



老牌白电再出发，并购开启新篇章

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司为海信集团旗下的白电经营主体。(1) 传统家电业务通过差异化竞争实现稳健增长,随着原材料价格回落叠加疫后消费修复,盈利有望修复。(2) 中央空调行业渗透率存在较大的提升空间,长期来看渗透率有望提升到30%以上,在政策助力+精装修配套率提升+工程基建等推动下,行业持续向好。公司中央空调业务产品渠道壁垒高,有望获得高于行业的增长。(3) 汽车热管理行业空间广,公司并购全球汽车空调压缩机优质企业日本三电,未来有望获得新的增长动力。
- 传统白电再出发,多元化布局开启新篇章。** 公司为海信集团经营白电资产的上市主体,近五年内依次收购欧洲高端家电品牌 Gorenje 集团、约克多联机中国区业务、并表国内中央空调龙头海信日立、日本三电,逐渐形成了以“家用白电+中央空调+汽车热管理”三大板块为主的业务结构。2017-2021年,公司营收实现快速增长,五年复合增长率为19.2%。传统主业稳健增长,多元化布局并表营收规模快速提升。受到原材料价格上行、疫情反复以及并表影响,短期盈利承压。2021年业绩同比下滑38.4%。2022年前三季度,公司实现营业收入570.3亿元,同比增长13.9%;净利润23亿元,同比增长13%。随着原材料价格回落,疫后消费修复叠加协同效应进一步体现,预期公司盈利向好。
- 家用业务:差异化竞争逆势增长,产销协同份额提升。** 家用空调方面,公司聚焦新风产品实现逆势增长。根据奥维云网数据显示,2021年海信新风空调线下销售额占有率达到23.8%,位居国内第二。冰洗业务方面,公司拥有海信和容声两大品牌。海信品牌持续推进中高端转型,新品更新升级。容声布局中端市场,通过性价比产品抢占市场份额。双品牌布局,冰洗市场份额领先。此外,公司积极拓展海外市场,凭借行业多年运营的经验,外销份额逐步优化。根据产业在线数据,2016-2022年公司冰箱外销份额稳步提升,市占率由13.8%升至17.3%;2019-2022年海信家用空调外销出口份额从5.6%提升到了8.7%。
- 中央空调业务: 中央空调行业成长动力足,海信日立竞争壁垒高。** 根据华经产业研究院数据显示,2021年中国中央空调市场规模达1232亿元,同比增长25.5%。政策助力下房地产逐步回暖,叠加精装修配套率持续提升,预计行业发展进一步向好。此外,基建工装的发展也将进一步推动行业回暖。海信日立综合实力领先,三大品牌(海信+日立+约克)合计在多联机市场份额第一。凭借丰富的线下网点布局,以及较强的产品力,预期公司中央空调业务发展将优于行业。
- 汽车热管理业务: 三电协同发力,贡献第二增长曲线。** 同传统燃油车相比,新能源车的的核心需求更多,在新能源车销量快速释放的背景下,新能源车热管理市场有望快速扩容。公司收购日本三电,外延拓展至汽车热管理业务。三电作为全球汽车空调压缩机领先企业(压缩机市场份额15%,全球前三),多因素影响下短期盈利承压。未来随着协同效应进一步显现,预期三电经营稳步向好,有望成为公司新的增长动力。
- 盈利预测与投资建议。** 国内消费稳步修复,叠加中央空调业务放量,公司内部管理持续优化,预计2022-2024年EPS分别为0.96元、1.20元、1.37元,未来三年公司业绩复合增速为24.4%,增速优于传统家电行业,首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 新品销售不及预期风险、国内中央空调渗透率提升不及预期风险、原材料价格大幅波动风险、人民币汇率大幅波动风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	67562.60	75541.33	80421.22	85677.75
增长率	39.61%	11.81%	6.46%	6.54%
归属母公司净利润(百万元)	972.58	1307.26	1641.70	1871.67
增长率	-38.40%	34.41%	25.58%	14.01%
每股收益EPS(元)	0.71	0.96	1.20	1.37
净资产收益率ROE	15.03%	12.65%	13.88%	13.86%
PE	27	20	16	14
PB	2.53	2.30	2.05	1.83

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

邮箱: gmh@swsc.com.cn

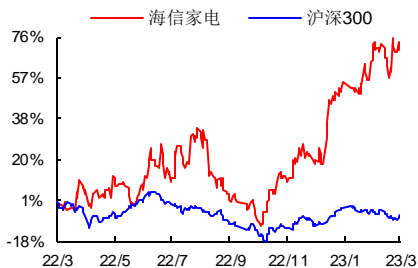
分析师: 夏勤

执业证号: S1250522080003

电话: 023-63786049

邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.63
流通A股(亿股)	9.03
52周内股价区间(元)	9.95-19.69
总市值(亿元)	261.64
总资产(亿元)	549.95
每股净资产(元)	7.78

相关研究

目 录

1 公司概况：传统白电龙头再出发	1
1.1 深耕家电三十余载，多元化并购开启新篇章.....	1
1.2 传统主业稳健增长，中央空调贡献增量.....	1
1.3 混改落地提升经营效率，股权激励彰显经营信心.....	3
2 传统家用稳步优化，中央空调贡献增长	5
2.1 家用业务：差异化竞争逆势增长，产销协同份额提升.....	5
2.2 中央空调业务：中央空调行业成长动力足，海信日立竞争壁垒高.....	9
2.3 汽车热管理业务：三电协同发力，贡献第二增长渠道.....	13
3 盈利预测与估值	18
3.1 盈利预测.....	18
3.2 相对估值.....	18
4 风险提示	19

图 目 录

图 1: 海信家电发展历程.....	1
图 2: 2017-2022Q3 公司营业收入及增速.....	2
图 3: 2017-2022Q3 公司归母净利润及增速.....	2
图 4: 2017-2021 年公司收入结构拆分.....	2
图 5: 2017-2021 年公司境内外收入占比.....	2
图 6: 2017-2022Q3 公司净利率及毛利率.....	3
图 7: 2017-2021 年公司分业务毛利率.....	3
图 8: 2017-2021 年公司境内外毛利率.....	3
图 9: 2017-2022Q3 年公司相关费用率.....	3
图 10: 海信家电混改后股权结构 (截止 2022Q3).....	4
图 11: 海信家电八大品牌矩阵.....	5
图 12: 家用空调总销量市场占有率 (2022.12).....	6
图 13: 2018-2022 年中国空调市场总销量.....	6
图 14: 2018-2022M1-9 冰箱零售量及增速.....	7
图 15: 2018-2022M1-9 洗衣机零售量及增速.....	7
图 16: 冰洗市场均价.....	7
图 17: 冰箱内销分品牌市占率变化.....	7
图 18: 海信全球研发中心.....	8
图 19: 各品牌冰箱外销市占率.....	9
图 20: 海信家用空调外销市占率稳步提升.....	9
图 21: 中央空调与地产行业增速的相关度较高.....	10
图 22: 中国中央空调市场规模及增速.....	10
图 23: 商业地产竣工面积及增速.....	10
图 24: 商业地产销售面积及增速.....	10
图 25: 2022 年中央空调市场各产品类别占比.....	11
图 26: 2022 年多联机全球市场销售份额.....	12
图 27: 2022 年多联机内销市场份额.....	12
图 28: 海信日立部分省市网点数量分布 (个).....	13
图 29: 汽车热管理系统架构.....	14
图 30: 2013-2022 年新能源车销量及增速.....	15
图 31: 新能源车渗透率稳步提升.....	15
图 32: 三电汽车系统业务主要产品.....	15
图 33: 三电全球产能布局.....	15
图 34: 三电主要产品 (电动冷却剂加热器 ECH, 电动压缩机 EC, 综合热管理系统 ITMS) 优化迭代进程.....	16
图 35: 2019 年全球汽车电动压缩机市场份额.....	16
图 36: 2021 年三电全球收入占比.....	16
图 37: 2016-2021 (M4-12) 三电营收及增速.....	17
图 38: 2016-2021 (M4-12) 三电归母净利润及增速.....	17
图 39: 三电业务未来规划, 计划 2023 年实现正盈利.....	17

表 目 录

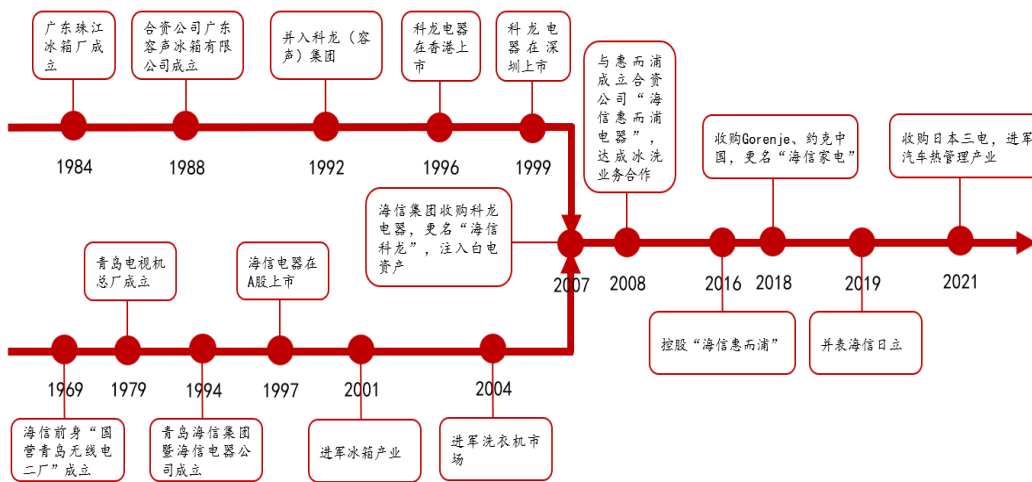
表 1: 股权激励计划解锁条件.....	4
表 2: 各品牌十字对开门家用冰箱性能对比.....	8
表 3: 2022 年重要利好政策整理.....	10
表 4: 大金、日立中央空调一拖五 (6HP) 多联机性能对比.....	12
表 5: 新能源车与燃油车热管理系统单车价值对比.....	14
表 6: 分业务收入及毛利率.....	18
表 7: 可比公司估值.....	19
附表: 财务预测与估值.....	20

1 公司概况：传统白电龙头再出发

1.1 深耕家电三十余载，多元化并购开启新篇章

海信家电为海信集团经营白电资产的上市主体。2007 年海信集团收购科龙电器，并将集团旗下的“白色家电”业务资产注入公司，此后公司更名为海信科龙。2018 年企业组织变革后更名为海信家电并沿用至今。作为海信集团布局白电行业的核心企业，公司不断横向并购以拓展业务布局，近五年内依次收购欧洲高端家电品牌 Gorenje 集团、约克多联机中国区业务、并表国内中央空调龙头海信日立、收购日本三电，逐渐形成了以“家用白电+中央空调+汽车热管理”三大板块为主的业务结构。目前，公司已成为全球超大规模的白色家电制造企业龙头，产品销往全球 130 多个国家和地区。2021 年公司冰箱出口额位居中国第一，海信新风空调内销额市占率位居中国第二。

