

热泵行业+公司首次覆盖

欧洲能源危机下，国内热泵产业链迎发展机遇 增持（首次）

2023年01月30日

证券分析师 李婕

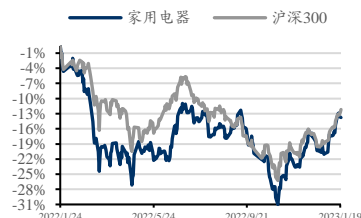
执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

投资要点

- 热泵行业：高效清洁的热量输送装置。**热泵可用于采暖、热水、烘干多领域，根据热量来源不同分为空气源/水源/地源热泵，其中空气源热泵占主导。相较空调、热水器，热泵具有更为节能环保、使用体验优、适用范围广、运行费用低等优点，劣势主要体现在前期购买及安装成本较高、设备体积较大。海外热泵技术较为成熟，美日渗透率相对较高，2010-2020年全球热泵安装量CAGR6.4%、2020年共安装1.77亿台，21年销量增13%。我国热泵行业发展受政策驱动特征明显，双碳政策推动下热泵21年总销量增13%、空气源热泵市场规模增24%达227亿元。
- 短期增长驱动：能源危机催化下，热泵成为欧洲首选供暖方式。**2021年欧盟天然气进口中48%来自于俄罗斯，俄乌冲突后天然气价格上行，加速欧洲能源转型，热泵节能减排优势显著、可满足能源安全需求，成为欧洲各国首选供暖方式，并加大补贴政策力度以解决前期安装成本过高痛点，促热泵经济性优势凸显。据我们测算，政策补贴下热泵10年综合成本最低，较燃气/燃油/电锅炉/生物质锅炉成本分别降低16%/41%/164%/17%。能源转型+政策补贴刺激下，2021年欧洲热泵销量快速增长，欧盟21个国家热泵年销售218万台、同增34%，2022年仍维持较高景气度。
- 长期成长空间：能源安全+碳中和目标加速热泵渗透率提升，至2030年欧洲/中国销量CAGR分别达26%/15%+。**在能源转型的大背景下，全球各国积极布局热泵、推出支持政策及热泵部署目标，驱动热泵行业快速发展。同时随着热泵技术不断成熟、应用领域不断拓宽，光伏热泵、新能源车热管理系统、烘干等渗透率持续提升，需求长期向好。2030年全球潜在热泵市场规模达2万亿元以上，其中欧洲当前热泵渗透率较低、长期提升空间大、2021-2030年市场规模CAGR有望达26%，我们基于中国热泵渗透率进行测算、预计中国热泵销量2020-2030年CAGR有望达15-19%。
- 竞争格局：国际品牌占据主导地位，我国制造端优势显著、份额有望持续提升。**热泵产业链贯穿下游品牌及上游制造商，制造端又可分为整机、零部件。1) **品牌商**：由于热泵安装难度大+更换周期长，消费者倾向选择渠道布局完善、品牌力强的国际品牌，外资品牌主导全球中高端市场，欧洲为目前全球主流品牌加码布局市场。我国热泵以工程招标居多、中低端为主，竞争格局集中，以国内品牌为主。2) **整机制造商**：由于供应链完善、成本较低，我国是热泵全球整机主要生产地、产量占全球近60%，制冷剂环保要求趋严及出口认证资质将推动高品质出口代工厂份额进一步提升。3) **零部件制造商**：我国热泵零部件产业链配套较为齐全，重要部件为压缩机、换热器及阀件。我国为全球压缩机主要制造国，但涡旋压缩机仍处外资主导格局、外资CR5达84%，国内厂商国产化持续推进中。换热器以翅片为主、格局较分散，阀件产品竞争格局较为集中。
- 投资建议：热泵产业链整体迎来发展机遇，短期整机制造商直接受益欧洲需求增长、长期关注品牌商。**我国热泵产业链将受益于全球需求升温迎来发展机遇，短期驱动力主要来自欧洲需求拉动、整机制造商最为受益，长期碳中和目标下国内外热泵行业有望维持高景气、关注品牌商发展。1) **整机制造商**，外销代工为主、短期增长确定性强，关注拟IPO出口龙一芬尼科技，出口整机制造商且内销以自主品牌销售的日出东方、万和电气；2) **品牌商**，短期我国品牌出海尚处起步阶段，长期国内外热泵行业空间均较广阔，两者市场布局完善的企业有望深度受益。关注白电龙头美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、华帝股份。3) **零部件制造商**，短期间接受益，长期热泵行业需求增长+市占率提升驱动增长，关注阀件龙头三花智控、盾安环境、转子压缩机龙头海立股份。
- 风险提示：能源价格持续下跌、政策补贴力度不及预期、原材料价格大幅上行、行业竞争加剧等。**

行业走势



相关研究

内容目录

1. 热泵行业：高效清洁的供暖高景气赛道	5
1.1. 热泵原理及分类：热量输送装置，可用于采暖、热水、烘干多领域	5
1.2. 优劣势分析：热泵节能环保、运行费用低，但初始投资高	6
1.3. 市场规模：海外率先发展，政策催化下我国热泵发展迅速	8
1.4. 产业链：贯穿品牌和制造，品牌来源广泛，我国为热泵主要生产地	9
2. 短期增长驱动：能源危机催化下，热泵成为欧洲首选供暖方式	11
2.1. 俄乌冲突后欧洲能源加速转型，热泵有望核心受益	11
2.2. 政策补贴解决热泵投入过高缺陷，热泵经济性优势凸显	12
2.3. 能源转型+政策补贴刺激下，热泵需求持续升温	15
3. 长期成长空间：能源安全+碳中和目标加速热泵渗透率提升，至 2030 年欧洲/中国销量 CAGR 达 26%/15%+	16
3.1. 政策明确未来热泵部署目标，长期增长确定性强	16
3.2. 热泵应用领域持续拓宽，市场需求长期向好	18
3.3. 空间测算：潜在万亿市场规模，未来增长可期	19
4. 竞争格局：国际品牌占据主导地位，我国制造端优势显著、份额有望持续提升	20
4.1. 品牌商：外资品牌主导全球中高端市场，我国以国内品牌为主、竞争格局相对较为集中	20
4.2. 制造商：我国整机代工企业有望充分受益热泵出口高景气行情，核心零部件国产替代前景乐观	24
4.2.1. 整机制造商：认证资质推动高品质出口代工厂份额进一步集中	24
4.2.2. 零部件制造商：压缩机涡旋式国产替代加速进行时，换热器格局相对分散、阀件格局较为集中	26
5. 投资建议	30
5.1. 热泵产业链整体迎来发展机遇，短期整机制造商受益最直接、长期品牌商最为受益	30
5.2. 相关上市公司梳理	32
6. 风险提示	35

图表目录

图 1:	热泵供暖工作原理.....	5
图 2:	不同供暖方式平均 COP (%)	7
图 3:	热泵能够从空气中吸收热量.....	7
图 4:	2010-2020 年全球热泵安装量 (百万台)	8
图 5:	2020 年全球分地区热泵安装量.....	8
图 6:	2013-2021 年我国空气源热泵销售规模及增速	9
图 7:	2016-2021 年我国热泵/热水器/空调销量 yoy.....	9
图 8:	热泵产业链涵盖较多环节.....	9
图 9:	我国空气源热泵企业来源.....	10
图 10:	热泵整机制造全球产地、产量、占比 (万台)	10
图 11:	热泵产品成本拆分.....	11
图 12:	热泵产品结构图.....	11
图 13:	欧洲天然气对俄罗斯依赖程度较高.....	12
图 14:	能源危机下欧盟天然气价格暴涨.....	12
图 15:	2018 年欧盟各国高效供热设备占比情况.....	12
图 16:	不同供热设备的碳排放强度.....	12
图 17:	德国热泵历年销量与刺激政策关联度较高.....	13
图 18:	泵综合使用成本转折点约在 3.1 年.....	14
图 19:	英国电力价格与天然气价格变动趋势.....	15
图 20:	英国 2021 年发电结构.....	15
图 21:	欧洲 2021 年热泵销量快速增长.....	16
图 22:	NIBE 热泵业务收入持续高增	16
图 23:	欧洲 2021 年热泵销售占比 (按类型)	16
图 24:	欧洲 2021 年热泵销售占比 (按国家)	16
图 25:	2021 年全球热泵分地区销量增速情况.....	17
图 26:	特斯拉 Model Y 配备热泵	19
图 27:	热泵烘干领域增速较高.....	19
图 28:	欧洲热泵销量预测 (万台)	19
图 29:	2019 年欧洲地区每 1000 户热泵保有量.....	19
图 30:	北美消费者选购热泵地域偏好情况.....	22
图 31:	2021 年北美热泵销售额市占率.....	22
图 32:	2020 年国内市场品牌销售额市占率.....	23
图 33:	2021 年热泵两联供品牌销售额市占率情况.....	23
图 34:	2021 年热泵两联供品牌分布.....	23
图 35:	我国热泵出口规模大幅增长 (单位: 万台)	24
图 36:	2021 年我国热泵分国别出口结构.....	24
图 37:	我国取得出口资质的部分企业.....	25
图 38:	2020 年空气源热泵外销代工出口格局.....	25
图 39:	2017 年-2023E 全球四大主要消费地区制冷压缩机市场规模 (单位: 百万美元)	26
图 40:	2021 年全球涡旋压缩机市占率.....	27
图 41:	我国涡旋压缩机 CR5 市占率	27
图 42:	我国 3HP+涡旋、转子压缩机销售规模 (亿元)	28

图 43:	2021 年我国涡旋压缩机各细分应用市场占比.....	28
图 44:	2017-2021 年我国热泵换热器市场规模.....	29
图 45:	2021 年我国换热器各类型占比情况.....	29
表 1:	热泵分类方式及特点.....	6
表 2:	空气源热泵热水器明显低于传统热水设备运行费用.....	7
表 3:	空气源热泵主要劣势.....	7
表 4:	近期欧盟各国出台热泵安装补贴政策.....	13
表 5:	热泵经济性突出、10 年综合使用成本最低.....	14
表 6:	以 10 月英国价格为基准、热泵综合成本转折点（年）敏感性测算.....	15
表 7:	欧洲各国出台热泵部署目标.....	17
表 8:	部分政策推动供暖领域电气化.....	18
表 9:	国内三种渗透率情景假设情况.....	20
表 10:	三种情景假设情况下，对国内热泵市场空间及增速进行测算.....	20
表 11:	全球主流热泵品牌一览.....	21
表 12:	欧洲主流热泵品牌商近期针对欧洲地区产能扩建情况.....	22
表 13:	不同制冷剂对环境破坏程度有较大差异.....	25
表 14:	出口欧洲认证要求.....	26
表 15:	转子、涡旋压缩机性能、应用领域、竞争格局.....	27
表 16:	我国换热器类型及代表企业.....	29
表 17:	我国空气源热泵用阀件重点企业产品分布情况.....	30
表 18:	不同发展阶段热泵产业链受益分析.....	31
表 19:	三大白全球渠道布局情况.....	32
表 20:	热泵相关标的分类及受益特点.....	33
表 21:	A 股热泵行业相关公司情况梳理.....	33
表 22:	A 股热泵相关上市公司盈利预测（截至 2023/1/20）.....	35

2022 年以来，俄乌冲突下天然气能源紧缺，能源价格高企加速欧洲地区能源转型。热泵作为一种节能减排的取暖方式，在全球尤其是欧洲地区需求持续升温，各国政策支持进一步推动热泵行业迎来长周期需求拐点。

基于以上背景，本文就以下三方面进行了深入研究：首先就热泵原理及分类、产品优劣势、市场规模及产业链情况进行阐述，其次就热泵行业现阶段及长期驱动力及发展空间进行系统、深入的研究，最后在分析热泵品牌端、制造端的竞争格局和主导驱动因素后，讨论我国热泵行业相关上市公司的受益程度。

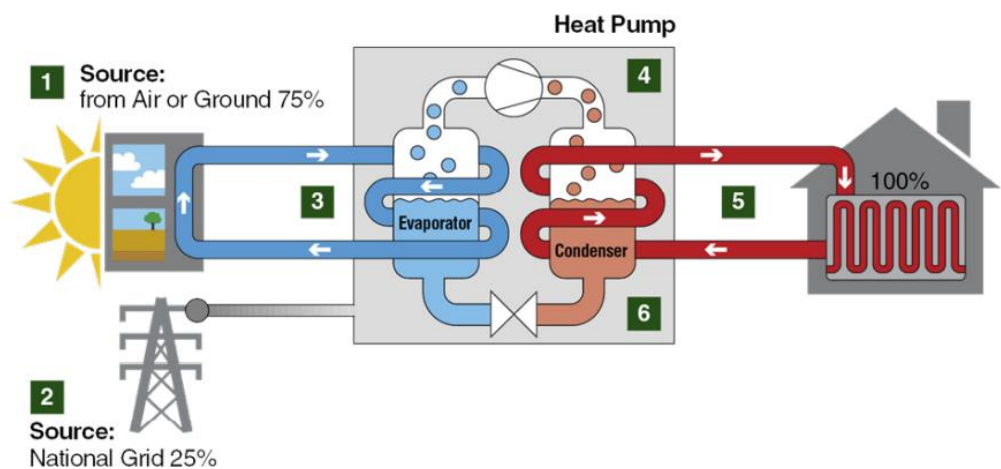
1. 热泵行业：高效清洁的供暖高景气赛道

热泵是一种清洁高效的热量输送装置，主要应用领域有采暖（作用类似空调）、热水（作用类似热水器）和烘干（应用于农业粮食烘干等）。热泵具有更为节能、使用体验更优、适用范围更广、运行费用较低的优点，局限性主要体现在前期购买及安装成本较高、低温下制热效率低、设备体积大。根据 IEA 数据，2010-2020 年全球热泵安装量（含空气源、水源、地源热泵）CAGR 为 6.4%，2020 年全球热泵共安装 1.77 亿台、其中中国/北美/欧洲安装量占比分别为 33%/23%/12%。从产业链角度看，热泵产业链包含较多环节，品牌端来源较为广泛，制造端可分为整机、零部件，我国是热泵主要的整机生产基地，零部件配套较为齐全。

1.1. 热泵原理及分类：热量输送装置，可用于采暖、热水、烘干多领域

清洁高效的热量输送装置。热泵是通过消耗少量电能、将热能从自然界的低温物体（如空气、水、土壤）转移到高温物体的装置，具备环保节能、能效比高等优势，可广泛应用于农业、工商业及生活等领域。热泵供热基本原理为“逆卡诺循环”即：压缩机运转做工消耗电能，使不断循环的制冷剂在不同的系统中产生不同的变化状态和不同的效果（蒸发吸热或冷凝放热），从而达到了回收低温热源制取高温热源的作用和目的。

图1：热泵供暖工作原理



数据来源：BEIS，东吴证券研究所

热泵分类方式主要有三种：应用领域、低位能来源、功能。1) **按应用领域：**主要分为采暖、热水及烘干三个方面，采暖及热水销售占比较高，2021 年我国热泵采暖/热水/烘干销售额占比分别为 44.2%/44.3%/11.5%。2) **按低位能来源：**分为空气源热泵、水源热泵、地源热泵，空气源热泵占主体，2021 年我国空气源热泵占比约 91%。3) **按照功能不同：**分为单功能、二联供、三联供，其中二联供功能较为丰富、综合稳定性较好，成为国内外空气源热泵主流发展趋势。

表1：热泵分类方式及特点

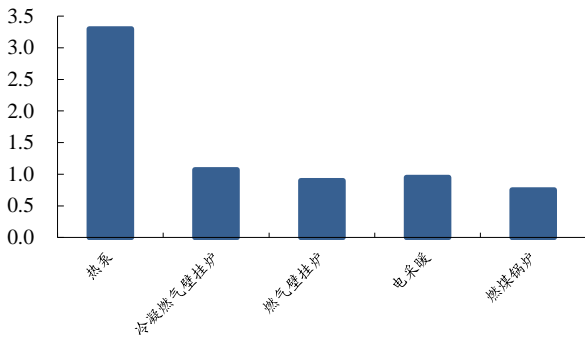
分类方式	细分情况	特点	占比（2021年中国）
应用领域	采暖	效果类似 空调、采暖锅炉 ，既可以应用于家庭或大型建筑冷暖领域（采暖+制冷）、畜牧业养殖采暖、农业大棚恒温等领域，因其舒适、节能、环保特性覆盖面逐渐提升。	44.20%
	热水	类似 热水器 ，能够满足泳池、酒店等商用需求，以及家庭生活热水需求	44.30%
	烘干	作为节能、农机与暖通领域交叉发展的潜力市场，农产品、烟草、印刷等诸多行业多样化需求及政策促进热泵烘干领域快速发展。	11.50%
低位能来源	空气源	以空气作为低温热源，来源广泛、初始投资相对较小、操作更为简单，因此成为主流热泵产品。缺点为噪声大、安装在室外容易低温结霜。	91%
	水源	以表面浅层水源（地下水、河流等）为热量来源，水温相对稳定、机体运行稳定性较高，但工程较为复杂、成本更高。	9%
	地源	以大地（土壤、地表水）为热量来源，虽然运行较稳定，但成本高，可能造成环境污染、部分地区为保护地下水源不受污染禁止使用地源热泵。	
功能	单功能	仅有供暖/制冷/热水单一功能。	/
	二联供	“供暖+热水”或者“供暖+制冷”，使用效果及系统稳定性优势突出。	/
	三联供	供暖+制冷+热水，功能全面但技术较为复杂、设备稳定性尚待提升。	/

数据来源：中国节能协会，东吴证券研究所

1.2. 优劣势分析：热泵节能环保、运行费用低，但初始投资高

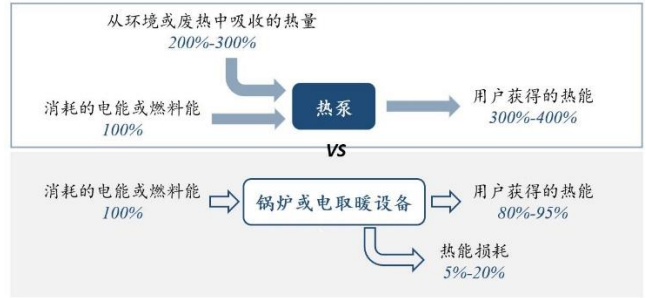
热泵相较于空调、热水器等优势显著：供暖更为节能、适用范围更广、运行费用较低。由于空气源热泵市场占比较高，下文均以空气源热泵为例进行阐述。①**能耗情况：**热泵使用少量电能将空气中的能量转换为可供使用的热能，平均 COP(热效率)超过 3.3、即消耗 1 单位电能可以获得 3.3 倍热能，传统燃气壁挂炉 COP 约为 1、燃煤锅炉约为 0.5，热泵近传统燃气壁挂炉 3 倍、电采暖 6.6 倍。②**使用体验：**虽然都是以逆卡诺循环原理运行，但相较空调，热泵采用了水系统使用户使用体验更优，吹出来的凉风更柔和、体感更加舒适；而空调直接将氟利昂的冷气吹出来，使用者有明显刺骨感觉。③**运行费用：**热泵制热的效率远远高于其他制热方式，如空气源热泵从空气中吸收热量，全年平均热泵总耗能比常规太阳能辅助系统比更低，其它采暖方式仅由天然气、煤、纯电等方式制热、运行费用较高。

图2: 不同供暖方式平均 COP (%)



数据来源: 热泵在线, 东吴证券研究所

图3: 热泵能够从空气中吸收热量



数据来源: 热泵在线, 东吴证券研究所绘制

表2: 空气源热泵热水器明显低于传统热水设备运行费用

项目	电热水锅炉	燃气锅炉	柴油锅炉	太阳能热水器	空气源热泵
能源类型	电能	液化气	轻柴油	太阳能+电能	空气热能+电能
热量需求/kJ	167472	167472	167472	167472	167472
能源热值	3601kJ/(kWh)	45217 kJ/m ³	42705kJ/kg	3601 kJ/(kWh)	3601kJ/(kWh)
年平均热效率/%	90	70	70	270	460
每日总耗能	51.68 kWh	5.29m ³	5.60kg	17.23 kWh	10.10 kWh
能源单价(广州)	0.8 元/(kWh)	5.6 元/m ³	4.9 元/kg	0.8 元/(kWh)	0.8 元/(kWh)
年运行费用/元	14868	10656	9900	4956	2916

数据来源: 《空气源热泵空调技术应用现状及发展前景》, 东吴证券研究所

但热泵局限性亦较为明显, 主要体现在前期投入成本较高、低温下制热效率低、设备体积大。①投入成本: 对于消费者而言, 热泵前期投入成本过高是限制其选择热泵的最主要原因, 虽然后期运行费用能够节省较多成本, 但若无补贴、热泵前期购买安装价格将会数倍于锅炉、空调、热水器等产品。②适用范围: 此前热泵使用受到环境温度的限制, 供热能力和性能系数随室外温度降低而降低, 因此在我国北方和欧盟地区使用较为受限。2010 年以来, 随着低温喷气增焓技术和新型制冷剂等在热泵的应用, 热泵最低使用温度降至-25℃, 逐渐在欧盟等北方地区普及。③热泵机组外形相对较大, 安装过程中涉及水泵等零部件, 需要合适安装位置和具备较大安装空间, 安装热泵难度大、通常需要专业的工人。

表3: 空气源热泵主要劣势

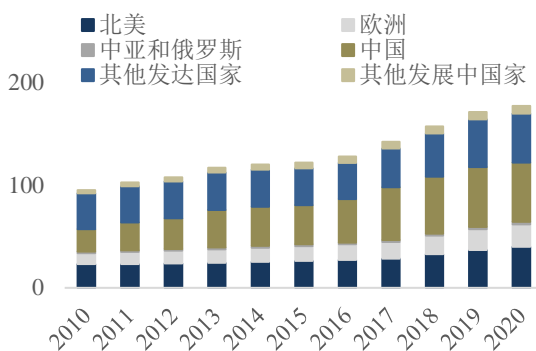
	空气源热泵	其他采暖、热水方式
投入成本	热泵设备前期购买+安装综合费用约为 7-8 万元	“热水器+空调”, 功能上能够替代热泵设备, 但前期投入仅约为热泵的一半; 若采用天然气锅炉, 前期投入仅为热泵的 1/4-1/2
适用范围	前期通常热泵使用最低温度约为-10℃, 因此在我国北方和欧盟地区使用较为受限	燃煤、燃气锅炉等不受北方低温限制
外形	安装过程中涉及水泵等零部件, 需要合适安装位置和具备较大安装空间, 安装热泵难度大、通常需要专业的工人	空调等作为日常设备使用较为广泛, 有明确的规范和要求, 安装难度系数较低

数据来源: 利普曼官网, 东吴证券研究所

1.3. 市场规模：海外率先发展，政策催化下我国热泵发展迅速

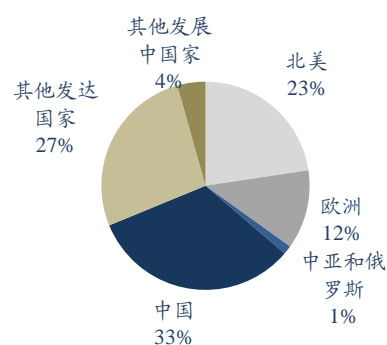
站在全球角度上看，海外热泵技术较为成熟。热泵理论最早起源于19世纪早期法国科学家卡诺。1927-1928年，物理学家霍尔丹已经突破了空气源热泵供暖技术。20世纪30年代，热泵开始进入商用阶段、海外率先迅速发展，20世纪50年代，美国已经开始批量生产空气源热泵，80年代起，能源匮乏的日本开始大规模生产空气源热泵产品。但受限于热泵前期投入成本较高，根据IEA数据，2010-2020年全球热泵安装量（含空气源、水源、地源热泵）CAGR为6.4%，2020年全球热泵共安装1.77亿台、其中中国/北美/欧洲安装量占比分别为33%/23%/12%。

