

空气源热泵行业专题： 欧洲能源转型加速，热泵迎来爆发期

行业研究 · 行业专题

家用电器 · 白色家电

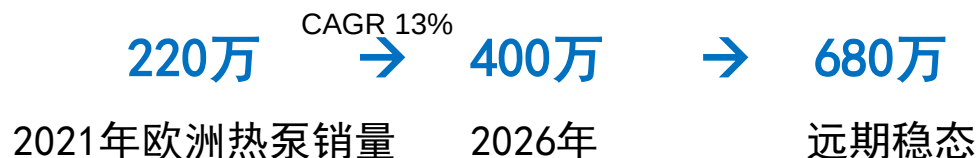
投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：陈伟奇
0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康
0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

联系人：邹会阳
0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn

- **俄乌冲突+双碳目标加速欧洲能源结构转型，能效高、环保的空气源热泵迎爆发。**欧洲面临天然气供应中断背景下，超70%的天然气的能源依赖度使欧洲迫切需要改变供能结构。而供暖作为能耗重要领域，**空气源热泵**不依赖化石能源、能效高的优势凸显，被列入“REPowerEU”能源计划，有望成为“缺气”下的主流供暖方式。
- **欧洲热泵渗透率仍低，较高的增长预期受能源危机影响加速。**能源紧张背景下，2021年欧洲热泵销量同比增长34%至218万台，增速创下近10年新高。2022年受到俄乌冲突的影响，欧盟各国加快了能源转型的步伐，纷纷推出购置补贴等刺激政策，促进热泵的销售。EHPA（欧洲热泵协会）预计，2026年欧洲热泵销量将实现实现翻倍，达到400万台。



预测来源：欧洲热泵协会

- **国内热泵出口高增，产业链龙头有望受益。**在欧洲能源持续紧张及高补贴的刺激政策催化下，欧洲空气源热泵需求强劲。我国是全球主要的空气源热泵生产国之一，空气源热泵出口从2020年开始已实现持续的高增长。2021年国内热泵出口规模翻倍至45亿元、2022H1国内热泵出口额大幅提升60%。**考虑到目前热泵在欧洲地区的存量渗透率只有14%，未来替代空间依然广阔，我国空气源热泵出口依然有望保持强劲的高景气增长。**凭借技术的扎实积累，国内空气源热泵整机企业以及上游零部件企业，有望进一步抢占欧洲市场的份额。
- **投资建议：**在欧洲能源紧张的背景下，我们看好国内空气源热泵外销的持续高景气，推荐空气源热泵整机及上游零部件企业，整机建议关注美的集团、日出东方；上游供应链：屏蔽泵建议关注大元泵业，阀件建议关注盾安环境。
- **风险提示：**市场需求波动；行业竞争加剧；原材料价格波动；汇率大幅波动。

- 【 01 】 空气源热泵高效节能环保，可替代化石燃料制热
- 【 02 】 热泵行业：欧洲气荒下首要替代方案，国内发展成熟
- 【 03 】 竞争：技术门槛高，行业格局分散
- 【 04 】 投资建议及风险提示

引子：欧洲取暖天然气依赖度高，用气危机下热泵望迎来爆发

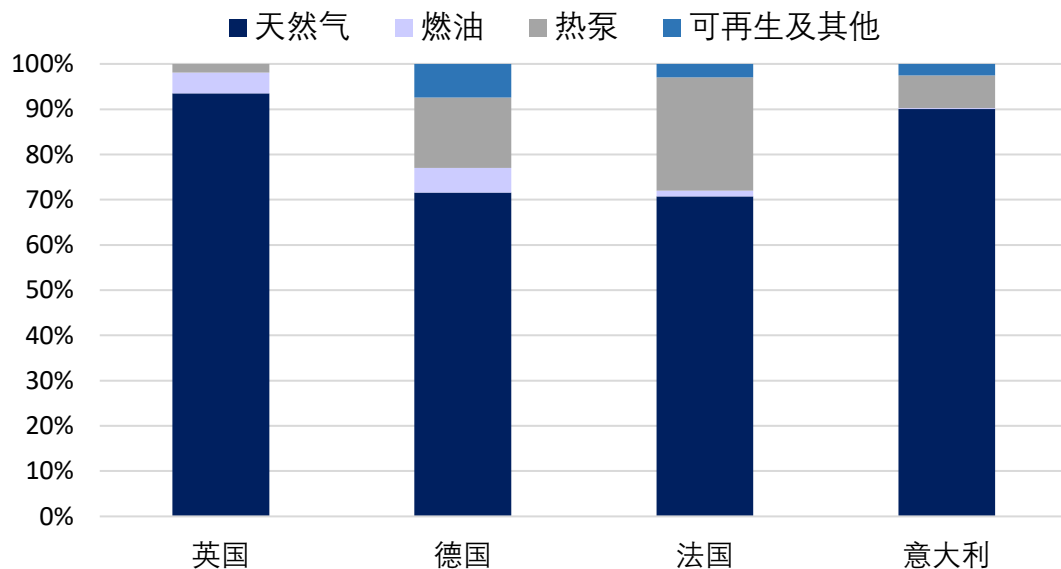
□ 欧洲国家供热严重依赖天然气

- 欧洲的取暖设备以天然气、燃油、生物质和热泵构成，其中天然气占据绝对高比例，而欧洲过往的天然气主要依赖俄罗斯的管道气进口；

□ 催化：俄乌冲突+双碳政策加速化石能源占比下降

- 俄乌冲突爆发以来，欧洲天然气价格飙升，尽管欧盟公布RePowerEU方案，计划在2030年前逐步摆脱对俄罗斯的化石能源依赖，但短期内较高的天然气依赖度迫使欧洲需要尽快进行高效率的取暖设备替代，而热泵作为节能和高效的供热设备，在能源价格高企背景下性价比和效率优势凸显。

欧洲国家天然气取暖设备的销售量占比高



资料来源：EHI、国信证券经济研究所整理

2022年以来气价重新攀升至高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：1色姆约等于2.8标方天然气

01 | 空气源热泵： 高效节能环保，可替代化石燃料制热

空气源热泵：高效节能无污染，功能多元用途广

□ 空气源热泵高效利用空气热能和少量电能，可替代燃气等能源，节能无污染

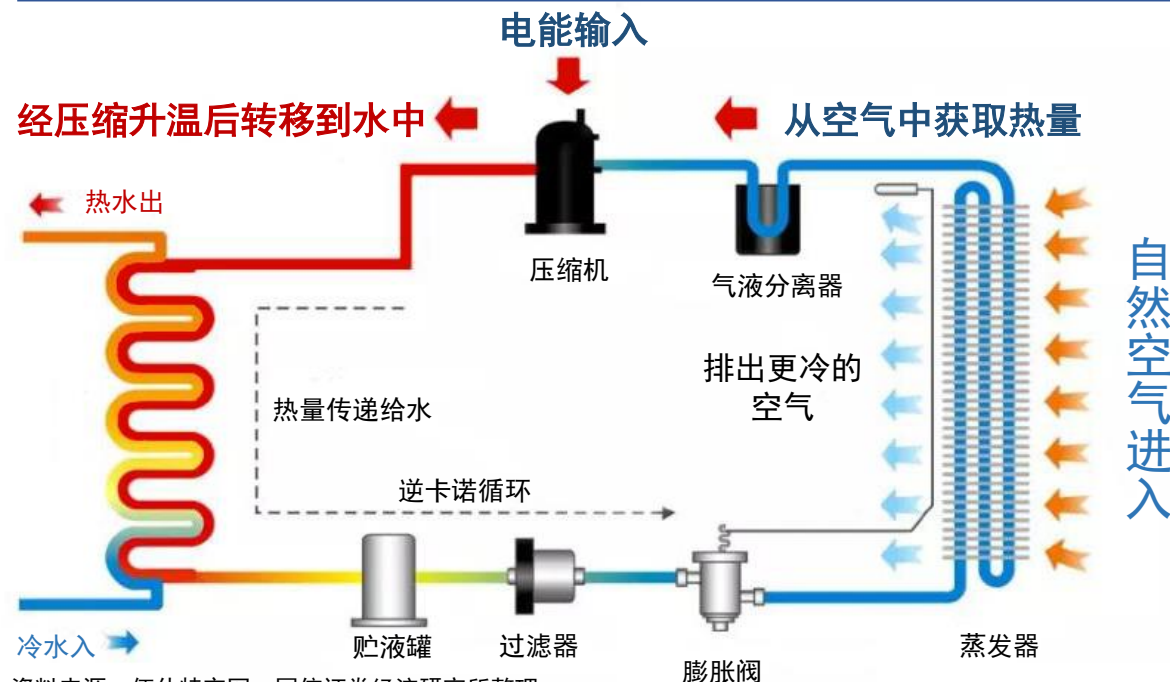
- 空气源热泵是利用逆卡诺循环原理，用少量电能驱动热泵机组，通过热泵系统中的工作介质（冷媒）进行变相循环，把空气中的低品位热能吸收压缩升温后，再将热能转移至水中，以此实现制热等功能的一种高效集热并转移热量的节能技术。同时，热泵也可逆向循环，以实现制冷功能，主要原理与空调相似。
- 空气源热泵有效利用**空气热能**这一可再生能源，**仅依靠少量电能驱动压缩机**，**可替代燃气等能源制热**，节能效果显著，运行中可以做到**零污染**。
- 根据EMI测算，用热泵代替化石燃料锅炉，可以节省约**50%**的一次能源；如果用热泵代替电加热系统，可节省**65%-75%**的终端/一次能源。

空气源热泵使用示意图



资料来源：芬尼科技官网、国信证券经济研究所整理

空气源热泵运行主要以电能和空气热交换为主



资料来源：佰仕特官网、国信证券经济研究所整理

空气源热泵：高效节能无污染，功能多元用途广

□ 空气源热泵具备能效比高、运行费用低、用途广、安全舒适等优点：

- **能效比高**：在标准工况下，空气源热泵消耗1份电能，能输出4.6份热量，即能效比能达到4.6。根据我国2012年出台的《空气源热泵热水器标准》，其能效比要求达到3.7以上，而我国一级能效空调能效比标准为在3.4以上。
- **运行费用低**：根据芬尼科技的测算，以热水器产品作为比较来看，我国三口之家每年使用空气源热泵年费用**383元**，而燃气热水器和电热水器分别高达**821元**和**1525元**，空气源热泵每年的运行费用较低。
- **用途广**：空气源热泵可用于制冷、供暖、供热水、烘干等多项功能，应用领域较多。
- **安全舒适**：空调是将热媒与室内进行热交换，而空气源热泵是将冷媒与水进行热交换之后，再将水输入室内，杜绝冷媒泄露等风险，同时多采用地暖等形式，从地面放热，而且水循环不存在氟循环干燥的问题。

指标\热水加热方式	电热水器	燃气热水器	欧洲燃气热水器	空气源热泵热水器	太阳能热水器
运行原理	电能转换成热能	化石能转换成热能		利用逆卡诺循环，电能驱动将低品位热能转换成高品位热能	光能转换成热能
假设每户3人、55℃热水使用量每人每天60L、总热量需求（15℃加热至55℃）30,096kJ					
单位换算或热值换算	1kWh=3600kJ	1Nm³=33500kJ		1kWh的电能可以产生4kWh的热量（其中3kWh的热量从空气中吸收）	/
每天耗能	8.36kWh	0.90Nm³		2.09kWh	/
燃料成本	0.50元/kWh	2.5元/m³	15.0元/m³	0.50元/kWh	/
日费用（元/天/户）	4.18	2.25	13.46	1.05	/
年费用（元/年/户）	1525	821	4911	383	/

资料来源：芬尼科技招股说明书、国信证券经济研究所整理

假设条件：1、中国居民用电按照0.50元/kWh，燃气价格按照2.5元/m³，天然气的热值为每立方燃烧热值为8000大卡至8500大卡，1千卡/1大卡/1000卡路里（kcal）=4.1868千焦（kJ），

所以每立方米燃烧热值为33494.4kJ至35587.8kJ。实际测算按33500kJ计算；

2、欧洲地区天然气价格按2.3美元/m³计算，汇率按6.5美元/人民币

3、空气能热水器的能效比4.0，设备按10年折旧

空气源热泵：多用于采暖和供热水

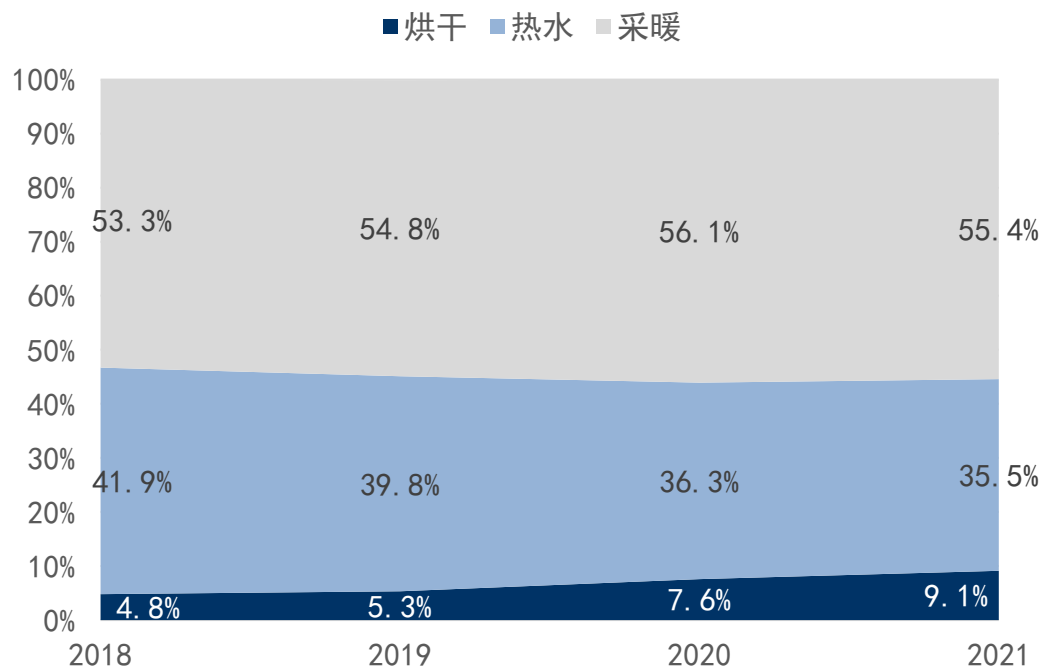
国内空气源热泵50%以上用于采暖，近40%应用于热水

- 空气源热泵在制热上效率更高，因而在国内的应用大部分集中在采暖与热水，两项占据了超过90%的比例。
- 烘干产品的占比逐年提升，2021年占比达到9.1%，主要用于商业领域。

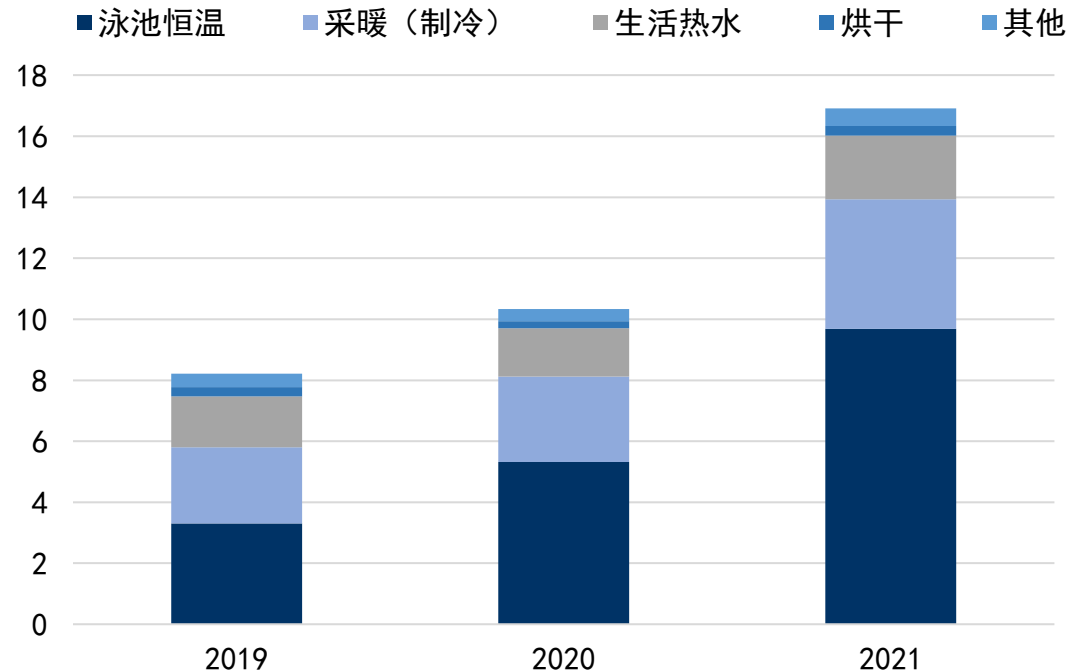
国外除用于采暖、供热水外，泳池恒温也有一定的应用

- 根据我国空气源热泵出口龙头芬尼科技的招股说明书，其2021年泳池恒温热泵产品的占比高达57%，收入规模接近9.7亿，也是其增长最快的业务。

中国空气源热泵行业细分结构特征



芬尼科技热泵收入以泳池恒温为主（亿元）



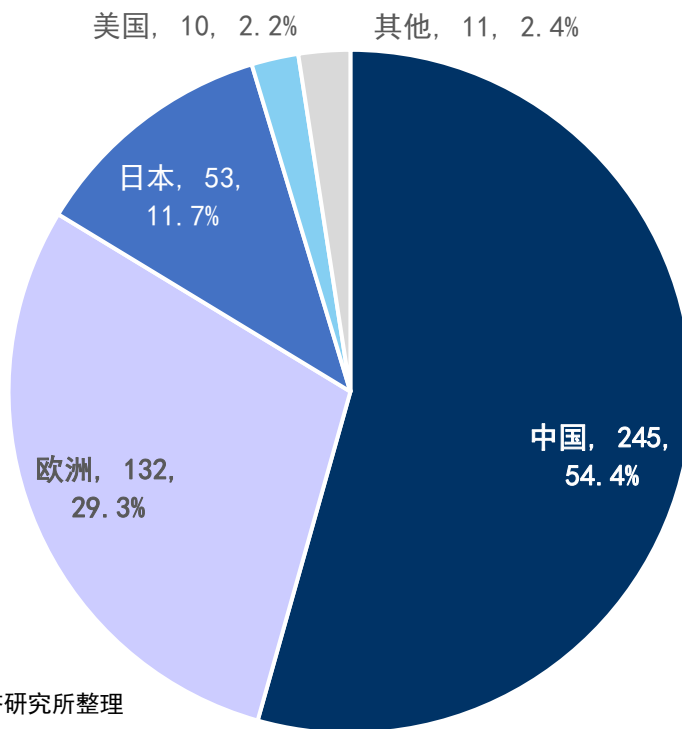
02 | 空气源热泵行业规模： 欧洲气荒下首要替代方案，国内发展成熟

全球空气源热泵市场主要分布在中国、欧洲和日本

□ 中国占全球超50%空气源热泵份额，欧洲占30%，日本占10%

- 空气源热泵的全球分布主要与当地的能源价格、补贴政策和居住环境等相关。
- 中国由于煤改电等政策刺激，空气源热泵应用快速提升。产业在线数据显示，2020年我国空气源热泵内销量201.8万台。
- 欧洲则由于能源供应紧张和政策的大力刺激，根据EHPA（欧洲热泵协会），2020年欧洲地区空气源热泵销量约132万台。
- 日本也由于自身能源短缺等问题，政府持续推广能源依赖度低的空气源热泵。根据日本冷冻空调工业协会（JRAIA）的统计数据，2020年日本的空气源热泵市场销售量达到52.5万台。

我国占空气源热泵销量一半以上的份额（2020年）



资料来源：产业在线、JARN、日本冷冻空调工业协会（JRAIA）、国信证券经济研究所整理

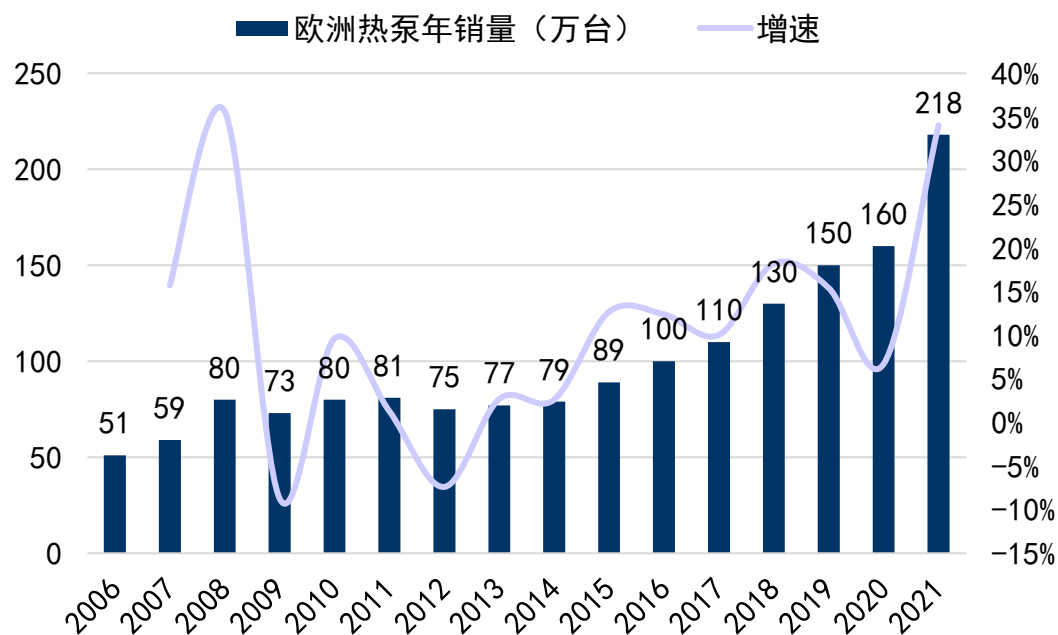
注：图标中数据标志分别为（国家及地区，2020年销量（万台），占比）

双碳+气荒，欧洲热泵市场受能源紧张影响快速增长

□ 在能源紧张的压力下，欧洲地区热泵销量增速创下近10年新高

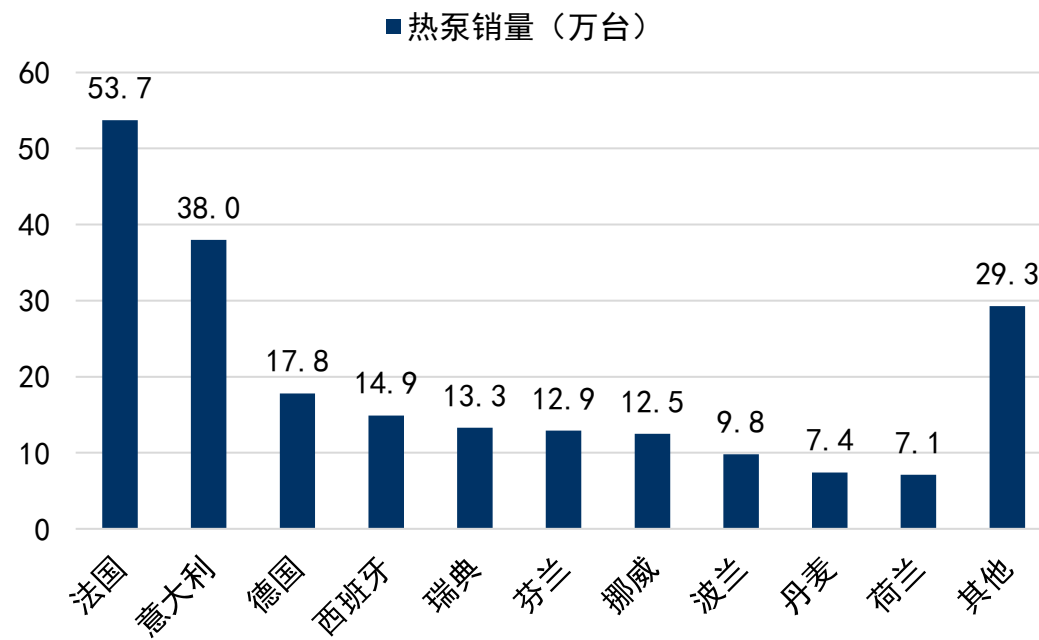
- 根据EHPA（欧洲热泵协会）的数据，2021年欧洲热泵销量增长34%至218万台，近5年复合增速高达17%，规模实现持续上涨。预计2022年受到俄乌战争的影响，在能源更为紧张的背景下，热泵销量将会维持高增速。
- 欧洲热泵市场集中在西南部国家：2021年欧洲最大的五个热泵市场分别是：1）法国，销量53.7万台，占比25%；2）意大利，销量38.2万台，占比18%；3）德国，销量17.7万台，占比8%；4）西班牙，销量14.8万台，占比7%；5）瑞典，销量13.5万台，占比6%。前三大国家占据欧洲50%左右的热泵销量，分布较为集中，预计受到当地气候影响。

能源紧张推动热泵销量增速创近10年新高



资料来源：EHPA（欧洲热泵协会）官网、国信证券经济研究所整理

欧洲热泵市场集中在西南部国家（2021年销量，万台）



资料来源：EHPA（欧洲热泵协会）官网、国信证券经济研究所整理

欧洲热泵以空气源热泵为主，预计销售均价在万元以上

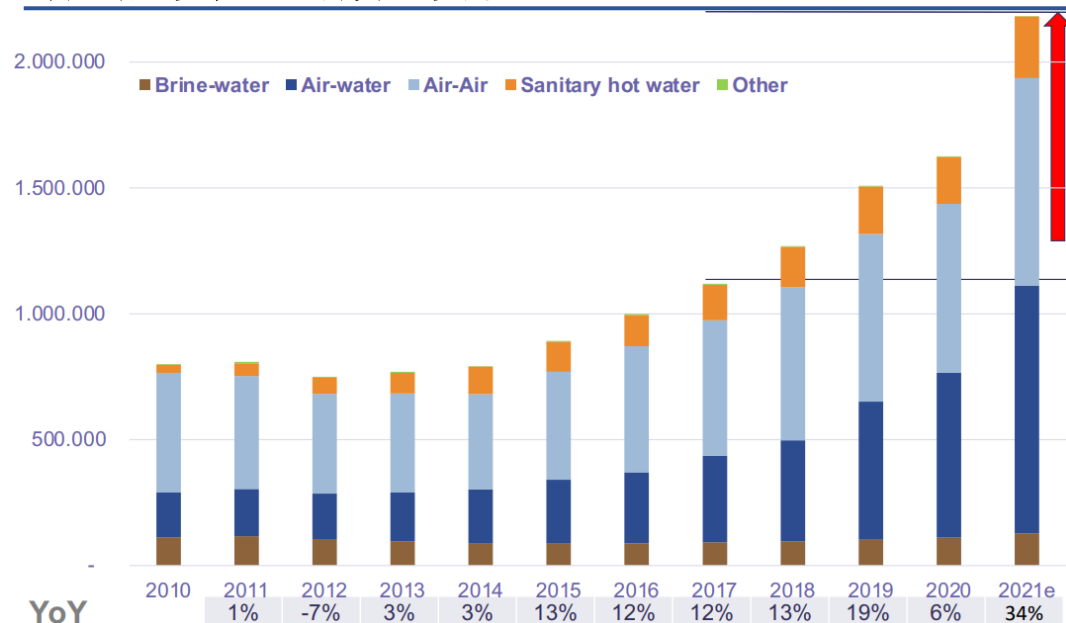
□ 空气源热泵占欧洲地区热泵80%以上的份额

- 根据EHPA（欧洲热泵协会）的数据，空气源热泵一直是欧洲热泵主要的品类，主要用于供暖和供热水。2021年欧洲地区热泵大概接近5成为空气源热泵热水器，接近4成为空气源热泵供暖气，空气源热泵合计占据超8成以上份额。

□ 高单价下仍实现显著量增：欧洲采暖空气源热泵售价预计为3万元左右，平均售价接近2万元

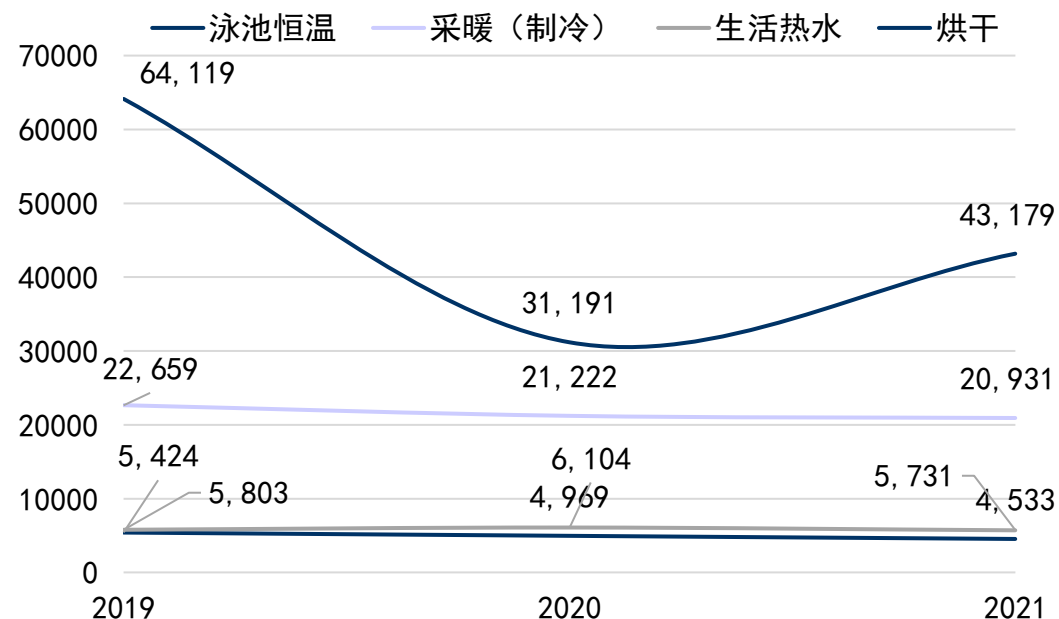
- 根据我国空气源热泵出口龙头芬尼科技的公告，其2021年采暖热泵均价在2.1万元，热水热泵在4533元。考虑到芬尼科技2021年外销收入占比69%，且主要以ODM为主，假设ODM客户成本价与公司出厂均价相近、且客户毛利率为30%，则预计采暖热泵售价在3万元左右，热水热泵售价接近6500元。若两者的销量占比相同，空气源热泵平均售价为1.8万。
- 空气源热泵安装涉及水管铺设、电路等较为复杂的工序，考虑到欧洲较高的人力成本，加上安装费用，售价会更高。

欧洲热泵以空气源热泵为主（Air-water和Air-air）



资料来源：EHPA（欧洲热泵协会）官网、国信证券经济研究所整理 注：Brine-water指盐水-水热泵，从地下吸收热量；Air-water和air-air指的都是风冷热泵，一个用来热水、一个用来暖气；Sanitary hot water 是卫生热水泵

芬尼科技主要空气源热泵产品的销售均价（元/台）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

政府补贴政策是热泵渗透率提升的重要催化剂

- 欧洲各国为减少对化石能源的依赖、实现减少碳排放，纷纷推出相关政策支持绿色高效的热泵发展
- 各国均采用补贴等补助政策，其中意大利政府政策支持力度最大，消费者五年累计可以获得110%的购买价格退款。

欧洲各国纷纷推出热泵支持政策实现能源转型

国家	支持热泵的政策规定
意大利	当购买热泵或其他绿色能源时，意大利人可以通过5年的税收减免，从政府获得5年一共110%的供暖系统购买价格退款。
德国	从2024年1月开始，所有新的供暖系统将需要使用65%的可再生能源； 热泵可获得的直接补贴为安装热泵成本的35%-45%； 2020年，德国颁布《建筑能源法》，明确规定除特殊情况外禁止德国在2026年后安装燃油锅炉。
法国	节能和可再生能源设备投资成本的税收抵免不超过30%（或16,000欧元），且这类项目改建的增值税由10%降至5.5%； 为包括可再生供热技术在内的改造提供最高不超过30,000欧元的零利率贷款； 取消对化石燃料的补贴，能源税与燃料的碳含量挂钩。燃油的总体税率为34%，化石气体为24%，电力为36%； 根据能效要求，新建独户住宅不能使用电阻类采暖设备； 热泵所有者只需支付20%的电网费用（而装机容量高达500千瓦的光伏系统所有者将支付40%电网费率）； 为采用“优良”家庭供暖系统的人额外提供1000欧元。
英国	提议从2022年起，对功率不超过45千瓦的热泵提供4000英镑补贴。
荷兰	1,000-2,500欧元的家用热泵补贴。
挪威	新建筑：自2011年起禁止使用燃油，自2016年起禁止使用化石燃料供热； 所有建筑：除少数例外，从2020年起禁止使用燃油供热； 燃油的税率为45%，电力的税率为36%，较高的电力税率促使人们从以前普遍使用的电阻式采暖设备转换为效率更高的热泵； 将旧的供热系统替换为清洁供热系统的补贴（90%的设备都改为采用热泵）。
瑞典	采用高碳税，化石气体税（45%）和电力税（39%）激励热泵和集中供暖。
芬兰	通过减免热泵用户的个人所得税，返还热泵用户热泵安装（劳务部分）费用的60%，最高为3,000欧元； 碳税、石油总税率为45%，天然气43%，电力33%。
丹麦	热泵替换燃油设备有相应补贴； 燃油（50%）、化石气体（56%）、居民用电（70%，但取暖费减半至35%）的税率； 从2013年起禁止在新建筑中使用燃油锅炉，从2016年起禁止在现有建筑中新建或更换为燃油锅炉。
爱尔兰	为热泵（和其他可再生能源技术或能效措施）提供高达30%的成本补助，对达到最低能效性能标准的个人住宅提供高达3,500欧元的补助。

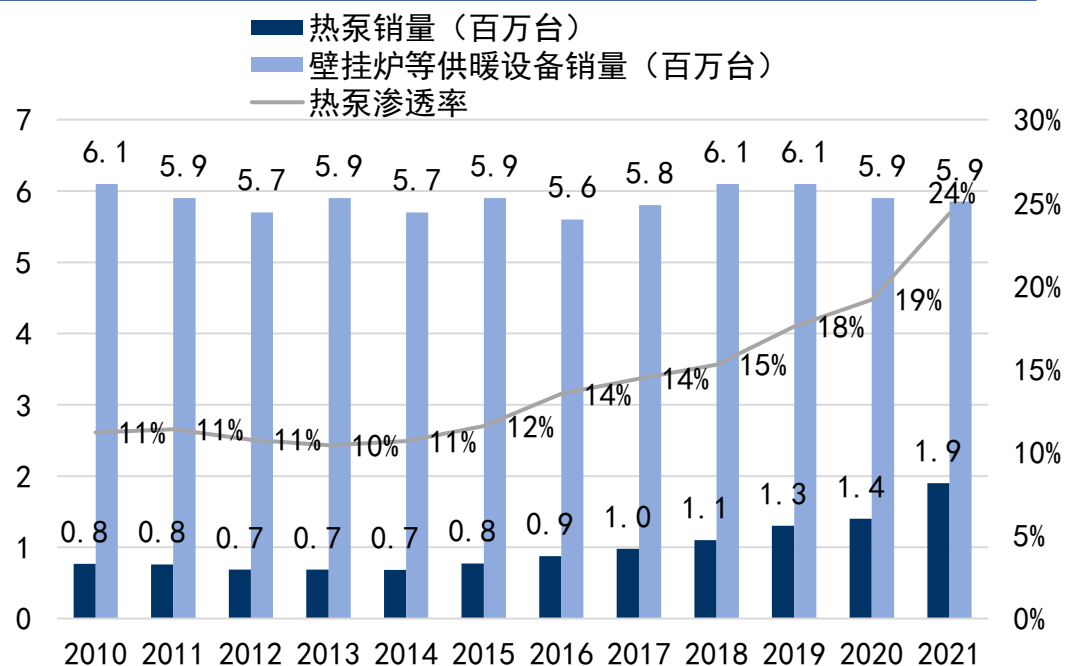
资料来源：《热泵助力碳中和白皮书》、EHPA（欧洲热泵协会）官网、各政府官网、国信证券经济研究所整理

欧洲热泵渗透率仅有24%，政策催化行业加速发展

□ 欧洲热泵在制热设备中的销量渗透率仅有24%，政策有望拉动热泵销量持续高增长

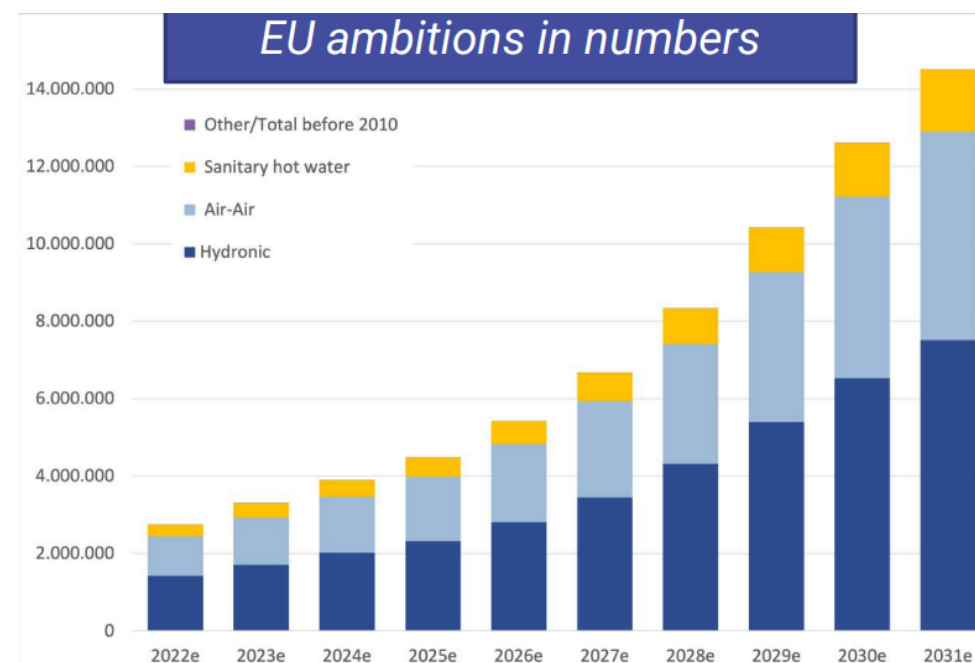
- 2021年欧洲热泵销量占壁挂炉等制热设备销量的24%，累计安装1698万台，约占供暖市场的14%，渗透率依然较低。
- EHPA预计，随着各国先后制定和颁布清洁能源政策，热泵正迅速成为新建筑的标准解决方案，到2026年，欧盟热泵市场规模将超过150亿美元，热泵销量将实现翻倍，达到400万台（2021-2026 CAGR达13%）。欧盟在REPowerEU中计划在2030年全欧盟热泵累计安装量达到6000万台。
- 欧洲热泵协会估计，欧洲热泵的潜在年销量为680万台，潜在总安装量为8990万台。