图 1：海信家电发展历程

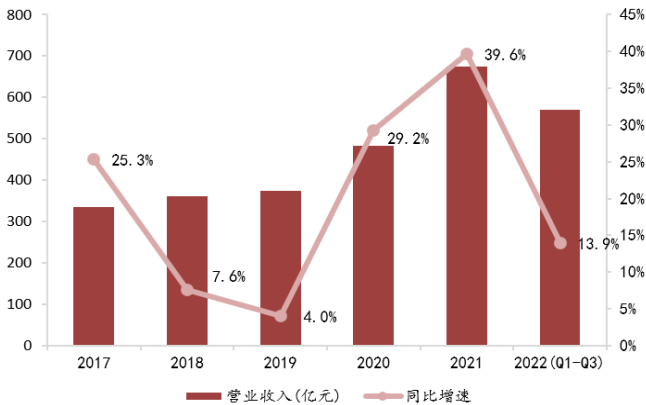


数据来源：公司官网，西南证券整理

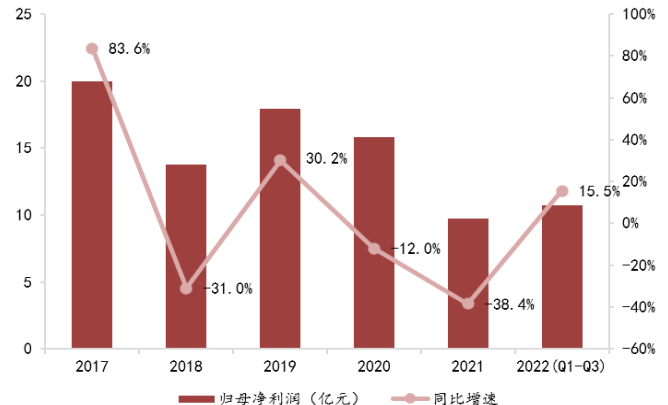
1.2 传统主业稳健增长，中央空调贡献增量

公司的主营业务涵盖冰箱、中央空调、冷柜、洗衣机、商用冷链、厨卫等电器产品的研发、制造和营销，目前形成“家用白电+中央空调+汽车热管理”模式的主营业务结构，在稳步发展家用白电基础业务的同时，大力推进中央空调和汽车热管理空调业务的发展。

主业稳健，盈利短期承压。2017 年-2021 年，公司营收实现快速增长，五年复合增长率为 19.2%。一方面公司推动传统家电业务差异化、高端化转型，冰洗空调等营收保持了相对稳健的增长；另一方面，公司多元化拓展，并表海信日立以及日本三电，营收规模快速提升。2020 年并表海信日立后，公司营业收入大幅增加，当年营收同比增速达 29.2%（去除海信日立影响的同比增速为 5.3%），但受盈利性较低的家用电器业务拖累，当年净利润同比下降 12%。2021 年，公司收购三电，营收提升至 675.6 亿元，净利润受三电拖累，滑落至 23.4 亿元。2022 年前三季度，公司实现营业收入 570.3 亿元，同比增长 13.9%；净利润 23 亿元，同比增长 13%。随着公司与三电的协同效应进一步体现，三电经营逐步改善，预期未来公司整体盈利将稳步向好。

图 2：2017-2022Q3 公司营业收入及增速


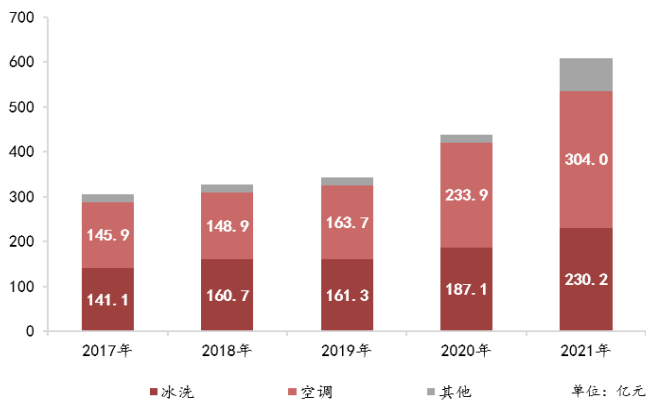
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 3：2017-2022Q3 公司归母净利润及增速


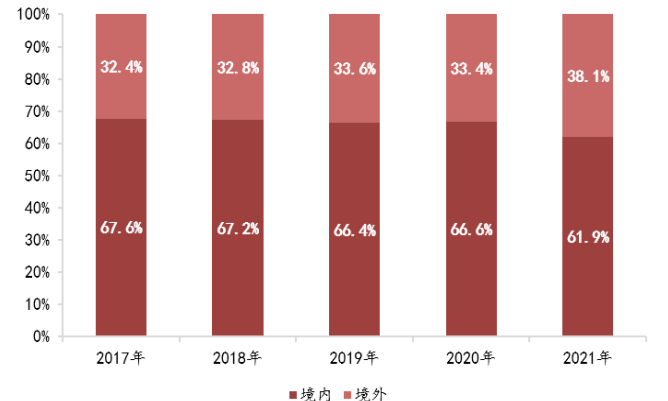
数据来源：Wind, 西南证券整理

分业务来看，传统家电业务贡献主要营收，**中央空调和汽车热管理成为公司第二增长曲线**。2021 年公司空调业务创造营业收入 304 亿元，占整体营收的 45%，其中家空和中央空调业务分别占总营收的 18%和 27%；冰洗业务实现营业收入 230.2 亿元，占整体营收的比例为 34.1%；其他业务（主要是日本三电）实现营业收入 73.4 亿元，占总体营收的比例为 10.9%。

分地区来看，国内收入为主，外销占比稳步提升。近五年公司持续推进海外布局战略，完成了包括 Gorenje 和三电在内的一系列海外公司和业务的收购，境外营收规模占比不断提升，从 2017 年占比 32.4% 上升到 2021 年 38.1%。目前公司仍以国内业务为主，2021 年境内业务贡献收入 376 亿元，占比 61.9%。未来随着公司持续推进海外市场布局，并购优质资产叠加营销加码，预期公司全球影响力将稳步提升，外销收入有望进一步增长。

图 4：2017-2021 年公司收入结构拆分


数据来源：公司公告, 西南证券整理

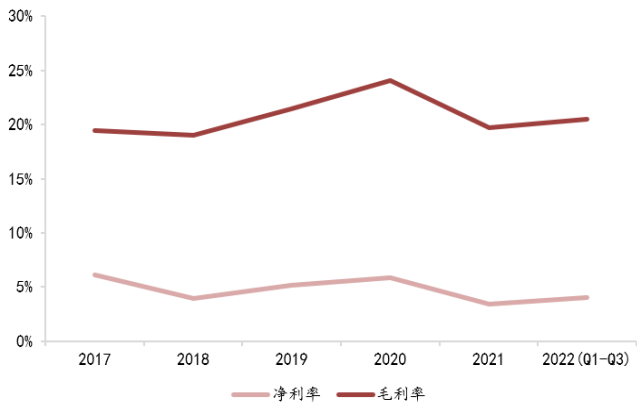
图 5：2017-2021 年公司境内外收入占比


数据来源：公司公告, 西南证券整理

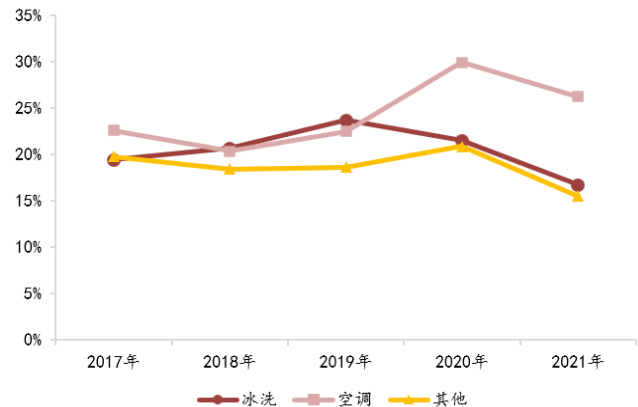
盈利能力有望修复。2021 年公司总体毛利率为 19.7%，同比减少 4.3pp；净利率为 3.5%，同比下滑 2.4pp。一方面，原材料价格高位震荡，公司成本端压力较大；另一方面，公司并表日本三电拖累整体业绩表现。随着原材料价格稳步回落叠加三电经营有所改善，2022 年前三季度公司实现 4% 的净利率，同比基本持平。分业务来看，公司中央空调业务盈利较优带动整个空调板块盈利靠前。2021 年空调、冰洗和其他业务的毛利率分别为 26.3%、16.7% 和 15.5%。未来随着中央空调渗透率的提升，中央空调业务持续放量预计公司空调板块盈利还存在提升的空间。随着原材料价格的回落叠加三电经营改善，预期公司冰洗业务以及汽车热管理

业务盈利能力都将有所优化。分地区来看，2021年公司境内和境外毛利率分别为29.3%和8.5%。考虑到外销代工业务占比较多等因素，公司外销盈利表现较低。

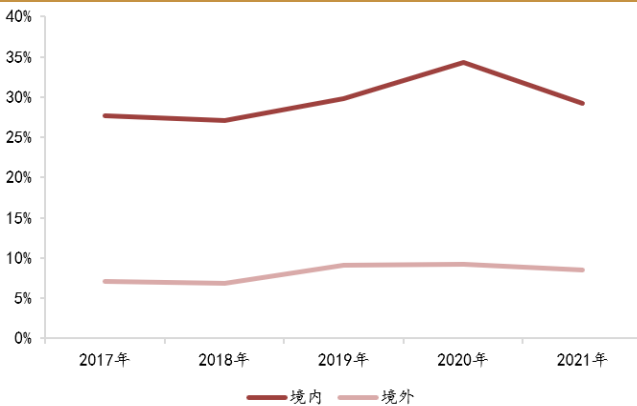
费用率方面，截止2022年前三季度，公司销售费用率为11.2%，同比减少1.4pp；管理费用率为5.2%，同比提升0.7pp；财务费用率为-0.2%，同比几乎持平。整体来看，公司期间费用率保持相对稳定。未来随着公司内部变革进一步深化，预期公司经营效率持续提升，叠加日本三电整合完成经营改善，公司费用端有望优化。