图4：2010-2020年全球热泵安装量（百万台）



数据来源：全球能源署，东吴证券研究所

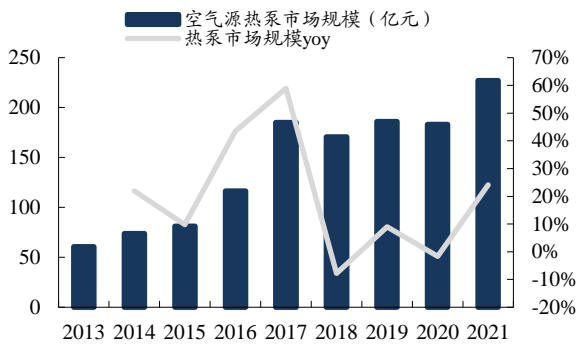
图5：2020年全球分地区热泵安装量



数据来源：全球能源署，东吴证券研究所绘制

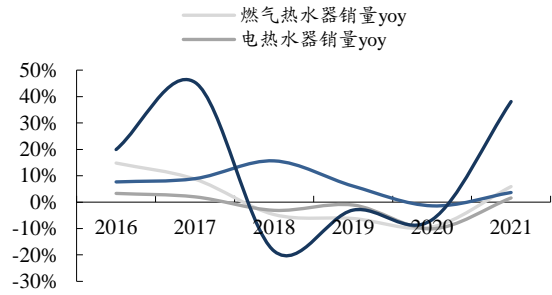
站在国内角度上看，我国热泵行业受政策驱动特征较为明显。2000年空气源热泵热水器引入我国，但受限于初始投入成本过高、技术并不成熟，空气源热泵热水器在我国缓慢发展，直到2007年，我国空气源热泵热水器占全国家用热水器市场还低于1%，而在同期日本、该比率已达到70%。2008年开始，由于节能环保效果突出，空气源热泵开始得到国家政策大力支持。2013年起我国北方农村开始推广“煤改电”，一系列政策补贴也相应出炉，在政策保护、资金扶持下，热泵前期投入成本较高的缺点得到有效弥补，我国热泵得到快速发展，13-17年我国热泵销售规模CAGR达32%、远高于我国同期空调/燃气热水器/电热水器的5.5%/11.9%/2.9%。但由于煤改电政策补贴逐渐退坡，18年后热泵规模维持在180亿元左右，同期空调/热水器由于发展较为成熟、销量亦基本持平。21年双碳政策推动下，我国热泵市场规模同比+24%、达227亿元、创下历史新高，超过空调/燃气热水器/电热水器增速。

图6: 2013-2021年我国空气源热泵销售规模及增速



数据来源: 中国节能协会, 东吴证券研究所

图7: 2016-2021年我国热泵/热水器/空调销量yoy



数据来源: Wind, 东吴证券研究所绘制

1.4. 产业链: 贯穿品牌和制造, 品牌来源广泛, 我国为热泵主要产地

热泵产业链主要可以分为下游品牌商及上游制造商, 其中制造商包括整机制造商及零部件制造商。由于热泵应用领域较为广泛、与其他制冷制热行业具有相通性, 因此热泵品牌商来源较为广泛、分布于制冷空调、热水器等多行业。整机制造商主要分布于我国、占全球产量超60%。热泵零部件包含压缩机、换热器、阀件、水泵、控制器等, 我国零部件配套较为齐全。

图8: 热泵产业链涵盖较多环节



数据来源: 产业在线, 东吴证券研究所绘制

品牌商: 热泵应用及技术具备共通性, 企业来源广泛。由于热泵供暖涉及的应用领域较为广泛, 不仅应用于家用、商用热水, 还与地暖、散热器等末端结合大量用于供暖, 因此从企业来源上看, 很多企业从传统的制冷空调、太阳能热水器、电热水器和燃气热水器行业切入空气源热泵行业, 如国际品牌博世、三菱等, 同时也有专门从事热泵产品研发制造的企业, 如德国地源热泵专业品牌 Waterkotte。以我国为例, 制冷空调/空气源热泵/太阳能光热/电热水器/燃气热水器企业分别占热泵企业来源的32%/30%/18%/12%/8%。

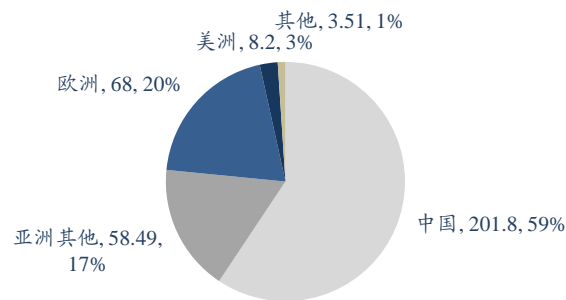
图9：我国空气源热泵企业来源



数据来源：CHPA，东吴证券研究所绘制

整机制造商：我国是全球热泵主要的生产地。据中国节能协会等数据统计，2020年我国热泵产量占全球热泵产量近60%，热泵产能集中于华东、华南等地区，热泵从业企业超500家，成为全球热泵生产安装大国。

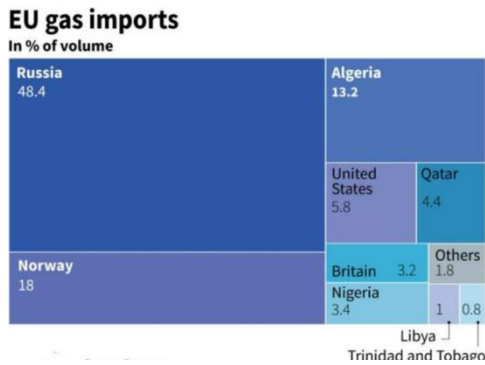
图10：热泵整机制造全球产地、产量、占比（万台）



数据来源：《热泵助力碳中和白皮书（2022）》，东吴证券研究所

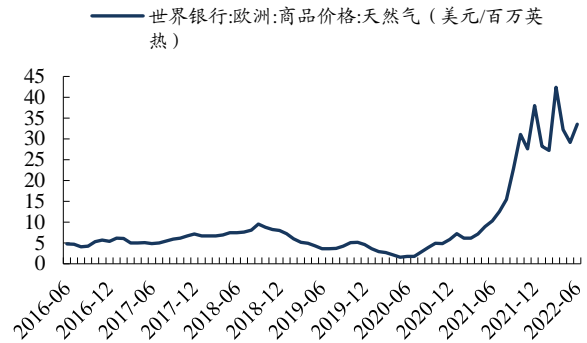
零部件制造商：热泵产品零部件组成较多，我国零部件配套较为齐全。热泵主要是由压缩机、换热器、阀件、水泵、控制器等核心零部件构成，占热泵总价值最重要的部件分别为换热器（17%）、压缩机（16%）、电子控制（15%）、钣金（11%）。由于零部件并不特定用于热泵，通常与空调、锅炉等相关行业的零部件重合度较高，我国空调产业趋势成熟，因此热泵零部件配备较为完善。

图13: 欧洲天然气对俄罗斯依赖程度较高



数据来源: Eurostat, 东吴证券研究所

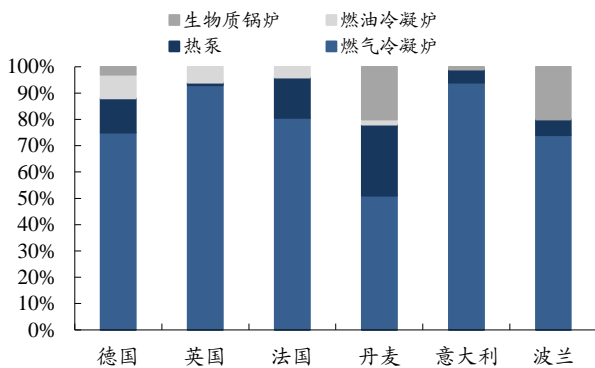
图14: 能源危机下欧盟天然气价格暴涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

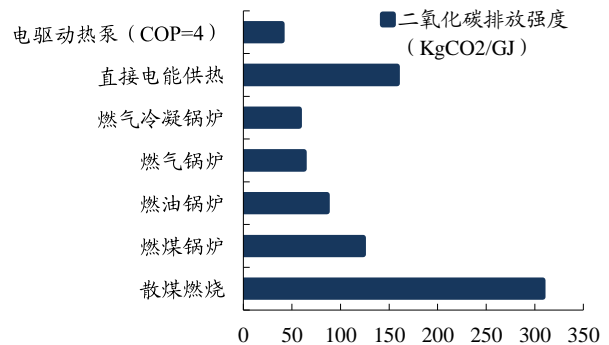
能源价格高企加速欧洲地区能源转型, 热泵有望核心受益。分析欧洲各国采暖结构, 由于地理位置近北极, 空调作为制冷设备在欧洲普及度不高、仅为 4%, 锅炉为欧洲主流的采暖设备。近年来出于环保需求, 欧洲采暖经历了由“传统燃气/燃油/燃煤锅炉—高效供热设备”的替换和更新的过程, 其中高效供热设备主要包括燃气/燃油冷凝炉、热泵、生物质锅炉等产品。由于此前燃气冷凝炉具备易操作、供应稳定的特点, 因此欧盟高效供热设备中燃气冷凝炉发展较为迅速、占比约超 70%, 而热泵供暖占比不足 10%。但地缘政治冲突后, 燃气锅炉无法保证欧洲长期能源供应安全, 热泵相较于其他供暖方式节能减排优势显著、且满足各国对能源安全的需求, 因此热泵成为欧洲各国首选的供暖方式。

图15: 2018 年欧盟各国高效供热设备占比情况



数据来源: 欧洲供热协会, 东吴证券研究所

图16: 不同供热设备的碳排放强度



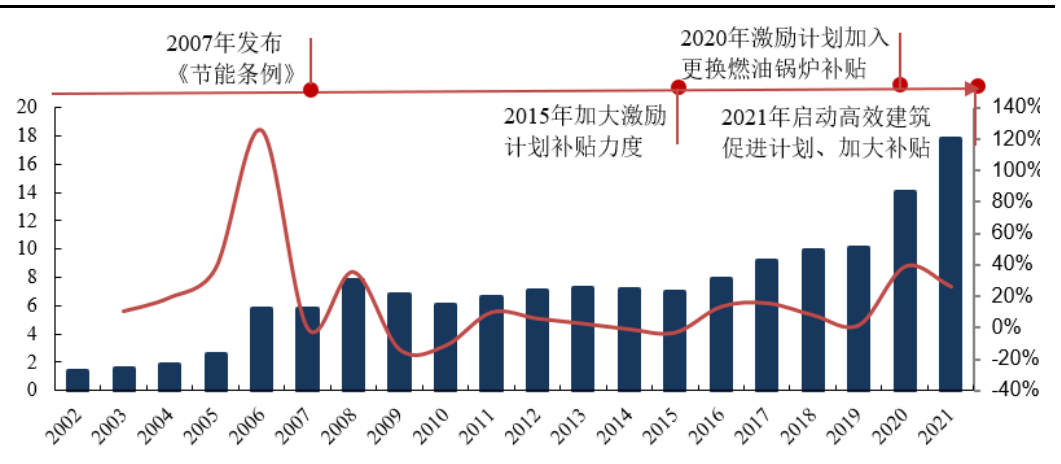
数据来源: 中国节能协会, 东吴证券研究所

2.2. 政策补贴解决热泵投入过高缺陷, 热泵经济性优势凸显

欧洲各国政府出台热泵安装补贴政策, 解决热泵推广主要缺陷。对于使用者而言, 热泵的经济性主要体现在较低的运行成本中, 但是由于安装初始投资较燃气、燃油等设备高 2-3 倍, 因此较为依赖初期政府安装补贴、以弥补热泵产品前期安装成本过高的缺点。复盘德国热泵历年销售情况, 政策补贴是刺激行业需求增长的主要催化因素, 2007 年颁布的《节能条例》(EnEV) 前后, 2005-2008 年热泵销量 CAGR 达 45%, 2015 年/2016 年改革《市场激励计划》、加大了补贴力度, 当年德国热泵整体销售分别增长

15.8%/16.1%。2020年起欧盟各国纷纷出台热泵相关安装补贴政策，热泵前期安装成本降低超1/3，有望进一步刺激热泵需求增长。

图17: 德国热泵历年销量与刺激政策关联度较高



数据来源：德国热泵协会，东吴证券研究所

表4: 近期欧盟各国出台热泵安装补贴政策

地区	颁布时间	主要内容
德国	2021年	安装空气源热泵产品可获35%补贴，若用于取代燃油锅炉、可获45%补贴。
法国	2021年	家庭购买空气源热泵可获得5200欧元补贴（包括增值税减免）。
英国	2021年	安装空气源热泵可获5000英镑补贴，水源/地源热泵补贴6000英镑，生物燃料加热器补贴5000英镑。
荷兰	2020年	承诺到2030年每年出资1.5亿欧元支持房主购买热泵，安装热泵成本约三分之一可报销。
意大利	2020年	2020年7月起购买热泵可获得110%购买价格退款，政策预计持续至2023年底；Eco-Bonus无限期补贴65%。

数据来源：热泵在线，IEA，东吴证券研究所

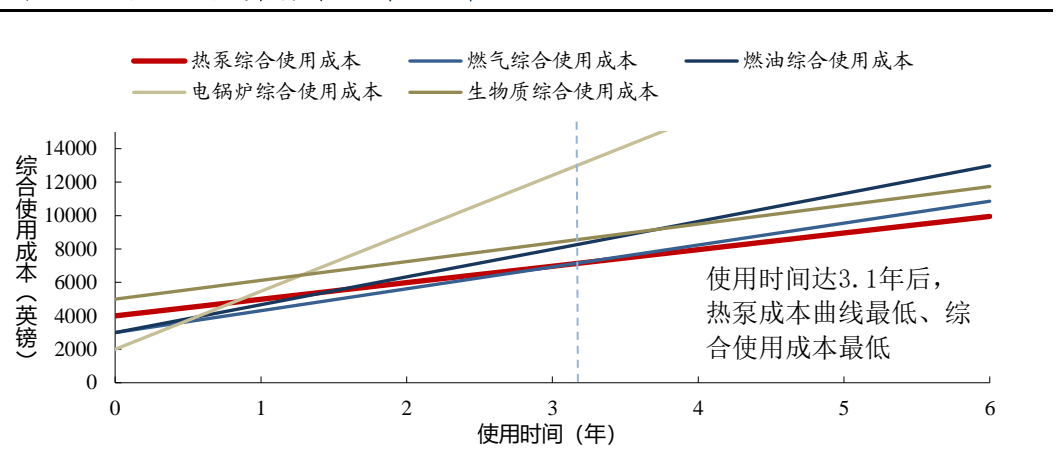
政策补贴下热泵经济性凸显，综合使用成本较低。我们以英国为例，基于10月英国能源监管机构Ofgem公布的天然气/电力价格上限和清洁能源补贴政策，对空气源热泵、燃气锅炉、燃油锅炉、电锅炉、生物质锅炉的10年综合成本（含购买、安装、期间运行费用）及进行测算，结果显示热泵的运行成本最低、约为1.39万英镑，较燃气/燃油/电锅炉/生物质锅炉成本分别降低16%/41%/164%/17%。考虑政策补贴后，与当下主流技术燃气锅炉相比，热泵综合使用成本转折点约在3.1年，即成本转折点前因初始投资高、热泵综合使用成本高于燃气锅炉等产品，但转折点后受益于运行费用较低、热泵综合使用成本最低，若各国政府补贴政策力度加大，热泵经济性将会更加突出。

表5: 热泵经济性突出、10年综合使用成本最低

费用类型	费用明细	热泵	燃气锅炉	燃油锅炉	电锅炉	生物质
初始投资	平均购买及安装费用 (英镑)	9000	3000	3000	2000	10000
	清洁热补助金 (英镑)	5000	-	-	-	5000
	扣减补助金后初始投资 (英镑)	4000	3000	3000	2000	5000
运行费用	家庭热需求 (供暖+热水) (KWh)	10204	10204	10204	10204	10204
	热效率	350%	80%	80%	100%	90%
	消耗能量 (KWh)	2915	12755	12755	10204	11337
	能源价格 (英镑/kWh)	0.34	0.1	-	0.34	0.099
	固定费用 (英镑/年)	-	33.6	-	-	-
	年运行成本 (英镑)	991	1309	1663	3469	1122
	热泵较其他加热方式节约年运行成本 (英镑)	-	318	672	2478	131
综合使用成本	10年总综合成本 (英镑)	1.39	1.61	1.96	3.67	1.62
更换周 (年)	-	20+	10-15	10-15	10-15	10-15

数据来源: Regulatory Assistance Project, Ofgem, 东吴证券研究所

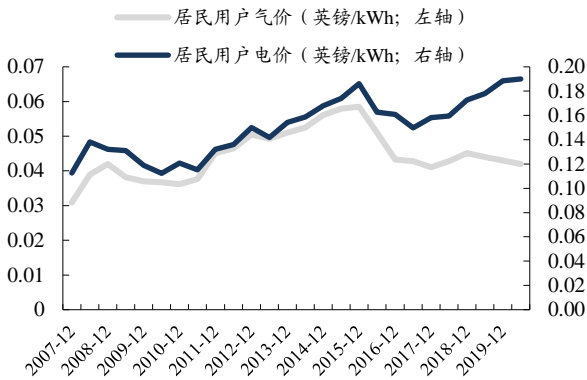
图18: 泵综合使用成本转折点约在 3.1 年



数据来源: Ofgem, 东吴证券研究所测算

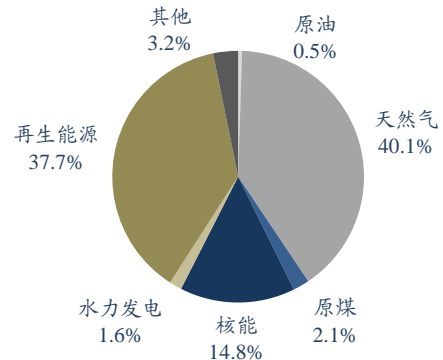
敏感性测算下, 天然气价格若持续高企、热泵综合使用成本转折点将小于 3 年。若天然气价格维持高位、但电力单价下降, 那么热泵综合使用成本转折点将会更短。上文是在 22 年 10 月的天然气/电力价格基础上进行的热泵投资回收期测算、结果为 3.1 年, 但由于当前欧洲各地发电结构仍以化石燃料等非可再生能源为主、价格相对较低的可再生能源占比较小。欧洲各国大力支持可再生能源发展, 未来随着发电成本较低的可再生能源提高、电价有望持续下行。在地缘冲突的背景下, 受到供给端的影响, 欧洲天然气的价格出现较大回落的概率较小。经过我们敏感性测算, 长期来看, 在天然气保持高位、电价下行的情况下, 相对于其他初始成本较低的取暖方式, 热泵综合使用成本转折点有望小于 3 年, 约在 1.3-2.4 年之间, 即使用时间达 1.3-2.4 年后, 热泵综合使用成本成为所有采暖方式中最低。

图19: 英国电力价格与天然气价格变动趋势



数据来源: 欧盟统计局, 东吴证券研究所

图20: 英国 2021 年发电结构



数据来源: BP, 东吴证券研究所

表6: 以 10 月英国价格为基准、热泵综合成本转折点 (年) 敏感性测算

热泵综合成本转折点 (年)		燃气价变动幅度	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
		燃气价	0.07	0.08	0.09	0.1	0.11	0.12	0.13
电价变动幅度	电价								
-30%	0.24		4.30	2.78	2.05	1.63	1.35	1.15	1.00
-20%	0.27			3.83	2.57	1.94	1.55	1.30	1.11
-10%	0.31			6.18	3.46	2.40	1.84	1.49	1.25
0%	0.34				5.25	3.15	2.25	1.75	1.43
10%	0.37					4.57	2.89	2.11	1.66
20%	0.41						4.05	2.67	1.99
30%	0.44							3.63	2.48

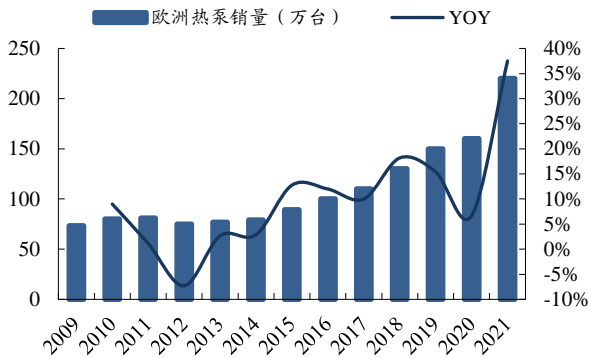
数据来源: Ofgem, 东吴证券研究所测算

注: 电力价格、天然气价格单位为英镑/kWh

2.3. 能源转型+政策补贴刺激下, 热泵需求持续升温

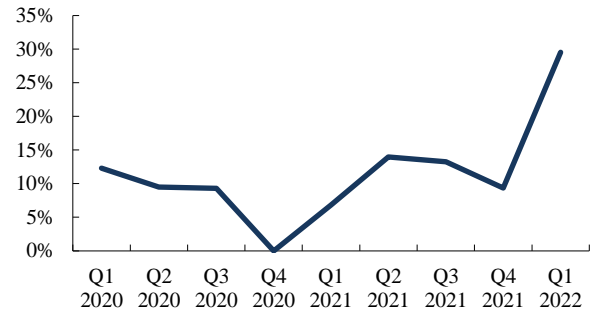
打破成长瓶颈, 欧洲热泵销量实现快速增长。据欧洲热泵协会 EHPA 统计, 2021 年以来欧洲热泵销量增速较快, 2021 年欧盟 21 个国家热泵年销售 218 万台、同增 34%, 高于锅炉增速(21 年销量同比 20%左右)。分类型来看, 空气源热泵的销售额占比最大、达 89.6%, 分国家来看, 法国、意大利和德国需求在欧洲领先、销售额占比为 51%, 排名前十的国家销售额占比达 86%。22 年在 21 年高基数基础上延续高速增长态势, 从欧洲最大的独立热泵厂家 NIBE INDUSTRIER 财报披露数据看, 21 年增长势头延续至今, 22 年气候分部 (含热泵业务) 保持 20%以上收入增速。

图21: 欧洲 2021 年热泵销量快速增长



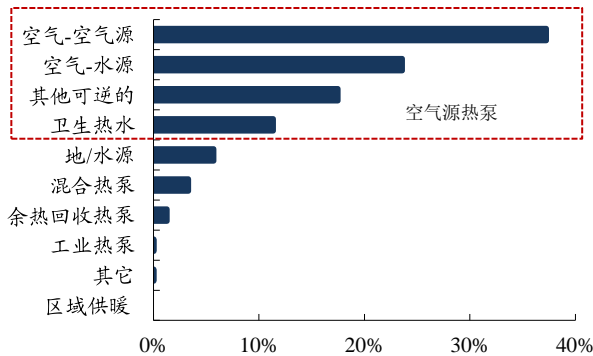
数据来源: EHPA, 东吴证券研究所

图22: NIBE 热泵业务收入持续高增



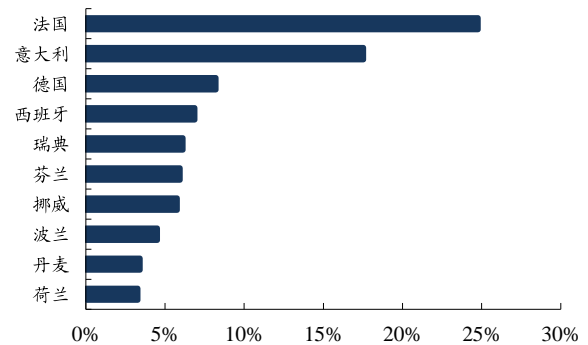
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图23: 欧洲 2021 年热泵销售占比 (按类型)



数据来源: EHPA, 东吴证券研究所

图24: 欧洲 2021 年热泵销售占比 (按国家)



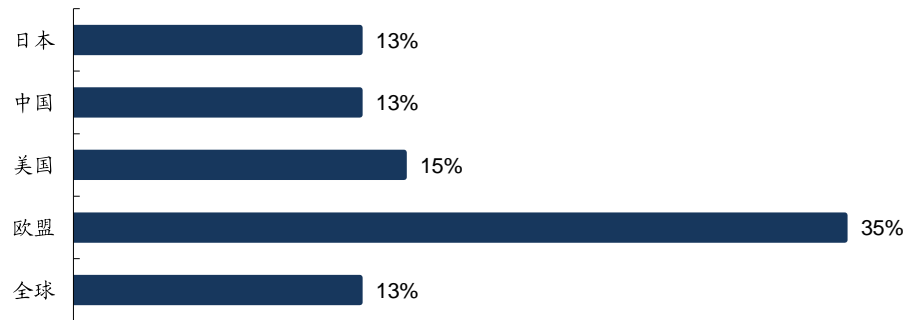
数据来源: EHPA, 东吴证券研究所

3. 长期成长空间: 能源安全+碳中和目标加速热泵渗透率提升, 至2030年欧洲/中国销量 CAGR 达 26%/15%+

3.1. 政策明确未来热泵部署目标, 长期增长确定性强

全球: 在能源转型的大背景下, 各国积极布局热泵。2021 年全球热泵销量增速约为 13%, 其中欧盟/北美/中国 (仅空气源)/日本热泵同比分别+35%/+15%/+13%/+13%, 欧盟在热泵政策刺激下增速较快, 美国、日本热泵发展历史较早, 热泵渗透率相对较高。至 1998 年美国已经实现 40%以上空调均采用地源热泵, 2020 年美国热泵家用采暖渗透率达 15.28%。2009 年日本热泵技术已被评为世界先进水平, 据日本总省统计局、2020 年日本热泵热水器渗透率已达 12%。