热泵在欧洲制热设备中的渗透率依然较低



资料来源：EHPA（欧洲热泵协会）官网、国信证券经济研究所整理

REPowerEU规划热泵保有率到2031年提升至41%



资料来源：EHPA（欧洲热泵协会）官网、国信证券经济研究所整理

我国空气源热泵外销快速增长，主要受益于欧洲需求强劲

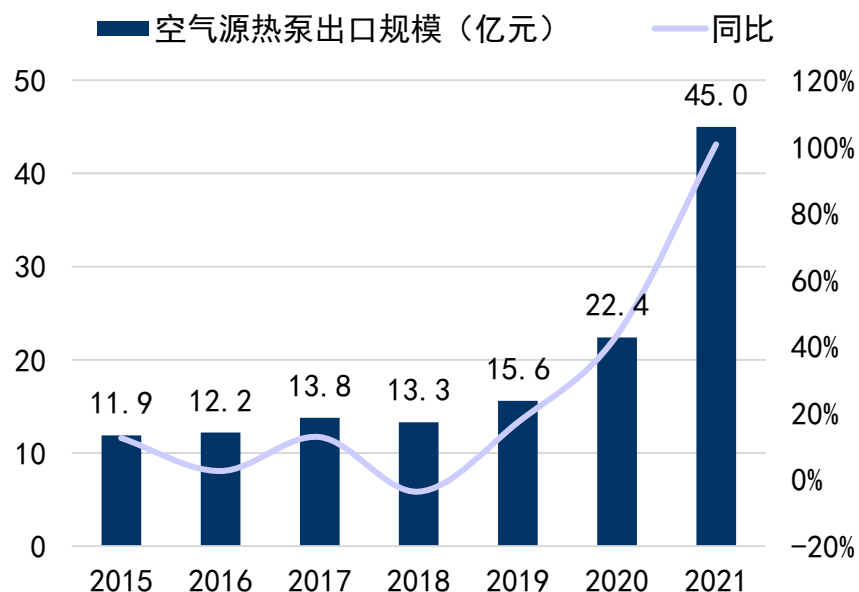
□ 2021年以来我国空气源热泵出口快速增长

- 根据产业在线的数据，2021年我国空气源热泵出口额为45亿元，同比上涨100.7%；2022年上半年预计增长超60%。
- 外销增长较快主要来自于**欧洲市场需求快速上升**，特别是在当前能源紧张的背景下，意大利、德国、荷兰、澳大利亚和法国等主要出口国家，同比增长均超过50%。

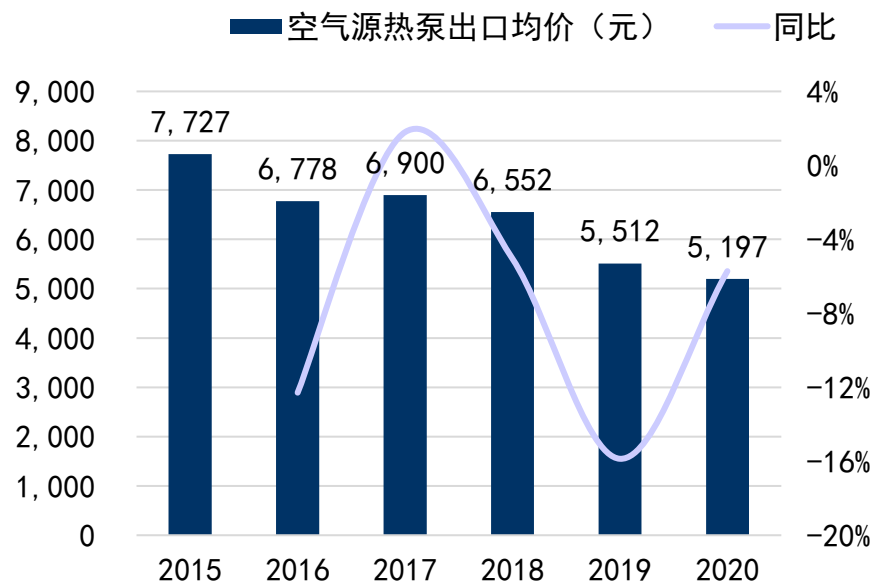
□ 国内空气热泵出口价格持续下滑，2020年出口均价在5000元左右

□ 我国空气热泵主要出口国基本与消费分布情况相匹配，主要集中在欧洲等国，其中法国占我国出口额的近3成

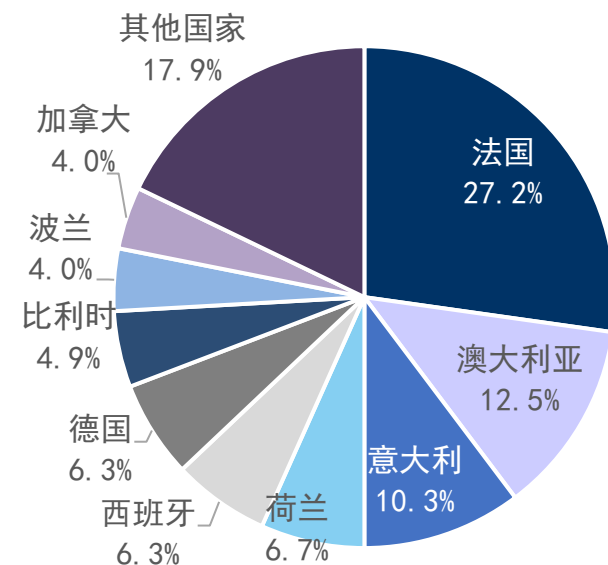
我国空气源热泵出口规模快速增长



国内空气源热泵出口均价持续下滑



2020年我国出口地以欧洲为主（额占比）



国内空气源热泵规模增长稳健, 整体均价在6000元左右

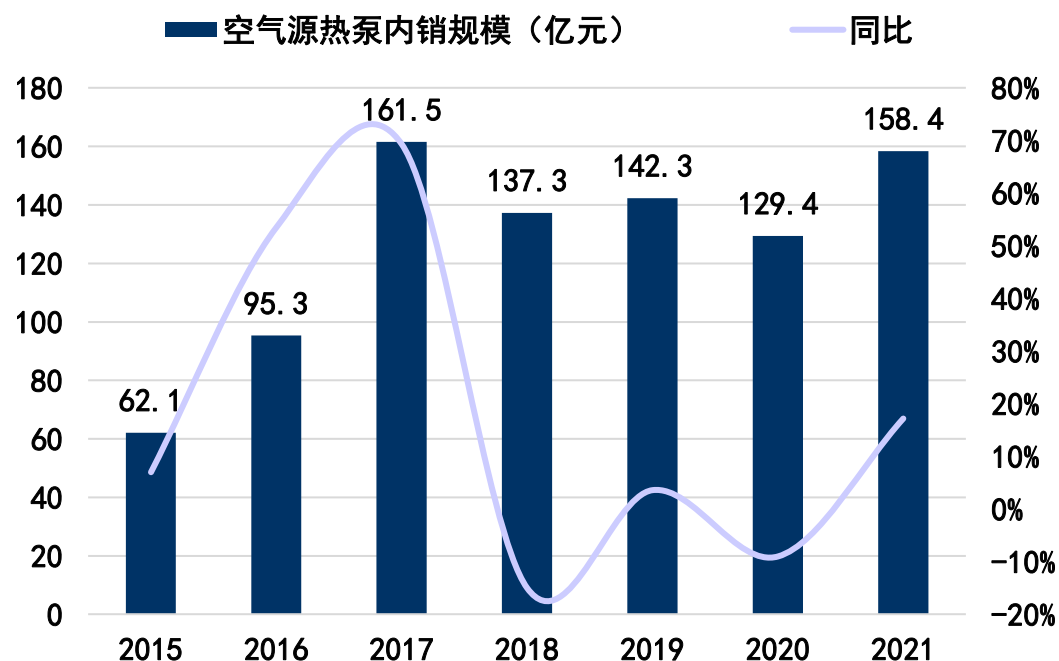
□ 2021年国内空气源热泵内销额158.4亿元, 同比增长17.2%

➢ 我国空气源热泵规模与政策刺激等密切相关。2016年起, 以北京为首的北方地区多省份推出煤改清洁能源政策, 并给予空气源热泵大力度补贴, 随着各级政府持续推进, “煤改电”项目于2017年达到高位, 后续规模基本稳定。

□ 国内空气源热泵行业价格在波动中逐步下滑至趋于稳定

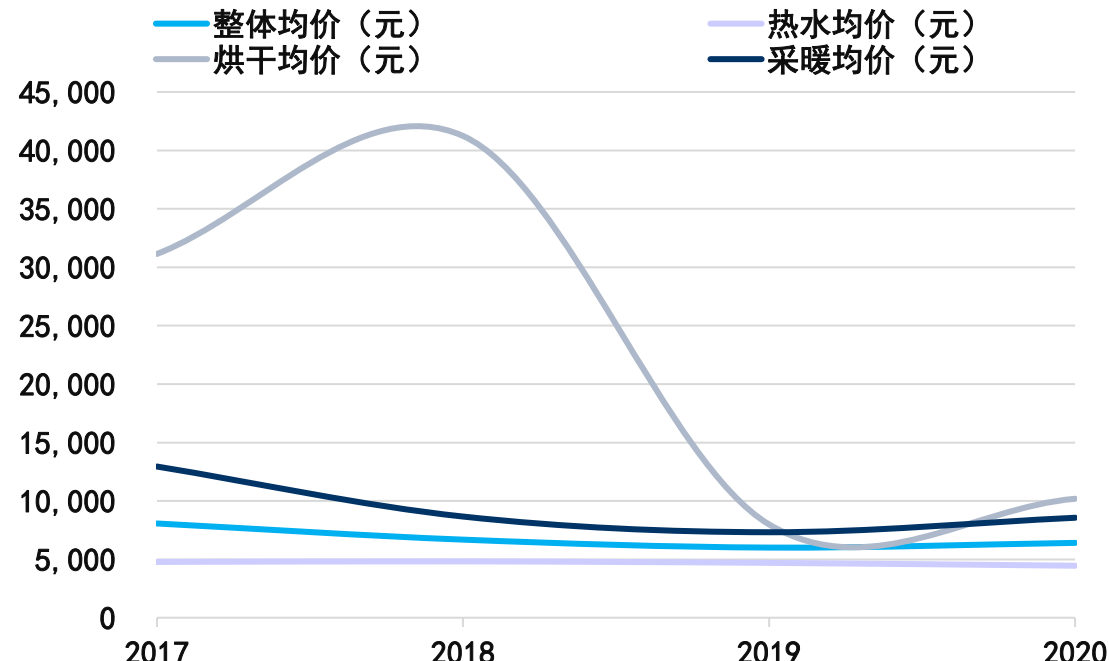
➢ 热泵整体均价持续下滑维稳至**6000+**元, 其中, 价格较高的热泵烘干、热泵采暖已基本回落至**万元**以内, 价格较低的热泵热水维持在**4000+**元的价格水平。

国内空气源热泵规模保持稳健增长



资料来源: 产业在线、国信证券经济研究所整理

国内空气源热泵行业均价逐渐稳定

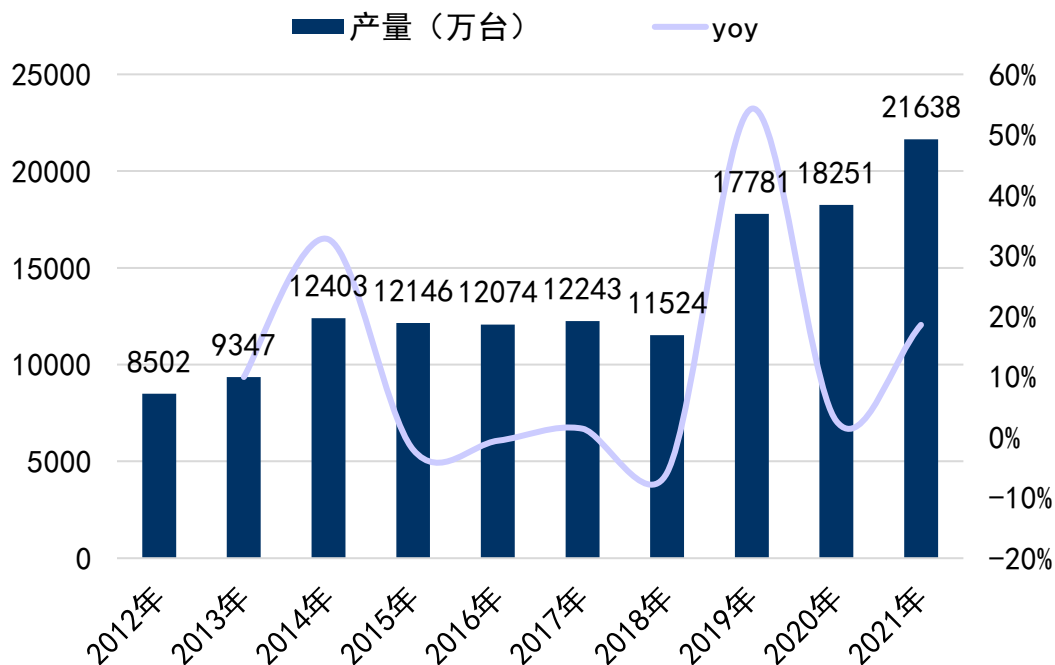


资料来源: 产业在线、国信证券经济研究所整理

在热泵市场快速发展的背景下，泵、阀等上游部件迎来新增长点

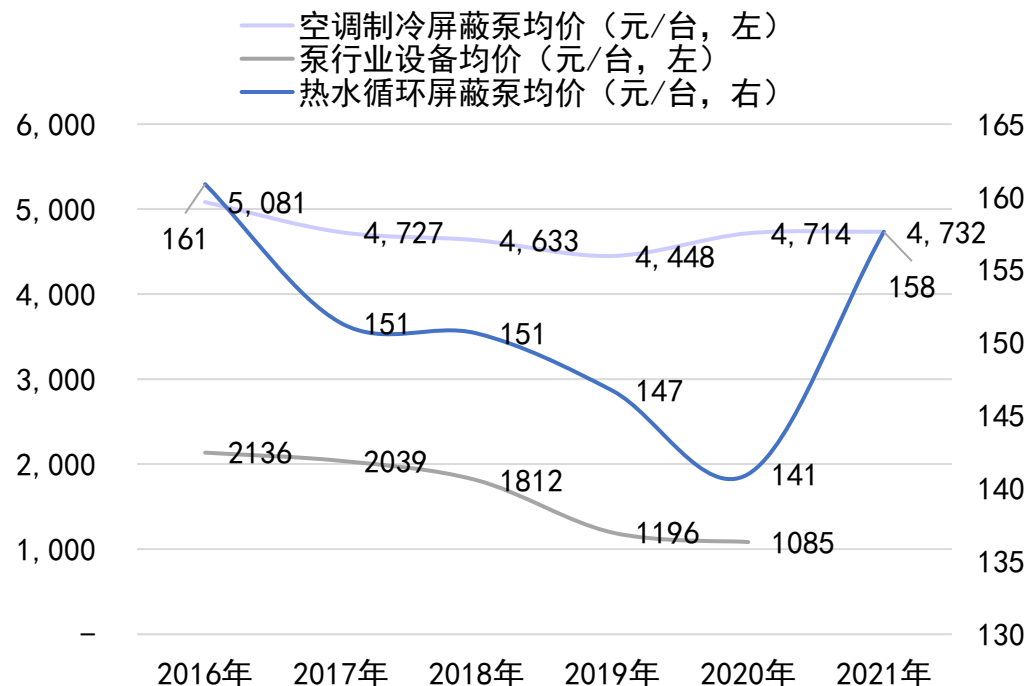
- 热泵上游牵涉到较多的零部件，主要包含压缩机、阀件（膨胀阀、截止阀等）、热交换器、控制器、水泵（屏蔽泵、离心泵、循环泵）等。热泵的放量增长对上述零部件的增长也有积极的促进作用，尤其是在于细分的子行业。
- 作为热泵的上游零部件，泵产量及均价在2021年均实现提升
 - 2021年泵的产量为2.2亿台，增速高达18.6%，是继2019年产量大爆发后又一轮的新增长。
 - 价格：泵行业整体的均价受到中小企业低价竞争的影响，具体到热泵需要用到的屏蔽泵方面，行业的均价在2021年实现一定的提升。根据大元泵业披露空调制冷屏蔽泵和热水循环屏蔽泵的均价情况，过去由于市场竞争和价格战均价一直略有降低，2021年由于欧洲能源危机，泵行业的竞争格局放缓，均价开始略微回升。

泵产量增速在2021年实现大幅提升



资料来源：中国通用机械工业协会、国信证券经济研究所整理

热泵所需的屏蔽泵均价在2021年实现提升

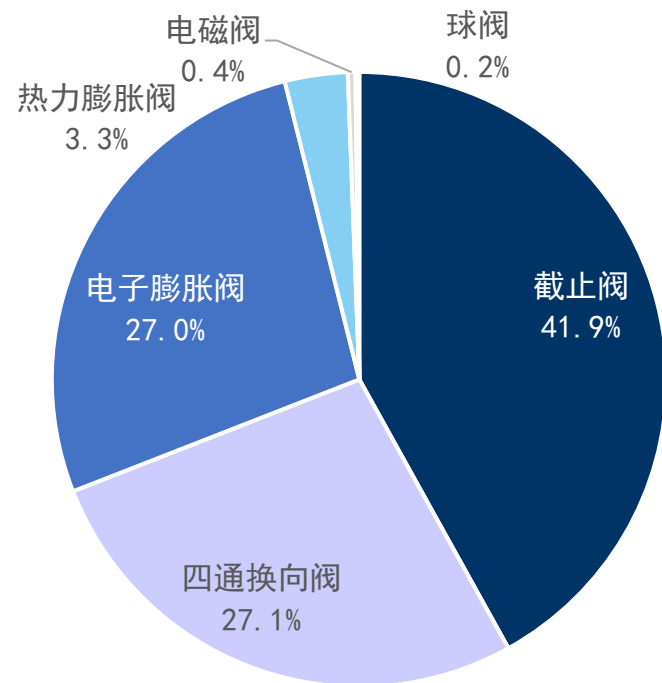


资料来源：公司公告、中国通用机械工业协会、国信证券经济研究所整理

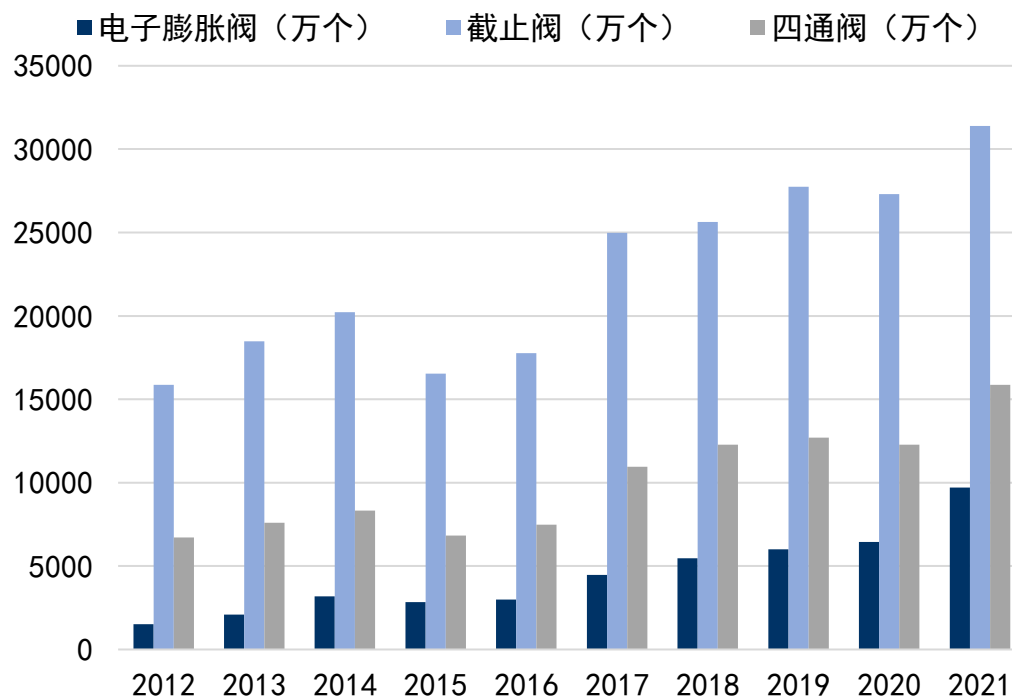
□ 阀件是热交换系统中的常用零部件，2021年规模增长较快

- 空气热泵所需的阀件有截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀等。根据产业在线的数据，2021年我国空气源热泵用阀件的结构中，截止阀占比最大，达到41.9%；四通换向阀和电子膨胀阀均占比27%，热力膨胀阀占比3.3%。
- 阀件销量规模大：根据产业在线的数据，2021年我国截止阀内销量3.1亿个，同比增长15%；四通阀销量1.6亿个，增长29%；电子膨胀阀销量0.97亿个，同比增长51%。