图 6：2017-2022Q3 公司净利率及毛利率


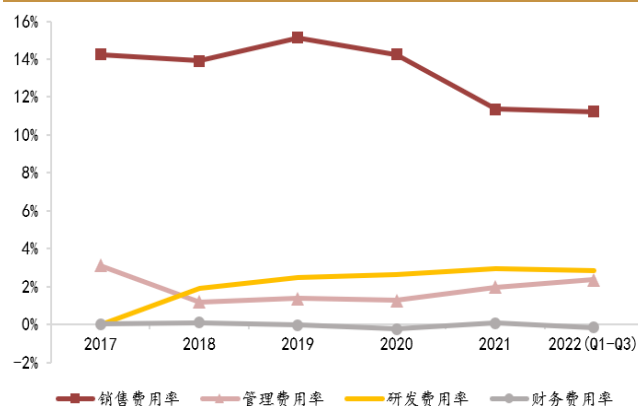
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2017-2021 年公司分业务毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2017-2021 年公司境内外毛利率


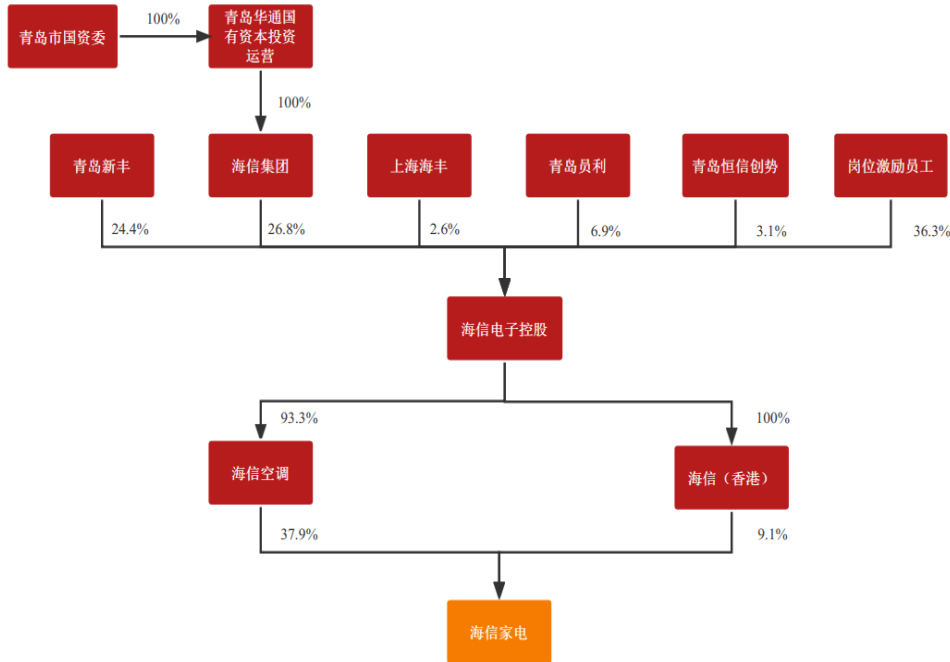
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2017-2022Q3 年公司相关费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 混改落地提升经营效率，股权激励彰显经营信心

股权混改完成，有望提升公司运营效率，加强国际竞争力。2020年，公司间接控股股东海信电子控股委托青岛产权交易所公开征集战略投资者，海信电子控股增资4150万股股份，深化混合所有制改革，引入青岛新丰作为战略投资者。混改完成后，青岛新丰持有海信电子控股24.4%的股权，海信电子控股变为无实控人，导致公司由青岛市国资委实际控制变更为无实控人状态，海信电子控股仍为公司间接控股股东。此次混改，一方面引入战略投资者，有助于公司实现产业协同；另一方面，公司股权结构更加多元，公司经营管理效率有望得到提升。

图 10：海信家电混改后股权结构（截止 2022Q3）


数据来源：Wind, 西南证券整理

股权激励进一步焕发员工活力。2023 年 1 月，公司发布股权激励计划，拟授予限制性股票 2962 万股，约占公司总股本的 2.17%，受让价格为 6.64 元/股，激励对象包括中层管理人员及核心骨干人员在内共 596 人。激励计划对 2023-2025 年三年的业绩进行考核，以 2021 年为基数，要求 2023-2025 年增长率目标值分别为 62%、86%、109%，触发值分别为 50%、69%、87%。我们认为该计划覆盖范围较广，有利于提高员工积极性，进一步完善公司内部管理机制，较高的目标值亦体现了公司对未来经营发展向好的信心。

表 1：股权激励计划解锁条件

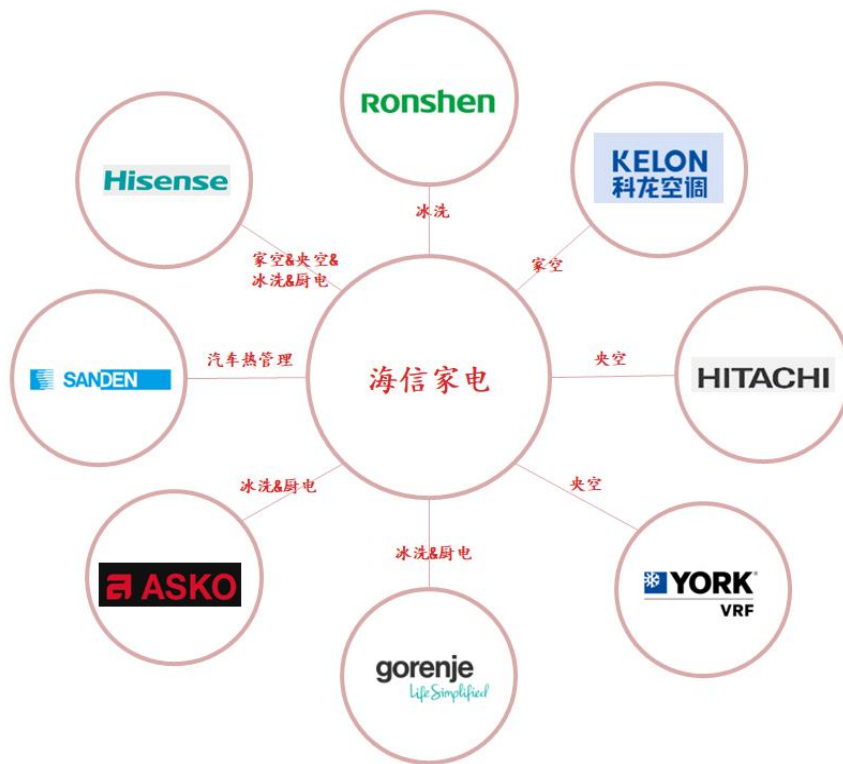
单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
目标值	净利润	9.7	13.2	15.7	18.0	20.3
	同比增速	--	36%	19%	15%	12%
	较 2021 年增速	--	--	62%	86%	109%
触发值	净利润	9.7	13.2	14.6	16.4	18.1
	同比增速	--	36%	10%	13%	11%
	较 2021 年增速	--	--	50%	69%	87%

数据来源：Wind, 西南证券 (2022E 来自 Wind 一致预期)

2 传统家用稳步优化，中央空调贡献增长

“家用业务+中央空调+汽车热管理”为公司目前的三大主营业务板块，其中家用业务主要包括传统家用空调和冰洗业务。通过多年发展和外延并购，公司坐拥了 8 大主力品牌。在家用业务方面，公司本身拥有海信、科龙和容声三大品牌作为内销主力，又于 2018 年收购了欧洲高端家电品牌 Gorenje 集团及其旗下 ASKO，进一步发力海外市场；在中央空调方面，公司于 2018 年收购了约克多联机中国区业务，于 2019 年并表国内中央空调龙头海信日立；在汽车热管理方面，公司于 2021 年收购全球汽车压缩机空调龙头日本三电，从而进军汽车空调产业。

图 11：海信家电八大品牌矩阵



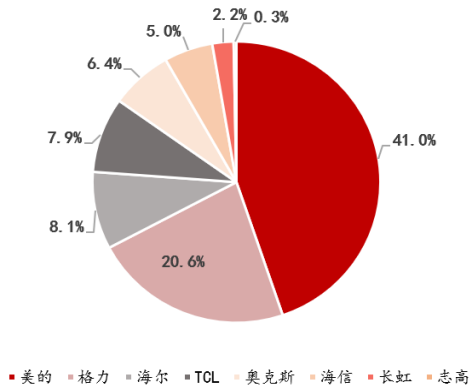
数据来源：公司官网，西南证券整理

2.1 家用业务：差异化竞争逆势增长，产销协同份额提升

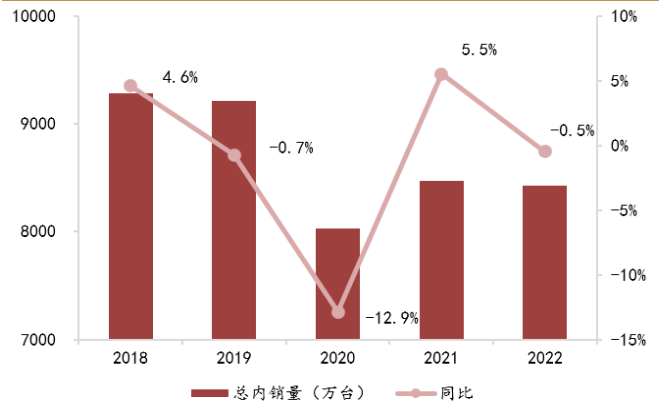
2.1.1 家用空调：聚焦新风赛道逆趋势增长

行业结构改善，新风空调逆势增长。经过十余年的发展，空调在国内市场保有量已经逐步趋于饱和，近几年在疫情扰动下，空调销售承压。根据奥维云网推总数据显示，2022 年中国空调市场全渠道销量为 5714 万台，同比下降 3.3%。尽管空调行业整体销售承压，但是部分新兴品类依旧保持了较快的增长势头。据奥维云网数据显示，2022 年 M1-5 空调整体线下规模下滑 25.4%，线上下滑 1.6%，而新风空调线下销额 8.7 亿元，同比增长 10.5%，线上销额 5.7 亿元，同比增长 136.2%。新风空调以“减碳增氧”为特点，拥有净化室内空气、

通过智能识别以调节室内舒适度等功能,极大地满足了消费者对智能、健康、舒适等方面日益增长的需求。此外,得益于全热高效热回收系统的支持,在新风系统换气的同时,室内温度几乎不会发生变化,从而能有效避免开窗透气导致的能耗。目前,国内新风空调市场渗透率处于较低水平,仍存在较大的发展空间。根据奥维云网监测数据,2022M1-5 新风空调线上渗透率为 3.2%,线下渗透率为 7.8%。

图 12: 家用空调总销量市场占有率 (2022.12)