图25：2021年全球热泵分地区销量增速情况



数据来源：全球能源署，东吴证券研究所

欧洲：各国供暖脱碳政策加速热泵部署，政策规划下长期增长确定性强。为降低能源依赖及维护能源安全，各国出台供暖脱碳政策持续利好热泵销售。22年5月欧盟委员会提出“REPowerEU”计划并于6月正式通过，加速推进可再生能源替代化石能源，实现能源独立并向绿色转型。“REPowerEU”计划提出的几项行动包括：2030年可再生能源在能源结构中占比目标从40%提高到45%；将热泵的部署速度提高一倍，未来五年累计部署1000万台，英国、德国、法国等国家亦出台政策明确未来热泵部署目标，热泵长期高增确定性强。

表7：欧洲各国出台热泵部署目标

国家	目标年份	热泵目标销量
比利时	2030	热泵安装量较2018年增加5倍以上
法国	2030	热泵安装量达到270万至290万
德国	2024	热泵每年安装量达50万台
	2030	热泵总安装量达600万台
匈牙利	2024	热泵安装量较2020年增加6倍以上
意大利	2030	热泵安装量较2017年增加2倍以上
波兰	2030	热泵安装量较2020年增加3倍以上
西班牙	2030	热泵安装量较2020年增加6倍以上
英国	2028	热泵每年安装量达60万台

数据来源：IEA，东吴证券研究所

中国：双碳目标推动能源向低碳转型，政策支持驱动热泵快速发展。双碳背景下我国加快低碳转型的步伐，各省份连续发布一系列政策鼓励新能源产业，大力推行供暖领域电气化。2022/10/14北京市出台《北京市碳达峰实施方案》明确提出逐步削减对燃气供暖等化石能源消费的政策补贴，释放出推动热泵发展的积极信号。

表8: 部分政策推动供暖领域电气化

地区	政策名称	颁布时间	主要内容
全国	《2030年前碳达峰行动方案》	2021/11/24	因地制宜推行 热泵 、生物质能、地热能、太阳能等清洁低碳供暖。到2025年,城镇建筑可再生能源替代率达到8%,新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到50%。
全国	《深入开展公共机构绿色低碳引领行动促进碳达峰实施方案》	2021/11/19	鼓励因地制宜采用 空气源、水源、地源热泵 及电锅炉等清洁用能设备替代燃煤、燃油、燃气锅炉。到2025年力争实现北方地区县城以上区域公共机构清洁取暖全覆盖,到2025年实现 新增热泵供热(制冷)面积达1000万平方米 。
全国	《城乡建设领域碳达峰实施方案》	2022/7/13	推广 空气源等各类电动热泵技术 ,到2025年城镇建筑可再生能源替代率达到8%。推广 热泵热水器 、高效电炉灶等替代燃气产品。
江西	《江西省碳达峰实施方案》	2022/7/8	统筹推进煤改电、煤改气,推进终端用能领域电能替代,推广新能源车船、 热泵 、电窑炉等新兴用能方式,全面提升生产生活终端用能设备的电气化率。
海南	《海南省碳达峰实施方案》	2022/8/22	利用风能、生物质能、水能、天然气等资源优势,研究推进 空气源热泵 、太阳能空调等技术在建筑中的应用试点。
北京	《北京市碳达峰实施方案》	2022/10/13	大力发展地热及 热泵 、太阳能、储能蓄热等清洁供热模式,建筑领域因地制宜推广太阳能光伏、光热和 热泵技术应用 ,具备条件的新建建筑应安装太阳能系统,新建政府投资工程至少使用一种可再生能源。

数据来源: 中国政府网, 各省市政府网, 东吴证券研究所

3.2. 热泵应用领域持续拓宽, 市场需求长期向好

随着热泵技术不断成熟, 其节能优势在各领域得到验证, 应用领域持续拓宽。光伏热泵、新能源车热管理系统、烘干等领域行业空间广阔、前景较好, 伴随热泵在相关场景渗透率持续提升、需求长期向好。

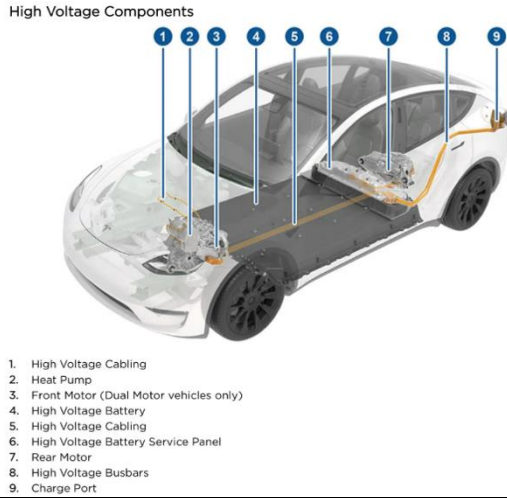
“光伏+热泵”产品类型多样化, 助力热泵市场快速打开。光伏热泵即能够实现光伏电站、空气能热泵适配组合, 光伏电站将太阳能转化为电能、补充空气能热泵所需的电力, 空气能热泵消耗电能进行供暖, 光伏发电量基本覆盖热泵耗电量, 从而实现清洁取暖和能源投资的双重目标。同时欧洲如丹麦等国家热泵租赁业务兴起, 热泵租赁与融资租赁业务类型较为相似, 热泵使用者可以根据合同在相应的时间内支付供暖和产品费用, 能够实现减少用户安装问题及节约热泵前期开发成本, 从而快速打开热泵销售市场。

热泵应用于新能源车热管理系统, 大幅提升新能源车整体续航水平。据新浪汽车发起的续航比赛, 模拟正常冬季用车环境下搭载热泵技术的电动车每100km实测耗电量较之其他电动汽车降低10%以上, 节电效果显著。随着消费者对经济性及续航里程需求的提高, 热泵逐渐成为新能源汽车热管理的升级趋势之一, 比亚迪海豚、大众ID.3、特斯拉Model Y等新能源车已经配备热泵空调。上市公司三花智控、盾安环境等积极布局新能源车热管理业务, 21年相关业务收入分别同增+166%/+136%。

热泵节能优势显著, 有望在烘干领域进一步发展。2020年工业干燥能耗占我国国民经济总能耗12%左右, 涵盖农业、食品、化工、制陶业、医药、矿产加工、制浆造纸、木材加工等众多行业。热泵烘干机热效率高达400%, 较传统干燥方式热效率40%, 节能效率达90%, 此前受限于成本较高、发展较慢、热泵烘干市场较小, 长期来看受益于节能优势, 热泵有望在烘干市场获得长足发展。热泵家用干燥场景亦逐步拓宽, 热泵干衣机因烘干温度较低(60-70℃)减少对衣物的损伤、且用电量仅为普通冷凝干衣机的

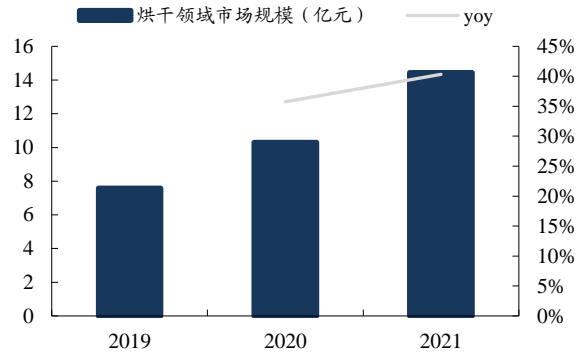
50%，成为南方潮湿多雨气候下的新宠。

图26: 特斯拉 Model Y 配备热泵



数据来源: Teslareporter, 东吴证券研究所

图27: 热泵烘干领域增速较高



数据来源: 产业在线, 东吴证券研究所

3.3. 空间测算: 潜在万亿市场规模, 未来增长可期

全球: 至 2030 年热泵市场约达 2 万亿元。基于 IEA 预测, 至 2025 年/2030 年全球热泵安装量将分别达到 2.83/6 亿台, 以 2020 年热泵销量为基数 CAGR 分别为 10%/13%。以 2022 年我国热泵出口均价 0.7 万元/台进行估计, 至 2030/2050 年热泵市场规模分别达 2.0/4.2 万亿元。更长期来看, 2050 年热泵占供暖需求份额有望进一步增长, 达 55%, 较 2030 年预计的 20% 渗透率实现翻倍。

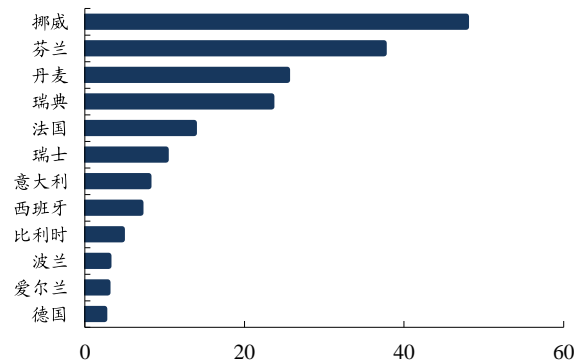
欧洲: 当前热泵渗透率较低, 长期提升空间大。从欧洲热泵渗透率来看, 2019 年挪威每千户热泵保有量居欧洲首位, 每千户热泵保有量为 50 台。虽然法国、意大利、德国热泵销量领先, 但热泵渗透率较低, 每千户热泵保有量低于 20 台, 因此长期看热泵渗透率提升空间较广阔。根据 EHPA 预测, 2023 年欧洲地区热泵累计销量将会翻倍, 2021-2030 年欧洲热泵市场规模 CAGR 有望达 26%、累计销量超 1.4 亿台。

图28: 欧洲热泵销量预测 (万台)



数据来源: EHPA, 东吴证券研究所

图29: 2019 年欧洲地区每 1000 户热泵保有量



数据来源: EHPA, 东吴证券研究所

中国：基于热泵未来 10 年渗透率发展进行情景假设。在国内政策推动及应用场景不断拓宽的背景下，热泵国内市场有望持续替代燃煤、纯电产品。基于中国节能协会热泵专业委员会统计，2020 年热泵在城镇供暖/农村供暖/热水/烘干应用占比分别为 10%/5%/2%/1%，我们对国内热泵未来 10 年渗透率进行低速/中速/高速三种场景假设，预计热泵销量 2020-2030 年有望保持中高速增长、CAGR 为 15-19%。

表9：国内三种渗透率情景假设情况

情景	假设情况
渗透率低速增长	<ul style="list-style-type: none"> 因热电联产效率较高、燃煤燃气壁挂炉逐渐被取代；热水领域仍存在部分燃气、电热水器及大量太阳能热水器；烘干领域热泵技术逐步开始推广。 对标欧洲 21 年热泵渗透率，假设城镇供暖/农村供暖/热水/烘干渗透率分别为 13%/13%/5%/3%。
渗透率中等增长	<ul style="list-style-type: none"> 在低速增长基础上，燃气热水器基本被取代、但仍有少量电热水器及部分太阳能热水器；电力生产方式转变下热泵烘干得到快速推广。 总体至 2030 年约能够达到国际能源署对全球热泵渗透率预测水平，假设城镇供暖/农村供暖/热水/烘干渗透率分别为 20%/20%/10%/5%。
渗透率高速增长	<ul style="list-style-type: none"> 政策大力推动下热泵采暖、烘干占比显著增长、“光伏板+热泵”类型的水热水器替代电热水器及太阳能热水器。 至 2030 年我国可再生能源消费达 25%，假设城镇供暖/农村供暖/热水/烘干渗透率热泵占比大幅增长至 25%/25%/15%/10%。

数据来源：东吴证券研究所假设

表10：三种情景假设情况下，对国内热泵市场空间及增速进行测算

分类型	渗透率				累计分类别销量（百万台）				累计总销量（百万台）	20-30 年销量 CAGR
	城镇供暖	农村供暖	热水	烘干	城镇供暖	农村供暖	热水	烘干		
低速增长场景	13%	13%	5%	3%	22.51	22.51	65.49	16.50	127	8%
中速增长场景	20%	20%	10%	5%	34.63	34.63	130.99	27.49	228	15%
高速增长场景	25%	25%	15%	10%	43.28	43.28	196.48	54.98	338	19%

数据来源：IEA,《热泵助力碳中和白皮书（2022）》，东吴证券研究所测算

4. 竞争格局：国际品牌占据主导地位，我国制造端优势显著、份额有望持续提升

4.1. 品牌商：外资品牌主导全球中高端市场，我国以国内品牌为主、竞争格局相对较为集中

全球：安装难度大叠加更换周期长，消费者倾向选择渠道布局完善的国际品牌。由于热泵机组体积较大、且需要铺设地管（可与原有暖气系统对接）、安装不当将会导致压缩机损坏或噪音较大等问题，安装成为消费者进行选择主要考虑的环节。同时热泵产品更换周期一般在 20 年左右，品牌售后服务亦是决定性因素之一。国际品牌本身发展历史悠久、技术沉淀深厚、品牌感知度强，并进行全球产能布局，因此能够在全球竞争中取得主导地位。

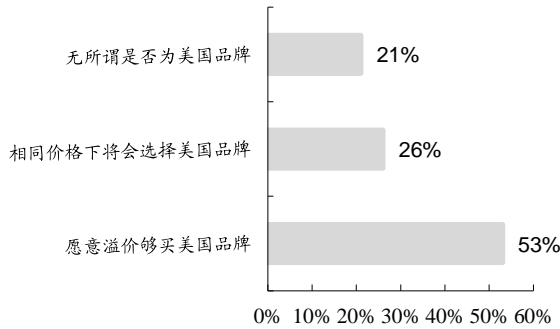
表11: 全球主流热泵品牌一览

公司名称	所属国家	简介
Daikin 大金	日本	自 1924 年创业以来已成为跨空调、氟化学、油压机械等多个领域的综合型制造企业。在全球拥有 323 家子公司和生产基地，FY21 欧洲地区热泵收入同比+65%。
Hitachi 日立	日本	业务包括能源、产业、城市建设、金融、公共、医疗健康等领域，针对欧洲地区推出 Yutaki 热泵解决方案。
Panasonic 松下	日本	业务覆盖生活方式、汽车、互联等，其中生活方式分部涉及空气源热泵。
Mitsubishi Electric 三菱	日本	世界上最大的空调制造商之一，于 2009 年将其热泵 Ecodan 系列的制造转移到苏格兰，成为欧洲主流热泵供应商之一。
Trane 特灵	美国	全球温控系统先驱者，1913 年成立，全球规模最大的空调制造企业之一，旗下品牌包括 Trane、thermo king、American Standard 等均有热泵产品布局，且位居美国热泵市占率前列。
Carrier 开利	美国	高科技供暖、空调和制冷解决方案的全球领导者，旗下热泵品牌包括 Arcoaire、bryant、Comfortmaker、Day & Night、Heil、Keeprite、Payne 等。
Johnson 江森	美国	旗下有 York、Sabroe 等 HVAC 品牌，其中 York 为全球最大的暖通空调及冷冻设备企业，1874 年成立以来被公认为世界制冷技术应用先导，热泵产品布局全球。
Rheem 瑞美	美国	集供暖/制冷/热水/泳池加热/商用冷却为一体的制造商，全球最大的热水器制造商之一，旗下拥有 Rheem、Ruud、EVERHOT 等多个国际品牌，热泵产品包括热泵热水器、恒温泳池热泵等。
Lennox 雷诺士	美国	全球性空调制冷产品的主要制造商，在全球 70 多个国家范围进行产品布局，在北美及中国高端市场占有率靠前，热泵产品包括空气源热泵、混合热泵等。
samsung 三星	韩国	提供供暖和生活热水热泵解决方案，2017 年开设位于阿姆斯特丹的欧洲总部，以更好地服务于欧洲市场。
LG	韩国	全球技术和消费电子产品创新者，业务涵盖家电和空气解决方案、家庭娱乐、汽车零部件解决方案和商业解决方案，LG 离心式热泵能够对污水等废热进行回收。
NIBE	瑞典	业务覆盖全球，是欧洲最大的独立热泵厂家，分别于 21 年 8 月、22 年 5 月收购英国热泵安装分销商 Go、意大利热泵厂商 Argoclima 50% 股权，进一步扩大在英国、意大利热泵市场的市占率。
Bosch 博世	德国	德国最大工业制造商，热泵业务覆盖全欧洲：于北欧瑞典布局热泵工厂；中欧提供“光伏+储能+热泵”一体化系统解决方案，21 年家用热泵实现双位数增长；20 年于以色列成立合资企业 Electra 以拓展南欧市场，主要提供热泵经济性产品。
Stiebel Eltron 世创	德国	热泵领域有四十余年的经验，产品系列较为全面，包含空气源、地源等。
Vaillant 威能	德国	提供热水、供暖和制冷的创新解决方案，旗下拥有 Vaillant 等 8 个品牌，21 年热泵业务收入增长超 50%。
Viessmann 菲斯曼	德国	加热技术制造商，产品包含锅炉、混合电器、热泵、太阳能等。
Waterkotte	德国	专业的生产地源热泵及配套产品制造公司，是世界地源热泵的开创者之一，是欧洲生产和销售地源热泵第一大公司。
Heliotherm	德国	欧洲热泵技术领先制造商，产品包括地源、水源、空气源热泵等。
Ferroil 法罗力	意大利	意大利锅炉采暖工业先驱，世界最大热能产品制造商之一，覆盖热泵热水器等。
Ariston 阿里斯顿	意大利	国际供暖热水系统及服务供应商，旗下拥有著名品牌 Wolf、Brink、Pro-Klima 和 Ned Air 等，其中 Wolf 沃乐夫为德国新一代热泵开发的先驱，在德国拥有重要市场地位，在其它欧洲市场也有稳固的市场地位。
Grant	英国	英国专业供暖设备供应商，产品涵盖热泵、燃油锅炉、散热器等。
Dimplex 汀普莱斯	爱尔兰	母公司格伦汀普斯集团是专业电加热品牌商，布局高端厨电、小家电、热泵等。
Hovel 皓欧	瑞士	室内气候系统解决方案供应商，产品范围涵盖颗粒锅炉、热泵和太阳能系统。
Ochsner 欧适能	奥地利	1978 年以来世界上最早专注于开发和生产高效高端热泵的公司之一，位于 haag 的工厂目前每年生产 8000 台热泵，包括空气源、水源、地源热泵等。

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

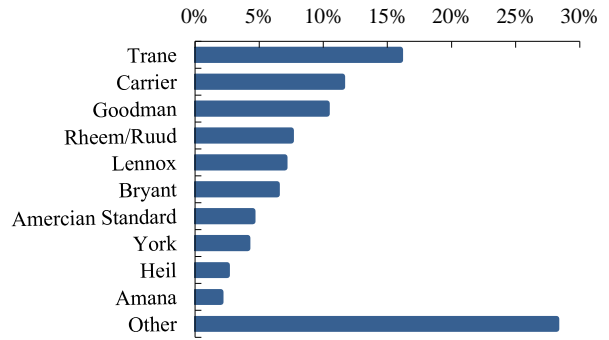
美国：热泵发展趋于成熟，本土品牌占比较高。据北美热泵独立站 PickHVAC 统计，79%的消费者更倾向于购买美国本土品牌，53%的消费者愿意溢价购买美国制造设备，美国本土企业特灵科技（旗下品牌包括 Trane、American Standard）、开利全球（旗下品牌包括 Carrier、Bryant）销售额市占率领先、合计近 40%。

图30：北美消费者选购热泵地域偏好情况



数据来源：PickHVAC，东吴证券研究所

图31：2021 年北美热泵销售额市占率



数据来源：PickHVAC，东吴证券研究所

欧洲：热泵参与玩家较多，日韩品牌与本土企业分庭抗礼。以英国为例，2019 年热泵主流品牌市占率分别为三菱（31-35%）、大金（16-20%）、三星（11-15%）、NIBE（6-10%）、Grant（6-10%），CR5 品牌市占率达 70%-90%，份额较为集中，日韩品牌在欧洲大量建设工厂、三菱直接在英国设立制造工厂，因此空气源热泵市占率遥遥领先。**欧洲热泵高景气行情下，全球热泵主流品牌纷纷加码布局欧洲热泵产能、以提升欧洲市场市占率。**

表12：欧洲主流热泵品牌商近期针对欧洲地区产能扩建情况

公司	扩建地区/国家	投资领域	投资金额 (欧元)	预计投产时间
Vaillant 威能	欧盟	热泵	3 亿	2023 年及以后
Hovel 皓欧	列支敦士登、斯洛伐克	热泵	6000 万	2023-2024
Mitsubishi Electric 三菱	土耳其、英国	热泵及空调、热泵配套涡旋压缩机	1.28 亿	2024
Clivet(美的集团)	意大利	热泵	6000 万	2024
大金欧洲	比利时、捷克、德国、波兰	热泵	12 亿	2025
Viessmann 菲斯曼	波兰	热泵	10 亿	2025
Stiebel Eltron 世创	德国	热泵	6 亿	2025
NIBE	瑞典	热泵	4.6 亿	2025
Bosch 博世	欧洲	热泵	3 亿	2025
Panasonic 松下	捷克	热泵	1.45 亿	2026

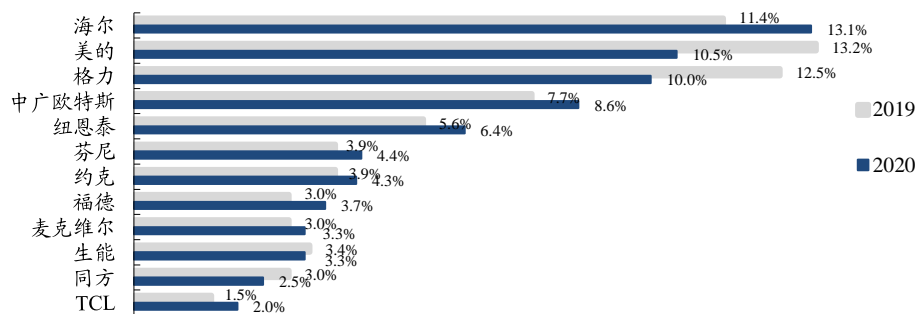
数据来源：IEA，公司官网，东吴证券研究所

中国：工程招标居多、中低端为主，热泵竞争格局相对较为集中。据产业在线统计，2020 年国内空气源热泵市场销售额 CR3 为 34%、CR5 为 49%，格局相对较为集中，其中海尔、美的、格力市场份额领先，中广欧特斯、纽恩泰等热泵专业厂商位列其后。整体上看，我国热泵市场以国内品牌为主、国际品牌占比较低，主要原因为此前我国热

泵市场受到“煤改电”政策刺激，主要以北方商用采暖及热水招投标形式为主，故产品偏中低端、国内中小热泵企业参与玩家较多，而国际品牌主要布局高端市场、因此在国内市占率偏低。

我们认为未来中国热泵行业马太效应将逐渐显现、市场份额将会继续向传统家电龙头及热泵专业企业集中，主要由于：①产品力突出，巨头在深厚经验积累下能够较好融合热水、采暖等多领域的技术，在产品制造、研发、生产方面有较大优势；②品牌渠道布局完善，有望产生协同效应，相对于小企业渠道优势明显；③此前“煤改电”政策给工程市场的刺激已近尾声，零售市场由于疫情扰动增长有限，政策+疫情双重影响下多数中小品牌加速出清，具有品牌实力的企业通过多元化发展受到影响相对较小。

