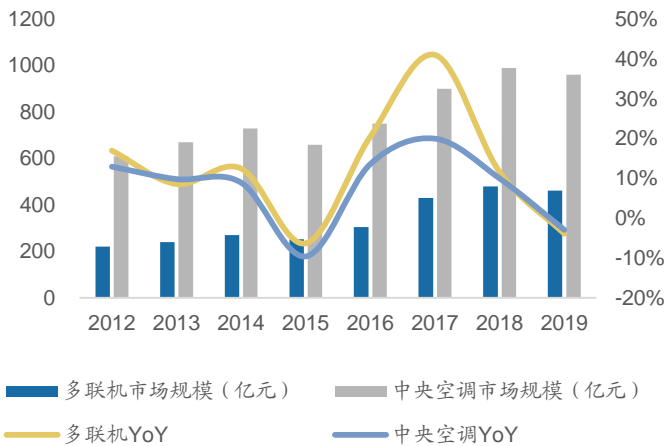


数据来源：暖通空调资讯，广发证券发展研究中心

根据暖通资讯，2019年我国中央空调市场规模达961亿元，2012-2019年均复合增速6.7%。

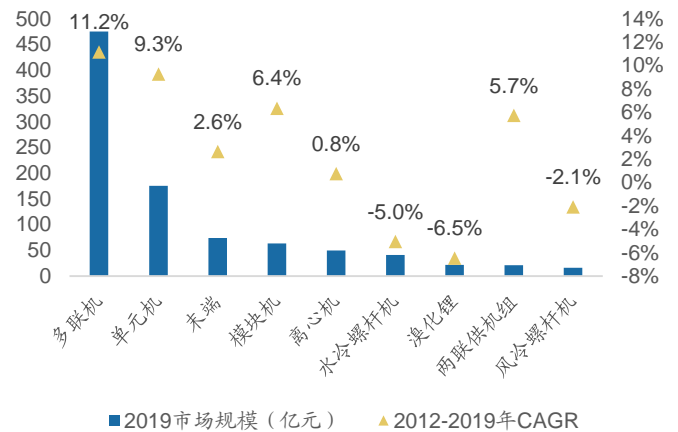
分产品来看，根据暖通空调资讯，2019年多联机市场规模为476亿元，2012-2019年均复合增速11.17%，CAGR居各子品类第一。多联机占中央空调比例也从2008年的30%增长17.9pct至2020H1的47.9%。