数据来源: 产业在线, 西南证券整理

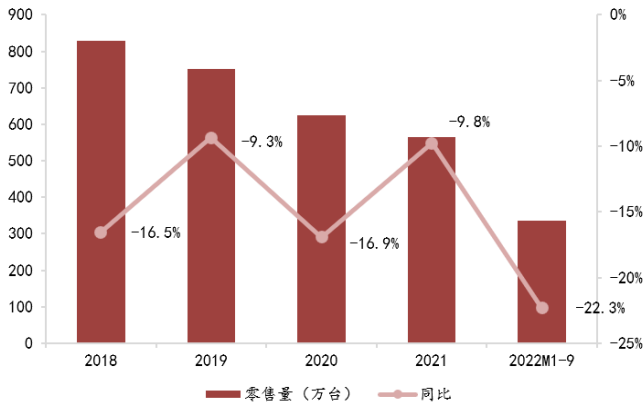
图 13: 2018-2022 年中国空调市场总销量


数据来源: 产业在线, 西南证券整理

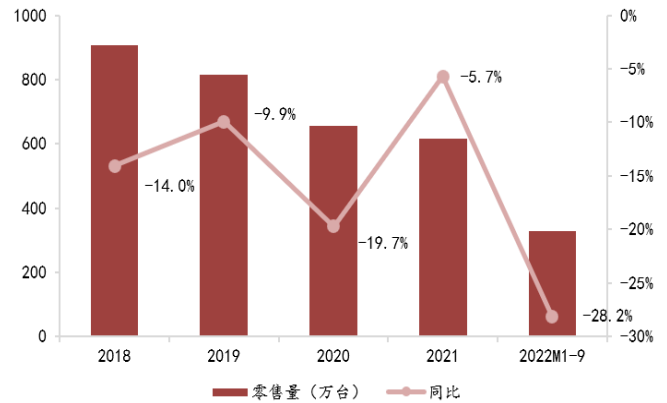
公司聚焦新风赛道,以价格优势开拓市场份额。在业内竞争不断加码、整体市场增长放缓的行业态势下,海信家电积极开拓新赛道,聚焦新风产品实现逆势增长。在专业技术方面,海信新风空调已累计申请专利 400 余件,采用创新性的三元流动离心微正压风道,全新的中央涵道拂面新风系统,搭载主动气流控制柔风静音技术,新风量高达 180m³/h,最低噪声可达 24dB。在销售方面,海信新风空调拥有较高的市占率。奥维云网数据显示,2021 年海信新风空调线下销额占有率达到 23.8%,位居国内第二;2022 年 M1-9 高端销售市场(11k+)中,海信新风空调·高端柜机璀璨 X810 位居线下市场销售额第一。展望后续,随着行业结构和消费不断升级,原材料价格等外部压力逐渐减弱,海信家电有望领跑新风赛道,打开业务新的增长点。

2.1.2 冰洗: 双品牌运营份额领先

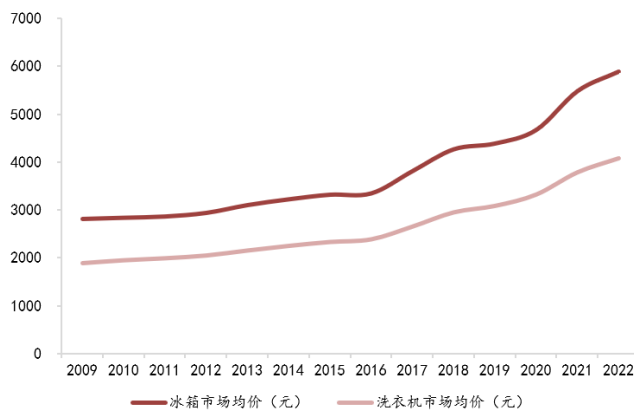
产品更新升级成为市场主旋律。相较于家用空调,冰洗行业内销市场的保有量更高,行业进入存量竞争模式。同时,冰箱行业与洗衣机行业相比显现出相对较强的韧性。根据奥维云网推总数据,2022 年冰箱市场零售量为 2988 万台,同比下滑 6.3%,零售额 926 亿元,同比下滑 4.7%;洗衣机市场零售量为 3371 万台,同比下滑 9%,零售额 686 亿元,同比下滑 10.4%。在消费升级的大趋势下,高端、智能和健康的冰洗产品成为行业增长的主要拉动力。随着产业结构不断升级,冰洗类产品的均价在近几年出现了不同幅度的上涨。根据中怡康数据,2009-2022 年冰箱市场均价由 2815 元提升至 5881 元,洗衣机市场均价由 1893 元提升至 4072 元。

图 14：2018-2022M1-9 冰箱零售量及增速


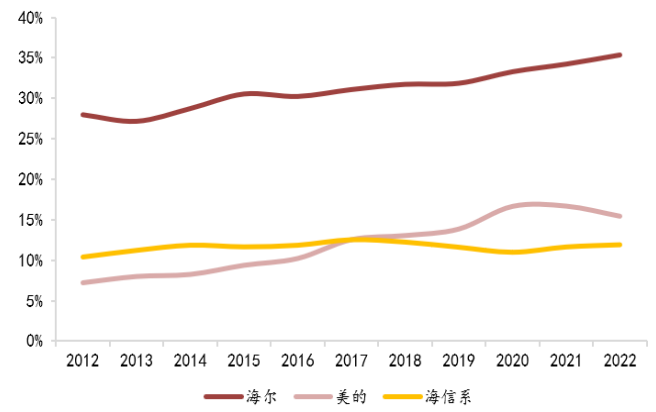
数据来源：中怡康，西南证券整理

图 15：2018-2022M1-9 洗衣机零售量及增速


数据来源：中怡康，西南证券整理

图 16：冰洗市场均价


数据来源：中怡康，西南证券整理

图 17：冰箱内销分品牌市占率变化


数据来源：产业在线，西南证券整理

双品牌布局，充分覆盖不同消费群体。冰洗方面，公司拥有海信和容声两大品牌。海信品牌持续推进中高端转型，新品更新升级。冰箱方面，海信品牌落地真空生态战略，推出真空休眠系列冰箱；容声品牌推出搭载 WILL 核心功能的超空间系列冰箱，被评为“2022 中国冰箱行业健康冰箱领军品牌”。洗衣机方面，公司推出的璀璨 C2、CC 两款高端洗烘套装产品能够精准控制蒸汽量和风速，实现高端奢品衣物专属护理。

容声布局中端市场，通过性价比产品抢占市场份额。我们通过对各品牌十字对开面家用冰箱进行横向对比，发现公司产品在总容积上具有相对优势。在其他参数大体相同的情况下，可以计算出美的、格力、海尔冰箱分别为 13.2 元/升、17.1 元/升、12.8 元/升，公司品牌海信和容声分别为 13.3 元/升和 10.5 元/升。换言之，相同的价格可以买到更大容积的容声冰箱，或是容积大小差不多的产品，公司容声品牌价格更低。随着疫后消费需求稳步向好，疫前被压制的消费需求有望得到释放，公司双品牌布局充分辐射消费群体，冰洗内销向好可期。

表 2：各品牌十字对开门家用冰箱性能对比

	美的	格力晶弘	海尔	海信	容声
价格 (元)	6699	7079	6999	5999	6499
型号	BCD-529WSPZM(E)	BCD-415WPQCL	BCD-546WSEKU1	BCD-450WMK9DPV	BCD-620WD19FP
面板材质	钢	不锈钢	钣金	PCM 彩涂板	PPM 彩板
重量 (kg)	93	85	119	95	99
总容积 (升)	529	415	546	450	620
运转音 (dB(A))	36	35	37	36	38
综合耗电量 (kW·h/24h)	0.97	0.88	0.89	0.78	0.98
变频/定频	变频	变频	变频	变频	变频
能效等级	一级	二级	一级	一级	一级
冷冻能力 (kg/12h)	7	5	7.5	8	6

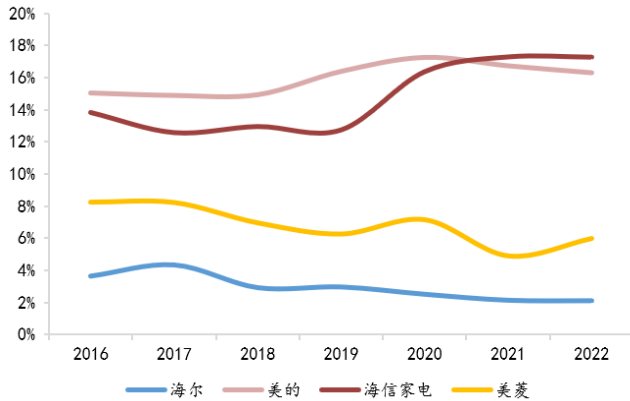
数据来源：各品牌京东旗舰店，西南证券整理

2.1.3 外销：深耕多年份额稳步优化

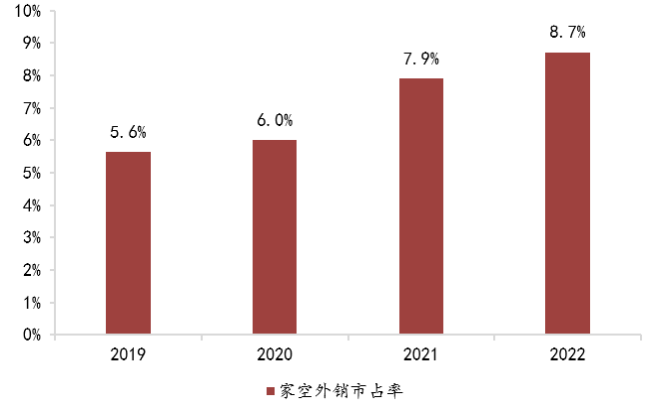
海信于 1985 年开始涉足对外贸易，1998 年成立海信进出口有限公司，主营业务为 OEM 代工贴牌。2006 年，海信放弃代工贴牌产业，自主品牌收入占比稳步提升。2018 年，公司开始主推高端产品，外销产品毛利率、客户黏性双低的情况逐步好转。一方面，公司通过海外并购持续完善全球产业布局，加强供应链协同，凭借多年并购整合的深厚经验，在近五年相继收购了夏普北美工厂、欧洲高端白电集团 gorenje、日本三电等企业。另一方面，公司长期坚持研发投入，在全球多地设立研发中心，满足全球差异化产品需求。同时，公司持续强化“海信品牌”的国际影响力，长期加码世界杯体育营销，不断改善销售结构。三管齐下使得公司的海外销售规模持续扩大。根据产业在线数据，2016-2022 年公司冰箱外销份额稳步提升，市占率由 13.8% 升至 17.3%；2019-2022 年海信家用空调外销出口份额从 5.6% 提升到了 8.7%。随着公司品牌建设不断推进，产业协同持续生效，预计公司未来外销规模有望进一步提升。