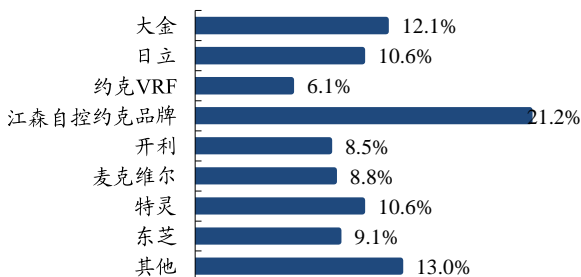
图32：2020年国内市场品牌销售额市占率



数据来源：产业在线，东吴证券研究所

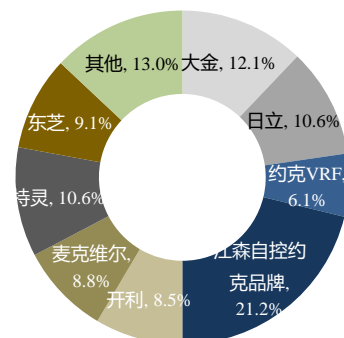
二联供热泵更能满足消费者需求、成为发展热点，欧美系品牌占据主流地位。我国热泵二联供通常指具备“采暖+制冷”两种功能，能够完全替代原有锅炉、空调等取暖，且舒适度更高，因此成为当下热泵市场中发展热点。相较于单一采暖或热水功能，二联供市场技术难度更大，对于系统设计、安装工艺的要求更高。得益于布局时间较早、技术门槛和渠道建设，欧美系国际品牌占据二联供较大的市场份额，江森自控约克品牌以21.2%的占有率高居榜首，开利、麦克维尔、特灵的占有率均在8%以上；日系品牌如大金、日立、东芝，呈现较强的增长态势，大金（市占率12.1%）、日立（市占率10.6%）、东芝（市占率9.1%）占据两联供市场超三成的份额；美的、格力、海尔、海信等国产品牌市占率较低。

图33：2021年热泵两联供品牌销售额市占率情况



数据来源：艾肯网，东吴证券研究所

图34：2021年热泵两联供品牌分布



数据来源：艾肯网，东吴证券研究所

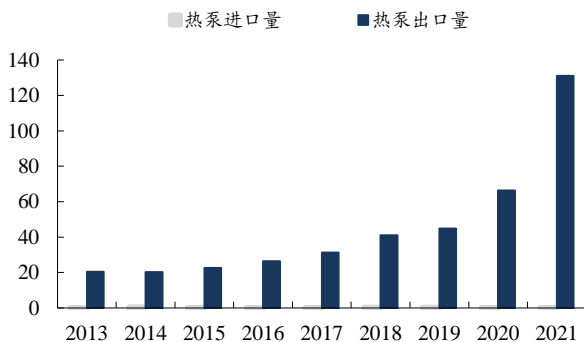
4.2. 制造商：我国整机代工企业有望充分受益热泵出口高景气行情，核心零部件国产替代前景乐观

4.2.1. 整机制造商：认证资质推动高品质出口代工厂份额进一步集中

目前在旺盛需求下产能及供应链逐渐成为各品牌快速发展的限制性因素。据欧洲热泵巨头 Nibe 2021 年年报披露，公司气候解决方案分部（主要为热泵产品）需求较为强劲，但由于供应链不完整导致零部件出现持续短缺、订单大幅延迟，21 年分部收入增速仅为 12.2%。国际能源署在报告中指出，制造商生产能力或将成为热泵发展的关键限制因素，截止 2021 年现有工厂的未利用产能仅占总产能的 20%，尚无法满足两年内各国政府规划的热泵增量。

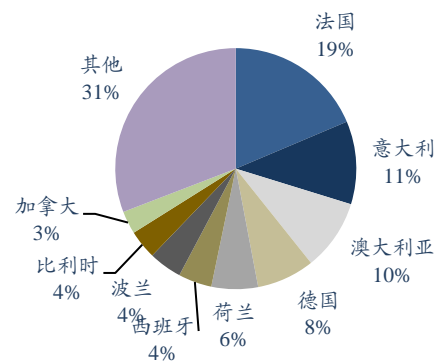
中国是全球热泵生产及出口的主要国家，代工企业有望充分受益欧洲热泵高景气行情。由于供应链完善、成本较低，我国热泵年产量近全球的 60%，是全球主要热泵生产地。我国热泵出口以代工为主，2021 年我国热泵出口 131 万台、yoy+98%，出口规模 43 亿元、yoy+102.3%，其中出口欧洲规模同比+113.2%。据产业在线统计，2022 年 1-8 月中国空气源热泵出口额持续高增、达 44.5 亿元、同增 65.7%，其中 72% 销往欧洲。拆分量价看，量增长 27.3%、均价同比提升 28.1%，主要系随着采暖热泵在国外渗透率逐步提升，出口产品结构从单价较低的恒温泳池热泵逐渐转向单价较高的采暖热泵。我国代工企业扩产速度较快、成本较低，业绩有望充分受益于品牌端需求高速增长而大幅提升。

图35：我国热泵出口规模大幅增长（单位：万台）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图36：2021年我国热泵分国别出口结构



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

制冷剂环保要求提高出口产品标准，高品质代工厂商有望受益。热泵在进行热交换时需要采用制冷剂在系统中不断循环，若热泵制造安装不达标，制冷剂泄漏会形成碳排放、造成温室效应，是非二氧化碳温室气体排放关注的重点，2020 年我国由于建筑热泵造成的制冷剂泄漏约相当于排放 1.3 亿 tCO₂。制冷剂温室效应通常采用 GWP 指标衡量，GWP 值越高对气候变化的影响越强，目前 HFC 类制冷剂应用较多，由于 GWP 值相对较高，且在汽车热泵等移动设备中难以做到完全泄漏，发展新型低 GWP 制冷剂应用成为热泵发展趋势。《蒙特利尔议定书基加利修正案》规定发达国家从 2019 年，发展中国家从 2024 年（中国）或 2029 年（印度）开始冻结并削减高 GWP 制冷剂，HCFC 类、HFC 类制冷剂将会逐步被淘汰，自然工质如二氧化碳、水、丙烷等受欧洲支持力度较高，但自然工质制冷剂在系统设置、材料选用、结构设计等方面要求更高，利好国内产品

质高、稳定性强的代工企业抢占出口份额。

表13: 不同制冷剂对环境破坏程度有较大差异

制冷剂类型	代号	GWP	备注
HCFC	R22	1810	
	R134a	1430	
	R32	675	
HFC	R152a	124	
	R407C	1700	
	R410A	2088	
HFO	R1234yf	<1	
	R290	~20	丙烷
自然工质	R744	1	二氧化碳
	R718	<1	水

数据来源: 中国节能协会热泵专业委员会, 东吴证券研究所

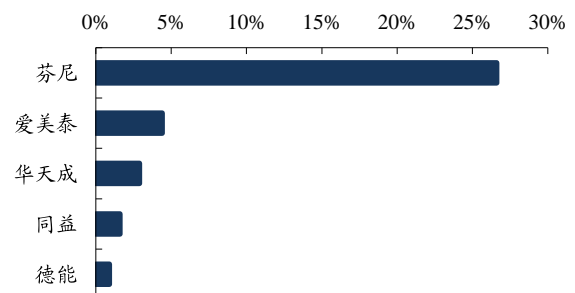
欧洲认证资质较为严格, 出口市场份额集中度进一步提升。欧盟作为热泵主要进口地区, 为了保护本土热泵制造企业的利益及节能减排等因素, 对热泵出口产品的能效、噪音等要求高于我国国家标准规定的指标, 因此以我国热泵行业普遍的研发、设计和生产能力不能够完全满足欧盟各项指标要求, 满足出口要求、取得出口资质认证的企业较少。根据产业在线的数据, 2020年我国热泵外销市场, 仅考虑出口代工制造企业, 销售额前五分别为芬尼(26.6%)、爱美泰(4.4%)、华天成(2.9%)、同益(1.6%), 多重资质认证下出口企业市场集中度有望进一步提升。

图37: 我国取得出口资质的部分企业



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图38: 2020年空气源热泵外销代工出口格局



数据来源: 产业在线, 东吴证券研究所

表14: 出口欧洲认证要求

认证标准	内容
ISO9001 认证	全球第一个质量管理体系标准 BS5750 (BSI 撰写) 转化而来, 全球有 161 个国家/地区正在使用这一框架
CE 认证	欧洲对产品不危及人类、动物和货物的安全方面的基本安全要求, 是欧盟法律对产品提出的一种强制性要求。
ROHS 认证	由欧盟立法制定的一项强制性标准, 主要用于规范电子电气产品的材料及工艺标准, 使之更加有利于人体健康及环境保护。该标准的目的在于消除电机电子产品中的铅、汞、镉、六价铬、多溴联苯和多溴二苯醚共 6 项物质, 并重点规定了铅的含量不能超过 0.1%。
ETL 认证	IECEE 各成员国认证机构以 IEC 标准为基础对电工产品安全性能进行测试, 其测试结果即 CB 测试报告和 CB 测试证书在 IECEE 各成员国得到相互认可的体系。
ERP	为能源相关产品生态设计要求建立框架指令, 为提升耗能产品的环境绩效, 控制生态环境污染。
Keymark	欧洲标准化委员会 (CEN) 发起, 旨在建立统一的欧盟节能认证模式和能效数据库, 对能效和工厂质保能力进行明确规范, 市场透明度和信任度高, 为欧盟节能补贴提供依据。

数据来源: 芬尼科技招股说明书, 东吴证券研究所

4.2.2. 零部件制造商: 压缩机涡旋式国产替代加速进行时, 换热器格局相对分散、阀件格局较为集中

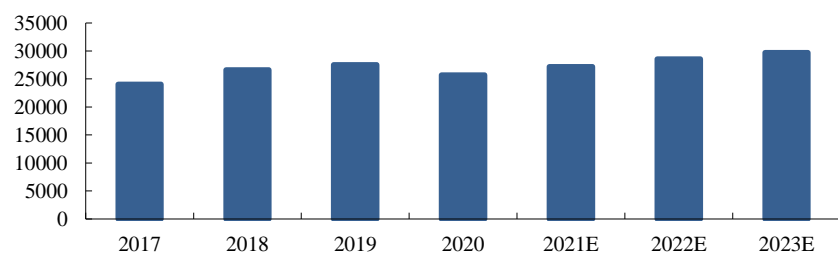
目前我国热泵零部件产业链配套较为齐全, 但部分核心零部件如涡旋压缩机仍由国际品牌主导, 零部件制造商的国产替代进程推动热泵产业链降本, 进一步降低热泵前期购置成本。从热泵零部件价值分布看, 最重要的部件主要为压缩机、换热器以及阀件, 压缩机、换热器、阀件属于价值较高、较为核心的零部件。

➤ 压缩机:

热泵运行的“心脏”, 是制冷系统核心元器件, 提供动力以维持制冷剂的循环。热泵压缩机的性能、质量、效率会直接影响到空气源热泵的使用效果。在热泵发展初期, 使用通用空调涡旋压缩机产品, 但由于普通压缩机在冬季寒冷地区制热量不足, 热泵开始配备专用涡旋压缩机, 拓宽压缩机运行范围、充分保障热泵整机稳定运行。

全球压缩机市场规模稳定增长、我国为主要制造国。随着制冷产业如空调等产品快速发展, 作为制冷和空调设备的核心部件, 压缩机市场增长较为稳定, 2020 年制冷压缩机全球四大主要消费地区 (中国、美洲、EMEA、印度) 市场规模达 260 亿美元、2017-2020 年 CAGR 为 3.7%。我国依托规模优势吸引国际制造商设厂, 全球制冷压缩机产业不断向中国转移, 目前我国已经成为全球主要的涡旋压缩机制造国。

图39: 2017年-2023E全球四大主要消费地区制冷压缩机市场规模 (单位: 百万美元)



数据来源: 英华特招股说明书, 东吴证券研究所

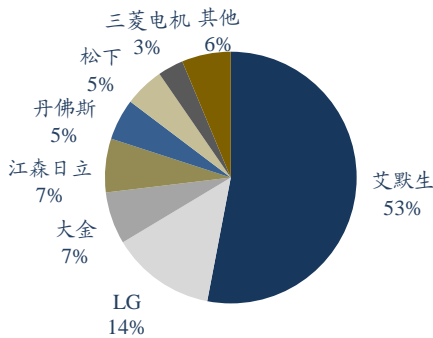
热泵普遍使用的压缩机按类型可以分为转子、涡旋压缩机，涡旋压缩机仍处于外资主导格局，转子压缩机基本完成国产替代。HP 为压缩机额定功率，转子、涡旋压缩机适用的 HP 场景不同。**1) 转子压缩机:** 由于 5HP 以下转子压缩机具备一定的成本优势，5HP 以上成本优势较小，因此主要应用于工况相对简单的采暖热泵，以及家用热水热泵中。国内白电巨头美的电器、格力电器出于成本考虑自建庞大转子压缩机产能，已基本实现国产替代。**2) 涡旋压缩机:** 涡旋压缩机的振动和噪音数据较转子式表现优秀，因此广泛应用于 5-40HP 的两联供热泵、商用热水热泵产品等。受益于国内外采暖市场快速发展、涡旋压缩机在低温采暖领域应用更为广泛，但目前外资品牌居于主导地位、CR5 均为外资品牌、占比达 84%。

表15: 转子、涡旋压缩机性能、应用领域、竞争格局

压缩机类型	转子压缩机	涡旋压缩机
优势	<ul style="list-style-type: none"> 结构简单、零部件几何形状简单、便于加工 体积小、重量轻 易损件少，运转可靠 5HP 以下具有成本优势 	<ul style="list-style-type: none"> 能源效率高 体积小、重量轻、效率高、运行稳定、零件少、寿命长、安全性高 具有稳定的对称结构，振动和噪音等指标均具有优势
劣势	<ul style="list-style-type: none"> 余气容积无法完全消除，导致能源效率较低 偏心结构导致噪音和振动指标较大 	<ul style="list-style-type: none"> 因加工精度要求较高，产业化进程相对较晚
使用范围	<ul style="list-style-type: none"> 国内：主要参与 5HP 以内采暖热泵和热水热泵场景，7HP 以上的市场很少触达 国际：几乎不参与 5-40HP 的轻型商用场景 	<ul style="list-style-type: none"> 国际和国内（5~40HP）市场热泵场景均广泛使用
热泵应用场景	<ul style="list-style-type: none"> 家用空气源热泵热水机 空气源热泵热风机（只出热风不搭配地暖） 	<ul style="list-style-type: none"> 超低温热泵采暖 家用热泵两联供/三联供
竞争格局	壁垒相对较低，转子压缩机基本已经实现了国产替代	存在较高的技术壁垒和品牌壁垒。 •全球：国际品牌艾默生、LG、大金等市占率较高，2021 年 CR3 市占率 73%、其中艾默生市占率达 51%。 •中国：外资品牌目前高度垄断我国涡旋压缩机市场。2021 年前五大品牌（艾默生、江森日立、大金、丹佛斯、松下）的市场占有率为 83.74%。

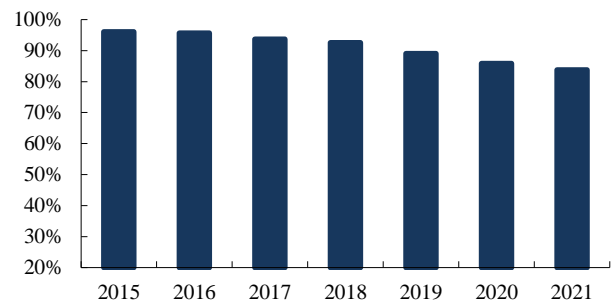
数据来源：英华特招股说明书，东吴证券研究所

图40: 2021 年全球涡旋压缩机市占率



数据来源：产业在线，东吴证券研究所

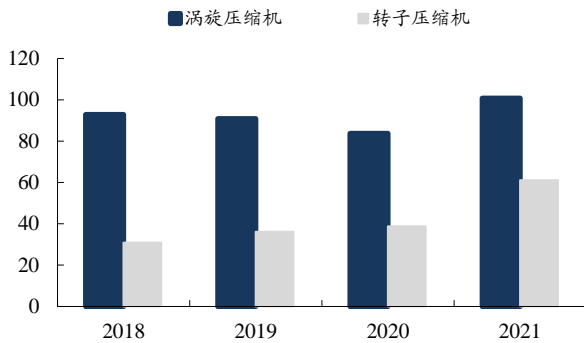
图41: 我国涡旋压缩机 CR5 市占率



数据来源：产业在线，东吴证券研究所绘制

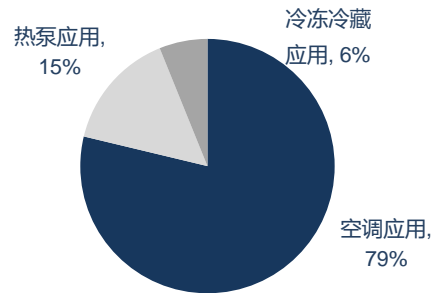
21 年需求回暖后，转子、涡旋压缩机销售规模均大幅提升。根据产业在线统计，2021 年我国涡旋、转子市场规模分别为 100.69/61.04 亿元，同比分别+20%/+57%，疫情影响逐渐消退后市场需求回暖、涡旋、转子压缩机市场增速均较好。从涡旋压缩机细分市场来看，空调/热泵/冷冻冷藏占比分别为 79%/15%/6%，空调应用仍占据较大份额，但随着涡旋压缩机在热泵采暖领域应用占比逐渐增加，涡旋压缩机市场规模有望加速提升。

图42: 我国 3HP+涡旋、转子压缩机销售规模(亿元)



数据来源: 产业在线, 东吴证券研究所

图43: 2021 年我国涡旋压缩机各细分应用市场占比



数据来源: 产业在线, 东吴证券研究所绘制

国内涡旋压缩机厂商逐渐具备进口替代能力，国产化持续推进。我国压缩机技术均为改革开放之后由国外引进、起步较晚，国内仅有英华特、格力电器全资子公司凌达和美的电器控股子公司美芝实现了涡旋压缩机量产。随着我国涡旋压缩机企业产品价格和本土化服务优势日益凸显，下游热泵等逐渐开始采用国内品牌、进而降低采购成本，涡旋压缩机市场存在较大的外资替代空间、国产品牌替代也在逐步加速过程中，2015 年至 2021 年，前五大外资品牌（艾默生、江森日立、大金、丹佛斯、松下）的市场占有率从 2015 年的 96.07% 下降至 2021 年的 83.74%。我国国产品牌以英华特为例，21 年涡旋压缩机全球市占率为 1.4%、位列全球第 8 位、仅次于前 7 大外资品牌，21 年热泵领域市占率达 17.42%、位居第二、仅次于行业龙头艾默生。

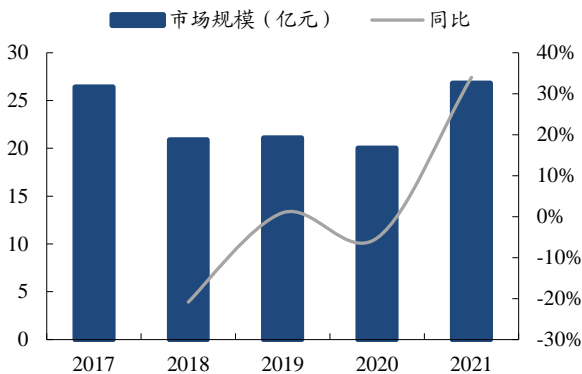
➤ 换热器:

又称热交换器，主要用于实现热泵制冷剂的热量传递。热泵产品中蒸发器、冷凝器均属于换热器，按形状和结构可分为翅片换热器、板式换热器等，蒸发器多使用翅片管式换热器，冷凝器通常使用管式换热器/板式换热器。

换热器行业制造工艺逐渐发展，单位传热面积增加、传热效果提升。全球能源目标下，高效换热器有望应用于各种节能领域。据 Grand View Research 统计，2021 年全球换热器市场规模约为 173.8 亿美元、同增约 3%。

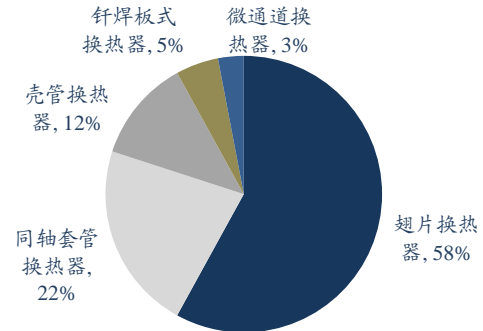
2021 年中国空气源热泵用换热器市场规模为 26.8 亿元，yoy +34.0%。产品细分来看，由于热泵产品外机换热器全部采用翅片换热器，因此翅片换热器在换热器市场中占比较高、2021 年占比为 60.6%。

图44: 2017-2021年我国热泵换热器市场规模



数据来源: 2021年中国热泵供暖产业年鉴, 东吴证券研究所

图45: 2021年我国换热器各类型占比情况



数据来源: 2021年中国热泵供暖产业年鉴, 东吴证券研究所绘制

从品牌竞争格局看, 换热器行业品牌集中度较低。翅片换热器多以整机自配为主, 外购需求相对薄弱, 外供品牌包括盾安、常发等; 板式换热器以外资企业为主流, 如阿法拉伐、丹佛斯等; 微通道换热器包括三花、丹佛斯、盾安等, 同时三花、盾安不仅布局换热器, 还在热泵阀件中占据龙头地位, 长期经营积累较多优质客户资源。

表16: 我国换热器类型及代表企业

换热器类型	代表性企业
翅片换热器	盾安环境、常发、诺而达
微通道换热器	三花智控、丹佛斯、盾安环境、康盛
同轴套管换热器	沈氏、英特、奥太华
钎焊式板式换热器	阿法拉伐、丹佛斯、舒瑞普
壳管换热器	盾安环境、英特、世林博尔

数据来源: 中国节能协会, 东吴证券研究所

➤ 阀件:

阀件在热泵中主要起到调节制冷剂流量的作用, 从而使热泵系统保持在最佳的工况下运行, 达到温度精准控制、省电等目的。由于阀件具备可逆性, 因此能够实现制冷/制热状态下流量的自动控制。

热泵用制冷阀件与商用空调的阀件较为相似, 主要包括截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀、热力膨胀阀、电磁阀与球阀等。其中截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀三大产品需求占比较高、合计占比超 95%。

从竞争格局看, 阀件集中度相对较高, 我国为全球主要阀件制造企业, 上市公司三花智控/盾安环境分别位居全球制冷阀件市占率第一/第二。对比国内外品牌的产品线, 国内阀件生产商产品布局较全, 外资品牌侧重布局电子膨胀阀等高附加值产品。

表17: 我国空气源热泵用阀件重点企业产品分布情况

品牌/产品	截止阀	四通换向阀	电子膨胀阀	热力膨胀阀	电磁阀	球阀
三花	✓	✓	✓	✓	✓	✓
盾安	✓	✓	✓	✓	✓	✓
鹭宫		✓	✓		✓	
艾默生				✓		
冈山	✓	✓				
不二工机			✓			
卡乐			✓			
丹佛斯			✓	✓		✓

数据来源:《中国空气能产业发展报告 2020》, 东吴证券研究所

5. 投资建议

5.1. 热泵产业链整体迎来发展机遇, 短期整机制造商受益最直接、长期品牌商最为受益

空气源热泵作为高效、清洁的供暖设备, 较传统空调、热水器等优势显著, 具有短期催化+长期坚挺的逻辑, 整体有望维持高景气度。1) 短期催化: 俄乌冲突下天然气能源紧缺, 能源价格高企加速欧洲地区能源转型。相较于欧洲其他供暖方式, 热泵节能减排优势显著、且满足各国对能源安全的需求, 因此热泵成为欧洲各国首选的供暖方式, 并出台热泵补贴政策以解决热泵前期投入过高的缺陷。2) 长期: 各国减碳政策压力下, 加速热泵部署、明确未来热泵增长目标, 长期高增长确定性强; 在“光伏+热泵”、新能源车热管理系统、烘干等领域持续拓宽, 热泵渗透率提升空间较广阔。

整体看, 我国热泵行业将会受益于全球需求升温而快速增长。短期欧洲需求高增拉动热泵行业增长, 长期碳中和目标带动下国内外热泵行业有望维持高景气行情。受到热泵高景气行情催化, 热泵行业高增有望持续, 为产业链中各环节带来发展机遇、品牌商及制造商均有望受益。

从热泵产业链看, 产业链不同环节受益程度、受益时间呈现不同特点。1) 短期来看, 我们认为产业链受益程度由高到低排序依次为整机制造商、品牌商、零部件制造商。欧洲能源安全及转型需求更为紧迫、政策刺激力度较国内更大、热泵需求主要受欧洲拉动, 我国热泵产业链配备完整、出口代工企业成本较低, 有望直接受益于热泵需求高增, 而品牌商渠道布局、需求传导至零部件制造商需要时间。2) 长期来看, 我们认为产业链受益程度由高到低排序为品牌商、零部件制造商、整机制造商。热泵渗透率持续提升背景下, 具备渠道优势、直接触达消费者的品牌商将会更为受益; 部分核心零部件如涡旋压缩机国产化率不足 20%, 核心零部件制造商将受益于行业增长和国产化率提升双重拉动, 长期发展空间亦较为广阔; 整机制造商有望携手品牌客户共同成长, 但考虑到中国热泵整机制造占比已达全球 60%, 国内整机制造商继续抢占全球市场份额空间较为有限, 长期驱动力将主要来自热泵行业的自然增长。

