

中央空调与三电双剑合璧，热管理集成强者争霸

2022 年 12 月 24 日

► **公司概况：多元化发展家电龙头，中央空调与三电合璧争流热管理。** 公司是国内白电领军企业，近年来通过“内生+并购”寻求业务多元化扩张，形成了“海信为主体的白电业务”+“海信日立为主体的中央空调业务”+“三电为主体的汽车热管理业务”的经营路线。2021 年公司实现营业收入 675.63 亿元，同比提升 39.61%，我们估算海信传统白电/中央空调/热管理业务 2021 年占比分别为 55%/25%/8%。中央空调方案设计与三电的压缩机技术合璧，是公司热管理业务多元化上升发展的核心竞争力，“热泵”+“新能源车”+“储能”的热管理业务作为新增长曲线具备充分想象空间。

► **传统空冰洗：内销差异化破局，外销坚持出海战略。** 公司传统家电营收仍有韧性，盈利能力已进入修复通道。在更新需求成为主导白电行业内销需求的背景下，公司积极布局新品，寻求差异化竞争路线，加码新风空调业务，2021 年 1-9 月，海信新风空调线下/线上市占率 25%/11%，稳居行业第二。外销方面，公司坚持“大头在海外”的策略指导，收购老牌欧洲家电企业 Gorenje 拓展海外渠道，通过体育营销强化其品牌海外影响力。

► **中央空调：多联机市场龙头，有望受益家装市场持续扩容。** 1) 受益于消费者对中央空调认知度的提升及精装修渗透率的提升，中央空调市场持续扩容，内销规模从 2012 年的 515 亿元增长至 2020 年的 882 亿元，年均复合增长率 7.0%，其中多联机市场内销规模增速领先，2016-2020 年市场份额由 49.3% 提升至 58.6%。地产链边际持续转好，家装市场推动下我们预计 24 年中央空调市场规模有望突破 2000 亿元。2) 海信日立是多联机市场的龙头，凭借优秀的产品力及渠道优势领跑市场，2020 年多联机市场海信系占有率 22.7%，居行业第一。随着家装市场占比提升，我们预计海信中央空调业务扩容速度领先市场，预计 2024 年中央空调业务营收 249 亿元，21-24 年 CAGR 14.5%。

► **热管理业务：控股三电，左侧布局热管理集成趋势。** 1) 全球新能源汽车持续高景气，我们预计 24 年全球新能源车产量 2000+ 万辆，对应热管理市场规模约 1370 亿元。海信收购三电后降本工作推进良好，传统业务企稳，新能源车热管理订单不断落地，目前已与特斯拉、上汽、大众等客户开展合作。2) 集成化热管理系统具有成本更低、占用空间更小、装配效率更高及全车热量管控效率更高的特点，大大减少了单位体积成本，我们判断集成化热管理将成为储能和汽车热管理行业的大势。海信基于中央空调业务线拥有集成化热管理的顶级方案设计能力，拥有三电技术加持后，具备成为集成化热管理 tier1 供应商的能力。我们预计三电 23 年扭亏，24 年贡献 0.6 亿元并表净利润。

► **投资建议：** 公司传统家电业务仍有韧性，海信日立中央空调业务成长确定性强，热管理业务逐步发力，预计 2022-2024 年公司分别实现营业收入 766.9/842.8/908.1 亿元，同比增长 13.5%/9.9%/7.8%；分别实现归母净利润 13.8/17.0/20.6 亿元，同比增长 42.2%/22.6%/21.5%，当前市值对应 PE13/11/9 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：** 行业竞争加剧，三电新能源热管理订单出货不及预期，疫后恢复情况不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	67,563	76,687	84,280	90,814
增长率 (%)	39.6	13.5	9.9	7.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	973	1,383	1,695	2,059
增长率 (%)	-38.4	42.2	22.6	21.5
每股收益 (元)	0.71	1.01	1.24	1.51
PE	19	13	11	9
PB	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 23 日收盘价）

推荐

当前价格：

首次评级

13.35 元


分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang_yjy@mszq.com

分析师 邵逸轩

执业证书：S0100522110003

邮箱：shaoyixuan@mszq.com

目录

1 多元化家电集团，混改落地再出发	3
1.1 耕耘家电三十余载，多元化发展再迎新	3
1.2 混改落地股权结构优化，引入战投强化海外业务	4
2 白电内销份额稳定，出海业务步伐稳健	6
2.1 内销冰洗保有见顶，空调破局仍存空间	6
2.2 “内生+并购”双轮驱动，海信出海业务迅猛发展	10
3 “海信&日立&约克”矩阵形成，领跑多联机中央空调市场	12
3.1 中央空调产品技术路线众多，市场规模持续扩容	12
3.2 中央空调工建渠道稳定增长，家装有望受益精装渗透提升	13
3.3 产品力强渠道优势明显，海信日立多联机业务领跑市场	16
4 海信收购三电整合资源，协同优势进军热管理	20
4.1 新能源汽车高歌猛进，热管理市场应时而起	20
4.2 三电压缩机技术行业领先，协同海信聚焦整车热管理	22
5 盈利预测与投资建议	32
5.1 盈利预测假设与业务拆分	32
5.2 估值分析	34
5.3 投资建议	35
6 风险提示	36

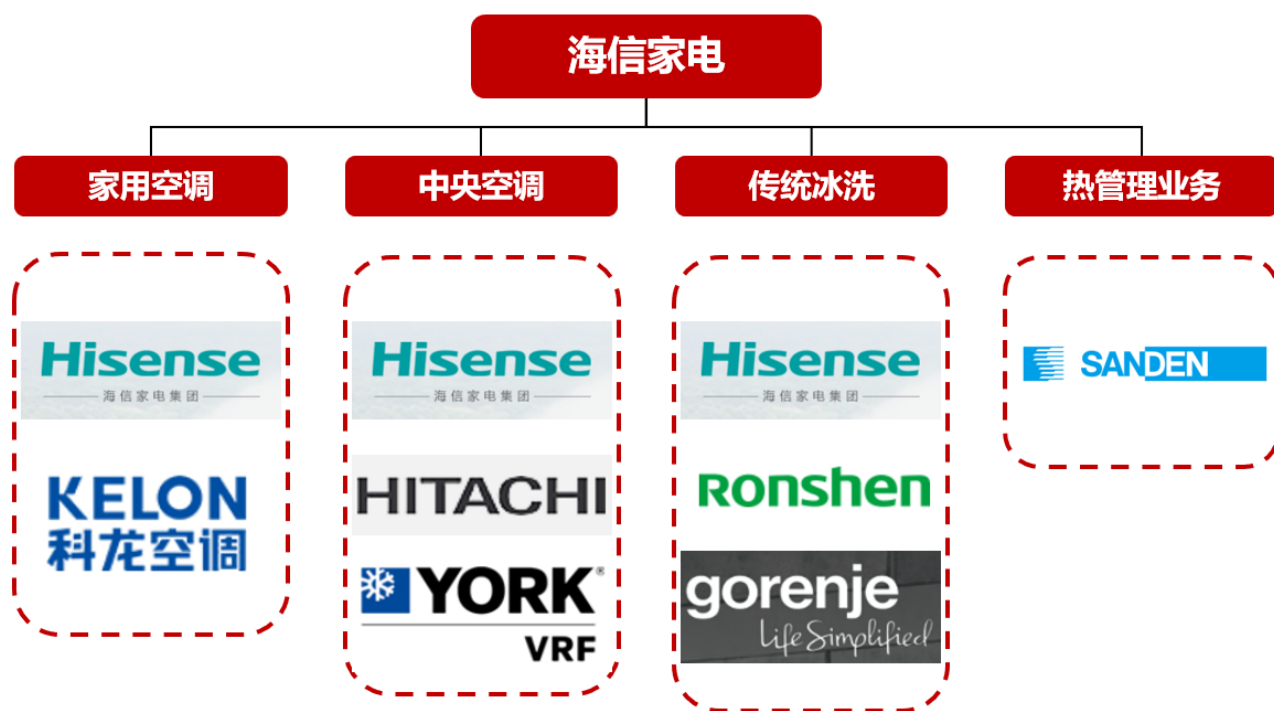
1 多元化家电集团，混改落地再出发

1.1 耕耘家电三十余载，多元化发展再迎新

公司在家电行业已有 30 余年经营经验，研产销基地遍布全球。公司最早可追溯至 1984 年成立的广东珠江冰箱厂，1992 年完成股份制改造，随后分别于 1996 年、1999 年登陆香港、深圳股市。2007 年公司更名为海信科龙电器股份有限公司，2018 年企业组织变革后启用今名称。集团在顺德、青岛设立了研发中心，并在美国、日本、英国等地设立了科研机构，研发团队人数众多，家电技术位居世界前列，公司在全球拥有 29 个工业全区及生产基地，产品覆盖全球 130 多个国家及地区。

海信以大家电起家，业务不断延伸向多元发展。海信 2005 年收购科龙后专注打造白电资产，近几年收并购多家海外企业不断延伸其业务广度与深度。目前，海信家电旗下包含“海信、科龙、容声、日本“HITACHI”、美国“YORK”（中国区域）、gorenje 古洛尼、ASKO、三电“SANDEN”八大品牌，产品涵盖了家用空冰洗、中央空调、特种空调、商用冷链、厨电、环境电器、模具、整车热管理多项业务。

图1：公司业务线齐全品牌矩阵丰富



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司创立至今可以划分为四个阶段，每阶段的业务各有侧重。

1) 第一阶段：1984 年-2004 年。1984 年公司成立，1992 年完成股份制改

革，1996 年、1999 年登陆港股、A 股。这一阶段公司注重制冷业务线发展，容声冰箱、科龙空调系列产品在国内市场占有重要地位，打下了重要的品牌与市场基础。

2) 第二阶段：2005 年-2018 年。2005 年科龙电器被海信收购，随后更名“海信科龙电器股份有限公司”，2010 年海信集团将旗下白电资产注入海信科龙，并集中资源打造白电产品。海信在此阶段原本强于黑电业务，收购科龙后将白电资产整合成功挤入白电头部阵营。

3) 第三阶段：2019 年-2020 年。2019 年海信收购株式会社联合贸易持有海信日立 0.2% 的股权，总计持有海信日立 49.2% 的股权，并表海信日立。在中央空调市场形成了“海信&日立&约克”的品牌矩阵。海信日立是国内多联机业务领军企业，资产优质，并表后公司暖通空调业务整体毛利率有明显提升，我们认为中央空调业务未来将成为公司的重要增长推动力之一。

4) 第四阶段：2021 年至今。2021 年 3 月，海信集团斥资约 13.02 亿元认购三电采用 ADR 程序的定增股份，2021 年 5 月认购完成后海信持股比例 75%，并于当年完成并表。我们认为海信收购三电是多元化发展的关键一环，三电领先的汽车空调压缩机技术有望强化海信在“整车热管理+智能座舱+车路协同”上的布局，提高海信汽车电子产业的自供能力，发掘新能源汽车市场的巨大潜力。

图2：公司数次重大调整对股价均有一定提振效果



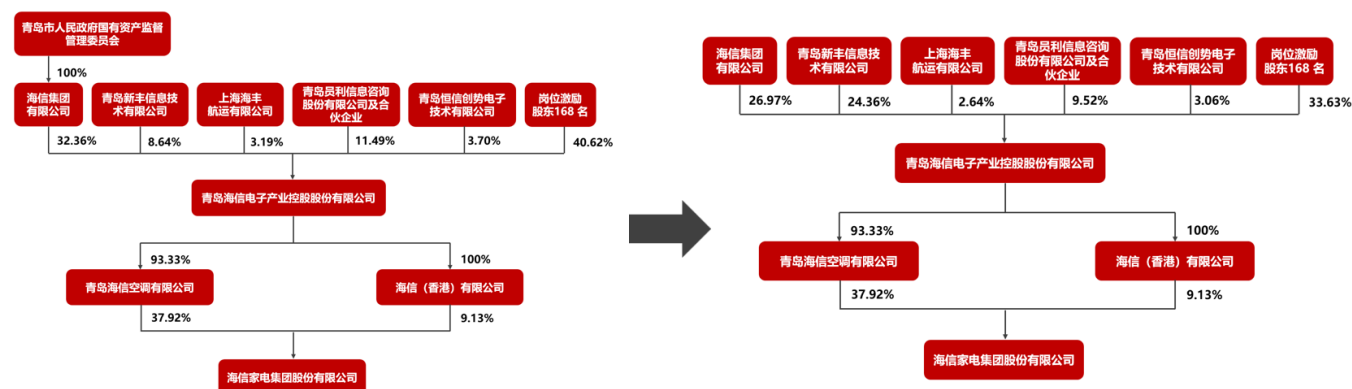
资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

1.2 混改落地股权结构优化，引入战投强化海外业务

混改落地，新股权结构或给予公司更强的应变能力。本次混改以海信间接控股

股东海信电子为主体，混改前海信集团持有海信电子 32.36%股份，海信电子通过海信空调&海信香港合计控股海信家电 44.52%，海信集团由青岛国资委 100%控股，因此海信家电的实际控制人为海青岛国资委。混改引入战投，青岛新丰以 37.5 亿元认购新股，增资后青岛新丰与其一致行动人上海海丰共计持股比例达 27%。同时青岛国资委将其所持有的海信集团的国有股权全部无偿转让给华通集团。混改后，青岛国资委退出实际控制，海信家电控股股东海信电子变为无实控人状态。我们认为混改后的股权结构给予了公司更强的治理自由性，有助于公司提高决策效率，更及时地响应不断变化的外部环境及需求。

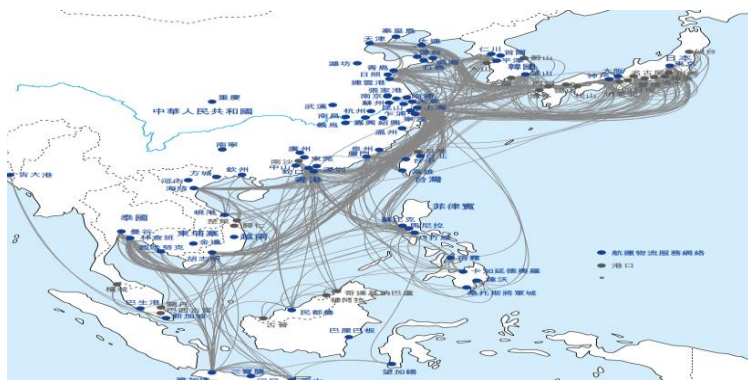
图3：公司混改后变为无实控人状态



资料来源：公司公告，民生证券研究院 注：海信电子 2020 年 12 月 30 日发布公告，完成混改

青岛新丰国际物流资源丰富，契合海信海外战略。我们认为公司混改引入战投后，一方面有利于海信强化海内外业务布局、开拓新增长极、完善内部激励机制，另一方面青岛新丰在国际航运、仓储、物流资源丰富，其一致行动人海丰国际旗下运营 86 艘集装箱船舶，6 艘散货船，经营航线 70 条，覆盖 13 个国家和地区的 70 多个港口。海信有望借助战投的物流资源进一步压缩海外业务成本，优化海外仓储体系，提升供应链响应速度，增强海外业务盈利能力。