图 18：海信全球研发中心


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 19：各品牌冰箱外销市占率


数据来源：产业在线，西南证券整理

图 20：海信家用空调外销市占率稳步提升


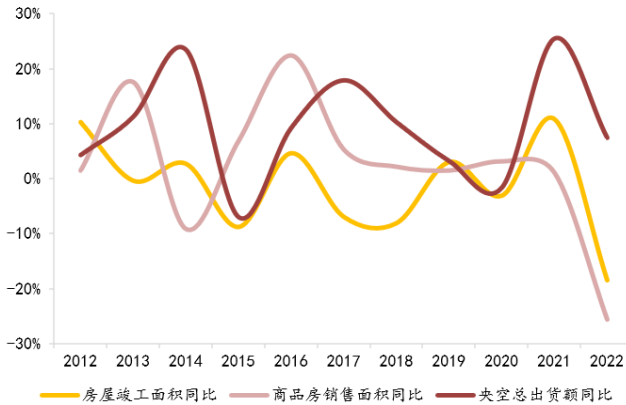
数据来源：产业在线，西南证券整理

2.2 中央空调业务：中央空调行业成长动力足，海信日立竞争壁垒高

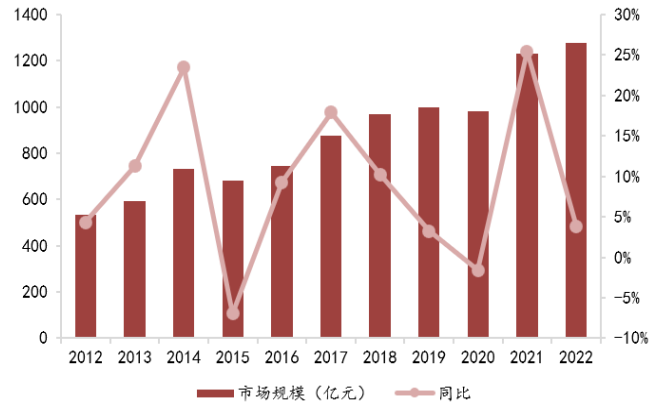
2.2.1 行业发展空间广阔，政策利好推动行业升温

中央空调地产后周期属性强，市场发展空间广阔。与家用业务相比，中央空调装修更加前置，需要在房屋装修前完成安装和排线布局，且精装占比更高，与地产行业的关联性更强。从数据来看，中央空调总出货额大约在商品房销售面积增加后一年左右开始增长，大致与房屋竣工面积增长同步，且增长幅度更大。目前，我国精装渗透率和中央空调渗透率均处于较低水平，据奥维云网数据显示，近五年来，我国精装渗透率持续提升，于 2022M5 达到近 40% 的渗透率水平，但与发达国家 80% 以上的精装渗透率相比仍存在较大的增长空间。同时，精装房中央空调配套率保持稳步增长，2021 年配套率上升至 37.3%，同比增长 6.6pp。精装配套市场有力推动了中央空调发展。根据华经产业研究院数据显示，2021 年中国中央空调市场规模达 1232 亿元，同比增长 25.5%。产业在线数据显示，2022 年我国中央空调出货额总计 1279 亿元，同比增长 3.8%。中央空调市场规模呈现明显的上升趋势。

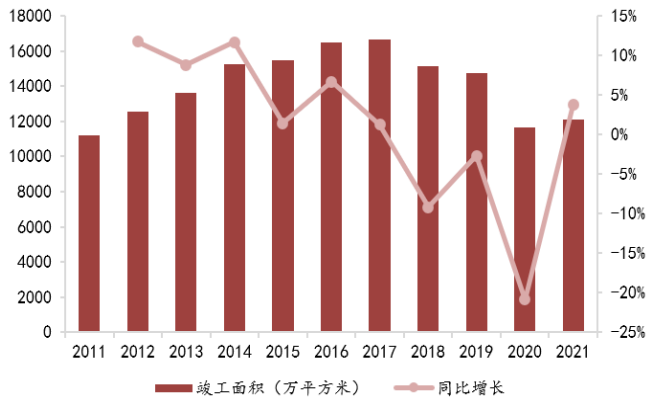
此外，商业地产与中央空调销售也存在一定关联。近年来，随着我国城市建设不断扩张和更新，包括商场、写字楼在内的商业地产规模持续扩大，并且拥有较大的未来增长空间。中央空调受此影响，市场需求也有望实现较快增长。从商业地产规模发展来看，2011-2017 年整体向好，从 2018 年起，受房地产改革影响，增速出现负增长，2021 年随着疫情后消费恢复，商业地产竣工面积和销售面积有所回暖，其中竣工面积上升至 1.2 亿平方米，同比增长 3.7%。

图 21: 中央空调与地产行业增速的相关度较高


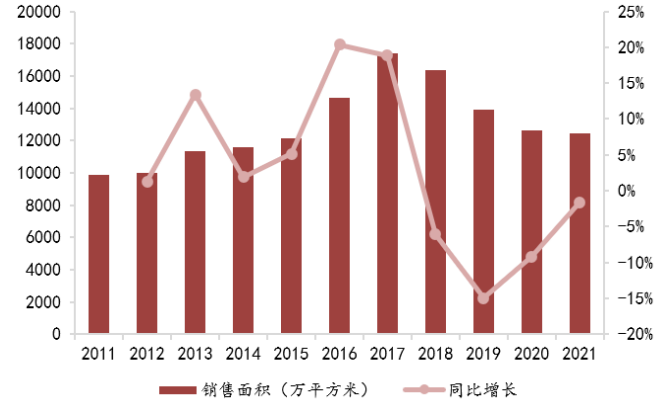
数据来源: Wind, 华经产业研究院, 西南证券整理

图 22: 中国中央空调市场规模及增速


数据来源: 产业在线, 华经产业研究院, 西南证券整理

图 23: 商业地产竣工面积及增速


数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

图 24: 商业地产销售面积及增速


数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

保交付政策托底地产回暖。2022 年底利好地产行业的政策密集出台, 有望扭转自 2021 年下半年起房地产竣工面积持续下滑的局面, 推动中央空调市场边际向好。一方面, 在以保交付为核心的政策托底之下, 短期内房地产有望迎来集中竣工交付。地产竣工好转将支撑家电产品消费需求回升, 中央空调由于其装修前置的属性有望率先受益。另一方面, 随着城镇化持续推进, 地铁、机场等公共基础设施不断建设, 将有利于提高工程项目市场需求, 中央空调销售规模有望得到进一步提升。

表 3: 2022 年重要利好政策整理

发布时间	部门/领导/会议/文件	相关内容
11 月 8 日	交易商协会官网发文	在央行的支持和指导下, 继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”), 支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
11 月 16 日	央行《2022 年第三季度中国货币政策执行报告》	支持刚性和改善性住房需求, 推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度, 引导商业银行提供配套融资支持。
11 月 21 日	央行行长易刚“金融街论坛年会”	降低个人住房贷款利率和首付比例, 支持刚性和改善性住房需求; 出台 2000 亿元“保交楼”专项借款, 支持已售住房的建设交付, 并研究设立了鼓励商业银行支持“保交楼”结构性政策工具。
11 月 23 日	央行、银保监会《关于做好当前金融	稳定房地产开发贷款投放, 支持个人住房贷款合理需求, 稳定建筑企业信贷投放, 支持

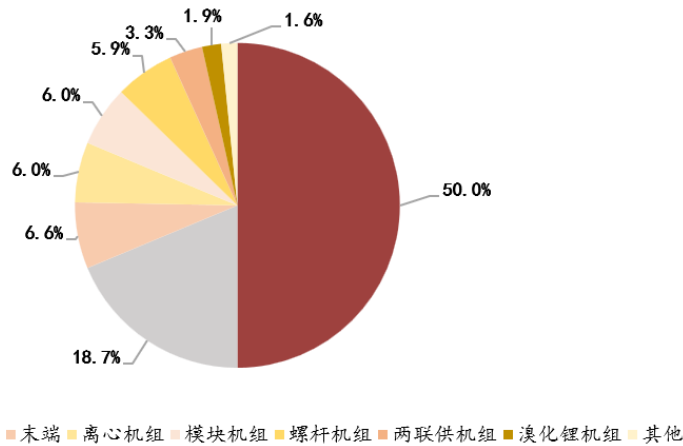
发布时间	部门/领导/会议/文件	相关内容
	融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	开发贷款, 信托贷款等存量融资合理展期, 支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款, 鼓励金融机构提供配套融资支持, 做好房地产项目并购金融支持, 鼓励依法自主协商延期还本付息, 延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排, 阶段性优化房地产项目并购融资政策, 优化租房租赁信贷服务, 拓宽租房租赁市场多元化融资渠道。
11月28日	证监会新闻发言人	决定在股权融资方面调整优化5项措施: 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资; 恢复上市房企和涉房上市公司再融资; 调整完善房地产企业境外市场上市政策; 进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用; 积极发挥私募股权投资基金作用。

数据来源: 各部门官网, 西南证券整理

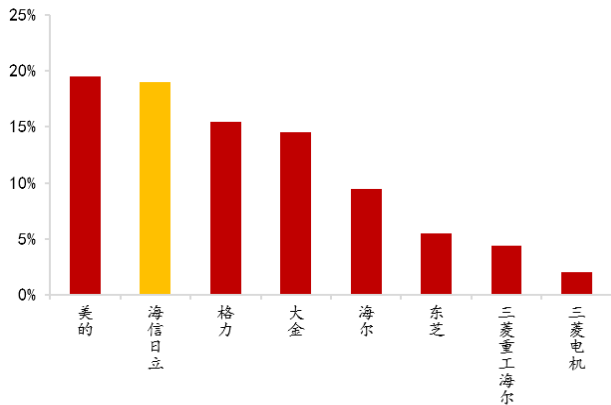
2.2.2 日立领跑中央空调市场, 产品渠道实力领先

多联机为中央空调主流产品, 市场占比逐年提升。从产品类别来看, 中央空调产品可分为离心式冷水机组、风冷螺杆机组、水冷螺杆冷水机组、模块机、多联机、空调末端、单元机、两联供产品和溴化锂机组九大类, 其中多联机、单元机作为主流的中央空调产品, 占据着主要市场份额。从历年市场占比来看, 多联机在中央空调市场中的占比持续提升, 据艾肯网数据显示, 2022年多联机占据了中央空调市场的半壁江山。公司央空业务以多联机为主要产品, 日立多联机销量长期位居市场前列。根据产业在线数据显示, 2022年多联机全球份额中, 日立平均市占率为19%, 仅次于大金; 2022年内销市场份额中, 日立平均市占率为19.6%, 位居榜首。