表18: 不同发展阶段热泵产业链受益分析

受益逻辑	催化因素	产业链受益排序	具体分析
短期受益	欧洲能源危机下, 海外尤其是欧洲市场需求爆发	整机制造商 > 品牌商 > 零部件制造商	<p>整机制造商: 欧洲热泵需求爆发背景下, 绑定国际品牌、为国际品牌代工的整机制造商短期业绩弹性强。</p> <p>品牌商: 短期热泵销量增长明显, 但国内品牌海外渠道布局有限、且新增渠道建设需要时间, 因此品牌商短期受益程度小于整机制造商。</p> <p>零部件制造商: 短期热泵相关订单增长, 但距消费者较远、传导时间较长, 因此短期受益程度相对有限。</p>
长期受益	能源安全、减碳目标、应用场景拓宽催化下, 国内外市场维持高景气度	品牌商 > 零部件制造商 > 整机制造商	<p>品牌商: 能够直接触达下游消费者、且利润空间最大, 长期最为受益。</p> <p>零部件制造商: 高端零部件国产替代、将受益于行业增长和国产化率提升双重拉动。</p> <p>整机制造商: 随合作品牌商业务发展而成长, 但由于中国热泵整机制造全球占比已较高、提升空间有限, 长期增速将与热泵行业增速趋同。</p>

数据来源: 东吴证券研究所归纳总结

整机制造商: 短期受益逻辑最明确, 长期绑定合作品牌发展。 ①**短期:** 当前欧洲热泵市场由国际品牌主导, 因此为国际品牌进行代工、绑定国际品牌的整机制造商将率先受益于市场扩容的机遇、业绩弹性较强。热泵制造商通常采用外销出口 OEM/ODM 贴牌代工、内销以自主品牌销售的模式。短期热泵需求主要受欧洲拉动, 因此热泵出口代工业务占比高的公司业绩弹性更大, 如芬尼科技、爱美泰、华天成、同益科技等。②**长期:** 由于我国代工企业扩产速度较快、成本较低, 随着热泵需求持续增长有望受益于行业增长。在制冷剂要求趋严、欧洲认证资质严格的背景下, 看好国内自身研发、技术壁垒较高、产品品质高、合作客户资源优质的企业能够分享海外热泵行业增长, 实现稳健成长, 如芬尼科技。同时我国热泵行业长期增长空间较为广阔, 整机制造商内销自有品牌或贡献第二增长曲线。

品牌商: 短期亦随热泵海外需求增长而受益、但相对整机制造商而言弹性较小, 长期渠道布局为关键、白电龙头有望突围。 ①**短期:** 主要机会来自欧洲市场需求增长, 由于我国热泵品牌处于刚起步阶段, 目前具备品牌出口能力的企业较少、且主要布局中低端市场, 因此短期来看我国热泵品牌商需求有一定增长、但业绩弹性相对整机制造商较小。②**长期:** 海外、国内热泵行业空间均较为广阔, 两者市场布局完善的企业有望深度受益。海外方面, 在能源安全诉求及碳中和诉求下, 热泵渗透率有望进一步提升。随着国内热泵品牌出海, 有望打开海外市场空间, 对标海外龙头 Carrier、三菱等非欧洲本地的品牌, 为切入欧洲市场一方面积极布局欧洲渠道安装业务、进行员工技能培训、组建专业安装团队为客户提供服务, 另一方面通过并购当地品牌的方式持续扩张; 国内方面, 伴随渗透率不断提升、我国热泵市场长期发展空间较大, 综合实力强的品牌有望在竞争中抢占先机。综合来看, 我们认为美的集团、海尔智家、格力电器因资金实力雄厚、技术积累深厚, 率先实现品牌出海, 同时由于三大白内销渠道布局成熟、市占率领先, 有望深度受益于热泵长期全球市场需求高增。

表19: 三大白全球渠道布局情况

公司	2021 年外销 收入同比	2021 年外销 收入占比	全球渠道布局
美的集团	+13.69%	40.34%	拥有 200 家子公司、35 个研发中心和 35 个主要生产基地，业务覆盖 200 多个国家和地区，海外自有品牌销售网点超过 2 万家。
海尔智家	+13.20%	50.63%	制造中心 133 个，销售中心 108 个，销售网点遍布 200 个国家和地区
格力电器	-43.76%	15.56%	国内外建有 77 个生产基地，产品远销 180 多个国家和地区，加速海外电商团队搭建，开拓多个区域的电商渠道销售

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

零部件制造商：短期间接受益、但传导周期长，关注核心零部件长期国产替代、龙头集中度提升的机会。①**短期：**由于距终端消费者较远、传导时间较长，受益于热泵全产业链需求增长，相关零部件订单持续增长、但短期受益程度相对整机制造商及品牌商较小。②**长期：**核心零部件不仅受益于热泵行业需求增长，国产替代带来的市占率提升亦有望推动核心零部件制造商业绩增长，如涡旋压缩机国产替代逻辑下有望迎来发展机遇、相关公司主要包括英华特、海立股份等，阀门行业龙头三花智控、盾安环境有望凭借规模优势实现市占率进一步提升。

5.2. 相关上市公司梳理

根据前文分析，短期来看，热泵出口代工业务占比高的整机制造商受益程度更为直接、业绩弹性更强，品牌商、零部件制造商受益程度弱于整机制造商；长期来看，内销市占率领先、具备出海能力的品牌商最为受益，核心零部件制造商成长空间较为广阔，整机制造商绑定合作品牌商共同发展。

我们梳理了 A+H 股从事热泵产品及相关零部件业务的多家公司，各公司的所处产业链条、销售模式、热泵业务规模有所差异，因此受益于欧洲热泵行业景气度提升的程度也不同，我们按切入热泵产业链层级进行分类，总结相关标的受益特点如下：

表20: 热泵相关标的分类及受益特点

分类	类型	受益分析	企业来源	特点	代表性企业
品牌商	内销	<ul style="list-style-type: none"> ▶短期需求稳定增长 ▶长期受益于国内热泵渗透率提升、应用场景拓宽 	空调企业	由于热泵采暖产品的运行原理、核心技术、生产制造均与空调相似，部分零部件可以共通，因此家用空调、中央空调企业切入热泵采暖领域具备一定的技术储备、业务协同和规模优势	美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电
			热水器企业	通常已布局热泵热水器产品，在热水处理方面更具优势，并基于热水垂直领域进行场景拓宽	日出东方、万和电气、华帝股份
			专业热泵企业	主营热泵相关产品，产品矩阵较广、更专注于热泵市场	芬尼科技（拟IPO）
	出口	<ul style="list-style-type: none"> ▶短期欧洲能源危机催化下出口品牌需求快速增长 ▶长期受益于海外热泵渗透率提升 	空调企业	<ul style="list-style-type: none"> ▶消费者倾向选择知名度高、渠道布局完善、安装售后服务齐全的品牌。 ▶我国品牌出口处于刚起步阶段、主要布局国外中低端市场、且出海企业较少，主要集中于空调龙头公司。 	美的集团、海尔智家、格力电器
整机制造商	<ul style="list-style-type: none"> ▶短期为国际品牌代工实现业绩大幅增长 ▶长期携手品牌发展 	/	<ul style="list-style-type: none"> ▶目前国内企业热泵相关产业链较为完备，且相较于海外企业、产能扩张速度及快速响应能力均更胜一筹，绑定海外优质客户的国内热泵代工企业OEM/ODM业绩快速增长 	芬尼科技（拟IPO）、日出东方、万和电气	
零部件制造商		<ul style="list-style-type: none"> ▶短期热泵相关零部件订单增速较快 ▶长期国产替代背景、行业规模效应下，发展空间较广阔 	压缩机	▶作为热泵最重要的零部件、技术壁垒较高，未来有望受益于国产化趋势	海立股份
			阀件	▶规模优势下龙头成本管控能力较强、通过产能扩张实现份额提升	三花智控、盾安环境

数据来源：东吴证券研究所归纳总结

表21: A股热泵行业相关公司情况梳理

相关公司	所处产业链	公司介绍	21年热泵业务占比	受益逻辑
芬尼科技（拟IPO）	出口整机制造商/内销品牌商	<ul style="list-style-type: none"> ▶热泵专业制造商，出口主要为欧洲、北美、澳大利亚等地客户进行代工，内销以自有品牌“芬尼”、“芬尼克兹”进行销售。 ▶2021年境外/境内销售占比分别为68.52%/31.48%。2018年至2020年空气源热泵产品出口连续三年排名第一。 	96.56%	<ul style="list-style-type: none"> ▶出口代工占比高，短期业绩弹性最大、直接受益； ▶热泵业务占比高，作为出口制造龙头深度绑定国际品牌商实现长期稳定发展。
日出东方	内销品牌商/出口整机制造商	<ul style="list-style-type: none"> ▶太阳能热水器龙头。热泵内销以“四季沐歌”“太阳雨”双自有品牌进行销售、外销以代工为主，内销占比高于外销。 ▶产品涵盖热水、采暖、烘干和泳池等，拥有顺德、连云港两大热泵制造基地，22年进一步扩张连云港基地热泵产能。 	14%	<ul style="list-style-type: none"> ▶热泵业务占比、以及出口业务占比相对较高，短期具备较大业绩弹性； ▶长期制造端热泵产能扩张、国内自有品牌有望发展。
万和电气	内销品牌商/出口整机制造商	<ul style="list-style-type: none"> ▶燃气热水器龙头。热泵内销以自有品牌为主、外销代工为主，22H1热泵业务内销/外销占比为91%/9%。 ▶22H1热泵产品营收同比增长超110%，其中出口同比增长超143%。 	2.3%	<ul style="list-style-type: none"> ▶热泵业务占比较低、以内销为主，短期弹性相对较小； ▶欧洲中高端品牌商合作关系紧密、长期有望获取优质客户资源。

美的集团	内销/外销品牌商	<ul style="list-style-type: none"> 白电龙头品牌。20年国内热泵销售额市占率位居第二。 海外：成功打造出 M thermal、热泵热水器、热泵泳池机、商用热泵四足鼎立发展模式，22上半年热泵类产品的出口金额同比增长超200%、国内热泵品牌出口规模第一。 22年10月于意大利新建热泵生产中心，建成投产后热泵产品下单到交付的周期将由原来的5个月缩短至1个月，将进一步提升产能及交付效率及在欧洲的影响力竞争力。 	约1%	<ul style="list-style-type: none"> 内销份额领先，通过并购意大利企业 Clivet 切入欧洲市场，短期品牌内外销需求订单大幅增长； 目前热泵业务占比仍较小，但整体销售规模较大、具备规模优势，欧洲持续拓张本土产能。长期有望保持国内领先态势、出海有望快速发展。
海尔智家	内销/外销品牌商	<ul style="list-style-type: none"> 白电龙头品牌。21年热泵产品收入超20亿，国内市场热泵销售额市占率位列第一。 海外：空气源热泵 22H1 出口欧洲迎来高速增长、yoy 达 200%+，订单量增长 10 倍，其中法国/意大利/德国同比+36%/64%/26%。 	1%	<ul style="list-style-type: none"> 内销市占率居首位，海外渠道布局较多，短期品牌内外销增速较快； 目前热泵业务占比较小，但整体销售规模较大、具备规模优势，作为全球化家电巨头出海经验丰富，长期品牌内销龙头地位稳固、海外市场有望快速打开。
格力电器	内销/外销品牌商	<ul style="list-style-type: none"> 白电龙头品牌。20年国内热泵销售额市占率位居第三。 海外：推出全球适用的高能效环保热泵热水器、高效储能型光伏空调等。 	约1%	<ul style="list-style-type: none"> 内销市占率居前列、具备一定海外渠道布局，短期品牌内外销业务增速较快； 目前热泵业务占比仍较小，但整体销售规模较大、具备规模优势，收购盾安环境进行产业链资源整合，长期品牌内销格局向好、规模优势显著，海外市场逐渐打开。
海信家电	内销品牌商	<ul style="list-style-type: none"> 白电品牌企业。热泵产品涵盖采暖、热水、干衣等。 21年收购三电进军汽车热管理系统。 	-	<ul style="list-style-type: none"> 短期内销需求稳定增长； 收购三电，切入新能源车热管理，长期有望受益于热泵汽车热管理系统的应用场景拓宽。
华帝股份	内销品牌商	<ul style="list-style-type: none"> 厨电行业龙头。热泵产品主要为授权品牌进行销售。 	-	<ul style="list-style-type: none"> 短期授权热泵品牌内销需求稳增； 长期受益于国内热泵渗透率提升，有望与厨电业务产生协同。
三花智控	零部件制造商	<ul style="list-style-type: none"> 阀件/换热器龙头。公司新能源汽车热管理业务聚焦热泵相关产品，2021年新能源汽车热管理实现收入40亿元、yoy 达 166%。 	-	<ul style="list-style-type: none"> 短期热泵/新能源汽车热管理系统相关零部件订单快速增长； 作为全球制冷技术龙头，规模效应下阀件份额提升。
盾安环境	零部件制造商	<ul style="list-style-type: none"> 阀件/换热器龙头，逐步切入新能源汽车热管理业务。 加大热泵研发，与日本企业合作研发首款 CO2 热泵热水机组安焱 iGlow 系列已上市。 	-	<ul style="list-style-type: none"> 短期热泵/新能源汽车热管理系统相关零部件订单逐渐增长； 聚焦制冷主业、龙头地位稳固，规模效应下阀件份额提升。
海立股份	零部件制造商	<ul style="list-style-type: none"> 压缩机产品全球领先，为非自配套领域第一、全球前三的空调压缩机供应商。 目前已经进入 20 多个省份提供热泵系统，主要应用于室内采暖和楼宇供热领域。 	-	<ul style="list-style-type: none"> 短期热泵相关零部件订单增长； 压缩机国产化趋势下长期发展空间广阔。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表22: A股热泵相关上市公司盈利预测(截至2023/1/20)

产业链	相关公司	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE			PEG	归母净利 22-24年 CAGR
			22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	
整机制造商	芬尼科技* (拟IPO)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	日出东方	51	1.83	2.58	3.22	28	20	16	1.3	21%
	万和电气	68	7.10	8.21	9.33	10	8	7	1.0	10%
品牌商	美的集团	3,994	300.41	336.52	372.12	13	12	11	1.8	7%
	海尔智家	2,493	151.83	174.95	199.47	16	14	13	1.7	10%
	格力电器	1,974	256.64	279.99	308.79	8	7	6	1.2	6%
	海信家电	237	13.35	16.40	19.33	18	14	12	1.4	13%
	华帝股份	51	4.43	5.08	5.80	11	10	9	1.2	9%
零部件制造商	三花智控	883	23.20	30.25	38.75	38	29	23	2.0	19%
	盾安环境	152	8.32	6.99	8.64	18	22	18	-	1%
	海立股份	64	1.83	2.54	2.88	35	25	22	2.1	16%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

注: *为未覆盖标的, 其余为已覆盖标的

6. 风险提示

能源价格持续下跌。天然气等能源价格若出现较大回落, 可能会削弱热泵低运行费用优势。

政策补贴力度不及预期。若政策对热泵补贴力度不及预期、欧洲热泵补贴退坡可能导致消费者无法承担热泵前期安装成本, 进而影响热泵需求。

原材料价格大幅上行。如果大宗原材料价格持续上行, 或将给相关公司带来一定的成本端压力, 影响公司盈利能力。

行业竞争加剧。国际品牌及国内品牌均有较多热泵相关产能扩张计划, 由于行业产能大幅扩张可能导致供需不匹配、行业竞争加剧。

日出东方 (603366)

太阳能热水器龙头，热泵业务快速发展 增持（首次）

2023年01月30日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

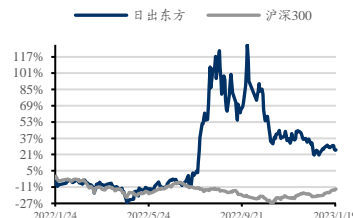
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	4,206	4,071	4,591	5,074
同比	19%	-3%	13%	11%
归属母公司净利润（百万元）	213	183	258	322
同比	25%	-14%	41%	24%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.26	0.22	0.31	0.39
P/E（现价&最新股本摊薄）	23.95	27.74	19.70	15.82

关键词：#第二曲线 #产能扩张

投资要点

- **国内太阳能热水器龙头**。公司成立于1999年，2012年上交所上市，主营热水器、清洁能源采暖及厨电等产品，是国内太阳能热水器龙头企业。2021年太阳能热水器/厨电产品/电热水器/空气能产品收入占比分别为40%/21%/12%/14%。公司旗下品牌包括太阳雨、四季沐歌、帅康三个品牌，其中太阳雨及四季沐歌专注于热水和采暖领域、帅康以厨电产品为主。公司内销主要通过自有品牌进行销售、外销以代工为主，2021年内销占比近90%。
- **业绩逐年修复，22年疫情反复下需求承压**。2012-2016年由于早期家电下乡补贴政策透支下游市场需求，太阳能热水器行业在2013年补贴政策退坡后持续下行，公司受国内下游需求疲软影响、营收/归母净利润CAGR分别为-8.6%/-13.1%。2017-2020年厨电产品、空气源热泵及电热水器驱动业绩快速修复，营收/归母净利润CAGR为+8%/+46%。2021年营收/归母净利润同比分别+19%/+25%，在原材料价格大幅上涨背景下，归母净利润逆势增长主要系投资收益贡献。2022Q1-3营收/归母净利润同比分别-6%/-77%，疫情影响下热水器、厨电等业务下游需求景气度下行致收入承压，归母净利润下滑较大主要系实行股权激励导致费用摊销增加。
- **主业太阳能热水器经营平稳，近年来厨电业务扩展顺利**。公司实施“一横一纵”战略，即以智能家居场景为横轴、以清洁能源供电/供暖/供热水为纵轴、进行多领域热能产品布局。分产品看，2017-2021年太阳能热水器/电热水器/厨电产品营收CAGR分别为+5%/+29%/+12%，2021年占比为40%/12%/21%。太阳能热水器为公司传统业务，虽近年来零售市场趋于饱和，但公司行业龙头地位稳固、有望分享太阳能热水器工程市场稳健增长。2017年起公司收购帅康、协同作用下厨电市场开拓顺利，并扩充电热水器业务，公司持续研发推广新品、提升品牌知名度，渠道下沉下市占率有望提高。
- **深度布局热泵领域，高景气度行情下产能进一步扩张**。2012年起公司开始布局热泵（空气能）业务，拥有顺德、连云港两大生产基地，产品覆盖热水、采暖、泳池三大领域，内销主要以太阳雨、四季沐歌品牌进行销售，外销主要为国际品牌贴牌代工，内销占比高于外销。2021年热泵业务实现收入6.06亿元、同比高增+120%、占比14%，2022年持续高增。短期看，欧洲能源危机下热泵需求高增，公司积极拓展海外采暖市场产品，产品性能优势突出、能够在北方起低温环境下实现稳定供暖，热泵业务布局时间较早、技术储备深厚、认证资质完备，外销需求增长有望大幅拉动公司业绩。长期看，公司布局两大热泵生产基地、2022年连云港基地热泵产能进一步扩张，外销订单承接能力提高，内销与公司原有主业太阳能热水器业务协同性较强、品牌知名度高、渠道布局完善，国内热泵市场市占率有望持续提升。
- **原材料下行、采暖热泵销售占比提升驱动下，毛利率改善趋势明确**。公司毛利率变动主要受原材料价格、产品结构等影响，由于太阳能热水器工程销售占比增加、厨电业务竞争加剧，2015-2020年公司整体毛利率由38%逐渐回落至33%左右。公司原材料主要包括铜、铝、钢等大宗金属材料，21年价格分别同比+40%/+33%/+36%，原材料价格高企致使毛利率同比下滑1.87pct至历史低点29.51%，2022Q1-3仍受到原材料价格影响，毛利率为29.33%，但呈逐季修复趋势。分业务看，2021年太阳能热水器/厨电业务/电热水器/空气能产品毛利率分别为28%/37%/31%/21%。2022年以来原材料价格步入下行通道，叠加公司出口热泵采暖产品占比提升、产品结构优化，未来毛利率有望逐步提升。
- **盈利预测与投资评级**：日出东方是国内太阳能热水器龙头，品牌知名度、技术、渠道、生产优势显著。公司传统太阳能热水器业务、厨电业务等发展较为平稳，空气源热泵成为第二增长曲线。2022年以来宏观经济环境、疫情等因素影响下公司传统产品需求较为疲软、收入承压，但原材料价格下行带动盈利能力逐步改善。未来太阳能热水器工程需求空间仍较为广阔、公司热水器产品有望稳定增长，渠道下沉后厨电业务市占率有望提升，公司较早布局空气能热泵产品，2022年加速拓展海外采暖市场、并进行热泵产能扩张，有望深度受益于欧洲能源危机及国内市场空间扩容的机遇、热泵业务有望贡献较大业绩增量。我们预计2022-2024年归母净利润分别为1.83/2.58/3.22亿元，EPS分别为0.22/0.31/0.39元/股，对应PE分别为28/20/16X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示**：原材料价格上涨、房地产政策调整、市场开拓不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.20
一年最低/最高价	3.58/11.60
市净率(倍)	1.43
流通 A 股市值(百万元)	4,998.07
总市值(百万元)	5,089.39

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.35
资产负债率(% ,LF)	40.99
总股本(百万股)	820.87
流通 A 股(百万股)	806.14

相关研究

日出东方三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,094	2,644	3,176	3,872	营业总收入	4,206	4,071	4,591	5,074
货币资金及交易性金融资产	797	1,376	1,828	2,293	营业成本(含金融类)	2,965	2,871	3,203	3,501
经营性应收款项	381	397	483	460	税金及附加	32	33	37	41
存货	725	711	624	931	销售费用	800	814	895	989
合同资产	13	10	14	14	管理费用	206	216	230	254
其他流动资产	178	150	226	175	研发费用	155	134	156	173
非流动资产	4,182	4,129	4,078	4,030	财务费用	0	0	2	2
长期股权投资	1,217	1,217	1,217	1,217	加:其他收益	32	31	35	38
固定资产及使用权资产	1,034	998	960	919	投资净收益	173	163	184	203
在建工程	30	25	20	15	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	482	464	451	443	减值损失	-26	0	0	0
商誉	221	221	221	221	资产处置收益	-1	-1	-1	-1
长期待摊费用	87	92	97	103	营业利润	225	195	285	355
其他非流动资产	1,112	1,112	1,112	1,112	营业外净收支	-11	-2	-2	-2
资产总计	6,276	6,773	7,253	7,902	利润总额	215	193	284	353
流动负债	2,421	2,734	2,949	3,267	减:所得税	0	12	23	28
短期借款及一年内到期的非流动负债	31	41	121	171	净利润	215	182	261	325
经营性应付款项	911	1,308	1,183	1,359	减:少数股东损益	2	-2	3	3
合同负债	450	326	485	486	归属母公司净利润	213	183	258	322
其他流动负债	1,029	1,059	1,159	1,250	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.26	0.22	0.31	0.39
非流动负债	172	177	182	187	EBIT	55	34	105	155
长期借款	0	5	10	15	EBITDA	235	144	213	261
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.51	29.47	30.22	31.00
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	5.05	4.51	5.63	6.34
其他非流动负债	172	172	172	172	收入增长率(%)	18.71	-3.19	12.76	10.52
负债合计	2,593	2,911	3,130	3,454	归母净利润增长率(%)	24.92	-13.67	40.82	24.49
归属母公司股东权益	3,597	3,778	4,036	4,358					
少数股东权益	86	85	87	90					
所有者权益合计	3,683	3,862	4,123	4,448					
负债和股东权益	6,276	6,773	7,253	7,902					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	139	467	246	275	每股净资产(元)	4.37	4.60	4.92	5.31
投资活动现金流	38	102	124	141	最新发行在外股份(百万股)	821	821	821	821
筹资活动现金流	-313	11	81	48	ROIC(%)	1.48	0.84	2.36	3.21
现金净增加额	-138	580	452	465	ROE-摊薄(%)	5.91	4.86	6.40	7.38
折旧和摊销	180	111	108	106	资产负债率(%)	41.31	42.98	43.16	43.71
资本开支	-130	-55	-55	-55	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.95	27.74	19.70	15.82
营运资本变动	-109	333	54	37	P/B(现价)	1.42	1.35	1.26	1.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

万和电气 (002543)