2021年我国空气源热泵用阀件产品结构以截止阀为主



我国主要阀件内销量已达到亿级，2021年增长较快



资料来源：《2021年中国热泵供暖产业发展年鉴》、国信证券经济研究所整理

资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

03

空气源热泵行业竞争情况： 技术门槛高，行业格局分散

空气源热泵生产技术门槛高，终端销售安装要求高

- 热泵作为精密电器，其高技术壁垒表现在：（1）结构复杂精度高、（2）运行稳定度要求高、（3）长寿命
 - 热泵涉及较多的精密部件，包含压缩机、热水循环屏蔽泵、换热器、阀件、控制器等，结构较为复杂，精度要求高
 - 热泵产品需要在高温、低温、超低温等环境中运行，且使用年限较长，用户对产品的**稳定性、精细性和多样性**等都有较高要求，在设备可靠性、采暖制冷组合应用技术、超低温运行技术、环保冷媒的运用、产品稳定性等多种技术领域都需要企业长时间的研发和生产积淀
- 空气源热泵安装复杂，对终端服务能力要求高
 - 空气源热泵安装涉及房屋管道布局、外机摆放等，需要根据使用环境合理设计安装及摆放的路线，安装属性重，用户一般会选择在线下购买，需要企业有广泛的线下网点布局和终端人员较强的安装及售后能力。

空气源热泵涉及室内较多管道的布局



空气源热泵内外销格局分散，传统空调龙头占优

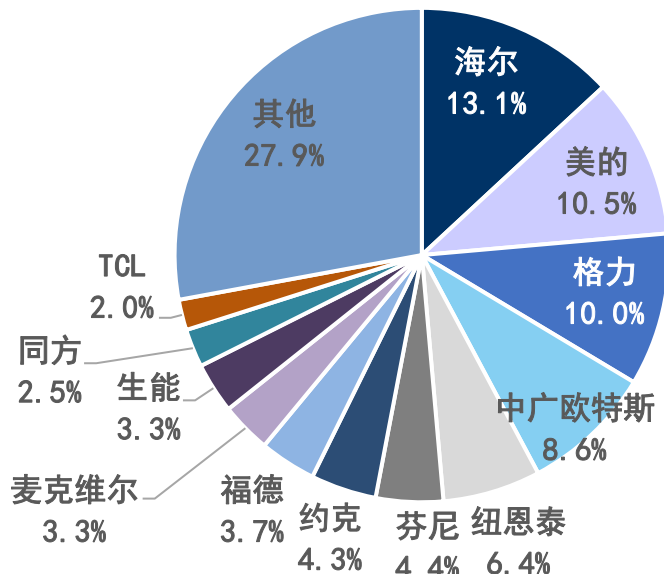
□ 内销市场，传统三大白电龙头占优，但CR3远低于传统空调行业

- 根据产业在线，2020年我国空气源热泵内销市场，海尔以13.1%的销额占比登顶首位，其次美的市占率为10.5%，第三为格力，市占率10.0%。内销CR3只有33.6%，整体量较小或是格局分散、龙头规模优势不明显的原因之一。

□ 外销市场，芬尼凭借泳池恒温的差异化产品占据第一，第二为美的

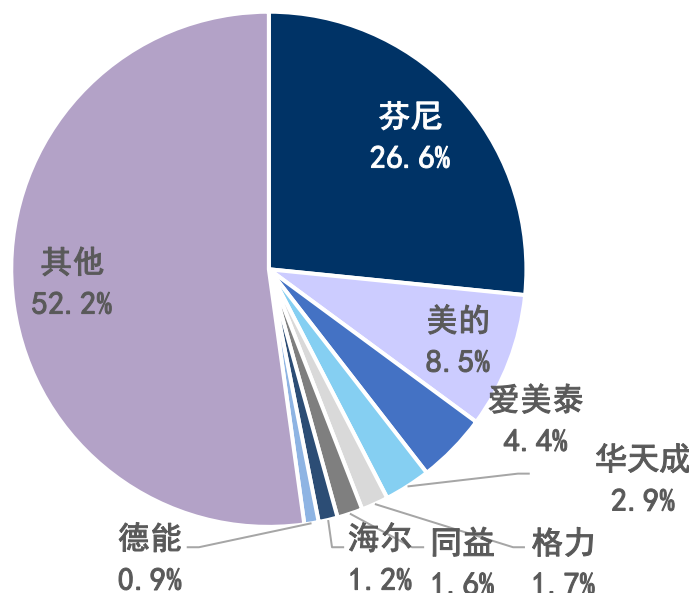
- 外销市场的格局更为分散，2020年我国空气源热泵外销销额第一为芬尼，市占率达到26.6%，主要是通过切入泳池恒温这一差异化市场获得较多的ODM订单，2021年芬尼科技泳池恒温热泵营收占比57%，主要为外销；外销份额第二为美的，份额占比8.5%；其余品牌市占率均不足5%。

2020年我国空气源热泵内销份额前三为三大白电龙头（销额）



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

2020年我国空气源热泵外销市场较为分散（销额）



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

上游部件行业格局：泵行业格局分散，大元泵业为屏蔽泵龙头

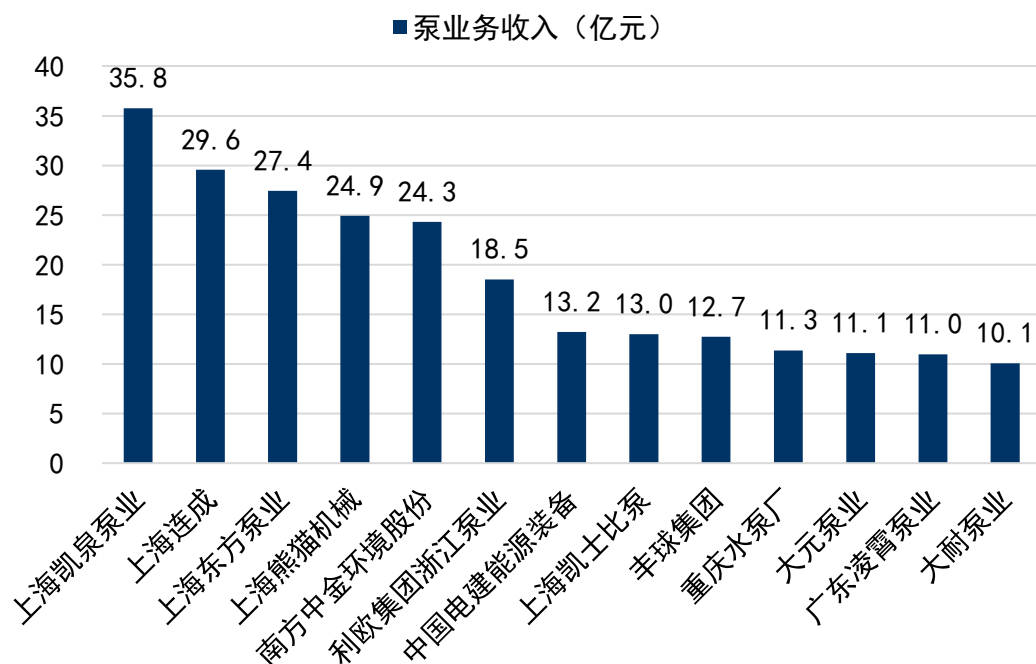
□ 泵种类繁多，用途广泛，行业格局非常分散

- 根据《中国通用机械工业协会2021年工作报告》，截至2020年，泵行业规模以上企业共有1255家。2019年泵行业收入最高的企业为上海凯泉泵业，收入为36亿；规模超过10亿的泵企有10余家。因此，预计泵行业的集中度较低。

□ 大元泵业为热水循环屏蔽泵绝对龙头

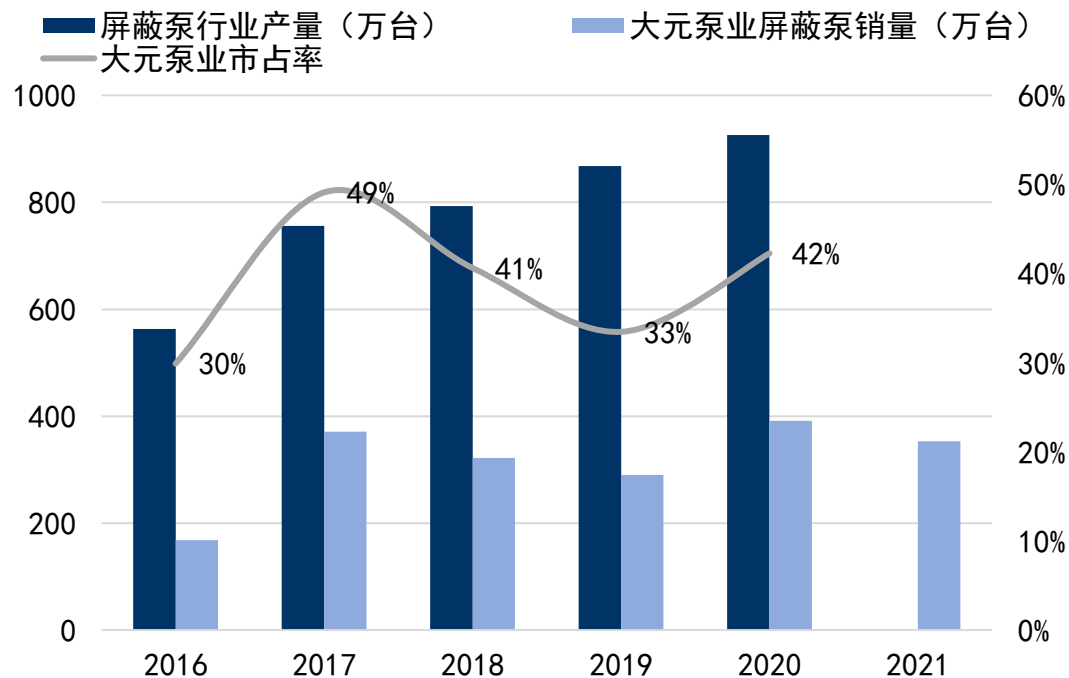
- 根据立木信息咨询的数据，2020年我国屏蔽泵行业产量为925.8万台，大元泵业热水循环屏蔽泵产量为391.6万台，占比42.3%，市占率相对较高。

2019年主要泵企收入情况：泵行业格局分散



资料来源：中国通用机械工业协会、公司公告、国信证券经济研究所整理

大元泵业是我国屏蔽泵行业龙头



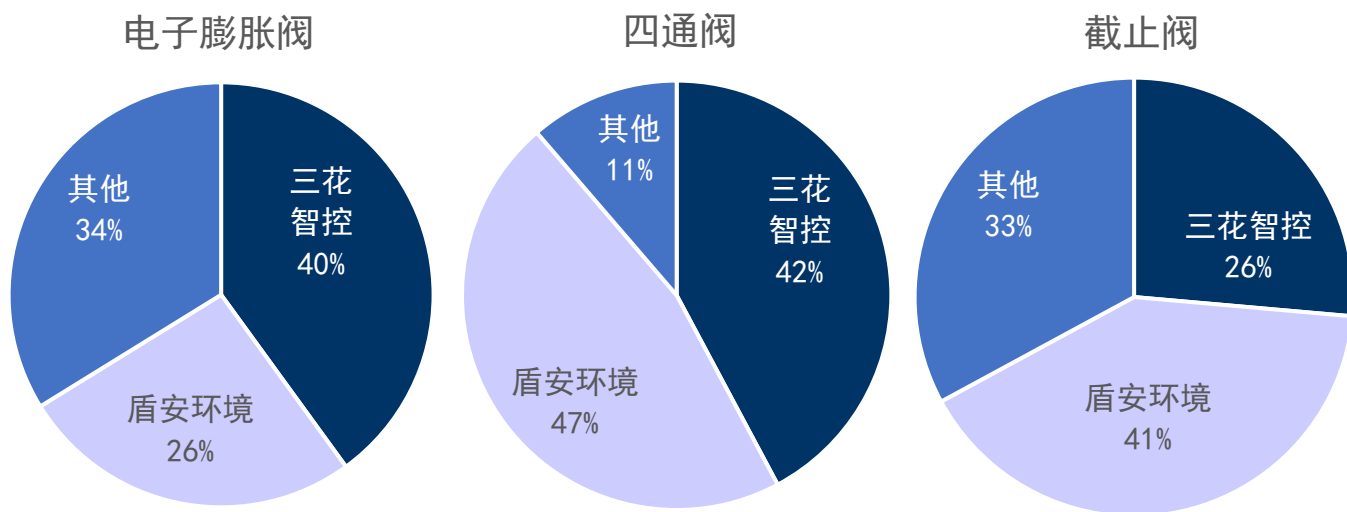
资料来源：立木信息咨询、公司公告、国信证券经济研究所整理

上游部件行业格局：阀件行业高度集中，三花、盾安遥遥领先

□ 阀件行业集中度高，三花、盾安占据全球领先份额

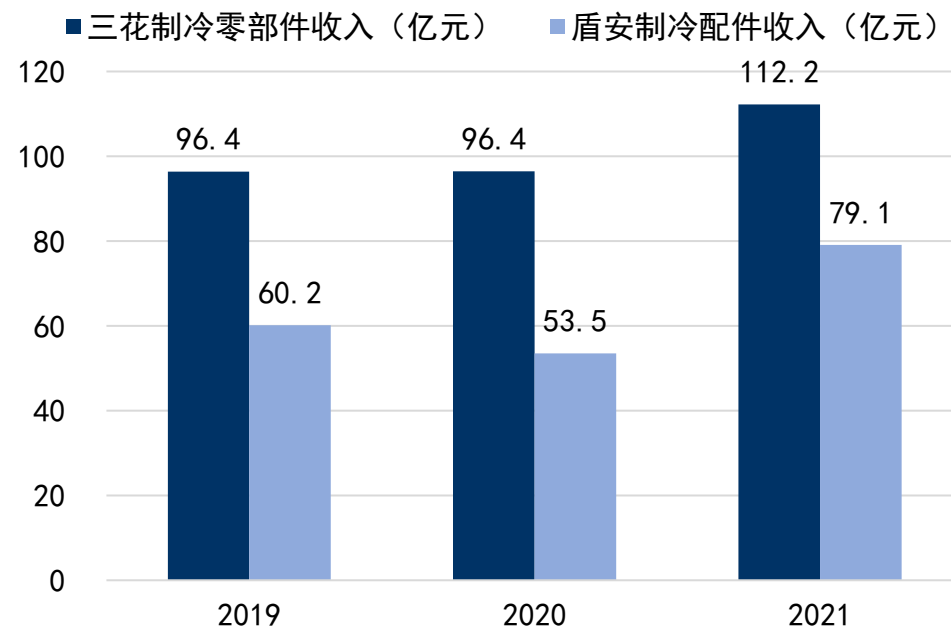
- 根据产业在线数据，三花、盾安在我国阀件领域的市占率遥遥领先，在电子膨胀阀、四通阀、截止阀领域，三花的市占率分别为40.0%、42.2%、26.4%，盾安的市占率分别为26.2%、46.5%、40.7%。在主要阀件领域，两家市占率合计都在60%以上。
- **三花、盾安制冷配件收入近百亿规模：**2021年三花制冷零部件收入112亿元，同比增长16%，盾安制冷配件收入79亿元，同比增长48%。两家公司2021年制冷部件领域收入均有较快的增长，规模达到百亿量级。

三花、盾安在我国阀件领域的市占率遥遥领先



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

2021年三花、盾安制冷部件收入增长较快



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

04 | 投资建议及风险提示

受益于欧洲能源紧张，推荐空气源热泵整机及供应链龙头

- 在欧洲能源持续紧张及高补贴的刺激政策催化下，欧洲空气源热泵需求强劲。我国是全球主要的空气源热泵生产国之一，空气源热泵出口从2020年开始已实现持续的高增长。2021年国内热泵出口规模翻倍至45亿元、2022H1国内热泵出口额大幅提升60%。考虑到目前热泵在欧洲地区的存量渗透率只有14%，未来替代空间依然广阔，我国空气源热泵出口依然有望保持强劲的高景气增长。
- 投资建议：在欧洲能源紧张的背景下，我们看好国内空气源热泵外销的持续高景气，推荐空气源热泵整机及上游零部件企业，整机建议关注美的集团、日出东方；上游供应链：屏蔽泵建议关注大元泵业，阀件建议关注盾安环境。

行业		公司名称	公司代码	股价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
						2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
空气源热泵整体		美的集团	000333. SZ	54. 61	3822	4. 09	4. 50	5. 18	13. 35	12. 13	10. 55
		格力电器	000651. SZ	33. 01	1859	3. 90	4. 33	5. 10	8. 47	7. 63	6. 48
		海尔智家	600690. SH	24. 33	2148	1. 39	1. 59	1. 84	17. 50	15. 29	13. 26
		日出东方	603366. SH	7. 47	61	0. 27	-	-	28. 13	-	-
热泵 零部件	屏蔽泵	大元泵业	603757. SH	19. 43	32	0. 89	1. 29	1. 62	21. 83	15. 06	11. 99
	阀	盾安环境	002011. SZ	19. 22	176	0. 44	0. 80	0. 71	43. 68	24. 14	26. 97

资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理及预测
注：除美的集团、格力电器、海尔智家为国信证券经济研究所预测，其余为wind一致预测

- ❑ **市场需求波动风险。**空气源热泵在欧洲及国内有多年的发展，近期的快速增长主要来自于欧洲地区的能源紧张及政策推动，如未来能源紧张局面得到缓解或政策发生变化，可能会导致行业的预期存在较大的波动。
- ❑ **行业竞争加剧风险。**空气源热泵行业参与者众多，若存在部分企业通过低价竞争的方式抢夺订单，将会对行业内企业的盈利能力产生一定的影响。
- ❑ **外部纠纷引发市场风险。**俄乌冲突可能影响欧洲部分地区的市场需求，甚至引发全球经济的下滑，若冲突进一步扩大，将有可能影响到欧洲乃至全球市场的需求。
- ❑ **技术升级迭代风险。**空气源热泵存在空调、太阳能热水器等竞品品类，如其他品类技术升级使得产品优势明显高于空气热泵，热泵的需求会存在明显下滑。
- ❑ **汇率大幅波动风险。**国内企业代工或直接销售的部分收入是以欧元等外汇计价，如汇率存在较大的波动，则会导致公司以人民币计价的收入和利润产生波动。
- ❑ **原材料价格波动风险。**原材料成本在空气源热泵中的成本占比普遍在80%以上，如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致企业的毛利率出现大幅波动，对企业的盈利能力造成不利影响。

免责声明

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。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口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福田福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032