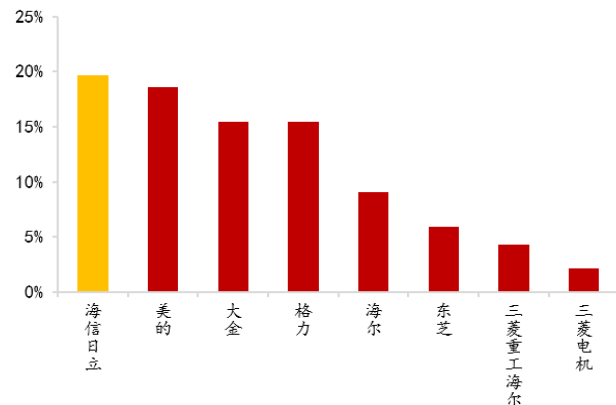
图 25: 2022 年中央空调市场各产品类别占比



数据来源: 艾肯网, 西南证券整理

图 26：2022 年多联机全球市场销售份额


数据来源：产业在线，西南证券整理

图 27：2022 年多联机内销市场份额


数据来源：产业在线，西南证券整理

协同作用持续发力，“海信+约克+日立”三大品牌矩阵成形。公司品牌海信、日立、约克分别实现了在多联机低端、中端和高端产品的布局，同时覆盖工商用及家用中央空调。其中，海信品牌主打性价比，聚焦 IoT、5G 互联等智能功能，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。中央空调龙头日立定位中高端产品，在技术方面拥有专利涡旋压缩机技术、无级变频技术和首创两级油分离技术，在控制方面拥有智能控制器，其中一键模式场景设定功能，最多可对 16 台室内机进行控制。约克品牌以创新及差异化技术满足用户洁净、智能灵控、静音体验等需求，已被公认为世界制冷技术应用领域的先导品牌。公司三大中央空调品牌（海信、约克、日立）累计份额处于行业领先地位。2022 年日立、海信、约克多联机市占率合计 23%-25%，位居行业第一。

我们从大金和日立品牌的一拖五多联机（6HP）产品中分别挑选出一款进行性能对比，发现日立具有更优的性价比。一方面，在各个性能大体一致的情况下，日立价格低于大金约 500 元，且日立在外机噪音控制上稍优于大金。另一方面，大金 VRVB 系列无法搭载水泵、无厨房专用机和灯槽专用机，日立 Expro II 系列标配水泵，可以选配厨房专用机，并且具备精确除湿功能。此外，日立的压缩机具有内部油分离功能，能够完成两级油分离，工作功率更高更稳定。

表 4：大金、日立中央空调一拖五（6HP）多联机性能对比

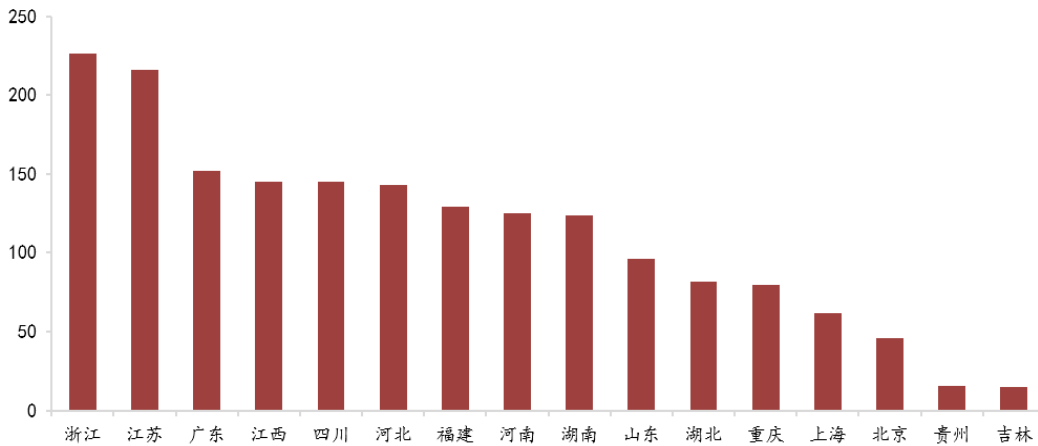
	日立 Expro II	大金 VRVB
价格（元）	56239	61400
IPLV (C)	6.6	6.8
APF	4.7	4.5
重量 (kg)	87	97
外机噪音 (dB(A))	55	57
内机噪音 (dB(A))	57	57
制热量 (W)	18000	18000
制冷量 (W)	15500	15500
适用面积 (m ²)	100-135	140
压缩机	变频双转子式	双摆动式

数据来源：日立中央空调，大金中央空调，西南证券整理

海信和日立优势互补，发挥产销协同作用。中央空调具有较强的安装属性，其产品使用更加依赖线下渠道的售后服务，销售规模很大程度上将由品牌渠道的广度和深度决定。公司中央空调业务中，零售渠道占比约一半左右，其余部分分别为地产渠道（25%）和基建渠道（25%）。在零售市场方面，日立借助海信在中国市场强大的销售网络和售后服务体系，在全国布局网点超 2000 个。从网点分布来看，日立渠道布局广泛且聚焦重点城市，多布局在经济较为发达的二线城市和华东沿海地区，并逐渐向三四线城市发展。据艾肯网统计，2022H1 日立品牌在家装零售市场占有率超 15%。随着公司销售结构持续改善，大力发展重点市场渠道战略继续推进，日立销售规模和客户黏性有望进一步提升。

公司积极布局工商用领域，开拓市场新渠道。在工程项目市场方面，公司与全国百强地产商均有过密切合作，且合作多集中在精装修渠道，在科研中心、写字楼、会展中心、主题乐园、地铁轨道等项目领域有丰富的经验。其中，约克中标过浙江银行西安科研中心、山东临沂慧谷星岸城、大连地铁五号线等多个大型商用项目；海信为义乌国内公路港物流园区内空间提供定制化暖通方案，为义乌公路港物流中心的正常运行提供了强有力的中央空调保障；日立以旗下磁悬浮离心机组、变频螺杆机组、多联机、组合式空气处理机组、风机盘管等产品及系统解决方案为全国多个地铁等轨道交通项目提供专业的技术支持和优质的服务。

图 28：海信日立部分省市网点数量分布（个）



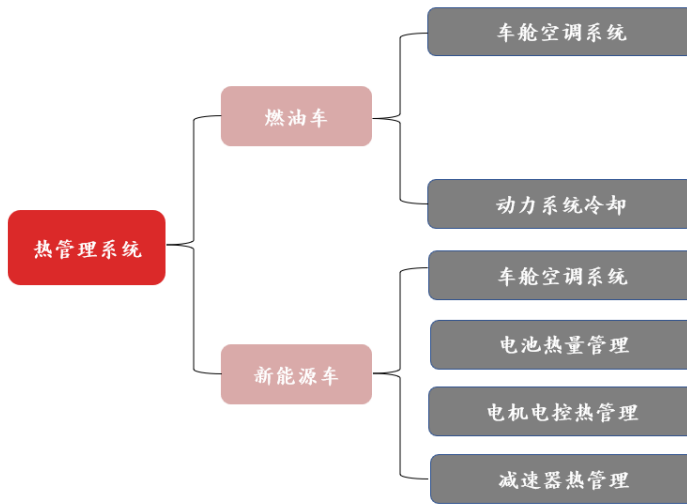
数据来源：海信日立官网，西南证券整理（数据截止 2023.01）

2.3 汽车热管理业务：三电协同发力，贡献第二增长渠道

2.3.1 新能源车渗透持续提升，汽车热管理有望加速扩容

汽车热管理系统是对汽车进行温控和冷却，根据行车工况和环境条件，自动调节温度以保证汽车各零部件及驾驶室处于合理温度范围内，从而提高整车的环保节能功效，达到舒适、安全、提升续航里程等目的的系统。从功能来看，汽车热管理系统可划分为舒适性热管理和动力系统热管理。舒适性热管理拥有制冷和制热两大功能，主要为空调系统热管理。动力系统热管理作用在燃油机上主要功能为冷却发动机，而在新能源车上的功能为调节三电系统（电池、电机、电机控制器）的温度。

图 29：汽车热管理系统架构



数据来源：车评网，西南证券整理

与传统燃油车相比，新能源汽车在热管理范围、实现方式和零部件等方面均有所替换和升级，空调系统更加复杂。首先，传统燃油车里空调进行制热时，可以直接使用发动机余热，而新能源车则需要额外制热；其次，动力系统热管理作用对象不同，在燃油车上作用对象为发动机和变速箱，而新能源车的系统则作用于电机和电机控制器；另外，新能源车相比燃油车需要新增配备电池热管理系统。目前，新能源汽车热管理系统单车价值约为传统燃油车电价值的 3 倍。汽车热管理关键部位零件的更新升级有望推动汽零行业快速扩容。

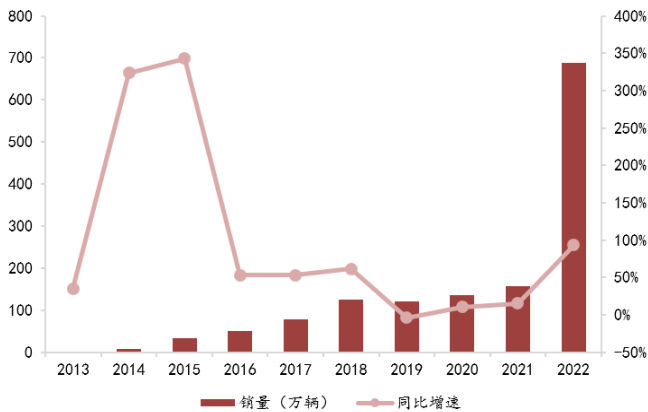
表 5：新能源车与燃油车热管理系统单车价值对比

汽油车热管理设备	单价（元）	新能源车热管理设备	单价（元）
空调压缩机	500	电动压缩机	1500
水泵	100	热泵系统	1500
中冷器	200	电子系统	850
散热器	450	电子膨胀阀	600
蒸发器	200	蒸发器	700
冷凝器	100	冷凝器	200
油冷器	300	电池冷却器	600
其他	400	其他	600
合计	2250	合计	6550