业绩底部修复，布局热泵有望打开成长空间 增持（首次）

2023年01月30日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

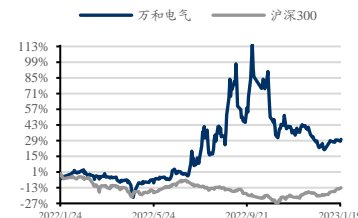
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	7,527	7,027	7,696	8,375
同比	20%	-7%	10%	9%
归属母公司净利润（百万元）	358	710	821	933
同比	-41%	98%	16%	14%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.48	0.95	1.10	1.25
P/E（现价&最新股本摊薄）	19.01	9.60	8.29	7.30

关键词：#第二曲线

投资要点

- **国内燃气热水器龙头。**公司成立于1993年，2011年深交所上市，专注于热水器、厨电业务，同时在集成灶、消毒柜、热泵等领域进行产品延伸，是我国燃气热水器龙头企业、至2021年连续18年燃热品牌市占率位居全国第一，2021年公司生活热水/厨电业务占比分别为46.0%/45.9%。公司以内销为主、外销逐年提升，2021年内销/外销占比分别为57%/43%。
- **多因素影响下业绩增速放缓。**2011-14年发展较稳健，营收/净利CAGR15%/9%。2015-17年在“煤改电”、“煤改气”政策驱动下经营向好，营收/净利快速增长，CAGR25%/14%。2018-20年外销受中美贸易摩擦压制，内销因房地产政策持续调控、疫情等影响，需求较疲软，公司通过产品及客户结构优化、费用管控等方式实现净利逆势提升，营收/净利CAGR-5%/12%。21年营收/净利+20%/-41%，净利大幅回落主要系原材料及能源价格高企致毛利率-5.28pct，资产及信用减值大幅增加。2022Q1-3营收/归母净利/扣非净利分别-9.7%/+3.7%/+87.4%，海外需求及国内地产周期下行致收入仍承压，原材料价格回落及人民币贬值带动利润改善。
- **生活热水经营相对稳健、厨电业务受外需影响波动较大，线上渠道增速较快。**1) 分业务：生活热水以内销为主、增长稳健，厨电业务外销为主、波动较大。生活热水包含燃气/电/太阳能/热泵热水器等、主要为内销，15-21年营收CAGR8.0%，增长较为稳健，22H1生活热水收入同比+0.9%、增速放缓主要受内销需求下滑影响，随三、四线城市及农村等下沉市场需求释放、有望持续增长。厨电业务涵盖吸油烟机/燃气灶/集成灶等、主要为外销代工，15-21年营收CAGR12.9%、受外需影响波动较大。22H1收入同比-10.93%、主要受外需疲软影响，全球通胀背景下外需疲软或将持续。2) 分渠道：深化渠道融合，线上渠道发展迅速。2015-2021年内销/外销营收CAGR为8.5%/13.2%、外销增速略快于内销。内销分线上线下看，2015-2021年线上/线下营收CAGR26%/3%，21年线上/线下占国内收入分别为39%/61%。线上渠道通过拓展京东、天猫等第三方渠道及加强私域流量建设，保持快速增长；线下赋能终端销售、实现零售数据化转型，并加快三到六线城市覆盖率，21年共开拓1331个网点。
- **原材料价格下行，毛利率改善趋势明确。**2015-20年毛利率基本维持28%-33%区间。21年主要原材料铜/铝/钢价格同比+40%/+33%/+36%、致毛利率同比下滑5.28pct至历史低点23.53%，22Q1-3随原材料价格回落，毛利率同比修复3.14pct至26.67%、但仍低于正常水平。分业务看，生活热水毛利率于35%-40%区间波动，22H1毛利率同比+1.2pct至31%；厨电业务毛利率变动区间为20%-25%，2022H1毛利率15%、同比+4.26pct。鉴于2022年以来原材料价格步入下行通道、盈利能力持续改善，预期未来毛利率有望逐步恢复至正常水平。
- **热泵业务加速布局，技术、渠道优势明显。**公司热泵主要为内销品牌销售，小部分热泵热水器出口代工，目前正在推进采暖热泵出口认证，22H1热泵业务内销/外销营收占比91%/9%。公司自2008年起布局热泵热水器，具备较强技术积累及生产能力，同时热泵可与国内热水品牌渠道及海外厨电销售渠道实现复用、渠道优势显著。热泵高景气行情下，公司将空气源热泵提升至战略级别，2022H1空气源热泵产品实现收入8649.90万元、营收占比2.3%、同增超110%，其中出口占比9%、同增超143%。内销方面公司持续完善渠道布局，新增专卖店13家至41家、新增零售网点89个至278个。短期看，欧洲热泵需求高增带动公司热泵销量增长，但目前公司出口代工热泵产品仅为热泵热水器、热泵采暖产品处于出口认证阶段，公司具备快速投产能力，完成认证及调试后热泵出口供暖业务有望快速放量。长期看，公司与海外中高端电器品牌如博世等合作关系紧密、热泵出口代工有望绑定头部品牌共同成长，内销方面有望借力公司热水器业务品牌力及渠道优势、业务空间广阔。
- **盈利预测与投资评级：**万和电气作为国内燃热龙头，拥有强大的品牌力、技术储备及渠道优势。受到宏观经济、疫情、原材料价格高企等影响，近年业绩承压。2022年以来房地产政策调控、疫情等影响持续，收入仍承压，但原材料价格下行及人民币贬值带动盈利能力逐步改善。未来热水器更新需求叠加下沉市场需求、公司传统热水器产品渗透率有望稳定增长，外需回暖后厨电业务有望回升，热泵业务有望受益于欧洲能源危机及国内市场空间扩容机遇、快速增长打开成长空间。2022年公司管理层换届完成，二代接班后有望进一步释放经营活力，逐步向年轻化、时尚化转变。我们预计22-24年归母净利润为7.10/8.21/9.33亿元，EPS为0.95/1.10/1.25元/股，对应PE为10/8/7X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨、房地产政策调整、汇率波动、外需疲软、市场开拓不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.16
一年最低/最高价	5.67/15.69
市净率(倍)	1.58
流通 A 股市值(百万元)	5,778.49
总市值(百万元)	6,811.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.80
资产负债率(% ,LF)	36.28
总股本(百万股)	743.60
流通 A 股(百万股)	630.84

相关研究

万和电气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,633	4,881	6,490	6,979	营业总收入	7,527	7,027	7,696	8,375
货币资金及交易性金融资产	1,828	2,574	3,515	3,826	营业成本(含金融类)	5,756	5,169	5,493	5,770
经营性应收款项	1,164	1,231	1,336	1,456	税金及附加	43	32	35	38
存货	1,516	964	1,492	1,563	销售费用	630	668	808	1,005
合同资产	0	0	0	0	管理费用	208	126	146	167
其他流动资产	126	112	147	134	研发费用	286	225	269	335
非流动资产	3,494	3,488	3,470	3,445	财务费用	37	12	2	-12
长期股权投资	94	94	94	94	加:其他收益	27	28	31	33
固定资产及使用权资产	955	959	966	961	投资净收益	16	-14	-15	-17
在建工程	24	32	26	23	公允价值变动	47	0	0	0
无形资产	299	275	251	227	减值损失	-230	5	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-3	3	3	3
长期待摊费用	14	19	24	31	营业利润	425	817	961	1,092
其他非流动资产	2,108	2,108	2,108	2,108	营业外净收支	-10	18	5	5
资产总计	8,128	8,369	9,960	10,424	利润总额	415	835	966	1,097
流动负债	3,830	3,357	4,121	3,648	减:所得税	59	125	145	165
短期借款及一年内到期的非流动负债	714	714	714	714	净利润	357	710	821	933
经营性应付款项	2,038	1,552	2,263	1,744	减:少数股东损益	-1	0	0	0
合同负债	410	388	412	433	归属母公司净利润	358	710	821	933
其他流动负债	668	704	732	757	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.48	0.95	1.10	1.25
非流动负债	287	292	297	302	EBIT	493	841	980	1,099
长期借款	186	191	196	201	EBITDA	651	959	1,109	1,236
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.53	26.44	28.62	31.11
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	4.76	10.10	10.67	11.14
其他非流动负债	100	100	100	100	收入增长率(%)	20.05	-6.64	9.51	8.83
负债合计	4,117	3,649	4,418	3,949	归母净利润增长率(%)	-41.40	98.11	15.71	13.60
归属母公司股东权益	4,009	4,718	5,540	6,473					
少数股东权益	2	2	2	2					
所有者权益合计	4,011	4,720	5,542	6,474					
负债和股东权益	8,128	8,369	9,960	10,424					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	410	886	1,093	469	每股净资产(元)	5.39	6.35	7.45	8.70
投资活动现金流	-123	-105	-118	-121	最新发行在外股份(百万股)	744	744	744	744
筹资活动现金流	-194	-35	-35	-35	ROIC(%)	9.07	13.56	13.79	13.49
现金净增加额	66	747	940	312	ROE-摊薄(%)	8.94	15.04	14.82	14.41
折旧和摊销	158	118	129	138	资产负债率(%)	50.65	43.60	44.36	37.89
资本开支	-95	-85	-98	-98	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.01	9.60	8.29	7.30
营运资本变动	-253	31	95	-651	P/B (现价)	1.70	1.44	1.23	1.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

美的集团 (000333)

白电龙头竿头日进, 扬帆 B 端蓝海 买入 (首次)

2023 年 01 月 30 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

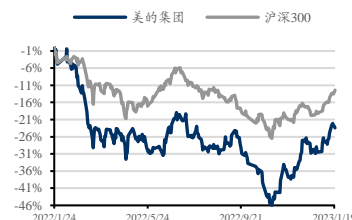
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	343,361	357,155	385,091	412,572
同比	20%	4%	8%	7%
归属母公司净利润 (百万元)	28,574	30,041	33,652	37,212
同比	5%	5%	12%	11%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	4.08	4.29	4.81	5.32
P/E (现价&最新股本摊薄)	13.98	13.29	11.87	10.73

关键词: #市占率上升 #第二曲线

投资要点

- **全球白电龙头, 由家电企业转型全球化综合科技集团。**公司成立于 1968 年, 2013 年在深交所上市, 产品覆盖空调、冰箱、洗衣机、工控、3C 等领域。目前作为全球化科技集团, 美的业务涵盖智能家居/楼宇科技/工业技术/机器人与自动化/数字化创新业务五大板块, 2022 年前三季度营收占比分别为 74.9%/6.8%/7.2%/7.8%/3.3%。公司全球运营、海内外业务并重, 覆盖 200 多个国家和地区, 2022H1 国内/国外收入占比分别为 57.4%/42.6%。
- **家电行业步入存量竞争, 公司战略转型 To B 业务。**公司发展主要分为 4 个阶段: 1) 起步期: 1968-2005 年, 公司 1980 年开始生产电风扇进入家电行业, 后产品逐步扩展至空调、冰箱等电器, 布局家电全品类。2) 扩张期: 2006-2011 年, 受益于家电下乡补贴政策带来市场需求旺盛, 家电行业整体快速成长, 公司收入规模腾飞, 营收/净利 CAGR+29.5%/+38.7%。3) 变革期: 12-18 年家电下乡补贴政策红利消退, 行业成长速度放缓, 公司由相对简单粗放的规模和品类扩张、逐步通过精细化运营转变为更高质量成长, 营收/净利 CAGR+16.9%/+35.6%。4) 转型期: 随着家庭家电整体保有量达到瓶颈, 家电市场由增量阶段进入存量阶段, 2019 年之后公司开始转型, 改组业务板块, 布局 To B 端业务、成为公司长期战略方向, 由白电龙头向全球化科技集团迈进。21 年受原材料涨价影响盈利能力承压, 营收/净利 CAGR+20.2%/+5.0%。2022Q1-3 地产景气下行叠加经济增速放缓、下游需求遇冷, 营收/净利+3.4%/+4.3%。
- **To C 业务修复, 品牌、产品、渠道深筑护城河, 未来稳健增长可期。**To C 端业务主要为智能家居产品, 2022Q1-3 同增+1.7%, 约占总收入 7 成以上, 是目前公司主要收入来源。不断强化自身品牌、产品、渠道壁垒, 有望受益于行业回暖和集中度提升: 1) **产品上**, 公司白电品类市场份额稳固, 积极拓展新兴厨电和小家电品类、完善多品类产品布局, 受益于细分行业规模快速和集中度提高, 有望打开新成长空间。2) **品牌上**, 推行多品牌策略, 品牌矩阵从大众到高端市场全覆盖, 自主品牌 COLMO 在高端市场份额显著提升, 增长确定性强; 通过并购其他公司提升品牌海外市场影响力, Eureka、Comfee、Clivet 分别主攻北美、中东和南美市场。3) **渠道上**, 深化渠道转型变革, 线下渠道完成代理商向运营商转型, 电商渠道强化细分渠道经营, 家用空调等 7 个品类线上、线下市场份额均位列第一。“T+3”模式转型订单驱动, 压缩供货和交付周期, 未来数智驱动有望持续提升渠道效率。
- **发力 To B 业务, 启动收入增长第二引擎。**公司 2020 年业务改组后, 开始向 B 端客户提供产品和服务, 布局工业技术、楼宇科技、机器人与自动化及数字化创新四大业务板块, 2022Q1-3 分别同比+14.8%/+22.7%/+5.7%/+37.3%、总营收占比不足 30%, 虽营收占比低、但增速显著高于 To C 业务, 有望持续贡献收入增量。1) **工业技术**: 覆盖智慧交通、工业自动化、绿色能源、消费电器四大领域。Welling 威灵汽车部件切入新能源车热管理、电驱动等核心部件赛道, 逐步实现“部件-组件-系统”的发展路径, 国产替代逻辑下增长潜力较大。2) **楼宇科技**: 中央空调+菱王电梯+美控智慧为楼宇及公共设施提供能源、暖通、电梯、控制等产品及全套解决方案和服务。通过收购意大利高端中央空调、热泵品牌 Clivet 加码欧洲地区布局, 2022 年在意大利开工新建年产能 10 万台外机和 20 万台内机的热泵产研中心, 有望提高公司欧洲热泵产能和交付能力及品牌影响力。3) **机器人与自动化**: 美的收购的四大机器人家族之一的库卡, 是协作机器人、移动机器人和工业重型机器人全覆盖的制造商, 产品依托技术优势, 在医学、农业等领域均有突破。政策扶持和制造业回暖推动中国工业机器人行业持续增长, 未来市场空间广阔。4) **数字化创新**: 包含美云智数、安得智联、美智光电、美智科技等业务, 为企业数字化转型提供软件服务和无人零售解决方案。美云智数 2021 年外部业务同比增长 96%, 其和安得智联分别切入工业 SaaS 和大件物流, 长期看二者协同增长空间较大。
- **盈利预测与投资评级**: 美的集团是国内家电龙头, To B 和 To C 业务双线发展。To C 端家电业务依托品牌、产品和渠道壁垒, 市场份额稳固, 随疫情影响消退、叠加地产预期反转, 行业逐步进入修复阶段, 有望受益于行业回暖及龙头集中度提高, 基本盘维持稳健增长。To B 端, 楼宇科技和机器人业务增长确定性较强、数字化创新和新能源业务空间广阔, 成长空间较为广阔。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 300/337/372 亿元, EPS 分别为 4.29/4.81/5.32 元/股, 对应 PE 分别为 13/12/11X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示**: 原材料价格上涨、汇率波动、海外市场需求不景气、新业务开拓不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	57.08
一年最低/最高价	40.09/78.80
市净率(倍)	2.87
流通 A 股市值(百万元)	391,173.86
总市值(百万元)	399,371.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.89
资产负债率(% ,LF)	64.34
总股本(百万股)	6,996.70
流通 A 股(百万股)	6,853.08

相关研究

美的集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	248,865	244,715	306,320	336,600	营业总收入	343,361	357,155	385,091	412,572
货币资金及交易性金融资产	77,755	82,402	119,306	154,697	营业成本(含金融类)	264,626	273,009	290,767	311,245
经营性应收款项	44,048	46,184	51,219	55,414	税金及附加	1,609	1,776	1,915	2,053
存货	45,924	34,032	52,468	42,004	销售费用	28,647	28,768	31,413	34,077
合同资产	3,823	4,084	4,406	4,722	管理费用	10,266	11,010	11,876	12,728
其他流动资产	77,314	78,012	78,921	79,763	研发费用	12,015	12,786	13,791	14,781
非流动资产	139,082	139,124	139,159	139,367	财务费用	-4,386	-3,327	-1,740	-3,400
长期股权投资	3,797	4,097	4,597	5,097	加:其他收益	1,308	1,172	1,341	1,437
固定资产及使用权资产	25,150	25,956	25,962	25,804	投资净收益	2,366	1,776	1,915	2,053
在建工程	2,691	1,345	673	336	公允价值变动	-166	100	20	20
无形资产	17,173	18,355	19,537	20,719	减值损失	-867	-598	-498	-498
商誉	27,875	26,875	25,875	24,875	资产处置收益	58	36	38	41
长期待摊费用	1,394	1,394	1,394	1,394	营业利润	33,281	35,620	39,884	44,141
其他非流动资产	61,002	61,102	61,122	61,142	营业外净收支	436	260	350	350
资产总计	387,946	383,839	445,479	475,966	利润总额	33,718	35,880	40,234	44,491
流动负债	222,851	202,181	229,323	221,592	减:所得税	4,702	5,382	6,035	6,674
短期借款及一年内到期的非流动负债	34,329	34,329	34,329	34,329	净利润	29,015	30,498	34,199	37,817
经营性应付款项	98,736	86,236	110,772	100,116	减:少数股东损益	442	457	547	605
合同负债	23,917	13,645	14,533	15,557	归属母公司净利润	28,574	30,041	33,652	37,212
其他流动负债	65,870	67,971	69,689	71,590	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.08	4.29	4.81	5.32
非流动负债	30,270	30,270	30,270	30,270	EBIT	26,674	31,180	36,868	39,325
长期借款	19,734	19,734	19,734	19,734	EBITDA	29,904	35,039	40,856	43,439
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.48	23.16	24.13	24.22
租赁负债	1,534	1,534	1,534	1,534	归母净利率(%)	8.37	8.46	8.78	9.06
其他非流动负债	9,002	9,002	9,002	9,002	收入增长率(%)	20.18	4.02	7.82	7.14
负债合计	253,121	232,451	259,592	251,862	归母净利润增长率(%)	4.96	5.13	12.02	10.58
归属母公司股东权益	124,868	140,974	174,925	212,538					
少数股东权益	9,957	10,414	10,962	11,567					
所有者权益合计	134,825	151,388	185,887	224,104					
负债和股东权益	387,946	383,839	445,479	475,966					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	35,092	22,015	40,004	38,551	每股净资产(元)	17.87	20.15	25.00	30.38
投资活动现金流	13,600	-1,729	-1,696	-1,856	最新发行在外股份(百万股)	6,997	6,997	6,997	6,997
筹资活动现金流	-31,205	-15,839	-1,704	-1,704	ROIC(%)	12.28	13.34	13.98	12.83
现金净增加额	17,002	4,647	36,904	35,391	ROE-摊薄(%)	22.88	21.31	19.24	17.51
折旧和摊销	3,230	3,859	3,988	4,114	资产负债率(%)	65.25	60.56	58.27	52.92
资本开支	-6,489	-3,204	-3,112	-3,409	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.98	13.29	11.87	10.73
营运资本变动	8,784	-12,473	1,939	-3,118	P/B(现价)	3.19	2.83	2.28	1.88

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

海尔智家 (600690)

高端化全球化发展，助家电巨头基业常青 买入 (首次)

2023年01月30日

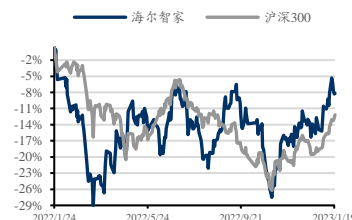
证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	227,556	247,154	270,924	294,228
同比	8%	9%	10%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	13,067	15,183	17,495	19,947
同比	47%	16%	15%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.38	1.61	1.85	2.11
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.08	16.42	14.25	12.50

股价走势



关键词: #市占率上升

投资要点

- 全球家电行业龙头。**公司成立于1984年,1993年于上交所上市,主营大家电、暖通空调和小家电等产品,产品系列覆盖全面,是全球家电行业领导者,2021年空调/电冰箱/洗衣机/厨电/水家电/装备部品及渠道综合服务产品收入占比分别为17%/32%/24%/16%/6%/7%。公司在全球有家电品牌集群,包括海尔、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Candy、Fisher&Paykel及AQUA,主要通过发展自主品牌和并购标的布局海外市场,外销逐年提升,2021年内销/外销分别占比49.4%/50.6%。
- 业绩稳健增长,疫情扰动下凸显经营韧性。**2005-2012年,公司拓展品牌矩阵,创立高端品牌卡萨帝,整合三洋家电、斐雪派克、通用电气家电、Candy,营收/净利CAGR+25.3%/+45.3%。2013-2019年,公司从“制造产品”转型“孵化创客”,重视智慧生态圈,整体发展较稳健,营收/净利CAGR+15.1%/+12.0%。2020年至今,公司主打生态品牌战略,发力场景销售。2021年营收/归母净利同比分别+8.5%/+47.1%,在原材料价格大幅上涨不利环境下,归母净利逆势增长主要系21年末以发行H股方式私有化海尔电器。2022Q1-3营收/归母净利同比分别+8.9%/+17.3%,疫情影响下游需求疲软,公司营收逆势增长,主要系产品创新带来新品类增长,归母增速高于营收主要系毛利率提升结合费用管控较好推动盈利能力提升。
- 国内市场:多品牌布局差异化定位,高端品牌表现优异,家电行业全产品覆盖、新兴小家电成长较快。**国内家电行业较为成熟,一方面传统家电产品市场消费趋势向高端化发展,消费结构不断升级,另一方面新兴家电品类渗透率仍较低,成长空间较为广阔。海尔把握行业趋势,不断完善品牌布局、进行品牌高端化转型,丰富产品矩阵、加大新兴品类投入:
 - 1) 品牌:**三大品牌卡萨帝、海尔和Leader,差异化定位实现高端、大众和年轻消费群体全覆盖。受益于高端市场规模增长和品牌较早布局,高端品牌卡萨帝快速成长、2021年收入同比增长超40%、带动公司整体业绩增长。
 - 2) 产品:**公司加大对清洁类家电、厨房小家电、个人护理家电等新兴高增长潜力品类的投入,贡献收入新增量。2020年推出“三翼鸟”进一步将产品从家电延伸到家庭全场景个性化解决方案,2022H1新增313家三翼鸟智慧厨房店、新进入902家乡镇下沉店,全场景服务有望协同家电品牌带来较高增量。
- 海外市场:出口创牌持续推进,海外业务持续高增。**海尔于1998年首次通过冰箱进入美国市场,是国内较早出海开始全球化运营的家电公司、先发优势显著,2011-2021年海外业务营收CAGR达30.9%。2022年欧洲能源危机下公司热泵出口表现靓丽,如海尔空气源热泵22H1出口额同比增幅超200%、订单量增10倍。公司通过自建品牌和收购品牌的方式布局海外市场:
 - 1) 自主品牌:**公司多年全球化运营经验和产销研三位一体的战略赋能,针对海外市场不同消费人群的使用习惯调整产品设计,在国际市场具备较强竞争力。
 - 2) 收购品牌:**由于公司深耕海外市场二十余年,收购较多优质标的,丰富的品牌矩阵触达全球市场,GEA、Candy、AQUA、Fisher&Paykel分别主攻北美、东欧、东南亚和澳洲市场,2022H1公司在美洲/欧洲/澳新/南亚/东南亚/日本营收分别同增6%/12.7%/0.9%/22.8%/11.9%/3.3%。
- 原材料价格下行、产品结构优化带动毛利率回暖,数字化运营实现降本提效。**公司毛利率主要受到原材料价格、产品结构等因素影响。得益于持续优化产品结构、高端产品销售增长较快,毛利率2018-2021年由29.0%同比上升2.2pct至31.2%,2022年以来随原材料价格下行、高端产品占比提升,毛利率逐季增幅扩大。未来原材料价格有望持续下行,品牌高端化推进下盈利能力有望持续提升。公司推行数字化转型、整合协同全球资源,2019-2021年费用率由25.4%下降0.8pct至24.6%,伴随数字化运营能力提升、有望实现长期降本增效。
- 盈利预测与投资评级:**海尔智家作为全球化家电巨头,海内外业务并重发展。在疫情扰动、需求疲软背景下仍实现业绩逆势增长,公司强α属性突出。短期看疫情管控放开后行业需求有望回暖,公司龙头地位稳固有望率先享受行业恢复红利。中长期看,国内市场消费升级背景下,高端品牌卡萨帝有望保持强劲增长、市场份额进一步提升,新兴产品及场景销售品牌“三翼鸟”有望贡献业绩增量;海外市场公司进行前瞻布局,多品牌抢占发达国家市场份额,市占率上升态势有望延续,叠加数字化运营和全球协同降本提效,有望带动盈利能力提升。我们预计2022-2024年归母净利润分别为152/175/199亿元,EPS分别为1.61/1.85/2.11元/股,对应PE分别为16/14/13X,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:**宏观经济下行、原材料价格波动、海外市场需求持续疲软等。

市场数据

收盘价(元)	26.39
一年最低/最高价	20.40/30.10
市净率(倍)	2.72
流通 A 股市值(百万元)	166,482.70
总市值(百万元)	249,295.73

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.70
资产负债率(% ,LF)	59.49
总股本(百万股)	9,446.60
流通 A 股(百万股)	6,308.55

相关研究

海尔智家三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	123,608	130,948	165,368	189,985	营业总收入	227,556	247,154	270,924	294,228
货币资金及交易性金融资产	48,643	59,663	78,932	105,775	营业成本(含金融类)	156,483	170,256	184,534	200,134
经营性应收款项	28,843	34,454	34,651	40,429	税金及附加	807	816	894	971
存货	39,863	30,077	44,812	36,577	销售费用	36,554	38,803	42,264	45,900
合同资产	304	321	352	382	管理费用	10,444	10,875	11,921	12,358
其他流动资产	5,954	6,433	6,620	6,821	研发费用	8,357	9,886	11,108	12,063
非流动资产	93,852	95,179	96,170	97,091	财务费用	686	134	783	686
长期股权投资	23,232	23,332	23,432	23,532	加:其他收益	958	989	1,084	1,177
固定资产及使用权资产	25,041	27,270	28,117	28,370	投资净收益	2,403	1,977	1,626	1,765
在建工程	4,183	2,092	1,046	523	公允价值变动	119	0	0	0
无形资产	9,550	9,640	9,730	9,820	减值损失	-1,939	-1,210	-1,210	-1,210
商誉	21,827	22,827	23,827	24,827	资产处置收益	111	25	27	29
长期待摊费用	589	589	589	589	营业利润	15,876	18,164	20,947	23,878
其他非流动资产	9,430	9,430	9,430	9,430	营业外净收支	40	-30	-30	-30
资产总计	217,459	226,127	261,538	287,076	利润总额	15,916	18,134	20,917	23,848
流动负债	124,797	123,639	140,970	145,837	减:所得税	2,699	2,720	3,137	3,577
短期借款及一年内到期的非流动负债	20,849	21,849	22,849	23,849	净利润	13,217	15,414	17,779	20,271
经营性应付款项	67,368	65,053	78,473	77,187	减:少数股东损益	150	231	284	324
合同负债	10,017	8,513	9,227	10,007	归属母公司净利润	13,067	15,183	17,495	19,947
其他流动负债	26,563	28,223	30,422	34,795	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.38	1.61	1.85	2.11
非流动负债	11,580	11,580	11,580	11,580	EBIT	14,291	17,707	21,487	24,180
长期借款	3,039	3,039	3,039	3,039	EBITDA	19,352	21,670	25,586	28,429
应付债券	335	335	335	335	毛利率(%)	31.23	31.11	31.89	31.98
租赁负债	1,961	1,961	1,961	1,961	归母净利率(%)	5.74	6.14	6.46	6.78
其他非流动负债	6,245	6,245	6,245	6,245	收入增长率(%)	8.50	8.61	9.62	8.60
负债合计	136,377	135,218	152,550	157,417	归母净利润增长率(%)	47.10	16.19	15.22	14.01
归属母公司股东权益	79,811	89,405	107,200	127,547					
少数股东权益	1,272	1,503	1,788	2,112					
所有者权益合计	81,083	90,909	108,988	129,659					
负债和股东权益	217,459	226,127	261,538	287,076					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	23,130	19,866	22,457	29,917	每股净资产(元)	8.48	9.45	11.34	13.49
投资活动现金流	-8,067	-3,248	-3,477	-3,415	最新发行在外股份(百万股)	9,447	9,447	9,447	9,447
筹资活动现金流	-15,641	-5,648	-10	-60	ROIC(%)	11.24	13.36	14.31	13.89
现金净增加额	-684	11,169	19,270	26,842	ROE-摊薄(%)	16.37	16.98	16.32	15.64
折旧和摊销	5,061	3,963	4,099	4,249	资产负债率(%)	62.71	59.80	58.33	54.83
资本开支	-7,083	-5,205	-5,003	-5,081	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.08	16.42	14.25	12.50
营运资本变动	4,037	291	-18	4,892	P/B(现价)	3.11	2.79	2.33	1.96

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

格力电器 (000651)

渠道改革成效初显，多元布局迸发新机 买入 (首次)

2023年01月30日

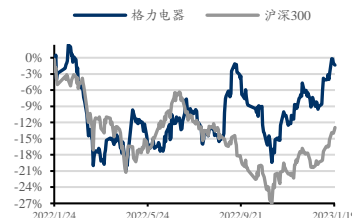
证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	189,654	199,149	212,921	231,327
同比	11%	5%	7%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	23,064	25,664	27,999	30,879
同比	4%	11%	9%	10%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	4.10	4.56	4.97	5.48
P/E (现价&最新股本摊薄)	8.56	7.69	7.05	6.39

股价走势



关键词: #市占率上升

投资要点

- **国内空调行业龙头。**公司成立于1991年,1996年于深交所上市。公司以空调起家,产品覆盖家电全品类,并相继进入智能装备、通信设备、储能、热管理等领域,其中空调业务仍是公司经营核心、贡献主要收入来源,2021年空调/其他业务(主要为采购原材料转售供应商)/生活电器营收占比约为70%/23%/3%。公司以内销为主、外销占比有所提升,2021年内销/外销营收占比约为69%/11%。
- **前期依托线下渠道较强控制权迅速成长,近期外部环境恶化叠加内部调整业绩呈现波动。**1) 2003-2007年,受大宗原材料价格大幅上涨影响,中小品牌进一步出清。公司产品品质突出、具备产业链及规模优势,并开始全面自建渠道、搭建格力专卖店体系,受益于行业集中度提升、公司确立空调龙头地位,期间营收/净利CAGR分别+40%/+39%。2) 2008-2013年,公司进一步加强对渠道控制权,成立北京盛世恒兴、收编整合全国代理商,盛世兴欣体系成型,期间营收/净利CAGR23%/41%。3) 2014-2018年,公司线下渠道覆盖面广且深,品牌竞争力较强,销售规模稳步扩张、经营较为稳定,期间营收/净利CAGR+9%/+17%。4) 2019年-至今,疫情、地产调控政策及天气等影响下行业需求偏弱,叠加此前渠道返利及加价率过高,经营压力较大、开始实行渠道改革,内外部因素影响下业绩呈波动。2021年经营有所回暖,营收/净利+11%/+4%。2022Q1-3 炎夏+原材料成本下行带动业绩增长,营收/净利+6%/+17%。
- **渠道改革成效初显,竞争力稳步修复。**受外部因素影响,空调行业整体增速放缓,且零售渠道向线上切换、线下渠道压力较大。公司此前层层分销体系致使终端价格过高,返利激励下经销商压货较多、现金流压力较大,因此渠道改革势在必行。整体来看,公司主要在三个方面进行变革: ①**精简渠道层级,推动渠道扁平化发展。**推动销售公司及二级代理商等职能向服务商转化,减少原有渠道层级,渠道效率提升有助降低加价率,与美的终端价差不断缩窄。②**将返利政策部分转为价差激励,提升经销商主动性。**经销商从原有压货模式逐渐转为以消费者需求为导向的销售模式,以往淡季返利使得经销商压货较多、库存过高或导致经营风险加大。公司允许经销商通过终端价差销售激发其经营积极性,以终端消费者需求为导向、经销商盈利确定性更强。③**大力推动新零售模式,提升线上渠道占比。**此前公司与线下渠道深度绑定拖累线上渠道发展,疫情致实体经济受挫、公司逐步向线上转移,建立“格力董明珠店”直销平台、与天猫京东等合作开启新零售模式,线上销售占比逐渐提升。经历渠道改革后,格力空调品牌市占率及销量逐步回暖,渠道改革成效初显、竞争力稳步修复。
- **产业链向上游高景气赛道延伸,多元化布局有望发展第二曲线。**2021年公司通过收购银隆、盾安,布局新能源、储能、热管理等领域,进一步深化多元战略。①**格力钛(银隆):**业务覆盖广泛,储能方面具备技术优势,产品涵盖钛酸锂电池等新能源电池、新能源商用车等。②**盾安环境:**制冷阀件龙头,新能源车热管理业务客户拓展顺利。公司入主后一方面进一步发挥业务协同效应、整合产业链资源,以实现更好的成本控制,另一方面通过盾安切入新能源车热管理高景气赛道,实现业务多元化。
- **返利模式放大毛利率波动,毛销差受疫情及原材料价格影响回落。**2014-2021年毛利率在25%-36%区间波动,销售计提实物返利模式放大原材料价格波动等影响。分业务看,空调毛利率较高处于30%-39%区间。考虑销售返利对毛利率及销售费用率影响,毛销差(毛利率-销售费用率)较能反应整体盈利能力,2014-2018年毛销差由15%提升至21%、盈利能力稳步提升,2019年以来陆续受到疫情、铜/铝/钢等大宗原材料成本大幅上涨冲击,2021年毛销差回落至18%、短期盈利承压,2022Q1-3随原材料价格持续回落,毛销差有望回升至20%。
- **盈利预测与投资评级:**公司作为空调行业龙头,近年来受到疫情、地产调控政策等影响,下游需求较为疲软,公司此前处于渠道改革阶段,业绩有所回落。2022年以来公司渠道改革成效初显、原材料价格逐季回落,公司收入业绩加速修复。展望未来:一方面公司空调龙头地位稳固、掌握产品核心技术、渠道护城河优势凸显,有望受益于空调行业量价齐升的机遇;另一方面公司多元化战略持续深化,布局热管理、储能等高景气赛道,有望贡献业绩新增量。我们预计2022-2024年归母净利润分别为257/280/309亿元,EPS分别为4.46/4.97/5.48元/股,对应PE分别为8/7/6X,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**渠道改革不及预期,原材料价格波动、空调需求不及预期、项目整合不及预期等。

市场数据

收盘价(元)	35.05
一年最低/最高价	28.49/40.38
市净率(倍)	2.06
流通 A 股市值(百万元)	195,841.51
总市值(百万元)	197,380.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.00
资产负债率(% ,LF)	71.50
总股本(百万股)	5,631.41
流通 A 股(百万股)	5,587.49

相关研究

格力电器三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	225,850	221,608	278,521	303,846	营业总收入	189,654	199,149	212,921	231,327
货币资金及交易性金融资产	116,939	138,136	169,017	209,999	营业成本(含金融类)	142,776	149,038	158,391	170,800
经营性应收款项	44,045	38,012	47,340	44,793	税金及附加	1,077	1,341	1,476	1,605
存货	42,766	26,566	44,963	32,788	销售费用	11,582	10,055	10,968	12,384
合同资产	1,151	986	1,055	1,147	管理费用	4,051	5,027	5,484	5,963
其他流动资产	20,949	17,908	16,147	15,119	研发费用	6,297	5,914	6,749	8,256
非流动资产	93,749	94,725	91,501	87,744	财务费用	-2,260	-2,276	-2,367	-3,263
长期股权投资	10,337	10,437	10,537	10,637	加:其他收益	832	789	844	917
固定资产及使用权资产	31,203	31,705	29,886	26,823	投资净收益	522	591	633	688
在建工程	6,481	3,741	2,120	1,210	公允价值变动	-58	0	0	0
无形资产	9,917	10,027	10,137	10,247	减值损失	-757	-1,140	-649	-740
商誉	708	708	708	708	资产处置收益	6	20	21	23
长期待摊费用	19	25	31	37	营业利润	26,677	30,310	33,068	36,471
其他非流动资产	35,084	38,082	38,082	38,082	营业外净收支	126	10	10	10
资产总计	319,598	316,333	370,022	391,590	利润总额	26,803	30,320	33,078	36,481
流动负债	197,101	184,322	209,431	199,407	减:所得税	3,971	4,396	4,796	5,290
短期借款及一年内到期的非流动负债	28,873	28,873	28,873	28,873	净利润	22,832	25,923	28,282	31,191
经营性应付款项	76,619	59,908	83,433	71,145	减:少数股东损益	-232	259	283	312
合同负债	15,505	22,341	23,744	25,605	归属母公司净利润	23,064	25,664	27,999	30,879
其他流动负债	76,104	73,201	73,380	73,784	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.10	4.56	4.97	5.48
非流动负债	14,571	14,571	14,571	14,571	EBIT	24,083	28,712	30,896	33,487
长期借款	8,961	8,961	8,961	8,961	EBITDA	27,727	36,191	38,877	41,880
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.28	24.45	24.95	25.56
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	12.28	13.02	13.27	13.47
其他非流动负债	5,607	5,607	5,607	5,607	收入增长率(%)	11.24	5.01	6.92	8.64
负债合计	211,673	198,894	224,002	213,978	归母净利润增长率(%)	4.01	11.27	9.10	10.29
归属母公司股东权益	103,652	112,906	141,204	172,484					
少数股东权益	4,274	4,533	4,816	5,128					
所有者权益合计	107,925	117,439	146,020	177,612					
负债和股东权益	319,598	316,333	370,022	391,590					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,894	47,242	36,475	46,300	每股净资产(元)	17.53	20.05	25.07	30.63
投资活动现金流	29,752	-9,404	-5,162	-4,985	最新发行在外股份(百万股)	5,631	5,631	5,631	5,631
筹资活动现金流	-25,331	-18,342	-1,732	-1,732	ROIC(%)	14.41	16.31	15.58	14.34
现金净增加额	5,727	19,696	29,881	39,982	ROE-摊薄(%)	22.25	22.73	19.83	17.90
折旧和摊销	3,644	7,479	7,980	8,394	资产负债率(%)	66.23	62.87	60.54	54.64
资本开支	-5,712	-5,010	-4,309	-4,187	P/E(现价&最新股本摊薄)	8.56	7.69	7.05	6.39
营运资本变动	-22,697	11,589	-1,504	4,964	P/B(现价)	2.00	1.75	1.40	1.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

海信家电 (000921)

白电龙头主业稳健，汽车热管理开启新增长曲线 买入 (首次)

2023年01月30日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

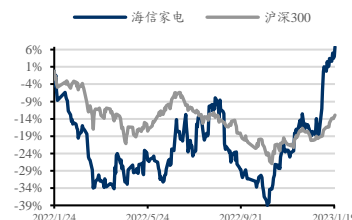
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	67,563	75,098	82,094	88,517
同比	40%	11%	9%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	973	1,335	1,640	1,933
同比	-38%	37%	23%	18%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.71	0.98	1.20	1.42
P/E (现价&最新股本摊薄)	24.37	17.75	14.45	12.26

关键词: #第二曲线

投资要点

- **国内白电领军企业。**公司于1984年成立,以大家电起家,通过收并购进行多元化延伸,旗下品牌包含海信、科龙、容声、日本“HITACHI”(日立)、美国“YORK”(约克、仅中国地区多联机业务)、欧洲“gorenje”(古洛尼)及“ASKO”、日本“SANDEN”(三电)八大品牌,形成“传统白电+中央空调+汽车热管理”三大业务板块,其中传统白电构建公司营收基本盘、增速稳健,汽车热管理有望成为第二成长曲线,2021年三者营收占比约为52%/27%/8%。公司积极出海,外销占比不断提升,2021年境内/境外营收占比约为56%/34%。
- **业务多元化发展,外延并购打开成长空间。**1)2005-2017年,公司收购科龙并集中资源发力白电产品,确立白电头部玩家地位,期间营收/归母CAGR分别+15%/+42%。2)2018-2020年,受地产调控政策、疫情等影响,下游需求疲软,公司2018年收购欧洲品牌Gorenje进军欧洲高端家电市场、收购约克多联机中国区业务,2019年并表海信日立,不断通过外延并购实现业绩逆势增长,期间营收/归母净利CAGR为16%/7%。3)2021年-至今:2021年收购汽车压缩机/空调系统龙头日本三电、布局新能源车热管理,2021年营收/归母净利同比+40%/-38%,营收高增系三电并表贡献、盈利端波动较大主要因三电并表拖累。2022Q1-3营收/归母净利同比+14%/+6%,营收稳健增长主因高温天气下空调需求回暖,利润端增速不及收入端系原材料价格虽有回调但仍处于较高水平。
- **传统白电:聚焦差异化、高端化细分市场,经营具备韧性。**公司传统白电产品主要包括家用空调、冰箱、洗衣机等,2016-2021年营收CAGR16%、2021年营收占比52%,经营较稳健、构建公司营收基本盘。**内销方面**,①**家用空调**:国内家空市场呈现美的、格力双寡头垄断格局,公司实行差异化发展战略,率先布局新风空调,在新风细分领域技术领先、市占率位居前列,有望凭借差异化新风产品稳固家空市场领先地位。②**冰洗业务**:国内冰洗渗透率已近天花板,行业由存量市场主导。换新需求下公司主打高端化发展,并不断进行研发投入、提高产品力,长期有望贡献稳定业绩。**外销方面**,一方面加码营销扩大品牌影响及知名度,另一方面收购欧洲老牌家电品牌gorenje等迅速切入海外市场、实现本土市占率快速提升。
- **中央空调:维持较好增长态势,持续贡献业绩增量。**2019年公司取得海信日立控制权,形成以海信日立为中心、“海信日立+海信+约克”的央空品牌矩阵,2016-2021年央空(仅海信日立)营收CAGR约23%、21年营收占比27%。海信日立为国内央空市场、尤其是多联机市场龙头品牌,2021年海信系(海信日立+海信+约克)市占率位居国内第一。伴随中央空调在家装等市场扩容,海信日立有望凭借强大产品力及品牌优势持续领跑行业、维持较好成长性、持续贡献业绩增量。
- **汽车热管理:收购三电,有望开启新增长曲线。**2021年通过认购定增股份入主全球汽车压缩机/空调系统龙头日本三电,切入汽车热管理高景气赛道。此前三电因主要业务布局的燃油车市场萎缩、管理层级冗杂,陷入经营困局。海信海外并购整合经验丰富,入主后有望发挥协同效应、赋能三电快速走出经营困境,三电具备车用压缩机及新能源车热管理系统技术优势、优质客户资源,助力海信快速进军高景气新能源车热管理行业,有望成为公司第二增长曲线。
- **受原材料价格、海运费影响,毛利率呈波动态势。**2016-2021年公司毛利率在19%-25%区间波动,2021年以来受铜/铝/钢等大宗原材料成本大幅上涨、海运费增加的影响,公司短期盈利承压,2021年毛利率同比-4.34pct至19.7%。未来随原材料价格持续回落、三电大幅减亏,公司毛利率有望回升。
- **盈利预测与投资评级:**公司作为国内白电龙头,传统白电主业基本盘较为稳固,通过并购多元布局央空及汽车热管理业务,打开成长空间。展望未来,公司央空业务龙头地位稳固,有望受益于行业持续扩容,汽车热管理业务针对三电持续进行管理赋能、发挥协同效应,开启第二增长曲线。2023年1月2日发布股权激励和员工持股计划,深度绑定中层管理人员及核心骨干,有望促进长期可持续发展。我们预计2022-2024年归母净利润分别为13.35/16.40/19.33亿元,EPS为0.98/1.20/1.42元/股,PE为18/14/12X,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**三电整合不及预期、地产竣工销售不及预期、竞争加剧、原材料价格波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.39
一年最低/最高价	9.90/17.60
市净率(倍)	2.12
流通 A 股市值(百万元)	15,700.25
总市值(百万元)	23,697.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.19
资产负债率(% ,LF)	70.85
总股本(百万股)	1,362.73
流通 A 股(百万股)	902.83

相关研究

海信家电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	39,700	46,224	55,963	61,871	营业总收入	67,563	75,098	82,094	88,517
货币资金及交易性金融资产	12,648	19,270	23,607	31,966	营业成本(含金融类)	54,250	59,696	65,019	69,663
经营性应收款项	13,001	15,950	17,398	17,364	税金及附加	399	375	410	443
存货	8,437	4,728	9,626	6,086	销售费用	7,672	8,261	9,030	9,737
合同资产	10	4	6	8	管理费用	1,327	2,103	2,134	2,301
其他流动资产	5,603	6,272	5,327	6,447	研发费用	1,987	2,178	2,381	2,602
非流动资产	16,249	15,732	15,173	14,583	财务费用	57	70	27	27
长期股权投资	1,436	1,436	1,436	1,436	加:其他收益	414	460	503	542
固定资产及使用权资产	5,398	5,346	5,253	5,026	投资净收益	507	564	616	664
在建工程	666	466	266	166	公允价值变动	34	0	0	0
无形资产	1,644	1,394	1,144	894	减值损失	-52	-90	-50	-20
商誉	226	206	186	166	资产处置收益	6	7	8	8
长期待摊费用	26	32	36	43	营业利润	2,781	3,356	4,170	4,939
其他非流动资产	6,851	6,851	6,851	6,851	营业外净收支	136	160	150	150
资产总计	55,949	61,956	71,136	76,454	利润总额	2,917	3,516	4,320	5,089
流动负债	38,012	41,175	46,859	48,060	减:所得税	574	675	829	977
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,030	4,410	5,789	7,655	净利润	2,343	2,841	3,490	4,112
经营性应付款项	23,293	23,976	27,955	26,683	减:少数股东损益	1,370	1,506	1,850	2,179
合同负债	1,147	1,702	1,725	1,769	归属母公司净利润	973	1,335	1,640	1,933
其他流动负债	10,542	11,087	11,390	11,953	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	0.98	1.20	1.42
非流动负债	2,345	2,350	2,355	2,360	EBIT	2,297	2,945	3,623	4,313
长期借款	32	37	42	47	EBITDA	3,469	4,077	4,796	5,520
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.70	20.51	20.80	21.30
租赁负债	396	396	396	396	归母净利率(%)	1.44	1.78	2.00	2.18
其他非流动负债	1,916	1,916	1,916	1,916	收入增长率(%)	39.61	11.15	9.32	7.82
负债合计	40,357	43,524	49,214	50,420	归母净利润增长率(%)	-38.40	37.27	22.88	17.81
归属母公司股东权益	10,342	11,677	13,318	15,251					
少数股东权益	5,249	6,754	8,604	10,784					
所有者权益合计	15,591	18,432	21,922	26,034					
负债和股东权益	55,949	61,956	71,136	76,454					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,314	5,298	3,024	6,579	每股净资产(元)	7.59	8.57	9.77	11.19
投资活动现金流	-4,423	115	159	206	最新发行在外股份(百万股)	1,363	1,363	1,363	1,363
筹资活动现金流	1,475	1,209	1,153	1,574	ROIC(%)	11.01	11.25	11.38	11.19
现金净增加额	1,262	6,622	4,337	8,359	ROE-摊薄(%)	9.40	11.43	12.32	12.67
折旧和摊销	1,172	1,132	1,174	1,206	资产负债率(%)	72.13	70.25	69.18	65.95
资本开支	-1,104	-443	-452	-452	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.37	17.75	14.45	12.26
营运资本变动	1,405	1,790	-1,148	1,767	P/B(现价)	2.29	2.03	1.78	1.55

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

华帝股份 (002035)

多品类布局夯实厨电龙头地位，静待需求弹性增持 (首次)

2023年01月30日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

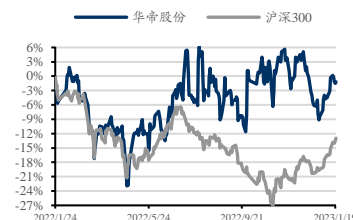
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	5,588	6,078	6,618	7,174
同比	28%	9%	9%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	207	443	508	580
同比	-49%	114%	15%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.24	0.52	0.60	0.68
P/E (现价&最新股本摊薄)	24.45	11.45	9.97	8.75

关键词: #市占率上升

投资要点

- **国内厨电领先品牌。**公司成立于1992年，以燃气灶具起家，产品品类逐步拓展至热水器、油烟机等，在厨电行业占据龙头地位、连续多年位居行业前三。公司以厨电业务为核心进行扩张，目前公司热泵产品主要系授权品牌进行销售，未来有望进行产品布局。油烟机/灶具/热水器产品贡献公司主要收入，2021年收入占比分别为38%/25%/18%。公司业务主要集中在国内，2021年内销/外销营收占比分别为86%/14%。
- **业绩表现与地产周期关联度较高。**由于厨电产品需求主要由新增住宅带动，因此景气度与地产周期高度挂钩。2015-2018年，地产上行周期叠加公司品牌高端化转型、渠道持续优化，业绩高速增长、营收/归母净利 CAGR 分别为+18%/+48%。2019-2020年地产步入下行周期、需求较为低迷承压，叠加疫情影响，营收/归母净利 CAGR-15%/-22%。2021年公司收入恢复良好、同比+28%，但原材料价格上涨、计提恒大减值等致归母净利同比-49.17%。2022Q1-3 虽地产行业仍较为低迷、但营收/归母净利仍逆势同比增长7%/1%。
- **多品牌运行战略互补，产品品类持续扩张。**1) **品牌方面**，建立“华帝”、“百得”、“华帝家居”三大自有品牌，分别定位高端厨电/中端厨电/大家居，多品牌运营战略互补。华帝主品牌营收占比较高，百得深耕三四线下沉渠道、近年增速较为靓丽、21年营收同比+39%、占比由18年20%提升10pct至30%，华帝家居抢先布局全屋定制、规模较小、品牌协同效用有待释放。2) **产品方面**，产品品类多元，传统产品塑造基本盘、新兴品类贡献增长点。①**传统产品**：包含烟机、灶具、热水器，2016-2021年营收 CAGR 为+3%/+1%/+4%、21年收入三者共占比81%。产品研发步履不停、持续进行产品迭代以保障基本盘稳固。22年底地产利好政策频出、传统厨电产品或迎需求拐点。②**新兴品类**：包括集成灶、洗碗机、蒸烤一体机等，积极拓展新兴厨电品类、打造业绩新增长点，其中集成灶于19年推出上市、19-21年营收 CAGR 达168%、22H1 营收同比+58%延续高增。公司较早布局新兴厨电产品，有望分享新品长期渗透率提升红利、贡献业绩新增量。
- **建设多元化渠道体系，各渠道多点开花。**2018年公司基本完成渠道改革，形成线下/线上/工程/海外渠道体系，16-21年收入 CAGR 分别为-4%/+18%/+17%/+14%、占比43%/33%/9%/14%，其中：①线下渠道为公司传统渠道、贡献最大营收占比，未来新零售渠道（线上线下融合、如京东线下专卖店）有望在三四线城市加速渗透、带动线下收入持续增长；②公司线上渠道布局较早、规模快速扩张，营收占比由16年19%提升至21年33%、目前已经较为成熟；③针对工程渠道进行客户结构调整、加深优质客户合作，地产相关风险一定程度上得到缓解；④海外渠道主要通过百得品牌销售，海外市占率及品牌知名度不断提升。
- **毛利率受原材料价格影响较大。**2016年以来公司毛利率约42%-49%，由于原材料（主要包括不锈钢冷轧板、铝、铜等）占营业成本约90%，因此受原材料价格波动影响较大。2021年铜/铝/钢价格同比+40%/+33%/+36%、致使公司毛利率同比-2.35pct至40.77%。未来随原材料价格回落有望带动公司毛利重回正常水平，盈利空间有望释放。
- **盈利预测与投资评级：**公司为厨电领先企业，经历品牌转型、经营调整及治理改善后盈利能力大幅增强，尽管近期受疫情及原材料扰动业绩有所回落，但短期随地产回暖需求弹性释放、长期龙头市占率不断提升的逻辑仍存。2022年潘氏家族二代接任公司总裁有望给公司管理注入更多活力，“科学品牌”战略下品牌逐步向年轻化转型、步入新一轮发展快车道。我们预计22-24年归母净利润分别为4.43/5.08/5.80亿元，EPS分别为0.52/0.60/0.68元/股，对应PE分别为11/10/9X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**地产周期反转不及预期、下沉市场及新兴品类市场开拓不及预期、原材料价格持续上涨。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.98
一年最低/最高价	4.55/6.85
市净率(倍)	1.47
流通 A 股市值(百万元)	4,514.33
总市值(百万元)	5,068.97

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.06
资产负债率(% LF)	47.23
总股本(百万股)	847.65
流通 A 股(百万股)	754.90

相关研究

华帝股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,659	4,809	5,718	5,978	营业总收入	5,588	6,078	6,618	7,174
货币资金及交易性金融资产	2,029	2,039	2,613	2,808	营业成本(含金融类)	3,310	3,579	3,865	4,155
经营性应收款项	1,629	1,905	1,897	2,253	税金及附加	32	30	33	36
存货	918	777	1,126	806	销售费用	1,355	1,459	1,602	1,751
合同资产	24	0	0	0	管理费用	227	243	271	303
其他流动资产	60	88	82	110	研发费用	244	267	291	316
非流动资产	1,874	2,081	2,272	2,448	财务费用	7	-5	-5	-13
长期股权投资	11	11	11	11	加:其他收益	66	71	78	84
固定资产及使用权资产	1,166	1,377	1,571	1,750	投资净收益	31	34	37	40
在建工程	55	45	35	25	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	199	206	212	219	减值损失	-284	-75	-65	-55
商誉	104	104	104	104	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	92	92	92	92	营业利润	229	535	611	696
其他非流动资产	247	247	247	247	营业外净收支	1	-5	-1	-2
资产总计	6,533	6,890	7,989	8,426	利润总额	231	531	610	695
流动负债	3,148	3,048	3,624	3,464	减:所得税	16	79	91	104
短期借款及一年内到期的非流动负债	210	210	210	210	净利润	215	452	519	591
经营性应付款项	2,141	1,934	2,468	2,264	减:少数股东损益	8	9	10	12
合同负债	158	143	155	166	归属母公司净利润	207	443	508	580
其他流动负债	639	761	792	824	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.24	0.52	0.60	0.68
非流动负债	48	53	58	63	EBIT	205	631	684	738
长期借款	0	5	10	15	EBITDA	369	745	813	882
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.77	41.13	41.60	42.09
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	3.71	7.28	7.68	8.08
其他非流动负债	45	45	45	45	收入增长率(%)	28.15	8.78	8.88	8.40
负债合计	3,196	3,101	3,682	3,527	归母净利润增长率(%)	-49.17	113.52	14.85	13.99
归属母公司股东权益	3,243	3,685	4,194	4,773					
少数股东权益	94	103	114	126					
所有者权益合计	3,337	3,789	4,308	4,899					
负债和股东权益	6,533	6,890	7,989	8,426					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	466	305	862	481	每股净资产(元)	3.83	4.35	4.95	5.63
投资活动现金流	-466	-291	-284	-281	最新发行在外股份(百万股)	848	848	848	848
筹资活动现金流	-62	-4	-4	-4	ROIC(%)	5.52	14.22	13.63	13.01
现金净增加额	-64	11	574	195	ROE-摊薄(%)	6.39	12.01	12.12	12.14
折旧和摊销	163	113	129	144	资产负债率(%)	48.92	45.01	46.08	41.86
资本开支	-267	-325	-321	-322	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.45	11.45	9.97	8.75
营运资本变动	-137	-314	176	-280	P/B(现价)	1.56	1.38	1.21	1.06

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

盾安环境 (002011)

战略聚焦迎业绩改善, 汽零布局拓成长空间 买入 (首次)

2023年01月30日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

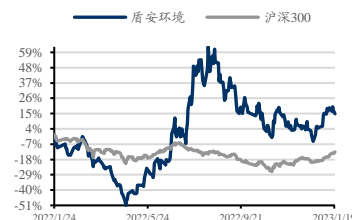
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	9,837	10,356	11,620	13,139
同比	33%	5%	12%	13%
归属母公司净利润 (百万元)	405	832	699	864
同比	141%	105%	-16%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.38	0.79	0.66	0.82
P/E (现价&最新股本摊薄)	37.41	18.23	21.70	17.56

关键词: #第二曲线

投资要点

- **国内制冷零部件龙头。**公司为制冷阀门龙头,四通阀、截止阀市占率全球第一,电子膨胀阀全球第二,其中制冷阀件、换热器等产品在热泵整机及新能源车热泵系统中应用较为广泛。前期过度多元化致公司业绩受挫严重、经营陷入困境,通过战略调整、剥离非核心业务、聚焦制冷主业带动业绩改善,制冷主业(制冷配件+制冷设备)占比由2015年74%提升至2022H1的95%,战略调整效果显著。公司发力海外市场、外销占比由15年13%逐年提升至22H1的21%。2021年底格力入主成为公司控股股东,进一步缓解此前流动性压力、提振经营活力。
- **过度多元化拖累业绩,战略调整后重拾发展动力。**公司发展可以分为“制冷主业快速成长-多领域业务拓展-业务瘦身步入发展快车道”三个阶段。1) **2004-2008年: 上市后快速扩张、确立制冷配件行业龙头地位,**期间营收/归母净利CAGR分别达90%/69%。2) **2009-2016年: 寻求多元化扩展,**先后切入光伏、节能、冷链、传感器、新能源车热管理等领域,但由于过度多元化、市场环境变化导致新业务发展不及预期,拖累公司整体盈利能力,期间营收/归母净利CAGR分别为14%/-9%。3) **2017-至今: 战略重聚焦制冷主业,业务瘦身重启成长。**2018年起公司逐步剥离节能、传感器等业务,进行业务瘦身。公司推动战略调整,管理变革叠加期间疫情影响、业绩波动较大,2017-2020年营收/归母净利CAGR为-4%/-321%。2021年公司基本完成业务瘦身,业绩改善明显,收入/归母净利同比分别+33%/+141%。2022Q1-3收入/归母净利同比分别-2%/+105%,利润回暖主要系盈利能力改善、同时冲回关联担保计提损失,收入下滑主因格力入主后个别客户订单转移。
- **传统制冷配件发力商用、海外市场,制冷设备市场加速开拓。**公司传统制冷配件/制冷设备2017-2021年营收CAGR约+9%/+1%,2021年占比约为79%/15%。①**制冷配件:**主要包括电子膨胀阀、四通阀、截止阀、电磁阀等,公司在传统家用空调制冷配件领域占据龙头、产品及技术壁垒优势突出,通过大力发展高毛利率出口+拓展国内商用制冷配件业务未来有望贡献稳健收入增量、结构优化下盈利能力持续提升。②**制冷设备:**主要产品包括特种空调、商用中央空调、热泵等。在上游制冷配件的产业协同下,公司向下游制冷设备延伸扩展、产品布局逐渐丰富。随着下游IDC、核电、轨道交通等行业需求增长,公司依托成熟业务经验、格力品牌背书加速开拓制冷设备市场。
- **汽零热管理配件业务快速放量,客户拓展顺利、成为第二增长曲线。**伴随新能源车需求快速增长,热泵空调系统应用占比逐渐提升,催化热管理零部件需求,国内汽零热管理配件龙头为三花智控,但为保证零部件供应稳定性、主机厂逐步放开上游零部件二供订单,二供逻辑下公司虽布局时间较晚但业务发展迅速,已与比亚迪、蔚来、理想等下游优质客户达成合作,21年以来营收持续高增。公司逐步加大产线投入,凭借制冷领域多年技术积累、产品性能领先,且在大口径领域建立差异化优势,有望持续提升现有客户供应份额并开拓新客户、成为公司第二增长曲线。
- **产品结构+地区结构优化盈利能力有望提升。**2017年以来公司毛利率基本维持于16-18%左右,分业务看制冷配件毛利率基本于15%-18%区间波动、制冷设备毛利率变动区间为23%-26%。由于原材料大宗商品价格上涨(主要包括铜、铝、钢等)2021年毛利率受损,但公司龙头地位稳固、价格传导能力较强,毛利率同比略降-0.67pct至16.3%。公司加大高毛利商用产品占比、推进海外市场布局,伴随2022年以来原材料价格步入下行通道,22Q1-3总体毛利率同比+0.75pct至17.1%。未来毛利率有望持续提升。
- **盈利预测与投资评级:**公司为制冷阀门龙头,深耕制冷领域多年,阀件销量全球领先,2020年提出“3+1”战略,夯实空配龙头地位、发展商用配件/特种空调设备/新能源车热管理等新产业,2021年业务聚焦及格力入主带动公司盈利修复、经营改善。展望未来,格力入主进行业务赋能+传统制冷主业市占率持续提升+新能源车热管理配件业务快速增长,公司三重改善叠加,经营拐点已至、业绩改善可期,我们预计22-24年归母净利分别为8.32/6.99/8.64亿元,EPS分别为0.79/0.66/0.82元/股,对应PE18/22/18X,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**新能源车销量不及预期、行业竞争加剧、市场拓展不及预期、原材料价格波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.35
一年最低/最高价	5.96/21.56
市净率(倍)	5.46
流通 A 股市值(百万元)	13,129.82
总市值(百万元)	15,162.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.63
资产负债率(% ,LF)	68.96
总股本(百万股)	1,056.63
流通 A 股(百万股)	914.97

相关研究

盾安环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,344	7,106	8,716	9,634	营业总收入	9,837	10,356	11,620	13,139
货币资金及交易性金融资产	1,064	1,400	2,593	2,421	营业成本(含金融类)	8,233	8,643	9,633	10,821
经营性应收款项	2,601	3,311	3,178	4,159	税金及附加	43	52	58	66
存货	1,476	1,385	1,786	1,781	销售费用	258	311	360	407
合同资产	264	0	0	0	管理费用	306	331	383	447
其他流动资产	938	1,010	1,159	1,273	研发费用	370	362	418	473
非流动资产	1,918	2,328	2,711	3,073	财务费用	121	98	93	75
长期股权投资	296	296	296	296	加:其他收益	57	60	67	76
固定资产及使用权资产	1,144	1,502	1,835	2,143	投资净收益	26	28	31	35
在建工程	85	85	85	85	公允价值变动	-8	0	0	0
无形资产	200	247	293	340	减值损失	-79	-70	-70	-70
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-2	52	35	26
长期待摊费用	17	23	27	34	营业利润	500	628	737	917
其他非流动资产	175	175	175	175	营业外净收支	-53	300	46	46
资产总计	8,261	9,433	11,428	12,707	利润总额	448	928	783	963
流动负债	5,839	6,179	6,671	7,086	减:所得税	52	100	85	104
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,935	1,935	1,935	1,935	净利润	395	827	699	859
经营性应付款项	2,543	2,739	3,148	3,465	减:少数股东损益	-10	-4	0	-4
合同负债	107	173	193	216	归属母公司净利润	405	832	699	864
其他流动负债	1,254	1,332	1,395	1,469	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.38	0.79	0.66	0.82
非流动负债	786	791	796	801	EBIT	615	766	884	1,051
长期借款	501	506	511	516	EBITDA	827	951	1,095	1,286
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.30	16.54	17.10	17.64
租赁负债	170	170	170	170	归母净利率(%)	4.12	8.03	6.01	6.57
其他非流动负债	115	115	115	115	收入增长率(%)	33.28	5.27	12.21	13.07
负债合计	6,626	6,970	7,467	7,887	归母净利润增长率(%)	140.55	105.13	-15.97	23.58
归属母公司股东权益	1,735	2,567	4,065	4,928					
少数股东权益	-100	-104	-104	-108					
所有者权益合计	1,636	2,463	3,961	4,820					
负债和股东权益	8,261	9,433	11,428	12,707					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	518	661	985	427	每股净资产(元)	1.89	2.43	3.85	4.66
投资活动现金流	244	-216	-482	-489	最新发行在外股份(百万股)	1,057	1,057	1,057	1,057
筹资活动现金流	-1,243	-108	690	-109	ROIC(%)	12.09	14.66	13.53	13.37
现金净增加额	-539	336	1,193	-171	ROE-摊薄(%)	23.36	32.39	17.19	17.52
折旧和摊销	212	186	211	235	资产负债率(%)	80.20	73.89	65.34	62.07
资本开支	-79	-208	-479	-487	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.41	18.23	21.70	17.56
营运资本变动	-270	-156	4	-744	P/B(现价)	7.58	5.91	3.73	3.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

海立股份 (600619)

收购马瑞利进军汽零，双主业构筑增长曲线 增持 (首次)

2023年01月30日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	15,769	16,073	17,292	18,976
同比	42%	2%	8%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	323	183	254	288
同比	99%	-43%	39%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.30	0.17	0.23	0.27
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.71	34.83	25.09	22.09

关键词: #第二曲线

投资要点

- **空调压缩机领先企业，收购马瑞利香港拓展汽零业务。**公司1992年上市，为非自配套领域第一、全球前三的转子压缩机供应商，产品广泛应用于家用空调、轻商用空调及热泵等领域。公司于2021年收购马瑞利香港60%股权，确立“压缩机及相关制冷设备、汽车零部件”两大主业，2021年营收占比分别72.19%/23.63%。公司立足国内市场，并向国际化转型，外销占比逐年增加，2021年内销/外销营收占比为67%/29%。
- **业绩受下游空调行业周期影响，海外市场扩张+汽零布局带动发展。**纵观公司发展历程，由于压缩机产品下游应用场景主要为空调行业，因此业绩受行业周期性影响程度较大。1992-2014年营收CAGR20.68%、基本呈稳定增长态势，归母净利CAGR4.73%、且波动较大、主要系经济及原材料成本变动等因素影响。期间公司剥离冰箱压缩业务、聚焦空调压缩机，并拓展热泵专用压缩机等新领域。2015-2019年向多元化转型，通过收购向上游大力拓展电机业务，发展新能源、热泵等领域。2020年受疫情影响严重，营收/归母净利出现较大回落，2021年营收/归母净利分别+42%/yoy+99%，收入高增主要系海外需求向好、营收同比+287.75%，同时公司收购马瑞利香港、切入新能源热管理高景气赛道、汽零业务快速增长，利润端高增系马瑞利香港业绩不及预期、补偿公允价值变动收益1.37亿元。2022年以来在疫情反复、芯片短缺及马瑞利香港整合不及预期影响下，2022Q1-3营收/归母净利同比分别+4.06%/-54.56%。
- **压缩机及制冷设备：热泵等新应用领域拓宽叠加海外市场打开、带动主业稳健增长。**①**压缩机：**2015-2021年收入CAGR为11%、2021年占比约为59%。从产品结构看，作为空调压缩机龙头、在热泵等下游应用领域不断拓宽背景下，公司技术积累及成本管控优势显著、布局上游电机及铸件规模效应突出、客户资源优质，于2009年已推出热泵热水器专用压缩机，目前成为国内外海尔、芬尼、日出东方、Bosch等品牌热泵压缩机供应商，有望抓住欧洲能源危机及能源转型需求下的热泵发展机遇。从地区结构看，公司进行印度压缩机产能布局，有望助力公司开拓海外客户、进一步打开外销市场。②**制冷设备：**主要包括特种制冷设备及热泵系统产品，其中公司热泵产品主要发力国内工程采暖领域。
- **汽零业务：马瑞利香港加速整合，产能持续扩张、支撑第二主业快速发展。**2021年初公司收购马瑞利香港后，汽车空调压缩机/空调系统纳入公司业务版图、逐步与原有车用电动涡旋压缩机等业务形成协同，助推汽零业务快速发展、2021年实现营收同比+3474.90%，占比提升23pct至24%。公司新能源车领域形成完整环境系统解决方案，客户拓展较为顺利，车用压缩机产品获得集度、零跑等客户定点，热管理系统获得小鹏、比亚迪等客户定点。22年以来受疫情封控影响，公司整合马瑞利海外资源进度缓慢，疫情放开后有望推动生产、消费等场景复苏，利好公司后续整合工作及业务发展。公司计划至2025年汽零第二主业营收及利润规模占比达50%，拟建新能源车用电动压缩机新工厂、逐步建设投产至年产100万台、有望支撑汽零第二主业快速发展。
- **毛利率受原材料价格波动影响，汽零规模效应逐渐体现、盈利能力有望提升。**2017年以来公司毛利率基本维持于14-16%左右。由于原材料（主要包括铜、铝、钢等大宗金属材料）成本占比较高、受原材料价格波动影响较大，2021年铜/铝/钢价格同比+40%/+33%/+36%、叠加低毛利汽零业务占比提升，致使公司毛利率同比-1.96pct至11.2%。2022Q1-3总体毛利率同比-3.5pct至8.9%，主要系公司运费由销售费用转移至成本端所致。伴随公司持续发力汽零业务、产能逐渐扩张、规模效应有望显现，未来毛利率有望持续提升。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内转子式压缩机领军企业，2021年收购马瑞利香港、大力拓展汽零行业，确立压缩机+汽零双主业发展格局。展望未来，随着热泵行业需求高增、带动产业链快速发展，压缩机及制冷设备主业需求放量、维持稳健成长，同时公司收购马瑞利香港布局汽零赛道、有望贡献第二成长曲线。我们预计2022-2024年归母净利分别为1.83/2.54/2.88亿元，EPS为0.17/0.23/0.27元/股，对应PE为35/25/22X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**汽零业务开展不及预期、原材料价格上涨、市场竞争加剧、下游需求不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.87
一年最低/最高价	5.48/9.10
市净率(倍)	1.05
流通 A 股市值(百万元)	4,632.46
总市值(百万元)	6,365.54

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.60
资产负债率(% ,LF)	63.75
总股本(百万股)	1,084.42
流通 A 股(百万股)	789.17

相关研究

海立股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14,511	12,406	14,830	14,448	营业总收入	15,769	16,073	17,292	18,976
货币资金及交易性金融资产	4,102	3,615	3,473	3,367	营业成本(含金融类)	14,003	14,332	15,290	16,747
经营性应收款项	7,082	6,570	7,079	7,863	税金及附加	54	80	86	95
存货	2,929	2,057	3,849	3,015	销售费用	256	225	259	313
合同资产	0	0	0	0	管理费用	608	627	674	740
其他流动资产	398	164	429	202	研发费用	728	739	795	873
非流动资产	6,584	6,632	6,614	6,574	财务费用	163	118	126	128
长期股权投资	242	242	242	242	加:其他收益	73	74	80	88
固定资产及使用权资产	4,366	4,302	4,213	4,099	投资净收益	110	112	120	132
在建工程	371	371	371	371	公允价值变动	127	60	20	20
无形资产	623	670	716	763	减值损失	-46	-30	-10	-10
商誉	537	537	537	537	资产处置收益	39	39	42	46
长期待摊费用	123	128	133	140	营业利润	259	206	314	356
其他非流动资产	322	382	402	422	营业外净收支	-20	-20	3	3
资产总计	21,095	19,038	21,444	21,021	利润总额	239	186	316	359
流动负债	11,910	9,684	11,803	11,055	减:所得税	-51	20	34	39
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,391	3,391	3,391	3,391	净利润	291	166	282	320
经营性应付款项	6,601	5,343	7,399	6,557	减:少数股东损益	-32	-17	28	32
合同负债	41	43	46	50	归属母公司净利润	323	183	254	288
其他流动负债	1,877	907	967	1,057	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.30	0.17	0.23	0.27
非流动负债	1,541	1,546	1,551	1,556	EBIT	146	144	267	296
长期借款	1,054	1,059	1,064	1,069	EBITDA	939	721	869	924
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.20	10.83	11.58	11.75
租赁负债	70	70	70	70	归母净利率(%)	2.05	1.14	1.47	1.52
其他非流动负债	416	416	416	416	收入增长率(%)	42.41	1.93	7.59	9.74
负债合计	13,450	11,229	13,354	12,611	归母净利润增长率(%)	98.71	-43.41	38.84	13.57
归属母公司股东权益	6,225	6,405	6,659	6,947					
少数股东权益	1,419	1,403	1,431	1,463					
所有者权益合计	7,645	7,808	8,090	8,410					
负债和股东权益	21,095	19,038	21,444	21,021					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	416	121	428	452	每股净资产(元)	5.74	5.91	6.14	6.41
投资活动现金流	-1,376	-434	-399	-386	最新发行在外股份(百万股)	1,084	1,084	1,084	1,084
筹资活动现金流	2,356	-174	-172	-172	ROIC(%)	1.81	1.05	1.91	2.07
现金净增加额	1,384	-487	-143	-106	ROE-摊薄(%)	5.19	2.85	3.81	4.15
折旧和摊销	792	577	603	627	资产负债率(%)	63.76	58.99	62.27	59.99
资本开支	-462	-541	-515	-511	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.71	34.83	25.09	22.09
营运资本变动	-490	-638	-458	-481	P/B(现价)	1.02	0.99	0.96	0.92

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