图 7: 2012-2019年我国中央空调、多联机市场规模(亿元)及同比增长率



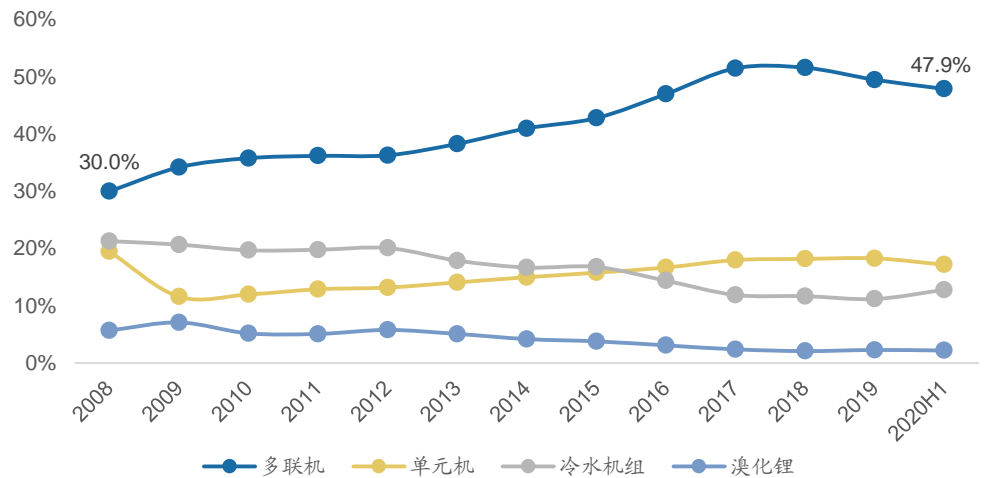
数据来源: 暖通空调资讯, 广发证券发展研究中心

图 8: 我国中央空调各子品类 2019 年市场规模 (亿元) 及 2012-2019 年 CAGR



数据来源: 暖通空调资讯, 广发证券发展研究中心

图 9: 我国中央空调市场各品类销售额口径占比: 多联机从2008年的30%增长17.9pct至2020H1 47.9%

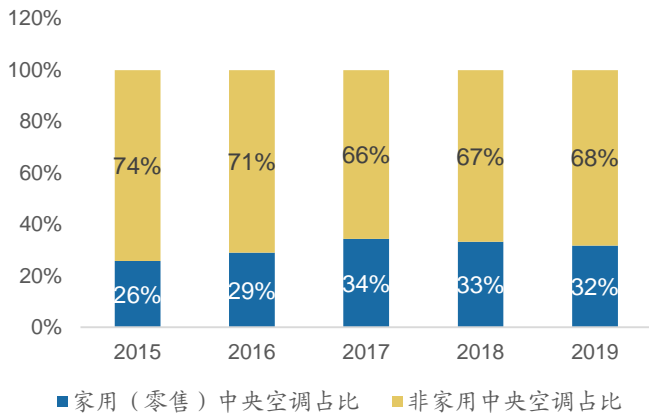


数据来源: 暖通空调资讯, 广发证券发展研究中心

注: 冷水机组包括风冷螺杆机、水冷螺杆机、离心机

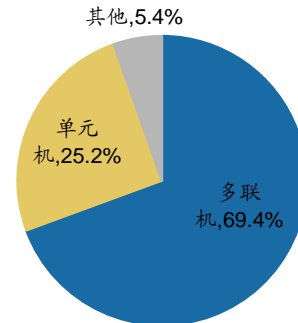
分应用场景来看, 根据艾肯制冷网, 家用中央空调占比从2015年的26%增长6pct至2019年的32%, 这一数据仅指零售口径, 工程渠道的家用并未包含在内。家装零售市场中占比最大的子品类是多联机, 2019年占比达69.4%。

图 10: 2015-2019年我国家用中央空调市场规模占中央空调规模比例从26%提升6pct至32%



数据来源: 艾肯空调制冷网, 广发证券发展研究中心

图 11: 2019年我国家用中央空调市场多联机占比69.4%, 单元机占比 25.2%



数据来源: 艾肯空调制冷网, 广发证券发展研究中心

(二) 增长潜力: 消费升级、精装修占比提升以及售后完善加速家用中央空调普及

1. 需求端: 消费升级、房价高企、精装修占比提升推动家用中央空调需求从需求端来看:

- (1) 空调迎来消费升级, 送风均匀、噪音小的中央空调对比高端分体式空调更符合消费升级的需求;
- (2) 在房价上升的背景下, 中央空调更能满足居民对于节省空间的需求;
- (3) 精装修房占比提升, 开发商愿意采用具备“奢侈品”属性的中央空调来提升房屋档次, 吸引购房者并获取溢价。

表 2: 以多联机为主的家用中央空调更符合消费升级、节省空间的需求

项目	普通分体式空调	以多联机为主的家用中央空调
产品组成	1台室内机+1台室外机	1台或多台室内机+1台室外机
产品形态	内机、管线通常外露, 占用面积大, 较不美观	内机隐藏在吊顶中, 占用面积小, 较为简洁美观
能效比	低	高
噪音	相对较高	相对较低
制冷送风	送风不均匀	送风均匀