数据来源：车评网，西南证券整理

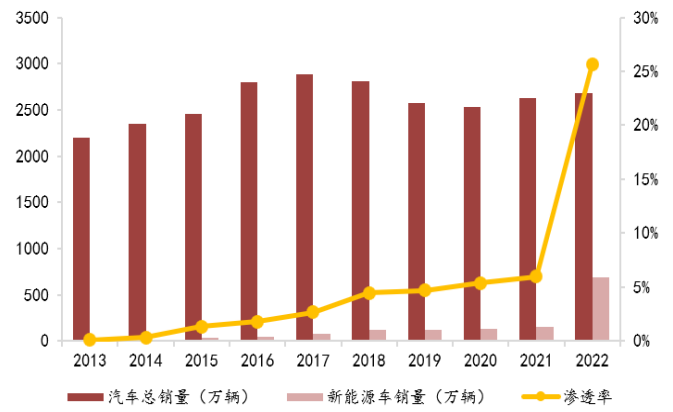
新能源车渗透率快速提升，市场发展空间广阔。目前，我国汽车产业发展表现出强韧性，新能源汽车尤其呈现爆发式增长，增长速度连续 8 年居全球第一。据中汽协数据显示，2022 年全国汽车产销分别实现 2702.1 万辆和 2686.4 万辆，同比增长 3.4% 和 2.1%，其中新能源车全年销量超 680 万辆，同比增长 93.4%，市场占有率提升至 25.6%。未来新能源车有望依靠低渗透率继续保持高速发展趋势。随着新能源车的快速放量，汽车热管理的需求预计也将得到快速释放。

图 30: 2013-2022 年新能源车销量及增速



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

图 31: 新能源车渗透率稳步提升

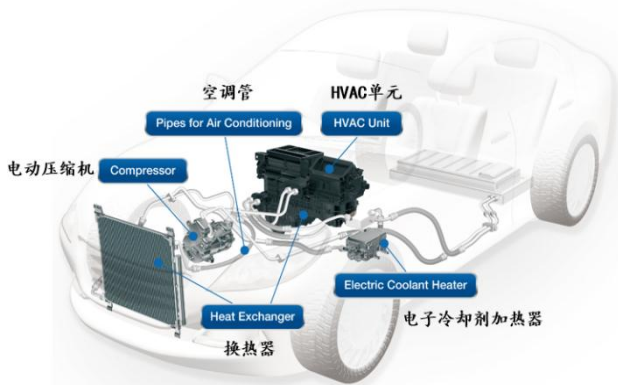


数据来源: 中汽协, 西南证券整理

2.3.2 收购三电控股, 进军汽车热管理产业

三电汽车热管理经验丰富, 产能全球布局。日本三电控股创立于 1943 年, 1970 年开始进军汽车空调系统和压缩机市场, 在汽车热管理领域拥有深厚的技术积累。2020 年公司因经营不善申请 ADR 程序。2021 年, 海信控股耗资 13 亿元完成对三电的收购, 以 75% 的股权成为其控股股东。三电的业务为制造和销售汽车系统及其他产品, 并提供物流、研究等其他相关服务, 主要产品包括车用空调压缩机、空调管、HVAC 单元、换热器、电子冷却剂加热器和热泵系统等。目前, 三电是全球领先的汽车空调压缩机和汽车空调系统以及制造供应商, 在全球 26 个国家和地区均有产能布局。

图 32: 三电汽车系统业务主要产品



数据来源: 三电官网, 西南证券整理

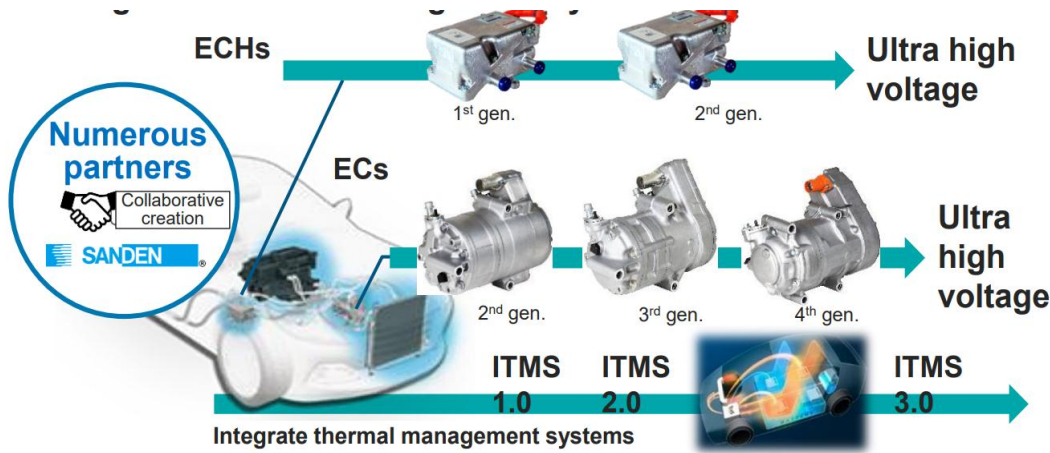
图 33: 三电全球产能布局



数据来源: 三电官网, 西南证券整理

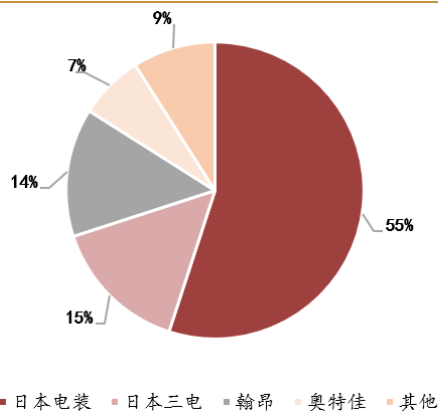
三电是汽车空调压缩机龙头, 技术领先行业。汽车压缩机方面, 三电的电动压缩机具有较广的应用领域, 在排量及适配电压等方面具有技术优势。三电的新一代 1000V 电动压缩机紧跟电动汽车高压化发展趋势, 采用行业领先的 SiC 技术, 具有高效耐压的特点, 可达到“高快充”和“长续航”综合能效。热泵方面, 三电的热泵系统使用的是自产压缩机及换热器等零部件产品, 具有较高的性价比, 并推出了使用二氧化碳的热泵系统用压缩机。目前在全球汽车压缩机市场上三电的主要竞争对手为电装、翰昂、奥加特等。据华经产业研究院数据显示, 三电在全球压缩机市场占有 15% 的份额, 仅次于日本电装。

图 34: 三电主要产品(电动冷却剂加热器 ECH, 电动压缩机 EC, 综合热管理系统 ITMS) 优化迭代进程



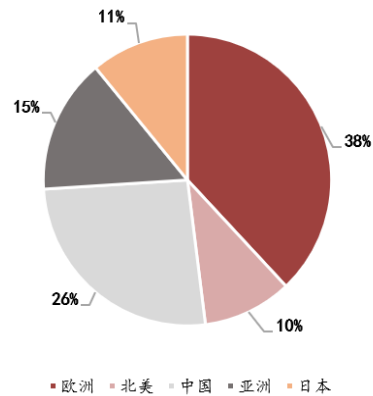
数据来源: 三电公告, 西南证券整理

图 35: 2019 年全球汽车电动压缩机市场份额



数据来源: 三电官网, 西南证券整理

图 36: 2021 年三电全球收入占比

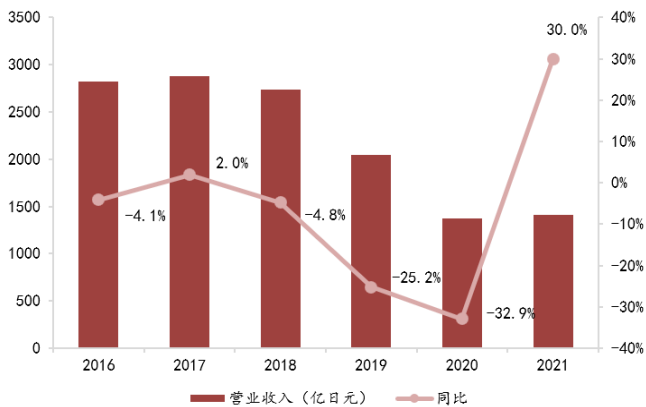


数据来源: 三电官网, 西南证券整理

三电客户资源广泛, 与海信协同开拓更大市场。作为汽车压缩机和空调系统的龙头企业, 三电与全球各知名车企均有合作, 目前客户多集中在欧洲地区。分地区来看, 欧洲业务为三电贡献最多销售额, 2021 年欧洲地区创造营收 444 亿日元, 同比增长 3%; 中国和亚洲地区业务增长迅猛, 2021 年共实现营收 477 亿日元, 同比增长 64%; 北美业务实现营收 122 亿日元, 同比增长 53%。客户方面, 2020 年三电前两大客户分别为大众集团和梅赛德斯-奔驰集团, 分别贡献了 13.5%和 12.1%的销售收入。传统燃油车业务的主要客户为大众、戴姆勒、史铁龙、菲亚特、通用等, 新能源车业务主要客户为特斯拉、蔚来、零跑、通用以及广汽的新能源车等。随着海信入主三电, 中国地区业务占比迅速增加, 三电与国内知名车企的合作得到了有效推动, 目前海信与蔚来已达成新能源车合作, 同时有望获得特斯拉电动压缩机订单。

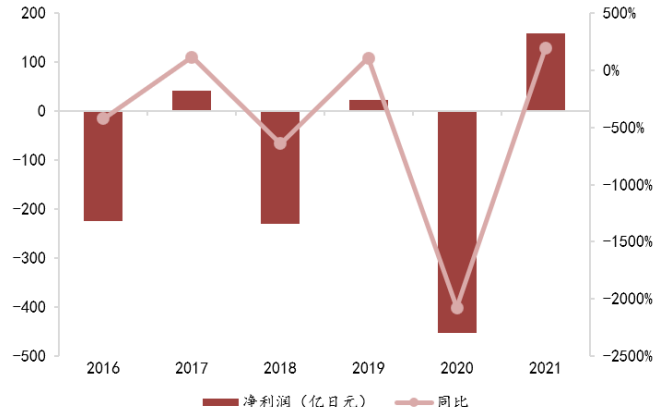
三电营收下滑, 短期盈利承压。近年来传统燃油车销售疲软, 三电燃油车业务销售额下滑, 叠加公司缩减部分业务, 营收规模有所下滑。盈利层面来看, 三电经营层级较多, 运营效率低下, 在疫情冲击下, 盈利进一步恶化。2020 年日本三电归母净利润为- 453 亿日元, 同比下降 2079%。海信入主三电后致力于降本提效, 三电内部经营管理得到优化, 2022H1 三电实现较大幅度减亏, 据三电公告, 2022H1 公司实现归母净利润-19 亿日元, 净利率为 -4.2%, 同比上升 9.5pp, 毛利率为 11.7%, 同比上升 4.6pp。