图4：青岛新丰亚太地区航运资源丰富



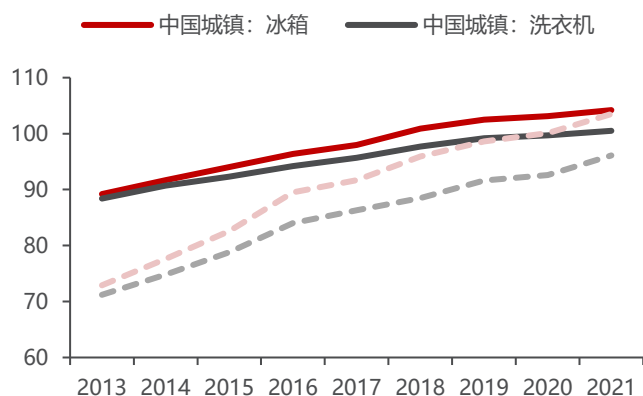
资料来源：海丰国际官网，民生证券研究院

2 白电内销份额稳定，出海业务步伐稳健

2.1 内销冰洗保有见顶，空调破局仍存空间

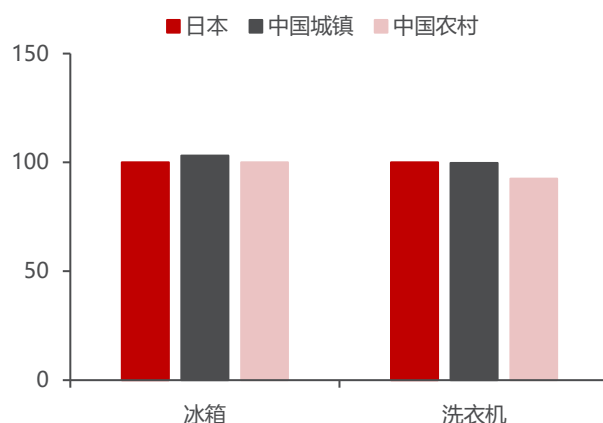
内销市场冰洗保有量见顶，短期受压需求释放增速或有提升。家电下乡政策以来，我国农村地区冰箱、洗衣机渗透率迅速提升，城乡冰洗保有量差值已经很小。对标日本，我国冰洗保有量基本见顶，中短期来看冰洗的消费以存量替代为主，未来市场规模稳定。近两年冰洗内销受地产不景气、疫情反复等因素影响，部分需求被抑制，我们预计这部分需求释放后短期对市场有一定提振效果。

图5：我国城镇农村冰洗保有量快速提升（台/百户）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

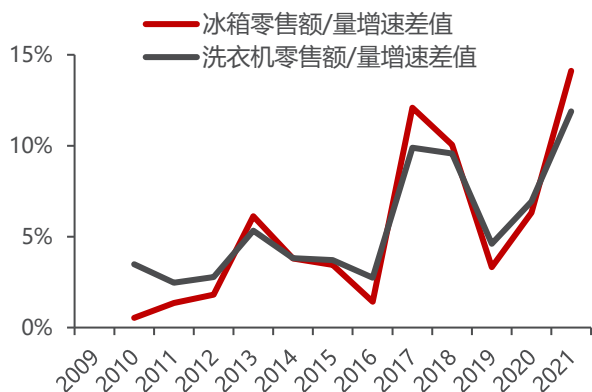
图6：冰洗保有量对标日本已见顶（台/百户）



资料来源：Wind，民生证券研究院 注：保有量数据为 2021 年

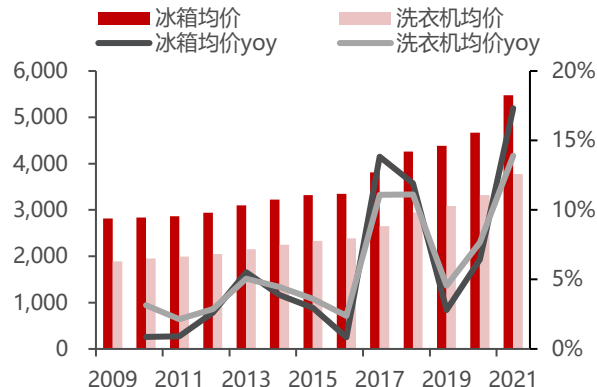
冰洗品类升级推动均价上升，持续创新能力或为领跑行业的必要条件。内销冰洗更新需求成为主导，产品品质、功能升级带来的均价的提升成为我国冰洗市场的规模继续提升的新推动力。2015 年-2021 年冰洗市场零售额同比增速持续高于零售量增速且差值保持上升趋势，冰箱/洗衣机增速差值由 2015 年 0.5%/3.5% 提升至 14.1%/11.9%。冰洗消费结构升级的趋势一直延续至今，据中怡康数据，2010 年-2020 年冰箱/洗衣机均价由 2839/1953 元提升至 4666/3319 元。冰洗更新需求成为消费主导的背景下，我们认为产销体系成熟，技术处于行业领先地位，拥有持续创新能力的企业优势会更突出。

图7：冰箱零售均价同比增速高于零售量增速



资料来源：中怡康，民生证券研究院

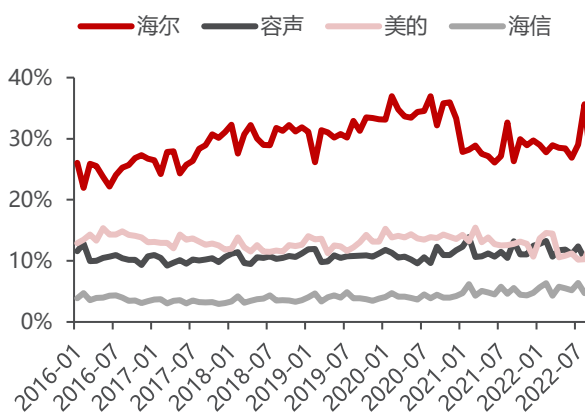
图8：内销冰洗均价保持上升趋势



资料来源：中怡康，民生证券研究院

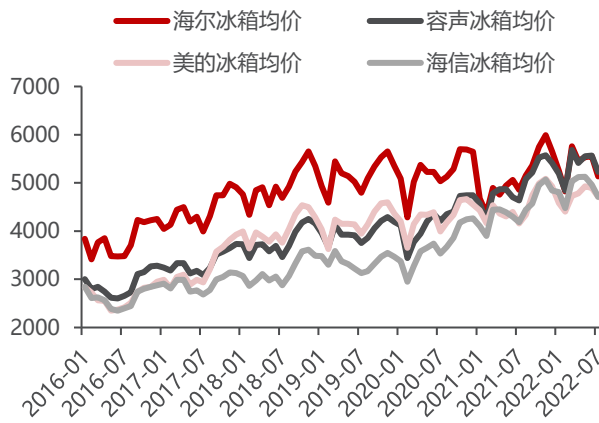
“海信+容声”协同互补，海信系冰箱内销份额稳健。海信冰洗业务围绕旗下“海信+容声”两大品牌运作，冰箱内销占有率稳定，近5年海信系冰箱线下市场占有率维持在15%左右，处于行业第二梯队。从产品结构看，容声冰箱定位更高端，2021年均价仅次于海尔，而海信冰箱更偏向于性价比优势，均价走势近年趋向美的冰箱。据AVC数据，2021年海尔/容声/美的/海信冰箱零售均价分别为5120/4954/4537/4470元，两大品牌采取差异化定价策略，目标消费群体具有一定互补性。

图9：海信系冰箱市场内销占有率稳健



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

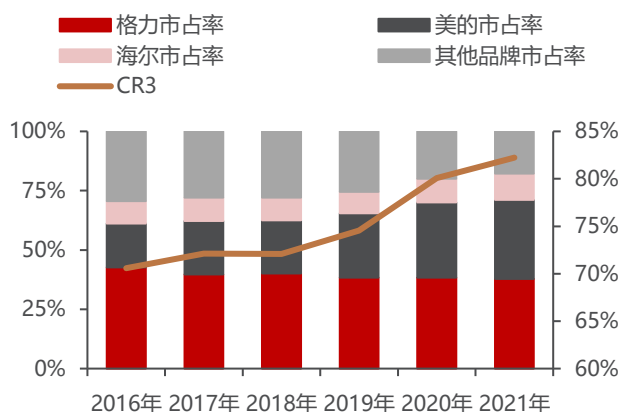
图10：容声、海信冰箱差异化价格定位（元）



资料来源：奥维云网，民生证券研究院，注：数据口径为线下价格

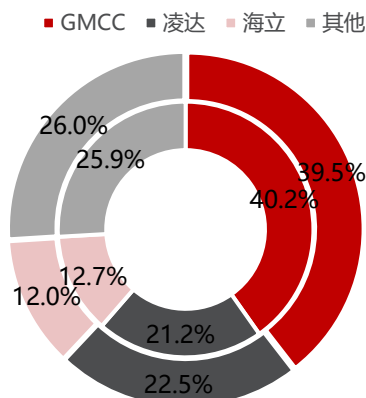
内销空调市场新增需求仍有空间，但格局固化下抢份额需另辟蹊径。内销市场中空调相较冰洗渗透率提升时间点较为滞后，对标日本我国居民空调保有量依然有提升空间，市场总规模处于持续扩容中，替换需求及新需求均占有一定比例。空调行业技术发展成熟、竞争充分，数轮价格战后双寡头格局逐渐清晰，空调成本压缩空间有限，通过压低售价破局难度较大，核心零部件压缩机半数以上产能被前两家头部厂商把控，抑制了其他厂商产量快速提升的可能性。美的、格力、海尔内销合计占有率由2016年的70.6%提升至2021年的82.2%，行业集中度持续提高。基于以上原因，我们认为传统空调内销格局固化的背景下，海信破局难度较高，发力海外或走技术差异化路线改善产品结构可能为更优解。

图11：家用空调市场集中度不断提升



资料来源：产业在线，民生证券研究院

图12：美的、格力系压缩机产能占比达 60%以上



资料来源：China Appliance，民生证券研究院，注：内圈为 2021 年，外圈为 2020 年数据

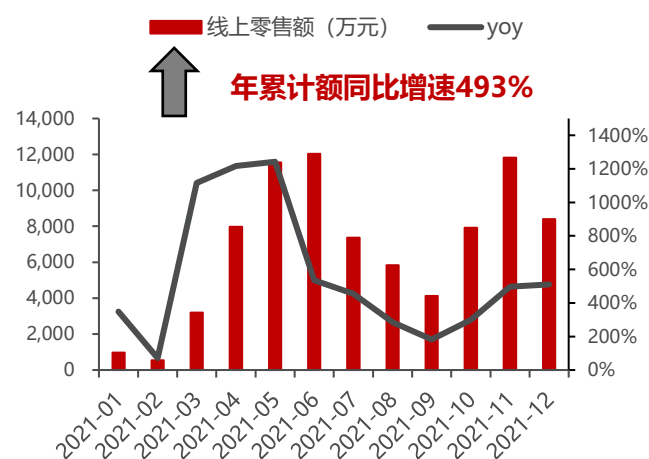
新风空调渗透率迅速提升，行业空间广阔。传统空调系统不具备室内通风换气功能，长时间使用容易造成室内干燥、空气质量下降等问题。新风空调利用高压头、高流量的直流高速电动离心机向室内输送新风，在室内通过一套排风系统向外排风，在室内形成流动风场。疫情以来，新风空调的关注度迅速提升，2021 年新风空调线下累计零售额同比增速 57%，线上累计零售额同比增长近 500%。2022 年上半年新风空调销售额占比 7.1%，较 2019 年上半年仅为 0.3%的占有率大幅提升了 6.8pct，对标日本接近 100%的渗透率，国内新风空调市场仍有极大提升空间。

图13：新风空调线下规模及增速



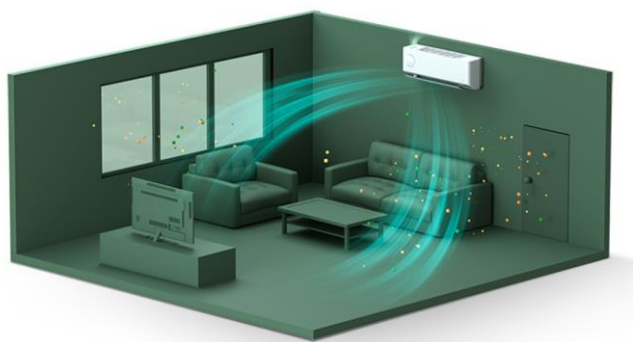
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图14：新风空调线上规模及增速



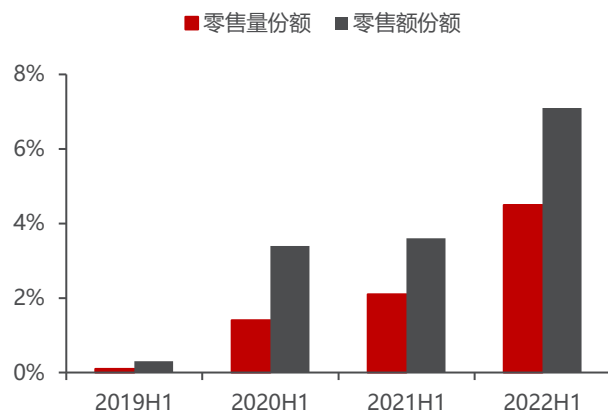
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图15：新风空调工作示意图



资料来源：LEFOO，民生证券研究院

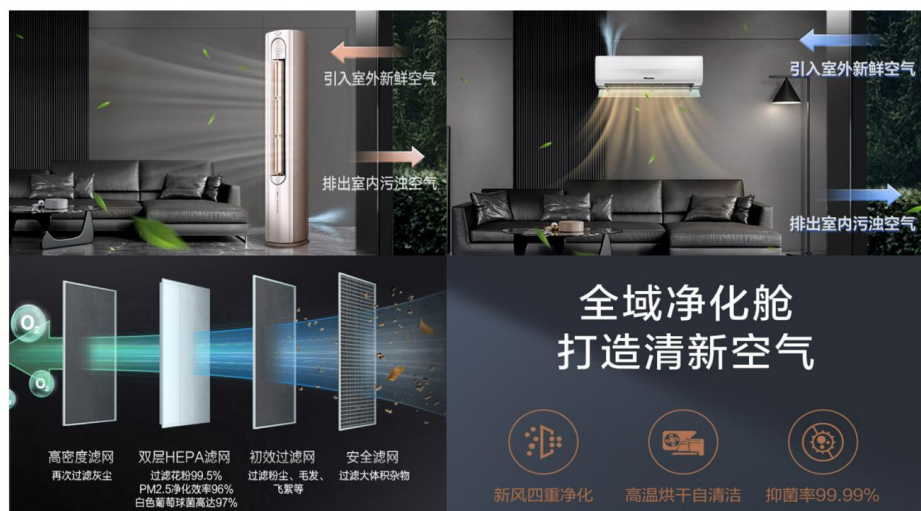
图16：新风空调线下销售额/量占比快速提升



资料来源：《2022 年新风空调技术发展白皮书》，民生证券研究院

海信较早布局新风，技术引领市场。海信于 2008 年全国首创新风空调，2019 年推出海信空调大师系列 M100、海信空调畅享家 X630，2020 年再次迭代推出海信空调大师 X800，实现“开机 3 分钟，满屋是新风”，带动行业新风潮流。2022 年 10 月，海信空调携手中国家用电器研究院推出《2022 年新风空调技术发展白皮书》，并牵头定制了国内首个新风空调行业标准《房间空调器新风功能评价规范》，标志着海信的新风空调技术的行业领先地位。

图17：海信已推出多款新风空调产品

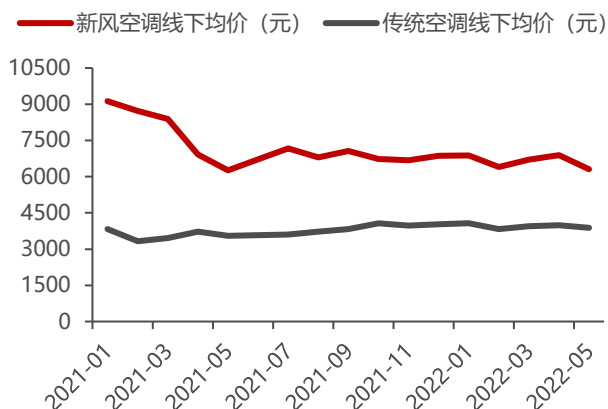


资料来源：公司官网，民生证券研究院

新风空调均价更高，海信有望凭高性价比突围。新风空调功能更多样，单机价值量更高。据奥维云网，自 2021 年以来，新风空调线下均价比传统空调高 2600 元左右。横向对比来看，海信新风产品更具性价比，相同价位新风量领先。海信 X800X-X1 新风量 150m³/h，京东售价 9999 元，相比美的 BDN8Y-YK200 新风空调售价 11999 元，新风量 90m³/h 性价比优势突出。2021 年 1-9 月，海信新风空调线下/线上市占率 25%/11%，稳居行业第二，2022 年 1-10 月，海信在新风空调市占率提升至 32%，占海信家空业务比例已达 30%以上。我们认为海信新

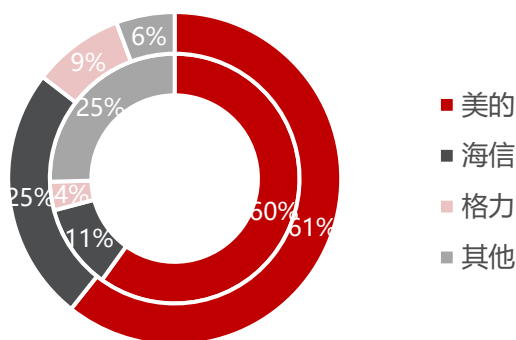
风技术处于行业领先地位，综合产品力优势突出，新风空调占海信内销比重或将稳步上升，有望改善公司家空出货结构，拉动营收、毛利率双提升。

图18：新风空调线下价格高于传统空调 2600 元左右



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图19：海信新风空调市占率处于 top2

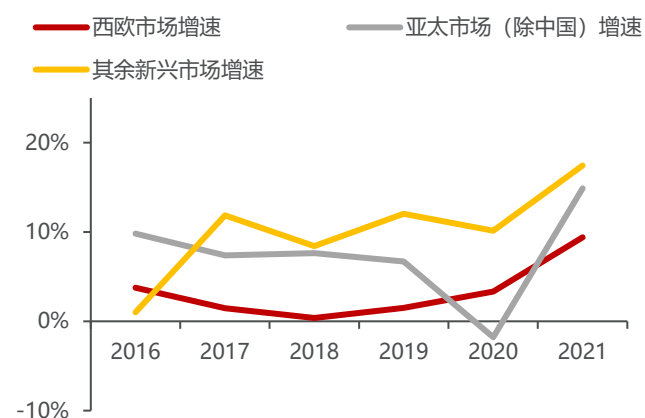


资料来源：奥维云网，民生证券研究院 注：数据口径为 2021 年 1-9 月，外圈为线下，内圈为线上

2.2 “内生+并购”双轮驱动，海信出海业务迅猛发展

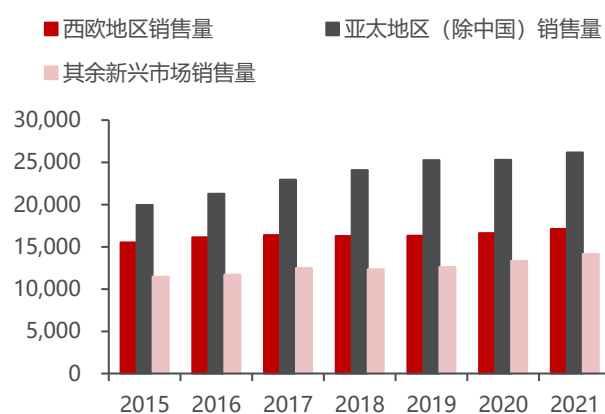
欧洲市场规模稳定，新兴市场增速亮眼。全球大家电市场规模增速与地区经济发展水平呈现出一定关系，西欧增速相对缓慢，亚太等新兴市场保持较为稳定的高增速。据 Euromonitor，2015-2021 年，西欧/亚太（除大陆外）/其他新兴市场地区家电总销量由 1551/1994/1147 万台提升至 1710/2615/1414 万台，复合增速分别为 1.6%/4.6%/3.6%。

图20：新兴市场家电市场规模同比增速较快



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图21：亚太、西欧及新兴市场大家电销量

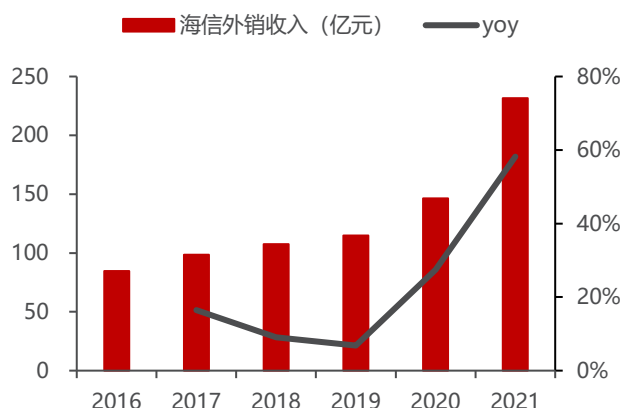


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

全球研产体系+体育营销策略，海信外销市占率不断提升。公司业务深入欧洲、北美、大洋洲及非洲的 160 多个国家及地区，在英美日等多国设有研发基地。公司 2016 年以来赞助世界杯、欧洲杯等国际体育赛事，通过体育营销扩大品牌海外影响力及知名度。全球经济增速放缓的背景下，依托全球范围的研产销布局，海信的外销依然保持高速增长，海外营收由 2016 年的 84.6 亿元提升至 2021 年的

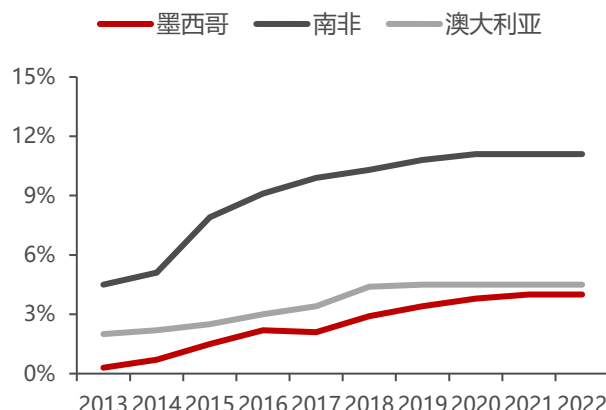
231.6 亿元，5 年复合增长率 22.3%。2020/2021 外销加速发力，同比增速分别为 27.5%/58.2%。海信大家电在部分新兴市场市占率快速上升，2013-2022 年间在南非、墨西哥市占由 4.5%/0.3%提升至 11.1%/4.0%。我们认为未来随着公司品牌建设进程推进、渠道体系深化，公司有望凭借出色的产品力抢占更多海外市场份额，享受新兴地区渗透率快速提升的发展红利。

图22：海信海外业务 2019 年以来增速加快



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：海信大家电在多国市占率快速提升



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

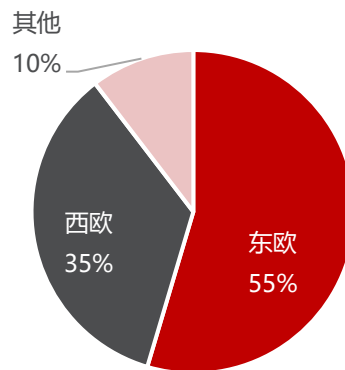
收购欧洲老牌家电企业 Gorenje，海信深化渠道，完善品类布局。2018 年海信斥资约 14.5 亿欧元收购具有超过 70 年历史的欧洲四大家电集团之一的 Gorenje。本次收购我们认为有助于帮助海信：1) 完善品类布局。Gorenje 旗下拥有 6 大本土品牌及 2 大国际品牌，其厨房电器业务在欧洲区域市场基础扎实，很好的补全了海信的海外产品矩阵。2) 拓宽线下渠道。Gorenje 耕耘欧洲市场数十年，其业务主要分布在东、西欧市场，在欧洲绝大多数国家均布局有线下渠道，海信可凭借 Gorenje 线下渠道铺设产品，加速欧洲市场的开拓。随着双方资源进一步整合，未来海信在欧洲市场的市占率有望加速提升。

图24：Gorenje 在欧洲拥有丰富的品牌矩阵



资料来源：Gorenje 官网，民生证券研究院

图25：东、西欧为 Gorenje 主要市场



资料来源：Gorenje 公告，民生证券研究院 注：Gorenje 公告日期为 2018 年

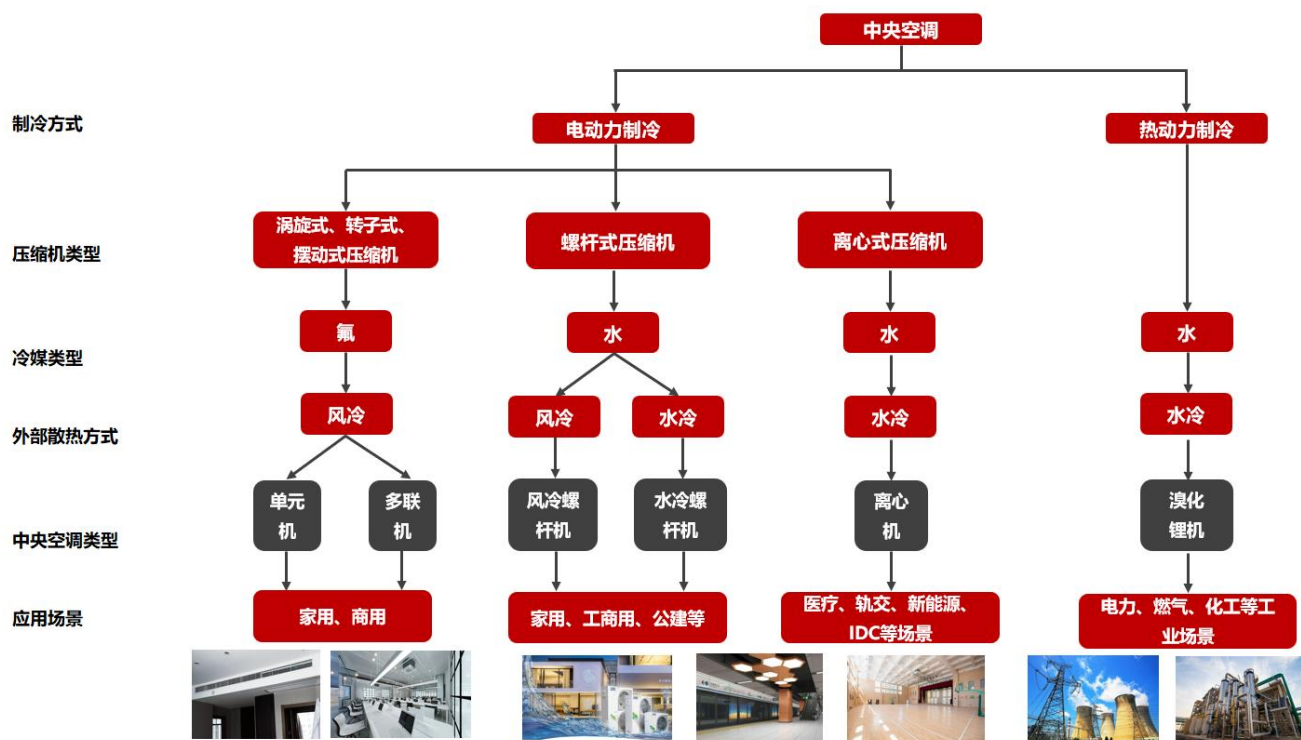
3 “海信&日立&约克”矩阵形成，领跑多联机中央空调市场

3.1 中央空调产品技术路线众多，市场规模持续扩容

中央空调技术路线众多，根据需求场景不同各有优势。

- 1) **按照制冷方式**，中央空调可以分为电制冷和热动力制冷，常见的商场、工建、家用等中央空调系统多采用电动力制冷；热动力制冷常见的是溴化锂制冷机，常用于生产中产生大量余热的工业场景。
- 2) **按照主机类型**，中央空调可以分为冷水机组、多联机组、单元机、溴化锂机组等，其中冷水机组、多联机组、单元机均可作为户用。冷水机组功率大，制冷量更高，但占用建筑面积大，需配备冷却塔等设备。单元机组中最常见的户用类型为风管机，送风管道体积较大，需要占用大量层高，在我国户式应用中较为局限。多联机组凭借高能效比、占地面积小、机组模块灵活适应性强、噪音小等特点成为了户用场景的最优解。
- 3) **按照输送介质**，可以分为全空气系统、空气&水系统、冷热水系统、制冷剂系统等，多联机组属于制冷剂系统。

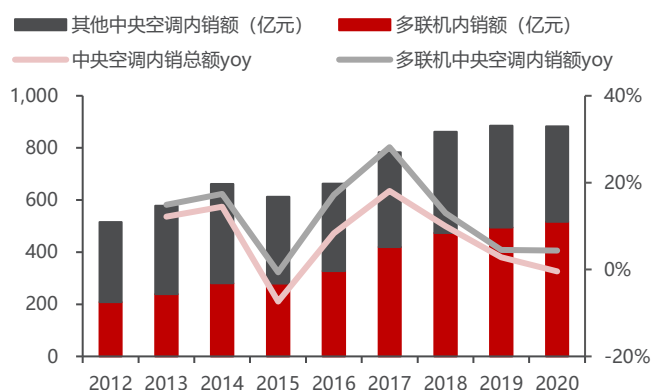
图26：主流中央空调分类



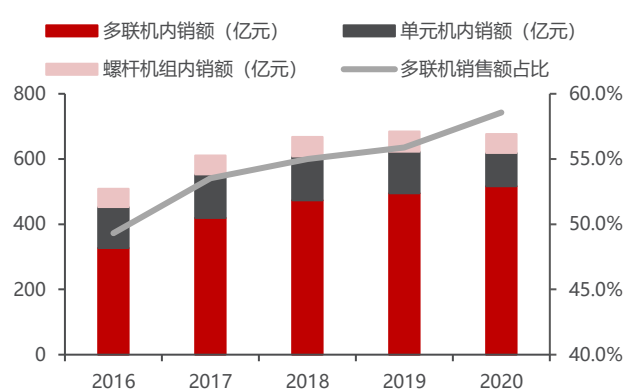
资料来源：制冷百科，民生证券研究院

中央空调市场近千亿，多联机份额持续提升。近十年来国内中央空调市场保持扩张

趋势, 据产业在线数据, 中央空调内销规模从 2012 年的 515 亿元增长至 2020 年的 882.1 亿元, 年均复合增长率 7.0%。其中多联机产品内销规模增速持续领先中央空调市场总体增速, 2020 年多联机市场规模达到 516.6 亿元, 2016-2020 年间复合增长率 12.1%, 市场份额由 49.3% 提升至 58.6%。

图27: 中央空调市场规模持续扩容


资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

图28: 多联机占比保持上升趋势


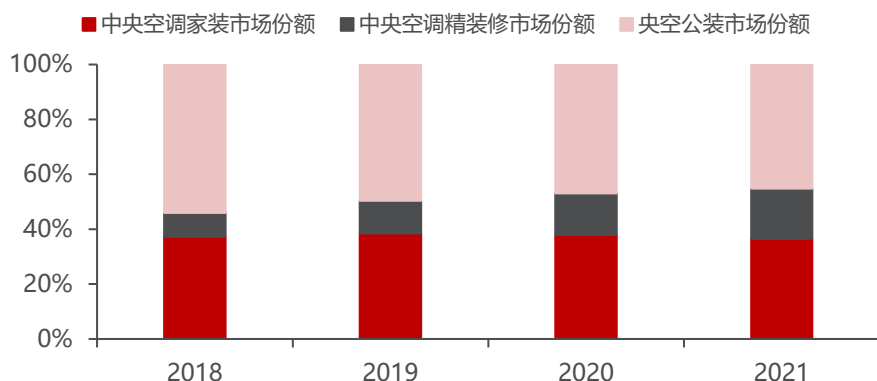
资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

3.2 中央空调工建渠道稳定增长, 家装有望受益精装渗透提升

中央空调家装渠道分为 toC 零售渠道, 及与地产项目合作 toB 的精装渠道。

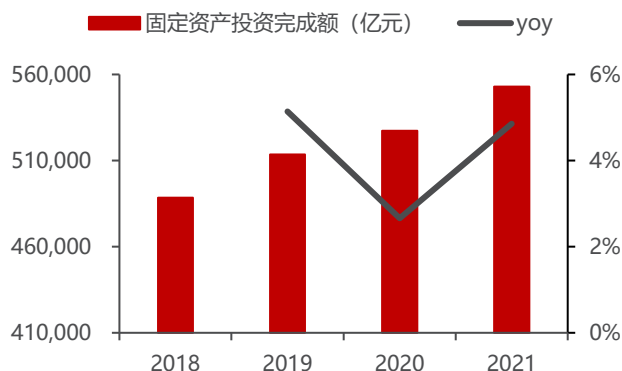
家用中央空调消费属于地产后周期行业, 受商业地产、商用住宅投资规模及增速的影响较大, 零售渠道近些年来受疫情及经济景气度的影响较大, 精装渠道方面在精装房渗透率提升、中央空调配套率提升趋势下依然保持着较强动能。我们测算家装零售渠道占比由 2018 年的 37.2% 略下滑至 2021 年的 36.5%; 精装渠道则由 2018 年的 8.8% 上升至 2021 年的 18.3%。未来看, 家装渠道短期内有望受益于疫情压制下的滞后需求补偿带来的增长, 中长期有望受益于精装修渗透率及中央空调配套率的持续提升带来的增量。

中央空调工建渠道的需求主要来自于基建、商业地产、公共设施、工业建筑等场景。工建市场与固定资产完成额相关性较高, 工建中央空调市场规模增长相对稳定。根据我们的测算, 由于家装渠道扩容速度更快, 工建占比由 2018 年的 54.1% 下滑至 2021 年的 45.2%。未来看, 在“稳增长”和“新基建”政策刺激下基建和工业项目需求上升, 工建市场有望稳固增长态势。

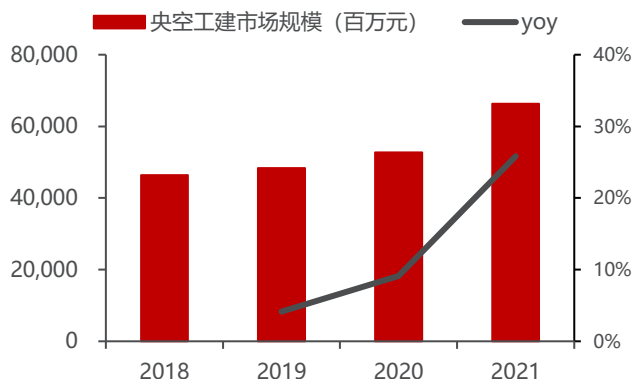
图29：中央空调市场各渠道占比


资料来源：Wind，安居客，机电信息，奥维云网，民生证券研究院测算

中央空调工建市场规模超 600 亿元，增速较为稳定。2018-2020 年之间，国内工商用中央空调市场规模基本维持在 500 亿左右。中央空调工建市场规模与固定资产投资完成额有一定相关性，受疫情影响 2020 年固定资产投资增速略放缓至 2.7%，2021 年疫情管控效果较好，央空市场在遗留工业项目开工及稳增长政策刺激下同比增速迅速反弹至 4.9%。根据我们测算，2021 年央空工建规模或超过 600 亿，占比约为 45%。

图30：2018-2021 年固定资产投资完成额及增速


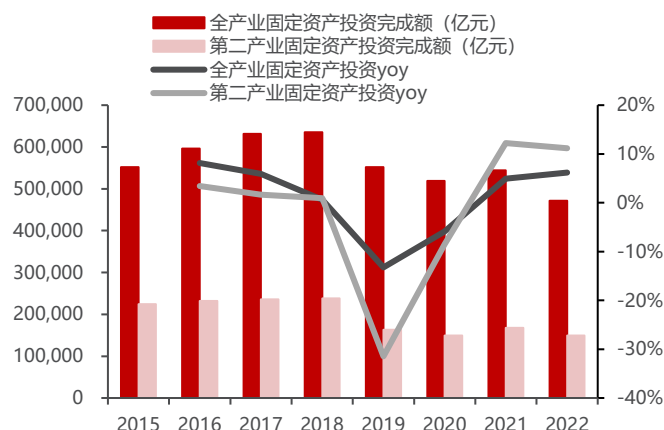
资料来源：Wind，民生证券研究院

图31：工商用中央空调市场规模总体稳定


资料来源：Wind，安居客，机电信息，奥维云网，民生证券研究院测算

新基建政策下工业投资加速，利好中央空调工建市场。疫情反复、地产行业景气度下降，商业项目投资放缓，一定程度上限制了商业及工业项目对中央空调的需求。新基建概念自 2018 年首次提出后被不断强调，2022 年国常会提出了“加快新型基础设施建设，扩大有效投资”，新基建概念再次升温，2021/2022 年第二产业固定资产投资同比增速分别为 12.2%/11.2%，显著高于整体增速。未来制造业高端化转型，芯片、汽零、锂电等国产替代项目激增下，国内生产线有扩张趋势，有望创造工用中央空调新需求。5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、大数据中心、工业互联网等新基建项目将改善长期经济发展潜力，拉动工业用中央空调规模稳步提升。

图32：近年第二产业固定资产投资额增速高于整体



资料来源：Wind，民生证券研究院
注：2022年数据为1-10月口径

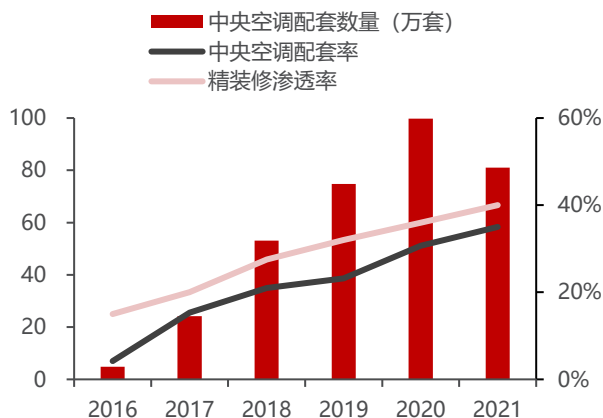
图33：新基建发展方向



资料来源：新唐科技，民生证券研究院

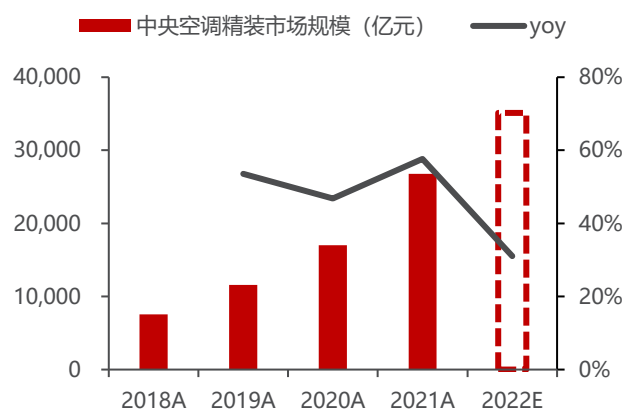
家装市场约占中央空调市场总份额的一半，精装修渠道成为增长新动力。随着各省市精装修政策的不断推进，精装修代替毛坯房将成为行业大势，地产开发商以精装修作为卖点提高楼盘溢价，刺激消费需求，进一步推动精装渗透率提升。据奥维云网数据，我国精装修房渗透率由2018年的27.5%提升至2021年的37%，同时带动中央空调配套率由2018年的21%上升至35%。根据我们的测算，精装房中央空调市场规模逐年增长，2021年达260亿元以上，占比由2018年的8.8%提升9.5pct至18.3%，我们预计2024年精装份额占比或将提升至25.9%。

图34：精装修渗透率及中央空调配套率持续提升



资料来源：Wind，奥维云网，安居客，民生证券研究院

图35：精装渠道中央空调市场规模迅速扩容



资料来源：Wind，奥维云网，安居客，民生证券研究院测算

地产政策边际转好，利好家装中央空调市场。中央空调行业具备地产后周期属性，2021年末以来，多方信息利好地产政策两端松绑，从保交楼政策开始，信贷、债券、股权融资政策三箭齐发，刺激需求端回暖，带动资金流动，有望改善目前地产的负循环机制。稳增长背景下市场情绪回暖，地产链迎来较佳配置时期，有望带动中央空调家装市场需求提升。

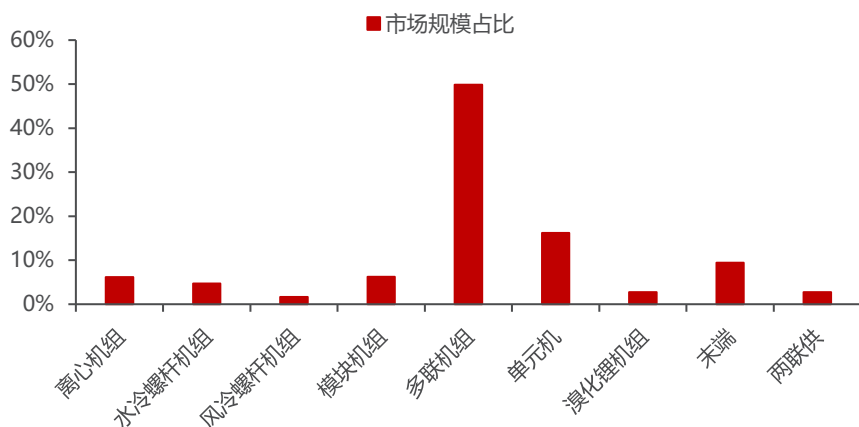
表1：近期利好地产政策/事件梳理

时间	文件/政策/会议名称	重点内容摘要
2022年3月	政府工作报告	保障住房需求，探索新的发展模式，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，因城施政
2022年4月	中共中央政治局会议	坚持房住不炒，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管
2022年5月	关于扎实稳住经济一揽子政策措施的通知	受新冠肺炎疫情影响的缴存人，不能正常偿还住房公积金贷款的，不作逾期处理，不作为逾期记录报送征信部门。
2022年5月	LPR5年期以上利率下调	5年期以上LPR下调15个基点至4.45%
2022年7月	中共中央政治局会议	坚持房住不炒，因城施政，保交楼，稳民生
2022年8月	LPR5年期以上利率下调	5年期以上LPR下调15个基点至4.30%
2022年9月	关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告	自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
2022年11月	证监会政策	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，允许符合条件的房地产企业实施重组上市。恢复上市房企和涉房上市公司再融资，允许上市房企非公开方式再融资。

资料来源：新华社，国务院文件，商务部，证监会，每日经济，民生证券研究院

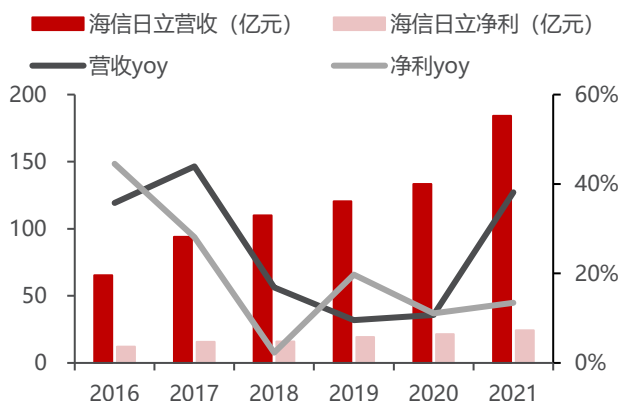
3.3 产品力强渠道优势明显，海信日立多联机业务领跑市场

海信日立资产优质，多联机业务领跑市场。海信日立成立于2013年，由海信集团和日立空调共同出资，是目前日立空调在日本本土以外的规模最大的变频多联式空调系统生产基地。多联机市场是中央空调市场的重要组成部分，2020年多联机产品占据约50%的市场份额，海信日立凭借强大的研发实力和优秀的产品力多年领跑多联机中央空调市场，据艾肯网，2021H1多联机市场海信日立保持国内市场第二位置，市占率18.2%。海信日立家装工装市场双线发力，业务增长动力强劲，2016年净利润12.23亿元，2021年净利润增长至24.19亿元，复合增长率14.62%。

图36：多联机市场规模约占中央空调市场一半


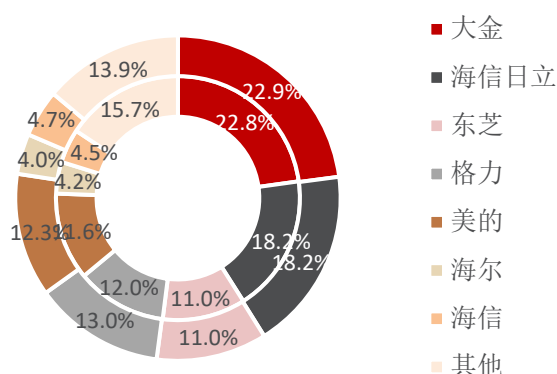
资料来源：机电信息，民生证券研究院 注：数据口径为2020年

图37: 海信日立营收净利增长稳健



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图38: 海信日立多联机业务处于行业第二



资料来源: 艾肯网, 民生证券研究院
注: 外圈口径为 2021H1, 内圈为 2020 年

“海信+约克+日立”三大品牌相互协同, 产品矩阵完善。2018 年, 江森自控将旗下约克多联机业务转移至海信日立旗下。2019 年海信收购海信日立额外 0.2% 股份, 完成对海信日立的控股, 同年 9 月并表海信日立, 形成了“海信+约克+日立”的中央空调品牌矩阵, 产品矩阵完整, 应用覆盖面广, 部分产品卡位空白价格带。公司中央空调三大品牌产品涵盖高端、中端及简易多联机中央空调市场, 覆盖商用、户用中央空调。日立品牌定位为高端市场, 主打变频多联式中央空调, 2022 年“定制空气”超级场景进一步推进高端品牌认知度。海信中央空调整合了海信集团、日立空调的领先技术, 对比日立品牌产品更具性价比, 主打 IoT, 5G 等智能联网等功能, 为产品提供可观的附加值。约克多联机技术底蕴深厚, 2020 年天氟地水推广效果不俗, 强化了海信系在中央空调多联机市场的优势。

图39: 海信系中央空调家用产品矩阵



资料来源: 海信日立官网, 海信中央空调官网, 约克中央空调官网, 民生证券研究院

图40：海信系中央空调商用产品矩阵



资料来源：海信日立官网，海信中央空调官网，约克中央空调官网，民生证券研究院

海信日立压缩机技术领先,空气净化技术亮眼。与摆动式/转子式压缩机相比,涡旋式压缩机能效比更高,噪音更小,稳定性及耐用性更好,在高制冷功率、内机同开率高的场景下涡旋机性能大大优于其他两种类型,缺点是造价相对昂贵。海信日立中央空调 6 匹产品采用日立自产的变频涡旋压缩机,同属高端系列的日系品牌大金仅在 7 匹以上产品搭载涡旋压缩机。6 匹一拖五的产品参数对比来看,搭载涡旋压缩机的日立产品节能效果更好,且夜晚外机噪音值可以降低至 45 分贝。作为净化中央空调开创者,海信日立 6 匹产品中就已搭载了全方位空气净化功能,能满足大众用户对于室内空气质量的要求,在产品力强劲,技术领先的情况下,价格上优于大金。

图41：主流品牌住宅用中央空调对比

6匹1拖5	产品名称	日立尊睿-全效系列	大金金制全效系列	格力GMV智睿系列	美的理想家二代
	参考价格	66999	71000	40999	36899
制冷/热能力	运行范围 (制冷/制热) °C	-5 ~ 52/-23 ~ 17	-	-5 ~ 48/-20 ~ 27	55度高温制冷 -25度低温制热
	制冷量kw	15.5	15.5	16	16
	制热量kw	18	18	18.5	18.5
节能参数	IPLV (C)	7.3	-	6	7
	APF	5	-	4.7	5.05
压缩机	压缩机品牌	日立	大金	珠海凌达	美芝
	压缩机类型	变频涡旋式压缩机	摆动式压缩机	双转子式压缩机	双转子式压缩机
	噪音值 (夜间) dB	55 (45)	53	56	55
使用舒适度	功能	五维微气候0.5°C精准调温 1%四季精细除湿 -5°C低温除湿 全方位空气净化 (PM2.5/ 甲醛/硫化氢)	5G+互联系统联动; 健康新风, 除菌升级	变频变容, 格力云控APP 远程控制	0.5°C精细控温, 外机反转除尘

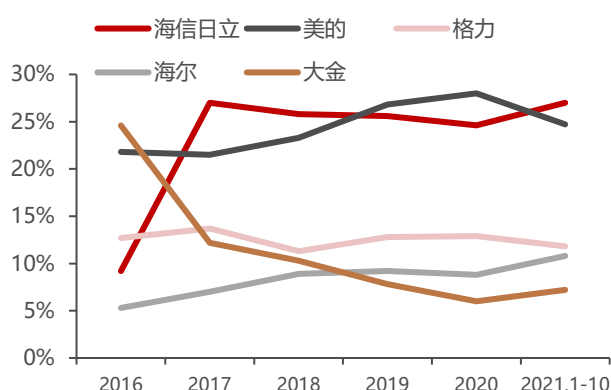
资料来源：公司官网，京东官方旗舰店，民生证券研究院

注：考虑到中国平均家庭面积及应用场景，产品对比选择 6 匹 1 拖 5 产品

深耕家装市场颇有成效,高端精装配套表现亮眼。海信日立近些年发力家装市

场颇有成效,在品牌用户数量以及高端地产城市等多个维度领先,目前已经与包括融创、保利、新城、华润、仁恒等全国 400 多家知名地产公司建立合作关系。凭借领先的产品及技术,日立中央空调自 2020 年起连续三年获得“地产 Top500 企业首选供应商”称号,是唯一一家连续七年蝉联万科的年度 A 级供应商的空调企业。据奥维云网,2021 年 1-7 月,日立中央空调在 5w 以上楼盘的精装配套中以 33.8% 的占有率排名第一,10w 以上楼盘的精装配套市场以 60.2% 占有率遥遥领先。

图42: 海信日立精装渠道占比基本持平美的



资料来源: 奥维云网, 民生证券研究院

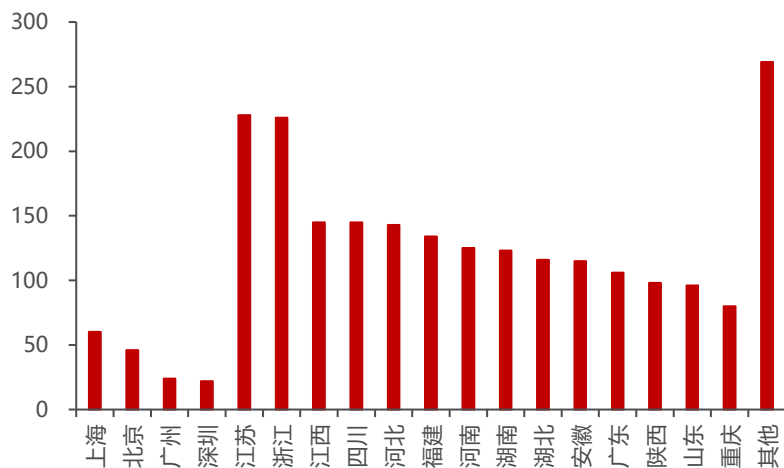
图43: 2021 年海信日立高端地产配套率遥遥领先



资料来源: 海信日立变频, 民生证券研究院

海信日立线下渠道网点辐射范围广, 具备本土化优势。中央空调的安装质量会很大程度上影响其使用效果, 业内有“三分产品, 七分安装”之说, 线下渠道的服务对中央空调尤为重要, 服务质量及覆盖广度、深度对品牌渗透率的提升有重要影响。海信日立依托海信的全国渠道布局, 构建了辐射范围更广的线下渠道网络, 根据国家统计局数据, 一线城市人均可居住面积显著低于全国平均水平, 我们认为未来较低线城市中央空调渗透率成长性更强, 海信日立的下沉渠道优势将进一步巩固其中央空调家用市场的龙头地位。

图44: 海信日立线下渠道布局 (单位: 个)



资料来源: 海信日立官网, 民生证券研究院 注: 纵轴为渠道网点数量

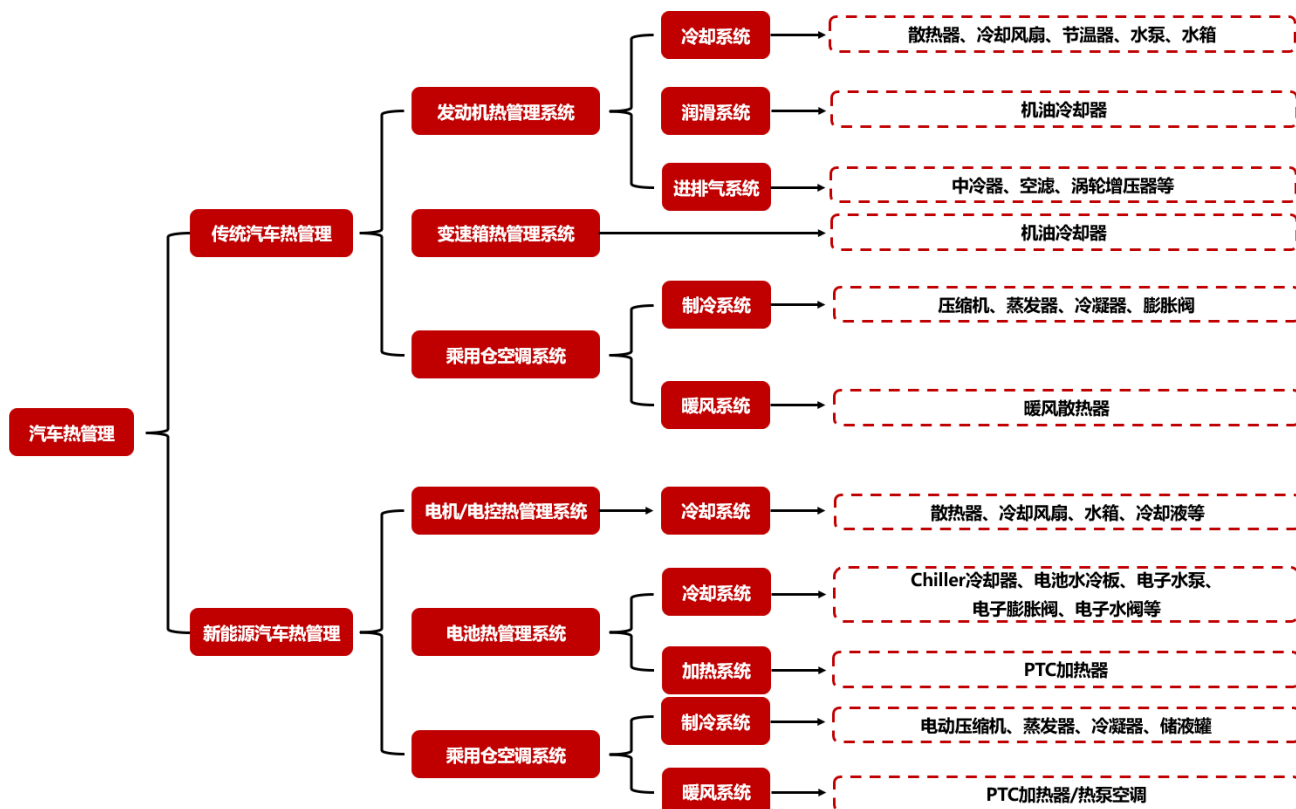
4 海信收购三电整合资源，协同优势进军热管理

4.1 新能源汽车高歌猛进，热管理市场应时而起

传统燃油车热管理主要指发动机热管理及车内座舱热管理，功能及技术较为简单。其中发动机热管理的作用是：①高温天气给发动机降温，②低温环境迅速实现发动机冷启动。驾驶舱热管理的作用是：①高温环境发动机带动空调压缩机、水泵等运转制冷，②低温环境利用内燃机能量转化过程中流失的热量制热。

新能源车热管理主要指三电系统热管理(电池、电机、电控)及车内空调系统，功能更复杂技术难度更高。电动化趋势下，整车热管理系统发生了很大变化，需要额外的热源维持系统的高效运转，电池的高温度敏感性也使得新能源汽车热管理的复杂程度和精细度要求不断提高。电池热管理多采用液冷方案制冷，通过冷媒蒸发吸收冷却液的热量制冷，利用空调暖风回路的热量制热。车内空调系统通过电驱动压缩机制冷，采用 PTC 方案或利用热泵系统加热。电机部分主要通过风扇及散热器制冷。

图45：传统燃油车和电动车热管理系统异同



资料来源：控安汽车研究院，民生证券研究院

新能源车热管理较燃油车 ASP 提升约 2 倍，电动压缩机是价值量最高的零件。新能源车热管理系统一体化趋势下要对全车热量进行动态分配，需要完善高效的热管理算法检测外部环境温度、电机系统温度、电池组温度和座舱温度等参数，调节四/八通阀通向、风扇转速、热量分配等，高技术壁垒拉动系统价值提升。新

新能源车热管理 ASP 约为 6000-7000 元，是燃油车热管理系统价值的三倍，其中压缩机是价值占比最高的零部件，新能源车热管理系统将机械式压缩机升级替换为电力式压缩机，货值从 500 元提升至 1500 元左右。

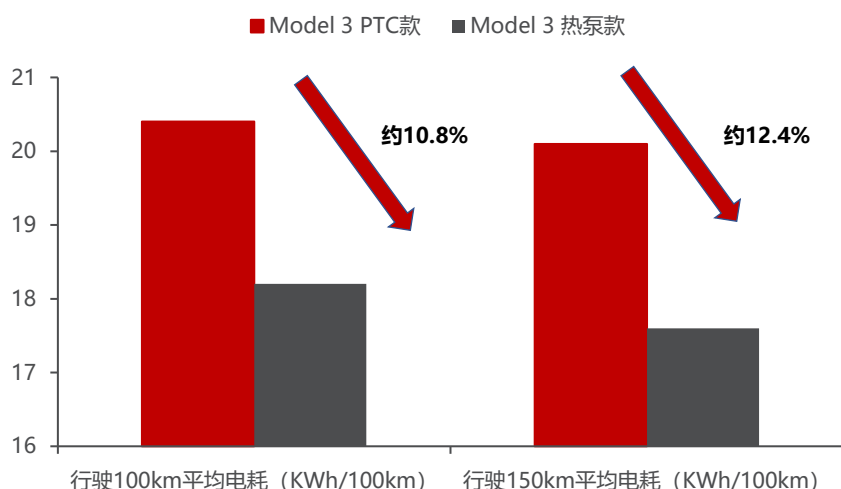
表2：新能源汽车热管理推动整体货值提升近 2 倍

传统热管核心组件	价格 (元)	新能源汽车热管理核心组件	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
合计	2230	合计	6410

资料来源：三花智控可转债公告，民生证券研究院

热泵系统的应用可大幅延长电车续航，推动电车热管理货值再上升。电车制热主要消耗电池电能，制热系统的热量搬运 COP 值会大幅影响电车续航能力，目前主流的制热方案有 PTC 热敏电阻方案及热泵系统方案。其中 PTC 方案技术简单、价格较低，但 COP 值不可能>1 的缺陷在低温环境下会大幅影响整车续航。热泵系统依靠高转化效率目前成为电车热管理的最优解决方案，可实现整体里程 10%-15%的提升。汽车热泵空调系统技术门槛更高，热管理一体化难度更大，相比 PTC 系统货值约有额外 10%的提升。

图46：搭载热泵空调的 Model 3 百公里平均耗电约减少 10%

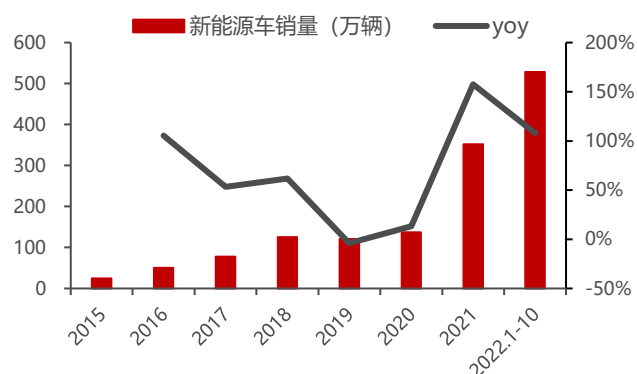


资料来源：电动邦，民生证券研究院

新能源汽车全球渗透率快速提升，预计 24 年全球新能源车热管理市场规模可达 1300 亿元。全球新能源车销量由 2018 年的约 200 万辆提升至 2021 年的约 670 万辆，复合增长率 50.3%。中国区域新能源车销量由 2018 年的 126 万辆提

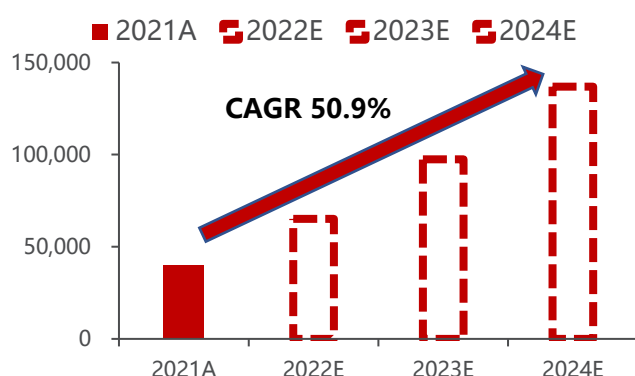
升至 2021 年的 352 万辆，复合增长率达 41%。2022 年 1-10M 中国新能源车销量 yoy 约为 160%，呈现井喷式增长态势，我们预测中国区域较高基数下 yoy 有放缓趋势，但增速仍为全球主要销售区域最高。根据我们的测算，预计 2024 年中国区域新能源车产量将达到 1480 万辆，约占全球产量的 67%，对应全球新能源车产量 2210 万辆，拉动热管理市场提升至约 1369 亿元。

图47：中国新能源汽车销量井喷式增长



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图48：新能源车热管理市场规模庞大（单位：百万元）

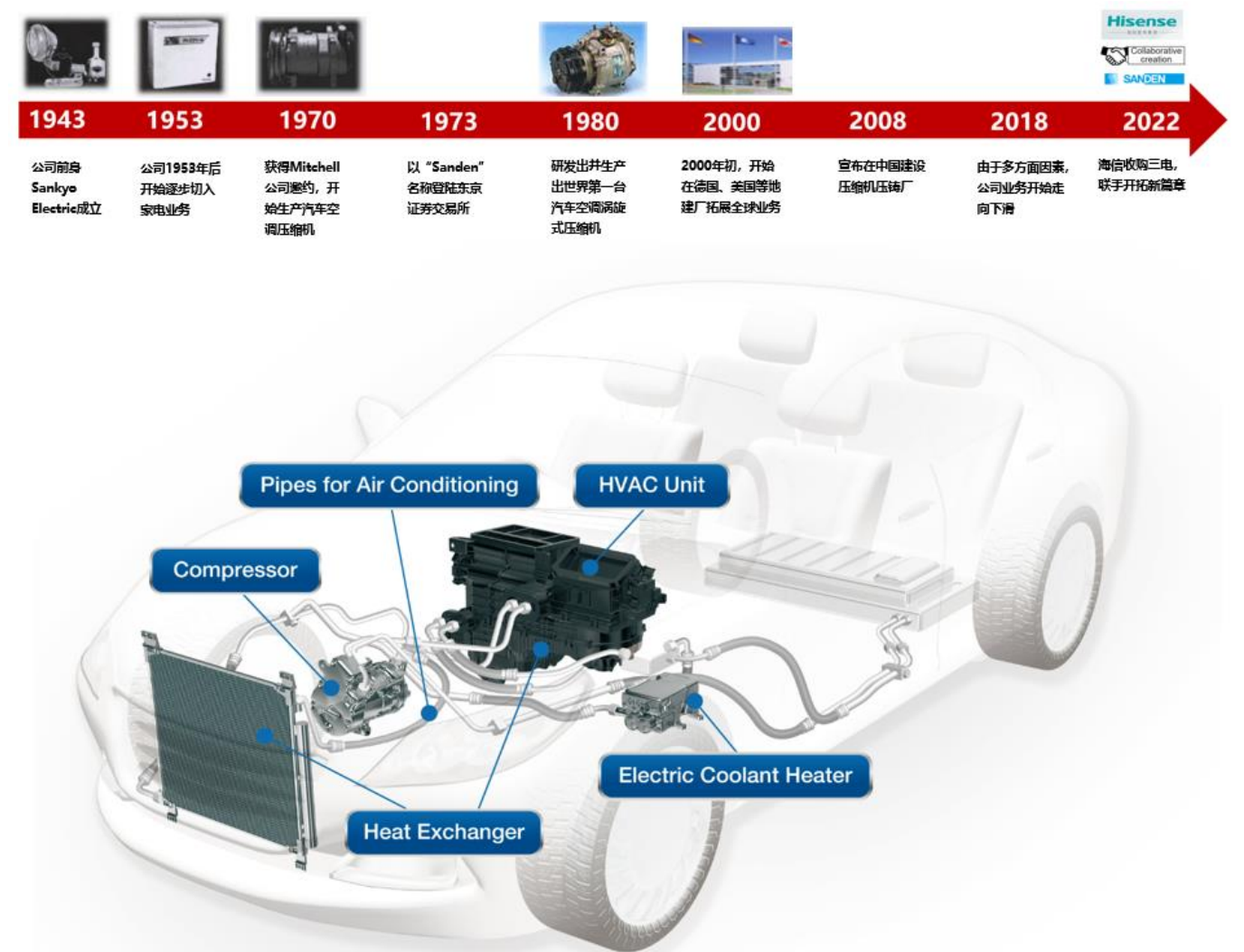


资料来源：EVolumes，三花智控可转债公告，民生证券研究院测算

4.2 三电压缩机技术行业领先，协同海信聚焦整车热管理

三电公司历史悠久，压缩机技术世界领先。三电始创于 1943 年，前身为“Sankyo Electric”，1953 年公司切入家电业务，随后制冷、制热领域不断拓展业务、积累技术。1970 年公司借 Mitchell 公司压缩机订单邀约为契机，开始生产汽车空调压缩机并进入相关市场，1980 年公司研发出并生产出世界第一台应用于汽车空调系统的涡旋式压缩机并正式更名为“Sanden Corporation”。2000 年初，凭借一流的压缩机研发、生产技术，公司迅速在欧洲、美国多地建厂，设立营销中心，并进入多家世界知名车企的供应商体系。2004 年成立合资中国子公司三电贝洱并逐步开展业务，2008 年三电宣布在中国建设压缩机压铸厂，车用热管理业务蓬勃发展。2018 年至今，公司上游订单因疫情、碳减排政策、贸易摩擦、中东经济制裁等原因快速下滑，公司经营情况恶化并寻求转机，2022 年海信收购三电。

图49：三电的发展历史及汽车热管理业务的主要产品类别梳理



资料来源：三电官网，民生证券研究院

三电拥有 50 年汽车空调压缩机技术积累，产线完善。公司压缩机方面的产品覆盖电动压缩机、定排量式压缩机、变排量式压缩机、二氧化碳压缩机等多种型号的产品，可应用于传统燃油车及新能源汽车热管理系统。公司还拥有热管理系统重要零部件的自产能力，在中、日、欧等地均设有生产基地，向全球客户供应 HVAC 部件、热换器、空调系统管路、ECH（冷却液电加热器）等产品。2017 年公司成功量产热泵系统，2018 年成为中国市场上首个将热泵空调系统应用在新能源汽车的供应商。

图50：三电热管理产品矩阵



资料来源：三电官网，民生证券研究院

产品及技术为三电长期核心竞争力，产品高速迭代下具备快速反应市场需求的能力。压缩机是三电的核心产品，2018 年汽车压缩机市场份额全球第二。三电早在 2009 年已布局电动压缩机，目前迭代至第 4 代产品“Gen4”，具有高度集成化、大排量、高效率、高耐用性的特点，最高可在 470V 高压下运行，可适配高度集成化的整车热管理系统。

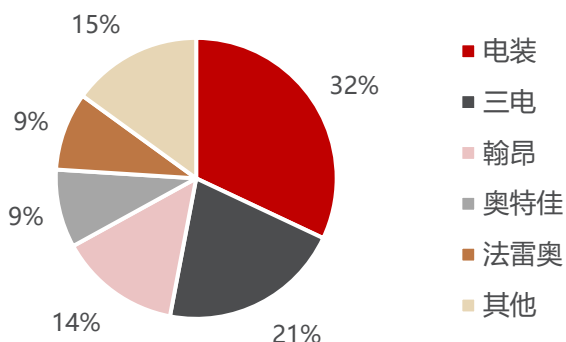
图51：三电电动压缩机产品参数梳理

产品名称 产品参数	Gen4	Gen3	Gen2	SJ (机械式CO2压缩机)
推出时间	2020&2021	2018-2020	2011&2015&2018	2017年量产
排量	33cc/45cc	27cc/33cc	15cc/33cc	31cc
电压	48v/210 - 470v	165v-208v/210v - 470v	24v/48v/260v-432v	-
机型特点	- 高排量、高效率、高耐用性 - 可适配整车热管理系统 - 向全世界范围内下游厂商供货	- 紧凑、轻量化、低噪音 - 可应用于混合动力、纯电动、燃料电池 - 主要供货给中国和日本区域	- 通用型号 - 可适配包括热泵系统在内的冷暖系统 - 可搭载于24v电动卡车及48v轻型混合动力车	- 极高压环境下的运行能力 - 采用R744 (CO2) 为制冷剂
产品示例				
转速 (rpm)	700-8500 (数据为部分产品，仅供参考)			800-9500
重量	5.2kg-7.5kg (注：重量参数仅为部分产品参数进行参考，并非最新产品参数)			6.7kg

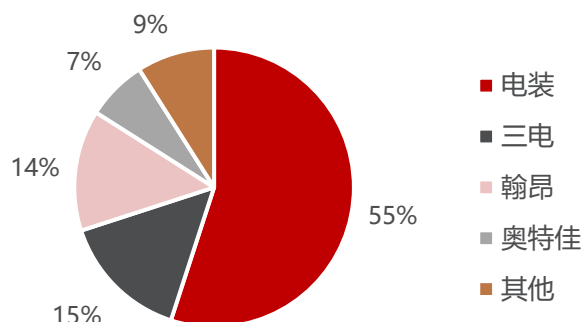
资料来源：三电官网，公司公告，民生证券研究院

三电是全球化布局的压缩机龙头企业，市占率居行业前列。三电产能在欧洲、东亚、东南亚地区均有分布。其中新能源汽配生产工厂分布在法国（主要负责二代压缩机生产）、日本和中国（主要负责四代压缩机生产），传统燃油车汽配厂分布在

波兰、日本、伊朗、菲律宾和印尼。依托全球化生产布局，2018 年三电在全球燃油车/电动车空调压缩机市场中占有率 21%/15%，仅次于电装。

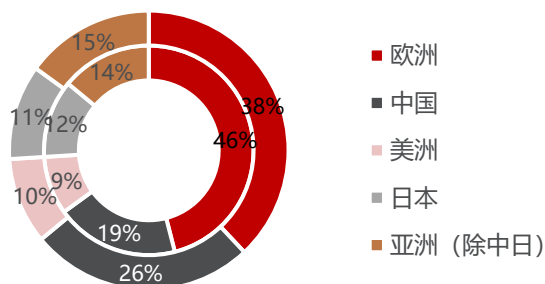
图52：2018 年全球汽车空调压缩机格局


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图53：2018 年全球汽车电动压缩机格局


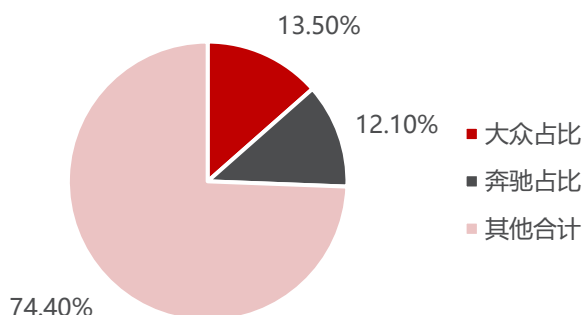
资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

三电积累了众多国际车企客户，欧洲、中国是公司的核心销售区域。公司最早于 20 世纪末进入了通用汽车的供应链体系，2000 年初凭借优秀的产品力成为福特、奔驰等知名车企的空调压缩机供应商。公司与上游车企有多年合作经验，合作关系稳定，目前公司最大的两个客户是大众和戴姆勒，2020 年占公司总销售比重分别为 13.5%、12.1%。欧洲是三电最重要的销售区域，2021 年销售占比达 38%。中国是公司最重要的生产区域及核心市场之一，制造基地数量达到 12 个，2021 年单中国区域营收占比 26%，持平亚洲（除中国）市场。

图54：2021 年三电中国区营收占比大幅提高


资料来源：三电公告，民生证券研究院

注：外圈为 2021，内圈为 2020 口径

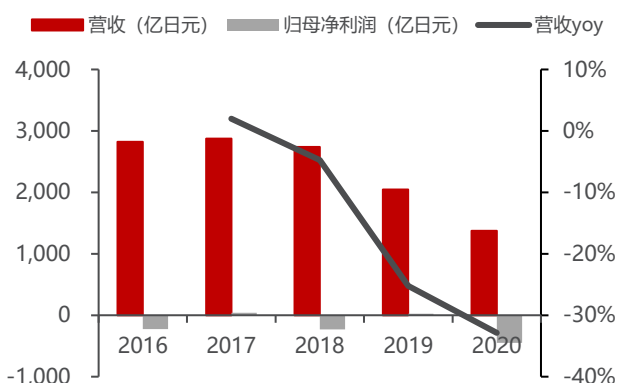
图55：2020 年大众&奔驰是三电的主要客户


资料来源：三电公告，民生证券研究院

外部环境剧变需求走低，三电调整不及营收&利润迅速下滑。受全球碳减排政策、疫情反复、贸易摩擦等事影响，据三电口径，全球传统汽车产量从 2018 年的约 9600 万辆下滑至 2020 年的约 7700 万辆，下滑约 20%。欧洲作为三电最重点的销售区域，碳减排相关政策推进时间早、速度快，限制了燃油车企业的生产销售，大幅影响三电的传统燃油车压缩机出货量，2018-2020 年欧洲区域汽车销量下降了约 20%。亚洲市场方面，印度市场萎缩、伊朗受经济制裁等因素加剧了公司营收下滑速度，公司 2018/2019/2020 营收 2739/2048/1375 亿日元，分别同比-

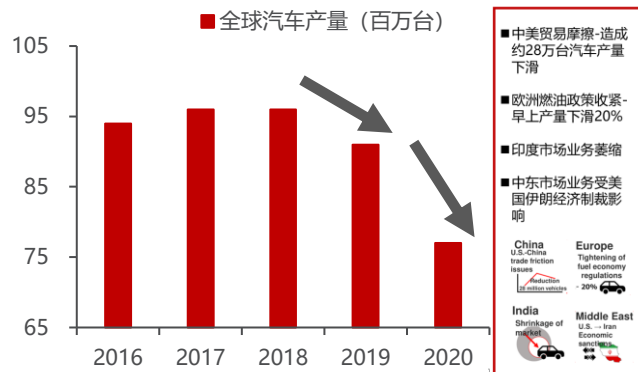
5%/-25%/-33%，主营持续处于亏损状态，2018/2020 年分别亏损 231/453 亿日元（2019 年通过出售子公司业务止损）。

图56：三电近年营收迅速下滑



资料来源：三电公告，民生证券研究院

图57：2018-2020 年全球汽车产业产量迅速下滑



资料来源：三电公告，民生证券研究院

股权结构分散导致决策效率低下，海信收购后股权集中度大幅提高有望带领公司走出困境。海信控股之前，三电股权结构较为分散。管理层 Sanden's Business Partner Share Holding Association 持股比例位列第三，控制权比例为 4.7%。前十大股东中银行、信托等金融机构占比较高，我们认为类似的股权结构会迫使公司过于关注短期盈利情况，不利于公司竞争力的长期发展。海信控股后股权集中度有所提升，目前已有 7 名海信系高管入驻三电管理层，完善了销售、审计及监督制度，管理结构更为精简高效。海信集团并购经验丰富，2018 年收购了日本东芝映像、斯洛文尼亚 Gorenje 后两年内分别带领公司扭亏为盈。基于海信出色的并购整合能力、海信智能座舱等领域布局与三电热管理业务的协同性，我们认为三电有望在 23 年实现业绩转正的目标。

图58：海信控股后股权集中度大幅提升

海信控股前			海信控股后		
排名	股东名称	持股比例	排名	股东名称	持股比例
1	BBH (LUX) for Fidelity Funds Pacific Fund	7.66%	1	Hisense Japan Automotive Air-Conditioning Systems Corporation	74.88%
2	The Master Trust Bank of Japan, Ltd.	6.66%	2	The Master Trust Bank of Japan, Ltd.	2.84%
3	Sanden's Business Partner Share Holding Association	4.70%	3	BBH (LUX) for Fidelity Funds Pacific Fund	1.93%
4	JPMBL RE NOMURA INTERNATIONAL PLC 1 COLL EQUITY	4.08%	4	Sanden's Business Partner Share Holding Association	1.15%
5	Mizuho Bank, Ltd.	3.63%	5	Mizuho Bank, Ltd.	0.91%
6	The Gunma Bank, Ltd.	3.63%	6	Nomura Securities Co., Ltd.	0.71%
7	Daido Life Insurance Company	2.47%	7	Daido Life Insurance Company	0.62%
8	Custody Bank of Japan, Ltd. (Trust Account)	2.11%	8	Custody Bank of Japan, Ltd.	0.56%
9	Custody Bank of Japan, Ltd. (Trust Account 5)	1.52%	9	Sanden's Employee Share Holding Association	0.37%
10	Clearstream Banking S.A.	1.39%	10	Clear stream Banking S.A.	0.35%

资料来源：三电公告，民生证券研究院

表3：海信控股后已派 7 名高管进驻三电管理层

职称	姓名	职责领域
董事&总裁	Zhu Dan	公司整体运营
董事&执行副总裁	Xiong Hao	质量/健康安全/环境管理/日本区域经理
董事&执行副总裁	Hideyuki Kobayashi	行政/法律/公司内部协调/亚洲及澳大利亚区域经理
执行副总裁	Zhang Ning	企业管理/会计/金融/内控
执行副总裁	Wang Zhigang	产品管理/研发/中国区域经理
执行副总裁	Liu Hongju	研发/IT
执行副总裁	Stanka Pejanovic	人力资源
执行副总裁	Xu Zhan	供应链管理
企业高级执行官	Li Sujiang	销售/西方区域经理
企业执行官	Yoshihiro Tachikawa	产品管理/生产

资料来源：三电公告，民生证券研究院

海信协同三电推进 5 大变革，部分改革已初现成果。三电近三年营收恶化的主要原因是外部环境剧变的情况下，公司管理效率低下未能及时调整战略，冗杂的治理结构导致公司三费高企，但公司的产品及技术仍处世界前列，我们认为公司数十年的技术积累和优秀的产品力是公司翻身的基石。针对公司出现的运营效率低下的问题，海信携手三电对内部治理结构、生产系统、成本控制及企业战略方面进行大刀阔斧的调整。成本端方面，海信协助三电降低了融资成本、物流成本、研发成本和采购成本等，三电减亏计划有序推进。生产端方面，海信协助优化管理，扩大了新能源车产品线及生产规模，推动端到端自动化生产系统，提高了生产线、生产人员的整体效率。

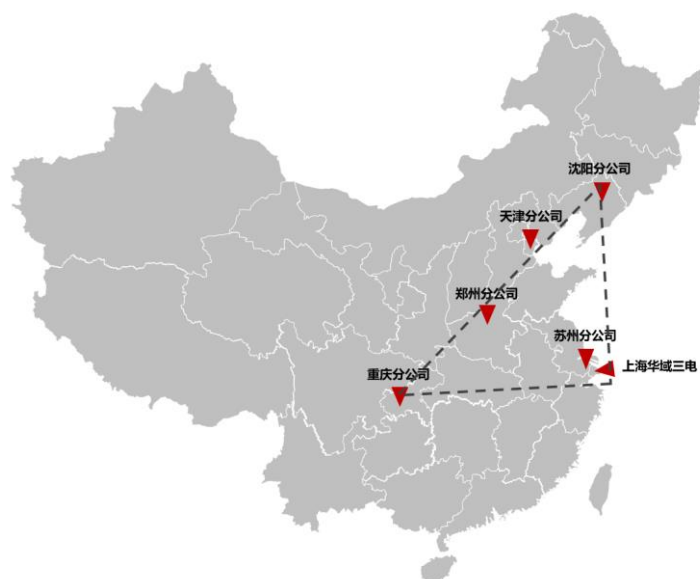
表4：海信控股三电后的改革计划

序号	5 大改革计划	改革理念	优先项目
1	生产系统改革	- 全球生产系统巩固 - 建立优秀的人事制度	加速全球化、地区化生产系统重组，追求生产链条最优解
2	盈利能力改善	追求成本上的创新	通过规模效应、与海信共同集采等方式降低可变成本
3	协同创新追求成长	- 通过与其他公司合作探索、扩张前沿领域 - 向综合型空调服务供应商转型	- 电动压缩机、整车热管理系统生产规模扩张 - 深耕核心大客户
4	通过资本重组补充现金流	提升运营资本效率	- 运营资本改善： - 加快债务回款节奏 - 销售管理改革、降低库存水平，由备货生产模式转为补充型生产
5	公司执行机制改革	- 公司组织层面变革 - 加强可持续发展下的管理层布局	提升公司管理层的执行能力

资料来源：三电官网，民生证券研究院

海信推动三电大中华区业务整合，强化三电和华域系合作。三电早期进入中国市场时与华域汽车合资成立了子公司华域三电，并以华域三电为主体运营大中华区业务。海信收购三电后，重新梳理大中华区的业务，建立了“三电中国”架构，更积极地拓展中国新能源客户，强化了三电和华域系的业务协同性。中国区重庆、天津的两个工厂协同管理，打破了收购前各自为政的混乱局面，从采购、研发上发挥协同效用，提高了整体的生产效率。我们认为海信此举能够大幅提高三电在大中华区的运营效率，发挥各厂间的协同性，在争取增量新能源订单上话语权更足。

图59：三电大中华区分公司分布



资料来源：三电官网，民生证券研究院

海信控股后，协助三电积极推进前沿电动压缩机研究。海信控股前，三电管理层对公司集中资源发展电动压缩机业务的战略存疑，海信控股三电后明确了电动压缩机是公司未来主业的发展目标，协助三电迅速补齐与行业在前沿电动压缩机技术上的差距。2022年上半年三电采用行业领先的 SiC 技术，成功生产出了 1000v 超高电压电动压缩机，确立了超高电压电动压缩机领域的领先地位。我们认为三电的技术及产品力始终位于世界前列，在 CO2 电动压缩机等未来有潜力的新型电动压缩机上的研发进度较快，具备对市场需求转变的快速反应能力。

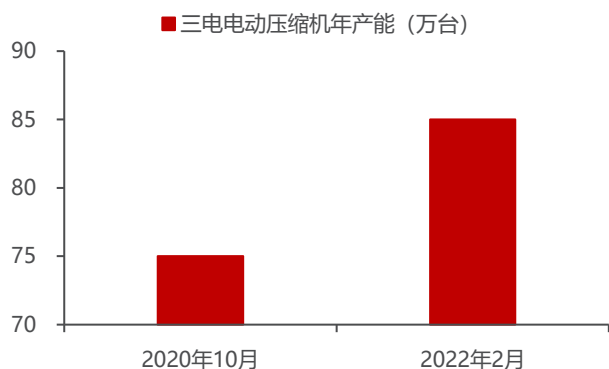
图60：三电布局的前沿电动压缩机

产品名称	CO2电动压缩机	Gen5
推出时间	在研中	2022H1
排量		60cc/45cc/33cc
电压		1000v
技术特点	- 三电已拥有CO2电动压缩机所需要的：高电压环境下运行+机身耐超高压的核心技术 - 我们看好三电在电动压缩机前沿技术领域持续领跑行业	- SiC技术、紧凑布局、高效能、强耐压性 - 可搭载不同冷媒 - 不同容量的模块化设计
产品示例		

资料来源：三电官网，民生证券研究院

三电电动压缩机产线扩张，大客户订单稳定新势力拓展中。三电较早布局电动压缩机且产能持续扩张中，截至 2022 年 2 月三电拥有 85 万台/年的电动压缩机产能，产能 3 个月内提升了 36%，产线高度自动化，较传统产线仅需 1/3 的人工投入，自动化率高达 75%。三电已与特斯拉、大众等建立了深度合作关系，订单来源稳定，据钉科技，三电获得特斯拉在美生产的两款电动压缩机项目订单，并锁定 5 年供应量，预计上量后每年合计收入贡献超 1 亿美元。海信控股后积极推进三电与国内整车厂的合作，与蔚来、哪吒等造车新势力积极洽谈中。我们认为三电的电动压缩机订单基数确定性较高，与新客户合作顺利推进后订单量有望超预期。

图61：三电持续扩张电动压缩机产能



资料来源：三电公告，民生证券研究院

图62：三电逐步推进新能源车企合作及订单



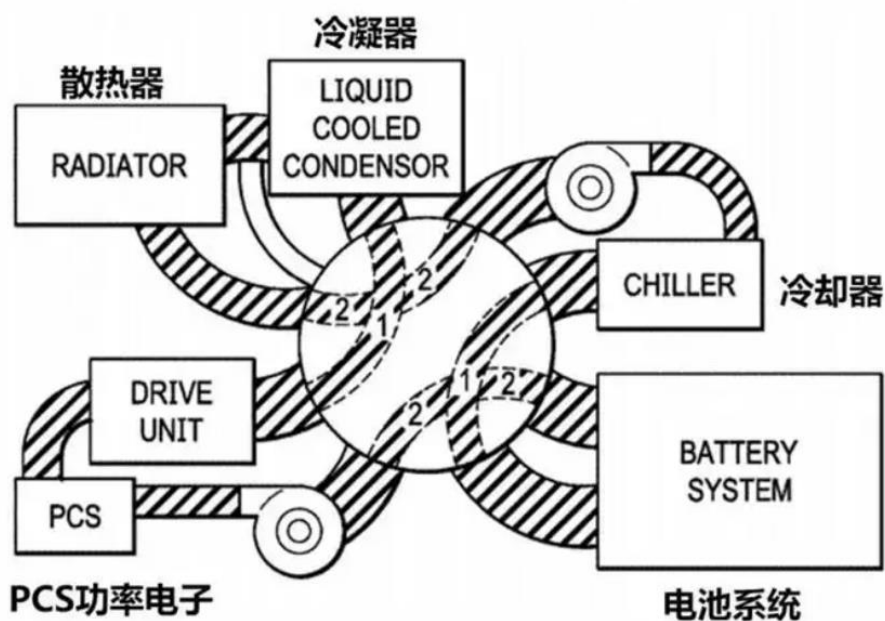
资料来源：各公司官网，民生证券研究院

注：以上仅为部分有望与公司达成合作的车企

央空方案设计能力+三电热管理技术合璧，海信具备成为集成化热管理 tier1 供应商的能力。相较于分散式热管理系统，集成化热管理系统具有成本更低、占用空间更小、装配效率更高及全车热量管控效率更高的特点。在汽车、储能等行业中，集成化热管理系统可以大大减少单位体积成本，我们判断将成为新能源车热管理系统装配的主流趋势。汽车热管理系统与空调、中央空调、热泵等热管理系统高度

同源，依托中央空调业务线，海信拥有行业顶级的方案设计能力，依托三电业务线，海信拥有行业领先的压缩机及热管理技术。基于以上，我们认为海信具备成为集成化热管理 tier1 供应商的能力，未来在“中央空调”+“汽车热管理”+“储能热管理”上有望发挥技术协同效应。

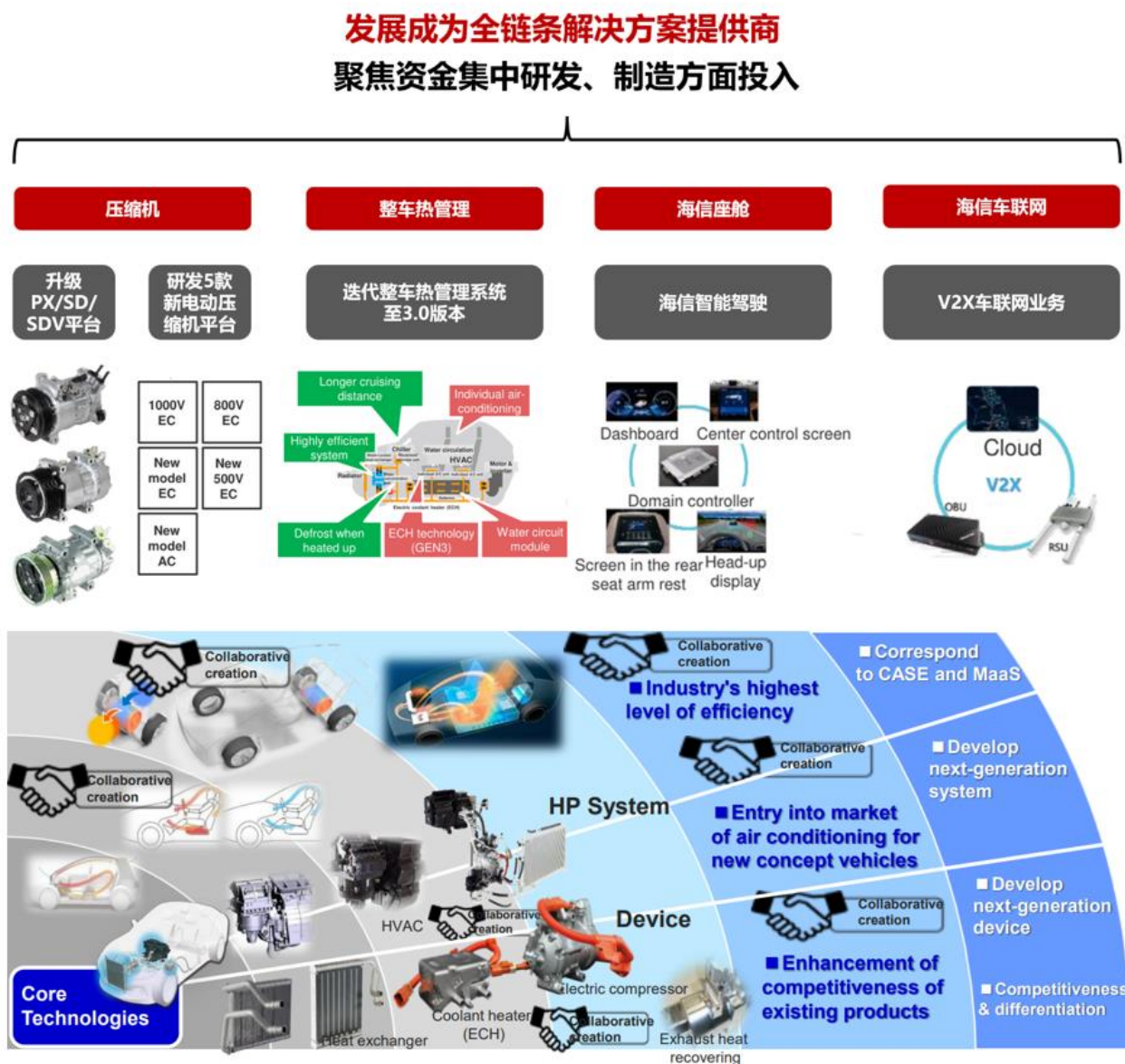
图63：特斯拉 Model Y 上应用了八通阀集成热管理系统



资料来源：懂车帝，民生证券研究院

海信集团与三电在整车热管理、智能座舱等领域可发挥协同作用，推动公司向整体解决方案提供商转型。三电在汽车空调压缩机领域处于全球领先地位，具有丰富的海内外客户积累，整车热管理、热泵系统等产品在研发、迭代中。海信在国内市场积极布局智慧驾驶、V2X 车联网业务，未来有望在研发、销售过程中发挥业务协同性，向整车厂提供“压缩机+热管理系统+智慧座舱+车联网”的完整解决方案，强化与下游的深度绑定关系。

图64：三电与海信计划发展成为全链条解决方案供应商



资料来源：三电公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司业务的预测如下：随着公司家空业务减亏进程推进，中央空调业务进入毛利修复通道，三电业务修复及管理改善，预计 2022-2024 年公司营业收入达到 766.87/842.80/908.14 亿元，同比增速 13.5%/9.9%/7.8%，毛利率将达到 19.5%/20.1%/20.4%。

冰洗业务：公司持续经营冰洗业务，考虑到全国冰洗保有量对标日本已基本饱和，未来将会形成替代性消费为主的格局，公司不断推进冰箱产品智能化、高端化，产品结构持续改善，预计随着原材料成本回落，传统家电业务成本进入下行周期，公司盈利冰洗业务毛利率将有所恢复，22 年冰箱内外销承压，增速大幅放缓，未来需求逐步释放后冰洗业务营收增速有望逐步提升，我们预计冰洗业务 2022-2024 营业收入达到 242.49/265.52/284.61 亿元，同比增速 5.3%/9.5%/7.2%，毛利率恢复至 18.0%/20.0%/20.0%。

家用空调业务：公司 2021 年家用空调业务处于亏损状态，今年公司家用空调内销出货量良好，公司持续布局新风空调，在新风空调细分领域保持较高市占率，占自身业务比例逐渐提高，产品结构改善，我们预计公司家空业务盈利能力今年将大幅修复，21 年家空在去年基数较低的基础上增速 23%，22 年家用业务外销大幅承压，内销旺季虽表现不错但难以拉动整体营收保持去年同期水平，在内销竞争激烈，外销需求承压的背景下，预计家空业务 2022-2024 年营业收入达到 155.50/167.29/179.29 亿元，同比增速 12.4%/7.6%/7.2%，毛利率持稳至 18.5%/18.0%/18.0%。

中央空调业务：公司依托海信日立为中央空调业务运营主体，海信日立为多联机市场绝对龙头品牌，我们判断未来家装领域将会成为中央空调市场规模持续扩张的主要动力来源，公司有望凭借多联机产品的优秀产品力抢占更多市场份额，我们认为海信及约克品牌占比不断提升，由于产品结构发生变化，公司中央空调业务毛利率略微下滑至稳态，21 年工建市场由于疫情滞后需求大量释放，推动海信中央空调业务高额增长，随着基数增高，市占率提升速度放缓，预计中央空调业务 2022-2024 年营业收入达到 198.14/219.15/248.95 亿元，同比增速 19.6%/10.6%/13.6%，毛利率持稳至 30.5%/30.5%/30.5%。

汽车热管理业务：公司收购三电后已开展了多项降本措施，不断优化三电的治理结构，并确立了以电动压缩机作为核心发展方向，目前与多家新能源车企洽谈合作中。21 年完成收购并表三电 6-12 月，报表中新增热管理业务板块，因此没有同比数据，22 年全年并表三电营收同比 21 年大幅增长，预计 23-24 年增速将维持稳态，基于目前公司在手的订单及未来可能落地的新订单，我们预计三电 2022—2024 年营业收入为 90.74/100.84/115.29 亿元，同比增速 77.5%/11.1%/14.3%，

毛利率为 8.9%/10.2%/13.5%。

其他业务：其他业务为海信的非主营业务，2021 年由于并表三电，三电部分收入被并入其他业务中，同比大幅增长。随着海信不断整合三电业务，部分非三电主营业务将会被注入其他业务中，同时随着整合进程推进预计海信将控制非主营业务规模以提高整体公司效率，预计 2022-2024 其他业务营收 70/80/70 亿元，同比增速 2.9%/14.3%/-12.5%，毛利率维持在 5.0%/5.0%/5.0%。

表5：公司各业务盈利预测拆分

单位 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
总营收				
收入	67,562.6	76,687.2	84,279.8	90,814.1
YOY	39.6%	13.5%	9.9%	7.8%
毛利率	19.7%	19.5%	20.1%	20.4%
传统冰洗业务				
收入	23,017.9	24,249.3	26,552.3	28,460.7
YOY	23.0%	5.3%	9.5%	7.2%
毛利率	16.7%	18.0%	20.0%	20.0%
家用空调业务				
收入	13,832.1	15,549.8	16,729.2	17,928.9
YOY	21.5%	12.4%	7.6%	7.2%
毛利率	19.0%	18.5%	18.0%	18.0%
中央空调业务				
收入	16,570.4	19,814.1	21,914.5	24,895.3
YOY	38.1%	19.6%	10.6%	13.6%
毛利率	29.1%	30.5%	30.5%	30.5%
汽车热管理业务				
收入	5,113.0	9,074.0	10,083.8	11,529.2
YOY	-	77.5%	11.1%	14.3%
毛利率	7.6%	8.9%	10.2%	13.5%
其他业务				
收入	6,800.4	7,000.0	8,000.0	7,000.0
YOY	49.5%	2.9%	14.3%	-12.5%
毛利率	4.88%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

随着公司规模效应的不断体现，管理/销售费用在营收中的占比有望下降。2019-2021 年公司销售费用占比逐年下降，2021 年由于并表三电产生了大量的一次性费用，管理费用占比由 2019 年的 1.4% 上升至 2021 年的 1.96%，随着三电业务的不断整合和整体经营规模的继续扩大，我们预计公司销售效率有望保持提升趋势，销售费用率有望持续收窄，管理费用有望逐步降至收购前水平，预计 2022-2024 年销售费用率为 10.60%/10.46%/10.23%，管理费用率为 1.62%/1.62%/1.50%。研发费用方面，公司自 2019 年以来研发费用率持续提升，由于三电产品目前处于追赶期，我们预计公司 22-24 年将保持 2.94%/2.94%/2.94%

的较高研发费用投入。

表6：期间费用预测

项目/年度单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用	7,672.00	8,128.84	8,815.67	9,290.28
销售费用率	11.36%	10.60%	10.46%	10.23%
管理费用	1,326.89	1,242.33	1,365.33	1,362.21
管理费用率	1.96%	1.62%	1.62%	1.50%
研发费用	1,986.67	2,254.98	2,478.23	2,670.37
研发费用率	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%
税金及附加	399.11	453.01	497.86	536.46
税金及附加/营收	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

传统家电业务仍为公司主要营收及利润来源，热管理业务是公司未来重要的增长极，但由于目前此板块业务仍处于亏损状态，出于审慎性原则，本篇报告暂不对三电业务进行估值，选取国内白电龙头美的集团和海尔智家作为可比公司，对公司 22-23 年净利润给予白电行业估值倍数。

- 1) **美的集团**：美的集团股份有限公司是一家覆盖智能家居事业群、工业技术事业群、楼宇科技事业部、机器人与自动化事业部和数字化创新业务五大业务板块的全球化科技集团，提供多元化的产品种类与服务。
- 2) **海尔智家**：公司持续聚焦实业，布局智慧住居、产业互联网和大健康三大主业，拥有海尔、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Fisher & Paykel、AQUA、Candy 等七大全球化高端品牌和全球首个智慧家庭场景品牌三翼鸟，构建了全球引领的工业互联网平台卡奥斯 COSMOPlat 和大健康生态品牌盈康一生。

22/23 年可比公司平均 PE 为 14/12，我们预计海信家电 22/23 年 EPS 分别为 1.01/1.24，对应 PE 为 13/11，低于白电可比公司平均水平。海信日立资产优质，为多联机市场绝对龙头，中央空调仍是朝阳行业，未来渗透率提升确定性强；热管理业务整合及减亏进度良好，新能源车订单有望成为新的增长动力，我们看好公司短期盈利能力恢复，中长期业绩增厚，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表7：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000333.SZ	美的集团	52.38	4.09	4.36	4.87	18	12	11
600690.SH	海尔智家	24.57	1.39	1.63	1.88	22	15	13
平均						20	14	12
000921.SZ	海信家电	13.35	0.71	1.01	1.24	19	13	11

资料来源：Wind，民生证券研究院测算；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 12 月 23 日

5.3 投资建议

公司传统家电业务仍有韧性，海信日立中央空调业务成长确定性强，热管理业务逐步发力，预计 2022-2024 年公司分别实现营业收入 766.9/842.8/908.1 亿元，同比增长 13.5%/9.9%/7.8%；分别实现归母净利润 13.8/17.0/20.6 亿元，同比增长 42.2%/22.6%/21.5%，当前市值对应 PE13/11/9 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。公司传统空冰洗业务成本压缩空间有限，若行业出现价格战现象，成本可能无法完全转嫁至上游，公司市占率可能会因此下滑，对公司毛利产生负面影响，从而使得公司销售收入及利润增长放缓甚至出现下滑。

2) 三电新能源车热管理订单出货不及预期。三电新能源汽车业务增量订单多为新车型，若下游车企客户新车型销量不及预期，可能会影响电动压缩机出货，导致汽车热管理业务营收增速不及预期。

3) 疫后恢复情况不及预期。公司业务与地产链密切，近期疫情政策、地产政策纷纷松绑后，市场对未来经济活力预期转好，对地产链及固定资产投资的恢复情况较为乐观，若地产链及固定资产投资恢复不及预期，会导致公司白电及中央空调业务营收下滑。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	67,563	76,687	84,280	90,814
营业成本	54,250	61,725	67,338	72,237
营业税金及附加	399	453	498	536
销售费用	7,672	8,129	8,816	9,290
管理费用	1,327	1,242	1,365	1,362
研发费用	1,987	2,255	2,478	2,670
EBIT	2,297	3,403	4,348	5,350
财务费用	57	-51	-36	-73
资产减值损失	-61	-55	-67	-79
投资收益	507	613	590	727
营业利润	2,781	3,970	4,884	5,996
营业外收支	136	177	200	180
利润总额	2,917	4,146	5,084	6,176
所得税	574	816	1,000	1,215
净利润	2,343	3,331	4,084	4,961
归属于母公司净利润	973	1,383	1,695	2,059
EBITDA	3,469	4,673	5,795	6,994

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,023	12,723	17,359	19,092
应收账款及票据	8,985	10,743	11,818	13,647
预付款项	346	394	430	461
存货	8,437	7,555	9,157	10,806
其他流动资产	14,909	14,345	12,520	12,959
流动资产合计	39,700	45,759	51,284	56,965
长期股权投资	1,436	1,436	1,436	1,436
固定资产	5,189	5,239	5,226	5,196
无形资产	1,644	1,630	1,600	1,567
非流动资产合计	16,249	17,509	17,333	17,136
资产合计	55,949	63,269	68,617	74,102
短期借款	2,859	1,259	1,259	1,259
应付账款及票据	23,293	27,057	28,227	28,697
其他流动负债	11,860	14,033	14,543	15,105
流动负债合计	38,012	42,349	44,028	45,061
长期借款	32	22	22	22
其他长期负债	2,312	2,231	2,231	2,231
非流动负债合计	2,345	2,253	2,253	2,253
负债合计	40,357	44,602	46,281	47,314
股本	1,363	1,363	1,363	1,363
少数股东权益	5,249	7,197	9,585	12,487
股东权益合计	15,591	18,666	22,335	26,788
负债和股东权益合计	55,949	63,269	68,617	74,102

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	39.61	13.51	9.90	7.75
EBIT 增长率	-19.32	48.11	27.79	23.04
净利润增长率	-38.40	42.17	22.61	21.48
盈利能力 (%)				
毛利率	19.70	19.51	20.10	20.46
净利率	1.44	1.80	2.01	2.27
总资产收益率 ROA	1.74	2.19	2.47	2.78
净资产收益率 ROE	9.40	12.06	13.30	14.40
偿债能力				
流动比率	1.04	1.08	1.16	1.26
速动比率	0.68	0.81	0.92	0.99
现金比率	0.18	0.30	0.39	0.42
资产负债率 (%)	72.13	70.50	67.45	63.85
经营效率				
应收账款周转天数	47.31	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	56.76	45.00	50.00	55.00
总资产周转率	1.38	1.29	1.28	1.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.71	1.01	1.24	1.51
每股净资产	7.59	8.42	9.36	10.49
每股经营现金流	3.17	5.85	2.50	2.09
每股股利	0.21	0.30	0.37	0.45
估值分析				
PE	19	13	11	9
PB	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.30	1.62	0.48	0.15
股息收益率 (%)	1.58	2.25	2.75	3.34

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,343	3,331	4,084	4,961
折旧和摊销	1,172	1,271	1,447	1,643
营运资金变动	1,405	3,971	-1,485	-3,032
经营活动现金流	4,314	7,967	3,400	2,848
资本开支	-1,104	-1,195	-1,071	-1,267
投资	67	0	0	0
投资活动现金流	-4,423	-193	1,855	-540
股权募资	29	0	0	0
债务募资	817	-1,640	-139	0
筹资活动现金流	1,475	-2,073	-620	-574
现金净流量	1,262	6,158	4,391	2,550

插图目录

图 1:	公司业务线齐全品牌矩阵丰富	3
图 2:	公司数次重大调整对股价均有一定提振效果	4
图 3:	公司混改后变为无实控人状态	5
图 4:	青岛新丰亚太地区航运资源丰富	5
图 5:	我国城镇农村冰洗保有量快速提升 (台/百户)	6
图 6:	冰洗保有量对标日本已见顶 (台/百户)	6
图 7:	冰箱零售均价同比增速高于零售量增速	7
图 8:	内销冰洗均价保持上升趋势	7
图 9:	海信系冰箱市场内销占有率稳健	7
图 10:	容声、海信冰箱差异化价格定位 (元)	7
图 11:	家用空调市场集中度不断提升	8
图 12:	美的、格力系压缩机产能占比达 60%以上	8
图 13:	新风空调线下规模及增速	8
图 14:	新风空调线上规模及增速	8
图 15:	新风空调工作示意图	9
图 16:	新风空调线下销售额/量占比快速提升	9
图 17:	海信已推出多款新风空调产品	9
图 18:	新风空调线下价格高于传统空调 2600 元左右	10
图 19:	海信新风空调市占率处于 top2	10
图 20:	新兴市场家电市场规模同比增速较快	10
图 21:	亚太、西欧及新兴市场大家电销量	10
图 22:	海信海外业务 2019 年以来增速加快	11
图 23:	海信大家电在多国市占率快速提升	11
图 24:	Gorenje 在欧洲拥有丰富的品牌矩阵	11
图 25:	东、西欧为 Gorenje 主要市场	11
图 26:	主流中央空调分类	12
图 27:	中央空调市场规模持续扩容	13
图 28:	多联机占比保持上升趋势	13
图 29:	中央空调市场各渠道占比	14
图 30:	2018-2021 年固定资产投资完成额及增速	14
图 31:	工商用中央空调市场规模总体稳定	14
图 32:	近年第二产业固定资产投资额增速高于整体	15
图 33:	新基建发展方向	15
图 34:	精装修渗透率及中央空调配套率持续提升	15
图 35:	精装渠道中央空调市场规模迅速扩容	15
图 36:	多联机市场规模约占中央空调市场一半	16
图 37:	海信日立营收净利增长稳健	17
图 38:	海信日立多联机业务处于行业第二	17
图 39:	海信系中央空调家用产品矩阵	17
图 40:	海信系中央空调商用产品矩阵	18
图 41:	主流品牌住宅用中央空调对比	18
图 42:	海信日立精装渠道占比基本持平美的	19
图 43:	2021 年海信日立高端地产配套率遥遥领先	19
图 44:	海信日立线下渠道布局 (单位: 个)	19
图 45:	传统燃油车和电动车热管理系统异同	20
图 46:	搭载热泵空调的 Model 3 百公里平均耗电约减少 10%	21
图 47:	中国新能源汽车销量井喷式增长	22
图 48:	新能源车热管理市场规模庞大 (单位: 百万元)	22
图 49:	三电的发展历史及汽车热管理业务的主要产品类别梳理	23
图 50:	三电热管理产品矩阵	24
图 51:	三电电动压缩机产品参数梳理	24
图 52:	2018 年全球汽车空调压缩机格局	25
图 53:	2018 年全球汽车电动压缩机格局	25
图 54:	2021 年三电中国区营收占比大幅提高	25

图 55: 2020 年大众&奔驰是三电的主要客户	25
图 56: 三电近年营收迅速下滑	26
图 57: 2018-2020 年全球汽车产业产量迅速下滑	26
图 58: 海信控股后股权集中度大幅提升	26
图 59: 三电大中华区分公司分布	28
图 60: 三电布局的前沿电动压缩机	29
图 61: 三电持续扩张电动压缩机产能	29
图 62: 三电逐步推进新能源车企合作及订单	29
图 63: 特斯拉 Model Y 上应用了八通阀集成热管理系统	30
图 64: 三电与海信计划发展成为全链条解决方案供应商	31

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 近期利好地产政策/事件梳理	16
表 2: 新能源汽车热管理推动整体货值提升近 2 倍	21
表 3: 海信控股后已派 7 名高管进驻三电管理层	27
表 4: 海信控股三电后的改革计划	27
表 5: 公司各业务盈利预测拆分	33
表 6: 期间费用预测	34
表 7: 可比公司 PE 数据对比	35
公司财务报表数据预测汇总	37

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026