数据来源: 《中央空调市场》, 广发证券发展研究中心

表 3: 政策要求带来的精装修占比提高将进一步推动多联机等家用中央空调需求

政策实施或推进时间点	地区	事件
2015 年 1 月	北京	全市保障房, 100%全装修
2016 年 10 月	浙江	全省中心城区, 出让或划拨土地上的新建住宅, 100%全装修
2017 年 1 月	上海	新建住宅, 外环线内 100%, 外环线外 50%, 奉贤区、金山区、崇明区 30%全装修
2017 年 6 月	河北	新建住房全装修比例不低于 60%
2017 年 7 月	海南	全省, 新建住宅, 100%全装修
2017 年 12 月	安徽	政府投资的新建建筑全部实施全装修, 合肥市新建住宅中全装修比例达到 30%
2018 年 1 月	河南	全省新建商品住宅, 100%全装修
2018 年 1 月	山东	全省, 新建高层、小高层住宅, 100%全装修
2018 年 9 月	内蒙古	新建住宅全装修比例达到 80%以上
2019 年 1 月 1 日	湖北	全省新建商品住宅, 100%全装修
2020 年 1 月	四川	全省新建住宅, 50%全装修。
2025 年 1 月	江苏	全省新建住宅, 60%全装修

数据来源: 地方政府官网, 广发证券发展研究中心

2. 供给端: 售后政策完善加速家用中央空调普及

根据《暖通》针对中央空调消费市场的调查:“维修成本大”、“装修配合麻烦”等是阻碍消费者购买中央空调的主要因素, 这些也是中央空调对比分体式空调的劣势所在。但从供给端而言, 各品牌售后政策的完善有望改善该问题, 加速家用中央空调普及。

表 4: 主流多联机品牌售后维修政策

项目	普通分体式空调
日立	整机保修期 2 年; 压缩机、风扇电机、控制器等主要零部件保修 3 年
大金	3 年保修
格力	6 年免费保修政策
美的	制冷量在 22.4KW 及以下的侧出风小多联家庭中央空调 6 年保修
海尔	小型家用中央空调整机保修 2 年, 压缩机保修 3 年

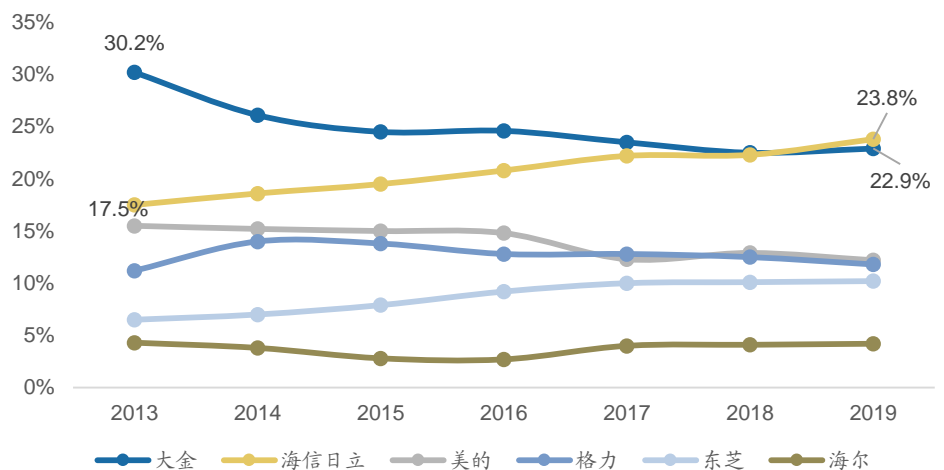
数据来源: 各品牌官网, 广发证券发展研究中心

三、竞争优势：多联机龙头，产品力强，性价比高，渠道布局广

（一）公司份额：海信日立多联机市占率持续提升，2019 位居第一为 23.8%

海信日立多联机市场份额持续提升，2019年市占率跃升行业第一。据艾肯空调制冷网，海信日立多联机市场份额从2013年17.5%提升6.3pct至2019年23.8%，2019年公司旗下“海信”、“日立”、“约克”三个品牌多联机合计市占率首次超越大金，跃升行业第一。

图 12：海信日立多联机市场份额从2013年17.5%提升6.3pct至2019年23.8%



数据来源：艾肯空调制冷网，广发证券发展研究中心

注：2014-2018年海信日立包括海信+日立；2019海信日立包括海信+日立+约克

日立¹在房地产精装配套多联机市场份额位居第一。据奥维云网《中国房地产暨住宅精装修行业发展白皮书》，在2019年房地产精装配套多联机市场中，日立份额位居第一，第二至第六名分别为格力、东芝、大金、美的、海尔。日立中央空调至今已与全国400多家知名地产公司达成合作，与碧桂园、万科、融创、保利、新城、华润等50余家知名房地产开发商签订了长期战略合作协议，连续多年获得“中国房地产开发企业500强空调类首选供应商”等称号。

（二）核心竞争力：产品力强，性价比高，渠道布局广

1. 产品力“软硬兼备”，且更具性价比

海信日立在产品力上较为突出，既有压缩机等核心技术上的硬实力，又有根据本土市场特征进行针对性创新产品开发的软实力。同时，作为定位高端、具备日资背景的品牌，在性价比上又优于大金，故而深受消费者及地产商的青睐。

“硬实力”方面：日立压缩机、噪音、制冷制热能力等参数上多项优于其他品牌。对各品牌一拖五多联机（6HP）产品进行性能对比：

（1）压缩机：日立是唯一在小匹数多联机中采用涡旋式压缩机的品牌

压缩机是中央空调的心脏，其主要类型包括涡旋式、摆动式与转子式，其中涡旋式压缩机结构简单、体积小、重量轻，可靠性更高。从大匹数（7HP及以上）多联机来看，各主要品牌均已采用涡旋式压缩机；而从小匹数（7HP以下）多联机来看，日立是唯一采用涡旋式压缩机的品牌，大金、格力、美的则均采用转子式/摆动式等。

（2）噪音：日立噪音分贝小于大金、格力、美的

噪音量直接影响中央空调的使用体验，是影响消费者购买决策的一个重要因素。对比各品牌一拖五多联机（6HP），日立的噪音分贝为50/52dB，小于大金（53 dB）、格力（56 dB）、美的（56 dB）。

（3）制冷与制热范围：日立制冷能力优于大金、格力，制热能力优于美的

制冷与制热范围代表中央空调在极端温度下运行的能力，最高可制冷温度越高/最低可制热温度越低，能力越强。对比各品牌一拖五多联机（6HP），日立最高制冷温度达52℃，高于大金（50℃）、格力（50℃）；最低制热温度达-20℃，低于美的（-15℃）。（制冷范围指在外部高温环境下仍可制冷，故而指标对应温度越高，制冷能力越好，制热范围同理）。

（4）能效：日立能效表现优于格力

IPLV(C) 即制冷综合性能系数，用来衡量多联式空调在制冷季节的部分负荷效率，该比值越大，能效越高。日立的IPLV(C)值为6.6，高于格力（6），低于大金（7.1）。





表 5: 各品牌家用中央空调一拖五多联机 (6HP) 性能对比

	大金 VRVN	日立 VAM mini	格力 GMV-H	美的 TR+
IPLV(C)	7.1	6.6	6	6.6
APF	5.1	4.7	4.5	5.3
压缩机品牌	大金	日立	珠海凌达	美芝
压缩机来源	自制	自制	自制	自制
压缩机产地	中国大陆	中国台湾	中国大陆	中国大陆
压缩机类型	全封闭双摆动式压缩机	全封闭直流变速涡旋压缩机	双转子式压缩机	双转子式压缩机
油控制技术	无内部油分离	内部油分离	无内部油分离	无内部油分离
室外机噪音 (制冷) (dB)	53	50	56	56
室外机噪音 (制热) (dB)		52		
制冷范围	最高 50°C	最高 52°C	最高 50°C	最高 55°C
制热范围	最低-20°C	最低-20°C	最低-20°C	最低-15°C
额定制冷量 (KW)	15.5	15.5	16	15.5
额定制热量 (KW)	18	18	18.5	18

数据来源: 大金中央空调, 日立中央空调, 格力中央空调, 美的中央空调, 广发证券发展研究中心

“软实力”方面: 在地产项目的实际操作中, 由于地域、气候、环境的不同, 会有因地制宜的产品需求。日立中央空调依托日立总部强大的技术研发资源, 持续为合作地产企业定制个性化的产品: 如超低温自动除湿室内机、防雾霾的新风机、零下 15°C 制热不衰减的寒冷地变频多联机以及智能家居远程控制等产品, 多项均为业内唯一。

表 6: 日立针对房地产市场推出的创新产品

特殊情况	针对性产品	功能	产品图片
南方梅雨季节 室内极度潮湿	日立EX-PRO 超低温自动除湿室内机	多雨潮湿的梅雨季回南天室温不足 19℃，普通空调无法正常开启除湿功能，日立超低温自动除湿室内机即使室温低至 10℃，也能完美除湿，杜绝闷湿不适感。	
空气污染问题严重， 雾霾天气下室内空气 中也存在不同程度的 PM2.5 污染	日立NewAir系统 防雾霾新风机	NewAir 新风系统，特有 PM2.5 过滤箱，将雾霾空气进入室内的通道完全阻断。将室内污浊空气排出的同时，还能将输入的空气完全过滤，确保洁净。	
北方地区严寒气温	日立FLEXMULTI 寒冷地变频多联机	采用喷液增焓二级压缩以及专利除霜技术，保障机组低温强力的制热能力，实现-30℃超低温运转可能。	
出门忘关空调 / 找 不到遥控器	日立中央空调i-EZ II 智能远程控制系统	i-EZII 智能远程控制，实现 APP 语音控制，只需语音就能对空调开关机、模式、温度及风量进行调节。	

数据来源：海信日立官网，广发证券发展研究中心

“软硬兼备”的日立作为具有日资背景的品牌在消费者心中一直是偏高端品牌，但根据零售市场中日立与大金的价格对比，其折后均价低于大金（折后价为天猫旗舰店一般时间段的折扣，可看作日常售价），更具性价比。

表 7: 各品牌家用中央空调价格对比（元）

		大金 VRV	日立 EX-PRO	格力 GMV STAR	美的 TR
3 匹一拖一 (风管机)	折扣价	-	12899	10000	7090
	原价	-	15399	11150	9280
5 匹一拖四 (多联机)	折扣价	46300	40899	31830	23080
	原价	48800	53699	35595	27880
6 匹一拖五 (多联机)	折扣价	55100	51999	32999	34080
	原价	58000	68499	38060	36999

数据来源：各品牌中央空调天猫官方旗舰店，广发证券发展研究中心

注：产品价格记录时间为 2020 年 8 月 13 日

2. 借助海信本土渠道资源，深耕二三线市场

外资企业在中国市场往往存在销售通路无法下沉的共性特征，而日立可以借助海信多年来在中国本土的渠道资源打通下沉市场。对比大金及日立的网点数量，日立2141家销售网点，而大金仅有1487家。具体来看，大金布局更偏向发达地区，如长三角一带、广东、北京等，而日立则抓住了广袤的下沉市场，在偏二、三线地区网点更密。

表 8：日立与大金全国网点数量对比：日立（2141 家）多于大金（1487 家）

地区	网点数量		省份及直辖市	网点数量	
	日立	大金		日立	大金
全国	2141	1487	-	-	-
华东	1011	838	上海	72	131
			安徽	111	66
			山东	95	119
			江苏	231	229
			浙江	237	185
			江西	149	21
			福建	116	87
华中	345	112	河南	120	46
			湖南	114	47
			湖北	111	19
西南	225	66	重庆	79	34
			云南	4	4
			贵州	15	3
			四川	127	25
华南	196	182	广西	50	16
			广东	132	158
			海南	14	8
华北	196	195	北京	35	86
			天津	29	21
			河北	75	62
			山西	37	19
			内蒙古	20	7
东北	56	58	辽宁	30	44
			黑龙江	11	5
			吉林	15	9
西北	112	36	新疆	12	2
			陕西	96	33
			宁夏	4	1

数据来源：海信日立官网，大金官网，广发证券发展研究中心

注：截止 2020 年 8 月 15 日官网显示数据，日立数据来自海信日立官网-销售网络，大金数据来自大金官网-经销商查询（此处同一经销商不同门店均有列出，根据判断即可等同于销售网点），对各城市网点进行手动汇总。

四、海信日立增长空间测算

（一）历史业绩：2010-2019 营业收入 CAGR 25.0%，净利润 CAGR 29.3%

2010至2019年，海信日立营业收入从16.2亿元增长至120.4亿元，年均复合增长率达 25.0%，净利润从 1.9亿元增长至19.2亿元，年均复合增长率达29.3%。在2019年房地产疲软、中央空调行业整体规模同比下滑的情况下，公司中央空调业务通过巩固多品牌市场基础，实现了规模、利润的稳步提升。2019年营业收入同比增长 9.6%，净利润同比增长19.7%。

图 13：海信日立营业收入及同比增长率

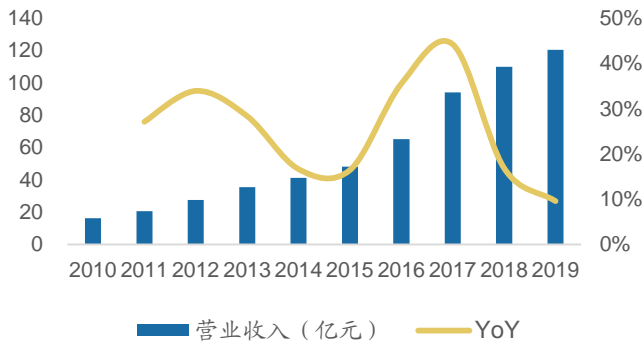
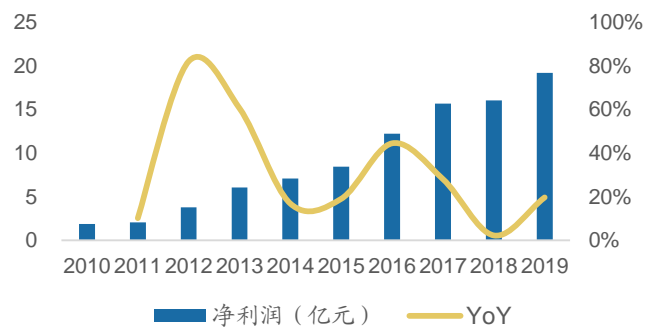


图 14：海信日立净利润及同比增长率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）未来空间测算：长期稳态角度，中性假设条件下海信日立收入存在 2 倍空间

1. 海信日立长期稳态空间测算

前文所述，根据场景中央空调可分为家用及非家用中央空调，而前者以多联机、单元机为主，后者则多为水机类产品。

首先，对家用部分多联机规模及海信日立收入规模进行测算：

通过测算家用中央空调在稳态情况下的市场空间，根据海信日立份额占比等假设，计算出海信日立长期收入空间。并对家用中央空调渗透率与海信日立份额做双变量敏感性分析。（注：假设未来家用市场均为多联机）

中性假设下测算：

- （1）假设长期稳态环境下城镇人口与2019年相同，户均人数3人，城镇户数2.8亿户；
- （2）假设每百户家用中央空调保有量20套（目前渗透率不足10%，随消费升级等因

素家用空调渗透率将提升)，考虑到中央空调更新周期更长为15年，则稳态情况下家用中央空调需求为 $2.8\text{亿户} \times 0.2 (\text{套/户}) / 15 = 377\text{万套}$ ；

(3) 假设每套出厂价格为2.5万元，则家用中央空调市场规模为942亿元；

(4) 假设海信日立份额30% (前文所述2019年份额为23.8%，未来随精装房占比提升，海信日立性价比高，产品力强，渠道布局广，有望通过多品牌矩阵提升市场份额)，则海信日立收入282.8亿元。

(注：考虑到我国现在与日本相差20年的发展水平，且日本目前到达稳态，则长期稳态条件可近似于20年后，下同。)

表 9：海信日立 20 年后长期稳态收入测算 (亿元)

指标	参数
城镇人口 (万人)	84843
城镇户数 (万户)	28281
家用中央空调渗透率	20%
家用中央空调存量市场 (万套)	5656.2
更新周期 (年)	15
更新需求 (万套)	377.08
每套价格 (元)	25000
市场规模 (亿元)	942.7
海信日立份额	30%
海信日立收入 (亿元)	282.81

数据来源：国家统计局等，广发证券发展研究中心

敏感性测算：

在上述测算逻辑下，改变家用中央空调渗透率与海信日立份额两个假设参数做双因素敏感性分析，得到海信日立家用多联机收入在198-377亿元之间。

表 10：海信日立收入 (亿元) 在家用中央空调渗透率及海信日立份额双因素变量下的敏感性测算

家用中央空调渗透率 海信日立份额	家用中央空调渗透率				
	10%	15%	20%	25%	30%
26%	123	184	245	306	368
28%	132	198	264	330	396
30%	141	212	283	354	424
32%	151	226	302	377	452
34%	160	240	321	401	481

数据来源：国家统计局等，广发证券发展研究中心

上述测算仅针对家用空调市场的多联机需求，而多联机的另一应用领域为小型商用市场，由于商用市场多联机并无可参考数据，我们在此进行推算：

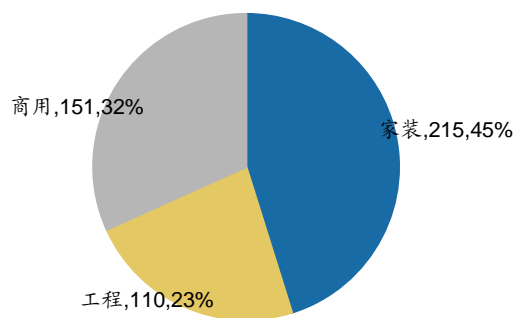
通过第三方数据计算2019年商用多联机的比例：

(1) **家装零售市场多联机规模**：中央空调总规模(961亿元)*家用中央空调占比(32%)*多联机占家用中央空调占比(70%)=215亿元。(注：根据前文艾肯数据，2019年家装市场占比约为70%)

(2) **工程渠道多联机规模**：考虑到2019年精装房占比约为30%（奥维数据），假设精装房市场中央空调渗透率略高于家装零售市场（1.2倍系数），则工程渠道多联机规模为：家装市场多联机(215亿元)/家装与精装房比例(7/3)*渗透率系数(1.2)=110亿元。

(3) **商用多联机规模**：多联机规模(476亿元)-家装多联机(215亿元)-工程渠道多联机(110亿元)=151亿元。则**商用多联机/家用多联机(包括家装与工程)=46%**。

图15：2019年家用、工程与商用多联机规模（亿元）及占比



数据来源：暖通资讯等，广发证券发展研究中心

考虑到长期稳态环境下，家用领域中央空调渗透率高于2019年，则届时商用多联机占比应低于现在，假设是家用的30%，则最终得到有以下结论：

(1) 中性假设下多联机总规模为1225亿元(942.7亿元*1.3)，较2019年有157%空间。

(2) 海信日立：家用+商用多联机营收总规模为257亿元—490亿元，较2019年有114%-308%空间(中性假设下营收规模367亿元，205%空间)。(注：以上均为长期稳态测算，约为15-20年后。)

2. 海信日立短期收入测算

展望未来三年，我们在此对海信日立收入进行逐年测算，得出2020、2021、2022年海信日立总收入分别为129、150、169亿元，增速分别为6.9%、16.7%、12.7%。具体测算过程如下：

表 11: 海信日立未来 3 年空间测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	计算方法
中央空调市场内销出货额规模 (亿元)	857	886	868	938	985	上年规模* (1+yoy)
中央空调市场内销出货额规模 YoY	9.6%	3.4%	-2.0%	8.0%	5.0%	预测值
多联机占比	51.6%	49.5%	51.0%	53.0%	55.0%	预测值
多联机内销出货额规模 (亿元)	442	439	443	497	542	中央空调内销出货规模*多联机占比
日立牌多联机市场份额	18.1%	18.2%	18.6%	19.0%	19.5%	预测值
海信牌多联机市场份额	4.2%	4.3%	5.0%	5.5%	5.7%	预测值
约克牌多联机市场份额	1.1%	1.3%	1.6%	1.7%	1.9%	预测值
海信日立多联机市场份额 (海信+日立+约克)	22.3%	23.8%	25.20%	26.20%	27.10%	日立牌+海信牌+约克牌多联机份额
海信日立多联机收入 (亿元)	99	104	112	130	147	多联机市场规模*海信日立多联机市场份额
海信日立多联机收入/报表口径营业收入	89.8%	86.7%	86.7%	86.7%	86.7%	预测值
海信日立营业收入 (亿元)	110	120	129	150	169	海信日立多联机收入/(多联机收入/报表口径收入)
海信日立营业收入 YoY	16.9%	9.6%	6.9%	16.7%	12.7%	计算值

数据来源: 产业在线, 暖通空调咨询等, 广发证券发展研究中心

注: 中央空调市场内销出货额口径规模历史数据来自产业在线, 多联机市场规模占比历史数据来自暖通空调资讯, 各品牌市场份额历史数据来自艾肯空调制冷网, 海信日立营业收入历史数据来自海信家电公司年报, 其他数据来自预测与计算值。另, 2018 年品牌份额中未加入约克品牌。预测值判断依据: (1) 中央空调内销出货额根据地产增速判断, 预计后续地产数据回暖 (2) 多联机占比提升根据未来家用空调渗透率提升, 多联机驱动增长判断, (3) 日立、海信、约克市场份额根据三品牌将随工程渠道占比提升而提升, (4) 假设 2020 年与 2019 年相比渠道加价率不变, 则收入与报表口径比值不变。

五、投资建议

以多联机为代表的中央空调市场规模仍有广阔空间, 供需多方面利好有望推动家用中央空调市场维持良好增长。重点推荐产品力强且性价比高, 渠道广泛布局, 未来有望通过旗下多品牌矩阵, 实现多联机市场份额持续增长的海信家电; 同时推荐产品技术不断升级后有望进一步缩小与大金等外资品牌差距、渠道资源丰富、发展潜力可期的本土中央空调龙头美的集团、格力电器、海尔智家。

六、风险提示

（一）中央空调渗透率提升不及预期

中央空调由于价格较高，普及进程或受到影响，导致小型多联机在家用领域渗透率提升不及预期。

（二）需求持续低迷

受地产、经济影响，空调行业增速放缓；现又面临国内外疫情影响，对空调线上、线下需求产生影响。

（三）行业竞争格局恶化

若渠道发生大变革可能给新进入者提供机会。行业内竞争格局将影响公司的盈利能力，竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

（四）原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，带领团队荣获2019年新财富家电行业第三名、II China 第一名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019年新财富家电行业第三名、II China 第一名团队成员。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019年新财富家电行业第三名、II China 第一名团队成员。
- 高 润 鑫：研究助理，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。