图 37: 2016-2021 (M4-12) 三电营收及增速



数据来源: 三电年报, 西南证券整理

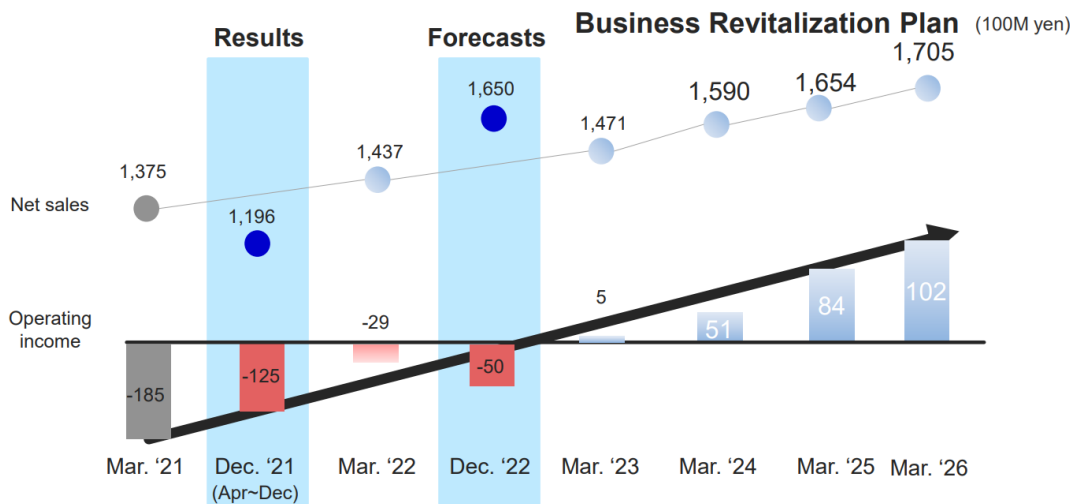
图 38: 2016-2021 (M4-12) 三电归母净利润及增速



数据来源: 三电年报, 西南证券整理

降本提效发挥协同效应, 三电有望扭亏为盈。首先, 海信在并购整合方面具有丰富的经验, 于近五年完成了包括 Gorenje 集团、约克多联机中国区业务等多项收购, 整合效果较好, 此次收购三电有望与公司的优势业务形成协同效应。其次, 三电开始全面整顿生产体系, 逐步缩小传统燃油汽车业务规模, 同时大力发展电动车业务。在欧洲方面, 加强对内燃机的质量检测; 中国方面, 三电加大热管理系统产品的生产; 美洲方面, 缩小工厂规模以改善盈利能力。另外, 海信积极对三电内部人事结构进行改革优化, 海信控股三电后, 三电股权结构更加集中, 有利于三电提升经营管理效率。后续, 随着外部环境转好, 降本提效持续推进, 我们预计三电经营将逐步好转, 为海信在汽零赛道打开新的增长空间。

图 39: 三电业务未来规划, 计划 2023 年实现正盈利



数据来源: 三电公告, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：国内外冰洗保有量已经在 90% 以上，市场需求以更新为主，预计未来行业保持相对稳健的增长，假设冰洗行业增速保持在 3%-5% 的小幅增长。公司作为冰洗行业份额领先的优秀公司，假设公司冰洗业务增速与行业趋同；

假设 2：国内中央空调的渗透率不足 20%，参考海外市场发展，长期来看国内中央空调渗透率有望超过 30%。公司旗下中央空调品牌合计市场份额第一，产品力品牌力领先，预计将充分受益于国内中央空调渗透率的提升。叠加保交付政策的催化，预计公司中央空调销量有望快速释放。

假设 3：随着原材料价格的逐步回落，预计传统家电业务的盈利将稳步修复，假设冰洗业务 2022-2024 年毛利率分别为 21%/21.2%/21.2%；随着中央空调销量的释放，公司中央空调业务经营规模稳步增长，预计公司中央空调业务盈利稳步向好，假设 2022-2024 年公司空调业务毛利率分别为 30.2%/30.4%/30.5%；公司与日本三电协同效应进一步体现，预计公司汽车热管理业务的盈利将得到修复，假设公司汽车热管理业务毛利率分别为 3%/5%/6%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
冰洗	收入	23017.88	23248.1	23945.5	24663.9
	增速	23.0%	1.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	16.7%	21.0%	21.2%	21.2%
空调	收入	30402.51	35322.6	38147.4	41219.3
	增速	30.0%	16.2%	8.0%	8.1%
	毛利率	26.3%	30.2%	30.4%	30.5%
其他业务	收入	14142.22	16970.7	18328.3	19794.6
	增速	6.2%	20.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	10.4%	3.0%	5.0%	6.0%
合计	收入	67562.6	75541.3	80421.2	85677.8
	增速	39.6%	11.8%	6.5%	6.5%
	毛利率	19.7%	21.3%	21.8%	22.2%

数据来源：Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取了白电行业三家主流公司作为参考，2022 年三家公司的平均 PE 为 12 倍，2023 年平均 PE 为 11 倍。考虑到公司新兴的中央空调业务占比近 30%，汽车热管理业务占比也有 10% 以上，因此我们选择了中央空调行业的大金工业（代码 6367.T，2021 年 PE30.2）和汽车热管理行业的日本电装（代码 6902.T，2021 年 PE23.5）作为可比公司。国内消费稳步修复，叠加

中央空调业务放量，公司内部管理持续优化，预计未来三年公司业绩复合增速为 24.4%，增速优于传统家电行业，首次覆盖给予“持有”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				EPS（元）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600690	海尔智家	23.48	1.39	1.62	1.87	2.14	16.89	14.49	12.56	10.97
000333	美的集团	52.09	3.87	4.09	4.32	4.79	13.46	12.74	12.06	10.87
000651	格力电器	36.86	3.9	4.61	5.07	5.55	9.45	8.00	7.27	6.64
平均值							13.27	11.74	10.63	9.50

数据来源：Wind（数据截止 2023.03.24），西南证券整理

4 风险提示

新品销售不及预期风险、国内中央空调渗透率提升不及预期风险、原材料价格大幅波动风险、人民币汇率大幅波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	67562.60	75541.33	80421.22	85677.75	净利润	2342.80	2215.70	2782.55	3172.32
营业成本	54250.07	59485.63	62849.52	66684.33	折旧与摊销	1136.88	766.96	766.96	766.96
营业税金及附加	399.11	503.04	516.66	549.75	财务费用	56.66	26.85	-41.59	-55.83
销售费用	7672.00	10575.79	11258.97	11994.89	资产减值损失	-61.43	10.00	10.00	10.00
管理费用	1326.89	2643.95	2814.74	2998.72	经营营运资本变动	3980.14	4809.21	517.15	728.46
财务费用	56.66	26.85	-41.59	-55.83	其他	-3141.27	-135.87	-273.23	-180.51
资产减值损失	-61.43	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	4313.78	7692.85	3761.83	4441.40
投资收益	507.12	185.00	185.00	185.00	资本支出	-1856.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	34.06	24.35	26.98	27.28	其他	-2567.28	2420.29	211.98	212.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4423.29	2420.29	211.98	212.28
营业利润	2780.90	2505.43	3224.89	3708.18	短期借款	2836.96	-2858.98	0.00	0.00
其他非经营损益	135.64	180.63	183.80	174.72	长期借款	32.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	2916.54	2686.06	3408.70	3882.90	股权融资	7.53	0.00	0.00	0.00
所得税	573.74	470.36	626.15	710.58	支付股利	-472.87	-194.52	-261.45	-328.34
净利润	2342.80	2215.70	2782.55	3172.32	其他	-929.08	-291.77	41.59	55.83
少数股东损益	1370.22	908.44	1140.84	1300.65	筹资活动现金流净额	1474.92	-3345.27	-219.86	-272.51
归属母公司股东净利润	972.58	1307.26	1641.70	1871.67	现金流量净额	1261.97	6767.87	3753.95	4381.17
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7022.57	13790.44	17544.39	21925.56	成长能力				
应收和预付款项	9661.97	10777.29	11613.48	12297.38	销售收入增长率	39.61%	11.81%	6.46%	6.54%
存货	8436.70	9272.14	9849.58	10423.14	营业利润增长率	-12.97%	-9.91%	28.72%	14.99%
其他流动资产	14578.58	9049.36	9270.51	9508.74	净利润增长率	-17.68%	-5.43%	25.58%	14.01%
长期股权投资	1436.22	1436.22	1436.22	1436.22	EBITDA 增长率	-3.29%	-16.99%	19.73%	11.87%
投资性房地产	235.34	235.34	235.34	235.34	获利能力				
固定资产和在建工程	5854.52	5344.80	4835.08	4325.36	毛利率	19.70%	21.25%	21.85%	22.17%
无形资产和开发支出	1870.86	1616.25	1361.64	1107.02	三费率	13.40%	17.54%	17.45%	17.43%
其他非流动资产	6851.78	6849.16	6846.54	6843.91	净利率	3.47%	2.93%	3.46%	3.70%
资产总计	55948.55	58370.99	62992.77	68102.67	ROE	15.03%	12.65%	13.88%	13.86%
短期借款	2858.98	0.00	0.00	0.00	ROA	4.19%	3.80%	4.42%	4.66%
应付和预收款项	24947.28	28761.82	30311.40	31949.07	ROIC	75.24%	-555.82%	-81.81%	-73.64%
长期借款	32.38	32.38	32.38	32.38	EBITDA/销售收入	5.88%	4.37%	4.91%	5.16%
其他负债	12518.65	12057.92	12609.03	13237.28	营运能力				
负债合计	40357.30	40852.12	42952.81	45218.74	总资产周转率	1.38	1.32	1.33	1.31
股本	1362.73	1362.73	1362.73	1362.73	固定资产周转率	14.90	15.31	18.18	21.89
资本公积	2069.25	2069.25	2069.25	2069.25	应收账款周转率	8.58	8.00	7.78	7.76
留存收益	6816.81	7929.56	9309.81	10853.14	存货周转率	8.45	6.67	6.56	6.57
归属母公司股东权益	10342.36	11361.53	12741.78	14285.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.60%	—	—	—
少数股东权益	5248.90	6157.33	7298.18	8598.83	资本结构				
股东权益合计	15591.25	17518.86	20039.96	22883.93	资产负债率	72.13%	69.99%	68.19%	66.40%
负债和股东权益合计	55948.55	58370.99	62992.77	68102.67	带息债务/总负债	7.16%	0.08%	0.08%	0.07%
					流动比率	1.04	1.11	1.19	1.26
					速动比率	0.82	0.87	0.95	1.02
					股利支付率	48.62%	14.88%	15.93%	17.54%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	3974.44	3299.24	3950.26	4419.31	每股收益	0.71	0.96	1.20	1.37
PE	26.90	20.01	15.94	13.98	每股净资产	7.59	8.34	9.35	10.48
PB	2.53	2.30	2.05	1.83	每股经营现金	3.17	5.65	2.76	3.26
PS	0.39	0.35	0.33	0.31	每股股利	0.35	0.14	0.19	0.24
EV/EBITDA	2.28	-0.23	-1.14	-2.01					
股息率	1.81%	0.74%	1.00%	1.25%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn